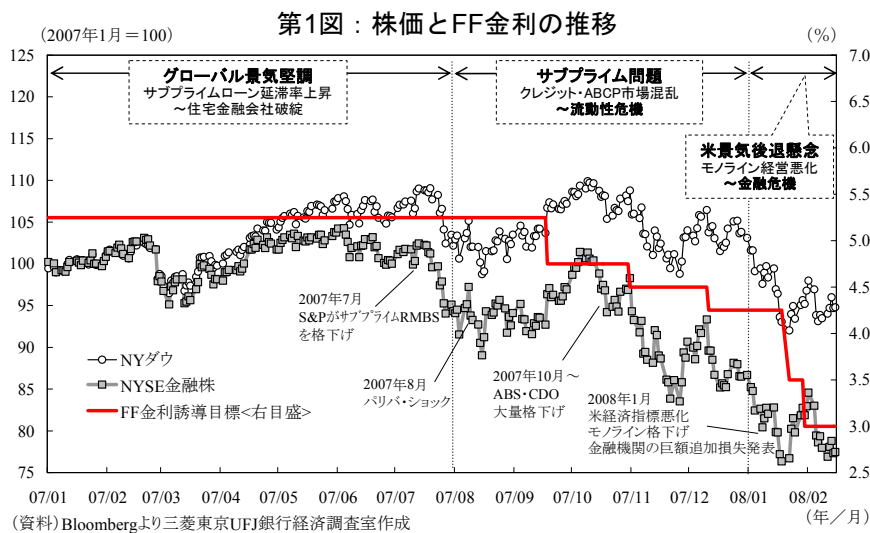


米国経済の見通し

～金融・信用不安により失速するも、政策総動員の効果で年後半持ち直しへ～

1. 景気の現状

サブプライム問題に端を発した金融・資本市場の混乱は、年明け後も一段と厳しさを増している。短期金融市場の流動性逼迫こそ改善したものの、証券化市場の調整は一層深刻化し、サブプライムを含む住宅ローン担保証券（RMBS）から、RMBS を再証券化した債務担保証券（CDO）、LBO 融資を裏付けとするローン担保証券（CLO）、商業用不動産ローン担保証券（CMBS）へと波及しつつある。また、証券化商品の価格下落をうけた金融機関の巨額追加損失計上やモノライン（金融保証会社）の格下げ懸念により金融・信用不安が高まり、昨年は利下げ期待により堅調に推移した株価も、年初から急落している。



金融・資本市場混乱の影響は、銀行の信用引き締めや企業・家計のマインド悪化を通じて実体経済にも波及してきた。昨年第4四半期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率0.6%と、第3四半期の同4.9%から急失速を示した。住宅

投資が前期比年率▲23.9%と 7 四半期連続で二桁のマイナスとなったことに加え、在庫の大幅な減少も主要な成長率の押し下げ要因となった。また、内需の柱である個人消費と設備投資がいずれも前期から減速する一方、輸出の伸び鈍化をうけて外需（純輸出）の寄与度も大幅に縮小するなど、内外需とも総じて低調であった。年明け後に発表された月次指標をみると、住宅着工・販売の落ち込みが深まっているほか、企業の景況感を表す ISM 指数も大幅に悪化している。さらに、これまで消費を下支えしてきた雇用が本年 1 月に減少に転じたことで、景気後退リスクが急速に現実味を帯びてきた。

第1表：主要経済指標の推移

		(前期比年率、%)				(前月比、%)					
		07/ I	II	III	IV	07/8	07/9	10	11	12	08/1
全体	実質GDP成長率(前期比年率)	0.6	3.8	4.9	0.6	—	—	—	—	—	—
消費	実質個人消費	3.7	1.4	2.8	2.0	0.4	0.2	▲0.1	0.4	▲0.0	—
	消費者信頼感指数(1985=100)	105.7	106.7	105.7	91.2	105.6	99.5	95.2	87.8	90.6	87.9
住宅	住宅着工件数(年率)	▲6.1	0.3	▲11.2	▲11.5	▲1.8	▲12.2	7.8	▲7.9	▲14.2	—
	新築住宅販売戸数(年率)	▲13.5	0.2	▲14.4	▲10.6	▲11.9	▲0.3	3.7	▲12.6	▲4.7	—
雇用	雇用者数(月平均増減数、万人)	10.9	10.5	7.1	9.4	7.4	8.1	14.0	6.0	8.2	▲1.7
	失業率(%)	4.5	4.5	4.7	4.8	4.7	4.7	4.8	4.7	5.0	4.9
企業	鉱工業生産	1.1	3.5	3.6	▲1.0	▲0.1	0.1	▲0.6	0.4	0.1	0.1
	ISM指数(製造業、%)	50.5	53.0	51.3	49.6	51.2	50.5	50.4	50.0	48.4	50.7
	ISM指数(非製造業、%)	55.3	58.0	56.0	54.8	56.3	55.7	55.5	54.6	54.4	41.9
外需	輸出(BOP、財・サービス)	1.0	3.8	5.4	—	0.9	0.8	0.9	0.5	1.5	—
	貿易収支(億ドル)	▲1,776	▲1,793	▲1,740	—	▲572	▲574	▲580	▲631	▲588	—
物価	個人消費デフレーター(除くエネルギー・食品、前年比)	2.4	2.0	1.9	2.1	1.9	1.9	2.0	2.2	2.2	—

(資料) 米国商務省, Survey of Current Business ; 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. 今後の見通し

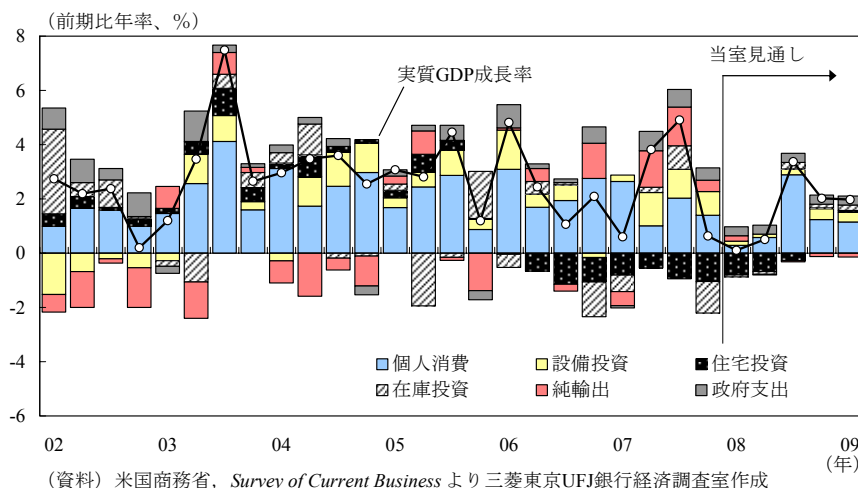
<概要>

年前半の景気は、住宅市場調整の長期化・深刻化や金融・信用不安、エネルギー高によるマインドの大幅な悪化をうけて、個人消費主体に急減速するとみられる。底堅い海外景気やドル安の効果が企業部門の下支えとなり、本格的な景気後退は辛うじて回避されるものの、年前半の成長率はゼロ%近辺にとどまると予想される。ただし、年後半は、大型減税を中心とする政府景気対策や、昨年秋からの大幅な利下げの効果が顕現するため、景気は緩やかながらも持ち直しに転じるとみられる。特に、戻し減税（所得税還付）の効果が集中して表れる第3四半期の成長率は、一時的に前期比年率3%超と急回復を示そう。結果として、2008年通年の成長率は1.6%となり、2007年実績の2.2%から低下するものの、減税が実施されなかった場合に比べると、0.3%ポイント程度押し上げられるとみられる。

もっとも、その先については、2006年にかけて盛り上がった住宅ブームが終焉し、住宅価格が下落に転じるなかで、金融・家計部門のバランスシート調整

が長引く公算が大きい。そのため、2009年にかけて予想される景気回復のペースは、過去の景気回復局面に比べ緩やかなものと予想される。

第2図：実質GDP成長率の推移

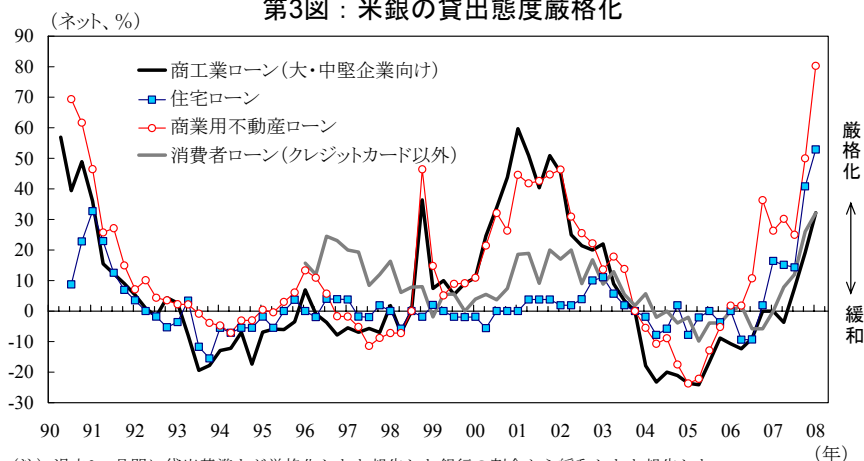


(1) 金融市場混乱をうけた信用収縮(=リスク要因)の顕現化

足元の景気急減速の背景としては、米国主要行の巨額損失処理に伴い、前回11月の当室見通しでリスク要因として指摘した信用収縮(銀行の貸出態度厳格化)が想定以上に広がったことが挙げられる。

連邦準備制度理事会(FRB)が1月に実施した米銀の融資担当者調査によると、住宅ローンに対する貸出厳格化は、信用力の高い借り手向けのプライムローンにまで波及し、水準でみても90年代初めのS&L危機時を越えるタイト化を示した。延滞率の上昇に加え、住宅ローン証券化市場の機能不全も住宅ローン拡大の障害となっており、住宅市場の調整は従来見ていた以上に深まる公算が大きい。一方、企業向けの貸出態度厳格化も足元にかけて加速している。経験則に従えば、貸出タイト化は約半年程度のラグを伴って設備投資抑制につながるが、3カ月前より厳格化したと回答した銀行の割合(ネット)は、信用収縮深刻化の臨界点とみられる40%ポイントに迫っている。さらに、商業用不動産向けの貸出態度は、厳格化の割合が80%超へ急上昇し、1990年の統計開始以来の水準となった。足元堅調な住宅以外の建設投資(GDPベースの構築物投資)や商業用不動産市場にも、今後信用収縮の影響が波及することは避けられないとみられる。

第3図：米銀の貸出態度厳格化



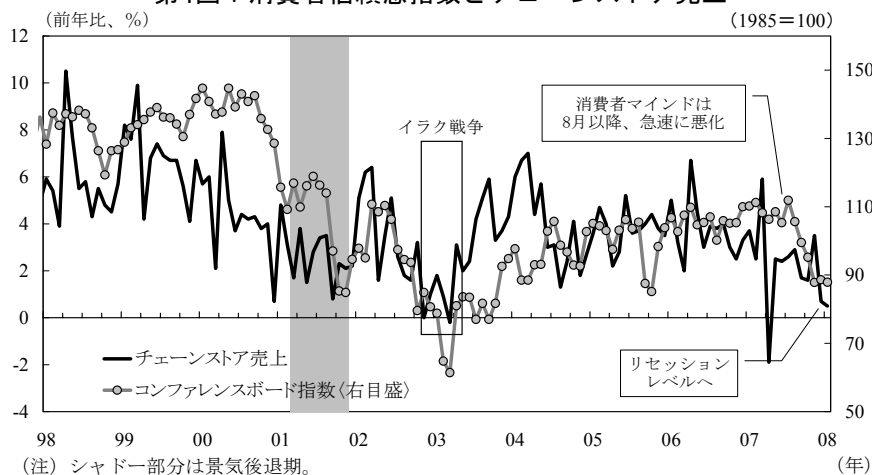
(注) 過去3ヵ月間に貸出基準をが厳格化したと報告した銀行の割合から緩和したと報告した銀行の割合を引いたもの。住宅ローンは2006年までは全体、2007年以降はプライムのみ。
(資料) FRB, *Federal Reserve Bulletin* より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) マインド大幅悪化に伴う景気失速リスク

金融・資本市場混乱と信用収縮をうけた家計・企業マインドの大幅な悪化も、景気失速リスクを高めている。

消費者マインドを示す消費者信頼感指数は、昨年8月以降低下に転じ、急速に悪化している。昨年末のクリスマス商戦は、出足こそ好調だったものの終盤にかけて失速し、売上は5年ぶりの低い伸びにとどまった。1月の指標も、新車販売が前月比▲6.5%と落ち込んだほか、チェーンストア売上も同+0.5%と1969年の調査開始以来最低の伸びにとどまるなど、消費不振が鮮明になっている。

第4図：消費者信頼感指数とチェーンストア売上

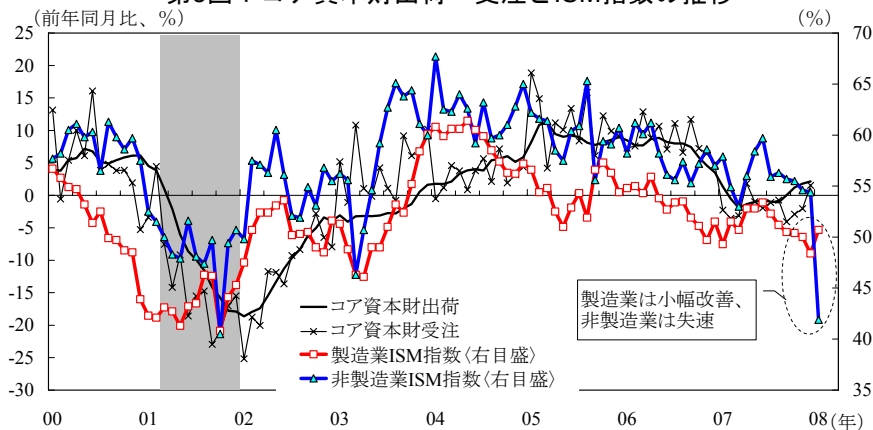


(注) シャド部分は景気後退期。
(資料) Conference Board, *Consumer Confidence Survey* より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

他方、企業マインドを表すISM指数をみると、製造業は昨年12月に48.4%と好不況の分かれ目である50%を割り込んだものの、1月は再び50%を回復した。輸出の好調や在庫調整の一巡をうけて資本財出荷・受注が持ち直しの動きを見せるなど、減速ペースは緩やかなものにとどまっている。これに対し、これま

で高水準を維持してきた非製造業は、1月に41.9%へ急低下し、2001年10月以来の低水準となった。こちらは、サブプライム問題の影響による小売・金融セクターの失速が響いた模様だ。

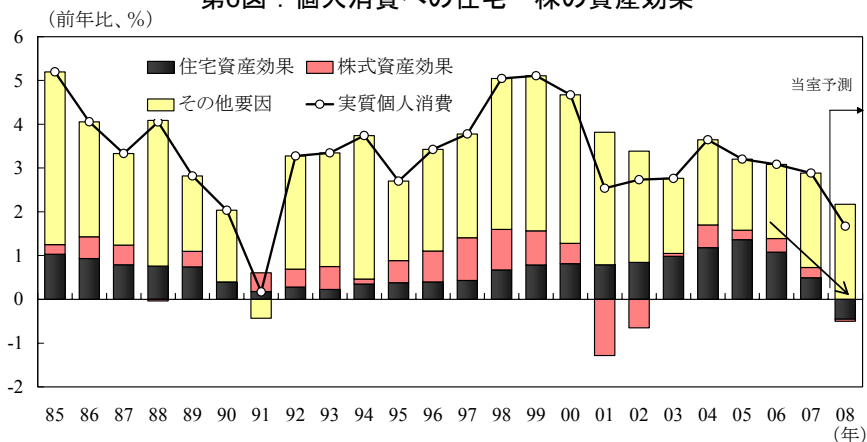
第5図：コア資本財出荷・受注とISM指数の推移



(3) 家計部門～消費は住宅と株の逆資産効果により減速へ

昨年第4四半期の個人消費は前期比年率+2.0%となり、第3四半期の同+2.8%からは鈍化したものの、底堅さを維持した。しかし、本年前半は、①住宅と株式の逆資産効果、②エネルギー高、③雇用・所得拡大ペースの鈍化、等をうけて急減速が予想される。住宅価格上昇の資産効果は、2004年から2006年にかけて消費を年率1%程度押し上げてきたが、2007年は成長への寄与がほとんど無くなったと見込まれ、2008年には逆資産効果に転ずる公算が大きい。年前半は、これに株価下落の逆資産効果も加わり、個人消費は大幅に落ち込むと予想される(第6図)。

第6図：個人消費への住宅・株の資産効果



(注) 住宅資産と株式関連資産の限界消費性向をそれぞれ0.05、0.03として試算。

(資料) FRB, Flow of Funds ; 米国商務省, Survey of Current Business 等より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

年後半は、第3四半期を中心に戻し税減税の効果が見込まれるほか（後述）、昨年からの大幅利下げの効果も徐々に顕現してくるため、消費は持ち直しに向かうとみられる。また、原油高の一服や株価の底打ちが予想されることも、消費の下支え要因になると期待される。

もともと、2009年にかけては、家計のバランスシート調整（過剰債務の圧縮）が続くことから、消費の回復力は弱いものにとどまるとみられる。米国の家計は、2002年から2006年にかけて、住宅ローンや住宅資産担保借入（ホームエクイティ・ローン）等の債務を急激に膨らませており、2006年末時点の負債残高は、対名目GDP比率100%超と長期トレンドから約10%上方に乖離している。また、住宅所有者の金融債務比率（対可処分所得比でみた債務返済負担・自動車リース料・不動産税等）は、1980年代半ばから2000年代初頭まで14~16%のレンジに収まっていたものが、2002年以降は16~18%まで切り上がり、フローでみた債務負担も相応に高まっている。住宅価格の調整が続くなか、家計は今後、足元ゼロ%近辺まで低下した貯蓄率を引き上げる形で、バランスシート調整に向かうとみられ、中期的に消費の抑制要因となる公算が大きい。

(4) 企業部門～外需、財務の健全性、小さい在庫調整圧力が下支えに

昨年第4四半期の民間設備投資は前期比年率7.5%と、第3四半期の同9.4%から小幅鈍化した。住宅以外の建設投資（構築物投資）が前期比年率15.8%と堅調を維持したものの、機械・ソフトウェア投資の伸びが第3四半期の同6.2%から同3.7%へ鈍化したためだ。機械・ソフトウェア投資については、生産の伸び悩みや企業マインドの悪化をうけて当面は低めの伸びが続くと予想される。また、足元好調な構築物投資も、予想されるオフィス空室率の上昇や小売各社のリストラ（店舗閉鎖や新規出店抑制）による商業用不動産市況の悪化をうけて、減速に転じる可能性が高い。

もともと、過去の景気減速局面に比べると、①底堅い海外景気とドル安の効果による輸出増加と海外収益の底上げ、②企業財務の健全さ（＝資本ストック及び債務の調整圧力が小さい）、③循環的な在庫調整圧力の小ささ、などが企業部門の下支えになっている。従って、企業部門の生産や投資は、住宅や消費の落ち込みに比べると相対的に穏やかな減速にとどまるとみられる。

(5) 期待される財政出動と大幅金融緩和の効果

FRBは昨年9月から利下げに転じ、年明け後も合計125bpの大幅利下げを実施した。過去の金融緩和局面において実質金利がゼロ%近辺に引き下げられたのは、雇用者数の大幅減少などにより景気後退が確認された後であったが、今回は景気後退前（入り口）の段階で敢行されており、異例のスピードといえる

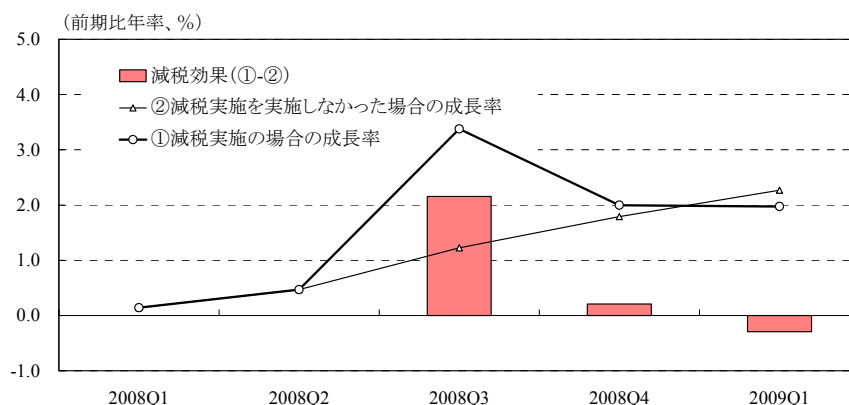
(第7図)。これらの利下げの効果で、下げ渋っていた住宅ローン金利も今後は大幅に低下すると見込まれ、①住宅ローン借り換えによる家計の返済負担軽減、②新規の住宅ローン需要喚起を通じた住宅市場の調整促進、などの効果が期待される。また、利下げによりイールドカーブがスティープ化（長短スプレッド拡大）してネット金利収入が増加すれば、サブプライム問題で毀損した金融機関のバランスシート改善を通じて信用収縮の緩和にも繋がるとみられる。



一方、政府も景気後退回避のため大型の財政出動に踏み切り、1月18日のブッシュ大統領による緊急景気対策検討の発表から1カ月以内という異例の速さで、総額1680億ドル（名目GDP比1.2%相当）の景気対策法^(注)を成立させた。中でも、景気に対する即効性が期待されるのは約1000億ドルに上る戻し減税であり、第3四半期を中心に年後半の成長率を大きく押し上げると期待される。

(注) 正式名称は「2008年経済刺激法」。2月7日に上下院で可決され、13日に大統領が署名して成立。主な内容は、①個人所得税戻し減税・給付（1180億ドル；5月から税還付開始）、②企業向け投資減税（500億ドル）、③住宅市場対策（住宅金融公社によるローン債権買取額上限引き上げ、連邦住宅局による債務保証要件緩和）。

第8図：実質GDP成長率への戻し減税の効果（見通し）



(注) 2008年5-6月からの減税実施により、年後半の消費が還付額の約40%程度押し上げられるとの前提で試算したもの。
 (資料) 米国商務省, *Survey of Current Business* 等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 物価動向

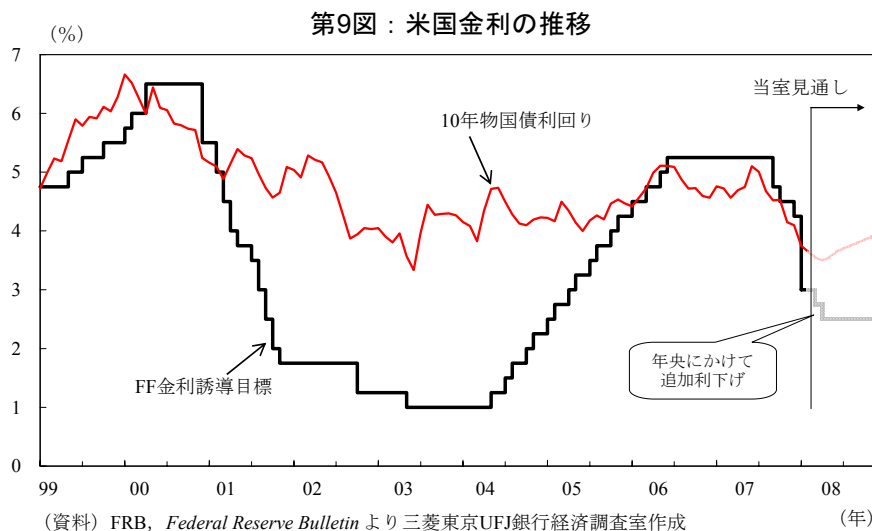
12月の消費者物価（総合）は、ガソリン等のエネルギー価格の高騰を反映して前年比+4.1%と高止まりしているが、前月比の伸びは、総合指数が11月の+0.8%から+0.3%へ、コア指数も+0.3%から+0.2%へと共に鈍化している。先行きを展望すれば、引き続き原油・商品価格の上昇やドル安などの潜在的なインフレリスクは残るものの、足元の景気減速に伴ってデフレギャップが拡大することから、一般物価や賃金への波及は総じて抑えられる見込みだ。FRBがインフレ指標として重視しているコア個人消費デフレーター（食品とエネルギーを除く）の上昇率は、昨年12月も11月と同じ前年比2.2%であったが、今後はFRBの中期見通しの中で想定しているレンジ（年率1.6%~1.9%）へ戻ってくると予想される。

(7) 金融政策

FRBは、米景気下振れリスクの拡大や世界同時株安をうけて、1月22日に75bpの緊急利下げに踏み切り、翌週30日の定例会合でも50bpの追加利下げを実施した。これによりFF金利誘導目標は3%となり、昨年9月からの利下げ幅は合計225bpに達した。

バーナンキFRB議長は、2月14日の議会証言で、「景気下振れリスクに対する適切な保険として、必要なら迅速な行動をとる」と述べ、追加利下げの可能性を示唆している。ただし、1月の緊急利下げ前の証言に比べると、「大幅で断固とした行動をとる」との表現が無くなるなど、切迫感は幾分和らいだようだ。また、住宅市場の悪化や雇用の軟化に懸念を示しながらも、年後半には成長ペ

ースが幾分強まるとの基本シナリオを維持し、「今年の重要な仕事は、これまでの利下げが意図した効果を上げているかを見極めることだ」と述べるなど、徐々に利下げの着地点を探る方向性も示している。FRBは、年央にかけてあと2回程度の追加利下げを実施するとみられるが、その後は、今後予定される減税や昨年来の利下げの効果を見極めるべく、様子見に転じると予想する。



(8) 長期金利

長期金利は、金融・資本市場の混乱をうけた投資家の安全資産選好や大幅利下げ期待などから年明け後も低下傾向を辿っている。もっとも、2年物国債利回りで1.9~2.0%台、10年物利回りで3.8%台という現在の水準には、実質マイナス金利となる2%以下への利下げが既に織り込まれており、今後の金利低下余地は限られよう。年後半は、利下げが打ち止めとなり、景気も持ち直しに向かうと予想されることから、長期金利は緩やかな上昇に転じると予想される。

(円ドル相場動向については、「日本経済の見通し」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せよう、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。

米国経済金融見通し

平成20年（2008年）2月20日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

見通し →

（単位：％、億ドル）

	2006				2007				2008				2009	2006	2007	2008
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	実績	見通し	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	8.4	6.0	3.4	3.8	4.9	6.6	6.0	3.2	2.0	2.4	5.8	3.6	3.5	6.1	4.9	3.7
実質GDP	4.8	2.4	1.1	2.1	0.6	3.8	4.9	0.6	0.1	0.5	3.4	2.0	2.0	2.9	2.2	1.6
個人消費	4.4	2.4	2.7	3.9	3.7	1.4	2.8	2.0	0.4	0.8	4.1	1.7	1.6	3.1	2.9	1.7
設備投資	13.3	4.3	5.1	▲1.4	2.1	11.0	9.4	7.5	1.3	1.1	1.8	3.3	3.0	6.6	4.8	4.1
住宅投資	▲0.7	▲11.7	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲11.8	▲20.5	▲23.9	▲20.0	▲18.0	▲8.0	1.0	2.0	▲4.6	▲16.9	▲17.5
在庫投資(2000年連鎖価格)	384	514	539	174	1	58	306	▲34	▲54	▲84	▲14	26	86	403	83	▲32
純輸出（2000年連鎖価格）	▲6,401	▲6,266	▲6,338	▲5,973	▲6,121	▲5,739	▲5,331	▲5,209	▲5,149	▲5,156	▲5,168	▲5,205	▲5,247	▲6,245	▲5,600	▲5,170
政府支出	4.9	1.0	0.8	3.5	▲0.5	4.1	3.8	2.6	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	2.1	2.4
最終需要(国内民間)	5.2	1.7	1.6	1.9	2.4	1.9	2.4	1.4	▲0.4	0.0	3.3	1.9	1.8	3.1	2.0	1.1
鉱工業生産	5.0	6.5	4.0	▲1.5	1.1	3.5	3.6	▲1.0	0.0	0.4	1.6	2.0	2.0	4.0	1.9	0.9
失業率	4.7	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	5.3	5.4	5.3	4.6	4.6	5.2
生産者物価	▲0.1	3.7	0.7	▲3.1	6.7	10.0	1.2	9.8	2.5	2.5	3.5	1.0	1.6	2.9	3.9	4.1
消費者物価	1.9	5.0	3.1	▲2.1	3.8	6.0	1.9	4.3	2.1	2.1	2.7	1.7	2.0	3.2	2.9	2.8
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲2,078	▲2,113	▲2,189	▲2,003	▲2,009	▲2,042	▲1,997	▲1,973	▲2,050	▲2,067	▲2,091	▲2,122	▲2,156	▲8,383	▲8,021	▲8,329
経常収支	▲2,006	▲2,056	▲2,173	▲1,879	▲1,971	▲1,889	▲1,785	▲1,904	▲1,987	▲2,010	▲2,040	▲2,077	▲2,118	▲8,115	▲7,548	▲8,114
3. 金融																
FFレート誘導目標	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	4.75	4.25	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	5.25	4.25	2.50
ユーロドル（3ヵ月物）	4.8	5.2	5.4	5.4	5.3	5.3	5.5	5.1	3.4	2.8	2.7	2.7	2.7	5.2	5.3	2.9
国債流通利回り（10年物）	4.6	5.1	4.9	4.6	4.7	4.8	4.7	4.3	3.6	3.6	3.8	3.9	3.9	4.8	4.6	3.7
原油価格（WTI）	63	71	71	60	58	65	75	91	88	85	89	85	84	66	72	87

（注）・2007年第4四半期のGDPは1月30日発表の速報値。在庫投資と純輸出は年率換算した実績。

・FFレート誘導目標は期末値。

・その他の金利は期中平均値。ユーロドル金利はLIBORレート。

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せよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。