

2010/2011 内外マクロ経済予測 < 米国 >

2010年8月24日
広告審査番号 MFB151-100824
MSRC 審査番号 06-A-100824

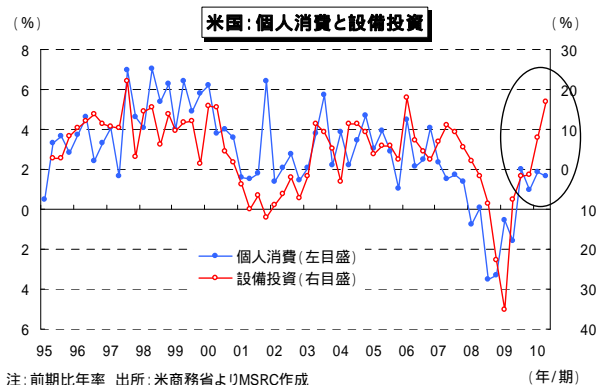
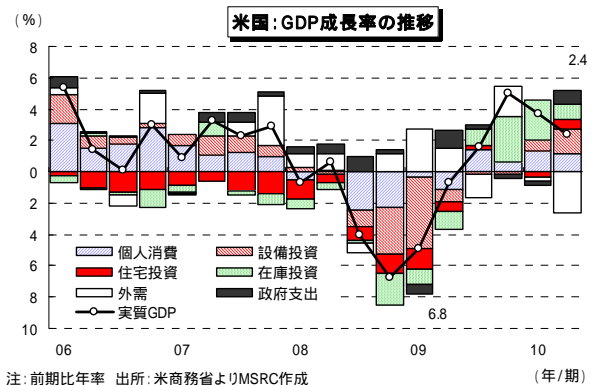
緩やかながら回復の動きを続ける米国景気

投資調査部 猿渡 英明

- 米国の10年4-6月期実質GDPは前期比年率+2.4%と前期から鈍化。在庫の寄与度が縮小したことや、輸入が大幅増となったことなどが押下げ要因となった。また、今回の年次改訂では07年以降の個人消費が全般的に下方修正されており、これまでの景気回復イメージとはやや異なる成長軌道を描く形となっている。
- 個人消費を中心とする需要と雇用が互いに増加する動きが続いており、景気回復のパスはつながっているとみられる。しかし、中小企業の雇用が抑制されていることなどから、雇用回復ペースは緩やかなものに留まっており、今後の景気は緩やかに回復していく姿が想定される。
- FRBは出口政策への動きを一旦止め、追加的な金融緩和が必要か否かを慎重に見極めている。但し、景気悪化により緩和政策をとるにしても効果的な手段は限られているとみられる。この場合、FRBは日銀が行なった量的緩和政策のような手詰まり感の強い対応を強いられてこよう。
- 当面の注目点としては、不動産市況と信用動向、ブッシュ減税、州地方財政などが挙げられる。特に、目先は中間選挙後に期限切れを迎えるブッシュ減税の動向が注目され、延長審議の滞りにより、減税が一旦打ち切られるリスクが警戒される。

緩やかな回復に留まる米国景気

米国の10年4-6月期実質GDPは前期比年率+2.4%と前期(同+3.7%)から鈍化。主要な需要項目は概ね底堅い動きをみせたものの、在庫の寄与度が縮小したことや、輸入が大幅増となったことなどが押下げ要因となった。需要項目別の詳細を確認していくと、まずGDPの約7割を占める個人消費は前期比年率+1.6%(前期+1.9%)と、前期からわずかに鈍化する形となっている。当期に限っていえば、金融市場の混乱から株価が大幅に調整したことや、イースター商戦が例年よりも早めに実施されたことなどが影響したとみられる。消費は、政策効果によって耐久財のみが押し上げられる展開から、少しずつ非耐久財やサービスへと裾野を広げつつある。しかし、年次改訂の結果、個人消費はこれまで3%近い成長に達していると思われたが、実際には2%弱の緩やかな回復が続いているという形になっている。次に、設備投資は全体で同+17.0%(前期+7.8%)と大幅な伸びを示した。機器・ソフトウェア投資が同+21.9%と前期に続き20%を超える大幅な伸びを示したことに加え、当期はこれまで大幅なマイナスに落ち込んでいた構築物投資が同+5.2%(前期-17.8%)と2年ぶりのプラスに転じている。但し、関連指標によると、当期の構築物投資を押し上げているのは主に通信・電力といったインフラ関連の建設支出であり、懸

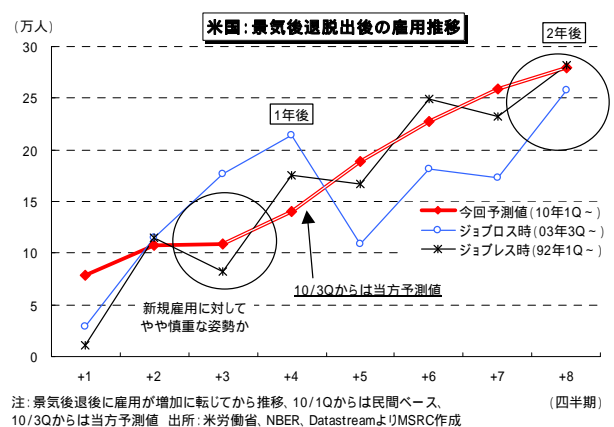
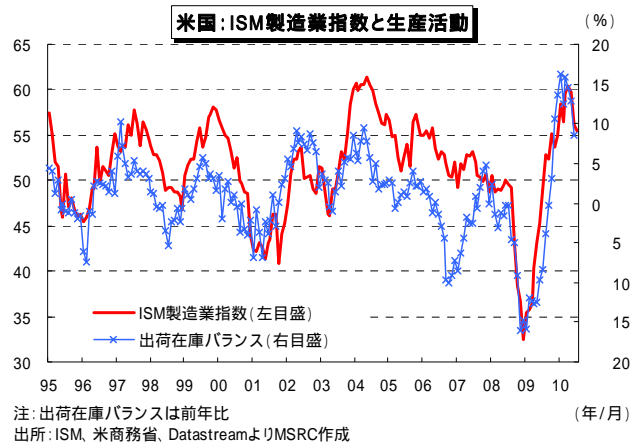


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

案の商業用不動産関連については引き続きマイナスの動きが続いている。なお、設備投資に関しては、改訂前は10年1-3月期の伸び率が前期から鈍化したことから、企業が新規投資に対してやや慎重な姿勢に傾いている可能性が示されていた。しかし、実際には09年年央辺りから足元まで、機器・ソフトウェア投資を中心にかなり積極的に投資を行ってきたことを示す動きとなっている。一方、住宅投資は同+27.9%（前期 12.3%）と、減税効果の剥落や悪天候の影響により落ち込んだ前期からの反動に加え、延長された住宅取得減税の効果が新たに加わり大幅な伸びを示している。在庫投資は寄与度ベースで同+1.05%p（前期+2.64%p）と4期連続の増加、実額ベースでは+757億ドル（前期+441億ドル）となっている。企業はこれまで在庫を大幅に圧縮する動きを続けてきたが、前期からは逆に在庫を積み上げる動きに転じている。但し、その積み上げペースが若干鈍化したことで、寄与度のプラス幅は前期から縮小している。輸出は同+10.3%（前期+11.4%）とほぼ前期並みのモメンタムを維持した。海外景気の回復を受け、輸出はこれで4期連続で10%を超える強い伸びを続けていることとなる。一方、輸入は同+28.8%（前期+11.2%）と大幅な伸びを示し、この結果、外需（純輸出）の寄与度は同 2.78%p（前期 0.31%p）と、当期はかなりのマイナス寄与となっている。政府支出は同+4.4%（前期 1.6%）と3期ぶりにプラスに転じた。国防費や国勢調査による臨時雇用などによって連邦政府支出が大きく伸びたことに加え、州地方政府支出も小幅ながら4期ぶりのプラスに転じている。

回復の動き自体は続く見通し

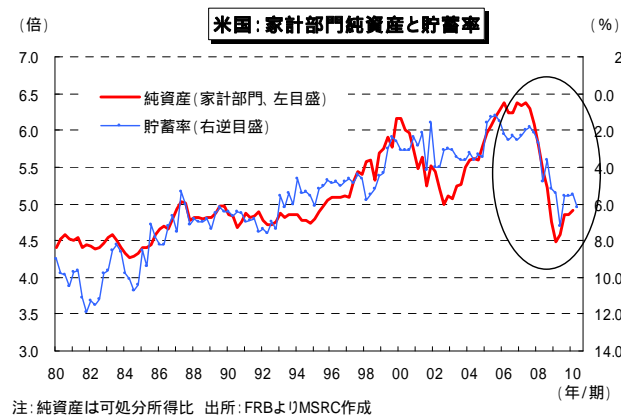
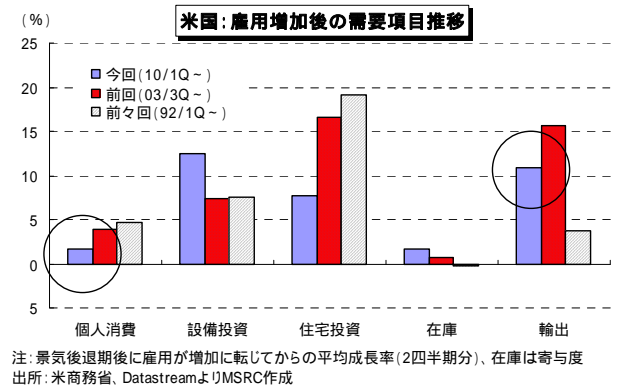
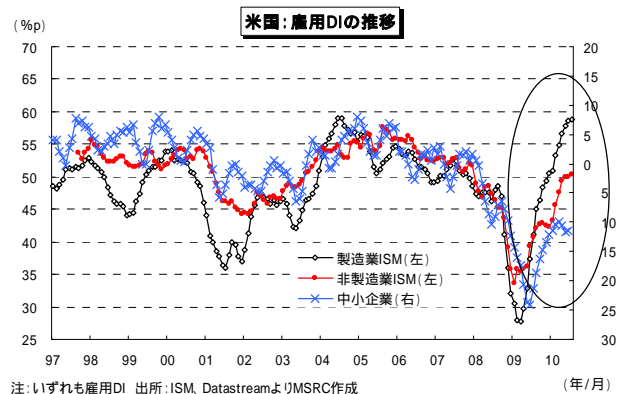
さて、今後の景気見通しに関しては、まず生産面で循環的なモメンタム鈍化がみられはじめることが予想される。実際、ISM 製造業景況指数や出荷在庫バランスなどを参考にすれば、在庫復元需要が生産を押し上げる局面は過ぎつつあり、今後は在庫の積み増しペースが徐々に鈍化すると同時に、生産モメンタムが11年前半に向け鈍化していく流れが予想される。とはいえ、生産活動がそのままマイナスに転じていく可能性は小さいとみている。例えば、在庫率を参考にすれば在庫の過剰感は乏しく、この先、在庫調整圧力が生産活動を抑制する可能性は限定的であることが分かる。また、この間も最終需要は緩やかながらも増加傾向が続き、景気の腰折れや二番底リスクは避けられる公算が大きいとみられる。この点で注目されるのが雇用の動きであるが、雇用者数（民間ベース）は10年に入って増加に転じて以降、緩やかながらも回復の動きを続けており、雇用・所得環境の改善が消費を中心とする需要の回復を支えるという、前向きな景気回復パス自体は続いていることが確認される。特に、労働時間の増加や賃金上昇により、所得面での改善が順調に進んでいることは、今後も消費が回復を続けていく上での下支え要因となり得よう。但し、雇用者数に関しては今回、前回見通し（10年5月時点）とは異なる回復シナリオを想定した。すなわち、今回は、労働生産性や労働分配率の推移などから労働力の過少感が指摘されるなかで、3月、4月の雇用者数が大幅に増加したため、そ



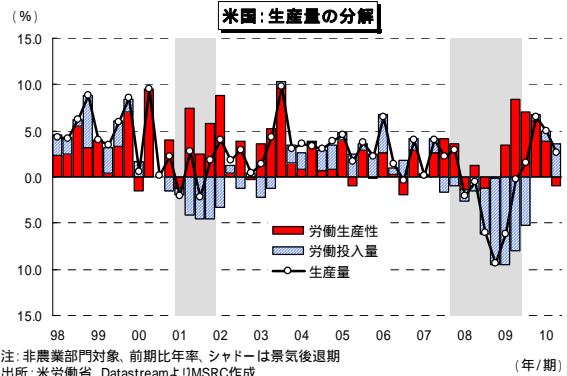
の後も急速な雇用回復が続くことが期待できるとみていた。しかし、実際には 5 月以降の雇用者数が平均して前月比 +5 万人程度の増加に留まり、雇用回復ペースが緩やかなものに留まっている姿が明らかとなった。確かに、雇用回復の初期段階において金融市場の混乱が再発したことなどから、企業の雇用マインドが一時的に後退した可能性も考えられよう。しかし、GDP 改訂値などによって、個人消費の回復が緩やかなものに留まっていたことなどが分かったとすれば、現行の雇用回復ペースは素直に緩慢な需要回復に沿ったものであると捉えることもできよう。この点に関しては、例えば、今回の景気回復が緩慢がゆえに、雇用の大宗を占める中小企業にまで景気回復の恩恵が波及していない可能性などが指摘されよう。

実際、大企業と中小企業の雇用マインドには大きな開きが生じており、また中小企業にもっとも恩恵をもたらすであろう個人消費の回復力が、これまでの景気回復局面と比べてやや鈍い状態に留まっている（一方で、今回の景気回復は輸出がドライバーの一つとなっており、この結果、製造業部門は比較的、安定した雇用増加が続いている）。こうした雇用情勢を踏まえると、今後の米国景気は、11 年末に向け徐々に緩やかに回復モメンタムがピックアップしていく流れがメインシナリオとなる。以上を踏まえて、今回の経済見通しでは、10 年の実質 GDP 成長率を +3.0%（10 年 5 月予測：3.4%）、11 年は +2.8%（同：+3.2%）を予想する。

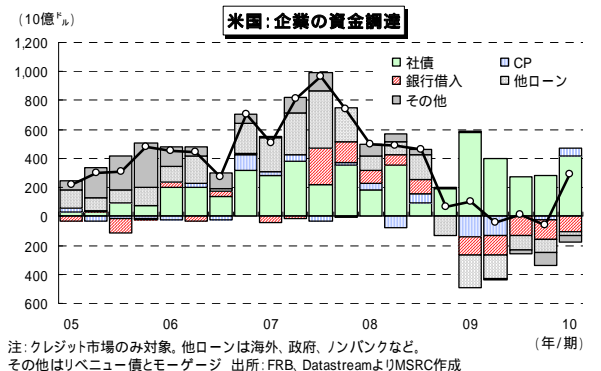
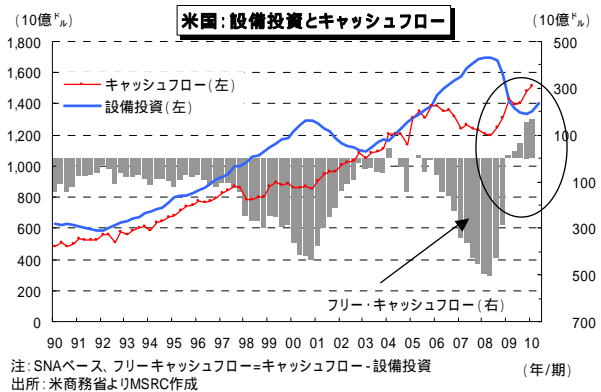
主要需要項目の見通しとしては、まず個人消費に関しては先に述べた通り、雇用が緩慢ながらも増加の動きを続けており、かつ所得環境が着実に改善していることを踏まえ、今後も緩やかなながらも回復の動きを続けるとみている。もっとも、消費と所得の伸びにギャップが生じていることは確かであり、その結果として貯蓄率が 6% 近辺まで上昇している（これも改訂前は、貯蓄率の上昇が一巡し徐々に低下し始めている姿が示されていたが）。これには、家計の消費に対する慎重姿勢やバランスシート調整の影響が反映されているのかもしれない。しかし、それでも株価下落の動きが一巡し、かつ住宅価格にも下げ止まり感があるなど、家計部門の純資産がすでに下げ止まっていることを踏まえると、ここからさらに貯蓄率が切り上がっていく可能性は低いのではないかとみている。一方でバランスシート調整の継続などから、たとえ貯蓄率の低下が限定的であったとしても、雇用・所得改善が続くのであれば、それに沿った緩やかな消費回復は可能であろう。但し、現行の雇用情勢が、企業の一時的な慎重姿勢や需要回復ペースに沿ったものではなく、構造的に抑制されているとすれば、雇用と消費が緩やかに回復していくシナリオにも修正が必要となってくるかもしれない。例えば、何らかの要因で引き起こさ



れた労働生産性の向上が、限定的な労働力投入量のもとでの経済成長を可能としているのであれば、この先はジョブレス的な雇用展開になる可能性が浮上してくる。もっとも、この場合、景気後退期を経て、なぜ生産性の向上が引き起こされたのか明確ではないこと、景気回復の初期段階で、一時的に生産性が高めの数値を示すことは経験的によくみられること、消費を中心とする需要の伸びが下方修正されたとすれば、緩慢な雇用の伸びは素直に需要回復のペースに沿ったものに過ぎないと考えられること、すでに経済成長率が鈍化し始めており、労働生産性の伸びが10年4-6月期時点でマイナスに転じていること（こうした生産性の低下は、労働力の追加投入無しでは経済成長を維持することが困難になってきている可能性を示しているのかもしれない）などを踏まえると、現時点で生産性の向上を構造的な変化と捉えることはやや早計であるように思える。むしろ、今後懸念されるのは、長期失業による労働スキルの低下や需給ミスマッチによって生産性が低下、米国の中長期的な潜在成長率が押し下げられるリスクのほうではないか。

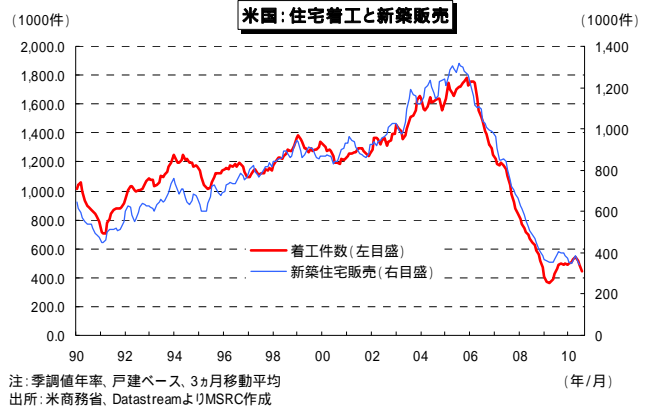


次に、設備投資は機器・ソフトウェア投資を軸に急速な回復をみせており、企業は新規雇用に対しては慎重な態度を残す一方で、設備投資に関してはかなり積極的に行動してきたようである。また、当期は構築物投資が2年ぶりに増加に転じているが、これには電力・通信といったインフラ関連が単月ベースで大きく寄与した結果であるため、持続性については留意が必要であろう。今後も、企業業績の回復度合いや、緩やかながらも回復が続く景気動向などを踏まえる限り、更新投資や省力化投資などの合理化投資を中心に、設備投資は堅調に推移し続けることができるのではないかと考えられる。キャッシュフローが潤沢であることに加え、金融市場の安定やクレジット・スプレッドの低下などにより、社債など市場からの資金調達も増加傾向にある。さらに、最近では金融機関の貸出基準にも改善の動きがみられ、企業の資金的制約はさほど強くないとみられる。しかし一方で、構築物投資に関してはもう少しばかり軟調な推移が予想されよう。まず、稼働率の水準が依然として低いことから、能力増強投資など生産能力を拡張する動きが早々に台頭してくるとは思えない。また、商業用不動産に関しても、すでに最悪期は脱しているとみられるものの、当部門はそもそも景気に遅行することに加え、借換え問題を含めここには資金的な制約が依然として強く残っているとみられる。こうした状況を踏まえると、設備投資が構築物投資も含めて全般的に盛り上がってくるのは11年に入ってからではないかとみられる。



住宅投資に関しては、着工件数が僅かながらも増加傾向にあることから、最悪期は脱し緩やかながらも回復方向にあるとみられる。しかし、ここ最近では住宅取得減税の影響などから販売件数が大

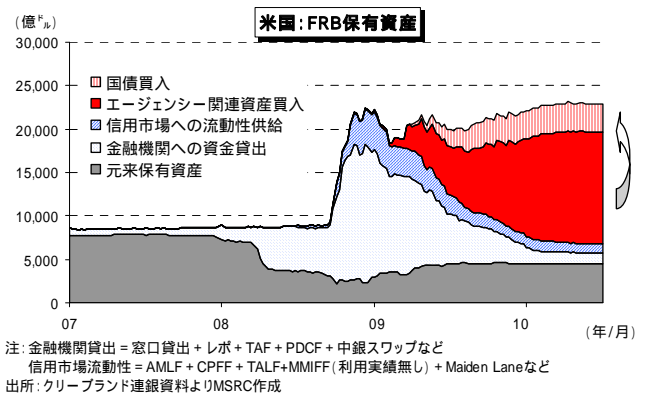
大きく変動しており、同様に着工件数も大きく振れる展開が続いている。実際の需要動向を把握するためには、減税効果が一巡する秋口以降の販売動向をみていく必要がある。もっとも、基本的なシナリオとしては、大幅に下落した住宅価格、低水準で推移する住宅ローン金利などから住宅を取得する環境が大きく改善していることを踏まえ、住宅需要は概ね雇用情勢に沿って緩やかに回復してくるのではないかとみている。但し、新規住宅の需要を阻害する要因として、中古物件の供給圧力がなかなか一掃されないことが指摘され、一時大きく減少した中古住宅在庫は、ここ最近になって再び増加傾向となっている。この背景には、住宅価格の下げ止まりにより、売却のタイミングを計っていた物件が市場に出てきている可能性、住宅価格がなかなか上昇基調に転じないなか、物件保有コストなどを勘案した見切り売りが増えている可能性、政策によって遅らされてきた差し押さえ処分が再開している可能性、



損失処理を急ぐ金融機関による処分売りが増加している可能性などが指摘されよう。もっとも、中古放出物件の源泉となる差し押さえに関しては、多少なり改善に向かってきていることも確かである。例えば、差し押さえ件数の中身を見ると、手続きの初期段階であるデフォルト通知に関しては08年11月以来の水準にまで低下してきており、新たなデフォルトの発生件数は減少に転じてきているとみられる。また、政府による差し押さえ抑制策も、当初、政府が予定していた件数（最終的には300万～400万件）には依然として程遠いものの、着実に件数が増加してきている。さらに、条件変更後に再び返済が滞る、いわゆる再延滞率に関しても、改善の動きが明確になっている。以上のような変化を踏まえると、差し押さえ件数は目先、引き続き高止まりする可能性が高いとみられるものの、景気回復の動きに合わせずでに最悪期を脱しつつあり、今後は景気に多少、遅行しつつも徐々に減少してくるのではないかとみられる。こうした状況を踏まえると、住宅投資の回復が鮮明になってくるにはしばらく時間がかかりそうであるが、方向としては回復の動きが続くとみてよいのではないかと。

FRBは景気動向を睨みつつ追加緩和を検討

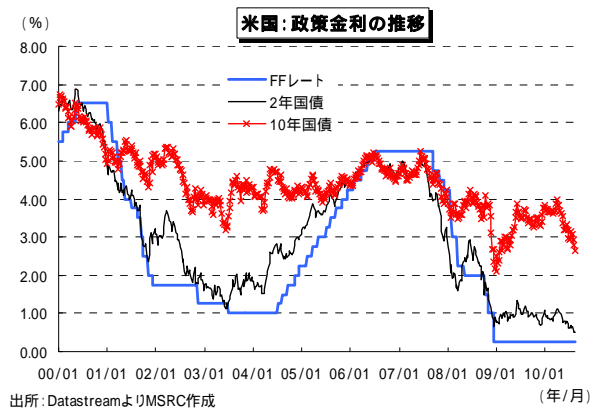
欧州発の金融市場の混乱や米国景気の悪化懸念を受け、マーケットにおけるFRBの利上げ期待は前回見通し時から大きく後退している。すなわち、今年の前半辺りまでは10年内の利上げ開始予想が優勢であったものの、直近では11年末辺りの利上げがコンセンサスとなりつつある。確かに、FRBは8/10に開催されたFOMC後の声明文にて、「景気回復ペースは目先、当初期待していたよりもさらに緩やかなもの（more modest）になるであろう」とし、景気判断を下方修正。これを受け、FRBはこれまで、いかに流動性を吸収し利上げを開始するかという、いわゆる出口戦略の準備に取り掛かっていたものの、目下、追加的な金融緩和措置の是非を検討するようになっている。そこで、まず現時点で打ち出されている対応策の内容をみていくと、エージェンシー債やエージェンシーMBSの償還分を国債に再投資する、国債の償還分をロールオーバーするの2点があげられ、これま



で保有資産の償還によって受動的に進んできたバランスシートの縮小を一旦止め、その規模を維持することを意図している。この決定に関しては、景気悪化を懸念するマーケットに一定の配慮を示すことができたという意味で、アナウンスメント効果はあったと評価できよう。しかし、景気に対する効果という点で評価すれば、バランスシート（準備預金）の規模が現状水準から拡大されるわけではないこと、（経済主体による資金需要が限定的に留まっているなかで）国債利回りがすでに低水準まで低下していることなどを踏まえると、以上のオペレーションに実質的な緩和効果を期待することは難しいであろう。また、今後は景気動向を踏まえつつ、実際に緩和政策に踏み込んでいくか否かが検討されるであろうが、そこでは、時間軸の延長（「当面の間」という文言の変更）準備預金付利金利の引き下げ、資産買取オペの再開（バランスシートの拡大）などが選択肢となつてこよう。しかしこれについても上記と同じような理由で、さらなる景気刺激効果を期待することは難しいのではないかと。となれば、FRB は景気情勢に合わせて、ただ段階的にバランスシートを拡大していくといった、かなり手詰まり感の強い対応を続ける羽目に陥ってくるかもしれない。こうした政策をFRB がどのように呼ぶのか定かではないものの、これは準備預金がただ積み上がっていくという点で、かつて日銀がおこなった量的緩和と内容的にほぼ変わるところがないようになってくるとみられる。

一方、追加的な緩和政策が検討されると同時に、FRB は出口政策への準備も進めている。例えば、流動性吸収オペの一つとして、FRB が保有資産を買い戻し条件付で売却する「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。今では対象資産をエージェンシーMBS にまで拡大したほか、取引相手をプライマリー・ディーラー以外（例えばMMF）へと拡大している。また、「ターム物預金ファシリティ（TDF）」については、5/10 に入札ガイドラインが発表され、その後、現時点で3回の小規模（small-value）入札が実施されている。

当方では、引き続き米国景気が緩やかながらも回復軌道にあることを踏まえ、FRB はいずれ出口政策へ向けた動きを再開するとみている。しかし、現時点で、FRB は景気に対して「異例の不透明感（unusually uncertain）」があるとみており、当面は景気動向を慎重に見極める展開が続くこととなる。その間、FRB は追加緩和策と出口政策の双方の準備を進めるといふ、両睨みの舵取りが続けることとなる。なお、当方はこれまで11年年央辺りの利上げ開始を予想してきたが、出口政策へ向けた動きが一旦止められたことを踏まえ、利上げ時期の予想を年後半に修正した。



当面の注目点とリスクシナリオ

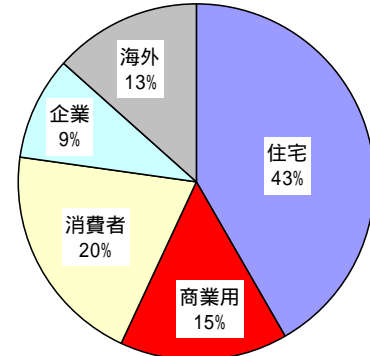
ここからは今後、注目される論点とリスクシナリオについてふれておきたい。まず、景気をみる上での注目点としては、不動産市況と金融機関の信用行動が挙げられよう。住宅、商業用不動産ともに価格面では概ね下げ止まり感が醸成されつつあるものの、依然として明確な回復には至っていない。同部門は投資需要としては合わせてGDPの5%程度に過ぎないものの、価格変動などによる金融機関の損失源としては約60%を占めている（IMF推計値）。このため、不動市況が再び悪化し始めるケースでは、金融機関が新たな損失を抱えるとともに信用収縮が引き起こされ、それが景気を押下げるというリスクが台頭してこよう。もっとも、景気や不動産市況が最悪期を脱したこれまでの過程で、金融機関が連鎖的に破綻するなどの大きな動きは起こらず、また実際は、貸出基準の改善など信用収縮問題は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。当問題

に関しては、雇用情勢が上向いている限り、景気回復とともに不動産需要や金融機関の不良債権処理が改善していくことが期待され、信用問題に関しても、景気の動きに遅行して徐々に回復してくるとみている。但し、商業用不動産に関しては、借換え問題が13年辺りまで続くことが予想されており、借換えの行き詰まりによる市況悪化リスクには引き続き留意が必要であろう（現時点では、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）。

次に、10年末をもって期限を迎えるブッシュ減税の動向も気になるところである。当減税は01年よりブッシュ政権が始めた大型減税で、主に個人所得、キャピタルゲイン、配当所得に対して、高所得者に優位な税制となっている。しかし、米国の財政赤字は09年度に約1兆4000億ドル達し、10年度には約1兆5000億ドルに拡大することが見込まれており、ブッシュ減税の打ち切りはこうした財政赤字対策の一環として計画されているものである。そこで、まずオバマ政権は10年12月で期限切れとなるブッシュ減税について、世帯所得25万ドル以上の部分を打ち切り、それ以下は継続する方針を打ち出している。この場合、米財務省は11年度の税収が+414億ドル、12年度が+625億ドル増加するとしている。この増収分をそのまま増税効果分とみなす場合、その金額規模は対GDP比で11年度が0.3%、12年度が0.5%程度となる。もっとも、オバマ政権は高所得者層への課税を強化する一方で、中低所得者層や失業者への支援は継続する意向を示している。ブッシュ減税に関しても高所得者層以外の減税は継続、その他、所得減税（Making Work Pay）、子育て支援、COBRA（失業者の企業保険継続）への支援などが延長される計画となっている。こうした期限を迎える政府支援の延長により、11年度は215億ドル、12年度は119億ドルの税収減（景気対策）になる見通しである。以上を踏まえ、オバマ政権が計画する政策変更が実際された場合、最終的な税収変化は11年度は124億ドルとなり、ブッシュ減税の一部打ち止めを実施したとしても、引き続き景気刺激効果は続く見通しとなる（但し、10年度に383億ドルの減税が実施されていることを踏まえると、11年度は減税規模が縮小するため、景気刺激効果は低減することが予想される）。以上を踏まえると、オバマ政権が計画する税制が実現すれば、政府試算値を参考にする限り、おそらく短期的には景気への効果は限定的と考えられる（そもそも、当面の景気に悪影響を与えない税制変更を行なうというのがオバマ政権の計画である）。しかし、言うまでもなく最終的に税制を決めるのは議会であるが、現時点での中間選挙見通しを踏まえる限り、民主党が上院にて議事妨害を阻止できる60議席を確保することは難しく、上下院とも過半数を維持できないと予想する報道も散見されるようになってきた。つまり、現行の政治情勢を踏まえる限り、オバマ政権が計画する税制変更計画がそのままの形で実現する可能性は低いと言わざるを得ない。そこで懸念されるのが、中間選挙後に景気対策法案の審議が進まないケースであり、「民主党の求める減税の一部打ち切り」、もしくは「共和党が求める減税のすべて継続」のどちらとも折り合いが付かず、ブッシュ減税が一旦、すべて失効してしまうケースであろう（実際には、減税延長自体に反対している議員は少なく、いずれかの

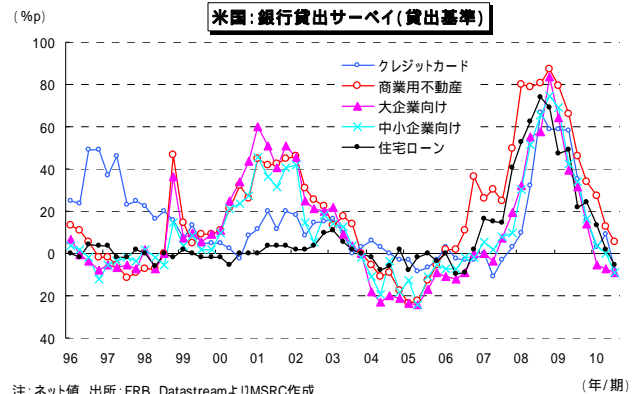
米国：銀行損失見込み

合計8850億ドル
住宅：3700
商業用：1350
消費者：1800
企業：820
海外：1190



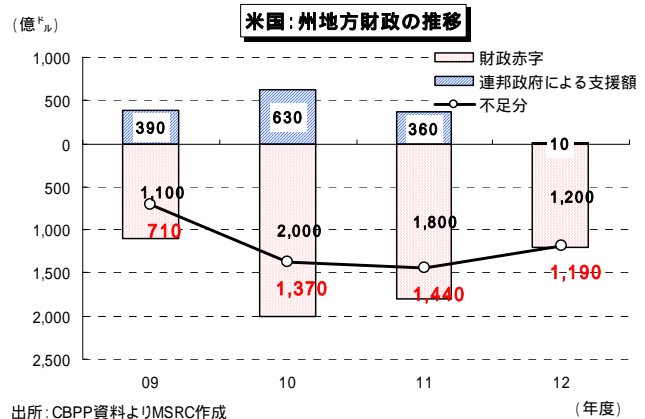
注：07/2Q～10/4Qまでの損失見込み、ローンと証券化商品の合計
出所：IMF資料よりMSRC作成

米国：銀行貸出サーベイ(貸出基準)



時点で減税延長が決定されるであろう。問題は、その減税対象をどこまで広げるかにあるが、中間選挙後の議会日程は限られている。そこで、ブッシュ減税がすべて失効した場合を最悪シナリオとして想定すると、予算教書ではブッシュ減税が失効した際の税収を、11年度は約+1340億ドル、12年度は約+2400億ドルとしている。この場合、11年度のGDP成長率は1.0%、12年度は1.8%程度の押し下げられることになるとなり（但し、以上の試算は減税乗数を1.0の場合）景気への影響が懸念されてくる。

最後に、州・地方政府の財政状況も注目点の一つとなってこよう。州・地方財政は、これまでの景気悪化により歳入が減少するなかで、社会保障など行政サービスによる歳出が増加した結果、大幅な赤字を抱え込んでいる。また、今後はARRA（米景気対策法）による連邦政府からの支援も縮小していくことになる。この結果、例えばCBPP（予算政策優先センター）によると、10年度は連邦政府による支援が630億ドル行なわれるため、最終的な財政赤字は1370億ドル、これに対し11年度は支援額が360億ドルに留まることから、1440億ドルの赤字になると試算している。この際、単年度ベースでの均衡財政を定められている多くの自治体は、行政サービスや雇用を削減することにより収支尻を合わせる必要に迫られよう。これが景気にどの程度の影響をもたらすかについては今のところは未知数であるものの、11年度（一般的に10年7月～11年6月）が最も厳しい緊縮財政を強いられるという点では、概ね見方が一致しているようである。この点については、追加的な連邦政府支援の動向なども踏まえて、引き続き状況をフォローしていく必要がある。



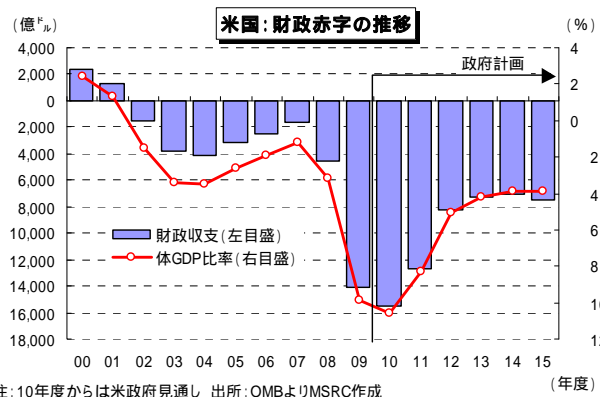
最後に、米国景気の見通しに対するリスク要因を指摘していきたい。まず、今回の見通しにおけるアップサイド・リスクとしては、金融市場の混乱が一巡し、マーケットがリスク選好的に傾くと同時に、企業・家計のマインドが好転すること、また、マインドの好転とともに景気見通しが徐々に改善してくることで、企業の新規雇用・設備投資がV字回復へ向かうこと、ないしは、消費活動が一段と活発化することなどが考えられよう。さらには、景気回復とともに信用収縮が改善に向かい、景気を後押しし始める可能性もあろう。一方、ダウンサイド・リスクに関しては、再び金融市場の混乱が再発することで景気の悪化傾向が強まること、また、そうした外部性ショックにより米国景気が腰折れすることで、不良債権問題が再発することなどが懸念されよう。この点、外部環境としては、11年から緊縮財政が予想される欧州サイドの経済・金融情勢には目配りを続けていく必要がある。また、実際に景気が悪化することにより追加的な財政支出の必要性が浮上してくれば、悪い金利上昇が発生するリスクが考えられよう。今回は、の欧州問題と、の長期金利と財政赤字について、多少触れておきたい。

まず、の欧州サイドのソブリンリスクに関しては、IMFやEUによる最大7500億ユーロの救済基金の創設やECBによる資金供給オペ、それからストレステストの実施などによって、金融市場の混乱はほぼ沈静化している。この点からすると、現時点でマーケットに影響を与えているのは米国景気に対する悪化懸念ということができよう。もっとも、今回の一連の措置によってギリシャの返済能力が証明されたわけではなく、また11年に入ると、欧州各国が財政再建へ舵を切ることによる景気悪化懸念が浮上してくる可能性があり、ソブリンリスクに端を発する金融市場の混乱が完全に終息したと考えるのはやや早計であろう。欧州諸国は元来、目先の景気回復よりも中長期的な経済安定を重んじる傾向にある。今回で言えば、財政再建などの構造改革を実施することが、先行き不安を解消するとともに需要を創出するという非ケインズ的な政策への賛同が多いようであ

る。こうした欧州諸国の舵取りが、回復途上の景気に悪影響を与えるとともに、金融機関の損失拡大や不良債権問題を再発させるような事態に陥れば、金融市場は再び混乱するとともに、米国景気への影響も懸念されることとなろう。先述の通り、米国景気は需要と雇用のパスにより、当面は回復傾向が続くとみられるが、景気回復が緩やかに留まるなかでは、こうした外部からのショックに対しては依然として脆弱であろう。

次に、の長期金利に関しては、そもそも現時点で米国の長期金利は2.5%近辺で推移しており、長期金利の現水準が米国景気に悪影響を与えるシナリオは考えづらい。FRBの金融緩和期待が高まっていることを踏まえると、こうした状況はしばらく続くとみられる。場合によっては、FRBの追加的な金融緩和政策によって、イールドが一段と押しつぶされる可能性もあろう(但し、それがどれ程度、实体经济に好影響を与えるかは不透明ではあるが)。また、海外からのファイナンス・リスクが長期金利に与える影響についても懸念が残る。しかし、この間の一連の金融市場の混乱のなかで確認されたことは、米国債が「安全資産」として位置づけられているということである。この点を踏まえる限り、例えばソブリン・リスクが米国に波及し、海外からのファイナンスが滞るなどのシナリオは、短期的にはやはり蓋然性は低いと考えられる。また、中長期的にみても、海外ファイナンスの問題は、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)」構造が変化しない限り、さほど大きくは顕在化しないのではない。

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一方で、その運用先として米国債への需要は続くともみている。そして最後に、財政赤字が長期金利に与える影響、すなわち財政プレミアムについて考察すると、まず現時点の米国の財政赤字を確認すると、09年度に約1兆4000億ドル達し、10年度には約1兆5000億ドルに拡大するとみられている。こうした中で、仮に景気悪化により追加的な景気対策の必要性が浮上してくれば、財政の持続可能性(sustainability)への懸念とともに、長期金利に上昇バイアスがかかってくる可能性がある。この際、FRBによる国債買取が強化される可能性も十分に考えられるが、それも度が過ぎると徐々にマネタイズ懸念へとつながっていく。但し、この点に関しては米国景気が緩やかながらも回復傾向にあることが、問題の発生を最小限に留めてくれそうである。すなわち、現時点でオバマ政権が念頭においている追加支出は、主に中小企業支援、ないしは住宅支援など限られた分野に留まっており、ここからさらなる大型景気対策が打たれる可能性は低いといえよう。他方、景気回復のもとで追加的な財政支出に対する懸念が徐々に後退していったとしても、一方で財政再建プロセスへの信頼が損なわれるようであれば、財政リスクは完全には払拭されないかもしれない。これに関しては、最終的には政府の今後の舵取りを確認していくしかないが、現時点でのオバマ政権のスタンスを簡単に確認しておく、基本は「景気に悪影響を与えないように、無駄を省く」というものであり、景気に悪影



すなわち財政プレミアムについて考察すると、まず現時点の米国の財政赤字を確認すると、09年度に約1兆4000億ドル達し、10年度には約1兆5000億ドルに拡大するとみられている。こうした中で、仮に景気悪化により追加的な景気対策の必要性が浮上してくれば、財政の持続可能性(sustainability)への懸念とともに、長期金利に上昇バイアスがかかってくる可能性がある。この際、FRBによる国債買取が強化される可能性も十分に考えられるが、それも度が過ぎると徐々にマネタイズ懸念へとつながっていく。但し、この点に関しては米国景気が緩やかながらも回復傾向にあることが、問題の発生を最小限に留めてくれそうである。すなわち、現時点でオバマ政権が念頭においている追加支出は、主に中小企業支援、ないしは住宅支援など限られた分野に留まっており、ここからさらなる大型景気対策が打たれる可能性は低いといえよう。他方、景気回復のもとで追加的な財政支出に対する懸念が徐々に後退していったとしても、一方で財政再建プロセスへの信頼が損なわれるようであれば、財政リスクは完全には払拭されないかもしれない。これに関しては、最終的には政府の今後の舵取りを確認していくしかないが、現時点でのオバマ政権のスタンスを簡単に確認しておく、基本は「景気に悪影響を与えないように、無駄を省く」というものであり、景気に悪影

米国：財政規律・再建プラン

財政規律・再建の方法(10年間で1兆ドルの赤字縮小を目指す)	
<財政規律の基本的スタンス>	
<ul style="list-style-type: none"> 性急な緊縮財政ではなく、赤字をもたらず基礎的要因にメスを入れる 債務GDP比率を安定的に保つことを当面の目標とする 	
<赤字削減のための具体的方法>	
<ul style="list-style-type: none"> 包括的なヘルスケア(医療保険制度)改革によるコストカット 税制の正常・均衡化(ブッシュ減税の修正) 高所得者層(世帯収入25万ドル以上)への減税打ち切り(9695億ドル/10年間) 不良支出の削減 金融機関・金融商品に関する制度改革(933億ドル/10年間) 多国籍企業向け税制改革(1222億ドル/10年間) 化石燃料企業への優遇中止(754億ドル/10年間) 	
<赤字削減のための他の手段>	
<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 Pay-As-You-Goルール(義務的支出、歳入削減の抑制) 	

出所：米予算教書よりMSRC作成

響を与える短期的な緊縮財政ではなく、まずは中長期的に政府債務 GDP 比率を一定に保ちつつ景気回復を確保することが目標となっている。そこでは、ある程度の経済成長を確保しながら税収を増やし、赤字をもたらす構造的要因にメスを入れるという政策が、時間をかけて実行に移されることとなる。赤字削減の主要対象としては、まず第一にヘルスケア改革があげられ、第二が中所得者層支援を実現するための税制改革（すなわち先述のブッシュ減税の変更）そして第三が不要支出の削減となる。以上を軸として、オバマ政権は13年度までに財政赤字を半減させることを目指しているが、果たしてこうした削減プランが順調に進んでいくのか。オバマ政権は景気悪化懸念が浮上するなかで、マーケットの信用をつなぎとめつつ、慎重な舵取りを進めていかなければならない。

以上が当方のリスクシナリオであるが、前回見通し時ではどちらかといえば、雇用の上振れなどアップサイド・リスクが意識される状況にあった。しかし、実際には雇用、そして米国景気の回復は緩やかなものに留まっており、企業や家計のマインドも多分に慎重なままとされている。もっとも、一方でダウンサイド・リスクの蓋然性が大きく増したかと言えば、そうでもなからう。現時点での米国景気はすでに最悪期を脱し、緩やかながらも回復が進むという前向きな循環を続けている。こうした中で、不動産問題や信用収縮などといったリスクは、方向としては徐々に改善へ向かっていくとみてよいのではないかと。しかし、懸念すべきはこうした内在的なリスクではなく、先ほどの欧州ソブリン・リスクのような外部的ショックによって米国景気の変調を来すケースであろう。この場合は、米国景気の足腰が依然として弱いだけに、再び景気悪化、不良債権問題などの負のスパイラルが頭をもたげてくる可能性があり、追加的な景気対策も必要となってくるかもしれない。しかし、現時点で打ち出すことができる効果的な財政・金融政策は限られてきており、現行の景気回復パスが途切れた場合は、米国景気が大きく後退していく可能性も否定できない。現時点で過度の悲観は不必要であるとみているが、もうしばらくは慎重さをもって景気動向をフォローしていく必要がある。

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	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	4.9	0.7	1.6	5.0	3.7	2.4	2.7	2.5	2.6	3.1	3.2	3.3	2.6	3.0	2.8				
(前年同期比)	3.8	4.1	2.7	0.2	2.4	3.2	3.5	2.8	2.6	2.7	2.9	3.1							
個人消費	0.5	1.6	2.0	0.9	1.9	1.6	2.3	2.7	3.1	3.2	3.2	3.3	1.2	1.6	2.9				
設備投資	35.2	7.5	1.7	1.4	7.8	17.0	12.8	8.6	6.7	7.4	8.6	9.5	17.1	6.1	8.9				
住宅投資	36.2	19.7	10.6	0.8	12.3	27.8	17.0	7.4	6.1	4.9	3.9	3.2	22.9	0.8	3.6				
*在庫	1.0	1.1	1.1	2.9	2.5	1.0	0.2	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.6	1.4	0.1				
*純輸出	2.8	1.5	1.5	1.9	0.3	2.6	0.0	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	1.1	0.4	0.5				
輸出	27.8	1.0	12.2	24.4	11.4	10.4	8.0	7.5	6.5	7.5	8.0	8.5	9.5	12.1	7.8				
輸入	35.3	10.6	21.9	4.9	11.2	28.8	6.2	9.6	7.1	7.7	8.8	9.3	13.8	12.1	9.1				
政府支出	3.0	6.2	1.6	1.4	1.6	4.4	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	1.6	0.8	1.0				
名目GDP 前期比年率	3.9	0.4	2.3	4.7	4.8	4.3	2.8	2.8	3.8	5.2	3.7	3.7	1.7	3.7	3.7				
GDPデフレーター 前年比	1.9	1.2	0.2	0.5	0.5	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9	0.7	0.9				
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.7	9.6	9.5	9.3	9.0	8.7	-	-	-				
雇用者数増減	75.3	47.7	26.1	9.0	7.9	10.8	10.9	14.0	18.9	22.8	25.8	27.9	-	-	-				
PCEデフレーター 前年比	0.3	0.3	0.7	1.5	2.4	1.9	1.5	1.3	1.0	1.2	1.2	1.3	0.2	1.8	1.2				
同 コア 前年比	1.6	1.5	1.3	1.7	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.4	1.2				
鉱工業生産	17.6	10.3	8.3	7.0	7.0	6.6	5.0	2.7	1.5	3.0	4.9	5.8	9.3	5.4	3.5				
FFレート騰落水準	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	0.00-0.25	0.00-0.25	0.50	1.00	-	-				
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.47	2.70	2.80	3.10	3.30	3.50	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、雇用者数は民間部門ベース。
 FFレートは実績は期末値、予測はレンジで表示（但し、当面の利上げは準備預金付金利がターゲットとなる見直し）、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MSRC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/>