



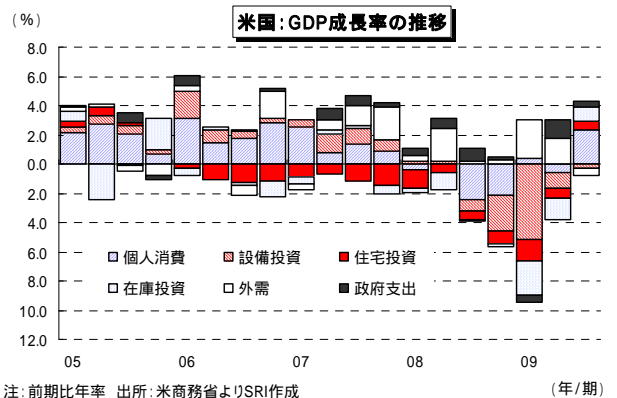
## 自律的な景気回復への道筋を探る動きが続く

## ポイント

- 米国経済は、これまでの急速な景気悪化により歯止めがかかり、09年7-9月期の実質GDPは前期比年率+3.5%と5四半期ぶりにプラスに転じた。需要減少に歯止めがかかり、在庫調整も進展、公共投資もこれから増加し始めるため、現行の循環的な景気持ち直しの動きは当面、続く見通し。
- 構造問題が引き続き重石になる一方で、景気は緩やかながら回復の動きを続けるとみている。小幅ながらも需要が持ち直しを続けるのであれば、雇用や信用といった消費を制約する要因も徐々に改善していくこととなろう。実質GDP成長率は09年が2.4%、10年は+2.6%と予想する。
- 中長期資産の買入も来年3月までとなり、一連の金融緩和政策の拡大はほぼ最終コーナーにある。しかし、当面は失業率が高止まりすること、インフレ圧力が限定的であることなどから、FRBが実際に利上げに踏み切るのは11年に入ってからになる。リスクはインフレ期待の上昇か。
- リスク要因として最も注目されるのは、やはり前例のない大規模な財政・金融政策からの出口であろう。出口政策の巧拙次第では、米国景気が再び悪化方向に傾いていく可能性は十分に残されている。持続的かつ安定した景気回復にたどり着くまでには、引き続き時間を要するとみられる。

## 自律的な景気回復への道筋を探る

米国経済は、これまでの急速な景気悪化により歯止めがかかり、09年7-9月期の実質GDPは前期比年率+3.5%と5四半期ぶりにプラスに転じた。新車購入支援(Cash for Clunkers)の効果が大きく寄与したとはいえ、それを除くベースでも消費はプラスに転じており、設備投資はマイナス幅が大幅に縮小、住宅投資に関しては実に3年半ぶりの大幅プラスに転じている。確かにこの先、減税措置などの政策効果の一巡を懸念する声も多いが、以上のように大幅な需要減少の動きにすでに歯止めがかかっていること、在庫調整の進展により在庫水準が大きく低下していること、公共投資など需要・雇用の創出が期待できる景気対策は、むしろこれから効果が発現し始めることなどを踏まえると、これまでの循環的、ないしは反動的な景気回復の動きは10年半ば辺りまでは続く公算が大きい。SRI(新光総合研究所)では、10-12月期も同+3.0%の成長を見込んでいる。なお、昨年9月のリーマン・ショックにより大きく機能が損なわれた金融市場についても、米政府やFRBなどによる積極的な対策が奏効し、かなりの落ち着きをみせ始めている。銀行間の流動性・信用リスクは後退、クレジット・スプレッドにも縮小の動きがみられる。また、株価や商品市況の上昇などは、こうした金融市場の安定を映して、投資家のリスク許容度がこの間、大きく改善したことを示すものといえよう。



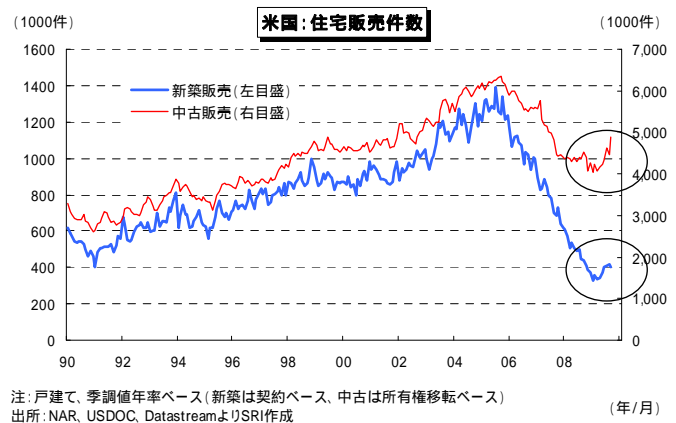
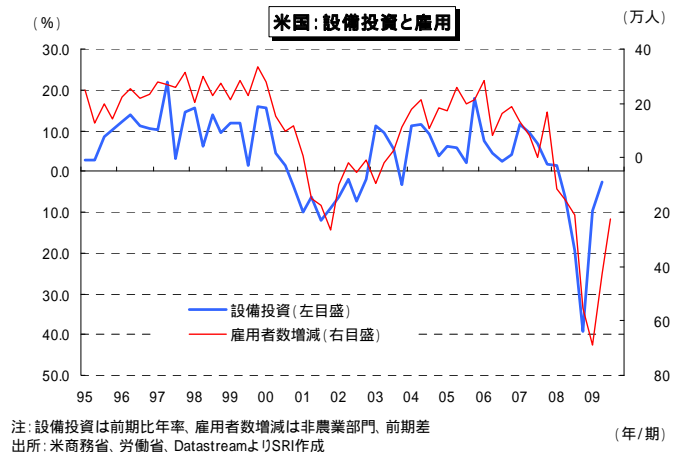
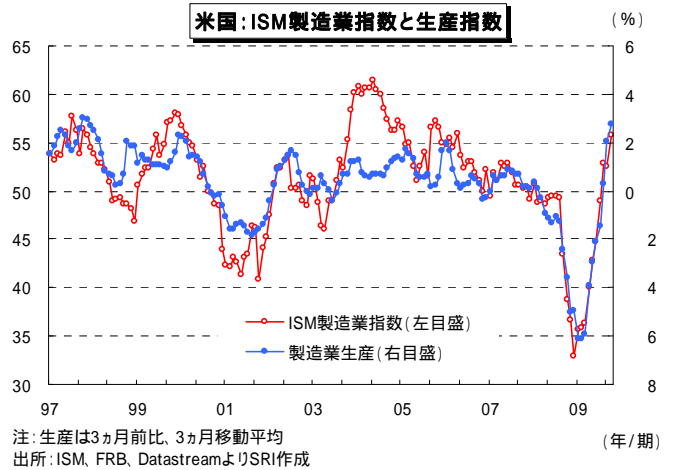
\* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



こうした循環的な景気持ち直しの動きを、もっとも端的に示すのが生産関連の指標であろう。例えば、ISM 製造業景況指数は生産活動の拡大・縮小の境を示す 50 を 09 年 8 月から 3 ヶ月連続で上回っており、実際の生産活動指数も 6 月を底に上昇に転じている。また、こうした循環的な動きとともに、雇用情勢の改善も進んでいる。実際、雇用者数増減は 09 年 1 月を底に徐々にマイナス幅を縮小させてきており、9 月時点で前月比 19.0 万人となっている。もっとも、

雇用減少の動きが緩和されたとしても、その後、企業がすぐに雇用を増やし始めるかについては疑問が残る。雇用を減らしすぎたことによる反動増といった可能性もないわけではないが、基本は需要の持続性のある程度確認してからの雇用再開となろう。目先、想定されるシナリオが緩やかな景気持ち直しということであれば、一旦は、「ジョブレス・リカバリー」的な展開になるのではなかろうか。また、労働力人口の伸びも考慮すれば、雇用増加ペースが緩やかな時点で失業率が低下することは難しく、10 年は 10% を超える失業率が続くこととなろう。また同様に、現行の循環的な景気持ち直しの動きが設備投資を喚起できるかについても、不透明感がある。現に、設備投資に先行する資本財受注(非国防除く航空機ベース)は底入れしつつも、依然として明確な持ち直しには転じておらず、設備過剰感も強い。いずれも持続的な需要回復により成長期待が高まるまでは、緩やかな増加に留まるのではないかと。

一方、ここ数ヶ月間は、住宅市場の改善が目立った。特に、販売に関しては年初から持ち直しの動きが鮮明になっている。初回住宅取得減税の影響も多分に受けているとみられるが、これまでの急速な価格調整による値ごろ感、住宅ローン金利の低下など、取得環境が改善していることも確かである。また、雇用情勢が最悪期を脱し、改善の動きをみせていることも見逃せない。さらに、期限切れに影響が懸念されていた減税は、10 年 4 月までの延長が決まっており、同時に対象者の拡充も行なわれている。住宅部門は、確かに、今回の減税措置に加え、住宅ローン条件の変更・借換え、MBS 買取など



\* 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。



による住宅ローン金利の抑制 など、公的サポートが多い部門であるため、その効果が剥落した際の市場動向には注意が必要となろう。しかし、逆を言えば、それだけ政府が悪化に歯止めをかけるために力を入れ、集中的に管理している部門であるともいえよう。

### 引き続き構造問題は景気の重石に

景気が循環的な持ち直し局面にあると

はいえ、家計や金融部門で積み上がった過剰債務や、それによる信用収縮といった構造要因は、引き続き景気回復の重石となり続けよう。例えば、家計部門の負債は可処分所得対比で130%近くに上り、依然として多額の負債を抱えていることが分かる。信用収縮により新たな借入や借換えが難しい場合、家計は債務返済を強いられることで消費は抑制されることとなる。

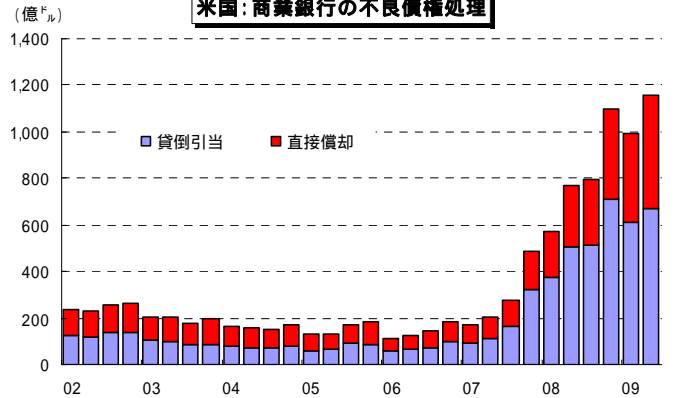
また、金融機関も損失処理や資本増強に安心感が得られるまでは、新たな信用供与に消極的にならざるを得ないであろう。大手金融機関の09年7-9月期決算を振り返ると、マーケット環境の改善を受けトレーディング収益などには明るい兆しがみられるが、一方で、融資などの本業に関しては貸倒引当金の増加など、高水準の損失計上が続いている模様である。米国の失業率は10月時点で10.2%にまで上昇、住宅ローンの延滞・差し押さえの動きも継続、商業用不動産に関してはむしろこれから本格的に悪化し始めるといわれており、ローン債権の毀損が追加的な損失につながってくるリスクが指摘されよう。不良債権問題は、足元のように景気が持ち直している間は問題となりにくい、ひとたび景気が悪化方向に傾き出すと表面化し、再び、損失拡大 信用収縮という負の連鎖につながっていく可能性がある。特に、米国の場合は、ストレス・テストにより必要

米国：初回住宅取得減税

<b>&lt;新減税&gt;</b>	
「期間延長」	
09/11/7～10/4/30の初回住宅購入者	
「対象者拡大」	
5年以上の居住者も減税の対象に(最大6500 <sup>ドル</sup> )	
所得(修正所得)制限を95000 <sup>ドル</sup> から145000 <sup>ドル</sup> に拡大	
住宅購入金額の10%(最大8000 <sup>ドル</sup> )を支給	
・80万 <sup>ドル</sup> 以上の物件は対象外	
・所得が12.5万 <sup>ドル</sup> 以上から段階的に減税額を削減	
<b>&lt;これまでの減税&gt;</b>	
・09/1/1～11/30の初回住宅購入者(08/4～08/12は前回減税法を適用)	
初回とは過去3年間に住宅を保有していないことを指す	
修正所得(MAGI)が95000 <sup>ドル</sup> 以上(夫婦の場合は17万 <sup>ドル</sup> 以上)の場合は対象外	
・住宅購入金額の10%(最大8000 <sup>ドル</sup> )を支給	
・返済不要(前回税控除は15年間の返済義務があった)	
[但し、住宅取得日から3年間で住宅を手放した場合は返済義務がある]	
・08/4/8～12/31の間に住宅を購入した場合は、前回の税控除が適用される	
[最大7500 <sup>ドル</sup> を無利子で融資、15年間で均等返済=15年満期の無利子ローン]	

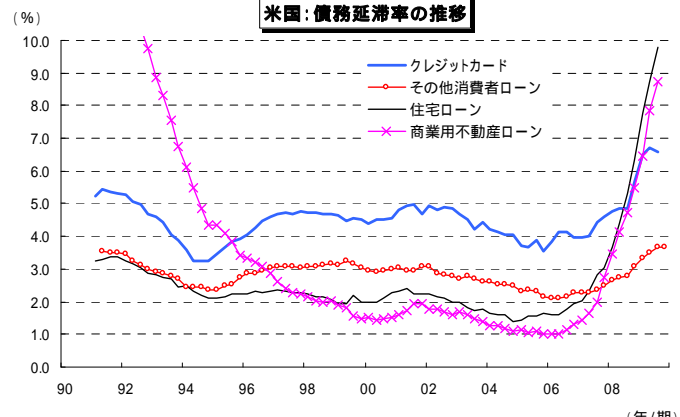
出所：米IRS"First-Time Homebuyer Credit"よりSRI作成

米国：商業銀行の不良債権処理



注：不良債権は90日以上の延滞ローン、延滞債権は90日未満合計  
出所：FDICよりSRI作成

米国：債務延滞率の推移



出所：FRB, DatastreamよりSRI作成

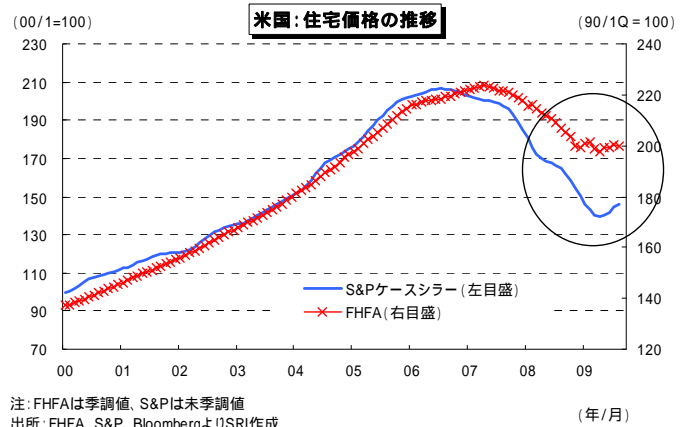
\* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



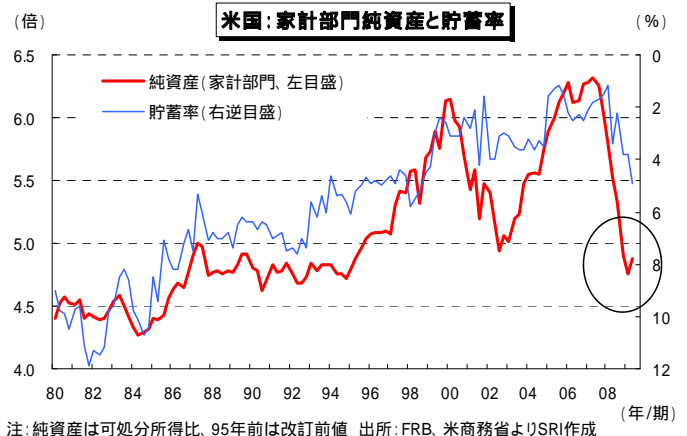
とされる資本増強が行なわれた結果、損失確定や不良資産の切り離しを積極的に進める動きが後退しているように思える。この結果、PPIP（官民投資プログラム）により不良資産を切り離すという方策も、実際に確保されている買取枠はローン・証券化商品の合計で約 126 億ドルに留まっており（但し、証券化商品は 113 億ドルから 400 億ドルに拡大予定）当初予定していた 1 兆ドルには遠く及ばないのが現状。以上からすると、米国の金融機関は、依然として不良資産問題から抜け出したとはいえない状況に留まっており、当面は積極的に信用供与を行なえない状態が続くと考えられる。こうした構造問題が解消されない限り、たとえ景気が持ち直しの動きを続けたとしても、しばらくは緩やかなペースに留まらざるを得ないといえよう。

### 構造要因を抱えながらも前向きの循環は続く

とはいえ、SRI のメイン・シナリオは、米国経済がこうした構造的重石を抱えつつも、景気は緩やかな持ち直しの動きを続け、実体経済と金融部門の前向きの循環が僅かながらも続いていくというものである。実際、リーマン・ショック直後と今現在を比較すると、数多くの点で限界的な変化が確認される。例えば、企業は金融市場が安定することで、市場からの資金調達以前よりも容易になっており、先ほど指摘した通り、大手金融機関もストレス・テスト後に、市場からの資本調達に成功している。また、住宅販売の増加は、在庫率の低下や価格の底入れをもたらしている。仮に住宅価格が下げ止まるということになると、それは家計・金融部門が抱えるバランスシート調整圧力を幾分、緩和させることができよう。さらに、雇用情勢が改善方向にあることも先に指摘した通りであり、この動きは循環的な景気回復や公共投資の本格化に合わせ、当面は続く可能性が高い。雇用者報酬がすでに下げ止まっていることを踏まえると、雇用・所得環境の悪化が消費を押し下げるといったステージはほぼ過ぎ去りつつあるといえよう。



一方、信用収縮が続くなかでも、消費が緩やかながらも持ち直している現状にも注目したい。このことは、信用収縮下でも多少の消費持ち直しは可能であり、特に高額所得者の消費シェアが高い米国においては、必ずしも信用収縮 = 消費低迷とはならないことを意味するのではないかとみている。SRI では、資産効果や値ごろ感、儉約疲れといった要素に加え、そもそも消費水準が低すぎ



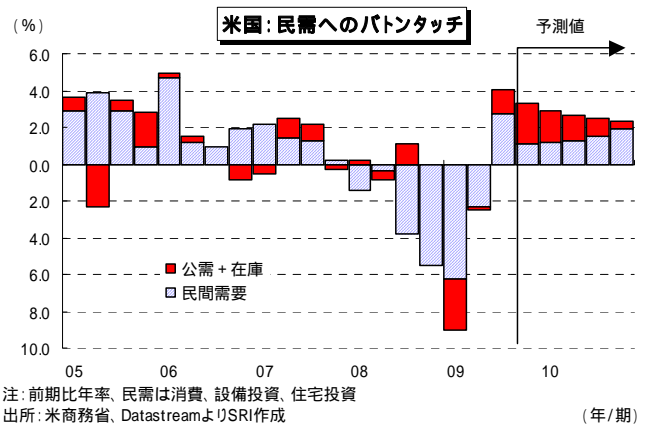
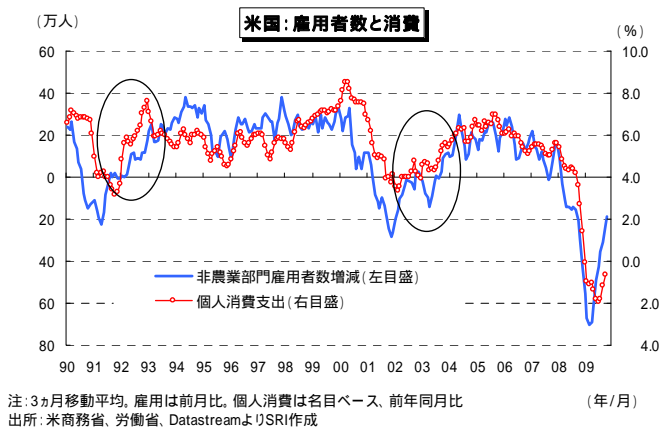
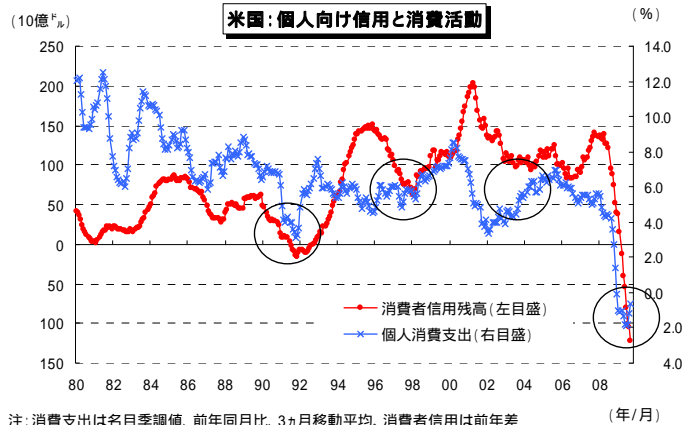
\* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



ることによる巡航速度への回帰といった動きが背景にあるとみている。この点については、先般の自動車販売支援は非常に興味深い材料を提供してくれた。信用供与が制限されていても、購入条件を多少変更するだけで、あれだけの自動車需要を喚起することができ、また同時に、米国人の消費パターンにさほど大きな変化は起きていないのではないかと、いう可能性をも垣間見ることができた。仮に、米国人の所得に対する期待が著しく下方屈折することで、消費行動が構造的に変化（貯蓄選好的な消費パターンへの変化など）しているとすれば、多少のインセンティブだけでは大型の耐久消費財に手を伸ばさないのではないかと。

また、雇用が増加しない限り消費が低迷し続けるかと言えば、そうでもない。確かに、消費が持続的かつ安定的に推移するためには、雇用の回復が条件となつてこよう。しかし、消費が持ち直し始めるその初動は、概して雇用の回復よりも先行する傾向にある。つまり、消費を中心とする需要持ち直しを確認した上で雇用が増加に転じるのがこれまでのパターンであって、必ずしも雇用が増加し始めてから消費が動きだすわけではない。現状のように小幅ながらも消費持ち直しの動きが続くのであれば、次第に雇用情勢にも改善の動きが出始めるのではないかと。雇用の改善は消費マインドにも影響を与える可能性が高く、こうなれば、消費にも幾分の底堅さが出てこよう。さらに、雇用と消費が僅かながらも好循環を描き始めるのであれば、それは同時に信用回復にもつながっていく可能性があるであろう。

以上をまとめると、今後の米国経済については、在庫調整の進展や景気対策の効果などにより、当面は持ち直しの動きが続き、その後は、循環的な回復や政策効果が一巡することで、10年後半にかけては、経済全体の成長ペースは鈍化していくとみる。しかし一方で、リーマン・ショック以降の経済・金融環境の変化に着目すれば、消費、設備投資、住宅投資といった民間需要は緩や



\* 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。

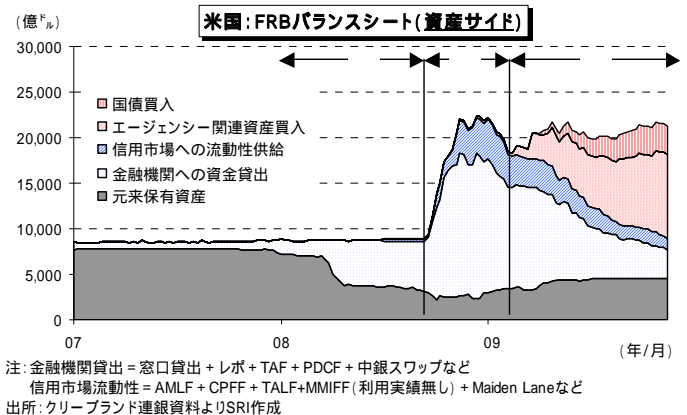


かながらも持ち直しの動きを続けるとみており、全体の成長率自体は鈍化しつつも二番底に陥ることなく、巡航速度程度は維持できるとみている。繰り返しになるが、構造問題による重石を抱えたままの持ち直しであるため、景気回復のモメンタムは引き続き緩やかなものに留まる公算が大きい。それでも景気の前向きな循環が徐々に進むことで、構造問題が僅かながらも解消されていく流れが続くのではないかと。実質GDP成長率は09年が2.4%（前回8月予測：2.5%）、10年は+2.6%（同+2.2%）と予想する。

### 出口の準備を進めるも、利上げは当面先に

FRBは09年11月のFOMCにおいて、政策金利であるFFレート誘導目標を0.00~0.25%に据え置くとともに、「当面の間（for an extended period）」は、こうした例外的な低金利水準を維持することを確認した。さらに、低金利状態を維持するための条件として、低水準の資源稼働率、抑制されたインフレ率、安定したインフレ期待の3点を明記した。FRBは当面の間は政策金利を据え置くことを示すとともに、出口政策に関しては準備を怠っていない点を示す意図があったとみられる。

FRBはこれまで各種オペレーションを用いて金融市場の正常化、いわゆる信用緩和政策に尽力してきた。その結果、FRBのバランスシートは11月時点で2.2兆ドル規模にまで拡大しており、これはサブプライム危機が発生する以前の約3倍の規模になる。しかしこの間、その資産内容は大きく変化しており、その構成を確認すれば、FRBの政策目的の推移が明らかになる。例えば、07年8月のサブプライム危機発生時から08年9月のリーマン・ショック時は、FRBはレポ取引の拡大に加え、TAF（入札方式資金供給オペ）、外貨スワップなどにより資金供給を図った。但し、この際、FRBは国債保有額を減らしており、資産総額はほぼ一定に保っている（右図）。つまり、この時点におけるFRBの政策目的は、資金供給量の拡大ではなく、資金供給ルートの拡大にあったといえよう。しかしその後、FRBのバランスシートは急速に拡大していく。この際、追加された主なオペレーションとしては、MMFからABCPを買い取る資金を金融機関に融資するAMLF、CP発行体からCPを買い取るCPFF、MMFからCDやCPを買い取るMMIFF（利用実績無し）、適格ABSを担保に資金を融資するTALFなどが上げられよう。ここから資金供給量の増加が始まり、また資金供給先が金融機関からその他の市場参加者や法人へと広がっていった（右図）。つまり、この時点で、FRBは金融機関への支援だけでは金融市場が安定しない状況に陥ったと判断したのであろう。そして、09年に入り金融市場が徐々に落ち着きを取り戻してくると、FRBは政策の軸を国債、エージェンシー債、エージェンシーMBSといった中長期資産の買い入れにシフトさせていった。現時点でFRBのバランスシートの半分以上を占めるのが、これらの中長期資産である（右図）。この時点



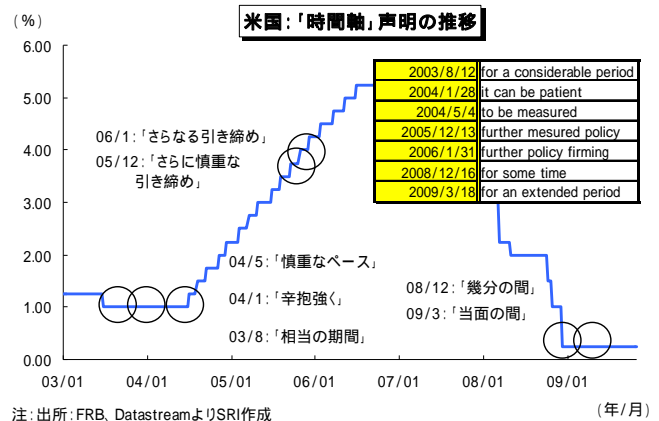
\* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断で行われるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



で、FRBの政策目的は金融機関、ないしは金融市場への支援から、マクロ経済対策へのシフトしたということができよう。なお、その国債買入も09年10月にすで打ち切られており、エージェンシーMBSやエージェンシー債に関しても10年3月までに打ち切られる予定となっている。FRBが実施してきた一連の金融緩和政策の拡大は、ほぼ最終コーナーに差し掛かっているといえよう。

今後の政策の流れとしては、まずは様々な信用・流動性供給プログラムの条件を状況に合わせて修正していき、その後、金融緩和政策からの「出口」が展望できた時点で、「当面の間」という時間軸の変更が行なわれることになるだろう。そして、いよいよ利上げという段階に至った場合、問題になるのが大量に積み上がった超過準備の存在である。過剰な流動性が市場に流れ得る状況において、政策金利の引き上げによって引き締め効果を得ることはなかなか難しいと考えられる。

そこでFRBが検討しているのが、超過準備をFRB内に留めつつ利上げを行なう方策であり、そのために準備預金への付利や、タム物預金ファシリティ、もしくは流動性の調節としてリバース・レポなどが行なわれる見込みとなっている。その際、売り切りオペなどを併用することで、多少の資産調整が行なわれる可能性があるが、市場への影響が懸念される国債やMBSといった中長期資産を本格的に売却するのは、出口政策がほぼ完了する段階になってからであろう（満期保有という可能性も考えられる）。その他、FED債（日銀の売り出し手形に該当）の発行、財務省によるSFP（財務省が債券を発行することで資金吸収を行い、その資金をFRBに預ける）などを用いて資金吸収を行なうことも可能であるが、は新たな法整備や議会との調整が必要となり、はFRBが独立性への影響を懸念していることなどから、実現性は低いと考えられる。以上の流れで出口政策が遂行されていくとみられるが、いずれにしても、SRIでは、当面は失業率の高止まりが続くこと、インフレ圧力が限定的であることなどから、FRBが実際に利上げを開始するのは11年に入ってからになるとみている。但し、資産インフレや景気回復期待により、インフレ期待が上昇し始めた場合などは、10年後半にも予防的な利上げが行なわれるリスクは残されているのではないかと。



### 上振れ・下振れのリスク要因

以上の見通しに対するリスク要因としては、アップ（上方）・サイドに関しては、過剰流動性を背景にした金融資産の価格上昇が、資産効果を通して消費の回復ペースを速めること、削減しすぎた供給能力（設備や労働力）がV字回復すること、住宅価格の下げ止まりによりペントアップ需要が誘発されること、新産業創出などのイノベーションにより大規模な需要が喚起されることなど、逆に、ダウン（下方）・サイドに関しては、資産インフレが株や住宅のほか、商品市況にまで波及することで、原材料コスト

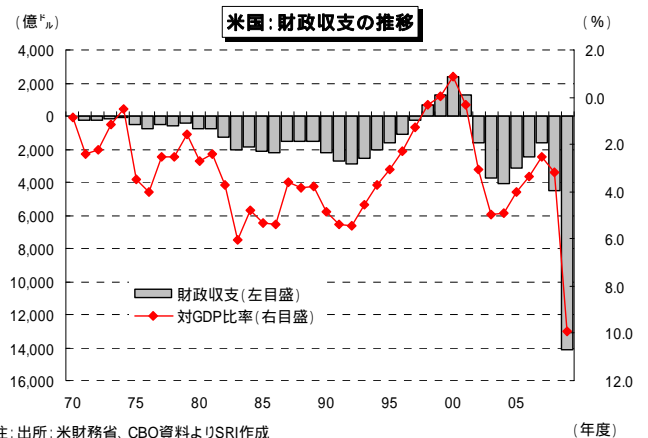
\* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



トの上昇や FRB の早々の利上げを招くこと、オバマ政権の支持率低下により、指導力の低下が顕著になること（残りの任期2年のレームダック化）、政策効果（住宅対策など）剥落の影響が想定以上に顕在化すること、商業用不動産問題の拡大や中小金融機関の破綻増加が、中小企業の経営や雇用に悪影響を及ぼすこと、景気悪化により不良債権問題が再発すること、追加の大型景気対策により財政リスクが台頭することなどには注意が必要となろう。なかでも、最も注目されるのは、やはり前例のない大規模な財政・金融政策からの「出口」に絡むリスクであろう。その巧拙は实体经济やマーケットに対して多分に影響を与える公算が大きい。G20 など、ここ最近の主要国際会議では、必ずといっていいほど出口政策に関する議論が行われており、この点は、米国のみならずグローバル的にみて、10年から11年にかけての最大の焦点になってこよう。

まず、FRBの金融緩和政策の「出口」に関しては、まずそのタイミングが重要なポイントとなってこよう。言うまでもなく、金融緩和状態の是正が早すぎれば、それは景気に対してマイナスのインパクトを与え、逆に遅すぎれば、過剰流動性などによるインフレ懸念が高まることとなる。この点については、現時点では、1930年代の大恐慌や日本の経験などを踏まえ、景気に対して慎重な姿勢を示しているハト派がFOMCの主流派であることからして、どちらかと言えば、引き締めが遅れるリスクのほうが高いような気がする。この場合、FRBによって過剰に供給されたマネーが何らかの資産に向かうことで、資産インフレが引き起こされるリスクが台頭してこよう。これが、例えば株や住宅などのように、資産効果をもたらす資産価格の上昇であれば、消費を想定以上に押し上げるなど、景気にとってプラスになる可能性がある。しかし、それも行き過ぎれば、次のバブルの萌芽となっていこう。また、マネーがコモディティー市場に流れていくと、07年から08年にかけてみられた通り、これは景気にとってはマイナスとなる。原油や非鉄金属など鉱物資源の価格上昇は、原材料コストの上昇を通して、企業にとっては収益圧迫要因に、家計にとっては生活費の負担となってくる。この点、CFTC(米商品先物取引委員会)は商品先物市場で持ち高制限を課すなど、コモディティー市場へ投機資金が流入することを防ぐ方策・規制を検討しており、その動向が注目される。

また、財政政策の「出口」も米国景気にとって大きなリスク要因となりえよう。米国の財政赤字は09年度(08/10~09/9)時点で1兆4170億ドル(対GDP比で9.9%)まで膨れ上がっており、続いて10年度、11年度も1兆ドル近い財政赤字が予想されている。今のところ、民間の資金需要が弱いこともあり、米国債への需要は堅調、長期金利は安定して推移しているものの、追加の景気対策などにより財政プレミアムが意識され始めると、果たして、これまで通りファイナンスが円滑に進むかには不透明感が残る。この点、最も重要な鍵を握るのはやはり海外投資家の動向であろう。海外部門の国債保有シェアは約50%に



\* 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。

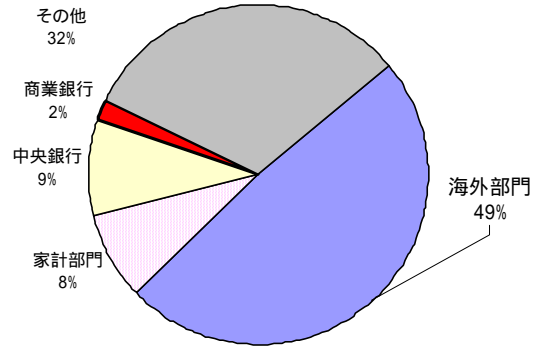


達しており、フロー・ベースでも、ここ数四半期の国債発行の急増を吸収しているのは主に海外部門である。しかし、財政ファイナンスを過度に海外部門に依存することは、当然のことながら国際社会との調整が必要となってくる非常にナイーブな問題である。

例えば、米国は現時点で「消費から輸出へ」といった成長モデルを建前に、口先ではドル高を求めつつも、事実上は緩やかなドル安の流れを容認しているように見受けられる。しかし、ドル安リスクを放任したまま、一方で財政ファイナンスを海外に頼るという米国に、海外諸国がどこまで付き合ってくれるのか定かではない。しかも、こうした危うい状況に米国と中国の利害が一致する結果、第三者である他のアジア諸国などがドル安による影響を被っている点が国際的な軋轢に繋がっていく可能性がある(中国にも資産インフレという副作用があるが)、つまり、中国は人民元の上昇を抑えるためにドル買い介入を行い、そのドルを米国債に投資、米国は財政ファイナンスを中国に頼ることができる。ファイナンスがある程度、円滑に進むのであれば、米国にとってドル安是正は緊急の課題ではなくなるが、ドル安放置は新興諸国を中心とする他国にとって、輸出の押し下げ要因になるほか、介入資金が資産インフレを引き起こすリスクもはらんでいる。特に、為替政策に柔軟性を欠く国は、米国の低金利・ドル安政策に付き合う必要があり、留意が必要であろう。

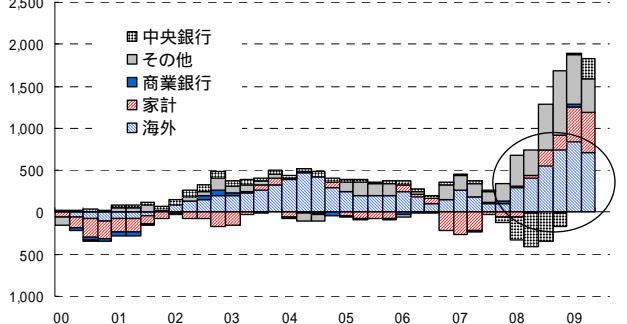
なお、財政リスクの要因となり得る追加の大型景気対策については、SRIではオバマ政権が10年11月の中間選挙前にそれを実施する可能性は低いとみている。まず、そもそもSRIの景気シナリオでは、大型景気対策が必要とされるほどの景気の落ち込みを想定していない。また、仮に中間選挙対策としての景気対策が期待されるとしても、それが選挙前に十分な効果を発揮するためには、遅くとも10年初めまでには支出を開始していく必要がある。しかし一方で、10年初めから年央にかけては、これまでの景気対策効果が徐々に顕在化してくる時期でもある。こうした効果を見極める前に果たして追加の支出が可能であろうか。また、追加対策を主張することが、これまでのオバマ政権の政策効果を否定してしまうという矛盾もはらむ。しかし、追加の景気対策の可能性が低いとすれば、すでに支持率が低下傾向となっ

米国：国債保有主体のシェア



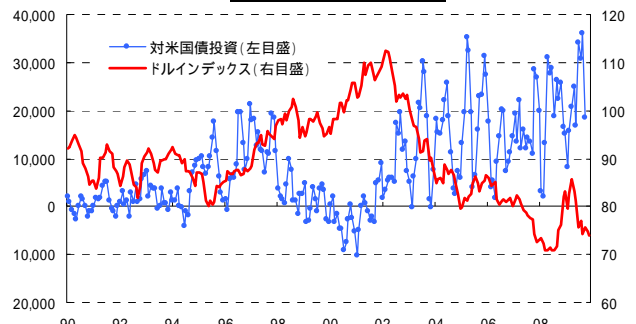
注：09/2Q現在、その他は年金、保険、州政府など 出所：FRBよりSRI作成

米国：主体別の米国債投資



注：フローベース、3期移動平均、その他は生保、年金、事業会社、フローカーなど 出所：FRB資料よりSRI作成

海外：米国債投資と米ドル

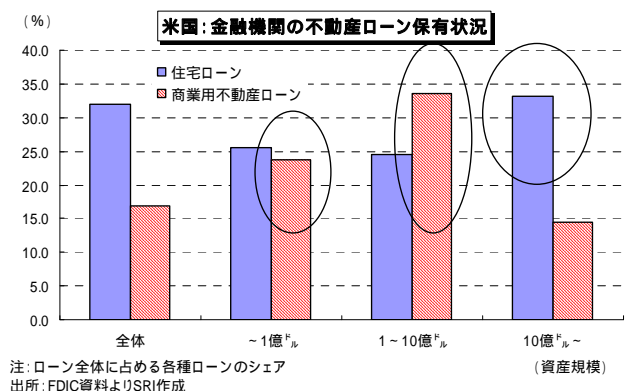
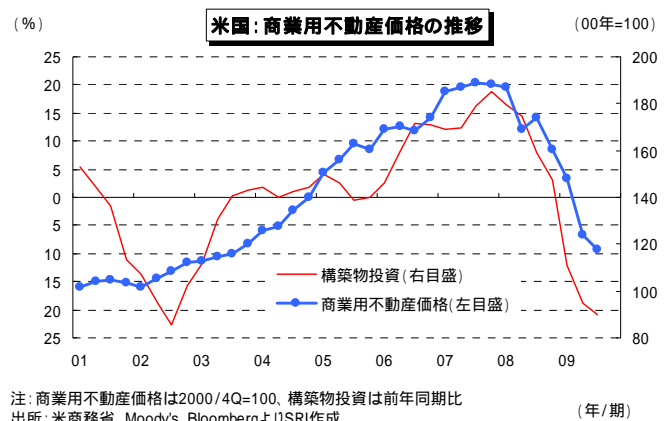


注：海外の米国債売買(ネットベース)、3ヵ月移動平均 出所：米商務省、DatastreamよりSRI作成

\* 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ものとつ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。

ているオバマ政権にとっては、中間選挙を勝ち抜くための別の手段が問われてくることも確かであろう。おそらく、住宅や失業、中小企業といった個別の問題への対応をしっかりと行なうことで、景気回復をできるだけ安定したものにしていくこと、またその実績をアピールすることが、中間選挙を勝ち抜く上で何よりも現実的な方策といえよう（すでに、先述の住宅取得税減税延長のほか、失業保険給付の延長、全赤字企業を対象とした税還付などの追加対策を決定済み）。逆に、この点でポイントを逃せば、その分だけ、医療保険改革やアフガン問題といった票が割れやすい政策が争点として浮上してくるリスクが高まり、場合によっては、オバマ政権の残りの任期2年がレームダック化するという可能性も出てくる。オバマ政権の指導力、政治力の喪失は、米国景気を再び悪い方向へ押し戻す流れを生み出すかもしれない。

さらに、商業用不動産（CRE）問題も引き続き懸念材料として残っている。そもそも、ここに来てCRE問題が台頭してきた理由としては、経済情勢の悪化による不動産収入の減少などを背景に、CREローン債権の延滞・差押えが増え始めていること、不動産ブーム時に設定されたCREローンの償還時期が到来し、この先、借換え需要が膨れ上がってくることなどが挙げられる。IMF資料によると、米国の銀行が保有するCREローン残高は1兆1140億ドル、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）は1960億ドルとなっており、確かに住宅関連資産よりも金額的には小さい。しかし、CRE問題に関しては当局の対策が比較的手薄であり、また住宅のように社会政策として対応することが難しいこと、大手金融機関よりも中小金融機関の方がCREローンに傾斜していることなどの問題が指摘される。確かに、当問題に関しては、リーマン・ショックのように金融システム全体のリスクというよりも、S&L危機のように中小金融機関の破綻が増加し、それが地方経済や中小企業に悪影響を及ぼすといったリスクを想定すべきであろう。現時点で、中小金融機関の破綻は、FDIC主導のもと、他行との統合などの管理が行なわれており、大規模な問題には発展していない。しかし、景気が再び悪化し始めれば、不良債権の増加や連鎖的な破綻が進行するなどリスクが残されている点には留意が必要であろう。また、中小金融機関の経営悪化は、信用収縮を通じて、地方経済や中小企業に悪影響を及ぼす可能性もある。特に、雇用に関しては、中小企業が約半分のシェアを持ち、新規起業については約65%に達するといわれており、オバマ政権はおそらく今後、中小金融・企業問題に何らかの政策を打つことになる。



\* 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。



その他、多くのリスク要因が指摘されるが、それは米国景気のこれからの回復の道のりが決して安定的ではないことを意味するものである。特に、かつてない規模で実施された財政・金融政策からの「出口」を巡る動きやタイミングは、これからもっとも注目されるテーマであり、かつその巧拙次第では、米国景気が再び悪化していくという展開も考えられないわけではない。また、過剰債務や信用収縮といった構造問題を抱え続けていることも事実である。景気の緩やかな持ち直しがすでに始まっているとはいえ、持続的かつ自律的な局面に至るまでには引き続き時間を要するとみられる。

米国経済予測 総括表

	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	0.7	1.5	2.7	5.4	6.4	0.7	3.5	3.0	2.9	2.7	2.3	2.1	0.4	2.4	2.6
(前年同期比)	2.0	1.6	0.0	1.9	3.3	3.8	2.3	0.2	2.2	3.0	2.7	2.5			
個人消費	0.6	0.1	3.5	3.1	0.6	0.9	3.4	0.5	1.0	1.2	1.7	2.0	0.2	0.6	1.3
設備投資	1.9	1.4	6.1	19.4	39.2	9.6	2.5	0.8	1.1	1.6	1.9	2.1	1.6	17.6	0.1
住宅投資	28.2	15.8	15.9	23.2	38.2	23.2	23.3	29.2	14.4	7.5	6.0	9.7	22.9	19.0	12.4
*在庫	0.3	1.1	0.2	0.2	2.3	1.4	0.9	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.7	0.7
*純輸出	0.4	2.3	0.1	0.2	2.6	1.7	0.6	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	1.2	1.0	0.0
輸出	0.1	12.1	3.6	19.5	29.9	4.1	14.7	8.0	7.0	5.0	4.0	4.8	5.4	10.7	6.5
輸入	2.5	5.0	2.2	16.7	36.4	14.7	16.3	8.7	6.0	3.4	4.5	5.3	3.2	14.7	5.6
政府支出	2.6	3.6	4.8	1.2	2.6	6.7	2.3	5.0	4.2	3.0	1.8	0.4	3.1	2.2	3.4
失業率	4.9	5.4	6.1	6.9	8.1	9.3	9.6	10.3	10.5	10.5	10.4	10.3	-	-	-
雇用者数増減	11.3	15.3	20.8	55.3	69.1	42.8	22.6	14.6	2.7	3.3	8.8	11.1	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	3.6	3.8	4.3	1.7	0.4	0.2	0.6	0.7	1.1	0.8	0.3	0.3	3.3	0.1	0.6
同 コア 前年比	2.4	2.5	2.6	2.0	1.7	1.6	1.3	1.4	1.3	1.0	0.9	0.9	2.4	1.5	1.0
鉱工業生産	0.2	4.6	9.0	13.0	19.0	10.3	5.6	5.9	4.1	2.7	2.0	1.8	2.2	9.9	3.0
FFレート誘導水準	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	3.65	3.86	3.85	3.21	2.70	3.30	3.50	3.50	3.50	3.50	3.60	3.70	-	-	-

注：前期比年率(但し、物価指標は前年比、雇用者数は非農業部門の月平均)、在庫、純輸出は寄与度ベース  
 FFレートは実績は期末値、予測はレンジ、長期金利は10年物国債利回り、実績は期中平均、予測はレンジ中央値  
 出所：米商務省、労働省、FRB、DatastreamよりSR作成

\*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。

**【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。