

経済マンスリー [米国]

～リセッション懸念が高まる米国経済～

米国経済は、年明け後の経済指標の悪化、株価急落を受けて、景気後退懸念が急速に強まっている。

短期金融市場では、FRB による段階的な利下げや入札方式の資金供給制度（TAF）の導入などが奏効し、銀行間貸出金利が低下傾向に転じている。しかし、サブプライム問題の震源地である米住宅市場の低迷や住宅ローン証券化市場の機能不全に全く改善の兆しがみられず、大手金融機関の巨額損失決算を受けて、株価が急落。信用スプレッドも再び急拡大するなど、金融・資本市場の混乱が当初想定した以上に長期化する様相を強めている。

一方、これまで底堅かった実体経済にも、減速感が広がりつつある。年明け後に発表された 12 月の製造業 ISM 指数は、業況拡大・縮小の分岐点である 50% を大きく割り込み、12 月の失業率も、前月の 4.7% から 5.0% へと一気に 0.3 ポイント跳ね上がった。内需の柱である個人消費も、昨年末にかけて急減速し、2007 年のホリデー商戦の売上高は 5 年ぶりの低い伸びに終わった。こうした経済指標の悪化に加え、原油価格（WTI）が年初に高騰して 100 ドル台をつけたことなどから、足元では景気失速懸念が高まっている。

金融政策については、昨年 12 月まで 3 回に渡り合計 100bp の利下げが実施された（FF 金利誘導目標は現在 4.25%）。だが、FRB（連邦準備制度理事会）は、年明け後、信用不安による流動性逼迫への対応として TAF を通じた資金供給額を従来の 1.5 倍に拡大する一方、景気下振れリスクへの保険として、さらに大幅な追加利下げに踏み切ることを示唆している。ブッシュ政権も、28 日の一般教書演説を目途に、財政出動を含む新たな景気刺激策の検討に入った。

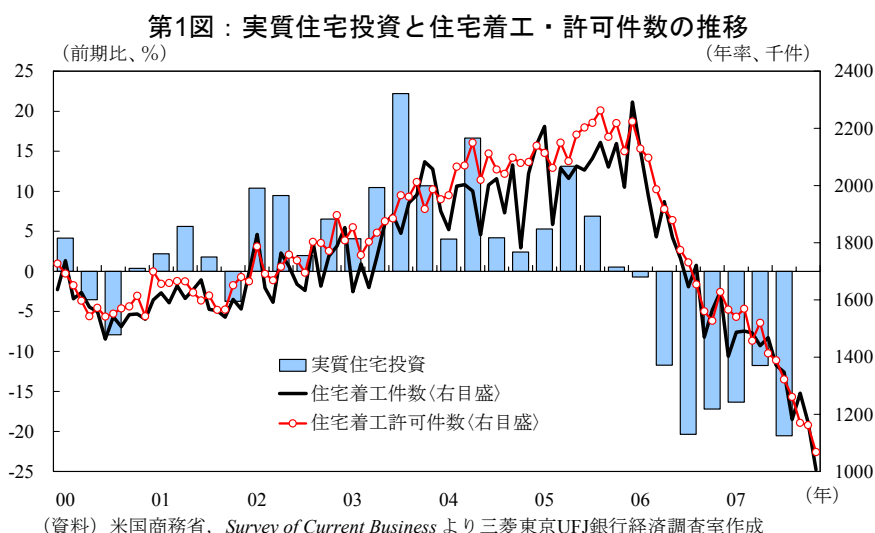
1. 実体経済の動向

(1) 住宅～厳しい調整局面が継続

米国住宅市場は、引き続き厳しい調整局面にある。昨年 12 月の住宅着工件数

は、前月比▲14.2%の100.6万戸（季節調整済年率）と、91年6月以来16年ぶりの低水準となった。前年比でみた減少幅も▲38.2%と、11月の▲25.0%から大きく拡大している。さらに、着工件数の先行指標とされる住宅着工許可件数は、7カ月連続減少の106.8万戸と、落ち込みに歯止めが掛かっていない。GDPベースの実質住宅投資は、昨年第3四半期まで6四半期連続で2桁台のマイナスを記録しており、第4四半期も大幅なマイナスを示す公算が大きい（第1図）。

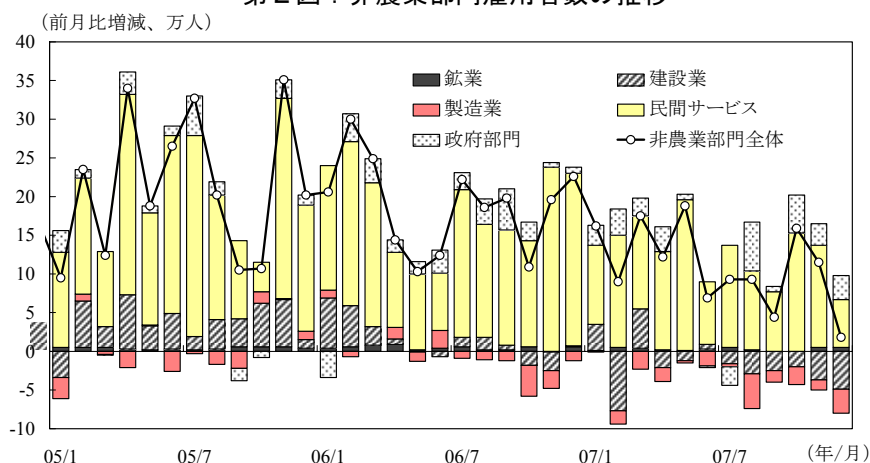
一方、11月の住宅販売件数（季節調整済年率）は、新築一戸建てが、前月比▲9.0%、前年比▲34.4%の64.7万戸と、約12年ぶりの低水準となった。中古住宅（一戸建て及び集合住宅）は、前月比+0.4%の500万戸と小幅ながら9カ月ぶりの増加を示したが、前年比でみると▲20.0%と大幅なマイナスが続いている。住宅在庫は、新築が販売の9.4カ月分、中古が10.3カ月分と高止まりしており、販売価格（新築・中古合算）も、平均価格が前年比▲2.9%、中間価格が同▲3.2%と下落を続けている。今後予想される大幅利下げを受けて、住宅ローン金利が大きく低下し、年後半には新規需要が喚起されると期待されるものの、年前半の住宅市場は厳しい調整圧力に晒された状況を強いられよう。



(2) 雇用・消費～年末にかけて雇用軟化と消費減速が鮮明に

昨年12月の非農業部門雇用者数は前月比+1.8万人と、10月の同+15.9万人、11月の同+11.5万人から大幅に鈍化し、2003年8月以来の低い伸びとなった。業種別にみると、住宅調整深刻化の影響により、建設業と製造業の雇用減少幅が拡大する一方、頼みの民間サービス部門も、金融・不動産や情報、小売等の減少が響いて雇用拡大ペースが鈍化している（第2図）。この結果、民間部門の雇用は前月比▲1.3%と、2003年7月以来4年半ぶりの減少となった。

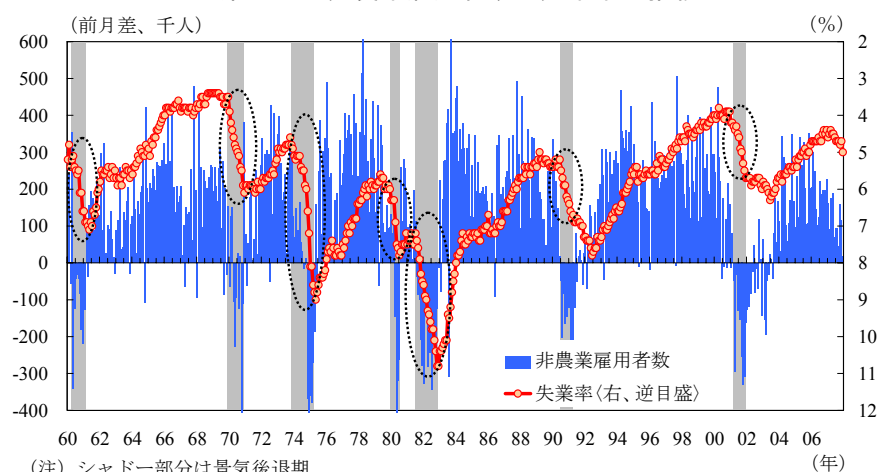
第2図：非農業部門雇用者数の推移



(資料) 米国労働省, *Monthly Labor Review* より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一方、失業率も、12月に5.0%と前月の4.7%から0.3ポイント上昇し、今次景気拡大局面のボトム（2007年3月の4.4%）からの上昇幅は0.6%ポイントに達した。先行性のある新規失業保険申請件数は、1月12日までの4週移動平均で32.9万人と、リセッションレベルといわれる38万人をまだ下回っているものの、足元では、サブプライム問題の広がりを受けて金融機関等のリストラ計画の発表が相次いでいる。過去を振り返ると、いずれも雇用の急激な悪化がリセッション入りの契機となっており、今後は、予想される住宅・サブプライム関連業種での雇用削減を、堅調な専門・企業向けサービスや教育・医療向けサービスがどの程度吸収できるかがポイントになってこよう。

第3図：非農業雇用者数と失業率の推移



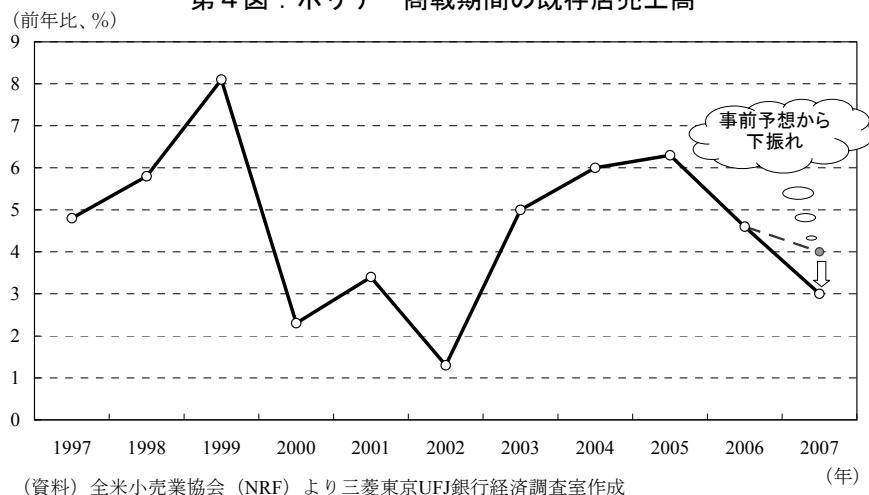
(注) シャドー部分は景気後退期。
(資料) 米国労働省, *Monthly Labor Review* より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

個人消費は、サブプライム問題の広がりやガソリン価格高騰にも関わらず、昨年秋頃まで比較的底堅く推移してきた。しかし、12月の小売売上高は、前月比▲0.4%と6月ぶりに減少に転じ、11月の同+1.0%（速報値の同+1.2%から下方

修正) から急減速を示した。業態別にみると、住宅調整の影響により建材・園芸用品店が前月比▲2.9%と落ち込んだほか、年末商戦の後半での失速を反映して衣料品店(同▲2.0%) やスポーツ用品・玩具・書籍・音楽店(ともに前月比▲2.0%) の不振も響いた。

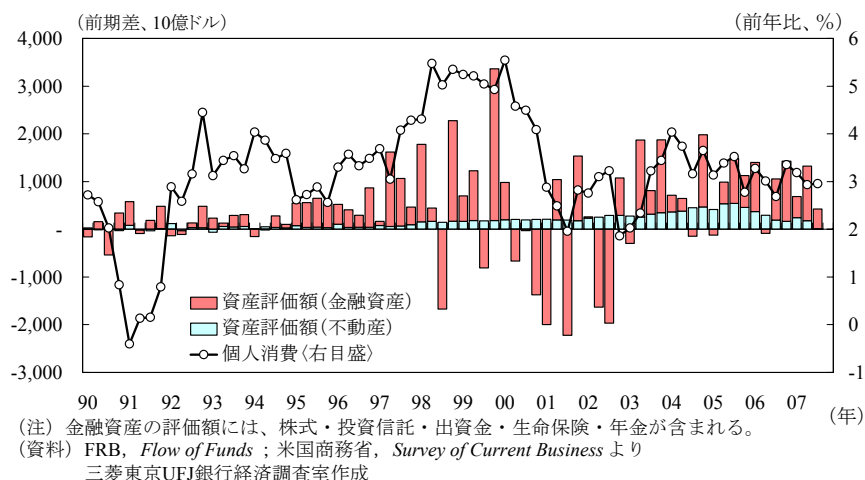
全米小売業協会(NRF)の発表によると、昨年11~12月の年末商戦期間の小売売上高は前年比+3.0%と、2002年(同+1.3%)以来5年ぶりの低い伸びにとどまるとともに、NRFによる事前予想の同4.0%をも下回った(第4図)。小売店による前倒しでのセール開催や大幅な値下げの効果により、出足こそ好調だったものの、住宅調整の深刻化やガソリン高、雇用拡大ペースの鈍化などが重石となり、年末にかけて急速に伸び悩んだものとみられる。

第4図：ホリデー商戦期間の既存店売上高



消費がこれまで堅調を維持してきたのは、①所得の安定的な伸び(名目可処分所得は11月も前月比+0.3%、前年比+5.8%と堅調)、②消費者信用の増加(11月の残高は前月比年率+7.4%と10月の同+1.0%から再加速)、③株価上昇の資産効果——などが、住宅価格下落の逆資産効果や住宅担保貸出鈍化の影響を相殺してきたからだとみられる。しかし、家計の実質的な購買力がインフレ率上昇のため押し下げられる一方(実質可処分所得は2カ月連続で前月比マイナス)、カードローンの延滞増加などから、今後は消費者信用にも貸出態度厳格化の動きがある程度波及すると予想される。また、NYダウ平均株価は年初から約7%、昨年10月の最高値から14%下落しており、株価下落に伴う資産効果の剥落(逆資産効果)が、ガソリン高や信用タイト化とともに、裁量的支出の抑制要因になるリスクにも留意しておく必要がある。

第5図：家計保有資産の評価額と個人消費の推移

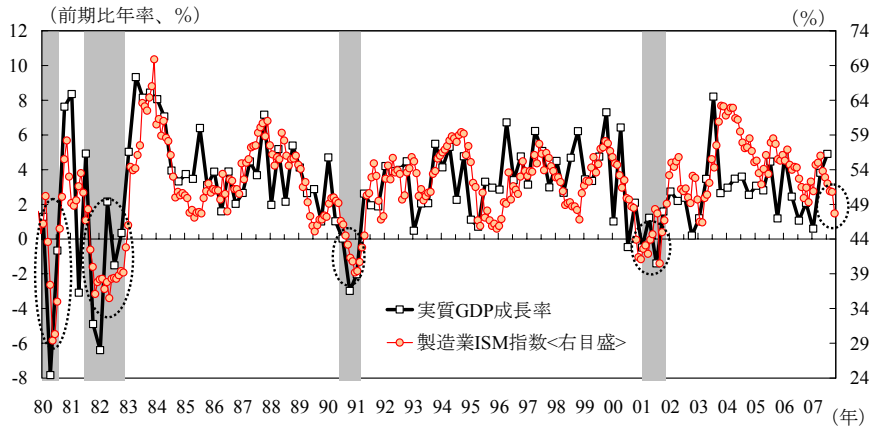


(3) 企業活動～製造業を中心に減速感が広がる

住宅調整の長期化や金融・資本市場の混乱、原油・商品価格高騰によるコスト高の影響などから、企業部門にも減速感が広がってきた。昨年12月の製造業ISM指数は、6カ月連続の低下で47.7%となり、11カ月ぶりに業況拡大・縮小の分岐点(50%)を下回るとともに、過去の経験からリセッション入りの目安となる44%に迫った(第6図)。一方、非製造業は相対的に堅調に推移しているものの、12月の指数は前月の54.1%から53.9%へ0.2ポイント低下している。

鉱工業生産は、夏場から足踏み傾向が続いており、12月も前月比横這い、前年比+1.5%にとどまった。設備投資についても、先行指標とされる非国防資本財受注が、振れの大きい航空機を除くベースで10月に前月比▲3.0%、11月に▲0.1%と減少基調に転じ、先行きの減速を示唆している。一方、企業部門の下支え要因として期待される外需だが、輸出は引き続き拡大傾向にあるものの、伸び率は夏場に比べ鈍化している。貿易赤字は、原油高による輸入額押し上げの影響はあるものの、11月まで3カ月連続で拡大しており、第4四半期の実質GDP成長率に対する外需の寄与度も、第2四半期の前期比年率+1.3%、第3四半期の同+1.4%から大幅に縮小したと見込まれる。

第6図：製造業ISM指数と実質GDP成長率の推移

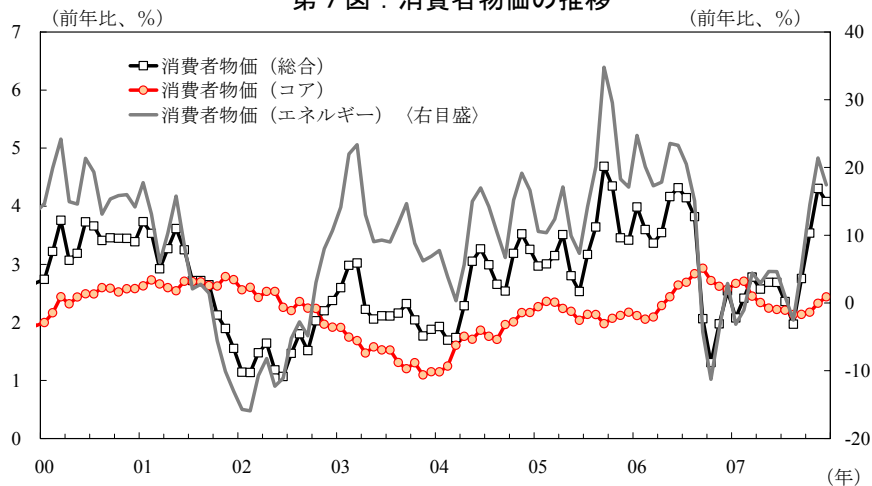


(注) ISM指数は50%が拡大・縮小の分岐点を示す。シャドー部分は景気後退期。
 (資料) 全米供給管理協会、ISM Reports On Business；米国商務省、Survey of Current Business
 より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

昨年12月の消費者物価上昇率は、ガソリンを含むエネルギー価格の騰勢が鈍化したことから、前月比0.3%、前年比4.1%と11月（それぞれ0.8%、4.3%）を下回った。ただし、前年比で見ると、光熱費や帰属家賃等を含む住居費や、輸送費が高止まりしており、コア・インフレ率は4カ月連続の上昇で2.4%となった（11月は2.3%）（第7図）。一方、FRBが重視するコア個人消費（PCE）デフレーター上昇率も、11月は総合で前年比3.6%、コアベースで2.2%と、FRBの中期見通しの中で想定しているレンジ（年率+1.6%～+1.9%）をやや上回った。

第7図：消費者物価の推移



(資料) 米国労働省、Monthly Labor Review より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融動向

(1) 金融政策

FRB は、昨年 9 月に 50bp、10 月と 12 月に 25bp ずつ、合計 100bp の利下げを実施し、FF 金利を 4.25% に引き下げた。年明け後は、不冴えな経済指標の発表をうけて景気失速懸念が強まり、株価が急落したことから、市場ではさらに大幅な追加利下げを期待する向きが増えている。

そうしたなか、バーナンキ FRB 議長は 1 月 10 日の講演において、「最近の経済見通しや成長へのリスクの変化に照らせば、更なる金融緩和が必要になるかもしれない」「必要に応じて大幅な追加行動をとる用意がある」と述べ、1 月 29-30 日に予定される次回の連邦公開市場委員会 (FOMC) で、大幅な追加利下げに踏み切ることを示唆した。原油価格高騰の影響などによるインフレ圧力に警戒を残しつつも、景気挺入れのための大幅利下げに軸足を移したのは、FRB が従来から指摘してきた「住宅市場調整の深まり」と「金融市場の緊張」に加え、「労働市場の軟化」が鮮明になり、景気下振れリスクが高まったためとみられる。

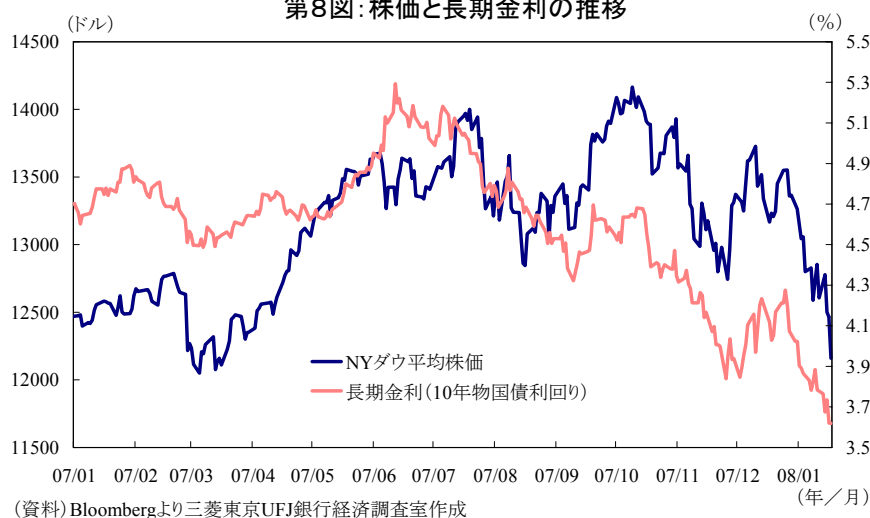
当室では、2008 年前半の実質 GDP 成長率は、年率 1% 前後まで大幅に減速すると見込んでいる。減速の範囲も、住宅投資から個人消費や企業の生産・設備投資へと想定以上に広がっていることから、1 月に予想される 50bp を含めて合計 100bp 程度の追加利下げが実施される公算が大きいとみる。

(2) 長期金利と株価の動向

長期金利 (米 10 年物国債利回り) は、昨年 11 月下旬に 3.8% 台まで低下した後、上昇に転じ、12 月半ばには 4.2% 台を回復した。政府・FRB による新たなサブプライム対策や流動性供給策導入の発表、中東の政府系ファンドの出資による欧米金融機関の資本増強などを好感して株価が上昇し、追加利下げ期待と「質への逃避」(投資家の安全資産選好) が後退したためだ。しかし、12 月下旬以降、弱めの経済指標の発表が相次いだことや、パキスタンのブット元首相の暗殺に伴う地政学的リスクなどを材料に、長期金利は低下基調を辿った。年明け以降は、製造業景況指数や雇用統計の悪化をうけて景気失速懸念が再燃し、大幅利下げ観測が高まったことから、長期金利は足元 3.6% 台へ低下している。

一方株価も、12 月上旬以降、下落基調が続いている。年明け後は、経済指標の悪化をうけた景気の先行き不透明感の高まりや、金融機関のサブプライム関連追加損失発表などをうけて下げ足を一段と速め、NY ダウ平均株価は 1 月 17 日の終値が 12,159 ドルと昨年春以来の安値を付けている。

第8図：株価と長期金利の推移



(円ドル相場動向については、「経済マンスリー・日本」に記載しております。)

照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。