

第1章

世界経済の回復の潮目の変化

第1章 世界経済の回復の潮目の変化

世界経済は、失業率が高水準であるなど引き続き深刻な状況にあるが、景気刺激策の効果もあって、緩やかに回復している。しかしながら、2010年半ば頃から、世界経済の景気回復のペースはそれまでの勢いをやや失い、更に緩やかなものになりつつある。他方、08年9月のリーマン・ブラザーズ破たんを契機とする世界金融危機発生後、先進国で実施された大規模な金融緩和により、世界的に流動性が拡大し、さらに、緩慢な景気回復を背景にアメリカで追加的な金融緩和が実施される中、新興国に大量の資金流入が生じている。

本章では、世界経済の現状について概観した後、アジア、アメリカ、ヨーロッパについて地域ごとに現状及び今後を見通していく上で重要なポイントをみていく。

第1節 世界経済の概観

1. 世界経済の回復のスピードは緩やかに

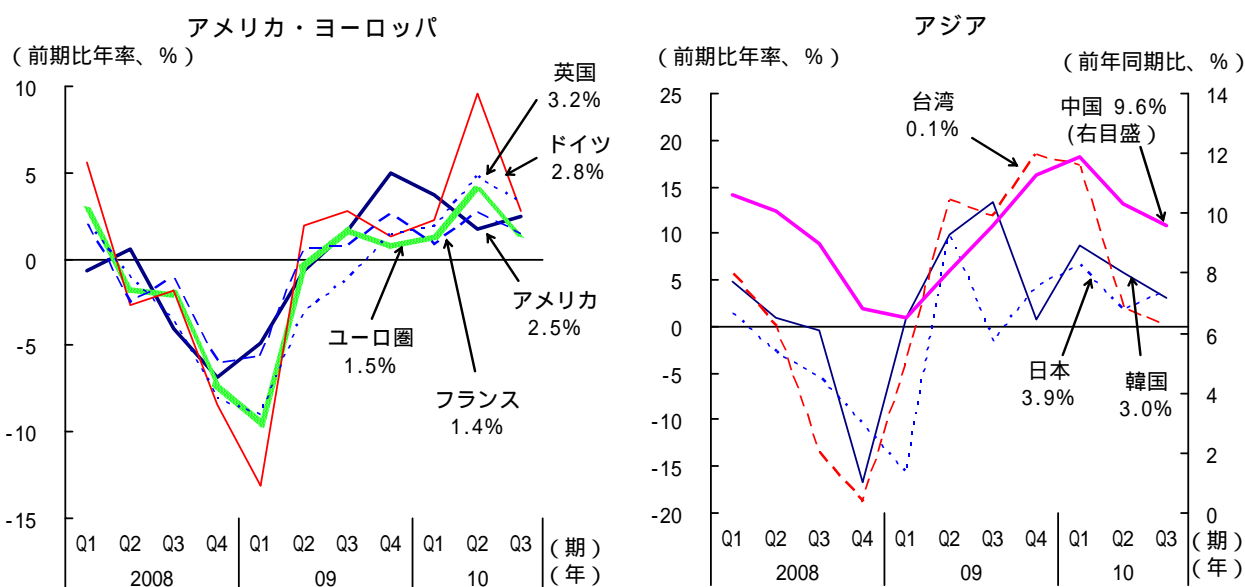
世界経済は、09年春から半ばを底に回復局面入りし、緩やかに回復している。地域により回復ペースには差があるものの、10年春先までは、(1)各国の財政刺激策の効果、(2)急速な在庫積上げの動きによる生産活動の活発化等を背景として、それぞれ回復ペースを強めていた。しかしながら、10年5月にギリシャ財政危機がピークに達し、ヨーロッパを中心に、金融資本市場に大きな動揺をもたらした。その後市場は安定化に向かったものの、欧米を中心にマインドに影響を与えることとなった。

欧米では、世界金融危機発生後の信用収縮で回復基調が弱い中、在庫積上げの動きの一巡や財政刺激策の効果のはく落に加え、こうしたマインドの弱さの影響もあいまって、10年春から夏にかけて、景気回復のペースは緩やかになっている。実質経済成長率をみると、アメリカでは、09年7～9月期以降プラスで推移しているが、09年10～12月をピークに伸びは低下傾向にあり、前期比年率で10年4～6月期1.7%、7～9月期は2.5%となっている(第1-1-1図)。回復のペースは、高水準の失業率や信用収縮の継続の影響もあって、過去の回復局面と比べると緩やかなものとなっている。ヨーロッパでは、実質経済成長率は10年4～6月期まで高まったものの、7～9月期には低下した。また、国によりばらつきも大きく、今後もヨーロッパ全体の景気の持ち

直しのテンポは緩やかなものとなる見込みである。なお、10年7～9月期の実質GDP額の水準を世界金融危機発生前の08年7～9月期と比較してみると、アメリカでは初めて危機前の水準をわずかに超えたが、ユーロ圏や英国では、依然として危機前の水準を下回っている。

また、アジアでも、10年半ば以降、中国では景気拡大のテンポはやや緩やかになっており、これに伴い、主に中国向けの輸出にけん引されて景気回復を強めてきた韓国・台湾・ASEAN地域についても回復テンポはやや鈍化している。

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。

2. 欧米では失業率は高止まり、信用収縮も継続

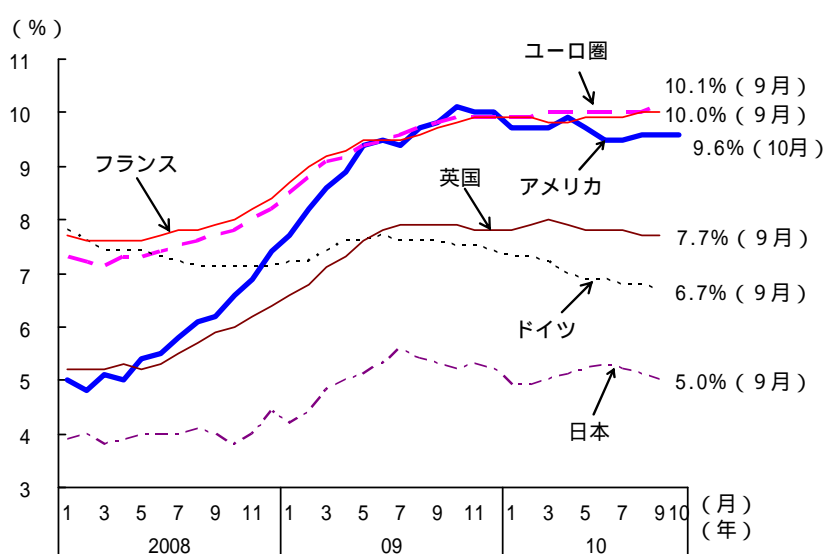
欧米では、こうした景気回復の動きの一方で、失業率の高止まりや信用収縮の継続等、世界金融危機発生後に生じた景気の下押し圧力は依然として大きい状態が続いている。

アメリカでは、雇用者数は緩やかに増加しているが、失業率は10%近い高水準が続いている（第1-1-2図）。ヨーロッパでは、失業率は、ドイツや英国では低下するなど国により状況に差がみられるものの、ユーロ圏全体で見ると10%近傍で高止まっている。

また、アメリカでは、間接金融を中心に信用収縮が続いており、銀行貸出残高をみ

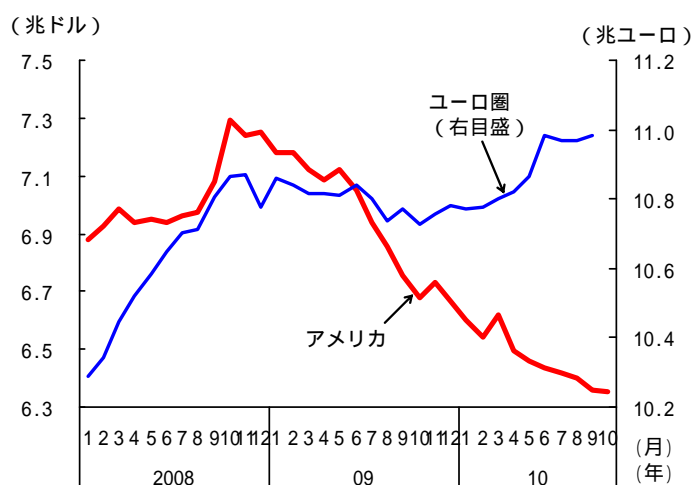
ると、08年末以降からの貸出残高の大幅な減少傾向が依然として続いている(第1-1-3図)。また、証券化商品市場についても、回復がみられない(第1-1-4図)。アメリカの家計は、2000年代に入り、住宅価格の上昇を背景とした借入れの増加等により消費を拡大してきたが、世界金融危機発生後は、債務を削減しバランスシート調整を進める動きが進展しており、消費の下押し圧力となっている。ヨーロッパにおいても、特に、スペインやアイルランド等住宅バブルの崩壊を経験した国において、家計や企業のバランスシート調整による景気の下押し圧力が深刻なものとなっている。

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。

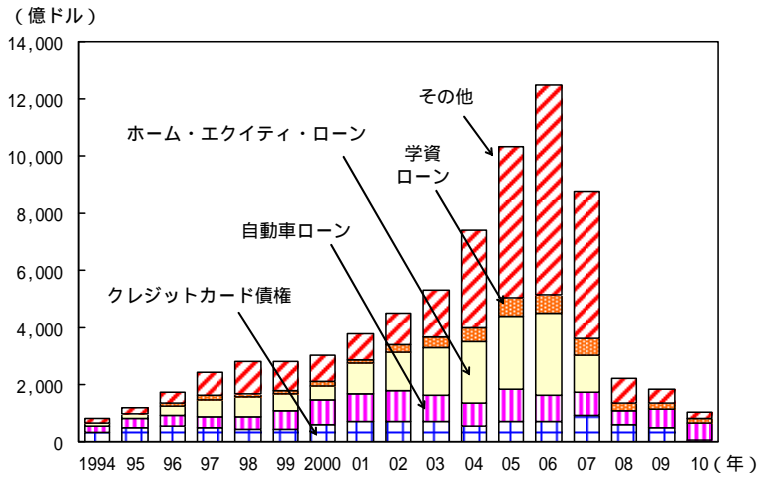
第1-1-3図 アメリカ・ヨーロッパの銀行貸出残高：アメリカでは減少傾向が継続



(備考) 1. 連邦準備理事制度理事会 (F R B) 及び欧州中央銀行 (E C B) 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 アメリカの資産担保証券（ABS）の新規発行額：減少が続く

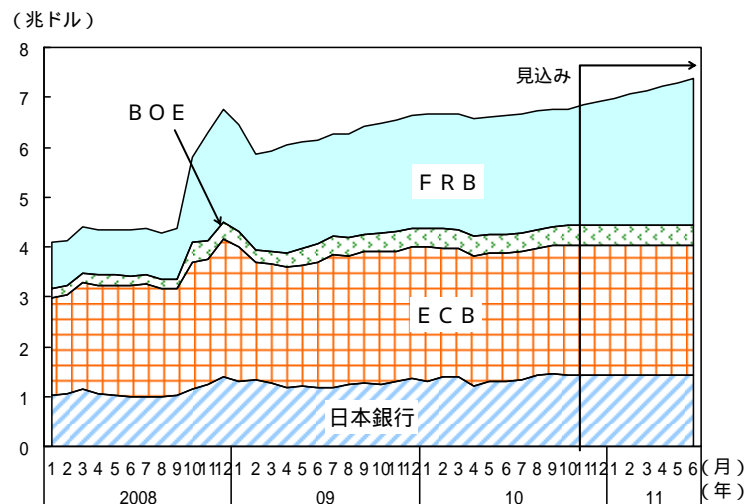


(備考) 1. ブルームバーグより作成。
 2. 資産担保証券（ABS：Asset Backed Securities）とは、貸付債権（クレジットカード債権や自動車ローン等）や不動産等を証券化し、これらの資産から生じるキャッシュフローを原資として発行される証券を指す。
 3. 10年は10月末現在。

3. 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、市場の流動性や安定性を確保するため、先進国を中心に、中長期国債やよりリスクの高い資産の買取り等、いわゆる非伝統的な金融政策や流動性供給策が大規模に実施されてきた。その結果、中央銀行のバランスシートの規模は急拡大し、主要な中央銀行の資産規模の合計額をみると、世界金融危機発生前(08年8月時点)の4.3兆ドルから10年10月末時点では6.8兆ドルと、1.6倍になっている(第1-1-5図)。さらに、緩慢な景気回復を背景に、アメリカでは、10年11月に追加金融緩和が実施され、11年前半にかけて中央銀行のバランスシートの規模拡大が続く見込みである。

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

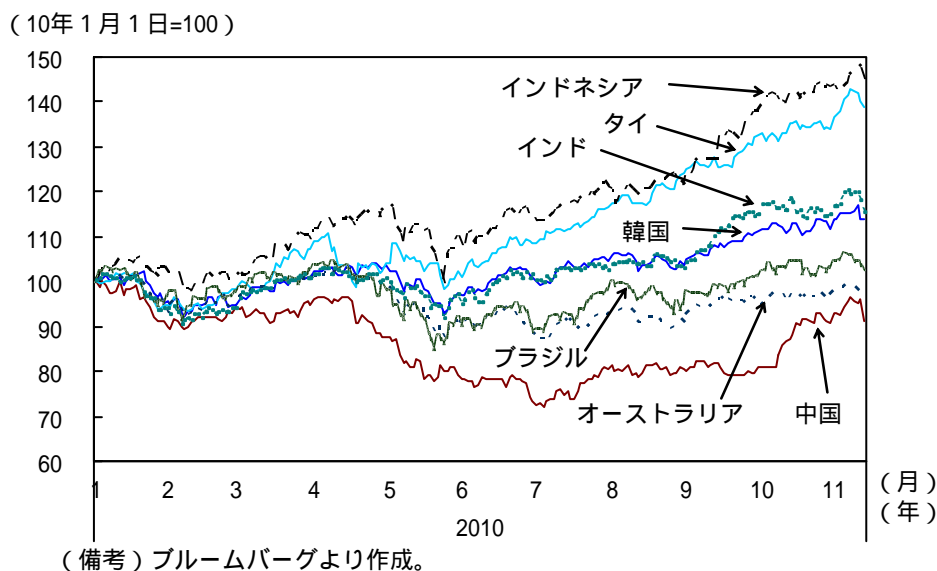


(備考) 連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（BOE）、日本銀行、ブルームバーグより作成。

こうした先進国における緩和的な金融政策は、市場に大量の資金を供給し、世界的な流動性の拡大をもたらしている。そして、先進国と比較して成長見通しが良好であり、また、既に金融政策を引締め方向に転じ、相対的に高金利であることなどを背景に、新興国や資源国の金融市場への資金流入が増加しており、一部で過熱感もみられる状況となっている。新興国や資源国の株価をみると、インドネシアでは史上最高値を更新し、10年10月末現在で年初来40%超、タイでも年初来30%超の上昇等となっている（第1-1-6図）。不動産価格も、インド、シンガポール、台湾等で上昇がみられ、一部でバブルの懸念もみられる。また、為替についても、タイやオーストラリアにおいて年初来10%前後の大幅な増価がみられる（第1-1-7図）。急激な資金流入は、資産価格の上昇や通貨高による輸出への影響への懸念をもたらすとともに、その多くは短期資金であるため、将来、急速な流出が起きた場合には、金融システムの安定性を脅かす可能性もある。こうしたことから、新興国では警戒感を強めており、韓国やタイ等一部の国・地域において、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1-1-8表）。

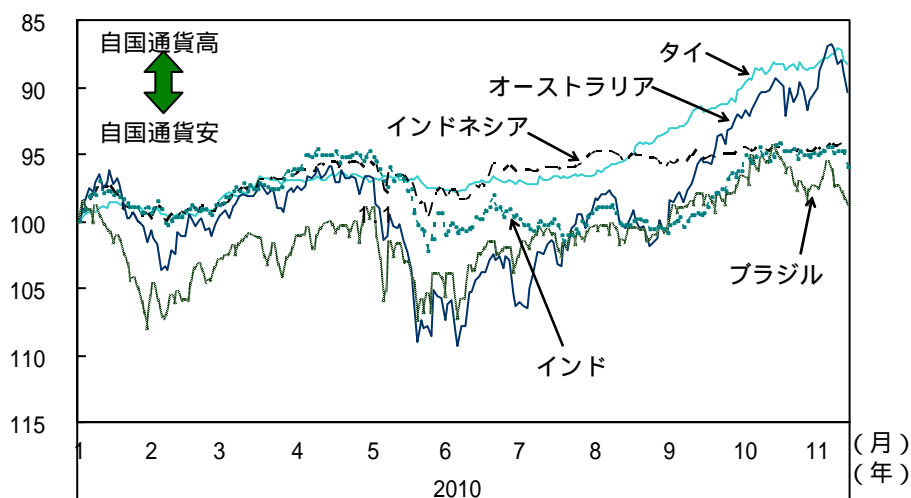
また、金価格についても、金融緩和を背景としたドル安の動きの中で、上昇傾向を一段と強めており、10年11月には史上最高値を更新している（第1-1-9図）。

第1-1-6図 新興国・資源国の株価動向：大幅な上昇傾向



第1-1-7図 新興国・資源国の為替動向：大幅な増価傾向

(10年1月1日=100)

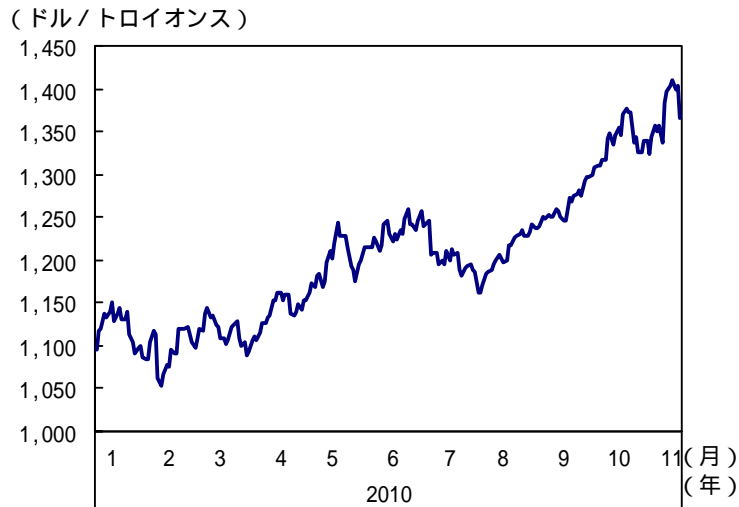


(備考) ブルームバーグより作成。

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	・外貨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) ・外貨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)

第1-1-9図 金価格の動向：大幅な上昇傾向

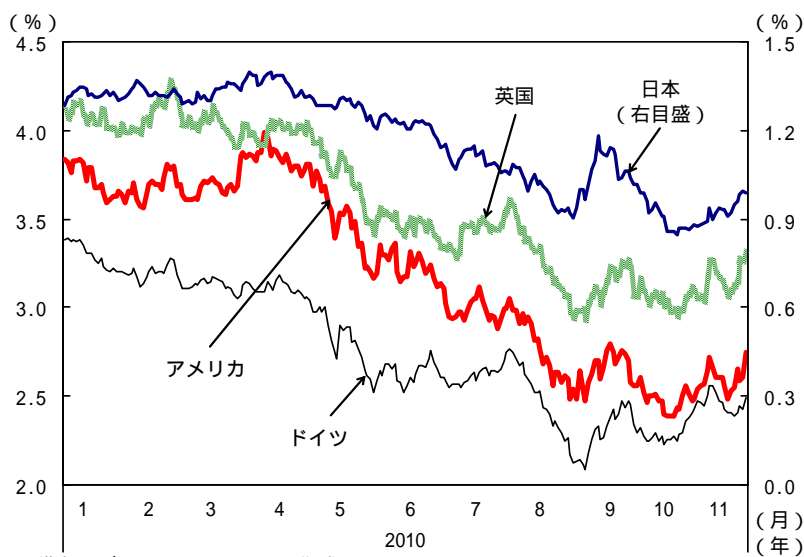


(備考) ブルームバーグより作成。

4 . 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、各国とも財政赤字が大きく拡大し、国債発行も急増している。世界的な流動性の拡大の流れの中で、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(第1-1-10図)。しかし、中長期的には、財政の持続可能性に懸念が生じた場合、実体経済や金融面で様々なマイナスの影響を及ぼす可能性があることから、持続可能性確保が重要な課題となっている(詳細は第2章参照)。

第1-1-10図 主要国の長期金利の推移：低下傾向



5. マクロ経済政策に関する国際協調が必要

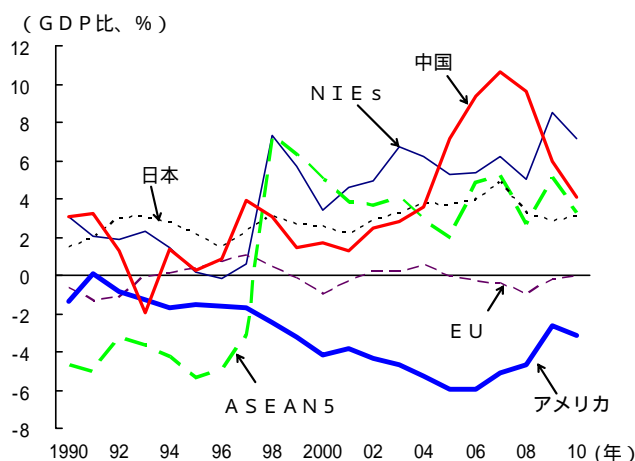
世界経済の回復ペースが緩慢となる中、為替政策に加え、財政、金融面ともに国際的な政策協調の重要性が一層増している。

最近の具体的な動きとしては、10年11月に開催されたG20ソウル・サミットでは、協調の継続の重要性について改めて確認され、首脳宣言において、「非協調的な政策を採ることは、すべての国にとって悪い結果を導くのみである」と言及されている。また、G20として包括的、協力的かつ国ごとの政策行動からなる「ソウル・アクションプラン」が発表され、通貨面については、「通貨の競争的な切下げを回避」することや「自国通貨が準備通貨となっている国々を含む先進国は、為替レートの過度な変動や無秩序な動きを監視」することなどが盛り込まれた。

また、G20では、「強固で持続可能かつ均衡ある成長のための枠組み」を立ち上げ、国レベルでの相互評価プロセス（MAP：Mutual Assessment Process）を実施しているが、さらに、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る（第1-1-11図）。ソウル・サミットにおいては、MAPを強化し、継続した大規模な不均衡を判定する上での様々な指標から構成される複数の参考となるガイドラインを設け、同ガイドラインに基づいて評価を行うことが合意された。EUでも、10年10月に行われたEU首脳会議において、新しいマクロ経済サーベイランス（経済監視枠組み）の創設が決定された。このように、マクロ経済の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となってきている。

このほかにも、財政面においては、先進国の同時財政緊縮による世界経済の下振れ回避、金融面においては、先進国の金融緩和を背景とした新興国のバブル懸念への対応等、課題が山積しており、各国の更なる協調が求められる。

第1-1-11図 世界各国・地域の経常収支（GDP比）の推移



(備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database, October 2010” より作成。
2. ASEAN5は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。
3. 10年は見通し。