

原油価格の上昇と世界経済

～ 2011年の世界経済見通し～

< 要 旨 >

2011年の世界経済は、新興国の高成長が続き、アメリカやヨーロッパでも景気回復が鮮明になるため、成長率の高い局面が続く見込みである。

世界経済の成長リスクは原油価格の上昇である。中東情勢の混乱を背景に原油相場が急騰している。原油相場が1バレル＝10ドル上昇する場合、世界経済の成長率は0.5%低下する。足元の原油相場は110ドル程度で推移しているが、中東情勢が悪化しない場合、先進国の原油需要の低迷により、原油相場は先行き反落する可能性が高いであろう。メイン・シナリオの原油相場は年平均90ドルであり、世界経済は5%成長が見込まれる。原油相場の高値が定着するケースでは成長率は4%程度に低下するものの、不況ラインである3%を十分に上回る公算が大きい。もっとも、中東情勢が一段と混迷し原油相場の上昇が続く場合には、景気後退リスクが高まることになる。

メイン・シナリオによると、アメリカでは高所得層の消費が拡大し、高い失業率と個人消費の拡大が並存する。ヨーロッパは財政危機の深刻化が懸念され、グローバルな景気回復の連鎖が最も弱い地域である。それでも、ドイツを中心に全体的な景況感は改善が続く。中国はインフレへの対応が課題となる中、昨年までの急成長は一服するものの、依然として高成長局面にあることにかわりない。

ただし、時代を取り巻く不透明感は非常に強い。中東情勢の混迷、東日本大震災での未曾有の被害と原発事故、欧米の金融政策の出口戦略、膨張する各国の財政赤字とドル機軸体制の行方、新しい金融のあり方など、先行きを見通しづらい要因が山積し、手放しに楽観できる状況ではない。アメリカと中国を中心に自律的、循環的な回復メカニズムが続くため、マクロ経済環境は比較的良好であるが、新興国市場をめぐる各国企業の熾烈な競争により、業界地図が大きく塗り替えられる動きが続くことになる。

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)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

1. 原油価格の上昇と世界経済

(1) 世界経済の現状

回復トレンドが鮮明に

世界経済は 2011 年に入っても順調な回復が続いている。アメリカの回復傾向が鮮明になったこと、ヨーロッパも財政危機を抱えながら踏みとどまっていること、新興国の経済成長が持続しているためである。

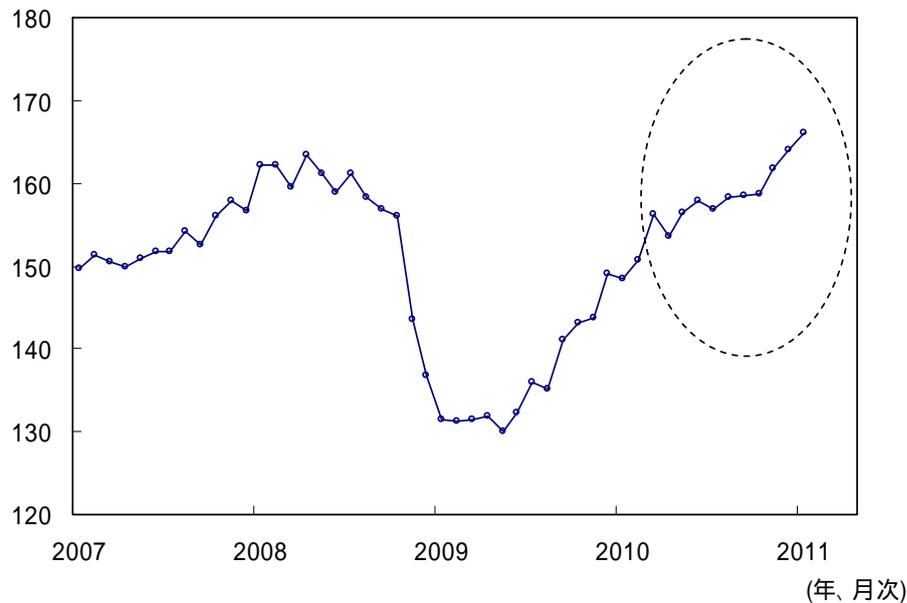
グローバル経済の状況を最も良く示すのが世界貿易の動きである(図表1)。昨年は夏から秋にかけてデジタル関連財を中心に在庫調整が広がり、世界貿易に足踏みがみられた。この時期には、製造業がけん引役だったアメリカ景気に減速感が広がり二番底懸念が強まった。しかし、昨年 11 月に世界貿易は再び増加し、12 月には金融危機前のピークを上回った。各国・地域ごとにみると、日本、韓国、台湾の鉱工業生産は 11 月から調整局面を脱した。アメリカの ISM 指数やヨーロッパのドイツ IFO (イフォー) 景況指数も再び加速し、グローバル化を契機とする製造業主導の回復トレンドが一段と鮮明になっている。

世界経済が再加速に転じた時期は、アメリカで追加の金融緩和政策(QE2)が開始されたタイミングであったため、QE2を起点とした景気回復と受け止める向きも多い。

アメリカではその後、ブッシュ減税延長や給与税(社会保険料)引き下げを柱とする景気対策が発表された。クリスマス商戦が例年になく好調だったこともあり、グローバル景気に対する企業や市場のセンチメントは急速に改善した。

図表1. 世界貿易の動き

(2000年平均 = 100)



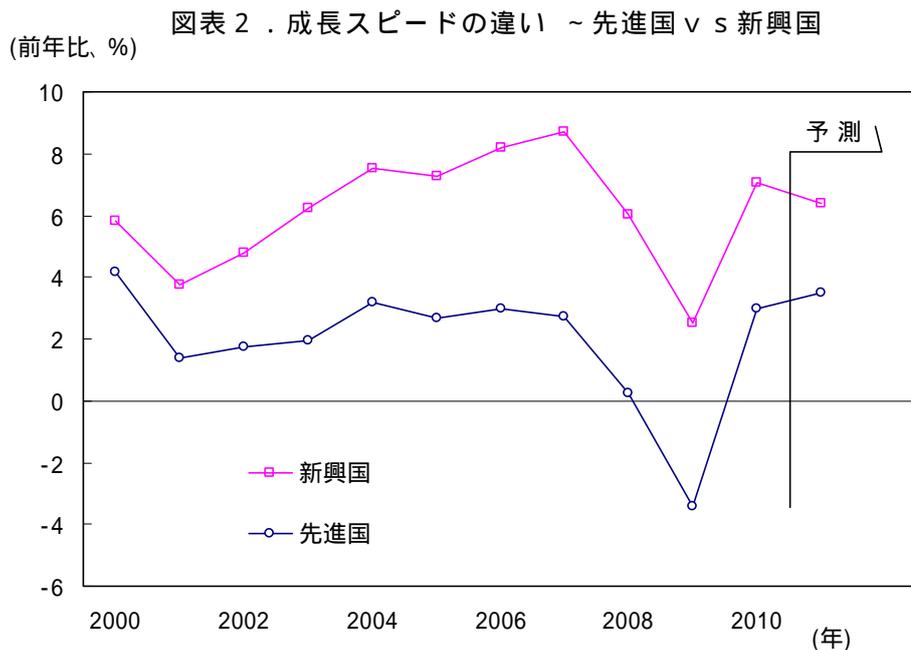
(注) 世界の輸出、輸入の総量を、2000年を基準に指数化した値で、各国の政策当局や主要メディアから注目されている統計データ
(出所) オランダ経済政策分析局

二速経済¹の特徴

各国・地域の回復テンポに注目すると、アメリカやヨーロッパが平均すると2~3%程度の成長スピードにとどまるのに対し、中国、インド、ブラジル、ASEANなど新興国では、もともと潜在成長率が高いが、それをはるかに上回る驚異的な経済成長が続いている。こうした回復テンポの格差は、金融危機後のグローバル経済の回復局面の大きな特徴であり、「二速経済」と呼ばれ注目されている。

「二速経済」と呼ばれる先進国と新興国の成長率格差は、21世紀に入って顕著に見られ始めた傾向であり、金融危機前には先進国、新興国のデカップリング期待が高まっていた(図表2)。もともとみられたこのような特徴が、景気が立ち直る局面で、より鮮明に感じられるようになった。「二速経済」は、新興国が世界景気のリcoveryをけん引する前向きな効果だけにとどまらず、成長率格差がマネーフローや資源価格に影響を及ぼすなどの副作用をみせ始めており、世界経済が直面する課題ともいえる。

2011年も「二速経済」の構図そのものに変化はないものの、金融引締めを契機に新興国の経済成長が巡航ペースに鈍化するため、「二速経済」は多少改善されるであろう(図表2)。



(注) 2011年は当社の予測による
(出所) IMF

¹ この言葉は、昨年11月に開催されたG20サミットにあたり、ガイトナー米財務長官がスワン豪財務相、シャンムガラトナム・シンガポール財務相と共同で米WSJ紙に寄稿した中で用いたのが最初である。ガイトナー長官らは、世界経済の現状を「two-track recovery」と表現し、克服のための4条件を提示した。この間、G20声明文の景気判断は、「uneven(一様でない)」との表現が用いられているほか、日本銀行の白川総裁は、「Two-speed Recovery」(異なる速度での景気回復)と表現している。また、Two-way speedの表現も一般によく用いられる。T.Geithner, T.Shanmugaratnam and W.Swan: "A Four-Point Plan for the G-20"。なお、ガイトナー長官らが示した4つの条件は、先進国がイノベーション、労働者の技能強化、規制緩和に取り組むこと、各国が成長パターンを均衡化させること、新興国が為替レートに経済成長を反映させること、市場開放を推進することである。

(2) 2011 年の世界経済の姿

2011 年の世界経済は、金融危機の負の遺産を抱え紆余曲折が予想されるが、それでも回復の動きが続いていく。

各国、地域ごとに論点を整理すると、まずアメリカでは、企業収益の回復が雇用者所得の回復に結びつき、個人消費の回復を下支えしている。また、金融市場が安定しているため、株価が上昇する局面で資産効果はたらし消費が加速する傾向がみられる。株高の背景には F R B の金融緩和が継続されるとの安心感があり、今年後半に予想される出口戦略は、株価の下落を通じて景気に悪影響を及ぼす懸念がある。一方、原油価格の上昇は個人消費の抑制要因となる。住宅市場の低迷が続く、雇用の改善もゆっくりしたペースにとどまるなど、短期的には今一つ力強さに欠ける動きが続く。

ヨーロッパは、グローバルな景気回復の連鎖が最も弱い地域である。それでも新興国向け輸出を起点にドイツの製造業主導の回復は目覚ましい。財政危機からの脱却には、財政再建に道筋をつける必要があり、問題解決には時間を要する。このため、財政危機は金融市場の混乱要因になるリスクがあろう。ただし、ヨーロッパ全体では景気回復が続いており、影響は危機の当事国と金融市場内部の局所的な混乱にとどまる。

中国・アジアはインフレへの対処が課題となる。政策対応が後手に回りインフレが高止まりすると経済成長のブレーキを踏む必要が生じる。しかし、先進国へのキャッチアップ過程の途上にある各国は、成長余地が相当大きいのもたしかである。金融引締めも、過熱気味の経済成長を巡航速度に落ち着かせるため必要な政策対応である。物価安定を実現した国ほど、息の長い持続的な経済成長が見込まれる。マクロ政策の巧拙が、各国の経済パフォーマンスを分けることになる。この点で、I M F やアジア開発銀行から相次ぎ政策勧告を受けたベトナムはリスクが高い。同様に財政と経常収支の双子の赤字を抱えるインドも、グローバル経済が不安定になる局面では、資本流出により経済成長が阻害されやすい。対照的に中国は貯蓄率が高く経済成長が安定的である。

アメリカの個人消費と中国の社会インフラ投資という世界経済の 2 大エンジンが良好な状態にあるため、グローバルな景気回復の連鎖が一段と進む見通しである。もっとも、最近の地政学リスクの高まりにみられるとおり、金融危機後の世界経済は構造変化の途上にあるため、手放しに楽観できる状況ではない。紆余曲折をたどりながら、2011 年もグローバル経済は、比較的良好的なパフォーマンスを維持する見通しである（以上図表 3）²。

² 昨年の世界経済見通しは、アメリカの個人消費の回復が持続的なため世界経済の拡大が続くとし、当時の悲観的な見方と比べやや強気であった。今年については、比較的強気な見方が支配的になっているのと比べ、やや慎重な見方を提示している。

図表3 各国・地域の経済動向のポイント

〔アメリカ〕

企業収益が回復し、雇用者所得の増加が個人消費を下支え
成長ペースは資産効果の大きさを受けやすい
このためFRBの出口戦略が焦点に
一方原油価格の上昇が続けば景気の下ぶれリスクが高まる
住宅市場の低迷が続くため本格回復には遠い

〔ヨーロッパ〕

グローバルな景気回復の連鎖が最も弱い
ただし、ドイツは製造業を中心に力強い回復が続く
財政危機～ ドイツを中心に危機対応が進展
ただし、なお金融市場の不安定要因になるおそれ
もっとも实体经济への影響は限定的にとどまる

〔中国・アジア〕

金融引締めにより成長ペースは落ち着いていく
景気過熱を回避し、長期的な安定成長局面に向かう
ただし、政策対応が後手に回れば成長のブレーキを踏むリスクも
マクロ政策の巧拙が、各国の好不調の分れ目に
安定しているのは中国、一方、インドやベトナムへの懸念は強い

〔中東・北アフリカ / 原油相場〕

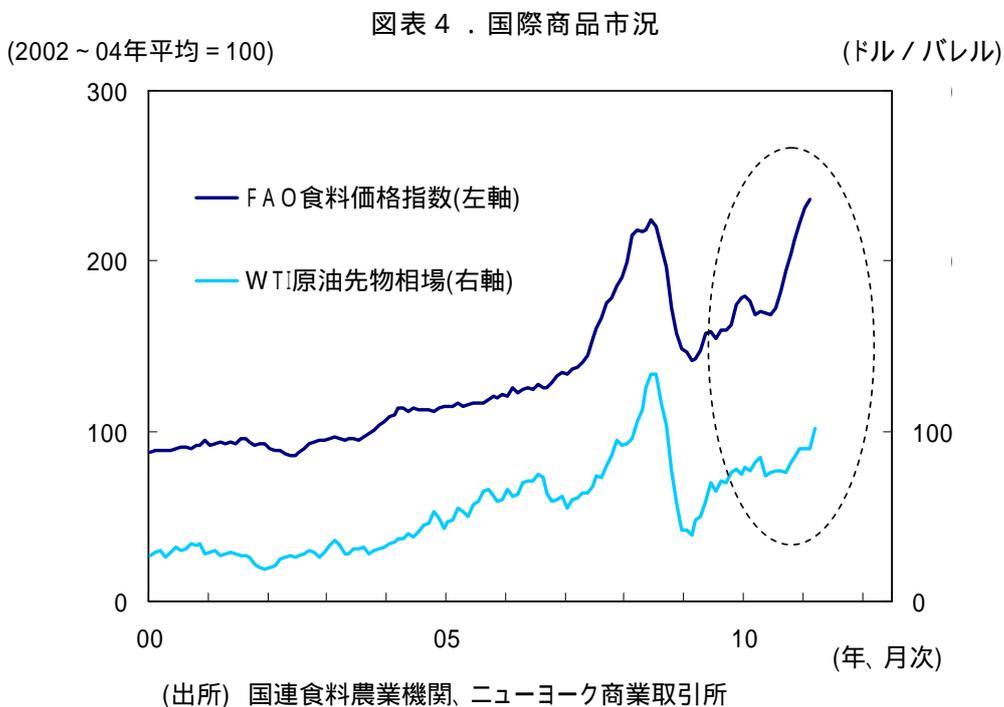
政治的な混乱は少なくとも今年いっぱい続く
原油価格への波及が最大の懸念材料
新興国の原油需要は好調だが、米欧の需要低迷が原油相場の上昇を抑制
米欧の金融政策の出口戦略は、商品相場が調整するきっかけに
ただし供給懸念による相場上昇は、世界経済への影響が大きい

(3) リスク・シナリオ～原油価格の上昇

原油価格の上昇

国連農業食糧農業機関(FAO)が発表する食料価格指数(2002～04年平均=100)は、今年に入り2ヶ月連続で過去最高を更新した。主要産地の天候不順をきっかけに昨年7月から8ヶ月連続で上昇し、この間の上昇率は40%を越えた(図表4)。

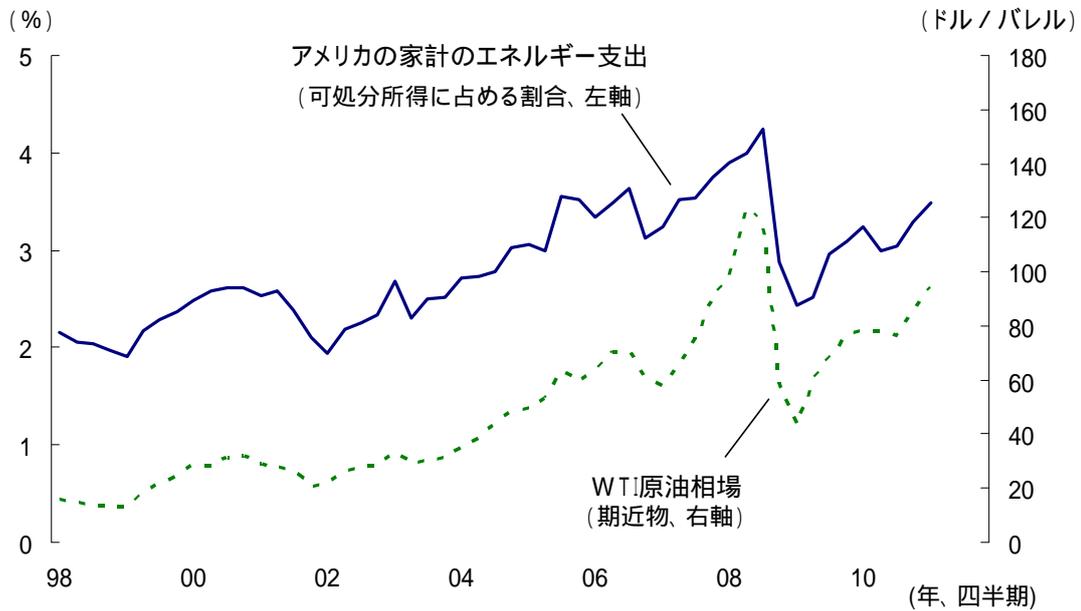
食料品(小麦、とうもろこしなど)以外にも、エネルギー(原油、天然ガスなど)、金属(金、銀、銅など)など幅広い商品相場の上昇が目立つ。相対的に緩やかな上昇にとどまっていた原油も、中東情勢の混迷をきっかけに100ドルを超える水準に急騰した(図表4)。原油価格の上昇にともなう世界経済への影響を整理する。



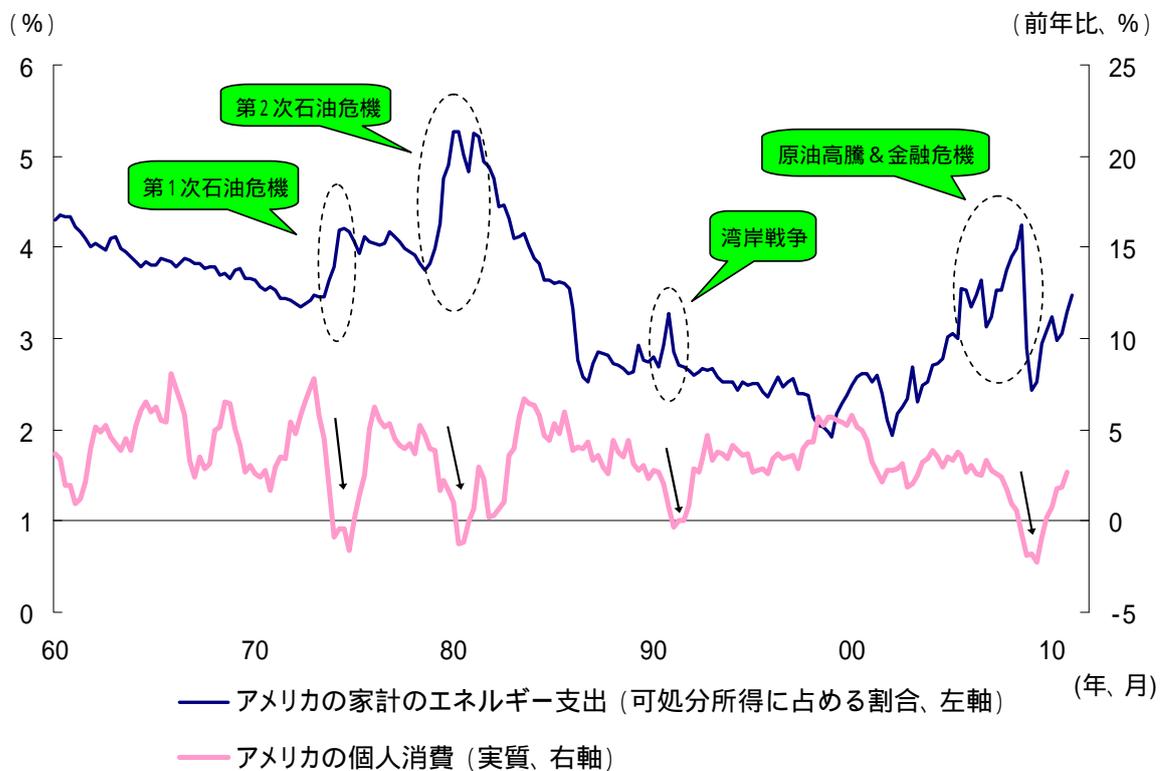
原油価格の上昇は、各国の個人消費や企業収益の抑制要因となるが、とりわけ重要なのは、アメリカの個人消費への影響である。なぜなら、ガソリン消費量が多く消費を下押しする効果が大きいことに加えて、アメリカの個人消費が落ち込むと、日本やアジアなど各国のアメリカ向け輸出に連鎖的に波及し、世界経済へのマイナス効果が大きくなるからである。戦後アメリカの個人消費が減少した4回の局面をみると、いずれも原油価格の上昇が契機となり、またいずれの局面も世界的な不況につながった(次頁図表5)。

原油高騰が世界的な不況に結びつくとの経験則は、欧米の専門家や主要メディアが強調する論点である。少し悲観的な印象もあるが、中東情勢の混迷が長期化しているため、こうした見方が無視できず、グローバルな景気の先行きに警戒感が広がり始めている。

図表5 . アメリカ～エネルギー支出の増加が個人消費を下押し



(出所) 米商務省、ニューヨーク商業取引所



(出所) 米商務省

今回の原油価格上昇の特徴

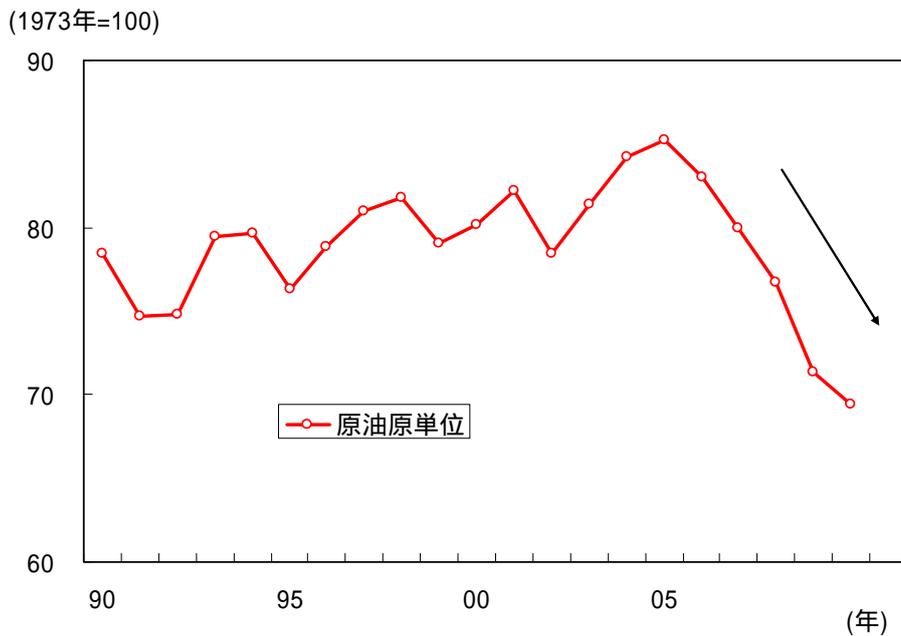
今回の原油価格の上昇を、グローバルな経済状況を踏まえて整理すると、過去の石油危機とは異なる特徴がある。

第一に、金融危機前に原油価格が上昇したため、先進国を中心に一段の省エネ努力が継続され、特に過剰消費が目立っていたアメリカの原油消費量の減少が顕著になっている。実質GDP 1単位を生み出すため、どの程度の原油を用いたかを表す「原油原単位」をみると、2005年を境に低下傾向が続いている（図表6）。

2005年に、アメリカの石油精製施設が集中するメキシコ湾岸にハリケーン(カトリーナ)が上陸し、原油価格が42ドルから当時の過去最高値であった70ドルまで7割近くも急騰し、政府が原油備蓄を放出するなど混乱が広がった。翌年夏には、イスラエルとヒズボラの戦争をきっかけに78ドルと再び最高値を更新した。新興国の成長トレンドが鮮明になる中、原油がもはや安価ではなくなったことが誰の目にも明らかになり始めた時期であった。

2008年に147ドルの過去最高値を更新した時期は、消費者のガソリン節約や企業の物流コスト削減など、エネルギー消費を減らす努力がアメリカのメディア報道で繰り返し話題になった。近年のこのような省エネ努力の積み重ねによって、足元では、景気回復が始まってすでに1年半が経過した現在も、ガソリン消費量の抑制は続き、原油在庫は高止まりしている。石油に無防備であった一昔前のアメリカと状況が大きく変化しており、近年の省エネ努力がはたらいっている分、経済への影響がかつてとくらべ緩和される可能性がある。

図表6 . アメリカの原油原単位



(注) 原油原単位 = 原油輸入量 ÷ 実質GDP
 (出所) 米商務省

第二に、過去の石油危機は景気の成熟段階で発生した。景気の成熟段階では、消費者は耐久財を中心に消費活動を十分に行い個人消費が飽和状態に近づき、様々なローンを負った状態にあるため、消費を一段と拡大する余地が乏しい。企業は設備投資をすでに拡大し在庫も十分積み増しているような局面である。

対照的に、今回は景気回復の初期の局面にあり、個人の過剰消費や企業の過剰投資傾向がみられない。特に、金融危機をきっかけに、企業や消費者は急激な債務調整を行った結果、先進国では消費者や企業が過剰な債務や設備、在庫、雇用を抱えている国は、ヨーロッパの財政危機国を除くと見当たらない。このような局面では、原油価格が上昇しても、消費者や企業はコスト上昇分だけ支出を抑制して、必要以上に消費や設備投資を絞り込むような対応は回避する公算が大きい。

第三に、過去の石油危機でも、アメリカのエネルギー支出は3%増加したにすぎなかったが、景気への影響が大きくなったのは、消費者や企業の心理やマインドが悪化し、必要以上に支出を抑制した結果であり、儉約のパラドックスに陥ったためであった。今回も、原油価格の上昇が、企業や消費者のマインドの悪化をともなう場合には、不況に至る可能性が高まる。しかし、足元の情勢をみると、とりわけ企業部門では、新興国市場を舞台にグローバル競争が激化する中、市場シェア獲得に向け、設備や人員の拡大意欲が高い状況にあるため、儉約のパラドックスが起きにくい雰囲気広がっている。

原油価格のメイン・シナリオを90ドルに想定する根拠

商品相場の上昇は、世界景気回復に伴う実需要因に加えて、投機的な資金流入や天候要因・地政学リスクといった供給要因によるものと考えられる。こうした要因は、投機的な資金流入の規制強化や天候不順の解消にともない、いずれ徐々に剥落するとみられ、相場の上昇余地は大きくないとの指摘も多い。新興国を中心に金融引締めが行われ経済成長が鈍化すれば、実需にもとづく価格上昇も抑制される。新たな紛争・暴動、天候不順といった突発要因が生じない限り、世界的なインフレ圧力は次第に沈静化するであろう。原油価格については、予測期間中は概ね高値圏で推移すると思われるが、2008年8月に記録した最高値まで上昇する可能性は低い。

当社の見通しはこのような見方に基づき、2011年の原油(WTI期近物)相場の平均を90ドル(相場レンジは65ドル~120ドル)と予測している³。こうしたシナリオでは、原油価格の上昇は一時的にとどまり早晩ピークアウトするため、世界経済への影響はほとんどあられないであろう。

³ アメリカCNNが、欧米の商品ストラテジスト23人を対象に3月に行ったアンケート調査によると、2011年年末時点の原油相場の予測の平均値は95ドルであった。つまり、現時点の水準より下落するとの予測が支配的となっている。この間、原油市場に詳しい専門家ほど、アメリカの原油消費の衰退を根拠に、下落予想が多い。

もちろん、最近の情勢は、リスク・シナリオの確率が日ごと増している。突発的な供給ショックが、どのようなタイミングで発生するか予測不可能なため、あえて考慮しないという事情もある。しかし、不透明感が強く先行き予測も困難な状況では、ベースラインとして穏やかな予測を提示することにより、それを出発点に、相場の上昇ペースと世界経済への影響をケース別に分けてみるができる。以下で具体的に整理する。

原油価格の上昇による世界経済への影響

原油価格が想定を上回るケースでは、具体的にどの程度の影響が予想されるだろうか。

原油価格の上昇は、原油の輸入国から輸出国への所得移転をもたらす。輸入国が以前と同じ量の原油を購入するため支出を増やした分が、原油輸出国の収入の増加につながる。輸入国はこの所得移転の金額だけ支出が減少し景気が悪化することになる。

そこで、まず、世界各国の原油の支払い額を計算した。次に、アメリカや中国などは、原油の輸入国であると同時に生産国でもあるため、支払額から受け取り額を差し引き、ネットの支払額を計算した。こうした支払額は、相場変動により年ごとに大きく変動するほか、金融危機による需要の急激な落ち込みもあったことを考慮し、2005年からデータのとれる2009年までの5年間の平均値に焦点をあてた。

そのうえで、原油相場が10ドル上昇する場合、こうしたネットの支払額がどれだけ増加するかを計算し、その大きさがGDPの何パーセントに相当するかを見た。この大きさが、具体的なGDPの下押し幅の目安ととらえることができる(次頁図表7)。

図表7によると、アメリカやヨーロッパの先進国では、原油価格が10ドル上昇すると成長率が0.5%下押しされる。この大きさは、中国などアジア新興国ではより大きくなる。世界経済のエンジン役であるアメリカやアジアで成長率の下押し幅が大きいことは、今年の世界経済の最大のリスクが、原油価格の上昇であることを示している。

世界経済全体でみると、受け取りの増加分と支払いの増加分は相殺されるため、プラス・マイナスは本来はゼロとなるはずである。具体的には、原油の輸入国で受け取りが急増し、その分を支出に回せば世界経済の落ち込みを埋め合わせできる。しかし、中東産油国では、原油価格の上昇局面では貯蓄率が上昇し、一時的な受取額の増加分がほとんど支出されない傾向がみられる。このため、所得移転により原油輸入国の景気が悪化し世界経済が落ち込む分を、原油輸出国の支出増加が埋め合わせすることは期待できない。

その結果、世界経済は、原油価格の上昇で輸入国が奪われる所得の分だけ悪化する。その金額の大きさは、原油価格10ドルあたり世界のGDP総額(62兆ドル)の約0.5%である。つまり、原油の年間平均価格が10ドル上がるごとに、世界経済の成長率は0.5%、20ドル上昇すれば1%低下することになる。価格が1バレル当たり90ドル平均時に世界経済の成長率が5%であれば、110ドル平均なら4%、130ドル平均なら3%ということだ。

図表 7 . 原油価格上昇の経済成長率への影響

	原油関連支出(億ドル)		同・GDP比(%)		原油10ドル上昇の影響	
	グロス	ネット	グロス	ネット	(億ドル)	(GDP比、%)
世界	51,456	-155	9.5	-0.0	1,022	0.2
先進国	24,703	9,271	6.3	2.4	2,019	0.5
米国	10,864	3,454	7.9	2.5	714	0.5
EU	7,617	5,201	4.7	3.2	997	0.6
日本	2,254	2,250	4.9	4.8	398	0.9
アジア	16,325	2,171	21.0	2.8	506	0.7
中国	9,325	936	26.3	2.6	239	0.7
インド	2,052	729	18.9	6.7	129	1.2
その他	4,948	506	16.1	1.7	138	0.5
中東・アフリカ	4,909	-7,480	19.0	-29.3	-1,087	-4.4

(注1) アメリカの金融政策シンポジウムであるMonetary Policy Forum 2009の提出論文 E. Harris, B. Kasman, D. Shapiro and K. West, "Oil and The Macroeconomy: Lessons for Monetary Policy"をレプリケートした。なおシカゴ大学が主催するこのシンポジウムは、当局、学会、民間トップが集まり年に1度開催され、議題と提出論文には高い注目が集まり政策論議の方向性を決める役割を担っている。

(注2) の「グロス」は、各国・地域の原油関連支出の総額を示す。一方、「ネット」はグロスの総額から原油関連生産の受取り分を差し引いた。の「ネット」、「グロス」はその対GDP比率。

(注3) 原油相場上昇の影響は、の「ネット」の金額が、原油相場が10ドル上昇する場合、追加の支払い金額の増加がGDPの何%に相当するのかをみている。

(注4) 世界全体で原油関連の受取りと支払いと同額になるはずだが、実際には在庫取り崩しや製品生成過程での加マージンが発生するため一致しない。

(注5) 原論文では2007年の値を計算しているが、ここでは原油の相場水準により年ごとのブレが大きいかを考慮して、2005年～直近2009年までの平均値を計算した。

(出所) B P統計、IMF

(4) メイン・シナリオとリスク・シナリオの関係の整理

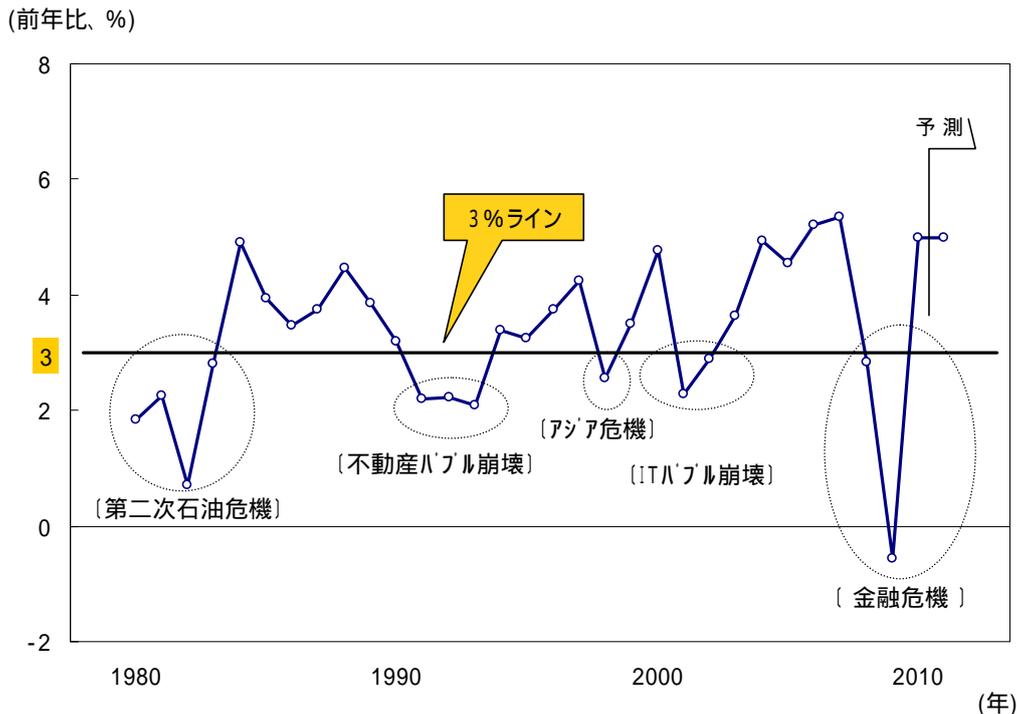
当社の世界経済見通しは、原油相場の年間平均値が 90 ドルの前提で、2011 年は 5% 成長と予測する。この水準は、アメリカの住宅バブルのピークと比べわずかに低い、それでも昨年並みの高成長が期待できることを示している（図表 8、次頁図表 9）。

ここで、メイン・シナリオとリスク・シナリオの関係を整理すると、5%を起点に、原油価格の年平均値が 20 ドル上昇するごとに、世界経済の成長率が 1% 低下するリスクが高まると考えられる（次頁図表 10）。ここで次の 2 点に注意が必要である。

第一に、世界経済は 3% を下回ると景気後退入りする。好不況の目安となる成長率が 3% 程度ということが経験的に知られている（図表 8）。当社の世界経済見通しに基づけば、原油相場の水準が 130 ドルを上回ると、原油価格の上昇が不況を招くリスクが高まることになる。ウォール・ストリート・ジャーナルが現地エコノミスト 53 人を対象に行ったアンケート調査によると、好不況の分かれ目となる原油相場の水準は平均 127 ドルであった。130 ドル程度が世界的な景気後退への分水嶺となる相場水準の目安と考えられる。

第二に、経済を予測するうえでは、原油相場は年間平均の相場水準（日々の原油価格の平均値）を前提に議論しており、日々の相場の上げ下げとは別に考える必要がある。一時的な急騰によって景気への影響が懸念されても、その後相場が下落すれば経済活動もすぐに正常に戻る。1 年間で平均してどの程度の相場水準にあるかが議論の対象になる。当社の予測で年平均 130 ドルを記録するさい、実際には 150 ドル程度までの一時的な上昇を見込んでおり、相場が高騰するリスクを十分に織り込んでいる。

図表 8 . 世界経済のメイン・シナリオ



(注) 2011年は当社の予測
(出所) IMF

図表9. メインシナリオ～世界経済総括表

(%)

	2009	2010	2011	2012	2010				2011				2012			
					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	-0.6	5.0	5.0	5.0	5.1	4.8	5.0	5.2	5.1	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
先進国	-3.4	3.0	3.2	3.3	2.7	3.1	3.4	2.9	3.1	3.0	3.1	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
米国	-2.6	2.8	3.0	3.2	3.2	1.7	2.6	2.8	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2	3.3
欧州	-4.0	1.7	1.8	2.0	1.6	4.0	1.4	1.1	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2
日本	-6.3	3.9	1.8	2.1	6.0	2.1	3.3	-1.1	2.4	1.8	2.4	2.0	2.2	1.8	2.0	1.9
アジア	7.0	9.3	8.3	7.7	10.5	9.5	8.7	8.9	8.6	8.4	8.2	8.0	7.9	7.7	7.6	7.5
中国	9.2	10.3	9.5	9.0	11.9	10.3	9.6	9.8	9.8	9.6	9.4	9.2	9.0	9.0	9.0	9.0
インド	7.0	8.6	8.0	6.6	8.6	8.9	8.9	9.2	9.2	8.4	7.6	6.8	6.7	6.6	6.6	6.5
ASEAN	1.7	6.7	5.5	5.0	8.1	7.4	5.5	5.6	4.9	5.4	5.7	6.1	6.0	5.2	4.6	4.2

(注) は前期比年率、その他は前年比の成長率
 シャド-部分は当社の予測値
 (出所) IMF、各国統計

図表10. リスク・シナリオ～原油価格と世界経済

WTI相場(ドル)		世界経済		原油相場の押し上げ要因
年平均相場	想定レンジ	成長率(%)	景気シナリオ	
90	65 ~ 120	5.0	メインシナリオ	リビア油田の生産障害
110	84 ~ 130	4.0	小幅下ぶれ	アルジェリア油田の生産障害
130	84 ~ 150	3.0	急減速シナリオ	湾岸産油国での生産障害
150	84 ~ 200	2.0	不況シナリオ	サウジアラビアの物流障害
170	84 ~ ?	1.0	金融危機の再来	サウジアラビアの生産障害

(出所) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング作成

2. 各国・地域の動向

(1) アメリカの個人消費は増加が続く

企業収益の回復

アメリカ経済について専門家の多くは、リーマン危機の当初は影響がかなり長期にわたって深刻化するのではないかと慎重な見方をしていた。しかし、実際には2009年後半から緩やかな景気回復局面が続いている。とりわけ、住宅バブル崩壊の影響が懸念された個人消費と企業収益の回復が鮮明になっている。

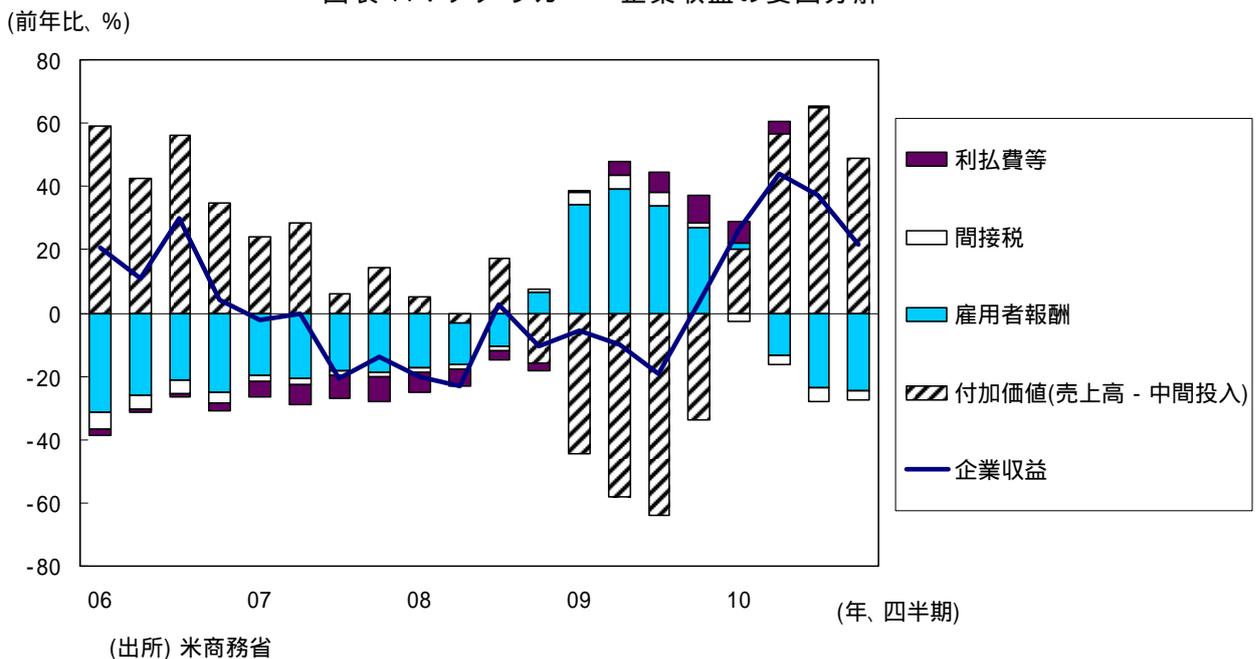
最初に、企業収益の変動要因を3つの時期に分けて特徴を整理する。まず2007～08年秋までの、住宅バブルが崩壊し景気後退入りした局面をみると、この時期は景気が後退し付加価値(=売上高-中間投入)が伸び悩んでいたうえ、雇用者報酬の増加がまだ続いていたことが、企業収益を圧迫する要因になっていた(図表11、グラフの中で雇用者報酬の増加は企業収益の減少要因となるためマイナスの領域に、逆に雇用者報酬の減少は企業収益が増加する要因となるためプラスの領域に示されている)。

次に2008年末～09年の時期になると、リーマン危機の影響によって付加価値が大幅に減少したため、雇用者報酬を削減し収益悪化に歯止めをかけようとする企業行動が続いた。

そして2010年に入ると、景気回復により付加価値が増加に転じたことが収益を押し上げる要因となり、雇用者報酬の増加をともないながら企業収益の回復が続いている。

アメリカの企業収益については、失業率が高いため雇用を犠牲にして収益回復を実現したとしばしば指摘されるが、そうした認識は誤解であるように思われる。実際には、企業収益の回復をうけて雇用者報酬も増加し、個人消費の持続的な拡大を支えている。アメリカの景気の足腰は、かなりしっかりした状態を保っている。

図表11. アメリカ～企業収益の要因分解

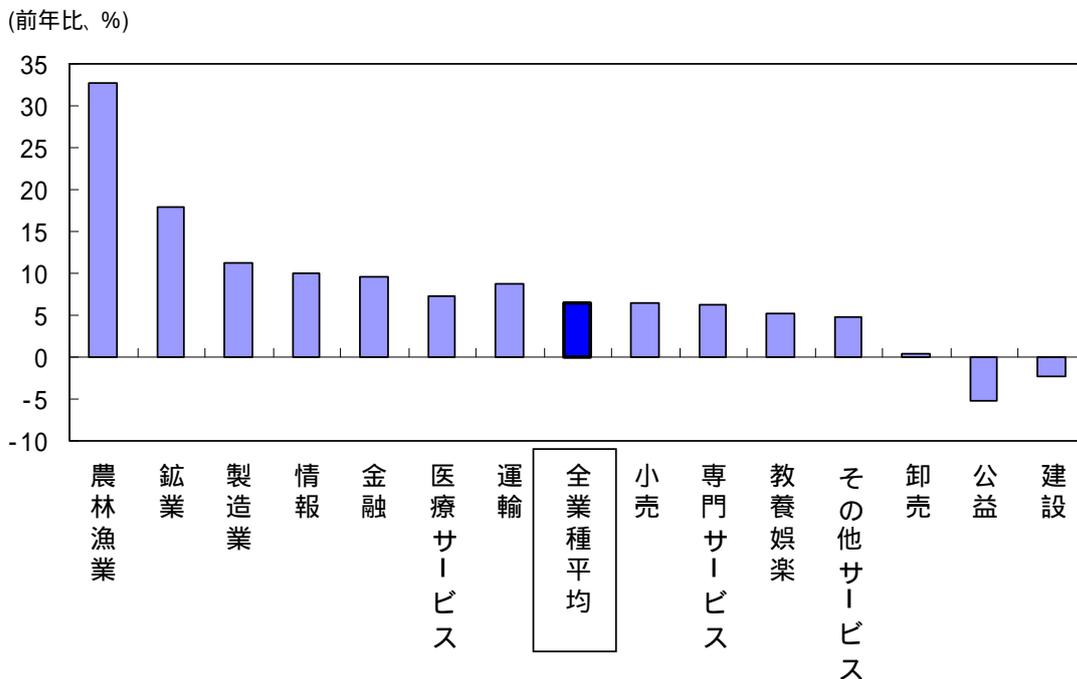


それでは、企業収益の回復にはどのような業種が寄与しているのだろうか。企業収益がボトムをつけた2009年第2四半期(4~6月期)から直近2010年第4四半期(10~12月期)までの企業収益の回復局面について、最初に伸び率に注目してみると、最も高い伸びを示したのは農林水産業と鉱業だった。資源価格上昇を追い風に、穀物や原油、金などの輸出が拡大したことが収益の押し上げ要因となった。あまり注目されることはないものの、アメリカは、ブラジルやカナダ、オーストラリアと並ぶ世界有数の資源大国である。

次に高い伸びを示しているのが製造業である。アメリカの主要輸出品目でもある化学(デュポン、ダウ・ケミカル)と医薬品(ファイザー、メルク)に加え、自動車(ビッグスリー)、パソコン(デル、HPなど)、半導体(インテルなど)など基幹産業、さらに機械(GE、キャタピラー)や食料品(コカ・コーラなど)などのアメリカを代表する企業を有する業種が、地理的に近いブラジルや第3の輸出先に成長した中国(1、2位はカナダとメキシコ)などの国々で、日本やドイツなどの競合企業を上回る市場シェアを獲得したことがアメリカ製造業の収益拡大に結びついた。

対照的に、電力などの公益セクターや住宅不況がいまだに続いている建設では、収益の減少に依然として歯止めがかかっていない(以上図表12)。

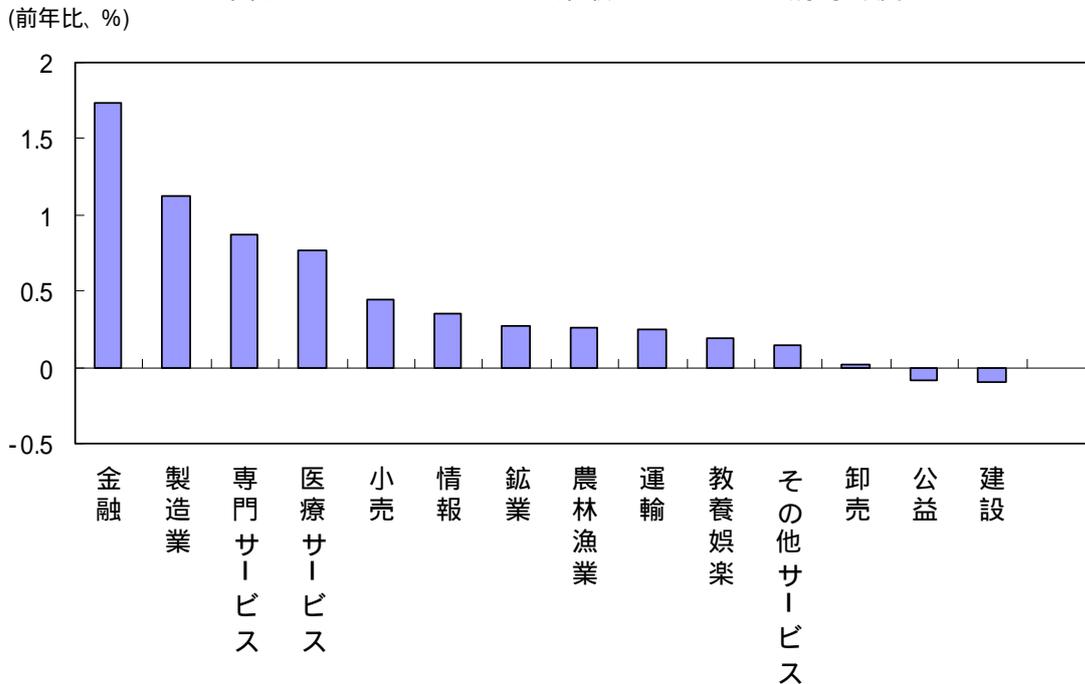
図表12. アメリカ ~ 企業収益のセクター別増減率



(注) 企業収益のボトムである2009年4~6月期と直近2010年10~12月期の比較
(出所) 米商務省

収益回復ペースの早い業種の中で、農林水産業と鉱業は全体に占めるウエイトが小さい。そこで次に、各業種が企業収益全体をどの程度押し上げたかをみる「寄与度」に注目すると、金融セクターの収益全体への寄与が顕著となっており金融危機からの回復が際立つ。また、製造業も全体の収益回復に寄与しているほか、専門サービスや医療サービスの寄与も大きい。これらのサービス業は、世界的なコンサルティング会社などを除くと一般にはあまり馴染みがないものの、他の業種と比べて付加価値や雇用のウエイトが高く、サービス産業が発達している現代アメリカ経済を象徴する業種でもある。中心的な役割を占めているこうしたサービス業の収益が回復したことも、企業収益全体が立ち直る要因になった（以上図表13）。

図表13. アメリカ ~ 企業収益のセクター別寄与度



(注) 企業収益のボトムである2009年4～6月期と直近2010年10～12月期の比較
(出所) 米商務省

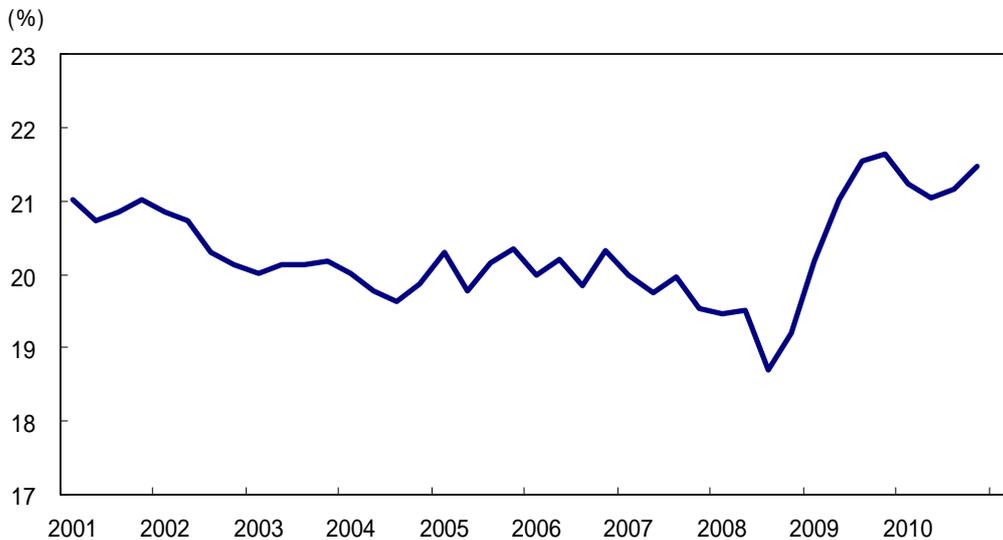
業種別にみた収益回復パターンで金融の寄与度が大きいことは、金融経済への偏重が批判された金融危機の教訓とは相容れない面もあり、財政再建や大統領選挙などの流れの中で、幹部の報酬制限や銀行税など追加的な負担が課される可能性も考えられよう（次頁図表14）。

もっとも、実際には金融危機の教訓を生かす試みがこれまで続いている。まず、銀行当局によるストレステストにより、金融機関の自己資本の拡充が義務付けられた。このため、BIS規制の強化にもいち早い対応が進んでいる。また、自己売買を原則的に禁止するボルカー・ルールを盛り込んだ金融規制改革法（ドッド・フランク法）の成立により、大手

各行は自己売買部門を本体から切り離す対応を進めている。切り離された事業領域は、幹部職員を中心に新たにプライベート・エクイティやヘッジ・ファンドとして独立し、高リスク部門と銀行本体との区別が明確になった。

さらに、住宅ローンでも、かえって借りにくくなるとの批判を招きながらも、頭金の比率に最低基準を導入したほか、金融リテラシーの低い消費者を保護するために新たな監督官庁を設立した。こうした金融規制の強化は、銀行の収益力を低下させる効果を持っている。それでもなお金融セクターの収益力が高いことは、グローバル競争が拡大する中でアメリカが金融部門に比較優位を失っていないことを示唆している。

図表 14 . アメリカ ~ 企業収益に占める金融セクターの比率



(出所) 米商務省

雇用回復の遅れ

a . 雇用と所得のかい離 ~ 業種別にみた雇用動向

企業収益の回復は雇用の回復にどのように結びついているのだろうか。

まず、製造業の収益回復は、グローバル競争に直面しているため雇用の増加に結びつかず資本装備率を改善させる（つまり労働者一人当たりの資本ストックを増加させる）ために設備投資の増加を促す。このため、収益が回復すると生産性が上昇し、製造業に従事する労働者の賃金が高まるものの、雇用そのものは長期にわたり減少トレンドが続いている。

一方、専門サービスや医療サービスなどのサービス業は、業容拡大が人員の拡大をともなう労働集約的な性格であり、企業収益の回復は雇用の増加に直結しやすい。このため、アメリカの雇用回復はこれらのサービス業が牽引する傾向が鮮明にみられる（次頁図表 15）。

本節の冒頭では、企業収益の回復が雇用者の所得の拡大に結びついていることをみた。一方、雇用の回復テンポについては、業種ごとに濃淡がみられる。

これは、マクロ経済全体でみた所得動向と、個別業種ごとにみた所得の動きがかい離していることを示すものではない。雇用に加え、平均時給や労働時間も加味した「総所得」（時給×労働時間×雇用者数）に注目すると、全業種で「総所得」が増加しているためである。つまり、もともと職についている人は、企業収益の回復にともない時給や労働時間が増加した結果「総所得」も増加しているものの、企業収益の回復が必ずしも新規雇用に結びつかない業種が多いため、サービス業を除くと雇用の増加は限定的にとどまっている。

この傾向は、アメリカ経済の適正な雇用水準が低下した可能性を示唆している。この結果、継続的に雇用を確保できる労働者の所得が増加する反面、景気が回復しているにもかかわらず、長期にわたり就職口がみつからず、失業が常態化する労働者との間で、所得の二極化傾向が一段と鮮明になっている。

図表 15 . アメリカ ~ 業種別の雇用の増減

	減少数 (2009/1～10/2)	増加数 (2010/2～11/2)
非農業部門雇用者数	-875	127
鉱業	-7	7
建設	-194	-2
製造業	-227	19
卸売	-59	6
小売	-119	9
運輸・倉庫	-41	10
公益	0	0
情報	-29	-5
金融・不動産	-56	-5
専門サービス	-150	44
教育・医療	80	43
教養・娯楽	-61	16
その他サービス	-20	12
政府部門	9	-26

単位:万人
出所:米労働省

b . オークン法則 ~ 過去の経験則とのかい離

アメリカの雇用動向をみるさいには、「オークン法則」が目安になる。これは、「アメリカ経済の景気の変動と雇用の増減について、「経済が2%成長すれば失業率が1%改善する」

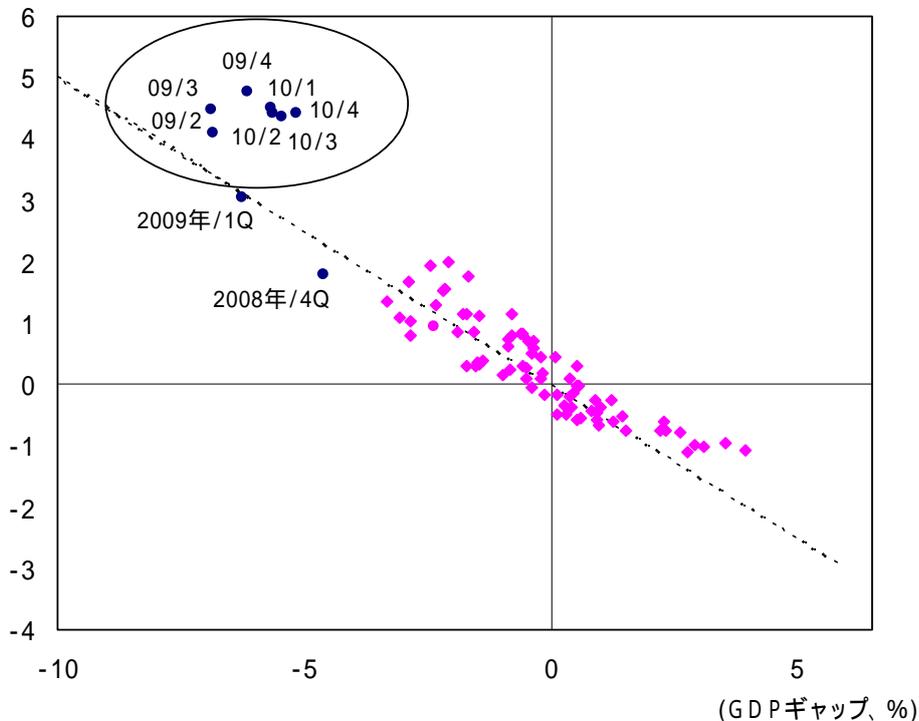
関係を示したものである（図表 16）⁴。

オークン法則が示す関係は単純だが、過去の様々な景気の局面で成立し、長期にわたり経済成長と失業率の安定的な関係を示してきた。しかし、リーマン危機後の雇用の落ち込みは、2対1の関係を示す図表 16 の 45 度線から大きくかい離している。つまり、経済が落ち込んだ以上に雇用調整が進んだことを示している。過去の常識で説明がつかないほど、金融危機による雇用の落ち込みが深刻であったことが読み取れる。

また、落ち込みが大きかったにもかかわらず、回復局面ではリバウンドが働かず、雇用は 2：1 の関係よりもゆっくりとしたペースでの回復にとどまっている。

図表 16 . アメリカ ~ オークン法則

(均衡失業率からの乖離、%)



(出所) 米商務省、労働省、議会予算局

参考までに、アメリカの雇用統計をみるさいの目安は、人口 3 億人のうち、労働力人口が 1.4 億人にのぼることである。このため、雇用が 140 万人増加すると失業率は 1% 改善する。毎月の雇用統計では、雇用が 14 万人増加すれば失業率は 0.1% 低下する（もちろん目安をつかむための簡便法である。専門家が知る厳密な定義は、ここではあえてふれない）。

直近 3 月の 22 万人はそれより多いペースであり、1 月の 7 万人は（大雪の影響によるも

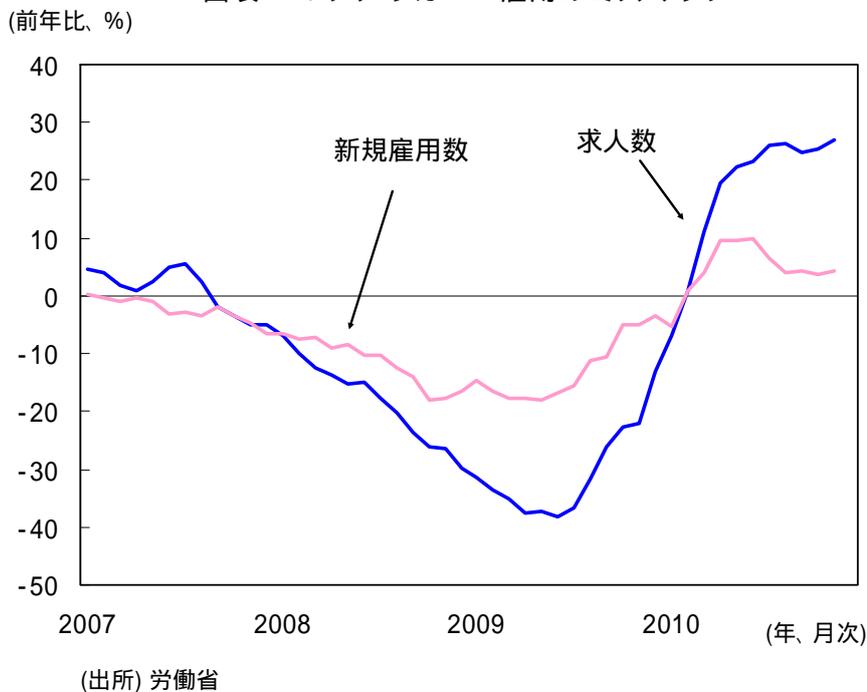
⁴ オークンは 3 対 1 の関係を見出し 1962 年に論文を発表したが、アメリカ経済の構造変化を背景に現在では 2 対 1 の関係として捉え直され、標準的な教科書は以下のように記述している。“As originally formulated by Okun(1962), the “law” stated that a shortfall in GDP of 3% relative to normal growth produces a 1 percentage point rise in the unemployment rate; a more accurate description of the current relationship is 2 to 1. (D. Romer “Advanced Macroeconomics,” p.150)”

のであったが) やや少ないペースであった。当然、景気の回復ペースが加速すると、雇用の増加ペースも速まり、景気の勢いが鈍化すると、雇用の増加ペースは今以上にゆっくりしたものになる。いずれにせよ、雇用が減少する局面はすでに終了しており、今年は雇用の増加ペースが焦点となる。

c . 雇用のミスマッチ

過去の経験則と比べて雇用調整が大きくなり、その後の雇用回復ペースも緩やかなものにとどまっている要因として、雇用のミスマッチが指摘されるようになった。労働省の公式統計によると、企業が募集した人員数と、実際の新規雇用数の動きに大きなかい離がみられるからである(図表 17)。

図表 17 . アメリカ ~ 雇用のミスマッチ

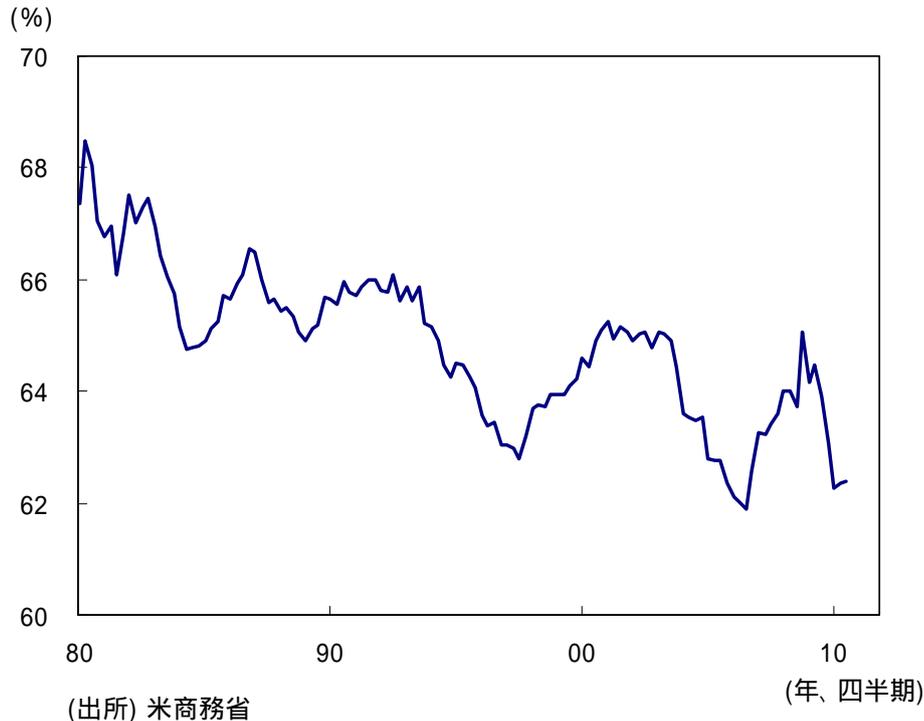


雇用のミスマッチは、グローバル化と技術進歩が原因であるとの認識が専門家の共通理解になっている。中国をはじめ新興国の台頭は、低賃金を武器にモノづくりからサービス業にいたる幅広い分野で、先進国の役割を代替するようになっている。先進国に残される業務には賃金に見合った高度なスキルが必要になり、未熟練労働者の賃金は低下傾向が鮮明になっている。グローバルな競争激化を背景に、労働分配率の長期的な下落傾向も続いている(次頁図表 18)。

アメリカでは、製造業の中国、メキシコ、ブラジルへの進出が加速しているほか、金融や情報、専門サービスなどのサービス業でも、英語圏のインドにアウトソーシングする流

れが強まっている。このため、「製造業」の雇用吸収力が低下し、対照的に高度な知識が必要な「専門サービス」の経済に占めるウエイトが高まった。こうした傾向はその他の様々な業種にも広がり、グーグルなど新興企業が分類される「情報」では、IT分野のスキルが必要となり、また「鉱業」では、油田や鉱山の掘削技術者が恒常的に不足し賃金の上昇が続いている。

図表 18 . アメリカ ~ 労働分配率



労働に必要な知識、技能、経験の水準が高くなると、要求水準に対応できる労働者と対応できない労働者の間で所得格差が拡大することになる。格差国家アメリカでも、ジニ係数は近年一段と上昇している。また、アメリカ全体の平均所得は上昇が続く反面、中間値を示す中間所得の水準は、金融危機前も一貫して低下が続いた。

所得階層をみると、上位 20% の平均所得が 15 万ドルなのに対し、下位 20% は 1 万ドルを下回っている。日本では年収 300 万円以下の世帯層の増加が懸念されているものの、アメリカ低所得層の所得水準は日本と比べてもはるかに低い。アメリカ型の個人主義にもとづく熾烈な競争環境は、経済の活力を生み出し、日本のような経済の長期低迷を回避できた要因であったと思われる。

一方、雇用のミスマッチが拡大すると、自然失業率が上昇する（経済が強くも弱くもない自然状態にあるときの失業率が上昇する）。このため、雇用のミスマッチが拡大していることは、上述のオークン法則が成立しなくなったことと平仄が合う。オークン法則が示す

成長率と失業率は、それぞれ均衡成長率、自然失業率とのかい離をみたものだが、前提となる自然失業率が、金融危機前と同じ5%でなく7%として再計算すると、金融危機後も、オーケン法則が成立するからである。

なお、景気後退局面で悪化した失業率が、景気回復が始まってから3年程度かけて自然失業率近辺まで改善するのは、1990年代以降の景気回復局面と同じペースである。

資産効果と個人消費

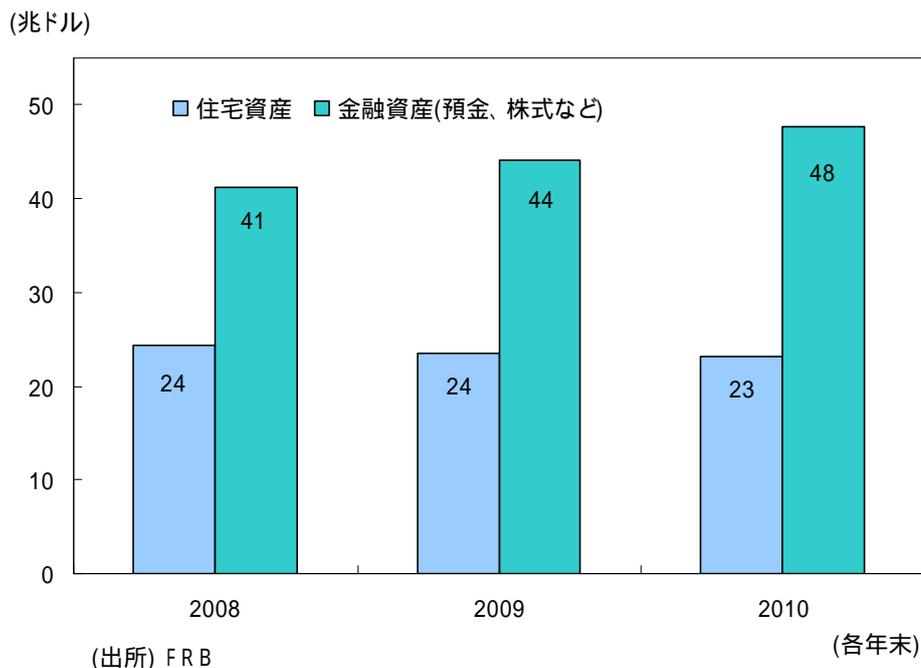
企業収益や雇用者所得の回復とその要因、また、構造変化についてみてきたが、個人消費を押し上げる要因の一つが資産価格の上昇である。

アメリカの個人金融資産は48兆ドル(1ドル=100円で単純計算すると4,800兆円)と、日本の個人金融資産1,400兆円のおよそ3.5倍にのぼる(人口は2.5倍なので一人当たりでもアメリカ人が保有する金融資産のほうが大きい)。一方、住宅資産は25兆ドル(同2,500兆円)と、日本とほぼ同程度の水準である。

このうち、平均的なアメリカ人にとり最大の資産である住宅資産については、住宅価格が低迷しているためあまり増えていない。また、住宅を担保に消費や金融投資目的で行う借り入れについても、金融危機前のような野放図な債務の拡大はみられなくなった。

一方、上位所得の上位20%が全体の80%を保有する金融資産については、株価が金融危機後の底値から2倍近くに上昇したため、40兆ドルから48兆ドルまでおよそ8兆ドル(同800兆円)増加した(以上図表19)。

図表19. アメリカ ~ 年末時点の家計の資産保有高



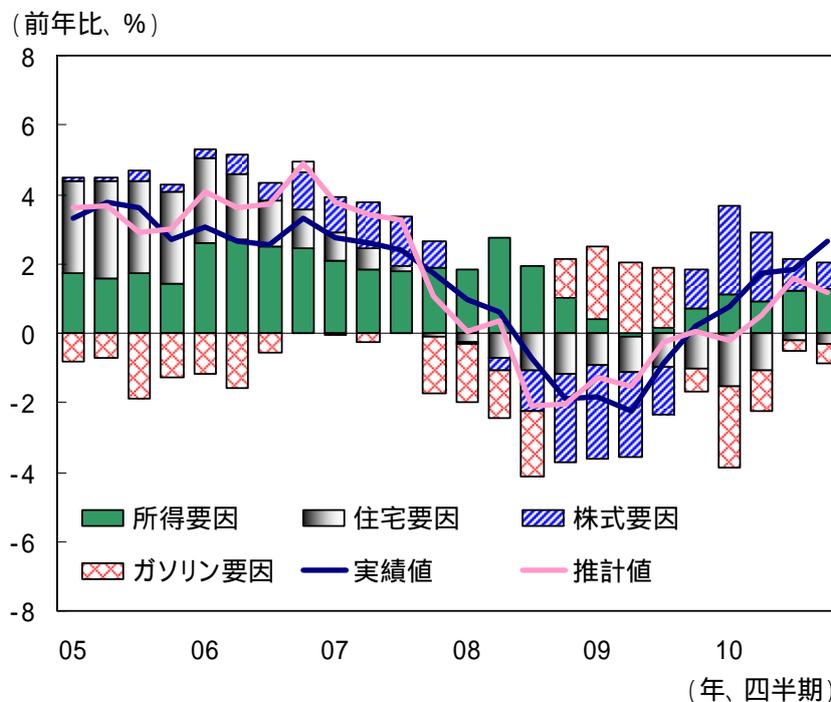
保有資産の増加による個人消費の押し上げ効果については幾つかの考え方がある。資産の増加が消費意欲を刺激するマインド効果をはじめ、資産が増加すれば必要貯蓄額が低下し消費が増加するとの考え方（アメリカの貯蓄率の低下を説明する有力な考え方）、また、住宅資産を担保にした資金調達が容易になると資産効果が上昇するとの考え方などである。

とりわけ、住宅価格が上昇していた時期に、資産効果の研究が活発になり、F R Bのマクロ計量モデルでは、資産効果が個人消費を3%程度押し上げると想定しているのに対し、実際には1~2割程度の押し上げ効果があるとする有力な研究が数多く報告された。

ここでは、所得、金融資産、住宅資産、ガソリン価格からなる標準的な消費関数を推計したが、アメリカ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20）。

一方、今後のリスク要因はガソリン価格の上昇である。推計式による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、まず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したが、その後のガソリン価格の下落は、個人消費の減少を最低限にとどめていた。ガソリン価格の上昇はすでに個人消費の下押し要因になっているが、所得や資産の増加のほうが大きく個人消費は増加している。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だが、当社では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と考える。

図表20. アメリカ ~ 消費関数：個人消費の要因分解



(注) 要因分解は以下の推計式による

$$\ln \text{実質個人消費} = 3.82 + 0.37 * \ln \text{可処分所得} + 0.23 * \ln \text{住宅価格} + 0.07 * \ln \text{SP500} - 0.03 * \ln \text{WTI}$$

(26.8) (12.5) (8.4) (8.4) (-4.1)

カッコ内はt値 修正済R²0.99 D.W.0.81 推計期間：1995~2010/4Q

(出所)米商務省、連邦住宅金融監督局、N Y証券取引所

アメリカの個人消費をめぐるポイント

最後に、これまでの議論を3つのポイントから整理する。

第一に、企業収益の回復を背景に雇用者所得が増加していることが個人消費を下支えしている。たしかに雇用回復の遅れは顕著であるが、もともと職についていた人々の所得が上昇しているため、雇用と所得の動きがかい離している。雇用の回復が遅れているにもかかわらず、個人消費の自律的な回復が鮮明になっているのはこのためである。

第二に、資産効果も個人消費を押し上げている。このため、欧州危機や中東情勢の影響などによって株価が下落する場合には、逆資産効果がはたらきやすいことに注意が必要であろう。

第三に、雇用回復の遅れは、アメリカ経済が均衡のとれた成長を続けるために必要な雇用が小さくなっていることを示す。このため、景気回復が続いても失業中の人々が職につける可能性は必ずしも高まるとは限らない。景気の拡大と高い失業率が並存する構図がしばらく続くことになる。

雇用面でのこうした構造的な課題に目を奪われてしまうと、景気の持続的な回復を見落としてしまい、先行きに過度に慎重になってしまいかねない反面、景気の持続的な回復だけに着目してしまうと、将来の経済成長を阻害しかねない構造的な課題を見落とすことにもなる。持続的な景気回復と、経済の構造的な課題の両方に目配りすることが政府に求められる。こうした傾向は程度の差こそあれ、日本やヨーロッパなど他の先進諸国にも共通する現代的な課題であろう。

(2) ヨーロッパの財政危機

最悪期を脱したユーロ危機

a. ユーロ危機の深刻化とドイツ批判

2010年5月25日のFT紙社説は、「ユーロ危機の解決策(How to cure the euro ills)」と題して、統一通貨の導入を歴史的偉業としながらも、そのためには経済だけでなく政治も重要な役割を果たしたと指摘した。その上で、ユーロ存続のための政治意思が欠如していることが危機の原因であり、特にドイツのリーダーシップが危機解決のためには必要不可欠と主張した。

ギリシャの財政統計の改ざんがきっかけとなったユーロ危機が、緊迫感を強めていったのは、2010年3月15日にラガルド仏経済相がFTインタビューの中で、問題解決に向けたドイツの消極姿勢を痛烈に批判したことが発端となった。翌日にはショイブレ独財務相が逆にフランスを批判したことで独仏対立が鮮明となり、政治的な混迷の深まりによって危機対応の遅れが顕著となった。この間、FTをはじめ英米の主要メディアはドイツ批判を繰り返し、金融市場もドイツ犯人説を強め、それにもかかわらずドイツの政策対応の緩慢さが目立つ悪循環に陥っていった。

また、7月に公表された欧州銀行のストレステストに合格したアイルランドの銀行が、その後わずか4ヶ月で経営破たんするなど、アメリカのストレステストが金融不安の沈静化に役立ったのと対照的な結果となり、市場の不信が払しょくされない状況が続いた。

b. ユーロの意義

もっとも、報道や市場のドイツ批判と対照的に、政治家や実務家の間では、統一通貨ユーロは歴史的プロジェクトとする冷静な認識も当初より指摘されていた。

一例が統合派の代表的政治家であるトマーゾ・パドア・スキオッパ元伊財務相によるFTへの寄稿文である(5月14日付)。ドイツ批判が強かった時期に寄稿されたこの論説は、1648年のウエストファリア条約から説き起こし、ヨーロッパが求める環境保護や市民社会の理念は、国家の枠組みを超えた普遍的な価値であり、共通価値の追求を通じ連合国家を形成するための努力は、ウエストファリア体制の克服という歴史的視野で進められるべき努力と主張した。

ちなみに、30年戦争の終結にさいして締結されたウエストファリア条約とは、ヨーロッパ各国の主権を認めた初めての国際条約である。その後3世紀にわたり、イギリス、フランス、オーストリア、ドイツ(連邦を形成するプロイセンなど各諸侯国)などの主権国家が合従連衡を繰り返し、最後には100年前の新興国であったドイツ帝国を、旧来のヨーロッパの秩序に封じ込めるため、2度の大戦を戦いヨーロッパ全土が戦場となった。

その反省に立脚する汎ヨーロッパ主義は、ヨーロッパ各国統合派の政治家の努力により、1980~90年代のコール、ミッテランの独仏枢軸に結実する。ヨーロッパの歴史への反省が

図表 21 . ヨーロッパ ~ 通貨ユーロをめぐる動き

(前 史)

1648年 ~ ウェストファリア条約(ヨーロッパ = 主権国家体制の誕生)

1871年 ~ ドイツ統一

1914 ~ 18年 ~ 第一次世界大戦

1939 ~ 45年 ~ 第二次世界大戦

1951年 ~ 欧州石炭鉄鋼共同体創設

1990年 ~ 東西ドイツ統一

1992年 ~ マーストリヒト条約締結(ドロール委員長)

1999年 ~ 統一通貨ユーロ誕生

2005年 ~ ドイツ、フランスが財政協定(安定・成長協定)違反

2009年 ~ ギリシャの財政統計の改ざんが発覚

(2010年以降の動き)

5月2日 : ギリシャ向け支援策で合意

5月9日 : 財政危機国支援のための7,500億ユーロのファンドを創設

7月27日 : ストレステストの結果を公表

10月18日 : 独仏首脳によるドーヴィル合意

11月28日 : アイルランド向け支援策で合意

12月17日 : EUサミット、金融支援体制の強化で暫定合意

3月25日 : EUサミット、金融支援体制の強化で基本合意

4月6日 : ポルトガル、EUに緊急支援要請

4月2日 : ECBがおよそ4年ぶりの利上げを実施

4月17日 : フィンランド総選挙で反EU政党が躍進

6月 : ストレステスト結果公(予定)

統一通貨ユーロを誕生させ、通貨の統一は国家主権の放棄に向けたプロセスの一里塚に過ぎないとの認識が、統合派の人々の間では共有されていた。

統一通貨の発足にさいしても、英米のメディアや専門家は、各国が財政主権を保持したまま通貨を統一することは不可能と批判したが、統合派の中には、ユーロ危機は当初から覚悟していたことであり、今後数年は矛盾を修正しながら財政統合を進めていくプロセスにすぎないとの冷めた認識もみられる（5月21日F T、プロディ元伊首相・EU委員長による寄稿。このようにユーロを巡る発言は、統合推進派、主権維持派それぞれの立場からの政治的な意味合いを含んだものであることに注意が必要である。以上前頁図表21）。

c．独仏合意により危機対策が進展

ヨーロッパ統合を推進してきたドイツとフランスの両首脳は、相互の主張を繰り返しながらも、10月18日にフランスの保養地ドーヴィルで政治的な合意に至った。それまでドイツが求めていた財政協定違反国に対する自動制裁措置を取り下げたかわりに、フランスは、ドイツが主張していたリスボン条約136条の改正に合意した（いわゆる救済禁止条項。この条項によって救済策がドイツ憲法裁判所で違憲と判断されるおそれがあった）。

首脳合意をきっかけに両国のユーロ危機への対応が大きく変化した。ドイツとフランスは、個々の主張に無理があったり金融市場の懸念を強めるような場合でも、相互批判を行わなくなった（ドイツが要求した投資家責任の明確化もフランスは反対を控えた）。また、メルケル独首相や統合推進派のリーダー的存在であるショイブレ独財務相は、この時期以降は、ユーロ存続のためにドイツが全責任をはたすとの踏み込んだ発言を繰り返すようになった。救済スキームの拡充や、財政目標の設定、競争力強化など具体策のとりまとめに向けた動きが始まったこともあり、メルケル、ショイブレ発言には金融市場も前向きな反応を示し始め、市場の動揺が少しずつ落ち着きをみせ始めた⁵。

d．ユーロ改革の包括策

こうした流れを背景に、3月のEUサミットでユーロ改革の包括策が合意された。

第一の柱は、「包括的パッケージ」と呼ばれる財政危機国向け支援の拡充策である。まず、昨年5月に設定された4,400億ユーロのE F S F（欧州金融安定ファシリティ）について、高格付けを維持するため現金保有が必要となり、実際の融資能力が2,500億ユーロ程度にとどまっていたのを4,400億ユーロに拡充することで合意した。条件付きながら、危機国が発行する国債を購入できる権限もE F S Fに付与した。

⁵ 一部でドーヴィル合意が投資家責任を強めたことが、市場の混乱の原因と指摘されることが多い。たしかに当時の市場はそうした動きをみせていたが、独仏合意の局所的な理解にすぎないと思われる。ドーヴィル合意が一時的に市場の動揺を強めたことよりも、合意により独仏連合が形成され、救済策策定に向けた動きが加速したことが、ユーロの歴史を考慮する場合にはより重要な動きであったと思われる。

さらに、E F S F が 2013 年に期限を迎えた後の恒久組織として、欧州版 I M F の性格を持つ E S M (欧州安定化メカニズム) を設立することでも合意した。E S M は 7,000 億ユーロの資本金をもとに 5,000 億ユーロの融資能力を持つ。資本金のうち 800 億ユーロは事前払い込み、残りの 6,200 億ユーロは実際に必要になったさいに支払うが、各国の拠出割合をみると、ドイツは G D P の 8% 程度にのぼる 2,000 億ユーロを負担している。ユーロ存続に向けたドイツの積極姿勢が顕著にあらわれている。

E U サミットで合意された第二の柱は、「ユーロ・プラス」と呼ばれる財政健全化と競争力強化のための取組みである。財政状況を相互監視する枠組みを設けたほか、単位労働コストを監視し、物価スライド方式の賃金設定をあらためるほか、退職年齢や年金制度を各国で統一することでも合意した。

ドイツが一貫してこだわってきたのは、救済に向けたプロセスがユーロ圏の財政統合の推進に結びつくことであった。この点で、サミットの合意内容は、統合推進派の目指す内容でありヨーロッパ統合が一段と深化したと評価できる。

また、E F S F の貸出能力が拡充されたため、過去 1 年間で E U、E C B、加盟各国が拠出したたり拠出を確約した資金は、総額で 1 兆ユーロ近くなる(図表 22)。一方、債務危機に直面する 4 カ国の政府債務合計は 1.4 兆ユーロである。これらがいっせいに償還されるわけではないため、仮にスペインに危機が波及するような事態に陥っても資金繰り面でデフォルトを回避できる枠組みがようやく整備されたといえる。

金融市場では、年金、労働市場などの構造改革が進んだスペインへの波及懸念は急速に和らいでいる。ポルトガルは金融支援に追い込まれたものの、株価は安定しユーロ相場も上昇するなど、財政危機が金融市場に与える影響は、ひとことと比べると、ずいぶん落ち着きを見せ始めている。

図表 22 . ヨーロッパ ~ 救済資金の規模と財政危機国の政府債務残高

(億ユーロ)	
救済ファンド	7,500
E F S F (欧州金融安定ファシリティ)	4,400
欧州委員会	600
I M F	2,500
対ギリシャ融資(EU/IMF)	1,100
ECB 国債購入額	778
その他	223
合 計	9,601

(億ユーロ)

	ギリシャ	アイルランド	ポルトガル	スペイン	合計
2010	3,075	1,462	1,422	6,672	12,631
2011	3,246	1,643	1,506	7,473	13,868
2012	3,394	1,751	1,582	8,223	14,949
2013	3,500	1,842	1,649	8,913	15,906

(注) IMFによる予測

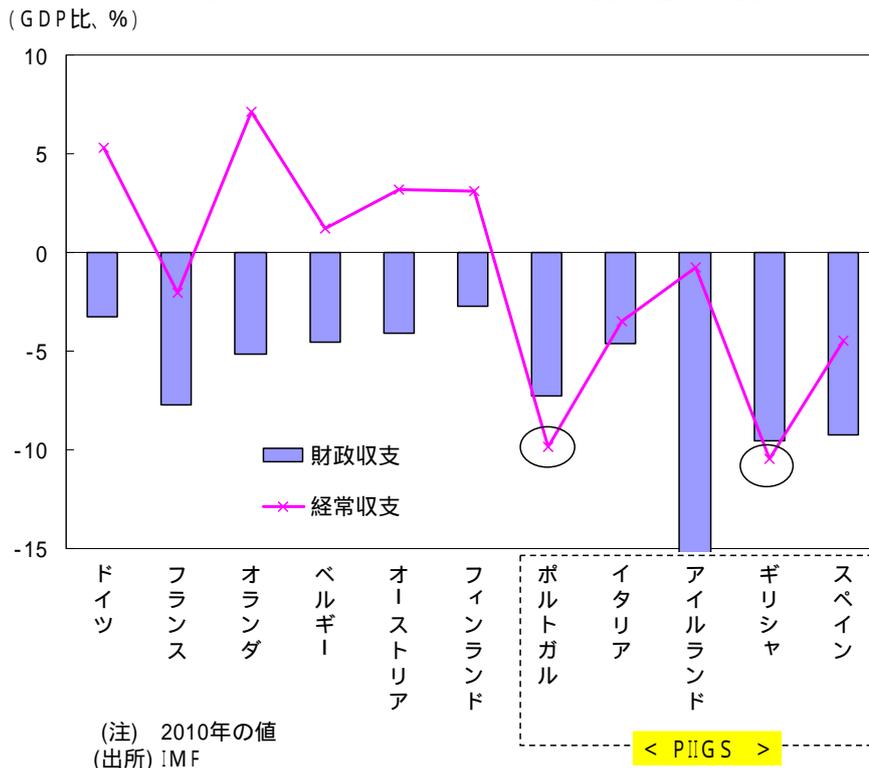
今後の展望～リスクは残る

a. 危機の局面

金融危機には流動性危機と債務危機の2つの局面がある。債務を返済できる見込みが低下すれば新規の資金調達が困難になり、当座の資金繰りが行き詰まるため、最初に流動性危機が表面化する。その後、実際に債務返済が困難となるのが債務危機である。債務返済にめどがつけば金融危機は終息する。

EUサミットがまとめた対応策は、国債発行（資金調達）が難しくなった財政危機国の流動性を支援し、流動性危機を回避するための対策である。これらの国々が流動性危機にいたったのは、経常収支が赤字であったため、財政赤字を埋め合わせる資金を国内でまかなえず、海外からの資金流入に依存していたためである（図表 23）。このため、海外投資家がギリシャなどの財政に懸念を強め、これらの国債購入を控えるようになり流動性危機が表面化した。

図表 23. ヨーロッパ～財政収支と経常収支



b. 当面のリスク ~ 深刻な不良債権問題

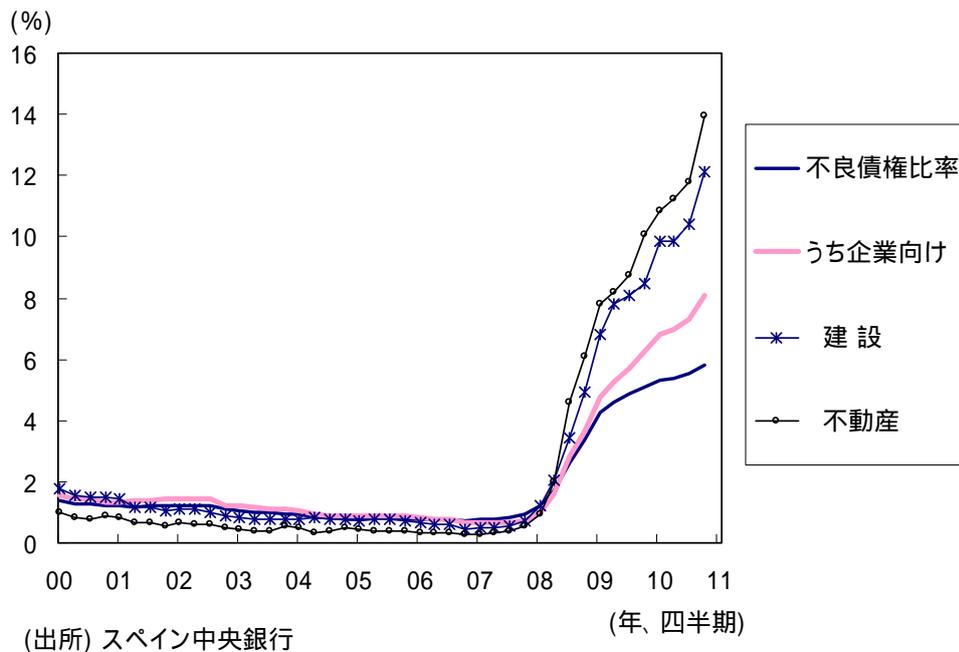
今後は債務危機への対処が課題になる。ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの財政赤字は巨額に上り、財政再建のめどがたたない状況が続く。

一方、スペインについては、財政、年金、労働市場改革が進められ、危機が波及するリスクは低下したとの見方が支配的である。

しかし、そのスペインでは、アイルランドとならび住宅価格の上昇率が大きかったため、バブル崩壊にともなう不良債権問題が深刻化している（図表 24）。スペインの不良債権問題については、スペイン中央銀行が 3 月 18 日、国内金融機関は不良債権処理のため 150 億ユーロの追加資本増強が必要と発表した。一方、米系格付け会社は、不良債権規模は 500 億ユーロにのぼると発表した。実は、金融市場でスペインに対する楽観論が広がっているのは、かりに不良債権が悲観シナリオである 500 億ユーロにのぼるケースでも、銀行への追加的な資本注入で財政が悪化するリスクは小さいと判断しているためである。

もっとも、バブル崩壊にともない発生する不良債権の規模は、最も悲観的な予想を上回るケースが多いことに注意が必要である。公表されていない不良債権にとどまらず、現時点で正常な債権であっても、景気や住宅価格が一段と低迷すれば、新たに不良債権化するリスクは大きい。スペインはバブル崩壊による金融システム不安を本当に克服できるのか、依然として不透明感の強い状況が続く。金融市場の認識もきっかけ次第で変化するものであり、不良債権処理と財政再建に展望が持てるまで、予断は許されないであろう。

図表 24. ヨーロッパ ~ スペインの不良債権比率



c. 当面のリスク ~ 経済成長と財政再建の失敗による債務再編

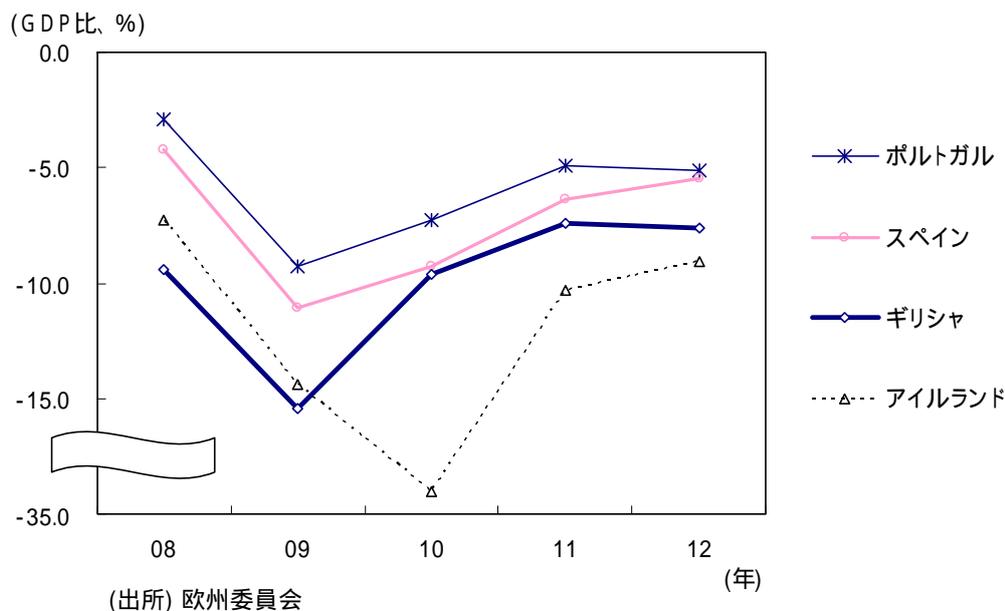
金融市場が懸念するのは、投資資産に損失が発生するリスクである。具体的には、財政再建が進まず国債の償還が先送りされたり(リスク)、元本削減や利払い免除(ヘアカット)などの措置がとられるリスクである。これらは債務負担を軽減するために債務を整理する「債務再編」と呼ばれるケースであり投資家に損失が発生する。

債務再編が行われるのは、財政再建が計画どおりに進まない場合である(図表 25)。財政再建が進まないと、追加の歳出削減や増税が必要になり、過度な緊縮財政によって景気が一段と低迷し税収がさらに減少するという負のスパイラルを招くおそれが生じる。こうした悪循環が強まり財政再建が不可能になれば、債務負担を減らすために債務再編が実施される可能性が高まることになる。ヨーロッパの財政危機が深刻になるかを占う目安は、あくまで危機の原因である財政の建て直しが鍵を握る。

ところが、財政再建を迫られている各国では、厳しい緊縮財政措置にともない、内需が大きく落ち込み、また国際競争力の高いアイルランドを除くと外需も低迷し、グローバルな景気回復から遮断された状態にある(次頁図表 26)。

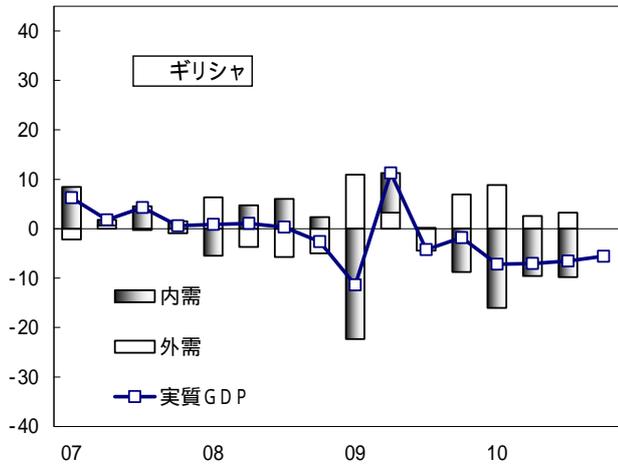
経済成長が達成されないと税収の増加が見込めず、財政再建を計画通りに進められるのか全く展望が持てない状況が続いている。低成長やマイナス成長のもとで財政再建を進める困難は、EUサミットが合意した流動性支援でも対処のしようがない重い課題となっている。

図表 25. ヨーロッパ ~ 財政危機国の財政再建計画



図表 26 . ヨーロッパ ~ 財政危機国の経済成長率

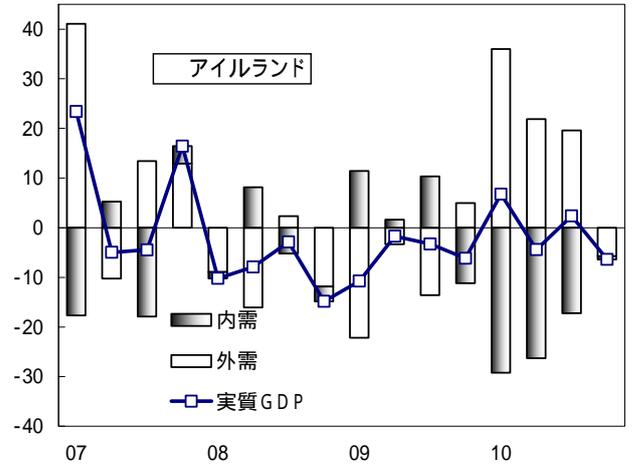
(前期比年率、%)



(出所) ギリシャ統計局

(年、四半期)

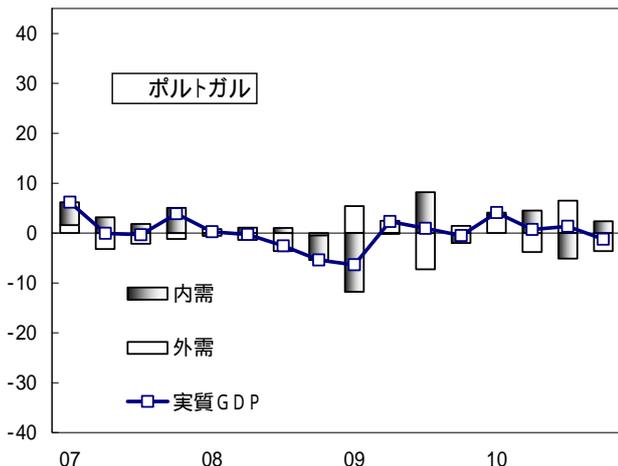
(前期比年率、%)



(出所) アイルランド中央統計局

(年、四半期)

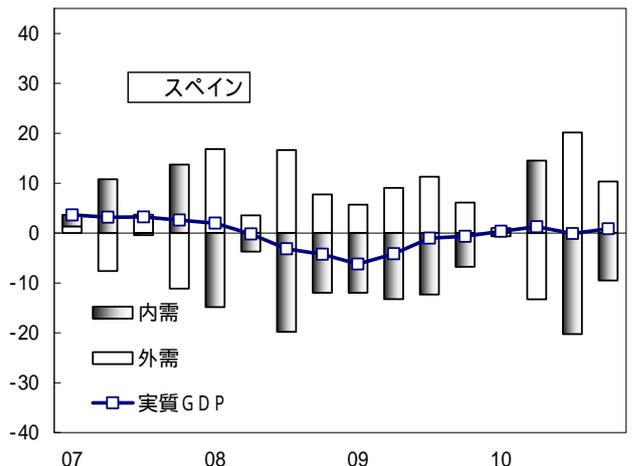
(前期比年率、%)



(出所) ポルトガル国家統計局

(年、四半期)

(前期比年率、%)



(出所) スペイン国家統計局

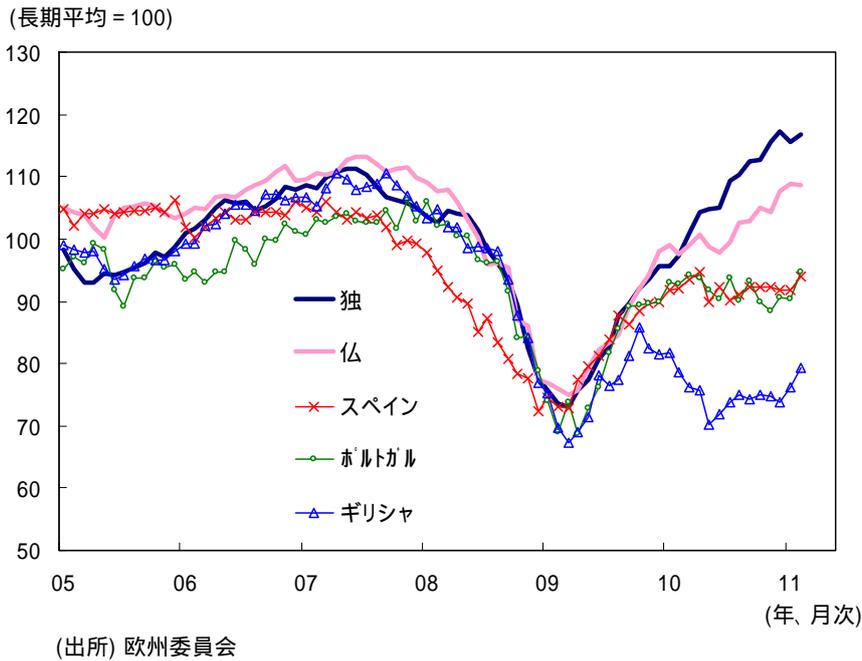
(年、四半期)

ヨーロッパ主要国の景気は好調を維持

最後に主要国の景気の現状と展望を整理する。欧州委員会が企業と消費者のサーベイをもとに作成する総合景況指数は、前回のピークである2007年秋の水準まで回復した。ヨーロッパ経済全体をみるかぎり、一部の国々の財政危機の影響を限定的にとどめながら、力強い景気回復が続いている。

各国の回復ペースに差異が生じていることは、今回のヨーロッパの景気回復の特徴である(次頁図表27)。総合景況指数を国別にみると、フランスは金融危機前の水準に回復し、ヨーロッパ全体の動きと同じペースで推移している。一方ドイツでは、東西統一以降の最高水準を記録し力強い成長を示している。対照的に、財政危機が深刻な国々をみると、スペインやポルトガルは改善の動きに足踏みがみられ、ギリシャは低水準で推移している。

図表 27 . ヨーロッパ ~ 各国の総合景況指数



ドイツの力強い景気回復には、自動車、一般機械、電子部品、化学などの主力輸出品が、中国など新興国向けに大幅に伸びていることに加え、アメリカ向けの輸出が高い伸びを示していることが寄与しており、アメリカの個人消費が高級品を中心に回復していることのメリットを享受している。

製造業に強みを持つドイツが飛躍的な拡大を続ける背景には、ユーロ安による価格競争力の向上に加えて、2000年代前半に日本と同様デフレ懸念が強まり、成長力強化が求められていた時期に、左派のシュレーダー政権が雇用の流動性を高める構造改革を推進した効果が結実している面もある。構造改革の成果と世界的な景気回復の追い風により、5年前には12%であった失業率は(リーマン危機後のワークシェアリングの効果もあったとはいえ)7%に低下し、ドイツ統一後の最低を更新するまでになった。企業収益の回復と雇用所得環境の改善により、個人消費や設備投資の回復もめざましく、景気の足腰がかなり強い状況にある。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要因となる見通しである。

ヨーロッパ全体もドイツほどではないにせよ景気回復は着実に進んでいる。アメリカの個人消費と新興国の高成長に支えられ、今後も堅調な推移が見込まれよう。

(3) 中国のインフレ懸念

世界第2位に躍進した中国経済

2010年に日本を抜き世界第2位の経済大国となった中国は、今後も数年間にわたり高成長を持続できるとの見方が今や当然視されるようになった。さらに、アメリカと中国の中期的な成長予測を、中国については厳しく、アメリカについては甘い前提にもとづき試算すると、2020年頃に今度はアメリカを追い抜き世界最大の経済大国に躍り出ることが確実とみられる(次頁図表28)。

しかし、リスク要因もある。まず、一人っ子政策のひずみで若年労働力が不足しており、沿岸部では労働者の賃金が上昇し労働者の確保が困難となっている。このため、従来のような低賃金をてこにした輸出基地としての中国の魅力が低下している。また、経済成長を推進するうえでエネルギー確保が依然として急務である。さらに、環境への負荷が増加している点が、いずれ成長の阻害要因となることも考えられる。

もっともこれらの問題は、日本にとっての石油危機のように、成長ペースの腰を折るようなボトルネックの原因にはなりにくいであろう。なぜなら、一人当たりの資本蓄積が未成熟な水準にあり、都市化を進めるプロセスそのものが経済成長の推進役になることが見込めるためである。

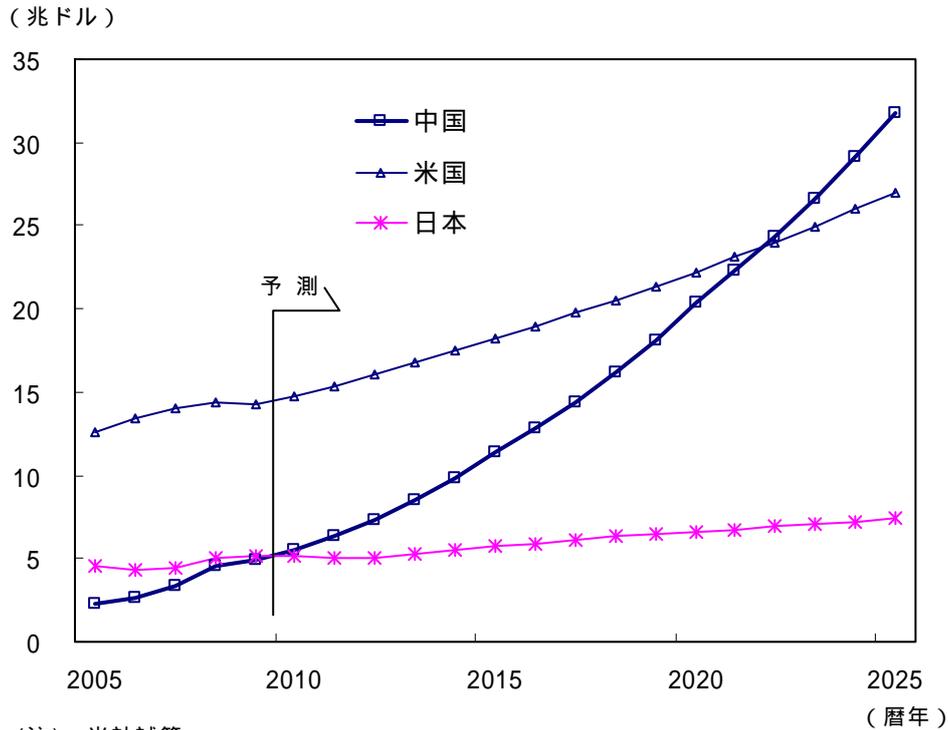
都市化の遅れが目立つ中国では、交通インフラ網や上下水道の整備が急務となっている。格差解消を目指す「和諧(わかい)社会」を実現するために、道路や鉄道整備は広く内陸まで及んでいるが、一人当たりの社会資本ストックをみると、現状では先進国と比べいまだ低水準にとどまっている。

たとえば、1,000人当たりの道路の総延長距離数をみると、米国の20.8km、日本の9.5km、ドイツの7.8kmと比べ、中国は2.7kmにすぎない。鉄道距離数(1,000人当たり)をみても、米国の730m、日本の208m、ドイツの567mと比べ、中国は近年これほど鉄道整備を進めたにもかかわらず、わずか59mである。

B R I C s と呼ばれる4つの経済大国⁶は、ロシア、ブラジルのように、かつての先進国やその植民地として近代化のプロセスを経験し社会インフラが整備されている国々と、中国、インドのようにインフラが未整備な国々では、経済成長の性格やパターンが異なる(ロシア、ブラジルは、巨大な消費市場を抱える資源国として経済発展が期待されている。ブラジルで注目される社会資本整備は、五輪やW杯開催に向けたプロジェクト的な色彩が強い)。

⁶ B R I C s の呼称を2001年に提唱した米ゴールドマン・サックスのジム・オニール氏は、これら4カ国やその他の国々を新興国と呼ぶことを不適切であるとして、B R I C s に韓国、メキシコ、インドネシア、トルコを加え「Growth Markets(成長国グループ)」と呼んでいる。

図表 28. 主要国の経済規模の比較



【予測の前提】

- ・米国は成長持続、中国は成長鈍化シナリオを想定
- ・日本は当社中期見通しに基づく

成長率～ <米国> (1) 2015年までIMF予測を利用(4%成長)
(2) 16年以降も4%成長を維持

<中国> (1) 2015年までIMF予測を利用(12%成長)
(2) 16-20年まで9%成長に鈍化
(3) 21年以降6%成長に鈍化

為替相場～ 緩やかな元高シナリオ(年率3%)

こうした見方を理論的に裏付けるのは、中国政府による公式の潜在成長率の分析である。一人っ子政策(今年はいよいよ解禁されるとの見方がある)の結果、生産年齢人口が減少するため、労働投入の成長への寄与はほとんど見込まれていない。それにもかかわらず、都市建設のためのインフラ整備などによる資本蓄積と、労働生産性の改善が成長率を今後数年間にわたり押し上げる(次頁図表 29)。

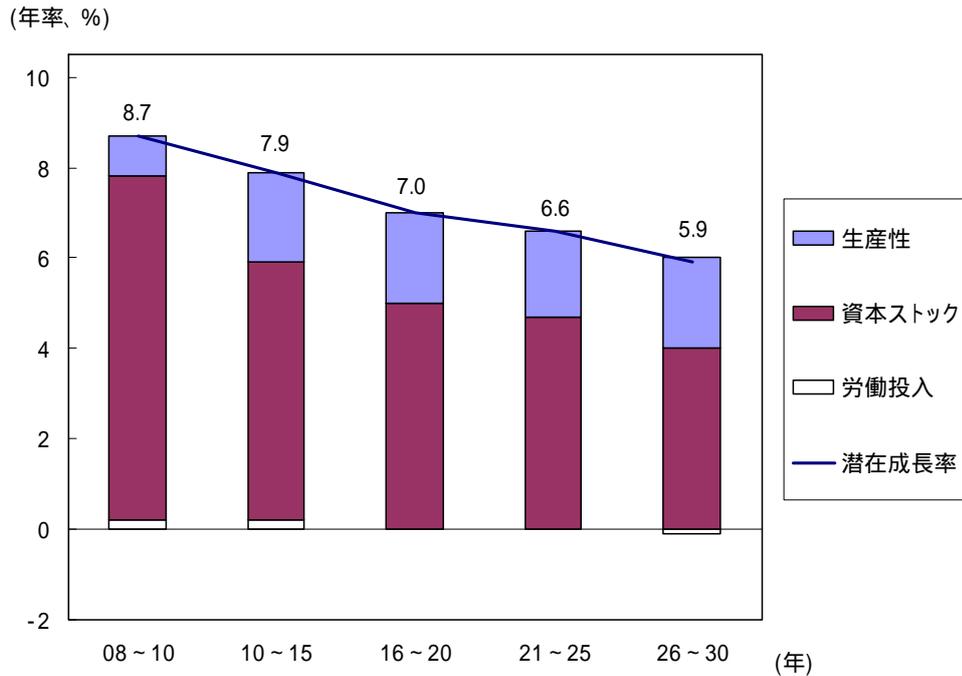
世界各国の企業は、高成長が継続することを前提に、中国市場でのシェア獲得競争のさなかにある。中国の成長が続くといった、もはや誰の目にも明らかな当たり前の議論よりも、中国の成長の果実を、誰がどれだけ手中にできるのか熾烈な競争が始まっている。

中国向けの直接投資の動向をみると、製造業一辺倒だったかつての時期と比べ、近年は

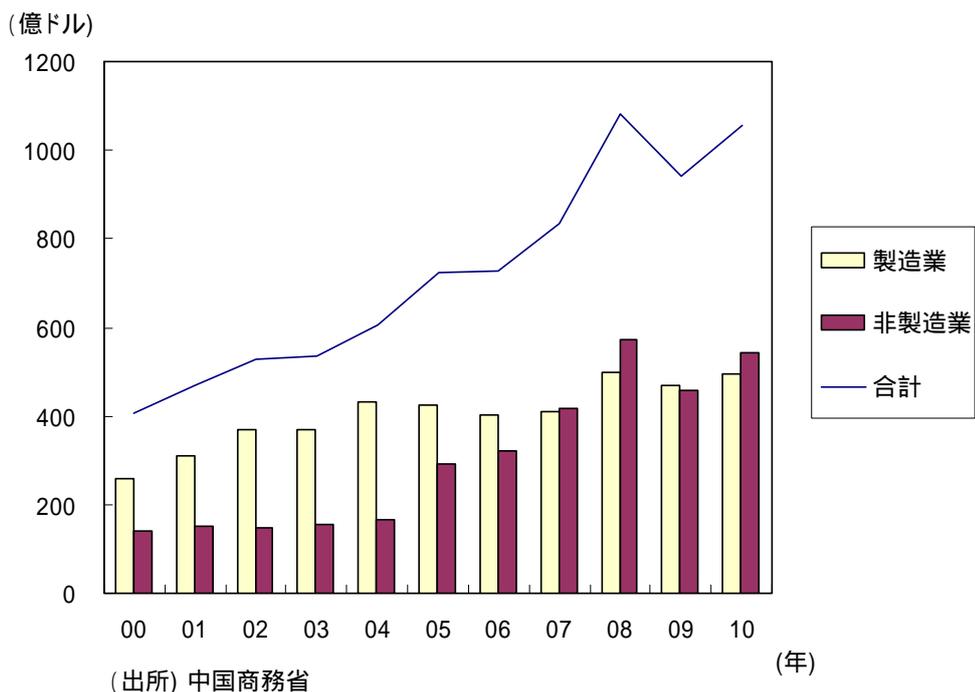
非製造業の進出が加速し製造業を上回るようになった。中国市場での成功は、製造・非製造業全ての業種で、日米欧の先進国企業にとっては、従来の業界地図を大きく塗り替える可能性を秘めている（図表 30）。

今後 10 年間は、米中の経済的な実力が接近するプロセスを通じて、経済制度や金融分野を中心に、米中による主導権争いがますます顕著となっていくであろう。

図表 29 . 中国 ~ 潜在成長率



図表 30 . 中国 ~ 直接投資の受入れ状況



中国のインフレ懸念

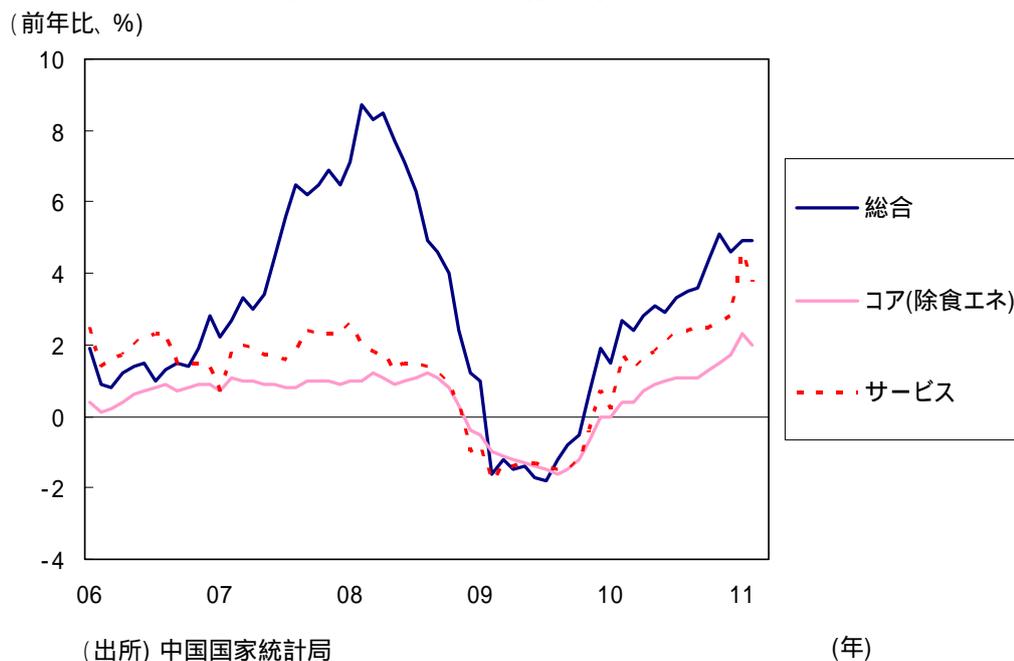
a. 金融引締め現状

高成長への期待の一方で、目先はインフレ懸念が強まっており、成長ペースが一時的に減速することへの警戒感も強い。以下では中国のインフレ懸念をめぐる議論を整理する。

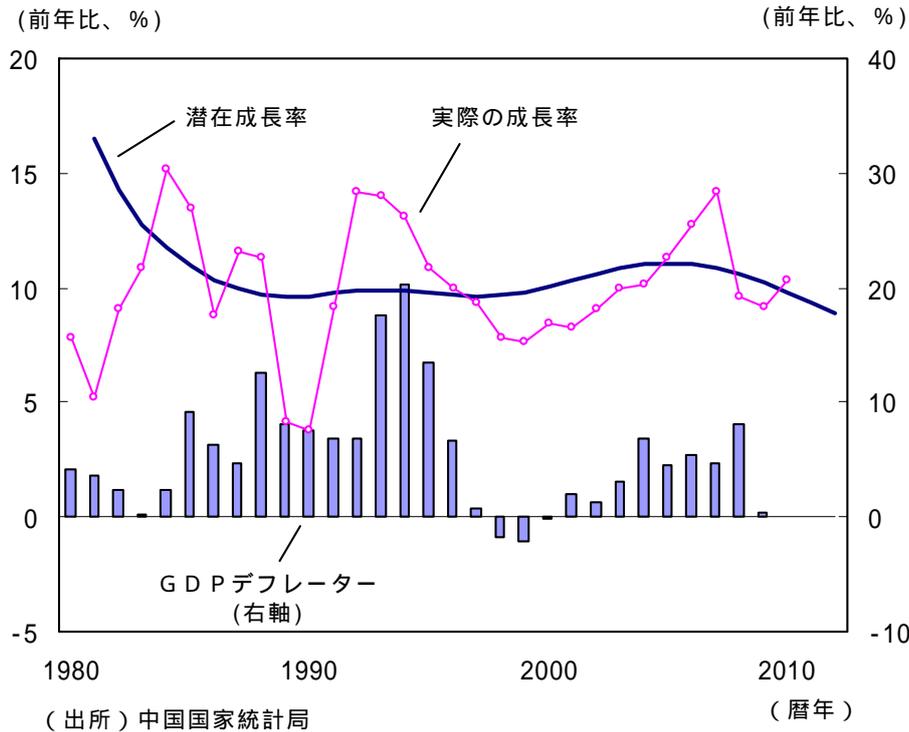
まず、中国の政策対応を振り返ると、昨年9月に不動産投機規制を強化し、翌10月から利上げを開始した。その後も3度にわたり追加利上げを行ったほか、昨年11月以降5ヶ月連続で預金準備率を上げた。

一方、中国の物価動向をみると、食料品価格の上昇が目立つものの、食料品を除いたベースでもインフレ率が上昇している（図表31）。国内の天候不順や国際的な商品相場の上昇にともなう影響だけでなく、リーマン危機からいち早く立ち直り高成長が続いたため、成長率が潜在成長率を上回り、実体経済面からのインフレ圧力もはたらき始めており、景気過熱の兆候が表れている（次頁図表32、中国の政策動向は次々頁図表33）。

図表31. 中国 ~ 消費者物価



図表 32 . 中国 ~ 景気と物価



今後想定される金融引締めについては、経済成長に大きなブレーキをかけることを回避するため、緩やかなペースにとどまるとの見方が支配的である。もっとも、中国政府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」との基本方針が示されているにすぎない。このため、実際に、どの程度のインフレ率の低下や成長率の鈍化を政府が目指しているのか、今一つ具体的にみえないことが先行きへの不透明感を強めている。

このような事情もあり、金融引締めが本当に穏当にとどまるのか、懐疑的な見方も出始めている。たとえば、経済成長にブレーキをかけない以上、インフレ圧力が残存することになり、金融引締め局面が予想以上に長期化する可能性があるとの指摘や(ウォールストリート・ジャーナル) 目先は、食料品の価格統制を一段と強化するなど、想定以上に強力な引締め策が必要になる(米系格付け機関)との意見もみられる。

図表 33 . 中国 ~ 金融政策の動向

〔 2010年 〕

10/20 : 1年物貸出基準金利を0.25%引上げ

11/16 : 預金準備率を0.5%引上げ

11/29 : 預金準備率を0.5%引上げ

12/3 : 共産党政治局会議、金融政策の運営方針を

「適度に緩和(= 緩和スタンス)」から「穏健的(= 中立スタンス)」に変更
 経済政策は「積極的な財政政策」と「穏健的な金融政策」に

12/10の中央経済工作会議、12/28人民銀行金融政策委員会で追認

12/20 : 預金準備率を0.5%引上げ

12/26 : 1年物貸出基準金利を0.25%引上げ

〔 2011年 〕

1/20 : 預金準備率を0.5%引上げ

2/9 : 1年物貸出基準金利を0.25%引上げ

2/21 : 共産党政治局会議、「積極的な財政政策」と「穏健的な金融政策」を維持

2/24 : 預金準備率を0.5%引上げ

3/24 : 預金準備率を0.5%引上げ

3/28 : 中国人民銀行金融政策委員会 : 穏健的な金融政策運営方針を確認

4/6 : 1年物貸出基準金利を0.25%引上げ

4/21 : 預金準備率を0.5%引上げ

b . 景気過熱の初期段階

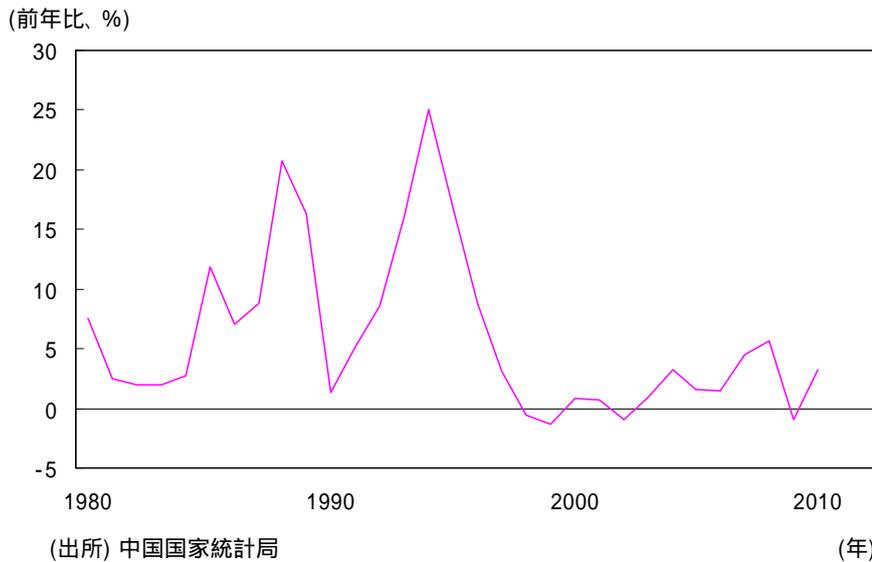
中国の物価についてのこうした状況を考慮し、それでも過度な引締めは回避され、今年も9%程度の高成長が続く蓋然性が高いと当社では想定している。

第一に、インフレ率の水準の問題がある。たしかにインフレ率は政府目標を上回っているものの、経済指標に関する政府目標は、成長率、マネーサプライ、融資目標いずれも単なる目安にすぎず、目標超過はしばしばみられる。特にインフレ率の水準は5%程度にすぎない。高成長が続く中で5%程度のインフレは、日常生活を圧迫する要因ではあっても、政府への不満が拡大して社会不安に至るような水準ではないだろう。住宅価格の高騰につ

いては、テレビの人気ドラマのテーマに取り上げられるなど、庶民感情を刺激している面が伝えられているものの、高成長下の5%のインフレは許容範囲とみられる。

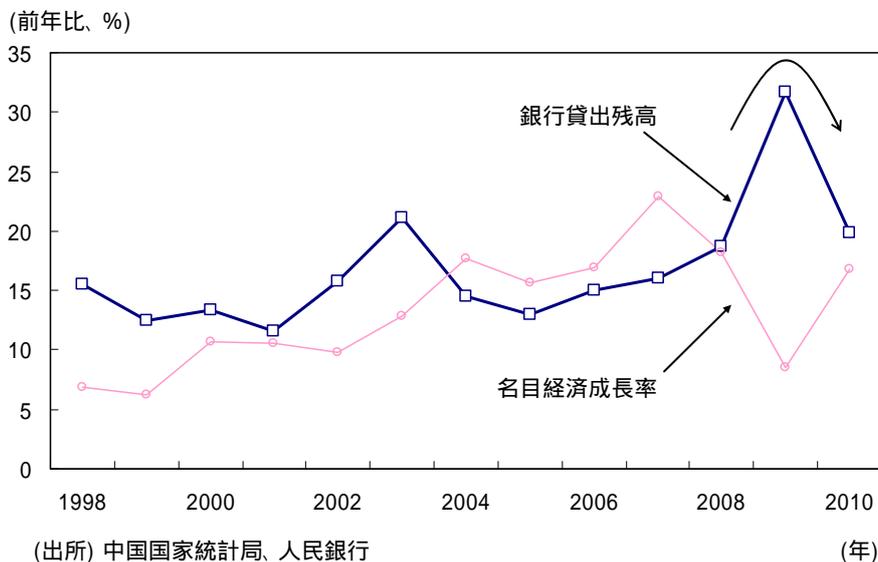
過去にインフレが加速し政府要人の失脚につながったのは、10～20%の高インフレ局面であった。そうしたケースと比べても、足元のインフレは限定的にとどまる（図表34）。

図表34．中国～消費者物価の長期推移



第二に、名目成長率と銀行貸出残高の関係をみると、昨年来の融資抑制策がすでに効果をあげていることが分かる。貸出残高の増加率が名目成長率を上回ると、信用膨張によって効率的な資源配分が歪められバブルの可能性が高まる。しかし中国では、名目成長率の回復にともない融資規制を強化した結果、マクロ・コントロールが機能し、景気がこれ以上過熱するリスクを回避できており、大幅な引締め策が必要な状況ではない（図表35）。

図表35．中国～景気とマネー



第三に、中国の経済政策は、景気に応じて政策を小出しにするファイン・チューニングを志向している。かりに引締め政策が効果を発揮して、景気に減速感が出る場合には、一転して緩和的な政策スタンスをとる可能性がある。

政策のファイン・チューニングに関連し、3月末の中国人民銀行・金融政策委員会の声明文が話題になった。金融政策の基本スタンスを示す第2パラグラフ冒頭の文章で、穏健的な金融政策、効果的な政策運営、物価安定の3つの基本方針をうたっている。このうち、物価の安定について、前回会合では「最重要任務と位置づける（放在更加突出的位置）」としていた表現を削除して、単に「取り組む（強調）」と文言修正を行った。このため、世界経済の現状認識の下方修正とあわせて、原油価格上昇や東日本大震災の影響による不透明感の強まりを受け、政策目標がインフレ抑制一辺倒ではなくなったとの見方を、一部の日系報道や米系証券会社が伝えた。

声明文に盛り込まれた3つの基本方針のうち、穏健的政策は中立スタンスを示し、効果的な政策スタンスとは、バブル的な傾向が強い業種を引締め対象とする一方、経済全体の引き締めを回避することを示唆している。一方、物価安定目標の位置づけの文言修正に、どの程度の政策的含意があるのかは憶測にすぎない。このため、今後の政策運営を引き続き注意深くみる必要がある。

もっとも、こうした見方が繰り返し指摘される背景には、引締め一辺倒ではなく、小幅な政策変更を繰り返し、景気のファイン・チューニングを志向する政策運営があり、政策の小幅な変更が景気に影響を及ぼすことから金融市場も注目する材料となっている。

c. インフレ抑制の政治力学

第四に、過去の金融引締め局面が、大幅なブレーキを踏み成長を屈折させた背景には、成長路線をめぐる保守派と改革派の対立があったが、今回はそれが無い。かつての中国は、インフレの進行を、計画経済を否定し経済成長を進めた改革開放路線の失敗ととらえ、市場主義的な経済成長に否定的な保守派が成長にブレーキをかける権力闘争の側面を色濃く持っていた。

もちろん、国が豊かになるにつれ、経済成長そのものを否定する保守的な勢力は消滅している。それでも最近のケースでは、2004年に投資抑制策を大幅に強化して、工場閉鎖や投資案件の停止により成長が一時的に鈍化した背景に、発足当初の胡錦濤指導部が安定成長を目指したのに対し、江沢民前総書記に連なる上海閥と総称される人々が、投資開発プロジェクトを推進し高成長を志向したため、両者による権力闘争の側面が強かったとの見方が専門家の間で多い。

足元の局面は、来年の党大会、指導部人事を控え、共産主義青年団と太子党による水面下での勢力争いは激しさを増しているとみられるが、成長路線をめぐる対立はもはや存在しないことは、これまでの中国のインフレ局面との最大の違いである。むしろ、一定の経

済成長が必要不可欠との認識はすべての立場の人々に共有されている。

このため、経済成長をめくり政争が激化し、その結果ブレーキを踏まざるをえないような政治的な力学が働きにくい。インフレ抑制が効果を上げていないとか、成長を抑制しすぎているなどの批判が政策のあり方を左右するリスクは小さいであろう。むしろ、国際政治でのプレゼンスをどのように確保していくのか、国内の政治改革をどのようなテンポで進めるのかといった、政治的な側面に 관심이集中しており、経済面では次々節（e．インフレ対応が決める中国経済の方向性）でみるような政策課題が焦点となっているものの、成長をめぐる路線対立にはいたっていない。

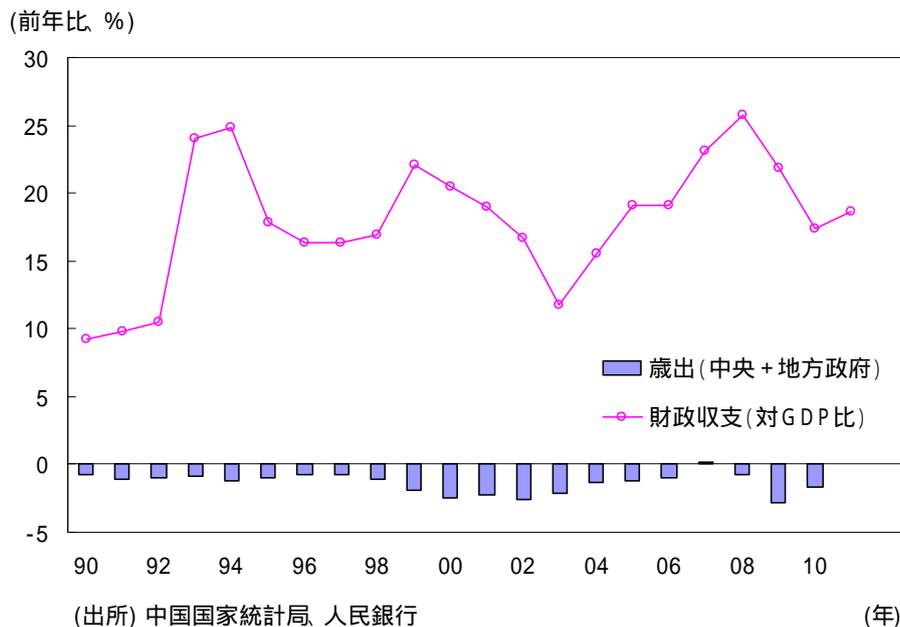
当面はインフレの抑制に配慮しながらも、極端なブレーキを踏まずに、様子見姿勢を貫く可能性が、中国の経済政策についての蓋然性の高いシナリオであろう。

d．積極財政は堅持

金融政策と比べて、注目されにくい財政政策の現状をみると、全国人民代表大会で示された今年度の全国歳出計画によれば、中央と地方を合わせた全国予算の歳出は前年比 18% 増と、名目成長を上回るペースが確保されており、積極財政が堅持されている（図表 36）。

内訳をみると、インフラ建設を進めながら同時に社会保障についても手厚い予算配分が示されている。とりわけ今年度の目玉として注目されているのが、不動産投資を抑制しながら、一般市民向けには低価格の住宅を供給するため、1,000 万戸の政府住宅建設が盛り込まれたことである。こうした低価格住宅は、不動産業界にとっては収益性の低い事業として敬遠されるムードが広がっているが、不動産投機を抑制しながら良質な住宅を提供する政府方針に沿った政策である。

図表 36．中国 ～ 財政支出と財政収支



e. インフレ対応が決める中国の方向性

インフレ対応をめくり、成長そのものを犠牲にするような政策がとられるおそれはない反面、成長の質や方向性をめぐる議論は熱を帯びている。

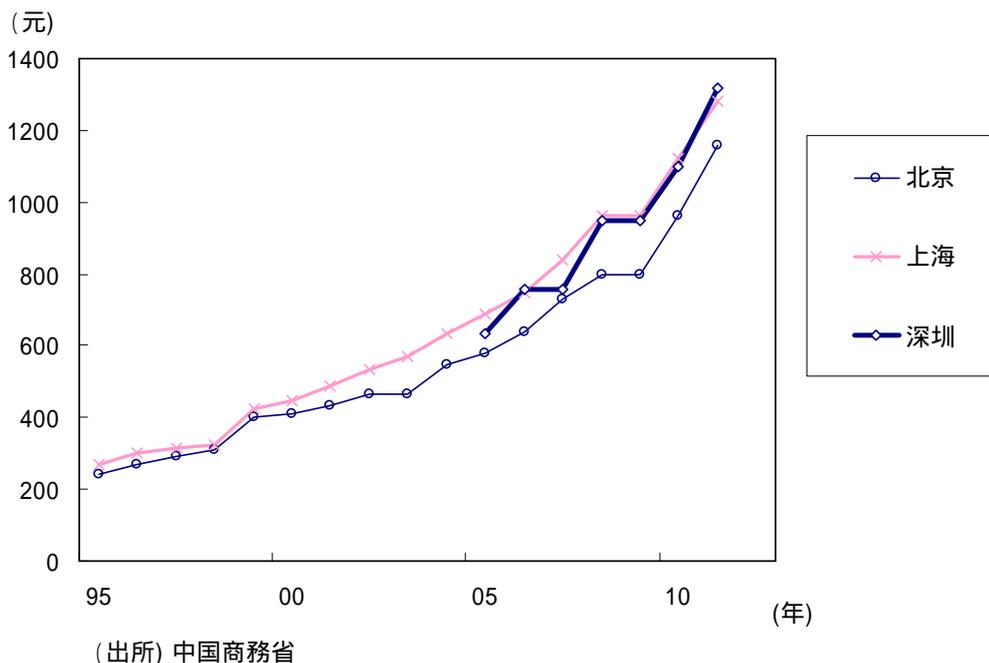
論点の一つは、インフレ抑制と人民元改革を結び付ける議論であり、主に中国人民銀行内部からの主張が目立つ。これらの主張は、インフレを抑制するために人民元相場を引上げる必要性を主張する。国務院の下部組織にすぎない人民銀行の主張どおりに、人民元改革が進む可能性は低いとみられ、商務部（経済産業省に相当）が強く反対しているほか、最高指導部も両者の意見を慎重に見極める態度を崩していない。しかし少なくとも、インフレ対策を軸に人民元改革の方向性について政策のイニシアチブをめぐる争いがみられる。人民元改革の方向性を見極めるうえで重要な議論であろう。

第二に、中国政府は内需主導型経済への転換を優先課題に掲げるようになった。そうした中、昨年からの労働争議への介入を避け、労働争議を通じた賃金の上昇を容認している。政策的にも地方政府が定める最低賃金を大幅に引上げる動きが目立ち始めた（図表37）。

インフレ抑制が優先課題となる中、最低賃金の引き上げは政策目的に反する。一方、大幅な賃上げの結果、沿岸部は生産基地としての魅力が低下しているとの声が広がっている。このため、最近では台湾や香港系企業だけでなく、欧米企業の間でも内陸部へ進出する動きが加速し、発展の遅れる内陸部の底上げをはかる効果が見込まれる。

最低賃金の引き上げが、インフレ対応として誤った政策であっても、都市部の消費や内陸部の経済が発展する起爆剤として容認されており、目先のインフレ率を何が何でも抑えたいという切迫感は伝わってこない。今後も成長と物価を両にらみする政策が続くことになろう。

図表 37. 中国 ~ 主要地域の最低賃金



3. 世界経済の抱えるリスクと課題

(1) 中東情勢の混迷

食料品価格、民主化、原油価格の連鎖

チュニジアで始まった民主化の動きは、エジプトを経て、リビア、シリア、イエメン、バーレーンなど、中東、北アフリカ全域に広がっている。

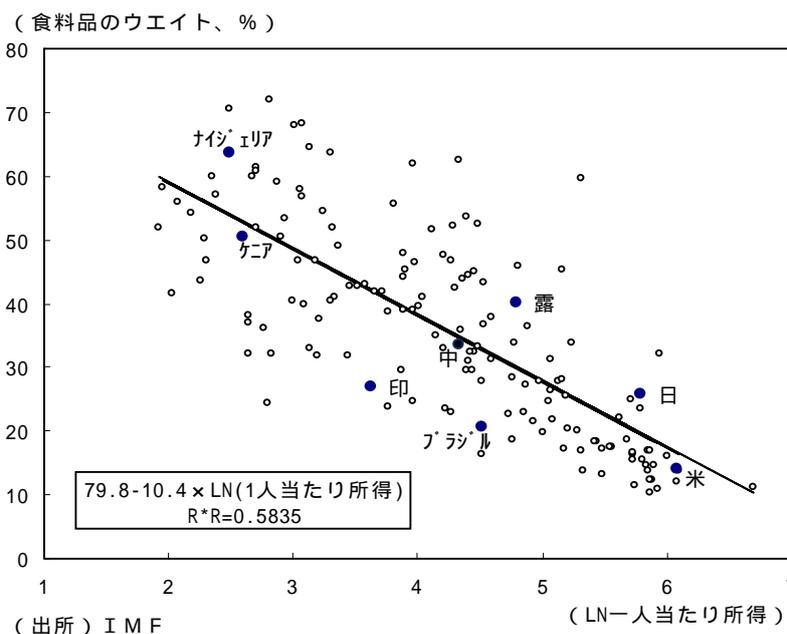
これらの地域では、食料品価格の上昇が市民生活を圧迫し、長期独裁政権に不満の矛先が向かった。所得水準が低い国では、生活費に占める食料品のウエイトが高く、食料品価格の上昇が低所得国の政治情勢を不安定にさせるきっかけとなった(図表38)。

政情不安は原油相場を押し上げ、WTI原油相場は金融危機後初めて100ドルの大台にのせ、直近は113ドルまで上昇した。新興国の大半の国ではガソリン価格を統制したり補助金を出しているが、補助金や価格統制のないアメリカや日本などの先進国では、ガソリン価格の上昇が個人消費に影響を及ぼすことが懸念され始めた。

原油相場の先行きについて、多くの専門家はアメリカの原油在庫の積み上がりを根拠に相場上昇は限定的との予測を示している。たしかに相場の動きを詳細にみると、英米仏などの連合軍がリビアを攻撃し、産油国が戦争状態になったわりに、原油相場の上昇は小幅にとどまり、原油需要の弱さが相場上昇の抑制要因になるとの見方に説得力がある。

しかし、中東情勢の混迷が長期化する様相を見せ始め、どのようなドラマティックな展開をたどるか、地政学の専門家も原油市場の参加者も、誰も明確な答えを持っていない。状況が予想以上に混迷し、原油需要が弱いまま、供給サイドの要因により、原油相場が一本調子に上昇するリスクもある。

図表38. 物価指数に占める食料品のウエイトと所得水準の関係



サウジアラビアへの波及

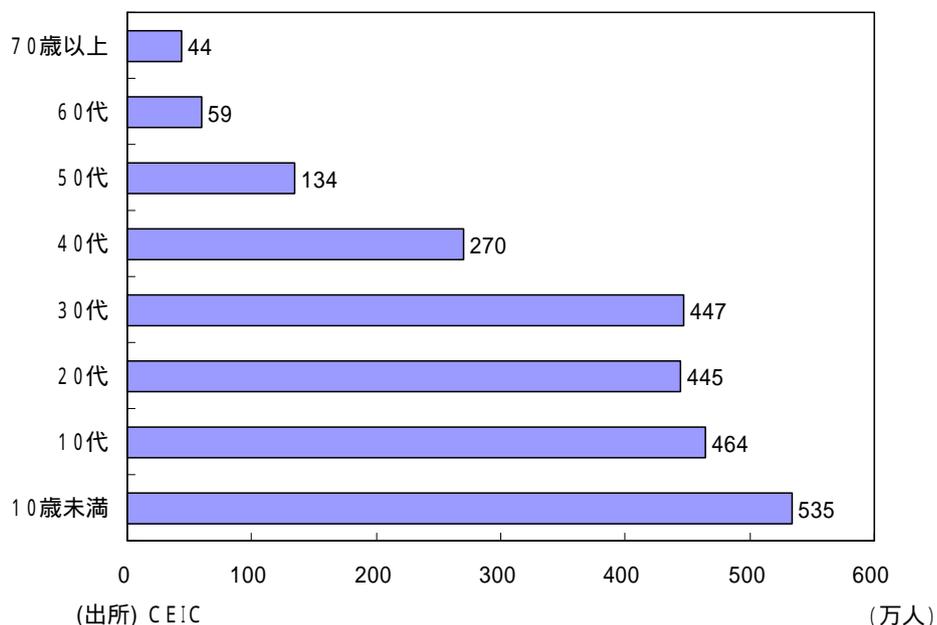
中東情勢が原油相場に与える影響をみるうえで、最大の産油国サウジアラビアへの波及がポイントになる。情勢が混乱することで物流障害が生じるケースと（＝一時的な混乱）油田が直接攻撃されるケースで（＝生産障害の長期化）、原油相場に与える影響も異なる。後者のケースでは原油相場は200ドルに上昇するなど様々な予測が示されているが、上値のめどに対する明確な根拠はなく、相場がどこまで上昇するか見当がつかない領域になる。

サウジアラビア情勢を整理すると、政治不安の根底に人口の急増がある。もともと出生率が高いうえ、1980年頃から乳幼児死亡率が低下し人口が急増する局面に入った。世代間の人口バランスが崩れたことが政治不安を招いている。先進国でも戦後のベビーブーム期に生まれた世代が20歳前後となった1960年代末～70年代初頭にかけて、若年層による政治的な運動が広がったように、若年層の割合が高い社会は不安定さを強める。サウジアラビアをはじめ、中東各国はまさにこのような状況に直面している（図表39、次頁図表40）。

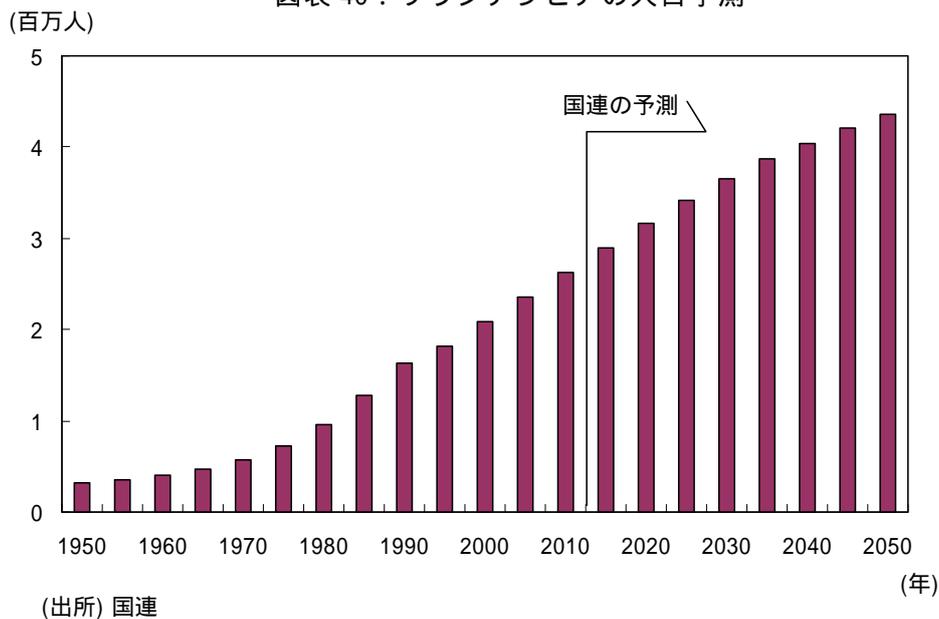
サウジアラビアの政治体制は王室を中心に構成され、原油から得られる収入を国民に分配する統治構造で成り立つ。同時に、厳格なイスラム主義に基づき、女性は顔を覆い、自動車運転を禁止されるほか、司法面で公開処刑が制度化されるなど、前近代的な顔を併せ持つ。もっとも、金融危機のさい米シティグループに出資して話題になったアルワリード王子が、女性の運転禁止制度を批判するなど、体制内から改革を求める声も出始めている。

今回の混乱において、療養中のアブドラ国王が静養先のモロッコから帰国し、大規模な所得分配策を相次ぎ打出したほか、隣国バーレーンに進軍し、シーア派主体のデモを鎮静化して自国への波及を食い止めることに躍起となっている。もっとも、人口の急増と前近代的な統治構造の行き詰まりという根深い問題を、潤沢な国家財政と、軍の投入やアメリカとの連携によってどこまでしのげるのか、体制存亡の危機が当面続くことになる。

図表 39 . サウジアラビアの人口構成



図表 40．サウジアラビアの人口予測



サウジ以外にも要注意

サウジアラビア以外にも、中東地域には原油相場と密接に関連する地政学リスクが多い。こうしたリスクが、民主化を求める政治的混乱により表面化することが懸念される。

第一に、アラブ最大の親イスラエル国であったエジプトの体制転換により、イスラエルを取り巻く政治環境が大きく変化した。各国の反政府運動では、イスラム教シーア派の動きが目立ち、背後に反イスラエルの急先鋒であるイランの存在が意識されている。このためレバノンのシーア派組織ヒズボラや、パレスチナ解放機構のハマスなど原理主義勢力とイスラエルとの緊張関係が高まっている。イスラエルは産油国でないものの、中東の地政学リスクの象徴であり原油相場への影響が大きい。2006年にイスラエルがヒズボラと開戦に踏み切ったことが、78.4ドルの当時の最高値を更新するきっかけになった。今回もイスラエルが交戦状態になれば、原油相場が高騰し世界経済の減速リスクが高まることになる。

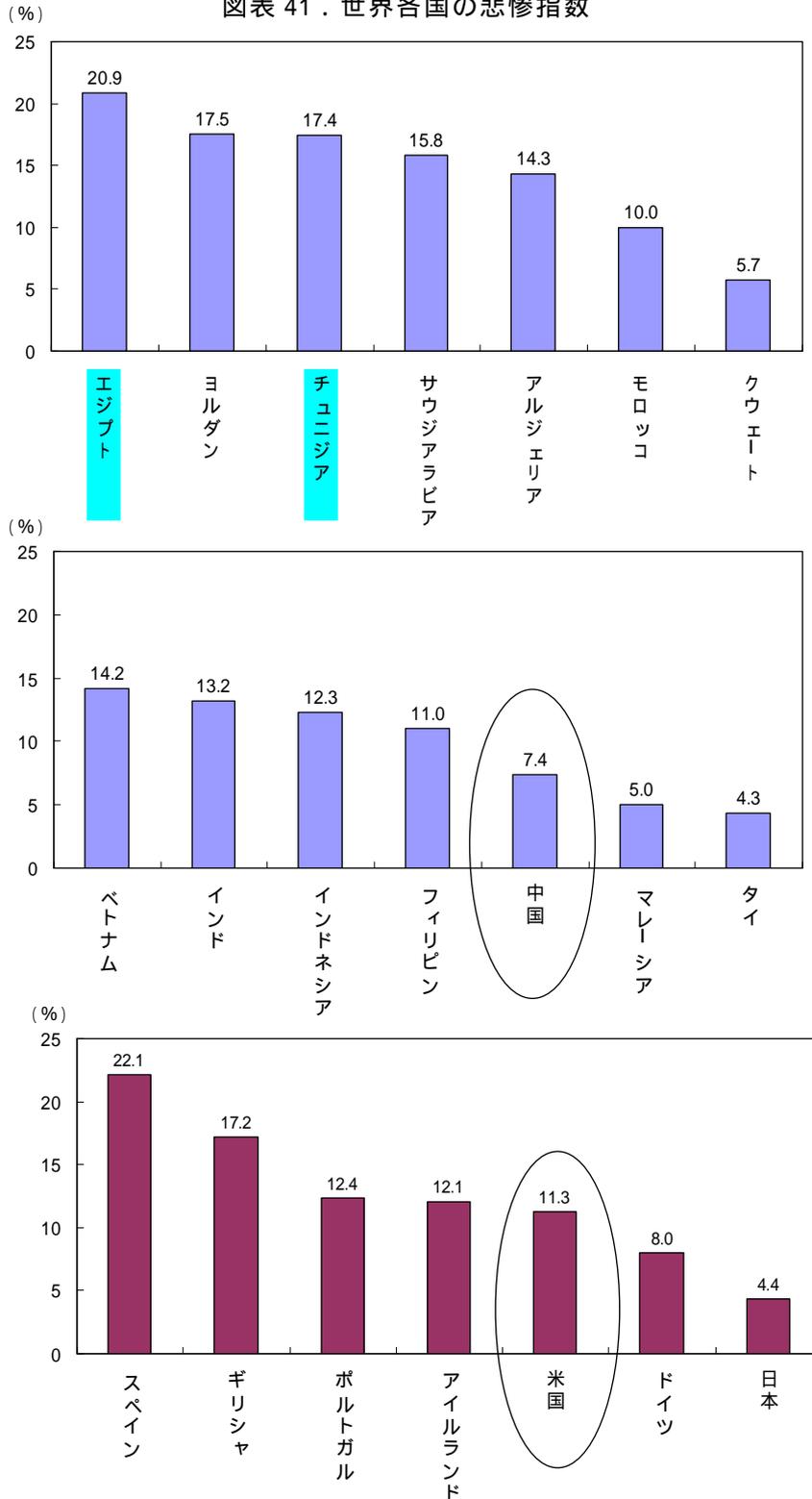
第二に、世界3位の原油埋蔵量を持つイラクでは、トルコとの国境にある油田地帯でクルド人勢力が自治権拡大をめくり緊張の火種となっており、民主化を求める動きがクルド人に波及すると原油相場への影響が大きくなる。

第三に、体制の動揺が強まっている国々の中で、主要産油国に位置づけられるのがアルジェリアとナイジェリアである。リビアの生産障害はすでに相場に織り込まれ、次の局面ではアルジェリアやナイジェリアへの波及が焦点になってこよう。

食料品価格の上昇が市民生活を圧迫したことが政治的動揺のきっかけとなった。そこで、最後に各国への波及リスクを見る目安として、失業率とインフレ率を組み合わせた「悲惨指数」を各国比較すると、チュニジア、エジプトに次いでサウジアラビアが大きい。世界の他の国々と比較しても、この地域が社会的な不安定要素を抱えていることが分かる。

参考まで、中東の政治的動揺の波及が懸念されている中国の悲惨指数は意外と低く、アメリカの悲惨指数は非常に高い。非常に単純な議論と断った上で各国比較を見る限り、中国への波及リスクを強調することは少しバイアスがかかった見方かもしれない(図表41)。

図表41．世界各国の悲惨指数



(注) 2010年のインフレ率と失業率の和の値
(出所)IMF

(2) 東日本大震災の影響について

世界経済の成長シナリオは不変

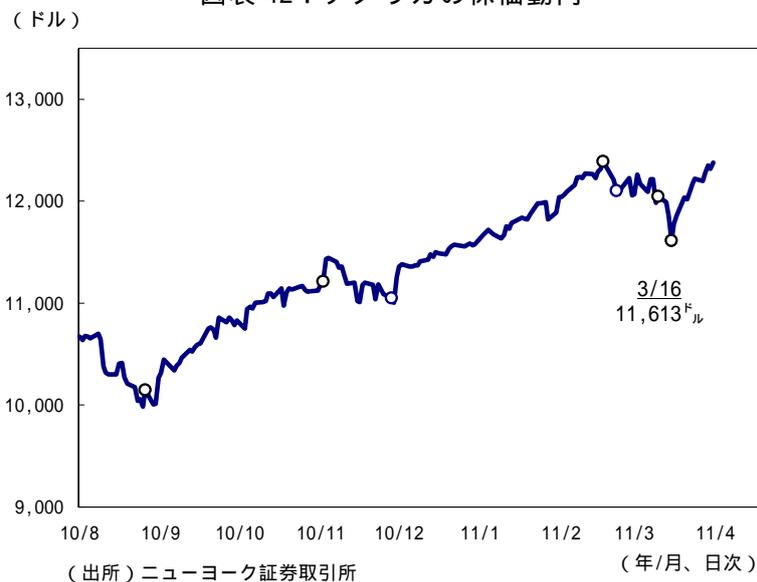
3月11日に発生した東日本大震災は未曾有の自然災害となり、世界経済の先行きへの強い不透明感を生み出し、各国の金融市場の混乱をもたらした。

とりわけ世界経済にとって懸念されたのがサプライチェーンへの影響である。米アップル社のアイ・パッドの製造が部品不足が原因で困難になると指摘されたほか、日立オートモティブ社が製造するブレーキシステムの部品が確保できず、GM、フォード、ルノーなど欧米自動車メーカーが生産停止に追い込まれた。特に、自動車で電子制御を行うマイクロ・コントロール・ユニットなど日本が強みを持つ部品や素材の供給不足が懸念された。

しかし、復旧に向けた懸命の企業努力により、生産回復のめどが少しずつ立ち始めている。当然、工場を再開できても、従業員や二次、三次下請け企業の社員の日常生活に支障がないか懸念されるほか、東北地方の工場でしか製造できない素材、部品が少なからず存在するとみられるため楽観は許されない。もっとも、部品や素材の市況をみる限り、今のところ急騰する部品は少なく、市場は一時の混乱から落ち着きを取り戻し始めている。

このため、アメリカの個人消費と中国の社会インフラ投資が牽引する世界経済の足取りへの直接的な影響は限定的にとどまるとの安心感が広がり、一時的に混乱したグローバル・マーケットも、米中の動向をたしかめながら震災前の水準を上回っている(図表42)。

図表42. アメリカの株価動向



- 8/27 バナキ議長、追加金融緩和の用意を表明
- 11/3 FOMC、量的緩和第二段(QE2)を決定
- 11/29 EU・IMF等がアイルランドに金融支援(11/28(日))
- 2/18 キャタピラーの業績発表をきっかけに2年8ヶ月ぶりの高値更新
- 2/23 NY原油、リビア情勢悪化により2年半ぶりの100ドル台
- 3/11 東日本大震災が発生
- 3/16 福島原発の事故拡大を懸念し世界同時株安

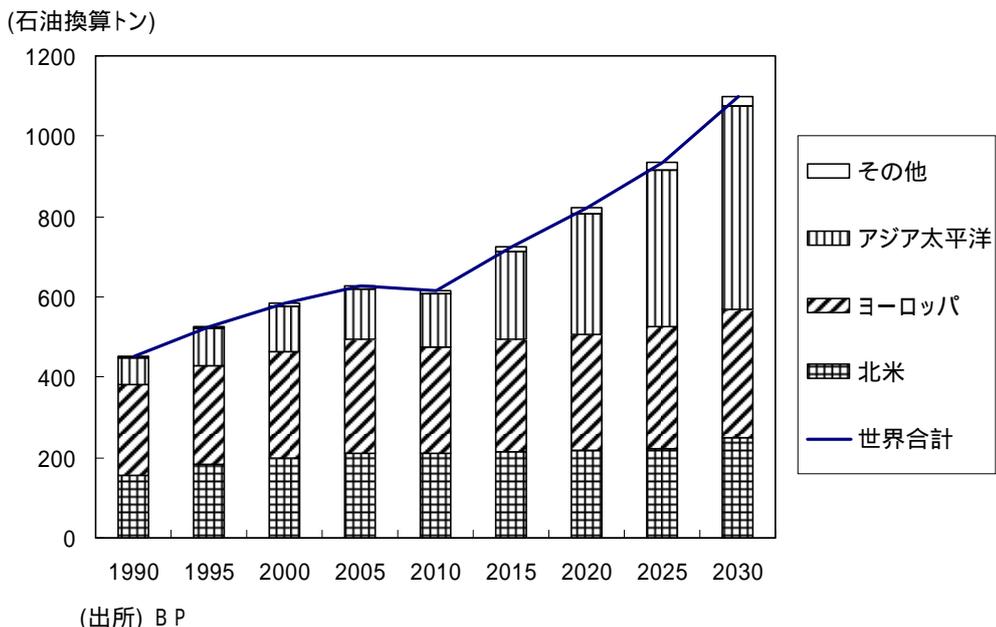
懸念されるエネルギー需給への影響

当然、こうした楽観論は、現時点のグローバルなマクロ経済への影響に限った話にすぎない。被災地では復旧活動の遅れが目立ち、加えて、福島原発の事故が深刻化していることともない、将来的には世界のエネルギー需給に与える影響が懸念され始めている。

世界的に原発の見直し機運が高まっており、石炭や天然ガスへの需要が中長期的に拡大することは不可避となり、化石エネルギーへの回帰によりエネルギー料金が一次産品動向の影響を受けやすくなる。そうした状況に企業や消費者が順応するのか、コストの安いエネルギーの開発や回帰が進むのか、世界経済への将来的な影響を考えるさいに大きな論点となる。短期的にもエネルギー価格の上昇が顕著になっていた中で、中長期的にもエネルギー需給の変化が経済コストを高めてしまう方向に向かうと、世界経済の自律的な成長を阻害する要因にもなりかねない。

省エネルギー推進の主役であり「原発ルネサンス」と呼ばれた原子力エネルギーの需要が伸び悩むと、中国やインドなど新興国の成長コストを高めるおそれがある。2030年までの原子力エネルギーの需要予測によると、中国やインドなどで今後原子力エネルギー需要が急拡大すると見込まれていたためだ（図表 43）。日本と同じく地震大国である中国や、テロのリスクの高いインドで、原子力エネルギーの導入に困難が生じると、エネルギーコストの上昇が、近い将来思わぬ形で成長のボトルネックとなるリスクが高まることにもなる。これらの国々は中進国に成長していく過程で、電源開発の立地推進にあたり、これまでのような住民の意向を軽視するような対応は徐々に困難になるとみられる。2011年の世界経済に与える直接的な影響はほとんどないものの、各国のエネルギー政策は根本から見直しが迫られている。

図表 43 . 原子力エネルギー消費量の長期予測（震災前の予測）



(3) 各国の政策対応

金利正常化に向かうFRBとECB

FRBは今年6月までQE2を継続し、その後は新たな国債購入を停止するとみられる。金融政策理論の大家でもあるバーナンキ議長は、独自の信念に基づいて賛否が半ばした国債購入策を実施したが、景気回復を加速させ結果的に高い評価を受けている。経済情勢をめぐる発言をみても議長はハト派色が強い。しかし、3月15日のFOMCの声明文では、景気判断を上方修正しインフレ懸念を示すなど、今年後半の金融政策スタンスの変更に向けた地ならしを開始したとみられる。住宅市場の低迷が続き、雇用についても危機前の水準に回復するまで数年かかるとみられるものの、景気の自律的回復の動きが一段と強まる中、商品市況の上ぶれリスクも高まっており、早ければ年内にも最初の利上げに着手するとの見方も出始めている。

もっとも、景気や金融市場の今後の展開は、紆余曲折をたどることになるとみられる。このため、追加の金融緩和を見送る一方で、リバース・レポなどを通じた流動性吸収を進めながら、景気や金融市場への影響を慎重に見極める対応がとられるであろう。利上げに踏み切るのは来年初めになる見通しである。

一方ECBは、4月7日の理事会で政策金利を0.25%引上げた。ECBは今後も四半期ごとに利上げを行い、金利の正常化を進め実質金利がマイナス状態にあることを解消するとみられる。トリシェ総裁の視線の先には、東西統一後最も力強い景気回復を続けるドイツの経済情勢が念頭にあるようだ。IGメタルの賃金交渉を控えて、ECBは物価上昇が賃金上昇を加速させるインフレ・スパイラルの阻止に全力を傾けることになろう。11月に就任が予定される次期総裁も利上げ路線を踏襲する見通しである(以上図表44)。

なお新興国では、昨年来の利上げ局面が今後もしばらく続くとみられる。予防的な利上げにいち早く着手した国ほどインフレ抑制が進み、インフレへの対応が後手にまわった国との間で、金融市場の評価に格差が生じることになろう。

図表 44.3 極政策金利予測

(%)

	2010年				2011年			
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
米 国	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25
欧 州	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75
日 本	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1

< 予測 >

(注) 期末値。予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング
(出所) 各国統計

財政再建の取り組みが世界的な課題に

財政再建への取り組みは各国の喫緊の課題である。

アメリカでは、昨年末にブッシュ減税の延長を柱とする追加景気対策が策定された。2009年に示された8,000億ドルの景気対策は、09～10年にわたる内容であったため、追加景気対策がなければ、2011年に政府支出が大幅に減少したが、それを穴埋めする効果を持つ。景気に配慮した財政運営が続くため、2011年も巨額の財政赤字が継続する。

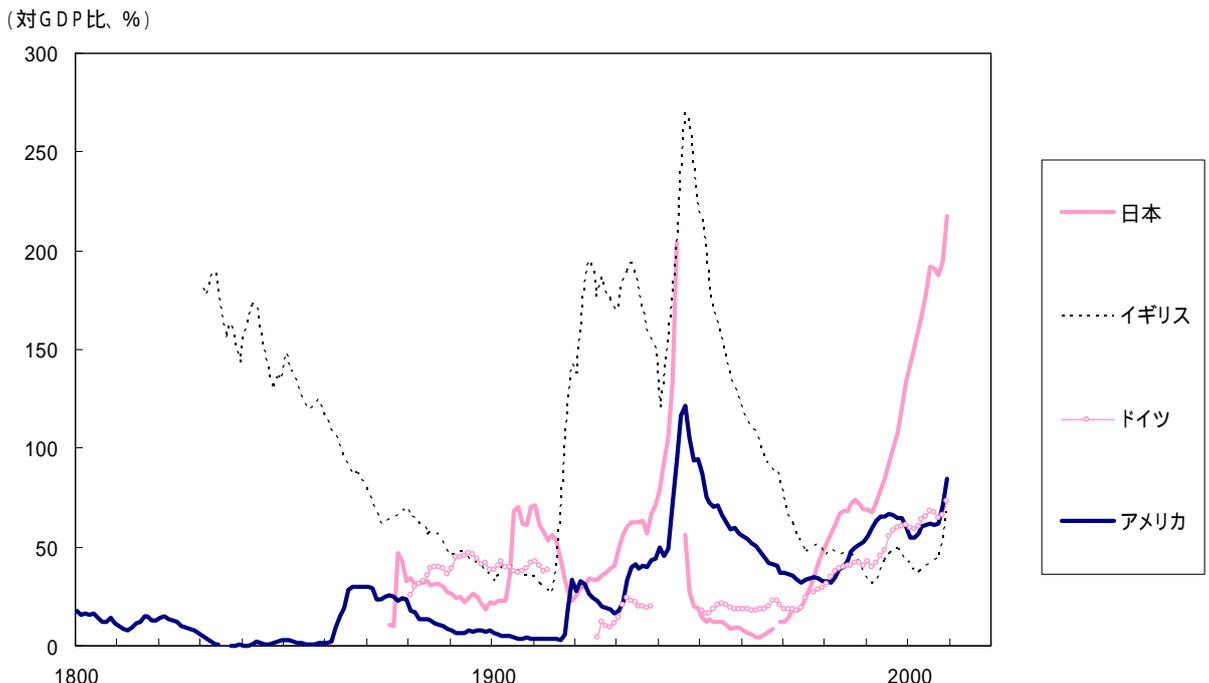
ドイツではGDP比0.5%の歳出削減が実施される。一方、日本では東日本大震災の復興にともない、巨額の財政資金が必要になる。

財政赤字が拡大する一方、金融市場の投資家は運用難に直面し、先進国債に対する投資需要は根強い。金融市場の資金の大半を占めているのは各国の年金基金であり、高齢化にともない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であろう。

一方、本稿でみたとおり、様々な不透明要因をはらみながらも、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の上昇が予想される。日本を除く先進各国が出口戦略に踏み切ることや、新興国の相次ぐ利上げ、新興国での資金需要の増加も、世界的な金利の押し上げ要因となろう。そうした中、歴史的な水準に拡大した各国の財政赤字の持続性や通貨の安定性に対して、先行きの不透明感が市場の警戒を強め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。

何よりも財政赤字は世代間の不公平を生み出す要因であり、歴史的な政府債務水準を改善させる道筋を明確化することは、今年から来年以降にかけての世界が直面する大きな課題となろう(図表45)。

図表 45 . 政府債務残高の長期推移



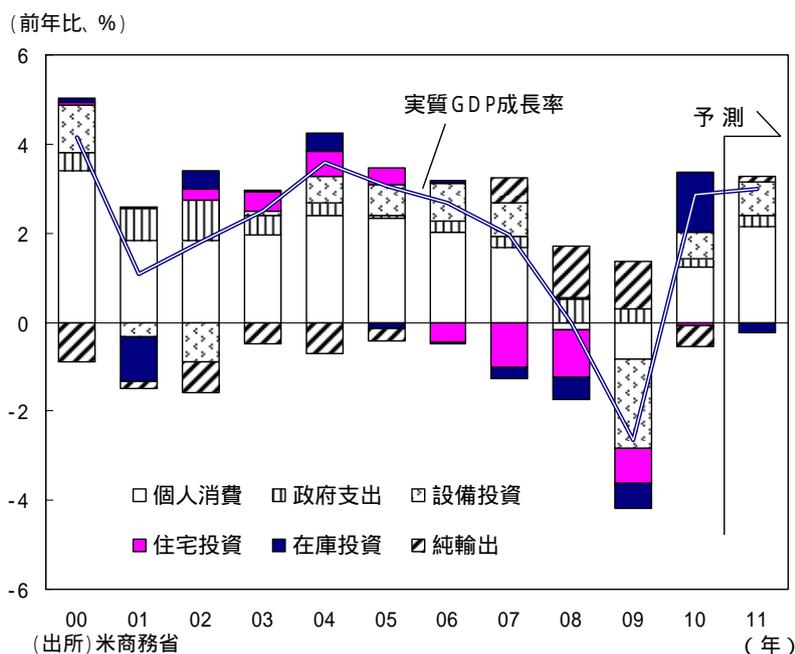
(出所) IMFの分析による

図表 46 . アメリカ経済予測総括表

	2010年				2011年				2008年	2009年	2010年	2011年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	3.7 2.4	1.7 3.0	2.6 3.2	3.1 2.8	3.1 2.6	3.2 3.0	3.2 3.2	3.3 3.2	0.0	-2.6	2.9	3.0
個人消費	1.9 0.8	2.2 1.7	2.4 1.8	4.0 2.6	2.7 2.8	3.2 3.1	3.2 3.3	3.2 3.1	-0.3	-1.2	1.7	3.1
住宅投資	-12.3 -6.2	25.6 4.9	-27.3 -5.6	3.3 -4.6	-0.5 -1.6	2.5 -6.5	5.0 2.5	5.0 3.0	-24.0	-22.9	-3.0	-0.7
設備投資	7.8 -0.8	17.2 5.2	10.0 8.2	7.7 10.6	5.2 9.9	5.8 7.1	6.3 6.2	6.8 6.0	0.3	-17.1	5.7	7.3
在庫投資 (寄与度)	2.5	0.8	1.6	-3.1	0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.5	-0.6	1.4	-0.2
政府支出	-1.6 1.1	3.9 0.6	3.9 1.2	-1.7 1.1	0.6 1.7	1.5 1.1	2.5 0.7	2.5 1.8	2.8	1.6	1.0	1.3
純輸出 (寄与度)	-0.3	-3.3	-1.7	3.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	1.1	1.1	-0.5	0.1
輸出	11.4 11.4	9.1 14.1	6.7 12.7	8.6 8.9	7.9 8.1	7.0 7.6	7.4 7.7	7.8 7.5	6.0	-9.5	11.7	7.7
輸入	11.2 6.2	33.5 17.4	16.8 16.1	-12.6 10.9	6.0 9.6	7.0 3.7	7.4 1.6	7.8 7.0	-2.6	-13.8	12.6	5.4
名目GDP (10億ドル)	4.8 2.8	3.7 3.9	4.6 4.5	3.5 4.2	5.8 4.4	4.9 4.7	5.7 5.0	4.0 5.1	2.2	-1.7	3.8	4.8
消費者物価コア(前年比)	1.3	1.0	0.9	0.6	1.0	1.1	1.3	1.4	2.3	1.7	1.0	1.2
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	8.6	8.4	8.2	5.8	9.3	9.6	8.5
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)	3.72	3.49	2.79	2.86	3.46	3.70	3.90	4.10	3.67	3.26	3.21	3.79

(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 47 . アメリカ経済：需要項目別の動き

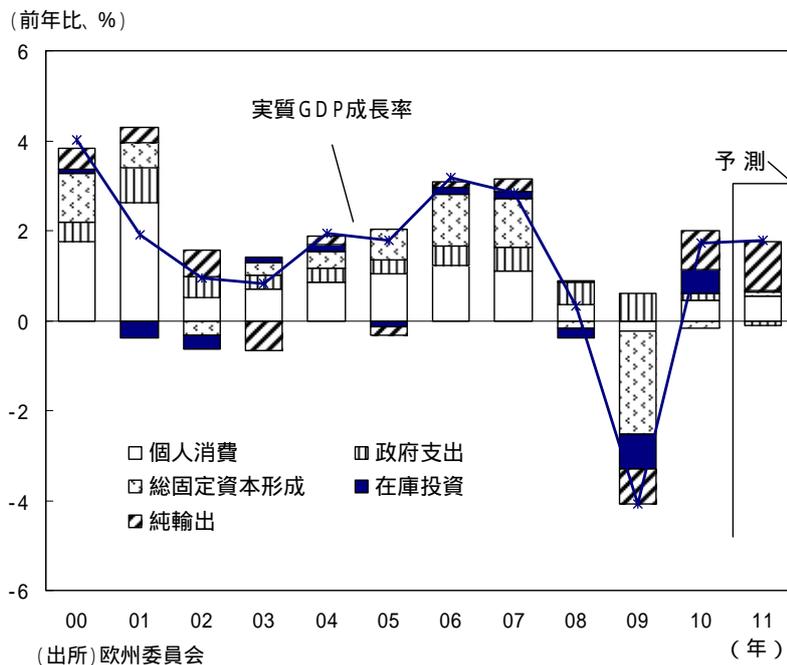


図表 48 . ヨーロッパ経済予測総括表

	2010年				2011年				2008年	2009年	2010年	2011年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	1.6 0.8	4.0 2.0	1.4 2.0	1.1 2.0	1.7 2.1	1.9 1.5	1.9 1.7	2.0 1.9	0.3	-4.1	1.7	1.8
個人消費	1.4 0.4	0.7 0.6	0.6 0.9	1.7 1.1	0.3 0.8	1.0 0.9	1.2 1.1	1.1 0.9	0.6	-0.4	0.7	0.9
総固定資本形成	-0.6 -4.6	8.6 -0.3	-0.6 0.7	-2.4 1.2	0.0 1.3	1.2 -0.5	1.6 0.1	2.0 1.2	-0.8	-10.6	-0.8	0.5
在庫投資 (寄与度)	1.6	1.2	-0.6	1.3	-1.4	0.3	0.3	0.3	-0.2	-0.8	0.5	0.0
政府支出	-0.1 1.1	0.7 0.6	1.6 0.6	0.4 0.7	-1.4 0.4	-1.4 -0.2	-1.0 -0.8	-1.0 -1.2	2.5	3.0	0.7	-0.5
純輸出 (寄与度)	-0.9	0.6	1.5	1.4	1.0	1.0	0.8	0.8	0.0	-0.8	0.9	1.1
輸出	11.8 6.5	18.9 12.4	9.1 11.9	7.5 11.7	6.1 10.3	6.1 7.2	6.1 6.5	6.1 6.1	1.0	-11.9	10.6	7.5
輸入	14.5 3.3	17.7 10.7	5.7 10.3	4.4 10.4	4.1 7.8	4.1 4.6	4.6 4.3	4.6 4.3	1.0	-10.5	8.7	5.2
消費者物価(前年比)	1.1	1.6	1.7	2.0	2.4	2.9	3.2	3.0	3.3	0.3	1.6	2.9
失業率	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	9.9	9.9	7.6	9.5	10.0	10.0
政策金利(レボ金利; 期末値)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	4.25	1.00	1.00	1.75
10年債利回り(平均値)	4.07	3.85	3.52	3.71	4.30	4.50	4.70	4.90	4.36	4.03	3.79	4.60

(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 49 . ヨーロッパ経済：需要項目別の動き



図表 50 . アジア経済予測総括表

	2010年				2011年				2008年	2009年	2010年	2011年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
アジア9ヶ国	10.9	9.7	8.4	8.3	8.0	8.0	8.1	8.2	7.1	5.4	9.3	8.1
中国	11.9	10.3	9.6	9.8	9.7	9.6	9.4	9.3	9.6	9.2	10.3	9.5
中国以外	9.4	8.8	6.5	6.1	5.3	5.6	6.2	6.6	3.1	0.1	7.7	5.9
韓国	8.1	7.1	4.5	4.9	4.0	4.5	5.0	5.5	2.3	0.3	6.1	4.8
失業率(中国、%)	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.2	4.1
(韓国、%)	4.3	3.5	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	3.2	3.6	3.7	3.3
政策金利(中国:貸出基準金利)	5.31	5.31	5.31	5.81	6.06	6.31	6.56	6.81	5.31	5.31	5.81	6.81
(韓国:コール誘導水準)	2.00	2.00	2.25	2.50	3.00	3.25	3.50	3.75	3.00	2.00	2.50	3.75
人民元・ドル相場	6.83	6.82	6.77	6.66	6.57	6.48	6.38	6.28	6.95	6.83	6.77	6.43
人民元・円相場	13.3	13.5	12.7	12.4	12.4	12.3	12.2	12.1	14.9	13.7	13.0	12.3

(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。