

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

1. はじめに一先行き不透明感が強まる世界経済
2. 2012年前半の世界経済回顧
 - (1) 政策対応による回復期待の高まり
 - (2) 春以降急変した景況感
3. 景気変調の背景
 - (1) 抜本的な解決は当面期待できない欧州債務問題
 - (2) 回復ペース加速が容易でない新興国経済
 - (3) 景気を牽引するには力不足のアメリカ・日本経済
4. 2013年にかけての世界経済の姿
 - (1) 日米は持ち直しも力強さを欠く展開。欧州は停滞長期化
 - (2) 新興国景気は持ち直しも、ペースは緩慢

1. はじめに

—先行き不透明感が強まる世界経済

2012年春以降、世界経済の先行き不透明感が急速に強まっている。主因は欧州債務問題の深刻化である。2010年以来欧州債務問題の震源地となってきたギリシャでは、3月中旬に大量の国債償還を控え、ECBの保有する国債が優先弁済を受ける一方、民間投資家は大幅な債権放棄を余儀なくされた。これをきっかけに、重債務国に対する国債投資が敬遠され、これらの国の長期金利が上昇に転じた。さらに、5月初めのギリシャ議会選挙で、EU・IMFからの支援条件である緊縮財政に反対する政党が躍進したことから、ギリシャのユーロ離脱懸念が強まった。また、ユーロ圏で4番目の経済規模を誇るスペインでは、住宅価格下落による不良債権の増加に歯止めがかからず、金融不安が強まった。

こうした欧州での経済混乱に追い討ちをかけたのが、世界経済の牽引役として期待されていた中国をはじめとした新興国での景気減速である。新興国では、昨年秋以降金融緩和が行われるなか、年明け以降景気持ち直しが期待されていた。しかし、景気減速に一向に歯止めがかかっていない。

こうした状況下、①欧州債務問題の行方をどうみるのか、②中国をはじめとした新興国の景気減速がいつまで続くのかが、2013年にかけての世界経済を見通すうえで大きな焦点となるだろう。

以下では、年前半の世界経済を振り返ったうえで、上記先行き不透明要因について検討する。その後、世界経済の見通しを提示したい。

2. 2012年前半の世界経済回顧

(1) 政策対応による回復期待の高まり

2011年半ば以降、欧米での市場混乱等を背景

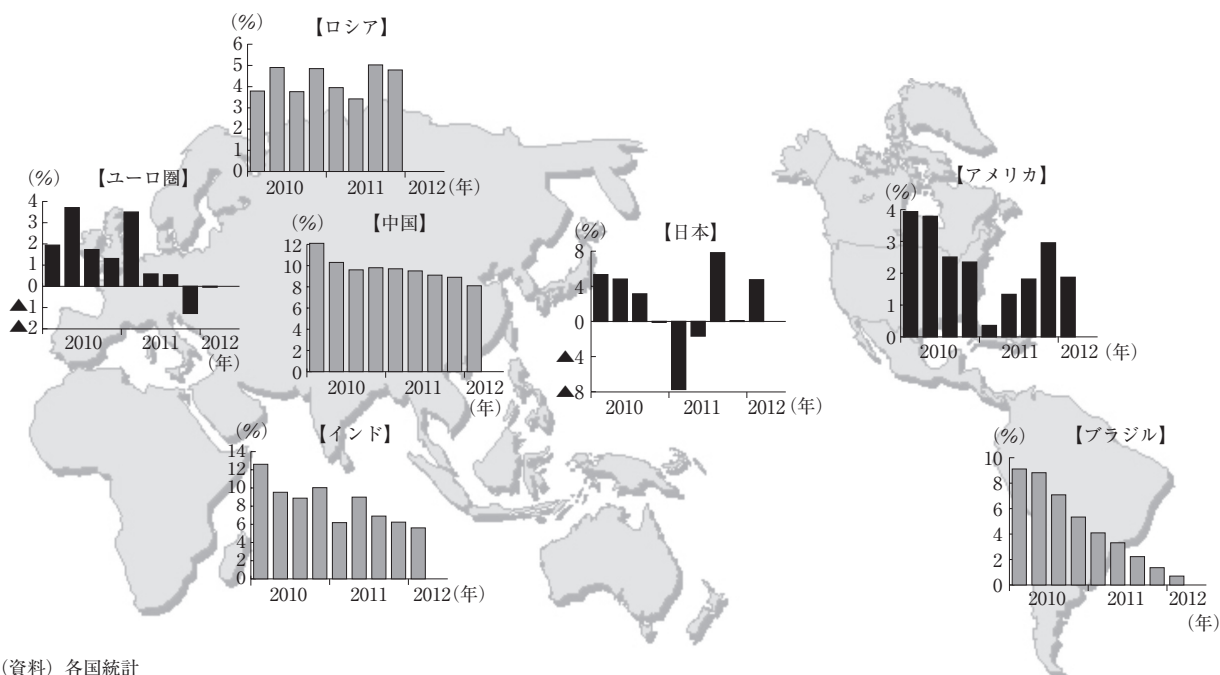
に世界的に景気減速色が強まったことから、2011年秋になると、各国政策当局は景気下支え策を打ち出し始めた。これを受け、世界的に景気の先行き回復期待が高まった。

各国・地域ごとに詳しくみると、懸案の欧州では、2011年10月末に第二次ギリシャ支援などを含んだ「包括戦略」が合意されたほか、ECB（欧州中央銀行）がドラギ新総裁のもと矢継ぎ早に利下げを行った。さらに、ECBは12月に異例ともいえる3年物流動性資金供給オペ（Long-Term Refinance Operation、LTRO）を実施し、インターバンク市場における資金逼迫が解消に向かった。こうした施策を受け、景気も持ち直しに転じた。ユーロ圏購買担当者景況指数（PMI）は2011年10月を底に改善が続き、この結果、実質GDP成長率は、2011年10～12月期の前期比年率▲1.3%から2012年1～3月期には同▲0.0%までマイナス幅が縮小した（図表1）。

アメリカでは、2011年末に期限切れとなる給与減税や失業保険延長給付などの措置が1年間延長され、財政面からの景気下押し圧力が薄らいだ。FRB（連邦準備制度理事会）も、1月のFOMC（連邦公開市場委員会）で超低金利政策の継続が見込まれる期間を、これまでの「2013年半ば」から「2014年終盤」とし、時間軸の長期化を図った。こうした政策面からの下支えに加え、記録的な暖冬も手伝い、非農業雇用者数の増勢は2012年2月にかけて前月差25万人超にまで加速した。世界的な金融緩和を受けた株価上昇に伴い消費者マインドも改善し、実質個人消費は2011年10～12月期、2012年1～3月期ともに前期比年率+2%超と堅調さを取り戻した。

日本では、震災復興関連の補正予算が2011年11月ようやく成立し、復興需要本格化への道

(図表1) 各国・地域の実質GDP成長率の推移
 (日米ユーロ圏は前期比年率、BRICsは前年同期比、2010年1～3月期以降)



(資料) 各国統計

筋が開かれた。さらに、自動車の需要喚起に向け12月にエコカー補助金を復活させた。金融面からも、日銀が2月の金融政策決定会合で、「物価安定の目途」を導入し、当面インフレ率1%の実現を目指していくことを表明した。こうした政策面からの押し上げを受け、2012年1～3月期の実質GDP成長率は、公共投資や個人消費を牽引役に前期比年率+4.7%と高成長を記録した。

新興国でも、インフレ率のピークアウトが確認されていくにつれて、2011年秋以降金融緩和が相次いだ。中国では、インフレ率のピークアウトが明確化するなか、政府がこれまでの「物価安定重視」の姿勢から、成長確保にも配慮した「物価・景気」両睨みの姿勢に転じた。これを受け中国人民銀行は12月に3年ぶりに預金準備率の引き下げに踏み切った。

(2) 春以降急変した景況感

しかしながら、4月以降世界経済には急速に暗雲が漂い始めている。欧州では、購買担当者景況指数 (PMI) が再び悪化し、5月には2009年7月以来の水準まで低下した。これまで予想以上の底堅さを見せていたアメリカでも、記録的な暖冬の反動が顕在化し、非農業雇用者数の増勢が月10万人を割り込むペースに鈍化した。これに伴い個人消費にも頭打ち感が出始めている。

新興国でも景気減速が一段と強まった。中国では、輸出入や鉱工業生産など4月の景気指標が軒並み悪化し、年明け以降の景気回復期待が霧消した。インドでは、生産の減速が一向に止まらず、むしろ、年初にかけて鎮静化に向かっていたインフレが再び加速し、スタグフレーションの様相を呈している。それ以外の新興国でも、欧州や中国经济の変調を受け、輸出を中心に景気減速が鮮明となっている。

3. 景気変動の背景

こうした春以降の景気変動の主因となったのが、欧州債務問題の深刻化である。さらに、アメリカ・中国ともに、こうした欧州発の逆風を吹き飛ばせるだけの基礎的体力が欠如していることも一因として指摘できるだろう。

2013年にかけての世界経済を展望するに当たり、以下では、欧州債務問題の行方と中国での景気回復の遅れの背景、アメリカの景気牽引力について、検討する。

(1) 抜本的な解決は当面期待できない欧州債務問題

そこで、欧州債務問題の経緯をみたく、EUの対応策を評価し、先行きを展望していく。

ギリシャでは、5月6日の議会選挙で、EU・IMFからの金融支援策を推進してきた政権与党全ギリシャ社会主義運動（PASOK）と新民主主義党（ND）が過半数を獲得できず、6月の再選挙を余儀なくされた。一方、ユーロ残留を掲げつつも金融支援の条件となっている緊縮策の放棄を主張する急進左派連合（SYRIZA）が5月の議会選挙で第2党に躍進したことから、ギリシャのユーロ離脱観測が浮上する事態となった。

一方、スペインでは、ラホイ首相が、景気悪化による歳入減を受けて財政赤字目標達成を断念し、3月に財政再建計画の見直しをEUに要請した。これにより、スペインでの景気悪化・財政悪化が再認識されることになった。さらに、不良債権の増加に歯止めがかからないなか、国内銀行の経営不安が強まり、5月9日政府は国内第4位の銀行バンキアの一部国有化を余儀なくされた。

こうした状況に対し、EUは、大多数のギリシャ国民がユーロ残留を希望するなかで、「緊

縮策を放棄すれば支援を打ち切る」との姿勢を明確に打ち出し、ギリシャの再選挙を事実上「ユーロ残留か否か」を問う国民投票と位置づけることに成功した。この結果、6月17日の再選挙では、緊縮を掲げる新民主主義党が勝利し、PASOKと併せ過半数を確保したことで、ギリシャのユーロ離脱懸念は当座遠退くこととなった。

スペインに関しても、スペイン政府が、銀行に対する監査を行い、6月21日に最大620億ユーロの資本増強が必要になると公表すると同時に、EUもそれに先立つ6月8日に、最大1,000億ユーロの金融支援を行う方針を決定し、スペインでの金融システム不安を封じ込める方向で対策が打ち出されている。

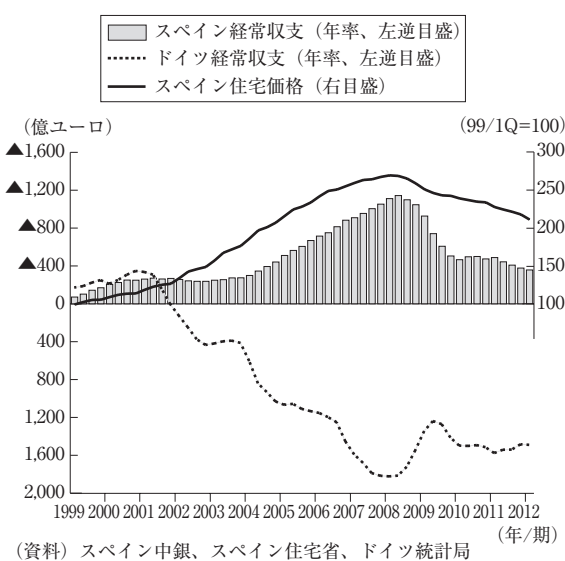
こうしたギリシャのユーロ離脱観測の後退やスペインでの金融危機封じ込めを受け、欧州債務問題に関連した市場の混乱が一時的に沈静化に向かう可能性があるだろう。もっとも、いずれも抜本的な解決策とは程遠く、今回の対応をもって欧州債務問題が終息に向かうとは到底考えられない。

ギリシャについてみると、今後新政権とEUの間で、財政再建目標の先送りなどの緊縮緩和策が打ち出される可能性はあるものの、ギリシャはすでに「緊縮財政→景気悪化→財政悪化」という悪循環に陥っており、財政再建にはなにより経済の立て直しが不可欠となっている。しかしながら、資金繰りに窮するなか、そのためには他の欧州各国からの追加財政支援が必要であり、ユーロ圏内で最大の資金拠出国であるドイツが首を縦に振らない限り、そうした展望は開けないのが実情である。こうした点を踏まえると、中長期的なギリシャのデフォルトリスク、ユーロ離脱懸念は今後もくすぶり続けるとみざるをえないだろう。

スペインについても、1,000億ユーロという支援額が危機封じ込めに十分なのか甚だ心許ない。すなわち、スペインでは、建設・不動産関連向け貸出が名目GDP比でユーロ加盟前の10%弱から2008年にかけて40%強まで拡大している。住宅価格が依然適正水準対比割高とされているなか、今後も不良債権の増加により、金融システム不安が再燃する可能性を否定できない情勢といえる。

そもそも、今回の欧州債務問題は、共通通貨ユーロ導入以降、経済構造の収斂や財政統合が進まなかったことに起因している。スペインでは、ユーロ導入以降、長期金利の大幅低下により住宅バブルが発生し、高成長のもと経常赤字が急拡大した。もっとも足元では、住宅価格の下落や景気悪化、国債ファイナンスの難航など、歯車が逆回転しており、共通通貨ユーロが抱えていた矛盾に目をつぶっていたツケが一気に表面化している（図表2）。こうした点を踏まえると、スペインをはじめとした欧州での債務問題の抜本的な解決には、共通通貨が機能する経済環境の実現、すなわち経済構造の収斂（域内

（図表2）スペインの経常収支と住宅価格



不均衡・域内競争力格差の是正)、あるいは、財政統合が不可欠といえるだろう。

6月のEU首脳会議では、EU全体で銀行監督を行い、統一した預金保険制度や銀行救済基金を創設するといった「銀行同盟」に向け前進していくことで合意がみられた。もっとも、ドイツは追加の財政支援に依然慎重姿勢を崩しておらず、一方で、フランスなどでは主権移譲に反対の立場を維持しており、「財政統合」への道のりはなお遠いとみざるをえない。こうした状況下、重債務国は域内競争力の回復に向け当面賃下げ等のデフレ政策を続けざるをえず、景気の下振れが避けられない。それに伴い、市場の混乱、社会的混乱も頻発するとみられ、欧州債務問題は、今後も世界経済のかく乱要因となり続けるだろう。

(2) 回復ペース加速が容易でない新興国経済

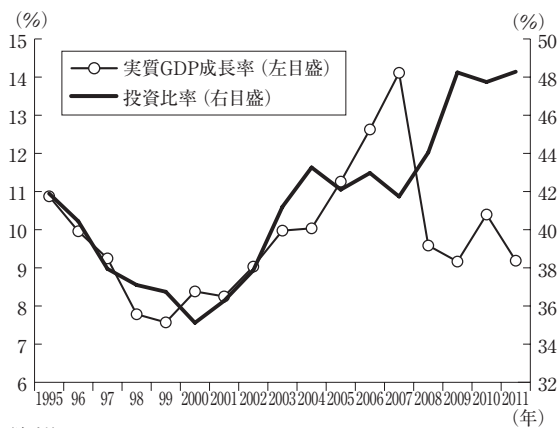
欧州債務問題は、二つのルートで新興国経済に悪影響を及ぼしている。一つが、輸出を通じたルートである。中国では対EU向け輸出が20%を占めており、欧州経済の悪化は輸出、生産の低迷を招いている。もう一つが、マネーを通じたルートである。新興国経済に対する最大の資金の出し手であった欧州銀が厳しい経営状況に追い込まれるなか、2011年秋以降新興国への資金の流れが細っており、リスクマネーの停滞や株安に伴うマインドの悪化が投資や消費の抑制に作用している。

しかしながら、新興国は、先進国と比べ、財政・金融両面で政策発動余地が大きく、本来景気減速に対して迅速かつ大胆な対応を打てるはずである。にもかかわらず、景気減速から抜け出せないのは、新興国が構造的な問題を抱え、政策効果が減殺されている、あるいは、効果的な政策を打ち出せなくなっているという側面が

指摘できよう。

中国では、リーマン・ショック後の4兆元もの大型景気対策により景気が急回復したものの、同対策はむしろ中国経済が抱えていた歪みを一段と増幅させてしまった。すなわち、もともと他国対比高かった投資比率が一段と高まり、成長率対比でみて過剰投資が一段と顕著になっている(図表3)。また、銀行貸出は不動産分野を中心に、名目GDP比で100%を超える水準まで急上昇し、その後も高止まりが続いている。

(図表3) 中国の実質GDP成長率と投資比率



(資料) IMF, "World Economic Outlook"

中国経済の健全な発展にとっては、本来金利引き上げや窓口指導などを通じて投資を抑制し、一方で、社会保障の整備などを通じて消費を喚起させることが不可欠であり、中国政府も2011年入り以降こうした方針に転じている。しかしながら、足元での景気減速に加え、2012年10月に指導部交代を控え、政府はこうした中長期的な政策方針に一部逆行する策も打ち出し始めている。すなわち、政府は6月に貸出金利の引き下げに踏み切ったほか、窓口指導を緩和させ、銀行融資を促し始めている。また、内陸部でのインフラ投資のみならず、各種投資プロジェクトの促進にも乗り出している。

こうした施策は短期的には景気にプラスに作用するとみられるものの、過剰投資・過剰借入が常態化しているなかでは、その押し上げ効果に多くは期待できず、むしろ後々の構造調整圧力を一段と強める結果になりかねない。

一方、中国と並ぶ高成長を謳歌してきたインドでは、規制緩和やインフラ整備の遅れなどを背景に、インフレ体質や輸出競争力の弱さが目につき始めている。これまでは、高い成長期待が海外からの投資資金を呼び込んでいたものの、欧州債務危機を契機に海外投資家のリスク回避姿勢が強まるなか、2011年夏以降海外投資資金の流入鈍化により通貨安が加速している。こうした通貨安が輸入インフレを招いており、景気減速下でも積極的に金融緩和を行えないというジレンマに陥っている。海外投資資金を再び呼び込むだけの実効性ある施策を打ち出していないと、こうした悪循環からは容易には抜け出せないだろう。

以上を踏まえると、中国をはじめとした新興国でも、先行き力強い景気回復は期待できない状況といえる。

(3) 景気を牽引するには力不足のアメリカ・日本経済

一方、世界最大の経済規模を誇るアメリカ、第3位の日本では、景気が比較的しっかりしており、今後世界経済が大きく悪化していくという事態には至らないとみられる。

アメリカでは、これまで景気の本格回復を阻んできた要因の一つである住宅市場の調整に目途がつきつつある。2011年末以降、中古・新築ともに住宅販売の改善傾向が明確化しており、住宅在庫の減少に伴い、住宅価格も底打ちの様相を呈している。家計の債務調整も、依然高水準ではあるものの、着実に進展しており、景気

の下振れリスクは大きく軽減されたとみてよいだろう。

ただし、雇用・所得の増加が消費の増加をもたらし、さらに雇用を生み出していくという従来の景気回復局面でみられていた自律回復メカニズムが今回は作動しにくくなっている。主因は、所得の伸び悩みである。この背景には、①今回の景気回復局面では、生産性の高い製造業部門が景気を牽引しており、雇用増加ペースが限られていること、②失業率が8%台で高止まりするなか、労働需給が緩んでいること、等を指摘することができる。

加えて、財政再建も景気回復に対する潜在的な重石となっている。オバマ政権は、景気回復を優先する姿勢からこれまで拡張的な財政政策を続けてきた。その結果、名目GDP比で8%超の巨額の財政赤字が続いており、今後の財政再建が不可欠となっている。11月6日の大統領選挙および議会選挙の結果次第では、ブッシュ減税をはじめとした大型減税措置が今年末に打ち切られる可能性もあながち否定できない。

こうした状況を踏まえると、景気は脆弱な状況からは抜け出しつつあるものの、欧州発の逆風を乗り越えて、世界経済を牽引していくにはいまだ力不足といえる。

2011年秋以降景気回復が続いているわが国においても、世界経済の下支え役を期待するには荷が重すぎる状況である。景気回復は、復興需要やエコカー購入支援といった政策によるところが大きく、民間部門の自律回復力は引き続き脆弱なままである。政策効果が剥落する2013年入り以降、基調としての成長ペースは鈍化が避けられないだろう。

4. 2013年にかけての世界経済

こうした状況を踏まえると、2013年にかけて

の世界経済は、新興国で財政・金融面からの景気テコ入れが見込まれるなか、新興国を中心に持ち直し傾向を強めると期待される。もっとも、過剰投資やインフラ未整備などの構造的な問題を抱えるなかで、新興国の景気牽引力は限られ、世界経済の増勢は緩やかな加速にとどまるとみられる。そうしたもとで、欧州債務問題をトリガーとする世界経済下振れリスク、世界的な金融市場の混乱リスクがくすぶり続ける見通しである。

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、大型景気対策の一巡や新興国での金融引き締めの影響から、2011年に+3.8%まで回復ペースが鈍化した。2012年も、欧州債務問題や新興国での景気持ち直しの遅れを受け、+3.5%と2011年対比一段と減速する見通しである。一方、2013年は新興国での景気テコ入れ策が効果を発揮し持ち直す見込みながら、+3.9%と2011年とほぼ同様の低調な回復ペースにとどまる見通しである（図表4）。

主要国・地域ごとの展望は次の通りである。

（図表4）世界の実質GDP成長率見通し

（暦年、%）

	2010年 （実績）	2011年 （実績）	2012年 （予測）	2013年 （予測）
世界計	5.3	3.8	3.5	3.9
先進国	2.8	1.4	1.2	1.5
アメリカ	3.0	1.7	2.1	2.1
ユーロ圏	2.0	1.5	▲0.5	0.5
日本	4.5	▲0.7	2.6	1.3
新興国	7.5	6.0	5.4	5.8
BRICs	9.3	7.4	6.8	7.4
中国	10.4	9.2	8.2	8.7
インド	10.3	7.0	6.5	7.2
NIEs	8.5	4.0	2.8	3.9
ASEAN4	7.0	4.3	5.4	5.8

（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（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、中国、インドは現地通貨ベース。その他は購買力平価ベース。

(1) 日米は持ち直しも力強さを欠く展開。欧州は停滞長期化

アメリカは、製造業を中心に企業部門が総じて堅調に推移しているほか、家計の債務調整も徐々に進展していることから、回復基調を維持する見込みである。もっとも、失業率の高止まりを受けた賃金の伸び悩みなどが個人消費の足かせとなるため、力強い回復は期待できない。加えて、大幅な財政赤字に直面している政府部門の歳出削減も、景気を下押しするとみられ、2013年半ばまで2%台半ばとみられる潜在成長率を下回る緩やかな成長ペースにとどまる見通しである。

ユーロ圏は、①加盟各国での緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題再燃を受けた企業・消費者マインドの低迷、等を背景に、秋口にかけて景気の悪化が続く見通しである。その後は、ドイツを中心にユーロ圏を受けた輸出の増加が見込まれる一方、スペイン・イタリア等の南欧重債務国では、国内需要の減少が続き、ユーロ圏全体では、ゼロ%台の低成長が続く見通しである。

日本は、2012年度前半は、①復興需要の本格化による官公需や住宅投資の増加、②エコカー購入支援策による個人消費の増加、が景気押し上げに作用し、景気が堅調に推移する見通しである。2012年度下期以降は、エコカー補助金の予算払底や復興需要の押し上げ効果減衰・剥落を受け、弱めの成長に転じる見通しである。なお、2013年後半以降は、2014年4月の消費税率の引き上げを控えて、耐久財消費や住宅投資の増加が、成長率を押し上げると見込まれる。

(2) 新興国景気は持ち直しも、ペースは緩慢

新興国は、中核となる中国・インドが年後半以降持ち直し傾向を強めるとみられるものの、

回復ペースは緩やかにとどまる見込みである。

中国では、最大の輸出先である欧州での景気悪化や不動産抑制策を受け、当面弱めの成長が続く見通しである。もっとも、内陸部でのインフラ投資が拡大するなかで、①重点育成分野の支援本格化や貸出金利引き下げなど、政府が景気へのこ入れに着手し始めたこと、②一部中小都市で不動産抑制策を緩和する動きが出始めていること、等から、年後半には持ち直しに転じる見込みである。ただし、輸出・投資主導から消費主導への経済構造の転換が図られているなか、成長ペースは2012年、2013年ともに8%台と従来に比べれば緩やかにとどまる見通しである。

インドでは、金融緩和を受け、先行き景気を持ち直しが期待される。もっとも、インフレが高止まりし、大幅な財政赤字を抱えるなか、金融・財政面からの大規模な景気下支えは困難であり、2012年の実質GDP成長率は6%台にとどまる見通しである。

その他の周辺アジア諸国では、先進国向け・中国向け輸出依存度が高いNIEsで景気減速が長引く見通しである。消費も力強さを欠くなか、実質GDP成長率は2011年対比低めの伸びにとどまると予想される。一方、ASEANでは、洪水被害からの復旧・復興が進むタイ、インフラ投資が拡大するインドネシアなどで、内需が底堅く推移するとみられ、2013年にかけて4~6%台で安定した成長が続く見通しである。

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。

(2012. 6. 29)