
けいざい早わかり 2014年度第7号

世界経済の現状と先行き

【目次】

- Q1. 米国の成長率が大幅なマイナスになったそうですが..... p.1
- Q2. 欧州景気の持ち直しが少し鈍っていませんか？..... p.2
- Q3. 中国景気はまだ減速しますか？..... p.3
- Q4. 世界景気は回復を続けますか？..... p.4
- Q5. 世界景気が下振れするリスクはありませんか？..... p.4

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

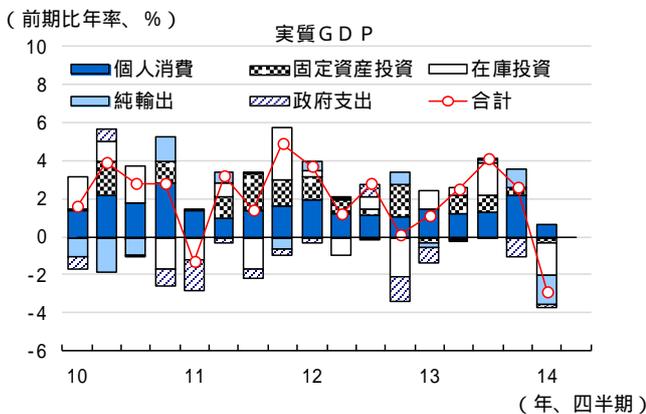
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

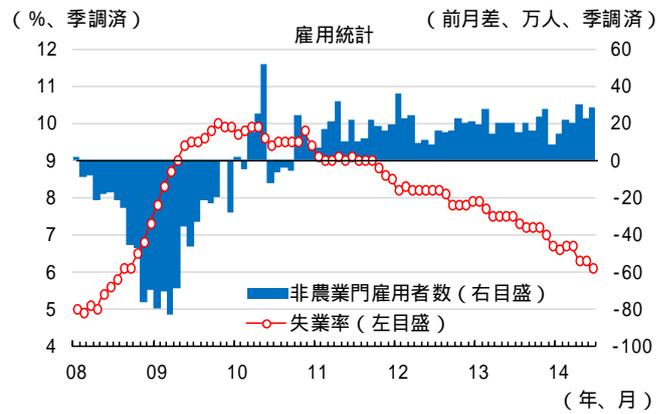
Q1. 米国の成長率が大幅なマイナスになったそうですが

- ・ 米国の2014年1～3月期の実質GDP（確報値）は前期比年率 - 2.9%と、2009年1～3月期（同 - 5.4%）以来の大幅な落ち込みを記録しました（図表1）。春先の大寒波の影響を受けて個人消費が失速するとともに、投資が減少しました。さらに輸出も落ち込んだため、GDPは大幅なマイナス成長になりました。
- ・ もっとも、最近の月次指標は景気が緩やかな拡大基調に復したことを示しています。5月の鉱工業生産は前期比 + 0.6%と再び増加しました。企業の景況感を示すISM製造業指数も6月は55.3と、中立水準である50を引き続き上回っています。さらに同月の雇用統計では失業率が6.1%に低下し、また非農業部門雇用者数が前月比28.8万人増になるなど、雇用情勢の改善が続いています（図表2）。
- ・ 他方で金融面をみると、米連邦準備制度理事会（FRB）が1月から量的緩和第3弾（QE3）の段階的縮小（テーパリング）を進めており、最大で850億ドルあった月次の資産買い取り額は、7月時点で350億ドルまで減額されています。なおQE3自体は、2014年秋頃に終わる見通しです。さらに政策金利（FFレート）の引き上げ（0.00～0.25%～0.50%）については、早ければ2015年後半に実施される公算が大きくなっています。
- ・ 米国景気は今後も民需がけん引する緩やかな拡大が続くでしょう。2014年の実質経済成長率は+1.8%に、15年は+2.7%になる見込みです。2014年後半は、個人消費を中心に民需が反発するため、米国景気の拡大ペースが高まるでしょう。ただし、年初の大寒波の影響に伴って年前半の成長率が下振れしたため、通年の実質経済成長率は2013年（+1.9%）から低下することになるとみられます。続く2015年の米国景気は、年前半は堅調な民需のけん引を受けて2%台後半の成長が続くでしょう。もっとも、年後半は、FRBの政策金利の引き上げを受けて、設備投資や住宅投資を中心に調整圧力が発生すると考えられます。その結果、2015年通年の実質経済成長率は14年から上昇するものの、景気自体は15年後半にかけて減速するでしょう。

図表1 米国景気は一時的に失速



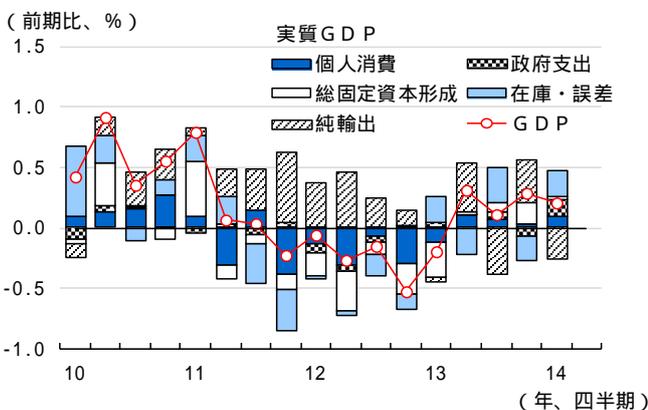
図表2 改善が続く米国の雇用情勢



Q2．欧州景気の持ち直しが少し鈍っていませんか？

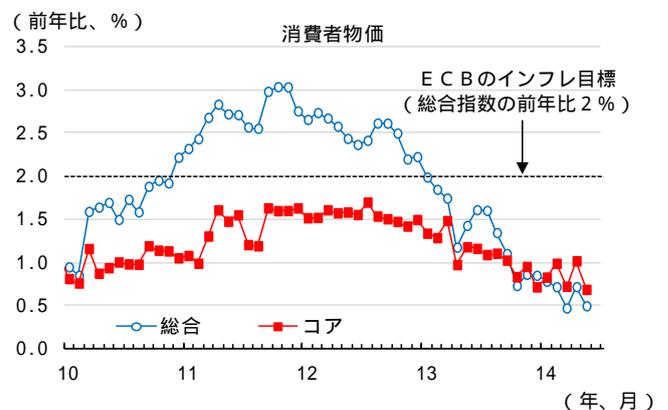
- ・ 欧州（ユーロ圏）景気は緩やかに持ち直していますが、外需面を中心に一部に弱めの動きがみられます。
- ・ ユーロ圏の2014年1～3月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.2%と、13年10～12月期（同+0.3%）から伸びが鈍化しました（図表3）。在庫がGDPの成長の主な押し上げ役になる一方、その他の内需が弱含み、輸出も失速したため、GDPの成長が下押しされました。最新の指標をみても、外需面を中心に弱めの動きが散見されます。例えば5月のドイツの製造業輸出受注は前月比-1.2%と再び減少し、均してみた動きも横ばいで推移しています。そのため、春以降も輸出の基調が弱含んでいる可能性は高いとみられます。
- ・ さらに、弱含む内需と持続的なユーロ高を受けてインフレ率の低下が進んでおり、デフレ懸念が強まっています（図表4）。こうしたなかで欧州中央銀行（ECB）は、6月の金融政策理事会で、下限金利をそれまでの年0.00%から-0.10%に引き下げ、主要経済の中央銀行としては初めてマイナス金利政策を実施しました。
- ・ このように足元のユーロ圏景気は弱含んでいます。先行きは内外需の緩やかな回復を受けて持ち直しが続くでしょう。2014年の実質経済成長率は+0.9%に、15年は+1.5%になる見込みです。14年後半は、米国を中心に緩やかに加速する世界景気の追い風を受けて輸出が増勢を強め、ユーロ圏景気をけん引するでしょう。また内需も、個人消費を中心に緩やかな持ち直しが続くと考えられます。続く15年は、引き続き世界景気の拡大を受けて輸出が加速し、ユーロ圏景気全体の押し上げ役になると考えられます。また個人消費も、雇用・所得情勢が緩慢ながらも改善することを受けて、回復テンポがやや高まるでしょう。設備投資や建設投資も、景気が堅調なドイツを中心に緩やかに増加すると予想されます。住宅投資も、スペインやギリシャなどで底打ちし、ユーロ圏全体で持ち直しの動きに転じるとみられます。なおECBは予測期間中も低金利政策を維持して、ユーロ圏景気の回復を下支えする見込みです。

図表3 緩やかに持ち直すユーロ圏景気



（出所）欧州連合統計局

図表4 インフレ率の低下が進むユーロ圏

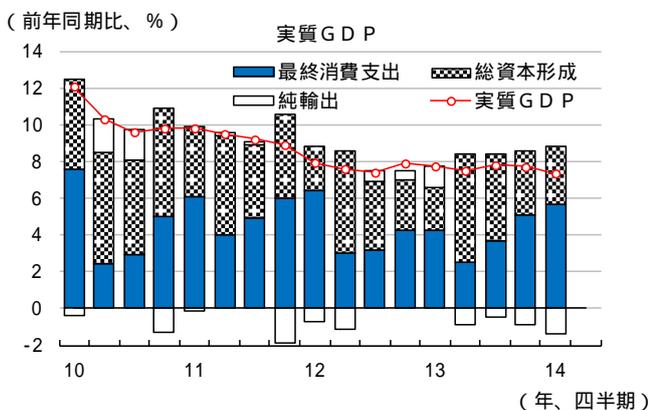


（出所）欧州連合統計局

Q3 . 中国景気はまだ減速しますか？

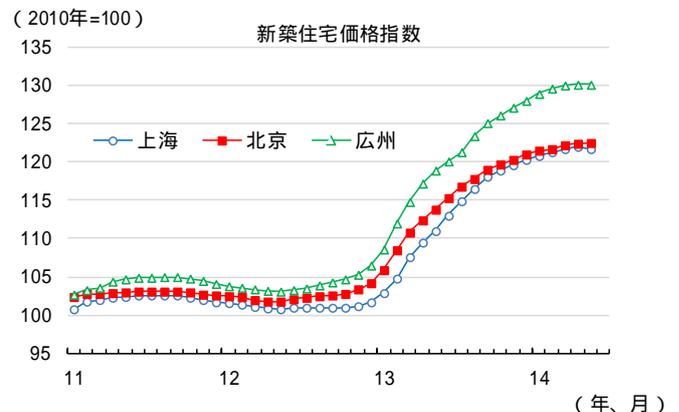
- 中国景気はこれまで緩やかに減速してきました。この2年ほどは7%台の成長が続いていますが、先行きさらに減速するのではないかと心配する声もあります。
- 中国の2014年1～3月期の実質GDPは前年比+7.4%と、2四半期連続で伸びが鈍化しました（図表5）。最終消費支出が個人消費を中心に増勢を強めた反面で、総資本形成の景気押し上げ力が弱まりました。加えて、輸出の失速を受けて純輸出のマイナス寄与幅が拡大し、GDPの成長が下押しされました。なお季調済年率換算でみた1～3月期のGDP成長率は前期比+5.7%と、2期連続で低下しています。
- 中国政府の基本的な経済政策運営方針は引き続き構造調整の進展にあるとみられます。その一方で、4月に小規模の経済対策（零細企業向け税制優遇、スラム街改造向けの金融支援など）を相次いで打ち出すなど、景気に対する配慮もみせています。そうしたことから、最新6月の製造業PMI（購買担当者景況感指数）が51.0と6ヶ月ぶりの高水準になるなど、中国景気には下げ止まりの兆しが見られます。他方で物価面をみると、5月の消費者物価は前年比+2.5%と前月（同+1.8%）から上昇率が高まりましたが、インフレ圧力は概ね安定しています。騰勢が続いた住宅価格も、上昇が一服しています（図表6）。
- 先行きの中国景気も7%台の巡航速度での拡大が続くでしょう。2014年の実質経済成長率は+7.5%、15年は+7.6%になる見込みです。14年後半以降は、政府や中銀による追加の景気対策の発動が見込まれ、これが固定資産投資の勢いを下支えするでしょう。また所得の増加を背景に、個人消費の勢いも引き続きしっかりと推移します。こうした底堅い内需に加えて、世界経済の緩やかな成長を受けて輸出も勢いが徐々に加速すると考えられます。以上のことから、暦年ベースの成長率は小幅ながら先行きにかけて上昇するとみられます。
- なお消費者物価は、今後豚肉価格の上昇期に当たることもあって上昇テンポを高めるでしょうが、均してみれば当局の目標水準にとどまる公算が大きいとみられます。したがって中国人民銀行（中央銀行）は、主要な政策金利を当面の間据え置くと考えられます。

図表5 景気のスローダウンが続く中国



(出所) 中国国家统计局

図表6 中国の住宅価格の上昇は一服

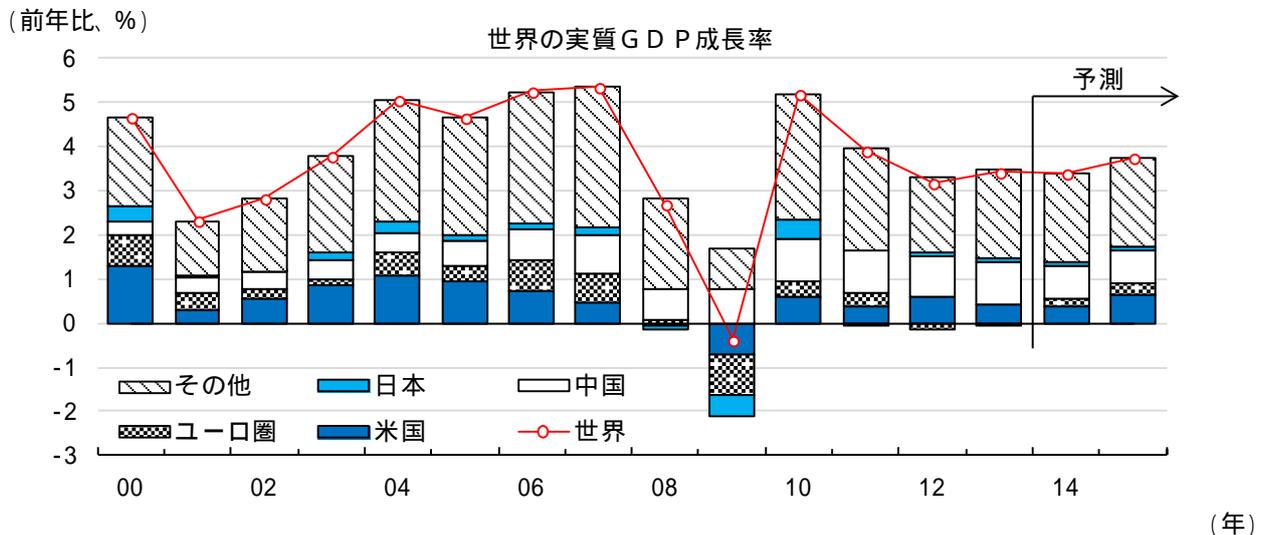


(出所) 中国国家统计局

Q 4 . 世界景気は回復を続けますか？

- ・ 2014年前半の世界経済を総括すると、米国景気が一時的に失速したことや新興国景気の立ち上がりが遅れていること、そして各国ともに輸出が低迷したことから、世界景気の拡大は緩やかなペースにとどまりました。このため、先行きの世界経済に対する懸念も出てきています。
- ・ しかしながら、2014年後半以降の世界景気も回復の動きは崩れないでしょう。まず米国景気が緩やかに拡大する見込みです（2014年が+1.8%、15年が+2.7%）。また欧州景気も持ち直しが続くと考えられます（2014年が+0.9%、15年が+1.5%）。一方、中国景気は7%台の巡航速度で拡大するとみられます（2014年が+7.5%、15年が+7.6%）。したがって、世界全体でも景気は回復を続けると予想されます。
- ・ もっとも、先行きの景気回復が引き続き緩慢であることには変わりはありません。世界の実質経済成長率は2014年が+3.4%に、続く15年が+3.6%になる見込みです（図表7）。リーマン・ショック前の高成長期（年5%成長）の勢いには及ばないことはもちろん、世界経済の成長を力強くけん引する国が見当たらないなかで、基本的には3%台半ばの巡航速度での拡大にとどまりそうです。

図表7 世界景気は緩やかな回復にとどまる



(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。

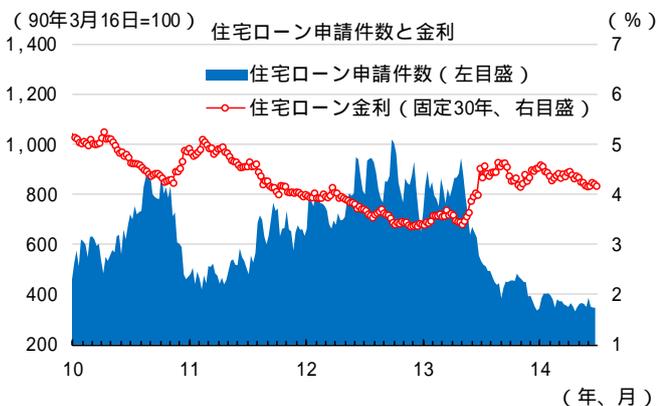
(出所) 実績値は国際通貨基金（IMF）、予測値は三菱UFJリサーチ&コンサルティング（MURC）

Q 5 . 世界景気が下振れするリスクはありませんか？

- ・ 2014年後半以降の世界景気を見通す上で注意したい下振れリスクは、以下で述べる4点（米国の利上げと金融市場の反応、欧州銀の資産査定とデフレ圧力、中国の金融不安、新興国・地政学要因）です。

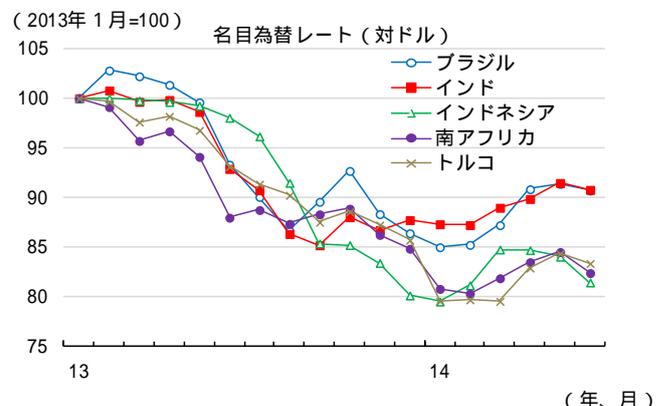
- ・ 最初に「米国の利上げと金融市場の反応」についてです。既に述べたように、F R B は早ければ2015年後半にもF F レートを0.50%へと引き上げる公算が大きくなっていきます。現在F R Bは、大規模金融緩和からの出口戦略がスムーズに行くように、利上げ着手後もF F レートの引き上げテンポを緩やかにとどめるという方針を繰り返すことで、長期金利の上昇を抑えようと努めています。
- ・ もっとも、この金融危機後初となる利上げがきっかけとなって、長期金利が想定以上に上昇する可能性があることには十分注意を要します。そうなれば、金利感応度が高い住宅投資や建設投資を中心に内需が失速する危険があるためです。現に、利上げ観測が織り込まれ始めた2013年夏場に金利が上昇し、それ以降足元まで住宅ローン申請件数が低水準で推移していることは、そうした可能性が存在することを示唆しています（図表8）。
- ・ 次に「欧州銀の資産査定とデフレ圧力」についてです。まず欧州銀の資産査定（ストレステスト）に対する懸念があります。欧州連合（E U）は14年10月に銀行のストレステストの結果を公表します。基本的に欧州の銀行は、自己資本の積み増しなどを通じて財務体質が改善しており、無事ストレステストを乗り越えることが出来る見通しです。もっとも仮に、銀行の資産査定の結果が好ましくないものであれば、銀行は財務体質改善のための一段の努力を余儀なくされるでしょう。そうなれば、銀行が融資をさらに減少させる可能性が高まり、景気に対する腰折れ圧力が強まる恐れが膨らみます。
- ・ さらにユーロ圏では、デフレ圧力の高まりに対する懸念があります。先述のように、E C Bは6月の理事会で追加緩和を実施し、下限金利のみですがマイナス金利政策を導入しました。この追加緩和を受けて一方的なユーロ高には修正がかかっており、また内需も緩やかに持ち直しているなかで、ユーロ圏でデフレが定着する可能性は基本的には低いと考えられます。ただ仮に何らかの金融ショックが発生し、投資家がユーロを低リスク通貨として再び積極的に買うことになれば、ユーロ圏でデフレが定着すると考えられます。その結果、実質金利が高止まり、欧州景気に対する下押し圧力が強まることになるでしょう。

図表8 利上げが米国内需を失速させる可能性



(出所) 米抵当銀行協会 (M B A) 及びフレディマック

図表9 年末年始に高まった新興国不安



(出所) 各国中央銀行

- ・ さらに の「中国の金融不安」についてです。中国では2014年2月に、社債市場で初のデフォルト（債務不履行）が発生しました。中国では不動産市場をはじめとする金融問題が山積しています。具体的には住宅バブルや理財商品、影子銀行（シャドーバンキング）の問題などです。金融の問題は連鎖的な性格を持つため、社債市場を中心に顕在化した調整圧力が、今後他の金融取引の調整に波及する可能性は否定できません。
- ・ 仮にそうした事態になれば、住宅を中心とする資産価格の調整が深刻化し、企業・家計の資金繰りの悪化などを通じて景気にブレーキをかけるでしょう。不良債権問題も、深刻化すると考えられます。場合によっては政府と中銀による政策の発動（バッドバンクの設立や公的資金の注入、無制限の流動性供給など）が見込まれますが、短期的な景気の失速は免れないでしょう。また中長期的にみても、不良債権問題の顕在化は成長の鈍化を早めるきっかけになる可能性があります。
- ・ 最後に の「新興国・地政学要因」についてです。まず新興国の通貨・金融不安の再燃への懸念があります。米FRBのテーパリング着手に伴い、新興国では13年末から14年初にかけて通貨・金融不安が高まりました（図表9）。一方で新興国では、高インフレや景気減速といった経済の不調に伴って政権交代が相次いでいます。これらの新興国では、新政権が大衆迎合（ポピュリズム）的な観点から財政拡張を進める可能性が高まっています。そうした動きは短期的には景気の加速につながりますが、反面でインフレが加速するなど経済が不安定化をもたらすでしょう。このことが足元にかけて落ち着きを取り戻している新興国の通貨・金融不安の再燃につながる危険性には注意を要します。
- ・ さらに、世界経済の調整要因として注視すべき懸念材料として、情勢が不透明なウクライナ問題があります。現実的に考えれば、経済の相互依存度が高い欧州とロシアが本格的に衝突する可能性は極めて低いとみられます。ただ仮に、米国を巻き込むかたちで欧州とロシアの間で緊張が一段と高まれば、世界的な株安の連鎖が発生するでしょう。
- ・ 以上の4つの下振れリスクのうち、特に警戒すべきは と です。米中という二大経済の変調は、実体・金融・商品など様々な面から世界経済に調整圧力を与えることになるでしょう。特に は、それが顕在化するのか、そのタイミングがいつかという点も含めて、中長期的にくすぶり続けると考えられます。

お問合せ先 調査部 土田 陽介
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。当社までご連絡下さい。