

米国経済の見通し

～ 景気は年後半から持ち直しへ、ただし回復ペースは緩やか～

1. 景気の現状

連邦制度準備理事会 (FRB) の一連の流動性対策が功を奏したことや、金融機関の決算が想定範囲内に収まったことなどにより、市場では、金融・資本市場の混乱は峠を越えたとの見方が強まった。株価は底打ち、金利は強含みとなり、ドルは反発した。また、株式、債券市場にやや遅れて短期金融市場でも金利が下がり始め、クレジット・スプレッドもピークアウト感が強まってきた (第 1 図)。もっとも、バーナンキ FRB 議長が講演で「金融市場の状態は正常には程遠い」と発言したように、まだ手放して楽観できる状況ではなく、企業や家計の資金調達環境は厳しいままである。

第 1 図：クレジット・スプレッドの推移



(資料) FRB のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一方、実体経済は、急激な落ち込みこそ免れているものの、依然、停滞色が強い。今年第1四半期の実質GDP成長率（速報値）は昨年第4四半期に続いて前期比年率0.6%に止まった。中身は在庫投資の押上げによる部分が大きく、国内の民間最終需要（個人消費、住宅投資、設備投資）は、前期比年率0.8%と2002年以来のマイナス成長となった。住宅市場の調整が続いていることに加えて、個人消費も雇用・所得環境の悪化やガソリン高などが響いて急減速。さらに、設備投資も5四半期振りに減少に転じ、底固かった企業部門にも陰りが見えている。外需は引続き成長率の下支え役を果たしているが、GDP成長率に対する押し上げ寄与度は、一頃に比べて小さくなっている。

第1表：主要経済指標の推移

		(前期比年率、%)				(前月比、%)					
		07/	08/			07/11	12	08/1	2	3	4
全体	実質GDP成長率(前期比年率)	3.8	4.9	0.6	0.6	-	-	-	-	-	
消費	実質個人消費	1.4	2.8	2.3	1.0	0.3	▲0.1	0.1	▲0.0	0.1	
	消費者信頼感指数(1985=100)	106.7	105.7	91.2	76.5	87.8	90.6	87.3	76.4	65.9	62.3
住宅	住宅着工件数	0.5	▲11.1	▲11.3	▲9.5	▲7.5	▲15.2	6.4	4.0	▲13.8	8.2
	新築住宅販売戸数	0.2	▲14.6	▲10.2	▲13.1	▲13.0	▲3.3	▲0.5	▲5.3	▲8.5	-
雇用	雇用者数(月平均増減数、万人)	10.5	7.1	8.0	▲8.0	6.0	4.1	▲7.6	▲8.3	▲8.1	▲2.0
	失業率(%)	4.5	4.7	4.8	4.9	4.7	5.0	4.9	4.8	5.1	5.0
企業	鉱工業生産	3.2	3.6	0.4	▲0.2	0.4	0.1	0.1	▲0.7	0.2	▲0.7
	ISM指数(製造業、%)	53.0	51.3	49.6	49.2	50.0	48.4	50.7	48.3	48.6	48.6
	ISM指数(非製造業、%)	58.0	56.0	54.8	48.3	52.4	53.2	44.6	49.3	49.6	52.0
外需	輸出(BOP、財・サービス)	3.8	6.2	3.0	3.6	0.7	1.5	1.7	1.8	▲1.7	-
	貿易収支(億ドル)	▲1,795	▲1,726	▲1,779	▲1,789	▲624	▲579	▲590	▲617	▲582	-
物価	個人消費デフレーター(除くエネルギー・食品、前年比)	2.0	1.9	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	2.0	2.1	-

(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

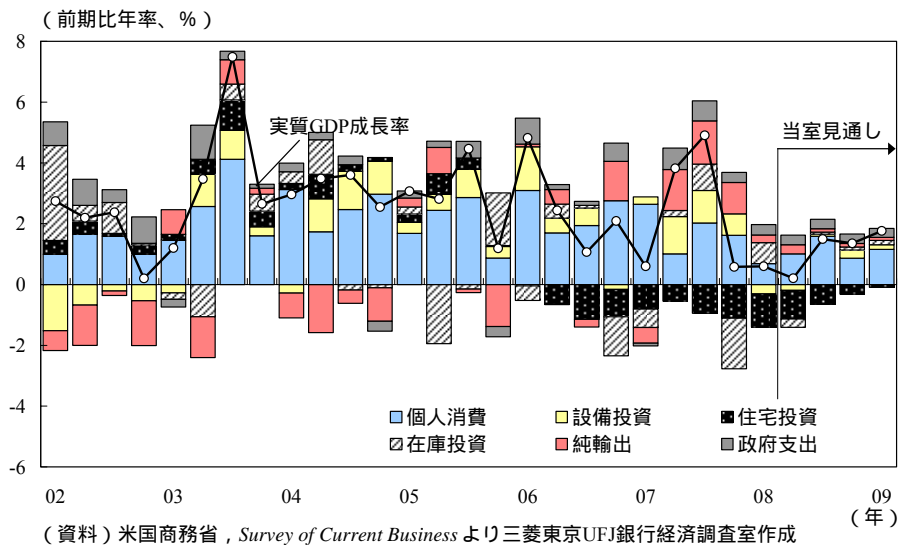
<概要>

年内の景気は、住宅市場の調整がまだ続くこと、金融機関の貸出基準厳格化による資金調達環境の悪化が家計や企業の支出を抑えることなどにより、基調は引続き弱いとみられる。第2四半期から第3四半期にかけては、大型の戻し減税の効果で、個人消費が持ち直し、成長率を押し上げると予想されるが、消費マインドが一段と冷え込んでいることもあり、減税の多くは貯蓄や借金返済に回る可能性が高いとみられる。このため、成長率の押し上げ効果は限られ、2008年の実質成長率は1.4%に止まり、2007年実績の2.2%から大きく減速する見通しだ。減税をきっかけに景気が加速度的に回復していく姿は想定しづらく、減税効果はく落した後は、再び景気が減速する可能性も見ておく必要があ

ろう。

2009年に入ると、住宅市場の調整圧力が徐々に薄れてくることに加えて、昨年秋からの大幅な利下げの効果が顕在化してくるため、景気は徐々に回復色を強めると見られる。しかし、一方で、金融・家計部門のバランスシート調整圧力が残るため、景気回復のペースは、過去の景気回復局面に比べると抑えられたものに止まると予想される(第2図)。本格的な景気回復を展望できるのは2009年後半以降となろう。

第2図：実質GDP成長率の推移



< 詳細 >

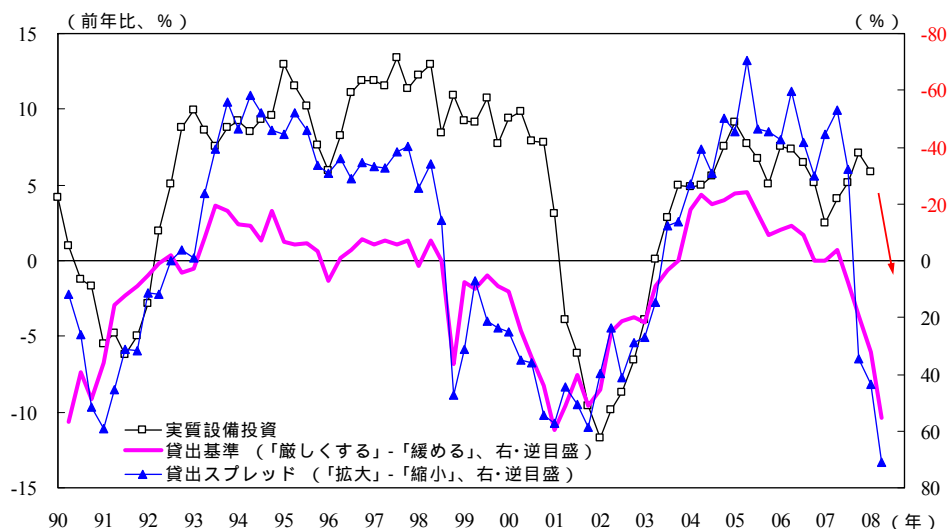
(1) 信用収縮のリスクが強まる

米景気の大きな下振れ要因である信用収縮のリスクは、前回見通し時点からさらに強まっている。FRBが4月に実施した米銀の融資担当者調査によると、企業向けの貸出基準は、前回1月調査から一段と厳しくなった。また、貸出スプレッドを拡大した銀行の比率も過去最高を記録。企業のファイナンス環境は貸出基準だけでなく、資金調達コスト面でもより厳しくなったことが窺われる。こうしたファイナンス環境の悪化が設備投資をさらに下押しすることが懸念される(第3図)。

個人向け貸出も、住宅ローンに続いて、消費者ローンの貸出基準が急速に厳格化。特に、住宅価格の下落によりホームエクイティローンの利用が困難となる中で、資金の調整弁として依存が高まっているクレジットカードの基準を厳しくする銀行が大幅に増えている。このため、貸出基準の強化が個人消費に大きな影響を与える可能性も否定できない。

米銀が貸出基準を引き締めている間は、利下げの効果も減殺される。当面は、貸出基準の厳格化が景気を悪化させ、景気の悪化が米銀の貸出姿勢をさらに慎重にさせるという悪循環が懸念される。

第3図：米銀の貸出態度と設備投資の推移



(資料) FRB, Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices より三菱東京UFJ銀行

(2) 住宅市場の調整終了にはなお時間

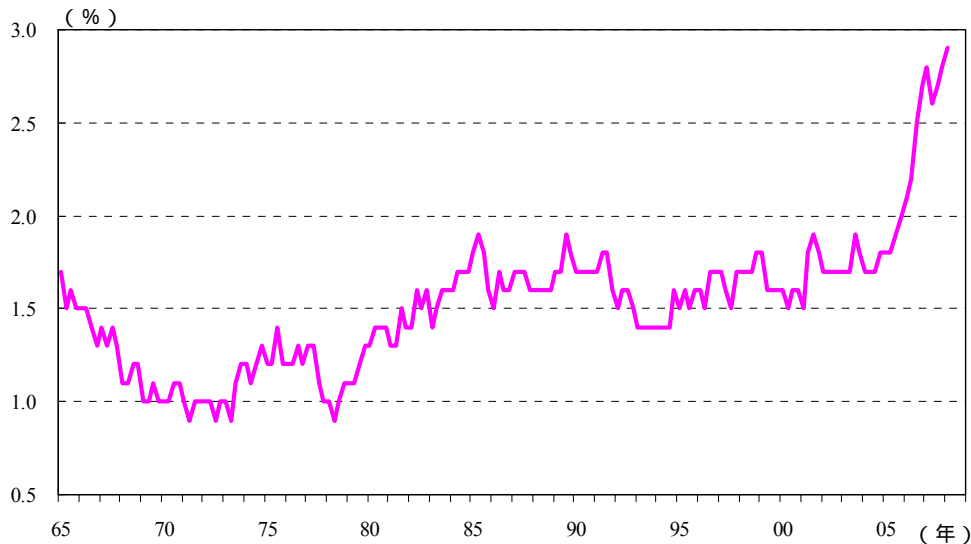
住宅市場の調整は、引続き景気の大きな下押し要因となっている。1～3月期の住宅投資は前期比年率 26.7%と1981年第4四半期以来の大幅な減少となり、GDP成長率を1.2%強押し下げた。住宅着工は2006年初めの直近ピークから5割以上減少したが、下げ止まりの兆しは見られず、住宅市場の調整は終わりの見えない状況が続いている。

着工を抑えることにより、新築住宅在庫は既に減少に転じており、ピークから2割近く減少した。しかし、販売が下げ止まらないため、在庫率(在庫/販売)は逆に1981年以来の水準に上昇。建築業者に一段の着工抑制を促す結果となっている。在庫率が長期平均の水準まで下がり、過剰在庫が解消されるのは、早くても来年初め頃となるだろう。住宅投資の回復にはなお時間がかかると予想される。

新築市場の需給が改善し、住宅着工が底入れしても、住宅市場全体の需給が改善するにはさらに時間がかかりそうだ。新築市場の7倍の規模を持つ中古市場でも住宅はダブついており、持家の空き家率は戦後最高水準に上昇している(第4図)。住宅の過剰感が非常に強い上、今後は差し押さえ物件の競売が一段と増えることも予想されることから、住宅価格には引続き下落圧力がかかるだ

ろう。

第4図：持家の空き家率の推移



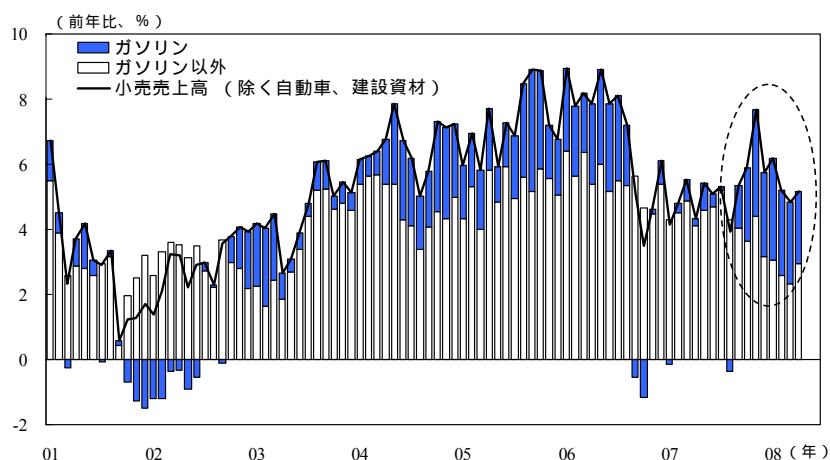
(資料) 米国商務省センサス局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 家計部門～消費は減税効果が下支え

第1四半期の個人消費は前期比年率1.0%と、昨年第4四半期の同2.3%から急減速し、2001年の前回リセッション以来の低い伸びとなった。住宅価格下落による逆資産効果、ガソリンなどの物価高、雇用・所得環境の悪化、等が背景にあるが、特に、ガソリン価格の上昇は足元の消費を大きく圧迫しているとみられる(第5図)。

第2四半期には、総額1000億ドル強の戻し減税が行われる(当初の予定より前倒しで実施され、ほとんどが第2四半期中に還付される見通し)ことから、個人消費は第3四半期にかけて持ち直しが予想される。しかし、各種消費者信頼感指数は90年代初めの消費不況期以来の水準まで落ち込んでおり、消費マインドは萎縮している。このため、減税による消費の押し上げ効果に過度に期待するのは禁物である。減税のうち、消費されるのは4分の1程度で、2008年実質成長率の押し上げ効果は0.2%弱に止まると予想する。

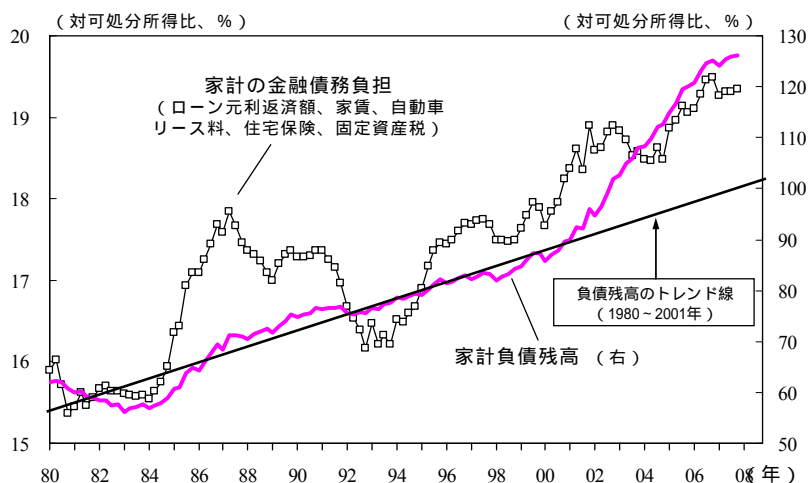
第5図：米國小売売上の内訳



(資料) FRBのデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2009年以降は、利下げの効果もあって消費は徐々に回復に向くとみられるが、家計のバランスシート調整(過剰債務の圧縮)により、回復力は弱いとみられる。米国の家計の負債(住宅ローン+消費者ローン)残高は、2007年末で13兆ドルを超え、可処分所得比でも長期トレンドから大きく上方に乖離し、1.3倍近くに達している(第6図)。また、元金返済などの債務負担も高まっている。住宅価格の調整が続く中、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、これが中期的に消費の抑制要因となる公算が大きい。

第6図：家計の負債残高と債務負担



(資料) 米国商務省センサス局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 企業部門～大幅なストック調整は回避

第1四半期の民間設備投資は前期比年率 2.5%と、2006年第四半期以来の前期比マイナスとなった。内訳では、機械・ソフトウェア投資(0.7%)に加えて、2桁の伸びを続けていた構築物投資(6.0%)も、商業用施設などを中心に減少に転じた。金融・資本市場の混乱や景気後退懸念の高まり、資金調達環境の悪化などにより、企業マインドが慎重化したためとみられる。

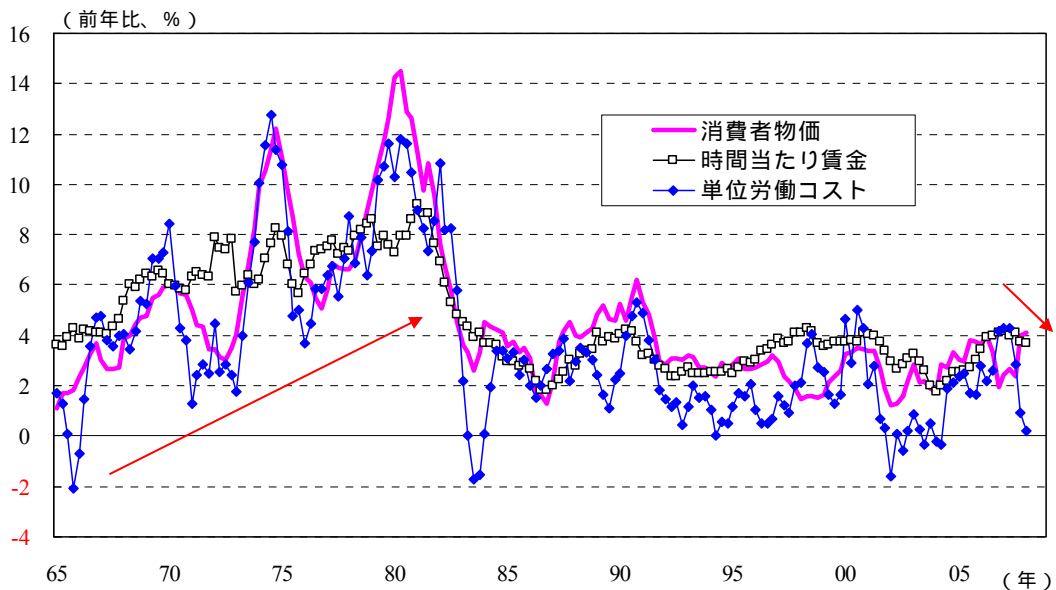
もっとも、企業マインドについては、年初に急激な落ち込みを見せた非製造業で持ち直しの動きが見られるなど、過度の悲観ムードは後退している。製造業も、輸出の下支えにより、底固さを維持している。また、ITバブルの崩壊後、企業は設備投資に慎重だったため、現状では過度な設備ストックの積み上がりは見られない。このため、設備投資が厳しいストック調整局面入りする懸念は小さいとみられる。金融機関の貸出厳格化による資金調達環境の悪化が引き続きリスク要因ではあるが、設備投資の調整は軽微に止まるとみられる。

(5) 物価動向～川下の物価は安定維持

米景気の減速にもかかわらず、原油や食料価格の高騰が継続。こうした一次産品価格の上昇長期化にドル安が加わって、インフレ・リスクを高めている。生産者物価では既に上昇圧力がコア部分に波及し、ジリ高となっている。

川上の物価上昇圧力は強いが、川下の消費者物価への波及は今のところ限られている。今後も川下の物価安定を保てるかどうか、カギを握るのがインフレ期待の動きである。この点、スパイラル的な物価の上昇が見られた1970年代と比較してみると、当時は1960年代の長期好況の後でインフレ期待が既に高まっており、賃金上昇率は加速していた。そこへオイルショックが起き、賃金・物価のスパイラル的上昇と景気後退が同時に発生した。一方、現在は中期的なインフレ期待が総じて安定しており、賃金上昇率は逆に鈍化傾向にある(第7図)。このため、賃金・物価がスパイラル的に上昇するリスクは小さい。景気が低迷する中では、これからインフレ期待が急速に高まる可能性も低いとみられ、今後、川下の物価は安定基調を維持しよう。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、3月は前年比2.1%とまだFRBが安定とみなすレンジの上限(2%)を上回っているが、徐々に2%を下回ってくると予想する。

第7図：賃金・物価の推移

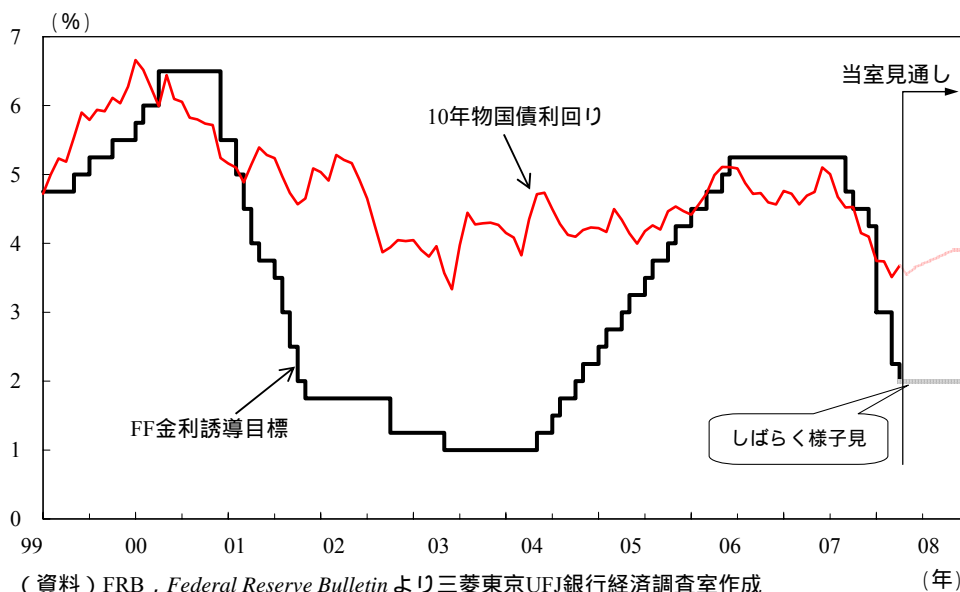


(資料) 米労働省のデータにより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 金融政策

FRBは、金融市場の混乱に対応して、これまで積極的な利下げを続けてきた。しかし、実質金利でみると既にマイナスに突入していること、川上の物価上昇が長期化するのに伴いインフレ期待が高まるリスクがあることなどから、大幅な利下げを続けることに慎重な姿勢を見せ始めている。4月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、利下げ幅を25bpに縮小。投票では2名の地区連銀総裁が利下げに反対票を投じ、FOMC内に利下げに慎重な意見があることを示した。声明文は、事前の予想に比べるとハト派的な内容だったが、それでも、前回までの声明文にあった「景気にはダウンサイドリスクが残っている」、「必要ならタイムリーに行動する」といった文言が削除され、緊急緩和モードが終わったことを示唆した。目先は減税による景気浮揚効果も期待されることから、FRBは、これまでの利下げの効果を見極めるために、しばらく政策金利を据え置くと予想する(第8図)。

第8図：米国金利の推移



(7) 長期金利

長期金利は、金融・資本市場の混乱が峠を越えたとの見方が強まったことから、株価の持ち直しにあわせて、強含みの推移となっている。金融市場の正常化にはまだ時間がかかるとみられるため、一本調子の上昇は見込みにくい、このまま利下げが打ち止めになるとの見方が強まっていること、景気も持ち直しに向かうとみられることなどから、長期金利は緩やかな上昇トレンドに入ると予想される(第8図)。

(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すよう、宜しくお申し上げます。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）5月22日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2006				2007				2008				2009	2007	2008	2009
	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	3.0	3.2	2.4	2.8	3.0	3.1	4.9	3.5	3.4
実質GDP	4.8	2.4	1.1	2.1	0.6	3.8	4.9	0.6	0.6	0.2	1.5	1.4	1.8	2.2	1.4	1.7
個人消費	4.4	2.4	2.7	3.9	3.7	1.4	2.8	2.3	1.0	1.4	2.2	1.2	1.6	2.9	1.7	1.7
設備投資	13.3	4.3	5.1	▲1.4	2.1	11.0	9.4	6.0	▲2.5	▲1.6	0.6	2.3	1.3	4.7	2.1	2.2
住宅投資	▲0.7	▲11.7	▲20.4	▲17.2	▲16.3	▲11.8	▲20.5	▲25.2	▲26.6	▲25.0	▲19.0	▲10.0	▲3.0	▲17.0	▲22.5	▲7.0
在庫投資(2000年連鎖価格)	384	514	539	174	1	58	306	▲183	18	▲62	▲42	▲12	28	46	▲25	168
純輸出 (2000年連鎖価格)	▲6,401	▲6,266	▲6,338	▲5,973	▲6,121	▲5,739	▲5,331	▲5,032	▲4,959	▲4,870	▲4,839	▲4,806	▲4,777	▲5,556	▲4,868	▲4,862
政府支出	4.9	1.0	0.8	3.5	▲0.5	4.1	3.8	1.9	2.0	1.8	1.8	1.8	1.7	2.0	2.3	1.7
最終需要(国内民間)	5.2	1.7	1.6	1.9	2.4	1.9	2.4	1.4	▲0.8	▲0.2	1.2	0.9	1.4	2.0	0.6	1.4
鉱工業生産	3.2	2.6	1.9	▲0.9	1.5	3.2	3.6	0.4	▲0.2	▲2.0	1.6	1.2	1.4	1.7	0.5	1.3
失業率	4.7	4.7	4.6	4.4	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.1	5.3	5.4	5.4	4.6	5.2	5.3
生産者物価	0.6	3.0	0.8	▲3.3	7.6	8.8	1.6	9.3	9.0	5.7	1.2	2.0	2.1	3.9	6.0	2.7
消費者物価	1.8	3.7	3.9	▲1.5	3.7	4.6	2.8	5.0	4.3	2.9	1.7	2.1	1.8	2.9	3.5	2.2
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲2,078	▲2,113	▲2,189	▲2,003	▲2,017	▲2,051	▲2,005	▲2,081	▲2,101	▲2,139	▲2,147	▲2,155	▲2,166	▲8,154	▲8,543	▲8,877
経常収支	▲2,006	▲2,056	▲2,173	▲1,879	▲1,982	▲1,901	▲1,774	▲1,729	▲1,750	▲1,788	▲1,796	▲1,804	▲1,815	▲7,386	▲7,138	▲7,473
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	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	4.25	2.00	2.75
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	3.3	2.9	2.6	2.3	2.2	5.3	2.8	2.4
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	3.7	3.8	3.8	3.9	3.9	4.6	3.8	4.1
原油価格(WTI)	63	71	71	60	58	65	75	91	98	110	112	100	98	72	105	97

(注)・2008年第1四半期のGDPは4月30日発表の暫定値。在庫投資と純輸出は年率換算した実額。

・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、宜しくお願ひ申し上げます。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。