

# みずほ米国経済情報

2009年2月号

## 米国経済・金融市場の概況

- 景気対策法と新たな金融安定化策の議論が大詰めを迎えている。
- 一方、民需は悪化基調を辿り、世界貿易の縮小にも歯止めがかかった様子は見られない。米国経済の回復がむしろ遠のいている懸念すらある。
- 景気対策によって、2009年のマイナス成長は逃れないとしても、2010年には米国経済がプラス成長に帰すること、同時に世界貿易の縮小にも歯止めがかかることを期待したいが、ダウンサイド・リスクは極めて大きい。

みずほ総合研究所

2009年2月10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：景気回復はなるか（※本パートは、みずほマーケットインサイトとしても発行しています）

2008年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲3.8%と大幅悪化

雇用情勢の悪化や資産価値下落による逆資産効果、債務調整圧力の残存などにより個人消費は厳しさを増す

著しい削減が続く住宅投資

民間設備投資は前期比年率▲19.1%と悪化。調整局面入りの公算

米国商務省が1月30日に発表した2008年10～12月期の実質国内総生産(GDP)速報値は前期比年率▲3.8%と、1982年1～3月期以来の落ち込み幅を記録した。2四半期連続のマイナス成長となり、これは1990年代初頭の景気後退期(1990年7月～1991年3月)以来である。市場コンセンサスであった同▲5.5%(ブルームバーグ・ニュース)より落ち込み幅は小さかったものの、後でみるように、在庫調整の遅れという課題が明らかとなり、2009年入り後も厳しい局面が続くことを示唆する内容である。

家計部門では、個人消費が前期比年率▲3.5%と2四半期連続のマイナスを記録した。個人消費の内訳を見ると耐久消費財が同▲22.4%、1987年1～3月期以来の落ち込みとなったほか、非耐久消費財も同▲7.1%と2008年7～9月期に引き続き大幅に減少した。

個人消費減少の要因として挙げられるのが、①雇用情勢の悪化、②家計の保有資産価値下落とそれによる逆資産効果、③金融機関の貸出姿勢厳格化や債務調整圧力の残存である。

①については2008年12月時点の失業率が7.2%(2009年1月は7.6%)、非農業部門雇用者数が2008年10～12月期だけで155万人減少と、企業の雇用調整が急速に進んでいる。この結果、可処分所得の伸びは前期比年率+2.7%、前年比では+1.9%まで鈍化している。

また、家計のバランスシート問題(②および③)は深刻である。FHFA住宅価格指数で見ると、住宅価格は2008年11月時点で前年比▲8.7%と下落が続いており、家計保有資産は大きく目減りしているとみられる。連邦準備制度理事会(FRB)のシニア・ローンオフィサー・サーベイによると、個人(プライム層)向け住宅ローンや消費者ローンに対する金融機関の貸出態度は悪化幅がやや縮小し、改善の兆しがうかがえるものの、引き続き厳しい状況である。

こうした結果、貯蓄率は2008年12月時点で3.6%と、2008年9月以来4カ月連続の上昇となった。逆資産効果や、家計の可処分所得に対する金融債務の割合は過去のトレンドと比べて3割近く過大であることを踏まえると、貯蓄率はさらに上昇する可能性が高い。

民間住宅投資は前期比年率▲23.6%と、2006年1～3月期以来12期連続でマイナスとなった。上で述べたように住宅価格は下落を続けていることや、住宅ローンに関する金融機関の貸出態度が依然として厳しい状況にあること、雇用情勢の悪化による所得の減少や失業不安などが影響し、需要は大きく低迷している。住宅着工件数は2008年12月時点で55万件と2006年1月のピーク比▲75.8%減少しており、このまま需要減退に歯止めがかからなければゼロ近傍まで下落する可能性が高い。

民間設備投資は前期比年率▲19.1%と大きく減少した。農業・金融を除く企業部門のフィナンシャル・ギャップ(Fixed Investment - US Internal fund)は2005年から2006年にかけて投資超過となり、その後最近に至るまで企業は設備投資に積極的であった。しかし、それに比して純資本ストックの伸びは低く、過剰投資の懸念はなかったとみられる。

2008年10～12月のGDPは在庫投資が下支え。しかし先行きの重石に

2009年に入って以降も、各種指標は米国経済の悪化を示す

2009年1月の新車販売台数は1,000万台割れ

大詰めを迎えた景気対策法案の採決

米国企業が抱える現下の問題は、金融機関の貸し渋りと、急速な収益の悪化及びその背景にある需要の大幅な落ち込みである。需要悪化は米国内にとどまらず、海外でも深刻である（米国からの輸出は同▲19.7%）。こうした結果、最終需要(Final sales of domestic product)は同▲5.1%と急速に悪化し、お風呂のお湯が抜けて肌が冷気にさらされるが如く、過剰設備がその姿を現し始めたとみられる。企業の期待成長率が大きく下方シフトし、設備投資は調整局面入りした可能性がある。

こうした中、今回のGDP押し上げ要因の1つとなった在庫投資の増加は、米国経済にとって大きな課題である。

在庫投資は前期比+62億ドル増加し、GDPへの寄与度は+1.32%となった。しかし、製造業・商業の在庫循環は、2008年11月時点で原点及び転換点を示す45度線から遠ざかる方向に進んでいる。言うまでもなく在庫調整圧力の強まりを示している動きであり、2009年1～3月期は在庫調整に伴う景気の下押しを余儀なくされよう。

2009年に入ってから発表された各種指標を見ていくと、ABCニュース/ワシントンポスト消費者信頼感指数(～2/1)は▲52(前週比+2Pt)となり、過去最低水準だった前週よりやや改善したものの依然として低い水準にある。

住宅ローン借換申請指数は一時大きく上昇したが、足もとでは低下に転じており、住宅市場で数少ない好材料であったリファイナンス・ブームはいったん沈静化しているようだ。新規購入指数はほとんど盛り上がり欠けた推移が続いている。

小売指標を見ると、レッドブック週間小売売上高(～1/31)は前年同期比▲2.5%、ICSC・ゴールドマンサックス週間小売チェーンストア売上高(～1/31)は同▲2.7%と、2008年末から今年に入って前年比マイナス幅が徐々に拡大している。

雇用面では、新規失業保険週間申請件数(～1/31)は62.6万件(前週比+3.5万件)と増加を続け、失業保険受給総数(～1/31)は477.7万件(前週比+2.0万件)と、1967年の統計開始以降で最高水準となっている。

月次指標では、Autodataが発表した2009年1月の新車販売台数が957万台(年率換算、前月比▲7.1%)と、ついに1,000万台を割り込む水準まで減少した。また、2月2日に発表された製造業ISM指数は35.6と前月比+2.7Pt改善したものの、依然として好不況の判断基準である50を大きく下回ったままである。

これらの指標を見る限り、家計、企業をめぐる状況はいずれも暗く、年明け後に米国経済が落ち着きを取り戻した様子は見られない。最終需要の悪化に歯止めがかからない中、企業に対する設備投資調整圧力、在庫調整圧力は一段と高まっていると言えるだろう。

こうした中、米国議会において景気対策法案の審議が佳境を迎えている。1月15日に米下院民主党から提出された総額8,250億ドルの景気対策法案は28日に下院で全法案は賛成244、反対188で可決された。上院では、2月2日に審議入りし、一時9,370億ドル規模まで対策が膨らんだが、現状では8,000億ドル強に戻っているとみられる(2月7日時点の修正法案は8,382億ドル、米国議会予算局(CBO)による費用試算、2/9)。上院では9日に審議打ち切りを決める採択(賛成61、反対36)がなされており、10日中の採択を目指している。両院協議会を経て法案がホワイト

米国議会予算局（CBO）  
試算によれば、減税の乗  
数効果は0.5～1.7、公共  
支出は1.0～2.5

連邦準備制度理事会（F  
RB）はターム物資産担  
保証証券貸出制度（TALF）  
の詳細を発表

10日にはガイトナー財  
務長官が金融安定化策を  
発表予定

米国経済の回復は未だ遠  
い

ハウスに持ち込まれるのは今週末となりそうだ。

CBOが2月4日に発表した景気対策法案（上院提出版）の経済効果試算によると、減税による乗数効果は0.5～1.7と比較的小さなものになっている。一方で、政府による財・サービスと州・地方政府のインフラ投資などの公共投資で1.0～2.5と大きい。しかし、CBO（2/9）によれば、公共投資を含む景気対策法案の裁量的支出パート（Division A）は、2010年度までの支出額は1,382億ドルで、2019年度までの総支出額2,868億ドルの48%に過ぎない。

民需の著しい悪化を踏まえると、歴史的な大型景気対策が打たれてもなお、米国経済の回復を期待するのは難しいのである。

連邦準備制度理事会（FRB）は2月6日、ターム物資産担保証証券貸出制度（TALF）の詳細を発表した。本制度（概要は2008年11月24日に発表済み）は、それまでの対策から漏れていたリテール金融分野を支援するための措置であり、FRBが民間資産担保証証券（民間ABS）の新規発行に対する事実上の引き受け手となる（概念図は『みずほ米国経済情報』2008年12月号を参照）。

形式的には、適格ABSを保有する米国企業、外国企業の在米子会社の他、在米投資ファンド（ヘッジファンド、ミューチュアルファンド、プライベートエクイティファンドなど）が、当該ABSをプライマリーディーラーを通じてFRBに担保として差し入れ、FRBが資金（TALFローン）を供給する。

適格担保はドル建てのキャッシュ資産担保証証券（ABS）で、NRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）登録の主要格付会社2社以上から最上級格付けを取得している必要がある。ABSの裏付け資産は自動車ローン（担保掛け目6～16%）、クレジットカード（同5～11%）、学生ローン（同5～14%）、中小企業向けローン（同5～8%）となっており、シンセティックABSは対象外である。TALFローンの金利は借り手の選択により、一カ月物LIBORに100ベースポイント（bp）を上乗せした水準か、3年物LIBORスワップ金利に100bpを上乗せした水準のいずれかになる。借入期限をFRBが延長しない限り、2009年12月31日まで新規借入が可能である。また貸出期間は3年、金額は最低1,000万ドルとなっている。

2月10日にはガイトナー財務長官から金融安定化策の詳細が発表される予定である。不良資産の買取りを行う「バッドバンク」構想は、財政資金の調達に難を来たす可能性もあり、シティバンクやバンク・オブ・アメリカに対して行った損失補てんの枠組みが提示される可能性がある。2行に対する金融支援は、ケース・バイ・ケースの対応を前提とした「集中投資プログラム」（Targeted Investment Program、TIP、1/2発表）として実施されているが、“現実主義的アプローチ”の下でTIPは汎用プログラムに変容しそうだ。

低迷する米国経済を前に、政府は前例のない規模での財政面・金融面の政策を打ち出している。しかし民需は著しい悪化を見せ、世界貿易の収縮も止まった様子はいかがえない。追加対策の検討が必要となる可能性が、むしろ増していると思われるのである。

※下園瑞穂「景気対策により米国経済は回復するか」みずほマーケットインサイト、2009年2月10日発行



## 2. 需要動向：需要は全面的に縮小

中古住宅販売は持ち直すも、新築住宅販売は減少持続

建築業者の景況感は極めて厳しい状況。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。圧倒的な供給過剰が持続

新築住宅市場は引き続き急速な勢いで縮小している。

全米不動産協会によれば、12月の中古住宅販売（戸建て及び集合住宅）は年率474万件、前月比+6.5%と前月の大幅な落ち込みから、一部、持ち直した（図1）。戸建て中古住宅に限ると年率426万件、前月比+7.0%と増加している。

一方、新築住宅販売（戸建て。米国商務省）は12月年率33.1万件、前月比▲14.7%と減少基調を辿ったままで。

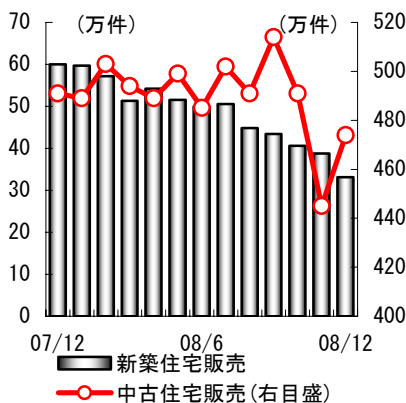
建設業者の景況感は極めて厳しい（図2）。新築住宅販売の現状と見通し（6ヵ月先）、見込客の動向をもとに作成されている住宅市場指数（全米住宅建築業者協会によるHousing Market Index。0～100の範囲をとり、水準が高いほど良好）は1月に8、前月比▲1Ptと、1985年の統計開始以来の最低水準を更新した。

住宅着工件数（米国商務省）は12月年率55.0万件（前月比▲15.5%）、住宅着工許可件数は年率54.7万件（前月比▲11.1%）と一段と減少した。いずれも1959年の統計開始以来、最低水準にある。

中古住宅の在庫率は12月9.3ヵ月（11月11.2ヵ月。全米不動産協会）、新築住宅では12.9ヵ月（同12.5ヵ月。米国商務省）と共に高水準で推移し、とりわけ後者の悪化が著しい。米国商務省によれば、2008年末時点における空き家数は、売却用（持家用）が223万件、賃貸用が414.1万件にのぼる。2008年1年間で、新規の住宅需要は97.6万世帯分（但し、人が住んでいる住宅（occupied housing units）の前年比増減数で代替）に留まり、圧倒的な供給過剰が米国住宅市場における重い課題となっている。そのひずみが、新築住宅の建設・販売市場の深刻な低迷として現れているのである。同市場における減少ペースが緩む要因は今のところ殆ど見当たらず、2010年にはいったん市場が消滅するものと思われる。

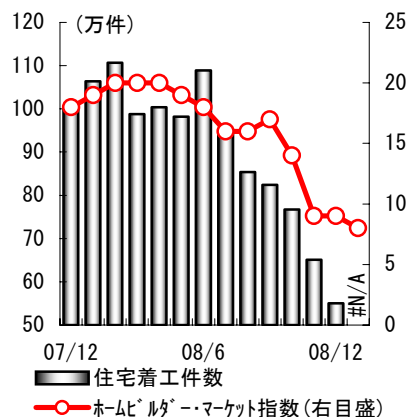
住宅価格の下落圧力も高いままである。スタンダード・アンド・プアーズ/ケース＝シラー住宅価格指数（主要10都市圏を対象とする指数。2度以上売買されたことがある戸建て中古住宅を対象とした品質調整済み価格指数）は、11月前月比▲1.8%、前年比▲19.1%と下落した。連邦住宅金融局（FHFA）による住宅価格指数（リファイナンスに伴う再評価を除く、売買取引のみを対象とした系列）も11月前月比

図1 住宅販売件数



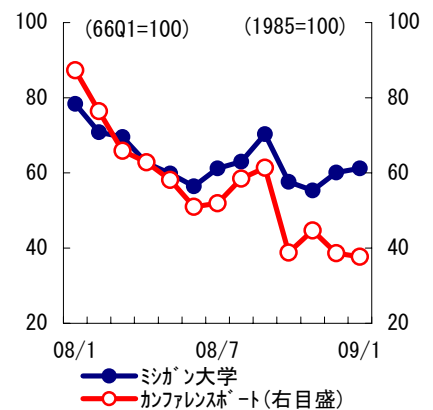
(資料) 全米不動産協会、米国商務省

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) シカゴ大学、カンファレンスボード

消費者マインドは低迷

▲1.8%、前年比▲8.7%となり、住宅価格下落が緩む気配はみられない。

なお一部で、住宅価格が2009年後半から持ち直すとの見方も出ている。しかし、そうした見方をとる場合、そもそも住宅市場の現状に対して「市場の調整が始まってから3年以上経っており、在庫は横ばい、価格は現実的な水準に戻り、販売は安定しつつある」と判断しており、やや楽観的に過ぎると思われる。

消費者マインドは低迷している。1月のミシガン大学消費者信頼感指数（確報）は61.2、カンファレンスボード同指数は37.7と共に低水準で推移している（図3）。

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47.9%にのぼり、前月比+2.1Pt上昇した。「仕事が見つけない」と回答した割合は41.1%で、前月比ほぼ横ばい（▲0.4Pt）である。

消費は悪化基調

消費活動は悪化基調が続いている。12月、1月の小売売上高（米国商務省）は前月比▲2.1%、同▲2.7%と減少が続いた（図4）。国内自動車販売台数はそれぞれ年率1,026.8万台、同954.8万台（米国商務省）と減少傾向にあり、1,000万台割れは、1982年8月以来である。12月の実質個人消費は前月比▲0.5%と減少し、個人貯蓄率は3.6%に急上昇した。

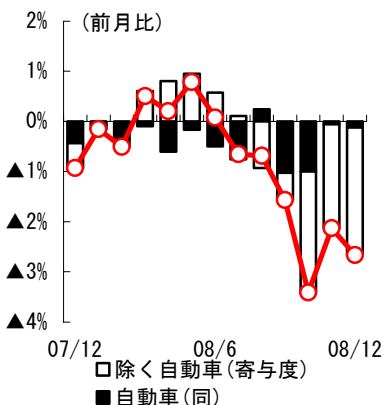
自動車市場では過去10年で、1千万台近隣の過剰需要（需要の先食い）が発生してきた可能性

米自動車会社の再建計画に注目が集まる中、再建の前提となる米国自動車市場の先行きについては不透明感が非常に強い。日本企業にとっても重大な問題である。

そこで、買い替えサイクルという観点で需要の先行きに関する試算を試みたところ、1千万台近い過剰需要の存在が示唆される結果を得た。

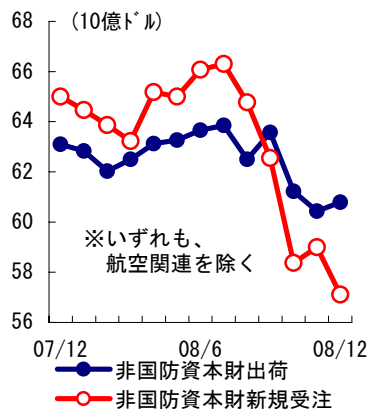
当然ではあるが、計算の鍵を握るのは買い替えサイクルに関するデータである。やや古いデータであるが、米国の平均車齢（中央値）は、2006年7月時点で乗用車が9.2年、軽トラックが6.8年であると言われる（出所は米自動車関連調査会社R.L.Polk）。これをもとに、自動車の車齢ごとの買い替え率の分布を次のように仮定しよう：乗用車＝購入後10年目が30%、9年目50%、8年目10%、7年目3%、6・5年目は各1%、4年目が5%。軽トラック＝購入後8年目が25%、7年目50%、6年目10%、5年目5%、4年目10%。乗用車と軽トラックともに、モデルチェンジのタイミングに当たる4年目に買い替えが進むが、ほとんどの買い替えは平均車齢前後で発生する、と考えた分布である。

図4 小売売上高



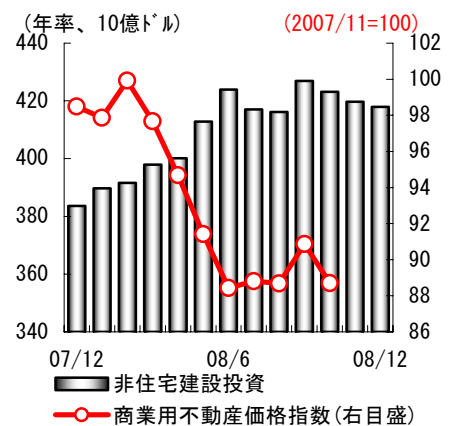
〔資料〕米国商務省

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

上記車齢分布をもとに乗用車、軽トラック（light truck）ごとに買い替え需要を計算し、販売実績と比較すると、1999年から2008年までの間に累計968万台の過剰需要が存在したという結果が得られる。乗用車から軽トラックへの需要シフトが生じる中で、乗用車の過小需要（▲173.1万台）を補って余りある過大需要（233.2万台）が軽トラック市場で発生しているようだ。

計算に至る考え方や前提がおよそ現実に近く、さらに軽トラック市場を中心とする過剰需要が、株高や住宅ブームを背景にした過剰信用の後ろ盾を受けた「需要の先食い」を意味するとすれば、米国の自動車市場は極めて大きな需要縮小圧力を受けていることになる。

#### 2009年入り後も消費活動は低迷

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）は前年割れに陥っており、週を経るごとに落ち込み幅は拡大する方向にある。直近週（1/31週）は前年比▲2.7%（⇔12月平均同▲0.9%）と悪化が続いている。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）にも同様の傾向がみられ、直近週で前年比▲2.5%（12月平均同▲0.6%）となり、米国小売業の経営環境は厳しさを増している。

#### 資本財出荷・受注は低水準

資本財の出荷・受注（米国商務省、以下同じ）は低水準で推移している。

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12月出荷額は前月比+0.6%と、11月とほぼ同水準で推移した（図5）。一方、同財新規受注額の落ち込みは大きく、12月は前月比▲3.2%と減少、2005年5月以来の水準に悪化した。

製造業企業の設備投資に対する先行き判断には、引き続き慎重さが残る。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DI（6カ月先）は1月▲11.4、フィラデルフィア地区連銀の同種調査では▲16.4とマイナス圏で推移している。

#### 事業用建設投資は減少。 商業用不動産価格は低迷

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）。明白な落ち込みは見られないが、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との見方は変わらない。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9月に上昇したが翌月には低下した。

#### 貿易活動は縮小

米国の貿易活動は縮小している。米国商務省によれば、11月の輸出・輸入はそれぞれ前月比▲5.8%、同▲12.0%と大きく減少した（図7）。貿易収支は▲404億ドルの赤字と、2003年11月以来の水準まで赤字幅が縮小した。

ISMによれば、製造業、非製造業の輸出受注指数は12月、1月と30台後半で推移し、海外需要の深刻な低迷が続いていることを示唆している。世界貿易機関（WTO）によれば、2008年11月のG20合意にも拘わらず、各国が保護主義的な政策対応を見せ始めており、世界貿易の先行きが危ぶまれている。



2009 年度の連邦財政赤字は3カ月で2008年度実績を上回る規模に拡大

米国財務省によれば12月の連邦財政収支は▲836億ドルの赤字となり、2009年度累計では▲4,852億ドルと2008年度実績(▲4,548億ドル)の赤字額をすでに上回った(図8)。

懸念高まるファイナンス問題

米国議会では景気対策法案の詰めが進んでいるが、米国議会予算局(CBO)によれば2009年度の財政赤字はGDP比9.5%程度まで拡大する見込みである。これはCBOの財政見通し(所謂ベースライン、1/8)に、イラク・アフガニスタン関連海外駐留軍の緩やかな撤退(2013年度までに7.5万人に縮小)と下院法案及び上院法案の費用推計値の平均値(それぞれ1/30、2/2時点のもの)を加えたものである。2010年度もGDP比7.3%の財政赤字が見込まれている。

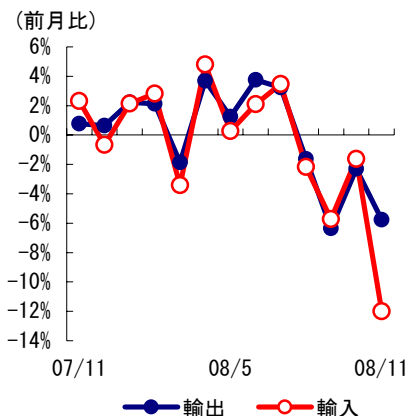
民間消費や民間投資は大きく縮小し、それによって生じた国内の余剰貯蓄が、財政赤字の多くを吸収するのではないかと考えられる(小野亮「米国を中心とする金融危機と政策対応〜ブルーデンス政策の系譜〜」、みずほ総研論集、2009年I号(2009年2月9日発行)所収の補論を参照)。しかし、近頃見られる長期金利の上昇は、財政リスクプレミアムが増大し、米国経済の(対外)ファイナンス問題が顔を覗かせ始めている可能性を示唆している。各国の投資資金が自国市場に対する選好性を持つ中(フェルドシュタイン=ホリオカ・パラドックス)、果たして日本が経験した「財政拡大下での長期金利安定」を米国も実現できるのかどうか、懸念は現実のものとなりつつのかもしれない。

### 3. 生産・雇用動向：生産活動も縮小、雇用調整圧力は甚大

生産調整が加速

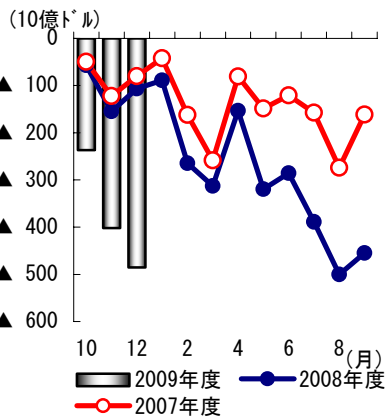
12月の鉱工業生産(FRB)は前月比▲2.0%と大幅に減少した。天候要因を受けにくいエネルギーを除く部門に限っても同▲2.6%の悪化である(図9)。生産水準は、2004年7月以来の水準まで急減している。苦境にある自動車・同部品部門の生産調整は特に深刻であり、同部門の生産指数は1993年10月以来の水準にある。さらに、Automotive Newsによれば、1月の米国内自動車生産台数は31.3万台、前年比▲58%の減少と2009年入り後も悪化が続いていることが明らかとなった。

図7 輸出・輸入



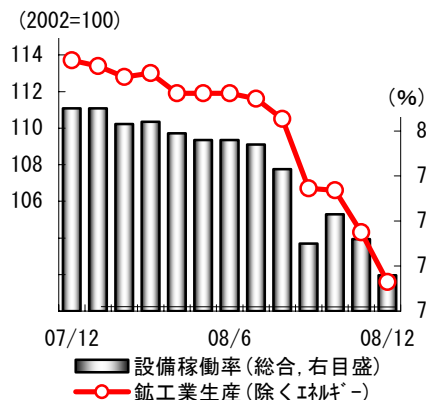
(資料) 米国商務省

図8 累積連邦財政収支



(資料) 米国財務省

図9 鉱工業生産と稼働率



(資料) 連邦準備制度理事会

企業業況の悪化度合いはやや緩和しているが、停滞が持続

企業業況の悪化度合いはやや緩和しているが、停滞が続いている。

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、1月35.6（12月32.9）と小幅持ち直した（図10）。新規受注指数（33.2、前月比+10.1Pt）、生産指数（32.1、同+5.8Pt）と共に改善しているが、判断の分かれ目である50を大きく下回ったままである。

非製造業の業況にも改善傾向が見て取れる。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1月42.9（12月前月比+2.8Pt）と2カ月続けて上昇した。

雇用情勢は悪化基調にある。

米国労働省によれば、1月の失業率は7.6%（前月比+0.4Pt）と大きく上昇した（図11）。失業期間は10.3カ月（中央値）と高水準で、有効求人倍率は11月時点で0.61倍に低下した。労働者の離職率（separation ratio）がさほどの変化を見せない中で、企業の雇用率（hiring ratio）が著しく低下し、雇用情勢の悪化を引き起こしている。失業者が1カ月の間に職を見つけられる確率（就業確率）は11月時点で37.4%に過ぎない状況だ（ピークは2007年1月の74.6%）。※以上、有効求人倍率及び就業確率はみずほ総合研究所による試算。

1月の非農業部門雇用者数は前月比▲59.8万人と3カ月続けて60万人近傍の大幅減となった。

時間当たり賃金上昇率は1月、前月比+0.3%、前年比+3.8%と大幅な鈍化はみられない（図12）。現状では、雇用削減や労働時間の短縮（週当たり労働時間は前年比▲1.2%）による労働コストの調整が進んでいるが、上述した労働需給の緩みを踏まえると、賃金上昇率も鈍化に転じていくと予想される。

雇用情勢は悪化持続

#### 4. 物価動向：需給の著しい緩和に伴いディスインフレ圧力が増大

輸入財物価を通じたディスインフレ圧力が増大

輸入財物価を通じたディスインフレ圧力が増大している。米国労働省によれば（以下、物価は同じ）、12月の輸入物価上昇率は前年比▲9.3%（11月同▲5.4%）と下落が続いている。石油関連を除くコア輸入物価上昇率も同+0.9%（11月同+2.4%）と転換点を迎えつつある（図13）。輸入最終財に着目すると資本財物価は同+0.3%、

図10 企業業況

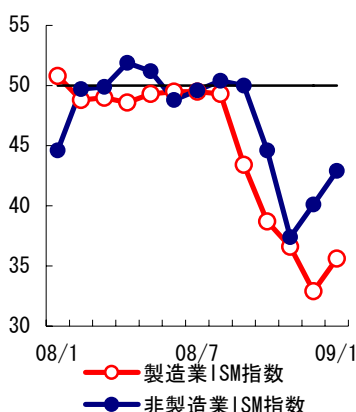


図11 雇用統計

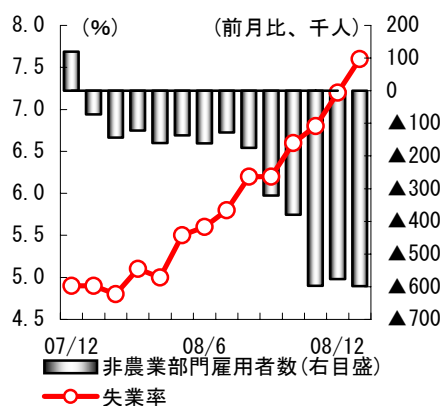
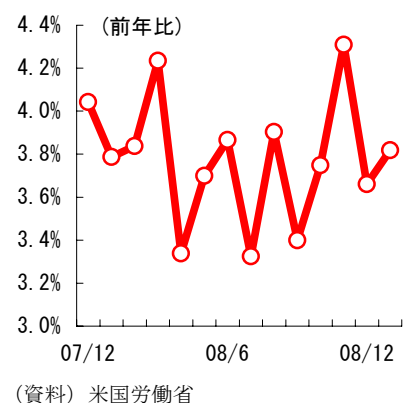


図12 時間当たり賃金上昇率



(資料) 米国サプライマネジメント協会 (ISM)

(資料) 米国労働省

自動車物価は同+0.7%、消費財（除く自動車）物価は同+2.2%で、いずれも減速基調にある。

名目実効ドルレート（新興国を含む広義の実効レート、FRB）は前年比で大幅に上昇しており（1月前年比+10.8%）、国際商品市況の低迷や世界的な需給緩和とあわせ、今後一段と輸入面からのディスインフレ圧力（あるいはデフレ圧力）が高まるだろう。

コア最終財PPI上昇率にも緩和の兆し

国内生産部門（最終財）でもインフレ圧力はピークを迎えつつある様子が伺える。

12月のコア最終財PPI上昇率は前年比+4.3%（前月比+0.2%）と高水準を維持した（図14）。一方、前月比では落ち着いた上昇に留まり、3カ月前比年率では+2.9%まで低下しており、景気悪化によるデフレ・ギャップの拡大による影響が現れ始めている様子がうかがえる。

原材料PPIは前年比▲25.0%（前月比▲5.3%）、中間財PPI上昇率も同▲1.7%（同▲4.2%）と共に下落した。原材料PPIに遅れ、中間財PPIも下落に転じた。

最終消費財関連物価上昇率は低下傾向

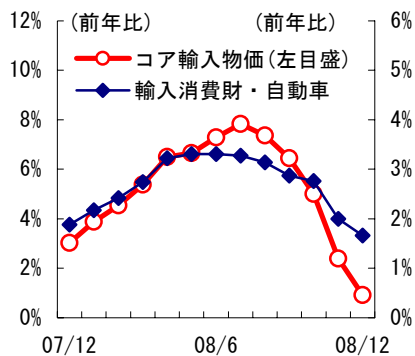
最終消費財関連のコア・インフレ率は低下傾向を辿っている。コアCPI上昇率は12月前年比+1.8%（前月比▲0.02%）と低下し、コア個人消費支出（PCE）デフレーター上昇率も12月は前年比+1.7%（前月比▲0.03%）と低下した（図15）。ともに、物価安定圏の上限とみなされる前年比+2%という水準を急速な勢いで下回り始めており、ディスインフレ圧力の高まりが示唆される。

CBOによれば、2009年の需給ギャップは▲7.4%、2010年が▲6.3%（景気対策を織り込まないベースライン、2008/1/8）と大幅であり、1949年以降で過去最大のデフレ・ギャップが発生すると予想されている。景気対策の効果を織り込んでも、需給ギャップの状況が大きく改善しない可能性も指摘されており、景気悪化とともにデフレ・リスクが高まりつつある。

インフレ期待は低下傾向

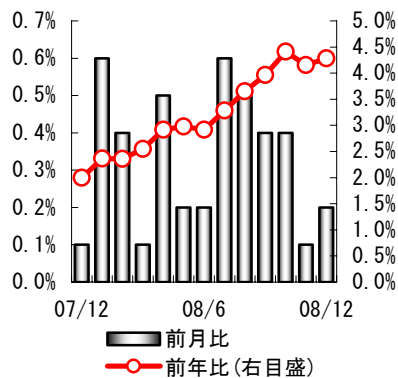
消費者のインフレ期待は低下している。1年先のCPI前年比上昇率の予想値はミシガン大学調査で+2.2%（直近ピークは2008年5月の+5.2%）、カンファレンスボード調査で+5.6%（直近ピークは2008年5・6月の+7.7%）と改善が続いている。

図13 輸入物価



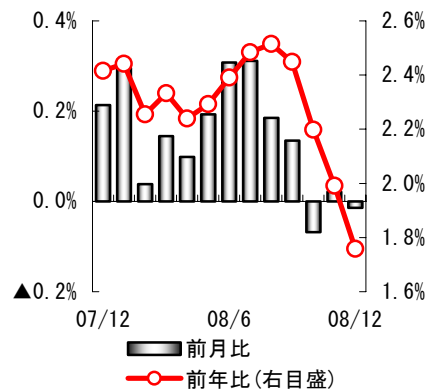
(資料) 米国労働省

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

	06Q3	Q4	07Q1	Q2	Q3	Q4	08Q1	Q2	Q3	Q4
実質GDP(%、前期比年率)	0.8	1.5	0.1	4.8	4.8	▲0.2	0.9	2.8	▲0.5	▲3.8
労働生産性(%、前期比年率、非農業部門)	▲2.0	0.2	▲0.1	5.0	6.2	0.1	2.3	3.7	1.7	3.1
雇用コスト指数(%、前期比)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.5
経常収支(10億ドル)	▲210.9	▲181.4	▲196.9	▲194.1	▲173.0	▲167.2	▲175.6	▲180.9	▲174.1	#N/A
名目GDP比(%)	▲6.4	▲5.4	▲5.8	▲5.7	▲5.0	▲4.8	▲5.0	▲5.1	▲4.8	#N/A
	前月比					前年比				
	Sep-08	Oct	Nov	Dec	Jan-09	Sep-08	Oct	Nov	Dec	Jan-09
カンファレンスボード景気先行指数(%)	0.0	▲1.0	▲0.4	0.3	#N/A	▲3.2	▲3.8	▲3.8	▲3.4	#N/A
小売売上高(%)	▲1.6	▲3.4	▲2.1	▲2.7	#N/A	0.1	▲4.0	▲9.9	▲7.9	#N/A
除く自動車(%)	▲0.7	▲2.9	▲2.5	▲3.1	#N/A	4.3	1.2	▲6.2	▲5.6	#N/A
国内自動車販売台数(百万台、年率)	*1246	*1052	*1014	*1027	*955	▲26.6	▲32.0	▲36.7	▲35.7	▲36.9
住宅着工件数(万件、年率)	*82	*77	*65	*55	#N/A	▲27.2	▲40.7	▲47.1	▲46.2	#N/A
住宅着工許可件数(万件、年率)	*81	*73	*62	*55	#N/A	▲31.5	▲40.6	▲55.1	▲48.8	#N/A
ホームビルダーマーケット指数	*17	*14	*9	*9	*8					
MBA購入指数(%)	8.7	▲15.9	▲1.8	5.8	▲2.0					
シカゴ大消費者信頼感指数(66Q1=100)	*70	*58	*55	*60	*61					
カンファレンスボード消費者信頼感指数(85=100)	*61	*39	*45	*39	*38					
国防を除く資本財出荷(%)	1.1	▲4.5	▲2.0	3.1	#N/A	1.4	▲4.4	▲8.6	▲4.4	#N/A
除く航空機・同部品(%)	1.7	▲3.7	▲1.3	0.6	#N/A	2.7	▲2.2	▲5.2	▲4.8	#N/A
国防を除く資本財受注(%)	▲1.1	▲6.5	▲5.3	▲6.3	#N/A	▲7.7	▲13.3	▲23.0	▲24.7	#N/A
除く航空機・同部品(%)	▲3.4	▲6.7	1.1	▲3.2	#N/A	0.1	▲7.2	▲7.9	▲13.4	#N/A
民間建設支出(非居住用、%)	2.6	▲0.9	▲0.8	▲0.4	#N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	#N/A
貿易収支(10億ドル)	*▲56.6	*▲56.7	*▲40.4	#N/A	#N/A					
実質財貿易収支(10億ドル)	*▲42.0	*▲45.6	*▲39.5	#N/A	#N/A					
実質財輸出(%)	▲8.2	▲0.7	▲3.3	#N/A	#N/A	1.8	0.8	▲2.5	#N/A	#N/A
実質財輸入(%)	▲3.9	2.3	▲6.8	#N/A	#N/A	▲6.4	▲4.0	▲10.9	#N/A	#N/A
財政収支(10億ドル)	*45.7	*▲237.2	*▲164.4	*▲83.6	#N/A					
鉱工業生産(%)	▲4.2	1.8	▲1.3	▲2.0	#N/A	▲6.3	▲4.2	▲5.9	▲7.8	#N/A
最終財生産(%)	▲2.8	1.1	▲0.2	▲1.0	#N/A	▲5.8	▲3.9	▲4.3	▲5.5	#N/A
設備稼働率(%)	*75.0	*76.3	*75.2	*73.6	#N/A					
民間在庫投資(10億ドル)	*▲5.4	*▲9.6	*▲11.8	#N/A	#N/A					
在庫率(カ月)	*1.30	*1.34	*1.41	#N/A	#N/A					
ISM製造業指数	*43.4	*38.7	*36.6	*32.9	*35.6					
ISM非製造業指数	*51.5	*44.5	*33.3	*38.9	*44.2					
NFIB楽観指数(1986=100)	*92.9	*87.5	*87.8	*85.2	#N/A					
フィッシャー連銀景況感指数	*1.9	*▲38.7	*▲39.8	*▲36.1	*▲24.3					
失業率(%)	*6.2	*6.6	*6.8	*7.2	*7.6					
非農業部門雇用者数(千人)	▲321.0	▲380.0	▲597.0	▲577.0	▲598.0					
製造業雇用者数(千人)	▲65.0	▲119.0	▲121.0	▲162.0	▲207.0					
週平均労働時間(時間)	*33.6	*33.5	*33.4	*33.3	33.3					
時間当り賃金(%)	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3	3.4	3.7	4.3	3.7	3.8
輸入物価(%、除く石油関連)	-1.0	-0.8	-1.8	-1.1	#N/A	6.4	5.0	2.4	0.9	#N/A
生産者物価・最終財コア(%)	0.4	0.4	0.1	0.2	#N/A	4.0	4.4	4.2	4.3	#N/A
コア消費者物価(%)	0.0	▲1.0	▲1.7	▲0.7	#N/A	2.5	2.2	2.0	1.8	#N/A
連鎖式コア消費者物価(%)	0.1	▲0.1	0.0	▲0.0	#N/A	2.2	1.9	1.6	1.3	#N/A
FF金利誘導目標(未値、%)	*2.00	*1.00	*1.00	*0.13	*0.13					
2年債金利(%)	*2.08	*1.61	*1.21	*0.82	*0.81					
10年債金利(%)	*3.69	*3.81	*3.53	*2.42	*2.52					
商業向け銀行貸出(%)	1.9	4.1	▲0.3	▲1.3	#N/A	14.1	16.0	14.2	10.7	#N/A
不動産向け銀行貸出(%)	0.5	3.4	▲0.2	▲0.1	#N/A	4.7	7.4	6.5	5.9	#N/A
マネーサプライ(%)	1.4	1.5	0.7	2.3	#N/A	6.2	7.7	8.0	9.8	#N/A
ダウ工業30種平均(未値)	*10850.66	*9325.01	*8829.04	*8776.39	*8000.86					
NASDAQ(未値)	*2082.33	*1720.95	*1535.57	*1577.03	*1476.42					
円・ドルレート(未値、¥/\$)	*105.94	*98.28	*95.46	*90.79	*89.83					
ドル・ユーロレート(未値、\$/Euro)	*1.4081	*1.2682	*1.2694	*1.3919	*1.2804					

(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 line that starts under the 'M', dips slightly, and then rises to end under the 'O'.