

米国 国内最終需要は91年4Q以来のマイナスの伸び(08年1~3月期実質GDP)

発表日：2008年4月30日(水)

～金融市場の混乱、エネルギー価格の上昇で国内需要が失速～

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

実質GDP (Gross Domestic Product)

	実質GDP							名目GDP		GDP デフレーター	
	個人消費	住宅投資	設備投資	在庫投資	政府支出	純輸出	輸出	輸入			
2003	+2.5	+2.8	+8.4	+1.0	(+0.02)	+2.5	(▲0.47)	+1.3	+4.1	+4.7	+2.1
2004	+3.9	+3.6	+9.9	+5.9	(+0.39)	+1.9	(▲0.70)	+9.2	+10.8	+6.6	+2.9
2005	+3.0	+3.2	+7.4	+7.0	(▲0.20)	+0.6	(▲0.27)	+7.0	+6.3	+6.4	+3.2
2006	+2.7	+3.1	▲5.3	+6.6	(+0.06)	+1.5	(▲0.04)	+8.7	+6.0	+6.1	+3.2
2007	+2.2	+2.9	▲17.0	+4.7	(▲0.32)	+2.0	(+0.61)	+8.1	+1.9	+4.9	+2.7
07/1Q	+0.6	+3.7	▲16.3	+2.1	(▲0.65)	▲0.5	(▲0.51)	+1.1	+3.9	+4.9	+4.2
07/2Q	+3.8	+1.4	▲11.8	+11.0	(+0.22)	+4.1	(+1.32)	+7.5	▲2.7	+6.6	+2.6
07/3Q	+4.9	+2.8	▲20.5	+9.4	(+0.89)	+3.8	(+1.38)	+19.1	+4.3	+6.0	+1.0
07/4Q	+0.6	+2.3	▲25.2	+6.0	(▲1.79)	+2.0	(+1.02)	+6.5	▲1.4	+3.0	+2.4
08/1Q	+0.6	+1.0	▲26.6	▲2.5	(+0.81)	+2.0	(+0.22)	+5.5	+2.5	+3.2	+2.6

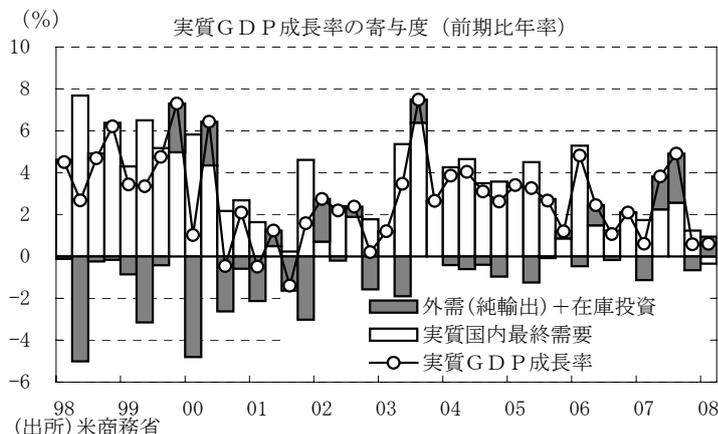
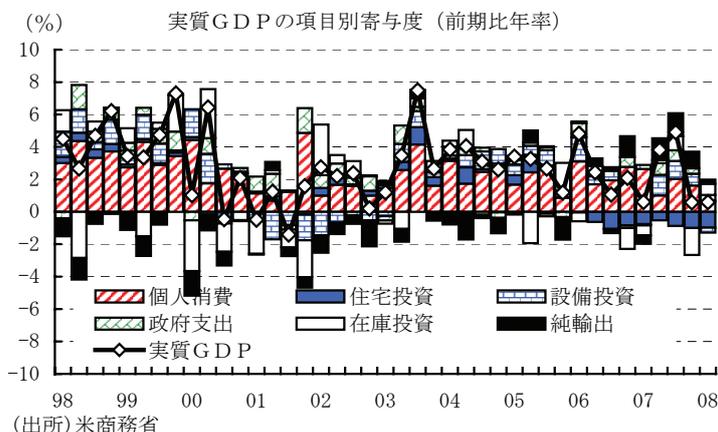
(出所) 商務省(Department of Commerce)、予測は当社。

(注) 数字は前期比年率伸び率。但しカッコ内は対実質GDP寄与度(前期比年率ベース)

実質GDPは前期比年率+0.6%と市場予想を上回った

1~3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+0.6%(前年同期比+2.5%)と市場予想である同+0.5%~同+0.1%を上回り、前期と同率の伸びとなった。しかし、景気の基調を示す実質国内最終需要は前期比年率▲0.3%(前期同+1.2%)と91年10~12月期以来初めてマイナスに転じた。サブプライム問題をきっかけとした金融市場の混乱、信用コストの上昇、融資基準の厳格化、エネルギー・原材料価格の上昇などを背景に米国経済は減速感を強めている。

前期に自動車部門での大幅な在庫削減によって成長率を押し下げた在庫投資がプラス寄与に転じたため、プラス成長を維持した。しかし、国内最終需要では融資基準の厳格化を受けた住宅販売の縮小によって住宅投資の大幅な減少が持続している。このようなもと、エネルギー・食品価格の上昇による購買力低下に加えて、雇用減少などによってマインドが大幅に悪化したことで、これまで景気を支えてきた個人消費が減速した。さらに、経営者マインドの悪化等によって設備投資が減少に転じた。



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。

個人消費コアデフレーターは前期比年率+2.2%に鈍化 インフレ動向では、GDPデフレーターが前期比年率+2.6%（前期同+2.4%）と加速した。また、個人消費デフレーターが同+3.5%（同+3.9%）と高い伸びとなったが、FRBが注目している個人消費コアデフレーターが同+2.2%（同+2.5%）と鈍化しており、コアインフレの加速は回避されている。

1～3月期の個人消費は耐久財、非耐久財消費の減少により減速 1～3月期の需要項目別の動向では、個人消費は前期比年率+1.0%（前期同+2.3%）と減速した。雇用の減少などによる消費者マインドの悪化や、エネルギー・食品価格の上昇による実質購買力の低下によって減速した。

財別の消費動向では、サービス消費は前期比年率+3.4%（前期同+2.8%）と加速した。余暇が減少幅を拡大し、交通、住宅が減速したものの、メディアケア関連が高い伸びを維持したうえ、その他サービス、電気・ガス等住宅関連が加速した。一方、耐久財消費は前期比年率▲6.1%（同+2.0%）と減少した。消費者マインドの悪化やガソリン価格の上昇によって自動車消費が同▲11.4%（同+2.8%）と減少に転じた。また、住宅販売の不振の中で拡大を続けていた家財道具消費が同▲0.9%（同+4.5%）と91年10～12月期以来初めて減少した。さらに、非耐久財消費は同▲1.3%（同+1.2%）と減少に転じた。食料品が減少に転じ、ガソリン等エネルギー消費、衣料品消費、その他消費が減少した。

住宅投資は8四半期連続の二桁マイナス 住宅投資は、金融市場の混乱を受け巨額な損失を計上している金融機関が住宅ローンの融資基準を厳格化した影響で住宅販売が減少し、住宅の在庫率も上昇を続けたため前期比年率▲26.7%（前期同▲25.2%）と前期からマイナス幅を拡大し、8四半期連続の二桁マイナスとなった。実質GDPへの寄与度は同▲1.23%（前期▲1.25%）と3四半期連続で1%以上の押し下げ要因となり、特に1～3月期は最大の成長抑制要因となった。

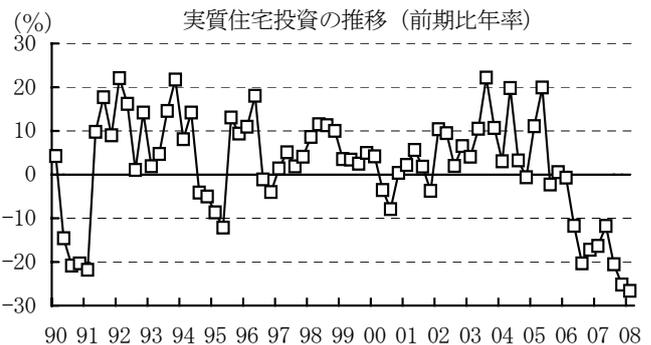
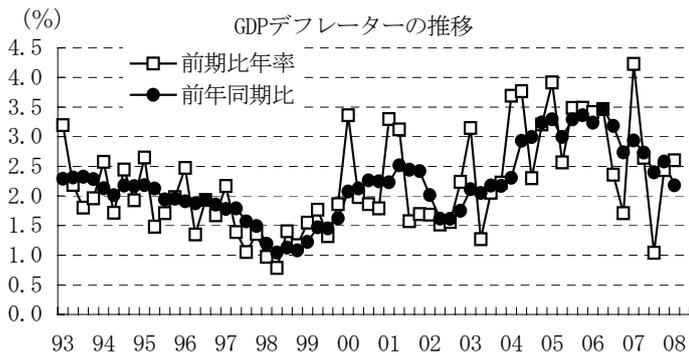
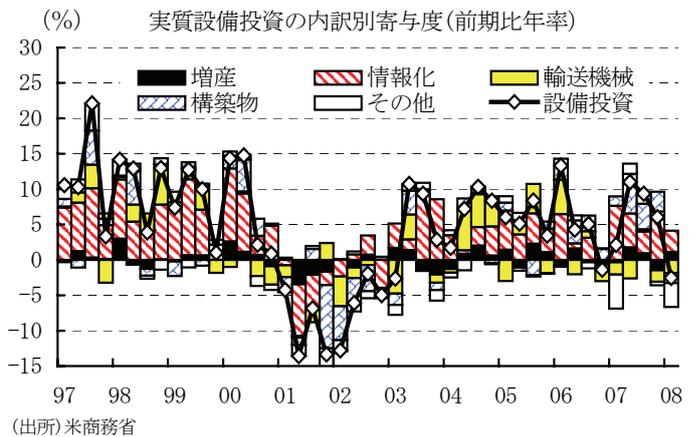
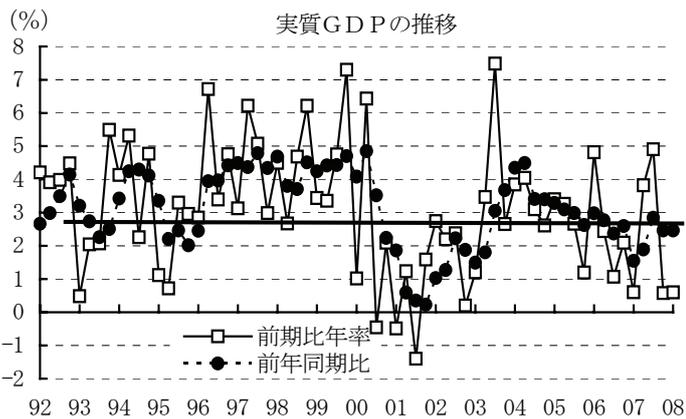
設備投資は5四半期ぶりの減少 企業部門については、信用不安やエネルギー・原材料価格の上昇による景気の先行き不透明感の高まりを背景に設備投資は前期比年率▲2.5%（前期同+6.0%）と5四半期ぶりの減少となった。内訳をみると、構築物投資が同▲6.2%（同+12.4%）、機械・ソフトウェア投資が同▲0.7%（同+3.1%）と減少した。

機械・ソフトウェア投資では、一部産業で稼働率が高い水準を維持しているなか増産投資は同+10.5%（前期同▲13.1%）と増加に転じた一方、設備投資の主要な構成項目である情報化投資が前期比年率+6.3%（同+14.7%）と大幅に減速したうえ、変動の大きい輸送機械投資が同▲20.1%（前期同▲16.5%）と減少幅を拡大した。

在庫投資では、前期に米ビッグスリーの在庫削減によって大幅に減少した反動もあり、在庫投資のGDP寄与度は前期比年率+0.81%（前期同▲1.79%）とプラスに転じた。在庫投資が1～3月期の実質GDPを最も押し上げた。

輸入が増加に転じたため純輸出のGDP寄与度はプラス幅を縮小 その他の需要項目では、輸出が前期比年率+5.5%（同+6.5%）と減速した一方、輸入は前期の反動により同+2.5%（前期同▲1.4%）とプラスに転じた結果、純輸出のGDP寄与度は同+0.22%ポイント（同+1.02%）とプラス幅を縮小した。

政府支出は、前期比年率+2.0%と前期と同じ伸び率となった。州・地方政府の支出が同+0.5%（同+2.8%）と減速したものの、成立の遅れていた08会計年度予算が成立した連邦政府支出が同+4.6%（同+0.5%）と加速した。連邦政府支出では非国防支出が同+1.8%と減速したが、国防支出が同+6.0%と加速した。



減税効果で消費持ち直し

米国では、金融市場の混乱に伴う流動性不足に対して、FRBは様々な流動性供給策を導入した。RMBS（住宅ローン担保証券）と国債とのスワップ、プライマリーディーラーへの直接的な流動性供給対策などである。これらの政策で流動性不足による金融機関の倒産リスクは縮小した。一方で、一定期間後に金利がはね上がるサブプライム向けARM（変動型住宅ローン）での差し押さえの増加、それらを裏付けとした証券の価格下落によって金融機関の資産劣化が続き、迅速な金利引き下げや政策対応でも資産劣化を食い止めるには至っていない。このため評価損の金額が増加しているが、各金融機関は資本調達を行うことで信用不安の一段の高まりを回避している。

ファンダメンタルズでは、速いペースでの金融・財政政策、エマージング諸国、資源国経済の好調に支えられ、過去のリセッション時と比較してバブルが崩壊した住宅部門以外での悪化は限定的である。住宅については、銀行の融資基準厳格化によって需要の落ち込みは過去最大となり、住宅価格も下落幅が拡大している。一方で、ISM製造業景気指数、生産統計などは部品メーカーのストによって自動車メーカーの操業停止が続いているにもかかわらず、小幅の悪化に留まっている。雇用の減少ペースも緩やかである。2002年以降の今景気拡大局面では、企業は雇用や設備、在庫投資を抑制してきたため、これらの過剰感は過去の景気後退時よりもかなり小さい。このため、今後も雇用の減少は緩やかなものに留まる可能性が高い。設備投資についても、景気の先行き不透明感の高まりを受けた経営者マインドの悪化によって足元で減少しているが、投資に先行する耐久財受注は足元で増加に転じるなど、本格的な調整の兆候はない。また、エマージング諸国・資源国経済は堅調さを維持しており、こうした国向けの輸出の好調が、製造業・関連産業を下支えしている。

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。

今回の景気減速局面では利下げのペースが速かったことに加えて、財政政策がタイムリーに行われており、既に総額1680億ドルの景気対策が動き出している。まず、所得減税に伴う税還付が4月28日から6月にかけて行われるため、4～6月期の可処分所得は1170億ドル押し上げられ、4～6月、7～9月期の個人消費を押し上げるだろう。また、2008年に限定された投資減税の効果によって、年後半には過剰にストックの積み上がっていない情報化投資を中心に駆け込み需要が期待できる。

以上のように、実体経済については住宅部門で悪化が続くものの、設備、在庫などの過剰感が低いこと、堅調な新興国経済、手厚い政策対応を支えに、2四半期連続のマイナス成長は回避されると考える。しかし、マイナス成長を回避できても、回復感の乏しい状況は長く続きそう。サブプライム関連証券の評価損計上は4～6月期まで高水準で推移した後に縮小するものの、景気停滞に伴うプライム向け住宅ローン、自動車ローン、商業不動産ローンなど信用の質の悪化によって、住宅ローンの融資基準緩和は限定的なものにとどまろう。このため住宅販売は緩やかな回復にとどまり、住宅価格下落による不動産資産残高の減少は2009年前半にかけて個人消費を抑制しよう。設備投資も駆け込み需要の反動によって2009年前半は停滞が見込まれる。このような中、2008年10～12月期、2009年前半には減税効果の剥落、減税効果による景気の押し上げとインフレ懸念を背景とした市場金利の上昇、北京オリンピック終了後のIT部門の調整局面入りを背景に、景気は再び減速すると予想される。このため、米国経済は2009年前半にかけて回復感の乏しい状況が続くと予想される。

以上