

米国経済見通し 2007年+2.0%、2008年+3.0%成長

発表日：2007年9月14日（金）

～信用不安の長期化を回避し景気拡大持続～

第一生命経済研究所 経済調査部

桂畑 誠治(かつらはた せいじ)

(03-5221-5001 : sei.ji@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

ポイント

- 米国経済は金融市場混乱の悪影響が懸念されているが、これまでのところ住宅部門を除けばその影響は限定的である。個人消費は、良好な所得環境を背景に堅調に推移している。企業部門も、キャッシュフローの増加や稼働率の上昇を背景に設備投資が再び拡大ペースを速めている。物価面では、CPIコアの前年対比上昇率は高止まりしているが、加速はしていない。
- このような経済情勢にもかかわらず、金融市場の混乱を受けFRBは8月17日に景気の下ぶれリスクがかなり高まったとリスク判断をインフレ加速から景気下振れに大きく変更した。さらに、金融市場の混乱が続けば利下げで対応することも示唆されている。
- 8月以降の金融市場の混乱による住宅ローンの貸し出し基準の厳格化などにより住宅投資が押し下げられ、個人消費を抑制する要因になると考えられる。一方、金利の低下、値下げ、株高等によって個人消費が下支えされること、さらにドル安、海外景気の好調を背景に輸出が押し上げられることで、金融市場混乱の悪影響は大幅に緩和される見込み。
- 実質GDP成長率は2007年前年比+2.0%、2008年同+3.0%が予想される。サブプライム問題により銀行の住宅ローンの融資基準が厳格化されたことや住宅在庫率が高止まりしていることから住宅投資の低迷は続くと思われる。一方で、所得の拡大基調、金利の低下、株高、企業の販促拡大等によって個人消費は底堅く推移すると予想される。また、アジアを中心に海外経済の好調が続くとみられ、輸出は高い伸びを維持しよう。設備投資は経営者のマインドの悪化から一旦鈍化する可能性があるものの、高い稼働率、潤沢なキャッシュフロー、銀行の企業向け融資基準が厳格化されていないこと、社債などの金利が低下していることなどから、堅調さを維持すると見込まれる。
- FRBは金融市場混乱の影響を緩和し、さらに一段の金融市場の混乱拡大を回避するために年内に50bp程度の利下げを実施すると予想される。

1. 2007年+2.0%、2008年+3.0%成長に

2007年の米国経済は個人消費が底堅く推移するものの、住宅需要の大幅な減少等により実質GDP成長率は前年比+2.0%に減速すると予想する。8月以降の金融市場の混乱の影響で住宅投資が押し下げられる一方、金利の低下、値下げ、株高等によって個人消費が下支えされること、さらにドル安、海外景気の好調を背景に輸出が押し上げられることで、金融市場混乱の悪影響は大幅に緩和される見込み。2008年の実質GDP成長率は、住宅投資の減少幅縮小、設備投資の拡大によって同+3.0%が予想される。ただし、金融市場の混乱が長期化すれば銀行の融資基準がさらに厳格化され景気が下ぶれるリスクがある。

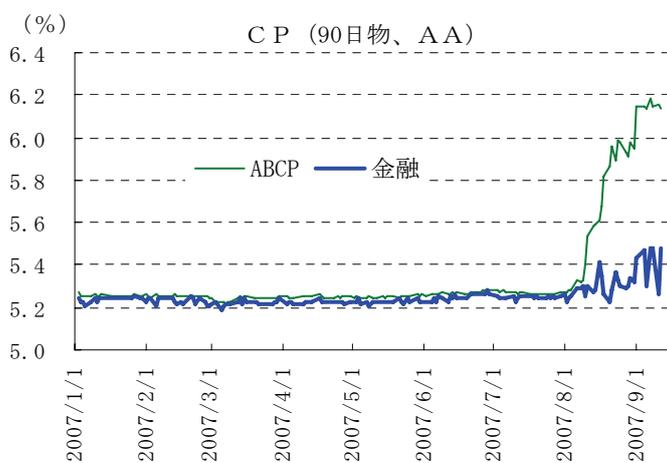
2. 金融市場混乱は年内に一旦終息

春先には一旦落ち着き始めていたサブプライム問題はヘッジファンドの損失拡大をきっかけに、6月以降に

急速な広がりを見せ、ABS（資産担保証券）とCDO（債務担保証券）市場だけでなく、信用市場や株式市場にまで悪影響を与えている。欧州、日本を含むアジアの金融機関やファンドなどもここ数年米国ABSやCDOへの投資を活発化していたために、サブプライム問題の影響は世界的に広がっている。さらに、8月には信用不安から銀行間の金利やCP市場の金利も上昇している。

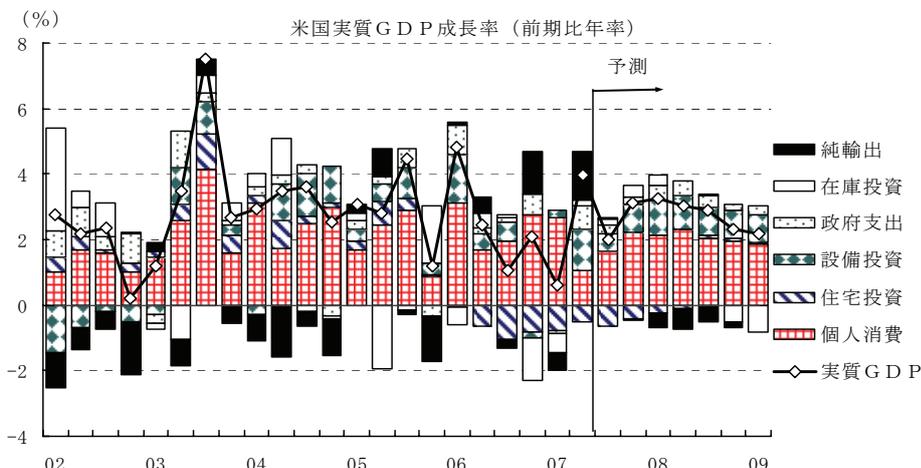
金融市場の混乱が長引けばそれだけ経済への悪影響が大きくなるが、政府によるサブプライム層の救済策や、監督当局が銀行・サービサー（債権回収業者）に対して差し押さえを抑制するように指導したことによって、年末にかけて落ち着きを取り戻すとみられる。同様に、米住宅市場に対する過度に悲観的な見方も徐々に後退しよう。一方、金融市場が混乱するなか、金利が低下しておりこれは家計・企業の返済負担を抑制する。また、社債市場でも金利水準は低いものにとどまっていることから、資本コストの低下に繋がろう。このように信用収縮によるマイナスの影響を金利の低下などが緩和する形で、景気の拡大が持続する公算が大きい。

ただし、2008、2009年にサブプライム向け住宅ローンの金利リセットが増加するため延滞率・債務不履行率が想定以上に上昇するリスクがある。この時に再び信用不安が高まるようであれば成長ペースが下ぶれるリスクがある。



3. 景気は政策対応もあり拡大基調持続

2007年7-9月期の実質GDP成長率は、住宅投資の低迷持続、設備投資の減速が予想され、前期比年率+2%台半ばに減速するだろう。しかし、2007年10-12月期以降は政策対応によって金融市場の混乱も徐々に落ち着くとみられること、2008年8月の北京オリンピックに向けて関連需要の拡大と、これを期待する在庫の積み増しなどを背景に海外景気の拡大ペースが加速し、輸出の拡大が期待できることから、潜在成長率(2.8%)程度の成長が続くと見込まれる。



(出所)米商務省、予測は当社。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

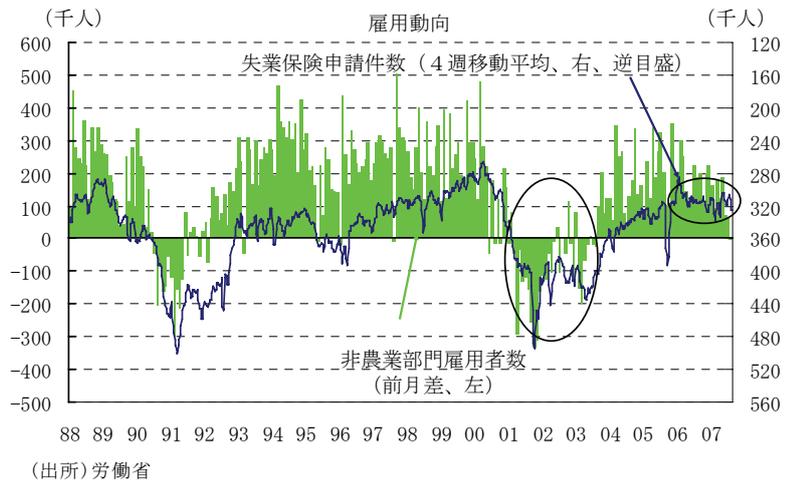
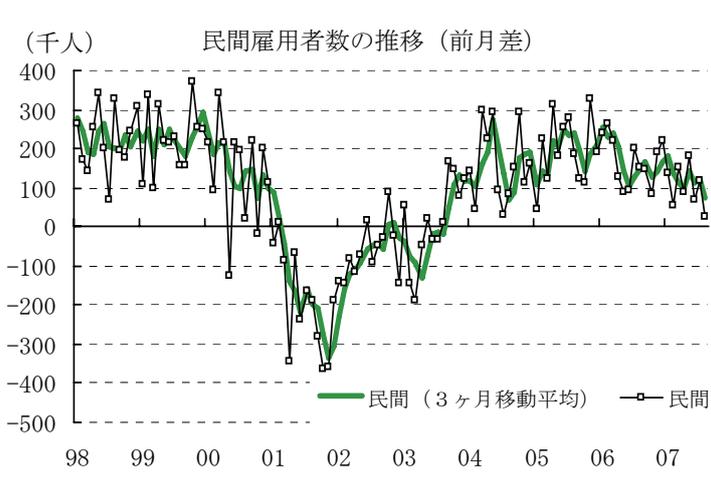
4. 個人消費は緩やかな拡大

部門別の動向では、個人消費は緩やかな拡大が見込まれる。8月の非農業部門雇用者数は前月比で減少したが、調査週の天候悪化に加えて、調査週が昨年から1週間後ずれしたため夏期休暇の影響を受けたとみられ、一時的な動きと考えられる。景気動向に関係のない政府部門を除いた民間部門の雇用者数（3ヵ月移動平均）は、前述の影響を受けながらも前月差+72千人増加している。さらに、雇用統計よりも安定している週間失業保険申請件数（4週間移動平均）は8月も低水準で推移していることから、雇用の拡大基調に変化はないと判断される。

今後の雇用動向に関しては、世界的な価格競争の激化が続く中、コスト削減のために一部の企業での雇用削減によって今後もリストラ件数は高い水準を維持すると予想される。その一方で、雇用に影響する景気は足元で底堅く推移し、今後も拡大持続が見込まれている。このため、経営者の期待成長率が高い水準を保ち企業の採用意欲は比較的強い状態を維持すると考えられる。

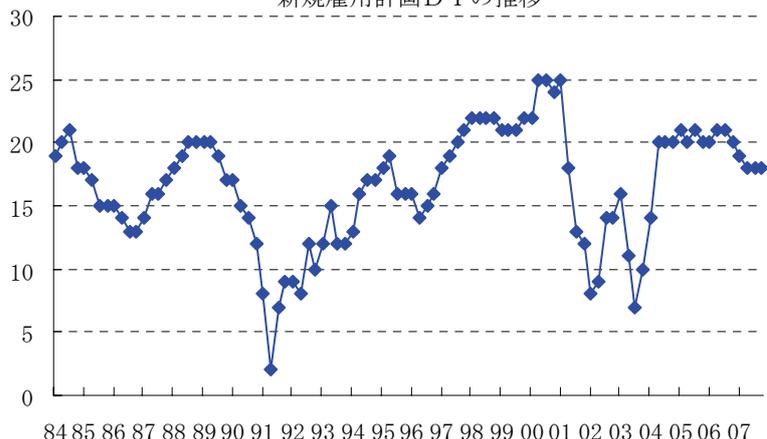
実際、2007年10～12月期の新規雇用計画調査や経営者団体の景況調査における雇用計画などでは採用の拡大ペース鈍化が示唆されているがその水準は高い。さらに、多くの雇用を抱える中小企業の雇用計画（「増やす」－「減らす」）も8月に13.1%（3ヵ月移動平均）と昨年11月をピークに小幅水準を切り下げているが、2004年以降のレンジ内にとどまり依然高い水準を維持している。これらのことから、非農業部門雇用者数は2007年後半に平均で前月差+50千人～+110千人前後の増加ペースが見込まれる。このように雇用は金融部門での押し下げ圧力が続くことで拡大ペースが抑制されるが、需要の強い他のサービス部門での増加によって、拡大基調を維持しよう。加えて、賃金の上昇等により可処分所得の拡大ペースは堅調さを維持すると予想される。

資産効果を見ると、住宅ローンの貸し出し基準の厳格化、変動型住宅ローンの金利上昇によって住宅販売の低迷が長引くと予想される。さらに、住宅の在庫率が高い水準にとどまっていることから、当面は住宅投資の減少が続くと見込まれ、住宅価格の上昇ペースも2008年は鈍化傾向を辿るだろう。このため、住宅資産からの資金調達の増加ペースも減速し、2008年は消費の押し上げ効果の減退は避けられないであろう。一方、企業業績の拡大、金利の低下、自社株買い等を背景に株価は堅調に推移するとみられ株のキャピタルゲインの増加が期待される。所得の拡大も考慮すると個人消費は前年比+3%程度の緩やかな拡大を続ける公算が大きい。



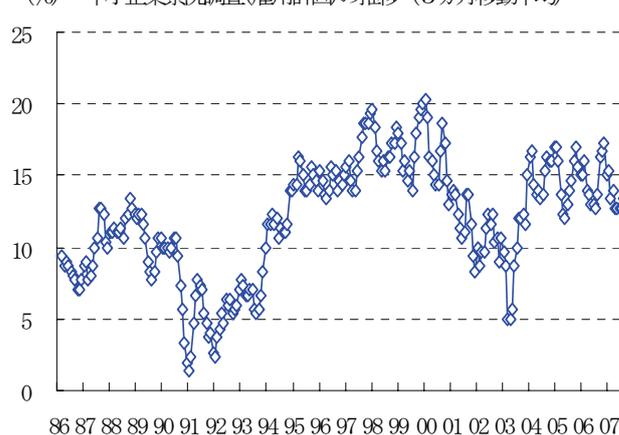
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

新規雇用計画D Iの推移



(出所) マンパワー

(%) 中小企業景況調査(雇用計画)の推移 (3ヵ月移動平均)



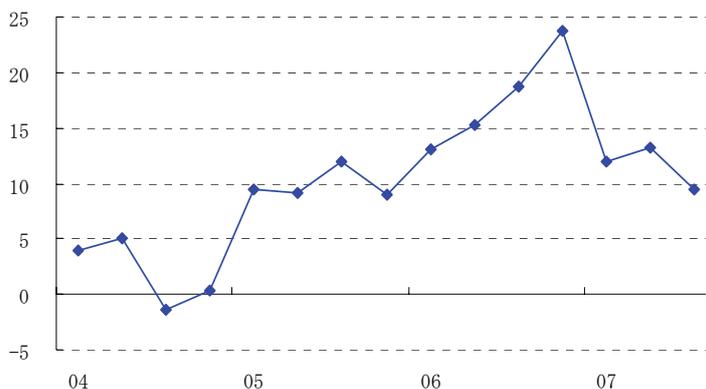
(出所) NFIB

5. 設備投資は一旦鈍化も堅調さを維持

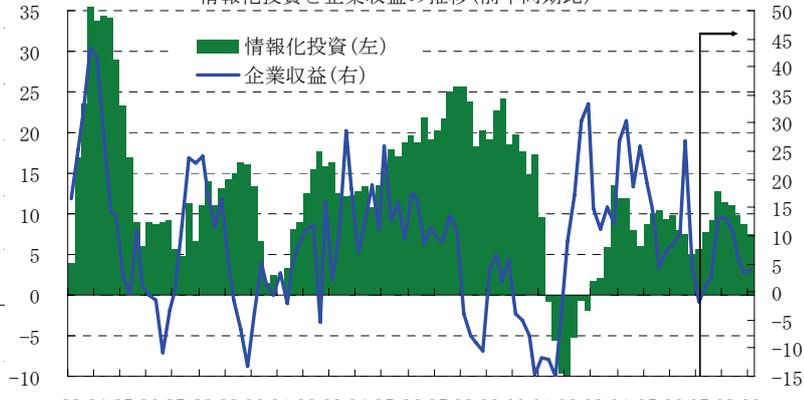
2007年4～6月期の設備投資は前期比年率+11.1%に加速したが、足下では、金融市場の混乱によって経営者マインドが悪化していること、金融機関の業績悪化によって情報化投資が抑制されることによって一旦鈍化が見込まれる。しかし、設備投資の先行指標である非国防資本財受注・受注残（除く航空機）は高水準を維持していることから、設備投資の停滞は一時的なものにとどまり、2007年、2008年も基本的には堅調さを維持するとみられる。

設備投資需要を支える要因として①今回の景気拡大局面で設備投資が抑制されてきたため設備に過剰感がないこと、②コスト削減圧力の高まり、などが挙げられる。また、資金面からみても①業績の拡大ペースが2007年に鈍化するものの金融資産の拡大もありキャッシュフローは潤沢な状態が続くこと、②株価の上昇、③低い金利水準等、投資を行いやすい環境が続こう。

(%) 非国防資本財受注残（除く航空機）の推移（前期比年率）



(%) 情報化投資と企業収益の推移（前年同期比）



(出所) 米商務省、予測は当社

6. CPIコアは前年比+2%前後で推移

足下2007年7月のPCE（個人消費支出）コアデフレーターは前年同月比+1.9%と鈍化傾向にあるが、FRBが物価安定と考えるレンジ（前年比+1%～同+2%）の上限にとどまっている。

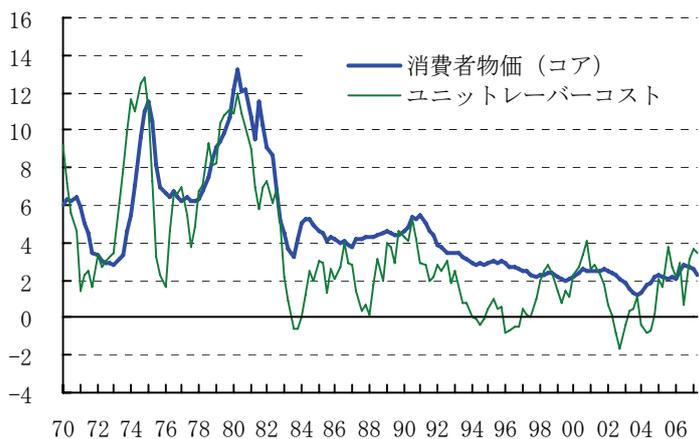
賃金面では労働生産性の低下によりULC（単位労働費用）は高い伸びとなっている。今後も低い失業率を背景とした賃金の上昇が予想されるが、労働生産性の鈍化が見込まれ、ULCは比較的高い伸びが続く公算が大きい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

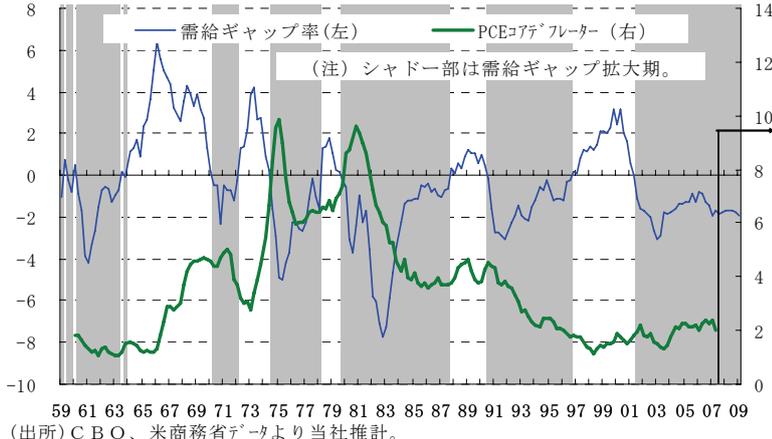
一方、輸入面をみると、世界的な価格競争の激化等によってエネルギーを除く財の輸入物価は抑制され、前月比ではほぼ横ばいにとどまっている。今後も競争環境に大きな変化は起こり難いとみられ、輸入面からのインフレ圧力はエネルギー、原材料に限られるだろう。需給面からも、景気が緩やかな拡大になると予想されることから、需給ギャップの縮小は限定的なものにとどまろう。

価格動向に大きな影響を与える競争環境は、アジア・中南米等からの安価な製品が引き続き流入する状況にある。このような中では、原材料価格や労働コストが上昇しても価格転嫁は難しく、財価格は緩やかな上昇が見込まれる。一方、高齢化による医療サービス価格の上昇等で、2007年、2008年とPCEコアデフレーターは前年比+2%前後の伸びが見込まれる。

(%) 非金融ユニットレーバークストと物価動向(前年同期比)



(%) 需給ギャップ率とGDPデフレーターの推移



7. 政策金利は市場に配慮

F R Bは金融市場の混乱を受け8月17日に景気の下ぶれリスクがかなり高まったとリスク判断をインフレ加速から景気下振れに大きく変更した。同時に、金融市場の混乱の悪影響が実体経済に波及していることが確認されれば利下げで対応することも示唆した。

今後の金融政策は、金融市場の混乱がどの程度拡大し、いつ頃終息するかによって政策変更の幅は変わってこよう。基本的には金融市場は年内に徐々に落ち着くと見ている。政府によるサブプライム層の救済策の実施や、監督当局による銀行・サービサーに対する差し押さえを抑制するように指導したことによって米住宅市場に対する過度に悲観的な見方は後退すると見込まれる。加えて、9月以降予定されている米国をはじめとした各国金融機関、ヘッジファンドの決算発表時にサブプライムでの損失額が公表されるとみられるが、これによりどの程度の損が出ているか判らないという不透明感は相当程度払拭されよう。以上のことを受け、信用不安が緩和され年末にかけて金融市場の混乱は一旦落ち着く可能性が高い。9月18日、10月30、31日のF O M C開催時までは金融市場の混乱が続くとみられるもと、F R Bは金融市場混乱の影響を緩和し、さらに一段の金融市場の混乱拡大を回避するために年内に政策金利を4.75%まで引き下げると予想される。

また、2008年は経済成長が潜在成長率程度に高まるものの、2004年から2006年までの成長率が統計の改定によって下方修正され需給ギャップが拡大したこと、信用の見直しの動きによってスプレッドが拡大したままとなる可能性があること、サブプライム向け住宅ローンの金利リセットの影響を緩和する必要があることから、F R Bは政策金利を据え置く公算が大きい。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

