

テーマ：世界経済を見る当面の主要ポイント 2012年8月6日(月)

～欧州債務危機、米財政の崖、中国政策効果、日本内需→外需へのバトンタッチ～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 欧州債務問題の再燃が金融市場の緊張を招いており、世界経済は減速感を強めている。家計や企業の心理悪化や欧州の財政緊縮策、銀行の資産圧縮等を通じ、米国や中国、日本経済へも悪影響が及んでいる。
- 欧州経済の先行きは、政治情勢やセーフティーネット強化の実現性等に依存。ユーロ圏統一の銀行監督機構が来年にも稼働し、ESMから銀行への直接的資本注入がされれば、危機を切り抜けられよう。ただ、欧州の信用不安が世界的な金融危機に発展すれば、リーマン・ショック時のような大幅なマイナス成長を伴う深刻な景気後退に陥る可能性も否定できない。
- 米国経済は、国際商品市況の落ち着き、金融緩和の強化による金利低下等、家計の購買力改善に伴い、減速した景気に持ち直しの兆しが見える。ただ「財政の崖」問題が景気の下押し要因となることには注意が必要。実際には一部の措置が延長され、景気押し下げ圧力は縮小する可能性が高いが、年末から来年初にかけて市場の混乱が予想される。
- 中国経済の持ち直しに向けた環境は整備されつつある。国際商品市況の落ち着き等でインフレが沈静化しているほか、固定資産投資にも明るい兆しが出始めている。今後は政府によるインフラ投資が加速する可能性が高い。金融緩和や景気刺激策も打たれ始めており、年後半にかけて中国経済は消費を中心に緩やかに回復することが見込まれる。
- 日本経済は復興需要が顕現化しており、これが成長の押し上げに寄与することが見込まれるが、欧州債務問題の影響やエコカー補助金の終了もあって、個人消費の下振れが予想される。金融市場の緊張を受けて円高定着も見込まれ、円安が大幅に進行する可能性は低い。
- 最大の懸念材料は、欧州債務問題が世界的な金融危機へと発展すること。悪循環を断ち切れずに危機へと発展すれば、一気にリーマン・ショックに匹敵する世界的な金融危機へと広がる可能性がある。その場合には、世界経済は再びリセッションに陥る。先進国における財政・金融政策の対応余地は限られ、世界経済の長期停滞に繋がる恐れもある。

※本稿はダイヤモンドオンラインへの寄稿（8月1日）を基に作成したもの。

●減速する世界経済

欧州債務問題の再燃が金融市場の緊張を招いており、世界経済は減速感を強めている。実体面でも、家計や企業の心理悪化や欧州の財政緊縮策、銀行の資産圧縮等を通じ、米国や中国、日本経済へも悪影響が及んでいる。

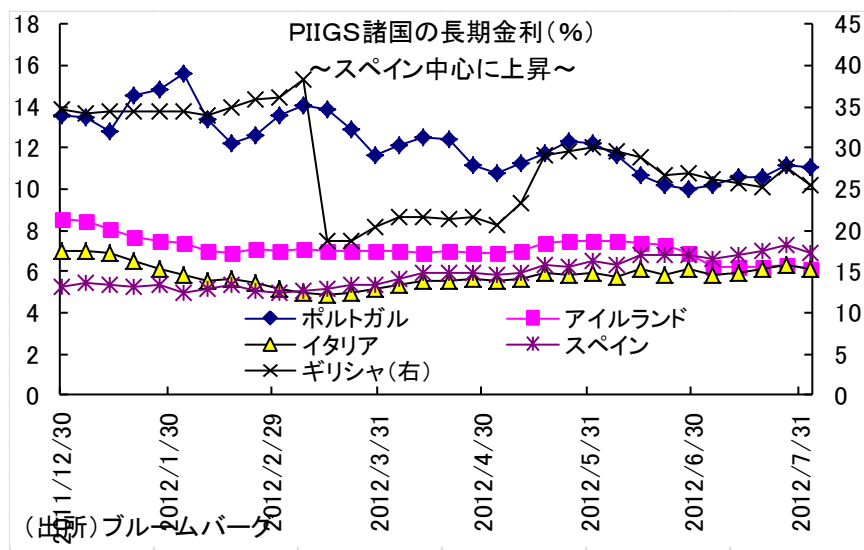
欧州では、ギリシャのデフォルトへの警戒感が熾り続けているほか、銀行の不良債権や地方財政問題等からスペイン国債の利回りが急上昇する等、緊迫した状況が続いている。実体面でも、財政緊縮策、家計や企業の心理悪化、銀行による資産圧縮等を背景に、経済成長率も2期連続のマイナス成長

となっている。米国経済は、バランスシート調整圧力等により緩慢な回復が続いており、足元では欧州債務問題や「財政の崖」問題を巡る懸念を受け、企業や家計の心理は悪化に転じている。中国経済も、不動産開発投資や欧米向け輸出の減速等により成長率は鈍化傾向にある。日本では、投資家のリスク回避の強まりから円高懸念が強まっているほか、株価低迷による逆資産効果も予想される。

そこで本稿では、今年から来年にかけて世界と日本の経済を見る主要ポイントを挙げ、欧州、米国、中国そして日本の経済展望をする。

●欧州経済は金融危機を防げるかの瀬戸際

欧州債務問題は、ギリシャやスペインの不安定な情勢等から再燃している。金融市場では、ギリシャのデフォルトへの警戒感が熾り続けているほか、スペインやイタリア等の長期金利上昇、銀行の不良債権問題など緊迫した状況が続いている。実体面でも、財政緊縮策による家計や企業の心理悪化、銀行の資産圧縮に伴う信用収縮等から今年はマイナス成長率に転じる可能性が高まっている。



6月にEUは、①銀行監督機構の統一、②セーフティーネットの機能強化、③成長・雇用協定の締結、④ユーロ圏の統合深化、を柱とする債務危機対策を決定した。ギリシャも、6月の議会再選挙で緊縮策を進めてきた旧連立与党のNDが第一党となり、旧連立与党のPASOKと穏健な緊縮策見直し派であるD.L.の協力を得て組閣し、ギリシャのデフォルトは一旦回避された。しかし、EU・IMFとの財政緊縮策再交渉は難航する可能性があることからすれば、今後も支援策が実行されるかは不透明であり、市場ではギリシャのデフォルトへの警戒感は今後も熾り続けよう。

その他の財政悪化国の国債利回りも上昇している。特にスペインは、州政府の財政赤字や銀行の不良債権拡大、財政緊縮策による景気低迷長期化等から懸念が強まっている。イタリアについても、13年4月の総選挙後に再び政治が不安定化する可能性から、イタリアが次の市場の標的になるとの懸念も熾っている。

欧州経済の先行きは、政治情勢やセーフティーネット強化の実現性等に依存しよう。ECBによる金融緩和の強化の下でユーロ圏統一の銀行監督機構が来年にも稼動し、ESMから銀行への直接的資本注入されれば、危機を切り抜けられよう。しかし、景況感の悪化が続くこともあり、欧州経済全体ではマイナス成長が続く可能性が高い。EU27カ国の経済成長率がプラスに戻るのは12年末頃と予想されて

おり、その後も低成長が見込まれる。

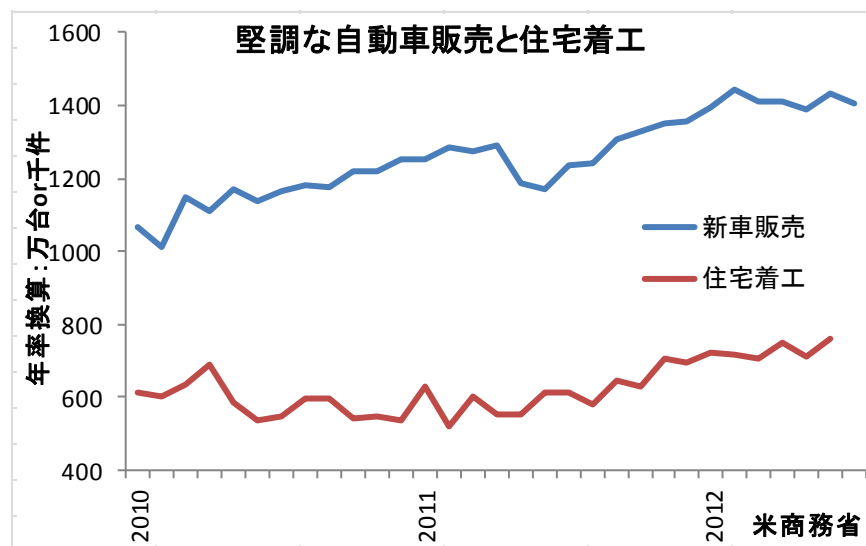
ただ、ギリシャやスペイン情勢の混乱、セーフティーネット強化の遅れ、国債への売り圧力、与信残高が多い欧州金融機関への不安と格下げ懸念の高まり等、欧州の信用不安が世界的な金融危機に発展すれば、リーマン・ショック時のような大幅なマイナス成長を伴う深刻な景気後退に陥る可能性も否定できない。

●米国経済は原油・金利低下効果と財政の崖の綱引き

米国経済は回復力が弱い状況が続いている。バランスシート調整の長期化等が米国経済の足枷になっている。更に足元では、欧州債務問題に対する不透明感の高まりから家計や企業の心理は悪化に転じている。

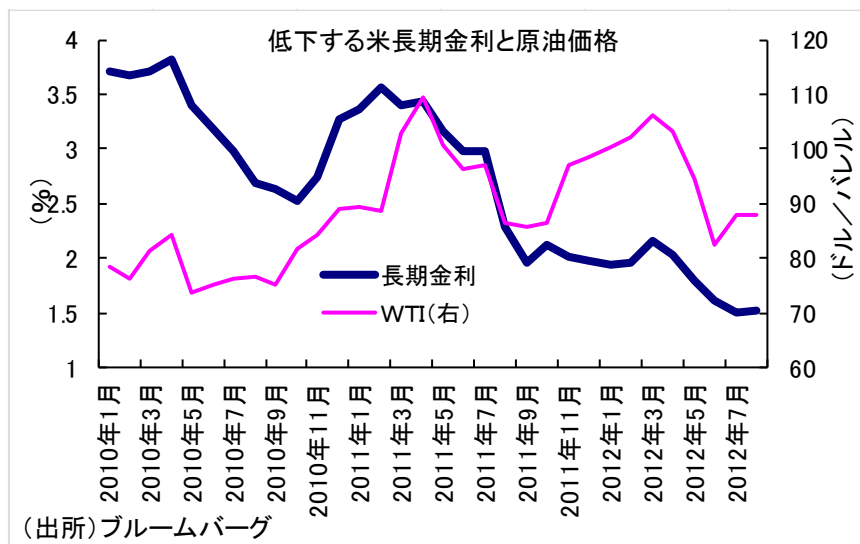
雇用環境を見ても、労働市場の回復ペースは緩慢にとどまっている。非農業部門雇用者数の増加ペースは、失業率を継続的に押し下げる同+10万人台後半には達しておらず、失業率は8%台に高止まりしている。

こうした中、企業収益ではIT関連やエネルギー関連、自動車関連等の産業が比較的好調である。また、厳しい雇用環境や家計・企業の心理が悪化に転じる下でも、乗用車販売の回復や住宅関連指標の下げ止まり等、景気持ち直しを示す経済指標が一部に現れ始め、実体経済の底固めが進みつつある。



このように米国経済は、国際商品市況の落ち着き、金融緩和の強化による金利低下等、家計の購買力改善に伴い、一旦減速した景気に持ち直しの兆しがみられる。ただ、政府部門において、給与増税や失業保険給付の給付期間延長の終了、財政支出の強制削減措置活動が13年初に集中するいわゆる「財政の崖」問題が存在し、政府支出削減が景気の下押し要因となることには注意が必要だ。実際には一部の措置が延長され、景気押し下げ圧力は縮小する可能性が高いが、昨年夏のデフォルト騒ぎを勘案すると、年末から来年初にかけて市場は混乱すると予想される。

従って、米国経済はバランスシート調整圧力が残存する中、住宅市場や雇用・所得環境の緩やかな回復が続く可能性が高く、当面は前期比年率2%台半ば程度の緩やかな回復が見込まれる。

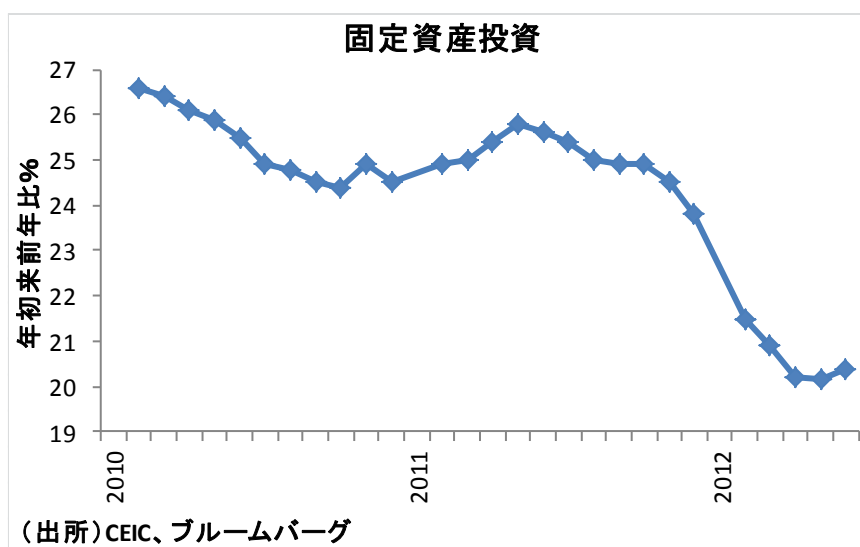


●中国経済は政策効果待ち

中国経済も減速感を強めている。特に不動産開発投資の減速や不動産価格の下落、欧州向け輸出の減速により成長率は鈍化している。

ただ、持ち直しに向けた環境は整いつつある。まず、国際商品市況が落ち着きを取り戻している。WTIは昨年4月には一時110ドル/バレルへ上昇したが、足元では80～90ドル/バレル台の水準で推移している。消費者物価上昇率は前年同月比で6月に+2.2%とインフレが沈静化しているほか、インフレ率が高止まりしていた食料価格も落ち着きを取り戻している。

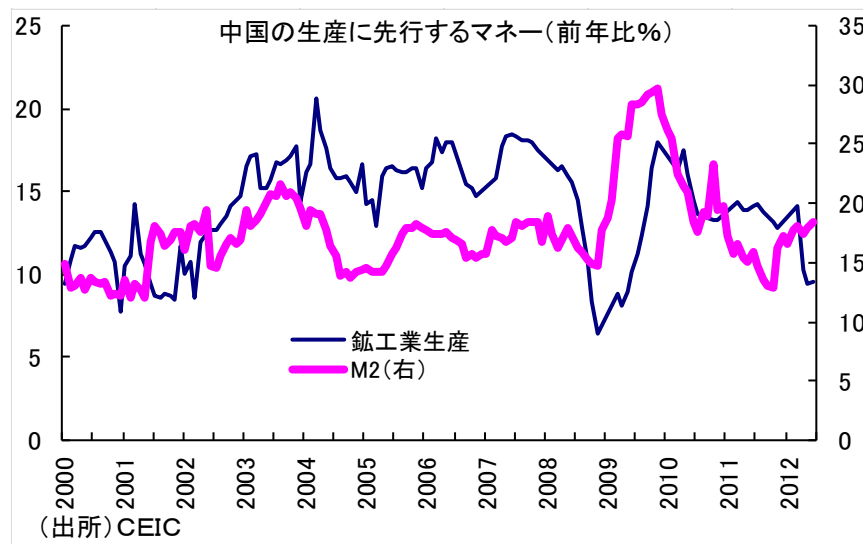
固定資産投資にも明るい兆しが出始めており、不動産取引価格は上昇傾向を見せ始めた都市もある。不動産販売金額も減少幅が縮小しており、インフラ投資も底堅く推移している。今年通年のインフラ投資計画の内訳を見ると、鉄道・高速道路・水利合わせて9兆元の整備が控えており、今後は政府によるインフラ投資の動きが加速する可能性が高く、これまで急減速してきた固定資産投資の安定した伸びが期待される。



また、金融緩和も強化されている。昨年12月以降、中国人民銀行は預金準備率を引き下げており、

今年6月からは3年半ぶりに金利も引き下げ始めた。更に、景気刺激策も打たれ始めている。特に省エネ家電や自動車等の普及に補助金を講じる消費刺激策が打ち出されたことに加え、中国の11年の財政赤字GDP比は1.1%と良好である。今後も追加の景気刺激策が期待できよう。

今年は、そもそも第12次五カ年計画関連投資の本格化が見込まれていた。賃上げ、物価安定維持、消費刺激策等の整備により個人消費の拡大も勘案すれば、金融緩和や消費刺激策の効果が波及することを通じて、年後半にかけて中国経済は消費を中心に緩やかに回復することが見込まれる。そして、通年では昨年に比べて伸びは鈍化するも、通年目標の7.5%を上回る8%台の成長が見込まれ、引き続き世界経済の牽引役を果たすと予想される。



●日本経済は内需から外需へのバトンタッチで円高がネックに

日本経済についてみると、足元では、欧州債務問題再燃、海外経済減速、円高、エコカー補助金終了等、取り巻く環境が急速に悪化している。

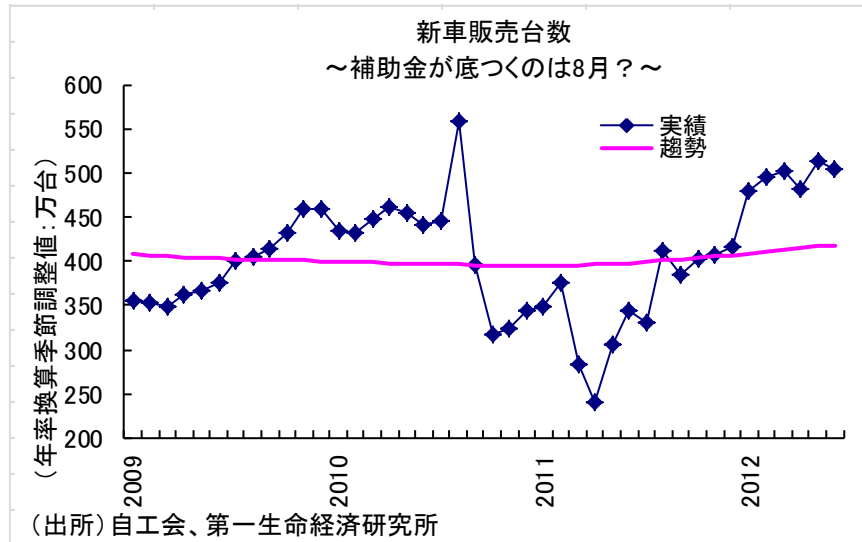
欧州債務問題が日本経済へ及ぼす影響は、まず金融市場を通じた経路が考えられる。既に投資家のリスク回避姿勢の強まりから世界の株価が軟調に推移しており、安全資産への逃避の動きから円高圧力も続いている。円高は家計や企業の心理萎縮を招くほか、輸出企業の収益下振れ要因ともなる。

また、財政悪化国の与信を多く抱える欧州系銀行は資産圧縮を行っており、信用収縮の影響は欧州系銀行の与信残高が多い新興国にも及んでいる。これが新興国経済の減速に繋がれば、日本の輸出や企業収益にも影響をもたらす。また株安が続けば、邦銀の信用リスクも上昇する懸念がある。尚、日本のユーロ圏向け輸出比率は1割程度である。しかし、中国等の海外現地法人のユーロ圏向けや、米国や新興国向けなど間接的な輸出への影響まで考慮すれば、悪影響は無視できない。

一方、日本経済は復興需要が徐々に顕現化しており、成長の押し上げに寄与することが見込まれる。しかし、欧州債務問題の影響や、エコカー補助金の終了もあって個人消費の下振れが予想されること等を踏まえると、回復のペースは緩慢なものにとどまろう。

また、足元の金融市場の緊張を受けて円高定着も見込まれ、更なる円高進行時には為替介入が行われる可能性もある。しかし、米国では6月にオペレーション・ツイストが延長されたほか、少なくとも14年の終盤まで低金利政策が維持されるとの時間軸が示されているため、円安が大幅に進行する可能性は低く、当面は70円台半ばから80円台前半での推移が続くと想定せざるを得ない。

加えて、消費増税が14年度から実施される見込みであり、13年度には駆け込み需要が発生することを織り込んだとしても、日本の経済成長率は12年度の前年比+2%台の後、13年度も同+1%台の成長にとどまることが予想される。



●最大リスクは欧州発金融危機

なお、上記の展望についてはあくまでメインシナリオであり、海外を中心に不確実性は高い。最大の懸念材料として、欧州債務問題が世界的な金融危機へと発展する可能性が挙げられる。欧州債務問題の収束には長期間を要するとみられ、悪循環を断ち切れずに危機へと発展すれば、一気にリーマン・ショックに匹敵する世界的な金融危機へと広がる可能性がある。その場合には、世界経済は再びリセッションに陥るであろう。先進国における財政・金融政策の対応余地は限られ、世界経済の長期停滞に繋がる恐れもある。

また、世界的な金融危機は回避されても、世界経済の減速懸念は残る。欧州では、財政・金融・経済の負の連鎖が強まっており、既にリセッション入りしている。米国も、バランスシート調整など構造問題が続く中、欧州債務問題や国内の財政を巡る議論の行方により一段の減速の可能性がある。内需が堅調な中国でも、不動産関連投資減速や欧州向け輸出の鈍化を背景に減速が見られている。加えて、リスク回避姿勢の強まりや欧州系銀行の資産圧縮等からの円高の加速や、エコカー補助金終了による反動減の影響が長期化すれば、日本経済への下押し圧力が一段と強まることには注意が必要だ。