

2012 年 4 月 23 日

報道機関各位**調査レポート****世界経済の現状と見通し****～ 米国は債務調整が完了、欧州危機は継続、中国は高成長を持続 ～**

三菱UFJフィナンシャル・グループの総合シンクタンクの三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社(本社:東京都港区 社長:水野 俊秀)は、「世界経済の現状と見通し」を発表いたします。

詳細は、添付資料をご参照ください。

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)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL:03-6733-1070

本資料は、経済研究会にて配付しております

調査レポート

世界経済の現状と見通し

～ 米国は債務調整が完了、欧州危機は継続、中国は高成長を持続 ～

- 2012 年の世界経済は、米景気の回復と新興国の高成長を背景に、3%台後半の緩やかな成長が見込まれる。
- 米国は本格回復が視野に入る。家計の債務残高が増加したことから判断すると、成長を抑制してきた債務調整にめどがついたと評価できる。政府支出は減少するが、個人消費や設備投資など民間最終需要は総じて堅調であり、ガソリン高の影響は懸念されるものの景気の腰は強い。
- 欧州の財政金融危機は落ち着きがみられるが、危機の原因となった双子の赤字と低成長が続いており財政再建の道筋はみえない。財政と経済成長の成果を得るまで時間との戦いが続き、危機が繰り返し再燃するリスクが高い。
- 中国は 600 兆円近い経済規模になっても、なお 8～9%の高い成長が続く。このため、年々の経済規模の増加分は、2 ケタ成長していた頃と比べてもむしろ拡大している。この成長の果実をめぐる世界の国や企業による競争が激化している。
- リスク要因は原油価格の上昇である。原油相場が 10 ドル上昇すれば世界経済の成長率は 0.5% 下押しされる。メイン・シナリオは原油相場 110 ドル、世界経済成長率 4% 弱と想定するが、イラン情勢によっては、原油価格の高騰を伴いながら成長率が 3% を下回って不況に陥るリスクがある。
- 各国の金融政策では追加緩和策は見送られるものの、危機対応とリスク管理に配慮しバランス・シートの規模を維持する政策がとられる見通しである。財政再建は各国が取り組むべき最優先課題であり、政府債務削減の道筋をつけることが求められる。

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)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL : 03-6733-1070

1 . 2012 年の世界経済

米国、欧州、中国の動向

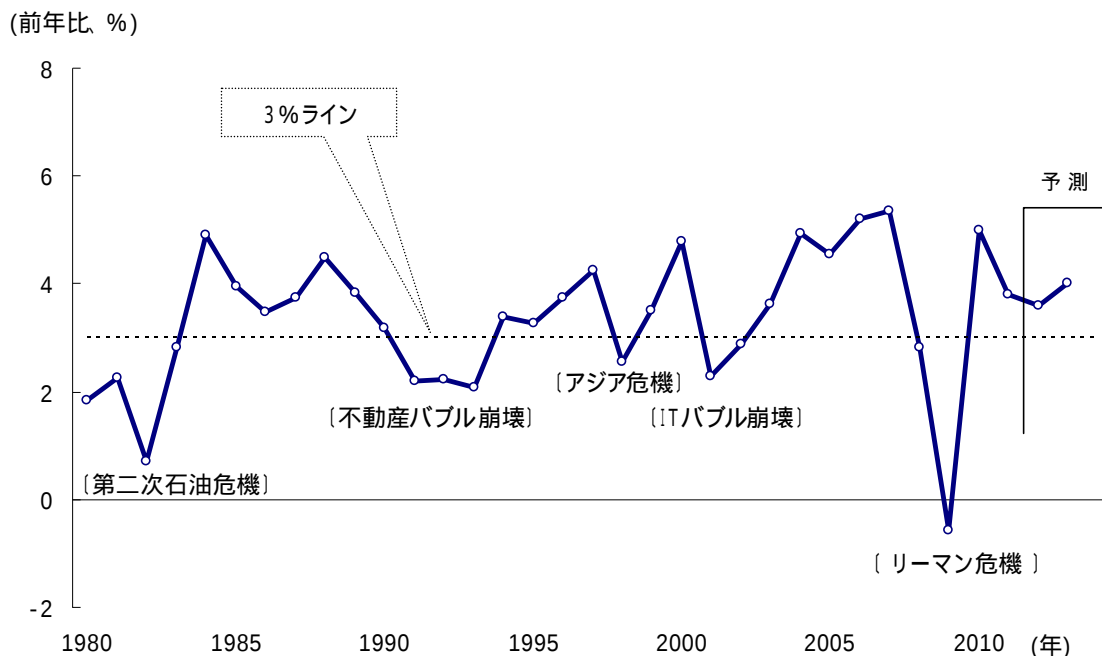
2012 年の世界経済は 3% 台後半の緩やかな成長が見込まれる（図表 1）。

米国は景気回復の動きが定着し本格回復が視野に入ってきた。家計の債務残高が増加したことから判断すると、成長を抑制してきた債務調整にめどがついたと評価できる。政府支出は減少が続くものの、個人消費や設備投資などの民間最終需要が総じて堅調なため、ガソリン高の影響が懸念される中でも景気の腰は強いとみられる。

欧州の財政金融危機は、E C B の資金供給をきっかけに落ち着きがみられる。もっとも、危機の原因となった双子の赤字と低成長が続き財政再建の道筋はみえない。財政再建と構造改革に取り組む各国の姿勢は市場から一定の信認を得ているが、財政と経済成長で具体的な成果に結びつくまで時間との戦いが続くため、危機が繰り返し再燃するリスクが高い。

中国は成長率の低下が続くものの、600 兆円近い経済規模になっても、なお 8~9% の高い成長を続けるため、年々の経済規模の増加分は、G D P が 200~300 兆円にすぎなかった数年前に 2 ケタ成長していた頃と比べてもむしろ拡大している。この成長の果実をめぐり、世界の国や企業による競争が激化している。

図表 1 . 世界経済の成長率



(注1) 景気後退局面の成長率は3%を下回っていたため、3%ラインは好不況の目安とみることができる

(注2) 2012~13年は当社予測値

(出所) IMF

世界経済のトレンド

世界の経済成長への寄与度を地域別にみると、米国のシェアは2000年代に入り低下し、欧州や日本は存在感を大きく失ったことが分かる（図表2）。

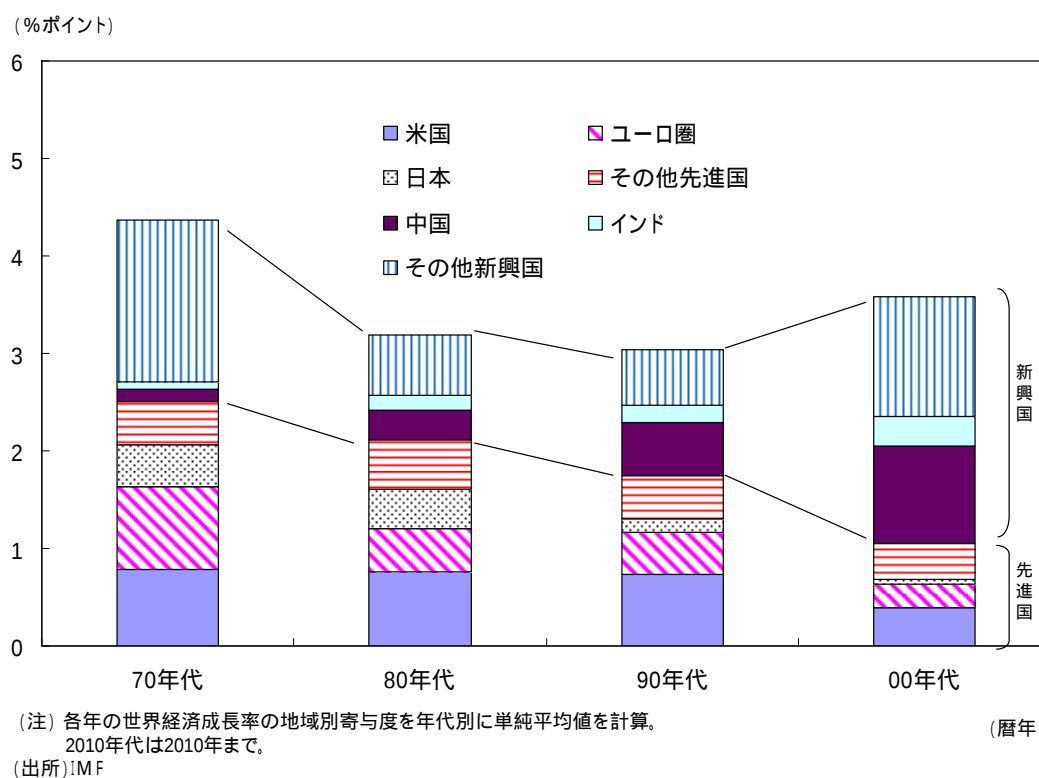
対照的に中国のプレゼンスが急速に拡大しているほか、中国以外の新興諸国についても、1980～90年代にかけて累積債務問題や資源価格の下落などで低迷したが、2000年代に入ると成長率が高まり世界経済の中でのウエイトが増大している。

米国の個人消費は中国をはじめ新興国の経済成長の源泉であるため、米国はいまだ世界経済の主役の一角を占めているが、このところ、中国が世界経済の新たな成長エンジンとなりつつある。

2012年は米国景気の本格回復が世界経済をけん引しながらも、新興国の存在感がますます高まることによって、3%台後半の緩やかな経済成長が持続する見通しである。

以下では、各地域の動向を、米国、欧州、中国（アジア）の順に整理する。

図表2．世界の経済成長の地域別寄与度



2. 米国：債務調整完了で上ぶれリスク

(1) 消費回復の持続性

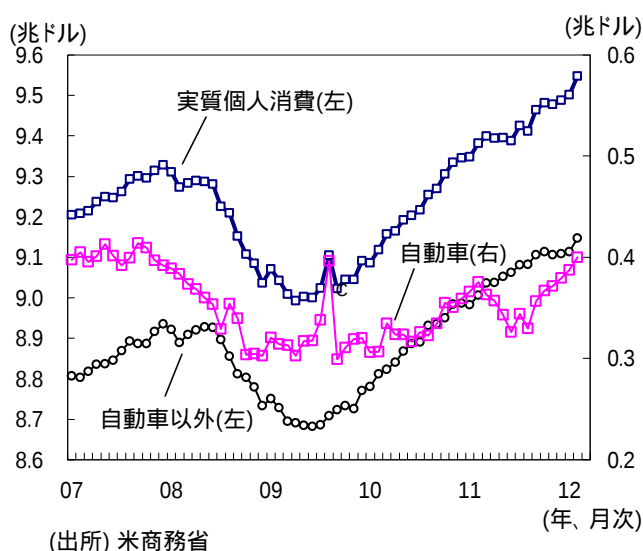
個人消費の現状

米国のGDPの7割を占める個人消費の回復が鮮明になっている（図表3）。実質個人消費の動きに昨年末から今年初めにかけて一時足踏みがみられたが、これは記録的な暖冬により暖房費支出が減少した統計上のアヤであり、暖房費支出を含まないその他の消費関連統計をみると、小売売上高、チェーンストア統計、新車販売台数、消費者信頼感と総じて好調に推移した。また、個人消費統計についても2月は勢いを取り戻し、リーマン・ショック後の回復局面で3番目に高い伸びを記録した。

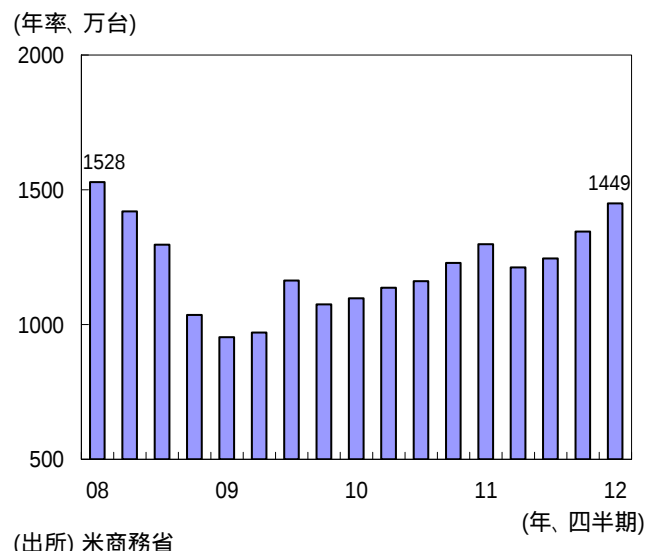
個人消費の回復に寄与しているのが自動車購入の拡大である。新車販売台数は大方の予想を上回るペースで回復し、今年2月には年率1,500万台を記録するなどリーマン・ショック前の平均である1,600万台水準が視野に入ってきた（図表4）。新車販売回復の背景には、雇用環境の改善による失業率の低下と買い控えの反動がある。自動車購入が個人消費に占める割合は小さいものの、最も変動の激しい項目であるため、新車販売の好不調は消費全体に与える影響が大きい。新車販売の回復が鮮明になった昨年後半以降、個人消費の回復にも弾みがついている。

以下では、個人消費の主な変動要因である、雇用・所得環境、家計のバランス・シート、ガソリン価格の動向を順に整理する。

図表3. 個人消費



図表4. 新車販売台数



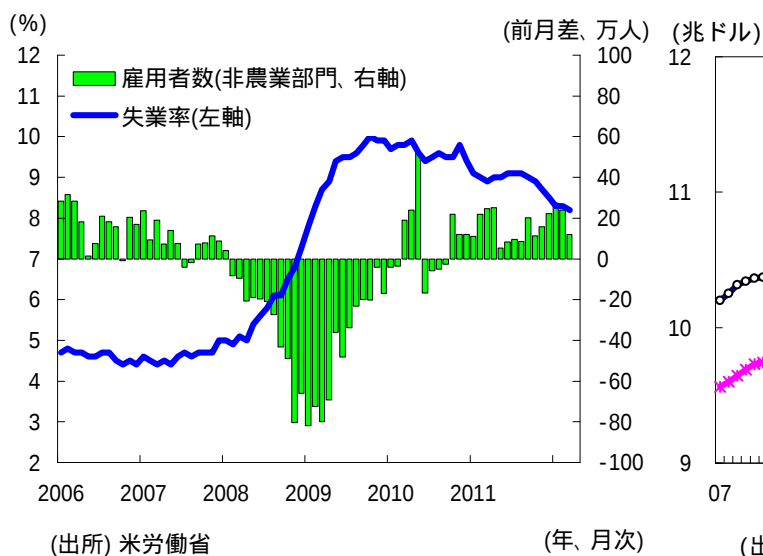
所得と消費の好循環

米国は金融危機後の景気後退局面で 880 万人の雇用を失ったが、その後の景気回復局面で 350 万人の雇用を回復した（図表 5）。2012 年については、2% 台半ばの緩やかな経済成長を背景に、年間で 250 万人（1～3 月で 64 万人増加したため 4 月以降で 190 万人弱）の雇用が増加する見込みである。

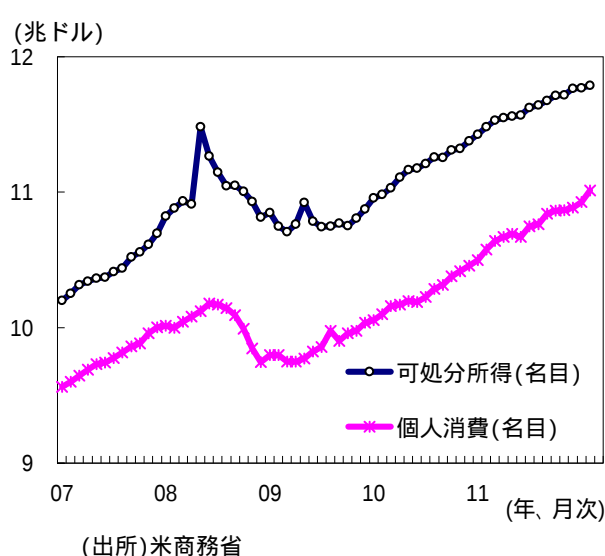
景気回復局面での所得と消費の関係をみると、景気がボトムをつけた 2009 年半ば以降、所得と消費が連動し緩やかに回復してきたことが分かる（図表 6）。雇用の回復が遅れた中でも所得が増加したのは、すでに職についていた人の給与が緩やかに増加したためである。

雇用の回復ペースは、回復が始まった当初 2 年（2010～11 年）は月平均 12 万人であったが、今年は 20 万人ペースへの加速が見込まれる。一方、2011 年の米国の労働者の平均賃金は前年比 2% 増と、IT バブル崩壊後の 2004 年の同 2.1% 増を下回り、戦後最低の伸びにとどまった。もっとも、雇用の回復ペースが加速すれば、今後は労働需給の引き締りを通じて、賃金増加にも弾みがつく。金融危機をきっかけに労働分配率が急速に低下したことも、労働需給の改善が賃金に反映されやすい状況を生んでいる。雇用の改善にともない所得の増加トレンドが見込まれ、消費の回復を下支えする構図が続くことになる。

図表 5．雇用と失業率



図表 6．所得と消費



家計のバランス・シートの改善

米国の家計のバランス・シートをみると、保有資産のうち住宅については小幅な変動にとどまる一方、株式などの金融資産は夏場にいったん減少した後、株価が反発した昨年10月以降は再び増加した（図表7）。家計が保有する金融資産はおよそ5000兆円と日本の3倍にのぼり、その増減により資産効果・逆資産効果がはたらきやすい。

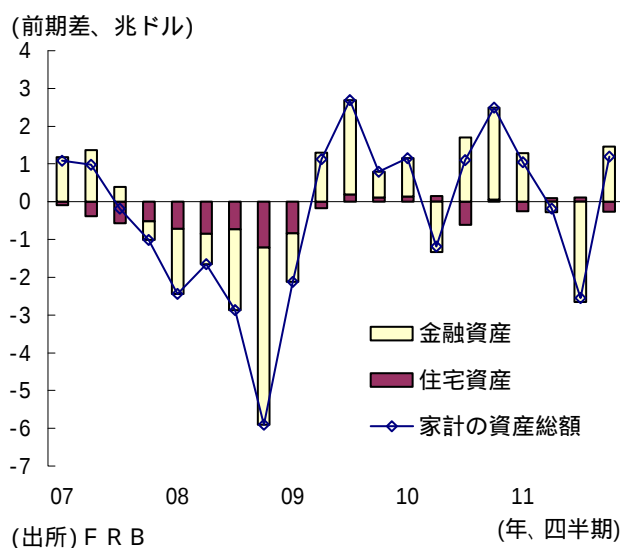
一方、債務については、リーマン・ショックをきっかけに家計が債務を返済する動きが強まり、2008年後半から減少が続いたが、2011年10～12月期に3年半ぶりに増加した（図表8）。つまり、米国の家計では、新たな借金が債務の返済を上回ったことになる。

家計債務の内訳をみると、住宅ローン（自動車購入など消費者信用として利用されるホーム・エクイティ・ローンを含む）は減少が続いたが、減少ペースはかなり緩和された。一方、クレジット・カードなどの消費者信用や自動車ローンはすでに1年前から増加し、増加テンポも加速した。住宅ローンのマイナス幅の縮小と消費者信用のプラス幅の拡大が、消費者の債務全体の増加に寄与した。

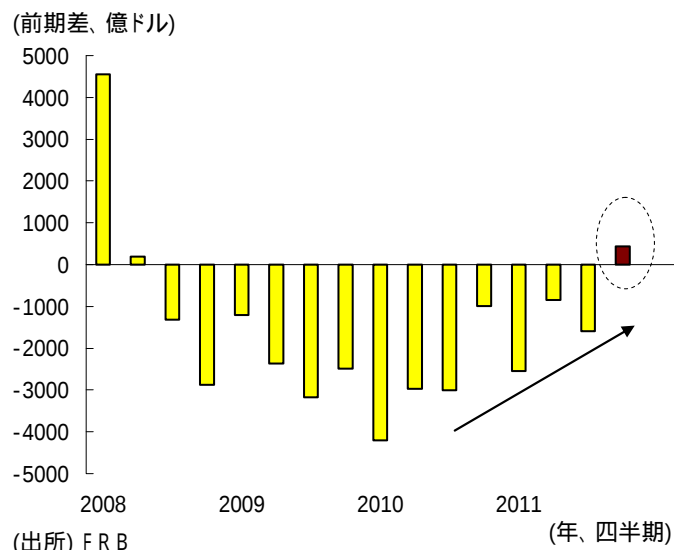
先行きについても、住宅投資の緩やかな回復にともない、住宅ローンは年内に増加に転じる公算が大きい。このため、米国の家計部門の債務は継続的に増加する局面に戻ったとみられ、債務調整は概ね終了した。

米国の家計が債務返済を進めていたことが、消費回復の抑制要因となり成長率を押し下げると指摘されてきた。債務調整が進展し借金が再び増加するようになったことは、米国経済の上ぶれリスクを高めている。

図表7．家計の保有資産



図表8．家計の債務残高



懸念されるガソリン高

米国のレギュラー・ガソリン価格（全米平均）が 3.9 ドル／ガロンと、昨年 5 月以来の水準に高騰し、個人消費にとどまらず様々な波紋を広げている（図表 9）。

大統領選挙をめぐっては、共和党候補がオバマ大統領のエネルギー政策の失敗（成果の乏しい自然エネルギー利用推進策、原油掘削規制）との批判を強めている。大統領は雇用改善を追い風に優位な戦いを進めるが、ドライブ・シーズンのガソリン価格が一段と高騰すれば、選挙の風向きに影響を与えかねない。

ガソリン高は金融政策にも影響を与えている。堅調な景気指標とともにインフレ懸念が出てきたことで追加緩和の可能性が後退し、米金利が上昇しドル高が進む一因になった。景気の回復ペースが緩やかなものにとどまり、追加緩和策が検討される場合にも、F R B は景気とインフレのバランスについて難しい判断を迫られることになる。

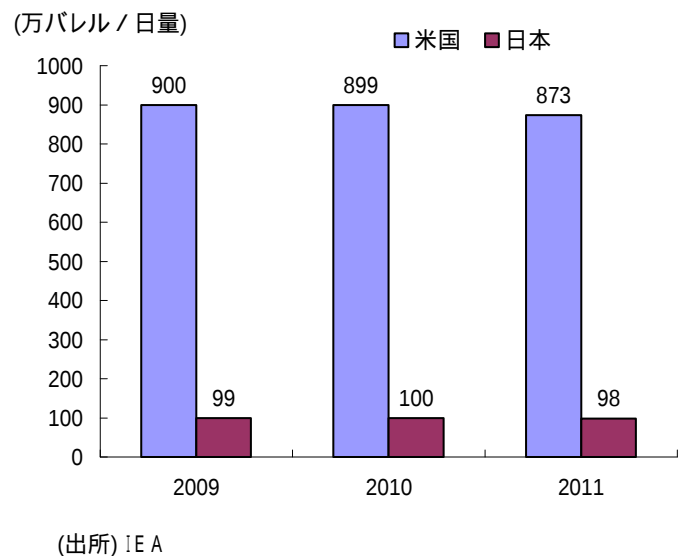
景気については、コスト増加を通じた企業収益への影響とともに、車社会の米国で個人消費に与える影響が懸念され始めた。日米のガソリン消費量を比べると、米国は日本の 9 倍、一人当たりでも 4 倍のガソリンを消費している（図表 10）。日系自動車メーカーの中には、ガソリンスタンドと提携し自社製の車にガソリンを無料提供するサービスを始めたところもある。

ガソリン価格上昇は増税と等しい効果を持ち、個人消費を押し下げる懸念がある。かりにガソリン以外の消費行動への影響が限定的にとどまる場合も、ガソリン消費量を節約すれば、その分個人消費が抑制されることになり成長率の下押し要因となる。

図表 9．レギュラー・ガソリン価格



図表 10．日米のガソリン消費量



もともと、個人消費はガソリン価格だけで決まるものではない。雇用所得環境や、消費者マインド、資産価格の動向や債務の返済状況も個人消費の重要な決定要因となる。

足元の状況を整理すると、ガソリン価格が上昇している反面、消費行動を決定するこれらの指標の改善も同時に鮮明になっており、ガソリン価格以外の要因が消費にプラスに働き、ガソリン価格上昇の影響を緩和している。

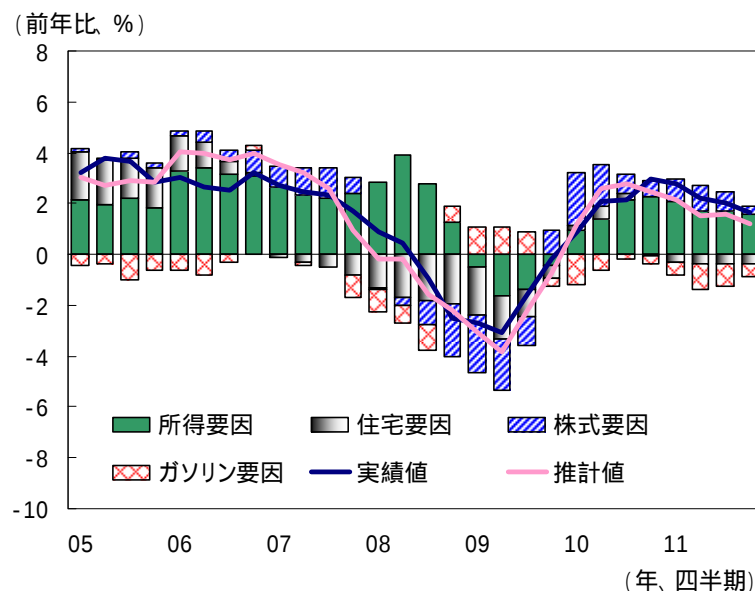
所得、資産、ガソリン価格からなる標準的な消費関数を推計すると、米国の個人消費の回復には、所得の拡大と資産効果が大きく寄与していることが分かる（図表 11）。

推計式を用いた要因分解でガソリン価格がアメリカの個人消費に与えた影響をみると、2007～08 年にかけてガソリン価格が急騰した時期は個人消費を下押し、その後のガソリン価格の下落は個人消費を下支えする要因として働いていた。その後の景気回復期では、ガソリン価格上昇が個人消費を再び下押ししたものの、所得や資産の増加による押し上げ効果の方が大きかったため個人消費の回復傾向が持続した。

今後も同様の傾向を保つことができるかは、ガソリン価格の上昇幅と、所得や資産効果の動向次第であるが、ガソリン価格の過度の上昇や、所得や資産の大幅な減少は回避できる見通しである。

もちろん価格上昇テンポが一段と加速する場合には影響が無視できない。イラン情勢の行方次第によっては、景気実勢とかけ離れた価格高騰が起きうるリスクがあることにも注意が必要である。

図表 11．個人消費の要因分解



(注) 要因分解は以下の推計式による

$$\ln \text{実質個人消費} = 3.83 + 0.47 * \ln \text{可処分所得} + 0.10 * \ln \text{住宅価格} + 0.06 * \ln \text{SP500} - 0.03 * \ln \text{WTI}$$

(35.2) (27.6) (13.6) (8.6) (-5.5)

カッコ内はt値 修正済R²0.99 D.W.0.81 推計期間：1995～2011/3Q

(出所) 米商務省、S & P、NYSEユーロネクスト、NYMEX

(2) 住宅市場の底入れ

雇用の改善と住宅投資

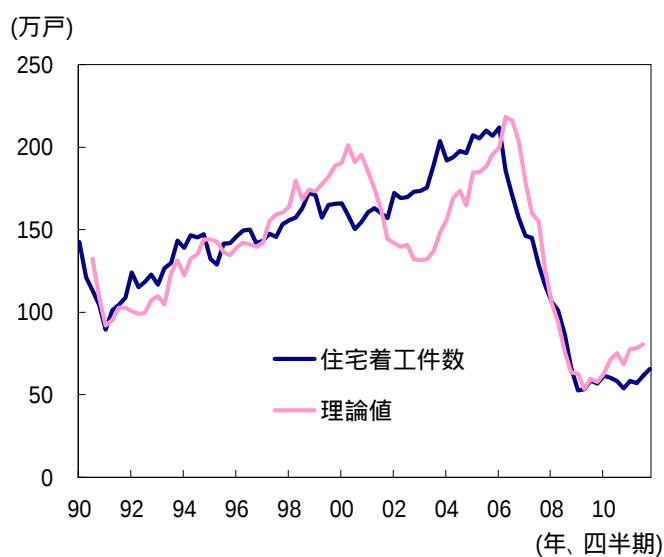
米国の住宅着工件数は、2005年に207万戸とピークをつけた後に急減し、2008年に90万戸と統計開始以来初めて100万戸を下回り、翌2009年には55万戸とさらに過去最低を更新した。その後も2010年に58万戸、2011年は61万戸と過去最低水準で低迷が続いた。

失業率を説明変数とする関数推計によると、住宅着工の理論値は100万戸程度と計算できる(図表12)。足元の着工件数は年率70万戸程度で推移しており、理論値を大きく下回っている。

住宅市場の低迷が続いた背景には、バブル崩壊によるストック調整の深刻化に加えて、失業率が急上昇するなど、住宅購入の決定要因となる雇用環境が大きく悪化したことが影響した。

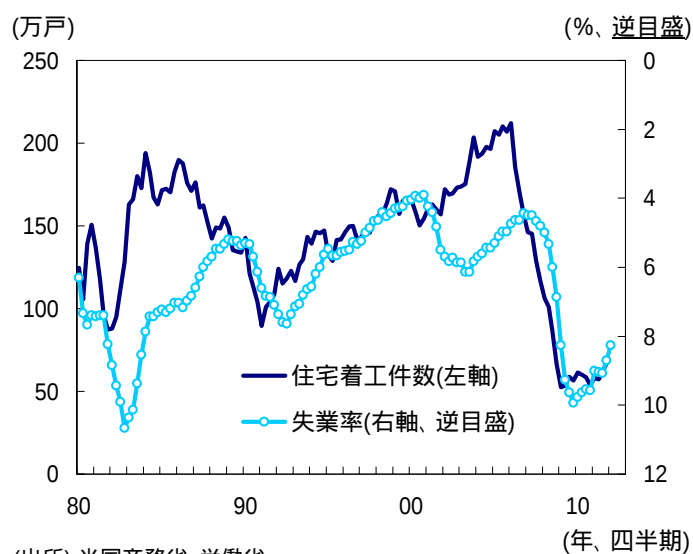
一方、昨年後半から失業率が高水準ながらも緩やかに改善したことを受け、住宅市場にも底入れの兆しがうかがえるようになっている(図表13)。歴史的な低水準で低迷が続いてきた住宅市場ではあるが、失業率が改善に転じたことで緩やかな回復が続く見込みである。

図表12．住宅着工の理論値



(注) $\ln \text{住宅着工} = 5.73 - 0.18 * \text{失業率} + 0.42 * \text{住宅価格/賃料} - 0.01 * \text{融資態度}$
 (56.4) (-16.2) (3.7) (-8.6)
 カッコ内はt値 修正済 R^2 0.84 D.W.0.81 推計期間: 1990~2011
 (出所) 米商務省、労働省、S & P、F R B

図表13．住宅着工と失業率



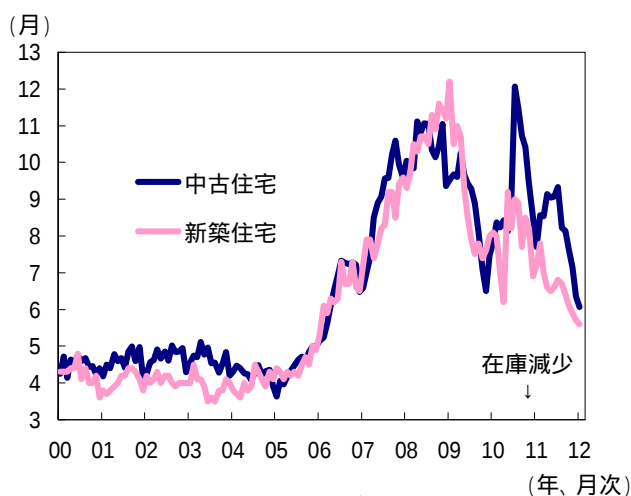
(出所) 米商務省・労働省

ストック調整の進展

雇用とともに住宅市場の回復が遅れる要因となってきたストック調整についても、一定の進展が確認できるようになっている。1ヶ月間に売買された住宅の何倍の在庫があるかをみた住宅在庫率は、新築で5.6ヶ月分、中古は6.1ヶ月分と、いずれも6年ぶりの水準に低下した。水準そのものはまだ高いものの低下トレンドが続いており、適正とされる4～5ヶ月が視野に入ってきた(図表14)。過剰な住宅在庫のストック調整が進展したことで、住宅市場の底入れが見込まれる。

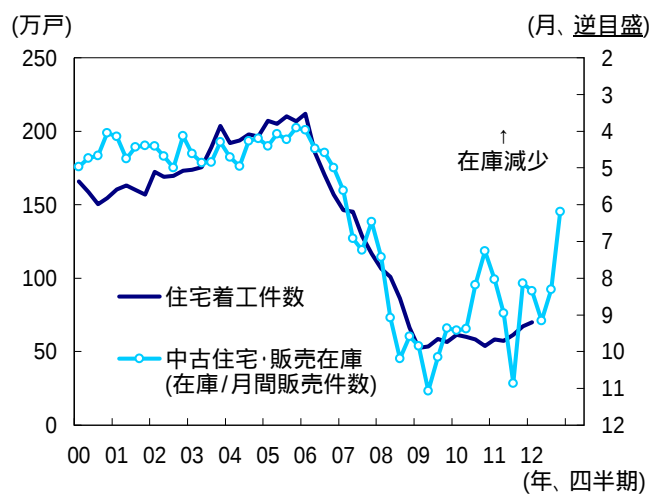
米国の住宅市場は地域別のバラつきが大きく、バブル期に価格が急騰したカリフォルニア、ネバダ、アリゾナ、フロリダなどの各州では、いまだ在庫水準が高く、価格下落も加速している。これらの州では市場回復のかぎとなる雇用についても、バブル崩壊の後遺症によって改善が遅れている。こうした懸念材料はあるものの、米国全体の平均でみれば、住宅市場のストック調整に進展がみられ始めたことが、新規の住宅購入を促し着工増加の下支えとなるだろう(図表15)。

図表14．住宅在庫



(注) 販売件数の何ヶ月分の在庫があるかをみた値
(出所) 米商務省、全米不動産業者協会

図表15．住宅の在庫と着工の関係



(注) 住宅・販売在庫を着工の先行指標として1年先行させている
(出所) 米国商務省・労働省

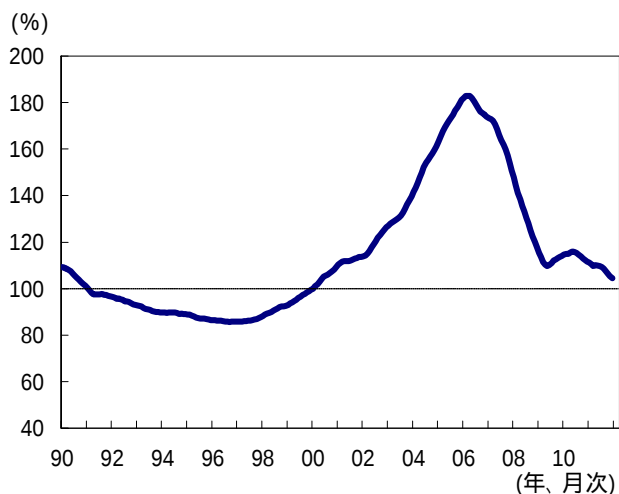
住宅価格は夏場以降に上昇へ

雇用の改善、ストック調整の進展とともに、住宅市場回復の追い風として注目されているのが、賃貸住宅の家賃上昇である。所得の低迷を理由に持ち家取得を断念し、賃貸住宅に入居する人が増えたため、賃貸住宅の空室率が低下し、賃料相場が上昇して住宅価格の相対的な割安感を強めている。

住宅価格の適正水準は、住宅価格と賃料の相対価格として理解できる。住宅価格の下落や賃料の上昇により、住宅価格／賃料の相対価格は、住宅市場がバブル傾向を強め始めた2000年頃の水準に低下しており、住宅価格はほぼ適正水準に回帰したとみられる(図表16)。賃料との相対価格でみて住宅価格に値ごろ感が出てきていることも、住宅市場の追い風になろう。

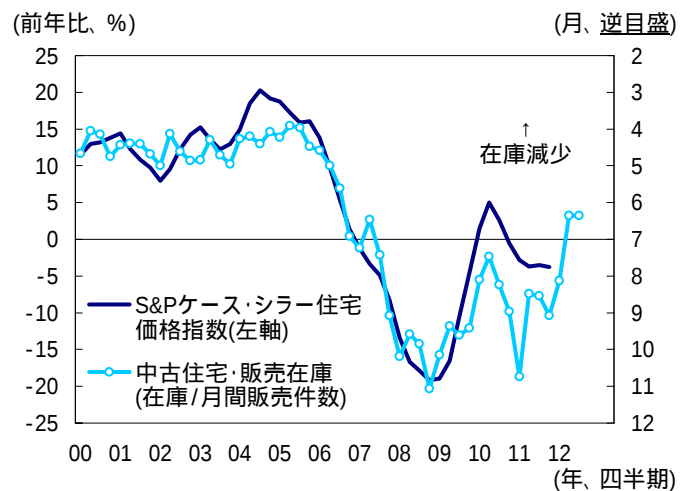
一方、住宅価格の今後の動向については、着工件数や販売数量の回復による需給の引き締まりが価格に反映されるまでタイム・ラグがあるため、まだしばらく下落が続くとみられる。もっとも、このところの需給引き締まりの動きからみれば、夏ごろにも上昇に転じる公算が大きい(図表17)。

図表16．家賃と住宅の相対価格図表



(注) 2000年1月時点を100に基準化
(出所) 労働省、S&P

図表17．住宅価格



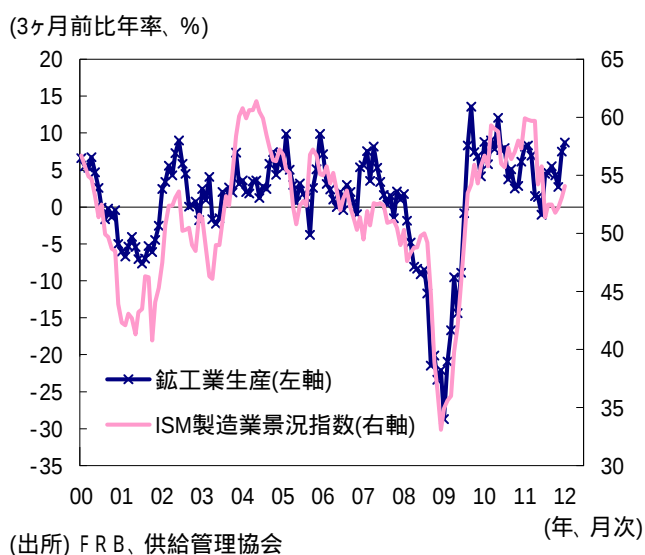
(注) 住宅・販売在庫を価格の先行指標として半年先行させている
(出所) 米国商務省・労働省

(3) 企業の生産、収益、設備投資

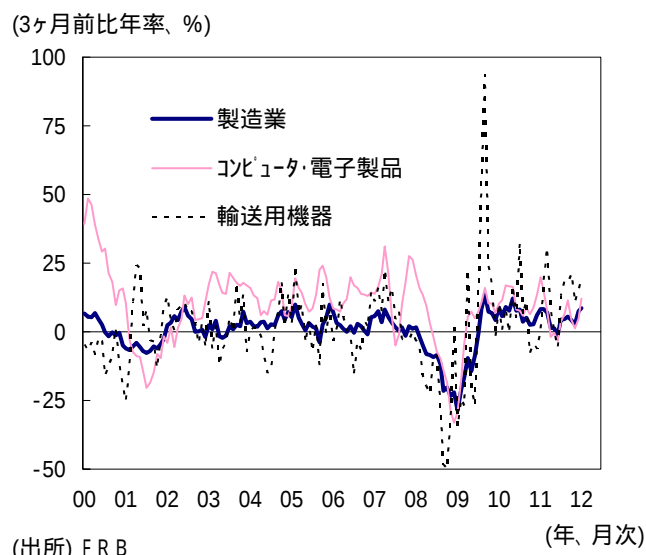
在庫調整の完了

2011年の米国の鉱工業生産は、リーマン危機後の急激な落ち込みからの回復の動きが続いたが、回復テンポは鈍化した。生産活動を反映するISM製造業景況指数は、1～3月期の60から7～9月期に52に低下した(図表18)。この背景には、東日本大震災の影響によるサプライチェーンの混乱で部品不足となった自動車部門の減産や、夏場にかけてのガソリン高による内需の足踏み、ハイテク部門の在庫調整があった(図表19)。2年程度の短期の在庫循環上の調整の時期にあったことも、生産の回復テンポが緩慢になる一因であったとみられる。

図表18．鉱工業生産とISM景況指数



図表19．鉱工業生産(業種別)



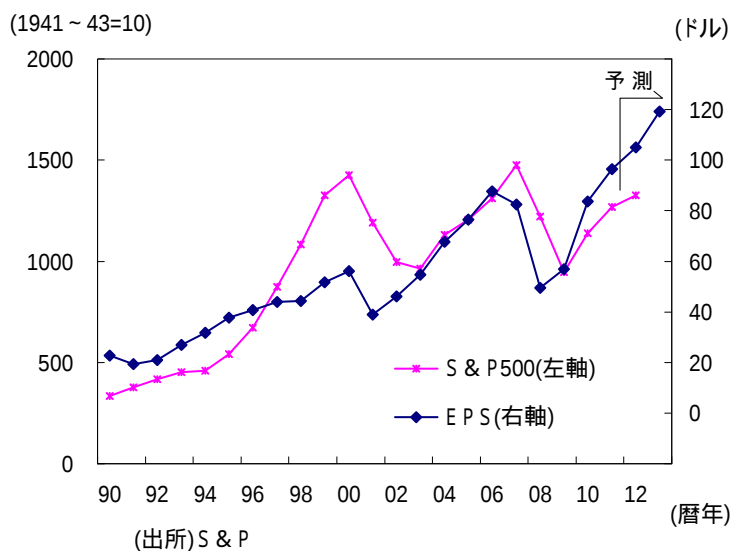
もともと、こうした在庫調整の動きは昨年秋には底入れし、足元では生産回復の動きが鮮明になっている。ISM指数の個別項目の内訳をみると、在庫については減少しているとの判断、新規受注は拡大としているとの判断がいずれも過半を占めており、生産拡大の動きは今後も持続する公算が大きい。

企業収益とドル高・原油高

2011年の米国の企業収益は、S & P 500 ベース、GDP ベースのいずれも2年連続で過去最高益を更新した（図表20）。雇用削減が一服したため人件費が企業収益の下押し要因となったが、名目4%ペースの経済成長により内需が底堅く推移したことや、新興国市場での売上げ増、ドル相場下落によるドル・ベースの収益押し上げなどが最高益更新に寄与した。

2012年についても、欧州地域での売上げ鈍化が懸念されるため増益テンポは鈍化するとみられるが、内外景気の緩やかな拡大を背景に、3年連続で過去最高益を更新することがほぼ確実とみられる。

図表20．企業収益（1株当たり）

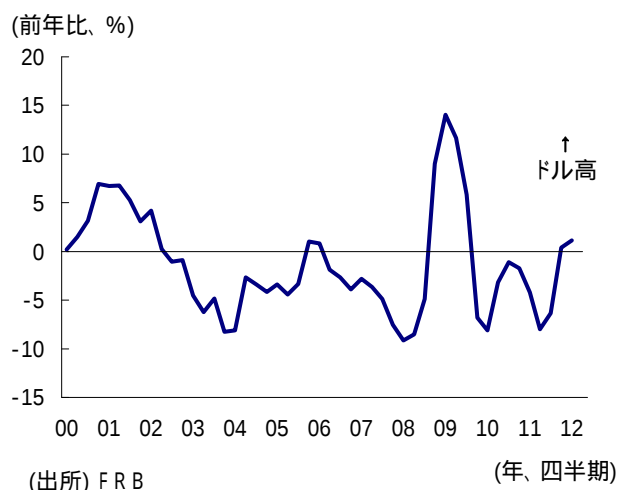


一方、企業収益にとって懸念材料となるのは、このところのドル高と原油価格の上昇である。

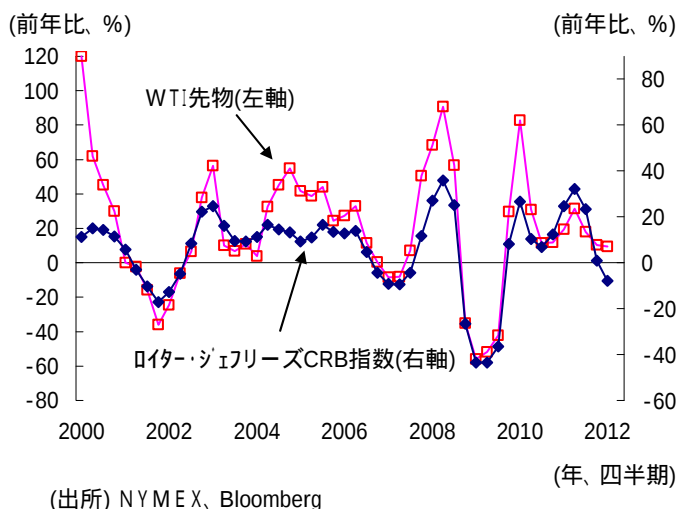
まず、米ドルの実効為替相場の動きをみると、米景気の回復や欧州混乱、新興国景気の減速などをきっかけに、昨年末から前年水準を上回って推移しており、ドル高トレンドが定着する兆しが出てきた（次頁図表21）。欧州の財政金融危機の根本的な解決には時間がかかるとみられ、今後もドル高圧力がはたらきやすい地合いにある。

また、商品相場全体の動向を示すロイター・ジェフリーズC R B指数は、中国経済減速の影響により前年を下回って推移しており、コスト上昇圧力は以前と比べ低下しているが、原油相場については、イランの核開発疑惑を背景に上昇傾向で推移している。足元の原油相場の水準は、「アラブの春」をきっかけに上昇した前年とほぼ同水準にとどまるが、イラン情勢の展開次第では、景気実勢とかけ離れて急騰するリスクが残ることには注意が必要である（次頁図表22）。

図表 21．米ドルの実効為替相場



図表 22．商品市況

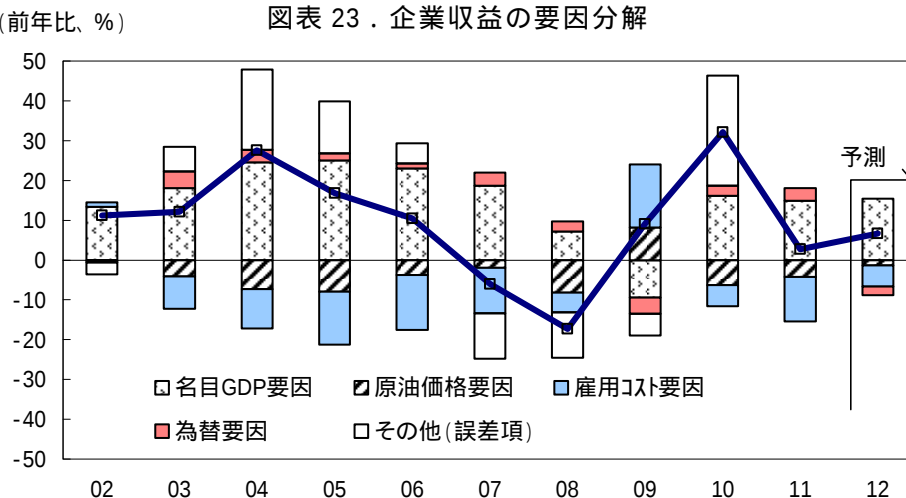


ドル高と原油価格上昇による企業収益への影響をみるために、企業収益の簡易推計を行うと、為替相場が現状のドル高水準で推移する場合、収益を 3%程度下押しするとの結果が得られた（図表 23）。

一方、原油価格は 100 ドルを上回って推移しているものの、相場水準は今年の今頃と同程度にとどまる。昨年後半には相場が下落したことも、タイム・ラグをともない今年の企業収益の押し上げ要因となるため、収益の下押し幅は限定的である。

収益への影響の試算結果については幅をもってみる必要がある。しかし、為替や原油価格は先行き予想が難しく今後も大きく変動する可能性がある。このため、ドル高、原油高は企業収益の下ブレリスクとして意識されやすい状況が続く。もっとも、その場合でも国内外の緩やかな景気回復の持続が見込まれることから、米企業の増益トレンドが崩れるほどの下押しリスクになる可能性は低い。

図表 23．企業収益の要因分解

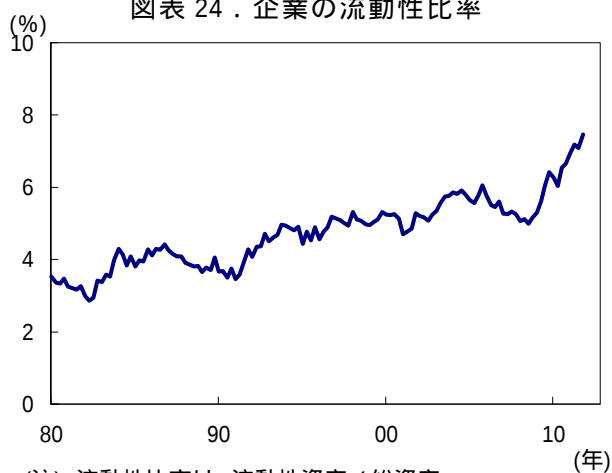


(注) $\ln \text{企業収益} = 5.7 - 0.1 \cdot \ln \text{名目GDP} + 0.4 \cdot \ln \text{雇業者報酬} - 0.1 \cdot \ln \text{原油価格(4期前)} - 0.1 \cdot \ln \text{実効為替相場}$
 (56.4) (-16.2) (3.7) (-8.6)
 カッコ内はt値 修正済 R^2 0.84 D.W.0.81 推計期間：1990～2011/3Q
 (出所) 商務省、労働省、FRB、NYMEX

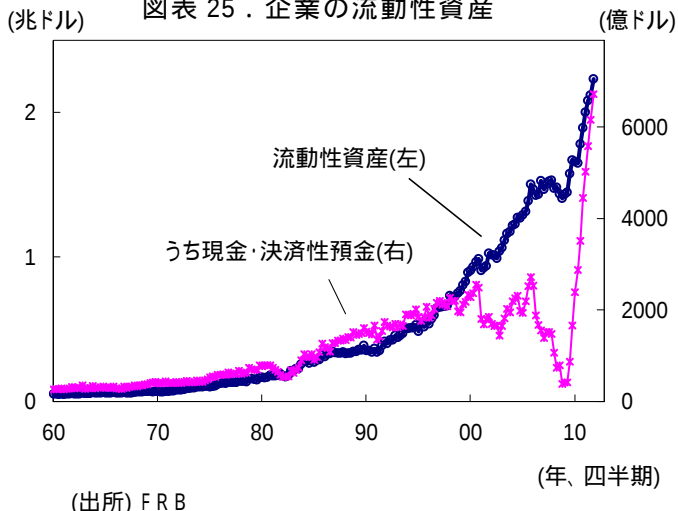
キャッシュ・フローと設備投資

米企業の財務をみると、流動性比率（流動性資産／総資産）が 7.4%と半世紀ぶりの水準に上昇した（図表 24）。流動性比率の上昇は、企業が先行きに対して慎重姿勢を維持していることを示している。特に、現金・決済性預金は 3 年間で 6,000 億ドルも急増しており、企業の安全志向が一段と強まっている（図表 25）。

図表 24．企業の流動性比率



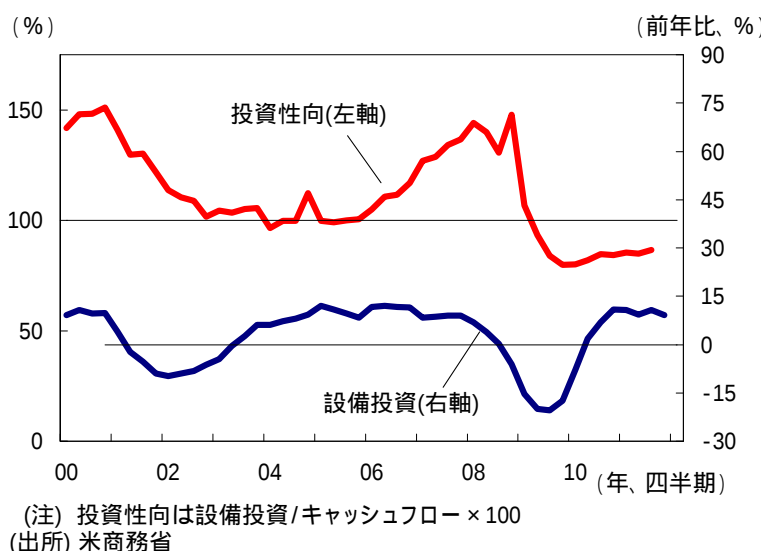
図表 25．企業の流動性資産



一方、企業の安全志向が強まる中でも、設備投資は 2 年連続で増加した。収益回復と潤沢なキャッシュ・フローを追い風に企業は必要な投資を拡大させている。

キャッシュ・フローと設備投資の関係をみた投資性向は、金融危機後の低迷が続き、設備投資はキャッシュ・フローの範囲に抑えられてきた。しかし、収益回復によりキャッシュ・フローが拡大したことで設備投資は好調に推移した（図表 26）。必要な投資を行う余裕がある財務状態といえ、投資性向が低迷しても設備投資の拡大は続く見通しである。

図表 26．設備投資と投資性向

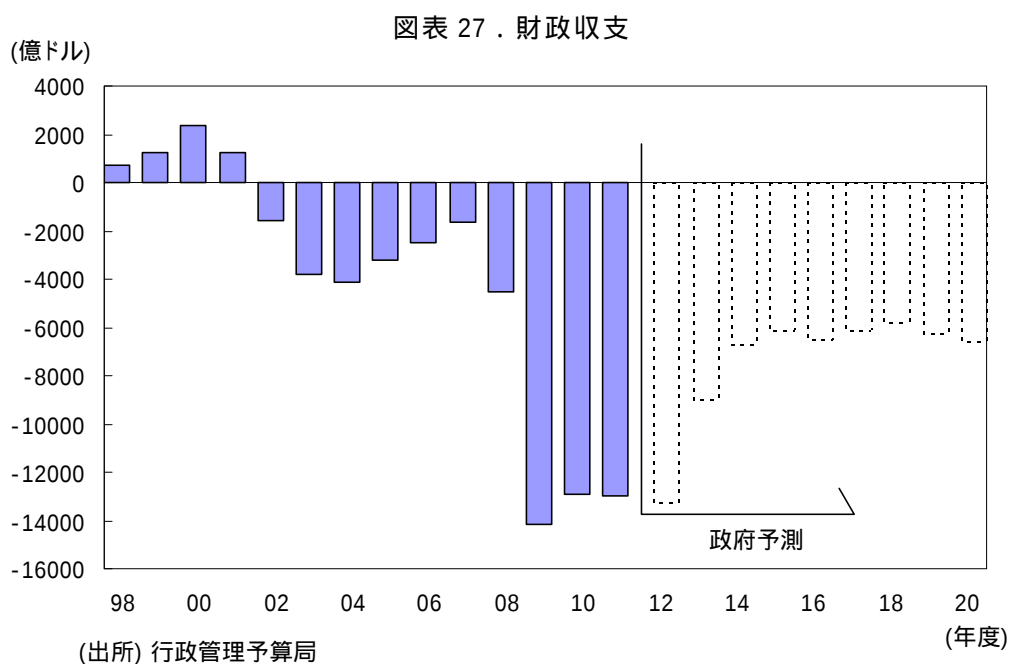


(4) 双子の赤字と資本流入

過去最悪の財政赤字

2011年度の財政赤字は1.29兆ドルにのぼり、2009年度に記録した過去最大の赤字から小幅に縮小した2010年度と同水準であった(図表27)。

2010年末には設備投資、社会保障、各々の減税による追加景気対策を策定し、その分歳入が抑制された影響もあったが、歳出削減が先送りされたことが、景気対策や金融危機対応など臨時の巨額歳出がなくなった後も財政収支の改善が足踏みしている大きな要因である。



歳出は、2008～09年度にかけて、リーマン・ショックによる金融危機対応の7,000億ドルの予算や、2009年のオバマ大統領就任後の景気対策により数千億ドル単位で急膨張した。この時期の予算はブッシュ政権下で策定され、国防費も拡大した(次頁図表28)。

2010年度は前年の景気対策が進行中であり歳出は小幅な減少にとどまり、2011年度は、新たな景気対策が減税中心で歳出を拡大させる内容ではなかったものの、通常予算の歳出が拡大し歳出額は過去最大に膨らんだ(次頁図表28)。

このように、2008～09年度に、100年に1度の危機に対応するため膨張した歳出が、危機が落ち着いた後も抑制されていないことが分かる。

2011年度の主な予算項目をみると、「社会保障」(10年+238億ドル、11年+1,091億ドル)、「通信」(10年▲25億ドル、11年+479億ドル)、「農業」(10年▲153億ドル、11年+398億ドル)と、戦略性が高いものの緊急性は必ずしも高くない予算が数百億ドル規模で拡大したことが、財政赤字の削減が遅れる原因であった。

一方、歳入については、2009 年後半からの景気回復を受けて、遅行指標である税収は 2011 年度に前年度比 1,400 億ドル増えた。もっとも、2009 年度に 4,000 億ドル減少しており、水準でみるとまだ危機前の税収を下回っている。

歳入の回復が緩やかにとどまっているうえ、歳出が急膨張したままであることが、米国の財政赤字が絶対額で過去最大、名目 GDP 比率で戦後最大に膨れ上がった原因である。

図表 28．財政収支と歳出入

	財政赤字	財政赤字の変化 (A - B) + : 減少、- : 拡大	(億ドル)	
			歳入 (A) + : 増加、- : 減少	歳出 (B) + : 増加、- : 減少
2007	-1,615	867	1610	743
2008	-4,548	-2933	-440	2492
2009	-14,157	-9609	-4193	5416
2010	-12,942	1215	574	-641
2011	-12,968	-26	1408	1433

(出所) 行政管理予算局

財政再建をめぐる党派対立

米国の財政再建の進め方をめぐっては、大統領が設置した「財政責任改革委員会」による論点整理がたたき台と位置づけられている。この委員会は 2010 年 2 月に大統領によって設立された超党派委員会で、同年 12 月に包括的な財政再建策をとりまとめた。民主、共和両党の大物議員を中心にまとめられた議会と大統領の共同作業という政治的な位置づけに加えて、提案内容の包括性や政治的な公平性によって財政再建のたたき台に位置づけられている。

「財政責任改革委員会」の最終報告書は、5 項目の財政再建策を提案している。その中で、法人税や所得税については税率を簡素化したうえで、様々な減税措置を廃止し課税ベースを拡大することや、石油業界や農業向けの補助金、国防費やメディケアなど、政治的理由からこれまで切り込み不足であった歳出項目についても踏み込んだ歳出削減提案がなされている（次頁図表 29）。

図表 29 . 超党派委員会による財政再建案

裁量的支出	○ 2012年度の支出を2010年度水準に抑制 ○ 13～15年度は年率1%削減、15～20年度はインフレ率に連動 ○ 15年度には予算教書と比較し2000億ドルを削減
税制改正	○ 税制を簡素化し、税率を引下げ、課税ベースを拡大 ○ 所得税率：現行10～35%(5段階)を8、14、23%に簡素化 ○ 法人税は現行35%を26%に引下げ ○ 税控除を全廃し増収をはかる
メディケア	○ 診療報酬削減停止措置の見直し ○ 医師、弁護士(医療訴訟関連)、患者応分の負担による医療費抑制
義務的支出	○ 連鎖方式のCPIに基づく歳出抑制 ○ 農業補助金の削減
社会保障	○ 社会保障を持続可能な制度に改革 ○ 給付の逆進性を加速、給付年齢の引上げ

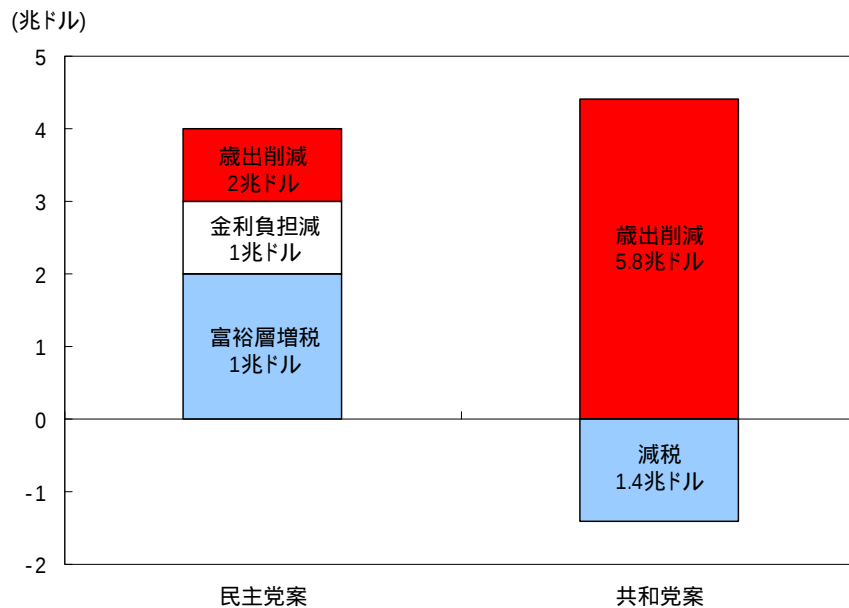
(出所) 財政責任改革委員会

しかし、委員会提案を踏まえて与野党双方が示した財政再建策は、歳出削減と増税のどちらを重視するかという手法をめぐって対照的な内容となり、党派対立が鮮明になっている。

このため、議会の財政再建論議はこう着している。昨年7月には、政府債務上限の引き上げをめぐり、前提となる財政再建の進め方で対立し、デフォルト寸前まで紛糾した結果、格付け会社の1社から最上級格付けを失った。その後も、昨年11月を期限に追加交渉を行ったが物別れに終わり、2013年1月から歳出の強制削減が開始されることとなった。

対立は今年に入っても続いている。大統領は予算教書で富裕層増税について、従来の主張であるブッシュ減税の打ち切りに加え、配当やキャピタル・ゲインへの税率を所得税率並みに引上げるバフェット・ルールを提唱した。一方、共和党は3月に予算対案として示した財政再建案改訂版で、予算教書比5兆ドルの歳出削減策を示し、具体的な財政再建策で合意が見出せない状況が続いている（共和党案は減税について税率簡素化を提案しているが減税規模が不明なため次頁図表30は昨年案を示した）。

図表 30．民主党と共和党の財政再建の手法の違い



(注1) 民主党案はオバマ大統領、共和党案はポール下院予算委員長のプロ案
 (注2) 共和党は、減税について税制簡素化を提案しているものの、減税規模が明示されていないため、原案である昨年の案を示した
 (出所) WHITE HOUSE, "FACT SHEET: The President's Framework for Shared Prosperity and Shared Fiscal Responsibility", April 13, 2011
 House Committee on the Budget, "The Path to Prosperity", April 10, 2011

大統領・議会選挙を今秋に控えるため、選挙までは党派対立が解消される見込みはない。ただし、選挙が終わりクリスマス休暇まで開催されるレイムダック・セッションで、歳出の強制削減の回避とブッシュ減税延長の取り扱いをめぐり、両党が合意に至らなければ、2013年初めから大規模な増税と歳出削減が行われ、景気に深刻な影響を及ぼすことになる。こうした事態を回避するために、何らかの政治的な妥協が成立する公算が大きい。すでに国防費削減に共和党が、メディケア削減に民主党も賛成しており、財政再建は歳出の費目とその削減幅をめぐる攻防になっている。

1990年代に米国の財政が黒字化した過程では、ITバブル期の自然増収や冷戦終結による国防費の減少とともに、新規歳出に財源を求めるペイ・アズ・ユー・ゴー原則の確立や、ねじれ議会のもとでのクリントン政権と共和党の与野党協調など、歳出抑制をめざした政治的な推進力がみられた。同様の政治的な対応力が、一段と厳しい財政状況や高齢化社会の到来を控えて喫緊の課題となっている。

経常赤字は再び拡大

米国の 2011 年の経常赤字は 4,734 億ドルと前年と比べ小幅（+25 億ドル）増加した。貿易赤字は、景気回復にともない輸入が増加したため 5,600 億ドルと前年比 600 億ドル拡大した。一方、サービス収支と所得収支の黒字が拡大して、経常赤字の増加は小幅にとどまった。

経常赤字は、リーマン・ショックによる金融危機前の 2006 年に 8,006 億ドルに拡大し、中国など各国が米国向け輸出で成長を続ける動きを象徴した反面、赤字をファイナンスするための海外からの資本流入が住宅バブルの原因となり不均衡の大きさが懸念された。

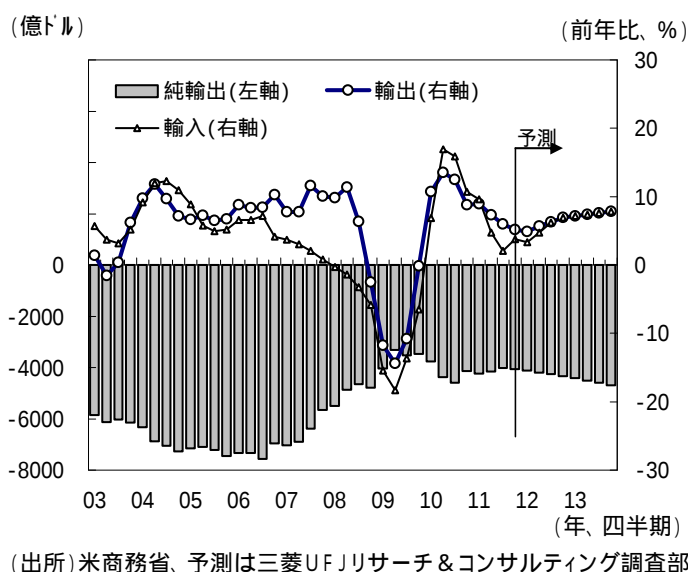
金融危機をきっかけにこの構図は調整を迫られ、経常赤字は 2008 年に 3,766 億ドルに半減した。もっとも、その後は世界経済が回復する中で、米国の輸入が世界経済の最終需要の役割を引き受ける関係が復活し、経常赤字は再び拡大し始めている。

GDP 統計で物価変動を考慮した実質ベースの海外取引をみると、2011 年の輸出は前年比 7% 伸びたが輸入は 5% 増にとどまり、純輸出（輸出－輸入）は GDP 成長率に対し 0.1% と小幅プラスに寄与した。純輸出がプラス寄与となったのは、輸入増加が資源価格上昇によるもので数量では横ばいにとどまったことや、サービス収支黒字が拡大したためである。経常赤字は拡大するものの、拡大ペースは金融危機前と比べ緩やかにとどまり、純輸出の GDP 成長率へのマイナス寄与度は小幅にとどまる見込みである（図表 31）。

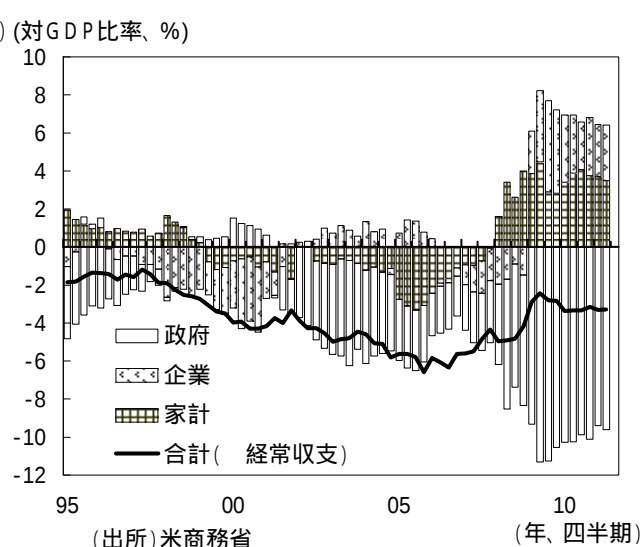
米国の貯蓄・投資バランス（IS バランス）をみると、金融危機後は、家計の債務返済と企業の流動性積み増しが経常赤字を縮小させる要因となったが、政府の投資超過幅が拡大したことにより経常赤字が再び増加に転じたことが分かる（図表 32）。

企業については今後も貯蓄超過が続くものの、家計は債務調整が完了し債務を再び拡大させ始めており、貯蓄超過は縮小しやがて投資超過に転じるとみられる。政府は自然増収や財政再建により投資超過幅が縮小する見込みである。

図表 31．輸出・輸入と純輸出



図表 32．米国の IS バランス



輸出は拡大するが、倍増目標のハードルは高い

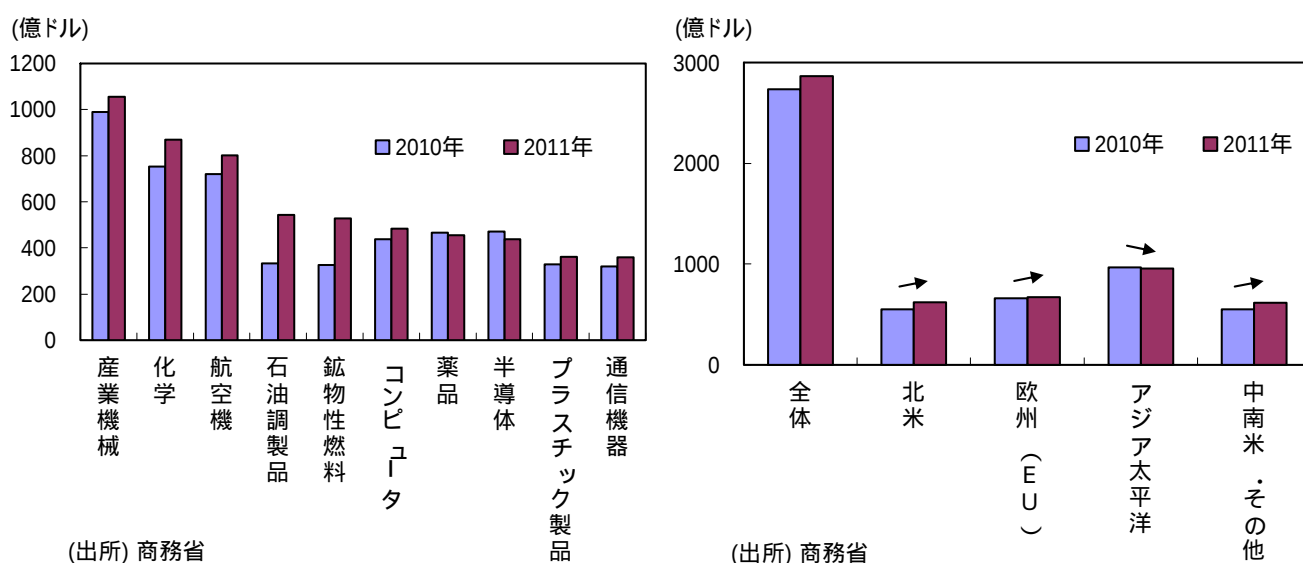
オバマ米政権は2010年9月に国家輸出戦略を公表し、5年で輸出を倍増させる目標を打ち出した。輸出額を2009年の1.57兆ドルから、5年後の2015年までに3.14兆ドルに倍増させることを目指す。

最近の米国の輸出動向をみると、輸出が名目GDPに占める比率は14%と、金融危機前のピークであった2008年の13%を上回り過去最高を記録し、新興国向けを中心に輸出の拡大が続いている。もっとも、輸出を5年で倍増させるためには、年率14%強の伸び率が必要となるが、目標初年度であった2011年の伸び率は13.5%と目標をわずかに下回った。

輸出を品目（輸出企業）別にみると、産業機械（キャタピラー）、化学（デュポン）、航空機（ボーイング）、石油調整品、鉱物性燃料（エクソン）、コンピュータ（HP）など、グローバルな競争力を確保する主要品目が総じて伸びたが、薬品（ファイザー）は後発薬の急速な普及と新薬開発の遅れで苦戦が続き、値下がりが止まらない半導体（インテル）とともに、世界的に景気拡大とドル安が続いた中でも輸出金額は前年と比べ減少した（図表33）。輸出倍増目標を掲げる中、一部の主要品目の輸出が減少したことは、目標達成を困難にさせるおそれがある。これらの品目が構造的な要因から伸びが見込めない以上、その他の品目が一段と高い伸びを確保する必要がある。

一方、輸出を地域別にみると、欧州向けが財政金融危機に直面していた中でも横ばいにとどまったのに対し、目標達成のための戦略市場であるアジア太平洋地域で減少し目標達成に暗い影を投げかけている（図表33）。輸出倍増目標の達成に向けて、アジア太平洋市場でのシェア拡大がかぎを握ることになる。

図表33．輸出～主要品目と輸出先



(5) 米経済の構造問題

変化の方向と水準

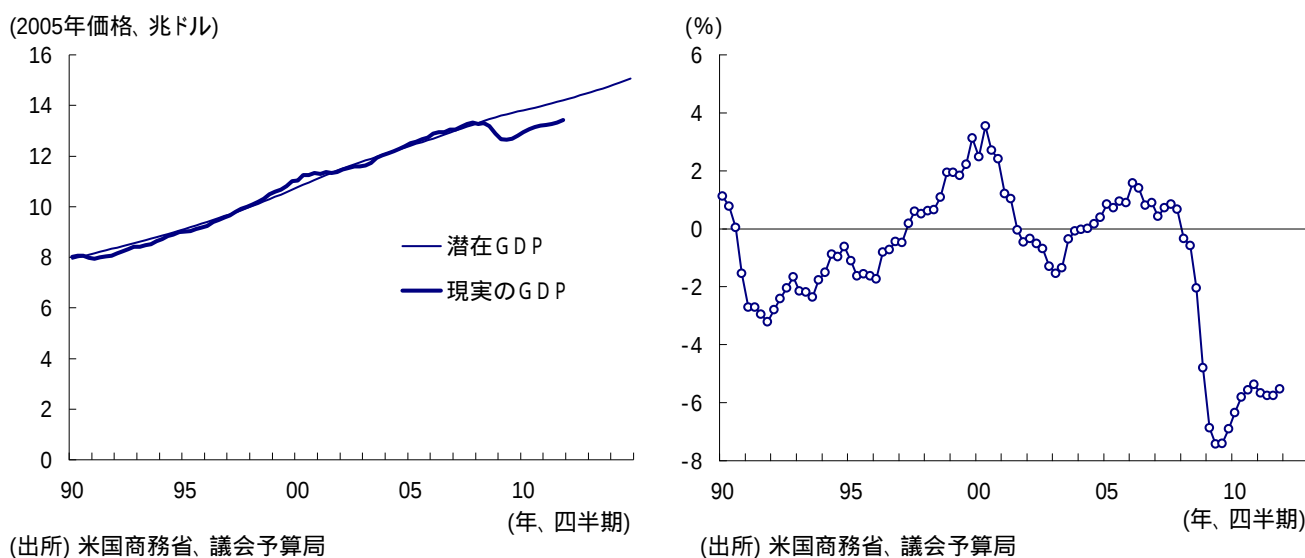
本稿では、2012 年の米経済を分野ごとに整理し回復傾向が持続する見通しを示してきた。とりわけ低成長の要因であった家計の債務調整と住宅市場の調整に、いずれも調整完了の動きがみられることは、米経済全体の回復傾向が確かなものとなる可能性を示唆している。

もっとも、こうした見通しは短期的な「変化の方向」に焦点をあてた議論にすぎない。金融危機後の米経済の特徴は、「変化の方向」では明るい情勢にあるのとは対照的に、「水準」に焦点をあてると厳しい風景が浮かび上がることにある。

経済の水準を示す GDP ギャップの動向をみると、景気日付上のボトムをつけた 2009 年央に▲7.5%まで拡大し、その後の回復局面でも改善は小幅にとどまり、直近 2011 年 10～12 月期もなお▲5.5%のデフレ・ギャップの領域にある。(図表 34)。

つまり、米経済は 74～95 兆円程度の需要不足に直面しており、その分だけ過剰な雇用や設備を抱えていることが分かる。そうした中でも雇用や設備投資の拡大が続くのは、金融危機前のトレンドに回帰する動きとして理解できる。つまり、落ち込みすぎた反動で過去のトレンドに回帰する動きが、今の米経済の回復の原動力になっており、これが、「変化の方向」と「水準」のかい離を生み出す要因でもある。

図表 34 . 潜在 GDP と GDP ギャップ

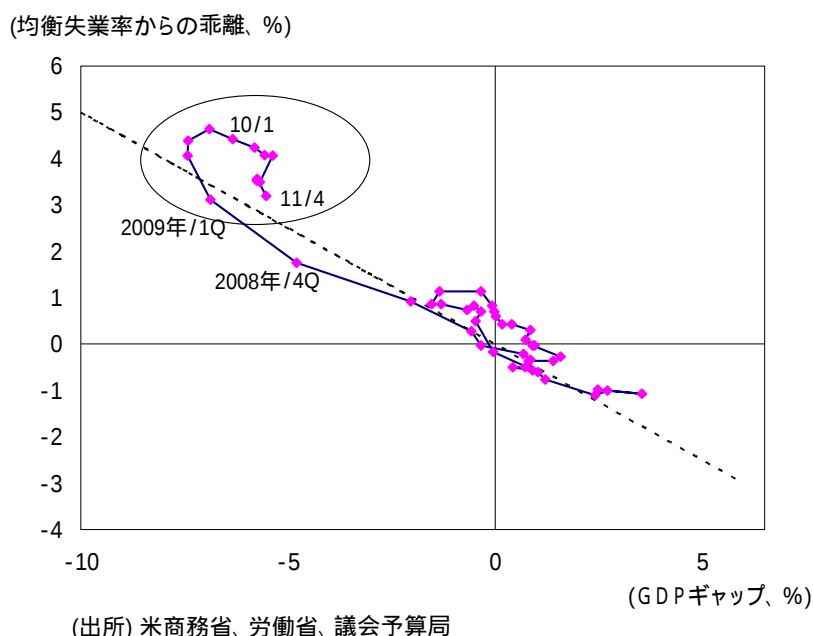


経済成長と雇用

昨年、低成長でも雇用が増加したことは合理的説明ができず、企業が過剰に雇用を拡大していることを示すとして、いずれ雇用が腰折れするとの指摘もある。経済成長と雇用の関係をみた「オーケン法則」に基づく議論である。「オーケン法則」は、2%の経済成長が失業率を1%押し下げるとし、成長と雇用の2:1の関係を示した。

最近の「オーケン法則」をみると、悲観的な様相が強まった 2009～10 年にかけて、過去のトレンドでは説明できない急速なペースで雇用を削減していたことが分かる（図表 35 の丸囲み）。このため、最近の雇用の増加は、行き過ぎた雇用の削減分を補充しながら過去のトレンド線に回帰する動きとして理解できる。先行きについても、緩やかな成長が持続すればトレンド線に沿って雇用の増加が見込まれる。

図表 35．成長率と失業率の関係（オーケン法則）



2012 年の米経済は、「変化の方向」と「水準」を区別した議論が必要である。景気の先行きを悲観的に考える議論は「水準」に着目したものである、「水準」にこだわると「変化の方向」を見落としてしまう。その反面、「変化の方向」を重視しすぎると、財政赤字や雇用改善の遅れなど、「水準」の低さに起因する構造問題を見落とすことになりかねない。米経済が緩やかな回復が続いても、回復の実感がともなわない背景にはこうした事情がある。

「変化の方向」と「水準」のかい離は、金融政策についても、どちらを重視するかで正反対の対応が求められ、政策予想を難しくし金融市場の不安定要因になっている。本稿で示した先行き楽観とも思える見方も、短期的な「変化の方向」に焦点を絞った議論である。

(6) 2012 / 2013 年の米国経済見通し

～ 債務調整が完了、潜在成長ペースの回復へ

2012 年は、個人消費はガソリン価格の上昇が下押し要因となるが、所得の回復とバランス・シートの改善に支えられ緩やかな回復が続く。また、企業の設備投資も増加傾向が見込まれるほか、在庫調整の終了にともなう生産の回復も成長率に対しプラスに寄与する。一方、景気の本格回復にともない輸入が増加し、経常赤字は拡大し外需寄与度は再びマイナスとなる。また政府支出は州政府の財政難を背景に 2 年連続で減少する。外需と公需の下押しにより成長率は 2.4%と潜在成長率近辺にとどまるが、民間最終需要がけん引するしっかりした景気回復が見込まれる。

2013 年は、個人消費や設備投資など民間最終需要の回復が続き景気回復をけん引する。一方、政府支出は州政府の歳出削減が続くため 3 年連続の減少が見込まれる。成長率は 2.6%と、前年に続いて潜在成長率近辺の成長となる。一方、現時点では予測に織り込んでいないが、連邦政府歳出の強制削減やブッシュ減税の打ち切りなど、財政再建の動きが急激に進められる場合には、経済に大きな影響を与えることになる。大統領・議会選挙の終了からクリスマス休暇にかけてのレイムダック・セッションでは、民主、共和両党の政治的な合意が望まれる（以上図表 36）。

図表 36．経済見通し総括表

暦年	2011年(実績)		2012年(予測)		2013年(予測)		2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
実質 GDP	1.1	2.0	2.6	2.5	2.6	2.8	3.0	1.7	2.4	2.6
個人消費	2.1	1.6	2.4	2.7	2.8	2.8	2.0	2.2	2.3	2.8
住宅投資	0.4	4.5	5.0	5.0	7.0	8.0	-4.3	-1.3	4.9	6.8
設備投資	5.7	11.6	5.1	5.7	6.5	7.0	4.4	8.8	6.8	6.5
在庫投資(寄与度)	-0.2	-0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	1.6	-0.2	0.3	0.0
政府支出	-3.9	-1.3	-2.0	-0.6	-0.2	0.0	0.7	-2.1	-1.5	-0.2
純輸出(寄与度)	0.2	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	0.1	-0.1	-0.2
輸 出	6.8	3.9	6.7	7.1	7.5	7.9	11.3	6.7	6.1	7.5
輸 入	3.8	1.9	6.3	7.1	7.5	7.9	12.5	4.9	5.4	7.5
名目 GDP(前期比年率)	3.6	4.2	3.2	3.0	3.2	3.5	4.2	3.9	3.4	3.2
消費者物価(前年比、%)	1.3	2.0	2.0	2.1	2.4	2.5	1.0	1.7	2.1	2.4
失業率(%)	9.0	8.9	8.1	7.5	7.0	6.6	9.6	9.0	7.8	6.8
貿易収支(通関、10億ドル)	-368	-358	-379	-397	-422	-452	-635	-726	-776	-874
同名目 GDP 比(%)	-4.9	-4.7	-4.9	-5.1	-5.3	-5.6	-4.4	-4.8	-5.0	-5.4
FFレート	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
10年債利回り	3.34	2.24	1.95	2.15	2.35	2.55	3.21	2.79	2.05	2.45

(注) GDPは前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)
 消費者物価はコアベース、財政収支は会計年度(前年10月～9月)
 FFレートは期末値。10年債利回りは期中平均値。

3．欧州：危機はまだ深刻化、統合強化で破たん回避

(1) ユーロ危機への3つの対応

統一通貨ユーロを採用するユーロ圏各国は、昨年10月のユーロ圏首脳会議で危機対応のための包括策で合意した。会議後の声明は冒頭で、「ユーロは、欧州の平和と安定、繁栄のためのプロジェクトの中核」と危機解決に向けた政治的コミットメントを確認し、7項目の対処方針を示した（図表37）。

このうち、①ギリシャ問題への対処、②EFSFの最大限の活用（安全網の構築）、③銀行部門の強化（資本増強）が危機打開のための3本柱である。

金融市場はECBの資金供給で落ち着きを取り戻したが、危機解決への道のりは遠く、危機が再燃するリスクは高い。以下ではこれら3つの視点から欧州財政金融危機の現状と課題を整理する。

図表37．ユーロ圏首脳会議の概要（10月26日）

ギリシャの政府債務を2020年までにGDP比120%に削減
各国保証枠の範囲内でのEFSFの最大限の活用
銀行部門の信頼強化のための包括的措置
財政規律と構造改革への明瞭な政治的コミットメント
経済政策と財政について協調と監視を大幅に強化
ユーロ圏のガバナンス強化のための10の対策
条約改正も含む経済同盟強化のための達成可能な手順整理

（出所）ユーロ圏首脳会議声明(Main results of Euro Summit)

(2) ギリシャ問題への対処

経済成長率と双子の赤字

ギリシャの2011年の経済成長率は▲6.8%と4年連続のマイナス成長となった。2008年から4年間の成長率は、▲0.1%、▲3.3%、▲3.5%、▲6.8%とマイナス幅が拡大しており、景気の落ち込みに歯止めがかからない（次頁図表38）。

危機の原因となった双子の赤字のうち財政赤字の推移をみると、2010年は2,146億ユーロと前年の3,087億ユーロから縮小したが、2011年は2,164億ユーロと小幅ながら再び赤字が拡大した（次頁図表39）。

財政赤字の変化の要因をみると、2010年の赤字縮小には歳入増加と歳出削減のいずれも寄与したが、2011年は歳入が微増にとどまり、歳出はわずかに増加した（次頁図表40）。

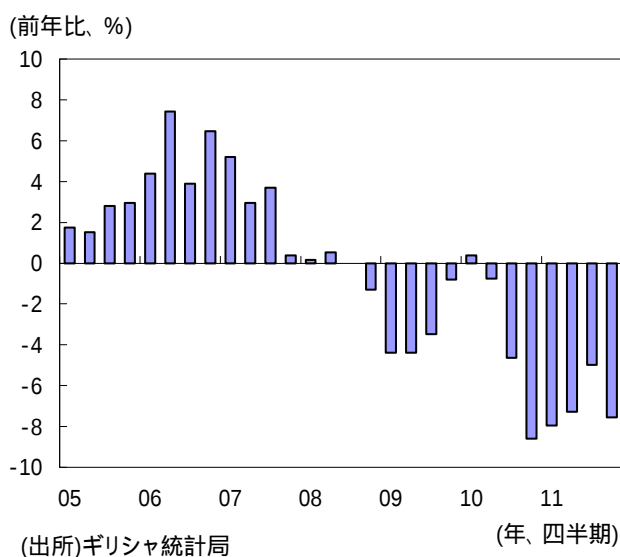
歳入が小幅な増加にとどまったのは、直接税と税外収入がわずかに増加したものの、間

接税が税率引き上げにもかかわらず内需の落ち込みにより減少したためであった。

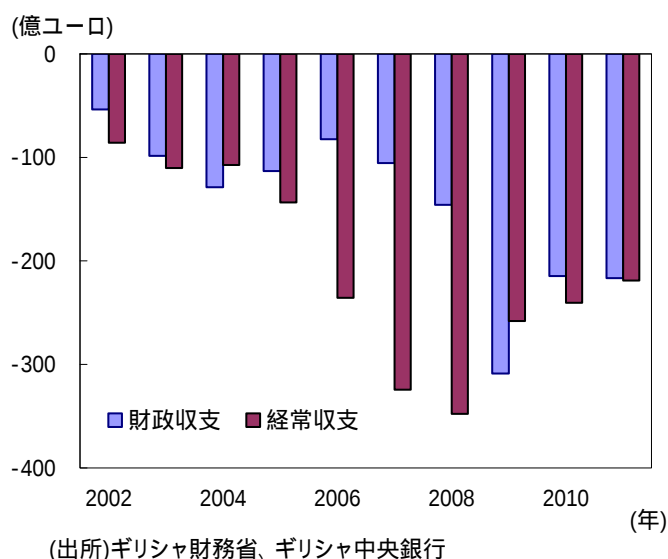
一方、緊縮財政にもかかわらず歳出が増加したのは、利払い費が増加したためであった。公共投資や公務員人件費をはじめほぼ全ての歳出が2年連続で削減されたが、削減額の合計以上に利払い費が増加した（図表41）。

なお、もう一つの双子の赤字である経常収支については、3年連続で赤字幅が縮小したものの依然として赤字が続いた。経済成長率が落ち込み内需が鈍化したのと比べ経常収支の改善ペースは鈍い。輸出競争力向上のための実質賃金の下落ペースが緩慢なためとみられる（図表39）。

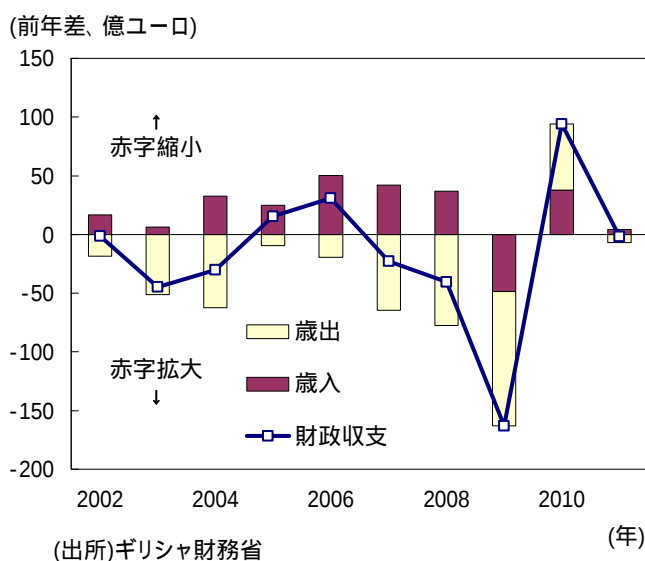
図表 38．ギリシャの成長率（実質GDP）



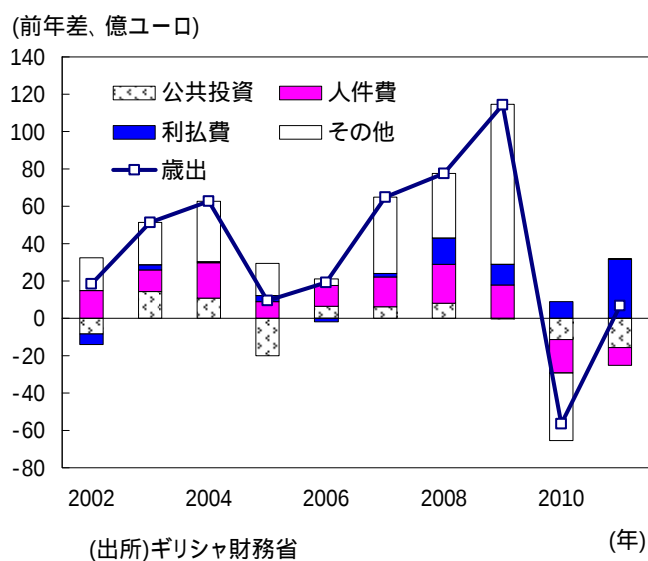
図表 39．ギリシャの双子の赤字



図表 40．財政収支の要因分解



図表 41．歳出の内訳



追加支援と財政再建の行方

ギリシャ財政を支援するEU、IMF、ECBは今年2月、ギリシャ向け第2次支援策で合意し3月に機関決定した。第2次支援策は、ギリシャ国債の大量償還を控え資金繰りを担保するためにまとめられた。このため、ギリシャ政府に対し緊縮政策を求める内容そのものは、第1次支援策（2010年5月）から基本的に変わりない。最大の変更は、債務残高の削減を目指し民間投資家に債権放棄を求めたことである（図表42）。

図表 42．第2次ギリシャ支援策の概要

EU・IMFが1300億ユーロを支援
ECB・各国中銀が、ギリシャ国債にともなう利益を放棄
2020年の政府債務をGDP比120.5%に抑制
欧州委員会がギリシャに常駐し、財政再建を監視
民間保有国債の元本を53.5%削減

（出所）ユーログループ

ところで、IMFは支援策の策定に向け、ギリシャの政府債務の持続性を再検証した（次頁図表43）。

それによると、前提となる経済成長率については、2013年にマイナス成長を脱却し、10年代半ばには3%程度に加速するシナリオを想定している。財政収支については、歳入確保と歳出抑制によりプライマリー・バランスは2013年に黒字化し、その後も黒字幅が4.5%（GDP比）に拡大すると見込んでいる。この結果、政府債務残高は2020年に120%（同）を下回り、ギリシャの政府債務が持続可能になるとのシナリオを描いている。

債務と利払いがともに拡大

IMFの想定について、前提となる経済見通しが甘いとの批判が強く、プライマリー・バランスの黒字化についても、世論の反対により一段の歳出削減の実現に不透明感が漂う。また、緊縮政策と税収低迷による負のスパイラルを指摘する声も広がっている。

もっとも、先述のとおりギリシャはわずかながらも歳入を増加させており、緊縮策と税収低迷の負のスパイラルとの批判は必ずしも正確でない。この点で、EU、IMF、ECBが要求する緊縮政策は一定の成果をあげている。意見は分かれるものの、財政再建は経済成長を高めるとの経済学説が、当局者からしばしば主張されてもいる。

それにもかかわらず、ギリシャ財政の現状は、財政再建が可能なレベルを乗り越えている。政府債務残高が膨大なため利払い費が増加し、プライマリー・バランスが改善しても、利払い費の増加によって政府債務残高が一段と押し上げられる負の循環に直面しているためである。

IMFによる債務持続性の検証結果でも、利払い費の増大が見込まれている（図表 43）。それにもかかわらず、政府債務残高が減少するのは、経済予想の楽観的な前提に加え、国有資産の売却や民営化収入を見込んでいることも一因である。

ギリシャの国有資産は 500 億ユーロ程度が売却可能とされ、売却方針は 2010 年の第 1 次支援策取りまとめのさいにすでに打ち出されたが、これまで進捗がみられない。売却先候補として取りざたされる大半が海外資本であり世論の反対が強い。逆説的には財政再建余地を残しているといえるが、売却実現に向け相当の紆余曲折が予想される。

図表 43．ギリシャの債務の持続性
～ IMF による政府債務残高の要因分解 ～

	(GDP比、%)										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
政府債務残高	144.5	165.3	163.2	167.3	160.7	153.1	145.3	137.5	130.4	123.3	116.5
同：前年比増減(＝～の合計)	15.6	20.7	-2.1	4.2	-6.6	-7.6	-7.7	-7.8	-7.1	-7.1	-6.8
プライマリー・バランス	5.0	2.4	1.0	-1.8	-4.5	-4.5	-4.5	-4.5	-4.3	-4.3	-4.3
利払い要因	3.7	4.6	6.8	6.3	5.8	4.2	4.0	3.3	2.8	2.4	2.2
経済成長要因	4.6	10.4	8.3	-0.1	-4.2	-4.9	-4.5	-4.0	-3.5	-3.2	-2.7
その他	3.7	1.5	27.5	-0.6	-3.8	-2.5	-2.7	-2.7	-2.1	-2.1	-2.1
民営化収入	0.0	-0.5	-1.6	-2.1	-2.1	-2.6	-2.6	-2.6	-2.1	-2.1	-2.1
隠れ債務表面化	1.0	2.1	25.8	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
その他	2.6	-0.1	3.3	0.0	-1.7	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
残差	-1.3	1.9	-45.7	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(注) 2行目以下の要因分解について、プラスは悪化や赤字、マイナスは改善や黒字を示す

	(GDP比、%)										
経済成長(前年比、%)	-3.5	-6.8	-4.8	0.0	2.5	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5	2.2
同：サブ・シナリオ(＃)			-5.2	-1.0	1.6	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3
財政収支	-10.6	-9.3	-7.3	-4.6	-2.1	-1.6	-1.9	-	-	-	-1.2
対外債務残高	100.0	114.1	107.2	113.1	111.4	107.3	101.7	94.3	87.1	79.1	71.6
経常収支	-10.1	-9.8	-7.5	-6.7	-5.4	-3.3	-2.4	-	-	-	1.2
貿易サービス収支	-6.6	-5.8	-4.2	-3.0	-1.7	-0.4	0.8	-	-	-	5.0

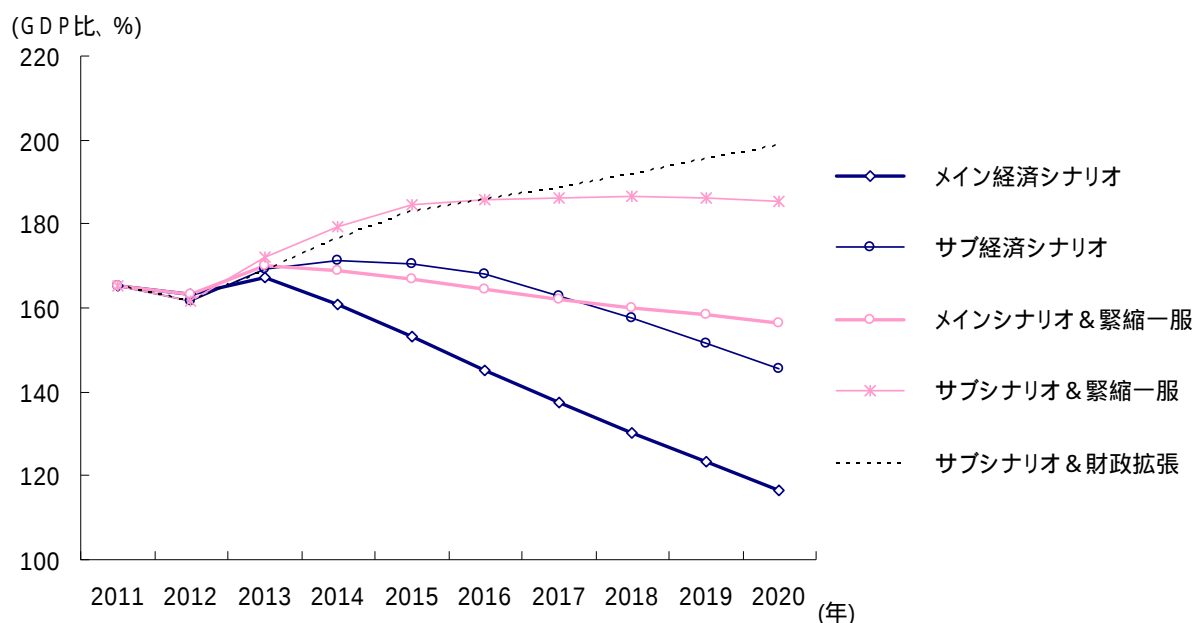
(注) 財政、経常、貿易サービス各収支のマイナスは赤字、プラスは黒字を示す
(出所) IMF

IMFの分析ではより現実的なサブ・シナリオも想定されている。また、メイン、サブの両方のシナリオについて、世論の反対を背景に一段の緊縮策が見送られるケース、歳出入が過去のトレンドなみに回帰する財政拡張ケースにおける政府債務残高の推移を予測している（次頁図表 44）。

現実的とされるサブ・シナリオでは、債務残高は2016年まで拡大し、2020年でも150%の高水準にとどまる。楽観（メイン）、現実（サブ）いずれのシナリオでも、プライマリー・バランスが黒字化しないと債務水準は横ばいにとどまる。ある程度の景気支援策も必要との指摘があるものの、歳出を拡大させると債務残高は発散することが分かる。

つまり、債務水準が120%未満に低下するためには、一段の緊縮策と楽観的な経済環境が前提となる。このため、目標達成を疑問視する見方が支配的である。

図表 44 . シナリオごとの政府債務の推移



(注) メイン経済シナリオ…楽観的な想定と一段の緊縮財政
 サブ経済シナリオ…現実に近い想定と一段の緊縮財政
 緊縮財政一服……プライマリーバランスを2011年レベルに設定 (= 一段の緊縮策は停止)
 財政拡張……プライマリーバランスを過去の平均並に戻す (= 放漫財政時代に回帰)
 (出所) IMF

民間投資家は100%、公的投資家もある程度の債権放棄が必要に

もっとも、120%水準まで改善すれば債務が維持可能になるというのは、IMFが融資を正当化するために行った分析にすぎない。債務が大きすぎるため、プライマリー・バランスを黒字化させても、利払い費の増大により債務拡大に歯止めがかからないだろう。このため、債務残高そのものを削減する手法が今後も求められる可能性が高い。

このため、今後も追加支援策が必要になる公算が大きく、支援の際には、実質価値ですでに75%程度の債権放棄を行った民間投資家は100%近い債権放棄が不可避であり、ECB、IMF、欧州各国政府などの公的投資家もある程度の債権放棄が避けられない。

今年についても第2次支援策実施の条件である緊縮策の実行をめぐり、国内政局の流動化や金融市場の動揺が繰り返される可能性が高い。

(3) 安全網の構築

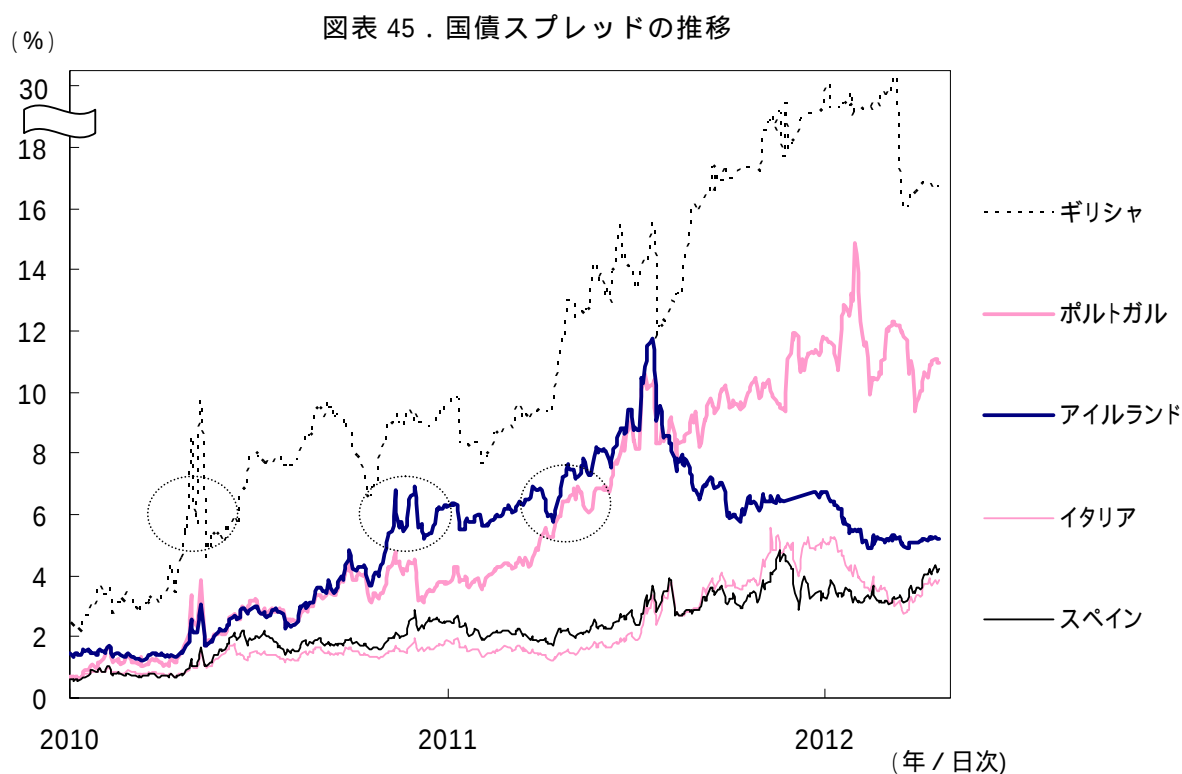
周辺国への波及リスク

欧州の財政金融危機では、周辺国への危機の波及を防止するために、予防的な資金枠の整備が課題となっている。双子の赤字と低成長というギリシャと同様の課題が周辺国でも明らかになっているためだ。以下では、まず各国の経済状況を整理し、安全網の整備の現状と課題について検討する。

危機の波及レベル

危機の波及レベルをみるために、各国債とドイツ国債（10年債）の利回り格差（スプレッド）に注目すると、ポルトガルがギリシャの次に深刻な状況にある。対照的にアイルランドは、危機に直面した国が市場の信認を回復するモデル・ケースとなりつつある。

一方、イタリアやスペインでは、ギリシャ・ポルトガル・アイルランドが金融支援を余儀なくされたさいのスプレッド水準と比べまだ余裕がある。ギリシャなどの経験を踏まえ、10年債利回りが7%を上回ると国債の売り（金利上昇）が加速し、早晚金融支援に追い込まれたことが意識されている。しかし、イタリアやスペインは、金利上昇を7%で食い止め、その後は落ち着きを取り戻している。もっとも、両国への危機の波及がほとんど意識されなかった1年前と比べるとスプレッドはかなり上昇しており、危機が本格化した2010年初め頃のギリシャの水準に肩を並べている（図表45）。



(注) 各国債利回り - ドイツ国債利回り(10年物)
○は金融支援を要請したさいのスプレッドの水準

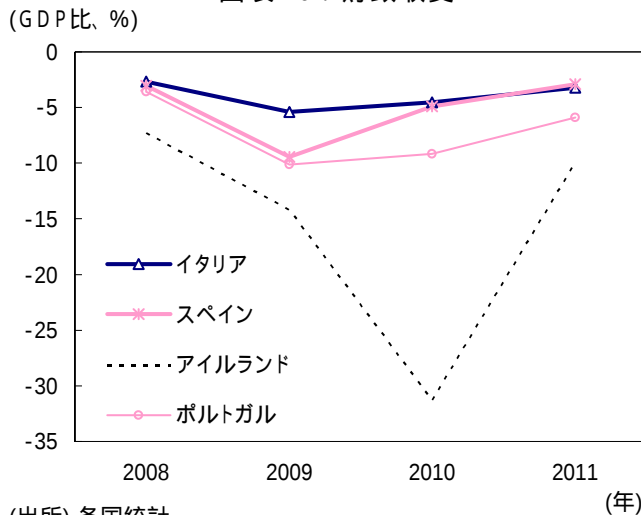
(出所) 各国統計

各国の情勢 ～ 双子の赤字と経済成長

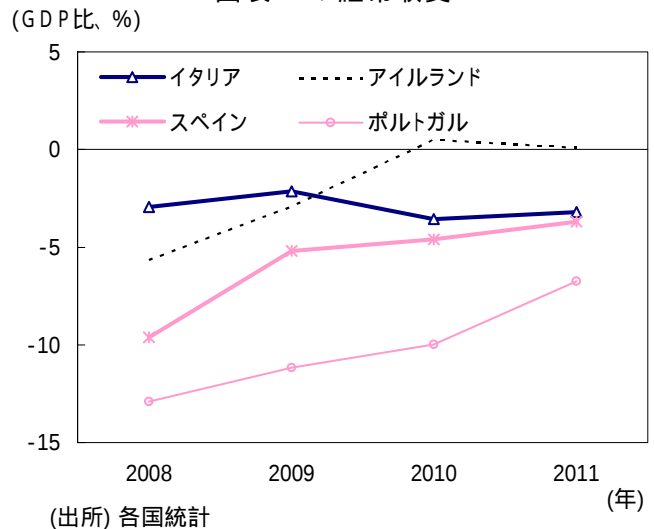
危機の原因となった双子の赤字のうち財政収支は、アイルランドで銀行処理コストの拡大により巨額の赤字が続く、その他の国でも改善ペースは緩やかにとどまった（図表 46）。

一方、経常収支は、アイルランドがIT、バイオなどの輸出競争力を背景に2年連続で経常黒字を実現し市場の信認を回復させる要因になった。しかし、スペイン、ポルトガルの赤字は小幅な改善にとどまり、イタリアでは赤字が再拡大した（図表 47）。

図表 46．財政収支

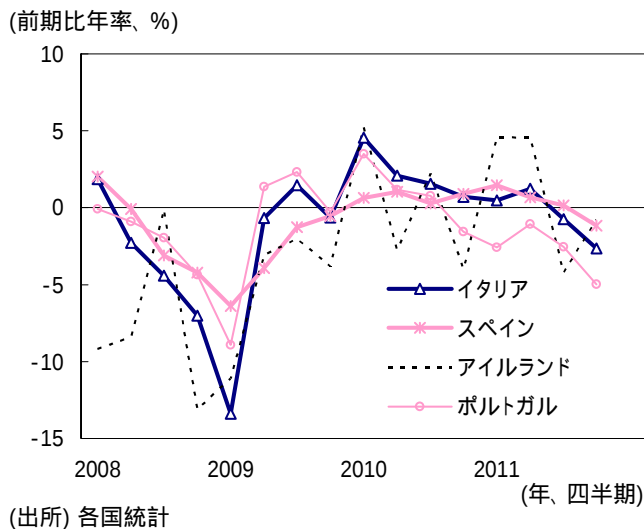


図表 47．経常収支

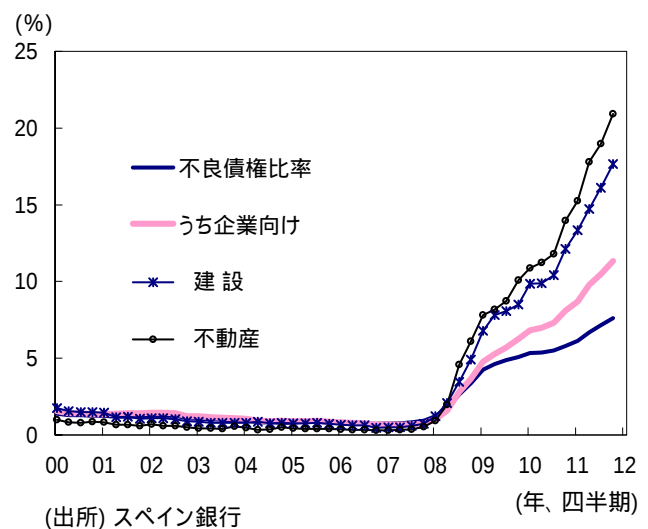


税収拡大のカギとなる経済成長率は、いずれの国でも停滞色が強まった。ポルトガルは5期連続、イタリアは2期連続でマイナス成長となった。アイルランドも内需低迷を背景にマイナス成長が続き、経常黒字にみられるほど経済情勢全般が良好なわけではない。スペインはスペイン銀行（中央銀行）が3月下旬に、1～3月期がマイナス成長に陥ったとの見通しを示し、2期連続でマイナス成長になったもようである（以上図表 48）。

図表 48．成長率（実質GDP）



図表 49．スペインの不良債権問題



ここで、構造改革など、双子の赤字と経済成長以外の各国の情勢を整理する。

ポルトガルは、コエリョ新政権が財政再建と構造改革に取り組み、EU、IMFとの関係も良好である。しかし、来年9月に金融市場への復帰をめざす現行の支援計画は実現が不可能であり、第2次支援が避けられない。追加支援策策定にあたっては、ギリシャ同様、民間投資家が債権放棄を迫られる可能性が高く、金融市場の動揺を強めている。

アイルランドは、金融市場の信認を回復しつつあるものの、住宅バブル崩壊による銀行の不良債権処理にめどがつかず財政再建が遅れている。銀行改革を継続できるかどうかで、アイルランドへの市場の評価が一変するリスクがあることには注意が必要である。

イタリアは、ベルルスコーニ前政権が財政再建や構造改革への取り組みが遅れ市場の懸念を強めたが、対照的にモンティ新政権の改革への取り組みは市場に安心感を与えている。今後は財政再建や経済成長で具体的な成果が求められる。なお、イタリアの政府債務残高は、EU域内でギリシャに次いで巨額にのぼる。このため、プライマリー・バランスが黒字であるにもかかわらず、利払い費が原因で財政赤字が拡大する状況はギリシャと酷似している。巨額の利払い費をまかなえるほど、経済成長や税収確保が見込めるようになるまで時間との戦いが続く。

スペインは、昨年秋に発足したラホイ政権が財政再建と構造改革を加速させ、市場の信認が回復して長期金利が低下した。銀行改革は今のところ市場の評価を得ているが、住宅価格の下落に歯止めがかからないため不良債権が増大しており、銀行部門の処理コストが増大するおそれがある（前頁図表49）。また、景気低迷を背景に今年に入り財政再建目標を引き下げたためスペインの国債利回りは上昇しイタリア国債と逆転した。

いずれの国も、構造改革と財政再建へのコミットメントを強め、金融市場の評価を取り戻しつつあるものの、巨額の債務、双子の赤字、低成長という問題そのものが改善しなければ事態は振り出しに戻ることになる。

波及リスクに備えた安全網の整備

危機の波及を未然に防いだり、波及したさいの危機対応のために、安全網としての資金の確保が求められており、これまでEFSF（欧州金融安定基金）とESM（欧州安定メカニズム）が整備された。前者は2010年6月、ギリシャ危機をきっかけに設立され、融資能力は4,400億ユーロ、このうち未使用分が2,000億ユーロ程度残っている。後者は今年7月に発足予定であり5,000億ユーロの融資能力を持つ（次頁図表50）。

ESMはEFSFの後継機関と位置づけられていたが、資金枠の拡充を目的に設立を1年前倒して両者を並存させ、合計7,000億ユーロの融資枠を確保した。

資金枠の拡充の必要性は、危機の当初から指摘されてきたが、財政的な制約によって対応が遅れていた。EFSFとESMを並存させ融資能力を合計したことで、欧州各国による独自の取り組みは一定の評価を得た。

図表 50 . 安全網の整備に向けた動き

2010/6	欧州金融安定基金創設(各国保証枠4,400億ユーロ、融資能力2,500億ユーロ)
10/11	アイルランド支援
2011/5	ポルトガル支援
11/10	EFSFの機能を拡充(予防的な緊急融資、各国債の購入権限、銀行の資本増強)
11/11	レバレッジ活用による資金拡充を決定
11/12	ESMの設立を12年7月に前倒し。1年間はEFSFと並存 IMFの資金拡充を目指し欧州各国中銀がIMFに1,500億ユーロを融資
2012/3	ESM、EFSFの資金規模を合計し7,000億ユーロに拡充
12/4	G20、IMFの資金基盤を4,300億ドル超拡大することで合意

(出所) EU理事会、ユーロ圏サミット、ユーログループ、G20の各声明より作成

もともと、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドに対して、EFSFはすでに2,000億ユーロの支援を行っている。スペイン、イタリアはこれらの国々と比べ、国債市場で4倍、経済規模で10倍にのぼるため、両国に波及するリスクが高まるさいは資金規模が不十分との見方が強い。

スペインやイタリアの経済状況がギリシャほど悪くなくても、資金枠が不十分であれば、投資家は無秩序なデフォルトに至るという最悪のケースを想定せざるをえない。十分な資金規模の裏付けを持った安全網がないと、金融市場の不安の連鎖が事態を悪化させることになる。

また、銀行の資本増強への対応や、公的投資家が債権放棄を行う場合の損失補てん、各国債券市場への介入など、巨額の資金需要が予想される対応を迫られるおそれもある。

このため、国際支援の枠組み作りが模索され、4月に開催されたG20では、IMFの資金基盤を4,300億ドル超拡大することで合意した。

もともと、当初目標にした5,000億ドルには届かなかった。IMFの融資能力は加盟国の発言権と密接にからむ議論である。米国は発言権のもとになる出資比率の変更に反対し、中国など新興国は出融資と引き換えに出資比率の拡大を求めている。このため、中国はじめ、一部新興国は支援額を正式表明していない。このように、IMFの役割強化をめぐる議論が十分に整理されていない。外貨準備など資金力が豊富な新興国が資金拠出を行うことが、欧州の問題解決への近道だが、国際政治の勢力均衡が単純な問題解決を阻んでいる。危機が再燃する場合には、国際支援の枠組み作りに向けた議論の進展が急がれる。

(4) 銀行の資本増強

金融危機と資本増強

欧州財政金融危機では、時間の経過とともに、銀行経営が不安視されるようになった。取り組むべき優先課題は銀行の資本増強である。

銀行が危機からどのように立ち直ったのか。ここでは、リーマン・ショックの際の米国の状況を簡単に振り返る（図表 51）。

米国ではリーマン・ショックの後に政府が銀行に資本注入を行った。銀行は経営の自由度を奪われるため反発したが、当時のポールソン財務長官は、各行首脳を財務省に呼び強引に承諾させた。

公的資金の注入は、世論の反発に加え、銀行自身による抵抗もあり、政治的に強いリーダーシップが求められる。米国はまず大手行に一斉注入した後、財務内容の悪い特定行に追加注入を行った。また、銀行の自力増資も進んだ。存在感を高めていた新興国の資金やオイル・マネーも積極的に受け入れた。市場を通じた資本増強が可能であったことは、邦銀がバブル崩壊後に直面した状況との大きな違いであった。

銀行は四半期決算で証券化商品の保有残高や償却額を開示し、不良債権処理を迅速に進めた。自力増資や不良債権処理を通じ、経営再建の道筋を市場の評価に委ねたことは、米銀の不良債権処理の特徴であった。

そのうえで、リーマン・ショックの混乱が落ち着くと、金融当局はストレステストを実施した。経済環境が悪化する場合の資本不足額を算定し、資本増強が必要な銀行は一段の増資を迫られた。こうした対応も米銀に対する市場の信認回復に効果的であった。

図表 51 . 米国の住宅バブルと金融危機の動き

2003年 6月	政策金利が過去最低の1%に
2006年 6月	住宅価格がピークをつける
2007年 7月	サブプライムローン問題が表面化
2008年 3月	ベア・スターンズが経営破たん
9月	リーマン・ブラザーズ、AIGが経営破たん
10月	大手19行に 公的資金注入
11月	シティ・グループに追加の 公的資金注入
2009年 1月	バンカメに追加の 公的資金注入
5月	ストレス・テスト結果公表
2010年 7月	金融規制改革法成立

欧州銀行の資本増強とソブリン・リスク

欧州銀行監督機構（EBA）は昨年12月、コア・ティア1比率（CT1）を9%に引き上げるために必要な資本と、保有国債が値下がりしたさいにバッファの役割を果たすために必要な資本の合計金額を銀行ごとに算定し、71行に対し総額1,147億ユーロの資本増強を求めた。銀行は6月末までに資本増強を行う必要がある。

このうち、国債の値下がりリスクに備えバッファ資本を求められた銀行は34行あり、これらが南欧諸国の国債を多く保有している銀行である（図表52）。

図表52．保有ソブリン債への必要バッファ

(億ユーロ)

イタリア	A銀行	27
	B銀行	22
	C銀行	35
	D銀行	4
	E銀行	9
スペイン	A銀行	24
	B銀行	23
	C銀行	6
	D銀行	4
	E銀行	9
ポルトガル	A銀行	11
	B銀行	12
	C銀行	1
	D銀行	14
アイルランド	A銀行	7
	B銀行	1
	C銀行	0
フランス	A銀行	25
	B銀行	1
	C銀行	10
ドイツ	A銀行	4
	B銀行	49
	C銀行	6
	D銀行	16
	E銀行	0
オーストリア	A銀行	1
ベルギー	A銀行	48
オランダ	A銀行	2
キプロス	A銀行	17
	B銀行	7
スロベニア	A銀行	0
	B銀行	0
ポーランド	A銀行	0
スウェーデン	A銀行	0

(出所)欧州銀行監督機構

銀行の資本増強の前提となる国債価格については、昨年9月末の値が基準とされている。

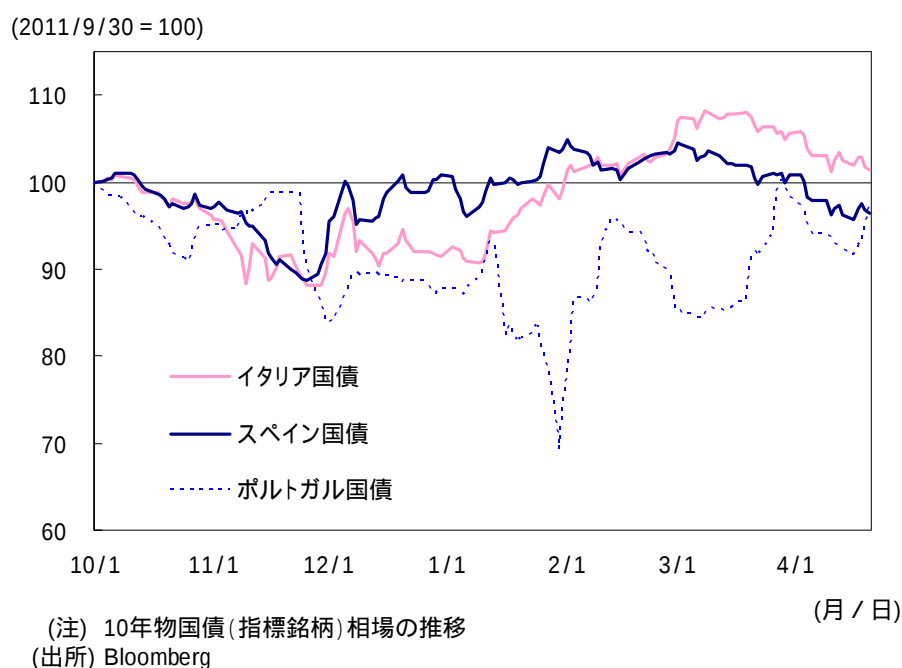
EBAが必要な資本増強額を公表した昨年末は、国債価格の値下がりが続いていたため、実勢価格と乖離していることが批判された。

その後、年明け以降は金融市場が落ち着きを取り戻し、国債相場も昨年9月末の価格水準をいったんは回復した。しかし、4月に入り再び下げ足を早めており、スペインやポルトガル国債は昨年9月末の価格水準を再び下回っている（図表53）。

この半年に限っても、ポルトガル国債は一時3割以上下落し、スペイン、イタリア国債もいったんは1割強下落するなど、南欧諸国の国債相場は株式などリスク資産なみの価格変動が続いた。

金融市場の緊張が高まると、リスク資産と同程度に値下がりする可能性に直面することになる。国債相場の実際の動きを踏まえると、6月末をめどに進められる銀行の資本増強は、欧州の銀行が直面するソブリン・リスクを克服するには不十分となるおそれがある。国債価格の下落が加速する局面では、銀行の資本不足が繰返し懸念されることになる。

図表53．国債価格の推移（2011年9月末＝100）



バブル崩壊後の米国や日本では、銀行は最終的には不良債権をバランス・シートから切り離して損失処理を行った。しかし、国債は銀行が日々の資金繰りを行う際の担保に用いられるため、価格変動リスクは大きいにもかかわらず、バランス・シートから切り離すべき不良資産と言い切れない性格もあわせ持つ。バランス・シートから切り離さずに継続保有し、同時に値下がりリスクに備え引当金を積み増す必要があり、結果的に損失の先送りが続けられるリスクを抱える。

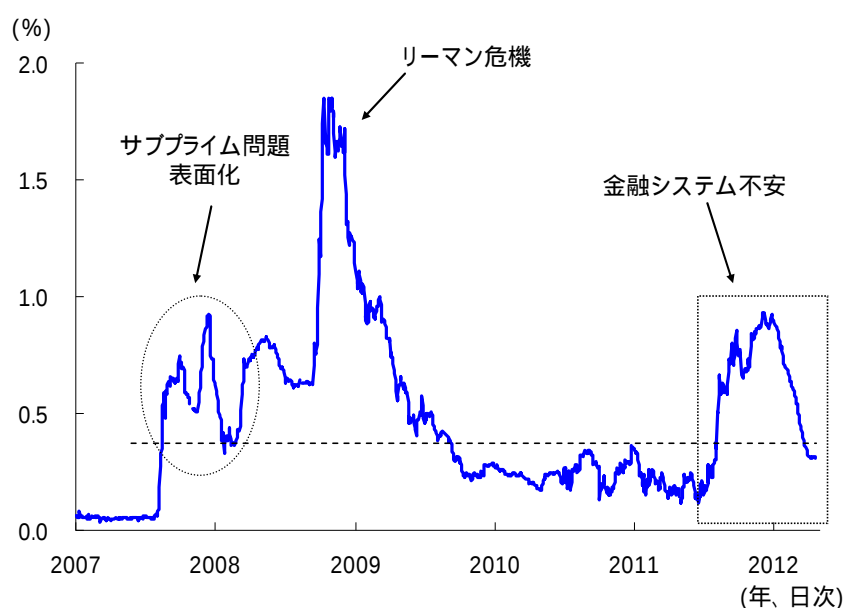
銀行のリスク・プレミアム

銀行が保有国債の損失リスクを抱えているため、銀行同士が財務の健全性に疑心暗鬼になり、銀行間市場での資金取引にリスク・プレミアムが付加されている（次頁図表 54）。

一方、ECBの資金供給をきっかけに、金融市場の緊張はかなり和らいでいる。また、潤沢な資金供給によって、銀行の資金繰り破綻のリスクがなくなったため、リスク・プレミアムはこのところ低下トレンドが顕著になっている。

もっとも、リスク・プレミアムの水準に注目すると、米国でサブプライムローン問題が表面化した当時のレベルにあり、欧州系銀行の経営問題が懸念されていなかった2010年～11年前半の水準と比べるといまだ高い。資金繰り破綻の可能性がなくなった中でも、保有国債が値下がりするリスクがあるため、銀行の財務の健全性が依然として疑問視されていることを示している。各国の財政再建の進捗ペースによっては、リスク・プレミアムが再び上昇する懸念もあり、このまま順調に低下するかについては、銀行の資本増強の進捗がカギを握る。

図表 54．銀行間市場のリスク・プレミアム



(注) OISブレッド = EURIBOR3ヶ月物 - OIS(翌日物金利スワップ)3ヶ月物。
市場の予想政策金利であるOISと銀行間金利のEURIBORとの金利差は、
短期金融市場のカウンターパーティー・リスクに対するプレミアムを示す。

(出所) Bloomberg(2012年4月20日までのデータ)

銀行の経営破綻リスク

リスク・シナリオとして、国債相場が一段と値下がりし銀行の自己資本が毀損するケースについて簡単に試算する。

ここでは、昨夏のストレス・テストで公表された各銀行の自己資本（コアT i e r 1 基準）と、南欧諸国の国債保有残高をベースに、各国債の価格が下落するさいの資本不足額を計算した。

ストレス・テストは、ソブリン・リスクを十分に織り込んでいないことが批判された。このため、試算では各国債相場の下落率について、ギリシャ 100%、ポルトガル 50%、アイルランド 30%、スペイン、イタリア 20%と、最悪の事態を考慮するために大幅に値下がりするケースを想定した。なお、トレーディング収益や年限別のヘアカット率は省略し、国債保有残高全体に一律の損失率を割り当てた。

試算によれば、国債が大幅に値下がりするケースでは、E B A が求める C T 1 比率 6% を下回る銀行が増加する。ドイツではストレス・テスト対象 13 行中、州立銀行を中心に 8 行が 6% を下回り、フランスでも規定の C T 1 比率に達しない銀行が出てくる。また、ドイツでは経営破たんが避けられないほど C T 1 比率が極端に低下する銀行が 2 行ある（次頁図表 55、56）。

この試算は国債の値下がりリスクだけに注目したが、景気低迷を受けて貸し出しなどの一般債権が不良債権化するリスクも高まっている。独仏の大手行は南欧向けの一般債権の保有残高が大きく、南欧の経済情勢が欧州の銀行システム不安に直結するリスクがあることにも注意が必要である。

図表 55 . 南欧国債の損失リスク ドイツ

	A銀行	B銀行	C銀行	D銀行	E銀行	F銀行	G銀行	H銀行	I銀行	J銀行	K銀行	L銀行
資 産	499,897	310,726	124,086	124,052	134,536	107,861	23,711	67,970	71,504	48,790	35,967	22,705
自己資本(CT1)	32,721	19,802	8,851	8,601	9,583	6,006	2,378	4,160	3,951	5,090	3,312	1,969
コアTier1比率(%)	6.5	6.4	7.1	6.9	7.1	5.6	10.0	6.1	5.5	10.4	9.2	8.7
国債保有額	9,491	17,342	2,787	8,610	1,334	2,818	11,070	2,226	999	1,146	574	3,570
ギリシャ	1,510	3,043	769	731	145	150	0	343	100	448	87	316
アイルランド	477	26	0	51	20	41	44	35	0	0	30	222
イタリア	5,336	10,132	1,412	2,710	507	1,872	7,138	1,102	658	327	262	1,402
ポルトガル	86	976	95	992	0	256	494	0	62	0	31	460
スペイン	2,082	3,165	512	4,126	662	498	3,394	746	178	371	164	1,170
予想損失合計	3,180	6,198	1,201	2,610	385	765	2,367	723	299	588	196	1,127
ギリシャ	1,510	3,043	769	731	145	150	0	343	100	448	87	316
アイルランド	143	8	0	15	6	12	13	11	0	0	9	67
イタリア	1,067	2,026	282	542	101	374	1,428	220	132	65	52	280
ポルトガル	43	488	47	496	0	128	247	0	31	0	16	230
スペイン	416	633	102	825	132	100	679	149	36	74	33	234
修正自己資本(CT1)	29,541	13,603	7,650	5,992	9,198	5,241	12	3,436	3,653	4,502	3,116	842
修正コアTier1比率(%)	5.9	4.4	6.2	4.8	6.8	4.9	0.0	5.1	5.1	9.2	8.7	3.7

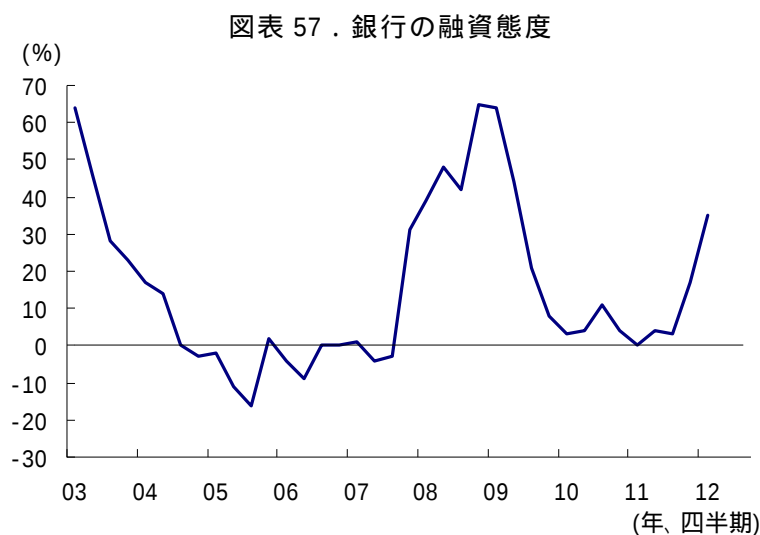
図表 56 . 南欧国債の損失リスク フランス

	A銀行	B銀行	C銀行	D銀行
資 産	723305	553362	512504	445529
自己資本(CT1)	56802	46950	34631	29221
コアTier1比率(%)	7.9	8.5	6.8	6.6
国債保有額	35540	14794	5769	9285
ギリシャ	4996	655	1262	2651
アイルランド	497	135	312	442
イタリア	24114	10123	3497	3341
ポルトガル	2033	1109	319	631
スペイン	3900	2772	380	2220
予想損失合計	11764	3829	2290	4211
ギリシャ	4996	655	1262	2651
アイルランド	149	41	94	133
イタリア	4823	2025	699	668
ポルトガル	1017	554	159	316
スペイン	780	554	76	444
修正自己資本(CT1)	45038	43121	32340	25010
修正コアTier1比率(%)	6.2	7.8	6.3	5.6

(注) 図表 55、56 はいずれも保有国債の値下がりによる資本の減少額を試算
 国債価格の想定下落率は本文を参照
 (出所) 欧州銀行監督機構

信用収縮は限定的

銀行の資本増強が遅れると、銀行は財務体質を維持するため貸出債権などの資産圧縮を行うため、信用収縮圧力が高まる。E C B の調査によると、欧州銀行の融資態度は 2000 年代初頭の不況期やリーマン危機時ほどではないにせよ、すでに厳格化の動きがみられ景気への影響が懸念される（図表 57）。



(注) 貸出を厳しくした金融機関 - 緩和した金融機関の割合
(出所) E C B

もともと、銀行統計を見る限り、欧州系銀行による信用収縮はこれまでのところ限定的にとどまっている。

まず、資産をみると、債券投資は圧縮が続いているものの、削減規模は小幅にとどまる。また、関心が高い新興国はじめ海外で保有する資産の処分についても、緩やかな減少にとどまる。一方、貸出についてはこのところ 5 ヶ月連続で増加した（次頁図表 58）。

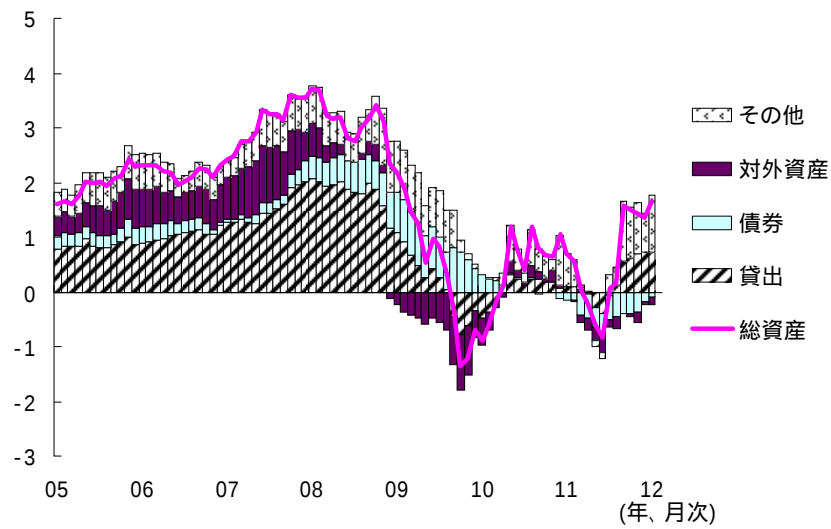
貸出については、政府向けが微かに減少したが、中小企業融資と住宅ローンが大半を占める民間向け貸出は拡大傾向が続き、金融機関向け貸し出しも増加に転じた（次頁図表 59）。

一方、債券投資の内訳を見ると総じて減少が続いている。ギリシャ危機が表面化した過去 2 年間は、欧州銀行の主要な資金調達手段である銀行債への投資の減少が続いている。また、国債保有の圧縮もこの 1 年続いているほか、大企業の主な資金調達手段である社債の保有もここにきて減少に転じた（次頁図表 60）。

ユーロ圏の昨年 10～12 月期の GDP 成長率は前期比年率▲1.3%と 2 年半ぶりのマイナス成長になった。欧州経済の低迷が続くのか、それともドイツを中心に輸出部門が下支えしリセッションを回避できるかは、信用収縮がどの程度強まるかに影響される。銀行統計を見る限り信用収縮は限定的にとどまる中、信用創造の機能回復のためにも銀行の速やかな資本増強が待ったなしといえる。

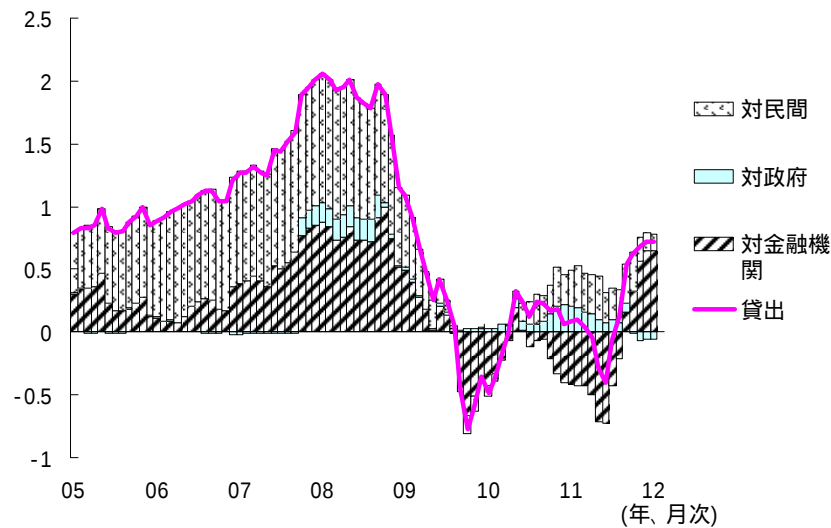
図表 58．欧州銀行の資産

(前年差、兆ユーロ)



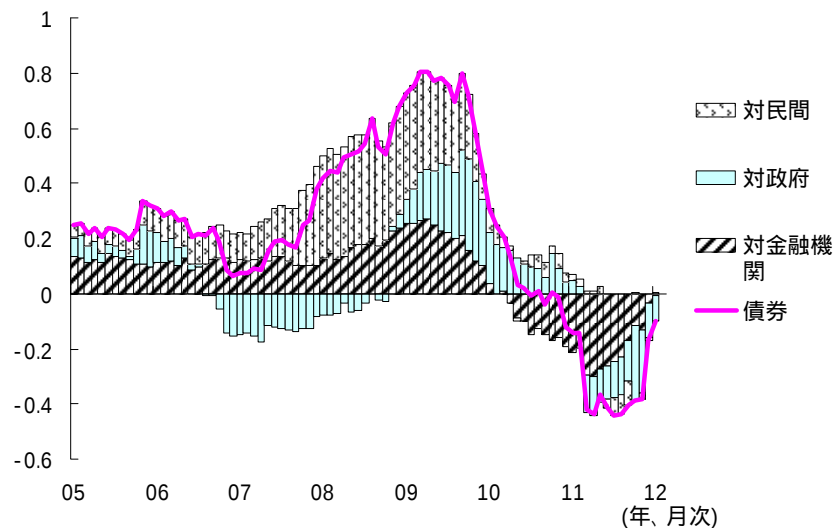
図表 59．貸出の内訳

(前年差、兆ユーロ)



図表 60．債券投資の内訳

(前年差、兆ユーロ)



(出所) ECB

(5) 財政統合の強化による危機対応

財政統合の強化 ～ 危機打開に向けたコミットメント

EUは昨年 12 月のサミット（EU理事会）で、新しい財政協定の草案で合意した。その後 1 月のサミットで新協定の内容で合意し、3 月のサミットで調印された（図表 61）。

新協定は財政統合の強化をめざすものであるが、もう一つの狙いは、統合強化を一段と進めることによって、危機対応への政治的なコミットメントを強めたことであった。

図表 61．新しい財政協定

: Treaty on stability, coordination and governance in the Economic and Monetary Union

構造的財政赤字がGDP比0.5%の目標値から大幅に乖離する場合には自動制裁メカニズムを発動

公的債務残高が同60%を超える場合には超過分の20分の1ずつ毎年削減

各国は均衡財政ルールを憲法に明記

欧州委員会に財政赤字是正の勧告権限を付与。反対国が多数とならない限り勧告を承認

通貨同盟17カ国のうち12カ国の批准により発効

(出所)EU理事会声明

欧州流の危機対応 ～ 通貨統合から財政統合へ

統合強化が危機の打開策となりうるのは歴史的な背景で位置づけられる。欧州統合は域内対立を抑止するメカニズムである。外に向けては、新興国の興隆が顕著になる中、欧州が一つにまとまることは、米国へ対抗して発言権を確保する共通利益にもなる。

欧州統合は各国の主権をブリュッセルの官僚機構に委ねることになるため、国内では反発を招きやすい。統合強化に反対する主権維持派の存在も無視できない。EUは加盟 27 カ国、ユーロは参加 17 カ国の集合体であるため、小国の意見が尊重されやすく、民主的なプロセスが、迅速な意思決定の障害となるケースも目立つ。

しかし、財政金融危機を通じて、欧州統合は後戻りできない政治課題との認識が各国の政府であらためて共有されるようになった。新しい財政協定は、統合強化に向けた動きを結実したといえる。

危機解決のためには、財政再建にめどがつくことが必要となり、相当な時間がかかる。ECBの資金供給によって、金融市場は小康状態を保つものの、問題解決には道半ばである。そうした危機のさなかでも、統合推進への強い意志と、時間をかけ合意を重ねる政治過程が欧州流であり、ドイツを中心に統合への政治的コミットメントが示されていることが最悪の状況を回避している。

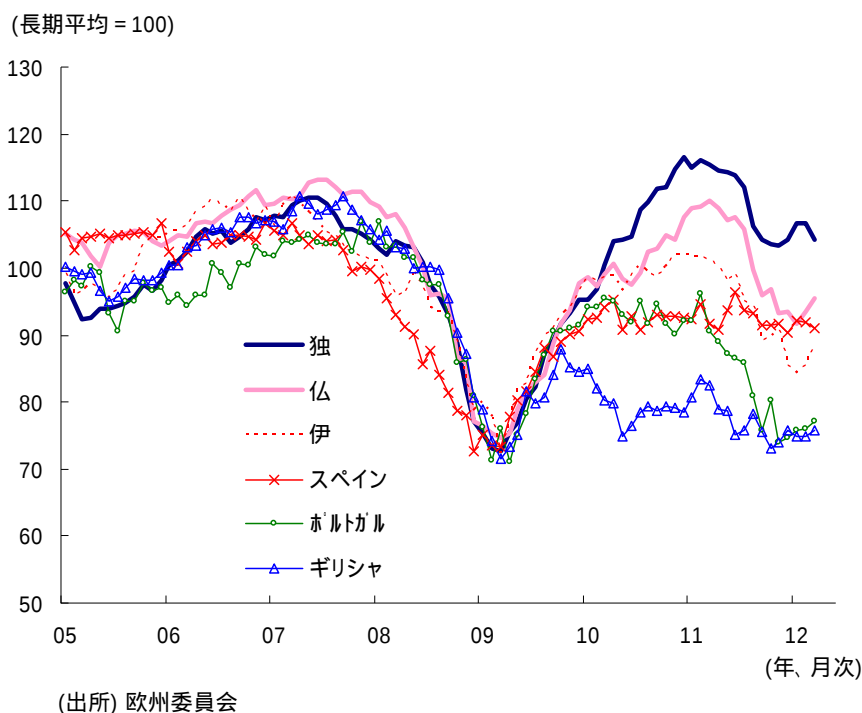
(6) 景気の現状とリスク要因

主要国の景気は緩やかに回復

最後に欧州主要国の景気の現状と見通しを整理する。

欧州委員会が公表する総合景況指数の推移をみると、ドイツなどの主要国がけん引し、財政金融危機が深刻化した中でも、2010 年末にリーマン危機前のピークを上回った。2011 年は緩やかな低下が続いたが、年末に底入れし 2012 年は徐々に回復しつつある。欧州全体でみるかぎりリセッションを回避できている（図表 62）。

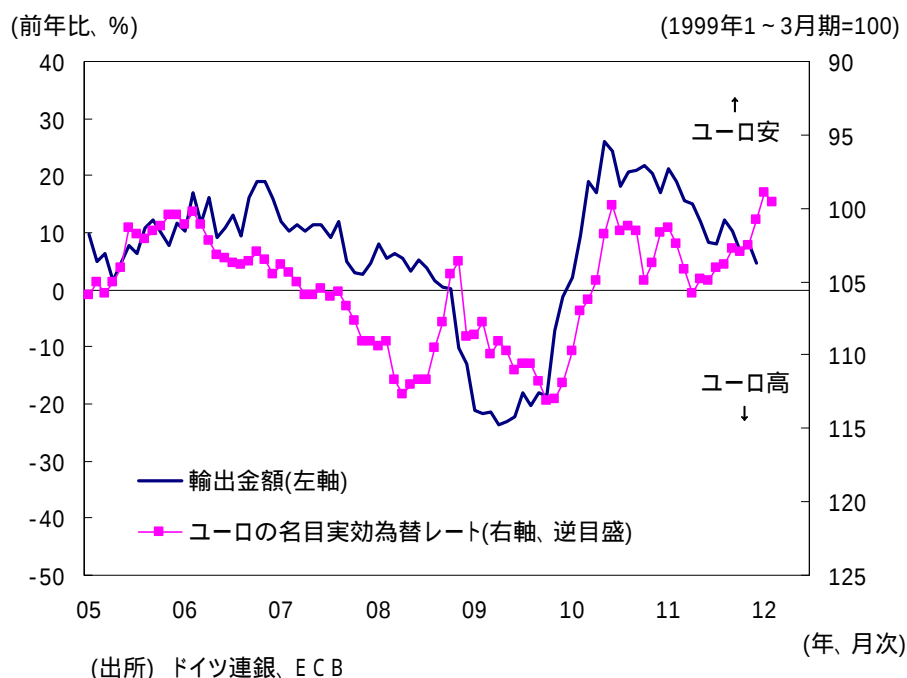
図表 62．各国の景況指数



ドイツ景気力の強さは、自動車、一般機械、電子部品、化学、薬品などの輸出が、中国など新興国向けに拡大を続けていることに加え、米国向け輸出が高級品を中心に高い伸びを示していることが寄与している。2011 年は、米景気の足踏みや新興国の減速の影響で、ドイツの輸出も伸びが低下したが、米国経済の回復に加え、ユーロ安による押し上げもあり輸出の再加速が見込まれる（次頁図表 63）。

ドイツが輸出競争力を高めた背景には、2000 年代前半のシュレーダー政権における雇用の流動性を高める構造改革の成果もある。構造改革と世界的な景気回復を追い風に、失業率はこの 5 年で 12% から 6% 台まで低下し統一後の最低を更新した。堅調な輸出が内需の強さに結びつく好循環が景気拡大を持続させる見通しである。

図表 63．ユーロ安とドイツの輸出



当面のリスク～ 金融市場が混乱すればリセッションが不可避

財政金融危機は政治リスクが意識されやすい局面に入る。

ギリシャで4月か5月に予定される総選挙で、新民主主義党を中心とするサマラス政権の誕生が確実視されるが、緊縮政策に反対する中小政党の躍進が予想され、改革実行のハードルが高まる。サマラスのエキセントリックな言動も市場のかく乱要因になりやすい。

フランスでは、5月の大統領選挙決選投票で優勢が伝えられる社会党のオランド候補が、統合強化に消極的態度を示している。社会党は戦後のフランスにおける欧州統合推進の主役であり、メルコジ路線を転換する政策的余地も乏しいため、路線転換の可能性は実際には低い。それでも、選挙を意識した言動が市場の混乱を誘うリスクがあることに注意が必要であろう。

市場が次の標的として意識するポルトガルでは、6月に予定される国債の大量償還に向け緊張が高まる。いったん落ち着いたギリシャ、スペイン、イタリアも、財政再建の遅れや経済成長の低迷があらためて市場の焦点になるリスクは当然残る。債務が過大なため利払い費が原因で財政赤字が拡大するギリシャ、イタリア、経済成長の低迷が顕著なポルトガルは、財政再建の遅れから、債務再編の可能性がいずれ意識されるとみられ、市場の深刻な混乱を招くリスクがある。

金融市場が昨年のような混乱を繰り返せば、金融機関の信用収縮を招き、財政緊縮策が一段と強化されるため、企業や消費者のマインドが冷え込むことになる。このようなケースでは、欧州経済のリセッション・リスクが格段に高まることになる。

(7) 2012 / 2013 年の欧州経済見通し

～ 財政再建が下押し、成長ペースは緩慢、ほぼゼロ成長

2012 年の実質 GDP 成長率は、内需の低迷により前年比 0.3% とほぼゼロ成長にとどまると予想する（図表 64）。

個人消費は 3 年ぶり、総固定資本形成は 2 年ぶり、政府支出はユーロ統合後初めてマイナス成長が見込まれ、内需は総じて減少する。昨年 10～12 月期にリーマン危機以来のマイナス成長となり今年の成長率がマイナスのゲタをはいているうえ、足元の成長力も非常に弱い。ただし輸入の鈍化で外需寄与度が成長率を支えるため、マイナス成長はかろうじて回避される見通しである。

2013 年の成長率は 1.7% に回復するものの、2% 程度とされる潜在成長率を依然として下回る。南欧諸国の低迷が成長率の下押し要因となる。個人消費や総固定資本形成は回復するものの、政府支出は 2 年連続で減少する公算が大である。

図表 64．経済見通し総括表

暦年	2011年(実績)		2012年(予測)		2013年(予測)		2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
実質 GDP	1.9	0.1	-0.1	1.1	1.8	2.1	1.8	1.5	0.3	1.7
個人消費	0.1	-0.4	-0.3	0.8	1.3	1.5	0.8	0.2	-0.1	1.2
総固定資本形成	3.0	-1.3	-1.6	-0.5	0.8	1.4	-0.7	1.6	-1.3	0.6
在庫投資(寄与度)	0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.3	0.0
政府支出	0.3	-0.5	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	0.5	0.1	-0.6	-0.5
純輸出(寄与度)	1.1	1.4	0.7	0.8	1.0	1.1	0.8	1.1	0.9	1.0
輸 出	5.5	3.7	2.4	5.1	6.2	7.0	11.1	6.3	3.4	6.1
輸 入	3.2	0.7	1.0	3.6	4.5	5.3	9.4	4.0	1.6	4.5
消費者物価(前年比、%)	2.6	2.7	2.4	2.2	2.4	2.6	1.6	2.7	2.3	2.5
失業率(%)	10.0	10.1	9.9	9.8	9.7	9.6	10.1	10.1	9.9	9.7
政策金利(レボ金利)	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
10年債利回り	4.38	4.24	4.05	4.25	4.45	4.65	3.79	4.31	4.15	4.55

(注) GDP は前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)
政策金利は期末値。10年債利回りは期中平均値。

4．中国：減速するも高成長を持続

(1) 景気の現状

成長率の低下が続く

2011 年の中国の経済成長率は 8.9%と一桁の成長にとどまった。また、今年 1～3 月期の成長率は前年比 8.1%と 3 年ぶりの低い伸びとなった（図表 64）。

中国の成長率が低下した背景には、①リーマン危機後の景気対策プロジェクトの大半が銀行融資の拡大で実施されたため、金融引締めの影響により固定資産投資が総じて鈍化したこと、②新車購入支援など一連の消費喚起策が終了したこと、③経常収支（特に貿易・サービス収支）の黒字幅の縮小が続いており、外需が成長を下押したことなどの要因があったとみられる。

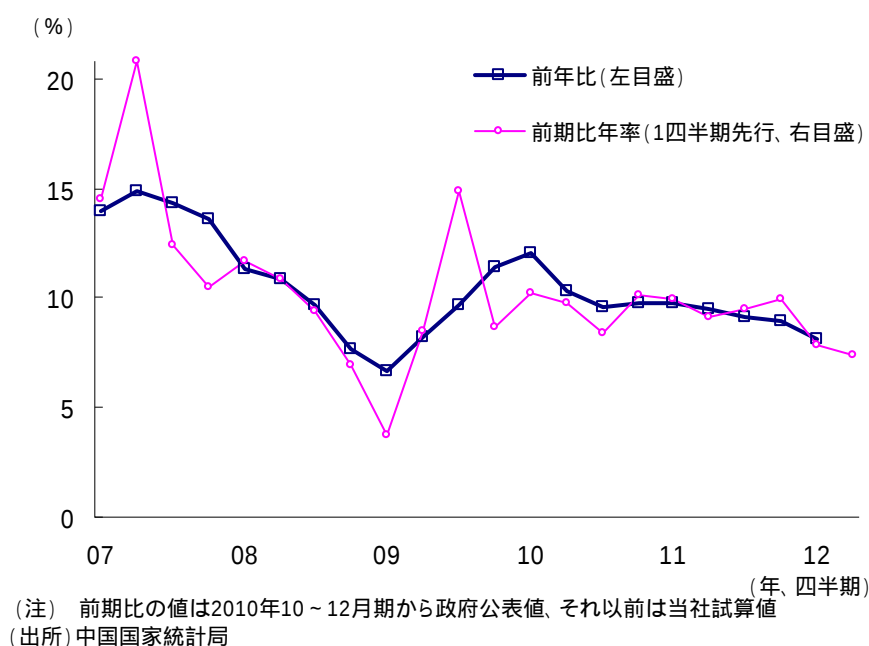
中国の GDP 統計に関するニュースのヘッドラインで注目されるのは「前年同期比」の成長率だが、日米欧など先進国では一般に「前期比（年率）」ベースの成長率が注目される。

「前期比」の値は足元の瞬間風速をあらわし、「前年同期比」に先行する性格があることが、先進国で「前期比」の値が注目される理由である。

最近では中国国家统计局も「前期比」の値を公表するようになった。過去の値を手元で試算し「前期比」の系列を作成してみると、「前年同期比」のデータと概ね連動性がみられる（図表 65）。

足元の情勢は、「前期比」ベースの成長率でみても緩やかに低下している。心配されるほど大きな落ち込みにはなっていないが、先行き再加速を示唆するサインもあらわれていない。中国の成長率は年央にかけてもう一段低下する可能性が高い。

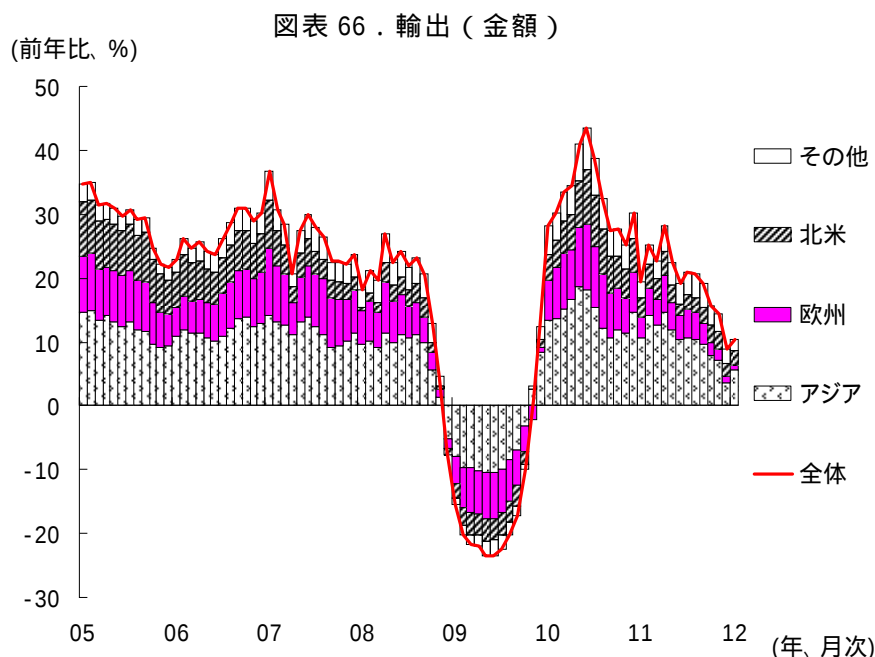
図表 65．経済成長率



輸出の鈍化

中国の経済情勢で心配されるのは輸出の伸びの鈍化である。旧正月の暦要因を除いてならしてみると、依然として前年比プラスの領域にあり輸出がまだ高水準で拡大している。しかし、最大の輸出先であるアジアや、アジアの次にウェイトの大きい欧州向けで伸び率の低下が続いている（図表 66）。

今後も輸出の鈍化傾向が続けば、年内にも中国の輸出が減少に転じる可能性がある。もっとも、米景気の回復が定着し始め、欧州でもドイツを中心に経済指標に底入れ感が出てきたことから、中国の輸出も目先は再加速の可能性が高いであろう。



(注) 3ヶ月移動平均の値
(出所) 中国海関総署

インフレの落ち着き

政策課題であったインフレの抑制では効果がみられ、消費者物価上昇率は徐々に低下した。このため、欧州危機の深刻化などにより中国の景気が腰折れするリスクが高まる状況になっても、景気対策など政策発動の余地を確保できるため、中国経済のハード・ランディング・リスクは低下したといえる（次頁図表 67）。

胡錦濤政権が発足した当初は、当時の経済過熱を抑えるため、公共工事の削減に加え民間工場を強制的に閉鎖させ、成長率が大きく落ち込む時期があった。古くは改革開放初期の 1980 年代に、インフレが加速するたびに経済に急ブレーキをかけ、最高指導者が失脚する事態も起きた。

足元でも、かりにインフレ加速に歯止めがかからないケースでは、成長に急ブレーキをかける荒療治がとられる可能性も否定できなかったが、そうしたリスクは遠のいた。

図表 67．消費者物価

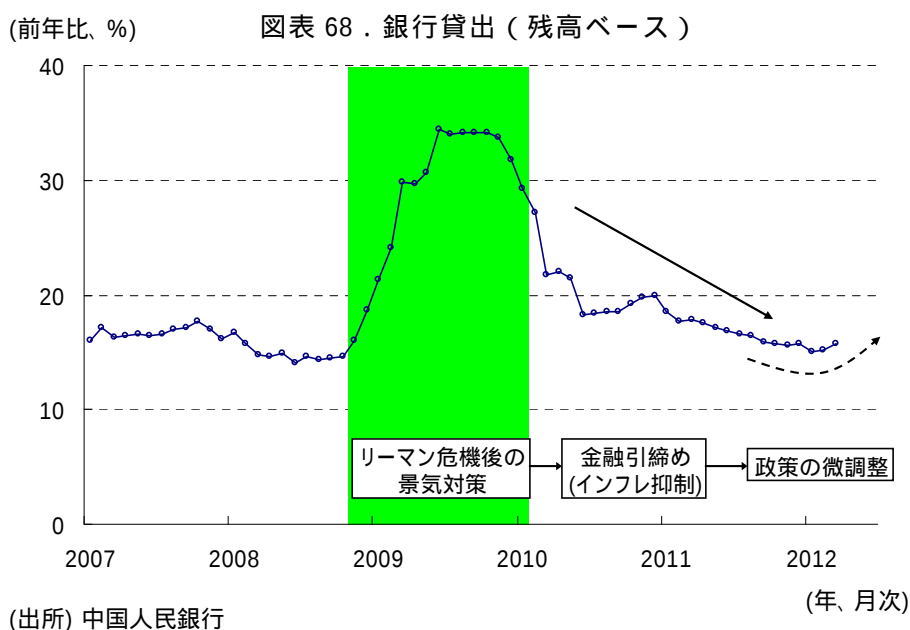


(2) 経済政策の方向性

銀行融資の鈍化

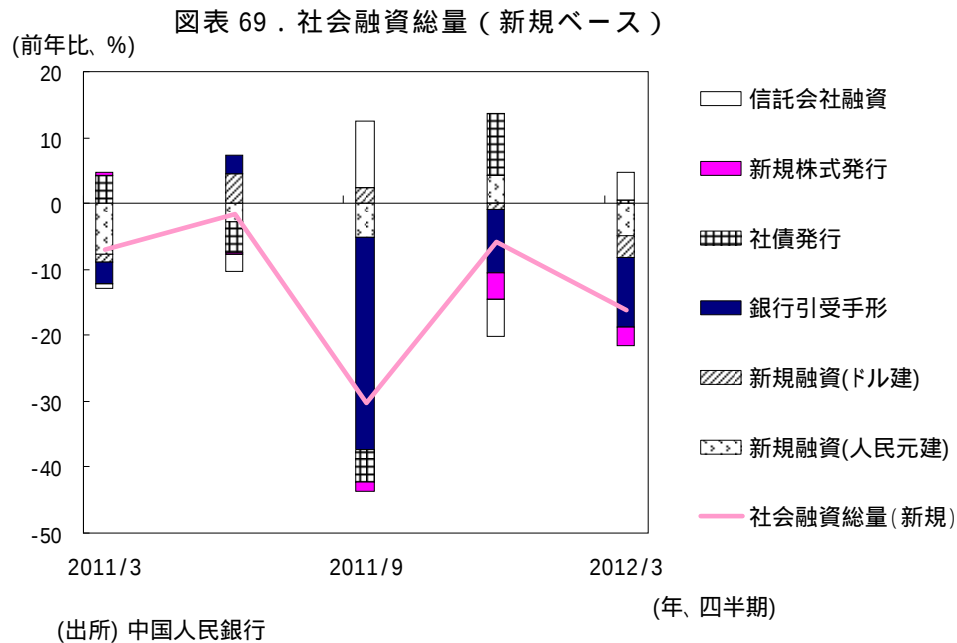
中国は党大会と指導部交代の節目を迎え、経済政策で景気浮揚をはかるのではないかとの期待が金融市場では強い。しかし、預金準備率を2度にわたり引き下げ「政策の微調整」を継続しながらも、同時に不動産投機の抑制策を続け、利下げも視野に入っていない。

銀行の貸出残高の推移をみると、リーマン危機後の景気対策にともない急増した後、金融引締めにて以降は鈍化傾向が続いた。その後、昨年10月に景気動向にも目配りする「政策の微調整」を表明し、預金準備率を引き下げた効果から、今年に入り、鈍化傾向に歯止めがかかる兆しがみられる(図表 68)。

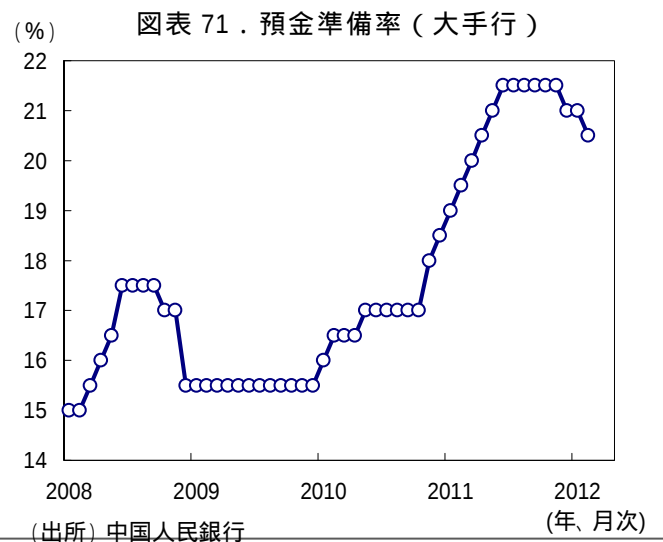


中小企業の資金繰りのひっ迫

広義の流動性を示す「社会融資総量（新規融資ベース）」をみると、銀行の新規融資額が減少しており、銀行の融資残高の鈍化傾向の要因となっていた。一方、その他の項目の中では、銀行引受手形割引の急減が顕著である。手形割引は中小企業が運転資金として利用する割合が多いとみられ、中小企業の資金繰りを圧迫している（図表 69）。



預金準備率が引下げられた背景には、銀行間市場の資金ひっ迫による金利急騰が注目されている（図表 70）。中国の預金総額は約 80 兆元、準備率引上げ幅は 6% ポイントだったため、融資削減量は約 5 兆元と融資残高の 1 割にのぼる（図表 71）。短期間の大幅な準備率引上げによる融資削減の影響が、中小企業に特に顕著であった。このため、準備率引下げは中小企業の資金繰り支援策と位置づけることができる。



景気浮揚策は見送られる公算

中国政府は、過剰投資傾向を是正し、成長の質と方向性を転換させる方針を繰返し主張してきた。このため、中国政府が主張する「政策の微調整」は、中小企業の資金繰りひっ迫など、行き過ぎた金融引締め策のひずみを是正しながらも、投資抑制策は継続する方針を示しているとみられる。

このため、リーマン・ショック後のような大型の景気浮揚策がとられる可能性は低い。「政策の微調整」により、成長率は今年後半から再び加速する可能性が高いものの、それでも8%台での推移が続く見通しである。

中国の政策スタンスについては、「穏健な（＝中立的な）金融政策と積極的な財政政策」の基本方針が示されているものの、実際にどの程度のインフレ率の低下や成長率の鈍化を目指しているのか、みえないことが先行き不透明感を強めている。全国人民代表大会で示された成長率目標についても様々な解釈がなされる結果となった。

経済政策をめぐるのは、成長と分配をめぐる「ケーキ論争」が話題を集めた。もっとも、政策の方向性については、専門的な議論や中央と地方の政策的かけ引きはあっても、人事に直結する政争の具にはなっていない。

中国では過去に、成長の促進とブレーキが時々の権力闘争に直結した。最近も、共産主義青年団と太子党による水面下の勢力争いは激しさを増しているとされるが、緩やかな成長を続けながら、質の向上や投資偏重の是正、分配の強化などをめざす政策の方向性では一致しており、政策と人事をからめた議論にはなっていない。投機的な動きを加速させ、投資主導型で目先の成長率を高めるよりも、中長期的な潜在成長力の強化を優先する姿勢で共通している。

昨年までの金融引締めでは、インフレ抑制に配慮しながらも、極端なブレーキを踏まず慎重な政策運営が続いた。今年も一足飛びに景気浮揚策を志向せずに、経済情勢を慎重に見極める姿勢に終止するとの見方が、中国の経済政策の蓋然性の高いシナリオであろう。

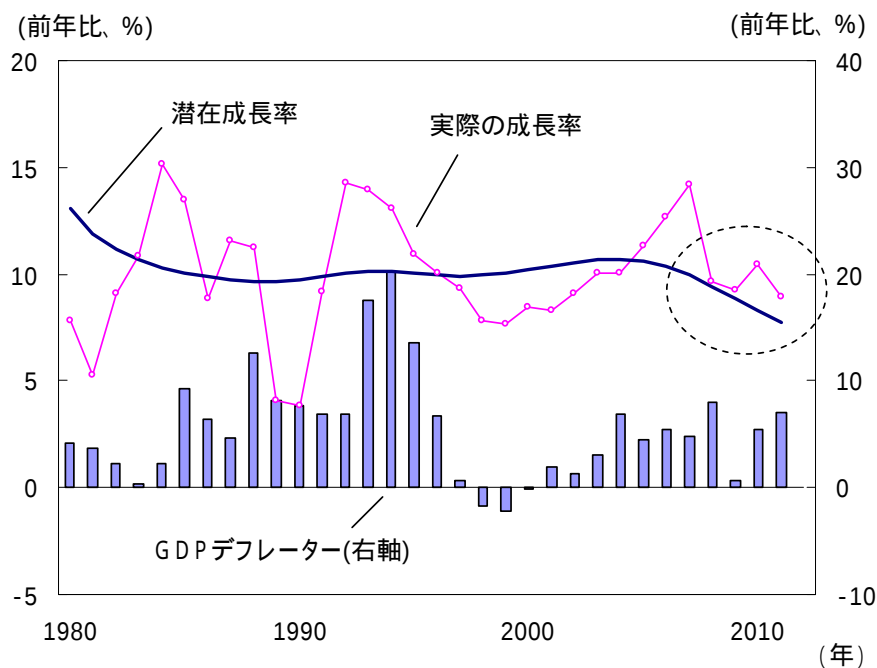
この結果、経済成長率は世界的には高い水準を維持するものの、かつての2ケタ成長には回帰せずに8%台を中心に推移する可能性が高いであろう。

経済全体の需給バランスはインフレ・ギャップの領域

経済全体の需給動向を示す中国のGDPギャップは、依然としてインフレ・ギャップの領域にある（次頁図表72）。このため、物価には依然として上昇圧力がはたらいっている。景気浮揚策を急がない背景には、このような経済的な要因も考えられる。

実際、中国では住宅や社会インフラ、耐久財消費などで今後も莫大な需要が見込まれ、景気刺激策はインフレ圧力を高めやすい。リーマン危機後はインフレ・ギャップが急速に解消され、景気浮揚策が正当化されたが、当時の状況と比べ、経済が需要不足に直面していないことも当面の景気浮揚策の必要性が低い理由とみられる。

図表 72 . 潜在成長率とGDPギャップ



(注) 潜在成長率はHPフィルターによる当社の試算
 (出所) 国家統計局

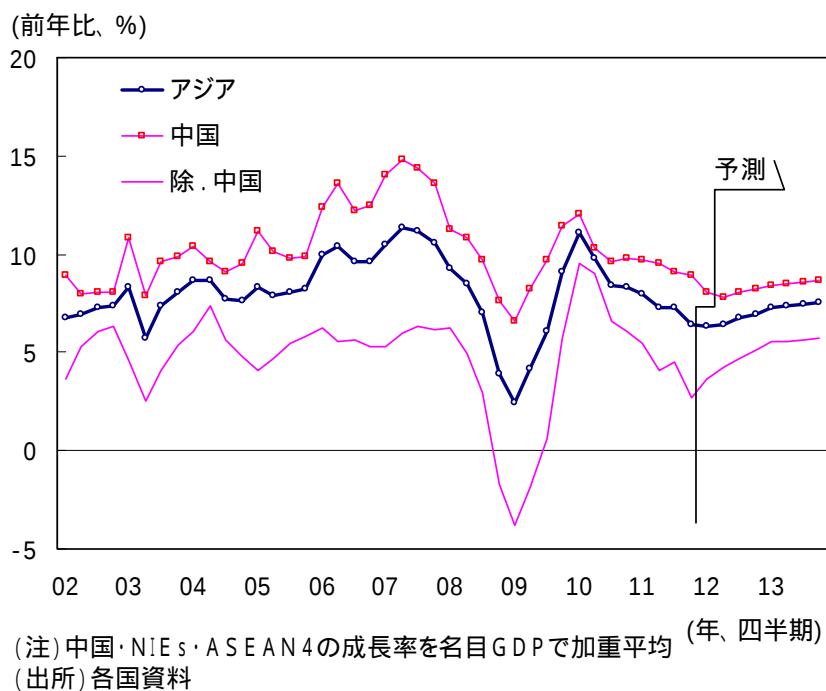
(3) 2012 / 2013 年のアジア経済見通し ~ 内外需の好循環が続く

中国の実質GDP成長率は 2012 年には+8.1%に低下するものの、13 年は+8.6%とわずかに持ち直し高成長局面が続く見通しである。

中国ではインフレ動向が落ち着き始めたほか、住宅価格の頭打ちも鮮明になってきた。しかし、住宅価格高騰への市民の批判は根強く、政府は不動産投機抑制策を継続し、金融緩和の時期やペースを慎重に見極める姿勢を崩していない。このため、従来の減速局面でみられた積極的な景気浮揚策は見送られる公算が大きい。もっとも、マネーサプライの伸びに底入れの兆しがみられるなど、昨年前半までの一方的な引締め局面と比べると、金融環境は徐々に和らぎ始めており、中国の成長を下支えする。

韓国、ASEANなど、その他のアジア地域も成長率が緩やかに拡大する見通しである。国際商品市況の低下を受けて金融緩和が実施され内需を押し上げる。米景気の本格回復や中国の高成長を背景に輸出の拡大も見込まれ、内外需のバランスのとれた好循環局面に再び入る見通しである（以上図表 73）。

図表 73 . アジア経済の見通し



5 . 2011 年の世界経済とリスク要因

(1) 世界経済の成長エンジン

中国のプレゼンスの拡大

中国では大型の景気浮揚策が見送られ、成長率は 8% 台で推移するとみられるが、世界経済にとって中国の存在感は拡大の一途をたどっている。

経済規模が 500 兆円を上回ってもなお、8~9% 程度の高成長を持続させているため、経済成長による限界的な増分が、2 ケタ成長を続けていた数年前と比べて拡大しているからである。

2000 年代初頭に 2 ケタ成長が始まった 2003 年の中国の経済規模は、わずか 190 兆円にすぎなかった。リーマン危機前の 2007 年でも 400 兆円程度 (411 兆円) であったが、昨年は 600 兆円に迫る水準 (585 兆円) まで成長した。昨年は実質経済成長率が 9.2% であったのに対し、GDP デフレーターが 6.8% 上昇し、名目成長率は 16% 成長となった。

中国の成長と世界経済の成長

名目 GDP でみた各国の経済規模は、米国がおよそ 1,200 兆円、日本は 500 兆円弱、中国は 600 兆円弱である。経済規模が拡大すれば、その分新たな市場が創出されることになる。そこで、名目 GDP が前年と比べどれだけ増加したか、米国と中国を比較したのが次頁図表 74 である。

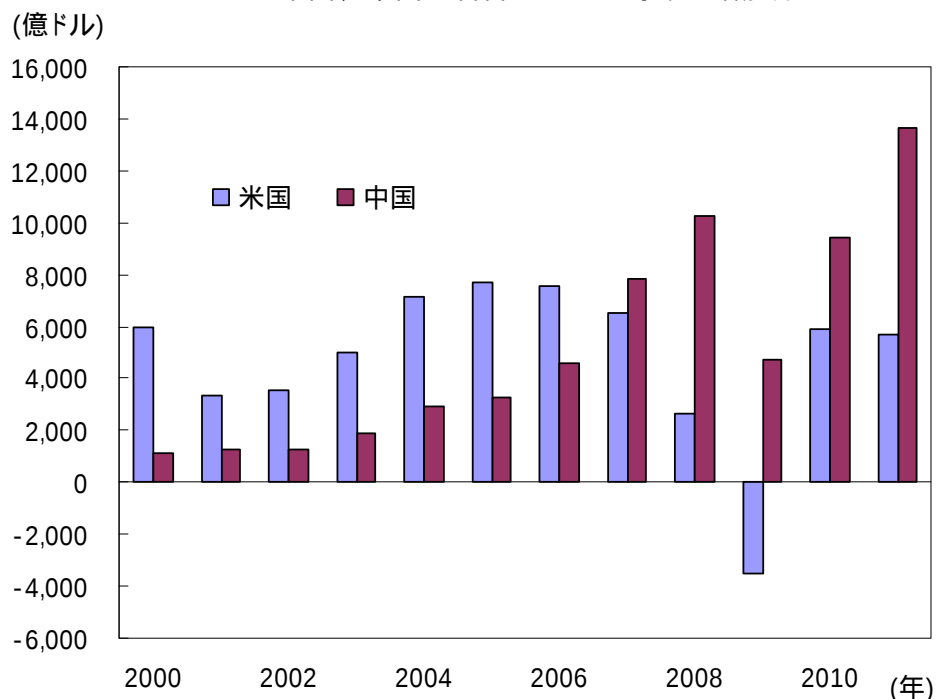
住宅バブル期の米国では、2004~06 年にかけて毎年 7,000 億ドル程度 (およそ 56 兆円) ずつ経済規模が拡大していた。当時から中国では 2 ケタ成長が続いたが、名目 GDP の増分は米国の半分程度にとどまり、世界の経済成長への寄与度も小さかった。

しかし、中国の経済規模はその後も拡大した一方、米国は 2007 年に表面化したサブプライムローン問題をきっかけに景気後退に陥ったため、GDP の増分で中国は初めて米国を上回った。その後も GDP の増加分の両国の格差は拡大し 2011 年の中国の成長規模は米国の倍以上となった。

年々新たな市場を生み出す力は、世界経済の成長のエンジンになる。リーマン・ショックをきっかけとする金融危機の前後まで、米国の個人消費の拡大が世界経済の成長のエンジンであったため、世界経済と米国経済との結びつきが強かったが、このところ中国経済が世界経済の新たな成長のエンジンとなりつつある。

図表 74．中国の世界経済への貢献

～米国、中国の名目GDPの毎年の増加分～



(出所) 中国国家統計局、中国国家外貨管理局、米国商務省

中国需要を取り込む競争の激化

こうした巨大な中国需要の獲得をめざし、世界の国や企業の競争が激しさを増している。

中国の経済成長にともない、各国の中国向け輸出がどの程度拡大したかについて、①10年前との比較、②リーマン危機後のボトムからの回復率、③2011年の対前年比増加率の3つの視点からみたのが次頁の図表 75 である。

上位を占めるのは豪州やサウジアラビアなどの資源国であるが、その他で注目されるのは、地理的な優位性のあるベトナム、スイス（高級腕時計）、ポルトガル（雑貨、軽工業品）である。一方、ASEAN諸国は、タイ、マレーシア、フィリピンが健闘しながらも順位を下げている。域内で好調が目立つインドネシアは、資源国としての優位性もあるものの高位を維持している。また、インドは、このところ伸びの鈍化が著しい。

韓国、米国、ドイツ、シンガポールなど、輸出品が日本と競合するライバル国はいずれも日本を上回っているものの全体平均を下回り、必ずしも中国需要の取り込みに成功しているとはいえない。台湾も中台の経済統合が進み直接投資は拡大しているが、貿易面では予想外に低迷している。日本は主要国の中で最も低い伸びにとどまっている。

全体の順位は低いものの近年急速に伸びを高めているのが英国とロシアである。いずれも首脳外交を強化し国をあげて政府レベルでの商談を進めている。英国では人権問題を棚上げした対中政策に批判が強いが、戦略的な取り組みが奏功している（次頁図表 75）。

図表 75 . 各国の中国向け輸出の増加

(伸び率、%)

	10年前との比較		2年前(リーマン危機後のボトム)との比較		前年との比較	
1	サウジアラビア	1719	スイス	295	ベトナム	59
2	ポルトガル	1522	ポルトガル	143	スイス	59
3	スイス	1473	ベトナム	134	ポルトガル	54
4	豪州	1419	インドネシア	131	ロシア	51
5	インド	1277	豪州	110	インドネシア	51
6	ベトナム	1000	サウジアラビア	110	サウジアラビア	51
7	スペイン	958	マレーシア	92	カナダ	49
8	マレーシア	900	カナダ	85	豪州	37
9	フィリピン	825	ロシア	85	オランダ	33
10	タイ	728	英国	85	NZ	33
11	インドネシア	706	スペイン	76	ベルギー	29
12	オーストリア	620	ベルギー	73	仏	29
13	韓国	595	インド	71	英国	29
14	NZ	577	仏	69	伊	26
15	独	577	パキスタン	69	独	25
16	アイルランド	505	オランダ	69	マレーシア	23
17	オランダ	494	独	66	パキスタン	23
18	ベルギー	489	伊	59	スペイン	21
19	カナダ	449	韓国	59	スウェーデン	21
20	シンガポール	442	米国	58	米国	20
21	仏	438	タイ	57	タイ	18
22	ロシア	391	シンガポール	57	韓国	18
23	米国	366	フィリピン	51	シンガポール	13
24	伊	365	日本	49	フィンランド	13
25	台湾	357	台湾	46	オーストリア	12
26	日本	355	オーストリア	40	インド	12
27	デンマーク	350	フィンランド	39	フィリピン	11
28	英国	313	フィンランド	39	日本	10
29	パキスタン	265	スウェーデン	31	アイルランド	9
30	スウェーデン	228	デンマーク	23	台湾	8
31	フィンランド	91	アイルランド	15	デンマーク	6
	中国輸入全体	615	中国輸入全体	73	中国輸入全体	25

(出所) 中国海関総署

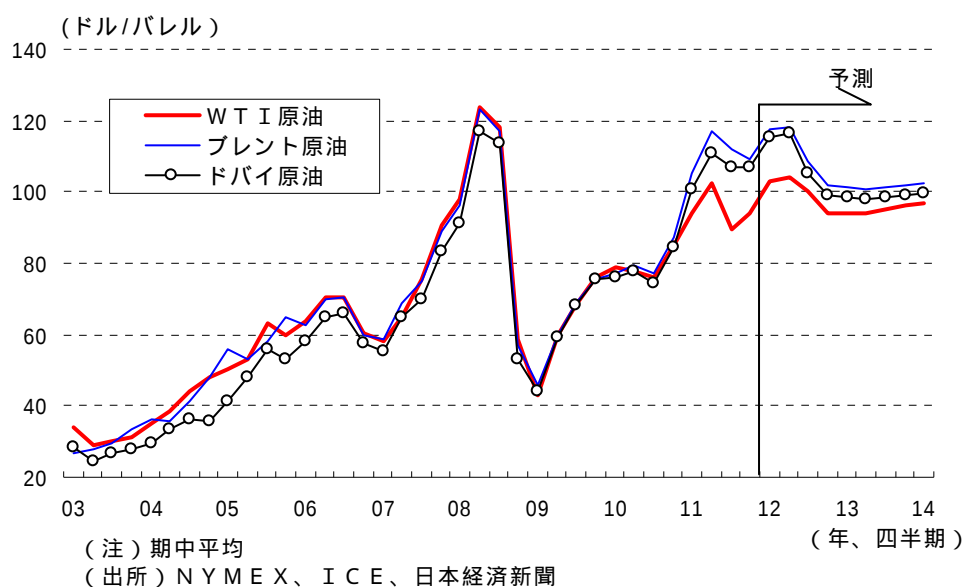
(2) 原油相場と世界経済

原油相場の見通し

このところ原油価格の上昇が鮮明になり、世界経済の新たな懸念材料に浮上した。原油価格上昇は、イラン核開発疑惑による地政学リスクに加え、金融緩和による投機資金の流入や米国をはじめ世界景気の回復観測が強まっていることによる。

もっとも、実際の原油需給については、石油製品高により需要が抑制されているほか、リビア油田の復旧もあり需給バランスの緩和が進む。当社メイン・シナリオは需給バランスの改善を重視し一段の価格下落を見込んでいる（図表 76）。

図表 76．原油価格の見通し

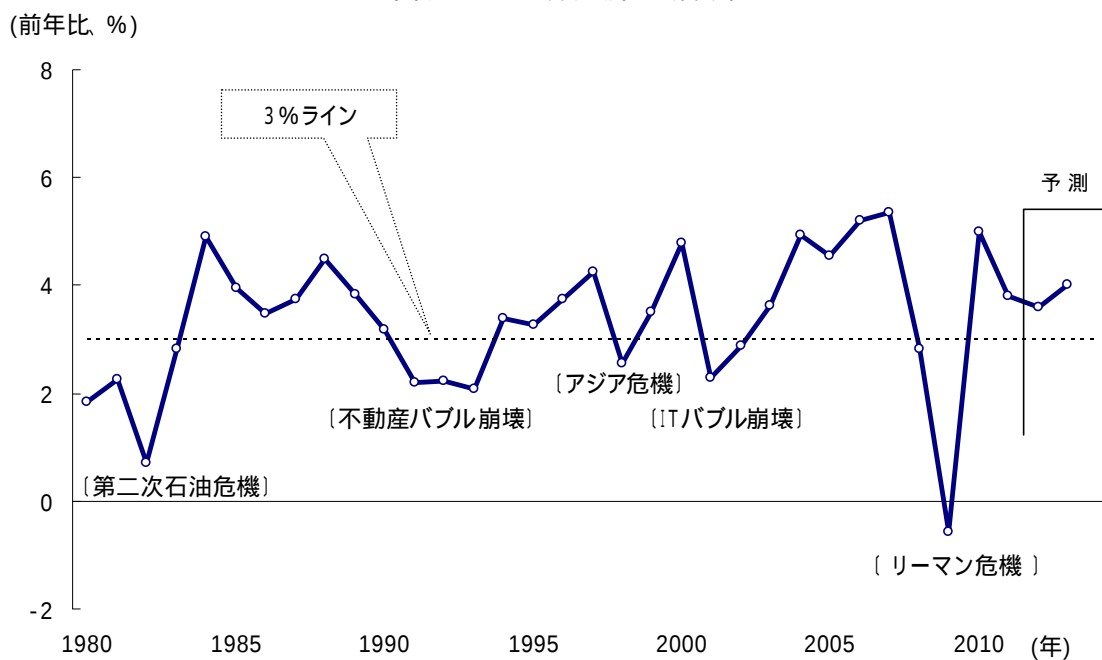


原油相場と世界経済 ～ 130 ドルが不況ライン

原油相場と世界経済には、原油相場が 10 ドル上昇すれば世界経済の成長率が 0.5% 下押しされる関係がある（昨年度の当社世界経済見通し“原油価格の上昇と世界経済～2011 年の世界経済見通し～” http://www.murc.jp/report_pdf/20110419_171848_0825657.pdf）。昨年度の見通しでは、原油相場 90 ドル、世界経済成長率を 5% と想定したが、実際には原油の年間相場（平均）が 110 ドル、経済成長率は 4% にとどまり、原油相場が想定と比べ 20 ドル上ぶれた分、経済成長率が 1% 下押しされる結果となった。

世界経済の成長率は 3% が好不況の目安となる（次頁図表 77）。メイン・シナリオは原油相場 113 ドル、経済成長率 3.6% を想定する。もっとも、原油相場が経済実勢とかけ離れて上昇すれば世界経済が下押しされ、年平均相場が 130 ドルの場合に成長率は 3% にとどまる（次頁図表 78）。130 ドルは年平均であり、一時的にはより高い価格にも耐性があり、原油高による世界経済低迷はリスク・シナリオにとどまる。もっとも、イラン情勢次第では不況に陥るリスクがあることに注意が必要である

図表 77．世界経済の成長率



(注1) 景気後退局面の成長率は3%を下回っていたため、3%ラインは好不況の目安とみることができる

(注2) 2012～13年は当社予測値

(出所) IMF

図表 78．原油相場と世界経済

原油相場(北海ブレント、ドル)		世界経済
年平均相場	想定レンジ	成長率(%)
90	85 ～ 130	5.0
110	95 ～ 135	4.0
130	109 ～ 150	3.0
150	109 ～	2.0
170	109 ～	1.0

(出所) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

(3) 各国の政策対応

中央銀行のバランス・シートの拡大

F R B（連邦準備制度理事会）は 1 月の F O M C（連邦公開市場委員会）で、ゼロ金利政策を少なくとも 2014 年終盤まで継続する可能性が高いとの想定を示した。しかし、3 月 F O M C では景気判断を引き上げインフレ懸念を示したため、金融市場では早ければ 2013 年にも利上げに着手するとの見方が広がっている。

また、最近の経済指標の改善や原油、ガソリン価格の上昇によって、金融市場では量的緩和政策第 3 弾（Q E 3）の可能性が遠のいたとの見方も広がった。F R B は今年 6 月を期限に、短期国債を売却し長期国債を購入するツイスト・オペを行っているが、その後の国債購入の方針は示されていない。

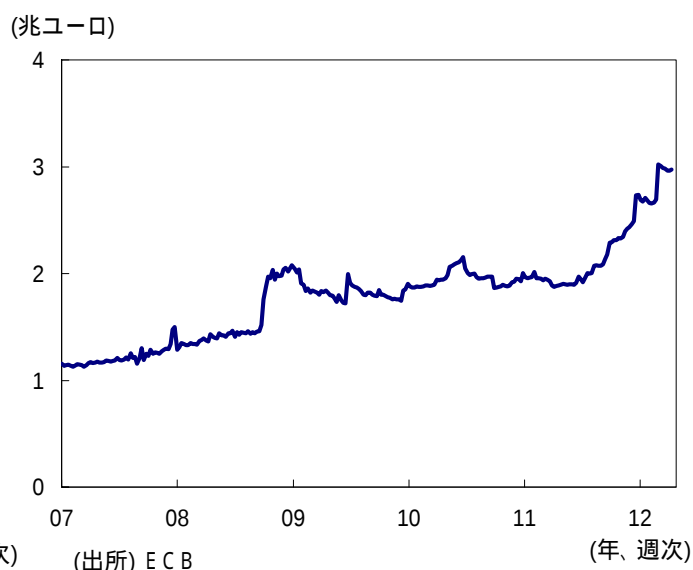
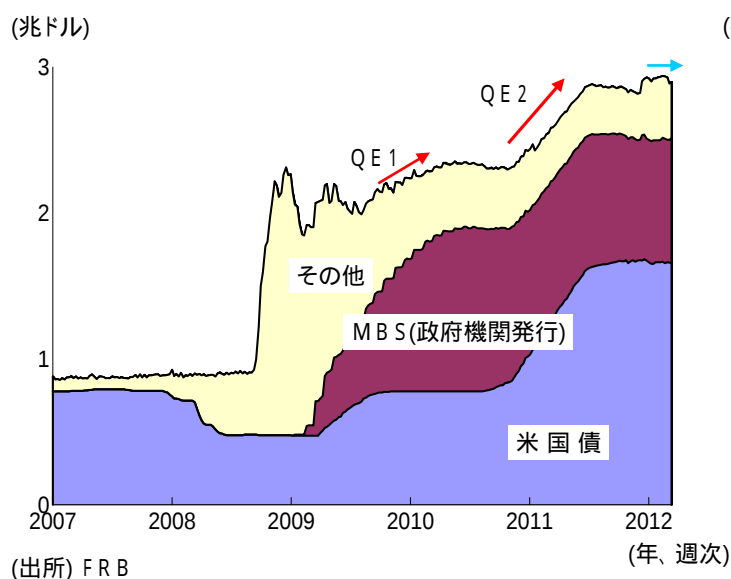
金融市場の政策予想は経済情勢次第で変化するが、基調としては景気回復の持続が見込まれるため出口戦略が意識されやすい。もっとも、F R B が失業率の適正水準をどのように評価するかによって政策判断が分かれることになるだろう。なお、Q E 政策のような資金供給をとまなう国債購入策が見送られる場合も、ツイスト・オペなど資金供給をとまなわない方法で国債購入を継続し、バランス・シートの規模を維持する見通しである（図表 79）。

一方、E C B は 3 年物資金を無制限に供給する L T R O（長期資金供給オペ）を、昨年 12 月と今年 2 月の 2 回にわたり実施し総額 1 兆ユーロの資金供給を行った。南欧の財政危機国の市場安定を狙ったマクロ・プルーデンス政策と位置づけられる。

もっとも、同じ欧州域内でも景気が底堅い北部の国では、金融緩和をきっかけに不動産価格が高騰しており、南北の景気格差に金融政策でどのように対応するのか難しい判断を迫られている。このため、金融市場は政策の思惑をめぐり不安定な動きを強めるリスクがある。当面は危機対応を優先しバランス・シートの規模を維持する公算が大きい（図表 80）。

図表 79 . F R B の資産規模

図表 80 . E C B の資産規模



財政再建が世界的な課題

財政再建への取り組みは各国の喫緊の課題になっている。

アメリカでは、今年 2 月に社会保障減税の延長を柱とする追加景気対策が策定された。景気に配慮した財政運営が続くため、2012 年も巨額の財政赤字が続くことになる。

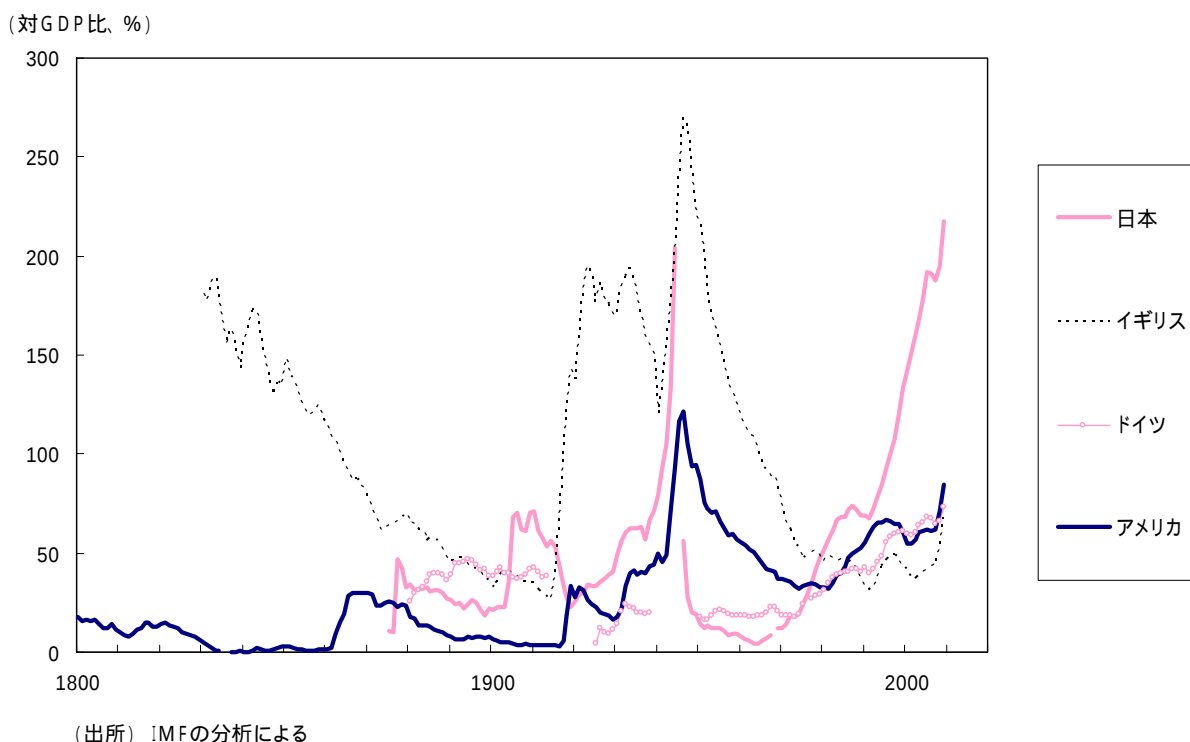
欧州では、財政統合強化の前提として、各国は財政赤字を GDP 比 3% 内に抑制するため、年金の支給開始年齢の引き上げや付加価値税率引き上げの動きを加速させている。日本でも、東日本大震災の復興にともなう巨額の財政資金をまかなうための復興増税が決まり、財政再建をめざし消費増税に向けた動きを進めている。

一方、各国で財政赤字が拡大する中でも、運用難に直面する投資家による先進国債に対する投資需要は根強く、英国では 100 年物国債や永久国債の発行が検討されてもいる。市場資金の大半を占める年金基金をはじめ、利回り確保を求める資金が国債市場から流出するリスクは当面小さい。

もともと、本稿でみたとおり世界経済の自律的な回復が続く見通しであり、景気回復や株価上昇にともなう金利上昇が予想される。そうした中、歴史的水準に拡大した各国の財政赤字の持続性に、金融市場が警戒を強めてリスク・プレミアムが上昇すると、思わぬ金利上昇や通貨下落のリスクが生じる。こうした事態を回避するためには、財政再建に向けた政治的なコミットメントを示し、政策の信認を維持することが不可欠となる。

また、財政赤字は世代間の不公平を生み出す要因であり、高齢化社会に備えた財政構造改革も待たなしの課題である。歴史的な政府債務の水準を改善させる道筋を明確にすることは、2010 年代を通じ世界が直面する大きな課題となろう（図表 81）。

図表 81．政府債務残高の長期推移



図表 82 . 世界経済予測総括表

(%)

	2010	2011	2012	2013	2011				2012				2013			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
世 界	5.2	3.8	3.6	4.0	4.2	3.8	3.8	3.7	3.5	3.6	3.5	3.7	3.9	4.0	4.0	4.1
先進国	3.2	1.6	1.7	2.3	2.1	1.4	1.4	1.3	1.4	1.7	1.6	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4
米 国	3.0	1.7	2.4	2.6	0.4	1.3	1.8	3.0	2.4	2.3	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8
欧 州	1.8	1.5	0.3	1.7	3.1	0.5	0.6	-1.3	0.3	0.4	1.1	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2
日 本	4.4	-0.7	2.3	1.7	-6.9	-1.2	7.1	-0.7	3.2	2.5	2.2	1.5	1.5	1.7	1.7	1.7
アジア	9.4	7.2	6.8	7.4	8.0	7.3	7.2	6.4	6.4	6.7	6.9	7.1	7.3	7.4	7.4	7.5
中 国	10.4	9.2	8.1	8.6	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.8	8.1	8.2	8.4	8.5	8.6	8.7
インド	10.3	7.3	7.0	7.5	7.7	8.5	6.7	6.3	6.4	6.8	7.2	7.4	7.4	7.4	7.5	7.5
ASEAN	6.9	4.8	5.2	5.6	4.8	4.1	4.9	1.7	3.9	4.5	4.9	5.3	5.6	5.6	5.6	5.6

(注) は前期比年率、その他は前年比の成長率

シャドー部分は当社の予測値

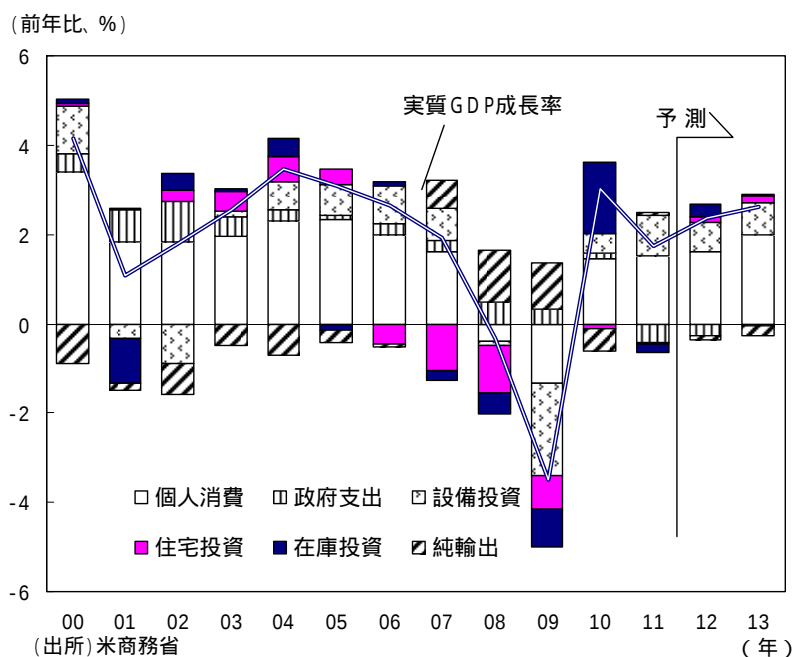
(出所) IMF、各国統計

図表 83 . 米国経済予測総括表

	2012年				2013年				2010年	2011年	2012年	2013年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	2.5 2.2	2.3 2.4	2.5 2.6	2.5 2.5	2.6 2.5	2.7 2.6	2.8 2.7	2.8 2.7	3.0	1.7	2.4	2.6
個人消費	2.5 1.7	2.6 2.2	2.7 2.5	2.8 2.7	2.8 2.8	2.8 2.8	2.8 2.8	2.8 2.8	2.0	2.2	2.3	2.8
住宅投資	2.3 4.8	4.0 4.7	5.0 5.7	6.0 4.3	7.0 5.5	8.0 6.5	8.0 7.2	8.0 7.7	-4.3	-1.3	4.9	6.8
設備投資	4.9 8.9	5.3 7.7	5.7 5.3	6.1 5.5	6.5 5.9	7.0 6.3	7.0 6.6	7.2 6.9	4.4	8.8	6.8	6.5
在庫投資 (寄与度)	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	-0.2	0.3	0.0
政府支出	-1.4 -1.7	-0.8 -1.6	-0.6 -1.7	-0.4 -0.8	-0.2 -0.5	0.0 -0.3	0.0 -0.2	0.0 -0.1	0.7	-2.1	-1.5	-0.2
純輸出 (寄与度)	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	0.1	0.0	0.0
輸出	8.6 4.9	7.0 5.7	7.0 6.3	7.4 7.5	7.4 7.2	7.8 7.4	7.8 7.6	8.2 7.8	11.3	6.7	6.1	7.5
輸入	7.3 3.4	7.0 4.8	7.0 6.2	7.4 7.2	7.4 7.2	7.8 7.4	7.8 7.6	8.2 7.8	12.5	4.9	5.4	7.5
名目GDP (10億ドル)	2.9 3.8	3.0 3.6	3.2 3.2	2.5 2.9	3.4 3.0	3.5 3.1	3.5 3.2	3.5 3.4	4.2	3.9	3.4	3.2
消費者物価コア(前年比)	2.1	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	1.0	1.7	2.1	2.4
失業率	8.2	7.9	7.6	7.3	7.1	6.9	6.7	6.5	9.6	9.0	7.8	6.8
FFレート(期末値)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
10年債利回り(平均値)	1.90	2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	3.21	2.79	2.05	2.45

(注) 各項目の上段は前期比年率、下段は前年比、いずれも%

図表 84 . 米国経済：需要項目別の動き

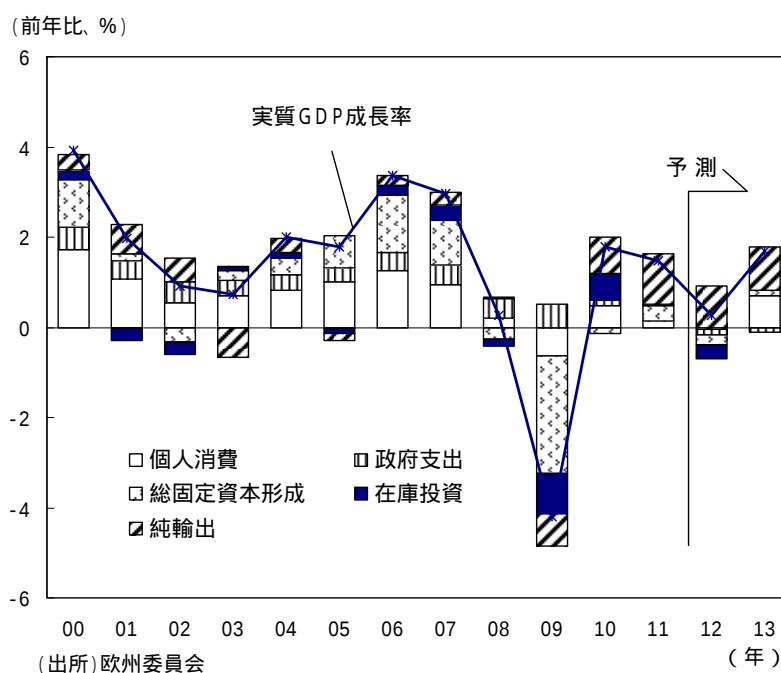


図表 85 . 欧州経済予測総括表

	2012年				2013年				2010年	2011年	2012年	2013年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	0.3	0.4	1.1	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	1.8	1.5	0.3	1.7
	0.0	0.0	0.1	0.9	1.3	1.6	1.9	2.0				
個人消費	0.0	0.4	0.8	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	0.8	0.2	-0.1	1.2
	-0.6	-0.1	-0.1	0.6	0.9	1.2	1.4	1.5				
総固定資本形成	-1.5	-1.0	-0.5	0.0	1.0	1.2	1.4	1.4	-0.7	1.6	-1.3	0.6
	-1.4	-1.5	-1.4	-0.7	-0.1	0.4	0.9	1.3				
在庫投資 (寄与度)	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.3	0.0
政府支出	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5				
純輸出 (寄与度)	0.4	0.5	0.8	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	0.8	1.1	0.3	0.2
輸出	3.5	4.1	5.1	6.1	6.1	6.6	7.0	7.4				
	3.1	2.9	2.8	4.7	5.4	6.0	6.5	6.8	11.1	6.3	3.4	6.1
輸入	2.8	3.2	3.6	4.1	4.5	4.9	5.3	5.7				
	0.7	1.0	1.2	3.4	3.9	4.3	4.7	5.1	9.4	4.0	1.6	4.5
消費者物価(前年比)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	1.6	2.7	2.5	2.7
失業率	10.8	11.1	11.3	11.4	11.4	11.3	11.3	11.2	10.1	10.2	11.2	11.3
政策金利 (1ヵ月金利; 期末値)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
10年債利回り (平均値)	3.65	3.75	3.85	3.95	4.05	4.15	4.25	4.35	3.79	4.31	3.80	4.31

(注) 各項目の上段は前期比年率、下段は前年比、いずれも%

図表 86 . 欧州経済：需要項目別の動き



図表 87 . アジア経済予測総括表

	2012年				2013年				2010年	2011年	2012年	2013年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
アジア9ヶ国 (前年比、%)	6.3	6.4	6.7	7.0	7.2	7.3	7.4	7.5	9.4	7.2	6.6	7.4
中国	8.1	7.8	8.1	8.2	8.4	8.5	8.6	8.7	10.4	9.3	8.1	8.6
輸入数量	-5.3	-2.8	-0.3	2.2	4.7	7.2	9.7	12.2	24.7	-11.1	-1.6	8.4
財政収支	31.5	31.5	32.0	32.0	32.5	32.5	33.0	33.0	18.4	23.5	31.8	32.8
除(中国(NIEs + ASEAN4))	3.7	4.2	4.7	5.1	5.5	5.6	5.6	5.7	7.8	4.2	4.4	5.6
韓国	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0	6.4	3.6	3.8	5.0
失業率(中国、%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1	4.1	4.1
(韓国、%)	3.4	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	3.7	3.4	3.3	3.0
政策金利(中国:貸出基準金利、%)	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56	5.81	6.56	6.56	6.56
(韓国:コール誘導水準、%)	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	2.50	3.25	3.25	3.25
人民元/ドル相場	6.31	6.26	6.21	6.16	6.12	6.08	6.04	6.00	6.77	6.46	6.23	6.06
円/人民元相場	12.5	12.9	13.1	13.3	13.5	13.6	13.8	13.9	13.0	12.3	13.0	13.7

(注)政策金利は期末値。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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。当社までご連絡下さい。