なお不確実な状況が続く世界経済

（月例グローバル経済金融レビュー）

＜要旨＞

貿易量でも足踏みがみられ減速続く世界経済は、欧州における政策対応の進展、米国消費・住宅着工の増加、中国月次指標の一部底打ちなど改善の動きも散見される。

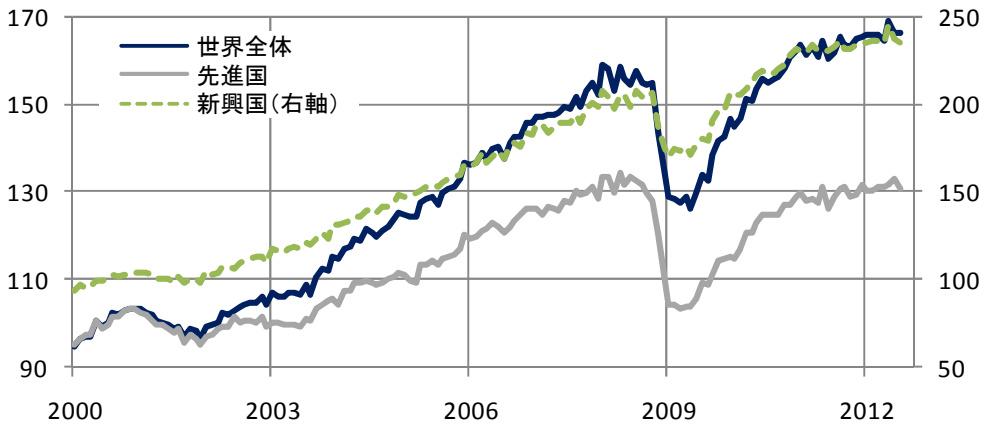
一方で、財政と金融の悪循環を断ち切るべく創設された欧州の様々な『政策枠組み』は、その発動に条件が付されており、対応の迅速性に問題が残るなか、欧州実体経済の悪化は今も進行している。米国でも『財政の崖』を前に、企業の慎重な投資姿勢は続いている。中国でも指標の改善がこの先アジアに波及するほど持続性と強さを持つものかどうか確認するには今しばらくの時間を要しよう。

このように各経済に残る不確実性は今後すぐに解消されるものではないが、米国における「財政の崖」のように、その不確実性の一部が晴れる状況により世界経済の行方に関する見方が一時的に上振れもしくは下振れる可能性もある。この結果、金融市場とりわけ米 10 年債レートや為替レートの変動が、目先大きくなるリスクに留意したい。

1. 世界貿易量の鈍化と欧州金融市場の進展

今年前半の世界経済は、国際通貨基金（IMF）による世界経済見通しの下方修正が示唆するように、世界全体の貿易と生産両面で足踏みがみられた。オランダ経済分析局が毎月公表している世界全体の貿易量の推移によれば、先進国の貿易量はすでに昨年後半から横ばいで推移し、新興国でも伸びが鈍化していた（図表1）。これらは、各国とりわけ米国製造業の景況感が今年半ばより悪化に転じ、今年後半に入って設備投資拡大に慎重となった背景でもある。

図表 1　世界貿易量の推移（2000 年＝100）



（資料）オランダ経済政策分析局「CPB World Trade Monitor」より三井住友信託銀行調査部作成

減速が続く世界経済にとって、欧州における足元の明るいニュースは、9 月上旬の欧州中央銀行（ECB）による無制限の国債買い入れ策（OMT）表明以降、欧州金融市場が小康状態を取り戻したことにある。10 月 8 日には、欧州諸国の救済（資金支援）を目的とした時限的な欧州金融安定基金（EFSF）の後継として、恒久的な危機対応機関である欧州安定メカニズム（ESM）も発足した。

加えて、銀行同盟に向けた議論も始まるなど、財政と金融の悪循環を断ち切る『枠組み』整備への動きは進展がみられた。この結果、欧州周縁国の国債金利は今年 4 月頃の水準を下回るまで改善している（図表2）。

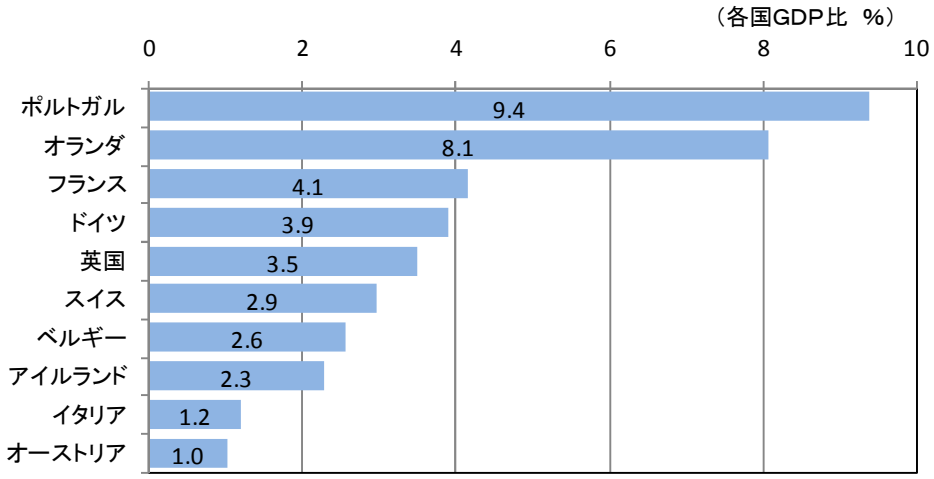
図表２　各国 10 年国債レートの推移

（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

一方で、救済発動には被支援国からの申請を要するなど条件が付され、迅速性の点で問題も残っている。OMT を活用した国債購入が焦点のスペインは、S&P 社により格付けが既に BBB＋から投機的等級寸前の BBB－に下げられてもなお申請の動きが見られない。金利低下という状況改善も一因だが、結果として再び金利急騰の際に生じる悪循環リスクは先送りされたままである。

スペインの債券発行額はギリシャの 3 倍近くに及び、与信国が中核国含めて多いことから、投機的等級に落ちた場合の影響は他国格下げに比して大きい点には留意が必要だろう（図表3）。

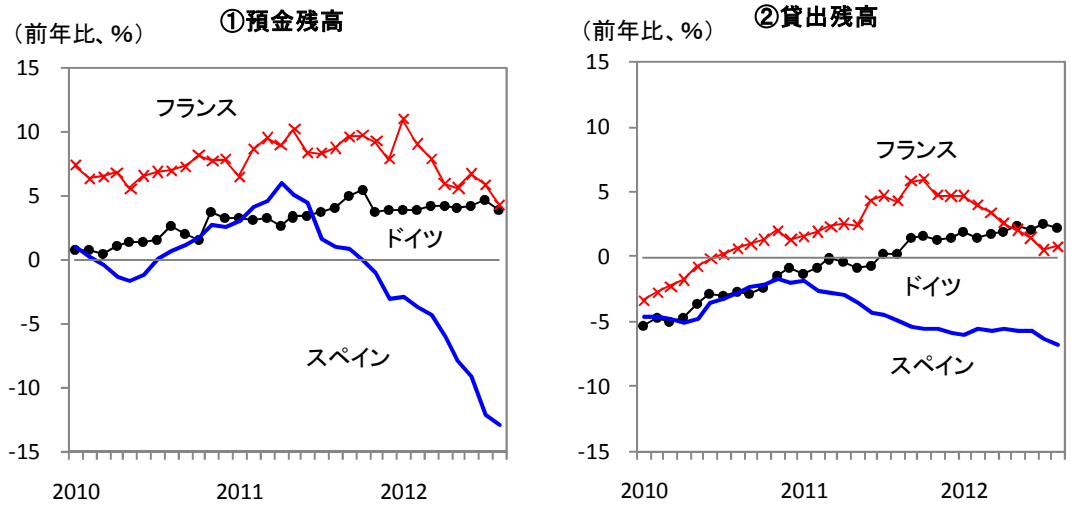
図表３　欧州各国の対スペイン与信残高 GDP 比の比較



（資料）BIS「国際与信統計」他より三井住友信託銀行調査部作成

この間も、欧州の実体経済の悪化は雇用や貸出面で進行している。失業率はユーロ圏全体で11.4%まで上昇、スペインとギリシャの失業率は25%に達し、5%台半ばで横ばいの推移を維持するドイツとの格差はさらに拡大した。こうした国家間の格差拡大は、中核国から周縁国に対する必要支援額を増加させ、救済のための政治的なハードルを高めよう。IMF の金融安定化レポートでもそのリスクが指摘されている欧州の信用収縮についても、独仏の貸出は増加する反面、スペインでは貸出減が続いている（図表4）。

図表４　ユーロ圏銀行の預金・貸出増減



（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

加えて、スペインと並びギリシャ情勢も火種の一つである。10 月の EU 首脳会議ではギリシャ政府の取り組みに対して一定の評価がなされ、支援は継続される見通しだが、財政再建自体は遅れており、この先再び支援停止とユーロ離脱懸念が高まる可能性が残る。総括すれば、政策対応では進展したものの、実体経済の回復には至らず、財政・金融・経済の悪循環はまだ解消していない。再び欧州発により悪化の連鎖が生じ、金融市場がリスクオフ（過度なリスク逃避）となる可能性は依然として残っている（図表5）。

図表５　欧州経済金融情勢のチェックポイントと現状

ポイント	進捗	現状
欧州民間銀の資本増強	○	2011年10月のEU首脳会議に基づき、2012年6月末に大半の銀行が自己資本比率9%まで増強済み
EFSF・ESM	○	ESMが10月8日に発足
OMT	△	EFSF/ESMによる国債購入やマクロ経済調整の履行等が条件。EFSF/ESM活用には被救済国からの申請が必要。スペインは未だ申請せず
単一銀行監督メカニズム	△	ESMによる銀行直接資本注入の条件。10月のEU首脳会議で、2012年内に法的枠組整備を目指す旨合意。但し直接資本注入にはなお時間要する見込み
財政統合に向けた動き		18日からのEU首脳会議で議題に
スペインソブリンリスク	×	S&P社がBBB+から投機的等級一歩手前のBBB-に引き下げ。Moody'sはBaa3に据え置き、両社とも見通しはネガティブ。10月末に203億ユーロの償還あり
ギリシャ財政再建進捗	×	ギリシャの取り組みに対して一定の評価はなされておりギリシャへの支援は継続の見通しだが、財政再建自体は先延ばし
その他、選挙等		スペイン・カタルーニャ州議会選挙（11/25）

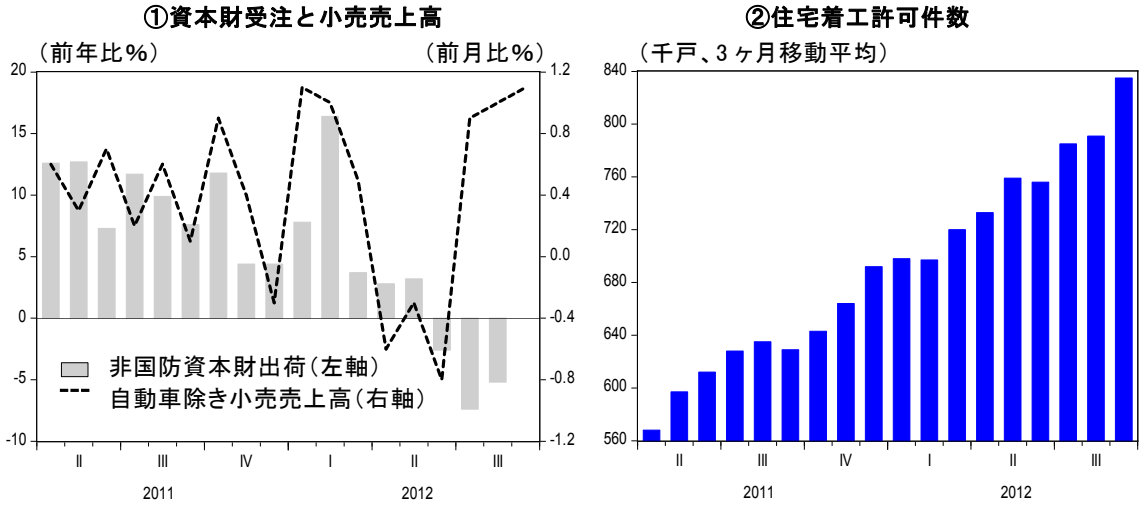
（資料）各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

2. 家計部門主導で持ち直す米国経済

先進国の中で比較的堅調な米国経済は、ここ数ヶ月の月次指標からすると企業部門の慎重姿勢と家計部門の好調さが際立っている。企業部門は、来年より適用される国防費削減を含む歳出削減と減税の期限切れからなる財政緊縮（いわゆる財政の崖）に伴う不確実性のため、設備投資拡大に慎重となり、非国防資本財出荷の前年比マイナスが続いている（図表 6①）。対して、家計部門は 7 月以降 3 ヶ月連続で増える小売売上高や住宅着工件数が示唆するように、持ち直しの兆しがみられる（図表6②）。この結果、7～9 月期の米国経済は前期比年率 2.0%強の成長を実現した模様である。

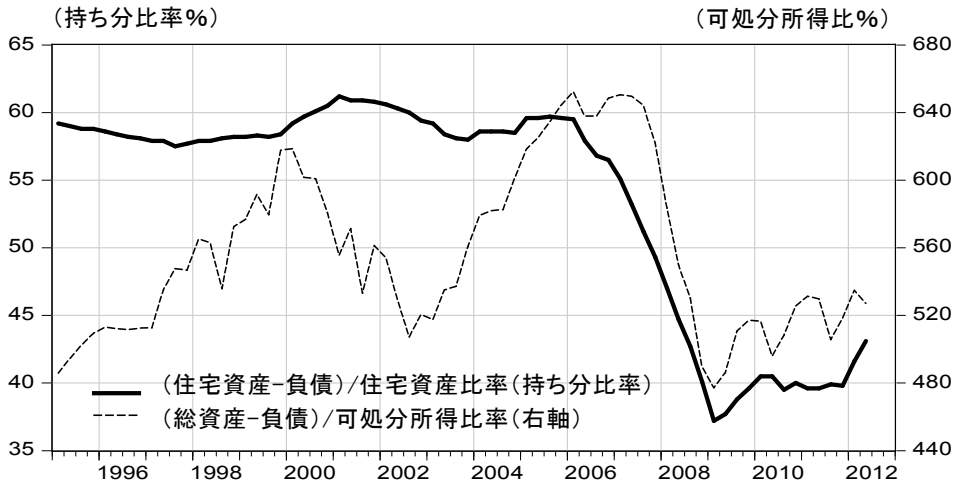
図表６　米国企業と家計の支出動向の対比



（資料）米国商務省「Survey of Current Business」、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

但し、家計消費の持続性については、年末の各種減税失効の可能性を考慮すると、慎重に見ておく必要があるだろう。足元の株価上昇もあって、家計全体の純資産可処分所得比率は 520%と過去平均水準まで回復した。こうしたバランスシート調整の進捗も住宅資産に限れば、負債を除いた持ち分比率が過去に比べてなお低い水準にあるなど、未だ改善途上にある（図表7）。

図表７　家計のバランスシート



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

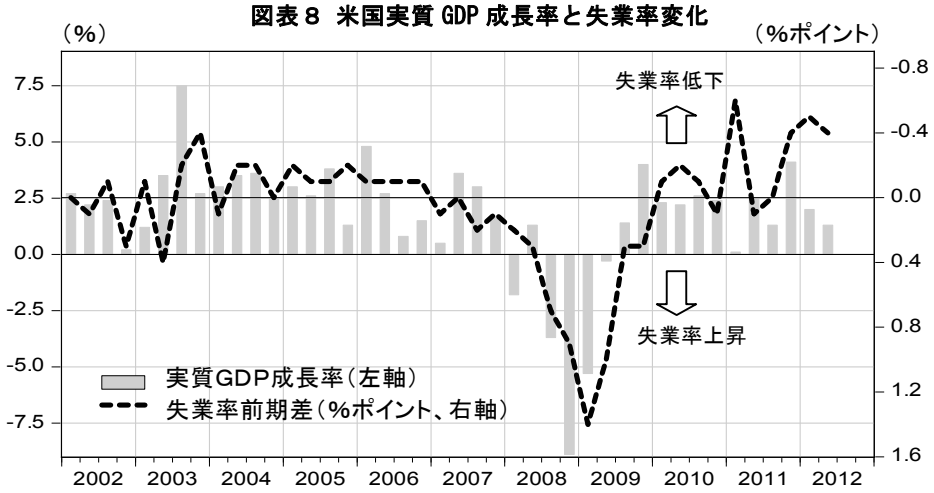
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

従って、7～9 月期の成長率は 2%を超えることはあっても、その後に控える「財政の崖」に伴う不確実性が晴れるまで、失業率低下に必要な年率 2.5%～3.0%の成長実現には、今しばらく時間がかかるだろう。

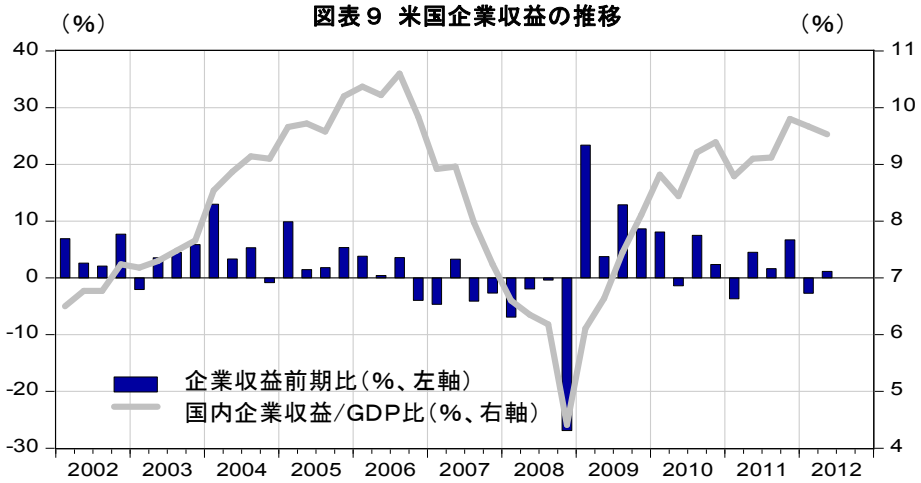
失業率の持続的低下の目安として年率 2.5%～3.0%の成長実現に注目するのは、過去の米国成長率と失業率の変化を比較した図表 7 からも確認できる。棒グラフは実質経済成長率、点線は失業率の前期差を並べているが、ちょうど成長率が年率 2.5%を超えると失業率が前期に比べて改善していることが読み取れる（図表8、失業率の前期差は逆目盛であることに注意されたい）。

この基準に照らしてみると、9 月の失業率は 7.8%と前四半期に比べ 0.4%ポイント低下したが、成長率は 2.5%成長ラインよりも下にあるため、その持続性については確かなものとは言えない。

図表８　米国実質 GDP 成長率と失業率変化



図表９　米国企業収益の推移



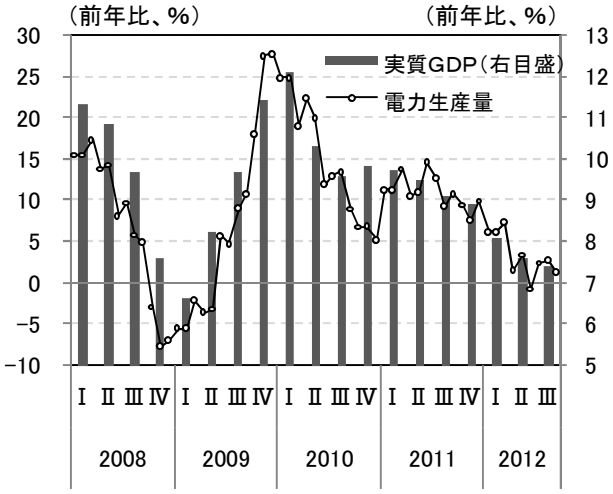
（資料）図表 8･9 とも米国商務省「Survey of Current Business」より三井住友信託銀行調査部作成

なお、2.0%前後の低成長であっても、米国企業はコスト削減を通じて収益を確保してきた。これは図表 9 が示すように、名目GDP比で見た国内企業収益が 2000 年前半の好況期と遜色ない水準まで回復してきたことからも裏付けられる。言い換えれば、2.5%を下回る低成長下では引き続き企業は雇用や投資拡大に慎重であり、その間は雇用環境の顕著な改善は実現できない。企業の姿勢改善には先行きの不確実性の解消がまずもって必要である。

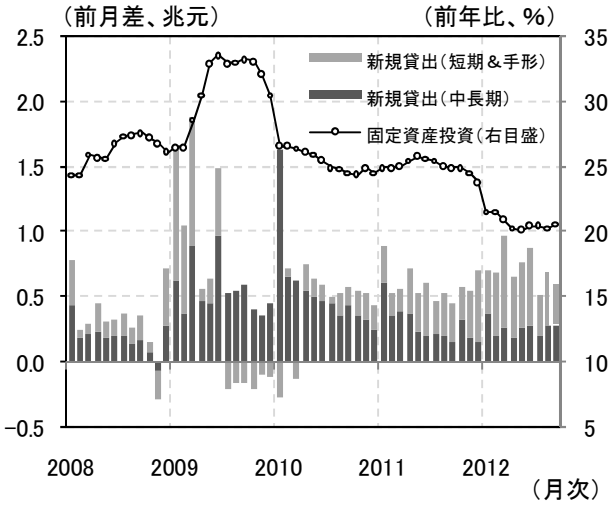
3. 日本からの輸入減が続く中国経済

中国の 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 7.4%増と 4～6 月期の同 7.6%増から減速し中国経済の回復が遅れていることを強く印象付けた（図表 10）。しかしながら、輸出入やマネーサプライ、小売売上高など月次指標では一部改善の動きがみられ、中国経済の減速には歯止めがかかった模様である。もっとも、新規銀行貸出は 9 月 6,232 億元と 8 月の 7,039 億元を下回り、固定資産投資の伸び率も僅かな上昇に留まっている（図表 11）。月次指標では一部底入れが見られる中国経済回復の実現性と持続性を確認するには、こちらも米国同様しばらく時間を要しよう。

図表 10 中国成長率と電力生産量



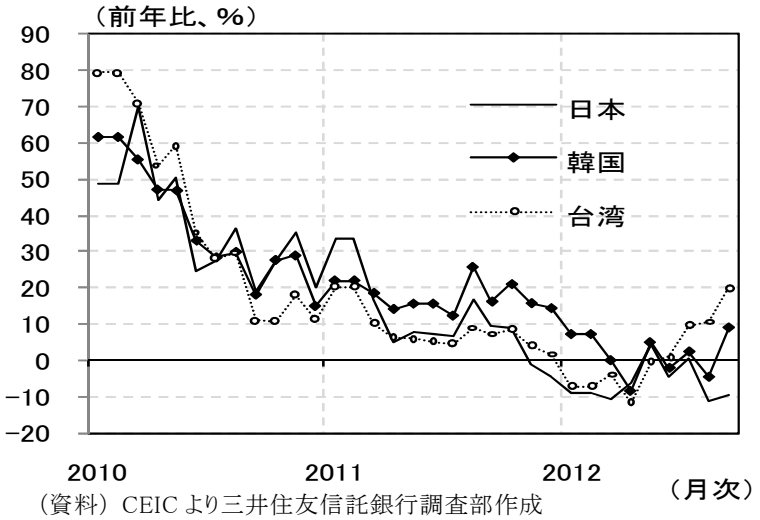
図表 11 新規銀行貸出と固定資産投資



（資料）図表 10･11 とも CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

なお、持ち直しの兆しでもある中国輸入動向は、全体として前年比割れから前年比増に転じているものの、日本に限ってみれば前年比割れが続いている（図表 12）。中国経済そのものは底入れしたとしても、回復ピッチが緩やかなうえ日本へのプラスの影響は限定的となる可能性が高い。

図表 12 中国からみた輸入動向（日韓台）



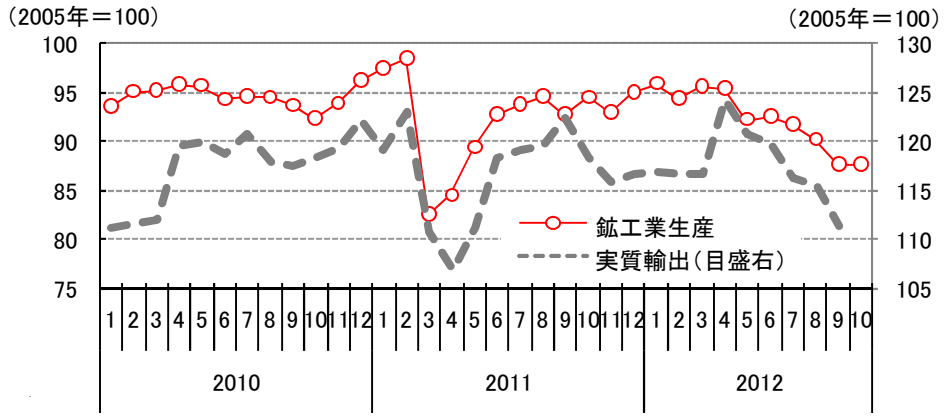
（資料）CEIC より三井住友信託銀行調査部作成

4. 景気後退入りが近づく日本経済

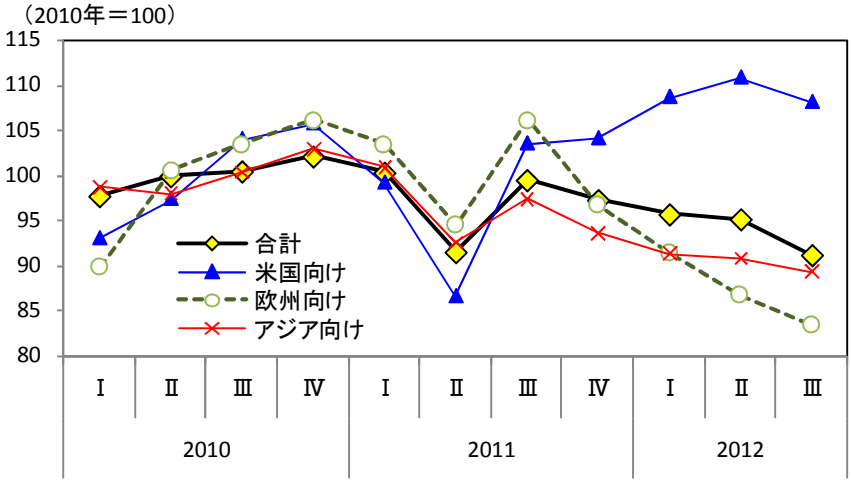
中国との関係悪化がマクロ的にみて日本経済にどのような影響を及ぼしうるかを判断する前に、現在の日本経済の状況を整理すれば、輸出減少に伴う生産減で景気後退局面に近づいている状況にあると言えるだろう(図表 13)。

まず、日本からの実質輸出は生産同様に 4 カ月連続で前月比減少が続き、米国向けを除いて欧州、アジア向け輸出減がここ数ヶ月の生産減少に大きく響いている(図表 14)。

図表 13 実質輸出と生産の推移



図表 14　輸出数量指数の推移（2010 年＝100）



（資料）図表 13･14 とも経済産業省「生産･出荷･在庫指数」他より三井住友信託銀行調査部作成

かかる生産減を業種別まで下りてみると、とりわけ輸送用機械の減産率が大きい(次頁図表 15)。国内ではエコカー補助金終了による販売台数減少に直面し、欧州のみならず中国への輸出についても、日中関係悪化による自動車販売減などの固有リスクを抱えるなか、かかる業種では必然的に米国への依存度合いが強まっていることが示唆されよう。

図表 15　業種別にみた国内生産の動き

（季節調整済前月比、%）

	8月 実績	9月 予測	10月 予測	7-9月期 前期比
合計	▲ 1.6	▲ 2.9	＋ 0.0	▲ 3.8
鉄鋼業	＋ 0.0	＋ 0.0	▲ 0.6	▲ 3.1
非鉄金属工業	▲ 2.9	＋ 0.6	＋ 1.5	▲ 5.6
金属製品	▲ 2.7	▲ 0.1	＋ 1.0	▲ 3.6
一般機械	＋ 0.3	▲ 1.1	▲ 3.5	▲ 2.6
電気機械	▲ 2.0	＋ 0.8	▲ 0.5	▲ 3.2
情報通信機械	▲ 5.7	▲ 9.1	▲ 8.5	＋ 1.6
電子部品ﾃﾞﾊﾞｲｽ	▲ 5.4	＋ 4.0	＋ 9.9	▲ 5.6
輸送機械	▲ 0.7	▲ 11.6	＋ 0.6	▲ 10.8
化学	▲ 3.3	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 1.5
パルプ・紙	＋ 2.0	＋ 4.9	＋ 0.5	▲ 0.8

（資料）経済産業省「生産・出荷・在庫指数」より三井住友信託銀行調査部作成

業種別にみた輸出増減寄与度を比較すると、輸送用機器が 7～9 月期に寄与度マイナスに転じ、一般機械、鉄鋼、化学製品など広範な業種でマイナス寄与となっている（図表 16）。

図表 16　業種別にみた輸出金額増減寄与度

	2011	2012		
	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ
輸出総額	▲ 5.5	▲ 1.6	4.8	▲ 8.1
鉱物性燃料	▲ 0.0	▲ 0.6	0.1	▲ 0.6
化学製品	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 0.5
鉄鋼	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3
非鉄金属	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2
金属製品	▲ 0.0	0.1	0.2	0.1
一般機械	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 2.0
電気機器	▲ 2.0	▲ 0.3	0.2	▲ 0.9
輸送用機器	▲ 0.1	2.1	7.6	▲ 1.4
その他	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 1.3	▲ 2.0

（資料）財務省「貿易統計」より三井住友信託銀行調査部作成

かかる内外経済の変化は国内企業の業況判断や収益計画にも表れている。日銀短観の大企業業況判断DIは製造業で▲3と前回の▲1から悪化、前回時点での予想＋1をも下回った。

非製造業（大企業）の業況判断DIは＋8と、前回比同水準だが先行き予想は＋5と▲3ポイント悪化した。また 2012 年度の収益計画は製造業（大企業）で前年比＋3.2%とプラスだが前回の計画値＋10.1%からは大幅に下方修正されており、非製造業（大企業）の収益計画も前年比▲2.3%、前回計画値の▲1.8%から悪化している（次頁図表 17）。

従って、中国リスクの一次的なマクロ的影響については、既に米国を除く欧州、アジア向け輸出が減少しているなかでは次のように整理できるだろう。仮にこの先予想通り中国経済が回復していったとしても、それが他のアジア新興国へ波及するほど成長率が高まらない場合には、他のアジア向け輸出が伸びないなかで、最終財への不買運動により中国向け輸出の鈍化が続くという形で、中国経済回復の恩恵が受けにくくなったという見方ができるだろう。

図表 17　日銀短観における 2012 年度の利益と投資計画（大企業）

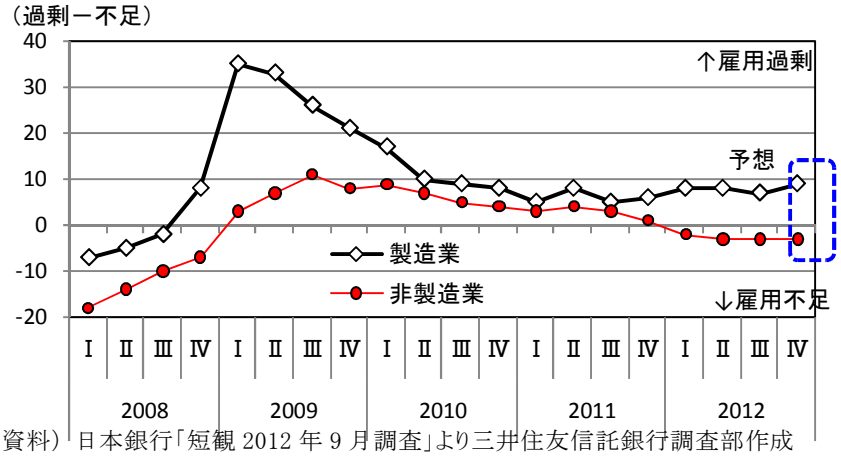
（%）

	経常利益		設備投資	
	前年比増減率	前回調査比修正率	前年比増減率	前回調査比修正率
全産業	＋ 0.0	▲ 3.0	＋ 6.4	＋ 0.2
製造業	＋ 3.2	▲ 6.2	＋ 12.3	▲ 0.0
素材業種	▲ 20.9	▲ 9.1	＋ 13.9	＋ 0.1
加工業種	＋ 25.3	▲ 4.5	＋ 11.3	▲ 0.1
非製造業	▲ 2.3	▲ 0.5	＋ 3.3	＋ 0.2

（資料）日本銀行「短観 2012 年 9 月調査」より三井住友信託銀行調査部作成

もっとも、2012 年度設備投資計画は大企業で＋6.4%（前回＋6.2%）と比較的高い伸びを維持し、雇用判断は製造業で＋8から＋7に低下し過剰度合いが弱まっている。非製造業でも▲3と雇用不足の状況は変わらない。企業が投資や雇用を絞り、内需の悪循環を引き起こす段階には至っていない（図表 18）。中国をはじめとする外需減は輸送用機械など、特定業種のさらなる収益悪化要因にはなるが、これらが雇用削減を通じて深刻な景気後退に陥る状況には至っていない。かかる環境下、リスクとして認識すべきは未だ顕在化していないアジアと米国経済の失速だろう。

図表 18　日銀短観における雇用判断ＤＩの推移（大企業）



（資料）日本銀行「短観 2012 年 9 月調査」より三井住友信託銀行調査部作成

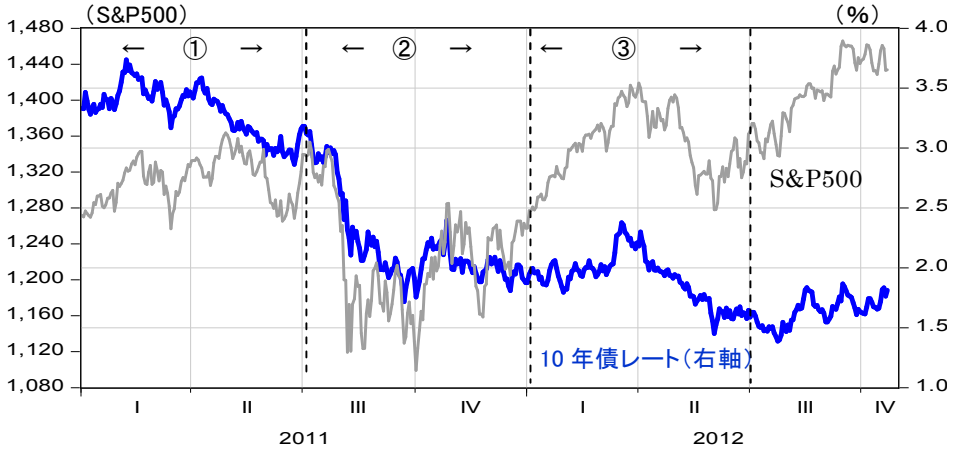
5. まとめ―不確実性の度合いを強める世界経済と金融市場

以上見てきたように、世界全体の貿易量でも足踏みがみられ減速が続く世界経済は、欧州における政策対応の進展、米国消費・住宅着工増、中国経済指標の一部改善の動きも散見される。

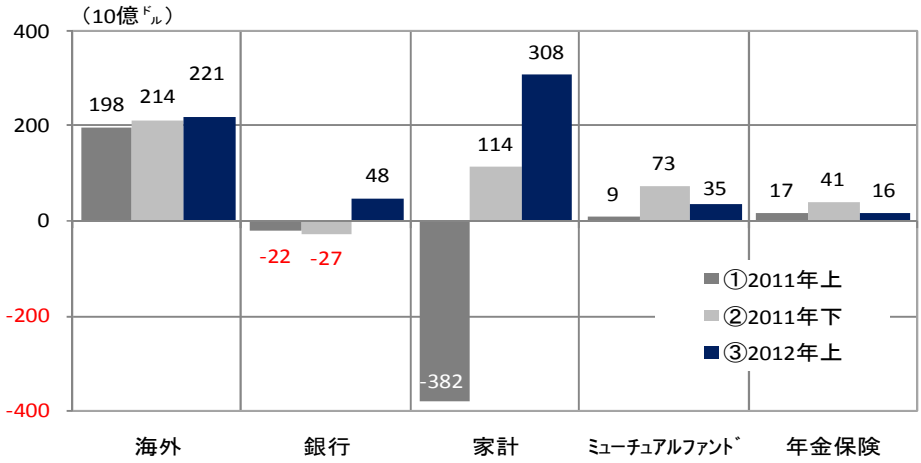
一方で、財政と金融の悪循環を断ち切るべく創設された欧州の様々な『政策枠組み』は、その発動に条件が付されており、対応の迅速性に問題が残るなか、欧州実体経済の悪化が進行中である。持ち直した米国でも『財政の不確実性』を前に、企業の慎重な投資姿勢は続いている。中国でも指標の改善がアジアに波及するほど持続性と強さを確認するには今しばらく時間を要しよう。

こうした不確実性は、世界経済持ち直しの足枷となっているほか、金融市場では米国 10 年債レート水準を押し下げている要因でもある。ただし、過去2年の投資家別の債券売買動向からすると、期待変化を反映した債券売買ポジション変更が金利水準の振れを大きくさせてきたことも確認できる。米国株価と 10 年債レートの連動性が乖離した 2012 年上期を含む半期ごとの債券売買動向（図表 19、20①②③）をみると、ヘッジファンド含む家計部門の米国債のポジション変動が著しい。リスクオフ・オンが入れ替わる局面では巻き戻しのポテンシャルもまた大きいことを示唆している。

図表 19　米国株価と 10 年債レート



図表 20　米国の投資家別国債売買動向（2011 年上期～12 年上期）

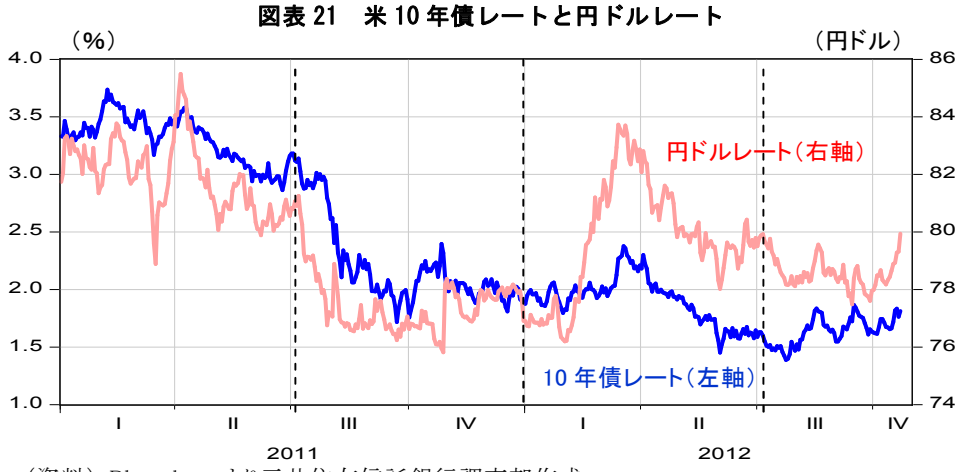


（資料）図表 19・20 とも Bloomberg、FRB より三井住友信託銀行調査部作成

各経済に残る不確実性は今後すぐに解消されるものではないが、米国における「財政の崖」のように、その不確実性の一部が晴れる可能性もある。たとえば、かかる「財政の不確実性」の解消時期は、ブッシュ減税延長や債務上限引き上げがセットで議論されることを踏まえると、早ければ年末（ロムニー候補勝利）、遅れれば年明け3末以降（オバマ大統領再選）に分かれる。

税制ほか歳入関連法案の先議権を有する下院は共和党に握られている現状、ロムニー候補が勝てば、ブッシュ減税延長と債務上限引き上げがスムーズに通り、短期的な不確実性は低下する。オバマ大統領が勝てば、高額納税者向け減税廃止を唱える民主党と下院を握る共和党の間で交渉が難航する結果、1～3 月の間に債務上限にヒットし、再びリスクオフとなる可能性もあろう。

図表 21　米 10 年債レートと円ドルレート



（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

米 10 年債レートの上昇下落をリスクオン、リスクオフの局面変化に見立てれば、円安、ドル高それぞれの反転時期にも一致する（図表 21）。このように、不確実性の一部が晴れる状況により世界経済の行方に関する見方が一時的に上振れもしくは下振れる結果、目先年末から年明けにかけ金利・為替とも、変動が大きくなるリスクに留意したい。

図表 22 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2012		2013	見通し総括
			7-9	10-12	1-3	
実質経済成長率	日本	前期比年率%	▲ 1.3	＋ 0.5	＋ 1.3	エコカー補助金終了による自動車販売減などで7-9月期はマイナス成長。2013年以降はプラスに戻るのがメインシナリオだが下振れリスク高い
	米国		＋ 2.2	＋ 2.0	＋ 1.5	年末から年明けにかけ財政削減で減速見込み
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.5	ドイツでさえも景気減速が明らかになる中、周縁国筆頭にマイナス成長続く
	中国	前年同期比%	＋ 7.4	＋ 7.6	＋ 7.9	成長率持ち直しも8.0%には届かない
金融市場	日本10年債利回り	%	（実績）0.73～0.86	0.75～0.90	0.75～1.00	景気が徐々に悪化しているため、追加緩和観測で金利に低下圧力がかかりやすい状況
	米国10年債利回り		（実績）1.39～1.87	1.60～1.90	1.60～2.00	財政不確実性と質への逃避が上昇抑制
	円ドルレート	円/ドル	（実績）77.5～79.9	78.0～82.0	78.0～83.0	景気堅調な米国との比較でごく小幅円安に
	ユーロドルレート	ユーロ/ドル	（実績）1.21～1.31	1.22～1.32	1.22～1.32	欧州債務問題で振れの大きい展開に

（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。金利為替の実績は期間中の最大・最小範囲。

（マクロ経済調査グループ　　木村 俊夫： Kimuta_Toshio@smtb.jp
花田　普： Hanada_Hiroshi2@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。