

世界経済改定見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 岡田 哲郎

目 次

総 論

—世界の金融・経済は最悪期を脱却するも、持続的改善の展望は描けず

1. 「リーマン・ショック」以降の動き

- (1) 金融・経済危機拡大のプロセス
- (2) 政策総動員による下支え

2. 世界経済が直面する三つの調整圧力

- (1) 金融システム不安の火種の残存
- (2) 需要水準の落ち込みが生み出す新たな調整圧力
- (3) 財政赤字の拡大による市場混乱のリスク

3. 2010年にかけての世界経済の姿

- (1) 先進国は総じて低迷が持続
- (2) 新興国景気は二極化の構図

総論

—世界の金融・経済は最悪期を脱却するも、持続的改善の展望は描けず

2008年秋に発生したリーマン・ショック以降の半年間、世界経済は戦後例のない大幅な落ち込みを経験した。その間、各国当局が金融安定化・景気刺激に向けた施策を矢継ぎ早に打ち出し、2009年春以降は、金融と实体经济のスパイラル的な悪化に歯止めが掛かり始めたものの、なお予断を許さない情勢にある。先行き2010年までを展望しても、世界経済は様々な調整圧力を抱えるなかで、総じて低調な推移を余儀なくされる見通しである。

1. 「リーマン・ショック」以降の動き

(1) 金融・経済危機拡大のプロセス

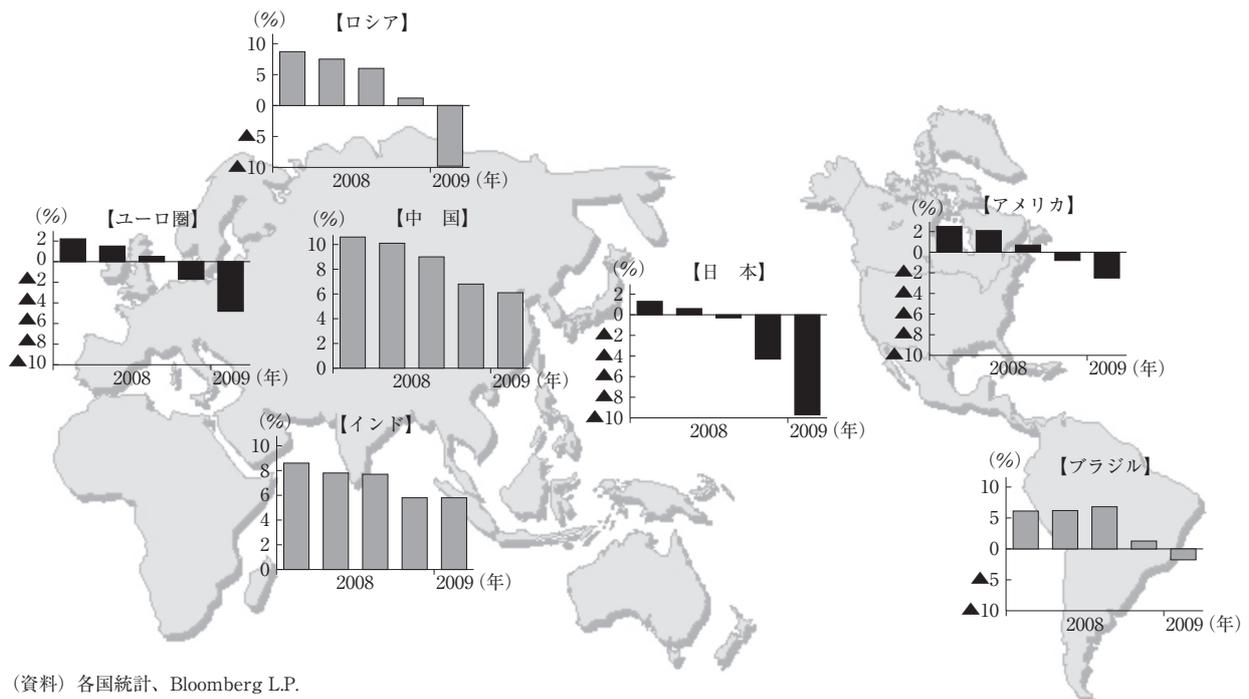
リーマン・ショックを機に世界に広まった金融の機能不全は、各国経済に著しい下方圧力をもたらした。すなわち、かねて景気後退局面入

りしていた主要先進国・地域では軒並み成長率の落ち込みが大幅に加速、新興諸国でも一部の国を除いてマイナス成長への転落が相次ぐなど、世界経済の成長ペースは大きく下方屈折した(図表1)。

金融の混乱が各国实体经济の下押し圧力に転化していったプロセスは、大きく三つのパターンに類型化することができる。

第1は、国内の最終需要が金融と密接に結びついて拡大してきた国々において、その拡大メカニズムが大きく逆回転したパターンである。象徴的な事例は、ブームに伴う住宅価格上昇を梃子として個人消費を中心に経済の隆盛を享受していた国々、すなわちアメリカ、イギリス、フランス、スペイン、等がこれに当たる。各国の住宅市場は、リーマン・ショック発生前からすでに調整局面入りしていたものの、昨年秋以降は急激かつ全般的な金融環境の引き締まりがそれに一段と拍車を掛けた。また、住宅金融に

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



(資料) 各国統計、Bloomberg L.P.

とどまらず、消費者金融・企業金融全般においても与信が絞り込まれたため、国を問わず借入依存度の高い経済主体は大きな打撃を受けた。

第2は、経済の外需依存度が高く、かつ高付加価値の工業製品に強みを持つ国々が、大幅な在庫調整圧力に見舞われたパターンである。代表的な国としては、日本、ドイツ、イタリア、等が挙げられる。これらの国では、金融危機による直接的な内需への悪影響は相対的に軽微であったにもかかわらず、経済のエンジン役である外需が急激に落ち込んだことにより、生産活動の大幅な縮小を余儀なくされた。とりわけ自動車産業は、販売において不可欠なローンの組成が多く、国で困難化したほか、昨夏までの原油高による顧客離れ、米ビッグスリーの経営不安など、山積する悪材料のなかで大幅な減産に追い込まれ、それが幅広い関連産業の業況悪化を招く展開となった。

第3は、海外からの投融資に大きく依存してきた国々が、資本の流出に直面し、経済活動に支障を来たしたパターンである。代表的な国としては、中東欧新興国、ロシア、等が挙げられる。中東欧新興国の多くは、地理的な近接性を背景にユーロ加盟国をはじめとする欧州主要国から資金を受け入れることによって経済発展を遂げてきた。しかし、金融危機の深刻化に伴い投融資資金のリパトリエーション（自国回帰）が活発化するにつれ、経済の行き詰まりが鮮明となった。ハンガリー、ウクライナは、リーマン・ショック後早々にIMF支援を仰いだほか、2009年1～3月期もバルト3国の実質GDPが軒並み前期比▲10%を超える減少となるなど、深刻さが増している。

以上のような三つのパターンを通じて危機は世界全体へと拡がり、それらが相互に悪影響を及ぼし合いながら、事態が深刻化していったの

である。

(2) 政策総動員による下支え

世界の金融・実体経済が危機的様相を強めるなかで、各国の政策当局はリーマン・ショック直後から矢継ぎ早に対応策を打ち出してきた(図表2)。

まず、危機の震源地となったアメリカ、および欧州各国では、キャピタル・クランチの拡大を食い止めるべく、相次いで金融機関に対する公的資本注入や国有化が実施された。さらに、資金繰り破綻の連鎖を回避するため、各国・地域で政策金融の拡充が図られたほか、アメリカや日本では事業会社に対する公的資本注入という異例の枠組みも準備され、本年春にかけて実施に移された。

一方、金融政策面においては主要国の政策金利が、日本とアメリカでは昨年末までにほぼゼロ近辺、ユーロ圏とイギリスでも本年春までに1.0%以下へと、軒並み過去最低レベルまで引き下げられた。このほか、米FRBが「信用緩和」と称して大規模な民間債務の買い入れに踏み切ったのを皮切りに、その他の主要中銀においても類似の措置や国債買い入れの増額などが実施され、量的側面からの金融緩和策も大幅に拡充された。

また、財政政策面では、金融安定化に向けた資金手当のほかに、公共事業や減税等の景気刺激策が各国で講じられた。2008年11月に大規模な対策を打ち出した中国では、同年末頃から対策効果の発現が看取され始め、景気の足取りは本年春にかけて力強さを増す展開となっている。アメリカや日本においても、足元で対策効果の発現を示す初期的な兆候が見られ始めている。

こうした空前の政策総動員を受けて、金融市場の緊張は年明けにかけて緩和に向かい、信用

(図表2) 世界経済危機の展開と各国当局による主な対応<2008年以降>

金融情勢・実体経済の悪化	各国当局による主な対応
【2008年】	
3月 米ベアー・スターンズをJPモルガン・チェースが救済買収	3月 米欧5中銀が流動性供給協調策、FRB大幅利下げ
6月 WTI原油価格が初の140ドル/バレル台乗せ	7月 ECBが利上げ
9月 米投資銀行リーマン・ブラザーズ破綻 メリルリンチをバンク・オブ・アメリカが買収発表 米ゴールドマン、モルガンスタンレーが銀行持株会社移行 欧州金融機関の経営悪化が相次ぎ表面化	9月 米住宅金融公社2社が公的管理下に FRBがAIGに最大850億ドルの緊急融資 主要10中銀がドル資金供給協調策を大幅拡充
10月 アイスランド政府が非常事態宣言 ハンガリーなど一部の中東欧諸国で通貨危機 日経平均が一時26年ぶりの7,000円割れ	10月 米金融安定化法成立 欧州各国で預金保護強化・公的資金注入の動き 主要10中銀が緊急協調利下げ 米政府が金融機関9社へ資本注入
11月 米自動車大手3社首脳が議会で支援要請	11月 欧州主要中銀が一斉利下げ、各国政府が財政出動拡大 中国が総額4兆元(57兆円)の景気刺激策発表 米政府・FRB、シティグループへ緊急支援策 FRB、住宅ローン債権買取など追加対策(最大8,000億ドル)
12月 輸出・生産指標が世界各国で相次ぎ下振れ 独・英10年国債利回りが過去最低水準に 米10年国債利回りが2.0%台へ急低下	12月 ECB・BOEが大幅利下げ、FRBがゼロ金利・量的緩和 米政府がGM・クライスラーにつなぎ融資(計174億ドル)
【2009年】	
1月 スペイン・ギリシャの長期国債価格下げ	1月 米政府、バンク・オブ・アメリカに追加資本注入
2月 中東欧経済悪化で欧銀の損失拡大懸念高まる	2月 米政府、不良資産買取などの金融安定化策発表 米景気対策法成立(総額7,870億ドル) 米政府、シティグループを事実上の公的管理下に
3月 NYダウが97年10月以来の7,000ドル割れ	3月 米政府・FRBがAIGに4度目の資金支援 BOEが量的緩和策導入、FRBが長期国債買入決定
4月 IMF「世界の金融機関損失は2007~2010年で4兆ドル」 米クライスラーが破産申請、伊フィアットと提携へ	5月 ECBが量的緩和策導入 米政府による大手銀ストレステスト結果「10行が資本不足」
6月 米GMが破産申請、一時国有化により再建へ	6月 米政府、大手金融機関10社による公的資金返済を容認

(資料) 各種報道をもとに日本総合研究所作成

リスク警戒感を示す各種クレジット・スプレッドは昨秋に比べて大きく縮小する展開となった。実体経済面においても、春以降、各国で一部指標の好転や悪化ペースの緩和が目立ち始めている。

2. 世界経済が直面する三つの調整圧力

では、こうした明るい兆しは、世界経済の順調な回復へとつながっていくのであろうか。確かに、金融と実体経済の相乗的な悪化スパイラルからは取り敢えず脱却を果たし、著しい下方モメンタムが再燃するリスクは遠退いたように見える。もっとも、危機の発端となった金融面における調整圧力の残存、あるいは危機を経たことで実体経済面に生じた新たな調整圧力、等の存在を考慮すると、依然として楽観的な展望は描き難い。世界経済が直面する調整圧力とし

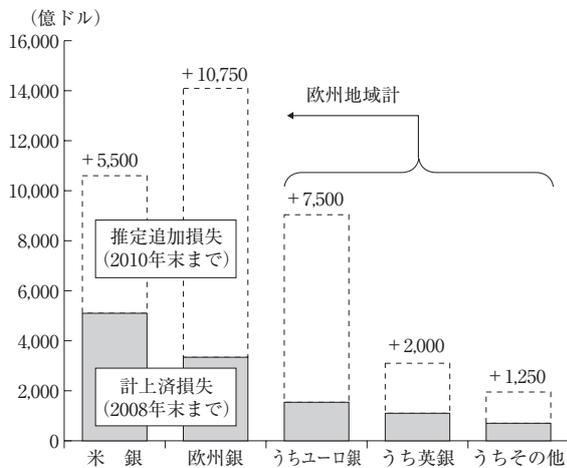
ては、以下の三つが指摘できる。

(1) 金融システム不安の火種の残存

足元で世界の金融資本市場は落ち着きを取り戻しつつあるものの、金融システム不安を再燃させかねない火種はなお残っている。

IMFが4月に公表した試算によれば、世界の金融機関が不良資産の処理によって2010年末までに被る損失額の累計は4兆ドルにも上る。このうち銀行は2.5兆ドルとされ、所在地別ではアメリカと欧州が太宗を占める。具体的には、米銀の推定損失額が1兆600億ドル、欧州銀(ユーロ加盟15カ国、イギリス、その他有力5カ国の合計)が1兆4,000億ドルであり、このうちすでに2008年末までに顕在化した損失は、米銀で半分弱、欧州銀では4分の1弱に過ぎない(図表3)。

(図表3) 米欧銀行の損失状況 (IMF試算)



(資料) IMF “Global Financial Stability Report” April 2009
 (注) 「その他欧州」は、デンマーク、アイスランド、ノルウェー、スウェーデン、スイス。

この膨大な潜在不良債権を処理したうえで、中核自己資本比率を6%に保とうとすれば、米銀で5,000億ドル、欧州銀で1兆2,000億ドルの追加資本増強が必要とされる。これは、すでに金融安定化のために巨費を投入し余力の乏しい公的部門、リスク許容度が大きく低下している民間部門、いずれにとっても大きな重荷であり、今後米欧金融機関のさらなる資本増強が俎上に載ってくる局面では、市場に大きなストレスがかかる公算が大きい。

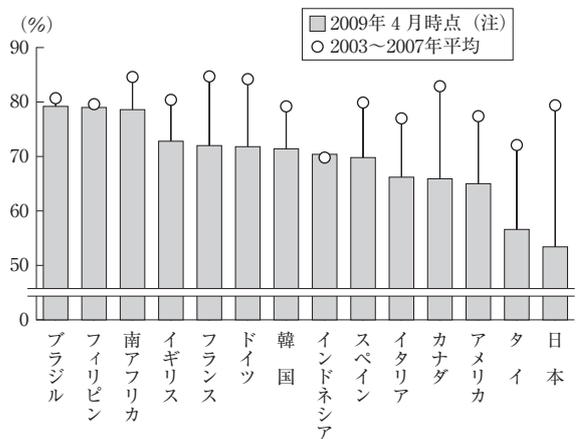
さらに注意を要するのは、当初は証券化商品が中心であった不良資産の内訳において、時間の経過とともに一般貸出債権の占める割合が高まってきていることである。今後、景気の下げ止まりとともに、その増勢が鈍る可能性はあるものの、数年前までの景気好調の持続を前提とした貸出は今後も不良化が進む恐れが大きい。この面において、金融と実体経済のリンケージは引き続き密接であるといえ、悪循環が再燃するリスクは過小評価できない。

(2) 需要水準の落ち込みが生み出す新たな調整圧力

世界経済の落ち込みには歯止めがかかりつつあるものの、需要水準の大幅な低下そのものが新たな問題を生み出している。

各国製造業の今春(2~5月)時点の設備稼働率をみると、先進国を中心とする多くの国で生産設備の遊休化が顕著になっている(図表4)。具体的には、ブラジル、南アフリカ、フィリピン、インドネシアといった一部新興国では、稼働率が80%水準ないし2003~2007年の平均水準を回復しているものの、その他諸国はおおむね65~70%にとどまり、依然として2003~2007年平均を大きく下回っている。とりわけ日本に至っては、先進国のなかで最低の53%にまで落ち込み、2003~2007年平均との乖離幅が最大となっている。

(図表4) 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、アメリカ・タイ・インドネシアの各中央銀行、その他各国の政府統計局
 (注) アメリカは5月、フィリピンは3月、南アフリカは2月、カナダ・インドネシアは1~3月期平均。

こうした状況においては、政策効果で官公需や家計需要が多少押し上げられるとしても、企業の設備投資拡大には結び付かず、当面、「需要増→生産増→投資増(=需要増)」という景

気回復の循環メカニズムが作動しにくい。むしろ、期待成長率の低下が不可避なもとでは、中期にわたる新規投資の抑制と既存ストックの廃棄という資本ストック調整局面に入る可能性が濃厚である。

同様のことは、雇用についてもいえる。雇用情勢は、各国とも総じて悪化傾向が明確化しているものの、先進国を中心に足元のGDPギャップの需要不足幅がかつてない大きさまで拡大していることを踏まえると、それに遅行する雇用は先行きも調整圧力に晒されることが避けられない。例えば、日本においては足元で▲8%を超えるGDPギャップが今後わずかながら縮小するとしても、向こう1年間の雇用調整圧力は200万人近くに達すると試算される。政策対応などによって雇用維持を図ろうとする動きはあるものの、仮にそれが奏功したとしても、その齟齬は賃下げや企業収益の圧迫などに向かい、経路は変われど経済を圧迫する要因となることに変わりはない。

(3) 財政赤字の拡大による市場混乱のリスク

昨秋来の危機的状況からの脱却には、各国当局による金融安定化・景気刺激に向けた断固たる対応が大きな役割を果たしたものの、今後はその結果として生じる膨大な財政赤字の副作用が懸念される。

とりわけ、リーマン・ショック以降なり振り構わぬ姿勢で金融・景気両面の対応策を積み重ねてきたアメリカでは、財政の悪化が深刻である。米議会予算局の最新見通しによれば、2009会計年度の連邦財政赤字／名目GDP比率は、過去のピークのほぼ3倍に相当する13%台まで急拡大するとされている。月次財政統計の足取りをみると、足元の赤字拡大は歳出の上振れ以上に税収を中心とする歳入の下振れによっても

たらされている面が強く、赤字比率の拡大が議会予算局見通しを上回る展開も十分にあり得る情勢である。

過去、アメリカの財政赤字比率と長短金利差の間には密接な連動性が看取され、財政赤字比率が13%台に達した場合、FRBがゼロ金利政策を維持するとしても、長期金利は7%近傍まで跳ね上がるリスクが示唆される。すでにアメリカの長期金利水準は、昨年末の大底2%から6月には一時4%台にまで水準を切り上げてきている。春以降の金利上昇には、景気回復期待を反映した「良い金利上昇」の側面も含まれている可能性があるものの、一面で回復傾向を強めていた住宅ローン申請件数の急減を招くなど、景気に悪影響を及ぼす兆候も表れ始めている。今後、「悪い金利上昇」圧力が強まり続ければ、景気底割れのリスクが高まることとなる。

同様に、足元で底堅く推移しているドル相場も、今後、米財政赤字拡大の悪影響を受ける可能性がある。過去の推移をみると、ドルの総合的な価値を示す実質実効レートは、米財政赤字比率の増減に数年遅れて上下動する傾向がある。足元のドル堅調は、金融危機に伴うグローバル投資資金のリパトリエーションが主因とみられ、前向きには評価できない動きである。ドル下落は、為替市場の混乱に伴う实体经济への悪影響にとどまらず、ドル建て資源価格の上昇による景気低迷下でのコスト増をもたらす可能性がある。

3. 2010年にかけての世界経済の姿

以上のように、世界経済是最悪期を脱したとは言え、引き続き先進諸国を中心に様々な調整圧力や潜在リスクに直面しているのが実情である。こうしたなかで、当面は各種政策効果の発現が見込めるとしても、それが力強い回復につ

ながっていく可能性は小さいとみざるを得ない。

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、2008年の着地見込み+3.2%成長から、2009年は春先までの急激な落ち込みを主因に▲1.1%と、戦後初のマイナス成長に転落する見通しである。2010年は、大幅な成長率のマイナスのゲタがなくなることに加え、中国、インドを中心とする新興国経済の持ち直し傾向の強まりを背景に、+2.2%と成長率がやや高まると予想される。もっとも、各種調整圧力が根強く残る先進国経済は総じて不振が続くとみられ、2010年もほぼゼロ成長にとどまる見込みである（図表5）。

主要国・地域ごとの展望は、次の通りである。

（図表5）世界の実質GDP成長率見通し

（暦年、%）

	2006年 (実績)	2007年 (実績)	2008年 (見込み)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
世界計	5.1	5.2	3.2	▲1.1	2.2
先進国	2.8	2.5	0.7	▲3.7	▲0.0
アメリカ	2.8	2.0	1.1	▲2.8	0.1
ユーロ圏	3.0	2.6	0.7	▲4.4	0.5
日本	2.0	2.4	▲0.7	▲6.0	▲0.5
新興国	7.8	8.4	5.7	1.6	4.4
BRICs	9.6	10.5	7.7	4.4	6.3
NIEs	5.6	5.7	1.6	▲4.4	2.4
ASEAN4	5.5	6.1	4.7	0.5	4.0
中東	5.7	6.3	5.9	2.5	3.5

（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」173カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏（15カ国）のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど27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。

（1）先進国は総じて低迷が持続

アメリカは、大規模な在庫調整が一巡しつつあるなか、大幅なマイナス成長から早晚脱却し、2009年後半には公共事業および減税の効果発現を主因にプラス成長に復帰する見込みである。もっとも、①雇用・所得環境の悪化や、家計のバランスシート調整など消費抑制圧力の持続、②資本ストック調整に伴う設備投資の低迷、③

金融不安の残存など、景気への下押し圧力が根強いなか、その後も極めて停滞感の強い状況が続く見通しである。景気の上向き傾向が定着するためには、少なくとも住宅市場調整に目処が付き、住宅投資の下げ止まりや、家計部門への「逆資産効果」の減衰が実現する必要がある、そのタイミングは2010年後半以降と予想される。

ユーロ圏も、アメリカと同様、個人消費や設備投資への下押し圧力が根強く残る見込みである。加えて、ユーロ圏特有の事情として、①統一通貨圏であるがゆえの金融・財政政策面における様々な足枷、②金融・経済の両面で近年急速に結びつきを強めた中東欧新興国の経済危機、等が付加的なマイナス材料として作用する見通しである。このため、ユーロ圏経済は、2010年にかけてマイナス成長が続くと予想される。

日本は、急激な在庫調整の進展を主因に、リーマン・ショック以降先進諸国のなかで最も大きな落ち込みを記録した。当面は、行き過ぎた在庫調整の反動による生産活動の回復、政府による景気刺激策の効果発現、等を背景に先進諸国のなかで最も強い持ち直しを示す公算が大きい。もっとも、それらはいずれも一時的な上押し要因が顕在化したものに過ぎず、最終需要の回復に裏打ちされた動きではない。外需は米欧景気の低迷持続、内需は雇用調整・設備ストック調整の進行により、ともに景気回復の原動力とはなり得ない見通しである。このため、景気の上向き局面は短命に終わり、その後2010年後半にかけて底ばい基調が長引くと予想される。

（2）新興国景気は二極化の構図

新興国経済は、世界的な金融危機が進行する過程で二極化が進行した。すなわち、元来内需主導型の経済構造を持つ、あるいは強力な内需刺激策を早期に打ち出した中国、インド、イン

ドネシア、ベトナムといった国々は、底堅い成長を維持した。一方、同じアジアにおいても、経済規模が相対的に小さく、外需依存度が高い国々は、総じて先進国景気の大幅な落ち込みに翻弄される展開となった。

先行きも、先進国景気の低迷持続が見込まれるもと、こうした二極化の構図も基本的に2010年にかけて続くと予想される。もっとも、相対的に好調な国、とりわけ中国がアジア経済に占める存在感は近年急速に高まったことから、外需依存型のその他アジア新興国も景気対策効果を背景とする中国景気の堅調につられて、緩やかな回復傾向をたどる見通しである。

次章以下では、各国・地域の現状と展望について、より詳しく解説する。

(2009. 6. 26)