2013 年世界経済の注目点

（月例グローバル経済金融レビュー）

＜要旨＞

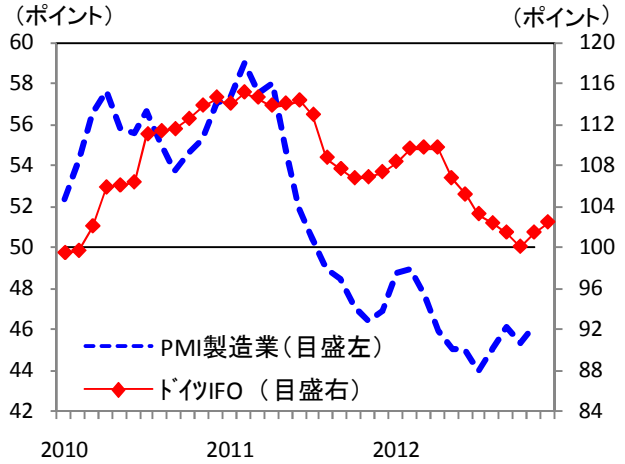
欧州金融市場の小康状態が続くなか、企業景況感は底打ちの兆しがある。但し、欧州は失業率の悪化や銀行貸出の減少が止まる気配はみられず、今後は実体経済面から欧州金融機関の収益を圧迫しよう。米国は財政の不確実性もあり景況感が振るわないが、住宅価格上昇を伴う住宅市場の改善と金融緩和が資産価格を押上げ 2013 年の米国経済を下支える。かかる米国経済の回復継続と中国経済底打ちが、2013 年とりわけ年後半の世界経済の牽引役となり、世界全体の外需好転を通じ、欧州や日本にとっての景気後退からの脱却要因となろう。こうした見方の背景にある2013年の世界経済の注目点をエリア（欧米亜日）毎にピックアップし、QA形式で整理してみた。

1．2013 年の欧州経済金融情勢と景気回復の可能性をどうみるか

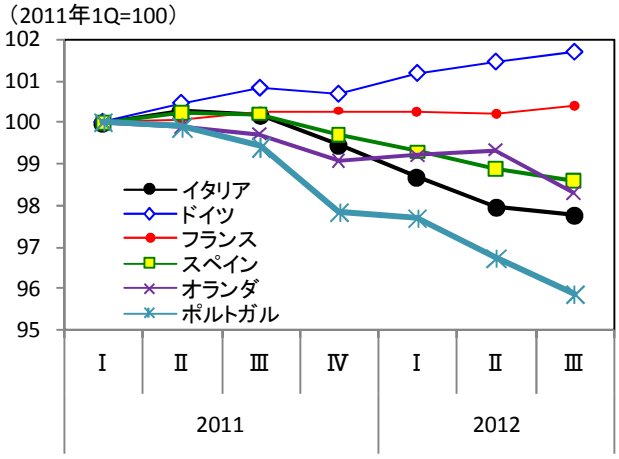
A. 欧州経済はコア諸国でも成長率低下が見られ始め、この先銀行の不良債権増加につながる恐れが高まっている。ギリシャなど周縁国の財政再建も十分進捗しているとは言い難く、財政・金融・実体経済三者間の悪循環からなお脱していない。回復の契機は外需に求める他なく、2013 年の米国と中国経済の成長ピッチに依存しよう。

9月以降のユーロ圏製造業 PMI、および 11 月のドイツ IFO 指数が上昇するなど、欧州指標の一部に底打ちの兆しがある（図表1）。要因としては金融市場の落ち着いた状態が続いていることに加え、世界全体で在庫調整が一巡したことなどが考えられる。一方で、10 月のユーロ圏失業率は 11.6%から 11.7%に上昇し、ユーロ圏全体の3期連続のマイナス成長（2012 年 7-9 月期前期比年率▲0.2%）に加え、成長悪化はオランダなど南欧諸国以外の国にも広がってきた（図表2）。

図表1　ユーロ圏の企業景況感指数



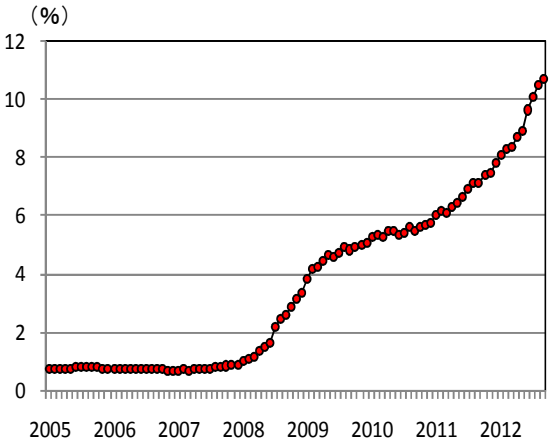
図表2　ユーロ圏主要国の実質 GDP



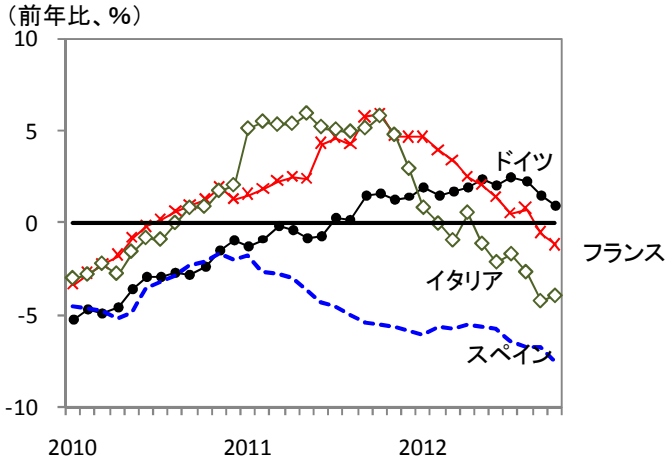
（資料）図表1・2とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

こうした実体経済の悪化が、今後は銀行の信用コストを増やし、収益を圧迫する要因として顕在化してくる可能性が高い。既にスペインの銀行の不良債権比率は上昇の一途を辿り、銀行貸出額はスペインやイタリアだけでなくフランスでも前年比マイナスに転じている（図表3、4）。従って、ユーロ圏経済の 2013 年の姿は、なお財政・金融・実体経済という3者間の悪循環から脱しきれず、少なくとも 2013 年前半は景気後退が続くと見られる。

図表３　スペイン民間銀行の不良債権比率



図表４　ユーロ圏主要国の銀行貸出額

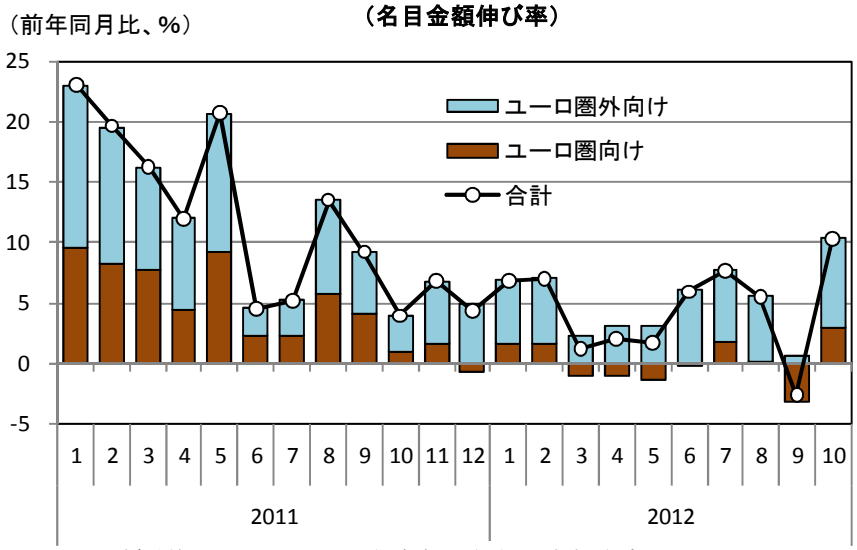


（資料）図表 3・4 とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

こうしたユーロ圏経済回復のきっかけは外需に求められよう。世界経済の底打ちに伴いユーロ圏外向け輸出も底打ちの兆しがみられる（図表5）。後述するように、中国経済の回復に加え 2013 年半ば以降米国経済の成長に力強さが戻ってくれば、ユーロ圏の景気も徐々に下げ止まりに向かうと見込んでいる。

もっとも、外需環境改善の恩恵は、輸出競争力から見てドイツに偏ると見られ、周縁国の受ける恩恵は限られたものに留まるだろう。このため、2013 年においても新たな問題が生じて国際金融市場の緊張が再び高まる局面を迎える可能性があることは常に念頭に置く必要があるだろう。

図表５　ユーロ圏 17 カ国からの輸出の動き
（名目金額伸び率）



（資料）Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

2. 米国住宅市場の回復は本物か

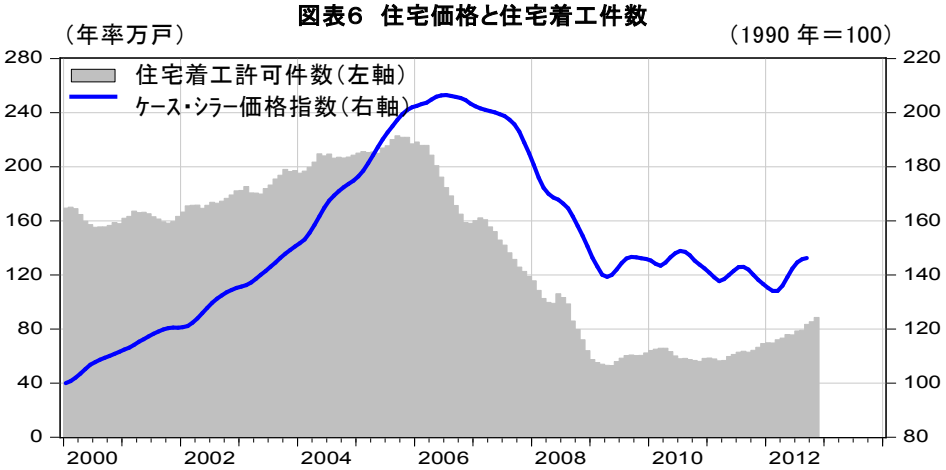
A. 回復持続性と強さは住宅価格動向に依存する。中古住宅の在庫/販売月数（先行指標）と失業率（遅行指標）いずれも過去より改善しており、住宅価格上昇は今後も続く見込み。2013 年通じて住宅投資の伸びが続き、家計のバランスシート改善にも寄与しよう。

2012 年末に期限が切れる各種減税と 2013 年より自動的に適用される歳出削減を合わせた「財政の崖」リスクにより、企業は設備投資や雇用賃金拡大に慎重な姿勢を崩していない。こうしたなかで住宅価格上昇が今後も続くか否かという点は、2013 年の米国経済の強さの重要な判断材料である。価格上昇が続けば住宅投資は増え、家計バランスシートの改善が期待できるためである。

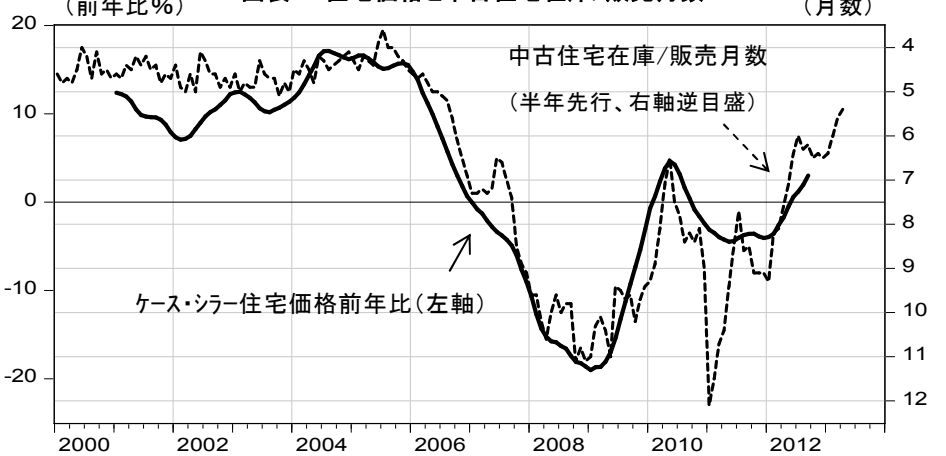
全米 20 都市平均の住宅価格を示す S&P ケース・シラー住宅価格指数によれば、2012 年 9 月時点の住宅価格はちょうど 2003 年半ばの水準まで戻ってきた（図表6）。但し、図表 6 を細かく見れば、ここ数年の住宅価格は再び下落に転じた時期もある。先行き住宅市場の状況は、現在の在庫動向と雇用環境に左右されるとの見方に立ち、過去との相違から先行きを展望してみたい。

第一は、過去に比べ中古住宅在庫が減ってきている点が異なる。図表7が示すように、前年比でみた住宅価格は中古住宅在庫/販売月数から半年遅れて推移する傾向にある。2010 年から 2011 年にかけては、在庫を販売で割った月数は 6 ヶ月を上回っていたが、直近は 5.5 ヶ月まで改善している。在庫圧力はリーマンショック以降最も少ない状況にまで改善してきたといえるだろう。

図表6　住宅価格と住宅着工件数

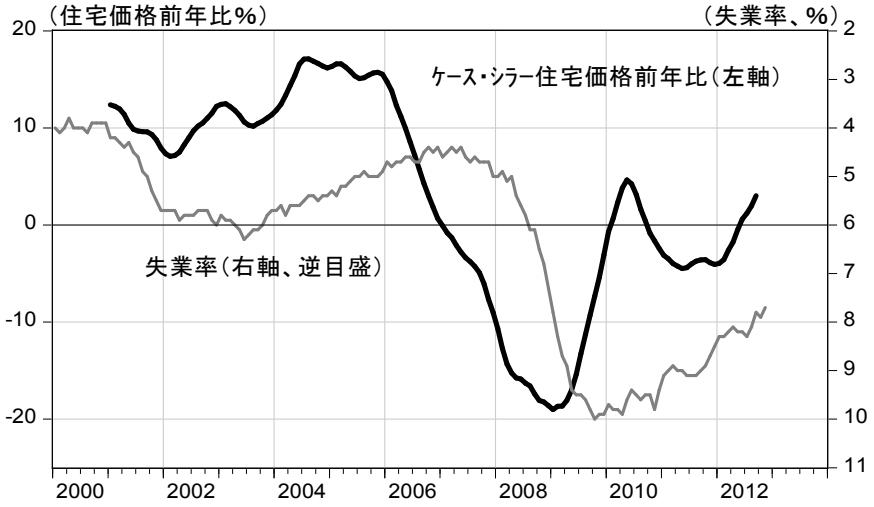


図表7　住宅価格と中古住宅在庫/販売月数



（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　住宅価格と失業率



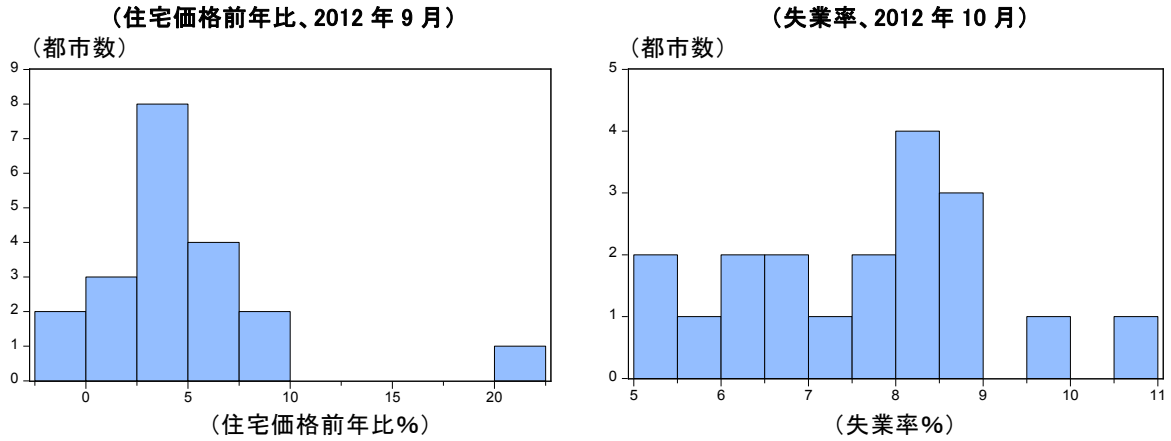
（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

第二に、そもそもの住宅需要を左右する家計の雇用環境も緩やかながら改善が進んでいる。2010 年から 2011 年にかけて住宅価格が再び前年比マイナスに転じた局面においては、失業率も 9～10%と高い水準にあった（図表8）。今年 10 月の失業率は 7.8%と 8%を切る水準まで改善してきた。このように、過去と比べると販売に対する在庫供給圧力という供給面、雇用環境改善と金融緩和による住宅需要面いずれにおいても改善していることから、2013 年の米国の住宅価格は前年比ベースで見てプラスが続くと期待してよい。

もっとも、かかる平均的な見通しも都市別に下りれば様相が異なり、住宅市場改善が遅れている地域・都市もある。2012 年 9 月時点の住宅価格前年比の分布を見ると、多くの都市が前年比プラスである一方、2都市（シカゴ、ニューヨーク）では前年比マイナスであり、失業率についても 10 月米国平均 7.8%を上回る都市も多い（図表9）。

以上を総括すれば、地域や都市により差異はあるものの、米国の住宅市場全体としてみれば住宅価格の先行指標である中古住宅の在庫/販売月数（供給要因）と遅行指標である失業率（需要要因）いずれにおいても過去に比べて改善しており、2013 年通じて住宅価格の上昇が続き、住宅投資や家計のバランスシート改善に寄与していこう（この点の分析は本調査月報「米国家計の資産効果は期待できるか」をご参照）。

図表9　都市の住宅価格前年比と失業率の分布



（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

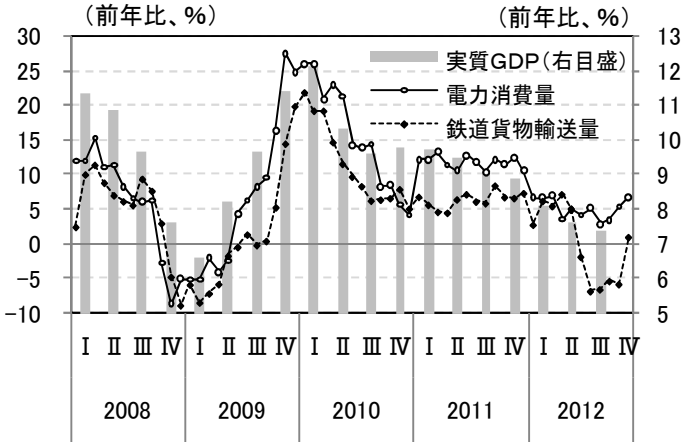
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

3. 中国をはじめとするアジア新興国の 2013 年の景気をどう見るか

A. 中国経済は今後も緩やかに回復を続ける。2013 年中国が緩やかな成長に止まるなかでは主に韓国や台湾で通貨高によるアジア景気への下押し懸念に留意したい。

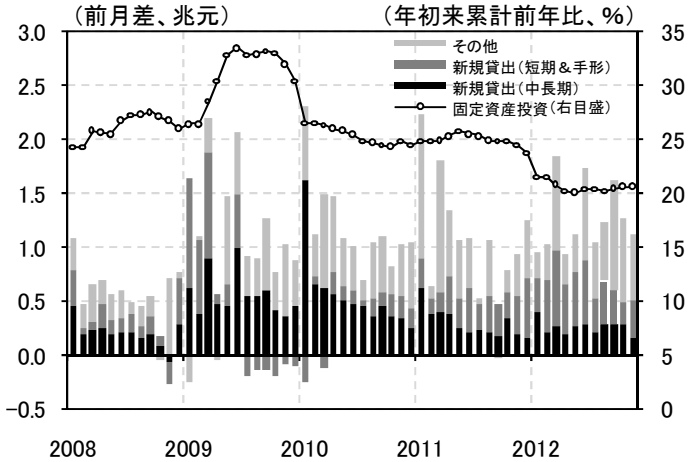
中国経済の短期的な変動を反映する経済指標は底打ちを示している。例えば、9月頃から中国の電力消費量や鉄道貨物輸送量の伸び率が高まっている。中国景気は、この頃を境に底を打ったと見てよいだろう(図表 10)。もっとも、リーマンショック直後に中国景気を大きく押し上げた経済政策については、固定資産投資の伸び率は高まらず、中長期の銀行新規貸出の増加ペースも鈍いまま推移していることが示すように、今のところ大きな動きは出ていない(図表 11)。

図表 10　電力消費量、鉄道貨物輸送量、実質GDP



(注)電力消費量の1月と2月は両月の合計値より計算。
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 11　社会融資総量と固定資産投資

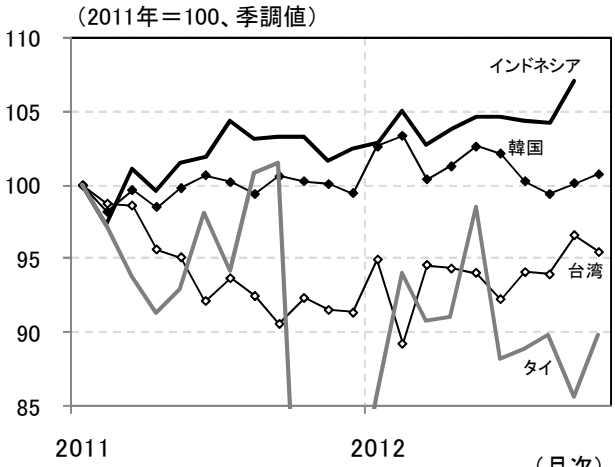


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成　(月次)

2013 年の中国の経済政策についても、来年3月までの政権交代の日程がすべて終了するまで景気対策が手控えられる見込みであるほか、今後も大規模な政策が打たれる可能性は高くないだろう。というのも、リーマンショック後に実施された所謂 4 兆元の景気対策が、その後の不動産価格高騰や過剰生産設備といった副作用をもたらした反省から、成長拡大のみに偏った経済政策は回避されよう。事実、12 月 15、16 日に開かれた 2013 年の経済政策を定める「中央経済工作会議」においては「持続的で健全な成長の実現」という目標が打ち出されるなど、経済政策スタンスに変化が見られる。総括すれば、2013 年の中国の経済成長率は、景気が減速した状態にあった 2012 年 7-9 月期の 7.4%からは高まるものの、8%台前半あたりに留まると見られる。

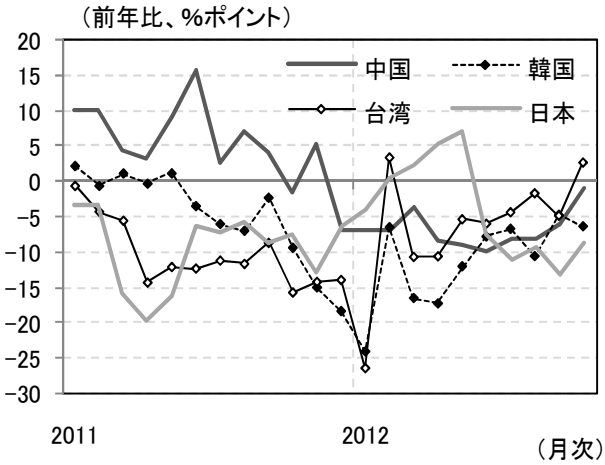
中国以外のアジア諸国に目を向けると、昨年後半の洪水から急回復を果たしてきたタイでは復興のための公共投資一巡で下落傾向にある一方、インドネシアや台湾の生産が上向いている(次頁図表 12)。台湾の生産が好調な背景には、中国と同様に出荷と在庫のバランス(出荷前年比－在庫前年比)が改善していることがあるものと見られる。韓国の在庫バランスも徐々に改善しているが、台湾の方がそのペースが速いのは、中国との貿易の結びつきが強く、中国向けの輸出が高い伸び率になっているためであると考えられる(同図表 13)。

図表 12 アジア各国の出荷在庫バランス



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

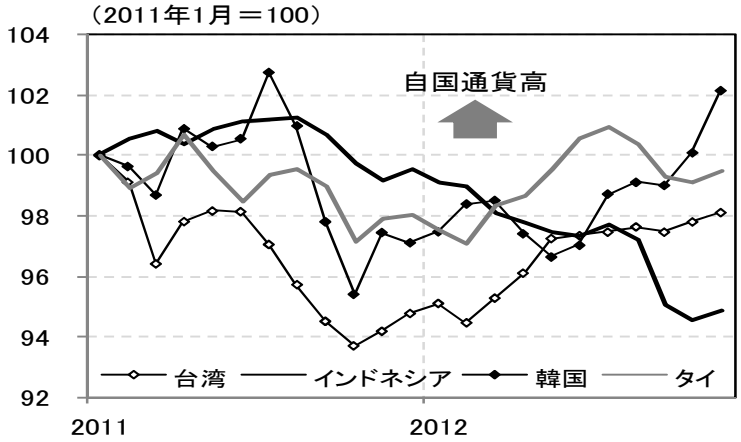
図表 13 アジア各国の出荷在庫バランス



（注）出荷在庫バランス＝出荷前年比－在庫前年比
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

しかし台湾と韓国にとっては、米国をはじめ先進国の金融緩和の影響もあって進んでいる通貨高が懸念材料となろう。とりわけ韓国では 6 月以降ウォンが 5%以上増価しており、輸出競争力の点からも厳しい環境下に置かれている。こうした動きが、タイムラグを経て 2013 年に入ってから現在好調な台湾、横ばい圏内を維持する韓国の生産を押し下げかねない点は、アジア景気の下振れリスクの一つとして注意しておく必要があるだろう（図表 14）。

図表 14 アジア各国の実質実効為替レート



（資料）BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

4. 日本経済の景気後退からの脱却の契機は何か

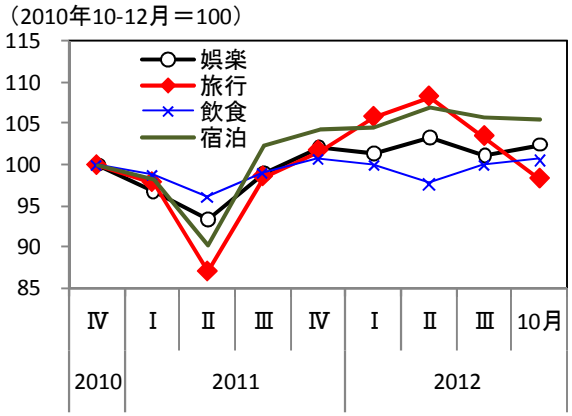
A. 2012 年前半まで国内景気を支えてきた自動車販売や家計サービス支出の増加は既に頭打ちになったため、景気後退局面を脱するためには外需の回復が必要条件である。

2012 年前半までの国内景気は、①復興関連公共投資、②エコカー補助金による自動車販売増加、③東日本大震災により大きく落ち込んだサービス支出の回復－などの国内需要に支えられたが、夏頃から自動車販売とサービス支出が頭打ちになった（図表 15）。そして海外経済の低迷が長引く中輸出も減少が続いたために、2012 年 7-9 月期の実質経済成長率は前

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

期比年率▲3.5%と大幅なマイナスになった（図表 16）。牽引役を失った日本経済は、今年春頃から景気後退局面に入ったと見られる。

図表 15　国内サービス支出関連業種の動き



（資料）経済産業省「第 3 次産業活動指数」

図表 16　日本の実質経済成長率

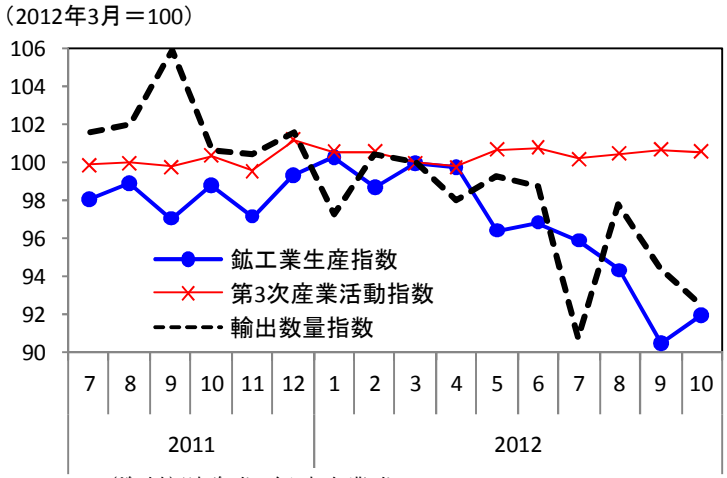
（前期比年率、%）

	2012年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	5.7	▲ 0.1	▲ 3.5	▲ 3.5
個人消費	4.7	0.3	▲ 1.7	▲ 1.0
民間住宅	▲ 4.3	6.3	3.7	＋ 0.1
設備投資	▲ 9.3	0.5	▲ 11.3	▲ 1.6
民間在庫(年率兆円)	▲ 2.0	▲ 3.4	▲ 2.3	＋ 1.0
政府支出	5.7	1.9	2.4	＋ 0.5
公共投資	34.9	23.6	6.1	＋ 0.3
財・サービス輸出	13.9	3.3	▲ 18.9	▲ 3.1
財・サービス輸入	9.7	7.4	▲ 1.8	＋ 0.3

（資料）内閣府「国民経済計算速報」

今のところ、製造業の業績が明らかに厳しさを増しているのに対して非製造業は堅調な状態を維持しており、企業部門全体を支える形となっているが、製造業の低迷が長引けば非製造業全体への悪影響も徐々に強まっていくことになる（図表 17、この点の分析は本調査月報「国内景気変動が非製造業に及ぼす影響」をご参照）。この点から見ても、現在の日本は製造業・非製造業を問わず「外需の回復待ち」の状態にある。

図表 17　輸出と製・非製の活動指数



（資料）財務省、経済産業省

当部の海外経済に関する見方は、2013 年春頃から米中景気が安定し、それによって輸出が回復することで国内景気も安定していくというのがメインシナリオだが、逆に海外景気回復が遅れた場合には、そのまま国内景気にとっての景気後退期間長期化につながる。海外経済の動向は、日本にとって景気後退局面脱却の必要条件であり、かつ下振れリスクでもある。

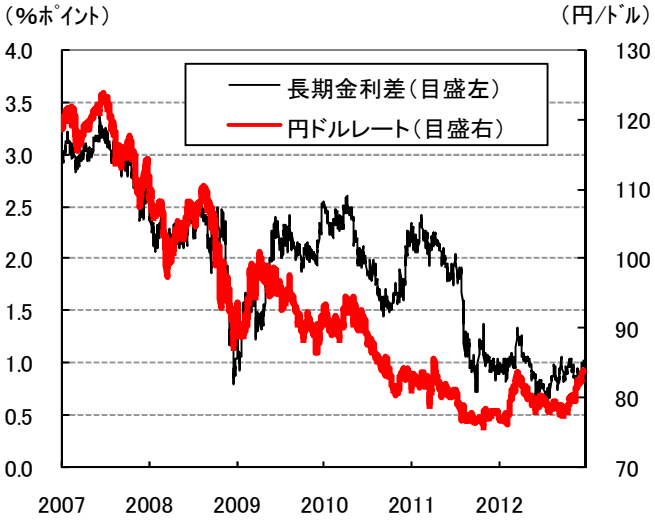
更には、新政権が「デフレ脱却に資する規模の補正予算」編成の方針を打ち出すと同時に、日銀に対する緩和圧力を強めていることで、財政規律に対する懸念が高まって長期金利の急変動を招く恐れもある。2013 年は、このような国債市場に起因する景気の下振れリスクにも配慮し続ける必要があろう。

5. 円ドルレートの円安反転は持続的なものとなるか

A. 住宅市場の回復を背景とした米国景気の回復基調が続けば、この先は緩やかな円安トレンドになると考えるのが自然である。但し 11 月以降の円安が期待先行の色が強かっただけに、一時的に円高に戻ることも考えられる。

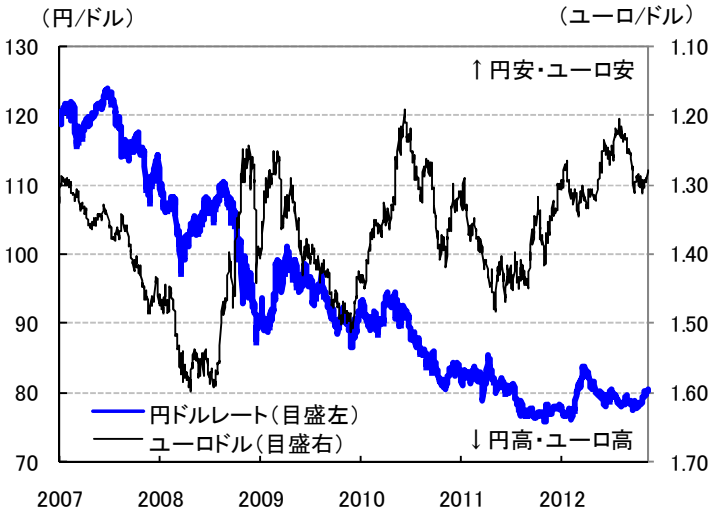
2007 年サブプライムローン問題が顕在化して以来、円ドルレートは円高トレンドを辿ってきた。米国金利低下による日米金利差の縮小が円高要因になったのに加えて、欧州債務問題に起因する金融市場の不安が高まった時も、いわゆる「質への逃避」の動きが強まることで円レート上昇に拍車がかかる局面が度々あった（図表 18、19）。

図表 18 日米長期金利格差と円ドルレート



(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表 19 ユーロと円レートの推移



(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

その円レート上昇局面が、ここにきて終わったのではないかという見方が出てきている。円ドルレートは 2012 年 11 月上旬の 1 ドル＝80 円前後から中旬以降円安に振れ、12 月中旬は同 83～84 円前後で推移している。円安のきっかけは、政治から日銀に対する緩和要求が強まり、日銀がこれに応えて金融緩和を強化するとの見方が強まったことである。

現在の日米景気を見ると、住宅市場の回復を背景に上向きつつある米国に対して、日本は景気の牽引役を失って急激に厳しさを増していることから、この時期の円安はファンダメンタルズから見ても自然な動きと理解できる。

但し、この円安は金融市場の期待が先行したことによるところが大きいことも否定できないため、高まった期待の反動で円高に振れる可能性がある。また海外でも、欧州はなお財政・金融・実体経済 3 者間の悪循環から抜け出しておらず、米国では財政を巡る不確実性もまだ残っているなど、為替レートの急変動要因はまだ解消されていない。米国財政に関する不確実性が残る 2013 年前半は、80 円台前半を中心に振れの大きい展開になると見込む。2013 年後半からは、米国景気の再加速を背景に 80 円台後半まで円安が続くというのが当部の基本的なシナリオである。

6. まとめ－2013 年の世界経済のシナリオとリスク要因

このように 2013 年の世界経済は、米中に牽引される形で均してみれば 2013 年後半に成長率が高まる姿が一応想定しうる。しかし、次のようなリスクを内包している点には十分留意したい。

まず実体経済面では、企業部門は未だ投資や雇用に対して慎重な姿勢を崩していない。慎重姿勢は企業部門の健全な財務状況を生み、底割れ回避に寄与しているものの、雇用や賃金増を通じた家計部門への所得移転が進まず景気回復の妨げとなる恐れがある。また金融市場においては、欧州債務問題再燃リスクが残る他、実体経済が弱いゆえの金融緩和の長期化により、一部の資産価格の高騰や為替レートの急変動を招き、実体経済にも悪影響を及ぼす恐れがある。

加えて、こうした経済と金融の相互依存関係を適切に制御すべき政策面で大きな不確実性が残るのも 2013 年の特徴である。欧州は言うまでもなく、米国でも財政の崖は回避するとしてもその後の中期的な財政健全化への議論はこれからである。日本は財政規律の維持と政府と中央銀行の望ましい関係構築に課題を残す。このように実体経済・金融市場・政策面それぞれに不確実性があり、これらの不確実性を取り除くための手立てが新たな不確実性を生むという「不確実性の連鎖」を引き起こしかねない状況から脱却できるか否かが、2013 年の大きなテーマである。

図表 20 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2012	2013		見通し総括
			10-12	1-3	4-6	
実質経済成長率	日本	前期比年率 %	▲ 1.1	＋ 0.8	＋ 1.4	内外需ともに不振、2012年10-12月期は3四半期連続のマイナス成長
	米国		＋ 1.6	＋ 1.5	＋ 2.3	年末から年明けにかけ財政削減で減速見込み
	欧州		▲ 0.5	＋ 0.0	＋ 0.5	ドイツでは底打ちの兆しもあるが、周縁国筆頭に低成長続く
	中国	前年同期比 %	＋ 7.6	＋ 7.9	＋ 8.0	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率も8%以下で推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.70～0.80	0.70～0.90	0.80～1.00	景気の下振れのため、追加緩和観測で金利に低下圧力かかり続ける
	米国 10年債利回り		1.60～1.90	1.60～2.00	1.80～2.20	財政不確実性の剥落に従い緩やかに上昇
	円ドルレート	円/ドル	78.0～85.0	80.0～85.0	80.0～85.0	日本の金融緩和期待先行で円安進んだ分、レンジ内に止まる見込み
	ユーロドルレート	ユーロ/ドル	1.27～1.30	1.25～1.35	1.25～1.35	欧米双方に残る不確実性のため、1ユーロ＝1.30ドル中心に振れの大きい展開

（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： Kimura_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。