

# 2008年米国経済見通し

## ～サブプライムローンの影響をどうみるか～

### <要 旨>

米国の今年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.9%と4年ぶりの高成長となったものの、足元では株価が大幅に下落するなど、サブプライム問題の影響が懸念されている。

具体的には、住宅からの逆資産効果が個人消費の抑制要因となることや、住宅投資の低迷が長期化する可能性が出てきたこと、また、金融機関の信用収縮が企業の設備投資の抑制要因となることなどである。

一方、良好な雇用所得環境が個人消費を下支えすることや、新興国を中心に好調な海外経済が米企業の収益を押し上げる構図は今後も持続することが見込まれる。

特に個人消費については、サブプライム問題の影響が相対的に軽微なサービス業で雇用の拡大が顕著となっている。これまでのところ、所得の高い伸びが逆資産効果を限定的なものにしている。一方、企業の設備投資の業種別シェアをみると、サブプライム問題の影響を受ける不動産と金融のシェアが高く、これら業種が設備投資全体を抑制する可能性が高い。

2008年の米国経済は、好調な海外景気 vs. 減速する国内景気、サブプライム問題の影響を受ける金融、不動産 vs. 好調が続くサービス業といった、2つのデカップリング（非連動）が鮮明となろう。両者の綱引きによって、経済全体では、年前半の成長率が2%前後に鈍化した後、年後半には住宅投資の減少幅が徐々に縮小することによって、潜在成長率（2%台半ば）ペースに回復する見込みである。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 海外経済班 細尾

E mail: hosoo@murc.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

# 1 . 総論 ~ 2008 年の経済

## ~ サプライム問題の行方と景気への影響 ~

### ( 1 ) 景気の現状

米国経済は、サプライム問題の影響が懸念されているものの、これまでのところ、景気は底堅く推移している。今年7~9月期のGDP（国内総生産）は、実質成長率が前年比年率+4.9%と4年ぶりの高い伸びとなった。

10月分の経済指標についても、雇用者数（非農業部門）が前月比16万人増加したほか、ISM景況指数は、製造業が前月比低下したものの、非製造業は上昇した。海外経済の好調を背景に輸出の増加も続いている。

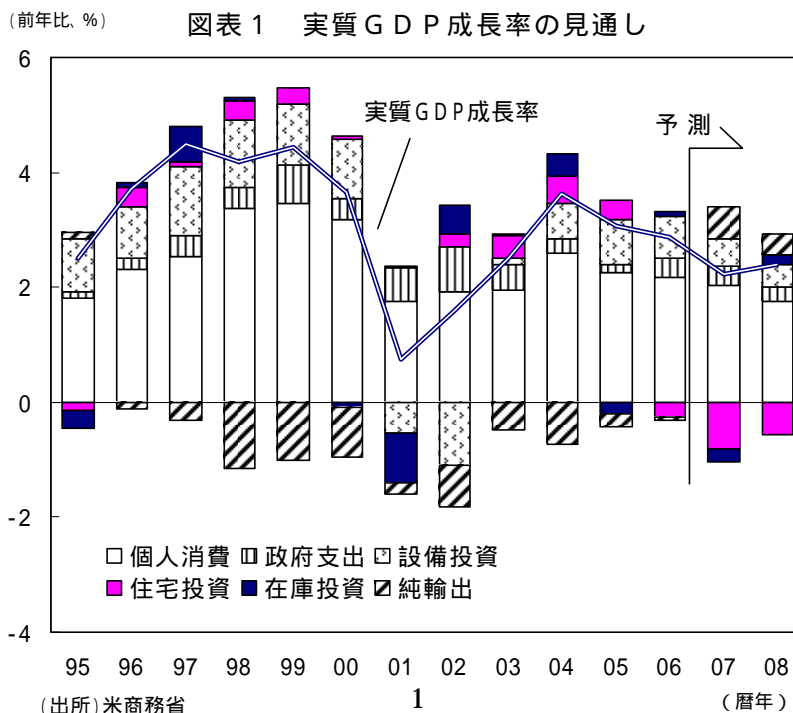
もともと、サプライム問題による金融機関の損失額が、時間の経過とともに拡大しており、信用収縮が先行きの景気の重石になるとの懸念が広がっている。

### ( 2 ) 2008 年の見通し

2008年の見通しについては、サプライム問題の影響の評価がポイントとなろう。

まず個人消費については、サービス業の雇用が堅調なため、可処分所得が前年比6%増加しているのが心強い。逆に企業部門では金融、不動産では、収益悪化による設備投資抑制の動きが強まる見通しである。外需は引き続き成長率の押し上げ要因になるとみられる。

好調な海外景気と減速する国内景気、サプライム問題の影響を受ける金融、不動産と、好調が続くサービス業といった、2つのデカップリング（非連動）が鮮明となろう。両者の綱引きによって経済全体でみると、年前半の成長率は2%前後に鈍化した後、年後半には住宅投資の減少幅が徐々に縮小することによって、潜在成長率（2%台半ば）ペースに回復する見込みである（図表1、次頁図表2）。



図表2 米国成長率見通し総括表

	予測 →								2006年	予測 →	
	2007年				2008年					2007年	2008年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP(00年価格、10億ドル)	11,413	11,520	11,659	11,694	11,746	11,810	11,884	11,961	11319	11572	11850
(前期比年率)	0.6	3.8	4.9	1.2	1.8	2.2	2.5	2.6			
(前年比)	1.5	1.9	2.8	2.6	2.9	2.5	1.9	2.3	2.9	2.2	2.4
個人消費	8,216	8,244	8,299	8,335	8,393	8,448	8,506	8,565	8044	8273	8478
(前期比年率)	3.7	1.4	2.7	1.8	2.8	2.7	2.8	2.8			
(前年比)	3.2	2.9	2.9	2.4	2.2	2.5	2.5	2.8	3.1	2.9	2.5
住宅投資	506	491	465	443	424	411	402	400	570	476	409
(前期比年率)	-16.3	-11.8	-19.7	-17.2	-16.3	-11.8	-8.0	-2.0			
(前年比)	-16.5	-16.5	-16.3	-16.3	-16.3	-16.3	-13.4	-9.7	-4.6	-16.4	-14.1
設備投資	1,322	1,357	1,388	1,385	1,388	1,401	1,413	1,423	1307	1363	1406
(前期比年率)	2.1	11.0	9.4	-0.8	0.9	4.1	3.4	2.8			
(前年比)	2.5	4.1	5.2	5.3	5.0	3.3	1.9	2.8	6.6	4.3	3.2
在庫投資	0.1	5.8	32.9	31.4	35.7	37.2	38.6	37.1	40.3	17.6	37.2
(寄与度)	-0.6	0.2	0.9	-0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.2	0.2
政府支出	1,995	2,015	2,034	2,034	2,040	2,044	2,049	2,057	1981	2019	2047
(前期比年率)	-0.5	4.1	3.8	0.0	1.2	0.7	1.0	1.5			
(前年比)	1.2	1.9	2.7	1.8	2.3	1.4	0.8	1.1	1.8	1.9	1.4
純輸出	-612	-574	-533	-524	-525	-522	-516	-511	-624	-561	-519
(寄与度)	-0.5	1.3	1.4	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.1	0.6	0.4
輸出	1,355	1,380	1,440	1,469	1,499	1,532	1,562	1,584	1304.1	1411.0	1544.1
(前期比年率)	1.1	7.5	18.9	8.2	8.2	9.1	8.2	5.7			
(前年比)	6.6	7.1	10.2	8.8	10.6	11.0	8.5	7.8	8.4	8.2	9.4
輸入	1,967	1,953	1,974	1,994	2,023	2,054	2,078	2,095	1929	1972	2063
(前期比年率)	3.9	-2.7	4.2	4.1	6.1	6.1	4.9	3.2			
(前年比)	2.9	2.0	1.7	2.3	2.9	5.1	5.3	5.1	5.9	2.2	4.6
名目GDP(10億ドル)	13,552	13,769	13,967	14,167	14,229	14,468	14,724	14,989	13195	13864	14603
(前期比年率)	4.9	6.6	5.9	5.8	1.8	6.9	7.3	7.4			
(前年比)	4.5	4.7	5.3	5.8	5.0	5.1	5.4	5.8	6.1	5.1	5.3
消費者物価コア(前年比、%)	209.01	210.01	211.30	212.20	213.82	214.84	216.16	217.08	205.9	210.6	215.5
	2.6	2.3	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3
鉱工業生産(前期比、%)	112.22	113.17	114.40	115.31	116.47	117.86	119.16	120.35	111.2	113.8	118.5
	0.3	0.9	1.1	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0	4.0	2.3	4.1
失業率(%)	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6	4.7
貿易収支(通関、億ドル)	-2,118	-2,062	-2,055	-1,847	-2,024	-2,070	-2,156	-1,944	-8173	-8083	-7988
(名目GDP比)	-6.3	-6.0	-5.9	-5.2	-5.7	-5.7	-5.9	-5.2	-6.2	-5.8	-5.5
FFレート	5.25	5.25	5.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	-	-	-
10年債利回り	4.7	4.8	4.7	4.3	4.4	4.6	4.7	4.8	-	-	-

(注)FFレートは期末値。長期金利は期中平均。2007年1QのGDPは速報値ベース

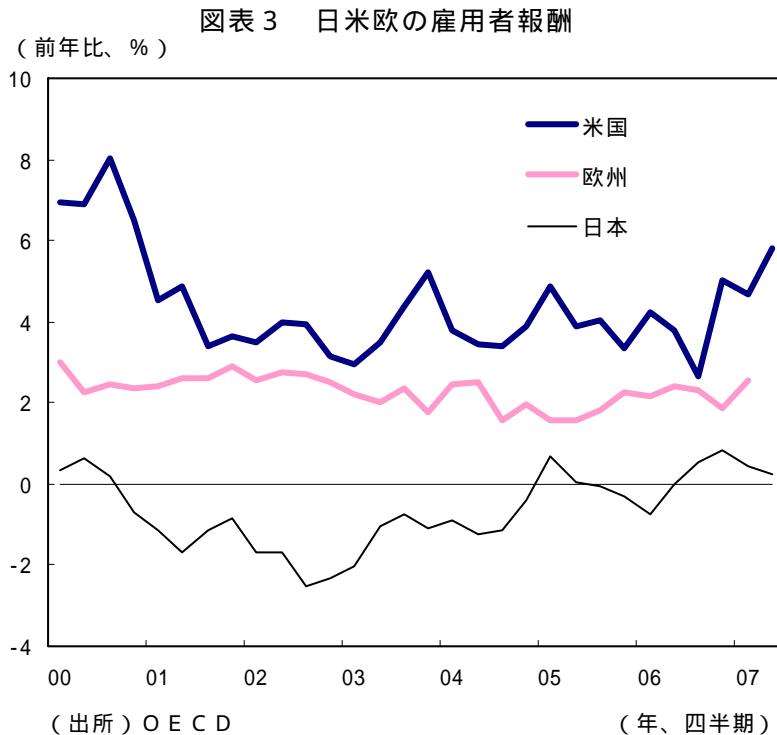
### (3) サプライム問題の影響をどのように評価するか

2008年の米国経済を占う上で、最も重要な要因がサブプライム問題であることはいうまでもない。現時点での専門家の予測をみると、米国経済は減速局面が続くものの、住宅バブル崩壊による景気の大幅な落ち込みは回避されるとの見方が大勢である。本見通しでも基本的にはそうした立場を示すことにする。

しかし、「金融部門がバブル崩壊の打撃を受けながら、実体経済への影響は限定的」であるとか、「不動産バブルが崩壊したにもかかわらず、景気の緩やかな拡大が続く」といった見方は、一般の感覚との間にズレを生じさせることにもなる。

そこで、まず米国経済の軟着陸を可能とする条件を整理したい。

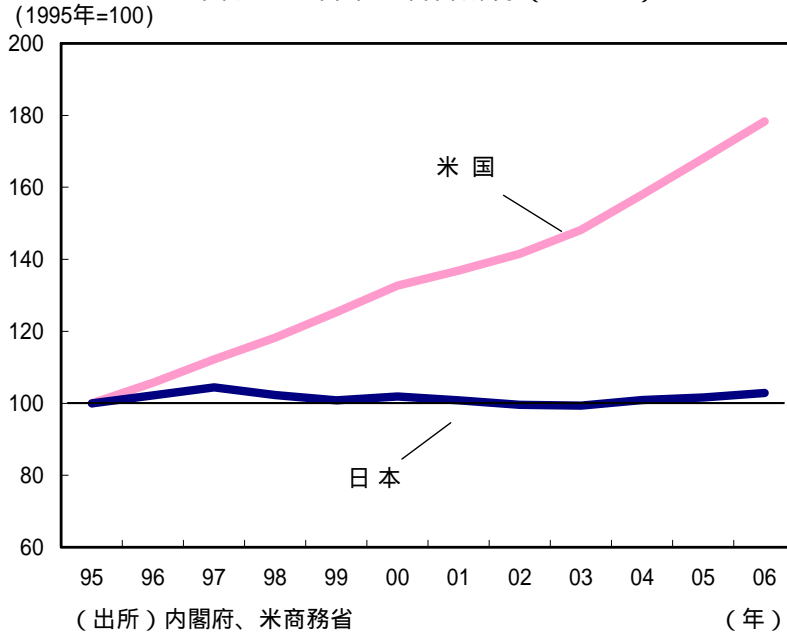
米国経済の大きな特徴は、サービス部門を中心に、雇用の拡大と国際比較でみた高い労働生産性を同時に達成していることである。このため、労働需給の引き締めりと生産性の上昇によって、所得が際立って高い伸びを示している（図表3）。



日米の名目GDPを比較すると、日本では景気の低迷と物価の下落によって、名目GDPが10年以上にわたりほとんど成長していないのに対して、米国の名目GDPは同じ期間に2倍近い規模に成長している（次頁図表4）。

資産デフレに直面した経済が、バランスシート調整を行う過程では、不良債権処理の原資となる所得の成長率が危機の深刻さを決めることとなる。名目所得が低迷した中で不良債権処理を行った90年代の日本と、現在の米国との大きな違いはこの点にあるといえる。

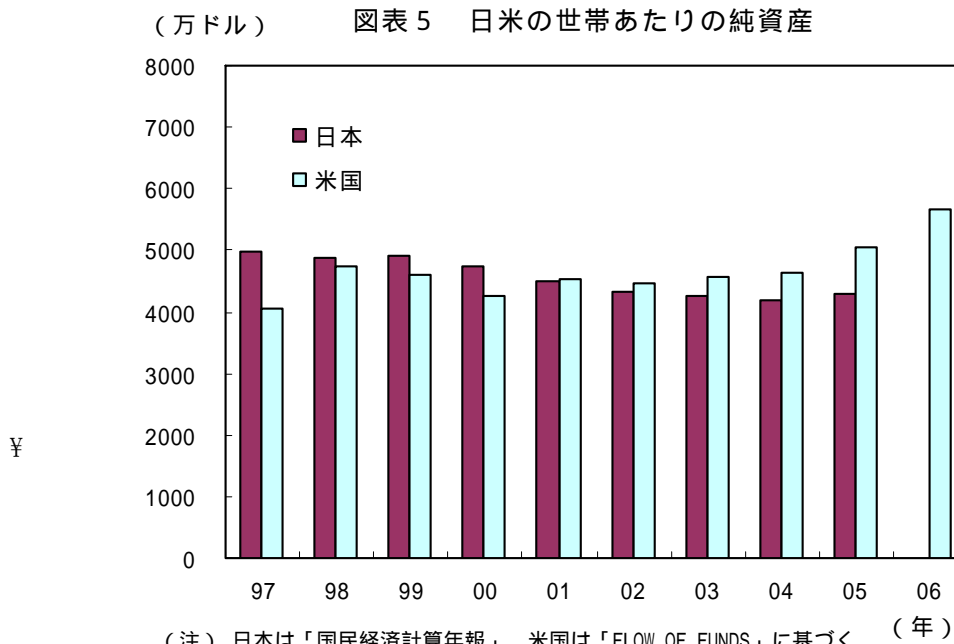
図表4 日米の名目所得（GDP）



次にストックの面からみると、米国の一世帯あたりの純資産額（金融資産＋実物資産）は日本を上回る。米国経済は「借金漬け」との印象によって議論されることもあるが、家計のバランスシートは黒字である（図表5）。ここ数年間の住宅価格の上昇を背景として、過剰な消費を行ないバランスシートを悪化させてきたわけではないのである。

こうしたフロー、ストック両方の面での健全さによって、GDPの7割を占める個人消費が、多少の鈍化は避けられないにしても、大幅に落ち込むことは考えにくい。個人消費の底堅い推移が、サブプライム問題によるマクロ経済へのショックを和らげることが見込まれる。

図表5 日米の世帯あたりの純資産



(注) 日本は「国民経済計算年報」、米国は「FLOW OF FUNDS」に基づく  
いずれも各暦年末の値  
(出所) 内閣府、総務省、米FRB

## 2. 各論

### (1) 家計

#### 個人消費

サブプライム問題の影響が懸念される中、雇用が安定的に推移しているのは、サブプライム問題の影響をさほど受けていないサービス業が雇用拡大の牽引役となっているためである（図表6）。良好な雇用環境により、可処分所得は6%程度の伸びを示している。

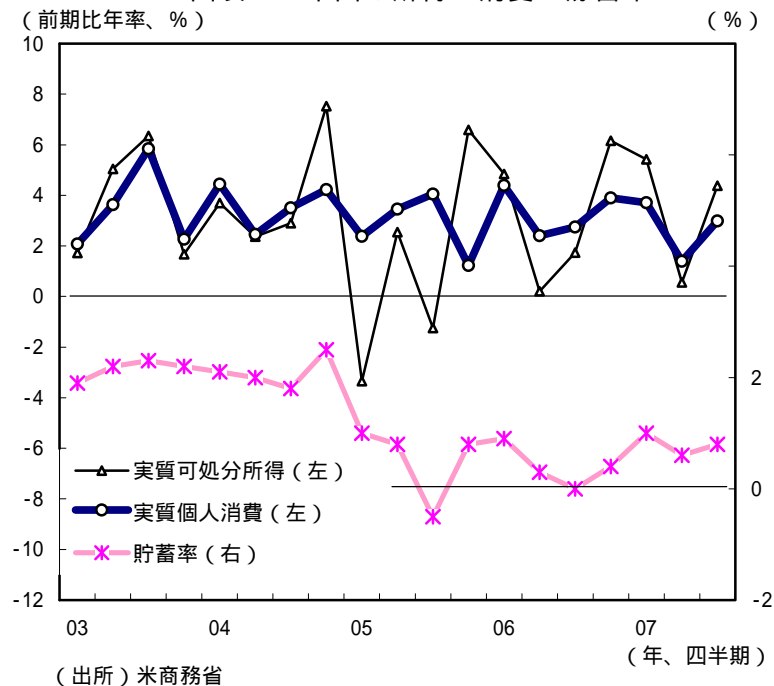
図表6 業種別にみた米国の雇用動向 (万人)

	07/5	07/6	07/7	07/8	07/9	07/10	6カ月平均	シェア(%)
全産業	18.8	6.9	9.3	9.3	9.6	16.6	11.8	
うち民間	18.1	7.1	11.7	3.0	7.3	13.0	10.0	
建設業	-1.2	0.6	-1.6	-2.9	-1.4	-0.5	-1.2	5.5
製造業	-0.3	-1.9	-0.4	-4.5	-1.7	-2.1	-1.8	10.1
卸小売・運輸	3.2	0.6	2.4	0.5	1.1	-1.0	1.1	19.1
情報	0.1	-0.4	-0.2	-0.4	0.8	-0.3	-0.1	2.2
金融	1.6	-0.4	1.6	-1.3	-1.3	0.2	0.1	6.1
<b>専門サービス</b>	<b>3.4</b>	<b>-0.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>2.3</b>	<b>6.5</b>	<b>2.9</b>	<b>13.0</b>
<b>教育・医療</b>	<b>4.7</b>	<b>7.1</b>	<b>5.8</b>	<b>6.2</b>	<b>2.9</b>	<b>4.3</b>	<b>5.2</b>	<b>13.4</b>
<b>レジャー・娯楽</b>	<b>5.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>2.3</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6</b>	<b>3.6</b>	<b>9.9</b>
<b>その他サービス</b>	<b>0.9</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>4.0</b>
政府	0.7	-0.2	-2.4	6.3	2.3	3.6	1.7	

(出所) 米労働省

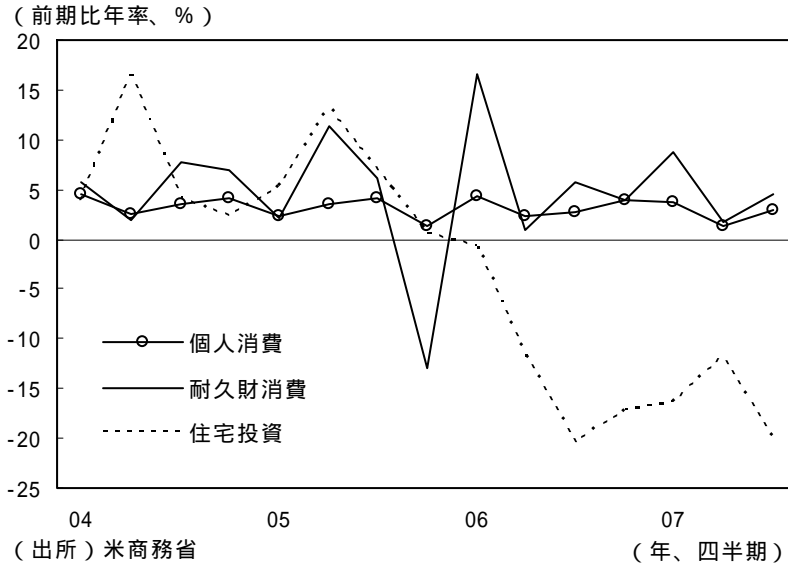
米国の個人消費は、所得の変動を貯蓄率の変動で調整することによって、非常に安定した推移を示している。貯蓄率を媒介としたこうした個人消費の安定性は、予想される住宅価格下落による逆資産効果を、限定的にとどめるはたらしめを持つとみられる（図表7）。

図表7 米国の所得・消費・貯蓄率



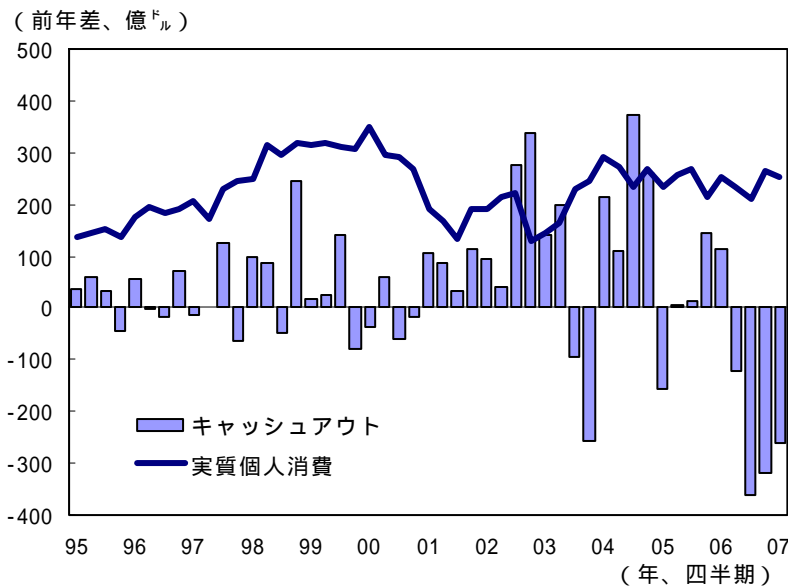
実際、住宅市場の動向と連動性が高いとみられる家具や家電製品などの耐久財消費は、住宅投資が低迷する中でも好調に推移している。これまでのところ、住宅市場の調整は個人消費にほとんど波及していない。(図表8)。

図表8 住宅市場の動向と個人消費



個人消費の底堅さは所得の高い伸びに支えられたものである。ホームエクイティローンなどによって手にした住宅資産からのキャッシュアウト金額は、前年と比べ減少しているが、所得が拡大していることで個人消費に影響を及ぼしていないことが分かる(図表9)。

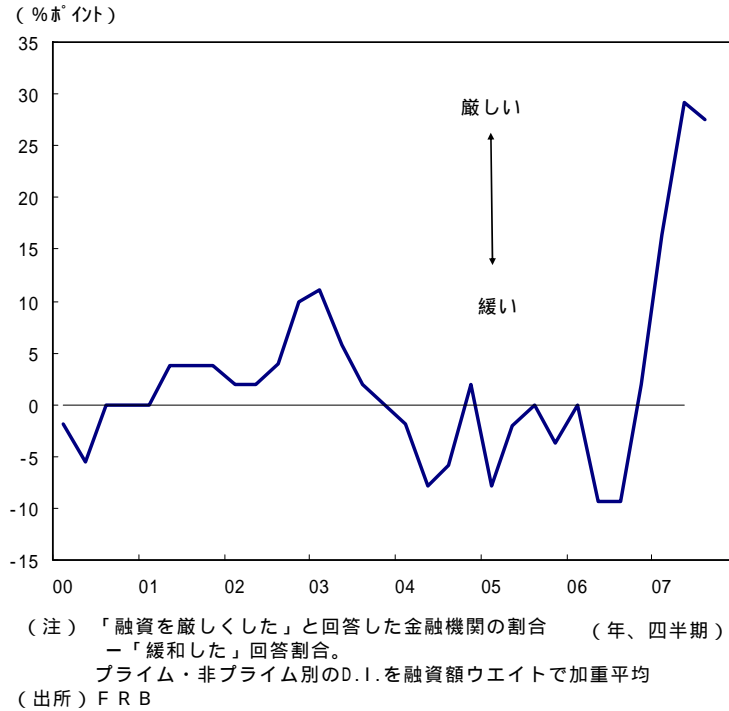
図表9 ホームエクイティローンと個人消費



## 住宅投資

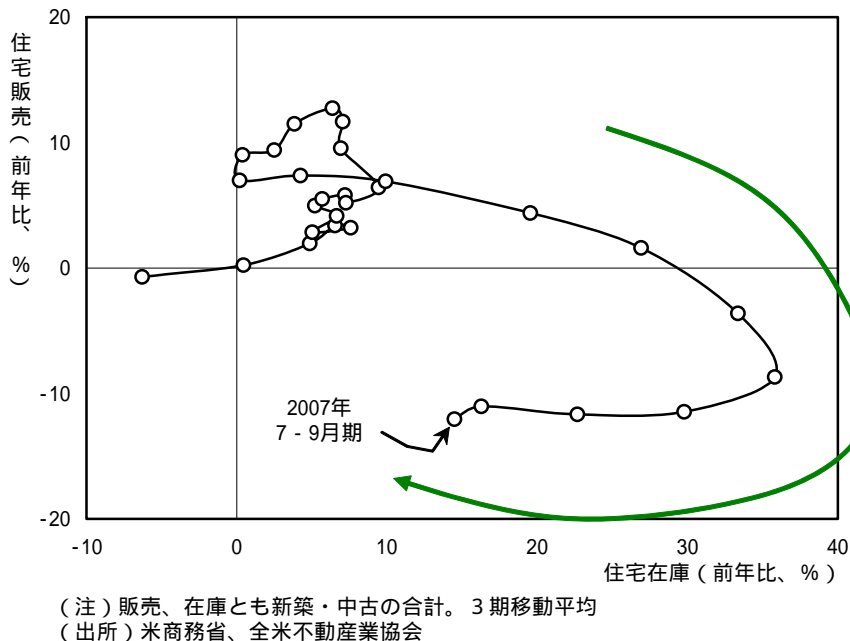
住宅投資は7四半期連続で減少し、ピークの水準から25%調整したものの、サブプライム問題をきっかけに、金融機関の与信態度が急速に厳格化したことなどから、減少ペースは一段と加速している（図表10）。

図表10 金融機関の貸出し態度



住宅のストック調整の現在の局面をみると、住宅在庫の限界的な伸びは低下しており、調整にはある程度進展がみられる。しかし、住宅販売の伸びが低迷したままであることから、ストック調整の完了には、まだしばらく時間がかかるとみられる（図表11）。

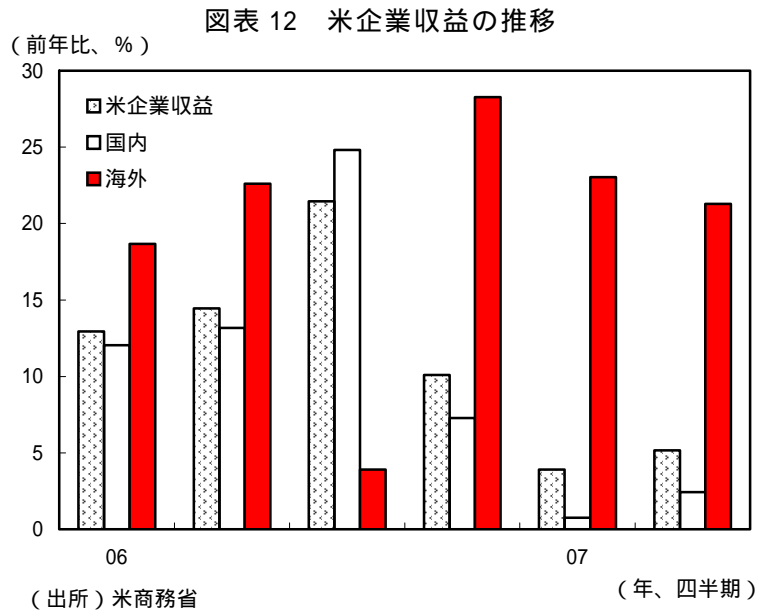
図表11 住宅のストック循環



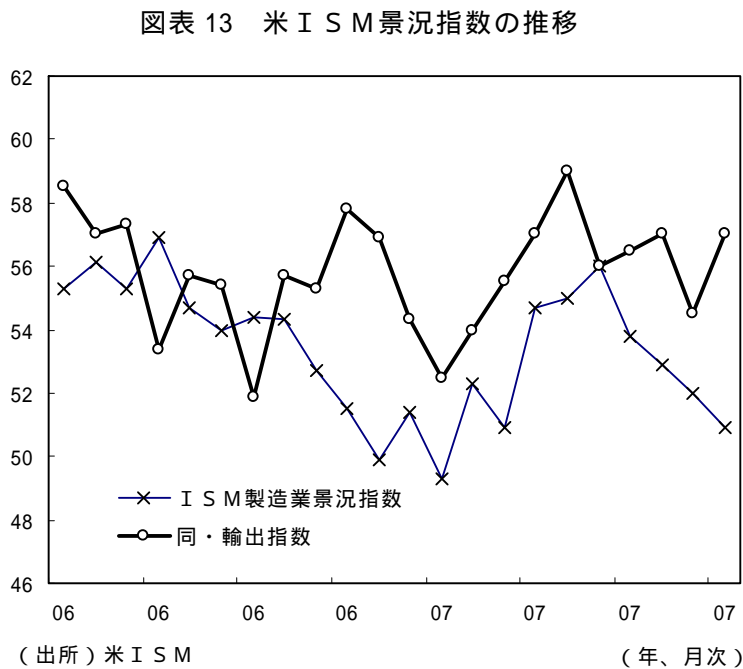


(2) 企業  
企業収益

2007年の米国の企業収益は、6年連続で過去最高益を更新する見込みである。もっとも、増益率については景気の減速を背景に2006年末から鈍化している。そうした中、2007年前半は海外からの収益が全体を下支えする構図が鮮明となった(図表12)。



こうした米国内の景気と海外の景気のデカップリング(非連動)は、足元でも続いている。ISM指数をみると、総合指数が低下する中、輸出指数は改善傾向が続いている。海外経済の好調さは2008年についても持続する見込みであり、企業収益を下支えするとみられる(図表13)。



## 設備投資

設備投資の業種別のシェアをみると、不動産や金融など、サブプライム問題の影響を直接的に受ける業種のシェアが高いことが分かる。これらの業種の企業収益は、すでに大幅に減少しており、設備投資全体を下押しするとみられる（図表 14）。

図表 14 業種別にみた設備投資シェア

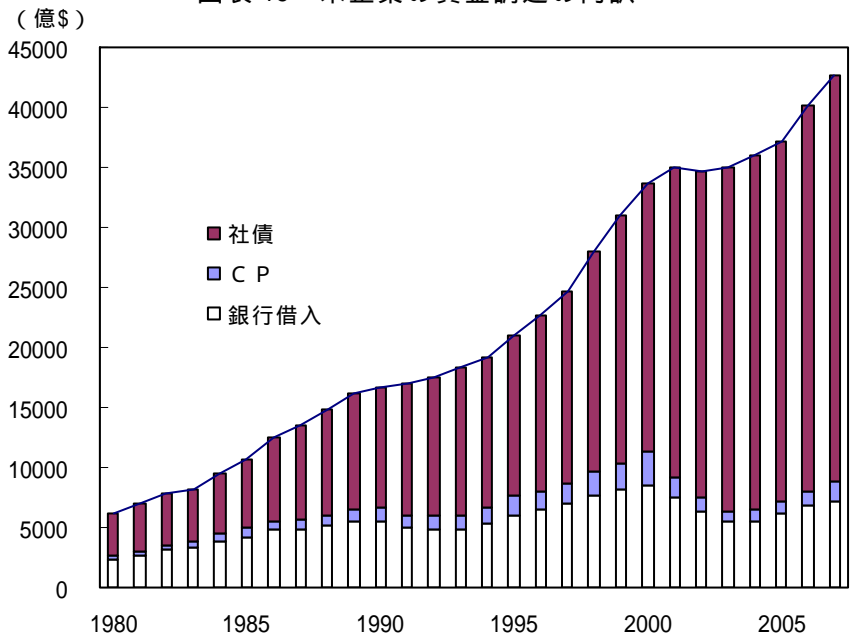
(%)

設備投資		機械ソフトウェア投資	
不動産	41.4	不動産	15.8
製造業	8.3	製造業	9.5
金融業	6.1	金融業	9.4
鉱業	5.7	専門サービス	8.6

(注) 設備投資全体に占める各業種のシェア  
(出所) 米商務省

サブプライム問題をきっかけに金融機関のバランスシートが悪化しているため、企業向け融資の削減による信用収縮が懸念されている。実際、金融機関の融資姿勢に関する調査では、住宅ローン融資にとどまらず、商工業向けローンについても融資姿勢はタイト化している。もっとも、米国の企業の負債調達の内訳をみると、債券発行が太宗を占めており、間接金融の割合は小さい。したがって、かりに信用収縮が現実起きて、金融機関の融資残高が減少に転じる場合でも、企業の設備投資行動に与える影響は限定的なものにとどまるとみられる（図表 15）。

図表 15 米企業の資金調達の内訳

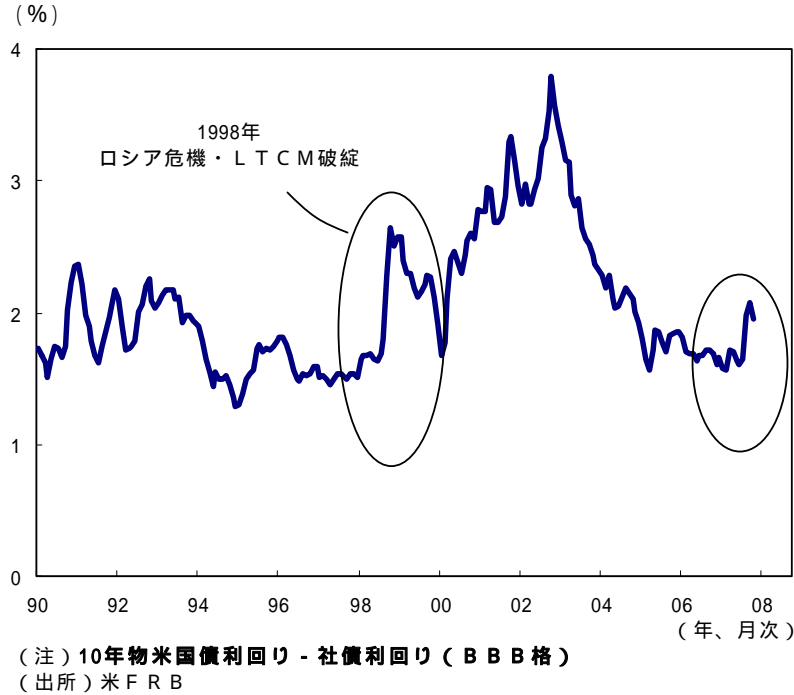


(注) 2007年は1～6月までの値  
(出所) 米FRB

(年)

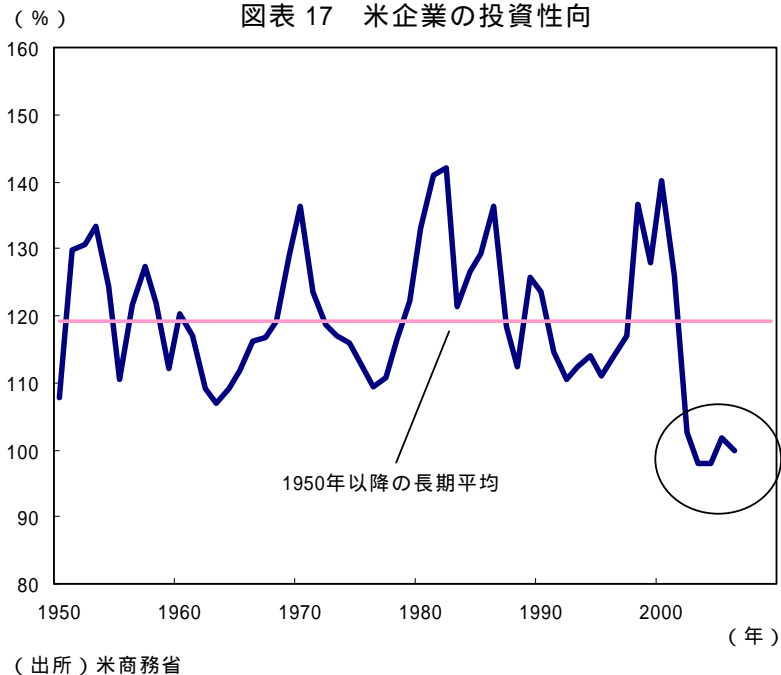
信用スプレッドは、リスク評価が見直されていることにより拡大しているが、歴史的には低い水準にある。長期金利が低下していることもあり、直接金融を通じた企業の資金調達環境は、依然として緩和ぎみであるとみられる（図表 16）。

図表 16 信用スプレッドの推移



米企業の投資性向（設備投資／キャッシュフロー）は長期平均と比べ大幅に低下しており、設備投資は稼働率水準と比べ抑制されている。キャッシュフローを重視する企業のこうした経営姿勢も、間接金融での信用収縮の影響を、限定的なものにとどめよう（図表 17）。

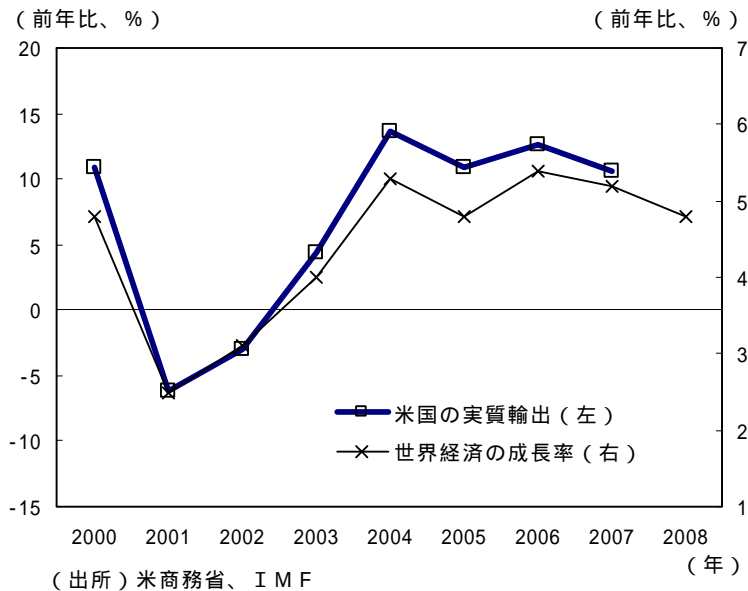
図表 17 米企業の投資性向



( 3 ) 海外

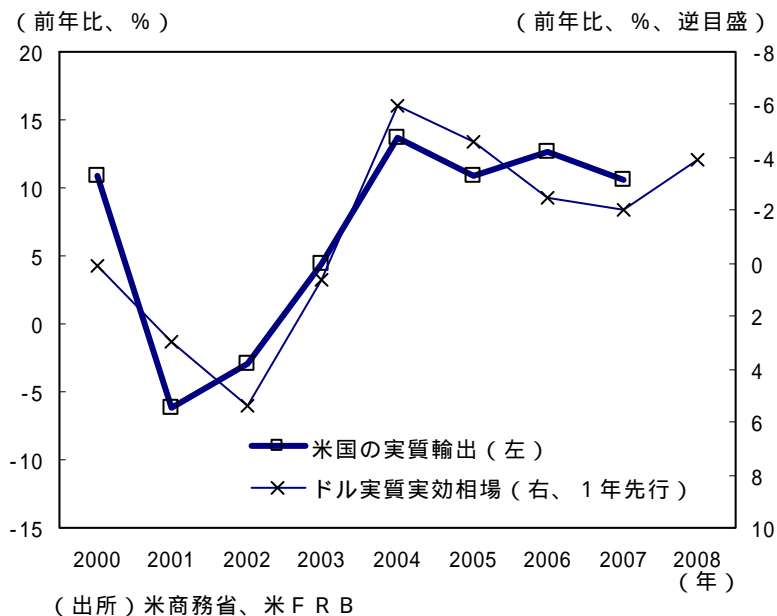
米国の輸出は世界経済の好調を背景に大幅な伸びを示しており、7～9月期には純輸出のマイナス幅の縮小によってGDPを1.4%ポイント押し上げた。経常赤字の拡大傾向が続いた米国で、純輸出がGDPを2期連続で1%以上押し上げたのは、1990年第1四半期以来16年ぶりである(図表18)。

図表18 海外景気と米国からの輸出



ドルの実質実効為替相場は、2002年以降低下傾向で推移しており、足元では下落テンポが加速している。こうしたドル安傾向は、米国の輸出を価格面から押し上げることが見込まれる(図表19)。

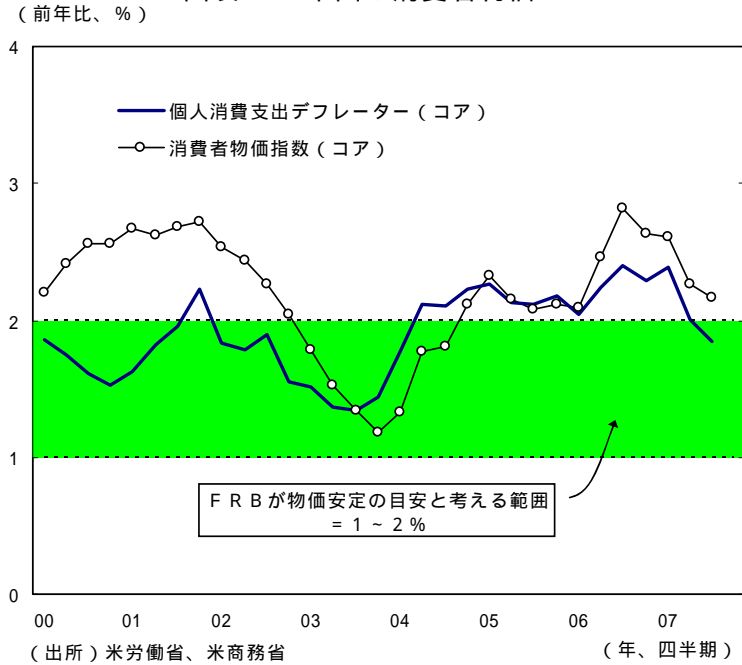
図表19 為替相場と輸出



(4) 物価

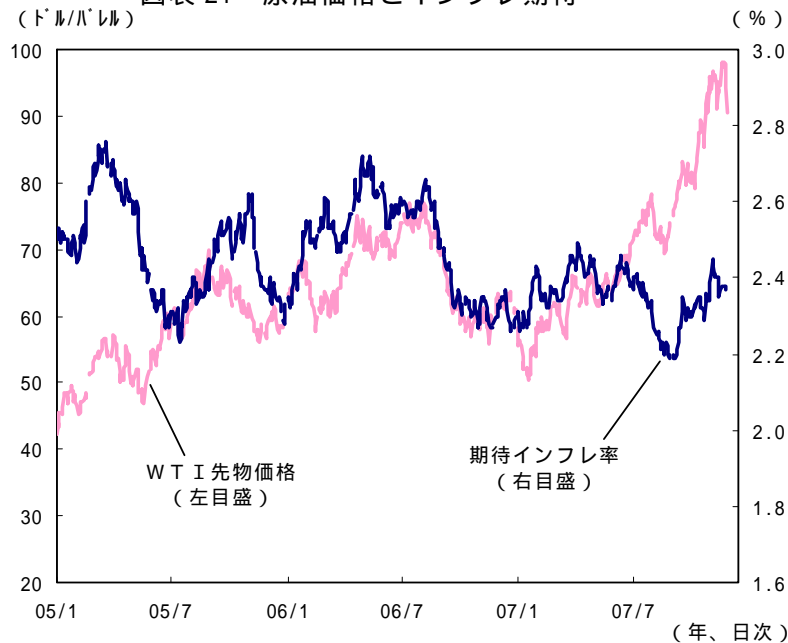
米国の物価は、エネルギーや食料品価格の上昇により、総合指数では上昇率が加速しているものの、金融政策運営の目安とされるエネルギー・食料品を除くコアでみると、景気の減速や、帰属家賃上昇による特殊要因のはく落もあり、鈍化傾向を示している(図表 20)。

図表 20 米国の消費者物価



先行き、エネルギー・食料品価格の上昇がコアに波及することが懸念されるほか、賃金上昇やドル安による輸入物価の上昇がインフレ要因になるとみられる。もっとも当面は、景気の減速が続くことやインフレ期待が抑制されていることから、物価はコアベースでの安定した推移が続くことが見込まれる(図表 21)。

図表 21 原油価格とインフレ期待

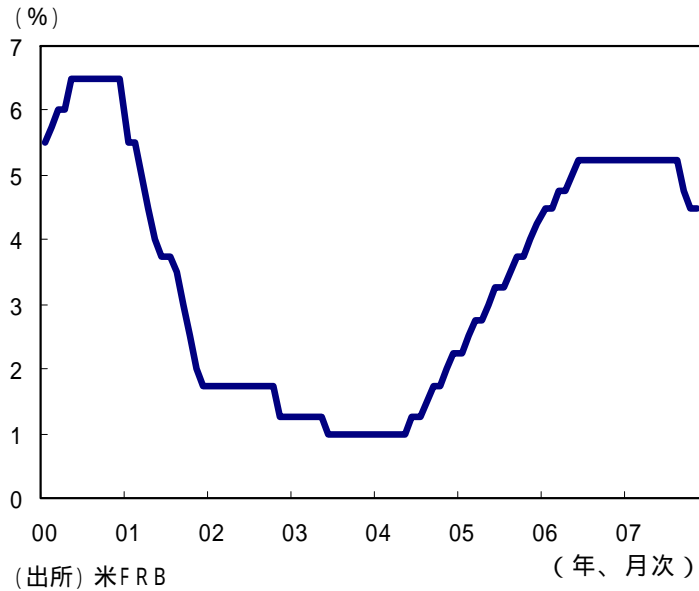


(注) 期待インフレ率は米10年物国債利回り - インフレ連動債利回り  
(出所) NY商業取引所、FRB

( 5 ) 金融政策

F R B (連邦準備制度理事会) は、2006 年 8 月以降 F F 金利を据え置いてきたが、サブプライム問題の混乱による景気への影響に配慮し、2007 年 9、10 月に合計 0.75%ポイントの利下げを実施した (図表 22)。

図表 22 米 F F 金利の推移



サブプライム問題の混乱に配慮した予防的利下げは、あと 1 回程度実施される見込みである。しかし、景気の先行きについては、2008 年の後半以降、潜在成長率ペースでの成長への回帰が見込まれる中、エネルギー・食料品価格の高騰や賃金上昇、ドル安などのインフレ圧力があることから、利下げの回数は最低限にとどめられる見通しである (図表 23)。

図表 23 単位労働コストと金利の推移

