



自律的回復への足場を固める米国景気

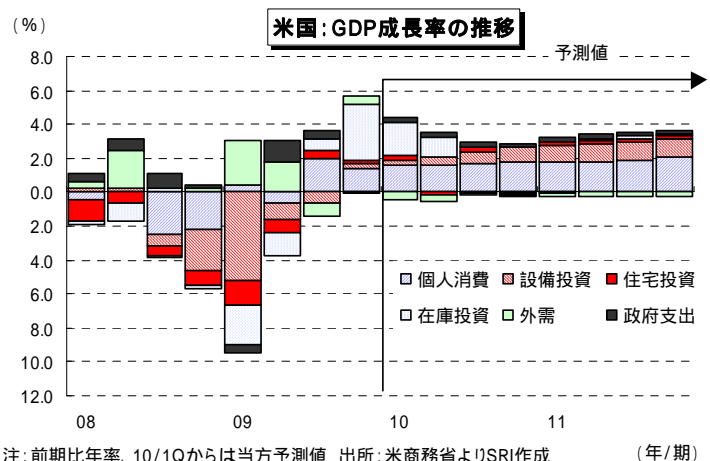
ポイント

- 米国の09年10-12月実質GDPは前期比年率+5.7%となり、経済危機による深い景気後退局面からの脱却を印象付ける結果となった。循環的な在庫要因が大きな押し上げ要因になっているものの、同時に、それを除く最終需要ベースでも景気改善が示されている。
- 今後も在庫要因によって成長率は多少、上下する可能性が高いが、最終需要は改善の動きが続き、景気は徐々に自律的回復への足場を固めていくこととなろう。景気回復に合わせ、雇用に増加の兆しが出始めている点などが注目される。実質GDP成長率は10年は+3.3%、11年は+3.0%と予想。
- マーケットの利上げ期待に反し、FRBの政策スタンスには大きな変化はみられない。景気判断は徐々に改善しつつあるものの、物価判断は据え置かれたままである。高水準に留まる失業率などを考慮すれば、FRBの利上げは11年年央辺りが想定されよう。
- リスク要因としてまず意識されるのは、過去に例がない財政・金融政策からの「出口政策」であり、その巧拙によっては、景気が再び悪化する恐れもあろう。現行の米国景気は、決してバブル崩壊による問題を解決した上での回復ではない。政策には引き続き慎重な舵取りが求められよう。

回復感が出始める米国景気

米国の09年10-12月期実質GDPは、前期比年率+5.7%の大幅なプラスとなり、先般の経済危機による深い後退局面からの脱出を印象付ける結果となった。確かに、在庫の寄与度が同+3.4%pに達するなど、一時的な循環要因によって押し上げられた点は否めないものの、在庫を除く最終需要ベースでも、改善傾向が続いていることが確認されている。特に、個人消費は昨年実施された新車購入支援策(Cash for Clunkers)による押し上げ効果の剥落が懸念されていたものの、実際は自動車を中心とする耐久財の落ち込みをサービスや非耐久財がカバーする形で、全体としては底堅さが維持されている。設備投資も商業用不動産問題がくすぶる構築物には依然として厳しさが残るものの、大宗を占める機器・ソフトウェアは大幅増となっており、設備投資全体では改善傾向を示している。さらに、新興諸国向けを中心に輸出の増勢が強く、ここ数四半期に限っていえば、輸出が景気回復のサブ・エンジンとなっていることが分かる。

もっとも、この先10年に関しては、GDP全体の成長モメンタムは、年末にかけて徐々に低下していく見通しである。その鍵を握っているのは在庫の動きであり、10年前半辺りまでは急速に圧縮した在庫を復元する動きが成長率を押し上げるものの、その後は、在庫積み増しペースが鈍化することで、成長率が押し



* 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。

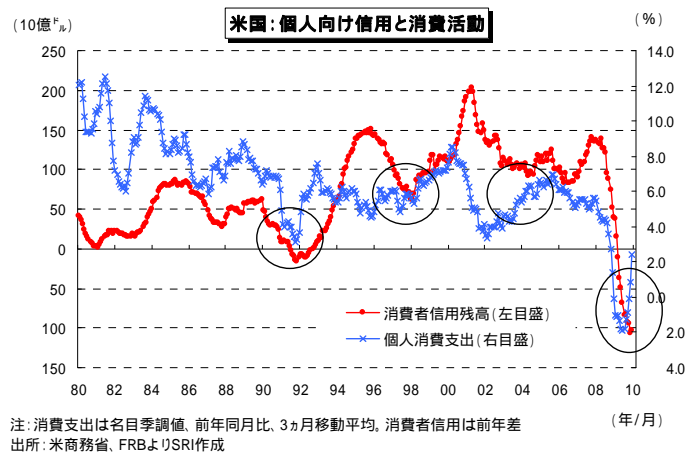
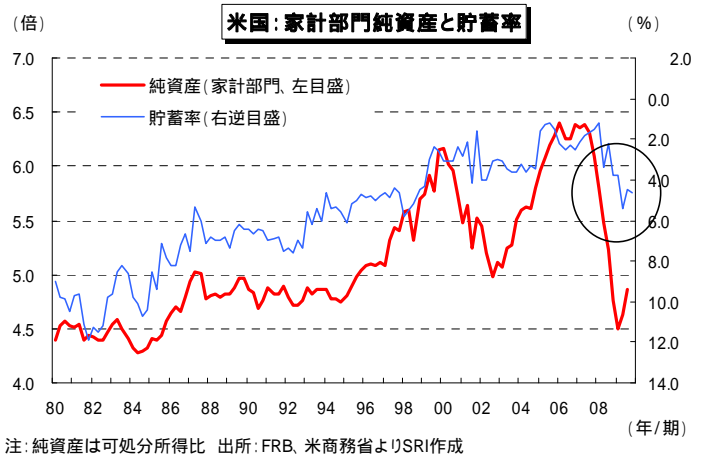


下げられる。実際、09年10-12月期の在庫投資は、実額ベースで335億ドルと前期の1,392億ドルから大幅にマイナス幅を縮小させているものの、依然としてマイナスとなっている。このことは、目先は在庫復元による積み増し余地がまだ十分に残されていることを示すものであり、その影響は10年前半に顕在化しよう。しかし、その後は最終需要の増加に伴って在庫積み増しの動き自体は続くものの、それまでの在庫の戻りが速すぎるために、積み増しペースは鈍化することになる。これは、GDP成長率に対してはマイナス寄与となる。

自律回復への足場を形成していく見通し

在庫要因によりGDP成長率が上下するとはいえ、最終需要自体は持ち直しの動きが維持され、自律的回復への基盤は11年に向け着実に形成されていくこととなる。その理由として、まず、個人消費が実際に2四半期連続で持ち直している点が注目されよう。当初、米国の消費は家計部門と金融部門のバランスシート調整により、しばらくは低迷を余儀なくされるという見方が多かった。しかし、株価上昇や住宅価格の下げ止まりによって純資産の目減りに歯止めが掛かると、同時に、家計の貯蓄率上昇にも歯止めが掛かってきており、債務返済圧力が消費を抑制し続けているようには感じられない状況となってきている。消費マインドをみれば、貯蓄率の方向性と相関が高い所得DIがすでに上向いてきていることも確認される。一方、信用収縮の影響も懸念されてきたが、金融機関の信用動向と消費の関係を振り返ると、概して信用は消費に遅行して回復する傾向にあり、信用が消費回復の必要条件にはなっていないことが分かる。信用は消費が持ち直す条件ではなく、回復傾向にある消費をさらに押し上げるという特徴を有するのではない。その他、足元の消費には、未曾有の経済危機に直面して消費を大きく減らし過ぎたその反動、もしくは巡航速度への回帰といった動きが出ている可能性もあろう。さらに、人口が毎年約1%伸び続ける米国ならではのダイナミズムも考慮すべきなのかもしれない。

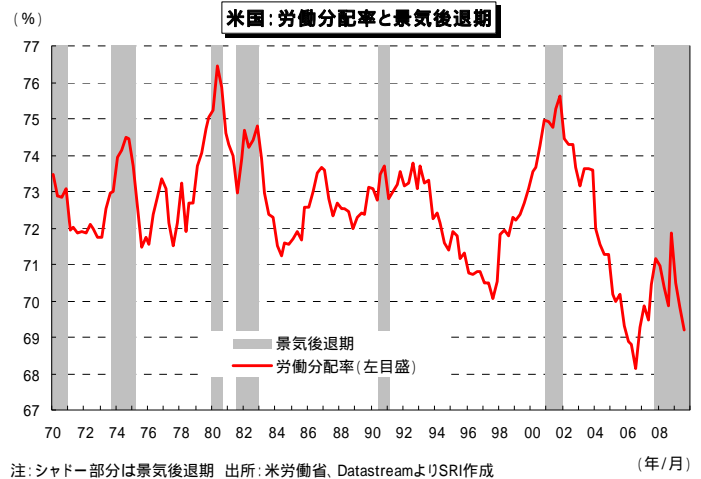
問題は、こうした消費を中心とした需要の持ち直しが雇用創出へと波及し、より自律的かつ持続的な景気回復が達成されるかにある。この点、雇用者数や労働分配率の推移をみると、企業が今回の危機に直面し、かつてないほどの迅速なペースで労働コストの削減に取り組んだ



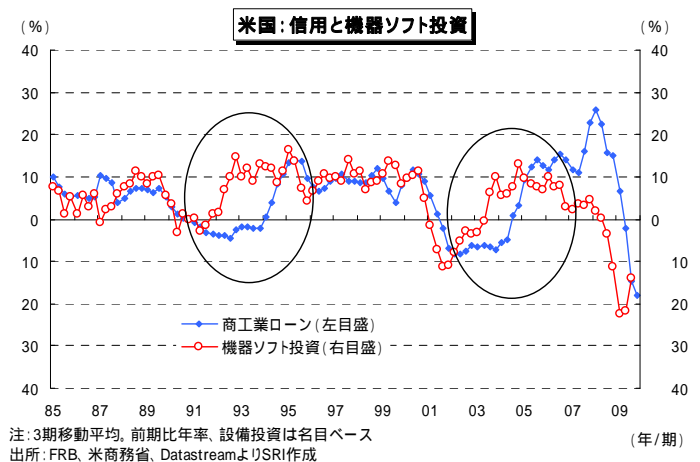
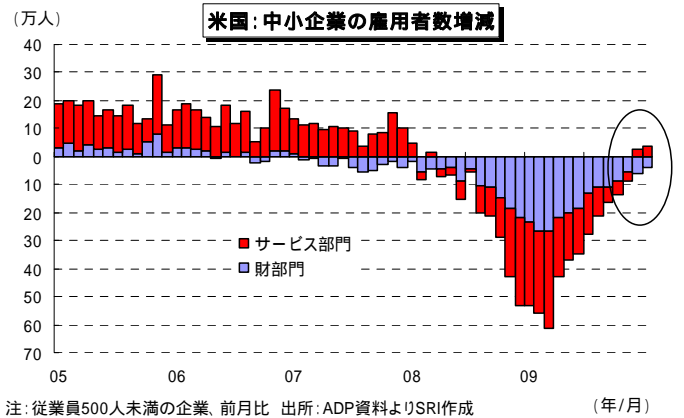
* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



ことが分かる。加えて、労働生産性の伸びがかなり高まっていることは、企業が需要見合いの適正水準以上に雇用を削減した可能性を示唆するものとして注目されよう。とすれば、雇用は景気回復とともに、意外と早いタイミングで増加してくる可能性が考えられ、実際、雇用の中核を占めるサービス部門、特に中小企業における雇用がすでに増加に転じてきている。雇用の回復が鮮明になってくれば、足元、持ち直しつつある雇用者報酬はさらに押し上げられることになり、消費は徐々に所得増加に支えられた、より安定した動きとなつてこよう。雇用が回復してくれば、消費マインドも改善する傾向にある。米国の労働市場の柔軟性は、景気の振幅を大きくする一方で、回復への素地を早期に形成するという特徴があるといえるのかもしれない。



消費を中心とした需要の回復傾向が続き、かつ生産活動が堅調に推移するのであれば、企業は今後の成長に期待を持ち始めるとともに、これまで大きく削減した投資活動を再開させることとなる。すでに、09年10-12月の企業設備投資は前期比年率+2.9%（前期 5.9%）と6期ぶりにプラスに転じており、特に大宗を占める機器・ソフトウェアは同+13.3%と大幅な伸びを示している。確かに、設備稼働率は依然として低く、設備能力にはかなり余力が残っている可能性が高い。しかし、景気回復初期の投資は、更新投資・省力化投資などの合理化投資が中心となっていると考えられ、稼働率の水準はあまり参考にはならないであろう。その後、需要回復とともに稼働率が上昇してくれば、今度は能力増強投資が喚起され、投資活動は一段と腰の入ったものとなってくる。当方の景気シナリオとともに、直近の企業マインドや企業の財務状況を考慮すれば、投資活動は引き続き回復傾向をみせることとなる。

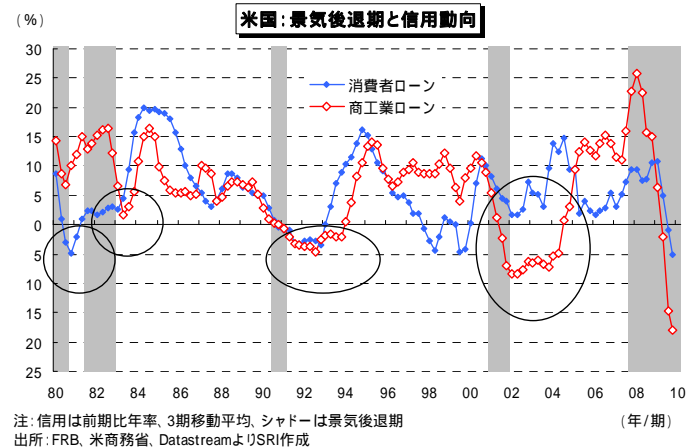
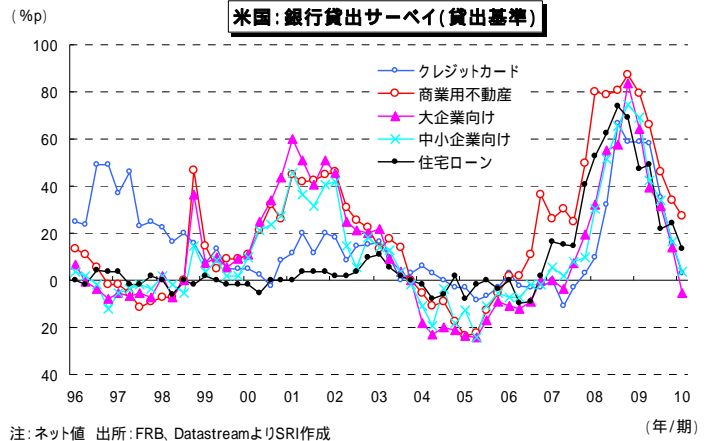


* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



なお、信用と設備投資の動向を確認すると、こちらも信用が投資活動の条件にはなっていないことが分かる。おそらく、投資活動の中心となる大手企業に関しては、社債による資金調達やキャッシュを活用することで、資金を借り入れることなく投資を行なうことができるからであろう。しかし、一方で建設投資に関しては、機械設備投資と比べ、やや信用動向との相関が高いようである。これは、商業用不動産など建設投資自体が、信用同様に景気やや遅行する傾向にあることなどが影響していると思われる。この点からすると、目先の設備投資は主に機械設備投資を軸として増加傾向が強まっていくと考えられるが、設備投資がより増勢を強めていくためには建設投資の回復も必要であり、そのためには信用動向にも留意が必要ということになってくる。この点は、直近の商業用不動産問題にもつながる話であり、ローンの借換えが行き詰まったりデフォルトが増加することにより、中小金融機関の破綻が増えれば、建設投資の回復は一段と遅れるリスクが出てくる。もっとも、今のところ借り換え問題により金融機関が連鎖的に破綻するなどの大きな動きは出ておらず、仮に地方の中小金融機関が破綻したとしても、FDIC（米預金保険公社）主導の下、吸収合併などによる円滑な事業継承が行なわれている模様である。また、失業率の低下や住宅市場の底入れなど経済ファンダメンタルズの改善から、不良債権問題の悪化に歯止めが掛かってきているとすれば、これからは信用収縮リスクだけではなく、逆に信用収縮が解消するというアップサイド・リスクの可能性にも注意が必要となってくるのではないかと。実際、大中企業向けの貸出基準は僅かながらも緩和してきており、また過去を振り返ると、商工業ローンは景気後退期から約2~3年ほどで回復に向かう傾向にあることが分かる。今回で言えば、米国景気が後退期を脱したのは09年年央辺りとみられ、とすれば早くて11年後半辺りには信用が回復してくる可能性がでてくることになる。確かに、今回の経済危機による不良債権額は過去と比べかなり巨額であるため、こうした経験則がそのまま通用するかは定かではないものの、経済ファンダメンタルズの状態や資金需要などを展望すれば、信用収縮解消の可能性は、一応は頭の隅に置いておきたい。

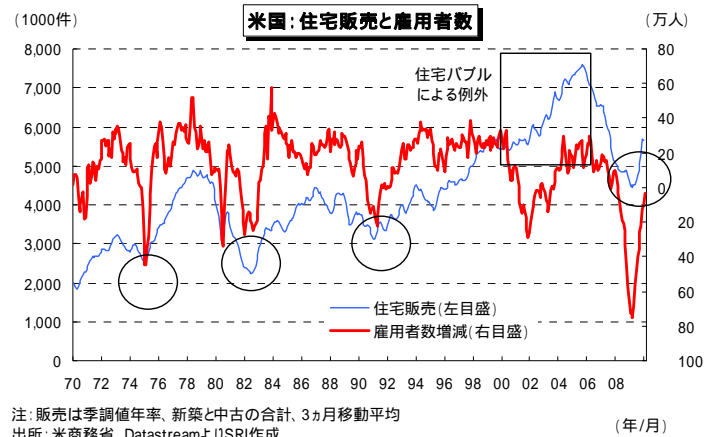
一方、住宅投資も傾向としては持ち直しの方向にある。09年10-12月は前期比年率+5.7%と、前期(同



* 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。



+18.9%)からは鈍化する結果となったものの、3年半に渡る現象を経て、2期連続のプラスとなっている。販売動向をみても、価格差などから新築と中古に開きがでてきているものの、双方を合わせた住宅販売件数で見れば、着実に住宅需要が戻りつつあることが分かる。足元、09年に実施された減税効果の剥落の影響により、やや大きく販売件数が上下しているものの、住宅ローン金利が低位で安定していること、これまでの価格低下により住宅に値ごろ感が出ていること、雇用・所得環境が持ち直しつつあることなど、住宅の取得環境が着実に改善してきていることが指摘されよう。特に、これまでの雇用と住宅販売の関係に着目すれば、この先、減税効果の影響が多少出たとしても、雇用・所得環境の改善に沿って、住宅販売は持ち直しの動きを維持できると考えられるのではないかと。



なお、住宅市場は概ね改善傾向にあるとはいえ、まだ依然として公的サポートに多く依存しているのも確かである。例えば、住宅ローン金利は長期金利自体が低位で安定していることに加え、FRBによるエージェシーMBSの買入の影響も多分にある。しかし、この買入オペも一応は3/31を以って終了することになっており、その後のMBS市場の動向には注意が必要であろう。その他、4月で終了する減税の影響や、ローン補償を行なっているFHA（米連邦住宅局）の基金枯渇問題にも留意が必要であろう。

迅速な政策対応と成長期待

その他、リーマン・ショック直後と現在を比較すると、金融市場を中心に多くの点で改善がみられ、実体経済への下押し圧力が解消されてきている。例えば、金融機関による市場からの資金調達や資金のやり取りはほぼ滞りなく行なわれるようになってきており、FRBは2月をもって流動性プログラムの大半を終了している。また、昨年行なわれたストレス・テストの結果、大手金融機関は市場からの資本調達に成功しており、このことは、当局が大手金融機関は潰さないという公的資金注入の仕組みを提示することで、市場の不信感が大きく緩和されたことを意味しよう。加えて、大型の財政支出についても、現時点でその効果を判別することはなかなか難しいものの、例えば負のスパイラルの起点となる住宅市場の悪化に歯止めをかけることができた意味は大きいといえるのではないかと。そして、以上のような迅速な政策出動などにより、米国社会全体としての成長期待がバブル崩壊後に大きく下方屈折しなかったという可能性も指摘できよう。この点については、消費者マインドや企業景況感、そして株価などがすでに底打ちしていることから確認されるほか、実体経済の動きとしても、例えば、家計が雇用情勢の悪化とともに所得見通しに対して大きく悲観的になってしまったとすれば、先般の減税によって自動車や住宅といった大型消費があとこまで大きく伸びることはなかったであろう。仮にこうした期待の変化が景気を左右するのであれば、長

* 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。



期間に渡る景気低迷やデフレの進行、雇用慣習の変化などにより、社会全体が閉塞感に包まれた国よりも、米国の自律回復はより早期に実現する可能性があると言えるのではないか。

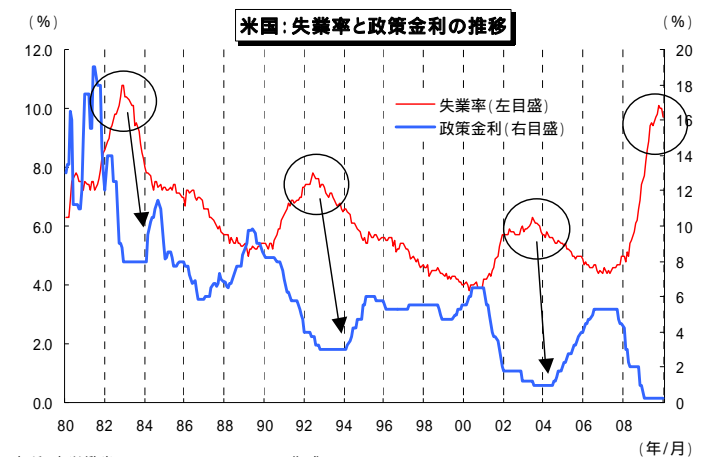
以上の点を踏まえ、今後の米国経済については、10 年前半までは在庫復元の動きが成長率を高めるものの、10 年末にかけては在庫積み増しペースが鈍化することで成長率は鈍化、しかし、その間も個人消費や設備投資といった民間最終需要は着実に持ち直しの動きを続け、11 年は後半に向け徐々に成長率が上向いていくといった流れを想定している。米国景気は二番底リスクを回避し、民需主導の自律的な回復に向け、着実に足場を固めていくこととなろう。実質 GDP 成長率は 10 年が +3.3% (昨年 11 月予測: +2.6%)、11 年は +3.0% と予想する。

利上げは 11 年年央辺りを予想

昨年後半から足元にかけて、マーケットの利上げ期待は、経済指標の発表などによりやや振れる場面が散見されたが、FRB の政策スタンスはこの間、さほど変化していない。実体経済の動きに合わせて、景気判断は徐々に上方修正されてきてはいるものの、物価については、「大幅なスラック（需給ギャップ）がコスト圧力を抑制し続け、長期的なインフレ期待も安定している」ことから、「しばらくの間、インフレは抑制された状態が続くであろう」という評価が据え置かれている。この結果、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という 3 条件を前提に、「当面の間 (for an extended period)」は、政策金利が現行水準で維持されることとなっている。「当面の間」という時間軸を示す文言については、先日、ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁が変更を主張したものの、それも今のところ、議決権を持つ FOMC メンバー 10 名中、1 名に過ぎない。

今後の見通しとしては、まず FRB の利上げ開始は 11 年年央辺りになるとみている。その理由として、第一に失業率の水準が高いことが指摘される。この点、雇用者数は今後、景気回復に合わせて順調に増え始めるとみているが、一方で雇用情勢の改善に伴い労働参加率も上昇してくる公算が大きいとみているため、10 年以内に失業率（失業者/労働力人口）が明確に低下してくることは難しいであろう。また、バーナンキ議長を始め、現行の FOMC メンバーはハト派が優勢

となっており、どちらかといえばインフレよりも十分な景気回復を見据えた舵取りを行なう可能性が高いとみられる。この点、景気との関係で言えば、循環的要素や政策効果が剥落した後、景気回復の自律性がより明確になってくるのは 11 年に入ってからとみられるほか、経験的には、ISM 指数の低下局面での利上



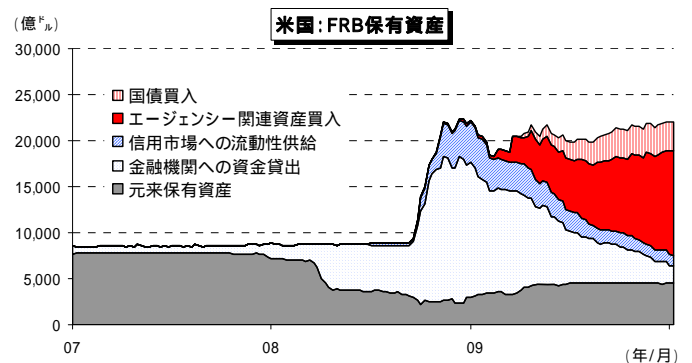
出所：米労働省、FRB、DatastreamよりSRI作成

* 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。



げはここ最近では例がない（ISM 指数は、指数の水準やサイクルを考慮すれば、足元から 10 年にかけて低下していくこととなろう）。その他、年初の講演で、バーナンキ議長は「資産価格の上昇は金融政策ではなく、行政や規制によって対応すべきである」としており、資産インフレを景気に優先させることに前向きではない。10 年 11 月に中間選挙が行なわれるという政治との兼ね合いも考慮すべきポイントの一つであろう。雇用を「2010 年の最重要課題（No.1 focus）」とするオバマ政権をよそに、果たして FRB が高失業率のもとで利上げに踏み切れることができるであろうか。

こうした状況を踏まえると、当面の間、FRB は現行の金融緩和状態を続けると同時に、「出口政策の準備は十分に行っている」ことを周知徹底させることで、マーケットの期待をコントロールするという動きを続けることとなろう。なお、先日のバーナンキ FRB 議長議会証言（公表文）によると、出口政策の手順としては、まずは保有資産を買戻し条件付きで売却するリバース・レポ（Reverse Repurchase Agreements）や、FRB に一定期間、資金を預けるターム物預金ファシリティ（Term Deposit Facility）を用いて、流動性吸収を小規模でテストしていく。そして、いよいよ金融緩和是正の時期が近づいてくれば、短期金利をより正確にコントロールするために、流動性吸収の量を拡大。それから準備預金への付利金利を引き上げていくとしている（なお、経済・金融環境が



注：金融機関貸出 = 窓口貸出 + レポ + TAF + PDCF + 中銀スワップなど
信用市場流動性 = AMLF + CPFF + TALF + MMIFF (利用実績無し) + Maiden Lane など
出所：クリーブランド連銀資料よりSRI作成

より迅速な出口政策を必要とするのであれば、FRB は流動性吸収と付利政策をほぼ同時に開始するであろうとしている。その他、バーナンキ議長は決定事項ではないと断った上で、「今後しばらくの間（for a time）は、準備預金残高とともに準備預金付利金利が金融政策の指標になるであろう」としている。理由としては、昨今のように市場への流動性供給が過剰になっている状態で、FF レート誘導目標は短期金融市場において、あまり信頼のある「ものさし」とは言えないとしている。これは、時にマーケットにおける FF レートが誘導目標から乖離することを懸念した上での発言であろう。

最後に、目先の政策の焦点となっているエージェンシーMBS の買入については、今のところは予定通り 3/31 をもって終了させることになっている。しかし、FRB は資産買入オペに限らず、これまでのすべての特別オペに関して、経済・金融情勢を勘案して修正を加えることがあるとしており、状況に応じて柔軟に対応していく姿勢を打ち出している。例えば、ダドリーNY 連銀総裁は、「MBS の買入中止で住宅市場に悪影響が出るとすれば、再び MBS の買入を再開するであろう」としている。逆に、資産売却に関しては、バーナンキ議長は、「景気が明らかに持続性を有し、金融緩和政策の是正が進展するまでは、FED が近い将来（in the near term）に資産売却を行なうとは思えない」としており、仮に売却を行なうとしても「緩やかなペースで、かつ市場との透明性の高い対話のもとで行なう」としている。特に、エージェンシーMBS に関しては全残高に対する FRB のシェアが約 20% とかなり高まっており、市場に与える影響が大きいと考えられることから、実際に売却が行なわれるのは、腰の入った景気が回復が達成され、住宅市場にもかなりの回復

* 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。



感が出始めてからになる。一方、国債に関しては、現時点でのFRBの国債保有残高は8000億ドル弱にすぎず、実はこれは危機以前の保有水準に戻ったに過ぎない。このため、国債については金額的には積極的に売っていく必要はないが、デュレーションはより短期化していくことが望ましいと考えられている。

以上を踏まえると、今後の金融政策の流れとしては、流動性吸収プログラムの拡大、「時間軸」の文言変更、準備預金への付利金利の引き上げ、バランスシートの縮小（資産売却）が標準的な流れになるとみられる。この中で、目先、利上げへの初動として最も注目されるのは「時間軸」の変更であろうが、ダドリーNY連銀総裁は先日、「当面の間とは半年ほど先を指す」と発言している。このことは時間軸の文言変更が、実際の利上げの半年ほど前に行なわれるという可能性を示唆するものと考えられよう。04年の利上げ時も、初めの文言変更が04年1月に行なわれ、実際の利上げは04年6月から開始されている。となれば、仮に11年年央辺りからFRBの利上げが開始されるとすれば、時間軸の変更は10年末から11年にかけて行なわれるということになる。

上振れ・下振れのリスク要因

リスク要因を指摘していくと、まずアップ・サイドに関しては、過剰流動性を背景にした金融資産の上昇が、消費を中心に資産効果をもたらすこと、成長期待の高まりにより、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、抑制されてきた耐久消費財や住宅などにペントアップ需要が発現すること、信用収縮が解消に向かうこと、新産業創出など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が指摘されよう。一方、ダウン・サイドに関しては、資産インフレが株や住宅に留まらず商品市況にまで波及することで、原材料コストの高騰やFRBの早々の利上げを招くこと、オバマ政権への支持率が低下し指導力が低下すること（残りの任期2年間のレームダック化）、また、その際、オバマ政権が過度の金融規制などポピュリズム的な政策に傾斜すること、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、外発的なショックなどにより景気が悪化し、不良債権問題が再発すること、財政再建シナリオへの信頼が失われ、財政（ソブリン）リスクが台頭することなどには注意が必要となる。そして、以上のような個別のリスクに対して、全般的に関係してくるのが、やはり前例のない大規模な財政・金融政策からの「出口政策」であろう。その巧拙により様々なリスクが浮沈し、ひいては実体経済やマーケットに影響を及ぼすこととなる。

そこで、まずFRBの出口政策に関しては、そのタイミングが重要なポイントとなつてこよう。言うまでもなく、金融緩和状態の是正が早すぎる場合は、景気に対するマイナスのインパクトが懸念され、逆に遅すぎる場合は、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。この点について留意すべきポイントは、まず現行のFOMCメンバーが景気に軸足を置いたハト派が主流であるという点であり、1930年代の大恐慌や日本の経験などを踏まえた結果、引き締めがやや遅れるという可能性が指摘される。また、FRBが94年や04年のように金融機関の信用動向まで考慮に入れた舵取りを行なうのであれば、利上げは早く

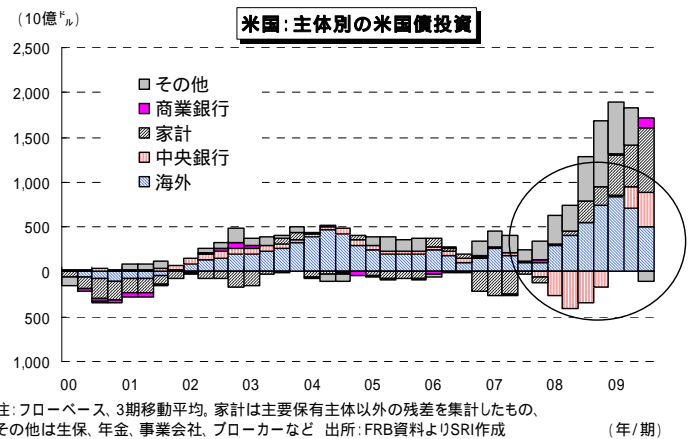
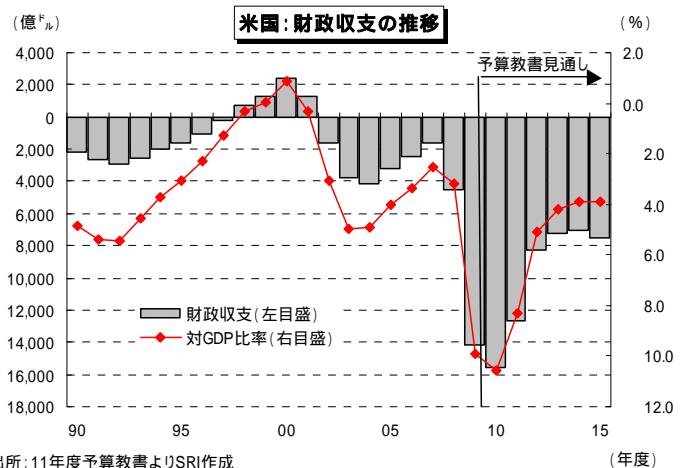
*本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



でも 11 年後半といった可能性が浮上してくる（先述の通り、米国の信用収縮は早くて 11 年後半には解消してくる可能性が指摘される）。こうした点を踏まえると、FRB は自然体で臨んだとしても、どちらかといえば、利上げが遅れがちになるリスクが大きいと考えられるのではないかと。そして、その場合には 2 つの要因からインフレ（期待）の上昇を引き起こされる可能性がでてくる。一つが、FRB の金融政策が後手に回る、いわゆる ” behind the curve ” により、FRB が市場からの信頼を失うケースである。そして、もう一つが金融緩和による過剰流動性が資産インフレを引き起こすケースである。特に後者のほうは経験的にみて蓋然性が高く、実際に FRB が警戒しているのも後者であろう。この場合、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、目先の景気にとってプラスになる可能性があるが、それも行き過ぎれば、次のバブルの萌芽となり景気の振幅を高めることとなる。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。確かに、FRB はこうした状況を懸念して、流動性吸収策の準備に抜かりがないことを全面的にアピールしてはいる。しかし、例えば準備預金への付利政策は、金融機関にとって準備預金を FRB 内に留める誘因とはなりえるが、金融機関が資金を最終的にどこで運用するかを絶対的にコントロールすることはではない。このように、流動性へのアクセスの可能性が残されている限り、過剰流動性懸念は燻り続けることとなる。

次に、財政政策の「出口」も、その巧拙によっては様々なリスクにつながってこよう。米国の財政赤字は 09 年度（08/10～09/9）時点で 1.41 兆ドルに達しており、先日の予算教書では、続けて 10 年度は 1.56 兆ドル、11 年度は 1.27 兆ドルの赤字が予想されている。仮に、追加的な景気対策の必要性が浮上したり、もしくは財政再建シナリオへの信用が失われるなど、財政の持続可能性への懸念が高まれば、長期金利に上昇バイアスがかかり、回復途上の米国景気にとって重石となってこよう。オバマ政権にとっての課題は、例えば雇用や中小企業支援などの必要に応じた最低限の景気対策は継続しつつも、その一方で財政再建のための道筋は明確、かつ信頼性のあるものにし、海外を中心とした投資家の信用をいかにつなぎとめていけるかである。

まず、海外との関係性をみていくと、米国債残高における海外のシェアは約 50% 程度に達し

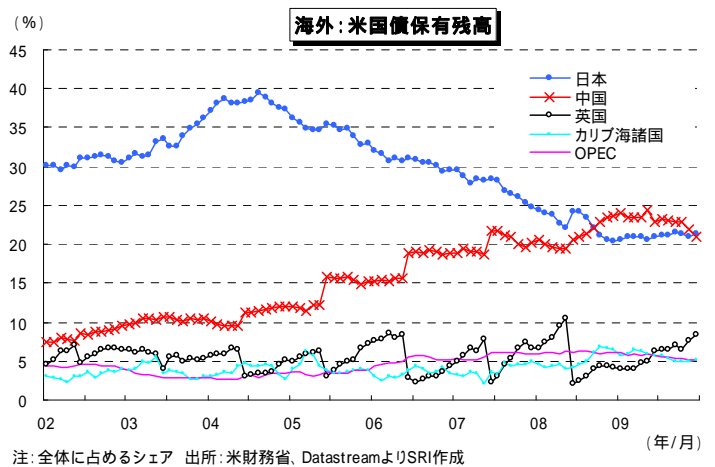


* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



ており、フロー・ベースでも09年7-9月時点で30%近くを占めている。同じく30%程度のシェアに達していた中央銀行による買入が終了した今、国債ファイナンスを円滑に行なっていくためには、引き続き海外との関係が重要であると考えられ、その点、特に中国との関係には神経質にならざるを得ないであろう。しかし、その中国との関係には常に矛盾が付きまとい、米国は中国にファイナンスを大きく依存する一方で、人民元に対しては柔軟性を求め、国内輸出企業やリベラル派を中心とする民主党員からの圧力に応えていかなければならない。特に、オバマ政権は今後、中間選挙に向けて医療改革法案などの重要法案を成立させていくことが必要であり、そのためには議会サイドの意向を無視した外交・通商政策は採りづらくなってきている。また、先日の一般教書演説では、オバマ大統領は今後5年間で輸出を倍増させるという「輸出倍増政策」を打ち出しており、

対新興諸国を中心にドル高是正圧力を強めていく可能性がある（基本的には、関税や非関税障壁の除去など通商政策や、産業育成による輸出競争力の強化などが政策の軸となるであろうが）。しかし、周知の通り、新興諸国の中には為替制度に柔軟性を欠き、ドル安阻止のための介入資金が国内で資産インフレを引き起こすという問題に直面している国も散見される。オバマ政権は、国内からの圧力に配慮しつつ、こうした海外からの不平不満に対しても何とか折り合いを付けつつ、円滑なファイナンスを継続していかなければならない。



しても何とか折り合いを付けつつ、円滑なファイナンスを継続していかなければならない。

他方、信用リスクを保つためには、信頼のある財政再建計画を示す必要がある。先日発表された予算教書で提示された主な再建策としては、11年度からの3年間は裁量的支出（国防除く）を据え置く、金融危機責任手数料を大手金融機関から徴収する、高額所得者向け減税を打ち切る、利益誘導型（ear-mark）予算の削減、超党派による財政規律委員会を設立するなどが挙げられている。こうした状況を踏まえると、中間選挙前に追加的な大型景気対策が打ち出される可能性は低いと考えられよう。例えば、選挙対策としての景気対策などを期待する声もあるが、それが選挙前に十分な効果を発揮するためには、どんなに遅くとも半年前辺りから支出を開始していく必要がある。しかし、ここから議会で審議を始め法案を成立させるというプロセスを考慮すると、選挙対策用の景気対策はすでに手遅れである公算が大きい。また、そもそも現時点で追加の大型対策が求められるほど景気は悪化していないし、追加対策を主張すること自体が、これまでのオバマ政権の政

米国: 財政規律・再建プラン

＜予算教書＞	
昨年追加で支出した1兆ドルの返済方法 (財政規律・再建の方法)	
11年度から3年間は国防関連を除く裁量的支出を据え置き (250億ドル/10年間)	
金融危機責任手数料の徴収 (900億ドル/10年間)	
投資ファンドの節税抜け道 (loophole) の修正 (240億ドル/10年間)	
高所得者層 (世帯収入25万ドル以上) への減税打ち切り (6780億ドル/10年間)	
多国籍企業の租税回避阻止 (1222億ドル)	
化石燃料企業に対する優遇措置の中止 (390億ドル/10年間)	
利益誘導型 (イヤーマーク) 予算の削減	
超党派の財政再建委員会の設立	

出所: 米予算教書より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。



策効果を否定してしまうという矛盾もはらむ。さらに、現時点で、共和党サイドだけではなく、財政規律を重んじる民主党内の「ブルドック連盟」などからも、追加的な財政支出に対する反対も強まっている。繰り返しになるが、今のオバマ政権にとって議会を無視した政権運営は非常に困難である。もっとも、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、そこは住宅や失業、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るのではないかと。実績らしい実績を残せずに中間選挙に臨むとすれば、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。また、その際、オバマ政権が先般の追加的な金融規制改革案（ボルカー・ルール）を提示したように、ややポピュリズム的ともとれる政策に傾斜していくリスクもあるのかもしれない。

以上のように、当方の見通しでは、米国景気は11年末に向け、民需主導の自律的な回復への基盤を着実に形成していくとみており、リスク・シナリオに関して、どちらかといえば上方（アップサイド）のほうが蓋然性が高いとみている。しかし、今の米国景気は、バブル崩壊による遺産を処理したことによる回復とは言いがたく、これからも回復への道のりは決して平坦ではない。すなわち、現状は負の遺産を抱えたまま、しかし循環的要素や政策効果によって支えられた景気の持ち直しが、雇用やバランスシート調整に少しずつプラスの影響を与えつつ、前に進んでいるといった状態に過ぎない。こうした状況において、外部性ショックや出口政策の失敗などによって景気が腰折れするような事態が起これば、米国経済は再び不良債権問題を軸とした負のスパイラルへと転落して行きかねない。その際は、すでに財政・金融政策ともに出し尽くした状態から再出発となるため、これまで以上に厳しい経済情勢になることが懸念されよう。そうした状態に陥らないためにも、米当局にはこれからも引き続き慎重な舵取りが求められ、オバマ大統領にとっても、引き続き正念場が続くといえそうである。

* 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。



米国経済予測 総括表

	2009				2010(予)				2011(予)				2009	2010(予)	2011(予)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	6.4	0.7	2.2	5.7	3.9	3.0	2.7	2.6	2.9	3.2	3.3	3.4	2.4	3.3	3.0
(前年同期比)	3.3	3.8	2.6	0.1	2.8	3.7	3.8	3.1	2.8	2.9	3.0	3.2			
個人消費	0.6	0.9	2.8	2.0	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	3.0	0.6	2.1	2.6
設備投資	39.2	9.6	5.9	2.9	3.6	5.5	7.8	8.9	9.6	10.2	10.7	10.8	17.9	2.5	9.3
住宅投資	38.2	23.2	18.9	5.7	11.3	5.5	9.2	2.4	8.9	7.2	5.8	5.3	20.4	4.2	4.9
*在庫	2.3	1.4	0.7	3.3	1.9	1.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.6	1.3	0.1
*純輸出	2.6	1.7	0.8	0.5	0.4	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	1.1	0.1	0.2
輸出	29.9	4.1	17.8	18.1	9.0	7.5	7.0	6.0	6.5	7.5	8.5	9.0	9.9	10.1	7.1
輸入	36.4	14.7	21.3	10.5	10.3	8.8	6.6	5.3	6.7	7.6	8.9	9.0	14.2	8.8	7.1
政府支出	2.6	6.7	2.7	0.2	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.9	1.6	1.3
名目GDP 前期比年率	4.6	0.8	2.6	6.4	5.3	3.3	3.4	3.4	3.8	4.2	4.9	5.1	1.3	4.0	3.9
GDPデフレーター 前年比	2.0	1.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	1.1	1.3	1.2	0.7	1.0
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	9.4	9.2	9.0	-	-	-
雇用者数増減	75.3	47.8	26.0	10.3	2.6	8.5	15.6	21.5	23.8	26.3	28.1	29.8	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	0.4	0.2	0.7	1.3	2.3	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0	2.2	2.4	0.2	2.4	2.2
同 コア 前年比	1.7	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3	1.5	1.2	1.3
鉱工業生産	19.0	10.4	6.9	7.0	6.2	3.9	2.0	1.7	2.7	4.2	5.2	6.1	9.7	4.1	4.6
FFレート誘導水準	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	0.5	1.0	1.5	-	-	-
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.70	3.60	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	-	-	-

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)、需要項目の下限(*)、在庫、純輸出は寄与度、雇用者数はセンサス調査による増減を除くベース、FFレートは実績は期末値、予測はレンジで表示、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で表示、出所: 米商務省、労働省、FRB、Datastreamより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。