

丸紅ワシントン報告

2011-14

2011年8月5日

丸紅米国会社ワシントン事務所長

今村 良

+1-202-331-1167

imamura-t@marubeni.com

米国経済 2 債務上限引き上げ問題 3

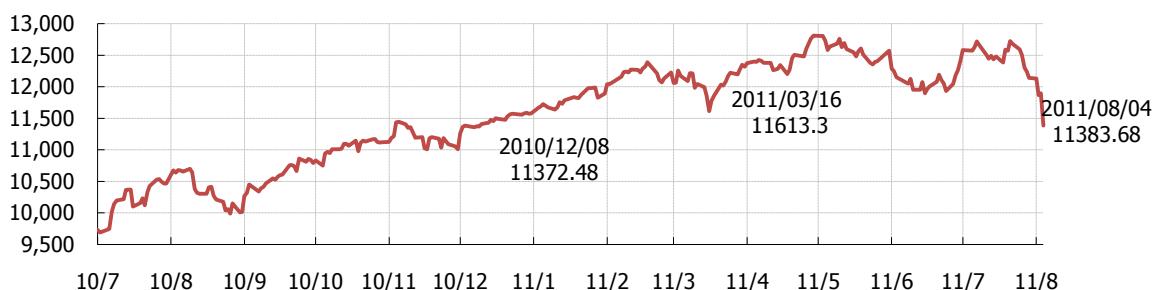
株価急落が示した時期尚早の緊縮財政の危険性

昨日8月4日の米国株式市場は急落し、ダウ工業株30種平均が前日比512.76ドル安(4.3%下落)の11,383.68ドルと約8カ月ぶりの安値で終わった。1日の下落幅は金融危機の渦中だった08年12月以来の大きさである。長期金利も2.47%と約10カ月ぶりの低水準、原油先物相場(WTI)も1バレル=86.63ドルと約5カ月ぶりの安値を記録するなど、市場は米国の再度の景気後退を強く警戒する局面に入った。しかし本日発表の雇用統計は7月の非農業部門就業者数が前月比11.7万人増、失業率は9.1%に若干低下するなど、緩やかだが雇用と景気の回復が続いていることを示す結果となった。以下、昨日の市場動向を振り返り、景気の現状と展望の確認を行ってみた。

1. 米国・世界の景気後退を急に警戒し始めた金融市場

昨日8月4日の株式市場は全面安の展開となり、前日比の下落率はダウ工業株30種平均が4.3%、NASDAQ総合指数が5.1%に達した。ダウ平均は昨年12月上旬以来の低水準であり、年初比でも減少に転じた。前日からの下落幅512ドルは、金融危機の渦中にあった08年12月以来の大きさである。直近の高値(7月21日)からの下落率も10%を超えて「弱気相場」に入るなど、市場参加者の景気後退への強い警戒感を示す展開となった。

図表1 ダウ工業株30種平均の推移



債券市場でも長期金利の指標である10年物米国債利回りが2.47%に低下、昨年10月上旬以来となる約10カ月ぶりの低水準となった。2年債利回りは0.27%、過去最低利回りを記録している。米国債市場は、米国政府の債務上限が期限の8月2日当日に引き上げられてデフォルト・リスクが解消していた。その上に市場参加者の景気後退懸念が加わって、リスク回避の米国債買いが加速した。

図表2 米国債利回りの推移 (%)



商品市場では、米国経済だけでなく世界経済の景気後退への懸念も強まり、NYMEX（ニューヨーク商品取引所）では WTI 原油先物相場が前日比 5.8%安の 1 バレル=86.63 ドルへ急落した。2 月 18 日以来、約 5 カ月ぶりの安値である。逃避資金の流入先の一つだった金先物も本日は反落した。朝方は安全な通貨の代表であるスイス・フランと円のそれぞれ利下げ、相場介入という動きを受けて逃避資金の金先物相場への流入が増えて史上最高値を更新した。だが、株価急落や原油など他商品の相場の大幅下落を受けて投資家の間で金先物の換金売りが増えた。同相場の証拠金引き上げの観測も影響した模様である。

2. 市場の懸念ほどには悪くなかった実体経済

しかし昨日までの米国経済に、金融市場の昨日の急落が納得できる景気後退の兆候は必ずしも現われていなかった。6 月の個人消費支出が前月比 0.2%減と 1 年 9 カ月ぶりの減少を記録したことが辛うじて該当例といえるぐらいであろう。企業の景況感を示す ISM 製造業・非製造業の両指数は 7 月、ともに市場のコンセンサス予想を下回ったが、その水準は景気拡大の領域にとどまった。東日本大震災の影響を受けている米国の自動車販売台数も 7 月は前月比 5.8%増の年率 1,220 万台、4 月までの 1,300 万台超の水準には戻っていないが、市場予想を上回り復調傾向である。年後半には日本のサプライチェーンの復旧が進み、米国経済への悪影響も軽減されていくという FRB 等の展望に沿った動きでもある。雇用の先行指標となる新規失業保険申請件数と ADP 雇用統計はいずれも緩慢な雇用の回復を示唆する内容にとどまったが、それぞれ市場予測よりもよい結果だった。4-6 月期の企業収益も堅調な水準を維持した。このように最近発表された経済指標から考えられる景気の総合的な姿は、足元は確かに軟化しているし、今後はしばらく緩慢なペースでの回復が続くというものであり、本日の市場が示した景気後退への強い警戒感とは距離がある。

3. 市場の懸念の本質は、景気失速を防ぐ財政金融政策の不在、輸出の先行き不透明感も

しかし市場の強い悲観は誤解ではないだろう。8 月 2 日に成立した 2011 年予算管理法に基づく財政赤字削減は、今年 10 月からの 10 年間で総額 2.1~2.4 兆ドル。今年の景気に対する下押し圧力は限定されるが、12 年のインパクトは赤字削減幅が最大の 2.4 兆ドルであれば実質 GDP を 0.3%程度押し下げる効果になる。しかも今回決定した赤字削減以前に、財政政策に今後変更がなければ、12 年は社会保障税減税と失業保険給付の延長の今年 12 月末での期限切れ、09 年の景気刺激策の終了等による実質 GDP の押し下げ効果 1.5%弱が存在していた。現在の米国景気は、後述したように計 1.8%弱の GDP への下押し圧力を吸収して回復を持続できる強さはまだ備えていない。さらに、これまで堅調だった輸出も、欧州の信用不安や中国など新興国経済の減速観測が強まる中、拡大の持続に確信は持てなくなってきた。

オバマ政権と議会には、政策を修正して景気への下押し圧力を軽減するという選択肢が当然ある。しかし、オバマ政権・民主党と共和党の債務上限引き上げと財政赤字削減の交渉から合意までの展開は、今後、政権と議会がその選択肢を採用せず、予想される下押し圧力がそのまま顕在化する可能性の高さを示してしまった。しかも FRB の QE3 と呼ばれる追加緩和も、現在の期待インフレ率ではすぐに実施されることは期待できない。デフォルト回避に一瞬は安堵した市場がすぐに弱気に転じて昨日の急落に至った理由の多くは、今後の景気悪化を促進しかねない政権・議会とそれを乗り越えて景気を支える能力までは備えていない FRB の存在に気付いたことや、輸出の先行きも不透明なことから生じた焦りの反映ではないか。

4. 債務調整下の難しい経済運営に財政否定の共和党が関わる怖さ

現在の米国経済は、依然として過剰債務の残る家計部門がその調整を優先せざるを得ないため、個人消費の回復は緩慢にとどまりがちであり、住宅投資は低迷が続いている。それを受けた企業部門は多額の流動性を抱えていても雇用抑制を続け、家計部門の購買力の回復がさらに遅れてしまう

という悪循環も生じている。米国には、この脆弱な米国景気の回復を途切れることなく続けて安定を取り戻すという短期的な課題であり、一方で中長期的な課題には巨額の財政赤字と債務残高の持続可能な規模への圧縮がある。しかも、財政赤字と債務の圧縮には常に景気への下押し圧力が伴うという難しさもある。したがって米国政府の経済運営には、短期的には景気回復を優先して財政赤字の拡大を厭わずに財政出動（減税を含む）を行う一方、景気が安定を取り戻した後は大規模な財政赤字削減に取り組むという逆方向の政策のタイミングに配慮した組み合わせが求められている。

しかし、オバマ政権・民主党と共和党の合意は、共和党の求める一刻も早い歳出削減という主張に押し切られ、時期尚早の歳出削減が脆弱な景気回復を失速させてしまうリスクを高めてしまった。現在の共和党は、財政支出は非効率で大きな政府の元凶と強調する保守派の主張に支配されている。オバマ政権の09年の景気刺激策の雇用創出等の効果を完全否定し、財政支出は雇用を破壊する、財政支出を大幅に削減して規制を減らせば企業の政府に対する信認が回復して雇用も投資も促進されると真剣に訴えているのが実態である。脆弱さを残す景気の元で緊縮財政を開始する危険性への市場やIMF等の警鐘を聞こうともしない。こうした姿勢は、中立的な議会予算局が景気刺激策に330万人の雇用創出効果があったと推計し、11年前半に実質GDPが前期比年率1.1%増にとどまる中で機器・ソフトウェア投資は7.8%増を記録した現実とは相容れない。同党の経済の理論と政策までが保守派のイデオロギーに支配されているのである。しかし、下院の多数派を押さえる同党の発言力は、その妥当性は別にして強く、議会に来年から生じる財政からの景気下押し圧力を軽減しようという機運が高まる気配はない。

オバマ政権と民主党は、債務上限引き上げ後の重要課題に雇用回復を位置付け、9月の休会明けの議会に、社会保障税減税と失業保険給付の延長、雇用を拡大する企業を対象にした税額控除の実施やインフラ銀行の構想を含めたインフラ投資等を呼び掛けている。しかし共和党が政権の提案に応じるのは、景気刺激策を否定する同党が世論の厳しい批判を受けかねない状態に追い込まれたときに限られるだろう。現在の景気の軟化を懸念する声もろくに出さない共和党指導部を見るかぎり、そう考えざるを得ない。その上に、来年の大統領選に向けてオバマ大統領に雇用回復という得点を与えたくないという同党の政治的な意識も影響を与える可能性が高い。

5. QE3を躊躇させる現在の期待インフレ率の高さとQE3の効果への疑問

市場の強い懸念は、FRBのQE3、すなわち新たな追加緩和の現時点での可能性の低さという認識からも生じているだろう。バーナンキ議長はこれまでQE3の実施条件として、QE2の実施時と同様にデフレ懸念の高まりが必要と示唆してきた。しかし現在の期待インフレ率（=ブレークイーブン・インフレ率）は足元で急低下したとはいえ2.2%強であり、バーナンキ議長がQE2の実施を示唆した昨年8月の1.5%前後よりもはるかに高い。QE3が現実になるには、今後、期待インフレ率が大幅に低下するような景気後退懸念の増大が必要になる。

図表3 ブレークイーブン・インフレ率（国債10年、%）



逆に景気後退の懸念がそこまで深まった段階からQE3が実施されても、その後の景気刺激効果は期待できるのかという疑問も市場にはあるだろう。先日発表されたGDP統計の改定によって、10

年は前半の 4%近い成長率から後半の 3%弱へ景気が減速していたことが判明した。QE2 が示唆・実施されたのは年後半であり、追加緩和によって景気拡大に弾みが付いたというこれまでの実績の説得力が低下してしまった。もちろん株価は QE2 の示唆後に上昇、改定後の実質個人消費支出も 10 年前半よりも後半の伸びが大きいなど、詳しくみれば QE2 の効果は確認できる。だが住宅投資の低迷が 10 年後半も続いている現実は、QE2 の効果が届かない需要項目の存在を再認識させる。今後、QE3 が行われるとすれば、期待インフレ率が今よりもさらに低下するとき、つまり景気後退の観測が一段と強まっているときであり、しかも QE2 の実施時と異なり財政が景気に下押し圧力を掛けているであろうときである。そこで QE3 を実施しても、どこまで効果があるのか。財政からの下押し圧力を跳ね返して景気を上向かせることが QE3 に可能なのか、疑問を強める市場参加者が多くなることは当然だろう。

6. それでも景気後退が間近に迫っているという観測は行き過ぎ

しかし、足元の景気には年前半に比べた改善点も存在する。急落した原油価格は年前半に購買力を奪った高水準のエネルギー価格が下落に転じること、すなわち購買力の相対的な回復の可能性の高さを意味している。日本の鉱工業生産、特に輸送機械の生産の回復傾向は寸断されたサプライ・チェーンの急速な復旧を示しており、米国の自動車・同部品の販売と生産の制約が今後確実に緩むことで景気に対する下押し圧力が一つ消えていく。家計部門の債務調整の進展は改定された GDP に基づいても確認できる。個人所得の回復も続いている。企業収益は GDP 統計の改定によって、2010 年 1Q から過去最高の更新を続けていることが明らかになり、11 年 2Q も更新が続いた見通しである。在庫も設備も雇用も過去の実績に基づけば、調整が始まるとは考えにくい水準にあり、景気後退が迫っているとは考えにくい。

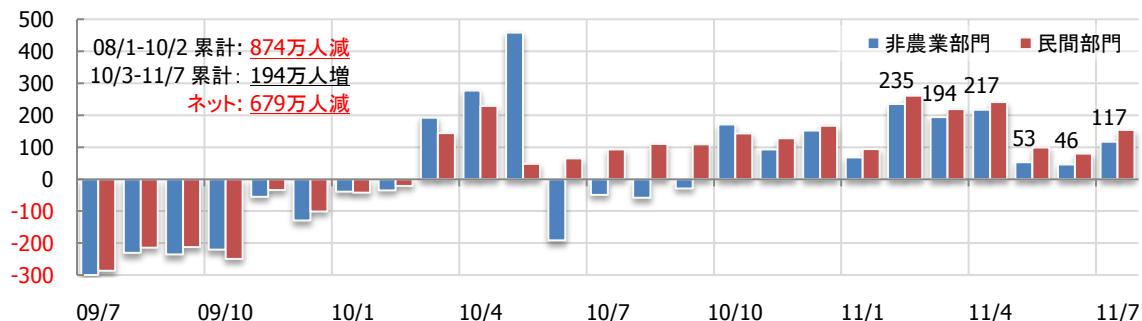
市場には、金融危機の渦中であった 08 年 12 月と現状を比べると、景気への対応能力において現状ははるかに劣るという指摘がある。確かに 08 年 12 月は 7000 億ドルの TARP(不良資産救済計画) を導入済みであり、翌年すぐに 8000 億ドル超の景気刺激策が成立した。これに対して脆弱な景気に緊縮財政を押し付けているのが現状である。しかし景気の現状と展望で比較すれば、急激な信用収縮が進む一方で調整が必要な過剰債務が山積みになっていた 08 年 12 月と、景気後退を余儀なくさせる歪みなどない現状との間には圧倒的な差がある。総合すれば、政権と議会の対応能力が劣る現状の方が 08 年 12 月よりはるかにましである。その点からも今後の先行きへの懸念にも限度があるはずと考えられる。

7. 雇用所得環境の緩やかな改善は続いている

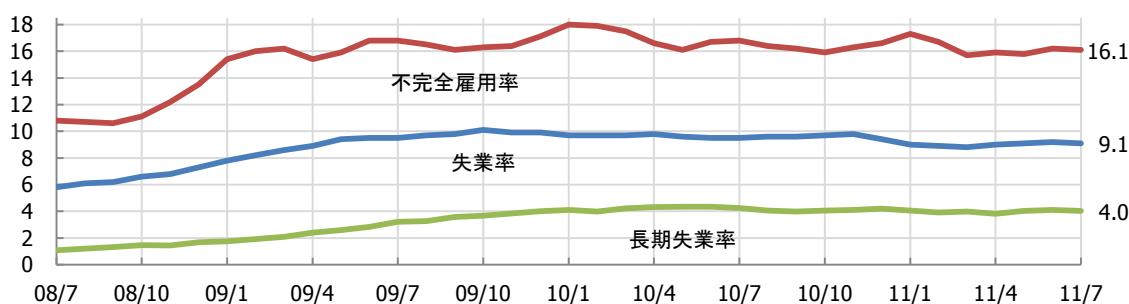
本日 8 月 5 日に発表された 7 月の雇用統計も緩やかな雇用と景気回復が途切れていなかったことを示す結果となった。7 月の非農業部門就業者数は前月比 11 万 7000 人増と市場予想の 7 万 5000 人増を大幅に上回り、6 月も 4 万 6000 万人増（改訂前 1 万 8000 人増）、5 月も 5 万 3000 人増（同 2 万 5000 人増）へそれぞれ上方修正された。11 年 2-4 月の月平均 21 万人超の伸びには見劣りするが、過去 2 カ月の低水準を大きく超えた。民間部門就業者数は 7 月 15 万 4000 人増と底堅い伸びを記録した。7 月の週平均労働時間は 33.6 時間で前月比横ばいだが高めの水準、時間当たり賃金は 4 カ月連続増であることをみても、雇用所得環境は緩やかな改善傾向を取り戻し、緩やかな景気回復の持続にも再び確信を持たせる結果になったといえる。

失業率は 9.1%、不完全雇用率は 16.1%、長期失業者の割合は 44% といずれも若干改善したが、就業者数の回復が失業者の減少をもたらす展開にはなっていない。労働力率が 63.9%、就業者の対人口比率が 58.1% と共に歴史的な低水準を記録したことは、今後の失業率等の低下に必要な就業者数の増加幅の多さを物語ってもいる。当面の景気後退のリスクは低下したが、来年からの財政から生じる下押し圧力を交わせるほど景気は強くない状態といえる。昨日の金融市場が示した警戒感はまだ解消できない結果であり、それを反映して本日の株価は一進一退の不安定な動きを続けている。

図表4 就業者数の推移（前月差、1,000人）



図表5 失業率等



(注1)不完全雇用率=（失業者+縁辺労働者+経済情勢によるパートタイム就業者）／（労働力人口+縁辺労働者）。

(注2)長期失業率は失業期間27週以上の失業者の労働力人口に対する割合。（資料）労働省。

8. 株価急落後の景気展望：緩やかな回復持続が標準シナリオ、懸念材料は緊縮財政

（1）緩慢な回復が継続、自律的に回復のペースが上がる展開は考えにくい

今後、エネルギー価格の上昇や震災の影響など一過性の要因が消えていっても、家計部門の債務調整は当面の間続き、個人消費は緩慢な回復、住宅投資は低水準で推移する可能性が高い。そうなると企業部門の慎重姿勢もあまり変わらないだろう。高収益を続け、多額の流動性を抱えたまま、設備投資は底堅いペースで進めるが、雇用拡大は抑え気味という現状維持が続くのだろう。自律的に景気回復のペースが上がっていくという展開は当面、考えにくい。むしろ企業部門は7月の人員整理数が1年4カ月ぶりの水準に膨らむなど、先行き懸念が強まれば一層の雇用削減を躊躇しない傾向があり、今後もコスト削減による収益確保の指向を保つ可能性がある。それゆえに過去のトレンドからみれば過剰雇用がないと思われる水準でも、一層の雇用減少の懸念が払拭できないこと、均衡する水準が予想外に低くなる恐れに要注意である。

（2）一定の景気刺激策は必要、刺激策を求める世論を無視できない共和党

今後、景気は後退懸念こそ過剰だが、来年からの緊縮財政の元で回復を持続できるか不透明な水準での回復が続いている可能性が高い。問題は、この先行きの行き詰まりをオバマ政権と議会が修正できるのか、前述のように財政赤字削減に頑なな共和党にオバマ政権と民主党が方針転換を迫ることができるのかである。

一つの好材料は、債務上限引き上げの際の共和党の交渉方法と結果に対する世論の批判の高まりだろう。8月2-3日に実施されたニューヨーク・タイムズ紙とCBSニュースの世論調査によれば、共和党のベイナー議長の不支持率が57%、議会共和党の不支持率は72%など、債務上限引き上げの交渉を受けて共和党の印象は悪化した。議会全体への支持率は過去最低の14%を記録、議会民主党の不支持率も66%に達しているなど政治不信も強まっているが、その中でも妥協を拒み続けた共和党の印象が一際悪い。財政赤字の削減方法についても世論の50%が歳入拡大の盛り込みを支持し、歳

出削減のみへの支持は44%にとどまるなど、世論と共和党の乖離は明らかである。

今後も共和党が緊縮財政一辺倒になり足元の景気への配慮を欠くことになれば、同党の不支持率は高止まりを続けるだろう。来年秋には大統領選・議会選が控えているのに、保守派から無党派層に支持を広げる必要性のある同党が、世論との乖離をいつまで放置できるのかは大いに疑問である。中小企業の雇用促進など、保守派の反発を受けない論理を持ち出して、一定の景気刺激策を容認する可能性は高いと思われる。ただ、共和党が来年からの財政の景気下押し圧力が消えるほどの景気刺激策を認めることもないだろう。その意味では緊縮財政による景気後退リスクは現状よりは軽減されるだろうが、消えることなく残り続ける可能性が高い。

(3) QE3はリスク・シナリオの場合のみ

緊縮財政の景気下押しリスクをFRBが抑えることは可能か。FRBは期待インフレ率が10年8月並みの水準まで低下しなくとも、現在の同インフレ率の急落が続くようならば、QE3を決断する可能性はある。まずは週明けのFOMCで何らかの示唆をするかどうかが注目される。ただ、FRBの理想とするインフレ率と期待インフレ率の差はQE2当時よりも小さいため、国債買い取りの規模をQE2よりも拡大すれば期待インフレ率が理想のレンジを超ってしまうリスクはQE2よりもはるかに大きい。雇用だけでなく物価の安定も義務であるFRBはそこまで積極的に緩和には踏み出せないと考えられ、QE3があるとすれば、年内の景気後退リスクが予想外に膨らんで期待インフレ率も相当下がるというリスク・シナリオの中になろう。

(4) 緩やかな回復持続の標準シナリオ、11年2%弱、12年2.5%強の成長へ

一定の景気刺激策が講じられて来年の緊縮財政の景気下押し圧力が緩和されれば、景気は来年も緩やかな回復を続ける可能性が高い。一つの重要な要因は、家計部門の債務調整が完了する可能性の高さである。既にフローフロントでは債務返済負担は家計にとって重荷ではなくなっているが、債務残高の可処分所得比が今年3月末で116%とまだ調整余地が残っている。最近の同比率の低下ペースからみると年末の同比率はおそらく110%強。この水準は、債務残高の伸びが加速した02年以来最も前の債務残高の上昇ペースが年末まで続いている場合とほぼ同じであり、過剰感のなくなる水準と考えられる。逆に言えば、来年からは家計の債務調整の負担という個人消費を抑制する要因が消える可能性が高い。その時点でも家計の資産は住宅資産の価格下落による目減り分などが消費の抑制要因として残るだろうが、債務調整が終わる効果は小さくない。雇用所得環境の改善も緩やかに進むとすれば、個人消費は安定的な拡大に向かい、それを受け流動性を現在以上に抱えているに違いない企業部門が雇用・投資の拡大に徐々に動き出す可能性が出てくる。こうした自律的な景気回復の動きに対して、緊縮財政が上記の軽減されたレベルにとどまるのであれば、景気は失速を免れ、緩やかだが今よりはややペースを上げた回復が可能になると考えられる。

標準シナリオは、実質GDP成長率でみれば、今年前半の年率1.1%の低さから、後半は2%強、通年では1.8%前後となり、来年12年は2.5%強といった展開であろう。失業率は今年12月で9%弱、来年12月で8%前半までの低下、コア・インフレ率は今年後半も前年比1.6%程度、来年は若干下回る水準だろう。リスク・シナリオは景気の二番底であり、企業の消極姿勢が強まり雇用が悪化、消費が落ち込むという悪循環に入ていき、緊縮財政が景気の落ち込みに拍車を掛ける展開であり、FRBはやむなくQE3を実施するが、景気回復に転じるには時間を要することになると考えられる。

(5) 早すぎる緊縮財政のリスクが市場と経済をしばらく振り回す恐れあり

繰り返すが、リスク・シナリオの可能性を高める最大の要因は、時期尚早の緊縮財政という政権と議会による人災である。平時であればその危険性はあり得ないが、債務上限引き上げと財政赤字削減の交渉に期限当日までの時間を要したオバマ政権・民主党と共和党の対立の深刻さを踏まえると、危険性は2~3割の確率で存在すると考えざるを得ない。米国景気の先行きを見通す上でも、今秋の

政権と議会の景気刺激策を巡る議論や 1.5 兆ドルの財政赤字削減の方法を議論する議会の合同特別委員会の審議を注意深く見守る必要がある。その議論の方向が明確になるまでは、金融市場は景気回復の持続を示す経済指標が出ても不安定な動きを続けることになるだろう。

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。