

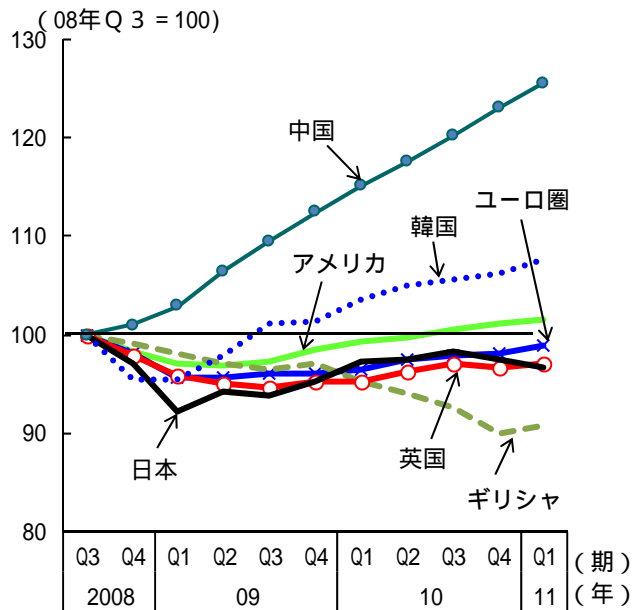
第2章 再び回復が加速する世界経済

第1節 世界金融危機からの回復と新たなリスク

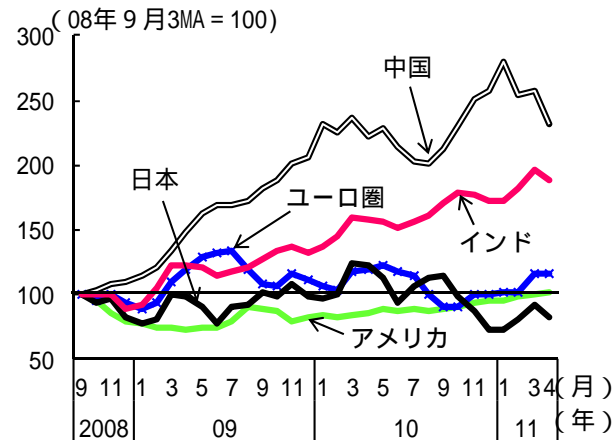
1. 世界金融危機からの回復

- 実体経済：世界経済の回復のスピードは二極化。中国などの新興国は景気過熱が懸念される一方、先進国は回復のスピードは緩やかで、しかも、ばらつき（第36図）。
 - 先進国の回復は、新興国の高成長を取り込む形で進行。新興国向けの輸出の急速な伸びや新興国での企業活動の活発化（第37図）。
- 金融システム：回復しつつあるが、危機の後遺症が残存。
 - 一部のヨーロッパの金融機関はレバレッジ比率が依然として高い（第38図）。一方、収益は低水準。
 - アメリカでは、住宅価格下落に伴う住宅ローン証券化商品に係るリスクが依然として残っていることに加え、デレバレッジによる貸出の減少が続いている（第39図）。

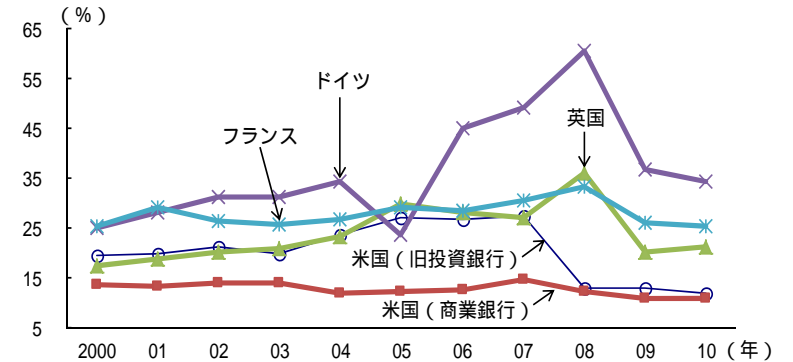
第36図 実質GDPの水準：二極化



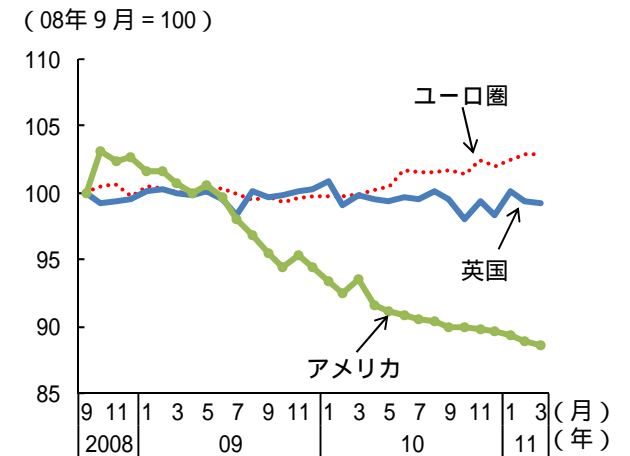
第37図 自動車販売台数：新興国は急速に増加



第38図 米・欧・英の金融機関のレバレッジ比率の推移：ヨーロッパで依然として高水準



第39図 銀行貸出残高：アメリカは減少傾向



2. 新たなリスク要因の顕在化

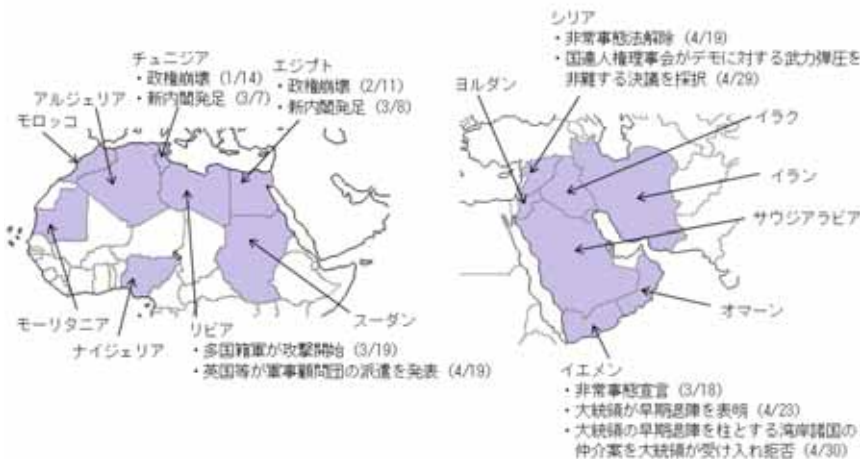
● 原油価格高騰による物価上昇と金融政策

- 原油価格が高騰。背景に、新興国経済の拡大や先進国の金融緩和に加え、中東・北アフリカ情勢の緊迫化(第40図)。穀物価格も上昇。
- 新興国では、景気が過熱気味であるところに、一次産品価格上昇により物価が上昇、多くの国で金融引締め。その効果が予想以上に現れた場合には急速に内需を冷やすリスクも。
- 先進国では、回復のスピードが緩やかでGDPギャップも依然として大きく、コア物価上昇率が低水準の中、一次産品価格上昇により総合の物価上昇率が高まっている。ECBは11年4月に危機後初めての利上げ、FRBは6月末までQE2を継続するなど、姿勢に違い。その背景に、一次産品価格の上昇について、賃金上昇などを通じた二巡目効果、景気下押し効果、の2つの論点に対する見方の違い。
 - ECB:物価安定の維持を任務とし、総合物価上昇率をインフレ参照値として採用。期待インフレ率の上昇が将来の物価上昇につながり得るという考え。
 - FRB:雇用の最大化と物価の安定のデュアル・マンドート。一次産品価格上昇による総合物価上昇率の高まりは一時的なものとして、あくまでコア物価上昇率の動きを重視。

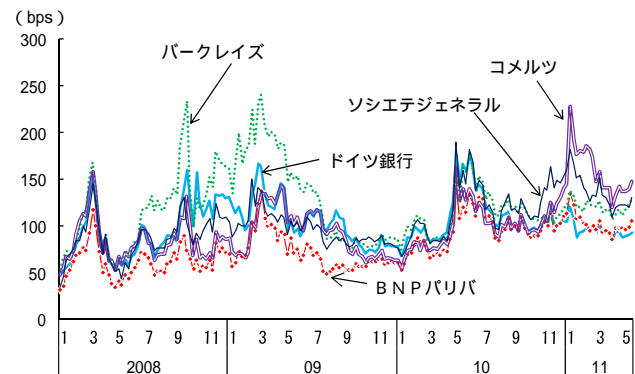
● ソブリン・リスク再燃と国際金融市場

- ギリシャ(10年5月)に続き、アイルランド(10年11月)やポルトガル(11年5月)も支援。これらの国の国債利回りやソブリンCDSは過去最高水準。
- 市場はヨーロッパの銀行に対して依然として厳しい見方(第41図)。背景として、ヨーロッパの銀行は南欧諸国等の国債を多く保有し、国債価格の下落による損失が収益を圧迫する可能性、南欧諸国等向けの与信が多く、企業の資金調達が困難となれば貸し倒れが発生し、銀行の損失が拡大するリスク、住宅価格等の下落を背景に価格が低迷するRMB SなどABS(資産担保証券)を多く保有(第42図)。
- 世界金融危機により、主要先進国の債務残高はほぼ34兆ドルに増大。今後、景気回復による民間の資金需要や新興国における投資需要が増えれば、各国国債に対する市場の選別はより厳しくなる可能性。

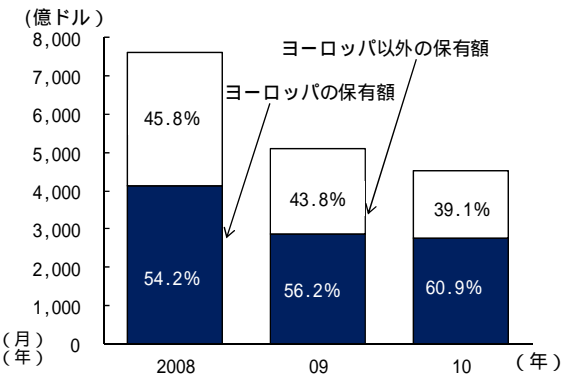
第40図 11年に入りデモが発生している国



第41図 ヨーロッパ主要銀行のCDS：市場は懸念



第42図 米国民間部門発行ABSの金額とシェア：ヨーロッパの銀行が多く保有

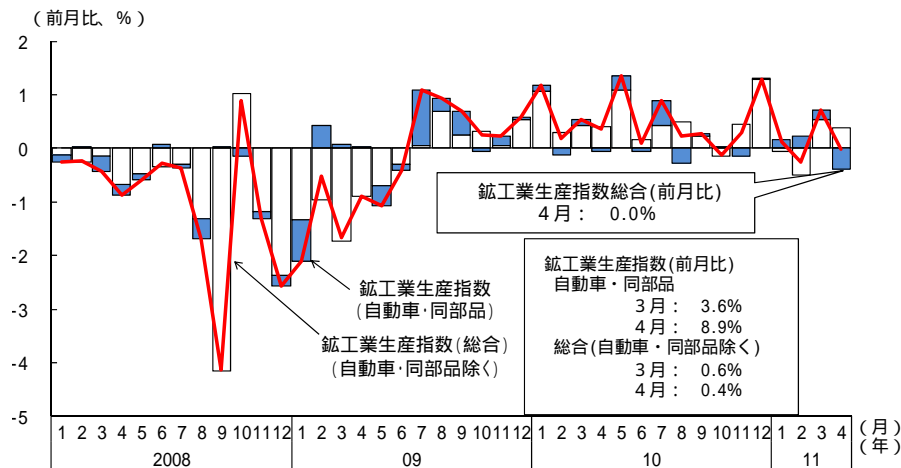


第2章 再び回復が加速する世界経済 第1節 概観：世界金融危機からの回復と新たなリスク

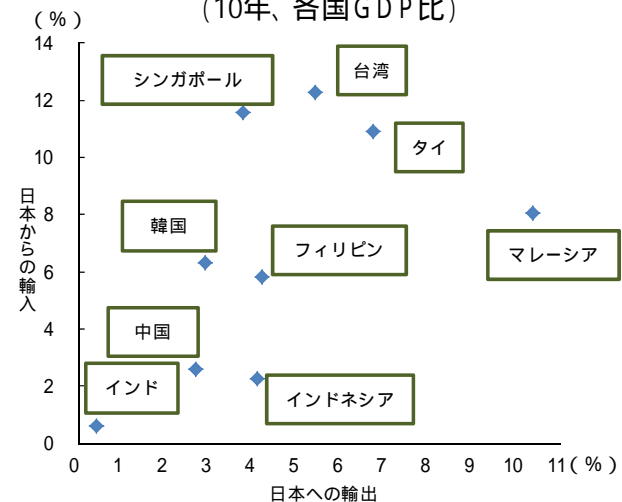
3. 東日本大震災の世界経済への影響

- 生産停滞による日本からの輸出の減少、サプライチェーンの寸断により、海外においても自動車産業を中心に稼働日数の削減による減産等の影響。また、特殊な一部の製品を除き、仕入れ先の変更や代替生産といった対策も。代替調達先としては、日本国内以外では、中国をはじめとするアジアが多い。
 - 自動車や電子製品の分野で不可欠なハイテク部品のいくつかについては、代替生産が困難。世界の製造業における日本企業の優位性がはかrazも再認識された。
 - アメリカの4月の鉱工業生産指数は前月比 0.0%、自動車・同部品(同 8.9%)のマイナスの寄与が大きい(第43図)。4月の自動車生産台数も786万台(年率)と3月の898万台から大きく減少。
- 日本向け輸出は増加、減少の両面あり。他方、日本からの輸入は大幅に伸びが鈍化。
 - 日本向け輸出：震災直後は、需要の減少や日本の物流の混乱等により、弱含みとなったが、3月下旬以降、飲料水等の輸出が大幅に増加。特に韓国では4月の日本向け輸出は大幅な伸び。台湾でも、3月は一時的にマイナスも4月は増加。
 - 日本からの輸入：日本の工場の被災による生産、出荷の停滞等から、中国、韓国、台湾を中心に3～4月は伸びが大幅に鈍化。
 - 中期的に見れば、インフラ再建や住宅建設など復興に関連した製品の日本向け輸出は増加が見込まれる。また、火力発電所稼働のためのLNGなどの需要も増加するとみられる。
 - 日本との輸出入のGDPに対する割合が大きいシンガポール、台湾、タイ、マレーシアでは、日本との貿易が停滞した場合に経済へのインパクトも大きいと考えられる(第44図)。
- そのほか、アジア新興国では日本からの直接投資などが減少する懸念がある一方で、主力工場の見直しや海外を含めた分散化といった動きが生じれば海外直接投資が活発化する可能性も。

第43図 アメリカの鉱工業生産(自動車生産の寄与)：
自動車生産のマイナス寄与が大きい



第44図 日本・アジア間の貿易
(10年、各国GDP比)

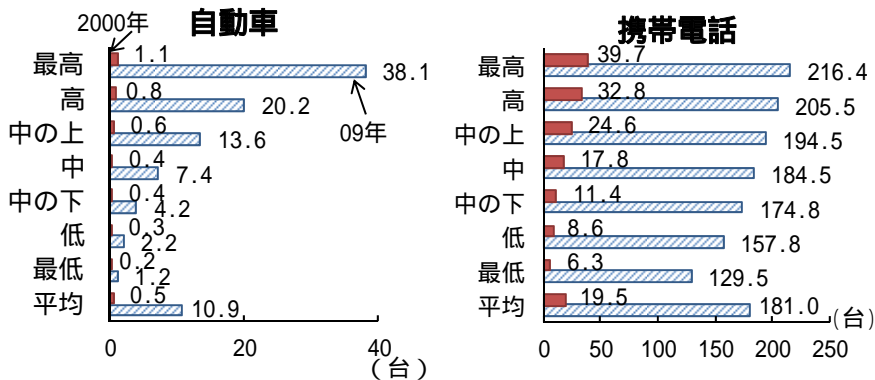


第2章 再び回復が加速する世界経済 第2節 アジア経済

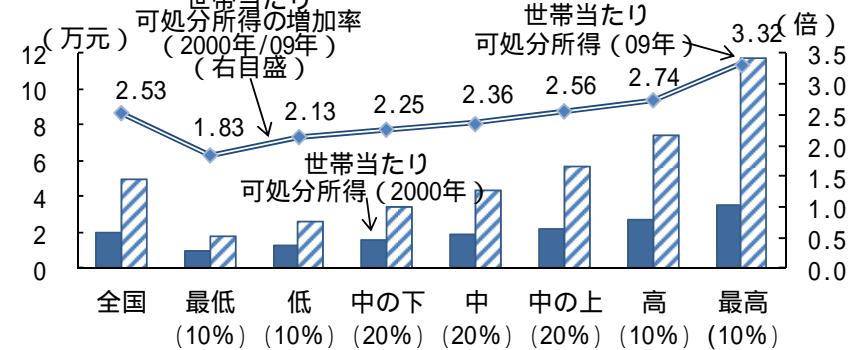
1-1 中国経済の動向 ~ 第12次5か年計画、課題 : 内需主導型経済への転換 ~

- 第12次5か年計画(2011年~15年)を決定(11年3月):
 - 持続的な成長に向けた取組: 成長率目標を11次計画(実質7.5%成長)より低く設定(同7.0%)、環境保護目標を強化
 - 国民生活向上への取組: 所得格差の縮小、社会保障制度の整備、住宅供給の拡大等
- 内需主導型経済への転換~消費構造の変化とその背景としての所得格差~:
 - 消費がGDPに占める割合が低く、低下傾向。中でも、農村部の消費の割合の低下が顕著。
 - 消費構造: 一人当たり家計消費支出は、都市部・農村部ともに10年間で2倍以上に。都市部では、「食品」が低下し「交通・通信」のシェアが大きく上昇。自動車、コンピュータ、携帯電話の急速な普及(第45図)。高所得層、中間所得層が消費の増加に寄与(第46図)。農村部でも、「食品」が大きく低下。
 - 所得水準: 都市部の世帯当たり家計可処分所得はこの10年で2.5倍に(第47図)。所得の高い層ほど増加幅が大きく、所得格差は拡大。農村部はすべての階層で増加しているが、都市部と比較すると水準は依然として低い。農業収入に加え、賃金収入が増加傾向(第48図)。

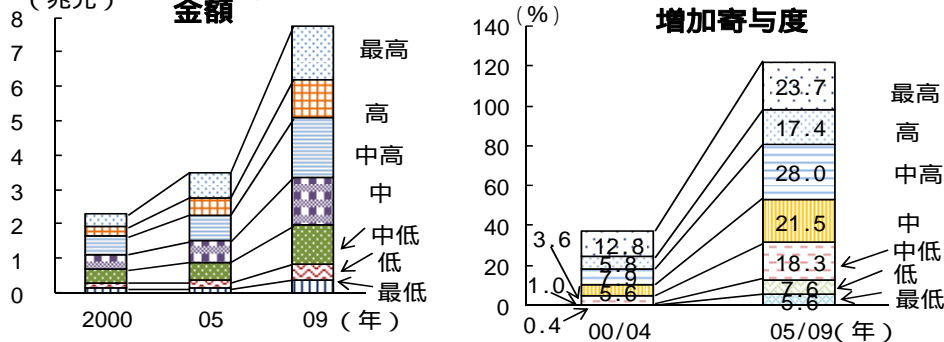
第45図 都市部家計の耐久消費財の普及状況:急速に普及
(所得階層別、100世帯当たりの保有台数)



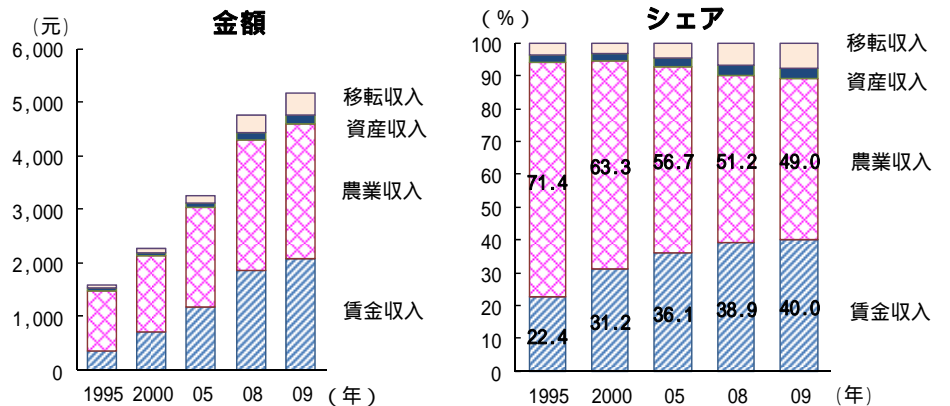
第47図 所得階層別世帯当たり可処分所得(都市部):
所得格差拡大



第46図 都市部の所得階層別家計消費支出:
高、中間所得層の増加が寄与



第48図 農村部の一人当たり純収入内訳:賃金収入増加



第2章 再び回復が加速する世界経済 第2節 アジア経済

1-2. 中国経済の課題 : 労働市場が直面する2つの問題

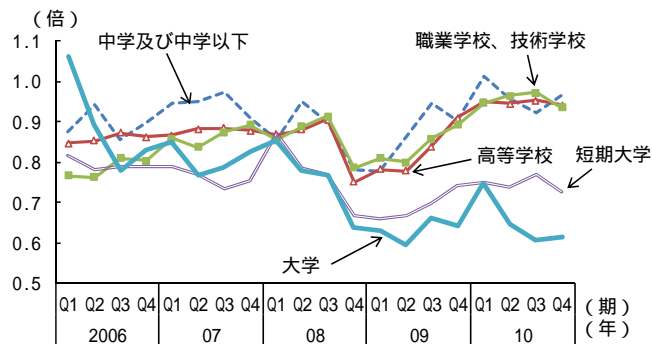
● 大卒者の就職難:

➢ 大学定員が大幅に増加し、ほぼ「全入」の状態。全国的に大卒者が急増、2010年には575万人と卒業生数が20年前の9倍になり、大卒者は就職難に(第49図)。大学における職業教育不足や大卒者の就職希望地や待遇等への期待が高いことが、就職難に拍車。

● 「農民工」不足: 都市への農村人口の流入は増加してきた(第50図)が、沿海部都市を中心に低賃金で製造業等に従事する農村からの出稼ぎ労働者がひっ迫。

- 背景: 若年世代の出生数が少ない、農村出身者が都市住民と同等の医療福祉、教育等を楽しむことができない(戸籍問題)、内陸部における雇用増加と賃金上昇(第51図)、若年人口の高学歴化。
- 農業部門から工業部門への労働移動が進んだ結果、余剰労働力が枯渇して賃金上昇が起こり始める「ルイスの転換点」が到来か。日本では、60年代に転換点を迎えたといわれ、その後、地域間格差は縮小(第52図)。
- 課題: 戸籍制度改革や職業訓練など農村戸籍保有者の処遇改善や、農業の生産性向上による都市労働力への円滑な移動、労働集約型産業から高付加価値産業への産業高度化。

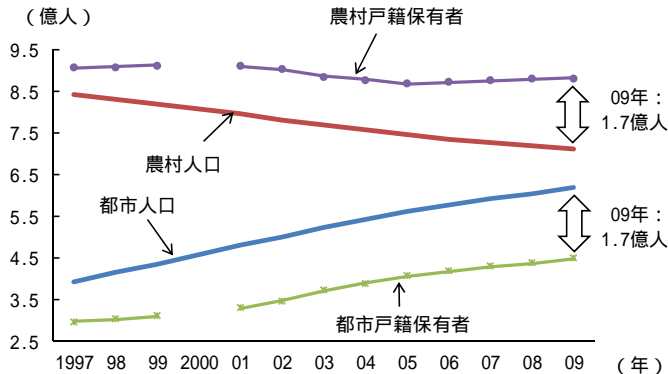
第49図 学歴別求人倍率の推移: 大卒者の求人倍率低い



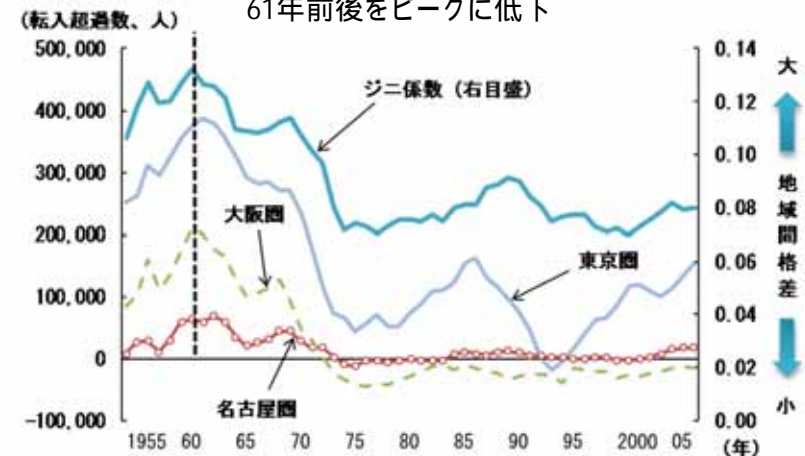
第51図 農民工賃金の地域別比較: 内陸部でも上昇

	全国	東部	中部	西部
08年	1,340	1,352	1,275	1,273
09年	1,417	1,422	1,350	1,378
増加率(%)	5.7	5.2	5.9	8.2

第50図 都市・農村の人口及び戸籍保有者数の推移:
都市への農村人口の流入増加



第52図 日本における大都市圏への人口流入及び
一人当たり県民所得のジニ係数の推移:
61年前後をピークに低下



第2章 再び回復が加速する世界経済 第2節 アジア経済
2. インドの経済構造

● 産業構造と就業構造の変化:

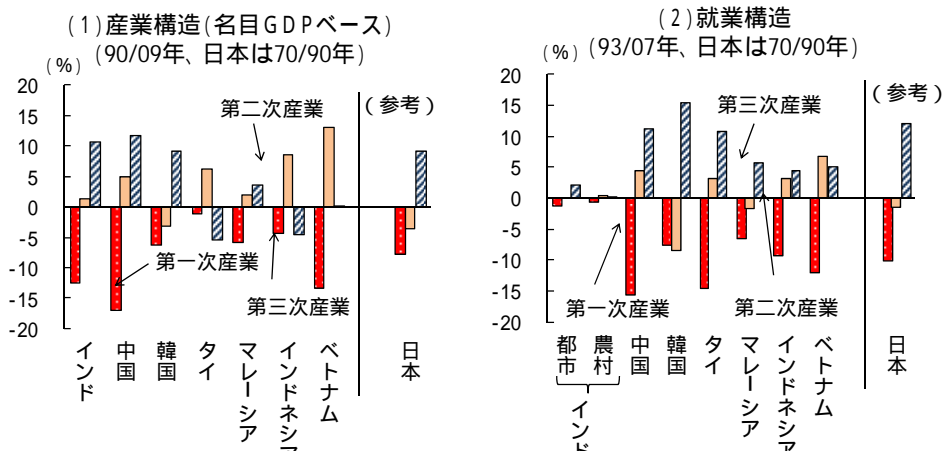
➢ 産業構造は大きく変化。約20年間で、第一次産業のシェアは低下、第三次産業のシェアは上昇。第三次産業では、不動産・ビジネスサービスや金融・保険部門の割合が上昇。他方、就業構造は、1990年以來、大きな変化はなく、途上国の経済発展パターンによくみられる、農業の生産性向上により発生した過剰労働力の第二次、第三次産業への移動が起きていない(第53図)。

● 中国との比較:

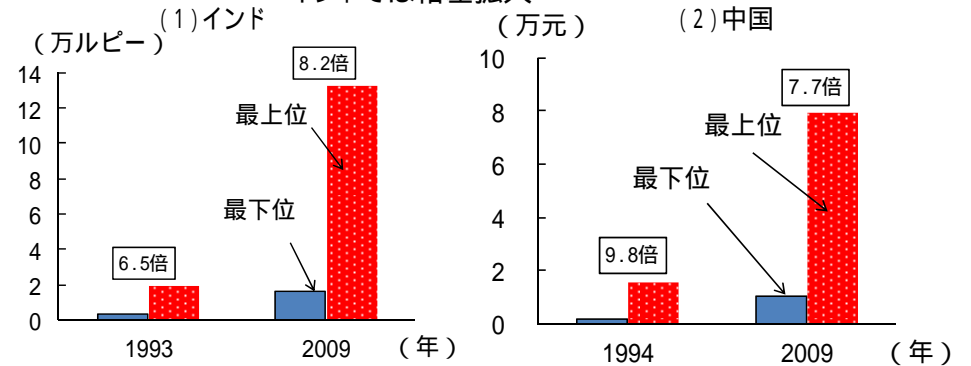
➢ 1990年には同水準であった一人当たりGDPは09年には中国の1/3以下(第54図)。所得の地域間格差は、中国では縮小、インドでは拡大(第55図)。

➢ 要因: 高成長の契機となる経済改革の開始時期が中国より遅い、教育水準が低く(第56図)、インフラ整備にも遅れがある、農業の生産性が低く労働力の移動を阻害。

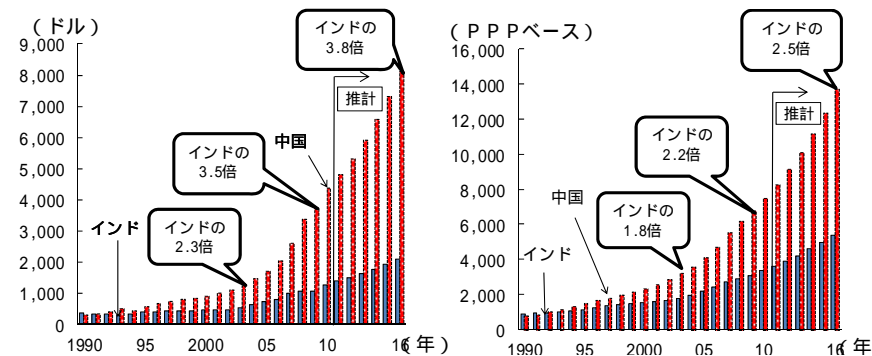
第53図 アジア各国の経済構造の変化(シェアの変化):
インドの就業構造は変化少ない



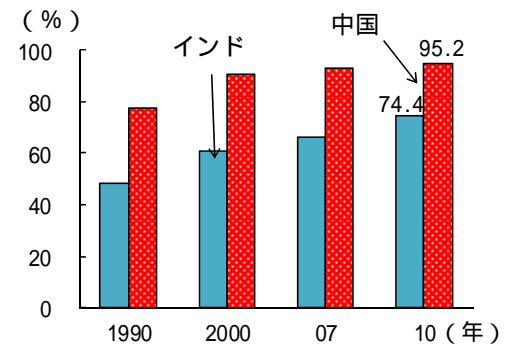
第55図 印中の一人当たり名目GDPの地域間格差:
インドでは格差拡大



第54図 印中の一人当たりGDPの変化: 印中で大きな差



第56図 印中の識字率の推移: インドは低い



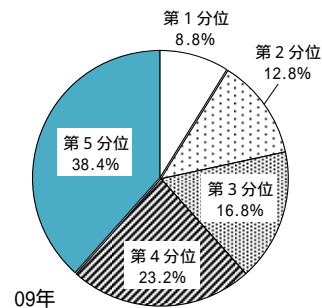
第2章 再び回復が加速する世界経済 第3節 アメリカ経済

1. アメリカ経済の概況 ~消費の二極化、高水準の失業率、貿易構造の変化~

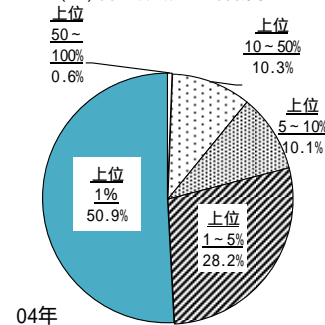
- **消費の二極化**: 高所得層の消費が大きく伸びる一方、低所得層の消費が低迷。高所得層の消費は株価の変動に対して、低所得層の消費はエネルギー価格等の変動に対し、それぞれ脆弱性を有している。
 - 所得の最上位20%が消費全体の約4割。株式資産は資産保有上位5%の階層が全体の約8割を保有(第57図)。株価上昇は、資産効果を通じて高所得層の消費を喚起。高級品や百貨店の売上げは比較的高い伸び。
 - 他方、低所得層では、最近のガソリン・食品価格の上昇により、消費を抑制(第58図)。フードスタンプの受給者数は全人口の14.2%に達し過去最高水準。
- **雇用**:
 - 雇用者数: 増加を続けているが、過去の回復局面と比較すると、テンポは鈍い(第59図)
 - 製造業や専門サービス業で雇用の増加幅が拡大。一方、州・地方政府を中心に依然として雇用調整が続く。
 - 失業率: 雇用者数の増加幅拡大につれやや低下するも、9%と構造失業率5~6%と比較すると依然として高い水準。
 - 雇用マインド改善、ミスマッチも改善の兆し。
- **貿易**: 新興国向け輸出が拡大。中国、インド、ブラジル3か国の輸出全体に占める割合は、2000年の4%から10年には12%に。なかでも、中国はNAFTA締結国を除き最大の輸出先に(第60図)。

第57図 アメリカの消費構造: 高所得層の動向が影響

(1) 所得5分位別消費構成比

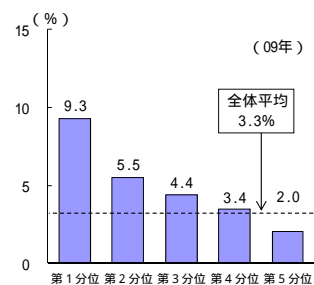


(2) 株式資産の階層シェア

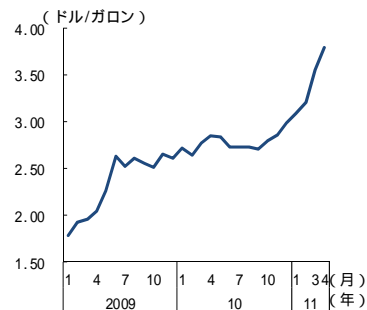


第58図 所得階層別消費動向: 低所得層ほど影響大きい

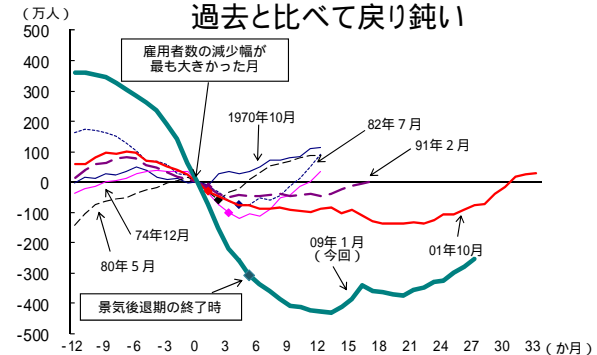
(1) 可処分所得に対するガソリン代の割合



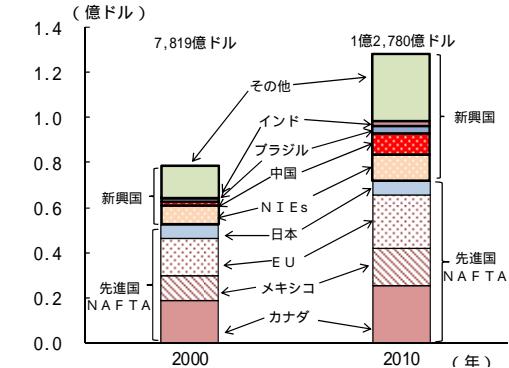
(2) ガソリン価格の推移



第59図 過去の景気回復局面での非農業部門雇用者数: 過去と比べて戻り鈍い



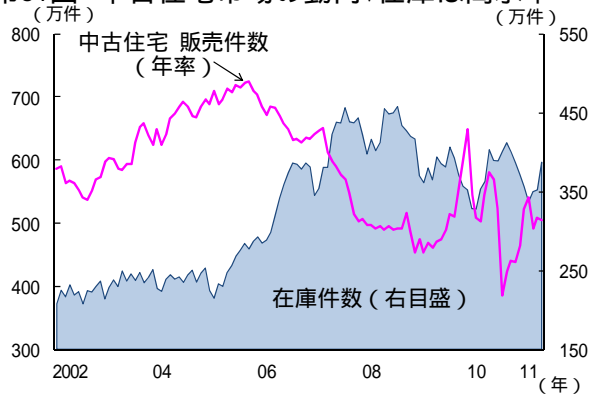
第60図 輸出先国別シェアの推移: 新興国が拡大



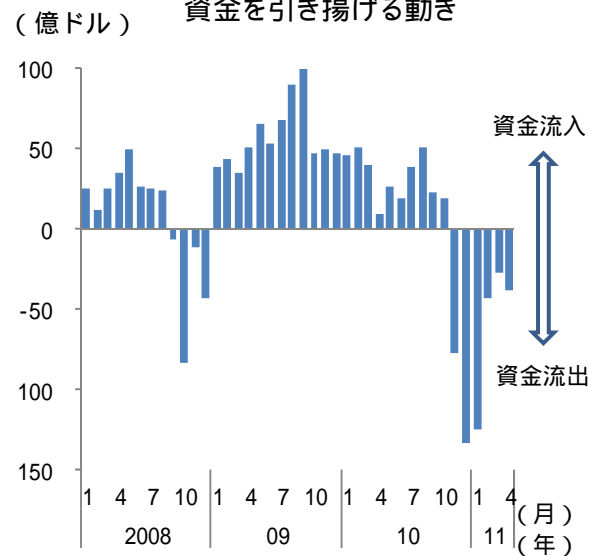
第2章 再び回復が加速する世界経済 第3節 アメリカ経済
 2. 金融危機の後遺症 ～住宅市場の低迷、金融システム、州・地方財政～

- **低迷する住宅市場**: 着工、販売は低迷。住宅価格も再び下落傾向。
 - 背景: 需要面では、住宅金利や住宅価格は低水準だが、割安感以上に先行きの価格下落懸念などから需要の喚起に結びつかず。供給面では、中古住宅市場の在庫が350万件と高水準かつ再び増加(第61図)。また、いわゆる「隠れ在庫」の存在。
- **金融システム**: 中堅・中小金融機関の破たんが継続、10年の破たん件数は157行と09年を上回る(第62図)。利益の中核を担う商業用不動産向け貸出を中心に不良債権比率が高止まり、空室率も上昇。
- **州・地方財政**: 改善の動きが続くが、景気回復にばらつきがみられ、税収の低下から歳入不足に陥る自治体も。経常的歳入と歳出の均衡を維持するため、医療・教育サービスの縮小や職員の解雇により歳出を削減。
 - 地方債市場: 財政難や地域経済の悪化等を背景に、地方債発行に陰り。地方債投資信託ファンドから資金を引き揚げる動きも(第63図)。
 - 利回りは10年9月以降再び上昇。国債利回りとのスプレッドが拡大(第64図)。
 - 地方債による資金調達が困難となる場合には、歳出の減少による地域経済の下押し、地方債を多く保有する家計の需要減退などの影響が生じる可能性。

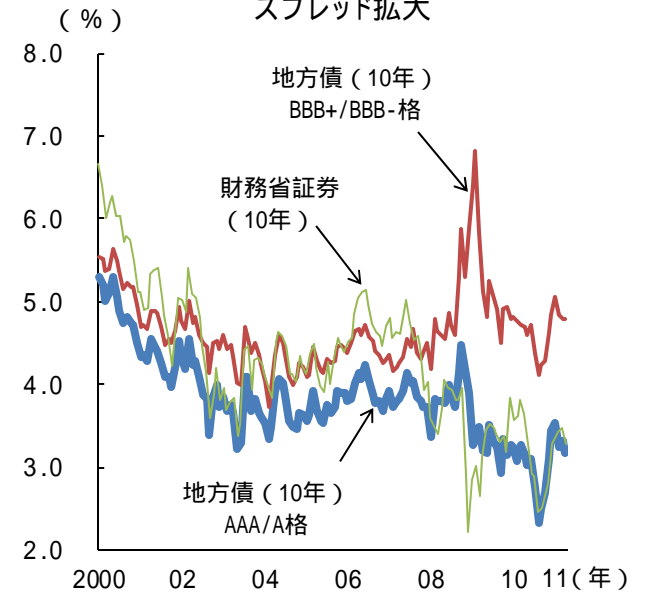
第61図 中古住宅市場の動向:在庫は高水準



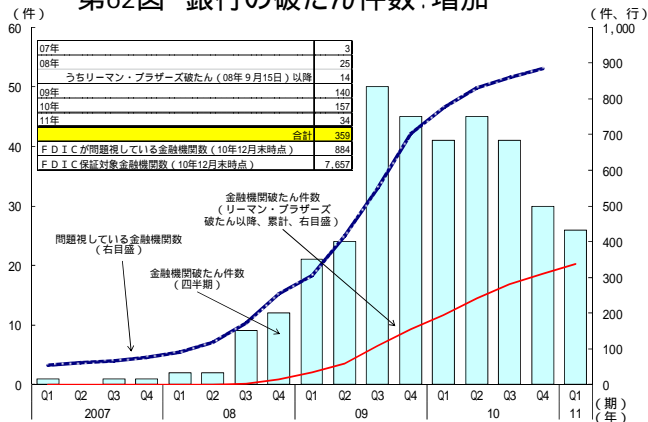
第63図 地方債関連ファンドから
 の資金流出額:
 資金を引き揚げる動き



第64図 地方債利回りの推移:
 スプレッド拡大



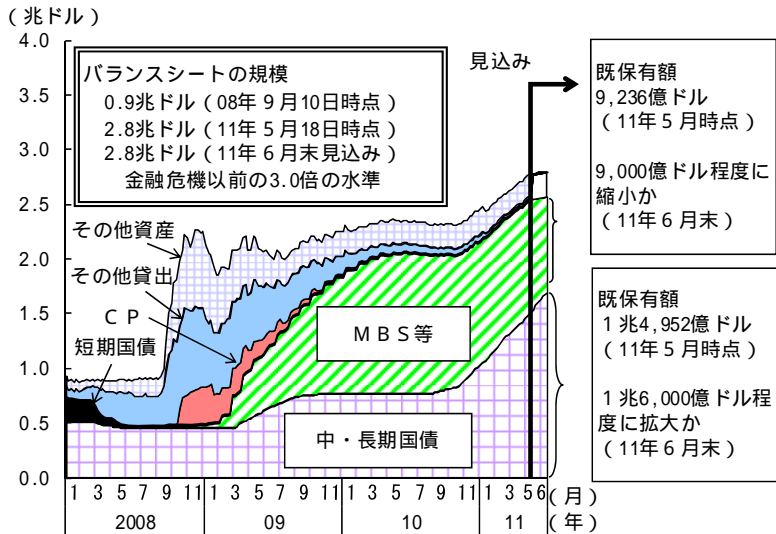
第62図 銀行の破たん件数:増加



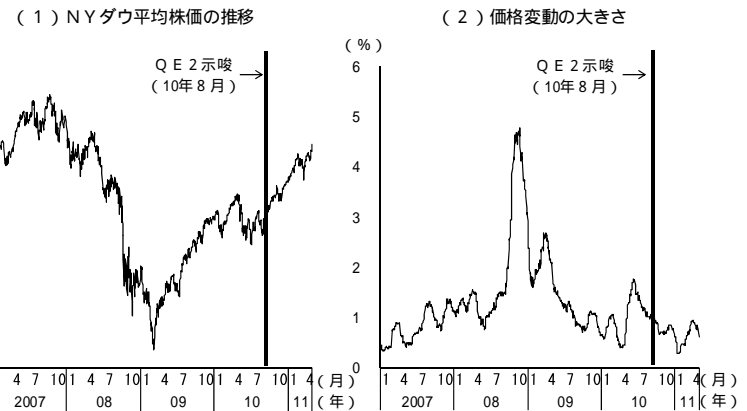
第2章 再び回復が加速する世界経済 第3節 アメリカ経済
3. 財政・金融政策の動向

- 異例に低水準の金利と追加金融緩和(QE2)の実施:
 - FFレートは08年12月以降約2年半にわたり0~0.25%。「異例に低水準のFFレートが更に長い期間妥当となる公算が大きい」との表現維持。
 - 10年春以降の景気回復ペースの鈍化等を受け、10年11月から6,000億ドルの中長期国債の買取りを11年6月までに行う追加金融緩和(QE2)を実施。この結果、FRBのバランスシートは世界金融危機以前と比べ約3倍に拡大(第65図)。
- QE2の効果: 株価の上昇と資産効果による消費押上げ(第66図)、社債スプレッドの低下(第67図)と社債発行の増加、期待インフレ率の上昇とデフレ懸念の後退(第68図)。一方、信用創造に対する効果は限定的。
- 今後の注目点:
 - 財政政策: 連邦政府の財政赤字や債務残高が巨額である中、12年の大統領選挙も控え、与野党の対立の激化により見通しが不確か。債務残高は最終的に8月2日に法定上限に達するとみられるが、合意は得られるか。
 - 金融政策: 6月のQE2完了後の出口戦略(FRBのバランスシートをどうするか、政策金利をどうするか等)

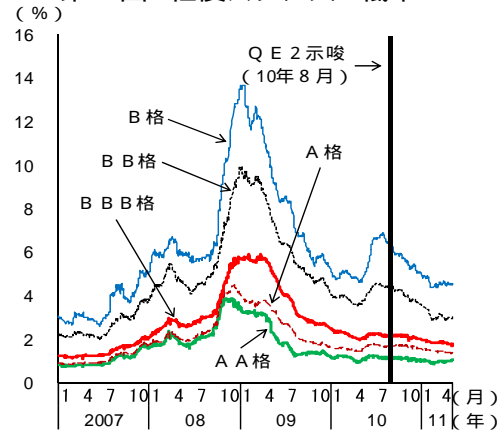
第65図 FRBのバランスシート:約3倍に拡大



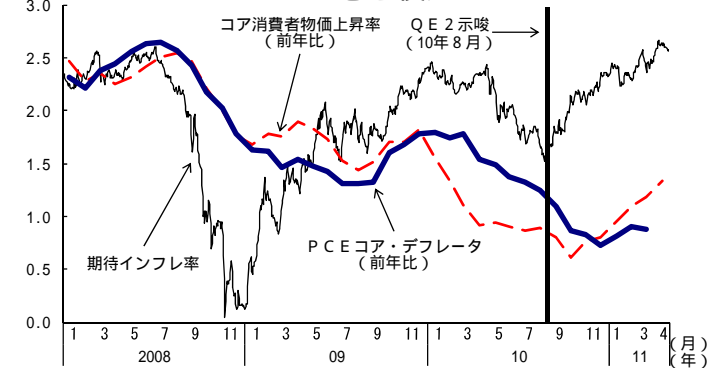
第66図 株価と価格変動の推移: 株価上昇



第67図 社債スプレッド: 低下



第68図 期待インフレ率と物価上昇率の推移: デフレ懸念後退

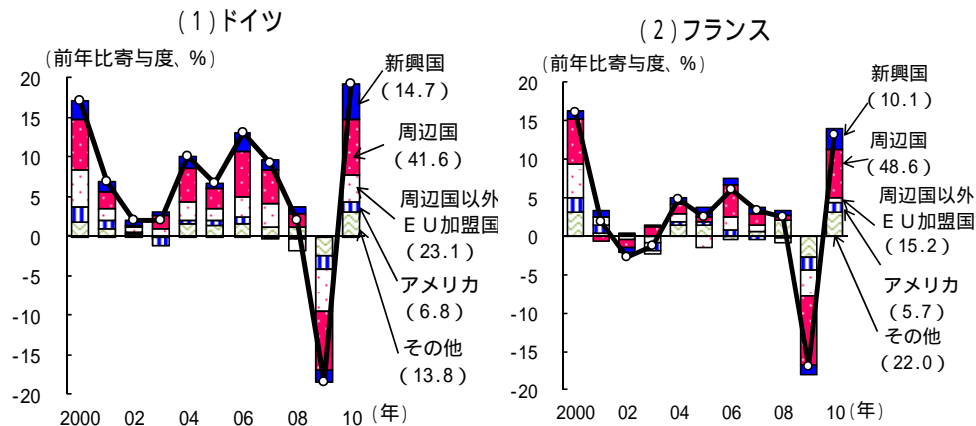


第2章 再び回復が加速する世界経済 第4節 ヨーロッパ経済

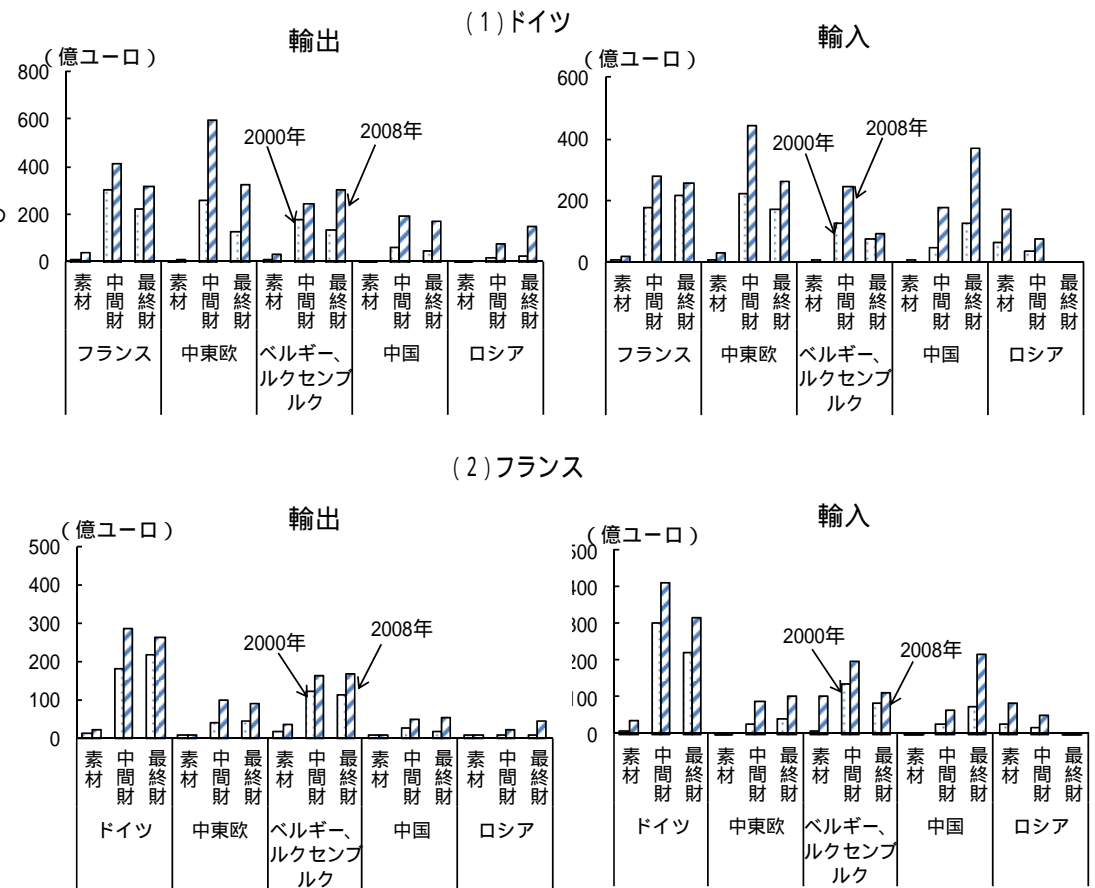
1. ヨーロッパ経済の現状 ~成長のけん引役である貿易構造の変化~

- 景気は、国ごとのばらつきが大きく、二極化。
- ドイツがけん引するEUの輸出: 2000年代、ドイツは一貫して力強く増加、一方、フランスや英国は振るわず(第69図)。
- 域内における近隣諸国との生産ネットワーク形成: ドイツ・フランスと中東欧諸国との間で中間財を相互に取引、ドイツ・フランス間でも中間財貿易が活発化、ベルギー・ルクセンブルクはドイツ・フランスに中間財を供給(第70図)
- 新興国需要による輸出増: 中国向け最終財輸出をみると、フランスでは航空機が増加。ドイツと英国では、中国における所得水準の上昇を背景に乗用車輸出が増加。

第69図 欧州主要国の国・地域別輸出:
ドイツは一貫して力強く増加



第70図 ドイツ・フランスの中間財と最終財貿易:
周辺国との中間財貿易が活発化



第2章 再び回復が加速する世界経済

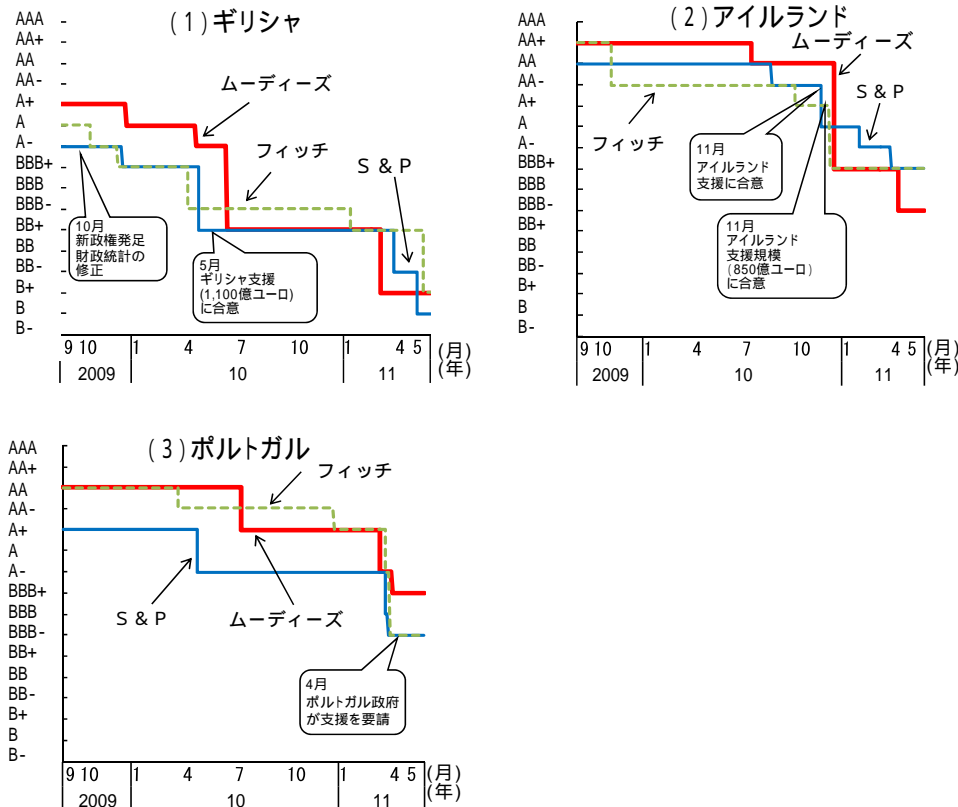
第4節 ヨーロッパ経済

2-1. 財政政策及び金融政策の動向

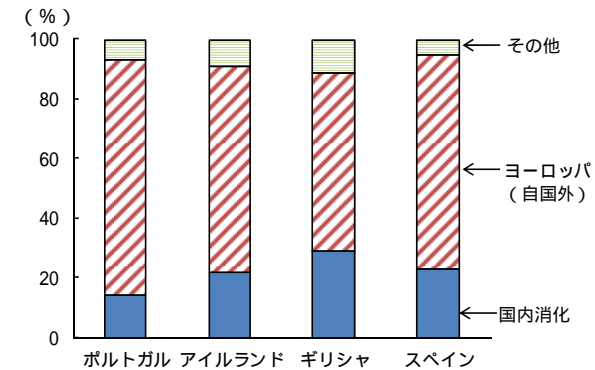
～南欧諸国等のソブリン・リスクの再燃と金融システムへの影響～

- 一部の国における財政状況に対する懸念を背景に、国債利回りスプレッドやCDSは急上昇。
 - ギリシャ: 債務再編の懸念が高まり、国債利回りが上昇、ソブリンCDSも過去最高値を更新。11年4月に追加の財政緊縮策を発表したが、市場の懸念は継続。
 - アイルランド: 10年11月、欧州委員会、ユーロ参加国、IMF等が支援に合意(支援規模850億ユーロ)
 - ポルトガル: 11年5月、EU及びIMFが支援に合意(支援規模780億ユーロ)
- 2013年7月からは政府債務再編時において民間債権者が負担を求められる可能性があることから、格付会社各社がギリシャ国債等を相次いで格下げ(第71図)。
- ソブリン・リスクの再燃は、南欧諸国等への貸出が多い金融機関の経営悪化、破たん等を通じて、金融システムに影響を与える懸念。
 - 南欧諸国等の国債の60%はヨーロッパ各国が保有(第72図)。南欧諸国等向けの与信はドイツ、フランスの金融機関に集中。
 - ECBによる資金供給残高は南欧諸国等の金融機関向けに大きく増加(第73図)。いわゆる「ゾンビバンク」が存在しているおそれ。6月半ばにストレステストの結果を公表予定。

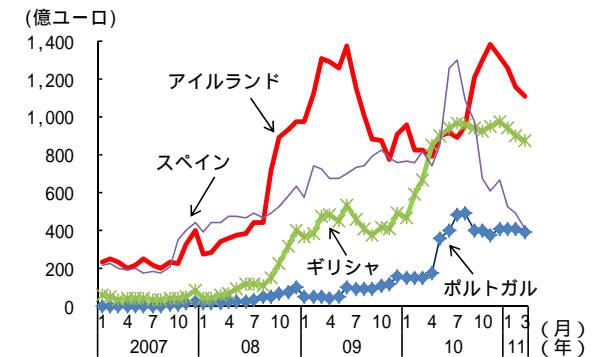
第71図 ギリシャ、アイルランド、ポルトガル国債の格付け推移: 相次いで格下げ



第72図 南欧諸国等の国債の保有状況: 60%以上がヨーロッパ



第73図 ECBによる資金供給残高: 大きく増加

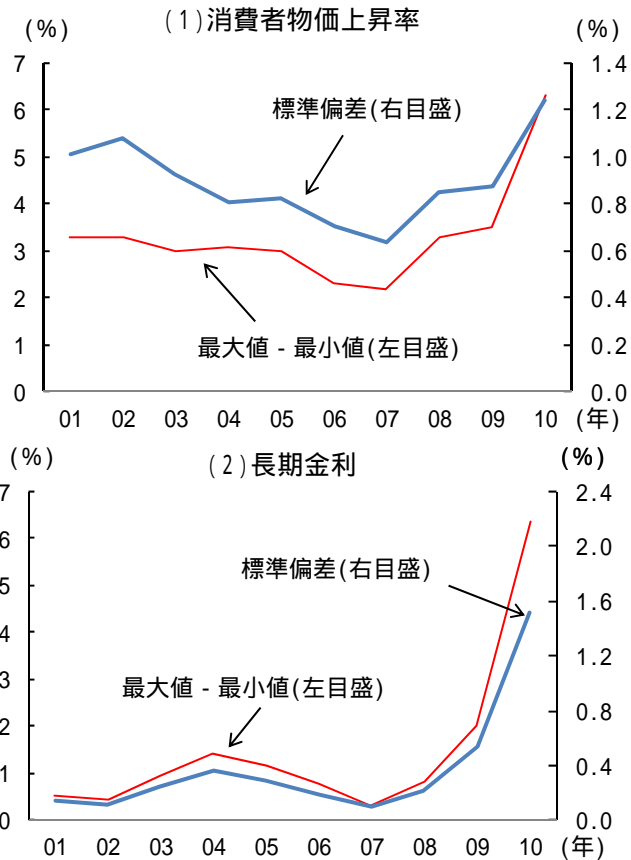


第2章 再び回復が加速する世界経済
2-2 財政政策及び金融政策の動向

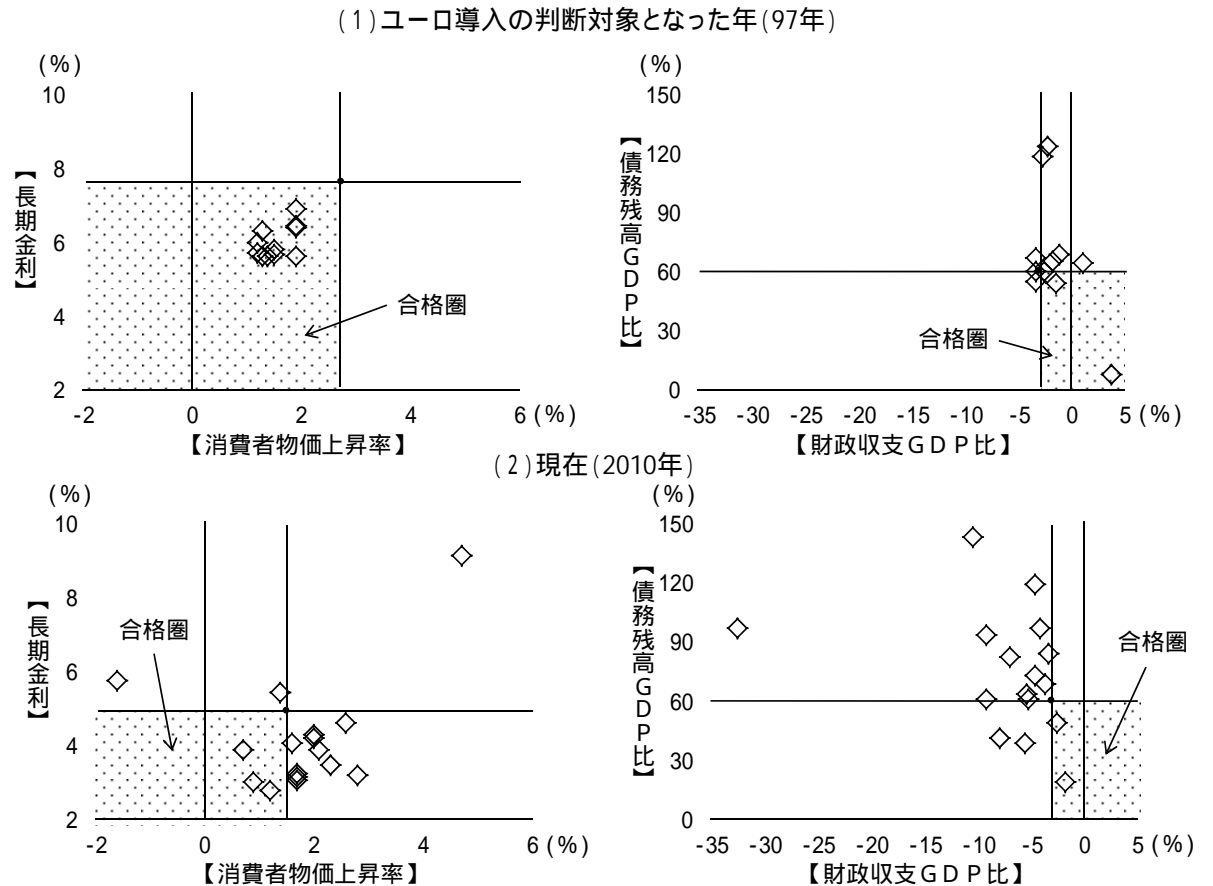
第4節 ヨーロッパ経済
～ばらつきが拡大している経済情勢～

- 通貨統合されたユーロ圏においては、自国の事情に対応した機動的な金融政策ができないなどの制約あり。単一通貨ユーロの安定には参加国が類似した経済情勢であることが望ましい。
- 通貨統合の参加条件であった経済収れん条件を現状に当てはめてみると、参加国の経済情勢は収れんしておらず、むしろばらつきは拡大(第74図)。
- 現在のユーロ参加国の大部分は収れん条件を満たしておらず、ユーロ参加の評価を行った97年の数値と比べると発散状況(第75図)。
- ECBによる単一の金融政策の実施がますます難しくなる懸念。

第74図 ユーロ参加国の経済情勢のばらつきの推移：
ばらつき拡大



第75図 ユーロ参加のための経済収れん基準の合否判定：
現在多くの国が基準満たせず



● アメリカ:回復が続く。

▶ 先行き:11年全体の実質経済成長率は前年比2%台半ばになると見込まれる。

- 雇用環境の改善を背景に消費の回復の自律性が増し、また、設備投資についても企業収益の改善等を背景に緩やかな回復。
- ただし、原油等の高騰、失業率の高止まり、連邦及び州・地方政府の厳しい財政状況から、回復テンポは緩やか。

▶ リスク:下振れリスクは半年前に比べ弱まっているものの、下方に偏っている。

- 下振れリスク: 一次産品価格の更なる高騰、失業率の高止まりの継続、住宅価格の更なる下落、州・地方財政の悪化による地域経済の低迷、中堅・中小金融機関の経営悪化
- 上振れリスク: 資産価格の上昇、輸出の増大、信用収縮の大幅な緩和

● ヨーロッパ:持ち直しが続くが、二極化の傾向が強まる。

▶ 先行き:11年全体の実質経済成長率は前年比2%前後になると見込まれる。

- ドイツを中心に輸出と生産の増加が続き、設備投資や消費も堅調に推移し、ヨーロッパ経済全体としては持ち直しが続く。
- しかしながら、南欧諸国等では大規模な財政再建策を実施する必要があること、英国、スペインのように依然としてバブル崩壊による後遺症が残る国々があること、南欧諸国等ではソブリン・リスクが高まっていること、ドイツ経済の回復が貿易を通じて南欧諸国等の経済全体に与える効果が限定的なことにより、更なる二極化が予想される。

▶ リスク:依然として下方に偏っており、特に、ソブリン・リスク再燃が深刻なリスク要因

- 下振れリスク: ソブリン・リスク再燃による金融システム不安の再拡大、物価上昇の加速、住宅バブルが崩壊した英国、スペインにおける景気回復の停滞、アメリカ、アジア経済の減速に伴う輸出の減少、雇用情勢の想定以上の深刻化
- 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

● アジア:拡大ないし回復傾向が続く。

➤ 先行き:物価や不動産価格等の上昇に留意が必要であるものの、適切な経済政策運営がなされれば、総じて拡大ないし回復傾向が続くものと見込まれる(中国は11年に9~10%、インドは7~8%台の成長率という国際機関の見通しはおおむね妥当)。

- 東日本大震災がアジア経済に与えるマクロ的な影響は限定的:自動車産業等の一部の産業で減産。一方、日本製品を代替するため生産を増やす動きや復興需要への期待も。

➤ リスク:全体で見ると、上方と下方は均衡。

- 下振れリスク: 中国における不動産価格の上昇とそれに対応した引締め強化による内需への影響、物価上昇の加速、過度な資金流入、東日本大震災の予想以上の影響、先進国の景気回復の停滞に伴う輸出の低迷
- 上振れリスク:資金流入を背景とした資産価格の上昇

● 世界経済:回復が続く。

➤ 先行き:11年全体の実質経済成長率は前年比3%台前半(市場レートベース)になると見込まれる。

➤ リスク:下方に偏っている。なお、第1章でみたグローバル・インバランスに係る様々なリスクが底流にあることにも留意。

- 下振れリスク: ヨーロッパのソブリン・リスク再燃による金融システム不安の再拡大、一次産品価格の更なる上昇、新興国への過度な資金流入とバブル崩壊、東日本大震災の予想以上の影響
- 上振れリスク:資産価格等の上昇