

2011年8月23日

広告審査番号 MFB151-110823

MSRC 審査番号 06-A-110823-01

2011/2012 内外マクロ経済予測<米国>

度重なるリスクイベントに阻まれる景気回復

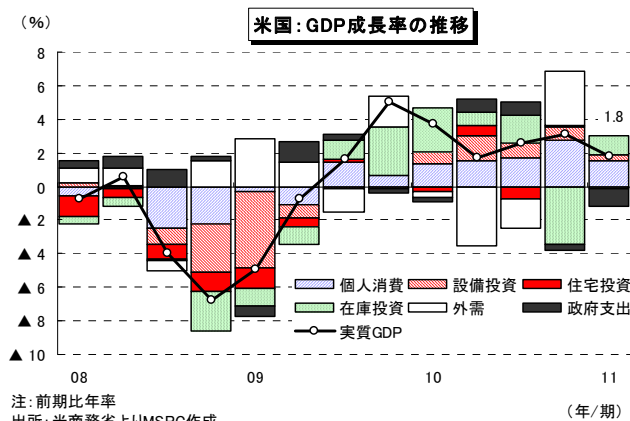
投資調査部 猿渡 英明

- 11年4-6月期の実質GDPは前期比年率+1.3%と、2期連続の低成長に留まった。ガソリン価格の高騰やサプライ・チェーンの停滞が背景にあり、米国景気は11年に入って急速にソフトパッチ状態に陥ったとみられる。そうした一時的要因は徐々に解消されつつあるが、財政問題などから株価が大幅に調整した点は、景気にとって新たな不安材料になり得よう。
- 10年に入って景気・雇用が一貫として低迷していたわけではないことを踏まえると、米景気の低迷を引き起こしている理由としては、家計のバランスシート調整などいわゆる構造問題よりも、度々発生するリスク・イベントに注目したい。需要と雇用の相互連関が続く限りにおいては、リスク要因さえ解消されれば、景気は回復ペースを上げていくとみている。
- FRBは景気判断を大きく下方修正するとともに、時間軸の強化に乗り出した。今後、追加の金融緩和政策に踏み込む可能性があり、中でもQE3の有無はマーケットの最大の関心事となっている。経済ファンダメンタルズの見通し悪化に加え、マーケットの混乱が続くようであれば、FRBはQE3に踏み込む可能性があるだろう。
- リスクとしては、まずは、①財政政策を巡って議会在難航することで、マーケットが再び政治の問題解決能力に疑念を持ち始めること、②欧州債務問題が現行レベルから、イタリアやスペインにまで波及すること—などにより、マーケットの混乱が続くケースが挙げられよう。また、コモディティ価格が期待先行的に高騰するリスクにも、ゆくゆくは注意が必要であろう。

11年前半にソフトパッチ入りを確認する内容

米国の11年4-6月期実質GDPは前期比年率+1.3%と、事前の市場予想(同+1.8%程度)を下回る結果となった。また同時に、1-3月期の成長率は同+0.4%(改訂前:同+1.9%)と大きく下方修正された。総じて、米国景気は今年に入って急速に減速し、いわゆるソフトパッチ状態に陥ったことを裏付ける内容であったと評することができよう。

景気減速の主因は、需要の中核を占める個人消費が鈍化したことにあり、①ガソリン価格の高騰により、家計の購買力が低下したこと、②サプライ・チェーンの停滞により、自動車の販売在庫が減少したこと—などが主に影響したとみられる。一方、政府支出も3期連続のマイナスとなっており、ここ最近では継続的な下押し要因となりつつある。特に、州・地方政府の支出については緩やかながらもマイナス幅を拡大させており、慢性的な財政状況の悪化が背景にある模様。また、歳出削減圧力が高まるなか、今後は国防費を中心とする連邦政府についても下押し要因になり続ける可能性が高い。その他、輸出は底堅い動きが続いているものの、新興諸国を中心とするグローバル景気が減速方向にあることから、傾向としてはやや伸び率を低下させつつある。設備投資は堅調に推移、底堅さを維持する機器・ソフトウェア投資に加え、当期は構築物投資が前期から反動増となっている。また、住宅投資も前期のマイナスから一転して増加の動きに。住宅販売件数は弱含み、住宅部門の回復力は依然として弱いと評価せざるを得ないが、当

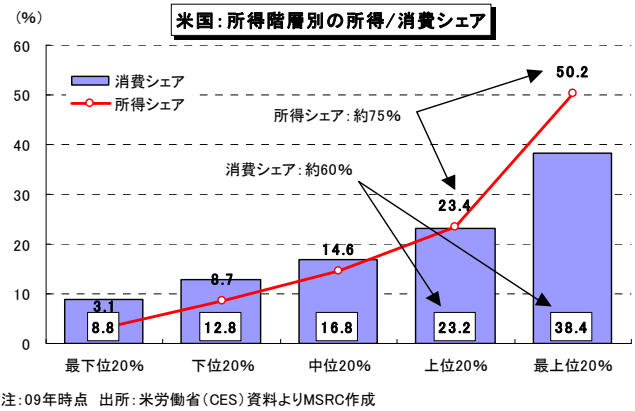


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

期は天候の改善などから着工件数が伸びた。

懸念されるマーケット混乱の影響

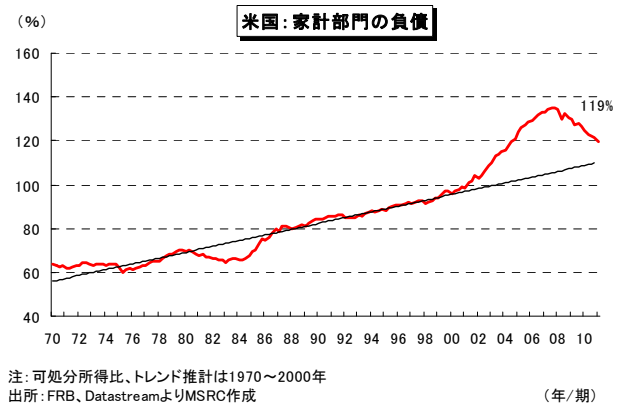
今後の見通しに関しては、まず基本的な流れとしては、ガソリン価格の調整やサプライ・チェーンの改善が進展することによって、景気は徐々にソフトパッチ状態から抜け出していき動きを想定している。実際、7月の雇用統計は前月比+11.7万人と前月から持ち直し、また小売売上高についても底堅さをみせ始めている。これは一時的な下押し要因が解消されることによって、景気がソフトパッチ状態から抜け出しつつあることを示すものであろう。しかし、問題は財政を巡る様々な動き（債務上限引き上げ問題や米国債の格下げなど）を背景に、8月初旬からマーケットが大きく混乱していることであろう。特に、株価が大幅に調整したことによって、株式保有率が高い富裕層を中心に、個人消費は大きな負のインパクトを受けている可能性がある。また、企業もマインドを悪化させることにより、一時的に雇用や投資を抑制する可能性がある。以上から、今回の見通しではまず、景気が7-9月期にもソフトパッチ状態を抜け出すという従来のシナリオを変更。マーケットの混乱により、あと数ヶ月は回復感の感じられない状態が続くと予想した。



構造要因とリスク・イベント

もともと、7-9月期入りまで景気回復ペースが低調に留まるとはいえ、当方としては、それが構造問題を主たる要因としたものではなく、あくまでも一時的なリスク・イベントが立て続けに発生したことよるところが大きいと考えている。このため、現時点で考え得るリスクがこの先、徐々に解消されていく過程で、景気は12年に向け徐々に回復ペースを上げていくとみている（但し、12年年初に関しては、現行の給与税減税が予定通り打ち切られた場合、成長率が一時的に落ちる可能性がある）。

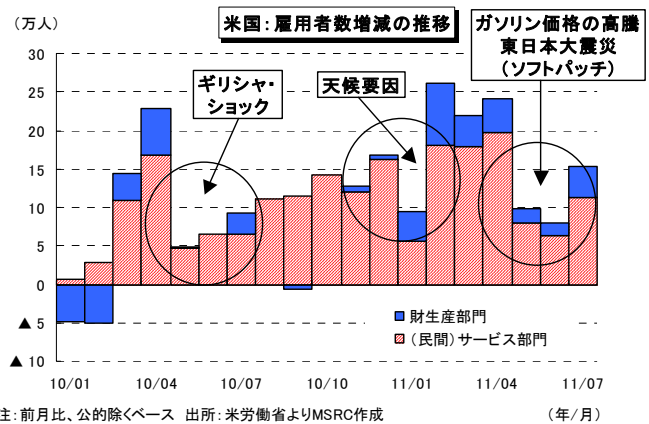
FRBは最近、景気がソフトパッチに陥った理由として、ガソリン価格の高騰などの一時的な要因だけではなく、それ以外の要因が影響しているとの見方を強めている（おそらく構造的な要因を念頭に置いているとみられるが、それが何を指すのか不明）。確かに、住宅部門は依然として回復感に欠け、家計部門には多額の債務が残されている。また、雇用情勢にも今ひとつ勢いが戻ってこない。こうしてみると、米国経済がバブル崩壊の遺産を抱えた状態にあることに関しては、ほぼ間違いなく言うことができよう。



しかし、構造問題がある限り景気が回復できないわけではなく、どちらかと言えば、景気が回復

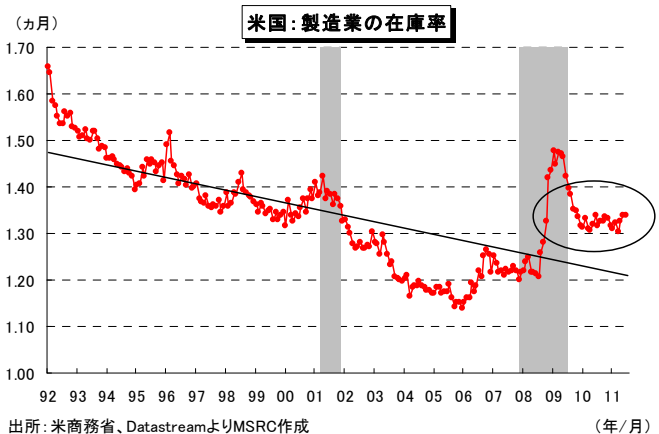
するなかで、構造問題は少しずつ解消されていくものであろう。バブル崩壊により長らく低迷した日本経済についても、輸出を起点とする景気回復によって、不良債権を始めとする負の遺産処理が進んだのではないかと。となれば、まず初めに検討すべきことは、米国景気にとって回復の起点となる需要の創出源があるか否かであろう。この点で言えば、米国の需要回復を引き起こすのは、富裕層を中心とした個人消費であり、ここ最近では輸出の寄与度も以前よりは高まりつつある。

一方、仮に構造問題が米国景気の低迷をもたらしているとしたら、それは景気が後退局面を脱してから一貫として回復を阻害してきたはずである。にも関わらず、GDP統計をみると、実際には10年の成長率は個人消費を中心に堅調な伸びを達成していることが分かる。GDP統計に改訂により、こうした動きはFRBによるQE2が始まる前からすでに始まっていたことが明らかになっている。また、雇用統計をみても、ギリシャ・ショックの影響を受けた10年年央や、ガソリン価格の高騰や東日本大震災の影響を受けた直近を除けば、雇用は10万人~25万人のペースで増加してきたことが確認される。この雇用増加ペースは、ほぼ潜在成長率並み、もしくはそれ以上の景気回復ペースに見合ったものであろう。



こうした事実は、決して構造問題の存在を否定するものではない。仮に、構造問題が無ければ、もっと高い成長をみせていたのかもしれない。しかし、少なくとも構造問題を抱えたままであっても景気は回復することができることを示しているといえ、米国景気は実際にそうした姿をみせてきたのである。となれば、景気が減速する度に、すべてを構造問題に帰結させるよりも、その都度、何かしらの要因を疑ってみることも重要であろう。そこで、当方としては、景気や雇用が大きく変動した際に毎回、何らかのリスク・イベントが発生している点に注目している。例えば、10年後半に成長率が鈍化した際には、ギリシャ・ショックを中心とする欧州サイドの債務問題が発生し、株価が大きく調整、企業マインドの悪化とともに雇用が抑制された。また、直近のソフトパッチの際には、ガソリン価格の高騰や東日本大震災が発生し、その後は政治的な混乱により株価が再び大きく調整した。つまり、米国景気は構造問題により一貫として低成長を強いられているわけではなく、①度々発生するリスク・イベントによって、需要が激しく変動、もしくは不透明感が高まり、②それによって、企業が持続的な需要増加期待、ないしは成長期待をもつことができない—状況にあると考えられるのではないかと。企業が持続的な成長期待を抱くことができないからこそ、雇用が安定せず、ひいては景気回復が持続的な高成長に達することができないのである。米国景気が「ストップ・アンド・ゴー」的な変動を繰り返しているのは、構造問題というよりも、度々発生するリスク・イベントのせいではなかろうか。

なお、こうした企業の慎重姿勢は、低下傾向、もしくは横ばい圏に留まる在庫率の推移からも推察される。おそらく、企業は需要見通しが不透明であるがゆえに、必要以上の在



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。

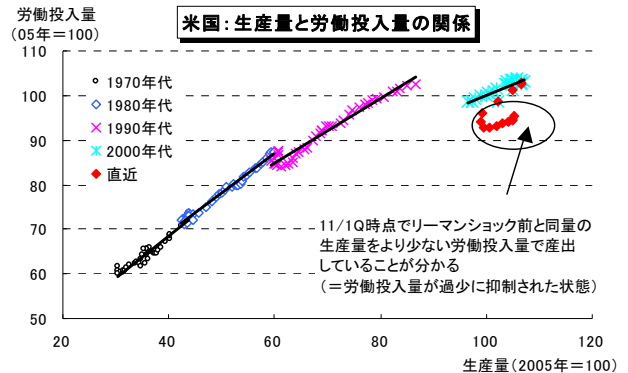
庫を保有しない経営を続けているのであろう。この結果、企業としては、在庫過剰感をさほど感じることがない状態が続いていると考えられ、こうした事実は、実際に過剰感を示すことなく高水準に留まり続けた在庫 DI の推移からも窺える。ここ最近の在庫 DI は、需要が落ち込んだ際に同時に低下する動きみせるに過ぎない。仮に、こうした機動的な在庫コントロールがしばらく続くのであれば、この先の景気が従来のような規則的な在庫循環によってサイクルを描く可能性は、当面の間は低いと考えられるのではないか。

雇用と需要の相互連関が景気回復の軸

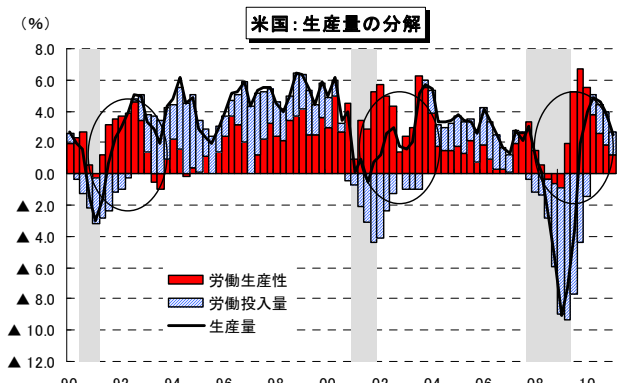
以上のロジックに従えば、米国景気はこの先、リスク・イベントを消化するにつれて、再び回復ペースを上げてくることが予想される。ガソリン価格の調整やサプライ・チェーンの改善が進んでいることを踏まえると、残るリスクは財政問題を巡る政治動向といったところであろうか。この点で言えば、懸案の財政赤字削減プランの策定や景気対策を巡る議論に、一応は目処がつく年末には、徐々に需要と雇用の前向きの循環が進む土台が形成されてくるのではなかろうか。

なお、当方が需要、ないしは成長期待が戻るにつれ、再び雇用増加ペースが上がっていくと考える理由の一つとして、米企業が、以前よりも少ない労働力でリーマン・ショック前とほぼ同量の生産量を維持している点が挙げられる。つまり、企業は極力、最低限の労働力によって生産量を高めることに尽力していると考えられる。そして、その経営努力は労働生産性の改善となって現れており、実際、09年6月に景気後退局面を脱して以降、米国の成長率は労働生産性の改善によって大きく押し上げられてきた。しかし、問題はその生産性の改善がほぼ一巡してきており、この先、企業が生産量を確保するためには、労働投入量を増やすこと以外には難しい局面に入ってきていることである。すなわち、企業は決して労働力に満ち足りた状態にあるわけではなく、わずかな需要増加に対して雇用を増やさざるを得ない状況にあるといえよう。

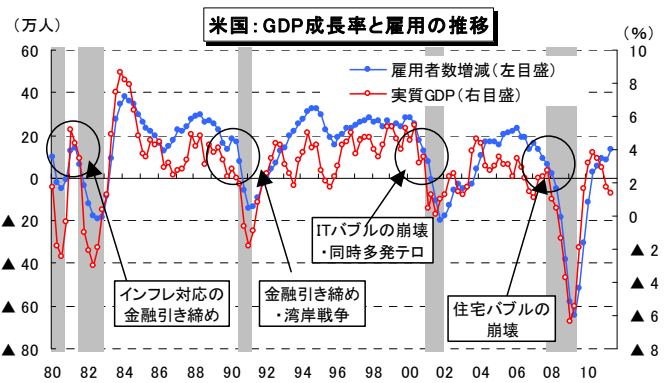
また、調整後に一旦出始めた雇用は、何らかのショックにより需要が大きく落ち込まない限りは、継続して増加すると考えられる。それは、当方が米国景気の回復メカニズムの軸として想定する、「需要と雇用の相互連関」



注：2000年代は01年～03年のジョブロス期を除外し、リーマンショック前（04年～07年）と、直近（10年～現在）で推計 出所：米労働省、DataStreamよりMSRC作成



注：3期移動平均、非農業部門対象、前期比年率、シャドーは景気後退期 出所：米労働省、DataStreamよりMSRC作成



注：3期移動平均、雇用は期中月平均、GDPは実質季調値、前期比年率 出所：米商務省、米労働省より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。

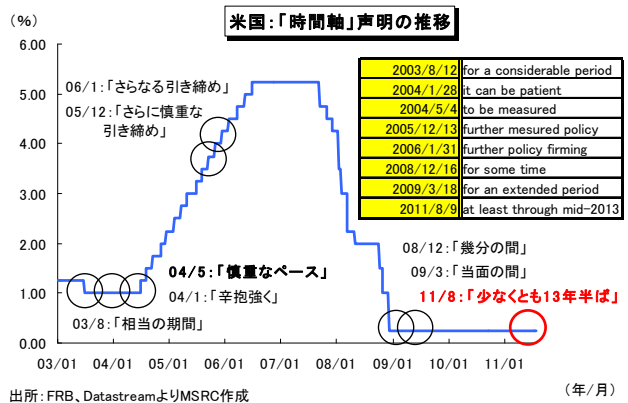
が働き続けるからである。過去を振り返ると、需要が一気に落ち込む場合には、①過度の金融・財政政策の引き締め、②テロ・戦争・原油価格の高騰などの外部性ショック、③資産バブルの発生と崩壊などが発生している。しかし、今回は様々なリスク要因により株価が急速な調整をみせているが、昨年春場のギリシャ・ショック時などを参考にすれば、こうした株価調整がこの程度で止まるとすれば、それが持続的に景気を押し下げるとは考えづらい。確かに、これ以上の株価調整となれば、景気後退のリスクが徐々に高まっていくであろうが、その場合は、FRB が何らかの手を使ってマーケットに挺入れする、いわゆる「バーナンキ・プット」が発動されることになるのではないかと。

以上、今回の見通しでは、足元で景気のソフトパッチやマーケットの混乱がみられること、そして企業が予想以上に慎重な姿勢を維持しているという点を踏まえ、前回見通しから成長率を下方修正した。但し、その後の展開については、いわゆる構造問題を重視するよりも、度々発生するリスク・イベントが消化されるなかで、景気は雇用増加を伴いながら徐々に回復ペースを高めていく姿を想定した。11年の実質 GDP 成長率は+1.8%（前回予測：+2.4%）、12年は+2.5%（同：+2.8%）を予想する。

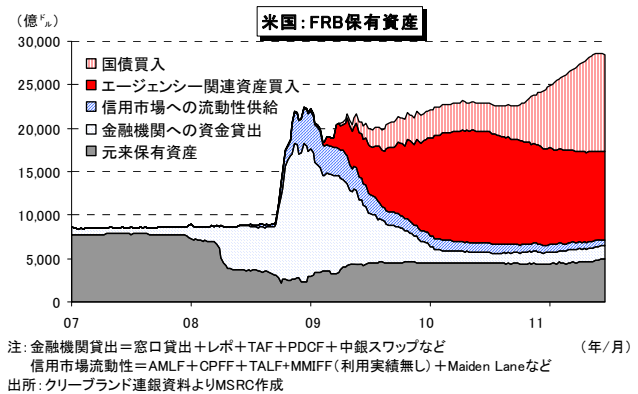
一転して追加緩和を検討する FRB

実体経済の緩やかな回復を受け、6月末をもって QE2（総額 6,000 億ドルの国債買入オペ）を終了させた FRB であるが、足元は再び追加緩和の是非を検討する状況に追い込まれている。実際、FRB は 8/9 の FOMC 会合で景気判断を大きく下方修正するとともに、金融緩和状態を維持する際の時間的なガイドラインとなる、いわゆる時間軸を強化する政策を打ち出した。すなわち、FRB はこれまで、「当面の間 (for an extended time)」は政策金利を据え置くとしていたが、今回はそれを「少なくとも 13 年半ばまで (at least through mid-2013)」へと変更した。これによりマーケットの利上げ期待は大きく後退し、同時に国債についてもイールドが全般的に押し下げられる動きが進んだ。これまでの低金利政策が、需要を大きく喚起することができなかつたとすれば、今回の措置が実体経済にどれ程のプラス効果をもたらすか定かではない。また、実質金利の低下がリスク資産への資金シフトを促すと指摘もあるが、少なくとも足元のマーケットについては、経済合理性とは別の理屈で動いている感が強く、またこれまでのマーケット動向を振り返っても、金利動向が投資家のリスク選好度を左右してきたようには思えない。

マーケットでは、FRB がさらなる追加緩和に踏み込む可能性もあるとみているようである。奇しくも昨年 8 月、バーナンキ議長はジャクソンホール講演において QE2 を示唆、その後 FRB は実際に QE2 に踏み込んでいった。そして、今年も仮に QE3（追加の資産買入オペ）を初めとする追加緩和措置の導入を FRB が示唆するとすれば、タイミン



は政策金利を据え置くとしていたが、今回はそれを「少なくとも 13 年半ばまで (at least through mid-2013)」へと変更した。これによりマーケットの利上げ期待は大きく後退し、同時に国債についてもイールドが全般的に押し下げられる動きが進んだ。これまでの低金利政策が、需要を大きく喚起することができなかつたとすれば、今回の措置が実体経済にどれ程のプラス効果をもたらすか定かではない。また、実質金利の低下がリスク資産への資金シフトを促すと指摘もあるが、少なくとも足元のマーケットについては、経済合理性とは別の理屈で動いている感が強く、またこれまでのマーケット動向を振り返っても、金利動向が投資家のリスク選好度を左右してきたようには思えない。

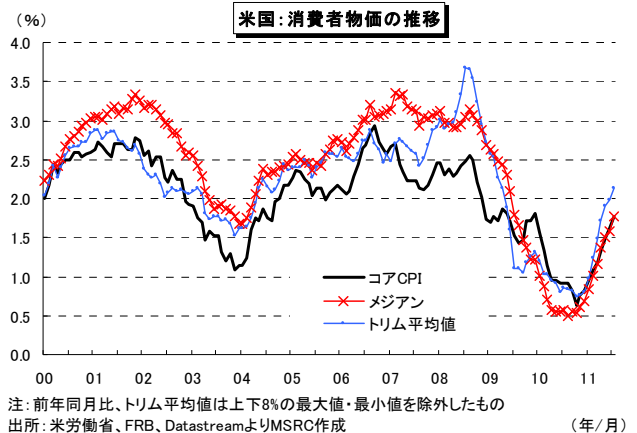


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

格的には 8/26 の同講演が自ずと注目されてくる。

とはいえ、QE3 の実施は FRB にとってハードルが高いのも事実であろう。その最大の障害と考えられるのがインフレ動向であり、コア物価が上昇傾向にありデフレ懸念がほぼ払拭された状態で、FRB が果たしてさらなる流動性供給に踏み込むことができるのか定かではない。FRB が量的緩和を実施する目的は、需要を喚起することによってインフレ率を押し上げることにあった。とすれば、今回、QE3 によって需要の喚起だけを狙うのであれば、インフレ・ターゲットなどを導入して物価抑制のため



のコミットメントを同時並行的に行なう必要がでてくるのではないかと。QE3 には、前回の QE2 同様に、副作用としてコモディティ価格の上昇リスクもはらんでいる。以上から、FRB が早々に QE3 に踏み込むか否かについては依然として不透明感が強く、QE3 を実施する前に、①付利金利の引き下げ、②保有資産のポートフォリオの入替—など、他のオペを試しつつ、少しずつ緩和措置を強めていくという可能性もあろう。

このように、様々な選択肢が考えられるわけであるが、当方では、こうした追加緩和措置を実施するか否かの判断基準として、実体経済の見通しや物価動向と共に、金融市場、特に株価の動きも重要であるとみている。おそらく FRB が今、最も警戒していることは、株価の下落など金融市場が混乱することで、景気が自己実現的に悪化していくことであろう。実際、今回の時間軸強化は、まさに混乱するマーケットへの介入的要素が強かったのではないかと。政府・議会が財政問題を解決する能力の欠如をあらわにした今、マーケットの混乱を食い止めることができるのは、もはや FRB だけであるといっても過言ではなからう。FRB は今後、まずは「状況次第では QE3 の可能性がある」とすることでマーケットの反応を確認。その後、経済ファンダメンタルズやマーケットの推移を睨みながら、実際に QE3 に踏み込むか否かを段階的に決めていくことになるかとみている。

上振れ・下振れのリスク要因

見通しに対するリスク要因を指摘すると、まず、目先は引き続き財政問題を巡って議会が混乱、マーケットが政治の問題解決能力に対して疑念を抱き始めるケースが指摘されよう。実際、米国では年末に向けて、財政に関するイベントが続く予定となっている。例えば、議会は「債務上限」の引き上げ時に民主、共和両党で合意した 1.2 兆～1.5 兆ドルの財政赤字削減について、具体的な内容を詰めていく必要がある。しかし、先日発表された超党派特別委員会 (Super Committee) のメンバーをみると、両党とも党の主張を代弁するような議員を選んでおり、話し合い前から悲観的なムードが漂っている。また、米国では 10 月からの新たな財政年度に入っていくが、議会は依然

Budget Control Act of 2011 (S365)	
11/8/1下院→11/8/2上院→11/8/2大統領署名	
①政府債務残高の上限引き上げ(合計2.1～2.4兆ドル)	
<ul style="list-style-type: none"> ・まず9000億ドルの上限引き上げを承認 ・その後は、財政赤字削減幅に応じて、1.2～1.5兆ドルを引き上げ(12年末までの国債発行枠を確保) 	
②財政赤字を2.4兆ドル削減(10年間)	
<ul style="list-style-type: none"> ・まず9170億ドルの削減を裁量的支出から行なう(内、国防費は3500億ドル) ・その後、年末までに残る1.5兆ドルの削減を決定する(裁量・義務的支出) ・1.5兆ドルの削減は特別委員会で11/23、議会で12/23までに決定する(特別委員会は両党6名ずつの合計12名で構成) ・1.5兆ドルの削減決定ができない場合は、強制的に1.2兆ドル以上の削減を実施(自動的引き上げ措置=Automatic Sequester) ・強制措置による1.2兆ドルは、国防・メディアを含む全面的歳出削減となる(但し、メディケイド、年金、公務員給与、低所得者向け支援などは除く) ・増税措置の有無は、両党の見解に相違(共和党は増税を否定) 	
出所：ホワイトハウス、下院ペイナー議長発表資料などから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。

として12年度(11年10月～)の予算審議を始めていない。昨年度の予算審議では、共和党が予算成立の条件として、最後の最後まで自らの歳出削減案の導入にこだわった。このため、予算審議は年を超えた4月まで続き、その間、暫定予算が乱発されることとなった。議会は休会上げの9月から予算審議を開始する予定であるが、おそらく今回も10月までに予算が成立する可能性は低く、前回と同じような攻防が繰り返されることとなろう。さらに、足元の景気減速を受け、オバマ政権は議会に追加の景気対策を要求することとなろう。実際、オバマ大統領は現時点で11年末に期限を迎える給与税減税の延長を要望しており、その他、雇用対策なども議会に要求するとみられている。もっとも、大統領選挙を控えるなかで、共和党が追加の財政赤字要因をすんなりと認める可能性はおそらく低いであろう。仮に景気対策を認めるとしても、共和党サイドはブッシュ減税の延長や本国投資法の実施などの交換条件を提示してくる可能性があるだろう。こうした状況が年末に向け顕在化するにつれ、マーケットは再び政治に対する不信感・警戒感を強めるリスクがある。

また、コモディティ価格の動向についても引き続き注意が必要であろう。ここ最近ではマーケットがリスク回避的であることから、コモディティ価格についても大幅な調整をみせている。しかし、後に景気回復期待が高まってくれば、同時にコモディティ価格が期待先行的に上昇していくリスクはなお残されている。米国を中心とするグローバル景気が持続的、かつ安定的に成長していくためには、コモディティ価格は実体経済に見合った水準で推移する必要がある。それを超える価格高騰をみせた際、果たしてどのような価格コントロールが可能であるのかについては、引き続きグローバル・レベルでの検討課題であり続けよう。

さらに、欧州サイドの債務問題は、引き続きマーケットを混乱させるリスク要因としての警戒が必要であろう。問題がギリシャ、アイルランド、ポルトガルに留まる限りにおいては、米国景気を押し下げるほどの追加的な悪材料が出る可能性は徐々に低下しつつようである。しかし、当問題がイタリアやスペインにまで拡大していけば、リスク警戒度は一気に高まってこよう。マーケットは、イタリアやスペインまでも含んだセーフティー・ネットの構築を求め始めており、この点でいえば、今後はドイツやフランスがどこまで協調的な姿勢を示し、その枠組みを形にしていけるかが注目されよう。

当面は慎重な見方を継続

最後に、当方の見通しではまず、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、不良債権問題や信用収縮などといった景気を腰折れさせるような大きなリスク要因は顕在化しないとみている。また、家計や金融機関のバランスシート調整などといった、いわゆる構造問題についても、景気回復による家計の所得形成や金融機関の収益増加が続くなかで、徐々に改善が進むとみている。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、不良債権問題や信用収縮懸念が再び台頭、景気が負のスパイラル(不良債権の増加→信用収縮→景気悪化→不良債権の増加)を描き始めること、そして、これまでみられたような突発的なリス

超党派特別委員会(Super Committee)

民主党		
上院	①マレイ(Patty Murray) ②ケリー(John Kerry) ③ボーカス(Max Baucus)	選挙対策委員長 外交委員長 財政委員長
下院	①クライバーン(James Clyburn) ②バンホーレン(Chris Van Hollen) ③ベセラ(Xavier Beserra)	院内総務補 予算委筆頭理事 議員総会副議長
共和党		
上院	①カイル(Jon Kyl) ②トゥーミー(Pat Toomey) ③ポートマン(Rob Portman)	院内幹事 予算委員 元OMB局長
下院	①キャンプ(Dave Camp) ②アプトン(Fred Upton) ③ヘンサーリング(Jeb Hensarling)	歳入委員長 エネルギー商業委員長 議員総会議長

注: 太字は共同議長 出所: 米議会発表資料よりMSRC作成

ク要因が発生することによって、マーケットの混乱や需要の変動が起き、それが家計や企業の成長期待の低下を引き起こすことであろう。この場合、景気は「ストップ・アンド・ゴー」的な推移を繰り返さざるを得ず、結果として、需要と雇用の相互連関には弾みがかかず、回復感のない状態が続くこととなる。

にも関わらず、ここから米国がとれる追加的な景気対策・手段は、財政・金融政策ともに限られている。また、仮にやるべき政策対応が分かっているとしても、ねじれ議会により政治が硬直的になっているために、それを実行に移すにも困難が伴う。つまり、景気の先行きに不透明感が高まっているにも関わらず、米国のリスク対応力は日に日に低下しているのである。米国経済は今、まさに正念場にあるといっても過言ではなからう。

また逆に、景気回復に安定感が出てきたとしても、次は、過去に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かななくてはならない。その正常化のプロセスが遅れることは、再び新たなリスク要因を生むことにつながりかねない。以上を踏まえると、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対しては、構造問題を盾に終始、悲観的である必要はないと考えられるものの、今しばらくは慎重にならざるを得ない。足腰の弱い景気が持続的、かつ自律的に回復していくために重要なことは、マーケットの安定とリスク・イベントを極力コントロールし得る安定した政治であるように思える。

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	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.7	3.0	2.3	2.6	3.3	3.4	3.0	1.8	2.5
前年同期比	2.2	3.3	3.5	3.1	2.2	1.6	1.4	1.6	2.1	2.4	2.8	2.9			
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.1	1.1	3.1	2.5	2.9	3.2	3.4	2.0	2.0	2.5
* 設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	6.3	7.3	8.4	8.1	7.1	8.6	9.2	4.4	7.2	7.9
* 住宅投資	▲ 15.3	22.8	▲ 27.7	2.5	▲ 2.5	3.8	2.9	3.7	4.7	6.3	8.0	9.8	▲ 4.3	▲ 1.7	5.3
* 在庫	▲ 0.4	0.5	▲ 0.8	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2			
* 純輸出	▲ 1.0	▲ 1.9	▲ 0.7	1.4	▲ 0.3	0.6	▲ 0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.5	0.1	▲ 0.1
輸出	7.3	10.0	10.0	7.8	7.9	6.0	7.0	7.5	8.5	8.0	8.5	8.5	11.3	7.8	7.9
* 輸入	12.6	21.6	12.3	▲ 2.3	8.3	1.3	5.9	7.7	6.8	7.3	8.3	9.5	12.5	5.8	7.0
政府支出	▲ 1.2	3.7	1.0	▲ 2.8	▲ 5.9	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 1.6	0.7	▲ 2.1	▲ 1.0
* 長期金利	▲ 0.3	0.8	0.2	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2			
名目GDP 前期比年率	5.5	5.4	3.9	4.2	3.1	3.7	3.8	4.3	4.1	4.8	5.8	5.8	4.2	3.8	4.6
GDPデフレーター 前年比	0.6	1.1	1.4	1.5	1.8	2.1	2.3	2.1	1.9	1.9	2.0	2.2	1.1	2.1	2.0
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	9.1	9.0	8.9	8.8	8.7	8.5	8.4	-	-	-
雇用者数増減 万人	3.9	18.1	▲ 4.6	13.9	16.6	10.5	10.8	12.9	16.0	19.6	22.7	25.2	-	-	-
(名目)個人所得	6.9	6.3	4.2	4.1	8.3	4.2	4.5	4.7	2.7	5.2	5.5	5.6	3.7	5.4	4.4
(名目)可処分所得	6.8	5.9	3.3	3.5	4.7	3.9	4.2	4.3	2.1	4.8	5.0	5.2	3.6	4.1	3.9
貯蓄率	4.9	5.6	5.6	5.2	4.9	5.1	5.3	5.2	4.8	4.9	4.8	4.7	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	2.4	2.0	1.5	1.3	1.8	2.5	2.8	2.7	2.0	1.7	1.8	2.0	1.8	2.4	1.9
同 コア 前年比	1.7	1.5	1.3	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.4	1.3	1.7
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	1.0	6.4	5.9	5.0	3.6	5.2	6.6	5.3	4.4	5.0
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	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	-	-	-
長期金利	3.70	3.47	2.77	2.86	3.44	3.19	2.0~3.2	2.6~3.2	2.8~3.4	3.0~3.6	3.2~3.8	3.4~4.0	-	-	-

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。