

**NOMURA**

January, 2009



# 世界の中の日本

国際金融危機と世界経済の行方

# 世界中の日本

January, 2009

## 国際金融危機と世界経済の行方

### CONTENTS

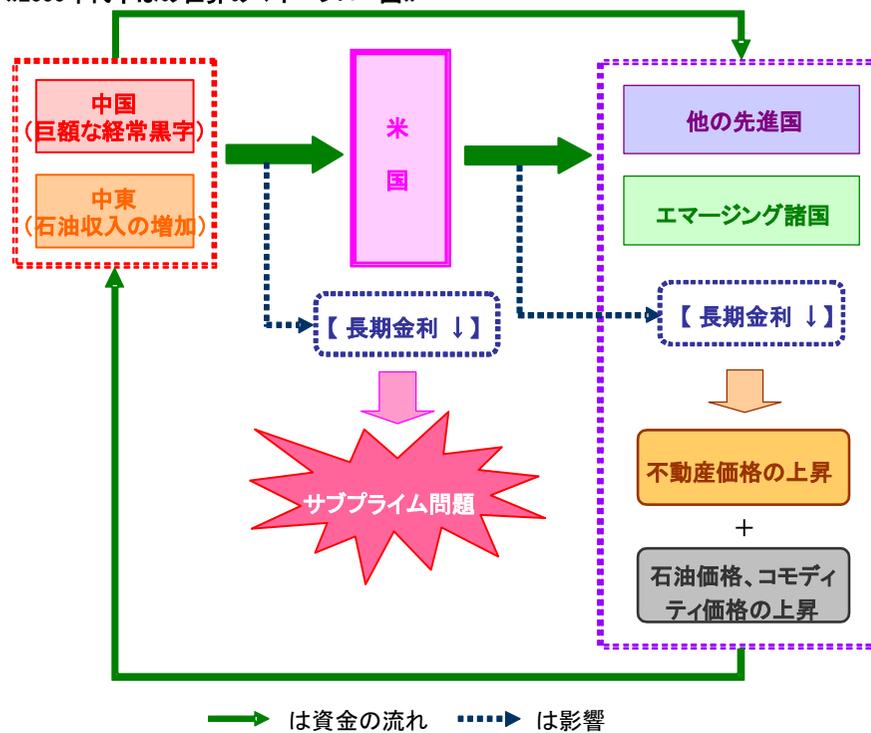
- 1 背景に米国一極集中のマネーフロー
- 2 金融監督や過大なレバレッジにも問題
- 3 米国過剰消費体質の是正が始まる
- 4 金融、財政両面から大規模な景気刺激策を発動
- 5 米国経済の回復は2010年半ば以降
- 6 欧州経済も低迷。金融問題も深刻
- 7 中国経済は財政が支えるも、調整リスクに留意
- 8 日本経済は輸出・設備投資調整が響く
- 9 短期的にはデフレ対応型経営が必要
- 10 長期的には新興国の所得水準の向上に期待



# 背景に米国一極集中のマネーフロー

## 世界のマネーフローの鳥瞰図

〈2000年代半ばの世界のマネーフロー図〉



(出所) 野村証券金融経済研究所

現在、世界を100年に1度とも言われる金融危機が覆っている。サブプライム住宅ローンや商業用不動産ローン及びそれらの関連証券化商品などが住宅バブルの崩壊を機に、不良債権化し、不良債権の規模は、米国だけで150兆円、欧州も入れると200兆円を越えると推測されている。

金融危機の背景には、過剰流動性、すなわち、米国一極集中のマネーフローの行き過ぎがあった。

2000年代半ばには、巨額な経常黒字を背景にした中国マネーや石油収入の増加に支えられた中東マネーが米国に流れ込み、米国の長期金利を必要以上に押し下げている。

こうした傾向は、米国が金融引締めに移った2004年以降も続き、グリーンSPAN前FRB議長は、この長期金利の低下をコナンドラム、謎と呼んだが、これが住宅・不動産価格のバブル的な上昇をもたらし、同時に、サブプライム問題を引き起こした。

2

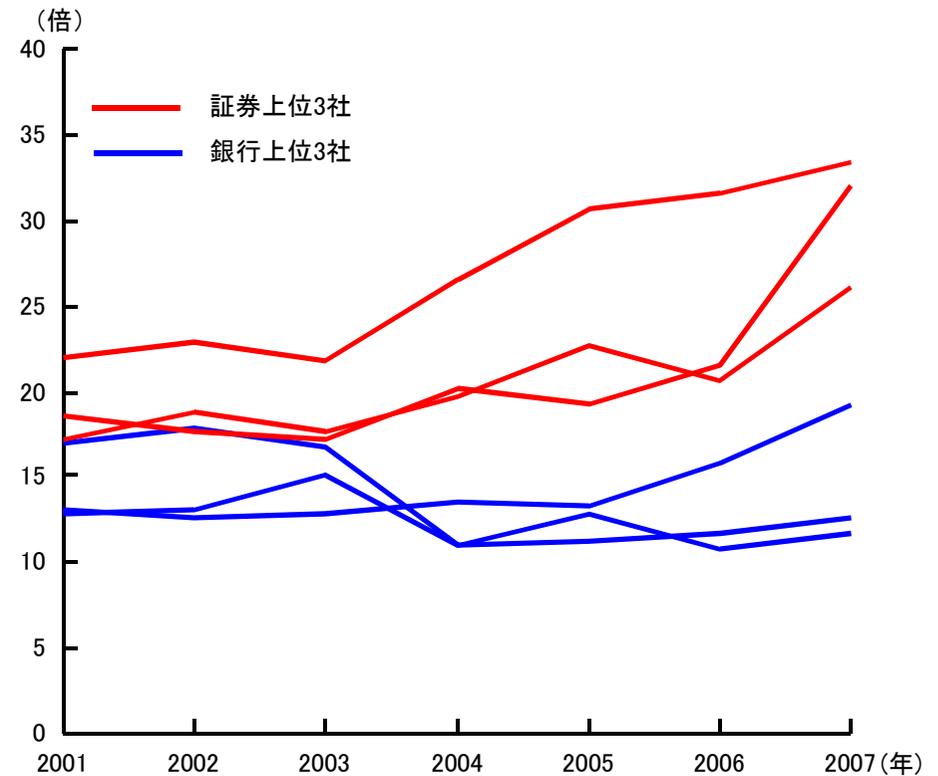
## 金融監督や過大なレバレッジにも問題

加えて、今次金融危機には、金融監督、格付け会社等の金融制度、金融機関の高いレバレッジも関係していたように思われる。

まず、米国の金融監督は、歴史的な経緯から、包括的なものではなく、複雑な監督規制が温存されてきた。特に、問題だったのは、1933年に出来た銀証分離を定めたグラス・ステイガー法を1999年に撤廃し、銀行、証券、保険の相互参入を認めた後も、監督体制は刷新されず、十分な監督がなされてこなかったことだ。また、証券化商品の格付けが不十分で、被害を拡大させた面もある。

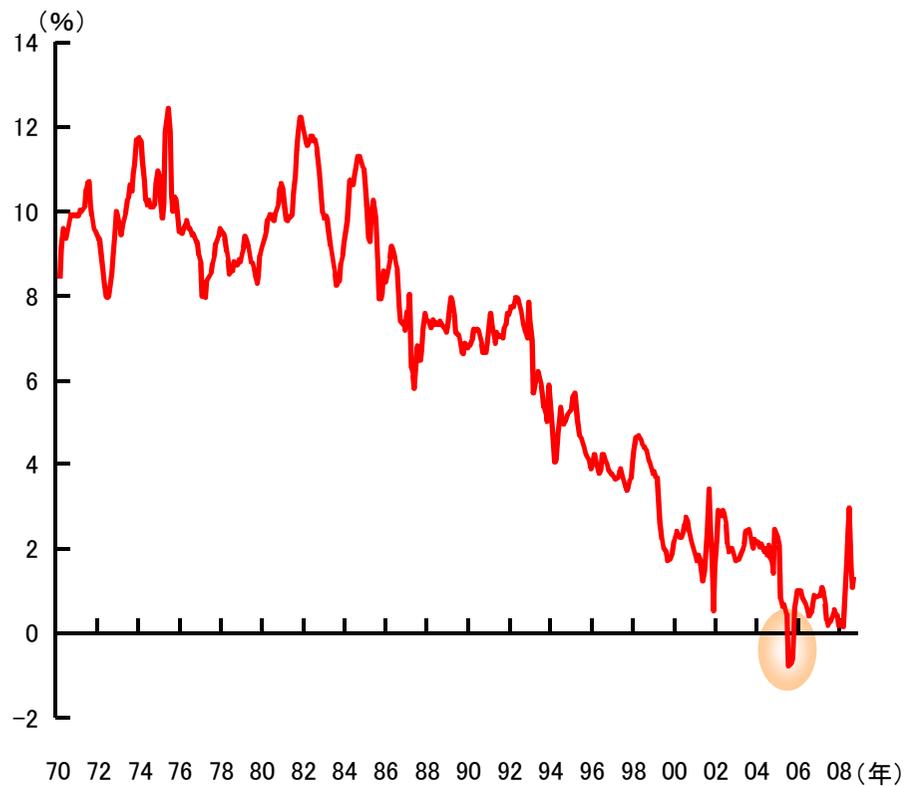
さらに、米国金融機関は、2004年頃から、収益の極大化を図るために、過剰流動性を活用し、レバレッジ比率を引き上げ、様々なアービトラージ等も行い、トレーディング収益を追求してきた。さらに、一部の銀行は、簿外の子会社を使って、証券化商品を大量に保有し、一時巨額な収益を上げていたが、市場の崩落とともに、巨額損失の温床になっている。

### 米国金融機関のレバレッジ比率



(注) レバレッジ比率は総資産÷株主資本  
(出所) 各社資料より野村資本市場研究所作成

## 米国貯蓄率の推移



(出所) 米国商務省資料より野村証券金融経済研究所作成

こうして起きた住宅・不動産バブルは、株価の上昇とあいまって、米国の家計の貯蓄率を押し下げた。米国の貯蓄率は、1980年以降傾向的に下がってきたが、特に2000年代半ばの低下は大きく、2005年8-10月にはとうとうマイナスに転じてしまった。

2008年に入り、米国家計は住宅価格の下落といった資産価格の変化に対応し、消費支出を手控え始め、同時に所得減税の効果で貯蓄率は上向き始めている。

これは言葉を代えて言えば、米国の過剰消費体質の是正が始まっているということである。これに今次金融危機から来る信用収縮（クレジットクランチ）が加わり、世界経済を支えてきた米国個人消費の本格的な調整が起きている。

その意味で、今回の米国不況の特色は、家計のバランスシート調整、消費不況と言える。

4

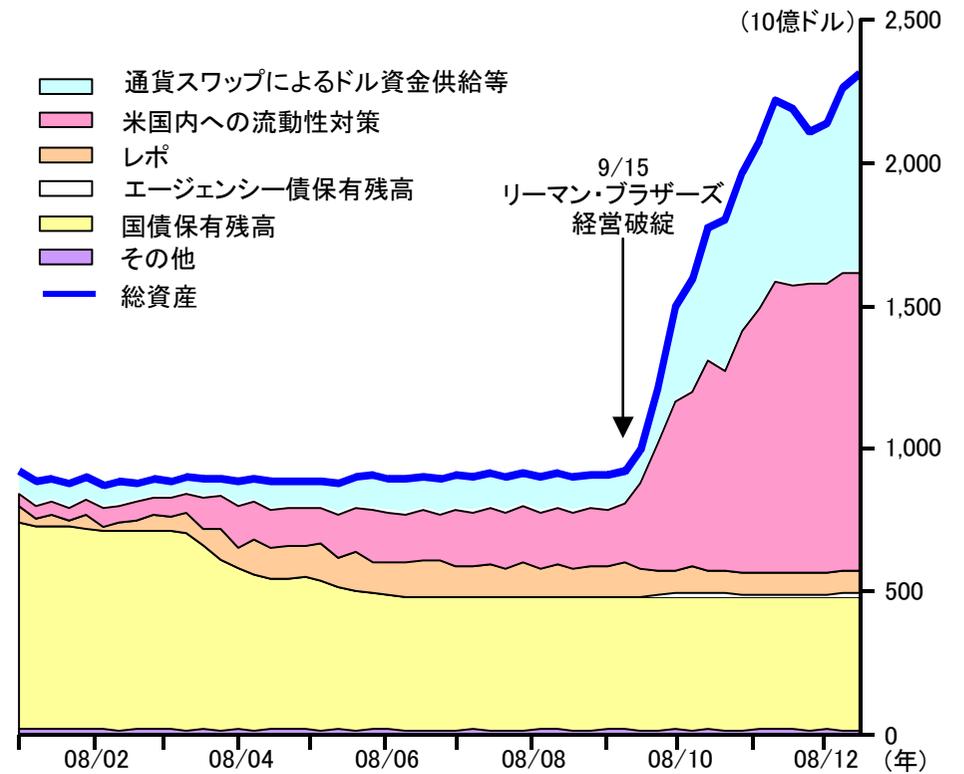
## 金融、財政両面から大規模な景気刺激策を発動

この金融機関における不良債権問題とそれが引き金となって起きている信用収縮、景気悪化に対処するには、銀行システムからの不良債権の切り離し、資本注入に加え、大規模な景気刺激策が必要である。

すでにFRBは、FF金利をゼロ近くまで下げ、かつ自らのバランスシートを活用し、米国内への流動性供給、通貨スワップによるドル資金の供給を行っている。すでに、8000億ドルから2兆ドルを越えるまでに拡大したFRBの資産残高であるが、4-5兆ドルまで拡大するとも見られている。

同時に、オバマ政権は1月20日の就任式とともに大規模な財政出動に乗り出す構えで、その規模は2年間で5000億ドルから最大1兆ドルとも観測されている。橋、鉄道などの公共投資、住宅借り手保護、所得税減税、さらに中長期の新エネルギーへの投資拡大など、内容は多岐にわたろう。

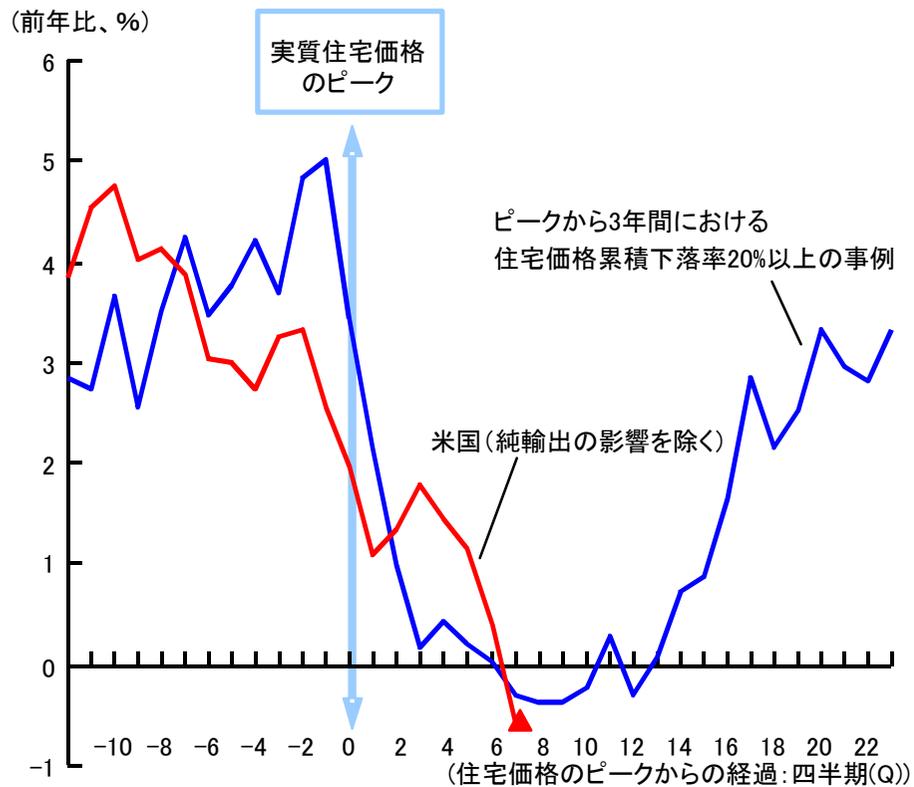
### FRBの資産



(注) 流動性供給機能は、レポ取引、TAF関連、その他ローン（種々の新設ファシリティ）などの合計。

(出所) 米FRB資料、トムソン・ロイター・データストリームなどより野村証券金融経済研究所作成

## 住宅バブル崩壊時の実質GDPの推移



(注) 住宅価格が20%以上下がった事例は1970~2006年で日本、英国、スペインなど13ある。  
 (出所) 国際決済銀行 (BIS)、経済協力開発機構(OECD)資料より野村証券金融経済研究所作成

しかし、本格化した家計のバランスシート調整や住宅価格下落の一巡には、時間がかかると考えられる。住宅ローンの借り手保護策の中味によって、多少見通しに変更が生じる可能性はあるが、今のところ、住宅市況の底打ち・反転は、2010年半ば以降とみられている。

また、1970年以降、3年間で20%以上住宅価格が下落した日本、イギリス、スペインなど13ある住宅バブル崩壊時には、平均的に、住宅価格のピークから12四半期、丸3年間は、経済はゼロないしマイナス成長であったという事実もある。

米国実質GDPの動きは、財政出動により、2009年半ばに一旦持ち直すものの、その効果が一巡すると再び低迷し、2009年通年では、1%を越えるマイナス成長、本格的な景気回復の時期は、貯蓄率の上昇が終わる2010年半ば以降になると予想される。

6

## 欧州経済も低迷。金融問題も深刻

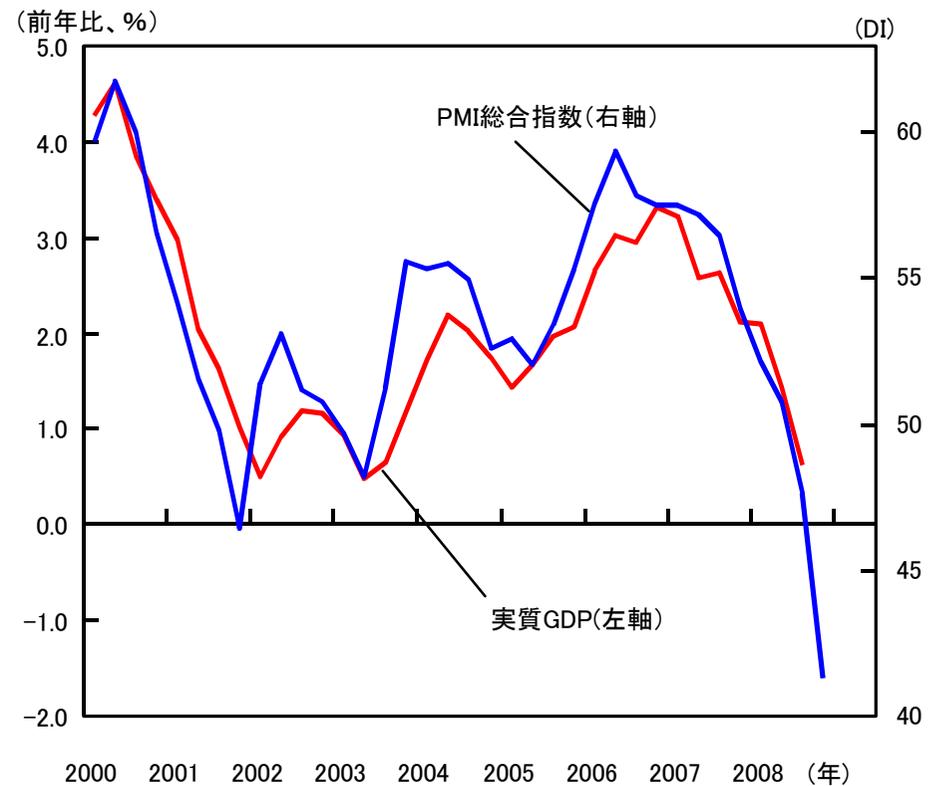
欧州経済も09年は低迷しよう。米国経済の調整に加え、ドイツからの資本財輸出を支えた中東欧諸国の経済調整が、欧州の輸出及び域内の設備投資需要を下押しすると見られるからだ。

実際、実質GDPの先行指標であるPMI(購買担当者の景況感指数) 総合指数はすでに大きく下振れしており、09年の実質GDP成長率の大幅マイナスを強く示唆している。

加えて、英国、スペインなどには米国以上に上昇した住宅価格の下落という景気減速要因があり、欧州の金融機関には、米国発の「サブプライム」関連損失に加え、こうした欧州独自の不良債権問題がある。金融問題は欧州でも深刻である。

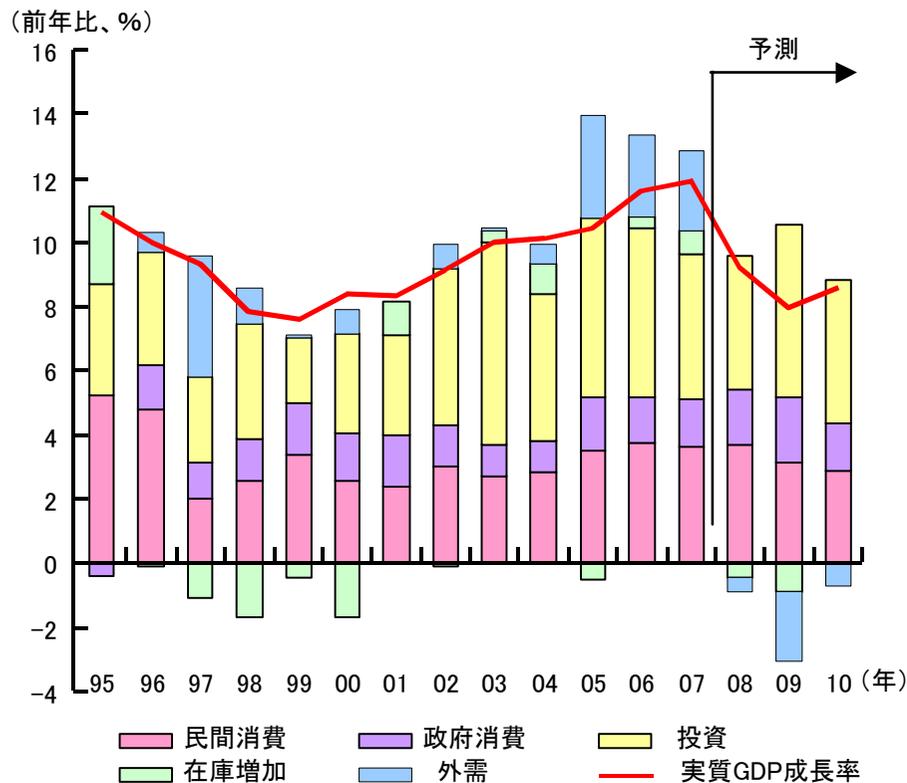
こうした状況の中で、欧州中央銀行、イングランド銀行は利下げを通じ、景気浮揚を図ろうとしているが、効果が出るまでに時間がかかる上、欧州財務省のない中、財政刺激には限界があり、米国よりも回復が遅れる懸念がある。

### ユーロ圏の成長率と企業景況感



(注) PMI総合指数及び実質GDPは四半期ベース。  
(出所) 欧州統計局などよりNIPIC作成

## 中国の実質GDP成長率の内訳



(出所) 中国国家统计局資料などを基に野村国際(香港)推計・予測

現在中国経済は、輸出の減速と在庫調整に直面しており、今年の1-3月期には成長率が前年比で7%以下に落ち込むことが想定される。

しかし、その後は財政による景気刺激策が景気押し上げ効果をもたらすとみられ、2009年通年での成長率は8%近くを達成するものとみている。

過去数年間、中国の成長率を牽引したのは、民間投資、輸出、民間消費の3つの柱であった。これらに代わってけん引役になると見られるのが政府支出であり、総額4兆人民元、仮に真水を半分としても対GDP比年3.5%規模の財政出動や金融緩和策が景気を下支えするとみられる。

ただし、輸出が大きく落ち込むと、固定資産投資比率が40%と際立って高いだけに、ストック調整から、経済成長率が下方屈折するリスクがあり、内需拡大への積極的な政策展開が急がれる。

8

## 日本経済は輸出・設備投資調整が響く

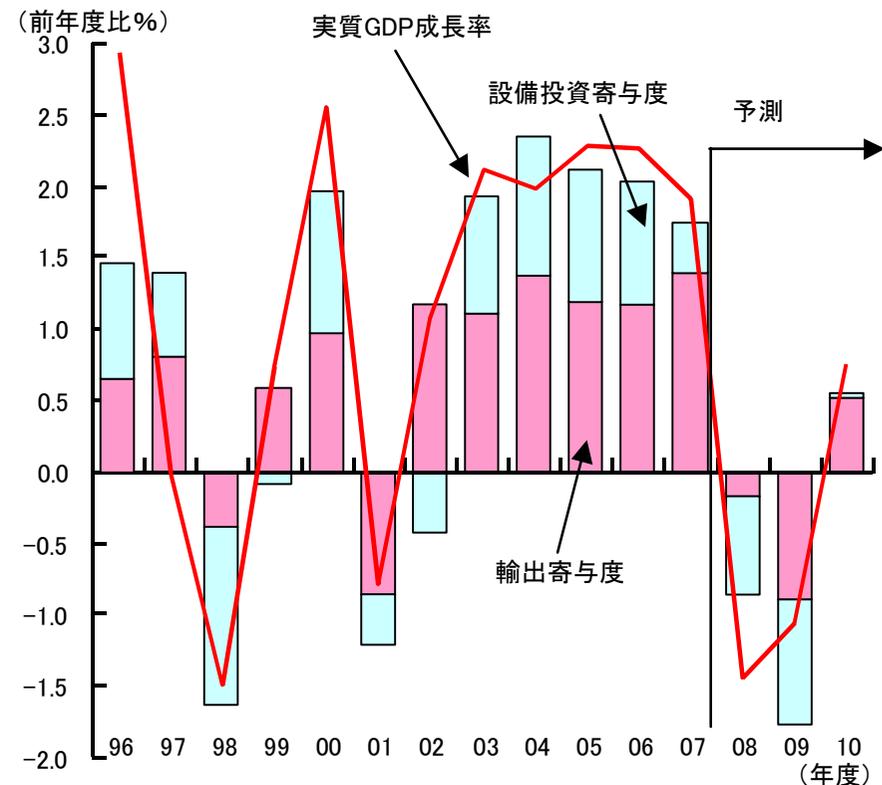
2008年9月以降、欧米諸国での金融危機の深刻化と需要の減少により、日本の輸出や生産活動は大幅な調整を余儀なくされている。輸出の減少は、2009年前半も続き、日本企業は設備投資や雇用の削減を2010年にかけて進めよう。

特に、今回は米国自動車需要の大幅な落ち込みが、日本の基幹産業である自動車産業の調整をもたらし、日米ゼロ金利、金利差なしから来る1ドル=90円の円高定着ともあいまって、収益悪化と設備投資の調整を招いている。

景気悪化に対して、日本政府は中小企業の資金繰り支援、給付金支給などの景気対策を打ち出しているものの、骨太の戦略を欠き、力不足は否めない。

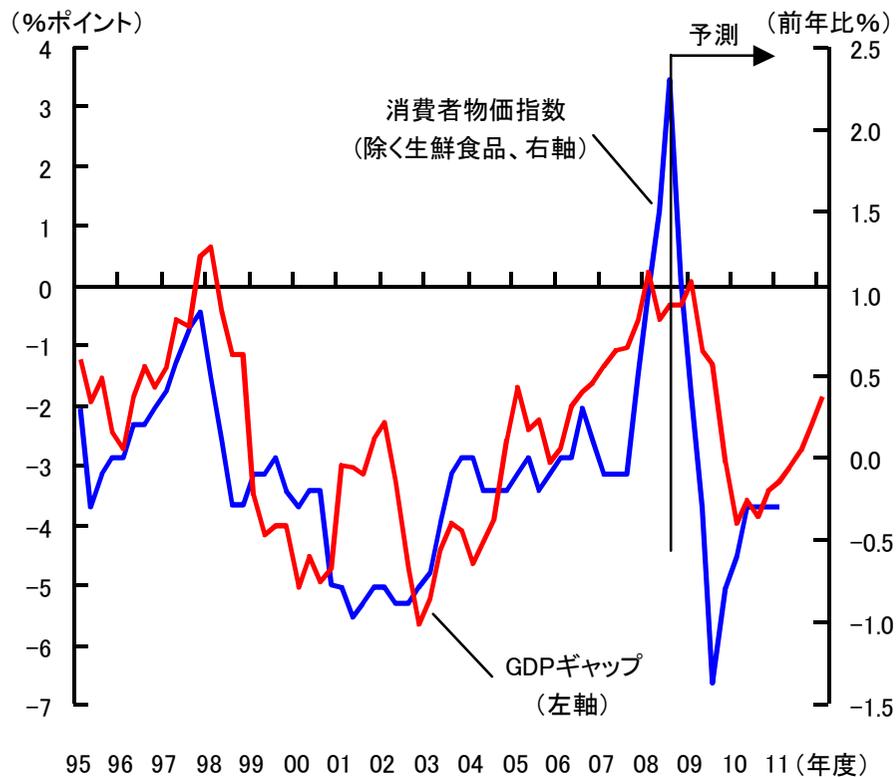
結局、日本経済が中国経済の回復や米国経済の底打ちから回復期に入るのは、2010年後半となろう。実質GDP成長率は2009年度に-1.1%、2010年度に0.8%を予想する。

### 日本の実質GDP成長率と輸出・設備投資の寄与度



(出所) 内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

## GDPギャップと物価動向



(注) 1.GDPギャップは野村証券金融経済研究所の推計。4四半期右方向にずらして表示。  
 2.消費者物価指数は、1997年の消費税引き上げの影響を除去している。  
 (出所) 各種資料より野村証券金融経済研究所作成

2008、2009年度の2年連続マイナス成長で、日本のGDPギャップは再びマイナス圏に転じ、物価動向も再びデフレ色を強めよう。

GDPギャップの悪化から少し遅れて物価下落圧力が高まるが、在庫管理の徹底、値ごろ感に訴求する商品開発、財務の安定性重視など、短期的にはデフレ対応型の経営が求められよう。

と同時に、日本株が米国株以上に下げ圧力にさらされている理由も、このデフレ脱却期待の剥落にあらう。

2005年から2007年にかけて、株式市場ではデフレ脱却期待が高く、予想PERで18-20倍と日本株はやや割高に買われていた。その分の調整も加わり、日本株の下げを大きくしたと理解している。

当面、オバマ政権への政策期待が下値を支えるものの、政策期待が一巡した後は再度の下落が否定できず、2010年後半からの景気回復を先取りし、株価が上昇に向かうのは秋以降となろう。

10

## 長期的には新興国の所得水準の向上に期待

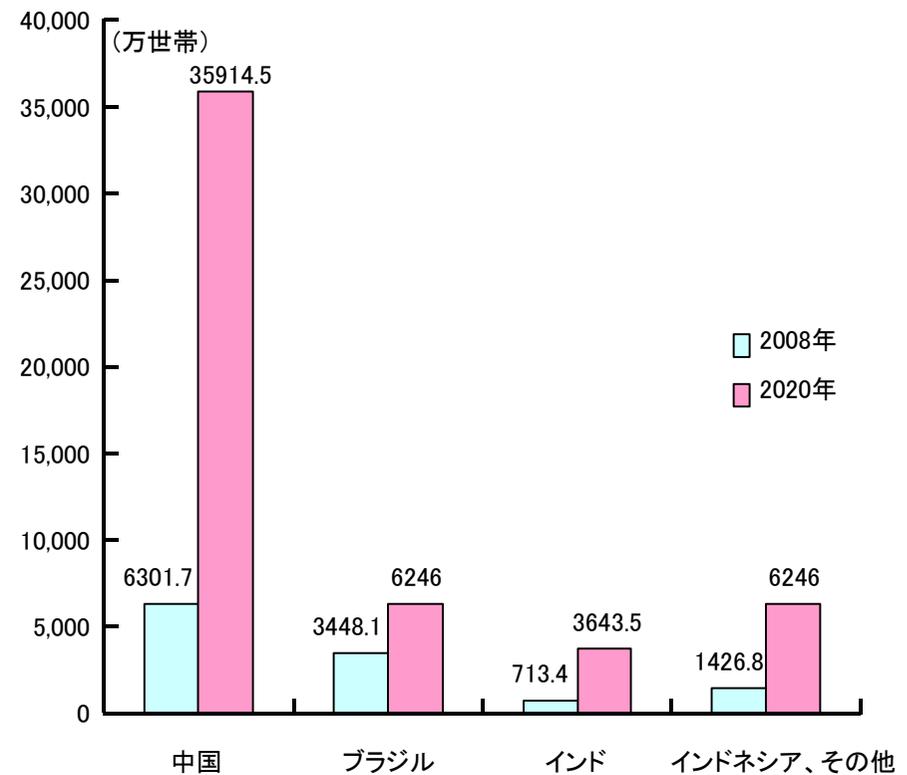
金融が正常化し、米国家計の貯蓄率が5-7%まで上昇し、不況が終わった後には、米国消費の回復と同時に、新興国の内需拡大、所得水準の向上がチャンスをもたらそう。

特に、米国の過剰消費にとって代わるのは、中国を始めとした新興国の内需拡大であり、所得水準の向上であろう。

中国、韓国製品より日本製品を欲する度合いの強い所得1万ドル以上の世帯数は、中国で2008年の6300万世帯から2020年には、3億6000万世帯に急拡大するほか、2020年時点を見ると、ブラジル6200万世帯、インド3600万世帯、インドネシア、ベトナム、タイ、マレーシアで6200万世帯が見込まれている。

その意味で、高い技術水準を維持し、これら所得1万ドル以上の中間層にとって憧れとなる製品を開発し続けることが、このチャンスを捉える道であろう。

### 新興国の所得1万ドル以上の世帯数



(注)その他はベトナム、タイ、マレーシア

(出所) World Income Distribution 2008-09, Euromonitor International;  
World Development Indicators, 各年版, World Bank よりNRI予測

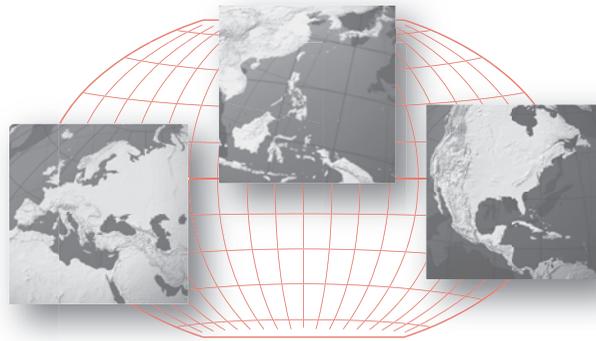
#### 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365%（税込み）（20万円以下の場合は、2,730円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料及び信託報酬等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じる恐れがあります。商品ごとに手数料等及びリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第142号

加入協会／日本証券業協会、（社）日本証券投資顧問業協会、（社）金融先物取引業協会

当資料は、2009年1月に実施される野村証券主催の新春懇談会「世界の中の日本」の参考として作成したものであります。



**NOMURA**