

Weekly エコノミスト・ レター

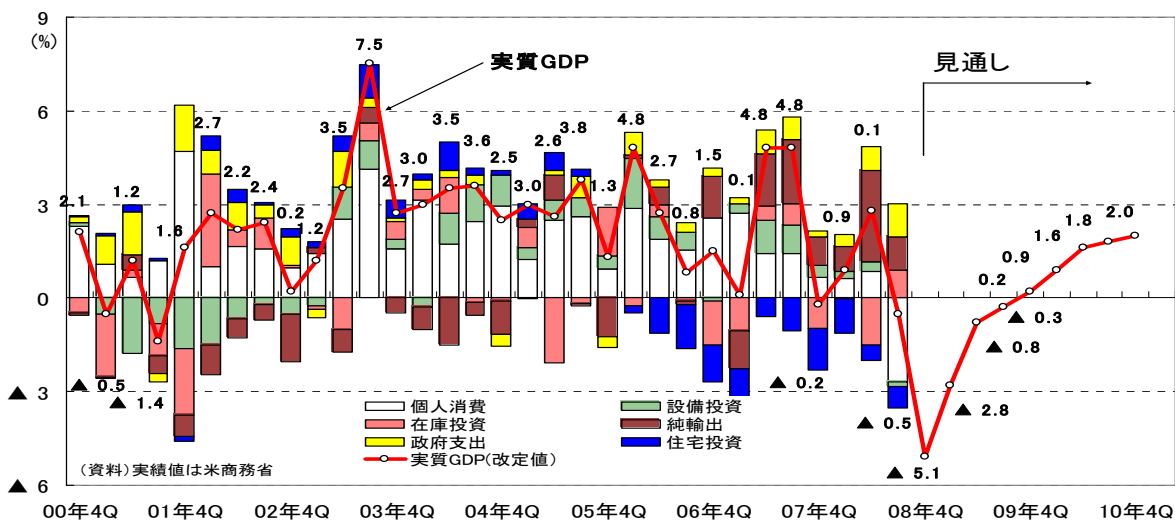
米国経済見通し～デフレ懸念強 く、マイナス成長持続へ

経済調査部門 主任研究員 土肥原 晋
(03)3512-1835 doihara@nli-research.co.jp

<米国経済の見通し>

1. 全米経済研究所（NBER）は、昨年12月のリセッション入りを判定した。米国経済は、サブプライム問題の影響による金融・信用不安が深刻化して住宅価格下落、雇用減少等が続き、個人消費の悪化を中心にマイナス成長に陥っている。懸念されるのは、9月金融危機以降の景気後退の急加速である。信用不安から資金の滞留が強まり、雇用は急速に悪化、物価の急落がデフレへの警戒を強め、先行きの不透明感が増幅している。
2. FRBの金融政策に手詰まり感が見られる中、オバマ新政権の景気対策が注目されている。大規模な公共投資が行われれば雇用対策ともなるが、実施までには期間を要する。当面は、政策効果で先行きの不透明感を払拭し、マインドを改善できるかがポイントとなろう。
3. また、大規模な財政投資があっても、負債を膨らませ、資産サイドの毀損の大きい家計のバランスシート調整には、長期間の調整が必要となろう。このため、米景気は来年後半にはプラス成長に転じると見込まれるものの、回復は緩やかなものとなろう。年間の成長率は2009年▲1.7%、2010年0.8%と予測される。

(図表1) 米国の成長率の見通し(棒グラフは寄与度内訳、前期比年率)



1、米国経済見通しの概要

●景気後退はどれぐらいの規模か～記録的な指標の悪化がデフレ警戒を高める

フレディマック・ファニーメイ等の GSE(政府支援機関)の支援、リーマン・ブラザーズの破綻、メリルリンチのバンカメ買収、AIG への政府支援と続いた 9 月金融危機が、实体经济に与えた影響は想像以上に大きかった。その後発表された経済指標では、予想を大きく上回る記録的な悪化を見せる指標が続出している。

金融危機の原因ともなった住宅市場については、住宅販売が低迷を続け、底打ち感が見られない。住宅価格も続落しており、今後、金融危機後の状況が発表されるため、その影響が注目される。GDP ベースでの住宅投資では、2006 年初以来 11 四半期にわたってマイナスを続けるなど 50 年ぶりの記録的な落ち込みを見せている。本格的な回復は 2010 年以降と見られ、戦後最悪の住宅不況となることが確実視されている。

住宅市場の深刻な状況は、金融機関のみならず、個人消費への影響も大きい。ホームエクイティローン等の利用で住宅価格上昇分をキャッシュ化して消費を行ってきた家計にとっては、更なる借入れが困難となるだけでなく、積み上がった負債の返済負担増の一方、住宅価格や株価の下落といった資産サイドの急速な縮小により、バランスシート調整を迫られている。恒常的な借入れによって消費を行ってきた米国の家計にとっては大きな問題と言えよう。

また、フロー面では、雇用減少が個人所得を圧迫する局面に入っており、積みあがった負債の返済が滞り、住宅の差押えが急増するなど金融機関を圧迫する構図が続いている。雇用減少が進む中では、当面、個人消費には期待できない。7-9 月期の実質個人消費は、▲3.7%と 28 年ぶりの急速な下落を見せた。GDP の 7 割を構成する個人消費がこうした状態を続ける中では、景気回復は当面、先送りされよう。

そのほかの主要指標では、ISM 指数等の企業センチメントが急速に悪化しているのが懸念される。住宅や消費関連企業の悪化は止むを得ないものの、9 月金融危機以降は企業部門全体が冷え込みを強めており、ISM 指数は製造業、非製造業にかかわらず急落している。設備稼働率の不振や新規受注の急速な悪化も考慮すれば、実質設備投資は、7-9 月期に前期比年率▲1.5%と 7 四半期ぶりのマイナスとなったものの、今後はさらにマイナス幅を拡大し、個人消費が立ち直りを見せるまで、長期の調整を続けると思われる。

さらに、金融危機はほぼ同時に海外にも飛び火していることから、今後は、これまで米経済を下支えしてきた輸出には期待できない。一方、輸入については、国内需要の減少と、原油価格の急落の影響が大きく、名目貿易赤字は縮小に向かうこととなろう。

また、物価指標も急速な低下を見せている。高騰していた原油価格反転の影響が大きいですが、それを加速しているのは景気の冷え込みであり、物価の低下は需要の弱さの裏返しと言えよう。企業はそれに応じて供給を絞るため、設備投資の抑制や雇用減等をもたらし、それに伴う所得の減少が需要減に繋がり、デフレスパイラルに陥る可能を高めるとして警戒感を強めている。

以上のような経済指標の急速な落ち込みを勘案すると、足元の成長率は、急低下していると想定される。なお、最近のリセッションにはない急速な冷え込みが、今回リセッションの規模の大きさ示すとの警戒感も強く、30 年代の恐慌と比較する見方も多いが、こうした見方には、バーナン

キ議長も、その深刻さにおいては比べ物にならないと否定している。

こうした中で、オバマ時期大統領が、大規模かつ緊急の景気対策を打ち出すと表明し、注目を集めている。具体策は明らかにされていないが、公共投資を含めた景気対策を実施、250万人の雇用創出を計画している。既に政策金利が1%に下げられて、金融政策の余地が限られる中では、財政政策に頼らざるを得ない。しかし、公共投資が行われれば雇用対策ともなるが、実施までには期間を要する。当面は、政策効果で先行きの不透明感を払拭し、マインドを改善できるかがポイントとなろう。

なお、大規模な財政支出が行われるのであれば、再び財政赤字拡大が問題となろう。当面、デフレ対策が中心となるが、仮にそうした対策が奏功して景気が持ち直せば、今度は財政赤字によるインフレ懸念が頭をもたげる。また、負債を膨らませ、資産サイドの毀損の大きい家計のバランスシート調整には長期間の調整が必要であり、これらの要因が将来的には景気回復の抑制要因となろう。このため、米景気は来年後半にはプラス成長に転じると思われるが、その後も緩やかな回復過程を辿るものと思われる。

以上により、年間の成長率は2009年▲1.7%、2010年0.8%と予測される(図表2)。

(図表2) 米国経済の見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2010年	2008年				2009年				2010年			
						1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(予)	(実)	(実)	(改)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.0	1.2	▲1.7	0.8	0.9	2.8	▲0.5	▲5.1	▲2.8	▲0.8	▲0.3	0.2	0.9	1.6	1.8	2.0
個人消費	"、%	2.8	0.3	▲1.8	1.4	0.9	1.2	▲3.7	▲4.1	▲2.4	▲0.6	0.5	1.2	1.5	1.9	2.0	2.3
設備投資	"、%	4.9	2.2	▲8.2	0.5	2.4	2.5	▲1.5	▲14.4	▲11.5	▲8.3	▲5.8	▲3.4	0.8	4.7	6.9	8.5
住宅投資	"、%	▲17.9	▲21.0	▲13.5	3.6	▲25.0	▲13.3	▲17.6	▲23.5	▲13.1	▲9.0	▲5.2	▲1.4	4.1	9.1	13.6	13.5
在庫投資	寄与度	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.1	▲0.0	▲1.5	0.6	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
純輸出	寄与度	0.6	1.4	0.6	▲0.4	0.8	2.9	1.1	0.6	0.9	0.5	▲1.0	▲0.7	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.5
消費者物価	前期比年率、%	2.9	4.0	▲0.8	1.4	4.3	5.0	6.7	▲6.0	▲3.0	▲1.0	0.8	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0
失業率	平均、%	4.6	5.8	7.8	8.4	4.9	5.3	6.0	6.8	7.2	7.7	8.0	8.2	8.3	8.4	8.5	8.5
FFレート誘導目標	期末、%	4.25	0.50	0.25	1.00	2.25	2.00	2.00	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00
国債10年金利	平均、%	4.6	3.7	2.9	3.8	3.7	3.9	3.8	3.3	2.5	2.7	3.0	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9

(資料)実績は米国商務省、労働省、FRB。

〔景気対策の概要とリセッション判定〕

●景気対策は、近年見られないほどの規模に拡大へ

急速な景気の冷え込みに対応すべく、オバマ次期大統領は、「経済再生計画」の概要を明らかにしている。それによると「1950年代の高速道路投資以来、最大級の公共投資により、公共建物のエネルギー効率の改善、学校・医療システムの近代化、高速・大容量ネットの整備等を行う」とし、こうした再生計画により、250万人の雇用創出を行うとしている。そのほか中産階級の減税、地方・州政府への財政支援、困窮者への食料・医療支援の充実、等への支出を計画している。具体的な財政規模は発表されていないが、報道ベースでは、2年間で5千億~7千億ドルと観測されて

いる。なお、公共投資の場合、工事にとりかかるまでに時間を要することから、すぐに効果を期待することは難しいと思われ、実際には、より経済効果の早い減税や失業手当の増額等が先行・併用されるものと思われる。

ただ、大規模な公共投資が具体化されれば、先行きの景気不透明感やデフレ懸念を緩和し、冷え込んだマインドや株価等の回復を通じて、景気回復への効果を高めることとなろう。景気対策の内容次第であるものの、来年下半期にかけ、景気の冷え込み度合いは緩和されていくものと思われる。

●NBER が、昨年 12 月のリセッション入りを判定

米国のリセッション判定機関である全米経済研究所（NBER）は、12/1 に、昨年 12 月を景気のピークとし、以降リセッション入りしていたとの判定を発表した。同研究所では、景気の判定を行う際に雇用を最重視しており、実質 GDP や GDI、実質個人所得、実質ベースの製造業・卸売り・小売売上高、鉱工業生産指数等を参考に月単位のリセッション判定を行っている。一般的には、二期連続の実質 GDP のマイナスをリセッションとする方法が用いられているが、NBER では、歴史的に月ベースの判定を行ってきたこと、経済活動の落ち込みの深さを考慮していること、実質 GDP と同様に所得面の実質 GDI も重視していること等の理由からそうした方法を用いていない。これには、GDP が発表後に頻繁に改定が行われることも理由に含まれており、GDP は主として判定を行う目処として使用されている。

雇用は昨年 12 月をピークに年初以降減少を続け、11 月までに 191 万人の減少となったが、今回も雇用のピークの時期を景気のピークと判定しており、雇用の重視のスタンスが窺える。NBER は、そのほかの注目指標については、昨年 11 月以降今年の 6 月までにピークをつけたとしている。

リセッション開始の判定が出たことで、今後はリセッション明けのタイミング（景気の谷）が注目されよう。過去のリセッションを見ると、前回 2001 年（8 ヶ月間）、前々回 1991 年（8 ヶ月間）のリセッションはいずれも短期間であり、戦後最長のリセッションは 16 ヶ月間（73 年と 81 年）で、これを上回るのは大恐慌の 1929 年からの 43 ヶ月間に遡る。今回の判定では、リセッション入りから既に 1 年が経過しているため、景気の回復を来年後半と見れば、後退期間が 1 年半以上となる可能性が高く、大恐慌以来の長期間にわたるリセッションとなる確率が高まったと言えよう。実際、各種経済指標の悪化は急激であり、厳しいリセッションの到来を示唆している。しかし、だからといって恐慌を示唆するような状況に至っているわけではない。

（図表3）米国のリセッションの歴史

	大恐慌以降のリセッション	リセッションの期間 (ピーク⇒ボトム、月数)	前回リセッション以後の拡張期間 (ボトム⇒ピーク、月数)
1	1929/8～1933/3	43	21
2	1937/5～1938/6	13	50
3	1945/2～1945/10	8	80
4	1948/11～1949/10	11	37
5	1953/7～1954/5	10	45
6	1957/8～1958/4	8	39
7	1960/4～1961/2	10	24
8	1969/12～1970/11	11	106
9	1973/11～1975/3	16	36
10	1980/1～1980/7	6	58
11	1981/7～1982/11	16	12
12	1990/7～1991/3	8	92
13	2001/3～2001/11	8	120
14	2007/12～	-	73

（資料）NBER

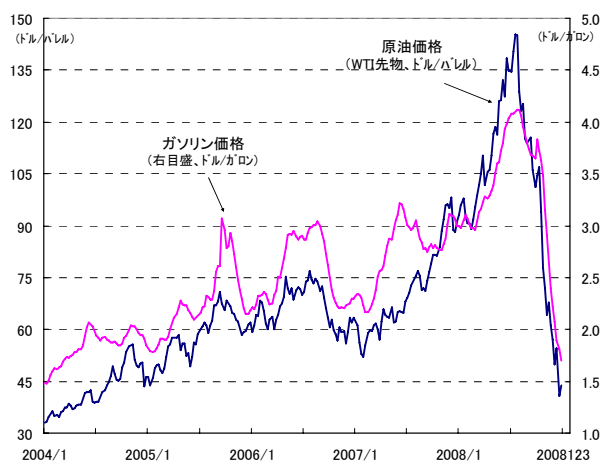
2、9月金融危機後、急速に冷え込む主な需要項目別の状況

〔個人消費の動向・見通し〕

● 金融危機後は、個人消費の抑制が一層強まる情勢

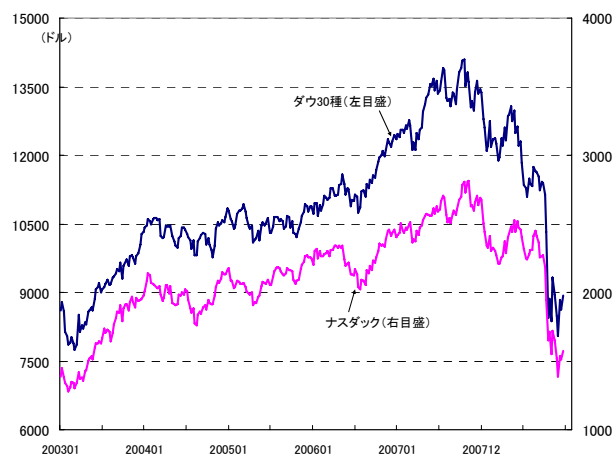
金融危機後の状況は、個人消費に一層逆風の強まる展開となっている。今回のリセッションは、元々はサブプライム問題に端を発した住宅市場の深刻化によるものである。住宅不振に伴う個人消費への影響は、家具等の住宅関連消費の減少やホームエクイティローンの縮小等を通じ、直接・間接的に波及するが、住宅価格の下落が加速する中では、逆資産効果による消費抑制が強まる。特に金融危機後は、株価急落が逆資産効果を増幅し、信用不安から金融機関の貸し出し基準が引き締められた。また、雇用減は個人所得を低下させて消費を減じ、延滞者増により住宅の差し押さえを加速する。金融危機時の市場の動揺は、信用引き締めや株価下落に繋がったが、雇用不安や株価の急落は、消費者マインドに影響が大きく、金融危機後の同指数は記録的な低水準に下落した。

(図表4) 原油・ガソリン価格の推移(週別)



(資料) エネルギー省、他

(図表5) 米国株式市場の推移(週別)



一方、原油価格が下落に転じたことは数少ないプラス要因である。ガソリン価格も追随しているが、下落の背景には景気後退による需要減があり、家計の消費意欲を高める状況にはない。

消費が落ち込むときは、最初に耐久財が買い控えられる。食料や衣料品は高額のものが抑制され、サービス消費については、医療、光熱費等抑制しにくいものが含まれるため、マイナスにはなりにくい。7-9月期の実質消費は年率▲3.7%と28年ぶりの下落幅となったが、中でも耐久財消費の落ち込みが(同▲15.2%)と大きかった。今回のリセッションの影響をまともに受けて、不振を深めた自動車会社は、政府の支援を受ける事態に至っている。

このため、政府の景気刺激策が待たれ、その動向が注目されるが、実際の効果は先のことであり、当面、消費を抑制する上記の要因が重荷となり、消費のマイナスが続く可能性が高い。消費が回復を見せるのは2009年後半にずれ込むと思われ、個人消費の伸び率は、2008年の同0.3%から、2009年は▲1.8%へと落ち込もう。個人消費をめぐる最近の状況は以下の通りである。

① 急速に冷え込む個人消費、前年比の伸び率は1961年以来の低水準

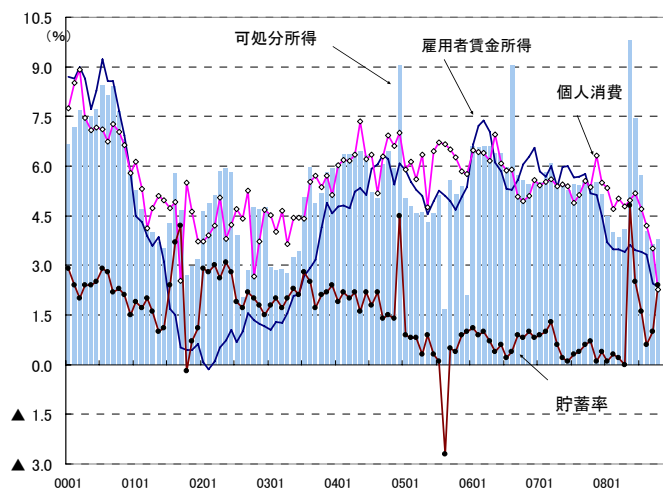
10月の個人消費（この項は特に断りのない時は名目値）は、前月比▲1.0%（9月は同▲0.3%）とマイナス幅を拡大した。これは2001年9月（同▲1.2%）に次ぐ下落率である。一方、実質ベースの個人消費も同▲0.5%（9月は同▲0.4%）と前月からマイナス幅を広げ、耐久財同▲3.8%、非耐久財消費同▲0.6%となった。

個人所得は同0.3%（9月同0.1%）とやや伸びを高めた。賃金所得が同0.1%（9月同▲0.1%）とプラスに転じたほか、9月に受けたハリケーンのダメージの反動増等が影響した。税支払い額はやや減少（前月比▲0.2%）し、税引き後の可処分所得は同0.4%（9月は同0.1%）の増加となった。また、実質可処分所得では同1.0%（9月は同0.0%）と増加した。個人消費の減少により、可処分所得比の貯蓄率は2.4%（9月同1.0%）に上昇した。

前年同月比でみると、個人消費は2.3%（9月同3.5%）と急低下した。これは、前回2001年のリセッションを下回り、1961年4月（同0.4%）以来の低水準となる。

賃金所得は同2.3%（9月同2.4%）と低下、2003年6月（同2.1%）以来の低水準となった。可処分所得は3.8%（9月同3.6%）と前月からはやや伸び率を高めた。所得面では、雇用の減速を反映して賃金所得が急速に低下しており、還付金支給の終了により、可処分所得の伸びも低下している。消費の伸び率低下もこうした所得の伸びの低下の影響を直接受けた形となっている。この点、前回リセッション時に、賃金所得ほどには消費が低下しなかったのとはやや異なり、金融危機の影響後の消費マインドの冷え込みの強さが窺われる(図表6)。

(図表6) 消費支出の推移(前年同月比、%)



(資料)米国商務省

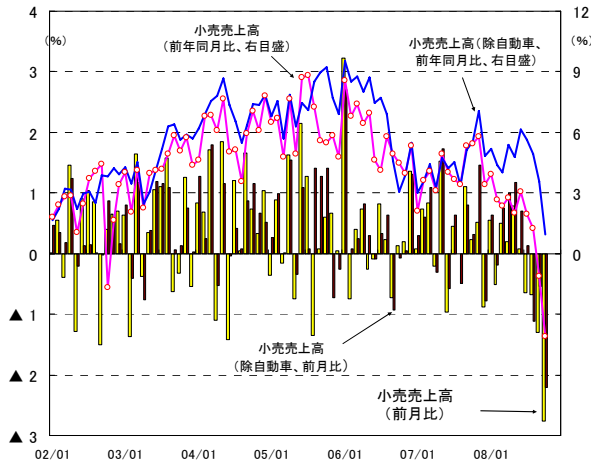
②10月小売売上高は、過去最大の落ち込み

10月小売売上高は、前月比▲2.8%と9月同▲1.3%から4ヵ月連続でマイナス幅を拡大した。また、自動車を除いた小売売上高は前月比▲2.2%と9月同▲0.5%から低下した。単月の下落幅としては、小売売上高、同自動車販売除き共、現行ベースで統計が開始された1992年以来の最大となった。(図表7)。

項目別に見ると、ほとんどの項目が前月比マイナスとなる中、自動車販売が同▲5.5%（9月同▲4.8%）、ガソリン販売が同▲12.7%（9月同▲0.4%）と大幅な落ち込みとなった。このため、自動車とガソリン販売を除いた小売売上高では、前月比▲0.5%（前年同月比1.0%）とマイナス幅を縮めるが、小売全般が不振な状況には変わりはない。そのほかで減少幅が大きかったのは、家具（同▲2.5%）、電気製品等（同▲2.3%）、通信販売（同▲1.8%）等となる。

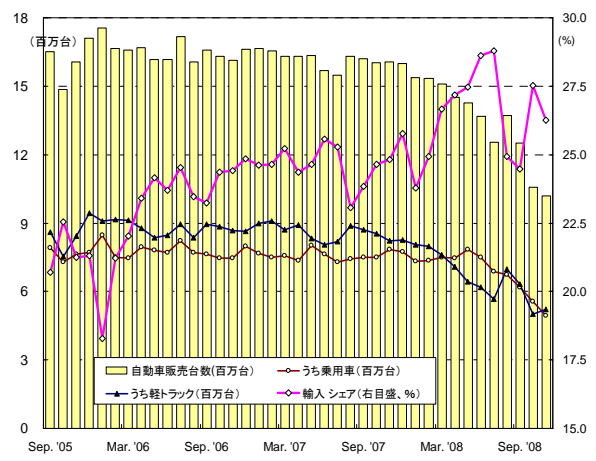
また、前年同月比では、小売売上高が▲4.1%（9月同▲1.1%）とこちらも過去最大の下落を見せた。ここでも自動車販売の落ち込み（同▲23.4%）が大きく、これを除くと1.0%（9月同3.6%）と小幅ながらプラスとなる。

（図表7）小売売上高の推移



（資料）米国商務省

（図表8）自動車販売台数の推移



（資料）オートデータ社、季節調整済み年率

③自動車販売は前年比▲36%の大幅減少

自動車販売は深刻な落ち込みが続いている。月別の自動車販売を台数ベースで見ると、11月は年率1018万台（オートデータ社発表）と急減した10月をさらに下回り、1982年10月以来の低水準に落ち込んだ。前月比では▲3.6%、前年比では▲36.7%となる。車種別では、軽トラックが前月比4.4%と増加、乗用車は同▲10.9%の減少だった。また、国産車の同▲1.9%に対し、輸入車は同▲8.0%と減少、輸入車シェアは26.3%（前月27.5%）と低下した。ガソリン価格は低下しているものの、景気の冷え込みの方が急速であり、輸入車も含めて全般的に深刻な販売不振の状況が続いている（図表8）。

このため、ビッグスリーは揃って政府に低金利ローン等の支援を求めている。オバマ次期大統領やペロシ下院議長、ポールソン財務長官等が自動車会社の破綻は回避すべきと表明するなど、議会・政府は支援の意向であり、巨額の資金供給法案が制定されつつある。しかし、一時的な対応策に過ぎず、また経営陣への不信や先行きの経営好転の見込みが不透明なこともあって、一部議員の反対も根強く、金融市場や雇用面への重石となっている。

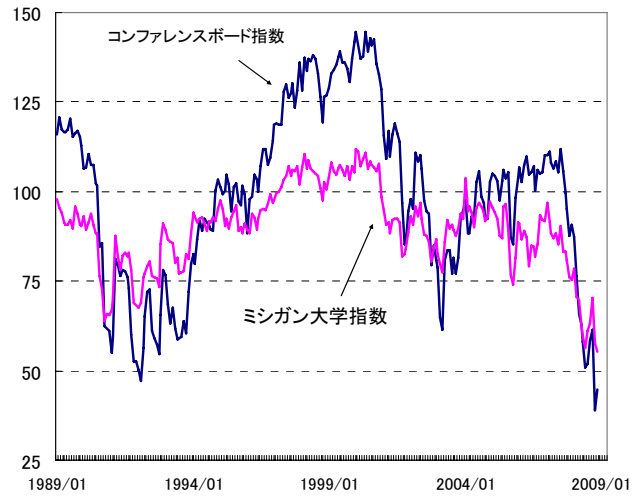
④金融危機を受け、消費者信頼感指数は過去最低を記録

コンファレンスボード消費者信頼感指数は、金融危機の高まりの影響を受けて10月に38.0と9月の61.4から急落、1967年の統計開始以来の最低値に低下したが、11月は44.9とやや持ち直した。現況指数は41.9→42.2と小幅上昇に留まったが、先月の落ち込みの大きかった期待指数が35.5→46.7と回復したことが大きい。

しかし、現状の水準が歴史的な低水準にあることは変わりなく、一年前の 87.8 とは比べるまでもない低位置にある。金融危機による消費マインドへのダメージの大きさを示したもののといえ、個人消費の落ち込みによる景気後退の深化が警戒される。

11 月ミシガン大学消費者マインド（速報値）は 57.9 と 10 月（57.6）から小幅上昇、市場予想（56.7）を若干上回った。同指数は、6 月に 1980 年以来の低水準である 56.4 を記録したが、その後のガソリン価格下落等もあって 9 月には 70.3 まで上昇、10 月は金融危機の影響により、57.6 へと急落していた。（図表 9）。

（図表 9） 消費者信頼感指数の推移



（資料）コンファレンスボード、ミシガン大学

⑤クリスマスセールは、予想外のジャンプスタートながら失速懸念は拭えず

小売全般が不振なこともあって、今年のクリスマスセールについては悲観的な見方が強まっていたが、開幕当初のブラックフライデーを挟んだ 4 日間の出店は 172 百万人（去年は 147 百万人：NRF＝全米小売連合推計の速報値、以下も同様）と昨年を大きく上回った。また、平均購入額では、372.57 ドルに昇り、昨年を 7.2%（去年は 347.55 ドル）上回った。同期間の売上高は 41 億ドルに昇ったと推計される。NRF では、「電気製品と衣料品はこの時を待ち構えていた需要が見られ、目玉商品がバラバラだったこともあちこちのショッピングセンターへと買い物客を駆り立てた。この勢いが続くとは思えないが、ショッピングの盛り上がりは励みになる。」としている。

元々、今年のクリスマスセール期間中の売上高については、NRF（全米小売連合）が前年比 2.2%、ICSC（国際ショッピングセンター）が同 1.7% といずれも 2002 年以来の低水準と予測していたが、金融危機後の状況が明らかになる前の予測値であり、その後は、さらに悲観的な見方が強まっている。特に、この時期の売上高を押し上げていた宝飾品等の高級品需要の剥落が予想され、開幕当初の好調後も、失速懸念は根強く残存している。

⑥11 月雇用者数が、34 年ぶりの 53.3 万人減

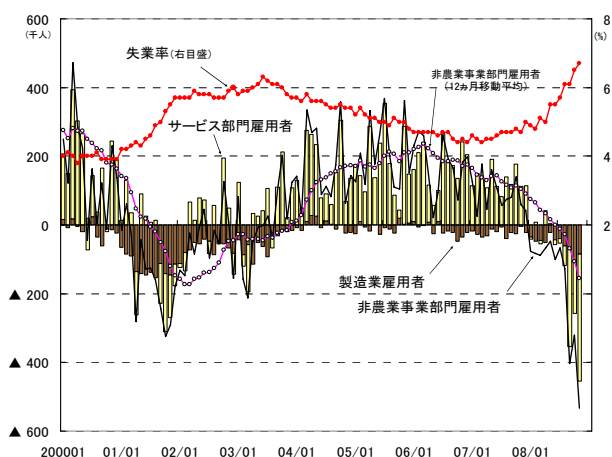
米労働省発表の 11 月雇用統計では、非農業事業部門の雇用者が前月比 ▲53.3 万人と、市場予想の 33 万人減を大幅に上回る減少幅となった。単月での減少幅としては 1974 年 12 月（▲60.2 万人）以来のものとなる。

また、例月同様過去 2 ヶ月に遡って改定が行なわれたが、9 月分が ▲28.4 万人から ▲40.3 万人減へ、10 月分が ▲24.0 万人から ▲32.0 万人減へと合計 ▲31.8 万人の大幅下方修正が行なわれた。これにより今年の月平均雇用減は ▲17.4 万人、累計では ▲191.1 万人となるが、その 7 割弱（▲125.6 万人）を金融危機後の直近 3 ヶ月で占めている。

部門ごとの増減を見ると、生産部門が前月比 ▲16.3 万人（10 月同 ▲16.7 万人）、サービス部門

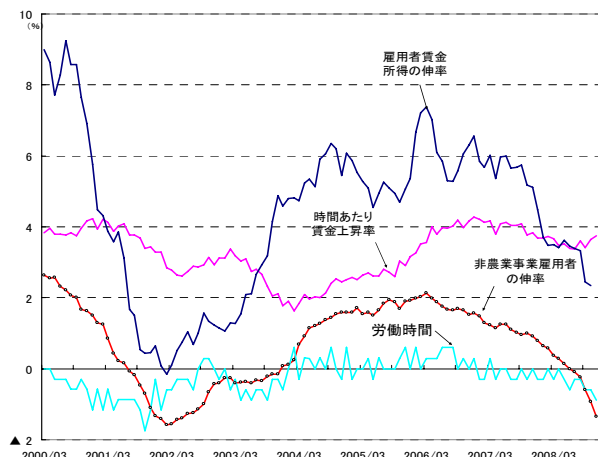
が同▲37.0万人(10月同▲15.3万人)とサービス部門の急増が目立つ。そこでサービス部門を業種別に見ると、特に減少が大きいのが、人材派遣(Employment services、同▲10.1万人)、小売業(同▲9.1万人)、レジャー関連(同▲7.6万人)等で、半面、増加業種は教育・ヘルスケア(同5.2万人増)等、限定的である。なお、生産部門の中では製造業が同▲8.5万人と29ヵ月連続で減少、その中では、金属加工業(同▲1.5万人)、自動車産業(同▲1.3万人)等の減少が大きかった。また、建設業では同▲8.2万人と17ヵ月連続の減少となった。なお、政府雇用は同0.7万人増で、これを除いた民間雇用者全体では同▲54.0万人の減少となった。

(図表10) 雇用状況の推移(前月比)



(資料) 米国労働省

(図表11) 雇用と賃金の推移(前年同月比)



(資料) 米国労働省、商務省

一方、11月の失業率は6.7%と前月(6.5%)から続伸、1993年以来の高水準となるが、市場予想(6.8%)は下回った。失業率は年初には4.9%と5%を下回る水準にあり、短期間で2%近い急伸となった。また、失業者は1033万人と、1983年8月(1062万人)以来25年ぶりの高水準となった。

11月の時間当たり平均賃金(民間)は18.30ドル(前月比0.4%)と前月(同0.3%)の伸びを上回り、前年同月比でも3.7%と前月(同3.6%)から伸びを高めた。前年同月比で業種別の賃金上昇率を比較すると、鉱業10.1%、専門・事業サービス6.9%、建設4.8%等が高く、半面、小売1.2%、卸売業2.2%等では低く、業種間のバラつきが大きい。なお、週平均の労働時間(民間)は33.5時間と10月(33.6時間)とやや減少した。

こうした雇用減が続いているため、賃金所得の伸びの低下が急である。10月の前年比は2.3%と1年前の5.2%から半減しており、最早、個人消費を下支えする力はない。雇用所得の伸びは、賃金上昇率と雇用者増、労働時間等に依存するが、雇用増加率と労働時間の低下が続いており、今後、賃金上昇率が低下してくれば、2002年に見られたようにマイナスに落ち込むことも十分考えられる状況にある。

〔設備・在庫投資の動向、見通し〕

●景気の不透明感が強く、当面、設備投資は見送り

9月金融危機後、企業のセンチメントは急速に悪化している。大恐慌が引き合いに出されるなど、どの程度のリセッションとなるのか、先行きの不透明感が極めて強い。さらに信用不安で銀行の与信が絞られ、企業が資金繰りに窮する中、設備投資資金の手当てはさらに困難である。こうした中での設備投資は、必要不可欠な更新投資に限定されよう。

既に、7-9月期の実質設備投資は、前期比年率▲1.5%とのマイナスとなった。また、構築物を除いた設備機器への投資に限れば、今年に入ってから3四半期連続のマイナスとなっている。こうした所に、9月金融危機が生じた。金融危機は、国内産業のみならず海外経済にも大きな打撃を与えたため、輸出の先行きの見通しも厳しくなっており、これまで米経済を支えてきた輸出関連産業を含め、設備投資は、広範囲にわたる相当大規模な調整を迎えよう。年間の設備投資は、2008年の2.2%から、2009年は▲8.2%と大きく落ち込むと予測される。

在庫投資についても、足元の急速な景気後退による意図せざる積み上がりを除けば、在庫積み増し意欲に欠ける展開が続こう。ただし、全般的な在庫水準はそれほど高いとは言えず、調整があっても一時的なものに留まろう。設備・在庫投資を巡る最近の状況は以下の通りである。

①米ISM製造業指数は26年ぶり低水準～価格指数急落がデフレ警戒を高める

企業の景況感、製造業・非製造業を問わず急速な冷え込みを見せている。企業センチメントを示すISM（米供給管理協会）指数を見ると、11月製造業指数（PMI）が36.2と低下、急落した前月（38.9）や市場予想値（37.0）を下回り、5ヵ月連続の低下、製造業の拡大・縮小の分かれ目とされる50は4ヵ月連続で下回った。この水準は1982年5月（35.5）以来26年ぶりの低水準となる。ストック調整で製造業への打撃が特に大きかった2001年リセッション時の最低値（40.8）を連月で下回ったことにより、景気後退が製造業を取り込んだ全般的な冷え込みとなっていることを示した。発表元のISMでは、PMIが示す経済全体の分かれ目（GDPのゼロ成長）は41.1であり、11月PMI（36.2）は、実質GDPの年率▲1.5%に対応するものだとしている。

主要指数の中では、新規受注が27.9（前月比▲4.3）と低下が大きく、水準も1980年6月（24.2）以来の低水準となった。また、生産指数は31.5と1980年6月（31.5）、雇用指数は34.2と1991年3月（33.6）以来の低水準となるなど、いずれも記録的な低水準をつけた。また、価格指数も25.5（前月比▲11.5ポイント）と下落幅が大きく、この水準は1949年5月（20.1）以来の記録的な低水準となる。

一方、11月の非製造業指数（NMI：注）は37.3と10月（44.4）から▲7.1ポイントの急落、市場予想（42.0）を大きく下回り、2ヵ月連続で50を割り込んだ。また、昨年まで非製造業の景況感を示す指数とされていた事業活動指数は33.0と前月（44.2）から▲11.2ポイントの大幅低下、テロ事件直後の2001年10月（40.5）の過去最低値を大きく下回った。

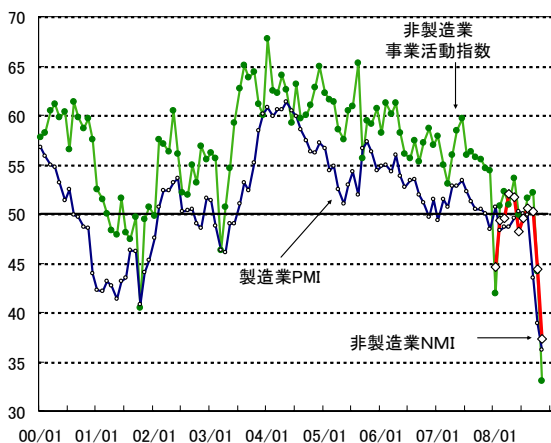
総合指数であるNMIを構成する主要4指数（事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延）の動きでは、事業活動指数が前月比▲11.2ポイントと大きく下落、雇用指数（同▲10.2）、新規受注（同▲8.6）とも例外的な下落幅を見せた。その他の指数でも、価格指数（同▲16.8）、輸出受注（同▲15.5）、輸入（同▲12.0）等の各指数が二桁の下落を見せ、過半の指数が40を割り込んだ。10月には、30

台の指数は一つもなかっただけに想定外の下落スピードが市場に驚きを与えている。

11月ISM指数を見ると、まさに“フリーフォール”の状態を呈し、下げの加速が、先行きの景気悪化の深さを予兆するものと受け止められている。また、価格指数の急速な低下は、需要の弱さの裏返しといえる。企業はそれに応じて供給を絞り、設備投資の抑制や雇用減を図れば、デフレスパイラルに陥るとして警戒感を高めている。

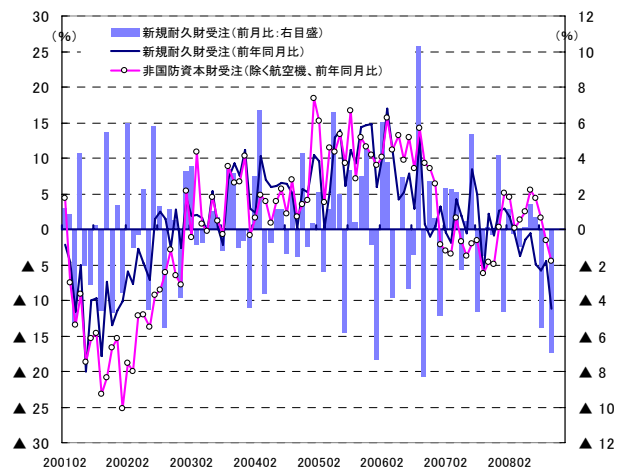
(注: NMI(=Non-Manufacturing Index) は、本年1月より非製造業指数の総合指数として発表を開始。事業活動、新規受注、雇用、入荷遅延の各指数の均等ウェイトで構成されている。)

(図表 12) ISM指数の推移(月別)



(資料) Institute for Supply Management

(図表 13) 新規耐久財受注の推移(%)



(資料) 商務省

②受注が急激な落ち込み～設備投資先行指標の非国防資本財も急速に悪化

10月の新規製造業受注は前月比▲5.1%(9月▲3.1%)、製造業の受注としては2000年7月(同▲8.5%)以来の大幅なものとなった(図表13)。また、新規耐久財受注は前月比▲6.9%(9月▲0.02%)と前月から急速に落ち込み、新規の「非耐久財」受注も同▲3.4%(9月▲5.8%)と続落した。

耐久財受注のうち業種別の動きを見ると、金属素材(前月比▲15.3%)、変動の大きい民間航空機(同▲4.8%)を含む輸送機器部門(同▲11.2%)、機械部門(同▲9.0%)、等で大幅な減少となったのに加え、ほとんどの部門で前月比マイナスとなった。

なお、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注(除く航空機)は、前月比▲5.0%と3ヵ月連続のマイナス、また、前年同月比では、▲4.3%と2ヵ月連続のマイナスとなった。9月金融危機後は急速な落ち込みを見せており、足元の景気悪化の加速やISM指数の受注指数の落ち込みを勘案すると、受注の減少はしばらく持続すると思われ、設備稼働率の低下により、設備投資も見送られることとなろう。

③生産指数は、一時的要因除けば不振が続く

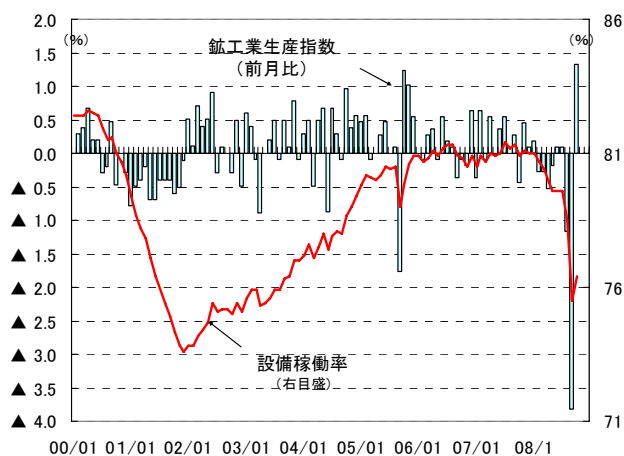
10月の鉱工業生産指数は前月比1.3%(9月同▲3.7%)と市場予想(同0.2%)を上回った。9月数値は、ハリケーン(グスタフ、アイク)の襲来によるメキシコ湾岸の油井等の鉱業や石油精製産業への打撃やボーイング社のストライキ等で大幅なマイナスとなったが、10月は、ハリケーンか

らの立ち直りが寄与し、特に石油・石炭産業（前月比 9.9%）、化学（同 5.1%）や鉱業（同 6.1%）等での上昇が目立ち、石油関連産業を含むエネルギー産業全体では前月比 5.0%と回復した。

しかし、それ以外の非エネルギー産業は同▲0.1%と 4 ヶ月連続でマイナスが続き、個別の業種では、金属素材が同▲4.8%、自動車産業が同▲3.5%とマイナスが大きく、ハイテク産業でも同▲0.9%と 3 ヶ月連続のマイナスとなるなど、不振が続いている状況には変わりがない(図表 14)。

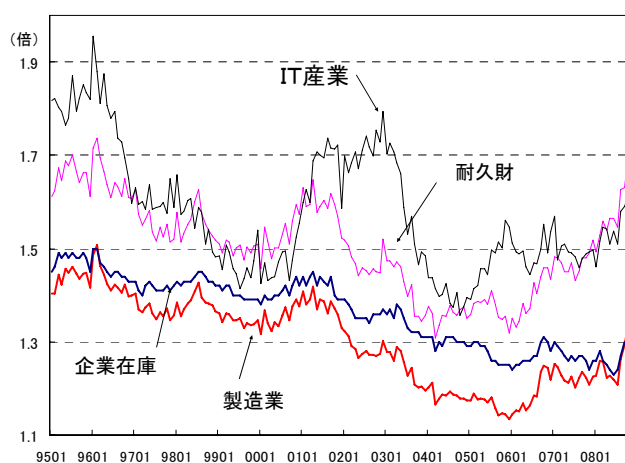
一方、10月の設備稼働率は 76.4%と 9月(75.5%) から回復したが、市場予想(76.5%)には届かなかった。生産指数同様、鉱業が 89.0%(9月 84.0%)と回復したが、製造業は 73.8%(9月 73.5%)と低位に留まった。製造業の内訳では、石油・石炭関連産業が 89.6%(9月 81.5%)と回復した半面、金属素材が 74.1%(9月 77.9%)と低下、自動車が 58.7%(9月 60.9%)、ハイテク産業が 75.0%(9月 76.6%)と低下傾向を続けた。なお、長期的な平均稼働率水準（1972～2007年の平均 81.0%）を本年 2月以降 9 ヶ月連続で下回っており、80%ラインは 7 ヶ月連続で下回っている。

(図表 14) 鉱工業生産と稼働率の推移(月別)



(資料) FRB

(図表 15) 製造業の在庫/出荷比率の推移(月別)



(資料) 米国商務省

④ 耐久財の在庫/出荷比率は 12 年ぶりの高水準に

10月の製造業在庫は前月比▲0.6%（9月は同▲0.8%）と減少したものの、出荷が同▲3.2%（9月は同▲3.1%）と減少が大きく、製造業の在庫/出荷倍率は 1.33 倍と 9月 1.29 倍から上昇した。近年の在庫水準が低かったため、今回の倍率は 2001 年 12 月（1.33 倍）以来の水準となる。なお、非耐久財（同 0.99 倍）の在庫/出荷倍率も上昇しているが、耐久財（同 1.69 倍）の上昇が急で水準も高く、製造業全体を押し上げている。耐久財の在庫水準は前回リセッション時の上昇期を超え、1996 年 3 月（1.69 倍）以来 12 年ぶりの高水準となる。

最近の製造業の在庫/出荷倍率の上昇は、在庫自体が減少する中、出荷の急激な減少によって引き起こされ、近年のボトム（2005 年 12 月 1.13 倍）から上昇している。歴史的に見れば低水準であることに変わりはないものの、今後の更なる上昇を懸念し、生産面の調整が進むものと思われる。

また、企業在庫全体では、9月在庫は減少（前月比▲0.2%）したものの、出荷が不振（同▲2.0%）で全体の在庫/出荷倍率は 1.29 倍（8月 1.27 倍）と上昇している。しかし、7月の 1.24 倍は歴史的な低水準であり、急な上昇は警戒されるが、現状では在庫の圧迫が懸念されるレベルにはない(図表 15)。

〔住宅投資の動向・見通し〕

●住宅市場は、来年一杯調整持続へ

住宅投資は、2006年以降本年7-9月期まで11四半期マイナスが続くなど記録的な不振が続いている。9月金融危機の影響を強く受けたと思われ、その分、調整も長引くと思われる。

政府・FRBは住宅市場の挺入れに尽力しており、利下げや量的緩和、住宅ローンの買取等さまざまな手段を講じており、貸し出し基準の引き締めで高止まりしていた住宅ローン金利も漸く軟化の兆しを見せている。ただし、住宅の差し押さえ件数が増加し、住宅価格が下げ止まりを見せず、雇用不安が高まる中、家計が住宅取得に動く環境にはない。販売不振による住宅在庫の積みあがり重たく、住宅市場の調整は来年一杯持続し、GDPベースの住宅投資のマイナスは来年後半まで続こう。なお、住宅投資は地域間の差が大きい特徴を持ち、住宅販売面では来年後半から底打ちを見せる地域が増加しようが、価格調整は全般的に遅れており、販売の回復から半年余り後ずれすると思われる。

年間の住宅投資については、2009年は前年比▲13.5%、2010年は同3.6%の見通しである。なお、最近の住宅関連指標の動向については以下の通りであるが、住宅価格指数は、依然、前年比での過去最大の落ち込みを更新し続け、販売面でも、10月の中古・新築販売がともに前月比でマイナスとなるなど、底打ちの気配が見られない状況にある。

①10月新規住宅着工件数が過去最低を記録

10月新規住宅着工戸数は、年率79.1万戸と前月（同82.8万戸）を▲4.5%下回り、1959年の本統計開始以来の最低値となった。

一方、先行指標となる住宅着工許可件数は、年率70.8万戸（前月比▲12.0%）と急落、市場予想（同77.4万戸）を下回り、住宅着工と同様、過去最低を記録した。

こうした住宅着工悪化の背景には、販売在庫の積み上がりで建設を抑制せざるを得ない事情がある。一部地域で住宅販売が回復したものの、価格低下が寄与したものであり、住宅着工件数の回復に繋がる需要ではないと思われる（図表16）。

②10月中古住宅販売戸数は前月比3.1%減～西部地域では顕著な販売増も

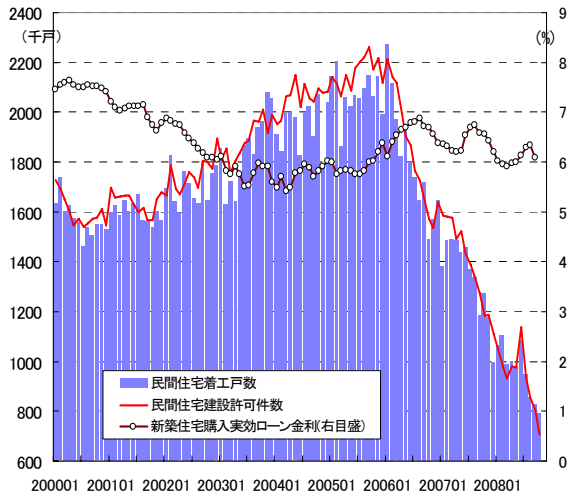
全米不動産協会（NAR）発表の10月中古住宅販売戸数は、年率498万戸（前月比▲3.1%、9月は同514万戸）と減少、市場予想の同500万戸を下回った。前年比では▲1.6%と再び減少に転じた。

中古住宅販売は、2005年9月に年率725万戸とピークをつけた後、下降トレンドを続け、6月に同485万戸と現行ベースの統計を開始した99年以来の最低値をつけたが、その後は同500万戸前後での踊り場の動きを見せている。一方、10月の中古住宅販売価格（中央値）は、18.33万ドル（前年比▲11.3%）と14ヵ月連続の下落、ピークの23.02万ドル（2006年7月）からは▲20.4%の下落となった。

こうした動きは、差押え物件等の多い西部の価格下落（前年比▲27.0%）が大きく、割安な物件を中心に同地域の販売が急増（同37.5%）した構図が窺える。西部以外の地域の販売は何れも前年比▲10%前後の減少を続けている。NARでも、こうした差し押え処分や延滞売却等の事情によ

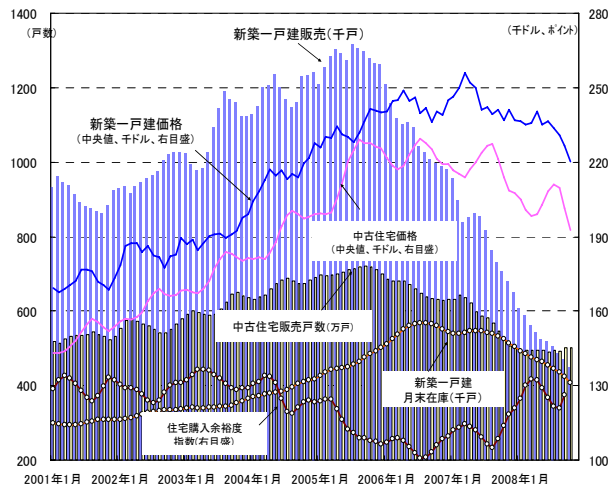
る処分・値引き販売が45%を占めたと見ており、市場の改善とは見ていない。在庫は423万戸（販売比10.2ヵ月分）と、月数では住宅ブームの2005年（平均同4.5ヵ月分）の倍を超える高水準にある。信用不安による住宅ローン貸付基準の引き締めもあって、全体の販売回復に向けての調整にはなお時間を要すると思われる。

(図表16) 住宅着工の推移(月別)



(資料) 商務省

(図表17) 住宅販売・価格の動向(3ヵ月移動平均)



(資料) 商務省、NAR

③10月新築住宅販売は、年率43.3万戸と続落、前年比▲40.1%の大幅減少

商務省が発表の10月新築一戸建住宅販売戸数は、年率43.3万戸（前月比▲5.3%）と市場予想（同44.1万戸）を下回り、1991年1月（同40.1万戸）以来の最低水準となった。前年比では▲40.1%の減少となる。

地域別の販売では、西部（前月比▲18.0%）の落ち込みが大きい半面、北東部（同22.6%）が増加、構成比で過半を占める南部は前月比▲6.0%の減少となった。

一方、新築一戸建て販売価格（中央値）は21.8万ドルで、前月比▲1.7%、前年比▲7.0%となった。また、10月末の在庫は38.1万戸（9月41.4万戸）と18ヵ月連続で減少したが、販売比では11.1ヵ月分と依然高水準にある。

④9月ケース・シラー20都市住宅価格指数は、前年比▲17.4%の下落

S&P社発表の9月ケース・シラー20都市住宅価格指数は、前月比▲1.8%（8月は同▲1.0%）と下落幅を加速、前年比では▲17.4%（8月は▲16.6%）の下落となった。また10都市指数は、前年比▲18.6%（8月は同▲17.7%）の下落となり、両指数とも前年比では、其々の公表開始以来（20都市指数は2000年、10都市指数は1987年）の最大の下落率となる。なお、ほぼ2年前に住宅価格がピークを付けた時からの下落率は、20都市指数が▲21.8%、10都市指数が▲23.4%となる。

20都市指数は、前月比では2006年8月以降、前年比では2007年初以降マイナスを続けており、特に前年比では、月を追う毎にマイナス幅が拡大している。また、前月比の下落率は、本年7月以降4ヵ月連続で拡大、今後、9月金融危機後の下落速度の加速が懸念される。

都市別では、全 20 都市で前月比・前年比ともマイナスを記録したが、都市毎の下落率の差異は大きい。最大の下落となったのはフェニックス（前年比▲31.9%）で、サンフランシスコ（同▲29.5%）、ロスアンゼルス（同▲27.6%）等が大きく、半面、小幅なのは、ダラス（同▲2.7%）、シャーロット（同▲3.5%）等で、ボストン（同▲5.7%）、ニューヨーク（同▲7.3%）、アトランタ（同▲9.5%）等の下落率も一桁に留まる。全般的に、住宅ブーム時に上昇率の高かった西部地域等にある都市の下落率が大きい傾向がみられる。

なお、四半期毎に集計されるケース・シラー全米指数は、2008 年 7-9 月期は前年同期比▲16.6%となり、また、FHFA(連邦住宅金融庁：OFHEO=連邦住宅機関監督局等の統合機関)の 7-9 月期住宅価格指数（HPI）では、前期比▲2.7%(4-6 月期は同▲1.6%)と下落率を拡大、前年比では▲4.0%（4-6 月期同▲1.8%）と同指数としては 1975 年以来過去最大の下落幅となった。前年比で地域別の動向を見ると、太平洋岸地域の下落率が前年比▲14.9%と突出、次は大西洋岸南部地域の同▲4.7%となる。また、全 9 地域中 2 地域ではなお上昇（中央部西南部同 2.3%、中央部東南部同 1.6%）を見せている。

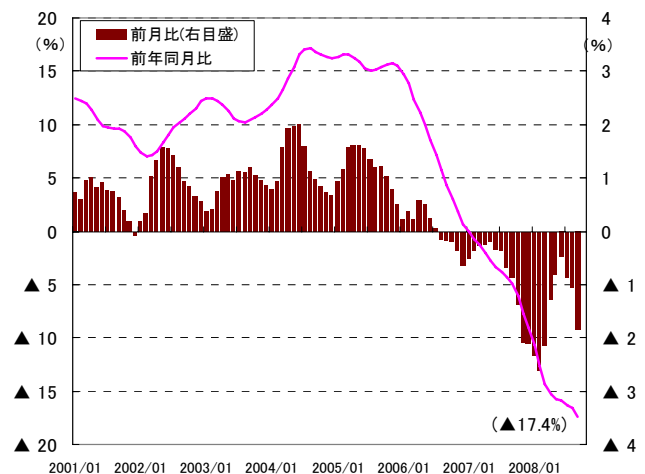
（FHFA 価格指数が他機関より安定的である理由として、同価格指数は、フレディマック、ファニーメイ等から提供されるデータベースを基本とするため、同機関の買取り対象であるコンフォーミングローンが中心となり、高価格物件の影響を排除したものとなっていることに加え、全米ベースのより広域な地点をカバーしていることによる。）

〔貿易の動向・見通し〕

●世界同時的なリセッションが輸出にダメージ

米国では 2006 年以降、海外経済の好調を受けた輸出の伸びが堅調な半面、景気の減速による輸入の伸びの低下で、2006 年半ばに前年比の伸び率は輸出の方が高くなっていった。2007 年には、原油価格の上昇により輸入の伸びが高まったが、原油輸入以外の輸入は、急速に伸びを低下させていた。このため、実質純輸出では、昨年 4-6 月期以降、寄与度でプラスの状況が 7 四半期続いており、減速下の米経済を支えてきた。しかし、原油価格下落と米国のリセッションにより、輸出入とも急速に伸びを低下させている。現状では輸入の減少が大きく、純輸出のプラスの寄与がなお持続すると思われるが、海外経済の落ち込みが進行するに従って、来年後半にはマイナスに転じる可能性が強いと思われる。なお、最近の貿易動向は以下の通り。

（図表 18）住宅価格の推移(%)



（資料）OFHEO、S&P 社、四半期別、

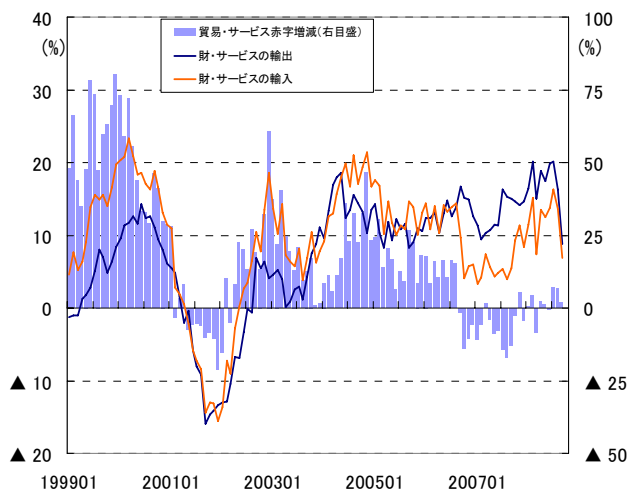
●貿易赤字は縮小傾向に

9月の財・サービスの貿易赤字は、▲564.7億ドル(国際収支ベース、季節調整済)と市場の予想(▲570億ドル)を下回り、前月(▲590.8億ドル)から4.4%縮小、昨年10月(▲563.3億ドル)以来の低水準となった。輸出は前月比▲6.0%、輸入は同▲5.6%の縮小となった。前年同月比では、輸出が8.8%(8月16.3%)、輸入は6.9%(8月13.6%)といずれも伸びが半減しているが、輸入額の規模が大きいため、赤字額は1.8%増と拡大した(図表19)。

輸入では、石油・石油製品が前年同月比31.5%と突出しているものの、価格の下落により金額ベースでは7月をピークに急速に縮小している。このため、貿易赤字(財)に対する石油・石油製品の赤字は7月58%から9月46%へと過半を割り込んできた。一方、石油以外の財輸入の伸びは、景気減速により前年同月比1.6%と伸び悩み、石油以外の財の輸出の伸びも同6.7%に縮小、その収支(石油以外の財の赤字額)は、同▲10.7%と縮小を続けている。現状では、石油赤字が続く一方、石油以外の赤字の減少が目立っているが、今後は、原油価格の下落による輸入減と海外経済の悪化による輸出減により、米国の輸出入がともに減少した2001年のリセッション時の動きに近づいていくものと思われる(図表20)。

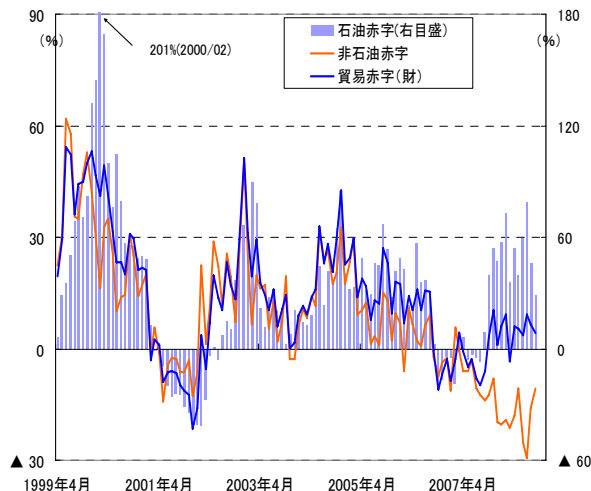
なお、9月の地域・国別貿易収支(通関ベース、サービス除き、季節調整前)では、対中赤字の▲278億ドルの突出を除けば、石油価格下落を背景に対OPEC諸国は▲134億ドルへと縮小、対EU▲83億ドル、対日本▲56億ドルも頭打ちの傾向にある。

(図表19) 貿易収支の推移(前年同月比)



(資料) 米商務省、国際収支ベース、季節調整済

(図表20) 石油以外の赤字は大幅減(前年同月比)



(資料) 米商務省、(季節調整済、サービス除き)

[物価の動向・見通し]

●急速な物価指標低下がデフレ警戒を高める

物価は景気後退と原油価格急落を背景に、急速な低下局面を見せている。10月CPIが過去最大の下落幅を見せるなど下落スピードが増しており、10-12月期以降、大幅マイナスが続くこととなる。今年のCPIが、原油価格上昇に従って、1-3月期の同4.3%以降、5.0%、6.7%と上昇した道を逆に下るものと思われる。原油価格が7月に1バレル150ドルに接近した後、現在約40ドル

近辺と急落し、さらなる下落の余地は縮小していることから、今後の物価は、景気の冷え込み度合いを睨んだ展開を強めていくものと思われる。

●10月物価は、エネルギー価格下落を受けて急落

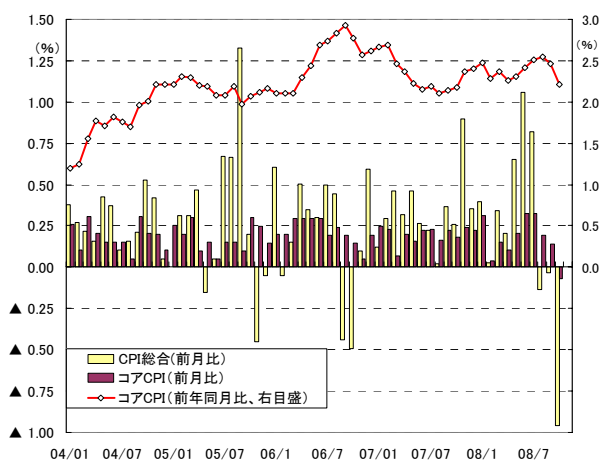
10月CPI(消費者物価)は、前月比▲1.0%と前月同▲0.0%から低下した。単月の下落幅としては、1947年の統計開始以来最大のものとなる。ガソリン価格が急落(同▲14.2%)、これを含むエネルギー価格が同▲8.6%の下落となったことが大きい。ガソリン価格は昨年10月のレベルを依然12%上回っているが、原油価格が昨年10月のレベル(80ドル台)を大きく下回っていることを考慮すれば、なお、下げ余地があると思われる。

また、エネルギー・食品を除いたコアCPIも、前月比▲0.1%と前月(同0.1%)から低下した。これには衣料品(同▲1.0%)、航空運賃(同▲4.8%)、自動車(同▲0.7%)等が影響している。原油価格下落と景気の冷え込みを反映し、物価は下落基調に入ってきたと言える。なお、前年同月比ではCPIが3.7%(9月同4.9%)と伸びを低め、コアCPIは2.2%(9月同2.5%)と低下した(図表21)。

10月PPI(生産者物価、最終財)も、前月比▲2.8%と前月(同▲0.4%)から急低下、市場の予想(同▲1.9%)を大きく下回り、3ヵ月連続で伸び率がマイナスとなった。ガソリンが前月比▲24.9%(前月同▲0.5%)と急落したことで、エネルギー価格が同▲12.8%(前月▲2.9%)とマイナス幅を急拡大したことが大きい。また、食品価格も同▲0.2%(前月0.2%)とマイナスに転じた。半面、コアPPIは同0.4%と前月(同0.4%)と同値、市場予想(0.1%)を上回った。コアPPIの内訳では、軽トラックが同2.6%と前月(同1.0%)以上の上昇を見せている(図表22)。

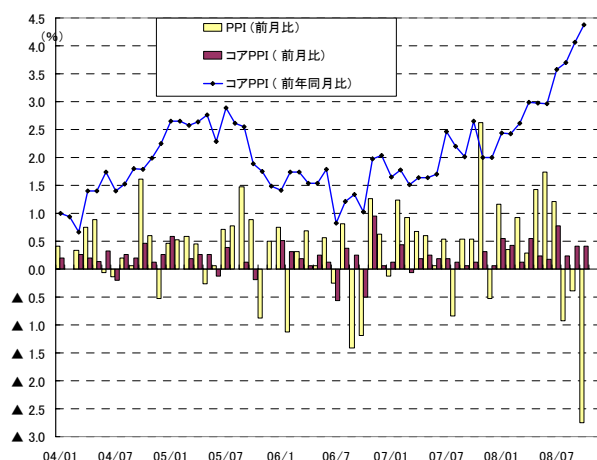
なお、前年同月比では、PPIは5.1%と前月(同8.7%)から大幅な低下したものの、コアPPIは4.4%(前月4.1%)と、依然、上昇を続けている。10月PPIでは、エネルギー価格の減少が急速な一方、コア指数の上昇が目立った。下落に転じた原油価格のコア指数への反映は、時間の問題と言えそうである。

(図表21) 消費者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

(図表22) 生産者物価指数の推移(月別)



(資料) 米労働省

〔金融政策の動向・見通し〕

●9月金融危機後、大手投資銀行等の処理が一巡

昨年のサブプライム問題に端を発した住宅金融を巡る問題は、9月に入って急速な展開を見せ、景気後退を一段と加速した。9月金融危機を振り返ってみると概ね以下のようなポイントが挙げられる。

9月に入ると、まず、フレディマック・ファニーメイ等のGSE(政府支援機関)の過小資本が問題となり、株価の急落を招き、政府の公的資金供給が開始されることとなった。これらの住宅金融機関は、現在は民間上場会社であるものの、元は政府系であり、巨大な住宅ローン証券を発行していることから、政府の支援は時間の問題と見られていた。

その後、市場の注目は住宅関連損失の大きい大手投資銀行等に注がれていたが、結果として、リーマン・ブラザーズは破綻処理に追い込まれ、メリルリンチはバンカメに買収、AIGについてはFRBの融資(850億ドルを上限)と政府の株式取得(約8割)により、政府管理下で再建を図ることとなった。

政府・議会は金融危機への対処として、7000億ドルを上限に不良資産を買い取る金融安定化法案を策定、下院で一時否決され、世界的に株価の急落を招いたが、10月になって修正案が成立した。

その後も、大手投資銀行問題が尾を引き、資金流出の激しいAIGには追加の資金供給が行われ、残された大手投資銀行は銀行への組織転換を図り、FRBの監督下で資金供給の安定化を図る道を歩んだ。

また、ポールソン財務長官は、金融安定化法による不良資産買取りを停止、金融機関への公的資本注入に充当すると発表、そのため、不良資産買取りを期待していたシティの株価が急落、再び金融市場が揺らいだ。このため、シティへの資本注入と損失限度を保証する措置を取り、同銀行への問題は収束に向かった。金融市場では、住宅価格が下げ止まらないうちは、追加の損失計上が続く、資産売却による金融市場への圧迫が続くため、今後も余波が続く警戒は怠れないものの、問題を抱えていた米国の主要な金融機関への対応は一巡した状況を呈している。

●FF目標金利は4年ぶりの1%へ、最終的にはゼロ金利もあり得る状況

上記のような一連の金融機関の処理で住宅金融関連の問題が決着したわけではない。金融市場に目を転じれば、激しい株価の急落で資産の傷ついた企業や個人は多く、信用市場からの調達困難な状況は、なお、続いている。

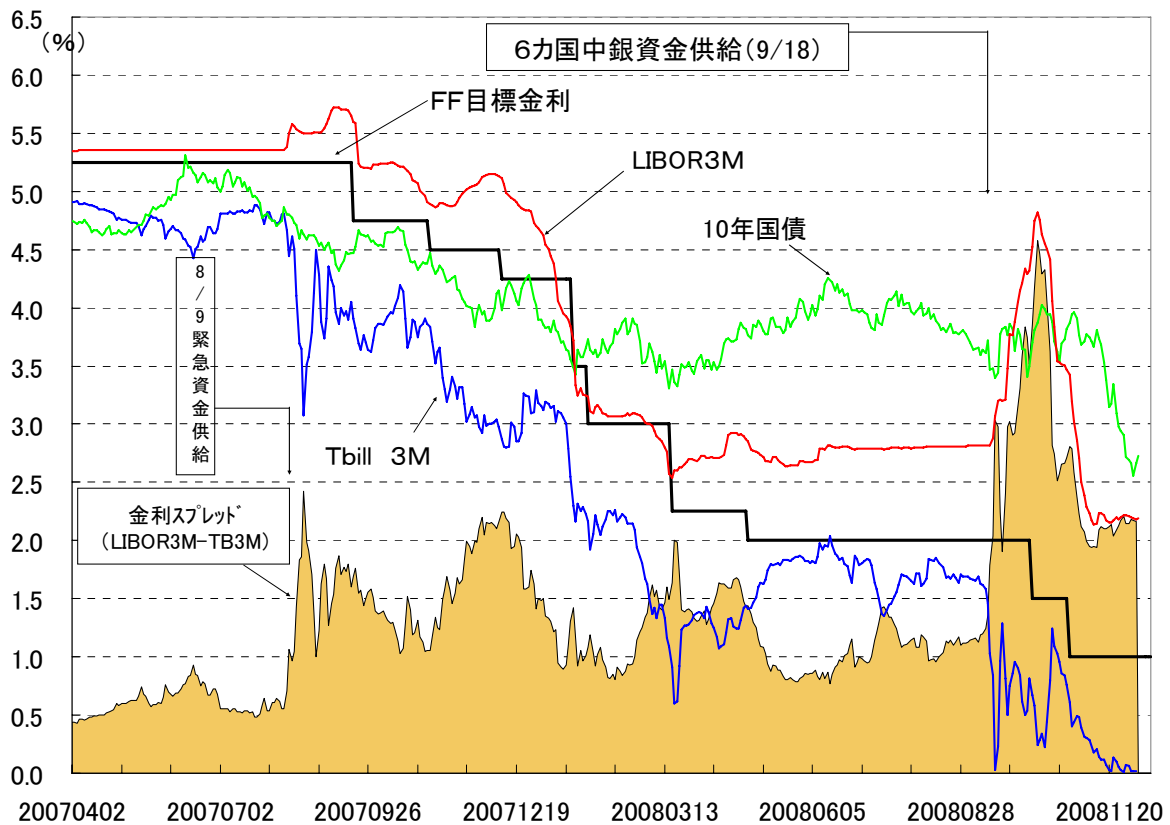
このため、FRBは個別の金融機関への資本注入・資産の買い取り等の政策に加え、マクロ政策として、大幅な金融緩和を進めている。

利下げに関しては、9月金融危機後の10月8日に、主要国の協調利下げに伴って、FF目標金利は1.5%へと0.5%の緊急利下げが実施したが、その後、10/28・29日開催のFOMC(米連銀:連邦公開市場委員会)は、FF目標金利を0.5%引下げ1.0%とすることを決定した。これによりFF目標金利水準は1%に低下したが、この水準は2003年6月以来1年間に渡って据え置かれた水

準であり、約4年ぶりの低水準に復帰した形となる。しかし、金融危機を受けた景気の冷え込みは、今後一層強まると思われる。そのため、FF目標金利が歴史的な低水準となったにも関わらず、利下げが打ち止めとの見方は少なく、前回のFOMC声明文でも、将来的な利下げの可能性を留保する「成長維持に必要な行動をとる」との文言は、依然、残されたままである。今後、12月FOMCでも大幅な利下げに進むとの見方が大勢である。

その場合、FF目標金利は1%を割り、今後の利下げ余地が限られることから、FRBの次なる政策が注目されるが、国債買取りを含めた量的緩和策等が進められることとなろう。市場ではこうした金融政策に先行して、長期国債金利の低下が急速である。これに反応して、住宅ローン金利も軟化の動きを見せており、全面的な金融緩和策が進行しつつある。

(図表 23) 米国長短期金利の推移 (日別)



(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保障するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。