

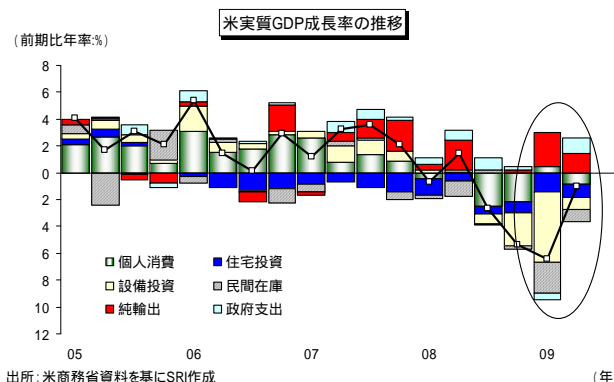
## リセッション脱却も、バブル崩壊の後遺症が重石に

### ポイント

- 米国経済は悪化に歯止めが掛かりつつある。当面は製造業における在庫調整の一巡、住宅市場における調整の進展、新車購入支援策や公共投資など景気対策の効果などが支えとなるなかで、持ち直しの動きが継続するとみられる。
- ただし、金融機関の不良債権問題が重石となるなか、IT や住宅、金融にかわる新たな需要の牽引役は見出せておらず、成長ペースは緩やかなものに留まるとみられ、大規模な需給ギャップが存在するなかでは、雇用や設備投資の回復に弾みがつきづらい状況が続くとみられる。このため、循環的な回復や景気対策の効果が一巡する 10 年後半にかけて米国経済の成長ペースは再び鈍化していくと想定している。とはいえ、失業率の上昇や住宅価格の下落など、現状、個人消費を抑制しているいくつかの負の要因が緩和されることで、緩やかながらも前向きな循環が動き出し、ダブル・ディップに陥るリスクは回避されるものと見込む。
- こうした見通しに対するリスク要因として、主に財政・金融政策の出口政策を巡る舵取り、金融安定化に向けた取り組みの行方などの動きに注目しておきたい。早すぎる引き締めは景気に対してネガティブに働く一方、出口政策の実施が遅れば、財政健全性に対する懸念が高まったり、資産インフレを招来したりするリスクには注意が必要と考えている。また、金融を巡る問題としては、これまでの大手金融機関を巡るリスクから、商業用不動産問題を契機に中堅・中小金融機関における問題が拡大する可能性について注視しておきたい。

### リセッションからの出口がみえてきた米国経済

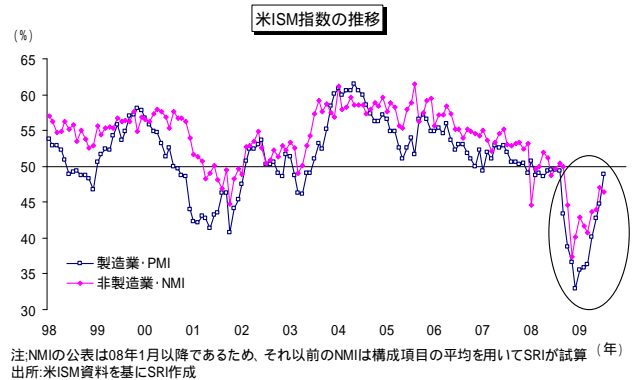
米国経済は悪化に歯止めが掛かりつつあり、07年12月以来のリセッションからの出口が視野に入ってきている。具体的には、09年4-6月期の実質GDPは前期比年率 1.0%と、1947年以降では初めてとなる4四半期連続のマイナス成長となったものの、マイナス幅は前期の同 6.4%から大幅に縮小した。在庫調整の進展を受けて、製造業ISM指数は改善が続いており、新車購入支援策(Cash for Clunkers)の導入により自動車販売が大幅に増加したことから、7月の鉱工業生産は前月比+0.5%と、ハリケーンの影響による生産の落ち込みとその反動増(08年10月)を除けば、07年12月以来となる増加をみせた。設備稼働率は依然として低い水準にあるが、需要の安定化や金融市場の改善などから、企業マインドは落ち着きを取り戻しつつあり、設備投資の調整は継続しているものの、そのペースは緩和してきている。また、今回の景気後退、さらには金融危機の起点ともいえる住宅市場についても、金融機関による住宅差し押さえの動きが続いていることから、特に中古市場における需給バランスは引き続き緩和した状況にあるものの、初回住宅購入者に対する減税、過去に比べれば低位に抑制されている住宅ローン金利、



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



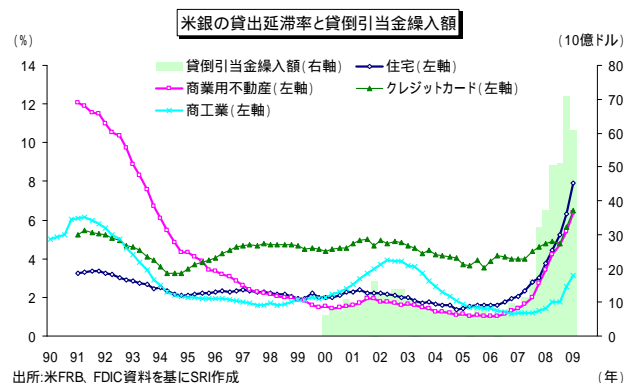
価格下落に伴う値ごろ感の高まりなどが支えとなり、足元では販売、着工の減少に歯止めが掛かっており、価格の下落テンポも和らいできている。昨年9月のリーマン・ショック以降、パニック的な状況に陥った金融市場についても、景気対策や金融安定化策、住宅差し押さえ対策といった一連の危機対策やFRBによる大規模金融緩和策が展開されたこともあって、市場心理は落ち着きを取り戻してきており、銀行間市場における流動性リスクや社債のクレジット・スプレッド縮小、株価の上昇などがもたらされているほか、年明け以降は社債による資金調達も活発化するなど、資金調達面でのリスクも緩和されてきている。



### 目先、持ち直しの動きが強まるものの、バブル崩壊の後遺症が重石に

今後の米国経済については、上記のように在庫や住宅市場における調整圧力が緩和されてきているといった循環的な動きに加えて、総額7,872億ドルの景気対策が下支えとなり、持ち直しの動きが継続するとみられる。特に、新車購入支援策による自動車販売の増加や在庫復元による生産の増加が期待される7-9月期は年率+3%程度と高めの成長を想定している。

ただし、こうした循環的な持ち直しの動きや景気対策による下支えから、民間主導の自律的回復につながる道筋については、依然として不透明感を残している。ストレス・テストの結果を受けて、大手金融機関は相次ぎ資本を増強する動きに出ており、直近4-6月期の決算は市場環境の好転もあって、予想を上回る収益の改善もみられた。しかしながら、失業の増加や住宅価格の下落が続くなか、不良債権や金融機関の信用コストは増加が続いている。それにもかかわらず、パニック的な市場の不安心理が後退し、景気が回復の方向に動き出すなか、公的関与を敬遠する動きもあって、官民投資プログラム（PPIP）の規模が大幅に縮小するなど、金融機関が不良資産を積極的に切り離す動きはみられていない。資本や流動性に関する危機的状況が一服し、景気が回復に向かうのであれば、損失を出してまで処理を進めるよりは、保有し続けて資産価値の回復を待つことが得策ということかもしれない。ただし、こうしたなかでは、金融機関の不良債権処理は収益見合いのペースとならざるを得ないため、問題の解決には時間を要する可能性が高い。そして、実体経済の悪化や資産価格の下落が続くなかあって、問題の先送りがさらなる損失や不良債権の拡大につながるリスクを有していることは、日本の経験から得られる教訓である。

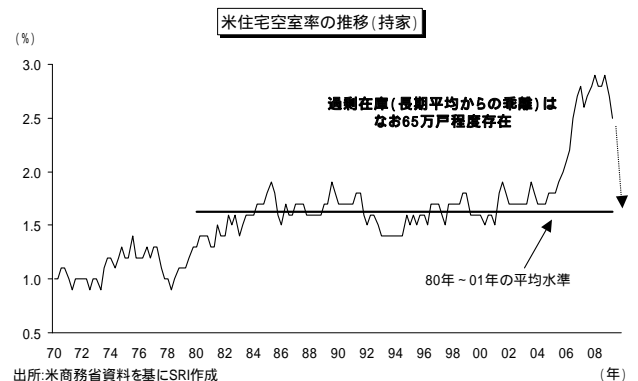
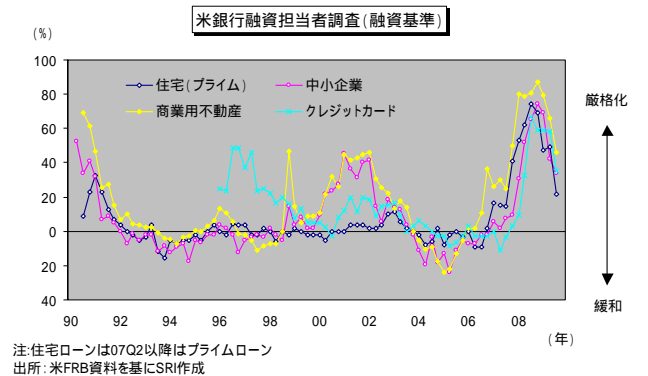
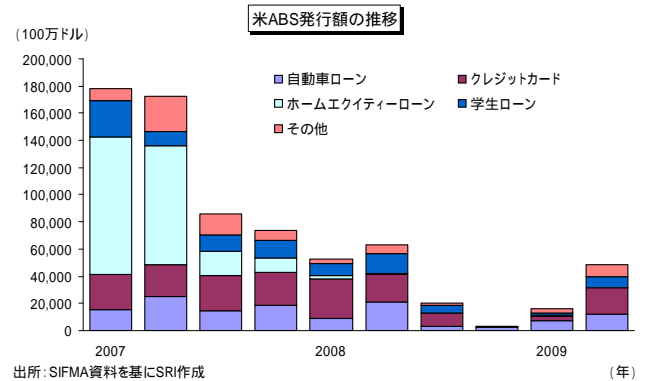


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

このように不良資産をバランスシートに抱えるなかでは、自己資本上の制約もあり、追加的なリスクをとりづらくなるため、融資を拡大することは難しくなる。また、TALF の導入により、わずかながら改善の動きが出てきてはいるものの、融資拡大の前提ともいべき存在であった証券化市場も機能が低下した状態が続いている。さらに、金融機関に対する規制・監督が強化される方向にあることから、野放図な融資慣行は是正され、経済に対するリスクマネーの供給という点では金融危機前のような状況に戻ることは考えづらい。また、当面の動きということであれば、失業率の上昇や住宅価格の下落などにより、ローンの延滞率が上昇傾向を辿るなど、信用リスクが高い状況では、金融機関としても融資拡大に慎重にならざるを得ないだろう。実際、FRB による7月の銀行融資担当者調査では、過半の金融機関が、あらゆる種類のローンに対して、過去10年の平均的な融資基準に比べて厳格な基準を、少なくとも2010年後半までは維持すると回答している。このため、信用収縮圧力のさらなる強まりが、实体经济を一段と悪化させるという意味での最悪期は過ぎたと判断しているが、金融機関が融資に慎重な姿勢はなかなか解消されず、FRBの低金利・信用緩和政策にもかかわらず、金融面から成長を促進していく構図は期待しづらい。

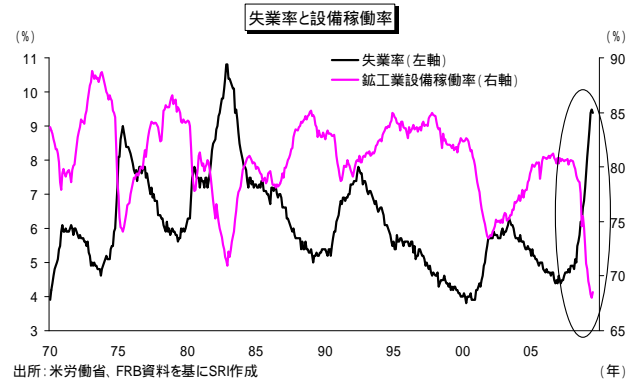
このように金融面からの成長サポートが期待しづらいことに加えて、回復途上にある住宅市場についても、依然として過剰在庫が存在している状況にあり、差し押さえ物件の増加が価格下落圧力となる状況が当面継続すると予想されることに加えて、今後、価格が下げ止まりに至ったとしても、価格下落のためにこれまで売却を手控えていた人々が売却を開始することで、需給バランスが緩和した状況が続き、住宅価格の上昇テンポが緩やかなものとなる可能性が考えられる。

また、90年代半ばから後半にかけてのIT産業、ITバブル崩壊からサブプライム問題発生以前までの住宅ブームやそれに付随するローンの拡大に伴う過剰消費のように需要を牽引していくような存在は現時点では見当たらないこともあって、米国経済の回復ペースは、短期的にはこれまでの落ち込みの反動から



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

高めの成長が実現するとしても、やや長い目でみれば、過去の景気回復局面に比べて緩やかなものに留まる可能性が高いと判断している。大幅な需給ギャップが残存するなかで、成長ペースが緩慢なものに留まるとみられることから、雇用や設備投資の回復には時間を要する可能性が高く、予測期間中は米国経済の回復に弾みがつきづらい状況が続くとみられる。さらに、足元は大規模な景気対策によって経済が下支えされている状況にあるが、いずれこうした状況から経済が回復に向かうのであれば、今度は財政再建に向けた歳出削減などの取り組みが景気にとっての重石となろう。



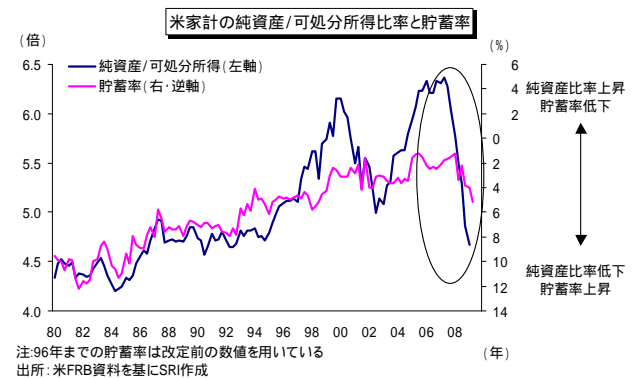
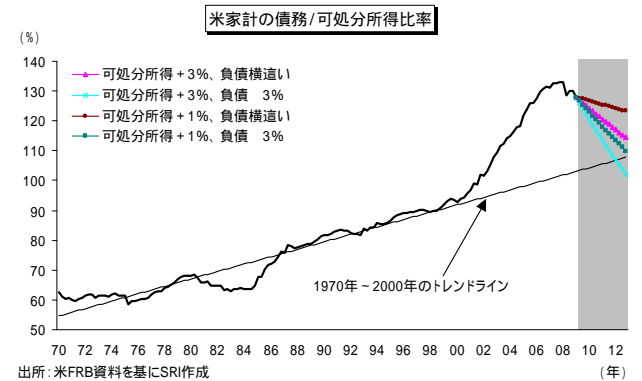
このように、金融危機以前にかけて蓄積されてきた様々な過剰の調整圧力が燻っていることに加えて、危機克服に向けた大規模景気対策の巻き戻しの動きが重石となることで、米国経済の回復テンポは緩やかなものに留まる可能性が高い。このため、当面予想される循環的な回復の動きや景気対策による下支えの動きが一巡していく 10 年後半にかけては成長テンポが鈍化していくと想定している。

### 負の要因が緩和されることで、二番底のリスクは回避

上記のように、今後予想される米国経済持ち直しの動きは緩やかなものに留まるとみられる。しかし、景気対策の効果が剥落するとともに、再び経済が失速し、ダブル・ディップのリスクが高まるとまではみているわけではない。

現状、GDP の 7 割程度を占め、米国経済のエンジンともいべき個人消費は、雇用・所得環境の悪化に加えて、家計が所得対比でみて過剰な水準にある負債を抱えるなか、金融機関の融資厳格化による資金調達環境の悪化と資産価格の下落により、バランスシート調整を迫られている。家計は消費を抑制し、債務返済姿勢を強めているため、減税などにより可処分所得は増加しているものの、個人消費は底這いの動きに留まっており、貯蓄率は上昇傾向にある。

当面はこうした動きが続くとみられるが、上記のような個人消費の制約要因のうち、失業率の上昇や住宅価格の下落については、景気持ち直しの動きを受けて、来年初め頃には歯止めが掛かるものと想定



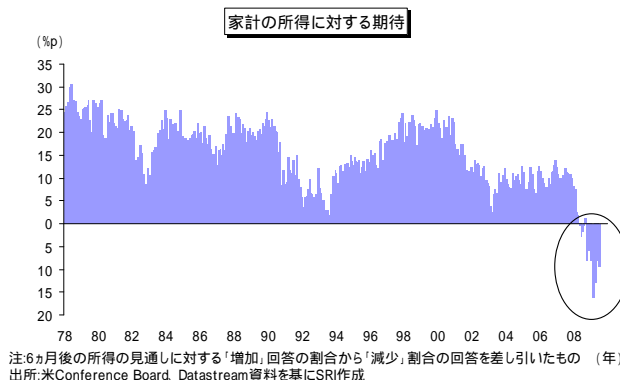
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



している。このような消費マインドに対する負の要因が緩和されていけば、家計の消費抑制姿勢も徐々に緩和され、同時に金融機関の不良債権や信用コストの増加ペースも次第に抑制されていこう。資金調達環境が目立って改善するとまではみていないため、力強さは期待しづらいものの、個人消費が増加に転じていけば、生産・所得・支出といった好循環メカニズムが緩やかながらも動き出すことで、米国経済が二番底に陥るリスクは回避できると想定している。

もっとも、ある意味、米国消費者の心理面での問題ともなってくるため、こうした見通しに対する不確実性は高いと認識している。足元における消費を抑制し、債務返済姿勢を強める動きが、消費意欲はあるものの、単に借入ができないために消費を手控えざるを得ない状況にあるのか、将来の所得見通しが今回の危機を経て変化したため、貯蓄を積み増す姿勢を強めているかどうか、定かでないためである。仮に、後者のような事態であるならば、米国の過剰

消費の是正は長期にわたる可能性が高く、需要の牽引役である米国の消費の停滞が続くのであれば、日本やアジアなど輸出国の成長ペースも抑制されてしまう可能性が高いことから、内外需とも需要の柱が不在の状況が続くため、二番底に陥るリスクが高まる。他方で、最近の新車購入助成策に対する反応は、需要の先食いという面はあるものの、条件が好転しさえすれば、米国の消費意欲が衰えていないという1つの表れなのかもしれない。判断が難しい問題ではあるが、こうした点を踏まえて、今後とも消費マインド指標や貯蓄率の動向については注意を払っておきたい。



以上をまとめると、今後の米国経済については、住宅市場の調整進展や在庫調整の一巡、景気対策の効果などにより、持ち直しの動きが続く。在庫復元の初期段階であり、新車購入助成策の効果が期待される7-9月期については、年率+3%程度と、比較的速いペースでの持ち直しを見込む、その後は、民間需要の回復テンポが緩やかなものに留まるとみられるなかで、循環的な回復の動きや政策による下支え効果が一巡する10年後半にかけて成長ペースは鈍化していく、ただし、失業率の上昇や住宅価格の下落といった動きに歯止めが掛かることで、緩やかながら個人消費が持ち直すとみられるため、二番底に陥るリスクは回避できるなどと想定している。実質GDP成長率は09年2.5%（前回5月予測：2.7%）、10年+2.2%（同+1.9%）と予想した。

### 流動性供給プログラムを徐々に縮小も、利上げまでには相当の距離

FRBは、8月のFOMCにおいて9月末までの措置であった国債買入れについて、最大3000億ドルという金額規模は維持したまま、10月まで期限を延長した上で終了する方針を決定した。6月には、利用が減少している一部の流動性プログラムの縮小・廃止(CPFFや中央銀行間為替スワップなど大半の措置は10年2月まで期限を延長している)を打ち出しており、経済や金融市場の状況が改善してきたのに伴い、FRBは

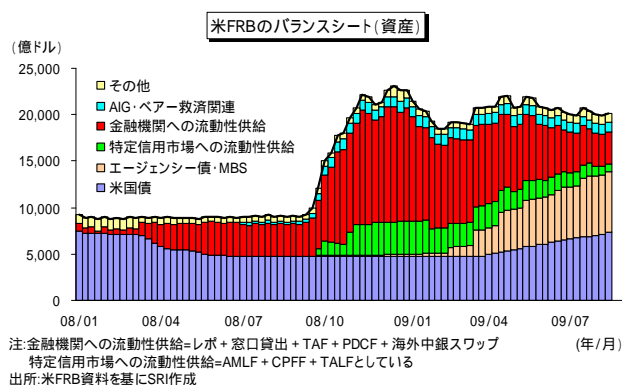
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

徐々に流動性・信用プログラムからの出口を探り始めている。

その一方で、09年末までの措置であった TALF（資産担保証券を担保にノン・リコースで最大3~5年の融資を行う措置）については、新規発行 CMBS については来年6月まで、その他の ABS および既発行 CMBS については来年3月まで期限を延長する方針を打ち出した。CMBS をはじめとする証券化市場の機能不全に対応した措置であり、FRB として出口を急いでいるというわけではなく、経済やその措置が対象とするそれぞれの金融市場の状況に応じて出口に踏み出すべきか、措置を延長すべきかどうか検討されていることが確認されるものといえる。この点、次の焦点としては、09年末までの措置であるエージェンシー債・MBS（金額規模はそれぞれ最大2000億ドル、1兆2500億ドル）の買入れについての方針がどのようになるか注目される所だ。現在の住宅ローン市場は民間金融機関が融資に慎重になるなか、ファニーメイ、フレディマックといった GSE の存在感が増しているが、その MBS のファイナンスにおいて大きな役割を果たしているのが FRB の買入れ措置であるためである。この点について、現時点で FRB から何らかの方向性が具体的に打ち出されているわけではないが、仮に買い入れ停止に伴い、MBS の利回りに上昇圧力がかかるような事態となれば、せつかく回復に向けての兆しがみられはじめた住宅市場に悪影響を及ぼす可能性もある。現時点では、国債買入れのように総額は維持しつつ期限を若干延長するのではないかと考えているが、今後の住宅市場の動向次第で FRB がどのような対応を打ち出してくるか注目しておきたい。

今後の出口政策を考えていった場合、まず、各種流動性プログラムは市場のニーズが後退すれば、おのずと縮小していく性格のものである。金融市場の安全弁という性格を考慮する必要はあるが、金融市場の改善傾向が続くのであれば、来年の期限到来を機に徐々に流動性プログラムの整理を進めていくことになる。問題は、これまで買い入れてきた中長期債券の扱いとなる。FRB としては、買い入れた債券の売却も選択肢から排除していないが、売却が及ぼす市場への影響を考慮する必要もあろう。リバース・レポを活用して流動性を吸収していくという手段もあれば、準備預金への付利によってバランスシートを大規模に圧縮しなくても市場金利のフロアを形成することができるため、急速に資産売却を進めるという事態は回避されるのではないだろうか。FRB はバランスシートを調整する手段を保持しているというメッセージを市場に送ることで、政策に対する不透明感やインフレ懸念を抑制することに現時点で成功しているといえるが、实体经济や金融市場へ及ぼす影響を考慮すると、実際の対応は慎重に行っていくとみられる。

また、金利政策に関しては現状、0~0.25%の誘導水準を維持しており、“for an extended period” という時間軸に関する表現にも変化はみられない。現在の金融市場では、来年の早い段階で FRB が利上げに転じるとの期待形成になっているが、当方は10年末までという今回の予測期間においては、利上げまでには至らないのではないかと想定している。FRB は物価の安定とともに、最大雇用の達成も金融政策の目的とされており、少なくとも近年、インフレが懸念されたボルカー議長の時代を除けば、FRB が失業率の



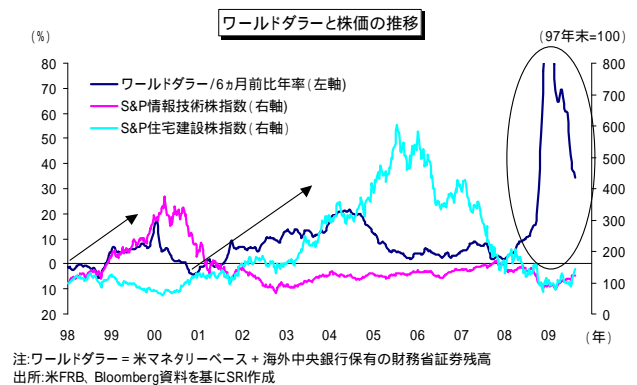
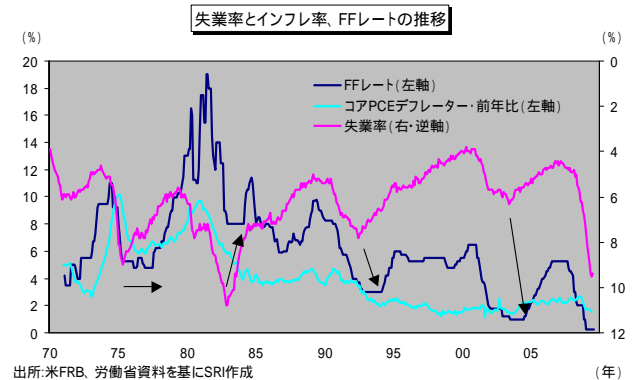


ピークアウトを確認しないうちに利上げに転じたことはない。インフレについても、大幅な需給ギャップや賃金上昇率の低下傾向を考えると、市場で時折台頭するインフレ懸念とは裏腹に、少なくとも川下にあたるコアCPIないしコアPCEデフレーターであれば、ディスインフレ傾向が強まる可能性が高いと想定している。大量の流動性供給が、商品市場などへ流れ込むことで川上においてインフレになる可能性はあると考えているが、当面、金融機関は融資に慎重な姿勢を維持するとともに、資金需要サイドでも、設備投資など民間の資金需要が高まる状況には至らないと考えていることから、マネー供給の拡大が实体经济を押し上げてインフレになるという経路は想定しづらい。仮にインフレになるとすれば、生産性の低下や期待インフレ率の上昇などというケースが考えられるが、現時点ではそこまでの兆候は得られていない。このため、当方は利上げにはまだ相当の時間的距離があると判断している。それでも、注意しておきたい点としては、日銀が量的緩和から脱却し、流動性の吸収が概ね終了すると同時に利上げに転じたように、現在の異常な低金利を修正していくという金利正常化の姿勢を強めることであり、この点は引き続きFRBの情報発信を注視しておきたい。

## 上振れ・下振れ要因

今後の米国経済については、基本的に上記のような姿を想定しているが、こうした見通しには上下にリスクが存在していると考えている。とりわけ、今後の出口政策の舵取りや金融安定化に向けた取り組み次第では今後の成長経路も大きく変化する余地があると判断している。

上記のように、FRBは慎重に大規模な金融緩和策からの出口を模索しているところであるが、経済や金融市場の状況の改善度合いに対して、出口政策を急ぎすぎれば、景気にとってはマイナスとなる。もっとも、FRBは出口政策の手段を保持していることは明らかにすることで、市場の期待を安定化させつつも、出口政策の実施を急ぐ姿勢を示しているわけではない。また、当方はインフレの低位安定が続くと考えているため、FRBが拙速な出口政策に動き出すリスクがさほど高いとは考えていない。むしろ、懸念されるのは出口政策の実施が遅れた場合のリスクである。追加的な緩和措置が打ち出されることで、財政赤字のマネタイゼーション懸念を高めるというリスクはここ最近のFRBの対応によって低下していると考えられるが、景気持ち直しが続くなか、金融緩和からの転換が遅れる場合において、何らかの資産インフレを招くリスクがあることは、先般の住宅・クレジットバブルにおいても確認されているところである。この場合、株価に上昇圧力がかかる状況となれば、短期的な観点からは、資産の大半を保有し、

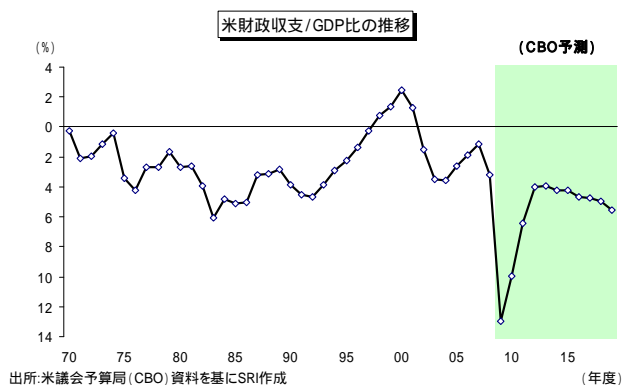


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



消費においても大きな地位を占める高所得層を中心に消費マインドの改善につながり、個人消費の回復が想定しているよりも順調に進む可能性がある。他方、商品市場への資金流入が強まった場合は、需給ギャップが残存するなか、川下への価格転嫁が難しいことが企業収益を圧迫する可能性やガソリン価格の上昇などを通じて、景気に対してネガティブな影響を及ぼす可能性も考えられる。

出口という点では財政政策の舵取りの行方も重要である。オバマ政権は大規模な景気対策を実施する一方、任期中に財政赤字の半減を目指すなど、中期的には財政再建の方向性を打ち出している。ただ、過去最大となる財政赤字の拡大や国債の半分程度を海外投資家が保有している状況を考えれば、ファイナンスが円滑に行われるかどうかという懸念は折に触れ意識されよう。結果として、長期金利の上昇やドルの下落につながるリスクには注意が必要と考えている。とりわけ、長期金利については、現在は民間資金需要の低迷もあり、大幅な上昇には至っていないが、今後景気回復のテンポが強まり、投資家のリスク許容度が一段と改善するような場合においても、健全化に向けた動きが遅れる場合は、こうしたリスクが顕在化する可能性があるため、その動向を注視しておきたい。また、当方が想定しているよりも、さらに雇用情勢が厳しく、雇用の減少や失業率の上昇が続く場合には、10年には中間選挙を控えていることもあり、政治的に追加対策に向けた圧力が強まる可能性も考えられる。この場合、景気の底割れ回避という点では前向きに捉えられるとしても、一段の財政支出の増加がいよいよ財政リスクを高めることにつながり、長期金利の上昇が民間需要の回復を抑制してしまう結果になるリスクが存在することにも同時に注意が必要である。他方、1930年代の大恐慌の教訓は財政再建を急ぎすぎると、かえって景気の腰折れをもたらすリスクがあるということであろう。



と、今後景気回復のテンポが強まり、投資家のリスク許容度が一段と改善するような場合においても、健全化に向けた動きが遅れる場合は、こうしたリスクが顕在化する可能性があるため、その動向を注視しておきたい。また、当方が想定しているよりも、さらに雇用情勢が厳しく、雇用の減少や失業率の上昇が続く場合には、10年には中間選挙を控えていることもあり、政治的に追加対策に向けた圧力が強まる可能性も考えられる。この場合、景気の底割れ回避という点では前向きに捉えられるとしても、一段の財政支出の増加がいよいよ財政リスクを高めることにつながり、長期金利の上昇が民間需要の回復を抑制してしまう結果になるリスクが存在することにも同時に注意が必要である。他方、1930年代の大恐慌の教訓は財政再建を急ぎすぎると、かえって景気の腰折れをもたらすリスクがあるということであろう。バーナンキFRB議長のほか、オバマ政権の高官にはローマーCEA委員長など大恐慌に関する著名な研究者が存在しているため、同じ過ちを繰り返す可能性は低いと考えているが、いずれにせよ、中長期的には財政再建に向けた取り組みが景気の重石となっていくものとみられる。

また、金融機関は不良債権をバランスシートに抱えたままの状況であるため、予想以上に実体経済の悪化が続くような場合には、損失が一段と拡大し、再び金融と実体経済の悪循環が強まっていくリスクも考えられる。現状では、システムック・リスクにつながるような大手金融機関の破綻に関する枠組みは検討途上であり、仮に大手金融機関に対する不安が高まるような状況に陥っても、リーマン・ショックの二の舞を避けるべく救済に動かざるを得ないと想定しているが、上記のような状況に陥った場合、金融市場が再び不安定化するリスクには注意が必要と考えている。

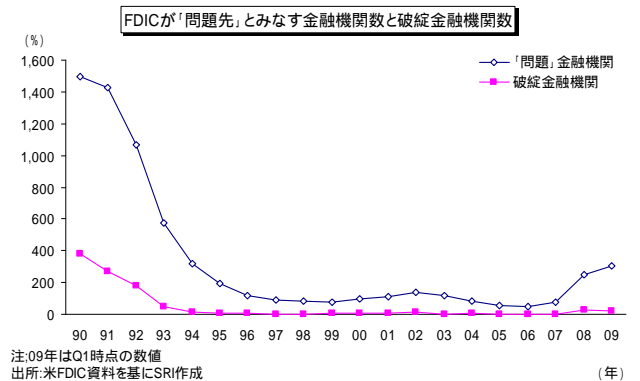
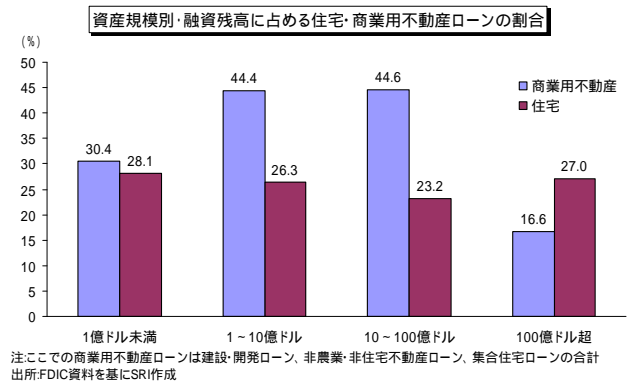
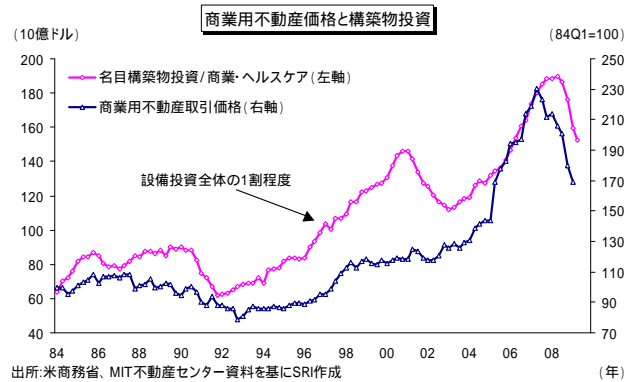
さらに、ここにきてローンの借り換え問題がクローズアップされている商業用不動産問題の行方にも注意が必要である。そもそも商業用不動産市場においても、住宅同様に、価格の上昇傾向が続くもとで、投資が活発化してきたという動きがみられたものの、足元では商業用不動産価格は下落に転じており、景気悪化に伴いオフィスなどの空室率も上昇するなど、収益環境が悪化している。問題の性質が異なるとはい



え、住宅問題に比べれば当局の対策も手薄になっている。このような状況下、金融機関も融資基準を厳格化しているため、満期を迎えるローンの借り換えが上手くいくかどうかという懸念が高まっている。仮に、借り換えが上手くいかない場合、ローン返済を迫られるため、借り手が資産を売却することで、一段と商業用不動産価格が下落し、金融機関の損失が拡大する懸念がある。

ただし、この問題については、その性格としては、基本的にはシステミック・リスクというよりも、商業用不動産ローンへの傾斜が相対的に大きい中堅・中小金融機関を巡るリスクと現時点では考えている。FDICの資料によると、住宅ローンは資産100億ドル超の大手金融機関が融資残高の75%程度を占める一方、商業用不動産ローン(非農業・非住宅不動産ローン、建設・開発ローン、集合住宅向けローンの合計としている)はそれ以下の中堅・中小金融機関が5割弱を占めているほか、中堅・中小金融機関の融資残高に占める商業用不動産ローンの割合は45%程度を占める。既に昨年来、中小金融機関の破綻は相次いでいるが、仮にこの問題が顕在化することで、一段と中小金融機関の破綻が相次いだ場合、企業マインドの悪化や信用供与の縮小を通じて、实体经济に下押し圧力がかかる可能性には注意が必要と考えている。また、大手金融機関全体としては住宅ローンに比べて影響が小さいとしても、個別には商業用不動産ローンに注力している金融機関もあるとみられるため、個別行レベルでは不安が高まるというケースも否定はできない。ただし、繰り返しになるが大手金融機関発の金融ショックは回避する可能性が高いという基本的な見方に変化はない。また、先般TALFの期間延長が発表されたところであるが、金融機関の取り組みによるローン満期の延長などといった商業用不動産問題の顕在化を回避する対策やFDICによる破綻金融機関の管理に加えて、TARP資金による中小金融機関への資本注入といった中小金融機関向けの対策が打ち出されるかどうかという点を注目しておきたい。

他方、何らかのきっかけで家計や企業の資金調達環境が改善した場合には、想定しているよりも速いペースで米国経済が回復に向かう可能性も考えられる。米国経済の過去の回復パターンを確認すると、リセ

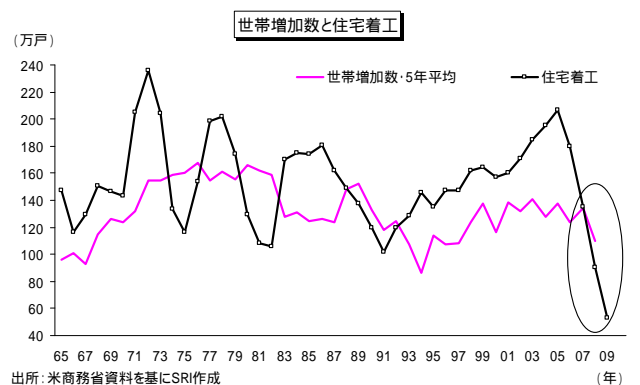
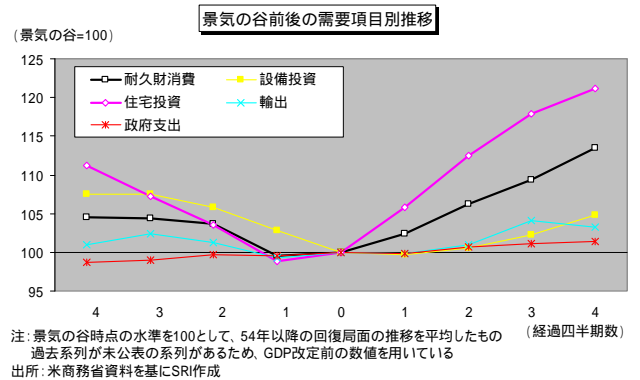


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

ッションに対応し、金融緩和を進めることで、住宅や自動車など耐久財に対する需要が喚起されることを起点に回復するという姿が確認できる。しかし、現在は金融危機以前のブームの崩壊に加えて、金融機関が融資拡大に慎重姿勢を示していることにより、金融緩和効果が発揮しづらい状況が続いていることから、かえって住宅や自動車販売の落ち込みが景気の足を引っ張っている状況といえる。ただし、米国は人口や世帯数の増加が続いており、かつ移民など発展段階の異なる層を抱えているため、住宅や自動車に対する実需は根強く存在するとみられる。このため、失業率の上昇や住宅価格の下落に歯止めが掛かることで、金融機関の損失拡大ペースが緩和していった場合や実体経済の回復を受けて、金融機関の信用リスクに対する懸念や融資基準が緩和の方向に向かうなど、何らかのきっかけで想定以上に家計の資金調達環境が改善するような状況に至れば、これまで抑制されてきた需要が顕在化することで、想定以上のペースで回復に向かう可能性も考えられる。これまでは悪循環に陥っていた金融と実体経済が徐々に好循環に転換していくというイメージである。この点、PPIP や TALF などといった措置が家計や企業の資金調達環境を改善させることができるかどうかという点を注視しておきたい。

以上のように、これまでの大規模な財政・金融政策からの出口政策を巡る舵取りの行方や金融機関の不良債権問題などの展開次第では、米国経済が想定に比べて上下に振れが大きくなるリスクに注意が必要と考えている。とりわけ、出口政策に関しては、その舵取り次第で反対方向のリスクが存在すると考えられるため、引き続き政府・FRB が打ち出す政策の方向性には注意を払っておきたい。また、その他のリスクとしては、家計や企業の期待成長率の低下により、米国経済が長期停滞に陥る可能性、新興国の成長が想定以上となり、輸出を中心に米国経済が拡大していく可能性、欧州系金融機関の不振により、中東欧のみならず、その他の新興国に対してもデレバレッジの圧力が及び、新興国の成長を抑制するリスクなどに注意しつつ、今後の動きをフォローしていきたい。

以上のように、これまでの大規模な財政・金融政策からの出口政策を巡る舵取りの行方や金融機関の不良債権問題などの展開次第では、米国経済が想定に比べて上下に振れが大きくなるリスクに注意が必要と考えている。とりわけ、出口政策に関しては、その舵取り次第で反対方向のリスクが存在すると考えられるため、引き続き政府・FRB が打ち出す政策の方向性には注意を払っておきたい。また、その他のリスクとしては、家計や企業の期待成長率の低下により、米国経済が長期停滞に陥る可能性、新興国の成長が想定以上となり、輸出を中心に米国経済が拡大していく可能性、欧州系金融機関の不振により、中東欧のみならず、その他の新興国に対してもデレバレッジの圧力が及び、新興国の成長を抑制するリスクなどに注意しつつ、今後の動きをフォローしていきたい。



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



米国経済予測 総括表

	2008年				2009年				2010年				2008年 (実)	2009年 (予)	2010年 (予)
	1-3月 (実)	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (実)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)			
名目GDP	1.0	3.5	1.4	5.4	4.6	0.8	5.8	3.8	3.9	3.6	2.7	2.3	2.6	1.0	3.5
実質GDP	0.7	1.5	2.7	5.4	6.4	1.0	3.4	2.5	2.7	2.4	1.6	1.2	0.4	2.5	2.2
個人消費	0.6	0.1	3.5	3.1	0.6	1.2	1.5	1.3	0.5	1.0	1.3	1.4	0.2	1.0	0.5
設備投資	1.9	1.4	6.1	19.5	39.2	8.9	2.5	0.5	0.4	0.6	0.8	1.0	1.6	17.6	0.7
住宅投資	28.2	15.8	15.9	23.2	38.2	29.3	8.0	17.0	14.0	11.5	10.0	9.0	22.9	22.0	9.2
*在庫増減	0.2	1.3	0.3	0.6	2.4	0.8	0.9	1.5	0.9	0.8	0.3	0.1	0.4	0.6	0.8
*純輸出	0.4	2.4	0.1	0.5	2.6	1.4	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	1.2	1.1	0.0
輸出	0.1	12.1	3.6	19.5	29.9	7.0	3.5	4.5	5.0	4.5	4.0	3.5	5.4	12.5	3.6
輸入	2.5	5.0	2.2	16.7	36.4	15.1	3.4	3.8	4.5	4.0	3.5	3.0	3.2	16.3	2.6
政府支出	2.6	3.6	4.8	1.2	2.6	5.6	8.0	7.5	5.5	3.0	0.5	1.0	3.1	2.9	4.6
GDPデフレーター(前年同期比:%)	2.1	1.9	2.6	2.0	2.0	1.6	1.1	1.4	1.3	1.5	1.2	1.1	2.1	1.5	1.3
PCEデフレーター(前年同期比:%)	3.6	3.8	4.3	1.7	0.4	0.2	0.7	0.6	1.1	0.8	0.4	0.4	3.3	0.0	0.7
# (エネルギー、食品除コア)	2.4	2.5	2.6	2.0	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0	0.6	0.5	0.5	2.4	1.4	0.6
鉱工業生産	0.2	4.6	9.0	13.0	19.1	11.6	5.0	3.0	3.0	2.5	2.0	1.5	2.2	10.3	2.0
失業率(%)	4.9	5.4	6.0	6.9	8.1	9.2	9.5	9.8	10.0	9.9	9.8	9.8	5.8	9.2	9.9
FF金利誘導水準(%)	2.25	2.00	2.00	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25	---	---	---
長期金利(10年国債利回り、%)	3.65	3.86	3.85	3.21	2.70	3.30	3.70	3.80	3.80	3.70	3.70	3.70	---	---	---

注:断りのない限り、前期比年率(%), \*の項目は寄与度、長期金利の実績値は期中平均、予測はレンジの中央値  
出所:各種資料を基にSRI作成

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:http://www.mizuho-msrc.com/

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。