

2011/2012 内外マクロ経済予測 < 米国 >

2011年5月26日  
 広告審査番号 MFB151-110526  
 MSRC 審査番号 06-A-110526-01

雇用増加を軸とした持続的な景気回復

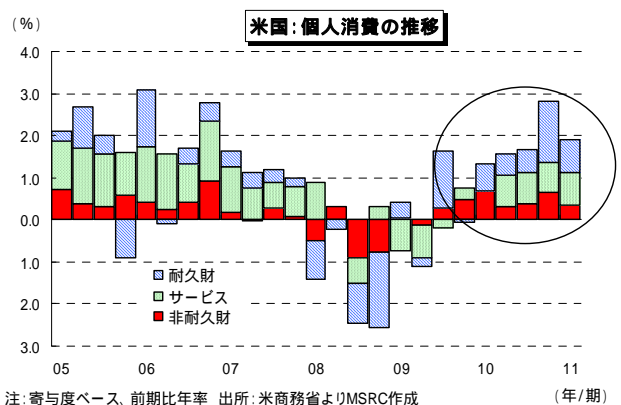
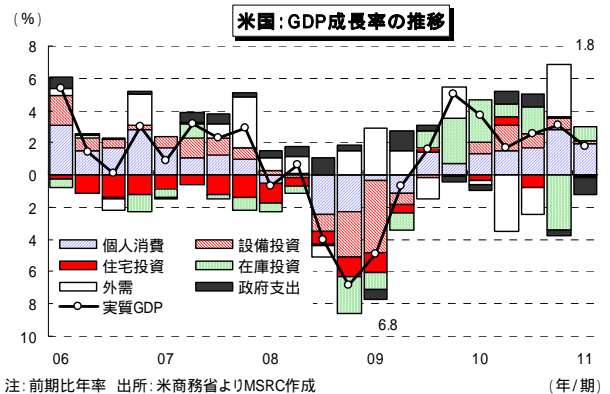
投資調査部 猿渡 英明

- 11年1-3月期の実質GDPは前期比年率+1.8%と前期から鈍化。しかし、需要の中核を占める個人消費に底堅さがみられたと同時に、ここ最近では雇用情勢に安定感が増してきている。大幅に削減した雇用が取り戻されるなかで需要が喚起されるという相互連関が軸となり、米国景気は今後、概ね潜在成長率を上回る成長を維持できよう。
- デフレ懸念が後退したことから、FRBは予定通り6月末をもって総額6,000億ドルの国債買入オペを終了する見込み。但し、その後も償還資産の再投資は継続し、FRBのバランスシート残高は維持される。基調的なインフレが安定していることから、当面は現行の金融緩和政策が維持される公算が高い。利上げは12年年央辺りになるのではないかと。
- 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金融緩和政策から派生するリスクであろう。アップサイドについては、株価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、原油を中心とするコモディティ価格の上昇などが懸念されよう。

成長率は鈍化するも内容は評価

米国の11年1-3月期実質GDPは、前期比年率+1.8%と前期(同+3.1%)から鈍化する結果となった。しかし、一時的な押し下げ要因が多く指摘され、全体的に評価すれば景気悪化を示すような悪い内容ではないと考えられる。例えば、成長率鈍化の主因となった個人消費の減速は、例年以上に盛り上がった昨年の年末商戦の反動、1月、2月と続いた悪天候、例年よりも遅いイースター(復活祭)休暇によって、春物商戦が4月にずれ込んだことなどが影響しているとみられる。また、ガソリン価格の上昇などによるインフレ圧力の高まりも、多少なりと重石となった可能性が指摘される。しかし、こうした環境においても消費が実質ベースで3%弱の伸びを維持できたことは、むしろ消費の底堅さが示されたと評価することができるのではないかと。需要の中核を占める消費がこのように安定的に回復し続けていることは、米国景気が腰折れするリスクが小さいことを意味しよう。

また、新興諸国を中心にグローバル景気は引き続き堅調に回復し続けており、輸出は底堅く推移。さらに、こうした需要回復に沿って、企業の機械・ソフトウェア投資は高い伸びを維持している。一方、構築物投資や住宅投資は基調的に軟調な展開が続いているものの、当期は特に大きな落ち込みをみせた。しかし、いずれも天候要因が大きく影響しているとみられ、大幅に減少するといった動きは一時的なものに留まろう。そして、政府支出も大幅減となっているものの、こちらも予算法案の成立が遅れたことで国防関連支出が先送りにされたという一時的な要因が強く影響し



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。

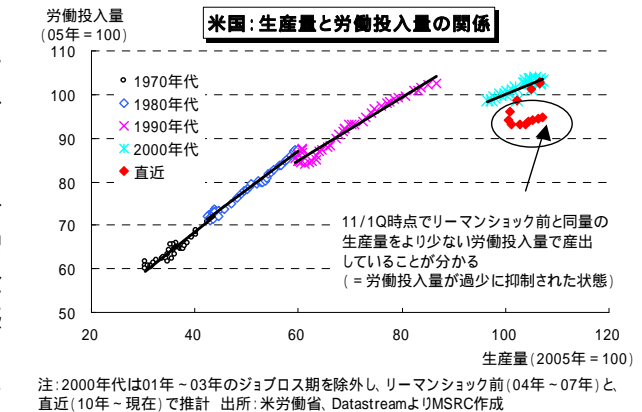
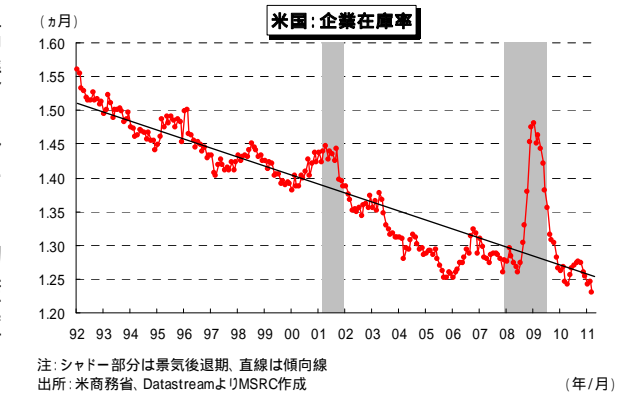
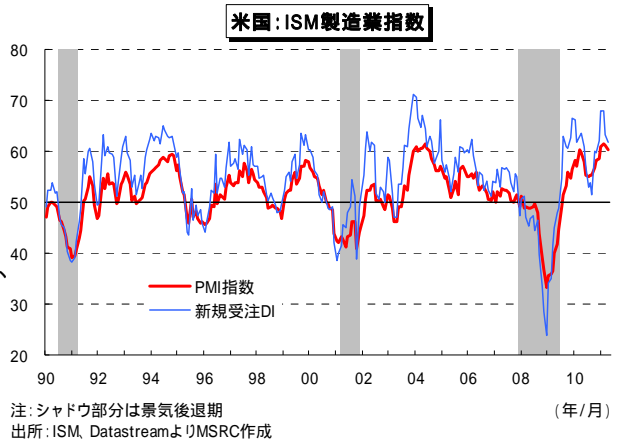
ているとみられる。こうした動きは、来期以降に反動増となって成長率を押し上げることとなる。

**雇用を軸にした景気回復が継続**

今後の景気見通しとしては、まず生産面における循環的な流れをみると、現状は10年10-12月期をボトムに徐々に回復ペースが上向いてきている局面にある。今後も、需要回復とともに在庫を積み増すが続くこととみられることから、生産活動は11年末に向けてモメンタムを上げていくことが予想されよう。但し、生産の先行指標となるISM指数は、量的緩和政策や減税延長などを背景にした需要増加や景気回復期待によって受注DIの上昇がかなり急ピッチで進んできたこともあり、すでに天井圏に達しているとみられる。このため、ISM指数はこの先、高水準に留まりつつも年央から年末にかけては緩やかに低下していく可能性がある。この場合、実際の生産活動はISM指数に遅行して動く公算が大きいことから、11年末から12年にかけては一旦、調整的な動きをみせる可能性がある。

しかし、それは急過ぎた回復ペースが自律的にやや鈍化するという意味であり、決して生産活動が悪化していくということではない。在庫面の動きとしても、企業が在庫率を低水準に留め、需要に見合った在庫積み増しを行なっていることを踏まえると、需要鈍化による在庫調整は短期的、かつ軽微なものに留まる可能性が大きいと考えられる。個人消費を中心とした需要回復が12年末に向かって継続することを前提にすれば、生産活動が12年前半に以上のような軽い微調整の局面に入ったとしても、その後は再びモメンタムを上げていく流れに転じることができないのではないかと。

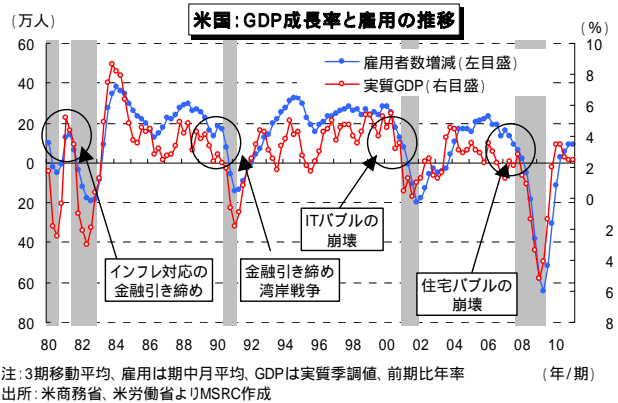
需要面をみると、景気の牽引役として期待されるのは引き続き個人消費の回復であろう。その個人消費を支えるのは雇用・所得環境の改善であり、需要と雇用の相互的な回復が続くことで、米国景気は安定的かつ持続的な回復軌道を描くこととなる。実際、(非農業部門)雇用者数は4月時点で3ヵ月連続の20万人超えの増加となっており、雇用創出の中核となる中小企業、なかでも非製造業部門の雇用回復に安定感が出始めている。それでも、米国ではリーマン・ショック以降、約900万人の雇用を削減した一方で、現時点で200万人程度しか雇用を取り戻しておらず、また労働分配率などを参考にすれば、企業はコスト的に十分な雇用余力を残していると考えられる。また、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無しに生産量(成長率)を引き上げることがもはや困難な状況となりつつあるのではない



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。

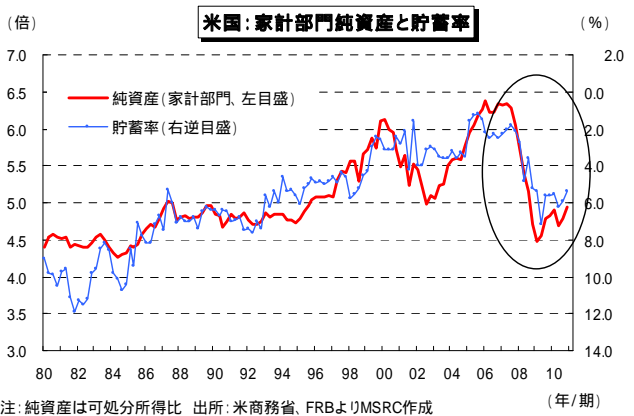
かとみられる。

以上を踏まえると、需要回復期待の高まりとともに、企業はさらに雇用を活発化させてくる可能性が高く、また実際に雇用情勢が改善してくれば、そこで次なる需要が生まれてくることとなる。こうした雇用と需要の相互連関は、何らかのショック（過度の金融・財政政策の引き締め、テロ・戦争・原油価格の高騰などの外部性ショック、資産バブルの発生と崩壊）が需要を冷え込ませるなどの事態が発生しない限り継続すると考えられ、これが景気回復の軸（メカニズム）として機能し続けることになる。

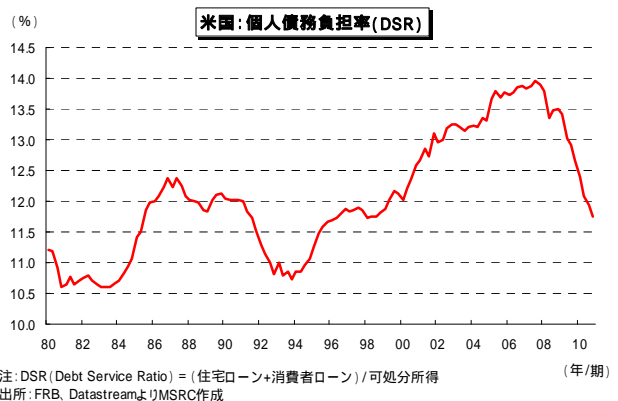


一方、個人消費の回復に対する否定的な見解の論拠とされるのが、家計部門のバランスシート調

整である。確かに、家計部門の負債残高は可処分所得比で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、個人消費はすでに7四半期連続で増加し続けており、回復ペースも徐々に上向いてきていることが指摘される。この背景として、まず株価上昇などによって資産が増えた結果、負債を差し引いた純資産が増加傾向にあることがあげられよう。米国の個人消費はこの純資産によって変化する傾向にあり、このことは純資産と貯蓄率が逆相関になっていることから確認される。つまり、純資産が増加した際には、貯蓄率が低下する、すなわち個人消費が増加するという関係にある。



また、家計が可処分所得の中からどの程度、債務返済を負担しているかをみる指標として、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)がある。この指標を確認すると、10年10-12月期のDSRは11.8%となっており、住宅バブル発生以前の水準まで低下していることが分かる。このことは、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を示していると考えられる。



もっとも、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%近い高水準にある。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みるのは楽観過ぎるであろう。つまり、消費回復を牽引しているのは、債務負担が限定的、かつ資産効果が発現しやすい高所得者層が中心である可能性がある。とはいえ、こうした部分的な消費の盛り上がりは起点となり、企業業績や雇用・所得環境の改善が実際に進んでいることを踏まえると、中低所得者の消費も今後、徐々に底堅くなっていくことが期待されよう。

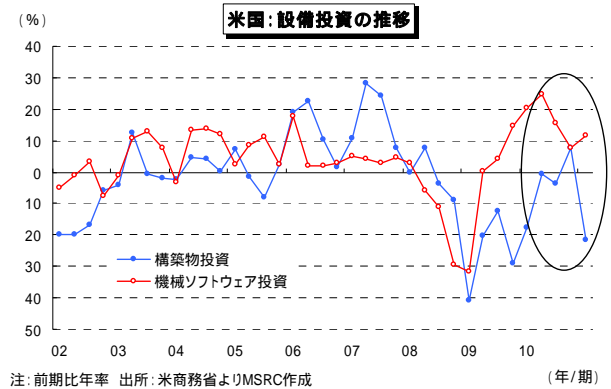
なお、12年に入ると給与税率の引き下げによる減税が終了することになっており（ブッシュ減税の延長は12年末まで）1,120億ドル（可処分所得の約1%）分が剥落することとなる。12年1-3月期の個人消費に、この影響が短期的に出る可能性には留意が必要であろう。12年末の大統領選挙に向け、財政規律が両党のコンセンサスとなっている現状を踏まえると、当減税が延長される可能性は今のところ低いのではないかと。

他の需要項目に関しては、まず設備投資は需要回復を背景に機械・ソフトウェア投資が堅調に推移、2桁の高い伸びが続いている。こうしたなか、引き続き企業の投資マインドが改善傾向にある、企業部門が潤沢なキャッシュを保有しており、資金面からの制約が限定的であるなどを踏まえる限り、現行の回復傾向が続くことが期待されよう。

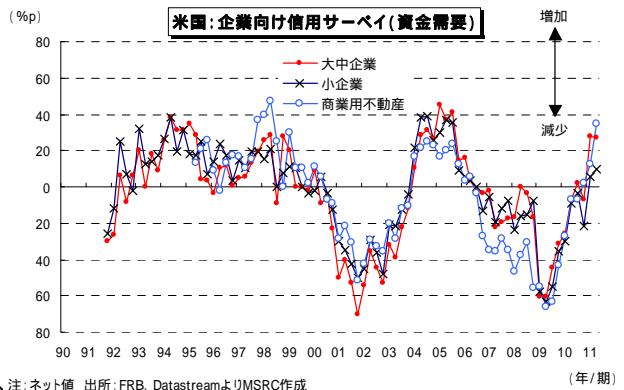
一方、設備投資の約2割を占める構築物投資については、引き続き軟調な推移となっているものの、当部門はそもそも景気に遅行して回復してくる傾向にある。そして、ここ最近になって空室率がピークアウトしていることや、ローン需要が大きな伸びを示していることを踏まえると、当部門にもようやく持ち直しの兆しが出始めているように感じられる。こうした傾向は、実体経済の回復するなかで今後も継続する可能性が高いのではないかと。

もっとも、懸案の商業用不動産ローンの借換問題については、12年にピークを迎えるとみられており、本格的な回復には今しばらく時間がかかるかもしれない。しかし、現状では金融機関はローン満期を延長することで対応しており、これまで、景気や金融機関の収益状況が最も厳しい時点で、問題が顕在化しなかった点は評価できよう。また、商業用不動産ローンの貸出基準は緩和方向に向かっており、市場が凍結していた証券化市場にも動きが出始めている。

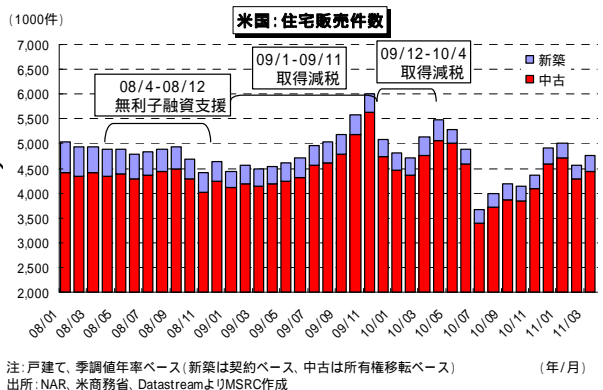
住宅投資に関しては、当面の間、低空飛行が続きそうである。確かに、住宅販売は減税効果剥落の影響が一巡し、緩やかながらも持ち直しの動きがみられる。また、この数年で住宅価格が大幅に下落したことや、住宅ローン金利が低位で安定していることなどを踏まえると、住宅を取得する環境は決して悪くないと判断される。しかし、それでも販売水準は依然として低く、過剰に積み上がった中古在庫が消化されるまでには、まだかなりの時間が必要であると言えよう。こうした状況を踏まえると、現在、横ばい圏での推移が続いている住宅着工が目先、大きく盛り上がってくる可能性は低いと考えられよう。



注：前期比年率 出所：米商務省よりMSRC作成

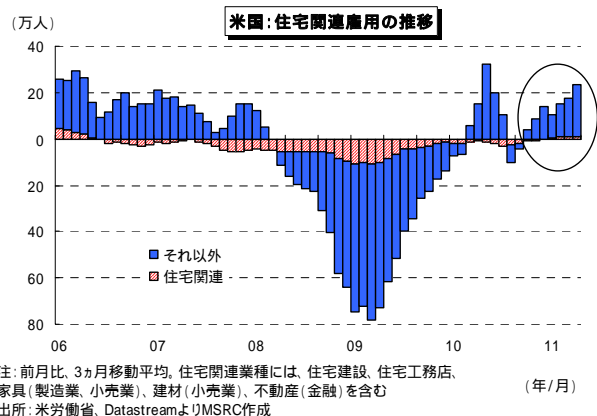


注：ネット値 出所：FRB, DatastreamよりMSRC作成

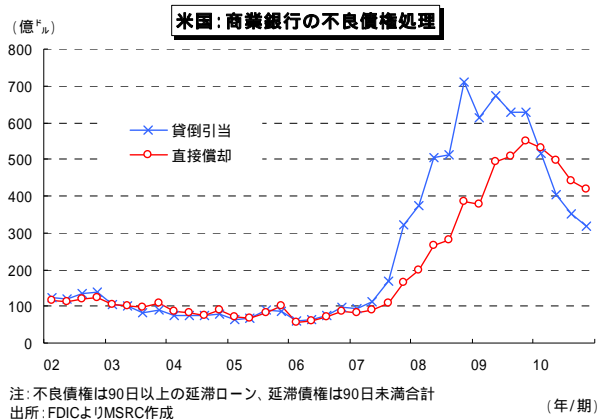


注：戸建て、季調値年率ベース（新築は契約ベース、中古は所有権移転ベース）  
出所：NAR, 米商務省, DatastreamよりMSRC作成

もっとも、当方としては、住宅部門が軟調に推移したとしても、雇用と需要の相互連関による景気回復が続いている限り、実体経済に対する影響は今のところ限定的であるとみている。例えば、住宅資産の目減り（住宅価格の低下）は、家計部門のバランスシートを悪化させ、個人消費に悪影響を及ぼすことが懸念されよう。しかし、個人消費の大勢を決めるのは雇用・所得の動きであり、バランスシートに関しても、現実には株などの金融資産の増加により改善方向にあることは先に指摘した通りである。そして、その株価については、内外景気の回復や金融緩和政策継続、またバリュー的に割安感が残っていることなどを踏まえると、上昇ペースは多少なり鈍化する可能性があっても上昇トレンド自体は維持されるのではないかと見ている。

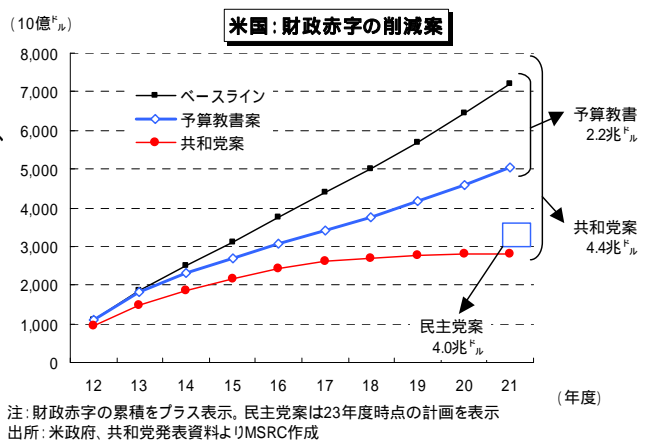


その他、住宅市場の調整が雇用に与える影響も懸念される。しかし、この点についても、非製造業部門を中心に月当たり 20 万人ペースの雇用増加がみられるなかで、住宅関連の雇用減少が雇用全体に与える影響は限定的となっているのが現実である。



他方、住宅価格の下落は、金融機関が保有する住宅関連資産の悪化を通して、信用動向、ひいては景気に悪影響を与える可能性も指摘される。確かに、一頃、問題となった CDO などの派生商品や 11 年に金利リセットのピークを迎えるとされていた Option-ARM 型の住宅ローンなどが、金融機関のバランスシートにどのような影響を及ぼすのかなど、数多くの不透明要因が残されているのは確かであろう。もっとも、こうした問題が個別の金融機関ベースで経営不安を引き起こす可能性は別として、マクロベースの概況を結果から探ると、景気回復に沿って、すでに不良債権処理は峠を越えている、金融機関の貸出基準は緩和方向にあり、信用供与の動きが始めているなどが指摘される。以上を踏まえると、懸念される信用収縮や景気の二番底といったリスクが、住宅問題を背景に高まっているとは考えづらいのではないかと見ている。

最後に政府支出についても、連邦政府に関しては財政規律が求められ、また州・地方政府では引き続き厳しい財政状況が続くことから、基調的に弱含みの推移が続くこととなる。但し、オバマ大統領の財政再建スタンスは、景気に悪影響を与えず、かつ経済成長のために必要な支出は残すというものである。つまり、財政再建が実体経済よりも優先される可能性は低いということである。また、仮に本格的な財政再建の動きが始まるとしても、それは来年の大統領選挙後に実行に移されていくとみられ、予測期間内に大きな動きがみられることはなからう。



以上から、今回の見通しでは、雇用増加を軸とした個人消費の回復が景気の牽引役となる姿を想定し、11年の実質GDP成長率を+2.9%（前回予測：+3.2%）、12年は+3.0%（同：+3.1%）を予想した。

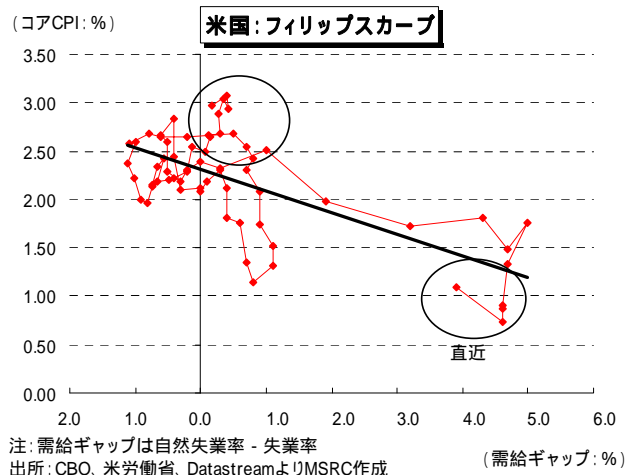
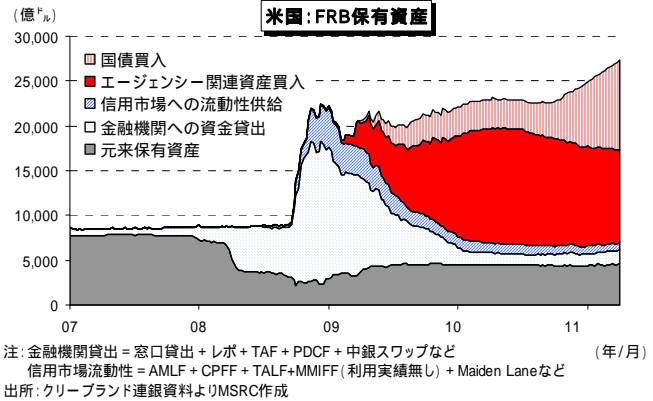
出口のタイミングを計るFRB

FRBはデフレ懸念を払拭するために、10年11月から総額6,000億ドルの国債買入、いわゆるQE2を実施してきた。総需要（Aggregate Demand）を喚起することでインフレ率を引き上げることがオペの目的であり、その需要を喚起する経路としては、

ポートフォリオ・バランス・チャンネル、資産効果があげられる。のポートフォリオ・バランス・チャンネルとは、まず、

FRBが大量の国債を買い入れることで売り手にキャッシュを供給し、そのキャッシュを手にした投資家は、資産構成を元に近づけるために類似資産を購入する。この結果として、新たな投資対象となった資産のイールドは押し下げられ、企業や家計の資金調達コストが低下、需要が刺激されるという一連の流れを指す。ちなみに、FRBとしては、マクロの金融資産構成を変えることをQE2の主たる目的としていることから、国債買入オペの際にはその買入ペースではなく、いかに大量の国債を買い取るかという量に注力することになる。これが、いわゆる“Stock View”であり、逆を言うと、FRBがバランスシート残高を維持する限り、金融緩和効果は継続するという結論につながる。そして、の資産効果については、具体的には株価の押し上げを指すといつてよいと考えられるが、FRBが明示的に株価の押し上げをQE2の目的と発表したことはない。しかし、金融緩和期待が株価をサポートすることは想定内の範囲内であり、それが資産効果を通して需要を喚起するという流れを、FRBが事前に期待していたとしても何らおかしくはない。実際、今回のQE2において最も有効であったのは、株価上昇による個人消費の持ち直しであったといえるのではないかと

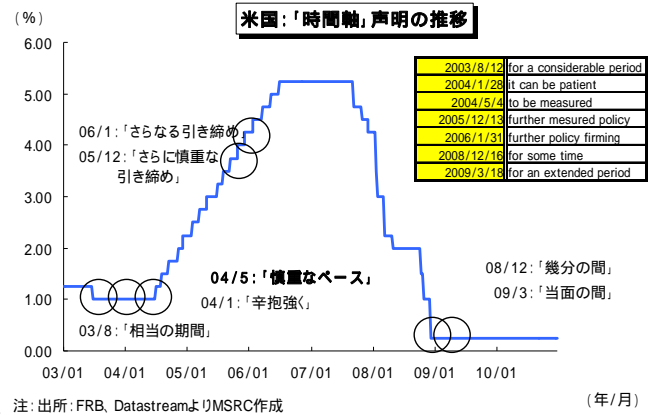
デフレ懸念が大きく後退した今現在、FRBが追加の緩和策をとる可能性は低い。実際、4月のFOMCでは、FRBがQE2を予定通り6月末をもって終了させることが伝えられた。しかし、FOMCの主力メンバーは、今のところインフレ圧力の高まりに対しての警戒が薄く、当面は現行の金融緩和状態を維持することが予想される。これは、その主流派が失業率などの需給ギャップに着目していることから、昨今のコモディティ価格の上昇が基調的なインフレ率に与える影響は一時的、かつ限定的であるとみているからである。このため、FRBは金融緩和の是正を急がずに、当面はエージェンシーMBSを中心とする保有資産の償還分を国債に再投資することで、FRBのバランスシート規模を維持する意向を表明している。繰り返しになるが、“Stock View”を採用するFRBにとって、バランスシートの規模が維持されることは金融緩和状態が維持されることを意味する。



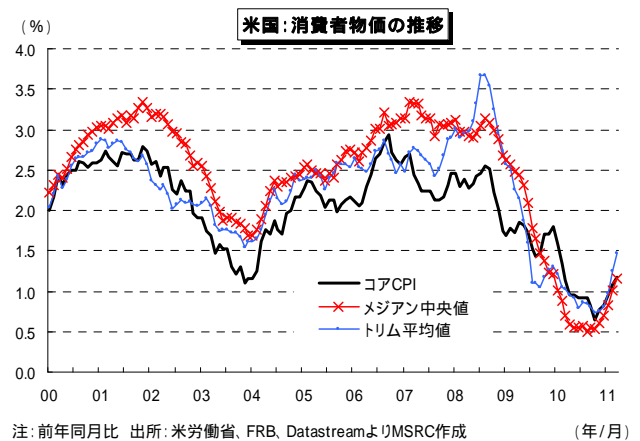
もっとも、当方が想定するように、今後、雇用情勢の改善を軸に景気回復の動きが強まっていけば、FRB は徐々に金融緩和の是正を視野に入れてこよう。この際には、景気回復期待を背景にしたコモディティー価格の上昇もみられるかもしれない。しかし、利上げ期待やインフレ期待の高まりに対して、FRB がそれらをコントロールする容易ではなからう。実際、FRB は様々なコミュニケーション・ツールを模索し始めている。

そして、そのコントロールに限界が出始めた際に、FRB はいよいよ利上げへと歩み始めよう。そのプロセスとしては、まず償還資産の再投資を中止すること、つまり受動的な資産カットを容認することが、出口政策の第一歩と位置づけられているようである。また、その辺りになれば、「当面の間は政策金利を異例な低水準に据え置くことが正当化される」という、いわゆる時間軸の文言にも変更が加えられることとなる。この時間軸の変更は、利上げの数回前 (a couple of) の会合にて実際される模様。

そして、ここまでくれば、正確なタイミングは定かではないものの、短期金利のコントロールをより確実にするための「大規模な流動性吸収」が実施されることとなる。具体的には、保有資産を買い戻し条件付きで売却するリバース・レポや、FRB に一定期間、超過準備に滞留した資金を預ける TDF (ターム物預金ファシリティ) が実施される予定となっている。但し、流動性吸収オペでは、超過準備残高は減少するとはいえ、資金は FRB の負債サイド上の別項目に移るだけであるため、バランスシート全体の残高に変化は起こらない。その後、FRB はいよいよ利上げに移っていくが、超過準備が残り、かつ FF 市場の機能性・流動性が低下していることなどを考慮すれば、FRB が FF レート誘導目標を引き上げることによって短期金利をコントロールできる保証はない。そこで、FRB はまず、超過準備への付金利をもつて短期金利の下限 (floor) を引き上げていくこととなる。



当方では、雇用情勢、信用動向、インフレ率などを総合的に考慮し、利上げのタイミングを 12 年年央辺りと予想する。しかし、今回は前例のない金融緩和状態が続いていることから、原油価格の高騰などによるインフレ期待の上昇や、信用 (レバレッジ) 拡大による過剰流動性懸念など、利上げ時期を大きく前後させるリスクが発生する可能性が指摘されよう。この場合、利上げは 12 年前半に前倒しされる可能性もあるとみている。なお、保有資産の売却はマーケットへの影響が懸念されるため、基本的には利上げをある程度進めた後に、緩やかに実施するべきとする意見が FRB 内では多数派となっている。しかし、資産をいつ、どの程度のペースで売却するかは、FRB がどの程度、短期金利をコントロールすることができるのか、もしくは、FRB 内に積み上げられた超過準備から、どの程度の資金流出が起こるのか などに依存しよう。とすれば、利上げと資産売却の関係はその時々状況によるものであって、あらかじめ決められた手順があるわけではなからう。

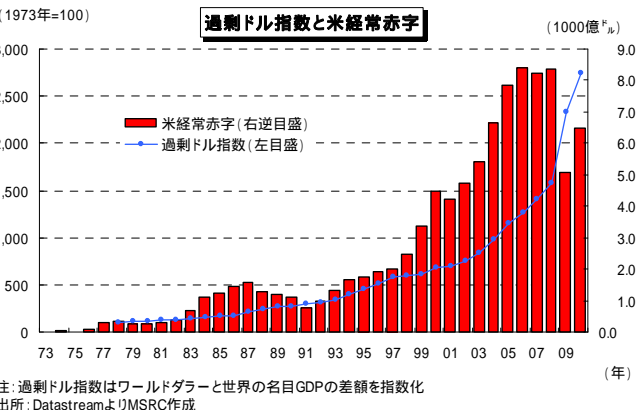
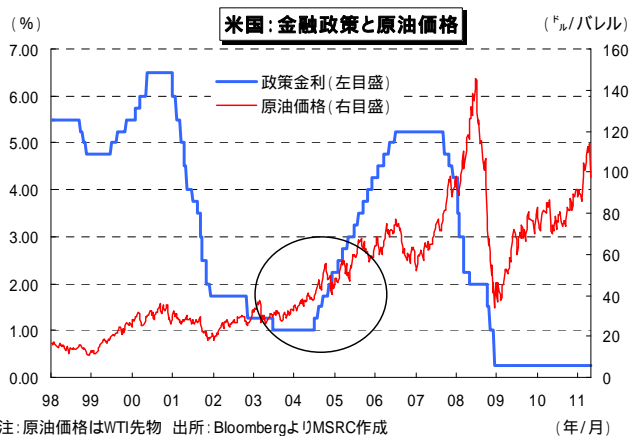
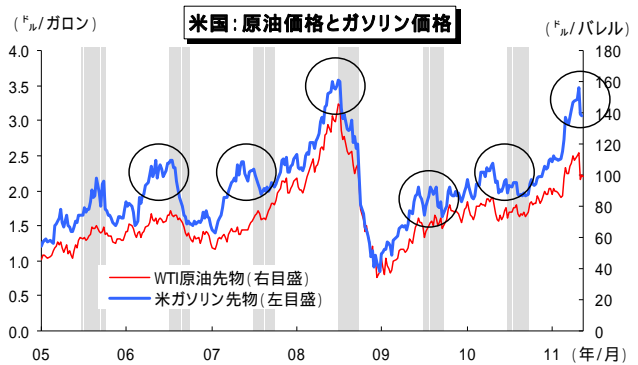


上振れ・下振れのリスク要因

以上の予測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、今回も金融緩和政策から派生するリスクを念頭に置いておくべきであろう。まず、アップサイドについては、金融緩和状態が維持されるなかで景気回復期待が強まっていけば、株価の上昇ペースが強まるとともに資産価格の影響を受けやすい個人消費がさらに強含む可能性が出てこよう。この際、企業は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くるかもしれない。また、ここ最近では貸出基準の緩和など、金融機関の信用行動に改善の兆しがみられる。仮に、景気回復が続くなかで信用供与が活発化してくれば、さらなる需要回復がサポートされるとともに、レバレッジをかけた投資が再現されてくるかもしれない。

一方、ダウンサイドに関しては、株価同様にコモディティ価格、特に原油価格が高騰するケースが懸念されよう。この場合、原材料コストの増加、インフレ圧力の高まり、金融引き締め政策などを通して、景気が急速に悪化していく可能性がある。確かに、「現行の原油高はFRBが実施してきた金融緩和政策によってもたらされたものであり、金融緩和の是正が始まれば、原油高にも歯止めがかかる」という見解も多い。しかし、例えばQE2によって供給された資金がコモディティ市場に流入したという解説は、直感的に理解しやすいものの、そうした資金フローを実際に確認することは難しい。FRBもこの見解には反対の意を表明している。また、前回の利上げ局面を参考にすれば、FRBによる利上げが続くなかで原油価格はむしろ上昇ピッチを強めていった。以上を踏まえると、今回も金融緩和の是正が原油価格を抑制することにつながるのか定かではなからう。

当方としては、原油価格の上昇をもたらす要因として、需給バランスの逼迫に加え、金融緩和期待や景気回復期待といった期待の変化によって、マーケットがリスク選好的になる、そもそもグローバル的に過剰に供給されているドル資金(この背景には米国の累積的な経常赤字があるとみられる)が、高リターンが期待される資産に向かう、量的緩和によって超過準備に積み上がった資金が、信用拡大とともに過剰流動性となって外部に流出する、ドル安が進展する(米国の対外投資の増加やリスク選好度の高まり)などを考えている。そして、～のいずれも、景気悪化懸念を背景とした金融緩和局面よりも、安定した景気回復を背景とした利上



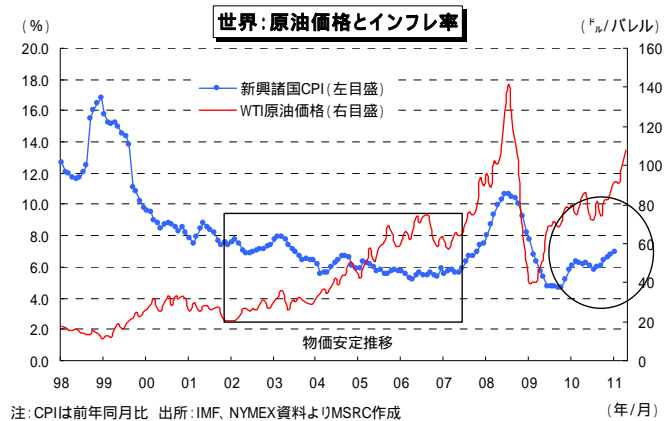
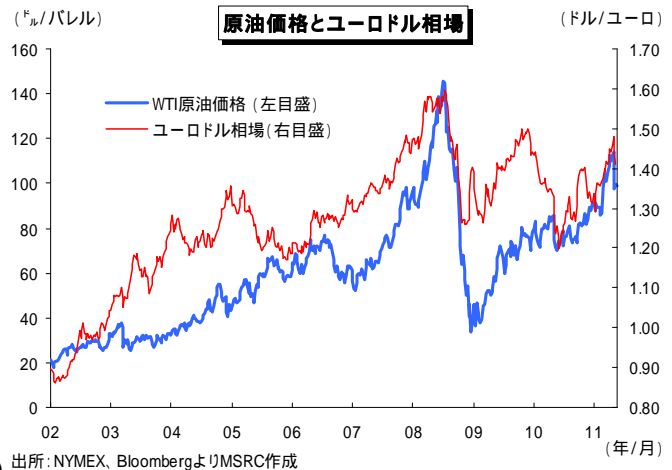
げ局面のほうが活性化する可能性が高いのではないかとみている。とすれば、本格的な原油価格の高騰を懸念すべきは、むしろこれからということにならないであろうか。

問題は、こうした原油価格の高騰リスクに対して、投機的な動きを含めてそれをコントロールするための有効な手段が限られていることであるが、原油価格を抑制する可能性がある手段・現象を挙げて挙げるとすれば、先物取引を制限する（持高制限、証拠金引き上げ、報告義務の強化）、米国を中心とした中央銀行による積極的な金融引き締め政策により、マーケットの期待をコントロールする（原油価格そのものに影響を与えることは難しい）、ドル高政策を導入する、新興諸国の成長期待が低下するなどが考えられよう。

については、最近の銀価格の急落をみれば、少なからず効果が期待でき、また今回はG20などグローバル・レベルでコモディティ価格の抑制が課題として上がっており、例えばIOSCO（証券監督者国際機構）は、今年の9月までに規制・監督の提言をまとめることが求められている。このように、コモディティ価格のコントロールのために、グローバル的な枠組みができ始めたことには注目しておくべきであろう。

そして、ドル高政策は、実際に前回の商品バブル時に実施されようとしたオペであり、08年の夏場になってポールソン前財務長官やバーナンキFRB議長など、米当局者からドル安牽制発言が急増したことが思い出される。この際、日米欧による協調介入が準備されていたことが報道によって明らかにされている。ドル安と原油価格の上昇との相関関係が高いことを踏まえると、ドル高政策は意外にも有効な手段となりえるかもしれない。

については、前回の原油価格の高騰が、新興諸国の台頭による中長期的な需要増加期待に支えられていたのに対し、今回は新興諸国がすでにインフレ抑制のための金融引き締め局面に入っており、さらなる原油価格の上昇は、早々に需要後退懸念につながる可能性が高いという違いが指摘されよう。また、先進国についても、当時は原油価格が20ドルから上昇するなかで緩やかな景気回復を続けることができたものの、今回はすでに原油価格が100ドル近辺で推移しており、さらなる価格上昇が景気悪化懸念に結びつきやすいという状況にある。実際、ガソリン価格が4ドル/ガロンに近づくなかで、米国景気への懸念が強まっていることは先に指摘したとおりである。すなわち、前回のコモディティ価格の上昇は、グローバル景気の回復と物価安定が共存したグレート・モデレーションと呼ばれる局面だからこそ実現したのであって、今回のようにインフレ懸念が強い局面ではそれが難しいという可能性がある。以上を踏まえると、今後期待される景気回復局面のなかでは、原油価格が再び高騰するリスクが指摘される一方で、需給見合いで安定した推移をみせるという可能性も指摘されよう。果たしてどちらのシナリオが実現するのか、景気を見通す上で大きな注目材料の一つであるといっても過言ではなからう。



### 楽観的ながらも慎重な見方

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、家計の所得形成や金融機関の収益増加の過程で少しずつ改善の方向に向かっているとみられる。しかし問題は、内外からのショックによって景気回復のパスが途切れた場合には、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未だ残されており、しかし一方で、ここから米国がとれる追加的な景気対策・手段は、財政・金融ともに限られ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を完全に処理しきったわけではない。このように、様々なショックに耐え得るほど完全に体力を取り戻してい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。また、経験のないレベルからの財政・金融政策の正常化を、景気回復を阻害することなく円滑に進めていくことができるのか。あらゆる意味で正常までには程遠い米国経済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	3.1	1.8	3.8	3.6	3.9	2.1	2.3	3.4	3.5	2.9	2.9	3.0
前年同期比	2.4	3.0	3.2	2.8	2.3	2.8	3.1	3.3	3.4	3.0	2.9	2.8			
個人消費	1.9	2.2	2.4	4.0	2.7	3.8	3.7	3.9	2.3	2.9	3.3	3.5	1.7	3.3	3.2
* 設備投資	7.8	17.2	10.0	7.7	1.8	6.9	8.6	9.6	8.8	7.5	9.1	10.8	5.7	7.1	8.7
* 住宅投資	12.3	25.6	27.3	3.3	4.1	6.3	4.7	3.5	2.5	4.0	5.6	7.3	3.0	1.1	4.2
* 在庫	2.5	0.8	1.6	3.1	0.8	0.3	0.5	0.6	0.3	0.2	0.4	0.4	1.4	0.0	0.2
* 純輸出	0.3	3.3	1.7	3.3	0.1	0.4	0.3	0.3	0.0	0.3	0.3	0.5	0.5	0.0	0.3
輸出	11.4	9.1	6.7	8.6	5.0	7.5	9.0	10.5	9.5	8.0	9.0	9.0	11.7	7.4	9.1
* 輸入	11.2	33.5	16.8	12.6	4.4	8.5	9.4	10.6	7.7	8.4	9.2	10.4	12.6	5.7	9.0
政府支出	1.6	3.9	3.9	1.7	5.2	1.8	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9
* 名目GDP 前期比年率	4.8	3.7	4.6	3.5	3.7	6.0	5.7	5.2	4.1	5.1	5.6	5.6	3.8	4.5	5.1
GDPデフレーター 前年比	0.5	0.8	1.2	1.3	1.6	1.6	1.6	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	1.0	1.7	2.1
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	8.8	8.7	8.6	8.5	8.3	8.1	7.9	-	-	-
雇用者数増減 万人	3.9	18.1	4.6	13.9	17.5	22.0	24.4	26.6	28.4	29.8	30.8	31.2	-	-	-
(名目)個人所得	3.7	5.5	2.5	4.1	8.3	4.8	5.0	5.3	2.4	5.7	5.8	5.9	3.1	5.4	4.7
(名目)可処分所得	3.4	5.5	1.7	3.6	6.9	5.1	4.6	4.8	2.0	4.9	5.3	5.5	3.1	4.8	4.2
貯蓄率	5.5	6.2	6.0	5.5	5.6	5.5	5.4	5.2	4.7	4.8	4.8	4.7	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	2.4	1.9	1.4	1.1	1.6	2.0	2.2	2.2	1.7	1.7	1.9	2.0	1.7	2.0	1.8
同 コア 前年比	1.8	1.5	1.2	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3	1.5	1.6	1.6	1.3	1.1	1.5
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.6	4.2	7.1	8.2	6.5	4.5	5.7	7.5	5.3	5.2	6.3
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	0.50	1.00	1.50	-	-	-
長期金利	3.70	3.47	2.77	2.86	3.44	3.0-3.6	3.4-4.0	3.6-4.2	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レートは期末値を表示(但し、当面の利上げは準備預金への付利金利を用いる見直し)、長期金利は10年物国債利回り、実績は期中平均、予測はレンジで表示。  
 出所: 米商務省、労働省、FRB、Datastream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。

### 【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。