

U.S. Trends

米国 2009、2010年経済見通し

発表日：2009年9月7日(月)

～2009年後半の成長ペース加速も、2010年は緩やかな成長に～

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

○米国の実質GDP成長率は、2009年は前年比▲2.6%（前回同▲2.8%）と落ち込むも、2010年には同+2.2%（前回同+1.7%）のプラス成長が予想される。2009年7～9月期以降の数四半期は潜在成長率を上回るものの、それ以降、景気対策効果の弱まりにより鈍化傾向を辿ると見込まれる。

○金融では、ストレステストの結果を受けて資本調達が順調に実施されたこと、09年2Qの大手主要行が黒字に転じたことなどから、金融市場は落ち着きを取り戻す動きを続けている。ただし、不良資産処理の遅れや、経済情勢の悪化次第では、バランスシート調整は長期化し、融資スタンスの緩和にはかなりの時間を要すると見込まれる。

○2009年後半には、自動車買い替え支援策による個人消費の押し上げ、財政、金融による景気刺激策の効果、生産・雇用・住宅などでの調整圧力の緩和、海外経済の持ち直しによって、プラス成長に転じよう。10～12月期には自動車買い替え策の反動がでるものの、自動車メーカーが販促で需要を下支えすると予想されること、在庫復元の動きが持続すること、景気刺激策の前倒し実施によって、前期に続き潜在成長率を上回る成長が見込まれる。

○2010年1～3月期も、景気対策による政府支出の高い伸び、住宅や設備など投資の回復、海外経済の拡大によって潜在成長率を上回る成長が予想される。しかし、4～6月期以降、引き締め気味の金融環境などによって個人消費、住宅販売、投資が緩やかな拡大にとどまる中、景気対策関連の支出を2009年に前倒しで実施した反動によって、2010年には政府支出の増加ペースが徐々に鈍化することから、追加の景気対策、海外経済の予想を上回る回復がなければ、2010年は緩やかな成長にとどまる公算が大きい。

1. 実質GDP成長率は2009年▲2.6%。2010年は+2.2%成長に回復の見通し

自動車買い替え促進策の実施などにより成長率見通しを上方修正

実質GDP成長率は、2009年は前年比▲2.6%（前回同▲2.8%）と落ち込むものの、2010年には同+2.2%（前回同+1.7%）と回復が予想される（図表1）。年次改定により09年へのデータが下方修正された一方、自動車買い替え支援策が実施されたことや、米自動車メーカーがチャプター11による会社更生手続きを早期に終了させたこと、アジア各国など新興国の景気が早期に回復したことにより、2009年、2010年の成長率見通しを上方修正した。

実質GDP成長率は、金融不安の後退、景気対策の実施、在庫調整の進展等により2009年4～6月期に前期比年率▲1.0%と悪化ペースが大幅に鈍化したが、2009年後半には、大型の景気対策、自動車の買い替え支援策によって、潜在成長率を上回る成長が期待できよう。もっとも、大幅な需給ギャップの残存、景気対策効果の息切れなどを背景に、2010年は緩やかな拡大が見込まれる。

(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	5.1	2.1	(1.5)	2.7	6.2	▲18.5	(▲0.3)	(0.6)	8.7	2.0	1.7
2008	2.6	0.4	(▲0.7)	▲0.2	1.6	▲22.9	(▲0.3)	(1.2)	5.4	▲3.2	3.1
2009	▲1.2	▲2.6	(▲3.7)	▲0.7	▲18.7	▲24.5	(▲0.8)	(1.1)	▲11.5	▲15.8	3.0
2010	3.6	2.2	(2.2)	1.5	▲1.0	▲4.8	(0.4)	(▲0.1)	7.9	6.7	5.2

予測

(注) 図中カッコ内は寄与度。

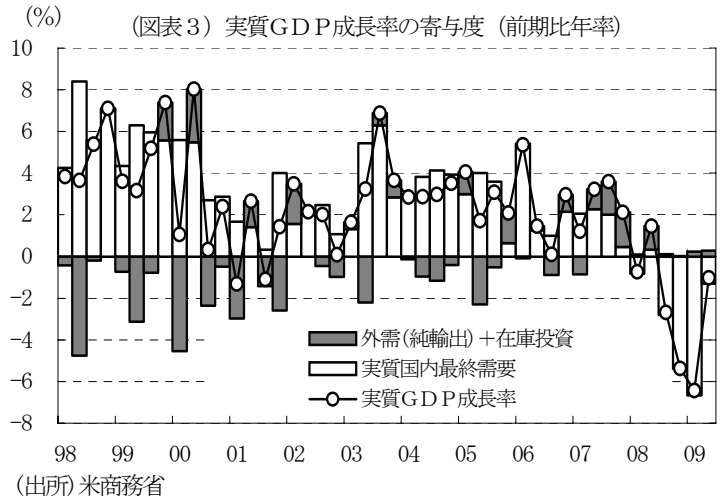
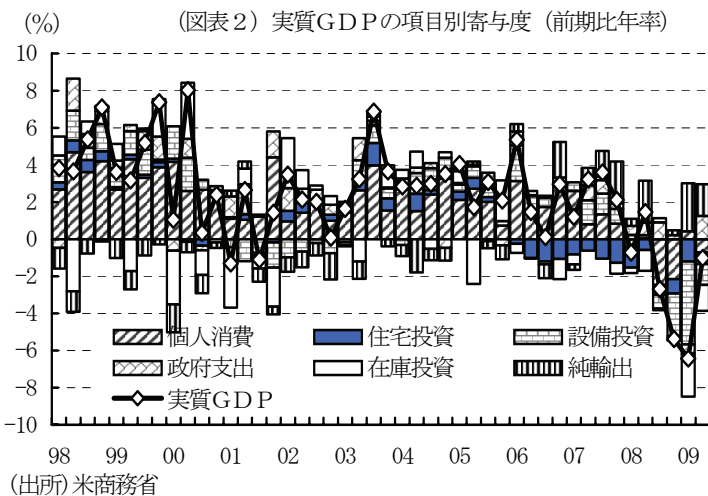
2. 世界的な景気・金融対策、在庫調整の進展を背景に4～6月期の成長率は悪化ペース鈍化

4～6月期に実質GDPはマイナス幅を大幅に縮小

4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.0%（前期同▲6.4%）と同統計の作成が開始されて以来初めて4四半期連続のマイナス成長となった。ただし、金融対策の実施による金融市場の落ち着き、景気刺激策（金融緩和、減税、インフラ投資）、海外需要の縮小ペース緩和、在庫調整の進展によって、景気の悪化ペースは鈍化した（図表2、3）。

個人消費は、税負担の軽減、失業保険の給付期間延長、減税などによる所得の増加にもかかわらず、雇用環境の悪化、資産価格の下落、エネルギー価格の上昇、マインドの低迷を背景に減少に転じた。一方、住宅投資の減少幅は住宅販売の増加、住宅の在庫率のピークアウトを受け小幅縮小した。設備投資は、金融対策の実施によって内外景気の先行き不透明感が弱まり、経営者マインドの悪化に歯止めがかかったこと等を背景に、減少ペースを急激に縮小した。さらに、このような需要のマイナス幅の縮まりを受け在庫投資のマイナス寄与も低下した。この結果、実質国内需要が前期比年率▲2.5%（前期同▲8.6%）とマイナス幅を大幅に縮小したため、輸入の減少幅が縮小し、純輸出のプラス寄与は低下した。

また、景気の基調を示す実質国内最終需要は前期比年率▲1.2%（前期同▲6.4%）と悪化ペースが大幅に鈍化した。



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。

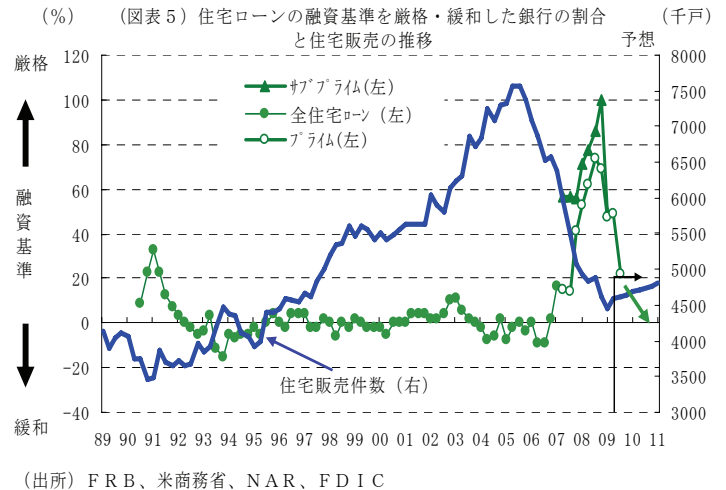
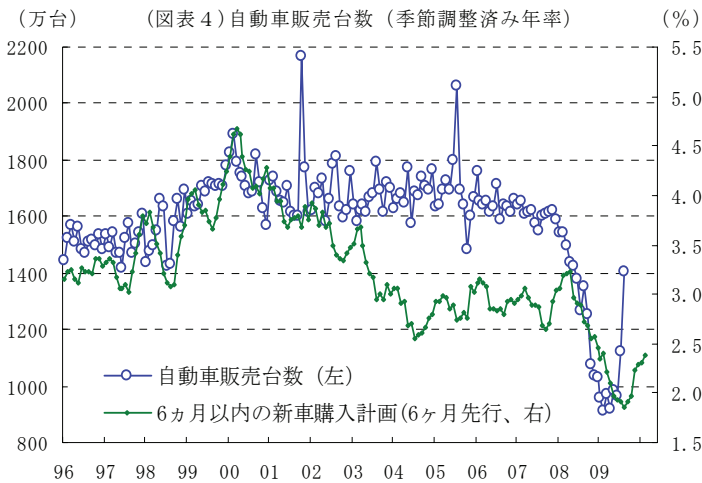
3. 2009年後半には潜在成長率を上回る成長に

自動車部門が全体を押し上げ

2009年7～9月期のGDP成長率は、金融市場の落ち着き、インフラなどの投資の拡大、海外需要の拡大、在庫調整の進展によって、5四半期ぶりに拡大すると見込まれる。10～12月期も潜在成長率を上回る成長を維持する公算が大きい。

家計部門では、自動車買い替え支援策が7月24日から8月24日まで実施されたことで、自動車販売台数は7月に季節調整済み年率換算で1,124万台、8月に1,410万台と急増しており、7～9月期の実質個人消費は拡大に転じると予想される(図表4)。自動車の買い替え支援策が終了したため9月に販売台数は急減するが、10～12月期には自動車メーカーによる値引き、キャッシュバックなど多様なインセンティブの拡大が実施され、自動車買い替え支援策が実施される前の水準を上回る1,110万台前後で推移すると見込まれる。このため、個人消費はペースが鈍化するものの、拡大を続けよう。

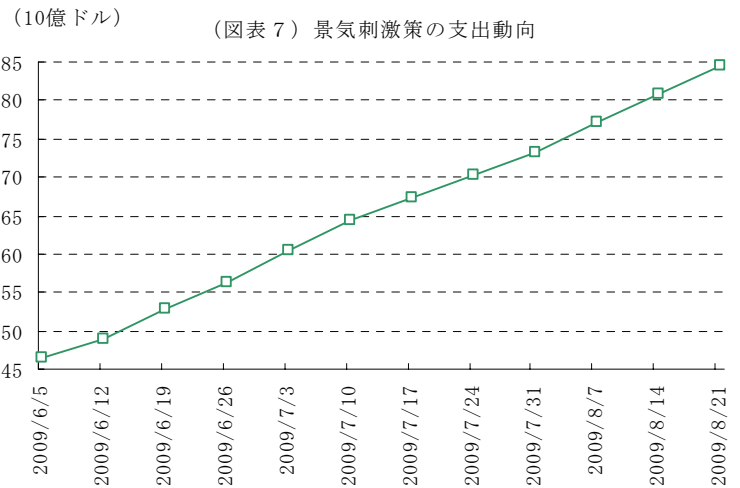
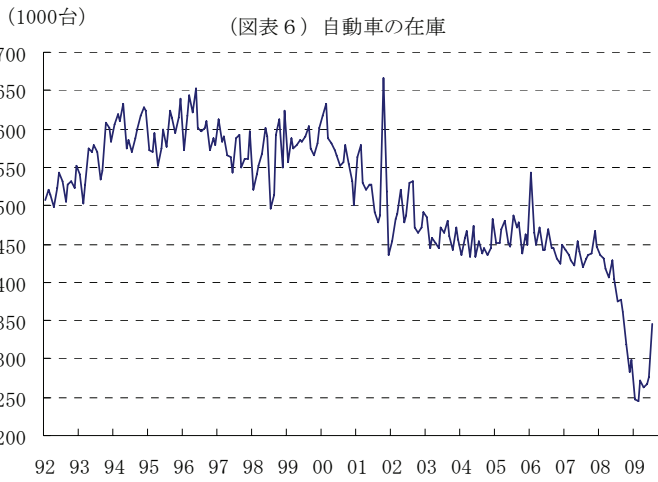
住宅部門では、住宅ローン向け融資基準が厳格化されたままであるものの低下していることや、FRBの非伝統的な金融政策によるモーゲージ金利の低位安定、販売価格の大幅な下落、政府による住宅購入支援策(12月1日までに初めて住宅を購入する人に対して最大8,000ドルの税控除を適用)、GSEの住宅ローンポートフォリオの保有上限引き上げ(9,000億ドル)に伴う住宅ローンの拡大などを背景に、住宅販売は緩やかに増加しよう(図表5)。このため新築の在庫率は低下傾向を辿り、住宅投資は年後半に下げ止まると見込まれる。



在庫がプラス寄与に転じ、政府支出は拡大ペース加速

企業部門では、クライスラー、GMがチャプター11を申請したことにより工場の稼働が停止したため、4～6月期に自動車在庫が急減した。また、自動車買い替え支援策による販売の急増によって在庫はさらに減少している。しかし、クライスラー、GMがチャプター11による会社更生手続きを早期に終了し工場を再稼働させたこと、年後半の生産計画を引き上げたこと、9月に自動車販売が急減すると見込まれることから、自動車部門での在庫増加が予想され、在庫投資は年後半にGDP成長率の押し上げ要因となろう(図表6)。設備投資は、信用逼迫の緩和、先行き不透明感の後退により、減少ペースが鈍化すると見込まれる。このような中、オバマ政権は2月に策定された景気刺激策を前倒しで実施することを決定しており、政府支出の拡大ペースは年後半に加速する公算が大きい(図表7)。以上のことから、2009年後半の実質GDP成長率は潜在成長率である前期比年率+2%強を上回ると見込まれる。

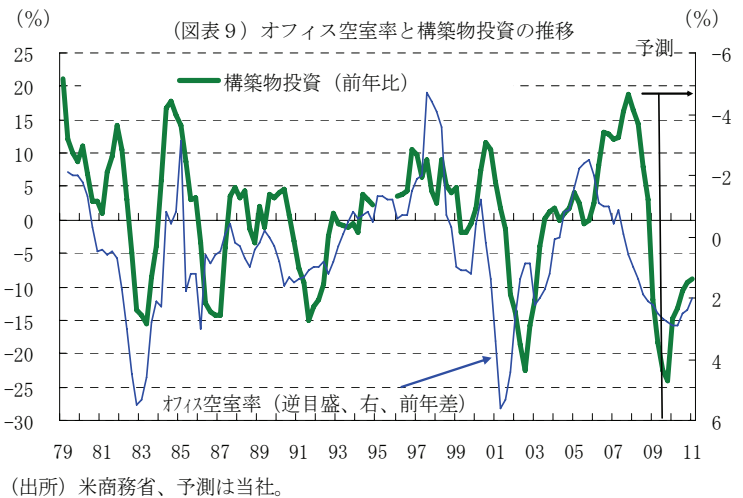
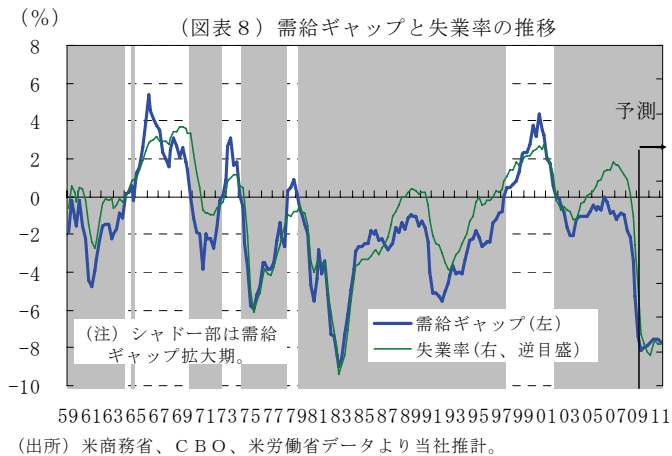
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



4. 2010年には成長率を抑制する要因が残存するため、追加対策等がなければ回復ペースは緩やかに

拡大した需給ギャップが足かせに

2010年の景気回復ペースは、非稼働資産の残存により緩やかなものになる可能性が高い。2008年、2009年の急激な成長率の落ち込みによって、需給ギャップは大幅に拡大したままとなることから、失業率の高止まり、高いオフィス空室率、低い設備稼働率が持続し、雇用、増産設備、商業不動産投資の伸びは抑制されよう（図表8、9）。



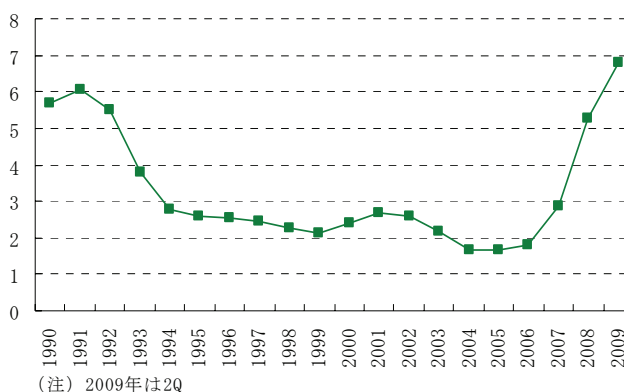
不良債権処理には時間が必要

金融面では、①大手金融機関の業績は2009年4～6月期に黒字に転じたが、トレーディングによって収益が押し上げられたことが主因であり、同期の不良債権は増加傾向にあることから、収益環境は厳しい状況が続いている（図表10）。2010年も住宅価格の下落、商業不動産価格の下落、失業率の高止まりなどを背景に不良債権が増加し、収益環境は厳しい状況が持続すると予想される。また、②不良資産の買取プログラムは、ほとんど効果がないことも考えられる。官民投資プログラムの不良ローンの買い取り開始は延期されている。一方、不良証券の買取は、参加金融機関が少ないため規模を400億ドル程度と大幅に縮小して開始される予定である。このため、不良資産処理は結局個別各行によって実施され、時間がかかると見込まれる。さらに、③世界的に金融規制の強化が議論されており、資本規制、リスクごとの保証料の徴収、

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。

証券化する場合全てをバランスシートから切り離さず一部を保有したままとする、などの案が検討されている。これらの規制が強化・導入されれば、バランスシートの調整や、リスクテイク能力の低下に繋がる可能性が高い。

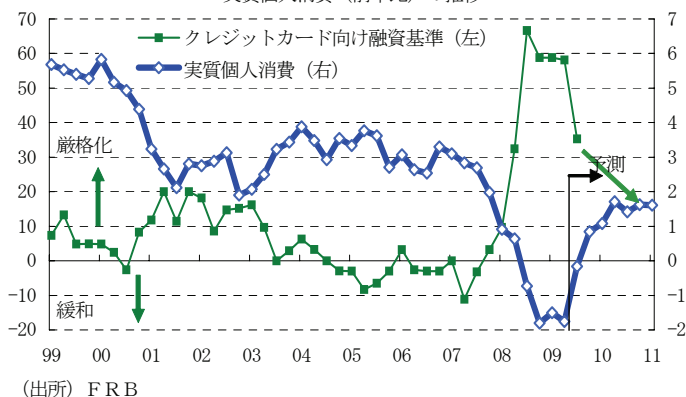
(%) (図表10) 米商業銀行の不良債権比率 (年末値)



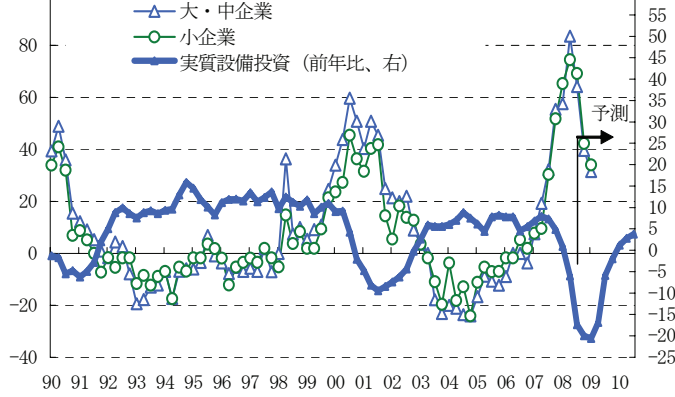
厳格化された融資基準が需要の拡大ペースを抑制

需要の急速な回復には融資基準の緩和が必要であるものの、不良資産の処理に時間がかかることと見込まれることから、金融機関の融資姿勢が2010年に緩和的になる可能性は小さい。引き締め気味の金融環境によって、個人消費、住宅販売、投資の拡大ペースは抑制されると見込まれる (図表11、12)。

(%) (図表11) クレジットカード向け融資基準と実質個人消費 (前年比) の推移



(%) (図表12) 商業向け融資基準



住宅資産を担保にした借入による個人消費押し上げは期待できず

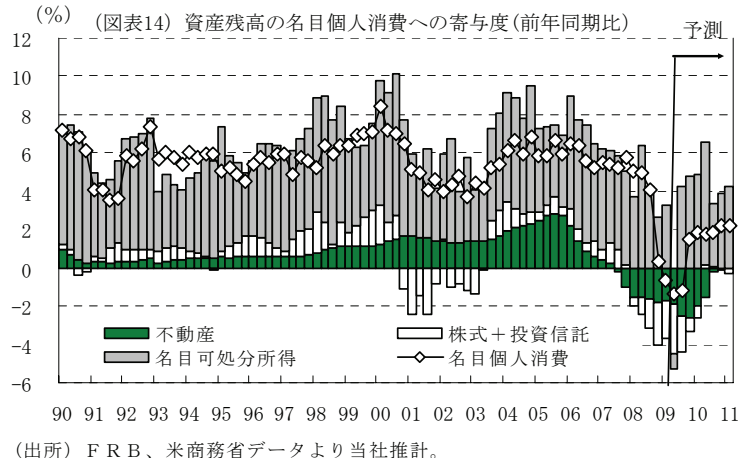
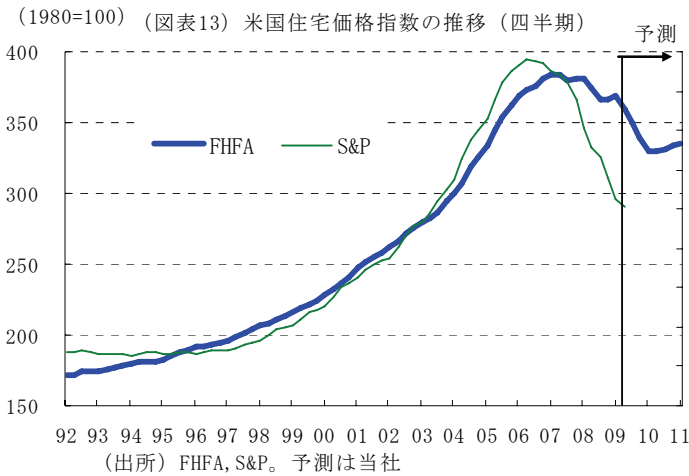
クレジット向け融資基準の厳格化ペースは鈍化傾向を辿るものの、厳格化されたままの状態が続くとみられ、借り入れコストの高止まりが消費の拡大ペースを抑制しよう。これに加えて、2010年には雇用は増加に転じるが、大幅な需給ギャップの残存により緩やかな増加にとどまると予想され、所得減税や失業保険の延長効果も剥落するため、可処分所得は低い伸びにとどまろう。

住宅関連では、住宅販売は低いモーゲージ金利、販売価格の下落に下支えされるものの、金融機関の住宅ローンに対する厳しい融資スタンス、借り入れコストに影響するスコアの低下、政府による支援策の終了によって、緩やかな増加ペースが続くと見込まれる。一方、変動型住宅ローンの借り換えは、サブプライム層向けで一巡したが、プライム層向けが増加するタイミングで雇用環境が悪化しているため、住宅の差し押さえが増加し、中古住宅在庫の減少ペース

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。

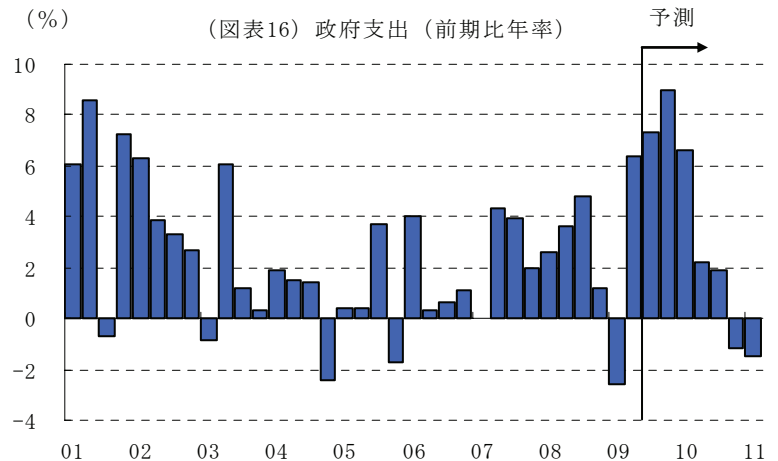
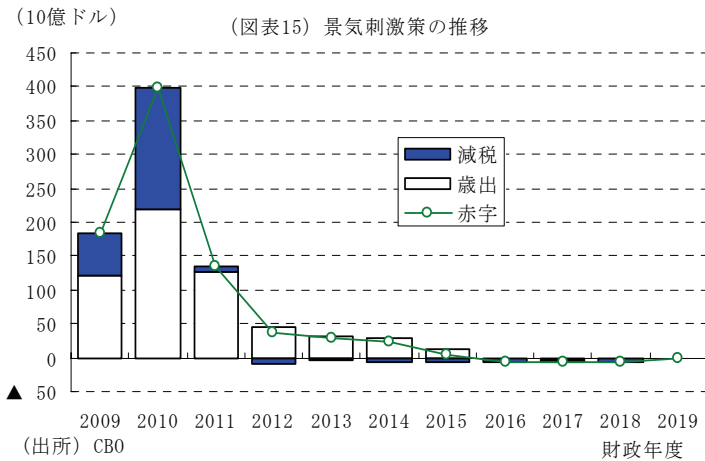
は緩やかなものになると予想される。このため、住宅価格の下げ止まりは2010年1～3月期前後となり、その後も緩やかな上昇ペースにとどまると見込まれ、キャッシュ・アウト、ホーム・エクイティ・ローンなどの借り入れによる消費の押し上げは期待できない（図表13、14）。また、ガソリン価格の上昇や、FRBのTALFを使ったABS買い取りが2010年3月に終了するため消費者ローン関連金利が上昇する可能性があることなどから、2010年の個人消費は緩やかな拡大にとどまると見込まれる。

他方、設備投資では、景気刺激策によって情報化関連投資が拡大すると予想される。しかし、企業向け融資基準は、商業不動産向けのみならず、全ての企業規模に亘って厳格化のペースは鈍化しているが、厳格化された状況が持続している。加えて、需要不足により稼働率が低水準にとどまること、失業率の高止まり、供給拡大からオフィス空室率が上昇を続けることから、増産投資、構築物投資が低迷し、全体の足を引っ張る形で設備投資は低い伸びにとどまると予想される。



2010年に景気押し上げ効果が剥落

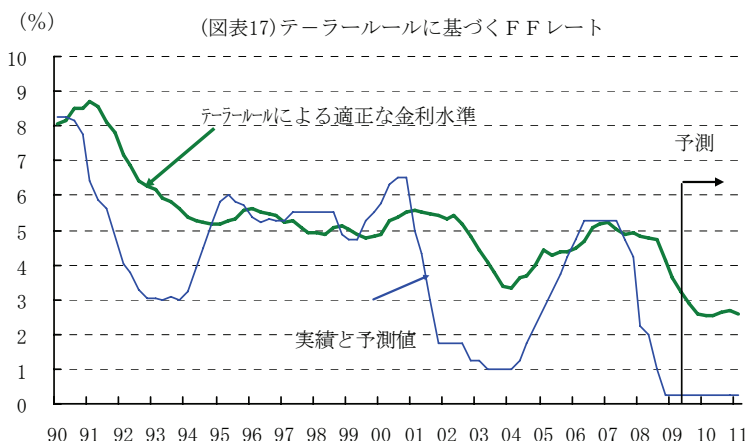
2010年1～3月期も、景気対策による政府支出の高い伸び、住宅や設備など投資の回復、世界経済の拡大によって成長ペースが速まると予想される。しかし、4～6月期以降、引き締め気味の金融環境などによって個人消費、住宅販売、投資が緩やかな拡大にとどまる中、景気対策関連の支出を2009年に前倒しで実施した反動によって、2010年には政府支出の増加ペースが徐々に鈍化することから、追加の景気対策、世界経済の予想を上回る回復がなければ、2010年は緩やかな成長にとどまる公算が大きい（図表15、16）。



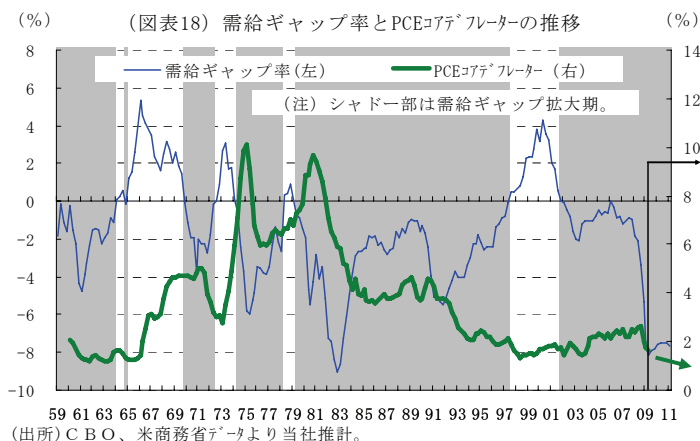
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

FRBは非伝統的政策を解除するものの事実上のゼロ金利政策を維持

金融政策に関しては、FRBは事実上のゼロ金利政策を実施している。需給ギャップの拡大によって、FFレートの適正水準は2011年1～3月期においても横ばいにとどまると予想されることに加えて、コアインフレも需給ギャップの大幅な残存により低位安定が見込まれることから、FRBは予測期間を通じて事実上のゼロ金利政策を継続すると予想される(図表17、18)。ただし、緩やかながらもプラス成長が続く中、MBS(住宅ローン担保証券)、GSE(政府支援企業)債、ABS(資産担保証券)などの買い取りを行う「信用緩和」策は徐々に残高を削減すると見込まれる。



(出所) FRB。テーラールールによる算出値、予測値は当社。



(出所) CBO、米商務省データより当社推計。

最大のリスクはエネルギー・原材料価格の上昇

今後もリスク要因は多数ある。下振れリスクとしては、①景気の底打ち感が高まった時点でのエネルギー・原材料価格の急騰、②財政赤字の拡大による長期金利の上昇、③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、④新型インフルエンザの流行に伴う経済活動の著しい停滞、⑤地銀やヘッジファンドの破綻、モノラインの格下げなどによる信用不安の再燃、⑥早すぎる政策変更などが挙げられる。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ろう。

一方、上振れリスクとして、追加の景気刺激策、欧州の急速な回復、中国やインドなど新興国の拡大ペースの急加速などがあれば、景気回復ペースを速めると予想される。

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。