

みずほ米国経済情報

2009年9月号

米国経済・金融市場の概況

- 国内需要の持ち直しが続いている。“Cash for Clunkers”や住宅減税が奏功しているが、政策効果が剥落した後の反動が懸念される。特に消費については、雇用情勢の厳しさが続くことが自律的回復の障害だ。
- 企業から見ると、業況が改善しても労働時間の調整によって対応する余地が大きく、新規雇用に踏み切る誘因は小さい。そもそも労働時間調整の度合いも、最適と考えられる水準よりも高く、ミスマッチすら拡大している。
- 一方、議会では医療保険制度改革がいよいよ大詰めを迎えている。世論は改革に対し批判的になりつつあるが、オバマ大統領の議会演説は流れを変えたのかどうか、今後の世論調査等に現れる国民の反応と議会審議が注目される。
- さらに中期的な財政見通しは5月と比べて一段と悪化するという。赤字縮小ではなく財政中立を目指す医療保険制度改革と、抜け穴が多い（見方を変えれば政策運営に柔軟性を付与するとも言えるが・・・）PAYGO法案をみる限り、真の意味での財政健全化の道のりは遠い。

みずほ総合研究所

2009年9月11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：遠い財政健全化の道のり～医療保険制度改革と PAYGO 法案

悪化する財政見通し

行政管理予算局（OMB）によれば、米国の財政赤字は5月の推計値と比べて10年間の累積で2兆ドル近く悪化する見通しとなった（8/25）。

新しい推計では、経済見通しが上方修正され、金融危機に対する財政負担も従来の推計と比べて抑制されたが、景気の悪化度合いが想定以上に大きく、いわばゲタが下がったことによって、財政赤字見通しが悪化したという。

公的医療制度の負担増が
長期的課題

長期的な視点に立った場合、米国の財政健全化にとって大きな課題は公的医療支出であり、その改革を巡って数カ月にわたり国内で激しい議論が繰り広げられてきた。議会予算局（CBO、6/25）によれば、メディケア（高齢者向け公的医療）及びメディケイド（低所得者向け公的医療）について現行制度を維持した場合、2008年でGDP比4.3%の財政支出は、2019年までに1%Pt増大し、2030年の比率は8.5%とほぼ倍増する。長期推計の最終年（2083年）には17.8%に達する公算だ。

弱まる国民の支持

一方、米国民の間では医療保険制度改革への支持が弱まっている。世論調査によれば、8月下旬時点で、反対派（51%）が賛成派（48%）を上回った（CNN/Opinion Research Corporation、調査時点は8/28-31）。医療保険制度改革に関する情報が錯綜し、曲解して伝えられていることが原因のようだ。事態を打開すべく行われたのがオバマ大統領の議会演説（9/9）である。

民間保険料高騰への対処
としてのパブリック・オ
プション

オバマ大統領が掲げる医療保険制度改革は、公的医療制度に関わる財政的維持可能性の確保に加え、民間医療費の高騰による無保険者の急増という問題と、すでに保険に加入している人々についても転職や失職によって医療保険を失ったり、保険でカバーされる医療サービスが縮小されたりしているという問題にも大きな焦点が当てられている。

オバマ大統領は、上下両院合同本会議で行った演説で「いまや3千万人以上が無保険者である。この2年間だけで3人に1人の国民が医療保険を失い、毎日、1万4千人がその危機にある」と述べた。こうした問題の背景には「保険料の高騰」がある。オバマ大統領は次のように訴える。保険料の高騰によって、中小企業ではその負担に耐え切れず、従業員に対する医療保険の提供を諦めざるを得ず、無保険者を生む土壌となっている。起業家は起業意欲を失い、自動車メーカーのような米国企業は国際競争力上の劣位に立つことになるなど、米国経済の疲弊を生む原因ともなっている。さらに保険加入者も、無保険者が緊急医療を受ける等の場合にかかる費用を、陰で負担しなければならない事態に陥っている。

これに対し、公的医療保険（いわゆるパブリック・オプション）を含む「保険エクスチェンジ」の導入によって、人々の選択肢を広げ、保険市場の競争を促進することが、保険料を引き下げ、これらの問題を解決するための切り札になる、というのがオバマ大統領の主張だ。

下院法案の費用は 10 年
間で累計 2,390 億ドル

医療保険制度改革の財政的維持可能性に話を戻そう。7月14日に下院委員会で審議が始まった法案（HR3200）では、2010年度から2019年度までの10年間の財政費用が2,390億ドル発生すると言われている（CBO、7/17）。

内訳をみると無保険者への対応等、保険カバレッジに関する措置によって1兆420億ドルの費用がかかる。これに対して、メディケアを中心とする他の支出抑制によ

次の 10 年間には巨額の 財政赤字が発生

って 2,190 億ドル、高所得者に対する追加個人所得税等の増税によって 5,830 億ドルが賄われる計算だ。

2019 年度以降の財政に対する影響は、より深刻だ。CBO は、保険カバレッジ関連の費用が年 8% 以上のスピードで伸びるが、法案に規定された歳出削減や増税によってはその費用を賄い切れず、次の 10 年間には「巨額の財政赤字を生むだろう」と予想している。

最近発表された民間推計では、もっと厳しい結果が示されている。自らを「超党派」とする Peter G. Peterson Foundation (9/9) によれば、2010 年度から 2019 年度の費用は 390 億ドルに留まり、ほぼ財政中立的であるが、2020 年度から 2029 年度の費用は 1 兆 100 億ドルに膨らむという。

1 ダイムの制約とパブリック・オプション

オバマ大統領は議会演説で、改めて医療保険制度改革に強い制約を付けた。「改革の費用をどうやって賄うのかについて話をしよう。議員の皆さんが知っておかなければならないことがある。第一に、現在の、または将来の財政赤字に 1 ダイムたりとも赤字を加えるプランなら、私は署名しない。以上だ。」

オバマ大統領が上述した推計を信じるに足ると判断するなら、下院法案はそのままでは署名に値しないことになる。実際、オバマ大統領は「もし、我々が約束した節約 (saving) が実現しない場合には、歳出の一段の削減を義務付ける条項が法律に含まれるだろう」と述べ、財政規律 (財政中立) 確保を強く求めた。

一方、上院では、財政委員会での審議が 9/21 の週に終了 (マークアップ) する予定である。ポーカス委員長は、批判が強いパブリック・オプションの代替案として非営利協同組合による医療保険の提供を含む独自の改革案をまとめたばかりだ (9/8)。しかし、オバマ大統領は議会演説で改めてパブリック・オプションの導入を訴えた。一時期、オバマ大統領サイドでは非営利協同組合案に傾いていた様子があったが、議会演説はそうした妥協を一切示すことなく、国民の誤解を解くことでパブリック・オプションの導入を実現させようという姿勢が貫かれた。

議会演説は、果たして医療保険制度改革に対する国民の誤解を解き、世論の支持を回復させるのか。医療保険制度改革は、いよいよ大詰めの時期を迎えている。

PAYGO 原則の立法化

財政の健全化という観点で、医療保険制度改革と並んで注目されるのが、PAYGO 原則の立法化に向けた動きである (HR2920)。PAYGO 原則とは、義務的経費と歳入を対象として、法律によって新たな制度を設けた場合に財政への影響を中立化させるルールであり、かつては 1990 年予算執行法によって立法化され、2002 年度に失効した。失効後は上下両院それぞれの議事規則における PAYGO 原則が運用されている (上院では 1993 年、下院では 2007 年に PAYGO ルールが導入された)。

今回の PAYGO 法案は、2013 年度までに成立する法律を対象とする。OMB が財政の監視役となり、議会を通過する法律ごとに翌年度以降の 10 年間 (当該年度の支出等がある場合はそれを含む) にわたる年平均財政費用を計算・記録する。議会の審議終了時点で、これらの新法による財政費用をすべて足し上げ、ネットで財政赤字が発生する場合、大統領が義務的経費の一律削減を大統領令によって指示するという仕組みだ。

大きな抜け穴が存在。潜在的に3兆ドルの財政赤字が発生する可能性

CBO (7/17) によれば、下院のPAYGO 法案にはいくつか大きな問題を抱えている。第一に、新しい法律によって財政赤字が発生するかどうか、それを判断するための基準であるベースラインに関わる問題だ。これが潜在的に3兆ドルもの財政赤字を生むという。

CBOが予算教書等を評価する場合、ベースラインとするのは「現行法」に基づく財政推計である。これに対しPAYGO 法案では「現行政策」に基づく財政推計がベースラインとなる。例えば現行法で2015年度に失効する歳出プログラムがあるとするれば、「現行法」に基づく財政推計は2016年度以降、その分だけ歳出が減ることを前提とする。しかし「現行政策」に基づく推計は、2016年度以降も同プログラムの歳出が続くことを前提とする。通常、歳出削減や増税といった痛みは先送りされやすいため、「現行法」に基づくよりも、「現行政策」に基づく財政推計の方が財政赤字は膨らみやすい。

こうした「現行政策」に基づく推計をベースラインとして用いることが認められているのは、メディケアの一部、遺産税・譲与税、個人向け代替ミニマム課税 (AMT)、ブッシュ政権が導入した家族減税であり、政権や議会が目指す政策の実現可能性を高めるメリットはあるが、その財政的費用は無視し得ない大きさになる。

経費の切り替え問題

第二の問題は、裁量的経費から義務的経費に切り替えられるプログラムの取り扱いに関わるもので、こうした経費をPAYGOの対象とはしないというものだ。

もし、裁量的経費に対する上限規制 (キャップ) が存在し、義務的経費に切り替えられた額だけキャップが引き下げられる仕組みがあれば、裁量的経費の抑制を通じ、財政への影響は中立になる。しかし、こうしたキャップの仕組みがなければ、裁量的経費の維持・拡大を通じ、結局は財政赤字が膨らんでしまう。

時限的プログラムの取り扱い

第三の問題は、時限的経費の取り扱いに関わっている。PAYGO 法案では、5千万ドル以上の義務的経費は全て、期限が切れた後も続くという前提でベースラインに組み込まれる。さらにこうした義務的プログラムの延長に関する新たな法律はPAYGOの適用除外とされる。現在のルールでは認められていない取り扱いによって、農業プログラムや高等教育プログラム、連邦管轄地域を域内に抱える州・地方自治体に対する支払いなど、近年成立した時限的義務的プログラムはその延長が容易になり、その分だけ財政赤字を膨らませる要因となる。

遠い財政健全化の道のり

このほか、今後10年間の“年平均”財政収支が基準となるため、財政負担を先送りしやすいという問題も指摘されるなど、PAYGO 法案は厳格な財政健全派からみれば抜け穴が大きい。実際、今後の審議を待つ上院予算委員会のコンラッド委員長は下院法案を「コストがかかり過ぎる」と指摘している。

医療保険制度改革にせよ、PAYGO 法案にせよ、財政規律維持という姿勢がみられることは好ましい。しかし、絶対額としての財政赤字を削減できるのかどうかという観点でみた場合、財政健全化への道のりは遠いと言わざるを得ないだろう。

2. 需要動向：政策効果を受けて持ち直す最終需要

持ち直しが続く住宅販売

住宅販売は持ち直しが続いている。

新築住宅販売（戸建て。米国商務省）は7月年率43.3万件、前月比+9.6%と、6月に続き大幅に増加した（図1）。中古住宅販売（戸建て及び集合住宅、全米不動産協会）も年率524万件、前月比+7.2%と高い伸びを示した（戸建てに限った中古住宅販売は年率461万件、前月比+6.5%）。新築、中古ともに、4カ月続けての前月比増加となり、新築はリーマンショック直後の水準、中古住宅販売は2007年8月以来の水準まで戻った。中古住宅販売保留件数指数（2001年=100）は7月97.6、前月比+3.2%となり、「2001年以来初めて6カ月連続の上昇」（全米不動産協会、NAR）となった。

住宅減税によって、一次取得者にとっての値ごろ感が高まっていること、ほかの住宅購入者の中に、値上がりに転じる前の安値で住宅を購入しようという動きがあることなどが、住宅販売増の背景として指摘されている。NARによれば、メディアン価格の住宅を購入する場合、住宅ローン負担は収入の25%以下で済み、1970年以降で最も少ない。またNARでは、住宅減税の利用者が180万人~200万人に達し、そのうち35万人が減税策によって掘り起こされる需要分と推計している。

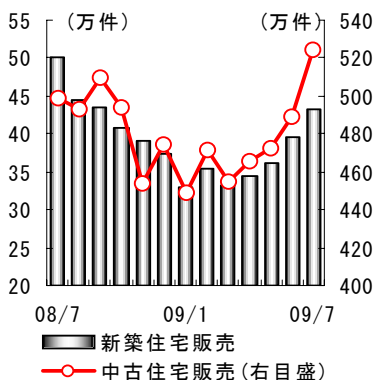
戸建てと集合住宅で明暗分かれる着工

一方、住宅着工件数（米国商務省）は7月年率58.1万件（前月比▲1.0%）、住宅着工許可件数は年率56.4万件（前月比▲1.1%）と小幅減少した（図2）。内訳をみると、戸建て住宅については増加傾向が続いているが、集合住宅が減少傾向から脱し切れておらず、足かせとなっている。こうした戸建てと集合住宅に見られる明暗は、持ち家市場と賃貸市場の明暗と表裏一体と考えられる。持ち家市場と賃貸市場の空き家数は合計すると概ねピークを打ちつつあるが、2009年4~6月期は、持ち家市場における空き家の減少を、賃貸市場の空き家の増加が相殺している格好となった。減税を含め、住宅購入のための金融環境が改善していることが、賃貸世帯の持ち家需要を刺激し、賃貸から持ち家へのシフトを促しているのかもしれない。

建設業者の景況感は改善

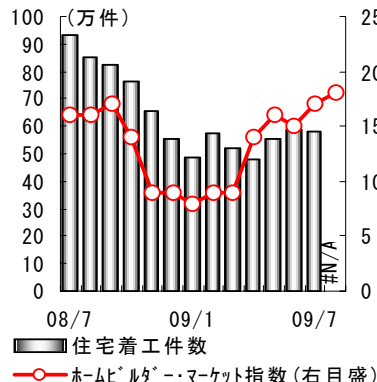
建設業者の景況感も小幅な改善が続いている。新築住宅販売の現状と6カ月先の見通し、見込客の動向をもとに作成されている住宅市場指数（全米住宅建築業者協会によるHousing Market Index。0~100の範囲をとり、水準が高いほど良好）は8

図1 住宅販売件数



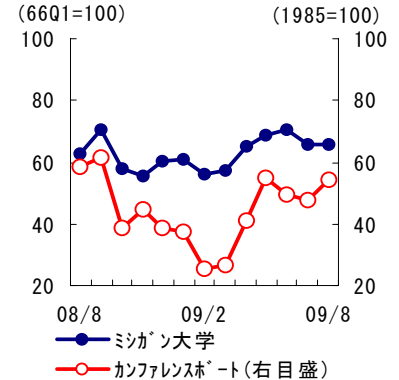
(資料) 全米不動産協会、米国商務省

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 消費者マインド



(資料) ミシガン大学、カンファレンスボード

新築住宅市場の在庫率は改善も、中古住宅市場の過剰感は大

販売持ち直しを受け、住宅価格も上向き

消費者マインドはまだら模様

自動車販売は好調

月 18 (前月比+1Pt) となり、2008 年 6 月以来の水準に戻った。

中古住宅の在庫率は 7 月 9.4 カ月と前月比横ばい (NAR) に留まる一方、新築住宅の在庫率は 7 月 7.5 カ月 (6 月は 8.5 カ月。米国商務省) と 2007 年 4 月以来の水準に大きく低下した。中古住宅の在庫率の変化は依然小幅に留まっているが、新築住宅の在庫率は改善が著しい。新築、中古ともに販売は回復を続けているが、後者は不良債権化した物件の供給が止まらず、在庫改善の足かせとなっているものとみられる。住宅モーゲージ協会 (MBA) によれば、住宅ローンの延滞率は 2009 年 4~6 月期 9.2%、差し押さえ率は 4.3% と 80 年以降で最悪の水準で、2006 年までの平均値 (延滞率 4.8%、差し押さえ率 1.0%) をはるかに凌いでいる。

住宅販売の持ち直しを受け、住宅価格も上向いている。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 (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、6 月前月比+0.7%、前年比▲15.1%と、前月比では 2006 年 5 月以来、初めて上昇に転じた。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) は 6 月前月比+0.5% (前年比▲4.9%) と 2 カ月続けて小幅上昇した。

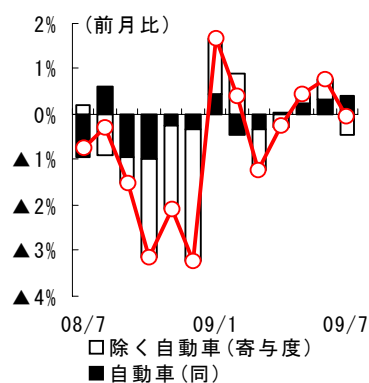
6 月以降もしばらく住宅価格の改善は続くと思われるが、住宅市場に圧倒的な過剰ストックが残る中、減税が切れる 12 月以降に住宅販売の持ち直しが続くのかが、住宅価格の動向にとって重要なポイントである。

消費者マインドの動きはまだら模様となった。8 月のミシガン大学消費者センチメント指数 (確報) は 65.7 (前月比▲0.3Pt)、カンファレンスボード消費者信頼感指数は 54.1 (同+6.7Pt) と相異なる動きとなった (図 3)。

もっとも、両調査とも期待指数の改善傾向が続く一方、現状指数は極めて低い水準に留まっている状況に変化はない。実際、CNN/Opinion Research Corporation が実施している世論調査 (8/28-31 調査) によれば、87%が「依然として景気後退期にある」と回答し、69%が「状況はかなり／とても悪くなっている」と考えている。オバマ政権による政策が「経済を好転させた」と回答した割合は 39%で、「経済を悪化させた」との回答 (34%) と大きな差はない。

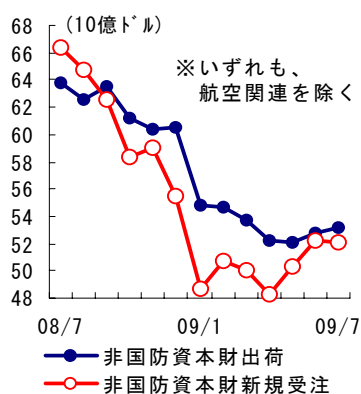
消費活動のうち、“Cash for Clunkers” の追い風を受けた自動車販売は好調だ。

図 4 小売売上高



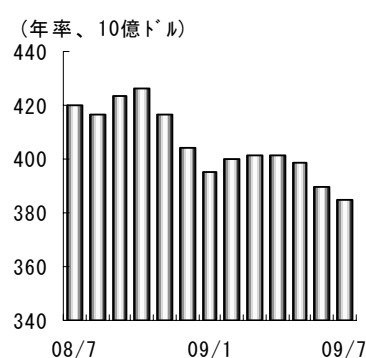
[資料] 米国商務省

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

自動車を除く消費活動は
低調

国内自動車販売台数は7月年率1,122.3万台、8月同1,405.9万台と高水準を記録した。8月の販売台数は2008年5月以来の水準である。米国運輸省によれば、“Cash for Clunkers”を利用した自動車販売は69万台に達した。

“Cash for Clunkers”は予想以上の効果を挙げたが、9月以降の反動減が気掛かりである。同時多発テロ直後の2001年9月から実施された「ゼロ金利セール」では同年10月の国内自動車販売台数が年率2,170.2万台と急伸、その後も数年にわたって年率1,600万台～1,700万台の高水準の売り上げが続き、反動減は見られなかった。当時は自動車メーカーの販促が続いたことに加え、ホームエクイティ・ファイナンスが強力に後押ししたためとみられる。一方、今回はこうした持続的な下支え要因は全くなく、需要先喰いの反動が9月にも現れるのではないかと懸念される。

好調な自動車販売にもかかわらず、7月の小売売上高（米国商務省）は前月比▲0.1%と小幅ながら悪化した（図4）。自動車を除く小売が同▲0.6%と大幅に減少したためだ。実質ベースでみた場合でも、個人消費支出は7月前月比+0.2%の伸びとなったが、自動車を除くベースでは2カ月続けて横ばいに留まっている。

8月に入ってもこうした傾向が続いている。民間調査会社レッドブック・リサーチによる週間小売売上高（既存店ベース）は8月前月比▲0.6%、国際ショッピングセンター協会（ICSC）とゴールドマン・サックス（GS）による集計（Wal-Martを除く既存店ベース）では前月比▲0.3%と小幅ながら減少した。

もっとも、業界の見方は楽観的だ。ICSCは前年比でみると実績値が▲2.0%となり、予想値（▲3.5%～▲4%）を「大幅に上回る強い結果」と指摘している。前年と比べると新学期商戦（Back-to-school sales）と州政府によるタックス・ホリデー（100ドル以下の衣料品・靴に対する州売上税を免除する制度）の時期が後ずれし（暦効果）、売上高が+0.5%Pt押し上げられたという。ICSCは、9月についても、レイバー・デーが遅い時期となったことから+0.25%Ptの押し上げを見込んでいる。

資本財の受注・出荷は持
ち直しの兆し

資本財の出荷・受注（米国商務省、以下同じ）は依然として低水準だが、持ち直しの兆しがうかがえる。

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7月出荷額は前月比+0.8%と2カ月続けて増加した（図5）。同財新規受注額は同▲0.3%と小幅減少したが、新規受注額の水準は今年に入ってから6月に続き最も高い。

製造業企業の設備投資に対する先行き判断も、一部は改善がみられる。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8月+18.1と2008年6月以来の水準に上昇した。一方、フィラデルフィア地区連銀の同種調査では±0.0と低調であり、回復感に遅れがみられる。

建設投資は停滞続く

事業用建設投資（工場、オフィス等、住宅を除く建設投資）は、全般的に停滞傾向にある（図6、同統計の頻繁な改訂に要注意）。宿泊施設や商業用施設の支出減がここ数カ月の停滞の主因となっている。商業用不動産価格は5月から6月にかけて下落テンポが緩んでおり好材料ではあるが、オフィス空室率は2009年4～6月期16.5%で2004年4～6月期以来の高さであり、空工場率は同12.4%で統計が得られる1986年以来最も高い水準で、民間の建設投資を巡る環境は厳しい。

貿易取引は回復へ

貿易取引の縮小に歯止めがかかりつつある。米国商務省によれば、7月の輸出（サービスを含む名目）は前月比+2.2%と3カ月続けて増加した（図7）。米国サプライマネジメント協会（ISM）によれば、製造業及び非製造業の輸出受注指数は8月、共に判断基準である50を上回る水準に上昇し、輸出環境が好転していることを示している（製造業では55.5、非製造業では54.0）。輸入指数も、8月は製造業が49.5、非製造業が49.0と50近傍での推移となっており、回復間近と言えそうだ。

金融危機の傷跡が残る中期財政見通し

米国財務省によれば7月の連邦財政収支は▲1,807億ドルの赤字となり、2009年度累計の赤字幅は▲1兆2,670億ドルに達した（図8）。また行政管理予算局（OMB）の年央財政見通し（Mid-Session Review）によれば、2009年度、2010年度の財政赤字はそれぞれ1兆5,800億ドル、1兆5,020億ドルと高水準の赤字が続く見通しである。このうち2009年度の見通しは予算教書と比べて改善した。金融システム安定化準備金2,500億ドルを除外したこと（予算教書では準備金を計上することが適切な措置と判断）や、FDICによる銀行救済の費用見通しを減額修正したこと等が要因である。しかし景気悪化が深刻だったことから、経済見通しを上方修正してもなお、2019年度までの累積赤字は予算教書と比べて1.9兆ドル増加する見通しとなった。

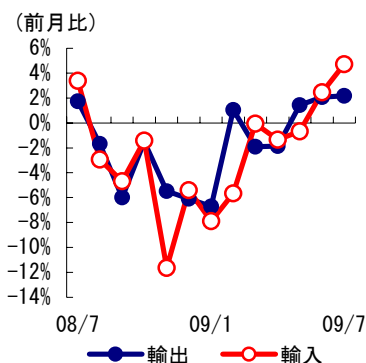
3. 生産・雇用動向：企業業況は改善、雇用はまだら模様

自動車を牽引役としつつ、生産活動は総じて安定化

7月の鉱工業生産（FRB）は前月比+0.5%、天候要因を受けにくいエネルギーを除く部門は同+0.9%と共に高い伸びとなった（図9）。一方、設備稼働率は鉱工業部門全体で68.5%、前月比+0.4Pt上昇したものの、統計が得られる1967年以降で最も低い水準に留まっている。

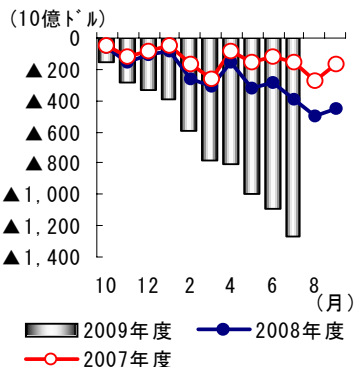
鉱工業部門の牽引役は自動車・同部品部門である。同部門の生産は前月比+20.0%と大幅に増加した。生産台数は年率587万台と2009年に入ってから最も高い水準である。生産調整と“Cash for Clunkers”による販売押し上げにより、7月の乗用車在庫率は1.8カ月と2008年5月以来の低水準に改善しており、8月の販売好調を踏まえると同月の自動車生産も堅調に推移しそうだ。一方、自動車以外の部門でも、情報技術（IT）をはじめとして幅広い部門で減産テンポが緩和し、一部では増産も見られるようになった。

図7 輸出・輸入



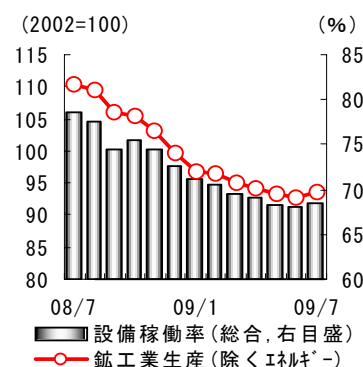
(資料) 米国商務省

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

業況改善が進展

8月も企業の業況改善が進んでいる。

製造業ISM指数は8月52.9(7月48.9)と大幅に上昇した(図10)。新規受注指数が64.9、生産指数が61.9と共に60台まで上昇したことは注目される。製造業では「在庫調整」の局面から、自動車を中心に「意図せざる在庫減」の局面へ転じつつあり、在庫循環の好転が業況改善につながっているとみられる。

非製造業ISM指数も8月48.4(7月46.4)と改善が進んでいる。

労働市場では調整は緩和。
しかし新たな職探しは困難な状況

労働市場では、雇用削減の動きが緩和しているが、新たな職探しは極めて困難な状況にあるとみられる。

米国労働省によれば、8月の非農業部門雇用者数は前月比▲21.6万人と悪化幅の縮小が続いた(図11)。一方、失業率は9.7%と1983年6月以来の高水準に悪化した。

雇用動態調査(JOLTS)の解雇率、チャレンジャー・グレイ・アンド・クリスマス社によるレイオフ計画数の動き、及びISM雇用指数(製造業、非製造業)を見る限り、企業の雇用削減の動きはピークを過ぎたとみられる。雇用統計(家計調査)により就業状態から失業状態に移る労働者の比率を計算すると、同比率は改善こそしていないが一段の悪化もみられない。

新規雇用に対する4つの障害

しかし、失業者が新たな職を見つけるのは困難な状況となっている。業況回復に対して企業は労働時間を通じた調整余力を相当程度持っており、新規雇用の誘因が低いこと、最適労働投入量(労働時間ベース)に比して実際の労働投入量が多く(前月号参照)、労働投入量そのものがまだ削減余地を残していること、労働市場のミスマッチが高まっている可能性等がその理由だ。

労働時間を通じた調整余力の残存については、8月FOMCにおいて指摘されているポイントだ。まず、週当たり労働時間(生産労働者または非管理職の労働者が対象)は8月33.1時間に過ぎず、統計を遡ることができる1964年以降で最も低い水準に留まっている。金融危機が始まった2007年の平均値と比べても2%低い。また、経済的理由(企業の業況が悪く余剰雇用を抱えている、パートタイム職しか見つからない等)により、フルタイムではなくパートタイマーとして働いている労働者の比率が非農業部門雇用者数の7%を占める。これは1983年3月以来の高さであり、業況が改善しても、企業はパートタイマーのフルタイム化によって対応する余地が大

図10 企業業況

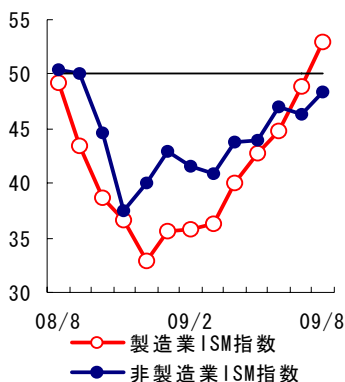


図11 雇用統計

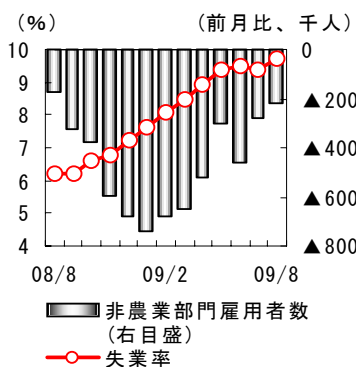
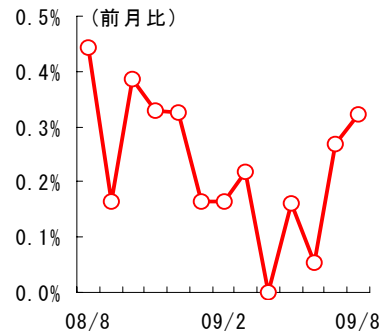


図12 時間当たり賃金上昇率



(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

低い実質雇用コストが新規雇用増に向けた唯一の好材料

きいことを意味する。

新規雇用が増加する可能性があるとするれば、唯一の好材料は実質雇用コストの低さである。実質雇用コストの低さが労働者を新規に雇用する誘因となるためだ。実際、90年代初頭や2000年代初頭と比べると時間当たり報酬（労働生産性統計ベース）の伸びは低く、（消費者物価ではなく）企業の産出物価で図った実質雇用コストは、農業を除く民間部門、金融を除く企業部門ともに前年比マイナスの伸びとなっている。雇用統計でも、時間当たり賃金上昇率は8月前月比+0.3%（図12）とやや高めの伸びとなったが、前年比では+2.7%と低位な伸びに留まっている。

もっとも、賃金の伸び悩みは家計にとってみれば深刻な問題であることは言うまでもない。なお、7月24日以降、連邦法により最低賃金が1時間あたり6.55ドルから7.25ドルに引き上げられた（2007年公正最低賃金法による最後の引き上げ）。州最低賃金が連邦規定と同じか下回る30州と、連邦規定に対して1ドル上乗せしているワシントンDCで働く最低賃金労働者が恩恵を受けることになった。

4. 物価動向：デフレーションが進行

輸入財物価は前年比下落。国内生産部門でもデフレーション傾向

輸入財物価は前年比下落し続けている。米国労働省によれば（以下、物価は同じ）、7月の輸入物価上昇率は前年比▲19.3%（6月同▲17.7%）、石油関連を除くコア輸入物価上昇率は同▲7.3%（6月同▲6.5%）と下落率が拡大した（図13）。一方、最終消費財関連の輸入物価上昇率（輸入自動車及び輸入消費財の各物価上昇率を相対ウェイトによって加重平均し算出）は小幅マイナスで推移している。

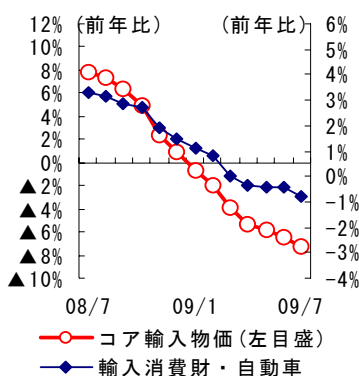
国内生産部門ではコア最終財PPI前年比上昇率の緩やかな低下傾向が続いている。7月コア最終財PPI上昇率は前年比+2.6%と2%台まで低下した（図14）。

コアCPI/PCEデフレーター上昇率は低下

個人消費関連のコア・インフレ率は低下している。コアCPI上昇率は7月前年比+1.5%（前月比+0.09%）、コア個人消費支出（PCE）デフレーター上昇率は前年比+1.4%（前月比+0.10%）と足元でデフレーションが進行している（図15）。

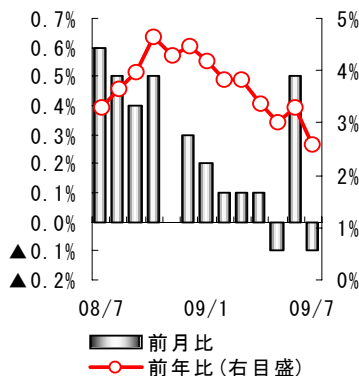
なお、8月FOMCでは大幅なデフレーションが進むとの意見と、需給ギャップの推計に困難があることや、実証的な因果関係の弱さやインフレ期待の落ち込みがみられないことから、一時的な需給ギャップがインフレ率に与える影響が果たして大きいのか疑問視する意見があり、当局内で、物価を巡り意見の相違がある。

図13 輸入物価



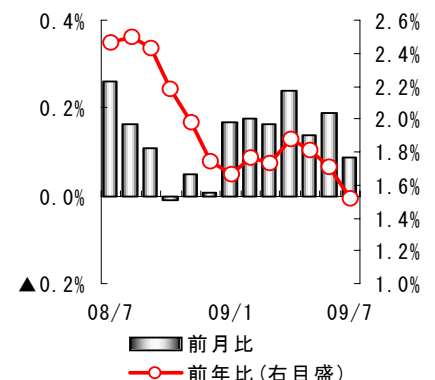
（資料）米国労働省

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

	07Q1	Q2	Q3	Q4	08Q1	Q2	Q3	Q4	09Q1	Q2
実質GDP(%)、前期比(年率)	1.2	3.2	3.6	2.1	▲0.7	1.5	▲2.7	▲5.4	▲6.4	▲1.0
労働生産性(%)、前期比(年率、非農業部門)	0.9	3.5	5.5	1.6	0.2	3.1	0.3	0.8	0.2	6.5
雇用コスト指数(%)、前期比	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.3	0.4
経常収支(10億ドル)	▲199.1	▲190.5	▲171.6	▲165.3	▲179.3	▲187.7	▲184.2	▲154.9	▲101.5	#N/A
名目GDP比(%)	▲5.9	▲5.6	▲4.9	▲4.7	▲5.1	▲5.3	▲5.1	▲4.4	▲2.9	#N/A

	前月比					前年比				
	Apr-09	May	Jun	Jul	Aug	Apr-09	May	Jun	Jul	Aug
カンファレンスボード景気先行指数(%)	1.1	1.2	0.8	0.6	#N/A	▲3.0	▲1.8	▲1.1	0.2	#N/A
小売売上高(%)	▲0.3	0.5	0.8	▲0.1	#N/A	▲9.2	▲11.3	▲7.6	▲7.9	#N/A
除く自動車(%)	▲0.3	0.2	0.5	▲0.6	#N/A	▲6.1	▲8.9	▲6.8	▲8.1	#N/A
国内自動車販売台数(百万台、年率)	*920	*985	*967	*1122	*1406	▲34.3	▲33.7	▲27.7	▲12.1	1.0
住宅着工件数(万件、年率)	*48	*55	*59	*58	#N/A	▲52.5	▲43.1	▲42.3	▲35.9	#N/A
住宅着工許可件数(万件、年率)	*50	*52	*57	*56	#N/A	▲49.2	▲47.8	▲46.2	▲36.3	#N/A
ホームビルダーマーケット指数	*14	*16	*15	*17	*18					
MBA購入指数(%)	1.9	▲1.9	3.2	▲1.3	3.4					
シカゴ大消費者センチメント指数(66Q1=100)	*65	*69	*71	*66	*66					
カンファレンスボード消費者信頼感指数(85=100)	*41	*55	*49	*47	*54					
国防を除く資本財出荷(%)	▲2.8	▲1.0	1.1	1.1	#N/A	▲17.7	▲19.2	▲16.3	▲16.0	#N/A
除く航空機・同部品(%)	▲2.9	▲0.4	1.4	0.8	#N/A	▲18.3	▲19.6	▲16.2	▲15.6	#N/A
国防を除く資本財受注(%)	▲3.5	9.1	▲0.2	8.6	#N/A	▲36.4	▲29.8	▲24.9	▲21.0	#N/A
除く航空機・同部品(%)	▲3.5	4.3	3.8	▲0.3	#N/A	▲27.3	▲24.4	▲19.1	▲20.1	#N/A
民間建設支出(非居住用、%)	▲0.0	▲0.8	▲2.2	▲1.2	#N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	#N/A
貿易収支(10億ドル)	*▲29.1	*▲26.4	*▲27.5	*▲32.0	#N/A					
実質財貿易収支(10億ドル)	*▲40.1	*▲36.3	*▲35.8	*▲38.8	#N/A					
実質財輸出(%)	▲4.1	1.9	0.9	3.9	#N/A	▲20.4	▲18.8	▲21.1	▲18.2	#N/A
実質財輸入(%)	▲2.9	▲2.1	0.2	5.3	#N/A	▲21.6	▲21.4	▲21.1	▲18.3	#N/A
財政収支(10億ドル)	*▲20.9	*▲189.7	*▲94.3	*▲180.7	#N/A					
鉱工業生産(%)	▲0.7	▲1.1	▲0.4	0.5	#N/A	▲12.6	▲13.4	▲13.5	▲13.0	#N/A
最終財生産(%)	▲1.0	▲1.2	▲0.6	0.6	#N/A	▲9.5	▲10.3	▲10.9	▲10.1	#N/A
設備稼働率(%)	*69.0	*68.3	*68.1	*68.5	#N/A					
民間在庫投資(10億ドル)	*▲18.1	*▲16.8	*▲16.9	#N/A	#N/A					
在庫率(カ月)	*1.43	*1.41	*1.38	#N/A	#N/A					
ISM製造業指数	*40.1	*42.8	*44.8	*48.9	*52.9					
ISM非製造業指数	*45.2	*42.4	*49.8	*46.1	*51.3					
NFIB楽観指数(1986=100)	*86.8	*88.9	*87.8	*86.5	*88.6					
フィッシャー連鎖景況感指数	*▲24.4	*▲22.6	*▲2.2	*▲7.5	*4.2					
失業率(%)	*8.9	*9.4	*9.5	*9.4	*9.7					
非農業部門雇用者数(千人)	▲519.0	▲303.0	▲463.0	▲276.0	▲216.0					
製造業雇用者数(千人)	▲150.0	▲146.0	▲123.0	▲43.0	▲63.0					
週平均労働時間(時間)	*33.1	*33.1	*33.0	*33.1	33.1					
時間当り賃金(%)	0.0	0.2	0.1	0.3	0.3	3.2	3.0	2.3	2.6	2.7
輸入物価(%)、除く石油関連	-0.2	0.1	0.2	-0.2	#N/A	▲5.3	▲5.9	▲6.5	▲7.3	#N/A
生産者物価・最終財コア(%)	0.1	▲0.1	0.5	▲0.1	#N/A	3.4	3.0	3.3	2.6	#N/A
コア消費者物価(%)	0.0	0.1	0.7	0.0	#N/A	1.9	1.8	1.7	1.5	#N/A
連鎖式コア消費者物価(%)	0.3	0.1	0.2	0.1	#N/A	1.4	1.4	1.3	1.1	#N/A
FF金利誘導目標(未値、%)	*0.13	*0.13	*0.13	*0.13	*0.13					
2年債金利(%)	*0.93	*0.93	*1.18	*1.02	*1.12					
10年債金利(%)	*2.93	*3.29	*3.72	*3.56	*3.59					
商工業向け銀行貸出(%)	▲1.2	▲1.1	▲1.6	▲1.0	#N/A	0.7	▲0.9	▲3.4	▲5.2	#N/A
不動産向け銀行貸出(%)	0.2	1.2	▲0.3	▲0.6	#N/A	5.0	6.5	6.4	6.1	#N/A
マネーサプライ(%)	▲0.6	0.8	0.3	▲0.3	▲0.6	8.4	8.9	8.8	8.2	7.8
ダウ工業30種平均(未値)	*8168.12	*8500.33	*8447.00	*9171.61	*9496.28					
NASDAQ(未値)	*1717.30	*1774.33	*1835.04	*1978.50	*2009.06					
円・ドルレート(未値、¥/\$)	*98.76	*95.55	*96.42	*94.54	*92.82					
ドル・ユーロレート(未値、\$/Euro)	*1.3244	*1.4126	*1.4020	*1.4279	*1.4354					

(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 for Mizuho, featuring the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M' and ends under the 'O', arching slightly upwards in the middle.