

NIKKEI  
BUSINESS

# 日経ビジネス

2016.02.08 No.1827

世界を揺さぶる

CHINA + OIL

# チャイル シヨツク

リーマンより怖い現実

時事深層

マイナス金利、企業は踊らず

シリーズ検証

ロッテ騒動、グローバル化の試練

INTERVIEW 米の景気後退、可能性は50%

デービッド・レビー氏 ジェローム・レビー・フォーカスティング・センター会長  
David Levy

米経済は好調だが、増加する政府債務やエネルギー部門における投資の減少、企業の利益低迷が大幅な経済成長を阻んでいる。とりわけ、新興国市場における投資の減少が企業業績に与える影響は大きい。2009年以降、世界経済は拡大の一途をたどった新興国市場の投資に依存してきた。だが新興国ブームは既に終わり、2008～09年の金融危機を上回る景気後退に直面している。投資の伸びも鈍化しており、米国をはじめ企業利益に悪影響を及ぼし始めている。



中国経済の減速で生産能力に過剰感が見られるが、それを先進国が吸収するのは難しい。米国、日本、欧州などの先進国が年3%で成長すれば中国や新興国の過剰投資を吸収できるかもしれないが、先進国の成長見通しは限定的。中国の生産設備の稼働率は50%、あるいはもっと低いかもしれず、中国や新興国の設備稼働率を向上させるには力不足だ。いずれ投資が急減することを考えれば、企業利益や経済の安定性は損なわれる。

米国の個人消費についても懸念がある。個人消費は以前より金融市場の影響を受けている。富裕層はより多くの金を稼ぐが、一方で消費も多い。彼らの資産は金融と密接に結びついており、金融市場の安定性に依存している。つまり、資産価格における小さな動きでさえも、消費支出に大きな影響を与え得るということだ。

世界経済は景気後退に向かっており、米国はその最後尾にいる。FRBは利上げに踏み切ったが、世界経済の悪化により、来年後半には方向転換せざるを得ないとみる。世界的な景気後退は今年中に世界中に広がる。2016年末までに米国が景気後退に陥る確率は、少なくとも2分の1というのが私の予想だ。

ウィリントン（Wyoming）の現状は、世界的な原油価格の下落の中、枯れ野となったシェール業界の一断面である。年明け以降、主要国を襲っている株式市場の乱高下。背景にあるのは中国経済への懸念だが、好調と言われる米経済に力強さがあるのか、投資家が疑心暗鬼になっている面もある。

個人消費は底堅く、住宅市場も回復している。5%という失業率が示すように、労働市場も極めてタイトだ。米連邦準備理事会（FRB）は1月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で景気認識を下方修正したが、引き続き年4回程度の利上げを想定しているとみられ、米経済の見通しには自信を持っている。

もっとも、米経済に中国や新興国の減速を補うだけの力強さがあるのか、疑問の声も上がる。特に、企業部門が激しい逆風にさらされている。

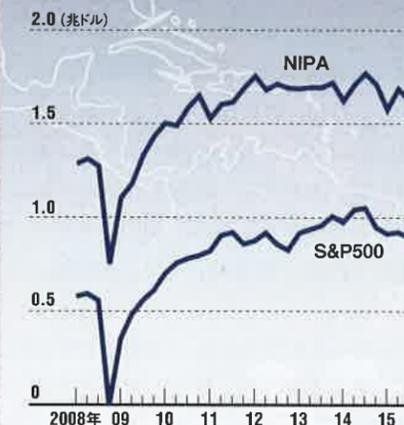
米ファクトセットがまとめたアナリスト予想によれば、2015年10～12月期におけるS&P500種指数構成企業の利益見通しは前年同期比6%減。2015年10～12月期の実質GDP（国内総生産）速報値も季節調整済み年率換算で前期比0.7%増と、前期の2.0%増から大きく落ち込んだ。急減速の元凶は、輸出と設備投資の大幅な悪化である。

米建機大手キャタピラーの2015年10～12月期決算によれば、売上高は前年同期比23%減の110億3000万ドル（約1兆3236億円）、最終損益は8700万ドル（約104億円）の赤字だった。半導体世界大手のインテルや工業製品・事務用品大手のスリーエムも同

様の、最終利益はともに前年同期比マイナスに転落した。

企業の利益成長は頭打ち

●米企業の利益推移



注: NIPA (National Income and Product Accounts) は米企業が稼いだ税引き後利益の合計 (季節調整済み、海外での収益を含む)。S&P500はS&P500種指数の構成企業の営業利益の合計  
出所: ジェローム・レビー・フォーカスティング・センター

決算発表で多くの経営者が言及したのはドル高や新興国の需要減。「2015年はタフな年だったが、2016年も同様にタフだろう」。キャタピラーのダグ・オーバーヘルマンCEO（最高経営責任者）は厳しい経営環境が続くと見る。

一方、設備投資の足を引っ張ったのはエネルギー関連投資の落ち込みだ。2015年第4四半期、エネルギーセクターのEPS（1株当たり利益）成長は前年同期比で70%前後の下落に見舞われた。新規プラント建設など川下の化学業界の設備投資こそ増加したが、利益の悪化は全体の設備投資に深刻な影響を与えている。

企業部門に吹き付ける逆風はしばらくやみそうもない。

米調査会社、ジェローム・レビー・フォーカスティング・センターによれば、2010年以降、金融緩和の流れの中で新興国は固定資本形成に2兆～3兆ドルを超える資金を投じている。「こう

いった国々での設備投資や建設投資が

PART 1

世界経済の救世主は誰だ!

頼りない米国  
頼れない欧州

「堅調」と言われた米国経済だが、新興国の投資減少が利益をむしばみつつある。一方の欧州経済は難民流入に伴う社会の分裂で経済どころではない。世界の需要をけん引した中国は減速の一途。誰が世界の需要を救うのか?

CASE1

ラストリゾートの潜在力やいかに?

米国

「利益」の弱さに一抹の不安

米ノースダコタ州ウィリントン。「シェール革命」によって全米を代表する産油地になったバッケンの玄関口として知られている街だ。だが、バッケン産油地を東西に貫くルート2を走ると、寒々とした光景が広がっていた。

ほんの1年前まで、ルート2の両側には油井の掘削装置であるリグや採油ポンプがあちこちに点在し、轟音を上げるタンクローリーが行き交っていた。だが、今では採油ポンプこそ動いているがリグはまばら。労働者のためのホテルやアパートも空室が目立つ。

「夏頃まではリグもたくさんあったけ

ど、今では全然ないわね。この原油価格では仕方がない」。ガソリンスタンドの店員はため息をついた。平原をうっすらと覆う冷たい雪。シェール革命に沸いた街の時代の終わりを感じさせる。

つわものどもの夢の残骸

米国を世界一の産油国に押し上げたシェール革命。バッケンはテキサス州イーグルフォードなどとともに活況を呈した。2005年初めには日量2000バレル程度だった生産量は2014年6月に日量100万バレルを突破。原油関連の投資が相次いだことで街の人口も膨

らんだ。だが、原油価格の下落で徐々に暗転していく。

最盛期にリグは200基以上が稼働していたが、今年1月下旬時点で46基まで減った。前年同月比で伸び続けていた生産量も、2015年9月にシェール革命が始まって以来、初めて減少に転じている。雇用を創出する力も弱った。ウィリントンを含むウィリアムズ郡の失業率は、2013年10月に0.9%という低さだったが、2015年10月に2.2%に上昇している。

シェール企業はリストラや生産性の改善で、油井当たりの生産量を増大させているが、それを上回る原油価格の下落で、大半の油井が損益分岐点を下回っている。米国の経済的優位に拍車をかけるはずのシェール革命だが、想像以上の原油安でその夢はしぼんだ。

採油ポンプこそ動いているが、リグの数はめっきり減った

グローバル企業の利益の源泉だった」と、著名エコノミストのデービッド・レビー会長は振り返る。

ところが、新興国の固定資本形成は2015年以降、急激に減少している。その影響が米企業の利益低迷に表れているとレビー会長は見る。米国のモノの輸出に占める新興国の比率は約4割。新興国の投資減少が米企業を揺さぶっていることを考えれば、FRBが想定している年4回の利上げなど到底不可能だろう。

過剰設備の問題に直面している中国が従来のペースで投資を続ければ、世界的な供給過剰とデフレを生み出すことになる。一方で、中国を含めた新興国の投資が収縮すれば、グローバル企業にダメージを与える——。世界経済はジレンマの中にある。

2016年に米国経済が変調を来すとすれば、企業部門が発火点になる可能性が高い。企業の利益が低迷すれば、雇用や賃金などを通して实体经济に悪影響

響を及ぼす。加えて、堅調と言われる個人消費も盤石と言い切れない。

「行き着く先が今の仕事であれば、大学に行く必要など全くなかった」

家電修理会社で得た月2500ドルの収入の25%を返済に回しているという31歳の女性はこう言って嘆いた。多額の学費ローンを抱えて大学は卒業したが、借金返済に見合う高給の職は限定的で借金返済に四苦八苦している20代、30代の若者は少なくない。

### 格差は個人消費にネガティブ

米ピュー・リサーチ・センターによれば、家計収入から見た米国の中間層の割合は1970年の62%から43%に大きく減少した。成人人口に占める比率も71年の61%から50%に落ちており、米国の強みだった分厚い中間層が崩壊しつつある。白人労働者階級の不満は根強く、米大統領選で共和党の指名候補を目指すドナルド・トランプ氏の躍進の一因になっている。

米政府による低所得者向け食料支援制度、フードスタンプのコスト推移を見ても、最悪だった2013年よりは改善しているが、2015年の数値は金融危機前のほぼ倍だ。金融危機で負った家計の傷はいまだ癒えていない。

一方で、保有する資産に占める金融資産の比率が高い富裕層は、金融市場が混乱した際に支出を減らす行動を取る。金融資産の価格下落の影響を受けやすいからで、堅調な米消費の担い手であり続ける保証はない。

米国の雇用は順調に増えている。だが、12月の雇用統計で伸びが目立つのは、自動車ディーラーやレジャー施設の販売員など高給とは言えないサービス業が中心だ。しかも、自動車販売は絶好調だが、昨年末の利上げの影響で自動車販売をけん引している自動車ローンに減速感が出るのは必至だ。サービス業は景気の影響を受けやすいだけに、統計が示すほどに雇用が強固なのかどうかは疑問も残る。

## CASE2

物流などに支障、欧州結束に綻び

# 欧州 難民、独主導の経済に影

「難民は去れ！」。1月下旬、ドイツ・ミュンヘン中心部でデモが始まった。「我々の治安を脅かす者に、救いの手を差し伸べる必要はない」。参加者が叫ぶと、周囲が歓声とともに呼応する。そこには約4カ月前、「歓迎」の垂れ幕とともに、温かく難民を迎え入れた雰囲気はなかった。

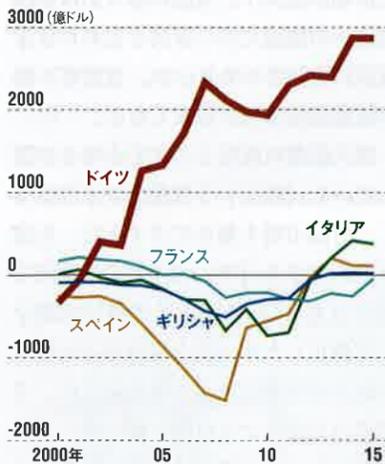
昨年末にケルンで多数の女性が難民に集団暴行を受けたことが発覚して以

降、ドイツ国民の難民に対する反発は強まる一方だ。政府は難民受け入れの審査厳格化など制度見直しを表明しているが、焼け石に水の状態。ドイツだけでなく、東欧や北欧諸国も軒並み難民に対する姿勢を厳しくしており、今や難民問題が欧州経済を揺るがしかねない最大の懸念事項となっている。

欧州の景気自体は決して悪くない。国際通貨基金 (IMF) は1月19日、ユ

### ドイツが失速すれば欧州経済は沈没

●欧州主要国の経常収支の推移



出所: 欧州連合統計局、国際通貨基金

### 景気見通しは決して明るくない

●ドイツ、ユーロ圏のZEW景況感指数の推移



出所: 欧州経済研究センター (ZEW)

ロ圏の成長率予想を前回よりも0.1ポイント引き上げ、1.7%とした。「ユーロ危機を乗り越え、ようやく正常化に向かってきた」(大和総研の菅野泰夫ロンドンリサーチセンター長)という見方が大勢を占める。世界的な原油安も、欧州では今のところ個人消費の刺激に一役買っている。

それにもかかわらず、欧州経済の当面の見通しには明るさが欠ける。その理由が、今後の広がりがかみきれない難民問題の影響だ。

### シェンゲン協定は風前のともしび

難民の受け入れは建前上、政治問題にすぎない。にもかかわらず、なぜ難民が欧州経済を揺さぶる可能性があるのか。そのカギは、ドイツにある。欧州経済は回復傾向にあるとは言うものの、その実態はドイツ一国が支えているに等しい。2000年代ドイツ企業の多くは生産拠点を労働コストの廉価な東欧諸国に移し、輸出競争力を確保した。さらに通貨ユーロ安を受け、輸出競争

力は一層高まり、経常収支黒字を積み上げてきた。

他方、フランス、イタリアなどはリーマンショック後の最悪期は脱したものの、高い労働コストや企業の社会保障負担などが重荷となって、国内企業の競争力は依然低迷している。経済浮揚に必要とされる構造改革が未着手の状況だ。30ページのグラフで明らかのように、ドイツとそれ以外の欧州主要国では歴然と差が開いている。

この盤石な経済力をバックに、欧州で指導力を発揮したのがアンゲラ・メルケル首相だった。昨年のギリシャ債務危機を切り抜けた手腕からも明らかのように、欧州経済を一国でけん引しているといっても過言ではない。

ところが、そのドイツに難民問題によって暗雲が漂い始めている。

「今や、難民問題はドイツ経済にとって最大の懸念事項だ」と語るのは、ドイツの公的研究機関、Ifo経済研究所所長のハンスウェルナー・ジン氏。難民問題が与える影響は大きく2つある。

一つは、直接的な財政負担の増加だ。ドイツは2016年、約210億ユーロ(約2.7兆円)を難民対策に充てると言われている。2016年度の歳出額が約3100億ユーロの政府予算を考えれば、今のドイツに耐えられない負担ではない。

ところが最近、ドイツ国内の専門家の間では「それで足りるのか」という指摘が増えている。Ifo経済研究所のジン所長は、難民を立派な労働力に仕上げざるまでには想定以上の投資がかかるとし、「長期的には難民100万人当たり4500億ユーロ(約58.5兆円)が必要になる可能性がある」と言う。

IMFも、欧州連合(EU)が難民対応で財政支出を増やすことで、2020年までに域内総生産を0.25%押し上げると予想する一方で、流入してきた人々の多くが失業状態にとどまる場合、特に経済的なリスクも大きいことを指摘している。

もう一つの影響は、ドイツの輸出産業への打撃だ。

ドイツとデンマークの間に列車を運



ドイツ国内で続く反難民デモは収束する気配がない

## ENGLISH TRANSLATION:

Title: Who will be the savior of the world economy? Unreliable America? Can't be counted on Europe? (The U.S. economy is said to be strong, but profits are being eroded by a decrease in emerging country investment. On the other hand, the inflow of refugees dividing European society is a bigger issue than the economy. China, which has been a driver for world demand, is experiencing steadily decelerating growth. Who is going to satisfy the world's demand?)

Case 1 U.S.: How much last resort potential? A touch of anxiety regarding the weakness of "profits"

Photo caption: Oil extraction pumps are working, but the number of rigs has drastically declined

Interview: 50% Possibility of U.S. Recession (David Levy, Jerome Levy Forecasting Center, Chairman)

"The U.S. economy is strong, but increasing government debt, decreased investment in the energy sector and declining corporate profits are hindering large-scale economic growth. In particular, the reduction in emerging country investment has had a large impact on corporate performance. Since 2009, the world's economy has become dependent on investment in the continuously expanding markets of emerging countries. However, this emerging country boom has already ended, and we are facing a recession that supersedes the 2008-2009 economic crisis. Investment growth has also slowed, and starting here in the U.S. we are beginning to see an adverse effect on corporate profits.

With the deceleration of China's economy there is hypersensitization in regard to production capacity, but it is hard for advanced countries to absorb this. If advanced countries like the U.S., Japan and Europe grow at 3% per year they might be able to absorb the excess investment from China and emerging countries, but the growth prospects for these countries are limited. The utilization rate of China's production facilities might be 50% or lower, and this is not enough to improve China's and emerging countries' capacity utilization rates. If we think about an eventual drastic decline in investment, corporate profits and the economy's stability will be damaged.

There are also concerns regarding U.S. consumer spending. This has been affected by financial markets for a while. The wealthy are making more money, but on the other hand there is also a lot of consumption. Their assets are closely tied to finance, in that they depend on the stability of financial markets. In other words, even slight movements in asset prices have the potential to greatly impact consumer spending.

The world's economy is heading into a recession, and the U.S. is at the tail end of this. The FRB took the plunge of raising interest rates, but due to the world economy's deterioration it is thought that in the second half of next year a change in direction will be necessary. A global recession will spread throughout the world this year. My forecast is that the probability of the U.S. falling into recession by the end of 2016 is at least 50%." (Graph on right: Plateauing U.S. corporate profit growth)

(bottom right of p. 29) According to U.S. research firm Jerome Levy Forecasting Center, within the post-2010 flow of monetary easing, emerging countries are investing more than 2-3 trillion dollars in fixed capital formation. "The capital investment and construction investment in these countries is a profit source for global companies," recalls prominent economist and Center Chairman David Levy.

However, the fixed capital formation of emerging countries has been rapidly decreasing since 2015. Chairman Levy sees this influence materializing in American companies' slumping profits. The proportion of U.S. exports going to emerging countries is about 40%. In thinking about how the decrease in emerging country investment is shaking U.S. corporations, the FRB's anticipated quarterly raising of interest rates is likely impossible.