
けいざい早わかり 2013年度第12号

2014年の世界経済

【目次】

- Q1. 世界経済は先行きどのように推移しそうですか？ p.1
- Q2. 米国の政策不透明感は大丈夫でしょうか？ p.2
- Q3. 欧州の債務問題・金融不安は再燃しませんか？ p.3
- Q4. 中国の経済改革は進みますか？ p.4
- Q5. FRBのテーパリングは新興国に悪影響を与えますか？ p.6

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介

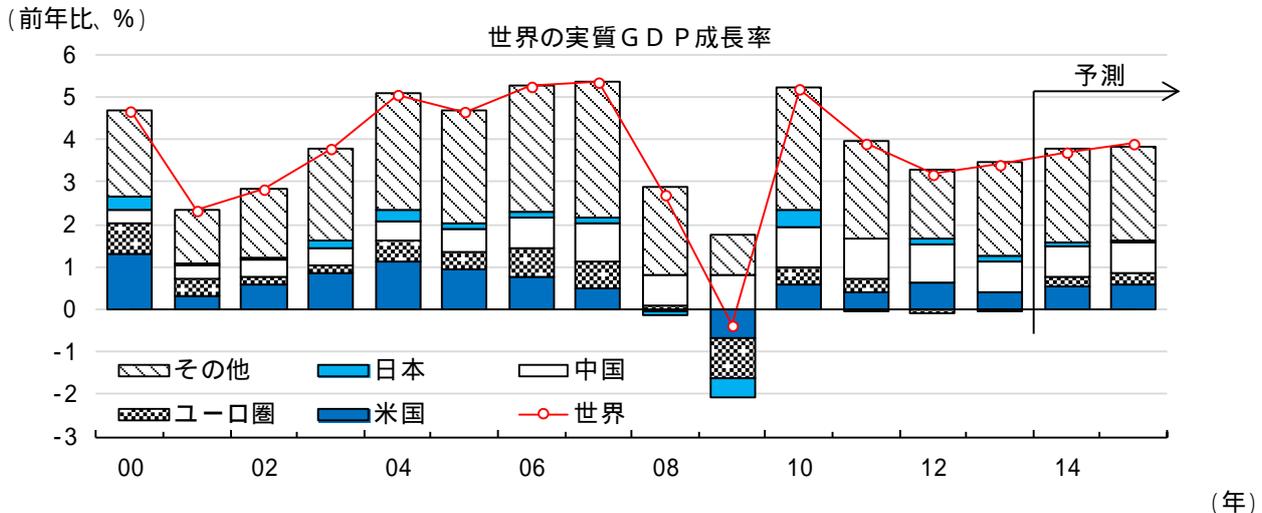
〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

Q 1 . 世界経済は先行きどのように推移しそうですか？

- ・ 2013 年の世界経済は、先進国を中心に景気持ち直しの動きが続きましたが、反面で、新興国は低成長となりました。もっとも、世界経済全体の実質成長率は当社推計の見込み値で +3.4% と、12 年 (+3.2%) から持ち直した模様です。
- ・ 先行き 2 年の世界経済の成長率を見通すと、2014 年は +3.7% に、続く 15 年は +3.9% になるでしょう (図表 1) 。欧州景気の持ち直しが好材料となりますが、米中景気が巡航速度での拡大となる中で、世界景気は力強さに欠けた緩慢な回復にとどまると考えられます。
- ・ 米国の実質経済成長率は 2014 年が +2.5%、15 年が +2.7% になると予測します。個人消費を中心に基調が底堅い民需が徐々に増勢を強めるため、米国景気は緩やかではあるものの着実に回復していくことになるでしょう。他方で、不透明感を高める経済政策に関しては、金融面では、米連邦準備制度理事会 (F R B) による量的緩和第三弾 (Q E 3) が 2014 年いっぱい終了すると見込まれます。財政面では、最終的には穏健な健全化路線が敷かれるでしょう。なお政策金利 (F F レート) の引き上げに関しては、2015 年半ば以降になると考えられます。
- ・ 欧州 (ユーロ圏) の実質経済成長率は 2014 年が +1.1%、15 年が +1.6% になると予測します。欧州連合 (E U) が 2013 年 6 月の理事会で経済戦略のかじ取りを緊縮から成長に修正したことを受けて、財政健全化に伴う景気への下押し圧力は弱まると考えられます。民需も持ち直しますが、雇用・所得情勢の改善テンポが緩慢なために個人消費は低空飛行が続くため、固定資産投資も力強さを欠くでしょう。こうした中で、景気は輸出に依存したかたちで持ち直すとみられます。

図表 1 . 世界景気は力強さに欠けた緩慢な回復にとどまる



(注) 構成項目別に寄与度分解を施した。ウェイトは、実績値は前年の名目 GDP (ドル建て)、予測値は2012年の実績値を固定して用いた。

(出所) 実績値は国際通貨基金 (I M F)、予測値は三菱UFJリサーチ&コンサルティング (M U R C)

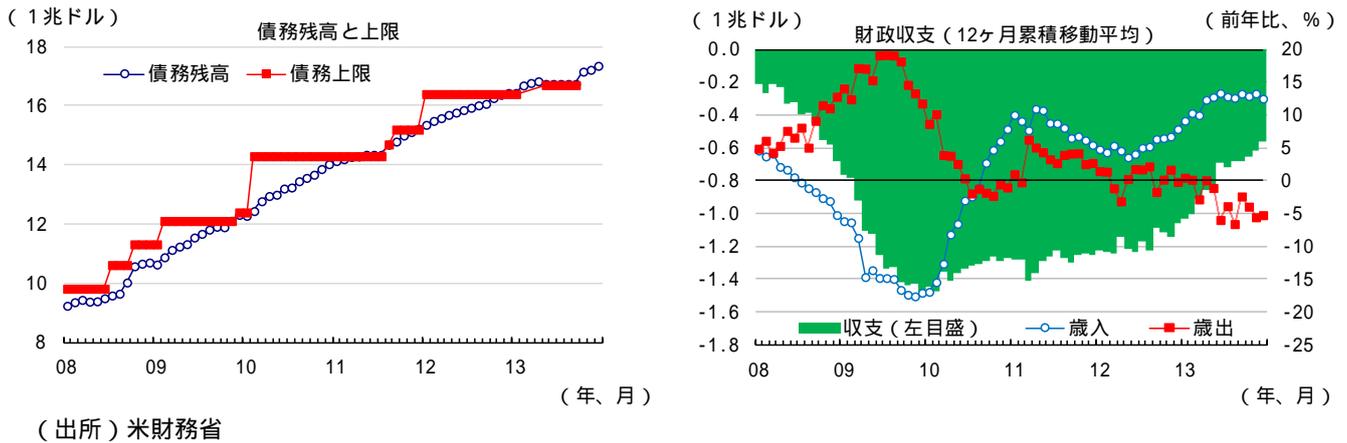
- ・ 中国の実質経済成長率は 2014 年が +7.7%、15 年が +7.5%になると予測します。引き続き過剰生産能力の解消が課題となる中で、当局は設備投資の集約・合理化を進める見通しです。他方で、第 12 次 5 ヶ年計画（2011～15 年）の終了を踏まえ、インフラ・環境投資は堅調に推移するでしょう。経済成長の新たなけん引役として期待される個人消費も、所得環境の改善などを映じて好調を維持し、中国景気は総じて巡航速度で推移すると考えられます。加えて、米欧景気の緩やかな回復を受けて A S E A N 諸国の輸出が拡大するとみられることから、アジア景気は 2014 年が +6.8%、15 年が +6.7%になると予測します。

Q 2 . 米国の政策不透明感は大丈夫でしょうか？

- ・ 米国では政策不透明感がくすぶっており、それが景気の失速につながることを懸念されています。
- ・ 金融政策面では、F R B による Q E 3 の縮小（テーパリング）が年明け以降緩やかに進む公算が大きいと考えられます。米国景気に対する失速圧力が強まらなければ、2014 年に 8 回予定されている連邦公開市場委員会（F O M C）ごとに、F R B は月次の資産買い取り額を 50～100 億ドルずつ減額させるでしょう。テーパリング自体は 14 年いっぱいをかけて緩やかに終了し、政策金利（F F レート）の引き上げは早くても 2015 年半ばになる見通しです。
- ・ 他方で財政政策面では、最終的には穏健な再建路線が敷かれる見込みですが、引き続き不透明感が残っています。12 月中旬の超党派委員会における与野党合意により、2014～15 年度の予算が未成立になるリスクは大きく後退したと考えられます。したがって、13 年 10 月上旬に発生した政府機関の一部閉鎖といった深刻な事態の再燃は免れるでしょう。ただその一方で、債務上限の引き上げを巡る問題は残されたままです。
- ・ 債務の上限が意識されるたびに与野党の政治対立が激化すれば、それを嫌気した家計や企業が消費や投資を手控える可能性は根深く残っています。また、仮に債務上限をめぐる与野党協議が決裂して米国債が一時的な債務不履行に陥るような事態になれば、金融市場が混乱に陥って景気が腰折れすることになるでしょう。当然ながら、そうした事態が顕在化すれば、米国のみならず世界の金融・経済に対して悪影響が及ぼされることとなります。
- ・ 米国では 2014 年 11 月に中間選挙が予定されています。オバマ大統領に対する国民の支持率がさえない中で、政権奪取を狙う野党共和党が財政問題や医療保険制度改革などを材料に与党民主党に揺さぶりをかける展開が秋口まで続く可能性には、引き続き注意を要します。しかしながら先に述べたように、米国の財政問題の行方は米国経済だけではなく世界の金融・経済に対して甚大な悪影響をもたらす危険性を有しています。秋口の

財政協議の難航を受けて、財政の早急な健全化を求める共和党の一部保守派（茶会党）に対する世論の風当たりが強くなる中で、野党共和党は強硬な手段を採れないと考えられます。また強制削減の効果などから、米国の財政収支も足元にかけて改善基調を強めています（図表2）。これらのことから、現実的には、与野党は穏健な財政再建路線で合意に達することがメインシナリオになるでしょう。

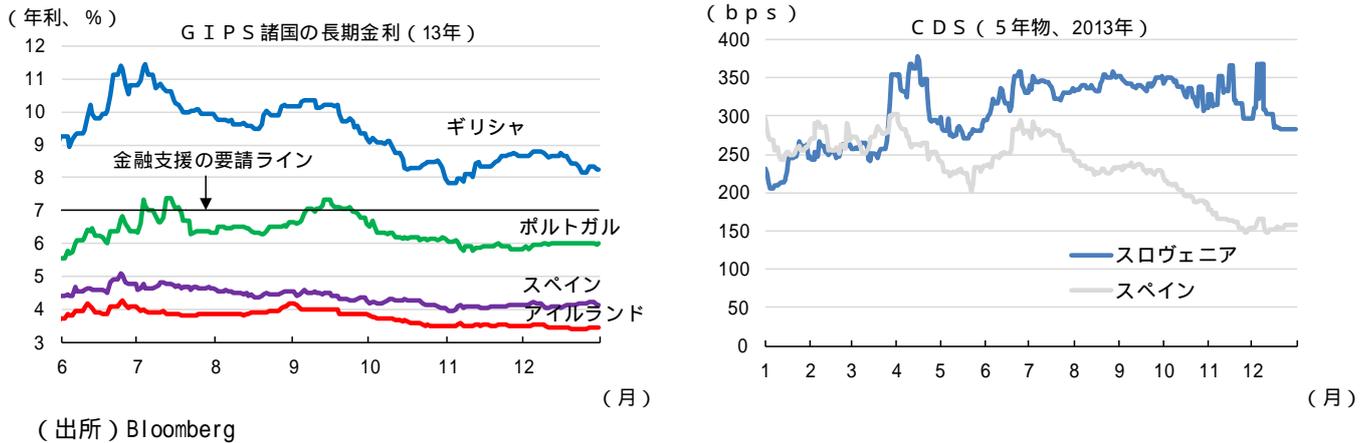
図表2．米国の連邦財政の状況



Q3．欧州の債務問題・金融不安は再燃しませんか？

- ・ 概ねテールリスク（確率は低いが発生すると非常に巨大な損失をもたらすリスク）化した感がある欧州の債務問題ですが、長期金利が高止まっていることが示すように、再燃の火種になりかねないのがギリシャです（図表3）。
- ・ ギリシャは現在第二次の金融支援を受けていますが、政府資金が不足する中で第三次の金融支援の必要性も高まっています。EUからの金融支援を受けるためには、EU側から求められた構造改革（例えば増税による歳入増と年金受給の見直しなどを通じた歳出減、国営企業の民営化のさらなる推進、など）が求められますが、政権基盤が不安定な同国は、EU側と合意した改革内容の進ちょくが遅れており、EU側からの資金支援がストップする危険性を、常にはらんでいます。
- ・ また2013年春先に顕在化した「小国リスク」についても、引き続き注意が必要です。とりわけ政府系金融機関の不良債権問題が深刻化しているスロヴェニアでは、その救済をめぐる、政府とEUとの対立が続いています。同国政府は、銀行の救済に支援は必要なく、自国の財政資金での実現が可能であるとしています。金融市場では債務不履行懸念がくすぶっています。今後の動向次第では、同国を取り巻く金融環境が、欧州の信用問題を再燃させる火種になる危険性があります。

図表3 . 取り残されるギリシャと新たに台頭した小国リスク



- 金融面では、ECBによる単一銀行監督制度（SSM）の導入を皮切りとする「銀行同盟（Banking Union）」構想の進捗と、銀行の財務体質の問題が注目されます。SSMはEUが2012年に示した銀行同盟構想の一角を成すもので、これまで欧州銀行監督局（EBA）が示した方針の下で各国の当局が行っていた銀行監督を、ECBの下で一元化して行おうというものです。銀行監督業務は本来の中央銀行業務と利益相反に陥る可能性を有しているものの、ECBの下で監督を一元化することによって、金融行政の質的改善が図られることが期待されています。
- なおSSM設立の前段階として、ECBが直接監視するEU域内の主要130行に対してストレステスト（健全性審査）が課されることとなります。このストレステストでは、自己資本の健全度や不良債権の深刻度を中心に、銀行の体力が査定されるものと予想されます。銀行は足元にかけてもリスク資産である銀行融資を減少させるなどして、財務体質の改善を図っています。銀行の財務が足元にかけて改善基調にあるものの、依然強い弱性を有している中で、EUの銀行は、少なくともストレステストを無事通過するまでは財務の健全化に努めざるを得なく、リスクが採りにくい状況が続くことになるでしょう。
- 他方で、ECBによるSSMが2014年11月に稼働した後は、銀行の破綻処理を一元的に担う単一破綻処理メカニズム（SRM）の構築が焦点となります。ECBのドラギ総裁は報道機関とのインタビューで2015年中のSRM設立を目指す旨を示しています。各国が銀行の破綻処理コストの負担を巡る対立を乗り越えて、スケジュール通りに制度を構築していけるかが注目されます。

Q4 . 中国の経済改革は進みますか？

- 2013年夏場以降の鉱工業生産が前年比+10%程度の伸びをキープするなど、中国の生産は足元にかけて徐々に持ち直しています。自動車を中心とする一部耐久消費財の生産が

堅調であるほか、鉄鋼製品やセメントといった生産財についても持ち直しの動きがみられます。また在庫の積み上がりテンポも、供給がダブっている鉄鋼などでも徐々に鈍化しており、調整が緩やかに進んでいる様子が見えます。

- ・ もっとも、生産者価格は 2013 年 12 月も前年比 - 1.4% となり、12 年 4 月以降前年割れが続いています。企業部門の需給はまだ十分引き締まっておらず、調整余地が大きいと判断されますが、それは需要不足というよりも、むしろこれまで過剰に行ってきた設備投資に伴って、構造的な生産超過に陥っていることが原因であるとみられます。こうした事態を踏まえて、最高国家行政機関である国務院は 10 月 15 日、過剰設備を抱える生産財生産部門に対して、新規の投資プロジェクトを禁止する計画を明らかにしており、その実効性が注目されています。こうした過剰設備に代表される構造的な問題への対処は、2013 年 11 月 9 日から 12 日にかけて開催された「中国共産党第 18 期中央委員会第三回全体会議(三中全会)」における「決定」の中にも多く盛り込まれています(図表 4)。

図表 4 . 三中全会における経済面の「決定」の要約

国有企業改革：非国有企業が国有企業投資プロジェクトに出資することを認可する。また国有企業の利益上納比率を現在の 20% 以下から 2020 年までに 30% に引き上げる。

市場メカニズムの重視：これまで資源配分における市場の役割は「基礎的」なものにとどめられていたが今後は「決定的」な役割を果たさせ、政府の干渉などによる資源配分の歪みを是正し、資源配分の効率化と公平性の向上を図る。

産業の参入規制の緩和：金融、教育、文化、医療などサービス業分野において秩序立った開放を進める。また保育・養老、建設・設計、会計・監査、商業・流通、電子取引などのサービス分野における外資の参入規制を撤廃し、一般製造業への外資の参入を一段と自由化する。

所得分配構造の是正：労働報酬の伸びと生産性の向上を同時に実現し、一次分配における労働報酬の割合を高めるよう努力する。

農民に対する財産権の付与と保護：農民の権益を守り、農地収用を巡るトラブルの抑制を図る。農民に集団所有資産に対する占有、収益、有償脱退権や抵当、担保、相続権を付与する。

戸籍制度改革の促進：戸籍制度を改革し、小都市から始めて秩序立った離農者の市民化を進める。

金融市場の改革：人民元為替相場形成における市場化メカニズムを整備して、金利の自由化を加速する。

不動産税の導入：租税制度整備の一環として、不動産税立法を加速する。

一人っ子政策の緩和：夫婦の一方が一人っ子である場合に二人目の出産を認める。既に一人っ子同士の夫婦には子供を二人持つことが認められていたが、今後、さらに二人目の子供を持てる夫婦の対象範囲を拡大する。

幹部の業績考課制度の改革：経済成長のみならず、資源消費、環境破壊、生態系保全効果、生産能力過剰などの指標のウェイトを高める。

改革全面深化指導小組の設立：改革の基本設計、統一計画・調整、全体的推進および実行の督促に当たる指導グループを新設し、改革深化を着実に推進する。

(出所)『日刊中国通信』など

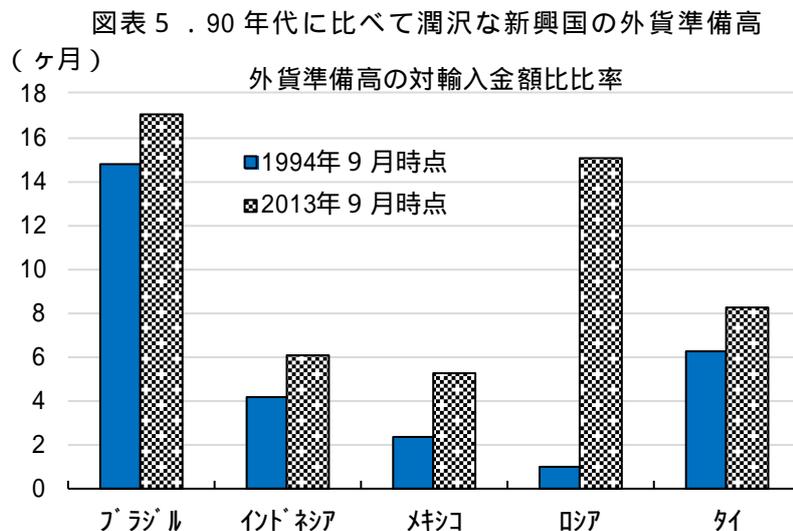
- ・ 過剰設備に代表される構造的な問題は根深く、解消までには長期を要するでしょう。当局もまたその必要性を強く認識している一方で、景気にも配慮せざるを得ないと考えられます。2014年以降、中国政府は三中全会の決定などに基つき経済改革を進めていくと考えられますが、そのテンポは景気ならみの緩やかなものにとどまるとみられます。

Q5 . F R Bのテーパリングは新興国に悪影響を与えますか？

- ・ 米国景気に財政協議の難航などによって失速圧力がかからない限り、F R Bによるテーパリングは粛々と進められることになるでしょう。そうした中で懸念されるのが、テーパリングに伴い世界の資金フローに変化が生じ、それが新興国の通貨（金融）危機を引き起こす危険性です。
- ・ 思い起こされるのが、米国の金融引き締めをきっかけに発生した、1990年代後半における国際的な通貨危機の連鎖です。その流れは、まず1994年から95年にかけてのメキシコで顕在化しました。当時、メキシコでは固定相場制度が採用されていましたが、為替レートの水準は実体経済に比べて割高でした。94年11月に米F R Bが利上げに着手したことをきっかけに短期の資金がメキシコから一気に流出しましたが、メキシコ中銀は介入によって為替レートの水準を守ろうとしました。
- ・ もっとも、投資家は中銀が割高な為替レートを維持できないと考えて売りを浴びせました。その結果、外貨準備が底をついたメキシコは同年12月に固定相場制度を放棄し、完全変動相場制へと移行せざるを得なくなったのです。そして、メキシコの通貨ペソは翌95年にかけて対ドルで120%も下落することになりました。為替レートの下落を受けて輸入インフレが進行して国内物価が跳ね上がったり、対外債務の規模が大きく膨らんだりするなど、メキシコ経済は大混乱に陥りました。その後、同様の流れが中南米にドミノ的に波及し、99年にはブラジルも同様の危機に瀕したのです。
- ・ こうした資金フローの変化は中南米のみならず世界中に波及し、1997年のタイを震源地とするアジア通貨危機に、98年にはロシア通貨危機へと連鎖的な広がりをみせました。いずれの国も、固定相場制度の下で経済の実態に比べて割高な為替レートを設定していた経済であり、為替レートを守ろうとした結果、外貨準備が底をついて変動相場制度に移行せざるを得ず、その過程で国内が大混乱に陥ることになりました。
- ・ F R Bのバーナンキ議長がテーパリングの可能性に言及した2013年5月中旬以降、新興国の通貨は軒並み下落し、一時は90年代型の新興国通貨危機が再燃するという懸念が世界の金融市場を駆け巡りました。その後、テーパリング観測が織り込まれていく中で新興国の為替レートは持ち直しましたが、インドネシアなど巨額の経常収支赤字を抱える一部の国では、軟調な地合いが続いています。
- ・ 2014年に本格化するテーパリングが世界的な資金フローの在り方を変化させること自

体が確実な中で、それを起点とした何らかの通貨（金融）不安が発生する可能性そのものは否定できません。しかしながら、テーパリングを受けて、新興国が90年代と同様に軒並み通貨危機に陥る事態は避けることができると考えられます。

- ・ その理由として、まず、近年、新興国において変動相場制度への移行が進んでいることが挙げられます。90年代に通貨危機を経験した諸国は、固定相場制度を放棄した後、程度の差はあるものの、現在に至るまで変動相場制度を維持しています。また、通貨危機を免れた新興国に関して、市場への介入を極力弱め、為替レートの運用をより弾力的にする流れが進んでいます。変動相場制度の下では、基本的には、経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）に応じた合理的な為替レートが、市場によって自動的に決定されます。そのため、仮に為替レートが割高であると投資家に判断されたとしても、現在の為替レートは固定相場制度を採用していた当時に比べると、経済の実勢に応じた水準にあると考えられます。そのために、調整の動きが発生したとしても、当時と比べて限定的でありかつ弾力的なものになるでしょう。
- ・ また新興国の外貨準備高が、90年代中頃と比べて潤沢に積み上がっていることも、90年代型の通貨危機の防波堤になるとみられます（図表5）。新興国は外貨準備が潤沢な環境にあるため、為替当局は当時と比べてより機動的な「スムージング・オペレーション（為替当局が為替レートの乱高下を防ぐために行う為替市場介入）」を実施することが可能になるでしょう。そのため、投資家が新興国の通貨に売りを浴びせたとしても、為替の急落を嫌気した当局間の協調介入も見込まれるため、為替の下落をモデレートすることができると考えられます。したがって、為替急落に伴うインフレ高進や対外債務の膨張、短期資金の流出に伴う国内金融不安の高まりといった経済に対するショックも、90年代に比べて和らげることが可能であると見込まれます。



(出所) IMF

- ・ もっとも、ファンダメンタルズよりも割高な水準で為替を設定していたり金融問題を抱えていたりする新興国も依然存在しており、そうした経済の通貨に対しては、資金フローの変化によって大きな減価圧力がかかる可能性があることには注意を要します。

お問合せ先 調査部 土田 陽介

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、当社の統一した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。