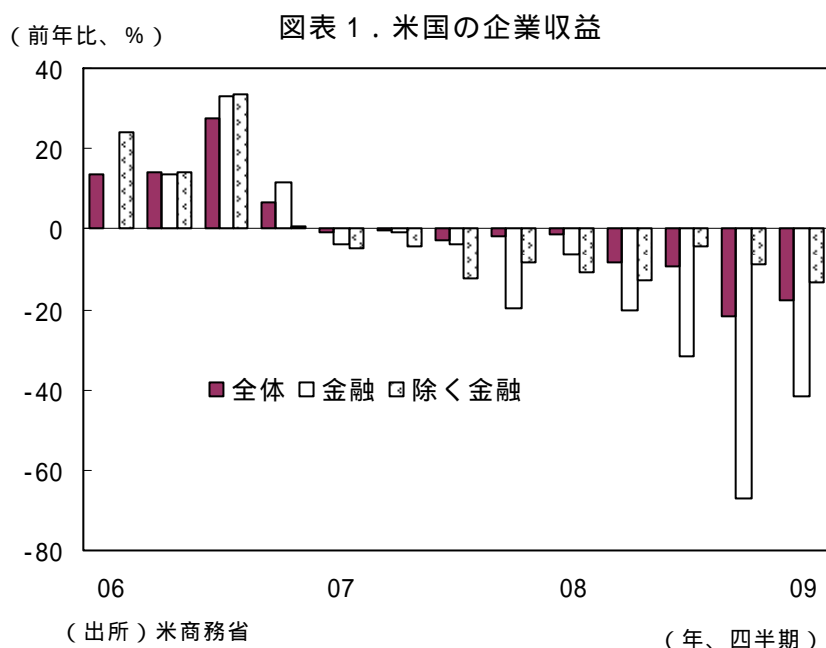


米国経済の本格回復への道筋

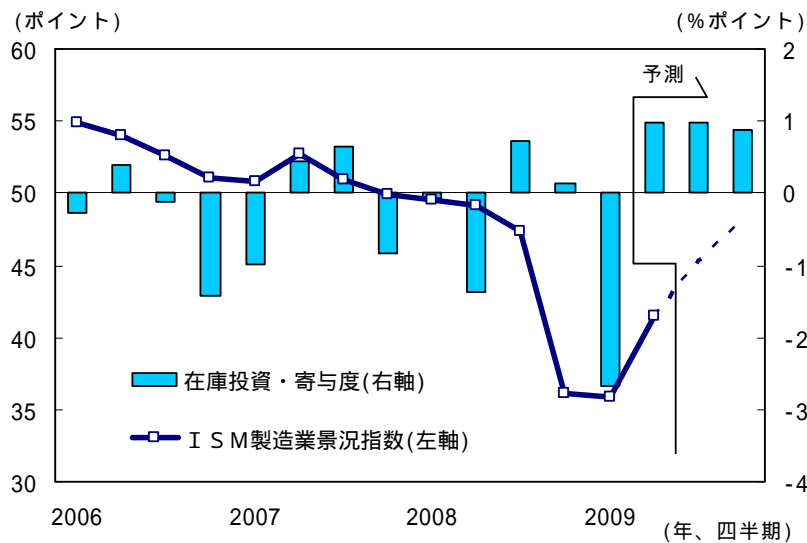
Q1．株価が上昇し米国の景気回復への期待が高まっています。

- ・ 景気の回復を先取りするように株価が上昇しています。また、リスク資産投資が回復している象徴として、ドル安・ユーロ高の動きが注目されています。これまで金融市場に緊張が高まれば、ドルを手元に確保する動きが強まり、ユーロが売られる動きが目立ちましたが、このところユーロ相場が堅調です。ユーロが買われてドルが売られると、原油や銅などの商品相場が押し上げられるという経験則は今回も生きています。結果的に、世界経済はリーマン・ショック前の状態に戻りつつある、そしてその先には、今年後半からの景気回復が視野に入ってきているということのようです。
- ・ 足元までの株価上昇をけん引したのは米国の金融株でした。当初は、「ベアー・ラリー（弱気相場の中での一時的な反発）」と形容されましたが、3月初めからの上昇率は100%、つまり2倍に達しています。
- ・ 直近の予測では、2009年の米国の企業収益は、20%の増益が見込まれています。楽観的な印象も受けませんが、企業収益が目に見えて改善するというより、金融機関の赤字幅が縮小して行くことが、米国の企業収益全体を押し上げると見込まれているようです。たしかに今年第1四半期の企業収益は、金融セクター以外で減益幅が拡大したものの、金融セクターの減益幅が縮小し、米国の企業収益全体でもわずかですが減益幅が縮小しました。金融危機が本当に最悪期をすぎたのであれば、企業収益の回復期待には合理的な根拠があると考えられます（図表1）。



- ・ 米国の経済指標の悪化にも歯止めがかかり、経済環境が少しずつ好転しています。いつどの程度上向くのか、まだはっきりと確信が持てる状況ではありませんが、少しずつ上向いていくのではないかと「グリーン・シューツ (Green Shoots: 春の芽生え)」と呼ばれる変化の胎動が起き始めているようです。
- ・ まず、企業マインドに改善がみられるようになってきました。企業マインドが改善すれば、通常は在庫が積み増されるようになります。在庫投資が米国の経済成長率を押し上げていく可能性が高いといえそうです (図表 2)。
- ・ 景気対策の効果についても、4月から毎月一人平均65ドルの税還付が開始されました。年後半なると公共事業の拡大も期待されます。オバマ大統領の就任当初に期待されたほどの大きさではないものの、財政支出の拡大は一定の経済効果が期待できそうです。

図表 2 . 米 I S M 指数と在庫投資

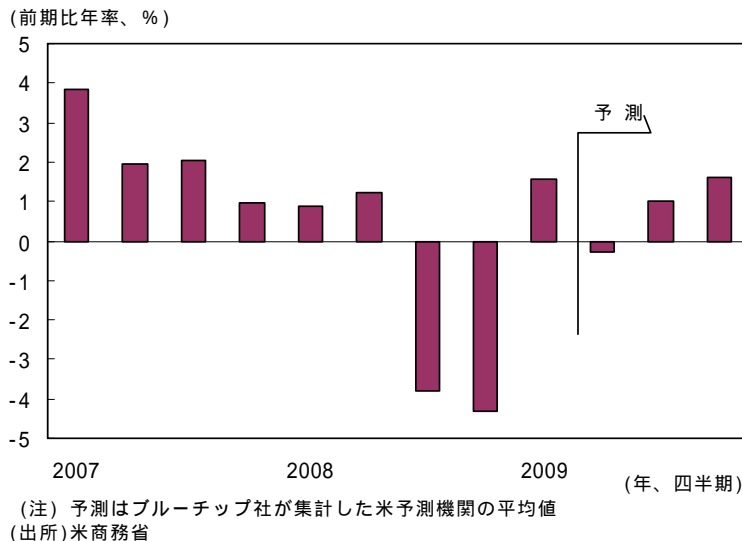


(注) 予測はブルーチップ社が集計した米予測機関の平均値
(出所)米商務省、米 I S M

Q2．個人消費は思ったより早く回復するのでしょうか？

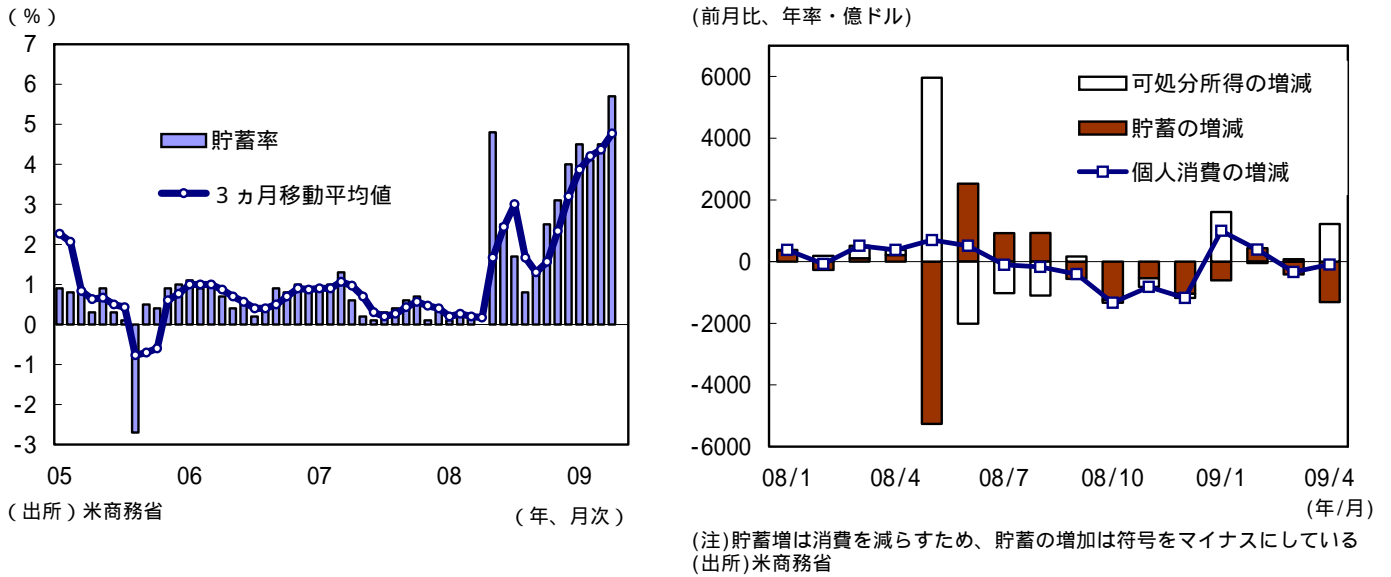
- ・ 個人消費は、今年第1四半期にプラスに転じましたが、これは昨年後半に大きく落ち込んだ反動や、1月の臨時所得が高かったことなど特殊要因によるものです。2月から4月の個人消費の統計は依然として低迷が続いています。
- ・ このため民間機関の予測をみると、足元4~6月期の個人消費は再びマイナスに転じると予想されていますが、その先の年後半については、ゆっくりと回復に向かう姿が見込まれています。
- ・ 個人消費の回復が緩やかなテンポにとどまるのは、住宅バブル期の過剰な借入れによって、債務の返済に直面しているからです。また、雇用環境も悪化しており、失業率は年内に10%を超えるとみられ所得の減少が心配されます。
- ・ つまり、個人消費を取り巻く環境は悪いものの、昨年後半に大きく落ち込んだところからはゆっくりと回復する、これが個人消費に対するイメージということになります（図表3）。

図表3．米国の個人消費の平均的な見通し



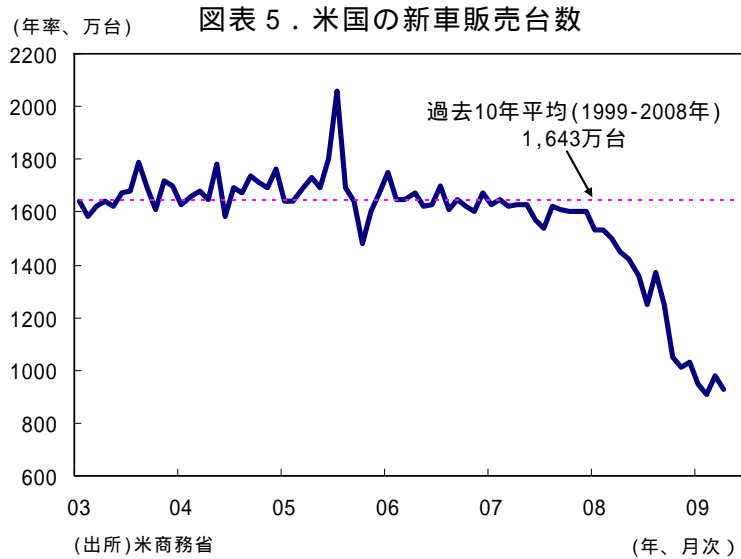
- ・ ところが、実際には、本当にもうこれ以上消費が落ちることはないのか、誰も確信が持てないのが実情です。アメリカ人はすでに消費を極端に切り詰めて、貯蓄を大幅に積み増したにもかかわらず、貯蓄率の上昇にはいっこうに歯止めがかかる気配がありません。より多くの貯蓄をするために消費を一層節約しようとしている、それが貯蓄率の動きから読み取れる平均的なアメリカ人の状況です。貯蓄率と失業率、この2つの経済指標の上昇に歯止めがかかる兆しがみられない間は、個人消費について安心できません（次頁図表4）。

図表 4 . 貯蓄の増加が個人消費を下押し

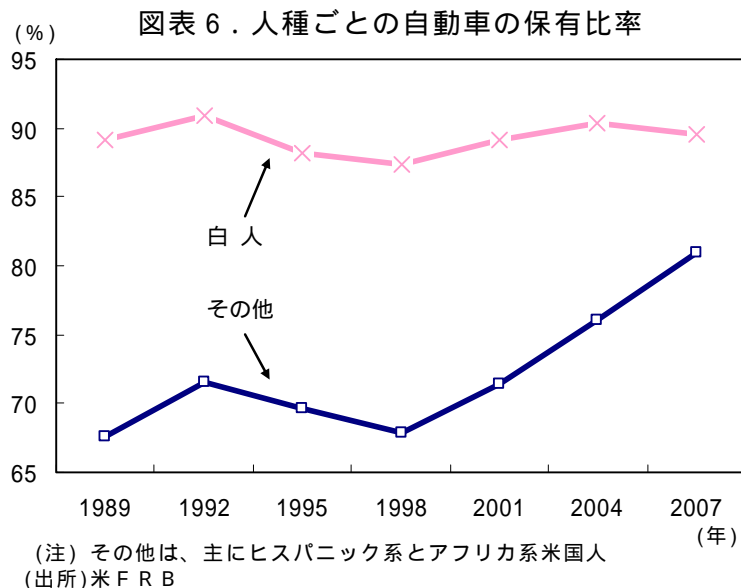


Q 3 . GMの経営破たんの影響も心配です。

- ・ 金融市場の最悪期がひとまず過ぎると、実体経済では循環的な改善の動きが見え始めていた、今はそうした状況にあるわけです。しかし、先行きを考えると、確かに非常に大きな下ぶれリスクがあるようにもみえます。そうしたリスク要因の一つが、GMやクライスラーの経営破たんの原因にもなった、自動車市場の動向です。
- ・ 米国の新車販売市場は、年間で1,600万台程度の市場規模で推移していましたが、2007年の終わり頃から、急速な勢いで販売が減少しています。販売が減少し始めた当初は、米国製の燃費効率の悪いSUV（スポーツ用多目的車）やピックアップ・トラックの販売が急減し、日本製の小型車が販売シェアを伸ばしたため、ガソリン高が原因とみられました。リーマン・ショックの前後からは、好調だった日本車の販売も低迷し始め、自動車ローンの審査が厳しくなったためといわれました。
- ・ しかし、気がつくと、米政府やFRB（連邦準備制度理事会）の支援によって、自動車ローンは積極的に拡大されるようになり、ガソリンも相当安くなったのに、日本車も米国車も同じように販売がすさまじい勢いで減少しています（次頁図表5）。
- ・ GMやクライスラーは連邦破産法第11条の規定を利用して、債務の削減を目指しています。政治的な追い風もあり、財務内容が相当改善することが見込まれますが、肝心の新車販売市場が回復しなければ、企業としての存続そのものが危うくなります。



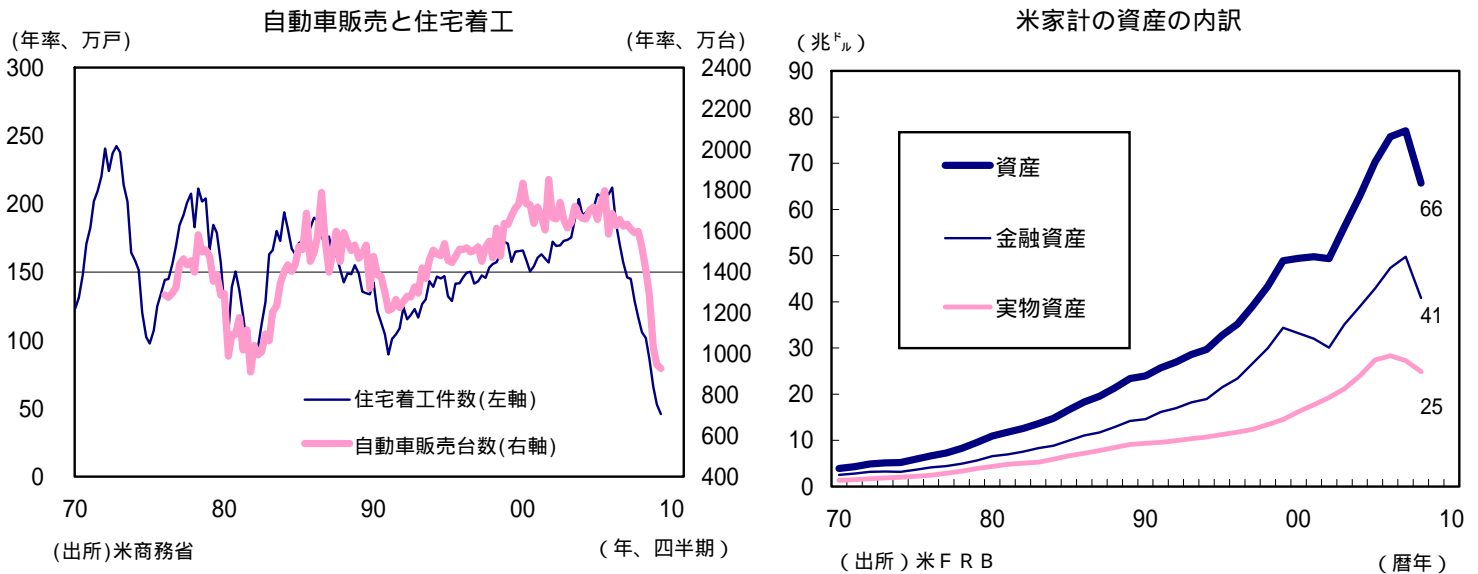
- ・ 興味深いのは、かつて新車販売が好調だった頃、ヒスパニック系の家計で自動車の保有比率が急上昇していたことです（図表 6）。
- ・ もともとヒスパニック系の所得水準は白人と比べて低く、所得の上昇に合わせて消費水準が高まっていくのが自然な姿です。ところが、2,000年代の自動車保有比率の上昇から推測すると、ヒスパニック系では、住宅バブルのブームの中で、返済能力以上に借入金を増やして住宅を購入し、持家の資産価値の上昇を元手に借り入れをさらに拡大させて消費水準を引き上げていたようです。数年先の消費を先取りしてしまったヒスパニック系の家計が、所得を消費に振り向ける余裕がなくなったことで、米国の個人消費にけん引役が見当たらない状況にあります。



Q4．本格回復にはあと何年かかるのでしょうか？

- ・ 新車販売がこの先、一体どこまで減少するのか、そして米国の家計はいつまで貯蓄率を引き上げて行くのか、この問題を読み解く最大のかぎは、住宅市場の回復動向です。なぜなら、借入金の大半は住宅ローンと住宅を担保としたホーム・エクイティー・ローンであり、自動車販売の落ち込みは、住宅の低迷と連動しているからです（図表7の左図）。
- ・ 困難に直面しているのは、ヒスパニック系だけではありません。米国の家計が保有する資産は、昨年後半からの半年で10兆ドルも減少しました。住宅の値下がり以上に、金融資産の減少が影響しています。いうまでもなく、金融市場が混乱したことによる株安の影響です。当然、金融資産を多く保有する富裕層が影響を受けたとみられます。
- ・ 標準的な研究によれば、資産の減少にともない消費を切り詰める効果は、減少資産額の3~4%程度とされています。つまり、10兆ドルの資産が減少したことによって、個人消費が3,000~4,000億ドル程度下押しされたといえます。当然、株価が再び大きく下落すれば、個人消費に同様のショックがはたらくこととなります（図表7の右図）。

図表7．住宅市場と自動車販売、米家計の保有資産



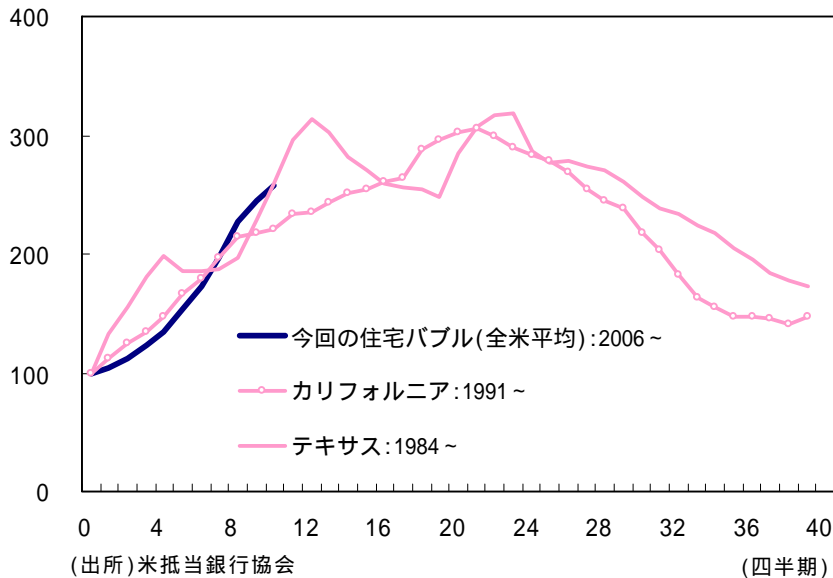
- ・ 住宅バブルの影響の大きさを把握することは極めて難しい作業ですが、一つの参考となる研究があります。米国の有力な経済学者によれば（米プリンストン大学、シン教授）、米国で起きた過去の住宅バブルの崩壊で注目されるのは、金融機関によって差し押さえられた住宅が市場に流入することにより住宅在庫があふれてしまい、住宅価格

の下落が止まらなくなるメカニズムです。住宅の差し押さえがいつ頃ピークを迎えるのかも分析されていますが、それによれば、差し押さえ比率の上昇が始まってから 5 年程度となっています。

- ・ 今回の住宅バブルでは、米国の住宅投資は 2006 年初めから減少に転じ、同じ時期に差し押さえ比率が上昇を始めました。シン教授の分析によれば、バブル崩壊の影響は約 5 年程度、つまり 2010 年一ぱいは住宅価格の下落が止まらず、实体经济に大きな爪跡を残すこととなりその影響が心配されます（図表 8）。

図表 8 . 米国の住宅バブルと差し押さえ比率

（基準時の差し押さえ比率 = 100）

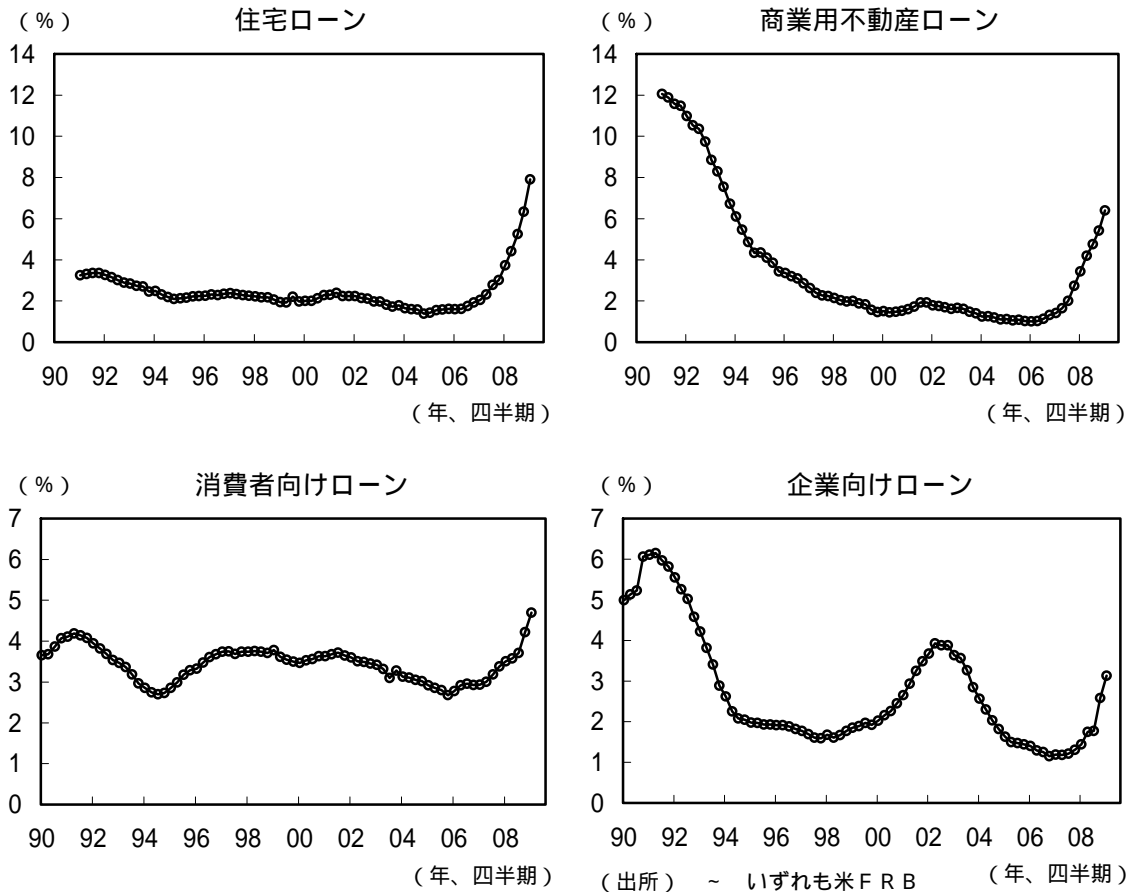


Q 5 . 金融危機は最悪期を過ぎたのでしょうか？

- ・ 金融市場が楽観的な見方に傾く一つの大きな根拠は「金融危機の最悪期は過ぎた」ということです。たしかに米政府と F R B は大手行を対象に資産査定を実施し、資本不足と判断された金融機関の増資も順調に行なわれています。7 月にはすでに概要が示されている不良債権の買い取りプログラムも開始される予定です。何より米国をはじめ、各国の中央銀行の流動性供給策により、短期金融市場や信用市場の機能も回復を示し始めていることが楽観論を呼んでいます。
- ・ もっとも、バブル崩壊の影響に対して、政策当局がとれる対応には限界があります。バブル期に資産価格の上昇を見込んで借入れを拡大させ、その後資産価格が下落し借入れ金だけが残ってしまいその返済に直面する状況は、いつの時代でも同じ構図にあるといえます。

- ・ 今の米国経済が直面する状況も同じです。住宅ローンの返済や商業用不動産ローンの返済が困難となる家計や企業が今後も増加を続け、金融機関が実行した融資が不良債権化することは、これから本格化するとみられます（図表8）。

図表9．米金融機関の不良債権比率



- ・ すでにみたように、株式や為替、商品市場では、今後の景気回復期待を先取りして、リスク資産投資が徐々に活発となっています。今後、経済が少しずつ良くなることは、今の株価水準にすでに織り込まれていると考えられますので、今後は、現状の企業収益の見通しが上ぶれするのか下ぶれするのかが一つの大きな注目点となります。
- ・ 企業収益が回復する最大の要因が金融機関の減益幅が縮小することであれば、銀行の四半期決算には引き続き注目が集まり、株価への影響も無視できないといえます。
- ・ 様々な金融市場で関心が高まっているのは、財政赤字が拡大している影響をどのように評価すればよいかということです。経済や金融市場が持ち直した要因の一つが、政府の対策の効果であったといえますが、その結果、財政赤字も過去にない巨額の水準



に膨れ上がっていることに市場は疑念を強めています。

- ・ 財政赤字を穴埋めするために、米国では債券市場への資金流入が続くのか心配され、不安が高まればドル相場への影響も拡大します。楽観、悲観いずれの主張もみられますが、しばらくは金融市場の大きな注目点となるでしょう。

お問合せ先 調査部 細尾 忠生

E-mail : hosoo@murc.jp

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、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。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、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。