

ストラテジーブレティン Vol. 18

需要不足か財政再建か

～しばしのマドルスルー～

問題あるソブリン・リスクの一般化

ギリシャ危機により財政赤字問題が一気にクローズアップされた。英国でキャメロン保守党政権が付加価値税増税を柱とする緊縮政策に着手するなど、主要国で緊縮財政プランづくりが競われている。確かに主要国の財政赤字規模は空前であり、将来の手当てが必要である。しかしソブリン・リスクを一般化することの問題点にも留意する必要がある。市場が懸念しているのはギリシャなど EU 周辺国の財政危機であってソブリン・リスク一般ではない。空前の財政赤字に直面している米国、英国、日本、ドイツなど中核先進国の長期金利は大幅に下落し、市場はむしろ景気失速を心配している。中核先進国長期金利の低下は、①更なるリスク回避の証左なのか、②リスクテイク復活のドライバーとなるのか、二つの可能性があるが、後者を後押しする政策が必要である。

「フーパー・モーメント」を懸念する米国政府

特に、雇用増加が鈍く中間選挙を前に支持率を低下させているオバマ政権の危機感が強い。米国財務省は各国に対して性急な緊縮政策に対する警告を発しているが、FRB も予め景気失速リスクを警告することで、市場に予防的対応を促している。6月23日のFOMC声明では景気判断を後退させ、市場に当分利上げは視野に入らないことを理解させた。一直線のV字回復期待は水を差され、リスクテイク意欲は、しばし足踏み。米国利上げは遠のくと見られ、期待されているリスクテイクの円安が起きるのも、少し先ずれ込むかもしれない。しかし、市場に先んじて景気に対する懸念を表明したことで、かえって市場を安心させているともいえる「フーパー・モーメント（1930年代恐慌の下でフーパー、フランクリン・ルーズベルト両大統領による早すぎる緊縮財政が、大恐慌を長引かせた）」を繰り返さない、が米国当局の決意である。それは市場に安心感を与えるものである。

鍵は米国 or 先進国企業部門における顕著な生産性の向上

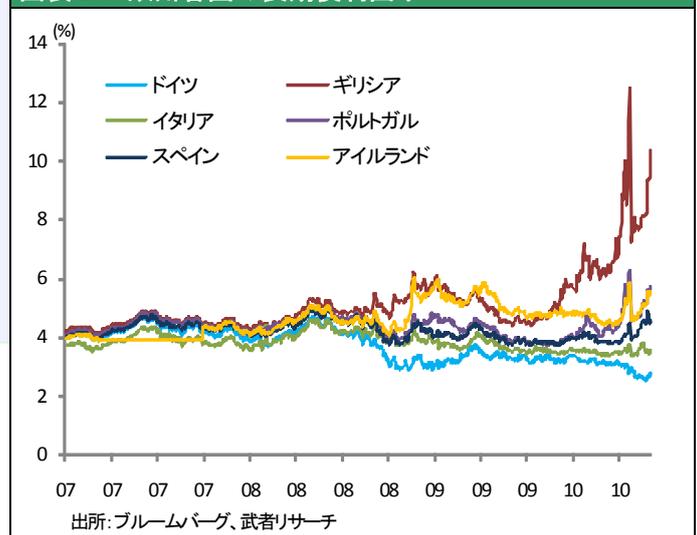
確かに、米国経済は景気回復第一局面の鋭角リバウンドの時期を過ぎ、しばし成長率の踊り場場面にある。①政策支援の終焉（減税、住宅取得減税、FRBによる国債・モーゲージ債購入の停止など）、②雇用創造ペースが鈍いこと、③企業において所得と資本が退蔵され次の好循環が見えてこないこと、④ユーロ危機とドル高による純外需のマイナス寄与など、により2010年後半の成長率は幾分、低下しそうである。

とはいえ失望する必要はない。政策当局の姿勢もさることながら、企業部門の生産性（＝経済成長の源泉）が顕著に上昇しているからである。その結果企業の資金余剰は空前であり、企業部門に十分余力が蓄えられているのだ。また民間需要水準は十分抑制され、これ以上落ち込みようのない水準にある。消費も（自動車需要は過去30年間で最低）、投資も（民間設備投資対GDP比は過去最低の9.4%）、住宅も（戸建住宅販売は過去50年間で最低）歴史的低水準である。5月の新設一戸建て住宅販売が30万戸、前月比33%減となったがこれは大底の数字。4月に打ち止めされた住宅購入者減税の駆け込みの反動であり、これ以上の下落はない。

図表1：米国10年国債と株価（S&P）、FFレート



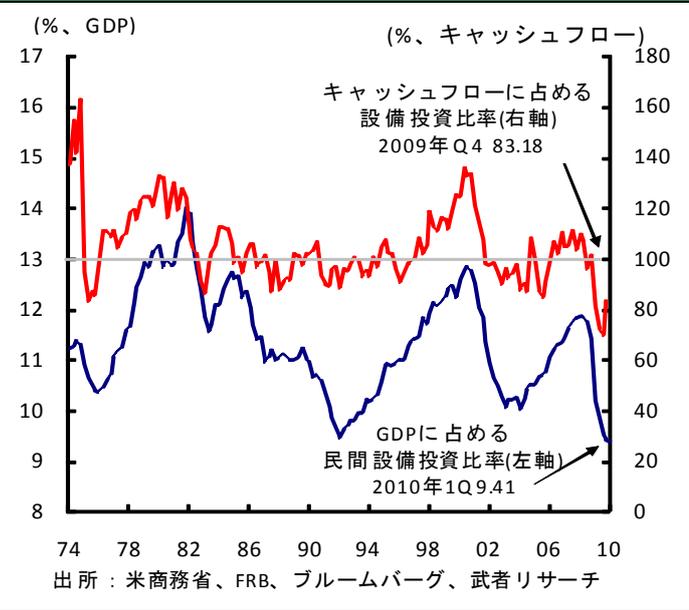
図表2：欧州各国の長期債利回り



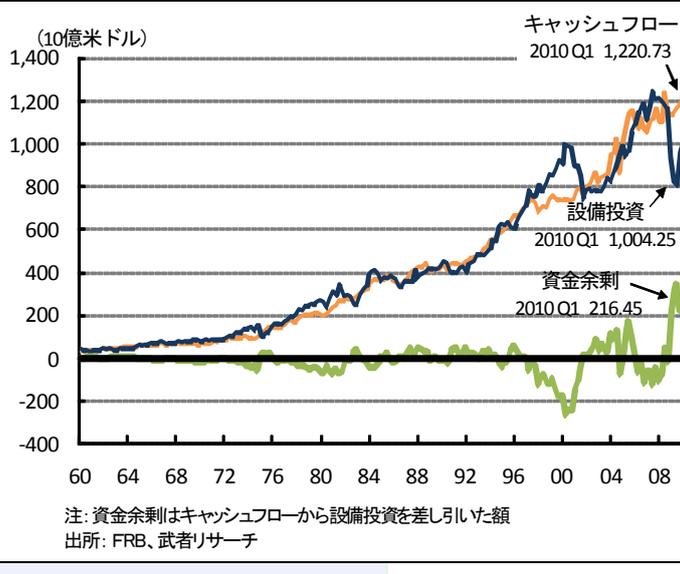
時間をかければより持続的な経済成長が可能になることは明らか

問題は企業部門の生産性の向上をいかに需要創造に結び付けるか。①賃金引き上げ、②生産拡大・雇用創造、③財政による需要創造、④株価上昇による資産効果、などがチャンネルとして考えられる。①②には時間がかかる、④のためには金融政策のサポートが必要、いずれも時間が解決することである。長期持続成長の基盤がしっかりできていることに、不安を持つ必要はない。

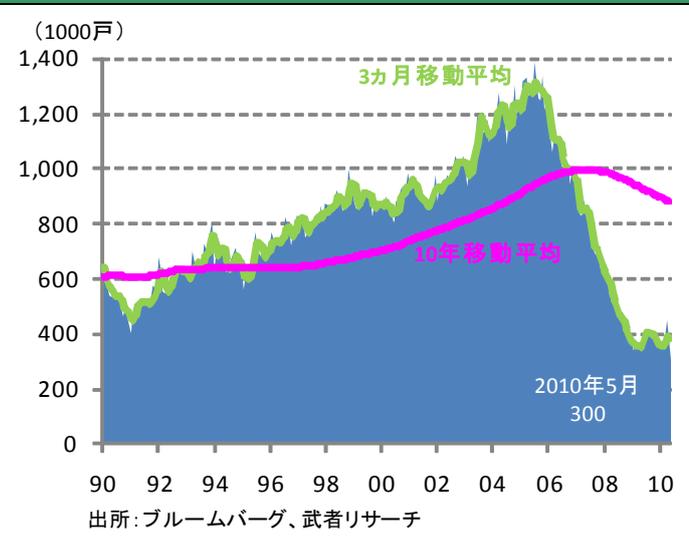
図表3： 米国の設備投資対 GDP、キャッシュフロー推移



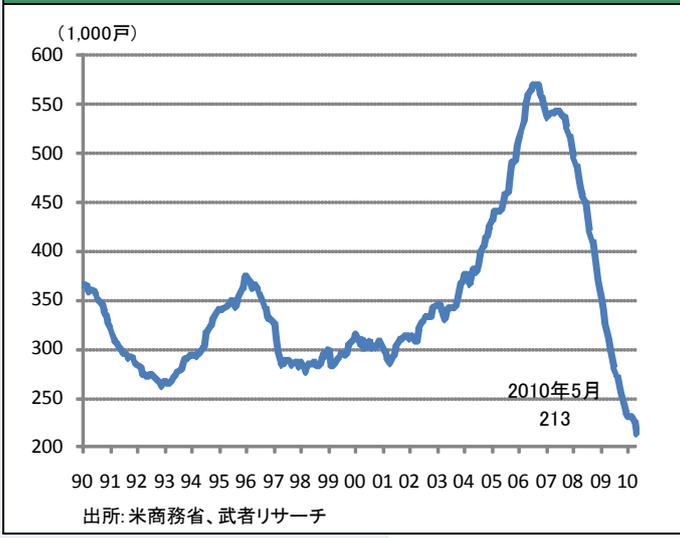
図表4： 米国企業（非金融）部門のキャッシュフロー、設備投資、資金余剰の推移



図表5： 米国一戸建て住宅販売



図表6： 米国新設住宅在庫数



著作権表示©2010 株式会社武者リサーチ
本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。