

内外経済の見通し

世界経済の潮流

繰り返される円高デフレ、問われる日本企業の創業力

日 本

来年初にかけて景気の減速感が強まるなか一段の円高進行は腰折れリスクに

米 国

景気減速懸念が強まるも、企業部門の堅調もあり緩やかな回復基調を維持

西 欧

ユーロ圏経済は域内格差が鮮明、英国経済は 2011 年まで低成長が持続

ア ジ ア

景気は堅調な回復が持続、安定成長に向け金利正常化を推進

オーストラリア

景気は拡大基調が持続、物価は安定するなか RBA は金利を据え置き

原油価格

原油価格は緩やかな上昇基調を辿るが、上値は重い見込み

「世界経済の潮流」

繰り返される円高デフレ、問われる日本企業の創業力

減速局面に入った世界経済

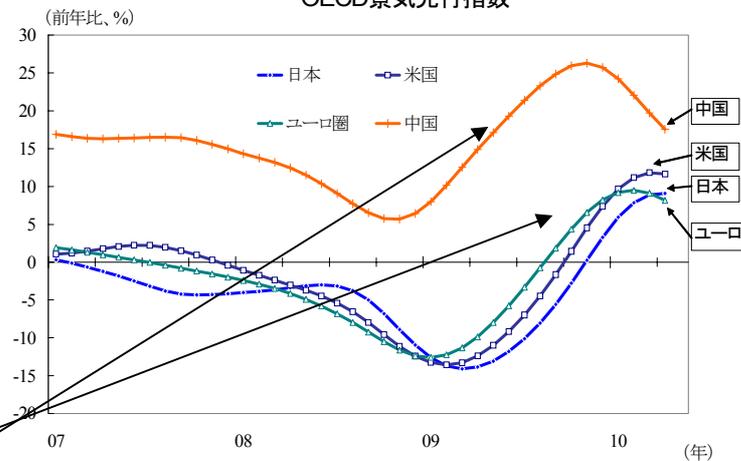
世界経済は、減速局面に入った。主要国の第2四半期実質GDPをみると、米国が前期比年率2.4%、日本が同0.4%とそれぞれ前期から大きく減速した。中国は実質GDPこそ同10.3%と3四半期連続の二桁成長を示したが、7月の購買担当者指数(PMI)が51.2と3ヶ月連続の低下を示すなど、製造業で減速感が強まっている。

昨春以降、フル稼働した大規模な財政出動の効果が剥落し始めている。米国では住宅減税が今年4月で打ち切れ、新築一戸建て住宅販売が統計開始以来の最低水準に落ち込んだ。欧州では自動車購入の奨励金制度が終了し、自動車販売が急減速した。日本では、エコポイント制度の薄型TV基準厳格化を受けて3月に大幅な駆け込み需要が現出したが、その反動が第2四半期に現れている。中国は、4兆元対策が残存しているが、不動産融資抑制や量的引き締めなどの出口戦略が投資抑制に効き始めた。政策効果が剥落し始めるタイミングで、欧州信用不安が現出したため、経済の先行き不透明感が増幅され、消費マインドが萎縮した面もある。

世界各国の財政による経済対策規模

(2008-2010年)	(GDP比%)	(bil.U\$)
フランス	0.6	17.2
ドイツ	3.0	110.0
アイスランド	9.4	1.6
アイルランド	4.4	12.0
スペイン	3.5	56.4
英国	1.4	37.4
米国	5.6	798.8
チェコ	3.0	6.5
ハンガリー	4.4	6.9
オーストラリア	4.6	46.5
日本	5.0	246.2
韓国	7.4	70.1
中国	13.0	572.2
マレーシア	9.0	20.0
インドネシア	1.4	7.2
タイ	6.0	16.4
シンガポール	8.4	15.3
上記17カ国合計	5.3	2,040.8

OECD景気先行指数



(資料) OECD「Composite Leading Indicators」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

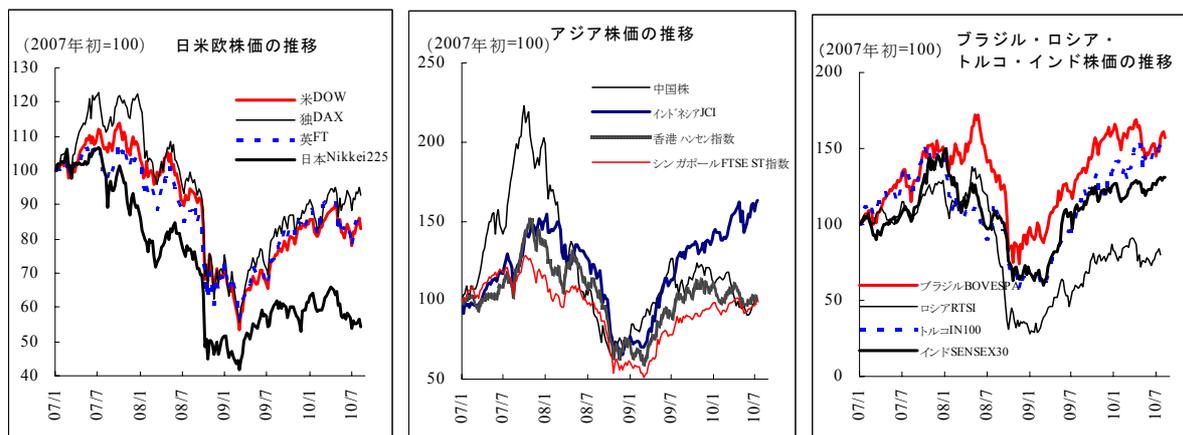
世界経済の二番底リスクは小さい

もっとも、世界経済の回復基調が途切れた訳ではない。構造問題に喘いでいる先進国経済を尻目に、新興国経済は自律的な成長ステージを駆け上がっており、世界経済全体で見れば、年率4%程度の成長を続けている。中国を除くアジア主要国の第2半期の実質GDPをみると、シンガポールが前年比18.8%と過去最高の伸び率を示したほか、インドネシア(同6.2%)、ベトナム(同6.4%)が前期から加速、韓国(同7.2%)、香港(同6.5%)も高成長を示した。

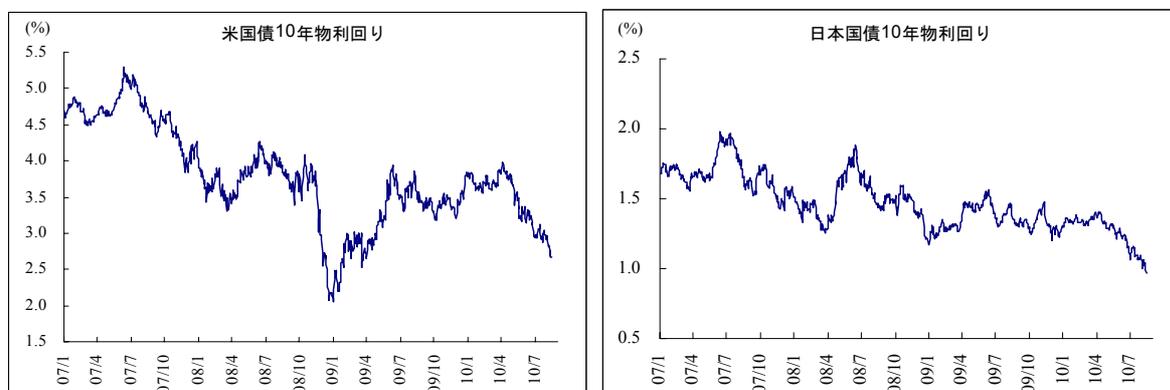
世界の株式市場も、日本株を除けば、概ね2009年初を底とした上昇トレンドを維持している。ブラジルやインドネシア、トルコなどNEXT11と呼ばれるポストBRICs

の新たな旗手は、既にリーマン危機前の高値を更新している。新興国経済に成長戦略のターゲットを絞ったグローバル企業の業績は総じて堅調である。

過去の株価急落の季節パターンである「夏場の懸念～秋口の急落」は念頭に置く必要がある。しかし、リーマン危機時と違って、現在は金融の血流が止まって世界経済が急収縮を余儀なくされている状況ではない。また、新興国経済の牽引というクッション効果もあるため、株式相場が底割れするリスクは小さいとみられる。



となると、世界経済の減速懸念を強めているのは何か。長期金利の低下である。日米の10年物国債利回りをみると、各々、節目とされる3%、1%の大台を割り込んだ。歴史的にみても異常な低水準である。ファンダメンタルズから乖離した長期金利の低下が現出していると言えよう。



米国で広がる日本型デフレ均衡論

米国で長期金利が急低下している背景に、日本型デフレ懸念がある。トリガーとなったのが、セントルイス連銀のジェームス・ブラード総裁が、7月29日に公表した「Seven Faces of The Peril」という論文である。同論文のハイライトとなっている「意図せざる均衡」とは、テイラールール曲線とフィッシャー方程式から導き出される。具体的には、下図に示される。

縦軸に名目金利、横軸にインフレ率をとった座標軸に日米の均衡点をプロットする。

ここでテイラールールに基づく金利とインフレ率の関係を示す曲線（黒実線）を近似的に非線形で示し、実質金利が 0.5%の時のフィッシャー方程式を直線（赤点線）で示すと、2箇所で交差する。右上の交差点（インフレ率 2.3%、名目金利 2.8%）が米国のインフレ均衡点、左下の交差点（インフレ率▲0.5%、名目金利 0.001%）が日本のデフレ均衡点である。日本は意図せずして、「ゼロ金利、デフレ」状態で均衡しているが、それは名目金利を人為的にゼロに長期間固定したためとしている。そして、この意図せざるデフレ均衡を回避するためには、期待インフレ率を引き上げるべきだとして、国債購入による量的緩和を主張している。

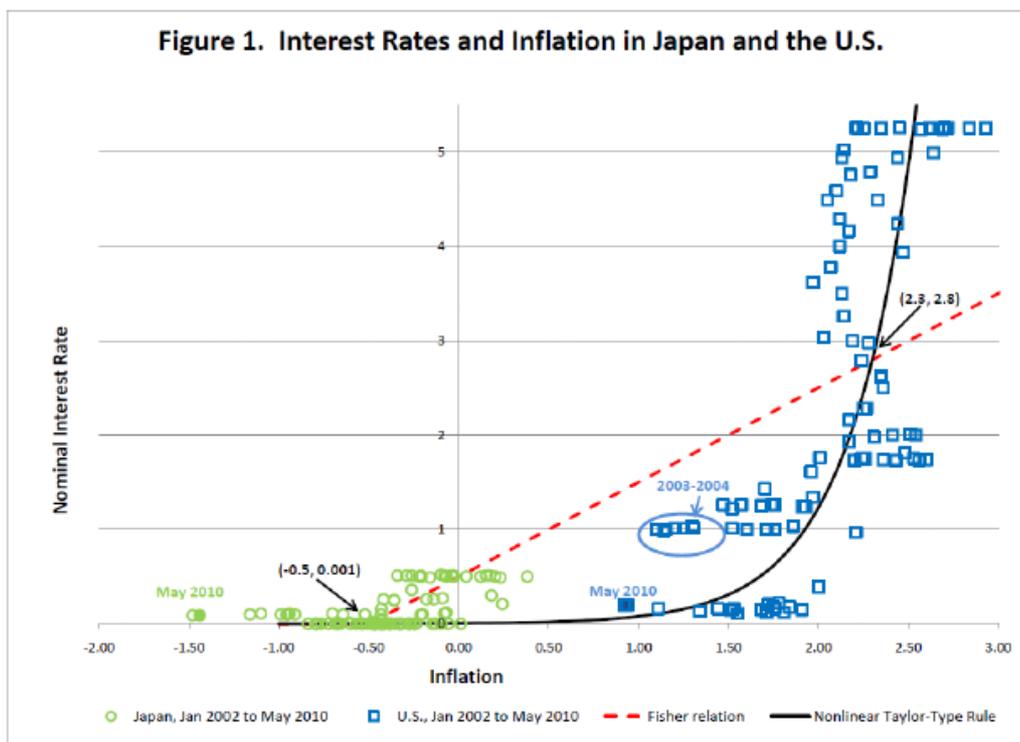


Figure 1: Short-term nominal interest rates and core inflation rates in Japan and the U.S., 2002-2010. OECD data.

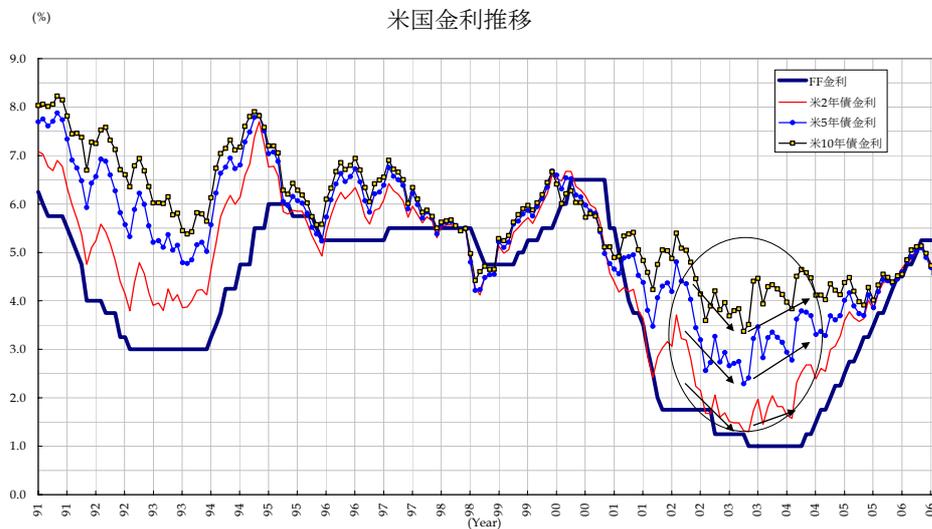
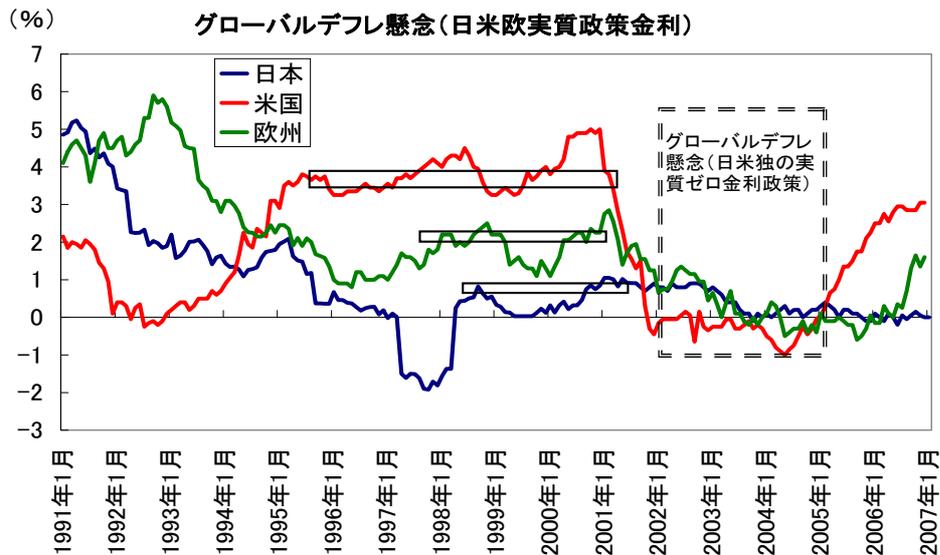
(出所) *Seven Faces of The Peril* by Mr. James Bullard,

Federal Reserve Bank of St. Louis Review September-October Issue

その後、8月10日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）でMBS等の償還金を米国債に再投資していくことが新たに決定された。金融当局のデフレ懸念が、超低金利政策の長期化観測や国債購入による量的緩和期待を強め、債券市場では、リアルマネーや年金基金・MBS投資家のヘッジ買いなど売り手不在の需給相場につながった。

こうした状況は、グローバルデフレ懸念が強まった2003年に似ている。当時は、米国のコアインフレ率が一時的にゼロ%近辺まで低下し、グリーンズパンFRB議長がデフレに陥る可能性に言及した。米国長期金利の低下を増幅させたのは、MBS絡みのヘッジの大量国債買いという需給要因であった。

最終的に低金利政策は約2年にわたり継続されることになったが、長期金利は追加緩和観測が後退すると、わずか2ヶ月あまりに1%超も急騰する事態となった。当時は政策金利1%で、2年債1.5%、10年債3.5%が節目であったが、同様の長短スプレッドを現在の局面にあてはめると、政策金利0.25%は2年債0.75%、10年債2.75%が需給相場入りの臨界点になり、現状は、その水準を割り込んでいる。もとより、米国のデフレ懸念は行き過ぎであり、長期金利の反動リスクも高い。

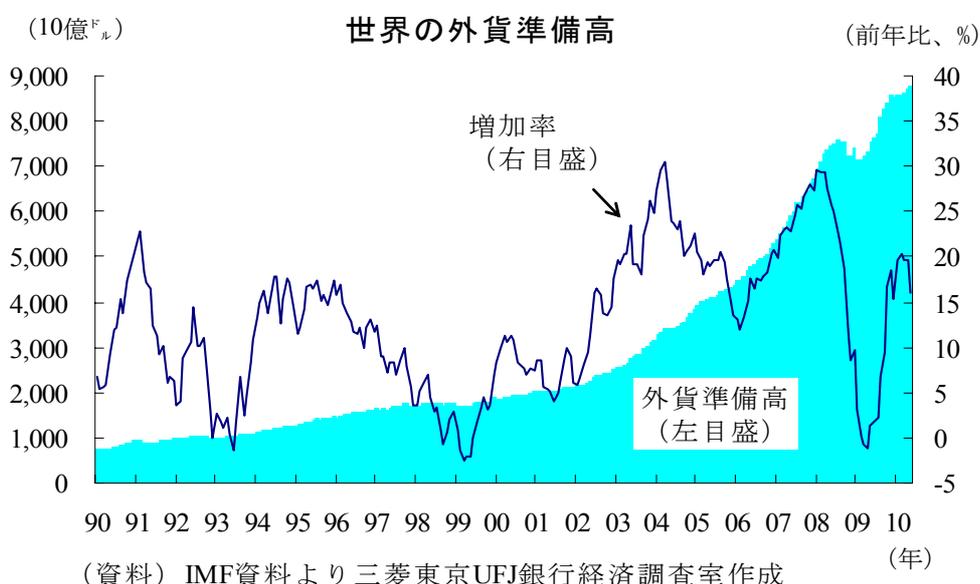
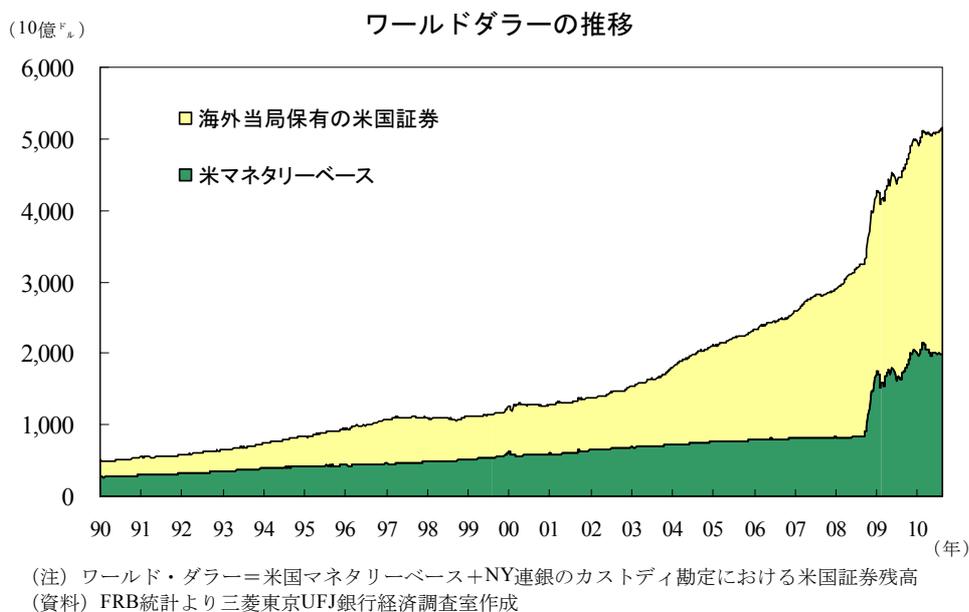


ドル過剰流動性の増大(外貨準備高急増)

ドル過剰流動性の増大も米国長期金利に低下圧力を高めている要因だと考えられる。ワールドダラーの推移をみると、リーマン危機後に実施されたFRBによる量的信用緩和を背景に米国マネタリーベースが増加し、ワールドダラーは一気に増大した。これに加えて、ドル安・自国通貨高を回避すべく、新興国中心にドル買い介入を実施

する国が増加し、外貨準備高も急増している。このような米国の量的信用緩和を起点とした世界的な過剰流動性が国債市場に流れ込んでいる面もあると思われる（例えば、海外中銀による国債買い）。

米国にとっては、量的緩和によるドル過剰流動性の創出が、近隣窮乏化政策とシニョレッジ効果双方のメリットを享受できる効率的な政策である。しかし、逆説的に言えば、この劇薬政策の副作用（ドル信認低下）や反動（米債急落）リスクも大きい。

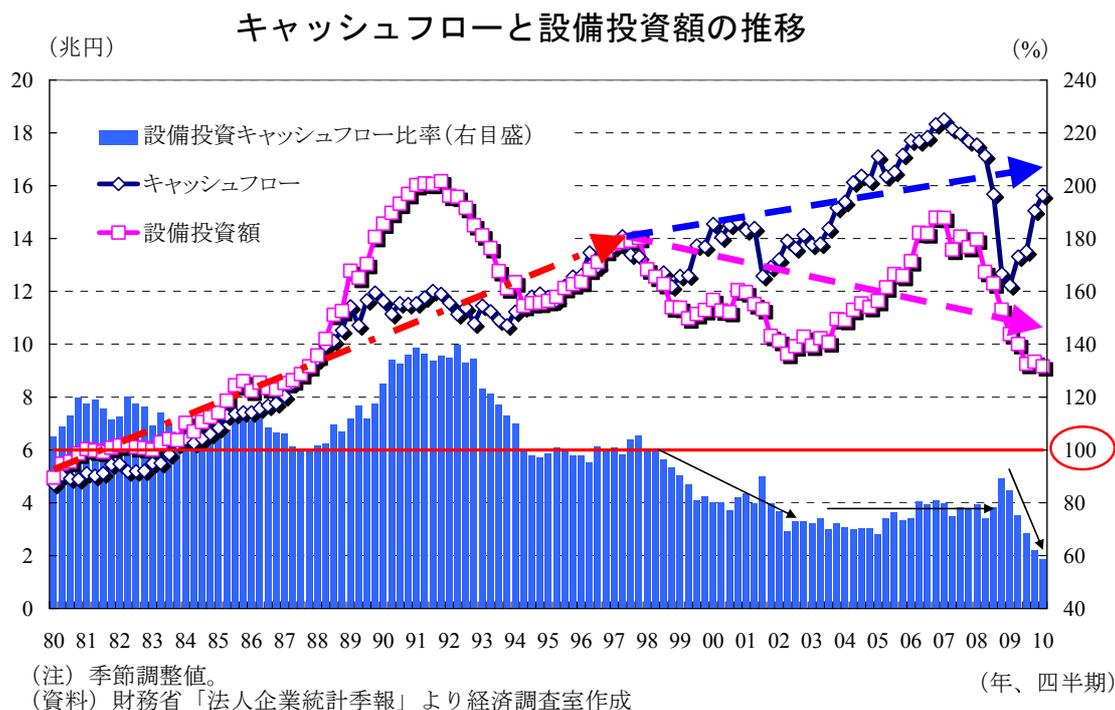


「世界経済減速、円高、デフレ」の三重苦と日本の資本ストック低下

米国長期金利低下の余波を最も受けるのが、いつもながら日本である。日米金利差の縮小により、円高が加速し、円高デフレ懸念が蘇る。世界経済減速、円高、デフレ

の三重苦が日本経済に押し掛かる。「米国長期金利の低下⇒日米金利差縮小⇒円高進行⇒日銀の金融緩和（資金供給オペ拡大）⇒政府の緊急経済対策」パターンが、過去10数年来続いている。

問題は、繰り返される円高デフレ構造の下で、日本国内の設備投資意欲が減退している点である。その結果、資本ストックや生産性が低下し、潜在成長率が一段と低下するリスクが高まっている。実際、その状況は設備投資キャッシュフロー比率の趨勢的な低下に表れている。



設備投資キャッシュフロー比率は、企業の投資行動を測る一つの尺度である。例えば、設備投資がキャッシュフローを上回る状態（100%超）は、投資超過分は銀行借入等でファイナンスをする必要があるが、新規分野への設備投資や能力増強投資を通じて売上高を拡大させ、営業利益を増加させることができる。1998年以前は、設備投資キャッシュフロー比率が100%を超えており、設備投資増加と営業利益拡大に好循環が生まれていた。

ところが、1998年以降は、設備投資キャッシュフロー比率が100%を割り込む。当初は過剰債務の調整や不良債権問題といった構造要因もあったが、本質的には円高デフレの恒常化に伴う投資採算の悪化や海外投資シフトが投資抑制の主因である。慎重な投資スタンスが続いた結果、営業利益の増益力も弱体化した。

それでもリーマン危機前までは、設備投資キャッシュフロー比率は80%前後の水準は維持されていたが、リーマン危機後は、設備投資キャッシュフロー比率は60%程度に低下した。景気回復局面の初期段階では、キャッシュフローの改善が先行するため、今後、設備投資が遅行する形で増加局面に入っていくとみられるが、それでも日銀短観の設備投資計画や法人企業統計をみると、急速な設備投資の増加は期待できない。

設備投資の趨勢的な減少は日本経済全体にとって、生産性や潜在成長率の低下につながる忌々しき事態である。

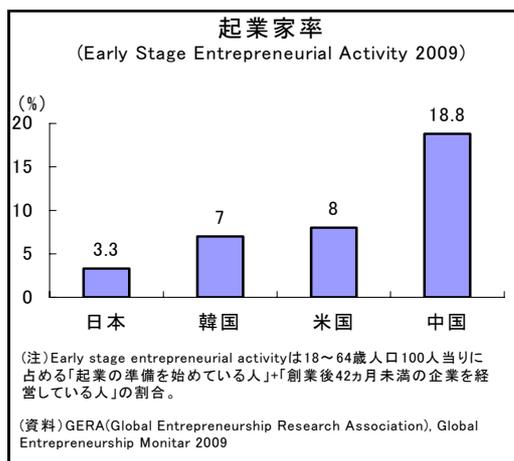
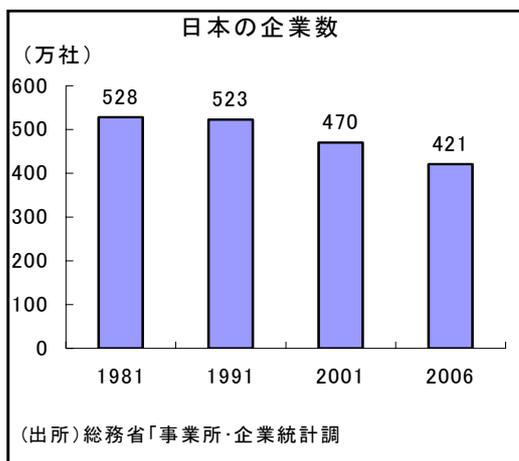
減少する日本企業数～新陳代謝ではなく、衰退リスク

設備投資減少を超えた事態も発生している。日本国内の企業数減少である。日本の企業数（事業所ベース）は1991年の523万社から2006年には421万社と15年間に20%も減少した。少子高齢化や成熟化経済といった国内要因もあろうが、円高デフレが常態化するなかで、大企業が海外シフトを強め、大企業摺り合わせ型の中小企業が事業縮小、事業継承、事業撤退を余儀なくされている面も少なくない。

世界経済が本格的なグローバル競争に突入するなかで、競争の激しい業界の垂直統合や企業の多国籍化は日本の国際競争力を維持するために不可欠であり、ある程度の業界調整が進むのはやむを得まい。しかし、その場合は、新しい分野でベンチャー企業（新興企業）が勃興し、新陳代謝が進展することが必要である。ところが、日本は、ベンチャーの起業率が世界で最低水準にある。

GERA(Global Entrepreneurship Research Association)のグローバル・アントレプレナーモニター調査（2009）によると、生産年齢人口100人における起業家比率は、調査対象54カ国中、日本が3.3%と最下位である。他の主要国では、中国が18.8%、米国が8.0%、韓国が7.0%、日本と同じグループ（Innovation-Driven Economy）の平均は6.3%だった。企業の廃業や事業縮小は増えていくが、新たな企業が生まれてこない。これでは、日本経済の新陳代謝どころか、衰退に向かってしまう。

政府は、新成長戦略としてアジア経済戦略を強化する方針を打ち出しているが、ベンチャー企業の勃興・育成に本格的に取り組まないと、国内経済の活性化につながらない。



わが国ベンチャービジネスの構造的問題

ベンチャー企業の成長は、起業リスクを社会が負担する仕組みや風土を創り上げ、さらに海外を含めて内外からリスクマネーや人材が集める環境作りが重要である。そして、成功体験を将来の有望ベンチャーの勃興・育成につなげていくビジネス・モデ

ル、事業プラットフォームを確立してかなければならない。

しかし、①日本は大企業志向が強く、革新的な起業に踏み切る風土が生まれてこない（一度失敗すると再度のチャレンジが難しい）、②ベンチャー起業家自身の金銭的負担が大きく、個人破産のリスクがある、③米国のように年金基金がベンチャーキャピタルファンドへ出資、投資する法律的枠組みがない、④ベンチャー企業の出口戦略が株式上場（IPO）に依存し過ぎているため、市場環境が悪化すると投資回収が進まず、新規のベンチャー投資が困難になる、⑤ベンチャー企業経営者が大企業による被買収を好まない等の問題点が指摘されている。

ベンチャーキャピタル（VC）の課題も多い。日本のベンチャーキャピタルは経営関与（ハンズオン）するケースが少なく、リミテッドパートナーシップ（LP）が中心でゼネラルパートナーシップ（GP）での関与はほとんどない。リミテッドパートナーシップも4-5社によるシンジケート方式である。本格的なベンチャーキャピタリストの育成も重要な課題である。投資対象のマーケティングとマーキング（ポジショニング）のスキルを高め、事業専門キャピタリスト、財務専門キャピタリストの役割を明確に分担した上で、GP方式でハンズオンしていく人材の育成が急務である。

没落する米国を救った IT ベンチャー

米国では、既に成功した事業経営者がエンジェル投資家になり、GPとしてハンズオンするケースが一般的である。事業専門のキャピタリストによるブティック型VC（事業専門特化型）が多いのも特徴的である。もっとも、今でこそ、世界最強のベンチャー企業を有する米国も、かつて1970年代は大企業病が蔓延し、技術力向上の著しい日本やドイツに世界市場シェアを奪われていた。没落する米国を救ったのがITベンチャー企業（Apple、Microsoft、Sun、Cisco等）である。米国は産業競争力を抜本的に立て直すために、1981年にERISA（従業員退職年金保障法）による年金基金の運用規制緩和（ベンチャーキャピタルファンドへの投資解禁）、1985年にヤングレポート（米国産業競争力に関する提言報告書）の策定、1991年に中小企業技術革新制度（SBIR:Small Business Innovation Research）の制定（ベンチャー企業に新技術に関する研究開発のための補助金・委託費等を交付、外注委託研究開発費の一定割合振り分け、SBIR受託の開発商品の買上げ等）などベンチャー企業を発展させる基盤作りを着実に進めた。最近では、ベンチャー企業が一定の資金調達に成功すれば、グリーンカードを付与するスタートアップ法案が策定され、世界中から優秀なエンジニアを集めるための公的支援制度を強化している。

ベンチャー企業育成に向けた抜本的な基盤強化策が急務

ある意味、わが国の現状は、1980年代の米国に類似しているとも言える。米国同様、産業競争力を立て直すためにベンチャー企業育成のための抜本的な基盤強化策を講じる必要がある。米国を救ったのがITベンチャー企業だとすれば、日本を救うのはさしずめ環境技術（クリーンテック）となる。環境ビジネスのフィールドを広げる

ために、公的支援制度の充実に加えて、思い切った規制緩和や税制優遇が重要である。

例えば、環境エネルギーのベンチャー企業は、スタートアップ・アーリー段階で多額の資金を必要とすることから、一定の技術要件等を満たしたベンチャー企業への税制面の優遇措置、さらに事業参入の緩和、預託金・保証金の減免を付与し、さらに環境エネルギー特化ファンドを新設する。

一方で、米国同様、一定部分の年金基金がベンチャー企業に注入される仕組みを構築し、日本の年金が日本経済の成長に結びつくような制度を設計することも重要である。その場合、年金基金の投資判断をサポートするために、ベンチャーキャピタル投資のトラックレコードを整備することが必要となつてこよう。官製ファンドの産業革新機構の支援基準弾力化や中小企業基盤整備機構によるベンチャーキャピタルファンドの拡大も検討すべきである。いずれにせよ、今ほど日本企業の創業力が問われている時はない。

(経済調査室長 内田 和人)

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
日本 (年度ベース)	▲5.2 (▲1.9)	2.8 (1.9)	1.3 (1.5)	▲1.3 (▲1.6)	▲1.0 (▲0.8)	0.1 (0.3)	1,423 (1,698)	1,963 (1,990)	2,190 (2,223)
米国	▲2.6	2.9	2.5	▲0.4	1.6	1.3	▲3,784	▲4,732	▲5,399
ユーロ圏16カ国	▲4.0	1.2	0.9	0.3	1.4	1.3	▲783	▲72	15
ドイツ	▲4.9	3.0	1.8	0.2	1.1	1.0	1,606	1,765	1,830
フランス	▲2.2	1.4	1.3	0.1	1.6	1.5	▲591	▲534	▲520
イタリア	▲4.8	0.6	0.5	0.8	1.7	1.5	▲713	▲585	▲563
英国	▲4.9	1.2	1.4	2.2	3.0	1.8	▲289	▲396	▲423
アジア11カ国・地域	6.1	8.9	7.6	2.0	4.0	3.2	4,715	3,618	3,340
中国	9.1	10.2	9.1	▲0.7	3.0	2.6	2,971	2,391	2,282
NIEs	▲0.9	7.4	4.5	1.4	2.4	2.5	1,357	1,104	975
ASEAN 4カ国	1.5	6.2	5.2	2.6	4.1	4.1	715	614	548
インド	7.4	8.5	8.2	12.4	9.2	5.5	▲253	▲405	▲390
オーストラリア	1.3	3.1	3.3	1.8	3.0	3.2	▲410	▲482	▲402
中南米	▲2.0	4.8	4.2	5.2	5.4	5.0	▲144	▲434	▲529
ブラジル	▲0.2	7.0	5.0	4.9	5.0	4.8	▲243	▲479	▲467
ロシア・中東欧	▲5.5	3.4	3.3	8.7	5.3	4.8	401	645	497
ロシア	▲7.9	4.3	4.0	11.7	6.8	6.0	490	788	702

(注) 2009年は実績値、2010、2011年は予想値。

- 日本の消費者物価は生鮮食品を除く総合ベース。経常収支は、円建ての経常収支実績・見通しを円ドル相場(銀行間中心・期間平均)実績・見通しにより換算したもの。
- 「ユーロ圏」は、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニアの13カ国に、2008年からはマルタ、キプロスが加わり15カ国。2009年からはスロヴァキアが加わり16カ国。
- ユーロ圏及び英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。
- インドは年度(4月～3月)ベース。
- 「中南米」は、実質GDP成長率と経常収支については14カ国の数値。消費者物価上昇率についてはメキシコ、ブラジル、アルゼンチン3カ国の加重幾何平均値。
- 「ロシア・中東欧」は、ロシア、ポーランド、チェコ、ハンガリーの4カ国。

照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませ、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。