

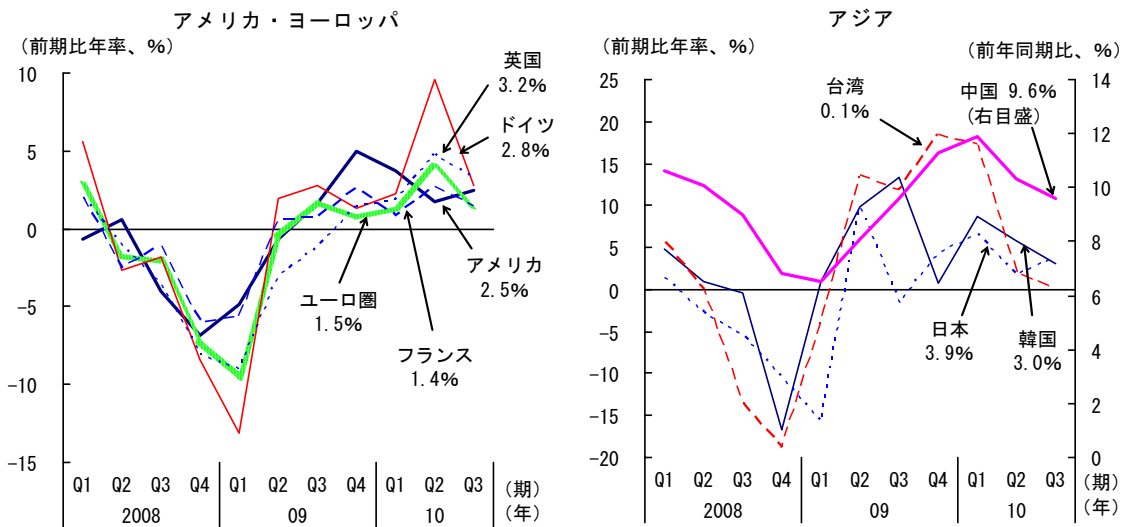
第1章 世界経済の回復の潮目の変化

第1節 世界経済の概観

世界経済の回復のスピードは緩やかに

●世界経済は、景気刺激策の効果もあって、緩やかに回復。しかし、2010年半ば頃から、景気回復のペースはそれまでの勢いをやや失い、さらに緩やかに。

第1-1-1図 主要国の実質経済成長率：総じて伸びは鈍化傾向

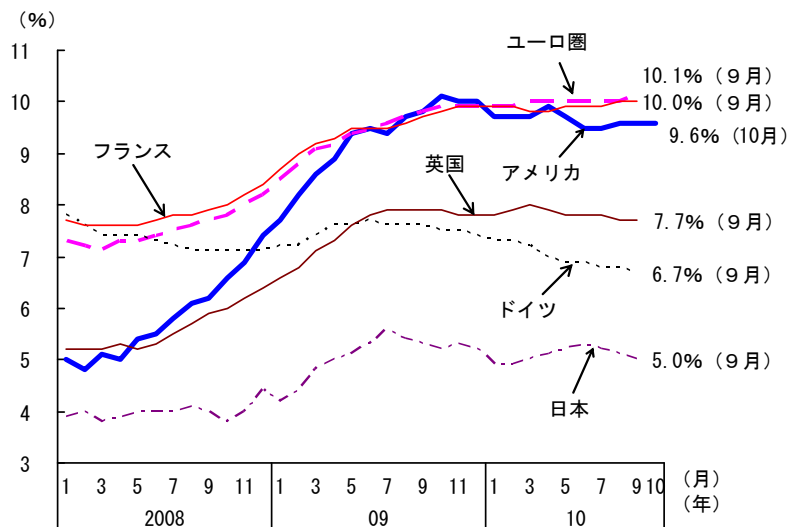


(備考) 1. 各国・地域統計より作成。
2. 中国は前年同期比。数値は10年7～9月期の値。

欧米では失業率は高止まり、信用収縮も継続

●景気回復の動きの一方、欧米では、失業率は10%近傍の高水準での推移が続き、信用収縮も継続するなど、景気の下押し圧力は依然として大きい状態が続いている。

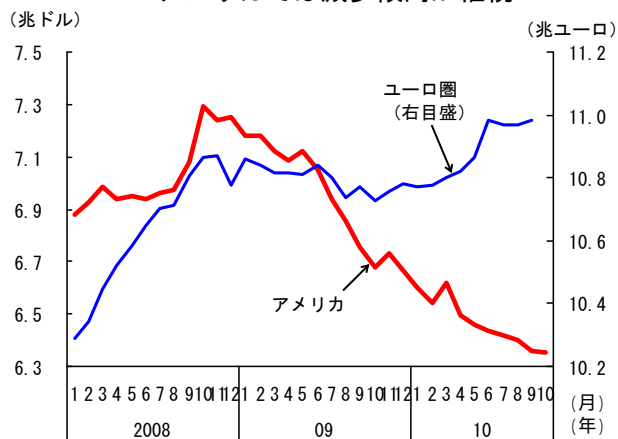
第1-1-2図 主要国の失業率：高水準での推移が続く



(備考) 各国統計、ユーロスタットより作成。

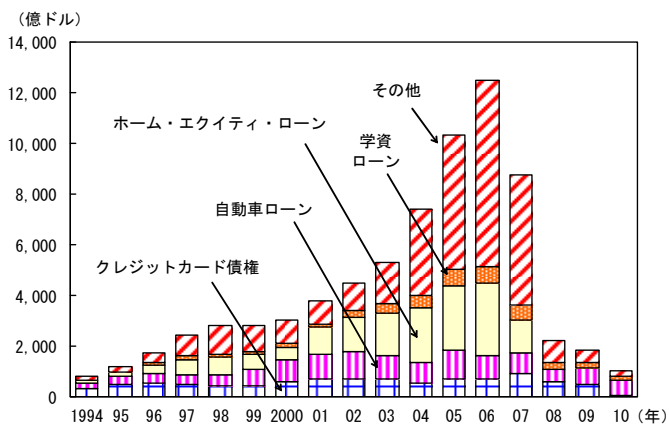
●アメリカでは、銀行貸出は大幅な減少傾向が継続し、証券化商品市場にも回復がみられない。

第1-1-3図 アメリカ・ヨーロッパの銀行貸出残高
：アメリカでは減少傾向が継続



(備考) 1. 連邦準備理事制度理事会 (FRB) 及び欧州中央銀行 (ECB) より作成。
2. アメリカについては、10年4月以降、これまでオフバランスであった一部の資産及び負債がバランスシート上に統合された。10年4月以降の値は、その影響を差し引いた試算値。

第1-1-4図 アメリカのABSの新規発行額
：減少が続く

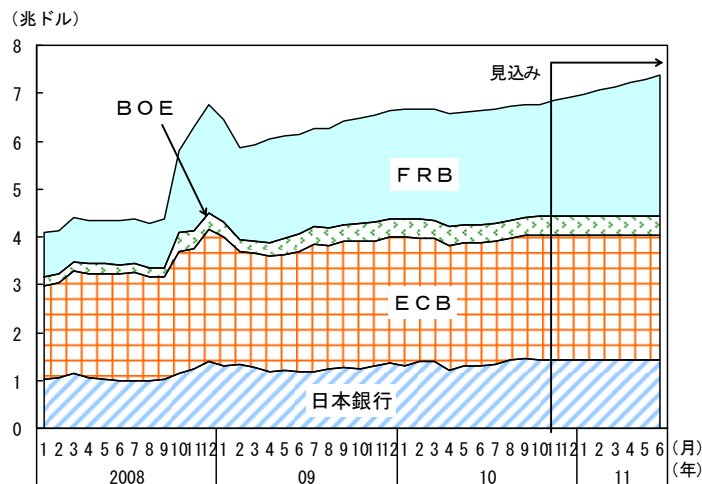


(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. 資産担保証券 (ABS: Asset Backed Securities) とは、貸付債権 (クレジットカード債権や自動車ローン等) や不動産等を証券化し、これらの資産から生じるキャッシュフローを原資として発行される証券を指す。
3. 10年は10月末現在。

先進国の金融緩和による世界的な流動性の拡大とドル安

●08年の世界金融危機発生後、緩和的な金融政策により、先進各国の中央銀行のバランス・シートは急拡大し、主要中央銀行の資産規模の合計額をみると、6.8兆ドルと危機発生前 (08年8月時点) の1.6倍となっている。その結果、市場に大量の資金が供給され、世界的な流動性の拡大が生じている。

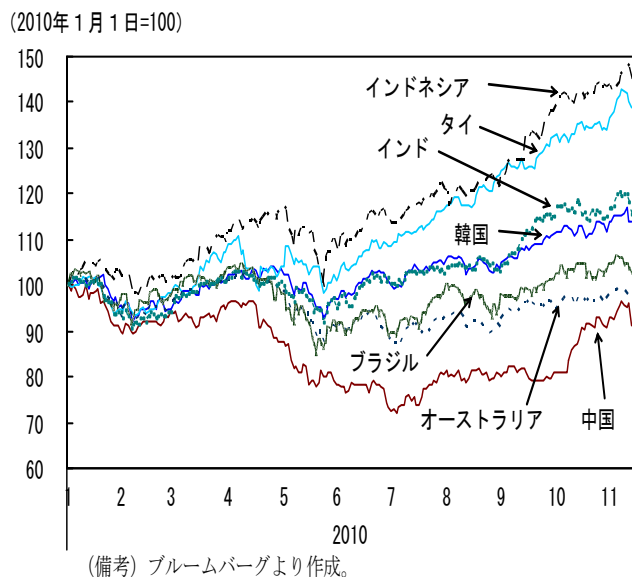
第1-1-5図 主要中央銀行の資産残高：世界金融危機発生後に急拡大



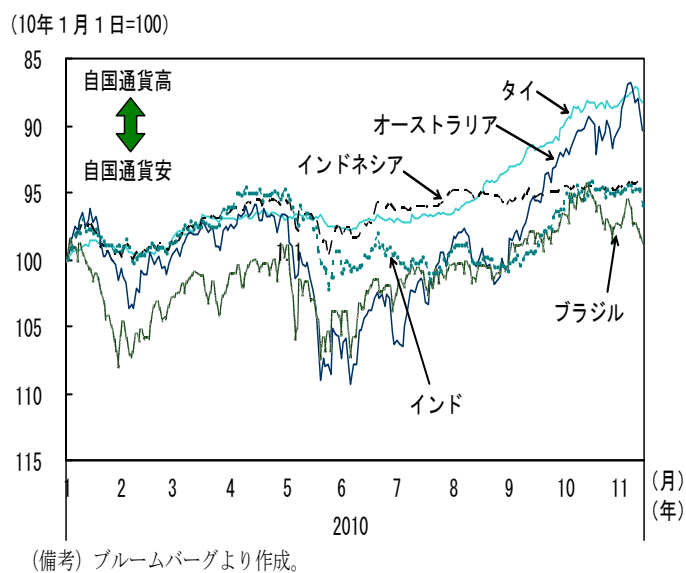
(備考) 連邦準備理事制度理事会 (FRB)、欧州中央銀行 (ECB)、イングランド銀行 (BOE)、日本銀行、ブルームバーグより作成。

●新興国や資源国の金融市場への資金流入が増加し、資産価格の上昇がみられ、過熱への懸念もみられる。また、一部の国・地域では、短期的な資金の流入抑制策や不動産関連規制の強化等の動きが相次いでいる。

第1-1-6図 新興国・資源国の株価動向



第1-1-7図 新興国・資源国の為替動向



第1-1-8表 最近のアジアの資本規制、不動産関連規制の強化等

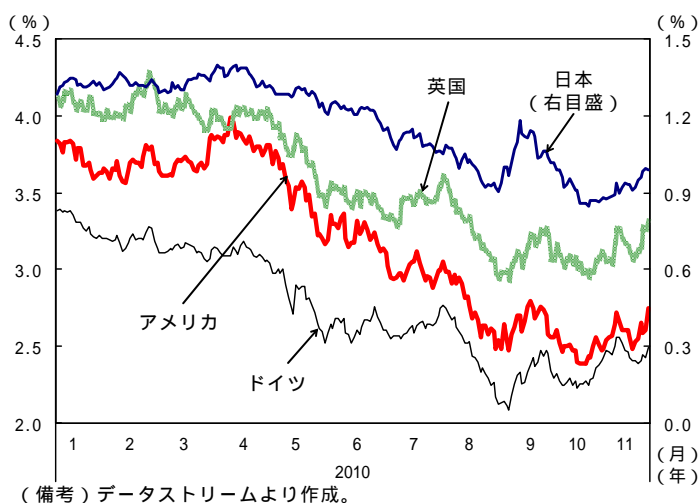
【資本規制等】	
中国	・外債建て短期債務の規制強化 ・外資系企業の中国株投資の監視強化等 (11月9日発表)
韓国	・銀行の為替デリバティブポジションの上限を設定 (※銀行のポジション調整は2年間の猶予期間を設定) ・外債借入れの用途規制強化等 (6月13日発表)
台湾	外国人投資家保有資産のうち、公債及び短期金融商品への投資額を30%以内に制限 (11月9日発表)
タイ	・国内の個人・法人による外貨預金の上限額緩和等 (9月23日発表) ・外国人投資家による国債投資に関する課税免除を解除等 (10月12日発表)
【不動産関連規制】	
中国	・1軒目の住宅購入時の頭金比率を30%以上に設定等 (4月17日発表) ・3軒目以上の住宅購入のための貸付けを一時停止等 (9月29日発表)
インド	住宅購入時のローン比率の上限を80%以内に制限等 (11月2日発表)
シンガポール	2軒目の住宅購入時のローン比率の上限を80%から70%に引下げ等 (8月30日発表)
マレーシア	3軒目の住宅購入時のローン比率の上限を70%以内に制限 (11月3日発表)

世界的な財政赤字の拡大

世界金融危機発生後、景気後退による税収減に加え、大規模な財政刺激策が実施されたため、各国では財政赤字が大きく拡大し、国債発行も急増。

世界的な流動性拡大の流れの中で、国債利回りは一部の国々を除いて低下しており、現在のところ財政赤字はファイナンスされているが、中長期的には、財政の持続可能性確保が重要な課題。

第1-1-10図 主要国の長期金利の推移：低下傾向

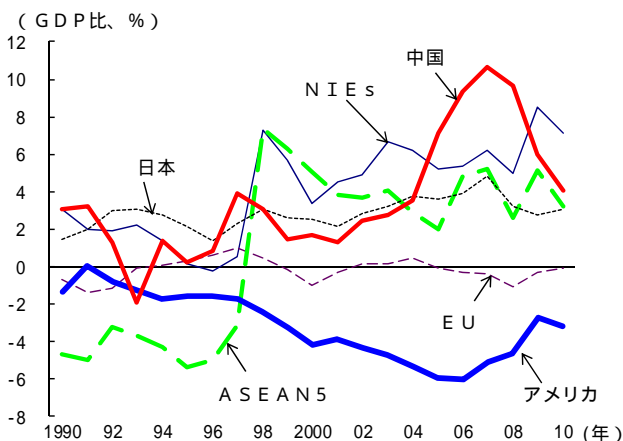


マクロ経済政策に関する国際協調が必要

世界経済の回復ペースが緩慢となる中、為替政策に加え、財政、金融面ともに国際的な政策協調の重要性が一層増している。

最近では、過度な経常収支の不均衡も含めたマクロ経済の不均衡を是正するための監視の仕組みの確立に向けた動きがみられ、不均衡の是正のためには、マクロ経済政策協調、各国における構造改革への取組が不可欠であることが共通認識に。

第1-1-11図 世界各国・地域の経常収支（GDP比）の推移



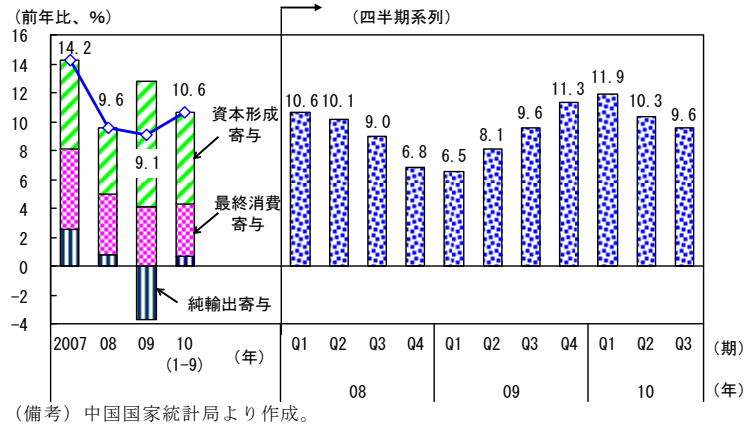
第2節 アジア経済

中国経済の動向

(1) 景気の現状

- 中国経済は、内需を中心に拡大しているが、拡大テンポはやや緩やかになっている。その要因としては、(1)景気刺激策の効果により急拡大してきた内需の伸びの一服、(2)10年に入ってからの政府の政策スタンスの変化による影響等が挙げられる。

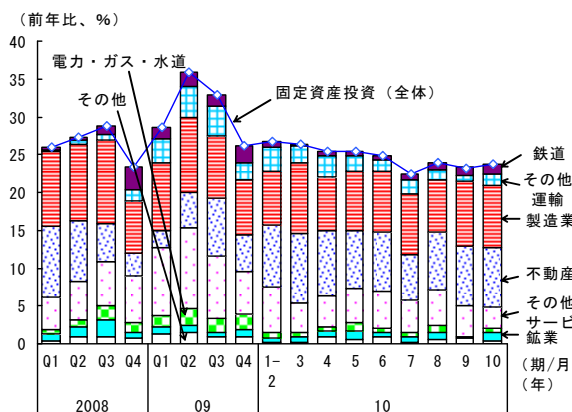
第1-2-1図 実質経済成長率（内外需寄与度）：10年1～3月期をピークに伸びが鈍化



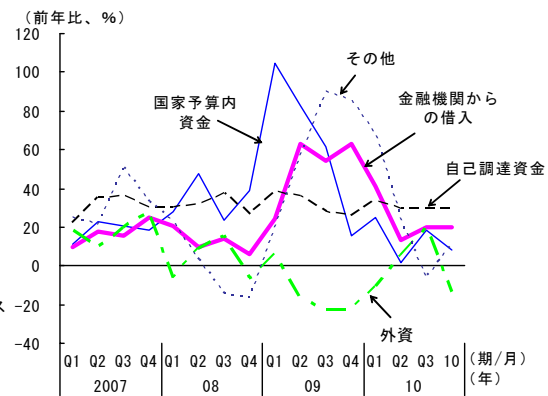
- 固定資産投資は、4兆元の対策が2年目に入り、公的投資による伸びの押し上げ効果が一巡したことや、銀行貸出総量の抑制等の政策方針の影響の一方で、不動産開発投資の伸びの高まりもあって、09年と比べて伸びは鈍化したものの、依然として高い伸びが続いている。投資の資金調達源をみると、「国家予算内資金」や「金融機関からの借入れ」に加え、「その他」による資金調達（企業や金融機関による債券発行等）について、09年中に急増した後、伸びが低下傾向となっている。これは、地方融資プラットフォームによる借入れや債券発行を通じた資金調達が急拡大した後、10年半ばからそれに対する管理強化の方針が採られたことも関連していると考えられる。

第1-2-2図 固定資産投資（都市部）の動向：10年はやや伸びが緩やかに

(1) 固定資産投資（産業別寄与度）

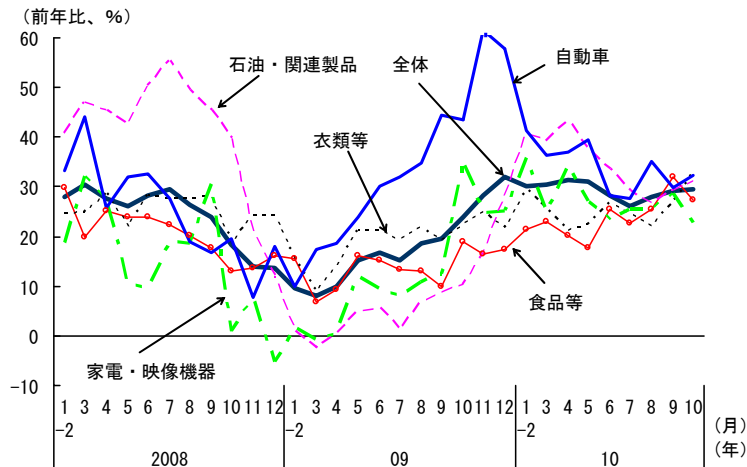


(2) 固定資産投資の資金調達源



●消費は、堅調な増加が続いている。消費刺激策の効果もあり、自動車販売の高い伸びが消費の伸びをけん引。家電についても、09年秋頃から伸びが高まり、堅調な増加が継続。

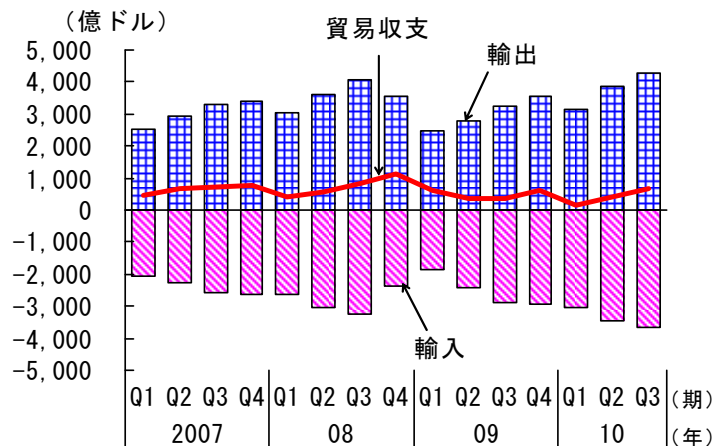
第1-2-4図 小売販売額(品目別内訳)：自動車の伸びが回復をけん引



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
 2. 一定規模以上企業(年間売上高500万元以上)を対象。
 3. 春節の影響を除くため、1～2月は各月の伸び率を平均。
 4. 09年におけるシェアは、自動車27%、石油製品18%、食品等13%、衣類等11%、家電・映像機器7%。

●輸出入はともに堅調に推移。輸出入金額をみると、世界金融危機発生前の水準に回復。また、輸出に比べて輸入の回復がより顕著となっている。輸入の内訳について数量ベースで見ると、10年初から半ば頃にかけて、自動車(部品含む)や一次産品、素材関連製品の輸入の伸びが大きく高まっている。消費刺激策やインフラ投資を中心とする4兆元の対策の実施により、中国の内需向けの輸入が増加し、輸入全体を押し上げたものとみられる。

第1-2-6図 輸出入金額と貿易収支：輸出入ともに世界金融危機発生前の水準に回復

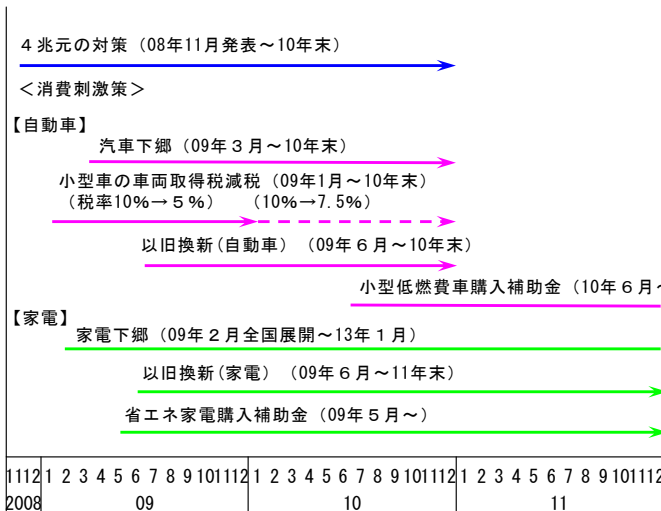


(備考) 1. 中国海関総署より作成。
 2. 数値は原数値。

(2) 中国政府の政策スタンスの変化

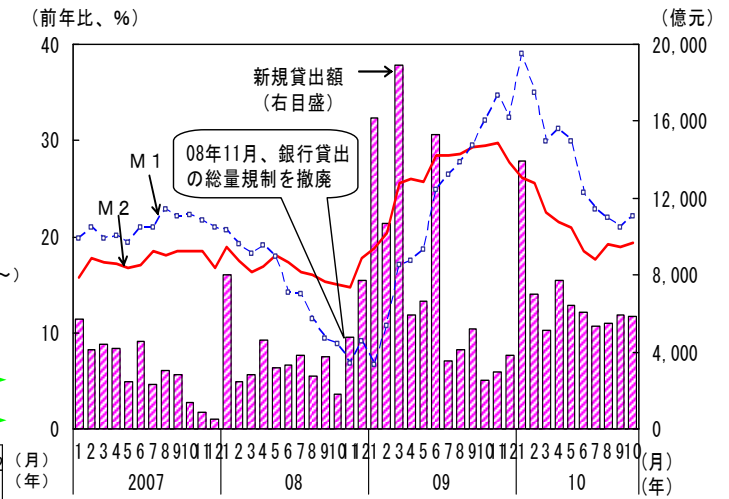
- 中国政府が08年11月から打ち出した大規模な財政刺激策や金融緩和策は、世界金融危機の影響による外需の落ち込みをカバーし、中国のいち早い景気回復の原動力となった。しかし、景気の過熱感を生み、副作用を伴うこととなった。

第1-2-13表 景気刺激策の一覧



(備考) 中国政府発表資料等より作成。

第1-2-14図 新規貸出、マネーサプライ



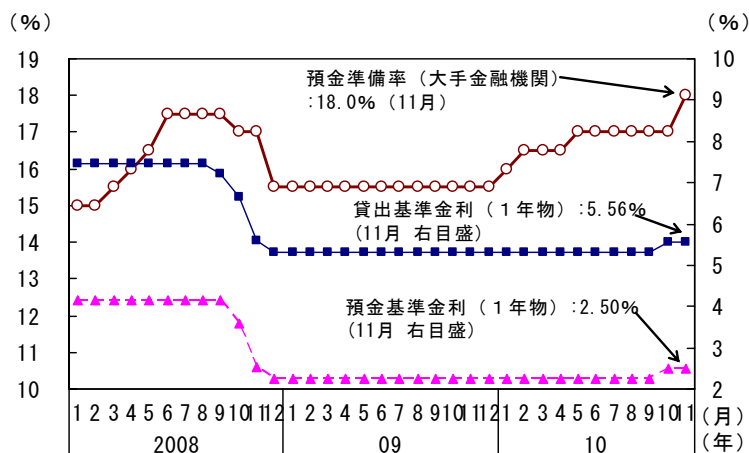
(備考) 中国人民銀行より作成。

- 10年に入り、中国政府は、景気過熱の抑制、副作用の解消、経済構造調整を重視する動きを明確に打ち出している。また、秋頃からは、消費者物価上昇率の高まりや不動産価格の再上昇がみられることもあり、中国政府は更に政策を強化。

(i) 金融政策の調整

- 中国人民銀行は、10年1月から数次にわたり預金準備率を0.5%ポイントずつ引上げ。10月には、政策金利の引上げも実施。

第1-2-16図 預金準備率と基準金利：10年から引締め方向へ



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。

2. 08年7月以前は大手金融機関の預金準備率が公表されていないため、全体の預金準備率としている。

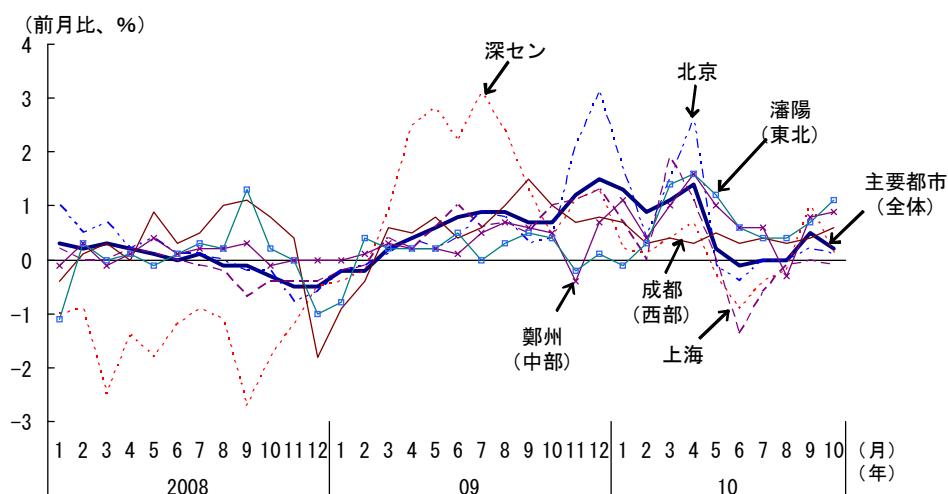
(ii) 金融規制・監督の強化

- 国務院は、地方政府に対し地方融資プラットフォームの投資プロジェクトごとに公益性の有無や収益性等に応じた管理強化を指示。銀行業監督管理委員会（銀監会）によると、10年6月末の地方融資プラットフォームへの銀行貸出残高は、7.66兆元と全体の約17%となった。そのうち、23%に当たる1.76兆元は返済に重大なリスクがあるとしている。地方融資プラットフォームへの貸出が多いとされる中小銀行の10年9月末の不良債権比率は2.2%と低い水準であるが、全商業銀行の1.2%より高い。
- 銀監会は、10年6月にストレステストを実施。不動産価格が30%下落するというシナリオの下で、銀行の不良債権比率が09年末比で2.2%ポイント上昇し、税引前利益が20%減というそれほど深刻ではない結果となった。また、銀監会は、銀行と信託会社に対して貸出債権の新規証券化の停止や11年末までのオンバランス化を指示。

(iii) 不動産価格の抑制

- 不動産価格は、10年4月に不動産購入向け貸出抑制策が打ち出されて以来、6月頃まで沿海部を中心とした一部都市では若干の落ち着きがみられてきた。しかし、夏頃から再び価格の伸びが上昇。
- こうした状況を受けて、中国政府は9月に、貸出抑制策を含む更なる不動産価格抑制策を打ち出した。翌10月の不動産価格は、沿海部を中心とした一部都市では伸びが低下したものの依然として高い水準。当面は、引き続き不動産市場が過熱するリスクと、政策効果が予想以上に現れた場合の価格急落のリスクが並存。

第1-2-19図 主要都市建物販売価格（前月比）：10年9月以降再び上昇

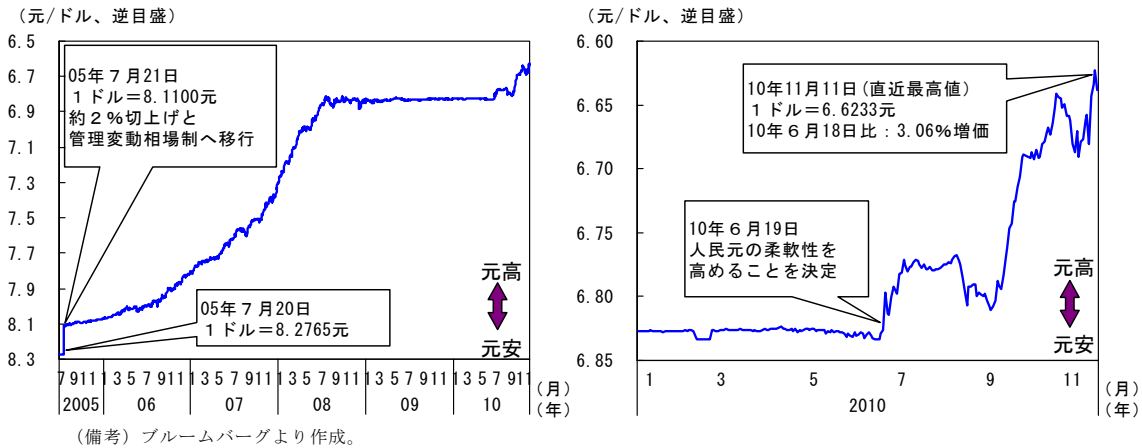


(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 中・西部、東北地域はGRP（域内総生産）の高い省の省都を抽出。
東部：上海、北京、深セン（広東省）
中部：鄭州（河南省）

(iv) 人民元の為替レートの柔軟化

- ▶ 中国人民銀行は10年6月19日に、08年7月から事実上のドル・ペッグとなっていた人民元の為替レートの柔軟性を高めることを決定。また、これに相前後して、人民元に係る規制緩和を次々に発表。人民元の国際化の布石に。

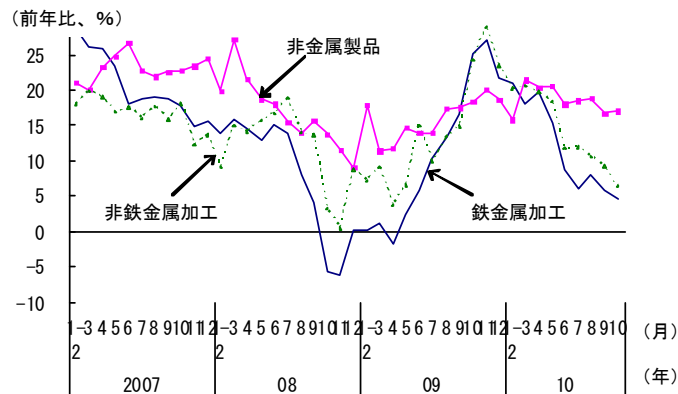
第1-2-22図 人民元の対ドル名目為替レート：10年6月19日から増価傾向



(v) 過剰あるいは旧式の生産設備淘汰の加速

- ▶ 中国政府は、従来からエネルギー消費の多い業種等について、過剰あるいは旧式の生産設備淘汰を推進してきたが、10年に入り、それを更に加速。
- ▶ 背景には、(1) 産業構造転換及び持続可能な経済成長モデルの確立という長期的要因と、(2) 景気刺激策の副作用解消及び第11次5か年計画におけるエネルギー使用量削減目標達成という短期的要因が存在。特に、後者の要因から、当面は生産の伸びの低下が続くとみられる。

第1-2-24図 過剰あるいは旧式の生産設備をもつ業種の生産額の推移（付加価値額ベース）：減少傾向

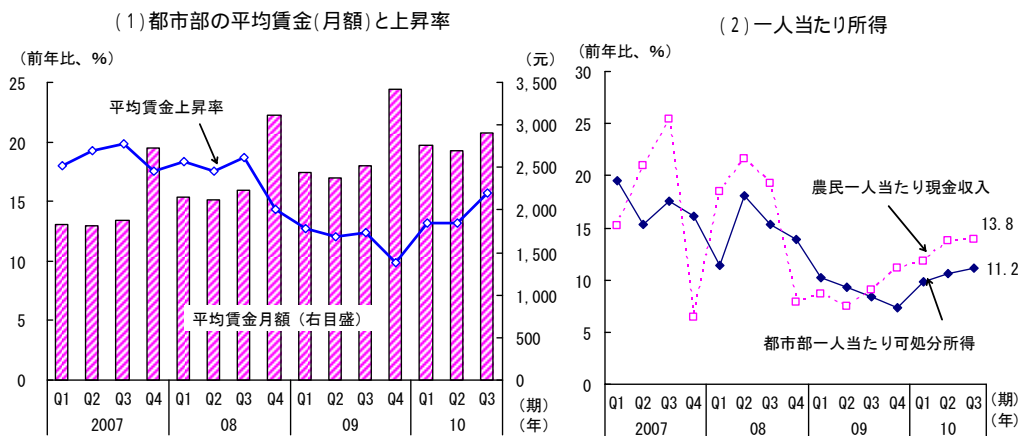


- (備考) 1. 中国国家統計局より作成。
 2. 「更に強力な取組により第11次5か年計画の省エネ排出削減目標を
 実現させる通知」において挙げられた業種のうち、生産総額の大きい
 ものを抽出。
 3. グラフ上の分類は、それぞれ以下の具体的業種を含む。
 非金属製品：セメント、板ガラス等
 鉄金属加工：製鋼、製鉄等
 非鉄金属加工：銅精錬、亜鉛精錬等

(3) 景気の先行き

- 内需は、11年以降、景気刺激策の効果のはく落といった鈍化要因もあるものの、消費、投資ともに、基調としては今後も堅調な推移が見込まれる。
- 消費は、平均賃金の伸びの上昇等所得環境の改善や、消費振興という中長期的な政策の方向性に支えられ、今後も堅調な推移が期待される。
- 投資は、4兆元の対策の終了に伴い、公的投資による押し上げ効果ははく落するものの、民間投資の堅調な推移が見込まれる。また、民間投資奨励策、省エネ等の戦略的新興産業育成策といった新たな政策の効果も期待される。

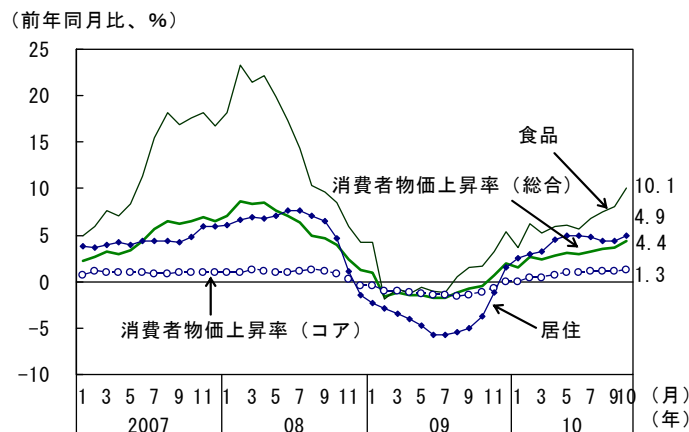
第1-2-28図 平均賃金・可処分所得：家計所得は改善傾向



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. 平均賃金は、国有企業、集団所有制企業、株式会社、外資系企業等の都市就業者一人当たりの賃金(郷鎮企業、私営企業、自営業等の就業者は含まれない)。

- 消費者物価は、上昇基調が続いている。主因としては、前年の反動に加え、食品や居住の項目の上昇が挙げられるが、コア消費者物価上昇率も緩やかに上昇。先行きについては、上昇圧力に警戒を要する。上昇圧力としては、先進国の緩和的な金融政策の継続を背景とした国際商品市場への資金流入による国際資源価格の上昇、09年のマネーサプライの急増がタイムラグを持って波及すること、賃金上昇圧力の高まりの継続が考えられる。

第1-2-31図 消費者物価上昇率：上昇基調



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
2. コア消費者物価は、食品とエネルギーを除く。