

テーマ：2010年の市場環境見直し

発表日：2009年11月26日（木）

～循環的回復の限界近く、各国政府の追加策がカギ～

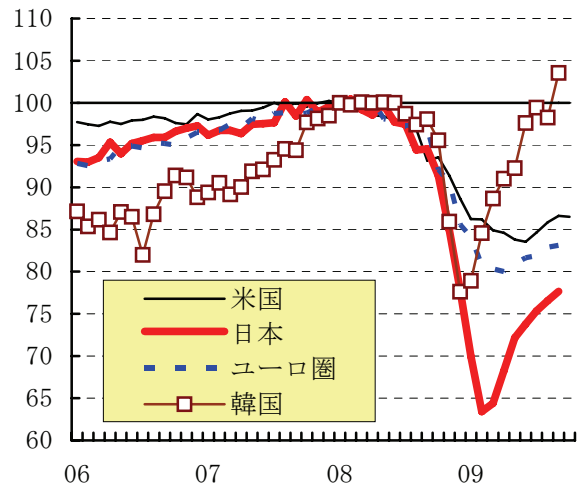
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

世界経済は持ち直し局面に

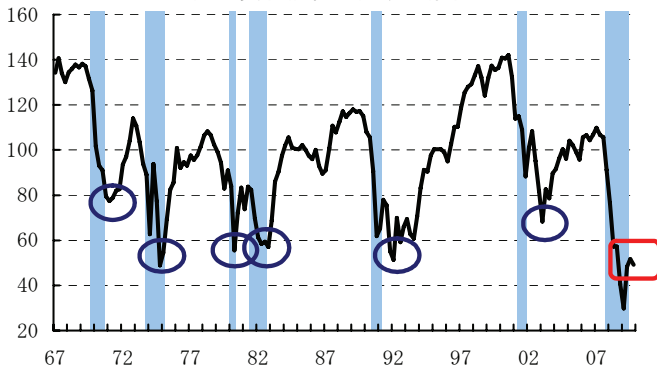
深刻な住宅バブルの崩壊に見舞われた米国でも、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+2.8%とプラスに転じ、世界的に景気が持ち直しの過程に入っていることが改めて確認されている。記録的な世界経済の急降下を演出した米住宅問題もある程度落ち着きを見せ、その中心である米国経済が持ち直しに転じたことで、世界経済は回復軌道に乗り始めるとの期待も高まりつつある¹。実際、各国の生産活動の動きを見ると、最も回復が遅れていた欧米でもこの夏を底に持ち直しに転じていることが確認される。しかし、在庫調整の進展という循環的な側面では、ほぼ世界的に回復に転じたと見なされる一方で、需要面に目を向けると先進各国を中心に引き続き低迷が続いている。

欧米を中心とした住宅バブルの崩壊に見舞われた国々では、個人消費や設備投資にはっきりとした回復の兆候は見られない。住宅という家計最大の保有資産価値の減少を背景に、米国では消費者マインドでさえ未だ過去の景気後退局面における最低水準にとどまっている。日本においては、深刻なバブル崩壊の影響は見られないものの、主力輸出品である欧米向け高付加価値品の輸出が急減したことから、製造工業の稼働率指数は過去最低水準にまで低下した。需要が元の水準にまで回復するにはかなりの時間がかかるとみられることから、過剰設備の回復にも相当程度の時間を要しよう。その結果、設備投資の調整もしばらく続くことが予想される。無論、労働力にも過剰感が残っており、こここのところ失業率は低下しているものの、雇用の実勢は極めて弱い状況にあると判断される²。

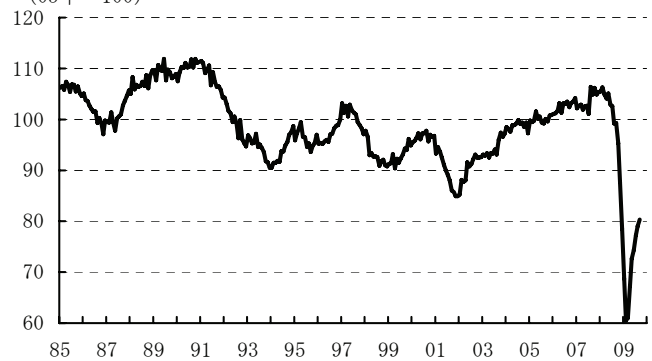
主要国の生産活動の推移 (08.1=100)



米国消費者信頼感指数の推移



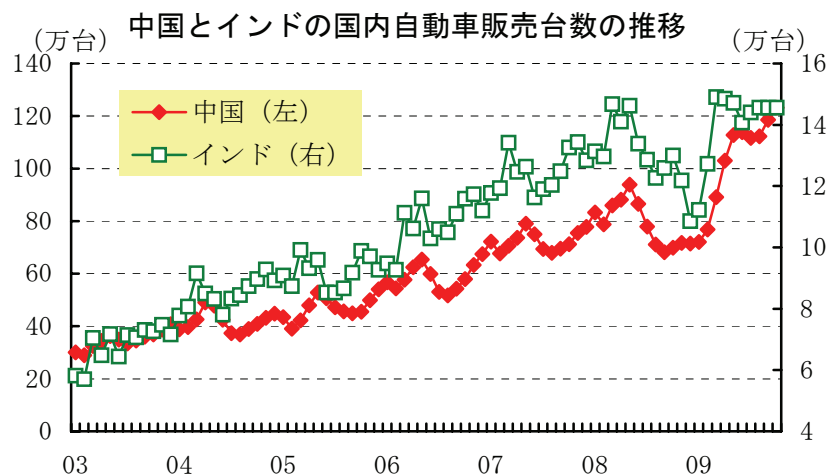
(05年=100) 日本の製造工業稼働率指数の推移



¹ もっとも、イギリスの7～9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.4%と6四半期連続でのマイナスを記録、引き続き景気後退局面にあると判断される。

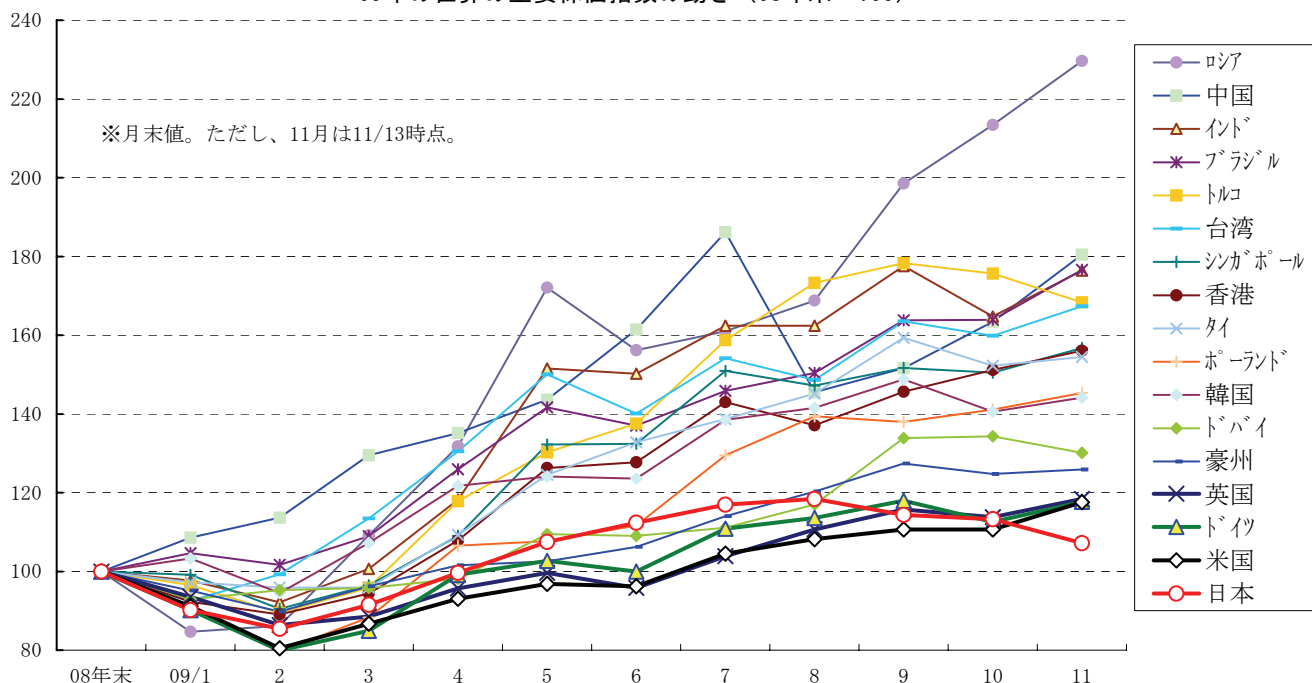
² 雇用調整助成金制度によって失業を免れているものの、休職状況にある労働者を実質的な失業者とすると、失業率の水準は足

一方で、新興国においては個人消費が一部で回復するなど、先進各国に比べて最終需要の底堅さが目立っている。中国の例が顕著だが、家電製品や自動車購入に対する補助金や、利下げといった景気対策が、着実に需要を刺激している。多くの新興国では、①先進国に比べて耐久消費財の普及率が相対的に低く、保有意欲も高い、②賃金上昇率が高く、支払い能力の向上が計算できる、③中国などを除き期待インフレ率が比較的高いことから早期に購入することが有利になるうえ、先行き金利上昇期待も高い——といった事情があり、これが足元での需要刺激に繋がっているものと判断される。



このような“新興国高—先進国低型”がより顕著となりつつある足元の景気回復は、そのまま株価の動きにも現れている。主要国の株価指数について、年初来の騰落状況を比較すると、BRICsといわれるブラジル、ロシア、インド、中国の株価が上位を占めているのに対し、米国や英国、ドイツ、日本のパフォーマンスの悪さが際立っている。同様に世界経済が後退局面入りし、回復に転じ始めた時期である01年8月～02年2月までの主要株価指数の動向を見ると、BRICsの中ではロシア株のパフォーマンスが際立っているものの、インドやブラジルは米国と大きな差はなく、中国に至っては比較した17カ国の中で最もパフォーマンスが悪いという結果であった。このように、国別にみた今回の株価のパフォーマンスの差異は過去に例のないパターンだが、そのまま各国に対する市場の期待の差と捉えられよう。内需の拡大余地が大きい国ほど、経済の高パフォーマンスが期待され、それは株の期待リターンにも反映されるためである。

09年の世界の主要株価指数の動き (08年末=100)



そろそろ循環的回復に息切れも

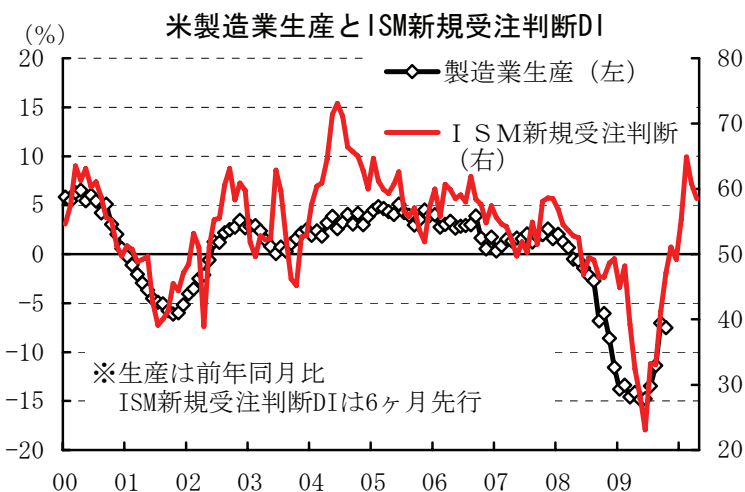
元より1～3%程度高いのではないかとの試算がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

このように、地域ごとにバラツキはありながらも何とか世界経済は回復への道を辿り始めた一方で、早くも生産活動の鈍化を示唆している可能性のある経済指標も出てきた。

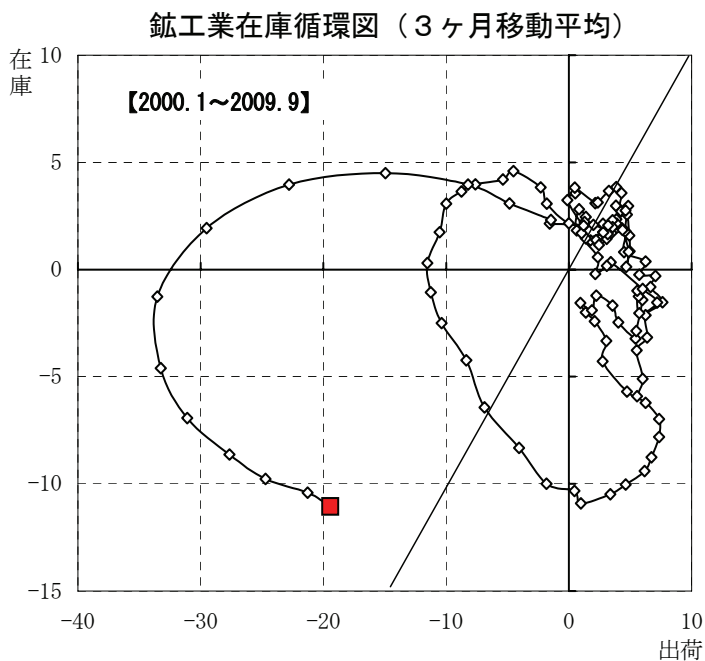
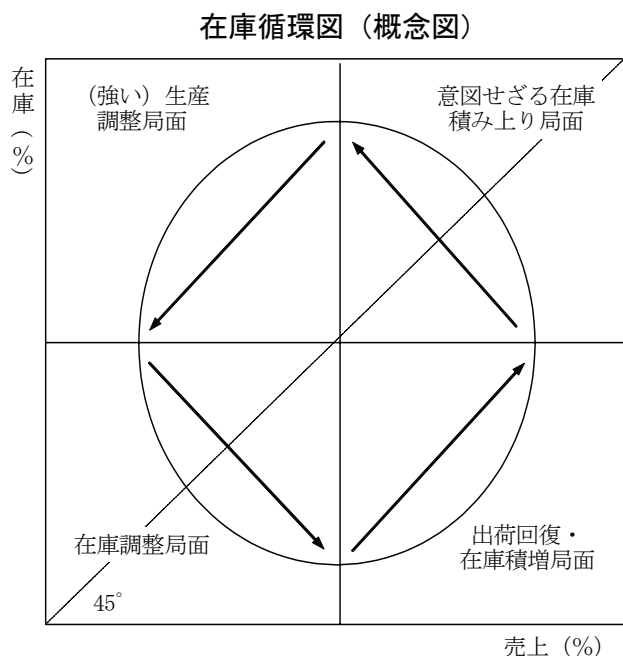
米国のISM新規受注判断DIは、米国の製造業生産（前年対比伸び率）に対して半年程度先行する傾向が強い。両者の関係は、特に循環的なピークやボトムのタイミングにおいて極めて安定的である。同DIは、同時に生産面で輸出依存度の高い国の生産活動や輸出動向に対しても、半年程度の先行性が確認される。

この新規受注判断DIが、9月、10月と2ヶ月連続で低下していることが気掛かりだ。直近の10月でもDIは58.5ポイントと判断基準の分かれ目となる50を大きく上回っているため³、受注環境が悪化していることを示唆しているわけではない。しかし、製造業生産との相関性から考えると、同DIがピークをつけた8月から半年後となる来年2月頃をピークに、米製造業生産の前年対比伸び率は鈍化に向かう可能性があることを示唆している。同時に、これは日本を含めたアジア各国の輸出や生産活動が、来春から鈍化する可能性のあることも示唆していることになる。



無論、僅か2ヶ月間のDI低下をもって、DIが改善基調から低下基調に転じたと判断できるわけではない。しかし、生産活動を取り巻く環境を勘案すれば、来年の春頃には生産活動の改善ペースに息切れ感が出始める可能性は十分に高いと判断される。

理由の第一に、在庫調整の進展に伴う生産拡大余地がほぼなくなってくると見込まれることが挙げられる。例えば、日本の鉱工業生産は2月に底入れし、3月以降は増加基調が続いている。在庫循環面からは、在庫調整局面の終了が近づいていると判断され、在庫調整の進展に伴う生産拡大余力は年明けには小さくなってくることが見込まれる。



³ 同DIはアンケート回答（増加、変わらず、減少から選択）に基づいて、季節調整をかけて算出。50が増加と減少の分かれ目。

第二に、政策効果が順次剥落していくことが挙げられる。世界的に景気は持ち直しに転じているが、いずれも景気対策によって支えられている側面が大きい。日米欧などの主要国はもとより、中国などの新興国においても過去最大規模とされる財政出動を行った。しかし、こうした政策によってGDPの前年対比成長率を押し上げるのは1年程度で、その後は同様の政策を続けても、成長率を押し上げる効果はほぼ消失する。景気対策がいち早く稼働した中国では年明け早々に、エコカー減税など比較的遅めの対応となった日本でも来年春には、景気対策を発動してから1年が経過することを勘案すれば、政策効果によってそこそこの成長を保てるのは、長めにみても来年前半までということになる。その後は、追加の景気対策が無ければ、消費者や企業の“素の力”で需要の伸びが決まってくる。ただし、例えば自動車や家電製品などの耐久消費財の購買意欲を刺激する政策については、普及率の低い新興国においては政策が続く限り需要を押し上げていくことも期待されるが、普及率の高い先進国においては需要を刺激する効果は一時的なものにとどまり、その後は刺激効果は急速に薄れ、逆に限りある需要を先食いしたことからの反動減に見舞われる懸念がある。

第三に、需要の伸び自体にあまり期待できないことが挙げられる。消費を取り巻く環境を見渡すと、各国とも雇用・所得環境が著しく悪化しており、回復に転じるにはしばらく時間がかかりそうだ⁴。また、雇用の悪化が続くなかでも景気回復初期段階での消費回復に寄与する消費マインドは、住宅バブル崩壊の影響が大きい米国などでは未だ歴史的な低水準にとどまっているばかりか、ここ半年ほどは改善に歯止めがかかっている。一方で、新興国の景気は相対的に高い成長ペースへ回帰しているものの、欧米不在の状況で世界経済を支えるほどの力を期待することは困難だ。

このように考えれば、各国が追加の景気対策などに踏み切らなければ、在庫調整効果が一巡した後の生産活動は、景気対策の効果が切れて鈍化する需要とともに減速していくことになる。万一、企業の対応が遅れて再び在庫が積み上がる事態に陥れば、比較的早い段階で在庫調整を契機としたリセッションに再突入するリスクも否定できない。現状では、来年春頃には世界の生産活動はピークを付け、その後は一旦減速を余儀なくされる公算が大きい。その減速がどの程度のものになるかは、各国の景気対策がカギを握ることになる。

拙速な出口戦略をたしなめる流れは心強いが、余力も乏しい財政状況

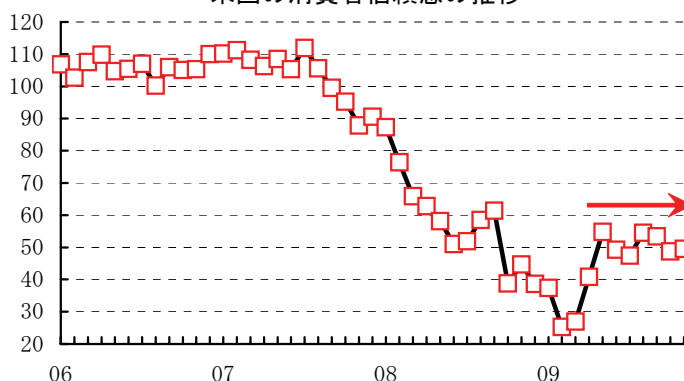
このところ、国際的な会合などで、各国とももうしばらくは景気を支える政策を維持すべきである——との論調が目立っている。11月7日に閉幕したG20では、各国とも景気刺激策を継続していくことで合意した。その翌週に開催されたAPECでも、景気について過度に楽観視するような雰囲気はなく、中長期的な成長戦略へ向けて行動を取っていくことが示された。一方、OECDが11月19日に発表した最新の経済見通しでも、国毎の状況の違いを認めつつも、足元は引き続き景気を支えていく政策が必要であるとの主張を中心に据えている。

市場では、一時“早期出口論”が注目を浴びた。金融政策に関しては、金融機能の回復に伴って採られていた緊急避難的な流動性供給策からの脱却が見えてくる段階で、中長期的なインフレリスクを回避するために、比較的早い段階で超低金利政策からも脱却していくべきだ——という議論がみられた。一方、財政政策におい

⁴ 雇用は景気に遅行する性質があり、過去の例からは景気がボトムアウトしてから失業率が低下に転じるまで半年から1年程度かかる。足元で主要国を中心に軒並み需給ギャップが歴史的な悪化をみせていることを勘案すれば、タイムラグは大きくなると想定される。また、日本においては雇用調整助成金によって、失業する可能性のあった人でも休業扱いによって失業を免れているケースが多いことを勘案すれば、失業率が低下基調に転じるにはまだ相応の時間がかかると見込まれる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

米国の消費者信頼感の推移



ては、昨年から今年にかけて各国で採られている戦後最大規模の景気対策によって生じた膨大な財政赤字があるが故に、追加の財政措置を実行する余力が限られている、あるいは信託を維持するためにはすぐにも財政改善へ舵を切ることが重要——という見方があった。しかし、前述したような拙速な出口政策を回避すべきとの論調が高まるとともに、市場でも景気刺激な政策運営が続くとの見方を織り込み始めている。

とはいえ、財政政策については追加の対策を行うほどの余裕がない国が目立つことも事実だ。主な国について財政状況と追加景気対策の実現性などについて考えると、以下のようになる。

まず米国については、08/09財政年度（08年10月～09年9月）の財政赤字は1兆4,171億ドル、名目GDP比で9.9%という戦後最大の赤字を記録した。政府や議会の見通しによれば、09/10財政年度についてもGDP比で9%前後の赤字が見込まれており、余裕のない状況は続くとの見通しになっている。加えて、オバマ政権は医療保険制度改革を来年11月に実施される中間選挙に向けての“成果”になるとして邁進している。オバマ大統領は、同制度導入には10年間で9,000億ドルのコストがかかるものの、財政赤字の拡大要因にはしないと述べており、追加の景気対策を行うような余裕はほとんど無いと判断される。一方、米政府は11月6日に失業保険給付期間や住宅ローン減税の延長を決めたが、こうした既存の対策の“延長”を行っても、その景気浮揚効果は一巡すればゼロに近づく。したがって、現段階では米国の最終需要は来年半ばにかけて支えを失う可能性が大きい。

ユーロ圏については、ドイツが減税などを決めたものの、2011年には財政規律を重視した方向性へ回帰する方針もあり、さらに支出を拡大するような対策が今後追加されるとは見込み難い。

一方、新興国については、一部ではインフレ警戒感が強まっているほか、財政状況が厳しい国もあり、更に景気を刺激するインセンティブが薄らいでいる国もある。しかし、主要国の需要が一律に低迷しているなかで輸出に景気の牽引力がないため、内需に頼らざるを得ない状況に陥っている国が多い。こうしたなかで存在感を増しているのが中国であるが、中国については昨年末に決定した4兆元の景気対策が残っているうえ、来年開催される上海万博を好景気のなかで乗り切ることが政治的には重要な課題である。したがって、少なくとも景気を減速させるような政策が執られるとは考えにくい。それによって土地バブルなどが大きな問題となる可能性はあるが、景気への影響を睨みつつ、万博終了後の課題として個別対応⁵するものと考えられる。

日本では、民主党政権下で政策の方向性が大きく変わろうとしている。すなわち“コンクリートから人へ”という政府の言葉に象徴されるように、消費者への保護策などを手厚くする政策が目立つ。狙いとしては、生活への不安感を解消することで消費性を高めると同時に、少子化対策に力を注ぎ人口減少に歯止めをかけることで、内需主導型の経済を構築するということだ。こうした政策は長年の日本の課題でもあり、中長期的には避けて通れない問題であることは間違いないだろう。しかし、短期的な景気押し上げ（あるいは下支え）効果については、あまり期待はできないと言わざるを得ない。例えば、目玉となっている少子化対策が象徴的だが、雇用・所得不安が強い状況では、支給型の経済対策の効果は思ったほど示現しない公算が大きい。将来不安が強いため、人々は積極的には消費に回さず、いざというときのための貯蓄に回る分が大きくなりやすい。将来の財源が確保されていない、あるいは成長戦略がはっきりとしないということも、消費者の消費意欲を殺ぐ結果となる。すなわち、子ども手当などによって可処分所得が一時的に増えても、将来的には財政状況の悪化によって増税として回収されるのではないかと懸念が残るからだ。さらに、日本経済が深刻なデフレに突入していることが、こうした支給型の経済対策にとっては致命傷となる。すなわち、所得不安が強いなかで、例えば子ども手当などは“貴重な”所得となる。これをできるだけ有効に消費しようと思えば、安く買うことが必要となる。インフレの世界では、放っておけば価格は上昇していくため、できるだけ早く⁶購入する必要がある。したがって、子ども手当や所得税減税などの支給型の経済対策は、比較的早い段階で需要を押し上げる可能性が高い。しかし、デフレの世界では逆の現象が起こる。価格は下落していくとの期待が強いため、で

⁵ 例えば不動産への融資規制など。これまで中国政府は微妙な舵取りを繰り返している。

⁶ 価格面だけを捉えればできるだけ早く購入すればよいが、実際には購入時期を先送りするほど高性能の商品やサービスを受けられる可能性が高まることを勘案する必要がある。

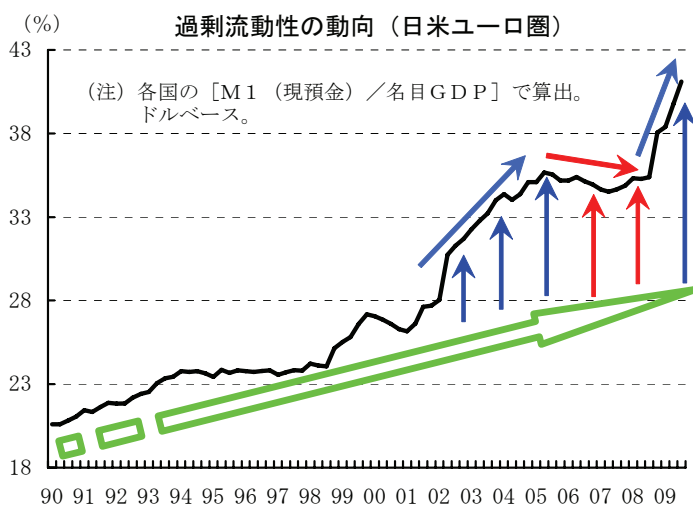
きるだけ安く買うためには単に待てばよい。このため、購入時期は後ずれし、早期に需要を押し上げる効果は小さいものにとどまる。一方、デフレ下でも着実に効果を上げたのがエコカー減税やエコポイントだが、これらはいわば“期間限定の値下げ”と同じであるため、需要をすぐに喚起したと判断される。こうした政策について、政府でも延長する方向性が固まりつつあるが、延長したとしても、GDP押し上げ効果は一巡すれば無くなることになる。新政権では、このような需要押し上げの即効性に欠ける政策が前面に出る一方で、公共投資などの即効性の高い政策を削減、ないしは期間延長にとどめる意向であり、来年度の景気への影響はネットでマイナスとなる可能性も否定できない⁷。

流動性が支えとなっているが、流れが一変するリスクも

以上述べたように、世界的に景気は持ち直し基調にあるものの、その持続力や回復力という点では不透明感が強い。そうしたなかでも足元までの市場の落ち着き、そして多少なりともリスクテイクの動きが回復してきた背景の一つとして、08年半ばまで絞られてきた流動性が拡大に転じている点が見逃せない。

2000年代半ばにかけて各国で高まった住宅バブルを生み出した過剰流動性は、04年以降順次拡大していった各国の金融引き締め政策とともに縮小した。過剰流動性の縮小がより明確化した06年以降は、もはやバブル崩壊は避け難い状況となり、実際行き過ぎた上昇をみた住宅価格には下落圧力が顕在化した。しかし、昨秋のリーマンショックを契機とした金融市場の極端な機能低下を受け、これを是正するために各国中央銀行は歴史的と言える巨額の流動性を供給してきた。その結果、過剰流動性度合いは再び高まっている⁸。

過剰流動性が高まると、往々にして行き過ぎた物価や資産価格の上昇、すなわちインフレやバブルが発生する。したがって、今のような潤沢な流動性の供給状態が続くのであれば、バブルとはいわないまでも、資産価格の大幅な上昇をもたらす可能性は否定できない。実際、最終需要の盛り上がり期待できないなかでは、主要国を中心に金融政策は足元の超低金利政策を維持する公算は大きい。ここへきて、欧米や新興国の株価が一段高となる一方で、債券価格も高水準を維持（＝金利が低水準を維持）、商品市況が堅調に推移しているのも、FRBやECBが容易には出口戦略を執れないとの思惑が強まっているためだ。



ただし、投資家のリスク許容度が十分に回復しているとは言えない現状で、必ずしも株などのリスク性資産に資金が集中するわけではない。むしろ、“循環的な回復のあと”の景気回復テンポが見えてくるまでは、投資家の慎重な姿勢は崩れにくい。したがって、当面は資金が一方向に偏りにくい状況が続く公算が大きい。一方で、流動性は潤沢にあるため、材料によって振れる資金量も大きくなり、マーケット規模がさほど大きくない市場⁹ではボラティリティが高くなる可能性がある。

いずれにせよ、流動性が潤沢にあってなおも供給が続き、且つ景気が拡大基調を辿っている局面では、株などのリスク性資産から資金が一方向的に流出し続けるような事態は想定しにくい。しかし、景気が循環的な回復から自律的な回復へ移行できないとの見方が強まれば、資金の流れも大きく変わるリスクには要注意だ。

⁷ 当社の試算では、子ども手当など現在議論されている方向で政策が実行された場合、実質GDPへの効果は+0.1%ポイントとなる。ただし、現在実行されているエコカー減税やエコポイントなどが延長されることが前提。打ち切った場合は、一時的に駆け込み需要が発生するものの、その後の反動を勘案すると、敬愛効果はネットでマイナスとなる可能性が出てくる。

⁸ ここでは、日米ユーロ圏の名目GDPに対するM1（現預金）の比率で過剰流動性度合いを測っている。

⁹ たとえば、新興国の株式市場や、原油などの商品市場。