

Ⅱ. 米国経済見通し ～世界経済の回復傾向、景気対策により景気は緩やかに拡大～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

- 米国の2010年実質GDP成長率は前年比+2.9%（前回予想+2.9%）、11年は同+1.9%（前回+1.7%）と、緩やかなプラス成長が予想される（2009年実績は同▲2.4%成長）。実質GDP成長率は10年前半にかけて景気対策の効果、在庫の積み増し等によって潜在成長率である前期比年率+2.5%を上回るが、10年半ば以降は景気対策の息切れ、在庫調整により伸びが鈍化すると見込まれる。
- 昨年（09年）のストレステストの結果を受けて大手金融機関の資本調達を実施されたこと、09年4-6月期以降大手主要行の決算が黒字となっていることなどから、金融市場は落ち着きを取り戻している。ただし、住宅ローンや商業不動産ローンの延滞・不履行の増加で不良資産処理が遅れていることから、バランスシート調整は長期化し、融資スタンスの大幅な緩和にはかなりの時間を要すると見込まれる。さらに、金融規制強化の動きも、融資基準に影響を与えよう。
- 10年前半は、住宅購入支援策による住宅投資の回復、減税・移転所得等による個人消費の下支え、各国の景気対策による世界経済の拡大、これらの動きを受けた在庫の積み増しによって、潜在成長率を上回る成長が予想される。
- 10年後半から11年前半にかけては、個人消費、住宅投資、設備投資が緩やかな拡大にとどまる中、不良債権の増加による銀行の引き締め気味の融資スタンスや、大幅な需給ギャップの残存、政策効果の息切れ、在庫調整によって、潜在成長率を下回る成長に鈍化すると見込まれる。債務危機によるEUでの歳出削減の影響は、新興国経済の加速等によって緩和されると予想する。
- 11年後半には、循環的な調整の進展による生産拡大・在庫の積み増しが予想される。加えて、世界経済の拡大持続、10年後半の景気減速を受けて追加景気対策が実施されることから、潜在成長率程度の成長ペースに加速すると予想する。
- 予想の下振れリスクは、速すぎる政策転換による景気回復ペースの鈍化など。欧州債務危機がより深刻なものとなり、金融市場が混乱すれば、金融機関の融資姿勢を一層引き締めに向かわせる可能性がある。一方、上振れリスクは世界経済の回復ペースの一段の加速による米輸出や生産活動の上振れが挙げられる。

1. 実質GDP成長率は、2010年+2.9%に回復、11年+1.7%に鈍化

2010年の実質GDP成長率は前年比+2.9%（前回予想+2.9%）と、1991年以來のマイナス成長となった09年の前年比▲2.4%から回復しよう。11年には同+1.9%（前回+1.7%）と、景気対策の息切れによる10年後半からの減速により、回復ペースは鈍化すると予想される。

2. 景気対策、在庫調整の進展により10年1-3月期は前期比年率+3.0%成長

10年1-3月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比年率+3.0%（前期同+5.6%）と減速した。しかし、各国の景気刺激策による海外需要の回復、金融対策の実施による金融市場の落ち着き、景気刺激策、在庫調整の進展によって、潜在成長率を上回る成長となった。

もともと、個人消費が実質GDPを2.42%p押

し上げたが、住宅投資の減少、政府支出の減少幅拡大、設備投資の鈍化により、景気の強さを示す実質国内最終需要は前期比年率+2.0%（前期同+1.4%）と低い伸びにとどまっている。米国経済は、大幅な需給ギャップの残存、不良債権の増加による銀行の引き締め気味の融資態度が持続する中、景気刺激策の押し上げ効果の低下や、在庫復元の一巡によって、緩やかな拡大となっている。

3. 10年4－6月期は景気対策効果等により潜在成長率を上回る成長に

景気対策では、09年2月に決定された景気対策関連の支出が続くうえ、期限を迎えた一部の景気対策も09年11月に延長や拡大が行われている（総額約450億ドル）。追加された対策の主な内容は、①失業手当の給付期間を14週間延長、失業率が8.5%を超える州ではさらに6週間延長する。②住宅の新規購入者に対する税額控除（8,000ドル）を5か月間延長し10年4月末とする。また、5年以上住宅を保有した人が住宅を買い替える場合も6,500ドルの控除を認める。③企業向けの優遇税制では、08年、09年に計上した損失額に応じて、過去に納付した税金を還付する優遇税制をこれまでの中小企業から、全ての企業に適用を拡大する。これに伴い今年度に330億ドル程度の税還付が行われる見込みである。

さらに、雇用対策として3月に総額約175億ドルの雇用関連法が成立した。主な内容は、①国内で雇用を創出した企業への減税、②60日以上失業している人を雇った企業に対する社会保障税の企業負担分を年内免除、③雇用期間が1年を超えた場合、1人あたり1000ドルの減税、などである。

10年4－6月期も、大幅な需給ギャップの残存、不良債権の増加による銀行の引き締め気味の融資態度の持続、在庫の押し上げ効果の弱まり等によって、前期よりも成長ペースは鈍化すると予想される。しかし、減税・移転所得等による個人消費の増加、住宅購入支援策の終了前の駆け込み需要による押し上げ、これまでの投資抑制や減税による潤沢なキャッシュフローを背景とした設備投資の拡大、各国での景気対策を受けた世界経済の拡大による輸出の増加により、潜在成長率であ

る前期比年率+2.5%を上回る伸びが予想される。

4. 10年後半以降、景気対策の息切れ、在庫調整により減速

10年後半以降の需給ギャップは、労働力人口の増加等により供給能力の向上が続く一方で、08年、09年の急激な需要の落ち込みやその後の回復の鈍さによって、11年にかけて大幅に拡大したままの状況が持続すると予想される。失業率やオフィス空室率の高止まりや設備稼働の低迷が続き、雇用、増産設備、商業不動産投資の伸びは抑制されよう。これらによって、金融機関の不良債権が増加し、不良資産処理には時間がかかり、金融機関の融資姿勢が10年内に大幅に緩和される可能性は小さい。このような金融機関の厳しい融資態度や、厳しい雇用環境、景気刺激策の押し上げ効果の弱まりなどにより、個人消費、住宅投資の増加ペースは抑制されよう。また、低い稼働率や高い空室率を背景に設備投資の拡大ペースは抑制されると見込まれる。そのような中、在庫復元の一巡から、10年後半のGDP成長率は潜在成長率を下回る公算が大きい。

金融面では、①大手金融機関の業績は09年4－6月期以降黒字が続いているが、トレーディングによって収益が押し上げられたことが主因である。不良債権比率は10年1－3月期に8.2%と90年以降で最悪の状況となるなど、収益環境は厳しい。10年も住宅価格と商業不動産価格の低迷、失業率の高止まりなどを背景に、ローンの延滞率・不履行率が上昇し、不良債権が増加することで、収益環境は厳しい状況が持続すると予想される。また、②不良資産の買取プログラムは小規模なものにとどまっておき、官民投資プログラムの不良ローンの買い取りも試験的な運用にとどまっている。さらに、不良証券の買取は、参加金融機関が少ないため規模を400億ドル程度まで大幅に縮小したにもかかわらず、全額使用されていない。このため、不良資産処理は個別各行によって実施され、時間がかかると見込まれる。さらに、③世界的に金融規制の強化が議論されており、資本規制、リスクごとの保証料の徴収、証券化する場合に全てをバランスシートから切り離さず一部を

保有したままとする、などの案が検討されている。これらの規制が強化・導入されれば、バランスシートの調整や、リスクテイク能力の低下に繋がる可能性が高い。

需要の急速な回復には融資基準の大幅な緩和が必要であるものの、不良資産の処理に時間がかかると見込まれることから、金融機関の融資姿勢が10年に緩和的になる可能性は小さい。引き締め気味の銀行の融資態度によって、個人消費、住宅販売、投資の拡大ペースは抑制が見込まれる。

クレジット向け融資基準の厳格化ペースは鈍化傾向を辿るものの、厳格化されたままの状態が続くとみられ、借り入れコストの高止まりが消費の拡大ペースを抑制しよう。これに加えて、10年には雇用は増加に転じるが、大幅な需給ギャップの残存により緩やかな拡大にとどまること、失業率の高止まりによって賃金の上昇ペースが鈍化することを背景に、可処分所得は低い伸びにとどまろう。さらに、11年初にブッシュ減税が終了することも、可処分所得を抑制する要因となる。

住宅関連では、住宅販売は政府による支援策の延長、低いモーゲージ金利、販売価格の下落に下支えされるものの、金融機関の住宅ローンに対する厳しい融資スタンス、借り入れコストに影響するスコアの低下によって、大幅に鈍化すると見込まれる。一方、変動型住宅ローンの借り換えは、サブプライム層向けで一巡したが、プライム層向けが増加するタイミングで雇用環境が悪化しているため、住宅の差し押さえが増加し、中古住宅在庫の減少ペースは緩やかなものになると予想される。このため、住宅価格は緩やかな上昇ペースにとどまると見込まれ、キャッシュ・アウト、ホーム・エクイティ・ローンなどの借り入れの大

幅な増加による消費の押し上げは期待できない。また、消費者ローンでの規制強化により新規のローン金利が上昇する可能性があることなどから、個人消費は緩やかな拡大を続けると見込まれる。

設備投資では、景気対策によって情報化関連投資の拡大が持続すると予想される。しかし、企業向け融資基準は、商業不動産向けで厳格化されたままとなろう。加えて、需要不足により稼働率が低水準にとどまること、失業率の高止まりや供給拡大によってオフィス空室率が上昇を続けることから、増産投資、構築物投資が低迷し、設備投資は緩やかな増加が予想される。

また、情報化等による在庫管理能力の向上などによって、必要な在庫水準は低下傾向を辿っている。今後もコスト削減圧力が強い状況が継続すること、需要の拡大ペースが緩やかなこと、景気対策効果が息切れすることから、年後半には在庫積み増しペースは鈍化すると見込まれる。

以上のように、10年後半以降、大幅に拡大した需給ギャップの残存、引き締め気味の金融環境などによって、個人消費、住宅販売、投資は緩やかな拡大にとどまろう。そのような中、景気対策の息切れや、在庫復元の動き一巡から、早いタイミングでの追加の景気対策の実施や、世界経済の速いペースでの回復がなければ、10年後半から11年前半にかけて景気は減速する公算が大きい。

一方、11年後半には、循環的な調整の進展による生産拡大・在庫の積み増しが予想される。さらに、世界経済の拡大持続、10年後半の景気減速を受けて追加の景気対策が実施されること等を見込んで、潜在成長率程度の成長ペースに加速すると予想される。

かつらはた せいじ (主任エコノミスト)

米国経済成長率予測表(前年比)

暦年	名目GDP	実質GDP (%)									
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需		政府支出		
							輸出	輸入			
2003	4.7	2.5 (3.0)	2.8	0.9	8.2	(0.0)	(▲0.5)	1.6	4.4	2.2	
2004	6.5	3.6 (4.3)	3.5	6.0	9.8	(0.4)	(▲0.7)	9.5	11.0	1.4	
2005	6.5	3.1 (3.3)	3.4	6.7	6.2	(▲0.1)	(▲0.3)	6.7	6.1	0.3	
2006	6.0	2.7 (2.7)	2.9	7.9	▲7.3	(0.1)	(▲0.1)	9.0	6.1	1.4	
2007	5.1	2.1 (1.5)	2.7	6.2	▲18.5	(▲0.3)	(0.6)	8.7	2.0	1.7	
2008	2.6	0.4 (▲0.7)	▲0.2	1.6	▲22.9	(▲0.3)	(1.2)	5.4	▲3.2	3.1	
2009	▲1.3	▲2.4 (▲3.5)	▲0.6	▲17.8	▲20.5	(▲0.6)	(1.0)	▲9.6	▲13.9	1.8	
2010	4.0	2.9 (3.0)	2.3	1.7	▲1.1	(1.2)	(▲0.1)	10.8	9.3	▲0.0	
2011	3.8	1.9 (1.9)	2.0	4.3	2.2	(▲0.0)	(0.1)	6.2	4.6	0.1	

(注) カッコ内は寄与度。

(出所) 米商務省、予測は第一生命経済研究所。