

2016年7月12日

No.2016-014

一進一退から抜け出せない世界経済

— 既往ドル高是正で米国・資源国は持ち直しも、それ以外は押し上げ要因乏しく停滞 —

調査部 マクロ経済研究センター

《要点》

- ◆ 世界経済は、2014年以降緩やかな減速が持続。もっとも、足許では、中国経済で下げ止まりの動きがみられるほか、ドル高是正を受け米製造業での景況感が改善するなど、持ち直しの兆し。
- ◆ このうち、中国では、公的部門の投資拡大が景気を下支えしており、民間部門はいまだ減速に歯止めが掛からず。わが国の経験則を踏まえると、景気持ち直しには設備投資比率の正常化が不可欠であり、景気減速に歯止めが掛かるのは、早くても2018年頃となる見込みで、当面持続的な持ち直しは期待できず。
- ◆ 一方、ドル高是正は、①資金流出圧力の緩和、②人民元切り下げ観測の緩和、③資源価格の上昇などを通じて、米国のみならず新興国にもプラスに作用。これに対し、ドル高は自国通貨安への依存度が高まっている日本やユーロ圏には追い風となるも、世界経済を牽引する力がないなか、世界経済全体では、ドル安の方が成長率が高まる傾向。
- ◆ そこで、ドルの行方についてみると、米国では、景気が持ち直しに転じるなか、利上げ観測が再燃し、ドル高圧力が高まりやすい状況。一方で、米国が世界経済を牽引できない状況下、利上げ観測再燃は新興国経済の混乱を惹起する恐れがあるほか、米国自身生産性が低下しており、大幅な利上げは困難。これは、ドル安の持続性が乏しい一方、ドル高進行余地も限られることを示唆。一方、英国のEU離脱を受けユーロ安が避けられなくなっており、当面対円以外では明確なドル安方向の展開は期待できない情勢。
- ◆ ただし、ドル安が進まなくても、原油需給バランス改善、米国での在庫調整一巡、各国での緩和的な財政政策により、米国・新興国経済の大幅な悪化は回避される見込み。
- ◆ 以上を踏まえると、米国では景気回復が続くものの、日欧では停滞が続く見込み。新興国では、ドル高是正を梃子とした資源価格の下落一巡等もあり、早晚資源国経済を中心に持ち直しに転じる見込みながら、中国経済の緩やかな減速が続くほか、持続的なドル安も期待し難いなか、力強い回復は期待薄。この結果、世界全体では、2016年に+3.0%まで減速した後、2017年には+3.4%に小幅持ち直す見通し。
- ◆ リスクは、米欧での政治的な混乱。国際金融市場の混乱や世界的な保護主義圧力の強まりが景気には逆風に。また、中国経済のハードランディングリスクも残存。

＜ 目 次 ＞

1. 現状	1
世界経済は減速が持続も、足許で持ち直しの兆し。	
2. 中国での景気持ち直しの持続性	2
民間需要持ち直しには時間。	
3. ドル高是正の影響	3
(1) ドル高是正は新興国にもプラス。	
(2) ユーロ圏・日本にはドル高が良好も世界経済を牽引できず。	
4. ドル相場の行方	5
(1) 米利上げは継続も、ドル高進行余地は限定的。	
(2) Brexitの貿易面での影響は限定的。米利上げ先送りへ。	
5. ドル以外の変動要因	7
需給バランス安定化・政策対応でドル高抵抗力増加。	
6. 見通し	8
17年に向け緩やかに持ち直しも、平均以下の成長が持続。	
7. リスク	9
欧米の政治混乱・保護主義、中国経済失速がリスク。	

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・牧田健宛にお願いいたします。

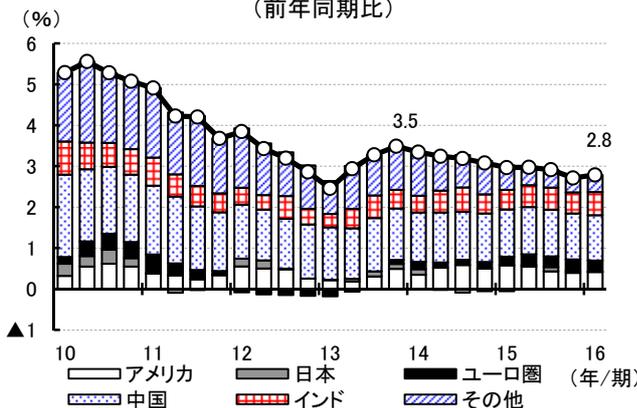
Tel: 03-6833-0928

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

現状 景気減速が持続も、足許持ち直しの兆し。

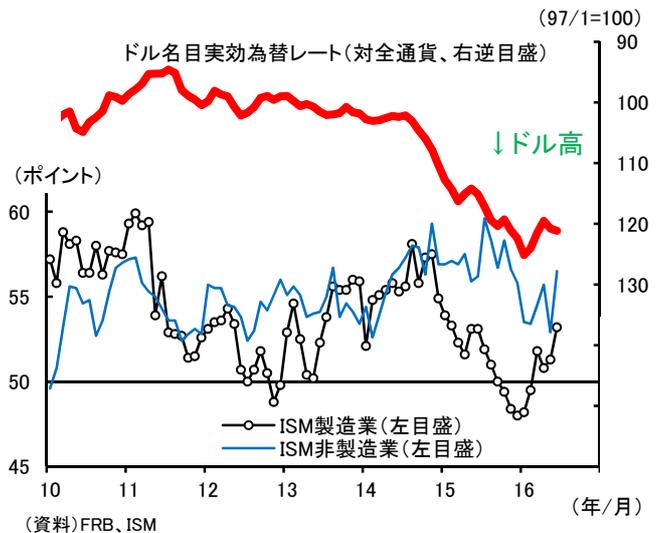
- (1) 世界経済は、景気減速が持続。主要25カ国・地域の実質GDP成長率は、ギリシャ危機が深刻化した2012年半ばに景気判断の分かれ目とされる3%を割り込んだ後、2013年後半には一旦3%超に復帰したものの、足許では再び3%を割り込む水準まで減速するなど、世界的に景気停滞感の強い状況が持続（図表1-1）。
- (2) もっとも、足許では、米国で景気減速が一巡し、循環的な景気回復局面に入った可能性。米国の企業景況感は、非製造業では一進一退ながら、製造業では、ドル高が是正された本年2月以降底打ち反転し、景況感の分かれ目とされる「50」超を回復（図表1-2）。新興国でも、持ち直しの兆し。インドを除き軒並み低下基調にあった新興国のOECD景気先行指数は、年明け以降ロシアやブラジルなどで底打ちの動きがみられるほか、中国でも2013年秋以降の低下傾向に歯止め（図表1-3）。
- (3) 春以降の景気持ち直しの背景の一つに、中国経済の下げ止まりが指摘可能。中国では、2014年中央以降低下が続いてきた製造業景況指数が本年1月を底に反転し、足許では景気判断の分かれ目とされる「50」超を回復。中国での需要持ち直しを受け、商品市況も底打ち反転しており、資源国経済を下支え（図表1-4）。また、ドル高是正も、米国の輸出や企業業績の下振れ圧力緩和等を通じて、プラスに作用。世界経済が伸び悩むなか、米国での金融政策正常化に向けた動きがドル独歩高を招いてきたものの、年明け以降、米FRBが先行きの利上げペース鈍化を示唆すると、金利先高観が後退しドル高が一服。

(図表1-1) 主要25カ国・地域の実質GDP成長率 (前年同期比)



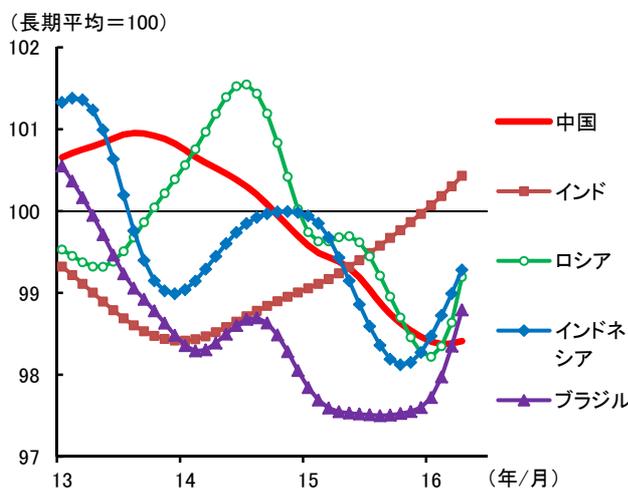
(資料) 各国統計、IMF
 (注1) 主要25カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位27カ国。うち、イランとパキスタンは統計の制約上除外。EU加盟国はEU圏としてカウント。
 (注2) 国・地域別寄与度、G25計は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。
 (注3) 未発表国は、直近判明分と同じ伸び率と想定。

(図表1-2) 米ISM景況指数とドル名目実効為替レート



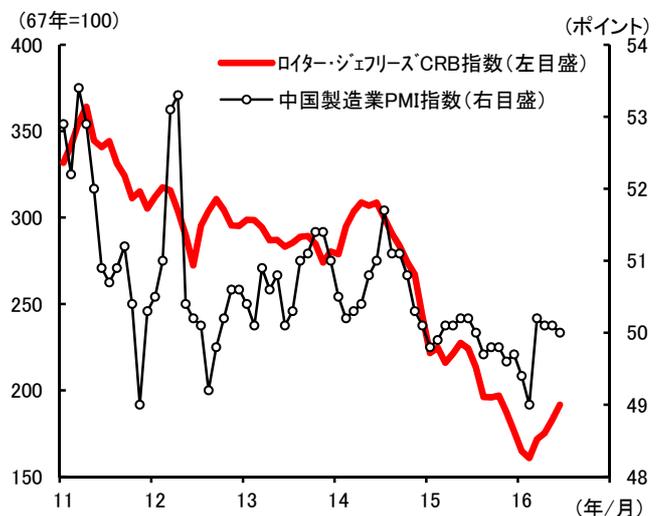
(資料) FRB、ISM

(図表1-3) OECD景気先行指数(新興国)



(資料) OECD

(図表1-4) ロイター・ジェフリーズCRB指数と中国製造業PMI指数

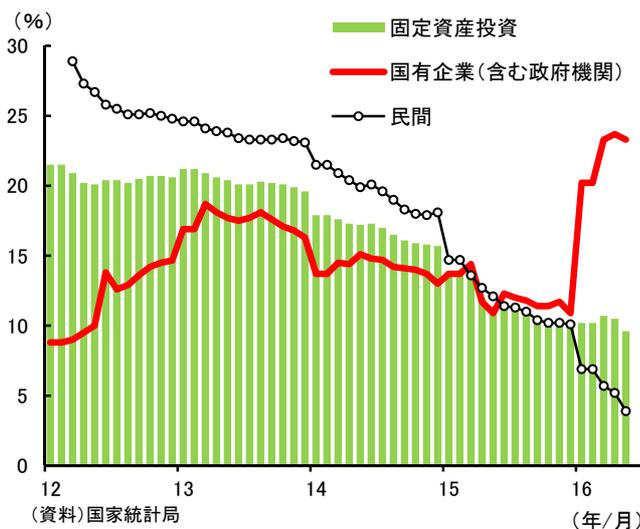


(資料) Bloomberg L.P., 中国国家統計局

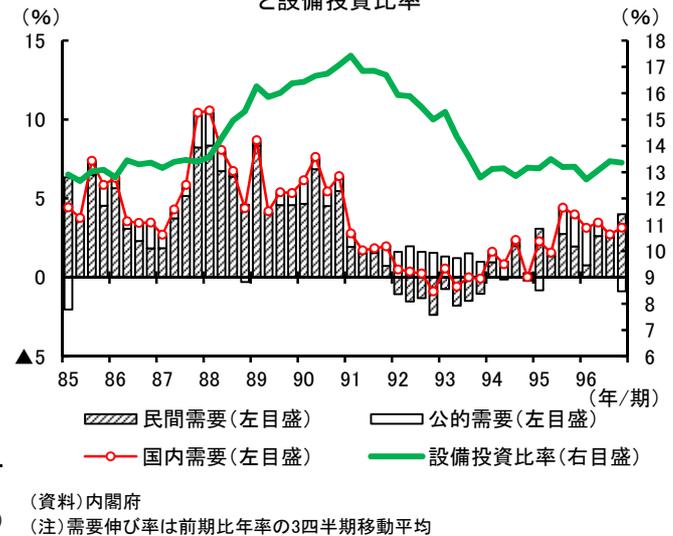
中国 民間需要持ち直しには時間。

- (1)そこで、足許の景気持ち直しの持続性をみるうえで、まず、中国の状況について検討。中国では、2013年以降伸び鈍化が続いてきた固定資産投資や鉱工業生産に下げ止まりの兆し。もっとも、固定資産投資の内訳をみると、国有企業の大規模な投資が全体をけん引しており、民間部門はむしろ一段と伸びが鈍化（図表2-1）。公的部門の投資を呼び水に、民間部門が持ち直す展開とならない限り、景気の下振れリスクは払拭されない見込み。
- (2)中国での民間需要回復時期を探るため、中国同様、過剰設備・過剰債務を抱え長期にわたる経済停滞を余儀なくされた1990年代の日本の経済状況を改めて点検すると、当時のわが国の民間需要は、設備投資比率がバブル発生前の水準まで低下した1994年入り後回復に転じており、同比率の正常化が民間需要回復の目途に（図表2-2）。そこで、中国の成長率と投資比率をみると、投資比率が急上昇する前の2006年水準まで低下するのは早くとも2018年頃とみられ、同年前後までは民間需要の持ち直しは期待薄（図表2-3）。投資比率が他国対比高水準にあることを踏まえると、民間需要の持ち直しはさらに遅れる可能性も。
- (3)一方、過剰投資の是正を余儀なくされる製造業とは対照的に、第3次産業は堅調に推移してきたものの、足許では、成長鈍化に伴い求人数が減少するなど、これまで堅調だった雇用にも変動の兆し。それに伴い、賃金の伸びも鈍化しており、消費による景気下支えにも限界（図表2-4）。

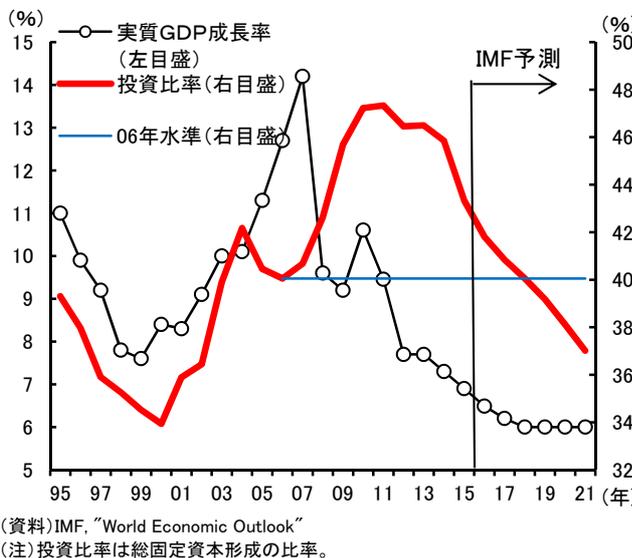
(図表2-1) 中国の固定資産投資(年初来累計、前年比)



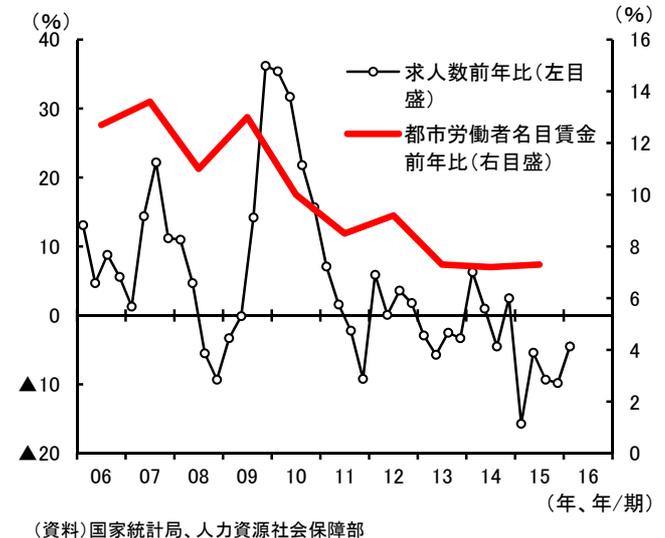
(図表2-2) 日本のバブル発生・崩壊前後の国内需要伸び率と設備投資比率



(図表2-3) 中国の実質GDP成長率と投資比率



(図表2-4) 中国の求人数と名目賃金



ドル高是正① ドル高是正は新興国にもプラスに作用。

(1)そこで、ドル高是正の持続性が大きな焦点に。それを検討する前に、ドル高是正の世界経済への影響を整理。まず、米国の利上げペース鈍化、それに伴うドル高是正は、米国のみならず新興国にもプラスに作用。

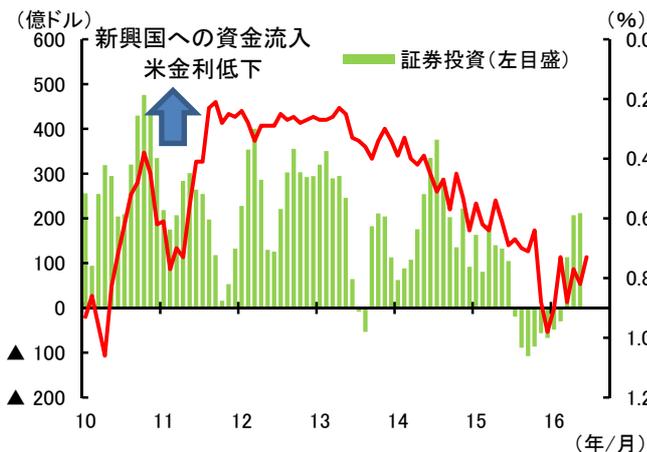
(2)第一に、資金流出圧力の緩和。バーナンキ前FRB議長が金融政策正常化の必要性に言及した2013年春以降、米国金利の先高観が新興国への投資を鈍らせ、利上げが視野に入った15年夏以降は新興国からの資金流出を招来。もっとも、米FRBが利上げペースの鈍化に言及して以降、新興国への投資も回復(図表3-1)。対外債務に関しても、ドル高局面では、ドル建債務の圧縮を余儀なくされるケースが多く、資金調達において、海外からのドル建資金への依存度の大きい新興国の経済活動を抑制(図表3-2)。ドル高が一服するなか、先行き経済活動の円滑化が期待。

第二に、人民元切り下げ圧力の緩和。実質的にドルペッグ制を採用している中国では、ドル高は実効レートベースでの人民元高を招き、結果的に、景気下振れ回避に向けた人民元切り下げ観測、さらには、その他新興国通貨の連鎖的な下落観測を惹起(図表3-3)。ドル高是正は人民元切り下げ観測を和らげ、国際金融市場の安定に寄与。

第三に、ドル建資源価格の下落圧力緩和。これを通じて、資源国経済を下支え。

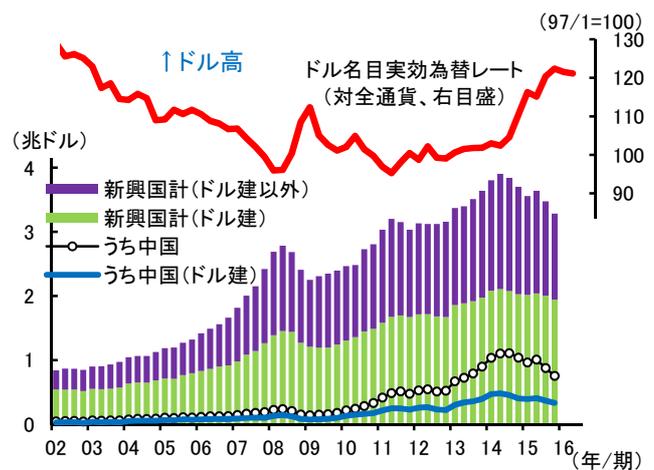
(3)この結果、90年代以降、新興国の成長率は、ドル高局面では低下傾向を辿る一方、ドル安局面では高まる傾向(図表3-4)。

(図表2-1) 新興国向け証券投資と米2年債利回り



(資料) IIF、米FRB
(注)証券投資は3ヵ月移動平均値。

(図表2-2) 新興国の対外債務とドル実効為替レート



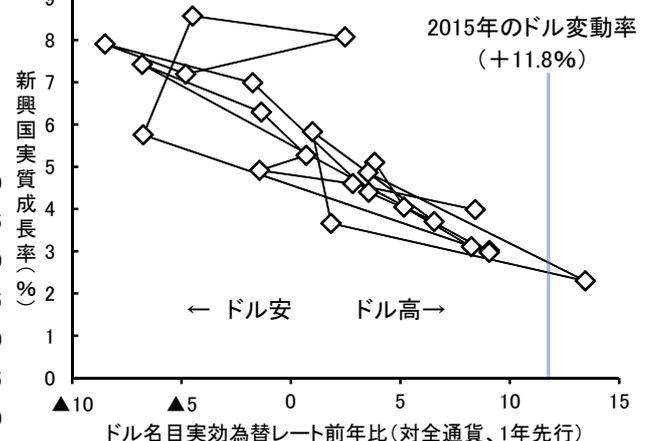
(資料) BIS、FRB
(注)ドル建て以外は分類不能も含む。

(図表2-3) 中国人民元の対ドルレートと名目実効為替レート



(資料) 中国人民銀行、BIS

(図表2-4) 93年以降のドル実効レートと新興国実質成長率の関係



(資料) IMF、FRB
(注)成長率は購買力平価ベース。

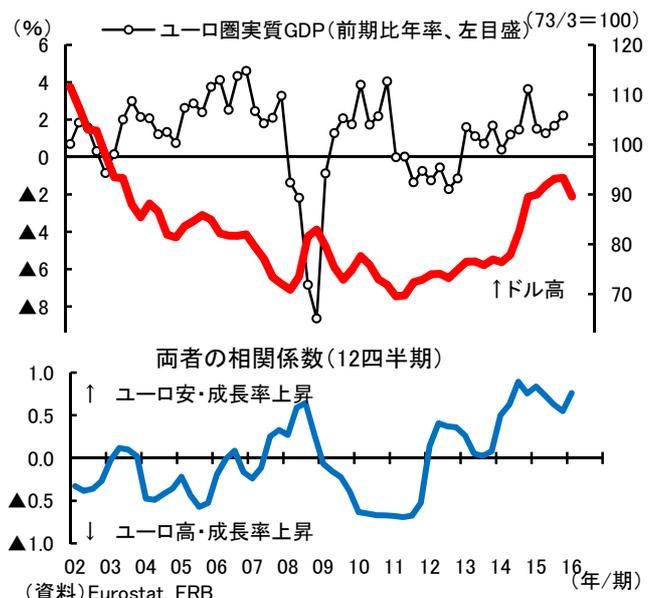
ドル高是正② ユーロ圏・日本はドル高を好感も世界経済を牽引できず。

- (1) ドル高是正は、米国および新興国にはプラスに働く一方、日本やユーロ圏には逆風に。
- (2) 実際、わが国においては、2000年代に入って以降、円安ドル高が進行すると成長率が高まり、逆に、円高ドル安が進行すると成長ペースは鈍化する傾向（図表4-1）。ユーロ圏でも、欧州債務危機のあった2012年以降、実質GDP成長率はドル実効レートとほぼ連動（図表4-2）。これらは、日本では人口減少等を背景に、ユーロ圏では、債務危機をきっかけとする緊縮財政や金融システムの不安定化等を背景に、内需の景気けん引力が大きく低下し、通貨安に依存した経済構造に変質していることを示唆。
- (3) この結果、新興国・米国とユーロ圏・日本では為替相場に対する反応に差異（図表4-3）。ただし、ドル高が好ましいユーロ圏・日本では、ドル安が好ましい米国・新興国対比、規模の面で見劣りするほか、仮に成長率が高まっても、内需が低迷するなか、経常収支黒字が増大するだけで、世界経済のけん引役とはなっていないのが実情（図表4-4）。この結果、ドル高局面よりドル安局面の方が、世界経済全体でみれば、高いパフォーマンスを実現。
- (4) 以上を踏まえ、今後の世界経済を展望するにあたって、ドルの行方が大きな焦点に。

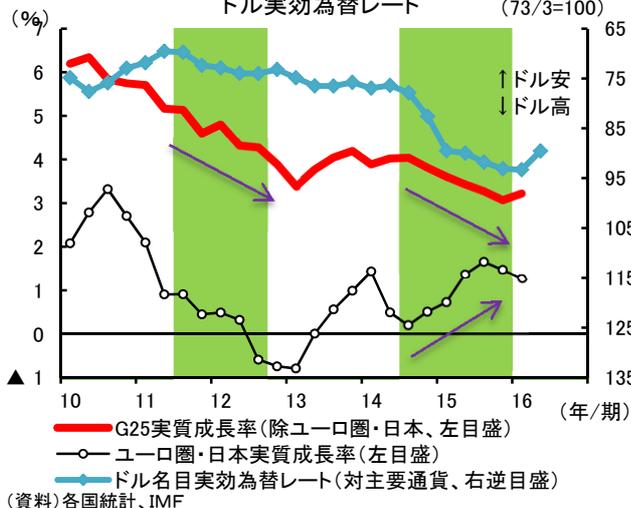
(図表4-1) わが国実質GDP成長率とドル円相場



(図表4-2) ユーロ圏実質GDP成長率とドル名目実効為替レート

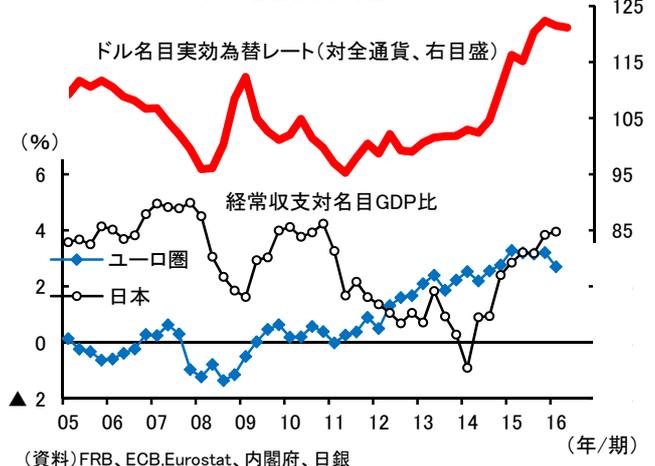


(図表4-3) 日欧とそれ以外の実質成長率とドル実効為替レート



(注1) 主要25カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位27カ国。うち、イランとパキスタンは統計の制約上除外。ユーロ圏加盟国はユーロ圏としてカウント。
(注2) 地域は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。
(注3) 緑はドル高局面。

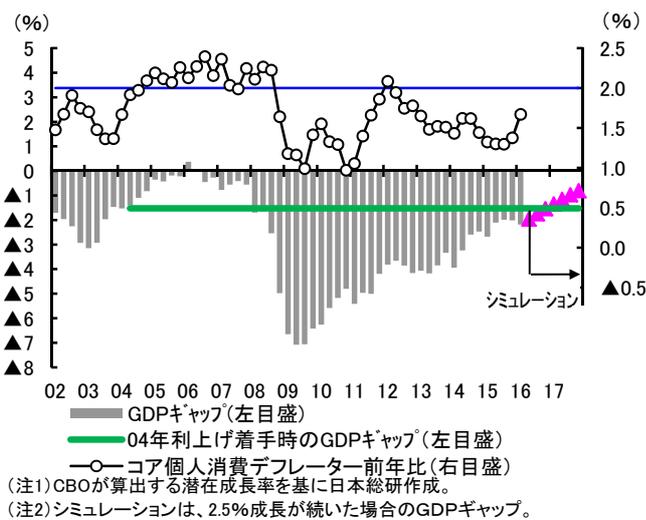
(図表4-4) ユーロ圏・日本の経常収支対名目GDP比とドル名目実効為替レート



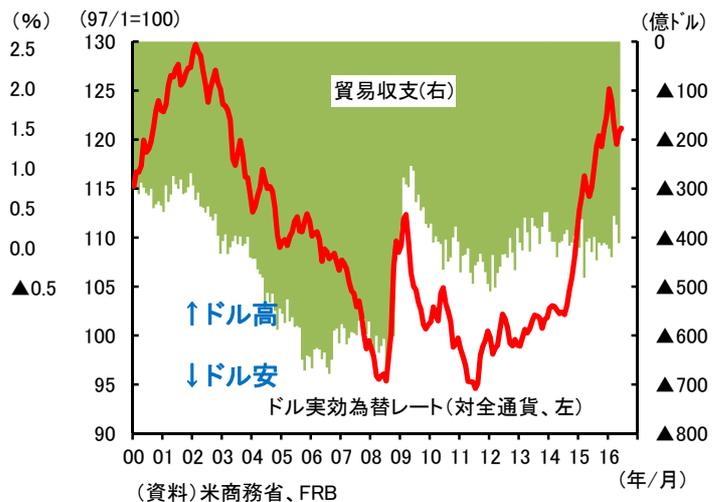
ドルの行方① 米利上げは継続も、ドル高進行余地は限定的。

- (1) 米国では、原油安・ドル高のマイナス影響が一巡し始めるなか、足許で回復基調が強まり始めている状況。潜在成長率が1%台後半まで低下するなか、今後2%台半ばの成長が続けば、GDPギャップの縮小が続き、本年末には持続的な利上げが必要になってくる可能性(図表5-1)。これは、金利差の面からドル高に作用。実需面からみても、従来とは異なり、個人消費が力強さを欠くなか、米国では輸入の増加がみられておらず、これまでドル安に作用してきた貿易赤字はむしろ縮小傾向(図表5-2)。足もとでは、FRBの利上げ先送り観測を背景にドル安に転じているものの、それによって景気が勢いを取り戻せば、早晚利上げ観測が再燃し、ドル高圧力が強まる公算大。
- (2) 一方、これまでは、米国が世界経済のけん引役となるなかで、米国の景気が回復すると新興国の景気も回復していたものの、今回は、**米国が世界経済をけん引するだけの力強さを欠いており、米国の利上げは引き続き新興国経済の混乱を招く恐れ**(図表5-3)。米FRBが新興国経済の脆弱さに配慮すれば、米国の大幅な利上げは回避され、結果としてドル高進行余地も限られる可能性。
- (3) そもそも**米国の利上げ余地は限られ、大幅なドル高が進行する事態は生じない見通し**。米国では、2010年代入り以降、リーマン・ショック以降の投資抑制等を背景に、労働生産性の伸びが鈍化し、足許では0%台後半での一進一退が持続。前回の景気拡大局面では、労働生産性の伸びを上回る実質政策金利の引き上げが、景気後退につながったことを踏まえると、政策金利の最終的な引き上げ余地、並びに、ドル高進行余地も限られる見込み(図表5-4)。

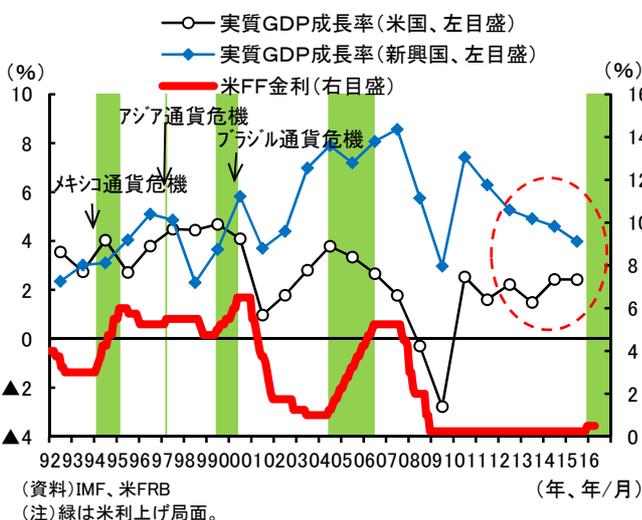
(図表5-1) 米GDPギャップとコアインフレ率の推移



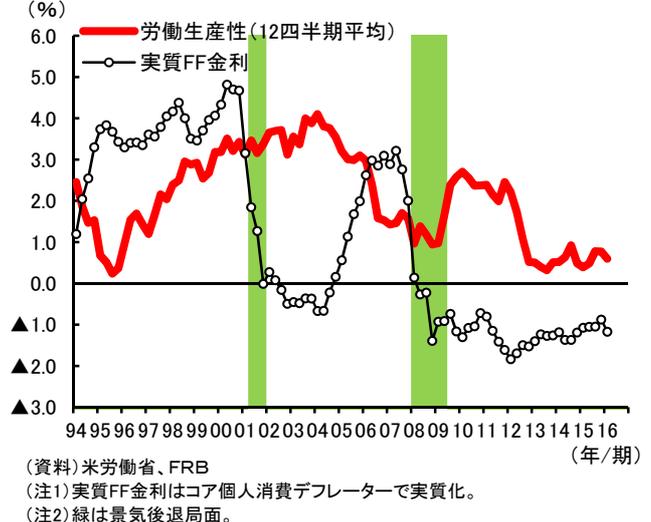
(図表5-2) 米財収支とドル実効為替レートの推移



(図表5-3) 米国と新興国の成長率と米FF金利



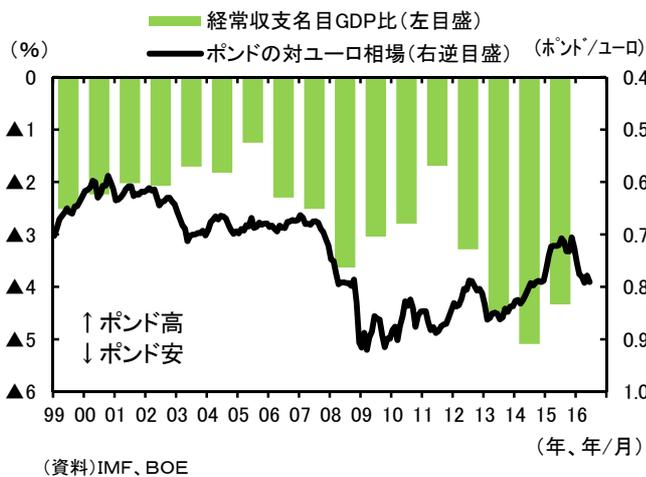
(図表5-4) 米労働生産性と実質FF金利



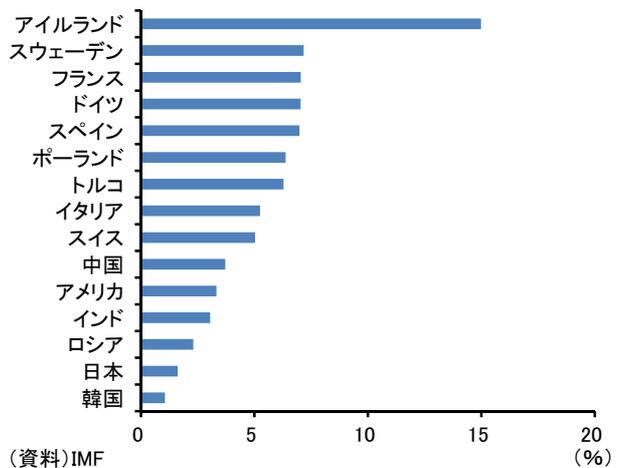
ドルの行方② Brexitの影響により当面ポンド安・ユーロ安は不可避。

- (1) こうしたなか、英国が、6月23日の国民投票で、EU離脱を選択したことから、国際金融市場は大きく混乱。そこで、英国のEU離脱による世界経済への影響を整理すると、まず、英国経済については、EU離脱後のEUとの新たな経済協定等の枠組みがみえないなか、当面投資や消費が手控えられ、景気後退が避けられない見通し。こうしたなか、英国が大幅な経常赤字を抱えていることから、海外投資マネーの減退などを通じて、**大幅なポンド安が進行する見通し**（図表6-1）。
- (2) 続いて、**世界経済への影響**を整理すると、英国経済の悪化は、アイルランドなどの一部近隣国には貿易面を通じて悪影響を及ぼすとみられるものの、その他欧州諸国では輸出に占める英国向けシェアは1桁台後半にとどまっているほか、米国や中国、日本に至っては、同シェアは1～3%台にすぎず、**景気の大規模な悪化は回避される見込み**（図表6-2）。一方、ユーロ圏では、①雇用の改善が続くなかにあっても賃金の伸びが限られているほか、②リーマン・ショック以降、ユーロ圏では投資が停滞し、それに伴い生産性の伸びも大きく鈍化していることから、英国同様、中低所得者層を中心に反移民、反EUの声が高まるのは避けられない見通し（図表6-3、6-4）。この結果、当面は、高まる政治不安がマインド萎縮などを通じて、欧州経済を下押しすると同時に、金融緩和期待等を通じてユーロ安に作用する見込み。
- (3) こうした状況を踏まえ、**為替相場に与える影響**を整理すると、金融市場におけるリスク回避的な行動が調達通貨である円の上昇を招く一方、経済面・政治面での影響を受けやすい英ポンド、ユーロの下落は不可避。このため、**米国ではドル高回避に向け、利上げは少なくとも年末まで先送りされる公算**。

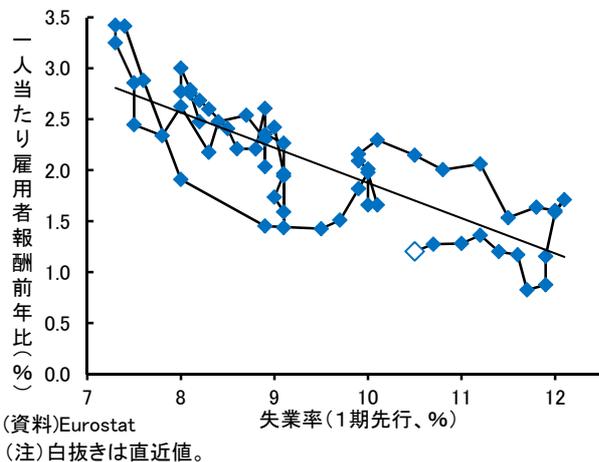
(図表6-1) 英国の経常収支対名目GDP比と対ユーロ相場



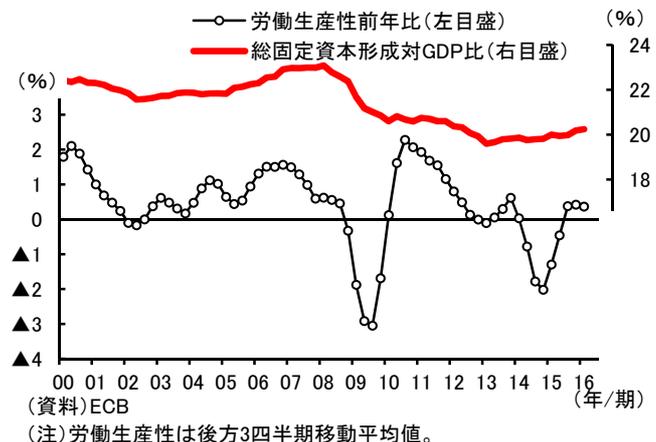
(図表6-2) 主要国における輸出の英国向け比率(2014年)



(図表6-3) 01年以降のユーロ圏失業率と賃金の関係



(図表6-4) ユーロ圏の労働生産性と総固定資本形成対GDP比



変動要因 需給バランス安定化・政策対応でドル高抵抗力増加。

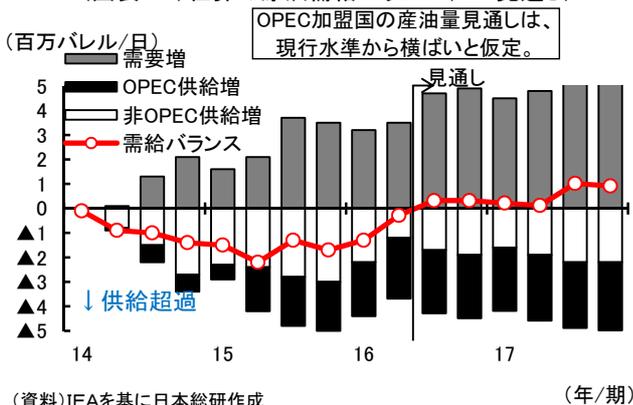
(1) 以上のように、米国の金融政策のみならず、英国のEU離脱といった要因も加わり、為替が経済に与える影響はより複雑に。すなわち、対円では少なくとも年内はドル安傾向（日本には逆風）が続くとみられる一方、対ユーロではドル高（ユーロ圏に追い風）となることで、**米国あるいは中国を含む新興国にとって為替は必ずしも追い風とはならない可能性**。もっとも、再びドル高が進行する事態となっても、ファンダメンタルズの強化や政策対応により、昨年央以降みられたような**市場の混乱および経済の落ち込みは回避される**公算。

(2) まず、**原油**については、米国でのシェール開発投資が減少するなか、これまで大幅な供給過剰となっていた**需給バランスが早晩均衡**に向かう公算。中国での大幅な景気失速等が回避されれば、仮にドル高が進行しても、年初にみられたような原油価格の大幅な下落は回避されるとみられ、産油国・資源輸出国の下支えに作用（図表7-1）。

また、**米国**においても、ドル高是正が製造業の景況感改善につながったものの、昨年来の生産抑制を受け、**製造業の在庫調整は概ね一巡**（図表7-2）。大幅なドル高が回避されれば、景況感の改善並びに生産の持ち直しの持続が期待可能。

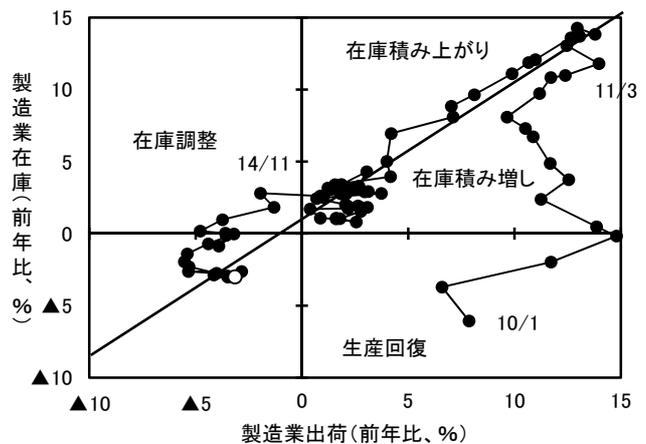
加えて、各国が総じて**財政姿勢を緩和**。2016年において、先進国では、英国やスペイン等一部の国を除き、軒並み前年よりも財政拡張的なスタンス。新興国においても、昨年大幅に財政を拡張したブラジルやアルゼンチン等では、その反動を余儀なくされているものの、前年に引き続き拡張的なスタンスを維持する、あるいは、緊縮から拡張的なスタンスに転じる国が多く、財政が景気を下支えする見通し（図表7-3）。

(図表7-1) 世界の原油需給バランス(IEA見通し)



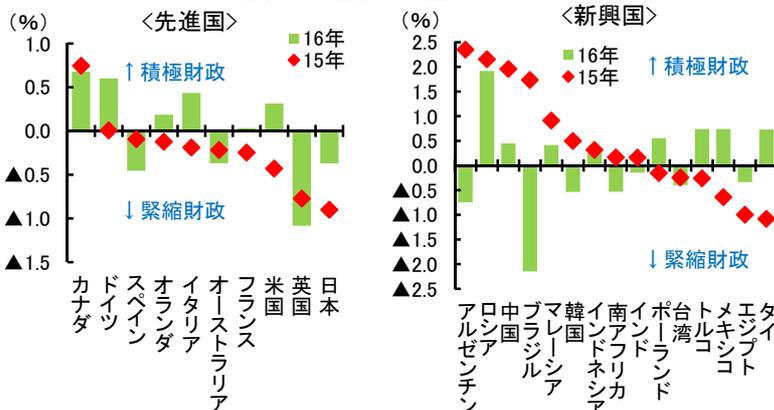
(資料)IEAを基に日本総研作成
(注1)見通しは、OPECによる世界の原油需要、非OPEC加盟国の原油生産量見通しをベースとし、OPEC加盟国の生産量が3,278万バレル(2016年4~6月実績)で推移すると想定。
(注2)供給増、需要増は2014年1~3月期対比。

(図表7-2) 米製造業在庫循環図



(資料)米商務省
(注)白抜きは直近値。

(図表7-3) 主要25カ国の財政スタンス



(資料)IMF
(注1)GDP(購買力平価ベース)上位29カ国。うち、イラン、サウジアラビア、ナイジェリア、パキстанは統計の制約上除外。
(注2)財政スタンスは、構造的財政収支対名目GDP比の前年差。

見通し 17年に向け緩やかに持ち直しも、平均以下の成長が持続。

(1) 以上を踏まえ、世界経済の先行きを展望すると、先進国では、米国ではこれまで足かせとなってきた原油安・ドル高のマイナス影響が減衰するなか、景気持ち直し傾向が明確化する見込み。もっとも、所得の伸び悩みにより消費の力強い拡大は期待できず、2017年には2%台前半の成長ペースにとどまる見込み。一方、ユーロ圏では、英国のEU離脱に伴うマインド悪化等を背景に、1%前後まで小幅減速するほか、当面円安による景気押し上げが期待できなくなった日本も引き続き0%台の低成長が続くとみられ、先進国全体では、2016年、17年ともに**+1%台半ばの低成長**にとどまる見通し。

一方、**新興国**では、財政支出拡大等が景気下支えに作用するものの、中国経済の緩やかな減速持続、それに伴う中国向け輸出の伸び悩みなどを背景に、2016年には引き続き**+4%を下回る成長**にとどまる見通し。足許で資源価格が下げ止まり、持ち直しに転じるなか、2017年には、資源価格下落の悪影響一巡により**資源国を中心に景気は持ち直し見込み**ながら、ドル安持続が期待できないなか、資源価格および資源国経済の上昇余地も限られ、新興国全体では成長率は2014年並みの**+4%台半ば**にとどまる見込み。

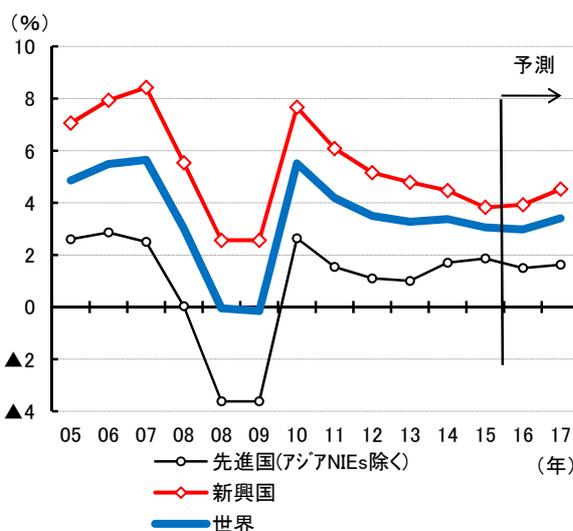
(2) この結果、**世界の実質GDP成長率**は、2016年に「景気後退の瀬戸際」といえる**+3.0%まで低下**した後、2017年には**持ち直し**へ。もっとも、**+3.4%と過去の景気拡大期の平均（4%前後）対比緩やかなペース**にとどまる見通し（図表8-1、8-2、8-3）。

(図表8-1) 世界の实質GDP成長率見通し (暦年、%)

	14年 (実績)	15年 (実績)	16年 (予測)	17年 (予測)
世界計	3.4	3.1	3.0	3.4
先進国	1.7	1.9	1.5	1.6
アメリカ	2.4	2.4	1.8	2.3
ユーロ圏	0.9	1.6	1.3	1.0
日本	▲0.0	0.5	0.3	0.6
新興国	4.5	3.8	3.9	4.5
BRICs	5.8	4.8	5.0	5.6
中国	7.3	6.9	6.6	6.5
インド	7.2	7.3	7.6	7.7
NIEs	3.4	2.0	1.9	2.3
韓国	3.3	2.6	2.5	2.6
台湾	3.9	0.6	1.1	1.9
香港	2.7	2.4	1.5	1.9
ASEAN5	4.6	4.8	4.9	5.0
インドネシア	5.0	4.8	5.1	5.2
タイ	0.8	2.8	3.0	3.1
マレーシア	6.0	5.0	4.2	4.4
フィリピン	6.2	5.9	6.5	6.4
ベトナム	6.0	6.7	6.1	6.2

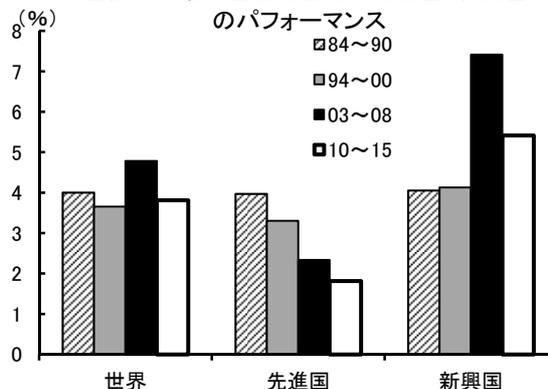
(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。
 (注1) 「世界」191カ国。「先進国」は、IMFの分類から「NIEs」を除く。具体的には、米・日・ユーロ圏(19カ国)のほか、英・豪・加など35カ国。「先進国」以外を「新興国」とした。
 (注2) 地域は購買力平価ベース。
 (注3) インドは支出サイド。年度(当年4月～翌年3月)。

(図表8-2) 世界実質GDP成長率見通し



(資料) 各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

(図表8-3) 景気回復局面毎の先進国・新興国のパフォーマンス

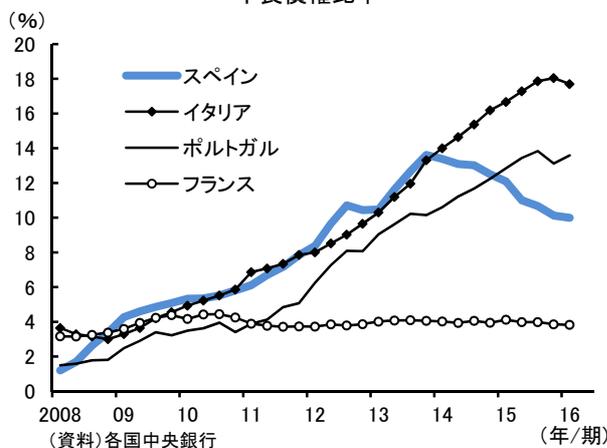


(資料) IMF
 (注1) 実質成長率は購買力平価ベース。
 (注2) 世界計で2年連続3%未満、あるいは、マイナス成長となった局面を景気後退局面としている。

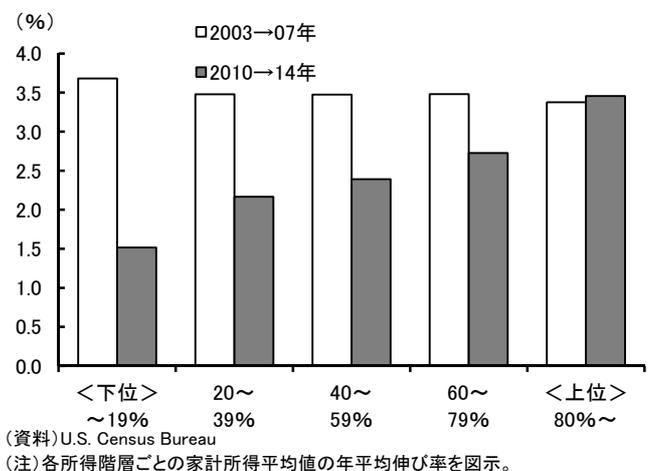
リスク 欧米の政治混乱・保護主義、中国経済失速がリスク。

- (1) こうした見通しに対する最大のリスクは、**米欧での政治的な混乱**。英国のEU離脱を契機に、ユーロ圏各国で極右政党が伸長、「離脱ドミノ」への懸念が高まれば、ユーロ安に拍車がかかり、ドル高・元切り下げ観測の高まりを通じて、世界的に景気の先行き不透明感が強まる恐れ。また、英国のEU離脱決定を受けた市場の混乱が、欧州金融機関の頑健性に対する疑念を改めて惹起。イタリアはじめ南欧諸国では、これまでの低成長もあり不良債権処理が大幅に遅れており、今後の各国政府・中銀、ECBの対応次第では、金融システム不安が増大する恐れ(図表9-1)。
- (2) 一方、米国でも、今回の景気回復局面で所得が増えているのは高所得者層に限定されるなか、「二極化」に対する不満鬱積がトランプ氏の共和党大統領候補指名獲得・サンダース氏の健闘を招いており、11月の大統領選挙に向け、大衆迎合的・保護主義的な政策が打ち出される可能性も否定できず(図表9-2)。ちなみに、貿易比率と一人当たりGDPの伸び率を見ると、貿易比率が停滞する局面では、高所得国よりも中低所得国の伸び鈍化が顕著で、全体でも成長率が鈍化する傾向(図表9-3)。米国はじめ世界的な保護主義圧力の強まりは、世界的な成長鈍化を招き、とりわけ新興国には逆風となる恐れ。
- (3) **中国経済のハードランディングリスク**も払拭されない状況。中国では、投資は抑制され始めているものの、業績悪化や投機的な行動等を背景に、非金融企業の債務は引き続き増大。中国銀行監督管理委員会は、不良債権比率は未だ1%台と公表しているものの、成長鈍化が続くなか、潜在的な不良債権は大幅に増大している公算大(図表9-4)。このまま放置すれば、いずれ金融危機につながる恐れ。また、危機回避に向け、公的資金を投入する事態となった場合でも、財政負担の増大により、景気下支え余力が低下する恐れ。

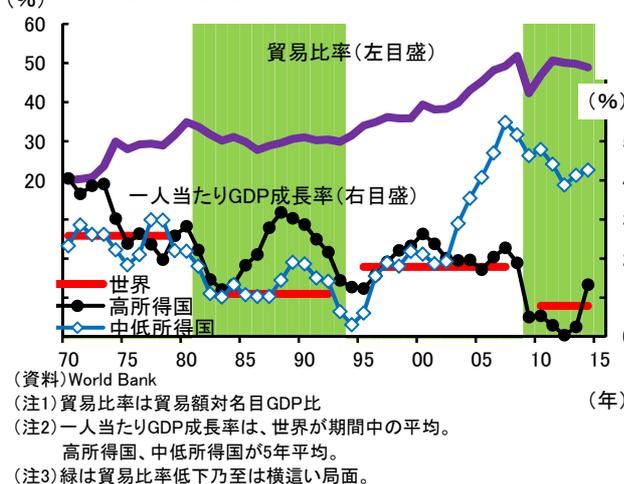
(図表9-1) 欧州各国銀行の企業向け融資における不良債権比率



(図表9-2) 米国の所得階層別名目家計所得の伸び率



(図表9-3) 貿易比率と一人当たりGDP成長率



(図表9-4) 中国の非金融企業債務対名目GDP比と不良債権比率

