

グローバル経済見通し



ボラティリティの高い年が続く

マクロアナリスト
ロバート・シャーフキ、PhD
ウエルントン・マネージメント
(ボストン)

2011年にグローバル資本市場のセンチメントは、欧州債務危機が再び世界的な金融危機を引き起こすとの不安と、信頼しうる歯止めが講じられるとの期待との間で大きく揺れ動きました。欧州中央銀行（ECB）が12月に欧州銀行へ供給した豊富な流動性は、金融危機の再発を回避するために十分と見していますが、揺れ動く欧州通貨統合に対する信頼を回復するには時間がかかることにも注目しています。

一方で、世界経済は急激に減速しています（図表1）。欧州は古典的な景気後退に陥っており、中国ではハードランディングの不安が再浮上しています。明るい材料として、最近の米

国経済は資本財および自動車産業の上向き基調など力強さを示しています。

世界経済は2012年も厳しい環境が続くと見ており、成長見通しについては警戒しています。欧州の景気後退はしばらく続き、中国経済が2012年後半までに回復する見込みはありません。米国は向こう2年間にわたり財政不均衡に取り組まなければならないため、成長鈍化の恐れがあります。

図表1

グローバル経済は景気後退に近い水準に停滞



主なポイント

- ▶ ECBは短期的な資金需要に 대응しているが、ユーロ圏が市場の信頼を取り戻すには持続可能な財政の枠組みを必要とする。
- ▶ 米国経済はインフレ率低下と厳しくない財政上の制約に支えられて引き続き拡大すると予想する。
- ▶ 中国は目先不動産部門の減速に直面するが、2012年後半から2013年にかけて再び世界経済の原動力となる。

政策および政治改革に限界

金融政策は世界的な信用収縮に対処しています。欧州では中央銀行が資産を積極的に拡大しており（図表2）、ECBが繰り返す保守的な発言にある意味反しています。中国では、インフレ率低下の見通しを受けて、中央銀行には大いに期待される流動性を再び供給するために必要な柔軟性があります。米連邦準備理事会でさえ、米国経済が刺激を必要とするならば追加量的緩和を発動する可能性を匂わせています。しかし、私たちの経験から、量的緩和は緩衝材にはなりえても、持続的な景気拡大をもたらすことはできません。

マクロ経済および金融市場の大きな変動は今後も続くと思われれます。前回の量的緩和措置は短期的な「リスク資産」の上昇をもたらしましたが、コモディティ価格の上昇が間もなく世界的に消費者の購買力を低下させました。景気の低迷も世界全体で厳格な経済・財政改革を進める政治的な支えを失わせています。世界経済が再び持続的な景気拡大を取り戻すには、ユーロ圏で金融部門の治癒、信頼しうる財政統合戦略および体制の強化が必要です。

欧州の信頼を再構築する

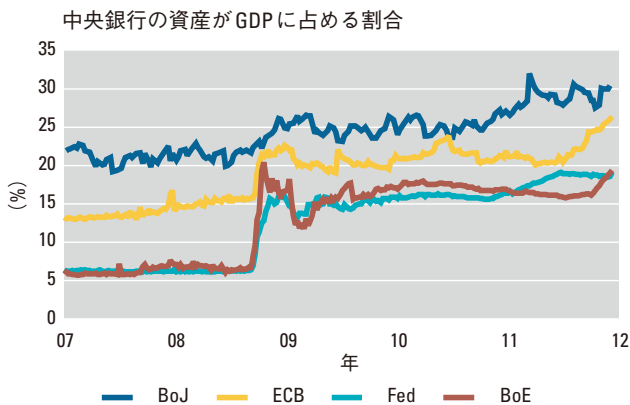
現在のユーロ圏に関する悲観論は過剰と思われれます。ECBは危機に対応した戦略に転じており、資産を積極的に拡大し、ユーロ圏の銀行全体で2012年に必要な資金を提供しています。ECBは個別国の国債を大量に買い入れることには慎重な姿勢を保っていますが、IMFの資金を引き出す計画は有意義です。IMFと欧州金融安定基金（EFSF）からの支援で、財政難に苦しむ欧州周辺国政府の2012年の資金需要を満たすことができるはずで

長期的には、ユーロ圏が市場の信頼を回復するためには持続可能な財政の枠組みが必要です。ユーロ圏共同債はまだ敬遠されているため、問題を抱える欧州周辺国は市場の信頼を取り戻すために緊縮財政を実施しなければなりません。2012年はフランスが目目されます。フランスでは、国会議員選挙と大統領選挙を控えて、政府が大幅な緊縮財政にこだわることは難しい政治的課題となります。

英国、スウェーデン、ノルウェー、スイスなどユーロ圏以外の国は、政府の財政状況が遥かに良好であるため、引き続き堅調です（図表3）。英国では、前回の付加価値税（VAT）引き上げが前年比に反映されなくなっているため、インフレ率が目立って低下しており、個人支出を適度に支えています。

図表2

欧州中央銀行は資産規模を拡大

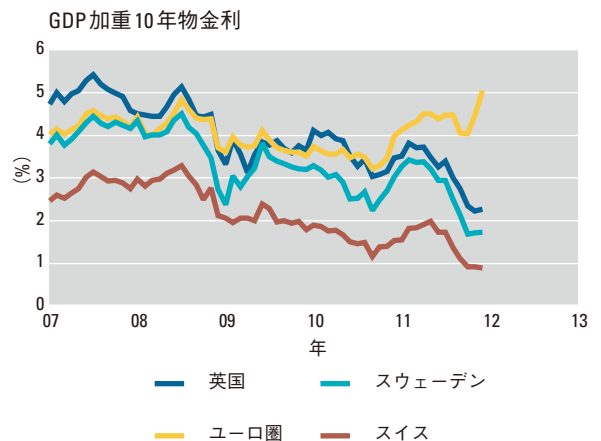


資産規模は2011年11月16日現在；GDPは2011年7 - 9月期（10 - 12月期GDPは前四半期の前期比伸び率を基に予測）

出所：日本銀行、欧州中央銀行、米連邦準備理事会、イングランド銀行、ウエリントン・マネージメント

図表3

ユーロ圏：ソブリン債務危機



出所：経済協力開発機構（OECD）

欧州は低迷しても米国は成長

低下するインフレ率と厳しくない財政の制約が支えとなつて、米国の景気拡大は続く予想しています。2011年10-12月期に堅調だった景気は、資本財購入にかかる減税措置の終了と欧州向け輸出の減退を受けて、1-3月期に減速すると見えています。それでも、米国は2012年も2%の成長を達成するでしょう。大統領選挙後に大幅な財政引き締めの可能性があるので、2013年にはさらなる減速を予想しています。

近年は欧州と米国の景気が連動しているため、米国経済が欧州の景気後退を乗り越えられるかどうかは疑問視されています。しかし、前例があります。1990年代初めの世界経済の状況は現在とかなり似ており、米国がニューイングランドおよびカリフォルニアで生じた銀行危機および住宅市場危機から回復するなかで、欧州では固定相場制に対する投機的な攻撃が欧州為替メカニズム (ERM) の崩壊を招きました。図表4は、そうした状況下で米国経済が欧州の景気後退による影響を免れたことを示しています。当時の二地域間の成長格差は2012年に予想される成長格差と同程度です。しかし、2013年の欧州の見通しは明るいでしょう。それまでには、欧州では財政改革がほぼ終わっている一方、米国では財政再建努力の強化で見通しが暗くなり始めるかもしれません。

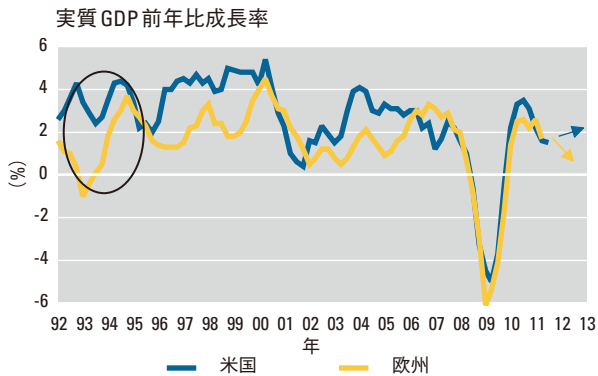
中国は減速したのち再び世界経済を牽引する

国内の信用サイクルおよび住宅サイクルを冷却させるため中国政府が行った強権的な試みはかなり効果的でした。新築完工率がまだ上昇する一方で民間の住宅需要は減退しており、住宅在庫が大きく増加しています。価格調整はまだかなり初期段階です。向こう数ヶ月間で緩和政策が予想されるとはいえ、この住宅在庫が市場で消化されるまでには、しばらく時間がかかるでしょう。一方、公的部門の住宅開発は明るい材料となるでしょう。最近の公共住宅着工が振るわないことは、今後大量の建設が続くことを示唆します。公共住宅の開発は2012年における中国中央政府の主要な目標になると思われます。

世界経済にとって中国の重要性を過小評価するべきではありません。経済活動の破綻を予想してはいませんが、住宅活動の停滞と厳しい輸出市場を考慮すると、2012年に7%あたりへの成長減速が予想されます。しかし、向こう数カ月でインフレ率が大きく低下し (図表5)、中国の政策当局は減速に対応するための柔軟性を得るため、緩和政策を講じるでしょう。2012年後半から2013年にかけて、中国は再び世界経済の原動力となるでしょう。

図表4

米国は欧州の景気後退を乗り越えることが可能



出所：米経済分析局、ウエリントン・マネージメント

図表5

柔軟性を増す中国の経済政策



出所：中国国家统计局、S&P

まとめ

2012年もマクロ経済および金融市場で高い変動性が続く予想しています。ECBによるユーロ圏銀行システムへの積極的な流動性の供給は短期的な危機回避となりますが、揺れ動く通貨統合に対する信頼を回復するには、より抜本的な改革が必要となります。景気後退時に改革を進める政治意思を見出すことは困難でしょう。米国経済は他の地域と比べるとまだ堅調ですが、向こう数年間で財政赤字に取り組まなければならないため、景気減速の恐れがあります。中国も先進国の景気減速からの影響を免れることはできず、冷え込む不動産部門に対処しなければなりません、少なくとも対応するための手段および政策の柔軟性を有するでしょう。2012年はユーロ圏における金融の安定、財政改革の着手および体制の健全化への基盤が築かれ、2013年およびそれ以降の持続的な世界経済の拡大に寄与することになるでしょう。

執筆者

ロバート・シャーフキ、PhD

ウエリントン・マネージメントのグローバル・マクロアナリシス・リサーチ・グループに所属する上席メンバー。グローバル経済動向に関する社内の見方を主導し、景気調査を行って重要な転換点を特定し株式投資の推奨を行う。

グローバル経済予測

	実質 GDP 成長率			インフレ率			企業増益率 ²		
	2010年 ¹	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
米国	2.9%	1.6%	2.0%	1.6%	3.0%	2.3%	38%	14%	10%
ユーロ圏	1.7	1.0	-1.0	1.6	2.7	2.0	46	3	9
英国	1.3	0.9	0.0	4.7	4.0	2.0	34	16	8
日本	3.9	-0.6	2.0	-0.7	-0.2	-0.2	66	14	25
中国	10.3	8.9	7.0	3.3	5.8	4.0			
世界	4.0	2.9	2.4	2.6	4.0	3.2			

出所：ウエリントン・マネージメント、コンセンサス・エコノミクス

¹コンセンサス・エコノミクス

²FactSetに基づく

Wellington Management Company, LLP | Boston | Chicago | Radnor, PA | San Francisco

Wellington Global Investment Management Ltd | Hong Kong | Beijing Representative Office

Wellington International Management Company Pte Ltd | Singapore | Sydney | Tokyo

Wellington Management International Ltd | London | Frankfurt



当資料は英文資料を翻訳したものです。当資料は日本国内での提供のみを目的としています。

当資料は、ウエリントン・インターナショナル・マネージメント・カンパニー・ピーティーイー・リミテッド（以下、「当社」）ならびにその関連会社が指定する機関投資家顧客ならびにプロフェッショナル・インベスター、およびそのコンサルタントによる社内利用、もしくは当社ならびにその関連会社が承認するその他の利用を目的として作成・配布するものです。当資料およびその内容は作成時点における情報であり、当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でもその全体または一部を、転用、配布することはできません。また、当資料は投資助言の提供、売却の提案、もしくは株式その他証券の購入の勧誘を目的とするものではありません。運用会社との契約の締結もしくはファンドへの投資を判断する際には、必ず最新の投資サービスに関する規定もしくは目論見書を手し、熟読の上ご判断下さい。ここに記載されているいかなる見解も、その執筆者が入手可能な情報に基づいて記述したものであり、予告なく変更することがあります。個々のポートフォリオ運用チームは、異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。

当資料中の銘柄は、顧客口座における売買銘柄もしくは推奨銘柄を代表するものではありません。また、これらの銘柄への投資が過去に利益を生じたこと、もしくは将来に利益となり得ることを示唆するものではありません。実際の組入れ銘柄は顧客ごとに異なる場合があり、これらの銘柄の一部もしくは全てを特定の顧客口座にて保有することを保証するものではありません。

お客様よりいただく運用報酬は当社の裁量によって定めます。当社との間で投資一任契約をご締結いただいた場合には、お客様と合意した運用報酬をいただきます。しかしながら、実際の運用報酬はお客様との個別の交渉によって決まるため、具体的な運用報酬料率を事前に示すことができません。運用報酬料率は、お客様の事情、契約資産額、サービス内容等に照らして、当社の裁量によって変更することがあります。

なお、組入有価証券等の売買に当たっては発注先の金融商品取引業者等に支払うべき委託発注手数料の実費を運用資産中から支弁いたします。この費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。

また、個別株や債券の組み入れに代えて外国投資法人の投資証券、又は外国籍投資信託の受益証券に投資する場合には、投資対象となるファンドにおいて管理手数料や費用が控除されますが、具体的な水準はファンドによって異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

弊社の投資一任契約においては、投資対象市場や特定の通貨へのエクスポージャーの調整、特定の資産の実質的組入比率の調整、あるいは裁定取引やショート・ポジションからの収益の確保等を目的として、国内および外国における市場デリバティブ取引（主に金融商品先物取引、金融指標先物取引、金融商品先物オプション取引等）および店頭デリバティブ取引（主に金融商品先渡取引、金融指標先渡取引、金利等スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引等）を行うことがあります。実際に使用するデリバティブ取引の種類は運用スタイルによって異なります。それらのデリバティブ取引の建玉や想定元本の額は発注先の金融商品取引業者に差し入れる委託証拠金や保証金の額を上回るのが通例です。なお、それらのデリバティブ取引の額の委託証拠金・保証金の額に対する比率は、運用状況、市場実勢や国内・外国市場デリバティブ取引が上場されている金融商品取引市場、発注先の金融商品取引業者により異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

弊社の投資一任契約においては、主に国内外の株式および債券、あるいはそれらに投資する外国投資法人の投資証券、又は外国籍投資信託の受益証券を投資対象としています。運用資産時価評価額は、それらの有価証券の値動きや金利、為替相場の変動等により上下しますので、これを直接の原因として損失を生じるおそれがあります。具体的な指標は運用スタイルにより異なります。

投資一任契約において上記のデリバティブ取引を行っている場合には、その参照する金融指標が著しく低下し一定水準を超えた際に、その損失額が発注先の金融商品取引業者に差し入れた委託証拠金や保証金の額を上回り、元本超過損を生じるおそれがあります。また、参照する金融指標は投資スタイルによって異なります。

投資一任契約は預金保険機構や保険契約者保護機構の対象ではないため、元本の保証はございません。運用成果（損益）は全て投資者に帰属します。

ウエリントン・インターナショナル・マネージメント・カンパニー・ピーティーイー・リミテッド

登録番号 関東財務局長（金商）第428号

社団法人日本証券投資顧問業協会会員

社団法人投資信託協会会員