

テーマ：米国債格付け見通し引き下げの影響

発表日：2011年4月19日（火）

～米債市場の動揺は限定的もリスクヘッジは強まる恐れ～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

初めての“ネガティブ”

格付け会社S & Pは18日、米国債格付けの中期的な見通しをこれまでの“安定的”から“ネガティブ”に引き下げた。同社が米国債の格付け見通しを引き下げたのは1941年以来初めてとなる。見通し引き下げの理由として、「財政健全化の長期計画をめぐり米議会で合意できない可能性」を挙げている。今後2年以内に3分の1の確率で米国債の長期信用格付けがトリプルAから引き下げられる可能性がある。

これを受けて市場では、米国債が売られたほか、米株、ドルも同時に値を下げるトリプル安となったが、その動きは限定的なものにとどまり、米国債価格は取引中には反転上昇に転じ、前週末対比上昇（金利は低下）して取引を終えた。その理由として、①実際に格下げされるリスクは極めて小さいと市場が判断したこと、②同日欧州市場ではギリシャの債務再編リスクが高いと判断され、ギリシャやポルトガルなどの財政悪化国の債券が急落（金利は急騰）、ドイツなどユーロ主要国金利が急低下するなどリスク回避姿勢が強まったこと——などが挙げられる。

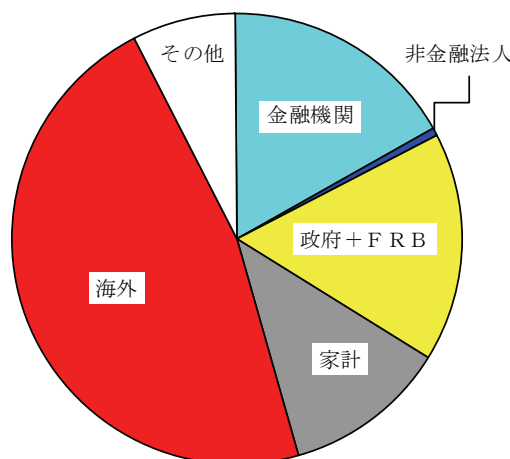
厳しい財政状況

2010/11会計年度の米財政赤字は、2月に発表された大統領の予算教書では1兆6450億ドル（GDP比▲10.9%）と過去最大の赤字を記録すると見込まれていた。先日の本予算では歳出について380億ドル削減することで上下両院の可決に至ったが、それでもかなり厳しい財政状況に置かれていることは間違いない。国債の発行残高は2010年末で9兆3615億ドル、GDP比で62.9%に達しているが、11年度末（11年9月末）には同70%を超える見通しだ。日本の公債発行残高は10年度末（11年3月末）で同134%に達する見込みだが、国債保有の約47%を海外保有に負っている米国の本質的な脆弱性は日本とはまた異なる。

無論、経済規模が世界のなかで突出して大きく、あらゆる面で信用度の高い米国の国債の信用が直ちに变质するとは考えにくい。とはいえ、見通し引き下げで指摘された通り、与党民主党と下院議会で過半を占める野党共和党との間の財政政策には隔たりが大きい。先の10/11会計年度予算可決に際しても、議会にある程度“譲った”格好となったオバマ大統領の支持率が急落したことからも明らかな通り、来年の大統領選挙を控えるなかで両党の財政政策の距離感は容易に縮まらないと考えられ、財政赤字削減策が思うように進まないリスクは十分にある。

米国債の保有者別割合

(2010年末時点)



今後の影響

18日の欧米市場における反応は、そのまま今後の市場の動向を占うものとなろう。経済力、あるいは金融政策のオプション余地という観点から見て、ギリシャなど一部の欧州財政悪化国については、国債保有リスクの高まりが強く認識されているのに対し、米国債については同様のことは当てはまらない。米国に対しては未だ経済成長期待は強く、金融政策を含め様々な政策オプションも考えられる。とはいえ、今後景気面よりも財政

赤字削減を重視した財政政策が採られる可能性や、与野党の間で財政赤字削減策がままたいリスクなどは、株式などのリスク性資産への投資選好性を低下させる要因となる。ギリシャの債務再編の可能性を現実的に受け止める雰囲気が高まったことも、リスク性資産への投資意欲を衰えさせる要因となる。したがって、欧州も含めた今回の財政に対する関心は、専ら株価などの上昇力を毀損させるものと判断される。

さらに注目すべき点は、今回の問題で欧米、特にF R Bの金融政策にどのような影響を及ぼすのかということだ。ある程度緊縮的な財政政策へと舵を切る一方で、米景気牽引役の個人消費が未だ株価上昇による資産効果頼みという状況では、金融政策は緩和的な政策を強いられる。F R BのQ E 2については6月末で予定通り終了、その後は様子を見ながら利上げを模索する——といった一部の見方は後退していくだろう。むしろ、Q E 2終了に伴う市場へのインパクトを睨みながら、場合によってはQ E 3とも評されるような新たな流動性供給策を模索する必要性が出てくる可能性もある。これは米国債市場にとってはポジティブ（金利低下）要因となる。

為替市場では金融政策の“出口”を期待したドル高圧力は完全に後退、当面は軟調な展開が予想される。ユーロについてもギリシャ懸念で一旦の調整を余儀なくされているが、今後債務再編がより現実感を帯びたり、E C Bの金融政策に何らかの影響を及ぼすことに市場が着目する可能性を考えれば、上昇力は相当程度減衰すると見込まれる。このようなリスク回避的な動きは円の増価圧力に繋がるが、市場がリスク回避に一斉に動くような局面でなければ、1ドル＝80円を再び割り込むような円高局面は想定し難い。

一方、新興国では主要国の金融・財政政策が揺らいでいることによるリスク回避的な動きが顕著に表れる可能性がある。多くの国でインフレ懸念と、これを阻止するための利上げが実施されているものの、実質金利水準は極めて低いまま。新興各国が景気に配慮してインフレ阻止への動きが不十分と見なされれば、新興国に流れている資金は株式市場だけでなく、債券市場などからも流出する可能性がある。

このように、主要国では財政改善への圧力と同時に金融緩和プレッシャーがかかる一方、新興国ではインフレ抑制への姿勢が問われるなかでは、金などインフレ・リスクヘッジを目的とした商品に資金が流入しやすい環境が想定される。