

# U.S.Trends

## 米国 2008、2009年経済見通し

発表日：2008年5月21日(水)

～景気対策で7～9月期に一旦加速も、住宅価格の底打ちは2009年半ばまでかかるとみられ成長を抑制する公算～

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

### 要旨

○実質GDP成長率は2008年+1.5%、2009年+1.7%と潜在成長率を大幅に下回る低い成長が予想される。

○住宅価格が底打ちするのは2009年半ばとみられ、消費の抑制、金融機関のバランスシート調整長期化など景気押し下げ圧力は2009年半ばまで残存しよう。このため、総額1680億ドルの景気対策も一時的な成長率の押し上げに終わる可能性が高く、本格的な回復は住宅価格が上昇に転じる2009年後半以降になると予想される。一方、経済に過剰感が小さいこと、金利が低位で推移することを背景に景気の底割れも回避できよう。また、エネルギー、原材料、食品価格の高止まりが続く可能性があるものの、これらのインフレ圧力は消費、投資などの最終需要を抑制する要因となるためコアインフレの加速は回避され、FRBが早期の利上げに追い込まれる可能性は小さい。逆に、FRBが現在想定していない2008年10～12月期以降の再減速によって追加利下げの蓋然性が高まろう。

○2008年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.6%と拡大を続けたものの、純輸出と在庫投資のプラス寄与によって押し上げられており、実質国内最終需要は91年10～12月期以来初めてマイナス成長となった。住宅投資の大幅な減少が続くもと、ガソリン・食品価格等の上昇によって個人消費が減速、設備投資は減少した。

○4～6月期には、銀行の融資基準厳格化、エネルギー・食料品価格の上昇、自動車部門でのスト拡大、景気の先行き不透明感の高まりを背景とした設備投資の先送り等によって国内需要は縮小しよう。ただし、2002年以降の景気拡大局面で雇用、設備、在庫投資を抑制したため、国内需要の深刻な調整は回避されると予想される。加えて、減税による個人消費の持ち直し、輸出の拡大、輸入の減少による純輸出の押し上げを背景に4～6月期もマイナス成長は回避されよう。

○7～9月期には、信用不安が再燃する可能性があるが、当局の追加の対応や金融機関の資本調達により、深刻な信用不安の再燃は回避され、景気対策を背景にGDP成長率は一旦加速しよう。しかし、10～12月期、2009年前半には減税効果の剥落、不動産資産残高の減少による個人消費の鈍化、減税を受けた歳出の抑制、北京オリンピックの終了に伴う世界的なIT部門での世界的な在庫調整、景気対策で加速した情報化投資の反動減などによって、成長ペースが鈍化すると見込まれる。2009年後半には世界的なIT部門の調整終了に伴う需要拡大が見込まれる。また、住宅価格の下落幅縮小、雇用・所得の増加ペース加速を背景に個人消費の拡大ペースが速まり潜在成長率を上回る成長ペースへの回復が予想される。

○リスクとしては、モノラインの格下げ、地方銀行・ヘッジファンドの破綻等による金融市場混乱の深刻化のほか、エネルギー・原材料価格の上昇持続が挙げられよう。

### 1. 2008年+1.5%、2009年+1.7%の低成長に

総額1680億ドル（個人向け戻し減税が1170億ドル：2008年の個人消費を約0.5%押し上げ、企業向け減税が510億ドル：2008年の設備投資を3.7%押し上げ）の景気対策、大幅な利下げにもかかわらず、金融市場混乱の長期化・拡大、エネルギー、原材料、食品価格の上昇・高止まり、住宅など資産残高の減少等によって2008年の実質GDP成長率は前年比+1.5%（2007年同+2.2%）に減速が予想される（原油価格の前提値：08年1バレル=117ドル、09年1バレル=115ドル）。2007年9月以降合計で325bpの大幅な利下げが実施されているが、サブプライム関連での損失

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。見通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。

拡大によって金融機関のバランスシート調整が深刻化しているためその効果が出難くなっている。また、景気対策も住宅価格の下落、所得の拡大ペース鈍化により成長率の一時的な押し上げにとどまる可能性が高い。なお、エネルギー価格の上昇、金融市場の混乱拡大やマインドの悪化が続けば4～6月期の景気は下振れるリスクがある一方で、年後半は景気対策によって上振れる可能性がある。

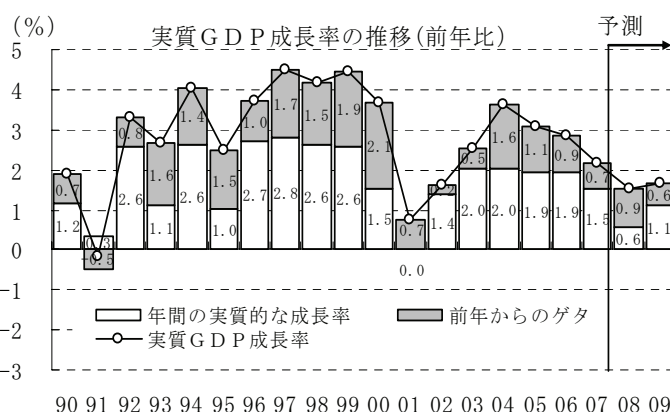
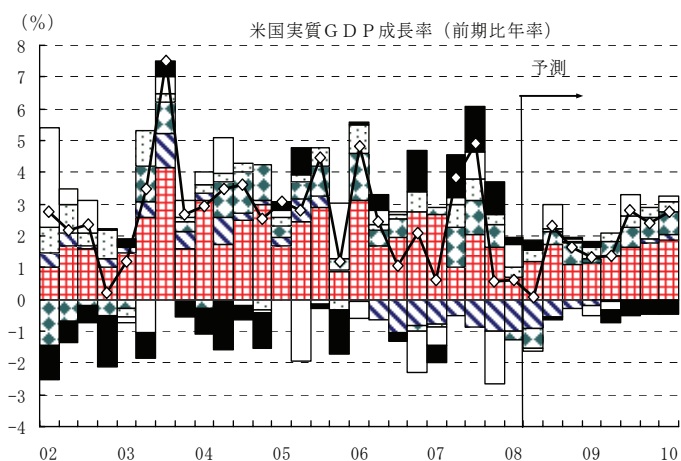
2009年は住宅価格の下落、金融機関のバランスシート調整が続くことや2008年の景気対策の反動等によって個人消費、設備投資が年前半に停滞するとみられ、実質GDP成長率は前年比+1.7%と緩やかな成長にとどまると予想される。

米国経済見通し（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	輸出	輸入	政府支出	
2000	5.9	3.7	(4.5)	4.7	8.7	0.8	(▲0.1)	(▲0.9)	8.7	13.1	2.1
2001	3.2	0.8	(1.0)	2.5	▲4.2	0.4	(▲0.9)	(▲0.2)	▲5.4	▲2.7	3.4
2002	3.4	1.6	(2.3)	2.7	▲9.2	4.8	(0.4)	(▲0.7)	▲2.3	3.4	4.4
2003	4.7	2.5	(3.0)	2.8	1.0	8.4	(0.0)	(▲0.5)	1.3	4.1	2.5
2004	6.6	3.6	(4.4)	3.6	5.8	10.0	(0.4)	(▲0.7)	9.7	11.3	1.4
2005	6.4	3.1	(3.3)	3.2	7.1	6.6	(▲0.2)	(▲0.2)	6.9	5.9	0.7
2006	6.1	2.9	(2.9)	3.1	6.6	▲4.6	(0.1)	(▲0.1)	8.4	5.9	1.8
2007	4.9	2.2	(1.6)	2.9	4.7	▲17.0	(▲0.3)	(0.6)	8.1	1.9	2.0
2008	4.0	1.5	(0.9)	1.8	2.0	▲22.6	(0.1)	(0.6)	6.9	1.6	2.0
2009	4.3	1.7	(1.8)	1.9	3.1	▲7.9	(0.1)	(▲0.1)	5.1	4.4	1.4

予測

(注) 図中カッコ内は寄与度。



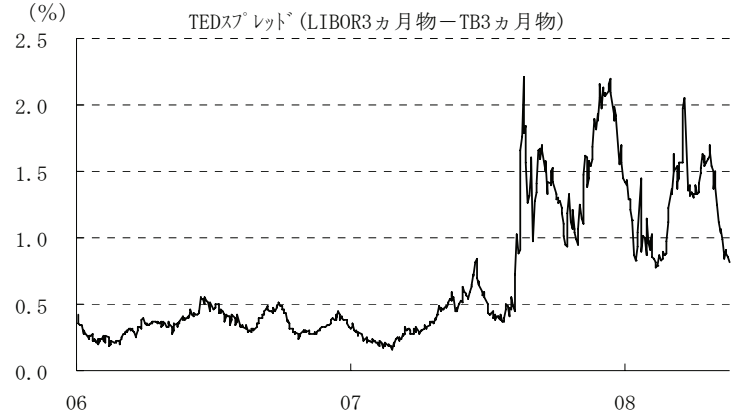
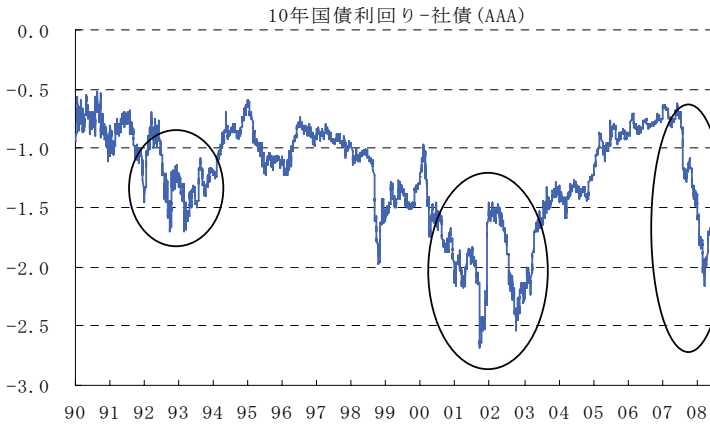
(出所)米商務省、予測は当社。

## 2. 深刻な景気後退回避も金融機関のバランスシート調整により回復感の乏しい状況が長期化

ベアスターズの救済、金融機関の評価損計上がピークを付けたとの見方の台頭、流動性不足対策の拡充、また市場が懸念したほど实体经济が悪化していないことを示す経済指標の公表などを受け、3月以降一部の金融市場は落ち着きを取り戻した。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。RMB S（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。

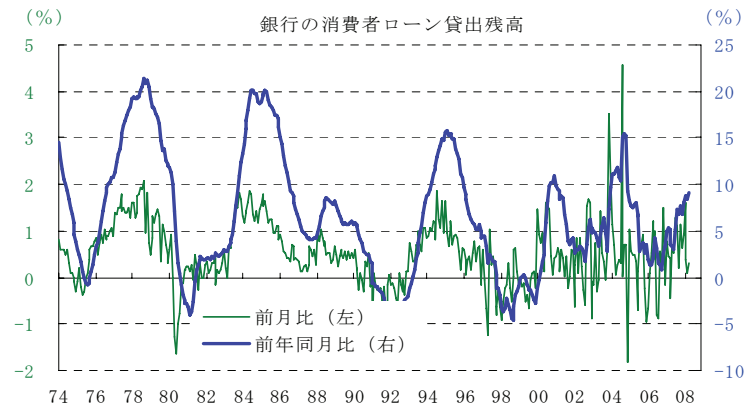
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

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、貸出の急激な削減を回避されている。引き続き評価損・実現損の計上が必要な状況のもと、投資銀行の3～5月期決算が公表される6月、商業銀行の4～6月期決算が公表される7月に再び信用不安懸念が高まる可能性があるが、これまでの当局の対応や追加の対応、金融機関による資本調達によって、1月、3月のような深刻な信用不安の再燃は回避されよう。



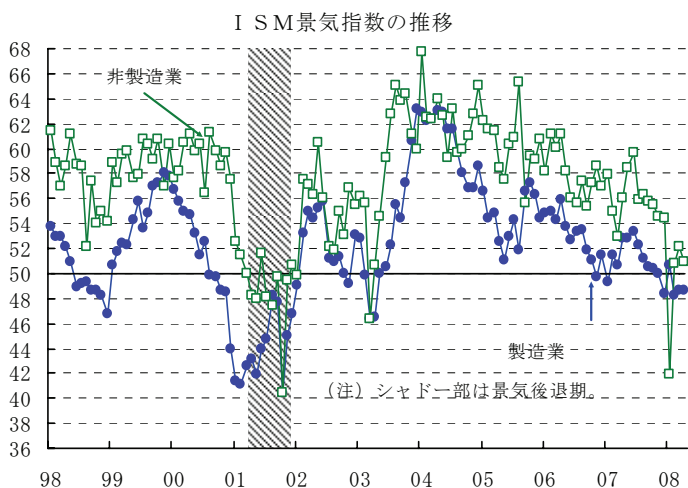
世界の金融機関のサブプライム関連証券での損失額

	10億ドル	
	損失額	資本調達額
世界	308.3	212.0
北米	152.7	115.3
欧州	139.8	95.7
アジア	15.8	1.0

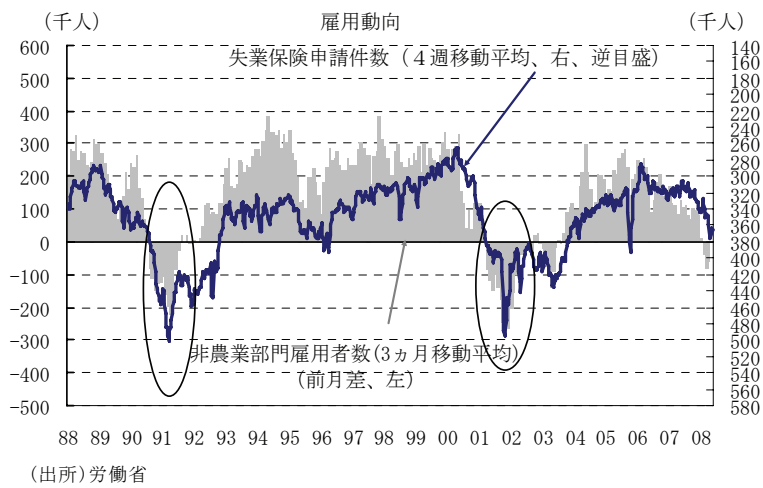


ファンダメンタルズをみると、早いペースでの金融緩和や、エマージング諸国、資源国経済の好調に支えられ、過去のリセッション時と比較して、バブルが崩壊した住宅部門以外での需要縮小は限定的なものとなっている。住宅については、銀行の融資基準厳格化によって需要の落ち込みは過去最大となり、住宅価格も下落幅が拡大している。一方、2002年以降の景気拡大局面で企業は雇用や設備、在庫投資を抑制してきたため、これらの過剰感は過去の景気後退時に比べてかなり小さい。また、エマージング諸国・資源国経済は堅調さを維持していることから、これらの国向けの輸出が好調を続けている。このような中で、ISM製造業・非製造業景気指数は拡大縮小の分岐点である50前後で下げ止まっており、底堅く推移している。雇用の減少ペースも緩やかである。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。在庫投資も過剰感が小さいうえ、需要が拡大を続けているため、大幅な調整の可能性は小さい状況にある。

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。見通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。



(出所) ISM



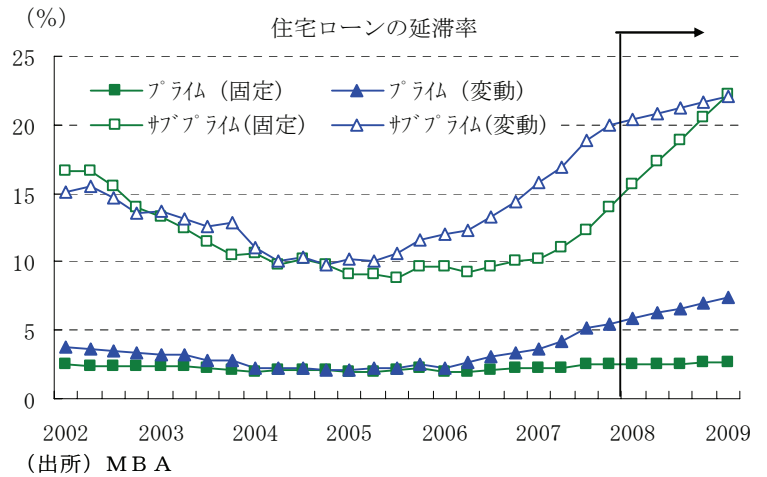
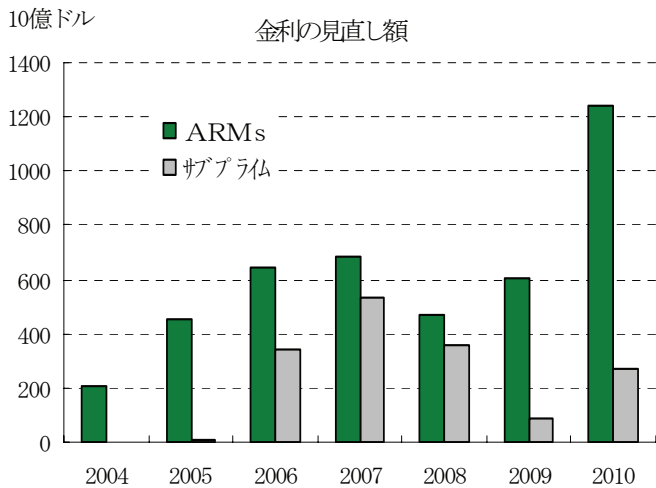
(出所) 労働省

政策面では、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1160億ドル増加し、4～6月期、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によって、年後半には過剰な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の悪化が続くものの、企業部門で設備、在庫などの過剰感が小さいこと、堅調な新興国経済、手厚い政策対応を支えに、深刻なリセッションは回避されると考える。

しかし、深刻なリセッションを回避できても、回復感の乏しい状況は長く続きそうだ。金融機関のサブプライム関連証券関係での評価損計上は4～6月期も高水準で推移し、その後は縮小する可能性が高い。差し押さえの増加に伴うサブプライム関連証券の格下げが続くことに加えて、景気停滞のもとでプライム向けのARMの金利リセットの増加、それに伴う延滞率・差し押さえ率の上昇を背景にプライム関連証券、自動車ローン、消費者ローンなどの質の悪化が予想される。さらに、これらを裏づけとして発行されたCDO（債務担保証券）の価格下落・格下げが続くとみられる。また、商業不動産市場でも融資基準の厳格化による需要の減退によって価格下落が見込まれ、CMB S（商業用不動産ローン担保証券）の価格も低下する可能性が高い。これらの融資や投資ではほとんど引き当て・損失が計上されていないため損失の拡大が見込まれる。証券の保証を行っているモノライン（金融保証会社）では資本不足による格下げリスクがある。モノラインが格下げされれば、モノラインが保証している地方債、CDOなども格下げされるため、金融機関、投資家の損失が拡大する。これらの証券化商品市場の低迷は、投資家のリスクテイク能力の低下によって長期化するとみられる。以上のような、証券化商品での損失、景気低迷に伴う各種ローンの質の悪化等により金融機関の不良債権は当面増加を続けると予想され、金融機関のバランスシート調整は長引き、住宅ローンの融資基準緩和の動きはかなり鈍いものになると見込まれる。

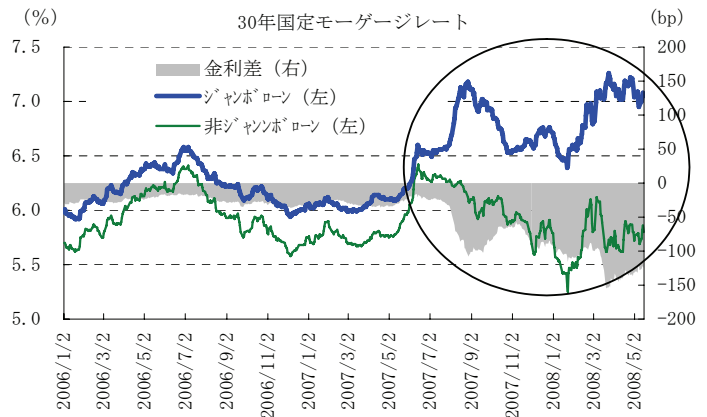
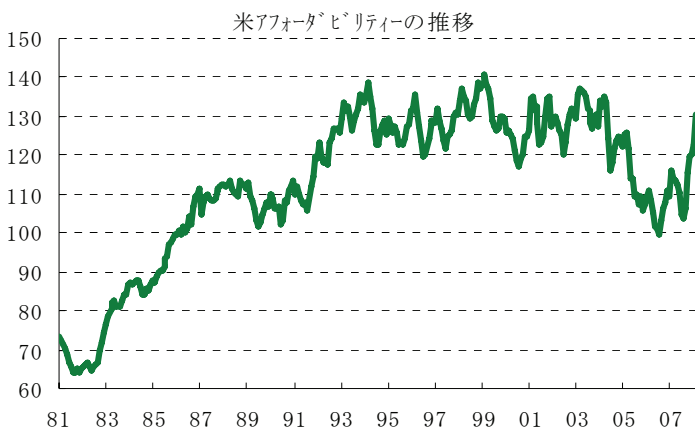
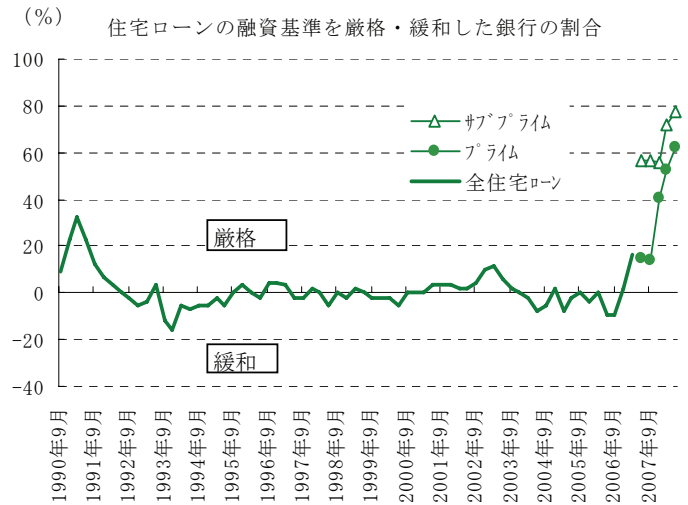
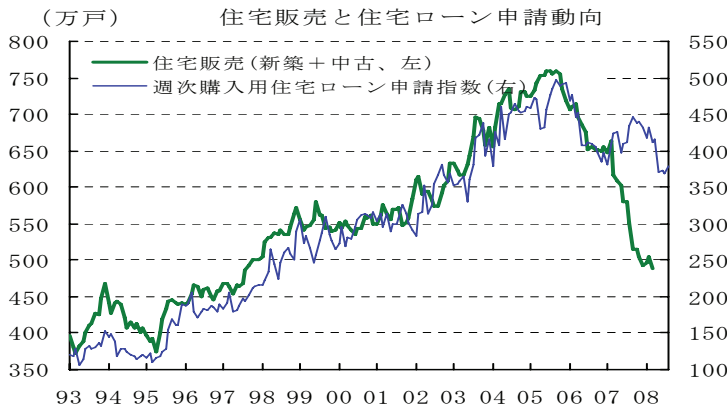
このため住宅販売は緩やかな回復にとどまり、住宅価格下落による不動産資産残高の減少は2009年前半にかけて個人消費を抑制しよう。設備投資も駆け込み需要の反動、景気対策の効果剥落によって2009年前半は停滞が見込まれる。このような中、2008年10～12月期、2009年前半には減税効果の剥落、減税効果による景気の押し上げとインフレ懸念を背景とした市場金利の上昇、北京オリンピック終了後のIT部門の調整局面入りを背景に、景気は再び減速すると予想され、米国経済は2009年前半にかけて回復感の乏しい状況が続くと見込まれる。

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。見通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。



### 3. 住宅需要は2008年後半に下げ止まるもサブプライム層の需要縮小により停滞長期化

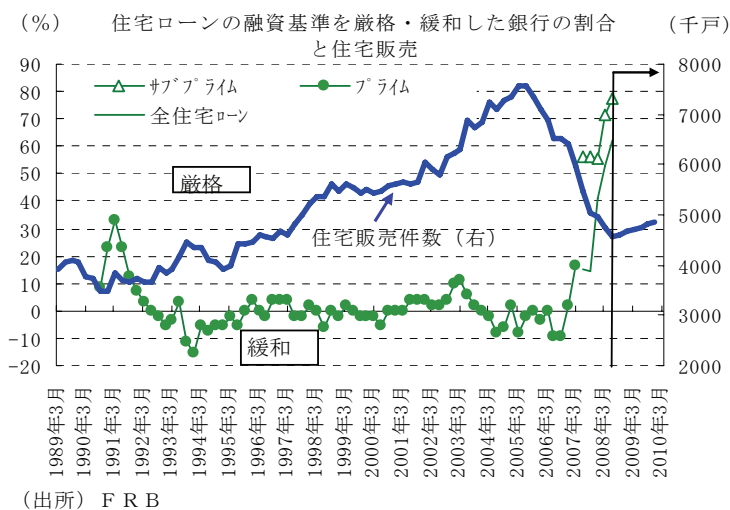
以下では、部門別の動向をみると住宅部門では2007年4月以降、延滞率の上昇に伴う銀行の融資基準厳格化によってローンを受け難くなったため、週次購入用住宅ローン申請指数が増加しているにもかかわらず、住宅販売は減少を続けている。足元で住宅販売価格の下落、金利の低下、所得の拡大など住宅購入環境を示す指標は大幅に改善しているが、モーゲージ市場の混乱（ジャンボローン金利の高止まり等）、銀行の住宅ローン融資基準の厳格化が続いているため、住宅販売は低い水準にとどまっている。



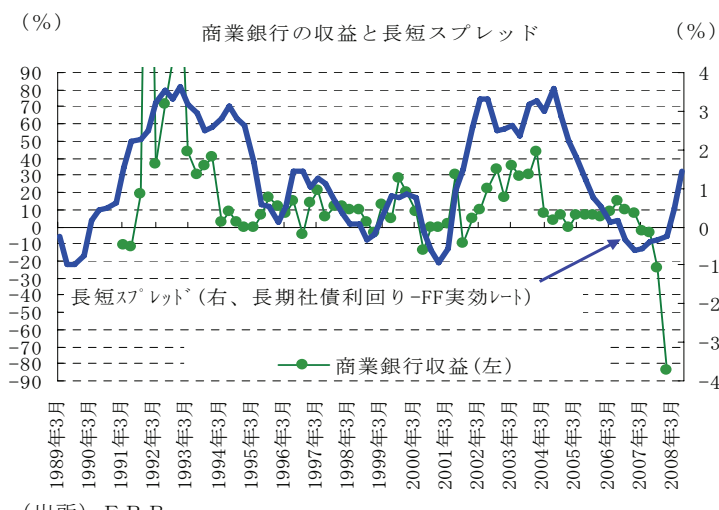
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

これまでの経験から、銀行の住宅ローン融資基準が緩和の方向に向かうと需要も回復に向かい住宅販売は増加する。そのため、住宅販売が下げ止まるには銀行の収益が改善する必要があるといえる。収益の改善には手数料収入の拡大に加えて、収益の60%以上を占める金利関連収入の増加が必要であり、それには長短スプレッド（長期社債利回り－FF実効レート）が順イールドの状態になることが重要である。

長短スプレッドはFRBの積極的な利下げによってプラスに転じ拡大している。サブプライム向けエクスポージャーに対する評価損の計上・引き当てもこれまでのペースで行われれば、4～6月期にはエクスポージャーに対する比率が80%程度まで高まり、今後サブプライム関連での大幅な引き当ての積み増しの必要性がなくなるため金融機関の業績悪化に歯止めがかかると見込まれる。



(出所) FRB



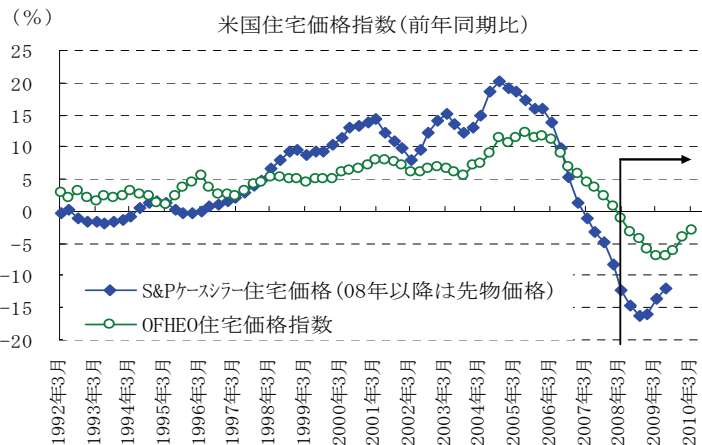
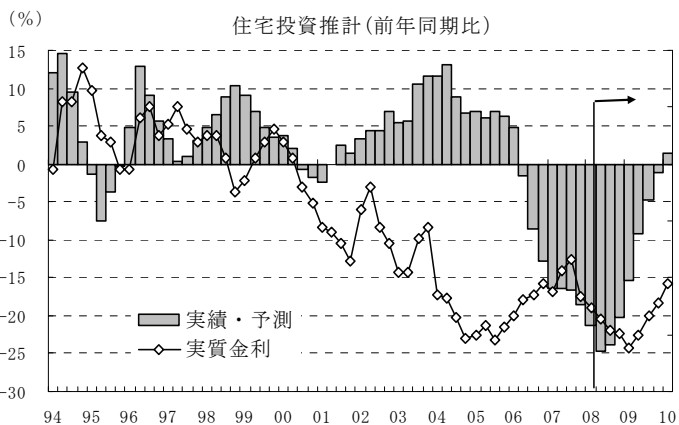
(出所) FRB

商業銀行の業績悪化に歯止めがかかることで銀行の融資基準厳格化の動きは、年後半にはピークアウトすると予想される。同時に後述のような景気対策の一環として住宅問題への対応も実施されていることから、年後半に住宅販売が下げ止まり、遅れて住宅建設も2009年前半に下げ止まると見込まれる。ただし、前述したように金融機関のバランスシート調整は長期化する可能性が高く、融資基準の厳格化から緩和の動きはかなり鈍いものになり住宅販売は緩やかな増加が予想される。住宅価格は2009年前半中に前期比で下げ止まるものの前年比では2009年を通じて下落する公算が大きい。

## ○住宅問題への対応

政府の住宅市場対策では、FHA（連邦住宅局）に対し住宅ローン貸付限度額を2008年12月末までの期限付きで、現行の36万2000ドルから72万5000ドルに引き上げた。これによって、既存の住宅ローンをFHAの債務保証付きのローンへの借り換えを促進させる効果が期待される。さらに、GSEと呼ばれる政府系の住宅金融会社で民間のローン債権を買い取るフレディマック（米連邦住宅貸付抵当公社）とファニーメイ（米連邦住宅抵当公社）に対しても、12月末までの期限付きながら、GSEが購入できる住宅ローンの限度額を現行の41万7000ドルから72万9750ドルに引き上げた。また、前記の政策の効果を発揮させるため3月からGSEに対する資産上限額が廃止されている。これによって、現在問題となっているジャンボローンの債権の買い取りを可能にし、この債権を証券化して、新たな住宅ローン用の資金を調達する道が一応開ける。この政策は低額の物件が多い信用力の低い個人向け住宅融資の対策にはならないもののGSEによる住宅ローンの購入増加につながるため、民間が低利で融資できる対象が高額物件にも広がり、住宅金融市場の活性化に貢献しよう。

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。

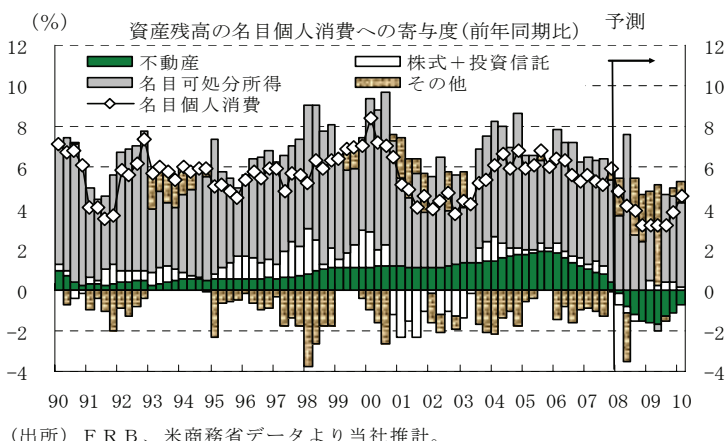
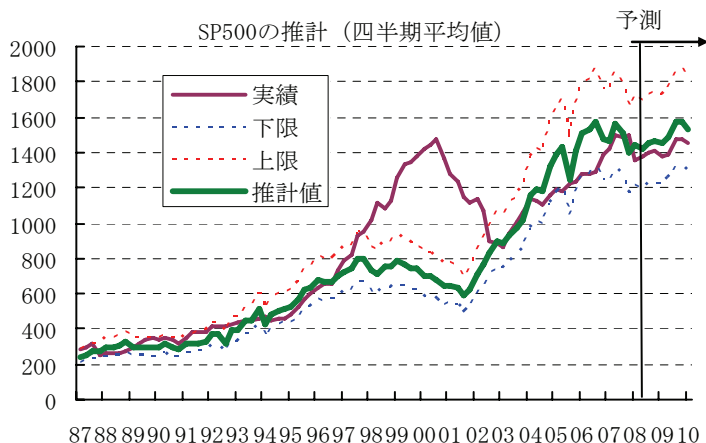


#### 4. 個人消費は税還付で加速も住宅価格の下落によって再び減速へ

個人消費は2008年1～3月期にエネルギー・食品価格の上昇、住宅価格・株価の下落によって前期比+1.0% (10～12月期+2.3%)と減速した。4、5月もエネルギー・食品価格が上昇し、個人消費の拡大ペースを抑制している。しかし、4～6月期に総額1170億ドルの個人向け戻し減税が実施され、それと同時に企業も販促を行っており、一時的に消費が加速すると予想される。今回は消費性向の高い所得税を納めていない低所得者層の人々にも小切手が配布されるため、これらの人々は還付金の全てを生活のため消費に使用すると見込まれる。これ以外の人々は景気の先行き不透明感から半分以上を貯蓄に回す可能性が高い。これらを総合した各種アンケート調査によると今回の税還付の20～39%を消費に使うと回答している。最新の調査(調査期間4月19日から5月2日)では39%を消費に回すと回答している。

2008年上半にかけての金融機関の業績悪化に伴う住宅ローンの融資基準厳格化によって、2009年を通じて住宅投資は前年比で縮小し、それに伴い住宅価格の下落も持続すると見込まれる。このため、家計の不動産資産残高も減少が続くうえ、景気減速による雇用・所得の伸び悩み、税還付効果の剥落を背景に2008年10～12月期から2009年上半にかけて個人消費は再び減速すると予想される。

2009年後半には前述したように住宅価格による押し下げ圧力の緩和、景気の拡大ペース加速に伴う雇用の拡大によって消費の増加ペースは緩やかに加速すると予想される。



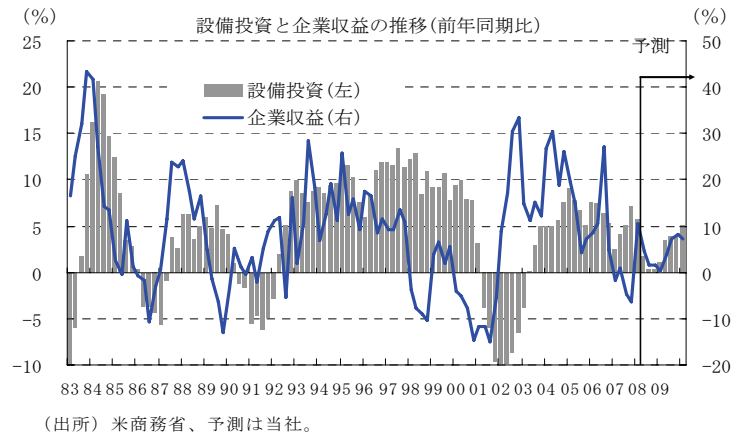
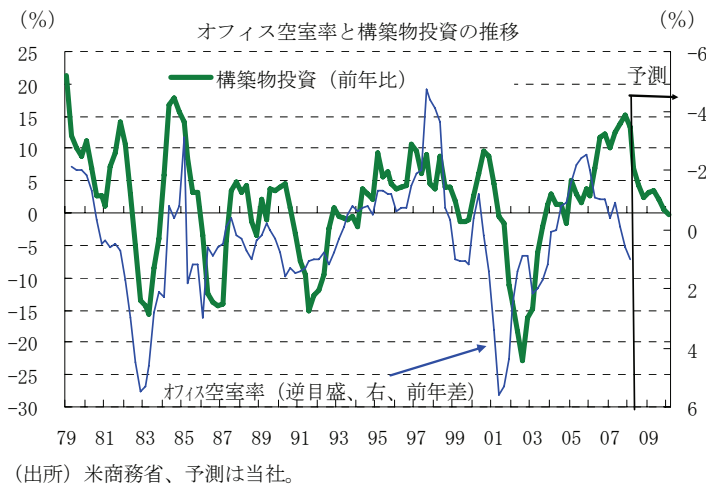
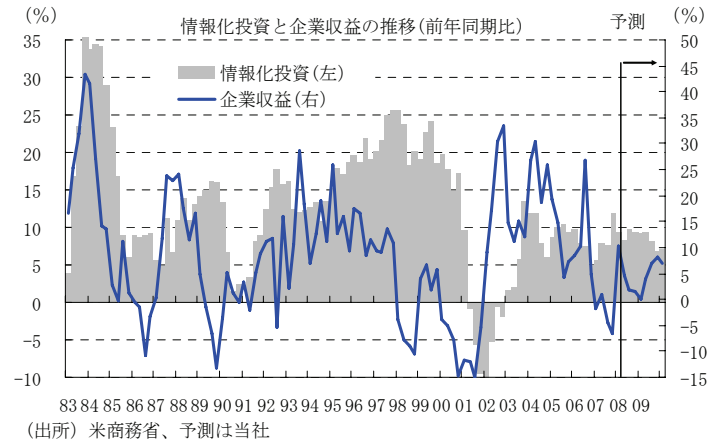
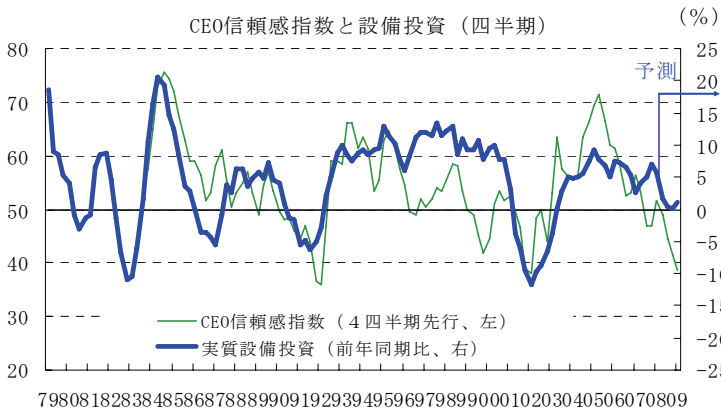
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 5. 設備投資はマインドの悪化で2008年前半失速。一旦持ち直しも2009年前半に再減速の見込み

2008年1～3月期の設備投資は前期比年率▲2.5%とマイナスに転じた。2008年前半は金融市場の混乱を受けた融資基準の厳格化、経営者マインドの悪化、原材料価格の上昇によるコストの増加を背景に設備投資は先送りされよう。加えて、収益が大幅に悪化している金融機関の情報化投資の抑制によって設備投資はマイナスの伸びが見込まれる。

2008年後半には総額510億ドルに及ぶ2008年限定の投資減税の駆け込みによりストックの積み上がっていない情報化投資が急増すると見込まれる。これは年間で設備投資を約3.7%ポイント、GDPを約0.4%ポイント押し上げる効果が期待できよう。一方で、原材料価格の上昇などコストの増加、生産の鈍化によって増産投資は抑制されると見込まれる。また、建設ブームによって建てられたオフィスビルの空室率が上昇に転じるなど建設投資は循環的にピークアウト感がでてきている。このため、建設投資の拡大ペースは鈍化傾向を辿るとみられ、設備投資全体では緩やかな拡大にとどまると予想される。

2009年前半には2008年後半の駆け込みの反動で情報化投資が大幅に減速し設備投資は再び鈍化すると見込まれる。年後半には企業業績や景気回復期待の高まりによる経営者マインドの改善を背景に設備投資は緩やかに拡大ペースを速めよう。



## 6. 川上でのインフレ圧力が強まるものの、国内需要の低迷から消費者段階での加速回避

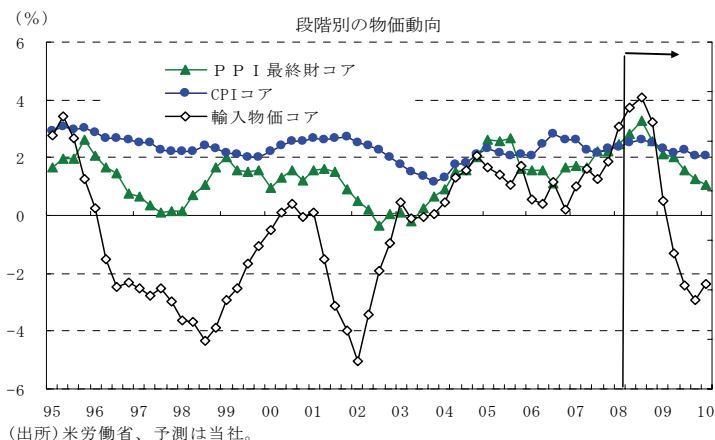
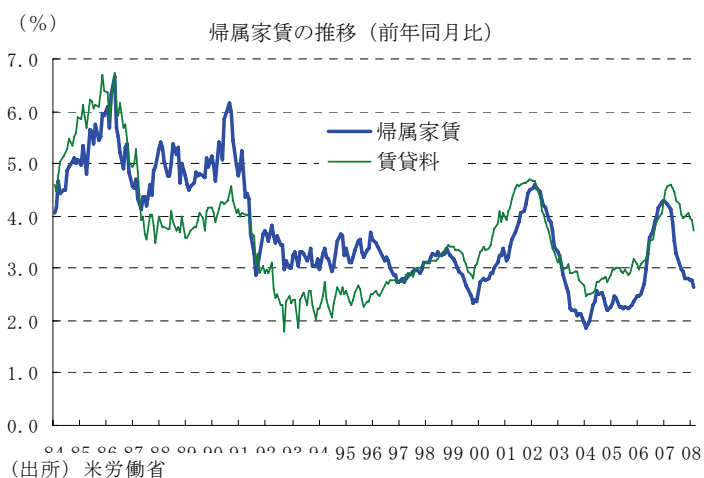
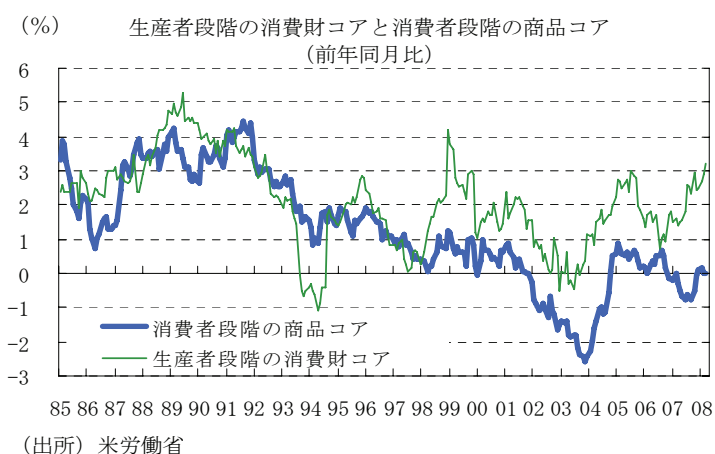
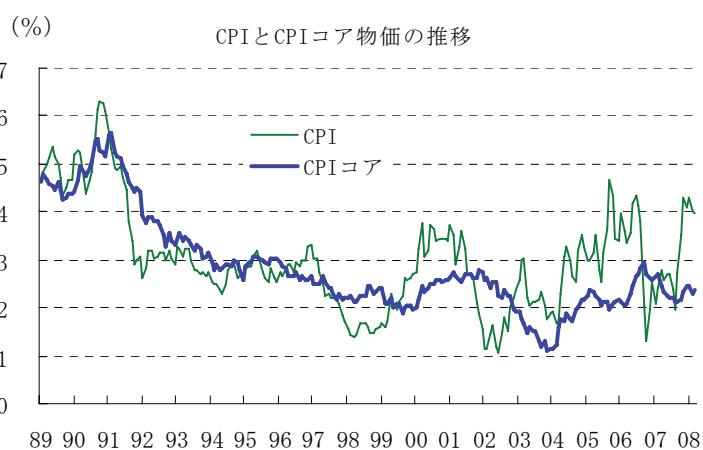
2008年3月のPCE（個人消費支出）コアデフレーターが前年同月比+2.1%、4月のCPIコアが同+2.3%とFRBが物価安定と考えるレンジ（前年比+1%～同+2%）の上限をとともに上回っている。原油価格が急上昇し、ガソリンなどエネルギーや食品の価格上昇によって総合指数は前年比+4%台に上振れている。

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。見通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。

足元で、期待インフレ率が上昇しているものの、生産者消費財物価コアと消費者物価商品コアの前年比での上昇率が乖離するなど、消費需要の弱さを背景に消費者段階で価格転嫁の困難な状況が続いている。さらに、控除項目である公益費が上昇しているためシェアの高い帰属家賃の伸びが抑制されていること等によってコアインフレの加速は回避されている。実際、4月のCPIコアは前月比+0.104%にとどまった。

今後に関しては、世界的な景気拡大ペースの鈍化にもかかわらず、過剰流動性の商品市場への流入や高い成長を続けるエマージング諸国・資源国での需要拡大によってエネルギー・原材料・食料品価格の高止まりが予想される。加えて、ドルは米景気の低迷により低い水準にとどまり、輸入面からのインフレ圧力は強まると見込まれる。このように、川上でのインフレ圧力はさらに強まる可能性がある一方で、米国内需要の減速によって価格転嫁の難しい状況が続き、逆に販売維持のため価格引下げを余儀なくされるとみられ、財価格は緩やかな上昇に留まるだろう。一方、サービスコアでは高齢化による需要拡大を背景に医療サービス価格の高い伸びが続く一方、控除項目である公益費の上昇により当面帰属家賃の伸びが鈍化し、全体の伸びを抑制すると見込まれる。この結果、2008年のPCEコアデフレーターは前年比+2%台前半の伸びが見込まれる。同様の要因によりCPIコアは前年比+2%台半ばでの推移が予想される。2009年には原油などエネルギーや商品からの前年比でのインフレ圧力が緩和すること、景気の低迷が長引くことで、コアインフレは前年比で+2%を下回ると予想される。

なお、世界的な景気減速にもかかわらずエネルギー、原材料価格の上昇が続くようであれば、短期的にコアインフレを押し上げるものの、実質的な購買力の低下、金利の上昇等によって需要が大幅に抑制されよう。このため、企業は価格引き下げを迫られ、コアインフレは鈍化ペースを速めると予想される。



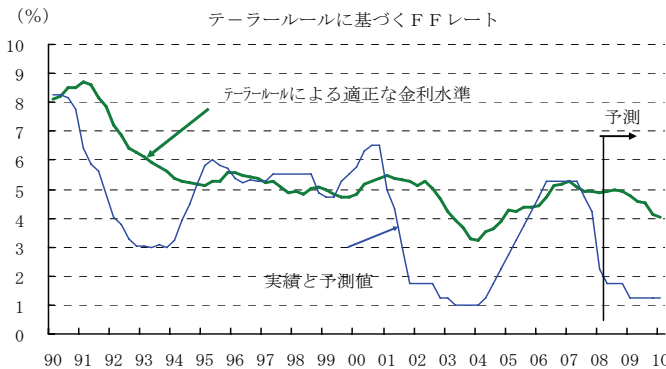
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 7. FRBは一旦様子見姿勢に転じるも追加利下げの可能性

FRBは金融市場の混乱を受けFFレート誘導目標がテーラールール、ファンダメンタルズから推計される適正な水準を大幅に下回っているなかで、積極的な利下げを継続し、現在FFレート誘導目標は2.00%と実質ゼロ金利の状態になっている。ただし、直近の4月30日のFOMC声明文では今後の金融政策は経済・金融情勢次第と、これまでのリスク管理的な積極的利下げ方針からスタンスを変化させている。

今後については、経済指標の悪化が続くと予想される一方で、エネルギー、原材料、食品価格の上昇、期待インフレ率の高まりもあり、FRBは当面様子見を続ける可能性が高まっている。しかし、金融市場の混乱拡大に歯止めがかかっても、ARMの金利見直し、住宅価格の下落によって潜在成長率を下回る成長が続くと予想されること、信用の見直しの動きによってスプレッドがある程度拡大したままとなる可能性があること、景気対策の押し上げ効果の剥落等によって2008年10～12月期、2009年1～3月期に景気が再減速し失業率も上昇すると見込まれる。このような再減速はFRBの予測では想定されていないため、原油・商品価格が下落に転じインフレ圧力が後退していれば、2009年前半にかけてFRBは政策金利を小幅引き下げると予想される。

また、足元でのインフレ圧力の高まりが2008年を通じて強まる場合には、2009年の成長率が大幅に下振れると同時に商品バブルが崩壊する可能性があり、FRBの利下げ幅も拡大しよう。



FOMCスケジュール

2007年	9月18日 10月30-31日 12月11日
2008年	1月29-30日 3月18日 4月29-30日 6月24-25日 8月5日 9月16日 10月28-29日 12月16日
2009年	1月27-28日

(出所) FRB。テーラールールによる算出値、予測値は当社。

## 米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2006年 (実績)	2007年 (実績)	2008年 (予測)	2009年 (予測)	2007年				2008年				2009年				2010年 1~3
					1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	
実質GDP	2.9	2.2	1.5	1.7	0.6	3.8	4.9	0.6	0.6	0.1	2.3	1.6	1.3	1.4	2.8	2.4	2.8
個人消費	3.1	2.9	1.8	1.9	3.7	1.4	2.8	2.3	1.0	1.7	2.4	1.5	1.6	1.9	2.3	2.5	2.6
住宅投資	▲4.6	▲17.0	▲22.6	▲7.9	▲16.3	▲11.8	▲20.5	▲25.2	▲26.6	▲26.3	▲16.9	▲10.1	▲6.4	▲2.8	0.8	4.0	5.4
設備投資	6.6	4.7	2.0	3.1	2.1	11.0	9.4	6.0	▲2.5	▲5.3	3.5	5.6	1.1	3.7	5.1	5.6	5.9
在庫投資	40.3	4.6	11.6	18.8	0.1	5.8	30.6	▲18.3	1.8	▲1.2	21.8	23.8	14.8	6.8	26.8	26.8	32.4
政府支出	1.8	2.0	2.0	1.4	▲0.6	0.2	0.9	▲1.7	0.7	▲0.1	0.8	0.1	▲0.3	▲0.3	0.7	0.0	0.2
純輸出	▲624.5	▲555.6	▲490.8	▲502.9	▲612.1	▲573.9	▲533.1	▲503.2	▲495.9	▲487.3	▲491.0	▲489.0	▲483.9	▲494.7	▲509.3	▲523.8	▲538.0
輸出	8.4	8.1	6.9	5.1	1.1	7.5	19.1	6.5	5.5	3.0	5.5	5.4	5.9	2.6	7.1	6.2	7.6
輸入	5.9	1.9	1.6	4.4	6.6	7.1	10.3	8.4	9.5	8.4	5.1	4.8	4.9	4.8	5.2	5.4	5.8
実質国内需要	2.8	1.5	0.9	1.7	1.1	2.3	3.3	▲0.4	0.3	▲0.2	2.3	1.5	1.1	1.7	3.2	2.8	3.1
実質最終需要	2.8	2.5	1.4	1.6	1.2	3.6	4.0	2.3	▲0.1	0.2	1.5	1.6	1.6	1.7	2.1	2.4	2.6
実質国内最終需要	2.7	1.8	0.8	1.7	1.7	2.1	2.4	1.2	▲0.3	▲0.1	1.6	1.4	1.4	1.9	2.5	2.8	3.0
名目GDP	6.1	4.9	4.0	4.3	4.9	6.6	6.0	3.0	3.2	3.3	4.6	3.9	4.6	3.7	5.0	4.7	5.0
GDPデフレーター	2.93	2.58	2.43	2.58	4.5	4.7	5.3	5.1	4.7	3.9	3.5	3.8	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6
					4.2	2.6	1.0	2.4	2.6	3.2	2.3	2.3	3.3	2.3	2.3	2.2	2.2
					2.7	2.6	2.4	2.6	2.2	2.3	2.6	2.6	2.8	2.5	2.5	2.5	2.2

予測

以上

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。