

2022年11月25日 全11頁

# 2023年の世界同時不況リスクを考える

## 日本の実質 GDP 成長率が大きく下押しされる可能性も

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行  
シニアエコノミスト 久後 翔太郎  
研究員 永井 寛之  
エコノミスト 小林 若葉  
エコノミスト 中村 華奈子

### [要約]

- 日本経済の回復基調は当面続くが、海外経済が下振れする懸念は強まっている。米国の失業率大幅上昇、中国のロックダウンと不動産市場の大幅調整、ユーロ圏の信用収縮などのリスクが指摘でき、2023年にこれらが同時に発生すると仮定した場合、世界経済は深刻な不況に陥る。
- 世界同時不況が発生した場合、日本経済も大きな影響を受け、実質 GDP は最大 5%pt 以上下押しされて大幅なマイナス成長となると推計される。新興国やユーロ圏では、さらに大きな落ち込みに見舞われると考えられる。
- 米国ではインフレ抑制のために必要となる失業率の上昇度合い、中国では低迷する不動産市場に対する政策とその効果、ユーロ圏ではエネルギーコストや金利負担の上昇からくる企業収益の落ち込みなどが、経済の先行きを見通す上でポイントとなるだろう。

### はじめに

当面の間、日本経済は回復基調が続く見通しである。しかし海外経済の下振れリスクが強まっており、国際通貨基金（IMF）も世界的な景気後退の可能性に警鐘を鳴らしている。そこで以下では、米国、中国、ユーロ圏における注視すべき個別リスクと、それらが顕在化するリスクシナリオを想定し、各国・地域経済に与える影響を検討する。

### リスクシナリオのシミュレーション

一定程度のリスクが各地域で顕在化するケース（リスクシナリオ①：米国で失業率が 6.3% に上昇、中国の複数の大都市で 3 カ月間のロックダウンが発生、ユーロ圏で金融機関のレバレッジが 5% 縮小する信用収縮が発生）と、実現する可能性こそ低いもののインパクトの大きいリス

クが各地域で顕在化するケース（リスクシナリオ②：米国の失業率が9.7%まで上昇、中国で複数の大都市のロックダウンに加えて不動産市場の大幅縮小が発生、ユーロ圏で金融機関のレバレッジが15%縮小する信用収縮が発生）を想定し、それぞれのリスクシナリオについて、マクロモデルを用いて世界経済や各地域に与える影響を試算した。

なお、モデルではある地域で内需が減少すると、別の地域では輸出の減少等によって実質GDPが縮小するように構築されており、貿易を通じて各地域の経済が互いに影響しあうことが想定されている。例えば、米国のリスクが顕在化して米国の内需が落ち込むと、他の地域の米国向け輸出が減少し、それに沿って他の地域の内需も減少する。そうすると米国の輸出も減少し、米国の実質GDPをさらに押し下げる。

試算結果を示したものが**図表1**である。様々な前提に基づいているため結果は幅を持って見る必要があるが、いずれのシナリオでも新興国の受ける影響が最も大きくなった。日本は他の地域と比較すると影響は小さい方ではあるが、リスクシナリオ②では実質GDPが5%pt以上も押し下げられることが示された。

**図表1：リスクが顕在化した場合に各地域の実質GDPが受ける影響の推計**

リスクシナリオ①	世界経済	影響小さい ← → 影響大きい				
		米国	日本	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
		実質GDPに対する影響	▲ 2.4	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 2.1
米国要因（失業率が6.3%に上昇）の寄与度	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 1.4
ユーロ圏要因（レバレッジが5%縮小する信用収縮が発生）の寄与度	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 0.7
中国要因（複数の都市でロックダウンが発生）の寄与度	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 1.1	▲ 0.2	▲ 0.7

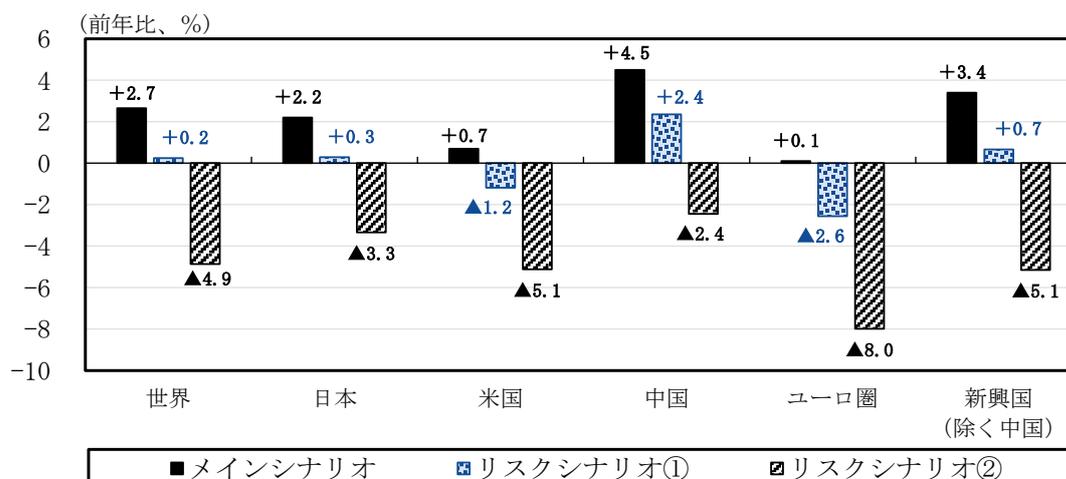
リスクシナリオ②	世界経済	影響小さい ← → 影響大きい				
		日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
		実質GDPに対する影響	▲ 7.5	▲ 5.5	▲ 5.8	▲ 6.9
米国要因（失業率が9.7%に上昇）の寄与度	▲ 3.7	▲ 2.8	▲ 4.6	▲ 2.2	▲ 3.3	▲ 4.2
ユーロ圏要因（レバレッジが15%縮小する信用収縮が発生）の寄与度	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 4.2	▲ 2.0
中国要因（ロックダウンに加え不動産市場の大幅縮小が発生）の寄与度	▲ 2.0	▲ 1.4	▲ 0.6	▲ 3.7	▲ 0.6	▲ 2.4

(注) 大和総研のマクロモデルによる試算。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

この結果を踏まえた2023年の成長率見通しが**図表2**だ。いずれのリスクシナリオでも、ユーロ圏の成長率が最も低い。新興国の成長率は最も大きく押し下げられるが、ベースラインが高いため、リスクシナリオでもユーロ圏を上回る。

図表 2 : 2023 年の実質 GDP 成長率の見通し



(注) メインシナリオは、日本、米国、中国、ユーロ圏については大和総研の見通し、他は IMF (2022) “World Economic Outlook, October 2022” による。

(出所) IMF 等より大和総研作成

もともと、試算には為替レートや金融市場を介した影響が組み込まれていないことには注意が必要だ。リスクの顕在化で資産価格が下落すれば、逆資産効果により個人消費が落ち込み、景気への下押し圧力はさらに大きくなる。また試算には政府による対応も織り込んでいない。実際にはリスクが顕在化しても、適切な政策対応が行われ、影響が抑えられることも考えられる。

ここで示したリスクシナリオでは、米国・中国・ユーロ圏について個別リスクを想定したが、以下ではその背景について説明する。

## インフレの抑制と雇用の安定という二兎を追う FRB の政策運営

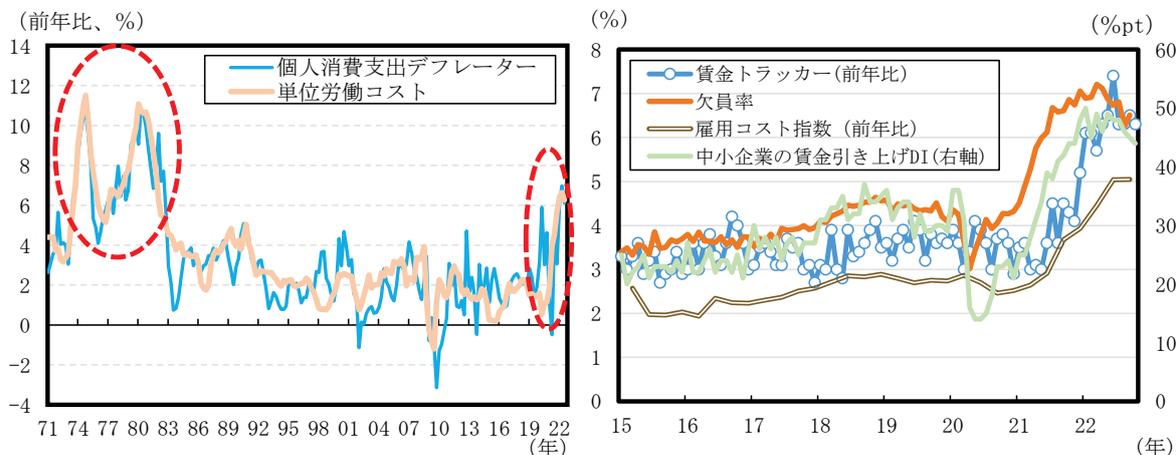
### スパイラル的に上昇する賃金と物価

米国では、40 年ぶりの高インフレの抑制が重要な課題となっている。インフレへの対応のため米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げを急速に進めた結果、本稿執筆時点で FF レートの誘導目標は 3.75~4.00% となり、すでに 2020 年春のコロナショック前の水準を上回った。しかし、依然としてインフレ率は高水準にあり、2023 年中に FRB のインフレ目標の水準である 2% へと収束する見込みは薄い。2023 年以降の米国経済を見通す上では、深刻な景気後退を回避しつつ、インフレの沈静化を実現できるか否かが重要となろう。

足元では賃金の上昇圧力の強さが物価を押し上げる大きな要因として働いている。図表 3 左は、代表的な物価指数の 1 つである個人消費支出デフレーター (PCE デフレーター) と単位労働コストを比較したものである。単位労働コストが 1970 年代から 80 年代前半にかけて発生したオイルショック期以来の上昇を記録し、物価を押し上げている。労働需給のタイト化を示す指標である欠員率が急上昇する中、単位労働コスト以外の賃金関連指標も軒並み高い伸び率を示している (図表 3 右)。FRB が急速な利上げを通じてインフレの抑制を図っていることもあり、このところこれらの指標の上昇ペースには鈍化の兆しが見られるものの、依然として労働需給

の逼迫が賃金の上昇を通じて物価の高騰を引き起こしている状況にあるといえよう。

図表 3 : PCE デフレーター上昇率と単位労働コスト (左)、各種賃金指標の推移 (右)



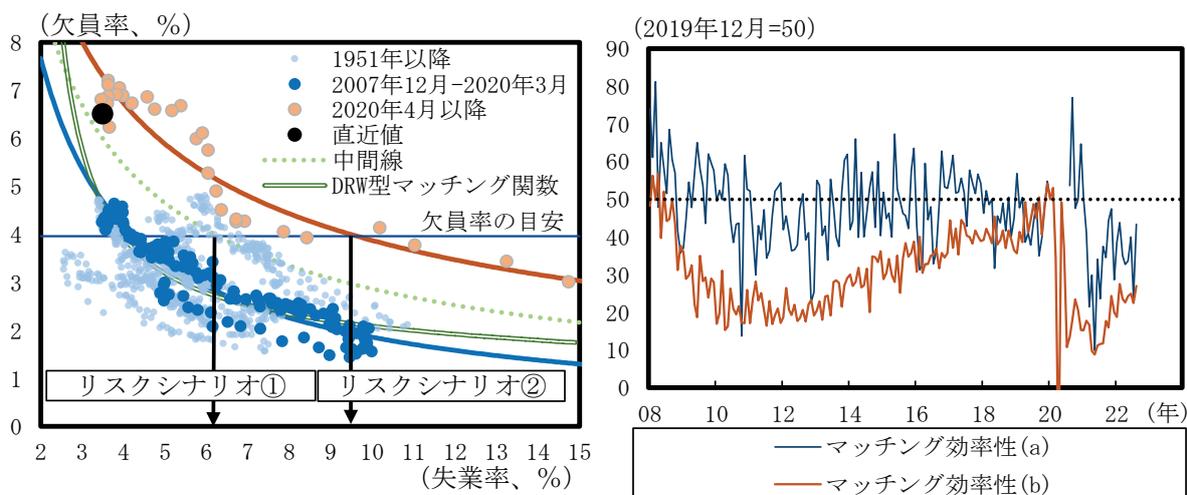
(注) 右図の中小企業の賃金引き上げDIは、賃金を引き上げた企業の割合から引き下げた企業の割合を引いた値。賃金トラッカーは、雇用者全体の賃金変動率の中央値を示す指数で個票をもとにアトランタ連銀が作成。(出所) アトランタ連銀、BEA、BLS、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

#### ベバレッジ曲線に見る失業率の上昇リスク

先行きの米国経済を見通す上でのポイントは、インフレ抑制のために必要となる失業率の上昇度合いにある。インフレの加速を止めるには、欠員率を低下させることが必要である。労働供給の急増なしにこうした状況を実現するには、(1)労働市場におけるマッチング効率性(失業者と求人企業が効率的に出会う度合い)を高める、(2)大規模な景気後退を通じて労働需要を急減させる、の2つの手段が考えられる。換言すれば、深刻な景気後退を回避した上でインフレを安定させるには、マッチング効率性の改善が不可欠であるといえる。この点は、サマーズ氏やブランチャール氏といった著名な経済学者とFRBとの間で論争となっている。前者のグループはマッチング効率性の改善が見込めないとして、インフレ抑制には失業率の大幅な上昇が不可避(ハードランディング)との見解を示す一方、FRBはマッチング効率性の改善によって、失業率の大幅上昇をもたらさずにインフレ抑制は可能(ソフトランディング)との立場を取っている。

図表4左は、失業率と欠員率の関係を示す曲線(ベバレッジ曲線)に沿って両者の見解を解釈したものだ。傾向線が右上に位置するほどミスマッチの度合いが大きくなっていると解釈できる。ハードランディングを主張する経済学者グループが想定しているとみられるような、2020年4月以降のベバレッジ曲線に従えば(右上・オレンジ色)、インフレが落ち着く目安である4%程度の欠員率を実現するには、失業率を10%程度まで上昇させる必要があるとみられる。

図表 4：ベバレッジ曲線（左）、各種マッチング効率性の推移（右）



(注1) 欠員率の目安は2015-19年の平均値。

(注2) マッチング効率性(a)はBok et al. (2022)、同(b)はBlanchard et al. (2022)の方法により算出。(a)ではサーチマッチングモデルを前提にJob finding rate (対数値)を被説明変数、失業者数に占める欠員数の割合(対数値)を説明変数とした回帰分析により得た定数項および残差から効率性を算出。(b)では、就業者へのグロスのフローが労働力人口に占める割合が、失業率と欠員率という2変数によるコブ=ダグラス型のマッチング関数で決まるという仮定のもと、コブ=ダグラス型関数に係る係数を効率性指標に採用。なお、「DRW型マッチング関数」とは失業者数が減るとマッチング弾性値が高まることを想定した関数。

(出所) Blanchard, Olivier, Alex Domash, and Lawrence H. Summers (2022). “Bad News for the Fed from the Beveridge Space,” Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 22-7.

Bok, B., N. Petrosky-Nadeau, R. G. Valletta, and M. Yilma (2022). “Finding a Soft Landing along the Beveridge Curve.” FRBSF Economic Letter, 2022-24., BLSより大和総研作成

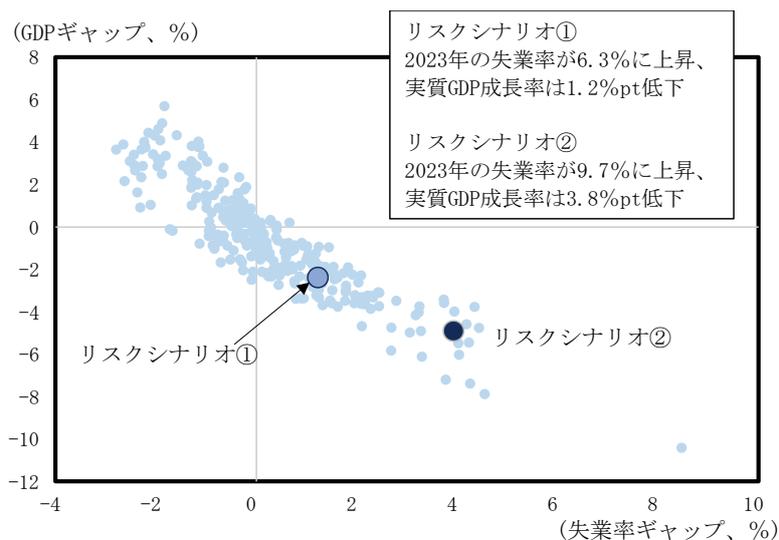
一方、FRBはこうした主張に対して、(1)マッチング効率性の改善度合い、(2)低失業率局面でのベバレッジ曲線の傾き、という2点から反論を行い、ソフトランディングが可能との立場を示している。つまり、(1)については、マッチング効率性は依然としてコロナショック前の水準を回復してはいないものの、コロナショック直後の最悪期をすでに脱している(図表4右: マッチング効率性(a))。このため、コロナショック直後のサンプルを含む2020年以降のベバレッジ曲線(右上・オレンジ色)が想定するよりも小幅の失業率の悪化で欠員率を低下させることが可能であるとしている。(2)については、現在のような失業率が非常に低い局面ではベバレッジ曲線の傾きが極めて急となっている可能性を指摘し、足元の高い欠員率と低い失業率の組み合わせはコロナショック前のマッチング効率性を前提としてもある程度説明できることを示している(図表4左: DRW型マッチング関数(失業者数が減るとマッチング弾性値が高まることを想定した関数)に基づくベバレッジ曲線)。

当社では2023年の米国の失業率を4.1%、CPI上昇率を4.9%と見込んでいる。これは比較的FRBの見方と近い。FRBが主張する通り、コロナショック直後と比べるとマッチング効率性は改善しており、欠員率の引き下げを達成するのにサマーズ氏らが主張するほどの高い失業率を甘受する必要はないとみられる。だがFRBの分析においても、マッチング効率性はコロナショック前の水準を回復してはおらず、仮にサマーズ氏らのシナリオが実現した場合、経済への負の影響は甚大となることが予想される。

そこで、2007年12月から2020年3月までのサンプルに基づくベバレッジ曲線（左下・青色）と2020年4月以降のベバレッジ曲線（右上・オレンジ）の中間線を引くことでマッチング効率性が十分には回復しない状況を簡便的に想定し、このベバレッジ曲線に基づく失業率の上昇シナリオを「リスクシナリオ①」とする。他方、マッチング効率性があまり回復していない（**図表4右：マッチング効率性(b)**）とするサマーズ氏らの主張に基づき、コロナショック後のベバレッジ曲線に沿ったより悲観的な失業率の上昇を「リスクシナリオ②」とした。

こうした前提のもと、リスクシナリオ①では失業率が6.3%、同②では9.7%へと高まると想定した。これらの失業率のシナリオをオークンの法則を用いて、2023年の実質GDP成長率への影響を試算した。オークンの法則とは、失業率ギャップ（失業率と自然失業率の差）とGDPギャップ（実質GDPと潜在GDPの乖離率）に負の相関があるという法則である（**図表5**）。マッチング効率性の悪化が自然失業率を一定程度上昇させることを考慮した上で、実質GDP成長率の落ち込み幅を計算したところ、リスクシナリオ①では1.2%pt、②では3.8%ptとなった。

**図表5：GDPギャップと失業率ギャップの関係**



(注) 散布図の期間は1950年1Q～2022年3Q。ただし、リスクシナリオの算出に用いたのは2007年4Qから2019年4Q。

(出所) BEA、BLS、CBOより大和総研作成

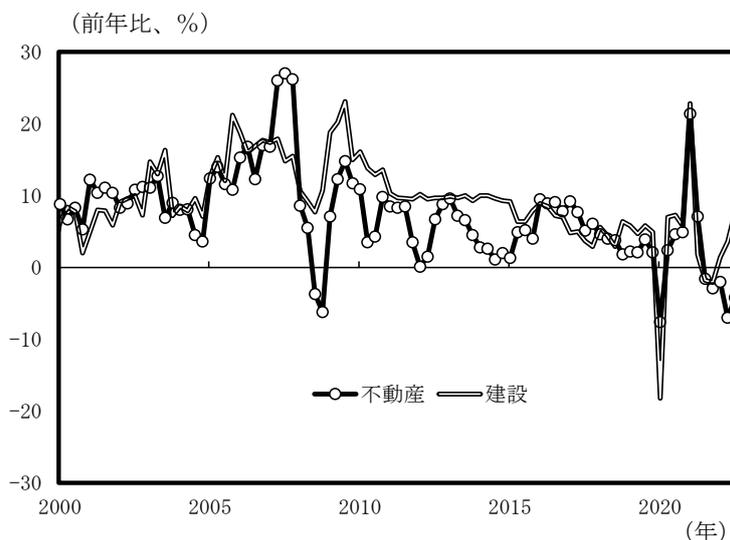
## 中国経済の不動産リスク

### 不動産市場には回復の兆しが見えるが、予断は禁物

世界経済のリスクを点検する際、世界第2位の経済大国である中国経済の動向には注視が必要である。中でも、不動産市場の縮小は中国経済のリスクといえよう。2020年の新型コロナウイルス感染拡大に伴う経済活動の縮小に加えて、同年8月には当局が経営リスクの高い不動産企業に対し資金調達を規制し、さらに2021年には不動産関連の融資の規制を実施した。この結果、2021年の後半には、恒大集団をはじめとするいくつかの不動産企業が経営危機に陥っ

た。2022 年に入ると、当局は、住宅ローン金利の引き下げといった需要の喚起策を実行してきた。しかし、買い手が前払金を支払ったにもかかわらず住宅の建設を延期や中止する事例が相次いだことから、消費者の住宅購入意欲が減退し、住宅販売は弱含みで推移している。

図表 6：不動産関連セクターの実質 GDP の推移



(出所) 中国国家统计局、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 6 は不動産業と、代表的な不動産関連産業である建設業の実質 GDP の推移を表したものである。不動産市場の縮小が顕在化した 2021 年の後半には不動産業も建設業も前年比で見てマイナス圏で推移していた。特に不動産業は、マイナス幅は縮小しているものの、足元の 2022 年 7-9 月期も前年比▲4.2%と低迷が見られる。

### 不動産市場の大幅調整と大規模なロックダウンの発生で実質 GDP 成長率は▲3%pt 超

前述のように政府は不動産の需要喚起策を実施しているが、政策効果が不十分であれば、不動産業やその関連産業は、今後さらに落ち込む可能性もある。中国の不動産市場は 2008 年の世界金融危機 (GFC) が発生した際に大幅に縮小した。今回の不動産リスクは米国発の経済危機であった GFC 期とは異なり、中国国内発の問題であるため、より大きな調整が余儀なくされる可能性がある。

中国経済における目下のリスクには、前述した不動産市場のリスクに加え、政府による再ロックダウンもある。2022 年 4-6 月期には、「ゼロコロナ」政策を進める政府によって、上海などの都市で大規模なロックダウンが実施され、経済を下押しした。

図表 7 は中国のリスクシナリオとして、2023 年に①新型コロナウイルスの感染が拡大し、大規模なロックダウンが再び実施される場合と、②前述のような不動産市場の大幅な縮小が発生した場合について、実質 GDP の落ち込みを表したものである。①については、2023 年に 3 カ月

間、2022年に実施されたロックダウンが同程度のものが実施されると想定すると、落ち込み幅は▲1.0%ptとなる。②については、2023年の不動産投資がトレンドから25%pt程度下振れする（GFCの時の2倍）と想定すると、▲2.3%ptとなる。この2つのリスクが同時に発現した場合は▲3.3%ptとなると予想される。

図表7：ロックダウンと不動産不況による実質GDPの下落幅の推計（2023年）

		大規模なロックダウン	
		なし	実施
不動産市場の大幅縮小	なし	—	▲1.0%pt
	発生	▲2.3%pt	▲3.3%pt

（注）不動産市場の大幅縮小の影響は以下のように推計。GFC直後の1年間（2008年9月～2009年8月）における不動産投資のトレンドからの乖離幅を求め、その2倍のショックが起こるとし、トレンドからの下振れを24.6%ptと想定（トレンドはHPフィルターによる）。次に総固定資本形成への影響を、①不動産投資の落ち込みが直接与える経路と、②不動産投資の落ち込みが他の総固定資本形成に与える経路から計算。①では、不動産投資が総固定資本形成に占める割合（約30%）から▲7.6%、②では、他の固定資本形成の不動産投資に対する弾性値（0.37程度、2000～21年のデータに基づく）を用い▲6.3%と算出。総固定資本形成への影響は合計して▲13.9%とした。実質GDPへの影響はIMF（2022）を参考にして（総固定資本形成が9%減少すると実質GDPは1.5%減少と想定）、弾性値0.17程度として実質GDPへの影響を算出。

（出所）中国国家统计局、Haver Analytics、CEIC、IMF（2022）“World Economic Outlook, October 2022”，Chapter 1より大和総研作成

もともと、本試算における「不動産市場の大幅縮小」は実物的な影響のみを考慮している。Rogoff and Yang(2020)<sup>1</sup>は、不動産とその関連産業の経済活動が20%落ち込み、そのショックが実体経済へ波及すると中国の実質GDPは5-10%落ち込むと推計しているが、ショックが金融システムにまで波及すれば、さらに経済が落ち込むとも分析している。つまり、不動産業や建設業への融資が焦げ付くことで、金融機関のバランスシートが毀損し、信用収縮が発生するおそれもある。そうなれば、中国経済がマイナス成長に陥る可能性も出てくるだろう。

## ユーロ圏の景況悪化と信用不安リスク

### エネルギー価格上昇や利上げによる企業収益の減少が見込まれる

欧州経済の下押しリスクでまず考えられるのはエネルギー供給の問題だ。ロシアのウクライナ侵攻以降、欧州諸国はロシアからの化石燃料の輸入の禁止を進めている。エネルギー価格はすでに高水準だが供給制約はさらに一層強まるだろう。足元ではピークアウトしているエネルギー価格が再び上昇に転じ、ピーク時を上回って推移することも考えられる。その場合、インフレ率が一段と上昇し、実質賃金が減少することで、個人消費は下押しされることになろう。

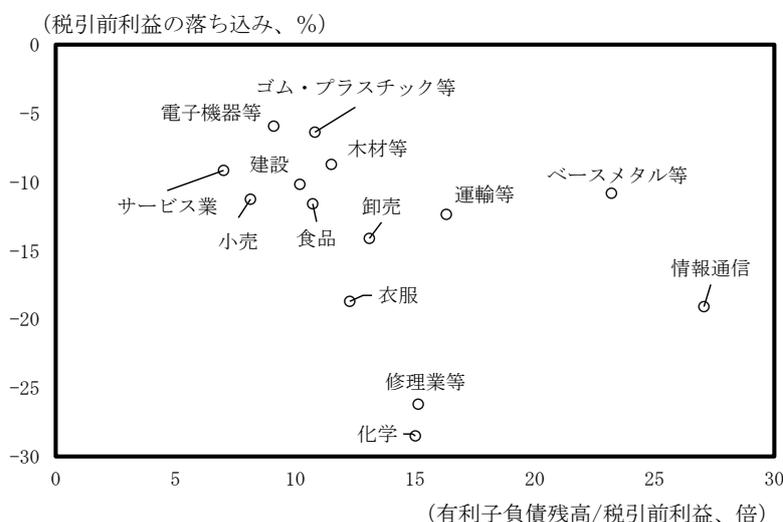
インフレ率の上昇は、利上げの必要性を高める。欧州中央銀行(ECB)は、7月に11年ぶりに政

<sup>1</sup> Rogoff, K and Y. Yang (2020) “Peak China Housing” NBER WORKING PAPER SERIES 27697.

策金利の引き上げを行い、9月と10月には0.75%ptと大幅に引き上げた。

金利の引き上げは支払利息の増加を通じて企業収益を圧迫する。**図表8**はドイツにおいて、ECBの政策金利が3.0%にまで引き上げられたときに、税引前利益がセクターごとにどの程度減少するかを試算したものである。このとき、大半のセクターで5~15%税引前利益が減少する。特に打撃の大きい化学などの業種では、30%近く落ち込む見込みだ。企業収益の減少により、設備投資が控えられることに加え、給与などが落ち込むことで消費者の購買力が減退するだろう。このような大幅な落ち込みが見られる業種では、エネルギーコストがさらに上昇し企業の経営環境が一層悪化すれば、支払利息の返済が滞り、倒産する企業が増加すると考えられる。

**図表8：ドイツにおける利上げに伴う各セクターの税引前利益の減少**



(注) 有利子負債残高と税引前利益は2019年の値。有利子負債残高が不変として、ECBの政策金利が2019年末の0.0%から3.0%に上昇した際の支払利息の増加分による影響を推計。具体的には、推計式を $\text{支払金利} = \text{定数項} + \alpha \text{政策金利} + \text{リーマンダミー}$ 、と設定し推計。業種のうち「輸送機器」と「電気・ガス・水道等」は符号条件が合わず、「機械」は5%有意水準を満たさなため、図表から除いている。作成に当たって内閣府(2006)『平成18年度版 年次経済財政報告』を参考にした。

(出所) ドイツ連邦準備銀行統計、内閣府(2006)『平成18年度版 年次経済財政報告』より大和総研作成

### 欧州債務危機と同程度のクレジットクランチでユーロ圏の実質GDPを2.6%pt下押し

企業の倒産が増加すれば、銀行の不良債権も増えるとみられる。そこでクレジットクランチについて検討したい。クレジットクランチとは、金融機関が貸出を抑制することで企業などが資金不足に直面することである。信用収縮ともいわれ、不良債権処理や金融危機などを背景に発生することが多い。不良債権の発生によって銀行の財務基盤が毀損すると、財務の健全性を高めるために銀行はレバレッジ比率(貸出などの資産/自己資本)を縮小しようとする。その過程で貸出が抑制されるため、企業の資金繰りが圧迫され、企業経営が悪影響を受ける。

ユーロ圏では、2010年代前半に欧州債務危機に伴う金融危機でクレジットクランチが発生し、銀行貸出が大きく減少した。また2016~17年にもドイツ銀行やイタリアのモンテ・パスキ銀行などの信用不安から貸出が減少している。最近でも、2022年秋にクレディ・スイス・グループ

の信用不安が報じられている<sup>2</sup>。今のところ、大手銀行の連鎖倒産などの大きな問題にはなっていないが、財務健全性に関する懸念は数年おきに繰り返されている。

現時点ではユーロ圏の銀行のバランスシートは全体的に健全で、金融危機の可能性は低い。しかし今後ウクライナ情勢の緊迫化等によって深刻な景気後退に陥れば、不良債権の増加などを通じて信用不安に陥る銀行が出てくるかもしれない。仮にそうなった場合、経営不安が銀行業界全体に飛び火して金融危機に発展し、クレジットクランチが発生する可能性もゼロではない。

クレジットクランチによる実質 GDP への影響を試算したものが**図表 9**である。2010 年代前半の欧州債務危機では金融機関のレバレッジが 10%程度縮小したが、仮に今後同程度のクレジットクランチが起きた場合、実質 GDP を 2.6%pt 程度押し下げるとみられる。

**図表 9 : ユーロ圏でのクレジットクランチが実質 GDP に与える影響の推計**

ユーロ圏の金融機関のレバレッジ縮小率	貸出抑制による民間非金融部門の負債の減少率	弾性値	実質GDP成長率に対する影響
5%	6.0%	0.22	▲ 1.3%pt
10%	12.0%		▲ 2.6%pt
15%	17.9%		▲ 3.9%pt

(注) 2021 年末時点の数値をもとに算出。域内銀行のレバレッジを「総資産/自己資本」(2021 年末時点で 15.3 倍)とし、レバレッジ縮小による総資産の減少額を貸出抑制額として計算。その際の自己資本は一定と仮定。弾性値は、民間非金融部門負債の変化率に対する実質 GDP の変化率(推計期間は 1993 年 1-3 月期~2022 年 4-6 月期)。

(出所) ECB、Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

## 先進国と中国の動向から大きな影響を受ける新興国経済

個別のリスクというわけではないが、新興国が特に影響を受けやすい背景にも触れておきたい。2022 年以降、米国の利上げは新興国(除く中国、以下同じ)にも影響を及ぼしている。特に懸念されるのがドル建て債務の負担増だ。2020 年頃まで低金利が続いたこともあり、新興国のドル建て債務は増加が続き、2022 年 6 月末時点で 4 兆ドル近くに上る(**図表 10 左**)。だが 2020 年に 1%を下回っていた米国の長期金利は、利上げに伴って上昇し、2022 年 11 月では 4%程度になった。新興国の利払い負担は増加しているとみられる。また米国の利上げによって新興国通貨は対ドルで下落している。新興国にとっては、ドル建て債務を自国通貨に換算した額が増加することになるため、実質的な返済負担はより一層高まっている。

IMF などは、新興国の中でも経済構造がより脆弱な国々が対外債務のデフォルトに陥る可能性を指摘している<sup>3</sup>。経済規模が比較的大きい新興国ではデフォルトを回避できるとみられるが、経常赤字(GDP 比)が大きくインフレ率も高いトルコなどでは資金流出に見舞われており、経済

<sup>2</sup> もっとも、クレディ・スイス・グループについては、増資計画も発表されており、手元流動性も豊富であることが確認されているため、本稿執筆時点では財務健全性に大きな問題はないとみられる。

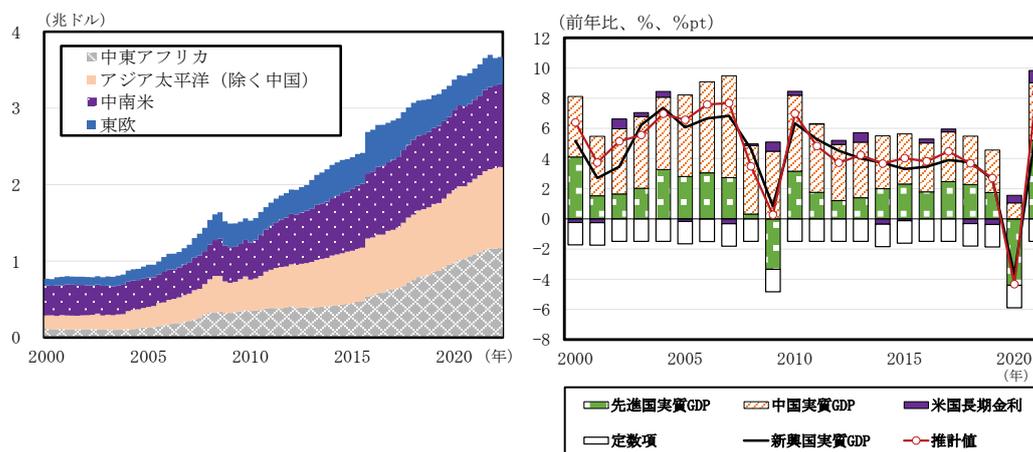
<sup>3</sup> IMF (2022) “Global Financial Stability Report, October 2022”, pp.19-21

活動に与える影響が懸念される。

新興国のほとんどはグローバルサプライチェーンに組み込まれており、国外経済の影響を受けやすい。新興国がコロナ禍から回復する過程では、輸出拡大が重要な役割を果たしたが、これは先進国や中国の内需回復があったためだ。逆に先進国や中国の経済が下振れすれば新興国は大きなダメージを受ける。成長の原資となってきた直接投資も呼び込みにくくなるだろう。

米国長期金利の変化と国外経済の動向が新興国の経済成長に与える影響を推計したものが**図表 10 右**である。推計では、米国の長期金利、先進国の経済成長、中国の経済成長が、それぞれ新興国の経済の成長に大きな影響を与えていることが示された。すでに米国の金利上昇で新興国経済には下押し圧力が発生しているが、これに加えて前節までに述べたような米欧中のリスクが顕在化すれば、新興国への影響は大きなものとなるだろう。

**図表 10：新興国（除く中国）のドル建て債務（左）と実質 GDP 成長率の推計（右）**



(注 1) 左図は新興国（除く中国）の非銀行部門のドル建て債券発行額とドル建て借入額の合計。

(注 2) 右図の推計式は以下の通り。

$$\text{新興国の実質 GDP 成長率} = 0.84^{***} \times \text{先進国の実質 GDP 成長率} + 0.47^{***} \times \text{中国の実質 GDP 成長率} - 0.64^* \times \text{米国 10 年国債利回りの前年差 (1 期前)} - 1.49^{**}$$

\*\*\*は 1% 有意、\*\*は 5%、\*は 10% 有意

自由度修正済み決定係数は 0.91、DW 比は 1.64、推計期間は 2000～2021 年

(出所) BIS、IMF、Haver Analytics より大和総研作成

本章では、米国、ユーロ圏、中国の個別リスクが顕在化する場合の影響について検討した。本章冒頭のリスクシナリオ②で示したような、世界経済が大幅なマイナス成長になる確率は高くはないが、下振れリスクが強まっていることは指摘しておきたい。