2012.6　No.2

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

経済の動き

2012･2013 年度の内外経済見通し～なお時間を要する国内景気の安定回復～・・・・1
ドイツ経済の頑健性とリスク・・・14
欧州不安再燃と米国経済・・20
アジア不均衡拡大の現状・・27

2012･2013 年度の内外経済見通し

～なお時間を要する国内景気の安定回復～

＜要旨＞

2012 年に入ってから一旦小康状態に入った欧州債務問題は、再び緊張化の局面を迎えている。この問題の根本的な解決が周縁国の財政赤字体質の改善である以上、完全な収束までにはかなりの時間を要することは避けられない。この先も、小康状態と緊張化の局面を繰り返していく可能性が高く、欧州経済は全体として振るわない状態が続くだろう。

国内においては、公共投資と耐久財消費を中心に政策効果が景気を押し上げ始め、2012 年 1-3 月期の経済成長率は前期比年率＋4.1%と非常に高くなった。しかし政策効果の持続性は弱く、国内景気が安定した回復期に入るためには新興国経済が減速期を脱し、我が国の輸出と生産の増加基調定着が必要である。今年度後半にはその局面に入るというのが基本的な見方だが、このシナリオは欧州債務問題による経済への悪影響が欧州域内に留められることを前提としており、債務問題の帰趨次第では大幅に下振れする懸念が残る。

日銀による利上げは今回の予測期間である 2013 年度以降と見込む。それ故に長期金利も低水準が続くと見られるが、欧州中心に財政赤字に対する市場の目が益々厳しくなる中、我が国の財政に対する懸念が金融市場に悪影響を与えるリスクは無視できない。

1. 再び緊張化局面を迎える欧州債務問題

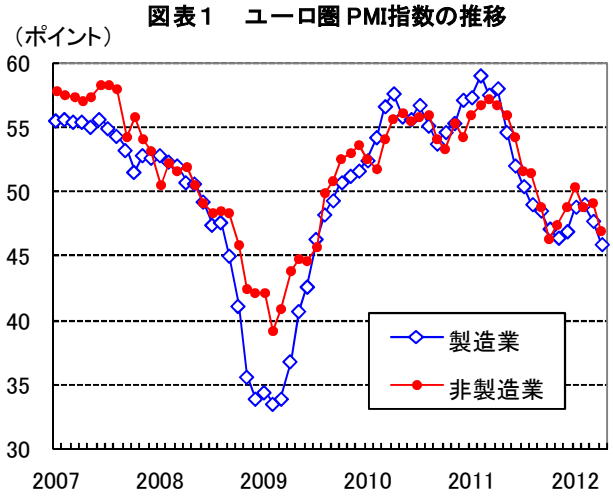
2012 年に入ってから3月まで小康状態を保っていた欧州債務問題が、再び緊張化の局面に転じている。小康状態に入ったのは、欧州中央銀行（ECB）による3年物の長期資金供給オペ（LTRO）が、2回にわたって合計1兆ユーロもの規模で供給されたために欧州銀行の資金繰りに対する懸念が後退したことが最大の要因である。そして周縁国を中心とする民間銀行が3年物 LTRO で供給された資金を国債購入に充てたため、周縁国の国債市場も落ち着きを取り戻した。他にも、3月に 145 億ユーロの国債償還を控えたギリシャにデフォルトの懸念が生じた時期もあったが、ギリシャ国債を保有する投資家の殆ど全てに対して額面で半分以上の減免を受け入れさせることに成功し、EU などから 1,300 億ユーロに及ぶ規模の第二次金融支援を受けたことで、3 月の国債大量償還を乗り切った。こうした努力によって、3 月末までは国際金融市場の不安が沈静化し、日本を含む多くの国の株価が上昇した。

しかし 4 月になると、金融システムが不安定なスペインの財政再建進捗に対する懸念が高まったことや、5 月のフランス大統領選挙で政権交代が起こり、債務問題への取組が大きく後退するのではないかという見方が強まったことで、欧州債務問題が再燃し始めた。決定的な要因となったのがギリシャの総選挙で、EU などからの支援継続の条件である財政再建を唱える連立与党政権が大幅に議席を減らしたことで、ギリシャが財政再建を拒否し、支援を打ち切られてデフォルトに陥るのではないかという不安が急激に高まった。

4月以降の不安の高まりは、ECB による3年物 LTRO が一時的な時間稼ぎに過ぎなかったことを明らかにするものであったと言える。民間銀行への超長期かつ大量の資金供給は確かに銀行の資金繰りを改善させデフォルトの連鎖に対する不安を抑えたが、この問題の根本的な解決である、国においては財政赤字体質改善と国際金融市場の信認回復、民間銀行においては自己資本比率向上など経営基盤安定に直接寄与するものではなかったということである。根本的な解決に至るにはかなりの時間がかかることは避けられず、この先も緊張化の局面と小康状態入りの局面を繰り返す可能性が高い。

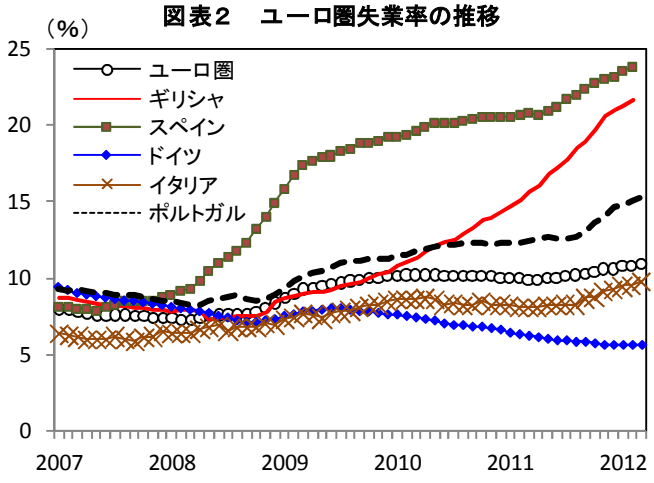
この問題の解決までの期間が長引くことは、現時点で厳しさを増しているユーロ圏の実体経済に及ぶ悪影響も長期間残ることを意味する。PMI 指数は 2011 年半ば頃から大幅に下落した後、2012 年初めには一旦 50 近くまで上昇したが、足許では製造業･非製造業とも再び下落している（図表1）。また失業率はユーロ圏全体で 10.9%と上昇傾向にある（図表2）。

図表１　ユーロ圏 PMI指数の推移



（資料）Bloomberg

図表２　ユーロ圏失業率の推移



（資料）Eurostat

失業率の動きを国別に見ると、低下基調にあるドイツと急上昇している GIIPS 諸国間の方向性の違い、すなわち国家間の格差が益々鮮明になっている。ドイツは欧州債務問題に起因する国際金融市場の緊張が高まった時に起きるユーロ安で輸出が押し上げられるだけでなく、安全資産であるドイツ国債に資金が集中するために金利も低下するという二重のメリットを受ける。反面、周縁国では財政緊縮へのプレッシャーが強まり、国内金融システムも不安定さを増すため、一層厳しい状況

に置かれることは避けられないだけでなく、景気悪化に伴う税収減が債務問題の解決を更に難しくするという悪循環に陥る恐れもあることから、このギャップは今後も拡大し続けるだろう。2013 年までのユーロ圏景気は、国家間の経済パフォーマンス格差拡大という「ひずみ」を抱えながら、全体としては振るわない状況が続くと見る。

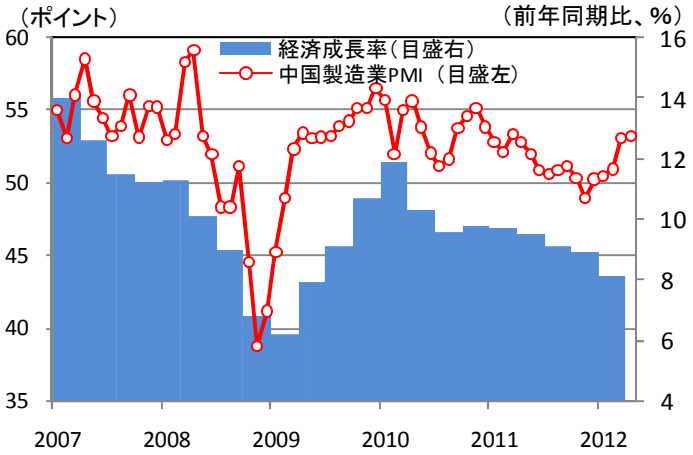
今回の見通しにおける欧州債務問題の帰趨については、ギリシャのユーロ離脱やそれに伴う大規模なデフォルトの連鎖といった極端な事態は回避されることを想定している。これは、市場の圧力に押される形で周縁国救済の枠組みが徐々に整備されることなどで問題解決に向かって漸進し、欧州債務問題が内外の実体経済に与える悪影響は、短期的な強弱を繰り返しつつ趨勢としては徐々に小さくなっていくことを前提としたシナリオである。

これまでも市場の緊張が高まった時には、その圧力に押される形で政策当局が何らかの対応を打ち出し、その効果で不安が沈静化するということが何度か繰り返されてきた。例えば、2010 年 5 月の ECB による周縁国の国債買入（証券市場プログラム）や欧州金融安定基金（EFSF）の設立、2011 年 7 月に決定された EFSF 融資枠の拡充（2,500 億ユーロから 4,400 億ユーロへ）、そして同年末の ECB による 3 年物 LTRO といった対応は、いずれもその直前に起きた金融市場での急激な緊張の高まりに押されたことがきっかけになっている。現時点でも、ユーロ圏財政統合に向けた一歩となるユーロ共同債の発行など、新たな追加的対策の選択肢は残っている。またフランスの政権交代によって、緊縮一辺倒だった財政スタンスがやや成長重視にシフトし、財政再建と成長確保の両立を図る道筋を見出せる可能性もあることを考慮すると、破たんを避ける余地はまだ残っていると考えて良いだろう。国家間の景気格差を抱え、緊張化と小康状態の波を経る中で、2013 年にはユーロ圏全体でプラス成長を確保できる程度には前進することを、今回の見通しにおける内外経済シナリオの前提としている。

2. アジア新興国･米国の現状と見通し

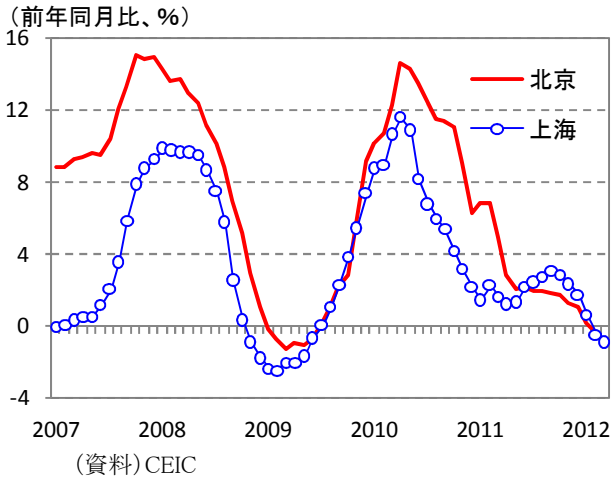
アジア新興国は、全体としてはまだ景気減速期間を脱していないと見ている。中国では、製造業 PMI が直近 2012 年 4 月で 53.3 と、欧州債務問題が最も深刻だった 2011 年末からは上昇しているが、一方で経済成長率は 2012 年 1-3 月期に＋8.1％まで低下するなど強弱混在の状態にある（次頁図表3）。製造業活動が上向き始めていることや、中国には財政･金融面ともに多くの政策発動余地を残しているために急激な景気失速は避けられると見るが、不動産価格下落の影響もあって直ちに回復と言うわけにはいかず、目先しばらく減速期間が続いた後、今年度後半から持ち直しが明らかになっていくと想定している（次頁図表4）。

図表３　中国製造業PMIと経済成長率



（資料）Bloomberg

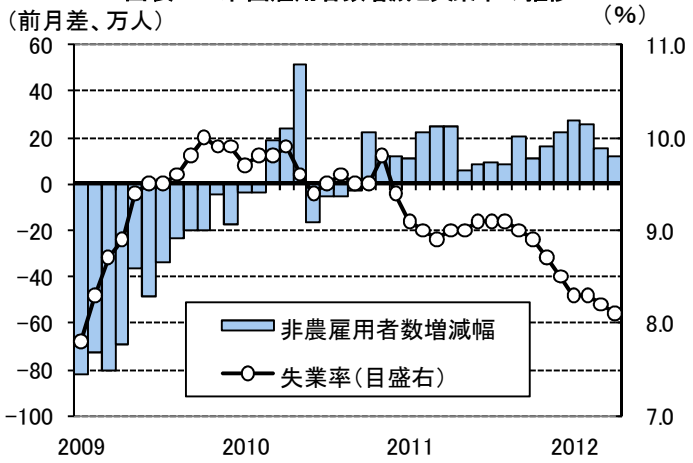
図表４　中国不動産価格上昇率の推移



（資料）CEIC

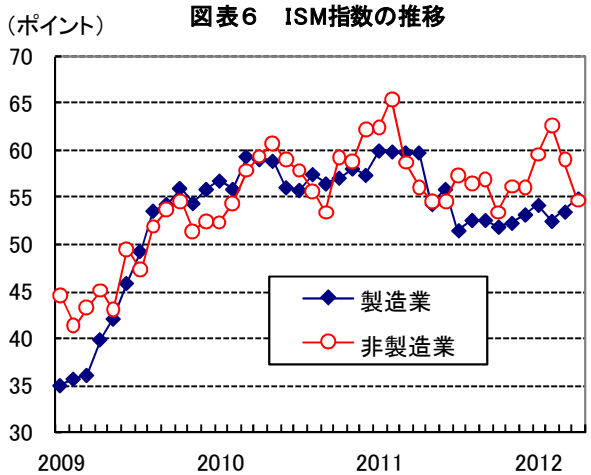
米国の景気は、依然として他の経済圏よりも良好な状態を維持しており、着実に回復に向かっている。直近 2012 年4月の非農民間雇用者数前月差は＋11.5 万人と、一時の同 20 万人前後からは増加幅が縮小したが、失業率は緩やかながらも 8.1%まで低下、企業部門の業績を示す ISM 指数は製造業･非製造業ともに 50 を超えている（図表5、6）。一時よりも回復のペースが弱まったかのような動きも見られるが、企業部門を牽引役として着実に回復し続けていることに変わりはなく、今後も同様の展開が期待できる。新興国景気が減速期間を脱すれば、米国景気もその恩恵を受けて安定度合いを増し、2013 年度まで年率2～3%の成長基調を維持すると見込む。

図表５　米国雇用者数増減と失業率の推移



（資料）米国労働省「Monthly Labor Review」

図表６　ISM指数の推移



（資料）全米供給管理協会

以上 2013 年度までの海外経済見通しをまとめると、ユーロ圏は政府債務問題が緊張化の局面と小康状態を繰り返す中で、全体としては振るわない状態が続く。一方で金融市場が緊張化する局面では市場の圧力に押される形で財務問題国に対する支援体制が徐々に整っていくことなどから、欧州債務問題が実体経済に与える悪影響は概ね欧州域内に留められるようになり、他地域の経済拡大を妨げる度合いは弱まっていく。こうした流れの中、現在景気が減速しているアジア新興国は、既に始まっている金融緩和の効果もあって 2012 年度後半から上向き始め、2013 年まで景気の拡大が続く。米国は当面現在の堅調な状態を維持し続けた後、2012 年度後半からは新興国の高成長にも引っ張られてやや回復ペースを高め、2013 年を迎えるというのが基本的な見方である。

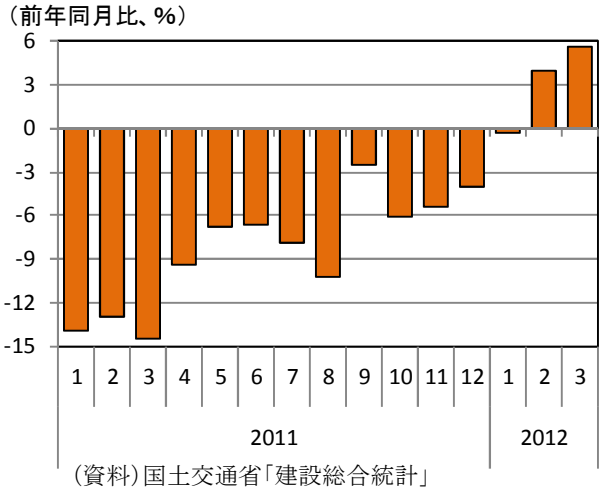
但し、海外景気がこのシナリオから下振れるリスクは依然として大きい。リスク要因の筆頭はやはり欧州債務問題で、上で述べたようなシナリオ通りに事が運ぶかどうかについては、まだ不確実性が残っている。2013 年になっても問題解決に向けた進捗が見られず、現在と同じ程度の緊張をもたらしているようであれば、欧州のみならず世界全体の景気を大きく下振れさせることは避けられない。

最初に迎える関門としては、ギリシャの再選挙が挙げられよう。選挙後に結成される政権の対応次第では、ギリシャが支援を受けられなくなり、ユーロからの離脱を余儀なくされて相当な規模の混乱が起きる恐れがある。また離脱に至らなくても、その可能性がかなり高まったと金融市場が判断した場合には、2011 年末と同様に国際金融市場の緊張が急激に高まることは避けられない。これは欧州実体景気を悪化させるに留まらず、貿易という実体経済のルートと国際金融市場のルート双方を通じて、アジア新興国をはじめとする全世界に伝播していくことになる。この場合、アジア新興国景気が減速期間を脱する時期が後ろ倒しになるだけでなく、その程度によっては景気失速に至る恐れもある。また、中国では不動産価格の下落など、リーマン･ショック後の金融緩和によって起きた急激な信用膨張の反動が景気低迷を長引かせる恐れが残っており、アジア新興国独自のリスク要因も無視できない。欧州の状況に最も強い関心が集まり続けるだろうが、その他の下振れリスクにも注意を払い続ける時期が続くだろう。

3. 国内経済の現状と見通し

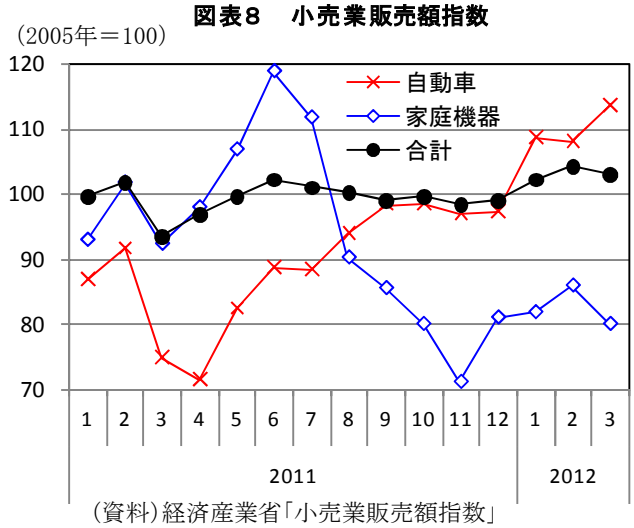
国内指標に目を向けると、公共投資がここにきて漸く明確な伸びを見せ始めた他、エコカー補助金の復活で自動車販売が増加するなど、政策効果が出始めたことがわかる（図表7、8）。

図表7　公共投資の推移



（資料）国土交通省「建設総合統計」

図表8　小売業販売額指数



（資料）経済産業省「小売業販売額指数」

これは 2012 年 1-3 月期の GDP 統計にもはっきりと表れており、個人消費が前期比年率＋4.4%（GDP への寄与度＋2.6%ポイント）、公共投資は同＋23.6%（寄与度＋1.0%ポイント）と双方とも高い伸びになり、GDP を押し上げた。個人消費については、耐久財以外の半耐久財、非耐久財、サ

ービスも全て前期比プラスとなっている。東日本大震災による大幅な落ち込みからの回復が製造業部門よりも遅れて続いていることが大きいと考えられる（図表9、10）。

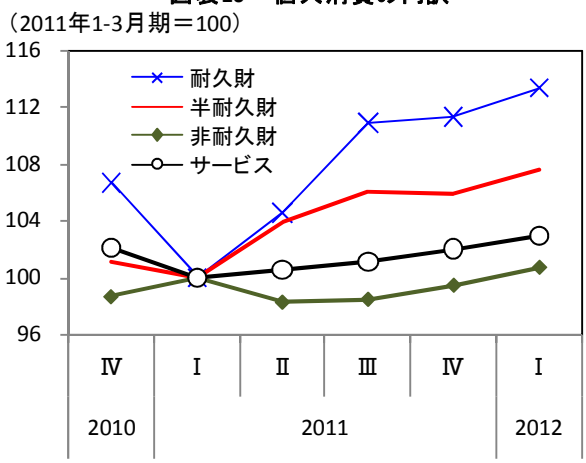
図表９　　実質GDP成長率の内訳

（前期比年率、%）

	2011年 7-9月期	10-12月期	2012年1-3月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	7.6	0.1	4.1	＋ 4.1
個人消費	4.3	2.8	4.4	＋ 2.6
民間住宅	20.5	0.3	▲ 6.1	▲ 0.2
設備投資	▲ 0.8	22.3	▲ 14.8	▲ 2.1
民間在庫（年率兆円）	▲ 2.2	▲ 4.0	▲ 2.1	＋ 1.7
政府支出	1.0	1.6	2.8	＋ 0.6
公共投資	▲ 2.4	▲ 2.1	23.6	＋ 1.0
財･サービス輸出	39.5	▲ 14.1	12.3	＋ 1.8
財･サービス輸入	14.6	3.8	8.0	▲ 1.3

（資料）内閣府「国民経済計算速報」

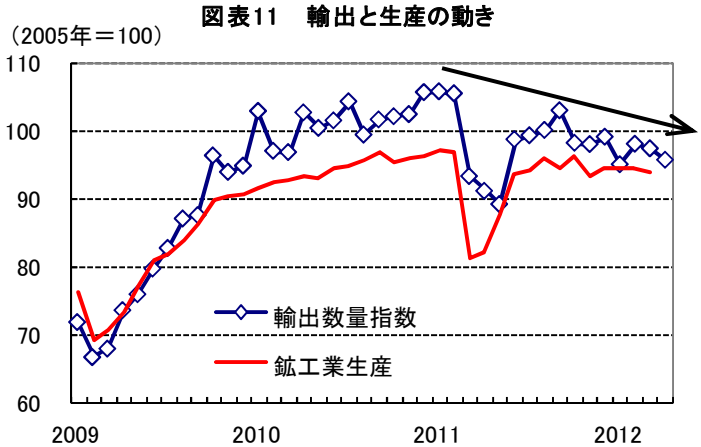
図表10　個人消費の内訳



（資料）内閣府「国民経済計算速報」

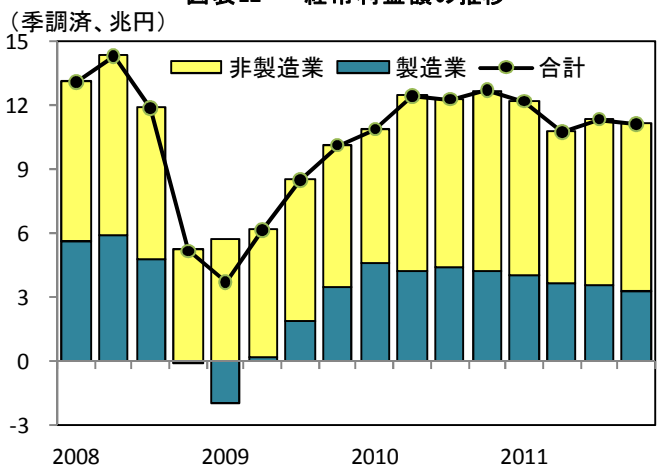
しかしこれで我が国の景気が上向きの局面に入ったと考えるのは時期尚早であろう。そのように見る最大の根拠は、製造業中心とする国内企業部門の収益･投資姿勢がまだ弱いことである。輸出と生産の動きを見ると、足許では横ばいから微減の動きとなっている[1]。タイの洪水で落ち込んだ後生産体制を復旧させたものの、同時にアジア中心とする海外景気減速に直面したために洪水前の水準をなお下回っている。また、東日本大震災前と比べても低い水準に留まっており、結果として2010 年後半をピークとする減少トレンドを脱していない。これは企業収益にも共通しており、2011 年10-12 月期までの経常利益は、震災前の水準をなお下回っている（図表 11、12）。

図表11　輸出と生産の動き



（資料）財務省「貿易統計」、経済産業省「生産出荷在庫統計」を三井住友信託銀行調査部で季節調整

図表12　　経常利益額の推移

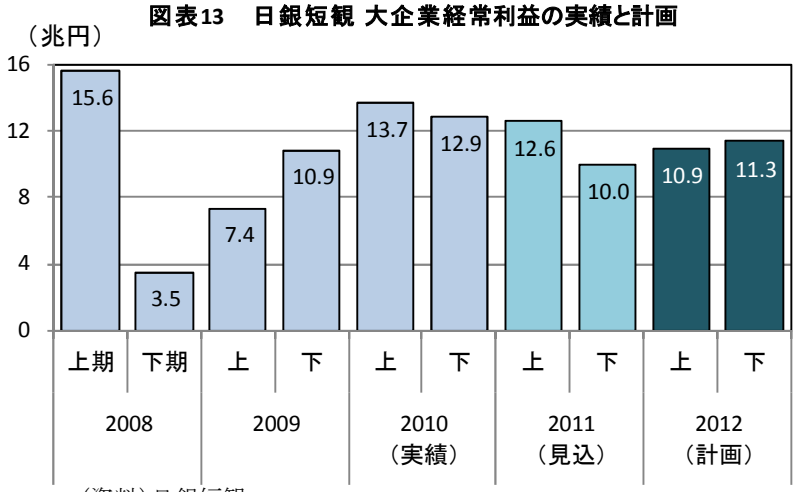


（資料）財務省「法人企業統計季報」

[1]現在公表されている鉱工業生産指数の季節調整値は東日本大震災の影響を特殊要因として考慮しているが、リーマン・ショックによる急激な落ち込みは通常の季節変動とみなして計算されているため、12 月から春頃までの季節調整値が実勢より上振れ、夏場の数値が実勢より下振れるという季節調整の歪みが生じている。このため図表 11 の生産指数は、リーマン・ショックによる急変動も特殊要因として当部で試算したものを用いた。

この先 2012 年度の収益について、日銀短観（大企業）の利益計画を見ると、2011 年度下期の 10 兆円をボトムとして回復していく計画になっているが、2012 年度下期の計画水準 11.3 兆円は東日本大震災が発生した 2010 年度下期の 12.6 兆円を明らかに下回る。海外経済の減速や、発電エネルギーを火力にシフトしたことによる発電コスト増加などもあって、このような弱い収益計画になっていると見られる（図表 13）。

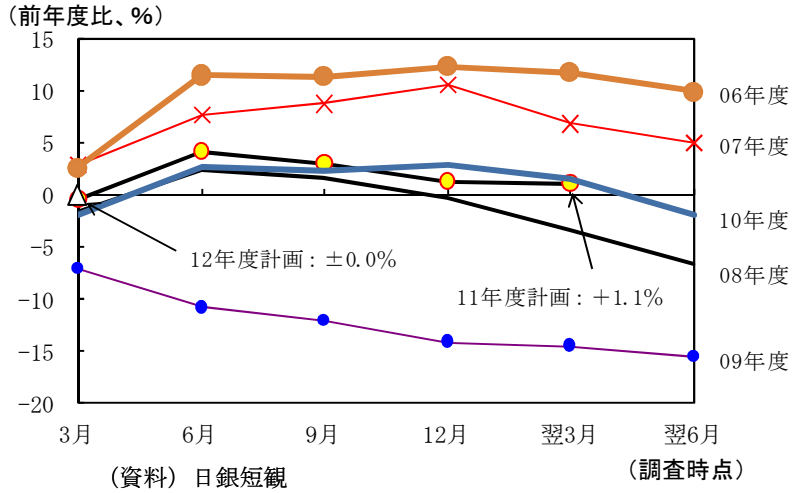
図表13　日銀短観 大企業経常利益の実績と計画



（資料）日銀短観

2012 年度の利益額はあくまで計画であり、最終的な実績がこれを上回る可能性もあるが、現時点で企業が先行きに対して慎重な見方をしていることは間違いない。このような姿勢は、2012 年 1-3 月期の GDP で設備投資が前期比年率▲14.8%と大幅に減ったことにも表れている（前掲図表9）。先行きの設備投資についても、日銀短観の設備投資計画（土地投資含む、大企業）が 2011 年度見込みで＋1.1%、2012 年度で±0.0%と殆ど増えていないことから、当面は低い伸びに留まると見る（図表 14）。政策効果によって業績が上向くセクターもあるのは確かだが、その恩恵を受ける範囲が狭い上に、さほど遠くない時期にその効果が減衰していくのは明らかであるという政策効果の性格上、企業の期待成長率を高め、設備投資を押し上げる力は弱い。安定して増え始めるのは海外景気回復とともに日本からの輸出が伸び始める 2012 年度後半からと見込んでおり、年度平均の伸び率は 2012 年度が＋0.2%にとどまり、2013 年度には＋3.3%まで高まると予想する。

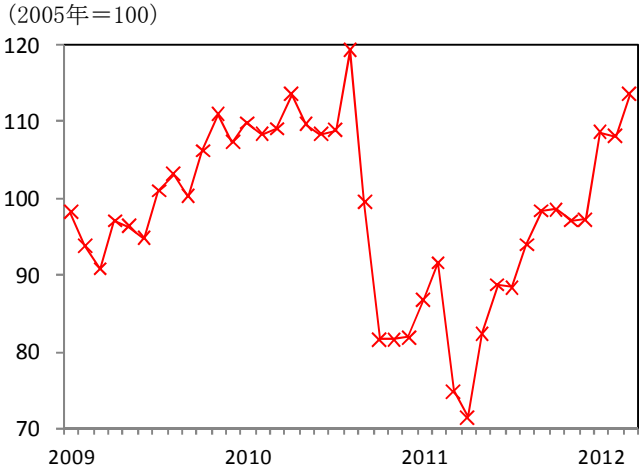
図表14　短観の設備投資計画修正パターン（大企業）



（資料）日銀短観

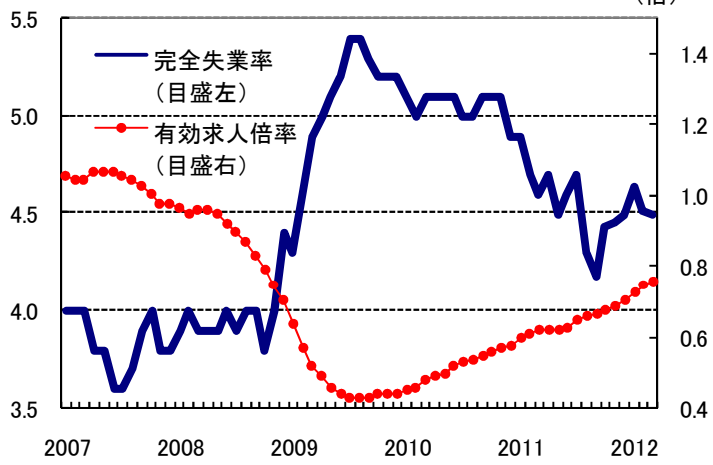
1-3 月期の GDP 成長率を押し上げた個人消費については、増加の持続性は乏しく、この先の伸び率は鈍化、あるいは前期比マイナスに落ち込む四半期もあると予想している。エコカー補助金の効果による自動車販売の増加が 4-6 月期以降の GDP に対しても明確なプラス寄与になるには、更に販売台数が増えていく必要があるが、月次販売台数は既に前回のエコカー補助金期間におけるピーク(マスコミなどで補助金の予算枯渇が喧伝されて、購入希望者が自動車販売店に殺到した 2010 年 8 月)近くまで増えており、今回は2回目のエコカー補助金ということもあって、これ以上継続的に販売台数が増える可能性は低いと見る(図表 15)。耐久財以外の支出が好調な伸びを維持すれば消費全体も伸びを維持できるが、失業率が 4.5%前後で高止まりして家計所得も増えない状況では、消費の牽引力には期待できない(図表 16)。そしてエコカー補助金の支給が終了する時には、前回同様に大幅な反動減が避けられず、消費の足を引っ張ることとなろう。2013 年度以降も、劇的な所得増加が見込めない中、個人消費は政府による消費刺激策の効果顕在化と剥落で振れを伴いつつ、総じて低い伸び率に留まると予想する。年度平均の伸び率は、政策効果によって押し上げられる 2012 年度は＋1.4%と高くなるが、2013 年度はその反動もあって＋0.4%に留まると見込む。

図表15　小売業販売額指数(自動車販売業)



(資料)経済産業省

図表16　失業率･有効求人倍率の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

以上、2013 年度までの国内経済の見通しをまとめると、エコカー補助金による自動車購入の増加は早晩息切れし、所得が増えない中で他の消費も伸びにくいため、個人消費全体の伸びは低下していく。公共投資の増加はしばらく続くものの、年度後半になると伸び率が鈍化、結果として政策効果が景気を押し上げる力の減衰が明らかになるだろう。一方、ほぼ同じ頃にアジア新興国の景気が減速期間を脱し、日本からの輸出が増加し始めるとともに、設備投資も徐々に伸びを安定させていくことで、国内景気の牽引役が政策効果から輸出と設備投資にシフトしていくと見る。

2013 年度に入ってからも新興国を中心とする世界経済の拡大が続き、日本からの輸出も安定的に増加していく。これを受けて国内設備投資も伸びを高め、この両項目を牽引役とするプラス成長が続くだろう。一方で企業が人件費の増加に寛容にはならないため、雇用情勢の改善、および個人消費の増加ペースは緩やかなものに留まるだろう。

2012 年度平均の経済成長率は年度前半の政策効果に押し上げられて＋2.3%と高い成長率となり、2013 年度は政策効果減衰でやや低下するものの、輸出と設備投資に押し上げられて＋1.8%と 1%台後半の成長率を確保できると予想する。

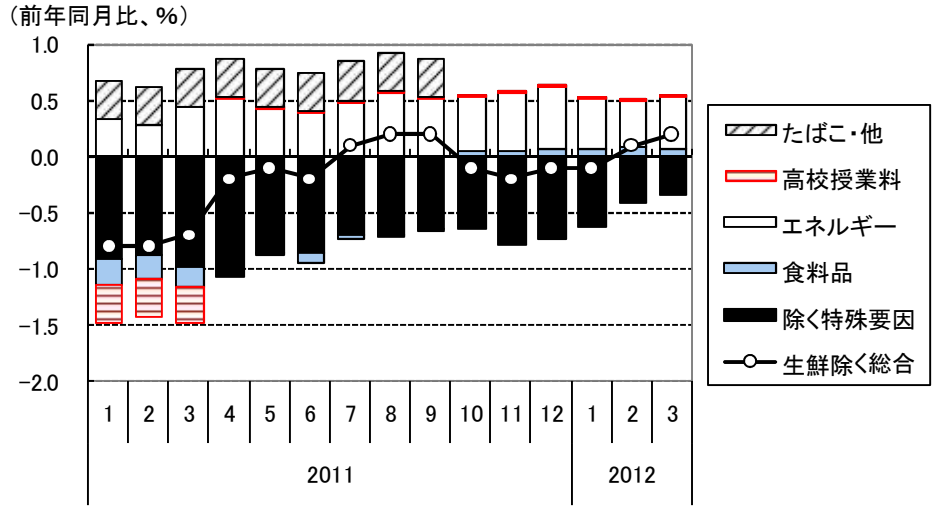
以上の標準的なシナリオから外れるリスク要因としては、依然として海外経済の動向が最も大きい。すなわち、欧州債務問題が更に悪化して国際金融市場の緊張を極端に高めたり、その影響もあって新興国景気の減速期間が長期化したりすれば、2012 年度後半からの政策効果減衰を埋め合わせる輸出の増加が実現しなくなるため、年度後半からの成長率は大幅に下がり、景気後退局面入りが現実味を増すことになる。

4. 物価と金融市場の現状と見通し

(1)消費者物価

消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合、以下「CPIコア」とする)は、2012年3月で前年同月比＋0.2%と2カ月連続のプラスになっているが、エネルギーのプラス寄与分など特殊要因を除けばマイナスという姿は変わっておらず、デフレはなお続いている。2月から特殊要因を除いたベースで見たマイナス幅が突然縮小しているのは、テレビの集計対象品目が変更された[2]にも関わらず品質調整を行わなかったためで、1月まではテレビの CPI コアに対する寄与度は▲0.3%ポイント程度だったのが、2 月以降は一気にほぼゼロになっている。当然、これでデフレ脱却に近づいたものとは言えず、品目としてのテレビの性質を考慮すると、この先は再びマイナス幅を拡大させていく可能性が高い。デフレ基調は当面続くとの見方は変えていない(図表 17)。

図表17　消費者物価(生鮮食品除く)上昇率



(資料)総務省「消費者物価指数」

[2]品目指定を見ると 1 月の「液晶テレビ，32 V型，ハイビジョン対応パネル，LED バックライト搭載,特殊機能付きは除く」から、2 月は「液晶テレビ，32 V型，地上デジタルチューナー 2 基内蔵,ハイビジョン対応パネル，LED バックライト搭載,特殊機能付きは除く」と、チューナーなしのものから 2 基内蔵型に変わった。

2013 年度まで 2%内外の比較的高い成長が続くことで、現在3%程度とされる需要不足幅は徐々に縮小していく。このため 2013 年度にかけて徐々にデフレ脱却に近づくが、家計所得の伸び悩みが続く中でそのペースは極めて遅く、2013 年度末にようやくゼロから若干のプラスになる程度と予想する。原油価格の動き次第では明確なプラスになることも考えられるが、趨勢としての物価上昇率はプラスになっても、その幅は極めて小さいものに留まるだろう。

(2)長短金利

①政策金利

日銀は、2010 年 10 月に採用した包括的金融緩和政策の枠組みにおいて、中長期的に物価が安定していると政策委員が理解する消費者物価上昇率の中心を前年比＋1%程度とし、CPI 上昇率がこの水準まで上昇することが展望できるまで実質ゼロ金利を継続することとした。この枠組みと利上げのための条件は、2012 年 2 月に日銀が「中長期的な物価安定の目途」と表現を変更した際にも変わっていない。

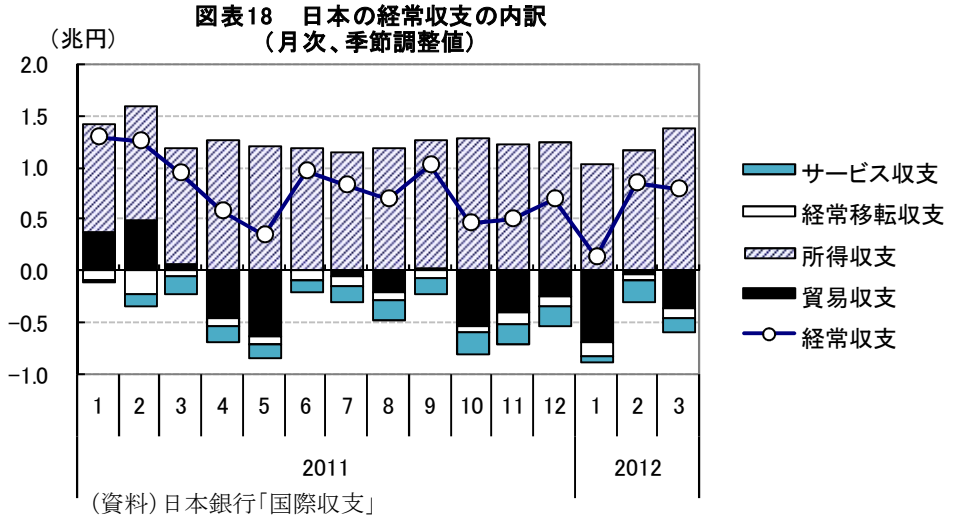
利上げの条件は「中長期的にCPI 上昇率＋1%が展望できる状況になること」であり、その時点での CPI コア上昇率が＋1%に達することではないため、先行きを見通して対応を決める(フォワードルッキング)現在の金融政策の枠組みにおいては、CPI コア上昇率が＋1%に達する前に利上げすると考えるのが自然である。しかし、2013 年度末における CPI コア上昇率が特殊要因を除くベースでゼロ近傍に留まっているとすると、その先の CPI がある程度の確度で＋1%まで上昇していくと展望できる状況には程遠いと考えられ、2013 年度末までに利上げが行われる可能性は非常に低いと見る。逆に、この先欧州債務問題の状況悪化や海外経済減速によって円高圧力が高まった際には、資産買入等基金の枠を小刻みに拡充し、購入する国債の年限を徐々に長くする形の金融緩和を続けるだろう。

②長期金利

長期金利は、実質ゼロ金利長期化による時間軸効果で押し下げ圧力を受け続ける。この先、米国景気の堅調な状態が維持され、米国長期金利が上昇する局面があっても、国内長期金利はさほど上昇せず、2012 年度内は1%前半、2013 年度末でも 1.5%前後に留まるだろう。

我が国の貿易収支は赤字が続いており、この先も発電エネルギーの火力シフトによって燃料輸入額が高止まりするため、2013 年度末まで貿易赤字が続くと見ている。但し、所得収支の厚みを考慮すれば、向こう数年という期間内に経常収支赤字が定着する可能性は極めて低い(次頁図表18)。このため、今回の経済見通しの基本的なシナリオにおいては、日本の財政状態への懸念に起因する金利急騰、所謂「悪い金利上昇」は想定していない。

図表18　日本の経常収支の内訳
（月次、季節調整値）

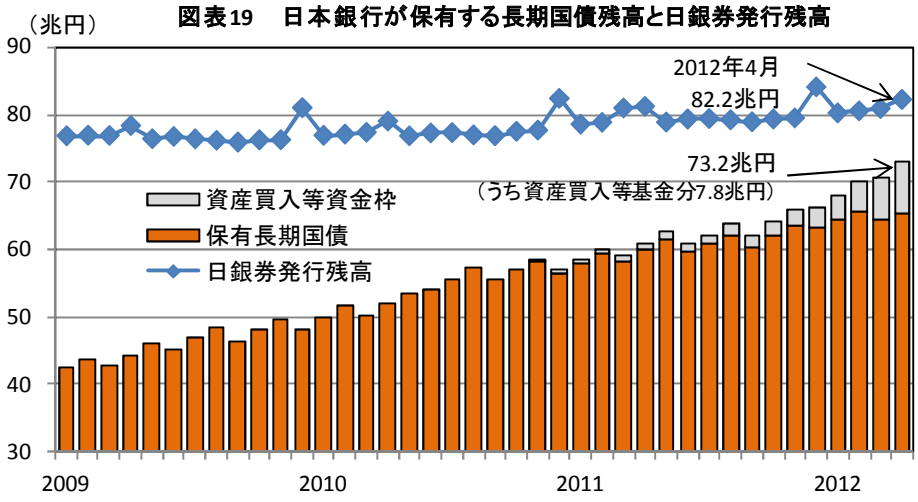


（資料）日本銀行「国際収支」

但し、欧州債務問題が緊張化の波を繰り返して国家財政に対する見方が益々厳しくなる中、経常収支の黒字維持だけで日本国債市場のリスクは全くないと決め込むのは安易に過ぎよう。欧州では、プライマリバランスが黒字であったイタリアなど、財政に関する数値にはさほど問題がなくても、政治の停滞などで財政赤字削減が進まないと見られれば、市場の厳しい評価を受けて国債利回りが上昇している。これは財政関連の数字そのものよりも、国としての財政再建に対する姿勢が問われていると見るべきであろう。日本においても政治が停滞し、消費税率の引き上げを含めた財政再建努力が進まず、国として財政再建の意思が弱いと看做されれば、更なるソブリン格下げなどを通じて長期金利が上昇するリスクは高まる。

また、最近になって日銀に更なる金融緩和を求める圧力が強くなっていることも、日銀の判断の独立性に対する懸念を惹起することを通じて、所謂「悪い金利上昇」を招くリスク要因となり得る。金融緩和強化策の中心は国債の買い入れ額増加にならざるを得ないが、4月末時点で日銀は既に73.2 兆円もの長期国債を保有しており、日銀自身が長期国債の保有上限と定めている日銀券発行残高 82.2 兆円に近づいている（図表 19）。

図表19　日本銀行が保有する長期国債残高と日銀券発行残高



（資料）日本銀行

この状態で、日銀が長期国債買い入れのペースを更に上げれば、中央銀行による財政赤字の補填を想起させる恐れを高めることは避けられない。日銀自身は資産買入等基金を一時的なものと

位置付け、基金枠で保有する国債 7.8 兆円は日銀券ルールの対象外としているが、一旦市場の信認が失われるとこの区別も意味をなさなくなり、急激な金利上昇は不可避となる。また所謂「悪い金利上昇」には至らなくとも、国の姿勢に対する失望やソブリン格付の引き下げが金融市場のセンチメントを著しく悪化させ、実体経済の足をも引っ張った米国債務上限問題の例もある。この観点から見ても、我が国の財政状況に起因する景気下振れリスクは無視できない。

（3）為替レート

①円ドルレート

円ドルレートは、2 月 14 日の日銀による金融緩和強化を境に一旦円安が進んだ。その頃には3年物 LTRO など対策が奏功して欧州債務問題に対する懸念が落ち着いていたなお円安になりやすい条件が揃っていたところに、日銀の緩和強化がきっかけとなったものである。

しかし4月頃から欧州債務問題に対する市場の懸念が再び高まり始めたことや、米国で雇用者数増加幅が縮小して米景気鈍化が示唆されたことで再び80 円前後の円高に戻った。4 月末に日銀は再び金融緩和に踏み切ったものの、5月下旬の円ドルレートは1ドル＝70 円台後半で推移するなど円高傾向は続いている。今後の円ドルレートは 2012 年度半ばまで1ドル＝80 円前後で推移し、その後は米国で景気の堅調な状態が続くことで利上げが近づき、当面利上げが視野に入らない日本との金利格差が拡大することで徐々に円安にシフトしていくというのが基本的な予測である。

但し不確定要素も多く、欧州債務問題の状況が悪化した場合、または米国景気が減速度合いを強めた場合には円高圧力が強まるだろう。その際には円高進行による悪影響を防ぐために日銀による追加緩和が行われるだろうが、海外経済の状況が悪化している下で緩和強化を行っても、それだけで円安になるとは考えにくい。

②円ユーロレート

円ユーロレートは、2012 年に入ってから欧州債務問題が小康状態を迎えたことでユーロ高に振れ、3 月下旬には一時 1 ユーロ＝110 円前後まで円安が進んだが、4 月以降は再び円高に戻り、5 月下旬時点では同 100 円程度の推移となっている。

一旦落ち着いた欧州債務問題が再燃したことにも示されているように、欧州債務問題が収束に向かうまでにはまだかなりの時間がかかることから、債務問題に起因する市場の緊張度合の変化とともに円ユーロレートも大きく振れるだろう。金融市場および実体経済悪化の程度によっては、ECB による利下げの可能性が取り沙汰され、これもユーロ安要因となる可能性もある。見通し期間を通じて、100～105 円のレンジを中心に振れの大きい展開を予想する。

（経済調査チーム　花田 普：Hanada_Hiroshi2@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。

総括表　　2012・2013年度の経済見通し

（作成日：2012年5月24日）

	2012年度		2013年度		2012上	2012下	2013上	2013下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質･2000年基準＞								
国内総支出	522.7	2.3	531.9	1.8	1.1	0.8	0.8	1.1
					2.6	2.0	1.6	1.9
民間最終消費	307.1	1.4	308.4	0.4	0.6	-0.2	0.2	0.6
					2.4	0.5	0.1	0.8
民間住宅投資	13.1	0.8	13.3	1.1	-0.4	1.0	0.6	0.0
					1.2	0.4	1.7	0.5
民間設備投資	65.0	0.2	67.2	3.3	-1.9	1.1	1.7	2.0
					1.0	-0.6	2.8	3.8
民間在庫品増加(実額)	-1.1	寄与度 0.4	0.3	寄与度 0.3	-1.4	-0.9	-0.5	1.1
政府最終消費	101.9	1.8	103.2	1.3	1.0	0.8	0.6	0.6
					1.9	1.8	1.4	1.2
公的固定資本形成	24.1	12.2	23.9	-0.8	8.6	4.3	-0.3	-4.0
					11.6	12.7	4.6	-4.7
財貨･サービス輸出	84.6	2.7	89.1	5.3	1.0	1.8	2.8	3.1
					2.7	2.8	4.6	5.9
財貨･サービス輸入	71.8	2.2	73.5	2.3	0.4	0.1	1.3	1.9
					4.1	0.4	1.5	3.0
内需寄与度	2.2	民需 1.3	1.3	民需 1.1				
外需寄与度	0.0	公需 0.9	0.4	公需 0.2				
＜名　目＞								
国内総支出	478.5	1.8	485.8	1.5	1.2	0.1	1.2	0.6
					2.2	1.5	1.3	1.7
ＧＤＰデフレーター	91.5	-0.5	91.3	-0.2	-0.4	-0.5	-0.3	-0.1
企業物価　＊(05年=100)	105.6	0.4	106.6	1.0	0.0	0.9	0.5	1.4
輸出物価　＊(05年=100)	83.5	-0.2	84.8	1.6	-1.5	1.1	0.7	2.5
輸入物価　＊(05年=100)	120.2	1.9	124.6	3.7	0.2	3.5	2.1	5.3
消費者物価　＊(10年=100)	99.7	-0.1	99.8	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.2
鉱工業生産　＊(05年=100)	94.9	1.8	99.5	4.9	2.5	1.2	4.8	5.0
失業率　(%)	4.4	-0.1	4.2	-0.2	4.5	4.4	4.3	4.1
雇用者数　＊(万人)	5,485	0.1	5,497	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	-0.1	―	0.1	―	-0.1	-0.2	0.0	0.1
新設住宅着工戸数（万戸）	86.2	2.5	88.2	2.2	85.8	86.2	87.3	88.6
貿易収支　(10億円)	-4,302	―	-2,163	―	-2,234	-2,068	-1,302	-861
輸出　＊(10億円)	64,288	2.7	68,853	7.1	1.4	3.9	5.2	8.9
輸入　＊(10億円)	68,590	3.8	71,016	3.5	4.5	3.2	2.2	4.9
所得収支　(10億円)	14,671	―	15,529	―	7,598	7,073	7,984	7,545
経常収支　(10億円)	7,517	―	10,651	―	3,933	3,584	5,338	5,313
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	824.6	2.7	844.0	2.3	2.8	2.6	2.4	2.2
円/ドルレート（円、期中平均）	81.0	―	83.8	―	80.4	81.7	83.0	84.7
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	107.9	―	113.1	―	107.0	108.8	111.8	114.5
米国実質GDP(10億ドル)	13635.0	2.4	13999.8	2.7	2.5	2.7	2.6	2.8

（注）GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

（期間平均値）

	2012/4-6	7-9	10-12	2013/1-3	4-6	7-9	10-12	2014/1-3
コールレート(無担保･翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.97	0.98	1.04	1.11	1.19	1.26	1.34	1.41
円ドルレート	80.0	80.8	81.4	82.0	82.6	83.4	84.3	85.1

ドイツ経済の頑健性とリスク

＜要旨＞

欧州経済は昨年来主要国の実質経済成長率がマイナスに転じるなど、緩やかな景気後退入りしたとみられる。プラス成長を回復したドイツ経済は、雇用環境の改善による底堅い個人消費と、欧州内外に向けた輸出を強みとしてきたものの、先行きは物価上昇による実質所得の目減りや、欧州向け輸出の著しい減退など、欧州債務問題の状況如何では、その強みが揺らぐ可能性が残る。とくに欧州向け輸出の減少は、ドイツの輸出額全体を減少に転じさせ、ドイツ経済の好循環を揺るがしかねない。

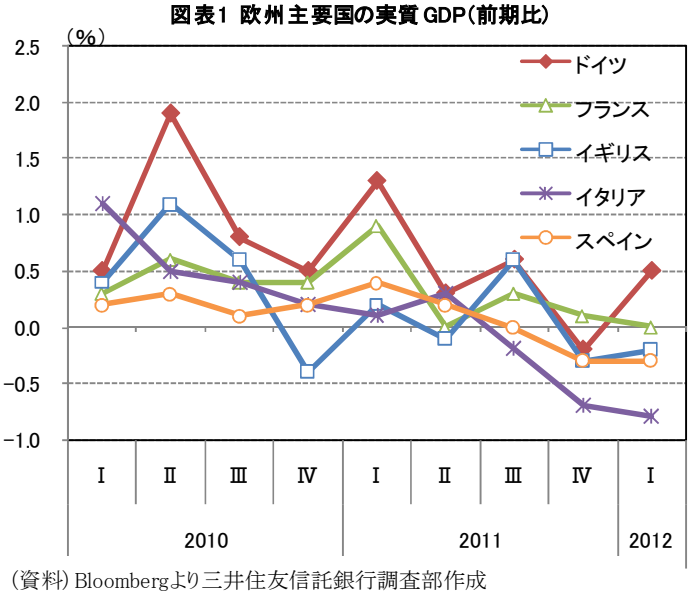
仮にドイツがリセッションに陥るとすれば、ドイツ向け輸出に依存する中東欧諸国は大きな打撃を受けることになり、あわせて金融面からも資金引き締め等悪化の連鎖を引き起こす危険性が高い。現時点ではそのリスクは顕在化していないものの、ドイツへの依存度が高い欧州経済は、ドイツのリセッション入りがトリガーとなり、「マイルドリセッション」にとどまらない景気後退となるリスクがあることに注意すべきであろう。

1．底割れを回避するドイツ経済

2012 年 1-3 月期の欧州諸国の実質経済成長率は、ドイツが前期比 0.5%増とかろうじて増加したものの、フランスが同 0.0%と横ばい、イギリス、イタリア、スペインはそれぞれ同 0.2%減、0.3%減、0.8%減と軒並みマイナス成長となった（図表1）。ユーロ圏の GDP は数字の上では横ばいにとどまったものの、実体としてはすでに緩やかな景気後退入りしたとみられ、ユーロ圏経済の 3 割弱を占めるドイツ経済に下支えられる状況が続く。

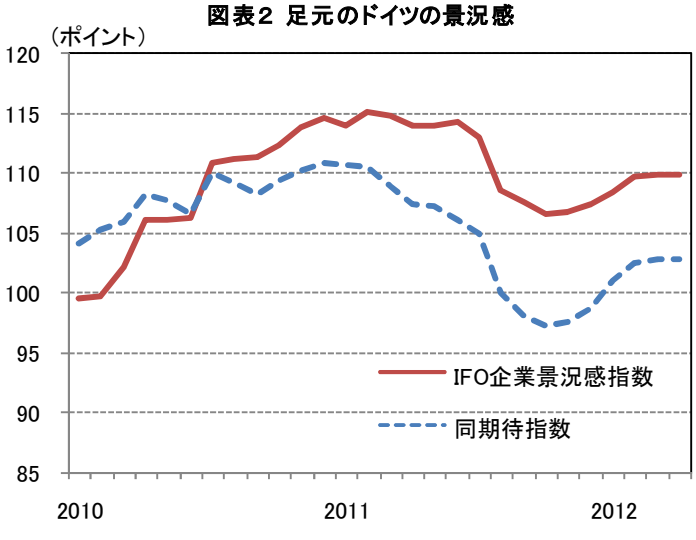
ドイツは先行きを含めても景況感は底堅く推移しており、当面の景気底割れは回避するようにみられる（図表2）。今後の欧州経済を見通す上で、いわば「一人勝ち」を続けてきたドイツがプラス成長を維持できるかどうかは、大きなポイントとなるだろう。

図表1 欧州主要国の実質 GDP（前期比）



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表2 足元のドイツの景況感



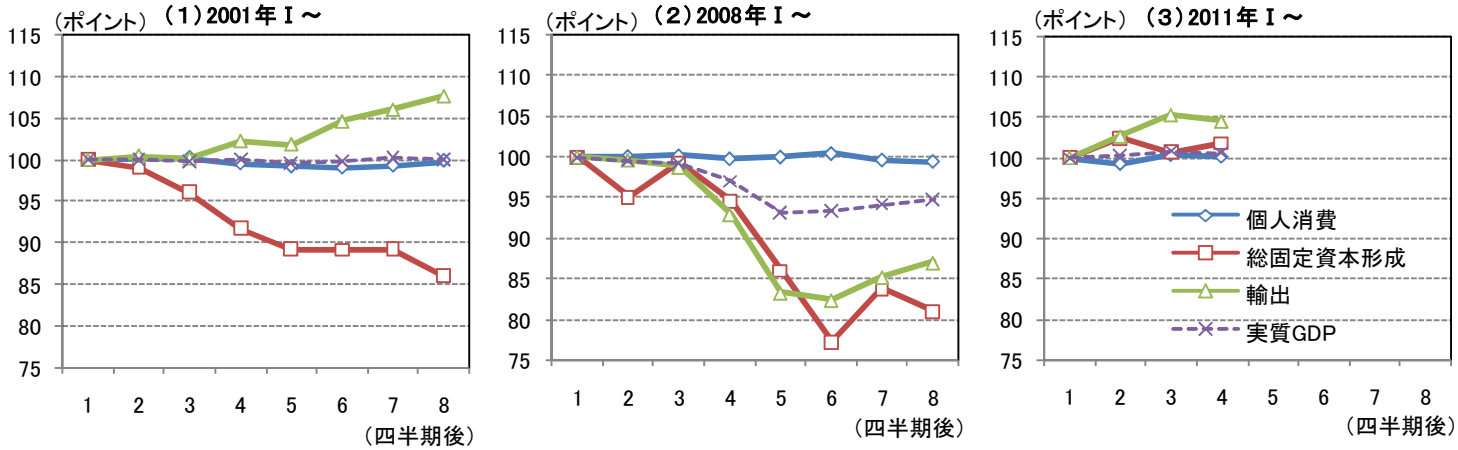
（資料）IFO経済研究所より三井住友信託銀行調査部作成

2．ドイツ経済の強みと今後のリスク要因

ドイツの 2012 年 1-3 月期の実質 GDP の内訳は、現時点で数字は未公表だが、公表文によれば、設備投資が減少したものの、年初に好調だった輸出と個人消費の上昇がそのマイナスを補う形でプラス成長を回復したとみられている。では、過去の景気後退局面と比べて、現在のドイツ経済の強み・弱みはどのようなところにあるのだろうか。ドイツ連邦銀行の整理では、ユーロを導入した 1999 年以降の景気後退局面は 2001 年 5 月から 2005 年 2 月までと、2008 年 4 月から 2009 年 5 月までの計 2 回である。この景気後退局面の初期において GDP を構成する主要なコンポーネントの推移をみると、以下の特徴を見出すことができる（図表3）。

① 個人消費は総じて底堅く推移している
② 総固定資本形成（設備投資）の調整を伴うことが多い
③ 輸出の減少を伴う際には、大幅な落ち込みとなる

図表3　過去の景気後退局面



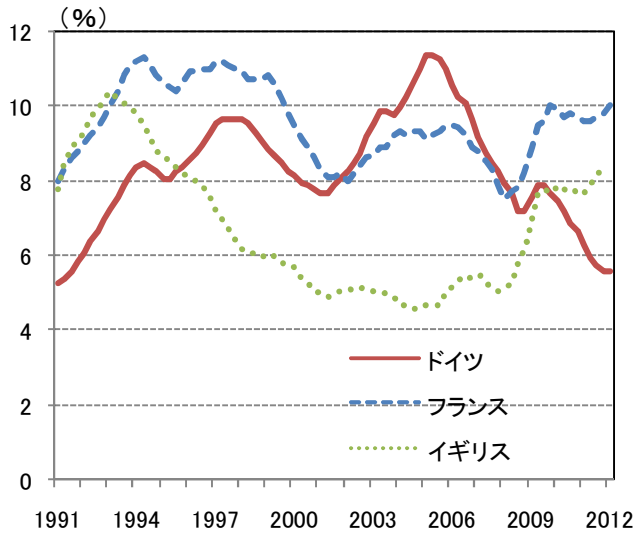
（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成
（注）景気後退局面入りする直前の四半期を100とし、それぞれの実質値について8四半期後までの推移を示した

個人消費は実質所得の拡大に支えられ過去の景気後退局面においても、大きな調整を経ることなく、堅調に推移してきた。とくに失業率は 2000 年代後半から低下傾向を続け、足元では 6%を下回り過去最低水準にあるなど、雇用環境は他の欧州諸国と一線を画している（次頁図表4）。一方、設備投資は過去の局面からは景気後退の引き金になるケースが多く、注意が必要である。ただし、今のところ設備稼働率は堅調な輸出の増加に支えられ、85%と高い水準を維持している（次頁図表5）。すでに確認したように企業の景況感は先行きを含め堅調であり、輸出など需要面に大きな変化がなければ調整局面入りする懸念は薄いとみてよいだろう。

これまで堅調な輸出はドイツ経済の強みとなってきた。リーマン・ショック後こそ世界的な需要の消失により一時的な落ち込みがみられたものの、その後はユーロ安を追い風に世界のなかでもいち早く立て直しに成功した。ユーロ導入により、欧州経済が好調の際はユーロ向け輸出が、欧州経済が不調の際には、ユーロ安によりユーロ圏外向け輸出が競争力を増すという、いわゆる自動

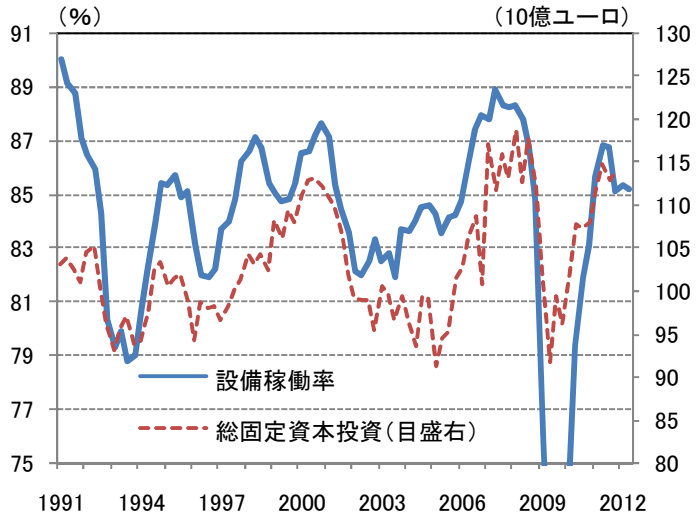
安定化機能が働いていることはかねてより指摘されている。同機能は足元でも効果を発揮しており、とくに自動車・同部品、一般機械、化学製品、医薬品については、主要輸出先に対し強い競争力を持つ（図表6）。

図表4　低下を続けるドイツの失業率



（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表5　設備投資稼働率



（資料）EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成

図表6　ドイツの主要輸出先および主要品目

国名	割合	主要輸出品目：()内は輸出額全体に占める割合
フランス	9.6	その他輸送機械（16.7）、自動車・同部品（14.1）、一般機械（11.6）
アメリカ	7.0	自動車・同部品（25.9）、一般機械（17.9）、データ処理装置（10.0）
オランダ	6.5	化学製品（11.0）、医薬品（9.8）、その他（9.0）
イギリス	6.2	自動車・同部品（27.5）、一般機械（11.5）、化学製品（8.1）
中国	6.1	一般機械（28.9）、自動車・同部品（27.3）、電気機器（9.5）
イタリア	5.9	自動車・同部品（18.0）、化学製品（11.8）、一般機械（11.2）
オーストリア	5.4	その他（12.3）、一般機械（11.9）、自動車・同部品（10.6）
ベルギー	4.4	医薬品（16.1）、化学製品（14.6）、自動車・同部品（14.3）
ポーランド	4.1	一般機械（12.3）、化学製品（11.8）、自動車・同部品（11.3）
スペイン	3.3	自動車・同部品（23.3）、一般機械（12.7）、化学製品（11.4）

（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成
（注）色付はユーロ加盟国

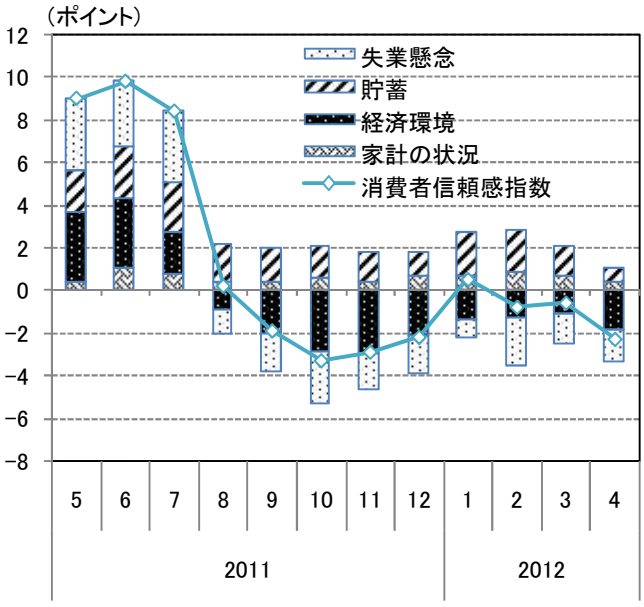
では、以上のような強みに対しリスク要因はないのだろうか。欧州債務問題が深刻化・長期化した場合を想定すると、以下の二点が指摘できる。

① 消費者心理の悪化や、物価上昇による実質所得の目減りからの個人消費減少
② ユーロ圏内外経済の過度な落ち込みによる輸出減少

昨年以降のギリシャを中心とする欧州債務問題の悪化は、当然ながらドイツの消費者心理にも

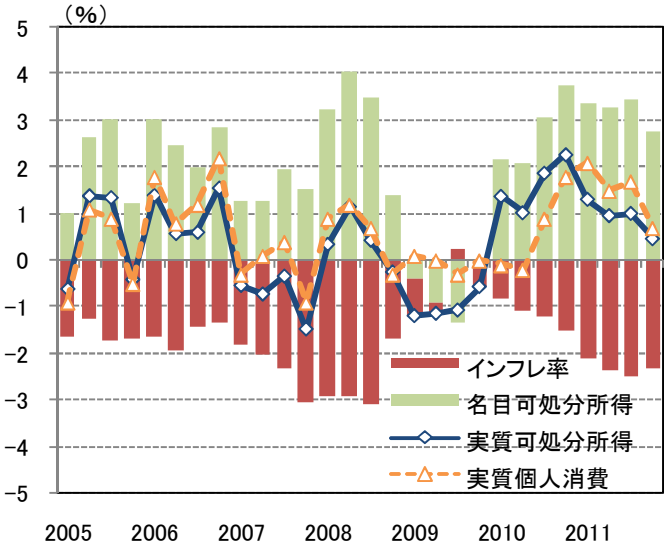
大きな先行き不安を与えている。1 年後の「家計の状況」、「経済環境」、「貯蓄状況」、「失業懸念」について先行きをヒアリングした消費者信頼感指数は、昨年の夏場以降悪化しており、とくに経済環境に対する先行きは、欧州債務問題の進展に大きく左右されている（図表7）。また、欧州の金融システムが置かれた現状を考えれば、これまで以上に金融政策の自由度が失われていることも個人消費の不安材料である。実質可処分所得は、前年比で上昇を維持しているものの、物価上昇が下押しする構図が続く（図表8）。さらなる物価上昇は対策が限られることからリスクと考えるべきだろう。消費者心理の悪化と、物価上昇に注意を払う必要がある。

図表7　ドイツ消費者信頼感指数



（資料）欧州委員会より三井住友信託銀行調査部作成

図表8　実質可処分所得

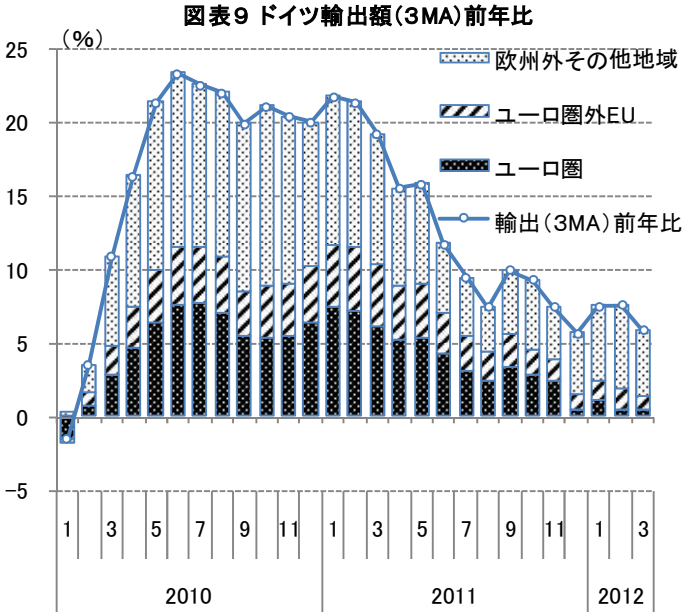


（資料）ドイツ連邦銀行、EUROSTATより三井住友信託銀行調査部作成
（注）いずれも前年比

輸出に関しても前年比 5%強の上昇を維持しているものの、その内容は大きく変化している。前述のユーロ安に伴う安定化機能も手伝い、欧州外のその他地域向けが全体を下支えするものの、輸出額全体の 4 割を占めるユーロ圏内向け輸出は顕著に拡大幅を縮小している（次頁図表9、10）。すでに直近 3 月の単月の動きでは、ユーロ圏内向けは前年比 3.6%減と前年の水準を割り込んでおり、今後も減少することが想定し得る。足元の水準で試算すれば、ユーロ圏内向け輸出が前年比で 5%減少すれば、輸出額全体を 2%程度押し下げることになる。これはユーロ圏内向けが 15%減少すれば、ユーロ圏外向けが現在のペースで増加し続けたとしても、その上げ幅を失い輸出額全体が減少に転じる可能性があることを示しており、目下の現実的なリスクと考えられる。

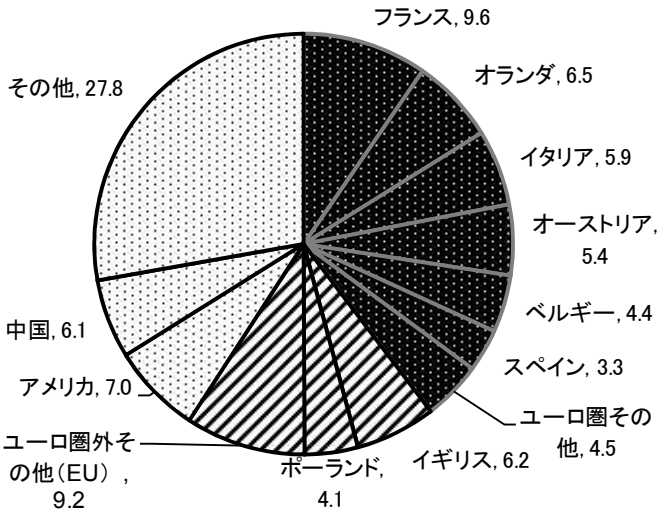
輸出の減少は、すでに論じたように設備稼働率の低下や、企業収益の悪化を通じ、設備投資の調整を招きかねない。また強みであった個人消費も名目可処分所得の低下により、下押し圧力が増すことになる。ドイツ経済の好循環を揺るがしかねないリスクとして、欧州向け輸出の減少ペースにはとくに注意を払うべきであろう。

図表９ ドイツ輸出額（3MA）前年比



（資料）ドイツ連邦銀行より三井住友信託銀行調査部作成

図表１０ ドイツの主要輸出先（2011年）



（資料）ドイツ連邦銀行より三井住友信託銀行調査部作成
（注）ユーロ圏：39.7%、ユーロ圏外EU：19.5%、欧州外その他地域40．8%

3．ドイツ依存度が高い中東欧経済

では仮にドイツがリセッションに陥ったとすると、どのような影響が生じるのだろうか。実体経済を通じた波及経路としては、ドイツ向け輸出への経済依存度が高い国が打撃を受けることになるだろう。輸出総額に占めるドイツ向け輸出の割合を主要国について算出すると、チェコ、ポーランド、ハンガリーといった中東欧諸国が上位に並ぶ（図表 11）。

図表１１　ドイツ経済への依存度

国名	輸出依存度		金融機関依存度	
	輸出総額に占める割合（%）	名目GDPに占める割合（%）	対外からの与信に占める割合（%）	名目GDPに占める割合（%）
チェコ	32.3	21.6	4.9	4.6
オーストリア	31.6	12.1	30.0	19.4
ポーランド	26.9	9.0	16.6	8.8
オランダ	26.2	19.3	20.8	19.8
ハンガリー	24.9	18.3	14.6	11.0
ルクセンブルグ	24.2	8.9	28.6	266.8
スロバキア	20.3	15.0	5.7	4.3
スイス	19.2	7.0	14.8	9.4
ベルギー	18.6	16.3	6.2	5.9
フランス	16.2	3.2	16.2	6.8
日本	2.7	0.4	5.8	0.9
アメリカ	3.8	0.3	9.5	3.6
中国	4.3	1.2	4.7	0.4

（資料）UNCTAD、BISより三井住友信託銀行調査部作成
（注）輸出依存度は、各国のドイツ向け輸出額について、輸出総額・名目GDPに占める割合を計算したもの。また金融機関依存度は、各国の対外与信・名目GDPに占めるドイツ金融機関からの与信割合を計算したもの。最終リスクベースとし、与信には債券と融資を含む。対象国は名目GDPが年10億ドル以上の国とし、輸出総額に占める割合の高い順に列挙した。

とくにチェコでは輸出の 3 分の1をドイツ向けが占めるほか、名目 GDP に対しても 20%以上のウェイトを占めており、チェコ経済のドイツ依存が強いことがわかる。さらにこれらの国に対するドイツ金融機関からの投融資規模を見ても、名目 GDP に占める割合は相応に高い。リセッションによりドイツの金融機関がバランスシートを棄損するような状況にまで陥れば、実体経済のみならず、資金の引き締めという金融面からも中東欧諸国は影響を受けるリスクも考えられる。

4．まとめ

以上みてきたように、ドイツ経済は低い失業率に支えられた底堅い個人消費や堅調な輸出という強みを有しており、周辺国の経済環境悪化に対しても高い耐久度をもつと考える。しかし、世界経済や欧州経済のさらなる成長鈍化は、それらのドイツの強みとする部分にも相応に悪影響を及ぼすルートをもつことから、欧州債務問題の深刻化・長期化はドイツの成長維持を揺るがしかねないとみるべきだろう。仮にドイツ経済がリセッションに陥れば、その影響は中東欧を中心に実体経済・金融双方から波及する可能性があり、欧州経済全体としても「マイルドリセッション」にとどまらない景気後退へつながる恐れがある。これらのリスクは現時点では顕在化していないものの、その始まりは個人消費と輸出の減速ペースに表れるとみられ、これらの指標の動きには今後注意を払うべきだろう。

（経済調査チーム　松谷　克昭：Matsutani_Katsuaki@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。

欧州不安再燃と米国経済

＜要旨＞

欧州不安再燃による不確実性が高まっているが、米国の国内経済活動のみに注目すれば、生産指数や住宅着工の改善が続いており、この先も概ね巡航成長に相当する 2%半ばの成長が維持される見込みである。欧州から米国への影響は、輸出など実体チャネルを介した波及は軽微であり、株安など金融チャネルを通じた悪影響に絞られよう。

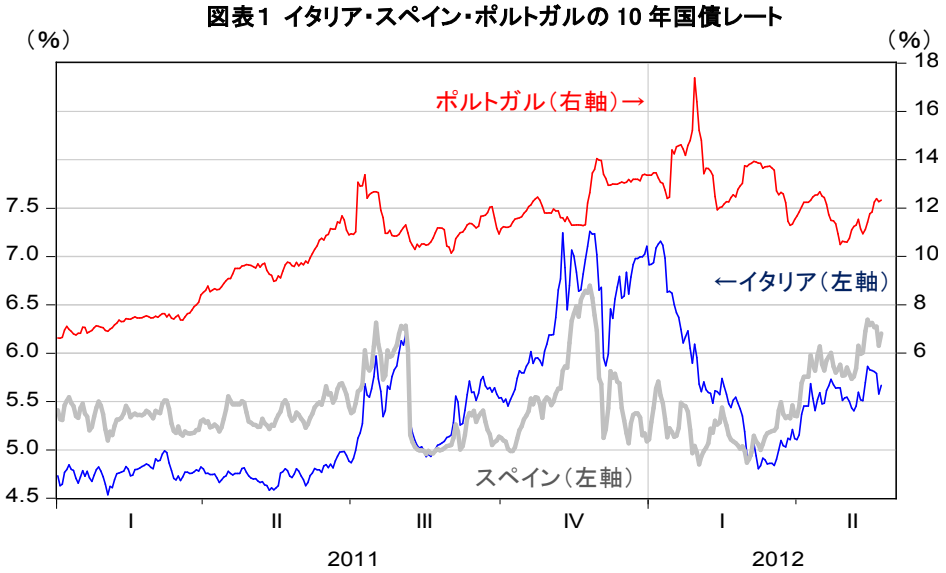
今のところ米国内企業の収益規模は GDP 比でみて過去最高水準にあり、非金融企業向け銀行貸出や社債は増加するなど、信用面でも実体経済活動を反映した動きが続いている。かかる環境から見て、2%を大きく下回る米国長期金利の低さは突出しており、欧州情勢がいったん小康状態に戻れば、再び米 10 年債レートが上昇することになろう。

1．欧州不安の再燃と米国への伝播

米国も含めて先進国金融市場では先月来のリスク回避的な局面が続き、反転への兆しが見えない状況にある。主因である欧州金融情勢は、これまで確率 10%未満とみられていたギリシャのユーロ圏からの離脱もあり得るとの見方に意識が大きく変わったことから、再び欧州内での伝染拡大（銀行格下げ、ソブリン格下げ、ユーロ離脱の伝播）への警戒感が高まっている。

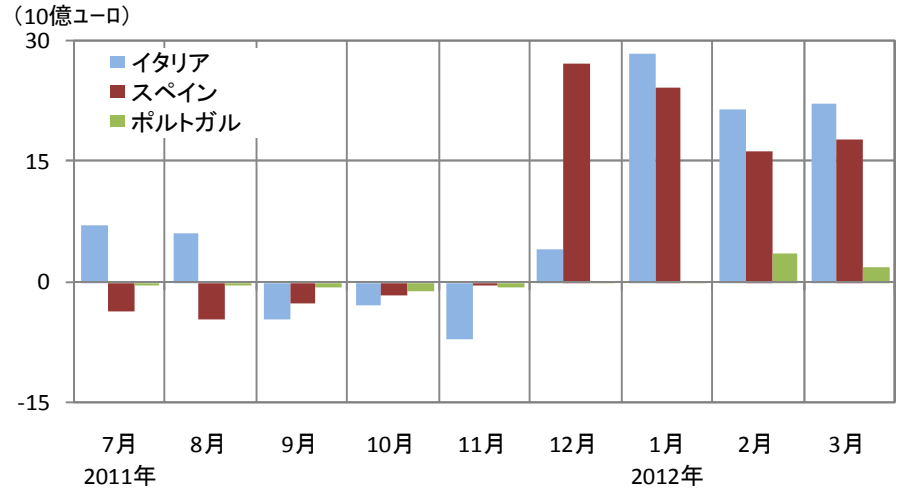
とりわけスペインとイタリアの国債金利は、欧州中央銀行（ECB）による 3 年もの長期資金供給オペ（LTRO）発動後の 2 月末から 1%ポイント超上昇しており、LTRO を活用して国債保有増が続いた両国の銀行部門の格下げ、財政、経済の悪循環リスクは先月より高まってしまった（図表1、2）。

図表1　イタリア・スペイン・ポルトガルの 10 年国債レート



（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 イタリア・スペイン・ポルトガル銀行部門の国債保有増減



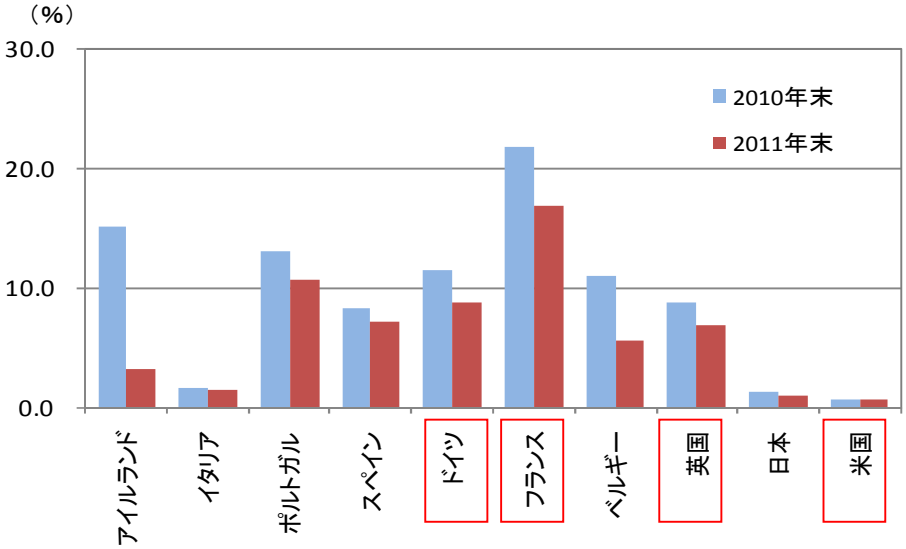
（資料）ECB、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

金融市場が警戒する悪循環のメカニズムは次のようなルートであった。すなわち、イタリア、スペイン、ポルトガルといった国では国債金利のわずかの上昇でも銀行株価は過敏に反応し、国債時価下落による銀行バランスシート・信用状況の悪化が生じてしまう。これらが進行すると、市場では銀行への資本注入の必要性を想起させ、資本注入に伴う更なる財政圧迫によるソブリンリスクを高め、これがまた国債金利の上昇をもたらすという悪循環である。このように欧州ソブリンと金融機関の状況は相互依存関係にあり、金融不安か財政不安のどちらかに陥ればもう片方を誘引してしまう。

かかる国への与信規模が大きい国は、仏独英とコア諸国が連なっており、ギリシャからポルトガル、スペイン、イタリアへの伝播が欧州域内に拡大する構造は解消されていない（図表3）。GDP 比でみた規模は 1 年前に比べ低下しているものの、実体経済は 1 年前よりも悪い点に留意したい。

幸いなことに、米国からこうした国への与信規模は欧州域内諸国に比べて低いことが同じ図表3より読み取れる。米国経済は欧州内で警戒されている国債金利の上昇を起点とした「悪循環」の直接的な波及からは遮断された状況にあると言えるだろう。

図表3 イタリア・スペイン・ポルトガル向け各国与信規模（各国 GDP 比）

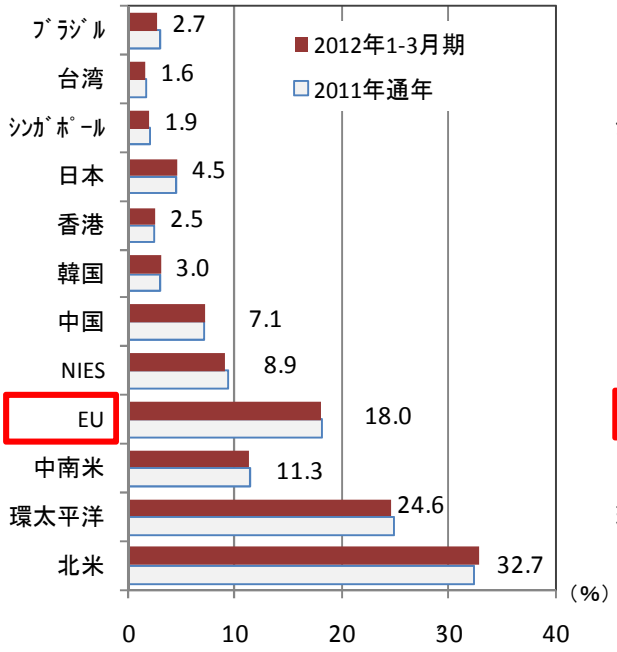


（資料）BIS 統計、IMF より三井住友信託銀行調査部作成

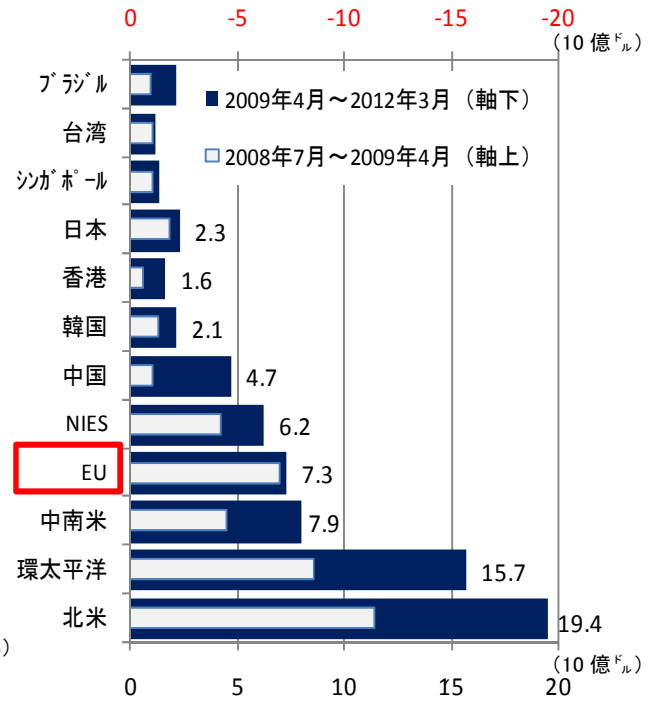
一方、欧州の景気が悪化するなか、輸出など実体経済チャネルを通じた米国への波及はどうか。米国の輸出先としての欧州はシェア 18%と決して低くはないが、リーマン・ショック以降現在までの回復局面で米国の輸出を牽引してきたのは欧州向けではなく、もっぱら北米や環太平洋経済圏であった（図表4）。例えば、リーマン・ショック前の輸出金額ピーク（2008 年 7 月）からボトム（2009 年 4 月）の間、欧州向け輸出額は 69 億ドル失われたが、その後の 2012 年 3 月までの 3 年間で 73 億ドル回復したに過ぎない。対して、メキシコ・カナダへの北米圏向け輸出金額はボトムから 194 億ドル、環太平洋圏向けは 157 億ドルと欧州の倍以上の規模で米国輸出を牽引したことがわかる（図表5）。

以上から、欧州不安再燃による米国への伝播は、金融チャネル、実体経済チャネルともに少なくとも直接的な波及は今のところ限られていると判断できるだろう。

図表4　米国の輸出先割合



図表5　米国の輸出金額の増減



（資料）図表4・5とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

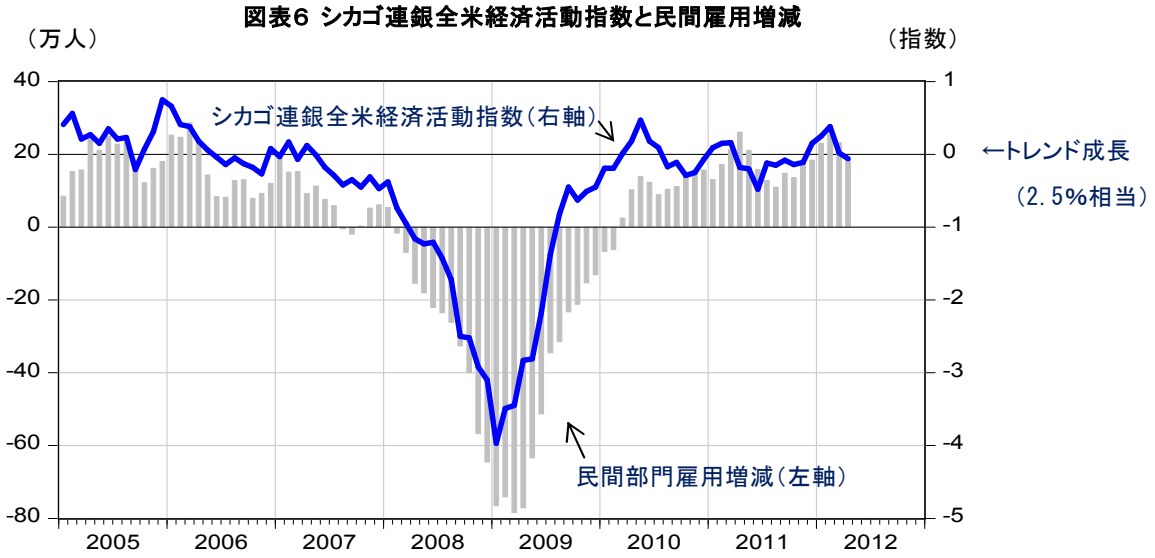
2. 先行きは巡航成長が続く米国経済活動

ただし、直接的な波及は限られているとしても、間接的な予想外の影響を受ける可能性があるのも、リーマン・ショックや東日本大震災、そして今般の欧州債務危機から得た教訓であった。こうした予測不能のショックに対する耐久度という点については、巡航成長に相当する 2.5%前後の成長を維持している米国経済の現状から判断すると、ショックに対する耐性を有しており、よほどの大きなショックに見舞われない限り米国経済自体の回復の流れが途絶えることはないと見られる。

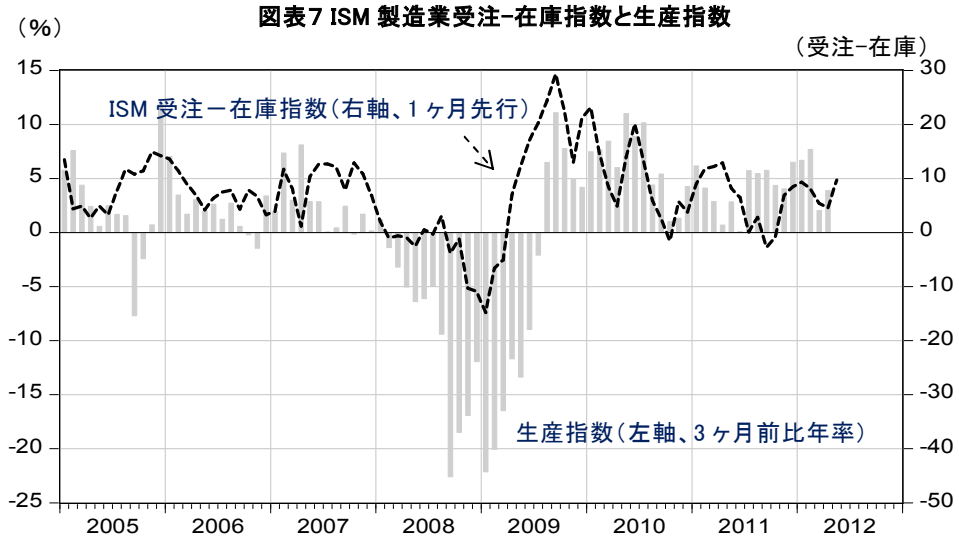
第一に、月次指標を束ねることで米国の景気局面をリアルタイムでモニターするシカゴ連銀全米経済活動指数は 3 月のマイナスから 4 月はプラスに転じ、足元の経済活動が上向いていることを示している。この指数がゼロ水準にあるときは過去のトレンド成長（すなわち巡航成長に相当する前期比 2.5%強の成長ピッチ）にあることを意味する指標であり、雇用増加数に置き直せば民間部門月平均 20 万人増を実現するピッチに相当する（図表6）。

第二に、先行きについても、生産活動や住宅市場の月次先行指標は改善が続くことを示唆している。より具体的には、生産活動については先行指標である ISM 製造業指数の受注－在庫指数がプラスと受注が在庫を上回った局面にあり、先行き生産活動が上向いていくことを示している（図表7）。また、4 月の住宅着工件数は 71.7 万戸と増加したうえ、着工許可件数も 3 ヶ月移動平均で 4 月 73 万戸と、リーマン・ショック後のボトムから最も多い件数であり、先行き着工増の持続を示唆する。住宅投資の底打ちは、変動が大きいグローバル製造業サイクルとは別に国内生産活動の上向きトレンドを支える大きな要因となろう。

図表6 シカゴ連銀全米経済活動指数と民間雇用増減

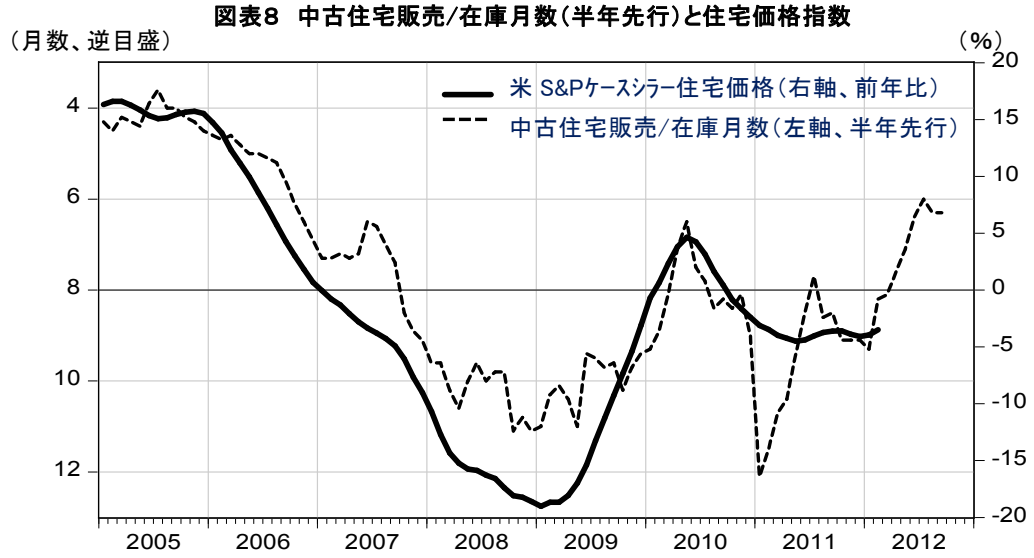


図表7 ISM 製造業受注-在庫指数と生産指数



（資料）図表6・7とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表8　中古住宅販売/在庫月数（半年先行）と住宅価格指数

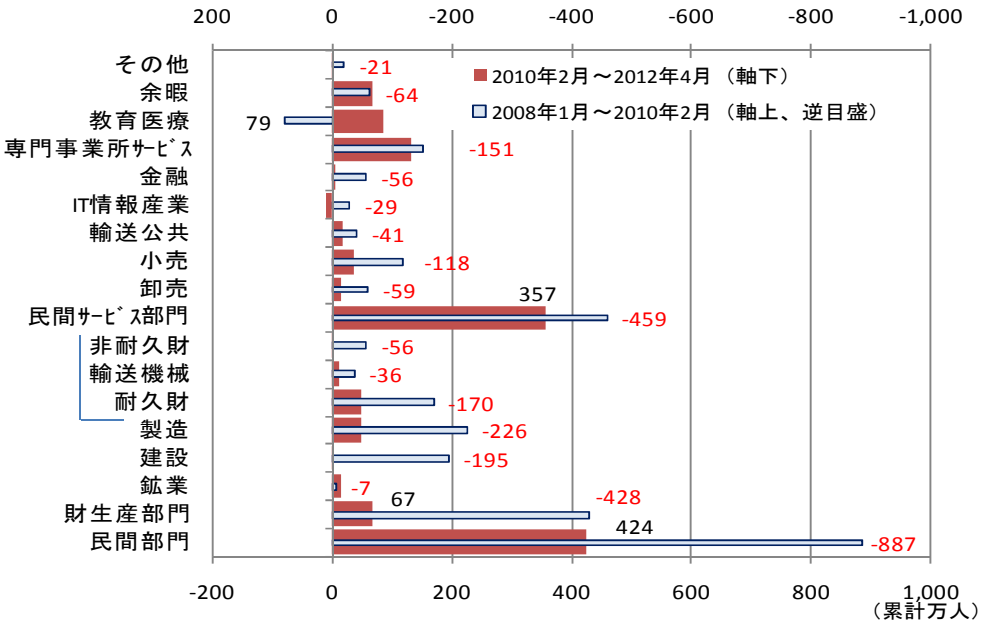


（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

中古住宅販売についても、月次の中古住宅販売を在庫で割った販売/在庫月数は 6 ヶ月と概ね在庫が掃けるまで半年という局面にある。この販売/在庫月数は図表8が示すように住宅価格（米 S&P ケースシラー住宅価格指数）前年比に 6 ヶ月先行する特徴があるため、2012 年後半に入れば家計部門の住宅資産価値の底打ちが期待できる。

こうした生産活動の改善や住宅市場の底打ちは雇用環境に対しても大きな意味をもつ。というのも、2008 年 1 月から 2010 年 4 月（雇用減少のボトム）まで民間部門で失われた 887 万人の雇用減のうち、2012 年 4 月までに半分に相当する 424 万人が取り戻されたが、業種別にみると製造業や建設業での回復の戻りが遅い（図表9）。これは、ほぼ8割が回復した民間サービス部門（459 万人減の後累積 357 万人は回復）とは対照的な姿となっている。

図表９　リーマン・ショックで失われた業種別雇用者数とその後の回復度合い

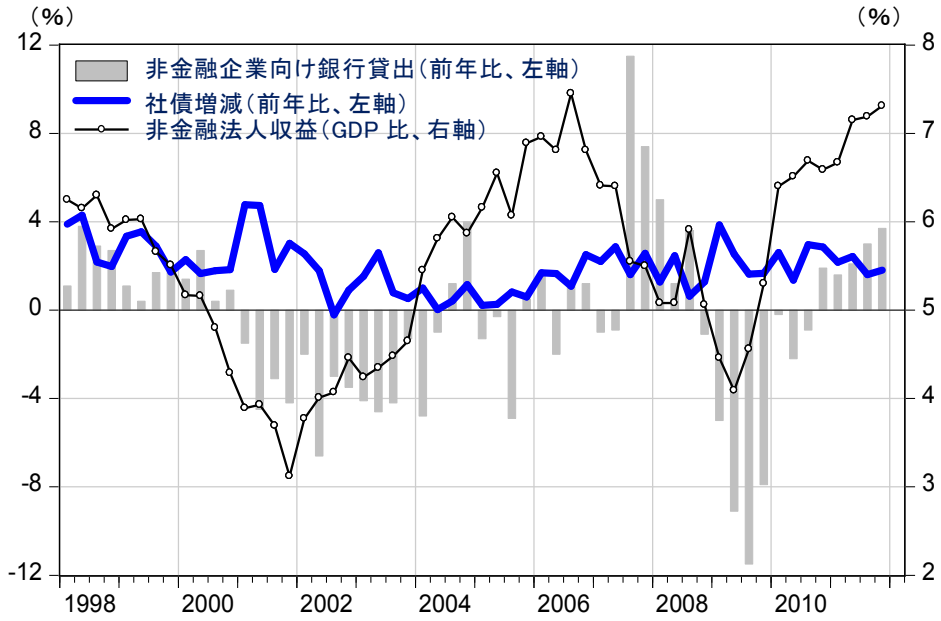


（資料）米労働省「Employment Situation」より三井住友信託銀行調査部作成

こうした特徴の背景には、世界的な需要減退と住宅市場の悪化に応じて、生産部門で大幅に人員を削減し、一方で収益を確保した民間企業の行動がある。米国の民間非金融企業の収益規模は 2011 年 10～12 月期に名目 GDP 比7%を超え、過去推移のピークにある（図表 10）。

したがって、国内経済活動が概ね巡航成長に戻った今、今後の生産活動の改善に伴い企業は雇用を増やせる環境にある。なお、米国経済が持続的な巡航成長経路に入ったことは、企業の資金需要からも伺える。企業収益の増加に伴って非金融企業向けの銀行貸出と起債の増加が著しい。企業収益規模と貸出、社債増減を並べた図表 10 からは、非金融企業の収益 GDP 比が5%を境に前年比でみた銀行貸出が増減する関係にあることが読み取れる。

図表 10 米国非金融企業の収益規模（GDP 比）と銀行貸出・社債増減



（資料）FRB 「Flow of Funds Accounts」、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

3. 欧州不安再燃による長期金利水準の歪みの拡大

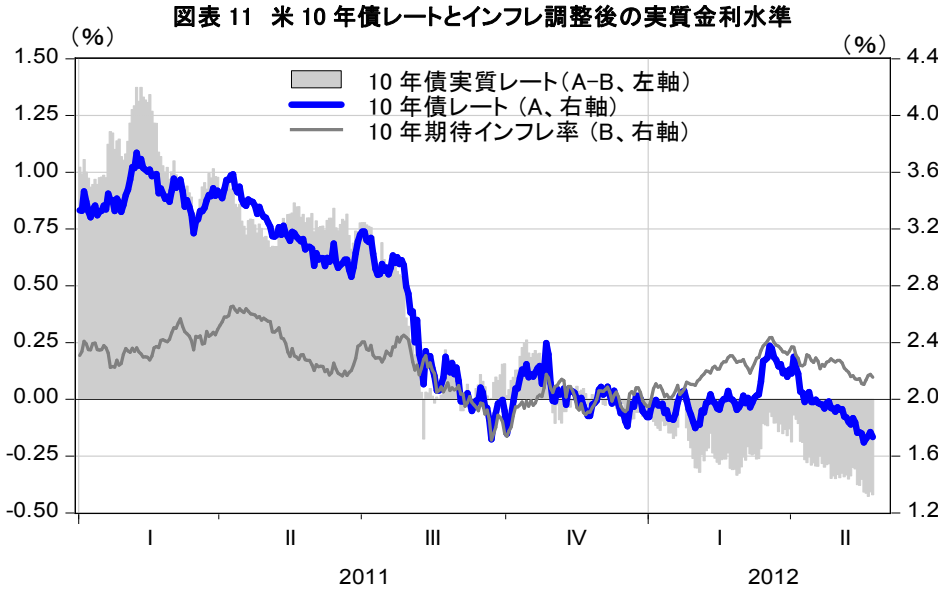
このように、世界の金融市場では欧州不安再燃による不確実性が高まっているが、米国の国内経済活動のみに注目すれば、生産指数や住宅着工の改善が続いており、概ね巡航成長に相当する 2%半ばの成長が維持されている。見てきたように、欧州から米国への影響は、金融チャネル、実体経済チャネルいずれも直接的な波及については軽微で済む可能性が高い。欧州不安再燃の影響で注意すべきは世界的な株安など間接的な金融チャネルを通じた悪影響に絞られよう。

今のところ米国内企業の収益規模は GDP 比でみて過去最高水準にあり、非金融企業向け銀行貸出や社債は増加するなど、信用面でも実体経済活動を反映した動きが続いている。こうしたなかで、2%を大きく下回る米国長期金利の低さが目立っている。次頁図表 11 が示すように、期待インフ

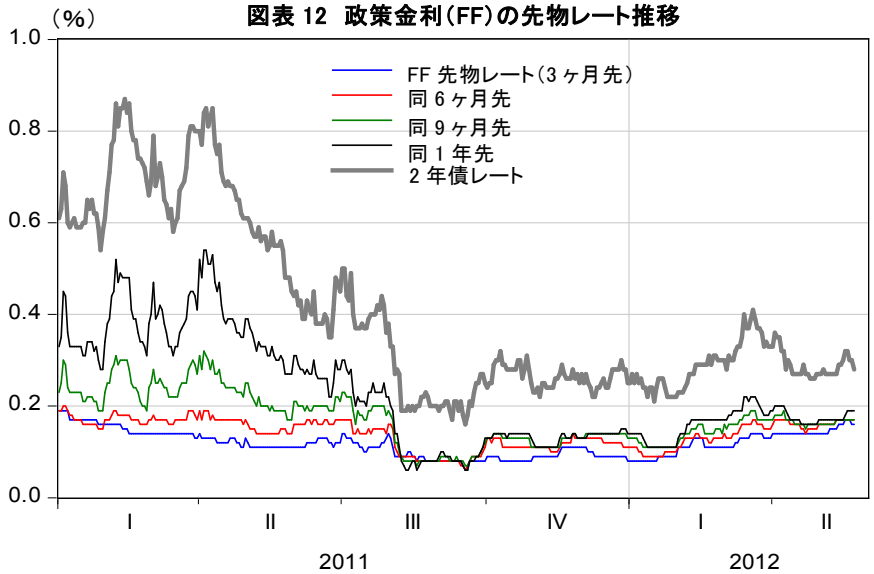
レ率が 2%を上回り、観察されるインフレ率も前年比 2%超（4 月消費者物価指数前年比 2.3%）を考慮すると、インフレ調整後の実質金利はマイナス領域にあり、マイナス幅が拡大している。

歴史的に見ても低い米国長期金利水準は、2014 年末まで続くとみられるゼロ金利政策が大きな要因ではあるが、その政策金利期待は、均してみれば 2014 年末が近づくに従いじりじりと上昇している（図表 12）。かかる環境から見て、欧州金融不安が米国経済に及ぼした最大の影響は、米国経済実体と乖離した異例に低い長期金利をもたらした点に尽きる。とすれば、欧州情勢がいったん小康状態に戻れば、適正水準に向け米 10 年債レートが緩やかに上昇していくことが予想できよう。

図表 11　米 10 年債レートとインフレ調整後の実質金利水準



図表 12　政策金利（FF）の先物レート推移



（資料）図表 11･12 とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

（経済調査チーム　木村 俊夫：Kimuta_Toshio@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。

アジア不均衡拡大の現状

＜要旨＞

1990 年代後半以降、世界経済における経常収支の不均衡（グローバル・インバランス）が拡大する中、アジア地域も中国やASEANなどの経常黒字や、インドやベトナムなどの経常赤字が不均衡拡大に寄与してきた。

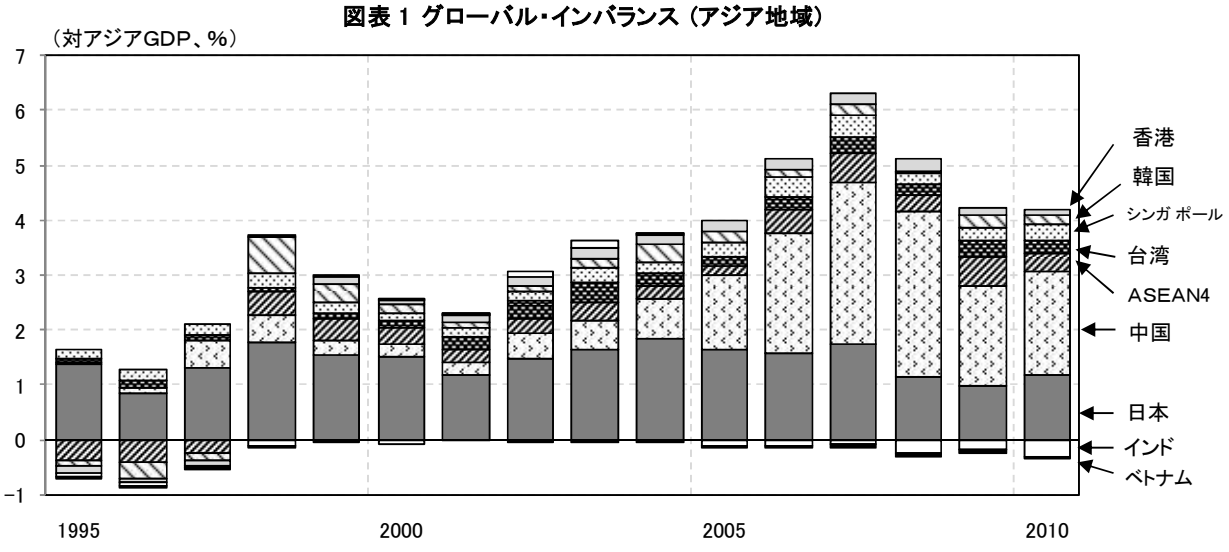
しかし、このアジア各国の経常収支を貯蓄投資バランス式（ISバランス式）の総貯蓄と総投資の側から見るとそれぞれの動きに違いがみられる。1990 年代後半のアジア通貨危機を境に経常黒字に転換したASEAN各国やアジアNIESの国の多くは、貯蓄比率が横ばいの中で投資比率が低下しており、投資不足に陥っている。またこの間も一貫して経常黒字を維持してきた中国は貯蓄過剰、台湾は投資不足、日本は貯蓄と投資がともに不足とそれぞれ置かれている状況は異なる。他方、経常赤字国であるインドやベトナムでは、貯蓄比率を上回る勢いで投資比率が上昇しており投資過剰が続いている。

このアジア各国の不均衡の背景にある総貯蓄と総投資の特徴は 2000 年以降も変わっておらず、各国の総貯蓄と総投資の過不足によって今後もアジア地域のグローバル・インバランスは拡大していくとみられる。

1．グローバル・インバランスの中で拡大するアジアの経常黒字

1990 年代後半以降、世界経済における経常収支の不均衡（グローバル・インバランス）は拡大を続けてきた。もっともリーマンショック以降、この不均衡は幾分縮小しているものの、1990 年代と比較すると依然として大きい。この間主に経常赤字を拡大させてきたのが米国であるのに対し、その裏側で石油・天然ガス輸出国とともに経常黒字を拡大させてきたのがアジア新興国である。このアジア地域の経常黒字の推移を国別に見ると、1995 年頃にはアジアの経常収支の大半を日本が占めていたのに対し、2000 年頃から徐々にアジア新興国の経常黒字が拡大しておりアジア地域全体の経常黒字を大きく押し上げていることが分かる（図表 1）。

図表 1 グローバル・インバランス（アジア地域）



（注）ASEAN4はインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピンを指す。
（資料）UNCTADデータベースより三井住友信託銀行調査部作成

その中でも特に寄与が大きいのが中国であり、2000 年初めには日本の 4 分の 1 にも満たなかった中国の経常黒字は足元の 2010 年には日本の 2 倍近い規模にまで達している。もっともこの間アジアのすべての国が経常黒字を拡大させていたわけではなく、インドやベトナムといった国では 2000 年代に入ってからも経常収支の赤字傾向は依然として続いている。

2．ISバランスからみたアジア各国の経常収支

このようにアジア地域の経常収支だけを取り出しても黒字拡大と赤字転落という不均衡が観察され、アジア全体としては経常黒字が拡大する中でグローバル・インバランスも拡大してきた。ただし、これらアジア各国の経常収支の背後に隠れている経済構造は必ずしも同じように推移してきたわけではない。ここでは貯蓄投資バランス式（ISバランス式）を用いて、経常収支と裏表の関係にある総貯蓄と総投資の関係に焦点を当て、2000 年以降の経常収支の動きの背景でアジア各国の総貯蓄と総投資がどのように変化してきたのかを明らかにする。

IS バランス式とは、国内の総貯蓄と総投資の差額が経常収支と事後的に等しくなることを示している。ここでの総貯蓄には家計、企業、政府の貯蓄が、総投資には住宅投資、民間設備投資、公共投資がそれぞれ含まれており、一国経済において総貯蓄が総投資より大きければその差額は経常黒字と一致し、逆に総貯蓄が総投資より小さければ経常赤字と一致する関係にある。

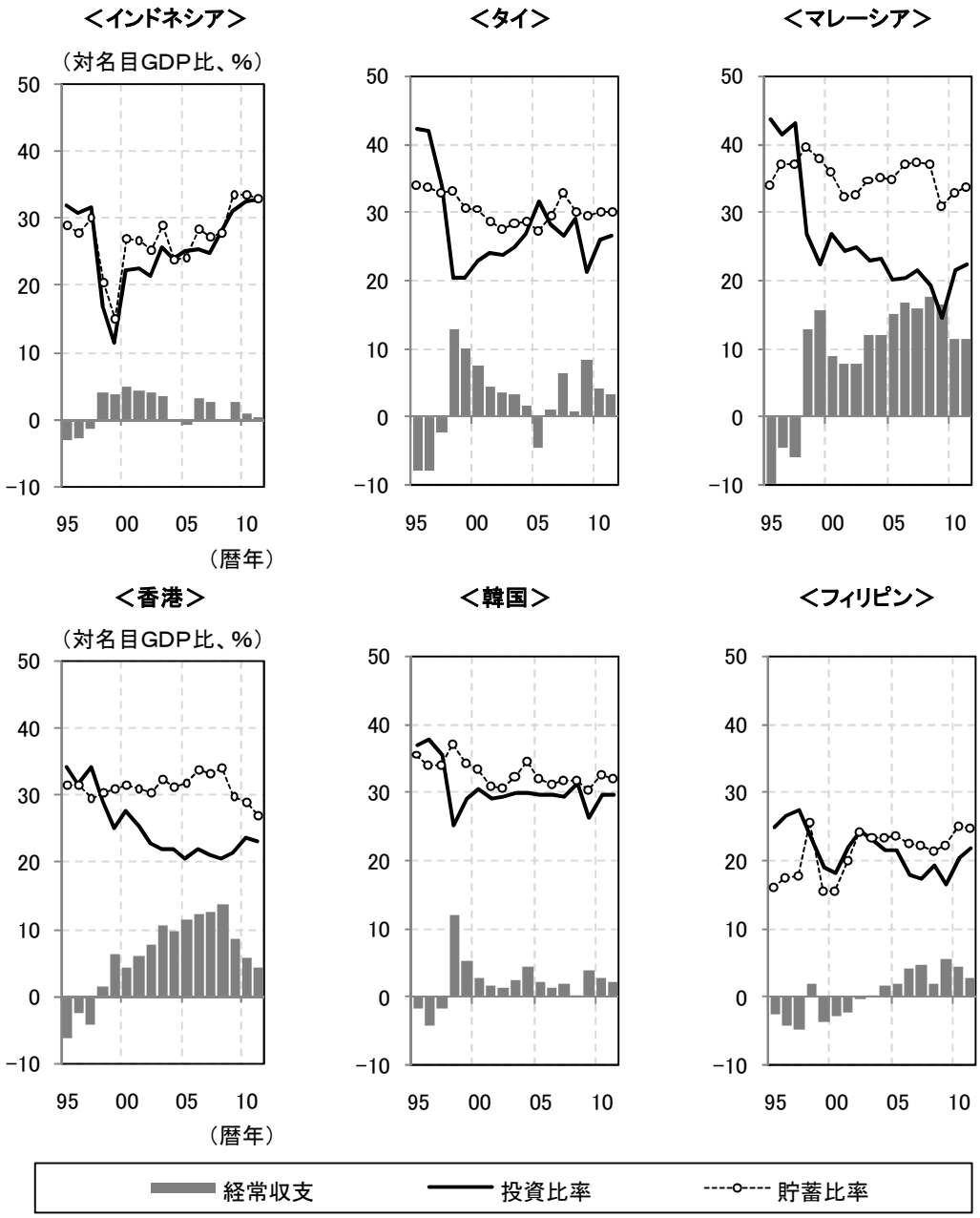
＜ISバランス式＞

経常収支 ＝ 総貯蓄（家計貯蓄、企業貯蓄、政府貯蓄） － 総投資（住宅投資、民間設備投資、公共投資）

この IS バランス式の関係を用いて、アジア各国の経常収支の裏側にある総貯蓄と総投資の関係を見てみると、足元で経常黒字が続いている国々は、アジア通貨危機を境に経常黒字に転換した国とアジア通貨危機以前から一貫して経常黒字を維持してきた国とに分類することができる。

このうちアジア通貨危機以前に経常赤字であった国としてインドネシア、タイ、マレーシア、香港、韓国、フィリピンなど ASEAN やアジア NIES の国々が多く含まれる。これら国々に特徴的なのは、インドネシアを除いたすべての国でアジア通貨危機以降、投資比率（＝総投資/名目 GDP）が大幅に下落しており、足元でも危機以前の水準にまでは回復していない（図表 2）。また貯蓄比率（＝総貯蓄/名目 GDP）をみると、この間どの国もほぼ横ばいで推移しており、その結果生じた差分が経常黒字の拡大として表れているといえる。例外的なのはインドネシアであり、アジア通貨危機で大幅に落ち込んだ投資比率はその後上昇を続け、足元では危機以前の水準を上回るまでに回復している。またこの間貯蓄比率も投資比率と同じく上昇しているため、両者の差は小さくこれを反映して経常収支の黒字幅も比較的小さい。

図表 2 経常収支、投資比率、貯蓄比率の動き（アジア通貨危機後に経常黒字）

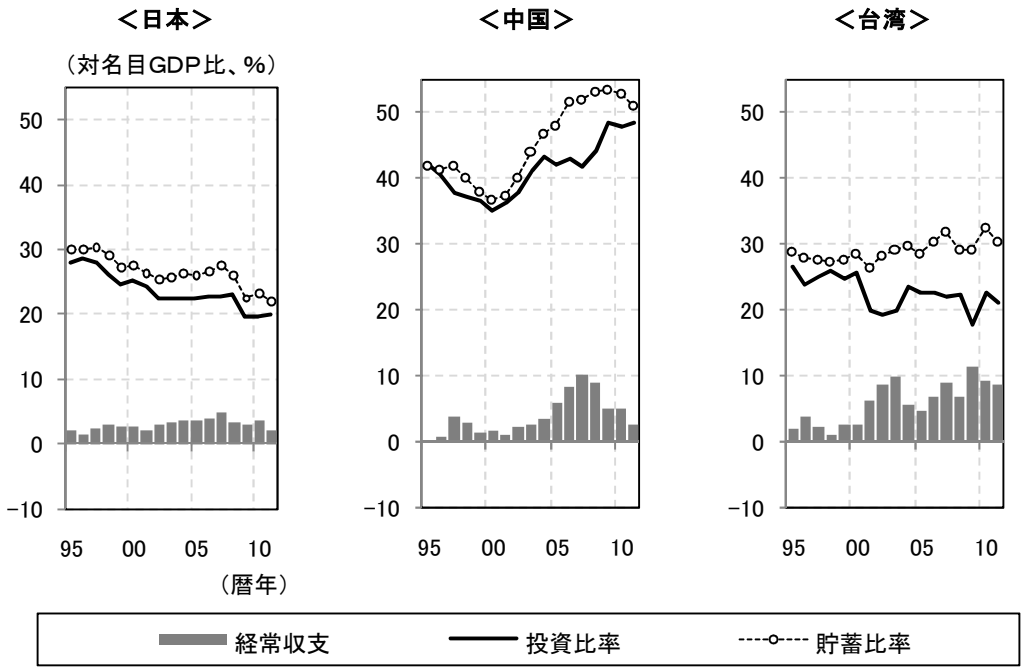


（資料）IMF「World Economic Outlook, April 2012」より三井住友信託銀行調査部作成

一方、アジア通貨危機以前から一貫して経常黒字を維持してきた日本、中国、台湾の投資比率と貯蓄比率の推移を見ると、それぞれの国が違った動きをしていることが分かる（図表 3）。唯一上昇している中国の投資比率は、足元で 40%台後半にまで達しており他のアジア新興国と比べても最も高い水準にあるものの、この間貯蓄比率がそれを上回る勢いで上昇しているため、結果として貯蓄超過となっている。

台湾もアジア通貨危機以前から経常黒字が続いている国の一つであるが、中国とは異なり投資比率が 2000 年代に入り低下トレンドが続いているのに対し、貯蓄比率はほぼ横ばいとアジア通貨危機以降に経常黒字に転換した国々に近い動きをしている。一方、日本では貯蓄比率が投資比率を上回ったまま共に下落傾向にあるため、結果として貯蓄超過を維持し続けている。

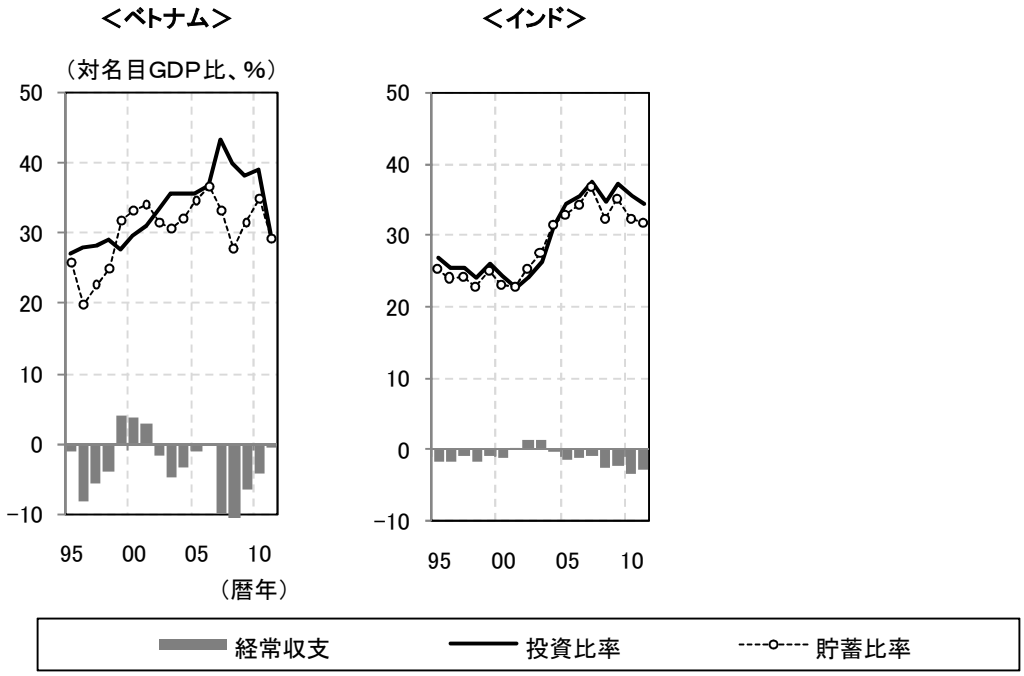
図表 3 経常収支、投資比率、貯蓄比率の動き（アジア通貨危機前後も経常黒字）



（資料）IMF「World Economic Outlook, April 2012」より三井住友信託銀行調査部作成

他方、インドやベトナムといった国々では一貫して経常赤字が続いている。これら 2 カ国では、投資比率と貯蓄比率がともに上昇する中、貯蓄比率を上回って投資比率が伸びているため投資超過となり、結果として経常赤字に繋がっていることが分かる（図表 4）。

図表 4 経常収支、投資比率、貯蓄比率（経常赤字国）



（資料）IMF「World Economic Outlook, April 2012」より三井住友信託銀行調査部作成

3．アジア各国の総貯蓄と総投資の過不足が不均衡を拡大させる可能性

以上見てきたように、1990 年代後半以降、世界経済における経常収支の不均衡（グローバル・インバランス）が拡大する中、アジア地域も中国やASEANなどの経常黒字や、インドやベトナムなどの経常赤字が不均衡拡大に寄与してきた。

しかし、このアジア各国の経常収支をIS バランス式の貯蓄と投資の側から見るとそれぞれの動きに違いあることが分かる。1990 年代後半のアジア通貨危機を境に経常黒字に転換したASEAN各国やアジアNIESの国の多くは、貯蓄比率が横ばいの中で投資比率が低下しており、投資不足に陥っている。またこの間も一貫して経常黒字を維持してきた日中台の貯蓄比率と投資比率の動きには共通点が見られず、中国は貯蓄過剰、台湾は投資不足、日本は貯蓄と投資がともに不足とそれぞれ置かれている状況は異なる。他方、経常赤字国であるインドやベトナムでは、貯蓄比率を上回る勢いで投資比率が上昇しており投資過剰が続いている。

このアジア各国の不均衡の背景にある総貯蓄と総投資の特徴は 2000 年以降も変わっておらず、各国の総貯蓄と総投資の過不足によって今後もアジア地域のグローバル・インバランスは拡大していくとみられる

（経済調査チーム　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。