
けいざい早わかり 2012年度第12号

世界経済の見通し

【目次】

Q1. 世界経済は5%成長に戻りますか？	p.1
Q2. アメリカの景気回復は本物でしょうか？	p.2
Q3. ヨーロッパは債務問題が続いているようですが大丈夫ですか？	p.3
Q4. 中国の経済成長率が上がってきましたが、どこまで上がりますか？	p.4
Q5. 世界的に景気回復に弾みがついてこないのですか？	p.4
Q6. リスクは山積みということですか？	p.6

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

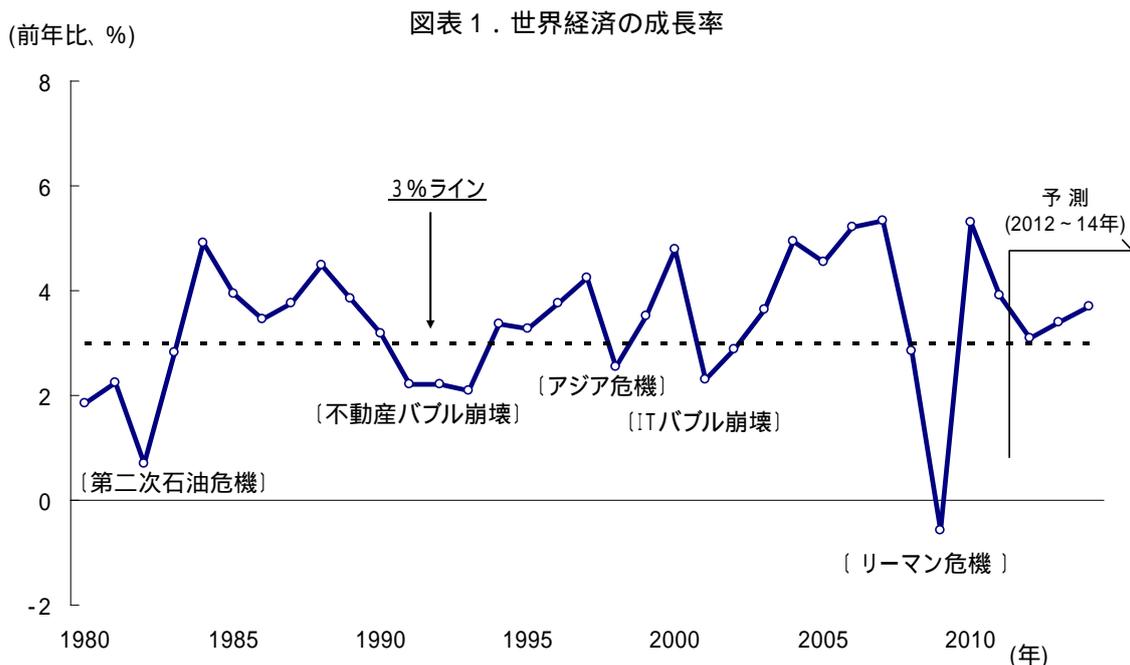
調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1 . 世界経済は 5% 成長に戻りますか？

- ・ 昨年 2012 年の世界経済の成長率は 3.1% に低下し景気の減速感が強まりました。一方、2013 年の成長率は 3.4%、14 年は 3.7% と緩やかな持ち直しが見込まれます(図表 1)。昨年までと比べ少し安心できる状況になったのは確かです。しかし、先進国では雇用の改善が遅れ、財政再建への取り組みも求められており、新興国経済ではかつての勢いに陰りがみられるようになりました。このため、世界経済の歩みは緩やかなペースにとどまるとみられます。
- ・ 2000 年代半ばのリーマン危機前に、「30 年ぶりの高成長」と言われていた頃の世界経済は 5% の高い成長率を記録していましたが、今や、そうした水準を取り戻すことは困難だということです。世界経済が 5% の高成長をおう歌したのは、アメリカの住宅バブルや、中国の 2 ケタ成長が、インドやブラジルなど新興国にも影響を与えた構図がありました。アメリカはバブル崩壊からいち早く立ち直りましたが平均成長率は低下しています。中国についても 7% 程度の成長が巡航速度となる中成長経済への移行という難しい課題に直面しています。アメリカと中国が今ひとつ力不足なため、インド、ブラジルなどの新興国の経済も本調子とはいえない状況が続いています。アメリカや中国経済の巡航速度が低下したことで、世界経済全体の巡航速度も低下してきているといえるでしょう。



(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

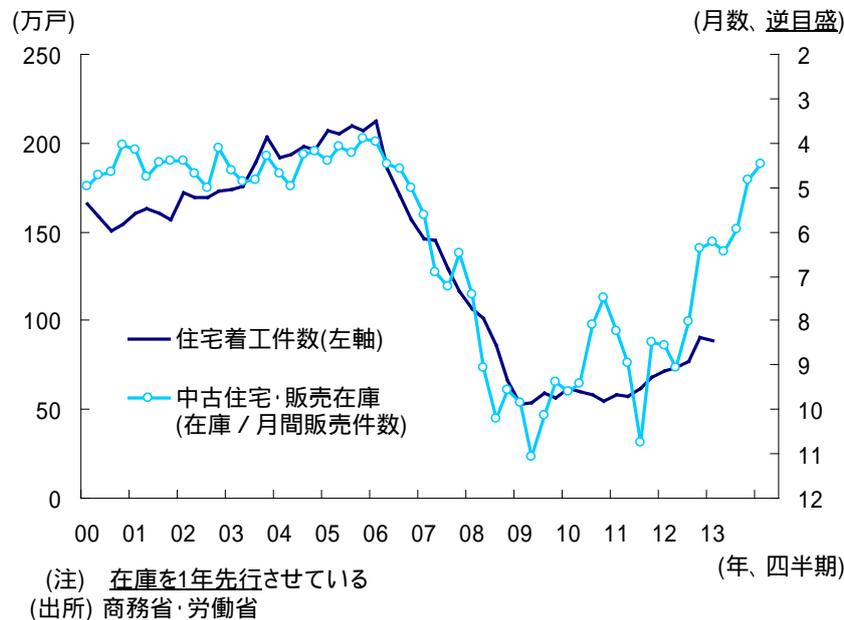
(注2) 2012~14年は当社予測値

(出所) IMF

Q 2 . アメリカの景気回復は本物でしょうか？

- ・ アメリカではこれまで景気の抑制要因となってきた家計の債務調整や住宅のストック調整が進展し、自動車購入や住宅投資が景気回復のけん引役となるとみられます（図表 2）。
- ・ 住宅着工件数と住宅の在庫・販売比率（住宅市場の在庫物件を 1 ヶ月の販売戸数で割った値。1 ヶ月に販売される住宅の何か月分の在庫が市場に存在するかをみたもの）の関係をみると、バブル崩壊後は住宅販売が低迷したため、売れない住宅在庫が積み上がり、着工を抑制せざるを得なかった様子が分かります（図表 2）。つまり、住宅市場でストック調整圧力が高まっていたといえます。
- ・ この住宅市場のストック調整がこの 1 年でかなり進展し、在庫・販売比率はバブルのさなかに住宅市場が過熱していた当時の水準まで低下しました。このため、もうこれ以上、住宅着工を抑制する必要がなくなり、住宅着工件数の回復に勢いがついてきました。図表 2 から読み取れるとおり、今の在庫水準からみれば、住宅着工件数の回復の勢いは今後も持続するとみられます。
- ・ 同じように、家計の債務調整もかなり進展しており、消費者が住宅や自動車を購入するために、借金を再開する動きが少しずつ広がり始めています。景気の抑制要因であった家計の債務調整と住宅市場のストック調整の圧力が緩和すれば、リーマン危機を経たアメリカ経済は、ようやく景気の本格回復が見込まれる状況にあるといえるでしょう。

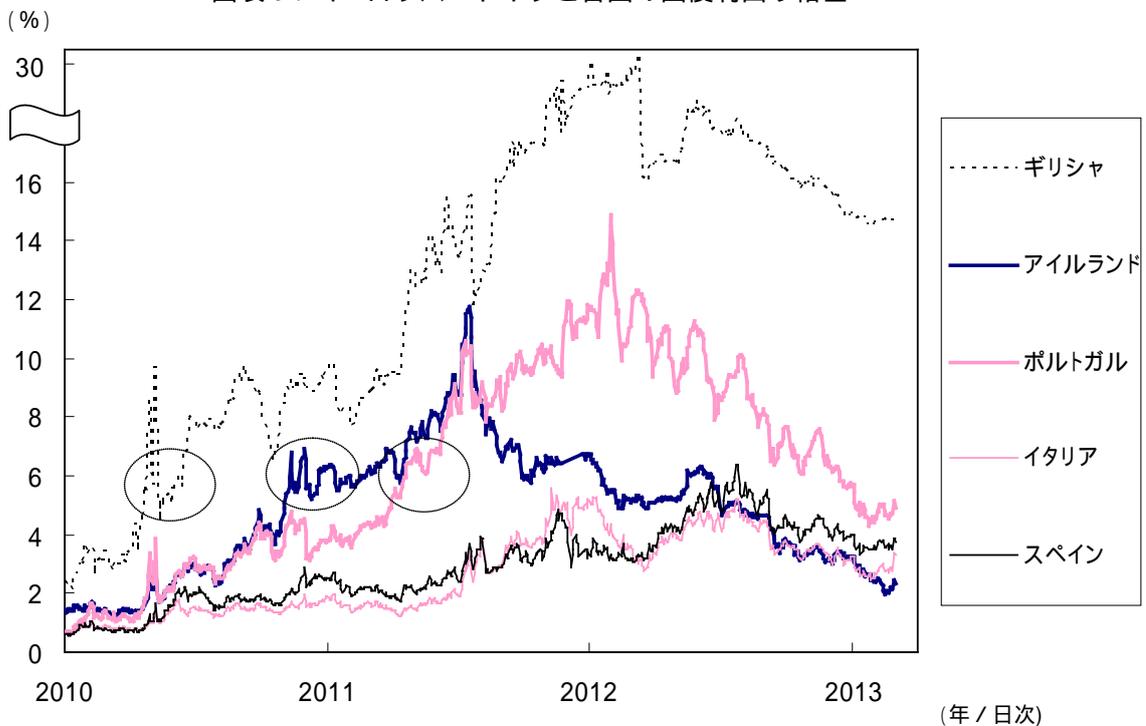
図表 2 . アメリカ～住宅のストック調整の進展



Q3 . ヨーロッパは債務問題が続いているようですが大丈夫ですか？

- ・ ヨーロッパの債務問題は、ECBが南欧国債の購入スキーム（OMT: Outright Monetary Transactions）を表明し、少しずつ落ち着きを取り戻しています（図表3）。イタリアの総選挙では、改革派の政党が議会上院で過半数を確保できなかったため、政局が混迷し、財政再建や構造改革がとん挫するのではないかと懸念が高まりました。もっとも、改革に反対するベルルスコーニ前首相はユーロ残留を明言しているため、ユーロ崩壊という最悪の事態を招く可能性は低いでしょう。このため、通貨ユーロやイタリア国債を売却する動きは限定的にとどまり、危機のレベルの目安とされる南欧各国の信用力の低い国の国債とドイツ国債との利回り格差も、以前のように拡大せずに落ち着いた動きを示しています（図表3）。
- ・ しかし、金融市場の混乱が一服した後も、実体経済の低迷は続いています。ヨーロッパの問題は、財政危機と金融危機の連鎖から実体経済そのものの弱さに焦点が移ったといえるでしょう。アメリカや中国の景気回復が鮮明になるにつれ、ヨーロッパでも輸出主導の回復が見込まれますが、個人消費は回復が見込めず、緊縮政策も続くため、景気が底入れした後も回復力は緩やかなペースにとどまるでしょう。危機への対応が進み、昨年までのように、ヨーロッパが世界経済全体を下押しするリスクはたしかに小さくなったかもしれませんが、景気が弱いままだと財政再建の道のりは厳しいものになります。

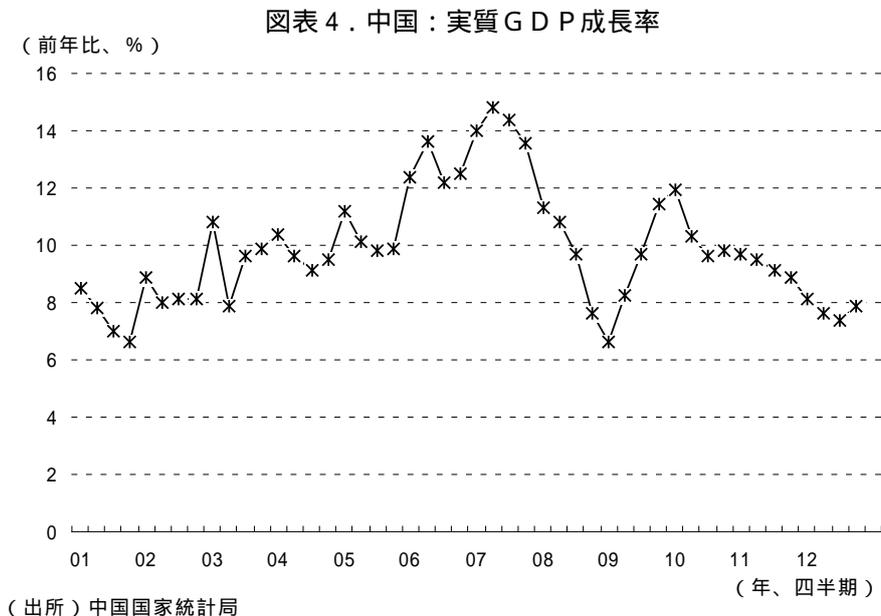
図表3 . ヨーロッパ～ドイツと各国の国債利回り格差



(注) 各国の10年物国債とドイツの10年物国債との利回り格差。
 図中の丸印は、各国が金融支援を要請したさいのスプレッドの水準を示す。
 (出所) 各国統計

Q 4 . 中国の経済成長率が上がってきましたが、どこまで上がりますか？

- ・ 中国は、昨年半ばにかけて景気が減速しましたが、政府の景気刺激策によって秋以降は持ち直しました。今年前半は、景気対策の効果がまだ期待できますが、年後半になると、景気対策の効果が息切れすると予想されます。また、インフレ率の上昇が見込まれるため、年後半には金融緩和方針の修正が進むことも見込まれます。このように、景気対策効果の終了と金融緩和の修正をきっかけに、中国の成長率は再び低下する見通しです。
- ・ 中国はかつての2ケタ成長が終焉し、7%程度が巡航速度とみられる中成長局面への移行過程にあります。このため、高成長に合わせた過剰な設備が存在するなど、国内の調整圧力に直面しています。世界経済の回復にともなって、昨年は低調だった輸出の回復が見込まれ、過剰設備など国内の調整圧力は多少緩和されるとみられますが、それでも、成長の勢いに弾みがつくまでには至らないでしょう（図表4）。



Q 5 . 世界的に景気回復に弾みがついてこないのですか？

- ・ アメリカでは、景気の先行きについて、現地の民間機関や金融市場では楽観的な見方が勢いを増しているようです。ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）が現地エコノミスト52人を対象に毎月実施しているアンケート調査によると、増税による成長率の下押し幅が平均0.7%ポイント見込まれているにもかかわらず、2013年は2.4%、14～15年にかけては3%程度の高成長が見込まれている（次頁図表5）。
- ・ こうした楽観論の背景には、2ページのQ2でみたとおり、家計の債務調整や住宅市場のストック調整が進展したことがあります。リーマン危機後の回復局面で景気の抑制要因になってきた調整圧力が緩和されたことで、ようやく景気の本格回復が見込めるのは確かです。金融市場では、リスク回避によって債券市場に流入していた資金が、株式などのリスク資産市

場にシフトする「グレート・ローテーション」期待が高まっているのもこのためです。

- ・ もっとも、債務や住宅ストックの調整圧力の緩和を踏まえながらも、当社がアメリカの成長率を控えめに考えるのは、潜在成長率が2%台前半に低下しているためです（図表6）。アメリカの潜在成長率は、2000年頃を境に低下しました。低成長時代に入ったにもかかわらず、高成長を追い求めた結果がバブルとその崩壊だったともいえます。今年は潜在成長力を上回る腰の強い本格回復が見込めるのは確かですが、元にある自然体の成長力が低下しているため、現地の専門家や金融市場が期待するほどの成長ペースが実現される可能性は小さいとみられます。
- ・ また、リーマン危機までは、アメリカが経常収支の赤字を拡大させながら、世界の多くの国に輸出機会を提供して、世界経済の高成長を支えていました。しかし、リーマン危機後はアメリカの経常収支赤字は半減してしまったため、世界経済の成長を引っ張る力が低下しています。

図表5．米国のGDP成長率予測

	WSJ調査		当社
	1月	2月	
2013	2.3	2.4	2.0
2014	2.9	2.8	2.7
2015	3.0	2.9	2.5

(注) WSJ調査は、現地エコノミスト52人を対象に
毎月上旬に実施
(出所) WSJ紙2月8日A2面

図表6．米国のGDP成長率予測

	1950 -73	1974 -81	1982 -90	1991 -2001	2002 -11	2012 -22
潜在成長率	3.9	3.2	3.1	3.2	2.2	2.2
非農業部門 (a+b+c)	4.0	3.5	3.2	3.5	2.5	2.8
(a) 労働投入 寄与度	0.9	1.6	1.2	0.8	0.3	0.5
(b) 資本投入 寄与度	1.2	1.3	1.2	1.4	0.7	1.1
(c) TFP 寄与度	1.9	0.7	0.8	1.3	1.4	1.2

(注) 各期間の年平均成長率、単位は%
ただし内訳(a~c)は寄与度の値、単位は%ポイント
(出所) アメリカ議会予算局

Q6．リスクは山積みということでしょうか？

- ・ 世界経済は明るさを取り戻していますが、気がかりなリスクが山積みしているのも確かです。アメリカでは財政協議が解決の糸口を見出せずこう着感を強めています。景気回復にともなって、ガソリン価格や金利上昇も気がかりです。何より、ヨーロッパの債務問題が本当に再燃しないか今一つ判然としません（図表7）。

図表7．世界経済の下ぶれシナリオ

	メイン・シナリオから下ぶれするケース	実現可能性
米国	財政協議が決裂、消費者・企業マインドが悪化、金融市場が混乱	中
	ガソリン価格の上昇により個人消費や企業収益が鈍化	中
	長期金利の上昇	大
欧州	南欧諸国の債務問題が再燃	中
	ドイツ以外の国々の景気が低迷	大
中国	メイン・シナリオを弱めに想定、一段の下ぶれリスクは小さい	

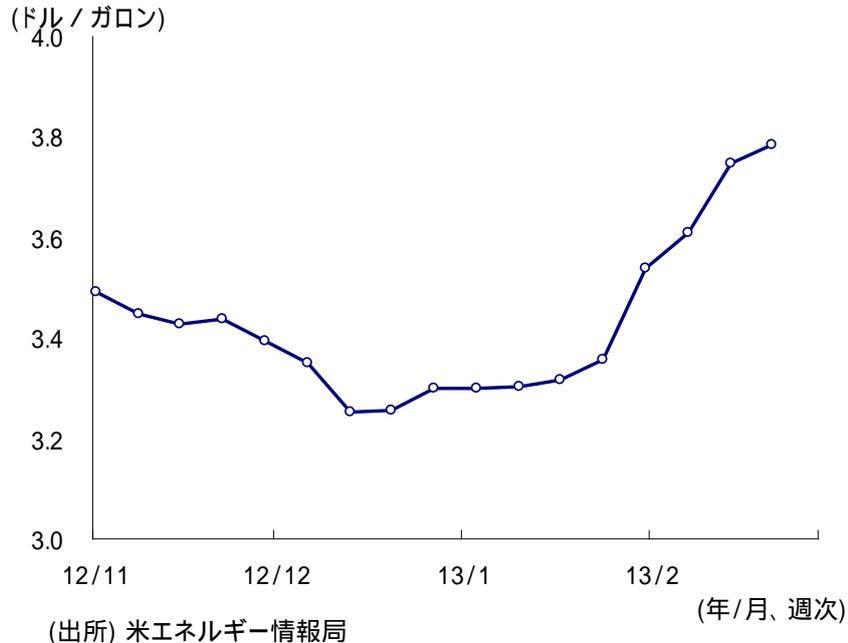
- ・ まず、アメリカの財政問題については、「けいざい早わかり 2012 年度第 11 号：アメリカの景気回復は本物か（http://www.murc.jp/thinktank/economy/easy_guide/haya_130220）」で述べたように、今後も財政をめぐる政治的な日程上の期限が断続的に訪れます（図表8）。その度に民主、共和両党の交渉が難航すれば、いずれアメリカ国債が格下げされるリスクも無視できません。

図表8．アメリカ～財政協議の政治日程

2013	3/1	歳出の強制削減開始(850億ドル)
	3/27	2013年度暫定予算が期限切れ
	4/15	2014年度予算の大枠を示す「予算決議」の採決期限
	5/19	連邦政府債務上限の引き上げ期限
	8月頃	事実上のデフォルト期限
	?	3大格付け会社が米国債の格付け見直し
	10/1	2014財政年度開始
2014	11/4	中間選挙

- ・ また景気回復に弾みがつけば、ガソリン価格が上昇し、個人消費が鈍化したり企業のコストが上昇することになり景気回復に水を差してしまいます。同様に、景気回復が続けば、いずれ、FRBの金融緩和の終了が視野に入り、長期金利が上昇する懸念も残ります。

図表9. アメリカ～レギュラー・ガソリン価格



- ・ ヨーロッパの債務問題についてはどうでしょうか（次頁図表 10）。まずギリシャではマイナス成長が続く中でも、増税や歳出削減、さらに徴税強化などによって財政が改善し、今年はプライマリー・バランスの黒字を達成することが確実な状況です。それでも、債務残高が大きすぎるため、いずれ債務の減免が必要とみられます。資金支援を続けるトロイカ（EU、ECB、IMF）を構成する各国や国際機関の内部調整やギリシャとの協議が難航することになりそうです。
- ・ 住宅バブル崩壊に直面するスペインは、住宅価格の下落に歯止めがかからず、銀行の不良債権が増加しています。しかし、昨年トロイカに資金支援を申請したことで、支援の条件である銀行改革が進みました。銀行は住宅価格が 50% 下落しても必要な資本を維持できるように引当金を積み増し、資金支援を利用して自己資本を強化しました。住宅バブル崩壊という状況が改善することはすぐには見込めませんが、状況が悪化しても備えが来ていることもたしかです。ただし、今後も改革を継続していくためには、安定した政権基盤が必要ですが、汚職スキャンダルが表面化し内閣の支持率が低迷していることが改革をとん挫させてしまうリスクがあり心配です。
- ・ 一方、イタリアは、モンティ首相の改革政策が金融市場の評価を受けてきましたが、トロイカに資金支援を申請せずに自主的な改革にとどまっているため、イタリアの銀行部門が本当に財務面で安全か不明です。もし隠れ損失が表面化するようなことが起きれば、市場のイタリアに対する評価も変化することになります。イタリアはユーロの中ではドイツとフランスに次ぐ経済規模の大きな国で、ユーロの中核として政治的にも大国であるため、これまでのユーロの結束や統合強化の方針に

反対姿勢を強めてしまうような可能性も無視はできないでしょう。それでも、ユーロ離脱が国民世論とならない限り、イタリアが取りうる選択肢はおのずと限られてくるのではないのでしょうか。

- ・ 世界経済は、様々なリスクを抱えながら、緩やかな回復の歩みを始めた状況にあるといえるでしょう。

図表 10 . ヨーロッパ～債務問題再燃リスクの論点

ギリシャ	財政再建が進展
	× 債務の規模そのものが大きく、ドイツ総選挙後に追加の債務削減策の行方が焦点
スペイン	銀行部門の改革が進展し、今後の住宅価格下落や不良債権増加を前倒し償却
	× 与党の収賄スキャンダルにより政権の信任が低下
イタリア	資金支援を申請せず、モンティ首相が自主的な改革を進め市場に評価
	× 自主的な改革にとどまるため、銀行部門の隠れ損失懸念が払しょくされず
	× 政治大国でもあり、ドイツ主導體制にも一定の発言力を持つ

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 -

- 1 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。
- 1 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、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 1 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。
- 1 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。
- 1 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。