

リスクを抱えながらも高成長が続く 2010 年の世界経済

Q 1. 世界経済の現状と見通しを教えてください。

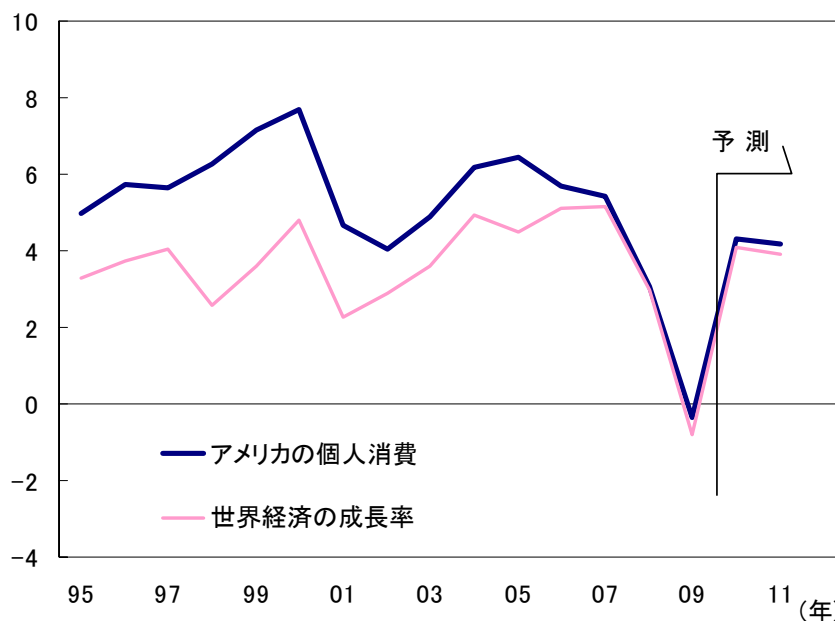
- ・ 2010 年の世界経済は、景気回復が続く見通しです。アメリカやヨーロッパでも景気の底堅さが確認できるようになり、中国などの新興国も、金融引き締めの影響が懸念されていますが力強い成長が今後も続く見通しです（図表 1）。
- ・ 世界経済の高成長が見込まれる背景には、アメリカの個人消費の回復が鮮明となってきたことがあります。金融危機後の世界経済には中国という新しいけん引役が誕生しましたが、アメリカの個人消費は依然として世界経済のエンジン役です（図表 2）。

図表 1. 世界経済の成長率予測 (%)

| | 2009年 | 2010年 | 2011年 |
|------------|-------|-------|-------|
| 世界 | -1.2 | 4.0 | 4.0 |
| 先進国 | -3.0 | 2.5 | 2.5 |
| アメリカ | -2.4 | 3.0 | 2.9 |
| ヨーロッパ | -4.0 | 1.3 | 1.5 |
| 新興国 | 1.1 | 5.8 | 5.6 |
| アジア全体 | 4.9 | 7.6 | 7.0 |
| 中国 | 8.5 | 9.8 | 9.0 |

(注) 先進国、新興国の分類は IMF による

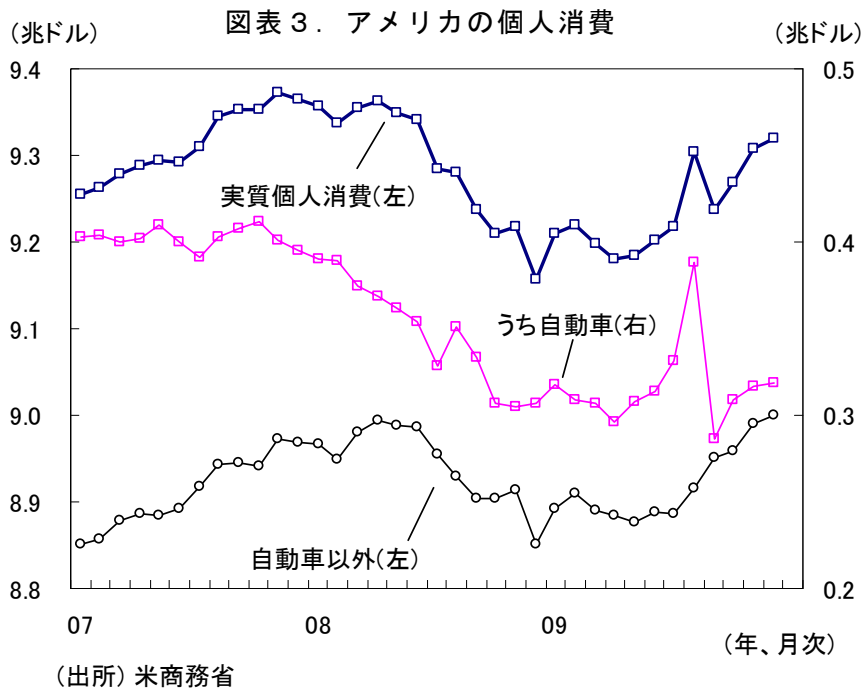
(前年比、%) 図表 2. アメリカの個人消費と世界経済



(出所) 米商務省、IMF

Q2. アメリカ経済は持ち直しているのでしょうか？

- ・ アメリカでは個人消費の回復が鮮明です。昨年末のクリスマス商戦も、事前の予想をくつつがえず堅調な結果となりました。
- ・ 個人消費のけん引役は2つです。一つは自動車販売が昨夏の買い替え支援策によって急増したさいに反動減が懸念されていましたが、9月に落ち込んだ後は増加が続き、低迷していた新車販売に底入れムードが広がっていることです。
- ・ もう一つはサービス消費です。交通費、通信費、教養娯楽費などのサービス消費は、経済のサービス化を背景に右肩上がり増加していましたが、金融危機をきっかけに減少しました。ところが、昨年後半頃からサービス消費の回復が目立つようになり、個人消費の6割を占めるサービス消費が個人消費全体を押し上げています（図表3）。



- ・ 金融危機が起きる前のアメリカでは、住宅など資産価格の上昇が続いていました。このため、アメリカの消費者は保有資産の価値が増加した分、借り入れを増やしていました。資産価格の上昇が続いている間はそれでも問題はありませんでしたが、資産価格が下落した結果、借り入れだけが残り、債務返済圧力に直面することになりました。このため、アメリカ人は貯蓄率を引き上げ始め、当然、その分消費が節約されました。
- ・ ところが最近、貯蓄率の上昇により歯止めがかかり始めています。これは消費を節約しなくなり始めたということです。この背景には住宅価格の下落が止まったことや、株価の上昇により保有資産の価値が戻り始めたことがあります。

Q3. アメリカ経済の回復テンポの強さが気になります。

- ・ 景気の回復テンポを占ううえで、雇用の回復ペースに関心が集まっています。
- ・ 雇用の先行きを占う際の手がかりとなるのが、労働生産性や労働時間、労働投入量の動きですが、このうち、アメリカの労働生産性（産出量／労働投入量）が急上昇しています。これは、昨年後半から経済成長率が回復していたにもかかわらず、雇用の削減を続けていたためです。つまり、アメリカの労働市場の柔軟性が高いことが影響し雇用を減らしすぎた可能性が出てきています。
- ・ ウォールストリート・ジャーナル紙が、エコノミストを対象に年初に実施したアンケートによると、専門家の多くが今年のアメロカ経済について3%成長を見込み、雇用は140万人程度の増加を見込んでいます。毎月の雇用統計に直すと前月比12万人弱のペースで増加することになります。雇用が順調に増加すれば、すでに増加に転じた雇用者報酬や可処分所得が個人消費の拡大に寄与することが期待できます（図表4）。

図表4. エコノミストの平均予測

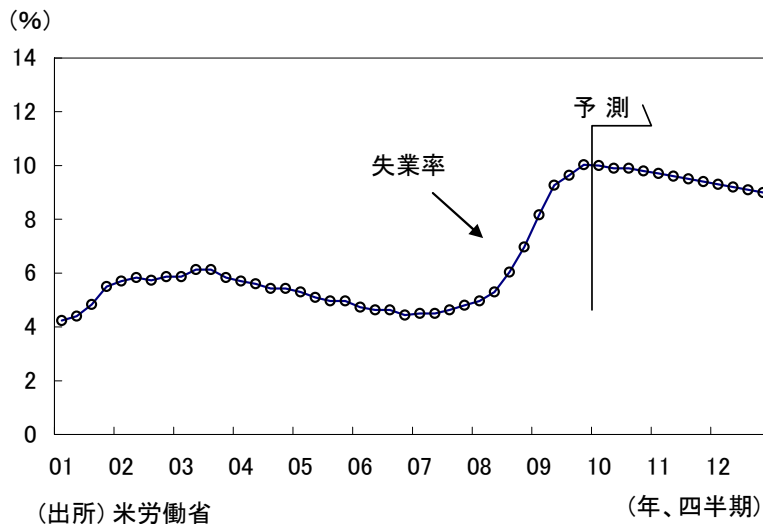
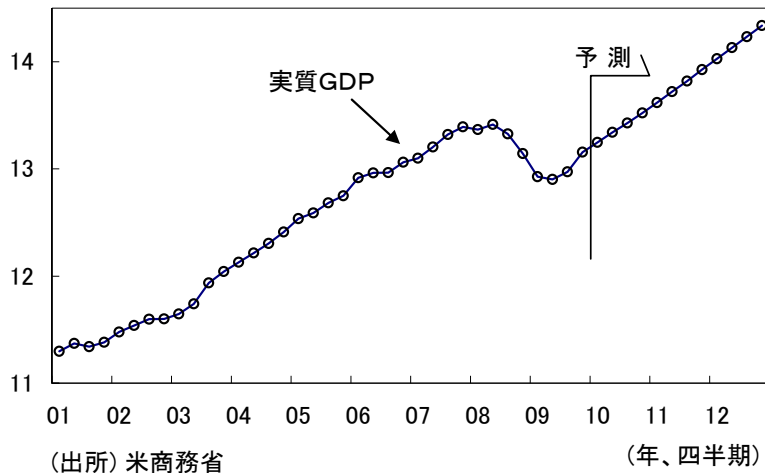
| | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 暦年 |
|---------------|-----------|--------|-----|--------|-----|
| 10年債利回り(%) | — | 3.98 | — | 4.34 | — |
| GDP成長率(%) | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 3.0 |
| CPI(%) | — | 2.2 | — | 1.9 | — |
| 失業率(%) | — | 9.9(末) | — | 9.5(末) | — |
| 住宅着工(万戸) | — | — | — | — | 88 |
| WTI相場(ドル/バレル) | — | 78(末) | — | 81(末) | — |
| 雇用増加(万人) | 月平均11.7万人 | | | | 140 |
| 住宅価格(%) | — | — | — | 0.4 | — |

(注) エコノミスト54人を対象にした月次調査。1/4~5調査、1/14掲載記事より作成
 (出所) ウォール・ストリート・ジャーナル電子版

- ・ アメリカの雇用の中核を担うのは、専門サービス、医療サービス、教養・娯楽などの狭義のサービス業です。サービス消費や企業のサービス関連支出が回復したことで、狭義サービス業の雇用はすでに増加に転じました。また、今年には10年に1度の国勢調査が実施され、経験的に政府の臨時雇用が30万人程度増加する見込みです。
- ・ 大方の見立てどおり3%成長が続くと、アメリカ経済は年末には金融危機前のピークであった2007年末の活動水準まで回復します。もっとも、今年のアメロカ経済は、金

融危機による過度の落ち込みからのリバウンドの年にすぎないと見ることもできます。雇用が増えると失業率も改善に向かいますが、改善のペースは非常にゆっくりしたものにとどまる見込みです（図表5）。

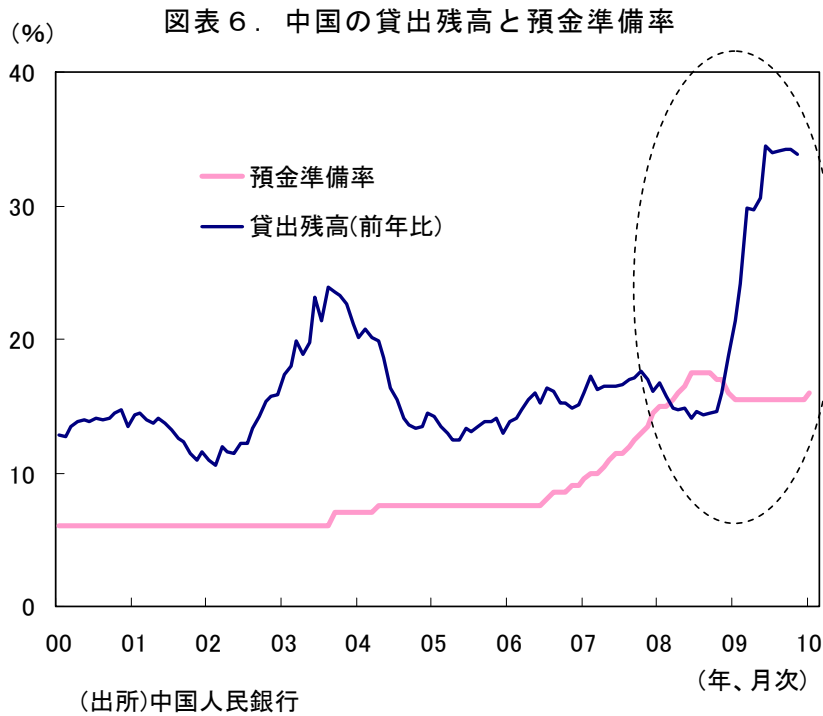
(兆ドル) 図表5. アメリカのGDPの水準と失業率



Q 4. 中国経済はたしかに好調ですが、金融引き締めの影響が心配です。

- ・ 今年の中国経済は、内需の力強い動きが続くことに加え、成長のエンジン役である輸出の回復も期待できそうです。上海や広東など沿海部の主要都市の輸出企業の多くで、生産や設備投資が増えるでしょう。
- ・ ところで、昨年は景気の下支えを図る政府方針により、銀行融資が大幅に増加しました。新規の融資額は10兆元（約130兆円）にのぼりました。こうした過剰な融資の一

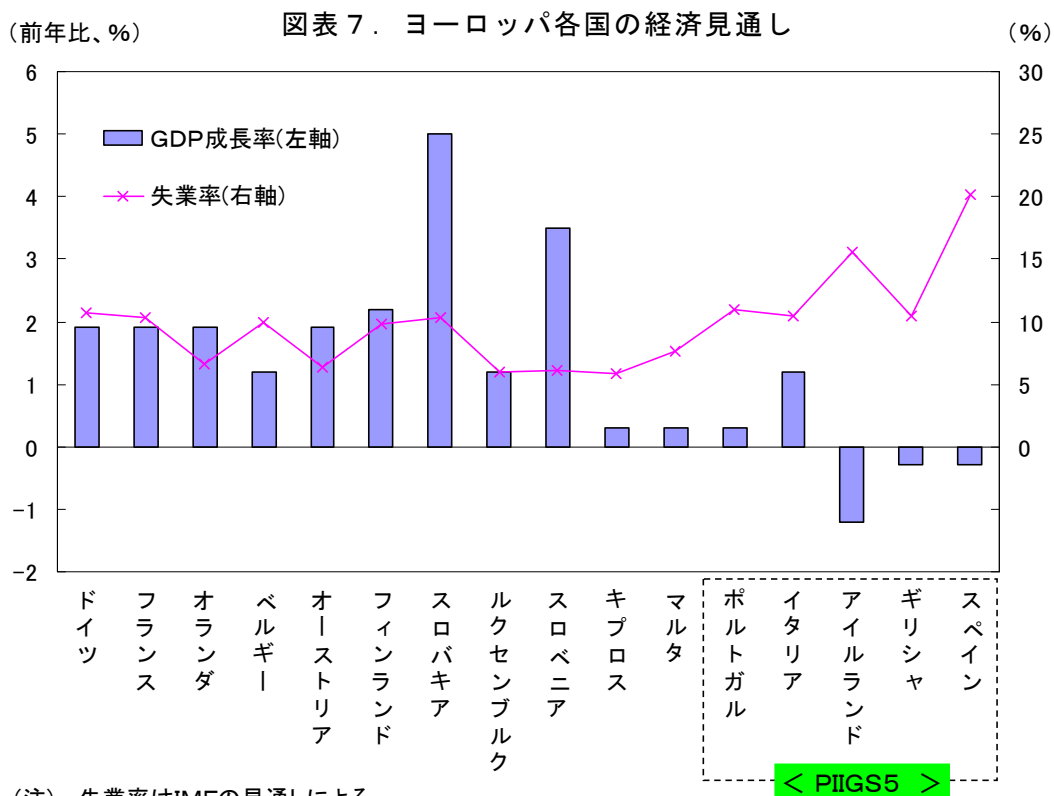
部が、不動産、株式、原油や鉄鉱石などへの投機を促しているとされ、中国政府は徐々に金融引き締め姿勢を強め始めています。すでに今年初めには預金準備率が引き上げられました。中国の金融引き締め姿勢は、世界の金融市場の大きな関心事となっています（図表6）。



- ・ 今のところ、中国政府が金融引き締め姿勢を大幅に強化して、経済成長が鈍化すると考える専門家は少ないようです。一つには、今年の新規融資額の政府目標が7.5兆元と、依然として高い水準に設定されているためです。昨年の10兆元と比べると小さいとはいえ、依然として金融緩和的な水準とみることができます。現状のペースで毎月の融資額が増加すれば達成される目標水準であり、融資額を削減しようという意図はないようです。
- ・ 二つ目の理由は、雇用の回復が遅れているためです。また、三つ目の理由として、昨年は積極的な内需拡大策が、中国の存在感を高めることになりました。過度な引き締めを回避し経済成長を続けていくことは、半ば国際公約のようになっています。
- ・ 中国経済がさらに過熱して、たとえばインフレ率が高まってしまうと、本格的な引き締め政策が実施されるリスクが高まるとみられますが、今のところは大きな心配はないでしょう。

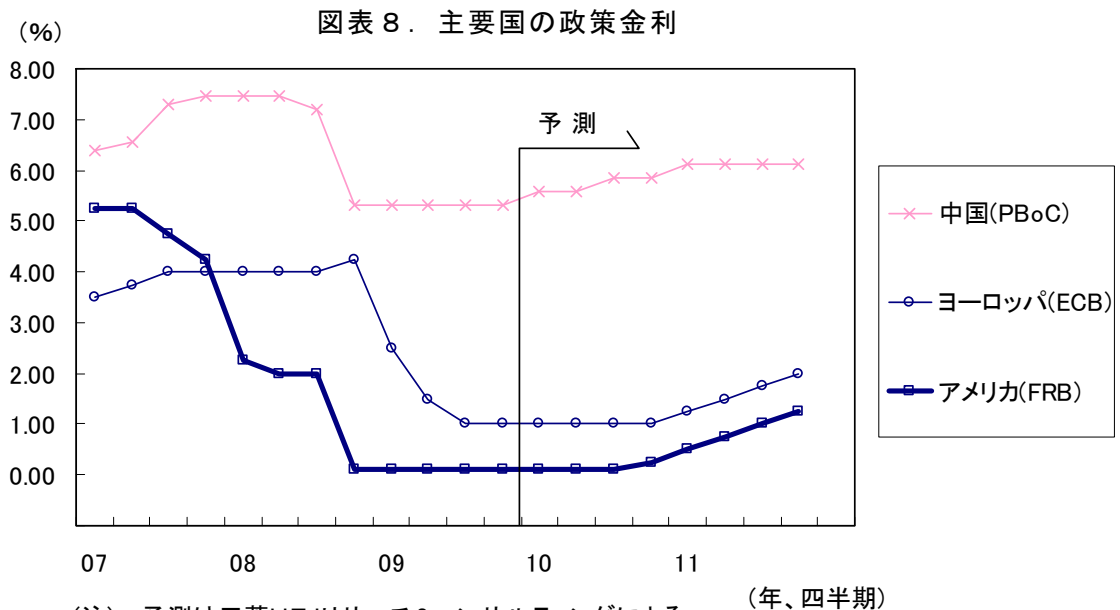
Q5. ギリシャの財政問題が心配です。ヨーロッパ経済は大丈夫でしょうか？

- ・ ヨーロッパ経済はドイツとフランスの2大国がけん引役となり、景気回復の動きがはっきりとしてきました。しかし、一部の国々の経済が低迷しているため、ヨーロッパ景気の回復テンポはアメリカと比べ弱い動きにとどまっています（図表7）。
- ・ 景気低迷が続く国々は、国名の頭文字から「P I I G S」と呼ばれています。具体的には、ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインです。問題を整理すると、ギリシャとポルトガルは、財政赤字と経常赤字が大きく、イタリアはギリシャに次いで政府債務残高の水準が高く、アイルランドとスペインは、財政赤字が大きいことに加え住宅バブル崩壊による経済の低迷が顕著です。
- ・ とりわけ心配なのがギリシャです。ギリシャは昨年秋の政権交代によって、これまで財政赤字を過少申告していたことが分かり、ギリシャ国債は格下げされ、金融市場は大混乱しました。ギリシャの財政赤字はGDP比で7%に達しています。問題は財政赤字の大半を海外の資金に依存していることです。財政再建への具体策を示すことができなければ、資金流出が続き金融機関の資金繰りにも影響を与えることになります。
- ・ ドイツとフランスの2大国の経済規模は、ヨーロッパ全体の5割を占めていますので、P I I G S諸国の動きに目を奪われると、ヨーロッパ全体の景気回復を見落としてしまうことになります。しかし、P I I G Sの経済や財政問題が原因となり、金融市場の混乱が続く場合には、ヨーロッパ全体の足を引っ張りかねないリスクもあります。



Q6. 世界経済に対するリスク要因、および金融市場の動向を教えてください。

- ・ 第一に、不良債権処理がまだ道半ばです。昨年（2010年）はアメリカやヨーロッパでストレステスト（景気が想定以上に悪化する場合に、銀行の資産や資本がどの程度毀損するかを試算する検査）が実施され、大手行の資本と経営の最低限の健全性が担保されました。しかし、同時に模索された不良債権の買い取り策は実現していません。このため、銀行のバランスシートには、今後新たに不良債権となるおそれのある融資債権がまだ残っています。景気の回復が続いている間は問題が表面化することはありませんが、来年以降、景気が腰折れしてくると、金融システム不安が再燃するおそれがあります。
- ・ 第二に、景気回復が鮮明になるにつれて、金融危機のさいに実施された非常時の政策を解除していく、いわゆる出口戦略を模索する動きが強まるとみられ、金融市場への影響が懸念されます（図表8）。ギリシャの財政問題などをきっかけに金融市場は不安定な動きが続いており、いまだ金融危機から本格的に脱却したとはいえません。
- ・ また、2011年になると、各国が財政再建に向けた取り組みを開始するとみられます。財政面から景気の下押し圧力が高まることが予想され、民需主導の自律的な回復力の強さが問われることになるでしょう。



(注) 予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティングによる
(出所) 各国中央銀行

- ・ 金融市場においては、昨年末から世界経済の回復を織り込む動きがみられる反面、ドバイやギリシャ問題、中国の金融引き締めなどに直面したことでリスク回避姿勢を強める動きが顕著となっているという特徴があります。



- ・ リスク資産投資が活発になる局面では、株式や原油に加えて、ユーロや資源国、新興国通貨が買われる傾向が続いています。逆にリスク回避姿勢が強まると、株価や原油相場は下落し、通貨ではドルや円を買う動きが強まります。
- ・ これまでのところリスク回避姿勢が強まっているため、ドルの底堅い動きがしばらく続く見込みです。世界経済の回復を背景に、金融市場が落ち着き始めると、リスク資産投資が活発となり、ドル安が進む可能性があるでしょう。もっとも、今年は地域ごとの景気回復テンポの違いや、金融政策の出口戦略のタイミングの違いが金融市場全体の大きなテーマとなりそうです。年後半になると、2011年にかけての景気回復の持続力や、各国の財政再建の動きにも関心が集まり始めるとみられます。

お問合せ先 調査部 細尾 忠生

E-mail : chosa-report@murc.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、金融商品の売買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すよう、宜しく願い申し上げます。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、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。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。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。