

みずほ米国経済情報

2008年12月号

米国経済・金融市場の概況

- オバマ次期政権の主要経済閣僚が早くも発表された。金融市場は好反応を示しているが、人事には不安材料もある。
- バーナンキ議長は追加利下げの効果に懐疑的な姿勢を示す一方、米国債等の購入など流動性供給を通じた追加緩和に強い意欲を見せている。12月の連邦公開市場委員会で、新たな方向性が示される可能性がある。
- TARPによる金融機関への資本注入はすでに2500億ドルを超えた模様だ。足もとではビッグ3救済の議論が再開し、公的支援の行方に注目が集まっている。

みずほ総合研究所

2008年12月5日発行

※当レポートは情報提供のみを目的として作成されたもので、商品の勧誘を目的としたものではありません。

INTENTIONALLY LEFT BLANK

1. トピック：オバマ次期政権の経済閣僚と新たな緩和策を示唆したFRB議長

早くも揃ったオバマ次期政権の経済閣僚。注目の次期財務長官にはガイトナー氏を任命

11月4日の大統領選で大勝したオバマ次期大統領は、金融危機の混乱が続く中で政治的不透明さを回避すべく、主要な経済閣僚を相次いで発表した。

最も注目された次期財務長官には、ポールソン現長官と共に危機対応の中心的役割を果たしてきたティモシー・ガイトナー・ニューヨーク地区連邦準備銀行総裁が起用された。リーマン・ブラザーズの破綻によって危機が深刻化したことなどから、ガイトナー総裁の起用は見送られるのではないかとの見方もあったが、人事発表後の株価上昇を見る限り、市場では危機対応の継続性に対する安心感が広がったようだ。

大統領行政府（Executive Office of the President）に属する機関の一つで、経済政策の調整等を担う国家経済会議（NEC※）議長には、クリントン政権下でガイトナー財務次官（国際担当。当時）の“上司”だったサマーズ元財務長官（1999～2001年）・前ハーバード大学長（2001～2006年）が任命された。サマーズ氏はクリントン政権下でメキシコ通貨危機（1994年）、アジア通貨危機（1997年）、ロシア危機（1998年）等に対応、オバマ陣営に加わった昨夏以降は、ブッシュ政権の危機対応の鈍さを批判し、オバマ氏の“影の財務長官”的な役割を担ってきたと言われている。1999年には、財務長官として、ファニーメイとフレディマックに対するより強固な規制や監督の必要性を訴えたこともある。（※NECは1993年クリントン大統領の大統領命令によって設立された機関。大統領命令によって定められた使命は4つ。①国内経済問題と対外経済問題に関する政策立案の調整、②大統領に対する経済政策アドバイスの調整、③大統領の経済目標に対する政策決定及びプログラムの適合、④大統領経済政策アジェンダの実施状況の監視。）

ボルカー元FRB議長も経済アドバイザーに任命

このほか、ブッシュ政権下での農業やエネルギー分野に対する“歪んだ”予算配分を見直していく役割を担う行政管理予算局（OMB）の局長には、ピーター・オルザグ議会予算局（CBO）局長、また大統領経済白書の執筆で知られる大統領経済諮問委員会（CEA）委員長にはクリスティナ・ローマー・カリフォルニア大バークレー校経済学部教授が任命された。さらに、新たに設置される大統領経済再生諮問委員会の議長として、ポール・ボルカー元連邦準備制度理事会（FRB）議長（1978～1987年）の起用が決まった。

主要経済閣僚名簿の発表に対して金融市場は好反応を示した。7,000億ドルとも言われている次の景気刺激策は、サマーズ氏が主張してきたインフラストラクチャーの整備が中心になる可能性が一段と高まった。また、利下げを求める政治的圧力によってFRB議長の座を追われたタカ派のボルカー氏がどの程度まで景気回復のための金融緩和を許容するのか、ボルカー氏自身がハト派のバーナンキFRB議長に対する政治的圧力になってしまうことはないのかなども、今回の人事を巡る興味深いポイントだ。一方、「謙遜を知らない」（1995年のWall Street Journal記事が有名）とも言われるサマーズ氏が調整役となることに懸念が残ることや、著名エコノミストが勢揃いし「船頭多くして船山に登る」（Too many cooks spoil the broth）結果に陥るのではないかとの指摘もあり、今回の人事には不安も燻っている点に注意が必要だろう。

大幅下方修正となったF
R Bの経済見通し

景気悪化と金融危機の深刻化を受け、F R Bの経済見通し（11月19日公表）は大幅に下方修正された。2009年の実質G D P成長率（中央傾向値）は、6月見通し（7月16日公表）の+2.0%～+2.8%から、▲0.2%～+1.1%へと2%Pt程度下方修正され、マイナス成長も視野に入る内容となった（※F R Bの見通しのうち、失業率は当該年10～12月期の予測値、失業率以外は当該年10～12月期における前年同期比上昇率によって示される点に注意）。

成長率の下方修正と共に、2009年の失業率が5.3%～5.8%から7.1%～7.6%へと上方修正され、コア・インフレ率は+2.0%～+2.2%から+1.5%～+2.0%へと下方修正された。従来の見通しでは、コア・インフレ率が物価安定圏入りするには2010年を待つ必要があったが、今回、国際商品価格の下落や景気悪化に伴う需給緩和を背景に、物価見通しは大きく改善した。むしろ物価見通しに関しては、2003年当時と同様の「デフレリスク」が懸念され始めており、10月28・29日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録では、一部のFOMC委員が一段とアグレッシブな金融緩和を行うことによって「デフレ的な結果がもたらされる可能性を減じることができる」と論じたことが示されている。

ゼロ金利が間近となり、
注目が集まる金融政策の
行方。金利政策ではもは
や限界

ゼロ金利が間近となる中、伝統的金融政策である金利政策のあり方を巡って、FOMCで相対立する見方があることも明らかとなった。10月会合の議事録によれば、数名のFOMC委員が「利下げ余地が限られていること」を理由に、利下げのテンポをこれまでよりも緩やかにすべきであると指摘した。これに対し、他の委員からは、「政策効果が低下している可能性や緩和余地が限られているという現実こそが、よりアグレッシブな金融緩和を行う理由になる」と真っ向から反論している。

これは利下げのテンポに関する議論だが、利下げを行った場合の効果そのものについて、バーナンキF R B議長は最近の講演（12/1）で次のように懐疑的な意見を述べた。「1%という現在のフェデラルファンド（F F）金利誘導目標をさらに引き下げることは実行可能ではあるものの、いまや、景気刺激という点において伝統的な金利政策では明らかに手に負えない状況になってきている。」こうした見方の背景には、実効F F金利が誘導目標を大幅に下回っているという現実がある。F R Bは超過準備に対する付利を行っているため、原理的には、実効F F金利の水準は誘導

参考図表1 F R B経済見通し

	2008	2009	2010	2011
中央傾向値				
実質G D P成長率	0.0 to 0.3	-0.2 to 1.1	2.3 to 3.2	2.8 to 3.6
2008年6月予測	1.0 to 1.6	2.0 to 2.8	2.5 to 3.0	
失業率	6.3 to 6.5	7.1 to 7.6	6.5 to 7.3	5.5 to 6.6
2008年6月予測	5.5 to 5.7	5.3 to 5.8	5.0 to 5.6	
インフレ率	2.8 to 3.1	1.3 to 2.0	1.4 to 1.8	1.4 to 1.7
2008年6月予測	3.8 to 4.2	2.0 to 2.3	1.8 to 2.0	
コア・インフレ率	2.3 to 2.5	1.5 to 2.0	1.3 to 1.8	1.3 to 1.7
2008年6月予測	2.2 to 2.4	2.0 to 2.2	1.8 to 2.0	

（注）実質G D P成長率、インフレ率、コア・インフレ率は当該年10～12月期における前年比。失業率は当該年10～12月期における平均値。インフレ率、コア・インフレ率は個人消費支出デフレーターベース。中央傾向値は上位3予測値及び下位3予測値を除いたもの。

（資料）F R B（2008/11/19公表）

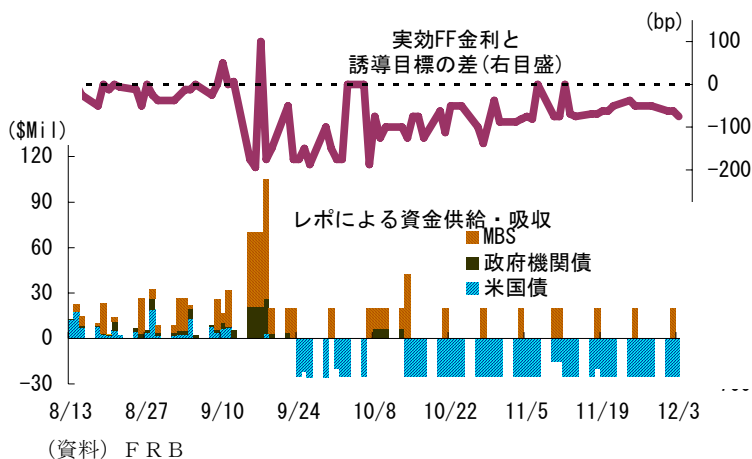
バランスシート拡張を通じた緩和策に意欲を示す
バーナンキ議長

目標に収斂するはずだ(※)。しかし、準備預金を持たず、したがって準備預金への付利に伴うインセンティブとは無縁のファニーメイとフレディマックが、FF市場において巨額の資金を供給(運用)していることを主因に、FRBがオペによって資金を吸収してもなお、実効FF金利は誘導目標を大きく下回る事態が続いているのである(参考図表2)。(※FRBは11月5日、準備預金に対する付利の水準に関する変更を行った。所要準備に対する付利の水準は、従来「準備積み期間におけるFF金利誘導目標の平均値-10bp」であったが、「準備積み期間におけるFF金利誘導目標の平均値」に引き上げられた。超過準備に対する付利の水準も、従来「準備積み期間におけるFF金利誘導目標の最低値-35bp」であったが「準備積み期間におけるFF金利誘導目標の最低値」に引き上げられた。11月6日に始まる積み期間から実施。準備預金への付利を行うことによって、それを下回る水準で銀行が資金運用するインセンティブが失われ、実効FF金利が誘導目標に収斂することが期待される。)

金利の非負制約によって、もはや伝統的な金利政策に効果が期待できない中、バーナンキ議長が「依然として有効」と指摘したのが、「FRBに残された二つ目の手だて、すなわち流動性供給(the provision of liquidity)」だ。一連の流動性供給によってFRBのバランスシートは著しく拡張しており、将来のインフレ発生を防ぐために適正水準への回復が求められるところだが、バーナンキ議長は「それは将来の問題である」とバランスシート拡張への懸念を一蹴した。「今は、政策目標として金融市場と経済をサポートしなければならない」と述べ、一段の流動性供給に強い意欲を示した。

バーナンキ議長によれば、FRBが自身のバランスシートを使って流動性を供給し、金融市場に影響を与える手段は(金融機関への貸付以外に)大きく二つある。第一に、公開市場操作を通じてより長いタームの各種証券(米国債や政府機関債など)を大量に購入し、当該証券の金利を引き下げる方法である。第二に、金融機関のみならず、特定の金融市場を流動性供給の直接のターゲットとする方法である。講演では、第一の方法の一例としてGSE債(最大1,000億ドル)やエージェンシーMBS(最大5,000億ドル)の買取り(11/25発表)、第二の方法の例として、FRBがコマーシャルペーパーを実質的に引き受けるCPFF(Commercial Paper Funding Facility)や、資産担保証券(最大2,000億ドル)を実質的に引き受けるTALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, 11/25発表)が挙げられて

参考図表2 実効FF金利とレポ

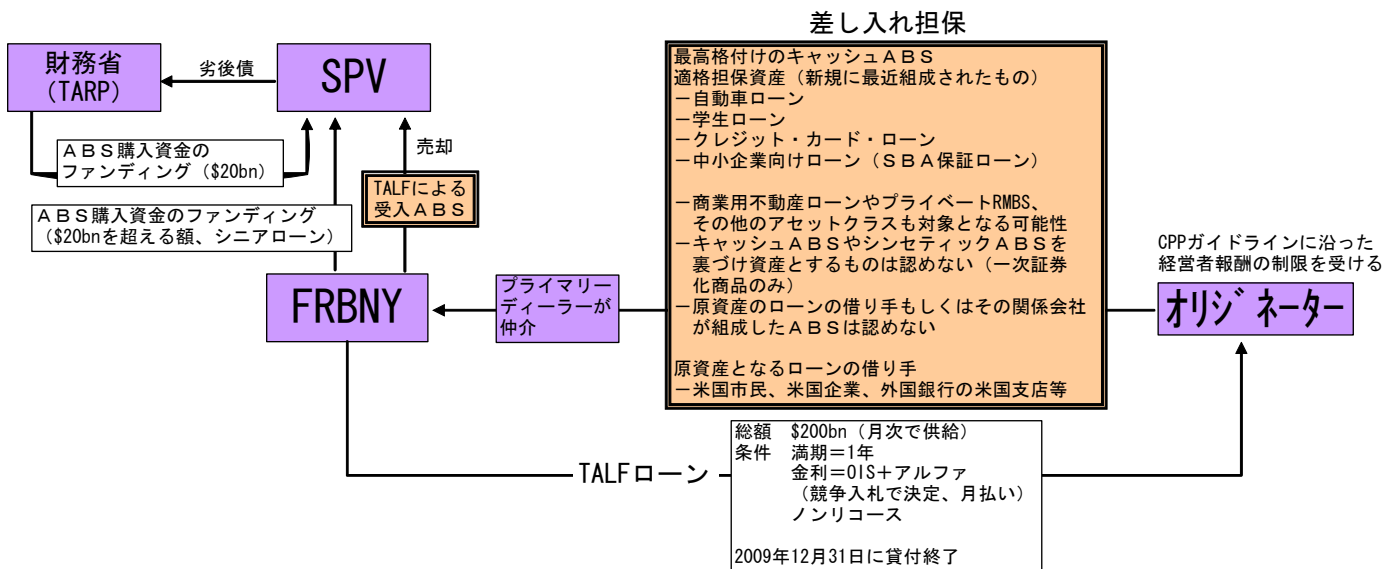


バランスシート拡張策に
残る課題

いる（参考図表3）。

こうした事実上の量的緩和（quantity easing）と言える流動性供給について、バーナンキ議長はMBS市場では効果が見られると述べたが、運営上、二つの課題が指摘されている。サンフランシスコ地区連邦準備銀行のエコノミスト、グレン・ルーデブッシュ氏によれば、第一に量的緩和の運営や経済に対する影響を正確に測ることは困難である分だけ伝統的金利政策と比べて危険を孕んでおり、試行錯誤が避けられない（Glenn D. Rudebusch, *FedViews*, November 13, 2008）。第二に、FRBがどのように量的緩和策を運営し、その実施を指示していくのかというガバナンス上の問題がある。長い間、FOMCは金利政策の運営に関してニューヨーク地区連邦準備銀行のトレーディング・デスクに指示を与えてきた。しかし今後は、FF金利の誘導目標に替えて、もしくはそれと共に、準備目標を指示することが適切かもしれないという（参考図表4）。

参考図表3 Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)



（資料）連邦準備制度理事会よりみずほ総合研究所作成

参考図表4 米金融政策における操作目標・中間目標の変遷

操作目標	中間目標
1970年代 FF金利	M1（及びM2）
＜FF金利の変動を抑えていたためインフレが加速したとの批判＞	
1979年10月 非借入準備（=総準備-借入準備）	
1982年末	M1を放棄 M2重視
1983年 借入準備	
＜銀行部門の弱体化により借入準備（連銀貸出）の需要予測が困難化＞	
1988年ごろ 事実上FF金利に回帰	
1991年7月	「信用仲介過程に関する不確実性により、期的にはM2の動向が短解釈困難となる可能性がある」（G議長議会証言）
1992年7月	「マネーサプライの伸び率低下は、実体経済の減速を意味しない」（同）
1993年7月	「マネーと所得、マネーと物価との間の歴史的な関係は大きく崩れており、政策運営の指針としての有効性を喪失している。少なくとも当分の間、M2については、政策運営上の位置付けを引き下げる」（同）
2000年6月	M2目標値（見通し）の公表を正式に取りやめ （←M2公表を義務付けていたハンフリー・ホーキンス法が99年末に失効）

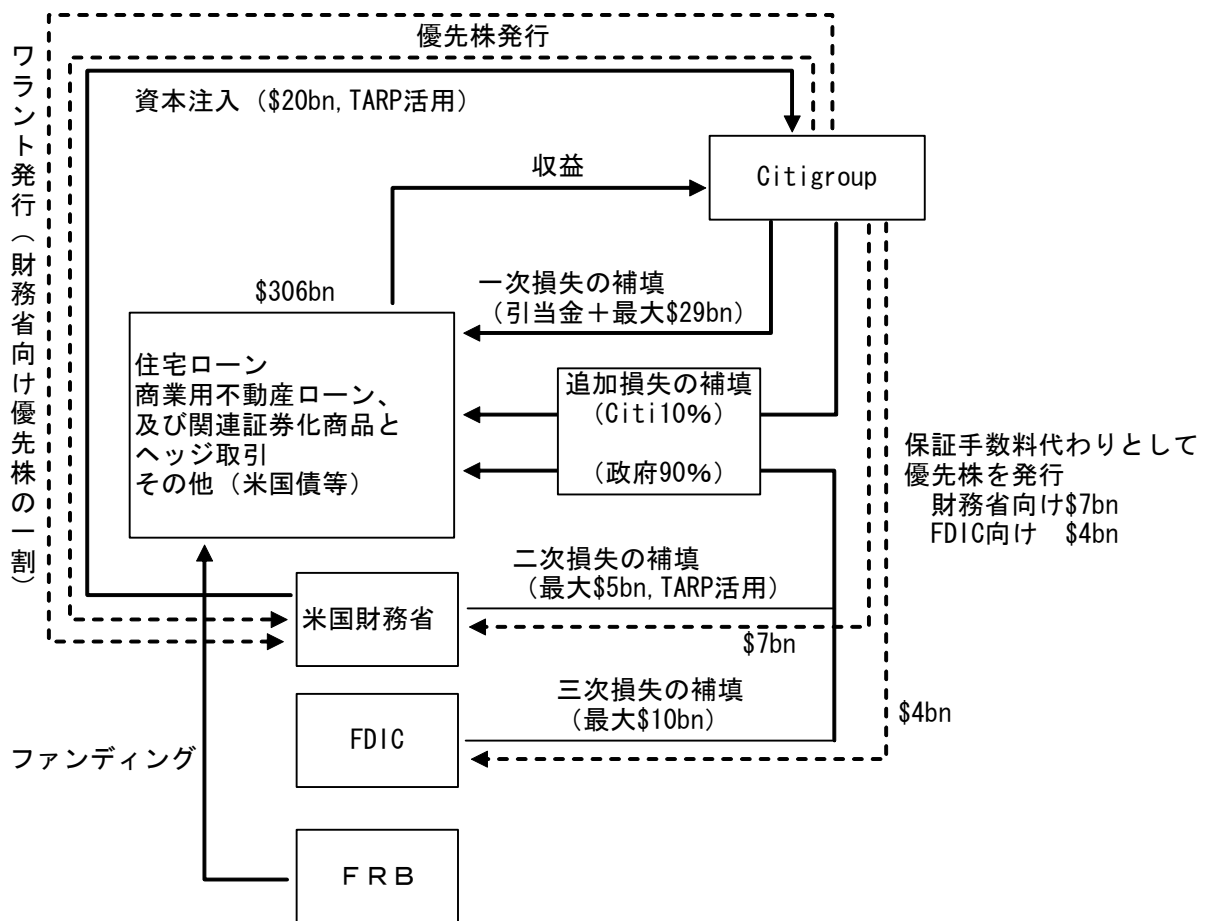
（資料）アンマリー・ミュレンダイク「アメリカの金融政策と金融市場」（東洋経済）等よりみずほ総合研究所作成

当初枠（2500 億ドル）を
使い切る見込みとなった
TARP

不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program、TARP）による金融機関への資本注入（Capital Purchase Program、CPP）は、申請中のものを含めると、12月2日時点で84機関、計2,533億ドルに達した模様である（※ウォール・ストリート・ジャーナルによる集計（12/2）にシティグループ向けの追加資本注入額（11/23）を加算）。

資本注入額が最大となったのはシティグループで、10月13日に実施された250億ドルと、11月23日に発表された追加支援策（参考図表5）を合わせ資本注入額は450億ドルとなる。追加支援策は「オープン・バンク・アシスタンス」と呼ばれる連邦預金保険公社（FDIC）の金融機関支援策の一つに該当し、「閉鎖危機にあるけれども、まだ営業を続行している銀行に対して支援を提供する方式」（平成11年9月9日大蔵省金融審議会「第二部会」第11回会合におけるタノウエFDIC議長（当時）による説明）である。オープン・バンク・アシスタンスはFDICにとってコストのかかる支援となるため、極めて稀にしか適用されない。現在は1991年FDIC改善法に定められた金融機関支援策に関する「最小費用原則」を適用除外とする「システムミック・リスク条項」が発動されており、大掛かりな支援が可能となっているのである。支援では、シティグループが保有する資産のうち一部（3,060億ドル）について、将来発生する損失の一部を米国財務省とFDICが一定額を上限として補填し（ロス・シェアリング）、さらにそれを超える損失はFRBがファイナンスする。

参考図表5 シティグループ向け追加支援策（11/23発表）



保証期間：住宅ローン関連資産は10年、その他資産は5年

(資料) 米国財務省、FRB、連邦預金保険公社の共同声明及び資料よりみずほ総合研究所作成

議論が再開したビッグ 3 救済

資本注入額のうち二番目に大きいのがアメリカン・インシュランス・グループ (AIG) 向けであり、総額 400 億ドルにのぼる。11 月 10 日に発表された支援策の内容は、従来の FRB による AIG 向け緊急融資 (AIG ファシリティ) の内容を修正し、FRB の負担軽減と TARP を通じた資本注入を行うと同時に、保有資産のうち住宅ローン担保証券の切り離し (RMBS ファシリティ) と AIG が引き受けたクレジット・デリバティブ取引の清算 (CDO ファシリティ) を行うというものだ (参考図表 6)。

ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーに続き、消費者金融大手のアメックスが銀行持ち株会社化 (11/10) の道を選ぶなど、公的支援を求める動きは続いており、足もとではビッグ 3 の救済に関する議会の動きが再開した。ビッグ 3 は再建計画を議会に提出し、総額 340 億ドルの支援を議会に求めた (12/2)。ペロシ下院議長が「破産法適用は選択肢ではない」(12/2) と述べたように、おそらく政府による救済は時間の問題であるかも知れない。もっとも、欧州新興国のように、ビッグ 3 が抱える問題は流動性問題だけではなくその構造、競争力にある。公的救済によって安堵感が広がっても、それは短命に終わる可能性が高いだろう。

参考図表 6 AIG 向け支援策 (11/10)

AIG ファシリティ		
公表日	9/16	11/10
コミットメントライン	\$85bn	\$60bn
融資金利	3M Libor+850bp	3M Libor+300bp
未利用枠に対する手数料	850bp	75bp
期間	2年	5年
TARPによる優先株購入		\$40bn
		9/22付FRBNY融資の返済

↑
 上位5人の経営陣に対する報酬制限
 上位70社の経営者に対するゴールデン・パラシュート制限及び年次ボーナスプールの制限
 企業経費及びロビーイング、企業統治に関する新たな内部規制の維持

RMBS ファシリティ : LLC のバランスシート

AIG の米国証券貸付事業の担保ポートフォリオから買い取った RMBS	FRBNY 融資 最大 \$22.5bn
	AIG 融資 (劣後) \$10bn

LLC から AIG に支払われる代金 (\$32.5bn) は他の AIG 資源と共に、AIG 米国証券貸付事業の現金担保をすべて返却するために利用される
 ※AIG による NY 地区連銀への証券貸付ファシリティ (10/8、\$37.8bn) も解消

CDO ファシリティ : LLC のバランスシート

AIG FP が CDS を引き受けたマルチセクター CDO \$70bn	現金担保 \$35bn
	FRBNY 融資 最大 \$30bn
	AIG 融資 (劣後) \$5bn

CDO 購入と共に、関連する CDS 取引も解消。

(資料) FRB よりみずほ総合研究所作成

2. 需要動向：需要は全面的悪化の様相

中古住宅販売は緩やかな増加基調を維持するも、新築住宅販売は減少基調

建築業者の景況感の悪さは深刻。住宅着工の削減に歯止めがかからず

住宅在庫率は高水準。住宅価格の下落テンポが加速

消費者マインドは低迷

住宅販売は低迷し、市場の先行きに明るさはない。

全米不動産協会によれば、10月の中古住宅販売（戸建て及び集合住宅）は年率498万件、前月比▲3.1%と減少した（図1）。戸建て中古住宅に限ると年率443万件、前月比▲3.3%の減少である。全体としてみると緩やかな増加基調が続いているが、足もとでは、北東部や中西部で市況が大きく悪化しており、南部でも販売が落ち込んだ。中古住宅販売の緩やかな持ち直しに寄与してきた西部地域でも、販売件数の伸びに一服感がみられる。一方、新築住宅販売（戸建て。米国商務省）は10月年率43.3万件、前月比▲5.3%と減少基調が続いている。

建設業者の景況感さらには悪化した（図2）。新築住宅販売の現状と見通し（6ヵ月先）、見込客の動向をもとに作成されている住宅市場指数（全米住宅建築業者協会によるHousing Market Index。0～100の範囲をとり、水準が高いほど良好）は11月にわずか9（前月比▲5Pt）まで低下し、1985年の統計開始以来、過去最低水準を更新した。

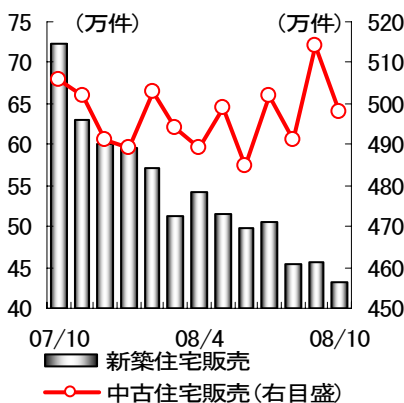
住宅着工件数（米国商務省）は10月年率79.1万件（前月比▲4.5%）、住宅着工許可件数は年率73.0万件（前月比▲9.3%）と減少傾向にある。ストック調整圧力と金融タイト化の影響が明白になっている。

中古住宅の在庫率は10月10.2ヵ月（9月10.0ヵ月。全米不動産協会）、新築住宅では11.1ヵ月（同10.9ヵ月。米国商務省）と高水準で推移しており、住宅の供給過剰感は極めて強い。

住宅価格には下落圧力が高まっている。スタンダード・アンド・プアーズ/ケース＝シラー住宅価格指数（主要10都市圏を対象とする指数。2度以上売買されたことがある戸建て中古住宅を対象とした品質調整済み価格指数）は、9月前月比▲2.0%、前年比▲18.6%と大きく下落した。連邦住宅金融局（FHFA。OFHEOに代わる新たな政府機関）による住宅価格指数（リファイナンスに伴う再評価を除く、売買取引のみを対象とした系列）も9月前月比▲1.3%、前年比▲7.0%となり、住宅価格下落のテンポが加速している。

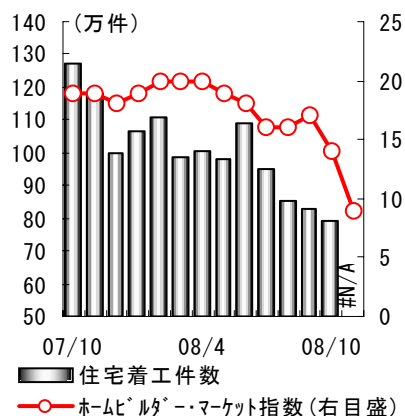
消費者マインドは低迷している。11月のミシガン大学[○]消費者信頼感指数（確報）

図1 住宅販売件数



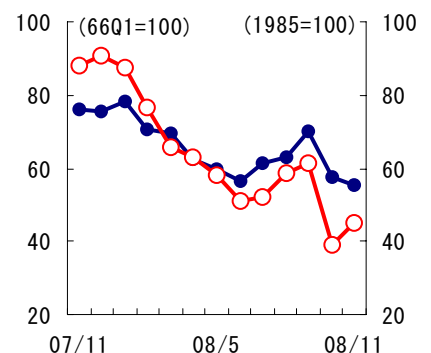
(資料) 全米不動産協会、米国商務省

図2 住宅着工件数



(資料) 全米住宅建築業者協会、米国商務省

図3 消費者信頼感指数



(資料) ミシガン大学[○]、カンファレンスボード[○]

消費は一段と悪化

は55.3(前月比▲2.3Pt)と低下した(図3)。カンファレンスボード同指数は、1967年の統計開始以来最低水準に落ち込んだ9月の水準から小幅持ち直し、10月44.9(前月比+6.1Pt)となったが、水準は低いままである。

カンファレンスボードによれば、「景気が悪い」と回答した消費者は全体の40.3%にのぼり、1992年11月(42.7%)以来の高さとなった。「仕事が見つげにくい」と回答した割合は37.2%で、最近のピークである2003年9月(35.1%)の水準を2カ月続けて上回った。

消費活動は一段と悪化した。10月の小売売上高(米国商務省)は前月比▲2.8%と減少した(図4)。3カ月前比年率でみると▲17.5%となり、1967年の統計開始以来、最大の落ち込み幅である。国内自動車販売台数は10月年率1,052万台(米国商務省)、前月比▲15.6%と、1983年2月(年率1,044万台)以来の低水準となった。自動車を除く小売売上高(米国商務省)でも前月比▲2.2%(3カ月前比年率▲14.5%)と大幅に悪化している。

F R Bによれば、7~9月期の消費者信用残高は前期比年率+1.3%と、これまでと比べて大きく減速した(1~3月期は同+5.3%、4~6月期は同+4.1%)。信用収縮が耐久財を中心とする消費を抑制しているものとみられる。

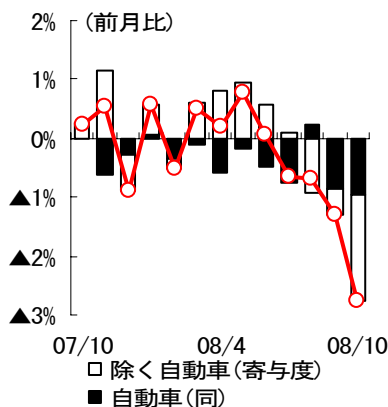
こうした結果、10月の個人消費(米国商務省)は前月比▲1.0%となり、2001年9月の同時多発テロを受けた落ち込み(同▲1.2%)に匹敵する減少幅となった。実質ベースでは前月比▲0.5%となり、5カ月連続の減少である。

民間調査会社レッドブック・リサーチによれば週間小売売上高(百貨店21社中心)は11月に入り前年割れに陥った。直近週(11/29週)は前年比▲0.4%(⇔10月平均同+0.6%)と悪化。一方、国際ショッピングセンター協会とゴールドマン・サックスによる集計(総合小売、衣料品販売、家具販売。ただし同一店舗ベース)は前年比+1.3%(10月平均同+1.1%)となったが、売上高の水準は低い。また、11月の国内自動車販売台数は年率1,018万台(前月比▲3.6%、民間調査会社オートデータ)となり、消費悪化は深刻さを増している。

資本財受注は急速な減少

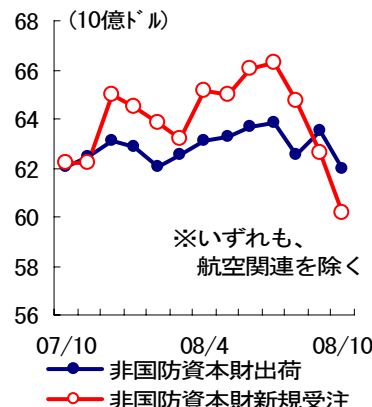
資本財出荷(米国商務省、以下同じ)は前月比減少し、7月にピークを打っていた可能性が高い。受注も急速に減少している。

図4 小売売上高



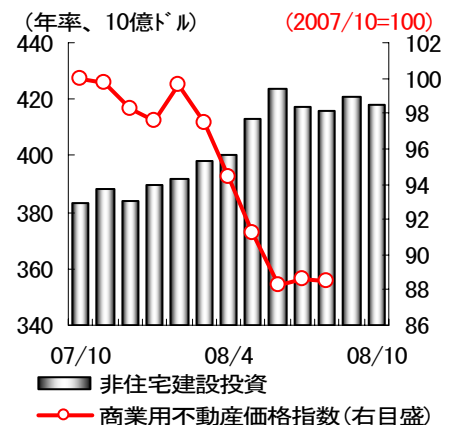
[資料] 米国商務省

図5 資本財出荷・新規受注



(資料) 米国商務省

図6 非住宅建設投資と価格動向



(資料) 米国商務省、ムーディーズ/マサチューセッツ工科大学不動産センター

機械関連の設備投資動向を示す非国防資本財（除く航空関連）の出荷額は10月前月比▲2.4%と減少し、2008年入って最も低い水準となった。同財の出荷額は7月にピークをつけ、その後、減少基調に転じたようだ。さらに、同財新規受注額の悪化はより鮮明で、10月には前月比▲4.0%と減少テンポが高まっており、2005年10月以来の水準に低下した（図5）。金融危機に伴う資金繰りの悪化や先行き不透明感の強まりによって、米国企業が設備投資活動を大きく見直し始めていることが表れていると言える。

実際、製造業企業の設備投資に対する先行き判断は慎重さが強まっている。ニューヨーク地区連銀の製造業調査における設備投資判断D I（6カ月先）は11月▲10.8（前月比▲16.9Pt）、フィラデルフィア地区連銀の同種調査では▲9.0（同▲7.0Pt）と共に大きく低下した。

米国商務省によれば、事業用建設投資（工場、オフィス等、住宅を除く建設投資）は横ばい推移が続いている（図6。同統計は頻繁な改訂に注意）。商業用不動産向け融資に対する需要低下と国内銀行の貸出厳格化の動き（FRBシニア・ローンオフィサー・サーベイ）を踏まえると、上記設備投資と同様、事業用建設投資の悪化は避けられないだろう。一方、商業用不動産価格（ムーディーズ/マサチューセッツ工科大学不動産センター）は一段の落ち込みこそ逃れているが、低迷が続いている。

米国の貿易活動は縮小している。米国商務省によれば、9月の輸出・輸入はそれぞれ前月比▲6.0%、▲5.6%と共に大きく落ち込んだ（図7）。貿易収支は▲564.7億ドルの赤字となり、およそ1年ぶりの水準まで赤字額が縮小した。

全輸出額の3割、全輸入額の4分の1を占める北米向け（カナダ、メキシコ）の貿易が縮小しているほか、9月は中国向け輸出が急減した。アジアNIEsや欧州向けの各輸出にも悪化傾向が明確になっており、金融危機の国際的波及に伴う世界経済の悪化が米国の輸出に跳ね返り始めている様子がうかがえる。

米国財務省によれば2009年度第1月にあたる10月の連邦財政収支は▲2,372億ドルとなり、単月としては過去最大の赤字となった（図8）。10月は不良資産救済プログラム（TARP）の一環として大手8金融機関に対する資本注入が実施され（資本購入プログラム、C P P）、その資本注入額1,150億ドルが財政支出として計上され

事業用建設投資は減少。
商業用不動産価格は低迷

貿易活動は縮小

9月の連邦財政は単月として過去最大の赤字

図7 輸出・輸入

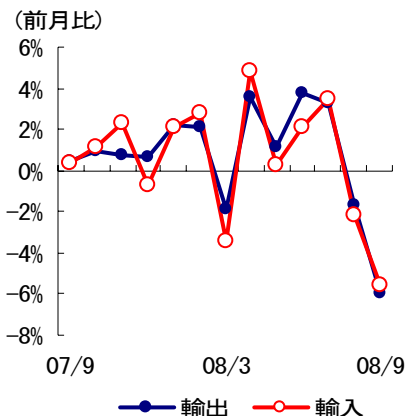


図8 累積連邦財政収支

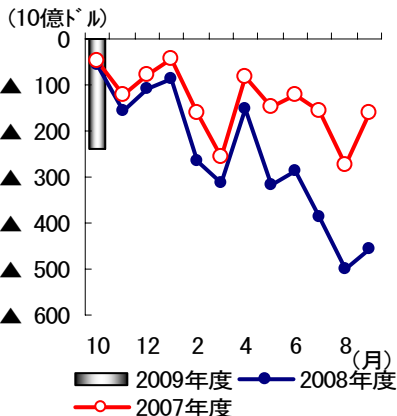
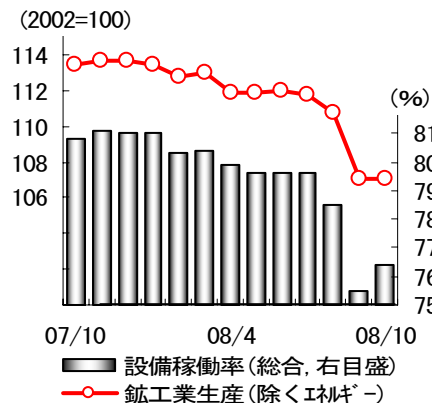


図9 鉱工業生産と稼働率



(資料) 米国商務省

(資料) 米国財務省

(資料) 連邦準備制度理事会

た影響が大きい。議会予算局（CBO）の推計によれば資本注入に伴う信用コストは170億ドルである。信用コストを計上した場合の財政赤字は▲1,392億ドル（＝▲2,372億ドル＋1,150億ドル－170億ドル）となるが、それでも10月としては最大の赤字幅である。

3. 生産・雇用動向：生産活動は低迷、雇用は悪化

減産基調変わらず

10月の鉱工業生産（FRB）は前月比＋1.3%と増加した。エネルギーを除く部門ではほぼ横ばいに留まっている（図9）。FRBによれば、9月と10月の鉱工業生産はハリケーン（特に化学産業や原油・天然ガス施設）とボーイング社でのストライキによって大きな影響を受けている。その影響を除くと、両月ともそれぞれ▲2/3パーセントの減産であったとみられ（FRB推計）、生産活動の停滞感は強い。

企業業況は一段と悪化

企業業況は一段と悪化している。

米国サプライマネジメント協会（ISM）によれば、製造業ISM指数は、11月36.2（10月38.9）と1982年5月（35.5）以来の水準に低下した（図10）。新規受注指数（27.9、前月比▲4.3Pt）、生産指数（31.5、同▲2.6Pt）、雇用指数（34.2、同▲0.4Pt）と主要構成指標が揃って悪化している。

非製造業の業況も大きく下ぶれした。非製造業ISM指数（景況指数、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数を単純平均した指数）は11月37.3（10月44.4）となり、1997年7月の統計開始以来最低水準となった前月から一段と低下した。

雇用情勢は悪化。賃金は安定

雇用情勢は悪化基調にある。

米国労働省によれば、10月の失業率は6.5%（前月比＋0.4Pt）と急上昇し、1994年3月以来の水準に悪化した（図11）。失業期間は10.6カ月（中央値）に上昇したほか、有効求人倍率は9月時点で0.80倍に悪化し、5月に1倍を割り込んでから低下傾向が続いている（有効求人倍率はみずほ総合研究所による試算）。

一方、非農業部門雇用者数は前月比▲24.0万人と大きく減少し、過去3カ月だけで65.1万人もの雇用が失われた。11月に入り、失業保険新規申請件数は50万件を上回って推移し始めており、雇用情勢は一段と厳しさが加わっている。

こうした状況に対し、時間当たり賃金上昇率は今までのところ緩やかな減速に留

図10 企業業況

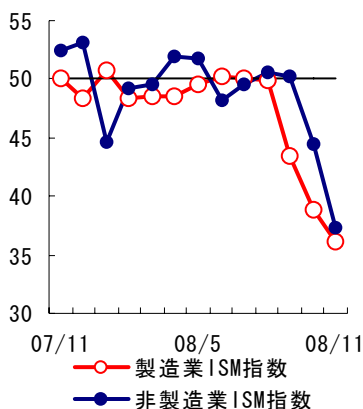


図11 雇用統計

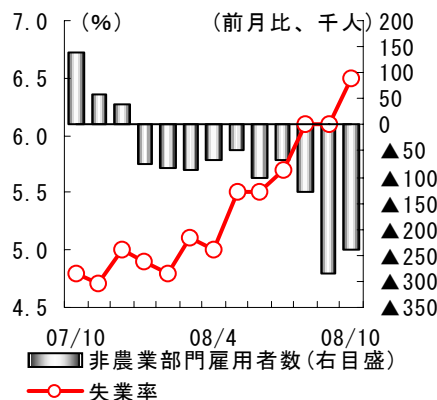
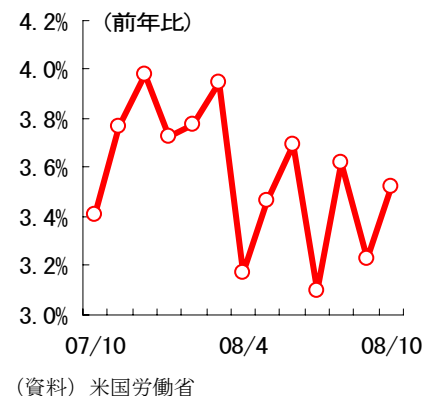


図12 時間当たり賃金上昇率



(資料) 米国サプライマネジメント協会 (ISM)

(資料) 米国労働省

まっている（10月は前月比+0.2%、前年比+3.5%、図12）。しかし、失業率や有効求人倍率の悪化に象徴される労働需給の緩みを踏まえると、減速幅の拡大は避けられないだろう。

4. 物価動向：最終消費財のコア・インフレ率は安定

輸入インフレ率は鈍化

輸入インフレ圧力は緩んでいる。米国労働省によれば（以下、物価は同じ）、10月の輸入物価上昇率は前年比+6.7%（9月同+13.6%）と一桁台の上昇率まで低下した。石油関連を除くコア輸入物価上昇率も同+5.0%（同+6.5%）と低下している（図13）。輸入最終財に着目すると資本財物価は同+1.3%、自動車物価は同+2.6%、消費財（除く自動車）物価は同+2.9%で、減速基調にある。

コア最終財PPI上昇率は高水準

国内生産部門（最終財）では物価上昇圧力が残存しているが、もはや持続性はないだろう。

10月のコア最終財PPIは前年比+4.4%（前月比+0.4%）と上昇率の高まりが続いている（図14）。一方、原材料PPIは前年比▲1.4%（前月比▲18.6%）と足元で大きく下落し、中間財PPIの上昇率も同+10.2%（同▲3.9%）まで鈍化している。川上部門ではインフレ圧力が大きく緩んでおり、最終需要も大幅な悪化が見られることを踏まえると、コア最終財PPIの上昇は最終局面を迎えていると考えられる。

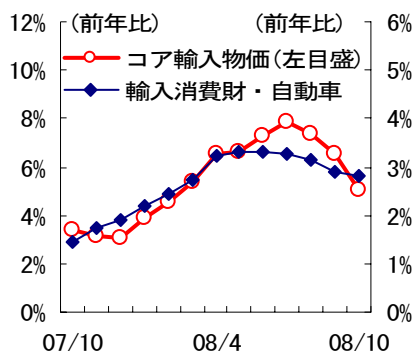
最終消費財関連物価は安定

最終消費財関連のコア・インフレは安定している。コアCPI上昇率は10月前年比+2.2%（前月比▲0.1%）と低下し、物価安定圏に近づきつつある（図15）。コア個人消費支出（PCE）デフレーター上昇率も10月は前年比+2.1%（前月比横ばい）まで低下した。3カ月前比年率では+1.4%の上昇率に過ぎない。

インフレ期待は低下

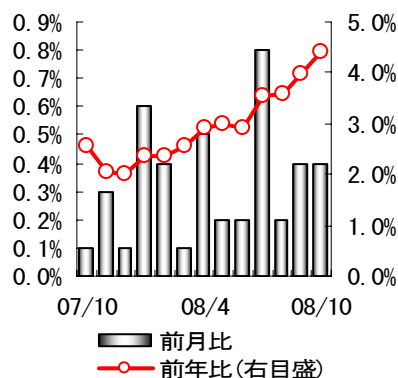
消費者のインフレ期待は低下している。1年先のCPI前年比上昇率の予想値はミシガン大学調査で+2.9%（直近ピークは5月の+5.2%）、カンファレンスボード調査で+5.9%（直近ピークは5月の+7.7%）と改善が続いている。

図13 輸入物価



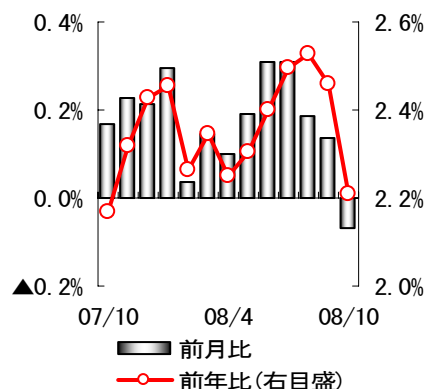
(資料) 米国労働省

図14 コア最終財PPI



(資料) 米国労働省

図15 コアCPI



(資料) 米国労働省

巻末資料：米国主要経済指標

	06Q2	Q3	Q4	07Q1	Q2	Q3	Q4	08Q1	Q2	Q3
実質GDP(%)、前期比(年率)	2.7	0.8	1.5	0.1	4.8	4.8	▲0.2	0.9	2.8	▲0.5
労働生産性(%)、前期比(年率、非農業部門)	1.4	▲2.0	0.2	▲0.1	5.0	6.2	0.1	2.3	3.7	1.5
雇用コスト指数(%)、前期比	0.9	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
経常収支(10億ドル)	▲199.9	▲210.9	▲181.4	▲196.9	▲194.1	▲173.0	▲167.2	▲175.6	▲183.1	#N/A
名目GDP比(%)	▲6.1	▲6.4	▲5.4	▲5.8	▲5.7	▲5.0	▲4.8	▲5.0	▲5.1	#N/A
	前月比					前年比				
	Jul-08	Aug	Sep	Oct	Nov	Jul-08	Aug	Sep	Oct	Nov
カンファレンスボード景気先行指数(%)	▲0.7	▲0.9	0.1	▲0.8	#N/A	▲3.3	▲3.2	▲3.2	▲3.5	#N/A
小売売上高(%)	▲0.6	▲0.7	▲1.3	▲2.8	#N/A	4.1	▲0.4	0.1	▲3.3	#N/A
除く自動車(%)	0.1	▲1.1	▲0.5	▲2.2	#N/A	7.9	3.9	4.2	1.7	#N/A
国内自動車販売台数(百万台、年率)	*1251	*1369	*1246	*1052	#N/A	▲13.2	▲15.3	▲26.6	▲32.0	#N/A
住宅着工件数(万件、年率)	*95	*85	*83	*79	#N/A	▲32.2	▲37.0	▲27.6	▲40.0	#N/A
住宅着工許可件数(万件、年率)	*94	*86	*81	*73	#N/A	▲31.8	▲41.3	▲31.5	▲40.6	#N/A
ホームビルダーマーケット指数	*16	*16	*17	*14	*9					
MBA購入指数(%)	▲3.0	▲6.1	8.7	▲15.9	▲1.8					
シカゴ大消費者信頼感指数(66Q1=100)	*61	*63	*70	*58	*55					
カンファレンスボード消費者信頼感指数(85=100)	*52	*59	*61	*39	*45					
国防を除く資本財出荷(%)	1.2	▲3.3	1.1	▲3.3	#N/A	6.4	▲3.5	1.1	▲3.4	#N/A
除く航空機・同部品(%)	0.3	▲2.1	1.6	▲2.4	#N/A	6.1	▲1.6	2.4	▲1.1	#N/A
国防を除く資本財受注(%)	3.5	▲7.8	▲1.0	▲3.6	#N/A	▲6.6	▲5.3	▲7.8	▲11.3	#N/A
除く航空機・同部品(%)	0.3	▲2.3	▲3.3	▲4.0	#N/A	6.6	▲0.2	0.1	▲4.9	#N/A
民間建設支出(非居住用、%)	▲1.6	▲0.2	1.1	▲0.7	#N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	#N/A
貿易収支(10億ドル)	*▲61.3	*▲59.1	*▲56.5	#N/A	#N/A					
実質財貿易収支(10億ドル)	*▲41.2	*▲39.4	*▲42.1	#N/A	#N/A					
実質財輸出(%)	2.0	0.1	▲7.8	#N/A	#N/A	12.2	11.3	2.3	#N/A	#N/A
実質財輸入(%)	1.9	▲1.3	▲3.6	#N/A	#N/A	▲1.1	▲2.1	▲6.0	#N/A	#N/A
財政収支(10億ドル)	*▲102.8	*▲111.9	*45.7	*▲237.2	#N/A					
鉱工業生産(%)	0.1	▲1.2	▲3.7	1.3	#N/A	▲0.5	▲1.7	▲5.7	▲4.0	#N/A
最終財生産(%)	0.0	▲1.4	▲2.5	0.6	#N/A	▲1.0	▲2.1	▲5.1	▲3.7	#N/A
設備稼働率(%)	*79.6	*78.5	*75.5	*76.4	#N/A					
民間在庫投資(10億ドル)	*16.9	*2.9	*▲3.5	#N/A	#N/A					
在庫率(カ月)	*1.24	*1.27	*1.29	#N/A	#N/A					
ISM製造業指数	*50.0	*49.9	*43.5	*38.9	*36.2					
ISM非製造業指数	*49.6	*51.6	*52.1	*44.2	*33.0					
NFIB楽観指数(1986=100)	*88.2	*91.1	*92.9	*87.5	#N/A					
フィッシャー連鎖景況感指数	*▲16.3	*▲12.7	*3.8	*▲37.5	*▲39.3					
失業率(%)	*5.7	*6.1	*6.1	*6.5	#N/A					
非農業部門雇用者数(千人)	▲67.0	▲127.0	▲284.0	▲240.0	#N/A					
製造業雇用者数(千人)	▲40.0	▲61.0	▲56.0	▲90.0	#N/A					
週平均労働時間(時間)	*33.7	*33.7	*33.6	*33.6	#N/A					
時間当り賃金(%)	0.3	0.4	0.2	0.2	#N/A	3.1	3.6	3.2	3.5	#N/A
輸入物価(%)、除く石油関連	0.6	-0.4	-0.9	-0.9	#N/A	7.8	7.4	6.5	5.0	#N/A
生産者物価・最終財コア(%)	0.8	0.2	0.4	0.4	#N/A	3.5	3.6	4.0	4.4	#N/A
コア消費者物価(%)	0.8	▲0.1	0.0	▲1.0	#N/A	2.5	2.5	2.5	2.2	#N/A
連鎖式コア消費者物価(%)	0.3	0.2	0.1	▲0.1	#N/A	2.2	2.2	2.2	1.9	#N/A
FF金利誘導目標(未値、%)	*2.00	*2.00	*2.00	*1.00	*1.00					
2年債金利(%)	*2.57	*2.42	*2.08	*1.61	*1.21					
10年債金利(%)	*4.01	*3.89	*3.69	*3.81	*3.53					
商工業向け銀行貸出(%)	0.4	▲0.0	1.8	4.2	#N/A	17.4	15.0	13.3	15.3	#N/A
不動産向け銀行貸出(%)	▲0.6	0.5	0.6	3.4	#N/A	4.7	4.1	4.4	7.2	#N/A
マネーサプライ(%)	0.5	▲0.1	1.3	1.4	#N/A	6.1	5.4	6.0	7.4	#N/A
ダウ工業30種平均(未値)	*11378.02	*11543.55	*10850.66	*9325.01	*8829.04					
NASDAQ(未値)	*2325.55	*2367.52	*2082.33	*1720.95	*1535.57					
円・ドルレート(未値、¥/\$)	*108.10	*108.69	*105.94	*98.28	*95.46					
ドル・ユーロレート(未値、\$/Euro)	*1.5589	*1.4669	*1.4081	*1.2682	*1.2694					

(注)*印は水準。

(資料)米国商務省、米国労働省、米連邦準備制度理事会、カンファレンスボード、米サプライマネジメント協会(ISM)、モーゲージバンカーズ協会(MBA)、米住宅建築業協会、米独立企業連盟(NFIB)、HAVER ANALYTICS

発行 / みずほ総合研究所

編集 / みずほ総合研究所 調査本部

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-2-1 日土地内幸町ビル

市場調査部 上席主任研究員・シニアエコノミスト

小野 亮 makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

TEL 03-3591-1219

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

MIZUHO

The logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M', dips slightly, and then rises to end under the 'O'.