

テーマ：成長力を失った日米欧、市場の不安定な動きは続くか
～FRBの追加緩和期待が続くかがカギ～

発表日：2012年5月8日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

成長力を失った先進国経済 1：日本

2008年のリーマン・ショックを機に、世界経済は混沌とした状況が続いている。金融市場は次々と訪れる様々な問題に翻弄され、それでも主に各国の中央銀行による対応に支えられてきた。足元の市場の姿については、先進各国の中央銀行による超緩和政策によって生じた過剰流動性に支えられながらも、ファンダメンタルズの先行きが見えずに、だぶついたマネーが行き場を失っていると評せよう。中長期的なイメージが見えにくいことが中長期の投資マネーを遠のかせると同時に、投資家は短期的な材料に大きく振り回され（あるいはそうした材料に反応することによって収益機会を得ることに奔走し）、それがさらに中長期的な投資意欲を失わせているとも言えよう。このような混沌とした市場環境を“演出”したのは、主に先進国経済の成長軌道が不安定になっていることと考えられる。

振り返れば、最初にそのような状況に陥ったのは日本だ。1990年のバブル崩壊を機に、日本では金融機関に巨額の不良債権が発生した。それまでは、銀行を介在した長期的な融資が事業法人の安定的な資金繰りに寄与し、長期的な企業戦略を可能にしていた。ある意味短期的な業績には目を瞑ってでも行われてきた投資や安定的な雇用慣行が、技術大国としてのわが国の発展に大きく寄与してきたはずだが、金融機関に発生した不良債権はそうしたマネーの流れを一変させた。国際的に金融機関の収益構造をより安定化させる圧力が高まったことや、時価会計制度の導入も、金融機関から一般企業への中長期的な安定したマネー供給をさらに困難にした。

日本の経済発展上極めて重要な役割を果たしてきたと考えられる“間接金融”がバブル崩壊を機に困難となったために、米国型の“直接金融”への転換を求められることになった。しかし、株価は長期低落傾向にあり、その機能は有効だとは言い難かった。株価が低迷した背景には、バブル崩壊後の経済を立て直すマクロ政策が成果を上げなかったこともあって経済規模が縮小傾向を辿っていったことに加え、不良債権処理の原資として、あるいは収益構造改善の迫られるなかで生じた金融機関と事業法人との株式持ち合い解消なども影響したと考えられる。

このような間接金融から直接金融への流れと、不良債権処理などにより金融機関に余裕が無くなったことの煽りを最も強く受けたのは中小企業であった。市場から直接資金を得ることが困難な中小企業にとって、金融機関から安定的な中長期資金を得られる手段が細ることは、技術大国としての日本の屋台骨が不安定になることを意味した。製造業の衰退が叫ばれて久しいが、その背景にはバブル崩壊後も続いた円高による価格競争力の低下は勿論大きい。企業への資金の流れが変わったことによって非価格競争力、すなわち技術格差が縮小したという側面もあると考えられる。

このように、バブルの崩壊とそれに伴う金融システムの変化、そして円高の進展によって成長の牽引力が失われていくなかで少子高齢化が進み、人口減少に転じたことが、日本経済がデフレに陥った背景であったと考えられる。問題は、こうした状況は足元においてもほとんど変わっていないということだ。金融機関に深刻な不良債権問題はもはや存在しないものの、高度成長期のような長期の信用が安定した企業活動を支援するという姿に回帰することは考えにくくなっている。もとより、デフレが進行するなかで企業サイドの資金需要自体限定的なものにとどまっている。安定した雇用環境や将来賃金に対する安心感も失われているため、消費行動も保守的なものとなったままだ。むしろ、去年の超円高の進展もあって、製造業を中心に企業の海外移転は一層進みつつある。こうしたことから、中長期的な視点での日本経済に対する成長期待は未だ盛り上がっていないどころか、一層弱体化の懸念が高まる状況にある。

成長力を失った先進国経済 2：米国

2000年代の米国経済は、90年代後半のITバブル崩壊で幕を開け、その後同時テロ、イラク戦争などを経て、不安定な推移で始まった。しかし、景気に配慮してFRB金利は1.00%まで引き下げられるなど超低金利政策が維持されたことを背景に、住宅投資が牽引する格好で景気が持ち直していった。サブプライムローンの登場により住宅を購入できる層が拡大して住宅販売が急増、住宅需給の逼迫によって住宅価格は07年までの約10年でおおよそ2倍になるなど、住宅バブルは社会問題になるほどの急騰をみせた。更に、急騰した住宅価格を担保に資金を借り入れるホームエクイティローンが新たな購買力を生み、個人消費は全体に盛り上がりを見せた。

結局、住宅バブルはFRBが明確に金融引き締め方向へと転じる2000年代半ばには弾け、住宅販売は減少基調へと転じ、需給の悪化を受けて住宅価格も急速に下落基調を強めていった。その後の展開は記憶に新しいところだが、市場ではサブプライムローンに絡んだ様々な証券化商品が不良債権化し、グローバルな金融市場を巻き込んだの混乱、そしてその後のリーマン・ショックへと繋がっていくことになる。この問題については、FRBをはじめ各国中央銀行が中心となって鎮静化させることに成功したと言えるが、米国経済にはより深刻な問題をもたらした。それが、家計のバランスシート悪化問題である。

バブルが弾け、住宅価格が下落に転じたことにより、エクイティローンによる資金調達が事実上不可能となったほか、住宅価格（時価）が当該物件に対するローンの残高を下回る事態も生じ、所謂債務超過状態に陥る例も多く見られた。これにより、家計は債務圧縮を最優先に迫られたうえ、住宅を担保として新たな借入を行うことも困難となった。この結果、米国経済の牽引車であるべき個人消費の低迷が長期化し、成長率が潜在成長を下回る状況が長期化したために失業率は10%台まで上昇した。FRBは実質的にゼロ金利政策を維持しているうえ、市場金利の更なる低下を促すためにツイストオペの導入など様々な手段を講じているが、債務超過、あるいは債務圧縮が優先されるなかでは金利の引き下げによる資金需要刺激効果も低く、肝心の住宅市場においては需要の低迷が続いている。ここへ来て住宅価格にも漸く下げ止まりの雰囲気が出始めているものの、需給の改善テンポは極めて緩やかであることから、バブル期の水準に戻るにはかなりの時間を要するとみられる。

このように、米国経済は“住宅バブルの崩壊”→“家計のバランスシート悪化”→“資金需要の低迷&金利感応度の低下”→“住宅需要・住宅価格の低迷”→“家計のバランスシート改善の遅れ”・・・というスタック状態に陥っている。資産・債務比率を見る限り、米家計は未だ過剰債務状態から脱しているとは考えにくく、債務の削減ペースに限界がある以上は持続的な個人消費の拡大に多くを期待できない足元のような環境がかなりの期間続くと考えられる。当然、消費の拡大ペースが限定的なものにとどまることとなれば、米経済成長率も潜在成長ペースを持続的に上回ることは困難で、このことは雇用回復の足を引っ張ることとなる。こうした状況から脱するには家計のバランスシート自体の改善が不可欠となるが、住宅部門の改善に時間がかかることを勘案すれば、不動産に次ぐ家計の主要資産であるところの株式（及び投資信託）資産の増大によるバランスシート改善効果に期待するしかないという状況だ。

こうしたなかで、FRBは様々な手段で株価の上昇を演出してきたが、QE2のように大規模な量的緩和政策が資源価格の高騰に繋がったこともあり、現実的にはインフレとの両にらみでの政策対応を余儀なくされている。足元では、FRBは行き過ぎた追加緩和期待を抑える一方、景気判断を引き上げて景況感の改善を促してはいるものの、実際の景気は引き続き不安定な状態にあり、株価についてはQE2実施時のような勢いは見られてない。むしろ、欧州の財政問題などに振り回されるなど不安定な動きが続いており、米国経済自律回復への切り札としての株価に過度に期待することが難しくなっている。

成長力を失った先進国経済 3：欧州

ユーロ圏を中心とした欧州経済は、厳しい緊縮財政政策を迫られている国を中心に景気が失速状況にある。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルについては財政懸念から金利が急騰し、国債発行による自力での資金調達が行えないため、EFFSFなどからの融資を受けて資金繰りをしのぐしかない状況にあり、融資を受けるためにも厳しい財政改善政策を執らざるを得ない。しかし、これが需要の著しい下ブレを招いて景気の悪化に繋

がっていることから、財政改善がスムーズに進むとは考えにくい。ポルトガルについては2013年後半から国債発行による資金調達を目指しているものの、財政赤字の改善が進まなければ国債利回りは高止まりすると考えられ、現状では2013年中の国債発行は極めて困難だと考えられる。

これら3カ国だけでなくユーロ加盟国全体が抱えているジレンマは、財政改善のために緊縮財政政策を執っても、通貨、及び金融政策を統合しているために緊縮財政政策による経済への負のインパクトのみが表れてしまい、財政赤字の削減が困難になっていることである。柔軟、かつ合理的な金融政策が可能であれば、緊縮財政政策による負のインパクトを緩和させるような思い切った金融緩和政策が可能である。また、通貨がその国の相対的な価値や信用力を示すのであれば、財政懸念は通貨安を招くことから、輸出競争力が高まって外需を通じた景気浮揚力を得ることができる。しかし、ユーロという枠組みを堅持する以上、そうした柔軟性は望めないため、緊縮財政政策を執ることによって景気が失速して財政赤字の改善が思うように進まなければ、より一層の緊縮財政政策を執らざるを得なくなる。

こうしたスパイラルに陥るなか、一部の国では一層の緊縮政策に対する強い抵抗が生じつつある。総選挙が行われたギリシャでは、緊縮財政政策に反対し、ユーロ離脱も辞さないとの姿勢をみせている政党が躍進、ユーロにとどまるためにも財政改善は必要とする与党は大敗北を喫した。これによりギリシャ政局の混迷は避けられず、仮に既存の枠組みプラスαで連立与党が組閣に成功したとしても、世論の不満にある程度迎合する姿勢をみせざるを得ず、いずれにしても緊縮財政政策の実行力が今後問われる懸念は極めて高い。このように、世論の不満が高まるなかで政治情勢は不安定化しており、このことも景気にとってはマイナス要因になる。無論、財政改善への流れが頓挫するような事態となれば、金融市場がこれまで以上の大きな混乱に陥ることは避け難くなる。

欧州の財政問題解決の糸口は、やはり金融緩和である。ECBが金融緩和を進め、同時に通貨ユーロの減価を容認することで、スペインやイタリアといったセーフティネットではフォローしきれない規模の国の景気を輸出主導で回復軌道に乗せる余地を作ることができれば、財政改善への流れもできてこよう。しかし、足元でユーロ圏のインフレ率はECBが目標上限とする2%を上回っている。現状では、景気の悪化と財政状況の改善の遅れが相互に影響し合う負のスパイラルから脱却できる目処がついていない。

短期的な材料に振り回される相場はいつまで続く？

このように、日米欧の置かれた状況はそれぞれに違いはあるものの、構造的な問題を抱えているうえに政策対応余地が極めて限定的であることが共通している。もっとも、自律的な景気回復軌道に乗せることが困難でも、景気循環自体が無くなるわけではない。例えば、日本はデフレに陥り、政策対応余地も小さく、また十分ではないものの、海外経済が好転して輸出が拡大すれば成長率はそれなりに高まる。問題は、内需が自律的な回復軌道に乗らないため、外需環境が悪化すれば景気全体も直ちに落ち込むような脆弱な状態にとどまっているということだ。そして、足元では日米欧が同様の状態に陥っているため、それぞれ外需に多くを期待できないことも、足元の状況から脱するハードルを高くしている。

ただし、それぞれがこの状況から脱するための条件の困難さには違いもある。政策対応余地を勘案すれば、これらの問題を（最も早く）解決できる可能性があるのは米国だろう。欧州は、財政改善策という景気下押し圧力の強い政策を続けざるをえず、日本はデフレ脱却のための有効な政策が未だ見つかってさえないうえ、財政状況からは世界で最も政策余地が小さいとも言える。

これに対し米国は、家計のバランスシート調整が進めば、自律回復軌道に戻ることは十分に可能だ。それに要する時間のカギを握っているのが、前述したように株価である。平時のような環境であれば、“株価上昇→米需要増大→株価上昇→米需要増大…”という自己実現的な景気回復も可能であるが、足元では“欧州財政問題”という不安定要因がこれを阻害している。この悪影響を緩和する役割がFRBによる金融緩和である。

足元で、市場は再び不安定な動きを強めている。フランスとギリシャでの選挙結果を受け、欧州の財政リスクが再び市場の懸念を高めている。だが、市場の不安定さの本質は、FRBの追加緩和期待がやや後退したうえ、経済指標も冴えないものが目立ってきたことだ。景気に対する信頼度が今ひとつであって、流動性相場期

待が株価の押し上げ、あるいはリスクマネーの回復に繋がっていただけに、緩和期待という梯子が外れれば不安定な景気に翻弄されやすくなる市場の現状が垣間見える。

今後の市場の動向を展望すれば、基本的には先進国の中で最も改善への道のりが近いと考えられる米国の自律回復を待つことになる。それまでは、FRBによる金融緩和期待が高まるかどうかで、その動きが不安定なものになるのか、シッカリとした方向性が出てくるのかが決まってくると考えられる。楽観的な立場に立てば、住宅の在庫率からみた住宅需給は相当程度改善していると見込まれ、住宅価格の底打ちが住宅価格の先高感に繋がって需要を喚起、需要は徐々に盛り上がってくるというストーリーが描け、この場合にはFRBによるフォローが無くても年末にかけて徐々に景況感は回復、合わせて株価も上昇していくことになる。しかし、リーマン・ショック以降の似たような局面では住宅需要は盛り上がらなかった。足元の家計債務は未だに大きいことを勘案すれば、住宅在庫率の調整が進んだことによる住宅価格調整圧力の軽減だけで住宅需要が盛り上がるとは考えにくい。したがって、FRBの金融緩和期待が市場の先行きを見極めるうえで最も重要と判断している。その意味で、注目されるのが現在行っているツイストオペの期限を迎える6月のFOMCだ。ここで、何らかの追加策が打ち出されるのかどうかで、市場の勢いは変わってこよう。これが、内需主導の景気回復の道が事実上閉ざされている日本や欧州の年後半以降の景気にも影響を及ぼすと考えられる。