

世界経済見通し

—貿易取引の停滞が新興国の成長を抑制—

調査部 マクロ経済研究センター所長 牧田 健

目 次

1. 緩やかな減速が続く世界経済
 - (1) アメリカ独り勝ちの世界経済
 - (2) 新興国経済伸び悩みの背景
2. 世界貿易取引停滞の背景と影響
 - (1) 貿易取引停滞の背景
 - (2) 貿易取引停滞の影響
3. アメリカ金融政策正常化の影響
4. 2015年の世界経済
5. リスク要因

要 約

1. 世界経済は、2014年入り以降緩やかな減速が続いている。地域別にみると、アメリカだけが堅調さを維持しており、「アメリカ独り勝ち」の様相となっている。また、新興国（除く中国）の伸び悩みが顕著になっている。新興国伸び悩みの背景には貿易取引の停滞があるとみられ、今後の世界経済の行方を見通すうえでは、貿易取引の停滞の背景を探るとともに、その景気への影響を検討する必要がある。
2. 貿易取引の停滞は、アメリカと中国で顕著になっている。この背景として、①シェール革命を受けたアメリカでの原油生産増加と輸入減少、②中国での投資抑制方針を受けた資源需要の増勢鈍化、を指摘することができる。ただし、アメリカ、中国以外の国においても、リーマン・ショック以降輸入比率の上昇ペースが鈍化しており、サプライチェーンの再構築が一巡し、直接投資の増勢が鈍化したことが、世界的に輸入の増勢鈍化を招いている可能性がある。
3. 貿易取引停滞の主因となっている原油をはじめとした資源に対する需要の鈍化は、価格の下落を通じて資源を輸入する先進国・NIEsの景気押し上げ要因となる一方、資源輸出国の景気にはマイナスに作用するとみられる。一方、世界的な輸入の増勢鈍化は、各国において、内需の活性化や政策面からの景気下支えの必要性を高めている。このうちアジア新興国では、政策発動余地が大きいことから、輸出の低迷が続いても景気的大幅下振れは回避されるとみられる。
4. 2015年の世界経済を展望するにあたっては、2015年中にも予想される米FRBによる金融政策正常化の動きも焦点となるだろう。しかしながら、アメリカが利上げに着手しても、日欧の追加金融緩和もあり、緩和的な市場環境は維持されるとみられ、市場の混乱は生じない見通しである。一方、金融政策の方向性の違いからドル高基調が明確化するとみられ、資源価格下落を通じて資源国経済の下押し、先進国経済の押し上げに作用すると見込まれる。
5. 以上を踏まえると、先進国は緩やかながらも着実な景気回復が期待される一方、新興国では、先行き持ち直しが期待されるものの、輸出の伸び悩みからペースは緩慢にとどまり、2015年の世界実質GDP成長率は+3.6%にとどまる見通しである。
6. 先行きの下振れリスクとしては、①アメリカの長期金利上昇を受けた新興国からの資金流出、②中国での不動産バブルの崩壊、短期的な上振れ要因としては世界的な金融バブルを指摘できよう。

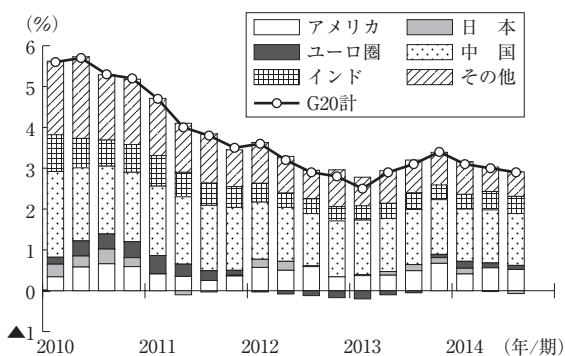
1. 緩やかな減速が続く世界経済

(1) アメリカ独り勝ちの世界経済

世界経済は、2014年に入って以降緩やかな減速が続いている。主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）をみると、アメリカでは年初に寒波の影響から一時的に増勢が鈍化したほか、アメリカ以外の先進国も、春以降、日本では消費増税により、ユーロ圏ではウクライナ情勢の緊迫化等を背景に景気の悪化・減速が明確になった。新興国でも、中国では、政府の投資抑制姿勢を受け昨年末以降減速基調が続いており、その他新興国も、一部の国での政治的な混乱も加わり、低迷が長期化している。この結果、世界経済全体では2014年7～9月期に2013年4～6月期以来の前年比+3%割れまで増勢が鈍化したとみられる（図表1）。

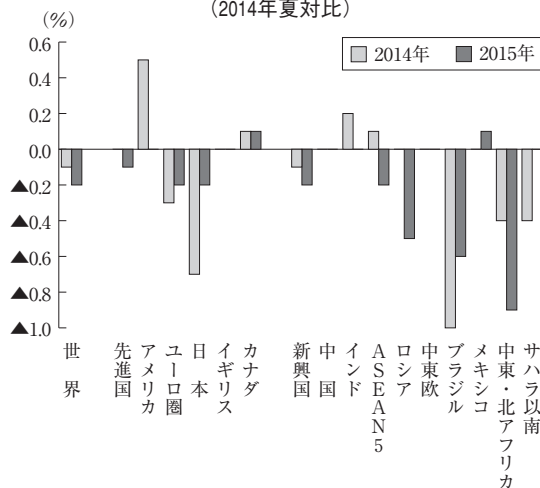
地域別にみると、従来の「先進国堅調・新興国低迷」の構図から、日本・ユーロ圏が脱落し、「アメリカ独り勝ち」の様相となっている。IMF（国際通貨基金）の世界経済見通しによると、秋の改定見通

（図表1）主要20カ国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）



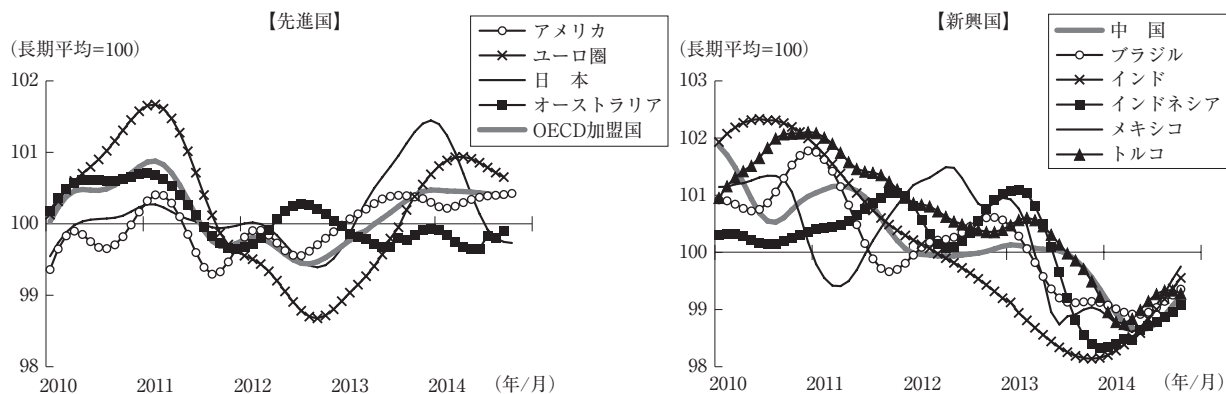
（資料）各国統計、IMF
 （注1）主要20カ国・地域は、購買力平価ベースGDP上位22カ国。うち、イランとサウジアラビアは統計の制約上除外。ユーロ圏加盟国はユーロ圏としてカウント。
 （注2）国・地域別寄与度、G20計は2010年の購買力平価ベースGDPを基に按分。
 （注3）2014年7～9月期は、未公表の国は4～6月の前年同期比と同じと仮置き。

（図表2）IMFの成長率見通しの変化幅（2014年夏対比）



（資料）IMF, "World Economic Outlook"

（図表3）OECD景気先行指数の推移



（資料）OECD

しでは、夏の見通しと比べ、大半の国・地域で成長率が下方修正されたものの、2014年はアメリカ・カナダ・インド・ASEAN5が上方修正されたほか、2015年は、カナダ・メキシコが上方修正されるなど、アメリカ圏の経済に対する評価が高まっている（図表2）。

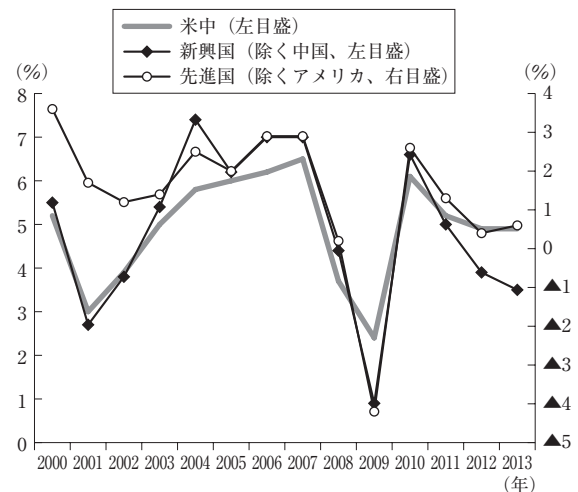
OECD景気先行指数をみても、同様の構図となっている。すなわち、先進国では、アメリカが長期平均を上回る水準で堅調に推移し、当面の安定成長が示唆される一方、日本では2014年入り以降、ユーロ圏では同年春以降降下向きに転じており、当面の景気減速が示唆されている。主要新興国においても、低下傾向に歯止めはかかったものの、依然長期平均を下回る水準にとどまっている（図表3）。

(2) 新興国経済伸び悩みの背景

こうした状況下、足許では新興国（除く中国）での成長ペース鈍化が顕著になっている。2000年代入り以降のアメリカ・中国・先進国（除くアメリカ）・新興国（除く中国）の成長率をみると、世界経済はアメリカおよび中国が牽引役となっており、その他の国・地域の成長率は、おおむね両国の成長率と連動している。もっとも、足許では、新興国（除く中国）がアメリカや中国の景気減速が示唆する以上に伸び悩んでいる（図表4）。

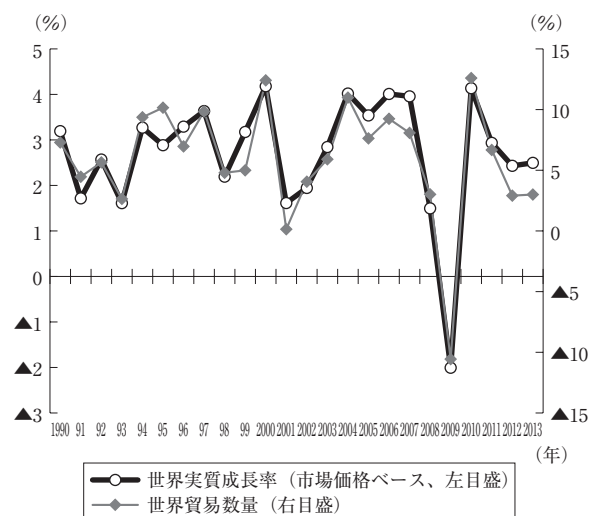
この背景としては、近年の貿易取引の停滞を指摘することができるだろう。1990年以降の世界実質成長率（市場価格ベース）と世界貿易量前年比の推移をみると、2011年までは両者はほぼ連動していたものの、2012年以降は、成長率が示唆する以上に貿易量の伸びが鈍化しており、貿易取引が停滞していることを示唆している（図表5）。実際に、世界貿易に占めるウェートが大きいアメリカ・ユーロ圏・中国・日本の貿易額対GDP比率（（実質財サ輸出+実質財サ輸入）/実質GDP）をみると、ユーロ圏では1990年代半ば以降一貫して上昇しており、必ずしも貿易取引停滞の様相は窺えないものの、アメリカでは、2011年以降ほぼ横ばいに転じているほか、中国に至っては2007年がピークで、足許ではそれを下回る水準で横這う展開となっている（図表6）。

(図表4) 地域別実質GDP成長率の推移



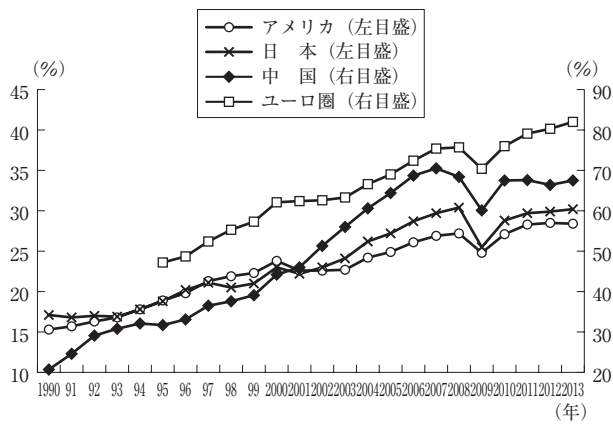
(資料) IMF, "World Economic Outlook, October 2014"
 (注1) 米中は購買力平価ベースのシェアで按分。
 (注2) NIEsは新興国としてカウント。

(図表5) 世界実質成長率と世界貿易量前年比



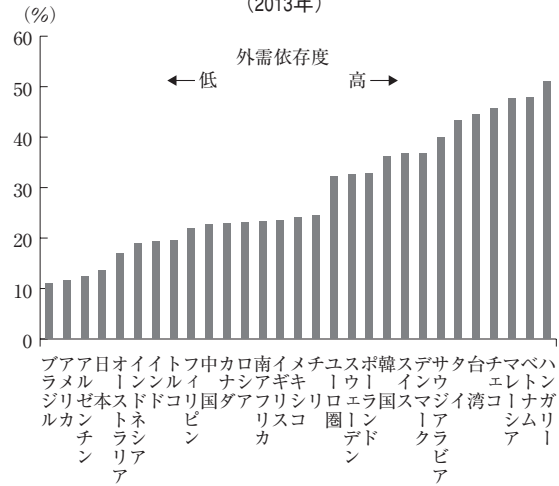
(資料) IMF, "World Economic Outlook"

(図表 6) 日米欧中の貿易比率



(資料) 米商務省、内閣府、Eurostat、世銀
 (注1) 貿易比率 = (実質財サ輸出 + 実質財サ輸入) / 実質GDP
 (注2) 中国の貿易比率は、統計の制約上世銀統計 (ユニットレイバークストベースの実質値。2000年価額) を使用。

(図表 7) 主要国の総需要に占める輸出比率 (2013年)



(資料) IMF、台湾行政院主計処
 (注) アルゼンチンは2012年、ベトナムは2011年値。

こうした貿易取引の停滞は、内需に厚みがある先進国には必ずしも大幅な成長抑制要因とはならないものの、輸出依存度が高い新興国には大幅なマイナス影響を及ぼしている公算が大きい (図表 7)。

そこで、2015年の世界経済を展望するにあたっては、アメリカと中国の景気の先行きのみならず、足許まで減速が続いている新興国 (除く中国) 経済の先行きについても、従来以上に慎重に見極める必要がある。こうした考えのもと、以下では、足許の貿易取引停滞の背景を探り、その持続性を見極めたいうえで、世界経済への影響を検討する。また、アメリカで予想される金融政策正常化の動きが世界経済に与える影響についても、検討していく。

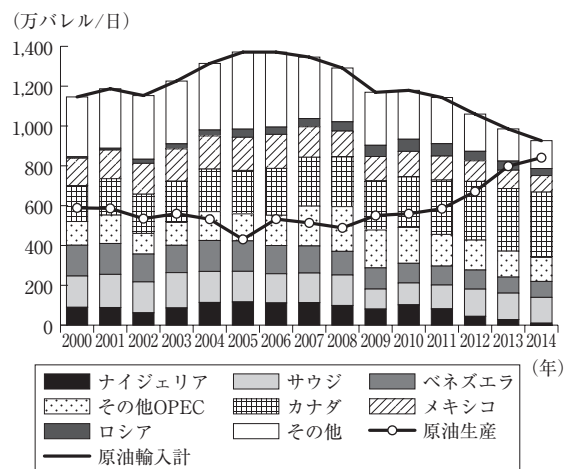
2. 世界貿易取引停滞の背景と影響

(1) 貿易取引停滞の背景

2012年以降の貿易取引停滞の背景には、以下の2点を指摘することができる。

第1が、アメリカでのシェール革命である。これにより、アメリカでは原油生産が拡大する一方、原油の輸入が大幅に減少しており、この分貿易取引は縮小している (図表 8)。アメリカで採掘されている非従来型のシェールオイルは、中東産原油よりも生産コストが高いとされており、今後原油価格が一段と下落すれば、新規開発が減少するとみられる。もっとも、いったん生産されたシェールオイルは、投資資金回収のため資源が枯渇するまで生産が続けられる可能性が高く、当面アメ

(図表 8) アメリカの原油生産と国別原油輸入量



(資料) 米エネルギー省
 (注) 2014年の原油生産は11月まで、輸入は9月までの平均。

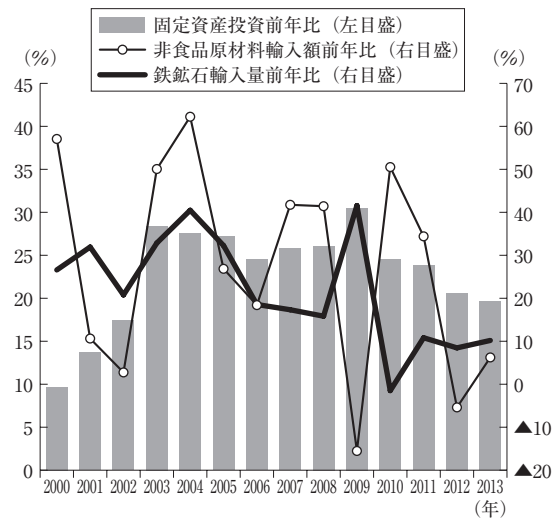
リカでの原油生産増加・輸入減少傾向には歯止めがかからないとみられる。

第2が、中国経済の減速、とりわけ固定資産投資の減速である。中国では、リーマン・ショック以降過剰設備投資や不動産投資の過熱が深刻化したため、政府当局は、投資主導の経済構造から消費主導の経済構造への転換を推し進めている。この結果、非食品原材料輸入額が大幅に減速しており、なかでも鉄鉱石の輸入量は、2000年代の前年比+20~40%の伸びから足許では同+10%前後の伸びに鈍化している(図表9)。中国の構造調整が途半ばであり、また、生産年齢人口の減少といった人口動態もあり、中国の経済成長率は長期にわたって低下していくとみられ、それに伴い資源輸入の増勢が趨勢的に鈍化していくことは避けられない見通しである。

貿易取引の停滞は、アメリカのシェール革命および中国での資源需要減退だけが原因ではない。実際、主要国の輸入比率(実質財サ輸入/実質GDP)をみると、総じて上昇傾向が続いているとはいえ、リーマン・ショック後(2010~2013年)はリーマン・ショック前(2001~2008年)と比べ、上昇ペースが鈍化している(上昇ペースが加速したのは、原発の稼働停止があった日本や、供給能力に問題を抱えるブラジルに限られている、図表10)。

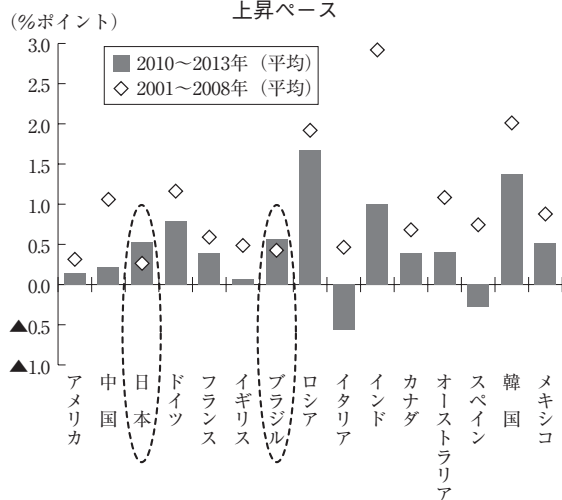
こうした輸入比率の上昇ペース鈍化については、確たる要因があるわけではない。もっとも、対内直

(図表9) 中国の固定資産投資と原材料輸入(前年比)



(資料) 中国国家统计局、世銀

(図表10) 経済規模上位15カ国の輸入比率上昇ペース



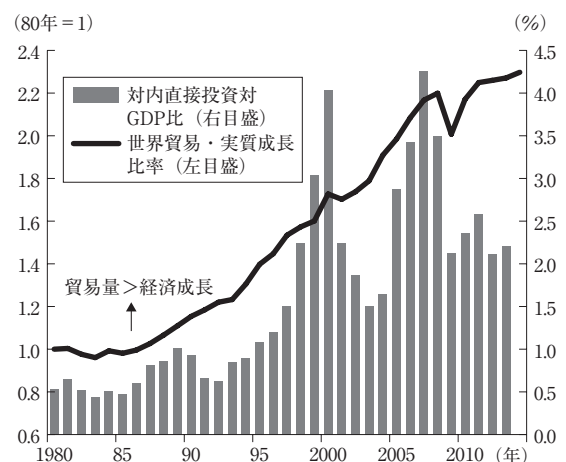
(資料) 各国統計、世銀

(注1) 輸入比率=実質財サ輸入/実質GDP

(注2) 中国とスペインの貿易比率は、統計の制約上世銀統計(ユニットレイバーコストベースの実質値。2000年価額)を使用。

(注3) ロシアの◇は2003~2008年、インドの◇は2005~2008年。

(図表11) 世界貿易と対内直接投資



(資料) 世銀、IMF, "World Economic Outlook"

(注) 世界貿易・実質成長比率=世界貿易量/世界実質成長率(市場価格ベース)。両者ともに前年比を基に指数化。

接投資が盛り上がると経済成長ペース以上に貿易取引が拡大し、直接投資が縮小すると逆に貿易取引の拡大ペースが鈍化する傾向があることから、IT技術の急速な進歩や中国経済の急拡大をきっかけに1990年代後半以降盛り上がった世界的なサプライチェーン再構築の動きが一巡し、直接投資の増勢が鈍ってきたことが貿易取引の停滞を招いている可能性がある（図表11）。

以上を踏まえると、新産業の勃興や新たな成長国の離陸等の構造的な変化が生じない限り、足許で生じている貿易取引の停滞は長期化する恐れがあるだろう。

(2) 貿易取引停滞の影響

そこで、以下では、貿易取引停滞の主な要因が世界経済に及ぼす影響について検討していく。

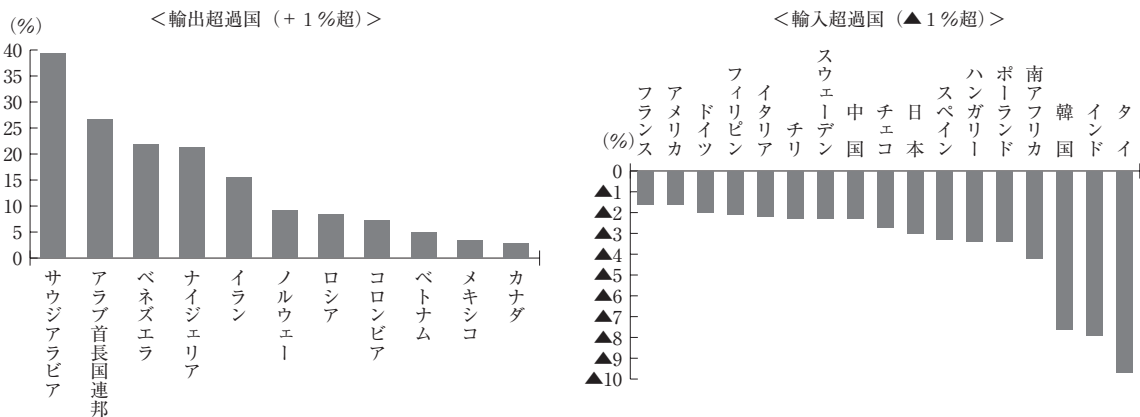
A. シェール革命

まず、シェール革命については、アメリカでの原油生産増加が、中国での原油需要減退と合わせ、世界的な需給バランスの失調を招いており、原油価格の押し下げ圧力となっている。従来調整役を担っていたサウジアラビアも、価格安定よりもシェア確保の姿勢を強めていることを踏まえると、当面原油価格は低位安定が続くとみられ、サウジアラビアなど中東諸国の対応次第では、一段と下落する可能性があるだろう。

原油価格の下落は、海外からの所得流入が減少する産油国では成長率を押し下げる要因となる一方、原油輸入国にとっては、所得流出の減少により、成長率を押し上げる方向に作用する。具体的には、成長を原油輸出に依存している中東諸国やベネズエラ・ロシア等では、成長率の一段の下振れが懸念される一方、原油輸入が多い日本や欧州諸国・アジア諸国では、交易条件の改善効果から景気が押し上げられる可能性が高い（図表12）。

原油輸入国のなかでも、中東向けやロシア向け輸出の比率が高い中東欧諸国では、輸出の減少によってプラス効果が一部減殺されるとみられる一方、先進国やアジア諸国では、産油国向け輸出の比率は必ずしも高くなく、総じてみればプラスの効果がより大きくなるだろう。

(図表12) 主要国の原油貿易収支対名目GDP比 (2013年)



(資料) 国連、IMF

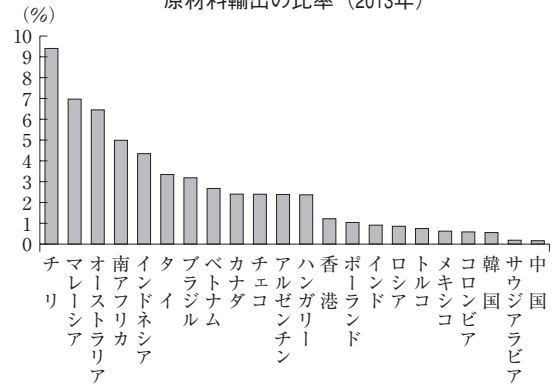
(注1) ベネズエラ、UAE、ナイジェリア、イラン、ベトナムは2012年値。

(注2) タイ、インド、韓国は石油製品輸出も多く、ネットでは赤字比率は低下。

B. 中国での資源輸入増勢鈍化

次に、中国の資源輸入の増勢鈍化については、中国向け輸出の伸び悩みや鉱山開発投資の減少等を通じて、引き続き資源輸出国にはマイナスに作用するだろう。なかでも、成長に占める資源輸出依存度の高い国（チリ、マレーシア、オーストラリア、南アフリカ等）は、当面低成長を余儀なくされるとみられる（図表13）。一方、資源輸入国においては、原油同様交易条件が改善するため、景気にはプラスに働く。資源をほぼ輸入に依存している日本や欧州先進国、アジアNIEsにとっては絶好の追い風となるだろう。

(図表13) 主要新興国のGDPに占める非食品原材料輸出の比率（2013年）



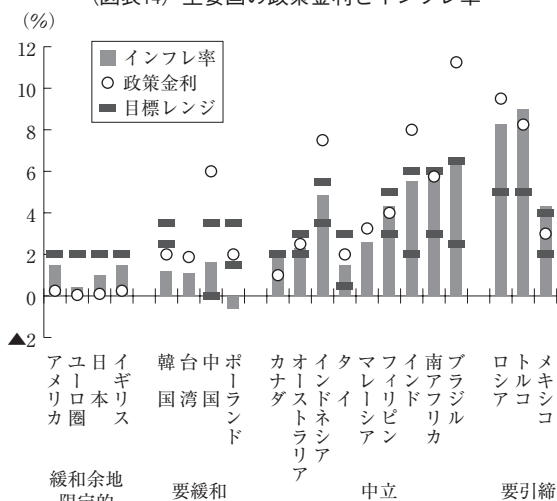
(資料) 国連
(注) 香港・ベトナムは2012年値。

C. 世界的な輸入比率の上昇ペース鈍化

最後に、足許で広がる世界的な輸入比率の上昇ペース鈍化については、世界的な成長ペースの鈍化とあわせ、各国ともに輸出による景気浮揚が従来に比べ困難になっていることを示唆している。その意味で、今後の成長は、各国ともに内需の成長力および政策発動余力がカギとなってくるだろう。すなわち、日本を含むアジア諸国にみられるように、輸出を起点に成長してきた国では、従来の景気循環が働きにくくなっており、個人消費や設備投資をいかに喚起していくかが従来以上に問われることになる。

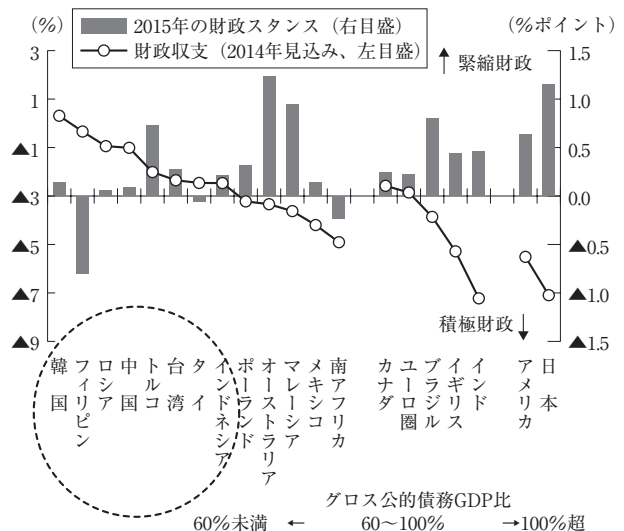
一方、政策発動余地が大きい国では、輸出が低迷しても、政策対応により内需拡大に注力すれば、大幅な景気下振れは回避できるだろう。逆に、政策発動余地の乏しい国では、外需に依存できなくなって

(図表14) 主要国の政策金利とインフレ率



(資料) Bloomberg L.P.
(注) 政策金利、インフレ率は2014/11時点の直近値。

(図表15) 主要国の財政収支と財政スタンス



(資料) IMF, "world Economic Outlook, October 2014"
(注) 財政スタンスは、構造的財政収支GDP比における2015年と2014年の差。

いる以上、経済体質の改善を進め、内需の成長力を高めていかない限り、景気の上振れは期待できなくなってくるだろう。

こうした視点で主要国の金融政策や財政状況を見ると、NIEsではインフレ率の低位安定により金融政策発動余地が大きく、財政面でも比較的健全さを保っていることから、景気下振れに対しては十分な政策対応が可能とみることができ（図表14、15）。これに対し、ブラジルでは、インフレ高止まりや高水準の財政赤字によって、政策発動余力が乏しく、当面景気の低迷を余儀なくされるだろう。

一方、日本やアメリカをはじめとする先進国では、政策金利がすでにゼロ%まで引き下げられるなか、非伝統的な手法を通じて期待に働きかける形でしか金融政策を打ち出せない。財政面でも、日本やアメリカを中心に公的債務がGDPを超える水準まで膨らんでおり、財政発動余地はもはや限られている。したがって、先進国では、足許で芽生えている内需拡大の芽をしっかりと育むと同時に、規制緩和や分配政策の見直し等を通じて内需の成長力を高めていく必要に迫られている状況といえる。

3. アメリカ金融政策正常化の影響

2015年の世界経済を展望するにあたっては、米FRB（連邦準備銀行）がこれまでの超緩和的な金融政策を修正し始めるなか、貿易取引のみならず、資金フローの変化にも目配りをする必要がある。

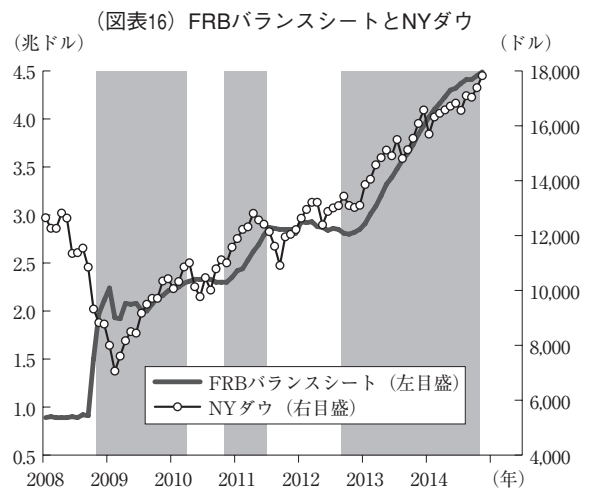
ユーロ圏や日本の景気減速をよそに、アメリカでは着実に景気が回復しており、FRBは2014年10月に量的緩和の拡大を終了した。景気がこのまま順調な回復軌道を辿れば、2015年中の利上げも視野に入ってくるとみられる。こうしたFRBの金融政策正常化の動きは、世界的な金融緩和環境の変化を通じて、世界経済に一定の影響を及ぼすと見込まれる。

まず、FRBのバランスシートとNYダウの推移をみると、バランスシートの拡大とはほぼ連動する形で、株価が上昇していることから、これまではFRBの量的緩和政策が投資家のリスク選好を喚起し、株価上昇の一翼を担ってきたことがうかがえる（図表16）。したがって、今回の量的緩和拡大の終了によって、これまでのような一本調子の株高は期待できなくなってくるだろう。

もっとも、アメリカでは、景気が順調に回復しているとはいえ、インフレ率は中銀が目標としている2%を大きく下回っており、先行き大幅な利上げは見込み難い状況にある。また、ア

メリカ以外でも、2014年10月末に日銀が2%の物価目標達成に向け質的量的緩和を一段と拡大したほか、ECB（欧州中央銀行）もバランスシートの規模を2012年3月の水準まで拡大させたい意向を表明しており、先進国での超緩和的な金融環境は当面維持されると見込まれる。

こうした状況下、世界的な株高・債券高止まり・リスク資産投資増加の流れが大きく転換する公算は

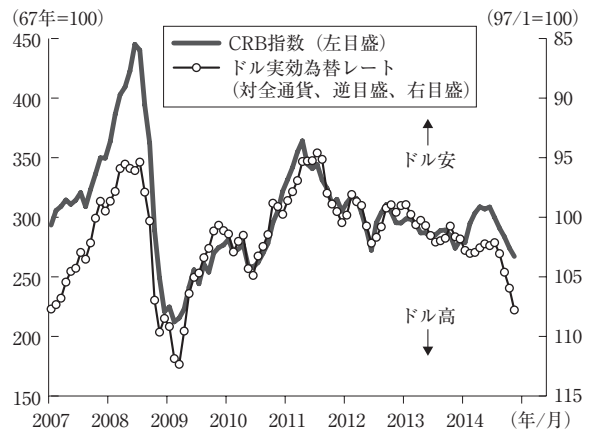


(資料) Bloomberg L.P., FRB
(注) ダーク部は、米FRB量的緩和実施期。

小さいとみられる。国際投資においてベンチマークとなるアメリカの長期金利の上昇余地が限られるのであれば、世界的な資金フローの変化も限られ、世界経済に及ぼす影響も基本的には軽微にとどまると見込まれる。

一方で、利上げが視野に入るアメリカと追加金融緩和を余儀なくされる日本・ユーロ圏という金融政策の方向性の違い、あるいは、シェール革命を受けたアメリカでの貿易収支の改善などを背景に、今後はドル高傾向が一段と明確化していくと見込まれる。こうしたドル高は、ドル建の資源価格の押し下げ圧力となる（図表

(図表17) CRB商品価格指数とドル実効為替レート



(資料) Bloomberg L.P., FRB

17)。このため、アメリカの金融政策正常化の動きは、資源国経済の低迷を一段と助長すると同時に、交易条件の改善を通じてアメリカや資源輸入国の経済にはプラスに作用してくるだろう。

4. 2015年の世界経済

以上を踏まえ、世界経済の先行きを展望すると、アメリカでは賃金の伸び悩みで過去の回復局面ほどの力強さは欠くものの、ガソリン価格下落等が追い風となり、引き続き+3%前後の安定的な成長が見込まれる。一方、アメリカ以外の先進国では、足許悪化している日本で、2015年春以降消費増税影響の剥落を受けて実質所得の改善が期待されること、停滞が続くユーロ圏で、2014年央以降のユーロ安を受けて緩やかながらも輸出の回復が期待されることから、2015年には先進国全体で2010年以来の+2%台の成長率を回復する見通しである。

一方、これまで減速が続いていた新興国では、アメリカ経済の持ち直しを受けた輸出増加等を受け、早晩持ち直しに転じると見込まれる。もっとも、先進国の緩慢な景気回復を受け輸出の大幅増加が期待し難いほか、中国での緩やかな減速、それに伴う中国向け輸出の伸び悩みや資源価格下落などを背景に、回復ペースは総じて緩慢にとどまる見通しである。この結果、世界の実質GDP成長率は、2014年に2013年を小幅下回る+3.2%まで減速した後、2015年は+3.6%と小幅持ち直す見通しである（図表18）。

先進国・新興国別の成長率格差をみると、先進国では緩やかながらも着実な景気回復が見込まれる一方、中国での趨勢的な成長ペース鈍化、資源価格下落などを背景に新興国景気の持ち直しペー

(図表18) 世界の実質GDP成長率見通し

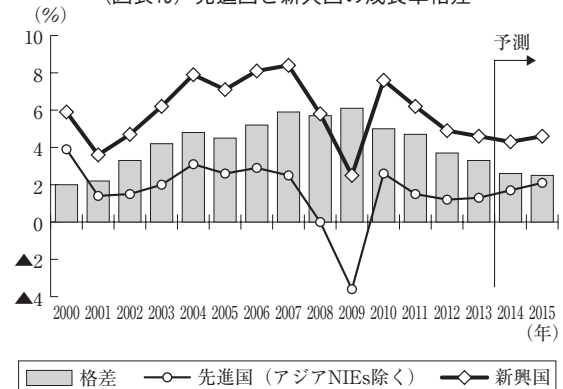
	2012年 (実績)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
世界計	3.4	3.3	3.2	3.6
先進国	1.2	1.3	1.7	2.1
アメリカ	2.3	2.2	2.3	3.1
ユーロ圏	▲0.7	▲0.4	0.8	0.9
日本	1.5	1.5	0.3	0.8
新興国	4.9	4.6	4.3	4.6
BRICs	5.8	5.7	5.4	5.4
中国	7.7	7.7	7.4	7.2
インド	4.9	4.7	5.5	5.6
NIEs	2.0	2.8	3.3	3.4
ASEAN5	6.2	5.2	4.5	5.4

(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」189カ国。「先進国」は、日本・アメリカ・ユーロ圏(18カ国)のほか、イギリス・オーストラリア・カナダなど32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。

スが緩慢にとどまる結果、2010年以来続く「先進国と新興国の成長率格差縮小」という潮流が2015年にかけても続く見通しである（図表19）。

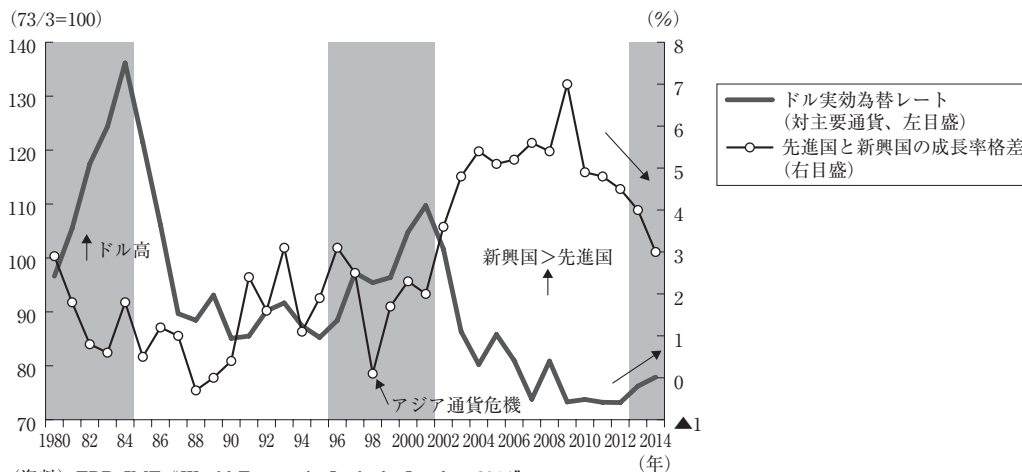
ちなみに、過去のドル高局面では、資源価格の低下だけでなく、各国において①アメリカ向け輸出の拡大、②金融資本市場の活況、等が生じるため、その恩恵を受けやすい先進国経済が新興国と比べ比較的堅調に推移する傾向がみられており、上記見通しを裏付けている（図表20）。

（図表19）先進国と新興国の成長率格差



（資料）各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成

（図表20）ドル実効為替レートと先進国・新興国成長率格差

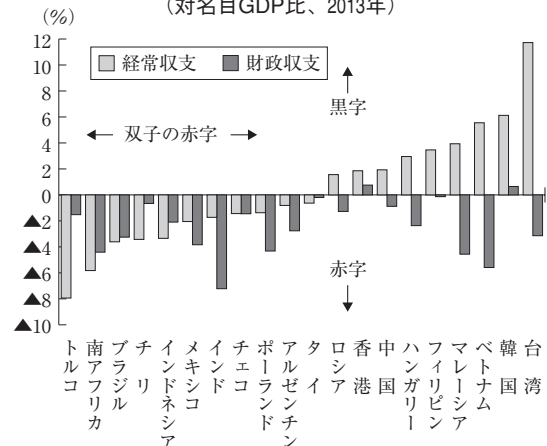


（資料）FRB, IMF, “World Economic Outlook, October 2014”
 （注1）先進国は除くアメリカ、NIEs。NIEsは新興国としてカウント。
 （注2）2014年のドル実効為替レートは1～11月値。
 （注3）ダーク部はドル高局面。

5. リスク要因

こうした見通しに対し、主要な下振れリスクは、アメリカでの利上げを受けた長期金利の上昇である。FRBが当面バランスシートの規模を横ばいに据え置く方針を打ち出していること、アメリカが依然大幅な需給ギャップを抱えていること、等を踏まえると、FRBの政策金利の引き上げは極めて緩やかなペースとみられ、それに伴い長期金利も緩やかな上昇にとどまるとみられる。もっとも、アメリカでのインフレ率上振れ等をきっかけに、長期金利が大幅に上昇する可能性は排除できず、その場合には、世界の金融資本市場で大規模な混乱が生じる恐れがある。

（図表21）主要新興国の経常収支と財政収支（対名目GDP比、2013年）



（資料）IMF, “World Economic Outlook”

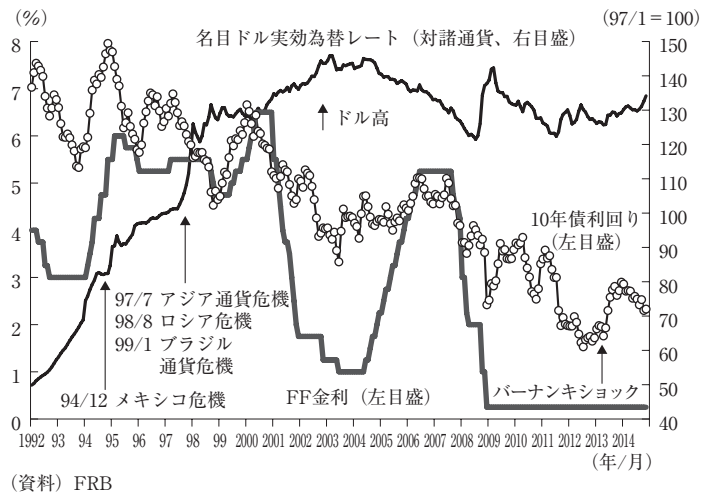
新興国では、自国の金融市場が未発達な状況下、海外からの資金流入に依存している国も多く、なかでも「双子の赤字」を抱える国では、2013年央のように、大規模な資金流出に見舞われるリスクがある(図表21)。ちなみに、1994年末のメキシコ通貨危機、1997年央のアジア通貨危機など、過去の新興国における通貨危機は、いずれも米FRBの利上げを受けた長期金利の上昇がトリガーになっている(図表22)。当時と比べ、外貨準備をはじめ新興国

のファンダメンタルズが格段に強化されていることを踏まえると、通貨危機に発展するリスクは小さいものの、資金流出が生じた場合には、景気的大幅な減速は避けられないだろう。

第2に、中国での不動産バブル崩壊が挙げられる。中国政府が雇用の安定を最重要視し、財政面からの政策発動余地も大きいことを踏まえると、今後不動産価格の下落によって景気が大幅に悪化しても、経済対策により景気が下支えされる公算が大きい。もっとも、不動産価格の先高期待が後退し、投機的な需要が剥落し始めている現状を踏まえると、売りが売りを呼ぶ展開となり、不動産価格の下落が一段と加速する可能性も一概に否定できない。その場合は、資産効果の剥落・逆資産効果により消費の大幅な冷え込みは避けられず、中国经济への依存度を強める資源国やNIEs諸国にもマイナス影響が広がるだろう(図表23)。

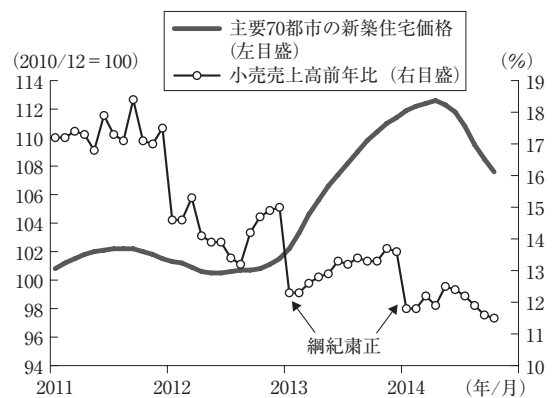
一方、世界的に緩和的な金融環境が維持されるなか、世界的にバブル的な色彩が強まることで、世界経済が予想以上に上振れする可能性もあるだろう。足許、在日外銀の本支店勘定における資産(日本から海外への貸付等)が増加し始めるなど、円資金を調達し海外資産に投資する円キャリー取引が拡大し始めている兆候がある(図表24)。今後の日銀や

(図表22) 米金利とドル実効為替レート(対諸通貨)



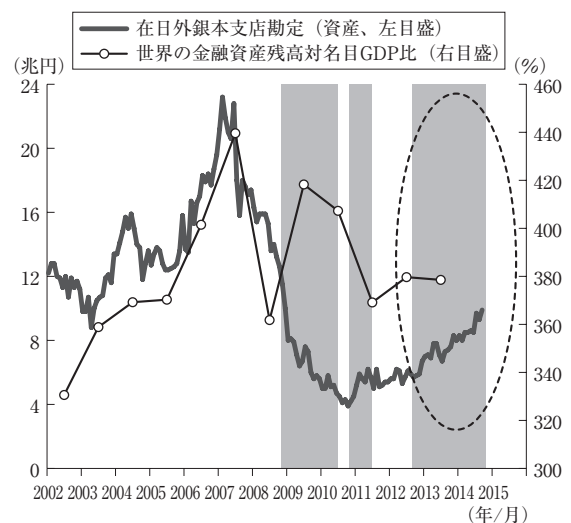
(資料) FRB

(図表23) 中国の住宅価格と小売売上高前年比



(資料) 国家统计局、ロイター社を基に日本総合研究所作成
(注) 小売売上高の毎年1月値は2月値と同値。

(図表24) 在日外銀本支店勘定(資産)と世界の金融資産対名目GDP比



(資料) 日銀、IMF
(注) ダーク部は、米FRB量的緩和実施期間。

ECBによる追加金融緩和が呼び水となり、2005～2007年にかけてみられたような大規模な金融バブルが発生すれば、短期的には世界経済は先進国を中心に大きく上振れることになるだろう。ただし、ひとたび金融バブルが崩壊すれば、中長期的な成長余力や政策対応余力が乏しい先進国においては、その後の経済停滞の長期化が避けられなくなるだろう。

(2014. 12. 10)