
けいざい早わかり 2011年度第10号

海外経済の下振れリスクについて

【目次】

- Q1. 最近、海外経済の先行き不透明感が一段と高まっていますね。……………p.1
- Q2. 米国の景気には少し期待が持てるようになりました。……………p.1
- Q3. しかし雇用回復の遅れは心配です。QE3は実施されるでしょうか？ ……p.2
- Q4. 欧州危機は長期化の様相です。当面のポイントは何か？ ……………p.3
- Q5. 中国は不動産価格下落が懸念され景気の減速感も強まっています。……p.4
- Q6. 新興国経済のリスク要因は何でしょうか？ ……………p.5

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1 . 最近、海外経済の先行き不透明感が一段と高まっていますね。

- ・ 政府は 11 月の月例経済報告で、欧州財政金融危機を国内景気の下振れリスクに初めて明記しました。日本銀行の白川総裁も、「最大のリスク要因は欧州ソブリン問題の今後の展開」と述べています。
- ・ いまだ世界経済の主役である米国や、日本の最大の貿易相手国である中国でも景気の先行きが懸念されています。また、高成長が続いた新興国も、金融引締めをきっかけに成長鈍化が目立つようになりまし。IMF（国際通貨基金）は 1 日、来年 1 月末に公表予定の世界経済見通しで「最近の状況を反映させて(世界経済の成長率)予測を下方修正する可能性が高い」との見解を表明しました。2012 年の世界経済をみるさいのポイントを、地域ごとに整理します（図表 1）。

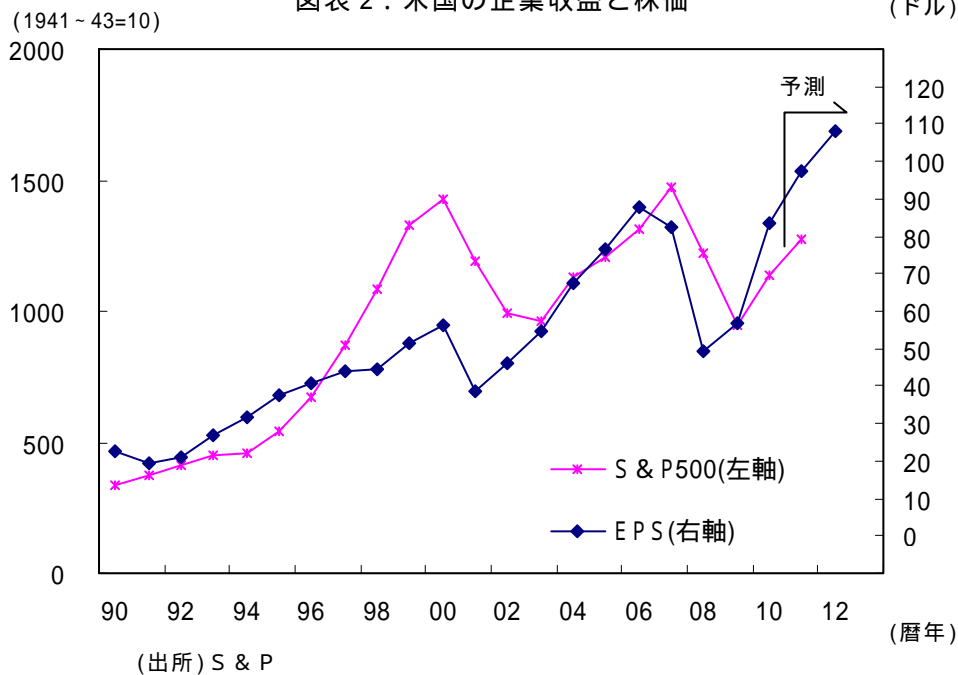
図表 1 . 各国地域の直面する課題

米 国	景気回復の持続性 構造的な課題(失業、財政赤字)
欧 州	深刻化する財政金融危機 景気後退リスク
中 国	不動産価格の下落・輸出鈍化
新興国	成長鈍化・資本流出・通貨安

Q 2 . 米国の景気には少し期待が持てるようになりました。

- ・ 米国の年末商戦は好調な滑り出しとなりました。感謝祭翌日のブラック・フライデーの小売売上高が過去最高となったのは、大幅な値引きや営業時間前倒しの効果があるため、クリスマスまでの商戦期間全体の結果についてはまだ安心できません。それでも、GDP の 7 割を占める個人消費の活況により景気は明るさを取り戻しています。
- ・ 経済指標の好転が続き、景気の足取りがしっかりとしてきた背景には、今年前半の景気の下押し要因であったガソリン価格の高騰が一服したことに加え、東日本大震災の影響による部品不足で低迷した自動車生産が回復したことがあります。いずれの要因についても、FRBは一時的な要因に過ぎないとの判断を示していましたので、当初の見通しどおりの展開といえます。
- ・ もともと個人消費は増加トレンドが続いており、企業収益もリーマン前の最高水準を更新することが確実視されています（次頁図表 2）。家計も企業もこれまで最終需要が底堅かったため、一時的な下押し要因が解消されたことにより、緩やかな回復トレンドに回帰したといえます。
- ・ 家計の消費を支えているのは所得の増加です。確かに米国の家計は債務返済を続けていますが、それでも所得の増加に見合ったペースで消費を増やしています。こうしたトレンドが腰折れするリスクは今のところ見当たりません。2012 年にかけても米国の最終需要の底堅い推移が見込まれることは、世界経済全体にとっても心強い材料といえるでしょう。

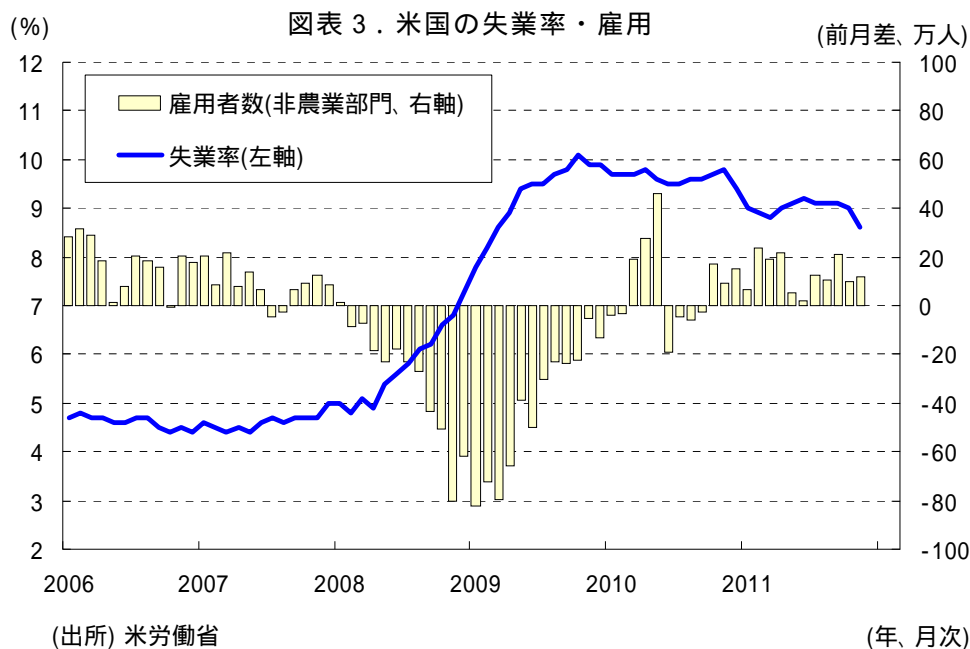
図表 2 . 米国の企業収益と株価



Q 3 . しかし雇用回復の遅れは心配です。QE 3 は実施されるでしょうか？

- ・ 景気が緩やかに回復する中、米国が直面する最大の課題は、雇用の構造的な問題の解決に時間がかかるということです（次頁図表 3）。
- ・ 雇用の改善が遅れる理由は、景気の方角と水準がかい離しているためです。この点は次のように理解すると分かりやすいでしょう。まず、米国は消費も企業収益も増加しマイナス成長を回避しているため、景気を方向でみれば回復が続いていることとなります。しかし、リーマン危機のさいに経済の水準が大きく落ち込んだため、マクロの需給バランスを示す GDP ギャップが大幅なマイナスのままです。これは経済の供給サイド、つまり雇用や設備が過剰な状態にあることを示しています。また、雇用のミスマッチが発生し、高い技能が必要な職業で人材不足となる反面、単純労働者の雇用は景気と関係なく減少の一途をたどっています。
- ・ 同様に水準の低さが心配されるのが住宅市場です。米国の住宅着工件数は、2005 年の 207 万戸をピークに、2009 年春には年率換算で 48 万戸まで減少しました。最近では 60 万戸前後で推移しており、一方的な減少局面は脱しましたが、適正水準とされる 100 万戸と比べ低水準にとどまり安心できる状況ではありません。
- ・ 過剰雇用やミスマッチの存在により、景気が回復しても雇用が増えにくいことは確かです。それでも景気刺激策によって、多少とも景気を押し上げることができれば、その分雇用の増加が期待できます。FRB は物価の安定とともに雇用の最大化という使命を負っているため、現在のような高い失業率は政策的に許容できる水準ではありません。
- ・ このため、FRB 幹部は QE 3 の必要性を主張し始めています。住宅市場の低迷を考慮し、QE 3 を実施するさいは米国債でなく MBS（住宅ローン担保証券）を買い取り対象とする案が有力視されています。

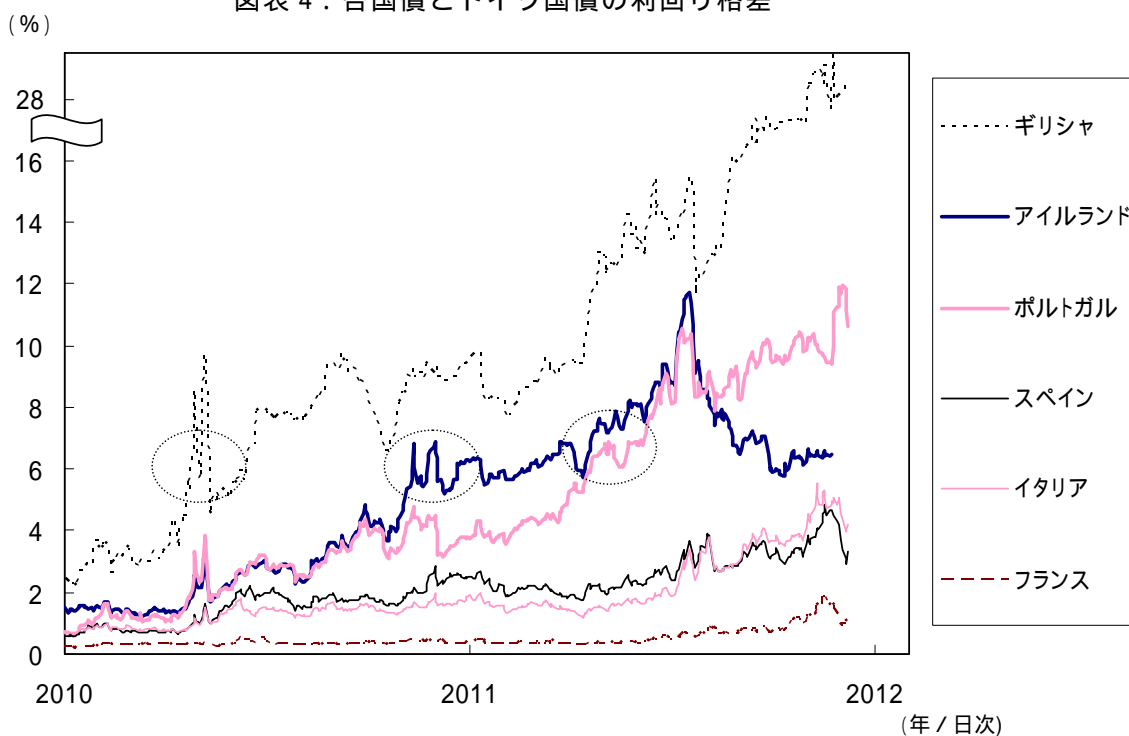
- ・ 雇用という構造課題とは別に、景気を方向でみるさいのリスク要因は欧州危機の波及です。欧州の情勢が一段と悪化する事態に陥れば、F R BはQ E 3を躊躇しないとの見方が広がっています。



Q 4 . 欧州危機は長期化の様相です。当面のポイントは何か？

- ・ 10月のE Uサミットは財政金融危機に対処するための「包括策」で合意しました。ギリシャ支援、E F S Fの拡充、銀行の資本増強が柱です。
- ・ はギリシャ向け債権の5割カットを目指すものですが銀行団の調整が進みません。は新興国からの資金抛出が期待されましたが、今のところ資金調達は不調です。は経営の自由度を確保したい銀行が、公的資金の受け入れよりも資産圧縮につとめ、景気と金融市場に悪影響を与えています。
- ・ 「包括策」の具体化の遅れにギリシャ、イタリアの政局混迷が重なり、金融市場の動揺が強まりました(次頁図表4)。このため、12月のE Uサミットでは均衡予算を義務づける新しい条約を英国を除く26カ国で作成することで合意し、財政統合への道筋を強化しました。また、I M Fに2,000億ユーロの融資を行い新たな資金網を作ることも合意しました。各国中央銀行がドル資金供給で協調したこともあり、イタリアの長期金利が低下するなど金融市場は落ち着きを取り戻しました。
- ・ ただし、問題解決には各国の財政再建が不可欠であり、数年単位の時間を要します。政府の緊縮政策や金融機関の信用収縮により、足元では景気の落ち込みも心配され始めています。欧州の財政金融危機は、今後も繰り返し金融市場の不安定要因となることは避けられないでしょう。
- ・ 最大のポイントはフランスへの波及です。危機はP I I G S諸国からフランスやベルギーなど健全とされてきた国々にも波及の兆しがみられるようになりました。危機対応を担うフランスまで飛び火する場合ユーロは分裂含みとなり、金融市場の機能が低下し世界経済にとって最悪のシナリオです。ドイツ、フランスなどA A A国の格下げ懸念が強まりリスクシナリオを無視できなくなりつつあり、独仏による政治的なリーダーシップが求められています。

図表 4 . 各国債とドイツ国債の利回り格差

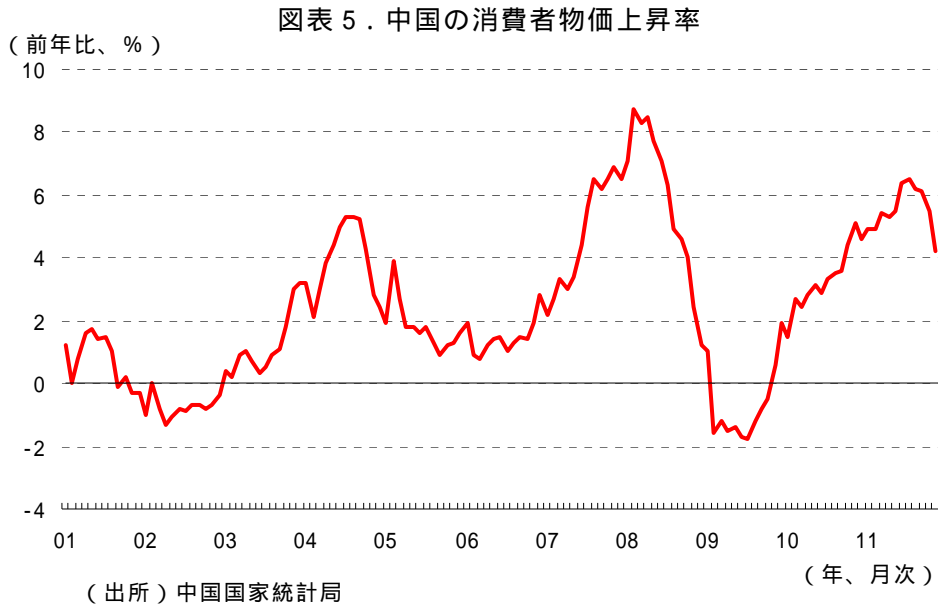


(注) 各国の10年物国債とドイツの10年物国債との利回り格差。
 図中の丸印は、各国が金融支援を要請したさいのスプレッドの水準を示す。
 (出所) 各国統計

Q 5 . 中国は不動産価格下落が懸念され景気の減速感も強まっています。

- ・ 中国では欧州向けを中心に輸出が鈍化し、政策支援の支えがなくなった自動車販売が低迷しています。金融引締めの影響により不動産価格が下落に転じる都市が増え始め、中小企業の資金繰りのひっ迫が伝えられるなど、景気の減速感が強まっています。
- ・ このため、金融市場を中心に財政金融政策に期待する声が広がり始めました。もっとも、現時点で政策変更は預金準備率の引き下げにとどまり、「微調整」の域を出ていません。むしろ、住宅価格高騰に対する庶民の不満が強いため、不動産投機の抑制策について手綱を緩める気配はなく、内需主導型経済への転換や、投資から消費への成長パターンの変化を政策目標とするなど、景気浮揚に熱心な様子はいかがえません。
- ・ しかし、昨年から金融引締め急速に舵をきったのは、インフレ懸念が強まったためでした。そのインフレ率は、食料品価格の上昇が一服したこともあり、ピークアウトの動きが確認できるようになりました（次頁図表 5）。最大の政策課題であったインフレ抑制にめどがつき始めた今、想定以上に景気が落ち込んだ場合に政策を発動する環境が整ったといえます。
- ・ リーマン危機当時の景気対策の柱は銀行貸出の拡大でした。その結果、景気が回復する一方で、地方政府向けを中心に不良債権が増大する代償も払うことになりました。逆に、昨年からの金融引締め局面でインフレ対策に効果を発揮したのも銀行貸出の抑制でした。中国では政府の行政指導が強く、当局の窓口指導による銀行貸出の増減が、景気に強い影響を与えます。景気の減速感が一段と強まる場合には、窓口指導を通じて銀行貸出を再び増加させる公

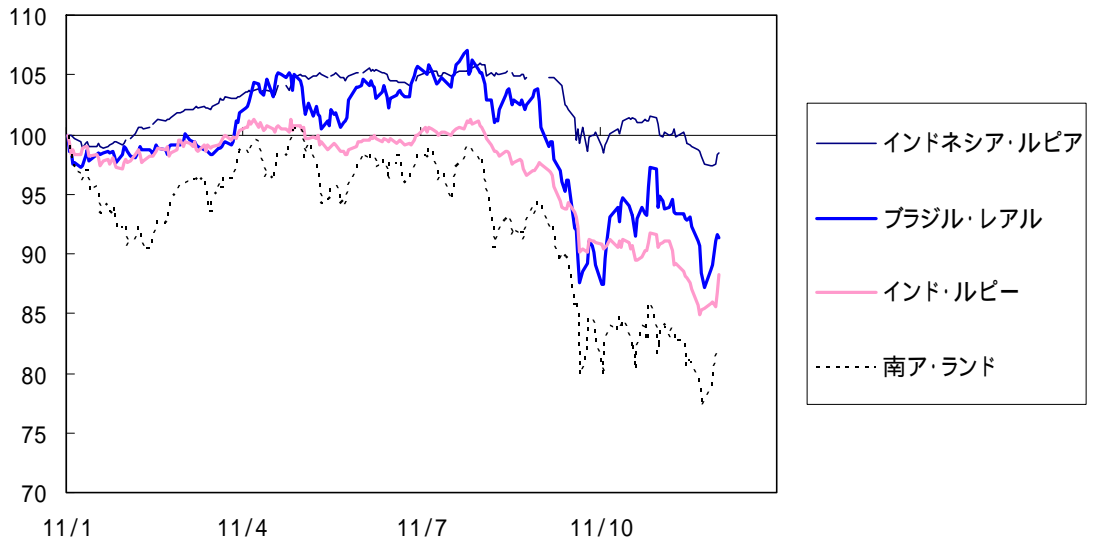
算が大きく、それをきっかけに景気浮揚が期待できるようになります。少なくとも、不動産バブルが崩壊し景気が深刻な落ち込みに至る状況は回避されるでしょう。



Q 6 . 新興国経済のリスク要因は何でしょうか？

- 中国に限らず他の新興国も中間層の台頭と社会資本整備を起爆剤に中長期的な高成長期にあることは確かです。しかし、2011年はインフレ懸念をきっかけに金融引締めを行ったほか、欧州危機をきっかけに資本が流出し、信用収縮や為替相場の下落に直面し成長率が鈍化しました（次頁図表6）。
- 先行き、米景気の回復が続き欧州でも最悪の事態が回避されれば、新興国でも経済の循環的な調整は軽微にとどまり、再び高成長軌道に回帰することが期待されます。
- 最大の懸念材料は先進国の金融情勢です。新興国では先進国からの企業進出や先進国向け輸出が成長のけん引役であったため、これまではグローバル化の進展が経済成長の追い風となっていました。しかし、グローバル化が一段と進展し、先進国との結びつきが深化した結果、人口増加など新興国独自の要因を背景に先進国経済とデカップリングして経済成長を持続することは困難なことが分かりました。新興国経済といえども、欧米の金融市場動向の影響を強く受けるリスクが残ることに注意が必要です。
- 新興国の中でも、成長パターンによって影響度合いは異なります。資本流入を媒介に先進国との結びつきが強い国ほど金融市場混乱の影響を受けます。特に金融システムの安定度合いは、2012年の新興国経済に明暗を分ける要因になるでしょう。欧州の危機をきっかけにハンガリーがIMFに支援を要請するなど、欧州からの銀行融資への依存度が高い中東欧の経済の低迷が深刻になっているのはこのためです。ブラジルやインドでは、外資流入により国内の家計や不動産企業が負債を増大させる動きが顕著であったため、資本流出が経済成長を抑制しましたが、負債増加が目立たなかったインドネシアでは底堅い経済成長が続いています。

(年初 = 100) 図表 6 . 新興国通貨の対ドル相場



(出所) 各国統計

お問い合わせ先 調査部 細尾 忠生
 E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。