

2008／2009年世界経済見通し(2008年7月)

～新興国の台頭とインフレ圧力の高まり～

<要 旨>

- 【2008年後半～09年の世界経済】世界経済はなお力強い成長が続いている。2008～09年の成長率は4%程度と、2006、07年の5%から減速するものの、巡航速度である3%を上回る高成長が続く見通しである。先進国と新興国のデカップリングは2000年代に入り顕著にみられる傾向となっており、今後も新興国が世界経済のけん引役となる構図が続くことになろう。
- 【台頭する新興国】足元では、原油価格の上昇や金融引締めにより、新興国の経済成長の持続性が懸念されている。新興国経済の強さは、中国の高成長と資源価格の高騰を背景とする資源国経済の好調によるものである。このうち、中国の消費ブームやインフラ投資は、今なお勢いにかげりがみられない。また、資源国のマクロ経済動向をみると、これまでの資源価格上昇による所得拡大を背景に、内需が力強さを増している。欧米やアジアの非資源国についても、新興国向け輸出の拡大が景気を下支えし、底堅い推移が続く見通しである。
- 【インフレ・リスクの高まり】最大の懸念は原油価格上昇に歯止めがかからないことである。原油価格の水準が前年比2倍に上昇するペースが続く場合、2009年の世界の経済成長率を1.5%程度下押しすることになるとみられる。世界の金融当局はすでに相次いで金融引締めへ転じているが、景気の足取りが重い米国は、据え置き姿勢を維持している。このため、ドル安傾向に歯止めがかからず、原油相場を一段と押し上げることにより、世界経済のインフレ・リスクを高めている。
- 【政策面での対応】インフレ・リスクが高まる中、原油価格上昇の一因がドル安にあることから、欧米の金融当局が政策協調への道筋を示すことに期待が高まっている。このため米国に金融引締めを求める声は今後徐々に強まるとみられ、米FRBが利上げに転じる可能性が考えられる。またドル安に歯止めをかけるため、為替市場で協調介入を実施する可能性もあろう。その場合には、米国の利上げはドルの一段の下落を抑制することになり、原油価格は一旦は反落する見通しである。原油価格が安定すればインフレ回避の道筋が見えることになろう。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 細尾

E-mail: hosoo@murc.jp

※本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

< 空 白 >

-目次-

1. 2008/2009年の世界経済	
~新興国の台頭とインフレ圧力の高まり~	
(1) 世界経済の現状	1
(2) 台頭する新興国	1~2
(3) インフレ・リスクの高まり	2~3
(4) 政策による対応	4
2. 台頭する新興国	
①資源国の高成長	5~6
②中国の需要吸収力	7~11
3. 米国経済の動向	
①サブプライム問題の現状と信用収縮	12~18
②回復が遅れる住宅投資	19~20
③ガソリン価格の上昇が個人消費を抑制	21~24
④下支え役は外需と狭義サービス業	25~28
4. 欧州経済の動向	
①欧州経済の現状と見通し	29
②欧州の住宅ブームとその反動	30
5. 世界的なインフレ圧力の高まり	
①原油相場の見通しと物価への影響	31~36
②実体経済からのインフレ圧力	37~38
③原油価格の上昇と価格転嫁	39~40
④新興国に特有のインフレリスク	41~44
⑤政策による対応	45~47

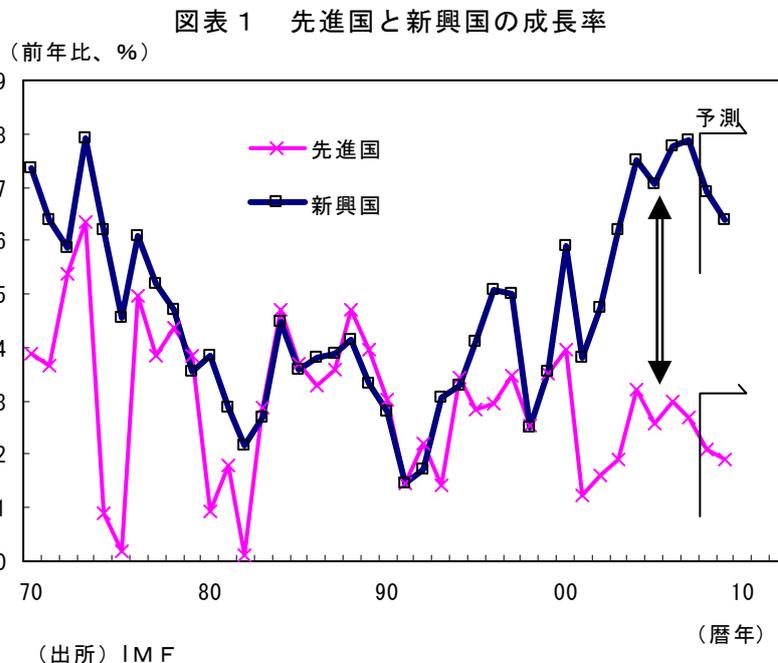
1. 2008／2009年の世界経済

～新興国の台頭とインフレ圧力の高まり～

(1) 世界経済の現状

世界経済は依然として高い成長が続いている。世界経済の成長率は、長期平均である3%を境に、米国が景気後退入りした年は2%に鈍化するパターンがみられたが、2008～09年にかけては、2007年の5%から4%に減速するものの、巡航速度を上回る高成長が続く見通しである。

成長への地域別寄与度をみると、90年代には世界の経済成長の半分程度は先進国によるものであったが、2000年代に入り中国をはじめ新興国^(注)が世界の経済成長を押し上げる傾向が続いている。デカップリングは2000年代に入り顕著になった中期的傾向であり、今後も新興国が世界経済のけん引役を勤める構図が続くことになろう。



(2) 台頭する新興国

足元では原油価格の上昇や金融引き締めによって、新興国の成長の持続性があらためて懸念されるようになっている。

新興国経済の強さは、中国の高成長と資源価格の高騰が資源国経済に好調をもたらしていることによるものと言える。このうち消費ブームや旺盛なインフラ投資が続く中国の高成長については、今なおかけりがみられない。また高水準の資源価格については、今後は調整の可能性もあるものの、資源国のマクロ経済動向をみると、これまでの資源輸出によ

(注) 本稿では、IMFによる分類に基づき、G7、その他ユーロ圏主要17カ国、アジアNIEs、豪州、NZ、イスラエルの合計31カ国を「先進国」、先進国に含まれないその他の全ての国を「新興国」とする。

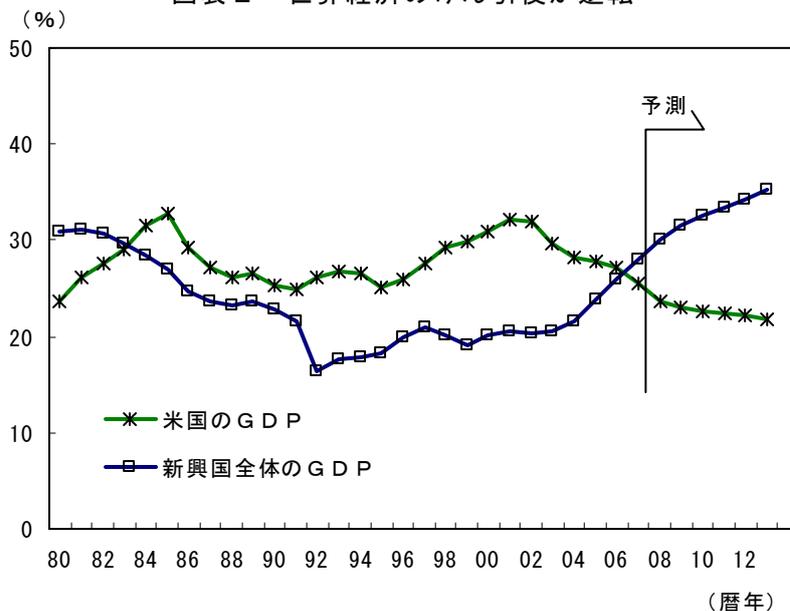
る所得の上昇により、内需が力強さを増している。アジアの中の非資源国についても個人消費や設備投資に鈍化がみられるものの、中国やその他の新興国向け輸出が下支えとなり、景気の底堅さが崩れる兆しはみられない。

一方、米国については、懸念されたサブプライム問題による信用収縮が、カリフォルニアやフロリダなど、住宅価格上昇が激しかった地域では深刻化しているものの、米国の個人消費や設備投資を当初懸念されたほど冷え込ませるにはいたっていない。ガソリン価格の上昇により、自動車販売を中心に個人消費が鈍化しているものの、外需が下支えとなり、景気の底割れを回避している。

欧州についても、企業のマインド調査には減速の動きがあらわれているが、米国と同様に大幅な失速は回避されている。

欧米やアジアの非資源国に共通しているのは、新興国の台頭により、先進国向け輸出が鈍化する一方、中国など新興国向け輸出の拡大が、輸出や生産を下支えしていることである。実際、新興国全体の経済規模は、2007年に米国を上回っており、各国で最大の輸出相手国が、米国から中国に逆転する状況が相次いでいる。

図表2 世界経済のけん引役が逆転



(注) 世界の名目GDPに占める米国、新興国の比率
2008年以降はIMFによる予測

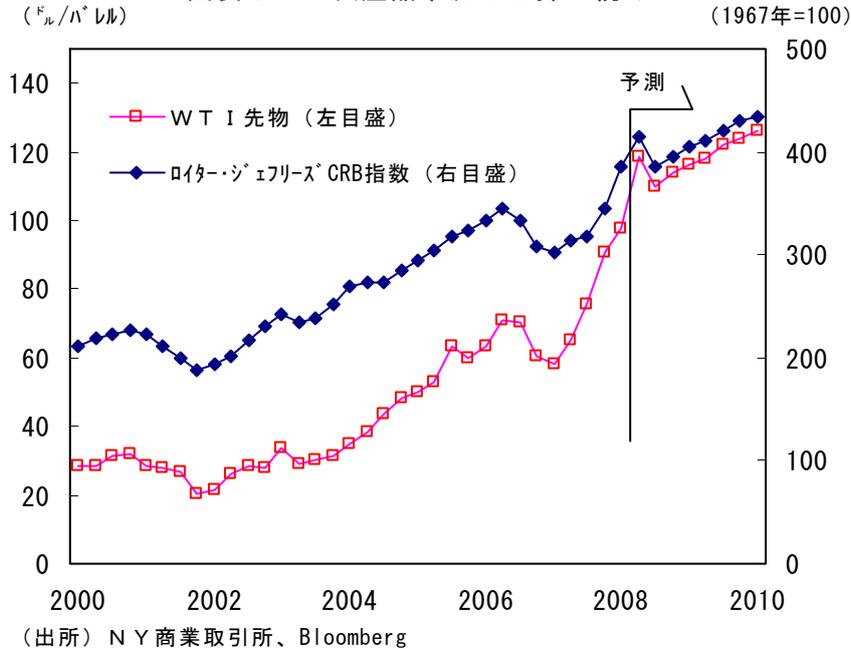
(出所) IMF

(3) インフレ・リスクの高まり

世界経済の先行きにとっての最大の懸念は、原油価格の上昇に歯止めがかからないことである(図表3)。主要機関の分析をもとに試算すると、原油価格の水準が前年比2倍に上昇するペースが続く場合、2009年の世界の経済成長率を1.5%程度下押しすることになるとみられる(図表4)。

欧州や新興国は相次いで金融引締め転じているが、景気の足取りが重い米国では、昨年秋から続いた下げを休止したものの、景気と物価を両にらみする姿勢を保持しており、当面は政策金利の据え置きが見込まれている。このため、ドル安傾向に歯止めがかからず、原油相場を一段と押し上げるにより、世界経済のインフレ・リスクが高まっている。

図表3 一次産品市況の上昇が続く



図表4 原油価格上昇による経済への影響

	(%)	
	1年目	2年目
民間調査会社(Global Insight)		
実質GDP成長率	-0.8	-1.5
GDPデフレーター	0.5	1.3
失業率	0.3	0.5
米FRB		
実質GDP成長率	-0.5	-1.0
GDPデフレーター	1.3	0.8
失業率	0.3	0.5
経済社会研究所(米政府系)		
実質GDP成長率	-0.5	-1.3
GDPデフレーター	0.8	1.3
平均		
実質GDP成長率	-0.5	-1.3
GDPデフレーター	0.8	1.0
失業率	0.3	0.5

(注) 原油価格が25→35ドルに40%上昇した場合の弾性値をもとに、2008年前半の上昇率(前年比100%)にあてはめて試算した。
(出所) 米連邦エネルギー局

(4) 政策による対応

インフレ・リスクが高まる中、原油価格上昇の一因がドル安にあることから、欧米の金融当局が政策協調の道筋を示すことに期待が高まっている。このため米国に金融引き締めを求める声が今後徐々に強まるとみられ、米F R B（連邦準備制度理事会）が利上げに転じる可能性もある。また、ドル安に歯止めをかけるため、為替市場で協調介入が実施される可能性もあろう。

米国の利上げはドルの一段の下落を抑制することになり、その場合には原油価格は一旦は反落する見通しである。インフレ回避の道筋が見えて、世界経済の安定成長が持続することになる（図表5）。

米国の金融引き締めへの転換が遅れ、政策対応が後手に回る場合には、原油価格の高騰に歯止めがかからず、インフレ・リスクが一段と高まるほか、2009年の世界経済を想定以上に下押しすることにもなり、スタグフレーションのリスクが高まることになろう。

図表5 GDP成長率の見通し

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	予測		潜在成長率
								2008	2009	
世界	2.2	2.8	3.6	4.9	4.4	5.0	4.9	4.2	4.0	4.9
先進国	1.2	1.6	1.9	3.2	2.6	3.0	2.7	2.1	1.9	2.9
米国	0.8	1.6	2.5	3.6	3.1	2.9	2.2	1.5	1.8	3.2
欧州	1.9	0.9	0.8	2.1	1.6	2.8	2.6	1.8	1.7	2.4
日本	0.2	0.3	1.4	2.7	1.9	2.4	2.1	1.8	1.7	1.7
新興国	3.8	4.7	6.2	7.5	7.1	7.8	7.9	6.9	6.4	7.0
中国	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	11.1	11.4	10.0	9.3	10.0
インド	3.9	4.6	6.9	7.9	9.1	9.7	9.3	8.0	6.8	8.0
中東	3.0	3.9	6.9	5.9	5.7	5.8	5.8	6.5	5.8	6.0
ロシア	5.1	4.7	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1	7.1	6.3	5.6

（注） 2008、2009年は当社予測値
 欧州はユーロ圏をさす
 潜在成長率は、IMFによる中期成長率見通しによる

（出所） IMF、各国統計

2. 台頭する新興国

①資源国の高成長

a. B R I C s 以外の国々の高成長

新興国とは、主に中国、インド、ロシア、ブラジルの B R I C s をさす言葉として受け止められることが多い。しかし、IMF（国際通貨基金）が4月に公表した「世界経済見通し」の中で示された、世界181カ国の2008年の成長率予測によると、資源国を中心に、B R I C s 以外の国々が軒並みに高い成長率を続けることが見込まれている（図表6）。

b. 高成長が続く資源国

このうち、世界で最も高い成長率が予想されているのが、カスピ海沿岸のアゼルバイジャンである。バクー油田を有する同国は、21世紀に入り6年連続で2桁成長が続いている。

2位のアンゴラ共和国をはじめ、赤道ギニア（4位）、コンゴ共和国（9位）、ナイジェリア（10位）は、いずれもアフリカ西岸中央部のギニア湾に面する産油国である。この他にも、ドーハの悲劇で知られる湾岸産油国のカタール（3位）や、アフリカ北岸のリビア（13位）、カスピ海を挟んでアゼルバイジャンの対岸に位置するトルクメニスタン（6位）なども代表的な産油国であり、資源価格の高騰が経済成長を押し上げる構図にある。

また、アルメニア（5位）は、アゼルバイジャンの隣に位置するダイヤモンドの産出国であり、奴隷貿易の歴史で知られるリベリア（7位）は、鉄鉱石、ダイヤモンド、金の産出国である。さらに、コンゴ民主共和国（12位）では、銅やダイヤモンド、コバルトなどが産出され、ウズベキスタン（17位）は金、ウランなどが採掘される資源国である。

こうした B R I C s 以外の新興国は、国家の経済規模は小さいものの、世界中で経済成長率が拡大しており、世界経済の成長率に対する地域別の寄与度をみると、中国とともに、「その他新興国」が世界の経済成長率を押し上げていることが分かる（図表7）。

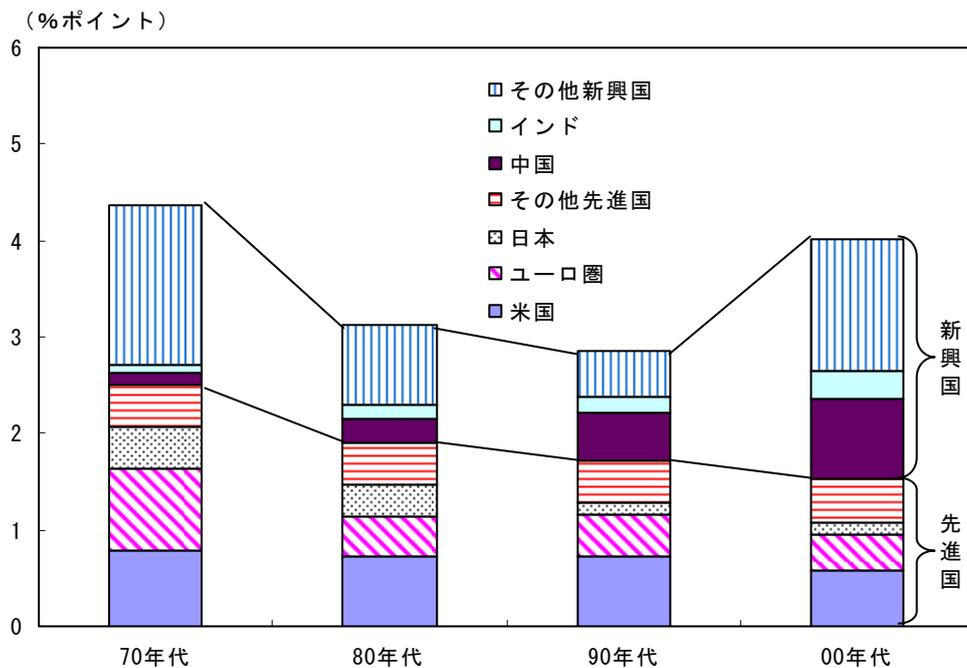
図表6 2008年の成長率上位20カ国

(%)

1	アゼルバイジャン	18.6
2	アンゴラ	16.0
3	カタール	14.1
4	赤道ギニア	10.1
5	アルメニア	10.0
6	トルクメニスタン	9.5
7	リベリア	9.5
8	中国	9.3
9	コンゴ共和国	9.2
10	ナイジェリア	9.1
11	グルジア	9.0
12	コンゴ民主共和国	8.8
13	リビア	8.8
14	モンゴル	8.7
15	アフガニスタン	8.6
16	エチオピア	8.4
17	ウズベキスタン	8.0
18	ラオス	7.9
19	ブータン	7.8
20	タンザニア	7.8

(出所) IMF

図表7 世界経済成長への地域別寄与度



(注) 各年の世界経済成長率の地域別寄与度を年代別に単純平均値を計算 (暦年)

(出所) IMF

②中国の需要吸収力

a. 個人消費とインフラ投資の拡大

資源保有国の経済成長率を押し上げているのは、中国の一次産品に対する需要の拡大である。

中国の需要の強さを示しているのは、一つはインフラ投資の拡大である。英エコノミスト誌が紹介している分析によれば、中国のインフラ投資の規模は、今後10年間で10兆ドル近くにのぼることが見込まれている。インフラ施設の投資は、道路や鉄道、電線網の敷設などで建設資材や非鉄金属需要を押し上げている。

中国の需要の強さを示すもう一つの動きは個人消費の拡大である。

中国経済の成長のけん引役となっているのは輸出と固定資産投資であり、個人消費は相対的に力強さにかけるとの指摘が多い。高成長が続いているとはいえ、1人当たりの所得水準は依然低いことなどが、消費が伸び悩んでいる要因として指摘されている。

しかし、中国の小売売上高を消費者物価で実質化してみると、資源価格の高騰が始まった2003年以降、力強い拡大が続いている（図表8）。

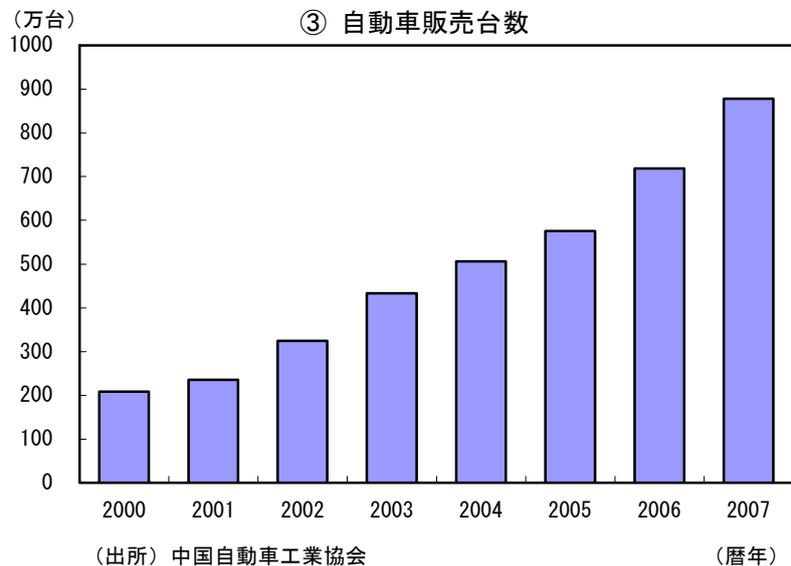
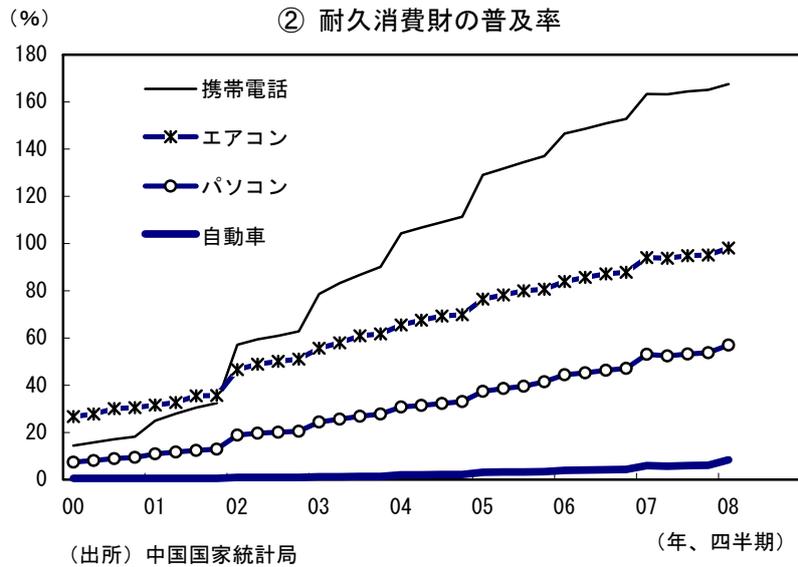
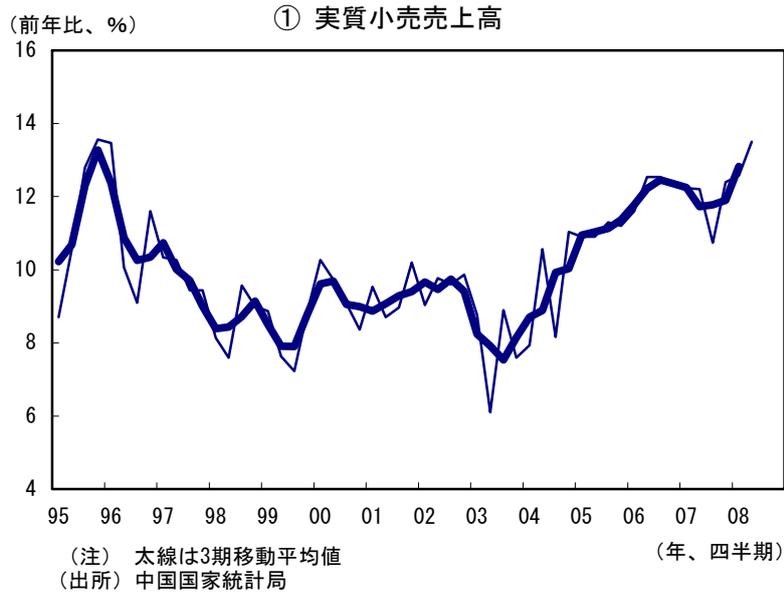
b. 耐久財消費ブームの持続

中国の個人消費で注目されるのは、都市部を中心に携帯電話やエアコン、パソコンなどの耐久消費財の普及率の上昇である（図表8）。

自動車販売台数の動きをみると2000年には200万台程度であったのが、2008年には1,000万台を突破することが見込まれている。自動車の普及率は、他の耐久消費財と比べ依然として低水準にとどまっており、モータリゼーションは緒についたばかりとみられ、今後も一段の上昇が見込まれる（図表8）。

こうした耐久消費財が急速に普及している背景として、沿岸部の主要都市の一人当たり所得が、先進国の基準とされる10,000ドルを超えてきたことがある（図表9）。今後も、持続的な経済成長が続くことにより、低水準にとどまっている耐久財消費財の普及率上昇は、しばらく衰えることはないと思われる。

図表8 中国の個人消費



c. 輸出も底堅く推移

足元の中国景気にとっては、輸出の動向も重要である。中国をはじめアジア諸国は米国経済との連動性が高く、デカップリング論には懐疑的な見方も根強い。しかし、日本を含めアジア諸国の輸出は、先進国向けが伸び悩む中で、新興国向け輸出が下支えとなり堅調な推移が続いている。

同様の傾向は中国の輸出にもみられ、米国をはじめ先進国向け輸出が鈍化する一方、新興国向け輸出が拡大することにより、中国経済のけん引役である輸出の伸びは、依然として底堅さを保っている（図表 10）。

d. 中国の輸入の内訳

内外需がともに好調に推移する中国は、当面は高成長が続く見通しである。このため、一次産品市況を押し上げる中国の輸入についても高い伸びが見込まれる。

中国の輸入を品目別にみると、シェアが最も高いのはハイテク関連部品であるが、その他では、原油（2位）、鉄鉱石（4位）、銅（7位）、大豆（12位）など、世界的な需要の強さに、供給が追いつかないことが懸念される財が並んでおり、こうした財の価格が高騰している背景に、中国の需要の強さがあることを裏付けている（図表 10）。

e. 新興国による一次産品需要の拡大

もっとも、一次産品価格を押し上げているのは中国だけではない。一次産品需要を国・地域別の寄与度で見ると、中国以外の新興国も高いことが分かる（図表 11）。

まず、原油需要については、「中国」と「その他新興国」で押し上げ寄与がほぼ等しい。これら地域では、モータリゼーションの動きが今後も一段と加速するとみられ、新興国による原油需要も拡大が続く見通しである。

一方、非鉄金属については、主に工業製品の原材料として利用されるほか、インフラ投資にも用いられる。このため世界の工場であり、インフラ投資が加速している中国による需要の押し上げ寄与度が大きい。中国経済の好調が今後も見込まれることから、非鉄金属相場については一段の上昇が余地があるとみられる。

逆に、食料については、原油と同様に、中国以外の新興国の寄与度が大きい。食料品については、工業化の進展など経済の発展度合いにかかわらず一定の需要が発生し、成長率が高まればさらに需要が拡大する。このため、人口が多く高い経済成長が続く新興国の需要が高まることとなる。

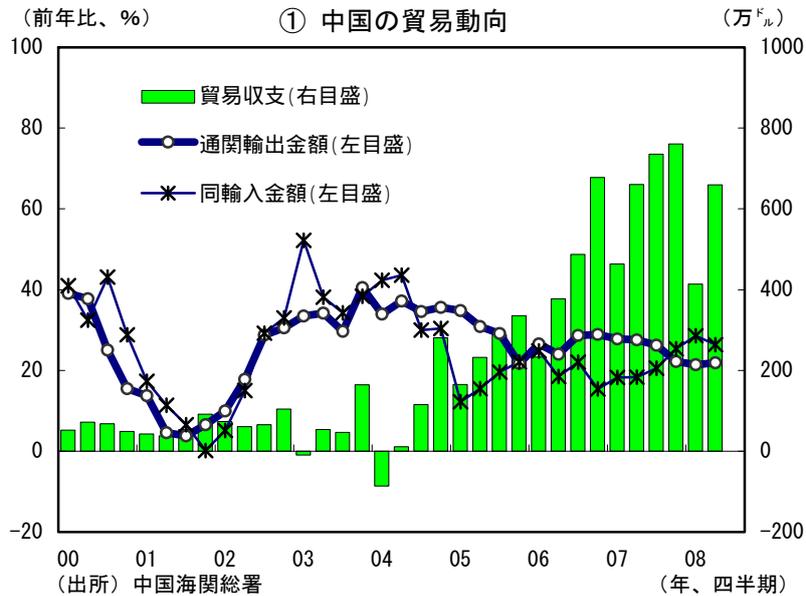
また、食料については、米国の寄与度も大きい。これは代替エネルギー生産のために、トウモロコシなどの需要が拡大していることが背景にある。

図表9 中国の所得水準

	北京	上海	広州	深セン
2006	6,331	9,532	7,915	8,712
2007	7,370	-	9,302	10,418

(出所) CEIC、時事通信

図表10 中国の輸入動向

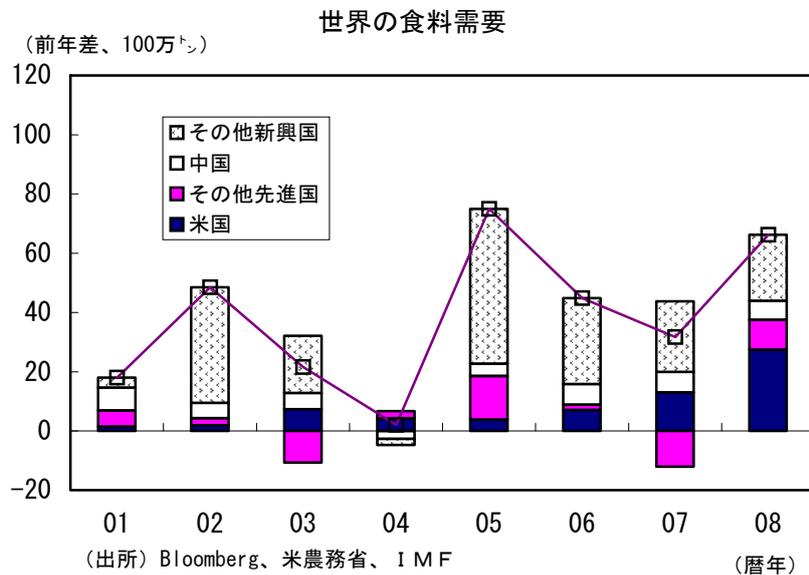
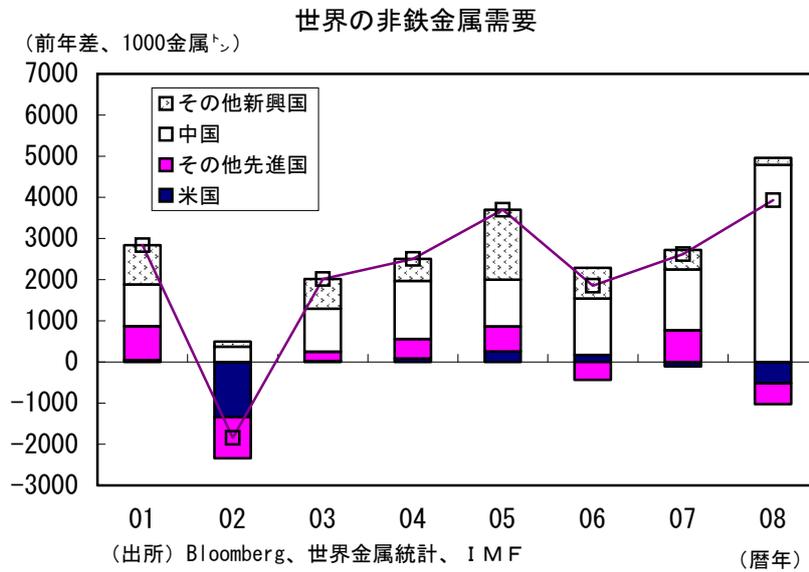
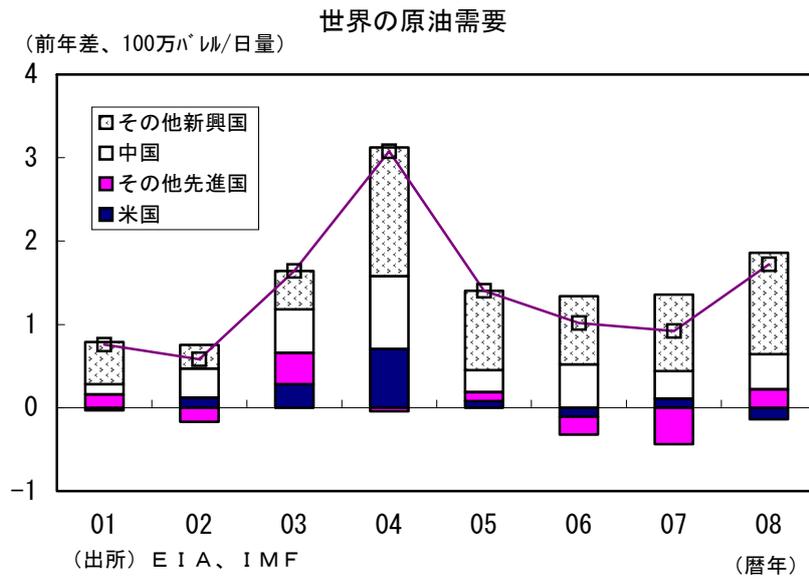


② 中国の主要輸入品目

		(億ドル)
1	ICマイクロ電子部品	1,285
2	原油	797
3	鉄鉱石	338
4	化学樹脂	323
5	自動データ処理機	224
6	鋼材	206
7	銅	196
8	自動データ処理機部品	168
9	ブレーカー・安全器・同部品	160
10	電気計測機器	131
12	大豆	115
13	自動車	109
14	自動車部品	106
	合計	9,558

(注) 中国海関総署
(出所) 2007年の値

図表 11 一次産品需要の地域別寄与度



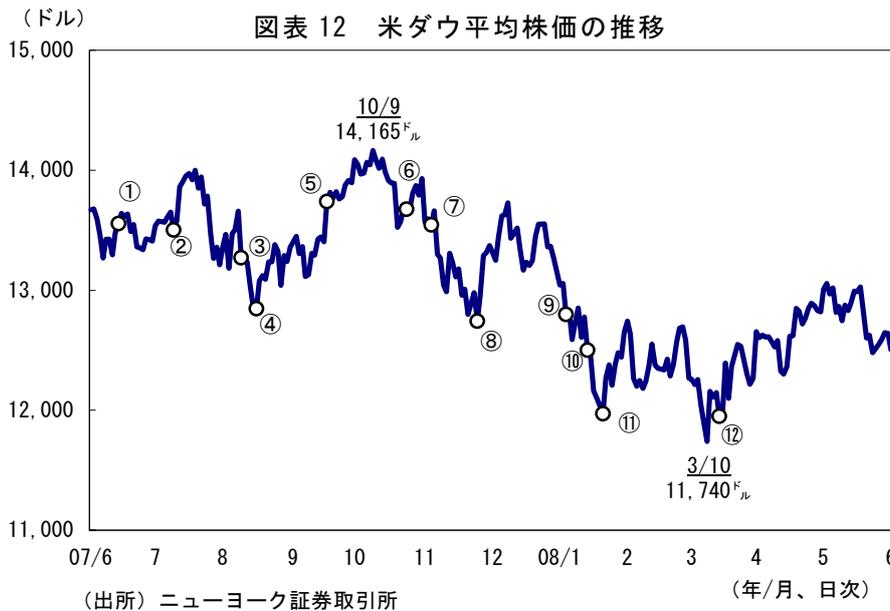
3. 米国経済の動向

①サブプライム問題の現状と信用収縮

a. 金融危機の現状

サブプライム金融危機は、3月半ばのベア・スターズの破たん処理の後に、「最悪期は過ぎた」との認識が広がった。昨夏来の金融危機では、RMB S（住宅ローン担保証券）やCDO（債務担保証券）の価格が急落し、これらの証券に投資を行っていたヘッジ・ファンドなどが、追加担保の差し入れを求められ、保有する流動性の高い資産を処分する動きが強まった。

金融危機のこのような側面を、流動性危機としてとらえる分析が米国で広がっている。ベア・スターズの破綻処理の前後で米連銀は、公定歩合による窓口貸し出しを証券会社向けに拡大する制度などを創設し、金融市場での流動性の低下に対応した。こうした連銀の踏み込んだ対応により、流動性危機の側面については、たしかに「最悪期は過ぎた」と評価される（図表12）。



- ① 6/14 米ベアスターズ傘下のヘッジファンドでサブプライム関連の損失が表面化
- ② 7/10 大手格付け会社、サブプライム住宅ローン担保証券の格付け見直しを相次いで発表
- ③ 8/9 仏BNPパリバ傘下のヘッジファンドが解約停止を発表、ECBが市場に948億ユーロの資金供給実施
- ④ 8/17 米FRB、公定歩合を緊急引下げ
- ⑤ 9/18 米FRB、FF金利を50bp引下げ。08年4月まで合計325bpの利下げを実施
- ⑥ 10/24 米メリル Lynch、7-9月期決算で大幅損失を計上、6日後にCEOが引責辞任
- ⑦ 11/5 米シティグループ、10-12月期のサブプライム関連評価損失が110億ドルに上るとの見通しを発表
- ⑧ 11/26 米シティグループ、UAEアブダビ投資庁と75億ドルの出資受入で合意
- ⑨ 1/4 米雇用統計が悪化、景気後退懸念高まる。金融市場ではこの頃モライシの経営不安広がる
- ⑩ 1/15 シティ(15日)、メリル(17日)が相次いで10-12月期決算で大幅赤字を計上
- ⑪ 1/21 米FRB、世界同時株安を背景にFOMC臨時会合を開催しFF金利を引下げ
- ⑫ 3/14 NY連銀、JPモルガンを介しベアスターズに緊急融資。ベアは16日JPモルガンへの身売りを決定

b. 金融機関の損失処理

一方、金融機関の損失処理についても、四半期決算における損失処理額は、2008年1～3月期が最悪期となる可能性がある。今後も追加的な損失計上が避けられないとみられるものの、一つの金融機関で200億ドル規模にのぼる損失処理額は峠を越したとみられる。

もっとも、個別の金融機関の損失状況を見ると、損失が大きい金融機関と影響が比較的軽微な金融機関とに大別できる。「金融危機が去った」との認識が広がるためには、損失が大きい金融機関の問題処理を待つ必要があり、まだしばらく時間を要するであろう。

特に、国際業務に強いとされる米系大手商業銀行、スイス系投資銀行、序列が下位の複数の米証券会社など、サブプライムRMB SやCD ビジネスを積極的に展開していた特定の金融機関については、依然としてバランス・シート上に、証券化商品の販売在庫を大量に保有しており、これら一部の金融機関については、今後も四半期決算のたびに、多額の評価損の計上が見込まれる。

また、損失が拡大している金融機関は、バランス・シートを圧縮する動きを強めているが、米系証券会社の3～5月期決算をみると、資産処分は簿価の8割程度で実施されていた。5,000億ドル近い資産処分をめざす金融機関もあるが、資産処分を進めることに伴い当該行については1,000億ドル程度の損失発生が見込まれる。

欧米の金融機関の財務諸表に対して、正確な財務状況が公表されていないとの懸念が強く、特に米会計基準で、時価評価が困難なためにレベル3として公表されている資産の評価については疑念が強い。IMFの分析が指摘するとおり、レベル3区分は情報開示の徹底をめざした会計基準であり、以前であれば簿外会社への飛ばし行為などにより公表されなかった資産でもある。もっとも、経営基盤の弱い金融機関の中には、RMB SやCDの保有残高に照らして損失計上が小さすぎるなど、レベル3区分を意図的に行なったとみられる事例も指摘されている。

今後は、金融機関の損失状況の優劣が鮮明になるにつれて、金融再編の流れが強まるとみられる。一段の損失処理が進む中で存続が困難となる金融機関は、再編の軸として注目が高まることになろう。金融再編の動きが本格化する過程で問題行の処理にめどがつけば、一連の金融危機に大詰め感が出るのが予想される（以上図表13参照）。

図表 13 サブプライム問題に関する主要な動向

6/12	Bear Stearns傘下のヘッジファンド2社でサブプライム関連CDOの大幅損失が判明 →7/17:両ファンド会社の清算結果が判明、1社は無価値、もう1社も1/10未満の価値に
7/10	格付け会社のS&PとMoody'sが、サブプライムローン担保証券を含むCDOの大量格下げを発表 ～格下げの対象は、S&Pが120億ドル、Moody'sが102億ドルにのぼり、金融市場への影響が甚大に
8/9	仏BNPパリバ傘下の3つのヘッジファンドが解約制限を発表 →ECBが950億ユーロの資金を短期金融市場に供給（サブプライム問題が欧州に飛び火）
8/17	米公定歩合引き下げ（6.25→5.75%）、借入期間を最大30日に延長、「幅広い担保を受け付ける」 ～これを機に、金融市場の動揺がいったん沈静化
10月	S&P、Moody'sによるサブプライムローン担保証券、CDOの大量格下げが相次ぐ →サブプライム担保証券の参照値とされるABX指数が急低下
"	大手モノライン各社の7-9月期決算が赤字になり、モノラインの経営悪化への懸念が広がる ～モノラインが保証する信用リスクに対するカウンターパーティー・リスクの高まり
10/25	米メリルリンチ7-9月期決算：評価損計上により大幅赤字、オニールCEOが引責辞任 →11/4米シティ110億ドルの追加損失見通しを発表、プリンスCEO辞任。これ以降株価は大幅下落
11/26	シティ、UAEのアブダビ投資庁と75億ドルの出資受入れで合意 →SWFから欧米金融機関への出資が相次ぐ
12/6	ブッシュ大統領、サブプライム問題対策を発表：返済金利の5年間凍結が柱 →当初2年間の低利据え置き期間後に金利が急上昇する「金利リセット」への対応策
12/12	5カ国中央銀行が短期金融市場への新資金供給策を発表： →幅広い担保受入れによるターム物資金供給。入札制による匿名性を確保
1/4	米雇用統計(12月分)：失業率が急上昇を示す： →サブプライム問題を契機としたリセッション懸念が高まる
1/15	米シティ、07年10-12決算が98億ドルの大幅赤字、181億ドルのサブプライム関連評価損を計上 →米メリルも大幅赤字、両社はSWFなどからの出資受入れを発表
1/22	米FRBが0.75%の緊急利下げ： →信用市場の悪化による景気の下ぶれリスクに懸念を表明
1月	モノラインの経営不安が高まる →アンバック、MBIAの大手2社は金融機関からの出資受入れによりAAAの格付け引下げを回避
2/13	米緊急経済対策法が成立： 所得税減税を柱とする総額1,680億ドルの景気対策
2月	投資銀行によるヘッジ・ファンドに対するマージン・コールが増加 ファンドの破綻、モラトリアム、優良資産の処分売りが加速し、金融市場の流動性が著しく低下
3/11	米FRB、TSLF（ターム物国債貸出制度）を創設し金融機関の資金繰りを支援： ～政府機関債、AAA格のRMBSを担保に、2,000億ドルの米国債を28日間貸出す制度
3/16	米JPモルガン・チェース、ベアスターズの救済買収を発表： →FRBがベア救済の受け皿会社に出資。システム不安の広がりに対処
"	米FRB、PDCF（プライマリーディーラー向け公定歩合貸出制度）を創設： ～公定歩合貸出しの対象を、非預金取扱金融機関であるプライマリーディーラーに拡大
4月	大手金融機関の1-3月決算： →大幅赤字が続いたものの、サブプライム関連の評価損計上は前期を下回る

図表 14 世界の金融機関の損失見通し

	銀行	保険	年金基金	政府系機関	ヘッジファンド他	合計
住宅	2,800~3,300	550~1,000	500~850	500~1,050	400~850	5,650
商業用不動産	1,000~1,150	200~400	300~500	200~400	200~500	2,400
企業	550~750	0~200	50~250	-	150~400	1,200
消費者	100~150	0~50	0~50	-	0~50	200
合計	4,400~5,100	1,050~1,300	900~1,600	400~1,400	1,100~2,000	9,450

(注) 融資の損失分と関連証券の評価損の合計
(出所) IMF

c. 信用供与の厳格化（1）

サブプライム危機が流動性危機として発生したことは、ブラック・マンデーやLTCM危機、アジア危機など、他の金融危機についても同様にみられる性格とされる。このうち、ブラック・マンデーやLTCM危機については、流動性危機への迅速な対応により、危機を早期に収拾した事例といえる。

一方、アジア危機では、対外短期債務の流出により、当初は流動性危機として発生したものの、企業や金融機関が短期対外債務に依存していたため、デフォルト危機へと発展した事例である。

現在の米国経済が直面する問題も同様であり、当初は流動性危機として発生したサブプライム問題が、金融機関の損失拡大により、信用収縮を通じて景気後退に陥るリスクが懸念されている。また、景気の低迷が深刻化する場合には、商業用不動産や企業向け融資など、住宅ローン以外でも金融機関の損失が拡大することが予想されている（図表14）。

信用収縮については、第一に信用供与が具体的にどの程度鈍化するのか、第二に信用鈍化はどのような経路で発生するのかの二つの点から整理することができる。

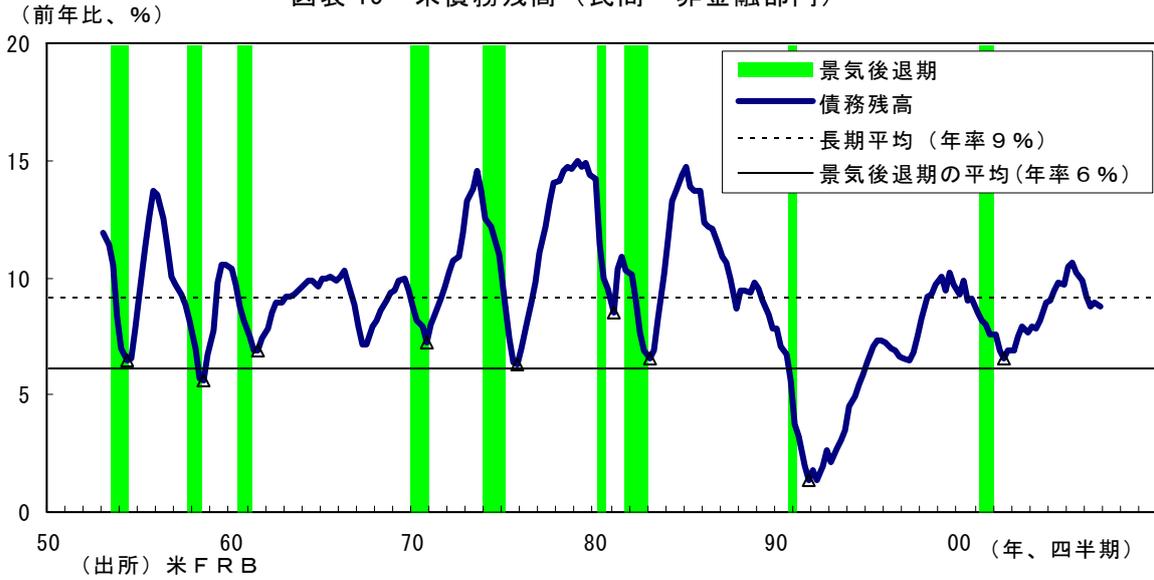
前者については、民間非金融部門の債務残高の推移について三つの特徴が指摘されている。

第一に、米国の債務には年率9%の拡大トレンドがあること、第二に、景気循環の谷の時期についても平均5%の拡大がみられたこと、第三に、クレジット・クラッシュが発生した1,990年代初頭についても年率2%の拡大がみられ、厳密な意味で信用が収縮したことは一度もないことである（図表15）。

こうした整理に基づき、IMFは4月に公表した世界経済見通しの中で、金融機関の一連の損失計上により信用供与が厳格化する影響を二つのケースに分けて分析している。一つは、債務残高が過去の景気後退並みの5%に鈍化するケースを「クレジット・スクイズ」とし、GDP成長率を0.8%下押しするとしている。もう一つのケースでは、債務残高が90年代初頭なみの2%に鈍化するケースであり、「クレジット・クラッシュ」としてGDP成長率を1.4%下押しするとしている。このうち前者の「クレジット・スクイズ」をメイン・シナリオとし、2008年の米国の成長率を0.5%と、他の予測機関と比べ低く予想していた。

これまでのところ米景気の推移をみるかぎり、IMFの分析は悲観的な予想であったといえ、IMFは6月に米成長率見通しを上方修正するなど、信用収縮の影響は予想されたほどには強くあらわれていない。

図表 15 米債務残高（民間・非金融部門）

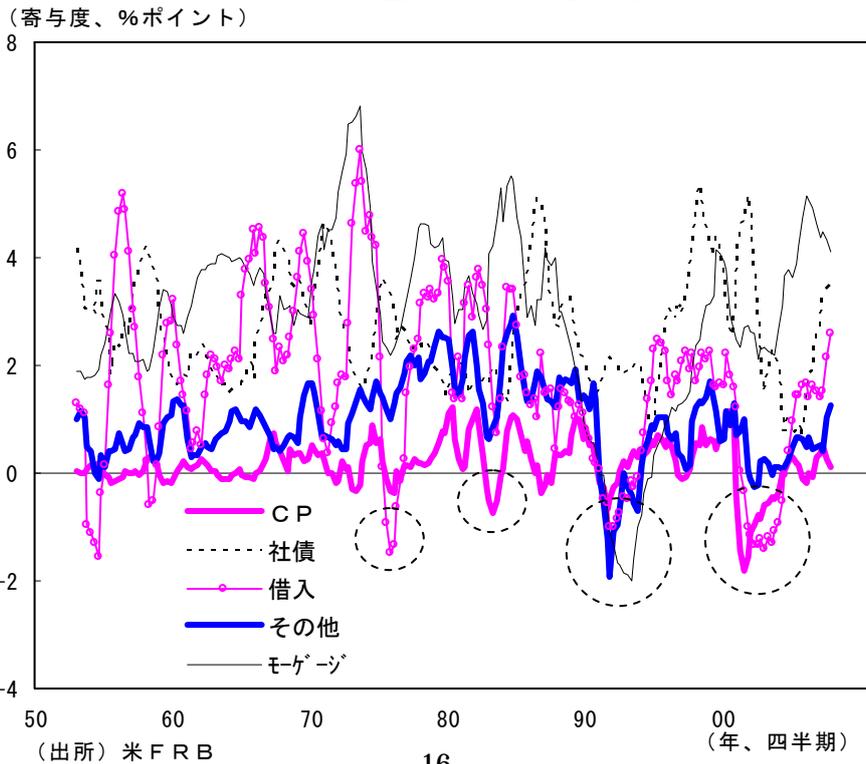


図表 16 米企業の資金調達動向

内 訳	金額 (兆ドル)	シェア (%)
債務残高	10.1	100.0
CP	0.1	1.3
地方債	0.2	1.9
社債	3.5	35.0
銀行借入	1.5	15.4
その他	1.0	10.4
抵当信用	3.6	36.1

(注) 2007年末の値
(出所) 米 F R B

図表 17 米企業の資金調達動向



d. 信用供与の厳格化（2）

次に、信用鈍化の具体的な経路をみるために、影響を最も強く受けるとみられる企業部門の資金調達構造を、資金循環統計の負債項目にしたがってみると、時期により信用鈍化の経路が異なることが分かる（図表 16、17）。

70 年代の石油危機当時の景気後退局面では、商業銀行からの借入れが減少したが、80 年代には金融自由化の進展により、企業の間でコマーシャル・ペーパー（CP）を用いた資金調達が拡大したことから、CP による資金調達が増減を繰り返した。

一方、90 年代初頭にクレジット・クラッシュが発生した当時では、借入れやモーゲージ、CP など、大半の資金調達経路で減少の動きがみられたが、その中で最も減少寄与度が大きかったのは「その他」の資金調達経路であった。「その他」に分類される中で最大のウエイトを占めるのは、商工業向けノンバンク融資である。

今回のサブプライム危機では、3 月に商工業向けノンバンク最大手の TIC が、自社の資金調達が困難な状況に陥った。負債調達がノンバンクに偏っている企業は、今後、信用収縮に直面する可能性が高いとみられる。

e. 局所的な信用収縮

一方、消費者向け信用については、公式統計では拡大が続く一方、新聞報道などでは、クレジットカードや自動車ローンなどで信用収縮の動きが広く伝えられている。

そこで大手カード会社の与信額をみると、大手金融機関の中で、消費者信用を戦略事業と位置づけている銀行や、サブプライム問題で損失が軽微であった銀行については与信の拡大が続いているが、準大手以下のカード会社では与信額が削減されている（図表 18）。

こうした傾向は、金融機関の体力格差に加え、非銀行系カード会社が、市場で資金調達難に陥った結果、与信を厳格化している姿を浮き彫りにしているといえる。

特に、住宅価格上昇率が高かったカリフォルニア、フロリダでは、経済成長率が大幅に低下しており、信用収縮の影響が強まっていることが指摘されている（図表 19）。

このように、企業・消費者向け与信は、ノンバンクを通じた信用収縮の動きが一部で強まっており、その影響は今後も続くとみられる。もっとも、金融機関による資産圧縮は、これまでのところ、主にヘッジ・ファンド向け融資に対するマージン・コール（追加担保要求）として、金融市場内部での局所的な動きにとどまっている（図表 20）。

信用収縮については、金融機関の融資担当役員を対象とする連銀の聞き取り調査で、与信基準を厳格化する傾向がみられるが、この調査はDI方式に基づくものであり、実際どの程度与信を絞ったかについては不明であることに注意が必要であろう。

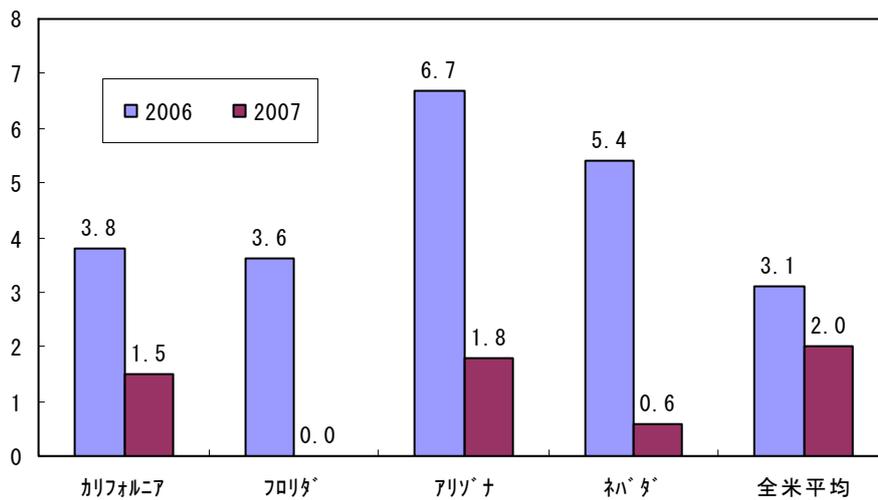
図表 18 米カード会社の与信残高

	カード利用限度額 (設定ベース、億ドル)		増減率 (%)
	08/1-3月	07/10-12月	
シティグループ	11,197	11,035	1.5
バンク・オブ・アメリカ	8,837	8,764	0.8
J Pモルガン・チェース	7,257	7,101	2.2
GE	4,294	4,276	0.4
ディスカバー・フィナンシャル	2,300	2,302	▲ 0.1
キャピタル・ワン	1,905	1,983	▲ 3.9
HSBC	1,677	1,731	▲ 3.1
アメリカン・エクスプレス	1,014	1,135	▲ 10.7
ウエルズ・ファーゴ	734	760	▲ 3.4
USバンコープ	671	657	2.1
ワシントン・ミューチュアル	490	542	▲ 9.6
ターゲット	458	473	▲ 3.2

(出所) Bank regulatory filings

図表 19 米州別の実質GDP成長率

(前年比、%)



(出所) 米商務省

図表 20 欧米金融機関によるヘッジファンド向け融資

	金融機関による信用供与 (億ドル)	Tier 1資本に対する比率 (%)	うちヘッジファンド向け融資(億ドル)	同・比率 (%)	同・Tier 1資本に対する比率(%)
証券金融	5,570	1.1	2,230	40%	0.4
リバース・レポ	19,960	3.8	4,990	25%	0.9
デリバティブ融資	11,280	2.1	3,720	33%	0.7
短期融資	4,030	0.8	2,660	66%	0.5
合計	40,840	7.7	13,600	33%	2.6

(出所) OECD

②回復が遅れる住宅投資

a. ストック調整は長期化

米国の住宅市場については、FRBをはじめ多くの見方として、住宅市場の回復は遅れるものの、住宅投資の減少による経済の下押し「幅」については、徐々に縮小すると見込まれており、2008年後半の成長率回復の根拠とされている。

たしかに、GDPに占める割合が5%にすぎない住宅投資が20%減少し、成長率を1% $(20\% \times 5\%)$ 下押しする状況は、今後徐々に解消されるとみられる。住宅投資が現在の水準で低迷しても、減少が止まれば前期比でみた変化率はゼロ%と計算されるからである。

もっとも、住宅市場の回復に向けた明確な道筋は見えていないのが現状である。住宅投資を抑制している**最大の要因は、在庫が歴史的な高水準で推移していること**であり、いまだに**ストック調整の途上にある**。

このため、住宅投資については、大方の予想どおり、いったんマイナス幅が縮小したり、場合によって小幅なプラスに転じることがあるとしても、ストック調整が二段階、三段階と長期化して、経済成長の足を再び引っ張る可能性を考慮する必要があるとみられる。

b. 差押え物件の増加が在庫調整の障害に

住宅市場で在庫調整が遅れている背景として指摘されているのが、住宅ローンの破綻により、金融機関に差し押さえられた物件の住宅市場への流入が相次いでいることである。このため、住宅着工件数がピークの半分以上まで減少したにもかかわらず、販売戸数と在庫戸数の比率でみた在庫率に、改善の兆しがいっこうにみられない(図表21)。

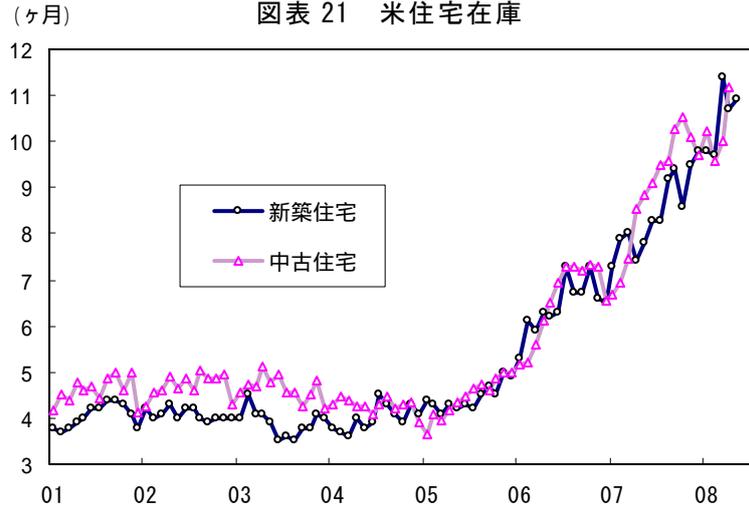
米国の住宅ローン延滞率の動きをみると、1990年代や2000年代初めの景気後退局面でも上昇していたが、今回の調整局面では、ローンの延滞率とともに、金融機関が抵当権を行使する差押え比率が急上昇し、1979年の統計開始以来初めて1%を上回った(図表22)。

差押え比率が上昇している背景には二つの要因が指摘されている。一つは、当初の支払い金利を低めに設定する変動金利型住宅ローンの負債者の間で、住宅価格の上昇を利用して、金利の改定時に低利の住宅ローンへの借替えが行なわれていたことである。このため、住宅価格の下落により借換えが進まなくなった結果、支払金利の上昇によりローン返済が行き詰まり破綻するケースが増加している(図表23)。

もう一つは、米国の住宅ローンは、カリフォルニア州など一部の州で、法律によりノン・リコース方式が規定されており、住宅ローンがデフォルトしても、他の資産での弁済義務が生じない。このため、主に投資目的で住宅を購入した人々の間で、住宅価格の下落により、ローン返済を放棄する事例が増加していることが指摘されている。

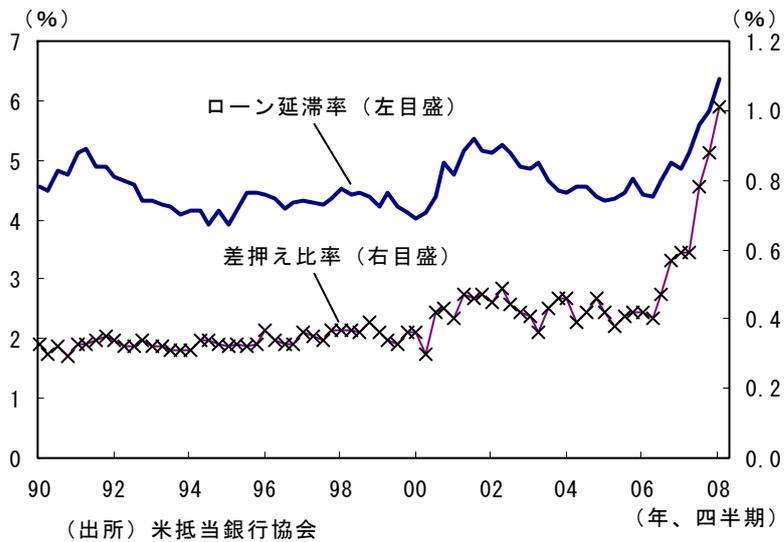
差押え比率を押し上げているこれら二つの要因のうち、米議会では、返済途中で金利が上昇するタイプのローンを中心に、政府保証を付与することにより、低利の住宅ローンへの借換えを促す法案が審議されており、政府も法案への支持を表明している。

図表 21 米住宅在庫



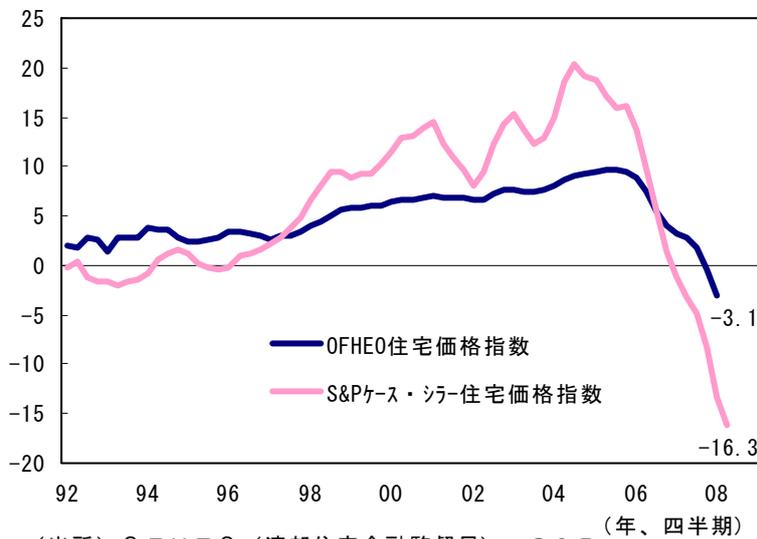
(注) 在庫戸数/販売件数
住宅在庫が販売件数の何ヶ月分かを示す値
(出所) 商務省、全米不動産業者協会

図表 22 住宅ローンの延滞率と差押え比率



(出所) 米抵当銀行協会

図表 23 米国の住宅価格の推移



(出所) OFHEO (連邦住宅金融監督局)、S & P

③ガソリン価格の上昇が個人消費を抑制

a. 新車販売の低迷が消費を下押し

マクロの経済統計をみると、米国の景気低迷は、サブプライム問題の影響以上に、ガソリン価格上昇による影響が強くあらわれている。

米国の家計の可処分所得に占めるガソリン支出の負担は、今回の原油価格上昇局面で急上昇し、足元では第一次石油危機を上回っている（図表 24）。

ガソリン価格の上昇による節約志向が強まった影響を受けているのが自動車販売である。米国の売れ筋車種をみると、フォード F-150 などのピックアップ型トラックが上位を占めている。こうした売れ筋車種の販売が年初から急減しており、5 月には、初めて乗用車と販売シェアが逆転した（図表 25）。ピックアップ型トラックの販売低迷により、同車種を主力とするビッグスリーが経営危機に直面しているほか、日本メーカーについても、収益率の高さに着目し、近年販売強化に取り組んできたピックアップ型トラックが販売全体の足を引っ張っている。

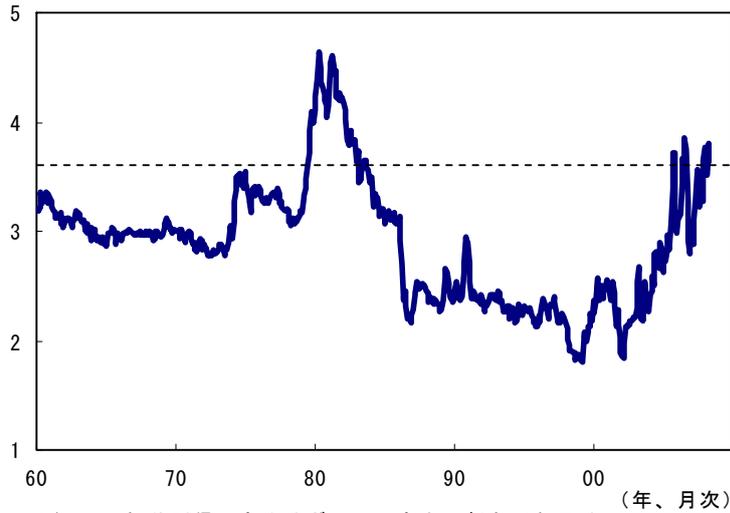
自動車販売の低迷が消費与えた影響をみるために個人消費の内訳をみると、年初からの自動車販売低迷により、耐久財消費の減少が個人消費の下押し要因となっていることが分かる（図表 26）。同様に耐久財に分類される家具・家電が底堅く推移する中で、自動車の落ち込みが耐久財消費の落ち込みを説明している。

b. 逆資産効果を上回るガソリン価格による消費下押し効果

ガソリン価格上昇による個人消費の下押し幅は、消費関数による推計結果をみると、株式や住宅による逆資産効果を上回っている（図表 27）。住宅資産については、住宅価格が低下しているとはいえ、減少率でみると株価と比べ小幅にとどまっており、個人消費に与える影響についても、これまでの押し上げ寄与ははく落したものの、消費を押し下げるまでには至っていない。株式資産についてはマイナス寄与となっているものの、下押しの程度は小幅にとどまっている。

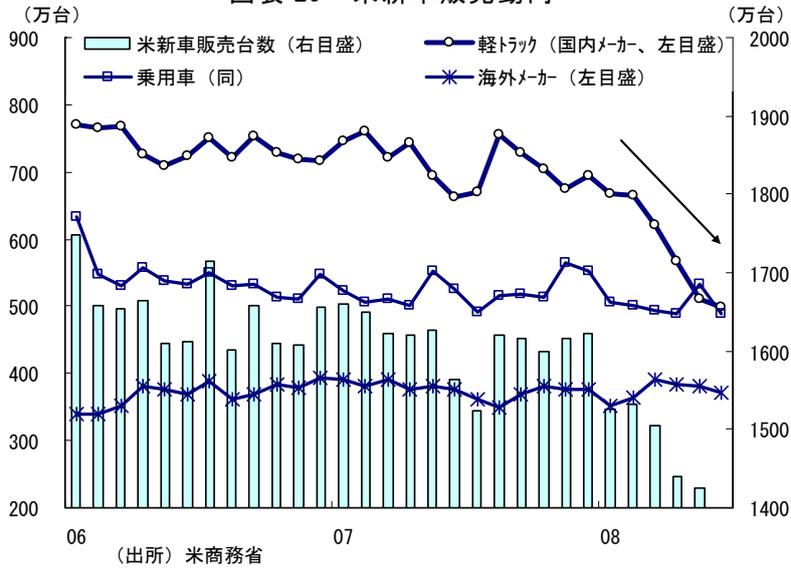
一方、ガソリン価格の上昇が個人消費に与える影響は、価格上昇が顕著となった昨年後半以降、所得による消費の押し上げ寄与度を相殺する幅で消費を押し下げていることが分かる。

(%) 図表 24 米家計に占めるガソリン支出の割合

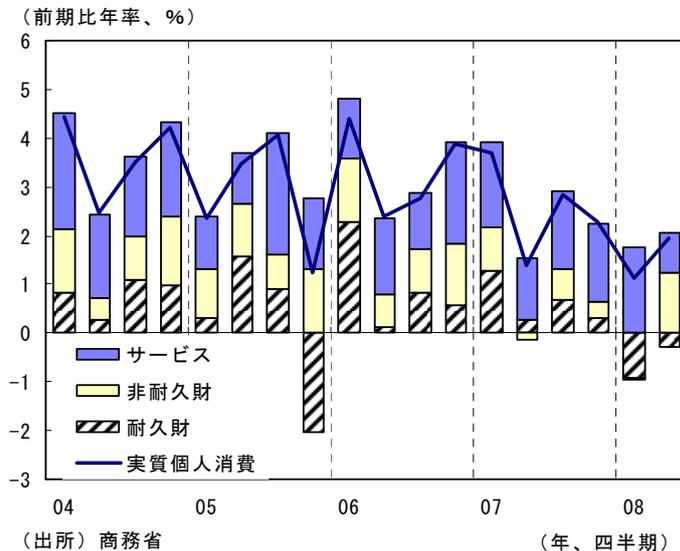


(注) 可処分所得に占めるガソリン支出の割合 (名目ベース)
(出所) 米商務省

図表 25 米新車販売動向



図表 26 米個人消費 (寄与度分解)



c. ガソリン価格に左右される米個人消費

こうした消費関数に基づく要因分解以外でも、ガソリン価格の動向が個人消費に大きな影響を与えていることが分かる。

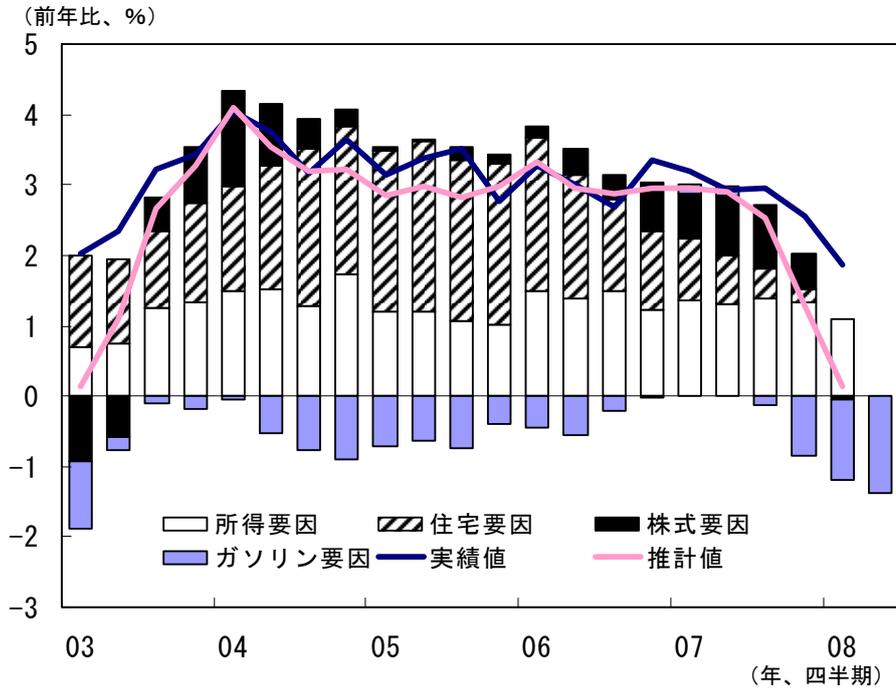
技術的な論点になってしまうものの、米国の「名目」個人消費が、5~6%程度の伸びで安定した推移を示してきた中で、「実質」個人消費の変動は、物価の動きを示す「デフレーター（名目消費/実質消費）」が、主にガソリン価格の変動によって上下することに影響を受けてきた傾向が読み取れるからである（図表 28）。

特に、原油価格やガソリン価格が、いったん低下傾向を示した 2006 年後半~2007 年前半にかけて、デフレーターの低下が実質個人消費を押し上げていた。ちょうど住宅投資が大幅に減少した影響が懸念された中で、消費が予想外の底堅さを示した時期に相当する。

このように、個人消費の実勢がさほど強くない時期においても、ガソリン価格が下落しデフレーターが低下すれば、実質個人消費の伸びは数字上では押し上げられ、反対のケースでは実質消費の伸びが抑制される。

このため、米国の今後の個人消費動向は、ガソリン価格の変動に強く影響されることになる。かりに原油相場の上昇が一服し、ガソリン価格が低下する場合には、米国の個人消費は予想外の強さを示すとみられる。逆に、サブプライム問題による信用収縮の影響が深刻化しないケースでも、ガソリン価格の上昇に歯止めがかからない場合には、個人消費は一段と低迷することになり、米国経済は景気後退入りのリスクが高まる見通しである。

図表 27 米個人消費関数による要因分解



(注) 推計式は以下の推計式より算出

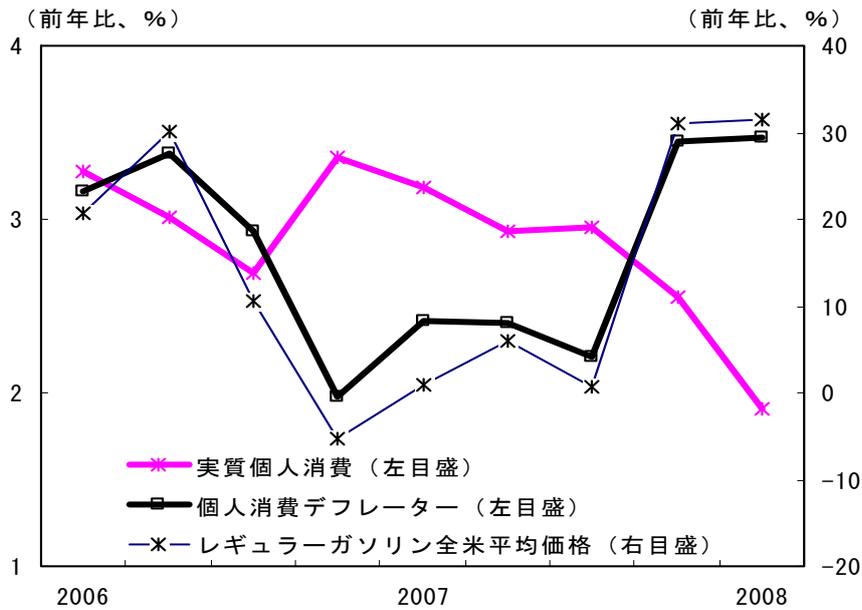
$$\ln \text{実質個人消費} = 5.24 + 0.24 \cdot \ln \text{可処分所得} + 0.20 \cdot \ln \text{住宅価格} + 0.05 \cdot \ln \text{SP500} - 0.02 \cdot \ln \text{WTI}$$

(9.10) (2.21) (3.58)
(2.03) (-0.80)

カッコ内はt値 修正済R²0.99 D.W.1.84 推計期間：1990:1Q~2007:1Q

(出所) 米商務省、米連邦住宅公社監督局、S & P、NY商業取引所

図表 28 インフレと米個人消費の関係



(出所) 米商務省、米連邦エネルギー局

④下支え役は外需と狭義サービス業

a. 企業収益の動向

米国経済はこれまでのところ、当初懸念されていたほどの落ち込みはみせず、マイナス成長を回避している。こうした底堅さを生み出している背景には二つの要因がある。

第一に、新興国を中心とする海外経済の好調により、海外で事業展開を行っている米国企業の収益が押し上げられている。

こうした傾向を反映する株価の動きをみると、株価指数全体の動きについては、昨年初めと比べほぼ横ばい圏で推移している。一方、業種別の株価の動きをみると、金融と消費関連で株価の調整が大幅になっているのに対し、エネルギーや素材は好調である。また、ハイテクなどその他の業種についても、ほぼ横ばい圏で推移している。

消費関連に分類される企業の中では、自動車と住宅メーカーのウエイトが高く、米国の企業部門の中でも、住宅、自動車、金融の低迷が顕著となっている。

エネルギーや素材以外の業種についても、底堅い株価推移が続いているのは、海外での売上げが企業収益を押し上げているためである。米国の企業収益をみると、国内事業からの収益が、住宅、自動車、金融の下押しにより前年割れが続く中、海外事業による収益が全体を下支えする構図がみられる（図表 29）。

b. 外需寄与度の拡大

海外経済の好調は、企業収益を下支えするだけでなく、輸出の好調により、成長率に対する外需寄与度を押し上げている。景気低迷によって輸入も鈍化しており、結果的に米国の経常赤字は減少に転じている。

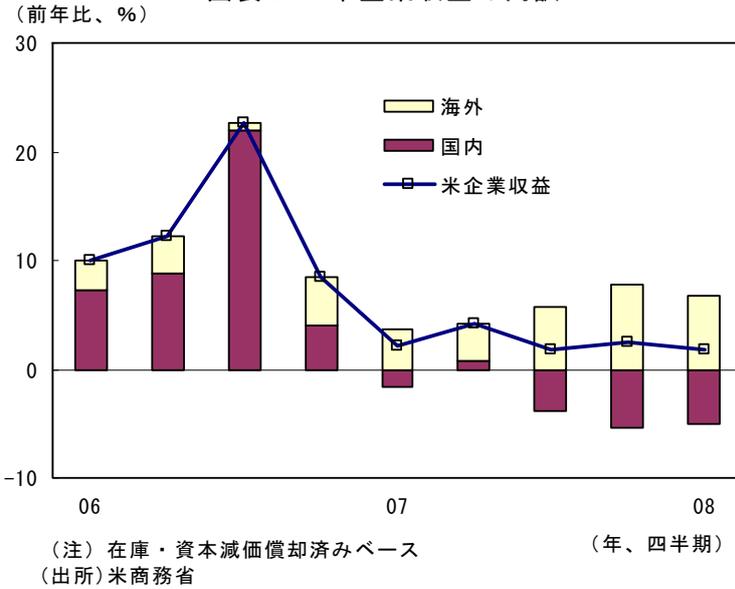
米国の実質GDP成長率に対する外需寄与度は、昨年2007年に0.6%に高まったが、2008年から2009年にかけても同程度の成長率の押し上げ効果が期待できる（図表 30）。

現在の米国経済はひとりの日本経済と同様に、外需寄与度が成長率をけん引する構図が鮮明になり始めている。

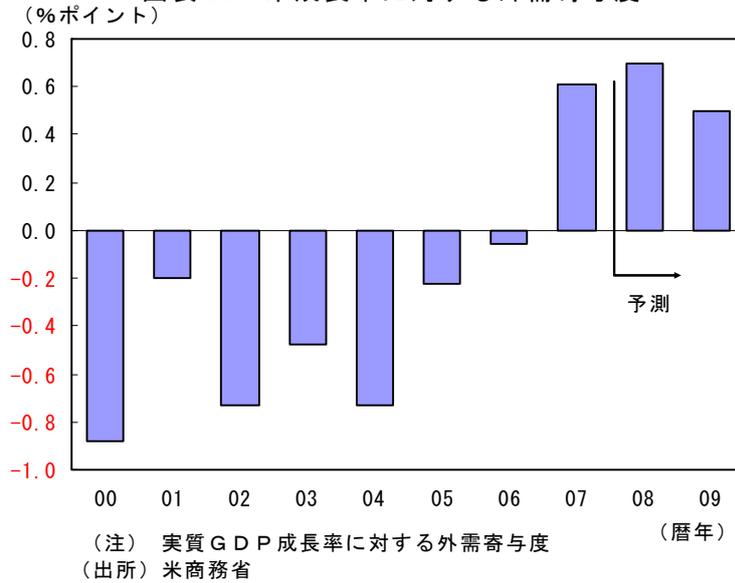
c. 資源・食料が輸出を押し上げ

それでは具体的にどのような輸出品目が米国の輸出増加に寄与しているのだろうか。米国の通関統計により、増加幅が大きい輸出品目をみると、燃料油、石油製品などの石油関連財と、大豆、小麦、とうもろこしといった食料品が輸出の拡大に寄与していることが分かる（図表 31）。また、航空機（ボーイング）や合成樹脂（デュポン）など、米国が競争力を持ち、新興国で需要が拡大している財の輸出も拡大している。特に、石油関連財や食料品については、金融や情報サービスにとどまらず、資源国、農業国としての顔をあわせ持つ米国経済の一面が示されているといえよう。

図表 29 米企業収益の内訳



図表 30 米成長率に対する外需寄与度



図表 31 米主要輸出品目の動向 (2008年1-4月)

(億ドル)

	①2008年 1-4月	②2007年 1-4月	①-②
全 体	4,304	3,665	639
燃料油	92	37	56
金	82	41	41
石油製品	88	60	27
大豆	58	31	27
航空機	165	141	25
小麦	42	19	23
とうもろこし	51	34	18
合成樹脂	106	92	14

(注) 増加寄与度の大きい順
(出所) 米商務省

d. 雇用調整にも業種ごとの明暗

米国経済が底堅さを保つ第二の要因は、過去の景気後退期と比べ、雇用調整が軽微にとどまっていることである。米国の就業者数（非農業部門）は年初来減少が続いているが、90年代や2000年代の初めと比べ、雇用の減少幅は小さい（図表 32）。

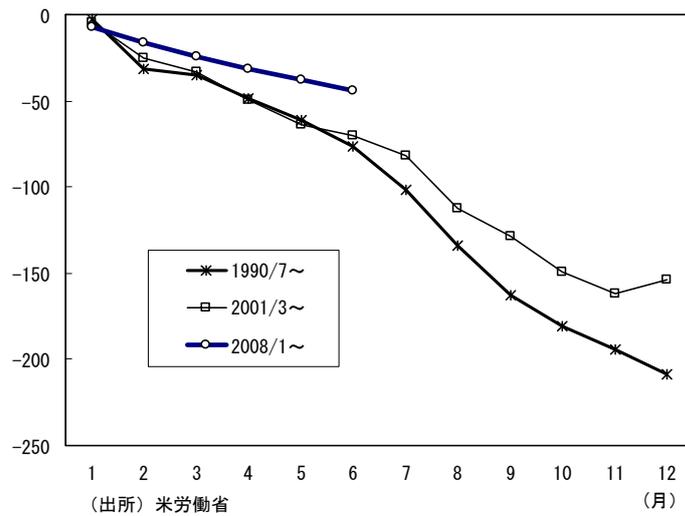
その要因を業種別の動きからみると、企業収益と同様に、雇用についても業種ごとの明暗があらわれており、金融、建設、製造業などの業種で雇用の調整が深刻化しているのに対し、高度の技能が求められる専門サービスや医療など狭義サービス業の雇用は底堅い動きが続いている（図表 33）。

狭義サービス業が拡大する局面では、業態上の特色によりオフィスなどの建設投資が活発化する。たしかに、米国の建設投資については、住宅投資と同様に、近年は与信基準の緩みが指摘されており、今後、資金調達環境が厳しくなってくると、調整局面を迎える可能性が高いとの見方が支配的である。特に、住宅ブーム期に拡大したショッピング・モールの建設は、個人消費が鈍化している影響もあり、建設が低迷していることが指摘されている。

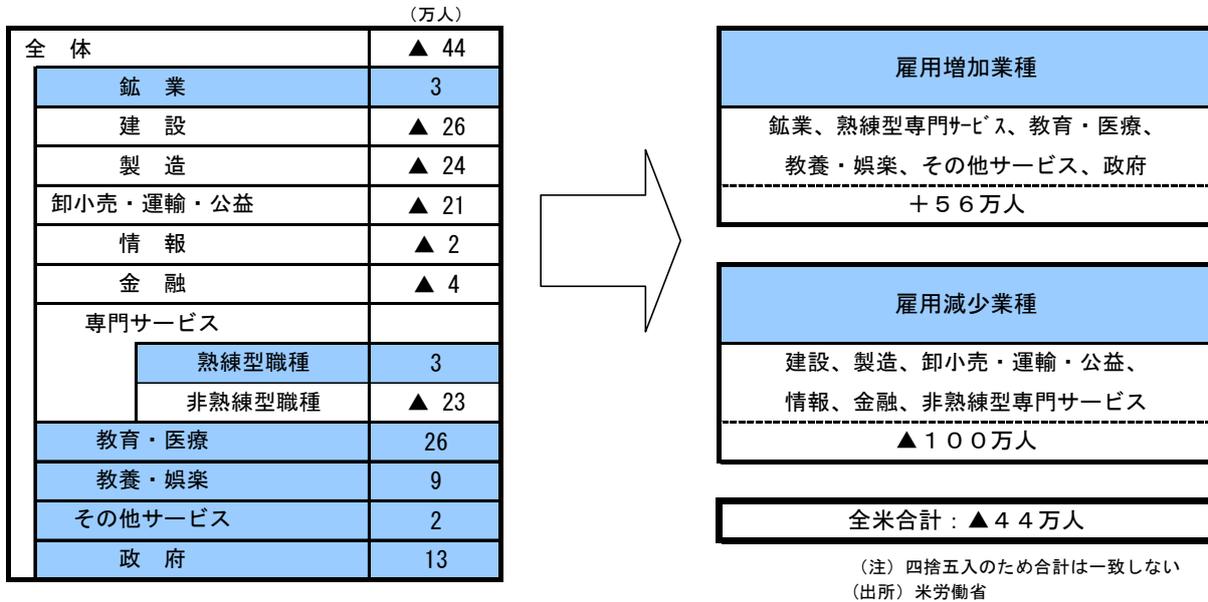
もっとも建設支出統計（民間、非住居）によれば、ショッピング・モールなどの商業施設の建設は鈍化しているものの、オフィスや医療施設などその他の施設については、予想外に堅調な動きが続いていることが示されている（図表 34）。

狭義サービス業の雇用増加が続いていることと、民間建設投資が拡大していることは平仄の合った動きであり、米国経済の底堅さを示す動きとしてみるのが重要と考えられる。

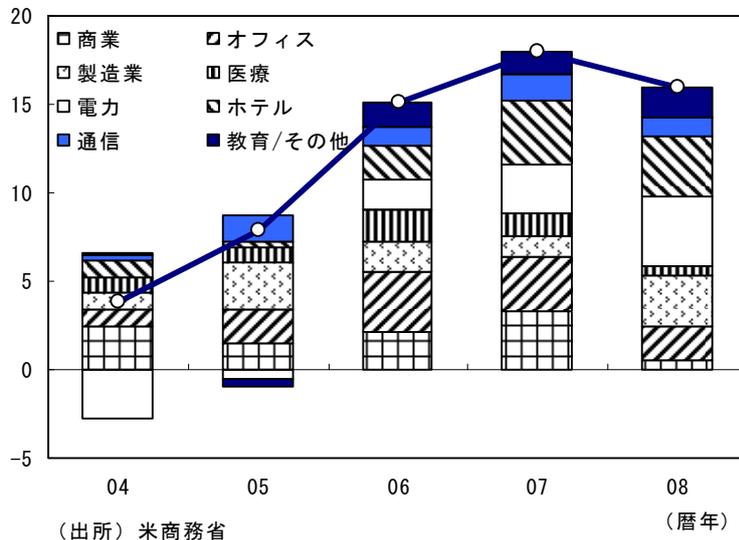
図表 32 米国の雇用調整ペース（累積減少数の比較）
（万人）



図表 33 米雇用調整の影響は限定的～好調業種が下支え



図表 34 米国の建設支出（民間・非住居）
（前年比、%）



4. 欧州経済の動向

① 欧州景気の現状と見通し

a. 景気減速が鮮明に

欧州委員会は企業景況感や消費者信頼感などのサーベイを毎月実施しているが、それらを合成した総合景況指数の動きをみると、昨年 2007 年 4~6 月期にピークをつけており、その後は低下傾向で推移している。今年の 3 月には長期平均を示す 100 の水準を 1 年 4 ヶ月ぶりに下回り、**欧州景気の減速傾向が鮮明になっている**（図表 35）。

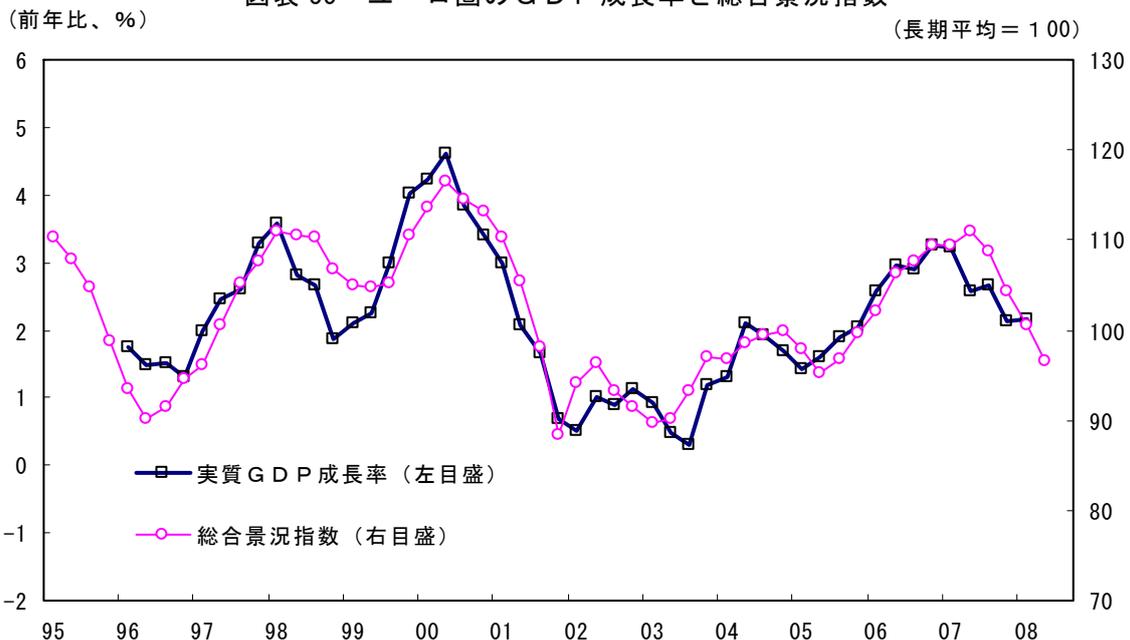
今年 1~3 月期のユーロ圏の成長率は、ウエイトの大きいドイツで、暖冬の影響により建設投資が上ぶれたことから、持ち直しの動きがみられたが、総合景況指数の低下傾向から判断すると、**2009 年にかけて減速傾向が続く見通し**である。

b. 北高南低の欧州経済

欧州経済の現状は、「北高南低」の言葉でしばしば表現される。イタリアでは、構造不況が指摘され景気の弱い動きが続く中で、政治的混乱の影響もあり成長率の低迷が続いている。そのイタリアを経済規模で昨年上回ったスペインは、米国と同様に住宅バブル崩壊の影響がみられ、高成長に頭打ちの動きがみられるなど、ヨーロッパ南部に位置する大国の経済状況が悪い。

一方、**製造業が強いドイツでは、中東欧、ロシア、さらに、地理的に近い中東から中国に至るまで、新興国向け輸出が経済を下支えしている**。ドイツは日本と同様に、近年の住宅価格上昇の影響をほとんど受けなかったこともあり、一部の中小金融機関が破たんしたものの、経済全体では信用収縮の影響はほとんどみられない。

図表 35 ユーロ圏の GDP 成長率と総合景況指数



(注) 総合景況指数の足元の値は4~6月の平均値
(出所) 欧州委員会

(年、四半期)

② 欧州の住宅ブームとその反動

a. スペイン、英国、アイルランドの住宅市場

欧州の住宅価格上昇率は、米国を上回るペースで拡大していた。その中で上昇率が特に高かったのが、アイルランド、英国、スペインである（図表 36）。

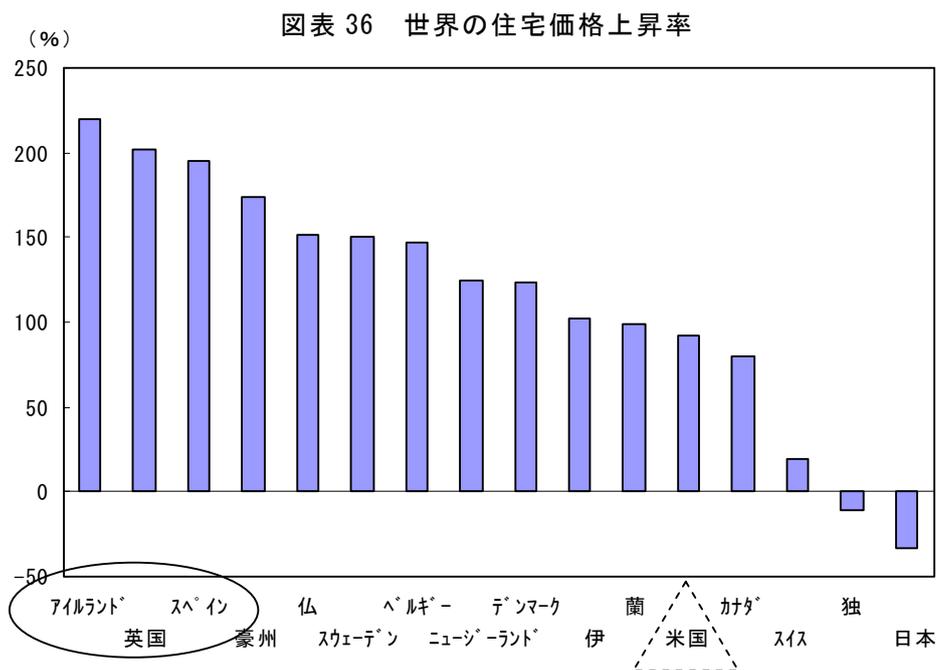
これらの国々の住宅価格はすでに鈍化しており、英国では下落に転じている。住宅市場の調整が強まっていることを受けて、こうした国々で金融機関の融資姿勢が厳格化しており、信用収縮の影響が懸念されている。

スペインやアイルランドは、近年ユーロ圏の中で相対的に高い成長率が続いたが、住宅価格上昇率が鈍化したことを背景に、景気の減速感が強まっている。経済成長率や総合景況指数を各国別にみると、スペインやアイルランドの減速幅が大きい。

また、英国では個人消費と住宅価格上昇率との間に、米国以上に高い相関がみられることから、住宅ブームの反動が景気の落ち込みを加速させることが懸念されている。

b. 欧州の金融機関とサブプライム問題

サブプライム問題で注目された S I V については、欧州の大手金融機関が、米国に簿外の運用会社を設立し、S I V ビジネスを積極的に行っていたことが指摘されている。欧州の金融機関の中で、R M B S や C D の評価損計上が目立つのはスイス系投資銀行であるが、B I S（国際決済銀行）の分析によると、その他にも、S I V を利用して短期資金調達と長期投資を行なっていたために S I V の資金繰りが困難となっている欧州の金融機関が多いと指摘されている。欧州系金融機関の資金繰り難は信用収縮の動きを強めることが懸念されており、今後も注意が必要とみられる。



(注) 1998年～2007年までの住宅価格の累積上昇率
(出所) 各国統計

5. 世界的なインフレ圧力の高まり

①原油相場の見通しと物価への影響

a. 金融商品としての性格を強める原油

原油相場の上昇が続いている。ドル建てで取引される原油は、ドル安が進むと割安になることが注目され、米ドル相場下落と連動する傾向を強めている。最近では、一方向的なドル安に歯止めがかかっているものの、需給ひっ迫や地政学リスクを意識させる材料に敏感に反応し、買いが勢いを増す地合いが続いている（図表 37）。

年金基金やヘッジ・ファンドなどの機関投資家は、インデックス・ファンドを用いた新たな投資先として原油市場への関心を高めており、原油は金融商品としての性格を色濃くしている。投機的な資金は、一般には証拠金と相場観に基づいて、売り買い双方向の取引を行なうが、先物相場の上昇は、買い方向に資金が集中し、投資家の間に先高期待が強いことを示している。

b. 原油相場と金融政策

原油市場で先高期待が強まっている背景には、二つの要因が指摘されている。

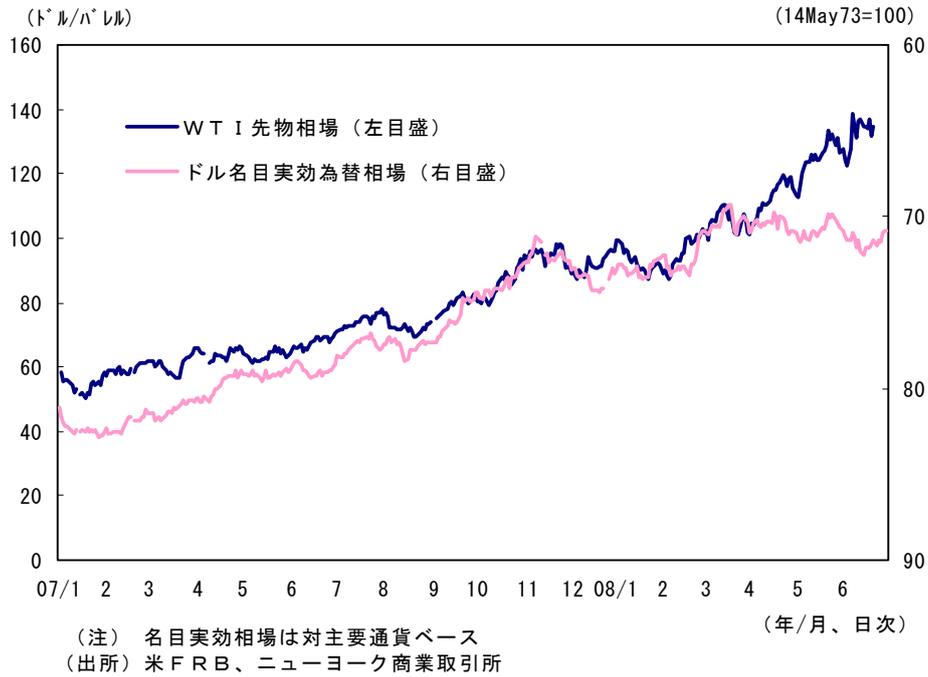
一つは、米欧の金融政策の方向性の違いが、ドルの先安期待を生んでいることである。

近年のドル・ユーロ相場を振り返ると、米国が 2004 年 6 月に連続利上げを開始し、その 1 年半後の 2005 年 12 月に欧州も利上げを開始したが、同時に米国で利上げ打ち止め観測が強まったことから、ユーロの対ドル相場は 2005 年 12 月を底に反転した（図表 38）。その後、欧州は 2007 年 6 月を最後に利上げをいったん休止したものの、米国が同年 9 月から連続利下げに転じ、その間欧州は金利を据え置いたことから、ユーロ高の動きが加速した。米国は今年 4 月を最後に利下げを休止しているが、欧州はインフレ懸念から 7 月に利上げを再開したため、これまでのユーロ高・ドル安傾向が今後も続く見通しである。

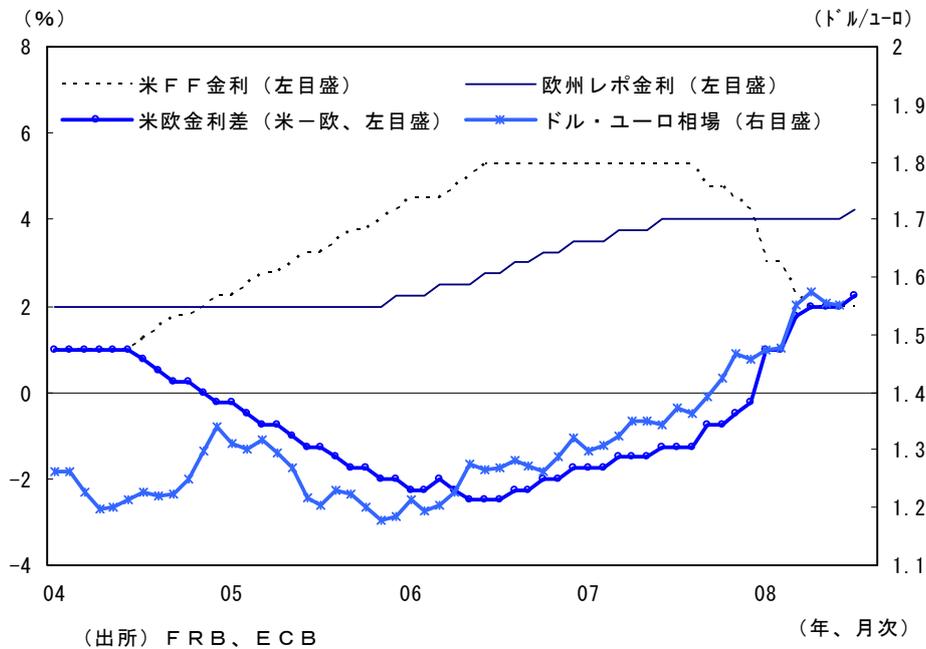
ドル安が進展すると、ドル建てで取引される原油価格は、他通貨からみると割安感が強まるため、原油相場の買い材料とされる。WTI 先物相場のユーロ建てに直してみると、ドル建て価格ほどには上昇していないことが分かる。両者の差（図表 39 のシャドー部）はユーロ高が進展したことを示しているにすぎず、ドル安と原油高に因果関係がない場合でも起きうるが、**米国が利下げに転じた昨年秋以降、ドル売りと原油買いの動きが加速しており、市場ではドルの先安期待を背景に原油の先高期待が強まっていたとみられる。**

ちなみに、ユーロ建てでみた WTI 価格は、ドル安と原油高の相関が強まった昨年初め時点から 101% 上昇した。この間の上昇率をドル建て価格にあてはめると 122 ドルとなる（7/3 時点）。しかし当日の終値は 145 ドルの史上最高値だった。この 20 ドル超の価格差については、原油価格が上昇したのではなく、ドル安によって表示価格が上昇したためと考えることもできる。またこの間ドル先安観と原油先高感との相互作用が働いたことを考慮すると、ドル相場が反転する場合には原油相場は 100 ドル程度に反落する可能性もある。

図表 37 原油相場とドル相場の推移



図表 38 欧米金利差とドル・ユーロ相場



c. 需給ひっ迫への懸念

原油の先高期待を強めているもう一つの要因は、需給ひっ迫への強い懸念である。経済産業省が公表した今年度のエネルギー白書では、原油相場の上昇のうち、需給要因で説明が可能なのはせいぜい80ドル程度であり、その水準を上回る部分は投機的な要因によるものと推計していた。

もっとも、市場は足元の需給にとどまらず将来的な需給動向を先取りする形で、需給ひっ迫を連想させる材料に敏感に反応している。先物の限月ごとの相場水準をみると、今年の初めごろまでは、期近物より期先物が示す将来の相場水準の方が低い「バックワーデション」と呼ばれる状態にあったが、最近では、期近物の相場水準が、将来にわたり持続する「コンタンゴ」と呼ばれる状態に変化している（図表40）。

市場で買い材料とされた主な要因を整理すると、 P E C 増産がサウジアラビアによる限定的な対応にとどまっていることや、ロシアの原油生産の低迷、米国の原油在庫の減少、

P E C の余剰生産力の縮小、国際エネルギー機関による中期の原油生産見通しの下方修正、そして何よりも、新興国による需要が予想以上に強いことなどである。

また、将来的な需給ひっ迫懸念を背景に、地政学的な要因によって原油供給に障害が起きるリスクに対しても敏感に反応している。イランとイスラエルの緊張の高まりや、アフリカ最大の産油国であるナイジェリアの政情不安などのニュースが市場に伝わるたびに、相場は一段と上昇する動きを繰り返している。

d. 原油相場の見通し

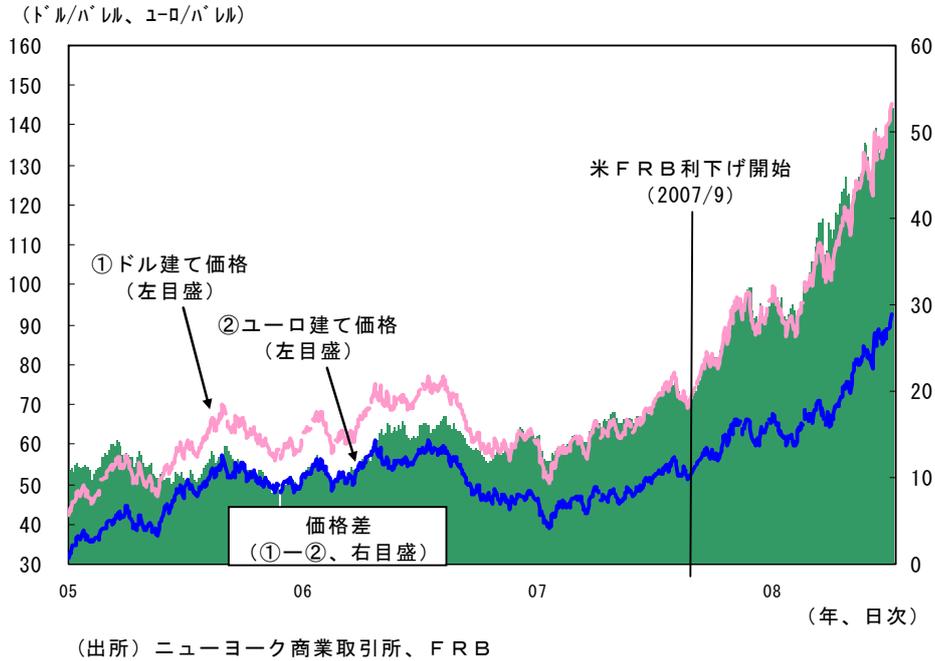
現在の先高期待を形成している要因のうち、まず、**ドル相場の動向については**、E C B（欧州中央銀行）が利上げに踏み切ったことにより、ドル反転への道筋が一段と見えにくい状況にある。各国の金融政策の方向性について足並みの乱れがある間は、取りざたされる為替介入の効果も小さくなる。

一方、米国が金融引締めめに転換し、各国が金融政策で足並みをそろえた上で協調介入を実施する場合には、米欧の金利差拡大に歯止めをかけることにもなり、上述したとおり、原油相場はいったん100ドル程度まで反落する可能性が出てくることになる。

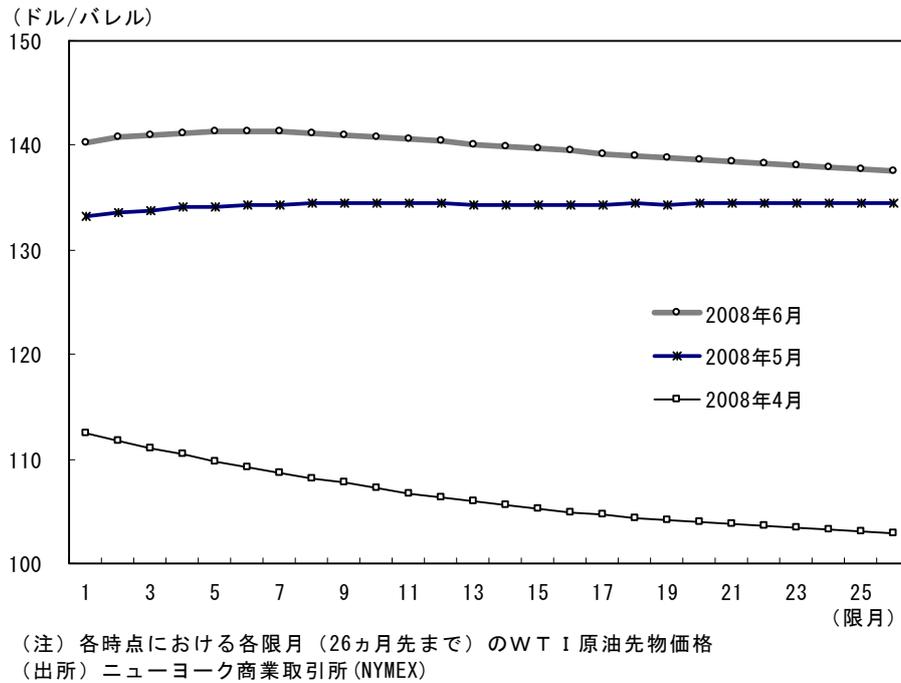
現在の米 F R B は、インフレ懸念と景気への配慮を同時に示し、昨年秋からの利下げを休止している。しかし、こうした米欧の金融政策の方向性のズレが、ドル安を通じて一段の原油高を招くことになれば、インフレ抑制に向けた F R B の姿勢が問われることにもなる。

次に、**需給ひっ迫懸念について**みると、新興国の需要の強さなど純粋な需給要因については、これまでの価格上昇にすでに相当程度織り込まれた可能性もあり、追加的な材料が出ない限り、今後は相場の押し上げ要因としては力不足になるとみられる。

図表 39 ドル建てとユーロ建ての原油相場の比較



図表 40 将来の先高観の高まり



一方、地政学的なリスクについては、イランやイスラエルが国内で選挙を控えており、政府要人から相手国を挑発する発言が、今後も飛び出す可能性がある。また、産油国では原油収入をめぐる争いから政情不安が高まっている。何より、主要産油国であるイラン、ベネズエラと、米国との関係が悪化していることが、相場上昇に影響を与える状況が、まだしばらく続くことは間違いないであろう。

このため、ドル相場の反転によって原油相場がいったん反落する場合でも、中期的な需給ひっ迫懸念を背景に、地政学リスクに敏感な地合いが続くことになり、原油相場は高値での推移が続く見通しである。ドル相場が明確に反転する兆しがあらわれないうちは、一段の高値更新が見込まれることにもなる（図表 41）。

e. 原油価格上昇による物価への影響

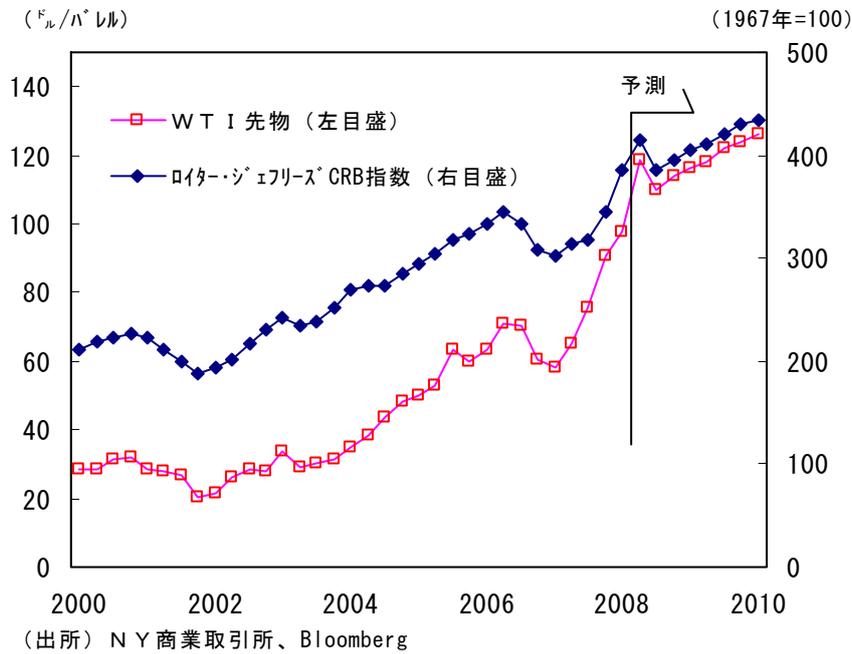
原油価格上昇による物価への影響については、エネルギー価格を直接押し上げる経路と、エネルギー以外の財・サービスに波及する二次的な経路に分けて考えることができる。

このうち、二次的な波及効果については、後述するとおり、価格転嫁の動きがこれまでのところ限定的にとどまっており、コア物価は安定して推移している。このため、先進国のインフレ率は、原油価格の「上昇率」を反映して変動することになる。

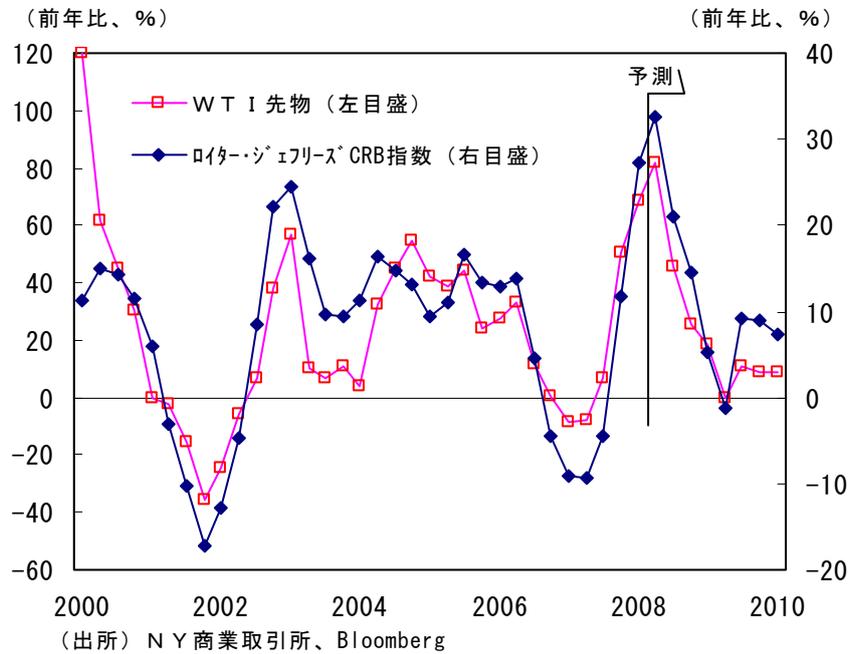
原油相場については、今後も高値水準での推移が続く見通しだが、その場合も、前年と比べた「上昇率」については鈍化することが機械的に計算される（図表 42）。

このため、2008 年後半～2009 年にかけてインフレ率は鈍化する見通しであり、インフレ懸念はいったんは一服するとみられる。

図表 41 原油相場と商品市況の見通し



図表 42 原油相場の上昇率は鈍化



②実体経済からのインフレ圧力

a. マクロの需給ギャップ

原油相場の上昇を通じたインフレ懸念とは別に、経済成長の力強さそのものが、労働需給などを逼迫させることにより、インフレ圧力を高める経路がある。

そこで、経済全体の需給バランスをみるGDPギャップをみると、まず、世界全体では需給の均衡がとれた状態にあることが分かる（図表43）。

世界全体でみたGDPギャップは、2007年にわずかにインフレ・ギャップの領域に転じたものの、2008～09年については再びデフレギャップの領域に入るとみられ、景気過熱を回避できる状態にある。これは、世界経済が5%程度の成長が続いたところから、4%程度に減速することが作用している。2004～07年までみられた急激な成長拡大が一服し、潜在成長率ペースでの成長に落ち着くことにより、景気動向からの物価上昇圧力を和らげる方向に作用する見通しである。

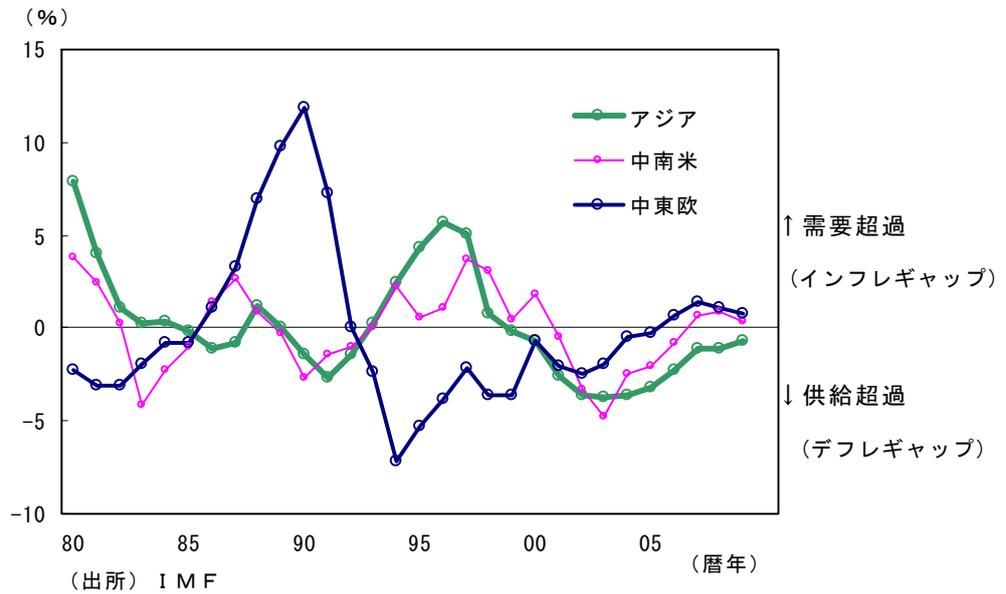
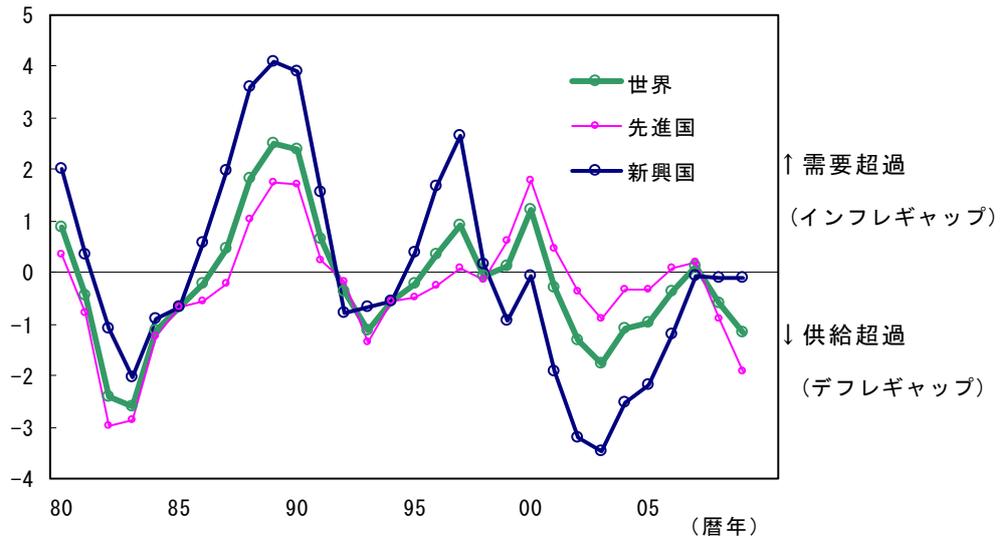
特に、力強さに欠ける推移をたどる先進国では、80年代後半や90年代後半の状況とは異なり、雇用、設備に過剰感がみられない。また、新興国についても、中国や旧ソ連といった規模の大きい経済では、近年の需要拡大により、過去にみられた過剰生産力がようやく解消された段階にすぎない。中国政府は、景気過熱抑制を最重要課題に掲げているものの、政府の政策により制御可能な水準を上回って経済が過熱しているわけでは決していないようである。

b. 賃金の安定

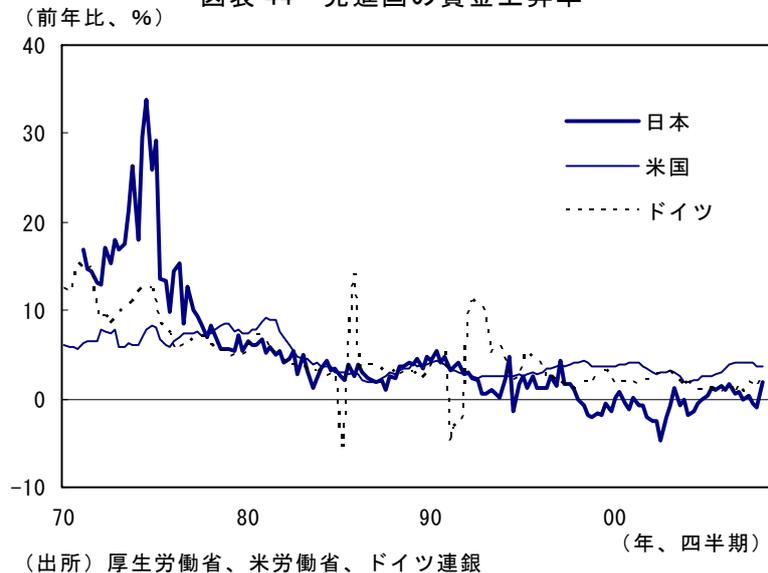
世界経済に過熱がみられないこととともに、現在のインフレ率を抑制している要因は、賃金上昇率が、石油危機当時と比べ低位にとどまっていることである（図表44）。

石油危機当時の賃金は、「物価上昇率+ \quad 」といったような物価スライド方式による賃金決定が主流であったほか、労働組合の影響力も現在と比べて格段に強かった。当時と比較すると、まず、このような物価スライド的な賃金決定方式が、インフレをスパイラル的に加速したことに対する反省が生かされているほか、先進国では、新興国との競争に直面する中、労働組合の力が弱まっている。また、欧米では景気減速の動きを強めていることもあり、景気回復と賃上げが遅れた日本を別にして、賃金上昇率は今後も一段と鈍化することが見込まれている。

図表 43 世界経済の GDP ギャップ



図表 44 先進国の賃金上昇率



③原油価格の上昇と価格転嫁

a. 川上インフレと川下デフレ

経済全体に過熱感が見られない中、原油相場上昇による直接的なインフレ効果が徐々にはく落することにより、世界のインフレ率は、原油価格上昇による影響が、どれだけ他の財・サービスに波及するかに依存することになる。

そこで、製造・流通の各段階ごとのインフレ率を米国を例にみると、PPI（原材料） PPI（中間財） PPI（最終財） CPI（総合） CPI（コア＝エネルギー・食料品を除くベース）と、川上から川下に向かうにしたがって物価上昇圧力は小さくなっていく（図表 45）。これは、厳しい競争に直面する企業が、一次産品価格上昇によるコスト増加分を、十分に価格転嫁できていない状況を示している。グローバル市場における企業間競争の激化は、今後も川下でのインフレ圧力を抑制する方向に作用しよう。

b. インフレ期待の安定が鍵に

グローバル競争の激化とともに、価格転嫁の動きを限定的にしているのは、企業や家計のインフレ期待（将来の予想インフレ率）の安定である。

家計や企業が予想する将来のインフレ率が上昇すると、賃上げや価格転嫁などを通じて、インフレによる所得の減少を埋め合わせようとする行動に結びつき、インフレ率を押し上げる要因になる。

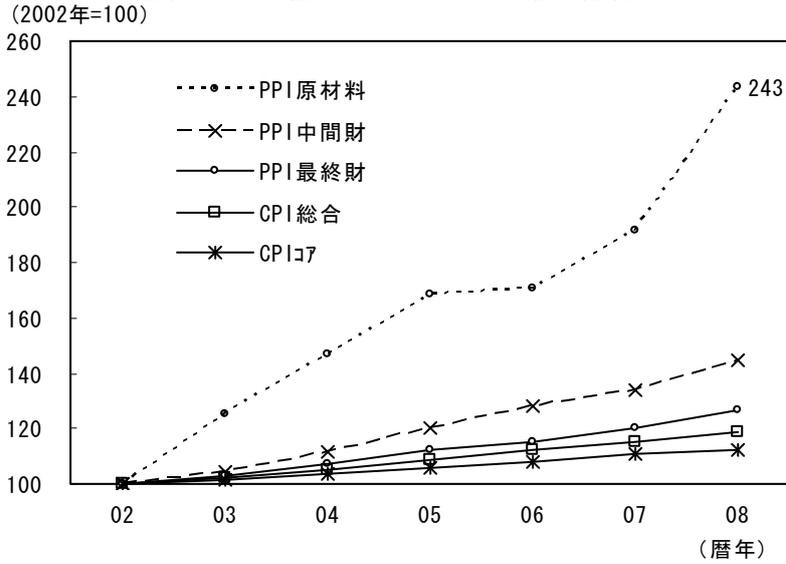
石油危機当時は、企業の価格転嫁により、原材料価格の上昇が、中間財、最終財に順次波及し、CPI上昇率が加速したほか（図表 46）、賃金上昇率の高まりが物価のスパイラル的な上昇を招いた。こうした背景には、家計や企業のインフレ期待の上昇による影響が指摘されている。

その後、各国の中央銀行が、インフレ抑制に対して厳しい姿勢を示したことによって、逆に将来の予想インフレ率は安定し、原材料価格が変動した中でも、消費者物価は長期にわたり安定して推移してきた（図表 47）。

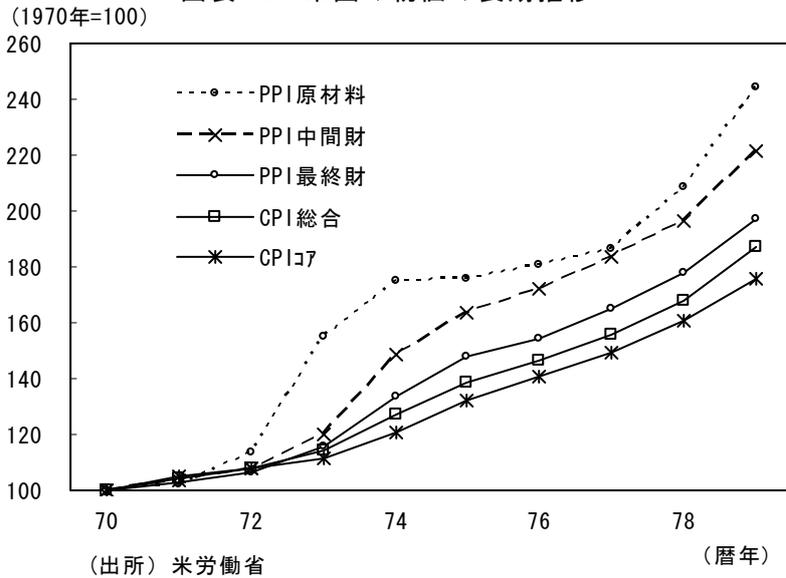
こうした経験を基に、各国の中央銀行は、インフレ期待を安定させるために、物価「上昇率」を一定のペースに安定させることを政策目標としている。このため、問題となるのは、原油価格の水準が高いことではなく、相場の上昇ペースが加速していることであり、その結果、物価「上昇率」が各国の政策目標を上回っていることである。

こうした状態が続けば、やがて家計や企業のインフレ期待が再び上昇し、賃上げや価格転嫁など所得の減少を穴埋めしようとする行動に結びつき、物価の安定が損なわれてしまう懸念がある。これまでのところは、インフレ期待は安定しており、インフレ率を抑制する働きをしているものの、原油相場の上昇に歯止めがかからない場合には、インフレ期待の安定を損ねるリスクを高めることになる。

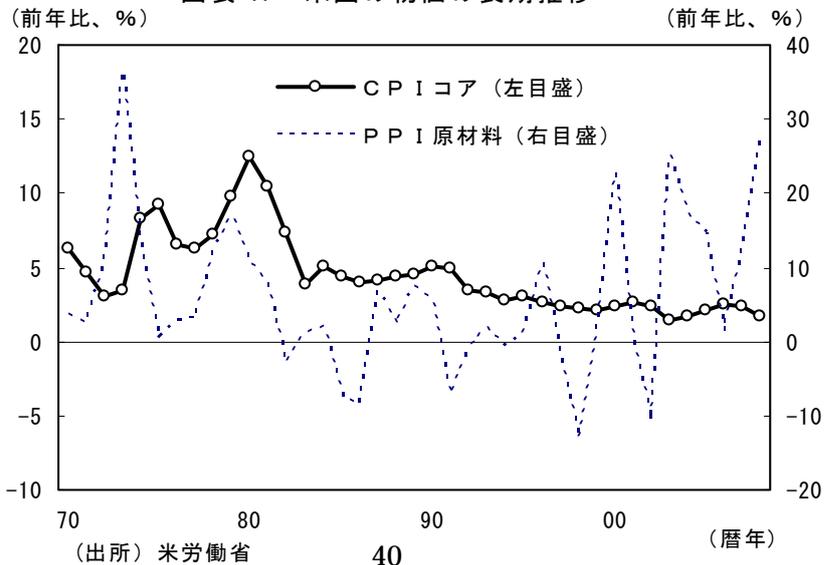
図表 45 米国の川上・川下の相対価格



図表 46 米国の物価の長期推移



図表 47 米国の物価の長期推移



④新興国に特有のインフレリスク

a. 内需が強すぎる中東・旧ソ連

世界経済全体でみると、インフレがすぐに加速するような状況にはない。ただし、一部の新興国では、今後もインフレが一段と加速するリスクがある。

第一に、主要な新興国のインフレ圧力が小さいことをみたが、一部の新興国では实体经济に過熱がみられる。

新興国のインフレ動向を地域別にみると、中南米や旧ソ連、アフリカなど、1980年代から1990年代にかけて3桁のインフレに見舞われた頃と比べ、政治・経済体制の安定を背景にかなり落ち着きをみせている。そうした中、足元では中東と旧ソ連地域のインフレ率が相対的に高まっている（図表47）。

こうした背景に、これら地域での内需の過熱が指摘されている。中東の経済統計は、GDP成長率を石油関連と非石油関連に分けてみているが、国内での消費や投資の動向を示す非石油関連のGDP成長率が、石油関連と比べ大幅に高い（図表48）。これまでの原油価格高騰による石油収入を背景に、設備投資や個人消費、住宅投資といった内需が力強く、景気過熱の動きがあらわれている。

中東の経済が過熱している要因としては、ドル・ペッグ制を採用している国が多く、緩和的な金融政策がとられていることも指摘されている。

景気過熱は同じく資源国である旧ソ連のロシアや中央アジアの国々でもみられる（図表49）。内需の成長率が高く、住宅価格が3桁の上昇率を示すなど社会問題化している。

購買力平価でみた各地域の経済規模が世界経済全体に占めるシェアは、アジアが20%、中南米が8%なのに対して、中東や旧ソ連はいずれも4%にすぎない（新興国全体のシェアは44%）。このため、中東や旧ソ連でのインフレの高まりが、世界のインフレ圧力を高めることにはならないとみられる。

もっとも、インフレ率が一段と上昇する場合には、地域の政治経済情勢を不安定化させる要因となることから、これらの地域の局所的なインフレ動向にも注意が必要であろう。

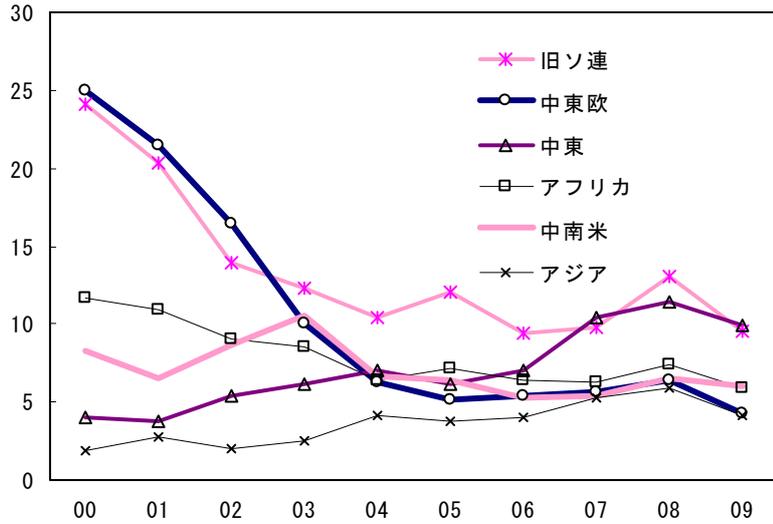
b. 食料品価格の上昇

新興国のインフレの大きな特徴は、物価指数に占める食品のウエイトが高いことである。

中国のインフレは食料品を除いたベースでみると依然として低い。しかし、食料品価格の上昇が、インフレ率全体を押し上げる構図は今回に限ったことではない。1980年代以降に中国で発生したインフレは、常に食料品価格の上昇が主因であった。

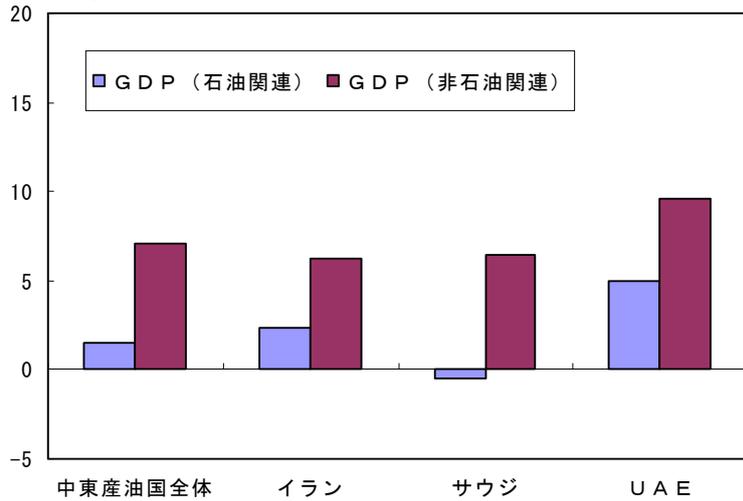
これは消費者物価指数に占める食料品のウエイトが高いためである。物価指数は、家計の標準的な消費バスケットに基づいて作成されている。このため、食料品価格の上昇が、国全体のインフレ率を押し上げる傾向は、中国にとどまらず、家計支出全体に占める食料品支出のウエイトが高い低所得国に共通してみられる特徴である。

(前年比、%) 図表 47 新興国の消費者物価上昇率



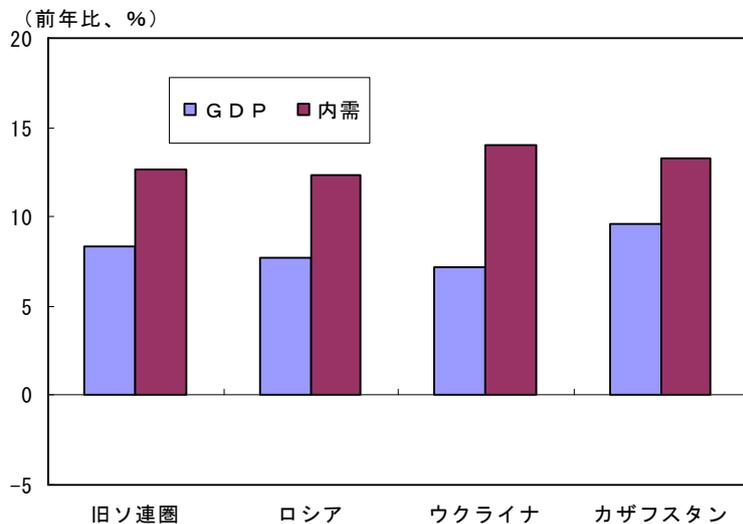
(注) 2008年、09年はIMFによる予測 (暦年)
(出所) IMF

(前年比、%) 図表 48 中東の成長率の内訳



(出所) IMF

図表 49 ロシア・中央アジアの内需と外需



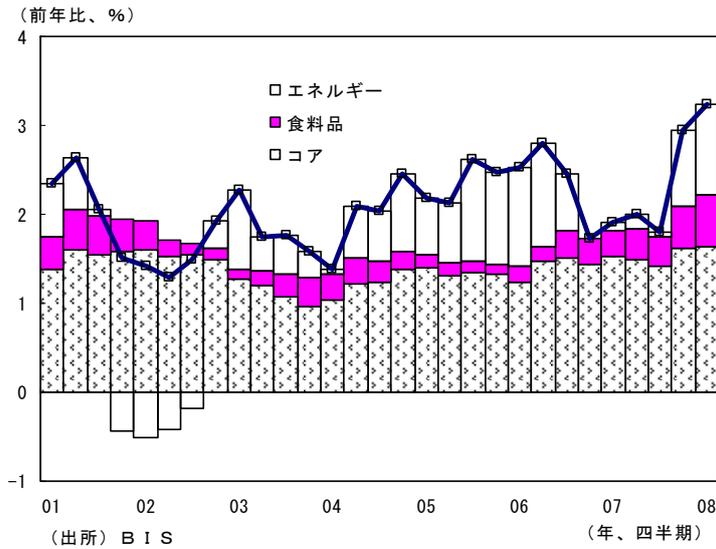
(出所) IMF

実際、B I S が作成している先進国と新興国の消費者物価上昇率の内訳をみると、先進国については、エネルギーと食料品を除く「コア」と呼ばれる部分が大半を占めているのと比較して、新興国の消費者物価は食料品の押し上げ寄与度が大きい（図表 50、51）。

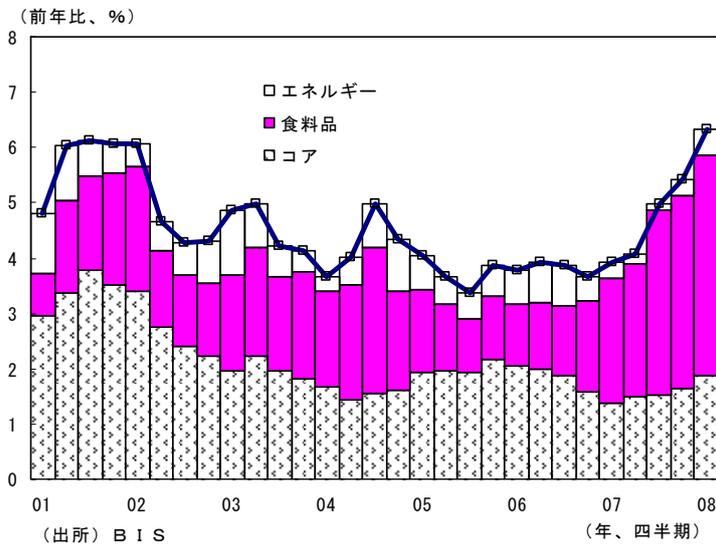
物価指数に占める食料品ウエイトが、経済の発展度合いと関係があることは、I M F の分析でも示されている。それによると、各国の物価指数に占める食料品のウエイトは、1人当たり所得水準と逆比例の関係にあることが分かる（図表 52）。

このため、世界全体でのインフレ傾向がある程度一服する場合でも、食料品価格の動向によっては、アフリカなど低所得国のインフレ率が押し上げられることになる。

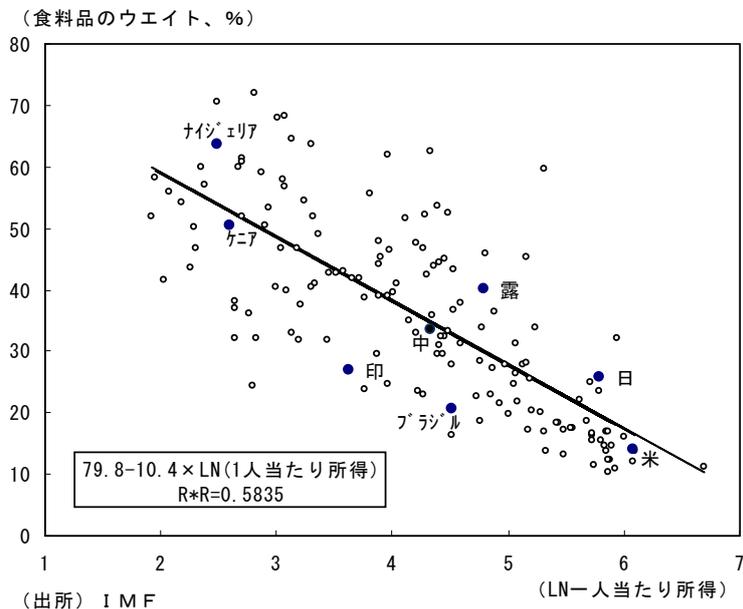
図表 50 消費者物価上昇の内訳～①先進国



図表 51 消費者物価上昇の内訳～②新興国



図表 52 物価指数に占める食料品のウェイトと所得水準の関係



⑤ 政策による対応

a. 欧米の金融政策

米国の金融政策を決定するFOMC（連邦公開市場委員会）は、6月の定例会合で政策金利であるFF金利を2%に据え置くことを決定し、昨年秋から続いた利下げを休止した。会合後の声明文では、インフレへの懸念とともに景気への配慮が示され、早期の利上げ観測は後退した。一方、ECBは7月3日の定例時理事会で、昨年6月以来となる利上げを実施した。欧米当局の政策の方向性に相違がみられることについて、1987年のブラックマンデー当時と類似していると英紙社説が指摘し話題となっている。

米国と欧州の金融当局は、いずれも先行きのインフレ率が鈍化するとの見通しを示しているが、両者とも望ましいとされる物価水準を上回っていることや、原油価格の上昇が止まらないことが、人々のインフレ期待を高めることを懸念している点で共通している。

b. 政策協調への道筋（1）～原油高と金融政策

欧米の金融当局は、これまでインフレ期待が安定していたことにより、景気への配慮を重視する政策運営が可能であった。しかし、インフレ期待が安定している状況が、今後も持続的であるかについて、米FOMCメンバーの間では強い疑念が指摘されており、こうした主張は政策当局の内外で今後強まることが予想される。

特に、原油相場の上昇をきっかけに、インフレ期待の高まりが懸念されている状況に対して、米FRBは利上げを実施する可能性が考えられる。また、場合によっては、米国の利上げとともに為替市場での協調介入が実施される可能性も考えられよう（図表53）。

インフレ期待の安定に向け、欧米当局が金融政策や為替政策で協調姿勢を示すことは、結果的に投機的な動きを抑制する方向にも作用することになる。

c. 世界的な引締め政策への転換

物価安定に向けた中央銀行の行動は、インフレ期待の安定だけでなく、中央銀行への信任にも影響を与える。このことが、世界的に金融引締めを加速させる要因になっており、金利の引き上げが相次いで実施されている。

足元の物価上昇率の加速により、実質ベースでみた金利は逆に低下しており、欧米や主要な新興国の実質金利はゼロかマイナスとなっているものの、年後半にかけては、インフレ率が鈍化することにより、実質金利は徐々にプラスに転じる見通しである（図表54）。実質金利の上昇は、2009年にかけて成長率とインフレ率の抑制要因になるとみられる。

図表 53 日米欧3極の金融政策見通し

(%)

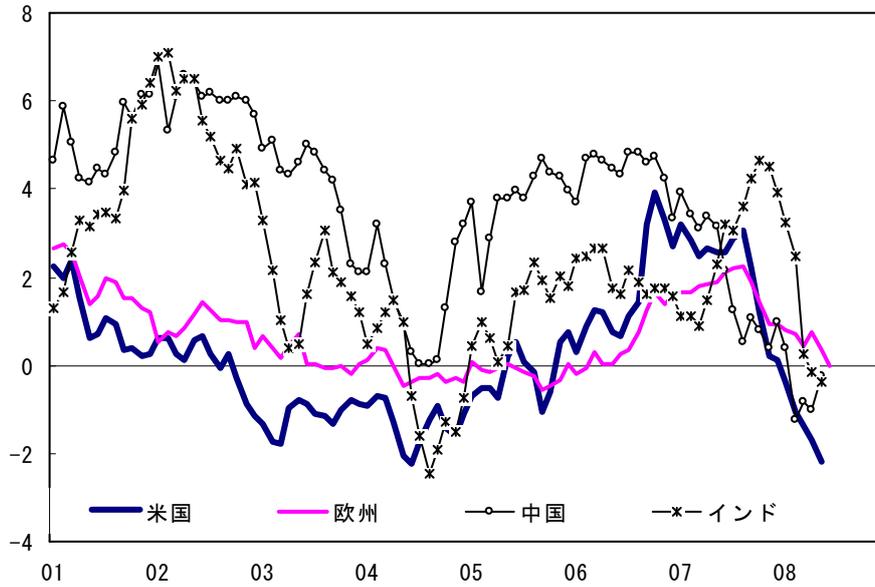
	2008年				2009年			
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
米 国	2.25	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00	3.25	3.50
欧 州	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
日 本	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00

<予測>

(注) 期末値。予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング
(出所) 各国統計

図表 54 主要国の実質金利

(%)

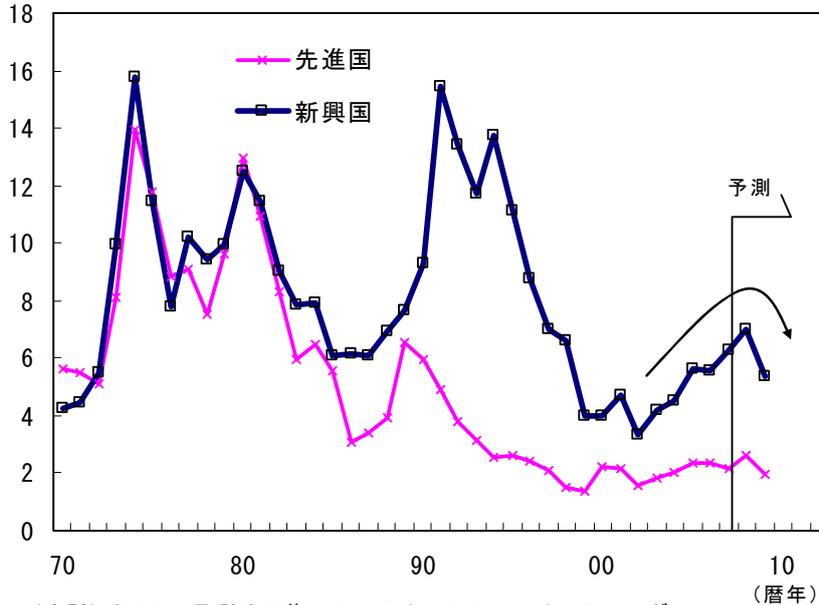


(年、月次)

(注) 政策金利-消費者物価上昇率。インドは卸売物価上昇率
(出所) 各国統計

図表 55 消費者物価上昇率の見通し

(前年比、%)



(出所) IMF、予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング

d. 政策協調への道筋～（２）資源問題への取り組み

足元の世界経済は、数量的な拡大による価格面でのひずみが表れ始めた段階であり、2008年後半～2009年にかけては、これまでの余熱が支配的となる経済情勢が予想される。

また、世界の物価全体についても、足元のインフレの高まりは限定的にとどまり、2009年にかけて鈍化する見通しである（図表 55）。マクロ経済の需給バランスが、80年代や90年代にみられたようなインフレ・ギャップの領域にないことや、賃金上昇率が低位にとどまっていることは、インフレ圧力が資源価格上昇の範囲内にとどまることを示している。

もっとも、賃金上昇率が低位にとどまっていることにより、エネルギーや食料品価格上昇の影響は低所得者層に強くあらわれ、格差拡大など新たな政治・社会問題となる恐れをはらんでいる。このため、エネルギーや食料など資源問題の解決に、各国がどのように取り組むかは、2010年以降の世界経済の持続的な成長に大きな影響を及ぼすことになる。

特に、各国の経済政策には、所得の再分配を強める傾向が表れ始めている。そうした中、「小さな政府」、「規制緩和」、「生産性の上昇」など、80年代以降に形成されたマクロ経済の健全性を高める努力が後退することになれば、資源価格にとどまらず、実質金利やインフレ率の上昇も招くことになり、結果的に世界の経済成長を阻害することにもなる。