

世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 岡田 哲郎

目 次

総 論

1. 世界経済の足取り

- (1) 先進国経済の回復は途半ば
- (2) 急回復局面の終焉
- (3) 政策効果の減衰

2. ソブリン・リスク警戒感の高まり

- (1) 欧州債務問題の見方
- (2) 欧州外にも広がる警戒感
- (3) 国際ファイナンス構造の変質

3. 2011年にかけての世界経済の姿

- (1) 先進国は2011年に向けて軒並み減速
- (2) 新興国景気は底堅い回復傾向が持続

総論

一危機の後遺症に苛まれる世界経済。2011年にかけて正念場に

世界経済は、2009年春頃に底打ちした後、2010年春にかけて回復傾向が明確化した。

もっとも、ここに来て少なからぬ国・地域で回復ペースの翳りが看取されるほか、ギリシャの財政問題を契機に市場でソブリン・リスクがにわかにクローズ・アップされる等、先行きの不安要因も目立ち始めている。前者は、リーマン・ショック後に各国で打ち出された景気対策効果の一巡という側面が大きく、後者は、そうした対策費用の工面も含めた危機の後始末の大変さに市場がたじろぐという構図である。民間需要が十分な力強さを取り戻していれば、景気の牽引役は官公需からスムーズにバトンタッチされるであろうし、財政悪化についても民需回復までをつなぐ必要悪として是認されるべき筋合いのものである。足元に見られる状況は、民

需の回復が総じて捗々しくないことに起因しており、その意味において、一見順調な回復局面にある世界経済は、なお金融危機の後遺症に苛まれている状態、と捉えられる。

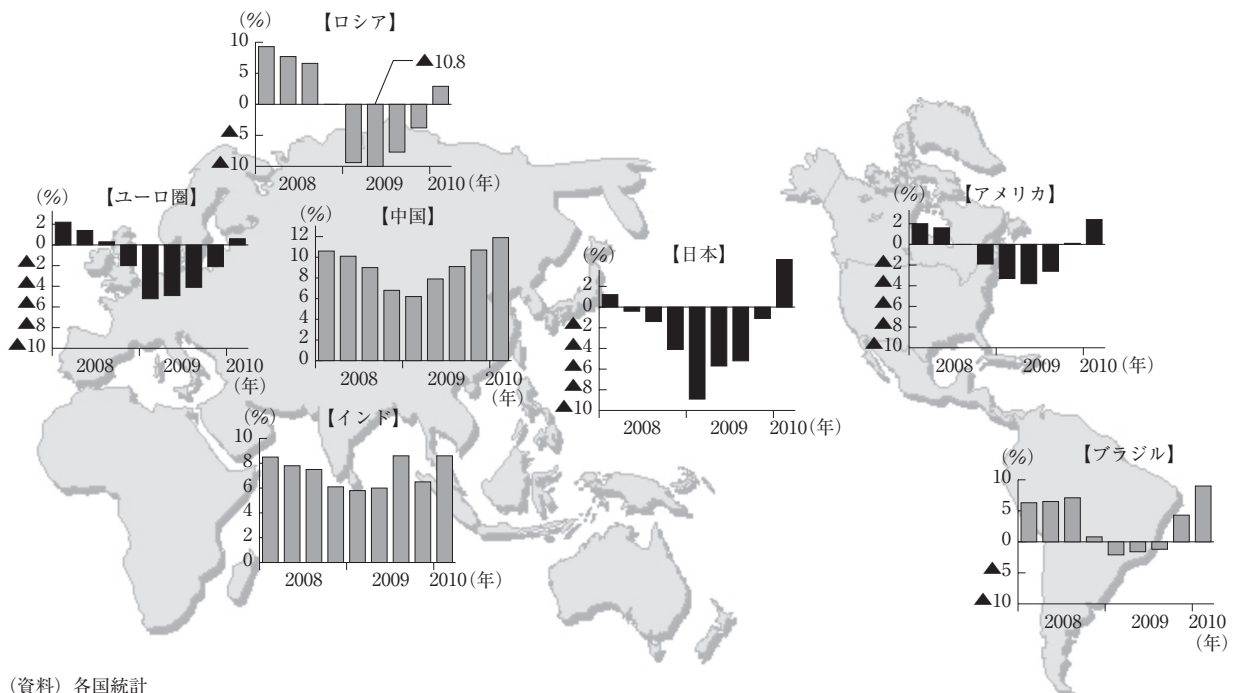
現在までのところ、それら不安要因が直ちに回復の腰を折るほどの景気悪材料に転化する公算は小さいとみられる。しかしながら、民需の回復が遅れるもとの、政策効果の減衰は2011年にかけて着実に進む見込みである一方、ソブリン・リスク警戒感の強まりは、追加的な景気対策発動のハードルを引き上げており、2011年にかけて世界経済は正念場を迎えるものと予想される。

1. 世界経済の足取り

(1) 先進国経済の回復は途半ば

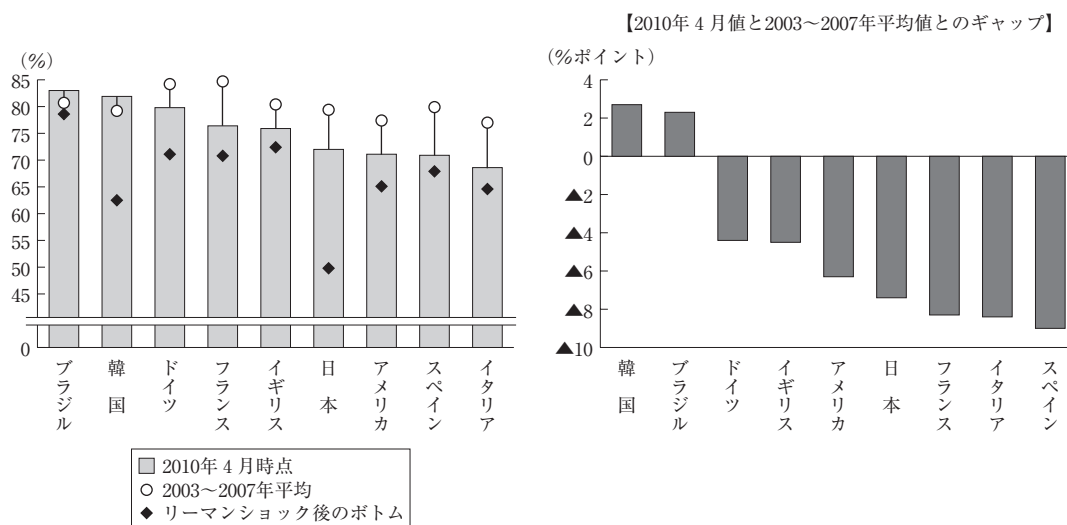
主要国・地域の実質GDP（前年比）をみると、リーマン・ショック以降の金融危機を受けて、翌2009年前半にかけて軒並み大幅に下振れた後、

(図表1) 各国・地域の実質GDP成長率の推移（前年同期比、2008年1～3月期以降）



(資料) 各国統計

(図表2) 各国製造業における生産設備稼働率



(資料) 経済産業省 (日本)、Eurostat、ブラジル産業連盟、米FRB、その他各国の政府統計局
 (注) ボトムをつけた時期は、韓国が2008年12月、ブラジルが2009年1月、日本が2009年2月、アメリカが2009年6月、ドイツ・フランス・イギリス・スペイン・イタリアが2009年7月。

同年央以降は持ち直しに転じた。2010年1~3月期にはアメリカ、ユーロ圏、日本が揃ってプラス圏に浮上した。新興国では、底堅い伸びを維持していた中国、インドで成長率が大幅に加速してきたほか、マイナス成長に陥っていたブラジル、ロシアもプラス成長に転じた (図表1)。

もっとも、回復の程度は国・地域ごとに大きなバラつきがある。設備稼働率についてデータ入手可能な国々の状況を見ると、韓国、ブラジルなど一部アジア諸国や新興国では、足元までに先の景気拡大期を上回る水準に達している。一方、先進国では底打ちこそしたものの、総じて拡大期の水準には程遠い状況にあり、とりわけフランス、イタリア、スペインなど、ドイツ以外のユーロ圏諸国の立ち遅れが目立っている (図表2)。

(2) 急回復局面の終焉

さらに、足元では、少なからぬ国で景気回復ペースが鈍化に向かう兆候が見受けられる。

アメリカでは、本年初から2年ぶりの増加基

調に転じた雇用者数に早くも変調の兆しが現れている。5月の雇用者数は、全体で前月比+43万人と順調な増加を示したものの、その太宗は10年に1度の国勢調査のための政府職員の臨時雇用で占められており、民間部門の雇用の増勢は前月の+22万人から+4万人へと急減速した。過去のパターンに照らせば、政府雇用は6月以降秋口にかけて反動減が続く見込みであり、民間雇用の増勢が鈍いなか、雇用が全体として再び減少する局面が訪れてもおかしくない状況である。内需主導型のアメリカ経済は、経験的にみて前月比+10万人以上の雇用増加ペースが維持されるかどうか、景気の自律回復が続くかどうかの目安となっており、その意味で足元の回復基盤は極めて脆弱であると言える。

ユーロ圏では、もとより景気回復の勢いが弱いところに、ギリシャの財政危機に端を発する混乱が南欧をはじめとする域内全体へ波及するという事態に見舞われた。今後、混乱拡大の過程で進行したユーロ安が外需押し上げに作用する面はあるものの、南欧を中心とする財政再建

の本格化が、中期的に域内景気の重石となることは避けられない情勢である。

日本では、過去1年間にわたり景気回復の牽引役を果たしてきた輸出の増勢が、ここに来て中国向けの失速を主因に鈍化しつつある。これに伴い、昨春以降続いてきた製造業の増産基調も、5～6月の生産計画によれば急ブレーキがかかる見通しである。他方、1年余りにわたって生産回復が続いてきたにもかかわらず、設備投資や家計の所得・雇用情勢の改善は限定的であり、自律的な回復メカニズムが作動しないうちに、牽引役の力が衰える懸念がある。

一方、中国経済の近況を日本の中国向け輸出からみると、かねて堅調に推移していた生産財、電子デバイス、輸送機械など、「景気対策関連」品目の増勢鈍化が目立っており、2008年秋から発動された4兆元の大型景気対策の効果が一巡し始めた可能性が示唆される。加えて、当局が2010年入り以降、①金融引き締め、②不動産取引規制、③設備削減・投資抑制指導、など過熱抑制策に力を入れ始めたことも見逃せない。今春から調整色が強まっている株価（上海総合指数）は6月に約1年ぶりの安値まで下押ししたほか、騰勢が急加速していた不動産価格（70都市ベース、前年比）も5月にはピークアウトの兆しが現れるなど、代表的な資産価格の動きに変調が見受けられる。

以上のように、各国・地域において、本年春以降、過去1年間の総じて順調だった景気回復局面とは異なるステージに移りつつあるとの傍証が増えているのである。

(3) 政策効果の減衰

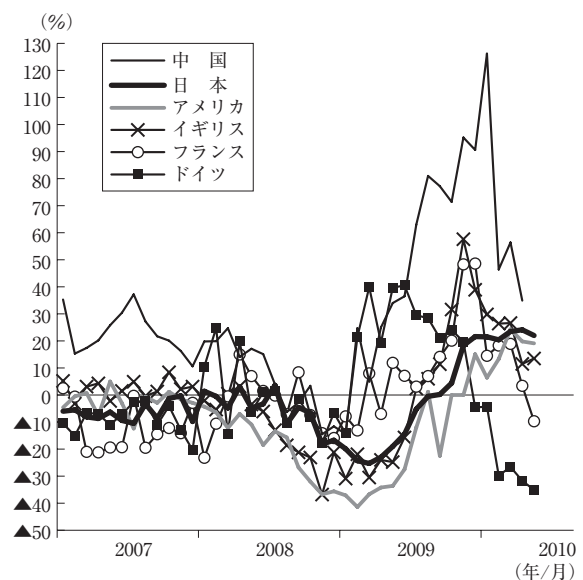
各国・地域でみられる景気スローダウンの兆しに通底すると考えられるのは、リーマン・ショック後に一斉に講じられた景気対策の効果が

ピークアウトに向かい始めた可能性である。

IMFがリーマン・ショック後（2009年4月）にまとめた推計によれば、各国の財政刺激策の合計規模（購買力平価ベースの世界GDPに対する比率）は、2008年0.5%、2009年2.0%、2010年1.5%、とされている。これに基づけば、世界景気に対する限界的な影響は、2010年に▲0.5%の押し下げ要因に転じる計算である。

また、各国ではほぼ同時期に共通して打ち出された施策として、自動車に対する販売支援策がある。販売支援の方法や規模は国ごとに区々ながら、2009年前半から各国の自動車販売が順次好転に向かうなど、それら施策は金融危機からの景気反転に大きな役割を果たした。しかしながら、その効果も徐々に薄れつつある。真っ先に販売増の効果が現れたドイツでは、昨秋に所定の予算払底に伴い支援策が終了した後は失速傾向が明確化し、年明けにかけて前年割れへ転落した。フランス、イギリスもこれを追う動きとなっている。そのほか、アメリカ、日本では増勢が頭打ち、中国はモータリゼーションの本

(図表3) 主要国の新車販売台数〈前年同月比〉



(資料) Bloomberg L.P.

(注) 直近値は2010年5月（中国は4月）。

格化局面にあるため、一概に先進諸国と同列には論じられないものの、やはり販売の増勢鈍化が鮮明になっている（図表3）。

2. ソブリン・リスク警戒感の高まり

(1) 欧州債務問題の見方

以上のような情勢のもとで、にわかに浮上した欧州債務問題は、市場におけるソブリン・リスク警戒感を惹起するなど、回復の端緒についたばかりの欧州経済のみならず世界経済を不安定化させかねない要因となっている。

まず、欧州債務問題をどのように捉えるべきか。事の発端はギリシャにおける財政統計上の不正発覚であったが、問題は一国にとどまらず、南欧を中心とする近隣諸国の財政状況に対する疑念へと拡大した。その理由は、一義的にはユーロ圏という特殊な統合経済の在り方に帰着する。すなわち、ユーロ圏においては、単一通貨（共通為替政策）、およびECBによる共通金融政策が所与とされることで、各国ごとに操作可能なマクロ経済調整のための手段は事実上財政政策に限られている。そして、その財政政策のあり方についても、共通通貨維持のため「安定成長協定」などにより、加盟国間で足並みを揃えるよう縛りをかけてきた。しかしながら、それはユーロ圏発足時点における加盟国の経済状況が高度に収斂されていることが大前提である。実態は、単一通貨発足を優先する政治的な見切り発車のため、経済収斂が不十分なままのスタートとなり、政策の自由度が限られるなかで、国ごとに管轄がゆだねられる唯一の「マクロ政策の調整弁」である各国財政の状態は、時を経るごとにバラつきが大きくなるのが必然であったといえる。

ギリシャにおける統計不正の発覚は、そうしたユーロ圏経済が持つ構造的矛盾を満天下に示

すという、「パンドラの箱」を開ける行為に相当するものであった。この問題の本質的解決のためには、あくまで厳格な経済収斂を目指すのか、あるいは加盟国間で相互扶助的な仕組みを取り入れて現体制の維持を優先するのか等、ユーロ圏の在り方を根本から問い直すプロセスを経る必要がある。このため、根本的な問題の解決までには相当の時間を要すると見ておく必要がある。

(2) 欧州外にも広がる警戒感

こうした欧州における債務問題の浮上は、市場が他の国々の財政状況にも厳しい目を向ける契機となった。

足元の金融資本市場においては、信用リスク警戒感がなおすぶり、民間需要の回復も思わしくないもとで、選別的な国債投資が主流となっている様子が窺える。すなわち、南欧諸国など債務問題の渦中にある国債は大幅に売り込まれる一方、それ以外、すなわちドイツ、アメリカ、イギリス、日本などの国債にはむしろ買いが集まり、国債利回りが低下する傾向が見受けられる。

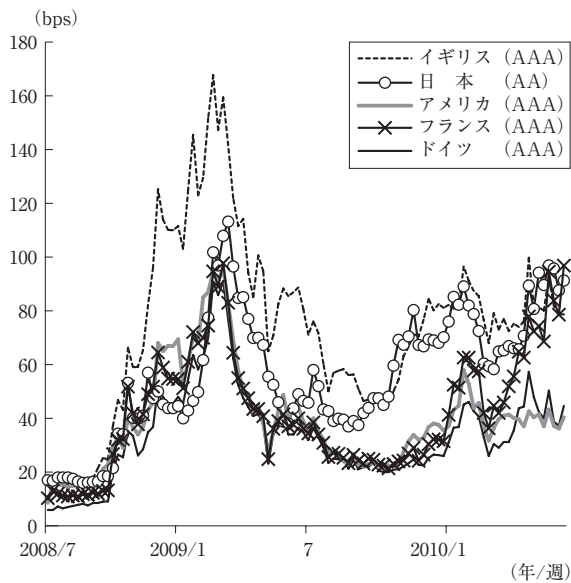
もっとも、そのように投資家に選好されている国債ですら、背後ではソブリン・リスクに対する警戒感が高まっている。主要国国債のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ、5年物）スプレッドをみると、リーマン・ショックを契機とする大幅上昇の後、2009年夏までに一旦は軒並み鎮静化したものの、足元にかけては総じてジリ高傾向が明確となっている。とりわけ、フランス、日本はリーマン後のピークに迫る水準にあるほか、イギリスも水準の高さが目立つ状況である（図表4）。

このような財政の持続可能性に対する市場の疑念の高まりは、過去の経緯からみて直ちに国

債利回りの上昇を招来するとは限らない。もっとも、ギリシャという事実上の財政破綻事例を世界中が眼前にした直後であるだけに、各国財政当局に対して規律遵守の重要性を大いに意識させる要因となろう。

このため、今後、先進国を中心に景気対策効果の減衰が一段と明確化してくる場合でも、財政の追加出動による需要下支えは各国とも容易に踏み切れないとみておくべきであろう。

(図表4) CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) の保証料率からみた各国債の信用リスク (5年物)



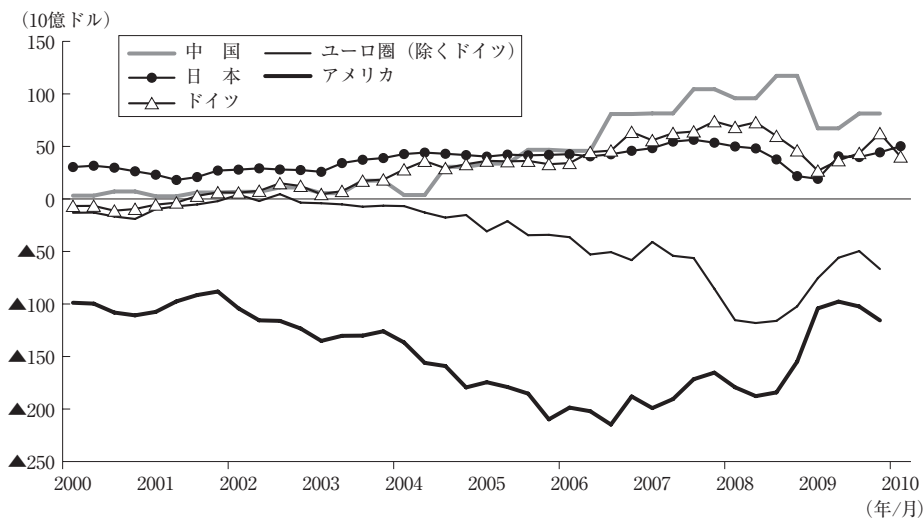
(資料) Bloomberg L.P.
 (注1) 1 bp=0.01%。直近は6月25日。
 (注2) 凡例のカッコ内はS&P社による各国の長期発行体格付け。

(3) 国際ファイナンス構造の変質

上記の議論に加えて、国際的なファイナンス構造の変質が、近い将来に一部の国の資金調達への制約要因となる可能性を指摘しておく。

主要国・地域の経常収支の推移をみると、2007~2008年にかけては、アメリカ、およびドイツを除くユーロ圏諸国が赤字を拡大させ、国際的な資金調達を大きく膨らませていた。これに対して、主たる資金供給国 (経常黒字国) は、中国、ドイツ、日本であった。赤字国・黒字国の顔ぶれは足元に至るまで変わらないものの、リーマン・ショックに前後して、経常赤字国では内需の縮小を背景に赤字額が縮小し、一方で黒字国では外需の下振れを主因に黒字額が縮小した。その後、2009年10~12月期には、景気を持ち直しを背景に、赤字国において赤字額が再び拡大に向かう様相を示している (図表5)。

(図表5) 主要国・地域の経常収支



(資料) OECD (経済協力開発機構)、Bloomberg L.P.
 (注1) 中国は半期データを二等分して図示。
 (注2) 日本・ドイツの直近値は2010年1~3月期。その他は2009年10~12月期。

もっとも、こうした動きに対して、黒字国からのファイナンスがかつてのように円滑に行われるかどうかは自明ではない。とりわけ注目されるのは、中国の動きである。中国の黒字額は、リーマン・ショック後に大きく減少したが、これは一時的な外需の下振れにとどまらず、中国が金融危機を境に外需依存型から内需主導型経済にシフトした結果である可能性も否定できない。その場合、赤字国は従来のように円滑な資金調達が望めなくなる恐れがある。国際的な対外バランスは、概念上、赤字と黒字が事後的にバランスする筋合いではあるが、その過程として赤字国の資金調達コスト（金利）が上昇したり、資金制約によって内需（赤字）拡大が抑制される、という展開も起こり得ると言えよう。

3. 2011年にかけての世界経済の姿

以上のように、当面の世界経済は、先進国を中心に民需の回復力に乏しく、過去の政策効果も翳りゆくなかで、追加的に政策を発動する自由度も限られる、という展開が想定される。

世界全体の実質成長率（IMF算出による購買力平価ベース）は、2010年に+4.0%と、前年に記録した戦後初のマイナス成長（▲0.6%）

から持ち直すものの、順調に成長率が加速するには至らず、2011年は+3.7%とやや回復ペースが鈍る見通しである。新興国は中国をはじめとするアジア諸国を中心に総じて堅調な回復が続くとみられる一方、先進国は政策効果の息切れを主因に2010年後半頃から減速感が強まり、全体の足を引っ張る構図である（図表6）。

主要国・地域ごとの展望は、次の通りである。

(1) 先進国は2011年に向けて軒並み減速

アメリカは、2009年2月に策定された大型景気対策（ARRA）が奏功し、同年後半から成長率が前期比プラス基調に転換、2010年初からは雇用も増勢に転じた。もっとも、先にも見た通り民間雇用の増勢は鈍いままである。その一方でARRAによる四半期当たりの支出金額は2010年1～3月期にピークを迎え、7～9月期以降はピーク比3分の1以下にまで落ち込む見通しである。11月の中間選挙に向けて予定される雇用対策や減税も、高所得者層向け増税などの負担増を差し引いたネットで見れば、2010～2012会計年度のトータルでGDP比1%程度にとどまり、政策効果の剥落を十分カバーするには至らない見込みである。そうしたもとで、所得環

（図表6）世界の実質GDP成長率見通し

	2007年（実績）	2008年（実績）	2009年（実績）	2010年（予測）	2011年（予測）
世界計	5.2	3.0	▲0.6	4.0	3.7
先進国	2.5	0.3	▲3.3	1.8	1.2
アメリカ	2.1	0.4	▲2.4	2.6	1.7
ユーロ圏	2.8	0.4	▲4.1	0.4	0.6
日本	2.4	▲1.2	▲5.2	2.8	0.5
新興国	8.1	5.8	2.2	6.1	5.9
BRICs	10.6	8.0	5.1	8.2	7.3
NIEs	5.8	1.8	▲0.9	5.4	4.8
ASEAN4	6.1	4.5	1.3	5.3	5.7
中東・北アフリカ	5.6	5.1	2.4	4.5	4.5

（資料）各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成

（注1）「世界」182カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏（16カ国）のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど29カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。

（注2）アメリカ、ユーロ圏、日本は現地通貨ベース。その他は購買力平価ベース。

境の低迷持続、家計のバランスシート調整の持続、商業用不動産をはじめとする構築物投資の低迷、などが重石となり、2011年半ばにかけて成長ペースは+1%台の低調な伸びになると予想される。

ユーロ圏は、財政赤字削減を進める南欧諸国の失速により、本年秋にかけてマイナス成長へと逆戻りする見込みである。その後、ユーロ安に伴う域外向け輸出の活発化等により、景気は全体としてやや持ち直す展開が予想されるものの、2010年、2011年ともに+1%を下回る微弱な成長にとどまる見通しである。

日本は、外需主導の回復局面が続くものの、その牽引力が低下し、内需の回復力も脆弱ななか、政策効果の息切れに伴う回復ペースのスロウダウンが如実に現れる見込みである。予想されるマイナス影響のなかでも、とりわけ注意を要するのは、購入刺激策等によって足元まで盛り上がりを見せている耐久消費財支出の反動減である。なかでも薄型テレビは、地上デジタル放送への切り替え時期（2011年7月）の接近と相俟って、最近は通常の2倍近いハイペースの売れ行きが続いており、2011年の後半には反動による深刻な販売減に見舞われる可能性が小さくないとみられる。

(2) 新興国景気は底堅い回復傾向が持続

新興国経済は、中核となる中国およびインドが堅調な拡大傾向を維持するとみられ、総じて底堅く推移する見込みである。

中国では、2010年入り以降に各種の過熱抑制策が打ち出されたが、これらは年後半以降も継続、あるいは強化される見通しである。もっとも、政策当局は、成長持続と過熱抑制、いずれか一方に傾くリスクを警戒しており、過熱抑制の諸施策も景気の腰を折ることのないよう、あ

くまで漸進的なペースで進められると予想される。この結果、実質成長率は、2010年+9%台半ば、2011年+8%台半ばと、堅調な伸びが続く見通しである。

インドでは、所得・雇用環境の改善に伴う消費の拡大、インフラ整備プロジェクトの推進に代表される固定資本形成の拡大、を両輪として、実質成長率は2010年、2011年ともに+8%台半ばの高い伸びとなる見通しである。

その他の周辺アジア諸国は、先進国の景気回復ペース鈍化の影響を少なからず被ると予想されるものの、近年影響力が強まっている中国、インド両国が内需主導の堅調な景気拡大を続けることにより、総じて+5%前後の底堅い成長ペースが維持される見通しである。

次稿以下では、各国・地域の現状と展望について、より詳しく解説する。

(2010. 6. 25)