
けいざい早わかり 2012年度第1号

世界経済の先行き

【目次】

Q1. 世界経済の先行きが不安です。.....	p.1
Q2. 欧州の金融不安が続いているようですが。.....	p.1
Q3. 中国の景気が減速していますが大丈夫でしょうか？.....	p.3
Q4. 米国経済の回復は今後も続くのでしょうか？.....	p.5
Q5. 先行きのリスク要因は何でしょうか？.....	p.7

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

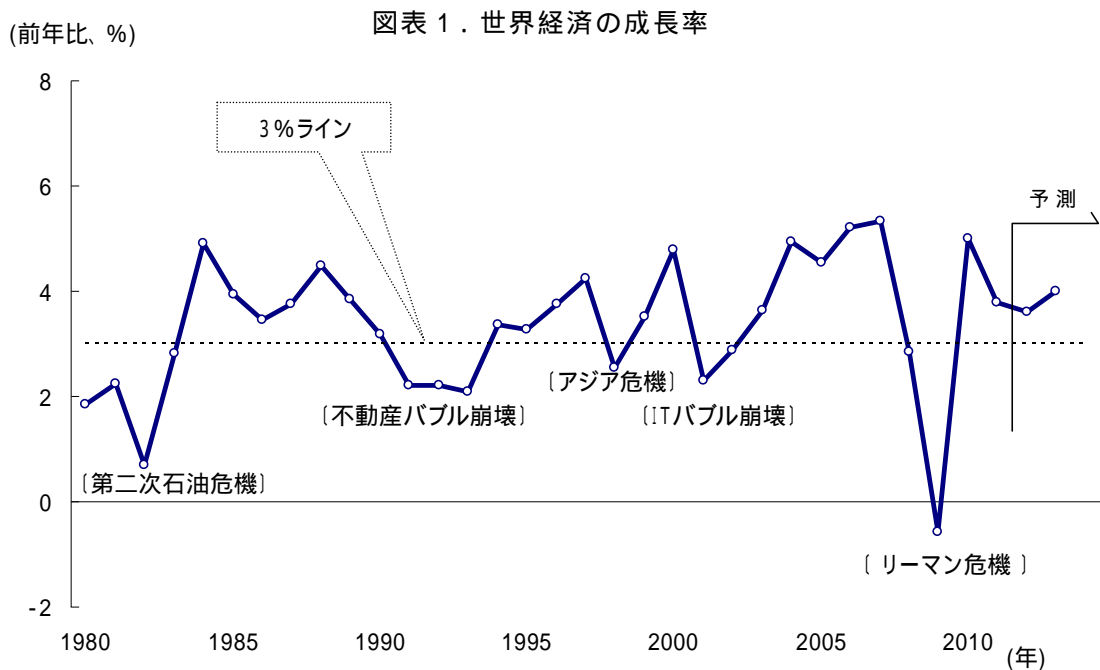
調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1 . 世界経済の先行きが不安です。

- ・ IMFは4月17日、世界経済見通しを公表し、世界経済の成長率を2012年3.5%、2013年4.1%と予測しました。当社ではそれぞれ3.6%、4.0%と予測しておりほぼ同じような見方です。今年の世界経済は2011年の3.8%と比べ成長率はわずかに低下するものの、緩やかな回復が続く見通しです(図表1)。
- ・ しかし、このところその海外経済の先行きにあらためて不安が強まっています。欧州では、ギリシャの追加支援やECBの資金供給で財政金融危機が一息つきましたが、危機の原因となった双子の赤字(財政赤字、経常赤字)や低成長といった問題は続いており、今後の危機の火種がくすぶっています。中国では、昨年までの金融引締めの効果に世界経済の成長減速による輸出の鈍化も加わって、成長率が低下しました。米国では景気の緩やかな回復が続いていますが、事前予想を下回る経済指標の発表が続き、景気の先行きに懸念を示す見方が出てきています。今後も緩やかな回復が続くのか、以下で順にみることにします。

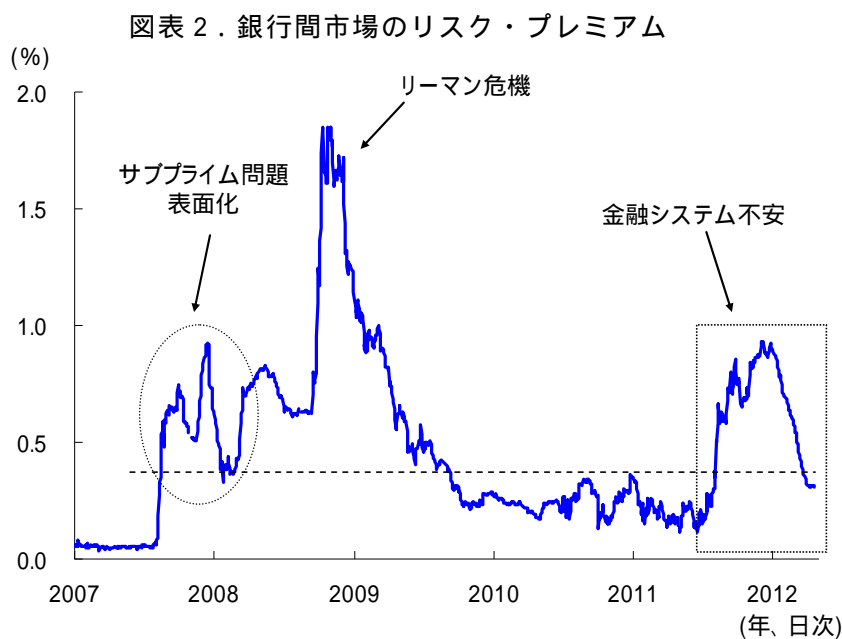


(注1) 世界経済の低迷が懸念されている時の成長率は3%を下回っていたため、3%ラインは好不況の目安とみることができる
 (注2) 2012~13年は当社予測値
 (出所) IMF

Q 2 . 欧州の金融不安が続いているようです。

- ・ ギリシャでは、EU・IMF・ECBによる第2次支援策(総額1,300億ユーロ)が2月にまとまり、民間債権者による1,000億ユーロの債権放棄も3月に合意され、目先の危機はひとまず一服しました。
- ・ またECBは、長期資金(3年物)を銀行に対して無制限に供給するLTRO(Long-Term Refinancing Operation)を、昨年12月と今年2月の2回にわたり実施し、総額1兆ユーロあまりの資金を市場に供給しました。欧州では財政金融危機が深刻化し銀行の経営不安が広がったため、銀行間市場の

資金取引にプレミアムが付加されています。このプレミアムの大きさは、市場がどの程度銀行の経営を不安視しているかをはかる目安になります。ECBの潤沢な資金供給策の効果によって、銀行が市場から資金調達できずに資金繰り破たんするリスクが後退したため、市場の緊張が緩和されプレミアムは低下しました（図表2）。

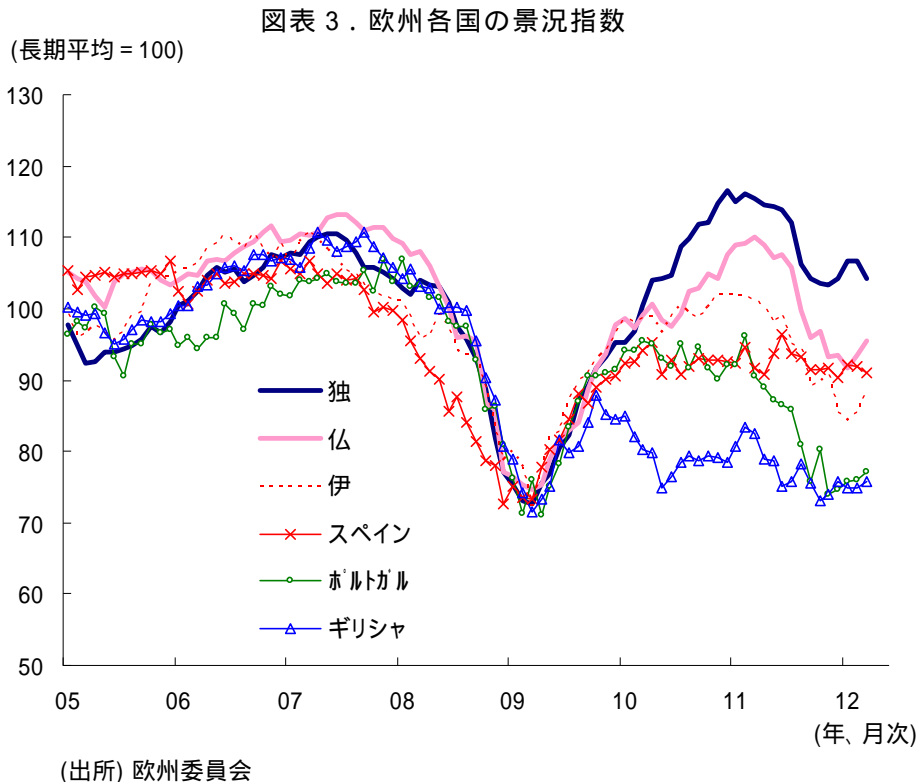


(注) OISスプレッド = EURIBOR3ヶ月物 - OIS(翌日物金利スワップ)3ヶ月物。
 市場の予想政策金利であるOISと銀行間金利のEURIBORとの金利差は、
 短期金融市場のカウンターパーティー・リスクに対するプレミアムを示す。
 (出所) Bloomberg(2012年4月20日までのデータ)

- もっとも、ギリシャへの追加支援も銀行への長期資金供給も、欧州の財政金融危機を根本的に解決するものではありません。最近では周辺国、特に、スペインの財政状態があらためて不安視され、金融市場は動揺を強めています。
- 危機に直面する南欧の国々は、危機の原因となった双子の赤字と低成長を克服し、財政再建に道筋をつけることが最優先課題です。ところが、各国の成長率は低迷し、財政収支と経常収支の改善も遅れ、危機解決の見通しが持てない状況が続いています。このため、南欧各国の国債が一段と値下がりするリスクが残っています。これらの国債を多く保有するのは銀行です。今後も危機が表面化するたびに国債が値下がりし、銀行の経営不安が強まる動きが繰り返される懸念があります。
- 最近の市場の懸念を強めているのがスペインです。3月2日に今年の財政赤字目標を当初の4.4%(GDP比)から5.8%に引き下げると唐突に発表したことをきっかけに、国債相場の下落(長期金利の上昇)が続いています。4月に実施された国債入札では応札が少なく不調な結果が相次ぎました。ECBが行ってきた危機国の国債購入を今回は見送っていることも、市場の不安を強めています。スペインは住宅バブル崩壊の影響が強く、失業率や銀行の不良債権比率の悪化に歯止めがかからないため、危機打開の糸口が見つからないことが、市場の警戒を強めています。
- 目先は政治リスクも意識されやすく、5月6日に予定されている2つの選挙が関心を集めています。

まず、ギリシャで行われる総選挙では、選挙後に予想される連立政権が過半数を確保できるか微妙な情勢です。過半数に届かない場合、法案成立に野党の協力が必要ですが、緊縮政策に反対する野党の躍進が予想され、今後の財政運営の障害となるおそれがあります。また、フランスの大統領選挙（決戦投票、第1回投票は4月22日）では、有力とされる社会党のオランド候補が、南欧各国への支援に消極的とされ、ドイツとフランスが主導してきた支援体制が継続されるか不安視されています。

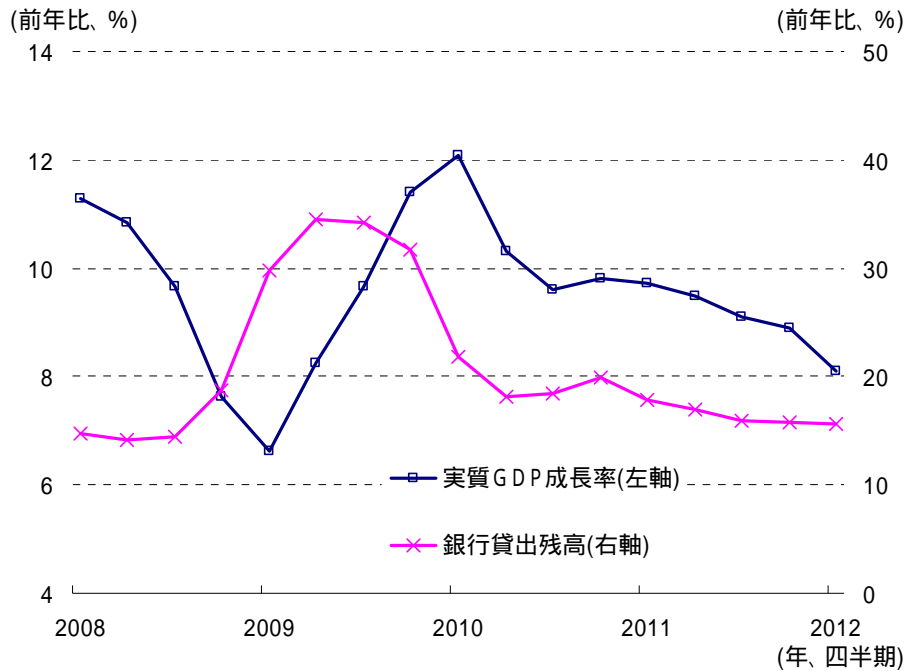
- ・ギリシャへの追加支援やE C Bの資金供給で一息つきましたが、危機の火種はくすぶり続けています。このため、欧州の景気回復テンポは非常に弱く、今年はほぼゼロ成長にとどまる見通しです。財政再建が景気の下押し圧力となるためです。各国の景気を見ると、ドイツは好調な輸出にけん引され辛うじて持ち直しの動きがみられるものの、フランスなどその他の中核国の回復力は弱く、ギリシャ、ポルトガルなど危機国では低迷が続いています（図表3）



Q3. 中国の景気が減速していますが大丈夫でしょうか？

- ・中国の1～3月期の実質GDP成長率は前年比8.1%と3年ぶりの低成長となりました。成長率は2010年1～3月期をピークに低下傾向が続いています（次頁図表4）。
- ・成長率が低下したのは、金融引締めにより内需が鈍化したためです。中国ではリーマン・ショック後の景気対策にともない銀行融資が急増し成長率を押し上げました。しかし、2010年1月の預金準備率の引き上げを手始めに金融引締めへ転じて以降、成長率の低下が続いています。特に、焦点となった不動産市場で投機抑制策が強化されたため不動産投資や関連する鉄鋼、セメント、化学などの生産が鈍化しました。

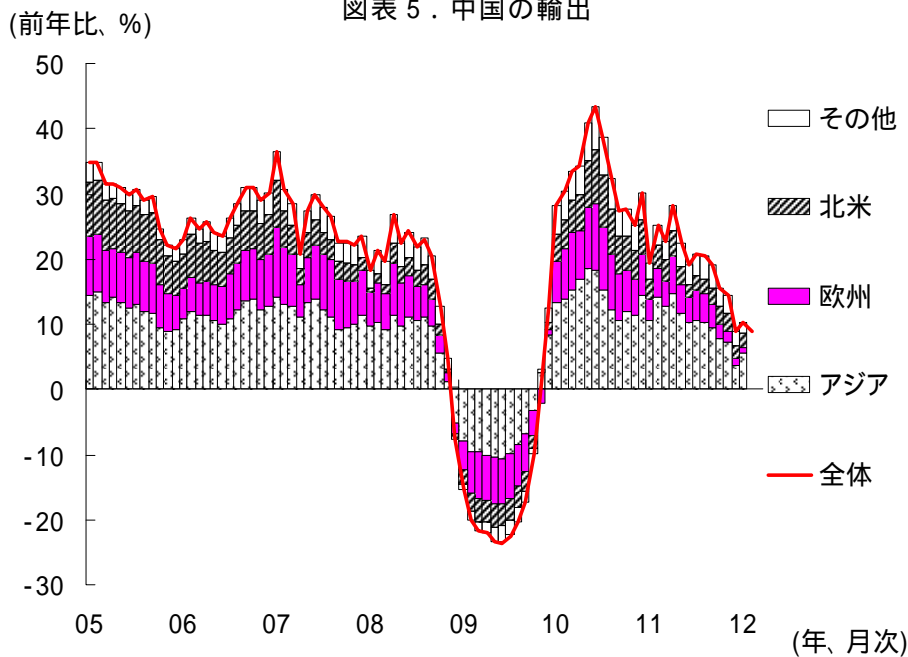
図表 4 . 中国の成長率と銀行貸出



(出所) 中国国家統計局、中国人民銀行

- 成長率が低下したもう一つの要因は輸出の鈍化です。2010年後半以降、原油価格上昇や新興国の金融引締めなどをきっかけに世界的に成長率が鈍化したため、中国の輸出も減速傾向が鮮明になっています。財政金融危機の影響で景気の停滞が広がる欧州向けに限らず、最大の輸出先であるアジア、米国など全ての地域に対して輸出の伸びが低下しています(図表5)。

図表 5 . 中国の輸出



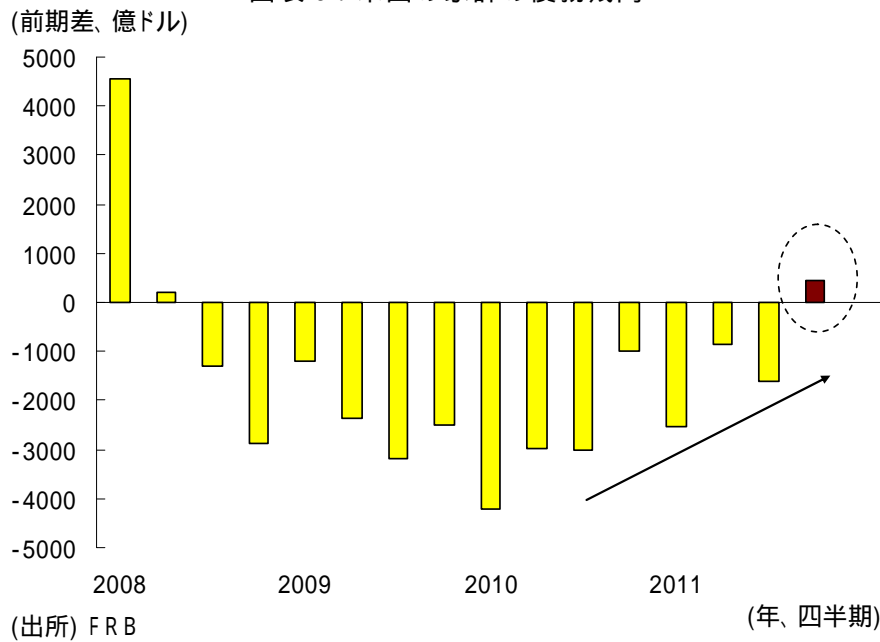
(注) 3ヶ月移動平均の値
(出所) 中国海関総署

- ・ 中国政府は経済構造の転換を優先する方針を繰り返し表明しています。このため、リーマン・ショック直後のような大型の景気浮揚策は見送られる可能性が高いでしょう。もっとも、中小企業では資金繰りのひっ迫が伝えられ、政府は預金準備率を引き下げたほか、昨年末の経済工作会議では経済成長にも配慮した政策運営を行う方針を打ち出しました。この結果、足元3月の貸出残高は2ヶ月連続で伸びが加速しています。このため、成長率も年央以降は緩やかに持ち直す公算が大きいです。

Q4．米国経済の回復は今後も続くのでしょうか？

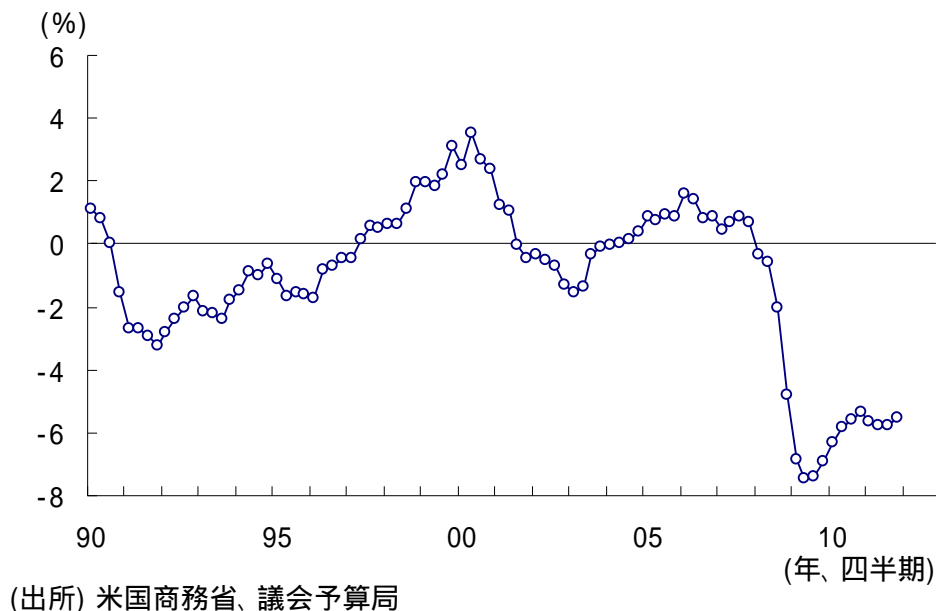
- ・ 米国ではこのところ事前予想を下回る経済指標の発表が続き、景気回復は道半ばとの慎重な見方も出てきました。しかし、経済指標が予想を下回っても、景気が緩やかな回復を続けていることに変わりありません。
- ・ 景気回復のけん引役は個人消費です。特に、新車販売が大方の予想を上回って回復しています。2月には年率1,500万台を越え、リーマン・ショック前の平均である1,600万台水準も視野に入ってきました。新車販売が好調な要因は、これまで買い控えていた需要が雇用の改善を背景に顕在化しているためです。雇用の改善が続けば新車販売の一段の増加が見込まれます。
- ・ 住宅着工件数も雇用改善を背景に60万戸台後半まで回復しました。暖冬効果で年初に70万戸に押し上げられた勢いは一服したものの、昨年後半からの改善傾向が定着しています。住宅在庫率が低下するなどストック調整が進展していることや、賃貸住宅の家賃が上昇し、住宅価格に割安感が出てきていることも市場回復の追い風です。
- ・ 2012年の企業収益も内外の景気回復を背景に2年連続で過去最高益を更新することが確実視されています。収益改善により設備投資の増加も続いています。とりわけ低迷が続いた商業用不動産市場に底入れの兆しが出てきたことは明るい動きでしょう。
- ・ 昨年まで景気の回復テンポは弱く、二番底懸念がたびたび指摘されてきました。しかし、これまでの違いは、家計の債務調整にめどがつき始めていることです。資金循環統計によると、家計の債務残高は昨年10～12月期に、リーマン・ショック後に初めて増加に転じました（図表6）。債務の返済額よりも債務の増加額が大きかったことを示します。住宅市場の底入れにともない住宅ローン残高の減少ペースが和らいだほか、新車販売の増加により自動車ローンなど消費者信用の増加が顕著になり家計の債務を押し上げました。債務が増加することは、借入金を利用して何らかの消費や投資を行っていることを意味し、景気の押し上げ要因となります。低成長の要因だった債務調整に目処がつき始めたことは、米国景気が本格回復に転じるサインとみることができます。

図表 6 . 米国の家計の債務残高



- ・ もっとも、景気の方法は上向きですが、水準では依然として物足りず、経済全体でみると米国にはデフレ・ギャップが存在します（図表 7）。つまり、米国は過剰な雇用や設備を抱えていることを示しており、リーマン・ショックをきっかけとする金融危機によって、経済環境が一変したことが分かります。金融危機後の米国では 900 万人の雇用が失われましたが、雇用が改善しているとはいえ、まだ 300 万人しか回復していません。
- ・ 金融危機前に米国経済をけん引していた金融部門では規制を強化する動きが強まり、成長の抑制要因になることが避けられないとみられます。また、財政再建などの構造問題に直面する中で、かつての経済成長のダイナミズムを取り戻すにはまだ道半ばにあるのではないのでしょうか。

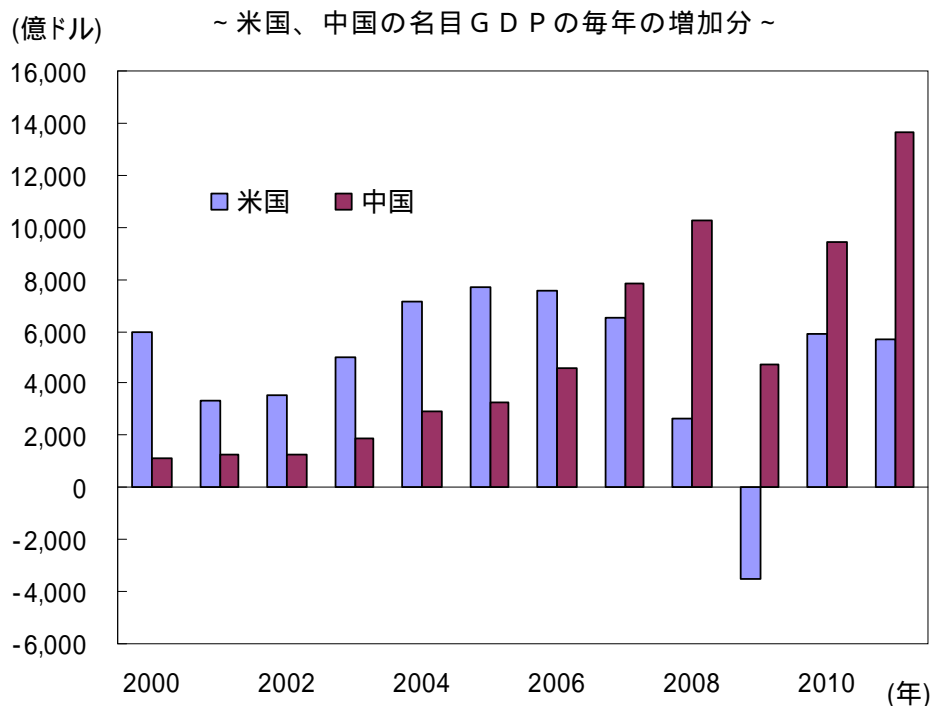
図表 7 . 米国の GDP ギャップ



Q5 . 先行きのリスク要因は何でしょうか？

- ・ これまでみたとおり、欧州の財政金融危機の再発リスクは残るものの、中国では成長率が鈍化しながらも底堅さを保ち、米国では本格回復が定着し始めています。このため、世界全体で見れば緩やかな景気回復が続く可能性が高いでしょう。
- ・ とところで、各国の経済規模は米国がおよそ 1,200 兆円、日本は 500 兆円弱、中国は 600 兆円弱です。経済規模が拡大すれば、その分新たな市場が創出されることとなります。そこで、名目 GDP が前年と比べどれだけ増加したか、米国と中国を比較したのが図表 8 です。
- ・ 図表 8 によると、2007 年に GDP の増分で中国は初めて米国を上回りました。その後も GDP の増加分の両国の格差は拡大し、2011 年の中国の成長規模は米国の倍以上であったことが分かります。年々新たな市場を生み出す力は、世界経済の成長エンジンです。リーマン・ショックをきっかけとする金融危機の前後まで、米国の個人消費の拡大が世界経済の成長のエンジンであったため、世界経済と米国経済が強く結びついていましたが、このところ中国経済が世界経済の新たな成長のエンジンとなりつつあることが分かります。

図表 8 . 中国の世界経済への貢献



(出所) 中国国家统计局、中国国家外貨管理局、米国商務省

- ・ 一方、世界経済のリスク要因は原油価格の上昇です。当社の試算では、原油相場と世界経済には、原油相場が 10 ドル上昇すれば世界経済の成長率が 0.5% 下押しされる関係があります (次頁図表 9)。
- ・ 世界経済の成長率は 3% ラインが好不況の目安です。メイン・シナリオでは、原油相場 115 ドル、経済成長率 3.6% を想定していますが、原油相場が上昇すれば、それだけ世界経済が

下押しされ、年平均相場が 130 ドルの場合に成長率は 3%にとどまることになります。イラン情勢などの地政学リスクの動向次第では不況に直結するリスクがあることに注意が必要でしょう。

図表 9 . 原油相場と世界経済

原油相場(北海ブレント、ドル)		世界経済
年平均相場	想定レンジ	成長率(%)
90	85 ~ 130	5.0
110	95 ~ 135	4.0
130	109 ~ 150	3.0
150	109 ~	2.0
170	109 ~	1.0

(出所) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

お問合せ先 調査部 細尾 忠生
E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。