

# 米国経済を巡る20の問いに答える

---

2012年7月4日

みずほ総合研究所

調査本部

## 米国経済を巡る20の問いとその答え

Q1. 春先以降、経済指標の下振れが続いているのはなぜか	A. 暖冬によって今冬の経済活動が押し上げられた反動が考えられるが、ファンダメンタルズの弱さも露呈
Q2. 景気後退の懸念はないのか	A. 可能性は小さいが、欧州問題の不透明感の高まりが懸念材料。FRBもダウンサイド・リスクを警戒
Q3. 失業率の低下は雇用回復の表れか	A. No. 就業率は横ばいに留まり、労働参加率の低下が失業率の低下に寄与
Q4. 賃金上昇が続いているがインフレ懸念はないのか	A. 賃金上昇は緩やかで、家計の所得期待も金融危機を契機に下方シフトしたまま。賃金面からの懸念は小さい
Q5. QE2発動の理由だったデスインフレが反転しているのはなぜか	A. 一部の財・サービス物価における一時的な水準調整（価格や品質改定）が影響。足元の動きは安定
Q6. 住宅価格が低迷しているのに、家賃関連物価が上昇しているのはなぜか	A. 差し押さえや住宅ローンの借り入れの困難さ、持ち家志向の弱まりで借家需要が増大し、同家賃が上昇
Q7. 家賃関連物価の上昇と住宅価格の低迷は続くのか	A. 賃貸住宅の供給増で借家家賃上昇率は安定化。持ち家は供給過剰が続き低迷持続
Q8. 家計のバランスシート調整はどこまで進んだのか	A. ローン返済負担は大きく改善しているが、含み損を抱える世帯数の多さや延滞率の高さを踏まえると“5合目”
Q9. 金融部門のバランスシート調整はどこまで進んだのか	A. 未だ中小の銀行では800弱が経営に問題を抱え、証券化市場も低迷
Q10. 米銀の貸出は増えているのか	A. No. 大きく増加しているのはC&Iローン(商工業貸付)など一部。住宅など貸出の大半は低迷

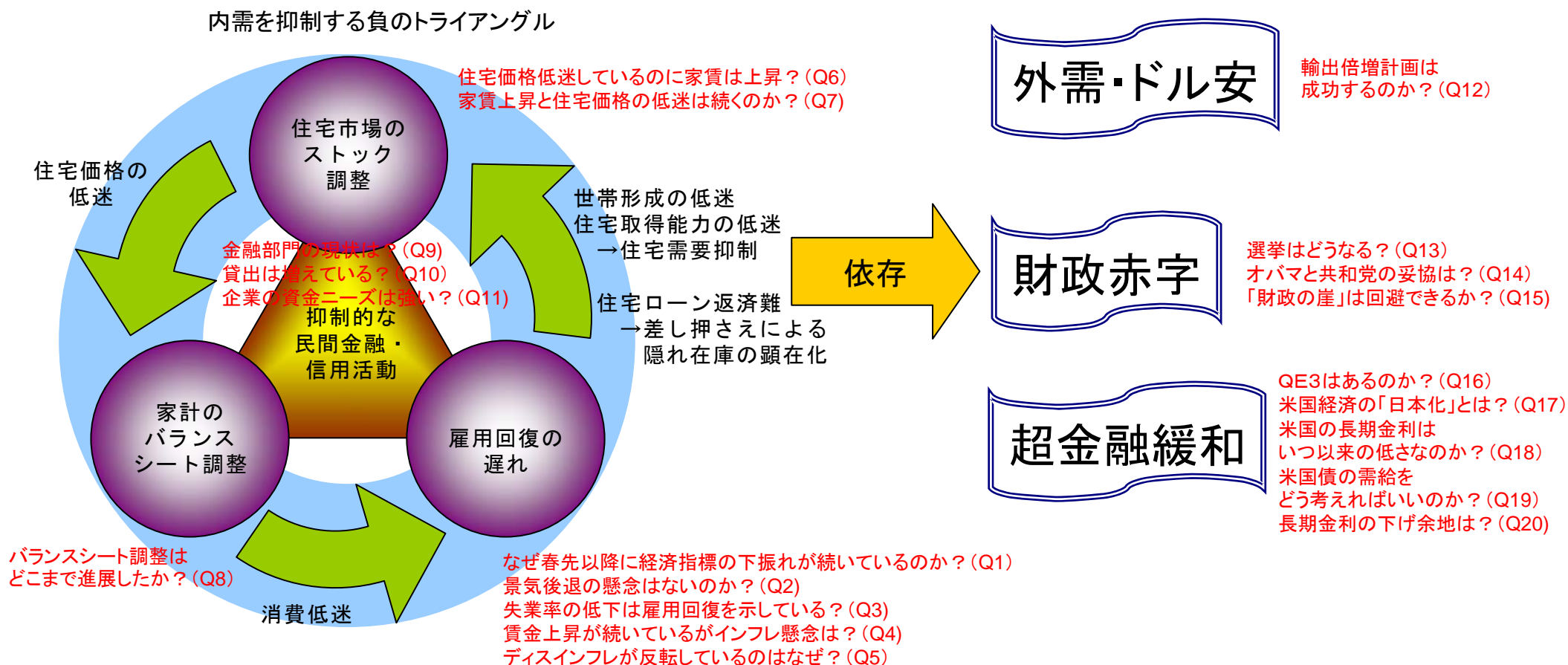
Q11. 企業の資金ニーズは強いのか	A. 企業規模を問わず資金需要は改善方向。しかし、税制や規制の先行き不透明さから、企業は慎重姿勢崩さず
Q12. オバマの輸出倍増計画は成功するのか (ドル安政策への示唆は)	A. No. 過去2年は順調ながら、今後は海外経済の減速で目標達成困難。潜在的にドル安政策が維持される可能性
Q13. 大統領・議会選挙の予想は	A. 現状ではオバマ優勢。議会は共和党優勢だが、上院で60議席を獲得するに至らず
Q14. オバマと共和党に妥協の余地はあるのか	A. Yes. オバマには三期目がなく自説に拘る必要なし。共和党も2014年中間選挙を睨み責任政党として行動
Q15. 「財政の崖」は避けられるのか	A. No. 議論の的は「一律削減の回避」だが、その方法を巡って対立。そもそも一律削減を除いても谷底は深い
Q16. QE3はあるのか	A. Yes. ただし長期国債に加えてエージェンシーMBSの購入にも踏み切る公算
Q17. 米国経済の「日本化」とは何か	A. ①国内資金余剰、②超金融緩和、③キャリー重視、④社債への需要増、⑤流動性重視の規制等で日本に類似
Q18. 米国の長期金利はいつ以来の低水準なのか	A. 20世紀前半以降では前例のない低さ
Q19. 国際的な安全資産の需給環境は米国の長期金利にどのような影響を与えるか	A. 先進国の格下げによる安全資産の供給縮小と、規制等による安全資産の需要増大により金利低下圧力が発生
Q20. 米国の長期金利にはどの程度の低下余地があるのか	A. 1985年以降の長短スプレッドの特徴から判断すると、ほぼ妥当な水準だが、一段の低下リスクが残存

# 構造問題が残存し、「アメリカに頼れない」局面が持続

○ 未だに金融危機が引き起こした構造問題が尾を引き、当面は「アメリカに頼れない」局面が持続

- ・ 抑制的な金融環境の下で家計・雇用・住宅の負のトライアングルが残存。政策依存、外需依存が強いが限界や障害も

## 【 負のトライアングルと依存症 】

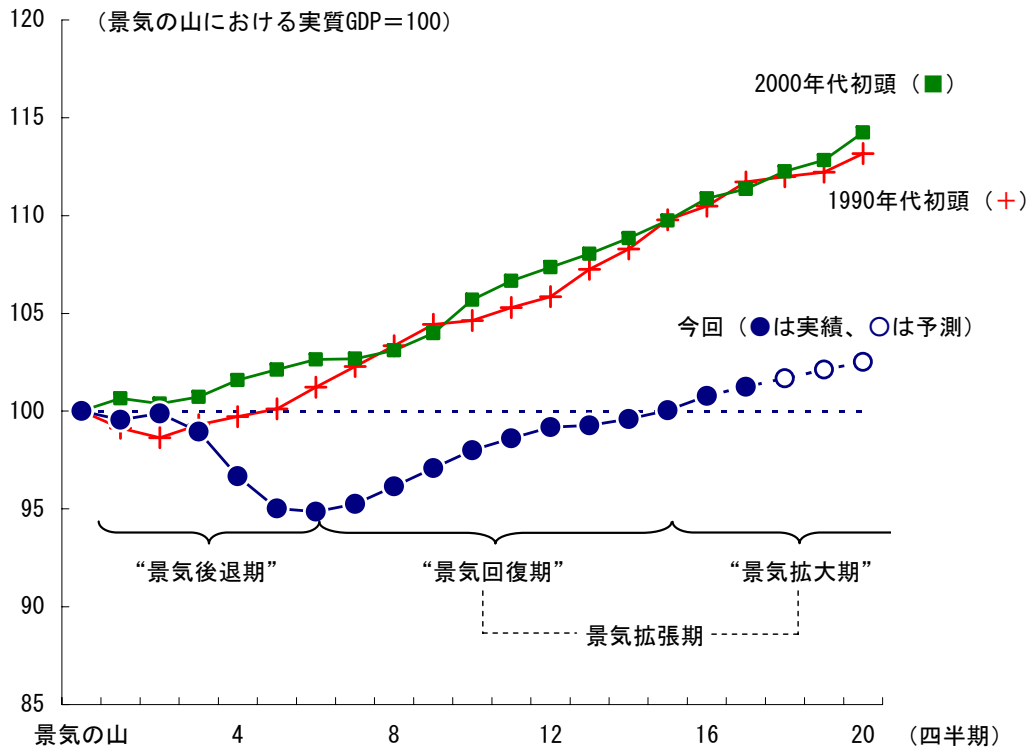


(資料) みずほ総合研究所

○ 実質GDPの推移からは金融危機からの回復が見られるが、構造問題は依然として残存

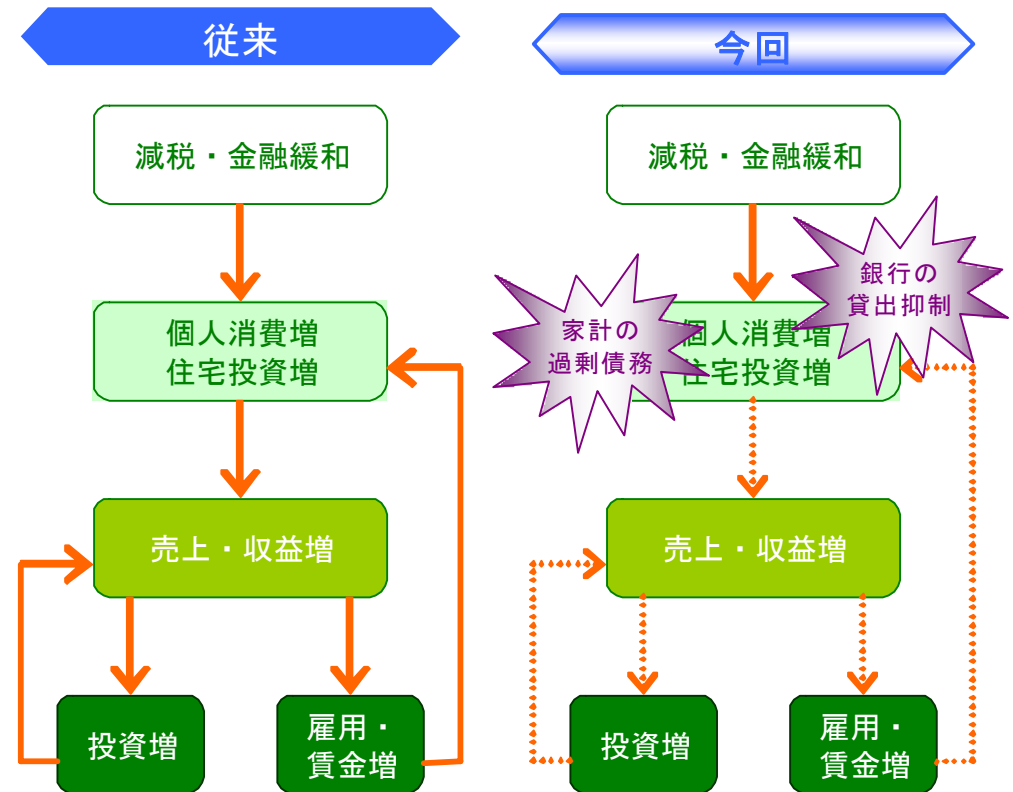
- ・ 実質GDPはようやく既往ピークを超え、景気拡大局面に  
 —— 昨年4月時点で既に拡大局面に転じていたとみられていたが、その後の下方改訂により、拡大局面入りが半年後ずれ
- ・ しかし構造問題は依然として残存。家計の過剰債務問題や銀行の貸出抑制姿勢が、従来の景気回復経路の障害となっている状況が持続

### 【 実質GDPの推移 】



(注) 景気の山は1990年代初頭が1990年7～9月期、2000年代初頭が2001年1～3月期。  
 今回が2007年10～12月期。  
 (資料) 米国商務省、みずほ総合研究所

### 【 従来の景気回復経路と今回の問題 】

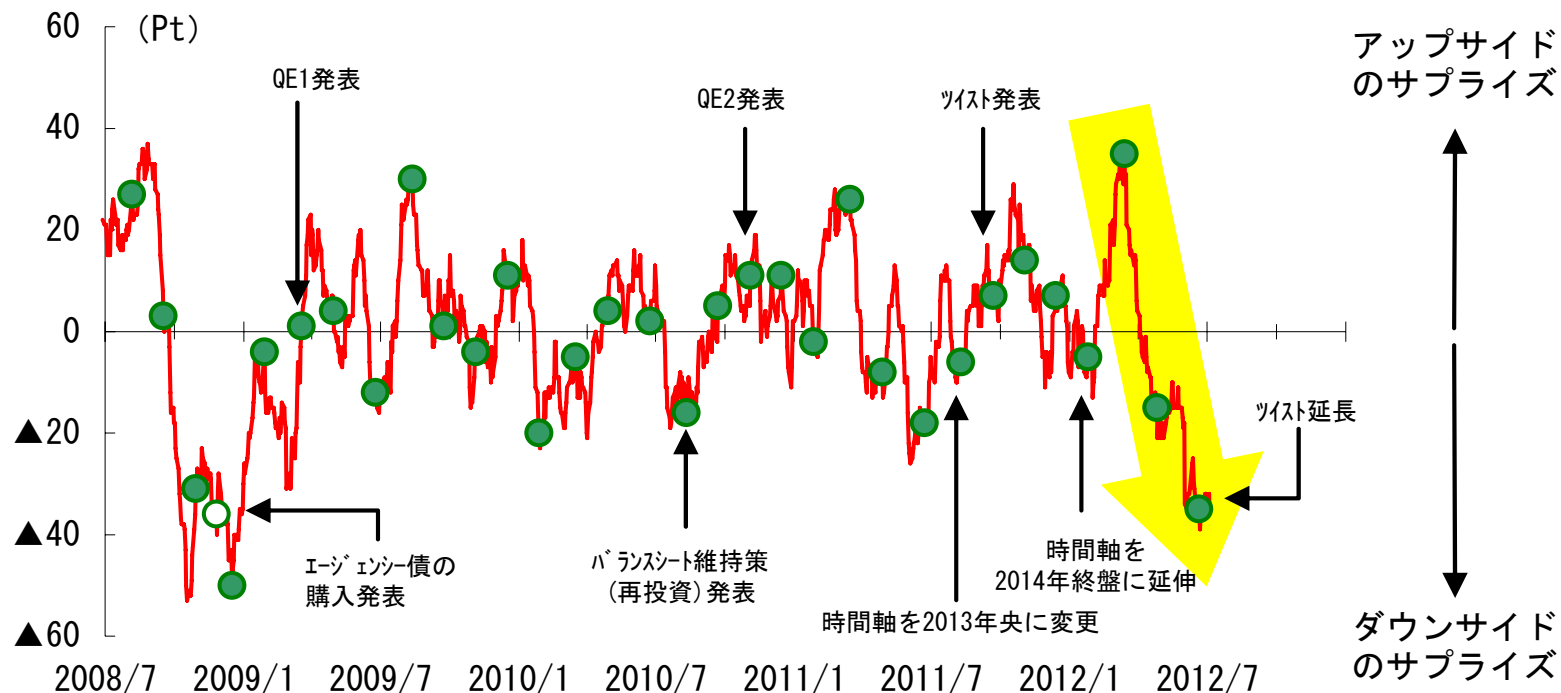


(資料) みずほ総合研究所

## Q1. 春先以降、経済指標の下振れが続いているのはなぜか

- 米国では春先以降、経済指標が市場予想対比で下振れる動きが続き、その度合いはリーマン・ショック以来
- ・ CSI(みずほ総合研究所作成)によれば、3月FOMCが開催された頃が経済指標の上振れのピーク。以後はつるべ落とし

【 CSI(Cumulative Surprise Index)とFOMC 】



(注) Bloombergが公表している全ての米国経済指標の市場コンセンサスと公表値を比較、コンセンサスよりも良好な場合は+1、下回る場合は-1として累計した系列の30日前差をとったディフュージョン・インデックス。単一の指標でも前月比と前年比があれば夫々を市場コンセンサスと比較してカウント。直近は2012/7/3。

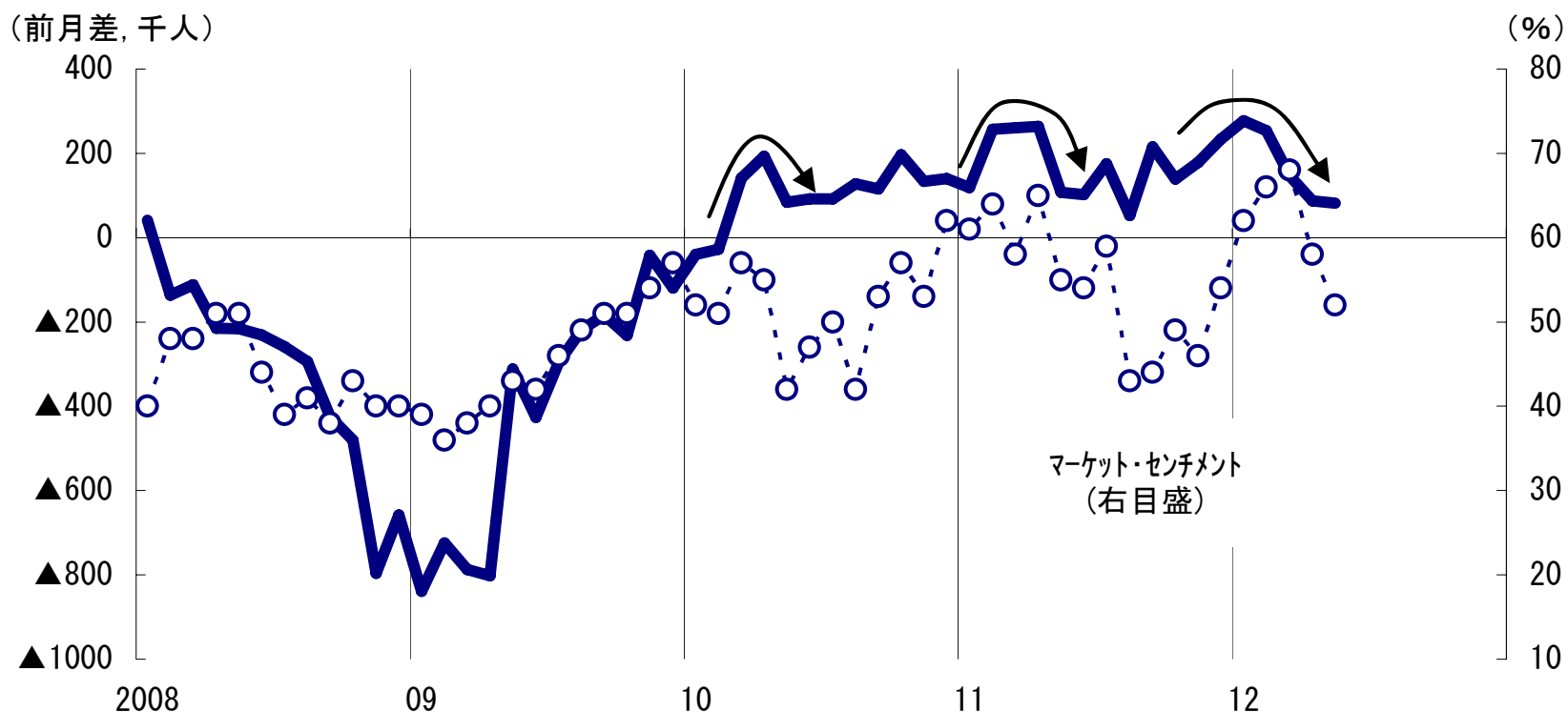
●印はFOMC声明文発表日 (○印はFOMC以外での重要な政策発表日)。

(資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

○ 2010年、2011年と2年続けて、景気楽観論から悲観論への主役交代があり、今年もそれが繰り返された格好

- ・ 主役交代の様子を顕著に表しているのが、農業を除く民間部門雇用者数の動き
- ・ 2011年は東日本大震災によるグローバル・サプライチェーンの断絶、ギリシャ・ショック、連邦政府の資金繰り懸念や米国債の格下げなどが経済活動の下押し要因に
- ・ 「今回(2012年)こそは“3度目の正直” となり、米国経済が持続的に回復する」姿とはならず、“2度あることは3度ある” に

### 【 農業を除く民間部門雇用者数と米株式市場のセンチメント 】

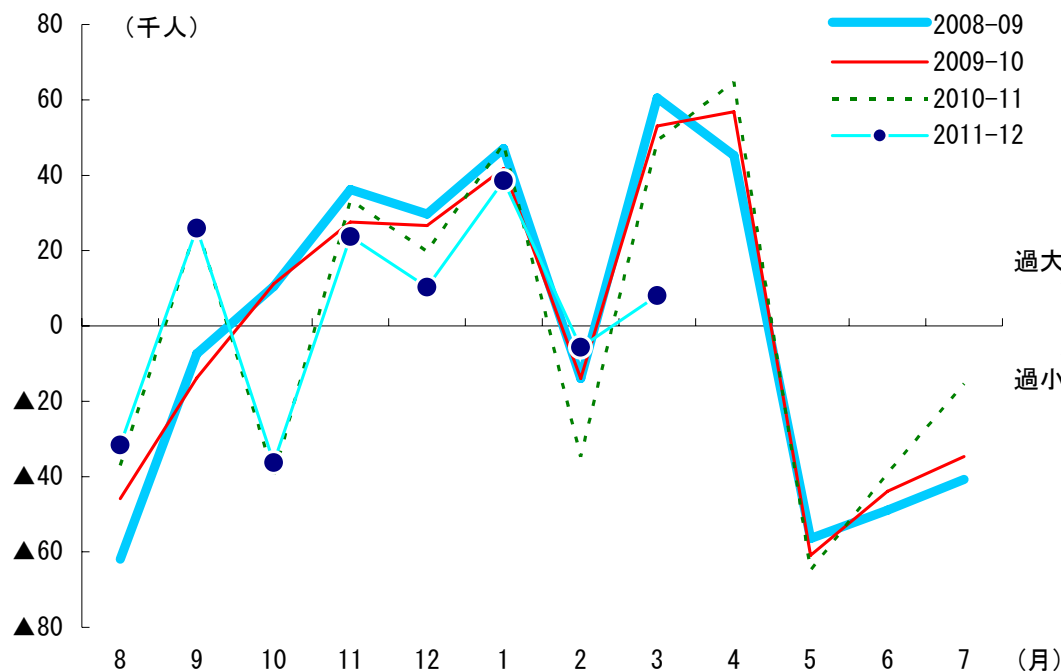


(注) マーケット・センチメントは「市場参加者の何%が強気なのか」を示す指数。

(資料) 米国労働省、Barrons

- 経済指標の下振れは季節調整による歪みや天候要因(暖冬)の剥落が原因。加えてファンダメンタルズの弱さも(Q2.参照)
- ・ 季節調整処理の際に、金融危機時(2008年終盤から2009年初め)の下振れを「季節変動」と認識してしまうと、季節調整値に見せかけの循環(歪み)が発生。冬場の経済活動が実勢以上に強く見え、その反対に夏場にかけて弱く見えることに
  - ・ もっとも春先の季節調整処理による歪み度合いは2010年、2011年と比べて縮小
  - ・ 一方、春先までは稀に見る暖かな天候が続き、それが昨年末から今年の春先までの経済活動を押し上げた可能性

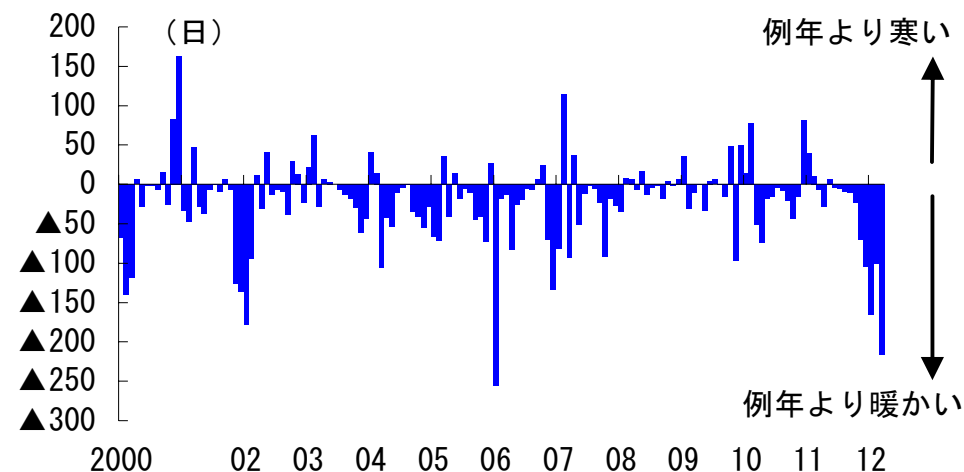
### 【非農業部門雇用者数の歪み】



(注) 金融危機を考慮しない系列(みずほ総合研究所による季節調整値)の前月差と金融危機を考慮した場合の系列(同)の前月差との差。前者は米国労働省による公表値の代理指標である。

(資料) みずほ総合研究所

### 【暖房指数】



(注) 暖房指数の月別平均値との差。全米。  
 暖房指数は(基準気温-各地の1日の平均気温)を各地の人口を用いて加重平均し、1ヵ月の累積値をとった日数。単位が日数であるのは、エネルギー需要を測るために開発された指標のため。例えば、一定期間をとった場合、例年よりも1度低い日が10日続く場合と10度低い日が1日の場合では暖房に必要なエネルギー需要は同じとみなせる。

(資料) NOAA、みずほ総合研究所



## Q2. 景気後退の懸念はないのか

- 今のところ景気後退の可能性は小さい。2010/2011と比較すると今年はポジティブな環境変化も
- ・ 2013年初に控える大幅な緊縮財政(Fiscal Cliff、財政の崖)までは、「緩やかな回復が続く」というのがメインシナリオ

### 【 2010/2011と2012の相違点:期待されるポジティブな変化 】

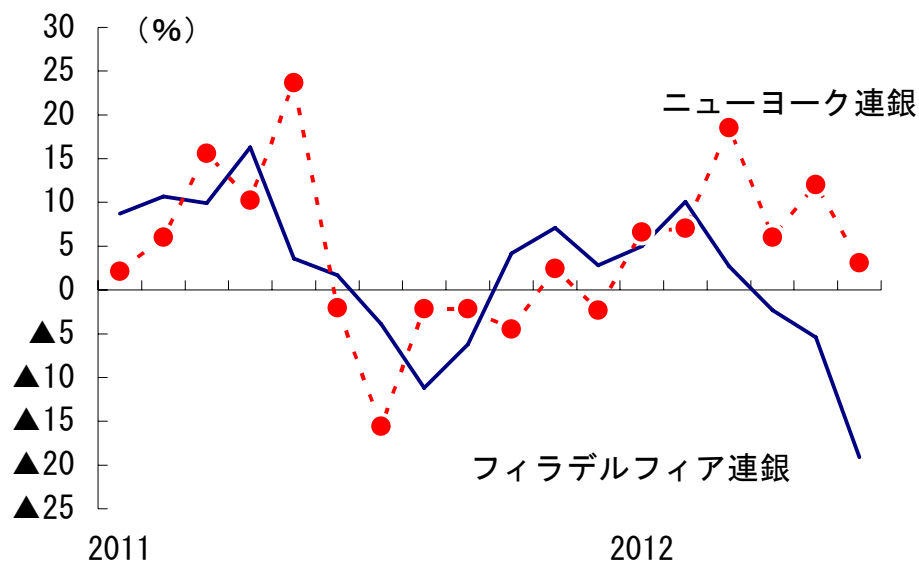
	2010/2011	2012
世界の金融政策	世界的引き締め	世界的緩和
世界のインフレ	資源高による加速	減速
米国自動車販売・生産	Cash for Clunker(2009)の反動 東日本大震災による サプライチェーンの断絶	<障害なし>
米国住宅市場	全面的な調整	中古販売・集合住宅(賃貸)の改善
信用状況	縮小	拡大
州・地方財政	悪化	改善

(資料) みずほ総合研究所作成

○ しかし、Q1.で指摘したように経済指標の下振れが深刻で、足元ダウンサイド・リスクが増大。ショックに脆弱な経済体質が露呈

- ・ 欧州債務問題の混迷と、近づく「財政の崖」(Q15.参照)の中で、家計・企業のマインドが冷え込み、实体经济にも影響が出ているおそれ
- ・ かつての米国経済は外的ショックに強かったが、現在の米国にはそうした体力が欠けている状況
  - 1990年代後半には、アジア通貨危機やロシア危機に見舞われたが、当時の米国の雇用は毎月20万人超で拡大
  - 景気先行指数は2010年前半以降減速の一途。ファンダメンタルズの弱さを示唆
  - 米国のエコノミストに対するアンケート調査でも「今後1年間の景気後退確率」を尋ねる質問が出ているように、景気後退の可能性への関心や不安が高まっている状況(ブルーチップ6月号によれば、コンセンサスは23.6%)

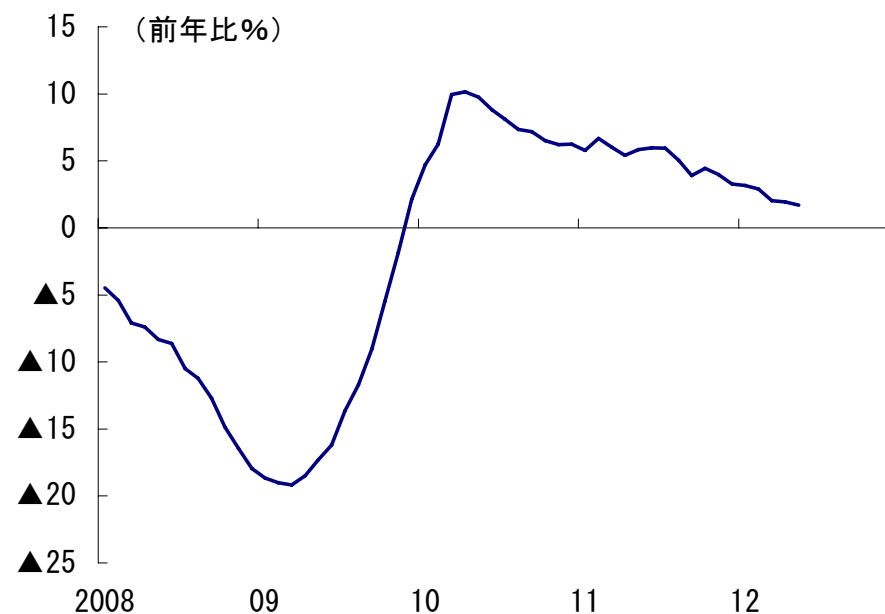
【 製造企業における平均労働時間DI 】



(注) 労働時間が「増加した」と回答した企業の割合と「減少した」と回答した企業の割合の差。

(資料) ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀

【 景気先行指数 】

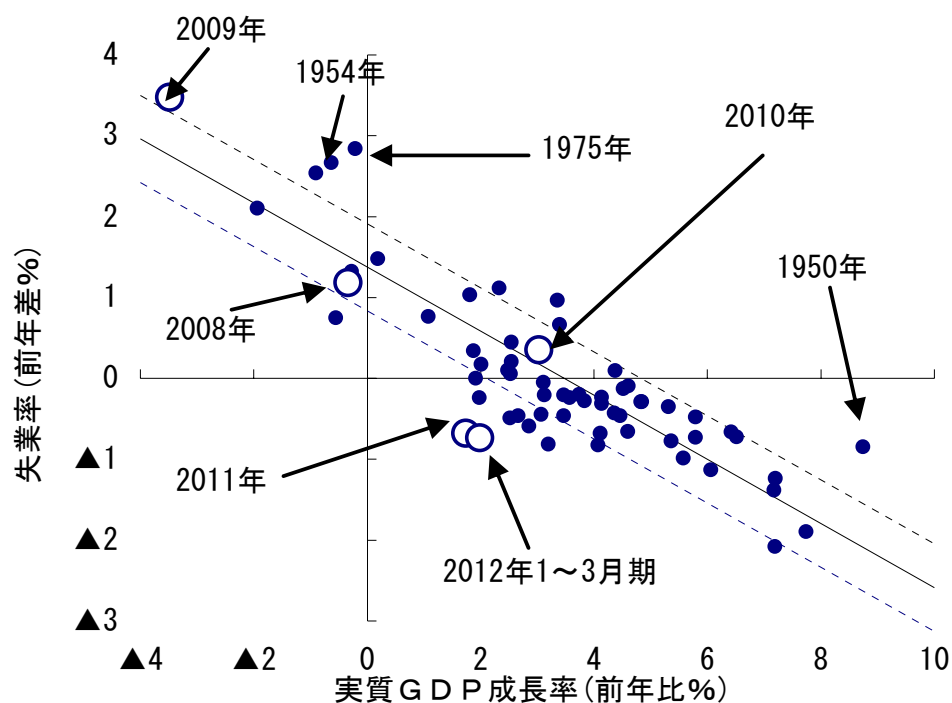


(資料) コンファレンスボード

### Q3. 失業率の低下は雇用回復の表れか

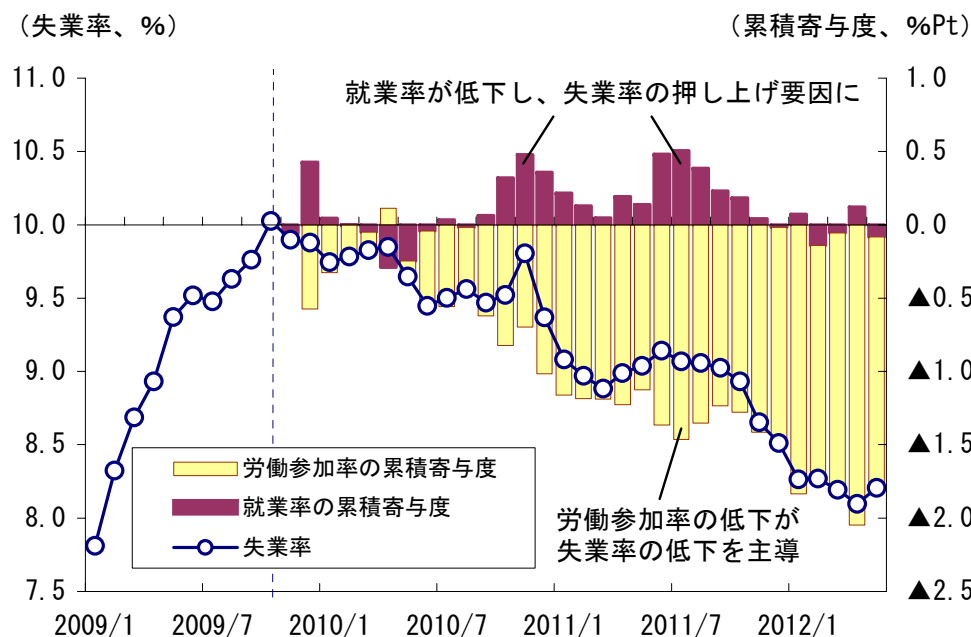
- 過去1年で失業率は1%弱と大きく低下。しかし雇用情勢の改善を示すものではなく、むしろ厳しさの表れ
  - ・ 経済成長率と失業率の関係を表す「オウクンの法則」でみると、足元の失業率は従来の経験則以上に改善（下振れ）
  - ・ 一時は、GDPが実勢を過小評価しているのではないか、という意見もあったが、根拠薄弱
  - ・ 失業率の低下のほとんどは、労働参加率の低下（働きたくないアメリカ人の増加）によるもので、雇用回復の表れではない

【オウクンの法則】



(注) ●は1950～2007年の暦年実績で、直線はOLSによる推計(推計誤差=0.5%)。○は2007年以降の暦年実績(2012年は1～3月期)。  
 (資料) 米国商務省、米国労働省よりみずほ総合研究所作成

【失業率の低下要因】

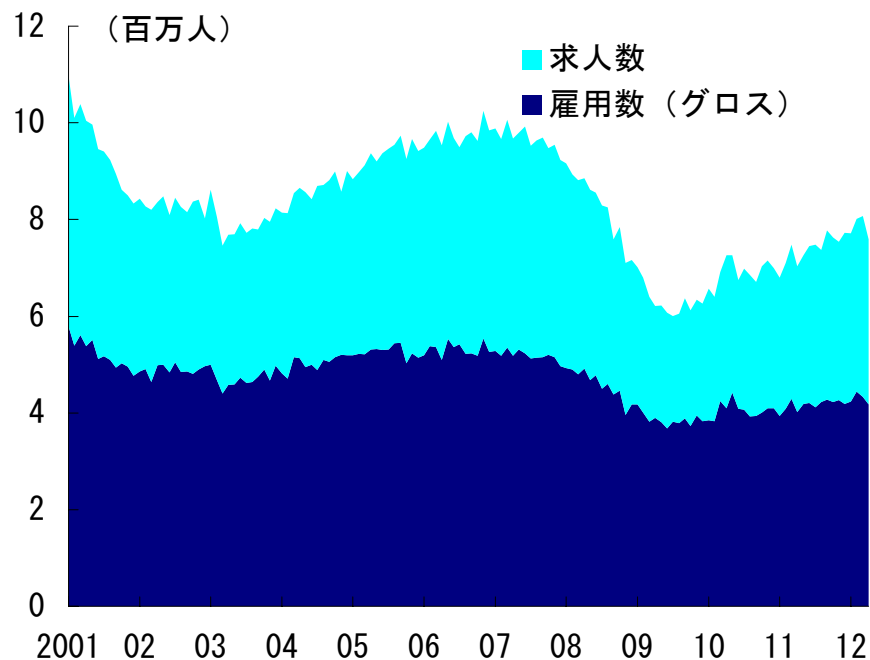


(注) 月次データ、季節調整値。最新値は2012年5月。  
 失業率がピークを記録した2009年10月以降の累積寄与度。累積寄与度の合計は失業率の水準に必ずしも一致しない。  
 (資料) 米国労働省よりみずほ総合研究所作成

○ 企業求人は回復が続いているが、採用に結びつかず。ミスマッチが深刻

- ・ 求人数だけでみれば既往ピークの8割まで回復。しかし雇用に結びついておらず。スキルや地域のミスマッチが発生
- ・ 恒久的解雇の割合が高く、新たな人材を探すコスト(サーチコスト)も増大

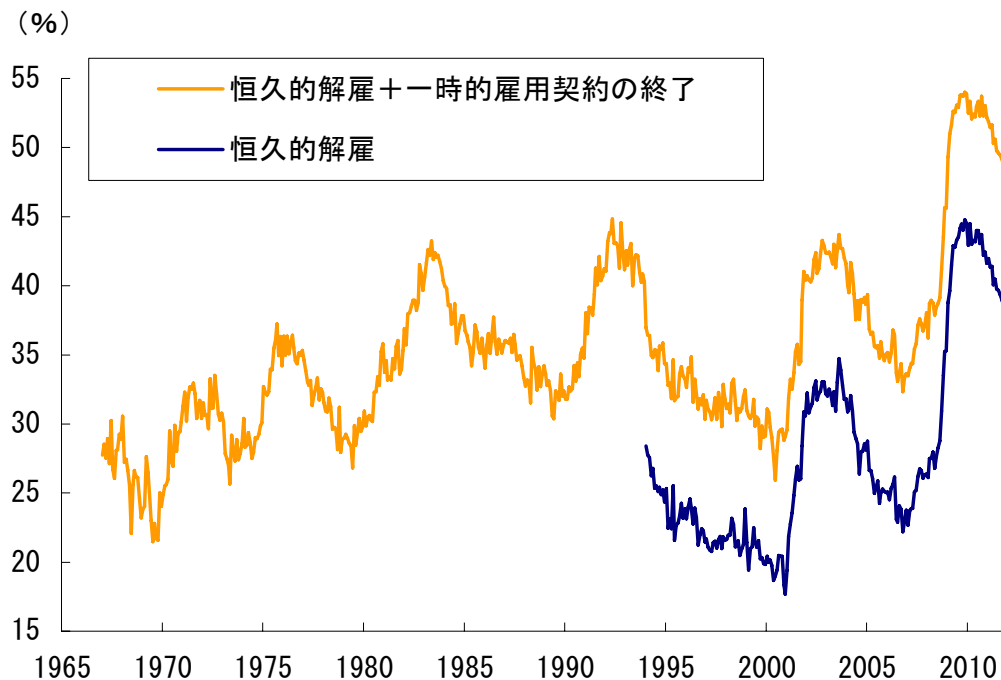
【 求人数とグロスの雇用数 】



(注) 最新値は2012年4月。  
雇用数(グロス)は当月1ヵ月の値。求人数は当月末の値。グロスとは解雇等を含まないという意味。

(資料) 米国労働省よりみずほ総合研究所作成

【 失業者に占める恒久的解雇の割合 】



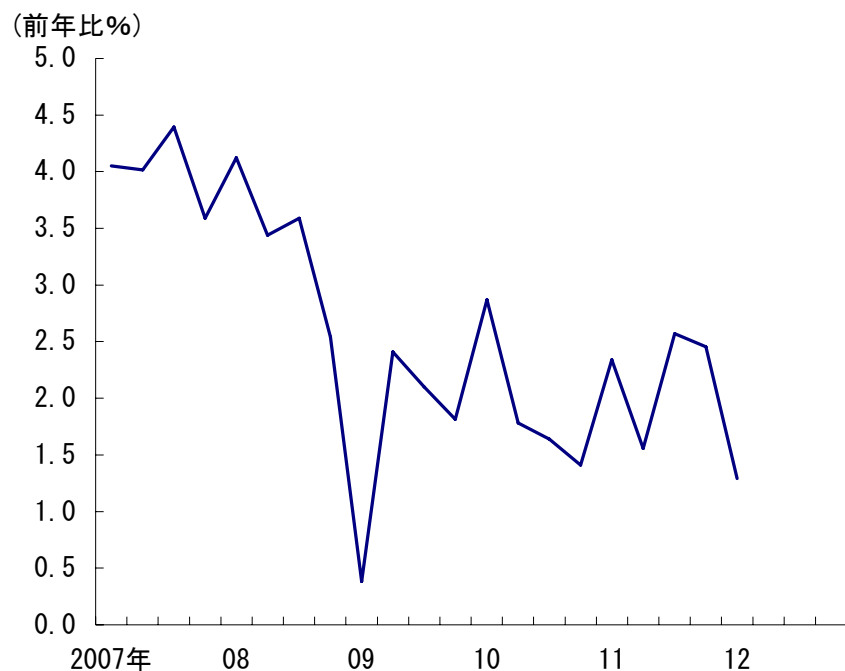
(注) 月次データ、季節調整値。最新値は2012年5月。

(資料) 米国労働省

## Q4. 賃金上昇が続いているがインフレ懸念はないのか

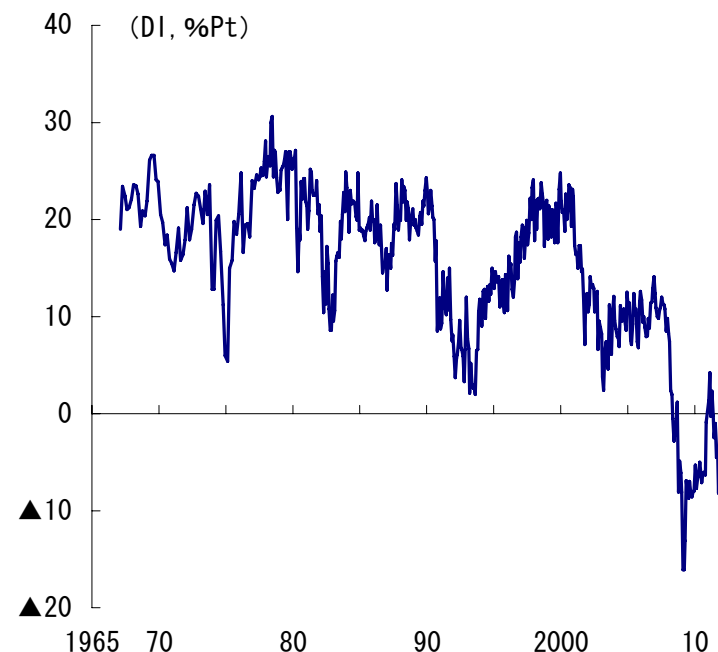
- 賃金上昇は緩やか。先行き期待も下方シフトしたままで、賃金面からのインフレ懸念は小
  - ・ 時間当たり報酬は前年比+1.3%(2012年1~3月期)と伸びは緩やか
  - ・ 失業率が高水準な中、家計の所得に対する期待も、金融危機を契機に下方シフトしたまま
    - 有力な実証研究によれば、高い失業率の下での失業者が喪失する生涯所得の大きさは、平時の失業者が失う生涯所得と比べて2倍。足元の所得期待の下方屈折と整合的
  - ・ ただしQ3.で指摘したミスマッチにより、失業率の高さが示唆するよりも賃金の伸びが高まりやすい可能性に注意が必要

【 時間当たり報酬の推移 】



(注) 農業を除く民間部門。  
(資料) 米国労働省

【 半年後の所得に対する家計の期待 】

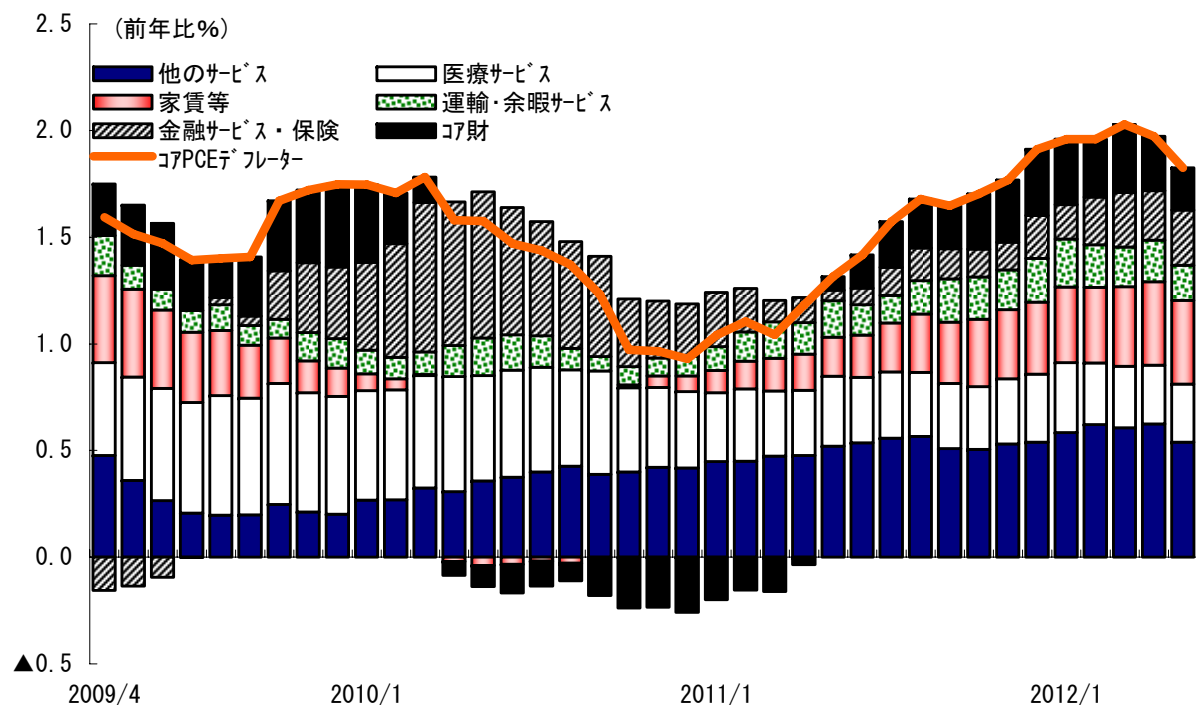


(注) 半年後の所得が「増加する」と回答した割合と「減少する」と回答した割合の差。  
(資料) カンファンレンスボード

## Q5. QE2発動の理由だったディスインフレが反転しているのはなぜか

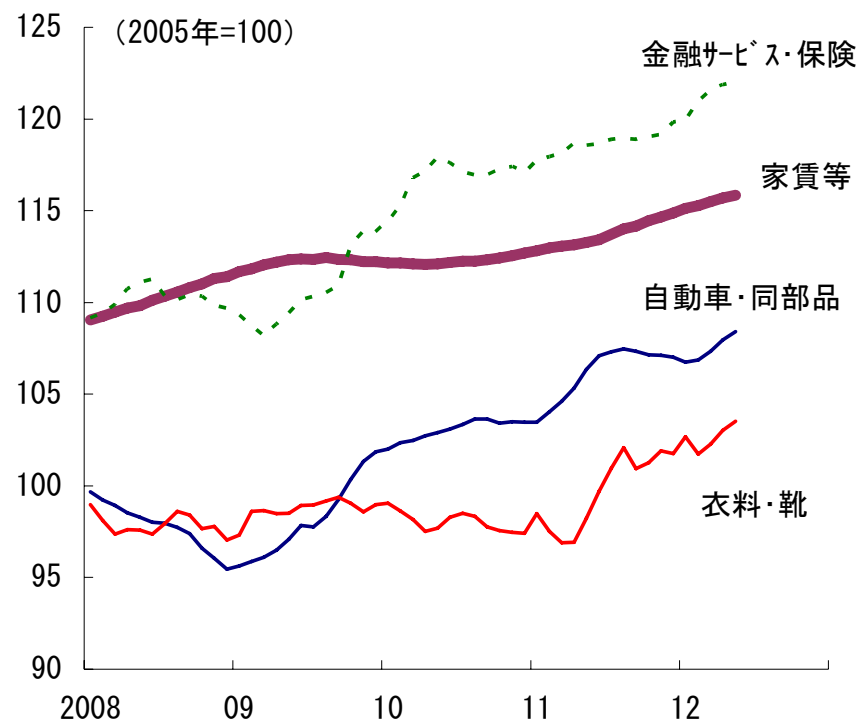
- コア・インフレ率の高まりは、一部の財・サービス物価における一時的な水準調整の影響。足元は安定し、インフレ懸念なし
  - ・ マクロ的にはQE2発動、コモディティ価格やインフレ期待の持ち直し、労働市場のミスマッチ(需給ギャップの縮小要因)などがインフレを押し上げ
  - ・ 一方、個別財・サービスで見ると、自動車価格や衣料・靴が昨春に上昇した影響が寄与。いずれも、足元は安定推移
  - ・ 家賃等もコア・インフレ率の押し上げ要因だが、上昇テンポは緩やか

【 コアPCEデフレーター上昇率の変動要因 】



(注) コアPCEデフレーターとは、食品とエネルギーを除いた個人消費支出のデフレーター。  
他のサービスには海外旅行(控除項目)のほか、家庭向けサービスを提供している非営利団体の消費に関わる物価が含まれる。

(資料) 米国商務省

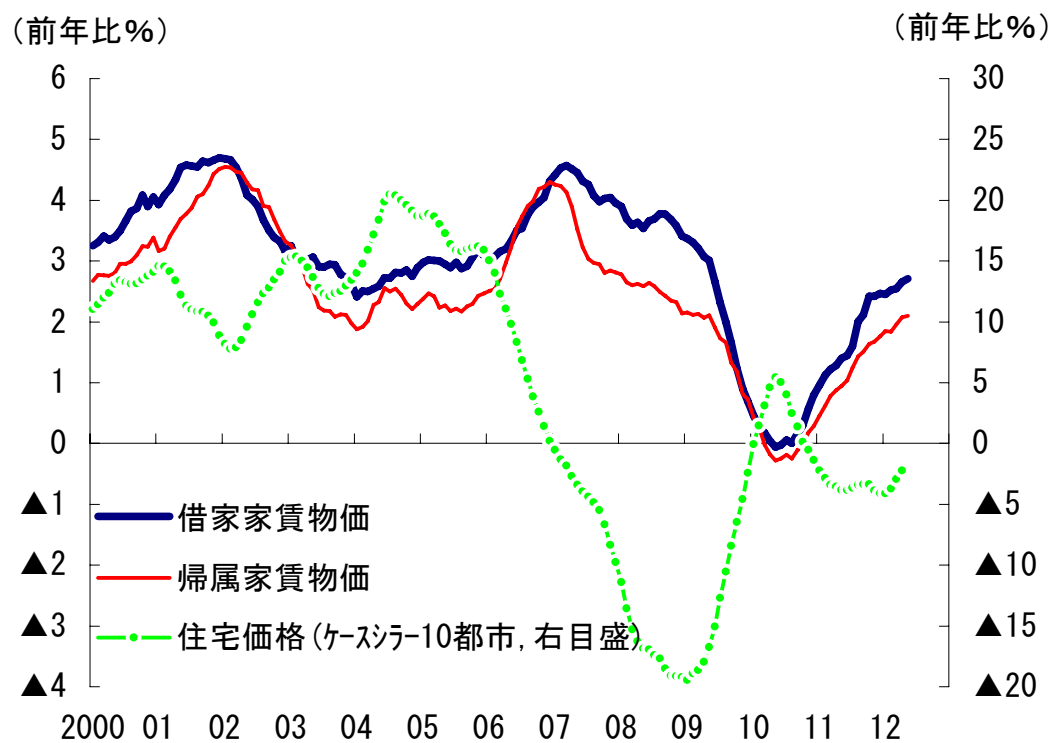


(資料) 米国商務省

## Q6. 住宅価格が低迷しているのに家賃関連物価が上昇しているのはなぜか

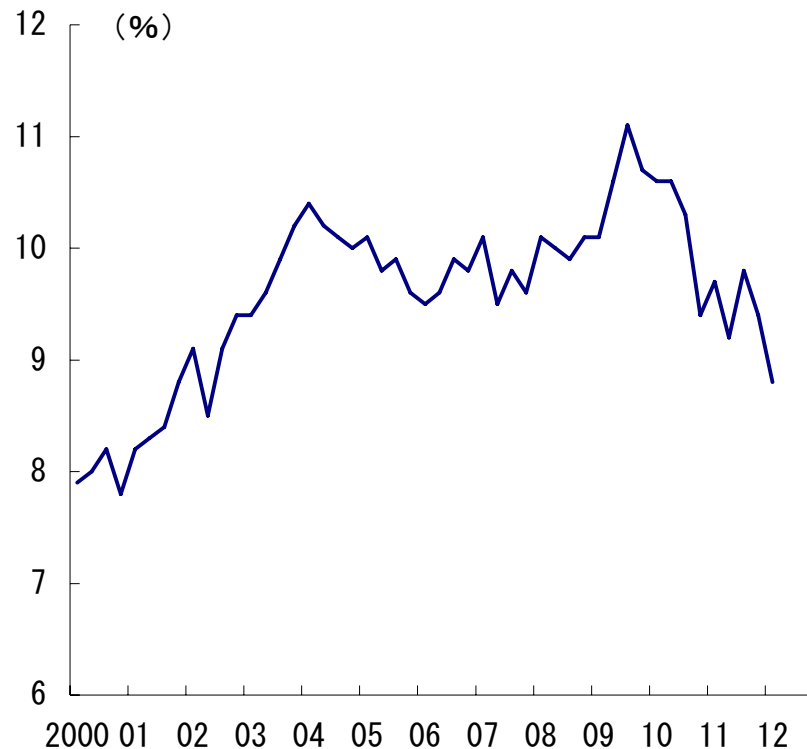
- 持ち家市場の低迷が住宅価格低迷を引き起こすと共に、借家需要の増大となって家賃が上昇(両者の動きは矛盾しない)
  - ・ 借家家賃物価上昇率は前年比+2.8%(2012/5)まで加速。並行して帰属家賃物価上昇率も加速
  - ・ 過去1年間で持ち家世帯が50万世帯減少する一方、借家世帯は150万世帯増加。借家の空き家率は10年ぶりの水準に低下

【 家賃関連物価上昇率 】



(資料) 米国労働省、S & P

【 借家の空き家率 】

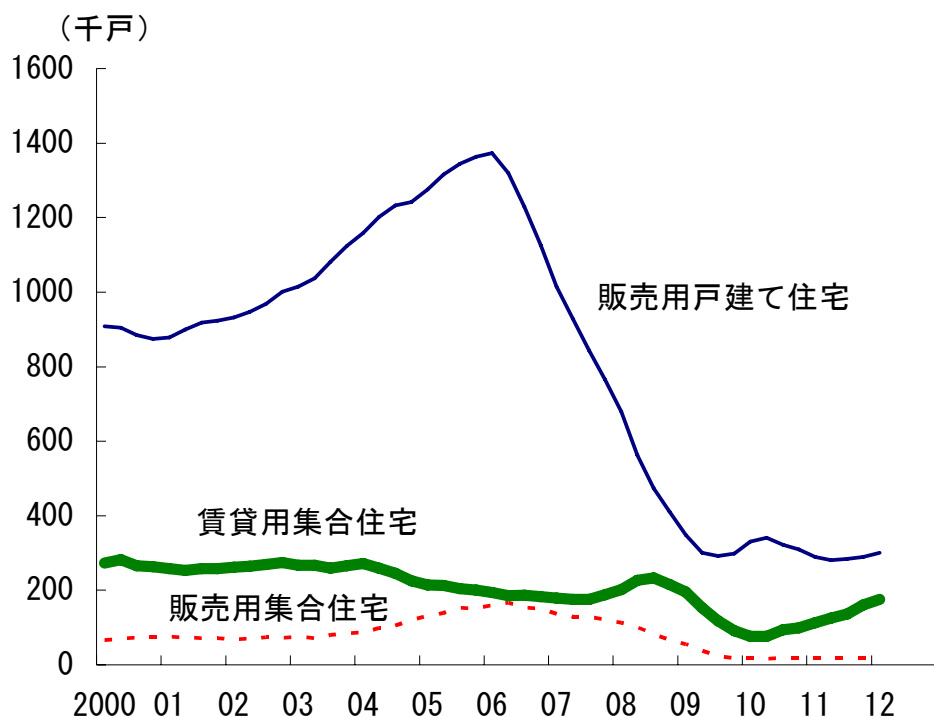


(資料) 米国商務省

## Q7. 家賃関連物価の上昇と住宅価格の低迷は続くのか

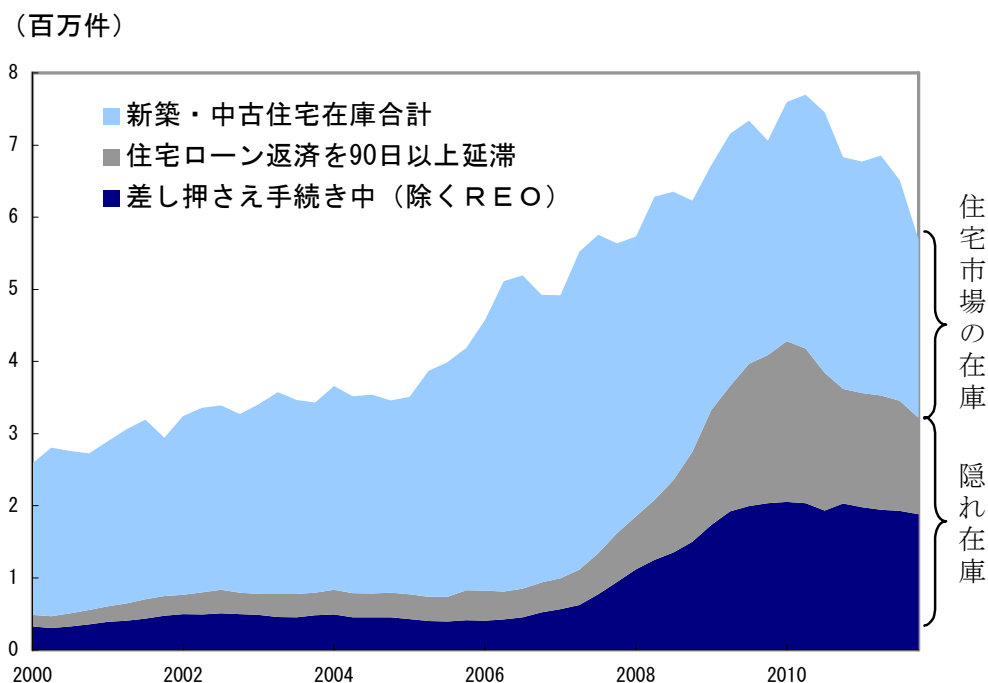
- 供給が増えることで借家市場の需給は緩和に向かい家賃上昇率は安定化。住宅価格は持ち家の供給過剰で低迷持続
  - ・ 賃貸用集合住宅の着工は増加傾向にあり、金融危機直前の75%相当まで回復
    - 銀行による差し押さえ物件に対する賃貸での運用認可(2012/4/5)も、賃貸市場の需給の緩みに寄与する公算
  - ・ 差し押さえ手続き中の隠れ在庫による価格下押し圧力が残存

【 目的別住宅着工動向 】



(注) 原数値の後方四半期累計。  
(資料) 米国商務省

【 住宅市場の隠れ在庫 】



(注) 最新値は2011年10～12月期。 REO=抵当流れ。

新築住宅在庫は戸建てのみ。中古住宅在庫は戸建て、集合住宅の合計。

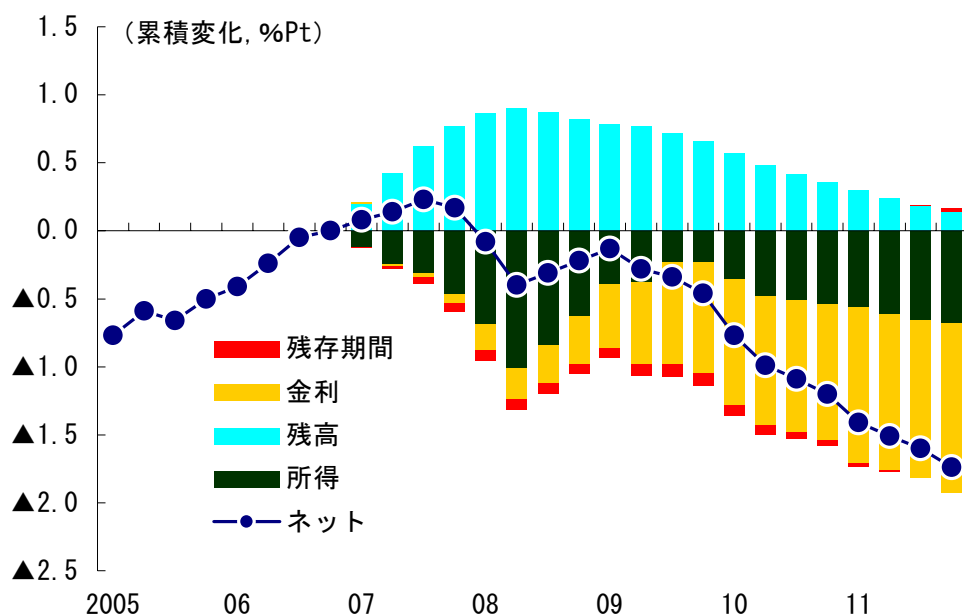
(資料) 米国商務省、全米不動産協会 (NAR)、モーゲージ銀行協会 (MBA)



## Q8. 家計のバランスシート調整はどこまで進んだのか

- 含み損を抱える家計の大きさや延滞率の高さを踏まえると、バランスシート調整は実態的には“5合目”
  - ・ 住宅ローンの返済負担は大きく改善。低金利のほか、差し押さえ等による債務削減が要因
  - ・ しかし、含み損を抱える住宅ローンが1,000万件を超え、多くの家計が歴史的低金利の恩恵を受けられず

【住宅ローン返済負担比率】



(注) 2006年10～12月期を基準とする住宅ローン債務返済額の可処分所得比率の変化(図中のネット)とその要因。  
(資料) みずほ総合研究所

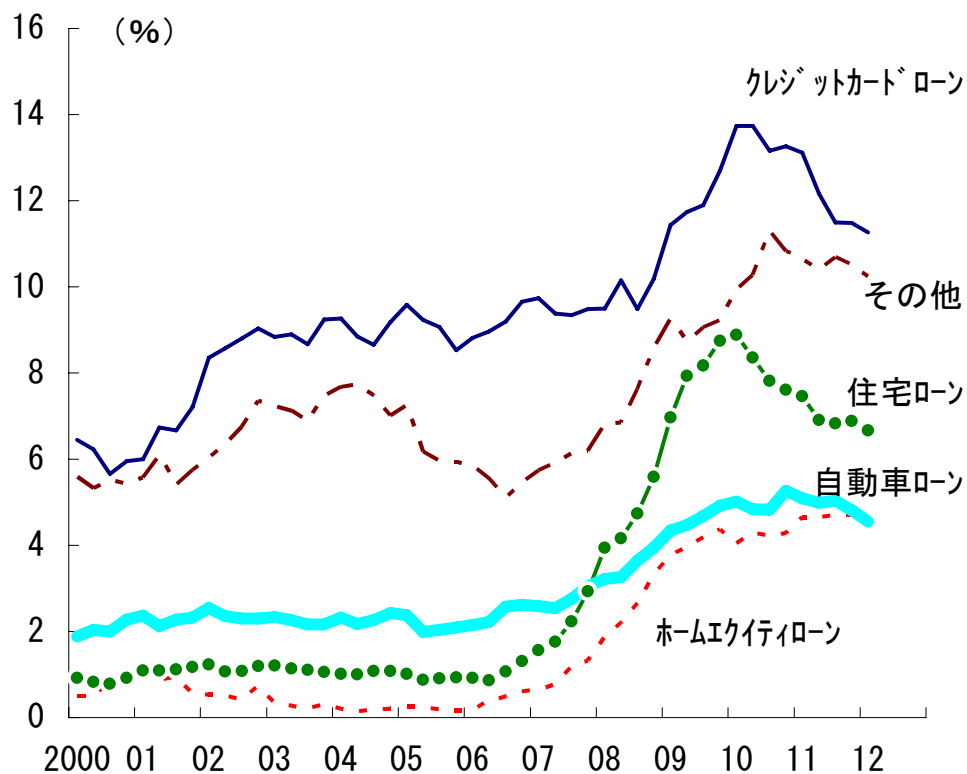
【含み損を抱える住宅ローン】

	ローン 件数 (①) (万件)	市場 シェア (%)	債務超過 件数 (②) (万件)	債務超過 割合 (③=②/①) (%)
ネバダ州	56.1	1.2%	34.3	61.1%
アリゾナ州	130.6	2.7%	63.1	48.3%
フロリダ州	433.5	8.9%	191.6	44.2%
ミシガン州	138.4	2.8%	48.0	34.7%
ジョージア州	163.8	3.4%	54.1	33.0%
カリフォルニア州	683.0	14.0%	204.1	29.9%
全米	4871.8	100.0%	1111.9	22.8%

(注) 2011年10～12月時点。債務超過とは、含み損を抱える住宅ローンを指す。  
(資料) Core Logic

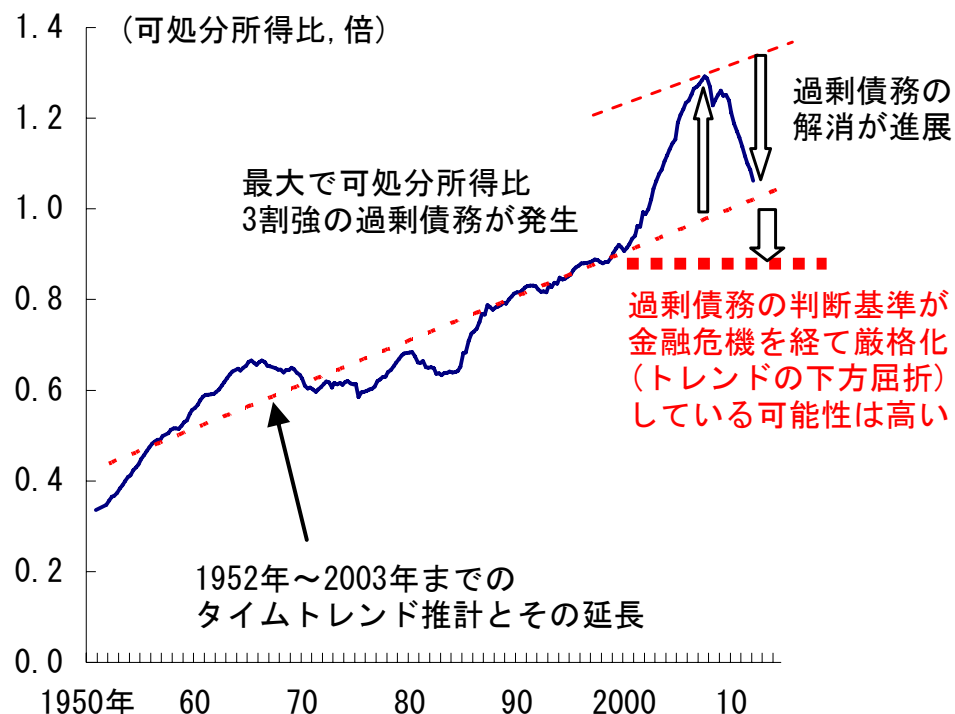
- 延滞率は未だ高水準で、家計のバランスシート調整が途上であることを示唆。過剰債務の度合いについても楽観できず
  - ・延滞率の改善はピークから1～3割程度に過ぎず
  - ・所得対比でみた債務残高は過去のトレンド並みまで改善。しかし、過剰債務の度合いを測る判断基準は金融危機前と比べて大きく厳格化している可能性が大(トレンドの下方屈折に相当)
- 貸し手サイドでは与信管理が厳格化。借り手サイドでは先行きの所得に対する期待が下方屈折(p.12参照)

### 【 延滞率の推移 】



(資料) ニューヨーク連銀

### 【 債務残高の動向(可処分所得比) 】



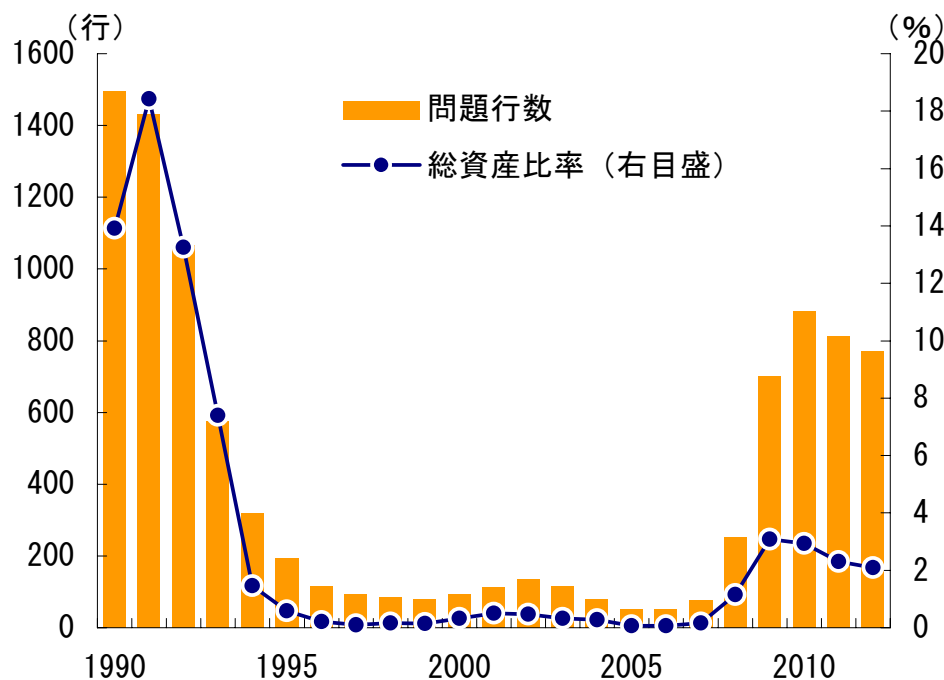
(注) 信用市場負債残高÷可処分所得。  
 (資料) 米国商務省、FRB、みずほ総合研究所

## Q9. 金融部門のバランスシート調整はどこまで進んだのか

### ○ 民間金融部門の調整は未だ途上

- ・ 金融システム上の懸念は小さいものの、中小の問題銀行は800行弱と高水準。公的資金に対する配当未払いも160行(2012/4)
- ・ バブル期に膨らんだ証券化市場では、新規発行がピーク時の10分の1

【 問題銀行の動向 】

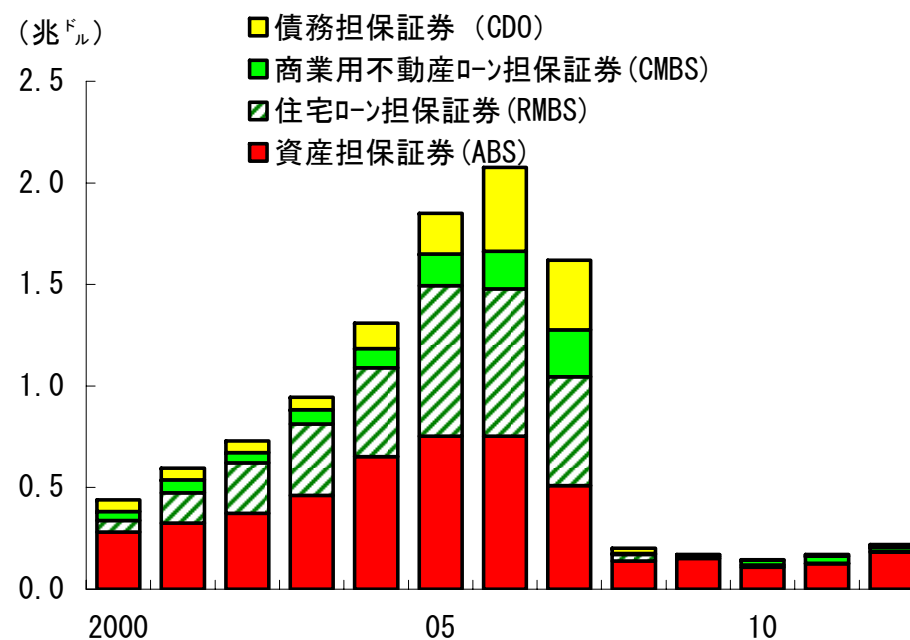


(注) 商業銀行と貯蓄金融機関の合計。総資産比率は全商業銀行・貯蓄金融機関の総資産に対する問題行の総資産の比率。

各年末。ただし2012年は3月末。

(資料) FDICよりみずほ総合研究所作成

【 証券化商品の新規発行動向 】



(注) CDOは世界計のうち米ドル建て発行額で代用。2012年は1～3月期実績を年率換算。

(資料) SIFMA

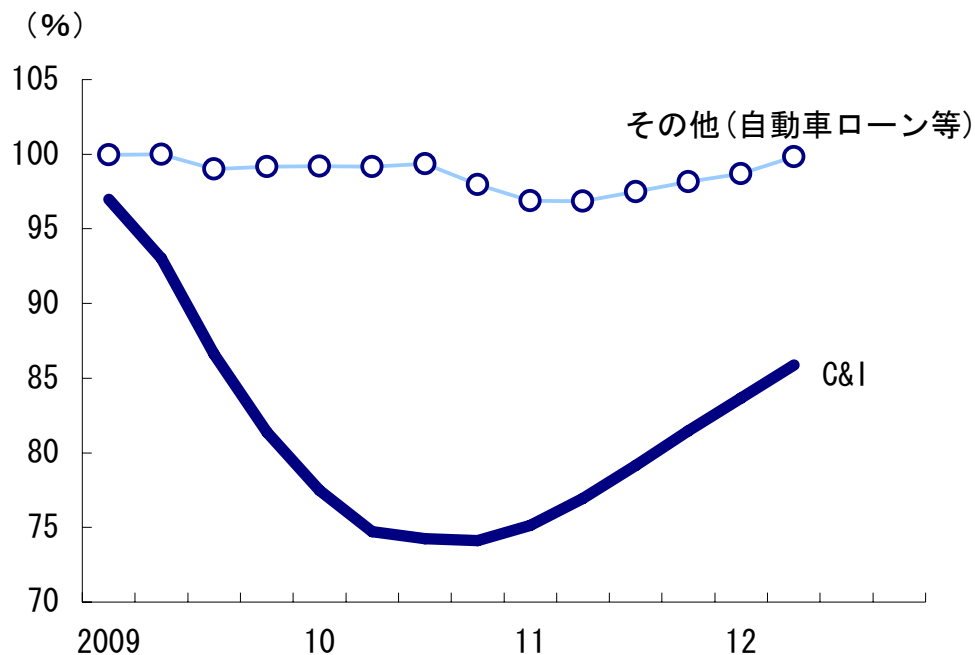
## Q10. 米銀の貸出は増えているのか

○ 貸出が増えているのはC&Iローン(商工業貸付)など一部。大半が低迷

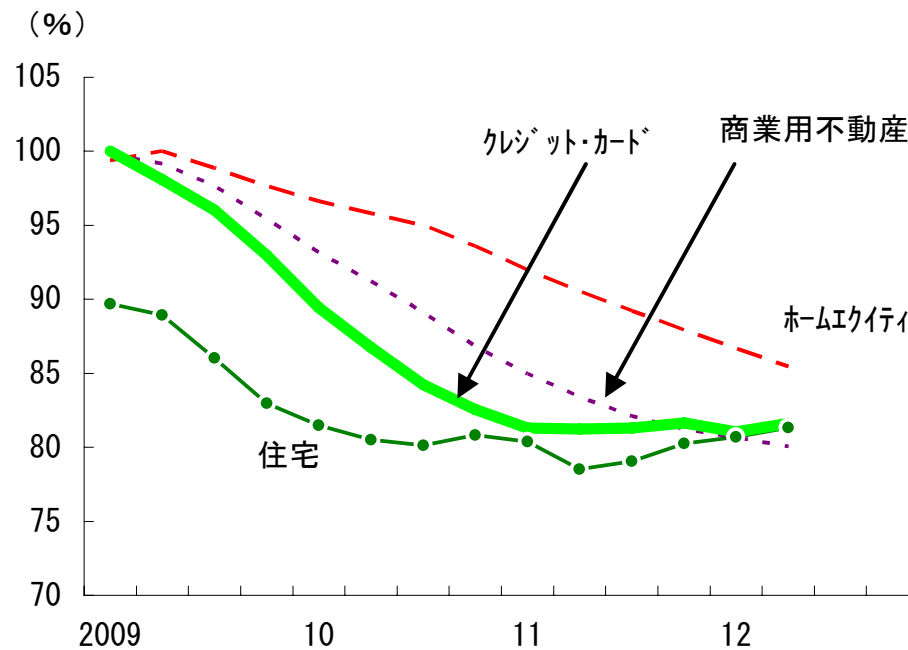
- ・ 米商業銀行の貸出のうち、改善が顕著なのはC&Iローン。その他(自動車ローン等)は金融危機でも大幅に悪化せず
- ・ 一方、貸出の大半は低迷。住宅とクレジット・カードは底ばい。商業用不動産は安定化の兆し。ホームエクイティは悪化の一途

### 【米商業銀行の貸出動向】

＜改善がみられる分野＞



＜低迷が続いている分野＞



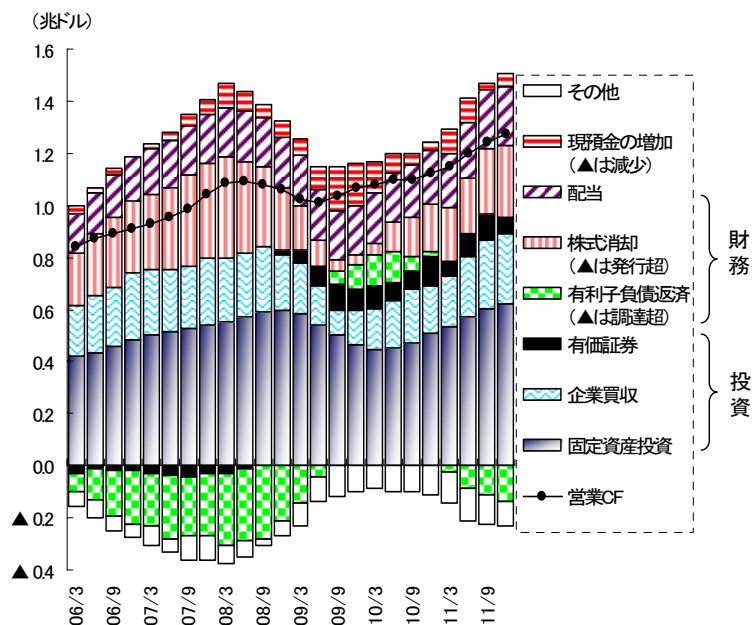
(注) 2007年～2012年のローン残高の最大値を100とした指数。直近値は2012/5実績。その他は自動車ローン、学資ローン、医療・レジャー・ローン等。  
(資料) FRBよりみずほ総合研究所作成

(注) 2007年～2012年のローン残高の最大値を100とした指数。直近値は2012/5実績。  
(資料) FRBよりみずほ総合研究所作成

## Q11. 企業の資金ニーズは強いのか

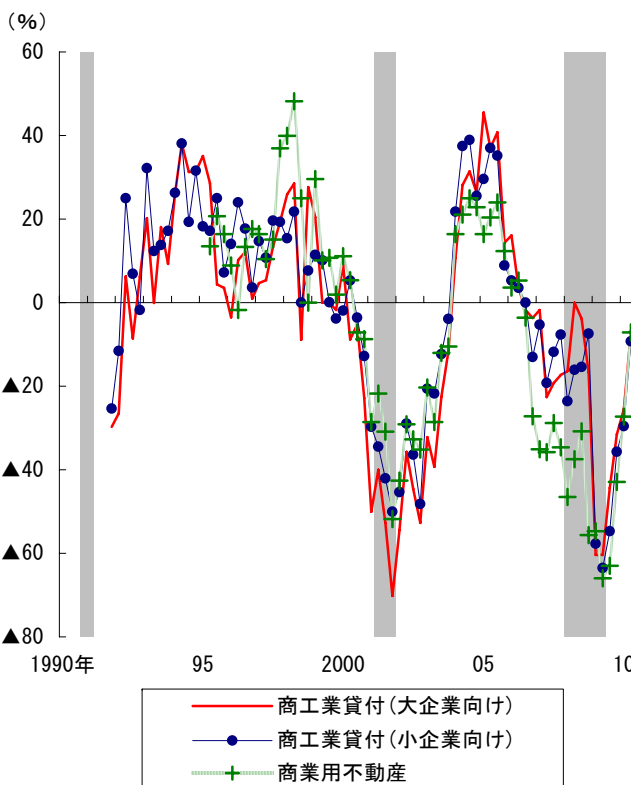
- 企業規模を問わず資金需要は改善方向。しかし、税制や規制が国内投資・雇用の障害に
  - ・ 米上場企業は豊富な営業キャッシュフロー(営業CF)をベースに、固定資産投資と株式消却を推進。有利子負債については返済から調達に変化
  - ・ FRB調査でも企業規模を問わず資金需要は改善方向
  - ・ しかし、先行き不透明感が強く、企業は慎重姿勢崩さず。特に企業が懸念しているのは税・規制の行方(≒政治の行方)

### 【米上場企業の資金需要と調達】



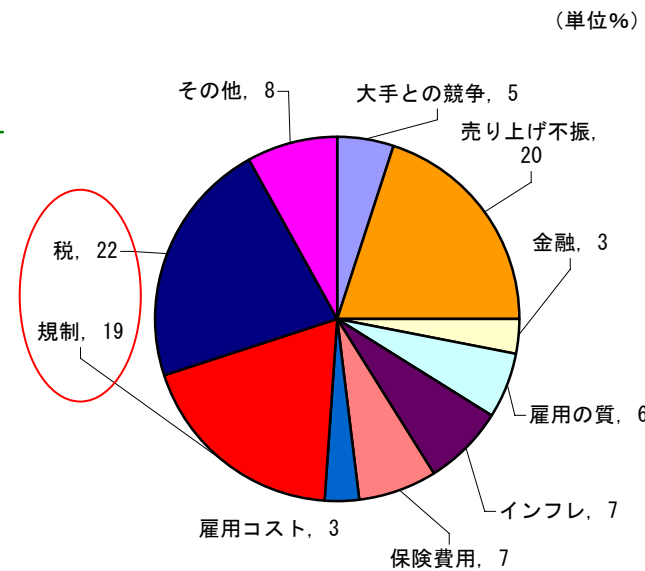
(注1) 調査対象は上場企業(除く金融)1,923社  
 (注2) 4四半期累計値  
 (資料) OSIRISよりみずほ総合研究所作成

### 【米企業の資金需要】



(注) 「3カ月前と比べて需要強い」 - 「需要弱い」。  
 網掛けは景気後退。  
 (資料) 連邦準備制度理事会

### 【米中小企業の経営課題】



(注) 経営上の最重要課題(一つだけ選択)。  
 (資料) NFIB(2012/5)

## Q12. オバマの輸出倍増計画は成功するのか(ドル安政策への示唆は)

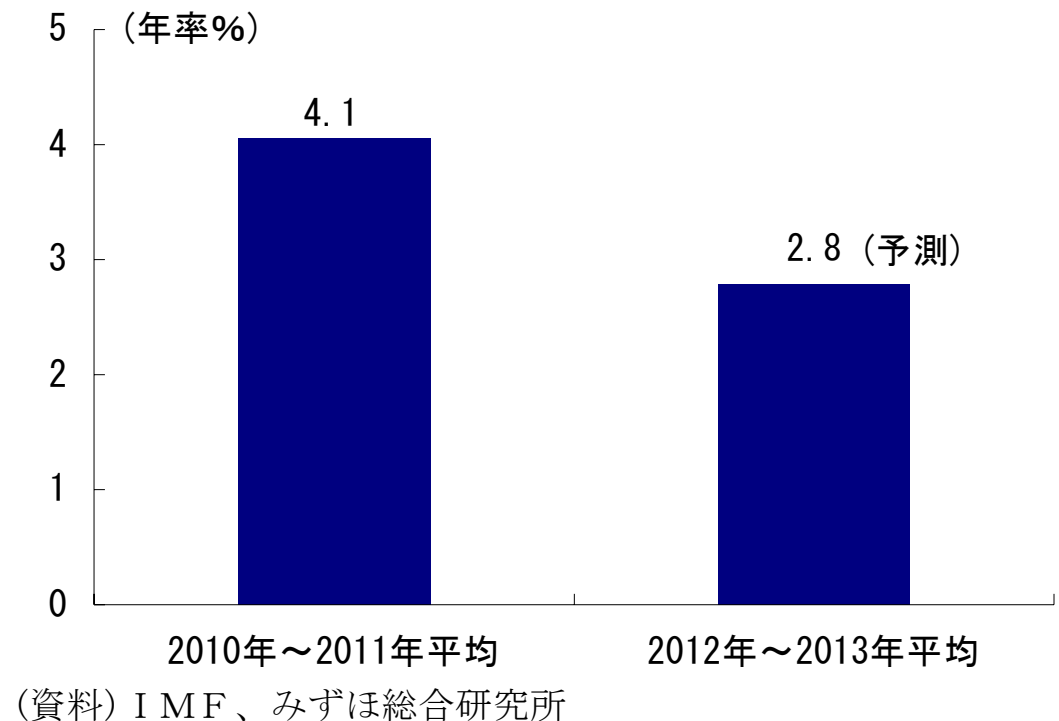
- 輸出倍増計画は、輸出先国の景気減速が見込まれる中で達成困難の見込み。潜在的なドル安政策持続を示唆
  - ・ オバマ大統領は5年間で輸出を倍増すると公約。足元までに150%強を達成(2009/1と2012/4の名目財輸出額の比較)
  - ・ しかし、米国の輸出先国の成長率は過去2年と比べて今後は鈍化方向。輸出倍増の公約達成は困難な可能性が大
  - ・ FRBによる金融緩和や人民元引き上げ圧力などを通じて、潜在的にドル安政策が取られ易いことを示唆

### 【 輸出倍増計画 】

目標
5年間で輸出倍増、雇用200万人創出
具体策
政府横断の輸出支援 (閣僚参加の貿易使節団派遣等)
輸出企業に対する金融支援 (輸出入銀行の融資承認額増大の促進等)
貿易障壁の除去 (コロンビア、パナマ、韓国とのFTA締結等)
通商法の執行強化
世界経済の不均衡是正

(資料) ホワイトハウス資料等よりみずほ総合研究所作成

### 【 米国にとっての輸出先国の成長率 】

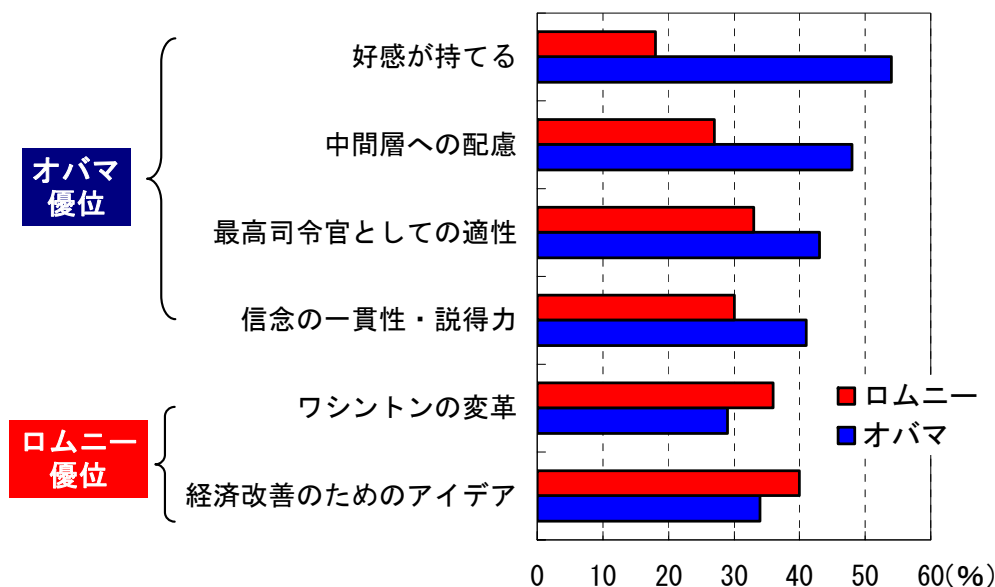


## Q13. 大統領・議会選挙の予想は

- オバマ大統領と共和党議会の組み合わせになる可能性が高い。政治的混乱の火種は消えず
  - ・ 現状ではオバマ有利。共和党候補者選びでの中傷合戦がロムニー候補の痛手にも
  - ・ 議会選挙では共和党が下院だけではなく、上院も制する公算。ただし60議席に届かず、議会運営に混乱の火種が残存
    - 上院では長時間の演説による審議妨害(フィリバスター。米国版の「牛歩戦術」)がしばしば起こる。これを回避するためには、60票の支持を得て討論終結(クローチャー)を決める必要がある

### 【大統領に求める資質に関する評価】

### 【大統領・連邦議会選挙の勝利予想】



		民主党	共和党
大統領	勝利確率	オバマ 54.0%	ロムニー 42.5%
	勝利確率	31.8%	48.6%
上院	現議席数	53	47
	改選数	23	10
	勝利確率	23.2%	78.5%
下院	現議席数	193	242
	改選数	435	

(資料) WSJ/NBC News Poll (2012/4/13-17)

(注) 1. 勝利確率は、Intrade予想による (2012/6/27アクセス)。  
 2. 上院は任期6年で2年ごとに1/3 (33) 議席改選。  
 上院民主党には、民主党よりの2名の独立系議員を含む。  
 下院は任期2年で全議席改選。

(資料) Intrade等よりみずほ総合研究所作成

## Q14. オバマと共和党に妥協の余地はあるのか

- オバマ大統領・共和党議会の分割政府では、相互抑制が機能し、大きな妥協が成立する可能性あり
  - ・ 議会での勢力を増した共和党に対してオバマ大統領が譲歩。“次の選挙”を睨む共和党も責任政党として妥協を模索
  - ・ ロムニー大統領・共和党議会の統一政府では、減税、医療保険改革法修正など保守色の強い施策を実現しようとする可能性
    - ただし保守色が強過ぎる政策運営となるため、“次の選挙”で中道・リベラルからの反発が強まり、政策の持続性が担保されないおそれ

### 【 大統領・連邦議会の組み合わせと予想される政策運営 】

		議会		
		共和党	ねじれ（上院民主・下院共和）	民主党
大統領	オバマ	①分割政府 中道路線（保守への譲歩） 財政再建など大妥協の可能性	③分割政府 党派対立の継続 政策運営の停滞	⑤統一政府 リベラル色の強い施策 財政調整措置の活用 富裕層増税の推進
	ロムニー	②統一政府 保守色の強い政策 財政調整措置の活用 減税・規制緩和の推進	④分割政府 党派対立の継続 政策転換に限界	⑥分割政府 中道路線（リベラルへの譲歩） 財政再建など大妥協の可能性

(注) ①～⑥は、現時点で実現性が高いと想定される順序。  
 (資料) みずほ総合研究所作成



## <参考> 大統領候補の政策比較

### 【 オバマ大統領・ロムニー候補の政策比較 】

政策分野		オバマ大統領 (注1)	ロムニー候補
基本方針		公平 (fair) な社会の実現、政府の役割重視	自由 (freedom) の復活、小さな政府の推進
財政 (注2)		10年間で4.3兆ドルの財政赤字削減 (現行政策対比) 10年間平均 (対GDP比) : 歳入19.4%、歳出22.5%、財政赤字3.2% 一律歳出削減は見直し (増税と歳出削減のバランス重視)	大統領提案を3.3兆ドル上回る赤字削減 10年間平均 (対GDP比) : 歳入18.3%、歳出20.0%、財政赤字1.7% 一律歳出削減は見直し (非国防支出削減による赤字削減)
税制	個人所得税等	パフェット・ルール (年収100万ドル超世帯の実効税率最低30%) の導入による富裕層増税	6段階維持し、各々20%引き下げ (最低税率10%→8%、最高税率35%→28%)
		年収25万ドル超世帯のブッシュ減税廃止 (所得税 (最高税率35%→39.6%)、キャピタルゲイン・配当税、遺産税の税率引き上げ)	ブッシュ減税の全面延長 (年収20万ドル未満のキャピタルゲイン・配当税は撤廃)
		年収100万ドル超世帯の住宅・医療・退職・児童控除廃止	高所得層の州所得税・固定資産税や住宅ローン金利 (二軒目) 関連の控除見直し
	法人税	法人税率引き下げ (35%⇒28%、製造業は実効税率25%以下) インソーシング (国内回帰) 企業に対する税額控除創設 アウトソーシング (海外移転) 費用の損金算入廃止 米企業の海外事業利益に対する国際最低税の創設	法人税率引き下げ (35%⇒25%) 全世界所得課税 (worldwide system) から領土内課税 (territorial system) への移行 (国外所得を免税とし、海外事業利益の国内還流を促す)
規制	医療保険	医療保険への加入義務付け等を柱とする医療保険改革法 (PPACA) の着実な施行	PPACAの撤廃。州政府による自治権・制度設計の柔軟性の回復、市場競争の促進、個人の選択肢拡充
	金融規制	金融規制改革法 (Dodd-Frank法) の着実な施行	Dodd-Frank法の撤廃、より簡潔で現代的な規制枠組みに置換
	会計改革	(特に方針転換なし)	企業会計改革法 (SOX法) を改正し、中小企業負担軽減
エネルギー	原油・天然ガスの国内生産拡大、輸入依存度引き下げ		開発スケジュール固定化や許認可プロセス簡素化による開発促進
	クリーンエネルギー促進 (2035年までに発電量の80%)		代替エネルギー向け支出は基礎研究に特化
	シェールガス開発の安全性確保 (化学物質の情報開示強化)		シェールガス開発・掘削に関わる過剰規制の回避
	燃費規制強化によるガソリン消費・温室効果ガス排出抑制		大気汚染防止法の改正 (CO2を規制対象外に)
住宅	延滞のない借り手の住宅ローン借り換え促進。資産500億ドル超の金融機関に課す手数料を財源に充当		民間金融機関主導の住宅ローン借り換え促進を要請し、政府による介入を批判。住宅都市開発省の予算縮小
外交・安全保障	国防政策	米軍縮小し、「二正面作戦」を転換してアジアに戦力集中	米軍拡張・強化。レーガン時代の「力による平和」追求
	対中国	中国の軍事行動等を契機に対中姿勢硬化。通商法の執行強化を進め、人民元は一段の切り上げ求める姿勢維持	中国の軍事行動、不正貿易慣行を強く批判。中国を為替操作国に認定し、相殺関税を賦課する等の制裁措置発動
	対北朝鮮	対話を通じ、非核化の見返りに経済支援を提供 (北朝鮮の長距離弾道ミサイル発射で対話路線は頓挫)	金融・貿易取引等の制裁強化による非核化を推進
	対イラン	武力行使を含むあらゆる選択肢を排除しないが当面は外交努力を優先。イスラエルによる単独攻撃に自制求める	イランへの制裁を強化。外交と軍事圧力を同等に位置づけ。イスラエルによる単独攻撃容認

(注) 1. オバマ大統領については、一般教書演説・予算教書での政策提案および現行政策をもとに作成。

2. オバマ大統領の予算提案については、共和党と比較可能にするため、議会予算局 (CBO) による予算教書分析の数字を使用。

ロムニー候補は包括的な財政政策提案を未提示のため、2013年度下院共和党予算決議の方針を記載。

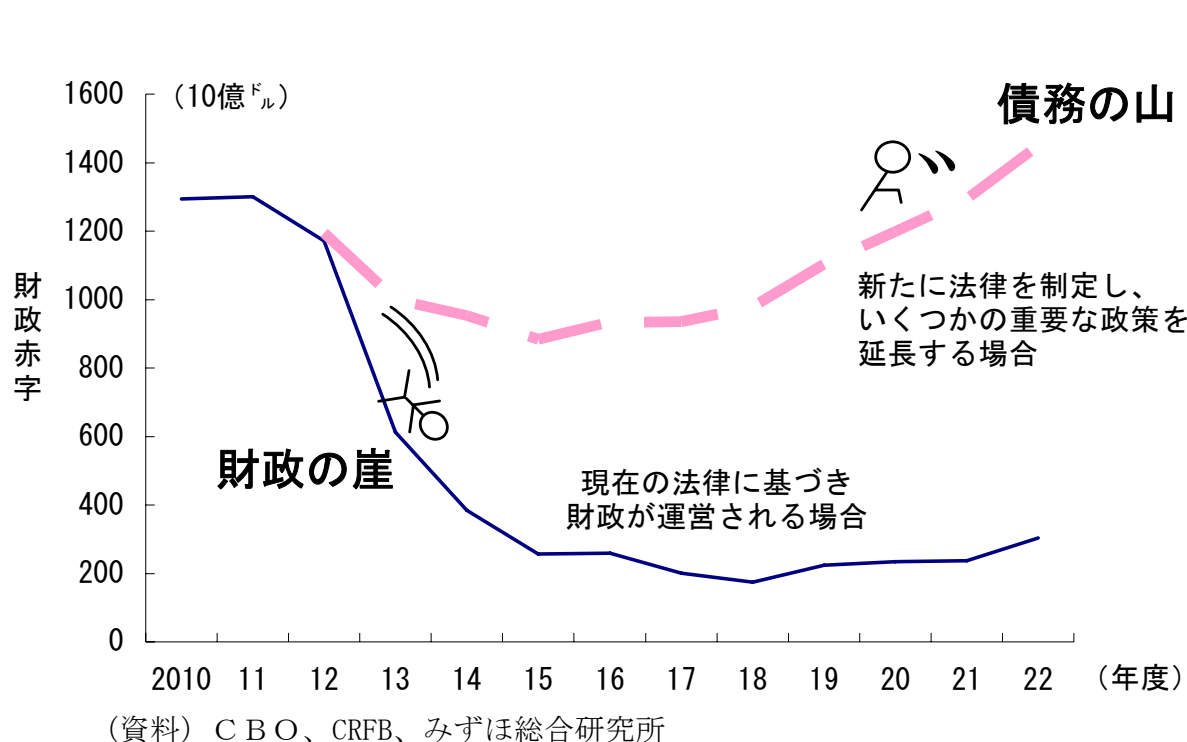
ロムニー候補は個別の公約として、①歳出GDP比20%に抑制、②非国防裁量的支出5%削減、③財政均衡化憲法修正条項の可決、等に言及している。

(資料) みずほ総合研究所作成

## Q15. 「財政の崖」は避けられるのか

- 議論の的になっている「裁量的支出の一律削減」が回避されてもなお、深い「財政の崖」が続く状況
  - ・ 「財政の崖」とは財政赤字の縮小幅(=財政の緊縮幅)を指し、2013年にはGDP比5%相当の大きさに
  - ・ 議会では「裁量的支出の一律削減をどうやって回避するか」で民主党と共和党が対立しているが、「崖」の一部に過ぎず
  - ・ ブッシュ減税が完全延長されてもなお、大幅な緊縮が発動される状況
  - ・ 債務上限の再引き上げ(「財政の天井」)も必要な中、高水準の赤字は共和党が容認せず。米国債の格下げリスクも

### 【 財政の崖 】



(単位：10億ドル)	
歳入関連計	399
ブッシュ減税の失効と代替ミニマム課税回避措置 (AMTパッチ) の失効等	221
給与税減税の失効	95
投資減税等、他の税負担軽減措置の失効	65
医療制度改革 (いわゆるオバマケア) に伴う増税	18
歳出関連計	103
財政管理法に基づく一律歳出削減	65
緊急失業給付の失効	26
メディケア診療報酬削減の凍結措置 (Doc Fix) の解除	11
その他 (分類が困難なもの)	105
計	607
「財政の崖」による経済への影響が財政収支に跳ね返るフィードバック効果	▲47
フィードバック効果を加えた場合の「財政の崖」	560

(資料) CBO (2012/5/22) よりみずほ総合研究所作成

## Q16. QE3はあるのか

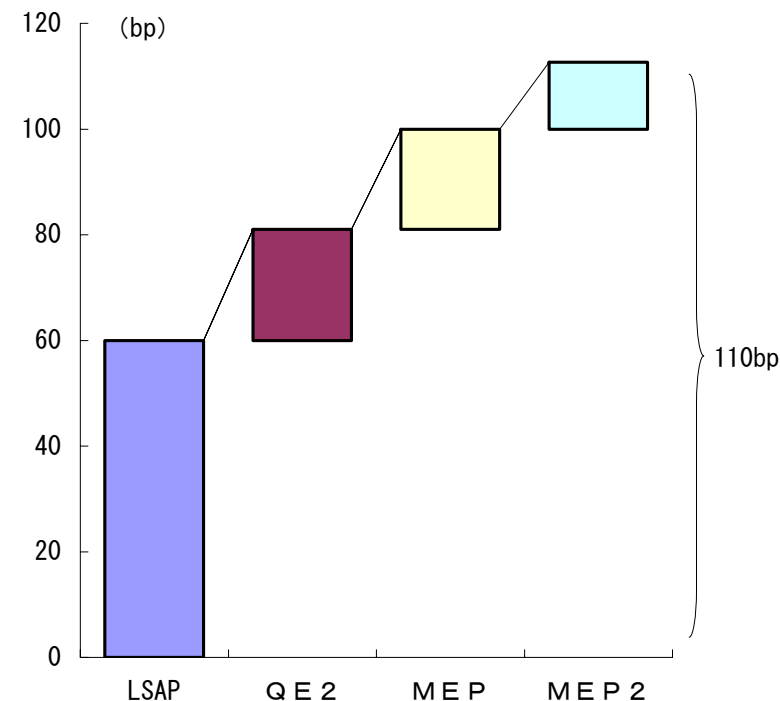
- 秋口までには長期国債の購入(QE3)に加えて、エージェンシーMBS(住宅ローン担保証券)の購入にも踏み切る公算
- ・すでに長期金利や住宅ローン金利が歴史的な水準まで低下する中、民間投資家に異なる資産への投資を促す効果を期待
  - ・経済指標の下振れの深刻さ、追加緩和の用意があるというFRBの強い姿勢、楽観できない欧州情勢、近づく「財政の崖」を踏まえると、リスク・マネジメントの観点から、FOMCは、秋口までにはバランスシート拡大に踏み切る公算
  - ・長期国債に加えて、住宅市場支援という点でオバマ政権の政策と統合的なエージェンシーMBSを購入
  - ・ただし、バランスシートの拡大には、金融の安定性(バブル防止)や円滑な出口戦略をどう担保するかといった課題あり

### 【 バランスシート政策の変遷と長期金利の引き下げ効果 】

日付	概要	通称
2008年11月25日	エージェンシー債(総額\$100bn、以下同じ)とエージェンシーMBS(\$500bn)の購入決定	LSAP 信用緩和策 QE
2009年3月18日	上記購入策の規模拡大(エージェンシー債\$100bn → \$200bn、エージェンシーMBS \$500bn → \$1250bn)と、長期国債(\$300bn)の購入決定	
2009年10月末	長期国債購入終了	
2009年11月4日	エージェンシー債購入の規模縮小(\$200bn → \$175bn)	
2010年3月末	エージェンシー関連証券の購入終了(証券の受け渡しは同年夏に終了)	—
2010年8月10日	エージェンシー関連証券の償還金の長期国債への再投資と長期国債のロールオーバー決定(保有証券ポートフォリオの残高維持策)	
2010年11月3日	長期国債の再購入(\$600bn)決定	QE 2
2011年6月末	QE 2 終了	
2011年9月12日	短期国債売却による長期国債購入(\$400bn)と、エージェンシー関連証券償還金の再投資先の変更(長期国債→エージェンシーMBS)を決定	MEP ツイスト・オペ
2012年6月20日	ツイスト・オペの年内延長決定(オペ総額を延長期間に比例する格好で拡大)	

(注) LSAP=Large Scale Asset Purchase、MEP=Maturity Extension Program

(資料) FRB等よりみずほ総合研究所作成



(注) 米国債10年利回りの引き下げ効果。各種実証研究の中央値。MEP2とはMEPの2012年内延長を指す。

(資料) 各種研究より、みずほ総合研究所

○ なお、バランスシートの拡大以外にも、2つの緩和手段

- ・ 1つは、フォワード・ガイダンスと呼ばれる「超低金利政策の継続期間」をさらに延伸する方法。現状は「2014年終盤まで」と、曆にリンクする方法を採っているが、FRBの使命(最大限の雇用と物価安定)に即した経済指標の動向とリンクさせる方法も提案されている
- ・ もう1つは、金融政策の透明性を高めることを通じて金融緩和効果をより浸透させる方法で、コミュニケーション政策という  
—— FRBは「政策ルール」の導入(p.29参照)や、現在公表しているFRB経済見通しの見直し等を検討中  
—— なお追加緩和手段として準備金利の引き下げもあるが、短期金融市場の機能低下という副作用から、不採用の公算

### 【 追加緩和の手段 】

バランスシート政策	今回でツイスト・オペは最後 バランスシート拡大へ（長期国債＋エージェンシーMBS）
フォワード・ガイダンス	成功を収めてはいるが限界も 曆ベースから経済指標にリンクした“日銀”タイプへ
コミュニケーション政策	「単純な政策ルール」の導入可能性 FOMCのたたき台であるFRB経済見通しと、政策決定との整合性を 取る必要

(資料) みずほ総合研究所

- フォワード・ガイダンスを変更し、時間軸を延伸・強化する方法については、限界や欠点も
  - ・ フォワード・ガイダンスを「2014年終盤」から「2015年半ばまで」と延伸しても、“言葉”だけでは実効性に乏しいおそれ  
——「時間軸が長くなるほど効果が低下する」(イエレンFRB副議長)ことを踏まえると、現状では3年程度が時間軸の限界
  - ・ 経済指標にリンクするフォワード・ガイダンスとしてエバンス・プランがあるが、政策運営が分かりにくいという欠点

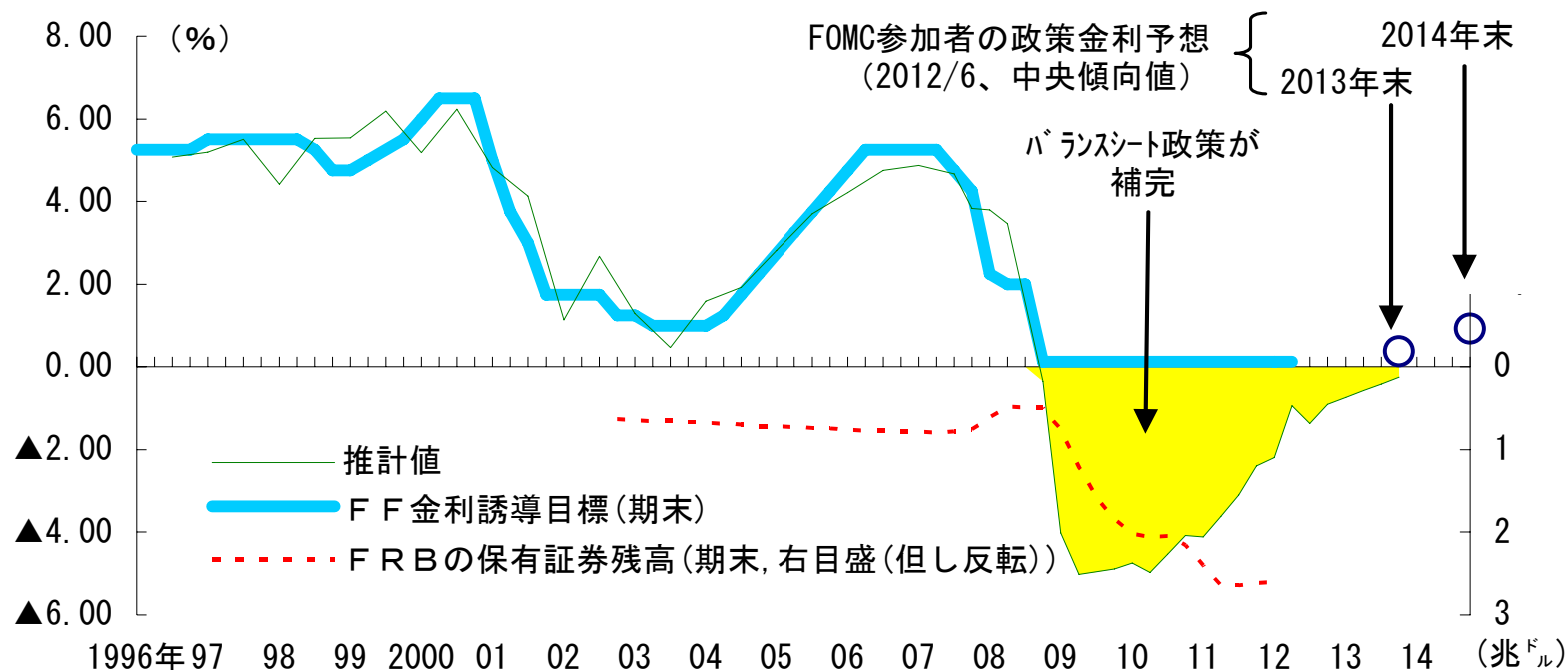
【 時間軸政策の変更:エバンス・プラン(例) 】

		失業率	
		7%未満	7%以上
インフレ率	3%以上	ケース① 緩和解除	ケース④ 失業率が改善しないのは構造的 問題が発生している証左、 金融政策では対処できないと 判断し、緩和解除
	3%未満	ケース③ インフレ率がインフレ目標 (2%)を大きく下回る場 合はデフレ防止の観点から 緩和継続。そうでなければ 解除	ケース② 緩和継続

(資料) シカゴ連邦準備銀行 (エバンス総裁講演、2012/3/16) よりみずほ総合研究所作成

- FOMCでは、コミュニケーション政策の改善として、テイラー・ルールのような「単純な政策ルール」の導入可能性を検討中
  - ・ 政策運営の分かり易さ、経済のブレや政策変更の度合いが「複雑なルール」と比べても劣らない、といった利点を持つ
  - ・ 一方、機械的運用の弊害、特に今般の金融危機による影響を過小評価してしまう可能性など実際の導入には課題

### 【 フォワードルッキング型テイラールールによる適正FF金利の推計 】



(注) 推計期間：1996:Ⅲ～2007:Ⅰ (F R B 見通しが得られる四半期のみ)。  

$$\text{FF金利誘導目標} = 8.01 + 2.06 \times \text{コアインフレ率見通し} - 1.63 \times \text{失業率見通し}$$

$$(1.58) \quad (0.29) \quad (0.24)$$
 括弧内は標準誤差。決定係数0.90、回帰の標準誤差0.60。  
 F R B の保有証券残高は2002年以降のみ表示。  
 (資料) F R B、みずほ総合研究所

## Q17. 米国経済の「日本化」とは何か

○ 国内資金余剰、超金融緩和策、運用のキャリー重視、クレジット・スプレッド縮小、安定性・流動性重視の規制の面で日本と類似

### 【5つの「日本化現象」】

5つの「日本化現象」	状況
資金フローの日本化現象	バランスシート調整に伴い、家計・企業部門の資金需要が後退。ISバランス上で同部門が資金余剰化
金融政策の日本化現象	①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策
金融機関運用の日本化現象	期待収益水準を引き下げ、長短金利差(キャリー)確保重視の債券運用に
クレジット市場の日本化現象	社債中心にクレジットスプレッド(国債との金利差)縮小
金融規制の日本化現象	安定的な預金の重視、流動性重視の金融規制(→金融機関運用の日本化に影響)

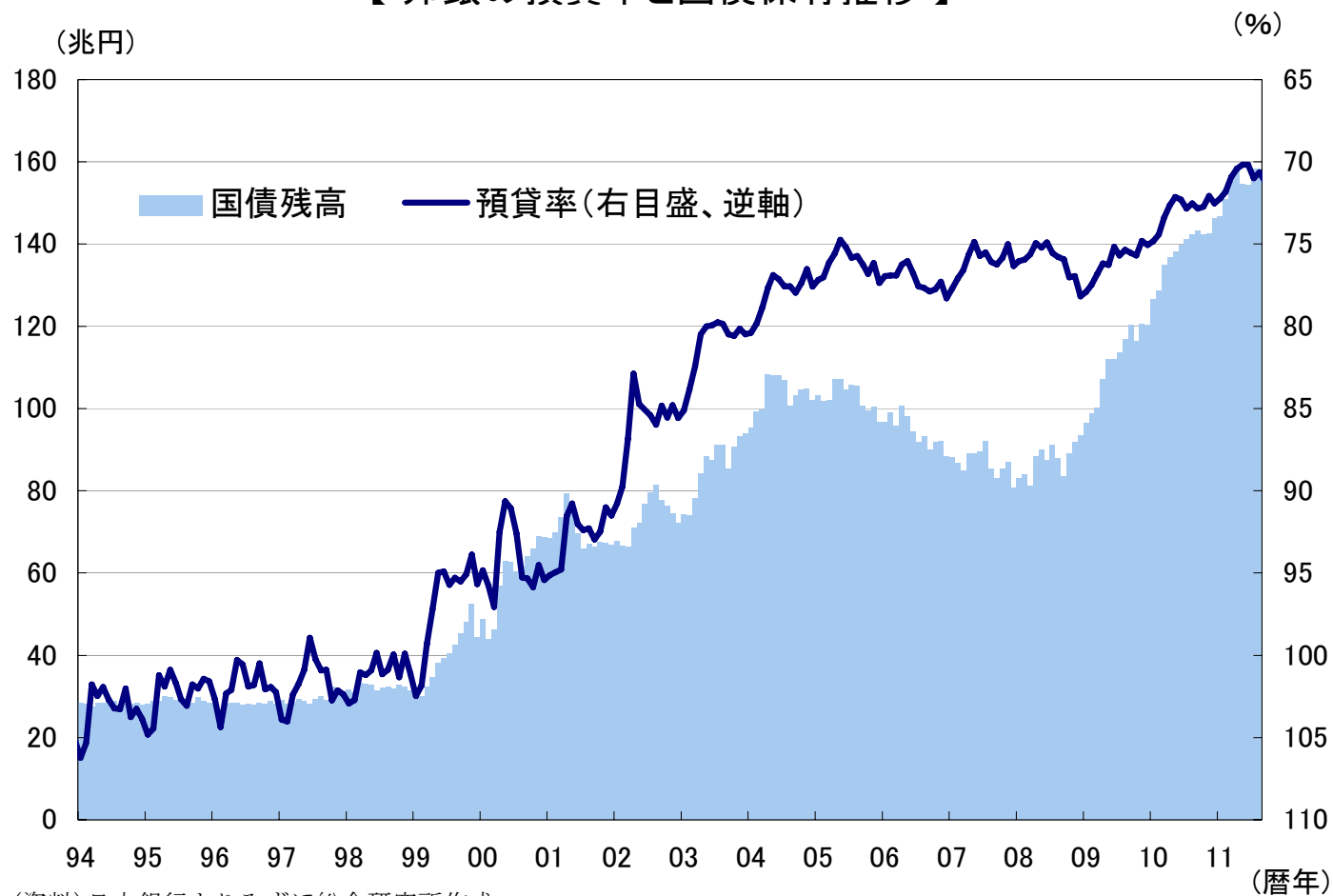
(資料) みずほ総合研究所





○ 日本の銀行は預貸率の低下にそって国債保有増加

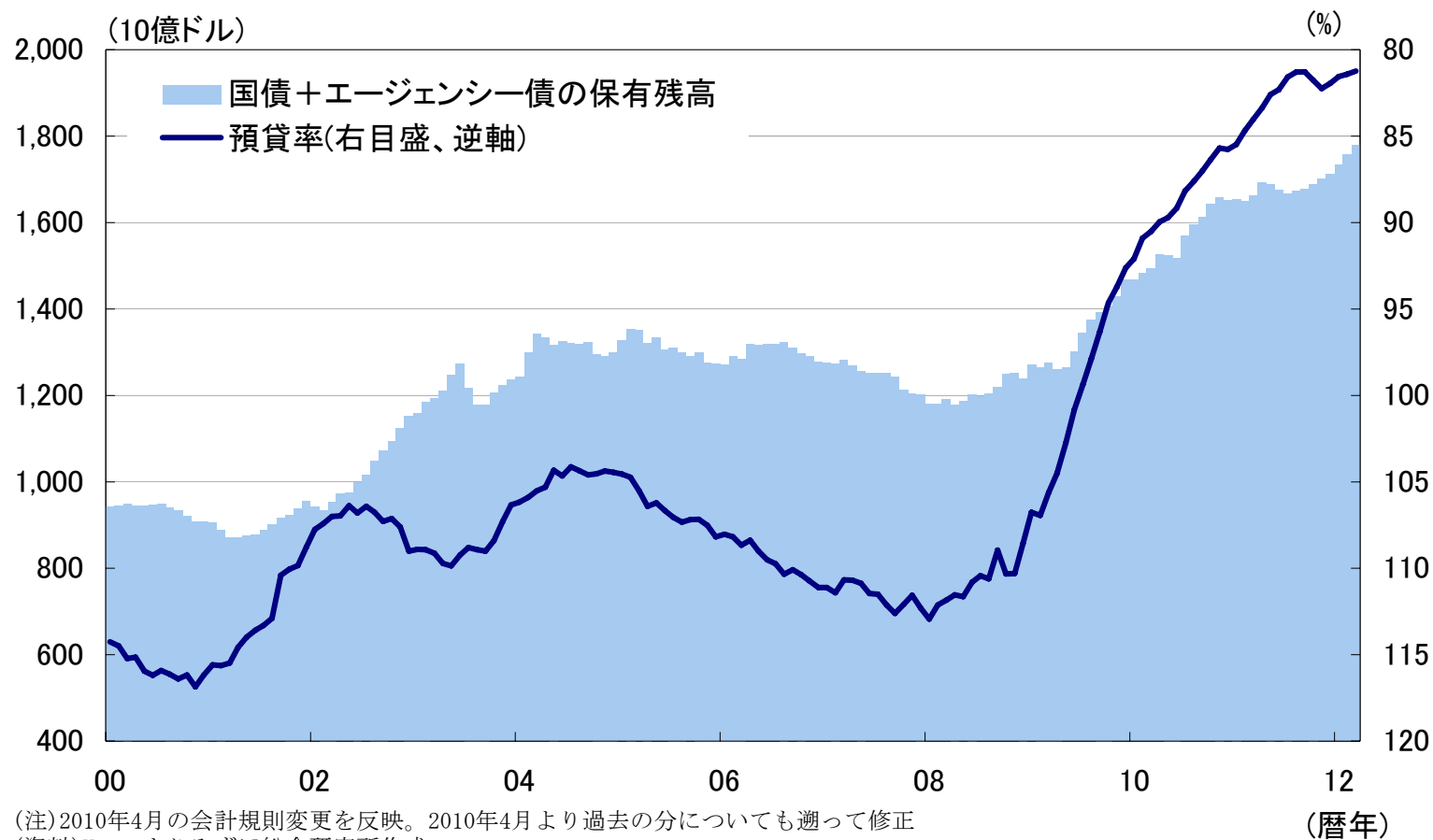
【 邦銀の預貸率と国債保有推移 】



(資料) 日本銀行よりみずほ総合研究所作成

○ 米銀でも2008年以降、急速に預貸率が低下。同時に、債券への依存が拡大

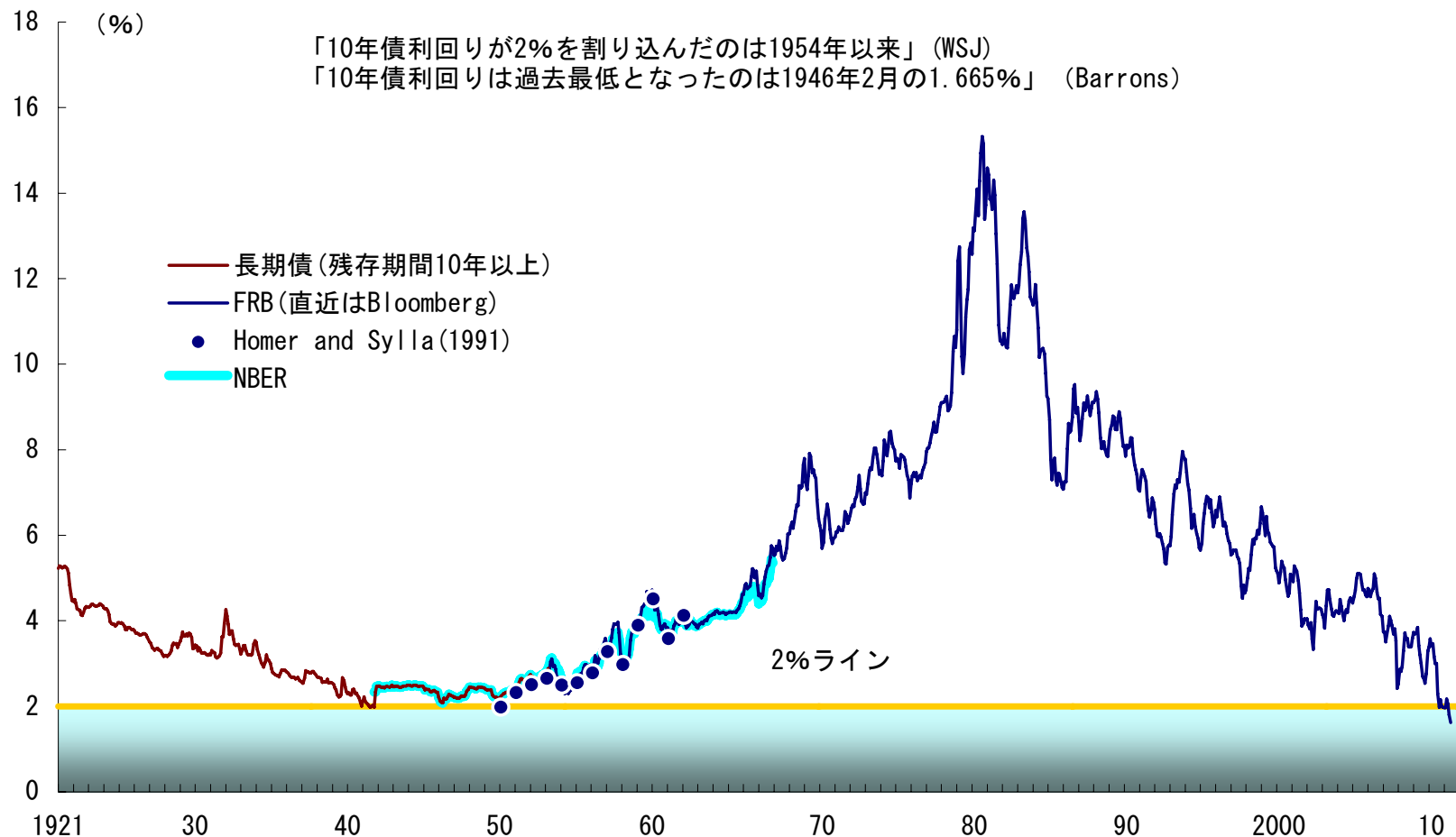
### 【 米銀の預貸率と国債及びエージェンシー債保有 】



## Q18. 米国の長期金利はいつ以来の低水準なのか

○ 米国長期金利は一時1.5%割れ(6/1、1.45%)。20世紀前半以降では前例のない低さ

### 【米国債利回り】



(注) NBERの系列は長期金利(系列m13033b)であり、残存期間は対象期間によってまちまち。Homer and Sylla(1991)はTable 52Bから抜粋したもので各年2月の10年債利回り。FRBは月末値、ただし直近は2012年6月27日実績。

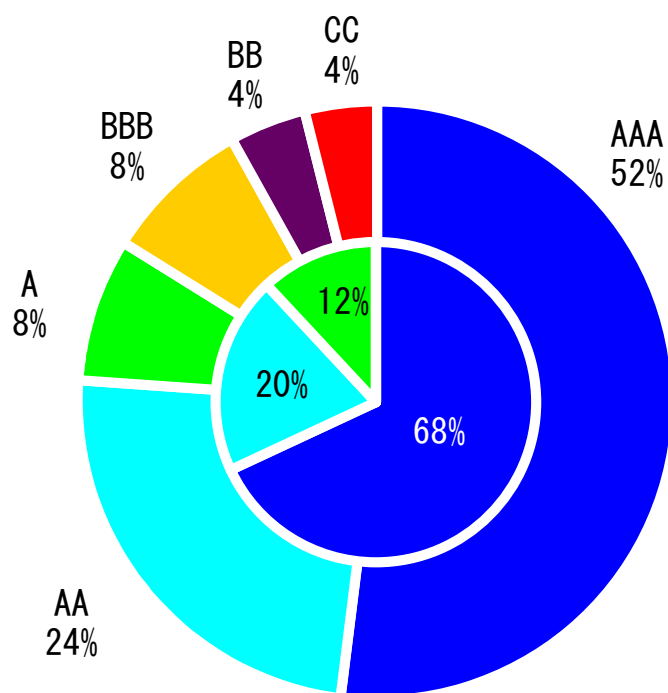
(資料) NBER; Homer, Sidney and Richard Sylla(1991) A History of Interest Rate, 3rd Edition, Table 53B; FRB; Wall Street Journal(2011/8/19); Barrons(2011/8/20); Bloomberg

## Q19. 国際的な安全資産の需給環境は米国の長期金利にどのような影響を与えるか

○ 安全資産の需給は国際的にみてタイト化しており、安全資産とみられている米国債の金利にとって下押し要因に

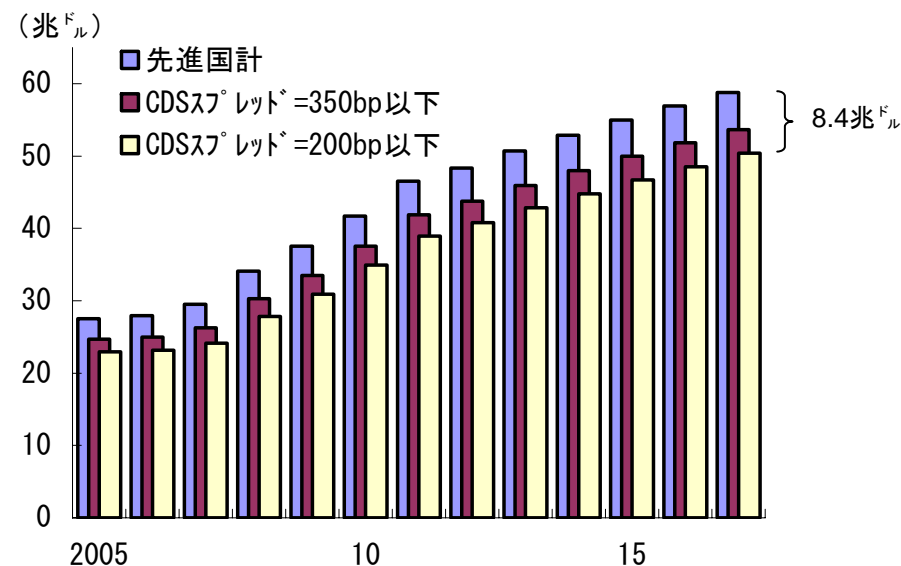
- ・ まず供給面をみると、政府債務の膨張で一部先進国の格付けが劣化。その分だけ、“最も安全な”国債の供給が目減り
- ・ 「CDSスプレッド200bp以下(2011年末時点)」を“安全な”国債とみなした場合、2017年時点で8.4兆ドルの供給減に相当 (IMFを元にみずほ総合研究所が試算)

【 先進国の格付け分布の変化 】



(注) S & Pによる25先進国の格付け分布。  
内側の円は2007年末時点、外側の円は2012年1月末時点。  
現状、米国債はAA+ (グラフではAA)。  
(資料) IMF

【 先進国の一般政府残高(グロス)の推移 】



(注) 2011年末時点のCDSスプレッドに基づき先進国の一般政府債務残高を合計。ただしカナダ、ルクセンブルク、台湾のCDSスプレッドが入手できないため、当該国の一般政府債務残高はすべてのケースに含まれる。債務残高はIMF(2012年以降は同予測値)。

(資料) IMF(2012) World Economic Outlook, April, Bloomberg, Thomson Reuters

○ 一方、民間金融取引・投資の安全志向、プルーデンス規制の強化、中銀の流動性供給等が、安全資産の需要を増大

### 【安全資産に対する需要要因】

安全資産の機能	投資家タイプ	注目される動き	安全資産需要への影響
安定した資産価値	外貨準備	戦略的アセットアロケーションにおける「安全性」の重要度が增大。準備の規模も拡大	↑
	保険・年金	投資政策（ALM）における債券重視。ただし低金利による利回り追求圧力も	↑
	ノンバンク	欧州危機による「質への逃避」	↑
安全な担保	銀行等金融機関	店頭取引から中央決済機構への緩やかなシフト	↑
		担保の再利用に対する制限と担保の流通度の低下	↑
		金融機関にとっての安定した資金調達確保の重要性増大とレポ取引におけるヘアカット率の多様化	→
プルーデンス政策の要	銀行	バーゼルⅢによるLCR（流動性規制）の導入	↑
		高リスクもしくは格下げされた国債に対するリスクウェイトの高まり	↑
金融危機に伴う流動性供給	中央銀行	金融危機に伴う金融緩和強化	↑
他の資産のベンチマーク	銀行等金融機関	相対的に安全と認識されている資産（米、英、独の国債等）への需要シフト	↑

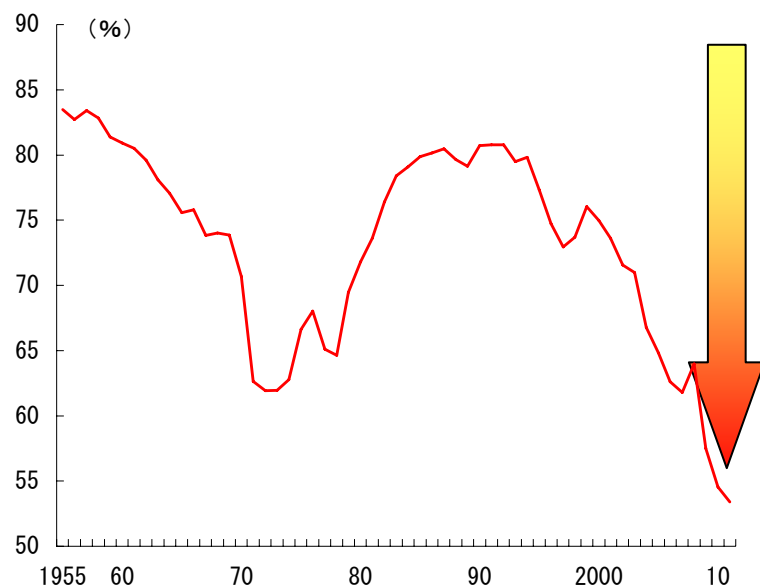
（注）安全資産需要の影響＝↑（増大）、→（不変）。

（資料）IMF(2012) *Global Financial Stability Report*, April Table3.3より作成（一部加筆修正）

○加えて、FRB等による保有が一段と米国債保有ニーズを増大。金融規制強化が安全資産需要を増加させる側面も

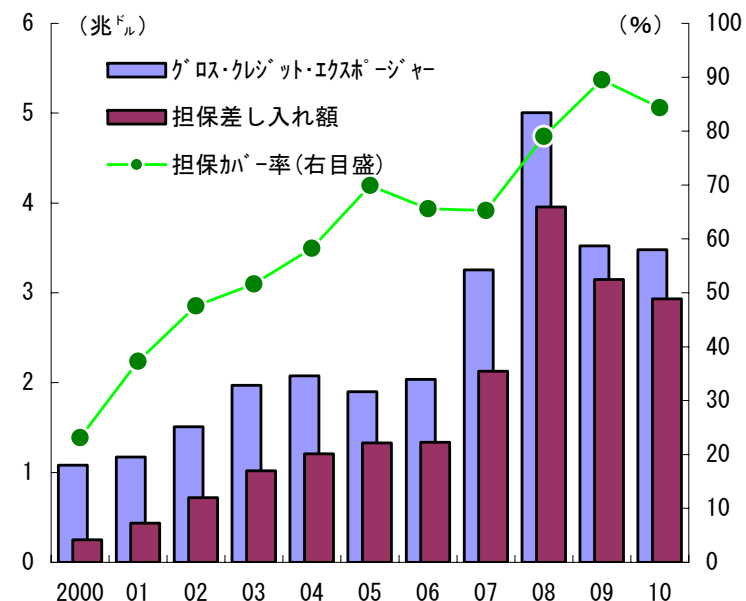
- ・ 米国債・政府機関債の民間保有割合は5割近傍まで低下
- ・ 店頭デリバティブ取引の規制強化により、担保としての安全資産需要が増大
  - 担保カバー率は82%程度。3.5兆ドル(2010年)にのぼるグロス・クレジット・エクスポージャーを100%カバーしなければならない事態となれば、5,460億ドル相当の安全資産が必要に
  - 2010年の担保構成はキャッシュが8割を占め、米国債は4~5%と小さい。しかし担保の差し入れ形態によって現金から米国債への需要シフトが起きる可能性

### 【 米国債・政府機関債の民間保有割合 】



(注) 貯蓄国債を除く米国債と政府機関債(含むMBS)に占める民間保有の割合。ただし非民間=FRB+海外と仮定。  
(資料) FRBよりみずほ総合研究所作成

### 【 店頭デリバティブ取引の担保カバー率 】

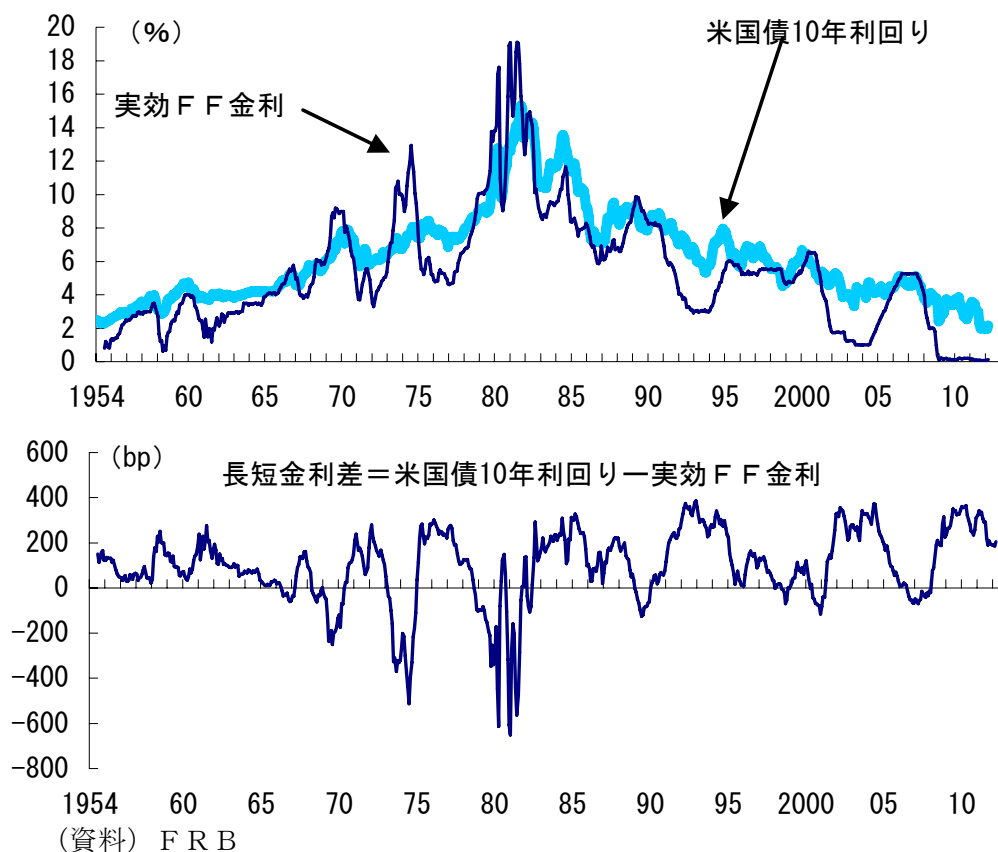


(注) 担保カバー率=担保差し入れ額(ISDA推計値) ÷ グロス・クレジット・エクスポージャー  
(資料) ISDA、BISよりみずほ総合研究所作成

## Q20. 米国の長期金利にはどの程度の低下余地があるのか

- 長短金利差の特徴から判断すると、足元の長期金利はおおむね妥当な水準だが、一段の低下リスクが残存
  - ・ 1985年以降でみると、長短金利差は145bpを平均値として変動。2012年6月の長短金利差も145bp(月中平均)であるため、平均への回帰分だけを考えれば、米国の長期金利はおおむね妥当な水準にあると考えることが可能
  - ・ ただし、長短金利差が平均周りで変動する傾向等を踏まえると、長期金利が一段と低下するリスクは残存

### 【米国における長短金利差】



<AR(2)モデルに基づく推計>

1985年以降の  
回帰水準

Dependent Variable: FCM10-FFED  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/02/12 Time: 13:07  
 Sample (adjusted): 1985M01 2012M03  
 Included observations: 327 after adjustments  
 Convergence achieved after 4 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.451085	0.483448	3.001531	0.0029
AR(1)	1.257861	0.052155	24.11770	0.0000
AR(2)	-0.289196	0.052144	-5.546069	0.0000

R-squared	0.958915	Mean dependent var	1.545566
Adjusted R-squared	0.958662	S.D. dependent var	1.343681
S.E. of regression	0.273195	Akaike info criterion	0.251868
Sum squared resid	24.18185	Schwarz criterion	0.286638
Log likelihood	-38.18041	Hannan-Quinn criter.	0.265742
F-statistic	3781.079	Durbin-Watson stat	1.933374
Prob(F-statistic)	0.000000		

Inverted AR Roots    .96            .30

(資料) みずほ総合研究所

---

〔本資料に関する問い合わせ〕

みずほ総合研究所

市場調査部 小野・山崎・服部 TEL:03-3591-1219

本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、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。