

金融市場の動揺に対する米国経済の耐性

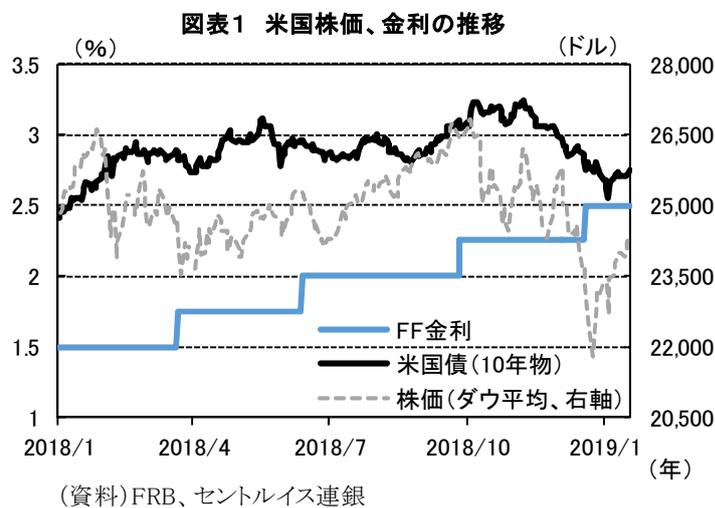
～グローバル経済金融レビュー 2019年冬～

<要旨>

昨年10月頃から年初にかけて、国際金融市場の動揺が激しさを増し、米国を含めた世界経済の減速に対する懸念が高まった。米国FRB議長が利上げに対するこれまでのタカ派的な姿勢を緩和させる発言をしたことや、米国労働市場が堅調な推移を維持したこともあって年明け以降は一旦落ち着いたが、2019年はこの先も何度か金融市場が動揺し、世界経済の減速深刻化が懸念される局面が来ると見込まれる。足元の現状を見る限り、この先は緩やかな景気減速に留まると考えられるものの、金融市場が動揺した際に、世界経済の下支え役となっている米国経済への悪影響が増幅され、下支え役を失ったグローバル経済全体が後退局面に入るリスクは念頭に置く必要がある。

1. 昨年10月以降の金融市場における混乱の背景

昨年のグローバル金融市場を振り返ると、10月以降大きく動揺した(図表1)。要因としては、ファンダメンタルズそのものが悪化したことよりも、以下に示すような金融市場参加者のセンチメントを悪化させる複数の要因が重なり、それらが増幅しあうことによって、大きな動揺がもたらされたと言える。その中で最も大きな要因としては、米国と中国という世界の二大経済大国に対する景気減速懸念を挙げることができる。

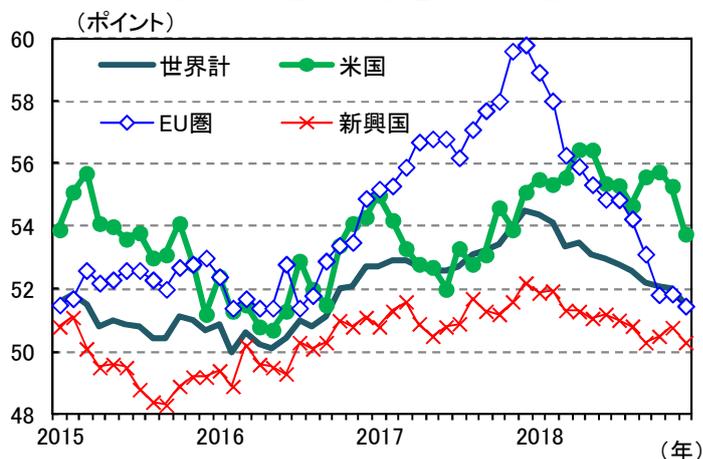


(1) 米国以外の経済圏の景気減速

欧州や新興国等、米国以外の他の経済圏の景気減速感が強まったことで、世界経済全般の持続性に対する懸念が高まった(次頁図表2)。特に、中国経済については、製造業PMIがこれまで好不況の境目とされる50近辺まで下落し、米中貿易摩擦の影響が顕在化したとの認識が広がった。また、アップルが中国市場での販売減を受け昨年第4四半期の売上高予測を下方修正したことで、米国株が高値圏から大幅な下落を余儀なくされる等、中国景気減速の影響は株式市場に

大きく影響した。米中間の貿易摩擦問題については、2018年12月の米中首脳会談において、米国の中国からの輸入2,000億ドルに対する税率引き上げを90日間延期したことで両国の対立は一旦小休止したかに思われたが、その後、中国大手通信機器メーカーの幹部が逮捕されるなど、米中関係が好転する兆しはまだ見られない。

図表2 主要経済圏の製造業PMIの推移



(資料) QUICK FACTSET

(2) 米国経済の景気後退懸念と米国連邦準備制度理事会 (FRB) の利上げ継続姿勢

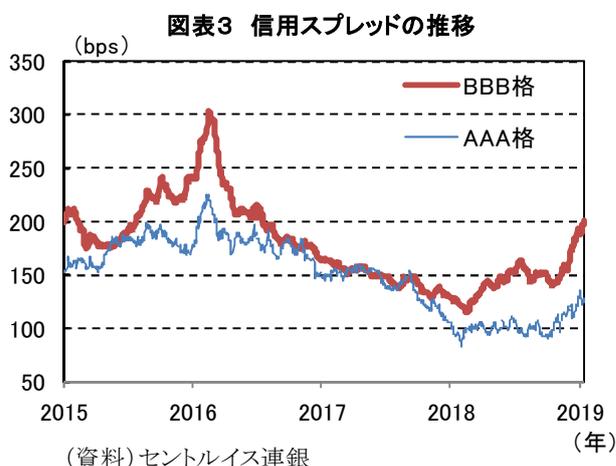
米国の景気拡大期間は金融危機以降、昨年末時点で既に9年を超えており、2019年7月には戦後最長を更新する。このように景気拡大が長期間続いているため、そろそろ景気後退の転換点を迎えるのではないかと漠然とした不安が高まっていた。景気拡大と株価上昇の持続性に対する警戒感が高まっていたところに、FRBが12月に利上げを決定するとともに、2019年も利上げを継続するとの見通しを示したことが金融市場には過度に強気な姿勢と映り、米国経済を腰折れさせてしまうのではないかと懸念を与えた。この間、米国で景気後退のサインとみなされている長短スプレッドのマイナス化(正確には米国債の2年物と5年物の金利の逆転)が生じ、これが更に金融市場のリスクオフに拍車をかけるといった動きも市場を混乱させた要因の一つである。

こうした二つの主因に加えて、他の要因も、金融市場のセンチメントを悪化させた。例えば、英国のEU離脱問題に対する懸念である。11月に入ってから、英国メイ首相とEU間で離脱協定に関する合意に達したが、この協定に対して英国内での合意が得られる見通しが立たず、議会での審議を延期するなど、「合意なき離脱」に至るリスクが日に日に高まっていった。また米国でも、ケリー大統領首席補佐官とマティス国防長官が退任したことで、トランプ政権の中でも良識派とされていた人材がいなくなったことや、下院の過半数を握った民主党とトランプ大統領の対立により政府機関閉鎖とその長期化に至るなど、米国内の政治情勢が悪化した。

2. 2019年初以降の金融市場の落ち着き

金融市場の動揺は、2008年10月以来となる対前月比での大きな下げ幅を記録した米国ISM製造業指数が公表された今月第1週まで継続したが、その後は、徐々に落ち着きを取り戻している。主因の一つは、全米経済学会のパネル・ディスカッションにおいて、FRBのパウエル議長が金融政策を柔軟に見直す必要があると述べた他、バランス・シートの縮小プログラムの変更可能性にも言及したことである。他のFRB高官数名からも、これまでのタカ派的な姿勢を緩和する発言が聞かれている。そしてもう一つは、12月の米国雇用統計における非農業部門雇用者の増加幅が前月比30万人を超えるなど、米国労働市場の堅調な推移が確認されたことである。前項の要因の中では、いずれも(2)に対する懸念の後退につながったと見ることができよう。

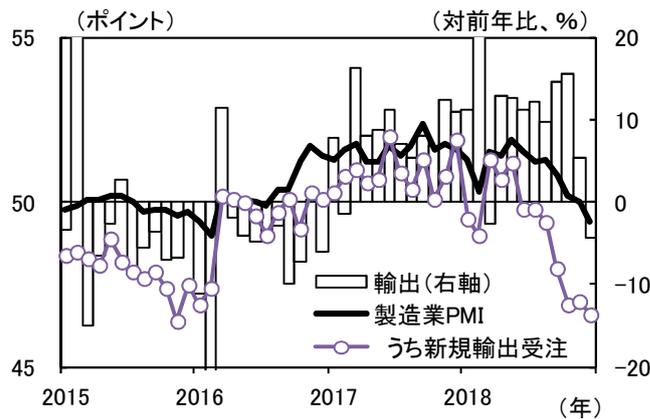
しかし、金融市場の懸念が完全に払拭された訳ではない。VIX指数は昨年央の水準と比較すると依然高止まりしており、社債と国債の利回り格差で示される信用スプレッドも今なお高水準のまま推移している(図表3)。



景気減速が懸念されていた中国経済は、2018年の実質経済成長率が前年比+6.6%と28年ぶりの低水準となったことが公表された。10-12月期に限ってみれば、前年比の経済成長率は+6.4%と、6%台前半まで低下している。輸出は既に対前年比で減少しており、貿易摩擦問題の更なる先鋭化や過剰債務問題に対する解決方法の巧拙によっては、成長率の鈍化ペースが加速するのではないかとの声すら聞かれる(次頁図表4)。中国経済が大きく減速することに対する懸念はなお根強く燻り続けている。このように、前項に示したリスクオフ要因は、そのいずれも根本的には解消されていない。従って、2019年はこの先も金融市場が動揺し、米国をはじめとする世界経済が景気減速局面入りすると懸念が高まる事態が発生することになるだろう。

米国が堅調な状態を維持できれば、昨年末から年初にかけての今回の動きのように、仮に金融市場が動揺したとしても一時的なもので済む可能性は高くなる。中国経済の成長ペース鈍化は日本を含むアジア諸国に悪影響をもたらすものの、世界全体を景気後退に陥らせるには至らないだろう。しかし、米国が景気後退局面入りしてしまうと、下支え役を失った世界経済全体が景気後退局面入りし、金融市場が更に悪化、それが更に実体経済に打撃を与えるという悪循環に陥ってしまう。したがって、この先予想される金融市場の動揺に対する米国経済の耐性が、2019年の世界経済を見る上で重要なポイントになる。

図表4 中国の輸出と製造業 PMI の推移

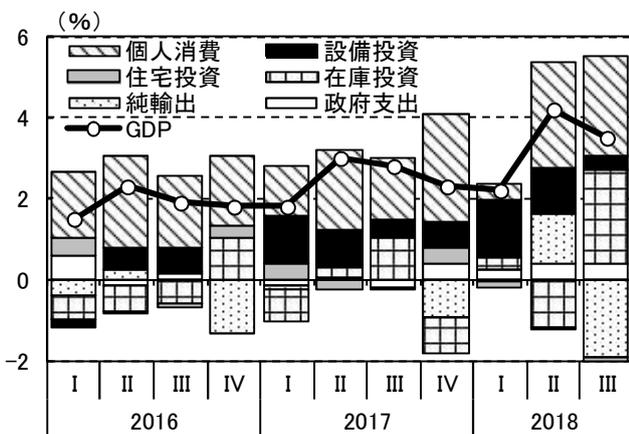


(資料)米国商務省経済分析局

3. 今後の米国経済と世界経済の行方を占う7つの経済指標

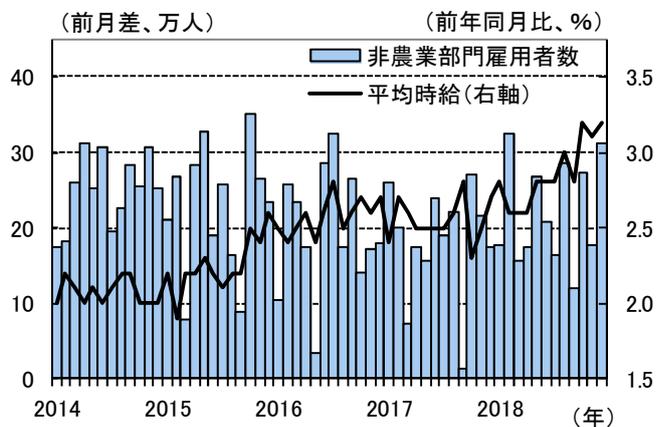
米国経済を牽引しているのは、米国 GDP の7割以上を占め、ここ数年の成長率にも安定した寄与をしている個人消費である(図表5)。雇用者数は安定して増加しており、賃金上昇率も高まっている(図表6)。家計の可処分所得は年率4%前後で伸び続けるなど、雇用・所得環境は現時点では堅調といえる。しかし、仮に金融市場が大きく動揺し消費者マインドを悪化させれば、財布の紐を締めることで消費は減少する。金融市場が動揺した場合に、マインド指数の著しい悪化や貯蓄率の大幅な上昇が起きるかどうかが、米国消費ひいては米国経済全体が悪化するかどうかの分岐

図表5 米国 GDP の寄与度分解



(資料)米国商務省経済分析局

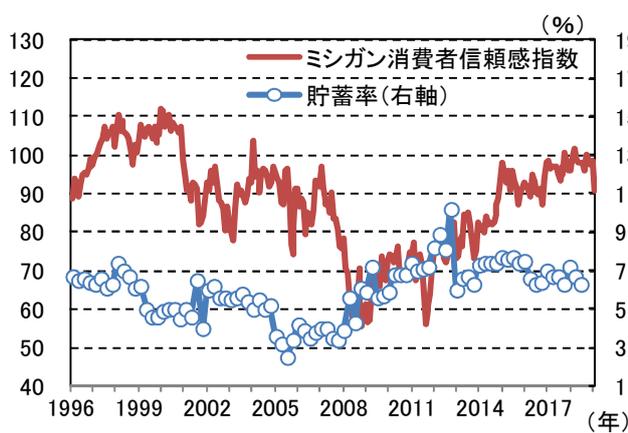
図表6 米国労働市場の動向



(資料)米国労働省労働統計局

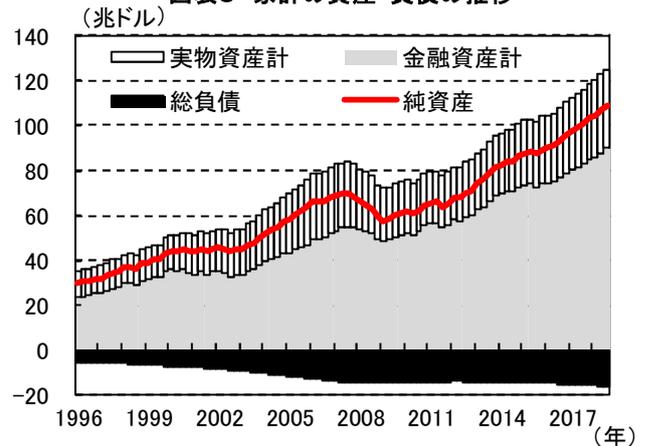
点であり、経済統計の中では、消費者マインドを示す指標及び、家計の消費性向を示す貯蓄率の動きが重要になる(次頁図表7)。同時に、消費者マインドを左右する要素として、家計のバランス・シートの悪化が生じるかどうか、逆資産効果の顕在化による消費への下押し圧力を見る上で重要になろう(次頁図表8)。

図表7 消費者マインド指数と貯蓄率の推移



(資料)ミシガン大学、米国商務省経済分析局

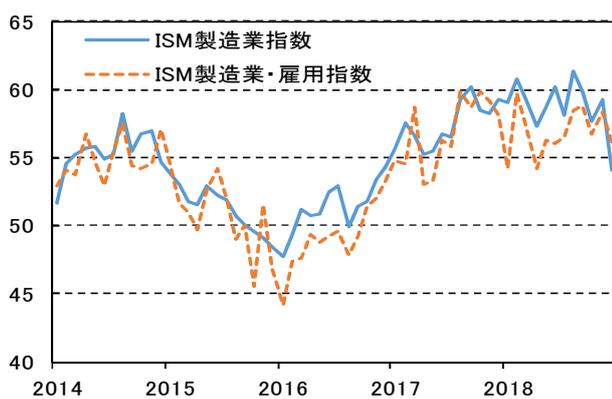
図表8 家計の資産・負債の推移



(資料)米国FRB

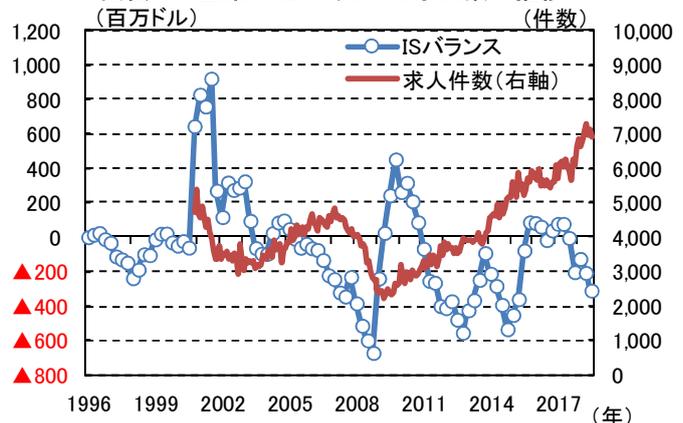
また、家計部門に貸金を支払う立場にある企業の姿勢も、消費を見る上で重要なポイントになる。昨年第3四半期実質 GDP の項目毎の寄与度をみると、9月の追加関税の適用を見越して在庫投資を積み増す動きが見られており、第4四半期にはこの増嵩効果は剥落する(前掲図表5)。また、この先株式市場が大きく動揺し企業が雇用に対する前向きな姿勢を転換させれば、家計所得と消費が伸びなくなる。こうした観点からは、米国企業のスタンスを見るための指標として、ISM 製造業指数(全体及び雇用に関する内訳項目)、求人労働異動調査(JOLT)での求人件数、企業のIS バランス(貯蓄投資差額)をモニタリングしていくことが重要である(図表9、10)。IS バランスは、貯蓄不足であれば設備投資や人件費を含む支出に対して前向きであることが示唆されるものの、逆に貯蓄超過となった場合は、企業が先行きを悲観して支出を抑制し、利益を溜め込むスタンスとなっていることを意味し、家計の所得増加ペースを抑制させる要因になる。

図表9 ISM 製造業指数



(資料)CEIC

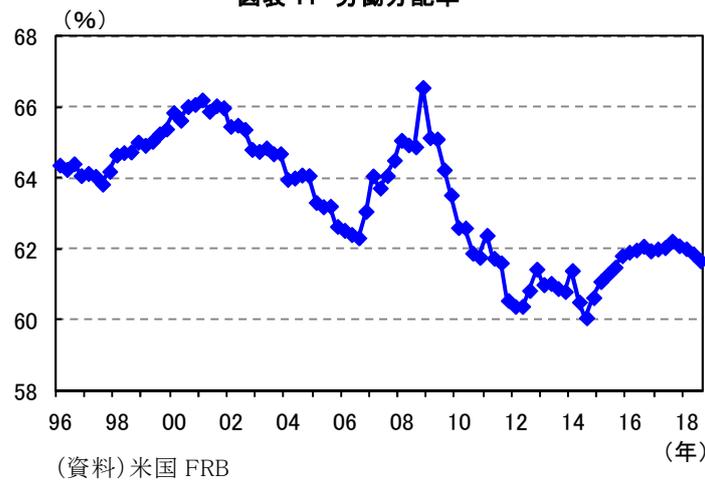
図表10 企業のIS バランスと求人件数の推移



(資料)米国労働省労働統計局

これらに加えて、企業の人件費に対する姿勢や負担の重さを示す指標としての労働分配率にも注目している(次頁図表 11)。金融市場の変調を受けて企業が先行きに慎重になり、利益を確保しながら人件費を絞れば、労働分配率は顕著に低下する。逆に労働分配率が上昇し続けると、企業の人件費負担が重くなっていることを意味し、早晚家計所得は伸びなくなる。この2～3年間の労働分配率は横這いから小幅下落の安定した推移を保っているが、この先急低下した場合、逆に急上昇した場合は、家計所得と消費の変調を示唆するものとなる可能性がある。

図表 11 労働分配率



上記に掲げた指標を見る限り、現在のところ、多少の振れはあるものの米国の実体経済が大きく減速に向かう兆候は伺われない。即ち、可処分所得の高い伸びが続く中で消費者マインド指数は高い水準を維持しており、消費者が財布の紐を縛る動きも見られていない。企業部門でも、雇用や人件費支出に対する姿勢に特段の変調は無い。こうした現状に鑑みれば、多少の金融市場の動揺で米国経済の拡大が潜在成長率対比で大きく下振れるとは考えにくい。

ただし、2019年の米国経済の成長率が昨年比低下することもまた確実である。2018年の米国経済は、通年でも3%前後と潜在成長率を大きく上回る経済成長が确实視されているが、これは世界的な景気拡大サイクルの波が幸運にも一致した時期に当たったこと、減税や大規模な財政支出により、一時的に嵩上げされたことが奏功したためである。また、中国経済の減速により、輸出チャンネルを通じて米国経済はさらに下押しされる。

米国のみならず中国の成長率も低下していくというモメンタムと、今後も予想される金融市場の動揺が重なって実体経済への悪影響が増幅されることが、向こう1年の米国及び世界経済にとっての最大のリスクである。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。