

2010年の世界経済見通し

～アメリカの回復、中国の引き締め、欧州のソブリンリスク～

<要 旨>

- 2010年の世界経済は、景気の回復傾向が持続する見通しである。アメリカやヨーロッパで景気回復の動きが確認できるようになり、中国をはじめ新興国では、金融引き締めの影響が懸念されながらも、力強い成長がなお続く見通しである。主要国のうちアメリカの成長率は3%に回復し、中国は10%に迫る勢いとなろう。
- 世界経済の高成長が見込まれるのは、アメリカの個人消費の回復が確認できるためである。金融危機後の世界経済には中国という新しいけん引役が誕生したが、アメリカの個人消費は依然として世界経済のエンジン役である。
- もっとも先進国の回復は、落ち込みが過度であったことのリバウンドの域を出ない。アメリカ経済が予測どおりに推移し二番底を回避しても、今年の年末になってようやく、金融危機前のピークであった2007年末時点の経済水準を回復するにすぎない。その場合も、失業率の改善は相当遅れる公算である。
- 景気回復が鮮明になるにつれて、金融危機のさいに実施された非常時の政策については、出口戦略を模索する動きが強まるとみられ、金融市場への影響が懸念される。ギリシャの財政問題などをきっかけに金融市場は不安定な動きが続いており、いまだ金融危機から本格的に脱却したとは言えない。
- また、2011年には各国が財政再建に向けた取り組みを開始する。財政面から景気の下押し圧力となることが予想され、民需主導の自律的な回復力が問われることになろう。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

1. 2010年の世界経済の概要

2010年の世界経済は、金融危機にともなう落ち込みを脱け出し、景気の回復傾向が持続する見通しである。アメリカやヨーロッパでも景気回復が確認できるようになってきた。中国をはじめ新興国では、金融引き締めの影響が懸念されているが、力強い成長がなお続く見通しである。主要国のうちアメリカの成長率は巡航速度とされる3%に回復し、中国については10%に迫る勢いである（図表1）。

世界経済の高成長が見込まれる背景には、アメリカの個人消費が、債務調整圧力を乗り越え回復傾向が鮮明になってくることがある。金融危機後の世界経済には中国という新しいけん引役が誕生したが、アメリカの個人消費は依然として世界経済のエンジン役である（次頁図表2）。

もっとも、先進国の回復の動きは、落ち込みが過度であったことによるリバウンドの域を出ない。アメリカ経済が予測どおりに推移し二番底を回避しても、今年の年末になってようやく、金融危機前のピークであった2007年末時点の経済水準を回復するにすぎない。この間の経済の低迷は「失われた3年」と表現することができる。しかし、その場合でも、失業率の改善は相当遅れるであろう（次頁図表3）。

景気回復が鮮明になるにつれて、金融危機のさいに実施された非常時の政策については、出口戦略を模索する動きが本格化するとみられる。ギリシャの財政問題などをきっかけに、金融市場は不安定な動きが続いている。いまだ金融危機から本格的に脱却したとはいえ、出口戦略による金融市場への影響が懸念されよう。

また2011年には、各国が財政再建に向けた取り組みを開始する。財政面から景気の下押し圧力が働くことになり、民需主導の自律的な回復力が問われることになろう。

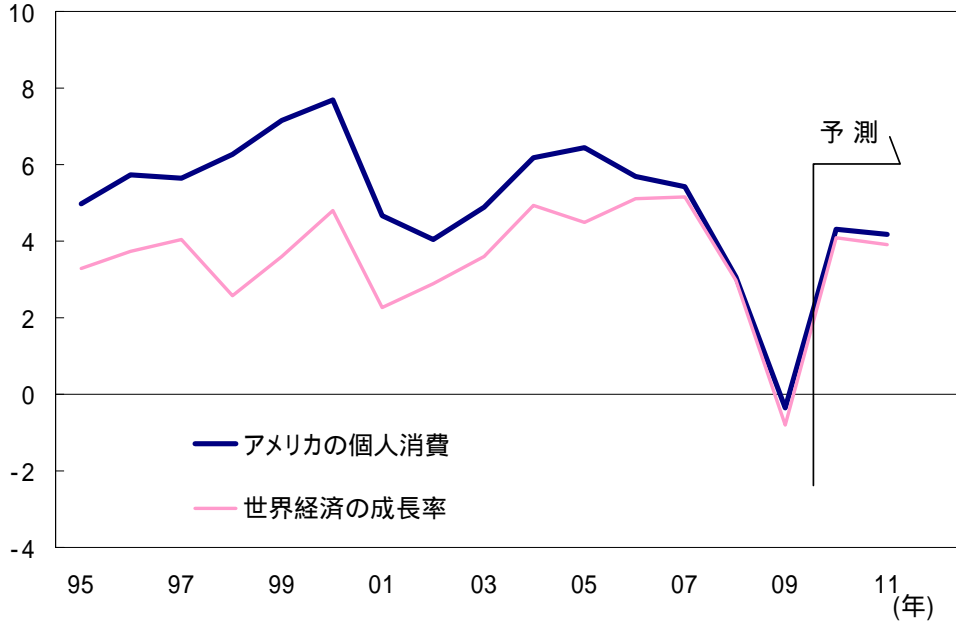
図表1. 世界経済の成長率予測

	(%)		
	2009年	2010年	2011年
世界	-1.2	4.0	4.0
先進国	-3.0	2.5	2.5
アメリカ	-2.4	3.0	2.9
ヨーロッパ	-4.0	1.3	1.5
その他	-1.2	4.5	4.5
新興国	1.1	5.8	5.6
アジア全体	4.9	7.6	7.0
中国	8.5	9.8	9.0
旧ソ連(ロシア等)	-7.0	4.3	4.8
中東	2.3	5.0	5.3
中南米(ブラジル等)	-2.2	4.0	4.0

（注）先進国、新興国の分類はIMFによる

図表 2. アメリカの個人消費と世界経済の動向

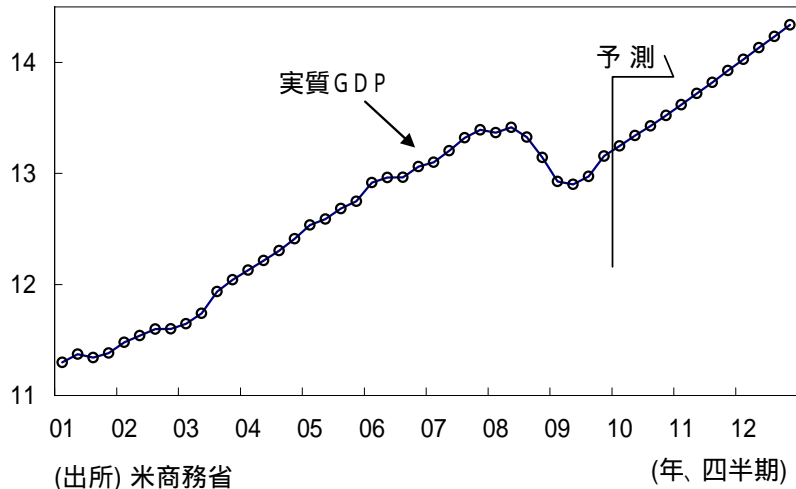
(前年比、%)



(出所) 米商務省、IMF

図表 3. アメリカの経済規模と失業率

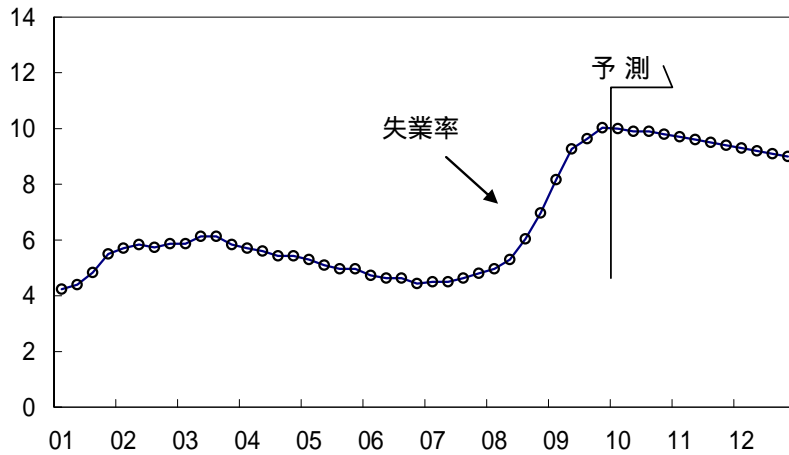
(兆ドル)



(出所) 米商務省

(年、四半期)

(%)



(出所) 米労働省

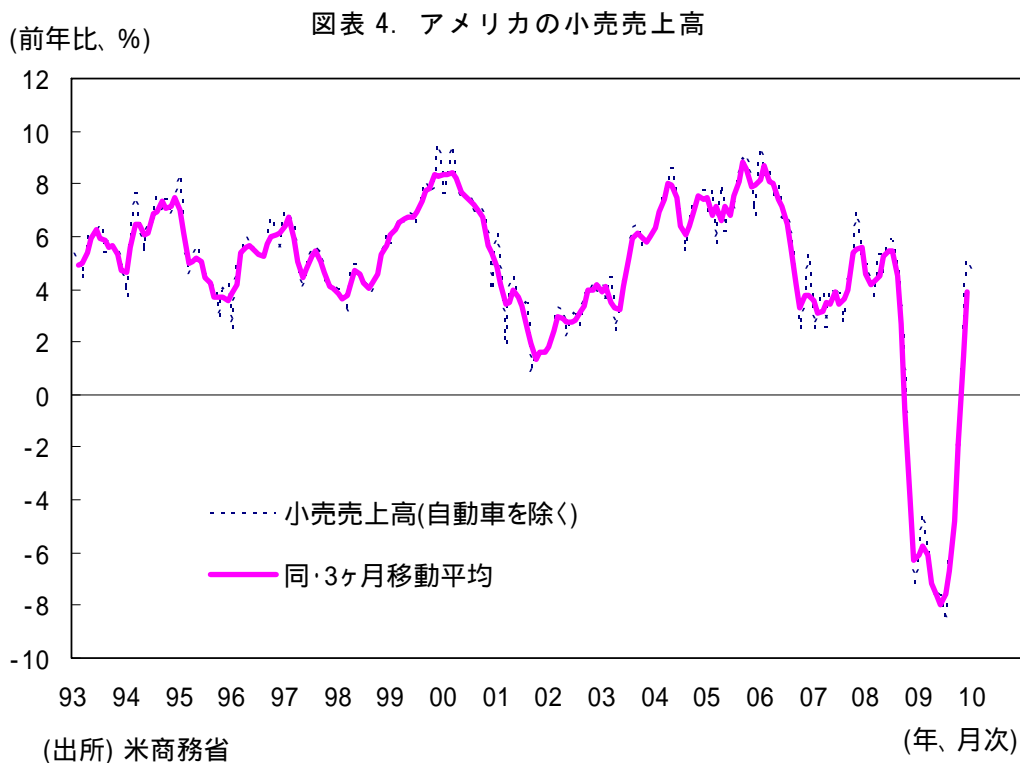
(年、四半期)

2. 個人消費の回復が鮮明なアメリカ経済

(1) 個人消費の回復

① サービス関連消費が堅調

アメリカでは個人消費の回復が鮮明となっている。小売売上高(前年比)は昨年11月から増加に転じ、12月はリーマンショック前の2008年8月以来の高い伸びとなった(図表4)。昨年末のクリスマス商戦も、事前の予想をくつがえす堅調な結果となり、個人消費の底入れムードが広がっている。

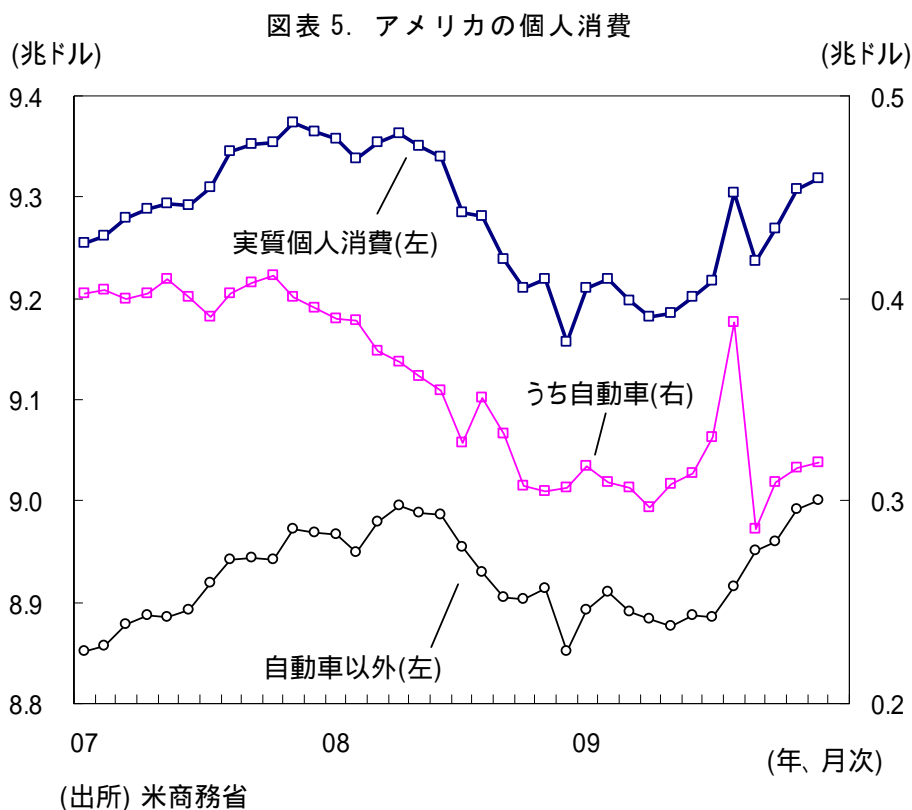


個人消費の動向を詳しくみると、まず自動車については、昨年7月から9月初めにかけて、燃費効率の低い自動車を新車に買い替えるさい、政府が4400ドル(約40万円)の補助金を支給し新車販売の押し上げをはかった。買い替え支援策によって新車販売は急増したが、需要を先食いしているとの懸念が強まり、実際に9月の販売は急減した。ところが10月以降は一転して増加が続いており1,000万台の大台水準を回復している。

もう一つの注目される動きは、個人消費の6割を占めるサービス消費の回復である。個人消費の内訳を、耐久消費財、非耐久消費財、サービスの3つに区分すると、今回の不況では、自動車など贅沢品である耐久消費財の購入が真っ先に節約の対象となった。また、生活必需品である非耐久消費財についても節約の動きが強まり、ウォルマートに代表され

る安売り店の売上増加が話題とされた。さらに、交通費、通信費、教養娯楽費などのサービス消費についても、経済のサービス化を背景にこれまで右肩上がり増加してきたが、今回の不況で初めて減少に転じた（注1）。

リーマンショック以降の大混乱により、2009年のアメリカの名目個人消費は減少し、実質ベースでみると2年連続で減少した。いずれも大恐慌以来の出来事である。とりわけ自動車販売の急減と、サービス消費の減少が個人消費を下押しする大きな要因であったが、ここにきていずれについても回復の動きが鮮明となってきている。消費低迷の主因であった自動車とサービスが回復に転じたことは、個人消費全体が持続的に回復する可能性を示唆している（以上図表5）。

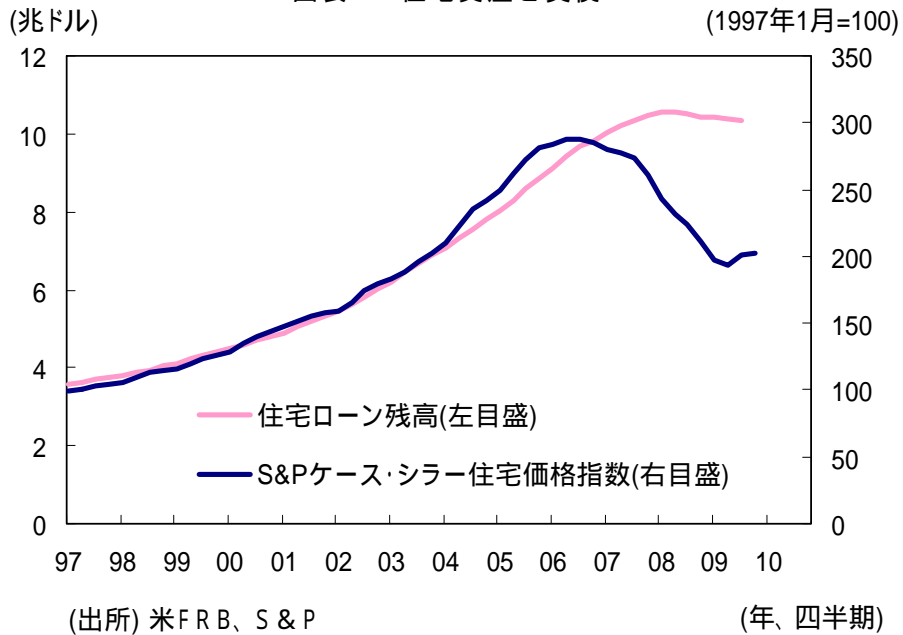


② 逆資産効果と債務調整

自動車やサービス消費を中心に個人消費が落ち込んだ大きな要因は、資産価格の上昇により消費者が債務（借入れ）を拡大させた中で、資産価格が下落に転じ、逆資産効果と債務返済圧力が高まったためである。資産価格の上昇が続いている間は借入れを拡大させることが可能であったが、資産価格が下落し借入金だけが残った状態にあった（次頁図表6）。

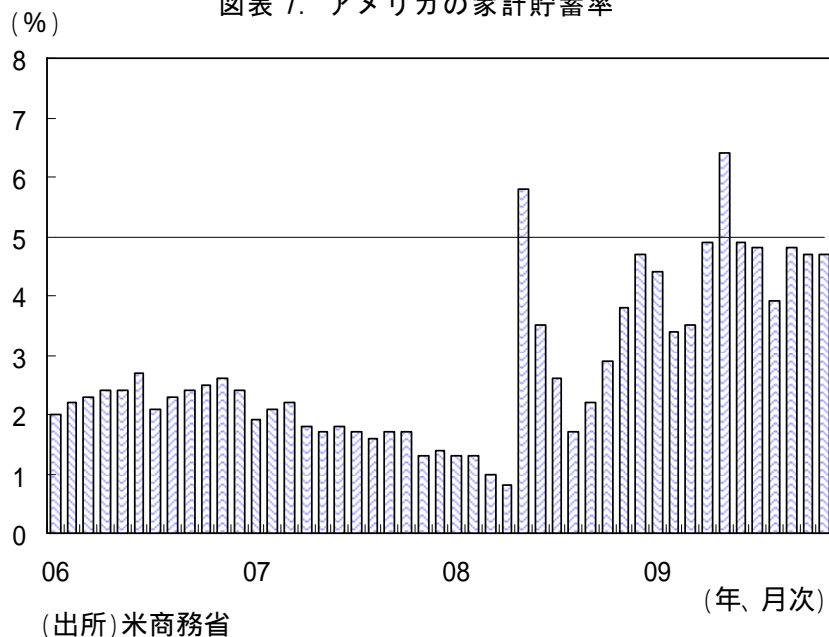
（注1）サービス消費は、これまで景気低迷時にも減少することはなかった。統計上も、サービス消費に分類される項目の大半は、トレンドを先延ばしすることで推計される。この部分が減少したことは、それだけ大きなショックが働いていたと理解できる。逆に一時的なショックが過ぎると、従来の増加トレンドへの回帰が見込まれる。

図表 6. 住宅資産と負債



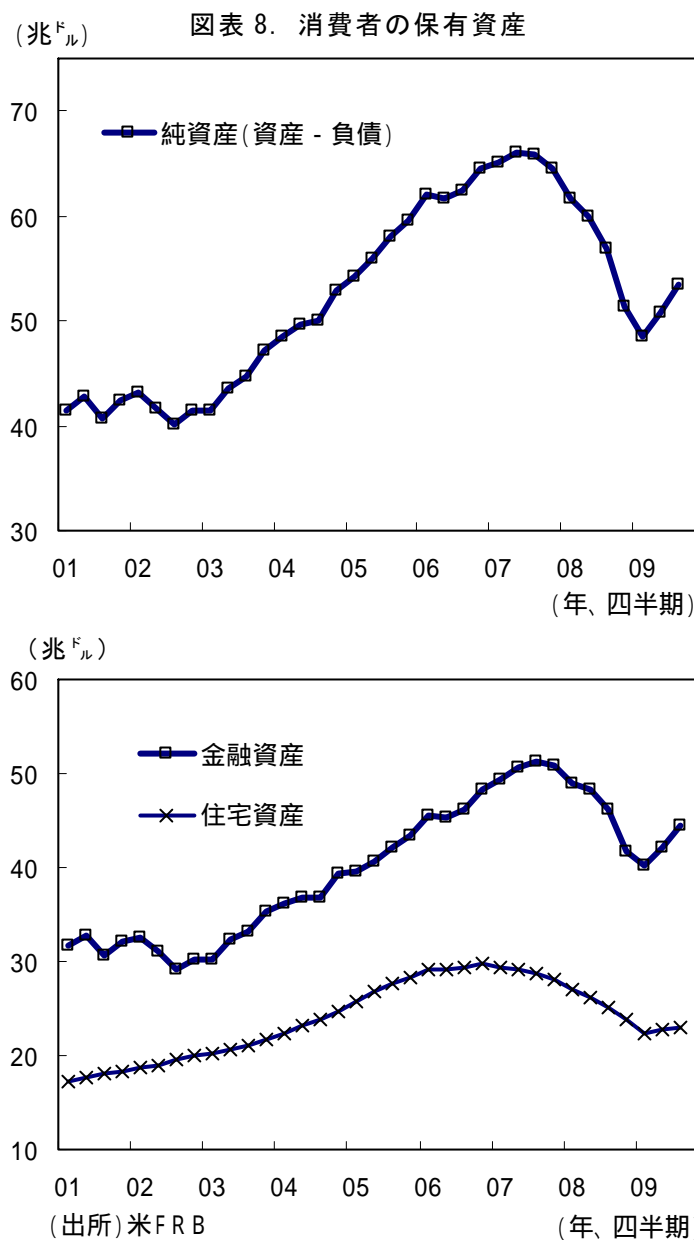
ところが、資産価格と債務残高の動きをみると、最近まで債務残高の減少が続く一方、資産価格の下落には足元でようやく歯止めがかかっている。依然として両者の乖離は大きく、消費者は今も債務返済圧力に直面している状況にかわりない。しかし、資産価格が一方的に下落する局面が過ぎ去ったため、債務返済にともない貯蓄率を一方的に上昇させてきた動きにも、ようやく歯止めがかかり始めている。アメリカの家計貯蓄率は、昨夏以降5%程度で安定し始めている(図表7)。消費者が貯蓄率を引き上げるために消費を抑えなくてもよくなっていることが分かる。

図表 7. アメリカの家計貯蓄率



アメリカの家計のバランスシートをみると、金融危機をきっかけに失われた資産は 18 兆ドル（約 1620 兆円）であった。しかし 2009 年春を底に資産が回復し、その後半年間で 5 兆ドル（450 兆円）の資産が回復している。株価の上昇が続いたため金融資産が増加したことに加え、住宅価格が下げ止まったことで、住宅資産も持ち直し始めている（図表 8）。

資産と負債はいずれも、上位 20% の高所得者層の保有割合が高い。バブル期に住宅価値の上昇分を担保に、ホーム・エクイティー・ローンを利用していたのも高所得者層の人々であったことが、F R B（連邦準備制度理事会）の統計から分かる。高所得者層が消費全体に占める割合は 40% 程度あり、これらの人々が、バブル崩壊による痛手から少しずつ抜け出していることが今の消費を押し上げているとみられる。資産と負債の動きから、アメリカの消費者の債務調整圧力は峠を越したとみられ、個人消費を抑制してきた圧力が少しずつ和らぎ始めている。

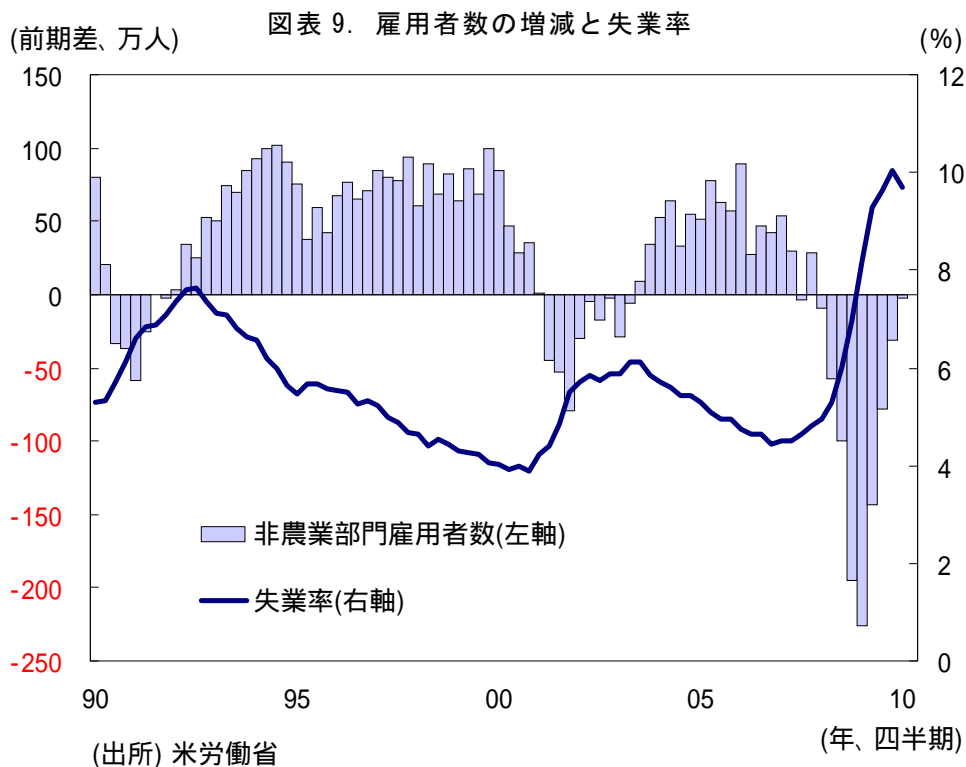


(2) 本格回復の鍵となる雇用情勢

① 経済の急回復はいずれ雇用波及

それでは、個人消費の回復はいつまでも続くのだろうか。そのかぎをにぎるのが雇用の増加テンポである。

今回の景気後退局面では、アメリカの雇用は800万人以上減少し、失業率は2ケタに上昇した(図表9)。先行きについても、中小企業の雇用回復の遅れなどを懸念する声は根強い。しかし、景気の改善が鮮明となるにつれ、雇用についても回復を示唆する動きがあらわれ始めている。



雇用動向の先行きを予測するさいの指針となるのは、アメリカに限らず、日本やヨーロッパについても、労働生産性や労働時間、労働投入量の動きである。このうち、アメリカの企業が、雇用を急速に減らしすぎていることを示唆しているのが労働生産性(労働1単位当たりの生産)の動きである。昨年半ば以降、経済がプラス成長に回復した中で雇用の削減を続けた結果、労働生産性が急上昇している。経済の産出量を労働投入量で割って求められる労働生産性の上昇は、アウトプットが増大した結果であると同時に、労働投入を過剰に減らし過ぎたことを示している。当然、再びマイナス成長に陥る懸念が強ければ、企業は慎重な雇用姿勢を維持するものの、大方の予測では今年は3%成長が見込まれており、逆に雇用不足さえ心配される状況ともいえる。

このため、経済全体の需給バランスを示すGDPギャップが大幅なマイナスであっても（＝需給バランスが供給超過の状態にある＝過剰な雇用を抱えている）雇用は循環的に増加しやすい局面にある。雇用環境の改善は、すでに増加に転じた雇用者報酬や可処分所得の増加を持続的なものとし、個人消費の拡大を促す。労働生産性に着目するこのような見方は、元FRB副議長のアラン・ブラインダー・プリンストン大学教授がウォールストリート・ジャーナル紙に寄稿した論説文でも強調されたポイントであった。景気の回復が今後も続けば、それにつれて雇用も増加する余地が生まれてくる（図表10）。

図表10. ブラインダーの論説と労働生産性の動向

The Case for Optimism on the Economy

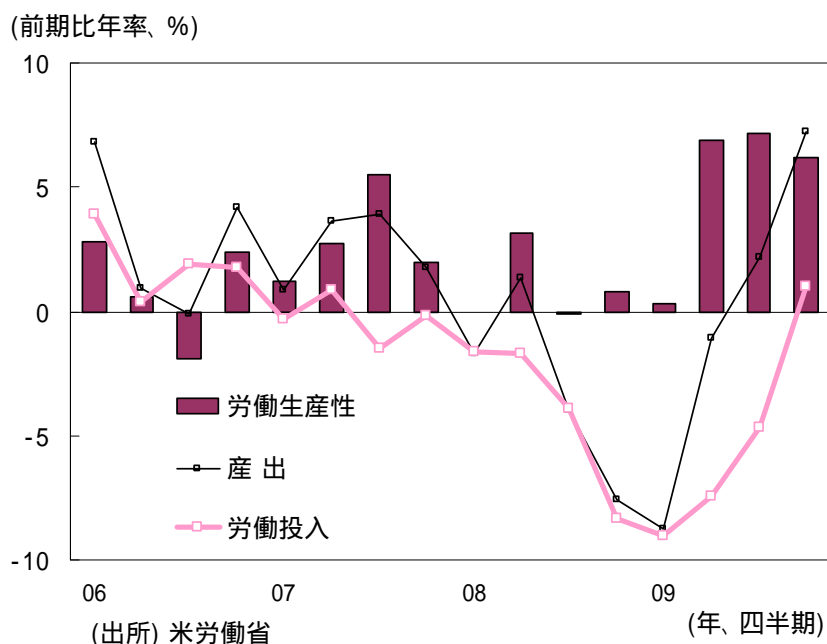
～ 景気楽観論の根拠：WALLSTREET JOURNAL への寄稿記事より（12/16:A27面）～

① slingshot effect

- ・ GDPの構成要素の一つが上昇すると、その他の項目も引っ張られ、GDP全体が大きく上昇する
- ・ 2009年上半期に設備投資が4割も低下したのに、第3四半期に回復に転じたのはslingshot効果の表れ

② リセッション局面で生産性が驚異的に上昇

- ・ GDPが3.7%減少し雇用が5%減少したことは、生産性がかなり異例なペースで上昇したことを示す
- ・ 特にこの半年間、生産性は8.1%と驚異的な伸びを示したが、これは2つの理由による
- ・ 第一に、この半年間は米国の歴史上、最も企業家精神が発揮された期間であった
- ・ 第二に、企業が慎重になり過ぎて、徹底的に従業員数を削減した
- ・ このため、企業は売上げや生産が上昇すれば、採用を再開せざるをえない状況にあるといえる
- ・ 悲観的な人たちが考えるよりも早い時期に、就業者数が増加する可能性がある



セクター別にみると、アメリカの雇用の中核を担うのは、専門サービス、医療サービス、教養・娯楽など狭義のサービス業である。サービス消費や企業のサービス関連支出が回復してきたことで、これら狭義のサービス業の雇用はすでに増加に転じている。また、景気の動きに敏感な製造業や運輸業では、労働時間や労働投入量が目に見えて増加しており、雇用が増えやすい状況にある。さらに、今年は10年に1度の国勢調査が実施される。経験的に政府の臨時雇用が30万人程度増加することが見込まれている。

ウォールストリート・ジャーナル紙が毎月アメリカのエコノミストを対象に実施しているアンケート調査によると、経済が3%成長するとの前提で雇用については140万人程度の増加が見込まれている。毎月の雇用統計の増加ペースに直せば、平均12万人程度のペースで雇用が増加していくことが大方の見方となっているようである（図表11）。

図表 11. エコノミストの平均予測

	1~3	4~6	7~9	10~12	暦年
10年債利回り(%)	-	3.98	-	4.34	-
GDP成長率(%)	3.0	2.9	2.9	3.1	3.0
CPI(%)	-	2.2	-	1.9	-
失業率(%)	-	9.9(末)	-	9.5(末)	-
住宅着工(万戸)	-	-	-	-	88
WTI相場(ドル/バレル)	-	78(末)	-	81(末)	-
雇用増加(万人)	月平均11.7万人				140
住宅価格(%)	-	-	-	0.4	-

(注) エコノミスト54人を対象にした月次調査。1/4~5調査、1/14掲載記事より作成
(出所) ウォール・ストリート・ジャーナル電子版

② 失業率は9%台で高止まる？

アメリカの労働市場では、金融危機をきっかけに、2009年の労働力人口が半世紀ぶりに減少するという大きな構造変化が生じた。その結果、労働参加率（労働力人口／生産年齢人口）が低下した。

労働参加率は、女性の社会進出を背景に1990年代後半までは一貫して上昇していた。近年は女性の社会進出がピークアウトしたところに、若年層の高学歴化（大学院への進学率の上昇）により25歳未満の労働参加率が低下したことから、労働参加率は一時低下していたが、こうしたトレンド変化もいったんは落ち着いていた（図表12）。

図表 12. アメリカの労働参加率



(出所) 米労働省、商務省

金融危機前の米国の労働力人口は、毎月平均 10 万人程度のペースで増加していたため、計算上は非農業部門雇用者数が 10 万人程度増加してはじめて失業率が一定となる。つまり、失業率が低下するためには、労働力人口を上回るペースでの雇用の増加が必要となる。

ところが、景気の回復傾向が鮮明になると、職探しを断念していた人が労働市場に復帰する可能性が高いとみられる。このため、昨年は大幅に減少した労働力人口が今年は急増する可能性がある。そうした中、失業率が低下するためには、毎月の雇用者数は 10 万人を大きく上回るペースで増加する必要がある。

雇用動向について専門家の中で、「雇用の回復は遅れ、失業率は 9% 台で高止まりする」との指摘も聞かれる。労働力人口が急増する可能性を考慮すると、雇用がほとんど増えないケースでは、失業率は 11~12% 台まで上昇することになる。逆に、失業率が 9% 台まで小幅改善するためには、雇用は大方の予想を上回るペースで増加する必要がある。

労働生産性の動きをみるかぎり、景気の改善にともない、過剰に削減した雇用をある程度戻す動きが出てくるとみられるが、そうしたケースでも、失業率の改善は大幅に遅れる可能性が高いであろう。

(3) 企業、政府、住宅の動向

① 企業の在庫復元と景気対策の効果

個人消費の回復に加え、2010年のアメリカ経済を押し上げるとみられるのが、減らしすぎた在庫の復元である。

GDP統計の在庫投資の概念は少し複雑であり、在庫(ストック)が増加しても、増加ペースが和らげば成長率にはマイナスとして計算され、逆に、在庫(ストック)が減少しても、減少ペースが和らげば成長率にプラスと計算される。つまり、在庫の増減額(フロー)の大きさが成長率を左右するわけだ。

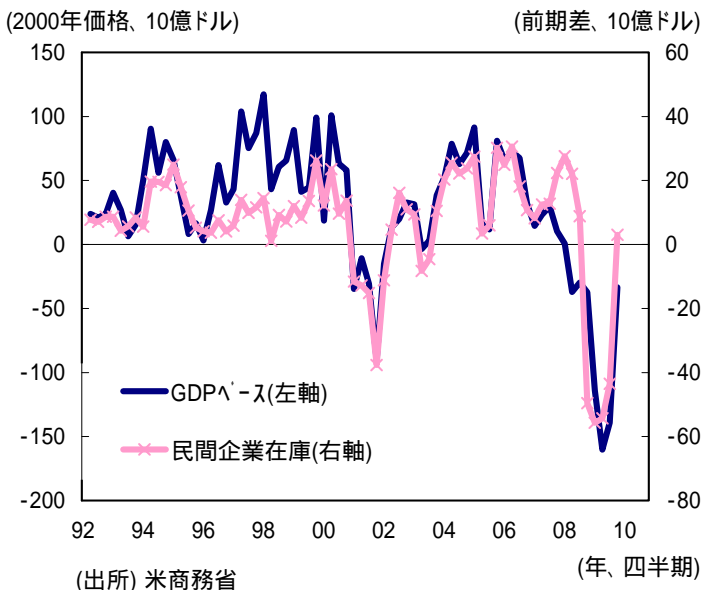
在庫投資(フロー)の動きをみると、昨年10~12月期に330億ドルの在庫削減が行われたが、その前期に1,400億ドルもの在庫削減が行われたのと比べると、削減ペースがかなり緩和されており、成長率を大幅に押し上げる要因となった(図表13)。

在庫調整が進展した背景には、昨年7~9月期まで猛烈な在庫の圧縮を進めた一方、個人消費など最終需要に下げ止まりがみられるようになったためである。

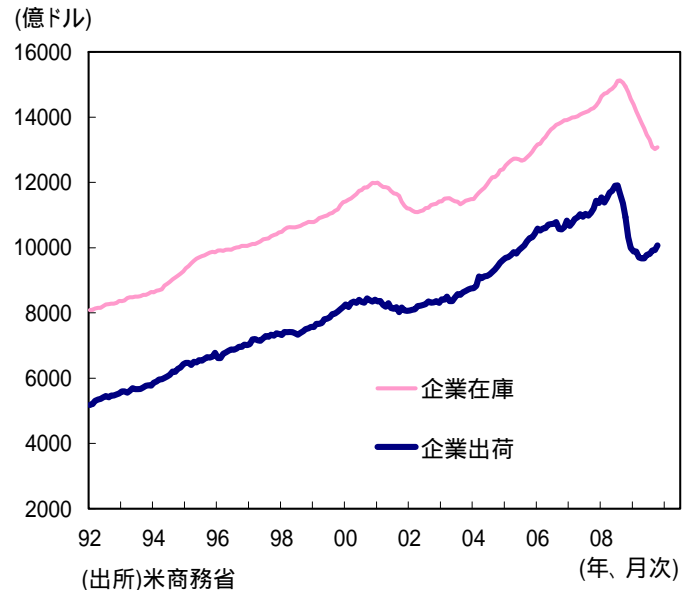
もともと専門家の間では、在庫減らしを少しずつ緩和させていく動きが、2010年の経済を年間を通じて押し上げると予測されていた。ところが2009年10~12月期の在庫投資が発表され、在庫調整がほぼ完了に近づいてきたことが判明すると、在庫投資はこれ以上経済成長を押し上げないとの見方が指摘されるようになった。今年1年を通じて期待されていた在庫積み増しの動きが、すでに出尽くしてしまったとの考え方である。

しかし、すでにみたように個人消費を中心に最終需要は緩やかな増加が見込める状況にある(図表14)。このため、需要の増加に見合ったペースで、在庫を積み増す動きが予想され、経済を押し上げる要因となる公算が大きい。

図表13. 在庫投資の推移



図表14. 企業出荷と企業在庫



企業活動とならび、経済の押し上げ要因になるとみられるのが、政府の経済対策の効果である。オバマ大統領が就任早々の2009年2月に策定した総額7,870億ドル(約70兆円)の景気対策は、過半が2010年に支出が予定されている。大統領経済諮問委員会の四半期報告によれば、既出分は2,633億ドルと、当初の想定どおりのペースで支出されており、今年も公共投資などの政府支出が見込まれるほか、中間選挙を秋に控え、追加景気対策の議論も進んでいる(図表15、16)。

図表 15. 景気対策の進捗

	2009年 (億ドル)			
	1~3	4~6	7~9	10~12
個人向け減税	23	287	428	563
AMT引き上げ	0	72	127	159
企業向け減税	1	131	240	333
州財政支援	85	282	438	592
雇用保険拡充等	0	98	321	575
公共投資	0	61	236	411
合計(累積値)	110	931	1789	2633
四半期の実施額	110	821	858	844

(出所) 大統領経済諮問委員会

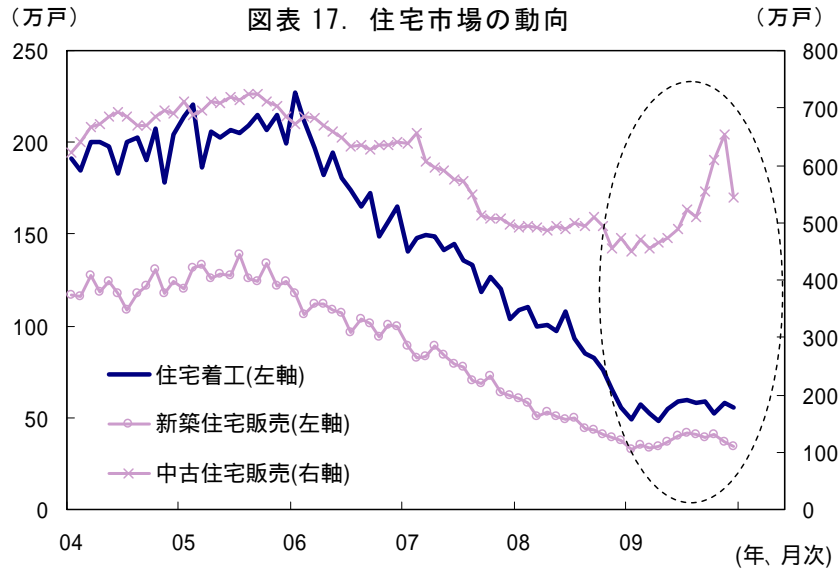
図表 16. 追加景気対策の内容

① 追加景気対策 I (11/6成立) ~従来の対策の延長措置 <ul style="list-style-type: none"> ・ 初回住宅購入者に対する税還付措置を4月末まで延長 (100億ドル) ・ 雇用保険の給付期間を延長 (24億ドル) ・ 法人減税: 過去5年分の損金繰り入れの対象を全企業に拡大 (330億ドル)
② 追加景気対策 II (12/16下院通過) ~金融安定化法の残枠を活用 <ul style="list-style-type: none"> ・ 公共投資 (483億ドル) ・ 地方公務員の雇用確保 (267億ドル) ・ 雇用保険の給付期間を延長 (410億ドル) ・ メディケイド (低所得者向け医療制度) の助成拡充 (235億ドル) ・ 退職者医療保険の保険料助成の延長 (123億ドル)

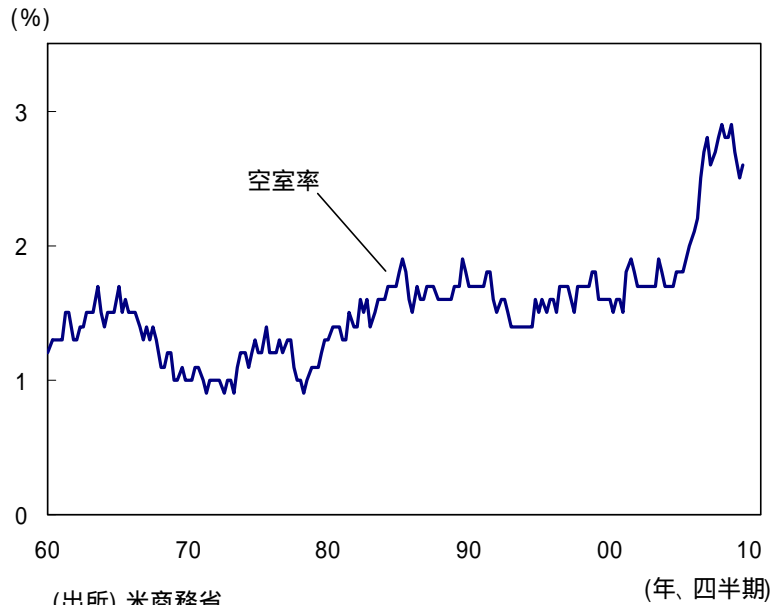
② 住宅の回復は緩慢

住宅市場の主要な指標にも、このところ改善の動きがみられるが、注意深くみると、中古住宅の販売が過去最高ペースで急回復しているのとは対照的に、新築住宅販売は低迷が続き、新規住宅着工も回復テンポは弱い(次頁図表17)。

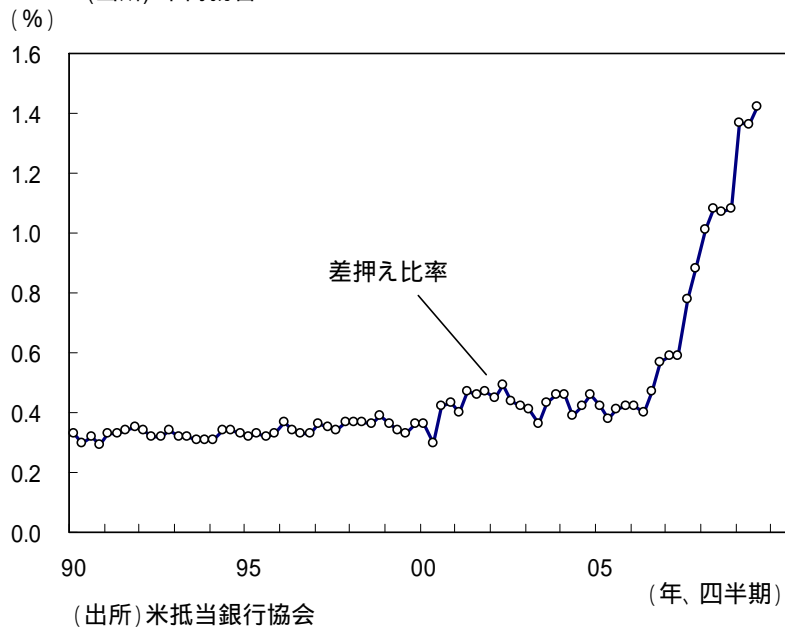
新規着工の低迷は、住宅の需給を示す空室率の高止まりにみられるように、住宅市場のストック調整圧力が大きいことが原因である。それにもかかわらず、中古住宅販売が回復しているのは、差し押さえ物件を安値で購入する動きが広がっていることや、政府による住宅購入支援策の効果による。差し押さえは、低利ローンへの借り換えを目指す政府の度重なる対策が効果をあげておらず、増加傾向に歯止めがかかっていない。差し押さえを受けた物件の市場流入が続き、住宅市場のストック調整を長期化させる要因になっている。また、当初のローン支払い額を低く抑えたオプションARM(変動金利型住宅ローン)の支払い金利上昇が、2010年に増加することも懸念されるほか、政府の住宅購入支援策も4月に失効する。住宅投資は一方的な下落に歯止めがかかっているものの、ストック調整圧力により回復テンポは緩慢なものにとどまる公算が高い(以上次頁図表17)。



(出所) 米商務省、不動産業協会



(出所) 米商務省



(出所) 米抵当銀行協会

3. 引き締め懸念が強まる中国経済

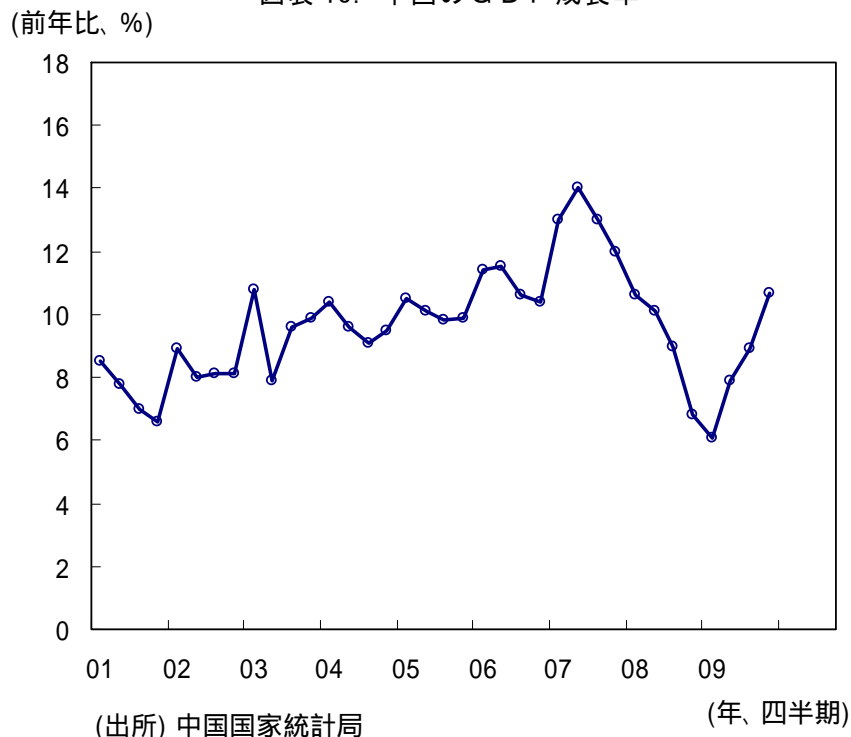
(1) 景気の現状～力強い成長が続く

中国の2009年10～12月期の経済成長率は、前年比10.7%と驚異的な経済成長を記録した。成長率が2ケタとなるのは、リーマンショック前の2008年春以来1年半ぶりのことである。景気対策の効果により固定資産投資の伸びが一段と高まったほか、新車販売台数が急増するなど個人消費も堅調な動きが続いた(図表18)。

また、日米欧と同様の基準でみるために、GDPに季節調整をほどこした前期比年率ベースで成長率の動きをみても、やはり10%を上回っており景気の力強さが示されている。

中国人民銀行(中央銀行)が試算した前期比年率ベースの成長率は、景気対策が本格化し始めた昨年4～6月期に11.4%と2けたの高成長となった後、7～9月期はわずかに低下したが、年末にかけて再加速した。リーマンショック直後で経済が低迷した2008年10～12月期との比較により、前年比ベースの成長率がみかけ上高くなっただけでなく、実際に中国の景気は年末にかけて一段と加速していたことが分かる。

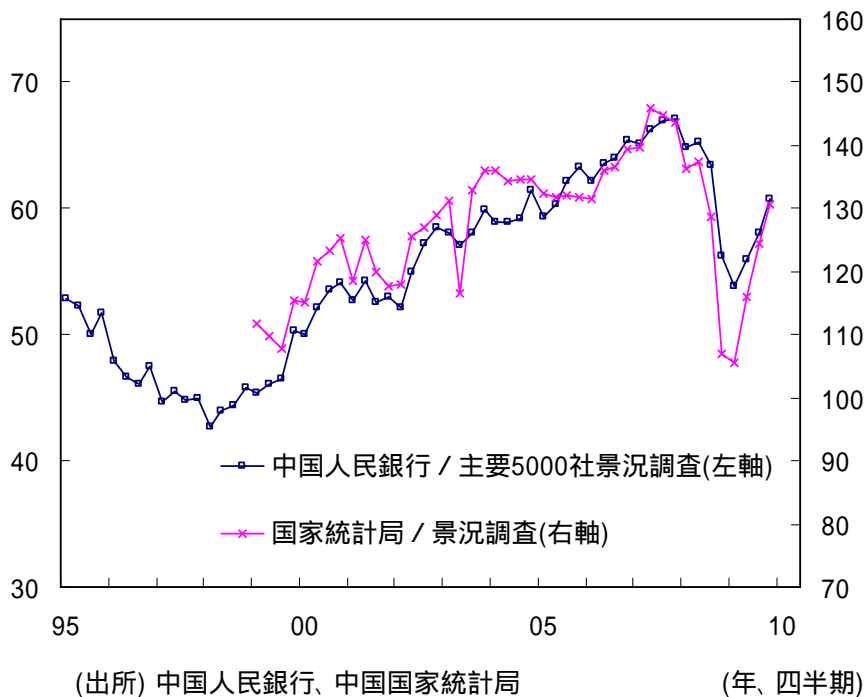
図表18. 中国のGDP成長率



一方、中国の代表的な企業サーベイである国家統計局の20000社調査や、中国人民銀行による5000社調査によれば、企業の景況感を表す企業景気指数は、一時の落ち込みから勢いよく駆け上がっているものの、依然としてリーマンショック前のピークの水準を回復するまでには至っていない(次頁図表19)。

景況感の水準は、GDPギャップの代理変数として利用される。経済成長率の強いモメンタムとは対照的に、経済の水準に注目すると、中国経済は供給過剰の状態を脱していないことが推察できる。実際、失業率（都市部、登録）は5年ぶりの水準に上昇したまま改善がみられない。しかも、最も雇用が悪化した農民工と呼ばれる出稼ぎ労働者は、都市戸籍を持たないため失業率にカウントされていない。実際の失業率は公表ベース以上に高い水準にあるとの見方が有力である。これらは経済成長率から連想されるほど、中国の景気に過熱感が生じているわけではないことを示唆している。

図表 19. 企業の景況感

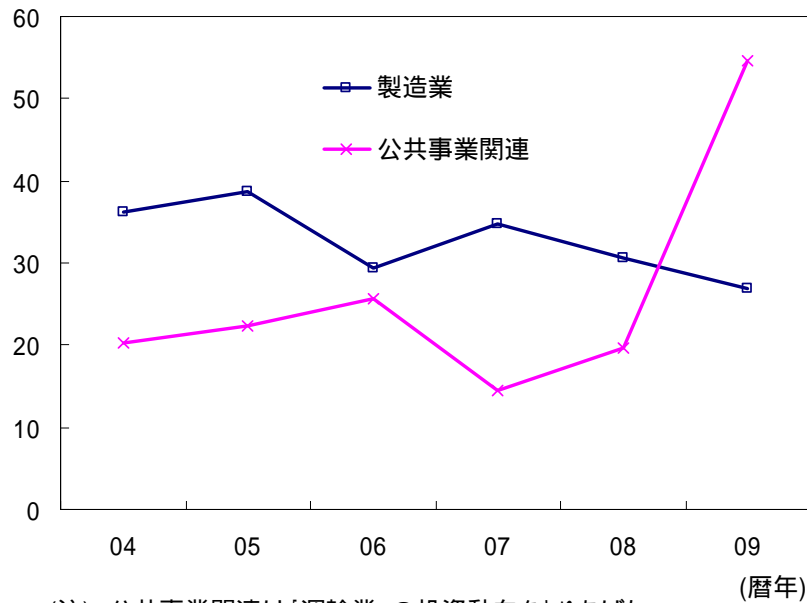


(2) 輸出の回復により公共投資頼みから脱却

2008年11月に打ち出された4兆元（およそ53兆円）の景気対策は、当初から2009～10年の2年間にわたり効果を発揮するよう策定された。このうち1.5兆元が社会インフラ建設に配分される予定である。

景気対策は従来から計画されていた事業を含み、新規の事業がどの程度追加されたのかが明らかでない。もっとも固定資産投資の動きをみると、全体の3分の1を占める製造業の投資額が、輸出の低迷により鈍化したのに対して、空港や道路など公共事業関連の項目を含む交通分野への投資額は急拡大しており、政府の投資支出が経済成長を押し上げた動きが読み取れる（次頁図表20）。中国の一人当たりの資本ストック水準はいまだに低く、経済成長の基盤整備を目的として今後も高水準の投資が継続される見通しである。

(前年比、%) 図表 20. 固定資産投資（業種別）

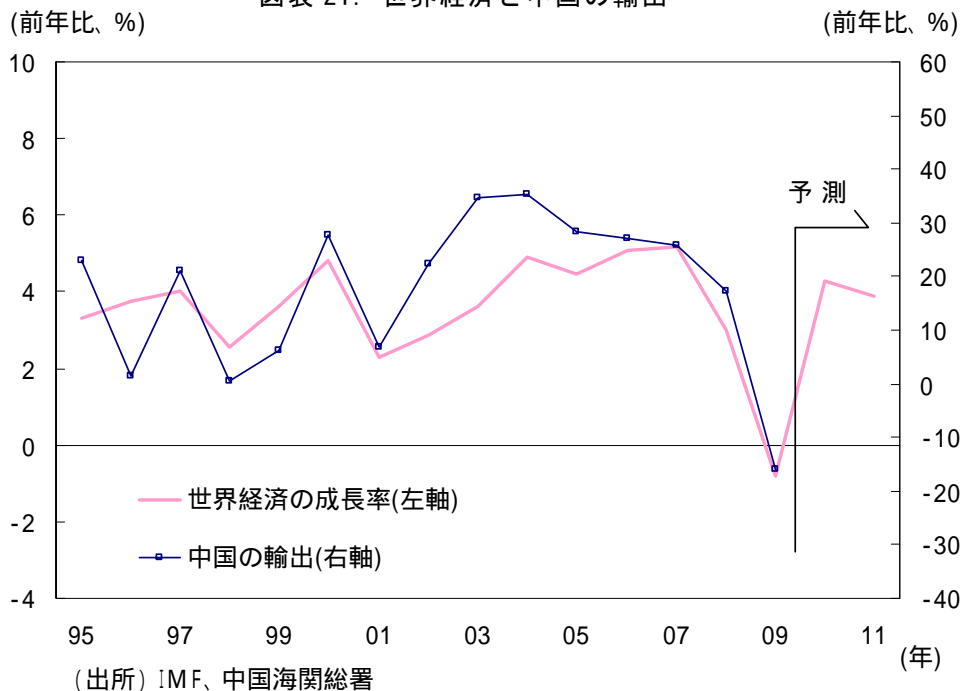


(注) 公共事業関連は「運輸業」の投資動向をとりあげた。
内訳は、「鉄道」、「道路」、「都市交通」、「水道」、「空港」など。
(出所) 中国国家统计局

また、今年は景気の新たなけん引役として、輸出の回復も期待できる。「世界の工場」である中国の輸出額は2009年に世界最大となり、世界経済の回復の恩恵を最も享受できる国である。とりわけ米国の個人消費が回復すれば、輸出の増加にも弾みがつこう(図表 21)。

上海や広東など沿海主要都市に集積している輸出企業の生産回復は、民間設備投資の拡大にも結びつきやすい。世界経済の回復は、中国が公共投資頼みの状態から脱却し、自律的な景気回復を促すことにつながる。

図表 21. 世界経済と中国の輸出



(出所) IMF、中国海関総署

(3) 所得水準の上昇と購買力の増大

中国では昨年、耐久消費財の買い替えや農村への普及を支援する目的で消費喚起策が実施され、2009年末にこれらの措置を一部拡したうえで2010年も延長することを決定した。

一方、中国全体でみた個人消費の動向とは別に、新たな市場として中国をとらえる場合、沿岸部の主要都市の市民の所得水準が、大方の予想を上回るペースで急速に上昇していることが注目される。

中国の一人当たりの所得水準は3,600ドル程度と、日本のおよそ10分の1にとどまる。しかし、沿岸部の主要都市に注目すると、先進国水準とされる10,000ドルを上回る都市が、2007年には4都市だったが、2008年に8都市に倍増した。最新データは2年前までしか明らかでないが、こうした都市の所得水準は、毎年1,000ドルずつ上昇している。このため、2009年に10,000ドルを超えた都市は15程度に、さらに今年は20~30都市程度に拡大するとみられる(図表22、次頁図表23)。

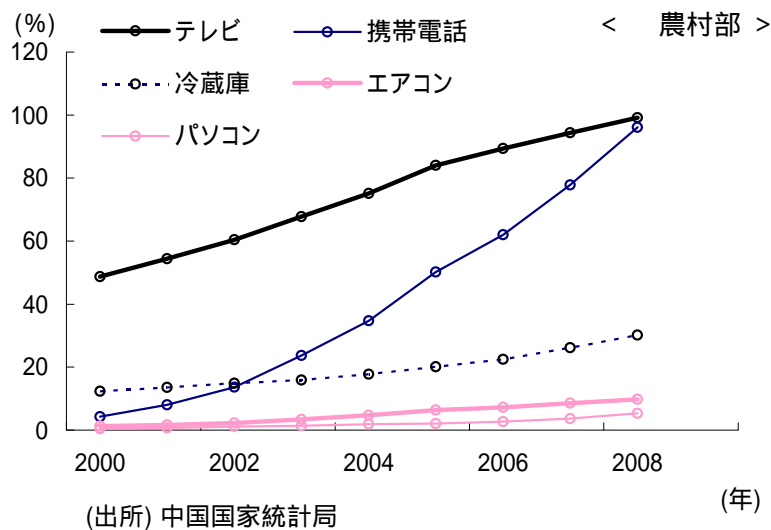
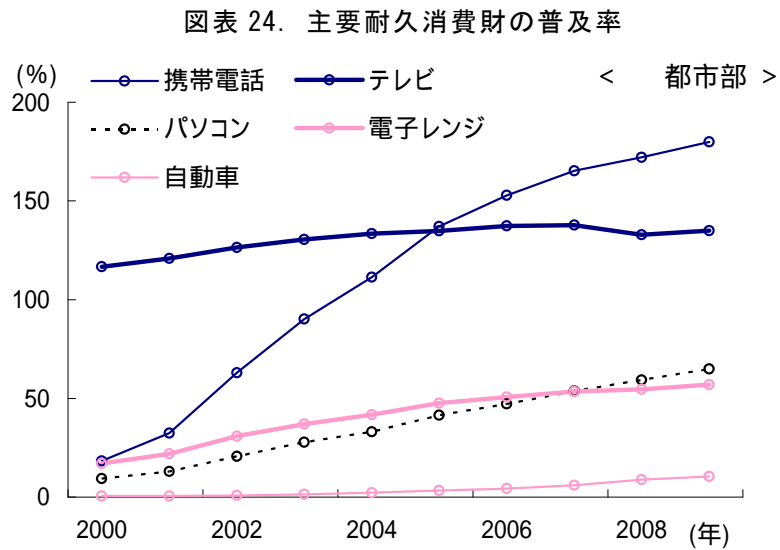
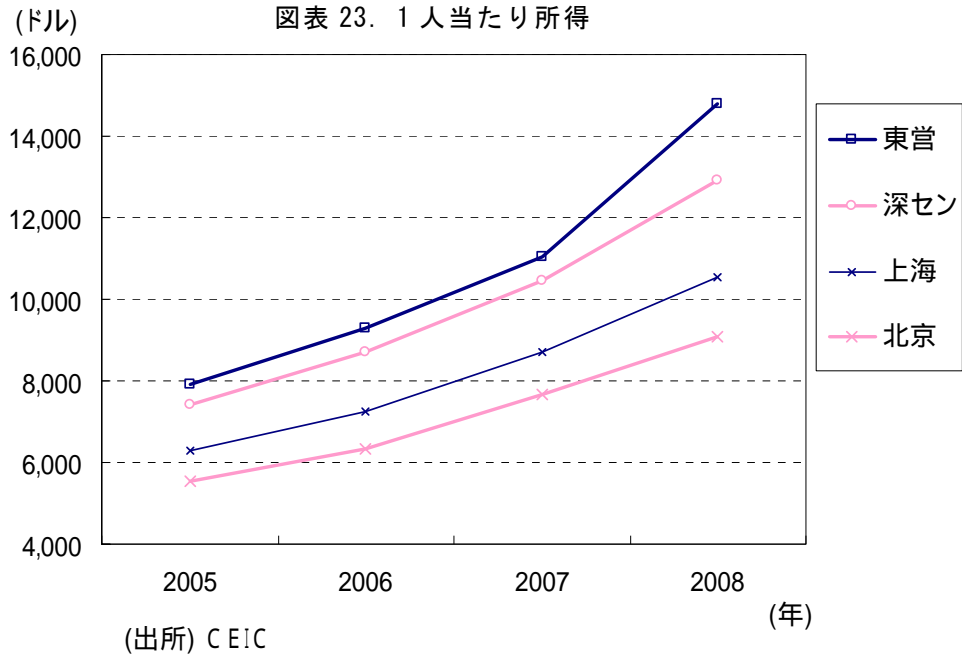
こうした都市は人口規模も大きく、上位10都市の合計だけで総人口は1億人程度に上る。かりに20~30都市程度に増えている場合には、人口は2億人を上回ることになる。十分な購買力を持ち、先進国並みの豊かな生活水準にある所得階層が、巨大な集団として急速に誕生しつつあるのが、中国経済の今の姿である。

主要耐久消費財の普及率についても、都市部ではほぼ飽和状態となっている。それにもかかわらず、よりハイエンドの製品に対する購入意欲が強い。たとえば液晶テレビについて米国の調査会社は、中国でブラウン管から液晶への買い替えが進むことが、今年の世界の液晶テレビ需要を押し上げるとしているが、主要都市の所得水準と人口規模をみれば、現実的な期待に感じられる(次頁図表24)。

図表 22. 所得水準の高い都市ランキング

	都市	省	1人当たりGDP(ドル)		概要	人口(万人)
			2007年	2008年		
①	蘇州(ソシュウ)	江蘇	12,087	15,387	長江デルタ	577
②	東営(トウエイ)	山東	11,057	14,793	中国第2位の油田都市	172
③	深圳(シンセン)	広東	10,474	12,932	珠江デルタ	1200
④	広州(コウシュウ)	広東	9,443	11,696	〃	1005
⑤	上海(シャンハイ)	上海	8,728	10,529	中国最大の経済都市	1858
⑥	無錫(ムシヤク)	江蘇	11,037	10,519	長江デルタ	433
⑦	仏山(フツザン)	広東	8,048	10,507	珠江デルタ	593
⑧	寧波(ニンポウ)	浙江	8,688	10,079	長江デルタ	540
⑨	威海(イカイ)	山東	8,315	9,146	青島と並ぶ山東省の経済都市	246
⑩	北京(ペキン)	北京	7,654	9,075	首都	1633

(注) 中国政府は一人当たりGDPの値を、2004年から総人口ベースで発表している。なお人口は2007年の値(出所) CEIC



(4) 金融引き締めの影響について

中国の銀行が昨年1年間に実施した新規融資額は、およそ10兆元であった。これは日本円で約130兆円程度と巨額であり、中国のGDPの3割程度にのぼる。力強い経済成長が続いているため資金需要は旺盛とはいえ、銀行が融資基準を極端に緩和しないと起こりえないことが実際に起きている(次頁図表25)。

こうした過剰な銀行融資は、不動産、株式、商品投機を促しているとされる。このため中国政府は金融引き締め姿勢を強め始めており、中国の金融引き締め策の先行きがグローバル金融市場の最大の関心事項になっている。

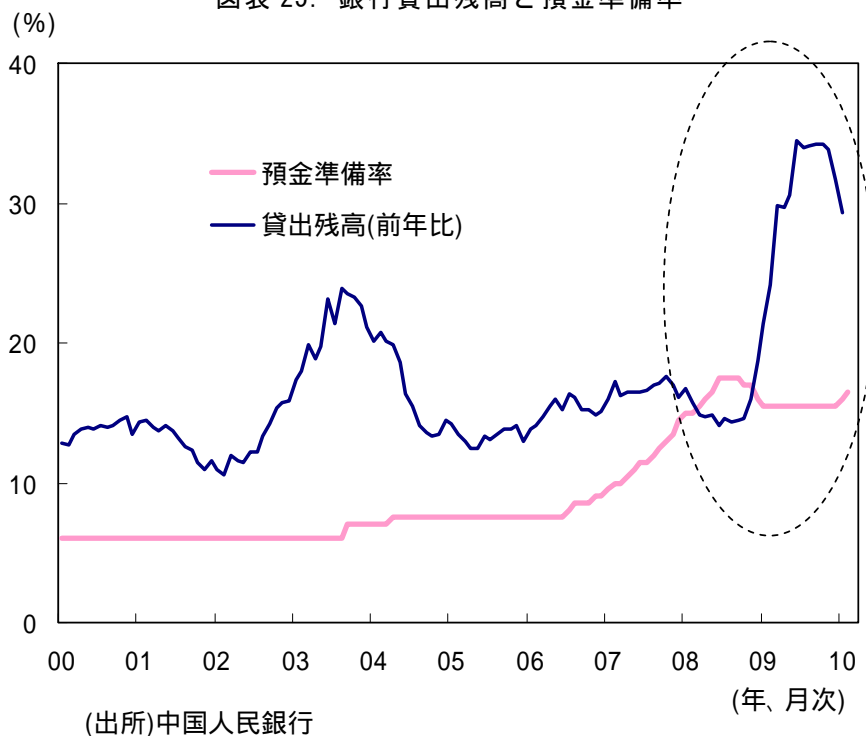
① 中国の金融政策

まず、中国政府の政策変更を振り返ると、昨年7月から中銀手形を用いた日々の金融調節のさいの誘導金利を引き上げ、8月には国務院常務会議(閣議)で、鉄鋼や太陽電池など、投資ブームが起きている10の業種に対し銀行融資を抑制する方針を決定した。また10月になると、7~9月期の高成長によって、政府目標の8%成長が視野に入り、国務院常務会議は金融危機後初めてインフレ懸念に言及した。とりわけ投機的な傾向が指摘されていた不動産については、一般市民の間で住宅価格高騰への不満が強まっていたこともあり、12月以降、規制強化策が相次いで打ち出された。さらに今年に入ると、旧正月(今年は2/14)前後とみられていた預金準備率の引き上げを年初に前倒しした。さらにその後も銀行に新規融資を抑制するよう窓口指導を強化したほか、日々の金融調節を一段と引き締め、2月12日には預金準備率を再度引き上げた。

こうした一連の動きを踏まえ、欧米の金融市場では、本格的な引き締めへの転換の目安とされる利上げが、いつ実施されるのかが焦点となっている。中国の出口戦略が、米国の出口戦略以上に、金融市場で関心が持たれている状況にある。

もっとも中国政府は、金融政策の手段について、窓口指導、預金準備率、金利操作の順に重視しており、とりわけ、直接金融が未発達な中国では、窓口指導が強力な効果を発揮する反面、金利変更についてはあまり効果を持たないとされている。このため、利上げが実施されても、従来どおりアナウンスメント効果を狙ったものにとどまるとみられる。かりに引き締めが強化される場合には、過去の引き締め局面と同様に、行政指導を通じて個別行ごとに融資量を削減させたり、過剰融資が目立つ銀行に懲罰的な準備率を設定したり、融資先に操業停止や工場閉鎖、工場建設の中止、プロジェクトの中断、中止を命じるなど、多様で直接的な手段を用いる公算が大きい。

図表 25. 銀行貸出残高と預金準備率



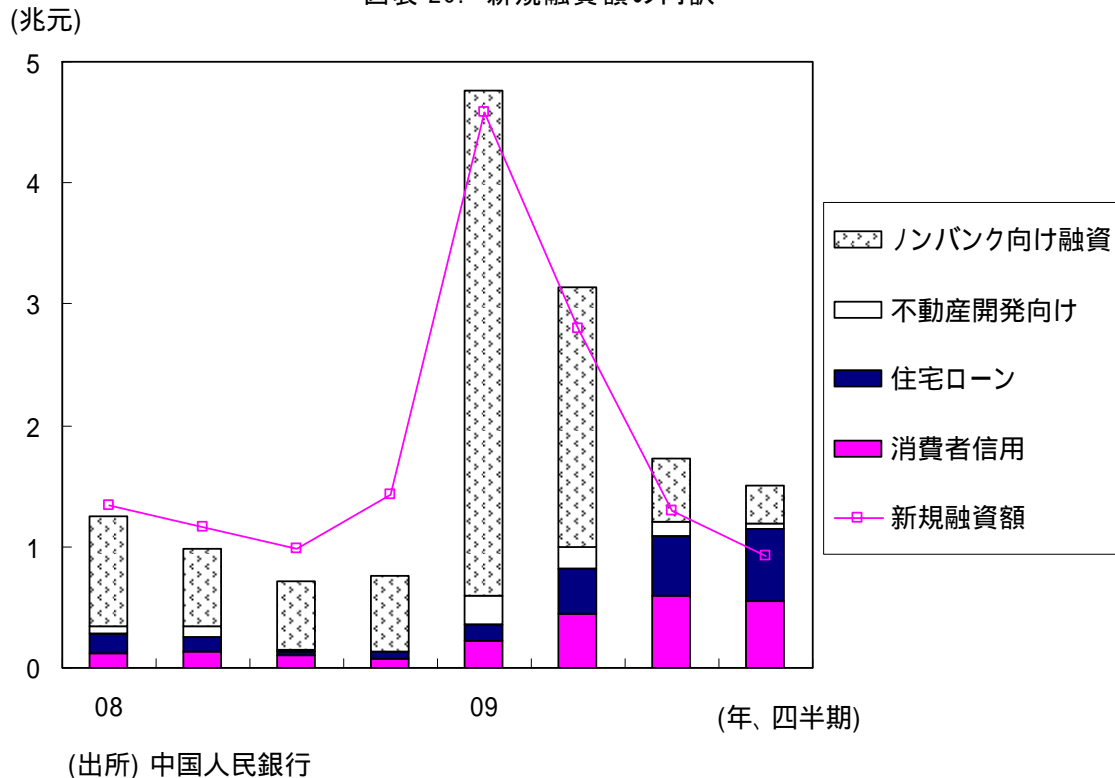
② 返済能力を超えた過剰な融資

次に、中国政府がどの程度引き締めを強化し、内需がどの程度鈍化するかを考えるために、中央銀行である中国人民銀行の統計を用いて、銀行融資がどのような経路で急増していったかを整理する。結論を先述すれば、銀行貸出は主に2種類のローンを通じて増大していった。

一つはノンバンク向けの融資である(次頁図表 26)。とりわけ、昨年前半の融資急増の大部分をノンバンク向け融資が占めていた。ノンバンク向け融資とは、主に地方政府と国有企業を対象とする貸出である。中国では地方政府が起債権限を持たないため、公共事業を実施する場合には、通常、中央政府が債券発行を肩代わりして資金調達を行うほか、地方政府自身も傘下の資金調達会社である投資公司(CIT)を通じてファイナンスを行っている。こうした地方政府傘下のCIT向けに、公共事業関連の銀行融資が急増していたとみられるほか、多くの国有企業が同様の資金調達会社を傘下に保有しているケースが多く、国有企業向け融資も急増したとみられる。今問題とされているのは、こうした資金の一部が、株式や不動産、商品投機、また、自動車や家電製品の大量購入に回った可能性があることである。

1990年代に同様の投資ブームが起きたさいには、各省傘下のCIT向け融資が焦げ付き、邦銀をはじめ先進国の銀行の融資が不良債権化したことが問題となったが、今回も同様の結果を招くリスクがある。

図表 26. 新規融資額の内訳

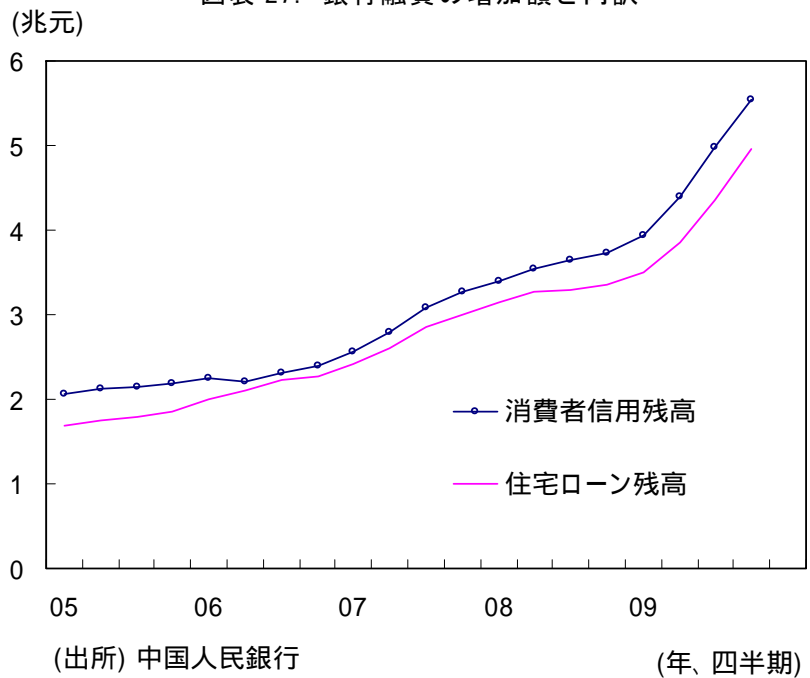


銀行貸出が拡大したもう一つの経路は、消費者向けのローンである(図表 26)。新規の住宅ローンと消費者信用は、リーマンショック前には 1,000 億元程度のペースで増加していたが、昨年後半は 5,000 億元ペースで増加した。同じく昨年後半には、ノンバンク向けの新規融資が急激に抑制され、リーマンショック前の水準と比べても縮小していたのとは対照的であった。

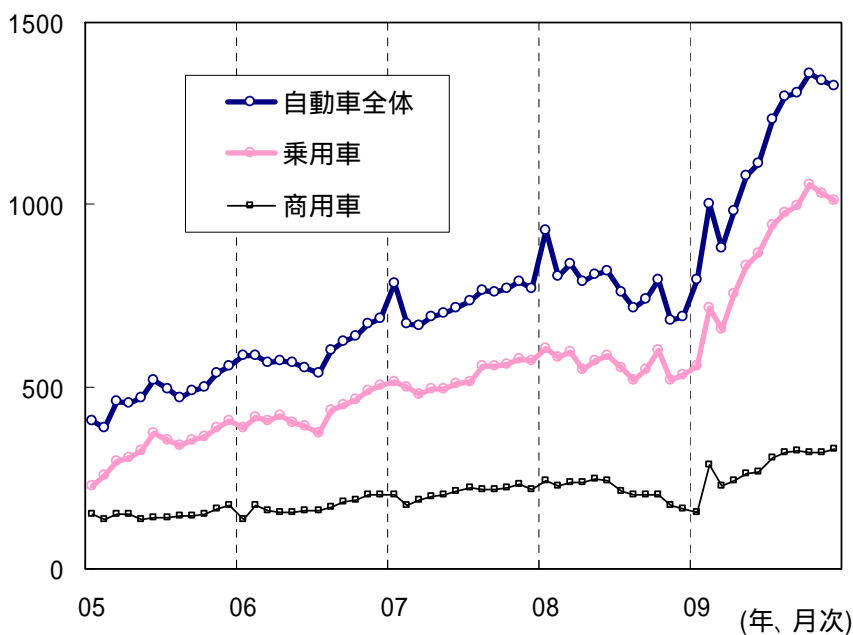
消費者向けローンの内訳は、住宅ローンと消費者信用が半分ずつを占める。前者は、所得水準の上昇と住宅価格の先高観を背景に、持ち家を取得する動きが広がったことを示している。一方、後者の消費者信用については、普及段階にあるクレジットカード向け融資がある程度占めたものの、その大半は自動車ローンであった(次頁図表 27)。

昨年、世界一の自動車販売を記録した中国の自動車市場は、これまでも所得水準の上昇に見合ったペースで販売台数が増加していたが、昨年の増加テンポは明らかに異常な動きであった。所得水準が上昇したこと、10%の自動車取得税が 5%に引き下げられたこと、農村向けに購入補助金を出したことなどの効果はたしかにあったとみられる。しかし、自動車ローンが 5 倍に急増した時期に自動車販売も急増していたことは、融資基準が大幅に緩和され、過剰な信用創造が自動車販売を押し上げた側面が強かったことを示している。かりに返済能力を超えた融資が行われていたとすれば、アメリカのサブプライムローン問題と同様、家計のバランスシートの悪化が進んでいるといえる(次頁図表 28)。

図表 27. 銀行融資の増加額と内訳



(年率、万台) 図表 28. 中国の自動車販売台数



(出所) 中国汽車工業会、季節調整はMURCによる

③ ソフトランディングの3つの根拠

過剰な信用創造が内需を押し上げている反面、中国の引き締め姿勢はあくまで微調整にとどまり、ソフトランディングを可能にするとみられるのは、以下の3つの要因による。

第一に、中国政府の今年の新規融資額の目標は7.5兆元である。これは月平均に直すと6,000億元程度になる。昨年の新規融資額が10兆元まで膨れ上がったのは、先に指摘したとおり、昨年前半にノンバンク向け融資が急増したためであり、中国政府が過剰融資を抑制し始めた昨夏以降は、月間6,000億元のペースまですでに縮小している。つまり、昨年後半のペースで融資額が増加することについて政府が容認していると理解でき、急激な引き締めは回避したいとの政府の姿勢を読み取ることができる。

実際、年明け以降、窓口指導を強めている背景には、将来の引き締め強化に備えて、駆け込み的な融資が急増していることに対処したものであり、1月上旬の新規融資額が1兆元を上回ったことを受けた政策対応であったとされている。このため、新規融資額が6,000億元程度のペースで推移している間は、窓口指導は限定的なものにとどまろう。

緩和的な政策スタンスが維持される背景には、冒頭で紹介したとおり、中国経済が高い成長率を維持しているとはいえ、雇用環境は必ずしも良好とはいえず、水準でみるかぎりまだ供給過剰を脱していないためとみられる。

第二に、国際政治の枠組みからみると、内需拡大策は中国の存在感を高める効果をもたらしており、暗黙の国際公約となっている。世界経済の回復があくまでリバウンド局面に過ぎず、出口戦略の時期をめぐり国際協調の必要性が指摘される中、中国が過熱抑制を優先し出口戦略を急ぐ場合には、国際的なあつれきを高めて中国の立場を弱めることになる。

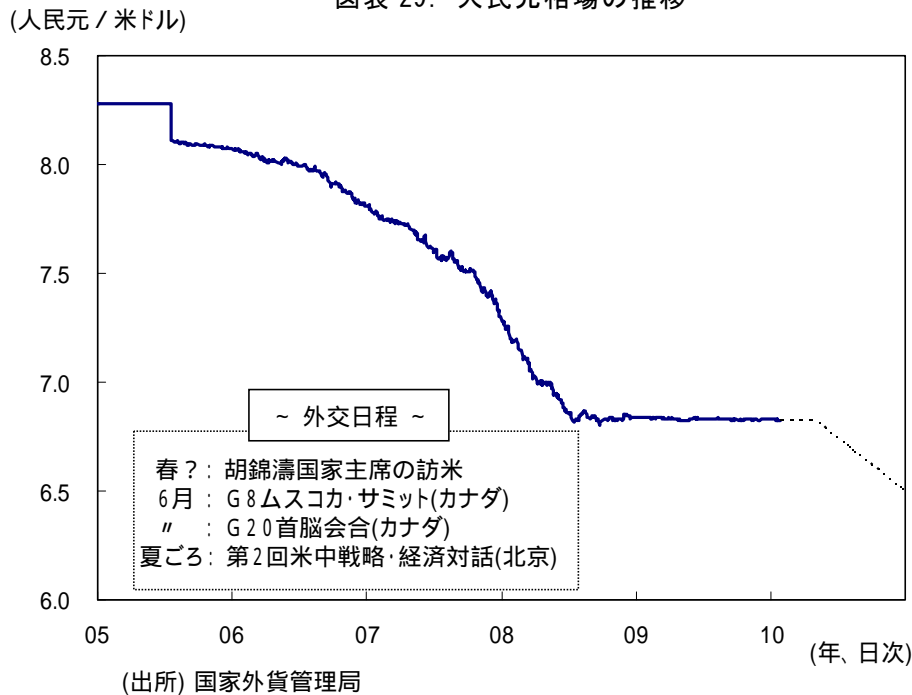
第三に、中国政府は微調整のための多様な政策手段を確保している。先述のとおり、融資額が目標水準を上回って増加する場合は、個別に窓口指導を強化したり、懲罰的な準備率の引き上げを行ったり、幹部の更迭人事などによって引き締めの効果を確保できる。

さらに為替政策についても、輸出の回復が見込まれるようになったことで、人民元の切り上げが選択肢に入ってきた。切り上げが実施される場合は、2005年のように相場水準を一度に切り上げるのではなく、日々の相場調節を通じ、人民元の高値誘導を行っていることが誰の目にも明らかになるような形で進められるというのが大方の見方である。

人民元切り上げについては、かえって投機的な資本流入を呼び込むことになるリスクと、相場維持のための日々の為替市場への介入負担が軽減されることで、マネーサプライの供給圧力が緩和されるメリットの両方が指摘され、政策判断は慎重になるとみられる。

しかし、今年は胡錦濤主席の訪米をはじめ外交日程が目白押しであり、秋に中間選挙を控える米国との間で、為替相場をめぐる駆け引きが活発化し、市場の思惑を高めることが十分考えられよう(次頁図表29)。

図表 29. 人民元相場の推移

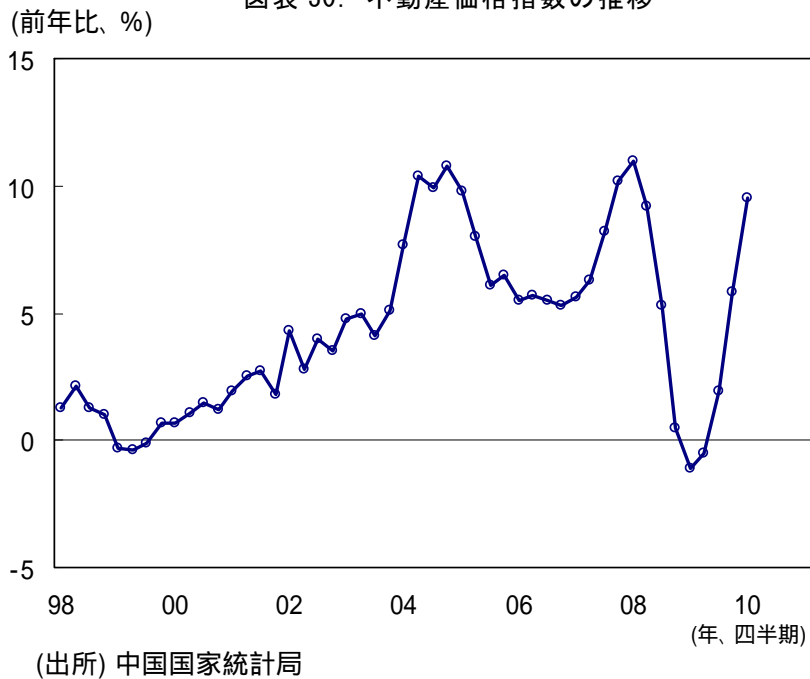


④ リスクシナリオはCPIの上ぶれ

中国政府による経済政策のありかたは、不動産価格の動きから読み取ることができる。2004年と2007年に中国が金融引き締めを行ったさい、不動産価格上昇率は2桁であったが、金融引き締めを行った結果、不動産価格の高騰はおさまった。今回も、今年の前半に2桁の上昇率に達することが確実視されている中で、金融の引き締めを強化し始めている(次頁図表30)。

多様な政策手段を確保していることや、近年、資産バブルの兆候を抑制することに成功してきたことは、中国経済のソフトランディングの可能性を高めている。ノンバンク向け融資や自動車ローンの拡大は、新たなバブルを生んでいる可能性が否定できないものの、バブルがはじけるまでには、まだしばらく時間がかかるというのは自然な見方であろう。リスクと矛盾を抱えながらも、中国の力強い成長はなおしばらく続くというのがメインシナリオと考えられる。

図表 30. 不動産価格指数の推移



最後に可能性は低いものの、リスクシナリオとして、景気の過熱感が強まり需給ギャップが解消されることによって、中国のインフレ率が上昇するようなケースでは、予想外に思い切った引き締め策が実施されることには注意が必要であろう。中国の経済政策の歴史を振り返ってみると、1978年の改革開放以降、インフレが昂進する局面では、躊躇なくハードランディングに政策の舵を切ることを繰り返してきているためである。

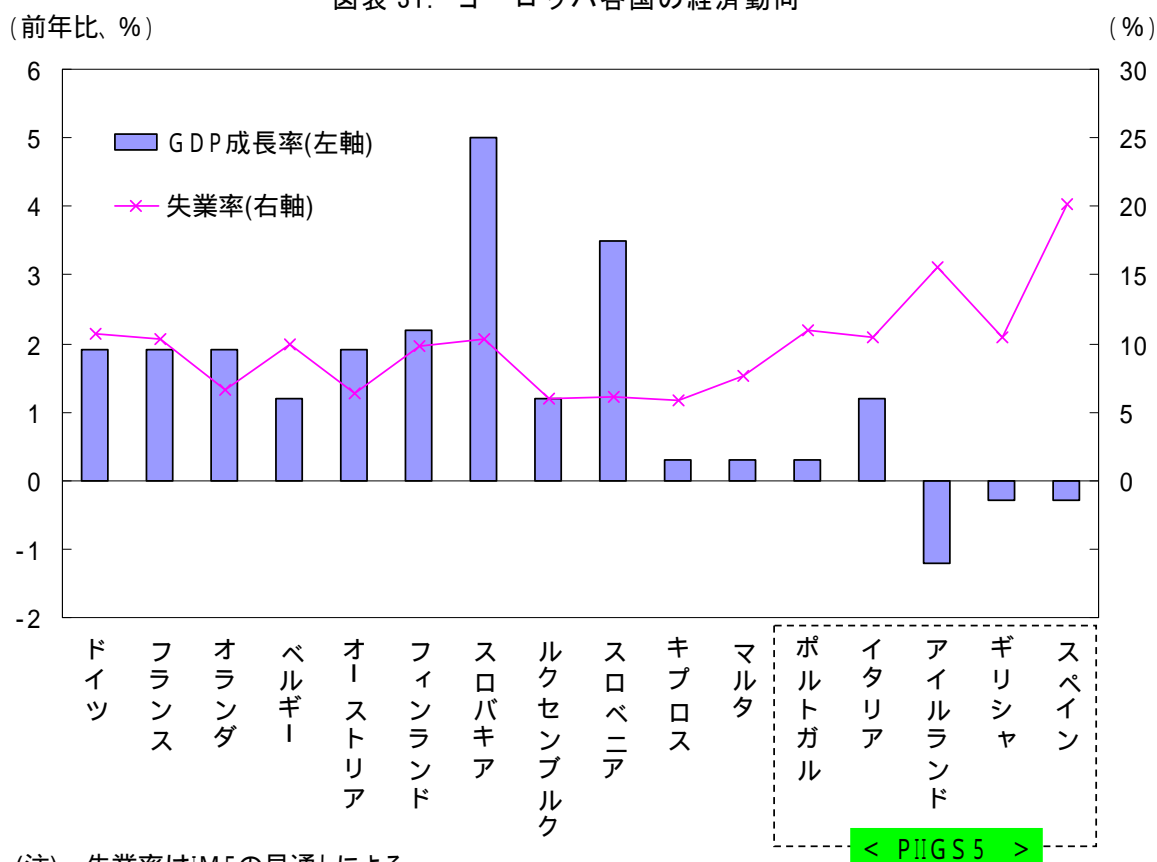
4. ギリシャの財政悪化とヨーロッパ経済

(1) 大きな方向では景気回復が続く

2010年のヨーロッパ経済の動向は、2つのポイントで整理することができる。一つは海外経済の回復による輸出主導の景気回復が期待できることである。このため、大きな方向としては、ヨーロッパ景気についても回復の動きが持続して最悪期が過ぎたといえる。

一方、回復テンポについてみると、2010年の経済成長率は1.3%程度にとどまる見通しであり、新興国との比較はもちろん、米国で3%成長が見込まれているのと較べても、ヨーロッパの回復テンポは緩慢である。これはヨーロッパ各国の景気の局面に差異が生じており、景気低迷が続く国々がヨーロッパ全体の経済成長の足を引っ張るためである。具体的には財政悪化が著しいギリシャ、ポルトガル、イタリア、住宅バブル崩壊の影響が大きいスペイン、バブル崩壊と財政悪化の両方を抱えるアイルランドなどの経済動向が心配されている。こうした問題を抱える国々は、国名の頭文字から「PIIGS(豚)」と総称され金融市場の懸念材料となっている。地域的にはアイルランドを除き南ヨーロッパの国々の経済低迷が顕著となっている(図表31)。

図表 31. ヨーロッパ各国の経済動向



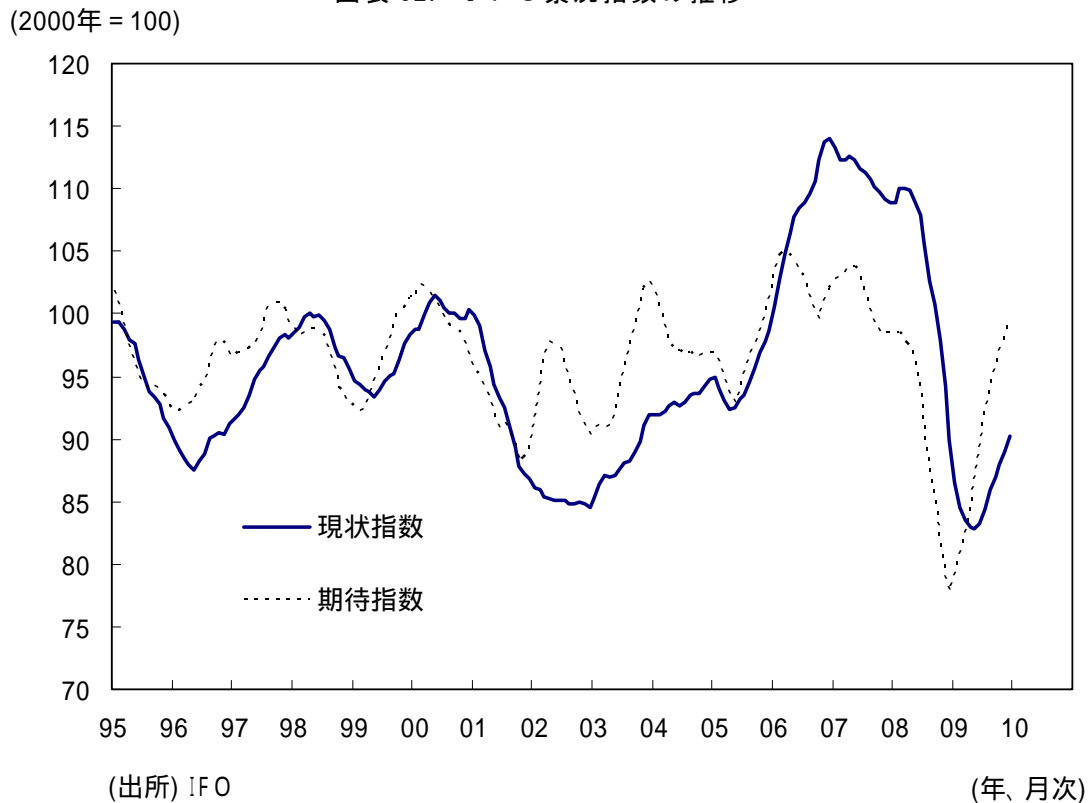
(注) 失業率はIMFの見通しによる
(出所) 各国統計、IMF

(2) ドイツ～輸出主導が鮮明

最初に景気回復の動きを整理すると、ドイツ、フランスの2大国がヨーロッパの回復のけん引役になっている。

まず、ドイツについては輸出主導の景気回復が鮮明である。代表的な経済指標であるIFO景況指数の動きをみると、期待指数は2007年夏以来2年半ぶりに100の水準を上回り、良好な水準にあることが分かる(図表32)。IFO期待指数は、現状指数に対し半年程度の先行性がみられ、最短でも今年の夏頃までは現状指数の改善が見込まれる。現状指数はGDP成長率と連動しており、足元の成長率の回復が腰折れせずに、今後も持続的な経済成長が見込まれる状況にあるといえる。業種別にみると、製造業の改善傾向が顕著であり、中国をはじめとする新興国に加え、米国でも景気回復の動きが鮮明となってきたことが、製造業に強みを持つドイツの景気回復の原動力となっている。

図表 32. IFO景況指数の推移



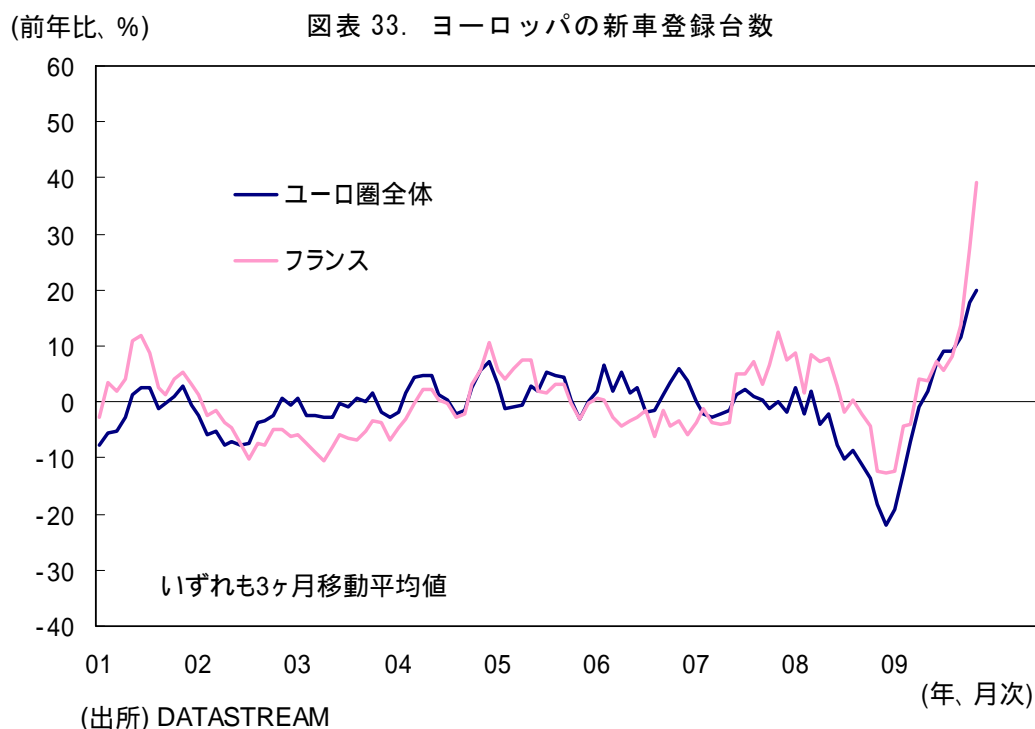
ドイツでは昨年9月の総選挙を機に、キリスト教民主・社会同盟と社会民主党との大連立が解消され、11年ぶりに保守連立政権が発足した(首班は引き続きメルケル)。新連立政権は、新たに連立のパートナーに加わった自由民主党の主張を受け入れ、総額240億ユーロの減税策をとりまとめている。このうち、子供手当の増額など60億ユーロが2010年に先行実施され、前政権下ですでに決まっていた100億ユーロの減税とともに、財政面からの景気下支えが引き続き見込まれる。

EU（欧州連合）各国の財政政策の指針である「安定・成長協定」が定めるGDP比3%以内の財政赤字基準については、景気悪化にともない一時的に免除されている。今後の取り扱いについても、EU財務相会合では、財政赤字の削減は2011年から開始し、3%以内の目標達成期限については2013年とすることで合意されている。

（3）フランス～個人消費が好調

一方、フランスの場合は、輸出主導の回復が続いていることに加え、個人消費の回復も鮮明になっている。

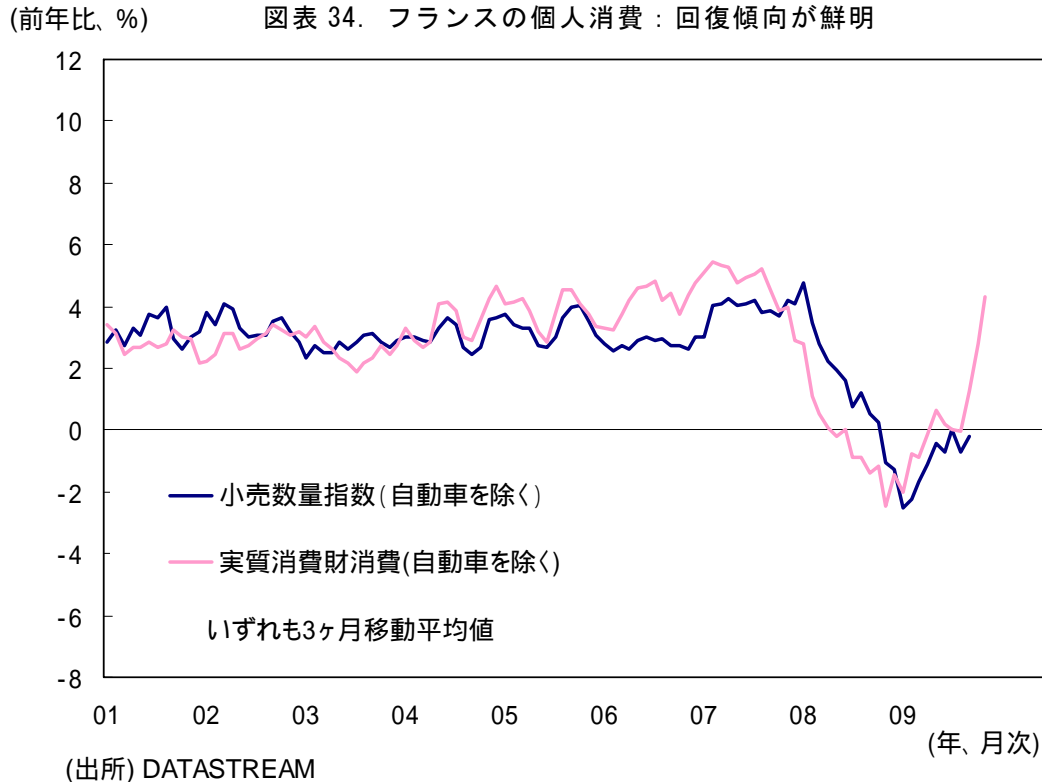
ヨーロッパ主要国の個人消費については、2009年1月にドイツが新車買い替え支援策を先行的に実施し（1台当たり2500ユーロ、およそ30万円の補助）、期待以上の効果があったことから、その後、フランス、イギリス、イタリアなどが同様の政策を順次導入した。この結果、新車販売登録台数は急増している（図表33）。



ドイツでは昨年9月に当初の予算枠を消化してしまったため、新車販売台数は緩やかに減少している。対照的にフランスは、当初昨年末までとしていた補助金を段階的に規模を縮小させながら、2011年まで延長することを決定しており、新車販売台数はここにきて一段と増加している。

また、フランスについては自動車以外の個人消費も好調に推移しており、小売数量指数や実質消費財消費は、自動車を除いたベースでも前年比で増加に転じている。ユーロ圏全体の5割を占める2大国の経済が、ドイツでは生産と輸出、フランスでは個人消費がけん引役となって底堅く推移し、ヨーロッパ経済の回復を支えている（図表34）。

図表 34. フランスの個人消費：回復傾向が鮮明

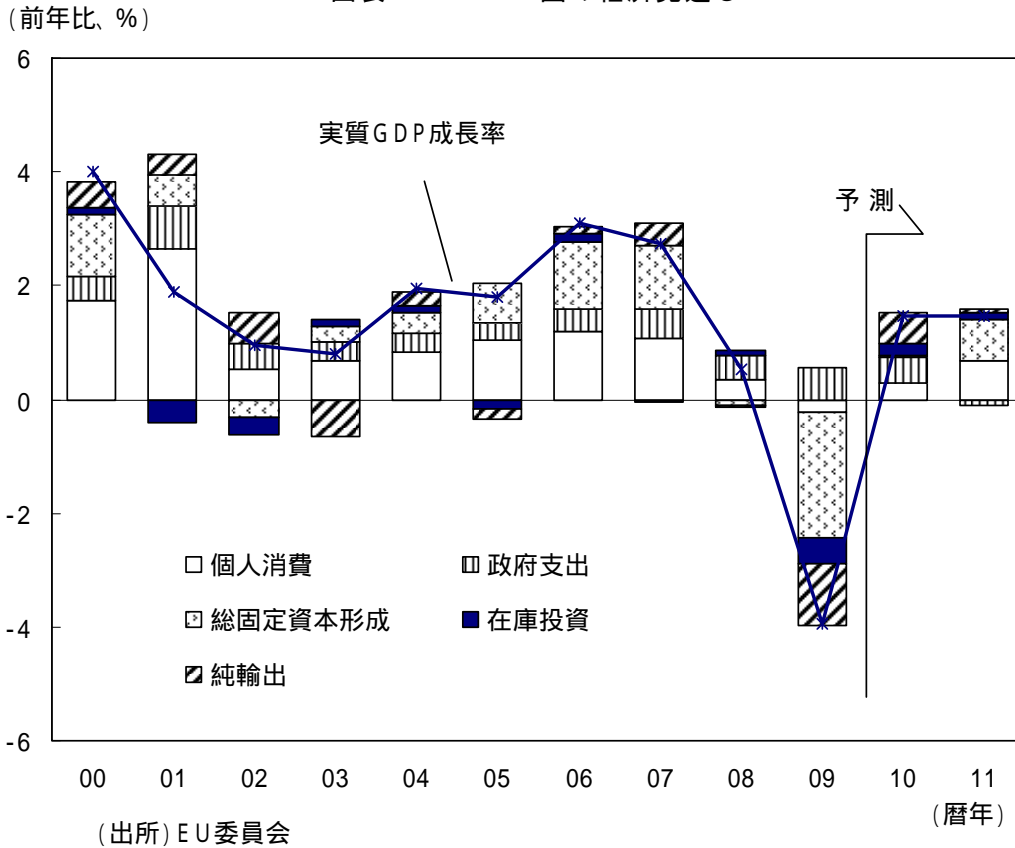


ユーロ圏全体の個人消費については、米国とは対照的に労働生産性が低迷しているため、雇用の改善が相当遅れるとみられ、回復テンポは緩やかにとどまる見通しである。

今年1月のユーロ圏の失業率は11年ぶりに2桁台に悪化した。ドイツは時短を導入しワークシェアリングを図りながら失業率の上昇を抑制しているが、スペインは19.5%と過去最悪を更新し20%に達するのは確実とみられるほか、アイルランド(13.3%)なども失業率が高い。

所得回復の遅れに加え、ヨーロッパ各国でも金融危機前に住宅価格の上昇が目立っていたことから、家計が債務調整に直面しているのは米国と同様の構図にある。それでも、月次サーベイでは小売業の業況改善が鮮明になっており、方向でみるかぎり個人消費の緩やかな回復が見込まれるようになっている（次頁図表35）。

図表 35. ユーロ圏の経済見通し



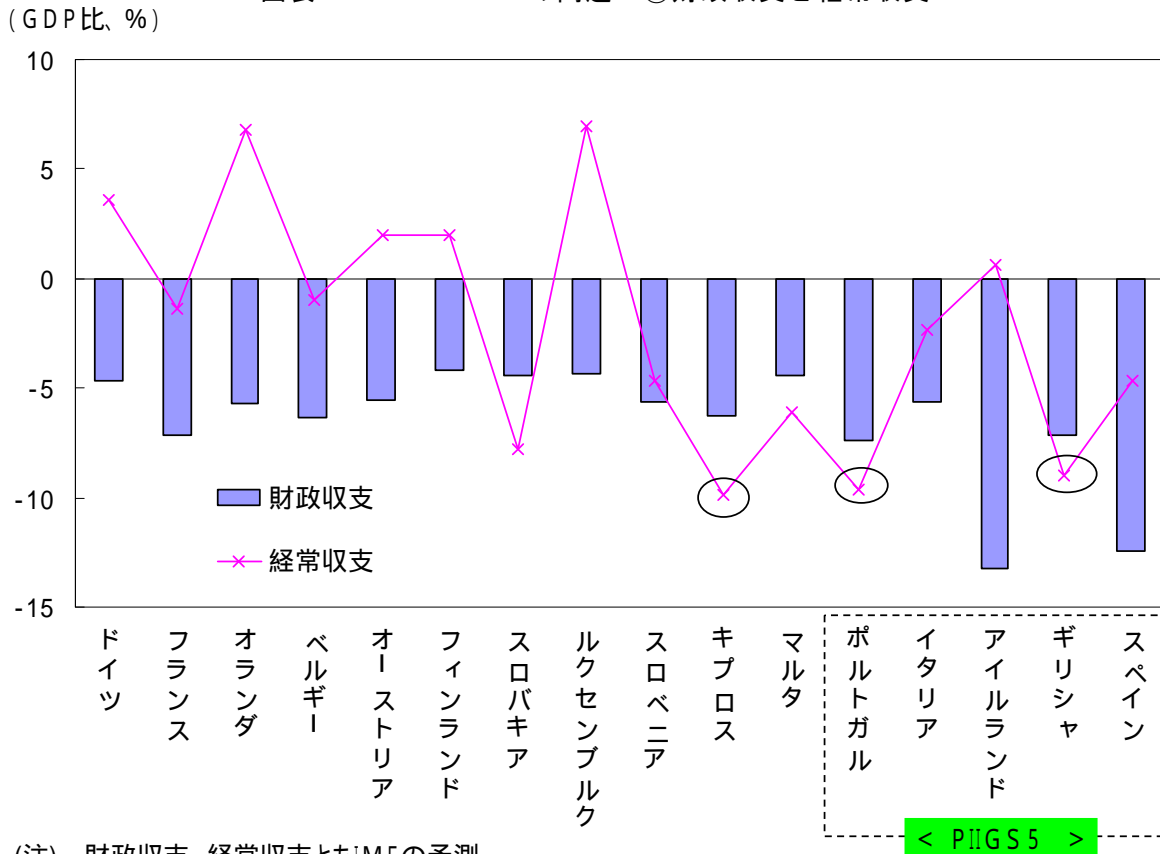
(4) ギリシャの財政問題

ヨーロッパ経済全体では景気回復が見込まれる中で、金融市場では昨年末からギリシャなど一部の国々の財政悪化懸念が強まっている。

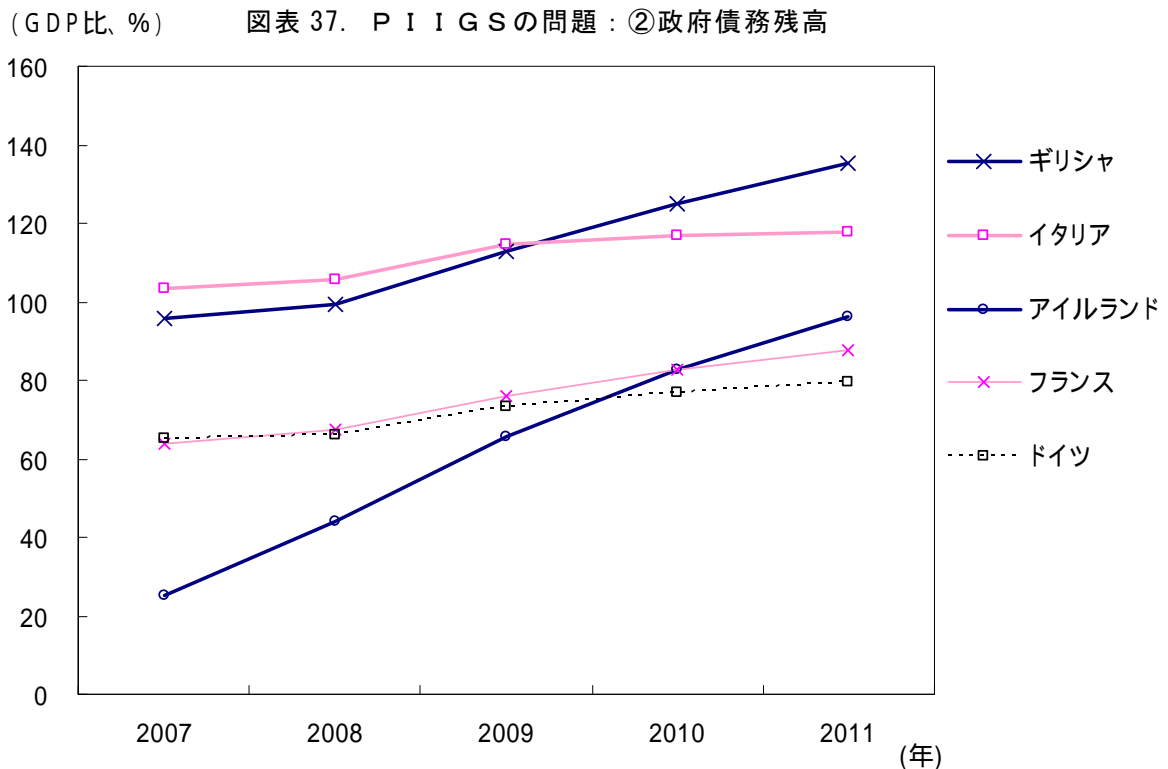
ギリシャでは金融危機前から財政悪化が続いたが、昨年10月の総選挙で福祉の充実を訴えた社会党政権が誕生したのをきっかけに、金融市場でギリシャ国債の利回りが上昇し始めた。その後、財政統計が不正確であり、財政赤字を過少申告していたことが判明したことが混乱に拍車をかけた。12月には欧米の格付け会社がギリシャをはじめ、スペインやポルトガル国債を相次ぎ格下げしたことから、ギリシャなどの国債を売却する動きが加速し、ギリシャ国債とドイツ連邦債との利回り格差は300bpに広がった。

ギリシャ政府は1月15日、財政赤字削減計画をEU委員会に提出し、EU委員会は2月3日に大筋で了承した。また、2月11日にはEU臨時首脳会合を開催し、ギリシャの財政再建を支援することで合意した。もっとも具体的な支援策は今後に先送りされている。

図表 36. P I I G S の問題 : ①財政収支と経常収支



図表 37. P I I G S の問題 : ②政府債務残高



ギリシャと同様に財政不安に直面するヨーロッパの一部の国々は、国名の頭文字をとり「P I I G S」と称され懸念材料となっている。具体的には、ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインである（図表 36）。

P I I G S 諸国が直面する問題を整理すると、まず、ギリシャとポルトガルについては、財政赤字の水準が大きいことに加え、経常赤字の水準も高く、財政赤字のファイナンスを海外資金に依存していることである。イタリアについては、ヨーロッパの中でギリシャに次いで政府債務残高の水準が高いこと、アイルランドとスペインは、財政赤字が極端に大きいことに加え、住宅バブル崩壊による経済の低迷が顕著なことである（図表 36、37）。

このまま格下げの動きが続く場合に問題となるのは、各国の国債が、E C B の金融調節の際の適格担保の要件を満たさなくなるおそれがあることである。とりわけ、ギリシャやポルトガルは、他国の金融機関に財政ファイナンスを依存しているため、金融機関が今までどおり国債を買わなくなるおそれもある。国家が実際にデフォルトに陥るリスクは今のところ小さいとみられているものの、金融機関の日々の資金繰りに支障が生じるおそれがある。

2008 年のリーマンショック時には、中東欧諸国の多くが通貨危機に直面した。これらの国々の経済は低迷しているものの、I M F や E U による支援の枠組みが整備され、財政再建努力も進められている。緊縮財政にともない国内景気は深刻な状況にあるが、資本流出の動きは沈静化し、通貨危機が再発するリスクは低下しており、ハンガリーやラトビアは格上げされるに至った。今後も、財政再建のとん挫など想定外の事態によって危機が再発する可能性は否定できないが、大きな動きとして最悪局面を過ぎたのは確かであろう。

中東欧の問題は、金融危機をきっかけにリスクが再評価される中で生じた。危機以前には、E U 拡大ブームにより内需が過熱し経常収支が悪化する中、海外からの資金流入に依存した構図にあったからだ。ギリシャ問題も同様にリスクが再評価される中で起きており、金融危機からの脱却がいまだ本物でないことを象徴している。金融市場を通じた円高ユーロ安や、株安などの影響には留意すべきであろう。もっとも経済規模の小さな国のリスクに目を奪われると、ヨーロッパ全体がドイツ、フランスにけん引され景気回復が続いている動きを見落とすことになりかねない。

5. 世界経済のリスク要因

(1) 不良債権処理は道半ば

欧米の金融機関の不良債権は現在も増加している。住宅ブームの時期に、資産価格の上昇と銀行の融資基準の緩和により、家計を中心に債務が増加したが、資産価格が下落に転じたため不良債権問題が発生し、証券化商品が問題を増幅させた。金融機関は、貸し倒れ引当金の積み増しや証券化商品の償却に迫られ、銀行経営は圧迫された。

金融システムの立て直しに向けて、アメリカでは昨年5月に大手金融機関19行を対象にストレステストが実施された。経済成長率、失業率、住宅価格が想定外に悪化する場合に、各金融機関がどれだけ資本不足に陥るかを検査したものである。資本不足が懸念される金融機関はその後増資を進めている。日本の不良債権問題では各金融機関が増資を行うことが非常に困難であったのとは対照的であり、資本不足の懸念は和らいでいる。

アメリカではさらに、不良債権の買い取り策が模索されたものの、軌道にのっていない。このため、証券化商品の償却はほぼ完了したとみられるものの、融資債権のうち景気の状態次第では新たに不良債権化する恐れのある債権が、今もバランスシートから切り離されていない(図表38)。

図表 38. 不良債権処理の進捗

		損失見込み (億ドル)	進捗率 (%)
米 銀	証券化商品	3,710	109
	貸倒引当金	6,540	45
欧州銀	証券化商品	4,760	77
	貸倒引当金	11,420	12

(注) 損失見込みはIMFによる予測
(出所) IMF、Bloomberg

アメリカでは2009年後半以降景気の改善が続き、失業率の上昇にも歯止めがかかり始め、住宅価格も上昇に転じた。経済状況の改善を受けて、このところ不良債権処理も一服している。もっとも、足元の景気回復が短命に終わり、来年以降、再度腰折れする場合には、失業率の上昇や住宅価格の下落によって不良債権が増加し、償却圧力が再び高まることになる。その場合には、金融システムや金融市場の動揺があらためて強まるおそれがまだ残されている。

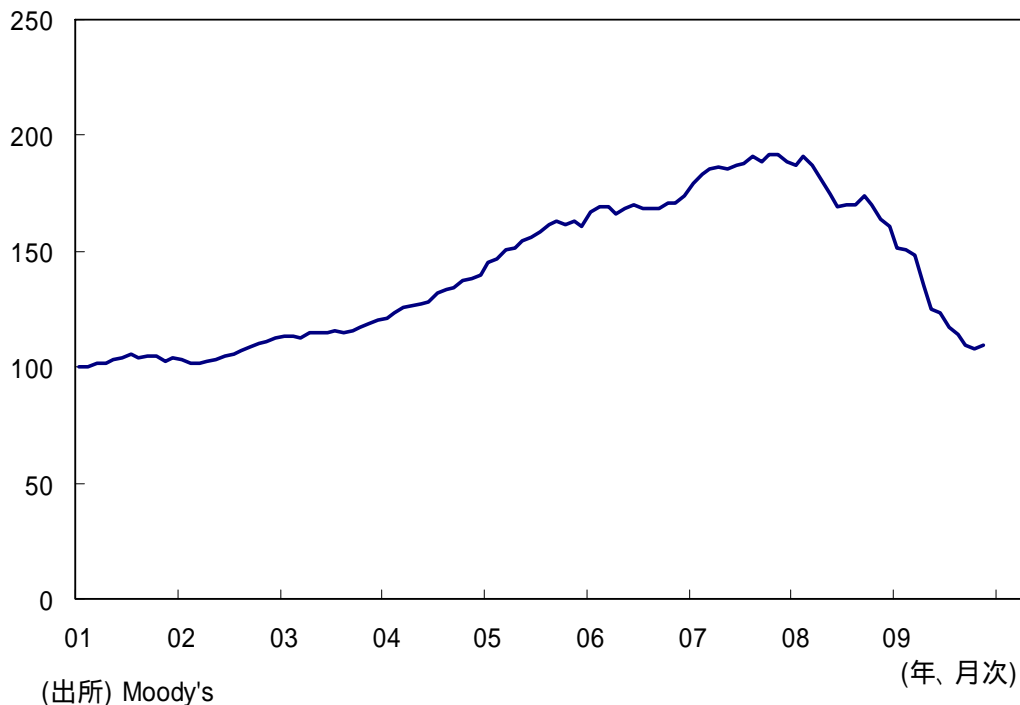
なお、アメリカでは商業用不動産市場の低迷が、金融システムのリスク要因として懸念されている。商業用不動産ローンの残高は住宅ローンの1割程度と規模は限定的であり、大手行では商業用不動産ローン担保証券の償却も進んでいる。

一方で、商業用不動産関連融資の比重が大きい地域金融機関の経営破たんが相次いでおり、昨年の破たん件数は100行を越えた。商業用不動産価格の下落に歯止めがかからないため、今年になっても破たんペースは和らいでいない。もっとも、アメリカの地域金融機関は全米で8,500行あり、日本の地方銀行と比べ規模は格段に小さいため、これまでのところ、金融システム不安には至っていない。

もっとも、商業用不動産価格の下落が長期化する場合には、影響の広がりも懸念される(図表39)。商業用不動産は通常5年ごとに借り換えを行っており、今年以降は満期が到来する債務の増加が見込まれている。今のところ金融市場は全般的に改善が続いており、借り換えができずにデフォルトする可能性は低いとみられている。しかし、商業用不動産価格の下落が長期化し、地域金融機関の経営破たんが一段と増加したり、資金の借り換えが困難となるケースが増え始めると、金融システムや金融市場への影響も拡大するおそれがある。

図表 39. アメリカの商業用不動産価格

(2000年12月 = 100)



(2) 出口戦略に向けた動き

① 金融政策の正常化

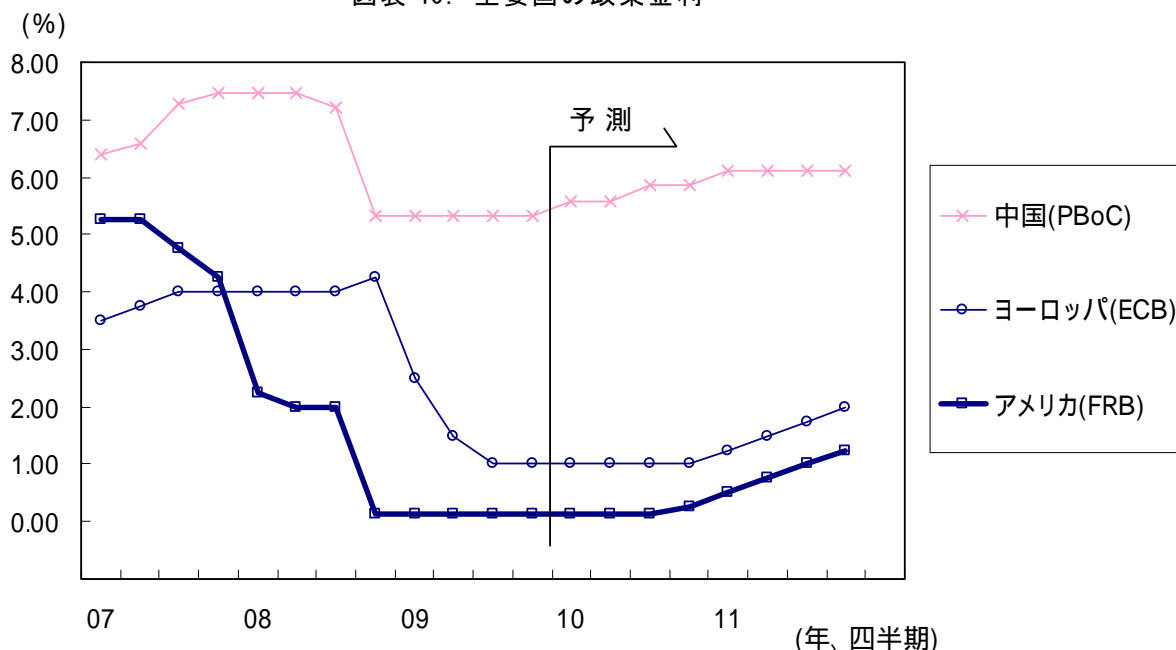
金融市場の改善により、金融危機の際に実施された非常時の対応策については、すでに一部で解除が始まっている。今後は実体経済の改善を確認しながら、超低金利政策についても徐々に正常化の動きが始まるとみられる(図表40)。しかし、そのタイミングやスピードによっては、金融市場の混乱を招くリスクがあることに留意しておく必要がある。

まずアメリカについては、FRB(連邦準備制度理事会)のバーナンキ議長は、大恐慌研究の学者としての功績も大きく、自らの研究を踏まえ出口戦略を急がないことが歴史の教訓であると述べている。バーナンキ議長の考え方によれば、金融危機を完全に脱却し景気の本格回復が確認できるまで、低金利政策を長期間維持する可能性もある。

もっとも、現在のゼロ金利政策は、金融市場の機能回復や金融システム安定化のためのブルードス政策として実施されてきた側面が強い。金融市場や銀行経営が安定化を見せ始める中、すでに国債やCPの買い取り策を終了し、住宅ローン担保証券の買い取りも3月までに終了する方針を決めている。こうした政策措置の影響を慎重に見極めながら、今後は金利水準についても正常化を模索することになるとみられる。とりわけ、雇用の回復が確認できるようになれば、金利正常化に踏み切る可能性が高いであろう。

一方ヨーロッパでは、「非標準的政策」と呼ばれた一連の危機対応策の柱であった、固定金利による無担保、無制限の1年物資金供給が今年の6月に償還を迎える。その後はアメリカと同様に危機対応策を解除した後の影響を見ながら、超低金利策の正常化がECB(欧州中央銀行)の政策課題になるとみられる。もっとも、ギリシャ問題をはじめ銀行システムの懸念材料が残る中、景気の回復テンポもアメリカに比べると弱いとみられ、2010年中は様子見姿勢を維持し、実際に動きが出てくるのは2011年になってからの見通しである。

図表40. 主要国の政策金利



(出所) 各国中央銀行

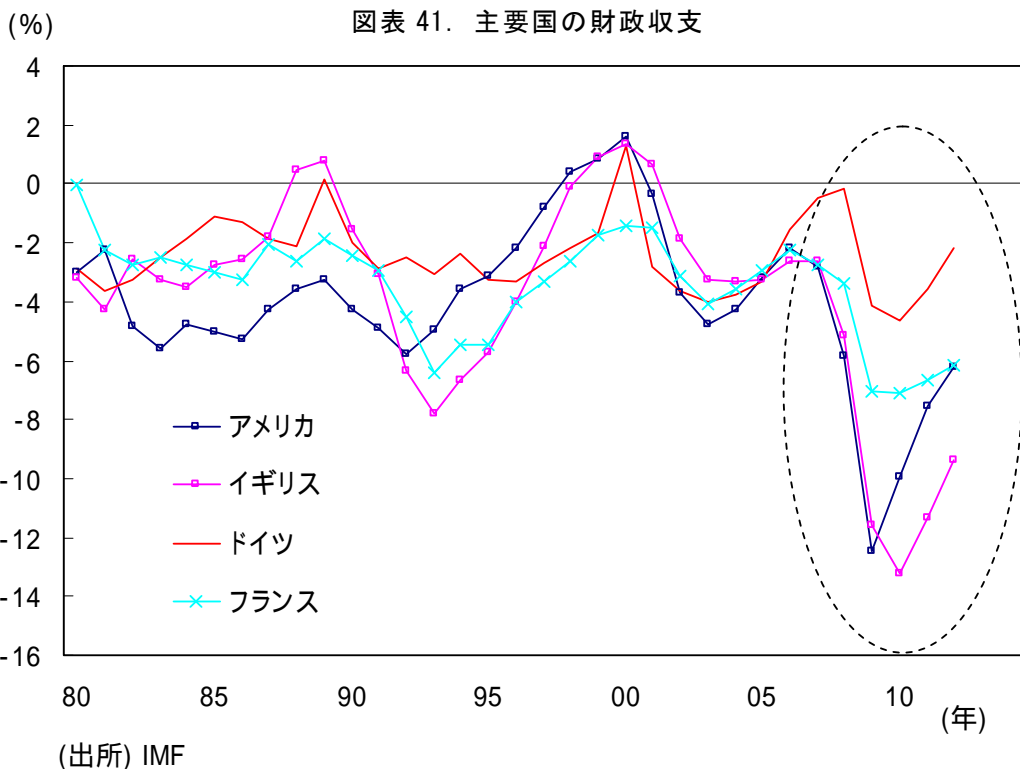
② 財政再建への取り組み

2009 年秋に開催された金融サミットで G20 首脳は、経済政策に関連して、金融政策については適切な時期に正常化の道に踏み出すことを確認する一方、財政政策については、雇用の改善の遅れに配慮し、出口戦略を急がない方針で合意した。このため欧米各国では、財政赤字の拡大が懸念されながらも、足元ではなお景気対策への取り組みを優先させ、景気配慮型の予算編成を行っており、2010 年の財政赤字は高水準で推移する見通しである。

主要国の財政赤字が、歴史的な高水準にある状況について、金融市場では国債の需給が著しく悪化し相場が下落する「ソブリンリスク」への懸念を指摘する声が増え始めている。とりわけ今年は景気回復が見込まれる中、中央銀行は金利正常化に着手するとみられ、長期金利には上昇圧力がはたらきやすい。そうした状況下で財政プレミアムが生じる場合には、長期金利が近年の平均水準を上回って上昇するリスクがあろう。またその場合には、いまだにリバウンドの域を出ない景気回復を腰折れさせることにもなりかねないであろう。

財政政策については、もう一つのリスクがある。2011 年以降に予想される財政再建に向けた取り組みが、景気の下押し圧力としてはたらくことである。2010 年の景気は比較的楽観できる状況にあるものの、まだリバウンドの域を脱していない。金融危機を本格的に克服し、民需主導による自律的な回復を歩み始めることができるか、2011 年は正念場の年となるであろう（図表 41）。

財政再建への取り組みによって、景気が再び悪化する場合には、財政再建そのものが頓挫し、財政赤字が一段と拡大するリスクもはらんでいる。今後、景気回復の持続力と金融危機の処理にともなう財政再建をどのように両立させていくのか、難しい課題が待ち受けている。



【経済見通し総括表 ①米国】

	2009年				2010年				2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
実質GDP(00年価格/10億ドル)	12,925	12,902	12,973	13,155	13,247	13,340	13,428	13,522	13,254	13,312	12,989	13,385	13,770
(前期比年率)	-6.4	-0.7	2.2	5.7	2.8	2.8	2.7	2.8					
(前年比)	-3.3	-3.8	-2.6	0.1	2.5	3.4	3.5	2.8	2.1	0.4	-2.4	3.0	2.9
個人消費	9,209	9,189	9,253	9,298	9,354	9,415	9,479	9,545	9,314	9,291	9,237	9,448	9,723
(前期比年率)	0.6	-0.9	2.8	2.0	2.4	2.6	2.7	2.8					
(前年比)	-1.5	-1.7	-0.2	1.1	1.6	2.5	2.4	2.7	2.6	-0.2	-0.6	2.3	2.9
住宅投資	368	344	360	365	365	366	367	370	585	451	359	367	382
(前期比年率)	-38.2	-23.2	18.9	5.7	0.0	1.0	2.0	3.0					
(前年比)	-23.9	-25.6	-18.9	-12.1	-0.9	6.1	2.1	1.5	-18.5	-22.9	-20.4	2.2	4.0
設備投資	1,321	1,288	1,269	1,278	1,281	1,286	1,294	1,304	1,544	1,570	1,289	1,291	1,349
(前期比年率)	-39.2	-9.6	-5.9	2.9	0.9	1.7	2.5	3.2					
(前年比)	-17.4	-19.7	-19.6	-14.6	-3.0	-0.2	2.0	2.1	6.2	1.6	-17.9	0.2	4.5
在庫投資	-114	-160	-139	-34	-20	-10	-5	0	19	-26	-112	-9	0
(寄与度)	-2.3	-1.4	0.7	3.3	0.4	0.3	0.2	0.1	-0.3	-0.3	-0.6	0.8	0.1
政府支出	2,527	2,569	2,586	2,584	2,597	2,610	2,623	2,636	2,443	2,518	2,566	2,617	2,658
(前期比年率)	-2.6	6.7	2.7	-0.2	2.0	2.0	2.0	2.0					
(前年比)	1.7	2.5	1.9	1.6	2.8	1.6	1.5	2.0	1.7	3.1	1.9	2.0	1.6
純輸出	-387	-330	-357	-341	-333	-330	-333	-336	-648	-494	-354	-333	-345
(寄与度)	2.6	1.8	-0.8	0.5	0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.6	1.2	1.1	0.2	-0.1
輸出	1,435	1,420	1,479	1,542	1,588	1,620	1,636	1,652	1,546	1,629	1,469	1,624	1,694
(前期比年率)	-29.9	-4.1	17.8	18.1	12.6	8.2	4.1	4.1					
(前年比)	-11.6	-15.0	-10.7	-1.7	10.7	14.1	10.6	7.2	8.7	5.4	-9.9	10.6	4.3
輸入	1,821	1,750	1,836	1,883	1,920	1,949	1,969	1,988	2,194	2,124	1,822	1,957	2,039
(前期比年率)	-36.4	-14.7	21.3	10.5	8.2	6.1	4.1	4.1					
(前年比)	-16.2	-18.5	-14.0	-7.7	5.5	11.4	7.2	5.6	2.0	-3.2	-14.2	7.4	4.2
名目GDP(10億ドル)	14,178	14,151	14,242	14,463	14,649	14,727	14,925	15,080	14,078	14,441	14,259	14,845	15,456
(前期比年率)	-4.6	-0.8	2.6	6.4	5.2	2.1	5.5	4.2					
(前年比)	-1.4	-2.4	-2.1	0.8	3.3	4.1	4.8	4.3	5.1	2.6	-1.3	4.1	4.1
消費者物価コア(前年比、%)	217.7	218.9	219.8	220.6	221.6	223.1	224.2	225.0	210.7	215.6	219.2	223.5	227.9
	1.7	1.8	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.3	2.3	1.7	1.9	2.0
失業率(%)	8.2	9.3	9.6	10.0	9.9	9.8	9.7	9.6	4.6	5.8	9.3	9.8	9.4
FFレート	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.25	0.13	0.13	0.13	0.25	1.25
10年債利回り	2.74	3.31	3.66	3.66	3.80	3.95	4.10	4.20	3.67	3.34	3.34	4.01	4.40

(注)FFレートは期末値。長期金利は期中平均。

【経済見通し総括表 ②ユーロ圏】

	2009年				2010年				2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
実質GDP (00年価格/10億ユーロ)	1,863	1,861	1,868	1,870	1,876	1,886	1,893	1,903	1,933	1,943	1,866	1,890	1,918
(前期比年率)	-9.5	-0.5	1.7	0.4	1.3	2.2	1.5	2.2					
(前年比)	-5.0	-4.8	-4.0	-2.1	0.7	1.4	1.3	1.8	2.7	0.5	-4.0	1.3	1.5
個人消費	1,086	1,086	1,085	1,085	1,085	1,087	1,090	1,093	1,084	1,090	1,085	1,089	1,101
(前期比年率)	0.3	0.2	-0.6	0.0	0.2	0.8	1.0	1.2					
(前年比)	-0.8	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.1	0.5	0.8	1.9	0.6	-0.5	0.3	1.2
総固定資本形成	384	378	375	375	375	377	379	382	423	421	378	378	392
(前期比年率)	-18.0	-6.3	-3.3	-0.4	0.0	2.0	2.0	4.1					
(前年比)	-11.0	-11.2	-10.9	-7.3	-2.5	-0.4	0.9	2.0	5.2	-0.5	-10.1	0.0	3.7
在庫投資	-7	-18	0	-6	-5	-3	-3	-2	0	2	-8	-3	-1
(寄与度)	-2.9	-2.2	3.9	-1.3	0.2	0.4	0.0	0.2	0.0	0.1	-0.5	0.2	0.1
政府支出	397	400	402	404	406	408	410	412	381	389	401	409	407
(前期比年率)	4.1	2.6	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0					
(前年比)	2.9	2.9	2.9	2.8	2.2	2.1	2.0	2.0	2.6	2.2	2.9	2.1	-0.5
純輸出	-2	10	11	13	15	18	18	18	30	29	8	17	18
(寄与度)	-2.0	2.6	0.3	0.3	0.5	0.4	0.0	0.0	0.4	0.0	-1.1	0.5	0.1
輸出	752	743	767	772	778	786	794	802	859	868	759	790	822
(前期比年率)	-27.2	-4.7	13.1	2.8	3.2	4.1	4.1	4.1					
(前年比)	-15.7	-16.4	-12.7	-5.2	3.4	5.7	3.5	3.9	6.8	1.1	-12.7	4.1	4.1
輸入	754	733	755	759	763	768	776	784	829	839	750	773	804
(前期比年率)	-23.6	-10.7	12.5	2.0	2.0	3.0	4.1	4.1					
(前年比)	-11.8	-13.4	-10.9	-5.9	1.1	4.8	2.8	3.3	6.1	1.2	-10.6	3.0	4.0
消費者物価(前年比、%)	107.4	108.4	108.1	108.6	108.2	109.3	109.1	109.6	104.4	107.8	108.1	109.1	109.8
	1.0	0.2	-0.4	0.4	0.7	0.9	1.0	0.9	2.1	3.3	0.3	0.9	0.6
失業率(%)	8.8	9.3	9.6	9.9	10.1	10.2	10.2	10.1	7.5	7.6	9.4	10.2	9.9
政策金利(レボ金利)	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	4.00	4.25	1.00	1.00	2.00
10年債利回り	4.15	4.19	3.95	3.84	3.90	4.00	4.10	4.20	4.33	4.36	4.03	4.05	4.45
ユーロ・ドル相場	1.30	1.36	1.43	1.48	1.37	1.36	1.35	1.34	1.37	1.47	1.39	1.36	1.37
ユーロ・円相場	123	134	133	133	125	124	123	122	162	152	131	124	137

(注) 政策金利は期末値。長期金利は期中平均。

【経済見通し総括表 ③アジア】

	2009年				2010年				2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
アジア9ヶ国	2.0	3.9	5.6	8.1	8.6	7.2	7.5	7.0	10.1	6.6	4.9	7.6	7.0
中国	6.2	7.9	9.1	10.7	12.0	9.3	9.3	8.7	13.0	9.1	8.5	9.8	9.0
輸入数量	-25.3	-10.9	2.2	38.9	41.4	42.8	42.8	28.4	-2.6	-8.3	1.2	38.9	20.9
財政収支	34.8	20.3	20.3	18.3	19.3	19.3	20.3	20.3	23.4	26.1	23.4	19.8	22.8
中国以外	-4.3	-2.2	0.4	4.1	3.4	4.1	4.7	4.5	5.8	2.9	-0.5	4.2	4.2
韓国	-4.3	-2.2	0.7	6.3	2.5	3.5	4.5	4.0	5.1	2.3	0.1	3.6	2.8
失業率(中国、%)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.3	4.2	4.1
(韓国、%)	3.5	3.9	3.7	3.5	3.2	3.2	3.3	3.4	3.2	3.2	3.6	3.3	3.5
政策金利(中国:貸出基準金利)	5.31	5.31	5.31	5.31	5.58	5.58	5.85	5.85	7.47	5.31	5.31	5.85	6.12
(韓国:コール誘導水準)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.75	5.00	4.00	2.00	2.75	2.50
人民元・ドル相場	6.84	6.83	6.83	6.83	6.82	6.73	6.64	6.55	7.61	6.95	6.83	6.69	6.39
人民元・円相場	13.7	14.2	13.7	13.2	13.5	13.9	14.4	14.9	15.5	14.9	13.7	14.2	15.7

(注)政策金利は期末値。

【経済見通し総括表 ④BRICs】

	2009年				2010年				2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
BRICs4ヶ国	1.4	2.3	3.4	7.4	8.8	7.6	7.6	7.1	10.3	7.6	3.7	7.8	7.2
中国	6.2	7.9	9.1	10.7	12.0	9.3	9.3	8.7	13.0	9.1	8.5	9.8	9.0
インド	4.1	6.0	6.7	7.5	8.4	8.4	8.5	6.7	9.4	7.4	6.1	8.0	6.4
ブラジル	-1.8	-1.7	-1.5	4.0	6.0	6.0	5.5	5.5	6.1	5.2	-0.2	5.8	5.3
ロシア	-9.8	-10.9	-8.9	1.8	3.6	4.2	4.5	4.8	8.1	5.9	-7.0	4.3	4.8
物価(中国:CPI)	-0.6	-1.5	-1.3	0.7	2.3	2.9	3.4	3.5	4.8	5.9	-0.7	3.0	2.8
(インド:WPI)	3.2	0.6	-0.1	4.5	7.8	8.1	8.0	7.7	4.8	9.1	2.0	7.9	7.0
政策金利(中国:貸出基準金利)	5.31	5.31	5.31	5.31	5.58	5.58	5.85	5.85	6.93	6.86	5.31	5.85	6.12
(インド:レボ金利)	5.00	4.75	4.75	4.75	5.00	5.25	5.75	5.75	7.69	7.94	4.75	5.75	5.75
(ブラジル:公定歩合)	11.25	9.25	8.75	8.75	9.00	9.25	9.50	9.50	11.25	13.75	8.75	9.50	9.50
(ロシア:公定歩合)	13.00	11.50	10.00	9.00	9.00	9.25	9.50	9.50	10.00	13.00	9.00	9.50	10.00
人民元 / ドル相場	6.84	6.83	6.83	6.83	6.82	6.73	6.64	6.55	7.61	6.95	6.83	6.69	6.39
インド・ルピー / ドル相場	49.7	48.7	48.3	46.7	46.1	45.5	44.9	44.3	41.2	43.4	48.3	45.2	42.8
ブラジル・レアル / ドル相場	2.32	2.08	1.87	1.74	1.70	1.66	1.62	1.58	1.95	3.16	2.00	1.64	1.48
ロシア・ルーブル / 円相場	34.0	32.2	31.3	29.5	29.2	28.9	28.6	28.3	25.6	24.9	31.7	28.7	27.5

(注)政策金利は期末値。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。