



# BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.  
Economic Research Group (New York)  
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹  
Managing Director & Chief Economist  
+1(212)782-5701, [tiwaoka@us.mufg.jp](mailto:tiwaoka@us.mufg.jp)

August 9, 2011

## <FOCUS>

### S&P 格下げと財政緊縮が高める景気失速リスク

- 株価の暴落が続いている。S&P500 指数は先週時点で既に 2008 年 9 月のリーマン・ショック以来の下落率を記録したが、5 日夜の S&P による米国債の格下げ (AAA→AA+) を受けてリスク回避姿勢が一段と加速、8 日の株式市場はパニック売りの様相をさらに強めている。
- 一方、格下げされた米国債の価格は急上昇し、10 年債利回りは景気後退が最も厳しかった 2008 年末～2009 年初頃の水準に迫る展開となっている。米国の CDS スプレッドも上昇しているが、今月初にデフォルト懸念が強まったところと比べるとまだ低いほか、ドル・インデックスもドル資産が大幅に売られているわけではないことを示している。
- 足元の金融市場の反応を見る限り、ドル資産は円と並ぶ資金逃避先と位置付けられている。リスク回避姿勢の強まりに加え、巷間指摘されるように、米国債市場が世界最大の国債市場であり且つ流動性も高いことが影響しているように思われる。格下げに伴う長期金利の上昇圧力やそれに伴う景気の下押しは、当面は懸念材料とならなそうである。
- 他方、LIBOR 金利の上昇傾向が続くなど、インターバンク市場での資金調達はいく分タイト化しつつある。今後、レポ市場における米国債に対するヘア・カット率が拡大しないかと合わせ、流動性不安が顕在化しないか注視が必要だが、FRB による潤沢な流動性供給の継続等を踏まえると、リーマン・ショック時並みの流動性危機に至るリスクは高まっていないように思われる。
- 今後のリスク要因としては、財政政策による下支えが期待できないなか株価が反転できないリスクに注意が必要。既に今月初にかけての債務上限を巡る混乱は、必要以上に財政政策の余地を狭めることと相俟って、景気の腰折れリスクを高めているが、今後、株価急落の悪影響も、個人消費の下押し要因として顕現化する公算が大きい。足元の株式市場の混乱はやや行き過ぎの感も否めないが、株価急落が自己実現的に景気後退の可能性を高めるリスクに警戒が欠かせない。欧州問題への波及、新興国市場の調整リスクにも注視が必要であろう。

<FOCUS> S&P 格下げと財政緊縮が高める景気失速リスク

パニック売りが続く株式市場

株価の暴落が続いている。S&P500 指数は先週時点で既に 2008 年 9 月のリーマン・ショック以来の下落率を記録、金曜日の 5 日には市場予想を上回る 7 月の雇用統計を受け下げ止まる兆しもあったが、同日夜の S&P による米国債の格下げ (AAA→AA+) を受けてリスク回避姿勢が一段と加速、8 日の株式市場はパニック売りの様相をさらに強めている (第 1 図)。

一方、格下げされた米国債の価格は逆に急上昇を示しており、10 年債利回りは 2.3% と、景気後退が最も厳しかった 2008 年末～2009 年初頃の水準に迫る展開となっている (同図)。米国の CDS スプレッドも 56.9bp と、上昇傾向にはあるが、8 月初めの債務上限引き上げ期限を前にデフォルト懸念が強まったところと比べるとまだ低いほか、主要通貨に対するドルの値動きを示すドル・インデックスも横這い圏内での推移となり (第 2 図)、ドル資産が大幅に売られているわけではないことを示している。

米債市場の反応が示すもの

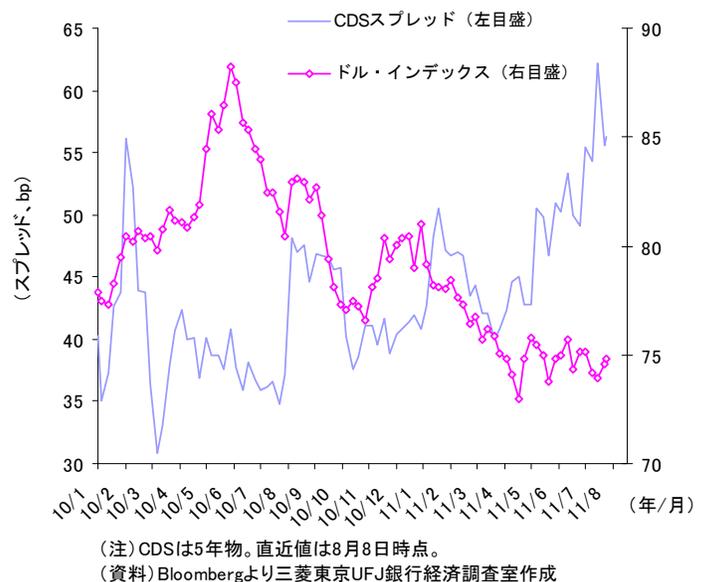
このように、S&P による米国債格下げが最悪とも言えるタイミングで行われたことが、グローバルな株安に拍車をかけた格好だが、足元の金融市場の反応を見る限り、ドル資産は円と並ぶ資金逃避先と位置付けられており、現時点では米国の信用力そのものはさほど懸念されていないことを示唆する動きとなっている。

むしろ、米債価格が急上昇している最大の理由は、グローバルな景気悪化懸念が強まっていることと、そうしたなかでリスク回避姿勢が極端に強まっていることであることは間違いないが、一方、巷間指摘されるように、米国債市場が世界最大の国債市場であり且つ流動性も高いこと、AA-格付の日本国債を除くと米債市場を代替するような債券市場が他に存在しないことも影響しているように思われる (次頁第 3 図)。また、米国の政府債務残高の GDP 比率は、主要国のなかで突出して高いとまでは言い難く (同図)、債券市場は今後の財政悪化や、

第1図: S&P500と10年債利回りの推移



第2図: CDSスプレッドとドル・インデックスの推移



米国のAAA格付けの背景の一つであった基軸通貨国としての地位が揺らぎつつあることを視野に入れつつも、今のところは総じて冷静な反応を示しているように思われる。格下げに伴う長期金利の上昇圧力や、それに伴う景気の下押しは、当面は懸念材料とならなそうである。

### 短期金融市場は若干タイト化の動き

他方、足元のマネー・マーケットでは、レポ金利は落ち着いているものの、LIBOR金利の上昇傾向が続くなど、インターバンク市場の一部で資金調達がタイト化しつつあることを窺わせる動きとなっている（第4図）。今後、局所的には流動性不足が顕在化するリスクに留意が必要な局面になりつつあると言え、レポ市場における米国債に対するヘア・カット率が拡大しないかと合わせて注視が必要であろう。

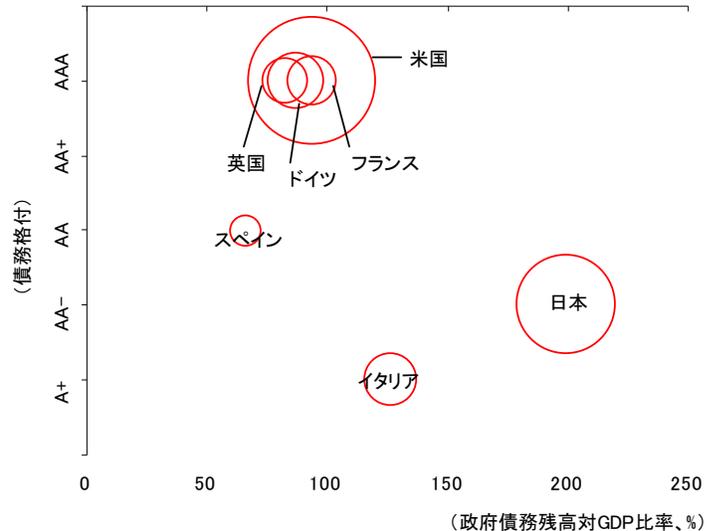
ただ、FRBによる潤沢な流動性供給の継続や、大手米銀に関してはストレス・テストの実施等によりバランス・シートの健全性は確保されているとみられることも踏まえると、リーマン・ショック時のように、カウンター・パーティ・リスクの急激な高まりを背景にインターバンク金利が数週間で100bp超急騰するいわゆる流動性危機に至るリスクは当時ほど大きくは高まっていないように思われる。

### 債務問題は既に景気を抑制

金利上昇や、流動性危機が仮に回避できるのであれば、今後のリスク要因としては、財政政策による下支え策が期待できないなかで、株価が自律反発以外に反転するきっかけを掴み難い状況が続いてしまうリスクに注意が必要ということになる。目先は9日のFOMCを含めFRBの金融政策が焦点となるが、過度の金融緩和がエネルギー高を通じた景気停滞、そして株安にも繋がった面があることも踏まえると、今回の株価急落への対応を金融政策に期待するのは難しかりう。

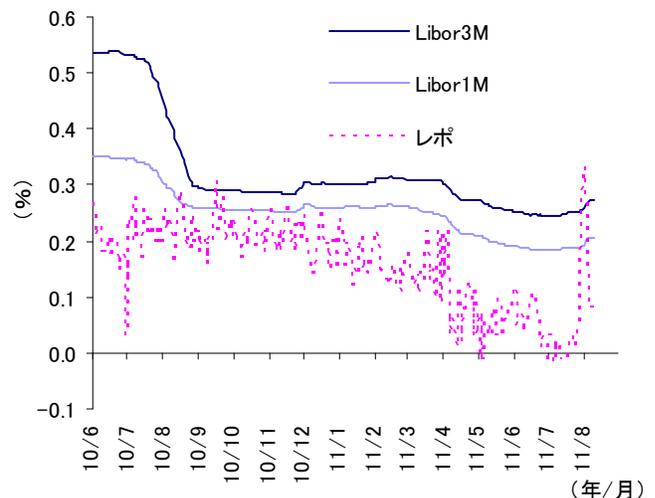
既に、今月初にかけての債務上限や政府債務削減を巡る議論の混迷と、格下げリスクによる先行き不透明感の強まりは、必要以上に財政政策の余地を狭めることと相俟って、景気の腰折れリスクを高めている。7月のISM指数は大幅な悪化を示したが、6ヶ月前比でみると、製造業・非製造業ともに2008年のリーマン・ショック時以来の悪化幅となっている（次頁第5図）。7月に関しては、ファンダメンタルズ面で大幅な景況感悪化要因が見当たらないことからすると、債務問題を巡る不透明感足元の企業マインドを大きく冷え込ませつつあるとみられる。

第3図：政府債務・同GDP比率と格付けの関係



(注) 2010年時点。円の大きさは政府債務残高を示す。格付はS&P。  
(資料) OECD資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：短期金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

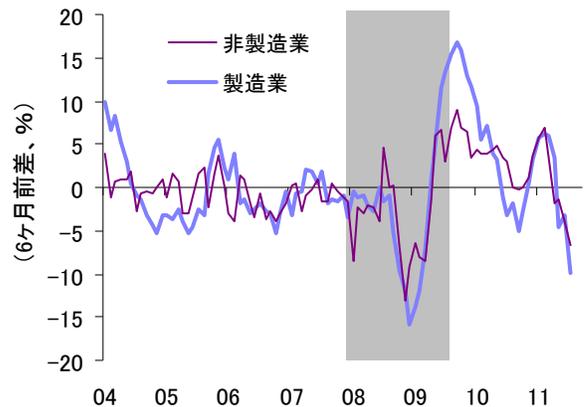
### 株安が高める自己実現的な景気後退リスク

株価急落の悪影響も、今後、消費マインドの悪化、消費性向の低下を通じて、個人消費の下押し要因として顕現化する公算が大きい（第6図）。足元の株式市場の混乱はやや行き過ぎの感も否めないが、株価急落が自己実現的に景気後退の可能性を高めるリスクには当面警戒が欠かせない。グローバルな景気悪化が欧州債務問題と相乗する可能性、リスク資産がグローバルに見直されるなかで新興国市場の調整が続くリスクにも注視が必要であろう。

雇用面では、財政悪化を背景に政府部門、とりわけ州・地方政府の雇用削減の影響が大きくなっており、非農業部門の雇用に対する押し下げ幅は0.3%程度まで拡大している（第7図）。これはレーガン政権下の1981年以来の減少幅であり、それ以前では終戦直後以来の落ち込みとなる。金融危機を経て、民間セクターの雇用回復力が限られているのであれば、少なくとも当面は政府の雇用を横這い程度に維持することで景気の腰折れリスクを軽減化することも検討に値するようと思われるが、そうした議論は無い。格下げのプレッシャーも相俟って財政健全化議論が行き過ぎることにより、景気の先行き不透明感を強めてしまっていることだけは確かなように思われる。

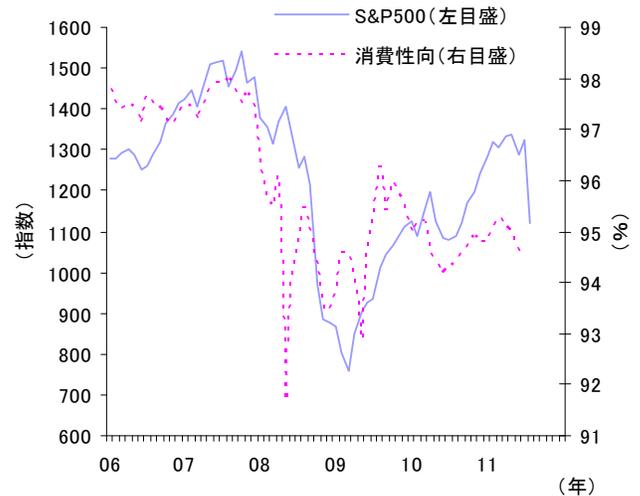
< FOCUS >

第5図: ISM指数・6ヶ月前差の推移



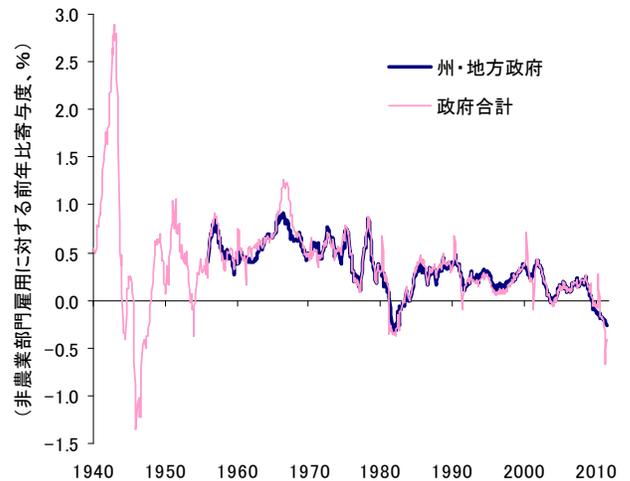
(注)シャドー部分はリセッション期。  
(資料)ISM統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 株価と消費性向



(注)S&P500の直近値は8月8日終値。  
(資料)商務省資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 政府部門雇用の推移



(注)統計の制約上、州・地方政府の雇用者数は1955年以降。  
(資料)三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.