

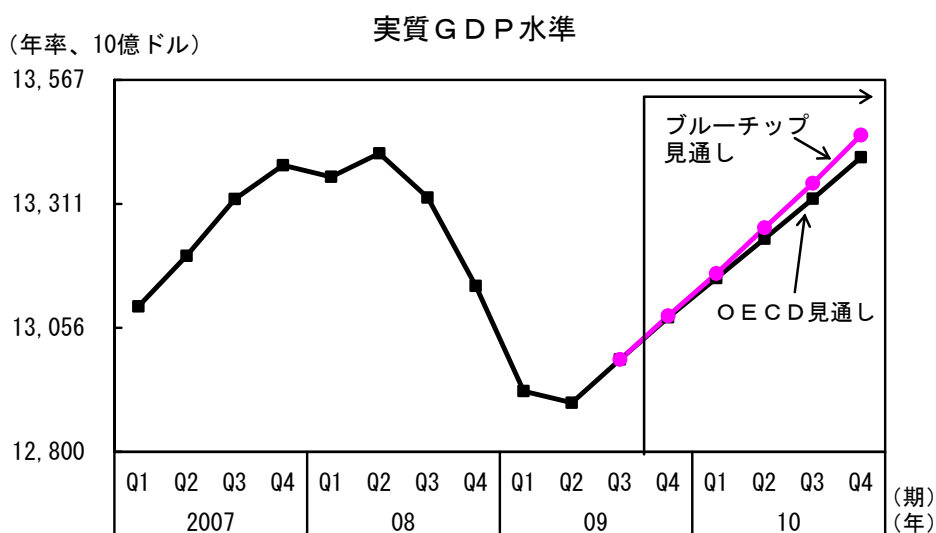
第3章 世界経済の見通しとリスク

第1節 アメリカ経済の見通しとリスク

1. アメリカ経済の見通し—基調としては緩やかな回復に向かう

- 2010年のアメリカ経済は、基調としては緩やかな回復に向かうと見込まれる。09年秋からの公共投資の本格化や、10年4月末までの住宅減税の延長等の景気刺激策の効果もあり、内需が持ち直すとともに、在庫調整の進展による生産の持ち直しの動きが広がるものとみられる。
- ただし、GDPの7割を占める個人消費は、家計のバランスシート調整や信用収縮の継続、失業率の上昇による所得環境の悪化等により、伸びが緩慢になると見込まれる。このため、景気回復のテンポは10年に入っても緩やかとなり、10年全体の実質経済成長率は1%台となる可能性が高い。
- この結果、10年末時点では、実質GDPの水準は、金融・経済危機前までの水準までは戻らない可能性もある。なお、失業率は、10年中に戦後のピーク（1982年11月及び12月：10.8%）に近い水準まで上昇すると見込まれる。

第3-1-1図 アメリカ経済の見通し



実質GDP成長率

	2009年	10年			
	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
OECD	2.7	2.5	2.5	2.5	2.6
ブルーチップ	2.8	2.7	2.9	2.8	3.0

国際機関等の見通し

		2009年	2010年
行政管理予算局（OMB）（8月25日）		▲ 2.8	2.0
議会予算局（CBO）（8月25日）		▲ 2.5	1.7
OECD（11月19日）		▲ 2.5	2.5
IMF（10月1日）		▲ 2.7	1.5
ブルーチップ （民間見通し） （11月10日）	上位10社	▲ 2.4	3.4
	平均	▲ 2.4	2.7
	下位10社	▲ 2.5	2.0

（備考）アメリカ商務省、アメリカ行政予算管理局、アメリカ議会予算局、OECD “Economic Outlook 86”（09年11月19日）、IMF “World Economic Outlook”（09年10月1日）、ブルーチップ・インディケーター（09年11月10日号）より作成。

2. 経済見通しに係るリスク要因

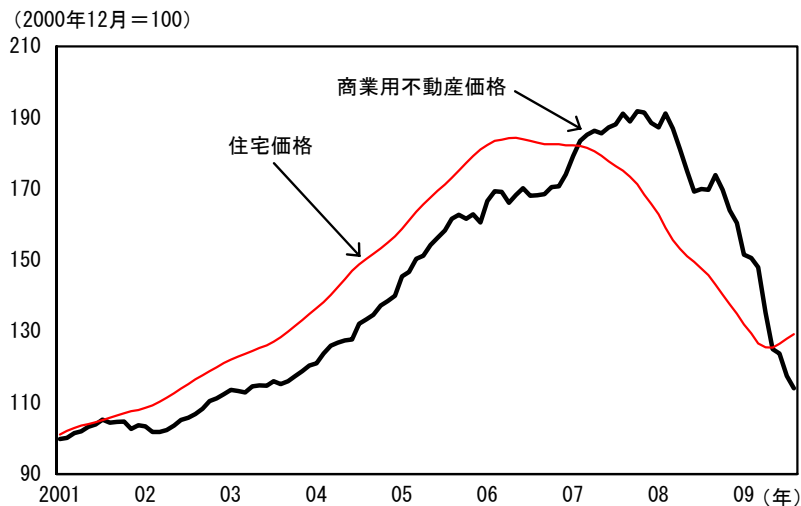
見通しに係る下振れリスクは弱まっているものの、依然としてリスクのバランスは下方に偏っている。

<下振れリスク>

（i）金融機関の経営不安の再燃

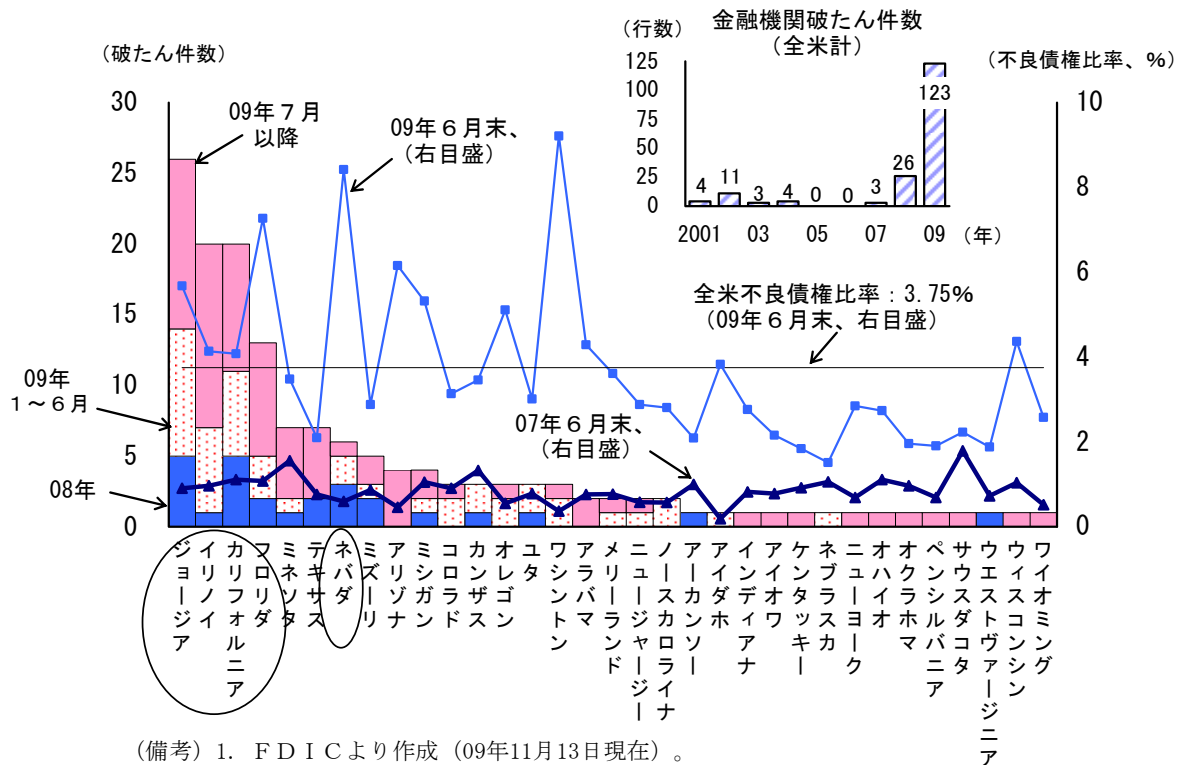
金融機関が保有する商業用不動産向け貸出の残高は、サブプライムローンを上回る規模となっているが、景気後退による商業用不動産の収益率の低下を受けて、延滞率の上昇や不良債権化が進展しており、新たな金融不安をもたらすおそれがある。特に、中堅・中小金融機関では、総資産に占める商業用不動産向け貸出の割合が高く、地域密着型の経営を行うところが多いことから、地域経済の低迷により商業用不動産の収益性が低下すれば、保有資産の劣化により経営破たんが拡大するおそれがある。

コラム 1-5 図 2 商業用不動産価格の動向：大幅な下落が継続



（備考）1. スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズより作成。
2. 住宅価格はS&P/Case-Shiller Home Price Indices（20都市）、商業用不動産価格はMoody's/REAL Commercial Property Indexを使用。

コラム1-4図6 州別金融機関破たん件数及び総貸出中の不良債権比率：
破たん件数は09年に入り急増、不良債権比率も上昇傾向



(ii) 金融危機と実体経済悪化の悪循環による信用収縮の更なる深刻化

金融機関の保有資産における不良債権比率は上昇を続けており、金融機関の貸出態度は依然として厳しい状況にある。信用収縮の長期化により、景気が低迷して企業収益や雇用が悪化すれば、企業の経営破たんや家計向け貸出の延滞の増加により不良債権が更に増加し、一層の信用収縮をもたらすという悪循環に陥るリスクがある。

(iii) 雇用情勢の想定以上の深刻化

雇用情勢は悪化を続けており、失業率が、戦後のピークである10.8% (82年11月及び12月、第二次石油危機後の景気後退時) を超えて上昇していく場合には、所得環境の悪化から個人消費を更に下押しするおそれがある。

(iv) 長期金利の上昇

財政の持続性に対する不信の高まりを受けて長期金利が上昇すれば、個人消費や投資を抑制するおそれがある。また、利払い負担の増加に伴い財政の硬直化が進展すれば、今後の景気動向に応じた弾力的な財政運営を妨げるおそれがある。

<上振れリスク>

(i) 資産価格の上昇

金融システムの安定化や景気の回復が加速し、株価や住宅価格が上昇に向かう場合には、家計や金融機関のバランスシート調整に係る負担が軽減され、家計への信用の流れが回復する可能性があるとともに、資産効果を通じて個人消費が拡大する可能性がある。

(ii) 世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

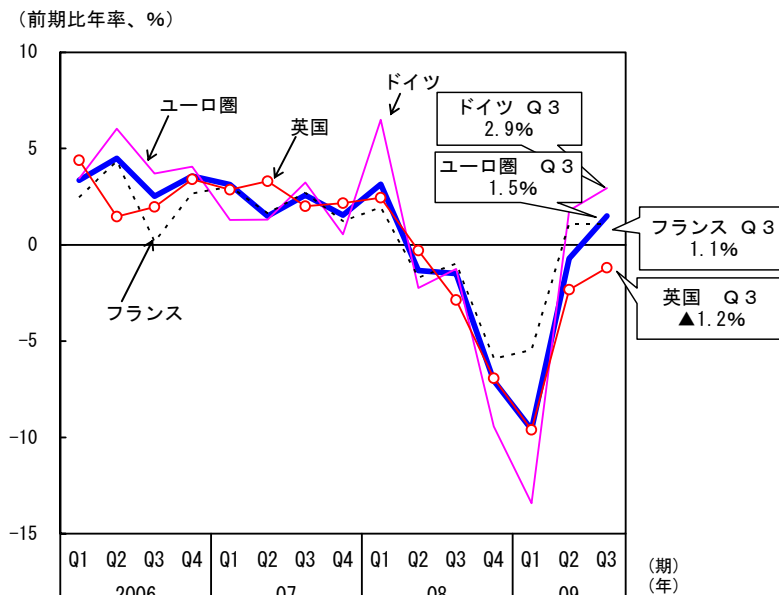
世界経済の回復に伴い想定以上に各国の需要が高まる場合には、輸出の拡大を通じて景気の回復テンポが加速する可能性がある。

第2節 ヨーロッパ経済の見通しとリスク

1. ヨーロッパ経済の見通しー持ち直しのスピードは非常に緩やか

- 2010年のヨーロッパ経済は、緩やかな持ち直しに向かうと見込まれるが、自動車買換え支援策の縮小や終了に伴う反動や、信用収縮、雇用の悪化により、そのペースは極めて緩慢になるとみられる。
- 雇用の悪化による消費の下押し圧力が強く、外需については、主要輸出先であるアメリカ向けやロシア、中・東欧向け輸出の本格的な回復には時間がかかるとみられる。このため、10年全体の実質経済成長率は、1%未満になると見込まれる。

第3-2-1図 ヨーロッパ主要国の実質GDP成長率



(備考)ユーロスタット、ドイツ連邦統計局、INSEE (仏国立統計経済研究所)、英国統計局より作成。

第3-2-2表 国際機関等の見通し

(前年比、%)

		2009年	10年	11年
OECD (09年11月19日)	ユーロ圏	▲4.0	0.9	1.7
	ドイツ	▲4.9	1.4	1.9
	フランス	▲2.3	1.4	1.7
	英国	▲4.7	1.2	2.2
欧州委員会 (09年11月3日)	ユーロ圏	▲4.0	0.7	1.5
	ドイツ	▲5.0	1.2	1.7
	フランス	▲2.2	1.2	1.5
	英国	▲4.6	0.9	1.9
IMF (09年10月1日)	ユーロ圏	▲4.2	0.3	—
	ドイツ	▲5.3	0.3	—
	フランス	▲2.4	0.9	—
	英国	▲4.4	0.9	—
ECB (09年9月3日)	ユーロ圏	▲4.4~▲3.8 (中央値▲4.1)	▲0.5~0.9 (中央値0.2)	—

(備考) OECD “Economic Outlook 86” (09年11月19日)、欧州委員会 “European Economic Forecast Autumn 2009” (09年11月3日)、IMF “World Economic Outlook” (09年10月1日)、欧州中央銀行 “ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area” (09年9月3日) より作成。

2. 経済見通しに係るリスク要因

足元で下げ止まったヨーロッパ経済は、政策で支えられている側面が強く、自律的な景気の回復の芽が乏しい。また、金融危機と実体経済悪化の悪循環も続いていることから不確実性が高く、先行きに関するリスクは依然として下方に偏っている。

<下振れリスク>

(i) 不良債権処理の遅れ等による金融市場と実体経済の悪循環の長期化

ヨーロッパにおける損失推計額（ユーロ圏：約8,000億ドル、英国：約6,000億ドル）のうち、約6割が償却や引当がされず未処理となっている。また、ユーロ圏金融機関の貸出態度は厳格化したまま変化していない状況にあり、信用収縮が続いている。

(ii) 中・東欧経済の低迷の長期化による金融・実体経済面への悪影響

中・東欧諸国では、金融危機を受けて08年末から景気の低迷が続き、IMFやEUによる支援を受けている（ハンガリー、ラトビア、ルーマニア、ポーランド等）。中・東欧への貸出債権が多いオーストリアやスウェーデンの金融機関は、不良債権の増加による業績の悪化に直面している。こうした金融機関の業績の悪化を通じてヨーロッパ全体の金融システムの不安定化につながるおそれがある。

(iii) 雇用情勢の想定以上の深刻化

想定以上の失業率の悪化は、所得環境の悪化を通じて個人消費を下押しする懸念がある。

(iv) 財政赤字拡大に伴う長期金利上昇

財政の持続可能性への懸念等から、アイルランド、ギリシャ、イタリア等の国債利回りは、ドイツ国債利回りとの金利スプレッドが拡大している。現在では09年2月のピークよりは低下したものの、これが再び拡大すれば、消費や投資が抑制され、景気回復の足かせとなるおそれがある。

(v) 緊急避難的な財政・金融政策の拙速な転換による景気の腰折れ

欧州委員会は09年11月、13か国に対する財政再建の目標と時期を明確化した。各国は遅くとも11年には財政再建を開始し、毎年の構造的財政収支を0.5～2%ポイント改善させることになる（第2章第2節参照）。しかし、10年に入ってもGDPギャップが拡大するとみられる国が多い中で、景気の現状と見通しに比べて財政

再建のタイミングが時期尚早である可能性がある。

<上振れリスク>

世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

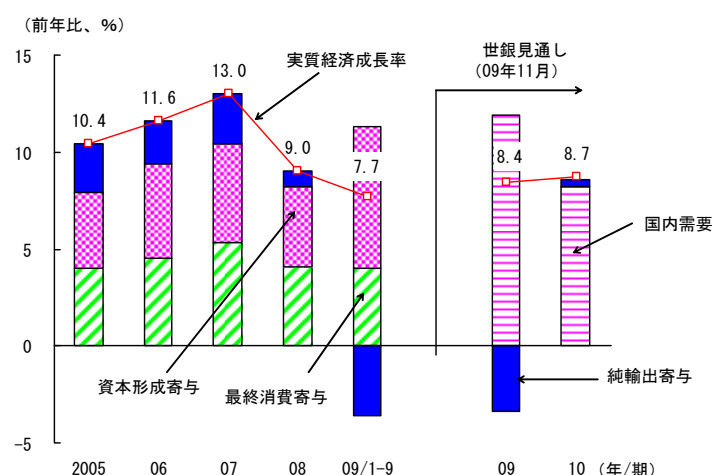
ユーロ圏の域外輸出は、現在、中国等アジア向けを中心に伸びている。今後、景気刺激策の効果や在庫調整の進展等によって主要輸出先であるアメリカ、中・東欧諸国の景気が想定以上に持ち直した場合、輸出から生産、雇用、消費へとその恩恵が波及し、景気の回復ペースは比較的速いものになる可能性がある。

第3節 アジア経済の見通しとリスク

1. アジア経済の見通し—回復傾向が続く

- 2010年の中国経済は、欧米向けを中心に輸出は弱い動きを続けるものの、引き続き内需が堅調に推移すると見込まれることから、回復傾向が続くとみられる。今後、欧米経済の本格的な回復と併せて更に成長率を高めていくことが見込まれる。
- 韓国、台湾、ASEANでは、引き続き中国向けの輸出が堅調に推移するとみられることなどから、回復に向かうと見込まれる。ただし、本格的な回復は欧米経済の回復と歩調を合わせたものになると見込まれる。
- インドでは、09年のモンスーン期における深刻な雨不足による農業生産の減少が個人所得にマイナスの影響を与えるとみられ、回復のスピードは過去の景気拡大局面に比べると緩やかなものになると見込まれる。

第3-3-1図 中国の実質経済成長率と需要項目別寄与度



(備考) 中国国家統計局、世界銀行より作成。

第3-3-2表 アジア各国の実質経済成長率の見通し

	(前年比、%)					
	IMF (09年10月)		ADB (09年9月)		OECD (09年11月)	
	2009年	2010年	2009年	2010年	2009年	2010年
中国	8.5	9.0	8.2	8.9	8.3	10.2
韓国	▲ 1.0	3.6	▲ 2.0	4.0	0.1	4.4
台湾	▲ 4.1	3.7	▲ 4.9	2.4	—	—
シンガポール	▲ 3.3	4.1	▲ 5.0	3.5	—	—
タイ	▲ 3.5	3.7	▲ 3.2	3.0	—	—
マレーシア	▲ 3.6	2.5	▲ 3.1	4.2	—	—
インドネシア	4.0	4.8	4.3	5.4	4.5	5.3
インド	5.4	6.4	6.0	7.0	6.1	7.3

(備考) 1. IMF “World Economic Outlook” (09年10月1日)、ADB “Asian Development Outlook 2009 Update” (09年9月22日)、OECD “Economic Outlook 86” (09年11月19日) より作成。
2. インドのADB及びOECD見通しは、年度(4月～翌年3月)見通し。

2. 経済見通しに係るリスク要因

アジア経済の先行きに関しては、以下の上振れ、下振れの両方のリスクが考えられるが、リスク全体でみると、上方と下方は均衡している。

<下振れリスク>

(i) 先進国の景気後退の長期化に伴う輸出の低迷

欧米では、信用収縮の継続や雇用の悪化等により、景気低迷が続くリスクがあり、この場合、国内市場の小さい韓国、台湾、シンガポール等において本格的な景気回復が遅れるおそれや、中国の成長率についても下振れするおそれがある。

(ii) 中国における資産バブル（ファンダメンタルズからかい離した資産価格の上昇）

中国では、一部地域を中心に不動産価格が大きく上昇している。こうした上昇がファンダメンタルズとかい離した過度なものとなった場合、金融引締め策が採られる可能性もある。その効果が予想以上に強く現れた場合には、内需を冷え込ませ、景気減速につながるおそれがある。さらに、中国の景気減速により、中国向けの輸出の増加が現在の景気の持ち直しの一因となっている韓国、台湾等の景気をも減速させるおそれがある。

(iii) 一部の国・地域における過度な為替の増価

韓国、台湾等では、このところ為替の急速な増価がみられる。特に、韓国では、世界金融危機発生直後からの大幅なウォン安が輸出持ち直しの一因となったと考えられるが、今後も為替の増価傾向が続いた場合、価格競争力に影響を及ぼし、輸出の回復が足踏みするおそれがある。

<上振れリスク>

(i) 世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

世界経済の回復に伴い想定以上に各国の需要が高まる場合には、輸出の回復を早め、景気回復が加速する可能性がある。

(ii) 中国の家計消費の伸びの想定以上の高まり

追加的な消費刺激策や株価上昇等による資産効果により、中国の家計消費の伸びが想定以上に高まる場合には、中国のみならず、中国向け輸出の更なる増加を通じて韓国、台湾等の景気回復のテンポが速まる可能性がある。

第4節 世界経済全体の見通しとリスク

1. 世界経済の見通し—緩やかな回復へ

- アジアでは中国を中心に回復の動きが広がり、先進国の景気も緩やかに持ち直していくことから、2010年の世界経済は緩やかに回復に向かい、徐々に成長率を高めていくと見込まれる。
- ただし、世界のGDPの4分の1を占めるアメリカ経済の回復テンポが緩慢となることが予想されることから、回復のテンポは緩やかなものとなり、10年全体では2%台にとどまると見込まれる。

2. 経済見通しに係るリスク要因

見通しに係るリスクは、以下の上振れ、下振れの両方があるが、リスクは下方に偏っている。

<下振れリスク>

(i) 欧米の信用収縮と实体经济悪化の悪循環

欧米では、金融機関の不良債権処理が遅れており、金融機関の貸出態度は依然として厳しい状況にある。信用収縮の長期化により、景気が低迷し、企業収益や雇用が悪化すれば、企業の経営破たんや家計向け貸出の返済延滞の増加による不良債権が更に増大し、一層の信用収縮をもたらす悪循環になる可能性がある。この場合、欧米の景気回復は大幅に遅れ、世界経済の回復テンポもかなり緩やかになる。

(ii) 雇用情勢の想定以上の深刻化

欧米では、雇用情勢は悪化を続けており、失業率は今後も上昇を続けていく見込みである。今後、想定以上に雇用情勢の悪化がみられる場合には、所得環境の悪化により個人消費を下押しするおそれがある。

(iii) 緊急避難的な財政・金融政策の拙速な転換による景気の腰折れ

世界金融・経済危機の発生後、各国政府・中央銀行が行ってきた、前例のない規模の財政拡大、金融緩和は、各国経済を下支えしてきたが、これらの政策を転換していく過程で、財政再建や金融引締めを開始するタイミングが早すぎたり、速度が速すぎたりした場合には、景気回復を阻害する可能性もある（第2章参照）。

(iv) 急激なドル安、米国債の急落による国際金融市場の混乱

アメリカの財政の持続可能性について市場が疑念を持ち、ドルに対する信認が失われた場合、大量に発行されている米国債の価格急落や、急激なドル安が起こる可能性がある。ドルは基軸通貨であるため、この場合、多くの貿易・資本取引が混乱したり、各国政府・金融機関が保有するドル建資産の価値が急落し、国際金融市場が混乱に陥り、実体経済にも多大な影響を与える可能性がある。

(v) 原油価格の上昇

原油価格は、08年7月の145ドルから、12月には34ドルまで大きく低下した後、2009年10月には80ドル前後まで上昇し、現在（09年11月）に至っている。原油価格が更に上昇を続ける場合は、交易条件の悪化を通じて、原油輸入国（特にアメリカ）の消費を押し下げのおそれがある。

(vi) 新型インフルエンザの感染拡大

感染者数が一時期に急増したり、ウイルスの変異により致死率が上昇する場合には、生産活動や観光など、経済活動に深刻な影響を与えるおそれがある。

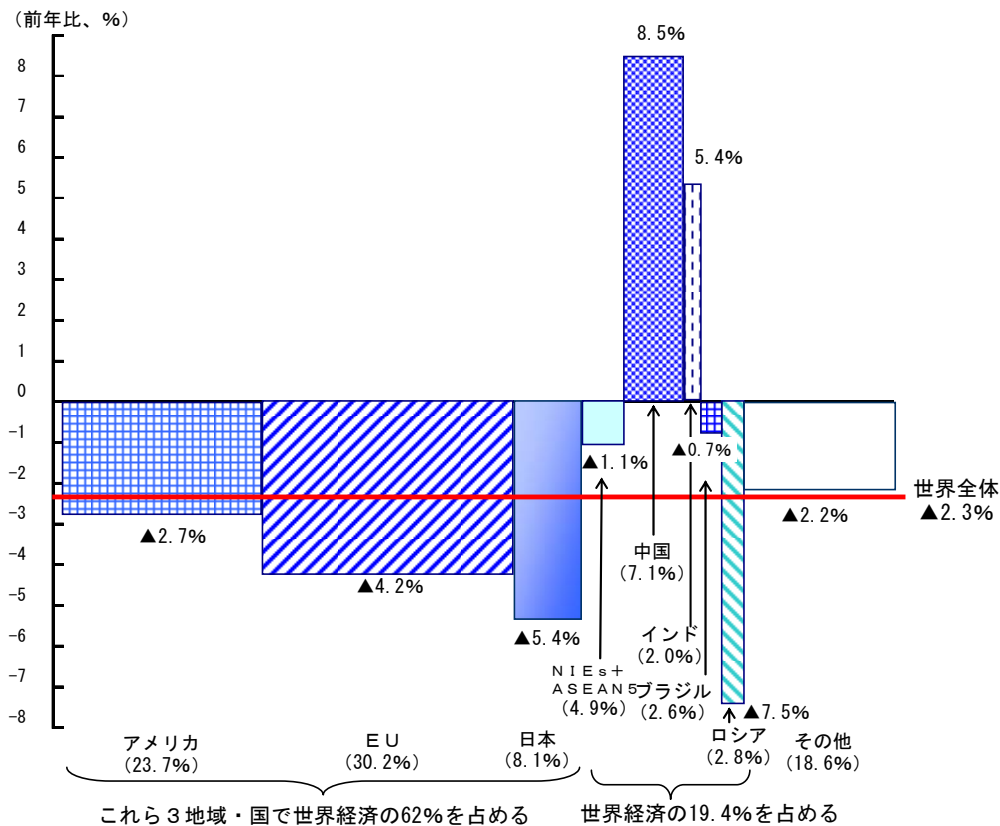
<上振れリスク>

世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

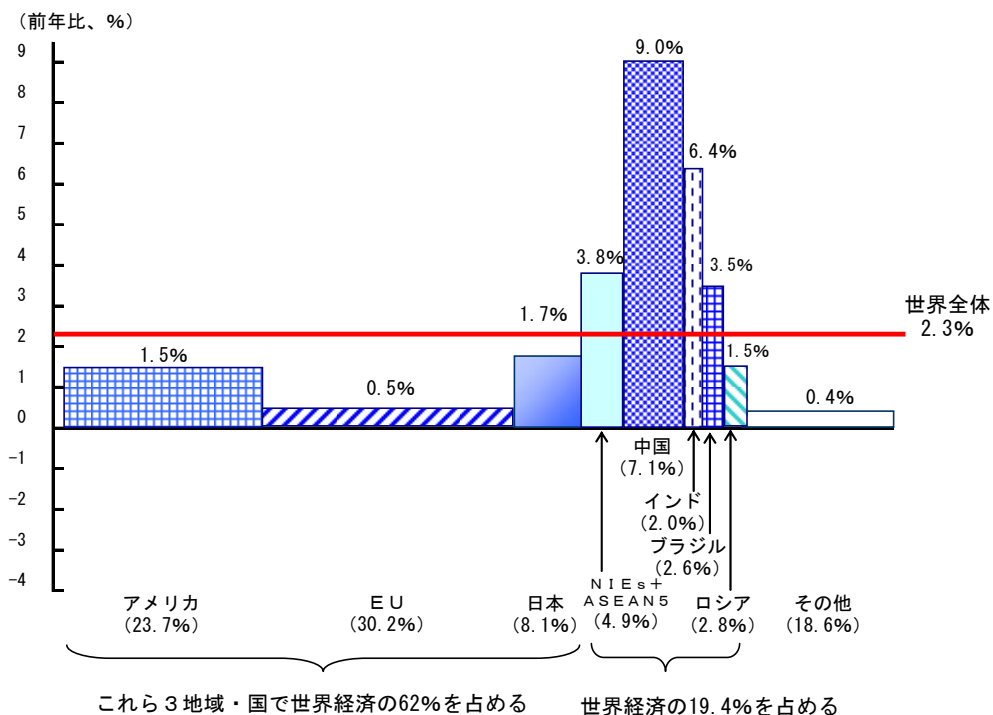
世界経済の回復に伴い想定以上に各国の需要が高まる場合には、輸出の回復を早め、景気回復が加速する可能性がある。

第3-4-1 図 IMFによる各国・地域の実質経済成長率見通しと世界経済へのインパクト

(1) 09年の実質経済成長率の見通し



(2) 10年の実質経済成長率の見通し



- (備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database, October 2009”より作成。
 2. 図の横軸は、各国・地域の世界経済に占める名目GDPシェア（括弧内、08年）を表しており、図の面積が世界経済へのインパクトの大きさと考えることができる。
 3. 世界全体の見通しには、図中の国のほか、中東、アフリカ、南米、ロシアを除くCIS諸国等合計140か国程度が含まれる。
 4. 上記の数値は、市場レートベース。

第3-4-2表 国際機関による主要国・地域別経済見通し

実質経済成長率

<世界経済>

(前年比、%)

国際機関名	2007年 (実績)	08年 (実績)	09年	10年見通し	
			[実績] 見込み	[09年6月]	[09年11月]
IMF (市場レートベース)	3.8	1.8	▲ 2.3	1.0 ↗	2.3
IMF (購買力平価ベース)	5.2	3.0	▲ 1.1	1.9 ↗	3.1
欧州委員会	5.1	3.1	▲ 1.2	1.9 ↗	3.1

<個別国 (3機関平均) >

(前年比、%)

国/地域名	2007年 (実績)	08年 (実績)	09年	10年見通し		
			[実績] 見込み	[09年6月]	[09年11月]	
アメリカ	2.1	0.4	▲ 2.5	0.0 ↗	2.1	
アジア	韓国	5.1	2.3	▲ 0.7	1.7 ↗	3.4
	中国	13.0	9.2	8.5	7.9 ↗	9.6
	ASEAN-5 (備考2、3)	6.3	4.8	0.7	2.3 ↗	4.0
ヨーロッパ	ヨーロッパ4 (備考2、3)	2.3	0.4	▲ 4.2	▲ 0.1 ↗	1.0
	ユーロ圏	2.7	0.6	▲ 4.0	▲ 0.3 ↗	0.6

(備考) 1. 国際機関は、IMF (09年10月1日)、OECD (09年11月19日)、欧州委員会 (09年11月3日)。

2. 「ASEAN-5」は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

「ヨーロッパ4」は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。

3. 個別国の実績、見通しは国際機関 (3機関) の単純平均値による。

「ASEAN-5」はIMFの見通しを使用。

「ヨーロッパ4」は4か国の値を名目GDP (08年実績) でウェイト付けしたもの (各機関のそれぞれの値を単純平均)。

第3-4-3表 民間機関による主要国・地域別経済見通し

実質経済成長率

(前年比、%)

国/地域名	1999~2008年 〔過去10年 実績〕	07年 (実績)	08年 (実績)	09年	10年見通し		
				〔実績 見込み〕	〔09年6月〕	〔09年11月〕	
世界経済 (33か国・地域)	3.6	4.2	2.0	▲ 1.8	2.2 ↗	3.0	
北米・ 中南米	アメリカ	2.6	2.1	0.4	▲ 2.4	1.8 ↗	2.7
	カナダ	2.9	2.5	0.4	▲ 2.4	1.9 ↗	2.3
	メキシコ	2.9	3.3	1.3	▲ 6.9	2.1 ↗	3.2
	ブラジル	3.3	5.7	5.1	0.1	3.1 ↗	4.3
アジア・ 大洋州	北東アジア	8.5	11.0	7.1	5.4	6.6 ↗	7.7
	うち中国	9.8	13.0	9.0	8.2	8.1 ↗	9.1
	ASEAN	5.0	6.3	4.2	▲ 0.0	3.2 ↗	4.4
	インド	7.1	9.3	7.5	6.0	6.7 ↗	7.0
	オーストラリア	3.3	4.2	2.3	0.6	1.6 ↗	2.2
ヨー ロッパ	ヨーロッパ4	1.8	2.3	0.4	▲ 4.2	0.4 ↗	1.3
	ユーロ圏	2.1	2.7	0.6	▲ 3.9	0.5 ↗	1.3
	ロシア	6.9	8.1	5.6	▲ 7.2	1.2 ↗	3.0

- (備考) 1. 各国の実績は各国統計、見通しは民間機関見通し(09年8~11月発表)の平均値による。
民間機関は、ブルーチップ(09、10年52社)、CREDIT SUISSE、Economist Intelligence Unit、JP Morgan、三菱東京UFJ銀行、野村証券、三菱総研、みずほ総研。
2. 「世界経済(33か国・地域)」は、北米・中南米(4か国)+アジア・大洋州(10か国及び台湾)+ヨーロッパ(18か国)。「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16か国(09年1月1日時点)。
3. 「世界経済」の実質経済平均成長率は、33か国・地域(日本を含まない)の実質経済成長率に名目GDP(08年実績)のウェイトを乗じて算出した値の合計値。「北東アジア」、「ASEAN」、「ヨーロッパ4」も同様に算出。
名目GDPのウェイトは、33か国・地域の名目GDP総額に占める各国・地域の割合。
4. 上記の数値は市場レートベース。