

# 世界経済見通し

調査部 マクロ経済研究センター所長 牧田 健

## 目 次

### 総 論

—先進国で停滞が長期化する一方、新興国の牽引力に限界

#### 1. 2011年の世界経済回顧

#### 2. 景気回復を阻害する構造要因

- (1) ECBの関与が不可欠な欧州債務問題
- (2) 欧米のバランスシート調整と政策余力
- (3) 構造転換が不可欠な新興国

#### 3. 2012年の世界経済の姿

- (1) 欧米は停滞長期化
- (2) 新興国景気は底堅い回復傾向が持続

総論

—先進国で停滞が長期化する一方、新興国の牽引力に限界

アメリカでの量的緩和拡大 (QE2)、それを受けた株高により、アメリカ経済持ち直しへの期待が高まるなか、2011年初の時点では、「先進国経済の回復基調が定着するか」、「新興国経済は軟着陸できるか」が主要な関心事であった。

もっとも、こうしたテーマに対しては早々に結論が出てしまった。すなわち、春以降、米欧経済の足取りが鈍り、米欧経済の本格回復が容易ならざることを再認識させられた。2010年秋以降景気過熱回避に向け金融引き締めに着手していた中国をはじめとした新興国でも、春以降、資源価格や食料価格の高騰などを背景にインフレ率が一段と上振れる一方で、不動産価格の下落などによる景気下振れが懸念され始め、景気の軟着陸に対する楽観的な見方が大きく後退した。

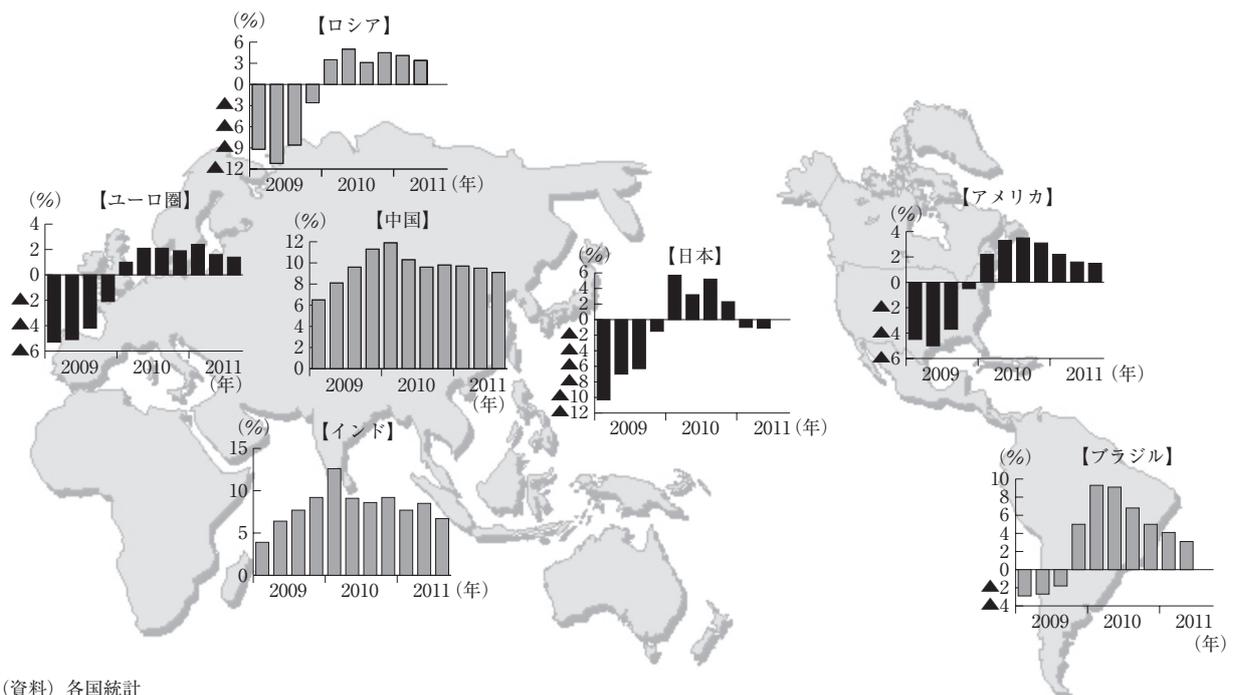
さらに、夏場以降は、米欧でのソブリン問題や、中国での「地方融資平台」を通じた貸出の不良化問題なども浮上し、世界的に景気の先行き不透明感が強まった。足許では、欧州債務問題の深刻化により、世界的な景気失速リスクまで浮上している。

2012年は、欧州発の金融危機が回避されるとの前提のもと、インフレ沈静化などを受け、新興国で景気持ち直しが期待される。もっとも、新興国は、輸出・投資依存から抜け出せておらず、脆弱な先進国経済を牽引するだけの力強い成長は見込めない。世界経済は緩やかな回復基調を維持するとみられるものの、2011年同様、下振れリスクを抱えた状態が続くとみられる。

1. 2011年の世界経済回顧

主な国・地域の実質GDP (前年同期比) の足取りを見ると、新興国では、年明け以降徐々に成長率が鈍化するなか、インフレ率が当初想

(図表1) 各国・地域の実質GDP成長率の推移 (前年同期比、2009年1～3月期以降)



(資料) 各国統計

定以上に上振れし、足許でも高止まりしている。一方、アメリカでは、回復基調定着とは程遠く、成長率は潜在成長とされる2%台半ばを下回る2%割れまで鈍化している。ユーロ圏では、10～12月期に前期比ベースでマイナス成長に転じた可能性が高く、2番底に陥りつつある(図表1)。

各国・地域ごとに詳しくみると、震災による落ち込みとその復旧があった日本を除き、総じて年末に向けて先行き不透明感が強まっている。

アメリカでは、2010年秋以降の量的緩和拡大に伴う株高を受けて、年初に雇用・個人消費が順調に拡大した。もっとも、量的緩和拡大に伴うドル安や北アフリカ情勢の混乱を受けて原油価格が高騰した3月以降、消費の増勢が大きく鈍化した。わが国の震災影響を受けた自動車生産・販売の不振も加わり、春以降景気の先行き楽観論は大きく後退した。足許では、ガソリン価格の高騰一服や自動車の供給網復旧を受け景気は持ち直しに転じているものの、緩やかな増加にとどまる雇用情勢、住宅市場の低迷、等民間需要は引き続き力強さを欠いている。債務上限交渉の難航にみられる政治的な停滞も加わり、足許では企業・家計ともにマインドが冷え込んでいる。

ユーロ圏では、債務問題により大幅な緊縮財政を余儀なくされているPIIGS諸国で低成長が続く一方、ドイツなどの中核国では新興国向け輸出が好調に推移するなど、年央にかけて「二極化」の構図が続いた。もっとも、年央以降は、新興国向け輸出の増勢が鈍化し、ドイツなどでも景気減速が明確になった。さらに、秋以降は、欧州債務問題が深刻化するのに伴い、景気が急速に悪化している。

日本では、3月11日に未曾有の東日本大震災に見舞われた。工場被災を受け供給網が寸断さ

れたほか、原発事故を受けた電力不足、マインド萎縮などを受け、震災後に経済活動は大幅に悪化した。もっとも、供給網の復旧が予想以上に早いペースで進み、5月以降景気は急回復に向かい、夏場には震災前の水準をほぼ回復するに至った。ただし、夏場以降は、欧米での財政不安を受けた円高、新興国経済の減速等の影響を受け、回復ペースは大幅に鈍化している。

一方、中国では、2010年11月以降の貸出金利引き上げの影響により、2011年入り以降景気は徐々にスローダウンした。一方で、豚肉をはじめとした食料価格の上昇に歯止めがかからず、中国人民銀行は7月にかけて計1.25%の利上げを余儀なくされた。この結果、総合インフレ率は7月をピークに低下に転じたものの、北京や上海で不動産価格の大幅な下落が伝えられるなど、バブル崩壊への懸念が一部に出てきた。加えて、秋以降は、最大の輸出先である欧州で景気が急速に悪化するなか、輸出の減速が明確化している。こうした状況下、政府当局は、金融引き締め緩和を示唆し、景気下支えに向けた政策調整も視野に入れたスタンスに転換している。

## 2. 景気回復を阻害する構造要因

2011年を通して、世界経済の先行きを曇らせた最大の要因は、欧州債務問題である。この帰趨次第では、リーマン・ショックと同様の世界的な金融危機が生じかねない事態となっている。

このほか、欧米経済の「日本化」が指摘されるように、バランスシート調整による景気下押し圧力が再認識させられたこと、これまで大幅な財政出動・ゼロ金利といった政策を総動員した結果、欧米では政策余力が乏しくなったことも、先行き不透明感を強める一因となっている。

新興国においても、インフレや不動産バブル

など、2009年の大型景気対策の副作用が顕在化しており、欧米景気の停滞が鮮明になるなかでも、大規模な景気テコ入れ策を打ち出し難い状況にある。

2012年の世界経済を展望するに当たり、これらの構図に変化がみられるのかどうかを見極める必要がある。以下、2011年の重石となったこれら三つの問題について個別にみていくこととする。

#### (1) ECBの関与が不可欠な欧州債務問題

10月26～27日未明にかけてのユーロ圏首脳会議で、欧州債務問題に対する「包括戦略」が合意されたものの、その後も市場の混乱は続き、イタリアやスペインにまで危機が広がりつつある。

この背景には、①「包括戦略」において金融機関に要請した資本増強額が明らかに不足している、②EFSF規模拡大の実効性が担保されておらず、規模も不十分、などの問題点が指摘できる。

しかしながら、欧州債務問題は、財政統合なきまま共通通貨ユーロの導入を推し進めたこと、それによって域内不均衡が著しく拡大してしまったことに起因しており、その是正に向けた有効な方策を打ち出せないことが危機深刻化の最大の要因といえることができる。すなわち、緊縮財政を迫られているギリシャをはじめとした重債務国は、現状のままでは、為替の切り下げや他国からの経済支援を受けられず、経済のスパイラル的な悪化を避けられない。同時に、重債務国の景気悪化は、ユーロ導入により域内金融取引を積極的に行ってきた欧州金融機関の経営基盤を劣化させていく。

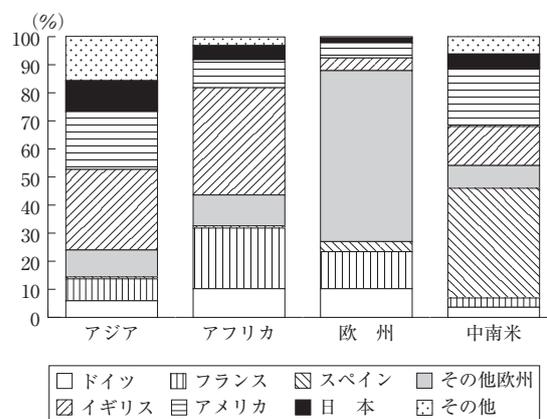
共通通貨ユーロの弊害がソブリン危機、金融危機に転化していくなか、ユーロ体制を維持し

ていくのであれば、ユーロ圏各国は「財政統合」に向け大きく舵を切らなければならない。逆に、各国の主権にこだわり「財政統合」に踏み込めないのであれば、ユーロは解体に向かうしかない。ユーロ圏で第3位の規模を誇るイタリアに債務危機が波及しつつある現状を踏まえると、もはやその決断を先送りできない状況に追い込まれているといえよう。

共通通貨ユーロが導入された経緯や過去10数年の経験を踏まえると、ユーロ圏各国は早晩「財政統合」に舵を切り、迅速な行動が可能なECBが大量の国債買入れ等を行うことにより、危機は水際で回避されると見込まれるが、先行き予断を許さない。

仮に、危機を回避できなければ、世界的な金融危機が生じかねない。これまで欧州金融機関は、新興国向け投融資において、最大の資金の出し手となってきた。大量に保有するギリシャをはじめとした欧州重債務国向け債権が焦げ付く事態となれば、域内のみならず、世界的に信用収縮が生じる恐れがある。なかでも、欧州金融機関は、中東欧をはじめアフリカや中南米で多額の投融資を実行しており、今後欧州銀行が資産圧縮を強めれば、これら地域は資金流出を

(図表2) 新興地域における対外借入国別比率  
(2011年6月末)



(資料) BIS

通じて深刻な悪影響を受けるだろう（図表2）。

### (2) 欧米のバランスシート調整と政策余力

欧州発の金融危機が水際で回避されたとしても、欧州・アメリカともに景気の先行き展望が開けるわけではない。家計のバランスシート調整が重石となり続けている。

アメリカでは、家計の債務残高対可処分所得比が115%と依然高止まりしている。これまでのペースで債務圧縮が続いても、家計の過剰債務解消には2～3年かかるとみられ、それまでは消費は力強さを欠いた状況が続くとみざるを得ない。欧州でも、2000年代に住宅バブルが発生したイギリス、スペイン、アイルランドなどを中心に同様の展開が予想され、当面個人消費の力強い拡大は期待できない状況である。

バランスシート調整で民間需要が長期低迷に陥るなか、本来政策面からの下支えが欠かせない。もっとも、アメリカ、欧州ともに政策余力は限られつつある。すなわち、政策金利はともに0.25～1.00%に低下しており、金利面からの需要喚起効果はすでに出尽くしている。非伝統的な措置に関しても、ECBでは今後国債買い入れが期待されるものの、その効果は金融安定化にとどまり、景気への直接的な効果は限られよう。アメリカでも、MBS（モーゲージ担保証券）の買い取りによる量的緩和拡大などが検討されているものの、2010年実施された量的緩和拡大（QE2）が資源価格の高騰を招き、最終的には2011年央にかけての景気減速の主因となったことを踏まえると、持続的なプラスの効果は期待できない。

一方、財政面でも、公的債務が累増し、追加の景気刺激は困難な情勢にある。欧州では、域内債務問題が深刻の度を増しており、各国が軒並み緊縮財政を余儀なくされている。比較的財

政に余裕があるドイツも、今後EFSF拡充などに資金拠出を迫られると予想され、自国の景気下支えのために財政措置を打てる余裕はなくなってこよう。アメリカでも、2012年秋に大統領選挙を控え、与野党の対立が先鋭化するとみられるなか、追加の景気対策は期待できない。懸念すべきは、2011年末に失効する給与税減税や失業保険延長給付の行方である。景気への配慮から最終的に両法案は延長継続されると見込まれるが、党派対立から延長が見送られた場合、2012年初には家計部門を中心に停滞感が一段と強まると予想される。

### (3) 構造転換が不可欠な新興国

日本では復興需要により国内需要の盛り上がり期待されるものの、欧米では、バランスシート調整や政策余力の低下により、内需の停滞長期化が避けられない。したがって、欧米経済は、今まで以上に、新興国向け輸出に依存せざるをえない。もっとも、その主役となる中国でも内需の増勢加速は期待し難い。

中国では、インフレ騰勢鈍化を受け金融引き締め姿勢の緩和が予想される。これにより、早晩景気は持ち直しに転じるとみられる。もっとも、政府当局による投資抑制姿勢は大きくは変化しない見通しである。

2009年の4兆元の景気対策に伴い、銀行貸出の対名目GDP比は不動産分野を中心に2008年の95%から2011年初には過去最高となる115%まで上昇している。過剰貸出・過剰投資を放置すれば、今後経済や財政へのマイナス影響が増大しかねず、不動産投資に対する抑制姿勢を続けざるをえないだろう。

消費に関しては、引き続き順調な拡大が期待されるものの、先進国の景気を牽引できるだけの規模には至っていない。そもそも、2000年代

以降の中国をはじめとした新興国の高成長は、欧米向け輸出の増加を起点とし、その能力増強に向けた投資が主導しており、成長に占める消費比率は大幅に低下している。

ちなみに、新興国の名目GDPはすでにアメリカ・欧州先進国を凌駕しているものの、消費の規模は欧米より小さい。中国に限ってみれば、名目GDPはわが国を抜いて世界第2位に躍り

出たものの、消費の規模は、依然わが国の6割強の水準にすぎない（図表3）。

こうした状況を踏まえると、中国は世界経済の下支え役となっても、牽引役になるには力不足とみざるをえない。

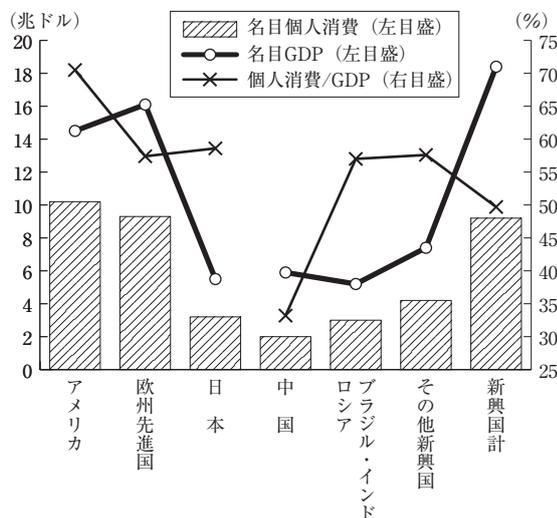
欧米経済の長期停滞が予想されるなか、中国を筆頭に新興国の消費が拡大し、世界的な不均衡が是正される（中国での過剰貯蓄が解消される）までは、世界経済の下振れリスク、世界的な金融市場の混乱がくすぶり続ける見通しである。

### 3. 2012年の世界経済の姿

当面の世界経済は、新興国経済が底堅く推移することで、回復基調をたどると想定される。もっとも、欧州では一時景気後退に陥ることが予想されるなど、欧米先進国では景気の低迷長期化が避けられない。新興国も欧米向け輸出依存の体質を十分に是正できないなか、先進国経済を引っ張り上げる力に欠けており、世界経済は力強さを欠く展開が続くとみざるをえない。

世界全体の実質成長率（IMF算出による購買

（図表3）主要国・地域の経済規模と消費比率  
（2010年）



（資料）IMF、各国統計

（注）新興国はドルベース名目GDP上位20カ国を抽出。

（図表4）世界の実質GDP成長率見通し

	（暦年、%）				
	2008年（実績）	2009年（実績）	2010年（実績）	2011年（予測）	2012年（予測）
世界計	2.9	▲0.7	5.1	3.9	3.9
先進国	0.1	▲3.8	2.7	1.5	1.3
アメリカ	0.0	▲3.5	3.0	1.7	1.9
ユーロ圏	0.4	▲4.1	1.8	1.7	▲0.0
日本	▲1.2	▲5.5	4.4	▲0.7	2.0
新興国	5.7	2.5	7.3	6.2	6.1
BRICs	7.7	5.4	9.2	7.9	7.6
中国	9.6	9.2	10.4	9.3	8.8
インド	6.2	6.8	10.0	7.8	8.0
ロシア	5.2	▲7.8	4.0	4.8	4.5
ブラジル	5.2	▲0.7	7.5	4.5	4.1
NIEs	1.8	▲0.8	8.4	4.1	3.6
ASEAN4	4.5	1.3	6.9	4.7	5.1
中東	5.1	1.8	3.8	4.1	4.2

（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」184カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏（17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。

力平価ベース)は、大型景気対策の一巡により2011年に+3.9%まで回復ペースが鈍化した。2012年も、先進国・新興国ともに政策面での景気押し上げが見込み難いなか、+3.9%と2011年とほぼ同様の低調な回復ペースとなる見通しである(図表4)。

主要国・地域ごとの展望は次の通りである。

#### (1) 欧米は停滞長期化

アメリカは、新興国の需要拡大を背景とした輸出の増加や、企業業績・設備投資の底堅さが景気下支えに作用することで、緩やかな回復基調を維持する見込みである。もっとも、①家計の過剰債務圧縮、②住宅価格の低迷持続、③雇用・所得環境の緩慢な回復、などが足かせとなるため、力強い景気回復は期待できない。与野党の対立激化から、財政出動による景気押し上げも期待できず、2012年のアメリカ経済は、2%台半ばとみられる潜在成長率をやや下回る2%前後の低成長が続く見通しである。

ユーロ圏は、債務問題が深刻化するなかで、緊縮財政、雇用・所得環境の悪化、資金制約の強まり、などを背景に域内需要が落ち込み、2012年初にかけてマイナス成長に転じる見込みである。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加を主因に、持ち直しに転じる見通しながら、内需の拡大が見込めないなか、持ち直しペースは緩慢にとどまると予想される。

日本は、中国を中心とした新興国向け輸出が引き続き底堅く推移するとみられるほか、復興需要の顕在化もあり、景気は底堅く推移する見通しである。所得環境が底堅さを維持するなか、過度なマインド萎縮で低迷していた個人消費も緩やかに持ち直すと期待される。しかしながら、欧米景気の減速、円高など、企業の輸出環境は一段と厳しさを増している。生産拠点の海外シ

フトなどにより、設備投資の盛り上がり期待し難いなか、円高による輸出抑制効果本格化、復興需要の増勢鈍化を受け、年央以降2012年度末にかけて成長ペースは徐々に低下していくと予想される。

#### (2) 新興国景気は底堅い回復傾向が持続

新興国は、中核となる中国・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、最大の輸出先である欧州での景気悪化を受け、輸出の増勢鈍化は避けられない。もっとも、①金融引き締めの一巡、②内陸部でのインフラ投資活発化、③沿海部の大都市でのサービス消費拡大、それに伴うサービス産業での投資拡大、を背景に投資は引き続き高水準で推移する見通しである。一方で、政策当局は、製造業での過剰生産能力や不動産バブルに対する警戒姿勢も堅持しており、引き続き成長の過熱と政策引き締めによるオーバーキルを両睨みしながら、漸進的な政策対応を行っていく見込みである。この結果、実質成長率は2011年の着地見込み+9%台前半からは鈍化するものの、2012年も+8%台後半と高めの成長を続けると見込まれる。

インドでは、国際商品市況の高騰を受けた金融引き締め、欧米経済の減速を受けた輸出の増勢鈍化を受け、足許では成長ペースは鈍化している。もっとも、サービス業の拡大に象徴される所得・雇用環境の改善に伴う消費拡大、インフラ整備プロジェクトの推進を両輪とした中期的な高度経済成長に変化はみられていない。国際商品市況の高騰一服を受け、インフレの沈静化が期待されるなか、2012年度は、2011年度同様、+8%前後の堅調な伸びが続く見通しである。

その他の周辺アジア諸国は、先進国の景気低迷の影響を受けるものの、近年影響力が高まっているアジアを含む新興国の需要拡大に支えられて安定した成長を続けるものと予想される。なお、タイの洪水被害によるマイナス影響が懸念されるものの、すでに各企業が代替生産・調達に努めており、世界的な悪影響は回避される見通しである。

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。

(2011. 12. 1)