

第1章 欧州政府債務危機を巡る緊張が続く世界経済

世界経済は、2008年の世界金融危機後から回復を続けてきたものの、11年以降、減速をはじめ、欧州政府債務危機等の影響から依然として緊張が続いている。

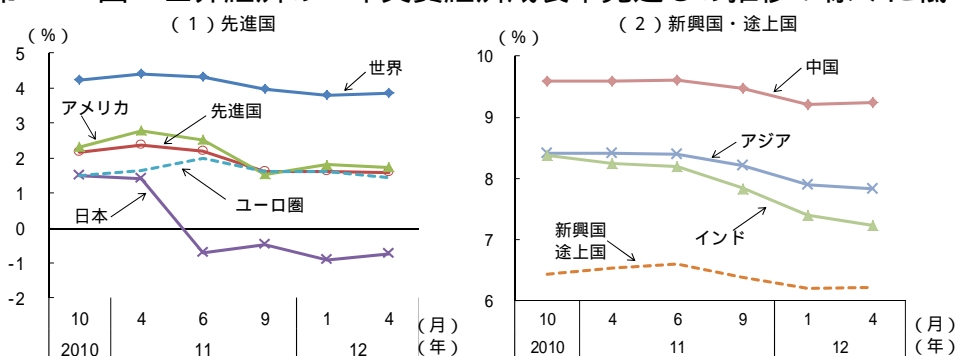
本章では、まず第1節において世界経済の現状を概観し、第2節では欧州政府債務危機の世界経済への影響について、金融システムを通じた影響及び貿易を通じた実体経済面への影響の観点から分析する。さらに、第3節ではこうした状況を受けた新興国を含めた世界的な金融緩和の動きについて概観する。最後に、第4節で世界経済の今後の見通しとリスクについて考察する。

第1節 世界経済の概観

1. 世界経済の動向：減速局面からの脱却を模索する世界経済

08年の世界金融危機後から回復を続けてきた世界経済は、その後の欧州政府債務危機や11年に発生した東日本大震災、アメリカの連邦債務の法定上限問題、タイの洪水の影響を受けて減速してきた。これは、IMFの各時点の見通しの改定状況からも確認することができる。すなわち、11年後半においては、同年の世界経済の成長率見込みが時期を追うごとに下方修正されてきている（第1-1-1図）¹。一方で、12年に入り欧州政府債務危機の状況は、いったんは落ち着きを見せ、また、アメリカでは緩やかな景気回復の軌道に乗る動きもみえはじめている。本節では、こうした11年後半から12年初めにかけの世界経済の動向とその背景について概観する。

第1-1-1図 世界経済の11年実質経済成長率見通しの推移：徐々に低下



(備考) IMF "World Economic Outlook"各時点版より作成。

¹ IMFによれば、世界経済の見通しは10年10月時点で4.2%だったのが、11年9月時点では4.0%、12年1月時点では3.8%にそれぞれ下方改定されている。

(1) 11年後半から12年初めの世界経済の動き

(i) 回復のペースが鈍化した世界経済

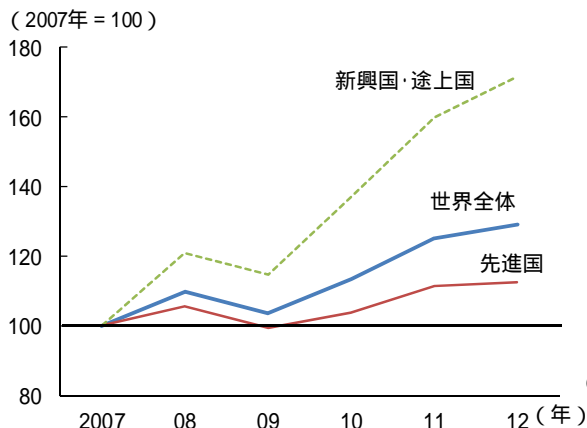
08年の世界金融危機後から回復を続けてきた世界経済は、11年半ばから回復のペースが鈍化している(第1-1-2図)。

その背景として、ヨーロッパ地域を中心に欧州政府債務危機の影響による金融機関の資金調達環境の悪化、企業活動の低下、消費マインドの低下等が実体経済に影響を与えたことや、アメリカやアジア地域では11年3月に発生した東日本大震災によるサプライチェーンの寸断の影響を受け企業の生産活動に障害がもたらされたこと、7月に発生したタイの洪水により特にアジアにおいて生産活動の回復に遅れが生じたことなどが考えられる。また、アメリカでは、連邦債務の法定上限問題を巡る混乱が11年半ば頃に一時的であれ影響を及ぼした面も否定できない。

しかし、12年に入り、欧州政府債務危機の状況は依然として予断を許さないながらも落ち着きをみせており、東日本大震災やタイの洪水による供給制約もほぼ解消しているものと考えられる。また、アメリカでは緩やかな景気回復の軌道に乗る動きもみられ始めている。

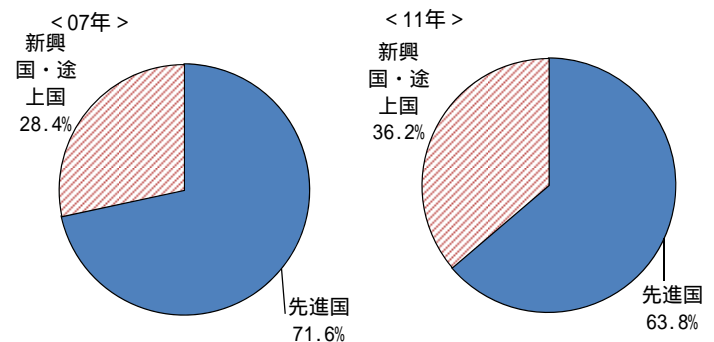
一方、世界金融危機後の世界経済をけん引してきた新興国は成長が緩やかになっている。この理由としては、欧州政府債務危機を背景に新興国のヨーロッパ向け輸出が減少したほか、金融引締めの影響等から内需の拡大テンポが鈍化していることが考えられる。なお、こうした状況にあっても、世界経済における新興国の存在感は増しており、07年には28.4%であった名目GDPのシェアは11年には36.2%まで上昇している(第1-1-3図)。

第1-1-2図 世界のGDP
(名目、ドル換算)の推移：
回復ペースが鈍化



(備考) 1. IMFより作成。
2. 11年及び12年はIMFによる見通し。

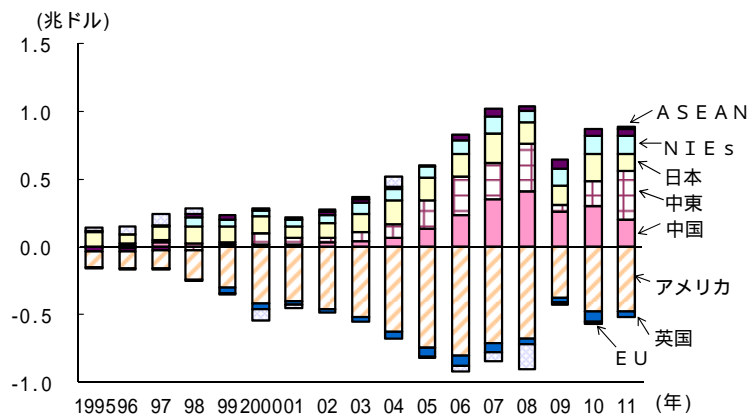
第1-1-3図 世界のGDP
(名目、ドル換算)のシェア：
新興国が上昇



(備考) 1. IMFより作成。
2. 11年及び12年はIMFによる見通し。

次に、世界各国・地域の経常収支の推移をみると、世界金融危機後にグローバル・インバランスは縮小したが、その後、再び拡大しており、特に中東と中国の黒字が大きい（第1-1-4図）。現在、最大の赤字国であるアメリカでは財政再建が進められ政府部門の資金不足解消が期待される一方で、最大の黒字国であるものの11年は黒字幅を縮小させている中国では、消費拡大を政策の重点に掲げるとともに為替レートの柔軟性向上に向けた取組も行われている。こうした取組が進展すれば、グローバル・インバランスがさらに拡大する要因は抑えられるものと考えられる²。

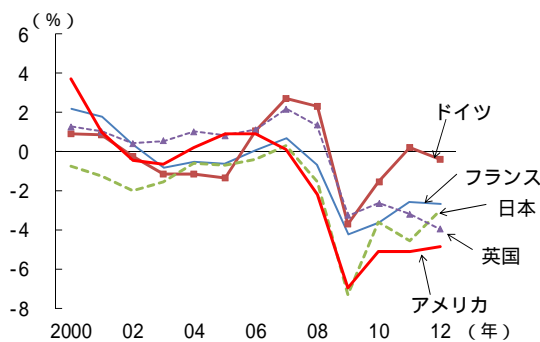
第1-1-4図 各国・地域の経常収支の推移：中国と中東の黒字拡大



(備考) 1. IMFより作成。
2. 11年はIMFによる見込み。
3. シンガポールはNIEs、ASEAN共に含まれる。

先進主要国のGDPギャップの推移をみると、各国とも世界金融危機後に大きく拡大した後には縮小しているが、その度合いに差が生じている（第1-1-5図）。世界金融危機前にはGDPギャップが2%を超えるプラスであったドイツは景気回復が早かったこともあり、11年にはすでにGDPギャップがほぼ解消したと見込まれる。一方、アメリカや日本は落込みが大きかったが、特にアメリカではその後の縮小テンポが緩慢である。

第1-1-5図 GDPギャップの推移：縮小の度合いに差



(備考) 1. IMFより作成。
2. 11年及び12年はIMFによる見通し。

² IMF (2012b) もグローバル・インバランスの縮小を見込んでいる。

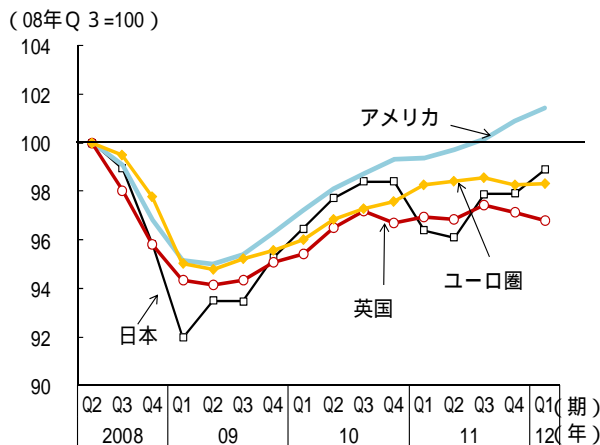
(ii) 明暗分かれる先進国経済

(ア) 実質GDPの動向

先進国では、08年の世界金融危機後、総じて緩やかな回復を遂げ、特にアメリカでは11年半ばには世界金融危機前水準にまで回復した(第1-1-6図)。

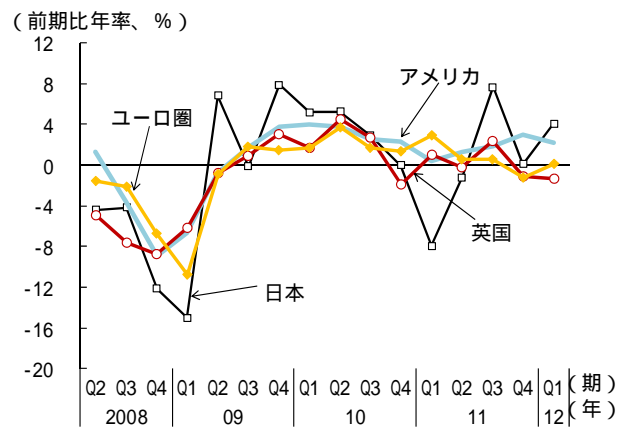
しかし、11年は、東日本大震災やアメリカの債務上限問題、欧州政府債務危機の再燃など、先進各国において累次のリスクイベントが発生し、各々の発生国を中心に比較的広範に影響を及ぼしつつ、多くの先進国で世界金融危機以来の低成長を経験した(第1-1-7図)。ただし、各地域によって減速の度合いや回復速度にはばらつきがあり、政府債務危機の影響から低成長が続くヨーロッパとは対照的に、アメリカは雇用状況の改善を背景とする個人消費の回復をけん引役として年央以降緩やかな回復過程に回帰しつつある。

第1-1-6図 先進国のGDP水準：
アメリカは世界金融危機前水準を超えて成長



(備考) 各国・地域統計より作成。

第1-1-7図 先進国のGDP：
それぞれリスクイベントの発生により減速局面を経験



(備考) 各国・地域統計より作成。

(イ) 調整が続く家計部門

先進各国経済を俯瞰すると、特に家計部門においてばらつきが顕著にみられる。個人消費についてみると、10年後半頃には世界金融危機前の水準を超えつつあったアメリカに比して、ヨーロッパでは依然危機前の水準を回復していないことが分かる(第1-1-8図)。

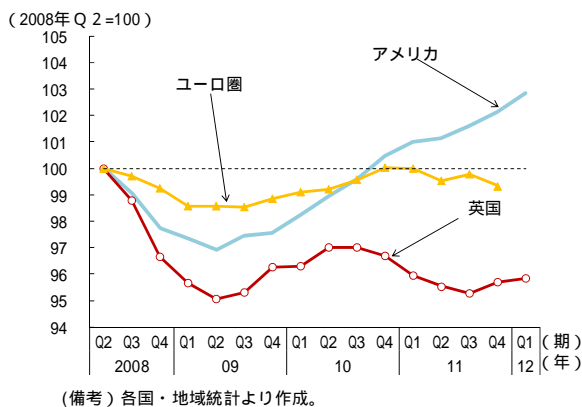
両者の差異の要因の一つに、雇用情勢の違いが考えられる(第1-1-9図)。ヨーロッパでは、09年の住宅バブルの崩壊や構造的な労働市場の硬直性等を背景に失業率が高水準にあった中で、昨今の欧州政府債務危機を受けて各国が財政緊縮策の一環として打ち出した公的部門の削減等の影響もあいまって、失業率が一段と高まっている。一方、アメリカでは、財政緊縮策の一環としての公的部門の削減の影響もあったが、企業部門の好

調さを背景として雇用者数は増加しており、失業率も徐々に低下している。こうした雇用情勢の違いが雇用者所得、ひいては消費の動きの差異をもたらしていると考えられる。

ユーロ圏の中でバブル崩壊を経験したスペインやアイルランドとは異なり、アメリカでは家計は依然としてバランスシート調整中ではあるものの、その圧力は薄らぎつつあり、個人消費は比較的好調である。ただし、これらのヨーロッパ諸国と同様に依然として住宅価格は低迷しており、個人消費の重石となっている（第1-1-10図）。加えて、地政学要因を背景とする11年末から12年初にかけての原油高（ガソリン高）によって、欧米ともに実質可処分所得が圧縮されるリスクも依然として残っており、今後とも物価動向を注視していく必要がある（第1-1-11図）。

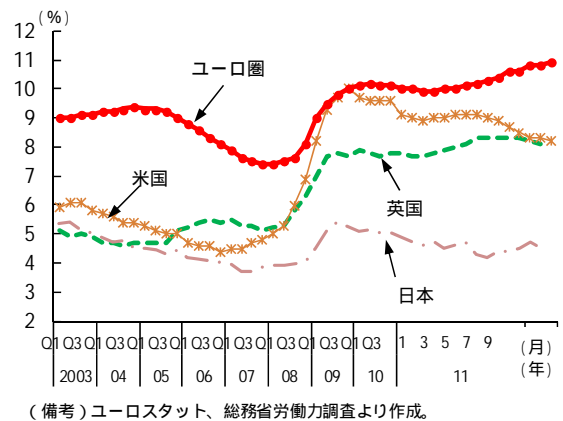
第1-1-8図 先進国の個人消費：

アメリカでは持ち直しの動き、ヨーロッパでは低迷



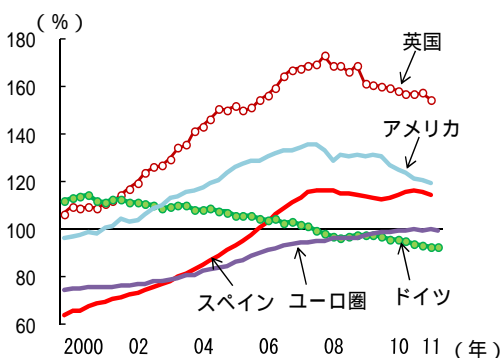
第1-1-9図 先進国の失業率：

ヨーロッパでは一段と上昇、アメリカでは低下

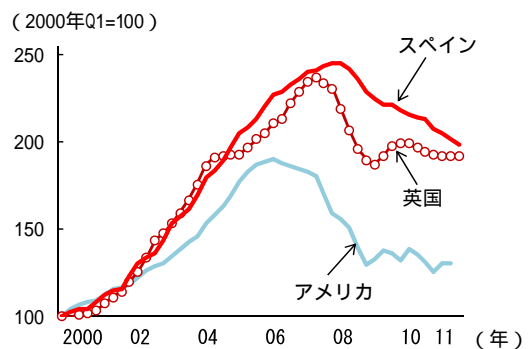


第1-1-10図 金融危機の影響：改善傾向にあるが一部に影響が残る

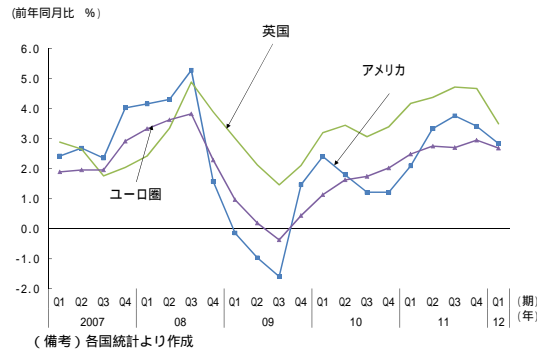
(1) 債務可処分所得比



(2) 住宅価格



第1-1-11図 消費者物価の動向：原油高の影響に留意

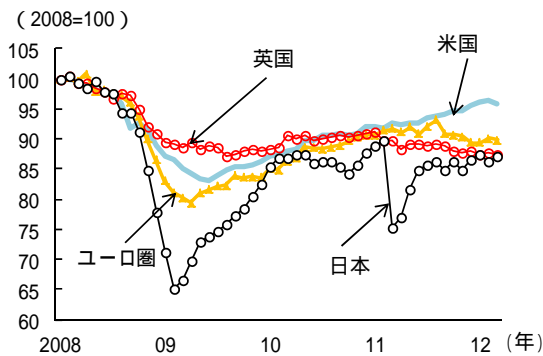


(ウ) ヨーロッパで鈍る企業活動

企業活動においても、先進国の中ではばらつきがみられる。生産の動向をみると、アメリカでは緩やかに増加する一方で、ヨーロッパでは弱い動きが続いている（第1-1-12図）。また、設備稼働率についても、このところ同様の傾向がみられる（第1-1-13図）。ただし、ヨーロッパでも比較的堅調な域外向け輸出を背景として、企業の景況感に持ち直しに向けた動きもみられている。こうしたことに加え、企業の営業余剰が回復傾向にあることも手伝い、全体的にみれば企業活動自体の低迷に歯止めがかかる可能性もある（第1-1-14図）。

第1-1-12図 生産の動向：

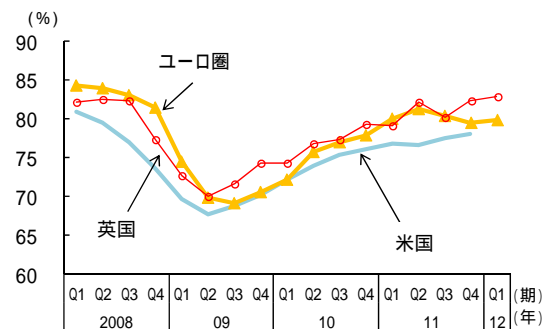
アメリカでは緩やかに増加、
ユーロ圏では弱い動き



(備考) 各国・地域統計より作成。

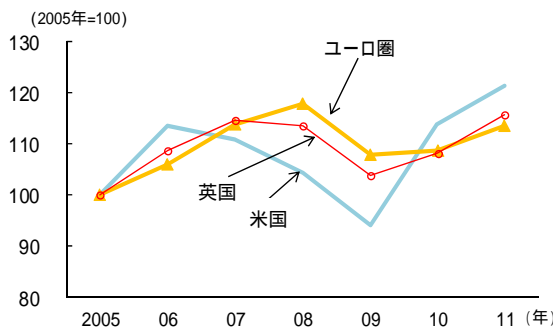
第1-1-13図 設備稼働率の動向：

アメリカでは改善傾向、
ユーロ圏ではこのところ低下



(備考) 各国・地域統計より作成。

第1-1-14図 企業の営業余剰の動向



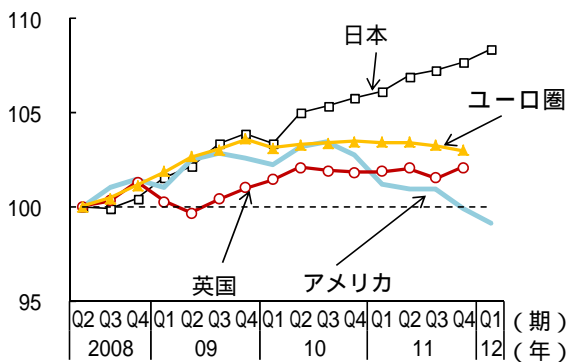
(備考) 各国・地域統計より作成。

(エ) 緊縮が続く政府部門

政府部門については、アメリカ、ヨーロッパともに世界金融危機対応のために大きく拡大した財政赤字を削減し、財政の持続可能性を確保するために緊縮財政を実施している。その影響により、11年の政府消費、公共投資ともに減少傾向にある（第1-1-15図、第1-1-16図）。

第1-1-15図 政府消費：
緊縮財政の影響を受け減少傾向

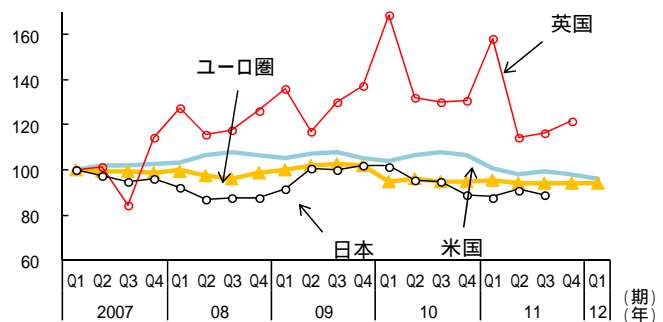
(2008年 期=100)



(備考) 各国・地域統計より作成。

第1-1-16図 公共投資の動向：
このところの緊縮財政を背景に減少傾向

(2007年 期=100)



(備考) 各国・地域統計より作成。

(iii) 減速する新興国経済

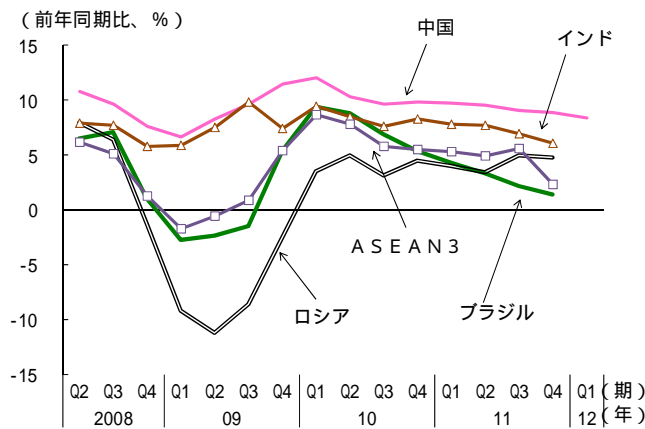
08年の世界金融危機後、新興国の実質経済成長率は中国やインド等を中心に11年半ばまで高い伸びを維持し、総じて景気回復を続けてきたが、11年後半以降、各国・地域ともに総じてみると、景気の拡大テンポは緩やかになっている（第1-1-17図）。

外需の動向をみると、ヨーロッパの需要が財政の先行き不安等を背景に低迷したことから、11年末にかけて輸出が鈍化した（第1-1-18図）。特に、ASEAN地域では、タイの洪水や主要輸出先である中国の成長が緩やかになったことも大きく影響したとみられる³。

また内需をみても、物価上昇やその抑制のための金融引締めの影響等から消費や投資がやや鈍化している（第1-1-19図）。一方、物価上昇率は高水準ながらも11年10-12月期以降、低下している（第1-1-20図）。そのため、新興国では利下げに転じたところもあるが、原油価格は12年春頃には低下がみられるものの依然として資源価格等の上昇による物価上昇圧力に直面しているため、引き続き注視が必要であろう。

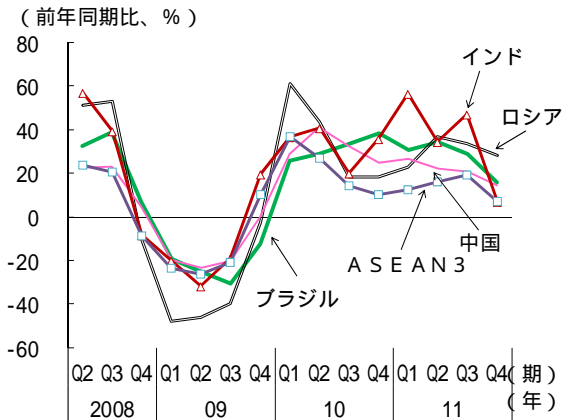
³ 詳細は第2節を参照。

第1-1-17図 新興国の実質経済成長率：
拡大テンポは緩やか



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。
2. ASEAN 3 (マレーシア、インドネシア、タイ) については、07年を基準としたドル換算値の合算による。

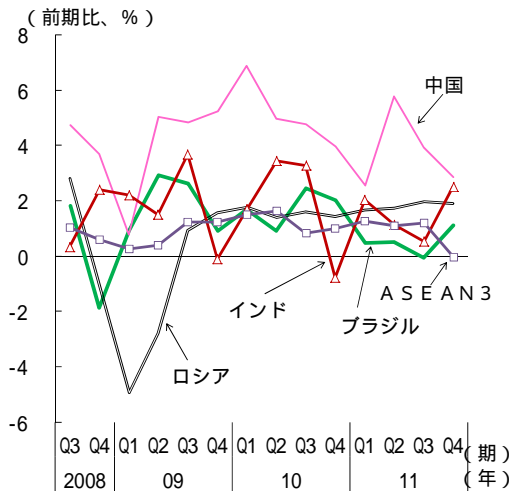
第1-1-18図 新興国の輸出：
欧州政府債務危機の影響で鈍化



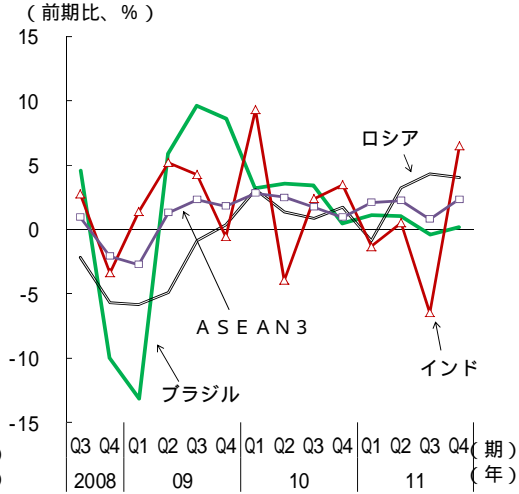
(備考) 各国・地域統計より作成。

第1-1-19図 新興国の消費・投資：鈍化している

(1) 個人消費

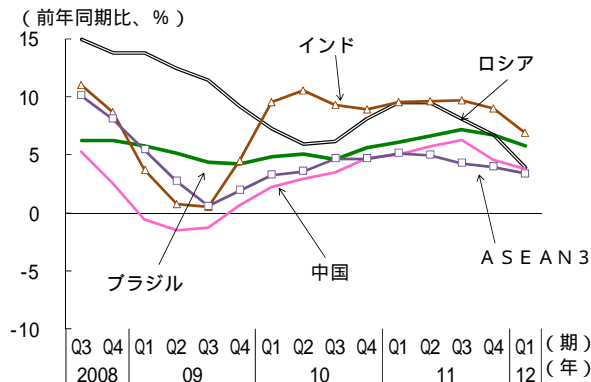


(2) 投資 (総固定資本形成)



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。
2. インド、マレーシア、インドネシアについては、内閣府による季節調整値。
3. 中国については「社会消費品小売総額」より作成、内閣府による季節調整値。

第1-1-20図 新興国の消費者物価上昇率：このところ低下している



(備考) 各国・地域統計より作成。

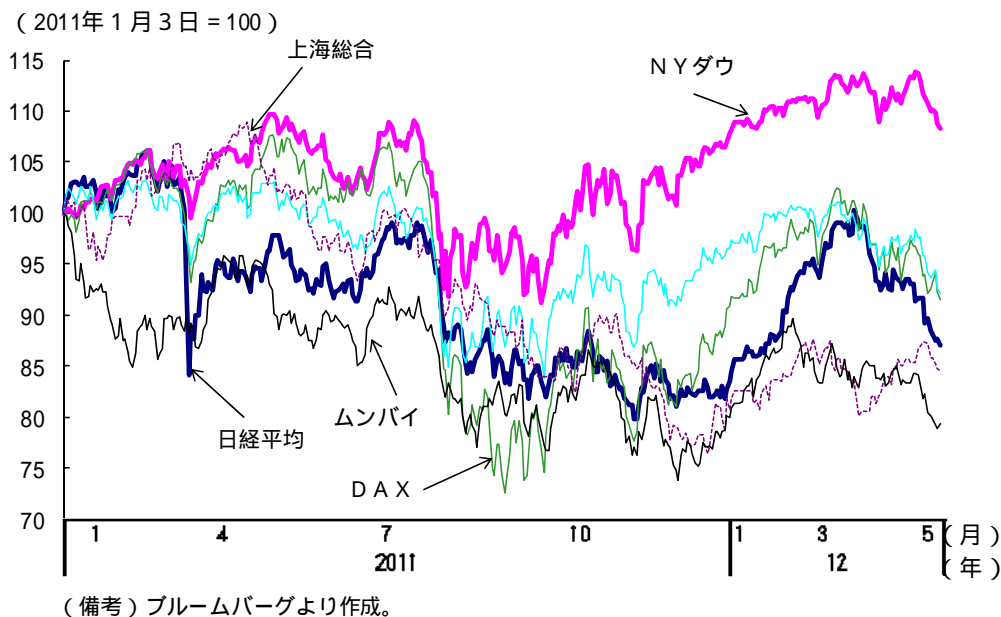
2. 金融資本市場の動向：いったん落ち着いたものの再び緊張が高まりつつある

11年後半以降、欧州政府債務危機の深刻化からリスク・オフの傾向が強まっていた金融資本市場は、第二次ギリシャ支援の決定やアメリカ経済の回復期待から、年明け以降、沈静化していた。しかしながら、ギリシャにおいて12年5月の総選挙で財政再建を進めてきた連立与党が過半数割れしたことから同国の政府債務問題の先行き不透明感が増す中で、市場はリスク・オフの状況に再び戻りつつある。

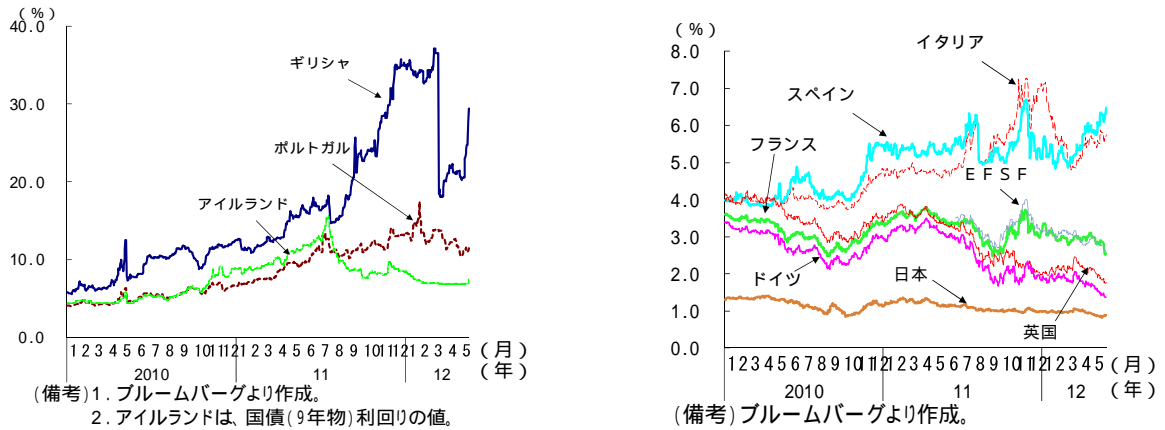
(1) 株式・債券・為替市場

11年後半以降、欧州政府債務危機の深刻化を背景にリスク・オフの傾向が強まっていた株式市場は、12年に入り、第二次ギリシャ支援や安全網の強化、ECBによる3年物資金供給オペ(LTRO)の実施等の取組により欧州政府債務危機解決の期待が高まったことや、アメリカ経済の回復期待を要因として、リスク選好が強まった。その結果、株価の上昇や、米・独国債等の安全資産の需要低下、米ドルやスイスフラン、円の減価などの動きがみられた。しかし、12年春には、スペイン財政に対する懸念や中国経済の減速懸念、さらにはギリシャの政治情勢の不透明さなどから、リスク・オフになる局面もみられている(第1-1-21~23図)。

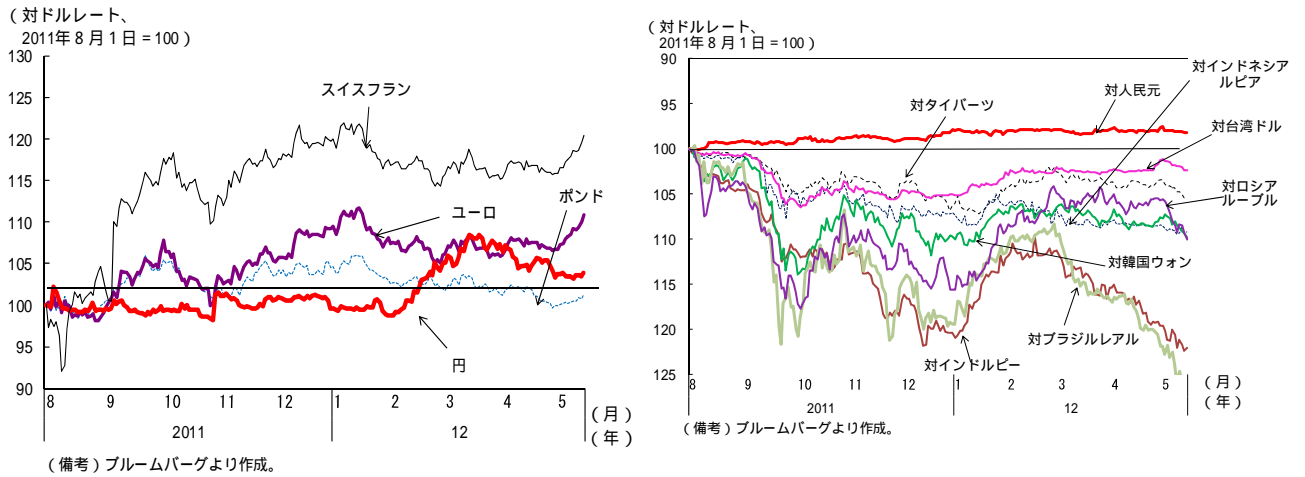
第1-1-21図 主要国株価の推移：
改善傾向だが12年春にはリスク・オフの動きも



第1-1-22図 主要国の債券市場：安全資産の需要がこのところ増加



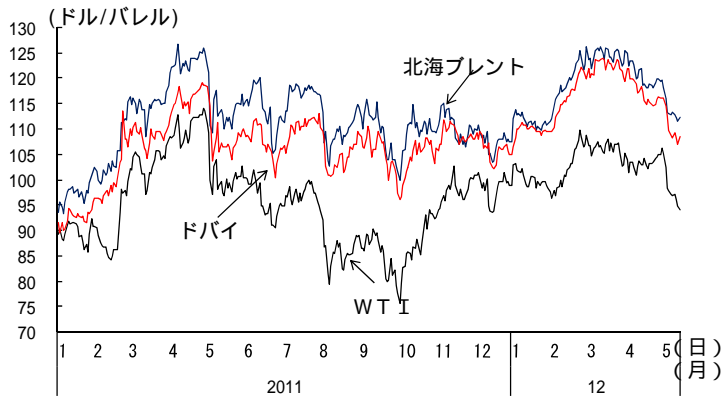
第1-1-23図 為替レートの推移



(2) 原油市場

原油市場では、イラン情勢の緊迫化による地政学リスクの高まりや、欧州政府債務危機への懸念の後退及びアメリカ経済の回復期待によるリスク志向の高まりから、原油価格が上昇基調にあったが、ギリシャ情勢を背景とするリスク・オフから12年春以降は低下に転じている(第1-1-24図)。

第1-1-24図 原油価格の推移



(備考) ブルームバーグより作成