

2010/2011 内外マクロ経済予測 < 米国 >

2010年11月22日
 広告審査番号 MFB151-101122
 MSRC 審査番号 06-A-101122

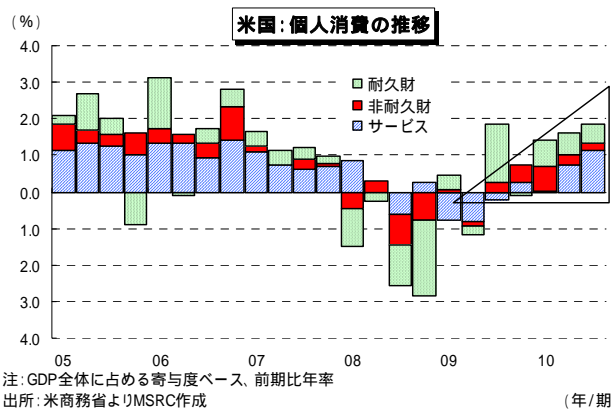
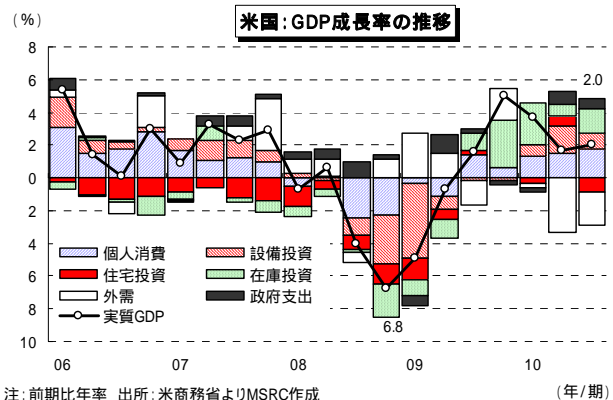
腰折れ懸念は後退、回復の動きが続く米国景気

投資調査部 猿渡 英明

- 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みられ、景気回復の動きが今後も続く判断される。しかし、雇用を取巻く環境には今ひとつ不透明感が残るため、雇用回復ペースは今しばらく緩やかな状態が続こう。景気はこうした雇用情勢に沿って、11年末に向け徐々にモメンタムを上げていく流れを想定。10年の成長率は+2.7%、11年は+2.5%を予想する。
- FRB は来年半ばまでに総額 6,000 億ドルの国債買入を実施すると発表。この量的緩和が、实体经济にどれ程の影響を与えるかについて不透明感が強いものの、資産価格の上昇には期待が持て、それが個人消費、ひいては景気回復に寄与する可能性があるだろう。もっとも、ここ最近では追加緩和に対する批判が増えており、FRB の次の一手は残高維持による様子見姿勢になるとみている。
- リスク要因として意識されるのは、アップサイド、ダウンサイドともに、まずはFRBの量的緩和から派生するものであろう。アップサイドについては、資産価格の上昇による個人消費の上振れなどが指摘され、逆にダウンサイドについては、長期金利の上昇、コモディティ価格の上昇、新興諸国の金融引き締めやバブル崩壊などが挙げられよう。

緩やかながらも底堅く推移する米国景気

米国の2010年7-9月期の実質GDPは、前期比年率+2.0%と前期の同+1.7%から僅かに加速、これで5期連続のプラス成長となった。減税効果が剥落した住宅投資が大幅減となったほか、輸出や設備投資のモメンタムは前期から鈍化したものの、中核となる個人消費が同+2.6%と前期(同+2.2%)から上向くなど底堅さをみせた。雇用・所得環境が緩やかながらも改善しつづけていることに加え、ギリシャ・ショックに端を発する春先からの株価調整の動きが一巡し、住宅価格にも下げ止まり感が出ていることから、資産面からの下押し圧力が抜けてきたものとみられる。純資産との相関が高い家計部門の貯蓄率は5.5%と頭打ち傾向となりつつある。設備投資は全体で同+9.7%(前期+17.2%)と前期から鈍化しつつも、引き続き高めの伸びを維持している。機器ソフトウェア投資が同+12.0%(前期+24.8%)と、これまでの反動増の動きが一巡しつつも引き続き堅調に推移。また、当期は長らく調整が続いた構築物投資が同+3.9%(前期0.5%)と、小幅ながら9期ぶりのプラスに転じている。もっとも、それは鉱業部門と通信・電力部門に支えられたものであり、懸案の商業用不動産に関しては引き続き大幅なマイナスとなっている。住宅投資は同-29.1%(前期+25.7%)の大幅減。住宅取得減税打ち切りの影響が顕在化しており、販売・着工ともに低迷している。在庫投資は寄与度



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。

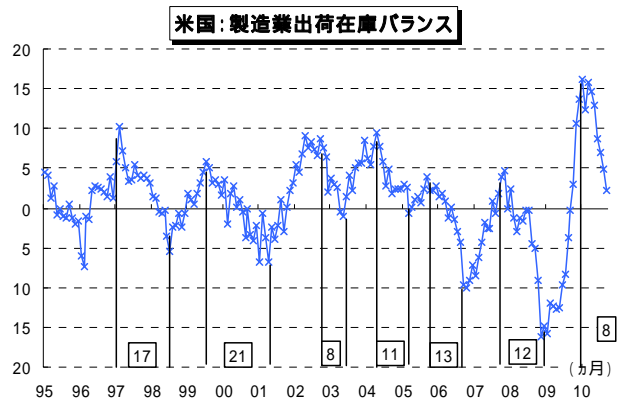
ースで同 +1.44%p(前期 +0.82%p)と5期連続の増加、実額ベースでは +1,155 億ドル(前期 +688 億ドル)となっている。もっとも、在庫率は引き続き低位に留まっており、需要増加が続く中で在庫過剰感はほとんど感じられない。輸出は同 +5.0%(前期 +9.1%)と鈍化。方向感としては違和感はないが、ISM 輸出受注 DI や新興諸国の経済状況などを参考にする限り、輸出を取り巻く外部環境が急速に悪化しているとは言いがたく、やや大きめの減速となった感がある。一方、輸入は同 +17.4%(前期 +33.5%)と引き続き高いの伸びを示している。過去の平均的な輸入の伸び率や国内需要対比でも、ここ最近の輸入の伸びにはやや違和感があり、これが特殊要因、もしくは一時的な動きなのか、もしくは何らかの構造的な変化を示唆するものなのか、今後の動きに注目したい。最後に、政府支出は同 +3.4%(前期 +3.9%)とほぼ前期並みの伸びとなっている。連邦政府部門が国防・非国防ともに堅調に推移する一方で、財政状況が厳しいとみられる州・地方政府部門は同 0.2%(前期 +0.6%)と弱含み傾向が続いている。

腰折れ懸念は小さく、景気回復が続く見通し

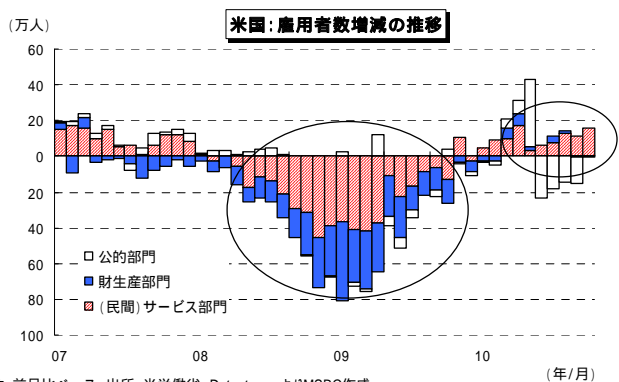
今後の景気見通しとしては、まず生産面からみた循環的なボトムは、ISM 製造業景況指数や生産の出荷在庫バランスを参考にし、おそらく11年1-3月期辺りになるのではないかとみている。先述の通り、企業は過剰な在庫をほとんど抱えていないことに加え、最終需要の増加が続いていることから、循環的な在庫調整圧力は軽微、かつ短期間に留まろう。

また、調整圧力が乏しいという点は労働力にも当てはまる。例えば、民間部門の雇用者数を確認すると、米企業は08年に入って約850万人もの雇用を削減したものの、現時点で約120万人ほどしか取り戻していない。労働分配率もかつてない水準にまで低下しており、コスト面からみても調整圧力が限定的であることが分かる。こうしたなかで、需要回復が続くとすれば、企業はいずれ雇用をより増やす必要に迫られることとなる。例えば、ここ最近ではサービス消費が着実に上向いてきており、仮にこうした動きが雇用の中核を占める非製造業部門、特に中小企業の雇用に結びつけば、景気はより腰の入った回復をみせ始めるであろう。企業の慎重姿勢が解消された場合、これまで抑制されてきた雇用が一気に増加ペースを強めるといった可能性もあろう。

もっとも、それでも現時点まで新規雇用がやや抑制気味に推移しているのは、政策面に不透明感が残っていること(ブッシュ減税、医療保険改革、金融規制改革など)、個人消費を中心とした需要回復ペースが現時点でまだ弱く、先々の景気見通しに自信が持てない、事業資金の借入れコストが高いなど、中小企業にファイナンス面での制約が残っている、技術的、ないしは地理的に労働需給のミスマッチが起こっているなどの可能性が指摘される。まず、に関しては、先般の中間選挙においてオバマ民主党が惨敗したことから、今後は共和党サイドに配慮した舵取りが予



注：出荷在庫バランスは前年比、枠内の数値は山からの調整期間、直近は10/9
出所：FRB、米商務省、DatastreamよりMSRC作成

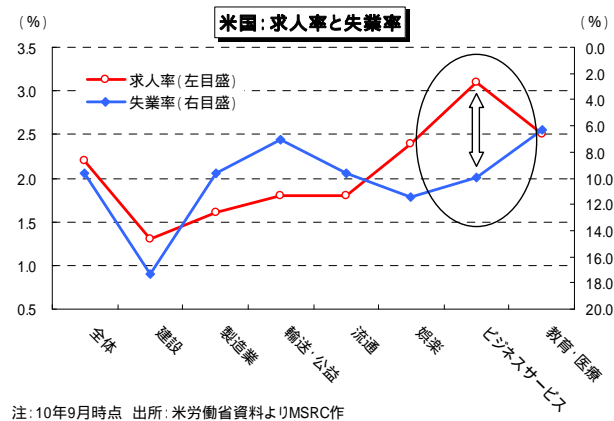
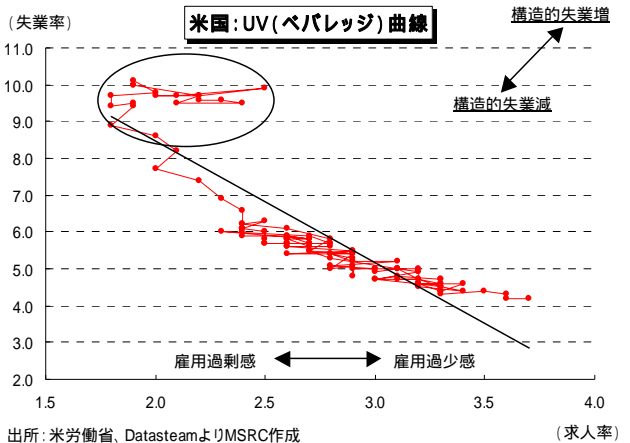
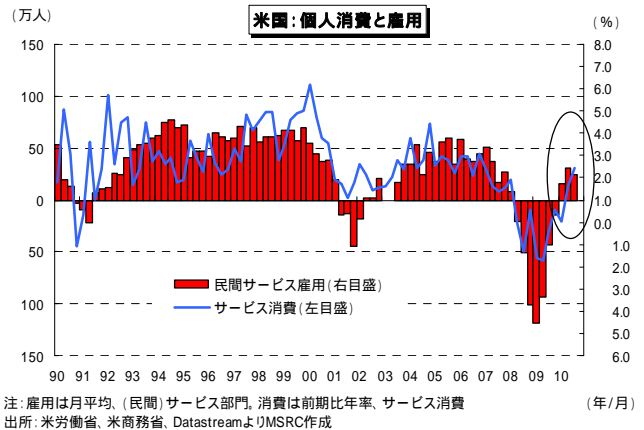


注：前月比ベース 出所：米労働省、DatastreamよりMSRC作成

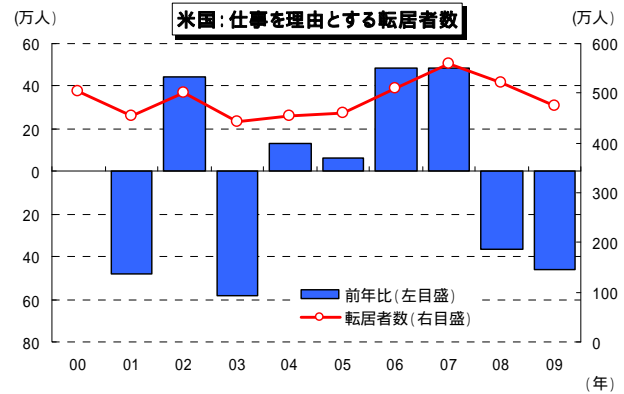
想される。例えば、ブッシュ減税に関しては全所得階層における延長が予想され、これは中小企業経営者にとってプラス材料となろう。中小企業経営者のなかには、事業所得を個人所得として納税している事業主が多いとされている。また、ヘルスケア改革についても、雇用者が負担するコストが軽減される方向が打ち出された場合、経営者は新規雇用に対して今よりも積極的になれるであろう。金融規制改革についても、金融機関を中心に同様にことが言えよう。もっとも、ヘルスケア改革や金融規制改革は、オバマ政権にとって自らのイデオロギーを体現するいわば中核的な政策であり、簡単に妥協することは難しいであろう。となれば、民主党と共和党の妥協点がうまく見つからずに、政策面での不透明感が続くなどといった可能性が十分にあるとみておくべきであろう。次に、FRBがもっとも重視しているのが、

の景気回復ペースの遅さである。確かに、今回の景気回復局面を前回、前々回の局面と比較すると、需要回復ペースが緩慢であり、特に個人消費の戻りが遅いことが分かる。これは売上の多くを国内に依存する非製造業部門、なかでも中小企業にとって、雇用面で大きな影響を与えることとなろう。当方がサービス消費の動向に注目する理由はここにある。の信用動向に関しては、確かに中小企業向け信用の貸出基準はようやく緩和方向に傾いてきたようであるが、貸出の主体となる地方の中小金融機関には、商業用不動産問題などから、財務状況に依然として厳しさが残っているとみられる。また、中小企業サイドからすれば、資金借入れは依然として困難であると感じており、資金的な制約によって事業活動が抑制されている可能性は十分にある。こうした状況に対しては、政府による融資支援や信用補完といった中小企業金融支援が続いており、多少なり状況は改善方向にあるのかもしれないが、最終的には景気に遅行して信用状況が改善してくるのを待つしか手立てがないのかもしれない。

最後に、構造問題とされるの需給ミスマッチに関しては、確かにベバリッジ(UV)曲線はこれまでの線形からやや離脱(求人率が上昇するなかで失業率が高止まる)し始めており、労働市場全体として構造的な失業を示唆する形となっている。まず、技術的な需給ミスマッチについてみていくと、例えば住宅市場の低迷にあえぐ建設業界の過剰労働力を、技能的なミスマッチによって他の業種が吸収できないといったケースが疑われる。しかし、そもそも全般的に求人率の改善は限定的に留まっており、労働力のシフト先に乏しいという現実が指摘される。確かに、専門・ビジネスサービスの求人率(10年9月時点:3.1%)や教育・医療(同:2.5%)には改善



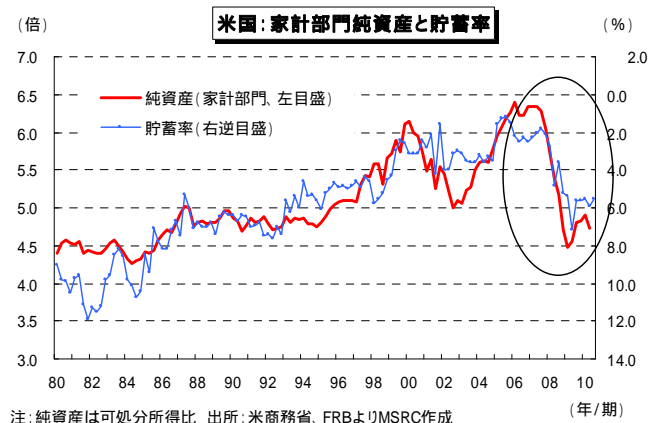
の動きがみられるものの、教育・医療に関してはある程度、雇用が充足されており、失業率は6.3%となっている一方、専門・ビジネスサービスについては9.9%と高止まっている。すなわち、求人率が高いにも関わらず失業率が高いというギャップが特に目立つのは、専門・ビジネスサービス部門くらいといえよう。しかし、そこに建設業出身者がシフトできない現状を、果たして構造問題と言ってしまってもいいのであろうか。専門知識や技術的なギャップが大きすぎる業種間の労働シフトが困難であることはおそらく、今に始まったことではなく、現行の失業率の高止まりを説明する理由としては説得力に欠けのではないか。次に、地理的なミスマッチをみていくと、最近では住宅価格の下落（債務超過）により住宅を売却することができない結果、就職活動、もしくは就職ができないという指摘がある。しかし、米商務省のデータで仕事を理由とする転居者数の推移を確認すると、確かに直近は転居者数は減少傾向にあるものの、水準自体は住宅問題を抱えていなかった年と比較して、特別に低いわけではない。また、01年と03年にも同様に転居者数の減少がみられるものの、これは雇用情勢が悪いと必然的に仕事を理由とする転居者数が減ることを示しているように思える。以上の事実は、住宅事情が転居に与える影響を完全に否定するものではないが、少なくとも今回だけが住宅問題によって転居者数が減っているというには説得力に欠け、今後の推移を引き続きフォローする必要がある。



注：16歳～64歳対象、州間転居と州内転居の合計 出所：米商務省資料よりMSRC作成

以上を踏まえると、現行の雇用情勢はFRBの指摘するとおり、まずは循環的な景気回復モメンタムが弱いことが主因であり、それに政策面からの不透明感がプラスされているとみるべきであろう。となれば、雇用はこの先も引き続き増加し続けていくと考えられるものの、需要動向を慎重に睨みつつ、かつ政策面での不透明感が払拭されるまでの間、その回復ペースは緩やかなものに留まる可能性があるであろう。今回の見通しでは、以上のような緩やかな雇用回復パターンを前提とし、景気は雇用と需要の相互連関の中で、11年末に向け徐々にモメンタムを上げていくシナリオを想定した。10年の実質GDP成長率は+2.7%（10年8月予測：+3.0%）、11年は+2.5%（同：+2.8%）を予想する。

需要項目別の見通しをみていこう。まず、個人消費は先述の通り、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、今後も回復の動きを続けると考えられよう。景気後退局面から脱出した後、一度出始めた雇用が短期的に腰折れすることはまれであり、それは需要と雇用の調整が一巡し増加の動きに転じれば、両者が増加し続ける相互連関の動きが始まるからである。仮に雇用が悪化し始めるとすれば、その背景には金融引き締めやバブル崩壊などから、個人消費などの需要が悪化し始める場合であろう。しかし、最近では逆に個人消費は上向いてきており、かつ、今後はFRBの量的緩和を背景とした株価上昇が、資産効果として上乘せされてくる可能性も指摘される。この際、家計部門の純資産は改善傾向となり、相関の高い貯蓄率は頭打ち傾向となろう。それはすなわち、家計部門が



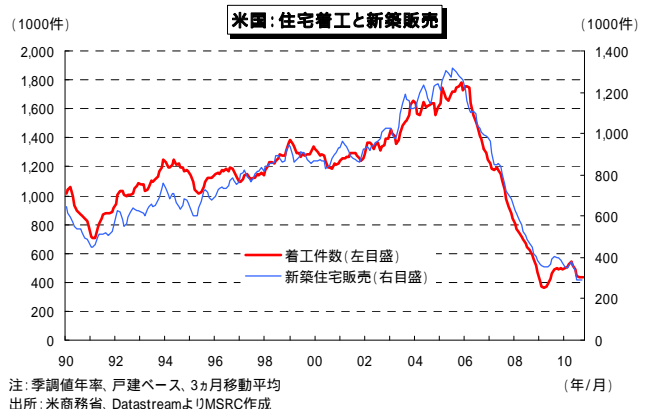
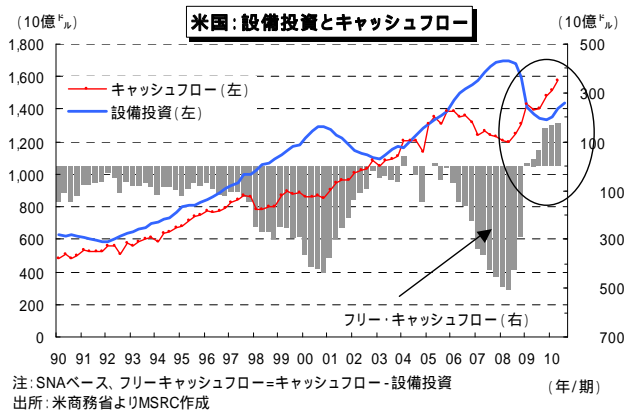
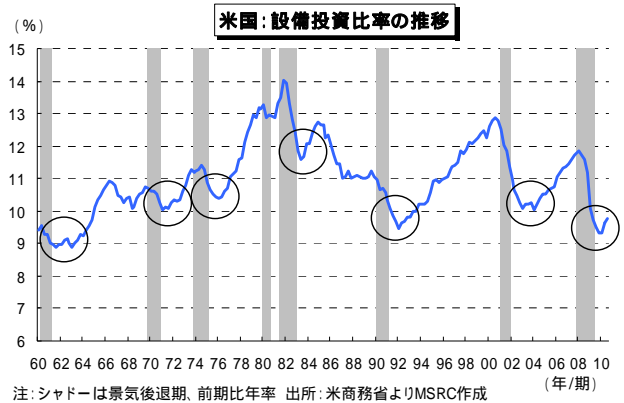
注：純資産は可処分所得比 出所：米商務省、FRBよりMSRC作成

引き続きバランスシート調整を強いられつつも、所得に沿った消費を続けることができることを意味する。

次に、設備投資は機器・ソフトウェア投資を軸に堅調な推移が続いている。確かに、これまではリーマン・ショック後の反動が上乘せされきた面は否定できず、こうした動きは今後、徐々に一巡してこよう。しかし、それでも設備投資は水準的にはリーマン・ショック前の約3割を取り戻したに過ぎず、GDP対比での設備投資比率を

みれば、依然として景気後退期後の初期段階にあることが分かる。こうした中で、今後も景気回復の動きが続くとすれば、企業は堅調な業績を背景に、需要に見合った投資活動を続けることができよう。また、企業は大手中心にキャッシュフローを潤沢に保有しており、かつ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、市場からの資金調達も容易になってきている。さらに、最近では金融機関の融資基準にもようやく緩和の動きがみられ、もはや資金的制約が設備投資の阻害要因になっているとは考えづらい。但し、問題が残るとすれば、それは企業マインドの振れであろう。先述の通り、民主党と共和党のねじれ議会のなかで、当面は政策面からの不透明感が続くとするれば、企業は必要な設備投資を先送りさせるかもしれない。しかし一方で、量的緩和によって景気が想定以上に回復する場合には、企業は潤沢な資金などを活用して、投資活動を前倒しさせてくるかもしれない。企業マインドに関しては、今のところどちらにも振れやすい状況にあるといえよう。なお、設備投資の約3割を占める構築物投資については、当期はようやく9期ぶりの増加に転じている(後日、下方修正される可能性はあるが)。しかし現状は、鉱業部門と通信・電力部門の寄与が大きく、大宗を占める商業用不動産に関しては低迷したままとなっている。当部門はそもそも景気に遅行し、空室率などを参考にすれば依然として需給バランスが悪いことが窺える。また、商業用不動産ローンの満期が集中する、いわゆる借換え問題などを背景とした資金的制約も当面は続く見通しである。こうした環境を踏まえると、当部門が回復することによって構築物投資全体が盛り上がってくるのは、早くても11年後半といったところではないかとみられる。

住宅投資に関しては、当面の間、低空飛行が続きそうである。確かに、住宅販売は減税効果の剥落の影響が一巡し、持ち直しの兆しを見せ始めている。また、この数年で住宅価格が大幅に下落したことや、住宅ローン金利が低位で安定していることなどを踏まえると、住宅を取得する環境も決

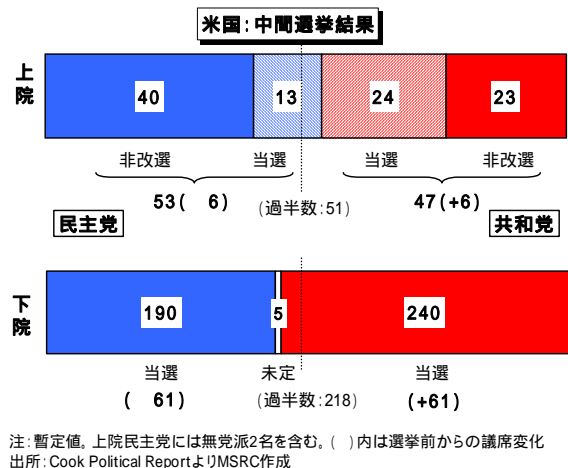


して悪くない。しかし、それでも販売水準は依然としてかなり低く、過剰に積み上がった在庫を消化するまでには、かなりの時間が必要と言えそうである。こうした状況を踏まえると、現在、横ばい圏での推移が続いている住宅着工が目先、盛り上がってくる可能性は低いと考えられよう。バブルが崩壊した後の調整が長引くことは当然のこととはいえ、それでも住宅市場の回復が遅れている最大の要因は、やはり雇用情勢の回復の遅れであろう。失業率は依然として9%台で推移し、長期失業者が多い中で、住宅ローンのデフォルトによる差し押さえの発生は、今も高水準に留まっている。また、雇用情勢の先行きが不透明なかでは、新たに住宅ローンを設定し、住宅を取得するインセンティブにも欠けるであろう。以上から、基本シナリオとしては、雇用・所得環境の改善に伴って、住宅市場も底入れから持ち直しの動きに転じてくるとみているものの、その回復ペースは引き続き緩慢なものに留まるであろう。

景気を取巻く不透明感

残る論点としては、まず経済政策の鍵を握る議会動向が気になるところである。先日の中選挙では民主党が下院で過半数を、そして上院でも安定多数（議事妨害を阻止できる60議席）を失った。このため、今後の政策は多分に共和党の意向に沿ったもの、すなわち財政規律を意識した政策が中心になってこよう。例えば、オバマ大統領が提案している3,500億ドル規模の景気対策の成立は難しく、失業保険などの政府緊急支援の延長も法案可決が遅れる可能性が出てきている。一方、共和党は景気対策として減税を中心としたプランを打ち出しており、懸案のプッシュ減税については、全所得階層での延長を要求（民主党との間では、期限付きの延長が妥協点となりそうであるが、将来的な増税の可能性を残した期限付きの延長が、果たして消費者マインドを喚起できるかについては不透明感が残る）また中小企業対策として事業税の減額などを検討している。また、企業サイドがコスト負担を懸念している医療保険改革や金融規制改革に関しては、法案の見直しを要求している。こうした共和党の政策スタンスにオバマ民主党がどこまで妥協できるのか、当面は不透明感が続こう。

また、州・地方政府の財政状況も景気を見通す上で引き続き注意が必要であろう。景気悪化に伴う税収不足や歳出増加によって、多くの地方自治体では財政状況が厳しく、行政サービスや雇用の削減を強いられている。但し、景気が回復に転じたことで歳出入のバランスはすでに最悪期を脱しており、かつ今年8月には連邦政府からの支援も実施されている。よって、当初予想されていたよりも財政不足分は縮小傾向にあり、しかも今後は、景気回復の動きに遅行して、財政状況は今よりも良い方向に向かっていくことが予想される。こうした状況を踏まえて、当問題が景気に与える



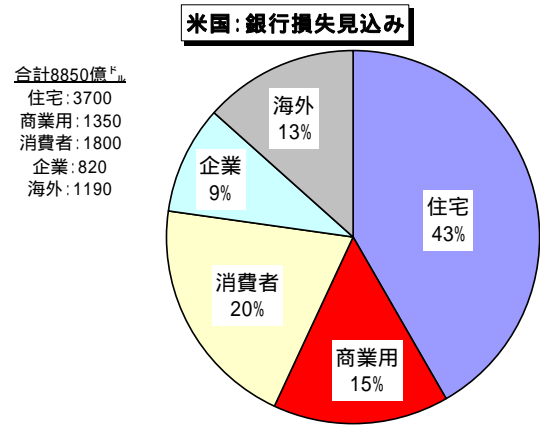
米国：直近の景気対策

Education Jobs and Medicaid Assistance Act (HR1586) 10/8/5上院 10/8/10下院:260億ドル
地方政府支援 ・教職員雇用対策(100億ドル:16万人) ・メディケア基金助成(160億ドル:16万人、10年12月まで)
Proposals by President Obama 10/9/6(ウイスコンシン州)、9/8(オハイオ州)
公共投資(500億ドル) ・高速道路、鉄道、湾岸、空港の整備・拡張 ・インフラ銀行(基金)の創設(民間、地方自治体資金の活用)
企業向け減税 ・研究開発(R&D)に対する優遇減税(1000億ドル/10年間) ・設備投資減税(減価償却枠の拡大:10/9~11年末まで一括償却可) (2年間で2000億ドルの減税となるが、財政負担は300億ドル程度)
その他 ・プッシュ減税の一部打ち切り(25万ドル以上の高所得者部分) ・新規雇用企業への税負担軽減(社会保障費用) ・子供減税(Child Tax Credit)、大学授業料減税(College Tax Credit)

出所：米政府、米議会発表資料よりMSRC作成

影響に関しては引き続き幅をもってみておく必要があるが、少なくとも最悪期は通過しており、残るは米国景気の回復の持続性や民間部門の雇用情勢などが、当問題をどれほど吸収できるかが問われてこよう。

不動産市況と金融機関の信用動向も、景気を左右する重要なポイントである。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、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、不動産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、それが景気を押し下げるといったリスクも考え得る。特に、商業用不動産に関しては、財務体質が相対的に脆弱な地方の中小金融機関が経営資源を多く割いており、かつ13年辺りまでは、毎年1,500億ドル規模のローン借換え需要に対応していく必要がある。こうした状況を踏まえると、金融機関の信用機能が正常に戻り、景気回復の動きをよりサポートする状態に戻るまでには、もうしばらく時間がかかりそうである。もっとも、現状が示す通り、当問題も景気回復の動きが続いている限りは顕在化せず、不動産需要や金融機関の不良債権処理の進展とともに、状況は少しずつ改善に向かっていくとみられる。となれば、これについても注目すべきことは、雇用と需要の相互連関を背景とした景気回復の動きが、今後も続くか否かという点であろう。



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

FRBの追加緩和政策は難しい状況に

FRBは11/3、来年6月までに6000億ドルの国債を買い入れる量的緩和策（いわゆるQE2）を発表した。「景気回復ペースを加速させ、かつ最大雇用と物価の安定というFRBの責務に一致するインフレ率を維持する」ことが、その理由として挙げられている。要は、デフレの阻止が主たる理由である。NY連銀によると、すでに実施中のエージェンシー関連資産（エージェンシー債・エージェンシーMBS）の再投資分を含めると、FRBは来年半ばまでに合計8,500～9,000億ドル、月当たり約1100億ドルのペースで国債を買い入れていく予定となっている。この規模は、前回の国債買入（QE1：約半年で3,000億ドル）を大きく上回るものであり、かつ、FRBは今後の対応に関して、「責務を達成するために買入規模・ペースを定期的に見直す」としており、金融緩和政策に打ち止め感が出ない配慮を行なっている。以上を踏まえると、FRBは今回のQE2によって、ある程度の期間は長期金利の頭を抑えることに成功するのではないかと。もっとも、長期金利の上昇を抑制することに成功したとしても、資金需要が乏しい中で、それが実体経済にどれだけの効果をもたらすかについては懐疑的な見方が多い。ただ、量的緩和はマーケットに流動性相場への期待をもたらし、かつ市場における資金調達コストを押し下げることから、株を中心とするリスク資産の価格上昇を引き起こす可能性がある。消費全体に占める高所得者のシェアが高

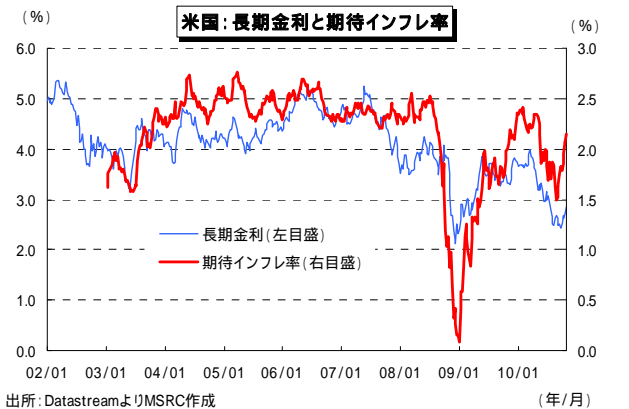
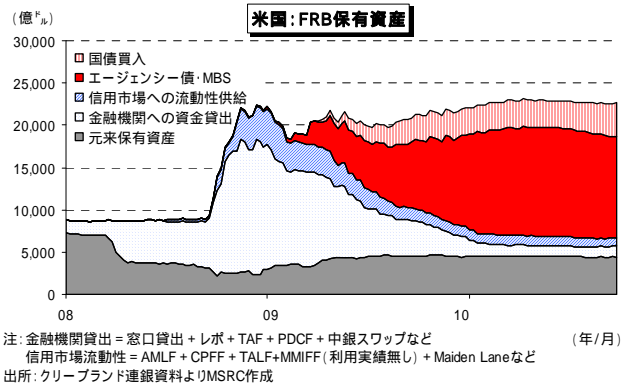
米国：資産買取オペの推移

対象資産	発表日	内容	終了日
国債	09年3月	・3000億ドルの買取を実施	09年10月
	10年8月	・エージェンシー債・MBSの償還分を国債に再投資する	未定
	10年8月	・国債償還分はロールオーバー	未定
	10年11月	・6000億ドルの追加買入	11年6月予定
Agency債	08年11月	・1000億ドルの買取を実施	-
	09年3月	・買取額の増額 2000億ドル	-
	09年7月	・買取額の減額 1750億ドル	10年3月
MBS	08年11月	・5000億ドルの買取を実施	-
	09年3月	・買取額の増額 1兆2500億ドル	10年3月

出所：FRB資料よりMSRC作成

いという米国の経済構造を踏まえれば、量的緩和によって株価が上昇した場合、それは消費拡大を通して景気を押し上げ、ひいてはデフレ圧力を緩和していく可能性が十分にある。FRBの真の狙いも、実はここにあるように思える。

今後の焦点は、言うまでもなく追加緩和の有無であろう。確かに、当方の経済見通しなどを踏まえる限り、11年6月時点でデフレ懸念を払拭できるほど、失業率の低下や物価上昇が実現しているとは考えづらい。しかし、量的緩和の延長については、もはや経済ファンダメンタルズの要因だけで決定することが難しい状況になりつつある。まず、量的緩和はドル安、コモディティ価格の上昇、マネタイズ懸念、出口政策への信頼低下などによって、想定以上のインフレを引き起こす可能性がある。実際、量的緩和を導入する前にも、マーケットはドル安の流れのなかでインフレへの警戒を強め、期待インフレ率が上昇する場面がみられた。こうした状況下で追加の国債買入を行なうことが、果たして長期金利の低下、もしくは上昇のどちらの結果をもたらすかについてはかなり不透明感が強い。また、量的緩和によって引き起こされる為替変動や資金流入に対して、新興諸国を中心とする海外からの不満が増えてこと、共和党議員、もしくは共和党寄りのエコノミストや大学教授などからも反対の声が聞かれること、来年のFOMCで決定権をもつ連銀総裁4名の内、3名が量的緩和に反対していること（但し、コチャラコタ・ミネヤポリス連銀総裁は、量的緩和の効果には否定的ながら、量的緩和政策を実施すること自体には今のところ賛成のスタンスをみせている）などを踏まえると、FRBがQE2を延長・拡大することは決して簡単ではなかろう。このため、最終的には、景気・物価動向やマーケットの動きなどを最大限、考慮しつつ決定がなされるであろうが、追加緩和を取巻く環境から判断する限り、FRBは一旦は残高を維持すること（Stock View）による様子見姿勢にシフトし、「必要に応じて追加的な措置を取る」という姿勢を示し続けることで、マーケットの期待コントロールする方策を試みるのではないかと見られる。



当面のリスクシナリオについて

以上の見通しに対するリスク要因としては、アップサイド、ダウンサイドともに、今回はまずはFRBの量的緩和から派生するリスクを指摘しておくべきであろう。まず、アップサイドについては、繰り返しになるが金融緩和によって株価上昇が続くとすれば、個人消費が上振れすることで景気は回復ペースを強めることとなる。この際、企業が需要見通しに強気になるなどマインドを改善させることになれば、雇用や設備投資といった供給能力の増強に一段と前向きになっていこう。また、こうした堅調な景気回復が続けば、信用収縮やバランスシート調整といった景気回復の重石となっている構造的な問題も、早いタイミングで解消に向かっていくかもしれない。一方、ダウンサイドに関しては、インフレ懸念が高まることによって長期金利が上昇、過剰流動性が商品市場にも流入し、コモディティ価格が高騰、新興諸国への資金流入によるバブルが発生、それに

する金融引き締めやバブルの崩壊などが引き起こされるリスクが指摘されよう。については、ここ数年でコモディティー市場が金融市場の一部に組み込まれたことや、市場規模が小さいことから、投機的な資金フローがコモディティー価格を一気に押し上げる可能性が指摘されよう。こうした傾向は、コモディティー価格の上昇が景気の重石になるまで続き、最終的に金融緩和効果を阻害する結果につながっていくかもしれない。これに対して、FRB は果たしてどのような対応が可能であるのか、また、政府サイドとしても、ポジション規制などの取引制限の強化などに踏み込んでいくのか注目される。一方、については、ここ最近の中国の金融引き締め政策などが典型的なケースであり、その際、金融市場がリスク回避的になれば、株を中心としたリスク資産の価格上昇が限定的となる可能性が指摘されよう。新興諸国としては、米国の追加緩和措置に反対の意を表明したり、資本規制や為替介入などを通して、なんとか資金流入やドル安の影響をかわそうとしているものの、米国との協調体制は今のところ整っていない。新興諸国の景気は今や、先進国にとって重要なファクターとなりつつあることを踏まえると、自国優先の金融政策が、結果的に景気にとってマイナスに働く可能性がある点には常々、気を配る必要がある。

その他のリスク要因としては、中間選挙で敗北した民主党と共和党の妥協が困難を極め、景気・雇用対策などの政策が滞るといった政治的リスクについては先に述べた通り、また、欧州サイドにおける財政懸念や財政引締め政策の影響などにもついては注意が必要であろう。

以上が当方のリスクシナリオであるが、前回までは、雇用情勢の改善が続いていることから、不良債権問題や信用収縮などの主たる景気押し下げリスクは顕在化せずに、景気回復が進むにつれ、状況は徐々に改善していくとみていた。こうしたシナリオに関しては今回の見通しでも変更はないが、これまでみてきたように、この先は新たに量的緩和の副作用によるダウンサイド・リスクに注意が必要となってこよう。問題は、米国がとれる追加的な景気対策手段がもはや限られてきていることであり、こうしたなかで景気回復のパスが途切れるように事態が発生すれば、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る。幸い、現時点では雇用と需要の景気回復パスがつながっており、こうした前向きの循環は徐々に安定感を増してきている。しかし、米国景気が外部ショックに耐え得るほど体力を戻したともいえないことから、今しばらくは慎重姿勢も忘れるべきではなからう。

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	1.7	2.0	2.5	2.2	2.8	3.1	3.2	2.6	2.7	2.5				
(前年同期比)	3.8	4.1	2.7	0.2	2.4	3.0	3.1	2.5	2.1	2.4	2.6	2.8							
個人消費	0.5	1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.6	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	1.2	1.7	2.8				
設備投資	35.2	7.5	1.7	1.4	7.8	17.2	9.8	8.1	6.7	7.5	8.4	9.7	17.1	5.7	8.5				
住宅投資	36.2	19.7	10.6	0.8	12.3	25.6	29.1	9.8	6.5	4.1	3.8	2.3	22.9	2.9	1.8				
*在庫	1.0	1.1	1.1	2.9	2.5	0.8	1.4	0.3	0.5	0.1	0.2	0.2	0.6	1.5	0.1				
*純輸出	2.8	1.5	1.5	1.9	0.3	3.3	2.0	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	1.1	0.7	0.8				
輸出	27.8	1.0	12.2	24.4	11.4	9.1	5.0	5.0	4.5	6.5	8.0	9.0	9.5	11.2	6.0				
輸入	35.3	10.6	21.9	4.9	11.2	33.5	17.4	7.0	5.4	7.0	8.7	9.3	13.8	14.2	9.6				
政府支出	3.0	6.2	1.6	1.4	1.6	3.9	3.3	1.1	0.8	0.7	0.8	1.0	1.6	1.1	1.4				
名目GDP 前期比年率	3.9	0.4	2.3	4.7	4.8	3.7	4.2	2.3	2.9	4.7	5.3	3.4	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	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	0.9	0.9	1.2				
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.6	9.5	9.4	9.2	9.0	8.8	-	-	-				
雇用者数増減	75.3	47.7	26.1	9.0	7.9	11.8	12.2	13.0	15.0	18.1	21.3	24.9	-	-	-				
PCEデフレーター 前年比	0.3	0.3	0.7	1.5	2.4	1.9	1.4	1.2	1.0	1.2	1.2	1.3	0.2	1.7	1.2				
同 コア 前年比	1.6	1.5	1.3	1.7	1.8	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.5	1.4	1.1				
鉱工業生産	17.6	10.3	8.3	7.0	7.1	7.1	5.2	3.0	2.4	3.0	5.0	6.5	9.3	5.6	3.9				
FFレート 隣準水準	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	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	-	-	-				
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.47	2.77	2.70	2.90	3.10	3.40	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、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/>