

米国経済 3 大荒れ続く金融市場、景気後退懸念が自己実現しやすい情勢を反映

今週に入り、米国金融市場の混乱に拍車が掛かっている。株式市場では、ダウ工業株 30 種平均が 8 日は前日比 634 ドル安、9 日は 429 ドル高、昨日 10 日は 519 ドル安と異常な乱高下を経て、11 カ月ぶりの安値を記録した。米国債は先週末の格下げにもかかわらず、投資家のリスク逃避資金の流入が増え、昨日 10 日の長期金利は 2.17% に低下、08 年 12 月中旬に付けた過去最低に迫っている。先週 5 日夕の米国債格下げ、9 日の FOMC（連邦公開市場委員会）が発表した事実上のゼロ金利の 2013 年半ばまでの継続方針と景気見通しの大幅な下方修正、昨日 10 日の仏金融大手の経営不安観測など、今週は市場に影響を及ぼす大きな変化が相次いでいることは確かである。だが、実際に生じている市場の混乱は予想を超える規模に達している。以下、その要因を分析するとともに、当面の金融市場と米国経済の展望を考えてみた。

1. 想定以上に響いた S&P の米国債格下げ

(1) 格下げの影響を過小評価した市場

前回報告（丸紅ワシントン報告 2011-14）のすぐ後、8 月 5 日夕方に格付け会社 S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）が米国債の長期格付けを最上位の AAA から一段階下の AA+ に初めて引き下げた。それを受けた 8 日の金融市場では投資家の景気後退懸念が強まってリスク回避指向が加速し、G7 の緊急声明もオバマ大統領の声明も歯止めにならなかった。先週の金融市場では、米国債の格下げは織り込まれつつあり、実際に格下げがあっても市場の混乱は限定的にとどまるだろうとの見方が多かったが、実際のインパクトははるかに大きかった。

(2) 自己実現的な景気後退へ道を開きかねなかった格下げ

多くの投資家が格下げの影響を読み誤った原因は、格下げ前の投資心理の悪化を過小評価したことにあったと考えられる。それゆえに、限定的なはずの格下げの影響にさえ耐えられなかったのである。心理悪化の本質は、景気後退懸念が自己実現しやすくなった実体経済の脆さである。

前回報告で指摘したとおり、現在もデレバレッジが続いている米国経済は、家計部門が債務調整を優先するために、個人消費の伸びが抑えられがちになっている。昨秋から今春にかけての株高の局面では、家計部門の金融資産の回復という経路から景況感が改善して消費はやや上向いた。しかし、その際も債務調整からの下押し圧力が掛かっていたために、消費の拡大の勢いは企業部門の設備投資や雇用の拡大に弾みを付けさせる程の強さにならなかった。企業部門は、高収益が続く中でも多額の流動性を抱え続けるという慎重な姿勢を変えず、機器・ソフトウェア投資を手堅く拡大させるにとどめた。そして春以降、エネルギー価格の急騰や東日本大震災による自動車・同部品のサプライチェーンの寸断という外的ショックが生じると、消費者と企業の景況感がすぐに悪化し、景気回復のペースは著しく緩慢になってしまった。

そして先週初めの債務上限引き上げと財政赤字削減を巡るオバマ政権・民主党と共和党の妥協を受けて、市場に今後の財政金融政策による景気刺激は困難になったとの懸念が急速に広がった。妥協前の株式市場は弱含みにはなっていたが、ダウ平均が 12,000 ドル台を維持するなど妥協のもたらす影響への認識は十分に浸透していなかった。金融政策は妥協と直接の関係はなかったが、妥協前から現状の期待インフレ率の高さの下では、バーナンキ議長がデフレ懸念を条件の一つと示唆してきた FRB の次の追加緩和、いわゆる QE3 は無理との見方が大勢になっていた。問題は財政政策であり、妥協を受けて、早急かつ大幅な歳出削減を求める共和党が下院の多数を占める議会では財政に

よる景気刺激策は用意できないとの認識が急に市場に広がったのである。

妥協をきっかけに高まった市場における景気後退への先行き懸念は、5日に発表された7月の雇用統計において非農業部門就業者数が前月比11万7000人増と緩やかな雇用と景気の拡大が確認されたことで、いったんは緩んだ。しかし、同日夕方のS&Pによる米国債の格下げの発表は、雇用統計のプラス効果を帳消しにして余りあるインパクトを持っていた。リスク・フリーであり金融市場のベンチマークになっている金融資産の初めての格下げによって投資家が認識した不確実性も小さくなく、市場の想定を超越した投資家のリスク回避の行動が発生したのだと考えられる。加えて、8日にS&Pがファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）やフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）など政府支援機関の格付けを引き下げたことも、当然の措置とはいえ市場参加者の懸念を増大させた。

(3) 景気後退に備え始めていた市場参加者

もっとも8日に投資家がパニックに陥ったわけではない。それは、格下げされた米国債の市場に金先物市場と同様にリスク回避の資金が流入したことからも分かる。格下げはS&Pが米国政府の将来の返済能力に対する信託を僅かとはいえ引き下げたことを意味するが、市場参加者は返済能力が低下したとは思っていない。米国債の格下げによって発生する混乱や不確実性の高まりを嫌って、格下げされても安全資産の位置付けが変わらない米国債の保有を今まで以上に増やすという複雑な投資行動を選択したのである。その意味では、S&Pの格下げの判断は市場参加者の多くに理解されたとは言い難い面もある。

むしろ投資家は、パニックは回避できても景気後退は回避できないとの懸念を格下げによって一段と強めたのだと思われる。米国債への逃避資金の流入も、米国債への信託は揺るがないという前提の下で、迫りつつあると判断した景気後退に備えた合理的な行動になる。問題はその先行き懸念の増大が自己実現的な景気後退を誘発しやすくなっていることである。投資家の極端なリスク回避による株価暴落は、家計部門の金融資産を目減りさせるという経路から消費者心理の悪化に拍車を掛け、本当に消費が悪化する。当面の財政金融政策には心理悪化を阻止する役割は期待できない。企業部門が設備投資や雇用を先行して拡大させ、景気を牽引する展開もあり得ない。日本やドイツ、新興国のように輸出主導で内需が低迷する中でも景気回復を続けることもできない。米国経済は、金融市場で投資心理が著しく悪化してしまうと景気後退を止められないという悪循環に陥りやすい脆弱な構造になってしまったのである。

2. FOMC 声明に対する投資家の安堵と落胆

(1) 今後2年以上のゼロ金利維持を市場はひとまず安堵

9日に開催されたFOMCは、投資心理の悪化が実際の景気後退を招き、金融市場と実体経済の間で相互に負のフィードバックが続いてしまうという悪循環に歯止めを掛ける貴重な機会だった。そのFOMCの回答は、景気の現状評価と見通しを相当引き下げた上で、13年半ばまで現在の超低金利政策、すなわち事実上のゼロ金利政策を継続する方針を明示するという内容だった。

最低2年間はゼロ金利を続けると明言するFOMCの決断が、市場の予想を超越したことは、ダウ平均の9日の終値の前日比429.92ドル高が示している。FOMCの判断に市場はひとまず安堵を示し、FOMCは市場における景気後退懸念の増大とその自己実現の悪循環にひとまず歯止めを掛けることに成功したといえるだろう。

(2) 市場はFOMCの景気見通しの大幅な下方修正に対しては落胆

しかしFOMCが示した景気見通しの大幅修正に対しては、市場は落胆し、自らの景気後退懸念を強めた模様である。それは株価のFOMCの声明発表直後の下落や昨日10日のダウ平均で前日比519ドル安（4.6%下落）の10,719ドルと昨年9月以来の水準に沈んだ株安に強く表れている。昨日の

株安は、フランスの国債格下げ観測の浮上やギリシャ国債の保有額の多い仏金融大手の経営不安など欧州の債務問題の影響ももちろん大きい、それと相俟って FOMC の以下に示すような厳しい景気判断と見通しに対する市場の理解が FOMC から一夜明けて進んだことも響いている。

FOMC は前回まで、足元の景気の軟化はエネルギー価格の急騰や東日本大震災の影響などの一時的な景気圧迫要因が大きく、それ解消する年後半からは景気が安定した回復ペースを取り戻すという見通しを示してきた。しかし今回の FOMC は、そうした一時的な圧迫要因では最近の経済の弱さの一部しか説明できない、同要因が消える今後数四半期にわたり景気回復のペースは幾分減速すると述べて見通しを明確に下方修正した。さらに FOMC の見通しの厳しさは「経済情勢が 13 年半ばまで異例の低金利（ゼロ金利）を続けることを正当化する可能性が高い」という声明の表現に示されている。FOMC が 2 年先までの金融政策を明言するのは極めて異例のことである。逆に言えば、そこまで景気回復が緩慢にとどまり、しかも下振れリスクがあることに FOMC が確信を持っていることを意味する。さらに FOMC の見通しの厳しさは、「インフレが今後数四半期で自らの責務である物価安定と整合するか若干下回る水準に落ち着いていく」という物価展望にも表れている。足元の期待インフレ率は FRB の適正レンジ内にあるが、その先はインフレ懸念ではなく、緩慢な景気回復とそれに伴う需給ギャップの拡大からディスインフレが進むと FOMC は見込んでいる。

3. 当面の展望

(1) FOMC の厳しい景気見通しと整合するのは QE3 という見方が浮上

一方、市場では厳しい FOMC の景気見通しに対して、13 年半ばまでのゼロ金利継続という金融政策は不十分なのではないかという懸念と QE3 への期待も浮上し初めている。これまで QE3 実現を阻むとの見方が強かった期待インフレ率の高さも、FOMC の物価見通しでは低下が見込まれ、その下ぶれリスクが強まればデフレ懸念も生じかねないことから、問題にならないという解釈も成り立つ。一方で、今回の FOMC の少なくとも 13 年半ばまでのゼロ金利維持という判断に対して、3 人の地区連銀総裁が反対票を投じたことを踏まえると、やはり QE3 実現は難しいという見方もある。3 人の反対票は 92 年以来の多さであり、QE3 になると反対票が増えるのではないかという懸念もある。逆に今回の FOMC でも 3 人の反対票を押し切ったバーナンキ議長らは、躊躇せずに QE3 の実施に踏み切るという見方もある。今回の FOMC でのバーナンキ議長らの判断には、超低金利を続けてインフレが物価安定と整合しない水準に上がるリスクは否定できないが、そのコストは超低金利を続けずに景気後退に陥ってしまう場合の生じるコストよりはるかに小さいという理解も込められていると思われるからである。

市場は、8 月 26 日にワイオミング州ジャクソンホールで開かれるカンザスシティ連銀主催の会合でのバーナンキ議長の講演に注目している。昨年の同会合で議長は QE2 の実施を示唆した実績があるだけに、今回も議長が QE3 を示唆するとの観測が、昨日の株価急落とタイミングを合わせるかのように強まり始めている。筆者も現時点では、FOMC の厳しい景気見通しに整合するのは QE3 であろうと判断している。

ただ、QE2 は、それだけでは効果が及ばない問題の多さと総合的な景気刺激効果の限界も明らかにした。一例が住宅市場であり、住宅ローン金利を歴史的な低水準への引き下げをもたらしても、金融機関の貸出基準が厳格化するなどして住宅ローン利用申請の拒否率が上昇してしまい、需要回復には未だに結びついていない。QE3 もこうした限界を解消できるとは考えにくく、景気の下振れリスクを防ぐ程度の効果にとどまるとは思われる。

(2) 金融政策に関心が集中する状態が当面続く

景気後退懸念の自己実現を阻止する貴重な存在として、ひとまず FOMC は役割を果たした。これに対して機能を封印されたかにみえる財政政策に打開の可能性はまだ見えない。8 月 2 日に成立し

た2011年予算管理法（債務上限引き上げ・財政赤字削減の包括策）で設置が決まった財政赤字削減に取り組む超党派の特別委員会のメンバー指名は進んでいる。だが、民主・共和党両党から指名された議員の組み合わせをみた有識者からは、早くも11月23日の期限までの合意形成を危ぶむ声が上がっている。オバマ政権が短期的な景気刺激策として、11年末で切れる給与税減税と失業給付の延長、インフラ投資の拡大・促進策（インフラ開発銀行構想含む）などを9月の休会明けの議会に提唱するとの観測もある。しかし共和党は、ティーパーティー運動の主要団体から債務上限引き上げ問題での妥協を強く批判され、今秋以降の議会で再び徹底した歳出削減の実現を求められている。これから本格化する共和党の2012年大統領選に向けた候補者選びも、当分は同党の一層の保守化を促進することになるだろう。9月以降のオバマ政権・民主党の求める短期の景気刺激策の議論に即座に応じることは考えにくい。

景気は雇用統計が示したように、緩慢な回復の領域にあり、市場が懸念するほど後退の瀬戸際にあるわけではない。ただ、このままでは失業率の低下があまり期待できない、年率2%前後の緩慢な景気回復にとどまり、下振れリスクが顕在化し始めると、後退懸念の自己実現を止められなくなる。やはり、この状態を放置し続けるわけことは危険であり、当面は金融政策に景気後退懸念の自己実現を阻む唯一の役割を期待する状態が続くそうである。なお、FRBは米国の金融市場と経済の安定を最優先とする以上、QE2の際に発生したドル安などの動きは今後も生じやすい状態が続くだろう。日本にとっては追加的な円高リスクが残り、協調介入等は期待しにくい状態が続くのではないかな。一方、QE2の際に生じた原油等の商品高は、新興国の景気減速など10年夏以降との情勢の違いを勘案すると、限定的にとどまるのではないかと考えられる。

(3) 景気後退への転落は再選を目指すオバマ大統領にとって相当危険

なお、政治的には2012年の再選を目指すオバマ大統領にとって、景気後退の回避は極めて重要な意味を持つ。現状の失業率の高止まり、緩やかすぎる雇用回復のペースが問題視され、一部の世論調査では匿名の共和党候補との比較で支持率が下回る結果も続いている。これから米国経済が景気後退に陥ることがあれば、有権者の責任追及は現職であるオバマ政権に最も強く向かうことは避けられないだろう。共和党が下院の多数を占めるとはいえ、任期中に景気後退を阻止できない大統領の再選を支持できる有権者は限定される。特に選挙の勝敗を左右する無党派層の支持獲得は難しくなることが不可避だろう。その場合、共和党や同党の大統領候補が景気回復の有効な政策を用意できなくても、オバマ大統領への逆風は弱まらないと思われる。

緩慢とはいえ景気回復が続いている以上、上記の展開は可能性の低いシナリオの位置付けであり、現状では現職であるオバマ大統領の再選の可能性はまだ高い。ただ再選のための財政による景気刺激策を封印されているという点では、オバマ大統領は米国経済と同様に脆弱な立場にあることには、今後、注意していく必要がある。

以上／今村

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さ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います。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。