

米国経済 1

2011年米国経済見通し

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料の提供する情報の利用に関しては、すべて利用者の責任においてご判断ください。当資料に掲載されている情報は、現時点の丸紅米国会社ワシントン事務所長の見解に基づき作成されたものです。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当事務所は情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

目次

I. 2010年の回顧

1. 夏以降の鈍化懸念は不発、景気に先行き楽観ムード広がる
2. 企業収益がV字回復、攻めの経営への転換始まり、景気を救う
3. FRBの追加緩和に効果、金融市場では景気回復への期待強まる
4. 意外に底堅い伸びを示した個人消費、背景に調整の進展と株高
5. 攻めの経営の企業も雇用拡大には依然慎重、高失業が残存
6. 二番底を経験した住宅販売、反転するも先行き懸念強く残る
7. シャドバンクの規模の収縮続き、超金融緩和の効力を減殺

II. 2011年の展望

1. 注目点は企業の抱え込む流動資産がどこに向かうのか
2. 企業の雇用抑制に限界、緩やかなペースで雇用回復は進む
3. 家計の債務調整が進展、11年は消費を下押しする力が弱まる
4. 企業の投資意欲は旺盛、11年は構造物投資も底打ちへ
5. 金融危機が残した後遺症、11年は症状の改善進む
6. 経済政策は停滞、超金融緩和は継続へ
7. 11年は個人消費と設備投資主導で05年以来の3%強の成長へ

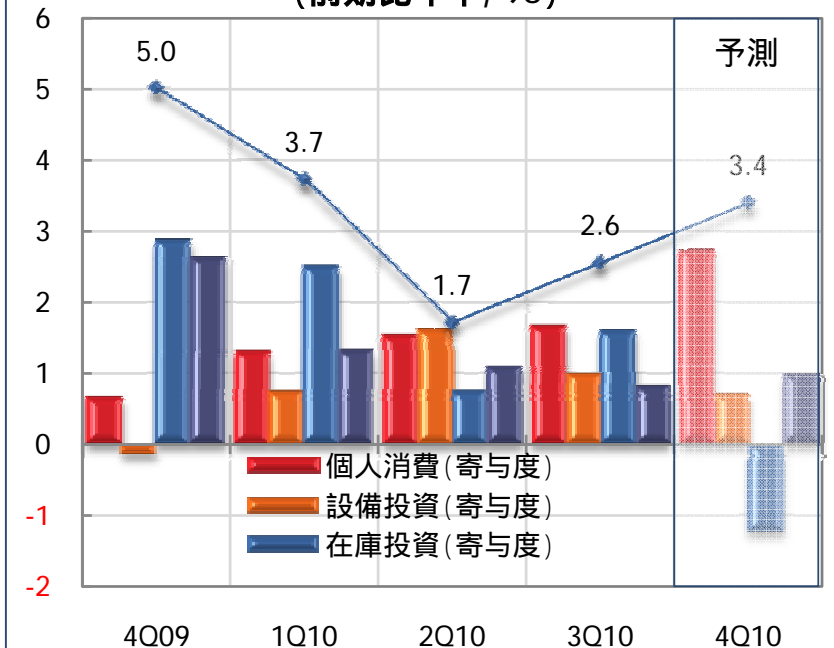
I. 2010年の回顧

1. 夏以降の鈍化懸念は不発、景気に先行き楽観ムード広がる

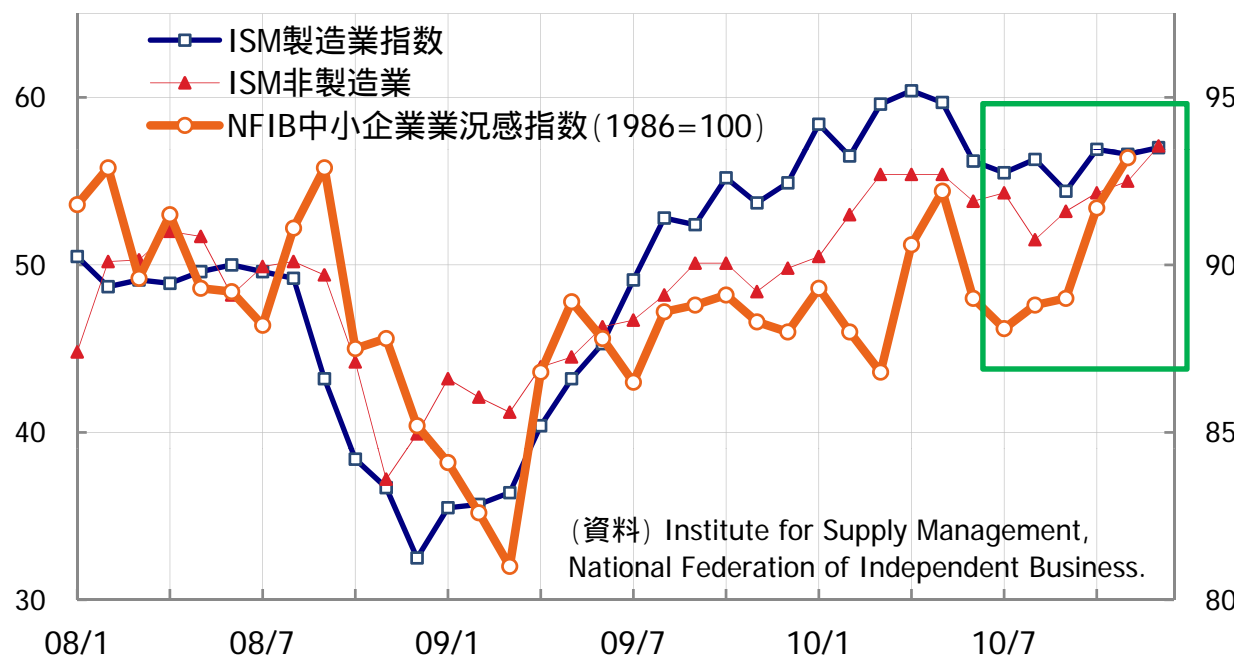
■ 夏以降の米国景気は底堅く推移、攻めの経営への転換を進め始めた企業部門が下支え

- 10年夏には、2Qの実質GDPが前期比年率1.7%増と低い伸びにとどまり、景気の先行き懸念が再浮上。企業・家計の景況感は7月に急低下、8,9月は停滞が続いた。
- しかし10年3Qの実質GDPは2.6%増と意外に底堅い結果に収まった。景気を支えたのは、設備投資、在庫投資、輸出など企業部門が関わる需要項目である。過去最高益を更新した企業部門が緊縮から攻めへ経営姿勢の転換を進め始めたことが景気を支えたといえる。
- 企業の景況感は10月以降、安定的な景気拡大への期待を反映する水準で推移。しかもNFIB指数の急上昇が示すように中小企業の景況感の回復が顕著。今後は経営姿勢の積極化が中小企業にも広がり、設備投資の後を追って雇用も回復に弾みがつく可能性が出てきた。地域別でも、シカゴ地域の10年12月の景況指数が22年ぶりの高水準を記録するなど、力強い回復が発生。
- 家計の景況感も11月以降は回復基調。小売売上高など消費関連の指標も堅調。年末商戦も売上高の伸び率は05年以来の高さとなった模様(クリスマス直後の北東部地域の大雪の影響は限定的)。厳しい雇用環境と債務調整が家計の購買力を抑える構図は残るが、FRBの追加緩和、その前後からの株高、12月中旬の包括減税法案の成立、底堅い景気回復の継続などが、家計の期待を徐々に上向かせた結果。雇用・債務も正常化には程遠いが、調整から生じる景気に対する下押し圧力は低下しつつある。
- 10年4Qの実質GDP成長率は3%台半ばに達した模様。個人消費の順調な拡大が主因である。年末には雇用回復の兆候も現れ、11年の安定的な景気拡大への期待が強まった。

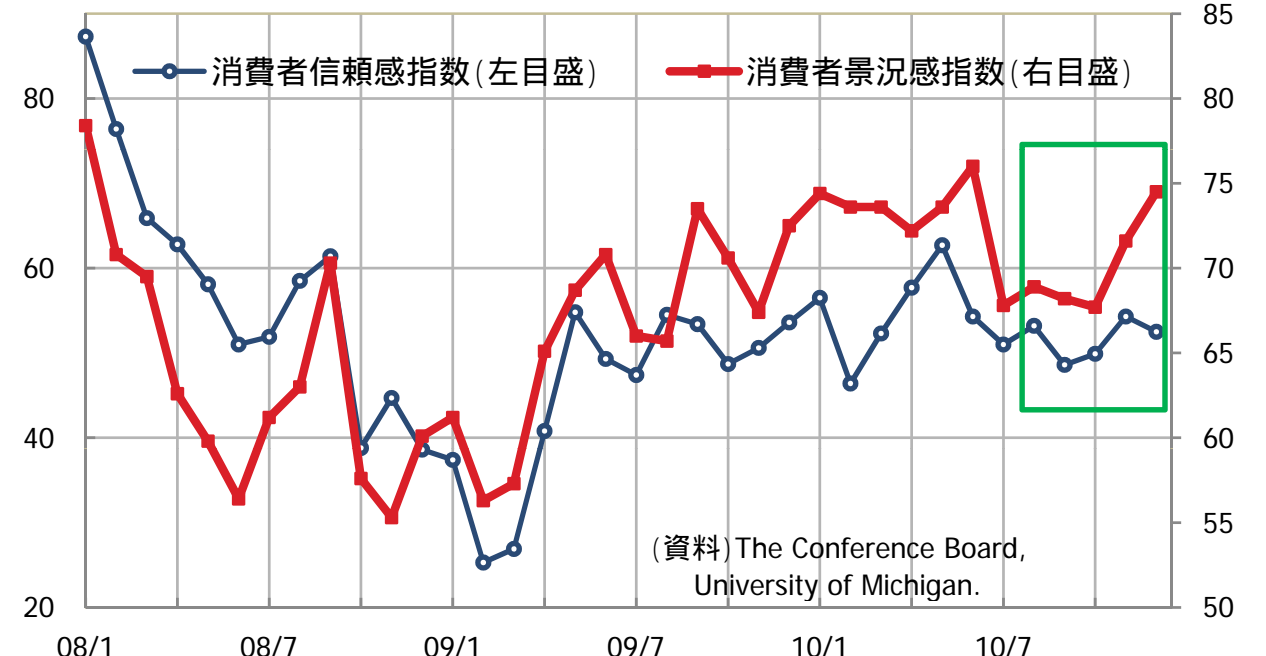
実質GDP成長率と主要需要項目の寄与度
(前期比年率, %)



ISM指数とNFIB指数の推移

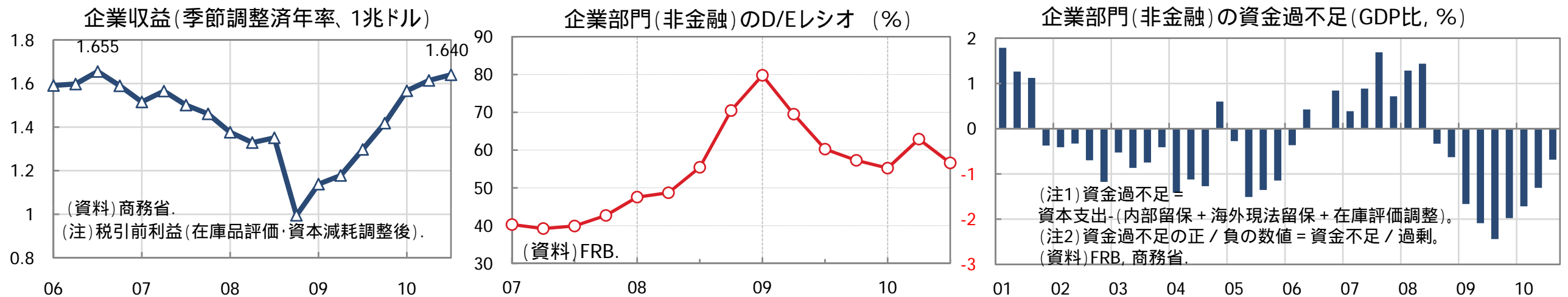


消費者信頼感指数・景況感指数の推移

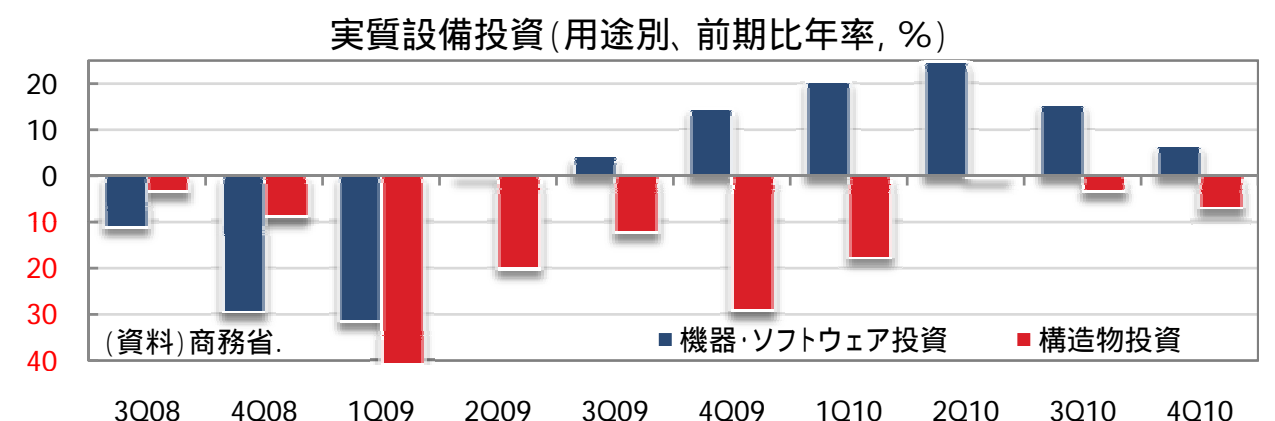
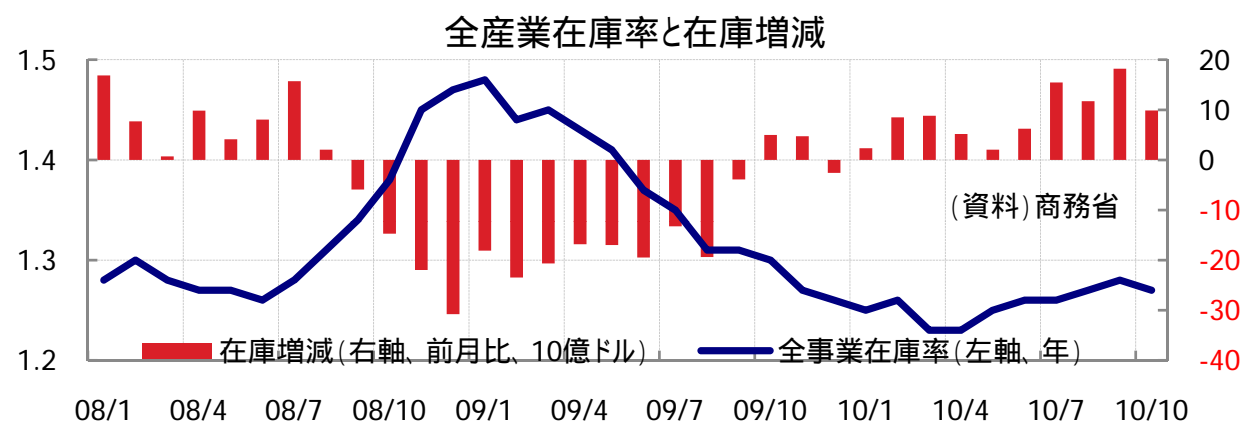


1. 2010年の回顧

2. 企業収益がV字回復、攻めの経営への転換始まり、景気を救う



- **企業部門は、V字回復の収益やバランスシートの改善を受けて、経営姿勢を緊縮から積極へ転換しつつある**
 - **V字回復の企業収益、10年3Qは過去最高に迫る** (GDP統計ベース)。売上高の回復のペースは緩やかだが、徹底したコスト削減、超金融緩和による金利負担の減少が寄与。**企業部門のバランスシートも改善**。D/Eレシオは09年1Qをピークに低下、10年1Q以降は金融危機前並みの水準で推移。
 - 企業部門(非金融)の資金余剰は、危機対応の緊縮経営に徹した09年に歴史的な規模に拡大。だが10年は収益のV字回復とバランスシートの改善を受けて、先行きへの自信を強めて攻めの経営に転じ始める企業が増加。**資金余剰のGDP比は縮小続き、3Qは危機発生時の4Q並みの小ささに。**
- **在庫積み増しや機器・ソフトウェア投資の拡大に乗り出す企業が増加、企業部門が主導する景気回復の様相に**
 - 企業部門の積極経営の変化は、景気回復の度合に比べて抑制気味だった在庫や設備投資(機器・ソフトウェア投資)の回復を誘発。景気の鈍化懸念が強まった3Qも、在庫積み増しと設備投資(同)の拡大は続き、景気を下支え。**企業部門が景気の二番底を防いだともいえる。**
 - 金融危機前の企業部門(非金融)のレバレッジは、金融機関や家計部門に比べて軽度だった。**オバマ政権とFRBの危機対策・景気安定化策は、傷の浅かった企業部門の収益回復とバランスシート調整の先行を促進して、同部門主導の景気回復の経路を確立することには成功した**といえる。
 - 一方で**企業は雇用には依然消極的**、流動性資産の保有比率等も上昇基調のまま(詳細は後述)。総じてみれば経営姿勢はまだ慎重であり、転換は始まったばかり。今後、蓄積した流動性資産が経営規模の拡大に振り向けられるのか、その場合にどのような用途に向かうのかが11年の注目点である。



1. 2010年の回顧

3. FRBの追加緩和に効果、金融市場では景気回復への期待強まる

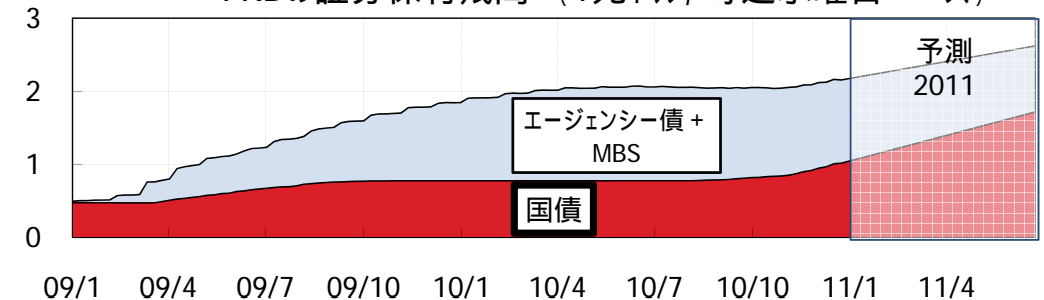
■ FRBは最大雇用と物価安定の促進のため11月に追加の量的緩和策(QE2)

- 11月のFOMCで6,000億ドルの米国債を11年6月末まで購入を決定(毎月約750億ドル)。景気回復の勢いが、GDPギャップや失業率を縮小するには不十分であり、デフレ・リスクが拡大していることへの対応した追加緩和(QE2)。最大雇用と物価安定を最大限に促進するために、今後の政策を調整する可能性にも言及。
- 12月FOMCは政策据え置き決定。上向き景気を認めつつ、雇用低迷とデフレ圧力は継続と判断。国債購入は予定通り進捗、FRBの国債保有残高は12/22に1兆ドルを突破。

■ 最近の長期金利上昇は景気回復の加速への期待を反映、QE2が効いた結果

- FRBのQE2示唆以降、株価や商品価格の上昇、長期金利の低下、ドル安などが進行。QE2実施後は長期金利が反転、株と商品は上昇、ドル相場は堅調。ダウ平均は11年1月3日に08年8月以来、2年4カ月ぶりの高値を記録。
- 我々は、長期金利の上昇がFRBの意図に反した結果やQE2の失敗の反映とは思わない。12月FOMCでは、市場参加者のQE2の規模に対する予想の下方修正の反映という意見が出ている。また、11月FOMCから年末までの名目長期金利の上昇幅は約0.8%。うち実質金利の上昇分は約0.6%、インフレ期待の変化は約0.2%。実質金利の上昇はQE2や包括減税が奏功して11年の景気回復に弾みがつくとの市場の期待の反映、つまりQE2が効いている表れ。景気回復への期待は株高や堅調なドル相場にも表れている。
- 12月末のインフレ期待は2.3%、FRBの望むレンジにある。QE2以降の同期待の上昇幅も小さい。ともにQE2の反対者が唱える「インフレ懸念や財政赤字増大への市場の警戒」を表す数値ではない。むしろ実態はQE2によるデフレとインフレ両面の懸念の抑制。
- 今後のQE2のリスクは、景気回復が加速しても政策を転換できずインフレ高進を許す展開や財政規律が一層緩み市場の米国債への信認が低下する展開など。しかし実質金利は12月末で1%。10年前半よりも低い水準にあり、市場のコンセンサスは景気と物価の先行きに慎重な見方を保っている。GDPギャップの大きさからみて、景気回復が加速してもインフレ圧力が強まるとは考えにくい。下院が共和党多数となった議会で財政規律が緩むことも想定しにくい。したがって上記のリスクが増大していく可能性は低いと思われる。

FRBの証券保有残高 (1兆ドル, 毎週水曜日ベース)



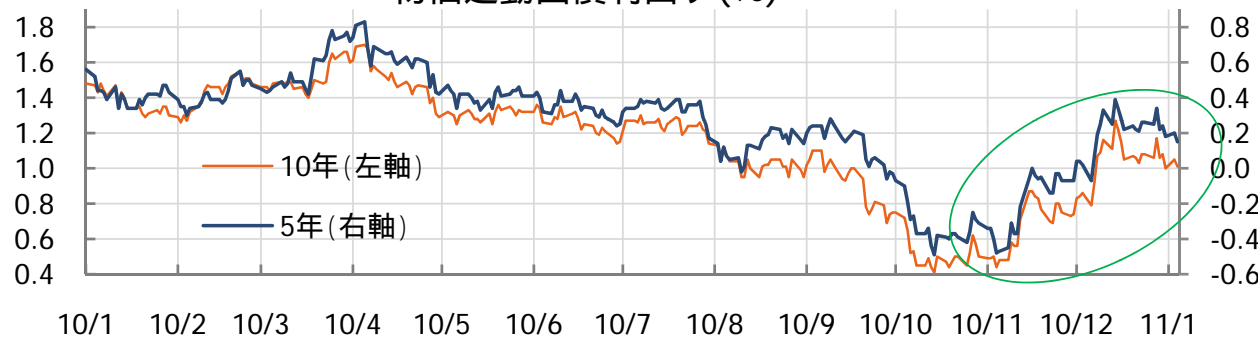
ダウ工業株30種平均



米国債利回りの推移 (%)



物価連動国債利回り (%)



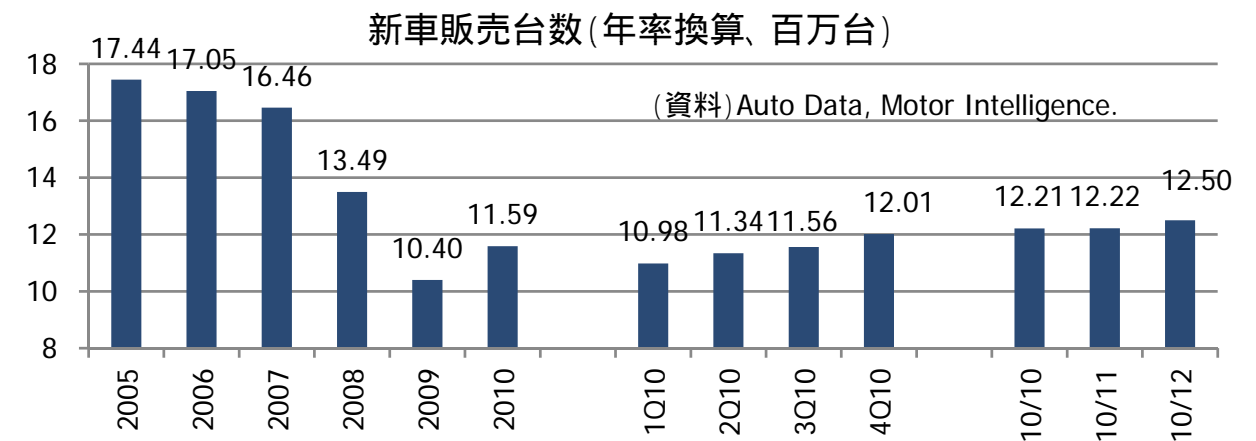
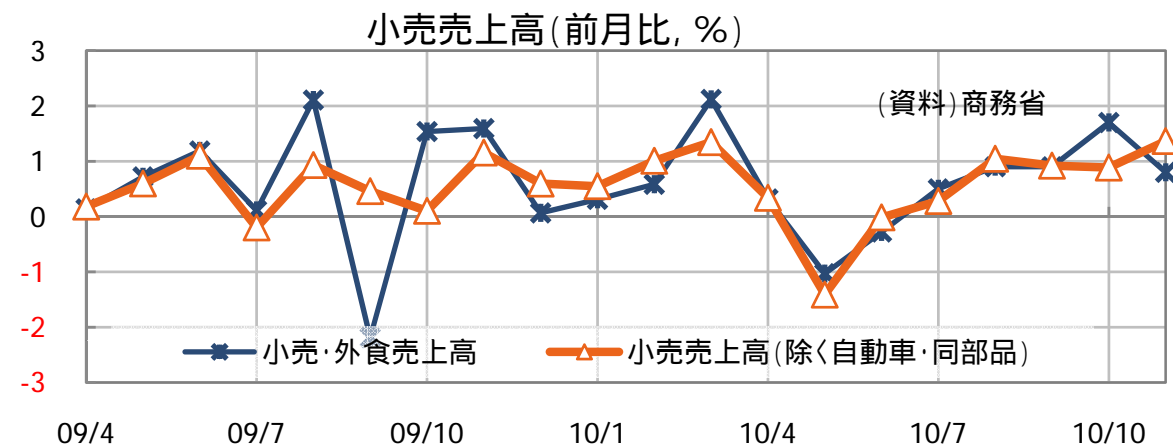
ブレイクイーブン・インフレ率 (米国債10年物, %)



(注) ブレイクイーブン・インフレ率 = 10年物国債利回り - 10年物物価連動国債利回り。
市場の期待インフレ率を表す指標。(資料) FRB.

I. 2010年の回顧

4. 意外に底堅い伸びを示した個人消費、背景に調整の進展と株高

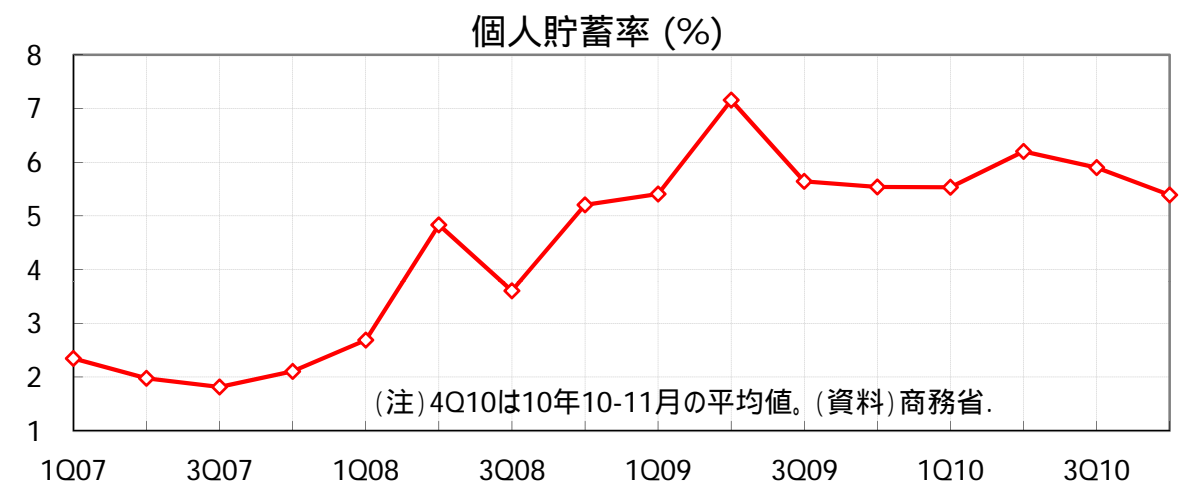
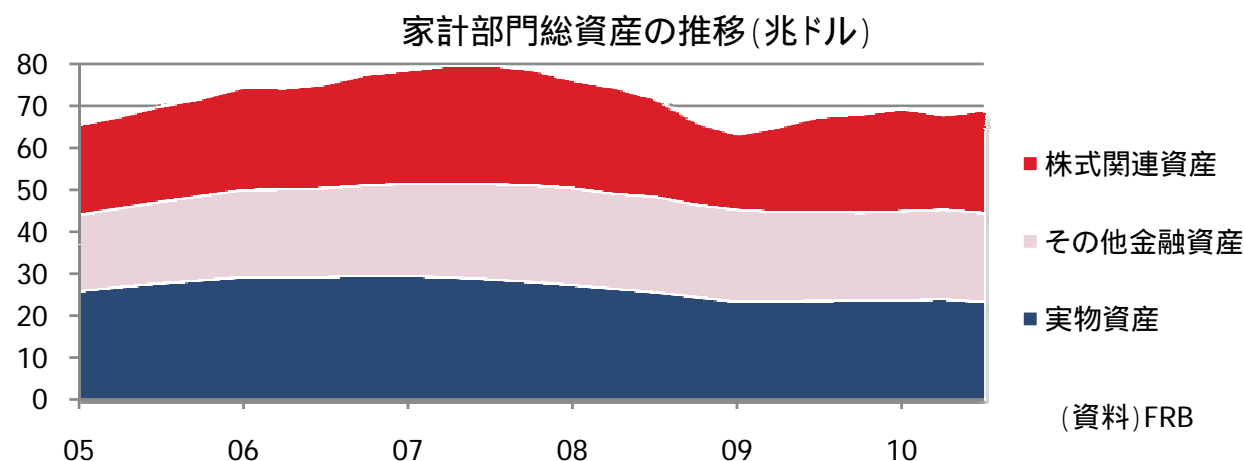


■ 夏以降、増勢を保つ小売売上高と新車販売台数。意外に強い個人消費

- 夏以降、景気鈍化への懸念が強まる中で、厳しい雇用環境と債務調整という制約を抱える家計部門は特に先行き懸念が多いとみられていた。しかし、7月以降、小売売上高や新車販売台数は市場予想を超え増勢を堅持。10年12月の自動車販売台数は前年同月比11%増と復調が明らかに。
- 年末商戦も売上高は05年以来5年ぶりの伸びとなった模様。ICSC(国際ショッピングセンター評議会)の週間チェーンストア売上指数は、12/25までの週に前年比4.8%増と高い伸びを記録。NYなど東部はクリスマス直後に猛吹雪に見舞われたが、同商戦への影響は限定的だったとみられる。10年4Qの実質個人消費の伸び率は前期比年率4%に届いた可能性が高い。

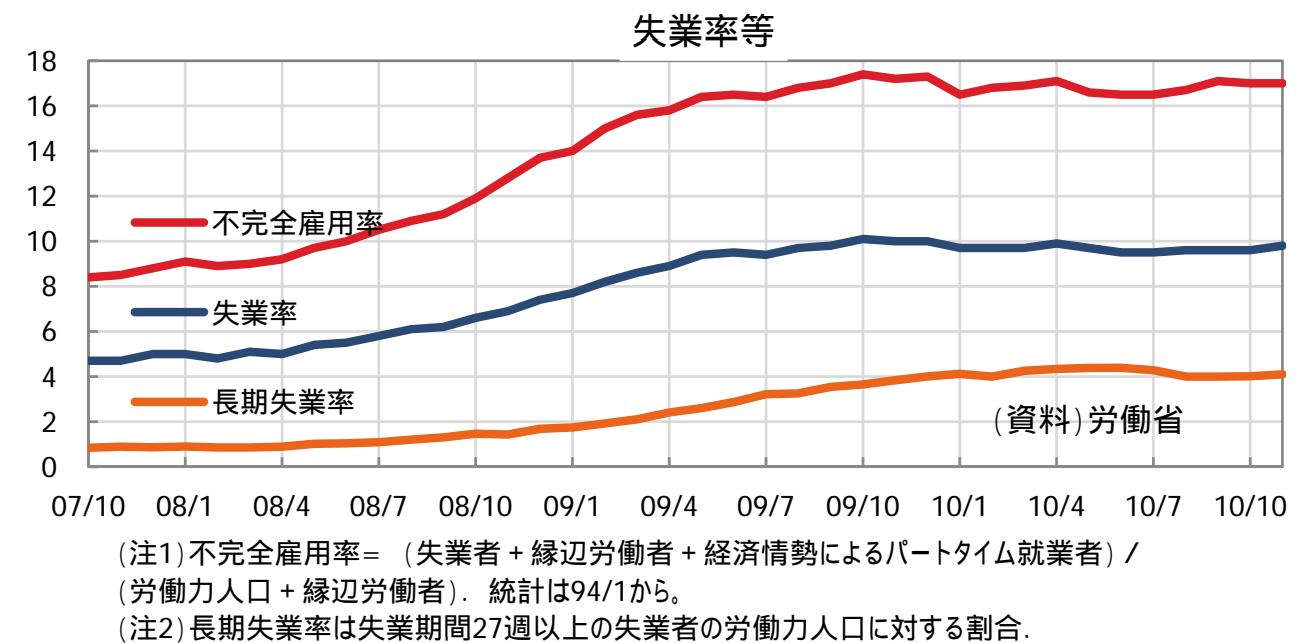
■ 厳しい雇用環境と債務調整が続く中でも、株高を通じた金融資産の回復や債務調整の進展などを受けて家計の景況感が改善、消費上向く

- 雇用の回復が緩慢にとどまる中、個人消費が意外に底堅かった要因の一つは株高。株価は10年7月から一時弱含んだが9月まで上昇基調を維持、個人金融資産残高も3Qにかなり回復。9月末から12月末までの株価上昇率(S&P500ベース)は10%強であるから、10年末の個人金融資産の回復は一段と進み、包括減税法の成立や景気回復の認識の浸透とともに、この間の家計の景況感に大きなプラスの影響を与えた模様。
- 家計部門の債務調整も着実に進展、負担は軽減されつつある(詳細は後述)。調整余地は依然として大きい、個人貯蓄率が足元で低下傾向を示すなど、最近では前期に比べて負担が軽減されることで可処分所得を押し上げ、家計の購買力の回復に寄与している模様。

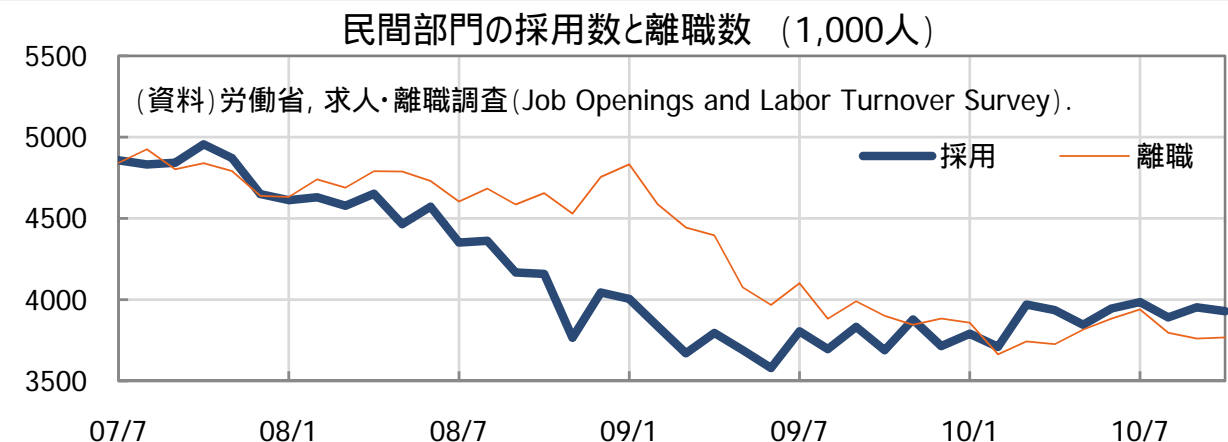


I. 2010年の回顧

5. 攻めの経営の企業も雇用拡大には依然慎重、高失業が残存



- **10年初から民間部門の雇用回復は続いているが、その勢いは緩慢にとどまり、失業率は9%台後半に高止まりしたまま**
- 10年1-11月の民間部門の就業者数は月平均11万人弱の増加、この程度の増勢では失業率が下らない。11月の失業者は1.512万人、しかも労働参加率の低さ(11月64.5%、05-07年平均66.1%)からみて、景気拡大期の05—07年よりディスカレッジド・ワーカー(就業意欲はあるが求職活動をしていない人)は380万人強多いと推定される。この環境下で失業率を下げていくことは容易ではない。
- 長期失業率と不完全雇用率も歴史的な高水準のまま、雇用情勢の質的悪化も継続。11年に入って景気回復に弾みがついても、長期失業者の就業はスムーズに進まず、雇用回復のペースに影響する可能性がある。
- **高収益続く企業部門も、雇用に対しては慎重姿勢を継続。**
- 10年10月のレイオフ・解雇数は、失業率が4%台前半だった06年後半を下回る水準。12月の新規失業給付申請件数の低下傾向は、解雇のペースがさらに低下している可能性を示唆。一方で民間部門の採用数は停滞が続く。高収益の持続から攻めの経営に転じる企業は増えているが、雇用拡大に着手する企業はごくわずか。設備や在庫に比べて、雇用は景気の水準に対する不足感が欠けたことが一因。
- 企業部門(非金融)は近年にない水準の流動資産を抱え、様子見の状態。攻めの経営への転換が雇用まで広がるか否かが11年の重要な注目点。



I. 2010年の回顧

6. 二番底を経験した住宅販売、反転するも先行き懸念強く残る

■ 住宅販売は需要刺激策打ち切り後に二番底、足元では反転して緩慢な回復始まる

- 中古住宅の販売件数は10年7月を底に緩やかに回復。景気回復が続く中、住宅販売だけは政策効果が途切れた後に二番底を経験。雇用悪化が深刻であり、政策効果が途切れるまで長引いてしまったこと、長期固定ローンでも延滞・差押が増えてしまったことが、当局にとっての誤算だろう。

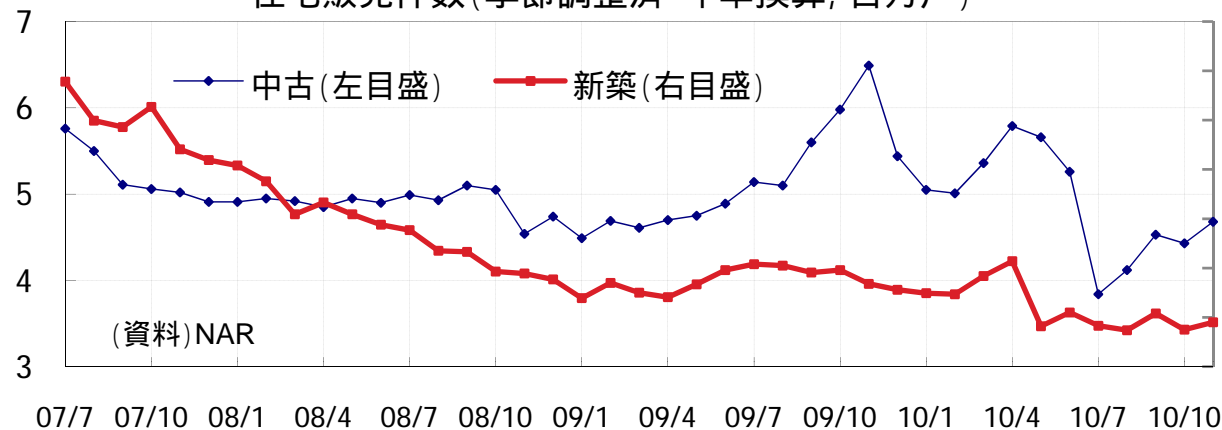
■ 回復の水準は極めて低く、在庫は高水準。住宅価格も再下落中で先行き懸念残る

- 中古販売の在庫率は低下傾向だが9.5カ月分という高水準。供給超過による価格押し下げ圧力は残り、現に住宅価格は再下落中。家計部門のバランスシート調整にも悪影響残る。新築販売も低迷脱しきれず2011年へ。着工も低迷続き、10年3Qの住宅投資は大幅減。
- 住宅ローンの延滞・差押はピークアウトしつつあるが、高水準続く。厳しい雇用環境の長期化が最大の原因、長期固定ローンでの延滞・差押が増加。債務再編にインセンティブを与えて差押件数を減らす政策対応に進展がなかったことも、調整の長期化に拍車をかける一因となった。
- 中古・新築両市場とも11年は回復基調となり、価格も在庫の再減少傾向から11年前半には下げ止まる見通し。もっとも家計の債務調整の継続の見通しから、販売・着工件数は伸び悩み、高水準の在庫と価格低下圧力は残存が予想される。12月のFOMCも住宅市場をリスク要因の一つと指摘。ただ景気への影響は限定的だろう。

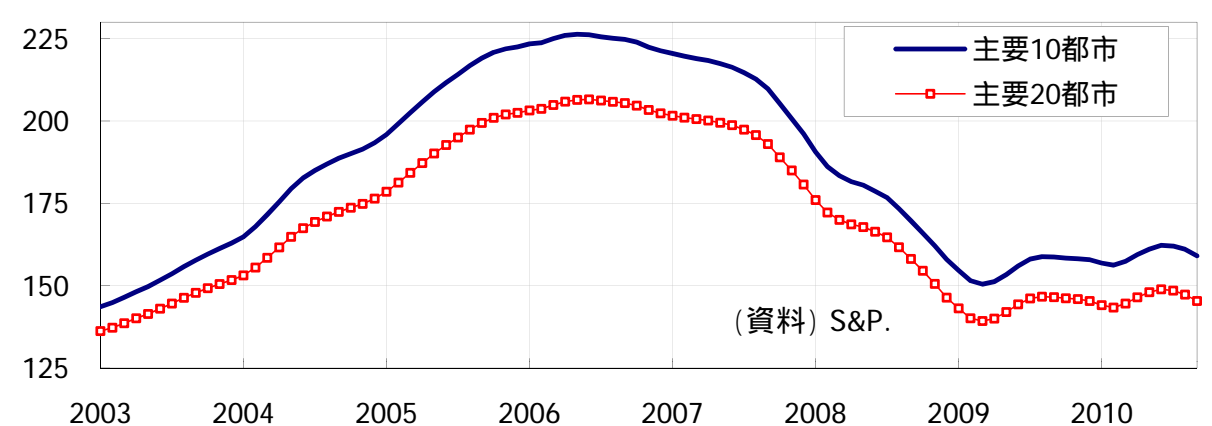
中古住宅在庫率（月数）



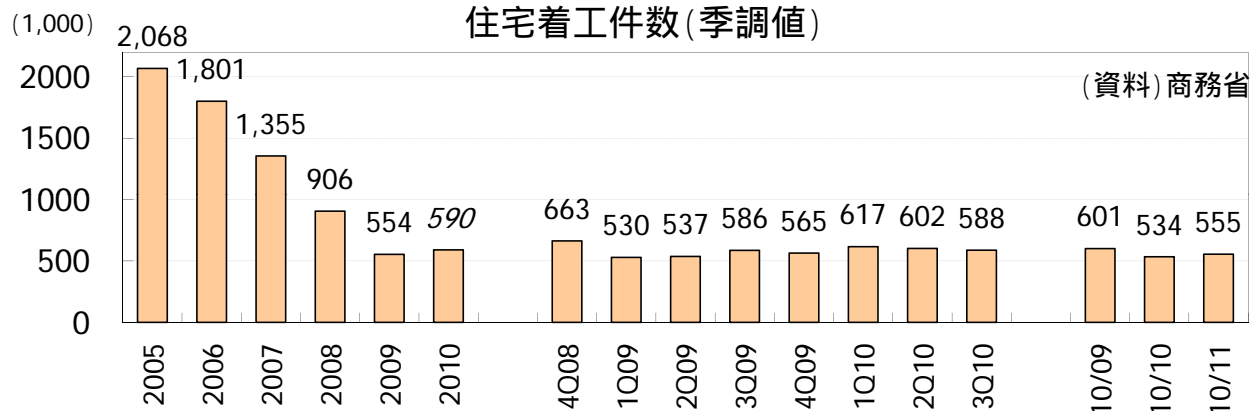
住宅販売件数 (季節調整済・年率換算, 百万戸)



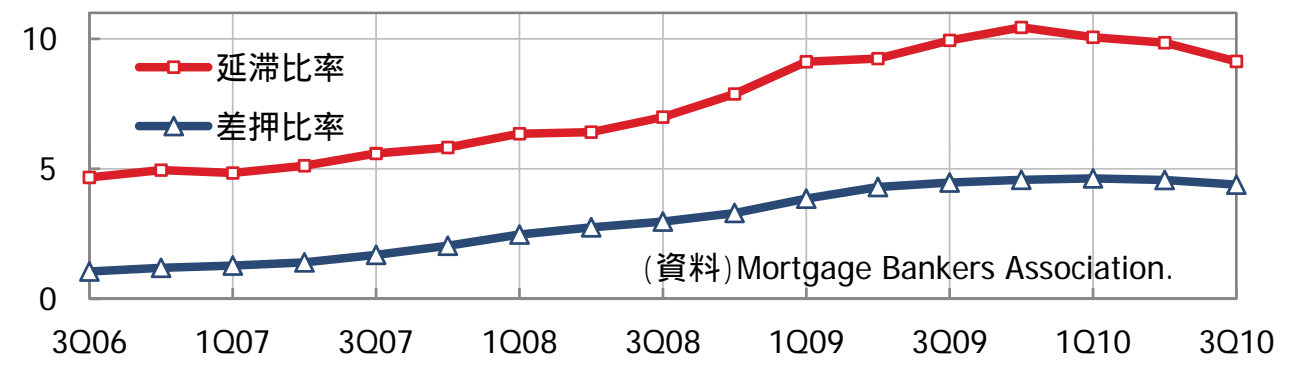
S&P・ケース・シラー住宅価格指数 (2000/1=100)



住宅着工件数 (季調値)



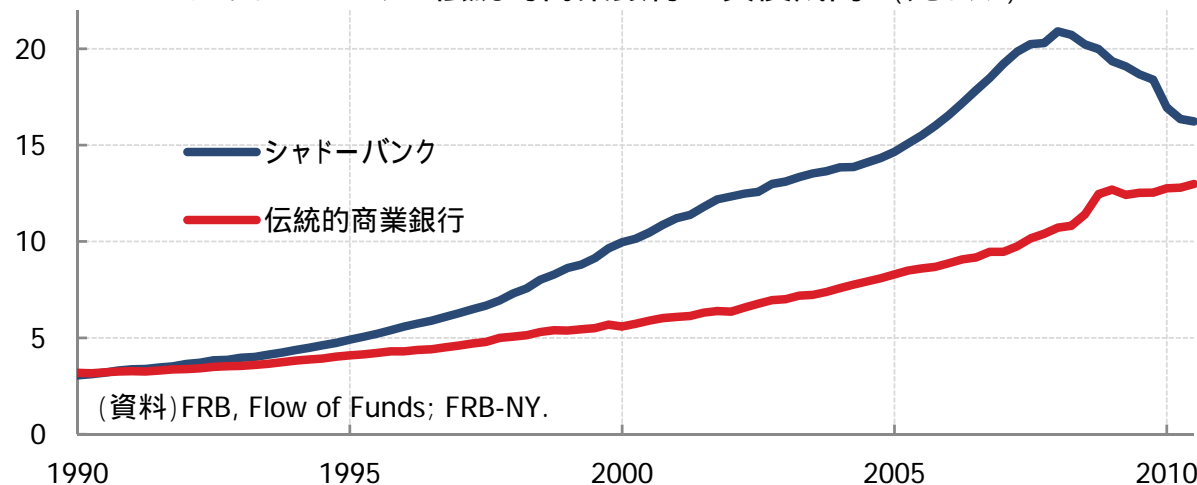
住宅ローンの延滞・差押比率



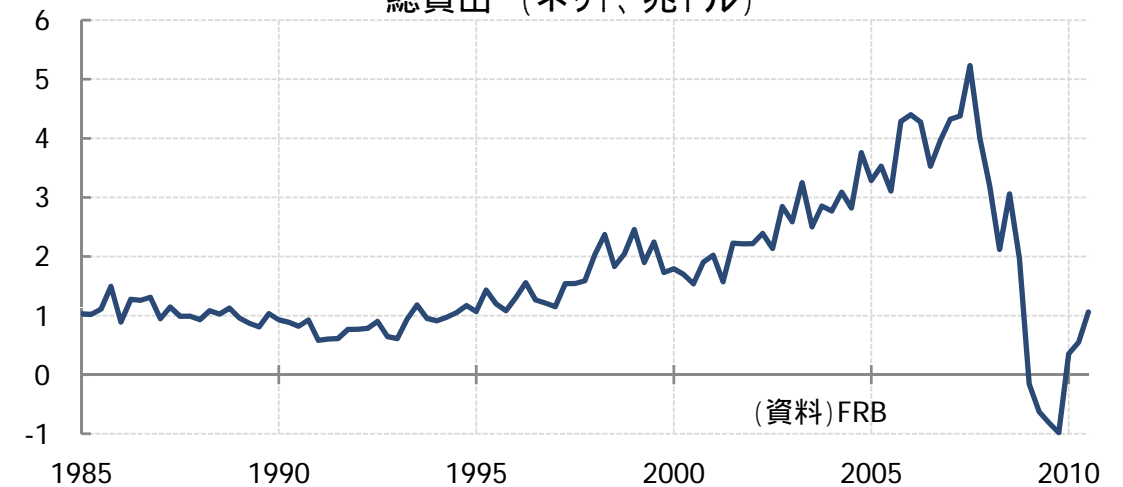
I. 2010年の回顧

7. シャドバンクの規模の収縮続き、超金融緩和の効力を減殺

シャドバンクと伝統的商業銀行の負債残高 (兆ドル)



総貸出 (ネット、兆ドル)



■ 長引くシャドバンキング・システムの縮小の動き

- 金融危機の発生時から始まったシャドバンキング・システムから資金流出は、10年3Qも継続。同システムの負債残高はピークから2割強も縮小。同システムが分担してきた金融仲介機能も低下が続き、信用収縮を強める効果の発生が継続。伝統的商業銀行の負債残高は拡大基調にあるが、シャドバンキングの同残高の縮小のペースが大きく上回る。FRBの超金融緩和とは逆の効果であり、緩和の期待した効果の一部を打ち消している。
- 総貸出も拡大には転じたが、増勢は90年代半ばと同様の緩やかさにとどまる。

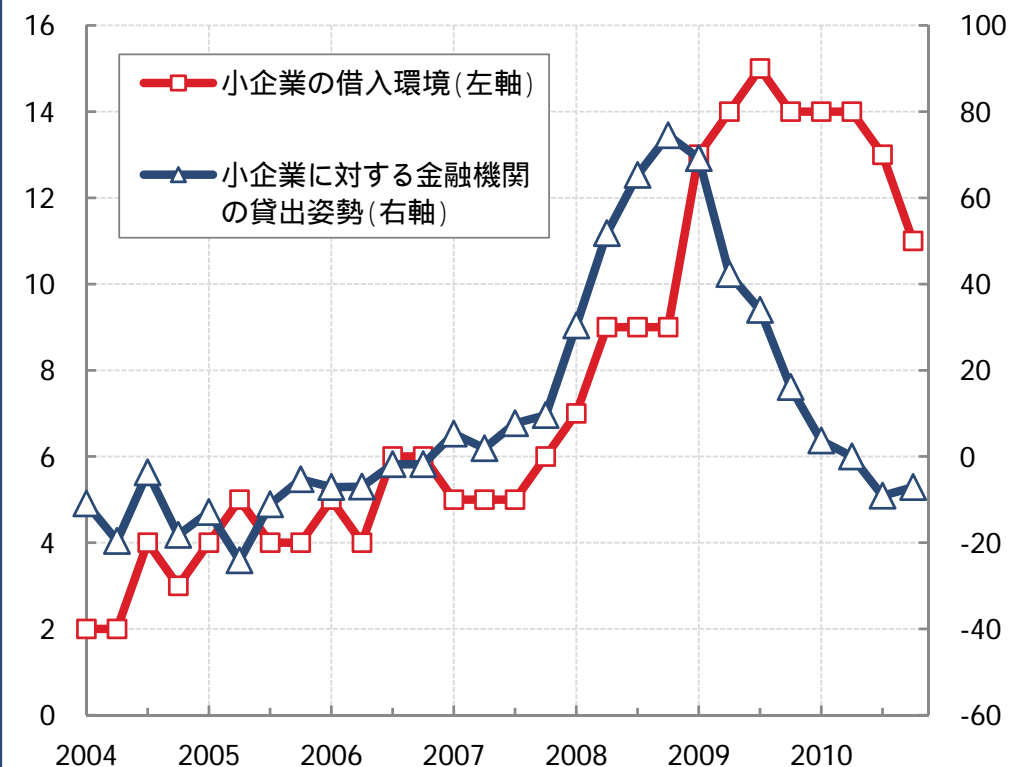
■ 超金融緩和の効果が十分に及ばない中小企業

- 超金融緩和にもかかわらず、家計と企業部門の一部、特に中小企業の借入環境の改善は遅れ気味。家計と企業の自発的なレバレッジの縮小指向、特に企業部門の近年にない流動資産を抱え込む慎重姿勢を割り引く必要はある。しかし中小企業に限れば、流動資産を抱え込む状態とは考えにくく、景気回復の下でも資金調達の制約を受けている模様。

■ 今後は追加緩和がシャドバンキング・システムにもたらす効果に注目

- 夏以降の景気鈍化の懸念が浮上した一因は、FRBの超金融緩和が、シャドバンキング・システムの機能低下を補完しきれなかったこと。11月の追加緩和は不足分を補う措置。
- 追加緩和はシャドバンキング・システムに直接働きかける政策ではないが、景気回復への期待の高まりを受けて同システムの縮小に歯止めが掛かるなど、間接的な経路から効果が生じる可能性はある。

小企業の借入環境



II. 2011年の展望

1. 注目点は企業の抱え込む流動資産がどこに向かうのか

■ 1960年前後の水準に戻った企業部門(非金融)の流動資産の保有

- 10年に在庫積み増し、設備投資には積極姿勢を示し始めた企業部門は、一方で流動資産の保有を拡大させる姿勢は転換していない。10年3Qの流動性比率や50年代後半、流動資産構成比率は60年前後以来の高水準。

- 11年に多くの企業が攻めの経営への転換を進めるのであれば、膨らんだ流動資産を経営規模の拡大に振り向ける可能性大。問題はその用途。

■ 企業の抱える膨大な流動資産が雇用拡大に向かえば景気拡大に弾み

- 景気にとってベストのシナリオは、企業が攻めの経営を一段と強化し、在庫・設備に続き、雇用拡大にも積極的になること。雇用回復に弾みが付き、失業率が徐々に低下、個人消費の増勢も強まり、景気の安定拡大が見込める。

■ 流動資産が企業買収に向かい、4年ぶりにM&Aが活発化する可能性も

- 過去2年近く、経営効率の改善を優先した企業部門は、より高い収益性を求めて米国内の雇用拡大よりも、国内外でのM&A活動に振り向ける可能性もある。

- 米国のM&A総額は10年累計で8,747億ドル(Dealogic発表)、前年比12%増と回復傾向を示したが、年間1兆ドル超の続いた05-07年に比べれば水準は低く、多くの企業がM&Aに慎重姿勢を保ったといえる。多くの企業の景気見通しが上向けば、設備や雇用以上にM&Aに資金が振り向けられる可能性はある。

■ 米国企業が海外での設備投資、雇用、M&Aを優先する可能性も

- 米国企業が新興国を中心に海外での活動を拡大させ、設備も雇用もM&Aも海外で拡大させる可能性もある。現に10年は米国企業の海外現地法人の利益留保が増大傾向を示すなど、海外での経営規模の拡大の兆候もある。

- 10年の世界のM&A総額は2.74兆ドル(前年比25%増)、同総額に占める米国のシェアは09年36%から10年32%に低下するなど、米国よりも海外のM&Aが活発化している傾向はある。米国の景気回復に懸念が付きまとう一方で、新興国の経済発展が順調であれば、米国企業が海外に活路を求めて流動資産を振り向ける可能性は十分にある。

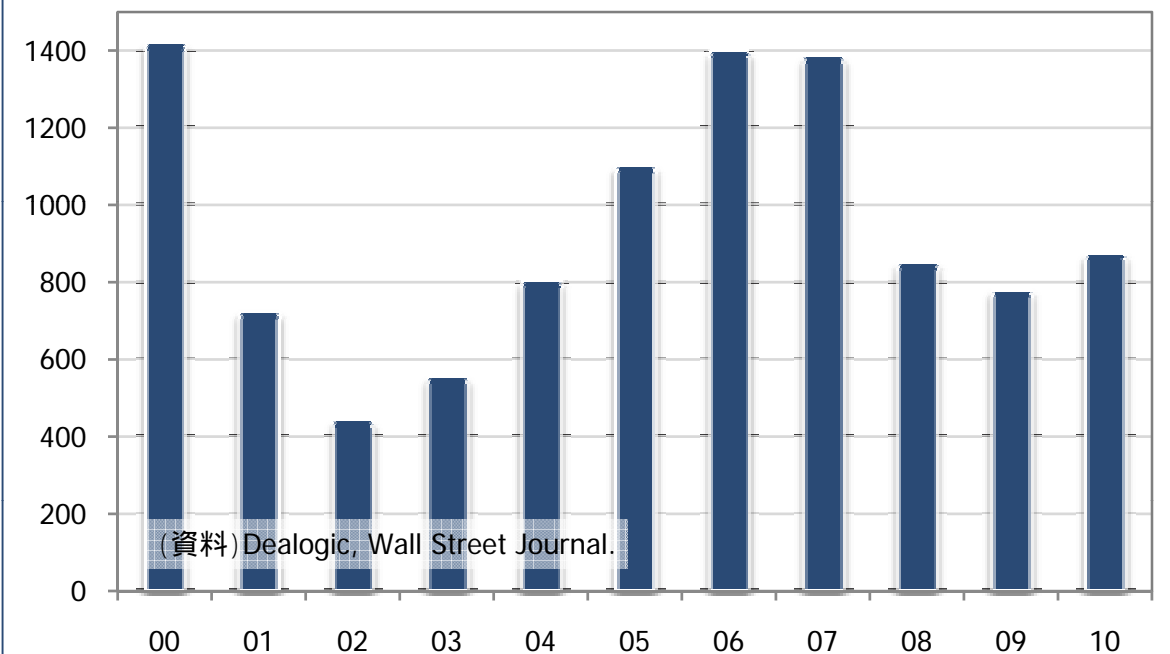
■ 雇用、M&A、海外での活動それぞれに資金を振り向ける展開か。

- 雇用を抑制したまま収益拡大を図る経営が限界に近づいていることは確か(詳細は後述)。一方で経営効率の重視、米国よりも力強い新興国の経済発展を受け、国内のM&A、海外での活動を拡大させようとする指向が強まる可能性も高い。それぞれに資金が振り向けられ、雇用拡大は緩やかに進む展開が考えられる。

非金融法人部門の流動性比率・流動資産構成比率(%)

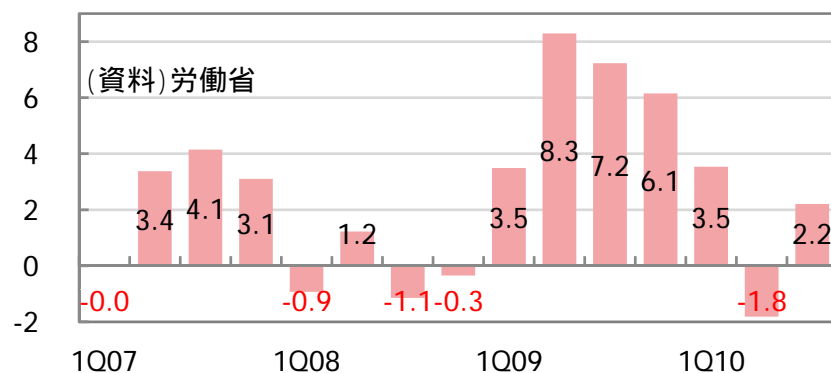


米国のM&A総額(10億ドル)

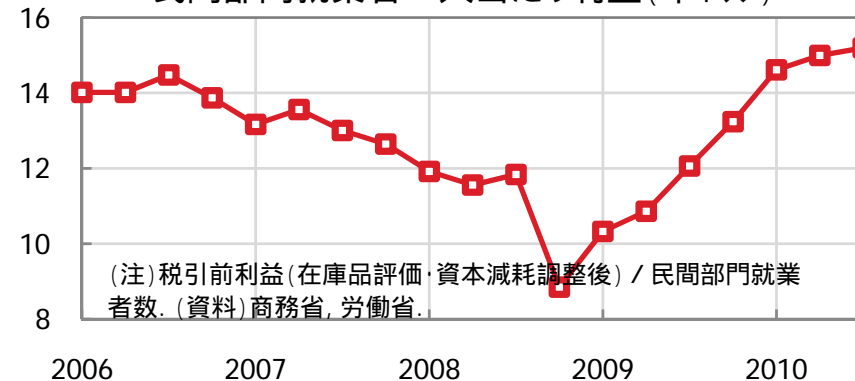


2. 企業の雇用抑制に限界、緩やかなペースで雇用回復は進む

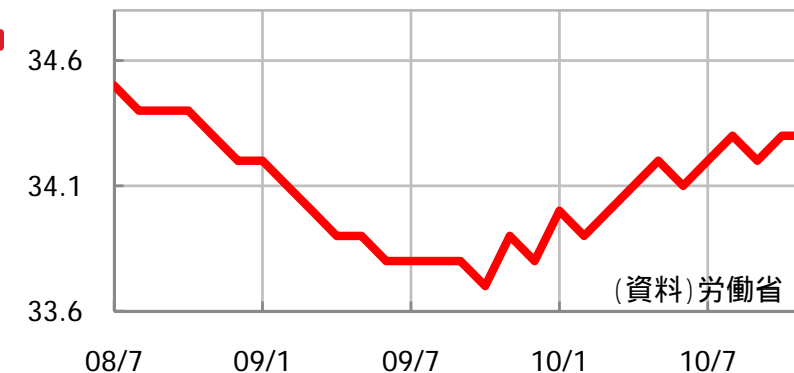
労働生産性(前期比年率, %)



民間部門就業者一人当たり利益(千ドル)



民間部門の週平均労働時間



■ 企業部門の雇用抑制による利益拡大を目指す動きは限界を迎えつつある

- 09年に歴史的に高い伸びを続けた労働生産性は、10年2Qには低下を記録、3Qは上昇したが伸び率は09年よりも大きく低下。民間企業の就業者一人当たり利益も、10年に入って伸びが頭打ちになりつつある。いずれも雇用を抑制して生産・販売を伸ばす経営姿勢が限界を迎えつつある表れであろう。
- 民間部門の就業時間は増加基調。労働投入量は緩やかに拡大しているのであり、このトレンドの先には就業者数の拡大が待っていると考えるべき。

■ 企業部門の雇用拡大への意識は上向いている

- 主要企業の動向を示すビジネスラウンドテーブルの雇用見通しは上向いている。中小企業の動向を示すNFIBも、主要企業に比べれば慎重だが雇用拡大を予定する中小企業が徐々に増えていることを示している。企業規模にかかわらず、雇用拡大への意識は着実に上向きつつあると考えるべき。

■ 11年の雇用は着実に回復へ、12月までには失業率が9%を割り込む見通し

- 新規失業給付申請件数は10年10月以降、着実に減少。12月下旬には08年7月以来の40万件割れ、企業の雇用削減が減っている表れであり、11年の雇用回復の先行指標とみるべき。12月の民間雇用(ADP調査)は前月比約30万人増、01年以来の大幅増。雇用回復のペースは10年12月から上がった模様。
- 多額の流動資産、雇用抑制の限界の到来、企業の雇用拡大への意欲の復活などから勘案すれば、11年は雇用回復が進む可能性が高い。ただし、雇用計画の緩やかな回復傾向からみて、企業部門はやや慎重なペースで雇用を拡大するとみるべき。失業率は徐々に低下、12月までに9%を割り込む程度か。
- 雇用正常化、すなわち5%前後の自然失業率までの道のりは遠い。この程度の雇用回復のペースでは高失業率が恒常化する恐れが残る。オバマ政権にとっての逆風は幾分か弱まるが続くとみるべきだろう。

ビジネスラウンドテーブル・主要企業の雇用見通し



NFIB中小企業雇用計画



新規失業給付申請件数



II. 2011年の展望

3. 家計の債務調整が進展、11年は消費を下押しする力が弱まる

■ 家計に対する信用収縮は緩みつつある

- 10年秋に消費者信用残高の縮小に歯止めが掛かるなど、家計部門に対する信用収縮は緩みつつある。

■ スtock面の債務調整は進展するも道半ば

- 債務残高の可処分所得との対比で見れば、債務削減は着実に進展。ただ足元の債務の重さは04年末の水準であり、過剰債務が解消したとは言い難い。

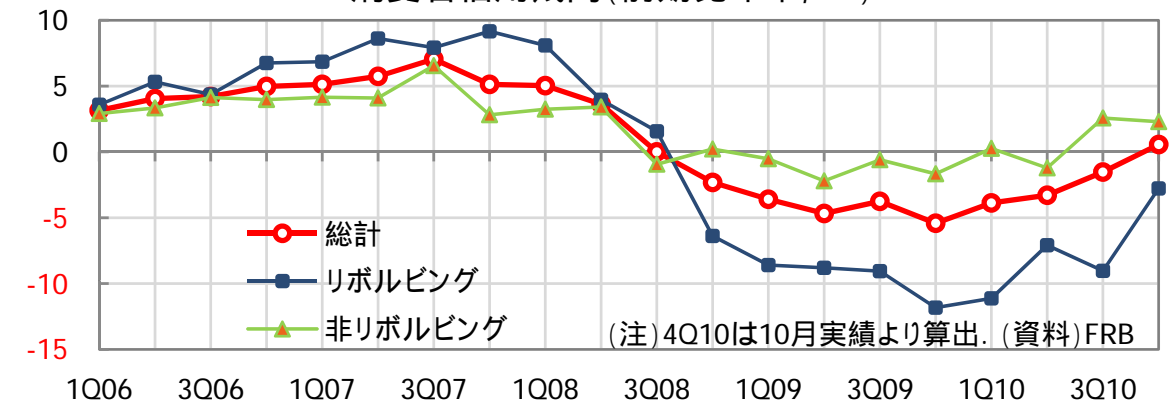
■ フロー面の債務調整は急速に進展、返済負担は90年代末並みまで低下

- FRBが発表している家計部門の債務返済比率、金融債務比率は、家計の債務残高の増加に拍車がかかる前の98-99年並みの水準まで低下。足元の貯蓄率が低下傾向にあることをみても、フロー面では債務返済負担が家計の購買力を抑える構図が終わりつつあることが分かる。
- 上記比率は09-10年の2年間に急低下。一方で債務残高というストック面の調整が緩やかにとどまっていることからみて、FRBの超金融緩和による金利低下が効いたことが推測できる。この2年間のフロー面の調整の速さは市場の想定外。ストック調整は途上にあるが、フロー調整はほぼ終了、11年は10年に比べて債務調整の購買力に対する影響力が小さくなると考えるべき。
- この急速な変化は日本の90-00年代の債務調整と大きく異なる点。日本では、米国で10年秋に一時的に話題になった「米国経済の日本化」が、今でも関心を持たれているようだが、急速なフロー調整の進展という当時の日本とは異なる変化が起きている。これも、米国経済がデフレに陥る前、消費者の先行きへの期待(自信)が萎む前に財政金融面から積極的な政策対応がなされたことが一因。「日本化」ではなく、景気回復に弾みがつき、デフレ・リスクが低下する展開が標準シナリオである。

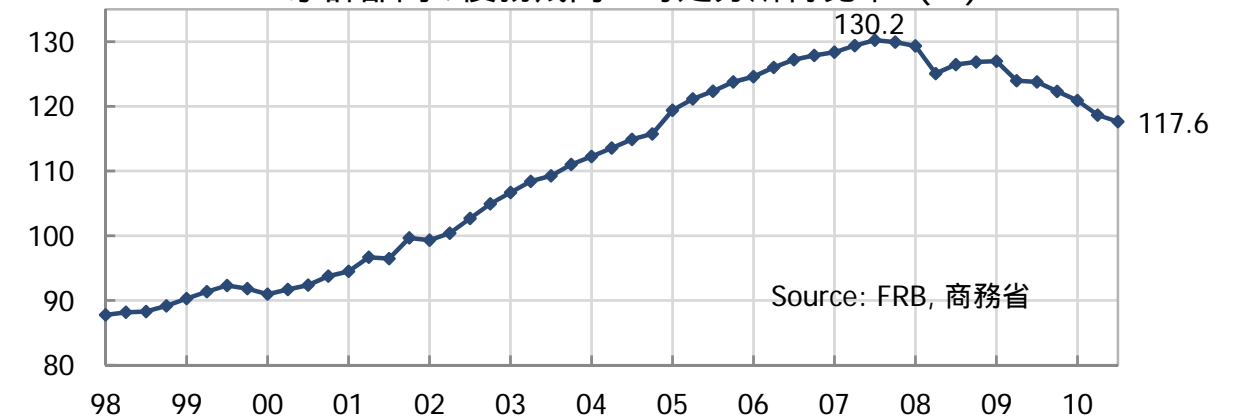
■ 11年のストック調整は継続、個人消費に対する制約は多少残る程度

- 11年はストック調整が続く見通しだが、そのゴールはフロー調整の進展からみて、債務残高 / 可処分所得比率が100-110%のレンジではないか。11年後半から12年前半までには、その水準に届く可能性が高い
- フロー調整は終了してよい水準だが、ストック面の債務削減が続く間は、家計部門のフローにおいて貯蓄が高止まりするため、個人消費の伸びは抑制される。その貯蓄率は11年中、10年よりやや低い5%台前半で推移するだろう。個人消費は伸びるが、債務調整からの制約が多少残ること、債務を拡大させて消費を増やす可能性は乏しいため、高い伸びに達することはないだろう。

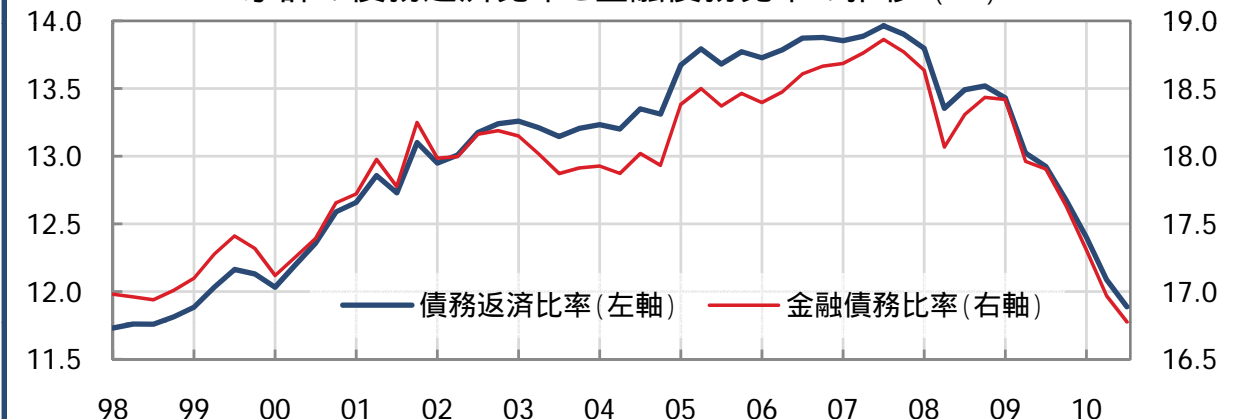
消費者信用残高(前期比年率, %)



家計部門の債務残高 / 可処分所得比率 (%)



家計の債務返済比率と金融債務比率の推移 (%)



II. 2011年の展望

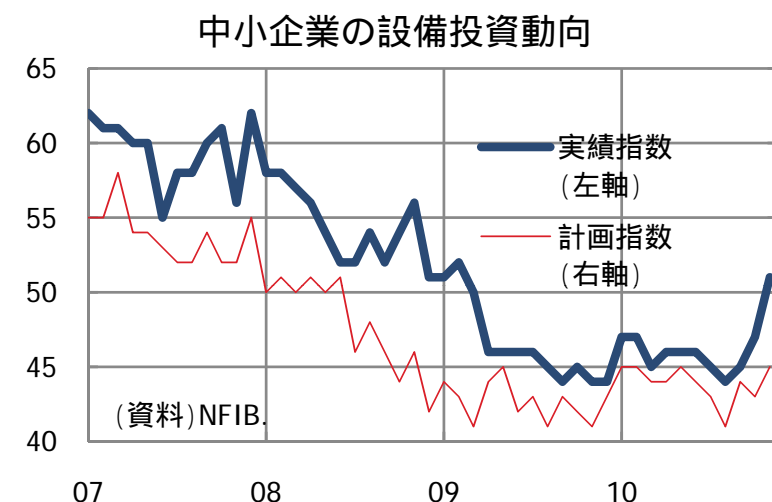
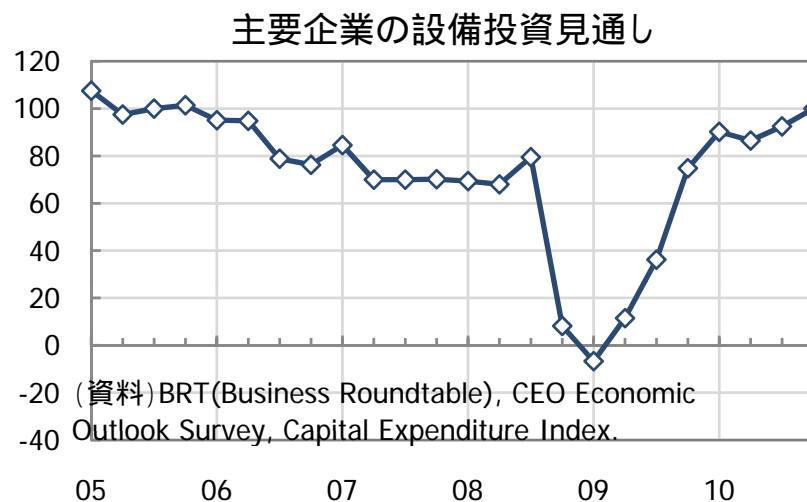
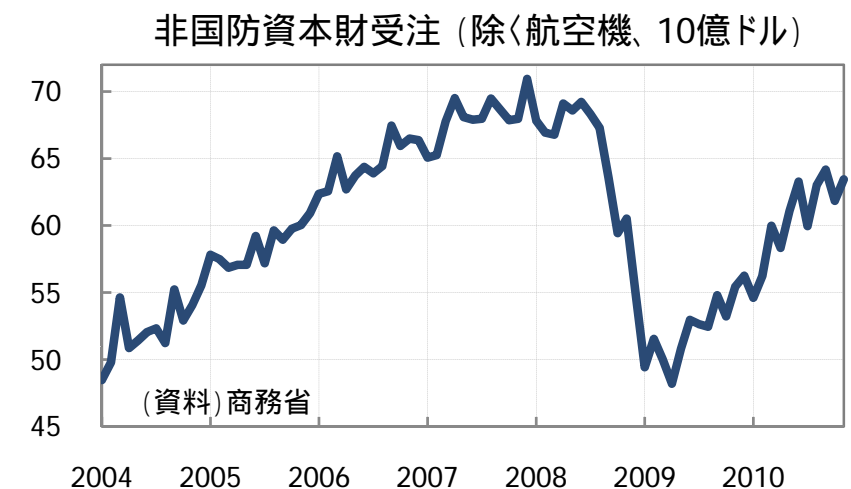
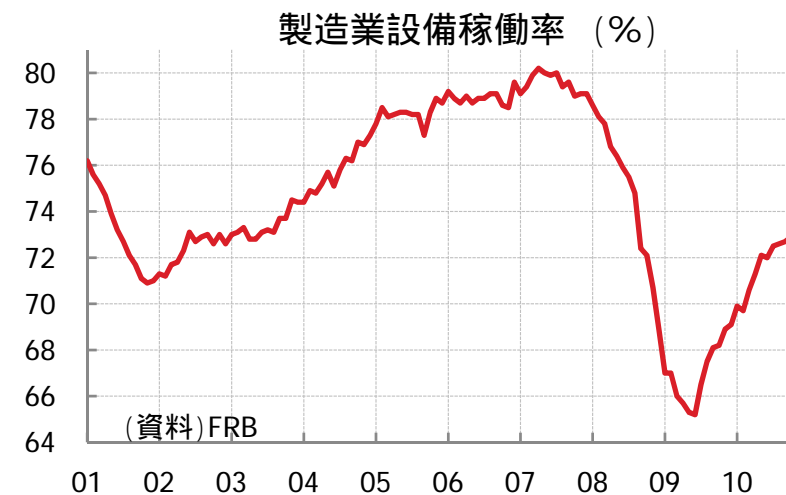
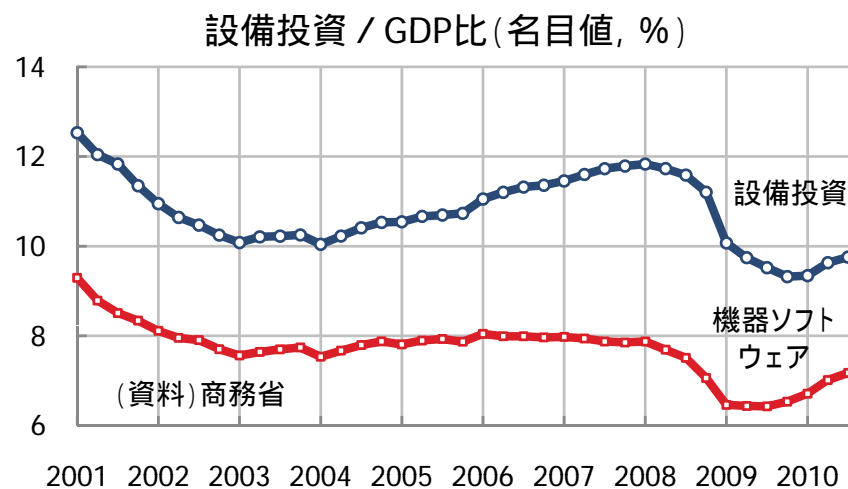
4. 企業の投資意欲は旺盛、11年は構造物投資も底打ちへ

■ 11年は機器・ソフトウェア投資が堅調、構造物投資は回復に転じる見通し

- 企業部門は09年3Qから機器・ソフトウェア投資を積極的に拡大。10年3Q時点でも同投資のGDP比は7.2%、近年のピークは8%であり投資余地は大きい。設備稼働率も着実に上昇、先行指標の非国防資本財受注(除く航空機)も拡大基調。
- 設備投資の4分の1弱を占める構造物投資(建設投資)は10年3Qまで減少が続いているが、最近のマイナス幅は僅か。非住宅建設支出が10年8月から11月まで10月を除き前月比増を記録するなど、底打ちの兆候はあり、11年には反転が期待できる。

■ 設備投資に積極的な企業、中小企業の設備投資にも反転の兆候

- 主要企業の設備投資見通しは09年からV字に近い回復、10年も投資見通しは06-07年を超える水準。中小企業の設備投資も10年半ばに底打ちした模様、その後は投資計画も拡大傾向。輸出が堅調なことも、企業の投資意欲を高める一因となっている。
- 企業部門は、縮小しつつあるとはいえ資金余剰であること、高水準の流動資産を抱え込んでいる。この資金の一部が投資に回るだけでも安定的な投資拡大が期待できる。



II. 2011年の展望

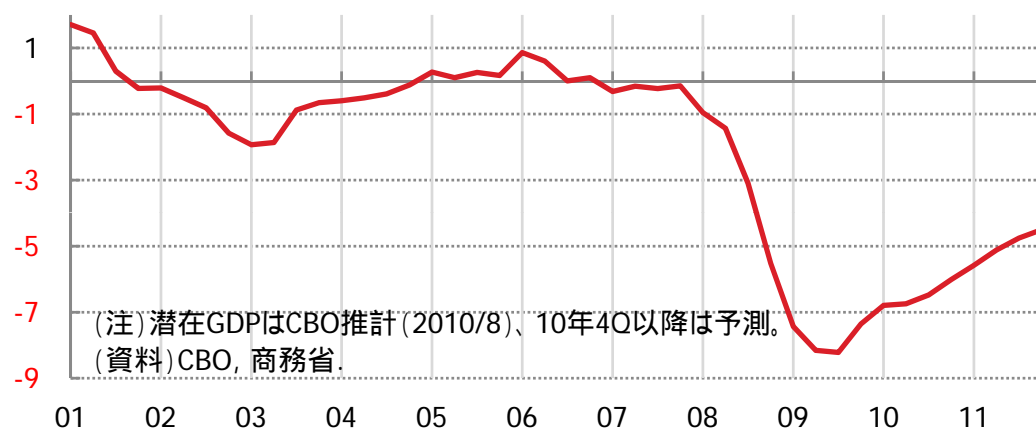
5. 金融危機が残した後遺症、11年は症状の改善進む

■ 症状に改善がみられる金融危機が残した6つの後遺症

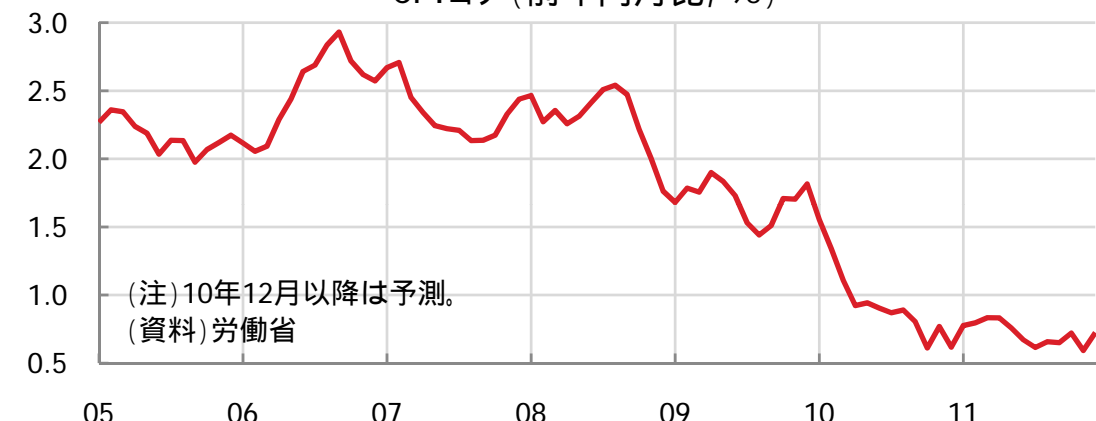
- 10年夏の景気鈍化の時点で、我々は米国経済に金融危機が残した6つの後遺症があること、その後遺症が景気回復の強い制約となっていることを指摘。しかし、その後は6つの後遺症に程度の差はあるものの症状の改善がみられ、景気回復の制約が緩みつつある。11年はさらに症状の改善が進み、景気回復に弾みがつく可能性が強まってきた。
- 住宅市場、シャドバンキングなど11年も症状が重い状態に残り続ける後遺症はある。しかし、企業の流動資産の活用から設備投資と雇用の拡大が続き、債務調整と雇用環境の制約が緩んで個人消費が伸びる中では、この二つの後遺症が景気に与える悪影響は10年に比べれば小さくなる。

危機の後遺症		今後の展望（：着実に回復、：症状改善、：症状は緩やかに改善、×：後遺症残り続ける）	
1	住宅市場は需要刺激策講じても正常化に至らず		危機時の水準への逆戻りはないが、市場安定化まで時間を要し、その間の需要は伸び悩む。過去の低迷で市場規模は縮小しているため、今後の景気への影響は限定的。
2	歴史的な雇用悪化、弱い現状の回復ペース		企業が投資に続いて雇用拡大にも積極的になり、緩やかな雇用回復が続く。一方で、長期失業の増加など質の悪化もあり、回復の加速は期待薄。失業率は11年末でも9%を割る程度へ。政治的には悪影響残る。
3	家計の負債調整が継続、消費回復の足かせに		過剰債務の調整は着実に進み、家計の負担は相当軽減されている。債務残高の圧縮もゴールは近く、11年は消費に対する制約は限定される。ただ、再び債務を拡大して消費を伸ばす動きには至らない。
4	高収益でも慎重・緊縮経営を続ける企業		11年は攻めの経営を強める企業が増加、中小企業の攻勢も強まる。企業部門が積み上げた流動資産が活用され、在庫・設備に続き国内雇用の拡大、内外でのM&Aの活発化、海外での経営規模の拡大などが進む。
5	シャドバンキングシステムの急速な縮小		伝統的な金融システムの拡大続くが、シャドバンクの縮小とそれに伴う金融仲介機能の低下はカバーしきれない。ただ企業・家計は借入を拡大せずに投資・消費を伸ばせる状態なので、景気への影響は限定的。
6	デフレ圧力		FRBの追加緩和が奏功、包括減税も一定効果で景気回復に弾みつく。インフレ率は11年に入って底入れへ。GDPギャップは徐々に縮小、デフレリスクは後退に向かうが、インフレ率は適正水準に程遠い状態が続く。

GDP ギャップ (%)



CPIコア(前年同月比, %)



II. 2011年展望

6. 経済政策は停滞、超金融緩和は継続へ

■ 経済政策の展望: 議会は停滞の1年か、オバマ政権と共和党の中長期の財政再建プランの協議に期待も

- 11年1月から議会下院は共和党が多数派。実現するのは超党派で多数の支持が得られる政策のみ。両党指導部の協調は期待薄、オバマ政権と共和党指導部の協調も反オバマ政権指向の保守派の影響力が阻む。
- 10年12月にオバマ政権と共和党が妥協、ブッシュ減税の2年延長や11年中の社会保障税の2%引き下げなどを含む包括減税法が成立。このような妥協が11年中に多く生まれる可能性は小さい。共和党に対する強い影響力を持つティーパーティー運動や保守強硬派は、包括減税法を成立させた共和党指導部に既に不快感を示している。今後も同党指導部の行動は支持者から厳しく監視され続ける見通し。
- 共和党は「小さな政府」への強い指向に基づき、政府支出削減、政府介入と規制の最小化を目指す動きを強める。ベイナー新下院議長が率いる下院共和党の指導部は、連邦政府支出の年間1,000億ドルの削減、危機前の08年度並みの支出規模への縮小を目標に掲げ、景気刺激策の残額3割の執行停止を求めるなど、政府支出を伴う景気刺激策に反対。共和党はオバマ政権の下で導入された規制の撤廃も目指す意向を示している。
- ただ、上院は民主党が多数派、オバマ大統領に拒否権があることから、共和党の求める政策が実現する可能性は低い。「1,000億ドル支出削減」も現実には困難との見方が多い。共和党はそれを承知の上で、下院での医療保険改革法の廃止法案の可決など、政治的な得点稼ぎや有権者へのアピールを優先するとともに、オバマ政権との交渉を有利に展開するための材料集めを進める見通し。
- 当面の注目点は、連邦政府の債務上限の引き上げに共和党が応じるか否か。現在の上限は14.3兆ドルであり、今年1Qか2Qに債務残高はこの上限に達するだけに、議会の承認は差し迫った問題。上限引き上げの拒否は、CEA(経済諮問委員会)のグールズビー委員長が「金融危機以上の甚大な影響を米国経済に及ぼす」と警告するように論外の選択。共和党指導部にとっては、オバマ政権から大幅な支出削減など譲歩を引き出して、承認することが常識的な対応。だが、下院共和党の84人の新人議員やティーパーティー議員連盟が、支持者であるティーパーティー運動や保守強硬派の影響を受けて引き上げに反対を続け、同党指導部の妥協を許さない可能性がある。特に新人議員の多くはオバマ政権との対決を公約に掲げ、古いワシントン政治からの決別を中間選挙では訴えていた。国政には不慣れが彼らが、上限引き上げ拒否のコストを理解せず、共和党指導部が対応に苦慮する展開も予想される。最終的には承認されるだろうが、その過程は大きな政治的イベントになるだろう。
- 共和党が下院を押さえたため、政権が推進してきたインフラ整備や環境・エネルギー分野への重点投資、規制改革などの重要な政策課題は11年には停滞の公算大。共和党の求める政策の巻き戻しは非現実的だが、改革の前進は困難になる。
- 11年にオバマ政権と議会共和党の妥協があり得るのは中長期的な財政再建プランの策定。包括減税法の成立で11年度の財政赤字はGDP比10%弱へ拡大する見通し。オバマ政権は、支出削減や税控除見直しによる税収増を含めた包括的な財政再建策をまとめ、景気が安定してから実行したい考え。小さな政府を目指す共和党と合意の余地はある。連邦債務の上限引き上げの承認への議論の中で、政権と共和党の協議が進む可能性もあり得る。

■ 金融政策の展望: FRBによる超金融緩和の拡大・長期化とその影響

- 景気回復に弾みがつき、成長率は3%強へ。雇用創出のペースも上向くが、失業率は年末までに9%を割る。GDPギャップも緩やかに縮小、コア・インフレ率は11年末1%前後、デフレ・リスクは低下。FRBは、6月末までQE2継続、新たな追加緩和はなし。その後は超金融緩和を維持。政策金利を据え置き、証券保有もしばらく維持。引き締め開始は12年半ば以降であろう。
- インフレ期待や景気の予想外の加速などFRBを動かす変化は11年中に起こらず、超金融緩和は継続。10年以上に余剰資金が金融・商品市場に流入、各市場で価格上昇の圧力強まる。特に新興国の需要拡大が強く影響する原油や金属などの商品市場は要注意。株式市場は12年以降の景気見通しに対する慎重さが、過度の価格上昇を防ぐ。

II. 2011年の展望

7. 11年は個人消費と設備投資主導で05年以来の3%強の成長へ

■ メインシナリオ: 11年を通じて消費と設備投資が安定的な伸び、3%強の成長が継続へ。

- 年前半は雇用の緩やかなペースでの回復と家計部門の債務調整が一定の制約となるが、包括減税法、特に社会保障税2%引き下げの効果が強く、消費は安定的な回復が続く。設備投資は、企業部門の資金余剰と設備稼働率の回復を背景に、機器中心に堅調な回復を持続。ドル安基調と世界経済の安定に支えられて輸出も堅調を維持、逆に輸入は低い伸びにとどまる。
- 年後半には雇用回復の安定度は増し、失業率は9%を割る。家計の債務調整も進展、消費は安定した伸びを続ける。設備投資も、機器の堅調な拡大に構造物の回復が加わり、伸びが加速。輸出も堅調な伸びが続く、バランスのとれた安定的な景気回復を実現、11年を通じて3%台の成長が続く。11通年では05年以来、6年ぶりの3%強の成長を達成する見通し。住宅投資は緩慢な回復。輸入は堅調な回復に移行、経常赤字は緩やかに拡大。
- FRBの10年10月の追加緩和は、家計の債務調整の促進等を通じて景気安定に一定の効果上げる。需給ギャップとデフレ圧力は縮小を続ける。インフレ期待は少しずつ回復、デフレ・リスクも緩やかに後退に向かうことで、FRBは新たな追加緩和を回避、超低金利は12年前半まで維持へ。
- 11年は議会で財政再建が論点になるが、オバマ政権と共和党が妥協するとすれば中長期の財政再建プラン。共和党は11年度の連邦政府支出の大幅削減を目指しているが、民主党多数の上院やオバマ大統領の拒否権が壁となる。当面の景気に影響する規模の支出削減は実現しないだろう。

■ リスクシナリオ: 2%前後の低成長

- 可能性はかなり低い。11年前半も企業が雇用拡大に動かず、雇用の低迷が続く、失業率が9%台後半のままで推移。消費は停滞。住宅投資も低迷継続。企業は多額の流動資産を抱え続け、設備投資の先送り傾向を強める。景気は鈍化に向かい、成長率は2%前後にとどまる。

■ 楽観シナリオ: 3%台後半の成長

- 可能性は低い。企業が積み上げた流動資産の大部分を国内雇用の拡大に振り向け、失業率が急速に低下。債務返済負担も軽くなった家計は個人消費を拡大させ、企業の設備投資にも弾み。経済成長率は3%台後半まで上昇する。

< 標準シナリオ > 米国の実質GDP成長率の推移

(前期比年率, %)

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2008	2009	2010	2011
実質GDP成長率	3.7	1.7	2.6	3.4	3.4	3.7	3.4	3.1	-0.0	-2.6	2.9	3.2
個人消費	1.9	2.2	2.4	4.0	3.4	3.6	3.5	3.0	-0.3	-1.2	1.7	3.3
設備投資	7.8	17.2	10.0	7.0	8.0	9.5	9.5	9.5	0.3	-17.1	5.7	9.2
住宅投資	-12.3	25.6	-27.3	0.5	6.0	7.0	7.5	6.0	-24.0	-22.9	-3.1	1.5
在庫投資*	2.5	0.8	1.6	-1.2	-0.3	0.2	-0.1	0.1	-0.5	-0.6	1.5	-0.0
純輸出*	-0.3	-3.3	-1.7	1.4	0.6	0.2	-0.0	-0.2	1.1	1.1	-0.6	0.0
輸出	11.4	9.1	6.7	8.0	8.0	8.5	8.5	8.5	6.0	-9.5	11.7	8.1
輸入	11.2	33.5	16.8	-2.5	2.5	5.4	7.0	8.0	-2.6	-13.8	13.4	6.3
政府支出	-1.6	3.9	3.9	1.0	-0.7	-1.3	-1.3	0.0	2.8	1.6	1.2	0.3

(注)* 寄与度を示す。10年4Q以降が予測。(資料)米商務省

米国主要指標の見通し

	2009年	2010年 (実績見込み)	2011年 (見通し)
消費者物価(コア, %)	1.7	1.0	0.8
失業率(%、12月)	10.0	9.7	8.8
労働生産性(%)	3.5	3.4	1.5
住宅着工戸数(千戸)	554	589	670
乗用車販売台数(百万台)	10.60	11.59	12.80
財政収支*(%, GDP比)	-9.9	-8.8	-9.7
FFレート(%、誘導目標、期末)	0.00-0.25	0.00-0.25	0.00-0.25
10年国債(%、期末)	3.85	3.30	3.75

(注)* 財政年度 (資料)商務省、労働省、FRB等。