

2011/2012 内外マクロ経済予測 < 米国 >

2011年2月21日
 広告審査番号 MFB151-110221
 MSRC 審査番号 06-A-110221-01

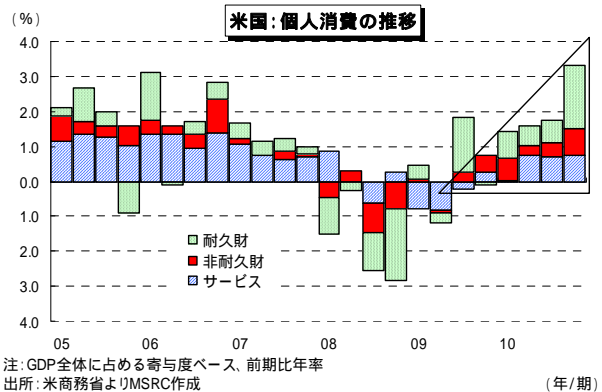
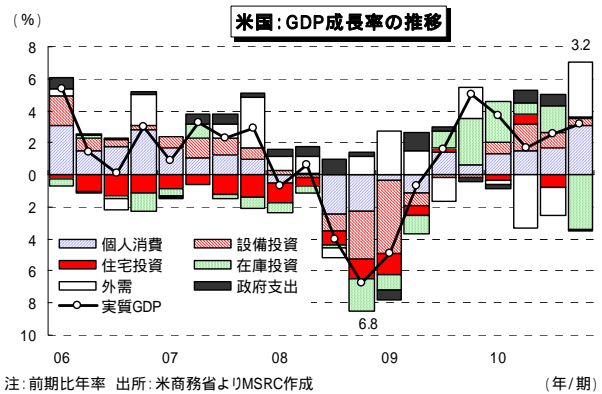
持続的な景気回復に期待がもてる状況に

投資調査部 猿渡 英明

- 株価上昇などを背景とした個人消費の回復により、10年10-12月期の実質GDPは前期比年率+3.2%へ。今ひとつ回復感に欠ける雇用情勢であるが、需要回復に沿って、雇用創出の中核となる中小企業に動意がみられる。景気はこうした雇用と需要の相互連関によって、徐々に回復ペースを上げていく見通し。11年の成長率は+3.2%、12年は+3.1%を予想する。
- FRBは6月末までに総額6,000億ドルの国債を買い入れるオペを予定通り遂行する見通し。但し、その後の展開については不透明感があり、FRBの決定に注目が集まる。FRBが景気回復に満足していないことを踏まえると、当面の間は残高維持による様子見姿勢が続くとみられる。しかし、実体経済の回復が進むなかでの期待コントロールは容易ではないとみる。
- 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、FRBの量的緩和から派生するリスクであろう。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、コモディティ価格の上昇、長期金利の上振れ、新興諸国の金融引き締めなどがあげられよう。

着実に前進する米国景気

米国の10年10-12月期の実質GDPは、前期比年率+3.2%と前期(同+2.6%)を上回る結果となった。個人消費が同+4.4%と堅調に推移したことが主な理由としてあげられ、それ以外の需要項目も概ね底堅く推移した。一方で、こうした需要回復と同時に、在庫は「意図せざる在庫減少」を示唆する動きをみせており、今後の循環的な景気回復にも期待がもてる状況となっている。個人消費を押し上げたのは、雇用・所得環境の改善に加え、量的緩和政策などを背景とした株価上昇であろう。実際、家計部門の純資産との相関が高い貯蓄率は同時点で5.4%まで低下しており、資産効果を示す動きとなっている。一方、機器・ソフトウェア投資は、リーマン・ショック後の反動によってこれまで大幅な伸びを続けてきたこと、そして生産活動が循環的な減速局面にあることもあり、足元は堅調ながらも回復ペースがやや鈍化している。そして、大幅な調整が続いた構築物投資は10期ぶりにプラスに転じているが、懸案の商業用不動産は依然として弱含んでいる。その他、住宅投資は減税効果剥落の影響が一巡しやや持ち直し。グローバル景気の回復に支えられた輸出は、引き続き堅調な伸びを維持している。政府支出は財政状況が厳しい州・地方政府部門の影響が響き、小幅なマイナスとなっている。



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。

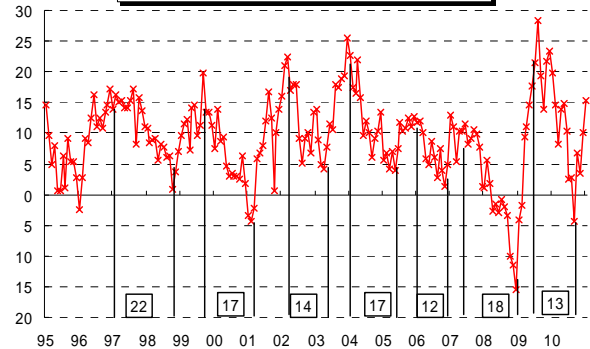
持続的な景気回復に期待がもてる状況に

今後の景気見通しとしては、まず生産面における循環的の流れについては、ISM 指数や生産の出荷・在庫バランスを参考にし、11 年 1-3 月期からは徐々に回復ペースが上向いてくる動きが想定される。企業の慎重姿勢が続いたなかで在庫の過剰感は乏しく、一方で最終需要が回復方向に向かっているとすれば、企業は今後、在庫を積み上げる必要に迫られよう。

一方、需要面をみると、まず景気の牽引役として期待されるのは引き続き個人消費であろう。そこで、まず、足元の個人消費が回復基調にある背景をやや詳細にみていこう。第一に、先述の通り、最近の堅調な消費活動には、株価上昇による資産効果が影響している可能性が指摘されよう。実際、米国株は上昇傾向が続いており、今後も、経済ファンダメンタルズ・企業業績の改善、FRB による金融緩和政策の継続、バリュー的な割安感 など、米国株を取巻く状況を考慮すれば、こうした傾向は当面の間、続くと考えられるのではないかと。そこで、米国の消費構造を確認すると、例えば所得最上位 20% で約 40% の消費シェア、次の所得上位 20% まで含めると 60% の消費シェアを占めていることが確認される。すなわち、米国の消費構造は、高所得者層の消費が動けば、米国全体としての消費が大きく変化する構造にあるといえる。そして、株式保有比率も富裕層に偏っている現状を踏まえると、株高が富裕層の消費を刺激し、そのことが個人消費全体の回復に寄与している可能性は十分にあるといえよう。実際、昨年末の年末商戦では、高級百貨店や宝飾品店における売上が良好であったと伝えられており、この背景には多分に高所得者層の消費活動が影響しているとみられる。

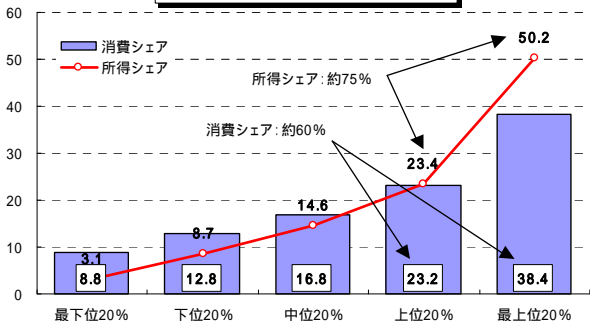
また第二に、消費の大勢を決める雇用・所得環境が、着実に改善してきている点も指摘しておくべきであろう。確かに 11 年 1 月の雇用統計では（非農業部門）雇用者数が前月比 +3.6 万人と予想を大きく下回る結果となった。しかし、この背景にはおそらく大雪の影響があるほか、家計調査における就業者数は大幅に増加しており、失業率を 9.0% に押し下げる結果となっている。また、四半期ベース（月平均、民間ベース）で昨年の雇用情勢を振り返ると、10 年 1-3 月期は前月比 +2.7 万人、4-6 月期は同 +11.4 万人、7-9 月期は同 +10.4 万人、10-12 月期は同 +13.7 万人と、雇用情勢が緩やかながらも改善方向にあり、かつ徐々に安定感が増してきていることが分かる。そもそも、企業はリーマン・ショック以降、約 900 万人の雇用を削減した一方で、現時点で 150 万人程度しか雇用を取り戻しておらず、また、労

米国：ISM製造業指数（受注在庫バランス）



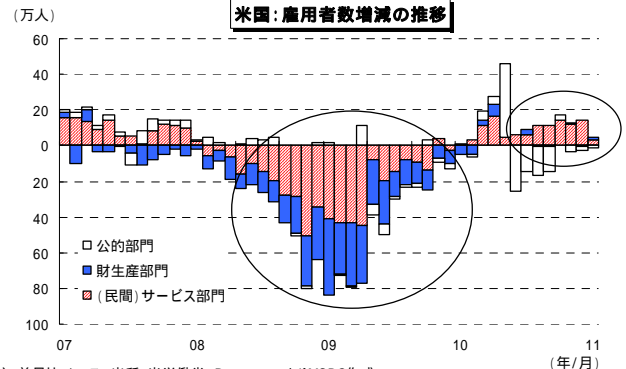
注：受注DI-在庫DI、枠内の数値は山から谷までの調整期間、直近は11/1
出所：ISM、DatastreamよりMISRC作成

米国：所得階層別の所得/消費シェア



注：09年時点 出所：米労働省（CES）資料よりMISRC作成

米国：雇用者数増減の推移



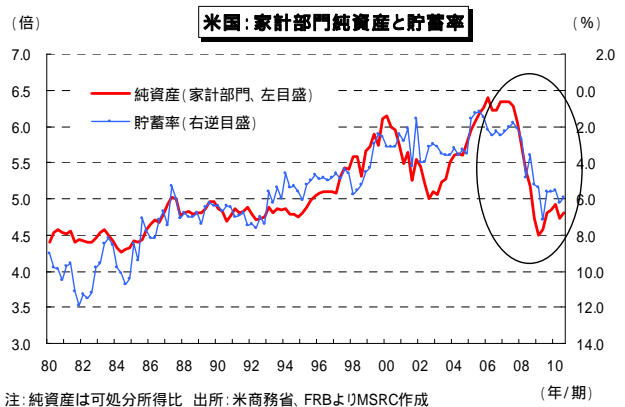
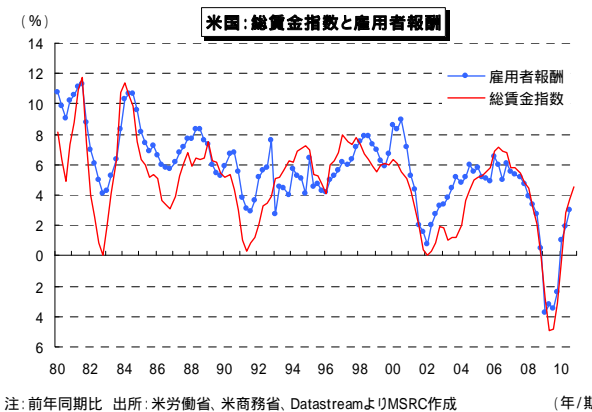
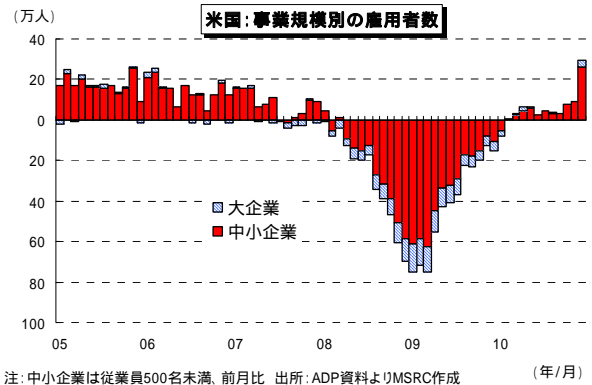
注：前月比ベース 出所：米労働省、DatastreamよりMISRC作成

働分配率などを参考にする限り、労働コスト的には十分な雇用力を残していると考えられる。こうしたなかで、生産性の改善はすでに一巡しており、企業は労働投入量を増やすことなし生産を引き上げることが困難な状況となりつつある。以上を踏まえると、需要回復に沿って企業が雇用を活発化させる素地は、十分に整っていると考えられよう。

さらに、ここ最近では中小企業の雇用にやや動意が出始めている点も注目される。例えば、先日発表された1月のADP雇用統計は前月比+18.7万人(前月+24.7万人)と2ヵ月連続で大幅増となり、その大半が中小企業によって生み出されていることが分かる。中でも非製造業部門における雇用増加は、個人消費を中心とする内需回復を反映したものと考えられ、雇用情勢が景気動向に沿って動き始めている可能性が感じられる。また、NFIB(米独立企業連盟)が発表する中小企業景況感でも、売上期待の改善とともに、雇用マインドが改善してきていることが分かる。仮に、今後も需要回復の動きが続き、中小企業が景気見通しにより自信を深めてくるとすれば、雇用は中小企業を中心に増加ペースを高めてくることが期待できよう。そして、実際に雇用情勢が改善してくれば、同時にさらなる需要回復がもたらされると考えられ、こうした雇用と需要の相互連関が進めば、景気回復はより堅固なものとなっていこう。

こうした雇用の動きに合わせて、所得環境の改善も続いている。実際、雇用者報酬との相関が高い総賃金指数(雇用者数×労働時間×平均賃金)は、10年10-12月期時点で前期比年率+4.1%となっており、(名目)可処分所得も同時点で均して同+3%後半での推移となっている。こうしたなか、貯蓄率は現在、株価上昇による純資産の増加などを背景に低下傾向にある(10年12月時点で5.3%まで低下、ピークは同年6月の6.3%)。住宅価格にやや懸念が残されているのは確かであるが、株式市場を取巻く環境を考慮すれば、ここから家計部門の資産が大きく目減りし、その結果として貯蓄率が再び上昇に転じるといった動きは考えづらいのではないかと(11年に予定されている減税によって多少、変動する可能性があるが)となれば、個人消費は今後、少なくとも所得の伸びに沿った動きを続けることができる環境にあるといえ、それはすなわち、ある程度の負債残高が家計部門に残っている場合でも、資産サイドの動きによっては消費を行なう余地があるということの意味しよう。

このように、ある程度の債務残高やバランスシート調整圧力が残るなかでも、消費の回復が完全に阻害されるわけではないと考えられる論拠は、他にもある。例えば、個人債務負担(DSR=Debt Service Ratio、(モーゲージ+消費者ローンの債務返済負担)/可処分所得)は、10年7-9月期時点で11.9%にまで

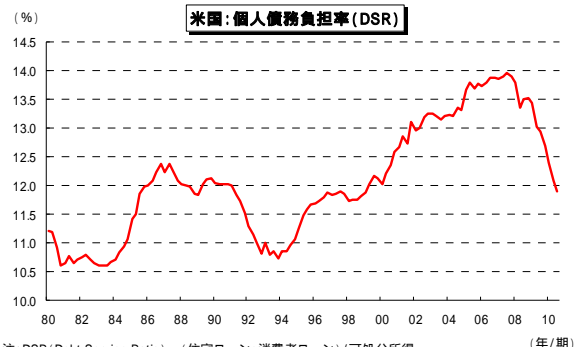


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

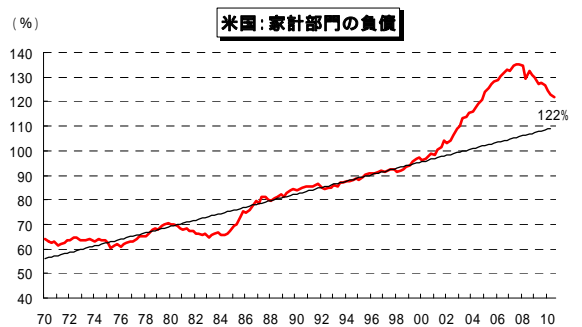
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

低下してきている。この水準は住宅バブル発生以前の水準であり、家計部門が必ずしもフローの所得に対して、消費が阻害されるほどの債務返済を強いられているわけではないという現状が示されていると考えられる。確かに、債務残高を確認すると可処分所得比で120%を超えており、家計部門は引き続き債務返済を続けていく必要がある。しかし、以上のように、その他の消費を取巻く環境を考慮すれば、必ずしも債務残高の調整が終了するまで消費が低迷するというわけでもなさそうである（今後、信用供与が出始めると、債務残高がどのような推移をみせるかや不透明。このため、債務残高の推移をもって、消費の行方を予想することは、やや困難になってくる気がする）。もっとも、このようにフローの債務返済圧力が軽減されている主因は、おそらく金利低下にあると考えられ、今後の金利動向次第では債務負担が再び増してくる可能性は十分に残る。また、債務残高の減少には一部、デフォルトなどによる債務再編・免除が影響していることも考えられよう。実際、個人破産件数は依然として高止まりしており、失業率も9.0%と高水準にある。このため、現時点ですべての家計（特に低所得者層）にとって、消費環境が好転していると言ってしまうのはやや楽観的であろう。つまり、消費回復を牽引しているのは、債務負担が限定的な高所得者層であるとみておいた方がよいのではないかと。もっとも、こうした部分的な消費の盛り上がり企業が売上、業績改善に波及していくのであれば、雇用・所得環境は徐々に改善、バランスシート調整も少しずつ進展していくこととなる。

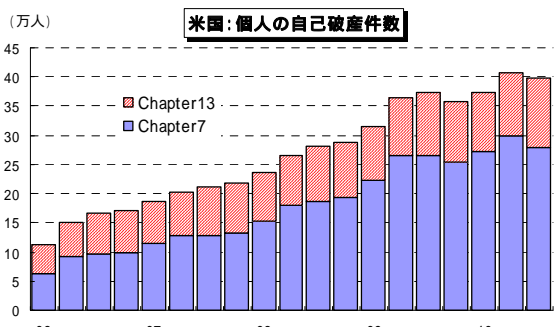
その他、政策面からのサポートも11年を中心に個人消費をサポートしていくことが期待される。まず、懸案事項であったブッシュ減税の延長については、昨年からの延長に過ぎないため、プラスの押し上げ要因にはならないであろう。しかし、減税の延長決定が高額所得者や中小企業経営者の消費マインドにプラス効果を与えた可能性はあろう。そして、予想外に決まった給与税率の引き下げなどの減税措置は、11年の所得を大幅に押し上げることとなる。例えば、給与税分の1,120億ドルは可処分所得の約1%に該当し、さらに子育て支援税還付や学生支援減税などのオバマ減税延長分（2年間で500億ドル）もそこに加わってくる。以上を踏まえ、個人消



注: DSR (Debt Service Ratio) = (住宅ローン+消費者ローン)/可処分所得
出所: FRB, DatastreamよりMSRC作成



注: 可処分所得比、トレンド推計は1970~2000年
出所: FRB, DatastreamよりMSRC作成



注: Chapter7は資産清算による債務返済・免除、Chapter13は債務再編による弁済継続
出所: US Courts資料よりMSRC作成

米国:ブッシュ減税延長法の財政コスト (億ドル)		予想コスト (国会)	
Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act Of 2010 (HR4853)		3,670	
ブッシュ減税の延長		3,670	
・高所得者層の減税延長を2年間認める		3,670	
各種減税措置の延長・創設		4,350	
・所得税減税 (EITC, 3人以上の子供扶養家族に支給: 2年間)	40	個人向け	
・子育て支援税還付 (CTC)	200		
・学生支援減税 (AOTC: 2年間)	180		
・給与税率の引き下げ (6.2% → 4.2%: 1年間)	1,120		
・連邦遺産税緩和 (55% → 35%, 基礎控除500万ドル: 2年間)	680		
・代替ミニマム課税 (AMT) の物価調整 (1年間)	1,370		
・その他 (個人向け減税, 1年間)	80		
・設備投資減税 (11年末まで100%即時償却, 12年は50%)	220		企業向け
・R&D投資への優遇減税など (1年間)	350		
・再生エネルギー生産への助成金など (1年間)	110		
政府緊急支援の延長		570	
・緊急失業保険給付 (EUC) の13ヵ月延長		570	
注: 2011~20年度の累計、10億ドル以下は省略 (四捨五入)		(合計) (8580億ドル)	

出所: 米政府発表資料, CBOよりMSRC作成

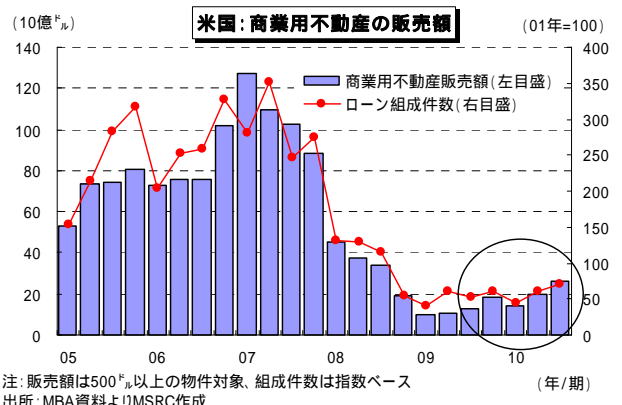
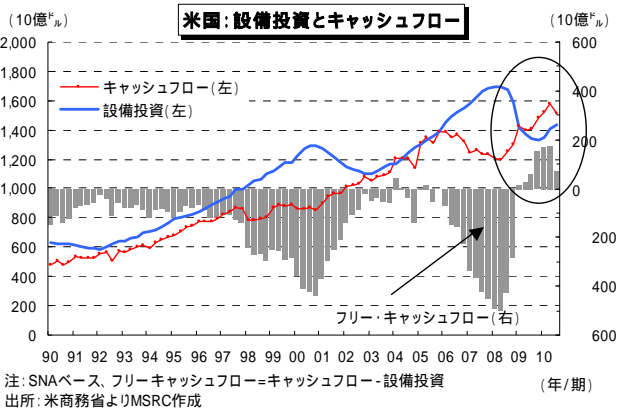
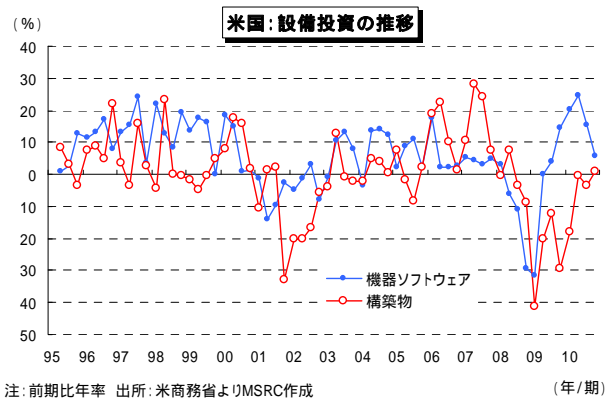
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

費は予測期間を通して、概ね3%半ばから後半のモメンタムを維持できるとみている。

その他の需要項目もみていこう。まず、機器・ソフトウェア投資はこれまで、リーマン・ショックによる落ち込み分が反動として上乗せされきた面は否定できず、昨年のような20%（前期比年率）を超える伸びを維持することは難しいであろう。それでも、水準的には依然としてリーマン・ショック前の約8割を取り戻したに過ぎず、GDP対比での設備投資比率をみても過剰感は窺えない。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緩和の動きがみられると同時に、商工業ローンも増加に転じつつあり、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。こうした中で、今後も景気回復の動きが続くとすれば、企業は投資マインドを改善させると同時に、需要に沿った投資活動を続けることができよう。なお、設備投資の約3割を占める構築物投資については、当期になって10期ぶりの増加に転じている（後日、改訂される可能性はあるが）。しかし現状は、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、かつ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分かる。もっとも、商業用不動産販売額（需要）はすでにボトムアウトしており、また商業用不動産ローンやCMBSなどの資金調達環境は悪いながらも改善の兆しが出始めている。以上を踏まえると、景気回復の動きが続くなかで、11年から12年にかけては、同部門にも徐々に持ち直しの動きを出始めるのではないかと見られる。

住宅投資に関しては、当面の間、低空飛行が続くようである。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は決して悪くないと判断される。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中古在庫が消化されるまでには、まだかなりの時間が必要であると言えよう。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、大きく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がこれまで遅れてきたことにある。失業率は依然として9%台で推移し、かつ長期失業者



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。

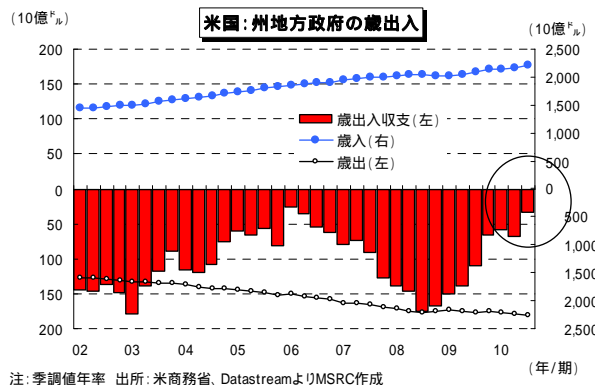
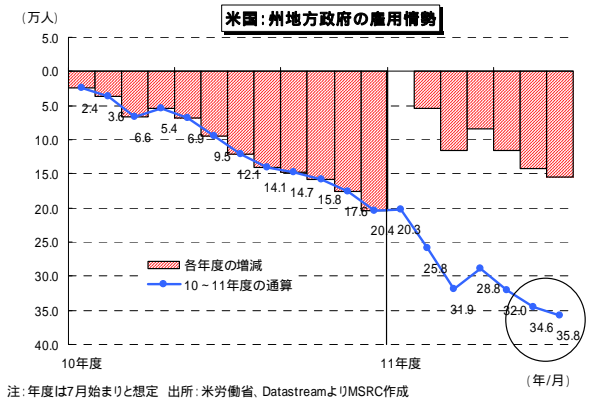
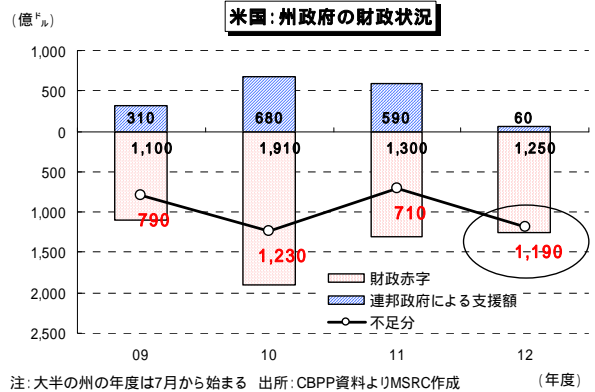
が多い中で、差し押さえの発生は今でも高水準にあるのが現状である（足元は、住宅ローンの買取問題などからやや減少しているが）。住宅需要が盛り上がってくるのは、雇用情勢の改善がより進んだ時点、そして住宅投資が盛り上がるのは、販売が増えるなかで中古在庫がある程度、掃けてきた時点となる。

引き続き懸念される論点

景気を見通す上でいくつかの論点・課題（商業用不動産問題、住宅ローン買取問題、地方財政問題など）が残されている。今回はその中から、地方財政問題を取り上げてみたい。

州地方財政が悪化している理由は言うまでもなく、景気悪化によって所得税や売上税などの税収が落ち込んだこと、しかし一方で社会保障などの行政サービス負担が増えたことにある。州地方政府の財政ルールは州によってまちまちであり、かつ財政バランスの修正に知事の権限が広く認められているため、一概には言えないが、一般的には連邦政府よりも厳しい歳出入制限がある。つまり、大半の州では均衡財政が求められており、各種歳出の削減や税率の引き上げ、そして連邦政府からの支援などによって、単年度ベース（複数年で均衡させる場合もある模様）で収支を合わせる必要がある。こうした動きは、当面は景気にとって下押し要因になることが予想される。CBPP（予算政策優先センター）によると、10年度（09年7月～10年6月）の歳出入ギャップは1,230億ドル、11年度は710億ドルとなる一方、12年度は連邦政府からの支援が途切れることから、1,190億ドルと再びギャップが拡大すると予想されている（昨年資料では、連邦支援が削減されるという同様の理由から、11年度が1,440億ドルと最も財政状況が厳しくなるとされていたが）。この結果、同センターでは、このギャップを埋め合わせるために、12年度のGDPが0.8%p、雇用ベースでは85万人が影響を受ける可能性があるとしている（これまでの雇用悪化ペースからして、やや過大である気がする）。

当問題は少なくとも12年度辺りまではリスク要因としての留意が必要とみられるが、すべての州地方政府が、必ずしも単年度ベースでの厳格な均衡財政を求められているわけではないこと、景気動向次第で歳出入のバランスが大きく変化する可能性があることなどを踏まえると、予想される景気へのインパクトに関しては、ある程度の幅をもってしておく必要がある。但し、すでに歳出入のバランスが最悪期を脱し、かつ足元では景気回復の蓋然性が数カ月前から一段と増加、民間部門の雇用増加にも期待ができることを踏まえると、景気回復の動きが続く限り、当問題のリスクがことさら大きな景気下押し要因として顕在化してくる公算

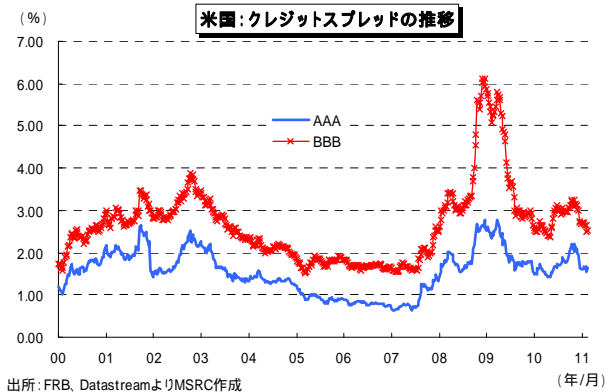
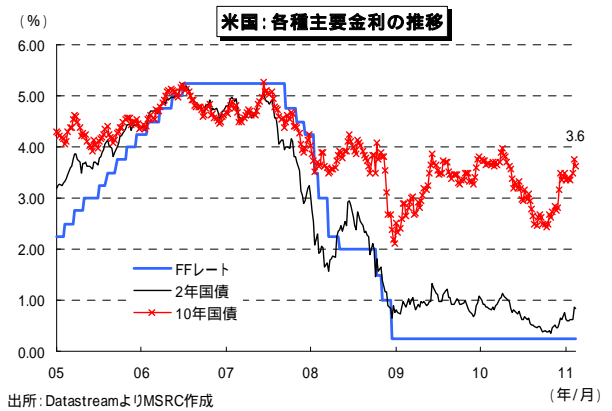
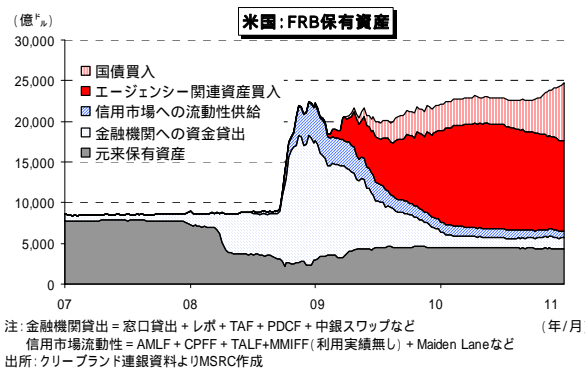


は、今のところ小さいとみている。

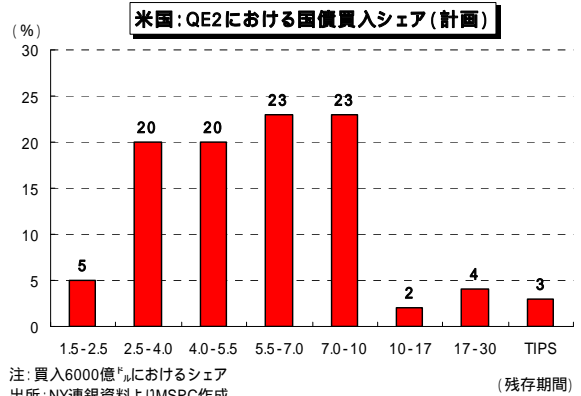
量的緩和後の道筋を求められる FRB

FRB は現在、「景気回復ペースを加速させ、かつ最大雇用と物価安定という FRB の責務に一致するインフレ率を維持する」ことを目的とした国債買入れ、いわゆる量的緩和策 (QE2) を実施している。量的緩和の効果に対して疑問をもつ FOMC メンバーは数名いるものの、今のところ総額 6,000 億ドルの買入を 6 月末まで実施するという当初の予定に関しては、反対する声は聞かれない。確かに、信用メカニズムが機能せず、かつ資金需要が乏しいなかで、信用供与に結びつく超過準備は限られると考えられるものの、FRB はそもそもこの経路による景気刺激効果は求めていない。実際、FRB は今回のオペを量的緩和ではなく、資産買入 (Securities Purchases) と呼んでおり、バーナンキ議長によると、「量的緩和は銀行の準備預金を変化させることで、信用拡大を狙った政策であり、資産買入は、長期金利とその類似資産のイールドの押し下げを狙った政策である」とし、両者を明確に区別している。後者は一般的に、ポートフォリオ・リバランス効果と呼ばれる。もっとも、この効果に関して、景気に対してどれ程の刺激効果を与えているかは、今のところ不明瞭である。実際、量的緩和を開始してから長期金利は上昇しており、クレジット・スプレッドに関してさほど大きな変化はみられない。しかし、量的緩和は資金調達コストを押し下げるほか、リスク資産が選好されるといった期待を高めることなどから、結果として株価の上昇を引き起こしている。この株価上昇に関しては、FRB は公式には資産買入の目的として取り上げていないものの、「株価が上昇すれば家計の資産が増加し、消費者マインドに好影響を与えるであろう」といったバーナンキ議長の発言を考慮する限り、本音ベースでは株価が上昇することを期待していたのではないかと考えられる。消費全体に占める高所得者のシェアが高いという米国の経済構造を踏まえれば、株価上昇は資産効果となって消費を刺激し、景気拡大、ひいてはデフレ圧力の緩和につながっていく可能性がある。

さて、以上のような効果をもたらしている量的緩和であるが、6 月の終了期限後の姿に関しては依然として不透明感が強い。確かにバーナンキ議長は、「失業率が十分に低下するには 4~5 年かかる」とし、現行の景気回復を評価しつつも、決して満足はしていない。このため、QE2 の期限後に即、出口戦略を模索するとは考えづらく、おそらくは保有証券の満期・償還などによる受動的引き締めを避けるというオペレーションを実施するのではないかと考えられる。



ペは、FRBの資産残高が減少しない限り、金融緩和効果は継続するという、いわゆる“Stock View”を前提にしている。もっとも、こうした様子見姿勢をもって、FRBがマーケットの期待、ひいては市場金利をどこまでコントロールできるのかについては甚だ疑問が残る。まず、今回の量的緩和で買い取った国債は大半が中長期のものであるため、早々には満期は訪れない。また、MBSに関しても、金利低下局面では期限前償還が増えるものの、量的緩和実施後の長期金利は逆に上昇傾向にある。仮に、これまでの同額の償還が続くとしても、月当たりの償還額は、エージェンシー債も含めても、約350億ドル程度に過ぎないであろう。となれば、受動的な引き締め分の国債買入は、アナンスメント効果としては機能する可能性はあるものの、需給的には長期金利を抑制する要因にはならないであろう(そもそも、QE2自体が需給的に長期金利を抑制する結果となっていないが)。こうしたオペを、マーケットが果たしてどこまで信頼してくるであろうか。また、マーケットは、失業率は9%台と高止まりしており、需給ギャップの解消には依然としてかなり時間がかかること、そしてFRBが金融緩和に対して慎重であることは十分に理解しているであろう。しかし、实体经济が今後、方向としては改善に向かい、実際に雇用を中心に徐々に回復感が高まっていった場合、マーケットは果たして、どれだけ冷静でいられるであろうか。さすがに「失業率が十分に(自然失業率辺りへ)低下する」まで、現行の緩和政策が続くとは考えられないとすれば、どこかの時点で出口政策への転換を意識せざるを得ないであろう。こうしたマーケットの動きをコントロールするには、現状維持政策だけではなんととも心もとない。



しかし、だからといって、さらなる国債買入、すなわち QE3 を実施できるかといえば、それも難しいような気がする。例えば、財政赤字の拡大傾向が続くなかで、中央銀行がさらなる国債買入に向かえば、マーケットは再びマネタイズ懸念を意識するであろう。この場合、さらなる量的緩和は逆に、長期金利を押し上げることとなってしまふ。また、国内外からの批判も根強い。新興諸国は引き続き、コモディティ価格の上昇などによるインフレや自国通貨高に悩まされており(それが米国の量的緩和によって引き起こされているのか定かではないが)、また国内でも、共和党関係者を中心にインフレやドル価値の減価を懸念する声が多い。さらに、FOMCメンバー内でも、すでに2名がQE3への反対姿勢を明確にしている(プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁、フィッシャー・ダラス連銀総裁)。そして、そもそもさらなる金融緩和を行なうほど、实体经济が弱いのかという疑問もある。

そこで最終的に求められてくるのが、FRBのコミュニケーション能力であろう。実際、FRBはここ最近になって「時間軸」や「記者会見」などといった、コミュニケーション・ツールの再検討を行っているが、これはFRBがマーケットの期待コントロールに苦慮することを見越しての動きではないか。しかし、そこにどのような万能なツールがあるのか分からない。このため、当方として

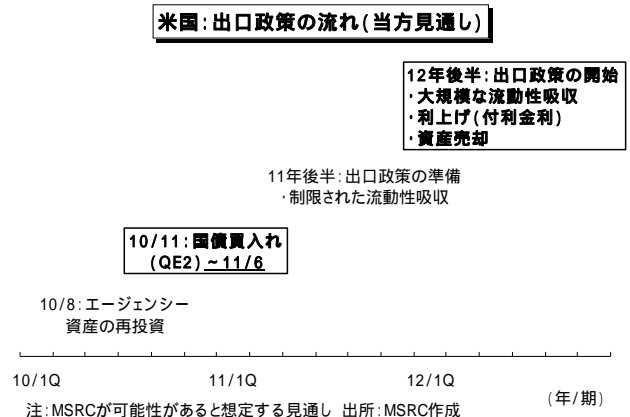
米国: FOMCで投票権を持つ地区連銀メンバー

メンバー	出所	コメント	QE2	QE3
2011年 エバンズ (シカゴ)	- 1月7日	平均4%の成長が続くが、失業率を押し下げ平のには十分ではない、十分な緩和政策を続けるべきである。		-
プロッサー (フィラデルフィア)	* 1月12日	現時点の国債買入プログラムに反対はしない、追加緩和のためには、一段の景気悪化が必要。		×
フィッシャー (ダラス)	* 2月8日	経済・金融システムに想定外の事態が起こらない限り、現行の国債買入を拡大することは想像しがたい。		×
コチャラコタ (ミネアポリス)	- (11月18日)	量的緩和がもたらす効果に関しては懐疑的であるが、最終的には実施に賛成する。		-
2012年 ピアネット (クリーブランド)	* (9月30日)	経済成長と物価の安定に必要であればさらなる金融緩和措置(QE2を指す)を実施すべきである。		-
ロックハート (アトランタ)	Bloomberg 2月9日	今年の成長率は3-4%の予想、景気回復への信頼感が増している。国債を追加購入する必要はおそらくないであろう。		×
未定 (サンフランシスコ)			-	-
ラッカー (リッチモンド)	* 2月8日	現時点で終了すべきではないが、雇用の伸びが確認され、消費が回復するのであれば、買入の中止は正当化される。		×

注: 出所の*は連銀HP発表資料、日付の()は昨年、表中の「-」は「懐疑的ながらも容認」を示す。
出所: FRB資料よりMSRC作成

はやはり、実体経済の回復が着実に前進する一方で、金融緩和を継続し市場金利を抑え込むことは非常に難しくなってくるとみている。それは、金融当局が金融緩和政策を維持するから、金利はこの先も安定するというロジックが必ずしも成立するわけではないことを意味する。

そこで、量的緩和後にしばらく時間をおいた上で、FRB は景気・雇用情勢を睨みつつ、徐々に出口政策の準備を始めることとなる。そこでは、受動的な資産カットを容認するほか、流動性吸収オペの準備・テスト（FRB はこれを、「制限された」流動性吸収と呼んでいる）を始めることとなる。実際、FRB はこの「制限された」流動性吸収を利上げの十分前（well ahead）に行なうとしており、インフレの台頭など、いざという時の場合に備えた体制作りだけは早々に行なっておきたいというのが本音ではないか。当方では、11 年内にもこうした出口政策の準備が始まる可能性があると考えている。そして、いよいよ FRB は「大規模な流動性吸収」、「利上げ（付利金利の引き上げ）」などの本格的な出口政策へと動き始めることとなるが、そのタイミングについては、早くても 12 年後半辺りになるのではないかと。そこでは、失業率、インフレ率、信用動向などが考慮されると考えられるが、同時に金融緩和政策がもたらすコストとの比較考量も必要となつてこよう。当方では、この頃になれば景気や雇用が自律的、かつ持続的に回復し、インフレ率も上昇傾向に転じているとみており、金融緩和状態の是正を始める条件が揃い始めるとみている。なお、FRB が付利金利を当面の政策目標とする理由としては、超過準備が積み上がった状態では、短期金利をコントロールすることが困難であること、ゼロ金利政策が続き、FF 市場の流動性や機能が後退している可能性があることなどがあげられよう。もっとも、たとえ付利金利を引き上げたとしても、超過準備を FRB から漏らさない、すなわち過剰な信用拡大が起こらないという保証はないため、引き締め効果が足りない場合には、FRB は資産売却を始める可能性もあろう。



リスクシナリオについて

最後に予測に対するリスク要因を検討していくが、アップサイド、ダウンサイドともに、今回も量的緩和から派生するリスクをまずは念頭に置いておくべきであろう。アップサイドについては、金融緩和の継続によって株価上昇が続くとすれば、場合によっては個人消費がさらに強含むことで、景気回復ペースが一段と上向いていく可能性がある。この際、企業が雇用や設備投資といった供給能力の増強にさらに前向きになっていくといった可能性も指摘されよう。

一方、ダウンサイドに関しては、過剰流動性がコモディティ市場にも流入し、原油などの原材料価格が高騰すること、こうしたインフレ懸念が高まることによって、長期金利に上昇圧力がかかること、新興諸国への資金流入が増えインフレやバブルが発生、それに対する金融引き締め政策がとられることなどが懸念される。また、欧州サイドの財政懸念や、中東地域の政情不安などが、金融マーケットをリスク回避的にする可能性も指摘されよう。この中で最も蓋然性が高く、かつ警戒が必要であるのは、コモディティ価格の動向かもしれない。量的緩和によるリスク資産の上昇が株式市場に限定される保証はなく、また、ここ数年でコモディティ市場が金融市場の一部に組み込まれたことや、そもそも市場規模が小さいという特性を踏まえると、コモディティ価格が上がりやすい状況にあることは間違いなからう。こうした動きは、コモディティ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、政府当局や中央銀行は果たしてどのような対応をとることができるのか、

明確な答えがあるわけではなかろう。まずは、のエマージング市場への資金流入問題も含めて、グローバル・レベルでの資本規制の枠組み作りや、金融市場規制の一環として行なわれる商品取引の制限などに注目していきたい。

以上が、当方のリスクシナリオであるが、一方で、不良債権問題や信用収縮などといった、これまで主に懸念されてきたリスク要因については、需要と雇用の相互連関という景気回復のパスがつながっている限りにおいては表面化せず、所得形成の過程で少しずつ改善の方向に向かっていくとみている。しかし問題は、内外からのショックによって景気の回復パスが途切れた場合は、こうした従来のリスクが再び頭をもたげてくる可能性があり、しかし一方で、これに対して米国がとれる追加的な景気対策・手段が財政・金融ともに、もはや限られてきているということであろう。供給サイドの迅速なリストラにより景気回復の素地を整え、そこから緩やかながらも回復の道を辿ってきた米国経済であるが、決してバブル崩壊によって背負い込んだ負の遺産が解消されたわけではない。このように、様々なショックに耐え得るほど体力を取り戻したわけではない米国経済がこの先、「未来を勝ち取る (Win the Future)」ことができるか。今後の見通しに関しては、楽観的ながらも、今しばらくは慎重でもありたい。

米国経済予測 総括表

(単位: %)

	2010				2011(予)				2012(予)				2010	2011(予)	2012(予)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	3.7	1.7	2.6	3.2	3.3	3.5	3.7	3.8	2.6	2.3	3.4	3.6	2.9	3.2	3.1
前年同期比	2.4	3.0	3.2	2.8	2.7	3.1	3.4	3.6	3.4	3.1	3.0	3.0			
個人消費	1.9	2.2	2.4	4.4	3.5	3.3	3.6	3.7	2.3	2.8	3.5	3.8	1.8	3.4	3.1
* 設備投資	1.3	1.5	1.7	3.1	2.4	2.3	2.5	2.6	1.6	2.0	2.5	2.7			
* 住宅投資	7.8	17.2	10.0	4.4	6.2	8.1	9.8	10.4	8.9	7.1	8.5	9.0	5.5	8.0	8.8
* 在庫	0.7	1.6	1.0	0.5	0.6	0.8	1.0	1.1	1.0	0.8	0.9	1.0			
* 純輸出	12.3	25.6	27.3	3.4	8.9	6.4	4.1	2.2	2.6	3.8	4.4	5.9	3.0	2.0	3.6
輸出	0.3	0.6	0.8	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1			
輸入	2.5	0.8	1.6	3.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.2	0.2	0.5	0.4	1.3	0.0	0.2
政府支出	0.3	3.3	1.7	3.4	0.4	0.2	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.7	0.5	0.0	0.3
輸出	11.4	9.1	6.7	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	9.5	8.0	9.0	9.0	11.7	9.0	9.4
輸入	1.3	1.1	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.3	1.1	1.2	1.2			
政府支出	1.6	4.5	2.5	2.3	1.6	1.4	1.7	1.9	1.0	1.3	1.8	1.9			
* 政府支出	0.3	0.8	0.8	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0			
名目GDP 前期比年率	4.8	3.7	4.6	3.4	3.6	5.0	5.7	5.8	3.3	4.0	5.8	5.9	3.8	4.4	4.8
GDPデフレーター 前年比	0.5	0.8	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	0.9	1.2	1.7
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	9.0	8.9	8.8	8.7	8.6	8.4	8.2	8.0	-	-	-
雇用者数増減 万人	3.9	18.1	4.6	12.8	13.0	15.4	18.9	23.1	26.7	28.8	30.2	30.6	-	-	-
(名目)個人所得	3.7	5.5	2.4	4.1	4.2	4.3	4.6	5.1	5.4	5.6	5.7	5.8	3.0	4.2	5.3
(名目)可処分所得	3.4	5.5	1.7	3.5	8.6	3.8	4.2	4.7	1.2	5.2	5.3	5.4	3.1	4.9	3.9
貯蓄率	5.5	6.2	5.9	5.4	6.3	6.1	6.0	5.9	5.3	5.5	5.4	5.4	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	2.4	1.9	1.4	1.2	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.3	1.6
同 コア 前年比	1.8	1.5	1.2	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	0.8	1.0
鉱工業生産	7.1	7.2	6.5	2.4	5.1	5.5	7.5	8.3	7.2	4.0	5.6	6.9	5.7	5.5	6.5
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	0.00-0.25	0.00-0.50	0.00-0.75	-	-	-
長期金利	3.70	3.47	2.77	2.86	3.3-3.8	3.5-4.0	3.6-4.2	3.7-4.2	3.8-4.3	3.9-4.4	4.0-4.5	4.0-4.5	-	-	-

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、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利金利がターゲットとなる見通し)、長期金利は10年物国債利回り、実績は期中平均、予測はレンジで表示、出所: 米商務省、労働省、FRB、DatastreamよりUMSRC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/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。