

2014 年の米国経済は一段の成長拡大へ

CME Group チーフエコノミスト Blu Putnam

2014 年1月6日

本レポートに掲載されている例はすべて、状況を仮定的に解釈したものです。あくまで説明のために使用しています。また本レポートに記載されている見解は、著者個人のものです。必ずしも CME Group ならびに関連機関の見解ではありません。本レポートおよびその内容を、投資の助言もしくは実際に市場で経験した結果として受け取らないようにしてください。

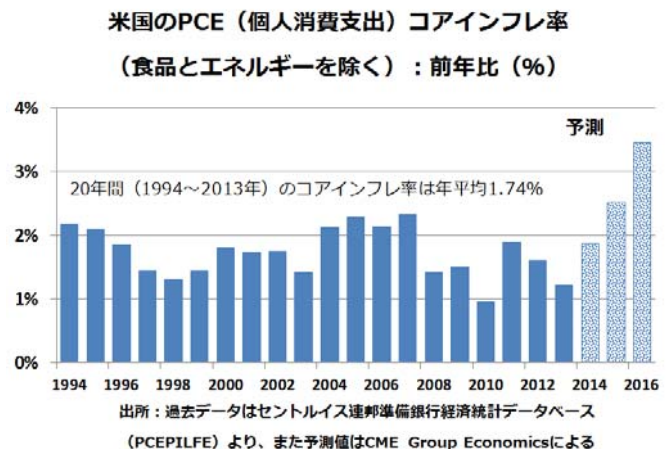
米国経済は、金融危機のどん底にあった 2008～09 年以降で、最も好調な状況にある。4年間、緩やかな回復が続いたことで、金融危機で負った大きな傷が、かなり癒えてきた。成長を支える基盤が、5年ぶりの健全さを見せているのだ。もちろん、リスクが全くないわけではない。しかし、米連邦準備理事会 (FRB) やエネルギー部門がプラス要因となる兆しがある。それが 2014 年に最高の経済成長を遂げる可能性をさらに色濃くしている。

2014 年の米国は、コアインフレ率 (食品とエネルギーを除く) が 2% 未満に収まる一方で、実質 GDP 成長率が 3.5% に達する可能性がある (図1)。本レポートで、その理由を 5 つ挙げる。なお、その少し先については、コアインフレ率の上昇が 2014 年後半から 2015 年にかけて加速し、2015 年末には 3.5% に達するとみている (図2)。私たちの基本シナリオは健全な成長だ。ただし、債券市場や株式市場の変動要因となりそうな兆しが、いくつかある。住宅価格の上昇が若干鈍化し、自動車販売も減速し始めるかもしれない。また、2015 年までインフレ圧力がほとんどないことで、企業収益の伸びが若干勢いを失う可能性がある。売上をさらに伸ばすだけの価格決定力に欠けるからだ。そして、量的緩和 (QE) が縮小されることから、特に私たちの基本シナリオどおりに展開していけば (2015 年にコアインフレ率 3.5%)、米国債市場の注目は、当然ながらフェデラル・ファンド金利 (FF 金利) の誘導目標を引き上げる時期に移るだろう。FRB の利上げ議論が大方の予想よりも早まった場合、直撃を受けるのが金 (ゴールド) 市場だ。一方、原油市場は、北米産の供給増、そして米国で低価格が続いている天然ガスの生産が増えることで、若干の下げ圧力を受けることになるだろう。

図1.



図2.



1. 民間部門および個人消費は比較的健全な状態に

一般に金融危機からの回復は、景気循環による修復よりも難しく、また時間を要す。これは金融危機によって「企業から消費者、州政府、地方政府に至る、ほぼすべての経済部門で、バランスシートが過度に膨張し、消費性向が過度に高くなった」という経済の基礎的かつ構造的な問題が、白日の下にさらされたからである。金融危機後は、数年にわたり金融のリバランス、いいかえればレバレッジ解消の局面となる。その間、各経済部門は近視眼的に負債を削減し、支出をより現実的な所得水準に合わせようとするため、金融政策には成長を刺激する力がない。米国では、このプロセスに、金融危機のきっかけとなった **2008 年9月のリーマン・ブラザーズの倒産と AIG の経営危機** が勃発してから、ほぼ4年を要した。現在、レバレッジ解消のプロセスは、ほぼ決着しており、米国経済を極めて健全なペースで成長させるお膳立てがようやく整ったところといえる。

図3.

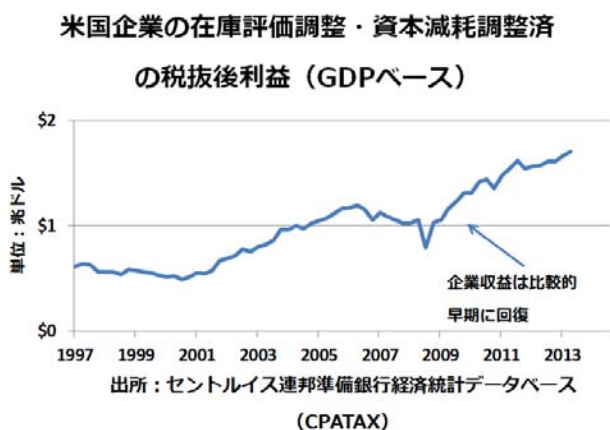


図4.

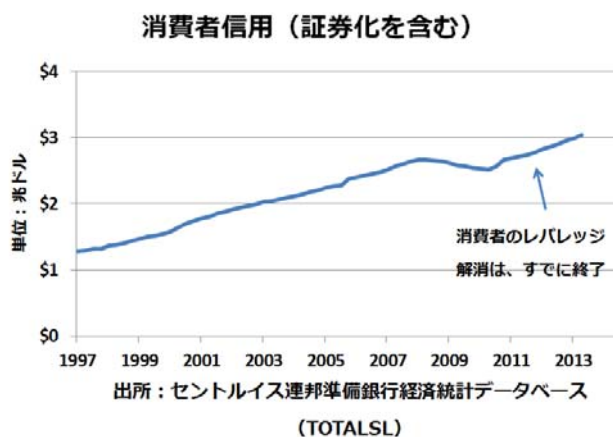


図5.

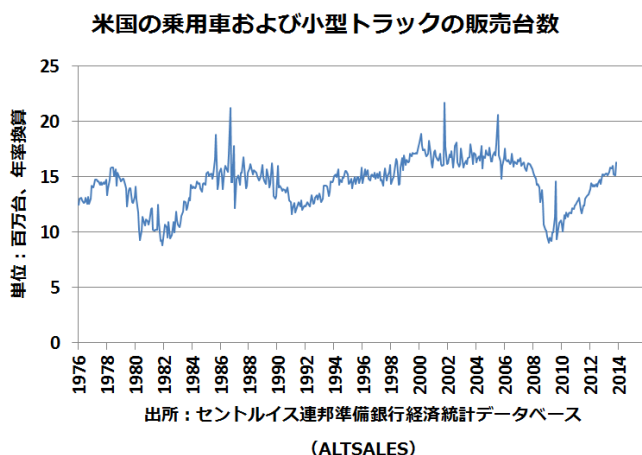
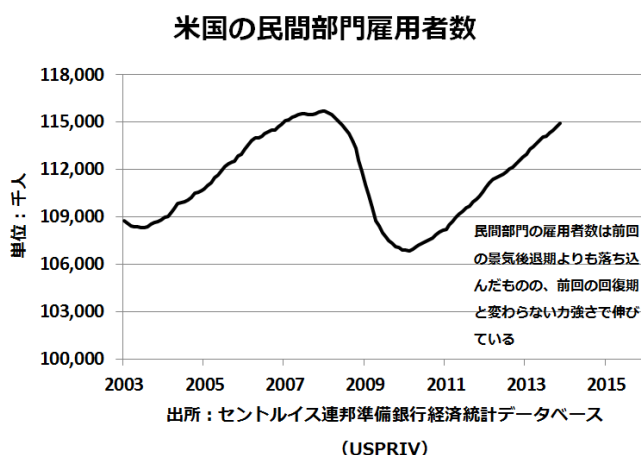


図6.



米国企業は総じて **2011 年**までに利益率を回復させた(図3)。しかし、米国経済が回復する見込みは薄いとの見通しから、引き続き現金を留保する必要があると考えた。また、個人消費が負債と支出のリバランスを完了するには、もう少し長い時間を必要とした。個人消費の大半がレバレッジを解消したのは **2012 年**と思われる。これは消費者信用の増加(図4)や自動車など高額商品の購入増(図5)に現れている。つまり民間部門の視点でいうと、

2014年の米国は、景気回復が始まって以来、最も良い状態にあるわけだ。これが**民間部門でのさらなる雇用創出**を支えている。民間部門では、すでに**2010年**から雇用が着実に生まれていたのだ(図6)。

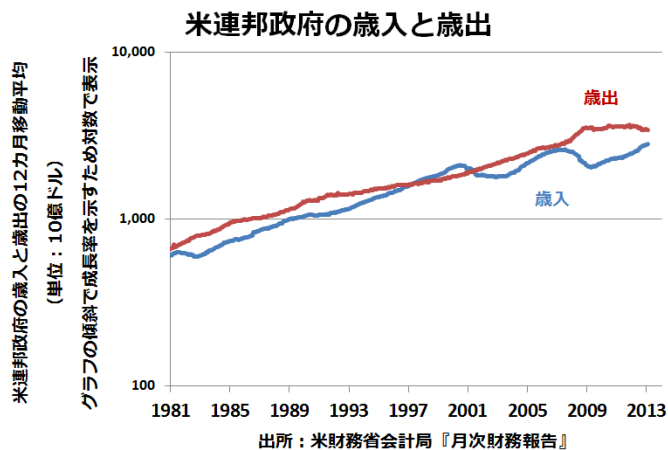
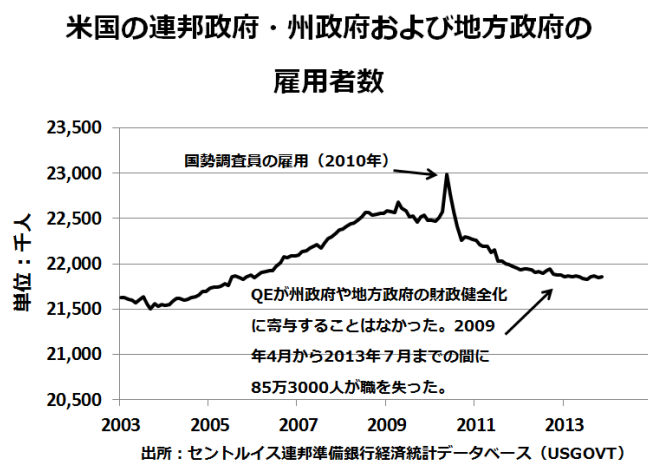
2. 財政面および規制面のマイナス要因が**2014年**には大幅に減少

経済成長に対して政府は、今までも、そしてこれからも、少なくとも3つの点で重要な役割を果たすといえる。まず、米連邦政府および州政府部門の歳出削減だ。これは過去数年にわたって景気分析や労働市場で最も軽視されてきたマイナス要因である。次に、連邦政府が財政安定を目指して大胆な一歩を踏み出したことだ。これがこの部門のマイナス要因を軽減するのに役立った。そして最後に、大幅な規制改革だ。**2010年**に施行された金融部門およびヘルスケア部門の規制改革は依然として不透明感をもたらしている。しかし、**2011~13年**ほどではないだろう。

州政府や地方政府の大半が、**2013年**半ばまで、歳出を歳入に合わせようとしなかった。大半のアナリスト、特に**FRB**は、主に州政府、地方政府、そして郵政公社が労働市場の足を引っ張っていたことに気づいていない。州政府や地方政府が、歳入の減少に歳出を合わせるため、主に実行したのが、サービスの打ち切り、つまりリストラであった。ただし、州政府や地方政府の大半が雇用削減に取りかかったのは**2009年**半ばであり、素早く反応した民間部門よりもだいぶ後になってからだ。景気がかつてない速さでV字型に回復すると考えていたからである。この部門で、**2009年**半ばから、リストラがようやく落ち着いた**2013年**半ばまでの間に、約**84万人**の雇用が失われた(図7)。つまり過去3年にわたる州・地方政府のリストラこそ、米国の失業率が依然として**6.0%**超にとどまっている大きな原因だったわけだ。この部門で雇用喪失がなければ、**2010年**から力強いペースを保っている民間部門の雇用増を考えると、**2013年**末には失業率がすでに**6.0%**を切っていただろう。なお、**FRB**の量的緩和プログラムは、労働市場が改善しない最大の原因であった州・地方政府の雇用には、全く役に立ったなかったと考えている。

図7.

図8.



第二次ブッシュ政権時に財務長官であったポールソン氏は、金融危機に対応するため1兆ドルの緊急対策を求めた。このため、同政権末期には連邦政府の財政赤字は大きく悪化した。なお、この支出は**2008年11月**の大統領選前に簡単な議論だけで米議会に承認されたものの、その資金の大半が供給されたのは翌年であった。連邦政府の財政赤字は**2009年度**に1兆**4000億ドル**(GDPの**10%弱**)まで膨らむ。しかし、それ以降は財政赤字の削減がかなり進むことになった。**2013年度**の連邦政府の財政赤字は**6800億ドル**(GDPの**4%**)だ。**2014年度**には財政赤字が「わずか」**5000億ドル**(GDPの**3%**)になると予想している。そして**2015年度**には、利払い

費(GDPのおよそ2%)を除いた歳出が、歳入と完全に均衡するところに達するかもしれない。さらに重要なことは、連邦政府の財政赤字の削減が、予想を超える税収増によって達成しつつあることだ。2013年の税収は前年比8%増となり、一方同年の支出は安定したままで、前年比ほぼ変わらずだった(図8)。税収増は多くのアナリストを驚かせた。しかしこれは、州・地方政府部門のリストラが2013年半ばまで収束しなかったために雇用統計に現れなかった民間部門の健全な回復を反映したものなのだ。

規制面では、2010年に成立した重大な、しかし複雑な新法成立によるマイナス要因がある。とりわけ米国の金融規制は、1000ページにもおよぶ法律と、1万4000ページを超えて今もなお増え続けている新たな規則からなるドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法によって、極めて複雑となった。また2010年医療保険制度改革法(いわゆるオバマケア)は、極めて実施が困難であることが明らかになりつつある。新しい法律や規則による規制面でのマイナスは、2011年から2013年にかけて最も大きかった。しかし、2014年はそれほど景気の重しにはならないとみている。

最後に財政面の問題として債務上限(国債発行枠)が挙げられる。2013年12月に妥協のうえ合意した暫定予算には、債務上限に関する取り決めは含まれなかった。2014年2月もしくは3月には債務上限に達するだろう。米議会は債務上限をめぐる駆け引きを瀬戸際まで続け、景気に打撃を与える可能性が高い。債務上限の議論は不透明要因であるとはいえ、2014年3月末までに解決すれば、ありがたいことに(少なくとも米国議会にとっては)、2014年11月の中間選挙後となる2015年第1四半期まで再び議論になることはないだろう。

3. 海外からの逆風は沈静化へ

次に、海外から米国経済に吹いていた逆風が収まってきたことについて説明しよう。過去5年間、世界情勢はマイナス要因として米国経済の成長に重くのしかかってきた(もちろん、新興国はさらに大変だった)。主犯は欧州と中国である。両者の事情はお互いに絡み合っている。ユーロ圏の経済は、世界経済の成長に欠かせない支柱だ。欧州は、中国にとって最大の貿易相手である。また南北アメリカやアジア、そしてアフリカにいたる他地域にとっても、重要な輸出先なのだ。

欧州は、2008年の金融危機によって極めて深刻な事態に陥った。経済的に弱いユーロ圏の一部の国がソブリン債を大量に発行しており、また金融システムが不安定になったからだ。ソブリン危機に対して最初にとった措置は、すでに進められていた民間部門のレバレッジ解消に加え、財政の大幅な緊縮である。ユーロ圏の多くの国で実施されたこの財政再建策は、米国の州・地方政府でとられた対応と本質的に類似している。米国の州や地方自治体と同じように、ユーロ圏諸国にも、大規模な資産購入どころか通常の支出に見合う紙幣さえ発行する権限がない。したがって、財政問題が米国よりも深刻となり、さらに長引くこととなった。しかし、そこから考えれば最悪期を脱したのは明らかだ。例えば、イタリアは現在、利払い費を除く歳出を歳入と均衡させている。ギリシャは経済活動が極めて低いレベルのままだが、安定に向かいつつあり、欧州連合(EU)の輪番で、EU大統領としての6カ月の任期が始まったばかりである。

欧州の混迷にさらに輪をかけたのが、金融システムの保有する膨大なソブリン債だ。欧州が健全なペースで成長するためには、欧州の金融システムが資本を増強し、実際に融資を増やせるよう、EU全体にまたがる改革が必要となる。現在、その改革は、うんざりするほど遅々として進まずにいる。しかも焦点が、依然として倒産した銀行への対応策にある。金融システムを再構築するための道筋にあるわけではないのだ。したがって、残念ながら、欧州経済は今後数年間、底練りが続くかもしれない。しかし、ユーロ圏経済の縮小には歯止めがかかり、少なくとも2014年には緩やかに成長する可能性が高いのは、米国および中国など新興国にとって、朗報といえる。

ユーロ圏諸国とは対照的に、経済成長を加速させているのが英国である(図9)。現在、住宅ブームが起きており、インフレ圧力が若干見え始めている。イングランド銀行は長期にわたって低金利を維持してきた。しかし、

景気の過熱が中央銀行の保守的な予想を上回っていることから、2014年にはこの姿勢を変えるかもしれない。

中国については、世界中の市場関係者の多くがハードランディングを懸念していたものの、今のところは発生していない。中国の新指導部は重要な改革を断行中だ。例えば、一人っ子政策の緩和、農村から都市部への移動に関する規制の緩和である。さらに中国は、市場原理をより大きく取り入れようとしている。過去30年にわたって続いた、政府主導のインフラ投資を中心とした経済政策から、国内需要を中心とした成長モデルへと移行させるためだ。中国の実質GDP成長率は、2013年にはおよそ7.5~7.7%になるとみている。2014年にはさらに若干の減速がみられ、6.5~7.0%となる見込みだ。しかし、この緩やかな減速は、経済の成熟化に伴う自然で健全なプロセスであるといえる。インフラ投資による成長モデルは、すでに頭打ちとなっており、曲がり角に差し掛かっていた。中国の新指導部は、この変革に正面から取り組んでいる。今後数年間、中国の金融改革は、人民元の国際化を含め、西側諸国の予想をはるかに超える速さで進むだろう。

メキシコ、ブラジル、インド、そしてインドネシアといった新興市場国でも、ここ数年は成長が減速した。しかし、こうした新興市場(そしてBRIC諸国)の成長減速は、現在落ち着きつつある(図10)。繰り返しになるが、成長減速の原因として最も過小評価されていたことのひとつが、欧州の景気後退である。一部アナリストは、新興市場がイケイケで成長を続けていた数年間、これらの国々が成熟した工業国とは連動せず、独自の成長エンジンを持っているという理論を主張していた。しかし今やこの考えを耳にすることがなくなった。重要なのはむしろ、米国経済のさらなる加速と欧州経済の安定が、2014年以降の新興国の経済成長を5%程度の水準にする強力な支えとなり得ることなのだ。

図9.

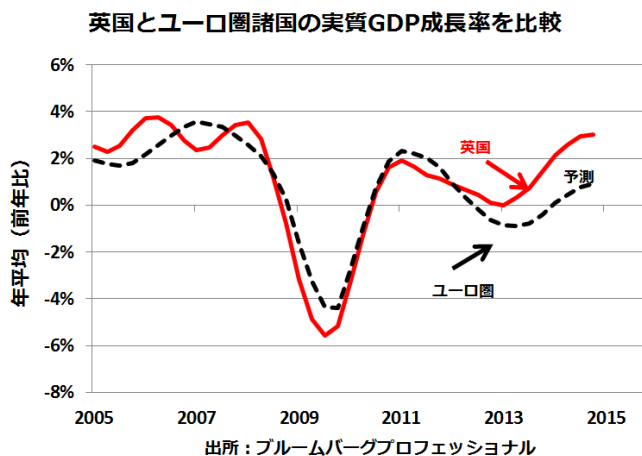
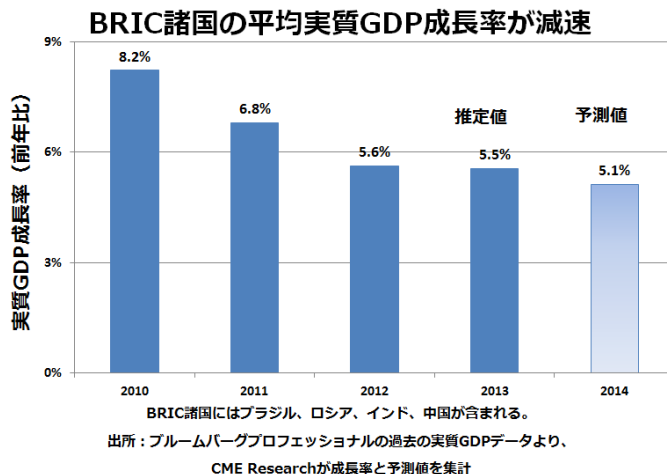


図10.



4. FRB からのメッセージが楽観論に転じる

2013年末、極めてプラス効果の高い金融政策の転換があった。米連邦準備理事会(FRB)が、米国経済には延命措置と緊急対策が必要という、次第に信憑性を失っていった見解を改めたのだ。具体的には、2013年12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、量的緩和(QE)として知られる、FRBの金融資産買い入れプログラムの縮小を始めるという決定である。状況が許すかぎり、縮小は段階的に実施され、2014年中には完了する予定だ。ここで最も重要なのは、米長期債の買い入れが減っていくことである(図11)。フェデラル・ファンド(FF)金利の誘導目標は、ほぼゼロに据え置かれており、短期の利回り曲線(イールドカーブ)は、すでに固定されている。また、不動産担保証券の買い入れは、主に住宅ローンの流動性を増加させ、フレディマックやファニーメイの負担を

いくらか軽減したものの、米国債の利回りには大きく影響していない。

ただし、株式市場が受け取ったのは、FRBの分析が全く異なる論調であったことだ。FRBはようやく楽観的な見通しになったのである。2010年に景気が回復し始め、その流れは民間部門の強力な雇用増を伴い、2013年も続いた。しかしFRBは、州・地方政府レベルでの雇用減と連邦政府レベルでの予算削減が大きな理由であったにもかかわらず、年率約2%の実質GDP成長率を堅調な経済成長とはいいいがたいと解釈していた。FRBは「米国経済はもろく、容易に景気後退に後戻りする可能性があるため、より強固な雇用創出を進めなければならない」「そのために、緊急の（つまりかつてない極めて実験的な）金融政策は正当化される」というメッセージを前面に押し出した。その一方で、民間部門が好調な回復を見せたことや、債券市場で利回りが低下しても、連邦・州・地方政府に求められた財政の均衡に影響しないことを無視してきたわけだ。

米国の潜在的な成長力に対するFRBの悲観的見解はまったくの誤りで、大きな過ちを犯してしまったと考えている。つまり量的緩和は、期待したほどのプラス効果がなく、マイナス効果のほうがはるかに大きかったというわけだ。当社アナリストが、QEによって2012年から2013年初めに債券利回りがおよそ100ベースポイント低下したものの、2013年5月にバーナンキンFRB議長がQE終了に言及し始めた途端、元に戻ったと指摘している。結局のところ、量的緩和は新たな雇用をひとつも作り出さなかっただろう。先ほど述べたように、雇用問題の原因は州・地方政府にあるからだ。したがって、QEがなくても、米国の労働市場には、ほとんど違いは生じないだろう。本当に重要なのは、非常に重要かつ尊重されている機関であるFRBが現在、米国経済の成長力を認め、緊急対策や延命措置なしに成長するだけの力強さがあると確信していることだ。これは非常に価値がある。多くの消費者や企業が長期的判断をするにあたって厚く信任しているところが、遅ればせながら票を投じたのだ。

図 11.

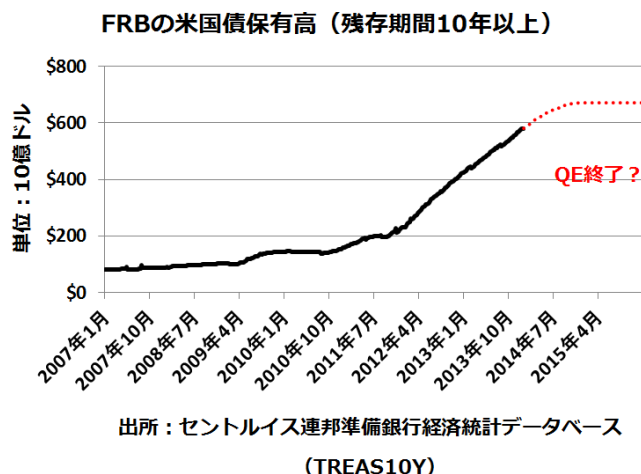
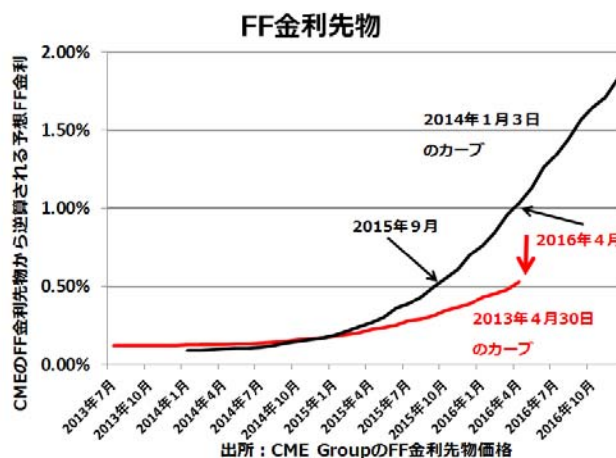


図 12.



また、FF金利先物の市場参加者から、FOMCメンバーによる現在の指針よりも早く「2015年にFRBがFF金利の誘導目標を引き上げる可能性がある」という見解が生まれていることも指摘しておきたい。QE縮小論が始まる前の2013年初め、FF金利先物は、短期金利が2016年4月に0.50%（50ベースポイント）に達すると示唆していた。しかし2014年1月初め現在、それは2015年9月までに起きると示している（図12）。ただしFF金利を50ベースポイント引き上げる前に、FRBは公開市場操作（つまり金融の引き締め）を行って、FF金利を現在のレンジの上限である25ベースポイントまで引き上げなければならないだろう。そしてQE縮小の決定から分かるように、この議論は複数回のFOMCを経ることになる。経済の好調が続けば、2014年下半期には始まるかもしれない。

5. エネルギーブームが続く

米国のエネルギー生産ブームは、2005～06年に始まった。2014年現在、米国の原油および天然ガスの生産量は、どちらも2005～06年の水準に比べて40%程度増加している。このエネルギーブームによって、金融危機後に米国経済が実質GDP成長率換算で0.5%程度かさ上げされたと推測する。エネルギーのインフラ整備が続いており、生産量はさらに増える。また米国の製造業は、安価な天然ガスの採掘地に近い場所にあるという優位性から国際競争力を得られる。したがって、エネルギーブームによる恩恵は今後3年から7年続くと見ている。

興味深いのが米国の輸出入に与える影響だ。石油の生産が増えたことで、原油の輸入量が減った(図13)。一方、天然ガスの増産で発電用の燃料が石炭にとって代わったため、石炭の輸出量が2006年以降2倍に増えている(図14)。

図 13.

米国の石油輸出入量

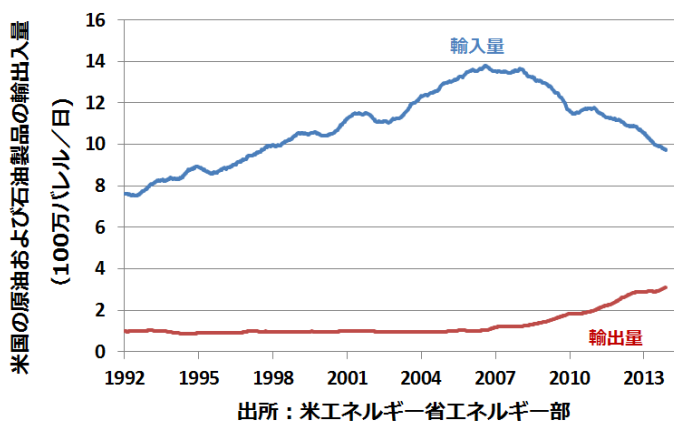


図 14.

米国の石炭輸出入量



6. 2014年の力強い成長に対するリスクと市場への影響

およそ1年前の2012年12月を振り返ってみると、市場は、米国がいわゆる“財政の壁”から転落し、欧州が分裂し、そして中国経済がハードランディングに直面することを当たり前のように懸念していた。私たちは当時から、こうした悲観的観測に全く同意していない¹。実際のところ、米国は財政の壁から転落しなかった。連邦政府の財政赤字は現在、2015年度の均衡財政に向けて順調に解消されている。欧州は内部分裂しなかった。ユーロは崩壊するどころか、新たなメンバー(ラトビア)が加わったばかりだ。欧州経済は、まだ成長軌道には乗っていないものの、安定している。そして中国は、新指導部への移行が円滑に進み、ソフトランディングを達成し、重要な市場改革にとりかかっている。こうした経済成長にとって大きなマイナス要素が取り除かれたこと、また2008年の金融危機から数年を要した財政の均衡化がかなり達成されたこと、連邦政府の財政安定化が実現しつつあること、FRBから楽観的なメッセージが出始めていること、そしてエネルギー革命が米国で起こっていること、これらすべてが、今年の力強い経済成長を示唆しているのだ。

¹「中国で輸出の鈍化とインフラ投資ブームの終焉」(2011年12月)、「米国の失業率が2013年末までに7%未満に低下する可能性」(2012年2月)、および「今救うべきユーロ、欧州は依然として景気後退と債務危機の状態」(2012年10月)を参照のこと。なお上記3つのレポートは、すべて「www.CMEGROUP.com/Putnam」で入手できる。

結論として、2014年の米国の実質GDP成長率は3.5%になり、失業率は年末までに6.0%程度に低下し、またコアインフレ率は前年比2%と穏やかな状況にとどまるというのが、私たちの基本シナリオである。もしそのとおりになれば、悪い年ではない。しかし、下方リスクも存在する。金融危機で大打撃を受けた自動車販売と住宅市場が、最近になって急激な回復を見せている。2014年は、自動車販売の伸びが鈍化し、また全米の住宅価格の上昇も減速することが予想される。こうした予測は2014年の基本シナリオに含まれているとはいえ、自動車販売の鈍化や住宅価格の上昇減速がさらに劇的なものとなった場合、この成長予測は過大評価となり得る。

また、この楽観的な基本シナリオには、金融市場に関するいくつかのリスクも考慮されている。米国債市場にとって最も重要なのは、インフレ圧力が台頭する時期だ。短期国債を売って長期国債を買うというFRBの2012年の満期延長プログラムと、月450億ドルの米国債の買い入れを含む2013年の量的緩和の拡大によって、一時的に10年物米国債の利回りが前年比のコアインフレ率を若干下回った(図15)。しかし2013年5月にQEの縮小が議論され始めると、10年物国債利回りとコアインフレ率のスプレッドは、典型的なプラスのスプレッドへと、あっという間に戻っている(図16)。高い利回りを目指すトレンドが続くには、おそらくはコアインフレの上昇圧力による支えが必要であろう。ところが今のところ、コアインフレの上昇圧力は全く見当たらない。

図 15.

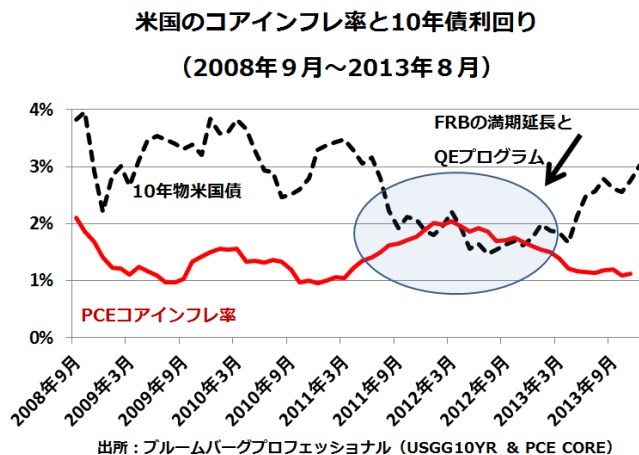
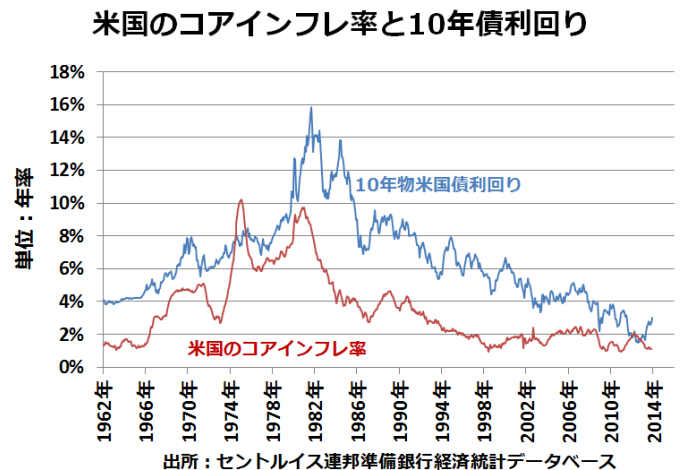


図 16.



ただし、私たちの調査によると、金融緩和によるインフレ圧力は、金融危機によって遅れてはいるものの、否定されたわけではない²。第1節の最初のほうで金融危機後のレバレッジ解消について論じたとき指摘したように、景気回復の第一段階では、金融政策による成長刺激策は、比較的效果が薄い。これは、2008年第4四半期に大恐慌を防止するうえで、金融政策が役に立たなかったという意味ではない。実際、役には立った。しかし金融政策で景気を牽引するには、経済が金利に敏感に反応する必要がある。ところが、この連鎖がレバレッジ解消期には失われているのだ。2012年末または2013年始めまでに米国でレバレッジ解消の局面はほぼ終わったと考えている。つまり、米国経済は金利への感応度をより高めているわけだ。したがって、ほぼゼロの短期金利による金融政策が景気を牽引するだろう。エコノミストのミルトン・フリードマン氏は、金融政策の効果が出るのに、かなりの時間がかかり、またその時間もさまざまであると主張した。この説が正しければ、2013年初めから数え始めるのが適切であるから、18カ月から24カ月後、つまり2014年の終わりか2015年の初めには、インフレ圧力が予測されることになる。

² 「米国のインフレは遅れているのであり、否定されたわけではない」(2013年5月)は「www.CMEGROUP.com/Putnam」で読むことができる。

たとえインフレ圧力が穏やかなものでも、発生すれば、それが **FF** 金利の誘導目標を引き上げる時期に関して **FRB** の論調が変わるきっかけとなり得る。そしてそれが為替相場や株式市場に波及効果を持つ。2014 年終りのインフレ圧力発生、そしてコアインフレ率が **2.5%** 以上になるまで利上げを待つという **FRB** の姿勢を組み合わせたシナリオから、米ドルが下げ圧力を受けることが予想される(図 17)。一方、株式市場には、利ざやの縮小と **FRB** が景気刺激策を中止する懸念という、2つの問題がある(図 18)。インフレ圧力がない時期と、企業が収益を伸ばしにくい時期は一致する。価格決定力がない状態で企業が収益を伸ばすには、支出の管理と利ざやの維持が大切だ。しかし 2014 年初めには、利ざやに圧力がかかり、収益の伸びが鈍化するだろう。インフレ圧力が生じれば、価格決定力をいくらか取り戻せる。しかし、低金利による金融緩和の終了が経済にもたらす影響について懸念が生じれば、打ち消されてしまうかもしれない。そこから考えられるのが、米ドル相場も株式市場も、健全な経済成長を見込んだ基本シナリオで想定するよりも大きく変動する可能性である。経済情勢と為替相場・株式市場のつながりは極めて緩いのだ。英語には「コップを口に持っていくまでに、いくらでもしくじりはある」ということわざがある。つまり「好事魔多し」というわけだ。

図 17.

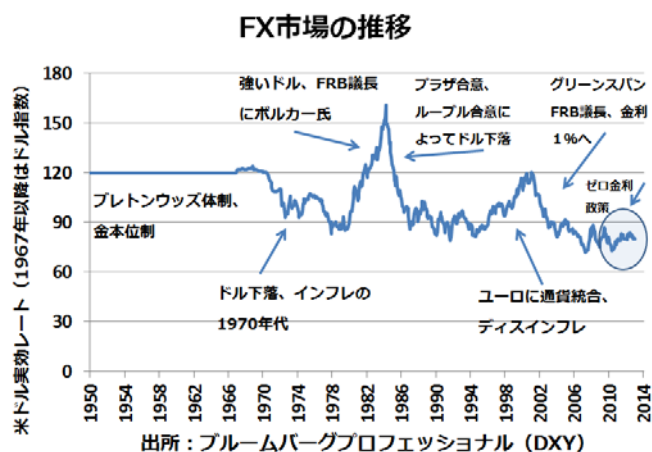


図 18.



米国の経済成長についての楽観的シナリオの裏には、金属(メタル)市場もまた複雑に絡んでいる。金もまた、**FRB** が金利について議論するようになれば、狙われるかもしれない(図 19)。金は一般的に、インフレ懸念が現れると値上がりする。しかし、金融引き締め予想が伴えば、この値上がりは打ち消されやすいからだ。一方、銅はより純粋な工業用金属だ。そのため銅価格は、新興国とりわけ中国からの需要に大きく左右される。中国がインフラ投資による成長モデルから、内需主導の経済へと移行しつつあるため、銅価格にはよろしくない状況が続いている。しかし、私たちの米国および世界経済のシナリオでは、**FRB** がインフレ圧力について議論するようになれば、銅と金の価格スプレッドが影響を受けると考えている。米国の成長加速がグローバル経済の成長を支え、そしてその成長がインフレ懸念を引き起こした場合、私たちの楽観的シナリオでは、この論理によって、銅価格が金価格を上回る動きをする可能性が高くなるからだ(図 20)。

図 19.

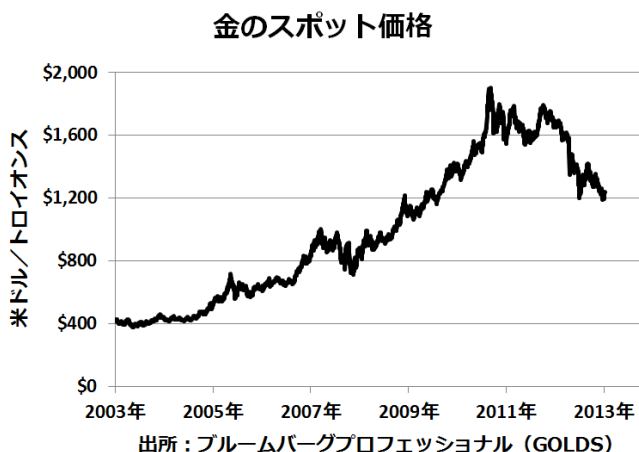


図 20.



エネルギーについては、インフラがボトルネックとなることで、2つの興味深い価格スプレッドが生じている。ひとつは WTI 原油とブレント原油のスプレッドだ。北米産と北海産の原油価格のサヤである。もうひとつは WTI 原油と天然ガスの BTU スプレッドだ(図 21)。天然ガスは熱量単位で見ると非常に割安である。したがって今後も、公共交通機関から肥料工場や発電所に至るまで、あらゆる場所で天然ガスの利用が増えるだろう。資本投資やインフラ整備は、米国経済に重要な利益をもたらす。それと同時に、こうした長期的な価格差を徐々に崩していくのだ。

図 21.

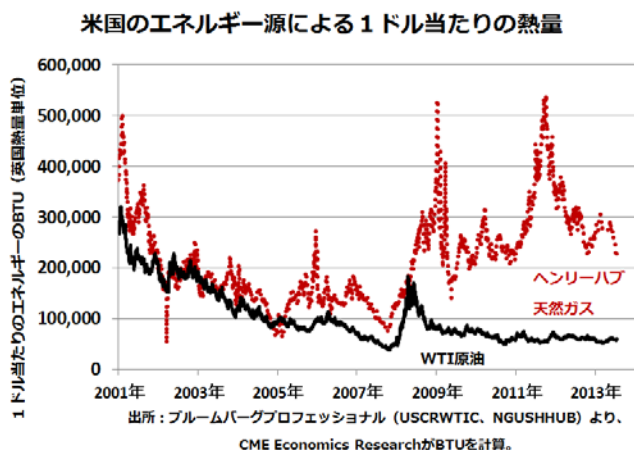


図 22.



米国経済の影響をあまり受けない分野のひとつが、農業部門である。そこでは、穀倉地帯での天候の変化や干ばつの可能性が市場を支配している。米国や世界の主要生産地が悪天候に襲われないかぎり、トウモロコシ価格は現在の水準でも、さらに下げ圧力を受けるだろう(図 22)。これは世界的に、ほとんどの農産物の供給が非常に改善されていることを裏付けている。そのことから、世界の原油価格が、北米からの追加供給や、安い米国産天然ガスによる下げ圧力に、まだそれほど反応していないことが注目される。そして、工業用金属については、過去数年にわたる新興国の成長減速で需要が減退している。したがって現在のところ、世界のコモディティ価格にかかる圧力は、比較的穏やかだ。私たちは、2014 年のコモディティ価格を、インフレの影響を示唆するものではなく、世界経済の成長が加速しつつあることを示す需要の兆候として注目している。米国経済がさらに勢いを増すこ

とで、いづらか下支えとなるだろう。これまで世界経済に失われていたのは、同時成長による相乗効果だ。欧州が安定し、米国の経済見通しが改善されれば、再びこの可能性が日の目を見ることになる。