

米国債格下げの衝撃

発表日：2011年8月6日（土）

～次のFOMC、円高・為替介入はどうか～

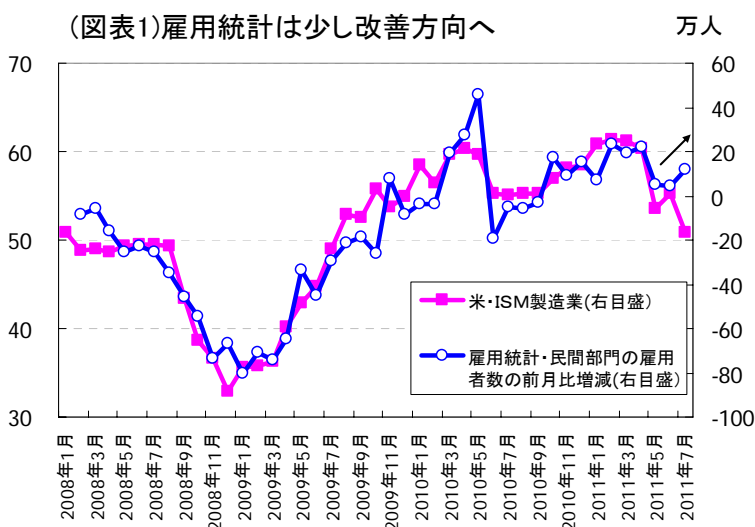
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

S&Pが米国債をAAAからAA+へと1ノッチほど格下げした。米国が最上位格付けを失うのは、1941年以来初めてだ。これで、投資家のリスク許容力が低下して、株価や低格付社債などリスク性資産への悪影響が心配される。世界的に安全志向がより強まって米長期金利が低下すると、さらにドル安円高が進む可能性がある。政府・日銀が8月4日に行った為替介入に続いて、追加介入に動くかどうかが気になる。

史上初の格下げ

8月6日、日本時間の土曜日朝に、史上初の米国債の格下げのニュースが走った。米国では5日の夜になる。格付けが始まった1941年以来、史上初の米国債格下げによって、8月8日の週のマーケットは大荒れになるであろうか。週末の格下げでは未知数の部分が多いと言わざるを得ない。

驚きは、そのタイミングによってもたらされた部分大きい。8月4日のニューヨーク市場はダウ株価が前日比▲512ドルの大暴落となり、翌5日は多くの人がかたずを飲んでその日の雇用統計の発表を待った。雇用統計は非農業部門の雇用者数が前月比+11.7万人と拡大を示し、数字上は雇用拡大の足踏みが5・6月の2か月にとどまったかたちになった(図表1)。しかし、日中のダウの動きは不安定さを残しながら5日は前日比+60ドルの上昇でリバウンドは小さく終わった。その夜に、S&PはAAAの米国債の最上位格付けをAA+ (ダブルAプラス)へと引き下げた。また、格付けのアウトルック



(見通し)もネガティブとし、プレスリリースでは、先行き2年以内に歳出削減が少なく、金利上昇で財政に圧力が高まったときには追加格下げする構えをみせている。市場センチメントが不安定なときに、格下げをすることは非常にタイミングが悪いというほかはない。

米国債の格下げの影響は、まずはそれがどう連鎖しそうかという点が焦点になる。ベースラインになる国債の格下げは他の債券の引き下げにもつながる。格付けが下がると、債券の担保価値を引き下げることになるので、リスクプレミアムが上昇するかたちの反応が起こる可能性もある。連鎖的に広範囲の債券のリスクが大きくなるとすれば、投資家のリスク許容力が低下して、相対的に高格付けの国債よりも、低格付けの社債が売られる可能性がある。これは、株価下落を誘発する効果につながる。

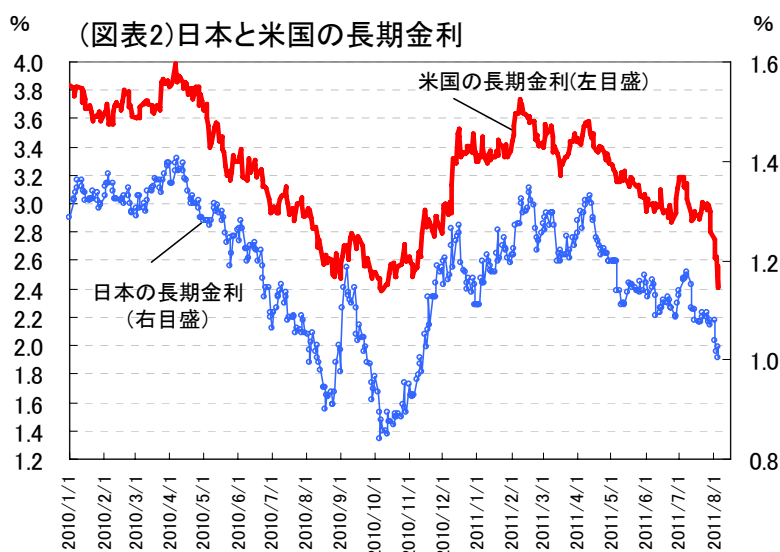
難しいのは、これで米国債が売りを浴びるかどうかである。すぐに思い浮かぶのは、外貨準備として米国債を巨大量に抱えている国々の反応である。それらの国々は、ポートフォリオを米国債に偏重させているリスクを重くみて、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

米国債のウェイトを引き下げようという取引を行う可能性がある。米国債を売って、別の国債や金融資産をより多く保有しようというリバランス効果である。

もっとも、この点について、筆者はそうした組み換えが起こるにしても、緩やかな影響に止まって、それよりも株式売却に伴う債券買いの効果が大きく出るのはないかとみる。質への逃避によって、長期金利はより低下するという見方になる(図表2)。

この理屈は、よく考えないとわかりにくい。格下げによって米国債のリスクが高まると、同時に社債・株式などのあらゆる資産のリスクも高まるので、結果的にリスクの序列は変わらない。すると、投資家のリスク許容力の総量が低下した分、安全資産への保有シフトが起こって、債券買い＝長期金利の低下が起こるといえるようになる。



FRBはどう動くのか

否が応でも注目が集まるのは、8月9日のFOMCである。バーナンキ議長は、(1)株価が暴落した、(2)雇用統計はそこそこよかった、(3)格下げの混乱が生じた、という3つのファクターを勘案して、どう動くのだろうか。

ポイントは、議会証言で言及したQE3に踏み切るのかどうかである。もしも、バーナンキ議長の立場に、グリーンズパン前議長が居たのなら、QE3のような追加緩和策に踏み切っていたら。しかし、バーナンキ議長はもっと慎重に、かつよく考えるだろう。

QE3はデフレ・リスクが顕在化しそうなときに割り当てると言ってきた。雇用統計の数字は、先日までバーナンキ議長が唱えていた通り、「景気減速は一時的」という見方をサポートするものだろう。企業業績などのファンダメンタルズに目が向けば、株式市場にみられる混乱が過剰反応で、しばらく時間を置いて回復してくるという見方もできる。

格下げの評価についても、それが妥当なものかどうかを見極めたいという心理もバーナンキ議長には働くだろう。米政府や政府関係機関は一律に格下げという評価に否定的である。また、ムーディーズやフィッチは、7月31日にオバマ大統領と共和党の合意で債務上限問題が一応の決着をみたことを受けて、最上位のAAAを維持するにしていた。筆者も、デフォルト・リスクが現実には遠のいたので、格下げをする理屈は曖昧になったとみていた。予想が外れて議論を「べき論」にすり替える誤りを人は犯しやすい。FRB自身も、取引が格下げの影響を受けないと言っているのに、格付けそのものに反応した政策変更は行いにくい。米政府の実体が変わっていないのに、これでQE3に踏み切るのは、日本で言えばCPIの基準改定で物価指標がマイナスになったから実体経済は何も変わらないのに、改めて金融緩和を行うような、へんな理屈になる。従って、S&Pが格下げをしたことへの反応も意外に小さく終わる可能性もあり得る。

一方、バーナンキ議長には、米債務上限問題で政府が手足を縛られているので、景気支援を財政政策の代わりに金融政策中心で何とかすべきだというプレッシャーもかかっているだろう。追加緩和で先手を打って、株価下落が自己実現的に景気減速を「影」から「実体」へと格下げさせるリスクを遮断しようという発想である。筆者は、QE3に踏み出す可能性は大きくはないが、バーナンキ議長の判断がこちらに傾く可能性も明確には否定できない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

日本への影響

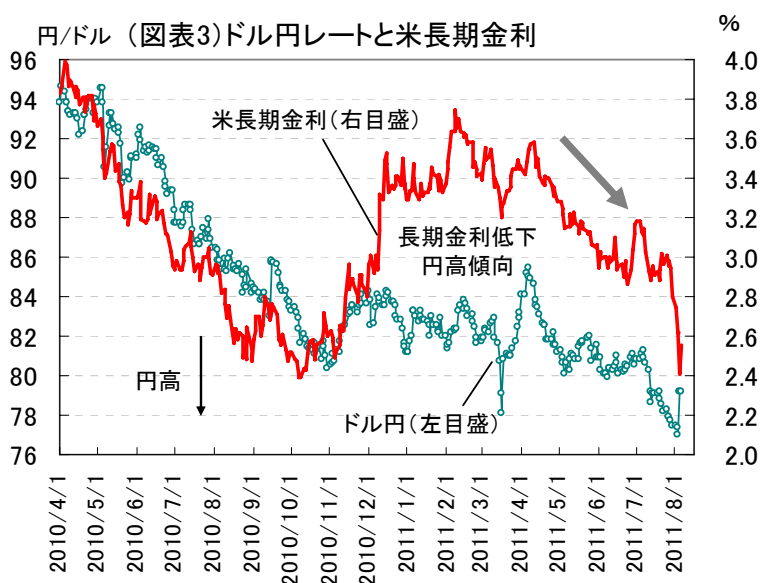
格下げが起こったところから振り返って、政府・日銀が8月4日に為替介入に動いたタイミングは、実にうまくやったものだと思う。米債務上限問題でドル安・円高が反転しなかったのを見て、政府・日銀は為替介入を迅速に打ってきた。もしも、同日夜のダウ暴落の後であれば、為替レートは1ドル80円までは戻らなかったろう。格下げに反応して米長期金利が低下すれば、それは円高圧力になると予想される(図表3)。先の為替介入で築き上げた円安プレミアムの堤防は、米国からのドル安圧力によって掘り崩されていくこともあり得る。政府・日銀はその様子を見ながら、追加的な為替介入に向けたポジション・トークを続けていき、FOMCなどで円高が急進すれば実弾を打っていく可能性もある。すでに、8月4日の介入が4.5兆円という過去2回の介入規模を大きく上回っていることは、介入警戒感を刺激する。ひとまずは、8月4日で意識された76円台という円高水準が、今後の円高進行での基準になるという見方もできる。

日銀の金融政策との絡みで言えば、日米欧の主要中央銀行は、間接的にドル安傾向に抵抗する政策対応をしている。日銀は、為替介入に併せて10兆円の追加的資金供給をすることを決めている。ECBも、8月4日の理事会で、国債購入を再開すると発表している。日銀とECBが追加的にマネーを増やすことは、FRBがQE3に打って出ない(QE2を6月に停止した状態を維持)という前提では、円安・ユーロ安・ドル高の要因になる。

逆に、ここでFRBがQE3へと舵を切ると、場合によってはそれが第二次通貨戦争の口火を切るような格好になってしまう。日銀にとっても、円高圧力に対抗すべきだという意見に押されて、追加緩和の泥沼状態に引き込まれることになりかねない。

事情は、新興国にとっても同じことである。QE2によって、FRBが長期国債を大規模に購入することで、世界的な過剰流動性を生み出し、間接的に新興国の資産バブルを助長する結果を引き起こしたという解釈がある。現在の米株価にしても、QE2で嵩上げた上昇分が、QE2終了後に剥落しているプロセスだとみる人もいる。ならば、新興国からは、自分で嵩上げた株価がQE2の終了で下落して、それに反応してQE3の引き金を引くならば、FRBが自作自演の混乱に陥っているようにみえるだろう。バーナンキ議長が、金融政策だけで米国経済を切り盛りしようという考え方に動かされることに、警戒感を持つ人が状況次第では増えていくだろう。

日本経済にとって、震災後のハードルとして急浮上した円高問題は、8月上旬というタイミングでまさに正念場を迎えている。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。