

2013年11月28日

No.2013-34

## 不安定な市場環境のもと、緩やかな回復が続く世界経済 — 米国で緩和的な金融環境が続くほか、中国も景気下振れ余地限定的 —

調査部 マクロ経済研究センター

### 《要 点》

- ◆ 減速が続いてきた世界経済は、2013年春以降持ち直しの動き。ただし、新興国の景気減速を受け、世界経済全体では引き続き力強さを欠いた状況。新興国での大幅な景気減速の主因として、①米国での量的緩和縮小観測を受けた新興国からの資金流出、②中国の景気減速を受けた資源国を中心とした輸出・国内投資減、③規制緩和の遅れ、財政赤字拡大などを受けた新興国の経済ファンダメンタルズの悪化、を指摘可能。世界経済がこのまま順調に回復軌道を辿っていくうえで、これらの行方が大きな焦点に。
- ◆ 米国では、量的緩和の必要性は薄らいでいるものの、利上げには程遠い状況。こうした状況下、対外投資は維持され、新興国からの深刻な資金流出は回避される見通し。
- ◆ 中国では、足許の景気持ち直しが構造改革に逆行するなか、政府は早晩景気抑制に舵を切る公算。ただし、潜在成長率が7%台半ばとみられるなか、7%割れの定着は回避するとみられ、景気的大幅な下振れリスクは小。製品輸入やサービス輸入の増加により、中国高成長の恩恵は資源国から製品・サービス輸出国にシフト。
- ◆ その他新興国では、インドなど「双子の赤字」を抱える国では早急な体質改善が不可欠。通貨安が進みやすい地合いのなかで、一部ASEAN諸国では、製造業の集積が進み、通貨安への耐久力が増す一方、資源国では資源依存を脱しないと景気低迷が長期化する恐れ。
- ◆ 以上を踏まえると、世界経済の足許の回復基調が損なわれるリスクは小。この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年に+2.8%に減速した後、2014年は+3.6%、2015年は+3.9%と成長ペースが高まっていく見通し。ただし、①米国での賃金上昇が限られるほか、②ユーロ圏での不良債権問題、③中国での投資偏重の経済構造の見直し、等から2014年は全般的に力強さを欠いた成長が続く見通し。
- ◆ これに対し、リスクは、先進国での大幅金融緩和を背景とした資産価格高騰と景気の振幅増大。さらに、下向きリスクとして、構造改革の遅れを受けた新興国からの資金流出加速、ユーロ圏のデフレ化によるリスク回避・世界貿易停滞を指摘可能。

— < 目 次 > —

|                                 |         |
|---------------------------------|---------|
| 1. 現状                           | ..... 1 |
| 世界経済は緩やかに持ち直しも、新興国は低迷持続。        |         |
| 2. 分析                           | ..... 2 |
| (1) 米国：緩和的な金融政策が継続。対外投資圧縮の公算は小。 |         |
| (2) 中国：下振れリスクは限定的。輸入の構造に変化も。    |         |
| (3) その他新興国：危機回避も体質強化が不可欠。       |         |
| 3. 見通し                          | ..... 5 |
| 世界経済は力強さを欠きつつも先進国を牽引役として拡大。     |         |
| 4. リスク                          | ..... 6 |
| 先進国のデフレーション、新興国での改革遅延がリスク要因。    |         |

本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0928

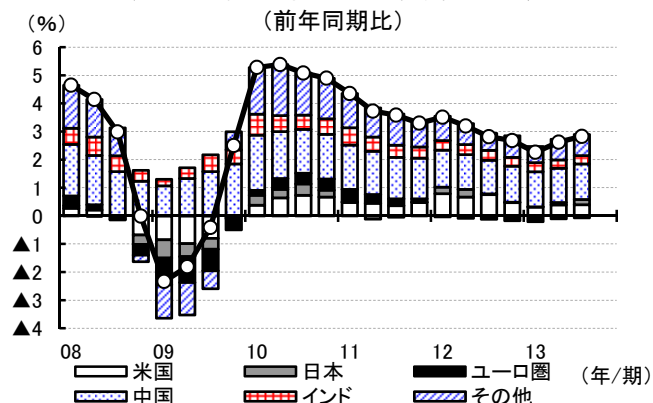
Mail: makita.takeshi@jri.co.jp



## 現状 世界経済は緩やかに持ち直しも、新興国は低迷持続。

- (1) 減速が続いてきた世界経済は、2013年春以降持ち直しの動き。主要国・地域の実質GDP成長率（前年同期比）を地域別にみると、先進国では、米国や日本、ユーロ圏など軒並み成長率が上向いたほか、新興国でも、7～9月期に中国が上向きに転じるなど、下げ止まり（図表1-1）。
- (2) もっとも、世界経済全体では引き続き前年比で+3%を下回るなど、力強さを欠いた状況。とりわけ、新興国の弱さが顕著。ちなみに、IMFによる2013年の世界経済見通しは、2012年秋から2013年秋にかけて各国・地域で軒並み下方修正。このうち、先進国では春以降下方修正に歯止めがかかったものの、新興国では大幅下方修正が持続（図表1-2）。
- (3) 新興国での大幅な景気減速の主因は、第1に新興国からの資金流出。量的緩和の早期縮小の可能性を示唆したバーナンキ米FRB議長発言をきっかけに、米国金利が大幅に上昇し、これに伴い新興国通貨は大幅に下落（図表1-3）。経常赤字国を中心に「通貨安→インフレ高進→金融引き締め」の悪循環が生じ、景気は大幅に下振れ。第2に中国の景気減速。中国の景気減速により輸入の増勢が鈍化したほか、資源価格が下落し、資源国を中心に景気が減速（図表1-4）。加えて、規制緩和の遅れ、財政赤字拡大など新興国の経済環境の悪化も、これらによる景気下振れを増幅。持ち直しに転じ始めた世界経済がこのまま順調に回復軌道を進んでいくうえで、上記3つの要因、すなわち、①米国の金融政策の行方、②足許で持ち直しがみられる中国経済の行方、③その他新興国における経済基盤強化の進展度合い、が大きな焦点に。

(図表1-1) 主要20カ国・地域の実質GDP成長率  
(前年同期比)



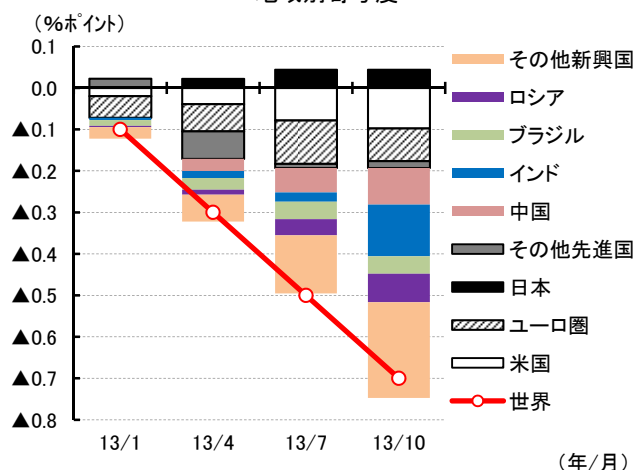
(資料) 各国統計、IMF

(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、インド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) 7～9月期の未発表国は、4～6月期と同じ伸び率と想定。

(図表1-2) 2013年IMF世界経済見通しの修正度合い  
地域別寄与度



(資料) IMF, "World Economic Outlook"

(図表1-3) 新興国通貨と米10年債利回り



(資料) FRB、Bloomberg L.P.

(図表1-4) 中国PMI(輸入)とドル実効為替レート  
(対諸通貨)

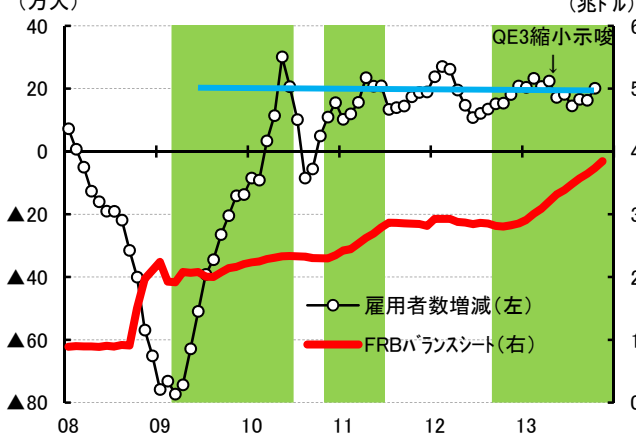


(資料) 中国国家統計局、FRB

# 分析 米国では緩和的な金融政策が継続。対外投資圧縮の公算は小。

- (1) 米国では、景気が緩やかながらも回復基調を続けるなか、2014年入り以降の量的緩和縮小が視野に。過去の量的緩和と雇用者数増減の関係をみると、過去2回の局面では、月20万人の雇用増が実現されるタイミングで量的緩和が終了。逆に、雇用の増勢が同水準を下回ると、量的緩和を再開（図表2-1）。今回の量的緩和は、過去2回と異なり期限を設けていないものの、月20万人超の雇用増が続いた5月に、バーナンキ米FRB議長は早期縮小の可能性に言及しており、月20万人の雇用増が定着すれば、量的緩和は縮小・停止に向かう公算。
- (2) 一方、量的緩和の必要性は薄らいでいるものの、利上げには程遠い状況。失業率は低下傾向にあるとはいえ、依然7%台と過去の景気後退局面よりも高い水準。過去の失業率と実質政策金利との関係を踏まえると、失業率が6%を超えている限り、実質マイナス金利を継続する必要（図表2-2）。現状では、実質マイナス金利の弊害も小。住宅価格は2012年入り以降上昇傾向が明確化しているものの、所得や金利差、物価動向からみてほぼ適正水準にあり、現状緩和的な金融環境を早急に見直す必要はないのが実情（図表2-3）。
- (3) こうした状況下、少なくとも2014年の終盤まではFRBのバランスシートの拡大が続く見込み。5月のバーナンキFRB議長発言直後のように、量的緩和縮小観測から一時的に金利が上昇する可能性はあるものの、FRBの国債買入が続くなか、利上げが視野に入らない限り、大幅かつ持続的な金利上昇には至らない見通し。この結果、一時的に対外投資の圧縮が生じる可能性はあるものの、FRBの積極的な流動性供給から株高地合いが維持されるなか、新興国からの深刻な資金流出は回避される見通し（図表2-4）。

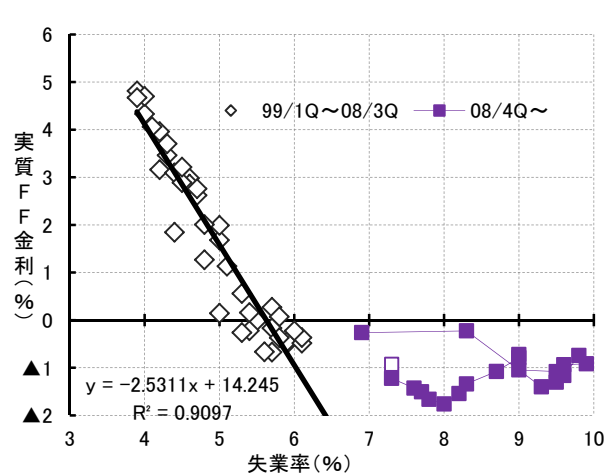
(図表2-1) 米雇用者数増減とFRBバランスシート (万人) (兆ドル)



(資料) 米労働省、FRB  
(注1) ダーク部は、量的緩和実施期。  
(注2) 雇用者数増減は3ヵ月平均。

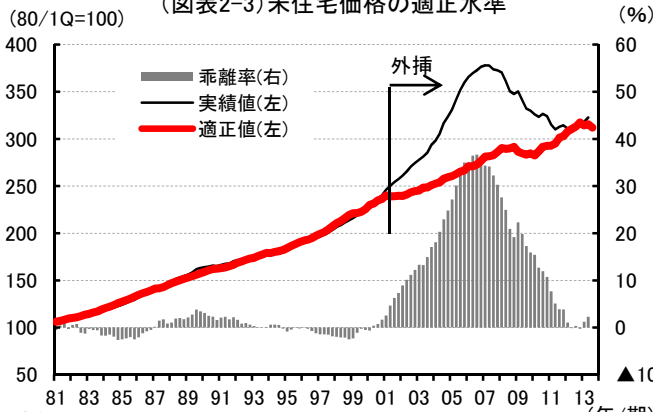
(年/月)

(図表2-2) 米失業率と実質FF金利



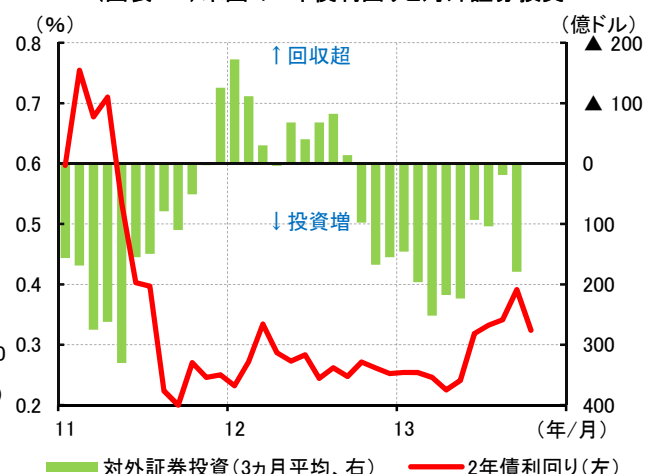
(注1) 実質FF金利はコア個人消費デフレーター前年比で実質化。  
(注2) □は2013年10月値。

(図表2-3) 米住宅価格の適正水準



(資料) FHFA、BEA、Bureau of Labor Statistics、Bloomberg L.P.  
(注) 乖離率 = 実績値 / 推計値 × 100 - 100  
<推計式>  
 $\ln(\text{住宅価格}) = 0.20 + 0.60 \times \ln(\text{雇用者所得}) + 0.05 \times \ln(\text{CPI家賃}/10\text{年債利回り})$   
(1.71) (31.1) (3.64)  
 $R^2 = 0.9952$  推計期間: 1981Q1~2000年Q4 ( )内はt値

(図表2-4) 米国の2年債利回りと対外証券投資

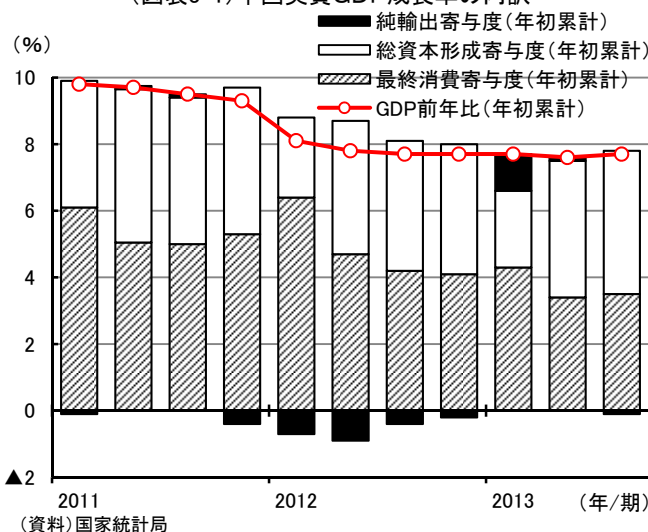


(資料) 米財務省、FRB

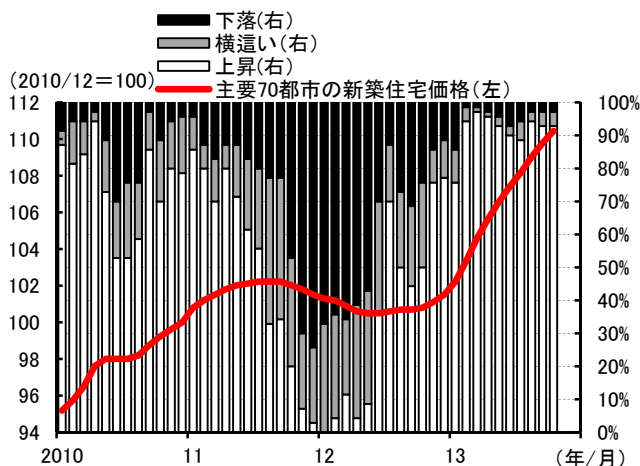
# 分析 中国の下振れリスクは限定的。輸入の構造に変化も。

- (1) 中国では、7～9月期の実質GDP成長率が再び上向き、先行き下振れリスクは大きく後退。もっとも、足許までの成長は、消費の寄与度が横這いとどまる一方、投資の寄与度が高まるなど、政府が目標とする「投資主導から消費主導への転換」に逆行する内容(図表3-1)。さらに、大半の都市で住宅価格が高騰するなど、2012年入り以降鎮静化していた住宅バブルが再燃する兆し(図表3-2)。こうした成長が続けば、中期的な経済の健全性を損ないかねないだけに、政策当局は早晚景気抑制に動き出す公算大。
- (2) 一方、格差拡大など成長に伴う様々な歪みを抱えるなか、当局としては一定の成長率を維持していく必要。政策当局は、①10年間での所得倍増目標(実現には年平均7.2%の成長が必要)、②成長率とインフレ率の関係からは、インフレ安定に必要な成長率が足許7%台半ばにあること、等を踏まえ、景気の下振れに対しては経済対策などで下支えを行い、当面7%を下回るような景気下振れは許容しない公算(図表3-3)。
- (3) なお、消費主導型経済への転換が図られるなか、中国の輸入構造にも変化の兆し。資源需要の高まり、資源価格高騰を受け低下が続いてきた製品輸入比率が足許で上昇。また、海外旅行者の増加等からサービス輸入の比率も上昇(図表3-4)。こうした状況下、資源国では中国での資源需要の増勢鈍化などを背景に景気低迷が続くとみられる一方で、今後は、中国高成長の恩恵が製品・サービス輸出国に移っていく見込み。

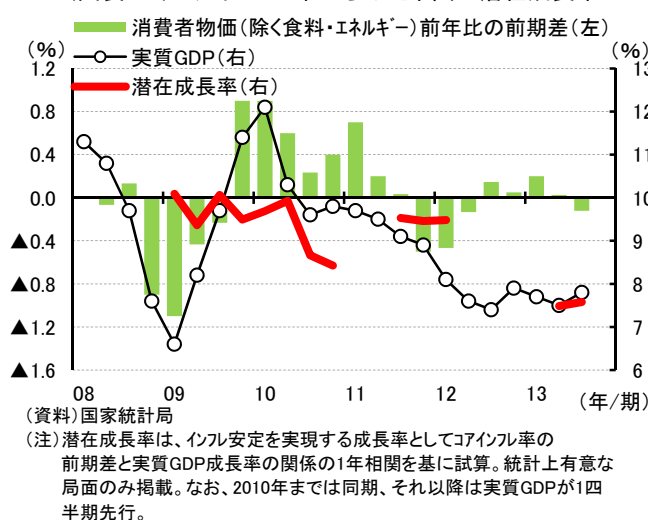
(図表3-1) 中国実質GDP成長率の内訳



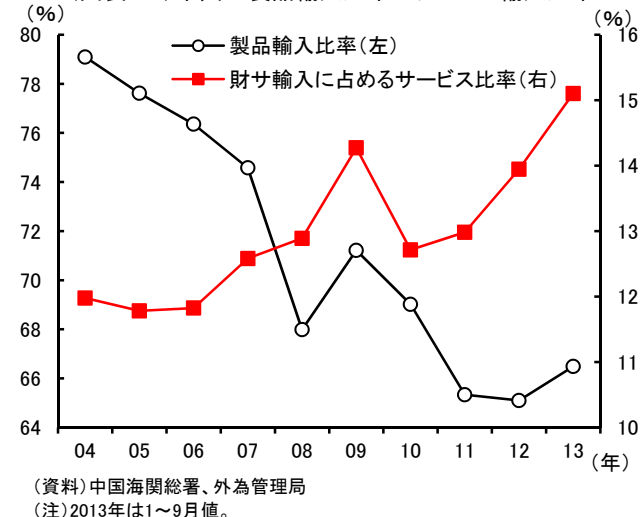
(図表3-2) 中国主要70都市の新築住宅価格動向



(図表3-3) コアインフレ率からみた中国の潜在成長率



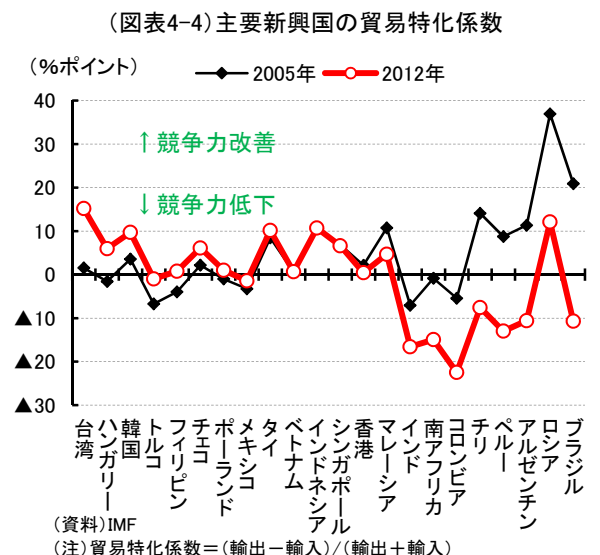
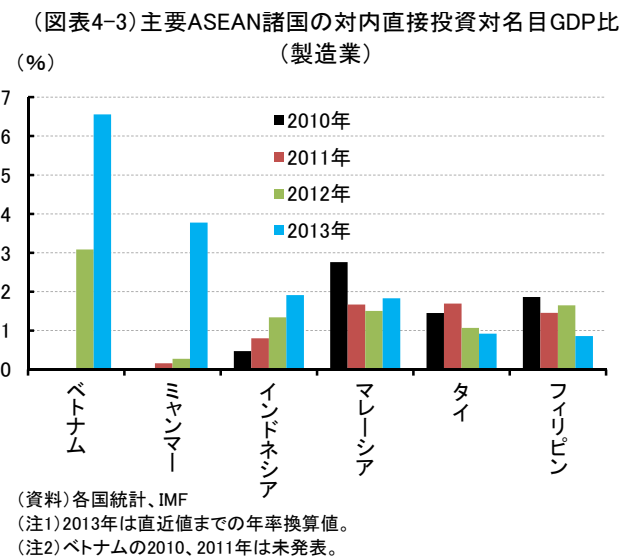
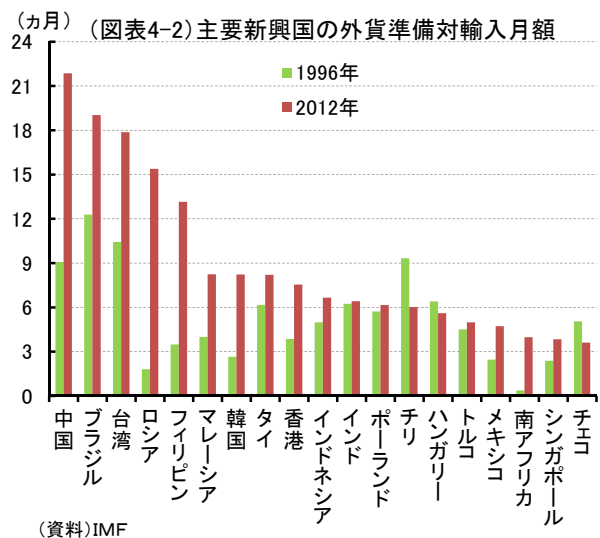
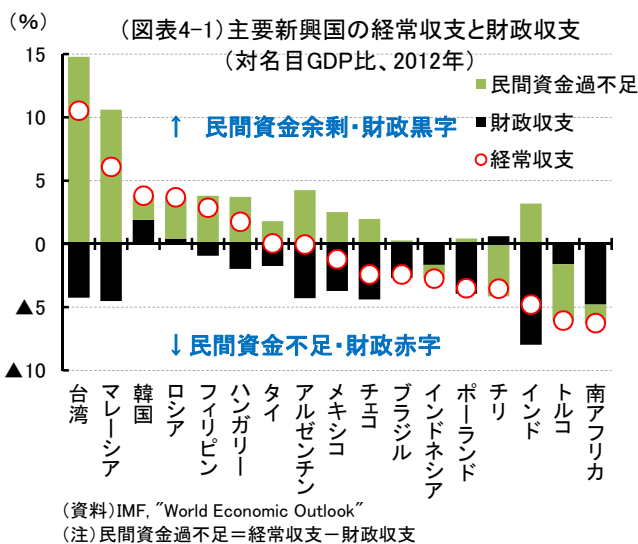
(図表3-4) 中国の製品輸入比率とサービス輸入比率





# 分析 | その他新興国では危機回避も体質強化が不可欠。

- (1) 夏場にかけての新興国通貨安の背景には、一部の国での経済ファンダメンタルズの悪化という面も否めず。なかでも、厳しい売り圧力にさらされたインド・インドネシア・ブラジル・トルコ・南アフリカは経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱え、海外投資マネーに翻弄されやすい構造（図表4-1）。高い成長期待による海外マネーの大量流入が赤字拡大を可能にしてきたものの、今春以降は歯車が逆回転。米国が量的緩和の縮小に向かうなか、こうした経済体質を是正していかないと、再び大規模な資金流出に見舞われるリスク。
- (2) ただし、①アジア通貨危機が生じた1990年代後半と比べ潤沢な外貨準備、②チェンマイ・イニシアティブなど、政府間外貨融通制度の構築、③ドルペッグから変動相場制への移行、等を踏まえると、新興国からの資金流出が深刻な通貨危機につながるリスクは小さく、世界経済を大きく下振れさせる要因にはならない見込み（図表4-2）。
- (3) 一方、通貨安は輸出競争力を高める側面も。ASEAN諸国では、ベトナムやミャンマーで大規模な製造業の対内直接投資が行われているほか、インドネシアでも対内直接投資が増加。製造業の集積が進むなか、通貨安による景気下振れリスクは限られてくる見込み（図表4-3）。これに対し、中南米を中心とした資源国では、資源輸出への依存度が高まった結果輸出競争力が低下。これらの国では、資源依存からの脱却を図らないと、「通貨安→インフレ高進→利上げ→成長鈍化」から容易には抜け出せない可能性（図表4-4）。



# 見通し 世界経済は力強さを欠きつつも先進国を牽引役として拡大。

(1) 以上のように、①米国では量的緩和は縮小するものの、金融引き締めは未だ見通せず、大幅な金利上昇が生じる可能性は小さいこと、②中国では資源需要の盛り上がりは見込めないものの、景気下振れリスクが限られること、③「双子の赤字」を抱える一部新興国では当面景気下振れリスクが残るものの、ASEAN諸国では製造業の集積が進んでおり、通貨安によるマイナス影響が総じて小さくなる方向にあること、等を踏まえると、世界経済の足許の回復基調が損なわれるリスクは小。この結果、世界の実質GDP成長率は、2013年に+2.8%に減速した後、2014年は+3.6%、2015年は+3.9%と成長ペースが高まっていく見通し。

ただし、①米国では、高水準の失業率を背景に賃金上昇が限られるなか、本格回復は2015年以降に先送りされること、②ユーロ圏では、南欧諸国を中心とした労働コスト削減の動き、不良債権問題等が足枷となり続けること、③中国では、投資偏重の経済構造の見直しが進展していること、④インドなど経常赤字国では資金流出への対応から、マクロ経済政策は当面抑制的にならざるを得ないこと、等から2014年は全般的に力強さを欠いた成長が続く見通し(図表5-1)。

(2) 先進国・新興国別の成長率格差は、米国景気の回復基調の強まり、中国での構造調整の進展から、2015年にかけて緩やかながらも縮小し、「先進国堅調」「新興国足踏み」という潮流が続く見通し(図表5-2)。

(図表5-1) 世界の実質GDP成長率見通し(暦年、%)

|        | 2012年<br>(実績) | 2013年<br>(予測) | 14年<br>(予測) | 15年<br>(予測) |
|--------|---------------|---------------|-------------|-------------|
| 世界計    | 3.2           | 2.8           | 3.6         | 3.9         |
| 先進国    | 1.4           | 1.0           | 1.8         | 2.1         |
| 米国     | 2.8           | 1.7           | 2.5         | 3.0         |
| ユーロ圏   | ▲0.7          | ▲0.6          | 0.6         | 1.0         |
| 日本     | 1.9           | 1.8           | 1.7         | 1.0         |
| 新興国    | 4.8           | 4.4           | 5.1         | 5.3         |
| BRICs  | 5.7           | 5.5           | 6.0         | 6.3         |
| 中国     | 7.7           | 7.7           | 7.7         | 7.5         |
| インド    | 3.8           | 3.0           | 4.3         | 5.5         |
| NIEs   | 1.7           | 2.7           | 3.5         |             |
| ASEAN5 | 6.3           | 5.2           | 5.7         |             |

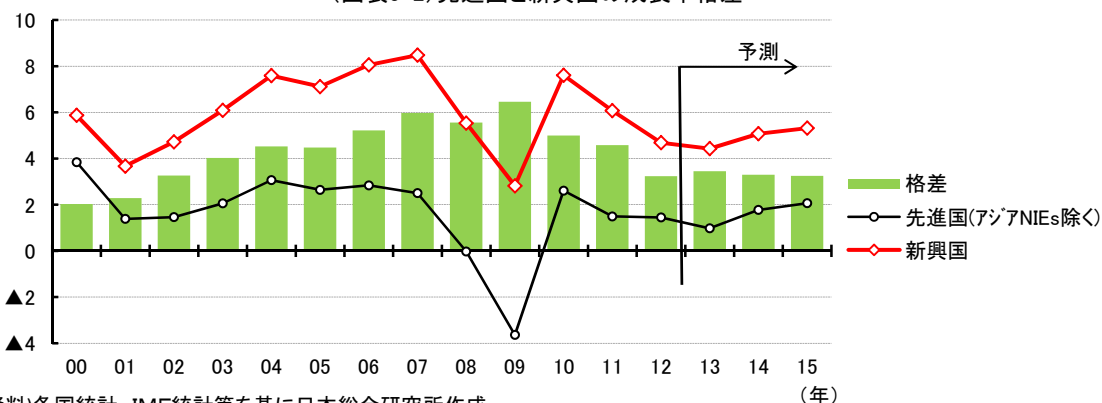
(資料)各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

(注1)「世界」189カ国。「先進国」は、日・米・ユーロ圏(17カ国)のほか、英・豪・加など27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。

(図表5-2) 先進国と新興国の成長率格差

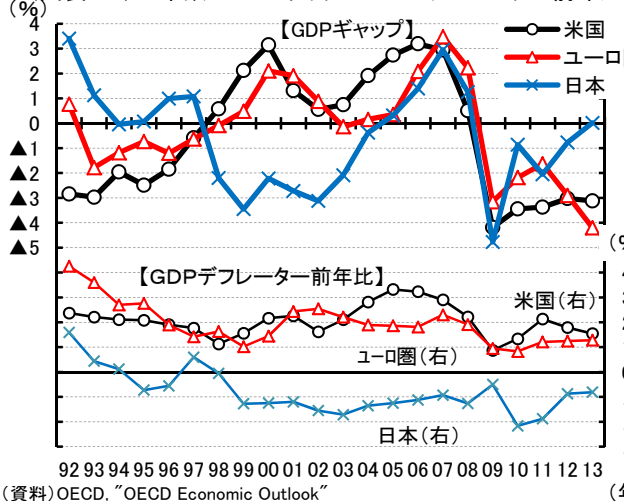


(資料)各国統計、IMF統計等を基に日本総合研究所作成。

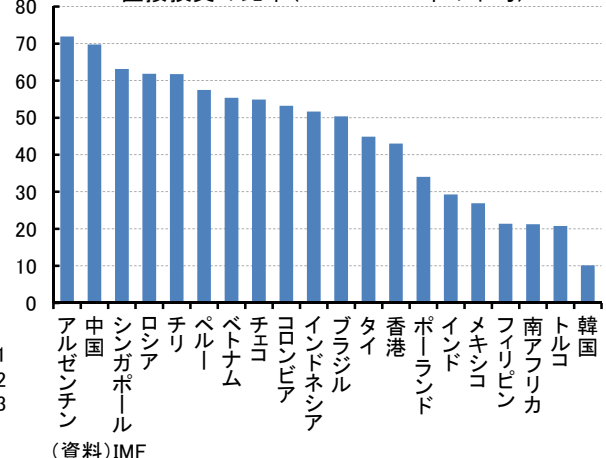
# リスク 先進国のデスインフレ、新興国での改革遅延がリスク要因。

- (1) こうした見通しに対し、主要なリスクは、過剰流動性を受けた資産価格高騰とそれに伴う景気の振幅増大。米欧では景気回復傾向が強まるとはいえ、金融危機後の日本に匹敵するほどの大幅なGDPギャップを抱え、デスインフレ傾向が長期化する見込み(図表6-1)。こうしたなか、米国での量的緩和長期化、欧州での追加金融緩和等から、投資家によるリスク資産投資がさらに活発化する可能性も。その場合、世界的な株高や新興国向け投資の再拡大により、短期的には成長ペースが高まる公算大ながら、資産価格が実体経済対比大幅に上振れれば、いずれその反動が生じ、最終的には実体経済に深刻な悪影響を及ぼす恐れ。
- (2) このほか、下振れリスクとしては、第一に新興国での政策対応の遅れを指摘可能。米国金利の大幅かつ持続的な上昇は回避されるとみられるものの、インド、インドネシア、ブラジルなどで選挙を控えるなか、経常赤字縮小に向けた政策対応が十分に取られず、足の速い証券投資や短期貸付の資金回帰を招くリスクも残存(図表6-2)。
- (3) 第二に、ユーロ圏のデフレリスク。バブル崩壊以降の日本を振り返ると、2003年に不良債権問題の抜本的な解決が図られるまで、循環的な景気回復局面においても失業率の改善、インフレ率の上昇はみられず、景気後退局面になると失業率上昇・インフレ率低下が生じるというパターンが持続。欧州でも、失業率の改善がみられていないほか、不良債権問題から貸出の減少が続くなど、前向きな景気メカニズムが働き難くなっており、日本同様デフレに陥るリスクも否定できず(図表6-3)。その場合、金融システム不安の増大、対欧州向け輸出の低迷等を通じて、世界経済、とりわけ新興国経済にマイナス影響が及ぶ恐れ。

(図表6-1) 日米欧のGDPギャップとGDPデフレーター前年比



(図表6-2) 主要新興国の資本流入における直接投資の比率(2010~2012年の平均)



(図表6-3) バブル崩壊以降の日本とユーロ圏のインフレ率と失業率

