

みずほ米国経済情報

2009年3月号

米国経済・金融市場の概況

- オバマ政権は「最初の100日」の折り返し点を高い支持率で乗り越えている。この間、大型の景気対策法が成立し、新たな金融安定化策が発表されたが、経済的成果は今のところ乏しい。
- 経済指標に目を向けると、消費活動はやや安定を取り戻している。しかし、雇用情勢は厳しさを増しており、こうした安定が景気対策によって続くのかどうか、極めて不透明な状況にある。

みずほ総合研究所

2009年3月16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。

1. トピック：デフレリスクと財政政策

景気対策の成立と新たな金融対策を打ち出したオバマ政権

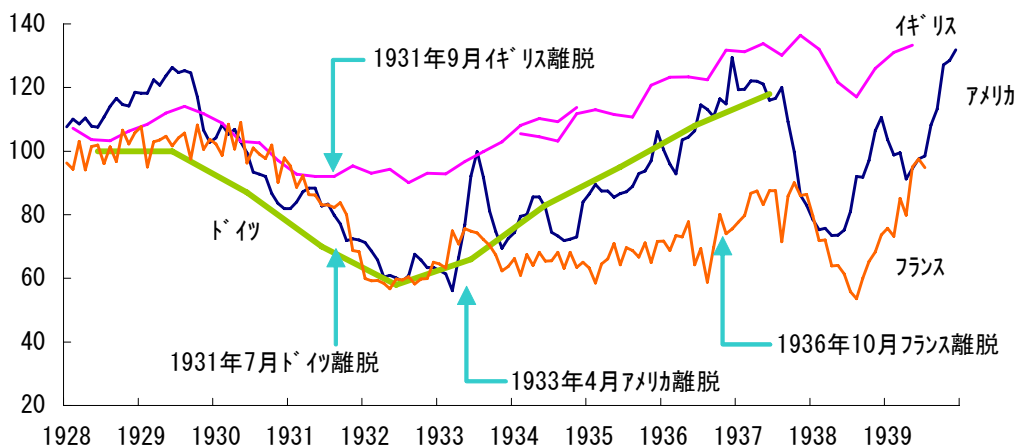
過去1カ月あまりの間に、大規模景気対策が成立し、新たな金融対策も打ち出されている。金融安定化計画（Financial Stability Plan、2/10）、2009年米国回復・再投資法（American Recovery and Reinvestment Act of 2009、2/17 成立）、住宅市場安定化計画（Homeowner Affordability and Stability Plan、2/18）のほか、大手金融機関に対する支援（Citigroup の資本基盤強化策、2/27；AIG に対する三度目の政府資金の拠出、3/2）の実施、さらには自動車産業に対する継続支援に関する検討が続いている。オバマ政権は、一般に、新政権がもっとも力を発揮するといわれる「最初の100日」の折り返し点を国民の高い支持率と共に乗り越えているが、これまでのところ、大恐慌下の1933年3月4日に就任^(※)したルーズベルト大統領が見せたほどの経済的成果は挙げていない。

ルーズベルトは就任直後、4日間の全国的な銀行閉鎖と金輸出禁止を決定。さらに銀行に対する財務調査とその結果に応じた営業継続もしくは公的資本注入の実施を定めた緊急銀行法（Emergency Banking Act）を成立させたり、銀行営業再開に対する国民の信頼回復を狙った有名なラジオ演説（炉辺談話）を行ったりするなど、最初の数日間でその後のニューディール政策の骨格を形作った。就任後の「最初の100日」（3月9日から6月16日までの会期）の間に、ルーズベルトはニューディール政策に関する15の重要な法律を成立させたといわれる。

全米経済研究所（NBER）の景気基準日付をみると、ルーズベルトが政権の座に着いた1933年3月には景気が底を打ち、製造業の生産は増産に転じた。また失業率は6月から下落に転じている。なお、近年の国際比較研究では金本位制からの離脱が景気回復の鍵を握ったとの見方が有力である（参考図表1）。

一方、小売売上高がやや安定を取り戻している点を除けば、現段階で米国経済が反転に転じている兆しはほとんどなく、オバマ政権を巡る状況は、むしろ厳しさを

参考図表1 1930年代における主要国の生産動向と金本位制からの離脱時期



(注) アメリカは製造業生産指数(月次、季節調整値)で1923年-1925年=100。
 イギリスは英国連邦の鉱工業生産指数(各四半期、原数値)で基準時は不明。
 ドイツは鉱工業生産指数(暦年値を各年6月にプロット)で1928年=100。
 フランスは粗鋼生産量(原数値)で1928年=100。アメリカの金本位制離脱は財務省の
 声明発表時を元にしたもので、金輸出禁止措置は1933年3月に実施。

(資料) NBER等よりみずほ総合研究所作成

増している。

(※) 大統領の就任式はそれまで伝統的に、初代大統領ジョージ・ワシントンがジョン・アダムズに政権を譲った日(1797年3月4日)とされた(また合衆国憲法修正第12条(1804年)によって間接的にも3月4日と定められていた)。1932年11月の大統領選挙で敗北したフーバー大統領は、ルーズベルトが大統領に就任する3月4日までの間、レームダック(lame duck)と化した。

しかしその結果、大恐慌は一段と深刻化してしまった。こうした“被害”を防ぐため、1933年憲法修正第20条によって、以後の大統領就任式は1月20日(同日正午をもって政権が移行)に改められ、レームダック期間の短縮が図られた。(なお修正第20条は1933年1月23日に確定しているが、就任式に関する規定は同年10月15日に効力を有すると定められたため、ルーズベルトは3月4日の就任式まで待たなければならなかった)。

憲法修正第20条 第一節 大統領および副大統領の任期は、もし本修正箇条が承認されていなかった場合の任期が終了する年の一月二十日の正午に終了し、上下両院議員の任期はそれぞれの任期が終わる年の一月三日の正午に終了する。その後任者の任期はその時に開始する。(在日米国大使館HP(2000/12/7更新)より抜粋)

金融安定化計画 (Financial Stability Plan、FSP)

2月10日、財務省は金融安定化計画(Financial Stability Plan、FSP)を発表した。FSPは金融システムの強化、消費者及び企業向け信用の回復、米国経済の支援を目的として、6項目から構成されている。①金融安定化トラスト(Financial Stability Trust)、②官民共同投資基金(Public-Private Investment Fund)、③消費者及び企業向け融資イニシアティブ(Consumer and Business Lending Initiative)、④透明性と説明責任に関するアジェンダ(Transparency and Accountability Agenda)、⑤住宅ローン関連支援と差し押さえ回避計画(Affordable Housing Support and Foreclosure Prevention Plan)、⑥小企業及びコミュニティ向け融資イニシアティブ(A Small Business and Community Lending Initiative)である。

財務省のTARP報告書(3/6)によれば、このうち主要なものは①に関連する「資本支援プログラム」(Capital Assistance Program、CAP)、③に関連するターム資産担保証券融資制度(Term Asset-Backed Securities Lending Facility、TALF)、及び④である。また、⑤はその後、住宅市場安定化計画(Homeowner Affordability and Stability Plan)として具体化された(2/18)。②については近く詳細が公表される予定である。

資本支援プログラム(CAP)

「資本支援プログラム」(Capital Assistance Program、CAP)は、大規模銀行(資産規模1,000億ドル超)に対して、連邦政府の各監督機関が一段と厳格なストレステストの実施した上で、将来の損失発生時における資本増強や民間からの資本調達までの“つなぎ”として公的資金へのアクセスを当該金融機関に提供するスキームである。

CAPでは現在、19行を対象に4月末終了を目途としてストレステストが実施されている。監督当局が「追加的な資本バッファが必要」と判断した場合には、金融機関は財務省との間で公的資本注入と転換権付優先株発行に関する取り決め(コミットメント)を行うことになっている。もし6カ月以内に民間から資本を調達できれば、金融機関は上記コミットメントを解約できるため、政府による経営関与を

嫌う金融機関は民間からの資本調達に対して強い誘引を持つ。なおCAPは、監督当局及び財務省が認めれば、より小規模の銀行や銀行持株会社等も活用できる。

CAPで投入される公的資金は1金融機関当たりリスク加重総資産の1%~2%である。これに加えてCAP参加金融機関は、従来の一斉資本注入スキームであるCPP (Capital Purchase Program) (※) (シティグループ及びバンク・オブ・アメリカの場合には特定投資プログラム (Targeted Investment Program) を含む) を通じて財務省に発行した優先株を償還し、CAPに伴う優先株と入れ替えることも可能である。

(※) 2008年10月から2009年2月末までに、CPPを通じた資本注入額は総額1,968億ドル、467金融機関にのぼる。

住宅市場安定化計画 (Homeowner Affordability and Stability Plan)

住宅市場安定化計画 (Homeowner Affordability and Stability Plan、2/18) は、健全な借り手支援、経済的困難に直面している (at-risk) 借り手支援、住宅金融市場の円滑化という3つの柱からなる (詳細は3/4公表)。

健全な借り手支援 (Home Affordable Refinance Program) では、ファニーメイとフレディマックの2社 (GSE) が所有もしくは保証しているコンフォーミング・ローンの借り手 (4~5百万人) に対して、2社を通じて住宅ローンの借り換えを可能にするものである。連邦準備制度理事会 (FRB) によるGSE債買い切りオペによって住宅ローン金利は低下したが、住宅価格の下落によって、健全な借り手であっても住宅評価額に対するローン残高比率が上昇しており、低利ローンへの借り換えができない状況が生まれ、その対応が求められてきた。

経済的困難に直面している借り手支援 (Home Affordable Modification Program) は、配偶者の失業等に伴う所得の減少、家族の病気・怪我等に伴う支出の増大、ローン条件の変更に伴うローン負担の急増 (ペイメント・ショック)、所得対比でみて重すぎる住宅ローン債務や住宅評価額を超える住宅ローン債務を抱えている状況 (所謂「アンダーウォーター」) 等にある人々 (3~4百万人) に、住宅ローンの見直しという救いの手を差し伸べようというものだ。具体的には、借り手の所得に対する住宅ローンの月々の支払い比率 (デット・サービス・レシオ) が31%以下になるまで、金融機関が①住宅ローン金利の軽減 (最低2%)、②貸付期間の延長 (最大40年)、③元本減免、の順で住宅ローン条件の見直しを行う。デット・サービス・レシオが38%に低下するまでの費用は金融機関がすべて負担するが、38%から31%までの軽減費用は金融機関と米国財務省が折半する。軽減期間は5年間とし、ローン見直し時点におけるコンフォーミング・ローン金利を上限として、5年目以降は毎年1%ずつ金利が引き上げられる仕組みである。

ユニークなインセンティブ・システム

住宅ローン見直しに向けたインセンティブとして、このほかに①サービサーに対する前払い奨励金 (Servicer Incentive Payment、ローン1件当たり1,000ドル) と成功報酬 (Pay for Success、毎年1,000ドル、3年間)、②ローン返済を継続した借り手に対する褒賞金 (毎年1000ドル、5年間)、③まだ延滞していない借り手に対してローン見直しを提供した金融機関等への一時金 (Current Borrower One-Time Bonus Incentive、貸し手金融機関/投資家に対し1,500ドル、サービサーに対し500ドル) などが創設された。また住宅価格のさらなる下落に備え、100億

住宅市場の回復にとり、
雇用情勢の悪化が障害

デフレ・リスクと景気対策

ドルの保険基金も計画されている。

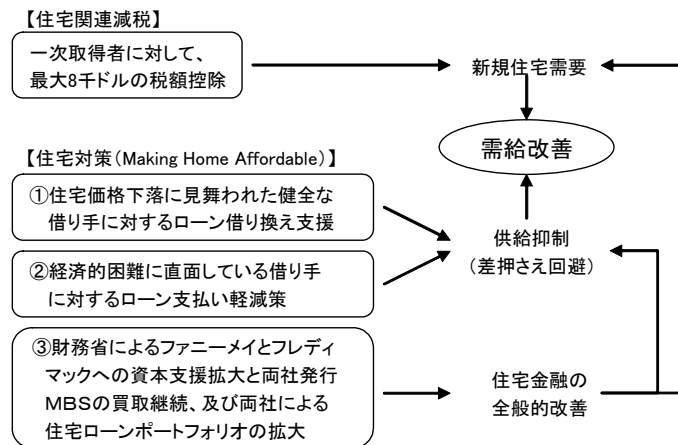
経済的困難に直面している借り手支援の総費用は750億ドルで、TARPから500億ドルが拠出され、残る250億ドルはファニーメイとフレディマックが負担する（もともと、2社は実質的に国有化され、政府による損失補てんスキーム下にあるため、事実上全額が政府負担となる）。

住宅金融市場の円滑化では、ファニーメイとフレディマックに対する資本注入枠を各1,000億ドルから各2,000億ドルに拡充（2008年住宅・経済回復法に基づく措置）すると共に、2社が購入・保有する住宅ローンポートフォリオの上限を8,500億ドルから9,000億ドルに引き上げる措置を発表した。

さらに2009年米国回復・再投資法では住宅一次取得者向け優遇税制の拡大が盛り込まれており、上記の対策とあわせて米国住宅市場が抱える供給過剰問題（空き家問題）の解消に期待が向かうところだ（参考図表2）。しかし、2月雇用統計や3月の失業保険統計を見る限り、雇用情勢は厳しさを増す一方であり、空き家問題解消に不可欠な新規住宅需要の回復は、未だ見込み薄の状況である。

2009年米国回復・再投資法が2月17日成立した。総額7,872億ドルと巨額であるが、2009年度、2010年度に現れる“真水（財政赤字）”はそれぞれ1,849億ドル、

参考図表2 住宅市場安定化策と効果



(資料) 米国財務省、みずほ総合研究所

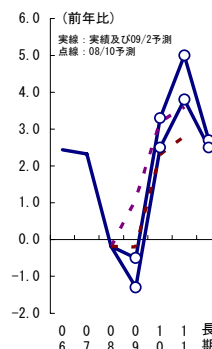
参考図表3 F R B 経済見通し

中央傾向値	2009	2010	2011	長期
実質GDP成長率	-1.3 to -0.5	2.5 to 3.3	3.8 to 5.0	2.5 to 2.7
2008年10月予測	-0.2 to 1.1	2.3 to 3.2	2.8 to 3.6	
失業率	8.5 to 8.8	8.0 to 8.3	6.7 to 7.5	4.8 to 5.0
2008年10月予測	7.1 to 7.6	6.5 to 7.3	5.5 to 6.6	
インフレ率	0.3 to 1.0	1.0 to 1.5	0.9 to 1.7	1.7 to 2.0
2008年10月予測	1.3 to 2.0	1.4 to 1.8	1.4 to 1.7	
コア・インフレ率	0.9 to 1.1	0.8 to 1.5	0.7 to 1.5	
2008年10月予測	1.5 to 2.0	1.3 to 1.8	1.3 to 1.7	

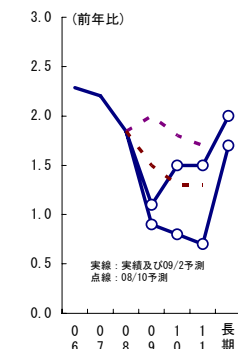
(注) 実質GDP成長率、インフレ率、コア・インフレ率は当該年10～12月期における前年比。失業率は当該年10～12月期における平均値。インフレ率、コア・インフレ率は個人消費支出デフレーターベース。中央傾向値は上位3予測値及び下位3予測値を除いたもの。

(資料) F R B (2009/2/18公表)

実質GDP成長率



コア・インフレ率



(注) 各年10～12月期の前年同期比。コア・インフレ率の長期値はインフレ率の長期値を用いている。インフレ率は個人消費支出デフレーターベース。

(資料) 米国商務省、F R B (2008年10月、2009年2月予測)

財政政策の効果

3,994億ドルで、名目GDP比1.3%、2.8%である（米国議会予算局。ただし真水の規模は3/2の資料、GDPは1/8のベースライン予測（景気対策を打たない場合）を利用）。

米国議会予算局によれば、景気対策を打たない場合、GDPギャップは2009年▲7.4%、2010年▲6.3%と大幅なデフレギャップが予想され、景気対策が打たれた場合、デフレギャップは2009年▲3.9%～▲6.1%、2010年▲3.2%～▲5.3%にそれぞれ縮小するという。デフレギャップが解消するのは景気対策の有無に関わらず2014年である。したがって、米国議会予算局による潜在GDPの推計が正しいとすれば、2014年までデフレ圧力が続くことになる。

一方、FRB見通し（2/18）でも、2010年には+2.5%～+3.3%（中央傾向値、当該年10～12月期の前年比）、2011年は+3.8%～+5.0%という“V字回復”を辿るとの楽観的シナリオの下、コア・インフレ率は長期的な物価安定圏（+1.7%～+2.0%）を下回る推移が予想されており、デフレ懸念が燻る内容である（参考図表3）。

今般の経済・金融危機が、金融機関や家計のバランスシート調整を迫っている点に着目すれば、米国経済にとってデフレは回避しなければならない優先課題の一つである。①米国回復・再投資法によってデフレギャップを埋めることは難しいこと、②コア・インフレ率は一段の低下が見込まれること（1月時点でコアPCEデフレーター上昇率は前年比+1.6%）、③他国の財政支出による波及効果は無視できないが限定的であると考えられること（参考図表4）等を踏まえると、今年後半には、第二の景気対策が必要となろう。その場合、雇用情勢の著しい悪化と中間選挙も視野に入ることから、ルーズベルト政権と同様、政府による直接雇用も有力な選択肢の一つとなり得よう（参考図表5）。

参考図表4 主要国・地域の景気対策と波及効果

<景気対策（各国・地域のGDP比、%）>

	2009	2010
米国	1.9	2.9
ユーロ圏	0.9	0.8
日本	1.4	0.4
アジア(除く日本)	1.5	1.3
他のG20	1.1	0.3
世界計	1.4	1.3

(注) 2009/1/17時点の発表。世界計はPPPで加重平均。
(資料) 国際通貨基金(IMF)資料より抜粋

<波及効果：景気対策を打たない場合のGDPからの乖離幅、%>

2009年	景気対策を実施する国・地域					
	全て	米国	ユーロ圏	日本	アジア新興国	その他
世界	1.4	0.5	0.2	0.1	0.4	0.2
米国	1.5	1.3	0.0	0.0	0.1	0.1
ユーロ圏	0.9	0.2	0.5	0.0	0.1	0.1
日本	1.1	0.2	0.0	0.7	0.1	0.0
アジア新興国	2.1	0.6	0.1	0.1	1.3	0.1
その他	1.0	0.3	0.1	0.0	0.2	0.4

2010年	景気対策を実施する国・地域					
	全て	米国	ユーロ圏	日本	アジア新興国	その他
世界	2.0	1.4	0.1	0.1	0.2	0.2
米国	3.1	2.7	0.1	0.1	0.1	0.1
ユーロ圏	1.2	0.6	0.3	0.1	0.1	0.1
日本	1.5	0.7	0.1	0.5	0.1	0.0
アジア新興国	2.3	1.6	0.1	0.1	0.4	0.1
その他	1.7	1.0	0.1	0.1	0.2	0.3

(資料) 国際通貨基金(IMF)資料より抜粋

参考図表 5 ルーズベルト政権による直接雇用対策

＜直接雇用対策の概要＞

市民保全部隊 (CCC)	18歳から25歳までの若い男性を対象。軍隊が運営するキャンプで就労。10年間でおよそ200万人がCCCに参加。土壌浸食を防ぐための植林と国有林の保全、河川の汚染除去、魚・動物・鳥の保護区の作成、および石炭、石油、シェール、天然ガス、ナトリウム、ヘリウムの鉱床の保護など、さまざまな環境保全プロジェクトに参画。
公共事業局 (PWA)	主として各種の中規模・大規模プロジェクトで、熟練建設労働者に雇用を提供。PWAの多くの業績の中でも最も重要なものとしては、太平洋岸北西部のポンビル・ダムとグラント・クーリー・ダム、シカゴの下水設備、ニューヨークのトライボロ・ブリッジ、米国海軍の空母建設(ヨークタウンとエンタープライズ)など。
テネシー河谷開発計画 (TVA)	失業対策事業兼公共計画事業として、貧困に苦しんでいたテネシー川流域を開発するため、洪水防止および水力発電用のダムを16新規建設、5つ改造。160億キロワットの電力を供給。このほか、1200マイル以上の道路、マラリア蚊撲滅、治水、農地開発、肥料工業、アルミ精練など
1933年連邦緊急救済法 (FERA, ~1935年)	主に直接支払いという形で、何十万もの人々に直接的な救済を提供。同局が、学校の教師やその他の地方公務員の給与を肩代わりして支払うこともあったといわれる。多数の小規模な公共事業プロジェクトも実行
1933年全国産業復興法 (NIRA)に基づく民生事業庁 (CWA) の設置	1933年末から1934年春にかけて、FERAと同様の各種プロジェクトを展開。雇用創出のための「不要な作業」と批判されたこれらのプロジェクトによる雇用には、溝掘りから高速道路修理工事、そして教員まで、さまざまなものがあったといわれる。ルーズベルト政権は、そのコストを懸念しつつも福祉より失業対策を基盤とするこれらの制度に対する支持を継続。
1935年連邦緊急救済支出法と事業促進庁 (WPA) の設置	それまでで最大の公共事業機関。WPAは、全米各地で小規模なプロジェクトを実施、建物、道路、空港、学校などを建設。連邦劇場プロジェクト、連邦芸術プロジェクト、および連邦作家プロジェクトにより、俳優、画家、音楽家、そして作家が雇用された。また全米青年局は、学生にパートタイムの雇用を与え、職業訓練プログラムを設け、失業した若者に援助を提供。WPAは1度に300万人の失業者を救済し、1943年に廃止されるまでに合わせて900万人を救済。

(資料) 在日アメリカ大使館ホームページ等より引用、作成。

＜産業別就業者数＞

(単位：千人)

年	合計	農林水産	鉱業	製造業	建設業	金融・保険・不動産	商業	運輸・公益	サービス	政府
1929	45,606	8,627	1,017	10,556	2,306	1,575	7,821	4,068	6,484	3,152
1933	37,533	8,438	724	7,273	1,383	1,373	6,431	2,795	5,275	3,841
1937	46,632	8,367	993	10,686	1,738	1,520	8,162	3,234	6,429	5,503
1929-33	-8,073	-189	-293	-3,283	-923	-202	-1,390	-1,273	-1,209	689
1933-37	9,099	-71	269	3,413	355	147	1,731	439	1,154	1,662
2007	140,707	2,104	672	14,035	9,480	8,835	20,935	4,729	59,706	20,211

(単位：%)

1929	100.0	18.9	2.2	23.1	5.1	3.5	17.1	8.9	14.2	6.9
2007	100.0	1.5	0.5	10.0	6.7	6.3	14.9	3.4	42.4	14.4

(資料) 米国商務省(GDP統計)よりみずほ総合研究所作成

2. 需要動向：消費の悪化は一服も、住宅・設備投資、外需は縮小持続

新築住宅販売の縮小続き、
中古住宅販売も減少基調
に転じた可能性

新築住宅市場は引き続き急速な勢いで縮小している。中古住宅販売も、同様の縮小傾向に転じた可能性が示唆される。

新築住宅販売（戸建て。米国商務省）は1月年率30.9万件、前月比▲10.2%と減少基調を辿っている（図1）。また全米不動産協会によれば、1月の中古住宅販売（戸建て及び集合住宅）は年率449万件、前月比▲5.3%と減少した。戸建て中古住宅に限ると年率405万件、前月比▲4.7%の減少である。中古住宅販売は2008年入り後、10月まではほぼ横ばいで推移してきたが、11月以降、大きく販売件数が縮小している。中古住宅販売統計は新築住宅販売統計と比べると数カ月のラグを持つことを踏まえると、11月以降における中古住宅販売の悪化は、おそらく同年9月のリーマンショックを契機とした市況悪化を表すものと考えられる。

さらに、中古住宅販売統計に「1~2カ月先行」（全米不動産協会）する住宅販売保留指数が1月80.4（2001年=100とする指数）となり、2001年の調査開始以来最低水準に落ち込んだことを踏まえると、2009年入り後、中古住宅市場の市況悪化が一段と進んでいることが示唆される。

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

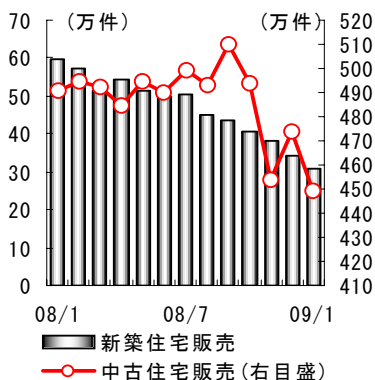
建設業者の景況感は極めて厳しい（図2）。新築住宅販売の現状と6カ月先の見通し、見込客の動向をもとに作成されている住宅市場指数（全米住宅建築業者協会によるHousing Market Index。0~100の範囲をとり、水準が高いほど良好）は2月に9、前月比+1Ptと、引き続き1985年の統計開始以来の最低水準近傍で推移している。こうした中、住宅着工件数（米国商務省）は1月年率46.6万件（前月比▲16.8%）、住宅着工許可件数は年率53.1万件（前月比▲2.9%）と減少した。いずれも1959年の統計開始以来、最低水準を更新し続けている。

住宅在庫率は高水準。圧
倒的な供給過剰が持続

中古住宅の在庫率は1月9.6カ月（12月9.4カ月。全米不動産協会）、新築住宅では13.3カ月（同12.2カ月。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状況が続いている。

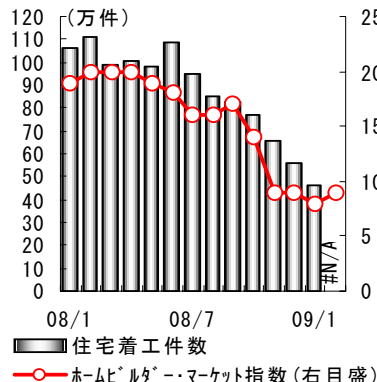
住宅価格の下落圧力も高いままである。スタンダード・アンド・プアーズ/ケース＝シラー住宅価格指数（主要10都市圏を対象とする指数。2度以上売買されたことがある戸建て中古住宅を対象とした品質調整済み価格指数）は、12月前月比▲1.8%、

図1 住宅販売件数



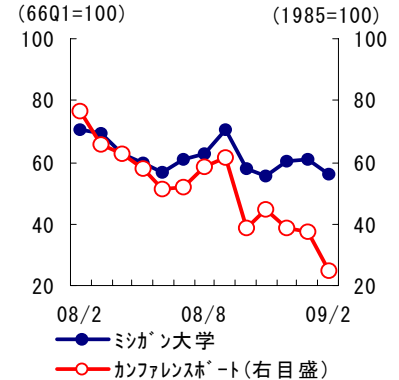
(資料) 全米不動産協会、米国商務省

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

金融市場では、ピーク対比3割超の下落を予想

消費者マインドは低迷。金融面の悪化は一服しているが、雇用不安が増大

消費の悪化は一服

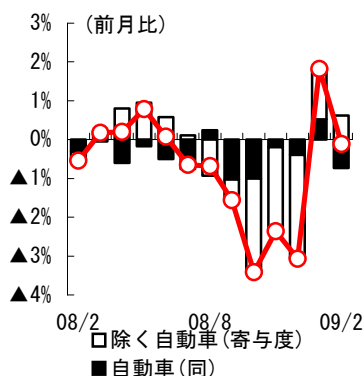
前年比▲19.2%と下落した。連邦住宅金融局（FHFA）による住宅価格指数（リファイナンスに伴う再評価を除く、売買取引の価格情報のみを対象とした系列）も、12月前月比+0.1%とほぼ横ばいに留まったものの、前年比では▲8.7%とデフレ基調が続いている。

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の先物（シカゴ・マーカンタイル取引所）をみると、2010年末までさらに14%強の下落が織り込まれており、ピーク対比で累計▲37.1%の下落率に達すると予想されている（暦年では2006年から2010年までに累計▲34%）。住宅価格に関する各種研究（※）によれば、大恐慌が始まった1929年から1934年までの5年間で、米国の住宅価格はおよそ2割前後下落した。統計上の制約によって直接比較は困難ではあるが、現在の資産デフレは大恐慌期に匹敵するといっても強ち間違いではないだろう。（※）Greber, Leo, David M. Blank, and Louis Winnick, *Capital Formation in Residential Real Estate* (Princeton University Press, 1956); Ernest M. Fisher, *Urban Real Estate Markets: Characteristics and Financing* (NBER, 1951); Shiller, Robert J., *Irrational Exuberance*, 2nd Edition (Princeton University Press, 2005; 最新データは以下のアドレスから入手可能 <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data/fig2-1.xls>)

消費者マインドは低迷している。2月のミシガン大学[○]消費者信頼感指数（確報）は56.3、カンファレンスボード[○]同指数は25.0と低迷している（図3）。ここ数カ月は両指数にやや乖離が見られるが、消費者による現状評価と先行きへの期待に分けると、先行きへの不安は共通する一方、現状評価の点ではカンファレンスボード調査の方がミシガン大調査よりも厳しい判断が下されている。ミシガン大の現状指数は「個人的な資金繰り」と「住宅及び耐久財の購入環境」、カンファレンスボードの現状指数は「全般的な景況感」と「雇用判断」からそれぞれ構成されている点を踏まえると、次のようなことが言えるのかも知れない。住宅支援を含む金融危機対策や景気対策によって、個人的な資金繰りや住宅等の購入環境の悪化は一服しているようだ。しかし、実体経済とりわけ雇用情勢の悪化が止まらない（後述）ことへの不安が、消費者の間で一段と強まってきている。

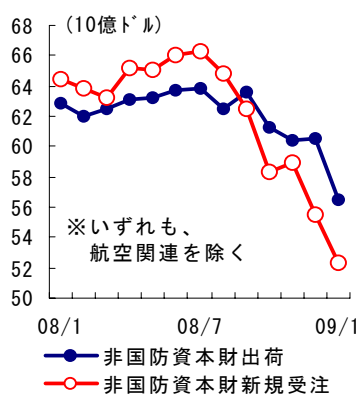
消費の悪化は一服した。2月の小売売上高（米国商務省）は前月比ほぼ横ばい（▲0.1%）となった（図4）。国内自動車販売台数は年率909.9万台（米国商務省）の水準まで減少したが、自動車を除く小売売上高は前月比+0.7%と増加した。

図4 小売売上高



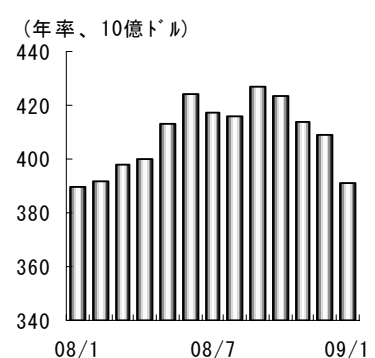
〔資料〕米国商務省

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



（資料）米国商務省

特殊要因によって可処分所得が急増し、貯蓄率は5%に上昇

2008年の家計保有資産（住宅及び金融資産）は11兆ドルの目減り

資本財出荷・受注は減少基調が明確化。事業用建設投資も減少基調へ

貿易活動は縮小

消費活動の悪化が一服している背景には、所得の伸びが指摘できる。米国商務省によれば1月の個人所得は特殊要因（連邦職員・軍人の給与引き上げ、公的年金等に対する生計費調整等）によって206億ドル押し上げられた（12月も74億ドル押し上げ）。また所得税等も課税所得額の減少や還付金の増大を背景に減少し、1月の可処分所得は前月比+1.7%と高い伸びとなった。

もっとも、こうした可処分所得の増加のうち消費に回った分は一部に過ぎず、大半は貯蓄（もしくは借入の返済）となった。その結果、1月の貯蓄率は5.0%と、1995年3月（5.5%）以来の高さに上昇した。

F R Bによれば、2008年末時点における家計の保有資産は住宅資産と金融資産を合わせて前年比11兆ドル目減りした。住宅資産の目減り分が2.2兆ドル、金融資産の目減り分が8.9兆ドルにのぼる。従来から指摘しているように、F R Bのモデルに従えば、こうした資産の目減りによる消費への影響（逆資産効果）は4千億ドルを超え、経済・金融危機という現状を踏まえると下押し効果はさらに大きい可能性がある。

F R Bは、3月25日からターム資産担保証券融資制度（TALF）を開始し、自動車ローンやクレジット・カード・ローンのABSを引き受けることで金融面からの消費抑制要因を取り除こうとしているが、雇用情勢の悪化や資産の目減りを踏まえると、TALFに多くの期待を寄せるのは困難だろう。

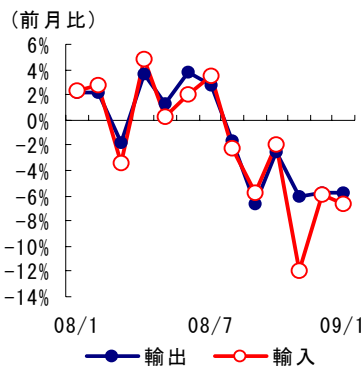
資本財の出荷・受注（米国商務省、以下同じ）は減少基調が明確化している。機械関連の設備投資動向を示す非国防資本財（除く航空関連）の1月出荷額は前月比▲6.7%と、遡及可能な1992年以来最大の減少率となった（図5）。同財新規受注額も落ち込みが続き（1月は前月比▲5.7%）、2004年以来の水準にある。

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D I（6カ月先）は2月▲11.5、フィラデルフィア地区連銀の同種調査では▲17.8とマイナス圏で推移している。

また事業用建設投資（工場、オフィス等、住宅を除く建設投資）も、機械関連投資と同様、減少基調を辿り始めている（図6。同統計は頻繁な改訂に注意）。

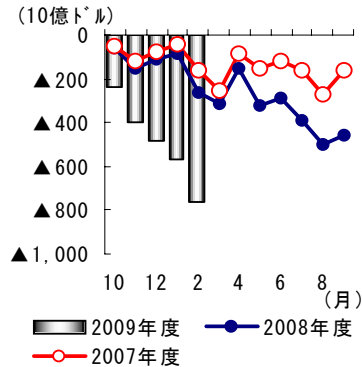
米国の貿易活動は縮小している。米国商務省によれば、1月の輸出・輸入はそれぞれ前月比▲5.7%、同▲6.7%と共に減少傾向にある（図7）。貿易収支は▲360億

図7 輸出・輸入



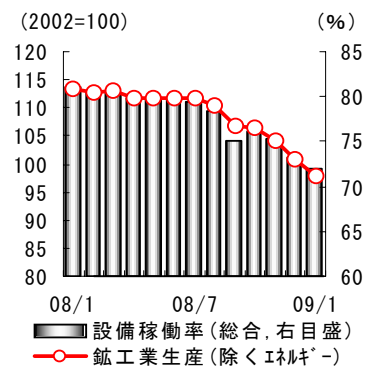
(資料) 米国商務省

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

連邦財政赤字は年度累計で7,645億ドル。予算教書では今後10年にわたって財政赤字が続く見通しで、収支均衡は織り込まず

ドルの赤字と、2002年以来の水準まで赤字幅が縮小している。地域別輸出動向にみると、自動車・同部品産業の低迷等を背景に北米向け輸出が縮小しているほか、ここ数年来輸出先として拡大してきた中国・アジア NIES 向けや欧州向けの輸出が大きく減少し、金融危機を契機とした当該国・地域の景気悪化に伴う影響がうかがえる。

ISMによれば、製造業、非製造業の輸出受注指数はそれぞれ2月37.5、40.0と判断の基準である50を大きく下回り続けており、海外需要の縮小は著しい模様だ。

米国財務省によれば2月の連邦財政収支は▲1,928億ドルの赤字となり、2009年度累計では▲7,645億ドルに達した(図8)。景気悪化に伴う税収減(個人所得税が年度累計で前年同期比▲13%、法人税が同▲45%)が続き、TARPによる歳出増の影響も大きい。

オバマ政権は、新たに医療制度の抜本的改革や富裕層を対象とした増税(夫婦で年間所得25万ドル以上。所得税率の引き上げと、キャピタルゲイン・配当に対する税率の引き上げ)を盛り込んだ予算教書を議会に提出した(2/26)。金融安定化のための追加策向けとして2,500億ドルの予備費も計上した。予算教書によれば、この予備費の大きさは、仮に7,500億ドルの(不良)資産を購入した場合に政府が抱え込むとみられる信用コストに相当する。

オバマ政権による提案が実現すれば、2009年度の財政赤字は1兆7521億ドル、GDP比12.3%に達し、2010年度、2011年度も高水準の財政赤字が続く見込みである。予算教書では2010年には実質GDP成長率が前年比+3.2%(名目では同+4.3%)と大きく回復する見通しであり、楽観的過ぎるだろう。

さらに注意したいのは、そうした楽観的シナリオに立っても、GDP比3%程度の財政赤字が続く見通しであることだ。(現実味はともあれ)長期的な財政均衡を謳った前政権と比べると大きな違いであり、民間部門が保有する米国債残高のGDP比率は2008年41%から2019年67%に増大していく。

3. 生産・雇用動向：生産・雇用の調整持続

生産調整が加速

1月の鉱工業生産(FRB)は前月比▲1.8%と12月に続き大幅な減少となった。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▲2.7%の悪化で、2001年12月以来の水準に落ち込んでいる(図9)。電気・ガス生産を除けば、ほぼ全業

図10 企業業況

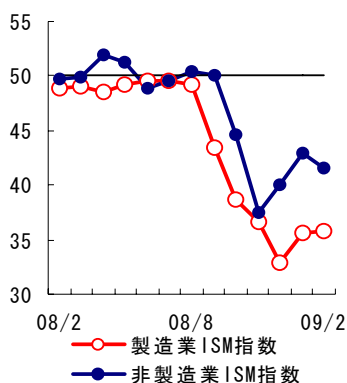


図11 雇用統計

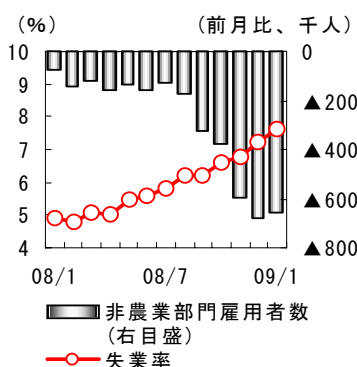
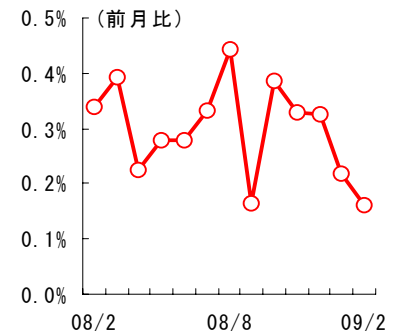


図12 時間当たり賃金上昇率



(資料) 米国労働省

(資料) 米国サプライマネジメント協会 (ISM)

(資料) 米国労働省

企業業況は引き続き停滞

種にわたって減産がみられる。

企業業況は停滞が続いている。

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、2月35.8（1月35.6）とほぼ横ばいで推移した（図10）。構成指数のうち、生産指数（36.3、前月比+4.2Pt）は持ち直したが、判断の分かれ目である50を大きく下回っており、他の指数についても厳しい内容は変わらない。

非製造業ISM指数（景況指数、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数の単純平均）も、2月41.6（1月42.9）と低迷している。

雇用情勢の悪化は深刻化している。

雇用悪化は深刻

米国労働省によれば、2月の失業率は8.1%（前月比+0.5Pt）と1月に続いて大きく上昇した（図11）。非農業部門雇用者数は前月比▲65.1万人と2カ月続けて1949年12月以来の削減幅である。失業期間は11.0カ月（中央値）と上昇が続いており、有効求人倍率（みずほ総合研究所試算）は1月時点で0.64倍と参考統計が得られる2001年以降で最低水準を更新している。

所得も目減り。減税や失業給付等の公的補助が支え

時間当たり賃金上昇率にも、2月前月比+0.2%と鈍化傾向に転じる兆しがうかがえる（前年比は+3.9%、図12）。雇用者報酬の代理変数と考えることができる総賃金指数（総労働時間指数×時間当たり賃金）は前月比▲0.3%、3カ月前比年率では▲2.8%と大きく低下した。

1月の個人所得統計では、連邦政府職員・軍人に対する給与引き上げや公的年金の生計費調整等による特殊要因で可処分所得の伸びが高まったが、民間産業の雇用者報酬は5カ月連続で減少している。雇用統計から判断する限り、民間産業の雇用者報酬の悪化は2月に一段と進んだと考えられる。

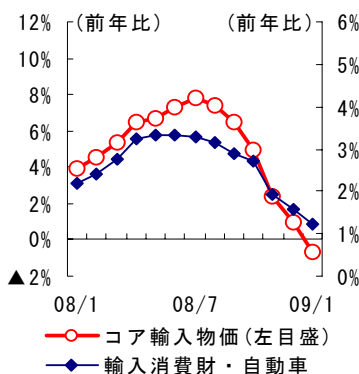
景気対策に盛り込まれた勤労者向け減税や退職者等向けの定額給付金等による下支えが期待されるが、民間雇用悪化による影響を食い止めるには不十分だろう。

4. 物価動向：デシインフレ圧力が増大

輸入財物価を通じたデシインフレ圧力が増大

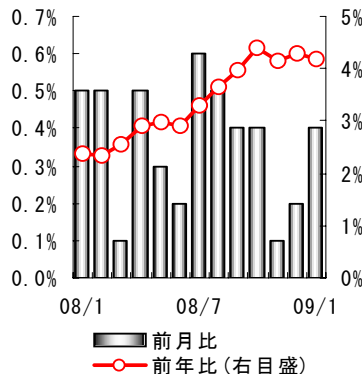
輸入財物価を通じたデシインフレ圧力が増大している。米国労働省によれば（以下、物価は同じ）、2月の輸入物価上昇率は前年比▲12.8%（1月同▲12.5%）と下落が続いている。石油関連を除くコア輸入物価上昇率も同▲1.9%（1月同▲0.6%）

図13 輸入物価



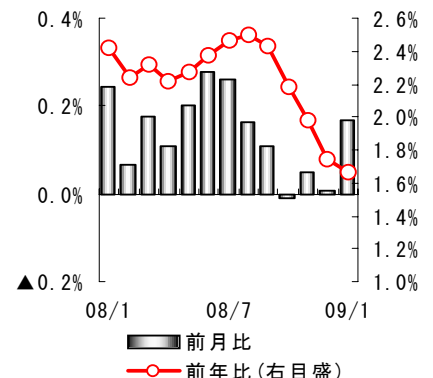
(資料) 米国労働省

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

コア最終財 P P I 上昇率は高水準だが、そろそろ上流部門

最終消費財関連物価上昇率は急速に低下

と下落に転じた (図 13)。輸入最終財に着目すると資本財物価は同+0.3%、自動車物価は同+1.0%、消費財 (除く自動車) 物価は同+0.9%で、いずれも上昇率は鈍化基調にある。

名目実効ドルレート (新興国を含む広義の実効レート、F R B) は前年比で大幅に上昇しており (2 月前年比+14.5%)、国際商品市況の低迷や世界的な需給緩和とあわせ、輸入面からのディスインフレ圧力 (あるいはデフレ圧力) は一段と高まる見通しである。

国内生産部門 (最終財) でも川上部門を中心にインフレ圧力が緩和しており、コア最終財 P P I にも波及するタイミングを迎えているとみられる。

1 月のコア最終財 P P I 上昇率は前年比+4.2% (前月比+0.4%) と高い上昇率となった (図 14)。景気悪化、原材料 P P I や中間財 P P I の大幅な下落、製造業 I S M 仕入価格指数の 50 割れ (2008 年 10 月以降、5 カ月連続) 等と不釣り合いな動きであるが、単純なラグであろう。中間財 P P I とコア最終財物価の前年比上昇率について時差相関係数を取ってみると、5~6 カ月で相関係数が最も高い。中間財 P P I 前年比上昇率はちょうど半年前にピークアウトしていることから、コア最終財 P P I も鈍化傾向に転じる局面に入ってきたと考えられる。

最終消費財関連のコア・インフレ率は急速に低下している。コア C P I 上昇率は 1 月前年比+1.6% (前月比+0.18%)、コア個人消費支出 (P C E) デフレーター上昇率も前年比+1.6% (前月比+0.12%) と共に低下した (図 15)。物価安定圏 (F R B 見通しでは長期的な物価上昇率として+1.7%~+2.0%が示されている、2/18)、を下回り始めており、景気対策や金融市場支援等によって景気が大きく回復しない場合、デフレ・リスクが高まるおそれがある。

資産デフレに一般物価のデフレが加われば、米国経済の回復への道のりは一段と遠のくと考えられるだけに、物価動向の行方には大きな関心が向けられよう。

巻末資料：米国主要経済指標

	06Q3	04	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	▲6.2
労働生産性(%、前期比年率、非農業部門)	▲1.6	▲0.3	▲0.7	5.7	7.3	▲1.1	2.2	4.7	2.3	▲0.4
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				
	Oct-08	Nov	Dec	Jan-09	Feb	Oct-08	Nov	Dec	Jan-09	Feb
カンファレンスボード景気先行指数(%)	▲1.0	▲0.7	0.2	0.4	#N/A	▲3.8	▲4.1	▲3.8	▲2.9	#N/A
小売売上高(%)	▲3.4	▲2.4	▲3.1	1.8	▲0.1	▲4.0	▲10.0	▲8.6	▲8.3	▲12.3
除く自動車(%)	▲2.9	▲2.6	▲3.2	1.6	0.7	1.2	▲6.2	▲6.0	▲5.1	▲8.7
国内自動車販売台数(百万台、年率)	*1052	*1014	*1027	*954	*910	▲32.0	▲36.7	▲35.6	▲37.0	▲41.3
住宅着工件数(万件、年率)	*77	*66	*56	*47	#N/A	▲40.7	▲46.5	▲44.4	▲57.3	#N/A
住宅着工許可件数(万件、年率)	*73	*62	*55	*53	#N/A	▲40.6	▲55.1	▲48.8	▲52.2	#N/A
ホームビルダー・マーケット指数	*14	*9	*9	*8	*9					
MBA購入指数(%)	▲15.9	▲1.8	5.8	▲2.0	▲18.3					
シカゴ大消費者信頼感指数(66Q1=100)	*58	*55	*60	*61	*56					
カンファレンスボード消費者信頼感指数(85=100)	*39	*45	*39	*37	*25					
国防を除く資本財出荷(%)	▲4.5	▲2.0	2.6	▲4.1	#N/A	▲4.4	▲8.6	▲4.4	▲10.6	#N/A
除く航空機・同部品(%)	▲3.7	▲1.3	0.1	▲6.7	#N/A	▲2.2	▲5.2	▲4.7	▲10.9	#N/A
国防を除く資本財受注(%)	▲6.5	▲5.3	▲10.3	▲3.0	#N/A	▲13.3	▲23.0	▲25.6	▲31.6	#N/A
除く航空機・同部品(%)	▲6.7	1.1	▲5.9	▲5.7	#N/A	▲7.2	▲7.9	▲14.7	▲20.4	#N/A
民間建設支出(非居住用、%)	▲0.9	▲2.2	▲1.2	▲4.3	#N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	#N/A
貿易収支(10億ドル)	*▲58.0	*▲42.5	*▲39.9	*▲36.0	#N/A					
実質財貿易収支(10億ドル)	*▲46.0	*▲40.1	*▲42.9	*▲44.0	#N/A					
実質財輸出(%)	▲0.7	▲3.3	▲6.1	▲8.6	#N/A	0.7	▲2.5	▲8.5	▲17.8	#N/A
実質財輸入(%)	2.4	▲6.6	▲1.8	▲4.6	#N/A	▲3.8	▲10.5	▲10.7	▲16.0	#N/A
財政収支(10億ドル)	*▲237.2	*▲164.4	*▲83.6	*▲86.5	*▲192.8					
鉱工業生産(%)	1.6	▲1.2	▲2.4	▲1.8	#N/A	▲4.3	▲5.9	▲8.2	▲10.0	#N/A
最終財生産(%)	0.7	▲0.3	▲1.1	▲2.2	#N/A	▲4.2	▲4.7	▲5.9	▲8.4	#N/A
設備稼働率(%)	*76.1	*75.2	*73.3	*72.0	#N/A					
民間在庫投資(10億ドル)	*▲9.6	*▲15.9	*▲23.9	*▲15.8	#N/A					
在庫率(カ月)	*1.34	*1.41	*1.43	*1.43	#N/A					
ISM製造業指数	*38.7	*36.6	*32.9	*35.6	*35.8					
ISM非製造業指数	*44.5	*33.3	*38.9	*44.2	*40.2					
NFIB楽観指数(1986=100)	*87.5	*87.8	*85.2	*84.1	*82.6					
フィッシャー連鎖景況感指数	*▲38.7	*▲39.8	*▲36.1	*▲24.3	*▲41.3					
失業率(%)	*6.6	*6.8	*7.2	*7.6	*8.1					
非農業部門雇用者数(千人)	▲380.0	▲597.0	▲681.0	▲655.0	▲651.0					
製造業雇用者数(千人)	▲119.0	▲121.0	▲180.0	▲257.0	▲168.0					
週平均労働時間(時間)	*33.5	*33.4	*33.3	*33.3	33.3					
時間当り賃金(%)	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	3.7	4.3	3.6	3.8	3.9
輸入物価(%、除く石油関連)	-0.9	-1.7	-1.1	-0.8	-0.6	4.9	2.4	0.9	▲0.6	▲1.9
生産者物価・最終財コア(%)	0.4	0.1	0.2	0.4	#N/A	4.4	4.2	4.3	4.2	#N/A
コア消費者物価(%)	▲0.8	▲1.7	▲0.8	0.3	#N/A	2.2	2.0	1.8	1.7	#N/A
連鎖式コア消費者物価(%)	▲0.0	0.1	0.0	0.2	#N/A	1.8	1.5	1.3	1.2	#N/A
FF金利誘導目標(未値、%)	*1.00	*1.00	*0.13	*0.13	*0.13					
2年債金利(%)	*1.61	*1.21	*0.82	*0.81	*0.98					
10年債金利(%)	*3.81	*3.53	*2.42	*2.52	*2.87					
商工業向け銀行貸出(%)	4.2	▲0.2	▲1.1	▲0.7	▲0.6	15.9	14.0	10.6	8.3	7.0
不動産向け銀行貸出(%)	4.4	0.1	▲0.1	▲0.5	0.7	7.5	6.5	5.9	4.8	5.0
マネーサプライ(%)	1.5	0.7	2.3	1.1	0.4	7.7	8.0	9.8	10.6	9.8
ダウ工業30種平均(未値)	*9325.01	*8829.04	*8776.39	*8000.86	*7062.93					
NASDAQ(未値)	*1720.95	*1535.57	*1577.03	*1476.42	*1377.84					
円・ドルレート(未値、¥/\$)	*98.28	*95.46	*90.79	*89.83	*97.74					
ドル・ユーロレート(未値、\$/Euro)	*1.2682	*1.2694	*1.3919	*1.2804	*1.2662					

(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', goes under the 'I', 'Z', and 'U', and then curves upwards under the 'H' and 'O'.