

D&B グローバルアウトルック

～2018年までのグローバル経済見通し～

Contents :

- グローバルリスクに関する考察
 - グローバル経済の見通し
 - 政策を誤れば、リスク見通しが損なわれる
 - 先進国における回復プロセスの進展
 - 新興市場における不均衡是正の進展
 - 各地域から発生するリスクトップ10
-



グローバルリスクに関する考察

- 2008-09年の景気後退からの回復は、依然として過去1世紀で最も困難な課題となっています。
- しかし、2014年以降の成長、特に米国の成長については、より楽観的な見通しを持っています。
- 量的緩和の段階的縮小（テーパリング）、先進国の回復プロセス、新興市場の不均衡に関わる政策を誤る可能性という形で逆風は残ります。
- 緊縮財政プログラムも、政情不安と社会不安を高めています。

グローバル経済の見通し： 長期的心理の改善

2013年中間報告から6カ月経ち、2008-09年の景気後退からの回復に関するD&Bの見通しは、より楽観的になりました。しかしながら、グローバル経済の成長率は、依然としてトレンドを大きく下まわっており、今回の回復は過去1世紀で最も時間のかかるものとなっています。D&Bが評価した132カ国のうち93カ国の格付けが2008年初めよりも下がっており、うち55カ国の格付けは3段階以上下がっています。

緩やかな回復への信頼が高まったことは、2014年以降の予測を1年前の予測から上方修正したことに如実に表れています。2014年の世界の実質経済成長率の見通しは、2.5%から2.7%に上方修正され、今後3年間の見通しについては、2015年が2.9%、2016年が3%、2017年が3.1%に引き上げられました。ただし、この世界全体の数値の裏には地域格差があります。

北米に関する私たちの見方はかなり楽観的になり、2014年から2017年までの予測成長率は、1年前には2.3%でしたが、現在は2.8%から3%になっています。

表1：2014年1月現在のリスク格付けの前年比地域別変動（2013年1月との比較）。

実質GDP成長率 (%)	引き上げ	同じ	引き下げ
サブサハラアフリカ	0	20	1
中東・北アフリカ	1	11	7
西欧	4	20	6
東欧・中央アジア	2	13	1
アジア太平洋	1	18	4
米州	0	20	3
世界全体	8	102	22

西欧・中欧の年平均成長率についても、D&Bは慎重ながらも楽観的な見通しを持っており、2014-2017年の予測成長率を0.2ポイント増の1.8%としました。同期間、サブサハラアフリカの成長率も、平均0.2ポイント上昇し、アジア太平洋の成長率は平均0.1ポイント増の3.9%になるとみえています。対照的に、ラテンアメリカ及びカリブ諸国（平均0.4ポイント減）、中東・北アフリカ（0.7ポイント減）、東欧・中央アジア（1.1ポイント減）の成長見通しについては、より悲観的な見通しとなりました。

同期間に格付けが引き上げられたのは15カ国にとどまり、2段階以上アップしたのは2カ国のみです。また、これまでに回復が進んできたことから、評価対象国の大半のリスク格付けの引き上げを予測していましたが、2013年末、22カ国（全評価対象国の16.7%に相当）のリスク格付けが年初よりも引き下げられ、格付けが上がったのはわずか8カ国（6.1%）にすぎませんでした。

表2：2012-2018年地域別実質GDP成長率

実質GDP成長率 (%)	2012年	2013年(推定)	2014年(予測)	2015年(予測)	2016年(予測)	2017年(予測)	2018年(予測)
北米	2.7	1.9	2.8	2.9	3.0	3.0	2.9
欧州	-0.3	0.1	1.2	1.8	2.1	2.2	2.3
アジア太平洋	4.3	4.1	4.1	4.0	3.6	4.0	3.6
ラテンアメリカ及びカリブ諸国	3.0	2.5	3.1	3.4	3.7	3.7	3.7
東欧・中央アジア	2.7	2.2	2.7	3.0	3.4	3.7	3.9
中東・北アフリカ	4.4	3.3	3.4	3.9	4.1	4.5	4.8
サブサハラアフリカ	4.3	4.5	4.8	5.0	5.2	5.1	5.1
世界全体	2.3	2.0	2.7	2.9	3.0	3.1	3.1

政策を誤れば、 リスク見通しが損なわれる

比較的堅調な米国の民間部門に牽引された長期的グローバル成長のトレンドについては楽観を強めました。政策を誤る可能性は依然として高いままです。政治的・社会的緊張により、政治家が各国特有の経済的課題への対処に集中できなくなる可能性もあります。

米国連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和プログラム終了決定のペースやタイミングを誤ることはまず許されません（EU、日本、英国でも同様のプログラムがいずれ終了します）。さらに、先進国の経済政策立案者は、国の経済成長を支援する一方で、高水準にある公的債務も削減しようと綱渡りを続けている状態です。また、途上国市場の長期にわたる持続可能な成長の力ギとなるのは、構造改革を加速する必要性です。いずれの場合も、経済的必要性ではなく、政治的事情が、これまでの進展の腰を折る可能性があります。また、世界各国での緊縮財政プログラムは、ブラジルやトルコなどの国々の中産階級に打撃を与え、社会不安を高めてきました。政権は、長期的経済成長の確実化を犠牲にして短期的な安定化を図り、ポピュリスト的な経済政策を採用することで再選の可能性を高めようとするでしょう。

先進国における回復プロセスの進展

2008-2009年の景気後退期には、先進国の債務レベルが大きなりリスク課題となりました。家計部門と企業部門の債務レベルは、何年にもわたる安価な信用供与（融資）に煽られ、持続不可能なレベルになりました。公的部門の債務は、税収が落ち込む中、政府が不況にあえぐ経済の活性化や銀行救済のために支出を増やしたため、大幅に増加しました。先進国では回復プロセスが進行中ですが、不均衡なものとなっています（この状況に関するD&Bの評価については表3を参照）。

家計部門の債務を見ると、米国でのレベルは、2009年第1四半期末のGDP比95.5%をピークに、2013年第3四半期末には77.4%まで下がっています。また、英国では、GDP比108.7%から94.4%に下がっています。同期間、日本では、GDP比82.7%をピークとして75.3%まで下がっています。対照的に、オランダの家計部門の債務は、2008年第1四半期末のGDP比116.1%から2013年第1四半期末には141.4%まで増加し、天井を打ちました。その後わずかに減少したものの、2013年第3四半期末の時点で、依然としてGDP比139.7%という懸念すべきレベルにあります。カナダの家計部門の債務レベルは、2006年第1四半期末のGDP比68.3%から、2013年第2四半期末には93.2%にまで跳ね上がっています。同様に、フランスの家計部門の債務レベルは、2006年第1四半期末にはGDP比51.2%であったものが2013年第2四半期末には67%となり、規模はそれ程ではないにせよ、増加を続けています。

表3：先進国における回復プロセス

地域	国	進展	トレンド
北米	米国	G	↑
北米	カナダ	A	→
欧州	ドイツ	G	↑
欧州	フランス	A	↓
欧州	イタリア	A	→
欧州	スペイン	A	↑
アジア太平洋	日本	A	→

- G 2008年以降、進展があった
- A 2008年以降、ほとんど/全く進展がなかった
- ↑ 進展した
- 変化なし
- ↓ 後退した

非金融企業の債務に関しては、日本（2009年第1四半期末のGDP比154.7%から、2013年第3四半期末には142.4%に）、スペイン（2009年第1四半期末のGDP比199.1%から、2013年第2四半期末には173.8%に）、ドイツ（2009年第1四半期末のGDP比106.0%から、2013年第2四半期末には88.8%に）、英国（2009年第1四半期末のGDP比118.5%から、2013年第3四半期末には100.6%に）では進展が続いています。けれども、フランスでは、非金融企業の債務が2009年第1四半期末のGDP比149.9%から、2013年第1四半期末には157.3%に増加し、ピークとなりました。良いニュースとしては、フランスの非金融企業の債務は、2013年第2四半期末にはGDP比154.9%に減少しました。金融セクターの債務に関して最も進展が見られたのは米国で、債務レベルは2009年第1四半期末のGDP比122.8%から、2013年第2四半期末にはGDP比83.5%に縮小しました。ドイツの金融セクターの債務は、2009年第1四半期末のGDP比123.7%から、2013年第2四半期末には94.5%に縮小しました。対照的に、イタリアでは、債務レベルが2009年第1四半期末から2013年第2四半期末にかけて増加しましたが（GDP比90.5%から105.6%に増加）、ピークとなった2012年末のGDP比109.2%よりは縮小しています。スペインの金融セクターの債務レベルは、2012年末にはGDP比121.3%にまで膨れあがりしましたが、実質的に2009年第1四半期末のGDP比109.4%というレベルに戻ってきました。一方、その他の点では安定しているオランダの金融セクターの債務は、依然としてGDP比400%前後という高水準にあります。

公的部門の債務増大が最大の懸念事項となり、需要不足の経済に対する景気刺激策として政府支出を増やすことを妨げています。主要国における一般政府負債のGDP比の割合は、2012年末の時点で依然増加を続けていました。その後、2013年第2四半期末までに、イタリア（GDP比130.7%）、ギリシャ（GDP比183.1%）、スペイン（GDP比125.1%）ではさらに増加しました。日本の負債レベルは、2013年末の時点でGDP比230.4%にまで膨らみました。しかしながら、一般政府負債のGDP比は、カナダとオランダでは2013年第2四半期に天井を打ったようです。カナダではGDP比80.3%を記録した後、第3四半期には78.3%まで縮小し、オランダではGDP比83.3%を記録した後、第3四半期にはさらに82.5%まで縮小しています。それよりも早い2013年第1四半期末に天井を打ったのは、フランス（GDP比115.8%、2013年第2四半期には115.1%に縮小）、英国（GDP比97.1%、第3四半期には93.3%に縮小）、米国（GDP比124%、第3四半期には121.3%に縮小）です。ドイツで一般政府債務が天井を打ったのは、それよりずっと早い2012年第2四半期でした。そのときのGDP比89.1%をピークに、2013年第2四半期末にはGDP比84.6%に縮小しています。けれども、どの国でも、依然として金融危機前のノーム（最頻値）を大幅に上まわっています。したがって、公的部門の財政赤字削減は、今後も依然として中心的課題となります。

新興市場における不均衡是正の進展

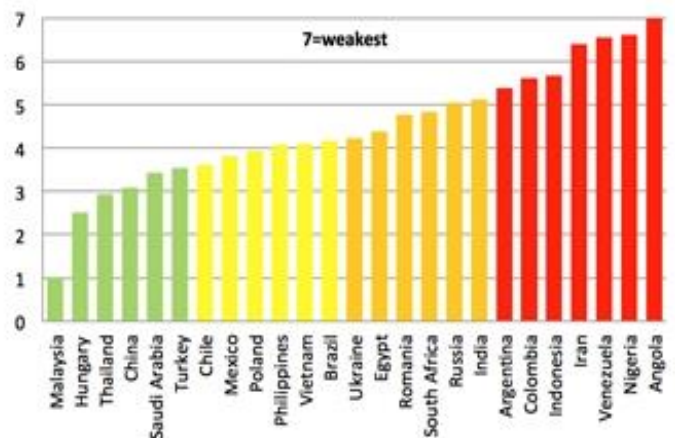
新興市場の成長回復は、グローバル経済が2008-09年の景気後退から脱するのに貢献しました。けれども、景気後退に先立つ数年間およびその後の新興市場の成功が、不均衡是正の必要性を覆い隠してきました。グローバル成長が低迷する中で、新興市場の多くが直面する課題は、一層明白で差し迫ったものとなっています。新興国を一律に扱うことができないことは、ますます明らかになってきています。

各国を3つの側面、すなわち短期的な脆弱性、長期的な供給側の不均衡是正、政治的・社会的圧力から分析することにより、各国の強みと弱みを浮き彫りにすることができます。D&Bは、新興国の取引先とのクロスボーダー取引および投資のリスクと機会を明らかにするために、25の主要新興市場（アンゴラ、アルゼンチン、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、イラン、マレーシア、メキシコ、ナイジェリア、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、

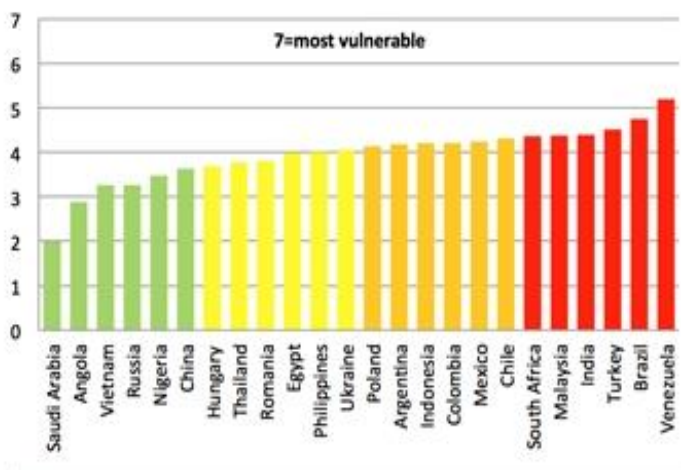
サウジアラビア、南アフリカ、タイ、トルコ、ウクライナ、ベネズエラ、ベトナム)を分析しました。

D&Bは、過去5年間の15のマクロ経済指標や財務指標（国内銀行の経営難および金融危機の重要な指標）を評価することにより、上記の主要新興国25カ国を相互に比較した短期的な脆弱性にスコアを付ける分析フレームワークを確立しました。D&Bの分析には、資産価格の相対成長および与信の拡大、並びに公的債務および対外債務の増加の評価が含まれ、外貨準備高といった緩和要因が考慮されています。短期的な財政難に関して最も脆弱な国は、南アフリカ、マレーシア、インド、トルコ、ブラジル、ベネズエラです。サウジアラビア、アンゴラ、ベトナム、ロシア、ナイジェリア、中国などの国々は、突然の短期的資本流出によるマイナスの影響に対する脆弱性はより低いと判断されました。その主な理由は、外貨準備高の多さ、相対的に見た資本流入の少なさ、グローバル資本市場に対する金融開放性の低さでした。

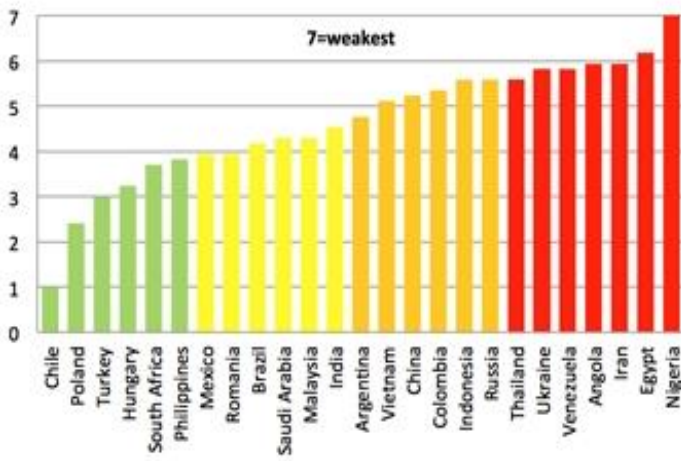
私たちは、各国が好況期に受けた資本流入をいかにうまく活用したか査定するために、過去10年間の供給側の4本の柱の変化を評価しました。4本の柱とは、次のとおりです。1) 人的資本：各国の労働力の質と量を評価、2) 物的資本：インフラおよびイノベーションによる生産力の増加分を評価、3) その国の競争優位性：他国と比較した優位性を評価、4) 経済の開放性：各国が世界の他の国・地域との統合度を評価。



D&Bの評価の3番目の要素は、必要とされる供給側の不均衡是正の実施を妨げる、または後押しする可能性のある政治的要因です。選挙の時期（2014年1月に近づけば近づくほど、その国が痛みを伴う不均衡是正の道を歩み始める可能性は低くなる）、当局の政策転換能力、政治システムのタイプを評価することにより、D&Bは改革や積極的な対応を阻害する度合いが高い7カ国を明らかにしました。それは、タイ、ウクライナ、ベネズエラ、アンゴラ、イラン、エジプト、ナイジェリアです。対照的に、チリ、ポーランド、トルコ、ハンガリー、南アフリカ、フィリピンには、世界の投資家心理の急変により良く適応し、対処できる政治的環境や制度があります。



短期的な脆弱性が、その国の長期的な強みについての明るいニュースを隠すこともあり得ます。逆に、短期的な危機を乗り越えられると思われる国々は、潜在的な成長力を最大限に達成するには構造的問題を抱えています。



このようにリスクの3つの側面を評価した結果、最も脆弱な国は、各側面で最低のカテゴリーに区分されたベネズエラでした。アンゴラ、イラン、ナイジェリアは、いずれも長期的な供給側の調整と、必要な政治改革や政策転換を行う能力という点で、最低のカテゴリーに評価されました。懸念されるその他の国は、アルゼンチン、コロンビア、インドネシアです。最強と格付けされた国は、中国、ハンガリー、サウジアラビアです。チリ、フィリピン、ポーランドも好結果を出しています。これらの国々も、今後数年間のうちに多くの政策課題に直面しますが、米国のFRBや他の中央銀行の見解の転換をはじめとする外的ショックをより適切に乗り越えられる状態にあります。

各地域から発生するリスク：トップ10

2014年1月のD&Bグローバルビジネス影響度 (D&B Overall Global Business Impact: GBI) の総合スコアは226で、2013年1月の274よりも低下しています。このスコアは、世界的に景気回復が定着してきており、逆風が少しずつ弱まってきていることを示唆しています。今後24ヶ月間にグローバルビジネス環境が直面するトップ10リスクのうち、上位2位は、世界一の経済大国である米国関連でした。

このように、米国の回復は、世界の成長促進に重要となっています。GBIスコアによれば、最大のリスクは、グローバル株式、債券、通貨市場に大きな混乱を招く米国の金融政策の転換期から生じています (GBIスコアは100点満点の45)。転換のシグナルが効果的に発信されないために市場が事態を見誤ることになるか、あるいは転換があまりにも急速に行われ、市場や新興国が対応の時間的猶予を与えられないかのいずれかです。

GBIスコア30で第2位となったのは、米国が非米国銀行に課す法的制限が報復措置を招きかねないことです。米国規制当局がドッド・フランク法の下に非米国銀行に制限を課そうとしていることが、規制対象銀行の本国政府による報復につながりかねないと懸念されます。報復がエスカレートすれば、グローバル金融システムや、取引や投資の流れに深刻な影響が及びでしょう。

米国のみならず、その他の差し迫ったリスクも注意に値します。そのリストのトップに来るのは、EUの銀行ストレステスト (健全性審査) がグローバルビジネスに及ぼす影響で、これは予想以上に長期にわたる資金調達ニーズを生み、金融セクターに負担を与えます (GBIスコア27)。米国の司法当局がアルゼンチンに、2002年の1,000億ドルの債務不履行に係る債務再編条件を受け入れなかった債券保有者 (ホールドアウト) に対する13億ドルの支払いを命じようとする動きが、GBIスコア24となっています。裁判所がアルゼンチンに不利な判決を下せば、他の重債務国が債務を帳消しにすることは不可能とは言えないまでも困難になり、そのためにソブリンリスクを伴う債券の価格見直しが世界的に起こり、今後のソブリン債務再編が損なわれる可能性があります。また、サブサハラアフリカに流入した資本の逆流は、国内経済成長に多大な影響を及ぼし、コモディティセクターの拡大を抑制し、それにより製造費が高騰し、世界的なインフレ圧力を生み出しかねません (GBIスコア24)。

表4：グローバルビジネス環境におけるD&Bグローバルビジネス影響度スコア：トップ10リスク

地域	リスク	発生確率 (%)	世界への影響 (1-5)	グローバルビジネス影響度スコア (1-100)
北米	米国金融政策の転換期が、世界の金融市場に大きな混乱をもたらす	45	5	45
北米	米国が非米国銀行に課す法的制限が、報復措置を招く	50	3	30
西欧・中欧	EUの銀行ストレステストが、予想以上の規模の資金調達ニーズを生む	45	3	27
ラテンアメリカ	米国最高裁によるアルゼンチンに不利な判決が、ソブリン（国家信用）リスク設定の世界的見直しにつながる	40	3	24
サブサハラアフリカ	米国金融政策の転換期が、世界の金融市場に大きな混乱をもたらす	40	3	24
ラテンアメリカ	米国における量的緩和縮小の様々なペースにサブサハラアフリカ諸国が適応する中で、流入した外国資本の逆流が生じる	30	3	18
北米	財政赤字削減をめぐる政治の膠着状態が、引き続き政策の先行き不透明感を高める	20	4	16
アジア太平洋	与信増大を抑制するためのマクロ・プルーデンス政策が、中国不動産市場での大幅な調整局面をもたらす	35	2	14
アジア太平洋	中国の銀行間取引市場が凍結され、中間層の銀行が緊急の株式発行を必要としたり、政府の救済を求めたりする	35	2	14
中東・北アフリカ	シリアの小規模封建領主国への分裂と暴力が、近隣諸国に波及する	70	1	14

懸念されるもうひとつのリスクとして、世界的な景気低迷を受けた中産階級の満たされない願望から生じるブラジルの政情不安があります。このようなシナリオが他の新興市場にも広がるのが懸念され、その確率は30%程度と評価しています。きっかけは各国で異なりそうですが、結果として、政策の安定や投資家の信頼を損ない、資本流出を招きかねません。GBIスコア16で第7位となったのは、米国の財政赤字をめぐる政治的不透明さです（2013年7月のランキングではスコア32で第3位）。ワシントンでの動きがヒートアップすれば、それが解決されるまで、グローバル市場は変動を続けるでしょう。

アジア太平洋のリスク2つが、GBIスコア14で同点8位に入りました。1つ目は、中国政府の政策が、中国の不動産価格の大幅な調整局面につながり、経済成長に占める内需の割合を高めようという企てが大きく損なわれる可能性です。また、中国金融セクターの潜在的問題と銀行間取引市場の凍結が、中間層の銀行が政府の救済措置を求めることにつながり、もうひとつの問題を引き起こします。シリアの小規模封建領主国への分裂は、近隣諸国を不安定にし、世界各地で西側勢力に対する攻撃を開始する基盤を作りかねません。

主な分析結果

- 世界的に不均衡是正が進行していますが、中期的な成長は、前回のトレンドだった成長率を下まわるレベルにとどまるとみられます。
- 回復プロセスは直線的には進まないため、企業は浮き沈みに備えるべきといえます。
- 量的緩和プログラムの終了は、タイミングを誤ったり、シグナル発信が不適切だったりすれば、一層の不確実性をもたらすとみられます。
- 米国で回復が定着することの重要性が、金融緩和の転換期や財政赤字の削減に関連したD&Bグローバルビジネス影響度スコアによって浮き彫りになりました。
- また、中国その他の新興国の構造的な不均衡については、中国経済のみならず、世界中の企業のためにも、慎重な対応が必要といえます。