

みずほ米国経済情報

2007年12月号

米国経済・金融市場の概況

- 11月、沈静化していたように見えた信用不安の影が、国際金融市場を再び覆い始めた。先行きに対する“霧の濃さ”は、今夏並みかそれ以上のようだ。
- 10月FOMCの時点で、FRBは計75bpの利下げによって深刻な景気減速にも耐える保険をつけたという姿勢にあった。しかし、コーンFRB副議長は、個人的な印象と断りつつも予想外の出来事が起きていることを認めた。金融市場の動揺が続く限りにおいて、12月FOMCにおいて再び「ぎりぎりの判断」の結果として追加利下げが行われる可能性が高まったと言える。
- みずほ総合研究所では11月内外経済見通しを改訂した。2008年の期中成長率について+2.2%（前回9月は+2.6%）と下方修正している。2008年前半は内需の停滞感が強く、海外経済の好調（デカップリング）による恩恵で米国経済が下支えされる格好となるだろう。
- しかし、足もとでは金融市場の混乱が強まり、欧州経済では変調がみられるようになった。デカップリングが持続するとの楽観的な見方は、見直しを迫られる可能性が高まりつつある。

みずほ総合研究所

2007年11月30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。

Intentional Blank Page

1. トピック：再燃する信用不安と金融政策

再び流動性供給を迫られるFRB

投資ビークルのオンバランス化問題

11月、沈静化していたように見えた信用不安の影が国際金融市場を再び覆い始めた。銀行間取引金利に織り込まれたリスク・スプレッドは今夏と同程度の高まりを見せており（参考図表1）、大手金融機関に対するCDSスプレッドは今夏以上に大きく上昇している。

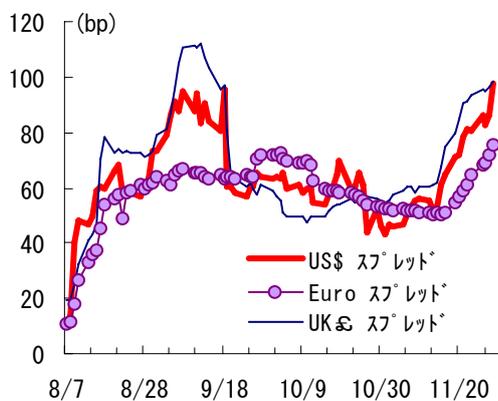
短期金融市場において流動性が再び逼迫し始めていることから、11月26日、ニューヨーク地区連銀はSOMA証券貸付制度の運用緩和と、年末越え資金の供給オペ（レポオペ）を発表した（参考図表2）。声明文が指摘するようにフェデラルファンド市場ではFOMCの誘導目標を上回りかねない金利上昇圧力が強まっており、11月下旬の実効レートは（当局による金利上昇圧力の封じ込めによって）誘導目標を大きく下回る局面（数10bp）が見られる。

信用不安の火種が勢いを増した背景の一つには、サブプライム問題の渦中にある大手米銀の一つに対し、資本増強の必要性を指摘する声が高まったことにある。

先月末、あるアナリストが「2006年3月、それまで禁じられていた企業買収がFRBに認められたことで、当該金融機関は積極的な買収を行い、総資産が拡大した。しかし、それに見合うだけの収益が上がっていない。当該金融機関は300億ドルの資本増強を迫られるだろう」というレポートを発表したことが契機となった（10/31）。

その後、当該金融機関自身が、サブプライム関連資産の減価による追加損失について「現時点で80億ドル～110億ドルに上る見込み」（11/4）と発表したことや、当該金融機関がスポンサーとなっているCDO（債務担保証券）ビークルが発行するABCP（資産担保コマーシャルペーパー）の買い取りを巡って、“reconsideration events”に当たるのか否かの議論が沸き起こったことが、信用不安に拍車をかけたようだ（WSJ、11/26）。企業会計上、“reconsideration events”に当たる事例となれば、当該ABCPプログラムはスポンサーである金融機関の連結対象とされ、資本基

参考図表1 銀行間取引金利に織り込まれたリスク・スプレッド



(注)3カ月物銀行間取引金利(US\$LIBOR, EURIBOR, UK £ LIBOR)と3カ月物OIS金利との差。
OIS=Overnight Interest rate Swap。
(資料)Bloomberg

参考図表2 SOMA証券貸付制度の運用緩和と年末越え資金の供給オペ

1. SOMA証券貸付制度の運用緩和		
①ディーラー当たりの貸付制限 1銘柄当たり 利用可能貸付額に対する比率	従前 5億ドル 20%	緩和後 7.5億ドル 25%
②SOMA保有残高に対する比率	60%	90%
③担保証券(債券)の満期	13日以上	6日以上
2. 年末越え資金の供給オペ(声明文)		
<p>金融市場における年末越え資金調達に対する逼迫度の高まりを受け、ニューヨーク地区連銀オープン・マーケット・トレーディング・デスクは、新年までにわたるターム・レポを実施する。第1回目オペは80億ドルで11/28(水)に実施し、2008年1月10日を満期とする。次回以降の年末越えターム・レポの時期及び規模は、市場や準備動向をみて決定する。これに加え、デスクは、年末に向けてフェデラルファンド金利がFOMC政策目標を上回る圧力に対抗するため、十分な準備を供給する計画である。</p>		

(資料) ニューヨーク地区連銀

盤が脆弱さを増してしまう (FASB Interpretation No. 46 (revised December 2003)、*Consolidation of Variable Interest Entities*, FIN46(R))。

監査品質センター (the Center for Audit Quality) によれば、そもそも頻繁に行われている ABCP のロールオーバーすら “reconsideration event” となり得る (“Accounting by Sponsors of ABCP Programs,” 10/3)。また ABCP コンデュイットの予想損失に関する想定に関しては、たとえスポンサー銀行が「自身の想定が正しい」と信じていても、“reconsideration event” が発生した時点における市場のデフォルト予測を用いることが要求される。「その結果、ABCP コンデュイットの予想損失の過半はもはや (ファースト・ロス・ポジションを引き受けた) 独立の第三者によってカバーされないという結論に達するかも知れない。(中略) スポンサーは ABCP コンデュイットを連結する必要に迫られるだろう」という。

先般、当該金融機関に対し中東政府系ファンドによる資本提供が発表された。資本増強の動きは他の金融機関にも広がっているが、不透明感は根強い。

信用不安の高まりを受け、金融市場では追加利下げ観測が強まっている。一方、FRBは、少なくとも10月連邦公開市場委員会 (FOMC) の時点において、計75bpの利下げによって景気の下振れリスクに対する十分な準備を整えたと考えていた。

FRBが10月FOMC議事録とともに公表した経済見通し (11/20) によれば、2007年の実質GDP成長率は6月時点の予測から (下限が) 上方修正されているが、2008年成長率については「2.5%~2.75%」から「1.8%~2.5%」へと大幅に下方修正された (中央傾向値ベース。いずれも当該年10~12月期前年比)。

議事録では、10月FOMCにおいて「25bpの追加利下げ」と「据え置き」という二つの選択肢の間で“相対的なメリット”に関する議論が行われたことが明らかになった。いずれを採択するのかは「ぎりぎりの判断 (a close call)」だが、全体としてほぼすべての委員が小幅利下げを支持している (ホーニグ・カンザスシティ地区

FRBは75bpの利下げによって景気下振れに対する用意は十分に整えたとの姿勢…

参考図表3 FRB経済見通し

	2007	2008	2009	2010
中央傾向値				
実質GDP成長率	2.4 to 2.5	1.8 to 2.5	2.3 to 2.7	2.5 to 2.6
6月予測	2.25 to 2.5	2.5 to 2.75		
失業率	4.7 to 4.8	4.8 to 4.9	4.8 to 4.9	4.7 to 4.9
6月予測	4.5 to 4.75	about 4.75		
インフレ率	2.9 to 3.0	1.8 to 2.1	1.7 to 2.0	1.6 to 1.9
コア・インフレ率	1.8 to 1.9	1.7 to 1.9	1.7 to 1.9	1.6 to 1.9
6月予測	2 to 2.25	1.75 to 2		
予測レンジ				
実質GDP成長率	2.2 to 2.7	1.6 to 2.6	2.0 to 2.8	2.2 to 2.7
6月予測	2 to 2.75	2.5 to 3		
失業率	4.7 to 4.8	4.6 to 5.0	4.6 to 5.0	4.6 to 5.0
6月予測	4.5 to 4.75	4.5 to 5		
インフレ率	2.7 to 3.2	1.7 to 2.3	1.5 to 2.2	1.5 to 2.0
コア・インフレ率	1.8 to 2.1	1.7 to 2.0	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0
6月予測	2 to 2.25	1.75 to 2		

(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。予測レンジはFRB理事会メンバー及び地区連銀総裁全員の予測値の上限及び下限。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。
予測者が適切と考える金融政策に基づいた予測。

(資料) FRB (2007/11/20公表)

連銀総裁は据え置きを支持)。

注目されるのは据え置きではなく追加利下げに至った経緯である。「金融政策のスタンスは依然として若干引き締め気味であり、総需要に対する信用状況がタイト化していることなどが原因」と指摘した。こうした中、「多くの委員が景気見通しには大幅な下振れリスクがあると考えており、今回利下げを行うことによって、経済活動の予想以上に深刻な弱体化に対して有益な追加的保険をかけることになると判断した」という。すでに声明文でも明らかなように、FRBは、10月の追加利下げによって、景気が大きく下振れするリスクに対する用意を整えたと考えていると解されるのである。

…しかし、コーン副議長が追加利下げの可能性を示唆

しかし、11月入り後にみられる金融市場の動揺は、FOMCメンバーの一部(しかし重要なメンバー)にとって予想外の出来事であり、12月会合において再び「ぎりぎりの決断」として追加利下げが行われる可能性が高いと思われる。

重要な示唆を与えたのはコーンFRB副議長(11/28)である。コーン副議長は、講演後の質疑応答の中で「私の考えでは、ここ数週間に起きた(金融市場の)悪化度合いは個人的に予想したものと若干異なっている」と述べ、8月・9月と同様に予想外の金融不安に直面している状況を吐露した。さらに「金融機関は一段と用心深くなっており、その経過については、数週間のうちに開かれる会合(12月FOMC)で様子を見る必要がある事柄の一つだと思う」と述べ、金融政策の決定に関して無視できない要素であることを明らかにした。「金融政策に関する市場予想を考慮する必要があるが、盲目的に追随するわけにはいかない」と述べながらも、金融市場の混乱が続く限り、次回会合での追加利下げの可能性が高まったと考えられる。

バーナンキ議長も経済指標と金融市場の動向の両方に注視する姿勢

バーナンキ議長も同様の姿勢を示した(11/29)。「今後明らかになる経済活動や物価に関する指標はFOMCの見通しを形成するのに役立つだろう。しかし、見通しについてはまた、ここ1カ月の間に金融市場における更なる混乱によって重要な影響を受けている。」「(次回の)FOMCは経済見通しやリスク・バランスに大きな変化があったのかどうか、判断しなければならないだろう。我々は、新たな経済指標と金融市場の動向の両方を見通しに与える影響を考慮するだろう。」

FRBの経済見通しが果たす機能：①予測、②暫定的な金融政策の計画、③長期的な経済の姿

FRBはこれまで、金融政策の運営にとって市場との対話が重要であるとの認識からコミュニケーションに関する委員会を設け、議論を重ねてきた。その結果、今後は、経済見通しの公表を従来の年2回から年4回へと増やすとともに、予測期間を2年から3年に拡張し、またヘッドラインのインフレ率を予測値に加えることを決定・発表した(11/14)。

バーナンキ議長によれば、FRBが公表する経済見通し(projections)は3つの異なる働きを持つ。第一に予測として(as a forecast)、第二に暫定的な金融政策の計画を示すものとしての働き(as a provisional plan)、第三にFRBが長期的な米国経済の姿をどう考えているかを提示するという働き(as an evaluation of certain long-run features of the economy)である。

見通しには不確実性がつきものであるが、金融政策がラグを伴って支出活動や物価動向に影響を及ぼす以上、FOMCメンバーにとって中期的な予測を提示する以外に選択の余地はない。予測値の提示と、これらの予測値に関する様々な情報を提供す

デュアル・マンデートを課せられた中央銀行にとって、制御不可能なエネルギー高に対する対応のあり方とは何か

望ましい物価水準とは

2008 年前半は停滞局面

ることによって、金融政策のスタンスやその変更に対する一般の理解が深まるとともに、一般の人々が、委員会の判断がどの程度合理的で説得力を持つのか判断できるようになるという。

第二の「暫定的な計画の提示」とは次のような意味である。雇用と物価安定という二つの政策目標を課せられているFRBが中期見通しを提示することによって、物価安定へのコミットメントを示すほか、どの程度の時間軸によって物価安定を果たそうとしているのか、その考えを示すことができる。持続的な成長と物価安定を目指す金融政策の“スピード感”はそれぞれの局面によって異なっているものの、物価安定をどの時点で達成しようとしているのかという中期的な見通しを提示することで、金融政策における戦略（計画）に関する情報を提供し、透明性や予測可能性を高め、説明責任を果たすことが可能だという。

この点について、バーナンキ議長は「予想外のインフレがおきた場合にどのようにFRBはどのように対処するか」を例に挙げて説明しているが、より具体的には、最近のエネルギー高とインフレの動きに関するミシュキンFRB理事の発言（11/29）が興味深い。「最近の総合インフレ率の高まりは急速なエネルギー価格の上昇を反映しており、明らかにFRBが（金融政策を通じて）コントロールできない事である。したがって、総合インフレ率を急激に押さえ込もうとすれば、生産と雇用に大きな損失をもたらすことになる。このようなアプローチは、FRBに課せられた物価安定と最大限の雇用という二つの政策目標（デュアル・マンデート）と整合しない。」

成長と物価安定を目標とする中央銀行にとって、制御不可能な財価格の上昇によるインフレの高まりに対しては、果たしてそれが他の財・サービスに波及するのかわかを見極めながら慎重に対処していく必要があることを示している。

第三の「長期的な経済の姿」とは、物価安定と整合的なインフレ率の水準はどれくらいか、という重要な問いに対するFRBの考えを示すことを意味する。物価安定のみが政策目標である中央銀行であれば、（適切に計測されたベースで）ゼロ・インフレ率が望ましい水準となるだろう。しかし、雇用と物価安定という政策目標の下では、過度な低インフレが経済活動にもたらす非効率性などを考慮に入れる必要がある。バーナンキ議長は、FRBにとって長期的に望ましい（適切に計測されたベースの）インフレ率はゼロを上回る低水準となる（likely to be low but not zero）という見方を示した。なおバーナンキ議長は、あくまで長期的な視野に立った場合には、コア・インフレ率よりもヘッドラインのインフレ率が物価動向を判断する上で適切な指標であることも指摘している。

みずほ総合研究所では内外経済見通しを改訂した（11/15）。FRBに倣い、10～12月期時点の前年比でみた2008年の期中成長率は、前回見通し（9月）+2.6%から+2.2%へと下方修正している。

米国経済は2007年半ば以降、住宅市場の調整に加えてサブプライム問題による金融市場の動揺という課題に直面するようになった。2008年の米国経済はこうした課題が重くのし掛かり、低成長を余儀なくされよう。

第一に住宅在庫の調整圧力が残り、住宅投資はほぼ2008年を通じて削減を余儀な

くされるだろう。GDPに占める住宅投資比率は過去平均並みに落ちているが、更なる低下が避けられない。第二に、住宅価格の下落が逆資産効果や住宅の正味資産を担保にした借り入れの縮小という経路を通じ、個人消費を下押しすると見込まれる。個人消費にはまた、油価上昇が逆風になるとみられる。第三に、これまで堅調な伸びを見せてきた設備投資も、金融環境のタイト化に伴い、減速に向かうとみられる。サブプライム問題は主として金融部門の問題に留まっており、企業部門は相対的に潤沢なキャッシュを持つなど良好な状況だ。しかし、設備投資活動は金融機関の貸出姿勢と強い相関を持ち、いわゆるクレジット・サイクルと無縁ではいられない。また先行き不透明感が強い中、企業が設備投資を「先送り」する姿勢を強めると考えられる。国内需要は2008年前半を中心として停滞局面を迎えよう。

こうした中、デカップリング（世界経済と米国経済の切り離し）が続き、欧州やインド、ロシアなどの新興国向け輸出が米国経済を下支えしよう。しかし、サブプライム問題は2009年まで続く可能性が高いほか、デカップリング・シナリオがサステナブルか否か、未だ確信が持てない。デカップリング論を提起した国際通貨基金（IMF）も、足もとの金融市場の混乱を受け、ダウンサイド・リスクが顕在化したと判断、大きくシナリオを変更する可能性を示している。2008年は、米国経済のみならず、世界経済が大きく下振れするリスクが一段と高まっているようだ。

物価動向に目を転じると、需給ギャップの緩和などを背景に米国のコア・インフレ率（除く食品・エネルギー）は安定基調を辿る可能性が高い。原油価格が高水準で推移すると予想され、FRBにとっては、景気の下振れリスクとともに、インフレ・リスクにも警戒を怠れない状況が続くと予想されるが、短期的には景気の下振れリスクへの傾斜が強まるものとみられる。

2. 需要動向：住宅市場の調整持続、消費・設備投資は軟調模様

住宅販売・着工は減少基調

建築業者の景況感は悪化傾向に一服感。しかし先行きは調整が持続

住宅在庫率は高水準。価格は下落基調

消費者マインドは悪化テンポが加速。雇用不安や油価上昇が下押し要因

住宅市場は販売、着工ともに減少傾向にある。過剰在庫は高水準で、住宅市場は一段の悪化が予想される。

中古住宅販売件数は10月も減少が続いた(図1)。10月は年率497万件と500万件を割り込んだ。新築住宅販売件数も年率72.8万件と低水準である。販売件数の悪化度合いは緩やかになったが「底打ち」と考える理由はほとんどない。

こうした状況下、建設業者の景況感は悪化傾向が一服した(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(Housing Market Index、0~100の範囲をとり、水準が高いほど良好)は11月19と前月比横ばいとなった。

住宅着工件数も10月年率122.9万件と前月比ほぼ横ばいとなった。暖かな天候に恵まれる中、多世帯向け住宅の着工が増加したためだが、メインである戸建て住宅に限ってみれば同88.4万件(前月比▲7.3%)と1991年以来の低い水準に落ち込んでいる。また、天候に左右されにくい住宅着工許可件数は年率117.8万件(戸建ては同80.7万件)で、先行き悪化傾向が続くことを示唆している。

供給の絞り込みが続いているが、住宅在庫率は中古住宅で9月10.8ヵ月、新築住宅で8.5ヵ月と引き続き高水準を保っている。

供給過剰感の根強さを背景に、住宅価格には低下圧力が強い。S&P/Case-Shiller総合指数(全米10都市圏。2度以上売買されたことがある戸建て中古住宅。品質調整済み価格指数)は、9月前年比▲5.5%と低下テンポが加速している。前月比では年率▲10.2%の落ち込み幅となった。OFHEO住宅価格指数(購入指数)も7~9月期前期比年率▲1.0%と、1994年10~12月期以来となる全米平均での下落を示した。

消費者マインドは悪化テンポが一段と加速しているようだ。

11月のミシガン大消費者信頼感指数(速報)は76.1(前月比▲4.8Pt)、カンファレンスボード消費者信頼感指数は87.3(同▲8.3Pt)と大きく低下した(図3)。

サブプライム問題の深刻化、雇用不安、油価上昇が背景にあるとみられる。サブプライム問題に絡む金融機関の損失拡大懸念で株価が下落しているほか、失業保険新規申請件数もやや高止まり、先行き「景気後退」を指摘する向きもある。一方、

図1 住宅販売件数

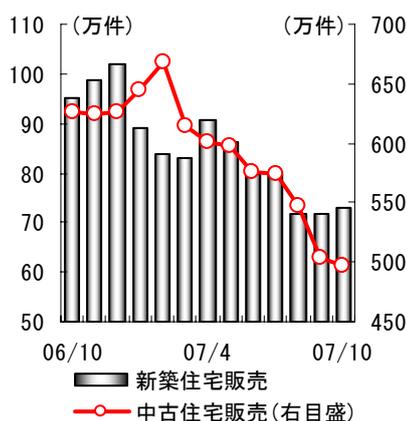


図2 住宅着工件数

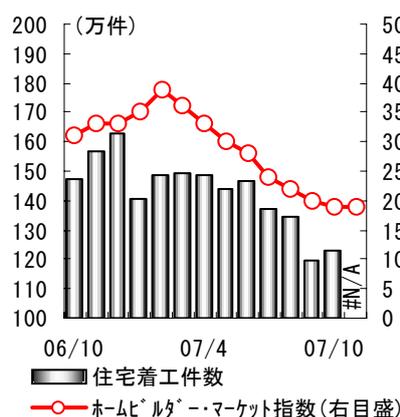
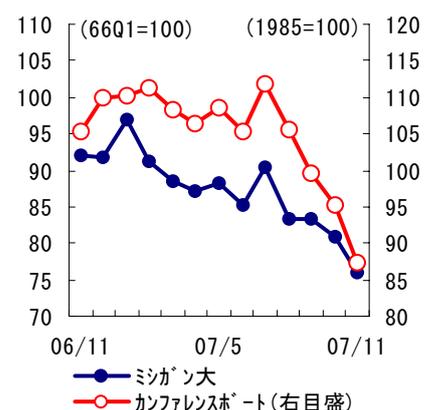


図3 消費者信頼感指数



消費に停滞感。しかし、クリスマス商戦は好調スタート

原油価格は1バレル100ドル近傍に達し、これから需要期を迎えるヒーティング・オイルは過去最高値を更新している(11/24、2.68ドル)。

消費には停滞感が表れているが、クリスマス商戦に限ってみれば好調なスタートを切った模様である。

10月の小売売上高は前月比+0.2%と緩やかな伸びに留まった。内訳をみると、8月、9月に予想外の好調さをみせた自動車・同部品販売業の売上高が鈍化(前月比+0.2%)した。国内自動車販売台数は、10月年率1,599万台(米国商務省)に留まり、緩やかな低下基調を辿っている(図4)。

自動車以外の小売動向についてみると、建材・造園は横ばい推移が続いている(前月比+0.6%)。コア小売売上高(除くガソリン、建材・造園、自動車)も前月比+0.1%と小幅拡大したが、年央以降をみると横ばい圏の推移に留まっている。10~12月期や年明け後の個人消費については低迷が見込まれており、ページブック(11/28)でも、11月中旬まで個人消費は「全体として悲観的(downbeat)」と報告されている。

もっとも、クリスマス商戦の出足は予想以上に好調である。商業モールやショッピングセンターの売上高を集計している民間調査会社ShopperTrak RTCによれば、ブラック・フライデー(11月第4木曜日の感謝祭休暇が明けた金曜日。今年は11/23)と翌土曜日(ブラック・サタデー)を合わせた売上高は前年比+7.2%の増加となった。前年実績(同+3.4%)と比べると伸び率は高く、ブラック・フライデーの売上高(同+8.3%)が「せいぜい4~5%」という同社予測値を大きく上回ったほか、ブラック・サタデーの売上高も同+5.4%と堅調だった。

米企業の設備投資活動はまだら模様である。

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)の出荷額は10月前月比▲1.2%と減少した(図5)。先行きの動向を示す同財新規受注額も同▲2.3%と減少し、これまでの増加基調が崩れる兆しを示している。そうした兆しは、受注残で確認することもできる。非国防資本財(除く航空関連)の受注残は10月前月比+0.1%の増加に留まり、ピークアウト感が強まっている。金融市場の混乱に伴う先行き不透明感が、機械関連の設備投資にも影響を及ぼしつつある可能性が指摘できる。

製造業企業の設備投資に対する先行き判断も一部軟化している。ニューヨーク連

設備投資はまだら模様

図4 小売動向

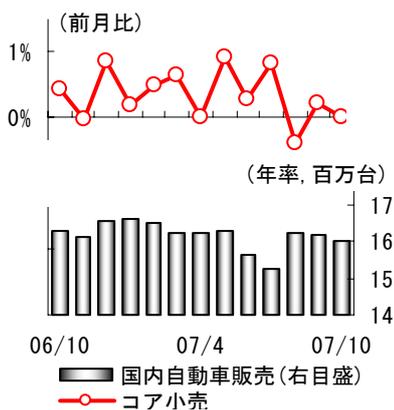


図5 機械設備投資

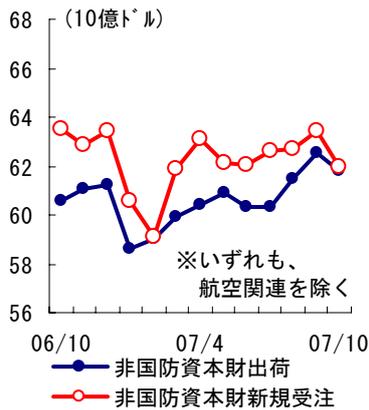
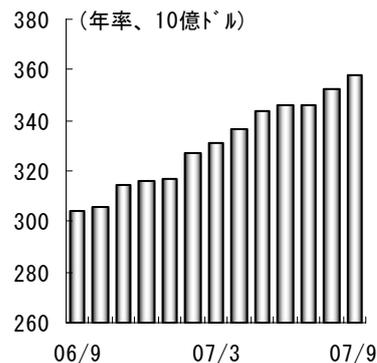


図6 非住宅建設投資



銀による設備投資判断D I（6カ月前）は+19.1と概ね良好な水準を保ったが、フィラデルフィア連銀の同種調査では+7.1（前月比▲13.4Pt）と大きく低下した（両指数ともD I＝ゼロが判断の分かれ目）。サブプライム問題が商工業向け融資のタイト化という形でも広がっている点や、後述するように生産活動にピークアウト感が表れている様子を踏まえると、機械関連設備投資については先行き楽観できない。

一方、建設投資（民間。除く住宅投資）は9月に前月比+1.5%と高い伸びとなり、8月に続き拡大した（図6）。宿泊施設やオフィス、電力施設の建設増が続いているほか、医療施設の建設にも持ち直しがみられる。

9月の貿易収支は▲565億ドル（前月比+4億ドル）となった（図7）。輸出が前月比+1.1%（8月同+0.7%）、輸入が同+0.6%（8月同▲0.7%）と共に持ち直した。7～9月期の貿易赤字額は米国商務省経済分析局の予測値と比べ改善しており、実質GDP成長率（暫定値・前期比年率+4.9%、11/29公表）の上方修正要因となった。2008年度入りした連邦財政収支は10月▲556億ドル、前年同月並みの赤字となった（図8）。足もとの連邦財政収支は、減速しつつも景気拡大が続く中で個人所得税収を中心に税収が大きく拡大し、赤字幅の縮小が続いている。しかし長期的に見た場合、日本と同様、高齢化に伴う財政負担増という課題を抱えている。米議会予算局（CBO）は2007年12月に新たな長期財政予測を発表する予定で、鍵を握るのは医療費である。CBOレポート（2007年11月）によれば、現行連邦法制度を維持した場合、GDP比でみた米国の総医療支出は2007年16%から2025年には25%、2050年には37%へと拡大する。連邦政府管理下のメディケア、メディケイドだけでみても4%（2007年）から7%（2025年）、12%（2050年）に膨張し、法制度の見直しが不可避であることが示されている。

貿易赤字は横ばい

新年度入りした連邦財政

3. 生産・雇用動向：生産活動はピークアウトの様相、雇用は減速基調

ピークアウトの様相を見せ始める鉱工業生産

10月の鉱工業生産はエネルギー部門の生産が大きく落ち込んだほか（前月比▲0.9%）、非エネルギー部門も減産（同▲0.4%）となった。前者は温暖な気候に恵まれたことによる一時的な動きとみられるが、後者の生産活動にはピークアウトの様相がうかがえ始めている（前月号では「横ばい」と指摘。図9）。非エネルギー部門

図7 貿易収支

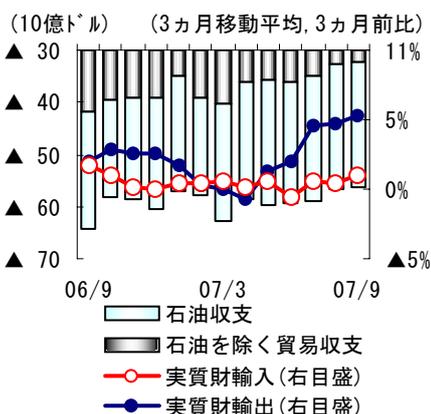


図8 累積財政収支

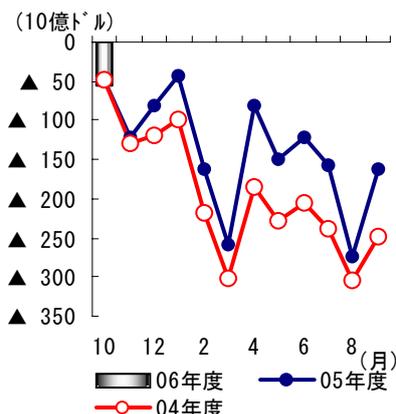
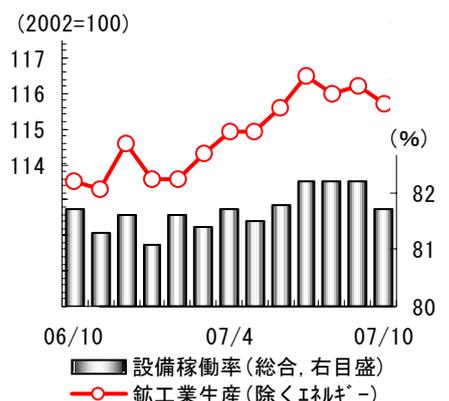


図9 鉱工業生産指数・稼働率



10~12月期は在庫・生産調整の可能性

の内訳をみると、IT部門の生産は拡大傾向を維持しつつその勢いは鈍化しており（同+0.5%）、自動車部門（同▲0.9%）や建設財（同▲0.4%）では減産が続いている。消費財や原材料などの生産活動にも軟調さがみられる。

在庫循環の観点からみれば、製造業は直近の8月時点で在庫調整局面を45度線に向かって北西方向へ進んでおり、在庫調整圧力が徐々に緩和に向かい始めるところにあった。しかし、製造業・ISM顧客在庫指数でみると10月54.0（前月比+4.0Pt）と急上昇しており、サブプライム問題の深刻化による先行き不透明感の強まりで、在庫調整圧力が再び高まっている可能性がある。実際、内需が低迷する中、7~9月期実質GDP成長率（暫定値）が上述した外需に加えて在庫投資の面から大きく上方修正されたことを踏まえると、10~12月期に在庫・生産調整が発生してもおかしくはない。

製造業は業況軟化。先行き楽観論は大きく後退

製造業企業の業況軟化は、こうしたシナリオと整合的である。

製造業企業の業況を示す製造業ISM指数は、10月50.9（前月比▲1.1Pt）と4カ月続けて低下し、業況判断の分かれ目である50が間近に迫った（図10）。新規受注指数（52.5、前月比▲0.9Pt）、生産指数（49.6、前月比▲5.0Pt）とともに低下が続き、後者は50割れとなった。

11月における製造業企業の景況感は比較的良好である。ニューヨーク連銀・製造業景況感指数は+27.4%（前月比▲1.4Pt）、フィラデルフィア連銀・同指数は+8.2%（同+1.4Pt）とともに底堅く推移している。しかし、先行き楽観論は大きく後退していることに注意が必要だ。ニューヨーク連銀の期待指数は+30.5（前月比▲20.0Pt）、フィラデルフィア連銀の同指数は+11.6（同▲30.0Pt）とプラス圏を維持しつつ、大幅下落した。

非製造業の景況感は予想外の堅調

非製造業の景況感は予想以上に堅調である。非製造業ISM指数は10月55.8、前月比+1.0Ptと上昇した。個別企業の業況を示す新規受注指数（10月55.7）は不安定な動きを見せつつ「拡大」を示しているほか、雇用指数（同51.8）も2カ月続けて50を上回った。

もっとも、サブプライム問題の火種が燦る金融や建設業を抱えた非製造業の景況感の良好さが持続的であるとは考えにくい。製造業と同様、先行きは軟化方向が明確になるとみられる。

図10 企業業況・景況感

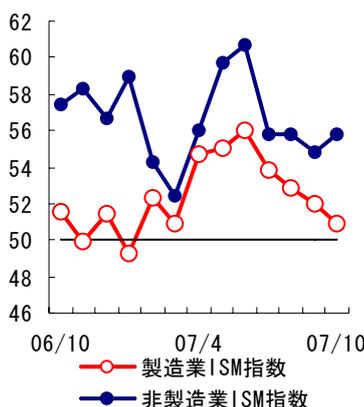


図11 雇用統計

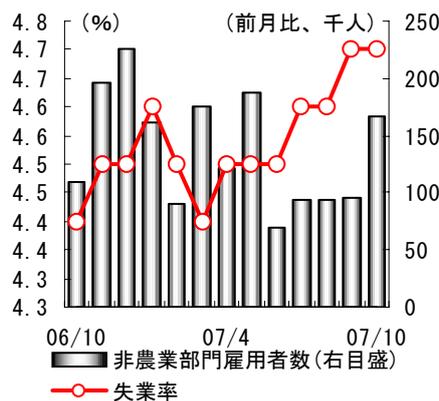
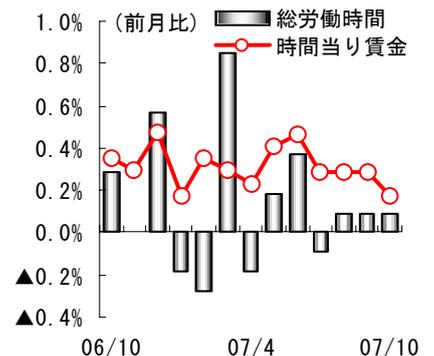


図12 総労働時間・時間当たり賃金上昇率



雇用に上振れが見られるが、減速基調は変わらず。賃金上昇率にも鈍化の兆し

雇用は一部上振れがみられるが、緩やかな減速基調には変化はない。

10月の失業率は4.7%で前月比横ばいとなったが、失業者数は増加傾向が続いており、労働需給は徐々に緩みつつある(図11)。非農業部門雇用者数は前月比+16.6万人と予想以上の増加となったが、失業保険新規申請件数はやや高めの水準での推移していることなどを踏まえると、雇用拡大のテンポが緩やかに減速しているという状況は変わらない。

時間当たり賃金上昇率は10月前月比+0.2%と緩やかな伸びに留まった(図12)。賃金上昇をけん引してきた専門・技術サービスを中心とする民間サービス部門の賃金動向に鈍化の兆しがみられる。

4. 物価動向：川上部門でインフレ圧力が高まる中、コアCPI上昇率は安定基調

コア輸入物価上昇率(前年比)が強含み。食品・資源高の影響大

原油価格の上昇を背景に、輸入物価上昇率が大きく高まっている。10月の輸入物価上昇率は前年比+9.6%と2005年9月以来の高さとなった。石油関連を除くコア輸入物価上昇率も同+3.2%と強含んでいる(図13)。食料品や原油以外の資源価格の高騰がコア輸入物価上昇率を押し上げている影響が大きい。もっとも、国内最終消費財との競合関係にある輸入自動車及び輸入消費財の合成物価上昇率は前年比+1.3%に留まっており、小売段階における輸入インフレ圧力は未だ限定的である。

コア最終財PPIに上昇傾向

しかし、輸入原材料の高騰などが国内生産部門(最終財)における物価上昇圧力の高まりにつながり始めている様子もうかがえる。

10月のコア最終財PPIは前年比+2.5%と上昇し、2%を割り込んでいた2007年前半と比べて物価上昇圧力の高まりが示唆される(図14)。原材料PPIは前年比+25.7%、中間財PPIは同+5.6%と共に上昇率の高まりが観察され、「インフレの顕著な波及は見られない」(前月号)とは言い切れない状況となってきた。

インフレ圧力を測る指標の一つであるISM入荷遅延指数は低位に留まっているが、持続的な資源高やドル安が国内生産財物価に対する緩やかな上昇圧力となって表れている可能性が示唆される。

コアCPI上昇率は安定

一方、コアCPIは10月前月比+0.16%、前年比+2.2%と緩やかな上昇に留まった(図15)。上述したように、川上部門では物価上昇圧力の高まりがうかがえるが、景気減速に伴う需給の緩み、住宅市場の悪化やエネルギー価格の上昇による家

図13 コア輸入物価(除く石油関連)

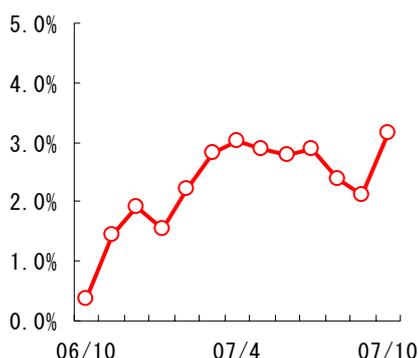


図14 コア最終財PPI

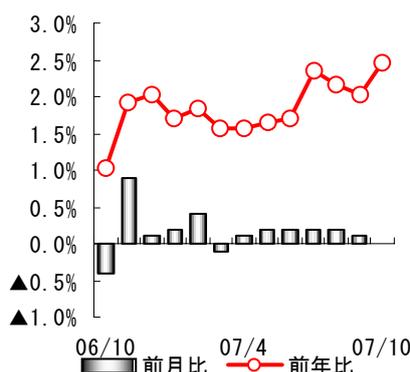
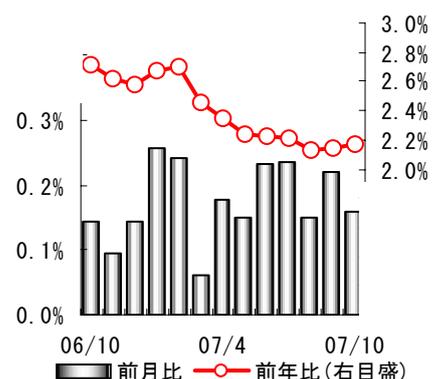


図15 コアCPI



賃関連物価上昇率の低下が続くと当社予測を踏まえると、インフレ・リスクが煽りつつも消費段階におけるコア・インフレ率は安定基調を辿る公算が大きいだろう。

5. 金融市場：利下げ観測が強まり、金利が低下。株価は下落。実効ドルは横ばい

金利は大幅低下

金融市場では、信用不安の高まりから追加利下げを織り込む動きが強まった。インフレ懸念が煽る中で長期金利の下げがやや限定的な一方で短期金利の低下幅は大きく、長短スプレッドが拡大した（図16）。

米国の経済指標に景気後退の影は未だみられないが、金融市場では夏場の信用不安が再発し、利下げ期待が強まっている。銀行間の短期資金取引は凍結状態に陥っており、銀行間取引金利に織り込まれたリスク・プレミアムは今夏みられた水準に並ぶ大きさに拡大している。金融機関に対するCDSスプレッドも急伸した。

利下げ観測の強まりから2年債利回りは3%を割り込み（11/26時点）、月中平均でみれば2004年11月以来、金利低下局面では2001年10月以来の低水準となった。ただ、コーンFRB副議長の利下げを示唆する発言を受け、金利は小幅ながら上昇に転じた（11/28）。

株価は下落。実効ドルは横ばい

米金利が低下傾向を続ける中、米株価は信用不安を背景に大きく下落した（図17）。一方、ドルは実効レートで見ると横ばいで推移している（図18）。ユーロや円に対して減価する一方で、上昇を続けてきた高金利通貨（豪ドル、NZドル等）が下落に転じたことから、ドルの相対的なポジションは大きく変わっていない。

図16 金利

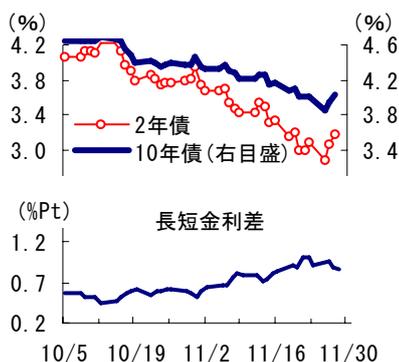


図17 株価

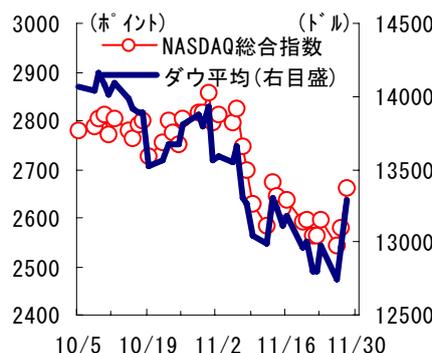
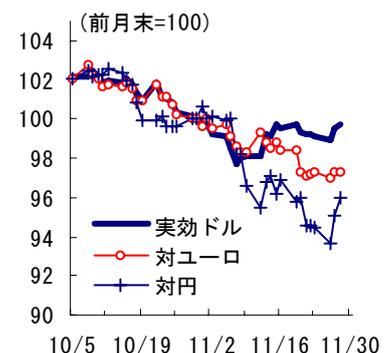


図18 ドルレート



巻末資料：米国主要経済指標

	05Q2	Q3	Q4	06Q1	Q2	Q3	Q4	07Q1	Q2	Q3
実質GDP(%、前期比年率)	2.8	4.5	1.2	4.8	2.4	1.1	2.1	0.6	3.8	4.9
労働生産性(%、前期比年率、非農業部門)	▲0.3	4.9	▲1.1	2.5	0.8	▲1.5	1.2	0.2	3.6	5.3
雇用コスト指数(%、前期比)	0.6	0.7	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
經常収支(10億ドル)	▲183.2	▲173.4	▲215.8	▲200.6	▲205.6	▲217.3	▲187.9	▲197.1	▲190.8	▲190.8
名目GDP比(%)	▲6.0	▲5.5	▲6.8	▲6.2	▲6.3	▲6.6	▲5.6	▲5.8	▲5.5	▲5.5

	前月比					前年比				
	Jun-07	Jul	Aug	Sep	Oct	Jun-07	Jul	Aug	Sep	Oct
カンファレンスボード景気先行指数(%)	▲0.2	0.7	▲0.9	0.1	▲0.5	▲0.1	0.8	0.3	0.0	▲0.5
小売売上高(%)	▲0.8	0.6	0.1	0.7	0.2	3.5	3.6	4.0	2.8	6.7
除く自動車(%)	▲0.2	0.7	▲0.8	0.3	0.2	4.3	4.8	4.1	2.9	6.2
国内自動車販売台数(百万台、年率)	*1563	*1523	*1620	*1617	*1599	▲3.1	▲12.4	▲0.8	▲3.0	1.1
住宅着工件数(万件、年率)	*147	*137	*135	*119	*123	▲19.0	▲20.5	▲17.4	▲32.0	▲15.5
住宅着工許可件数(万件、年率)	*141	*139	*132	*126	*117	▲28.4	▲18.9	▲24.1	▲28.5	▲23.2
ホームビルダー・マーケット指数	*28	*24	*22	*20	*19					
MBA購入指数(%)	2.1	▲1.8	1.2	▲1.9	▲3.0					
シカゴ大消費者信頼感指数(66Q1=100)	*85	*90	*83	*83	*81					
カンファレンスボード消費者信頼感指数(85=100)	*105	*112	*106	*100	*95					
国防を除く資本財出荷(%)	▲0.5	1.0	1.6	0.8	▲0.6	▲0.6	0.4	2.6	0.6	4.4
除く航空機・同部品(%)	▲0.8	▲0.0	1.9	1.7	▲1.2	▲1.6	▲1.2	0.0	0.8	2.9
国防を除く資本財受注(%)	6.3	4.8	▲12.0	4.8	▲3.1	5.9	15.2	6.1	▲11.3	▲0.0
除く航空機・同部品(%)	▲0.2	0.9	0.1	1.2	▲2.3	▲3.2	▲0.7	▲0.9	▲4.7	▲1.2
民間建設支出(非居住用、%)	0.9	0.0	1.8	1.5	#N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	#N/A
貿易収支(10億ドル)	*▲59.4	*▲59.0	*▲56.8	*▲56.5	#N/A					
実質財貿易収支(10億ドル)	*▲55.1	*▲53.0	*▲51.6	*▲51.7	#N/A					
実質財輸出(%)	1.0	3.7	0.2	0.6	#N/A	6.7	12.5	10.1	9.8	#N/A
実質財輸入(%)	0.7	0.7	▲0.9	0.5	#N/A	2.0	2.4	0.2	1.1	#N/A
財政収支(10億ドル)	*27.5	*▲36.4	*▲117.0	*111.6	*▲55.6					
鉱工業生産(%)	0.5	0.6	0.1	0.2	▲0.5	1.4	1.7	1.7	2.1	1.8
最終財生産(%)	0.6	0.6	▲0.3	0.1	▲0.5	2.2	2.6	1.9	2.2	2.0
設備稼働率(%)	*81.8	*82.2	*82.2	*82.2	*81.7					
民間在庫投資(10億ドル)	*5.4	*6.7	*4.4	*6.4	#N/A					
在庫率(カ月)	*1.27	*1.26	*1.27	*1.27	#N/A					
ISM製造業指数	*56.0	*53.8	*52.9	*52.0	*50.9					
ISM非製造業指数	*60.7	*55.8	*55.8	*54.8	*55.8					
NFIB楽観指数(1986=100)	*96.0	*97.6	*96.3	*97.3	*96.2					
フィデリティ連銀景況感指数	*18.0	*9.2	*0.0	*10.9	*6.8					
失業率(%)	*4.5	*4.6	*4.6	*4.7	*4.7					
非農業部門雇用者数(千人)	69.0	93.0	93.0	96.0	166.0					
製造業雇用者数(千人)	▲19.0	▲4.0	▲45.0	▲17.0	▲21.0					
週平均労働時間(時間)	*33.9	*33.8	*33.8	*33.8	33.8					
時間当たり賃金(%)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	4.0	4.0	3.9	4.2	3.5
輸入物価(%、除く石油関連)	0.3	0.1	0.0	-0.2	0.5	2.8	2.9	2.4	2.1	3.2
生産者物価・最終財コア(%)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	1.7	2.3	2.2	2.0	2.5
コア消費者物価(%)	0.2	0.1	▲0.1	0.3	0.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2
連鎖式コア消費者物価(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8
FF金利誘導目標(末値、%)	*5.25	*5.25	*5.25	*4.75	*4.50					
2年債金利(%)	*4.98	*4.82	*4.31	*4.01	*3.97					
10年債金利(%)	*5.10	*5.00	*4.67	*4.52	*4.53					
商工業向け銀行貸出(%)	1.5	1.6	2.6	3.5	2.5	12.7	13.4	13.4	16.9	18.5
不動産向け銀行貸出(%)	0.8	0.5	0.4	0.7	1.5	10.9	10.1	10.4	10.4	7.1
マネーサプライ(%)	0.2	0.3	0.9	0.4	0.3	6.1	5.9	6.6	6.7	6.3
ダウ工業30種平均(末値)	*13408.62	*13211.99	*13357.74	*13895.63	*13930.01					
NASDAQ(末値)	*2603.23	*2546.27	*2596.36	*2701.50	*2859.12					
円・ドルレート(末値、¥/\$)	*123.39	*119.13	*115.83	*114.97	*115.27					
ドル・ユーロレート(末値、\$/Euro)	*1.3520	*1.3711	*1.3641	*1.4219	*1.4468					

(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、米サブ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

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-5-5

シニアエコノミスト 小野 亮

makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

TEL 03 - 3201 - 0544

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、确实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 swoosh that underlines the letters.