海外景気金融・米国

株価動揺と米国景気

中東情勢悪化で原油・株価に波乱

中東情勢の悪化による原油価格高止まりの影響は、これまでのところ株式市場（株価下落）にとどまっており、米国債相場は堅調、為替市場でもドルは強含みで推移している。株価の下落も、IT関連企業への過度な成長期待の剥落という性格が強く、マクロの企業業績自体は増収増益を保っている。従って、米国景気のハードランディングリスクの高まりが、株価下落をもたらしているわけではない。逆に株価下落が米国景気のソフトランディングシナリオにどの程度影響を与えるかという点については、株価下落の他市場への影響、特に社債CP市場等でのクレジットスプレッド（高格付け債と低格付け債のとの利回り格差）の動向（企業の資金繰りに直結）や、個人消費に対する逆資産効果が当面重要である。

まずクレジットスプレッド（トリプルB格まで）に関しては、株価下落とともに拡大傾向にあるものの、4月のネットバブル崩壊や、98年秋のロシア危機等と比べてスプレッドの水準自体はいまだ小幅で、足下では流動性逼迫という程には至っていないとみられる（図）。

図　米国社債間の利回り格差の推移

資料　Datastream
（注）　ムーディーズ社のBAA格社債回りとAAA格社債利回りとの差。

また株価下落の一方で、足下では逆に個人消費の堅調さが目立っている。伸び率が大きく鈍化した第2四半期の反動増という面もあろうが、第3四半期の実質個人消費は前期比年率5％前後の伸びになったとみられる。

株価下落の中で消費者信頼感の強さをささえているのは、雇用拡大・労働力需給逼迫が依然継続していることである。9月の雇用統計によれば、米国の雇用は製造業では2か月連続して減少しているのに対し、民間非製造業では増加ペースが高まる等、雇用意欲の鈍化はいまだ確認されない。雇用増加の背景には、基本的には企業業績が増収増益を続けているというファンダメンタル要因がある。

雇用者所得も、サービス産業では時間当たり賃金上昇率が緩やかに伸びを高めつつある等、製造業とは対照的に非製造業で、企業景況感、雇用、所得等の堅調さが続いている。

株価下落は今後の個人消費の伸びを抑える方向に作用しようが、それは、マクロ的な観点からは、現時点では米国景気の上振れリスクを抑制する要因と位置づけられる。

製造業鈍化・非製造業堅調景気の行方

一方で、製造業鈍化・非製造業堅調という足下の状況変化は、中期的な安定成長の持続という観点からは問題がある。それはまず、サービス産業で労働力需給逼迫や人件費上昇が進行した場合、相対的に価格転嫁しやすいサービス価格の上昇によるインフレリスクが払拭できなくなること、また生産性の伸びが高い製造業の鈍化、伸びが低い非製造業の拡大は、米国全体の労働生産性の鈍化につながる可能性が高いこと等である。

引締め政策によって景気の過熱感はなくなってきたものの、持続的成長にとって不可欠な生産性上昇の継続という課題をクリアできるのか、ITへの過度な期待が剥落する中で、米国経済の生産性上昇ストーリーの真価が問われる局面になってきた。　（小野沢 康晴）