

米国と新興国の成長乖離がもたらすリスク

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

米国経済が相応に堅調に推移しているゆえに生じた債券購入措置(QE3)の早期減額観測と、中国経済の減速長期化は、金融と経済の双方において世界経済に新たなリスクをもたらしている。前者は米国金利の上昇を通じて、経常赤字の新興国を中心に、通貨安とこれによる輸入インフレ圧力を高める。後者は資源価格の低下を通じて、資源輸出国の景気へのマイナス要因となり得る。かかる影響で新興国のうち、その双方に該当するインドネシアやブラジルなどは、特に厳しい状況に置かれるだろう。

新興国経済の減速によって世界経済の牽引役が米国に限られつつある外需環境は、輸出と生産が回復し始めた日本にとっても懸念材料である。特に、中国向けの輸出依存度が高い化学・一般機械の生産回復の障害となるだけでなく、急激な米国金利上昇は市況回復が著しい不動産部門のセンチメントを悪化させる要因にもなる。こうした各国間とセクター間のパフォーマンス格差が新たな悪循環を生む恐れがないか注意してみていく必要があるだろう。

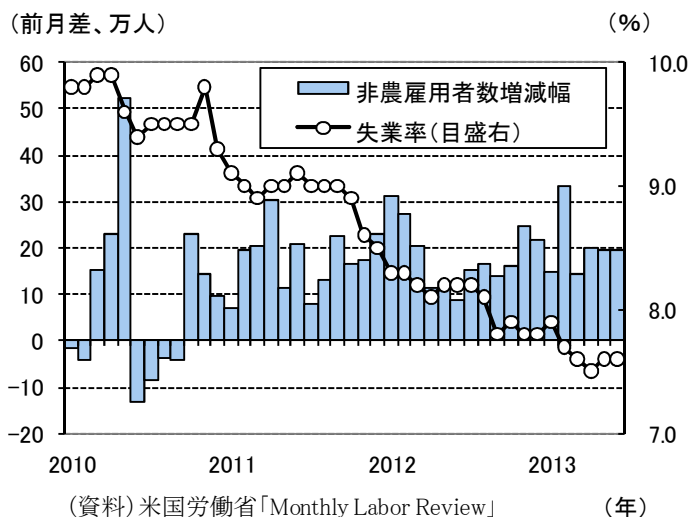
1. 海外経済・金融情勢

(1) 米国 ～ 堅調に推移しているゆえの長期金利の上昇

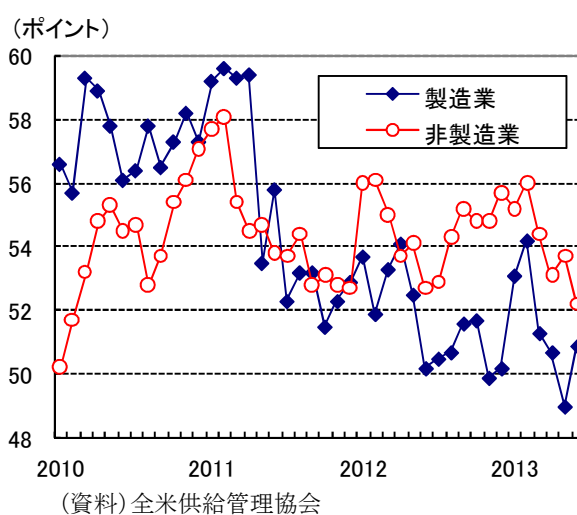
米国経済は依然として堅調に推移している。2013年6月の失業率は7.6%と前月から変化なかったが、非農民間雇用者数は前月差19.5万人増と順調なペースで回復を続けている(図表1)。

6月の雇用者増加分を、製造業・建設業中心とする財生産部門とサービス部門に分けると、前者は前月差0.8万人増であるのに対して、後者は+19.4万人と、専らサービス部門が牽引する姿となっている。財生産部門の雇用が伸び悩んでいるのは、米国製造業ISM指数が50近辺まで低

図表1 米国雇用情勢の推移



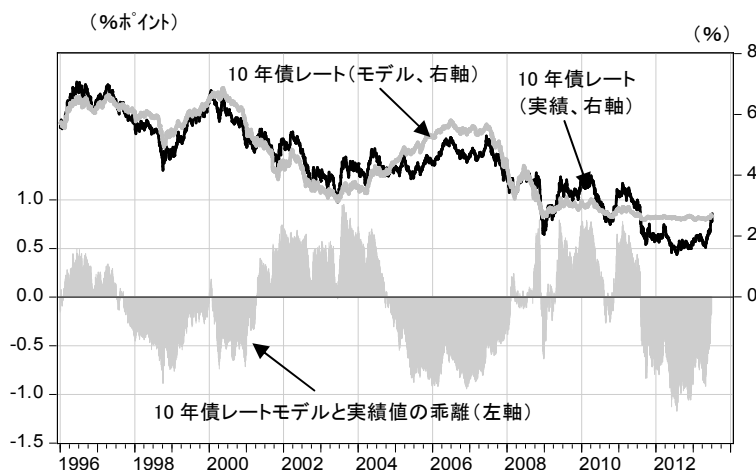
図表2 米国ISM指数の推移



下していることが示唆するように、生産活動がこれまで減速気味であることの反映である一方、製造業部門の雇用が伸び始めれば労働市場全体が更に改善していく余地を残している(前頁図表2)。7月半ばの新規失業保険申請件数が33.4万件、4週平均でも34.6万件と改善傾向にあり、住宅投資や自動車生産の拡大が徐々に製造業にも波及するなか、財政支出削減の影響が今後は低減することを踏まえると、雇用情勢をはじめとする米国経済の回復基調は、年後半も続くと思われる。

かかる先行きの堅調さゆえに、米国連邦準備理事会(FRB)による債券購入措置(QE3)の規模縮小観測が強まったことで、米10年債レートは2%割れの水準から7月下旬時点で2.5%前後の水準にまで上昇した。ただし、2.5%前後という長期金利の水準は、現在の米国期待インフレ率や成長ペースなどから見て適正な水準にある(図表3)。従って、今後は年後半の成長ペースと雇用環境の改善につれて緩やかに上昇していくと見るのが妥当だろう。

図表3 米国長期金利の実績値と推計値



(資料)フィラデルフィア連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(注)10年債レートモデル=2.43 + 0.64(2年債レート) + 0.06(リアルタイム景気インデックス)

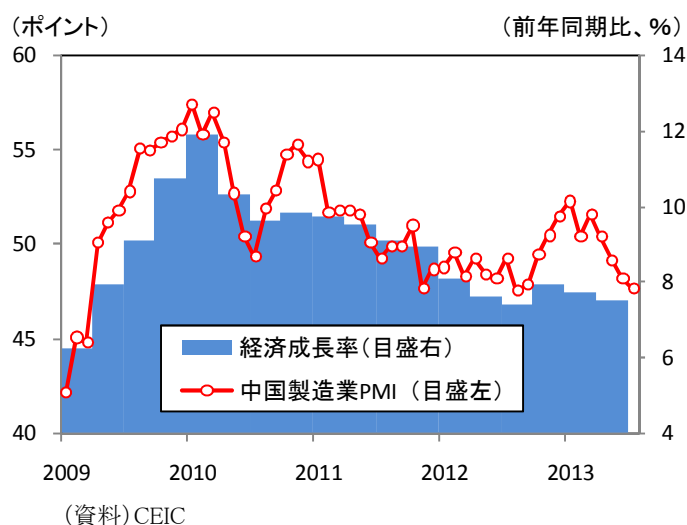
リアルタイム景気インデックスは、フィラデルフィア連銀公表の
Aruoba-Diebold-Scotti Business Condition Index を用いた。

こうした米国経済の堅調さは世界経済にはプラスではある一方、長く続いた米国金融緩和を解除する地ならしとこれによる米国の長期金利上昇は、新興国で更なる通貨安をもたらす可能性を高める。とりわけ、以下で見ていくように中国経済の減速長期化との組み合わせによって特定の新興国には経済金融両面に新たなリスクをもたらしている。

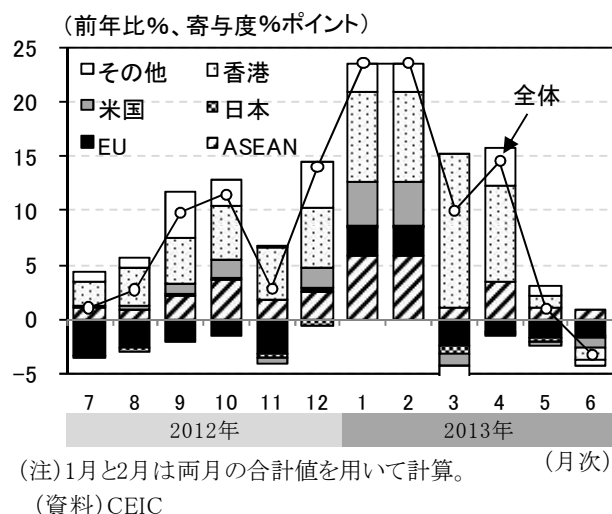
(2) アジア新興国 ～ 一部国で米国金利上昇の影響拡大

米国が堅調に推移する一方、中国の景気は依然として弱い動きを続けている。2013年4-6月期の経済成長率は前年比+7.5%と1-3月期の同+7.7%から低下し、製造業PMI指数(HSBC)は7月に47.7と3カ月連続で50を下回った。更に、6月の輸出は前年比▲3.1%と、春節による影響で前年比マイナスになった月を除けば、約3年半ぶりのマイナスに陥った(次頁図表4, 5)。

図表4 中国経済成長率と製造業 PMI

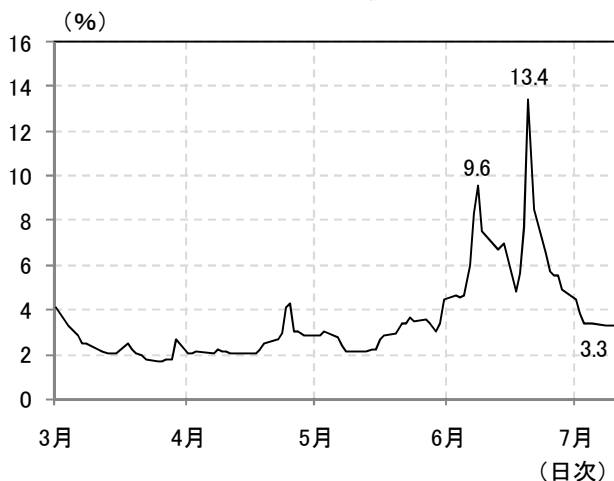


図表5 中国からの輸出金額伸び率



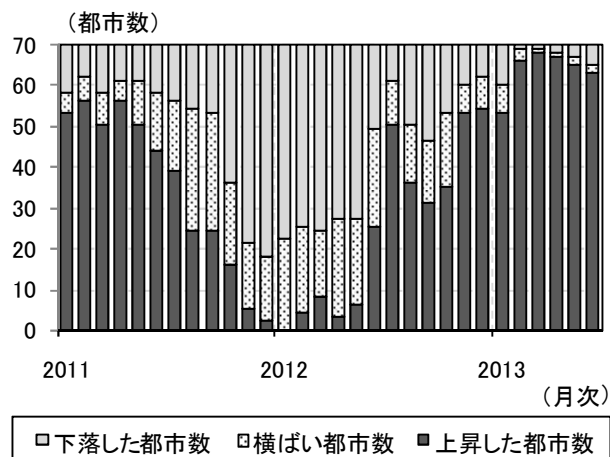
一時急上昇した中国インターバンク市場金利(SHIBOR)は、7月に入り3%台にまで低下し、当局による意図的な引き締めとの見方は否定される状況となっているが(図表6)、住宅価格高騰が収まらず金融緩和の余地がないのは、中国景気の減速期間長期化、或いは更なる景気下振れにつながる材料と言える(図表7)。

図表6 中国インターバンク市場金利 (SHIBOR 翌日物)



(資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表7 中国主要70都市の住宅価格変動

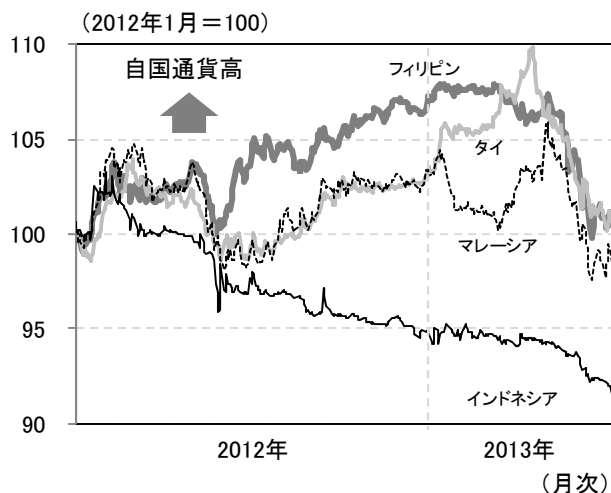


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

中国以外のアジア新興国について、米国での債券購入措置(QE3)の縮小観測の強まりによるASEAN各国の通貨安は、7月以降タイ・マレーシア・フィリピンでは一旦歯止めがかかっているが、経常赤字のインドネシアではなお通貨の下落が続いている(次頁図表8)。同国6月の外貨準備高は前月比6.7%減少した他、輸入インフレ圧力緩和のために2カ月連続で計75bpの利上げを余儀なくされるなど、米国金利上昇に歯止めがかかる中でも、インドネシアへの影響はなお拡大していると言える。更に、中国景気の減速が今なお続いていることは、資源価格下落を通じて同国景気への下押し圧力となる。このようにインドネシアは経常赤字であるためQE3の規模縮小が更なる通貨安とインフレを招き、同時に資源輸出国であるが故に資源価格下落からも打撃を受けるという

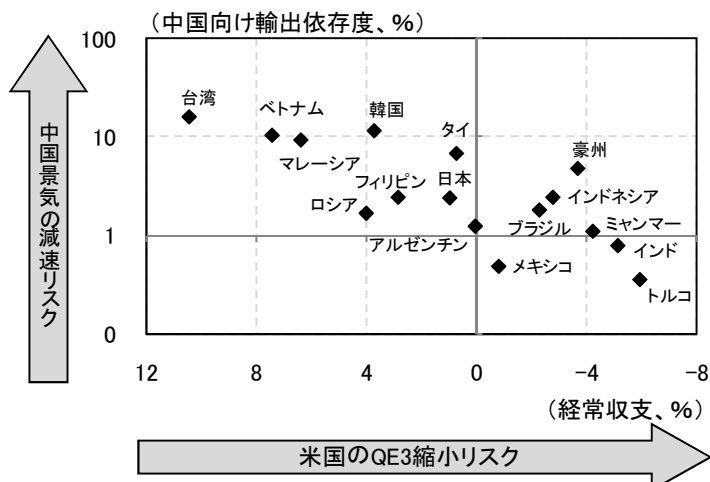
「二重苦」の状態にある。その他の国でも、中国向け輸出への依存度が高い台湾・マレーシア・韓国は、貿易ルート通じて中国景気減速の悪影響が及ぶと見られるが、中でもインドネシアはひときわ厳しい状態に置かれている(図表9)。

図表8 ASEAN4の通貨レート



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表9 各国経常収支と対中輸出依存度

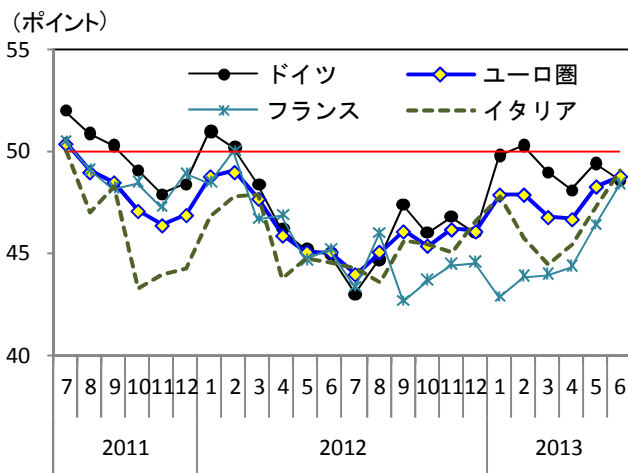


(資料) IMF、UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

(3) 欧州 ～ 域外からの間接的な悪影響波及にも要注意

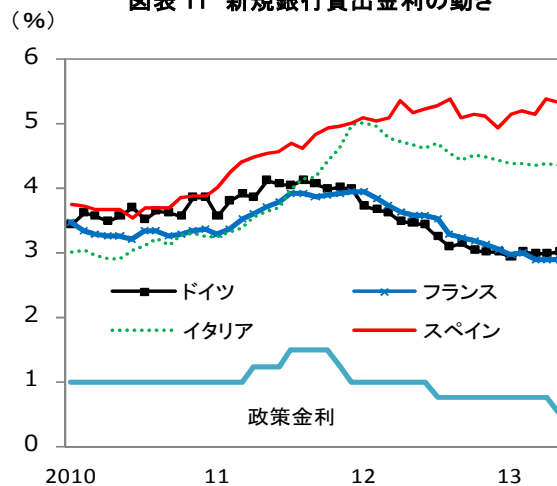
新興国経済の減速は、間接的に欧州金融環境にも影響を及ぼしていく可能性がある。ユーロ圏の実体経済は、製造業 PMI 指数が数か月前よりは上昇するなど底打ちの兆しも見えているものの、水準そのものは依然として 50 を下回っている(図表 10)。加えて、ドイツを除いて失業率の上昇が続くなど、厳しい状態が続いている。こうした状況を受けて、欧州中央銀行(ECB)は7月の理事会後の声明文に「長期間(extended period of time)」にわたり現行水準もしくはそれを下回る水準に据え置くという文言を追加し、時間軸効果により長期金利の上昇を抑制する方針を明確にした。しかしながら、スペインなど周縁国の新規貸出金利は上昇しているため、金融緩和のみで景気押し上げ効果に期待できる状況ではない(図表 11)。

図表10 ユーロ圏製造業 PMI 指数の推移



(資料) Bloomberg

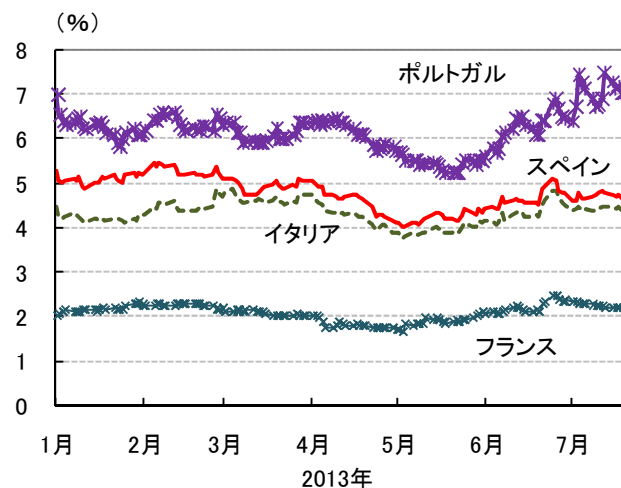
図表11 新規銀行貸出金利の動き



(資料) ECB

加えて、ポルトガルでは、緊縮財政に反対して財務相と外相が相次いで辞任、政権が不安定になるとの懸念から国債利回りは一時8%を超え、格付け会社であるS&P社がイタリアのソブリン格付をBBB+からBBBに引き下げるなど、金融市場が再び緊張化する「芽」は小さいながらも新たに発生している(図表12)。

図表12 国債利回りの推移



(資料) Bloomberg

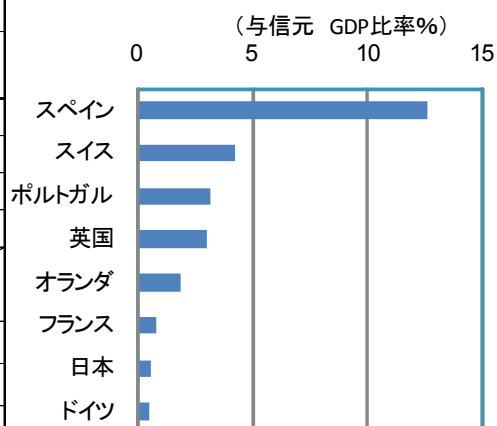
もともと、ポルトガルに対してはスペインが、イタリアに対してはフランスを筆頭に複数国がGDP比で見て多額の与信を行っているなど、一部国の経済・金融情勢悪化が、中核国を含む域内他国に波及する構造は変わっていない(図表13)。こうしたなかで、例えばブラジル経済の悪化は南欧諸国にも波及する可能性がある。前節で見たインドネシアと同様に、ブラジルは経常赤字かつ資源輸出国であるために、通貨安とインフレ、資源価格下落の双方に苛まれる「二重苦」の状態にある。この国に対してはスペインがGDPの13%に及ぶ与信を行っており、同国の金融セクターがブラジルのリスクに脆いことが示唆される(図表14)。

図表13 ユーロ圏各国間の国際与信残高

与信残高 (百万US\$)		与信先				
(与信元国GDP比率、%)		ギリシャ向け	アイルランド向け	イタリア向け	ポルトガル向け	スペイン向け
与信元	イタリア	902	10,207		1,725	22,977
		(0.0)	(0.5)		(0.1)	(1.1)
	ポルトガル	7,400	3,978	2,839		22,674
		(3.5)	(1.9)	(1.3)		(10.7)
	スペイン	779	6,047	27,740	71,567	
		(0.1)	(0.4)	(2.1)	(5.3)	
	オランダ	2,343	12,726	33,068	4,500	53,686
		(0.3)	(1.6)	(4.3)	(0.6)	(6.9)
	ドイツ	5,293	81,581	129,200	21,670	120,717
		(0.2)	(2.4)	(3.8)	(0.6)	(3.5)
	フランス	2,801	37,207	340,621	16,932	105,068
		(0.1)	(1.4)	(13.1)	(0.6)	(4.0)

(資料) BIS、IMF

図表14 ブラジル向けの国際与信比率

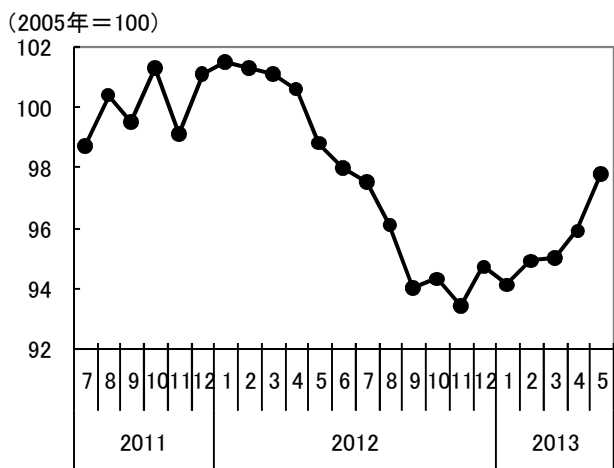


(資料) BIS、IMF

2. 国内景気の現状 ～ 輸出と生産の回復が続くが、製造業部門の投資はなお弱い

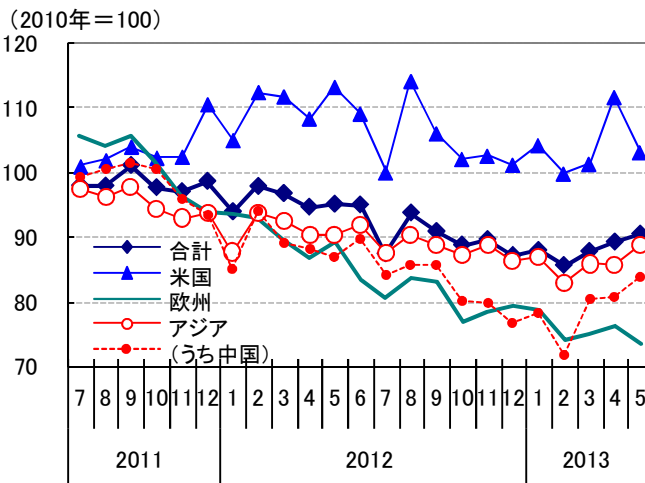
米国と並んで国内景気は、緩やかな回復基調が定着しつつある。景気判断に強い影響を与える鉱工業生産に加えて、輸出も2012年末から2013年初めにかけての時期に底を打ち、回復し続けているのが最大の根拠である(図表15)。既に見たように、日本との貿易パイプが太い米中の製造業部門の活動が鈍化する中で日本の生産が増加しているのは、日本の製造業付加価値生産の約16%と高いシェアを持つ自動車¹が昨年秋以降の米国景気回復と円安の恩恵を受けて高い伸びになっていることが最大の要因である。また、中国の景気減速が続く中で同国向け輸出が底を打ったのは、日中関係悪化の影響が剥落しているためと思われる(図表16)。

図表15 鉱工業生産指数の推移



(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

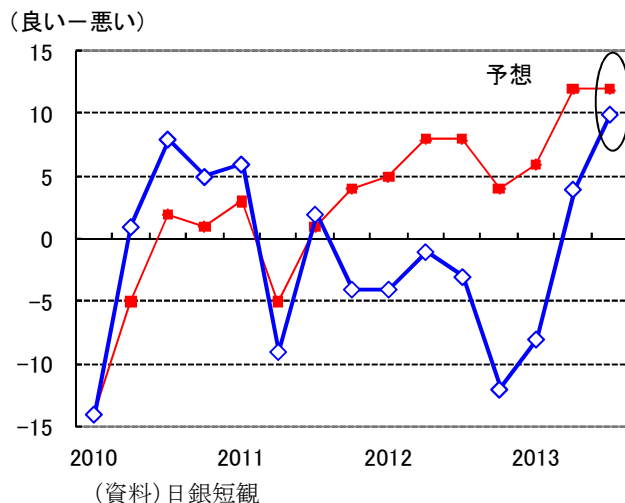
図表16 地域別輸出数量指数(季節調整値)



(資料)財務省「貿易統計」

日銀短観でも、大企業製造業の業況判断DIが前回の▲8から今回+4とプラスに転じ、2013年度経常利益は前年比+14.6%と二桁増益の計画で、3か月前時点の計画値から+17.9%の上方修正となるなど、製造業の業績は回復が明確になった。この改善幅は、非製造業と比べても明らかに大きい(図表17、18)。

図表17 日銀短観の業況判断DI(大企業)



(資料)日銀短観

図表18 日銀短観の経常利益計画(大企業)

	経常利益		売上高 経常利益率	
	2013年度 計画前年比 (%)	前回計画比 修正率(%)	2013年度 計画 (%)	前回計画比 修正幅
全産業	8.4	+9.0	4.37	+0.29
製造業	14.6	+17.9	5.11	+0.69
非製造業	3.7	+2.6	3.90	+0.04

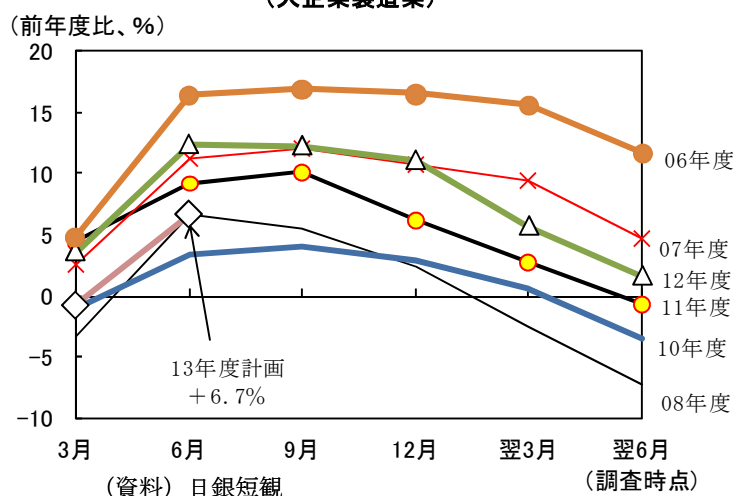
(資料)日銀短観(2013年6月)

¹ 鉱工業生産指数(2010年基準)における船舶・航空機等除く輸送用機械の付加価値ウェイト

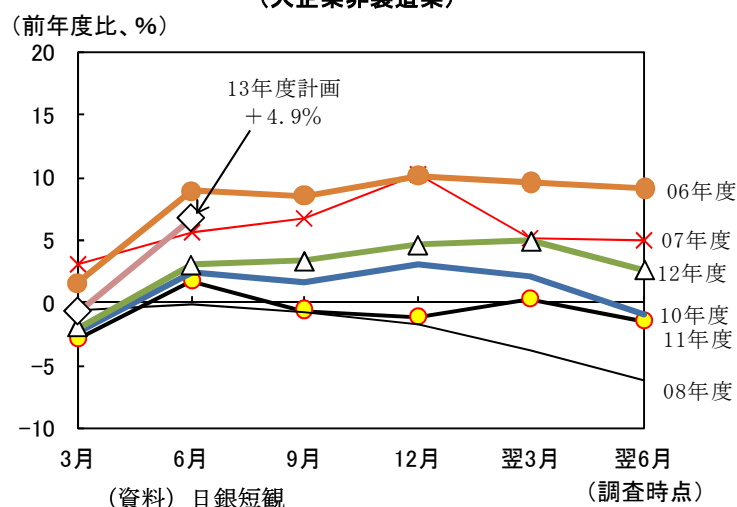
しかし製造業部門が設備投資に慎重な姿勢を崩していないのはこれまで公表されている統計と共通しており、2013年度設備投資は前年比+6.7%とプラスではあるが例年の計画修正パターンと比べても強い数字ではない(図表 19)。米国の景気が堅調に推移する一方で、中国の景気減速が従来想定よりも長期化しているために、中国向けの輸出依存度が高い化学や一般機械などの部門では生産増加の持続性に不安が残ることや、最近の為替レート不安定な動きが、国内製造業の設備投資を慎重にさせる要因になっていると考えられる。

対照的に、非製造業は同+4.9%と過去数年と比べてもかなり強い計画であり、数値上は非製造業が設備投資全体を牽引するという姿になっている(図表 20)。過去数回の景気回復局面で見られたように、輸出回復の恩恵を受けた製造業部門から、タイムラグを経て非製造業に波及していくのが日本における景気回復期の展開的な動きであることを踏まえると、非製造業の投資行動が先行する今回の局面は、過去と様相を異にしていると言える。

図表 19 日銀短観の設備投資計画
(大企業製造業)



図表 20 日銀短観の設備投資計画
(大企業非製造業)



非製造業の設備投資伸び率をさらに細かく分けてその内訳を見ると、全体に対する寄与度が特に大きいのが不動産・卸売・小売・運輸郵便となっている(図表 21)。これら業種のうち、卸売と運輸については、その業績変動と鉱工業生産との相関が比較的強い²、前掲図表 15 に示し

図表 21 非製造業の2013年度設備投資計画内訳

	前年比伸び率 (%)	寄与度 (%ポイント)
全産業	5.5	
製造業	6.7	2.3
非製造業	4.9	3.2
建設	6.1	0.1
不動産	23.2	1.1
物品賃貸	▲29.0	▲1.3
卸売	25.6	0.8
小売	13.5	0.8
運輸・郵便	7.9	0.9
通信	0.0	0.0
情報サービス	2.3	0.0
その他情報通信	21.8	0.4
電気・ガス	3.9	0.4
対事業所サービス	▲18.2	▲0.1
対個人サービス	▲13.2	▲0.1
宿泊・飲食サービス	▲5.9	0.0

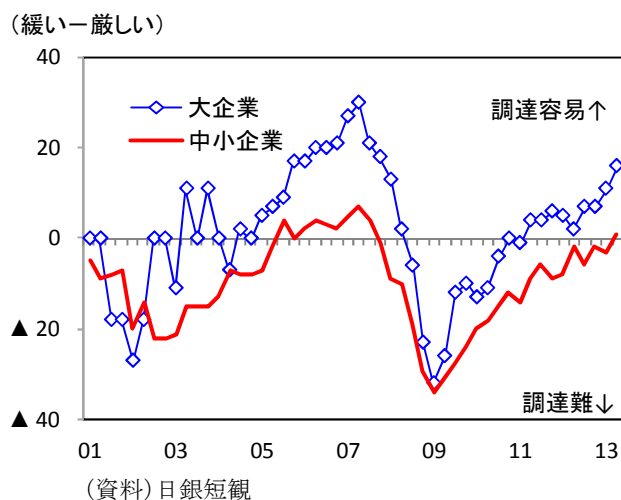
(資料) 日銀短観

² 当社調査月報 2013年1月号「国内景気変動が非製造業に及ぼす影響」における分析結果。

たような生産の回復局面入りを受けて投資を増やした可能性が高い。但し、中国景気の減速した状態が長引き、その他のアジア新興国では経常赤字国中心に経済情勢が厳しくなりつつあることを踏まえると、この先輸出が伸び悩んだ場合、鉱工業生産が頭打ちになることを通じて、これら業種の設備投資の下振れ要因となり得る。

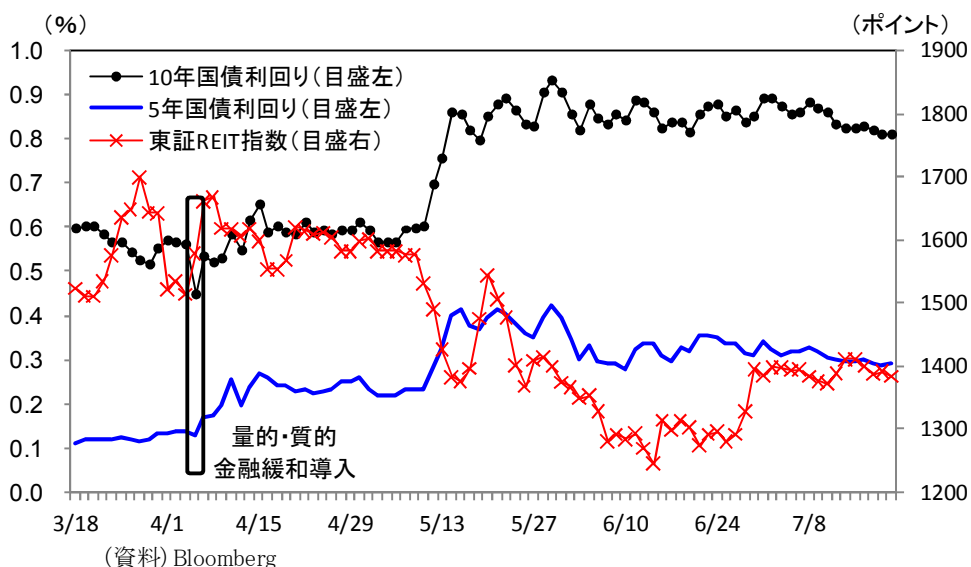
不動産の設備投資が高い伸び率になっている要因は、いわゆる「アベノミクス」効果であろう。日銀短観における不動産の銀行貸出態度判断DI(緩いー厳しい)は、大企業で+16とかなり上昇し、中小企業でも+1と2007年9月調査以来のプラスとなった(図表22)。不動産企業の資金調達が企業規模を問わず容易になってきたことを示すもので、日銀の量的・質的金融緩和や貸出支援制度など、銀行貸出を押し上げる複数の要因が国内不動産部門への資金流入を促進しており、不動産における設備投資大幅増の要因の一つになっている可能性が指摘できる。

図表22 不動産の銀行貸出態度判断DI



しかしこの業種の勢いも、長期金利の動向に影響を受けやすい点には注意が必要だろう。6月下旬以降の長期金利は、若干の振れを残しながらも0.8%台のレンジ内に収まるようになっており、この点では安定しつつあると言えるが、国債の流動性が回復したわけではないため、6月以降は前年比プラスに転じることが確実な消費者物価上昇率の動きに、米国長期金利が急激に上昇した場合には、国内長期金利が再び上昇することで、不動産部門のセンチメントに悪影響が及ぶ可能性は念頭に置くべきだろう(図表23)。

図表23 国内長期金利と東証REIT指数の推移(2013年)



以上総括すると、米国景気が堅調な推移を保つことは世界経済にはプラスである一方で、QE3の規模縮小観測による長期金利上昇と中国景気減速の長期化という組み合わせは、金融と経済双方において世界経済に新たなリスクをもたらしている。前者は、経常赤字の新興国を中心として通貨下落を通じた輸入インフレ圧力を強め、後者は資源価格下振れを通じて資源輸出国の景気の足を引っ張る。経常赤字であり資源輸出国でもあるインドネシアやブラジルは、他国と比べても厳しい状況に置かれると見られる。

アジア景気が減速に向かい、牽引役が米国に限られつつある現状は、輸出と生産の回復基調がようやく安定し始めた日本にとっても懸念材料である。部門別に見ると、米国向けの輸出依存度が高く円安の影響を受けやすい自動車製造業は大きなメリットが期待できる一方、中国向け輸出に支えられてきた化学・一般機械においては生産回復の持続性に不安が残る。また、米国金利上昇は、現在市況回復が著しい国内不動産部門のセンチメントを悪化させる要因にもなり得る。

このように、米国経済が堅調ゆえの米国金利上昇と、中国を中心とした新興国経済の減速という現状は、それぞれの国・セクターに異なった影響を及ぼす。これによる各国間とセクター間のパフォーマンス格差が新たな悪循環を生む恐れがないか、注意してみていく必要があるだろう。

図表 24 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			4-6	7-9	10-12	
実質経済成長率	日本	前期比年率 %	+ 5.3	+ 2.5	+ 2.6	公共投資と消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高い成長率続くが、製造業の設備投資増加は年度後半から
	米国		+ 1.9	+ 2.3	+ 2.6	企業の設備投資回復が明確になる秋以降、成長率は2%台後半に
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.5	+ 0.6	景気底打ちのきっかけは外需回復以外になく、マイナス成長脱するまでにお時間要する
	中国	前年同期比 %	(実績) +7.5	+ 7.3	+ 7.4	2013年の経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のままで推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	(実績) 0.45～0.93	0.70～0.95	0.80～1.10	年後半は米国長期金利とともに若干上昇するが、日銀の施策に対する不確実性から振れの大きい展開
	米国 10年債利回り		(実績) 1.63～2.61	2.40～2.80	2.60～2.90	しばらく上昇ペース緩慢、製造業部門が減速した状態を脱する秋以降に3%が視野に
	円ドル レート	円/ドル	(実績) 93.0～ 103.2	97.0～ 104.0	98.0～ 105.0	年後半の米国成長加速を背景に円安トレンド
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	(実績) 1.28～1.34	1.25～1.32	1.23～1.30	振れの大きい展開ながら、年後半からの米国成長加速によりトレンドはドル高

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫: Kimura_Toshio@smtb.jp
 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
 黨 貞明: To_Sadaaki@smtb.jp
 鹿庭 雄介: Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。