

米国 「2010年減税延長による雇用創出法」 実施も大幅な需給ギャップ残存

発表日：2010年12月28日（火）

～失業率の大幅な低下には一段の景気刺激が必要～

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 桂畑 誠治
03-5221-5001

○実質GDP成長率予測を2010年前年比+2.8%（11月予想同+2.7%）、2011年同+2.5%（11月予想同+1.9%）に上方改定する。2012年は同+2.6%（11月予想同+2.6%）と変わらず、数年に亘り緩やかな成長が持続すると予想される。上方修正の要因としては、2010年は7－9月期の実質GDP成長率（確報）が前期比年率+2.6%に上方改定されたうえ、10－12月期には輸出の堅調持続により純輸出のGDP寄与度が大幅なプラスに転じ、実質GDP成長率が前期比年率+3.0%と小幅加速が見込まれることが挙げられる。2011年はブッシュ減税の2年延長を含む「2010年減税・失業保険延長による雇用創出法」により実質GDPが約0.3%ポイント押し上げられると予想されるほか、2010年後半の成長率の上方改定によって2011年へのゲタが上昇することなどが挙げられる。

○2011年前半にかけては、企業部門の循環的な調整や景気刺激効果の剥落による住宅投資の低迷等が成長率押し下げ要因になる。12月に成立した総額8580億ドルの景気対策は、大部分が現在実施されている政策の延長であるため追加の押し上げ効果はないが、2011年の給与税の引き下げによって個人消費が押し上げられ、成長ペースの鈍化を緩やかなものととどめよう。2011年後半には、設備投資の100%費用控除など新規に導入される減税が2011年末に期限切れを迎えるため駆け込み需要が期待されること、在庫投資など循環的な成長拡大局面に入ること、新興国を中心とした世界経済の成長ペース加速が期待されること等によって、米国の成長率は押し上げられる可能性が高い。以上を勘案すると、2011年前半には潜在成長率である前期比年率+2.5%を小幅下回る成長、年後半には潜在成長率を上回る成長が予想される。

○今回の上方修正でも、2008年、2009年の急激な成長率の落ち込みによって拡大したマイナスの需給ギャップの縮小幅は限定的なものにとどまる。引き続き、失業率の大幅な低下は期待できず、高いオフィス空室率も持続するため、雇用・住宅投資・商業不動産投資の伸びは抑制され、成長率を抑える要因となろう。また、減税の一部は2011年末で終了するため、2012年の成長率を押し下げる要因となろう。

○予測の上振れリスクは、給与減税による所得増加が想定以上に消費に回る場合や、世界経済の回復ペースの加速により米輸出や生産活動が想定以上となる可能性が挙げられる。下振れリスクは、早すぎる政策転換や長期金利の急騰など。行き過ぎた欧州債務危機懸念などによ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もある。

1. 実質GDP成長率は、2010年+2.8%、2011年+2.5%、2012年+2.6%と緩やかな成長

輸出の堅調、減税等により、見通しを上方改定

株価上昇による個人消費の加速に加えて、11月予測時に上振れ要因として挙げていた世界経済の予想を上回る成長持続による輸出拡大と、ブッシュ減税の2年間延長や追加の景気刺激策を含む「2010年減税・失業保険延長と雇用創出法」の2010年内の策定・成立等を受けて、米国の実質GDP成長率見通しを上方改定する（図表1）。

結果、実質GDP成長率は、2010年は前年比+2.8%（11月予想同+2.7%）、2011年は同+2.5%（11月予想同+1.9%）、2012年は同+2.6%（11月予想同+2.6%）と、緩やかな成長が持続すると見込まれる（09年実績は前年比▲2.6%成長）。

(図表1) 米国経済見通し (前年比、%)

(%)

暦年	名目GDP	実質GDP		個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出		輸入	政府支出
		内需										
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	4.9	1.9	(1.4)	2.4	6.7	▲18.7	(▲0.2)	(0.6)	9.3	2.7	1.3	
2008	2.2	0.0	(▲1.1)	▲0.3	0.3	▲24.0	(▲0.5)	(1.1)	6.0	▲2.6	2.8	
2009	▲1.7	▲2.6	(▲3.7)	▲1.2	▲17.1	▲22.9	(▲0.6)	(1.1)	▲9.5	▲13.8	1.6	
2010	3.9	2.8	(3.4)	1.7	5.4	▲3.7	(1.5)	(▲0.6)	11.8	13.6	1.3	
2011	4.2	2.5	(3.1)	3.0	7.6	▲4.3	(▲0.0)	(▲0.6)	9.8	11.5	1.8	
2012	4.0	2.6	(3.2)	2.3	8.2	3.6	(0.4)	(▲0.6)	10.6	11.7	1.0	

予測

(注) 図中カッコ内は寄与度。

2. 2010年後半の減速は株高による消費の拡大、輸出の堅調等により緩やかなものに

2010年10～12月期
は前期比年率+3%
成長に

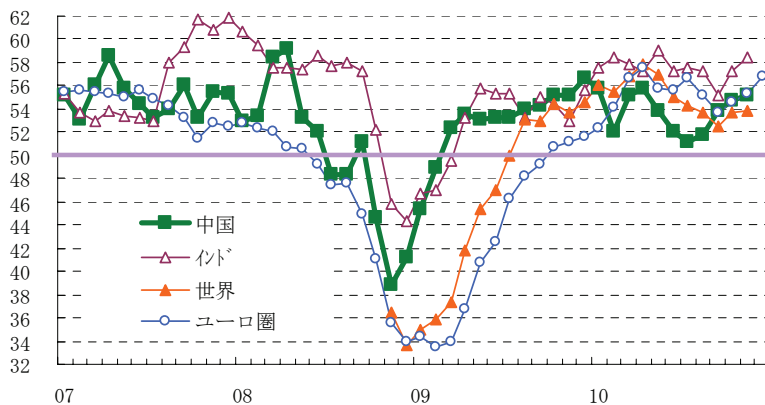
2010年11月の失業率は9.8%と高止まりし、消費者物価(コア)も前年比+0.8%前後の低い伸び率にとどまるなど、デフインフレ環境は強まっている。09年景気対策法の効果が減退していることや、在庫投資の鈍化など循環的な調整によって景気は減速している。しかし、バーナンキFRB議長が追加の金融緩和を示唆した10年8月以降の株価上昇によって、個人消費が押し上げられている。加えて、新興国経済の堅調持続やドル安によって輸出が高い伸びとなっているため、減速は軽微なものとなっている。

四半期でみると、10～12月期の国内需要は、個人消費が高い伸びになったと思われるものの、設備投資、政府支出、在庫投資の減速によって、伸びが鈍化すると見込まれる。これらの影響や在庫率の上昇によって輸入は拡大ペースが鈍化する一方、輸出はドル安や中国、インド、ブラジルなど新興国経済の好調持続を映じて、拡大ペースが加速した模様だ。アジア各国も中国が牽引する形で堅調さを維持している。加えて、先進国ではドイツがユーロ安効果等により堅調さを増し、日本も政策効果や最大の貿易相手国であるアジア各国の堅調維持を映じて予想を上回るペースとなっている。このため、製造業PMIは、中国、インド、ユーロ圏で高い水準を維持し、世界全体でも堅調さを保っている(図表2)。このような環境のもと、10月の実質貿易赤字は▲451.65億ドルと7～9月期平均の▲492.39億ドルから縮小している(図表3)。11月もISM統計、ターミナルでの貨物量など各種統計から判断すると、輸出の拡大ペースが維持されているとみられ、10～12月期の純輸出の実質GDPへの寄与度は前期比年率+1.3%と大幅な押し上げになったと見込まれる。

これらのことから、10～12月期の実質GDPは、前期比年率+3%程度の成長になったと見込まれる。加えて、7～9月期の実質GDP成長率(確報)が前期比年率+2.6%成長に上方改定されたことから、2010年の実質GDP成長率予測を前年比+2.8%と前回の同+2.7%から上方改定する。

(%)

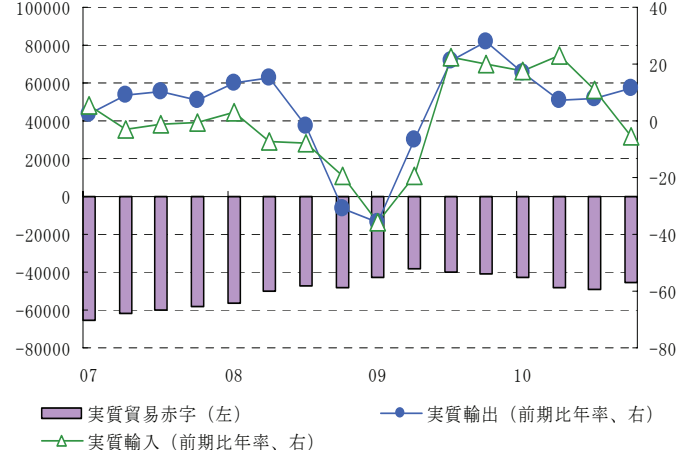
(図表2) 製造業PMI



(出所) Markit Economics

(100万ドル)

(図表3) 米国実質貿易動向

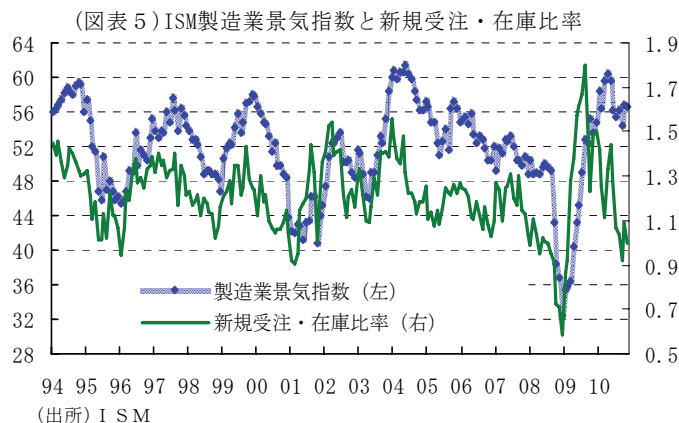
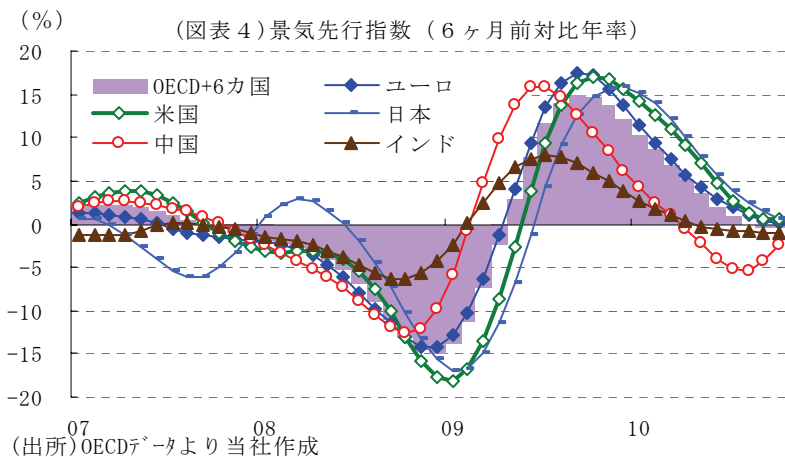


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

3. 2011年は不動産市場の低迷が続くものの減税による押し上げ効果で成長ペース維持

先行指数は 2011
年前半にかけての
減速を示す

2011 年についてみると、景気の先行きを占う統計は 2011 年前半に景気の減速圧力が強いことを示唆している。景気に半年程度先行する OECD 景気先行指数は 6 ヶ月前対比年率で最新の 10 月まで低下しており、米国をはじめとした主要先進国やインドなど新興国経済が 11 年 1 ～ 3 月期にかけて減速することを示唆している（図表 4）。また、企業部門の循環は調整局面が持続することを示している。トレンドの変化に先行する I S M 製造業景気指数の新規受注・在庫比率も 09 年 8 月のピーク以降 1 年強にわたり低下していることから、11 年前半にかけて循環的な下押し圧力が続くことを示唆している（図表 5）。



不動産市場の低迷が
中小金融機関、中小
企業の経済活動を弱
める公算

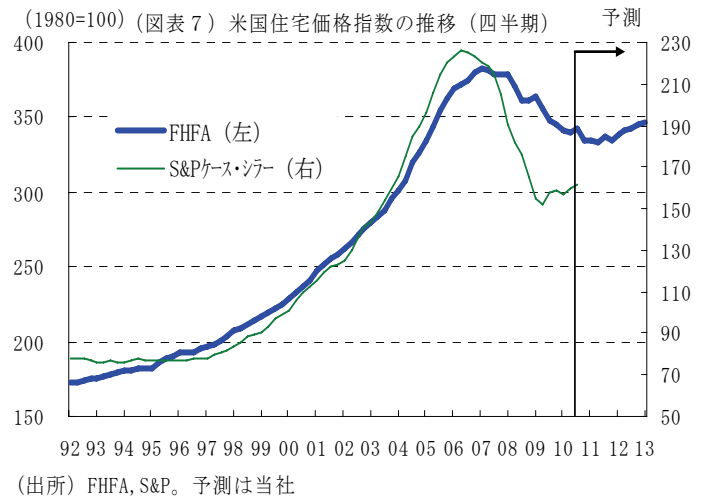
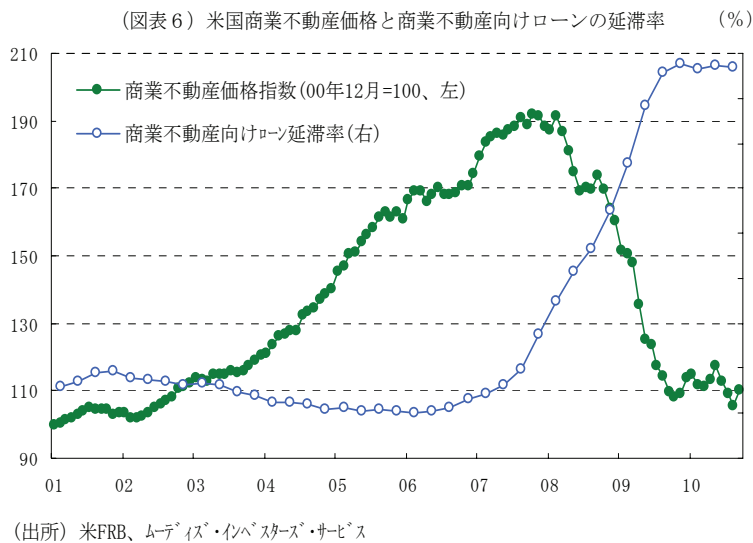
新規の対策が打ち出されていない不動産市場部門では、13 年にかけて巨額の商業不動産ローンが満期を迎えるが、高い失業率の持続によりオフィス空室率の高止まりが予想され、商業不動産需要は弱い状況が持続しよう。このため、ピークから約 40% 下落した水準にとどまっている商業不動産価格の大幅な上昇は 14 年ごろまで期待できない。担保となる商業不動産価格の回復が見込めないため借換えは難しく、商業不動産ローンの延滞率は高止まりを続けると見込まれる（図表 6）。

住宅市場では差し押さえが増加傾向にあり、サブプライム層だけでなくプライム層向けの住宅ローンの延滞率、不履行率が上昇している。失業率は 11 年末で 9 % 台、12 年末でも 8 % 台と高止まりを続けるとみられ、差し押さえの増加と住宅購入需要の弱さによって、ピークから約 30% 程度下落した住宅価格は 12 年にかけて小幅の上昇にとどまると予想される（図表 7）。

このような不動産市場の低迷長期化によって、金融機関の不良資産処理に時間がかかることや、厳しい雇用情勢が続くこと等から、金融機関の融資姿勢がバブル期のように大幅に緩和される可能性は小さい。特に、破綻が相次いでいる中小金融機関は、融資に占める不動産の割合が高いため、より融資の拡大には慎重な姿勢を維持するだろう。中小金融機関からの融資に依存する中小企業は、景気の先行き不透明感だけでなく厳しい資金繰りを余儀なくされている。結果、多くを占める中小企業での雇用拡大ペースは抑制され、雇用全体の拡大ペースも鈍いものが予想される。

加えて、大型の雇用創出法が成立したことで、財政赤字は 2011 会計年度、2012 会計年度とも 1 兆ドルを上回ると予想される中、下院共和党は赤字削減を主張するティーパーティーの支持を

得て獲得議席数を増やしたこともあり、大幅な歳出削減を求めてくる可能性が高い。民主党のバラマキ予算に賛成せず、暫定予算を繰り返すとみられ、結果的に歳出は大幅に抑制されよう。また、州・地方政府では税収が増加するものの、連邦政府からの支援がなくなるため、歳出削減を続けざるを得ず、政府支出伸びは抑制される可能性が高い。



減税延長などの雇用創出法により11年のGDPが約0.3%ポイント押し上げられる

以上のような成長抑制要因が続く中で、10年12月17日に成立した総額約8580億ドルの「2010年減税・失業保険延長による雇用創出法 (The Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010)」が、成長率を押し上げよう (図表8)。ブッシュ減税の2年間延長などは、既に実施している政策の継続であるため新たにGDPを押し上げる要因にはならないが、給与税率の2%引き下げ、11年設備投資減税の100%費用控除などの新規の減税策は、2011年の実質GDP成長率を約0.3%ポイント押し上げると試算される (USTrends オバマ大統領と共和党の政策合意で2011年の成長率押し上げを参照)。加えて、前述の2010年の成長率見通しの上方修正により、2011年実質GDP成長率へのゲタが1.00%ポイントと前回予測から約0.3%ポイント上方シフトすると見込まれる。以上を勘案して、2011年の実質GDP成長率見通しを前年比+2.5%と前回の同+1.9%から上方改定する。

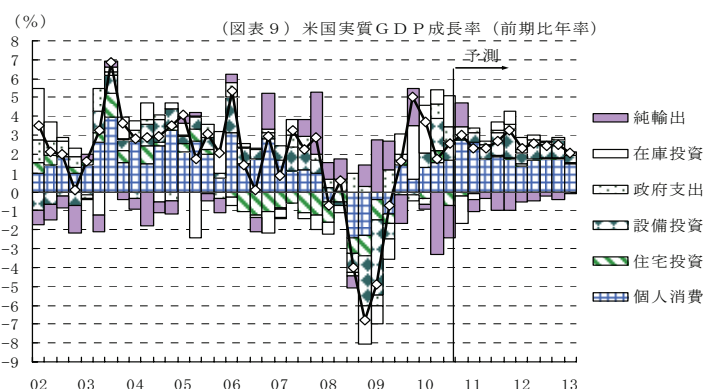
2011年前半は、企業部門の循環的な調整や景気刺激効果の剥落による住宅投資の低迷が成長率の押し下げ要因となる一方で、給与税の引き下げによる個人消費の堅調により、緩やかな減速にとどまると見込まれる。2011年後半には、2011年末に期限切れを迎える設備投資減税によって駆け込み需要が期待されること、在庫投資など循環的な成長拡大局面に入ること、新興国を中心とした世界経済の成長ペース加速が期待されること等によって、米国の成長率は押し上げられる可能性が高い。2011年前半には潜在成長率である前期比年率+2.5%を小幅下回る成長となるものの、年後半には潜在成長率を上回る成長が予想される。

2012年に関しては、ゲタが上方シフトする一方、減税の終了による押し下げが相殺すると見込まれ、前回予測の前年比+2.6%成長を維持する。

(図表8) 2010年減税・失業保険延長による雇用創出法による財政赤字要因
(会計年度、億^F_円)

項目	2011(注1)	2012	2013
所得税率(10%の税率導入。28%、31%、36%、39.6%をそれぞれ25%、28%、33%、36%に引き下げ)、配当減税・キャピタルゲイン税の15%への引き下げ	▲990.25	▲1490.92	▲665.19
相続税・贈与税の引き下げ	▲45.46	▲280.5	▲293.49
AMT物価調整(注2)	▲858.33	▲675.97	167.54
給与税率の2%引き下げ	▲672.39	▲444.14	0
設備投資減税(11年末一括償却)	▲554.30	▲582.24	3.15
その他減税の延長	▲253.86	▲145.11	▲20.46
減税合計	▲3374.59	▲3619.65	▲809.45
税還付	0	383.04	388.06
政府失業保険給付(EUC)期間の13ヶ月延長	345.15	215.65	0
その他	21.8	10.76	0
歳出合計	366.95	609.45	388.06
財政赤字合計	3741.54	4229.10	1197.51

(出所) CBO、税制合同委員会資料より当社作成



(出所) 米商務省、予測は当社。

(注1) 政策は暦年ベースで策定されるが、政策の財政負担は会計年度ベースで算出されるため、双方は一致しない。このため、政策スタート年である上表の2011会計年度は2011年1-3月期～2011年7-9月期の期間を示す。2012会計年度は2011年10-12月期～2012年7-9月期の期間を示す。

(注2) AMT(代替ミニマム税): 高額所得の納税者が減税措置を利用して納税額を少なくすることを避けるための制度。所得の高い人が各種控除や優遇措置適用で所得税が低く計算された場合、これらの減税措置を除いて計算した税金を追加で支払う必要がある。

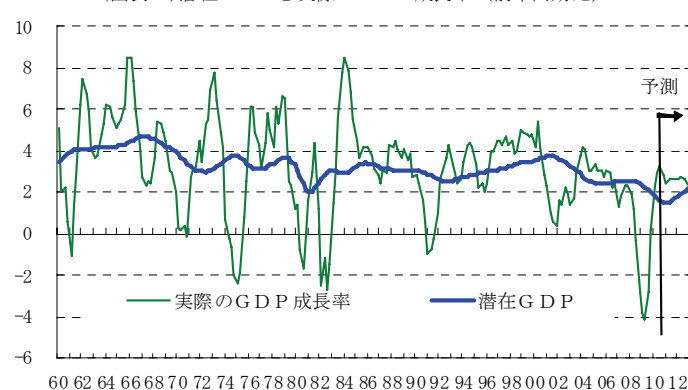
4. 大幅なマイナスの需給ギャップは残存

拡大したマイナスの需給ギャップが成長を抑制

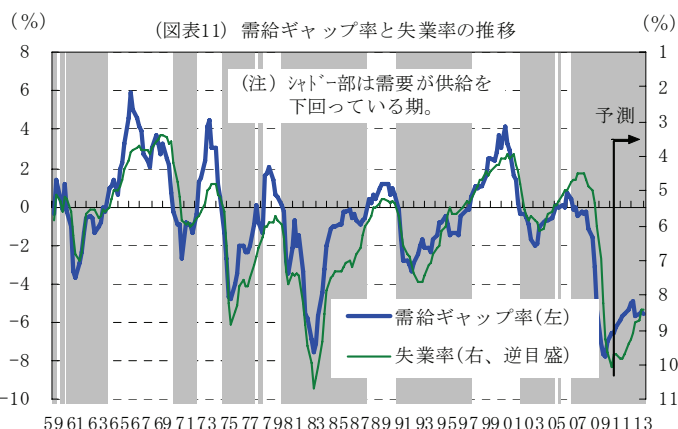
今回の上方修正でも、2008年、2009年の急激な成長率の落ち込みによって拡大したマイナスの需給ギャップの縮小幅は限定的なものとなり(図表10、11)、失業率の大幅な低下は期待できない。このため、高いオフィス空室率が持続し、雇用、住宅投資、商業不動産投資の伸びは抑制され、実質GDP成長率の伸びを抑える要因となろう。

追加の景気刺激策などによる成長ペースの大幅な加速がなければ、需給ギャップの大幅な解消にはかなりの時間が必要となろう。

(図表10) 潜在GDPと実際のGDP成長率(前年同期比)



(出所) 米商務省、潜在GDPは予測を含めCBO、実際のGDPの予測は当社



(出所) 米商務省、CBO、米労働省データより当社推計

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。

最大のリスクは早すぎる政策変更

今後もリスク要因は多数ある。上振れ要因として、給与税引き下げによる所得増加分が想定以上に消費される場合、あるいは中小企業向け減税の恒久化や、低迷が続く商業不動産市場対策の実施など追加の経済・景気対策がある。さらに、新興国など世界経済の回復ペースの一段の加速により米輸出や生産活動が想定以上となる可能性も挙げられる。

一方、下振れリスクとしては、①早すぎる政策変更（金融引き締め、財政規律の強化による大幅な歳出抑制）、②財政赤字の拡大による長期金利の急騰、③欧州債務危機に対する金融市場の過度な混乱、④欧州での過剰な歳出削減による経済の下ぶれ、対ユーロでのドル高、⑤中東情勢の悪化やエネルギー・原材料価格の急騰、⑥金融規制の強化などによるバランスシート調整圧力の強まり、などが挙げられる。これらのリスクが顕在化すれば、追加の金融安定化策、景気対策が実施されると想定されるが、政策のタイムラグ等によっては成長率の下振れは避けられず、数年にわたり停滞感の強い状況が続く可能性がある。

米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)																
	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2010年				2011年				2012年			
					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	▲2.6	2.8	2.5	2.6	3.7	1.7	2.6	3.0	2.3	2.3	2.7	3.2	2.3	2.6	2.4	2.5
個人消費	▲1.2	1.7	3.0	2.3	2.4	3.0	3.2	2.8	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.6	2.5
住宅投資	▲22.9	▲3.7	▲4.3	3.6	▲12.3	25.6	▲27.3	▲8.4	▲3.7	1.3	2.6	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0
設備投資	▲17.1	5.4	7.6	8.2	▲6.2	4.9	▲5.6	▲7.4	▲5.3	▲10.2	▲2.2	0.9	2.9	3.6	3.9	3.9
在庫投資	▲113.1	76.7	74.9	129.7	▲0.8	5.2	8.2	9.3	8.6	6.2	6.5	9.3	9.3	9.2	7.9	6.5
政府支出	▲0.6	1.5	▲0.0	0.4	2.5	0.8	1.6	▲1.5	▲0.3	▲0.0	0.4	0.7	0.6	0.3	0.1	▲0.0
純輸出	1.6	1.3	1.8	1.0	▲1.6	3.9	3.9	2.2	1.1	0.9	0.9	1.1	1.1	1.2	0.8	0.8
輸出	▲363.1	▲438.9	▲517.6	▲599.2	▲338.4	▲449.0	▲505.0	▲463.1	▲485.3	▲495.4	▲527.8	▲561.7	▲580.3	▲595.8	▲604.2	▲616.3
輸入	1.1	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.3	▲3.3	▲1.7	1.3	▲0.7	▲0.3	▲1.0	▲1.0	▲0.5	▲0.4	▲0.2	▲0.3
実質国内需要	▲9.5	11.8	9.8	10.6	11.4	9.1	6.7	9.4	8.4	10.7	14.0	12.4	12.0	9.5	6.1	6.0
実質最終需要	▲13.8	13.6	11.5	11.7	11.2	33.5	16.8	▲0.7	10.9	10.2	17.1	15.8	12.4	9.8	6.0	6.5
名目GDP	▲1.7	3.9	4.2	4.4	0.6	2.0	2.1	2.9	3.3	2.9	3.0	3.1	2.8	2.8	2.7	2.5
GDPデフレーター	0.9	1.0	1.6	1.8	1.0	1.9	2.1	1.8	1.1	1.3	2.0	1.6	1.7	1.8	2.1	1.8

(注1) 在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実額（10億ドル）、下段は寄与度。
(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

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。