

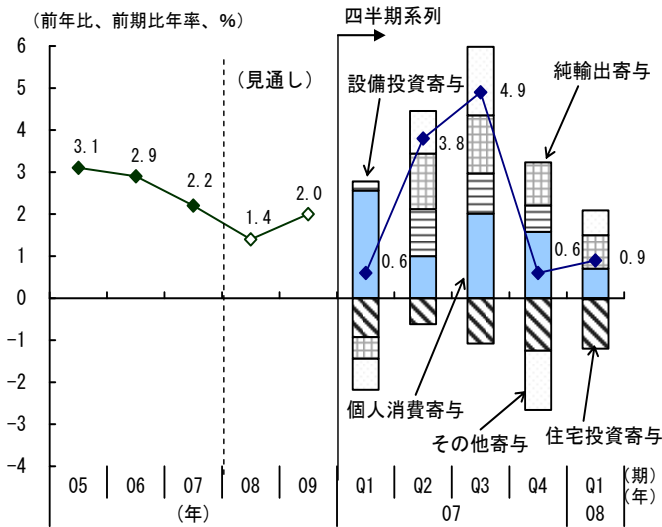
## 第2章 減速しつつも回復を続ける世界経済

### 1. 景気が弱含み後退局面入りも懸念されるアメリカ

#### ● サプライム住宅ローン問題を背景に景気は弱含み

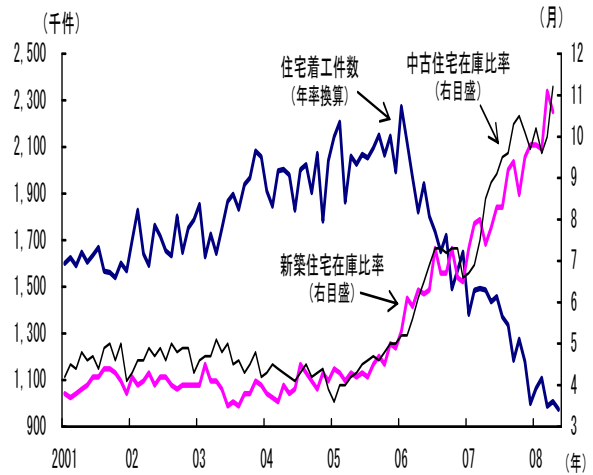
アメリカでは、2四半期連続で1%以下の低い成長率となり、景気は弱含んでいる。住宅投資の大幅な減少が続く中で、雇用者数は08年以降減少に転じ、個人消費はおおむね横ばいとなっている。

第2-1-1図 実質GDP成長率の推移



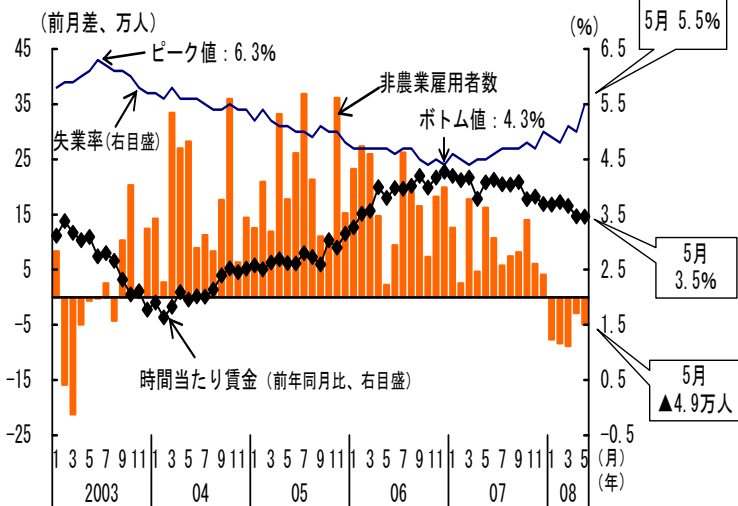
（備考）1. アメリカ商務省より作成。  
2. 年間の「見通し」は民間機関見通しと同じ。

第2-1-2図 新築住宅着工及び在庫比率の推移



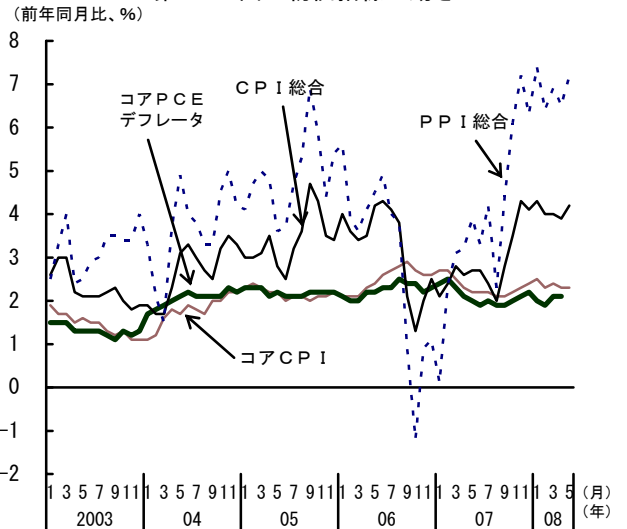
（備考）1. アメリカ商務省、全米不動産業者協会（NAR）より作成。  
2. 在庫比率は住宅が追加供給されないと仮定した場合に、現在の住宅販売に対して何か月分の住宅在庫があるかを示す。

第2-1-5図 雇用者数、失業率及び賃金の推移



（備考）アメリカ労働省より作成。

第2-1-8図 物価指標の動き



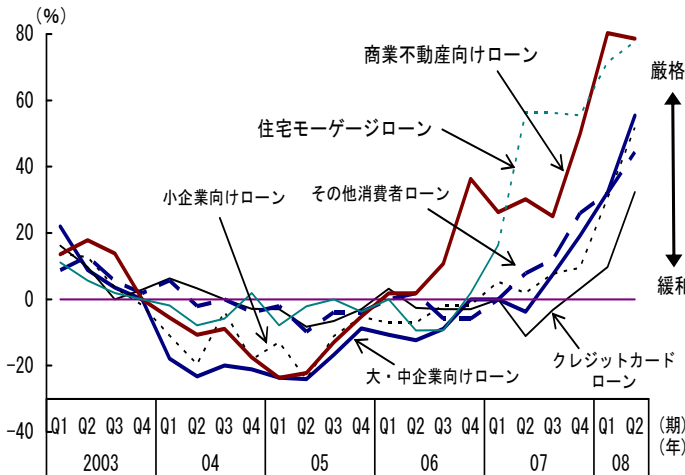
（備考）アメリカ労働省、商務省より作成。

## ● 景気後退局面入りの懸念

当面、住宅市場の調整や金融資本市場の混乱、資産効果のはく落や金融機関の貸出基準の厳格化等から、景気後退局面入りも懸念される。

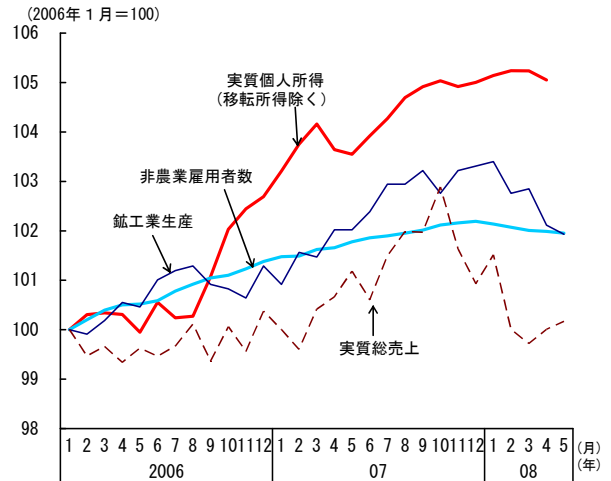
NBERがGDP統計以外に重視及び参照している四つの指標をみると、08年初め又は07年末を山として後退局面に入っている可能性もある。

第2-1-20図 金融機関の貸出基準



- (備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。  
 2. 数値は、過去3か月に貸出し基準を「引き締めた」と回答した銀行の割合から「緩和した」と回答した銀行の割合を引いたもの。  
 3. 住宅モーゲージローンについては、07年4～6月期以降は「サブプライム」ローンの値。

第2-1-24図 景気一致系列の動向について



- (備考) 1. アメリカ商務省、アメリカ労働省、連邦準備制度理事会 (FRB)、コンファレンス・ボードより作成。  
 2. NBER (全米経済研究所) では、(1)実質所得 (移転所得を除く)、(2)雇用者数の二つの指標を特に重視しつつ、(3)鉱工業生産、(4)実質総売上も参照しながら、景気の山谷を決定する。  
 3. 「実質総売上」とは、製造業出荷高と卸小売売上高を合計したもの。

## ● 景気後退リスクへの政府、議会及び金融当局の対応

政府及び議会では、07年半ば以降、住宅市場の安定化策を発表するとともに、08年2月には戻し減税を含む緊急経済対策法を成立させた。

戻し減税は、当面の景気を下支えするが、一回限りの戻し減税の効果は、一時的で、規模に比較して限定的と考えられる。

第2-1-26表 最近におけるアメリカの財政・金融政策等一覧 (抄)

### 金融政策/金融システムの安定化に向けた対応

#### 1. 大胆な金融緩和

- FFRレートの引下げ

#### 2. 流動性リスクへの対応

- 窓口貸出の貸出期間延長と適格担保の範囲拡大 (07/8/17、08/3/16)
- 5中央銀行の協調行動 (07/12/12、08/3/11) (アメリカ・ユーロ圏・スイス・英国・カナダ)
- FRBによる新たな流動性供給の仕組み導入
  - ① 入札形式のタム物貸出制度 (TAF) (07/12/12)
  - ② プライマリー・ディーラー(\*)を対象にした、入札形式のタム物国債貸出制度 (TSLF) (08/3/11)
  - ③ プライマリー・ディーラー(\*)を対象にした、公定歩合によるオーバーナイトの貸付制度 (POCF) (08/3/16)
- JPモルガン・チェースのペアースターズ買収に対するNY連銀の特別融資: 290億ドル (08/3/24)
- 公的金融機関 (FHLB) による住宅ローン担保債権 (MBS) 購入促進: 1,000億ドル

### 景気対策

- 緊急経済対策 (1,680億ドル (GDP比 1.2%) (08/2/13))
  - ① 個人所得税の戻し減税 (08/4/28より開始) (1,170億ドル: GDP比 0.8%規模)
    - 課税所得7万5千ドル以下の単身者に最大600ドル、課税所得15万ドル以下の夫婦に最大1,200ドル (上限を超える場合は超過額の5%減額)
    - 最低支給額300ドル
    - 納税者の子供一人につき300ドル
    - 戻し減税が行われる期間: 08/4/28~7/11
  - ② 企業の設備投資減税 (510億ドル)

### 住宅ローン債務者救済策

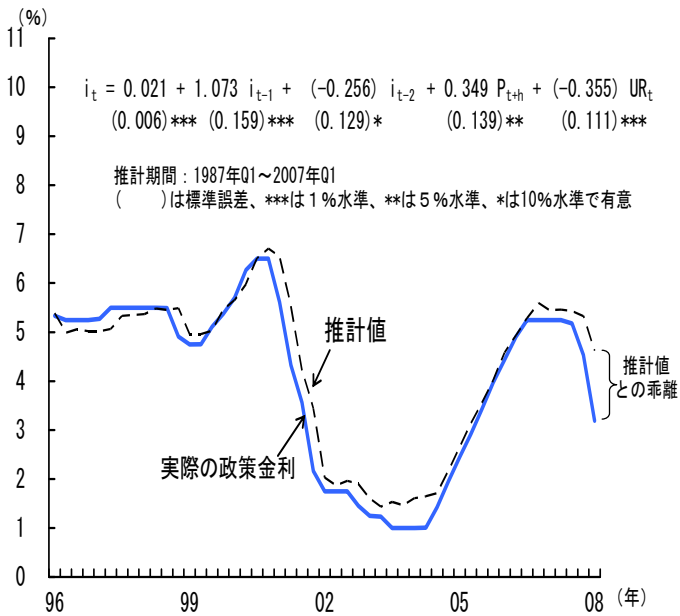
- 貸付機関や回収機関に対する返済条件の緩和要請 (07/4/17、07/9/5)
- 政府機関 (FHA) による住宅ローンの保険対象の拡大 (07/8/31、08/2/13、08/4/9)
- 民間団体HOPE NOWによる救済促進
  - ・ 5年間の金利凍結を含む救済の枠組み設定: 対象は最大120万人 (07/12/7)
- GSEによる住宅ローンの買取りの促進

(注) (\*)のプライマリー・ディーラーは、銀行及び証券ブローカー・ディーラー (備考) 各種資料により作成。

F R B は、07 年半ば以降、金融緩和を累次実施し、短期金融市場への様々な資金供給策を行った。

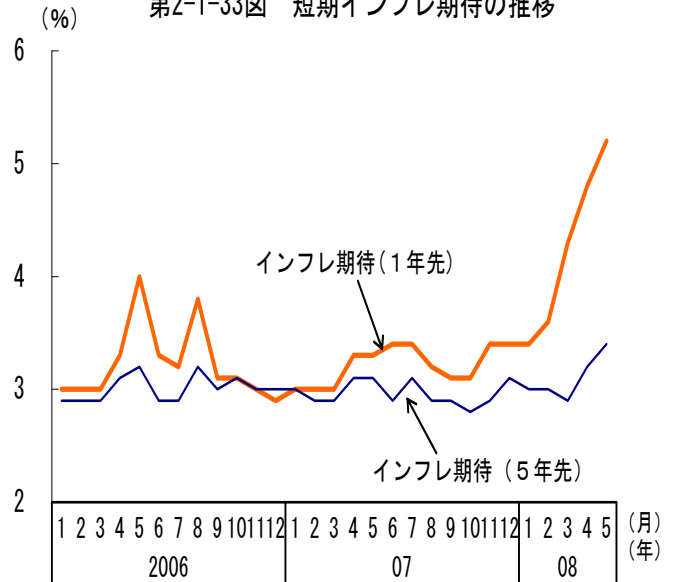
F R B は、金融危機に対応して、テイラー・ルール等で示される以上に迅速な利下げを行い、景気後退の深刻化を予防しようと試みてきたと解される。

第2-1-28図 テイラー・ルールによる金利水準と実際の政策金利



(備考) 商務省、労働省、連邦準備制度理事会 (FRB)、ブルームバーグより作成。

第2-1-33図 短期インフレ期待の推移



(備考) 1. ミシガン大学より作成。  
2. 今後1年先、5年先における消費者からの物価上昇率予測回答の中央値。

## ● インフレーション懸念の台頭

07 年後半以降、原油等の資源価格や食料品価格は上昇傾向を強めており、景気の下押し懸念となっている。

これまでの物価上昇はコストプッシュ型であるが、短期の期待インフレ率はこのところ上昇している。

## ● アメリカ経済の今後の見通し

アメリカの景気は弱含んでおり、景気後退局面入りも懸念される。

08 年後半以降は、これまでの財政金融政策等の効果が出始めることなどから、金融資本市場の混乱が落ち着いてくれば、景気は徐々に持ち直すとみられる。このため、仮に景気後退局面に入るとしても、緩やかに短期のものになるが、その後の景気回復も緩やかなものになるとの見方が多い。

こうした見方には、金融資本市場の混乱の長期化・深刻化、一次産品等の価格の高止まりや一層の高騰等の下方リスクも考えられる。

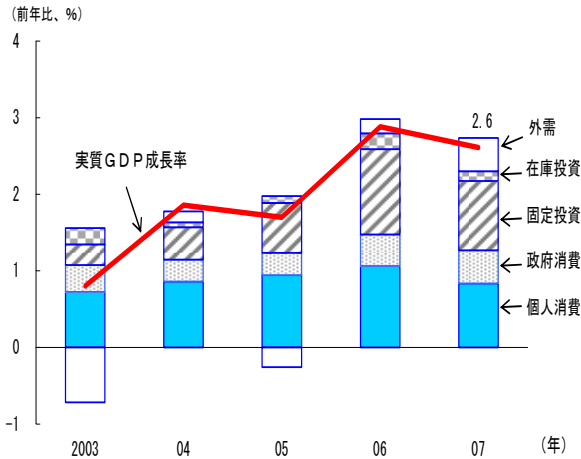
一方で、金融資本市場が早期に落ち着きを取り戻す場合や、物価上昇が早期に抑制されてくる場合には、より力強い回復軌道に乗っていく可能性もあると考えられる。

## 2. 回復が緩やかとなるヨーロッパ

### ● ユーロ圏の景気回復を支えた要因は消費、投資等の内需

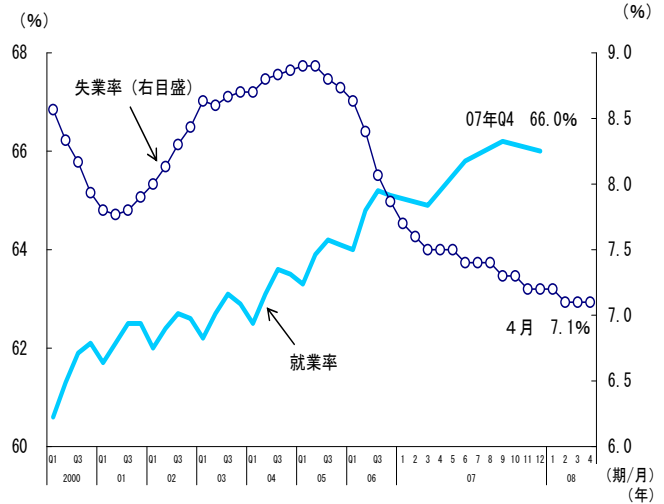
ユーロ圏では、住宅ブームによる住宅投資等の活発化を背景に、設備投資や建設投資を中心とする固定投資が増加した。また、雇用情勢も顕著に改善し、個人消費を下支えした。

第2-2-1図 ユーロ圏：実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(備考) ユーロスタットより作成。在庫投資には、一部統計上の不適合を含む。

第2-2-2図 ユーロ圏：失業率と就業率の推移

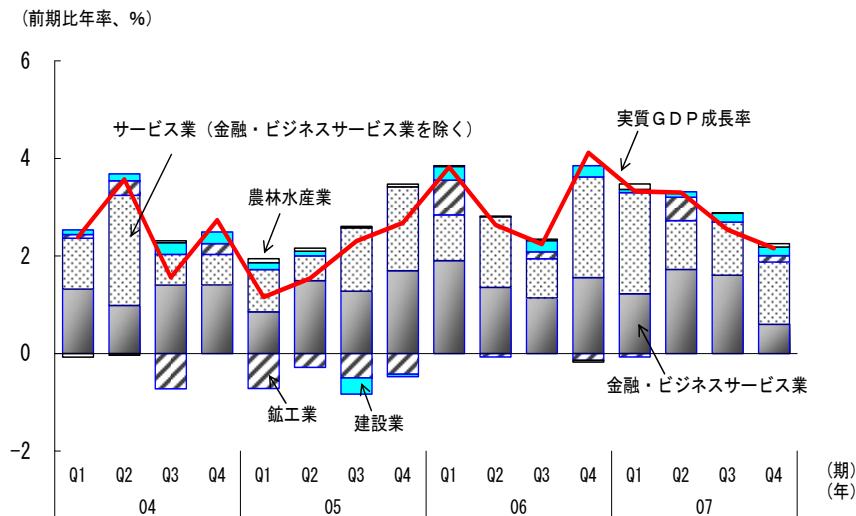


(備考) ユーロスタットより作成。

### ● 英国の景気回復を支えた要因は金融セクターにけん引された内需

英国では、振れはあるものの1992年7～9月期から63四半期連続プラス成長が続いている。英国も個人消費や投資といった内需主導で、セクター別では、金融・ビジネスサービスを中心としたサービス産業の成長が景気を支えた。

第2-2-7図 英国：実質GDP成長率と産業別寄与度



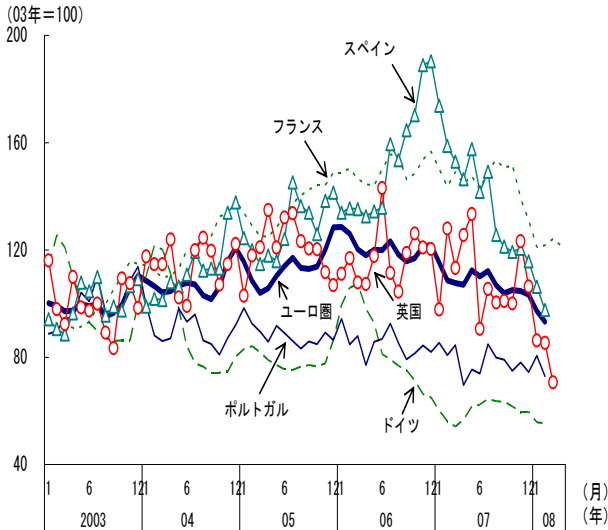
(備考) 1. 英国統計局より作成。  
2. 03年ウェイトを用いているため、トータルの数字と完全には一致しないことがある。

## ● ユーロ圏及び英国の景気は減速

景気は07年秋以降減速している。まず、05年末からの金融引締め等を背景に、住宅市場が調整局面入りしている。また、金融機関の損失、銀行間金利の上昇を受けて金融機関の貸出基準が厳格化しており、实体经济への影響が注視される。エネルギー価格、食料品価格等の上昇を受けて物価は上昇しており、消費者のマインドが悪化している。

第2-2-8図 ユーロッパの住宅価格及び住宅建設

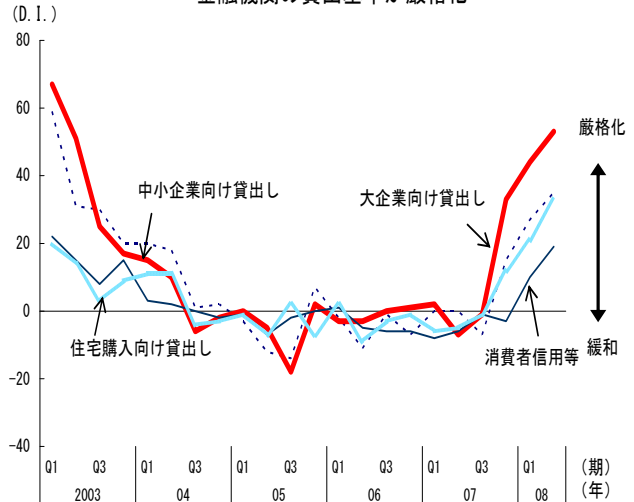
新築住宅建設許可件数(ユーロ圏)/住宅新規受注額(英国)



(備考) ユーロスタットより作成。

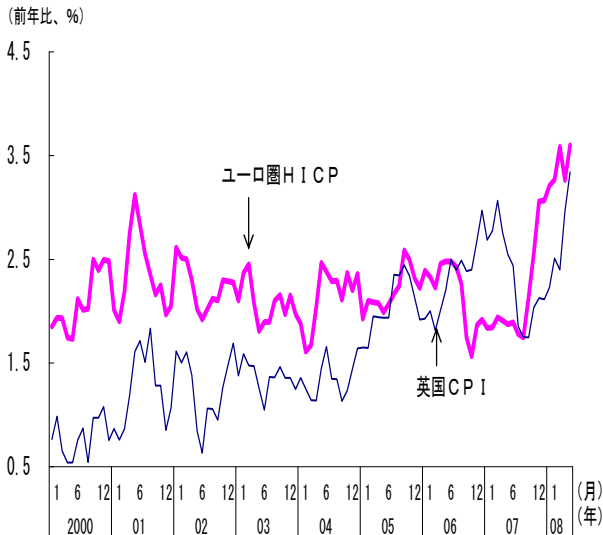
第2-2-11図 ユーロ圏：金融機関の貸出基準と貸出残高

金融機関の貸出基準が厳格化



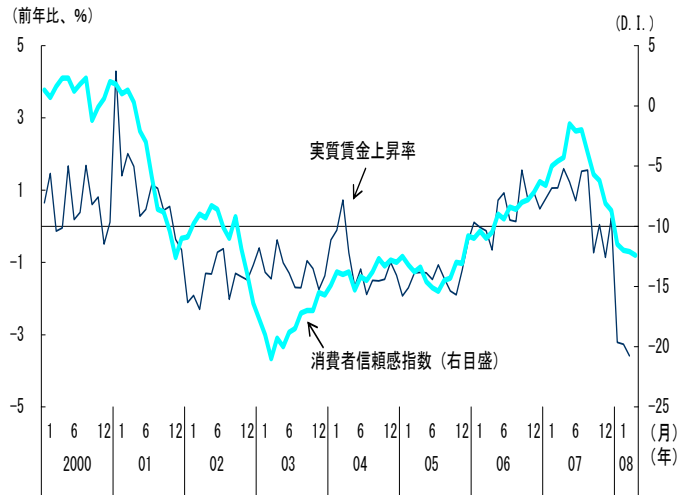
(備考) ECBより作成。

第2-2-12図 ユーロ圏・英国：消費者物価上昇率



(備考) ユーロスタットより作成。

第2-2-13図 ユーロ圏：実質賃金上昇率と消費者信頼感指数



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. 賃金上昇率はHICPでデフレートした。

## ● 今後の見通し

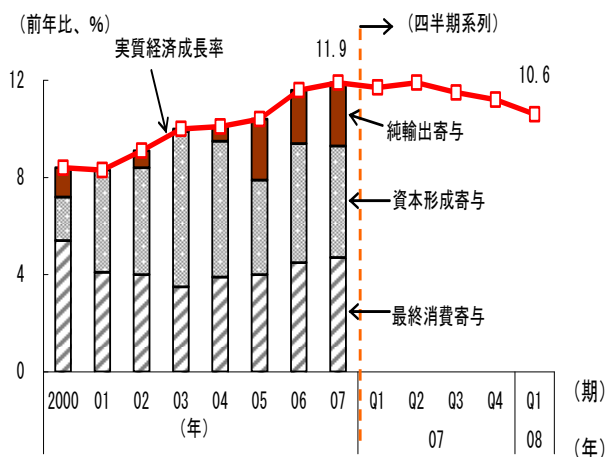
輸出、生産も堅調なことから、緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、金融資本市場の混乱や物価高の長期化、アメリカや世界経済の減速が予想以上のものとなることなどの下方リスクには留意が必要である。

### 3. 世界経済の減速の影響を受けつつも景気拡大が続くアジア

#### ● 高成長が続く中国

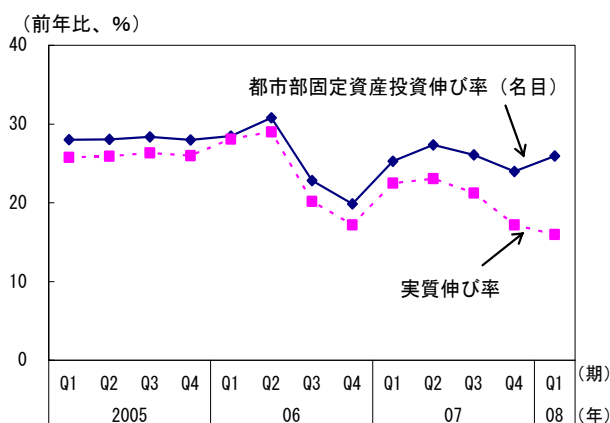
07年の成長率は11.9%と5年連続10%を上回り、景気拡大が続いている。07年後半以降、世界経済の減速や政府による輸出・投資抑制策等の影響が一部現れ、成長率がやや鈍化する動きもみられる。投資は高い伸びが続いているが、物価上昇を考慮するとやや減速感がみられる。消費は、賃金、物価の高い伸びをも反映して高い伸びが続いている。

第2-3-1図 中国：実質経済成長率と需要項目別寄与度



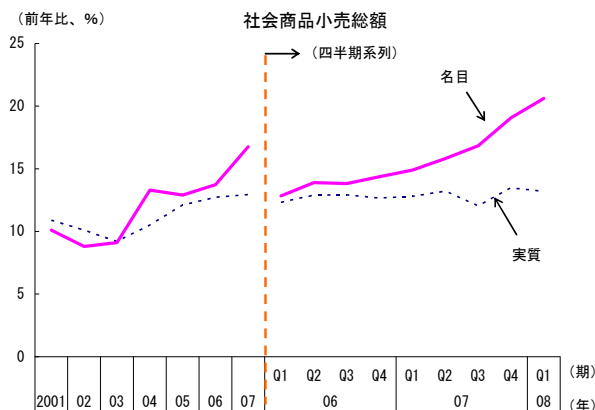
(備考) 中国国家统计局より作成。

第2-3-5図 中国：都市部固定資産投資(実質)の推移



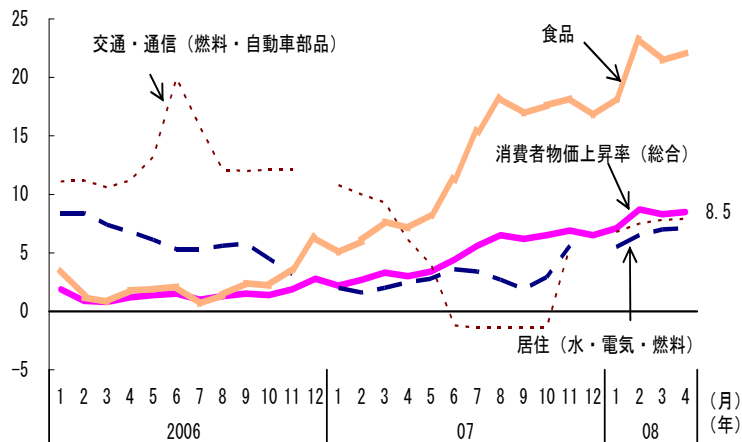
(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
2. 内閣府推計値。

第2-3-11図 中国：個人消費の推移



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
2. 内閣府推計値。

第2-3-14図 中国：消費者物価上昇率



(備考) 中国国家统计局より作成。

#### ● 引締め強化と金融政策の転換

政府は、08年は経済政策の方針を「経済の過熱や構造的物価上昇のギャロッピングへの転換の防止」とし、インフレの防止を主要課題に加えた。金融政策のスタンスもこれまでの「穏健な」から段階的に変更し、07年12月には「引締め」へと転換した。07年初以降、金利を6回、預金準備率を16回引き上げている。

#### ● 今後の見通しとリスク要因

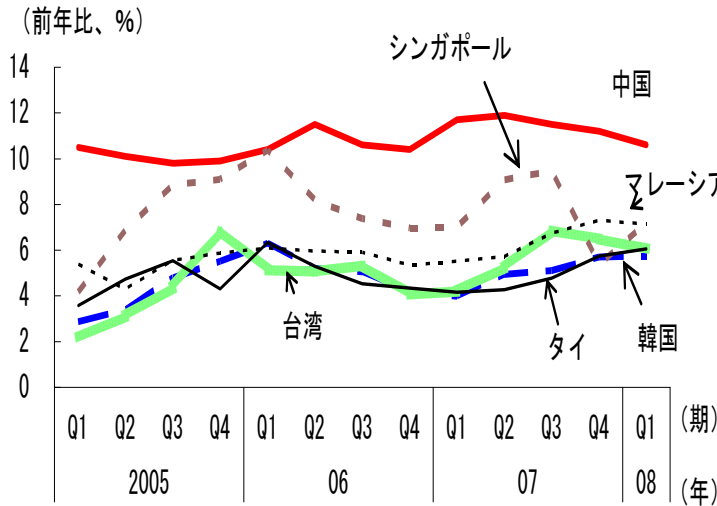
政策の効果と世界経済の減速の影響を受けて、08年の成長はやや鈍化すると見込まれる。世界経済の減速が予想以上のものとなったり、物価上昇がさらに加速する場合には、減速がより大幅なものとなる可能性がある。減速の程度によっては、過剰資本の問題の顕在化によって経済が不安定化し、一段の減速を招くリスクもある。

## ● 景気拡大が続くアジア

中国以外のアジア経済も輸出が比較的堅調に推移するとともに、良好な雇用環境を背景に内需も底堅く推移し、景気拡大が続いた。

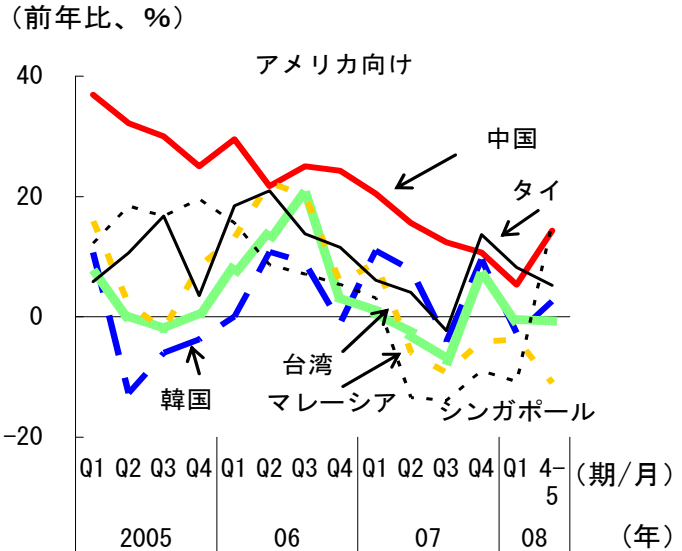
ただし、アメリカ向け輸出は鈍化しており、IT関連財の生産は在庫調整局面に入りつつあると見受けられる。

第2-3-18図 アジア主要国の実質経済成長率



(備考) 各国・地域統計より作成。

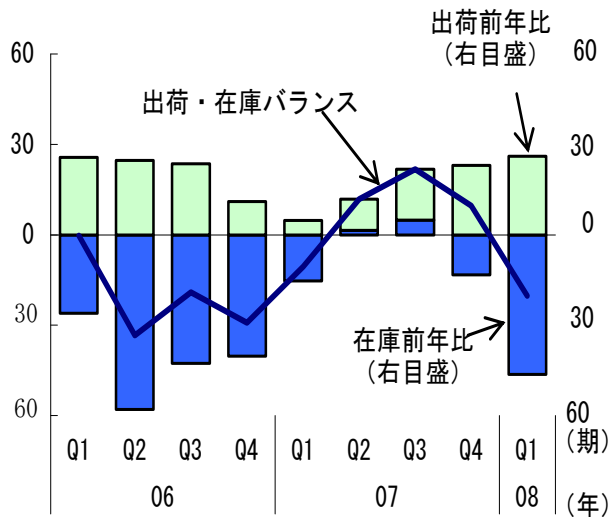
第2-3-19図 アジア主要国の輸出動向



(備考) 各国・地域統計より作成。

第2-3-21図 韓国の生産動向

### IT部品における出荷・在庫バランス



(備考) 各国・地域統計より作成。

第2-3-22表 アジア主要国の輸出依存度とアメリカ、中国向け輸出の占めるシェア (2007年)

|        | 輸出依存度  | アメリカ向け輸出    |       | 中国向け輸出      |       |
|--------|--------|-------------|-------|-------------|-------|
|        |        | 輸出全体に占めるシェア | GDP比  | 輸出全体に占めるシェア | GDP比  |
| 中国     | 37.6%  | 19.1%       | 7.2%  | —           | —     |
| 韓国     | 38.3%  | 12.3%       | 4.7%  | 22.1%       | 8.5%  |
| 台湾     | 64.4%  | 13.0%       | 8.4%  | 25.3%       | 16.3% |
| シンガポール | 185.3% | 8.8%        | 16.2% | 9.7%        | 17.9% |
| タイ     | 61.6%  | 12.7%       | 7.8%  | 9.8%        | 6.0%  |
| マレーシア  | 94.3%  | 15.6%       | 14.7% | 8.7%        | 8.2%  |

(備考) 1. 各国統計、IMFより作成。

2. 輸出依存度=輸出額/名目GDP。

## ● 今後の見通しとリスク要因

08年の成長はやや減速するものの、引き続き景気拡大は続くと思われる。アジアでは、輸出依存度の高い国が多く、今後世界経済が予想以上に減速する場合には、輸出の鈍化等から国内経済全体に影響が波及する可能性がある。また、景気を下支えしている内需に対し、アジア各国で高まっている物価上昇の影響が懸念される。

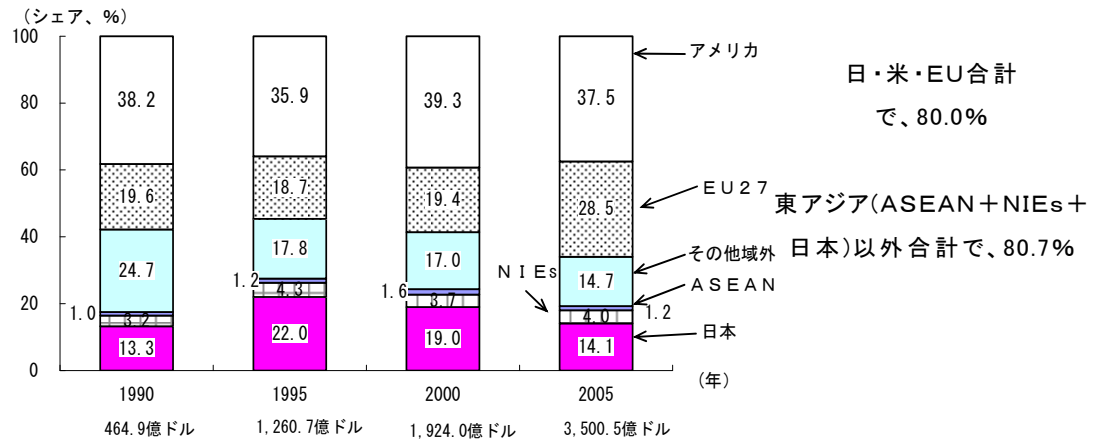
## 4. 世界経済の連関

### ● 東アジアにおける国際分業の進展と域内外貿易の動向

東アジアでは、中国が、域内から中間財、資本財を輸入して加工・組立を行い、消費財をアメリカ、ヨーロッパ等の域外へ輸出する貿易構造（中国のハブ機能）が発展し、さらに近年は輸出の財別構成が多様化してきている。

アメリカは最大の輸出先であり、アメリカ等の景気が減速する場合には、東アジア各国に、直接又は中国経由で間接的に、影響が及ぶ可能性がある。

第2-4-6図 中国（香港を含む）からの消費財輸出の相手先別構成

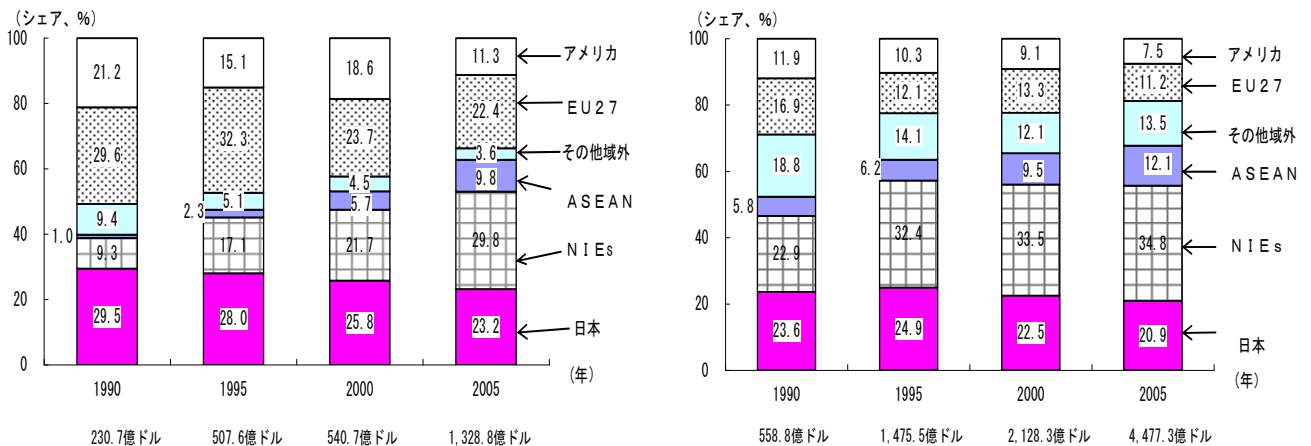


(備考) 1. 独立行政法人経済産業研究所“RIETI-TID2006”より作成。  
2. ベトナムは2003年までのデータ。  
3. 「東アジア」は日本、NIEs、ASEANの合計。

第2-4-7図 中国(香港を含む)の中間財・資本財輸入の相手先別構成

(1) 中間財輸入

(2) 資本財輸入



東アジア合計で中間財輸入の 62.8%、資本財輸入の 67.8% (05年)

(備考) 1. 独立行政法人経済産業研究所“RIETI-TID2006”より作成。  
2. ベトナムは2003年までのデータ。  
3. 「東アジア」は日本、NIEs、ASEANの合計。

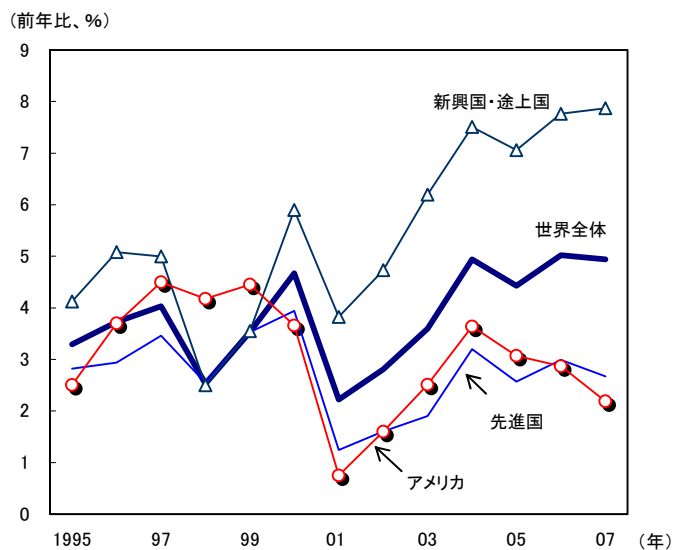


## ● 2000年代に入って連関が強まっている主要地域の景気変動

2000年代においては、アメリカ以外の主要な地域の景気を押し下げるような大きな固有のショックがあまり生じなかったことなどから、世界経済全体としてアメリカ景気と連動して堅調に推移してきた。

しかし、08年の世界経済を展望すると、アメリカの実体経済の減速、国際的な金融資本市場の混乱、資源・商品価格に先導された物価上昇の三つのショックの影響が重要であり、これらは世界の主要な地域の景気を押し下げる方向に作用すると考えられる。

第2-4-10図 世界の実質GDP成長率の推移(90年代後半以降)



(備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database, April 2008” より作成。  
 2. 「先進国」とは、ユーロ圏、G7等30か国、「新興国・途上国」とはアフリカ、アジア、中東等143か国のGDPをIMFが構成国の07年時点のGDP (PPPベース) シェアにより加重平均して算出したもの。

第2-4-12表 各国・地域のアメリカ経済との相関係数

|         | 実質GDP成長率(前年比、年データ) |        |        |
|---------|--------------------|--------|--------|
|         | 1980~89年           | 90~99年 | 00~07年 |
| 日本      | 0.19               | ▲ 0.61 | 0.92   |
| ユーロ圏(*) | 0.41               | 0.00   | 0.50   |
| ドイツ     | ▲ 0.02             | 0.41   | 0.59   |
| フランス    | 0.68               | ▲ 0.56 | 0.33   |
| イタリア    | 0.67               | 0.03   | 0.31   |
| 英国      | 0.49               | 0.82   | 0.55   |
| NIEs    | 0.57               | ▲ 0.38 | 0.76   |
| 香港      | 0.12               | ▲ 0.29 | 0.92   |
| 韓国      | 0.50               | ▲ 0.39 | 0.29   |
| 台湾      | ▲ 0.08             | ▲ 0.13 | 0.89   |
| シンガポール  | 0.57               | ▲ 0.36 | 0.78   |
| ASEAN   | ▲ 0.09             | ▲ 0.38 | 0.78   |
| インドネシア  | 0.05               | ▲ 0.39 | 0.59   |
| マレーシア   | ▲ 0.01             | ▲ 0.37 | 0.83   |
| フィリピン   | ▲ 0.51             | 0.43   | 0.70   |
| タイ      | 0.22               | ▲ 0.51 | 0.56   |
| ベトナム    | 0.36               | 0.21   | 0.28   |
| 中国      | 0.49               | 0.12   | 0.28   |
| インド     | 0.39               | 0.58   | 0.53   |
| ブラジル    | 0.00               | 0.22   | 0.61   |
| 中東      | 0.53               | ▲ 0.65 | 0.73   |

(備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database, April 2008” より作成。  
 2. ユーロ圏は、OECD “National Accounts” より作成。データは06年まで。  
 3. 各地域のGDPはIMFが構成国の07年時点のGDP (PPPベース) シェアにより加重平均して算出したもの。

## 5. 世界経済の見通しと先行きリスク要因

### ● 2008年の経済見通し

世界経済（日本と関係が深い32か国・地域）は、減速の動きに広がりが見られるものの、回復を続けている。08年は07年を下回る2.9%程度の成長が見込まれている。これは、アメリカ経済がさらに減速するとともに、高成長を続けるアジアがやや減速し、ヨーロッパでも成長が緩やかになることによる。07年12月に公表した『世界経済の潮流 2007年秋』での見通しと比較すると、各地域とも下方修正されている。

第2-5-1表 民間機関による主要国・地域別経済見通し

実質GDP成長率  
(前年比、%)

| 国/地域名          | 2006年<br>(実績) | 2007年<br>(実績) | 2008年見通し       |                | 2009年<br>(見通し) |     |
|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----|
|                |               |               | 〔07年秋〕<br>(前回) | 〔08年1〕<br>(今回) |                |     |
| 世界経済 (32か国・地域) | 4.1           | 3.9           | (3.4) ↘        | 2.9            | 3.1            |     |
| アメリカ           | 2.9           | 2.2           | (2.4) ↘        | 1.4            | 2.0            |     |
| アジア            | 北東アジア         | 9.6           | (8.4) ↘        | 8.1            | 7.8            |     |
|                | うち中国          | 11.6          | (10.3) ↘       | 9.8            | 9.3            |     |
|                | ASEAN         | 5.8           | 6.3            | (5.6) ↘        | 5.4            | 5.5 |
| ヨーロッパ          | ヨーロッパ4        | 2.5           | 2.3            | (2.0) ↘        | 1.5            | 1.7 |
|                | ユーロ圏          | 2.9           | 2.6            | (2.1) ↘        | 1.6            | 1.7 |
| (参考) 日本        | 2.4           | 2.1           | (1.8) ↘        | 1.6            | 1.6            |     |

- (備考) 1. 日本を除く各国の実績は各国統計、見通しは民間機関見通し（08年2～5月発表）の平均値による。民間機関は、BLUE CHIP（08年50社、09年48社）、CREDIT SUISSE、Economist Intelligence Unit、OXFORD ECONOMICS、JP Morgan、三菱東京UFJ銀行、野村証券、三菱総研、みずほ総研、国際金融情報センター。  
日本の実績は内閣府国民経済計算部公表値（08年5月）、見通しは社団法人経済企画協会「ESPフォーキャスト 調査（08年5月）」の暦年予測値。
2. 「世界経済（32か国・地域）」については付表2-4参照。「北東アジア」は、中国、韓国、台湾、香港。「ASEAN」は、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。「ヨーロッパ4」は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。「ユーロ圏」は加盟15か国（08年1月1日時点）。
3. 「北東アジア」、「ASEAN」、「ヨーロッパ4」は地域対象国の実績、見通しに07年の名目GDPのウェイト（付表2-4参照）を乗じて算出した値の合計値。

### ● 世界経済の先行きリスク要因

国際金融資本市場が早期に一段と安定化する場合や高騰してきた一次産品価格が安定化・下落する場合等には中心シナリオより力強い回復となる可能性もあるが、一方、以下のような下向きリスクも考えられる。

#### リスク1：国際金融資本市場の混乱の長期化・深刻化

サブプライム住宅ローン関連証券等の損失の全体像が明確ではなく、国際金融資本市場の混乱が長期化・深刻化するリスクは残っており、一段の信用収縮によるアメリカ、ヨーロッパ等の実体経済の悪化のおそれがある。

#### リスク2：一次産品等の価格の高止まり・一層の高騰

一次産品等の価格の高止まりや一層の高騰が生じた場合、消費や投資の抑

制等により、同産品等の輸入依存度が高い国々の経済成長を押し下げる可能性がある。

#### リスク 3：アメリカ景気の予想以上の下振れ

上述のリスク 1 又は 2 等により、アメリカ経済が想定されている以上に悪化し、より大幅かつ長期の景気後退に陥ったり、景気は持ち直すとしてもそのテンポがより緩やかなものとなるリスクがある。

#### リスク 4：中国経済の調整

世界経済の減速等により中国経済はやや減速すると見込まれているが、世界経済の減速が想定以上に大幅な場合には、内外需ともに想定以上に抑制されるおそれがあり、また、資本ストック調整により成長率の一段の減速を招く懸念もある。