

欧州不安再燃と米国経済

<要旨>

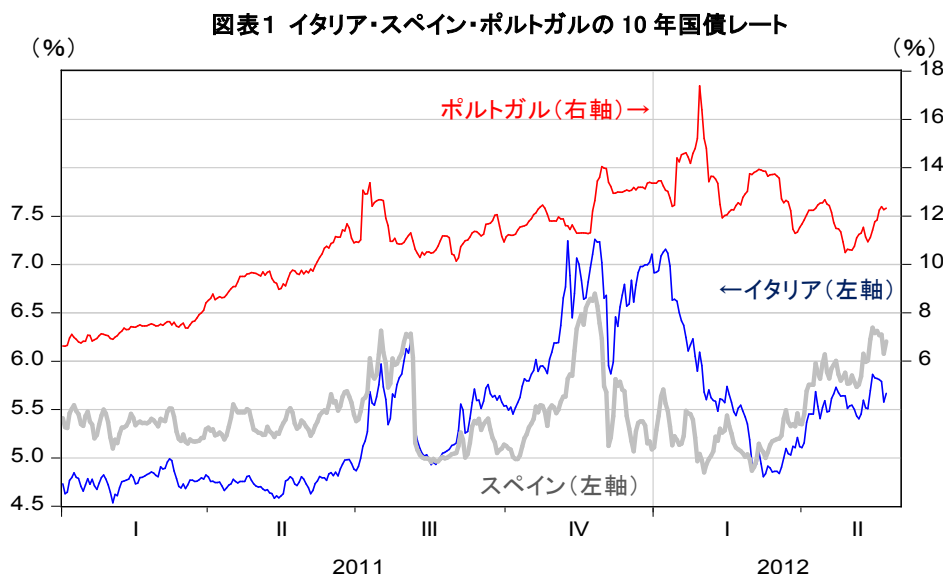
欧州不安再燃による不確実性が高まっているが、米国の国内経済活動のみに注目すれば、生産指数や住宅着工の改善が続いており、この先も概ね巡航成長に相当する2%半ばの成長が維持される見込みである。欧州から米国への影響は、輸出など実体チャネルを介した波及は軽微であり、株安など金融チャネルを通じた悪影響に絞られよう。

今のところ米国内企業の収益規模はGDP比でみて過去最高水準にあり、非金融企業向け銀行貸出や社債は増加するなど、信用面でも実体経済活動を反映した動きが続いている。かかる環境から見て、2%を大きく下回る米国長期金利の低さは突出しており、欧州情勢がいったん小康状態に戻れば、再び米10年債レートが上昇することになる。

1. 欧州不安の再燃と米国への伝播

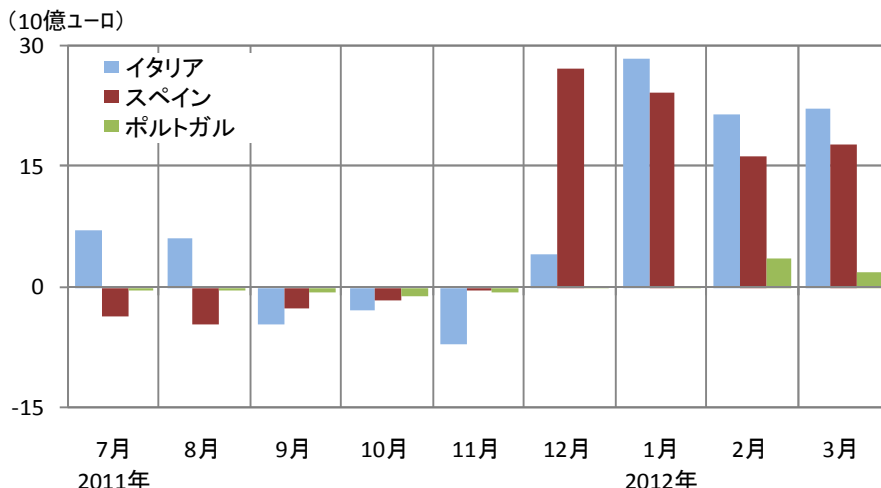
米国も含めて先進国金融市場では先月来のリスク回避的な局面が続き、反転への兆しが見えない状況にある。主因である欧州金融情勢は、これまで確率10%未満とみられていたギリシャのユーロ圏からの離脱もあり得るとの見方に意識が大きく変わったことから、再び欧州内での伝染拡大（銀行格下げ、ソブリン格下げ、ユーロ離脱の伝播）への警戒感が高まっている。

とりわけスペインとイタリアの国債金利は、欧州中央銀行(ECB)による3年もの長期資金供給オペ(LTRO)発動後の2月末から1%ポイント超上昇しており、LTROを活用して国債保有増が続いた両国の銀行部門の格下げ、財政、経済の悪循環リスクは先月より高まってしまった(図表1、2)。



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 イタリア・スペイン・ポルトガル銀行部門の国債保有増減



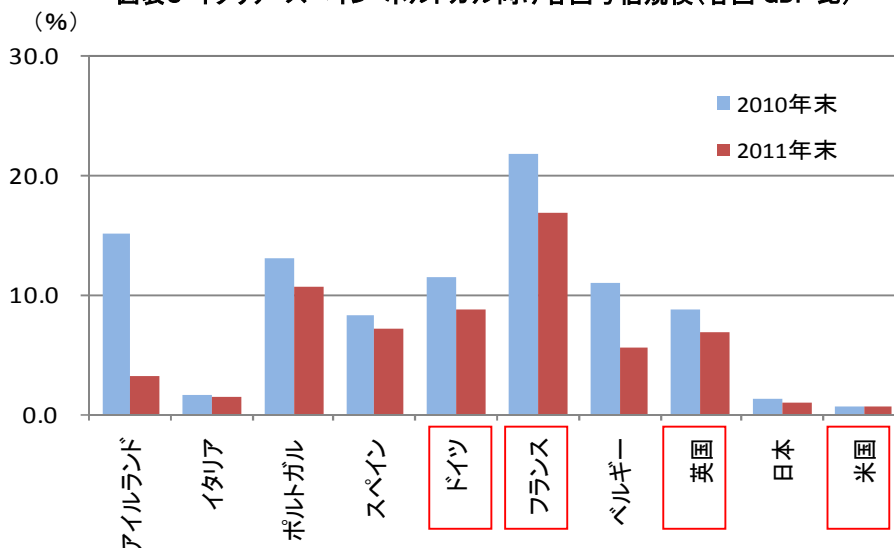
(資料) ECB、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

金融市場が警戒する悪循環のメカニズムは次のようなルートであった。すなわち、イタリア、スペイン、ポルトガルといった国では国債金利のわずかの上昇でも銀行株価は過敏に反応し、国債時価下落による銀行バランスシート・信用状況の悪化が生じてしまう。これらが進行すると、市場では銀行への資本注入の必要性を想起させ、資本注入に伴う更なる財政圧迫によるソブリンリスクを高め、これがまた国債金利の上昇をもたらすという悪循環である。このように欧州ソブリンと金融機関の状況は相互依存関係にあり、金融不安か財政不安のどちらかに陥ればもう片方を誘引してしまう。

かかる国への与信規模が大きい国は、仏独英とコア諸国が連なっており、ギリシャからポルトガル、スペイン、イタリアへの伝播が欧州域内に拡大する構造は解消されていない(図表3)。GDP比でみた規模は1年前に比べ低下しているものの、実体経済は1年前よりも悪い点に留意したい。

幸いなことに、米国からこうした国への与信規模は欧州域内諸国に比べて低いことが同じ図表3より読み取れる。米国経済は欧州内で警戒されている国債金利の上昇を起点とした「悪循環」の直接的な波及からは遮断された状況にあると言えるだろう。

図表3 イタリア・スペイン・ポルトガル向け各国与信規模(各国 GDP 比)

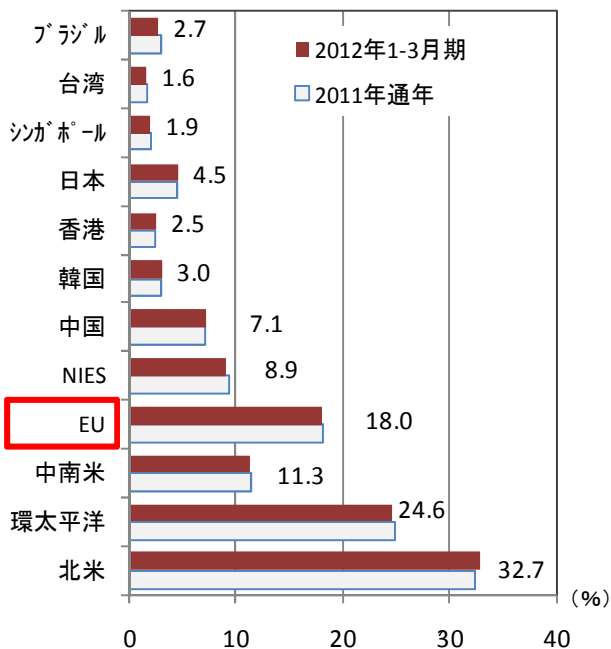


(資料) BIS 統計、IMF より三井住友信託銀行調査部作成

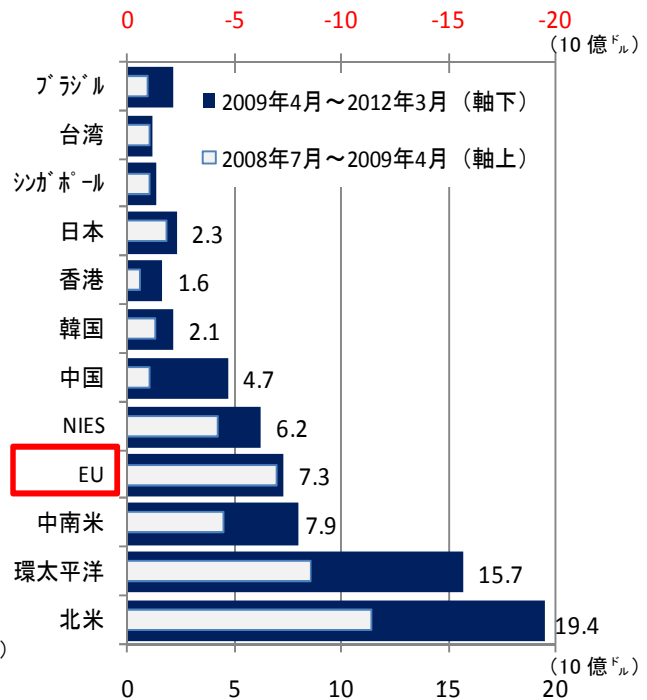
一方、欧州の景気が悪化するなか、輸出など実体経済チャネルを通じた米国への波及はどうか。米国の輸出先としての欧州はシェア 18%と決して低くはないが、リーマン・ショック以降現在までの回復局面で米国の輸出を牽引してきたのは欧州向けではなく、もっぱら北米や環太平洋経済圏であった(図表4)。例えば、リーマン・ショック前の輸出金額ピーク(2008年7月)からボトム(2009年4月)の間、欧州向け輸出額は69億ドル失われたが、その後の2012年3月までの3年間で73億ドル回復したに過ぎない。対して、メキシコ・カナダへの北米圏向け輸出金額はボトムから194億ドル、環太平洋圏向けは157億ドルと欧州の倍以上の規模で米国輸出を牽引したことがわかる(図表5)。

以上から、欧州不安再燃による米国への伝播は、金融チャネル、実体経済チャネルともに少なくとも直接的な波及は今のところ限られていると判断できるだろう。

図表4 米国の輸出先割合



図表5 米国の輸出金額の増減



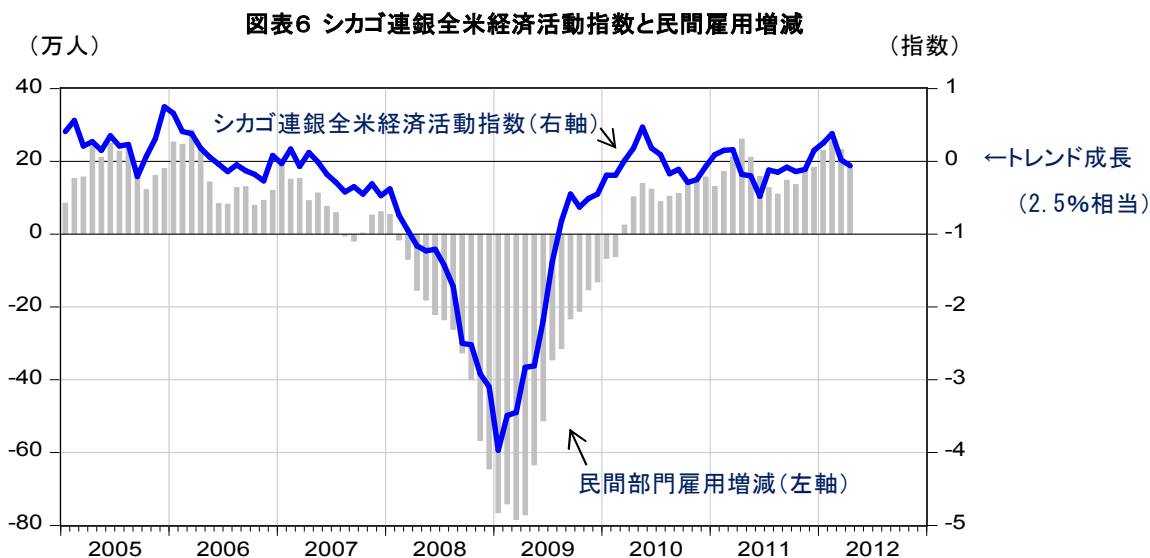
(資料) 図表4・5とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

2. 先行きは巡航成長が続く米国経済活動

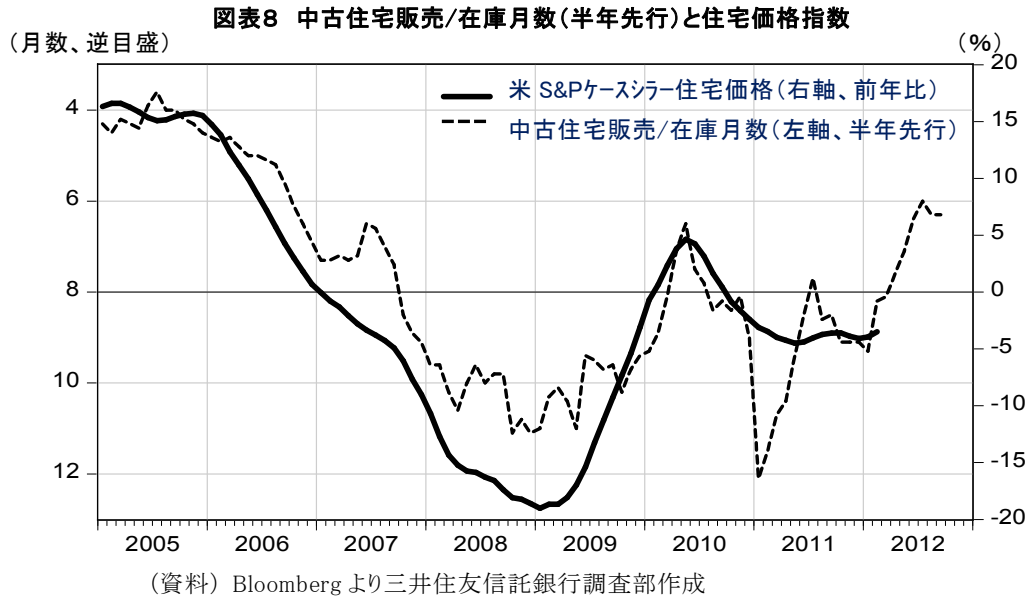
ただし、直接的な波及は限られているとしても、間接的な予想外の影響を受ける可能性があるのも、リーマン・ショックや東日本大震災、そして今般の欧州債務危機から得た教訓であった。こうした予測不能のショックに対する耐久度という点については、巡航成長に相当する2.5%前後の成長を維持している米国経済の現状から判断すると、ショックに対する耐性を有しており、よほどの大きなショックに見舞われない限り米国経済自体の回復の流れが途絶えることはないと思われる。

第一に、月次指標を束ねることで米国の景気局面をリアルタイムでモニターするシカゴ連銀全米経済活動指数は3月のマイナスから4月はプラスに転じ、足元の経済活動が上向いていることを示している。この指数がゼロ水準にあるときは過去のトレンド成長(すなわち巡航成長に相当する前期比2.5%強の成長ピッチ)にあることを意味する指標であり、雇用増加数に置き直せば民間部門月平均20万人増を実現するピッチに相当する(図表6)。

第二に、先行きについても、生産活動や住宅市場の月次先行指標は改善が続くことを示唆している。より具体的には、生産活動については先行指標であるISM製造業指数の受注-在庫指数がプラスと受注が在庫を上回った局面にあり、先行き生産活動が上向いていくことを示している(図表7)。また、4月の住宅着工件数は71.7万戸と増加したうえ、着工許可件数も3ヶ月移動平均で4月73万戸と、リーマン・ショック後のボトムから最も多い件数であり、先行き着工増の持続を示唆する。住宅投資の底打ちは、変動が大きいグローバル製造業サイクルとは別に国内生産活動の上向きトレンドを支える大きな要因となろう。

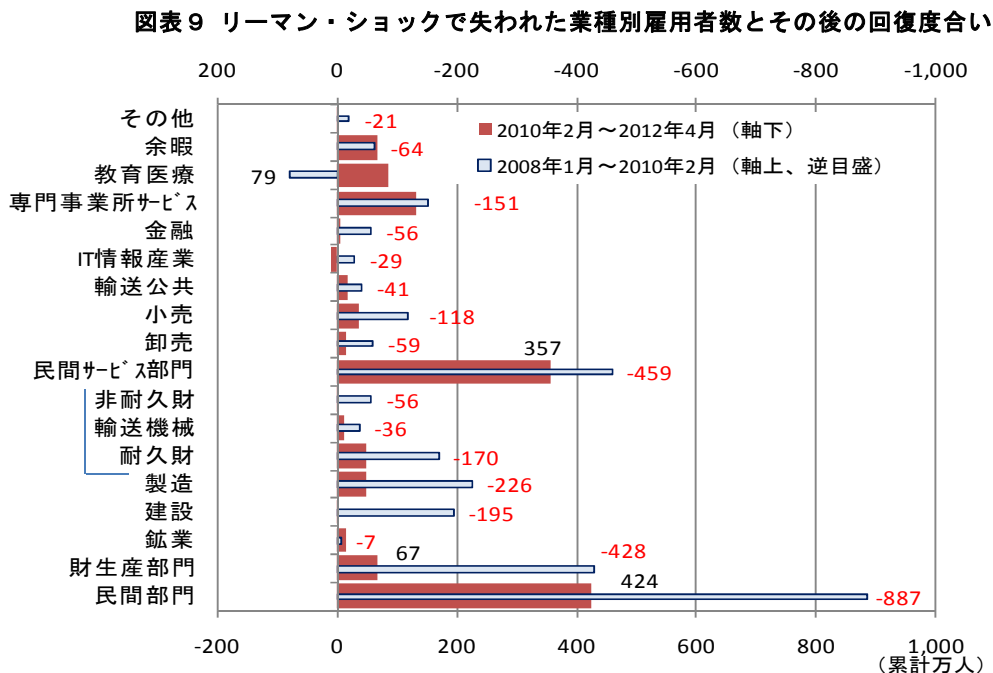


(資料) 図表6・7とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成



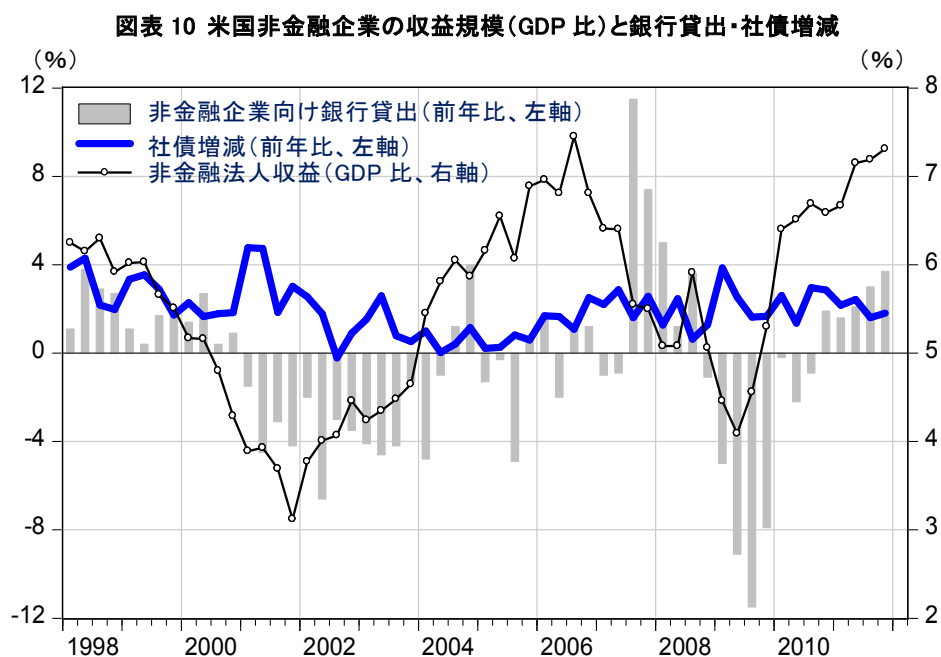
中古住宅販売についても、月次の中古住宅販売を在庫で割った販売/在庫月数は6ヶ月と概ね在庫が掃けるまで半年という局面にある。この販売/在庫月数は図表8が示すように住宅価格(米S&P ケースシラー住宅価格指数)前年比に6ヶ月先行する特徴があるため、2012年後半に入れば家計部門の住宅資産価値の底打ちが期待できる。

こうした生産活動の改善や住宅市場の底打ちは雇用環境に対しても大きな意味をもつ。というのも、2008年1月から2010年4月(雇用減少のボトム)まで民間部門で失われた887万人の雇用減のうち、2012年4月までに半分に相当する424万人が取り戻されたが、業種別にみると製造業や建設業での回復の戻りが遅い(図表9)。これは、ほぼ8割が回復した民間サービス部門(459万人減の後累積357万人は回復)とは対照的な姿となっている。



こうした特徴の背景には、世界的な需要減退と住宅市場の悪化に応じて、生産部門で大幅に人員を削減し、一方で収益を確保した民間企業の行動がある。米国の民間非金融企業の収益規模は2011年10～12月期に名目GDP比7%を超え、過去推移のピークにある(図表10)。

したがって、国内経済活動が概ね巡航成長に戻った今、今後の生産活動の改善に伴い企業は雇用を増やせる環境にある。なお、米国経済が持続的な巡航成長経路に入ったことは、企業の資金需要からも伺える。企業収益の増加に伴って非金融企業向けの銀行貸出と起債の増加が著しい。企業収益規模と貸出、社債増減を並べた図表10からは、非金融企業の収益GDP比が5%を境に前年比でみた銀行貸出が増減する関係にあることが読み取れる。



(資料) FRB 「Flow of Funds Accounts」、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

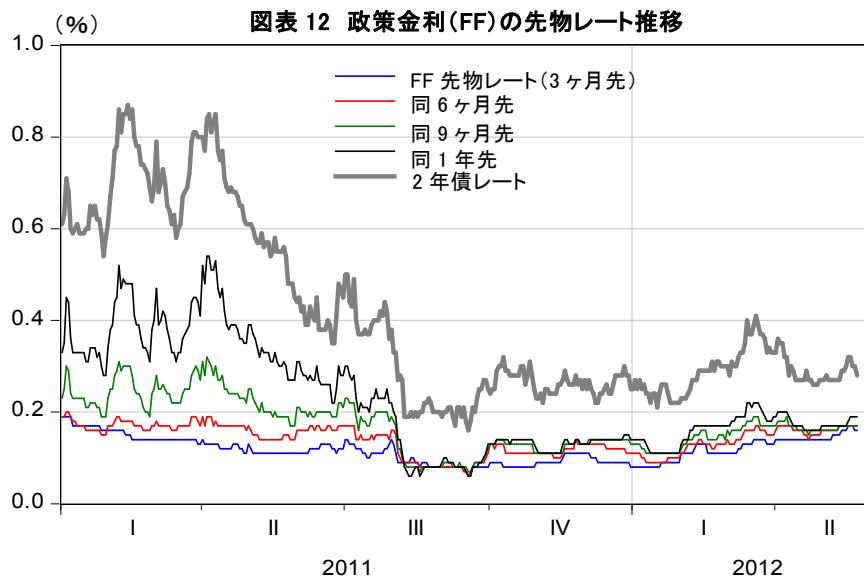
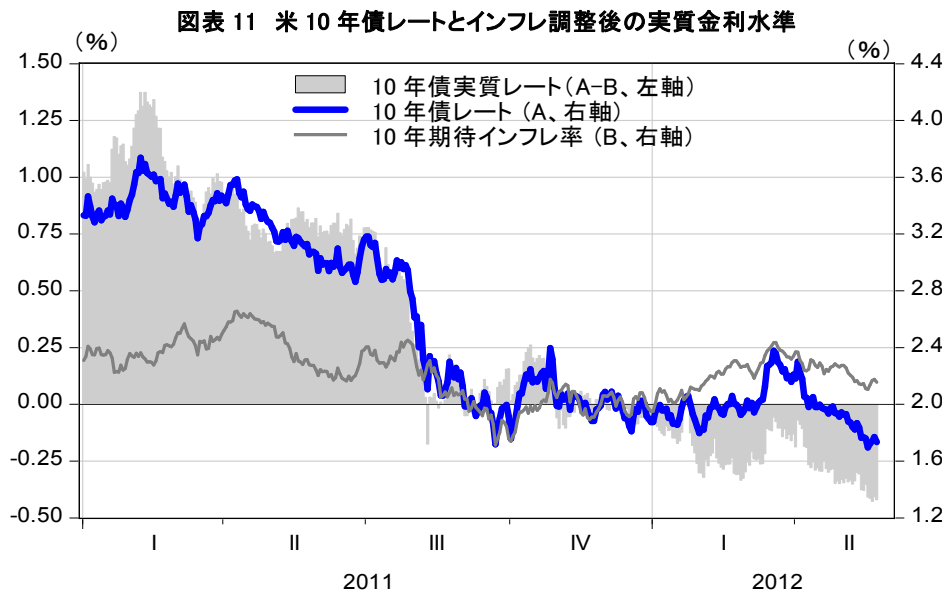
3. 欧州不安再燃による長期金利水準の歪みの拡大

このように、世界の金融市場では欧州不安再燃による不確実性が高まっているが、米国の国内経済活動のみに注目すれば、生産指数や住宅着工の改善が続いており、概ね巡航成長に相当する2%半ばの成長が維持されている。見てきたように、欧州から米国への影響は、金融チャネル、実体経済チャネルいずれも直接的な波及については軽微で済む可能性が高い。欧州不安再燃の影響で注意すべきは世界的な株安など間接的な金融チャネルを通じた悪影響に絞られよう。

今のところ米国内企業の収益規模はGDP比でみて過去最高水準にあり、非金融企業向け銀行貸出や社債は増加するなど、信用面でも実体経済活動を反映した動きが続いている。こうしたなかで、2%を大きく下回る米国長期金利の低さが目立っている。次頁図表11が示すように、期待インフ

レ率が2%を上回り、観察されるインフレ率も前年比2%超(4月消費者物価指数前年比2.3%)を考慮すると、インフレ調整後の実質金利はマイナス領域にあり、マイナス幅が拡大している。

歴史的に見ても低い米国長期金利水準は、2014年末まで続くと思われるゼロ金利政策が大きな要因ではあるが、その政策金利期待は、均してみれば2014年末が近づくに従いじりじりと上昇している(図表12)。かかる環境から見て、欧州金融不安が米国経済に及ぼした最大の影響は、米国経済実体と乖離した異例に低い長期金利をもたらした点に尽きる。とすれば、欧州情勢がいったん小康状態に戻れば、適正水準に向け米10年債レートが緩やかに上昇していくことが予想できよう。



(資料) 図表11・12とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(経済調査チーム 木村 俊夫 : Kimuta_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。