

米国経済の見通し

～景気は年内再減速、来年は持ち直しに転じるが本格回復には時間～

1. 景気の現状

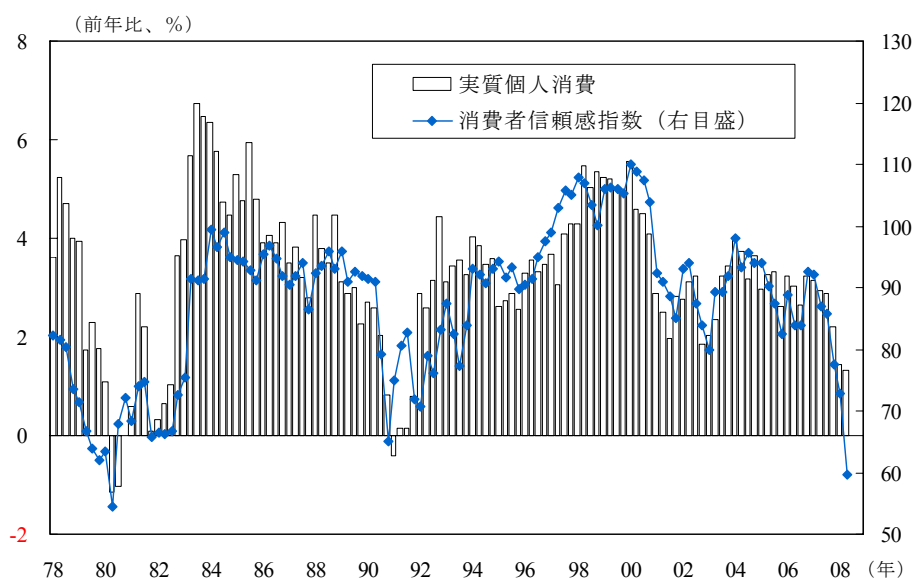
足元の景気は、戻し減税と外需が下支え

足元の实体经济は、戻し減税の効果や、堅調な外需に支えられて、底堅く推移している。第 2 四半期の実質 GDP 成長率は個人消費、外需が牽引役となり、前期比年率 1.9%と前期（同 0.9%）から加速した。もっとも、原油高の影響などで消費者信頼感指数は過去最低レベルに落ち込み、自動車販売も 90 年代初めの水準まで減少するなど、減税効果を除いたベースの消費は弱い（第 1 図）。また、外需も第 2 四半期の成長率を大きく押し上げたが、半分は国内景気減速に伴う輸入の減少によるもので、見た目ほど強くはない。

金融は引続き機能不全

一方、金融セクターでは、信用収縮の懸念がさらに強まるなど、機能不全の状態が続いており、实体经济に下振れリスクをもたらしている。

第 1 図：消費マインドと個人消費



（資料）米商務省、ミシガン大学のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

<概要>

減税効果の剥落で
景気は年内、再減速

2009年に景気は持ち直すが、回復ペースは緩慢、本格回復は2010年以降

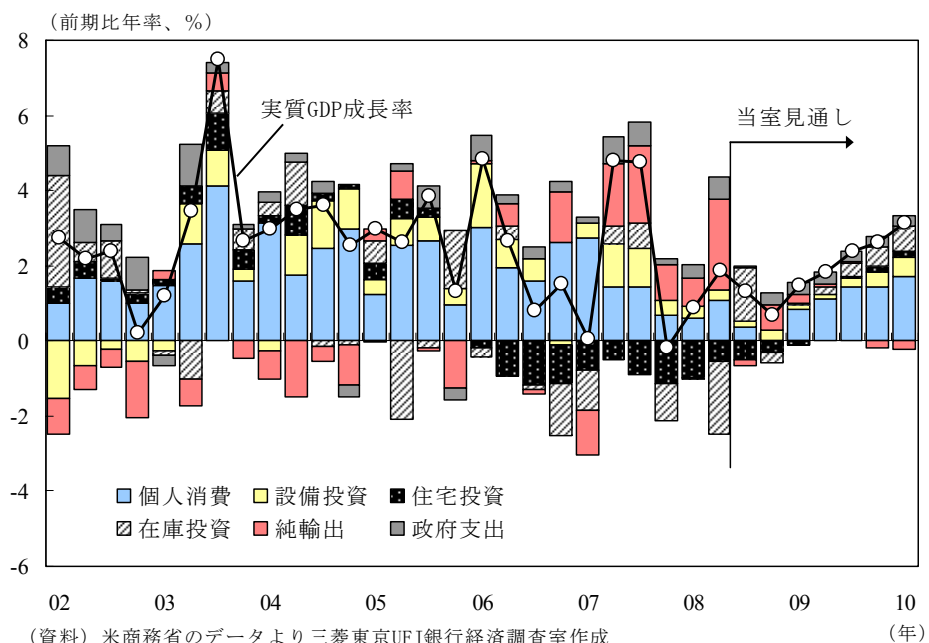
新政権の下、追加景気対策が打たれる
公算大

年内の景気は、減税効果の剥落により再び減速することが見込まれる。さらに、3つの逆風（住宅市場の調整、金融市場の混乱、資源価格高）が引続き景気を下押しするため、景気の下振れリスクは大きい。しかし、①住宅と資源価格については、限界的に下押し圧力が弱まると予想されること、②新興国を中心とした海外景気が、幾分減速はするものの、引続き米景気を支えるとみられることから、景気後退の深刻化は回避されるとみる。

2009年に入ると、上記3つの逆風が徐々に解消に向うことから、成長率も徐々に持ち直しに向うことが予想されるが、明確な牽引役は不在である。しばらくは家計のバランスシート調整圧力が残ることもあって、回復のテンポは緩慢なものに止まると予想される。このため、年前半は景気の停滞色が濃く（失業率は上昇基調が続く）、景気に回復感が出てくるのは年後半になってからとみられる。潜在成長率を上回る本格的な回復は2010年以降となろう（第2図）。

こうした厳しい経済情勢の中、新政権の発足後に新たな景気対策が打たれる可能性が高い。現時点で明らかになっているものをみると、共和党のマケイン候補は、連邦法人所得税の税率を現行の35%から25%まで引き下げることなどを提案している。一方、民主党のオバマ候補は、中低所得層に対して個人向けに500ドル、家族向けに1000ドルの税控除を付与する新たな減税措置などを公約している。

第2図：実質 GDP 成長率の推移



<詳細>

(1) 住宅市場の回復は 2009 年

年内は住宅市場の調整継続

住宅市場では住宅販売の減少テンポが鈍るなど、足元で安定化の兆しも見られる。ただし、先行指標である購入用住宅ローンの申請指数が一段と低下していることなどから、底打ちにはまだ時間がかかるとみられ、年内については調整が継続すると予想される。着工も、新築住宅在庫率の高止まりにより、減少基調が続いているが、販売同様、減少テンポは鈍化傾向にある。GDP 統計の住宅投資も、第 2 四半期は前期比年率▲15.6%と依然、2 桁のマイナスが続いているものの、減少幅は前期（▲25.0%）から縮小した（第 3 図）。住宅投資による成長率の押し下げ寄与は徐々に弱まることが見込まれる。

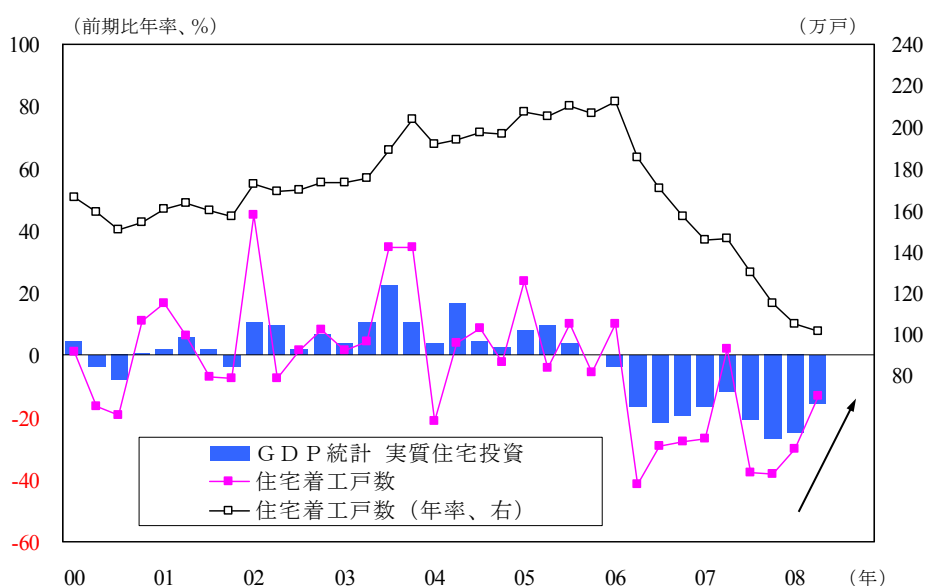
販売、着工は 2009 年前半に底打ち

2009 年に入ると、先に成立した「住宅関連包括法案」による下支えや、ペントアップ・デマンド（先送りされてきた需要）の顕在化により、住宅販売は底打ちに向うとみられる。ただし、住宅ローン金利の大幅な低下は期待できず、金融機関の貸出態度も厳しい中、回復テンポは緩慢なものに止まる公算が大きい。住宅販売の回復により新築市場の在庫調整に目処がつけば、住宅着工も底打ちへ向うと予想される。

住宅価格の本格回復は遅れる

もっとも、新築市場の在庫調整が終了しても、中古を含めた住宅市場全体では過剰感の解消にさらに時間がかかるとみられる。販売や着工が底打ちすれば、住宅価格の下落率は縮小するとみられるが、本格的な上昇局面入りは、販売・着工の回復から大きく遅れると予想される。

第 3 図：住宅着工と住宅投資



(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 金融市場の正常化には時間

GSE の経営不安等で金融市場は再び動揺

3月の投資銀行の破綻後、いったん落ち着いたかに見えた金融市場は、政府支援住宅金融機関（GSE）の経営不安や、住宅ローン大手の地銀の破綻などをうけて再び動揺、金融市場の混乱は長期化の様相を呈している。

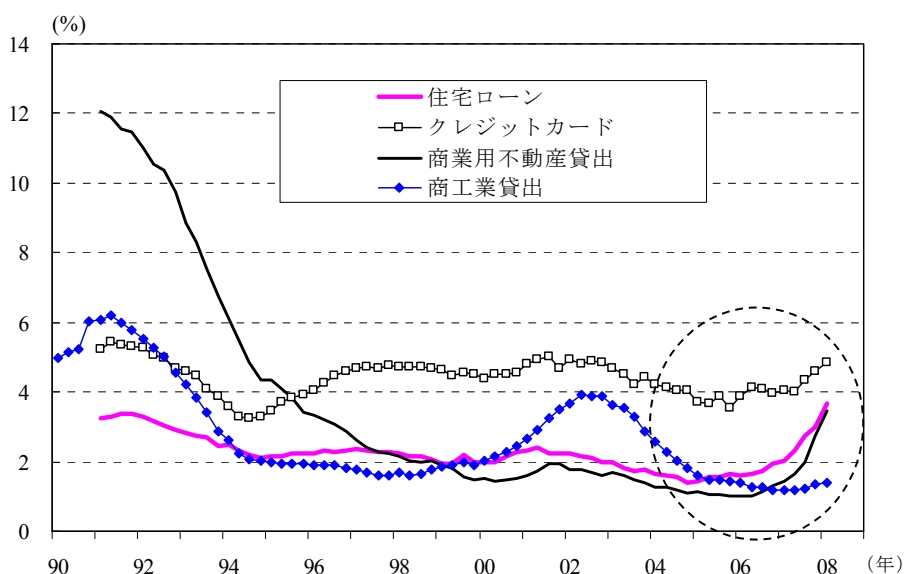
米銀の貸出態度厳格化は90年代初頭のクレジットクランチ時を上回る

米銀では、資産の劣化が進んでおり、サブプライム・ローンからプライム・ローン、クレジットカード、商業用不動産貸出、商工業向け貸出へと不良債権化の広がりを見せている（第4図）。こうした中、米銀の貸出態度は一段と厳しくなっており、厳格化の水準は、企業向け、個人向けともに、90年代初頭のクレジットクランチ時を上回っている。しばらく米銀の貸出態度が厳しい状態が続くことは避けられず、貸出態度の厳格化が景気を悪化させ、景気の悪化が金融機関の貸出態度をさらに厳格化させるという悪循環が引続き懸念される。

利下げ効果の浸透には金融市場の安定が不可欠

クレジット・スプレッド（企業の社債と米国債の利回り格差）も、今年3月中旬にピークをつけた後、縮小に転じたが、足元は再び拡大気味に推移している。社債の利回りは、信用力の最も高いAaa債ですら、今年7月平均が5.67%と、利下げ開始前の昨年8月平均5.79%からほとんど下がっていない。Baa債では今年7月が7.16%と昨年8月の6.65%から上昇している。このように、連邦準備制度理事会（FRB）による大幅な利下げは、これまでのところ金融市場の混乱に伴う企業の資金調達コスト上昇に歯止めをかける程度に止まっている。利下げの効果が本格的に表れるには、金融市場の安定化が不可欠である。

第4図：米銀の貸出種別延滞率



(資料) FRBのデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 資源価格の安定で景気の下押し圧力は緩和

資源価格高による
 交易条件の悪化が
 景気を下押し

原油など資源価格の高騰にドル安が加わり、第2四半期の輸入デフレーターは前年比15.1%と1980年以来の高い上昇率を記録した。一方、輸出デフレーターの上昇は同7.2%に止まっており、米国の対外的な支払い条件（交易条件＝輸出デフレーター／輸入デフレーター）は大きく悪化している。1970年代のオイルショック時と比べると、交易条件の悪化度合いは小さいものの、貿易比率の高まりにより、交易条件の悪化による損失額（交易損失）はGDP比でみてオイルショック時に匹敵する大きさとなっている（第5図）。

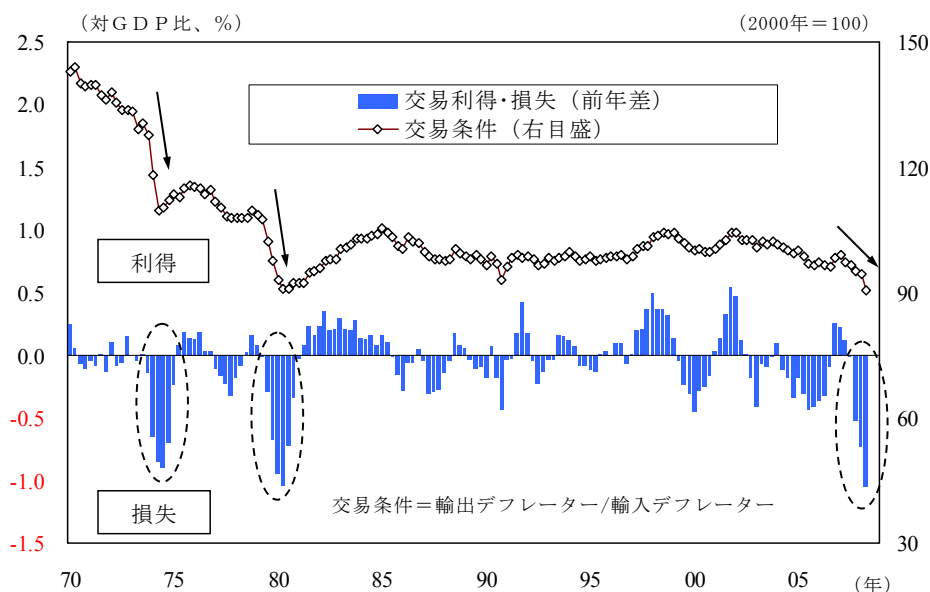
現状では企業よりも家計の負担感の方が大きい

こうした支払い条件悪化による損失を企業がかぶるのか、家計がかぶるのかという点をみると、企業は原油価格の上昇などによるコスト増を十分、販売価格に転嫁できず、採算が悪化しているが、その分、労働コストの抑制に動いており、賃金の伸びは鈍化している。その結果、家計では賃金の伸びが物価上昇に追いつかず、実質所得が減少している。家計には住宅価格下落による純資産の減少とダブルパンチとなっており、現状では企業よりも家計の負担感の方が大きい。

資源価格の安定で
 景気の下押し圧力は徐々に緩和

原油価格は足元で上昇が一服しているが、大幅な低下は見込みにくく、今後も高止まりが続くとみられる。しかし、交易条件の悪化に歯止めがかかれば、こうした景気の下押し圧力は徐々に弱まることが予想される。

第5図：交易条件と交易利得・損失（注）



（資料）米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

$$\begin{aligned}
 \text{(注) 交易利得} &= \frac{\text{名目輸出} - \text{名目輸入}}{\text{ニューメラルデフレーター}} - \left[\frac{\text{名目輸出}}{\text{輸出デフレーター}} - \frac{\text{名目輸入}}{\text{輸入デフレーター}} \right] \\
 \text{ニューメラルデフレーター} &= \frac{\text{名目輸出} + \text{名目輸入}}{\text{実質輸出} + \text{実質輸入}}
 \end{aligned}$$

(4) 家計部門～バランスシート調整で消費の伸びは所得を下回る

戻し減税が消費を押し上げるも、必需品が中心

減税効果の剥落で年後半の個人消費には失速リスク

来年は物価高の影響一巡などから、消費は緩やかに持ち直し

4月末から始まった大型の戻し減税の還付は、7月上旬でほぼ終了した。商務省によれば、4-6月期中に全体の約85%に当たる779億ドル(年率3116億ドル)が還付された。減税を除いた所得から消費に回る割合が1-3月期と変わらなかったと仮定すると、4-6月期に還付された減税のうち約20%が消費に回った計算となる(第1表)。しかし、ベースの消費が4-6月期に一段と弱まったことを考慮すると、実際には消費に回った割合はもっと高かった可能性がある。もっとも、減税が消費マインドを喚起し、消費者の財布の紐を緩めたというよりは、物価高で家計が苦しい中、やむなく生活必需品の消費に向けられたというのが実態であろう。

戻し減税の効果が剥落することで、年末にかけて消費は大きく減速することが避けられない。雇用の悪化や米銀の貸出態度厳格化による資金調達環境の悪化により、ホリデーシーズン前に消費が失速するリスクがあることは否定できない。

ただし、資源価格の安定により消費の下押し圧力が弱まるため、減税効果の反動減の影響がなくなる来年には、個人消費の伸びは緩やかに持ち直すことが期待される。もっとも、家計部門ではバランスシート(過剰債務)の調整が進むとみられるため、回復のテンポは緩慢なものに止まろう。消費の伸びは所得の伸びを下回る(貯蓄率は上昇)と予想される。

第1表：戻し減税の効果試算

(10億ドル、年率)	1-3月	4月	5月	6月	4-6月
可処分所得	10440.0	10506.6	11102.0	10891.7	10833.4
(前月(期)比年率、%)	(3.5)	(4.0)	(93.8)	(-20.5)	(15.9)
減税額	---	23.3	577.1	334.4	311.6
可処分所得(除く減税)	---	10483.3	10524.9	10557.3	10521.8
(前月(期)比年率、%)	---	(1.3)	(4.9)	(3.8)	(3.2)
消費支出	10002.3	10074.3	10150.8	10207.9	10144.3
(前月(期)比年率、%)	(4.5)	(4.2)	(9.5)	(7.0)	(5.8)
消費支出(除く減税)	---	10043.8	10083.7	10114.7	10080.7
(前月(期)比年率、%)	---	(0.5)	(4.9)	(3.8)	(3.2)
貯蓄額	35.1	31.8	547.0	275.9	284.9
(貯蓄率、%)	(0.3)	(0.3)	(4.9)	(2.5)	(2.6)
減税のうち消費した割合(%)	---	130.8	11.6	27.9	20.4

(注) 減税分を除いた消費性向を<1-3月>と同じと仮定して試算

(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 企業部門～外需の支えにより深い落ち込みは回避

企業活動は低調ながら、家計部門と比べると相対的に底堅い

堅調な外需が企業部門を下支え

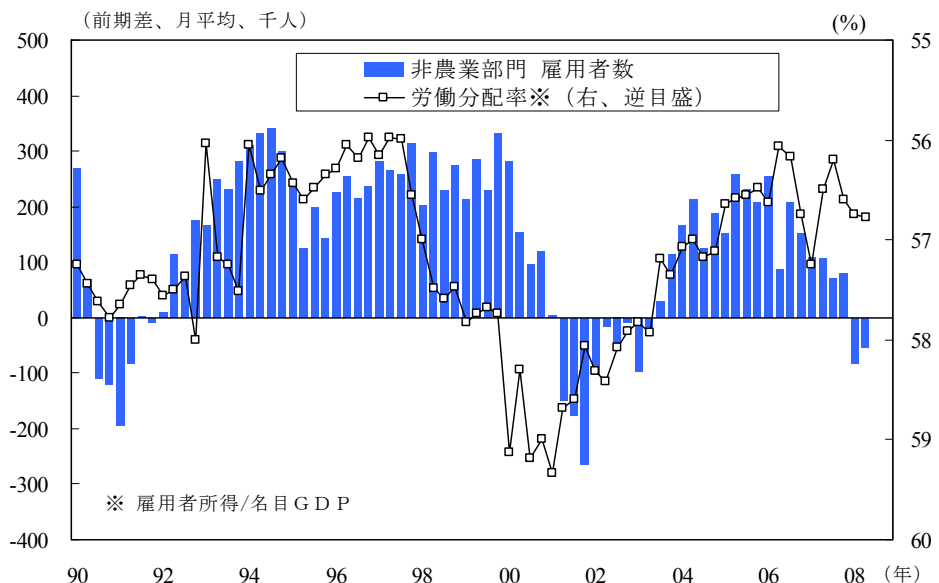
企業部門の安定で景気の深い落ち込みは回避

足元の企業活動は低調である。第2四半期の鉱工業生産は前期比年率▲3.1%と前回リセッション以来のマイナス幅となった。また、資源価格高によるコスト増で企業収益も悪化方向にある。しかし、家計に比べると相対的に底堅さを維持しており、消費者信頼感指数が景気後退期の水準まで落ち込んでいるのに対して、ISMなど企業の景況指数の落ち込みは限られている。

その要因としては、ヒト（雇用）、モノ（設備、在庫）、カネ（債務）のいずれもが過剰感に乏しく、大きな不均衡がないことに加えて、新興国を中心とした堅調な海外景気に支えられている面が大きいとみられる。実際、企業景況感指数は、輸出の恩恵を受けやすい大企業製造業で底堅さが目立つ。また、企業収益も、国内部門は既に前年比減益に転じているが、海外部門の好調により全体では増益を維持している。その結果、労働分配率は比較的低い水準に止まっており、これが過去の景気後退期と比べて雇用者数の減少幅が小さい背景とみられる（第6図）。

今後、海外景気は減速するものの、大幅な調整は回避されるとみられることから、引続き下支え効果が期待される。家計部門からくる景気の下振れリスクは当面大きいですが、企業部門が安定を維持することにより、マイナス成長が続くような景気の深い落ち込みは回避されるものとみられる。

第6図：労働分配率と雇用者数



(資料) 米労働省、商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 物価動向～価格転嫁が徐々に進むが、インフレ期待は安定を維持

製造段階では価格転嫁が徐々に進むも、小売段階では今のところ限定的

コア物価には若干の上昇リスク

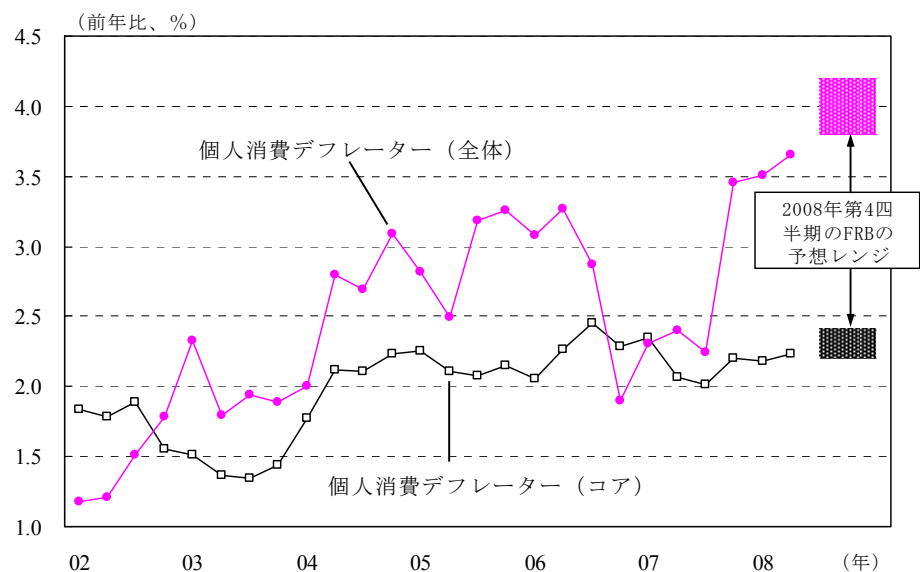
インフレ期待は総じて安定を維持

資源価格を中心とした川上の物価上昇により、製造段階では採算の悪化に耐えられなくなった企業を中心に価格転嫁が徐々に進み、生産者物価では既に食料・エネルギーを除いたコア部分の上昇率がジリジリと高まっている。小売段階では、価格転嫁の動きは今のところ限定的だが、地区連銀景況報告（ベージュブック）などでは、今後、価格転嫁が進む動きも報告されており、先行きについては予断を許さない状況にある。

足元では原油をはじめ、資源価格の上昇が一服しているが、これまでの上昇により川上と川下の相対価格が大きく開いてしまった結果、資源価格が大きく下がらない限り、コスト増を販売価格に転嫁する動きは今後も残ると予想され、コア物価には幾分、上昇圧力がかかるとみられる。この点は、FRB もある程度覚悟しているようで、6月時点の連邦公開市場委員会（FOMC）の委員の見通しでは、第4四半期のコア個人消費デフレーターの前年比の予想レンジが前年比2.2-2.4%と、第2四半期（同2.2%）から若干上昇することを見込んでいる（第7図）。

ただ、景気が弱いため、価格転嫁の動きが加速することは見込みにくく、物価の安定が大きく崩れる可能性は小さい。また、インフレ期待も総じて安定を維持することが予想される。雇用情勢が悪化する中、賃金も落ち着いた状況が続くと見込まれ、1970年代に見られた賃金と物価がスパイラル的に上昇するような状況に陥るリスクは小さい。

第7図：個人消費デフレーターの推移



(資料) 米商務省、FRBのデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(7) 金融政策

FRB のインフレ警戒姿勢は引続き強い

資源価格上昇の一服により、川上のインフレリスクは後退しているが、FRB のインフレ警戒姿勢は引続き強い。8月5日のFOMCの声明文でも、インフレの上振れリスクが委員会の重要な懸念事であることが示された。FRB は価格転嫁の動きを通じてインフレ期待が高まり、資源価格の高騰がホームメイド・インフレ（国内要因によるインフレ）へ繋がっていくことを強く警戒している。現状は賃金、GDP デフレーター（ホームメイド・インフレを示す指標）ともに上昇率が鈍化傾向にあり、その懸念は小さいが、インフレ期待の安定が崩れる兆候が見えれば、利上げを躊躇しないとみられる。その際には、金融不安などの問題には（金利政策とは別の）個別対応で手当てすることになるだろう。

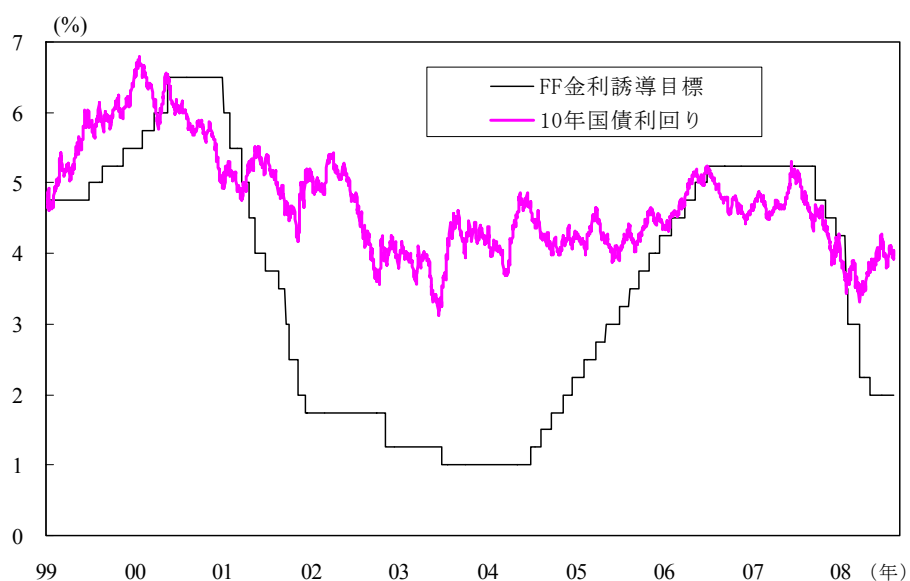
経済・金融が安定すれば、早期に利上げする可能性大

また、経済・金融に安定の動きが出てきた場合には、FRB は早期に政策金利を修正する可能性が高いとみられる。今後、価格転嫁の動きが進む中で、インフレ期待の安定が崩れるリスクが出てきていることに加えて、現在の政策金利の水準は、金融市場混乱に伴う景気の下振れリスクに対応したもので、景気実態よりも低めとなっているため、少なくとも「保険的に」下げた分は速やかに戻したいと思っているようだ。

実際には、金融の安定には時間がかかり、早期利上げは困難

このように、先行き利上げが過去に比べて早いタイミングで行われるリスクがあることには留意が必要だが、①インフレ期待は総じて安定を維持するとみられること、②金融市場の状況がすぐに改善することは見込みにくいことなどから、実際にFRB が早期に利上げすることは難しいと見られる。

第8図：米国金利の推移



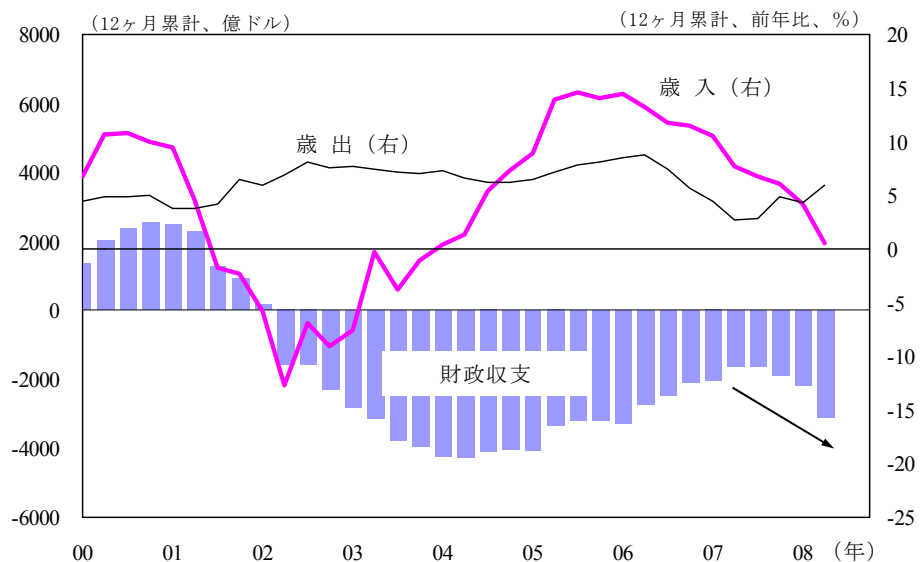
(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(8) 長期金利

財政赤字拡大による需給悪化懸念が長期金利の下げを限定的に

長期金利は、足元、金融不安を背景に弱含みに推移している。今後、景気が再減速する過程で、長期金利が一段と弱含む局面も予想される。ただ、財政バランスの悪化による債券需給の悪化懸念から、長期金利の下げ幅は限定的になる見込みである。米国の財政収支は、昨年前半頃まで改善基調が続いていたが、景気減速による歳入の伸び悩みや、景気対策による歳出拡大などから、足元では拡大基調に転じている（第9図）。さらに、GSE 救済のために公的資金が投入される可能性もあり、財政バランスの先行き悪化懸念は強い。

第9図：米国の財政収支



(資料) 米財務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

山口 綾子
山中 崇

(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。

米国経済金融見通し

平成20年（2008年）8月18日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

見通し

（単位：％、億ドル）

	2007				2008				2009				2010	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	4.3	6.9	6.4	2.3	3.5	3.0	3.1	2.7	3.7	4.1	4.7	5.1	5.9	4.8	3.6	3.7
実質GDP	0.0	4.8	4.8	▲0.2	0.9	1.9	1.3	0.7	1.5	1.8	2.4	2.6	3.2	2.0	1.6	1.6
個人消費	3.9	2.0	2.0	1.0	0.9	1.5	0.5	0.0	1.2	1.6	2.0	2.0	2.4	2.8	1.1	1.1
設備投資	3.4	10.3	8.7	3.4	2.4	2.3	1.3	2.3	1.0	1.0	2.0	3.5	4.5	4.9	3.7	1.6
住宅投資	▲16.2	▲11.6	▲20.6	▲27.0	▲25.0	▲15.6	▲15.0	▲10.0	▲3.0	▲0.0	2.0	5.0	5.0	▲17.9	▲20.3	▲5.2
在庫投資(2000年連鎖価格)	▲150	▲28	160	▲81	▲102	▲622	▲200	▲280	▲278	▲228	▲128	22	222	▲25	▲301	▲153
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.1)	(0.5)	(0.7)	(▲1.0)	(▲0.0)	(▲1.9)	(1.5)	(▲0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.7)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.1)
純輸出（2000年連鎖価格）	▲6,186	▲5,712	▲5,118	▲4,844	▲4,620	▲3,951	▲3,999	▲3,797	▲3,720	▲3,690	▲3,679	▲3,733	▲3,796	▲5,465	▲4,092	▲3,705
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.2)	(1.7)	(2.0)	(0.9)	(0.8)	(2.4)	(▲0.2)	(0.7)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.6)	(1.2)	(0.3)
政府支出	0.9	3.9	3.8	0.8	1.9	3.4	0.2	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	2.1	2.1	1.6
最終需要(国内民間)	2.7	2.4	1.8	▲0.1	▲0.1	0.9	0.0	▲0.0	1.0	1.5	2.0	2.3	2.8	1.9	0.5	1.0
鉱工業生産	1.5	3.2	3.6	0.3	0.5	▲3.1	0.8	▲0.5	0.9	1.7	2.3	2.7	3.3	1.7	0.3	0.8
失業率	4.5	4.5	4.7	4.8	4.9	5.3	5.6	5.8	6.0	6.1	6.1	6.0	5.8	4.6	5.4	6.1
生産者物価（前年比）	2.0	3.4	3.6	6.7	7.2	7.6	8.1	5.0	2.5	0.5	0.5	1.0	1.5	3.9	6.9	1.1
消費者物価（前年比）	2.4	2.6	2.4	4.0	4.2	4.3	4.7	3.6	2.9	2.5	2.3	2.3	2.4	2.9	4.2	2.5
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲2,034	▲2,059	▲2,012	▲2,089	▲2,110	▲2,151	▲2,060	▲2,010	▲1,950	▲1,880	▲1,940	▲1,910	▲1,890	▲8,194	▲8,331	▲7,680
経常収支	▲1,969	▲1,941	▲1,730	▲1,672	▲1,764	▲1,700	▲1,760	▲1,710	▲1,650	▲1,580	▲1,640	▲1,610	▲1,590	▲7,312	▲6,934	▲6,480
3. 金融																
FFレート誘導目標	5.25	5.25	4.75	4.25	2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.50	3.00	3.50	4.25	2.00	3.00
ユーロドル（3ヵ月物）	5.3	5.3	5.5	5.1	3.3	2.9	3.0	2.9	2.8	2.7	2.9	3.1	3.5	5.3	3.0	2.9
国債流通利回り（10年物）	4.7	4.8	4.7	4.3	3.7	3.9	3.9	3.9	4.0	4.4	4.7	4.8	4.9	4.6	3.8	4.5
原油価格（WTI）	58	65	75	91	98	124	115	105	100	105	115	110	110	72	110	108

（注）・2008年第2四半期のGDPは7月31日発表の暫定値。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。