

不確実性高まる米国経済・金融環境を判断する

～景気失速の可能性の検証～

<要旨>

不確実性がやや高まった米国投資環境を左右するとみられる4つのポイント、1) ローン延滞率上昇の景気波及リスク、2) 労働市場のインフレ圧力、3) 設備投資の更なる鈍化リスク、4) クレジットスプレッドの上昇リスク、を整理した上で、「引き締め」から「中立」に戻した米国金融政策の先行きを展望した。

- 1) 足元で信用度が低い借り手の住宅ローン延滞率は13.3%まで高まっているが信用度が高い一般の住宅ローン延滞率の上昇リスクは、現在の堅調な雇用環境と低い金利水準を前提とする限り高くない。
- 2) その前提となる雇用環境は、むしろ労働市場の逼迫が続いており、急に雇用・賃金所得環境が崩れるとは考えにくく、労働市場の逼迫は引き続きインフレ上昇リスクが残存する大きな要因であり、FRBのインフレ警戒モードが簡単には解けない状況が続く。
- 3) 一方で、FRBを含め見通しが大きく外れている設備投資鈍化の背景には、こうした労働市場の逼迫も一因である単位労働コストの高まりと、製造業の在庫調整に伴う景況感の鈍化が大きく作用している可能性がある。
- 4) 低く抑えられた設備投資と高い企業収益環境により、企業全体の財務内容は堅調であるため、クレジットスプレッドが上昇に転じるまでには相当な時間がかかるだろう。クレジットスプレッド急上昇の現実的なシナリオとしては、設備投資が高まったあとの金利急上昇による景気オーバーキルが考えられる。

以上踏まえた「長短金利のメインシナリオ」は、1) 製造業の在庫調整進展と住宅市場の調整終了により、2) 設備投資が上向くことで米国成長率は2%成長から3%成長に徐々に高まっていく、3) このもとで2007年度末までFFレートは5.25%の据置きが続き、10年債とFFレートの逆イールドが解消に向かう中で、10年債レートも4.75~5.25%のレンジへの上方修正が再び働く。

対する「サブシナリオ」は、製造業と住宅市場の調整が長期化することで設備投資が高まらず、潜在成長率より低い2%成長がしばらく続く。この結果、コアインフレ率と期待インフレ率いずれも早期に前年比2%以内に収まり、政策スタンスが「中立」から「利下げ」に転じ、市場の期待通りFFレート25~50bp低下による逆イールドが解消していくシナリオが考えられるだろう。

1. スタンスを「引き締め」から「中立」に戻したFRB

3月21日に開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）において、連邦準備制度理事会（FRB）は、目標とする政策金利であるFFレートを現行の5.25%に据え置いたが、同時に公表した声明文において、政策スタンスを「引き締め」から、利上げ・利下げいずれもありうる「中立」に戻すことを示した。

新しい声明文では、「最近の経済指標はまだら模様で、住宅市場の調整が続いている」とし、1月の声明文にあった「最近の指標はいくぶんかの堅調な成長を示唆し、住宅市場には安定化への兆しがみられる」との見方を後退させ、インフレについても「最近のコアインフレ率はいくぶん上昇傾向」と前回の「インフレの数値はこの数ヶ月で緩やかに改善」との見方を修正した。つまり、最新の見方では、景気・インフレいずれもその中期的な安定に関する不確実性が高まったと判断し、政策スタンスを、その状況に応じて利上げ・利下げいずれにも移行する中立的なスタンスに変更したのが今回の声明文の大きなメッセージであった。

今回の声明文公表後の市場による政策期待に表われた顕著な変化は、半年先のFFレート水準が5.01%とほぼ25bpの利下げを織り込む点は変わらず、むしろ水準としては3月上旬の5.0%割れ水準より高まった一方で、1年先のFFレート先物水準は4.58%と2回以上の利下げを織り込むなど、手前よりもより将来のFFレートの期待水準に大きな変化がみられた（図1）。この結果、昨年7月以来続いていた10年債レートと2年債レートの逆イールドが解消することになった（図2）

そこで以下では、不確実性の高まりにより見方が分かれる米国経済・金融環境をポイントとなるいくつかの論点を整理した上で、先行きについて展望してみたい。

図1 FFレートとFF先物レート推移

(日次データ:06年1月～07年3月21日)

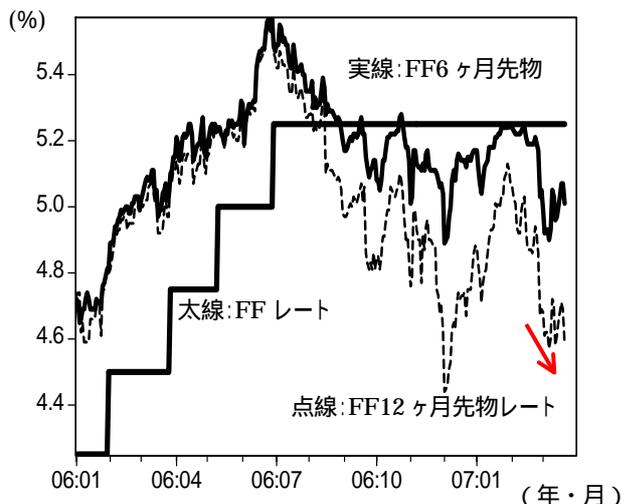
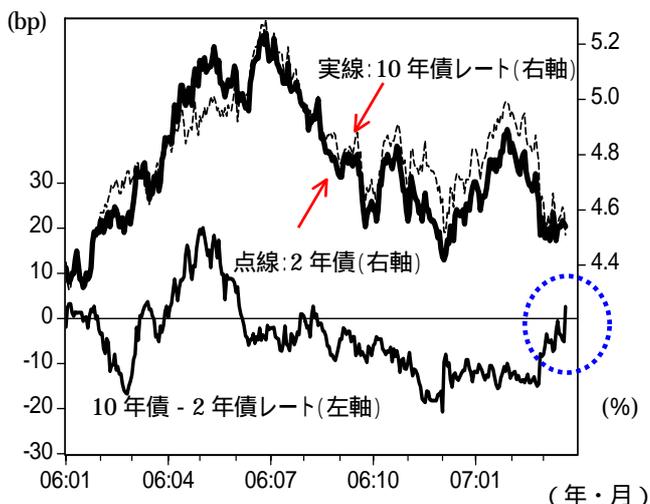


図2 米10年・2年債レートと金利差

(日次データ:06年1月～07年3月21日)



(資料) 連邦準備制度理事会(FRB)HP 公開データより、住友信託銀行調査部作成

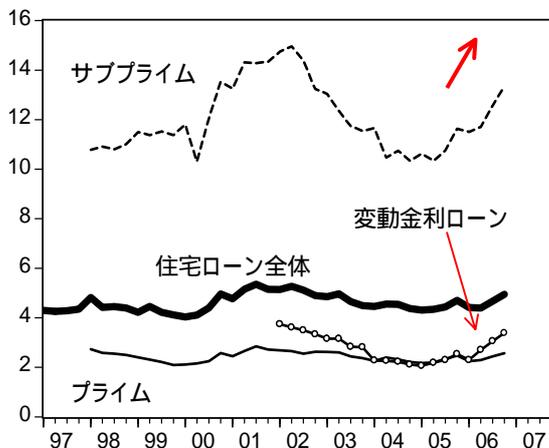
2. ローン延滞率上昇が全体に波及することはないか

FF先物レート水準にみられる市場の政策金利予想は昨年12月以来、乱高下してきた。昨年12月のFF先物レートの急落は、製造業ISM指数が景気加速・後退の境目である50を一時下回ったことがきっかけであった。対して今回の期待変化は、住宅市場の調整に関するもので、10～12月期の住宅ローンのサブプライム（信用度の低い借り手）層のローン延滞率が前期の12.56%から13.33%に上昇したことがきっかけであった。サブプライムが住宅ローン債権全体に占める割合は1割強と試算され、劣化した資産水準は全体の1%強に過ぎないものの、ローン全体の延滞率上昇に繋がり全体への悪影響が懸念されたのであった。

しかしながら、そのリスクについては、金利急上昇や雇用環境の悪化がない限り避けられるとみる。というのも、足元で延滞率が急上昇しているのは、信用度が低いサブプライム層と変動金利ローンに限られ、信用度の高いプライム層の上昇は抑えられている（図3）。両者に顕著な動きが示すように、延滞率上昇をもたらす主な要因は、所得環境悪化と金利上昇で返済負担が増え返済が滞ることにある。そこで、ローン全体の延滞率の過去推移を、雇用増減とモーゲージ金利で説明（回帰）してみると、その7割の変動がこの2つの要因によって把握でき、足元の理論値は、金利低下もあって横ばいないし低下傾向にある（図4）。

従って、製造業や住宅部門で調整が進むなかでも雇用は月平均15～16万人のピッチで増えていること、金利はむしろ低下ないし横ばいで推移していること、さらに、全米全体の住宅価格（同じ物件の再販売価格）も10～12月期は前期比4.5%と低いながらも7～9月期の年率4.1%から上向いていることを踏まえると、延滞率上昇が住宅ローン全体に波及していくことは避けられよう。

図3 種類別米国の住宅ローン延滞率



(注) サブプライムは信用度が相対的に低い借り手の延滞率を示す。プライムは信用度が高い借り手を示す。

(資料) 全米モーゲージ協会資料より 住友信託銀行作成

図4 雇用環境と延滞率(全体)のモデル



(注) 延滞率予測値=4.50 - 0.02(雇用増減月平均万人) + 0.04(モーゲージ平均金利)

(資料) 住友信託銀行調査部推計

3. 労働市場逼迫によるインフレ上昇圧力は残存

一方、3月のFOMC声明文でも「インフレが期待通りに鈍化しないリスクが引き続き最重要の関心事項」と指摘していた、インフレ上昇リスクについてはどう判断すべきだろうか。各種物価指標と労働市場の状況を細かく見ると、インフレ上昇圧力がなお残存していると判断できる。

実のところ、物価指標自体はその状況に大きな変化はなかったと見てよい。食料・燃料除きのCPIコアインフレ率と期待インフレ率(10年債レート-10年物価連動国債レート)の推移を比べると、期待インフレ率が2.4%前後を推移するなかで、CPIコアインフレ率はその水準を上回り、最も新しい2月の指標は前年比2.7%とやや高まる傾向にある。両者いずれも、FRBが目標とする2%水準を上回った状況が続いている(図5)。

他方、労働市場については、FOMC前に公表された地区連銀報告によると、「技能・専門知識もつ労働需要は逼迫。加えて多くのタイプの雇用需要増により、賃金上昇圧力が数地区でやや高まる」と書かれているように、賃金上昇圧力は鈍化していない。この関係を具体的な経済指標でみると、まず2月の失業率は4.5%と過去10年の失業率のトレンド線を大きく下回っており、このギャップの高まりに伴い、時間あたり賃金上昇率が足元前年比4.2%と高水準にある(図6)。

FRBの判断としては、これまでインフレ圧力は「高い企業収益を背景に企業で吸収可能」とみているようであるが、続いて見ていくように、企業収益の伸び率がやや鈍化する中で、こうした賃金上昇が最終価格に転嫁され、期待インフレ率の上昇につながることを最も恐れているとみられる。期待インフレ率上昇は金利水準を押し上げ、沈静化するとみられるローン延滞率上昇を加速しかねない。

図5 コアインフレ率と期待インフレ率

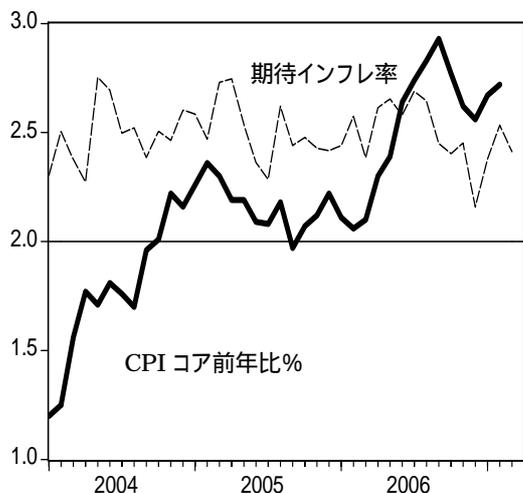
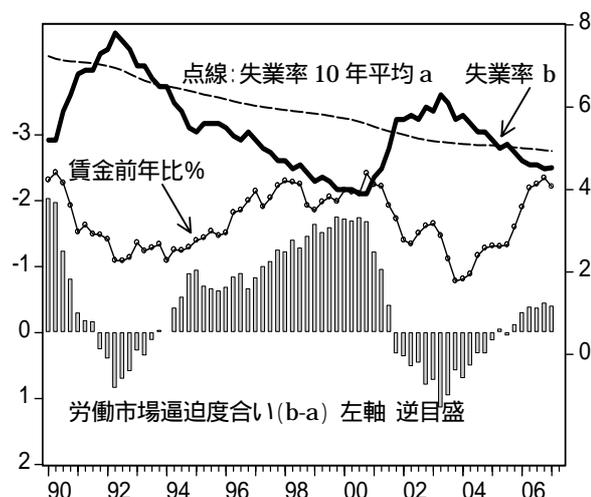


図6 労働市場の賃金上昇圧力



(資料) 米国労働省「Consumer Price Indexes February 2007」他より、住友信託銀行調査部作成

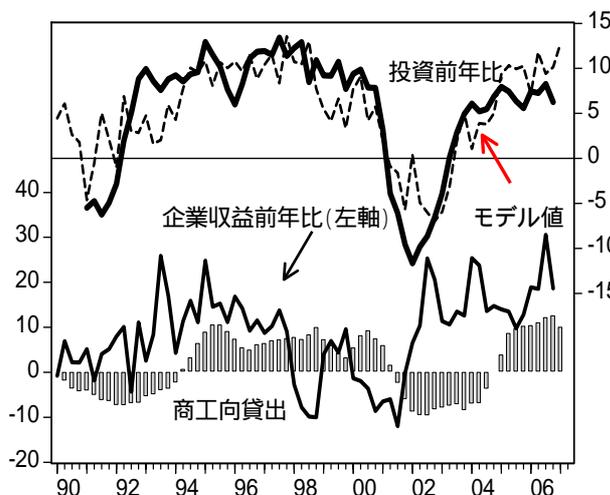
4. トレンド下回る設備投資を左右する景況感と単位労働コスト

こうした背景のもと、「将来の政策調整は、これから明らかになる情報に基づくインフレと経済の見通しの変化に左右される」というFRBの政策スタンスのなかで、これまでの見通しがやや外れているのは企業部門の設備投資の弱さにある。FRBを含め経済見通しに対してやや楽観的なシナリオの前提条件には、設備投資が直に立ち上がってくるという見方がある。対して、実際の設備投資は06年10～12月期に前期比年率マイナス2.4%と前期の年率10%から急落し、前年比ベースでも、06年7～9月期8.2%から同10～12月期6.2%へと鈍化した。

こうした設備投資の動きを、企業収益、商工業向け貸出、消費需要、社債レート、といった設備投資のファンダメンタルズから説明を試みると、モデルが示す水準より実際の設備投資は下方に大きく乖離している(図7)。企業収益や貸出トレンドには変調ない中で設備投資が伸びない背景には、上で挙げた以外の要因が働いている可能性がある。

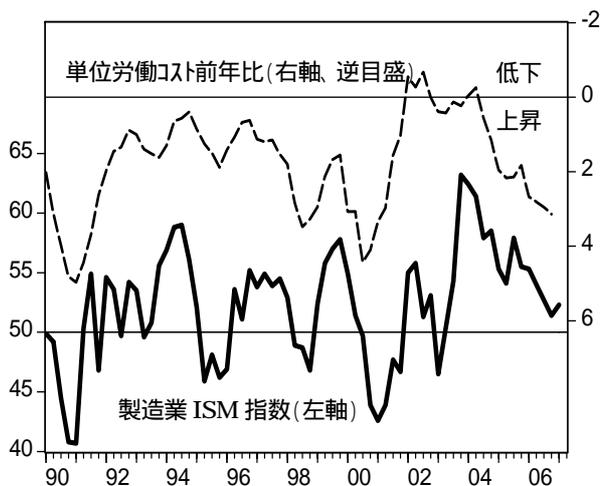
足元の設備投資の鈍化を説明する仮説として有力なのは、製造業ISM指数が示すように、自動車を中心として製造業がしばらく在庫調整局面にあったこと、企業収益の伸びが2桁ながらやや鈍化(06年7～9月前年比30.6% 同10～12月18.6%)するなかで単位労働コストが高まっていたことがある。つまり、在庫調整局面下での労働コスト上昇で、投資に慎重な態度を崩さなかったとの解釈である。但し、単位労働コストは、ISM指数の動きと逆相関(図では目盛を逆にしているため相関)しているので、在庫調整終了で経済全体の活動水準が高まれば、生産性の上昇により単位あたりの労働コストは鈍化していくことが予想される。在庫調整進展による景況感の堅調な反転が待たれる理由がここにある。

図7 米国の設備投資とその予測値および要因



(注)設備投資予測値=6.74+0.09(企業収益4期ラグ)
+0.16(貸出1期ラグ)+2.5(消費前期比1期ラグ)
-5.12(Baa スプレッド1期ラグ)

図8 企業の景況感と単位労働コスト



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他
より住友信託銀行調査部作成。
単位労働コスト前年比は3期移動平均値。

5. 昨今の株価下落ショックは軽微でクレジットスプレッド拡大はまだ先

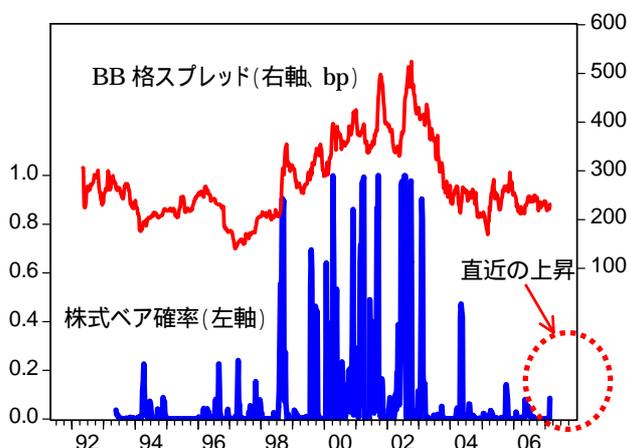
製造業部門の現状については、最新の地区連銀報告の定性判断、「建設と自動車関連の弱さ続くも、製造業の活動はおおむね底固く拡大基調」を前提とする限り、実体経済の状況から設備投資の鈍化が続くとは想定しがたい。それでも、リスクとして考えられるのは、金融市場における変動が挙げられるだろう。より具体的には、ローン延滞率の上昇にあるようなクレジットリスクの高まりが、家計部門のみならず企業部門のクレジットスプレッド拡大にまで波及する可能性である。

しかしながら、昨今のサブプライム問題を発端とする株価急落に伴う市場反応と企業財務面の健全さから判断する限り、米国のクレジットスプレッドが近々拡大に転じる可能性は低いと考えられる。

株式市場のボラティリティ上昇とクレジットスプレッドの関係については、確かに株式市場の混乱とクレジットスプレッドは無関係ではない。図9は特殊な時系列手法（マルコフ・スイッチング・モデル）を用いて、米国SP500の株価変動を統計的にブル（株価上昇局面）とベア（株価下落）局面に分解し、株式市場がベアとなる可能性（確率）の時系列的な振る舞いと、BB格のクレジットスプレッドを週次ベースで2007年3月14日まで並べたものである。このグラフからは、ベア確率の上昇に伴い、クレジットスプレッドが拡大に転じることが読み取れる。但し、ここ数週間のサブプライムショックに限ってみれば、過去のショックに比べれば軽微であり、ベア確率の上昇程度は限られ、結果としてクレジットスプレッドのトレンドを大きく変えるほどのものではない。

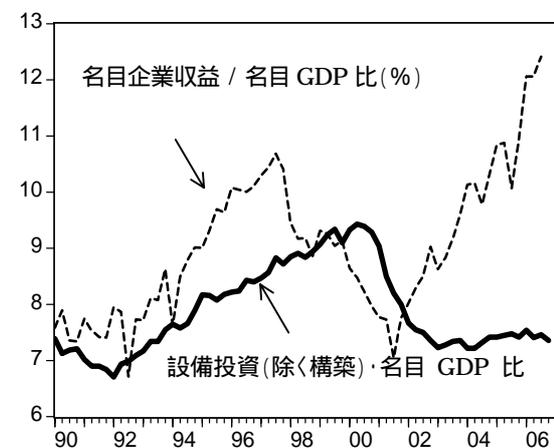
加えて、企業の投資・財務状況を見ると、設備投資GDP比率は低い水準に止まっている一方で、企業収益GDP比率は06年7～9月期ベースで12.4%と過去最高水準にある点で、きわめて健全であることが読み取れる（図10）。

図9 株価ベア確率とBB格クレジットスプレッド



(資料) 株式ベア確率は住友信託銀行調査部推計

図10 設備投資と企業収益のGDP比の推移



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他

クレジットスプレッドが拡大に転じるには、家計部門全体のクレジットリスクの高まりが消費に波及、これにより企業収益のさらなる鈍化が進行、低格付先を中心に徐々にクレジットスプレッドが上昇していく、パターンが想定できる。

但し、企業の堅調な収益環境に比しての慎重な投資姿勢を考慮すると、に至るには相当な時間がかかるとみてよい。より現実的なシナリオは、一旦、設備投資が上向き、クレジット市場での（投資家ではなく）資金の取り手の需要が逼迫しスプレッド拡大圧力が増しているところに、原油価格上昇や景気過熱で金利が急上昇、景気のオーバーキルによりスプレッドが急拡大するパターンが考えられる。

FRB がインフレ環境に対して慎重な姿勢を続けているひとつの理由としては、インフレ期待の高まりによる後者のケースを念頭に置いているふしがある。いずれにしろ、見てきたように現時点では、こうした事態が生じる可能性は低い。

6. 年末までの長短金利 - 鍵握るのは製造業の在庫循環

最後に、以上の分析を踏まえた上で、年末までの米国の金融政策と長短金利動向について展望してみたい。

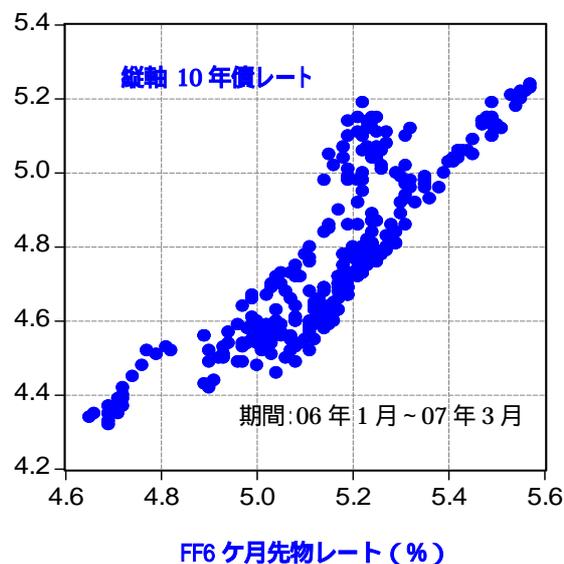
レポートの冒頭で紹介したように、FRB の政策スタンスが「引き締め」から「中立」に転じたことで、市場では6 末までに現行 5.25% から 5.0% までの 25bp の利下げの可能性が約 4 割、1 年先に至っては 2 回以上の利下げを織り込んでいる。

しかしながら、1) ローン延滞率のさらなる上昇リスクは雇用環境の悪化と金利急上昇がない限り避けられる、2) 雇用需要は底固くむしろ労働市場は逼迫しており、所得環境が悪化する可能性は低い、3) 企業の設備投資は低く抑えられ、企業収益が高い分、在庫調整進展で設備投資需要が期待できる、点から米国経済が早期に景気失速に陥るリスクは現時点では相当低いと判断できるだろう。

図 11 耐久財在庫/出荷比率と長短イールド



図 12 FF 先物レートと 10 年債レートのプロット



(資料) いずれも米商務省「Survey of Current Business」

FRB 公開 HP より住友信託銀行調査部作成

むしろ、当部としては、製造業の在庫調整や住宅市場の調整が最終局面にあるとの判断を前提に、先行き政策スタンスは利下げに転じるのではなく、現行のスタンスを維持しながら5.25%の据置きが相当長期にわたって続くとする。

前ページの図11が示すように、10年債レートとFFレートの金利差は製造業の在庫局面と連動して推移してきた。在庫調整が進展すると先行きは更なるFFレート低下による長短逆イールドの拡大ではなく、順イールドに戻る可能性の方が高いことを過去の推移は示している。

同時に、製造業の調整進展でISM指数が上昇トレンドに転じる状況では、市場期待が利下げではなく再び5.25%の据置きに転じることになる。前ページの図12が示すように、過去1年半のFF先物レートと10年債レートの連動関係からすれば、10年債レートの適正水準は、現行のFF先物レート4.5%と10年債レート4.5%水準の組み合わせから、FF先物レート5.25%と10年債4.75～5.25%水準の組み合わせに上方シフトすることになる（前頁図12）。

以上をまとめれば、結論として最も可能性の高い「長短金利のメインシナリオ」とは、1) 製造業の在庫調整進展と住宅市場の調整終了により、2) 徐々に設備投資が上向くことで米国成長率は2%成長から3%成長にゆっくりと高まる、3) このもとで2007年度末までFFレートは5.25%の据置きが続き、10年債とFFレートの逆イールドが解消に向かいながら、10年債レートも4.75～5.25%のレンジへと上方修正が働くものとなる。

対する「サブシナリオ」は、製造業と住宅市場の調整が長期化することで設備投資が高まらず、潜在成長率より低い2%成長がしばらく続く。この結果、コアインフレ率と期待インフレ率いずれも早期に前年比2%以内に収まり、政策スタンスが「中立」から「利下げ」に転じ、市場の期待通りFFレート25～50bp低下による逆イールドが解消していくシナリオが考えられるだろう。製造業の在庫調整終了に伴う拡大ピッチと設備投資の推移に注目したい。

（木村：kimurato@sumitomotrust.co.jp）