

米国大手証券会社リーマンブラザーズが経営破綻して1年が経った。破綻直後には「100年に一度の危機到来」と大騒ぎされたが、世界の製造業の景況感を示す米国ISM指数は昨年12月に底入れし、8月には企業活動の拡大・縮小の目安となる50を超えて、リーマンブラザーズ破綻前の水準を回復している。金融市場においても、銀行間市場での流動性の代理変数であるTEDスプレッドや企業信用の代理変数である社債スプレッドも縮小、リーマン破綻前の水準まで低下している。(図1)これらは、危機以降に実施された財政・金融政策の効果が顕在化した結果であろう。

一方で主要国の財政状況は大幅に悪化、米国に関しては昨年度の財政赤字が国内総生産対比で4.7%だったのに対して、今年度は同11.3%に達すると見られる。財政による追加的な景気刺激の可能性は残っているものの、財政拡大による長期金利上昇を懸念する意見もあり、発動余地は低下しつつある。金融政策についても日米英は既にゼロ金利まで利下げしていることに加え、国債買い入れや社債買い入れなどの非伝統的な緩和措置にまで踏み込んでいる。さらなる緩和は、本欄でも指摘している通り、商品高を通してインフレ懸念を助長し消費下押しに繋がりがかねない。

世界経済は、政策主導での立ち上がり局面を経て、政策発動余地が低下しつつある中、米国を中心とした民間需要の自律的回復が試される局面に移行しつつあるといえよう。

民間需要の持ち直しが確認されない場合、以下のルートを通じて来年にかけて景気下押し懸念が高まることになる。

まず、第一に不良債権問題の深刻化である。米連邦準備制度理事会の銀行サーベイによれば、貸し出し悪化のペースは峠を越しつつある。一方で中小金融機関の破綻急増に加え、危機を乗り切ったと見られている大手金融機関も、4-6月期決算では手数料収入等の一時的な要因が収益を押し上げる一方、不良債権引当率は低下、すなわち、不良債権の増加に対して引き当てが追いついていない状況にある。(図2)このような中、政策主導から民間主導への景気回復への移行がスムーズに進まない場合、失業率の大幅悪化等

を背景にローン延滞率が大幅上昇し、貸し渋りが助長され、貸し出し悪化のペースが再び加速する懸念がある。

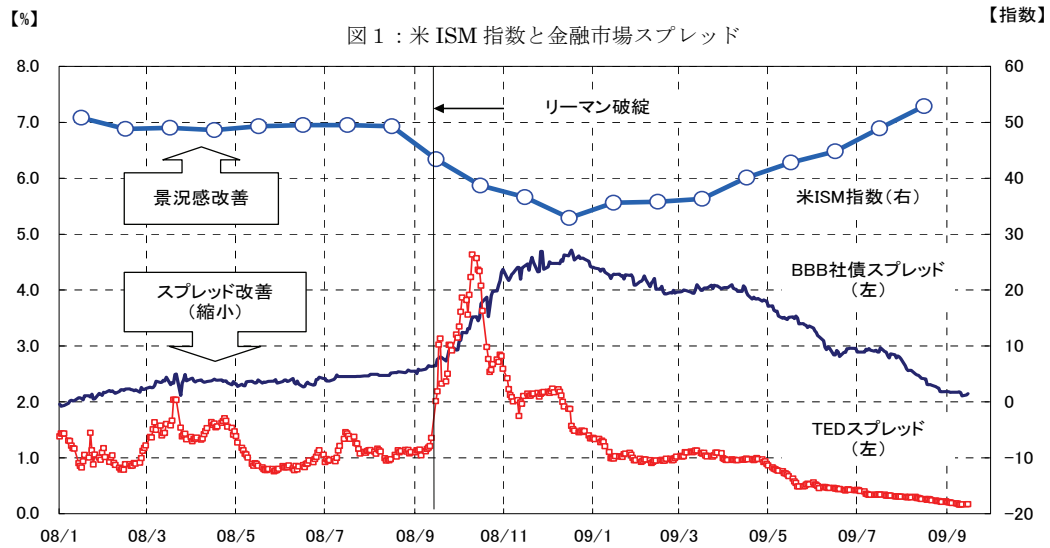
第二は設備投資への影響である。企業の資金調達コストに大きな影響を及ぼす社債スプレッドは、個人消費の動向と関連している。(図3)個人消費の動向が企業売り上げを通じて企業業績を左右している証左といえよう。足元では、社債スプレッドの縮小に比べ、個人消費の反発は鈍い。個人消費の低迷が継続した場合、売り上げ低迷懸念から社債スプレッドが拡大、企業調達コストの上昇による設備投資への下押し圧力の高まり等、企業部門への悪影響が懸念される。

第三は、我が国や東アジア諸国を始めとする輸出主導で景気拡大を図ってきた国々の外需に対する影響であろう。一部には中国が米国に代わって世界経済の牽引車となるとの意見もある。しかし、経済規模の違いを加味すると、中国は自国経済を支えることは出来ても、米国がリーマン危機前に行っていたような他国製品に対する需要を提供し、世界経済をリードすることは出来ないであろう。政策効果一巡後に米国内需が低迷した場合、外需鈍化を通じて輸出主導で景気拡大してきた国々の内需に下押し圧力が高まることとなる。

これらが顕在化した場合、来年に向けて景気拡大を織り込んでいる経済予想コンセンサス(米国成長率 2009年 ▲2.6% → 2010年 +2.3%)の下方修正に加えて、足元で来年の業績回復を織り込み、バリュエーション上で割高感のある株式市場の調整リスクが高まることとなる。

民需の先行きを占う上での試金石として米国クリスマス商戦の動向に注目している。クリスマス商戦の年間小売り売り上げに占める比重は大きく、米国個人消費の活況度を計るバロメーターといわれている。今年のクリスマス商戦は、今までに実施された空前の金融財政緩和策が民需の自律的回復を促し、景気の持続的な拡大への道を開いたか否かを確認する上で従来になく注目されるイベントとなるであろう。

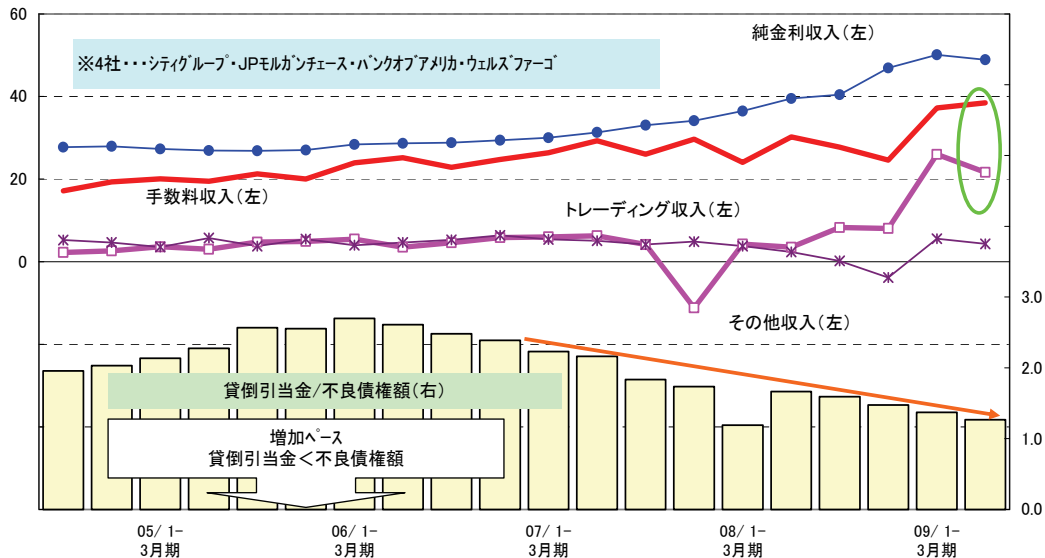
(9月18日 記)



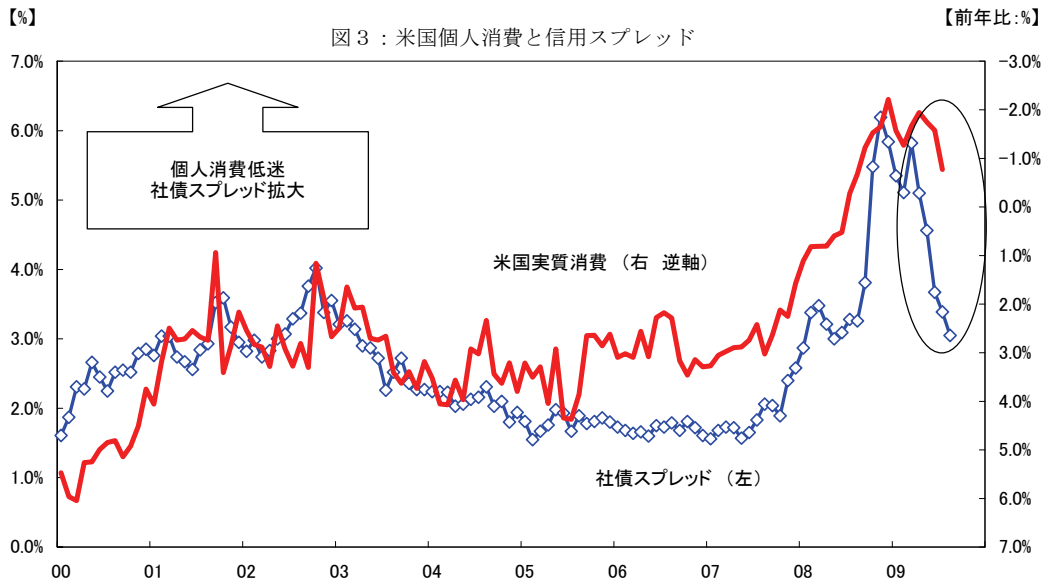
* Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

【純収入:10億ドル】 【引当金残高/不良債権額、%】

図2：純金利息収入と不良債権動向 (米主要金融機関4社)



* Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成



* Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）