

ゆうちょ資産研レポート

2011年9月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
崖っぷちの欧米経済 - 世界経済は未体験ゾーンに突入 - J Pモルガン証券株式会社 チーフエコノミスト 菅野 雅明	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	6
日本化について考える みずほインベスターズ証券 チーフマーケットエコノミスト 落合 昂二	
マーケット・アウトLOOK (1)	10
当面の金融市場、復興政策等の着実な進展を期待 S M B C日興証券株式会社 金融市場調査部長 チーフストラテジスト 末澤 豪謙	
マーケット・アウトLOOK (2)	18
欧州債務問題・米国景気先行き懸念が急上昇 株式底入れのカギは米国実体経済の動向 モルガン・スタンレーM U F G証券 株式調査部 日本株式投資戦略 山田 洋平	
特別報告	23
オバマ大統領とクリントン大統領～民主党政権の対照的な財政運営 明海大学教授 朝日 譲治	
統計データ集	29
ゆうちょ関連データ	35

ファンダマンタル・アナリシス(1)

崖っぷちの欧米経済 – 世界経済は未体験ゾーンに突入 –

J P モルガン証券株式会社 チーフエコノミスト 菅野 雅明

米国経済は、8月上旬に消費者・企業心理が一時大幅に悪化し、市場参加者のリスク許容度も著しく低下した。米国8月ミシガン大学消費者信頼感指数はリーマン・ショック直後の水準に低下、フィラデルフィア連銀調査製造業景況感指数は景気後退期並みの水準まで急低下した。つれて主要株価指数も急落、一種のコンフィデンス・クライシス(自信の喪失)のような症状が見られた。

何が米国に起きたのか。8月上旬には、欧州財政危機が深刻化する中、米国では連邦政府債務上限引上げ問題を巡る政府と議会の対立や米国内債格下げにより、米国民の政策当局に対する不信感が急激に高まった時期だ。ただ、この程度のことで米国消費者マインドが歴史的な低水準まで悪化するのだろうか。政府と議会の対立はこれまでも見られたし、米国債の格下げも一つの格付け機関の判断に過ぎず、これで米国長期金利が上昇したわけでもない。

この点については、米国の識者の間でも意見が分かれているようだが、問題はマインドの悪化がもたらす実体経済への影響だ。米国経済は年央にかけて減速した。ガソリン価格上昇による消費者の実質購買力低下や日本の震災に伴う世界的なサプライチェーンの寸断が原因だ。しかし、7月にはガソリン価格は下落に転じ、サプライチェーンも改善に向かったため、消費を含む経済指標は一旦は改善に向かった。この時点では、本年後半の米国景気に対する回復期待が膨らんだが、8月上旬にみられたマインドの悪化により年後半回復シナリオに黄信号が灯った。

8月の実体経済に関する経済指標は、9月央の段階では一部が発表されたに止まるが、これらを見る限り、8月の経済活動水準はマインドの悪化が示すほどは低下していないものの、8月非農業部門雇用者数が横ばいに止まるなど、回復のモーメントが再び失われている様子も窺える。米国経済は「景気後退の崖っぷちに立たされている」というように見える。米国経済が今後潜在成長率(2.0-2.5%)を下回る成長率しか達成できないと、今後失業率はさらに上昇する可能性が高く、長期失業者の増大は社会問題としても重要な政治課題だ。

米国の政策対応

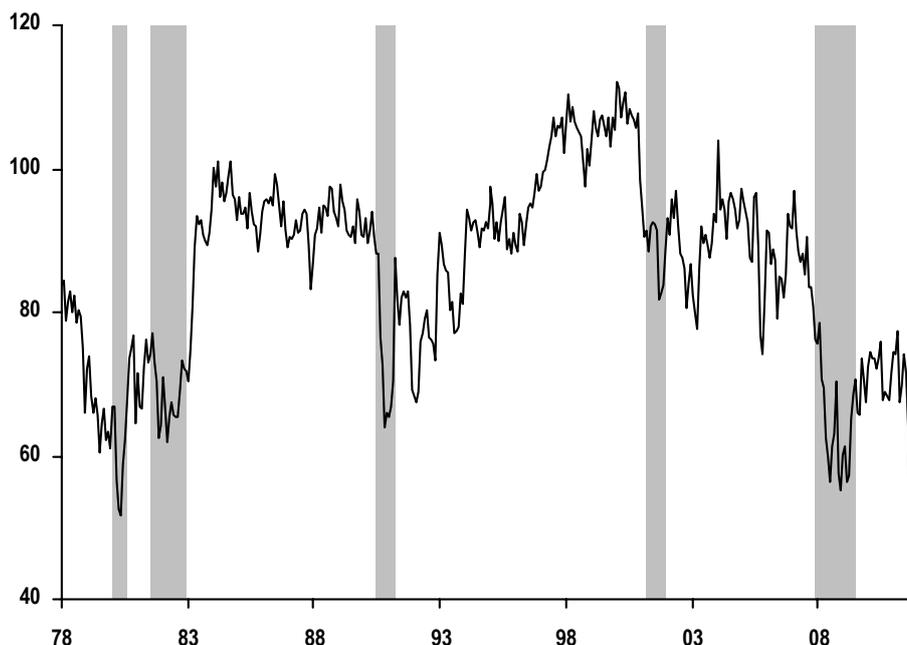
米国経済の失速リスクを軽減するための政策の選択肢は何か。財政政策面では、オバマ大統領が4470億ドルの景気対策を発表した。これが全て実現すると米国の2012年GDPを1.9%ポイント押し上げることになるが、議会で財政歳出拡大案などがすんなりと承認される可能性は低い。それに加

えて、ある程度の財政刺激策が実現したとしても、1年限りの時限立法となるものが多い。景気減速の時期が2013年に先送りされるだけ、という厳しいコメントも見られる。財政政策で米国の潜在成長率を押し上げることは難しいとすると、財政刺激策は長期的な効果が見られないまま、単に政府債務を増やし、次世代に対する負担を増大するだけ、という結果になりかねない。

一方、金融政策面でも多くは期待できない。既に事実上のゼロ金利政策を実行しているFRBに残された選択肢は、時間軸効果やオペレーション・ツイスト（長期債を購入し短期債を売却するというオペレーション）で長期金利を下げることだが、米国10年債の利回りは既に2%を割り込む水準にまで低下している。米国経済の問題点は、長期金利が既に1%ポイント以上低下したにも拘わらず、住宅需要が盛り上がらないことである。これには、銀行が貸し出し基準を厳格化していることも一因だが、より重要なのは、先行きの雇用、所得に対する不透明感が拡がり住宅購入と言う中長期的な投資に消費者が慎重になっていることだろう。こうした状況下で長期金利をさらに低下させても需要刺激効果は限定的だ。また、量的緩和第3弾（QE3）に対する期待が高まっているが、米国でも流動性は経済活動の制約条件とはなっていない状況下で、FRBが銀行部門にいくら流動性を供給しても追加的金融緩和効果は限定的だ。

米国：ミシガン大学消費者信頼感指数

指数



8月上旬にみられた米国のコンフィデンス・クライシス的な症状は、こうした政策的な手詰まり感を米国消費者が感じ取った結果という可能性が高い。米国は建国以来、国内外の多くの経済問題を最適な金融・財政政策の組み合わせで乗り越えてきた。しかし、冷静になって考えると、金融・財政政策面で残された選択肢は少ないことに気付いたのが8月上旬のことだったのではないだろうか。これまでに見られなかった状況だ。米国経済は、当面は景気後退に至らなくとも、薄氷の上を歩いているような状況で、何らかの追加的ショックがあると景気後退に至りやすい脆弱な状況にあるといえる。

欧州財政危機の見通し

一方、欧州ではギリシャの財政危機が一段と深刻化する一方、財政問題が金融問題に発展するリスクも高まっている。足下では、ギリシャ国債の利回りが急上昇しているが、これはギリシャの財政赤字削減が目標どおり進まず、今月末に予定されているIMFなどからの融資の実行が危ぶまれているためである。ギリシャは財政歳出削減や増税に取り組んでいるが、同国の景気後退はさらに深刻化、税収も当初見込みを下回り、その結果さらなる緊縮財政が要求されると言う悪循環に陥りつつある。

ギリシャ問題は周辺国にも飛び火しつつある。当初は、ポルトガル、アイルランド、スペインへの飛び火が懸念されたが、7月以降はイタリアの国債利回りが急上昇し始めた。イタリアの場合は、もともと政府債務対GDP比率が高い状況下、同国の景気の先行き懸念が台頭したことが原因と言われている。ギリシャ、ポルトガル、アイルランド3国のGDP合計はユーロ圏の6%に過ぎないが、スペインは12%、イタリアは17%と経済大国である。仮にスペイン、イタリアが財政危機に陥った場合、IMFなどの資金では救済資金を賄えない。欧州財政危機は新たな局面を迎えた。

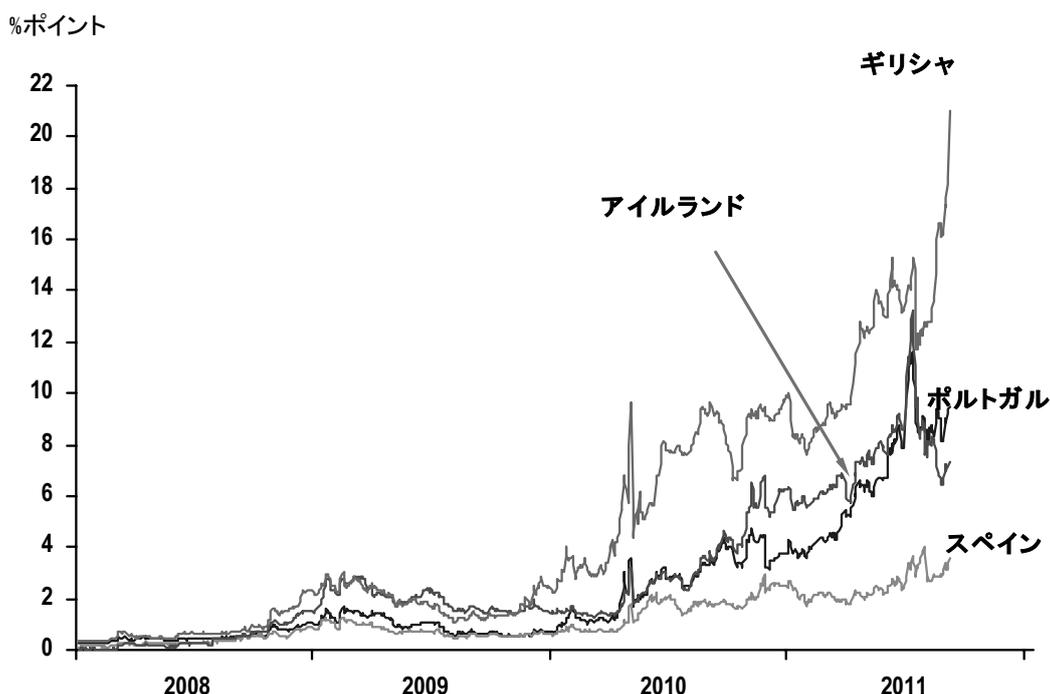
さらに、9月に入ると、財政危機が金融システム問題に発展する兆しが見られ始めた。ギリシャの破綻リスクが公然と語られるようになり、欧州各国の債券を保有する銀行の株価が急落、欧州の銀行では資金調達が困難化する先も見られるようになった。これに対し、ECBは資金供給量を拡大する一方、国債利回りの急騰を回避すべくスペイン、イタリアの国債購入を積極化しているが、市場の信頼を取戻すには至っていない。財政と金融システムの悪循環と言う未体験の領域に入りつつあるようにも見える。

欧州の財政危機を解決するための選択肢は、「ギリシャを単一通貨制度から離脱させ、通貨を大幅に切下げた後、再度ユーロに加盟させる」、あるいは「ユーロ圏内の財政統合を進展させる」という2つに絞られる。しかし、前者は政治的に困難だ。現在の単一通貨制度には特定国が離脱する手続き

が定められていない。また、仮にギリシャの離脱を認めると、他の問題国の離脱について市場の思惑が台頭し、それらの国々から資金が流出するリスクが高まる。ギリシャだけを隔離することは事実上困難になっている。また、ギリシャにしても、通貨切下げは輸入物価の上昇を通じインフレ加速を招来する可能性が高く、経済がソフトランディングできる保証はない。

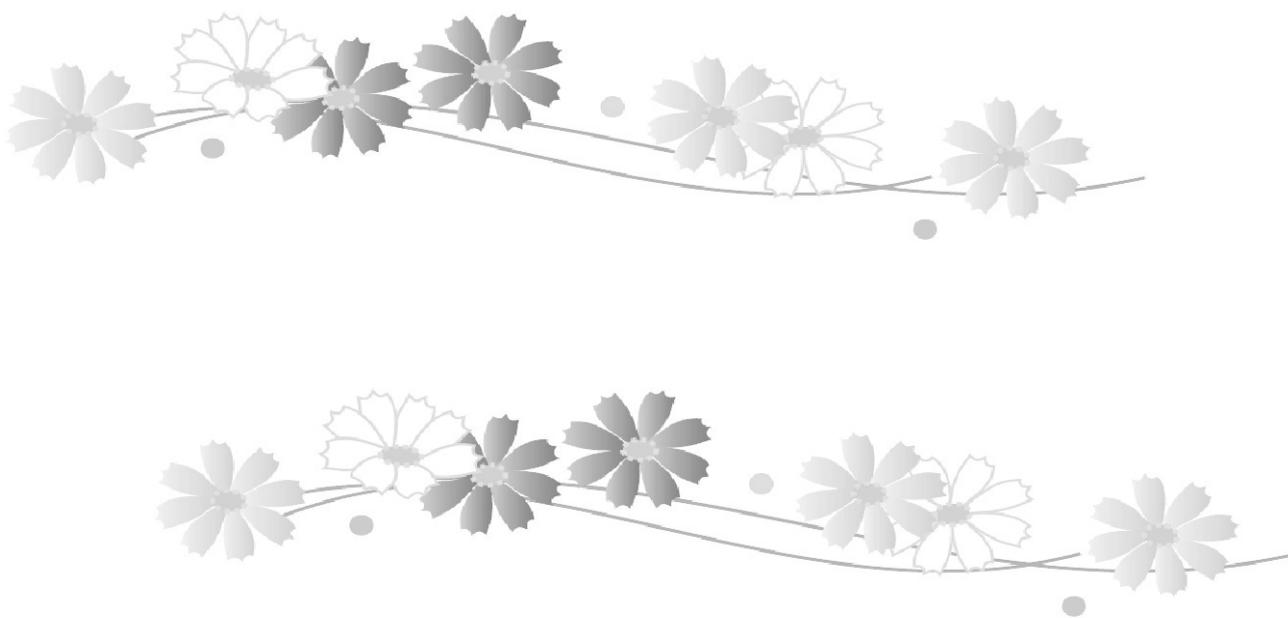
「ユーロ圏の財政統合促進」という選択肢は方向としては正しい。ユーロ圏は、一つの中央銀行による金融政策と各国政府による財政政策が併存していることが問題の本質だからだ。当面の課題はユーロ共同債の発行だ。この方向でユーロ加盟国の合意が得られるなら混乱は次第に沈静化しよう。しかし、財政統合への道は平坦ではない。財政統合とは、各国政府の財政政策をお互いに監視し、財政リスクをユーロ圏全体で軽減しようとするに他ならないが、足下の状況から出発すると、ギリシャの債務を他のユーロ加盟国、とくにユーロ圏経済の3割強を占めるドイツが負担する用意があるか、という問題に帰着する。この点に関するドイツの世論は二つに分かれている。ユーロ共同債を発行するためには、各国議会の承認を得る必要が出てくるが、ドイツにとっては資金調達金利が上昇することを意味するので、議会の承認が得られるかどうか予断は許さない。筆者は「ユーロ圏は最終的に財政統合に向けた合意が得られるだろう」と考えているが、問題はその過程だ。経済危機を回避しつつ財政統合という理想に近づくことが出来るのかどうか問われている。

対ドイツ国債スプレッド(10年債)



日本経済の課題

日本では、今後、第3次補正予算の国会承認を経たうえで、震災復興事業が本格化するとみられる。2012年にかけては、世界経済の減速が懸念されるが、日本経済は復興に向けた財政支出に支えられて2%程度の成長は十分可能だ。欧米の経済成長率は1%強と見込まれるので、この予測が実現すると日本経済のパフォーマンスは相対的に良好になる。しかし、足下では貿易収支が赤字化し、今後は貿易赤字が拡大する可能性がある。原発稼働率低下に伴うエネルギー輸入の増大、交易条件（輸出価格／輸入価格）の悪化、企業の海外生産移転加速に伴う輸出数量の伸び率低下などが背景だ。一方、経常収支は10兆円/年を超える所得収支の黒字に支えられ、貿易赤字のなかでも当面は黒字を維持しようが、貿易赤字が拡大すると、今後3年程度で経常黒字が消える可能性もある。日本が経常赤字になると言うことは、日本の純貯蓄がマイナスになり、海外投資家に財政赤字ファイナンスの一部を依存することになることを意味する。そうなると長期金利が上昇をはじめ、日本の財政が一段と厳しくなる。その前に財政再建の道筋を確立する必要がある。財政歳出の見直し、消費税増税を含む増税が必要になるが、同時に経済成長も必要だ。成長の鍵は「開かれた経済」と「規制緩和」である。ただ、そのために残された時間は長くはない。経常黒字という貴重な財産がある間に「財政再建と成長」についてのしっかりした戦略を立てる必要がある。



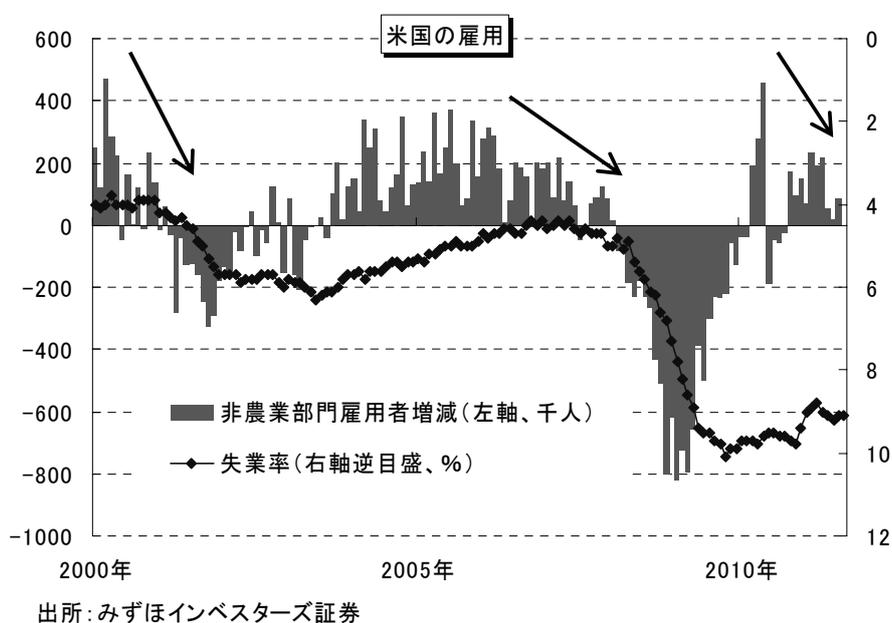
ファンダマンタル・アナリシス (2)

日本化について考える

みずほインベスターズ証券 チーフマーケットエコノミスト 落合 昂二

米国の長期金利が急低下

8月分の米国雇用統計は、非農業部門の雇用者数が増減なしのゼロという失望的な内容となった。特殊要因としては一部大手企業で発生したストライキによる減少分が4万5000人と大きかったことが挙げられる（その後復帰したため9月は増加にカウントされる）が、それを加味しても前月（修正後+8万5000人）や、市場予想（+6万8000人）を下回るものであり、弱いとの評価に変わりはない。



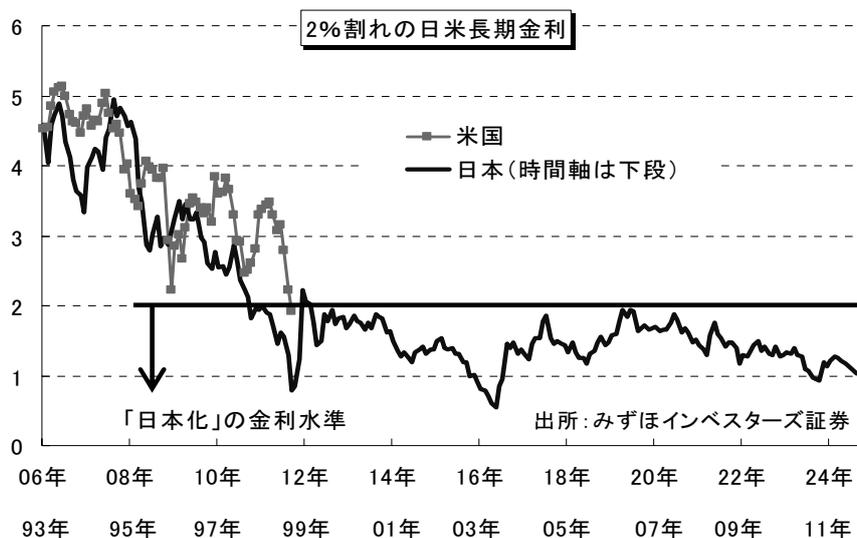
それでも「景気回復が途絶えたわけではない」との見方が一部には存在するが、状況としてはすでに厳しい局面に差し掛かっていると認識すべきであろう。図に示すように、2000年以降で雇用が悪化に向かった局面は今回で3度目である。今回の悪化ペースはITバブル崩壊後の2001年から2002年にかけての時期と比較すると、発射台・悪化速度が共によく似ている。十分な雇用対策が取られなければ、あと1年程度は雇用の悪化局面が続く事も考えられる。ただし、その場合でも失業率の改善には至りにくく、景気悪化に歯止めが掛かった2002年から2004年にかけて6%付近での失業率が続いたように、今回も悪化が止まってしばらくは9%ないし10%の失業率が続く可能性がある。好景気と言えるような雇用環境にはなかなか復帰できないだろう。

業種別に雇用の増減を見ると、これまでの傾向とほぼ同じであった。すなわち、雇用の改善に寄与しているのが主にサービス業であり、なかでも小売（8月は伸び悩み）、専門サービス業、教育医療、レジャーなどである。これらはパートタイマーの比率が高いと考えられるが、実際今回の結果でもパートタイマーは増加しており、中でも「経済理由」（＝本来はフルタイムの職を探していたが、やむを得ずパートタイマーとなっているケース、8月は38万人増）のカテゴリに属するパートタイ

マーの数は増加の一途であり、表面的な数字からは見えてこない雇用情勢の厳しさが窺える。

日本化する米国

米 10 年国債利回りは、この雇用統計の結果を受けて再び 2%割れとなった。もはや米国の長期金利は一時的な金利低下局面とは判断されず、この水準が定着する可能性はそれなりに高いと見るべきであろう。日本の 10 年国債利回りが 2%以下の水準となってそれが定着し始めたのは 1998 年からである。その後ゼロ金利が導入されたが、政策金利が一時的に 0.5%まで引き上げられる局面があったものの、10 年金利は概ね 2%以内の水準で 13 年間も留まることになった。米国の金融政策は、(1) 利下げ、(2) ゼロ金利、(3) 量的緩和、(4) 国債買取り、(5) 時間軸政策、とまるで日銀の金融政策と同じ道歩んでいる。また、日米はバランスシート調整に苦しんでいることが共通点であるほか、財政面においても、日本では財政悪化を背景としたいわゆる運用部ショックが発生したが、米国でも 8 月初めまで債務上限問題があったことは記憶に新しい。今後の FRB の金融政策の方向性としては、米国債の保有年限の長期化などが考えられるが、これは長期金利に働きかけることによってその水準を低下させ、住宅ローン金利の低下を通じて家計のバランスシート調整を促進する狙いがあると見られる。そうするとますます日本化が進むことになる。



財政再建+景気停滞+金融緩和の3点セットが揃う

9月2日に発足した野田政権であるが、グローバルな観点からは、これで日・米・欧がそろって財政再建に向け足並が揃うという重要な意味合いを持つ。欧州では、ユーロ加盟国が財政赤字削減に一段と本腰を入れており、スペインは財政赤字を一定の枠内に制度的に押さえ込むため、憲法改正を決断した。一方米国では、8月2日の債務上限引き上げの妥協策として財政支出削減に取り組むことになった。

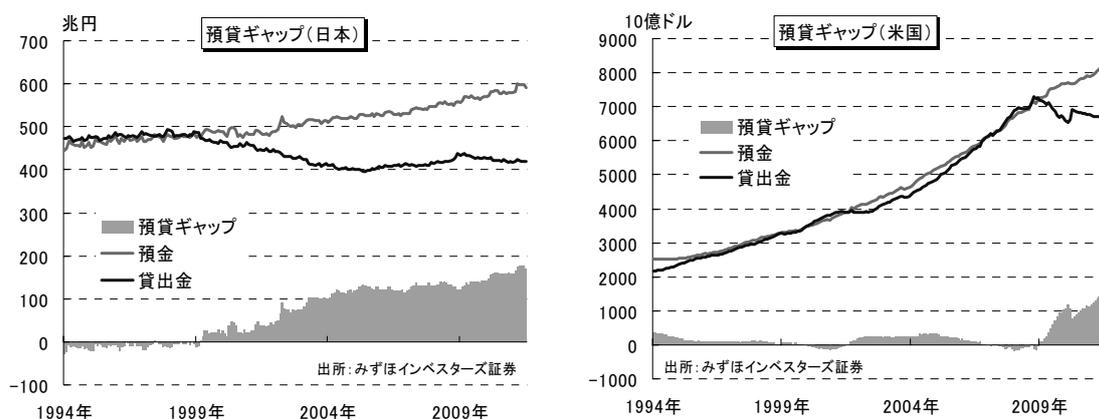
各国が一斉に財政再建に走り、財政出動に頼れないとなると、景気刺激策は自ずと金融政策に傾斜していくことになる。米国は8月26日のジャクソンホールでのバーナンキ議長講演が注目されたが、そこでは9月20日のFOMCを一日延長して追加刺激策を検討することを明らかにした。BOEは8

月の理事会から金融引締めを支持する票がゼロとなり、景気重視へと転換した。ECBは物価への警戒姿勢を緩めており、政策金利に関しては市場がすでに利下げを織り込んでいる。そこへ日本が改めて加わったことで、ついに「緊縮財政＋景気停滞＋金融緩和」の3点セットが先進国で共通して進行する環境が整ったことになる。長期金利の低下余地はさらに拡大したと見るべきであろう。

国債保有を増やす米銀

日本で経験したバランスシート調整は、企業部門、家計部門を含めて幅広い主体で進行して行ったが、同時に銀行では貸出減少と預貸ギャップの拡大という現象をもたらした。貸出し競争激化に伴い銀行の利ざやも縮小してしまっただが、資産規模・金利収入の両面でこれを補ったのが国債投資であった。

日本で預貸ギャップが拡大したのは、1998年ごろからであった。それ以来、日本の10年国債利回りは2%以下に封じ込められたのである。一方、米国で預金と貸出しのバランスが崩れて預貸ギャップが発生し始めたのは、まさにリーマンショック直後からであった。その額は7月末時点で1兆5000億ドル以上にのぼる。これは、近年には経験しなかった規模であり、貸出し以外の資産での運用圧力が高まっていることを意味する。



日本の場合は、すでに10年以上にわたって銀行が国債残高を積み上げてきた結果、民間銀行の総資産に占める国債の比率は現在18%にまで高まっている。これに対し米国の場合、国債等の保有残高は拡大を続けているものの、総資産に占める比率は14%程度に留まっている。ちなみに1990年代前半の米国不動産不況の頃は、銀行による国債等の保有比率が20%近くまで上昇したが、これは現在の日本の水準を上回る。当時の米国はクレジットクランチが発生し、S&Lが大量に倒産するなか、銀行は貸出を抑制したため、預貸ギャップがそれなりに拡大した時期であった。しかし、今回の預貸ギャップの拡大は当時の比ではなく、数倍の規模で発生している。さらに、今回は貸出し総額が減少している点で当時とは明確に異なる。この先、米国の商業銀行は、大量に発生した預貸ギャップを何処へ持っていく(運用する)のだろうか？

リーマンショック以降、米国の景気は莫大な規模の景気刺激策が実施され、昨年末にはいわゆるブッシュ減税や失業給付金などの措置が延長された。その結果、米国の政府債務残高は異常なペースで増加しており、かつての日本の状況と酷似している。日本では、財政の持続可能性が問われる

ほどに政府債務が膨らんだ状況にもかかわらず、長期金利は1%付近で安定していられるのは、上述したような銀行の国債投資が大いに貢献したのであろう。米国でも銀行による国債投資が本格化するとすれば、いよいよ米銀も日本化の道を歩み始めることになる。

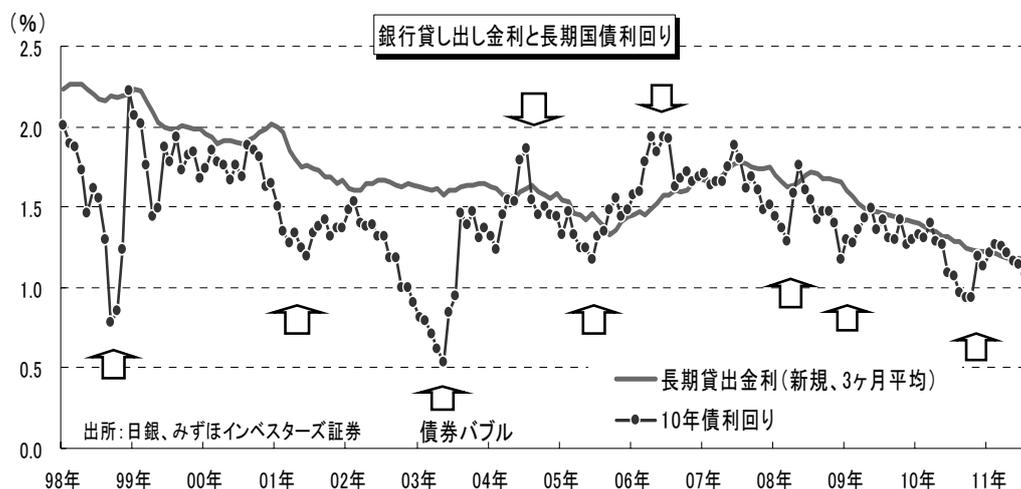
貸出金利と国債利回り

最後に、貸出金利と国債利回りの比較という観点から運用圧力について考えてみたい。預貸ギャップが大きくなると国債に資金が流入し、長期金利が低下しやすくなる面はあるにしても、金利水準の観点も重要である。国内銀行による長期資金の新規貸出金利と10年国債利回りを比較してみると、特徴的であったのは、2003年6月の債券バブルの頃に国債利回りが大幅に低下したにもかかわらず、貸出金利はさほど低下せず、結果的に両者の差が大幅に開いた時期があった。こうした状態では明らかに債券は割高で、貸し出しに資金を振り向けた方が有利、という冷静な判断もあったはずである。そうならなかったところがまさしくバブルであり、熱狂であったと振り返る事もできる。

逆に、2006年に見られたケースでは、貸出金利を国債利回りが上回った。貸し出しで与信リスクを取るよりも、リスクの低い国債で高い利回りを得るほうが有利となった時期である。当時は日銀が量的緩和解除からゼロ金利解除とステップを踏んで引締め政策に向かっていった最中であるため、市場金利が先走って上昇して行ったのも無理はない。だが、ここでも貸出金利との冷静な比較を行ってれば、金利が上昇したポイントで思い切った国債購入が可能だったかも知れない。

重要なのは、貸出金利と国債利回りが一時的に大きく乖離しても、しばらくすれば両者は再び同じ水準に収斂すると言うことである。つまり、両者は裁定関係にあり、一方（特に国債利回り）だけが別の水準で定着することは考え難いということである。

現在は長期貸出金利と10年国債利回りが接近しており、国債の利回りが行き過ぎた低下を見せている訳ではない。13兆円とも言われる3次補正予算では、財源を増税によっても、一時的な国債発行が避けられない。しかし、需給悪化で金利が上昇するにせよ、貸出金利が低位であるうちは、国債利回りの上昇にも限界がある。米国でも資金需要の弱さが常態化すれば、銀行利ざやが縮小するという「日本化」が進行していく可能性がある。このような構造的な面を重視すると、この先金利が上昇に転じていく可能性は、当面はさほど高くないように思える。



マーケット・アウトLOOK (1)

当面の金融市場、復興政策等の着実な進展を期待

SMB C日興証券株式会社 金融市場調査部長 チーフストラテジスト 末澤 豪謙

東日本大震災から半年経過するも、復旧も道半ば

今月の11日、3月11日の東日本大震災発生から、ちょうど半年を迎えたものの、復興の槌音は、まだ多くは聞かれず、ガレキ処理率も50%強にとどまる等、復旧も道半ばの状態にある。復旧・復興の遅れの背景には、今回の震災が、マグニチュード9.0と国内では過去最大、世界でも、1960年のチリ地震(M9.5)、1964年のアラスカ地震(M9.2)、2004年のスマトラ沖地震に次ぎ過去4位の規模、津波の規模も、869年に起きた貞観地震(M8.4程度)津波を上回る千年に一度あるかないかという規模の巨大さがある。一方で、菅直人前首相の6月2日の退陣表明以降、実際の退陣まで3か月かかり、その間、政治空白が強まったことで、本格的な復興対策を盛り込む2011年度第3次補正予算案の編成の遅れ等に繋がった面も否めない。

図表 1 明治以降、我が国で100人以上の死者・行方不明者を出した地震・津波

発生日	M	地震名	死者行方不明者	津波	最大震度
明治5(1872)年3月14日	7.1	浜田地震	死者 約550	○	不明
明治24(1891)年10月28日	8.0	濃尾地震	死者 7,273		(6)
明治27(1894)年10月22日	7.0	庄内地震	死者 726		(5)
明治29(1896)年6月15日	8.2	明治三陸地震	死者 21,959	○	(2~3)
明治29(1896)年8月31日	7.2	陸羽地震	死者 209		(5)
大正12(1923)年9月1日	7.9	関東地震 (関東大震災)	死・不明 10万5千余	○	(6)
大正14(1925)年5月23日	6.8	北但馬地震	死者 428		(6)
昭和2(1927)年3月7日	7.3	北丹後地震	死者 2,925	○	6
昭和5(1930)年11月26日	7.3	北伊豆地震	死者 272		6
昭和8(1933)年3月3日	8.1	昭和三陸地震	死・不明 3,064	○	5
昭和18(1943)年9月10日	7.2	鳥取地震	死者 1,083		6
昭和19(1944)年12月7日	7.9	東南海地震	死・不明 1,223	○	6
昭和20(1945)年1月13日	6.8	三河地震	死者 2,306	○	5
昭和21(1946)年12月21日	8.0	南海地震	死者 1,330	○	5
昭和23(1948)年6月28日	7.1	福井地震	死者 3,769		6
昭和35(1960)年5月23日	9.5*	チリ地震津波	死・不明 142	○	-
昭和58(1983)年5月26日	7.7	日本海中部地震	死者 104	○	5
平成5(1993)年7月12日	7.8	北海道南西沖地震	死者 202 不明 28	○	5
平成7(1995)年1月17日	7.3	兵庫県南部地震 (阪神・淡路大震災)	死者 6,434 不明 3	○	7
平成23(2011)年3月11日	9.0	東北地方太平洋沖地震 (東日本大震災)	死者 15,783 不明 4,086 (9月12日現在)	○	7

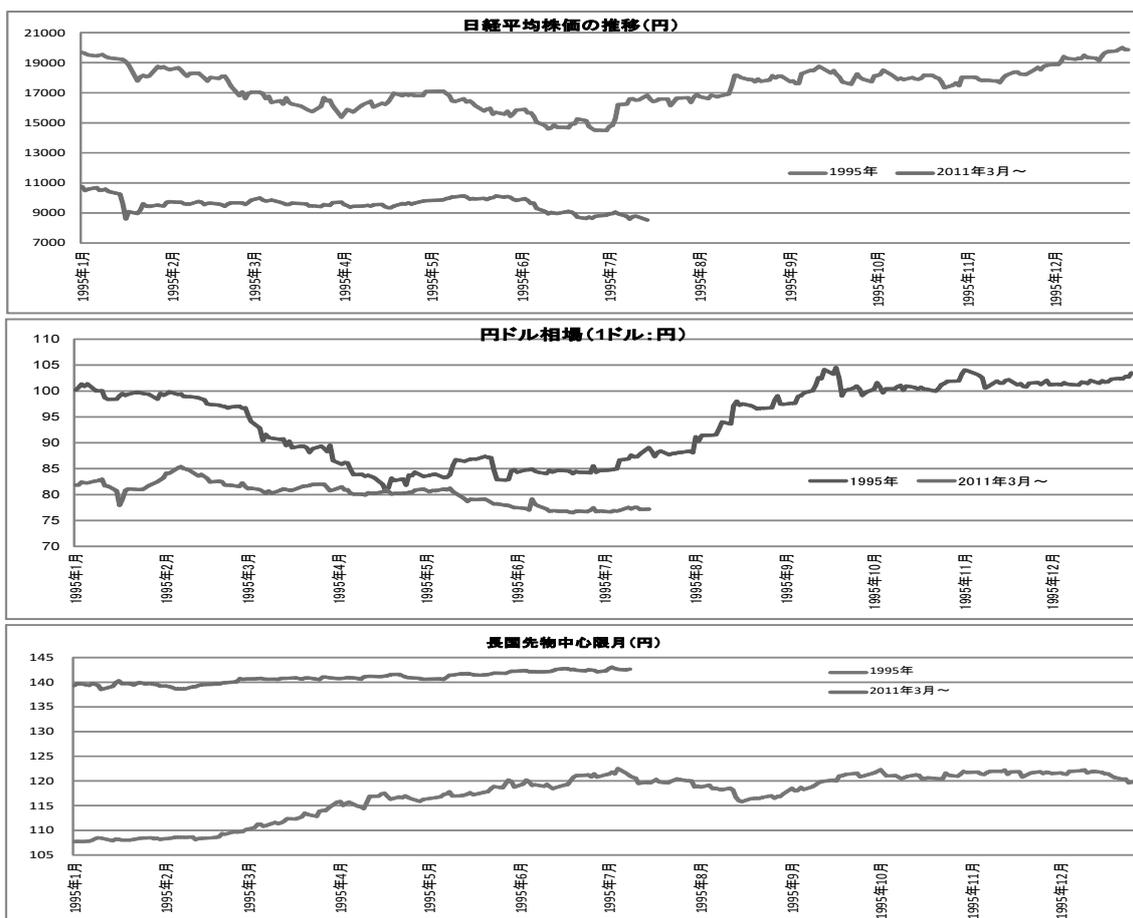
出所：気象庁資料より筆者作成。

こうした中、ようやく、野田佳彦氏が8月30日に、第95代内閣総理大臣に指名され、9月2日には、新政権が発足した。野田新政権は、既に、1名の閣僚が辞任に追い込まれる等、順風満帆のスタートとはいかなかったが、野田首相が就任会見等で述べたように最優先課題である震災復興に全力を挙げて取り組むものと期待している。

株価と長期金利の下値固めは、秋深まる頃か？

ちなみに、ここまで、日経平均や長国先物中心限月等の動きは、阪神淡路大震災が発生した1995年と似たような展開となっている。次グラフは、1995年1月からの金融市場の動きに、本年3月からの推移を重ねたものであるが、結局、今年も、日経平均株価は、震災から約半年後に年初来安値をつけることとなった。前回のパターンから勘案すると、そろそろ下値を確認といきたいところだが、1995年の場合、復興対策を盛り込んだ補正予算（1995年度第1次補正予算）の成立は5月、つまり、そこから、復興が本格化し、民間の復興需要等の「呼び水効果」が生まれたと考えるならば、今回は、もう少し先となるかもしれない。東日本大震災に復興対策を担う補正予算（2011年度第3次補正予算）の成立は、早くとも10月下旬と見込まれるからだ。

図表 2 1995年と2011年の金融市場の推移（95年は1月～、11年は3月から9月12日まで）



出所：日経 QUICK 資料より筆者作成。

ちなみに、阪神淡路大震災当時は、復興対策が主体の2回目の補正予算となる1995年度第1次補正予算は、震災発生からほぼ4か月と2日目の5月19日に成立している。今回に当てはめると、震災発生は3月11日のため、7月13日頃となるが、国会提出は、10月中下旬となる可能性が高いため、3~4か月遅れのペースだ。

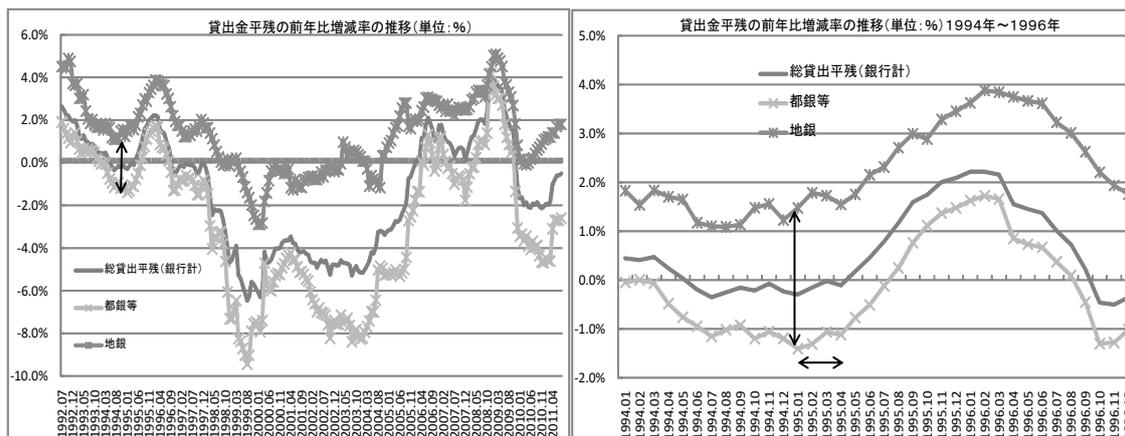
図表 3 阪神淡路大震災時の補正予算・経済対策の編成動向

補正予算名	補正予算 成立日	補正追加額	阪神淡路大震災 復興関係費	国債発行額	主な目的
94年度第2次	1995年2月28日	1.0兆円	1.0兆円	1.6兆円	震災復旧
95年度第1次	1995年5月19日	2.8兆円	1.4兆円	2.8兆円	震災復興
95年度第2次	1995年10月18日	6.0兆円	0.8兆円	4.7兆円	景気対策
計		9.8兆円	3.4兆円 (予備費等含む)	9.1兆円	

出所：財務省資料より筆者作成。

民間の資金需要に関しても、1995年の場合、貸出金平残がボトムアウトしたのは、震災から4か月目の1995年5月。ちょうど、復興対策を盛り込んだ1995年度第1次補正予算の成立と軌を一にしている。

図表 4 貸出金平残の前年比増減率の推移



出所：日本銀行資料より筆者作成。

今回は、既に4月頃に貸し出しの減少幅が縮小しているが、背景は期末前の資金繰り対策が背景にあり、当該資金はほぼ全て、預金に滞留、本格的な資金需要は見られていない。やはり、通常、企業経営者や個人が工場、オフィス、住宅等の立て直しのために借入申込を行うのは、ガレキ処理が終了し、区画整理後のこととなると考えられる。そういう意味でも、復興需要の本格化は、復興

対策のための補正予算、つまり、2011年度第3次補正予算が成立し、国の資金がインフラ整備等に投入されるまで待つ必要があるようだ。結果として、今回、株価や長期金利の下値が固まるのは、「秋深まる頃」と言えるのかもしれない。

11月までに金融市場を安定化させることが重要

米国でも、9月8日には、オバマ大統領が、総額4,470億ドル規模の追加の雇用・景気対策を発表している。昨年の中間選挙の結果、「ネジレ議会」が誕生した米国では、2012年の大統領選・議会選を控えて、民主党と共和党の対立が先鋭化している。8月に、米国債のデフォルト一歩手前に至ったように、今回も議会審議は難航が予想される。但し、現実には、失業率が9.1%（8月）に達しているのは事実であり、米個人消費の約4分の1を占める年末のクリスマス商戦を控え、11月頃までには、修正協議が奏功する可能性も高いと予想している。米国では、9月20日、21日に開催されるFOMCでも、追加の金融緩和策が検討される方向にある。また、11月上旬には、サルコジ・フランス大統領が議長を務めるG20会合の開催も予定されている。足元、ギリシャ国債のデフォルト懸念から、ギリシャの国債金利は、1年金利で100%超へ、2年金利で70%近くに上昇している。このまま、混乱が広がれば、影響は、G7の一角であるイタリア、場合によっては、フランスまで広がる事態も想定される。ユーロ圏諸国が、早期に具体的な対策を打ち出すことで、G20では、欧州財政危機が一旦は、収束したことの報告を議長の口から聞きたいものである。

当面、一段の「質への逃避」が進むも、年明けに向けて、株価や長期金利は、反転上昇へ

我が国の第3次補正予算に加え、米国の景気対策、欧州財政問題は、何れも、ここ数か月が、その成否のポイントとなっている。また、年初来、金融引き締めが続いていた中国等、新興国等でも、今後は政策運営に変化が見られる可能性も考えられる。世界経済の停滞に加え、リビアで反政府派がほぼ全土を掌握、原油の生産・輸出の再開に目途がついたことで、商品価格等は、安定化の方向にあり、新興国も、今後は、インフレ抑制から、景気対策に軸足を移すことが想定される。当面は、一段の「質への逃避」が進む公算も考えられるが、国際的に政策発動が実施されることで、年末から年明けに向けては、株価や長期金利の下値も固まり、反転上昇に向かうものと予想している。

復興国債の増発規模は、当面、16.2兆円規模か

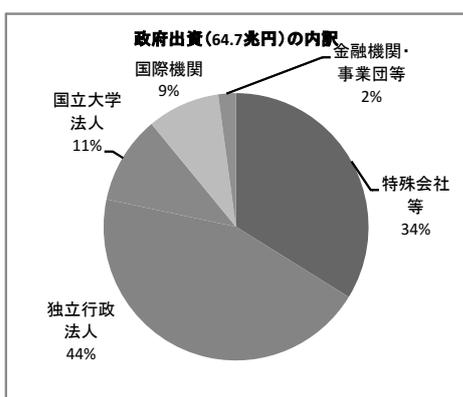
なお、我が国における今後の震災からの復興動向だが、政府は、7月29日に決定した「東日本大震災からの復興の基本方針」において、今後5年間の復興事業費を少なくとも19兆円と見込んでいる。このうち、2011年度第1次補正予算及び第2次補正予算で計上した約6兆円を除いた13兆円に基礎年金国庫負担引き上げ財源2.5兆円分の補てん分と当面のB型肝炎給付費用0.7兆円を加えた16.2兆円を、一旦、復興国債の発行で調達することとなると見込まれる。なお、2011年度第3次補正予算案の規模は、円高対策費等を含め、10兆円強となり、残額は、第4次補正予算や2012年度当初予算、同補正予算等に計上される見込み。一方、復興国債の償還財源は、歳出削減、税外収入等

に加え、臨時の復興増税で賄う方針だが、増税額は、税外収入の規模次第で増減することとなる。

復興増税圧縮のため、税外収入上積みの声高まる

基本方針では、歳出削減及び税外収入の増収により確保される財源を3兆円程度と仮置きされており、復興増税は、13兆円規模に上ることとなるが、ここへきて、政府・民主党内では、増税反対派への配慮等から、税外収入の規模を拡大し、増税規模を模索する動きが出てきている。野田内閣で財務大臣に就任した安住淳氏は、就任後の会見やマスコミ各社とのインタビューで、「増税幅を縮小できるよう、歳出削減と税外収入による財源捻出は兆円単位で上積みしたい」と述べている。また、藤井党税調会長も、マスコミ各社とのインタビューで、国有資産の売却を優先し、復興増税の規模を圧縮すべきだとし、税目は消費税以外、増税時期は、来年度はありえず、復興債の償還期間も「どんなに短くしても3年間だ。3年間は何もない」（9月7日付け時事通信）と述べ、早期の復興増税には慎重な姿勢を示している。政府・与党内では、復興増税に関しては、税目を「たばこ税」等に拡大したり、当初5～10年と想定されていた増税期間を20年程度まで長期化し、年間の負担額を抑制する案も検討されているとみられる。一方で、政府保有資産の売却が大きな金額となれば、当該部分の償還は、より早まることも想定される。現状、検討の俎上に上っているのは、東京メトロ株、JT株、日本郵政株と見られるが、NTT株等も含め、政府出資は、21年度末現在で64.7兆円に上る。但し、日本郵政やNTT、JT等特殊会社等の株式21.8兆円のうち、政府保有義務分や法律による売却凍結分などを除くと0.6兆円（東京メトロ、成田国際空港等）に過ぎない。

図表 5 政府出資の内訳(平成21年度末現在)



政府保有株式 特殊会社名	総額(平成22年3月末時点)		
	(兆円)	政府保有義務分等を除く (億円)	うち一般会計(億円)
日本郵政	9.6		
日本政策金融公庫	4.5		
日本政策投資銀行	2.2		
商工中金	0.1		
NTT	2.0	618	
JT	1.7		
高速道路6社	0.4		
成田国際空港	0.2	2,112	210
東京メトロ	0.1	1,749	96
関西国際空港	0.3	991	
産業革新機構	0.08	354	
中部国際空港	0.03	310	
日本アルコール産業	0.007	71	71
輸出入・港湾関連情報処理センター	0.004	23	23
日本環境安全事業	0		
合計	21.8	6,232	403

出所：財務省資料より筆者作成。

図表 6 保有義務等の内容・理由

	NTT	JT
保有義務割合	発行済株式総数の3分の1以上	①会社設立時の株式総数の2分の1以上 かつ②発行済株式総数の3分の1超
保有義務目的	NTTの公共的役割の重要性に鑑み、特定の者に経営が支配されたり、株主権が濫用されたりすることのないよう、政府が安定株主となることにより、会社の経理の安定、適正な事業運営を確保すること。	たばこ事業法において、零細な業たばこ農家の経営安定のため、割高な国産業たばこのJTによる全量買取契約制とともにJTの製造独占を定めており、この国産業たばこの買い取りが確実に行われるよう、政府が株式を保有。
保有主体	財政投融資特別会計投資勘定	財政投融資特別会計投資勘定
21年度末計上額	2兆0,898億円（時価）	1兆7,400億円（時価）
根拠法	日本電信電話株式会社法第4条	日本たばこ産業株式会社法第2条
	日本郵政	東京地下鉄株式会社
保有義務割合	発行済株式総数の3分の1以上 郵政株式売却凍結法により、現在は売却対象外	
保有義務目的	日本郵政（株）は、郵便局ネットワークの確保、郵便のユニバーサルサービスという公共的な役割を果たしており、特定の者にその経営が支配されたり、株主権が濫用されたりすることのないよう、国が安定株主になることにより、会社の経営の安定、適正な業務の遂行を確保していく必要があるため。	
保有主体	一般会計（35.8%）、 国債整理基金特別会計（64.2%）	一般会計（3%）、 国債整理基金特別会計（50.4%）
21年度末計上額	9兆6,020億円（連結純資産価格）	1,749億円（純資産価格）
根拠法	日本郵政株式会社法第2条	東京地下鉄株式会社法

出所：財務省資料より筆者作成。

政府保有株式の早期売却には問題多い

現在、政府・与党の一部で検討対象となっているとみられる JT 株式等に関しては、上記のような理由で、売却制限が課せられている。法改正には、ネジレ国会下、ハードルも高い。何より、日経平均株価が、8,000 円台に低迷する中で、株式の大口売却は、国民の財産を適正価格で売却するという面からも問題が残ろう。このことは、国有地等他の国有財産の売却においても、同様だ。

国有財産の売却は、中長期的課題に

結局のところ、国有財産の売却収入を復興国債の償還に充てるという手法は、中長期的には可能だが、短期的には困難と言わざるを得ない。仮に、復興国債の償還原資に相当額を充てるということであれば、より長期の償還期間の設定が必要となろう。野田首相は、政府税調会合でも、「将来世代に負担を先送りするのではなく、今を生きる私たちの世代がいかに負担を分かち合うかだ」と述べ、税負担を先送りしない意向を示していることから、さすがに、30年～40年といった先送りの可能性は低いものの、当面、景気の現状や与党内の声に配慮して、中期的な税外収入等の計上により、増税規模を圧縮するとともに、増税時期も少なくとも 2012 年度は見送り、2013 年度以降に先送される可能性が高まったと考えられる。

復興国債の償還期間は長期化方向

何れにせよ、復興国債の償還期間は、長期化方向にあると想定される。具体的には、5年債ないし10年債での調達为主体となると見込まれるものの、一部は、より長い年限での調達となる可能性も出てきたと言えそうだ。但し、市中向けのカレンダーベースの国債発行計画は、新規財源債や借換債、財投債も含めて策定されることとなる。特に、翌年度借換債の前倒し発行については、第1次

補正後でも、筆者試算で、約 10.5 兆円規模の発行ペースで推移しており、当該借換債を減額することで、今年度の復興国債の増発をある程度、吸収することは可能である。一方で、5 年債や 10 年債の発行分を復興国債に振り替えた場合、借換債等は、短期債と超長期債にシフトする必要が出てくる。結果として、国債増発は、一部の年限に集中することにはならないものと想定している。

カレンダーベースの国債増発は、年明け以降、各年限 1 千億円程度か

現時点での予想は、第 3 次補正予算の成立を 10 月下旬から 11 月上旬と想定した上で、復興国債等の増発は、2012 年 1 月からと予想している。その場合、1 年～40 年債まで、各 1 千億円増発、5 年債のみ 2 千億円増発と試算しており、増発による市場への影響は、限定的だろう。

復興増税の税目は、消費税が妥当

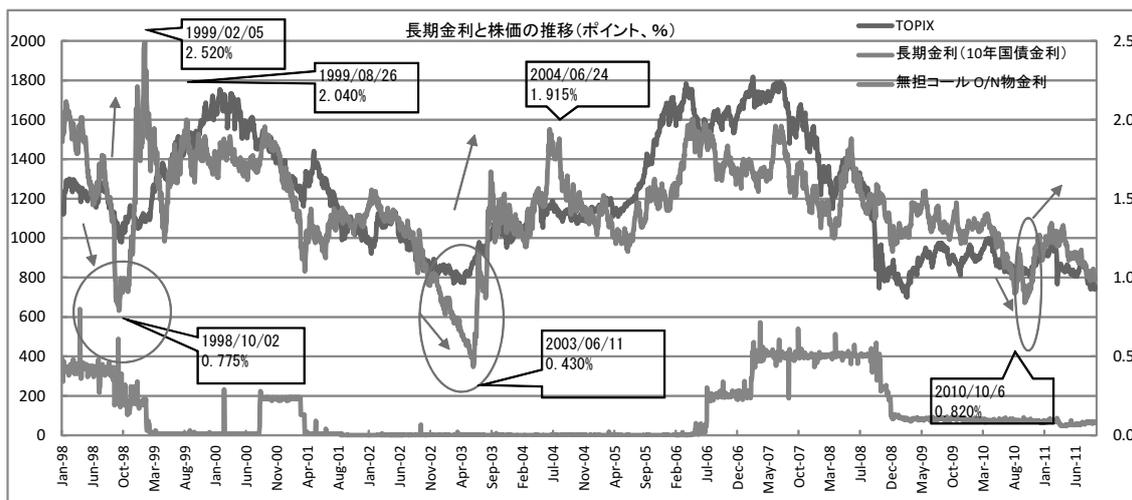
なお、筆者は、復興増税の税目は、消費税が妥当との考えに変化はない。なぜなら、震災の復興費用は、薄く・広く、全国民で負担すべきと考えられるが、その点、我が国の法人税や所得税には、問題が多いからだ。我が国に存在する 275 万の申告法人のうち、利益を計上しているのは、82 万人 (30%) に過ぎず、193 万法人 (70%) は、欠損企業であり、元より法人税を納付していない (2008 年度)。成長戦略の観点から、本来、2011 年度からは、法人税の実効税率を 5% 引き下げる予定であったことを勘案すると、せいぜい、減税見送りが妥当な処だろう。一方、所得税も、所得の捕捉率という面で、難がある。既に、2011 年 1 月から、年少扶養控除が廃止され、一方で、納税者番号制が導入されていない状況では、子育て世代のサラリーマン層に超過負担を強いるものになりかねない。

我が国の中長期的なリスクは、「少子高齢化」と「産業の空洞化」

我が国の中長期的なリスクは、「少子高齢化」と「企業の多国籍化 (産業の空洞化)」と考えられる。既に、震災で、国力やブランドが毀損されている中、現行税制のままで、法人税と所得税の増税は、成長戦略の観点から、問題が大きいと云わざるを得ない。そういう意味では、復興国債の償還財源は、増税額を抑制した上で、消費税を充てるのが妥当だろう。但し、実際の増税時期は、震災からの復興に目途が立つことと、軽減税率やインボイス導入の周知期間を踏まえると、2～3 年程度は猶予し、2014 年度ないし 15 年度とならざるを得ないではないか。政府は、消費税の軽減税率の導入に否定的だが、今後の社会保障コスト増等を勘案すると、消費税率の欧州水準 (20% 前後) への引き上げは、将来的には不可避と考えられる。その場合は、「公正」と「逆進性」の観点に、もう少し目配りをすべきではないか。やはり、増税の前には、「インボイス制度」と「納税者番号制」の導入が先決と思われる。税制の基本原則は、「公平」、「中立」、「簡素」であり、本来、特定税目への臨時増税は、その趣旨にも沿わないのではないか。世界の債券相場の歴史において、過去、長期金利が 1% を割った局面は、何れも我が国で 3 回発生している。1 回目は、1998 年の夏、ボトムは、0.775%、2 回目は、2003 年春、同 0.430%、3 回目は、2010 年夏、同 0.820%。過去 3 回は、1% 割

れ後は、金利低下が勢いを増し、その後の反転上昇も早い。言わば、「山高ければ、谷深し」であった。但し、2011年夏の今回は、幾度か、1%を割ったものの、1%割れ水準では、戻り売りも多く、1%挟みの展開が続いている。

図表 7 長期金利の株価の推移



出所：筆者作成。

背景には、円高、株安、欧米金利の急低下といった要因とともに、国内機関投資家の慎重姿勢が見られる。海外投資家も、日本国債の格付けが引き下げ方向にあるためか、短期国債への投資が主体で、大きく金利水準を低下させるようなトレードが入ってきていない。値動きが小さい間は、ボラティリティも低いと、低位でのレンジ相場が続く可能性が想定される。一方で、再度、長期金利が大きく低下することとなれば、反転時のボラティリティが上昇、一挙に金利リスク量も拡大するため、売りが売りを呼び、過去同様、急激な金利上昇が発生する可能性が想定される。他方、このまま、長期金利が1.0%水準で、長期にわたって安定した場合どうか。低金利環境の背景には、震災復興が遅延、円高や株価の低迷から、産業の空洞化が一段と進展する事態が想定される。一方で、団塊世代も、2015年には、全て65歳以上に到達、「高齢化」の影響が本格的に表れ始めることとなる。経常収支の黒字構造が変調し、貿易・サービス赤字の恒常化に加え、所得収支の黒字幅の減少することとなれば、長期的な金利の上昇リスクが堆積する可能性も考えられる。

マーケット・アウトLOOK (2)

欧州債務問題・米国景気先行き懸念が急上昇

株式底入れのカギは米国実体経済の動向

モルガン・スタンレーMUF G証券 株式調査部 日本株式投資戦略 山田 洋平

欧州動向

8月以降、欧州の財政問題を嫌気しリスク回避の動きが目立ち、スペイン、ドイツなど欧州を中心に株式の売りが先行。ドイツ（DAX指数）の年初来下落率は25.6%で、8月1日以降現在までの下落率が25.4%であった。金融機関の資産状況に対する不安感は強まっており、LIBORのドル3ヶ月ものは0.34%と1年ぶりの高水準になった。欧州の主要銀行株の値動きを示すSTOXX欧州600銀行株指数の年初来下落率は18.8%で、8月1日以降の下落率が15.7%であった。欧州各国CDS保証率も8月以来上昇兆しが収まる気配がみられない。9月13日の債券市場でギリシャ10年債利回りは25%に達し、2年債利回りも一時74.88%をつけた。

現在の欧州株式のセンチメントおよびバリュエーション水準は相対的に割安な水準だが、押し目買いには時期尚早と考える。例えば長期PER指標であるCAPE（サイクル補正長期株価収益率指標、Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio）で見ても、ベアマーケット時に観測される一桁台の長期PER水準にはいまだ到達していない。また、欧州業績予想指数も急降下基調に変化の兆しは見られない。

欧州株式が底入れるには 1) 世界経済のファンダメンタルズの実質的な改善を示すシグナル（例えば9月米ISM製造業景況指数等の底入れ）に加え、2) 雇用創出・生産性向上に持続的効果のある先送りではない新しい政策提言やECBによる大規模量的緩和策等、の両方が必要だと捉えている投資家が多い印象である。9月16～17日にユーロ財務相会合、10月17～18日にユーロ圏の首脳会議が欧州の財政不安が後退させる要因になるかに注目したい。12ヶ月先予想ベースで、MSCI欧州指数を900と予想し、EPS成長率は2011年に5%、2012年に-6%と予想。業種では通信、生活必需品、エネルギー、ヘルスケア業種を選好。

米国動向

8月1日以降、欧州債務不安や米国景気後退懸念が台頭する中、量的緩和策第三弾（QE3）等緩和策への期待感が米国株市場を対先進国ベースで下支えてきた。ダウ平均の年初来下落率は5%で、8月1日以降現在までの下落率が8.5%。8月の非製造業景況感指数（ISM）は市場予想に反して小幅に改善。9月2日に発表された8月雇用統計では非農業部門の雇用者数（季節調整済み）は市場予測の平均（前月比7万人増）を大きく下回り、前月比増減ゼロだった。

米FOMC(9/20-21)においては、米連銀の保有資産のデュレーション延長を含む一連の緩和策が打ち出される可能性が高い。QE3以外の非伝統的金融政策(中長期債の買いオペと短期債の売りオペによる「オペレーション・ツイスト」)など目新しい政策や、4700億ドル規模の雇用創出政策(アメリカン・ジョブズ・アクト)等は、ある程度米国株式低迷から抜け出す手がかりにはなりえよう。だがその一方で、その実現可能性(財源をどうするのか・共和党とのねじれ国会)について、投資家の多くは懐疑的な模様である。短期的な景気テコいれ策によって更なる景気下ぶれは回避できるだろうが、欧州同様、持続的で確かな実体経済回復の兆しを指し示す指標が待たれよう。最新のグローバルPMI(製造業購買担当者景気指数、8月)は50.1と、2009年6月以来の低水準まで低下している。9月14日発表の8月米小売売上高、15日発表の鉱工業生産、9月の景況感指数などが注目されよう。

米国株式については、12月末のS&P500指数水準を1238と予想する。EPS成長率は2011年に13%、2012年に7%と予想するが、今年後半にかけてマクロの不確定要因、利益マージンの縮小が大きな下ぶれ要因となろう。業種ではヘルスケア、公益事業、エネルギーを選好。また、予想株価収益率とベータ水準の観点から、グロース銘柄がバリュエーション銘柄と比べて上ぶれ余地が相対的に高いと考える。

国内動向

日本の公共投資主導のV字回復シナリオに対する期待感が弱まってきた感が否めない。世界景気・海外需要に対する不明瞭感に加え、円高懸念、3次補正予算の策定が後ずれし更に実際の支出は向こう数年に渡って行われる可能性が高まったためだと考える。直近のマクロ数字をみると、コア受注は3ヶ月ぶりの減少かつ予想を下ぶれ。海外受注は5ヶ月連続の減少となり、もはやトレンドは完全に下向きになった模様。資金需要(日銀統計・8月)は引き続き低迷。銀行計貸出は前年比-0.5%と21ヶ月連続の前年割れであった。また、4-6月期実質GDP二次速報は、設備投資と在庫が下方修正されたことにより、前期比年率-2.1%と一次速報(同-1.3%)から下方修正された。日経平均株価は年初来で17%の下落、8月1日以降では14%の下落。

8月以降現在に至るまで、価格面(為替動向)と需要面(米国景気低迷)の両方の観点から、日本株に関して強気の相場観を持ちにくい現状が続いている。このうち対ドル円高に関しては、仮に現在の対ドル77円水準から1円円高になった場合、影響の最も高いと思われる製造業10社に与える合計影響額は約900億円と試算されるが、この数字はこれら企業の本年度予想営業利益全体のおよそ3%にあたる。今後は企業業績予想を修正する企業、あるいは業績予想を下ぶれる企業が増え、市場が底値を探る展開になるだろう。だが、仮に8月1日以降の日経平均ベースでの14%超の株価下落が円高懸念によるものならば、(マクロの先行き不透明感を前提にしても、実質的な利益へのインパクトを鑑みて)売られすぎだと考え、足元で株価は若干上ぶれると考える。

テクニカルからみると、現在日経平均は26週移動平均を8%程度下方乖離しており、東証1部で

はPBR1倍割れの銘柄が続出している。25日騰落レシオは109.9%で、3週間で40ポイント以上上昇。足元での海外投資家の売りは顕著であり、8月5週目まで6週連続で総計1兆1000億円売り越している（QE2以降累積では4兆円の買い越し）。日本株MSCI業績予想指数は軒並み低下。需給動向は、国内の公的および私的年金からのゆっくりとした日本株への資金シフトは見られるものの、押し上げ적인介入ではなく、海外勢からの売りがある程度和らげる形になったとしても、なかなか自立的反発にはならず、テクニカルリバウンドの域を出ない。

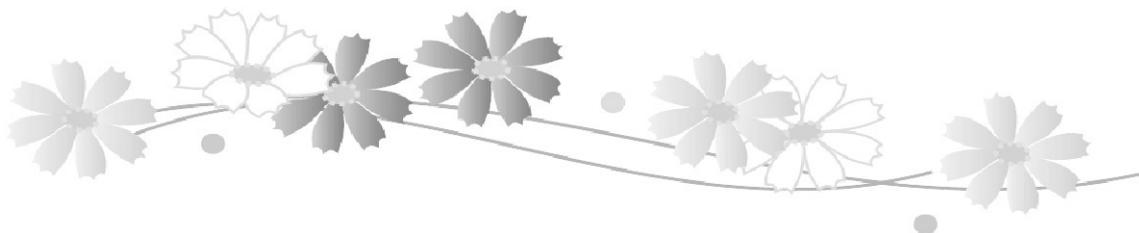
バリュエーション面では、現在予想配当利回りと10年国債利回りのスプレッドが1%を超えており、これはバブル後安値をつけた2009年3月や米国二番底懸念から株価が下落した2010年10月と同様の数値。過去2回の局面ではスプレッドが同水準でピークをつけた後株価が反発したので今後の動向に注目したい。また、長期PER指標であるCAPEの水準は8月末で14倍となり、欧州に次いで割安な市場と試算される。

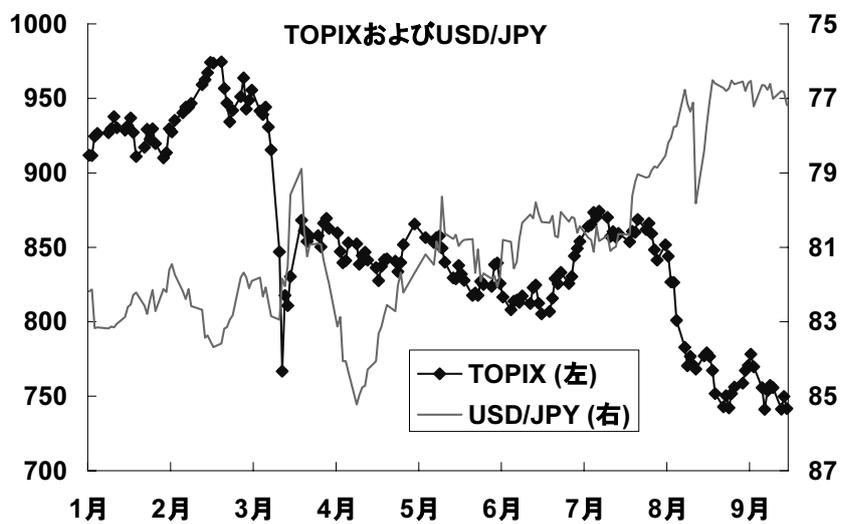
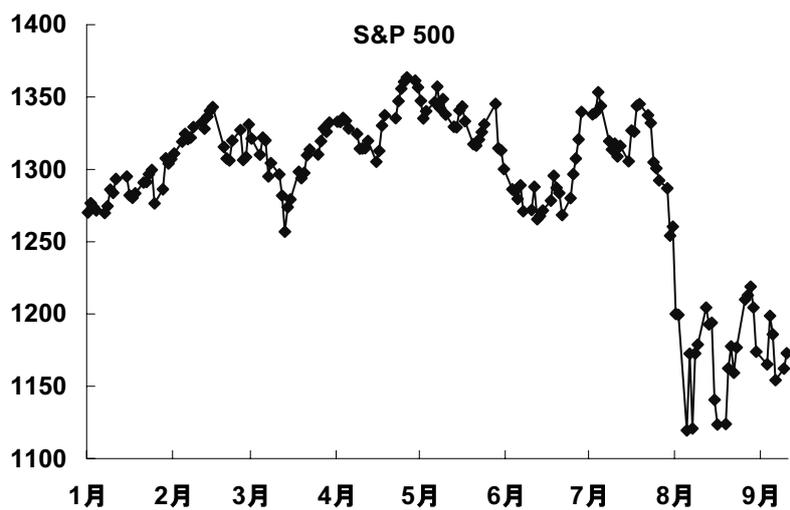
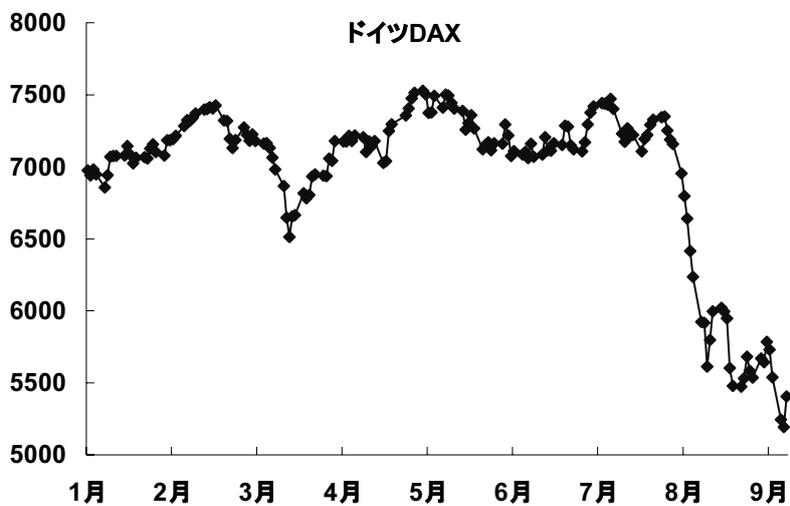
よって、過熱感を持った円高懸念の正常化、対先進国の相対的な割安感、そしてテクニカルが当面株価を下支えすることになるろう。

日銀は、G7を受けた協調行動の一環としてFOMCにあわせた緩和策を打ち出す可能性が高く、なんらかの介入策が講じられる可能性が高い。とはいえ、他の先進国動向と同様、実体経済の持続的回復の兆しが見られないうちは持続的な株価上昇は望めないだろう。

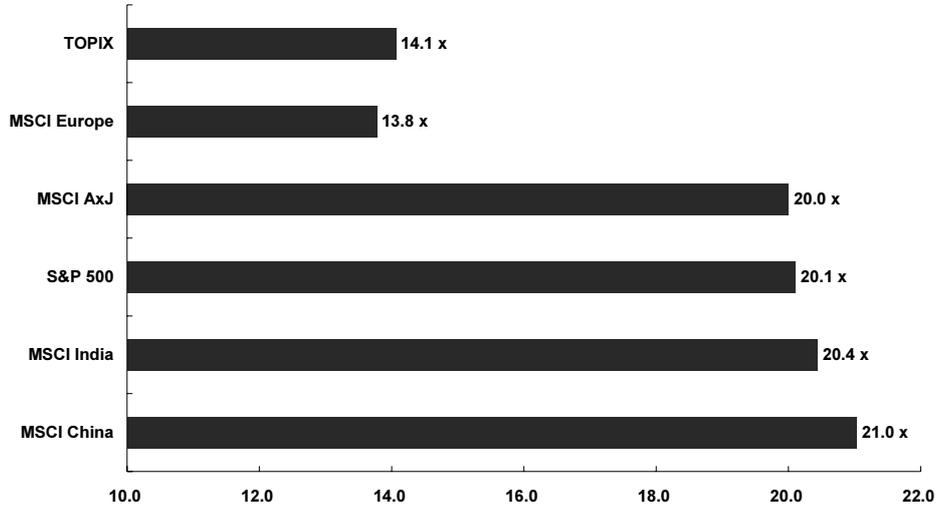
足元では、今月後半にかけて配当取り狙いの売買が活発になると思われるが、昨年同様、政府・日銀による為替介入を受け輸出株の買い戻しと内需株の処分売り、さらには高配当利回り銘柄が多い内需関連の下げ目立つという「異例な下げ展開」になる可能性もあるので動向に注意したい。

日経平均は2011年8月末8900円、2011年12月末9250円、2012年3月末9500円を予想。TOPIXは2011年8月末775ポイント、2011年12月末800ポイント、2012年3月末825ポイントを予想。業種としては、対営業資産利益率の経済低迷期における安定性と高配当利回りの観点からヘルスケアを選好。

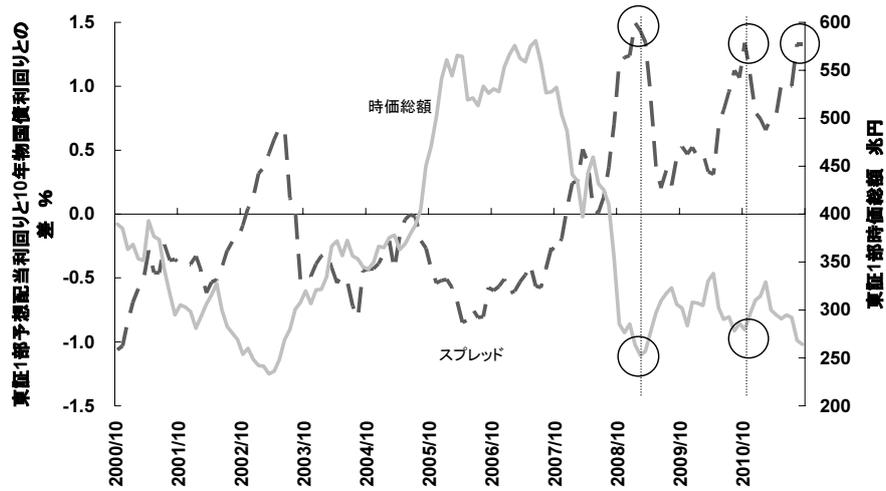




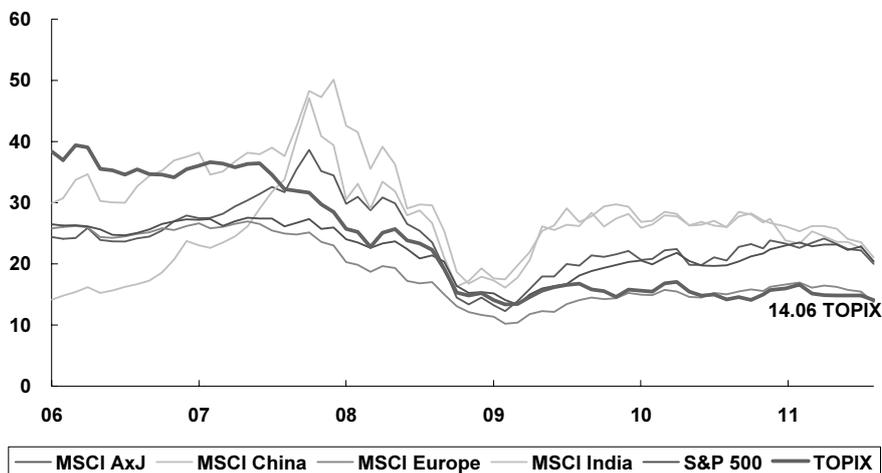
8月末時点でのCAPE各国比較



予想配当利回りと10年物国債利回りの差 および東証1部時価総額の比較



CAPE各国推移



オバマ大統領とクリントン大統領～民主党政権の対照的な財政運営

明海大学教授 朝日 譲治

本年9月11日、アメリカは9.11同時多発テロ発生から10年の節目を迎えた。ニューヨークのグラウンド・ゼロの現場では、3000人近い犠牲者のすべての名前がアルファベット順に読み上げられ、全米にテレビ中継された。式典会場には、オバマ大統領とブッシュ前大統領が並んで犠牲者を追想した。

10年前の2001年1月、ジョージ・W・ブッシュは、クリントン大統領の達成した財政黒字を引き継いで新しく大統領に就任した。そして8ヶ月後、この惨事に遭遇し、テロとの戦いを世界に宣言し、連邦予算の大幅な増加をもたらすこととなったのである。2008年2月、大統領の任期があと1年になったとき、「経済刺激法」を成立させ1230億ドルの個人減税を行い、大規模な赤字を抱えたまま次の大統領にバトンタッチすることになる。

オバマ政権の財政赤字

バラク・オバマは、2008年11月の選挙に勝利し、翌2009年1月、第44代大統領に就任した。選挙の直前の9月、米国の投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻し、世界的な金融危機が起ったため、大統領就任と同時に、取り急ぎ、深刻な経済不況と戦わなければならなかった。同時に、ブッシュ政権から引き継いだテロとの戦いの継続もあったし、選挙のキャンペーン中に繰り返し訴えた共和党の保守主義とは異なった体制の確立、「変化」の実現も急がれた。とくに、政策の目玉のひとつ、医療保険制度改革をはずすことはできなかった。

こうした大規模な財政支出拡大の要請と不況による税収不足の状態のもとで、オバマ政権は、次第に財政赤字を膨らませていった。赤字膨張の最大要因となったのは、就任翌月の2009年2月に成立させた史上最大の景気刺激策といわれる「アメリカ復興・再投資法 ARRA」が必要とする財政措置である。この法は、3つの主要目的を持っている。第一に、新しい雇用創出と現在の雇用を守ること、第二に、経済活動を活性化し長期的成長を目指して投資を奨励すること、第三に、政府支出の透明性を確保することである。具体的には勤労者や企業の減税等に向ける2880ドル、失業手当など連邦政府の政策を拡張するために2240億ドル、そしてインフラ整備のための公共事業等に2750億ドルがそれぞれ支出されることになった。¹

この法でとりわけ顕著なことは、第三の目的である透明性の確保、すなわち、補助金や資金を受けた機関は四半期毎にその予算をどのように使用したかを報告することを義務付けていることである。そして、すべての報告は政府のウェブサイトにアップされ、誰もが予算の用途を確認することができるよう徹底した配慮がなされている。

¹ http://www.recovery.gov/About/Pages/The_Act.aspx

それでは、この大がかりな「再生法」はアメリカを再生させたであろうか。残念ながら、これまでのところ、最大の課題である雇用改善に対し、ほとんど効果がなかった。中岡 [2011] も指摘しているように、² それは、形式的には連邦政府の財布から資金が出ているが、受け取った州政府に資金の使い方の裁量権が与えられていたためであった。このため、慢性的に税収不足に悩む州政府の多くは、新規事業を展開するのではなく、既存の予算を削減し、学校の校舎の建て替え、下水道の補修、パソコンの買い替え等に使用したのであった。結局、雇用増大にはつながらず、むしろ、今年になって9%を超える失業率の増大を招き、雇用状態の悪化と連邦政府の財政赤字の膨張という結果となっている。

共和党は、この法を徹底的に批判し、むしろ歳出の削減と新たな雇用拡大という両立の困難な政策をオバマ政権に強力に求めている。来年11月の選挙で再選を狙うオバマ大統領は、8月恒例の家族との休暇を返上して、中西部のミネソタ、アイオワ、イリノイの三州をバスで巡り、高齢化と人口減少地域の4ヶ所のタウンホールでミーティングを行い、直接人々に雇用拡大に努めていることを訴えた。同時に、地域の雇用情勢を直接膚で感じたのである。³ こうした行動は異例であり、オバマ大統領自身が危機感を抱いていると捉えることができる。

図表1は、ブッシュ政権とオバマ政権それぞれの予算を表にしたものである。クリントン政権が

図表1 ブッシュ政権とオバマ政権の財政赤字

(単位：100万ドル)

財政年度	歳入	歳出	財政収支
2001年	1,991,142	1,862,906	128,236
2002年	1,853,149	2,010,907	-157,758
2003年	1,782,321	2,159,906	-377,585
2004年	1,880,126	2,292,853	-412,727
2005年	2,153,625	2,471,971	-318,346
2006年	2,406,876	2,655,057	-248,181
2007年	2,568,001	2,728,702	-160,701
2008年	2,523,999	2,982,554	-458,555
2009年	2,104,995	3,517,681	-1,412,686
2010年(推定)	2,165,119	3,720,701	-1,555,582
2011年(推定)	2,567,181	3,833,861	-1,266,680

(注) 歳入と歳出は On-Budget と Off-Budget の合計である。

(出所) GPOAccess <http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy11/hist.html>

² 中岡 望「世界経済の暗雲—オバマ・アメリカの挫折」『中央公論 2011年8月号別冊』。

³ USA TODAY 2011. 8. 15.

最終的に 1282 億ドルの黒字をもたらしたにもかかわらず、ブッシュ政権は、初年度の予算で 1577 億ドル、そして 3775 億ドル、4127 億ドルと赤字を計上していく。ところがこれら数字はまだ相対的に小さなものであって、オバマ政権が初めて予算編成をした 2009 年度には、実にブッシュ時代の 3 倍以上となる 1 兆 4126 億円の大幅な赤字を計上しているのである。

政府債務の上限

このような途方もない赤字を出したことから、国債の発行額の上限を引き上げなければ、財政が破綻する事態にまで至ったことは記憶に新しい。米国は 1917 年に公債法を成立させ、連邦政府の負債額の上限を定め、財政規律遵守の一つの方策とした。上限の引き上げについては、上下両院の承認が必要である。

7 月中旬から 7 月下旬にかけて、共和党の財政原理主義者達の激しい抵抗のもと、何とか妥協点を見出すことができ、8 月 2 日に期限が迫っていた財政破綻を一応は回避することができた。妥協点は、第一段階として、10 年間で財政赤字を 1 兆ドル削減することとなった。野党共和党は社会保障分野での大幅歳出削減を要求しているが、与党民主党はこれに反発、同様にオバマ大統領の望む増税については共和党が反対しており、歳出削減か増税かが来年の大統領選の争点となろう。この間に、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) による米国債格下げが発表され大きな話題となったが、実際にはその影響はこれまでのところ、ほとんどみられていない。

実は、わが国にも債務の上限を定める法律は存在しており、財政法第 4 条の公債発行の原則禁止がこれにあたる。とはいえ、わが国では、例年、特例法が制定され、赤字公債である特例公債が発行され続けているのが実態であり、何らの財政規律の役割を果たしていない。

しかし、米国の国民の関心は財政赤字にあったのではない。もっぱら、仕事が見つからないこと、失業して次の仕事が見つかるまでの期間が長すぎることへの不満であった。実際、ひと頃改善していた完全失業率がここにきてまたしても上昇し始めたのである。

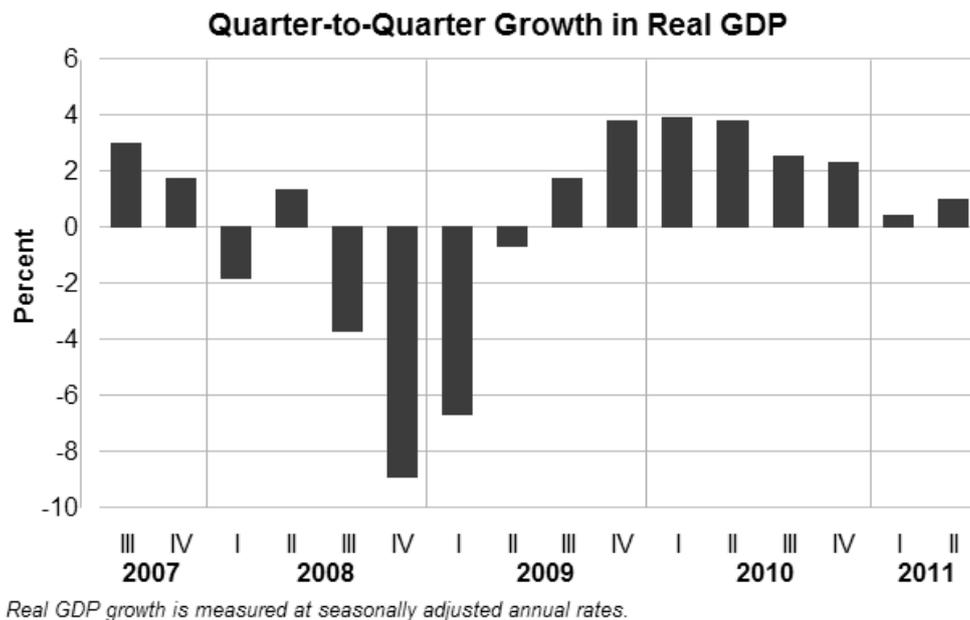
オバマは来年の 11 月の大統領選挙での再選に意欲を燃やしている。そのためにも、財政赤字と失業を解消しなければならないが、失業解消のために景気を刺激すれば財政赤字を拡大することになり、財政赤字を削減しようとするれば、経済が停滞しさらに失業を増やす結果となる。オバマは民主党政権の伝統にしたがって、雇用促進の政策を選んだ。

米国の不況の実情

夏のニューヨークの街には、観光客があふれ、ビジネスは活況を呈しているように見える。また近郊の巨大ショッピングモールには週末ともなると多くの人押し寄せはいる。しかし、GDP の伸びを見る限り、決して好ましい経済状態ではないことがわかる。図表 2 は、四半期別の実質 GDP の変化率を年率で表したものである。リーマンショックの影響が 2008 年第 IV 四半期に大きく表れ、マイナス 8%を超える成長率を記録した。このショックは、翌年の第 I、第 II 四半期にも影を落とし、第 III 四半期になってようやく回復の兆候が見られるようになった。ところが、2010 年になると回復力が弱まり、2011 年第 I 四半期には 0.4%とかわらうじてプラスの成長となっている。オバマ大統領

は、経済的に極めて厳しい時期に政権を担っているのである。

図表2 四半期別実質国内総生産の変化率（季節調整済み 年率ベース）



U.S. Bureau of Economic Analysis

ウォールストリート・ジャーナルによると、メガバンク最大手のバンク・オブ・アメリカは18%、業界第2位のウェルス・ファーゴも12%の経費削減を目指している。とくに前者は50億ドルの経費削減、その中で30,000人の人員削減を発表した。⁴ 欧州の経済不安と今後の長期にわたるアメリカ経済の停滞に備えて、メガバンクがとった手段である。

他方、消費者の方も不況の影響をさまざまな形で甘受している。その一例をプロクター・ギャンブル社の調査にみるることができる。洗剤等の家庭用品を提供するこの会社は、第三者機関に依頼して、自社の名前を出さずに継続的に特定の消費者の購買行動を観察させ、消費者の嗜好や消費選択行動の変化を自社の製品やマーケティングに反映させている。最近の調査結果によると、対象家庭の家庭用品のストックには、ブランド品とされるプロクター・ギャンブル社の製品から、大手スーパーの名入りの比較的安価な洗剤やシャンプーへと購入をシフトしていることが明らかになった。

実際、最新の政府の調査結果によると、昨年度、3年連続で一般家計の所得が低下し、貧困率は1993年以来の高さを記録した。物価変動調整後の標準家計のメディアン所得は2010年、49,445ドルで1999年にピークとなった所得から7.1%下落し、1997年以来はじめて50,000ドルを割り込んだ。⁵ 3億人余りの全人口のうち、実に4600万人のアメリカ人が貧困状態にあることになる。もちろん、

⁴ Wall Street Journal 2011. 9. 13.

⁵ Census Bureau 2011. 9. 13 発表による。

この「相対的貧困」の定義には多くの疑問や問題点があり、そのまま発表された貧困率の数値を定量的に受け入れがたいが、定性的には所得が低下していること、貧困状態にある人々が増加していることは事実である。このような状態のもとでは多くのアメリカ人が長期にわたる「財政再建」よりも、いまの「雇用」の確保を重視することは十分に理解できる。

オバマ大統領の「米国雇用法」

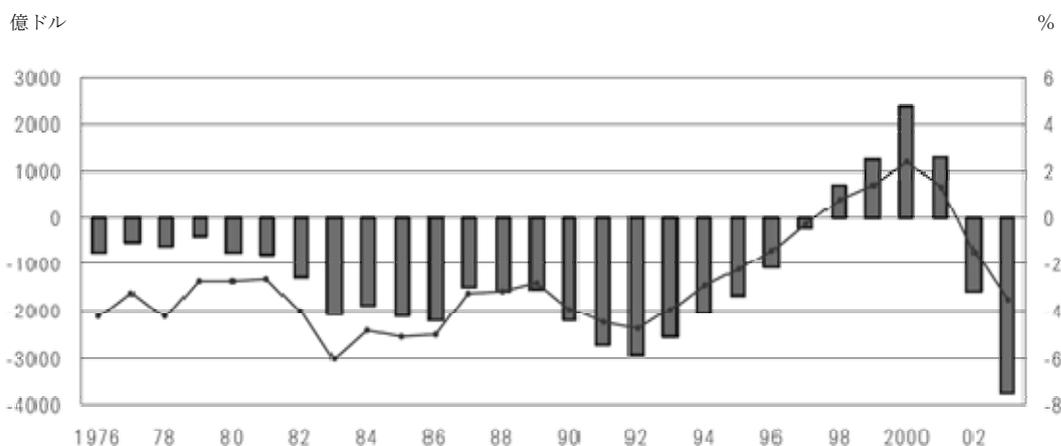
失業率の上昇を受けて、オバマ大統領が景気・雇用対策の規模を 3000 億ドルから 4470 億ドルへと膨らませる「米国雇用法案」を議会に提出したのは、9 月上旬であった。議会での演説で、具体的に「仕事のない建設現場の労働者に、学校の先生に、退役軍人に、そして長らく失業している人に仕事を」と演説し、Pass this jobs bill を何度も繰り返して、法案成立を訴えた。その内容は新規に雇用する小企業には税の優遇、そして就業者や企業には税を半減するというものである。この法案の効果はいかほどであろうか。先に「アメリカ復興・再投資法」を実行したものの所期の目的は達することはできなかった。この法案が新たに雇用創出の起爆剤となるかどうか、疑問視する声は大きい。

クリントンの財政黒字

オバマ大統領が財政再建よりも、雇用創出を重視する立場を貫いていることを上で見てきた。同じ民主党のクリントン大統領も、12 年間も続いたレーガン、ブッシュの共和党政権の後を受け、大きな赤字を背負っての出発であった。にもかかわらず、大統領を 2 期 8 年務める間、最後の 4 年間に財政黒字を実現させたのである。財政均衡から黒字に至った背景には、さまざまな要因が作用しているが、もっとも重要なことは、長く続いた米国の IT 産業を中心とした好景気、さらに世界的な第一次産品の低価格も順風となって米国経済を後押ししたと言えよう。

図表 3 は、1976 年から 2003 年の過去 28 年間にわたる米国の財政収支（棒グラフ）と財政収支の対 GDP 比（折れ線グラフ）を表している。図から明らかなように、1980、90 年代の米国は財政赤字が常態化していた。また、レーガン大統領の在任中（1981. 1~1989. 1）の 1983 年度には、GDP 比マイナス 6%という大きな赤字の割合を記録しているが、絶対額では 2000 億ドル前後、そしてその後、1500 億ドルに減少させていることも読み取ることができる。ジョージ・W・H・ブッシュ大統領（1989. 1~1993. 1）は赤字を増やし、最終的には 2500 億ドルの赤字を計上し、クリントンに大統領の座を奪われた。ここからクリントンの赤字削減の努力が始まる。

図表3 財政収支の推移（1976-2003年度）



(出所) Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2004, Historical Table 片山 [2004]の図1を引用。⁶

クリントン政権の初期、雇用も安定し、経済成長も着実に伸びていたため、社会の風潮は貿易収支の赤字と財政赤字の双子の赤字のうち、貿易収支については、基軸通貨国としての安心感から、ほとんど人々の注意を引かなかった。アメリカ人の消費行動の特徴として、貯蓄率がきわめて低いことから、マクロ経済のバランス上、財政赤字の削減に大きな関心が高まっていたといえよう。現在の雇用問題に直面するオバマ政権との相違をここに鮮明にみてとることができる。

ここで注意したいのは、クリントン政権の黒字達成に先立つ共和党のジョージ・W・H・ブッシュ大統領による増税や、レーガン大統領時代の「サプライ・サイド経済学」に則る潜在供給力の強化も、クリントン政権になって有効に作用してきた点である。

クリントン大統領は、財政再建には成功したものの、年金や医療など、人々の生活の根幹にかかわる制度設計については、ほとんどみるべきものを残していない。大統領として、確固とした理念に基づき、長期を見据えた施策を断行していくことと、世論の動向に敏感に反応し、臨機応変に現実に即応することとの兼ね合いはきわめて難しいことであろう。

グローバル経済がさらに進行していく中で、米国も、当面、長引く不況から脱却することは困難である。オバマ大統領が喫緊の課題として雇用創出を優先しているのは妥当な判断である。まず、雇用拡大によって国内の有効需要を喚起し、経済成長とともに税収の伸びを期そうとするオバマ大統領の手腕を見守りたい。そして、米国経済にとって、将来的にも労働力人口が増え続けていることをプラス面として指摘しておこう。

⁶ 片山信子「米国の財政再建と議会予算局（CBS）の役割」『レファレンス』2005年12号。