

米国 資源価格の上昇も加わり緩やかな成長にとどまる

発表日：2011年3月8日(火)

～GDPはリーマン・ショック前のピーク水準を上回ったものの雇用回復は遅い～

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

- 米国の2011年実質GDP成長率は前年比+2.6% (12月予想同+2.5%)、12年は同+2.6% (12月予想同+2.6%)と、数年に亘り緩やかなプラス成長が持続すると予想される (10年実績は前年比+2.8%成長)。
- 11年前半は、エネルギー・食料品価格の上昇、住宅部門の低迷、輸入の拡大等が成長率押し下げ要因となる一方、昨年12月に成立した総額8580億ドルの「2010年減税・失業保険延長による雇用創出法」による給与税の引き下げで個人消費が押し上げられ、潜在成長率である前期比年率+2.5%程度の成長が予想される。11年後半には、設備投資の100%費用控除減税が11年末で期限切れとな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持続が見込ま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く、3%前後の成長が予想される。
- 上記のような成長経路を辿っても、08年、09年の急激な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。失業率の低下幅は限られ、高いオフィス空室率も持続するため、12年の雇用・住宅投資・商業不動産投資の伸びは抑制されよう。また、減税の一部は11年末で終了する。世界経済を牽引する新興国は、インフレ圧力の高まりを受けた利上げの影響等により成長ペースがやや鈍化するとみられる。以上を勘案すると、12年の米国経済は緩やかな成長が持続すると予想される。
- 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、世界経済の回復加速により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、北アフリカ・中東情勢の混乱拡大に伴う原油価格の大幅上昇など。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2011年+2.6%、2012年+2.6%と緩やかな成長と予想する

2011年実質GDP成長率予想を0.1%上方修正

実質GDP成長率は、2011年は前年比+2.6% (12月予想同+2.5%)、12年は同+2.6% (12月予想同+2.6%)と、緩やかな成長が持続すると見込まれる (10年実績は前年比+2.8%成長)。11年の実質GDP成長率は、新興国経済の堅調持続、日本経済の早期持ち直し、欧州経済の回復持続等による世界経済見通しの上方修正を受け、0.1%上方修正した。

11年は、エネルギーなど商品価格の上昇が抑制要因となるが、新規の減税、失業保険給付期間の延長、株価高による資産効果等を背景に緩やかな成長が見込まれる。12年は、減税の一部終了、新興国経済の成長ペース鈍化が見込まれるが、商品価格の上昇一服、循環的な回復要因により、緩やかな拡大傾向を辿ると予想する。

現時点での米国経済見通しのコンセンサスは、11年が前年比+3.2%、12年同+3.3%となっている。当社見通しはこれを下回っているが、エネルギー価格などの前提が高いことや減税による押し上げ効果を比較的小さく見ていること等が主因と考えられる。

(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		政府支出
		内需							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	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	3.8	2.8	(3.3)	1.8	5.6	▲3.0	(1.3)	(▲0.5)	11.8	12.7	1.0
2011	3.9	2.6	(2.8)	2.8	8.7	▲1.9	(▲0.1)	(▲0.2)	10.8	10.1	0.5
2012	4.0	2.6	(3.0)	2.4	8.1	2.6	(0.3)	(▲0.4)	10.5	10.9	0.7

予測

(注) 図中カッコ内は寄与度。

2. 実質GDPの水準は10年10-12月期にリーマン・ショック前のピークを上回った

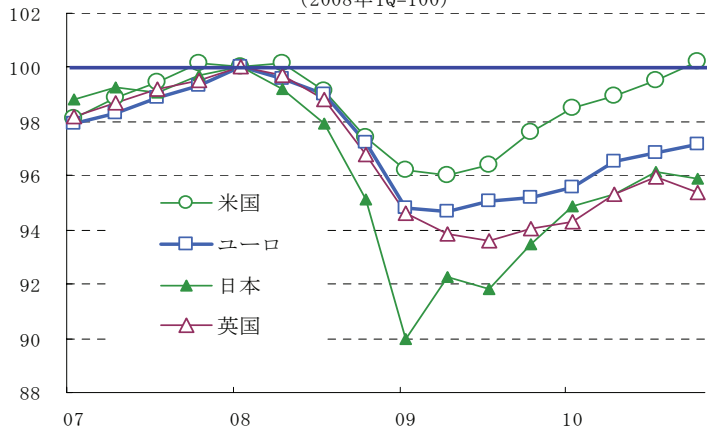
10年10~12月期は
前期比年率+2.8%
と緩やかな成長

10年10~12月期の実質GDP成長率(改定値)は、純輸出の大幅プラス寄与、個人消費の加速にもかかわらず、政府支出の減少、在庫投資の大幅なマイナス寄与等により、前期比年率+2.8%(前期同+2.6%)と小幅加速にとどまった。

個人消費は所得の増加、金融緩和期待に伴う株価上昇、値下げ販売、消費者マインドの上昇等によって拡大ペースを加速した。特に、自動車販売は低いローン金利、新型モデルの発売効果等によって、拡大ペースを速めた。加えて、住宅投資が在庫率の低下等を背景に増加に転じた。一方、企業は潤沢なキャッシュフローを得ているものの、米政府の企業政策に対する先行き不透明感の強まりを背景に、設備投資は拡大ペースが鈍化した。さらに、巨額な財政赤字による歳出抑制を背景に政府支出が減少に転じたことによって、国内需要の強さを示す実質国内最終需要は前期比年率+3.1%(前期同+2.6%)と小幅加速にとどまった。

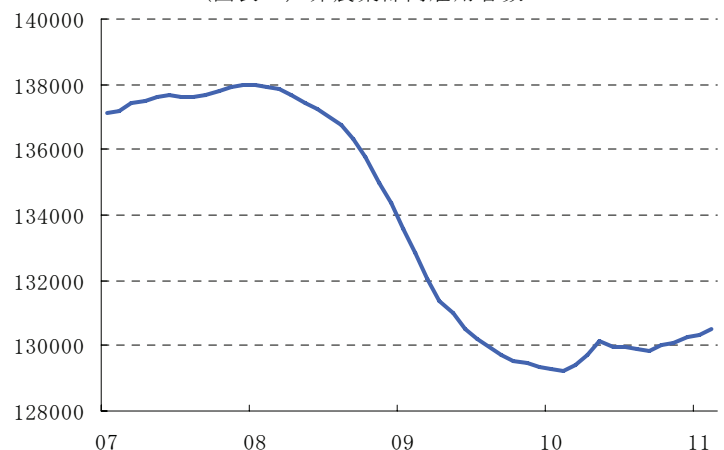
在庫投資は積み増し幅の縮小によって大幅なマイナス寄与となった。しかし、実質国内需要が前期比年率▲0.6%(前期同+4.2%)とマイナスに転じたことで輸入が大幅に減少したうえ、輸出が世界経済の拡大やドル安等によって加速したため、純輸出は大幅なプラス寄与となった。

米国では、緩やかな景気拡大が続いているが、大型の景気刺激策、積極的な金融緩和策等を背景に落ち込みが抑えられたこともあり、実質GDPの水準は10年10~12月期に日本、ユーロ圏、英国よりも早くリーマン・ショック前のピークを上回った(図表2)。一方で、10年末の非農業部門雇用者数は労働生産性の向上によって08年1月のピーク(1億3799.6万人)を773.6万人下回ったままである(図表3)。

(図表2) 先進主要国の実質GDPの推移
(2008年1Q=100)

(千人)

(図表3) 非農業部門雇用者数



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. 11年は不動産市場の低迷持続に加えて、歳出が抑制される見込み

11年に入っても、緩やかな景気拡大は持続

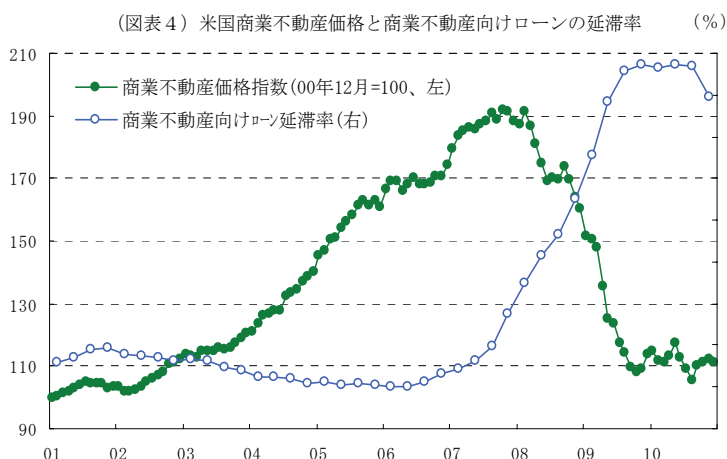
11年に入ってから景気動向をみると、世界的な需要の拡大により企業活動は活発化している。一方、家計部門では大幅に拡大した需給ギャップやミスマッチの拡大等によって、雇用の回復ペースは鈍いままである。失業率は職探しを諦めた人々の増加によって一段の上昇を回避しているが、2月に8.9%と高止まりしている。それでも、雇用者所得の増加に加えて、減税、失業保険給付期間の延長などによって可処分所得は拡大している。このような中、自動車などでの値下げ販売、消費者マインドの改善等を背景に個人消費は緩やかに拡大している。

米国経済は、不良債権の増加による引き締め気味の金融環境が持続する中、QE 2（量的緩和第2弾）を受けた株高や新興国の高成長持続等を背景に拡大ペースを速めているが、失業率の大幅な低下には不十分な成長にとどまっている。

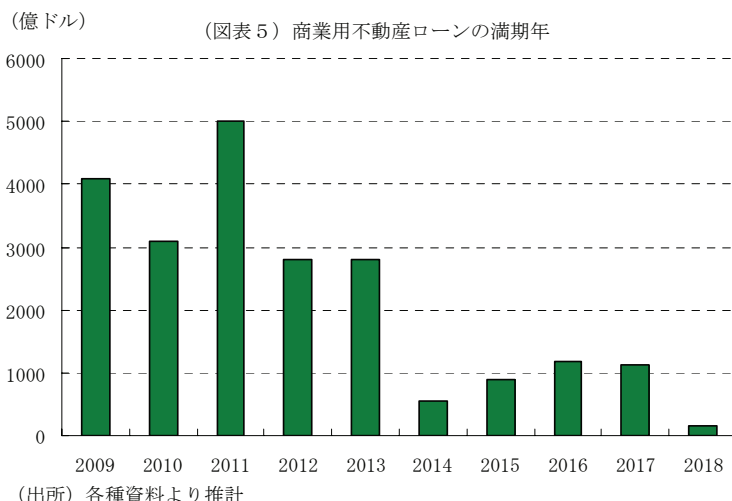
インフレ動向では、1月のPCEコアデフレーターは前年比+0.8%と低い伸び率にとどまり、デフレーション環境は持続している。

商業不動産は低迷持続

不動産部門では、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不動産バブル期に組まれたローンの借換えは難しく、商業不動産ローンの延滞率は高止まりを続けると予想される（図表4、5）。



(出所) 米FRB、ムーディーズ・インベスターズ・サービス

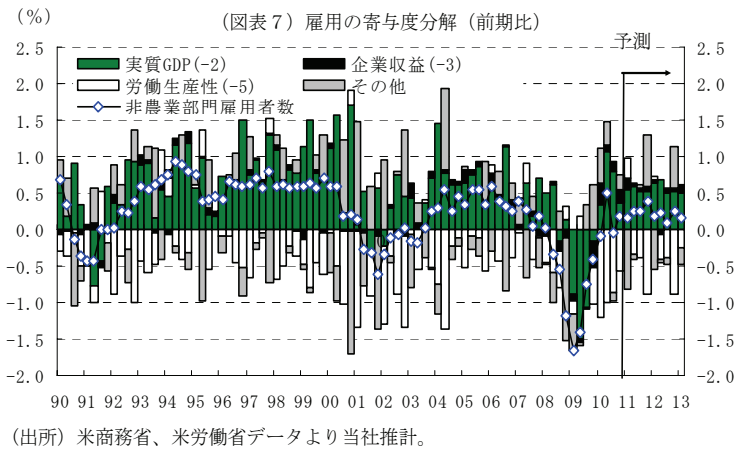
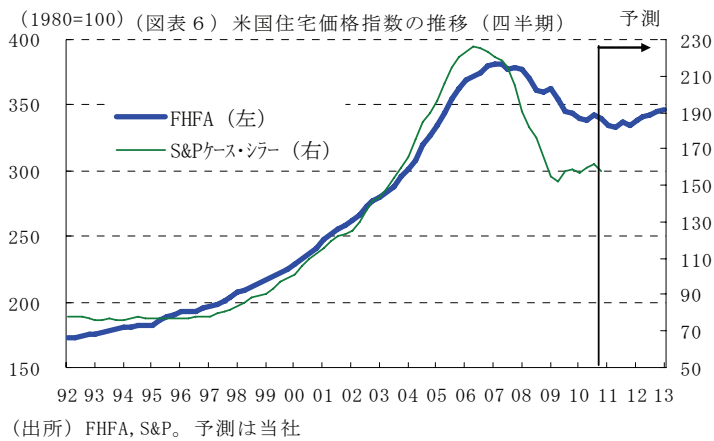


不動産市場の低迷が中小金融機関、中小企業の経済活動を弱める公算

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、不履行率が高止まりしている。失業率は11年末で8%台後半、12年末でも8%前後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6）。

このような不動産市場の低迷によって、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、厳し

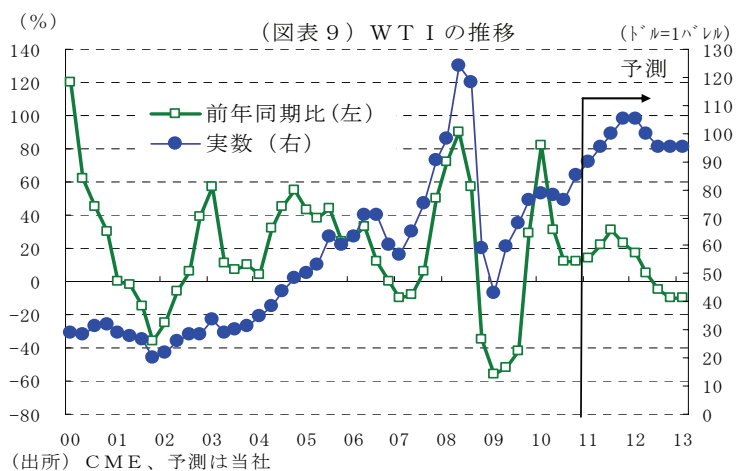
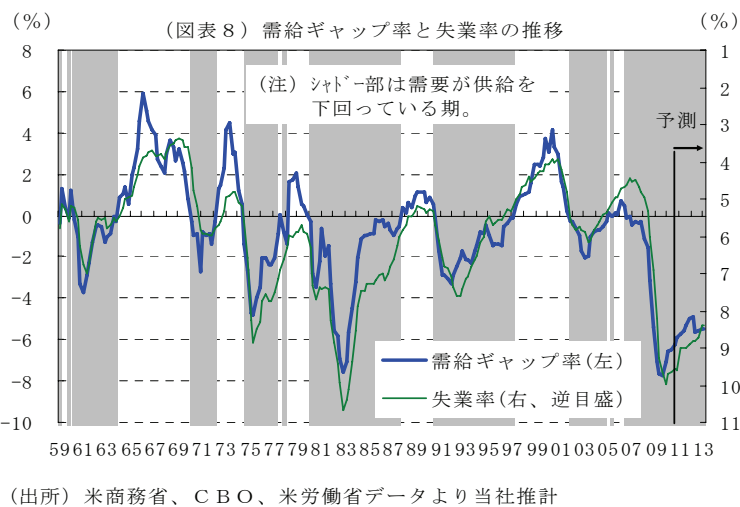
い資金繰りが続くと予想される。結果、就業者の多くを占める中小企業での雇用拡大は抑制され、雇用全体の拡大ペースも緩やかなものが見込まれる（図表7）。



巨額な財政赤字を背景に歳出は抑制される公算

加えて、ブッシュ減税の延長を含む大型の景気対策の実行によって、財政赤字は11会計年度、12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10年中間選挙で赤字削減を主張するティーパーティーの支持を得て議席数を増やしたこともあり、大幅な歳出削減を求めている。このため、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ると予想される。また、州・地方政府では税収は増加するものの、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、政府支出の伸びは抑制される可能性が高い。

以上のような要因のほか、11年は大幅なマイナスの需給ギャップ残存やミスマッチの拡大等によって失業率は小幅低下にとどまると予想されること（図表8）、世界的な景気拡大による需給逼迫懸念を背景にエネルギー価格が上昇すると見込まれること（図表9）、09年景気対策法の景気刺激効果の剥落によって公共投資が縮小すること等も、成長率の押し下げ要因になると予想される。



4. 11年は減税がGDP成長率を押し上げ

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

一方で、成長率押し上げ要因をみると、世界経済の拡大持続による輸出の増加や、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）」（図表10）によって、個人消費、設備投資が押し上げられると見込まれる。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なGDPの押し上げ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。

（図表10）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、億ドル）

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

（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。

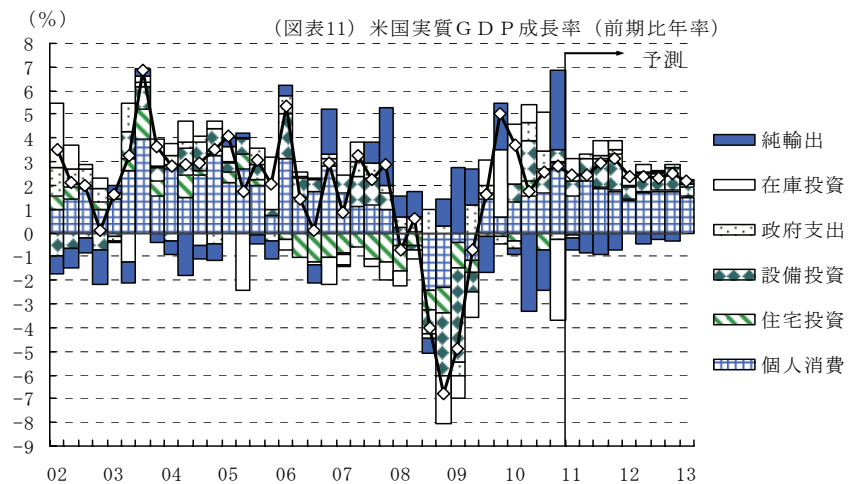
（注2）AMT（代替ミニマム税）：高額所得の納税者が減税措置を利用して納税額を少なくすることを避けるための制度。所得の高い人が各種控除や優遇措置適用で所得税が低く計算された場合、これらの減税措置を除いて計算した税金を追加で支払う必要がある。

11年後半に成長ペース加速

以上を勘案すると、11年前半は「2010年減税・失業保険延長による雇用創出法」による給与税の引き下げによって個人消費が押し上げられ、潜在成長率である前期比年率+2.5%程度の成長が予想される。

11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11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が堅調さを維持すると見込まれること等によって、米国の成長率は押し上げられ、前期比年率+3%前後の成長が予想される（図表11）。

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。



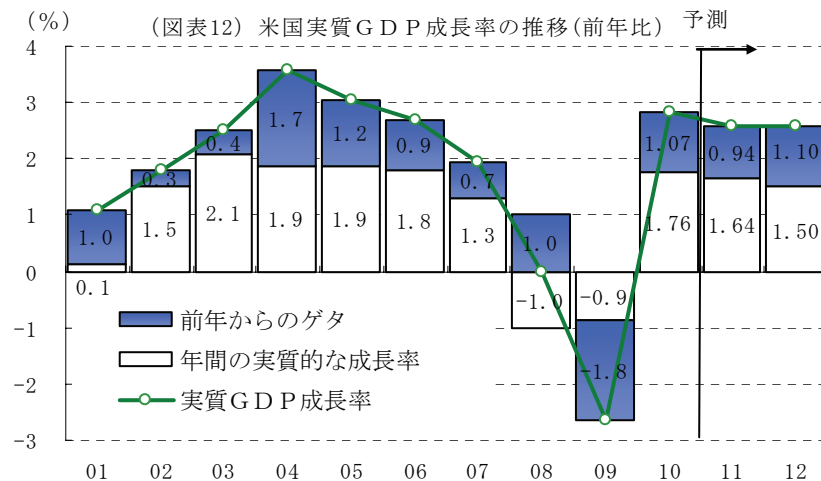
(出所) 米商務省、予測は当社。

5. 12年は減税効果の一部剥落によりゲタを除く年間成長率は小幅低下

12年も緩やかな成長
持続

一方、このような成長経路を辿っても、08年、09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は限定的な縮小にとどまるとみられ、失業率の大幅な低下は期待できない。このため、2012年もオフィス空室率は高い水準が持続し、雇用、住宅投資、商業不動産投資の伸びは抑制されると予想される。

また、給与減税、投資減税などは11年末で終了するため、12年の成長率を押し下げる要因となろう。さらに、新興国は、インフレ圧力の高まりを受けた11年の金融引き締めの影響等により成長ペースが小幅鈍化すると見込まれる。このため、12年はゲタを除く成長率が前年比+1.50%と11年の同+1.64%から小幅鈍化すると予想される（図表12）。



6. 上振れ要因は株高、消費性向の高まりによる消費の加速。下振れ要因は早すぎる政策変更

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、株高の持続、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。

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。

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北アフリカ・中東での民主化の動きの強まりに伴うエネルギー・原材料価格の急騰、③財政赤字の拡大による長期金利の急騰、④欧州債務危機に対する金融市場の過度な混乱、⑤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、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ろう。

米国GDP予測表

(季節調整済み、%、10億ドル)

	2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2010年				2011年				2012年				2013年 (予測)
					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	2.6	2.6	3.7	1.7	2.6	2.8	2.4	2.5	2.9	3.1	2.4	2.4	2.3	2.5	2.2
個人消費	▲1.2	1.8	2.8	2.4	1.9	2.2	2.4	4.1	2.2	3.1	2.6	2.5	2.0	2.4	2.4	2.5	2.1
住宅投資	▲22.9	▲3.0	▲1.9	2.6	▲12.3	25.6	▲27.3	2.7	▲2.4	1.2	2.5	3.7	1.2	2.7	3.7	3.9	3.8
設備投資	▲17.1	5.6	8.7	8.1	▲6.2	4.9	▲5.6	▲4.7	▲2.2	▲7.3	1.0	1.2	2.2	2.5	2.8	2.9	3.5
在庫投資	▲113.1	60.4	53.1	90.9	▲0.8	5.2	8.2	10.0	9.5	7.5	7.8	9.9	9.5	8.9	7.6	6.3	6.0
政府支出	▲0.6	1.3	▲0.1	0.3	2.5	0.8	1.6	▲3.4	1.0	0.0	0.6	0.4	0.3	0.3	0.1	▲0.0	▲0.0
純輸出	1.6	1.0	0.5	0.7	▲1.6	3.9	3.9	▲1.5	▲0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
輸出	▲363.1	▲421.9	▲453.2	▲511.3	▲338.4	▲449.0	▲505.0	▲395.0	▲411.0	▲438.8	▲469.3	▲493.8	▲491.7	▲507.7	▲517.3	▲528.7	▲522.3
輸入	1.1	▲0.5	▲0.2	▲0.4	▲0.3	▲3.3	▲1.7	3.4	▲0.5	▲0.8	▲0.9	▲0.7	0.1	▲0.5	▲0.3	▲0.3	0.2
実質国内需要	▲9.5	11.8	10.8	10.5	11.4	9.1	6.7	9.6	12.4	10.6	13.9	12.3	11.9	9.4	6.0	6.0	7.9
実質最終需要	▲13.8	12.7	10.1	11.0	11.4	14.1	12.7	9.2	9.5	9.8	11.6	12.3	12.2	11.9	9.9	8.3	7.3
名目GDP	▲3.6	3.2	2.7	2.9	3.9	5.0	4.2	▲0.5	2.8	3.2	3.7	3.7	2.2	2.8	2.5	2.7	1.9
GDPデフレーター	▲2.1	1.5	2.7	2.3	1.2	1.0	0.9	6.4	1.4	2.5	2.3	2.7	2.1	2.1	2.3	2.5	2.2
	▲3.0	1.9	2.8	2.7	1.1	1.2	1.3	2.4	2.4	2.8	3.2	2.2	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
	▲1.7	3.8	3.9	4.2	4.8	3.7	4.6	3.2	3.5	3.7	4.7	4.7	3.7	4.4	4.1	3.6	3.8
	0.9	1.0	1.3	1.5	2.8	3.9	4.5	4.1	3.8	3.8	3.8	4.1	4.2	4.4	4.2	4.0	4.0
					0.5	0.8	1.2	1.4	1.1	1.3	2.0	1.4	1.5	1.6	1.8	1.1	1.8
									1.4	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5

(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