



新光総合研究所

投資調査部 猿渡 英明
電話：03-5203-6501
http://www.shinko-ri.co.jp/

2010/2011 内外マクロ経済予測 <米国>

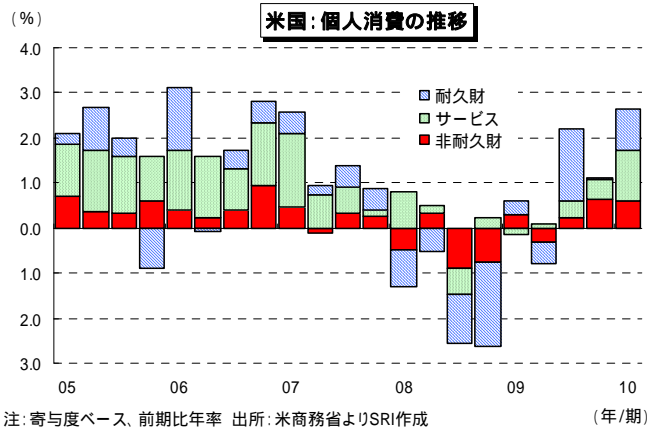
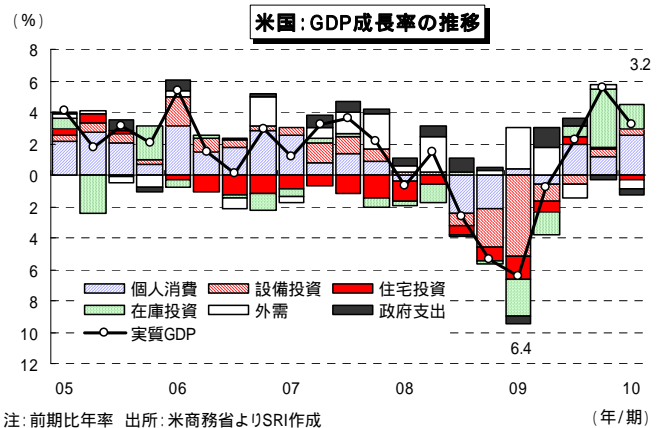
自律的回復局面に差し掛かる米国景気

Shinko Research Institute

- 米国の10年1-3月実質GDPは前期比年率+3.2%と前期に続き高めの成長率を維持した。在庫要因が成長率を押し上げる展開が続いているものの、それを除く最終需要ベースでも持ち直しの動きが確認される。個人消費が裾野を広げつつ回復してきた点が注目されよう。
- 雇用回復が鮮明になり、景気は自律的な回復局面に入ってきたとみられる。雇用・所得環境の改善は、個人消費を中心に景気回復をより安定的かつ持続的なものにしよう。11年末までの予測期間を通して、米国は概ね3%を超える成長を続け、10年は+3.4%、11年は+3.2%の成長を予想
- 自律的景気回復が視野に入ってきた今、経済情勢からすればFRBは利上げ開始時期を早める可能性が高まったとみているが、直近のマーケットの混乱など考慮し、引き続き11年年央の利上げを予想。まずは流動性吸収オペや時間軸の変更などに注目したい。
- 景気回復が進展するにつれ、景気に対するダウンサイド・リスクの蓋然性は徐々に低下していくことになろう。不良債権問題にしる、信用収縮問題にしる、景気回復とともに徐々に解消に向かうのではないかと。但し、財政・金融政策の出口政策の巧拙には引き続き注目していきなす。

堅調な回復をみせる米国景気

米国の2010年1-3月期実質GDPは前期比年率+3.2%と、前期(同+5.6%)からは鈍化しつつも引き続き高めの成長を維持した。当期も在庫要因が成長率を押し上げる格好となっているものの、その在庫を除いた最終需要ベースでも同+1.6%と前期(同+1.7%)同様に持ち直しの動きが続いている点は評価に値しよう。米国景気は未曾有の金融危機を経て、着実に回復し続けていると判断される。特に、GDPの約7割を占める個人消費が当期は同+3.6%と堅調に推移しており、政策効果抜きでも耐久財消費が底堅い動きになっている上、非耐久財やサービスへの波及も確認される。景気の牽引役として期待される個人消費が堅調に推移している点は、今後の米国景気を展望する上で大きなプラス材料であろう。設備投資も概ね底堅く推移しており、当期は全体で同+4.1%と2期連続のプラスとなっている。機器・ソフトウェア投資が情報関連(情報機器・ソフトウェア)を中心に同+13.4%の大幅増となっているほか、生産関連や輸送機器も改善の動きを示し



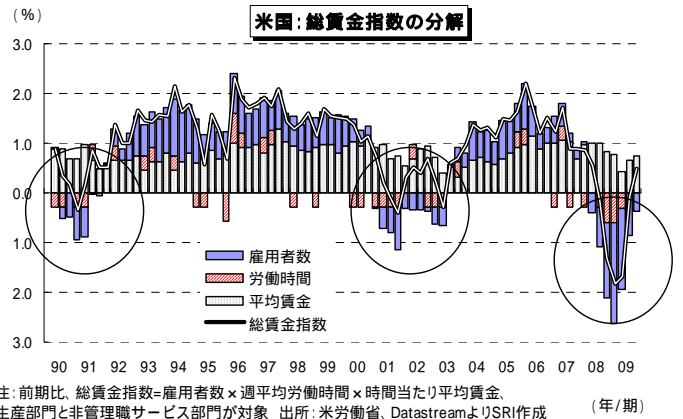
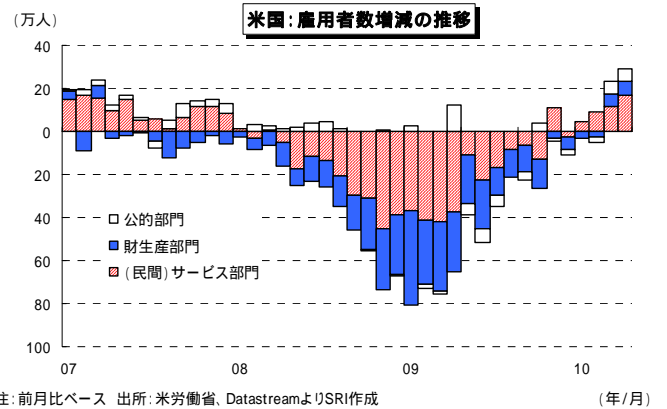
* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



ている。しかし一方で、構築物投資は同 14.0%とマイナス幅を縮小させつつも大幅減が続いており、企業の投資活動が依然として能力増強投資にまで波及していない姿が確認される。その他、住宅投資は天候や減税といった特殊要因により変動がみられるが、同 10.9%と足元は弱含み。輸出は同 +5.8%とモメンタムは鈍化しつつも 3 期連続の増加となり、新興諸国向けなどを中心に堅調な動きが続いている模様。そして、在庫投資は当期は実額ベースでみて +311 億ドル(前期 197 億ドル)と 2 年ぶりにプラスに転じており、企業がようやく在庫を積み上げ始めたことが窺える。但し、在庫率等を確認すると、需要回復に比べ在庫水準は依然として低位に留まっており、目先は引き続き在庫積み増しの動きが成長率を押し上げる展開が予想されよう。但し、年後半になれば、在庫投資は積み増しの動きが続くものの、循環的にこれまでの増加ペースが徐々に鈍化していくことになる。これは、GDP 成長率に対してはマイナス寄与となる。このため、今後の景気全体のモメンタムは、大まかに言えば 10 年後半に向け緩やかに鈍化していき、その後 11 年に入れば徐々にピックアップしてくるという流れを想定している。

自律的景気回復への足場を固める

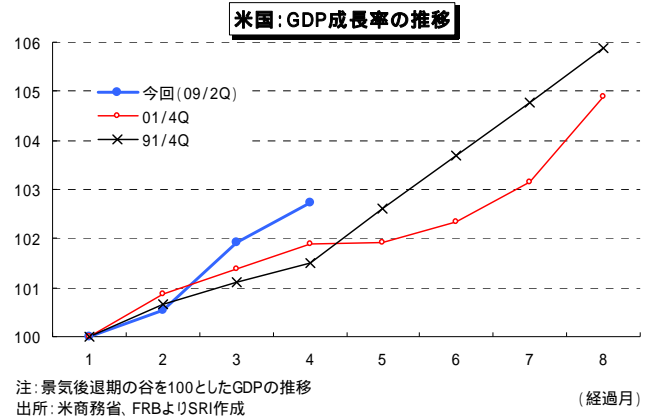
10 年末に向け景気モメンタムが多少鈍化するとはいえ、GDP の中身としては徐々に自律的回復の様相を呈する内容になる。その鍵を握るのが雇用情勢であり、4 月の(非農業部門)雇用者数増減は前月比 +29.0 万人となり、また 3 月分も同 +23.0 万人へと上方修正されている。最終需要が持ち直していることから、こうした雇用回復の動きは実体経済に沿ったものであると捉えることができるが、同時に、未曾有の景気悪化に直面して、企業が雇用を急激に削減したその反動分が上乘せされている可能性が指摘されよう。例えば、労働分配率の推移をみると、今回の景気後退局面(07 年 12 月~)では、前回 2 回(90 年 7 月~、01 年 3 月~)と比べ、景気後退局面入りする時点ですでに労働コストが抑制されており、企業はそこからさらなる雇用削減を実施していったことが分かる。また、労働コスト(総賃金指数)を分解すると、米国企業は概して、景気悪化とともに雇用削減を行い、比較的早いタイミングでコストカットが進む傾向にある点が指摘される。こうした動きにより、ワークシェアリングや時短によって雇用を守りつつ労働コストを抑制する日欧と比べ、米国企業は収益の立て直しを早めに進めることができる。前



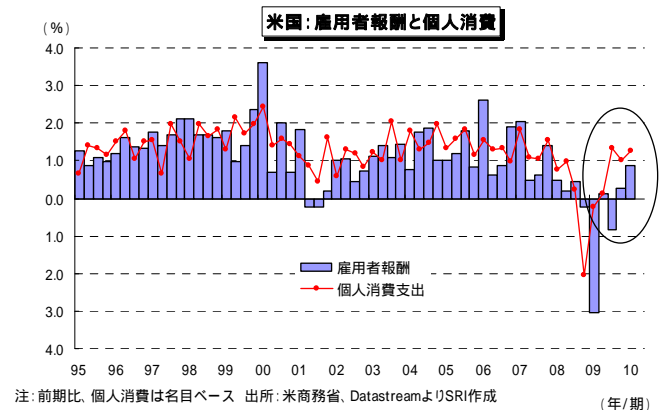
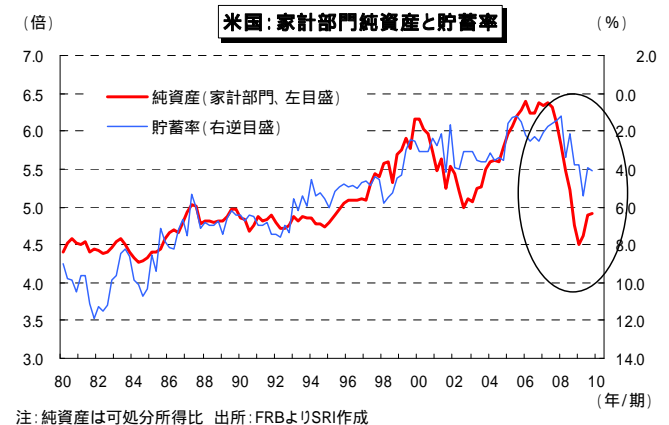
* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



回のジョブレス、ジョブロス・リカバリー時は雇用コストの削減が不十分であり、かつその後の経済成長率が緩慢なものに留まったことで雇用の回復が遅れた。しかし、今回は雇用コストは十分に削減され、かつ景気回復初期の成長率も前回よりも高く推移している。以上のような動きを踏まえ、当方（新光総合研究所）は、前回見通しでは11年末に向けて雇用が徐々に回復していく姿を想定していたが、今回の見通しでは、10年内に雇用が足元から年末にかけて反動的に強めの回復をみせ、その後11年に入れば徐々に経済成長に見合った巡航速度の回復ペースへと落ち着いていく流れを想定した。



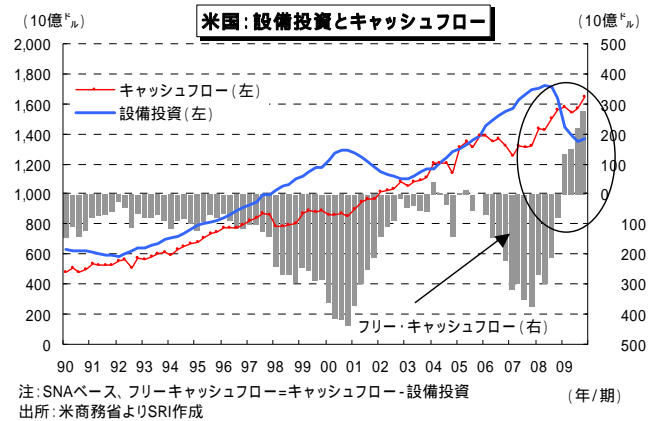
こうした雇用回復はまず、新たな所得形成やマインドの改善を通して個人消費の回復に寄与しよう。これまでの消費は、株価上昇や住宅価格の下げ止まりによる資産効果、純資産の下げ止まりによる貯蓄率のピークアウト、減税効果、自動車など大型耐久財を中心とした値ごろ感の台頭、大きく減らしすぎた消費の反動、もしくは節約疲れなどによって支えられてきたと考えられる。しかし、ここ最近では、雇用者報酬を中心に所得が持ち直しの動きに転じており、消費は多少なり所得要因が支える形に変化してきている。こうした支出と雇用が相互的に回復していく動きが今後も続けば、消費はより安定的、かつ持続的な回復をみせることとなる。さらに、こうした需要回復や成長期待、そして最近の堅調な生産活動の動きなどを踏まえれば、増加に転じてきた設備投資はこの先、さらに回復ペースを強めることとなる。稼働率の水準が依然として低いことから、当面は更新投資や省力化投資などの合理化投資が中心になると考えられるが、景気が自律性を得ることである程度は持続的な回復が期待できるとすれば、直に能力増強などを目的とした腰の入った投資活動への波及もみられよう。確かに、商工業向けローンの動きなど確認すると、依然として資金借入環境は良好とはいえないものの、一方でここ最近の米国企業は潤沢なキャッシュフローを抱えており、設備投資/キャッシュフロー比率はここ数十年で最



* 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。

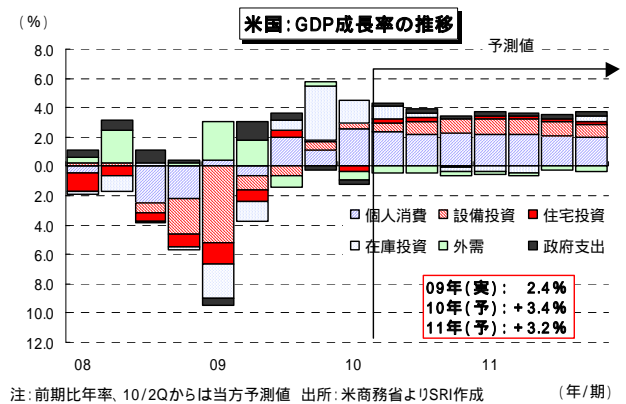


低のレベルにまで低下している。また、クレジット・スプレッドの低下（最近ギリシャ問題などによりやや上昇してはいるが）や社債による資金調達が確認されることから、金融市場の混乱が資金調達を妨げるという動きはすでに一巡しているとみられる。以上を踏まえ、信用収縮問題が企業の投資活動を妨げるというシナリオにはすでに描きづらいことが分かる。但し、構築物投資に関しては最悪期は脱していると思われるものの、当面はマイナスの動きが続くであろう。そもそも構築物投資は景気に遅行し、例えば失業率との相関が高いことが指摘される。实体经济の回復がある程度継続し、商業用不動産や生産設備の稼働率が上昇してくるまでは、当部門は今しばらく弱含みの推移となろう。

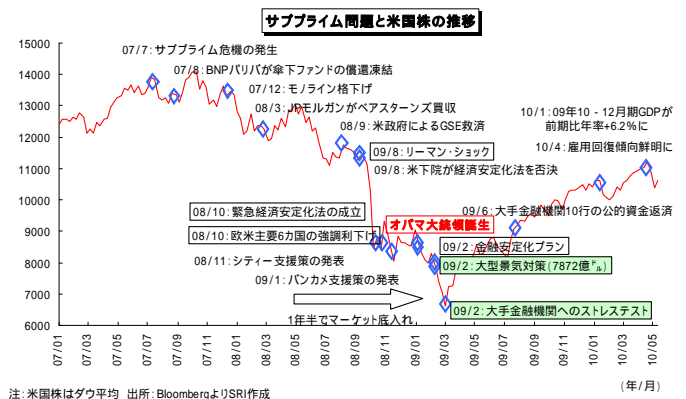


以上の点を踏まえ、今後の米国経済については、

在庫循環に伴う景気回復モメンタムが一巡してくるにつれ、10年末にかけては緩やかに成長率が鈍化していく流れが想定されるものの、一方で、雇用情勢の改善によりすでに最終需要は回復に向かっていることから、成長の中身的には自律回復の動きが足元から継続するとみている。予測期間中は概ね3%（前期比年率）を超える成長が続き、10年の実質GDP成長率は+3.4%（10年2月予測：+3.3%）、11年は+3.2%（同+3.0%）を予想する。仮にこうしたシナリオが現実のものとなれば、米国景気は予想以上に早いタイミングで回復に転じ、長期間に渡ってバブル後遺症に悩まされるといった展開にはならない公算が高いといえそうである。このように、米国経済が早期に回復に転じることができた点について、現時点で当方が注目していることは、まず需要回復の軸となる個人消費の回復のタイミングが早かった点が挙げられる。それには先ほど指摘したように、高額所得者の消費シェアが高いことから資産効果が発現しやすいという米国の消費構造に加え、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、そしてバブル崩壊後に社会全体としての成長期待が下方屈折しなかったことなどが理由として挙げられるのではなかろうか。そこには米国民が元来持つとされる楽観的かつ進歩的な気質などが影響したのかもしれない。さらに、迅



速に



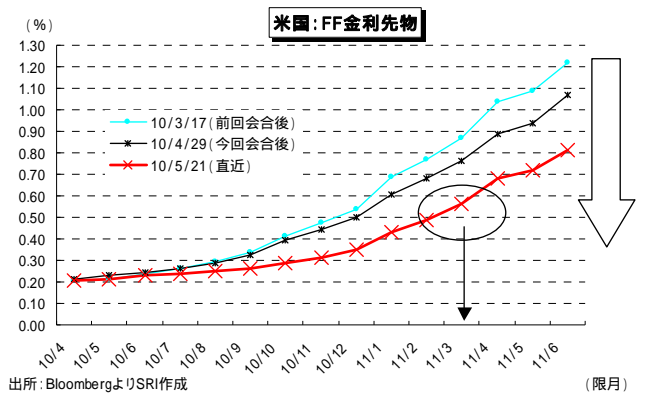
* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



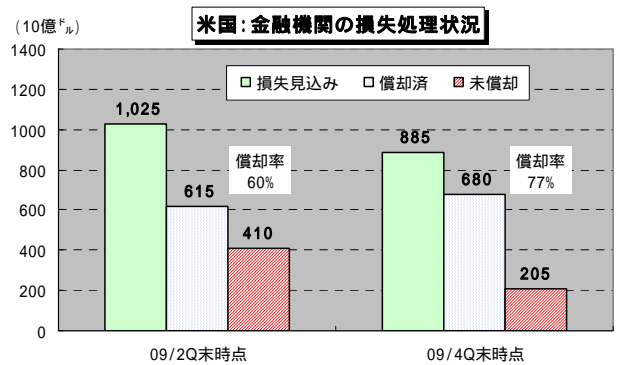
速な政策対応も景気回復に奏効したであろう。FRBによる早期利下げと一連の信用緩和政策はマーケットの機能回復を促したであろうし、大型景気対策（ARRA）、不良債権救済プログラム（TARP）、金融安定化プランといった一連の政策対応は、実体経済や金融システムの復旧に大きく貢献したといえよう。こうした流れのなかで株価は大底をつけ、以後、上昇が続くことで景気回復が下支えされる展開となった。さらに、大手金融機関19社を対象としたストレス・テスト（SCAP）も注目に値し、これによりマーケットを納得させ、かつ民間資本を金融機関に呼び込むことに成功した。この結果、金融不安は徐々に軽減され、マーケットや金融、そして実体経済がスパイラル的に悪化していくという悪循環にも歯止めがかかるようになっていった。

利上げは11年年央辺りを予想

実体経済の回復が鮮明になり、かつFRBが出口政策の準備を始めたことで、マーケットは徐々にFRBの利上げ期待を高めていった。この間、マーケットの利上げコンセンサスは10年年央から後半にかけて集中していた。しかし、最近ではギリシャ問題に端を発するマーケットの混乱もあり、11年前半の利上げがコンセンサスとなってきている。もっとも、そもそもFRBの政策スタンスはマーケットの期待が変化するなかでも、全く変化しなかったといっている。すなわちFRBは、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条件により、「当面の間（for an extended period）」は現行の政策金利水準を維持すると言いつけている。



当方としても、引き続き11年中頃の利上げを予想している。まず、雇用情勢の改善が進んでいるとはいえ、失業率は引き続き高止まりする公算が大きい。特に、10年は雇用情勢の回復とともに労働力人口が比較的早いペースで増加すると考えられ、なかなか失業率が下がりにくい展開が続くだろう。また、インフレ率に関しても足元、鈍化傾向に転じている上、大幅に開いた需給ギャップを考慮すれば、当面は上昇しづらい状態が続くとみられる。さらに、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意識すべきなのかもしれない。もっとも、雇用情勢の回復により米国景気はすでに自律的な回復局面に入ってきているとみられ、また、不良債権処理の進展とともに銀行システムが正常化に向かえば、FRBは過

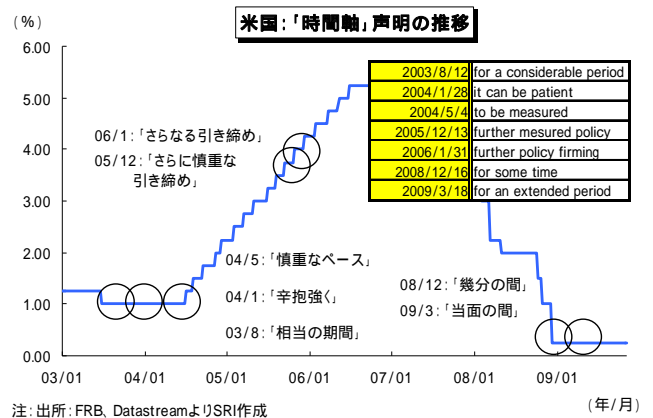


注: 損失見込みは07/2Q~10/4Qの合計、償却率=償却分/損失見込み合計
出所: IMF「Global Financial Stability Report」よりSRI作成

* 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。



剩信用の問題にも気を配る必要がでてくる。実際、IMF 資料などによれば、米金融機関の不良債権処理が着実に前進していることが分かり、同時に貸出基準も大中企業向けローンが「緩和」方向に傾くなど改善の動きが出始めている。こうしたなかで、万全の流動性吸収策を持たない FRB としては、超過準備が实体经济へと染み出していく動きにはかなり気を使うであろう。こうした点を踏まえると、前回見通し時よりも幾分、利上げのタイミングが前倒しされるリスクが高まっているようにも思える。しかし逆に、最近のリスク回避的なマーケット動向は利上げを遅らせる要因になりえる。ギリシャを中心とする今回のソブリン・リスクに関しては、いつ終息に向かうのか不透明感が強い。こうした状況を踏まえると、利上げのタイミングは前にも後にも大いに動く可能性があると言わざるを得ない。但し、超低金利状態から開始する金融緩和状態の是正は当面の間、实体经济への影響は乏しいと考えられることから(景気に影響が及ぼすリスクを抱えての利上げ開始はおよそ考えづらい)そこでの課題は、まずはいかにマーケットへの影響を最小限に留めるかという点になるのではないかとみている。このため、今回も04年~06年のような予見性の高い舵取り、すなわち慎重かつ継続的なペース(measured pace)での利上げが想定されるのではないかと。なお、FRBは「利上げは準備預金への付利金利を『ものさし(指標)』として実施する」としており、その場合に本来の政策金利であるFFレート誘導目標がどのように変更されるかについては今のところ分かっていない。



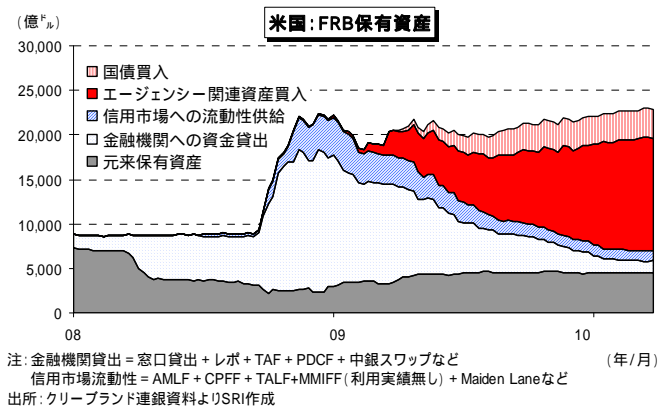
その他、今後のFRBをみる上でいくつかの留意点がある。まず、出口政策に向けた「流動性吸収オペ」がこれまでのテスト取引から徐々に拡大されてくる可能性が指摘される。実際、FRBは「リバースレポ(RRPs)」に関しては、国債とエージェンシー債を担保とした小規模のテスト取引をすでに実施しており、今後は担保をエージェンシーMBSにまで拡大、かつ春先には取引相手をプライマリー・ディーラー以外(例えばMMF)に広げる予定」としている。また、「タム物預金ファシリティ(TDF)については、5/10にTDFの入札ガイドラインを発表。今後数ヶ月間に小規模(small-value)の入札を5回実施するとされている(1回目は6月中旬に実施)もっとも、流動性吸収オペが開始されることは、必ずしも利上げのタイミングが近づいたことを意味しない。なぜなら、FRBは流動性吸収オペを2段階に分けており、まず第一段階として「制限された規模(limited basis)」での吸収を実施、そして第二段階として「大規模な(scaled up)」吸収を実施するとしているからである。第一段階の吸収オペに関しては、流動性吸収オペの十分な準備を行なうこと、市場参加者に流動性吸収オペに慣れてもらうことなどが目的として挙げられており、かつバーナンキ議長は「制限された流動性吸収は金融引き締め策の十分前(well ahead)に行なう」と発言、「出口戦略のツール構築は、実際にいつ金融引き締め策を行なうかということと異なる」といった声も聞かれる。よって、流動性吸収の開始が直接、利上げを意味するわけではないことを理解することが重要であろう。

* 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。



もっとも、第二段階の「大規模な」流動性吸収が開始されれば、それは「短期金利のコントロール」が目的として挙げられている以上、否応無く利上げを意識せざるを得ない。しかしこの際も、「大規模」吸収と利上げとの間にどれだけの間隔がとられるのか、またどれ程の流動性吸収が事前に行なわれるかについては不透明なままとなっている。おそらくこの点について、明確な決定が下されることはないかもしれないが、少数ながら利上げの直前に「大規模」吸収を行なうという意見が出されている点、もしくは「大規模」吸収と利上げは同時に行なうべきであるという意見がある点には注意が必要であろう。なお、いずれにしろ「大規模」吸収が始まれば、市場は利上げが近いことを察するであろうから、時間軸の文言変更については、その「大規模」吸収よりも前、もしくはほぼ同時に行なうことになるのではないかと。この結果、今後の政策の流れとしては、「制限された規模」での流動性吸収、時間軸の変更、「大規模な」流動性吸収、利上げ という流れを想定されるのではないかと。

次に、ここ最近FRBが利上げの前に資産売却を開始するとの思惑が、マーケットの利上げ期待に影響を与えるケースが散見される。しかし、FRBから公表されている資料によると、償還など受動的な償却だけでなく、売却によってバランスシートを量的、かつ質的に正常に戻すこと、事前のアナウンスメントに加え、経済や金融情勢に影響を与えない緩やかなペースで実施すること に関してはすでに合意済み。但し、その売却のタイミングに関しては、大半のメンバー（majority）は、最初の利上げから幾分間隔（some time）をあけて資産売却を実施するべきだとしているだけで結論は出ていない模様である。一方で明確に「資産売却は利上げ前に実施すべきである」とし、バランスシートの縮小に優先的に取りかかるべきであるとしているメンバーは、今のところブラッド・セントルイス連銀総裁くらいである。以上を踏まえると、今のところ、FRBが利上げ開始前に積極的に資産売却に乗り出すとは考えづらいといえるが、この点についてはマーケットの利上げ期待を左右するポイントの一つであるため、議事録等で引き続きFRBのスタンスをフォローしていく必要がある。



上振れ・下振れのリスク要因

最後に、以上のシナリオに対するリスク要因を指摘すると、まず、アップサイド・リスクをみていくと、引き続き、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、成長期待の高まりとともに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、信用収縮の解消とともに経済が活性化すること、同時に過剰信用が株価や不動産価格を押し上げるなどなどが挙げられよう。一方、ダウンサイド・リスクに関しては、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、政策効果（特に住宅対策など）剥落の影響が想定以上に顕在化すること、商業用不動産問題が深

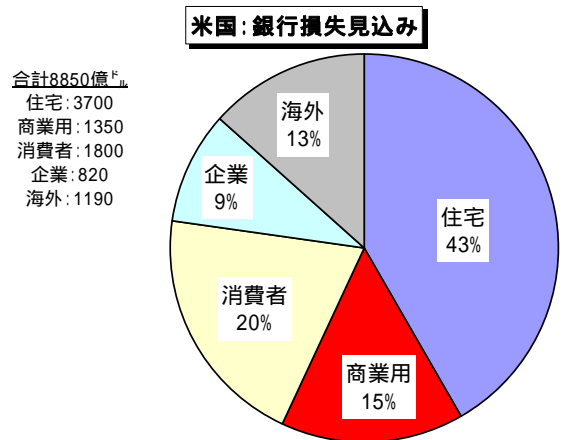
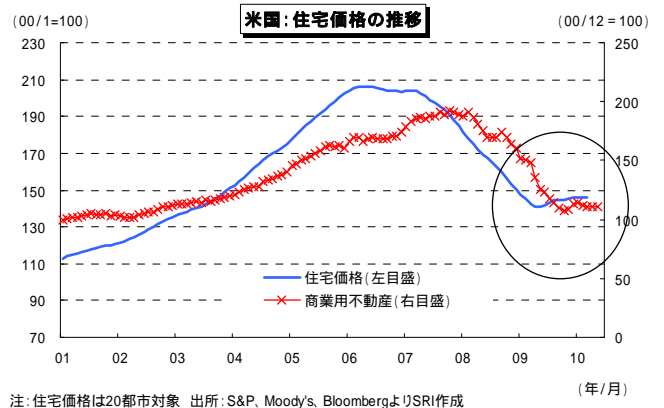
* 本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



まり、再び不良債権問題や信用収縮が発生すること、財政リスクが注目され長期金利が上昇することなどが指摘されよう。このうち、は多少なり今の景気動向にそうした動きが出ていることが指摘され、
 に関しては FRB の金融政策の巧拙が鍵を握ってこよう。そして、は米国の残る課題として引き続き留意が必要なポイントといえ、は米国景気の回復とともに、「悪い金利上昇」のリスクは低下しつつあるとみている。以下ではまず、商業用不動産問題を中心に の不動産問題について、現状と課題をみていくことにする。

米国景気が自律的な景気回復局面に入ってきた以上、ダウンサイド・リスクの蓋然性はかなり低下したとみている。しかし、住宅・商業用不動産市場に関しては未だ回復感が明確ではなく、価格面でみてもようやく下げ止まり感が出始めた程度である。住宅投資・構築物投資の需要は合わせて GDP の 5% 程度を占めるに過ぎないため、需要面での影響はさほど大きくない。しかし、住宅関連と商業用不動産関連の資産は、金融機関の損失源（07/2Q～10/4Q における IMF 推計値）としては約 60% を占めている。このため、不動産市場の動向次第では、金融機関が新たな損失を抱えそれが信用収縮につながっていくなど、再び実体経済の重石になる可能性が残されているということになる。特に、借り換え問題を抱える商業用不動産に関しては引き続き警戒が必要であり、銀行部門は 13 年まで毎年、1500 億ドル以上の借り換え需要に伝えていかなければならない。また、商業用不動産関連資産は中小金融機関における資産ウェイトが高いという特徴も、問題を難しくしている。

もっとも、今のところこの問題によって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、また実際は、信用収縮問題も全体的には少しずつ改善方向に向かっているのが現状である。10 年に入り破綻した金融機関は 72 行（5 月時点）となっており、昨年をやや上回るペースで増加中である。しかし、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り、中小金融機関の破綻が地方経済に深刻なダメージを与えているといった事態は回避されている模様。FRB の調査などを参考にすれば、商業用不動産ローンの借り換えに関しては、大半の金融機関が新規貸出が難しいなか、満期を延長することによって対応しているようである。また、ここ最近の変化として強調しておくべき点として、実体経済の回復が挙げられよう。最も象徴的であるのは雇用情勢の改善であり、それは不動産需要の



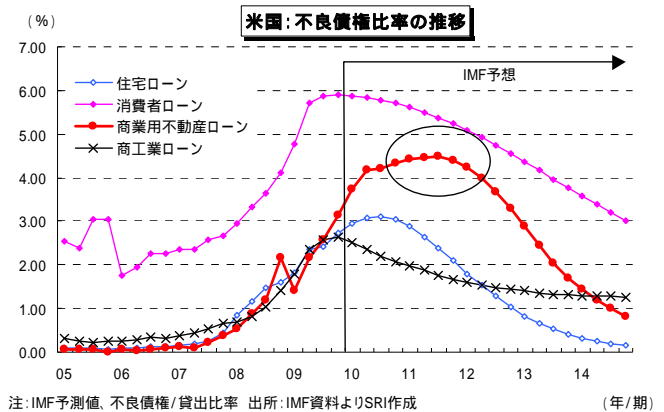
注：07/2Q～10/4Qまでの損失見込み、ローンと証券化商品の合計
 出所：IMF資料よりSRI作成

* 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。



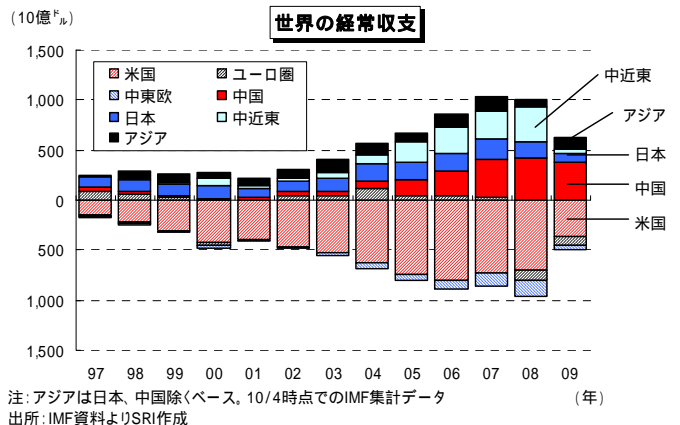
回復や賃貸収入などキャッシュフローの改善を通して、商業用不動産市況にプラスに働くこととなろう。さらに、景気回復や超低金利状態のサポートによる収益確保が続けば、金融機関の損失処理能力も向上していくこととなり、不良債権処理が進展することになる。実際、IMFの推計によれば、10年末までの商業用不動産関連資産の損失見込み額は、従来と比べやや軽減される方向にある。概して、不良債権問題は景気回復とともに解消される傾向にあり、米国に関しても当該問題についてはほぼ最悪期を脱しつつあるように思える。

但し、商業用不動産市況は景気に遅行する傾向にあり、その分だけ金融機関にとっては今しばらくは損失源となりえる。IMFでも、商業用不動産関連資産の不良債権比率がピークアウトするのは11年に入ってからとみているようである。その間、商業用不動産向けの信用供与がどこまで回復するかは未だ不透明であり、引き続き借り替え問題を中心に米国景気にとってはダウンサイド・リスクとなりえよう。商業用不動産問題は、「経済環境の改善により最悪期は脱しつつあるが、引き続きダウンサイド・リスクとして留意が必要である」と評価されよう。



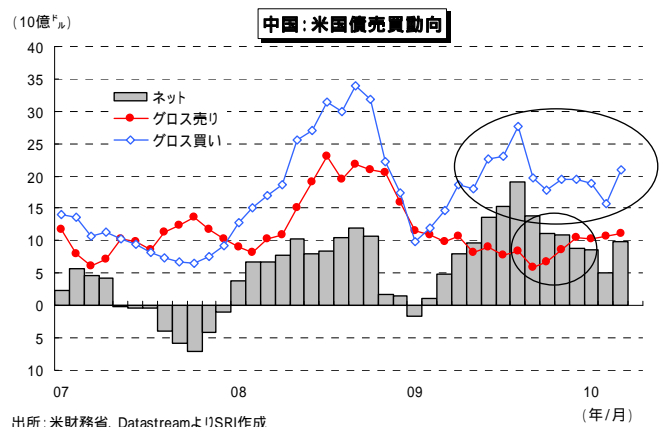
次に、の財政リスクを考えていくが、まず現時点での米国の財政赤字を確認すると、09年度(08/10~09/9)時点で1.41兆ドルに達しており、先日の予算教書では、続けて10年度は1.56兆ドル、11年度は1.27兆ドルの赤字が予想されている。仮に、追加的な景気対策の必要性が浮上したり、もしくは財政再建シナリオへの信用が失われるなど、財政の持続可能性への懸念が高まれば、長期金利に上昇バイアスがかかり米国景気にとって重石となってこよう。もっとも、この点に関しては状況が徐々に改善しており、いわゆる「悪い金利上昇」のリスクは低下してきたと判断される。まず、なにより米国景気が回復軌道に乗っており、大型の景気対策の有無を巡る議論はすでに聞かれなくなっている。オバマ政権にとっての必要な追加支出は、例えば中小企業支援や雇用対策など限られたものになりつつある(住宅対策など一部の支出はTARPなど既存の予算枠も活用される見通し)。同時に、景気回復は税収を増やすとともに、緊縮型の財政政策にある程度の幅を持たせてくれるであろう。

また、海外からのファイナンス懸念についてもかなり後退している。欧州サイドにおけるソブリン・リスクが米国にまで波及する可能性も指摘されたが、米国は基軸通貨国であり、かつ景気がす



* 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。

でに自律的な回復軌道に乗っていることも踏まえ、米国債はむしろ「安全資産」として位置づけられ、逃避資金が流入する展開となっている。この結果、10年物の長期金利はギリシャ問題が傷口を広げるなかであって、3.2%近辺までの低下をみせている。さらに、そもそも論として、米国の経常赤字がそれ以外の国の黒字を吸収するという「不均衡（インバランス）」構造が大きく変化しない限り、米ドルは決済通貨として引き続き海外に供給され続けると同時に、その運用先として米国債への需要は続くこととなる。今のところ米国債市場の規模や流動性を代替するマーケットは乏しいのが現実である。この点、時に中国の対米投資行動が話題になることがある。確かに、昨年に中国当局から外貨準備のリバランスをほのめかす発言が聞かれたり、実際に米国債の保有残高がやや減少に転じるなどの動きがみられたことから、米国債の需給悪化懸念が高まる場面も散見された。とはいえ、現時点で中国が大きく米国債を売り込んでいる動きがみられず（昨年後半に売りが一時的に増えたものの、買いはほぼ一定の動きをみせている。仮に米国債の保有額を減らす目的があるとするれば、高水準の買いが続いていることはやや理解しがたい）、足元では保有残高が再び増加に転じている。単月ベースで中国の投資行動を断定することは困難であるが、中国としても米国債の急速な売却は価格下落により自らに降りかかってくるほか、現時点で人民元を大きく切り上げる意思もないとみられる。中国にとって、人民元の切り上げはあくまでの中国サイドの都合によって行なうという建前が貫かれるであろうから、その切り上げ幅は米国サイドが求める大幅なものではなく、数%程度の小幅なものに留まるであろう。すなわち、それは人民元の介入（人民元売り・米ドル買い）が今後も続くとともに、米国債への投資も続くことを意味する。



その他、財政リスクを抑制していくためには、ある程度、信頼できる財政再建計画を示す必要もあろう。危機が一巡したせいも、最近では「大きな政府」への反発も増えてきており（例えば Tea Party 運動の盛り上がりなど）、財政再建への道筋を提示することは中間選挙を乗り切るためにも必須の課題でもあろう。この点、先日発表された11年度の予算教書では、11年度からの3年間は裁量的支出（国防除く）を据え置くこと、金融危機責任手数料を大手金融機関から徴収すること、高額所得者向け減税を打ち切ること（税制変更）、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の設立、Pay-Go原則の復活、医療保険制度改革などが財政再建策として挙げられている。この内、は金融規制改革法案からは切り離されて議論されており、法案成立の目途は今のところ

米国：財政規律・再建プラン

<p>< 予算教書 ></p> <p>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）</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 医療保険制度改革 超党派の財政再建委員会の設立 <p>HR4154（10/2/13：大統領署名済み）</p> <p>Pay-As-You-Goルールの復活（義務的支出、歳入削減の抑制）</p>

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。



ろついていない。はブッシュ減税の期限が切れる10年末に向け議論が高まっていくこととなろう。同時に中間層支援の減税が実施される可能性が高く、景気をみる上でも重要なポイントとなってくる。はすでに2/13に大統領の署名を以って法案(HR4154)が成立、も周知の通り3月に医療保険制度改革法案(HR3590、HR4872)が成立している。もっとも、こうした動きがどれだけ財政再建に寄与するか今のところは不透明であり、具体的な評価は赤字削減の進捗とともに進むこととなろう。オバマ政権は引き続き緊縮財政のスタンスや赤字削減のプロセスを明らかにすることで、マーケットの信用をつなぎとめつつ、赤字削減を達成していかなければならない。

以上、当方の見通しでは、米国景気は雇用回復とともに、すでに自律的な回復局面に差し掛かっており、11年にかけて概ね3%（前期比年率）を超える推移が続くとみている。このため、ダウンサイド・リスクに関しては前回見通しよりも蓋然性が低下し、少なくとも内生的な理由で米国景気が腰折れする可能性は小さいとみている。今後は逆に、金融機関が抱える不良債権問題がいつ一巡し、信用機能の回復が景気をサポートするという展開がいつ出始めるかなど、バブル崩壊後の米国経済の姿を展望する上での重要な変化が徐々に現れてくるとみている。こうした変化が出始めてようやく、米国景気回復が社会的なコンセンサスへとようになっていくのであろう。それまでは引き続き、不良債権問題やバランスシート調整といったネガティブ要因が指摘されることになろうが、当方の見通しは「米国景気はすでに自律的な景気回復局面に入りつつある」というものであり、以上のような問題は時間とともに解消されてくるとみている。

米国経済予測 総括表

	2009				2010(実)	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	5.6	3.2	3.8	3.5	2.8	3.1	3.0	3.2	3.3	2.4	3.4	3.2	
前年同期比	3.3	3.8	2.6	0.1	2.5	3.7	4.0	3.3	3.3	3.1	3.0	3.2	0.6	2.7	3.1	
個人消費	0.6	0.9	2.8	1.6	3.6	3.3	3.0	3.2	3.1	3.2	3.0	2.8	0.6	2.7	3.1	
設備投資	39.2	9.6	5.9	5.3	4.0	6.6	9.1	10.1	10.4	10.0	9.7	8.8	17.8	3.5	9.7	
住宅投資	38.2	23.2	18.9	3.7	10.9	11.0	13.1	1.9	9.0	7.2	5.0	4.2	20.5	1.7	6.3	
*在庫	2.3	1.4	0.7	3.7	1.6	0.9	0.3	0.3	0.3	0.4	0.0	0.5	0.6	1.3	0.1	
*純輸出	2.6	1.7	0.8	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	1.0	0.3	0.3	
輸出	29.9	4.1	17.8	22.8	5.8	8.0	7.0	6.0	7.0	7.5	8.0	8.5	9.6	10.1	7.2	
輸入	36.4	14.7	21.3	15.8	8.9	9.9	8.6	6.8	7.3	7.7	8.3	9.4	13.9	9.9	7.8	
政府支出	2.6	6.7	2.7	1.3	1.8	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.8	0.4	1.1	
名目GDP 前期比年率	4.6	0.8	2.6	6.1	4.1	3.9	4.5	3.6	4.4	3.5	4.1	4.7	1.3	4.0	4.0	
GDPデフレーター 前年比	2.0	1.5	0.6	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	0.6	0.9	
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.8	9.7	9.6	9.4	9.2	8.9	8.6	-	-	-	
雇用者数増減	75.3	47.7	26.1	9.0	7.0	25.8	28.1	30.9	28.4	25.6	22.4	19.8	-	-	-	
(名目)個人所得	8.9	3.3	1.4	3.1	3.9	4.5	4.6	4.8	4.2	4.1	3.9	3.7	1.7	3.3	4.3	
(名目)可処分所得	1.2	7.7	1.2	3.5	1.5	5.1	4.7	4.9	3.6	4.2	3.9	3.8	1.1	3.2	4.2	
貯蓄率	3.8	5.4	4.0	3.9	3.1	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	-	-	-	
PCEデフレーター 前年比	0.4	0.2	0.7	1.2	2.0	1.8	1.6	1.3	1.1	1.2	1.2	1.3	0.2	1.7	1.2	
同 コア	1.7	1.6	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	1.2	1.2	1.5	1.2	1.1	
鉱工業生産	19.0	10.4	6.4	6.8	7.5	5.4	3.1	1.6	2.4	3.8	5.2	6.0	9.7	4.7	4.3	
FFレート標準水準	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	0.50	1.00	1.50	-	-	-	
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.60	3.60	3.60	3.80	3.90	4.00	4.10	-	-	-	

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）、需要項目の下段（*）、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

* 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。

**【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。