

## 調査レポート

# 2014 / 2015 年世界経済見通し(2014年1月)

～ 世界景気は力強さに欠けた緩慢な回復にとどまる ～

2013年の世界経済の実質成長率は+3.4%と12年(+3.2%)から持ち直した模様である。年間を通して欧州の債務問題が小康状態を保つ中で、前半は中国の景気減速が、後半は米国の政策不透明感が世界経済のリスク要因となった。先行き2年の世界経済の成長率は2014年が+3.7%に、続く15年が+3.9%になると予測する。世界の景気の増勢は緩やかな加速にとどまり、力強さに欠けた緩慢な回復となるだろう。

米国の実質経済成長率は2014年が+2.5%、15年が+2.7%になると予測した。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て、米国景気は緩やかではあるが着実に回復していくだろう。不透明感がくすぶる経済政策に関しては、財政面では、最終的には穏健な健全化路線が敷かれるだろう。金融面では、FRBによるQE3が2014年いっぱい終了すると見込んだ。一方、政策金利(FFレート)の引き上げについては2015年半ば以降になると考えられる。

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%になると予測した。欧州連合(EU)が経済戦略のかじ取りを緊縮から成長へと修正したことを受けて、財政健全化に伴う景気下押し圧力は弱まる。民需も持ち直すが、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き、固定資産投資も力強さを欠く。こうした中で、景気は輸出に依存したかたちで持ち直しが続くと思われる。

中国の実質経済成長率は2014年が+7.7%、15年が+7.5%になると予測した。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・合理化を進めよう。他方で、第12次5ヶ年計画の終了を踏まえ、インフラ・環境投資は堅調に推移する見通しである。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しよう。

世界経済の成長を下押しするダウンスайд・リスク要因としては、米国における政策不透明感の高まり、ギリシャを中心とする欧州債務問題の再燃、国際環境の悪化に伴う中国経済・金融の変調、の3つがある。これらの要因が顕在化すれば、力強さを欠く世界景気が下押しされ、回復が失速する危険がある。各国の中央銀行は金融緩和の強化を余儀なくされ、市場は変動が激しい展開になるだろう。

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・野田麻里子

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

目次

1 . 2013年の世界経済の回顧と2014 / 15年の見通し総論	
( 1 ) 先進国を中心に持ち直した2013年の世界経済	2 ~ 3
( 2 ) 2014 / 15年の世界経済見通し	
~ 世界景気は力強さに欠けた緩慢な回復にとどまる	3 ~ 4
2 . 民需の基調が底堅い一方で政策不透明感がくすぶる米国景気	
( 1 ) 民需の基調が底堅い米国経済	5 ~ 8
( 2 ) くすぶる政策不透明感	9 ~ 10
( 3 ) 2014 / 15年の米国経済見通し	
~ 政策不透明感を抱えつつも民需主導の緩やかな成長が続く見込み	11 ~ 12
( 4 ) リスクシナリオ	13
3 . 経済の不均衡は改善が進むも緩慢な回復にとどまるユーロ圏景気	
( 1 ) 回復の動きが弱含むユーロ圏景気	14 ~ 17
( 2 ) 依然くすぶる債務問題・金融不安再燃リスク	18 ~ 19
( 3 ) 2014 / 15年のユーロ圏経済見通し	
~ 輸出に依存した緩慢な成長が続く	20 ~ 21
( 4 ) リスクシナリオ	22
4 . 構造調整圧力を抱えながらも巡航速度での拡大が続く中国景気	
( 1 ) 巡航速度での拡大が続く中国景気	23 ~ 26
( 2 ) 改革の一段の深化を謳った第18期三中全会の「決定」	27 ~ 28
( 3 ) 2014 / 15年の中国経済見通し	
~ 調整圧力を抱えながらも7 %台での成長が続く	29 ~ 30
( 4 ) リスクシナリオ	31
( 5 ) 中国経済の動向を踏まえたアジア経済の見通し	32
5 . 2014 / 15年の世界経済見通しの総括	
( 1 ) ダウンサイド・リスクが強い世界景気	33 ~ 34
( 2 ) 90年代型の新興国通貨危機の再来は免れる公算	34 ~ 35
世界経済予測総括表	36 ~ 38

## 1. 2013年の世界経済の回顧と2014/15年の見通し総論

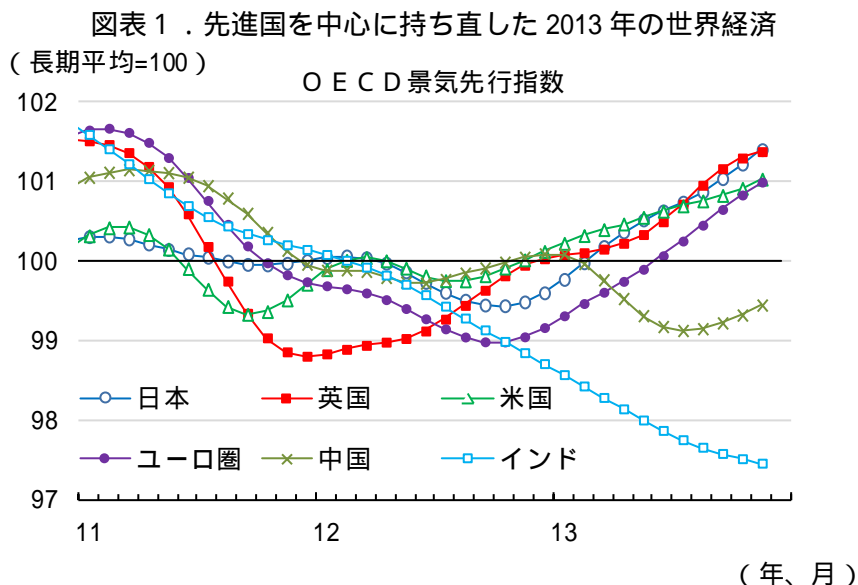
### (1) 先進国を中心に持ち直した2013年の世界景気

2013年の世界経済は、経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数の動きにみてとれるように、先進国を中心に景気持ち直しの動きが続いた（図表1）。

年前半は、ブッシュ減税の失効などを乗り越えて個人消費が堅調に推移した米国や、いわゆる「アベノミクス」の下で持ち直しの動きが続いた日本、ロンドン五輪をテコにして景気の拡大が続いた英国経済が、それぞれ世界景気回復のけん引役になった。

また2010年春先頃から顕在化し、それ以降世界経済のリスク要因であり続けた欧州の債務問題も、春先にはキプロスやスロヴェニアの債務問題といった「小国リスク」が意識される局面があったものの、小康状態を概ね保った。12年秋口に政策当局が発表した危機対応、すなわち欧州安定メカニズム（ESM）の稼働と欧州中央銀行（ECB）による国債買い取りプログラム（OMT）の導入が、市場で引き続き好感されたかたちとなった。もっとも、欧州の中核であるユーロ圏の景気自体は停滞し、南欧の重債務国を中心に雇用・賃金情勢の悪化が続いた。

他方で、低成長が続いたのが新興国である。とりわけ、それまで実質8%増が成長の最低ラインといわれていた中国の成長率が7%台のテンポで推移したことは、欧州債務問題に代わる世界景気の新たなりリスク要因として、金融市場で一時強く警戒された。しかしながら、そうした中国景気の変調が、中成長期への移行を踏まえた習新政権の構造改革（李コノミクス）路線下で、当局によるコントロールを受けたものであるという認識が広がる中で、同国景気に対する市場の警戒は徐々に和らいでいった。反面でインドやインドネシアなど巨額の経常赤字を抱える経済の景気は、資本流入の不調もあり低空飛行が続いた。



（出所）経済協力開発機構（OECD）

年後半になると、欧州では景気がようやく底打ちし、緩やかながら持ち直しの動きに転じた。加えて、大規模な金融緩和に支えられた米日英の景気が引き続き堅調に推移したものの、その反面で新興国景気は、中国やブラジルなど一部の国は持ち直したが、インドやインドネシアなど経常赤字問題を抱える国々は低空飛行が続いた。

こうした状況の下で、世界経済の新たなリスクとして台頭してきた要因が、米国による経済政策の不透明感の高まりである。米国の財政・金融政策の動向次第では、米国の景気が失速し、世界経済の成長に対して大きな下押し圧力がかかることになるのではないかと懸念が高まった。

まず金融面では、米連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和第三弾（QE3）の段階的縮小（テーパリング）に対する不透明感が高まった。FRBのバーナンキ議長は、当初、2013年後半にもテーパリングに着手し、2014年半ばにはQE3を終了するというスケジュール観を示していたが、実際の着手は14年1月まで結局ずれ込むことになった。年明け以降も、テーパリングが緩やかに進む公算が大きい中で先進国の金融市場が流動性相場的な性格を強くしているが、一方で新興国の金融市場は不安定な動きが続いている。

他方で財政面では、与野党間の財政政策の対立を巡る不透明感が、秋口にかけて高まった。秋口の米議会では14年度（13年10月～14年9月）の連邦予算と債務上限の引き上げを巡る与野党間の協議が難航し、10月上旬には政府機関の一部が閉鎖される事態に陥るとともに、米国債のデフォルトが現実味を帯びるようになった。こうした混乱によって民間部門のマインドが家計を中心に悪化し、米国景気は一時的に減速したとみられる。12月中旬の超党派委員会では14～15年度の予算と中期の財政健全化計画の大枠で合意に達し、予算の問題はほぼ解決したが、債務上限を巡る問題は取り残されたままである。

なお当社推計によると、2013年通年の世界経済の実質成長率は見込み値で+3.4%と、12年（+3.2%）から持ち直した模様である。

## （2）2014 / 15年の世界経済見通し

～世界景気は力強さに欠けた緩慢な回復にとどまる～

今回の見通しでは、世界経済の成長率が2014年は+3.7%に、続く15年は+3.9%になると予測した。欧州景気の持ち直しは好材料であるが、米中景気が巡航速度での拡大となる中で、世界の景気は力強さに欠けた緩慢な回復にとどまろう。

米国の実質経済成長率は2014年が+2.5%、15年が+2.7%になると予測した。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て、米国景気は緩やかではあるが着実に回復していくだろう。不透明感がくすぶる経済政策に関しては、財政面では、最終的には穏健な健全化路線が敷かれるだろう。金融面では、FRBによるQE3が2014年いっぱい終了すると見込んだ。一方、政策金利（FFレート）の引き上げについては2015年半ば

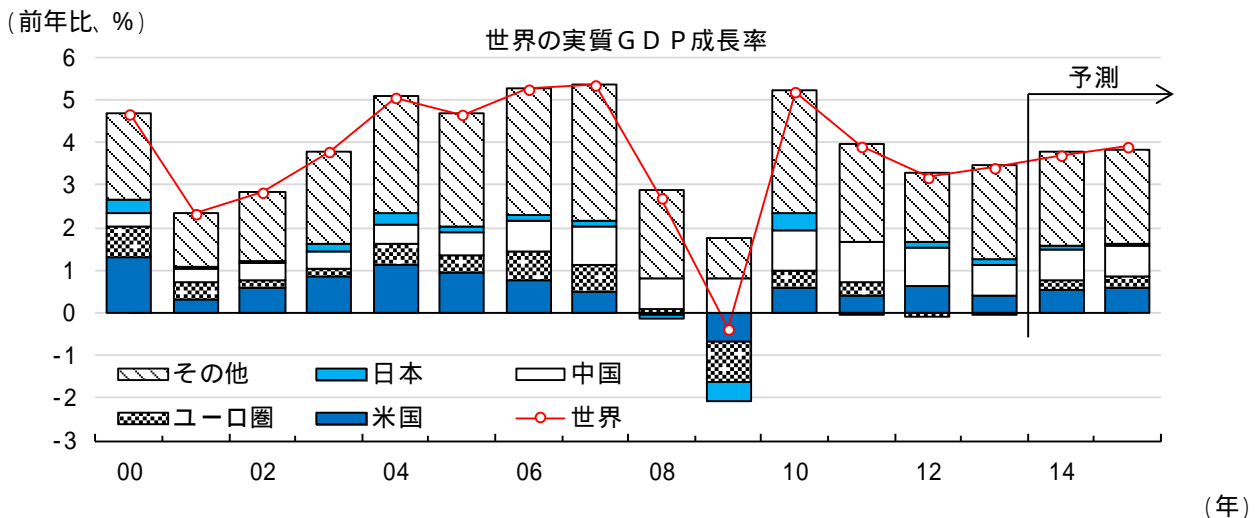
以降になると考えられる。

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%になると予測した。欧州連合（EU）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へと修正したことを受けて、財政健全化に伴う景気下押し圧力は弱まると考えられる。民需も持ち直すが、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き、固定資産投資も力強さを欠く。こうした中で、景気は輸出に依存したかたちで持ち直すだろう。

中国の実質経済成長率は2014年が+7.7%、15年が+7.5%になると予測した。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・合理化を進めよう。他方で、第12次5ヶ年計画の終了を踏まえ、インフラ・環境投資は堅調に推移する。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しよう。加えて、米欧景気の緩やかな回復を受けてASEAN諸国の輸出が拡大するとみられるため、アジア景気は2014年が+6.8%、15年が+6.7%になると予測した。

なお、世界経済の成長を下押しするダウンサイド・リスク要因として、米国における政策不透明感の高まり、ギリシャを中心とする欧州債務問題の再燃、国際環境の悪化に伴う中国経済・金融の変調の3つを指摘することができる。これらの要因が顕在化すれば、力強さを欠く世界景気が下押しされ、回復が失速する危険がある。その中でも、世界経済の中心である米国を取り巻く政策不透明感の高まりが、最大のかく乱要因になる公算が大きい。これが顕在化すれば、各国の中央銀行は金融緩和や財政出動の強化を余儀なくされ、市場は変動が激しい不安定な展開になるだろう。

図表2．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（IMF）、予測値は三菱UFJリサーチ&コンサルティング（MURC）

## 2. 民需の基調が底堅い一方で政策不透明感がくすぶる米国景気

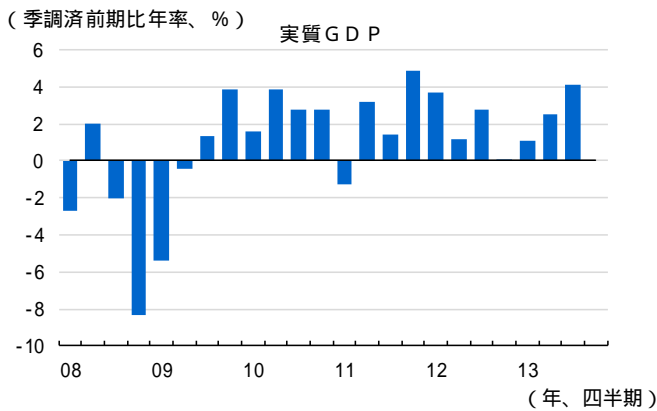
### (1) 民需の基調が底堅い米国経済

#### 緩やかなテンポで回復する米国景気

米国景気は緩やかな回復が続いている。直近 2013 年 7~9 月期の実質 GDP（確報値）は前期比年率 +4.1%と、3 期連続で成長が加速した（図表 3）。需要項目別に GDP 成長率に対する寄与度をみると、在庫投資（+1.7%ポイント）による押し上げが顕著である（図表 4）。その反面で、個人消費の寄与度が +1.4%ポイント、住宅投資が +0.3%ポイント、設備投資も +0.6%ポイントとそれぞれ 4~6 月期からほぼ同水準にとどまるなど、国内最終需要ベースでは加速感に欠けている。

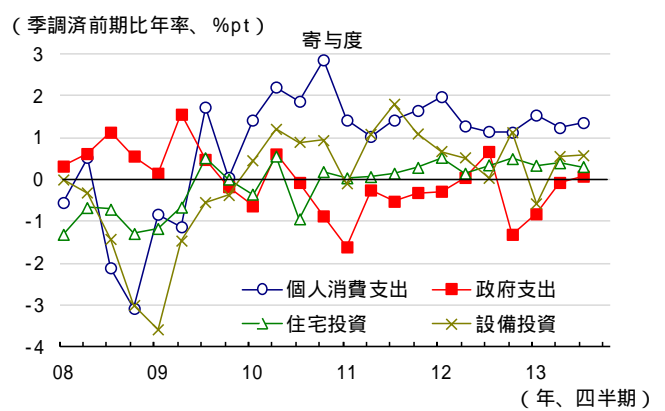
ただ、米国の民間需要の基調そのものは底堅い。家計部門のバランスシートをみると、足元の負債の規模は住宅バブル前のトレンドを既に下回っており、借金の返済を優先せざるを得ない状況を既に脱していると判断される（図表 5）。他方で企業部門をみても、企業のフリーキャッシュフローの水準は設備投資に比べて潤沢であり、財務の健全度が高いと評価できる（図表 6）。

図表 3 緩やかに回復する米国景気



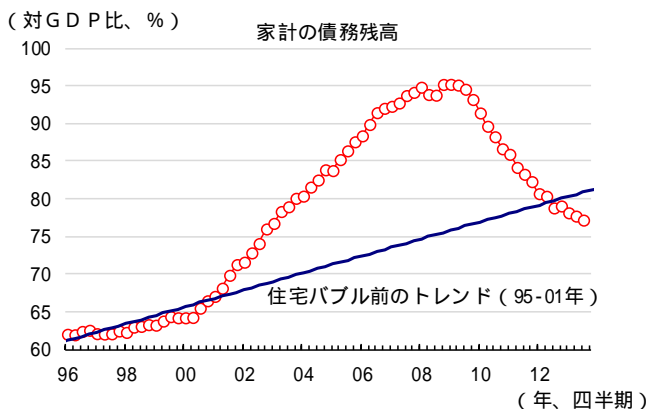
(出所) 米商務省経済分析局 (B E A)

図表 4 主要な需要の推移 (寄与度)



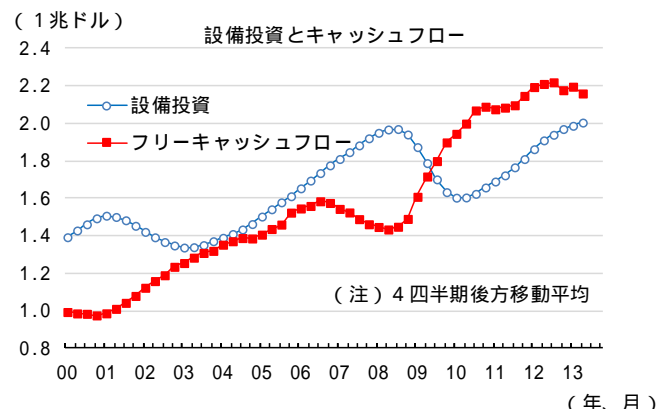
(出所) B E A

図表 5 調整が進展した家計のバランスシート



(出所) B E A 及び米連邦準備制度理事会 (F R B)

図表 6 潤沢な企業のキャッシュフロー



(出所) B E A

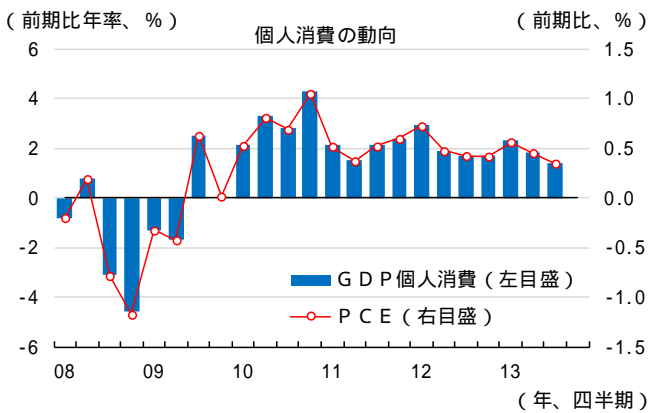
個人消費は底堅い回復が続く

続いて、各部門の需要動向をみていこう。最初に家計部門であるが、米国景気のけん引役である個人消費は着実な回復が続いている。13年7~9月期の実質個人消費支出（PCE）は前期比+0.4%と2四半期連続で伸びが鈍化した。増勢は底堅い（図表7）。

リーマン・ショック以降の実質PCEの前期比増減率（2009年第1四半期～2013年第3四半期）を所得と株価、住宅価格の3つの要因（全て実質ベース）で分解すると、個人消費の主な押し上げ要因は所得の増加であることが分かる（図表8）。加えて、上昇基調を強めている株価による押し上げ（資産効果）も、個人消費の回復に貢献していると考えられる。さらに、後述のように、住宅価格も足元にかけて上昇テンポを高めているため、今後は住宅価格による資産効果が徐々に強まっていく可能性がある。

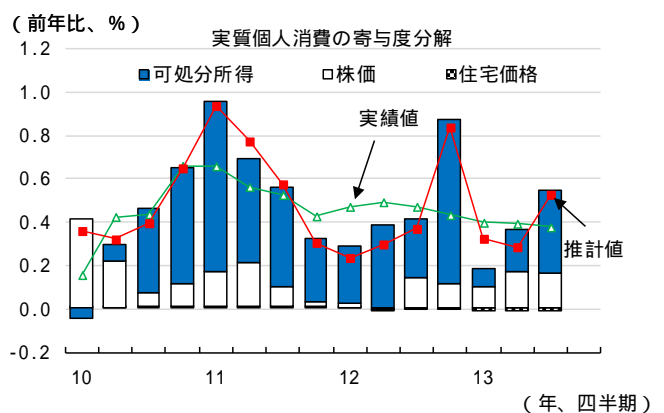
その一方で雇用情勢をみると、失業率は趨勢的な低下傾向にある（図表9）。非農業部門雇用者数の増減をみると、2013年を通じて前月比18万人前後での増加が続いており、雇用情勢は緩やかに回復していると判断される。もっとも、失業率の低下が、そうした雇用者数の増加（就業化要因）だけではなく、労働市場から退出する人々が増えていること（非労働力化要因）にもよっていることには注意を要しよう（図表10）。

図表7 着実な回復が続く個人消費



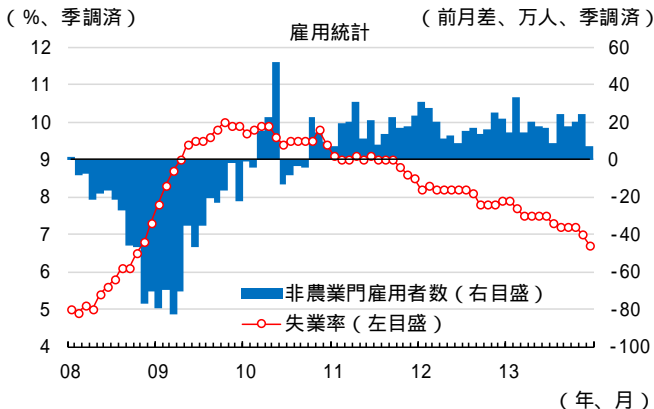
(出所) B E A

図表8 所得環境の改善が消費増に貢献



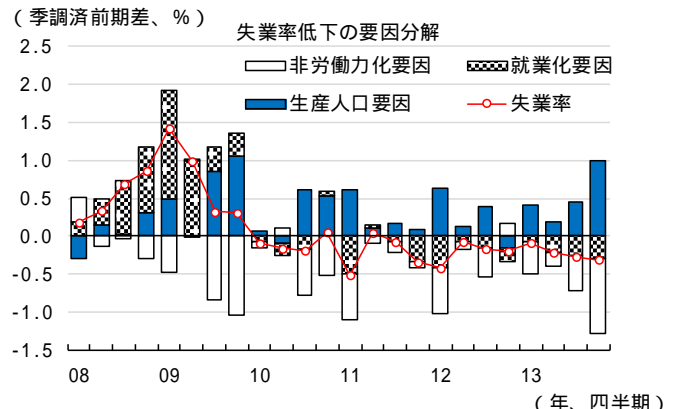
(出所) B E A、米連邦住宅局、S & P

図表9 緩やかに改善する雇用情勢



(出所) 米労働省

図表10 市場からの退出者増加が失業率の押し下げに



(出所) 米労働省

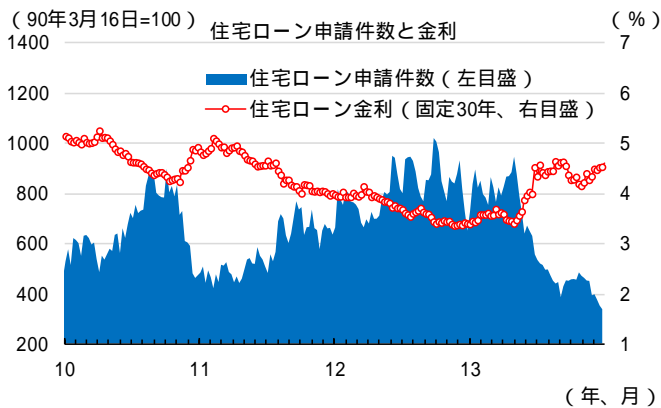
住宅投資は足元で増勢が一服

次に、個人消費とも関係性が深い住宅投資をみると、足元の住宅市況が中古市場を中心に頭打ちとなっているため、住宅投資の増勢は一服しているとみられる。その背景には、住宅ローン金利の高止まりがあると考えられる（図表 11）。米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長がテーパリングに言及して以降の長期金利の動きと歩調を合わせるように、米国の住宅ローン金利は水準を切り上げて推移している。その結果、家計の住宅購入意欲が低下しているとみられる。一方で、住宅価格をみると、引き続きリーマン・ショック前の水準よりは低いものの、足元の上昇ペースは過熱気味である（図表 12）。住宅価格の上昇は資産効果の面から個人消費の押し上げに寄与するが、その反面で、騰勢が強まれば金融不安へとつながるリスクもあり、当局は動向を注視している模様である。

なかなか加速しない企業の設備投資

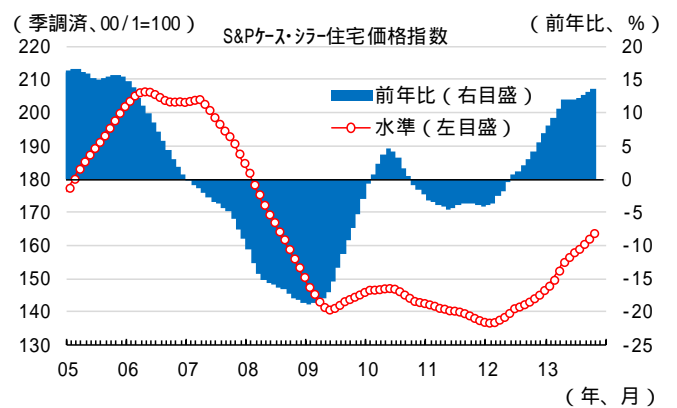
他方で、企業部門の需要動向をみてみよう。企業業績の改善などを映じて潤沢なフリーキャッシュフローを保有しているにもかかわらず、企業は設備投資に抑制的であり、増勢がなかなか加速しない状況が続いている（図表 13）。

図表 11 住宅ローン申請件数の増勢が一服



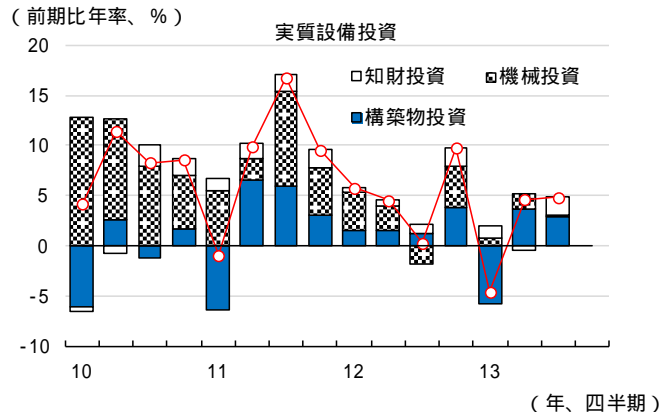
（出所）米抵当銀行協会（MBA）及びFRB

図表 12 過熱気味に推移する住宅価格



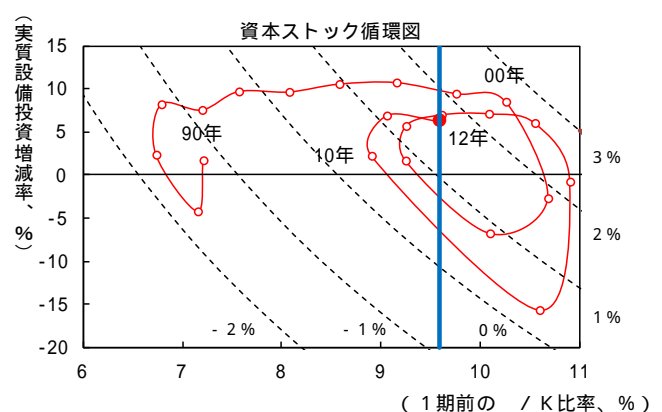
（出所）スタンダード・プアーズ（S&P）

図表 13 なかなか加速しない設備投資



（出所）BEA

図表 14 企業の期待成長率は控え目



（出所）BEA

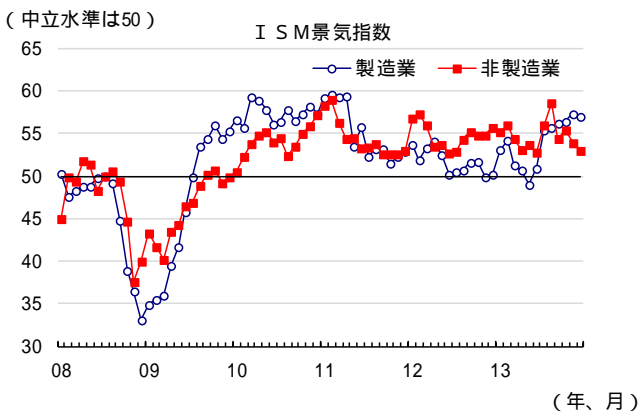


足元で、構築物投資や知財投資は底堅い拡大が続いているが、一方で機械投資は勢いを欠いている。構築物投資は「シェール革命」に伴って好調な鉱業部門などを中心に、回復が底堅い。反面で、その恩恵が製造業部門全体や非製造業部門全体へと波及する段階にはまだ至っていないことが、機械投資がさえない背景の1つにあるとみられる。また資本ストック循環図を用いて企業の期待成長率をみると、2012年の水準は期待成長ラインが1~2%のレンジにとどまっており、設備投資の力強い拡大が続いた2000年代中頃（期待成長ライン2~3%）と比べて低いレベルにある（図表14）。米供給管理協会（ISM）景況感指数をみると、製造業・非製造業とも中立水準である50を上回って推移しており、企業の景況感そのものは景気に対して楽観的であると判断できる（図表15）。にもかかわらず、企業が設備投資に慎重である理由としては、海外移転が着実に進んでいること（図表16）移民の減少など米国の国内需要に対する構造的な問題を不安視していること、米国の法人税が他国と比べて高水準であること、などの要因が考えられる。

経常赤字は縮小が続く

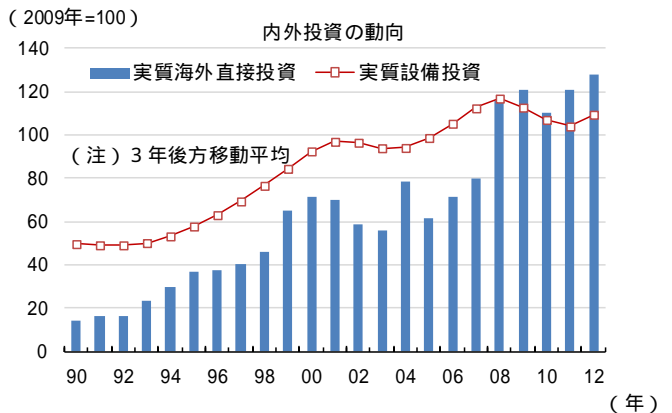
直近2013年7~9月期の経常収支はGDP比-2.2%にとどまった（図表17）。シェール革命に伴う原油輸入量のすう勢的な減少（図表18）などが、経常赤字の縮小につながっている。

図表15 企業は景気に楽観的



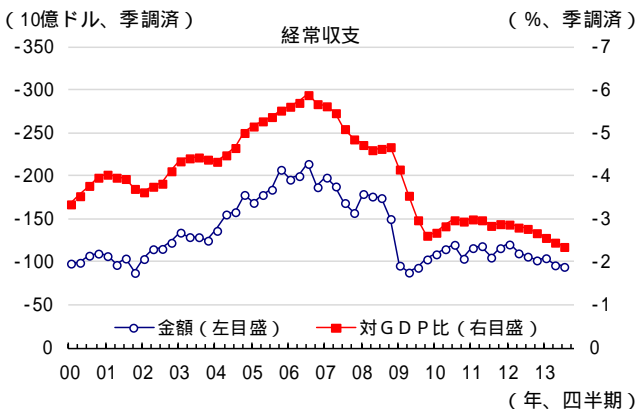
(出所) 米供給管理委員会 (ISM)

図表16 米企業は海外での投資を強化



(出所) B E A

図表17 経常赤字は縮小基調



(出所) B E A

図表18 減少する原油輸入量



(出所) 米エネルギー省情報局 (E I A)

## (2) くすぶる政策不透明感

民需の基調が底堅い一方で、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懸念される。

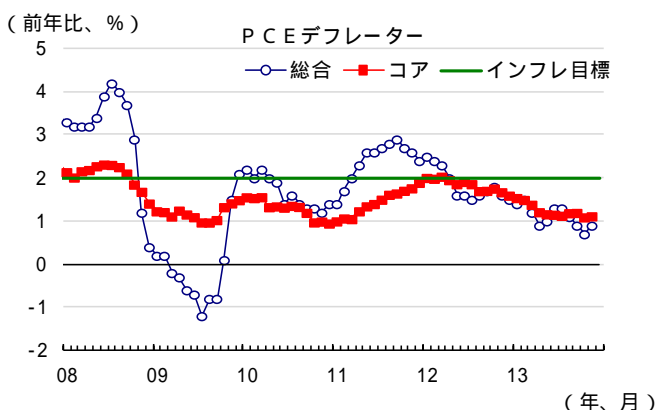
F R Bによるテーパリングは年明け以降緩やかに進む公算大

まずF R Bの政策動向が注視されている。F R Bのバーナンキ議長は、2013年5月の上下両院経済合同委員会での証言で、量的緩和第三弾(Q E 3)として2012年9月から実施している月額850億ドルの資産買い取りの減額に着手する可能性に言及した。続いて議長は、翌6月の連邦公開市場委員会(F O M C)後の記者会見で、F R Bの見通しどおりに経済指標が推移すれば、13年後半にも資産買い取りの段階的な縮小(テーパリング)に着手し、14年中頃までにQ E 3を終了するという出口戦略のスケジュール観を示した。

その後テーパリングに対する警戒感から金融市場が動揺し、新興国の株や通貨などを中心に一時売りが先行した。混乱は夏場にかけて落ち着いたものの、結局F R Bは、9月と10月のF O M Cではテーパリングの着手を見送った。秋口の財政協議の難航が景気に与えた影響を見極めたいとする意図があったと推察される。その後発表された景気指標が比較的堅調であり、財政協議難航の影響が比較的小さかったと確認されたため、F R Bは12月のF O M Cで、14年1月から月次の資産買い入れ額を850億ドルから750億ドル(国債を450億ドルから400億ドルに、モーゲージ担保証券を400億ドルから350億ドルに)へ減額し、テーパリングに着手する方針を示した(図表20)。12月中旬の超党派委員会における合意も、この決定を後押しした模様である。

今後の最大の注目点は、テーパリングがどのようなテンポで進むかにあるといえるだろう。現状では、バーナンキ議長が当初示したスケジュールは後ずれし、テーパリングは2014年いっぱいにかけて緩やかに進む公算が大きい。2014年のF O M Cも年8回の開催が予定されているが、そのたびに50億ドルから100億ドルの規模での減額が進むとみられる。ただこれは、米国景気に対する失速懸念が強まらないという前提の下でのことである。景気の下振れが意識される状況になれば、F R Bはテーパリングのテンポの鈍化を余儀なくされよう。

図表19 なかなか高まらない物価



(出所) B E A

図表20 12月F O M Cの概要

量的緩和第三弾(Q E 3)について

- ・モーゲージ担保証券(M B S)の月次買い入れ額を**400億ドルから350億ドル**に、国債の月次買い入れ額を**450億ドルから400億ドル**に減額する。開始は14年1月からとする。
- ・経済指標が見通しどおりに改善すれば、今後のF O M Cで資産買い入れの減額を進める。

政策金利(F F レート)について

- ・失業率が**6.5%を下回り**、**インフレ予想が2.0%を上回らない限り**、F F レートを現行の年0.00~0.25%に据え置く。

(出所) F R B, *Monetary Policy Release*, Dec 18, 2013.

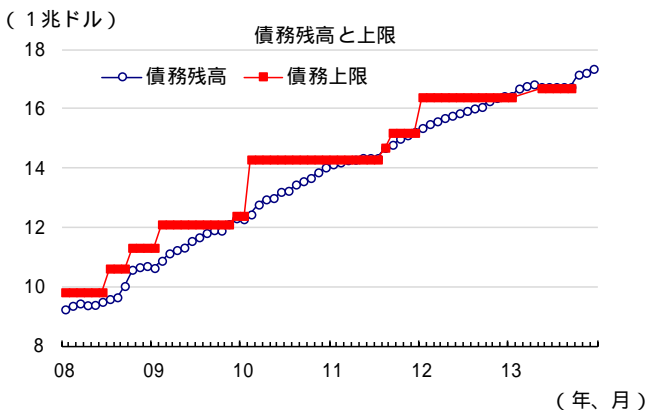
財政健全化は現実的な穏健路線で進む見込み

次に、財政政策の動向も注視されている。2013年9月から10月にかけて行われた14年度の連邦予算を巡る与野党協議は、10月中旬を期限とする連邦の債務上限の引き上げ問題と絡むかたちで難航した。協議の不調を受けて、10月上旬には政府機関の一部が強制的に閉鎖されたが、その後与野党は同月17日になって暫定的な合意に達した。続く12月中旬の超党派委員会では与野党は14～15年度の連邦予算について合意したが、連邦債務を巡る問題は未だ解決しておらず、2月7日には再び上限を迎えることになる（図表21）。

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る。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だろう。ただその一方で、先に述べたように債務上限を巡る問題は残されたままである。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る。また、仮に債務上限を巡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だろう。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ぶことになる。

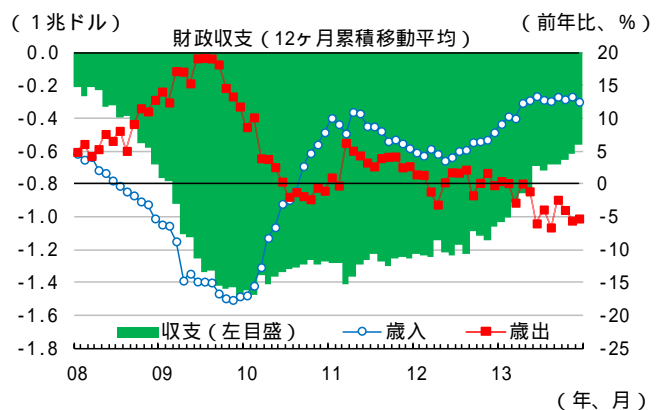
米国では2014年11月に中間選挙が予定されている。オバマ大統領に対する国民の支持率がさえない中で、政権奪取を狙う野党共和党が財政問題や医療保険制度改革などを材料に与野民主党に揺さぶりをかける展開が秋口まで続く展開が予想されることには、引き続き注意を要しよう。しかしながら先に述べたように、米国の財政問題の行方は米国経済だけではなく世界の金融・経済に対して甚大な悪影響をもたらす危険性を有しており、加えて秋口の財政協議の難航を受けて財政の早急な健全化を求める共和党の一部保守派（茶会党）に対する世論の風当たりが強くなる中で、野党共和党は強硬な手段を採れないと考えられる。強制削減の効果などから、米国の財源収支も足元にかけて改善基調を強めている（図表22）。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だろう。

図表21 2月に再び上限を迎える連邦債務



（出所）米財務省

図表22 改善基調にある財政収支



（出所）米財務省

( 3 ) 2014 / 15 年の米国経済見通し

～ 政策不透明感を抱えつつも民需主導の緩やかな成長が続く見込み

2014 年が +2.5%、15 年が +2.7% 成長になると予測

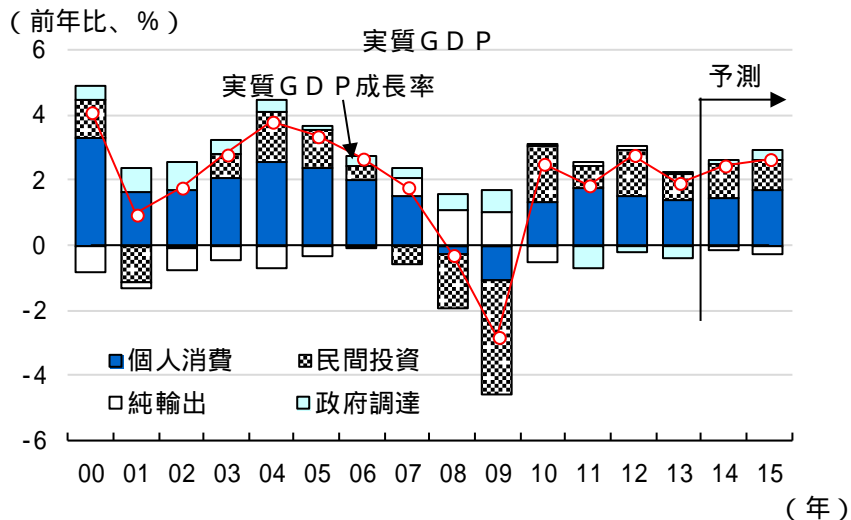
米国の実質経済成長率は 2014 年が +2.5%、15 年が +2.7% になると予測した ( 図表 23 )。

2014 年の米国経済を見通すと、引き続き財政を中心とする政策不透明感を抱えながらも、景気の緩やかな回復が続くと予想される。

まず公的需要に関しては、最終的には穏健な再建路線が敷かれるとみられるため、その大幅な減少による直接的な景気下押し圧力はほぼないと見込まれる。次に民需をみると、景気の押し上げ役として期待される個人消費は底堅い回復が続く公算が大きい。F R B によるテーパリングが進むことを受けて株価の上昇ピッチが鈍化して資産効果が弱まると考えられるものの、一方で雇用・賃金情勢の着実な改善が、個人消費の回復を支援しよう。同様に住宅投資も、テーパリングを受けて住宅ローン金利が高水準で推移するとみられるため増勢自体は鈍化するだろうが、家計のバランスシートの健全化の進ちょくもあって、実需の盛り上がりに応じた緩やかな回復が続くと予想される。他方で設備投資は、年前半は経済政策の展開をにらむかたちでの慎重な展開が予想されるが、経済政策に対する不透明感が和らぐとみられる年後半以降は勢いが徐々に加速し、景気の回復を下支えすると考えられる。とりわけ、シェール革命を受けた鉱物・石油化学産業による設備投資が、設備投資全体の増勢をサポートしよう。

2015 年の米国経済は、民需の持ち直しが一段と鮮明となり、景気は緩やかに加速するとみられる。具体的には、景気回復のけん引役である個人消費が、雇用・賃金情勢の改善テンポの加速を受けて堅調に推移するだろう。また設備投資の回復の動きも、鉱業部門のみならず製造業部門にまで着実に広がっていき、景気回復を促すとみられる。そうした民需全体の復調を受けて、F R B は 15 年後半にも F F レートを 0.50% に引き上げると考えられる。

図表 23 政策不透明感を抱えつつも民需主導の緩やかな成長が続く



金融政策と物価の見通し

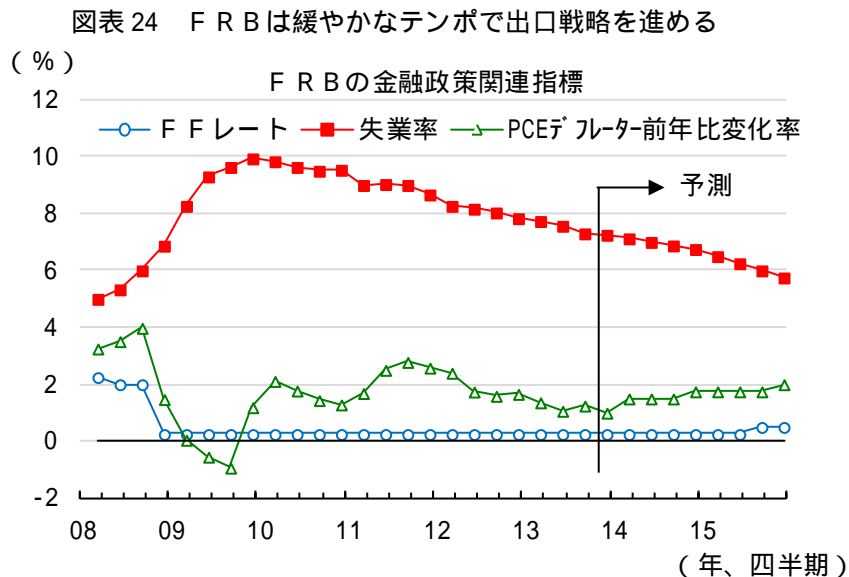
～テーパリングは14年いっぱい終了、利上げは15年後半、物価は徐々に高まる～  
 続いて、FRBによる金融政策を見通すと、景気の復調に合わせて、FRBは段階的に金融緩和の修正を進めると考えられる（図表24）

まずQE3について展望すると、FRBは2014年いっぱいをかけてテーパリングを進めて、QE3を終了させるだろう。具体的には、年8回のFOMCごとに50億ドルから100億ドルの減額テンポで、資産の買い入れ額を縮小させるとみられる。QE3が終了した後は、債券の満期償還を待ってバランスシートを自然に縮小させていくと予想する。

次に政策金利（FFレート）については、現在の年0.00～0.25%から0.50%への引き上げが2015年後半に行われると見込む。現在FRBは、長期のインフレ予想が2.0%を上回り、また失業率が6.5%を下回らない限り低金利政策を継続するという「時間軸」を示しているが、ダウンサイド・リスクが顕在化せず、米国景気が着実に回復すれば、2つの目標とも予測期間中に達成することが可能であると考えられる。

物価に関しては、足元にかけて消費者物価（CPI）上昇率がなかなか高まらず、デシインフレ（物価上昇率が持続的に低下する現象）気味に推移している。その主な背景には、一部耐久財価格の低迷やシェール革命に伴うエネルギー価格の安定、そしてドル高に伴う輸入インフレ圧力の低下があるとみられる。もっとも、先行き景気の拡大テンポが緩やかに加速していく中で、需要面からの物価上昇圧力が着実に高まっていくと予想される。したがって、PCEデフレーターの前年比上昇率は2014年が+1.6%、15年が+1.8%と徐々に拡大すると見通した。

失業率に関しては、景気の回復を反映して、足元にかけて緩やかな低下が続いている。景気の拡大に伴い労働市場に回帰する失業者が増加し、失業率の低下テンポが鈍化する可能性があるものの、早ければ2014年後半にもFRBが緩和維持の目安とする6.5%の水準に達するだろう。



（出所）実績値はFRB、米労働省、BEA、予測はMURC

#### (4) リスクシナリオ

##### アップサイド・リスクシナリオ

アップサイド・リスクとしては、個人消費や住宅投資が堅調に推移して、成長率を押し上げていく可能性が考えられる。そうした事態になるためには、株価や住宅価格が水準を一段と切り上げる必要があるだろう。つまり、いわゆる「資産効果」を通じて、個人消費や住宅投資が増勢を強めるというシナリオである。もっとも、そうした状況になれば、FRBは資産バブル抑制の観点から、テーパリングのテンポを速めることになる。FRBの首脳陣はQE3終了後も低金利政策を維持する方針を示しているが、資産市場の騰勢が意識されるようになれば、現在、早くても2015年後半になるとみられるFF金利の引き上げも前倒しされる可能性が高まる。金融政策の修正が早まれば総需要が抑制されるため、景気の加速ベースにもブレーキがかかることになる。したがって、景気が上振れても、FRBがテーパリングを推し進める限り、米国経済の実質成長率が大きく高まるようなことにはならないだろう。

なお、金融緩和の修正が早まるような状況になれば、英国以外の主要中銀の金融政策スタンスが依然緩和的である中で、ドルの独歩高が続く公算が大きくなる。そうなれば、資金フローの変化を通じて資源国通貨や新興国通貨の調整が促される可能性も高まると考えられる。

##### ダウンサイド・リスクシナリオ

他方で、ダウンサイドへのリスクを述べると、最も懸念される要因として、財政政策の不透明感が高まり、景気に対して失速圧力がかかることが挙げられる。2014～15年度の予算問題は軟着陸したため、公共サービスの供給が強制的にストップして景気を直接下押しするようリスクは大きく後退したと考えられる。しかしその反面で、連邦債務の上限や医療保険制度改革（オバマケア）などを巡る与野党間対立が激化する可能性は残されたままである。2014年11月に中間選挙を控える中で、野党共和党が与党民主党に対して財政問題を材料に揺さぶりをかけることになるだろう。財政問題の不透明性が高まれば、それを嫌気した家計や企業が経済活動を手控える公算が大きくなる。さらに、仮に連邦債務が不履行に陥れば、金融市場の混乱は避けがたく、株価にも強い下落圧力がかかると考えられる。そうした金融面での混乱が、米国景気を予測より下振れさせることになる。

なお、そのような状況に陥れば、FRBは景気への失速圧力を緩和するためにテーパリングのテンポを鈍化ないしは中断させることになるだろう。景気の腰折れが懸念されるような事態に発展すれば、金融緩和策を再び強化する可能性も考えられる。そうなれば、FRBによる出口戦略は再考を余儀なくされるとともに、金融市場は流動性相場の性格を一段と強くし、値動きが荒い不安定な状況に陥ることになるだろう。

また、仮に財政を取り巻く不透明感が払しょくされたとしても、FRBによるテーパリングが市場の想定以上のテンポで行われたとすれば、金融市場で調整圧力が強まると考えられる。その場合も、個人消費や住宅投資が下押しされ、景気が失速する危険性が高まるとみられる。

### 3. 経済の不均衡は改善が進むも緩慢な回復にとどまるユーロ圏景気

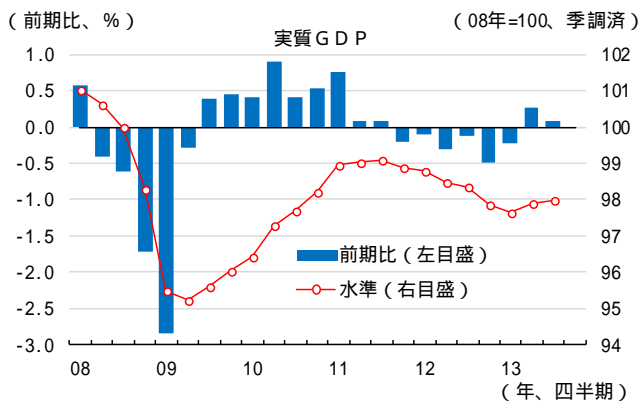
#### (1) 回復の動きが弱いユーロ圏景気

2013年7~9月期の実質GDPは前期比+0.1%に増勢鈍化

ユーロ圏景気はようやく底打ちし、緩やかな持ち直しが続いている。13年4~6月期の実質GDPは前期比+0.3%と7四半期ぶりに増加し、ユーロ圏景気は後退局面を脱した。もっとも、続く7~9月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.1%と伸びが鈍化し、ユーロ圏景気のリバウンド力は依然弱いことが示された（図表25）。

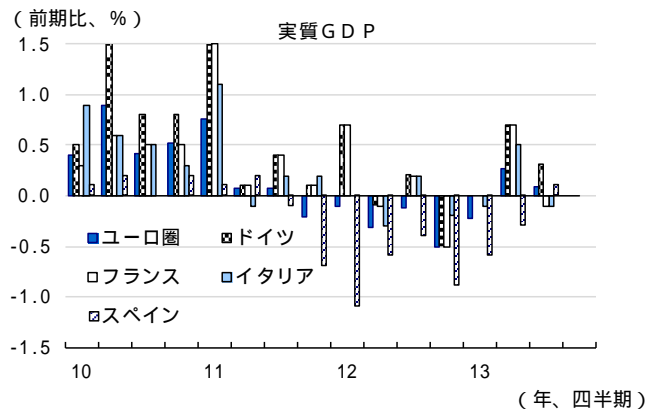
国別にみると、引き続きドイツがユーロ圏景気のリバウンドをけん引している。フランス景気は後退局面入りは免れているが、一進一退の状況が続いている。他方で、スペインの7~9月期の実質GDPは前期比+0.1%と2年ぶりに増加し、景気後退を脱した。イタリアは依然マイナス成長であるが、GDPの減少幅は徐々に縮小するなど、南欧景気はほぼ底を打っている（図表26）。足元の需要の動向に注目すると、小売売上高や建設支出が底打ちして緩やかに増勢を強めるなど、内需面には持ち直しの動きがみられる（図表27）。その反面で、これまでの景気を下支えしてきた輸出が、夏場以降横ばいでの推移となっており、力強さを欠いている（図表28）。

図表25 ユーロ圏景気のリバウンド力は弱い



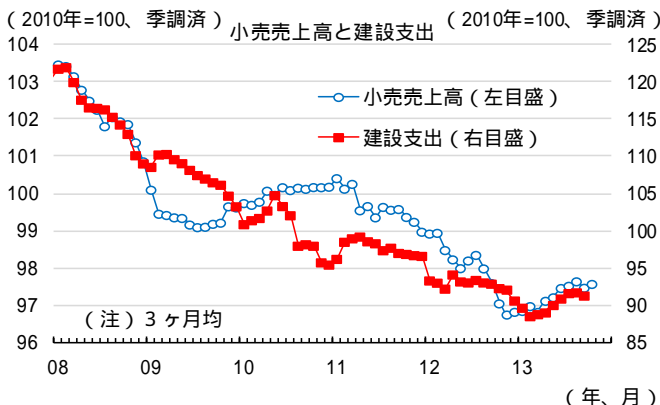
(出所) 欧州連合統計局 (Eurostat)

図表26 南欧景気はほぼ底打ち



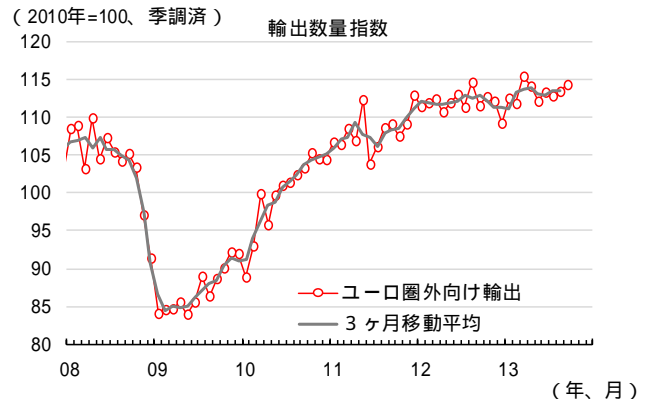
(出所) Eurostat

図表27 内需には持ち直しの動き



(出所) Eurostat

図表28 輸出は夏以降ほぼ横ばい



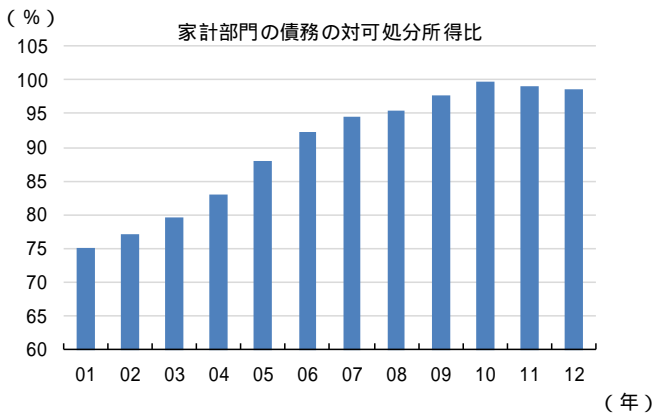
(出所) Eurostat

依然構造調整圧力を抱える家計部門

続いて、各部門の需要動向をみていこう。最初に家計部門であるが、消費や投資に持ち直しの動きがみられるものの、構造調整圧力が依然強い中で、需要が力強く回復するような環境にはないと考えられる。まず家計のバランスシートをみると、2012年末時点の債務残高が対可処分所得比で98.6%と2年連続で低下してはいるが、欧州が好景気に沸いた2000年代中頃の水準と比べると依然高い(図表28)。国別にその差は大きいものの、ユーロ圏全体でみた場合、家計は消費よりも返済を優先しなければならない環境にあり、こうした状況は足元まで続いている模様である。その理由の1つに、住宅価格の低迷があると考えられる(図表29)。ユーロ圏の住宅価格は、前期比では底入れの兆しがあるものの、前年比では下落に歯止めがかかっていない。このことが家計のバランスシート調整の大きな重荷になっているとみられる。

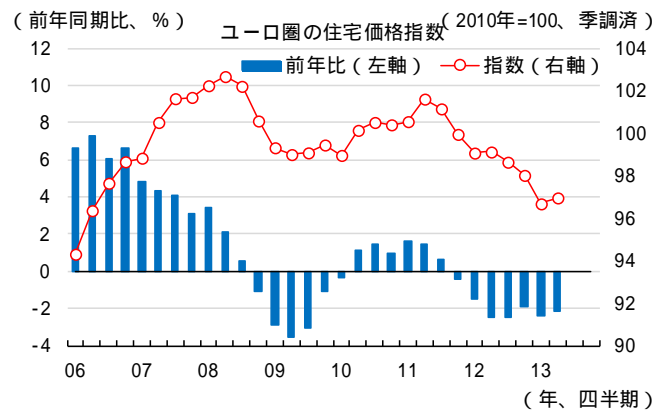
加えて、最新11月の失業率が12.1%と高止まりしており(図表30) 所得の代理変数である単位労働コストも伸び悩む(図表31)など、雇用・所得情勢の改善は滞っている。失業が深刻な南欧を中心に労働市場改革へ向けた動きがみられるが、効果が出るまでは時間を要する。景気回復テンポが緩やかな中で、雇用・所得情勢の改善は緩慢にとどまらざるをえない。これらのことから、先行きの個人消費の回復テンポもまた力強さを欠く展開が続くと予想される。

図表28 家計の債務残高は依然高水準



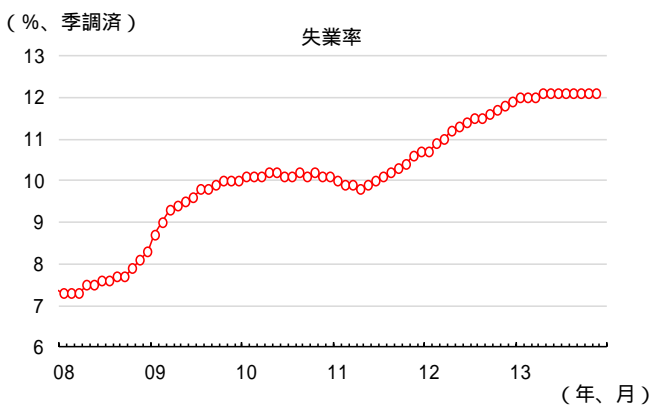
(出所) Eurostat

図表29 低迷が続くユーロ圏の住宅価格



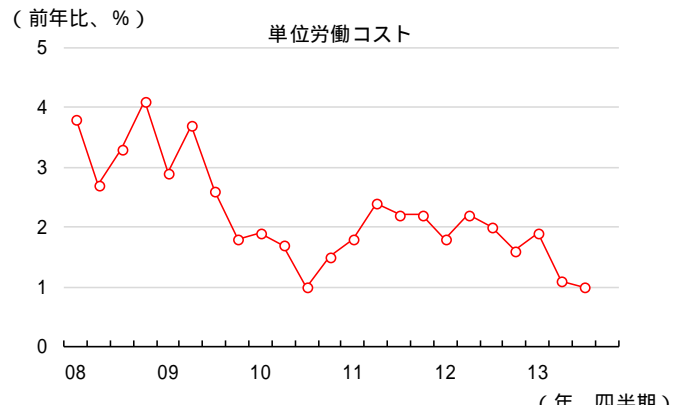
(出所) Eurostat

図表30 高止まりする失業率



(出所) Eurostat

図表31 伸び悩む労働者の所得水準



(出所) Eurostat



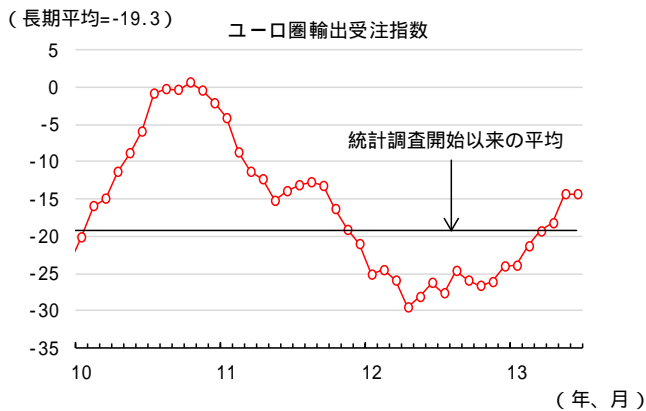
### 輸出の受注状況は徐々に改善

次に企業部門の動向のうち、まず輸出をみてみよう。輸出数量はこのところ横ばいで推移しているが、一方で、ユーロ圏全体の輸出受注指数は足元で長期平均を上回るなど、徐々に改善している（図表 32）。加えて輸出の中心であるドイツの製造業新規受注指数も、国外向けのけん引を受けて持ち直しの動きが続いている（図表 33）。これらのことから、輸出の先行きは世界経済の成長に応じた緩やかな拡大が見込まれる。なお債務問題の落ち着きを受けて通貨ユーロが強含みで推移しており、景気の回復力がより弱い南欧を中心に輸出競争力が削がれるという懸念が高まっているが、すう勢的にみると、南欧諸国の実質実効為替レート（ユニット・レーバー・コストベース）の基調は引き続き低下傾向にある（図表 34）。そのため、足元にかけてのユーロの上昇が、ただちに輸出の下押しにつながる可能性は低いだろう。

### 企業の設備投資は勢いに欠ける

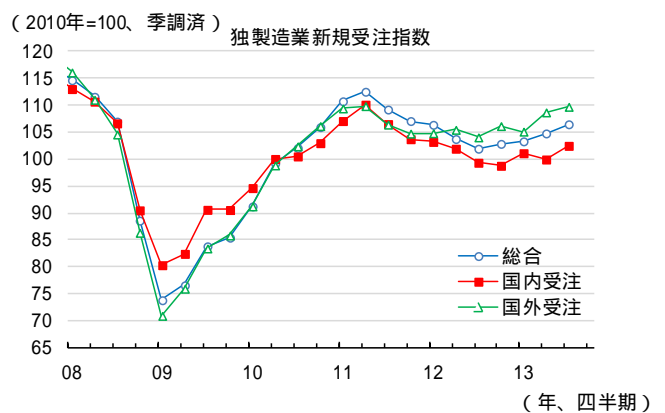
他方で企業の設備投資は、足元の設備稼働率が78.4%と4期連続で上昇しているが、そのテンポは鈍化している（図表 35）。設備に余力がある中で、企業は既存設備の維持・更新を優先すると考えられる。したがって、輸出の加速を受けても、設備投資の回復は緩慢にとどまろう。

図表 32 輸出受注は徐々に改善している



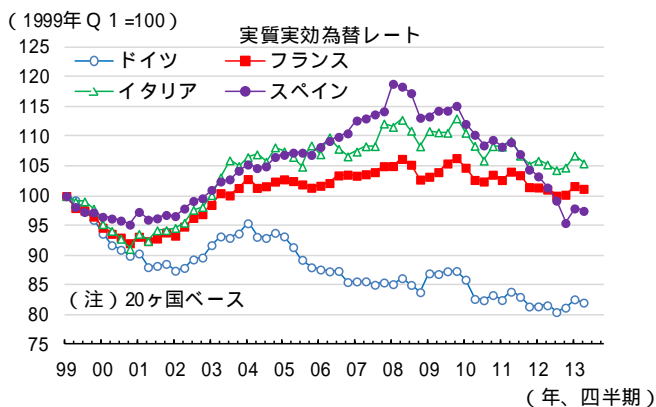
(出所) 欧州委員会

図表 33 ドイツ製造業の受注状況も輸出向けを中心に改善



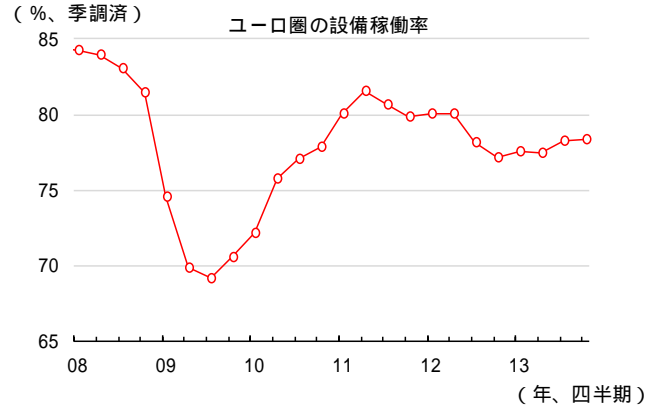
(出所) ドイツ経済技術省

図表 34 相応に低下した南欧の為替水準



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表 35 上昇テンポが鈍化する設備稼働率



(出所) 欧州委員会

ユーロ圏内の不均衡は改善が進む

ユーロ圏各国の経常収支をみると、足元のポジションは、各国の不均衡が拡大していた 2008 年末時点と比べて改善が進んでいる（図表 36）。とりわけ南欧の重債務国をみると、元来相対的に均衡状態にあったイタリアを除き、スペイン、ギリシャ、ポルトガルの 3 ヶ国は国際均衡をほぼ達成しており、またアイルランドは黒字になるなど、改善が目覚ましい。財政緊縮によって国内需要を抑制した結果が確実に表れたものと評価できよう。

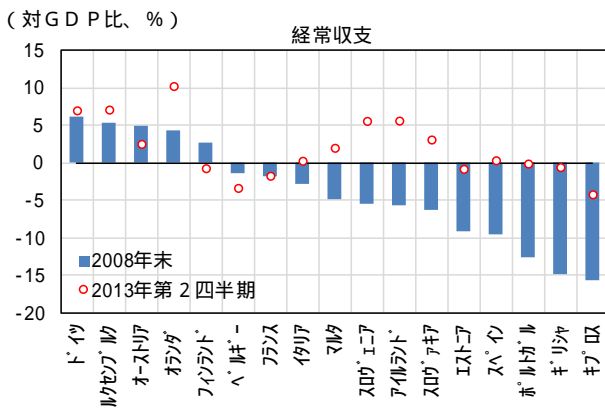
なお E U は、リーマン・ショック以降の欧州経済停滞の主な原因として、E U 拡大の過程で域内各国のマクロ経済不均衡が広がり過ぎたことを重要視している。E U の執行機関である欧州委員会は、2012 年末に公布・施行したシックスパック（Six-Pack）より、経常赤字など経済の不均衡が一定の基準よりも拡大した加盟国に対してその改善を求める「マクロ経済不均衡手続き（Macroeconomic Imbalance Procedure）」を導入して、各国に対して不均衡の改善の推進を求めている。既にみたように、南欧の重債務国を中心に経常収支の不均衡は改善が進んでおり、欧州委員会も 2013 年 11 月の『警告レポート』の中で「E U 経済の内外の不均衡は引き続き改善が進んでいる」という一定の肯定的評価を与えている。経常収支の不均衡が確実に改善したことに加えて、E U が 2013 年 6 月の欧州理事会で緊縮から成長へと経済戦略路線を切り替えたことなども相まって、国際均衡面からの調整圧力は徐々に弱まると考えられる。

他方で、実体面だけではなく金融面でも、不均衡の改善が緩やかに進んでいる。ユーロシステム加盟国の中央銀行間で資金の貸借を行う制度である「ターゲット 2」のネット・ポジションをみると、引き続きドイツ連銀の貸し出しが超過する一方で、重債務国の中銀の借り入れが超過する状況にあるものの、両者のかい離幅自体は徐々に縮小している（図表 37）。債務問題の安定を受けて、ユーロ加盟国の中銀が各国の金融市場で債券を買い支える必要性が薄れたことを反映した動きであると考えられる。

2014 年から 18 ヶ国体制になるユーロ圏

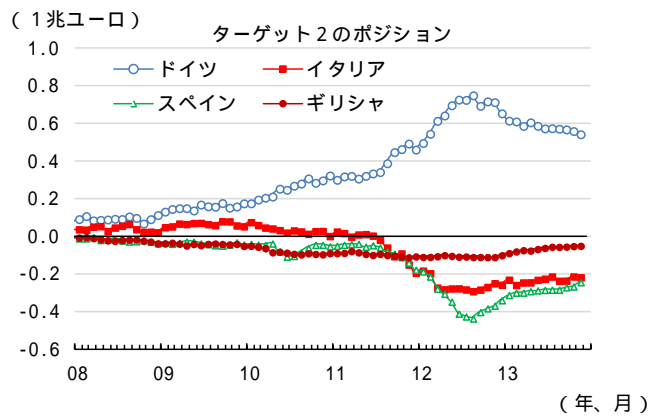
2014 年 1 月からラトビアがユーロを導入し、欧州通貨同盟は 18 ヶ国体制になる。

図表 36 改善が進む各国の不均衡



(出所) Eurostat

図表 37 中央銀行間の資金貸借取引も規模が徐々に縮小



(出所) 各国中央銀行

## (2) 依然くすぶる債務問題・金融不安再燃リスク

ユーロ圏の景気が緩やかに持ち直す中で、債務問題はギリシャを中心に依然くすぶっている。また金融面でも、銀行の不良債権問題と監督制度一元化を取り巻く動きに注意を要する。

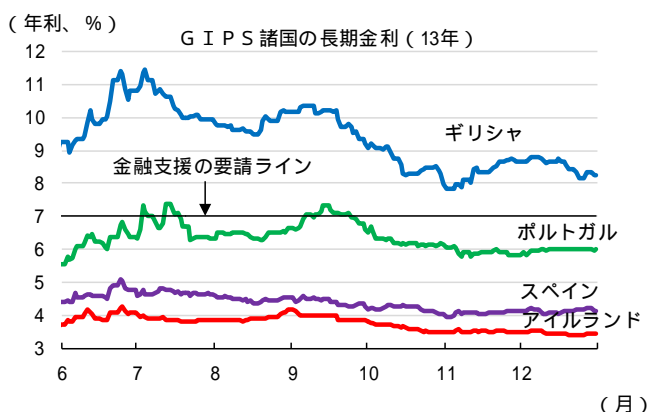
テールリスクとしての債務問題～取り残されるギリシャ、新たな火種としての「小国」

欧州の債務問題は 2012 年秋口における当局の大胆な政策対応、すなわち欧州安定メカニズム ( E S M ) の稼働と E C B による国債買い入れプログラム ( O M T ) の導入が市場に好感されて以降、キプロスやスロヴェニアといった「小国リスク」に対する警戒感が高まった局面があったものの、落ち着いて推移している。既に金融支援を受けている重債務国については、アイルランドが 13 年末に支援から「卒業」している。続いてスペインが 14 年初に、ポルトガルについても同年中の支援卒業が見込まれている。

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あるが、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ある ( 図表 38 )。同国は現在第二次の金融支援を受けているが、政府資金が不足する中で第三次の金融支援の必要性も叫ばれている。E U からの金融支援を受けるためには、E U 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 ) が求められるが、政権基盤が不安定な同国は、E U 側と合意した改革内容の進捗が遅れ、E U 側からの資金支援がストップする危険性を、常にはらんでいる。

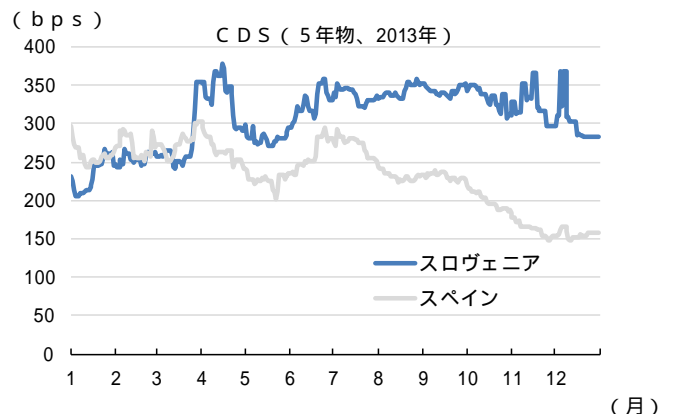
また 13 年春先に顕在化した「小国リスク」についても、引き続き注意が必要である。市場はとりわけスロヴェニアの問題を警戒している。スロヴェニアでは国営銀行の不良債権問題が深刻化しているが、その救済の方法を巡って同国政府と E U は対立を続けている。現状、スロヴェニア政府は銀行救済に国際支援は要らないとの見解を示しているが、金融市場では同国の債務不履行懸念が依然くすぶっている ( 図表 39 )。今後の動向次第では、同国を取り巻く金融環境が欧州の信用問題を再燃させる火種になる危険性がある。

図表 38 取り残されるギリシャ



(出所) Bloomberg

図表 39 新たに台頭した小国リスク



(出所) Bloomberg

試される金融機関の体力と当局の改革意欲

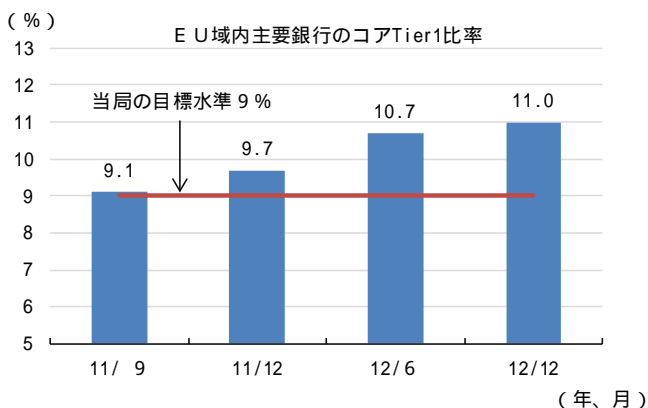
次に、予測期間中のユーロ圏経済で注目されるトピックとして、欧州中央銀行（ECB）による単一銀行監督制度（SSM）の導入を皮切りとする「銀行同盟（Banking Union）」構想の進捗よくと、銀行の財務体質の問題がある。

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あり、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うというものである。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る。

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）が課される予定になっている。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、銀行財務の健全性が査定されるものと予想される。EBAによれば、EU域内の主要銀行の中核的自己資本（コア Tier1）比率は徐々に改善するとともに、2012年12月末時点では11.0%と、当局の目標水準である9%を上回っていた（図表40）。銀行は足元にかけてもリスク資産である銀行融資や対外債権を減少させるなどして、財務体質の改善を図っている。その一方で、スペインの不良債権比率が依然上昇し続けるなど、銀行の不良債権の処理は概して遅れている（図表41）。これらのことから、銀行の財務は依然ぜい弱であると考えられる。したがって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、それゆえにリスクが採りにくい状況が続くとみられる。銀行融資もまた停滞がしばらく続くと予想されるが、このことが金融面から景気回復を下押しする可能性には注意を要しよう。

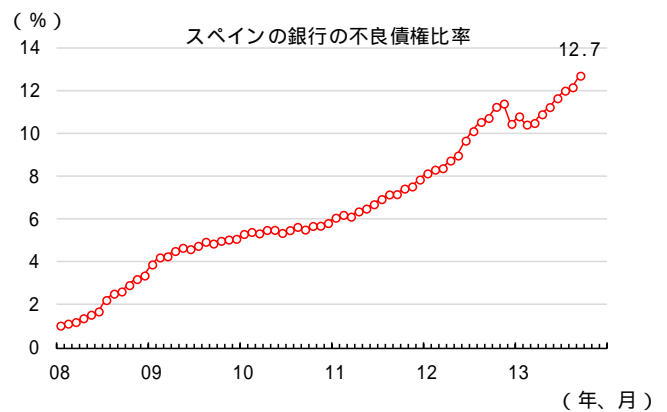
他方で、ECBによるSSMが2014年11月に稼働した後は、銀行の破綻処理を一元的に担う単一破綻処理メカニズム（SRM）の構築が焦点になる。ECBのドラギ総裁は報道機関とのインタビューで2015年中のSRM設立を目指す旨を示している。各国が銀行の破綻処理コストの負担を巡る対立を乗り越えて、スケジュールどおりに制度を構築していけるかが注目される。

図表40 主要銀行の自己資本は改善へ



(出所) 欧州銀行監督局 (EBA)

図表41 増加し続ける不良債権



(出所) スペイン中央銀行

( 3 ) 2014 / 15 年のユーロ圏経済見通し

～ 輸出に依存した緩慢な成長が続く

2014 年が +1.1%、15 年が +1.6% 成長になると予測

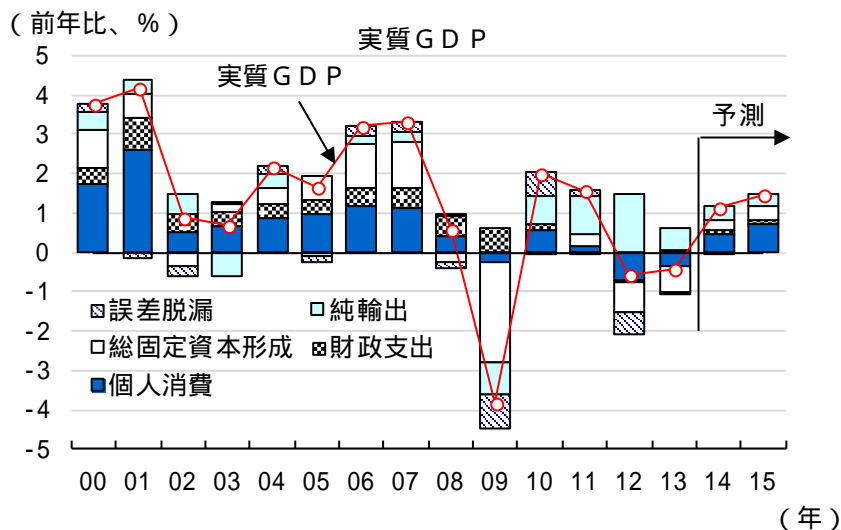
ユーロ圏の実質経済成長率は 2014 年が +1.1%、15 年が +1.6% になると予測した ( 図表 42 )。2014 年のユーロ圏経済は、EU が経済戦略のかじ取りを緊縮から成長へと修正したことを受けて、財政健全化に伴う景気下押し圧力が着実に弱まるだろう。債務問題も、政策対応の進展を受けて、基本的には小康状態を保つと予想される。

こうした中で民間需要も持ち直しの動きが続くと予想される。もっとも、個人消費に関しては、雇用・所得情勢の改善テンポが緩慢なために低空飛行が続かざるを得ないと考えられる。住宅投資に関しては、価格の下落圧力に依然歯止めがかからない中で、先行きの家計のバランスシートの改善テンポも弱めにとどまるとみられるため、弱含みで推移しよう。他方で、世界景気の緩やかな回復を受けた輸出が徐々に増勢を強めて、景気の持ち直しをけん引するだろう。この輸出の動きに合わせて設備投資も次第に復調するだろうが、設備稼働率が依然低水準であるために、投資の増勢は弱めとなるだろう。

続く 2015 年のユーロ圏経済は、引き続き輸出が景気拡大のけん引役を果たすと予想される。それに加えて、緩やかながらも着実に改善する雇用・所得情勢を受けて、個人消費を中心に圏内需要も持ち直しの動きを強めるだろう。

なお主要国 4 ケ国の経済見通しは以下のとおりである。まずドイツの実質経済成長率は、2014 年が +2.1% に、翌 15 年が +2.5% になると予測した。続いてフランスは 2014 年が +0.7% に、翌 15 年が 1.1% になると予測した。さらにイタリアは 2014 年が横ばいに、翌 15 年が +0.3% になると予測した。最後にスペインは 2014 年が +0.8%、翌 15 年が +1.1% になると予測した。いずれの国の景気も、先行きにかけて持ち直しの動きを強めるとみられる。

図表 42 ユーロ圏の経済見通し



( 出所 ) 実績値は Eurostat、予測は MURC

金融政策と物価の見通し

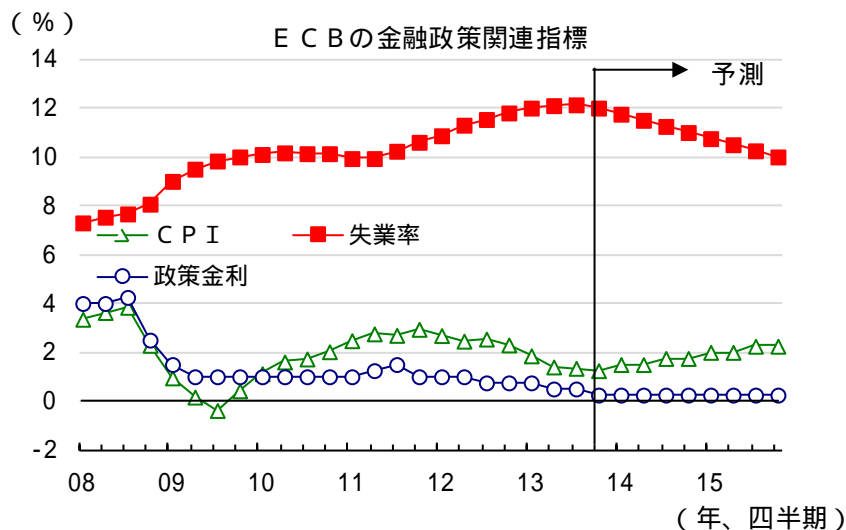
～ E C B の低金利政策は長期化、緩和の出口は F R B より遠い公算大、デフレは回避へ～  
 続いて、予測期間中の E C B による金融政策を見通すと、E C B はバランスシート政策の修正を進める一方で、政策金利を現行の年 0.25% に据え置くと考えられる（図表 43）。

まずバランスシート政策について、現在 E C B は、2011 年 12 月と 12 年 1 月の 2 回にわたって実施した長期流動性固定オペ（L T R O）の償還を進めている。L T R O は南欧諸国の長期金利安定を目的に実施された政策であるため、債務問題が小康状態を保つ中で、少なくとも L T R O によって拡大した資産（1 兆ユーロ）については、今後も償還を進めるだろう。

次に政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）については、現在の 0.25% を据え置くと見込んだ。E C B は 13 年 11 月の理事会で、景気回復支援と低インフレ対策などを理由に主要リファイナンス・オペ金利と預金ファシリティ金利を 0.25% ポイントずつ引き下げ、それぞれを 0.25% と 0.75% にした。これに先立つ 13 年 7 月の理事会でフォワード・ガイダンスを導入するなど、E C B は景気支援・物価対策の観点から低金利政策を維持する方針を明示している。先行き、ユーロ圏景気回復が緩慢なテンポにとどまらざるを得ない中で、E C B は低金利政策の維持に努めると見込まれる。したがって、E C B の出口戦略が F R B より後ずれする結果、米国との金利差が徐々に拡大してユーロ高に歯止めがかかるだろう。

なお、足元のユーロ圏ではディスインフレ懸念が強まっている。物価上昇圧力を弱めている要因として、需要の低迷、ユーロ高、資源価格の安定などの要因が考えられる。もっとも先行きを見通すと、景気の緩やかな回復を受けて、需要面から物価上昇圧力が高まるとみられる。また米国のテーパリングが進む中で米欧の金利差が拡大してユーロ高に歯止めがかかり、輸入物価の上昇圧力が徐々に強まるだろう。これらのことから、ユーロ圏はデフレには陥らずに、予測期間を通じて C P I 上昇率を次第に高めていく（2014 年は +1.6%、15 年は +2.1%）と想定した。

図表 43 E C B は低金利政策を維持



(出所) 実績値はEurostat、予測はMURC

#### (4) リスクシナリオ

##### アップサイド・リスクシナリオ

アップサイド・リスクとしては、世界経済の成長テンポが上振れし、それを受けて輸出の加速ペースが高まって、ユーロ圏景気の勢いを押し上げることが考えられる。

その場合、ドイツを中心とする北欧諸国を中心に、景気回復が先行するだろう。反面で、重債務国については二極化の様相を呈すると予想される。つまりアイルランドやイタリア、スペインなど一定の輸出基盤を持つ国については、米国や新興国向けに加えて、景気回復が先行するとみられる北欧諸国向けも復調が見込まれることから、内需の調整圧力を抱えながらも、景気持ち直しペースが高まるとみられる。その一方で、ポルトガルやギリシャ、キプロスなど、輸出基盤が弱い国々に関しては、輸出加速の恩恵を十分受けることができず、景気は弱含みの展開が続くことになるだろう。

##### ダウンサイド・リスクシナリオ

他方で、ダウンサイドへのリスク要因を述べると、まず債務問題が再燃する可能性を指摘することができる。現状、債務問題が再燃する確率が最も高い経済は、第三次の金融支援の実施の有無が議論されているギリシャといえよう。またスロヴェニアも、国営銀行支援を巡る情勢が依然不透明であり、債務問題に発展する危険性を抱えている。さらに、ポルトガルの財政状況の改善が想定以上に滞り、2014年中の金融支援卒業が危ぶまれるような事態も考えられる。

債務問題の再燃は金融市場の混乱や家計・企業のマインド悪化を通じて、景気回復にブレーキをかけることになるだろう。具体的には、南欧の重債務国を中心に長期金利に上昇圧力がかかり、またマインドの悪化も促されるため、固定資産投資や個人消費の失速につながるものが懸念される。こうした事態になった場合、ユーロ圏の各国政府は、北欧諸国の一部など財政に余裕がある経済に関してみれば、短期的には安定・成長協定(SGP)で認められた範囲内に限って財政拡張策を採ることで、景気の腰折れを防ぐと考えられる。もっとも、そうなればEU全体としての財政再建の流れが遅れることになるため、財政健全化圧力がより一段と強まり、景気回復に対する圧迫が中長期にわたって継続するだろう。自ずとECBは金融緩和を長期化・強化せざるを得なくなる。ただESMによる発行市場での、そしてECBによる流通市場での債券買い入れが見込まれるため、2010~12年頃のような緊張が高まる可能性は低いと考えられる。

また、金融機関の不良債権問題が市場の想定以上に深刻であった場合、投資家のリスクセンチメントが高まり、金融市場が調整色を強める可能性がある。さらに銀行融資の勢いも停滞を余儀なくされるため、景気回復が下押しされよう。加えて、SSMやSRMなど銀行同盟構想の進ちょくが当初想定よりも大幅に後ずれするような場合、構造改革の遅れを嫌気した金融市場がいわゆるトリプル安(株安・債券安・通貨安)に陥り、やはり金融面から景気持ち直しの勢いが削がれることになるだろう。

## 4. 構造調整圧力を抱えながらも巡航速度での拡大が続く中国景気

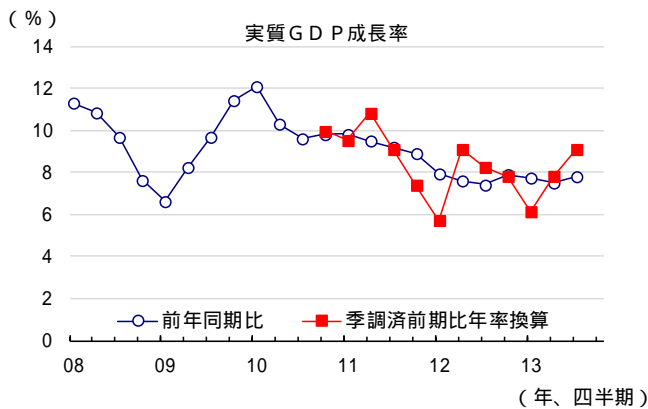
### (1) 巡航速度での拡大が続く中国景気

2013年7~9月期の実質GDPは前年比+7.8%に持ち直す

中国景気は持ち直している。直近2013年7~9月期の実質GDPは前年同期比+7.8%と4~6月期(同+7.5%)から成長が加速した(図表44)。前期比年率ベースでも+9.1%と2四半期連続で伸び率が高まっている。需要項目別にGDP成長率に対する寄与度をみると、主な押し上げ役は、引き続き総資本形成(固定資産投資と在庫投資)と最終消費支出(政府支出と個人消費)であった(図表45)。

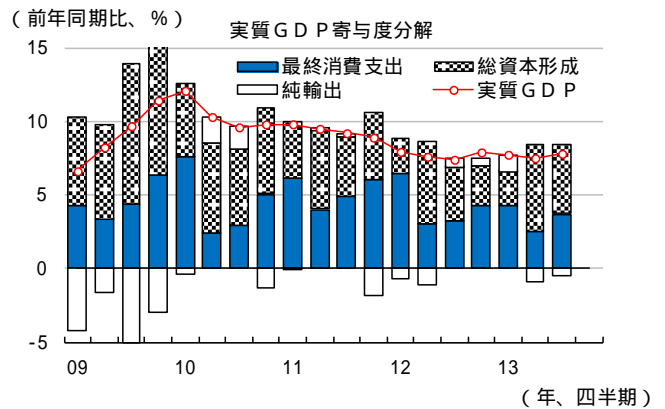
中国政府は2013年7月末に通称「ミニ刺激策」と呼ばれる、これまでと比べて規模の小さい景気下支え策を発表した。その効果などもあって足元のインフラ投資(高速道路や鉄道)がやや復調しており、景気回復を促した模様である(図表46)。他方で輸出も、世界経済の成長テンポが緩やかに加速していることを反映して、勢いが足元にかけて持ち直しつつある(図表47)。総じて評価すると、中国経済が中成長期への移行過程にある中で、景気は巡航速度での拡大が続いていると評価できよう。

図表44 持ち直す中国景気



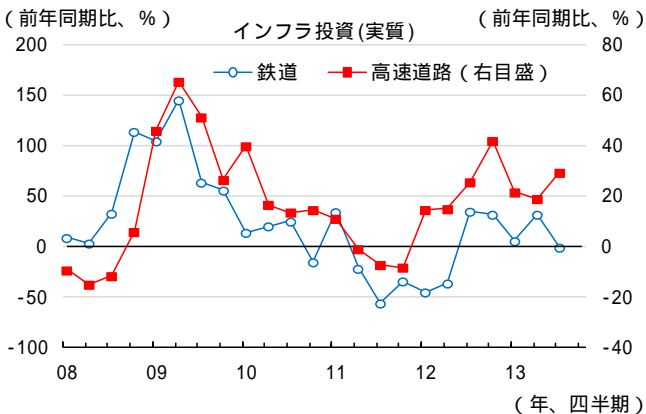
(出所) 中国国家統計局

図表45 景気の押し上げ役は内需



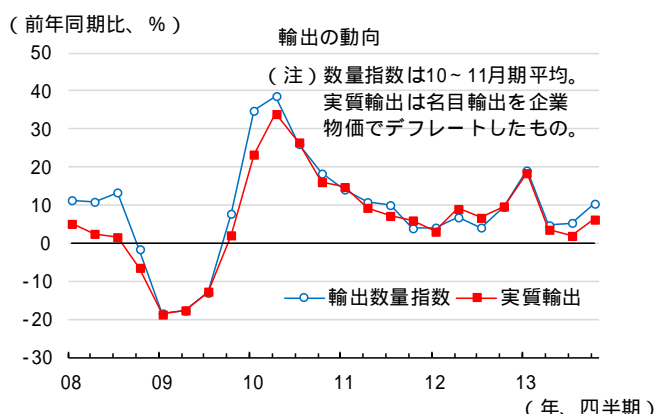
(出所) 中国国家統計局

図表46 ミニ刺激策を受けて復調したインフラ投資



(出所) 中国国家統計局

図表47 持ち直しつつある輸出



(出所) 中国海関総署



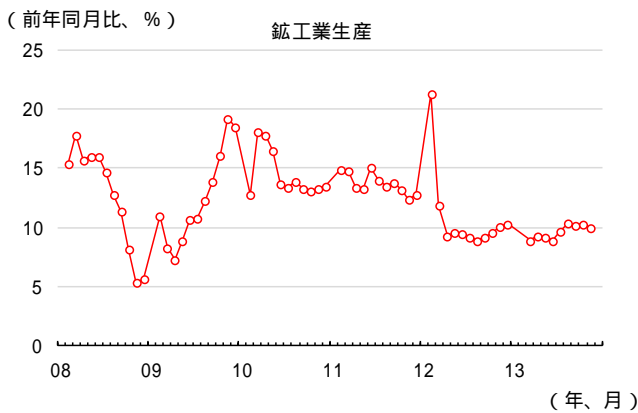
企業部門は依然過剰設備を抱える

続いて各部門の状況を見ていくと、まず企業部門については、中成長期への移行を踏まえた場合、引き続き過剰設備の解消が課題となっている。

足元の中国の生産は徐々に持ち直している。夏場以降の鉱工業生産は前年比 + 10% 程度の伸びをキープしている（図表 48）。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、底堅い回復基調をキープしている（図表 49）。また在庫の積み上がりテンポも、供給がダブついている鉄鋼などでも徐々に減速しており、調整が緩やかに進んでいる様子が見える（図表 50）。

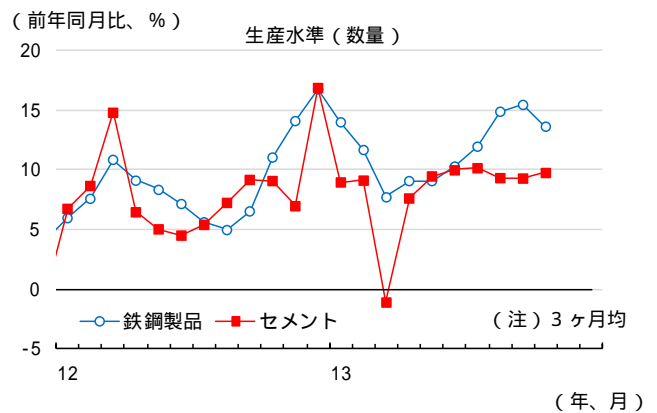
もっとも、生産者価格は 2013 年 12 月も前年比 - 1.4% となり、12 年 4 月以降前年割れが続いている（図表 51）。企業部門の需給はまだ十分引き締まっておらず、調整余地が大きいと判断されるが、それは需要不足というよりも、むしろこれまで過剰に行ってきた設備投資に伴って、構造的な生産超過に陥っていることが原因であると判断される。こうした事態を踏まえて、最高国家行政機関である国務院は 10 月 15 日、過剰設備を抱える生産財生産部門に対して、新規の投資プロジェクトを禁止する計画を明らかにしており、その実効性が注目されている。

図表 48 持ち直す生産



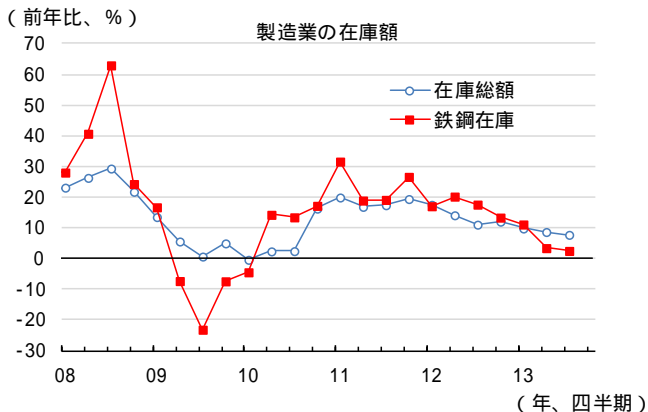
（出所）中国国家统计局

図表 49 底堅く回復する生産財



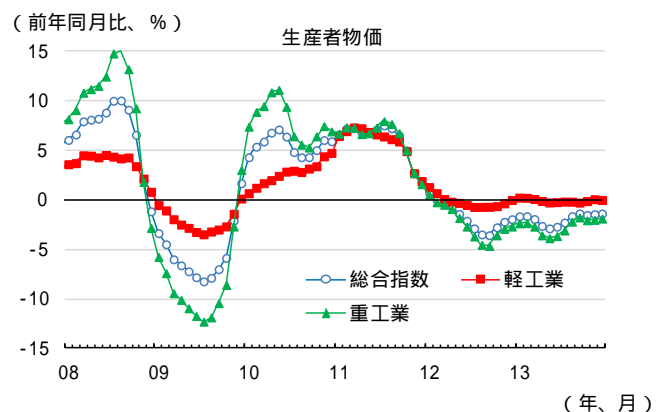
（出所）中国国家统计局

図表 50 減速する在庫の増加テンポ



（出所）中国国家统计局

図表 51 前年割れが続く生産者物価



（出所）中国国家统计局

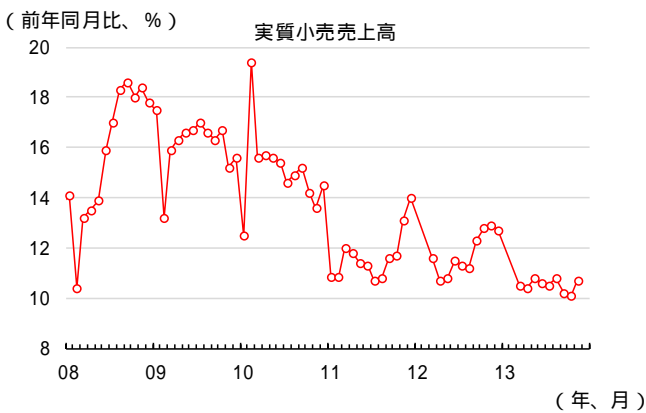
着実な拡大が期待される個人消費

他方で、家計部門をみると、個人消費の着実な拡大が期待される。

足元の小売売上高を消費者物価の前年比上昇率で実質化してみると、前年比10%をやや上回る程度の水準での着実な増加が続いている(図表52)。リーマン・ショック以前の20%近い増勢はないものの、巡航速度での増加といえるだろう。また新車販売(乗用車)の前年比も10%を上回るペースで拡大が続いている(図表53)。こうしたことから、個人消費全体の基調は引き続き堅調であると評価できる。

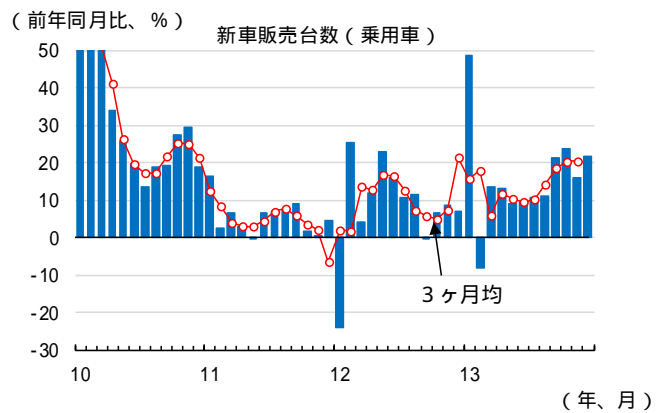
また個人消費を取り巻く環境も良好である。足元にかけての雇用者数の推移をみてみると、前年差での増加幅がその他(民間企業等)を中心に拡大している(図表54)。さらに消費者物価で実質化した賃金の動向をみても、総額ベースでは前年比で拡大テンポが高まっている(図表55)。平均水準での増勢はすう勢的に鈍化しているものの、引き続き5%を上回るピッチで着実な上昇が続いている。これらのことから、中国の雇用・所得情勢は、マクロ的にみて、景気の持ち直しなどをを受けて改善基調にあると判断される。家計の購買力が着実に向上する中で、先行きの個人消費も堅調を維持し、中国景気の回復を下支えしていくと考えられる。

図表52 巡航速度で増加する実質小売売上高



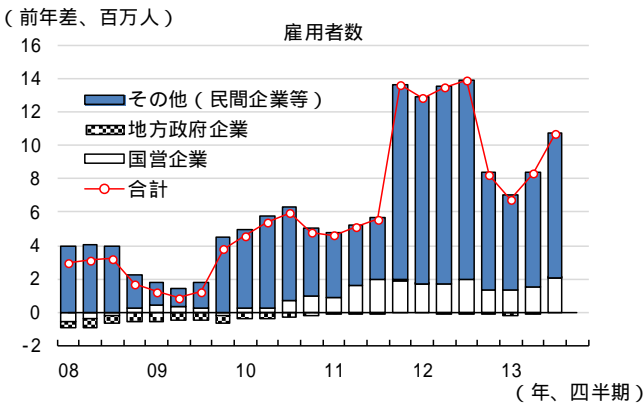
(出所) 中国国家統計局

図表53 新車販売は堅調に推移



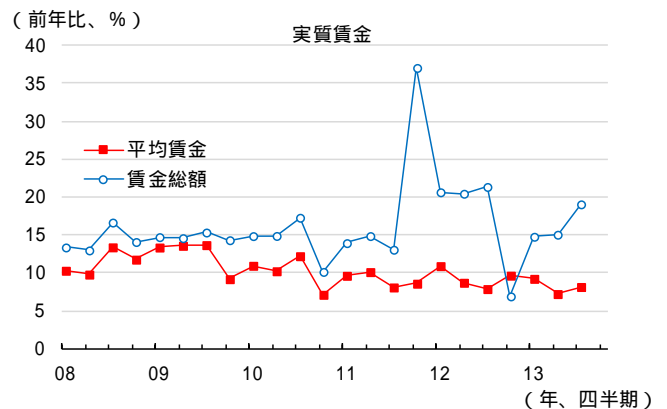
(出所) 中国汽車工業協会

図表54 雇用者数の伸びが加速



(出所) 中国国家統計局

図表55 実質賃金も着実に上昇



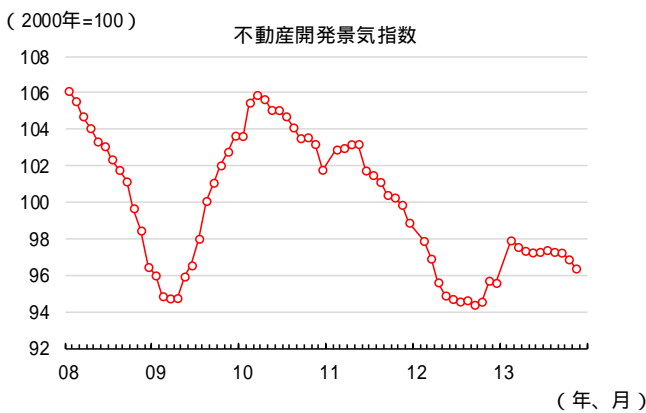
(出所) 中国国家統計局

政府は不動産部門への警戒スタンスを強める

不動産部門全体の業況を示す開発景気指数は、政府の規制強化の流れなどから 2013 年に入ってから緩やかに低下しており、一時の騰勢はみられない（図表 56）。ただ、名目ベースの不動産投資額そのものは、住居用を中心に引き続き前年比 2 割増程度のペースで拡大している（図表 57）。地方政府や民間による住宅開発に加えて、中央政府による低所得者層向けの政策的な住宅供給（保障性住宅）の動きを受けたものと考えられる。

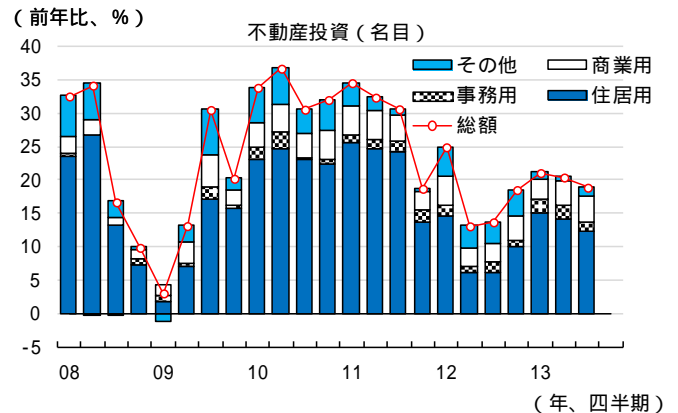
バブル的な動きになりやすい都市部の住宅価格については、購入規制が緩和された 2012 年末頃から一部都市を除いて上昇ペースが急加速しているなど、注意が必要である（図表 58）。中国では持続的な経済成長を受けて所得が増加しているにもかかわらず資産の運用対象が少なく、株価も低空飛行が続いている（図表 59）。こうした中、家計の住宅への投資意欲が極めて旺盛になっている。政府は投資目的の住宅保有に対する規制を強めるなどして価格上昇の抑制に努めている。なお住宅・不動産開発を担う「融資平台」は地方政府によって設立されており、地方政府の債務と密接な関係があるといわれている。また「影子銀行（シャドーバンク）」との兼ね合いが強く、金融の不安定要因になりかねない側面も有していることから、政府は先行きも不動産への警戒スタンスを保とう。

図表 56 不動産部門の業況は一服



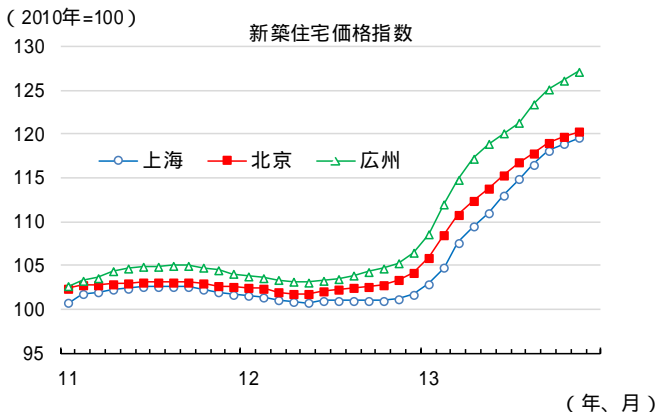
（出所）中国国家统计局

図表 57 不動産投資は住居用を中心に増加



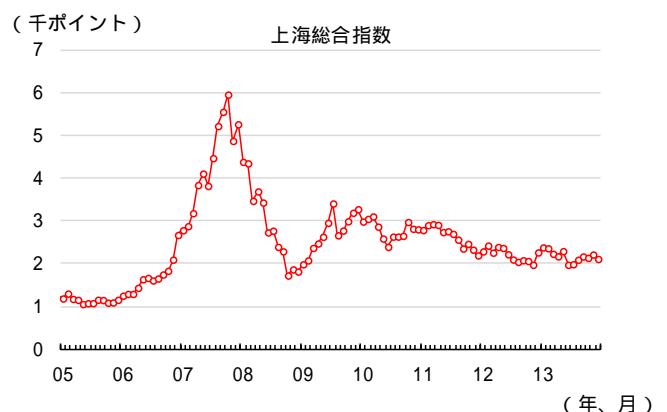
（出所）中国国家统计局

図表 58 急騰する新築住宅価格



（出所）中国国家统计局

図表 59 中国株は低空飛行



（出所）上海株式市場

## (2) 改革の一段の深化を謳った第18期三中全会の「決定」

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)は「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する党中央の決定」(以下「決定」)を採択し、閉幕した。

全体で16章60項目からなる「決定」の内容は経済体制から文化、党の指導体制までカバーするまさに全面的な内容であり、改革の深化こそが中国が発展を続けていくための根幹であることを現指導部が強く認識していることが窺われる(図表60)。目標達成年次は2020年とされているが、これらの改革が動き出せば、「人口ボーナス」に代わる「改革のボーナス」が中国経済の推進力となっていこう。注目すべきポイントについて経済面を中心に要約すると、以下のとおりである(『日刊中国通信』などを参照)。

**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：**農民の權益を守り、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、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。

図表 60 「改革の全面的深化における若干の重大な事項に関する党中央の決定」の全体の概要

- 【1】改革全面深化の重大な意義と指導思想**
  - 1 改革・開放は現代中国の最も鮮明な特色である
  - 2 改革の全面的深化の目標は国の統治体系と統治能力の近代化を進めることである
  - 3 経済体制改革は改革全面深化の重点であり、市場が資源配分の中で決定的役割を果たすようにする
  - 4 2020年までに重要分野とカギとなる部門の改革で決定的成果を収める
- 【2】基本的経済体制を堅持し、充実させる**
  - 5 財産権保護制度をより完全にする
  - 6 混合所有制経済を積極的に発展させる
  - 7 国有企業における近代的企業制度の整備を推進する
  - 8 非公有制経済の健全な発展を支持する
- 【3】近代的市場体系の整備を加速する**
  - 9 公平性、開放性、透明性のある市場ルールを確立する
  - 10 主に市場が価格を決定する仕組みを整備する
  - 11 都市・農村統一の建設用地市場を構築する
  - 12 金融市場システムを整える
  - 13 科学技術体制改革を深化させる
- 【4】政府の機能転換を加速する**
  - 14 マクロコントロール体系を整備する
  - 15 政府の機能を全面的に正しく果たす
  - 16 政府の組織機構を最適化する
- 【5】財税制改革を深める**
  - 17 予算管理制度を改善する
  - 18 租税制度を整備する
  - 19 職権と支出責任が対応した制度を構築する
- 【6】都市・農村の一体化した発展の体制・仕組みを整える**
  - 20 新しいタイプの農業経営体系の構築を急ぐ
  - 21 農民により多くの財産権を付与する
  - 22 都市・農村の生産要素の平等な交換と公共資源の均衡のとれた配分を進める
  - 23 健全な都市化のための体制・仕組みを整備する
- 【7】開放型経済の新しい体制を築く**
  - 24 投資の参入条件を緩和する
  - 25 自由貿易圏の建設を加速する
  - 26 内陸部や国境沿いの地区の開放を拡大する
- 【8】社会主義民主政治の制度作りを強化する**
  - 27 人民代表大会制度を時代と共に前進させる
  - 28 協議民主主義の幅広く、多層にわたる制度化を進める
  - 29 末端の民主主義を発展させる
- 【9】法治中国の建設を進める**
  - 30 憲法・法律の権威を守る
  - 31 行政・法執行体制の改革を深化させる
  - 32 裁判権、検察権が法に基づき独立して、公正に行使されるようにする
  - 33 司法権力運用の仕組みを整える
  - 34 司法における人権の保障制度を充実させる
- 【10】権力運用の制約・監督体系を強化する**
  - 35 科学的で効果的な権力の制約・調整の仕組みを整備する
  - 36 腐敗防止のための体制・仕組みの刷新と制度的保障を強化する
  - 37 幹部の仕事に対する態度を改善させる制度の整備を進める
- 【11】文化体制・仕組みの刷新を進める**
  - 38 文化管理体制を充実させる
  - 39 近代的な文化市場体系を構築・整備する
  - 40 近代的公共文化サービス体系を構築する
  - 41 文化開放のレベルを高める
- 【12】社会事業の改革、革新を進める**
  - 42 教育分野の統合改革を深化させる
  - 43 就業・起業促進の体制と仕組みを整備する
  - 44 合理的で秩序ある所得分配構造を整備する
  - 45 一層公平で持続可能な社会保障制度を構築する
  - 46 医薬品・医療衛生体制の改革を深化させる
- 【13】社会統治体制を刷新する**
  - 47 社会統治の方法を改善する
  - 48 社会組織の活力を引き出す
  - 49 社会の矛盾を効果的に予防、解消するための体制を刷新する
  - 50 公共の安全のためのシステムを整備する
- 【14】エコ文明の制度作りを急ぐ**
  - 51 天然資源資産の財産権制度と用途規制制度を整備する
  - 52 生態保護のレッドラインを画定する
  - 53 資源の有償使用制度と生態補償制度を実施する
  - 54 生態環境の保護管理体制を改革する
- 【15】国防と軍隊の改革を深める**
  - 55 軍隊の体制編制の調整・改革を深化させる
  - 56 軍隊の政策制度の調整・改革を進める
  - 57 軍民融合の深まりを促進する
- 【16】改革全面深化に対する党の指導を強化改善する**
  - 58 中央に改革全面深化指導小組を設立する
  - 59 幹部人事制度の改革を深化させる
  - 60 人民は改革の主体であり、人民の積極性、創造性を十分に発揮させる

(出所) 日刊中国通信その他を基にMURC作成

( 3 ) 2014 / 15 年の中国経済見通し

～ 調整圧力を抱えながらも 7 % 台での成長が続く

2014 年が +7.7%、15 年が +7.5% 成長になると予測

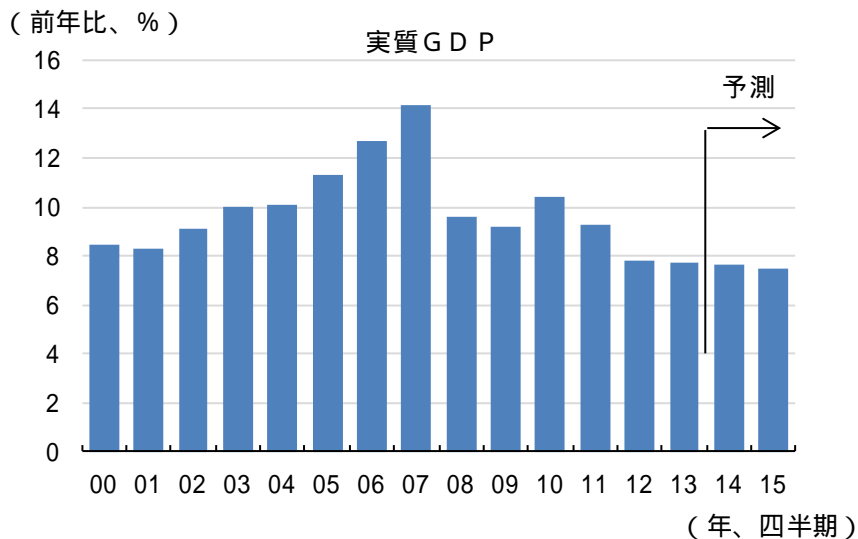
中国の実質経済成長率は 2014 年が +7.7%、15 年が +7.5% になると予測した。

向こう 2 年の中国経済は、第 12 次 5 ヶ年計画（2011～15 年）の総仕上げに入ることから、政府によるインフラ建設や環境対策関連の投資などが堅調に推移し、景気拡大を下支えすると考えられる。また、米国景気が着実に拡大すると見込まれることに加えて、ユーロ圏景気も緩やかに持ち直すとみられることから、輸出が徐々に増勢を強めて景気回復をけん引していこう。加えて個人消費も、実質所得の増加を反映して、堅調なペースでの拡大が続くことになると予想される。乗用車など耐久財についても、環境規制の強化や更新時期の到来などの買い替え需要を反映して、底堅いテンポでの拡大が見込まれる。

もっとも、そうした下支え要因の反面で、中国経済は中成長期への過渡期にあり、過剰な設備の解消に取り組まざるを得ない状況に置かれている。とりわけ鉄鋼やセメントなどの生産財生産部門については、その集約が急務である。一部地方政府による離反的な動きを抱えながらも、政府は国有企業を中心に、過剰設備の解消に努めるだろう。その結果、企業部門全体でみた設備投資の増勢はやや弱めに推移し、経済成長を下押しすると予想される。

また不動産投資についても、政府はブレーキとアクセルを交互に踏み分けるスタンスを取り、騰勢を抑制すると考えられる。具体的には、投資目的での保有を禁止するなどして投機熱をコントロールする一方で、実需を担う低所得者層への政策的な住宅供給については、それを強化していこう。したがって、不動産投資の景気に対する下支え効果はこれまでよりも弱まると考えられる。

図表 61 中国の経済見通し



( 出所 ) 実績値は中国国家统计局、予測は MURC

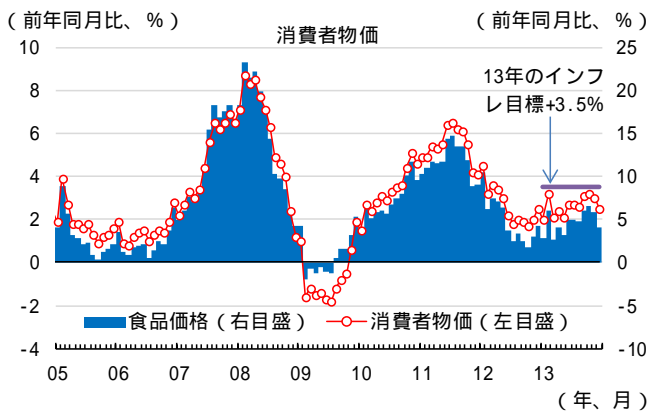
金融政策と物価の見通し

～ P B C は物価動向をにらみながら「穏健な金融政策」のスタンスを継続へ～  
 続いて、予測期間中の中国人民銀行（P B C）による金融政策を見通すと、現行の「穏健な金融政策」スタンスを継続するとみられる。

中国景気が「ミニ刺激策」の効果などから足元にかけて持ち直していることや、米欧景気の緩やかな回復などを受けて輸出の加速が見込まれることなどから、金融政策面で景気を一段と刺激する必要性は高くない。また、直近 2013 年 12 月の消費者物価は前年比 +2.5% と 2 ヶ月連続で上昇率が低下するなど、インフレの基調も徐々に落ち着いている（図表 62）。なお 2013 年通年の消費者物価上昇率は +2.6% と、当局のインフレ目標水準（+3.5%）を下回った。先行き、中国景気は巡航速度での拡大にとどまると考えられるため、需要面からインフレ圧力が高まることは考えにくい。したがって、予測期間中において P B C は現行の「穏健な金融政策」スタンスを保ち続け、政策金利を現行水準（1 年物貸出金利で年 6.0%）のままで据え置くと見通した（図表 63）。

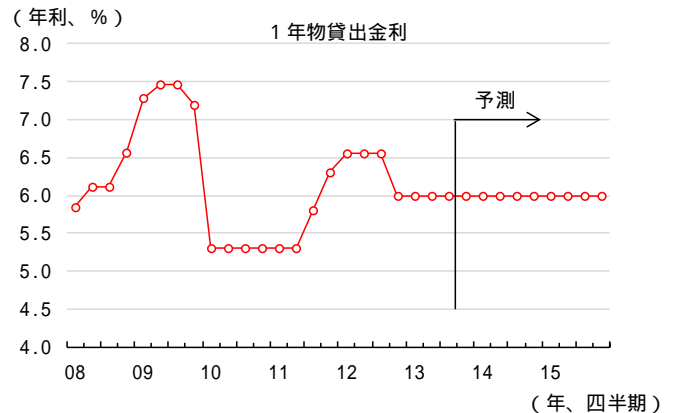
このような物価の安定を受けて、輸入インフレ圧力に対する政策当局の警戒感も弱まることになるだろう。P B C は先行き、人民元の切り上げテンポをやや鈍化させていくと見込まれる（図表 64 と 65）。

図表 62 インフレは安定基調



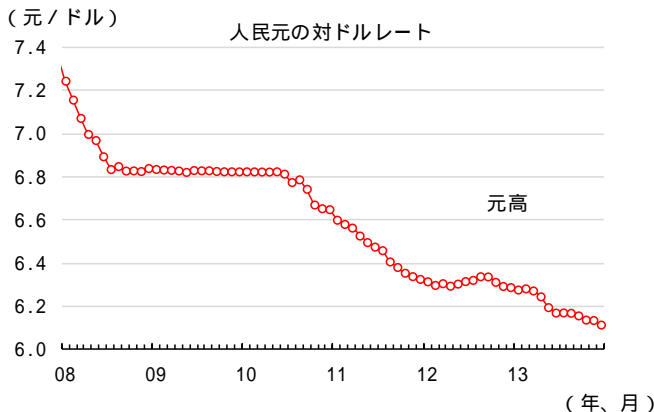
（出所）中国国家統計局

図表 63 政策金利は据え置きへ



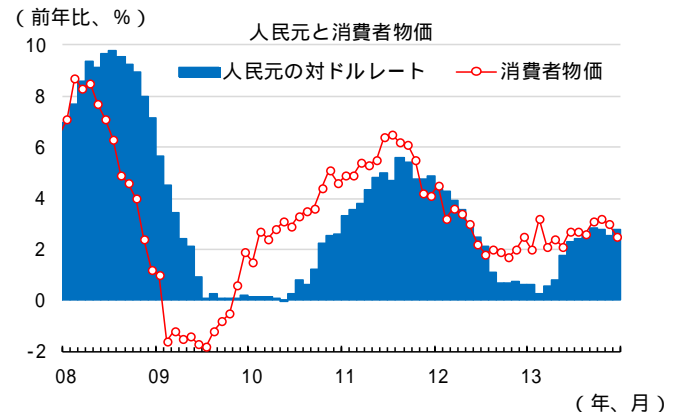
（出所）実績は中国人民銀行（P B C）、予測は M U R C

図表 64 緩やかな人民元高が続く



（出所）中国国家外為管理局（S A F E）

図表 65 インフレ対策の観点からの元切り上げは一服か



（出所）S A F E、中国国家統計局

#### (4) リスクシナリオ

##### アップサイド・リスクシナリオ

アップサイド・リスクとしては、まず世界経済の成長テンポが上振れし、それを受けて輸出が力強く加速して、中国景気の勢いを押し上げることが考えられる。とりわけ、主要輸出先である米国の景気が堅調さを増せば、このシナリオは現実を帯びてくるだろう。

また、習近平政権が、第12次5ヶ年計画の終了に当たり、公共投資を当初想定以上に積み上げるような場合、内需が拡大して景気回復が加速しよう。ただ、中成長期への移行過程で過剰設備の解消が課題となる中で、従来型の大規模な公共投資拡大策が採られるとは想定しにくい。

##### ダウンサイド・リスクシナリオ

ダウンサイド・リスクとしては、米欧経済の変調に伴い、中国景気に対して実体と金融の両面から失速圧力がかかる可能性を指摘することができる。

米国や欧州はそれぞれ個別のダウンサイド・リスクを抱えているが、それらが顕在化した場合は、世界景気に対する減速圧力が強まる。中国にとっても、輸出の増勢鈍化を通じて景気にブレーキがかかることになるだろう。

他方で、金融面では、米欧発の経済不安を受けて投資家のリスク回避度が高まった結果、中国から資本逃避 (capital flight) が発生し、金融不安へと発展するリスクがある。中国の資本規制は厳格であるが、貿易信用など姿を変えて国内に流入しており、人民元での資産運用や不動産開発のための資金などに充てられている模様である。仮に、米国の財政問題の不透明感が極度に高まったり、あるいは欧州の債務不安がギリシャなどのみならず他の諸国を巻き込むかたちで本格的に再燃したりするような場合、投資家は中国から資金を引き揚げることになるだろう。そうした場合、中国の資産市場に対しても強い調整圧力がかかることになる。騰勢を強める住宅価格を中心に、資産価格が下落圧力するとともに、それが地方政府や金融機関の不良債権問題に発展するなどして、中国経済の成長が金融面から大きく阻害されるリスクがある。

ただ仮に、中国経済がそうした事態に陥ったとしても、当局は資本規制を強化するとともに、政府による景気刺激策やPBCによる金融緩和拡大などの政策対応によって、景気への下押し圧力を和らげることができると考えられる。中国の財政・金融は、日米欧などの主要国に比べてまだ拡大余地が残されている。また資産市場での取引も比較的オーソドックスな形態が採られているため、損失処理なども容易に行うことが可能だろう。

もっとも、短期の景気下支えが重視されればされるほど、中成長期への移行に当たり克服が目指される諸課題 (過剰設備の解消、金融自由化、など) が先送りされることになる。そうなれば、中国がいわゆる「中進国の罠 (middle income trap)」に陥り、その後の経済成長テンポが低迷するリスクが高まることになるだろう。



( 5 ) 中国経済の動向を踏まえたアジア経済の見通し

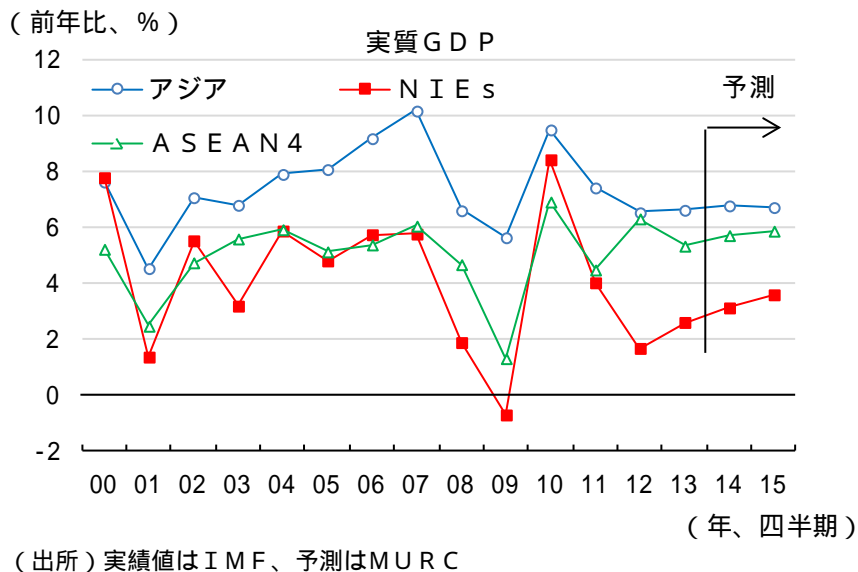
中国景気の動向を踏まえて先行き 2 年間のアジア景気を見通すと、アジアの実質経済成長率は 2014 年が +6.8%、15 年が +6.7%になると予測した。

N I E s ( 香港・韓国・台湾・シンガポール ) の実質経済成長率は 2014 年が +3.1%、15 年が +3.6%になると予測した。構造調整圧力を抱えながらも巡航速度で拡大する中国景気の恩恵を受けて、N I E s 諸国からも輸出が徐々に拡大するとみられる。また物価の安定などを背景に個人消費が堅調に推移する公算が大きい。これらのことから、N I E s 景気は回復テンポを徐々に高めていくと考えられる。

他方で、A S E A N 4 ( インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ ) の実質経済成長率は 2014 年が +5.7%、15 年が +5.9%になると予測した。A S E A N 諸国の内需の基調は堅調であるが、米 F R B が 14 年 1 月以降テーパリングに着手する中で、通貨に下落圧力がかかることになると予想される。各国の通貨当局は、為替の下落に伴う輸入インフレ圧力を和らげるために利上げを含めた金融引き締め策を強化せざるを得ないとみられる。そのため、内需には下押し圧力がかかるだろう。反面で、テーパリングに着手できる程、米国経済の基調はしっかりとしており、先行きも緩やかな拡大が続くと見込まれる中で、為替安もあって A S E A N 諸国の輸出は徐々に増勢を強めると考えられる。そうした外需によるけん引が内需の不調を相殺するかたちで、A S E A N 景気は緩やかに持ち直していくことになるだろう。

なお、2014 年に議会総選挙と大統領選挙が控えているインドネシアでは、バラマキ型の景気刺激策が採られる可能性がある。そうした場合、A S E A N 景気が拡大する可能性がある。他方でタイのように、国内政治の混乱が景気のブレーキになる危険性にも注意を要する。

図表 66 アジアの経済見通し



## 5 . 2014 / 15 年の世界経済見通しの総括

### ( 1 ) ダウンサイド・リスクが強い世界景気

2014 / 15 年の世界景気に関しては、ベースのシナリオそのものが力強さを欠く中で、アップサイドよりもむしろダウンサイドに陥る可能性の方が高いと考えられる。

ここで、各経済のダウンサイド・リスク要因を再確認すると、米国における政策不透明感の高まり、ギリシャを中心とする欧州債務問題の再燃、国際環境の悪化に伴う中国経済・金融の変調の3つが存在する。

その中でも、世界経済に与える影響が最も強い要因は、米国の政策不透明感の高まりである。とりわけ財政政策の不透明感の高まりは、米国景気の大きな失速圧力になるだろう。世界経済の中心である米国の景気が失速すれば、米国向けの輸出が景気回復のけん引役として期待されているユーロ圏や中国の景気も、回復ペースを大きく鈍化させると予想される。これは輸出による景気回復が期待される日本にとっても同様である。財政に拡大の余地が限られる中で、そうした事態に陥れば、各国中銀は金融緩和を長期化ないしは拡大することで、景気の腰折れを防がざるを得ないと考えられる。そうなれば、各国中銀による「出口戦略」は再考を余儀なくされることになるだろう。同時に、世界の金融市場では調整の動きが深刻化すると予想される。具体的には、先進国を中心に高値圏で推移する株価や新興国中心に高騰が続く不動産価格は、水準を大きく落とすことになる。また安全資産である国債も、中央銀行による買い支えが見込めるものの、各国の財政状況をにらみつつ、売りと買いが激しく交錯する事態となるだろう。低リスク資産としての円に対する需要も再び高まり、円高基調に反転する可能性も高いといえる。こうした金融面での混乱も、資金調達コストの上昇やマインドの悪化を通じて、世界景気のブレーキになると考えられる。

のギリシャを中心とする欧州債務問題の再燃に関しては、政策対応が進んでいることから、2010～2012年頃にささやかれた「ユーロ圏崩壊」という事態には発展しない公算が大きい。もっとも、債務問題の再燃は金融市場を混乱させ、通貨安や株安、そして南欧の金利高などを通じて実体経済の成長を下押しする危険性を有している。また、仮にユーロから脱退する国が出るような事態になれば、通貨ユーロに対する投資家の信認が弱まることになるだろう。そうした国が頻出することを防ぐために、EUが財政規律をこれまで以上に強化するようなことになれば、欧州景気は停滞の長期化を余儀なくされよう。

の国際環境の悪化に伴う中国経済・金融の変調というシナリオは、やの動きが顕在化した場合に、改めて意識されるものであるといえよう。先に述べたように、米欧景気の失速は中国の輸出鈍化につながり、中国景気の直接的な失速要因になる。また、金融面での変調は、中国からの資金流出というかたちを通じて、景気を間接的に下押しする公算が大きい。中国は米欧に比べて金利水準も高く、また財政も拡大余地がある。したがって当局による景気下支えもある程度可能だろうが、そういう事態になれば、中成長期への移

行に当たり克服が目指される、過剰設備の解消といった諸課題が先送りされることになるだろう。そうなれば、中国経済は他の多くの新興国と同様に「中進国の罠」に陥ることになり、その後の経済成長テンポが一気に鈍化するリスクが高まると考えられる。

## ( 2 ) 90 年代型の新興国通貨危機の再来は免れる公算

米国景気に財政問題の悪化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だろう。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ある。

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ある。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た。当時、メキシコでは固定相場制度が採用されていたが、实体经济に比べて割高な為替レートが設定されていた。1994 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。そして、メキシコの通貨ペソは対翌 95 年にかけて対ドルで 120% も下落することになった。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った。その後、同様の流れが中南米にドミノ的に波及し、1999 年にはブラジルも同様の危機に瀕した。

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、1998 年にはロシア通貨危機へと連鎖的な広がりをみせた。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っている。

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った。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ているが、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る。

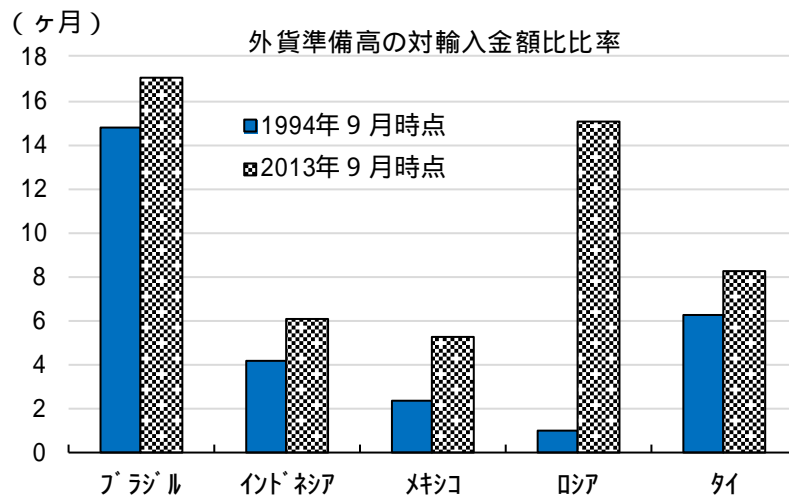
2014 年に本格化するテーパリングが世界的な資金フローの在り方を変化させること自体は確実であり、それを起点とした何らかの通貨（金融）不安が発生する可能性そのものは否定できない。しかしながら、テーパリングを受けて、新興国が 90 年代と同様に軒並み通

貨危機に陥るような事態は避けることができると考えられる。

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る。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る。また、通貨危機を免れた新興国に関しても、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る。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る。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る。そのため、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だろう。

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る（図表 67）。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だろう。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る。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る。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よう。

図表 67 90年代よりも潤沢な新興国の外貨準備高



（出所）IMF

図表68 米国経済予測総括表

	2013年				2014年				2015年				2012年	2013年	2014年	2015年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	1.3	1.6	2.0	2.8	2.9	2.8	2.3	1.9	2.3	2.4	2.8	3.1	2.8	1.9	2.5	2.7
個人消費	1.1	2.5	4.1	3.3	1.5	2.2	2.0	2.0	2.8	2.8	3.5	3.5	2.2	2.0	2.1	2.5
民間投資	1.9	1.9	1.9	2.5	2.2	2.3	2.3	1.8	2.1	2.3	2.6	2.9	2.2	2.0	2.1	2.5
設備	2.3	1.8	2.0	4.1	1.0	2.0	2.0	2.0	2.5	2.5	3.2	3.2	9.5	6.3	6.3	5.5
住宅	2.2	4.6	6.9	8.2	8.4	7.5	4.7	4.8	4.9	5.1	5.7	6.4	7.1	5.0	6.3	5.5
政府調達	4.4	8.8	15.8	4.3	5.1	5.1	4.4	4.4	5.7	5.7	7.0	7.1	7.3	2.7	5.3	6.3
政府調達	2.9	2.4	3.4	1.8	2.4	2.6	3.8	4.6	5.6	6.7	7.4	8.2	8.2	7.3	5.3	6.3
住宅	1.6	3.2	0.2	2.0	4.1	4.1	5.1	5.1	8.2	8.2	8.2	8.2	12.9	12.9	3.7	2.8
政府調達	12.9	15.2	14.2	9.7	7.0	4.0	2.0	2.0	2.3	2.5	3.0	3.5	12.9	12.9	3.7	2.8
住宅	12.5	14.2	10.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0	4.1	4.1	12.9	12.9	3.7	2.8
政府調達	-1.8	-2.0	-2.7	-1.1	0.2	0.6	0.8	1.0	1.3	1.5	1.8	2.0	-1.0	-1.9	0.7	1.6
政府調達	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.2
政府調達	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.2
純輸出（寄与度）	1.0	2.0	2.9	3.1	3.9	2.5	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5	0.4	0.3	0.4	0.4
輸出	-1.3	8.0	3.9	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.1	4.1	0.4	0.3	0.4	0.4
輸入	0.1	1.2	1.6	3.2	3.8	2.9	3.3	3.5	3.8	4.1	4.3	4.6	0.3	0.2	0.5	0.7
輸入	0.6	6.9	2.4	3.0	3.0	3.0	4.1	4.1	4.1	4.1	5.1	5.1	0.3	0.2	0.5	0.7
名目GDP	3.1	3.1	3.4	4.5	4.6	4.5	4.0	3.9	4.3	4.4	4.8	5.4	4.6	3.5	4.3	4.7
名目GDP	2.8	3.1	6.2	6.0	3.2	2.8	4.1	5.7	4.5	3.4	5.5	8.2	4.6	3.5	4.3	4.7
名目GDP	-2.5	-2.3	-2.2	-2.4	-2.2	-2.1	-2.2	-2.3	-2.1	-1.9	-2.0	-2.0	-2.7	-2.4	-2.2	-2.0
経常収支（対GDP比）	1.7	1.4	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	2.3	1.7	1.7	1.6	1.8	2.1
GDPデフレーター（前年比）	1.8	1.1	1.3	1.0	1.5	1.5	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	1.8	1.3	1.6	1.8
PCEDデフレーター（前年比）	7.8	7.6	7.3	7.0	7.1	7.0	6.9	6.8	6.5	6.3	6.0	5.8	8.1	7.4	6.9	6.1
失業率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.50
政策金利（期末値）	1.80	1.98	2.70	2.73	2.75	2.80	3.00	3.00	3.10	3.20	3.30	3.30	1.79	2.30	2.89	3.23
10年債流通利回り（期中値）	92.4	98.7	98.9	100.5	103.0	103.0	103.2	103.5	103.8	104.1	104.4	104.7	79.8	97.6	103.2	104.3
ドル円（期中値）																

（注）各需要項目の上段は前年比、下段は前期比年率、いずれも％

図表69 ユーロ圏経済予測総括表

	2013年				2014年				2015年				2012年	2013年	2014年	2015年
	2013年		2014年		2014年		2015年		2015年		2015年					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	-1.2	-0.6	-0.4	0.4	0.9	0.9	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	-0.7	1.1	1.6
個人消費	-1.2	-0.6	-0.4	0.2	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6	-1.4	0.8	1.3
総固定資本形成	-0.5	0.6	0.3	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	-4.0	1.7	2.0
政府支出	-5.6	-3.5	-2.5	-1.1	1.4	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-0.5	0.3	0.5
純輸出（寄与度）	0.2	1.3	-1.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	1.5	0.5	0.1
輸出	0.1	1.3	0.8	1.8	3.3	1.7	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5	3.5	2.5	1.1	2.4
輸入	-3.8	8.8	0.7	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.1	4.1	4.1	-1.0	0.0	2.9
名目GDP	0.4	1.0	0.9	1.4	1.6	1.4	2.0	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5	3.5	0.6	0.9	1.9
GDPデフレーター（前年比）	1.5	1.5	1.3	1.0	0.7	0.5	0.9	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.0	1.4	1.3	0.8
消費者物価（前年比）	1.8	1.5	1.3	1.3	1.5	1.5	1.8	1.8	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.5	1.5	1.6
失業率	12.0	12.0	12.2	12.0	11.8	11.5	11.3	11.0	10.8	10.5	10.3	10.0	10.0	11.4	12.1	11.4
政策金利（期末値）	0.75	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	0.25	0.25
独10年債流通利回り（期中値）	1.29	1.75	1.78	1.93	1.83	1.85	1.88	1.90	1.93	1.95	2.00	2.00	2.28	1.32	1.84	2.11
ユーロドル（期中値）	1.32	1.31	1.33	1.36	1.37	1.36	1.35	1.34	1.33	1.32	1.31	1.30	1.30	1.28	1.33	1.32
各国GDP（前期比年率）																
ドイツ	0.0	2.9	1.3	1.7	2.2	2.2	2.4	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	0.7	0.5	2.1
フランス	-0.2	2.2	-0.6	0.6	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	0.0	0.2	0.7
イタリア	-2.3	-1.1	-0.5	-0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	-2.5	-1.9	0.0
スペイン	-1.5	-0.4	0.5	0.6	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	-1.6	-1.3	0.8

（注）各需要項目の上段は前年比、下段は前期比年率、いずれも％

図表70 アジア経済予測総括表

	2013年				2014年				2015年				2012年	2013年	2014年	2015年				
	1Q		2Q		3Q		4Q		1Q		2Q						3Q		4Q	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q								
アジア全体	6.5	6.5	6.8	6.8	6.8	6.8	6.7	6.8	6.8	6.6	6.7	6.8	6.8	6.5	6.6	6.8	6.7			
中国	7.7	7.5	7.8	7.7	7.7	7.8	7.6	7.6	7.6	7.4	7.5	7.5	7.5	7.8	7.7	7.7	7.5			
除く中国	5.1	4.9	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	5.1	5.1	5.1	4.9			
NIES	3.4	3.8	4.0	4.2	4.3	4.3	4.2	4.3	4.3	4.4	4.5	4.8	4.8	3.8	3.8	4.3	4.6			
	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.9	1.9	1.5	1.6	1.7	1.8			
	1.5	2.7	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1	3.2	3.2	3.4	3.4	3.8	3.8	1.7	2.6	3.1	3.6			
香港	2.6	3.5	3.0	2.5	3.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1	4.0	1.5	2.9	3.5	4.0			
韓国	1.5	2.3	3.3	3.4	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	3.0	3.2	3.5	3.5	2.0	2.6	2.7	3.3			
シンガポール	0.3	4.2	5.1	3.5	3.5	3.0	3.5	4.0	4.0	3.5	3.0	4.0	4.0	1.3	3.3	3.5	3.6			
台湾	1.5	2.3	1.6	3.0	3.5	3.8	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0	4.3	4.3	1.2	2.1	3.8	4.1			
ASEAN4	5.8	5.1	5.1	5.4	5.7	5.9	5.6	5.7	5.7	5.6	5.7	6.1	6.1	6.3	5.3	5.7	5.9			
インドネシア	6.1	5.8	5.6	5.8	6.3	6.5	5.8	6.0	6.0	6.0	6.2	6.5	6.5	6.2	5.8	6.1	6.3			
マレーシア	4.1	4.3	4.5	6.0	5.5	5.0	4.8	4.8	4.8	4.8	5.0	5.5	5.5	5.6	4.7	5.0	5.2			
フィリピン	7.4	7.5	7.5	6.5	6.5	6.7	6.8	7.0	7.0	6.9	6.8	7.0	7.0	6.8	7.2	6.8	6.9			
タイ	5.5	2.6	2.8	3.0	4.0	4.5	5.0	5.0	5.0	4.5	4.5	5.0	5.0	6.8	3.5	4.6	4.8			
(参考) インド	4.8	4.4	5.0	6.0	5.5	6.0	5.8	6.0	6.0	5.5	5.5	6.0	6.5	5.1	5.0	5.8	5.9			

(注) 前年比、いずれも%、ただし中国、除く中国の下段はアジア全体の成長率に対する寄与度を意味する。

< 経済見通し担当者 >

土田 陽介 研究員 総論、米国・欧州経済  
野田 麻里子 研究員 中国・アジア経済

- 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。