

# 世界経済の潮流

2010年 I

<2010年上半期 世界経済報告>

アジアがけん引する景気回復と  
ギリシャ財政危機のコンテイジョン

平成22年5月

内閣府

政策統括官室（経済財政分析担当）

# 第1章 世界経済の回復とギリシャ財政危機

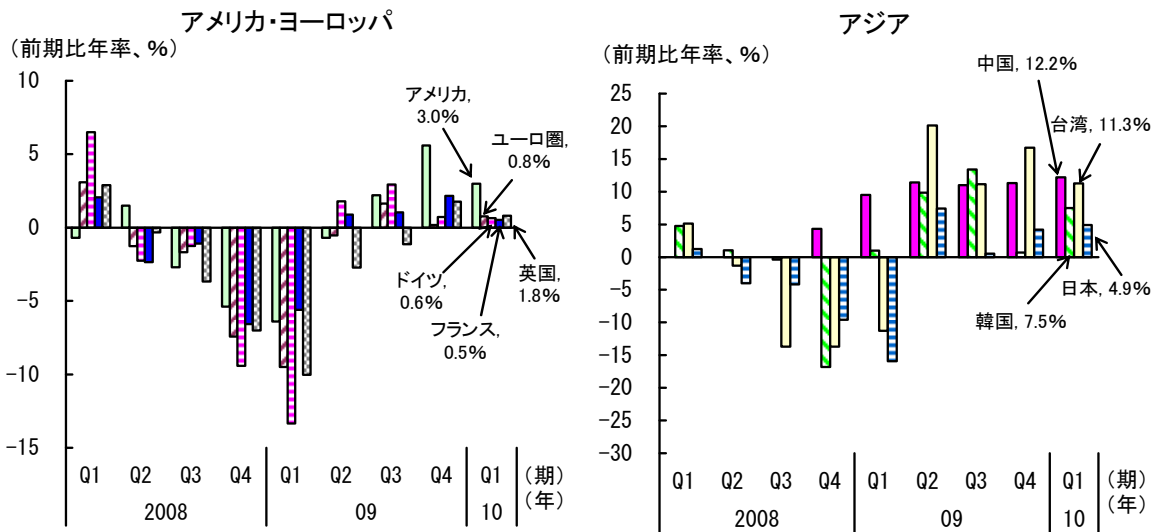
## 第1節 世界経済の現状

### 景気回復は地域によってばらつき

●世界経済は、景気刺激策の効果もあって、緩やかに回復。しかし、アジアが拡大な  
いし回復する一方、アメリカでは緩やかな回復、ヨーロッパでは下げ止まりとなっ  
ており、景気回復は地域によってばらつき。

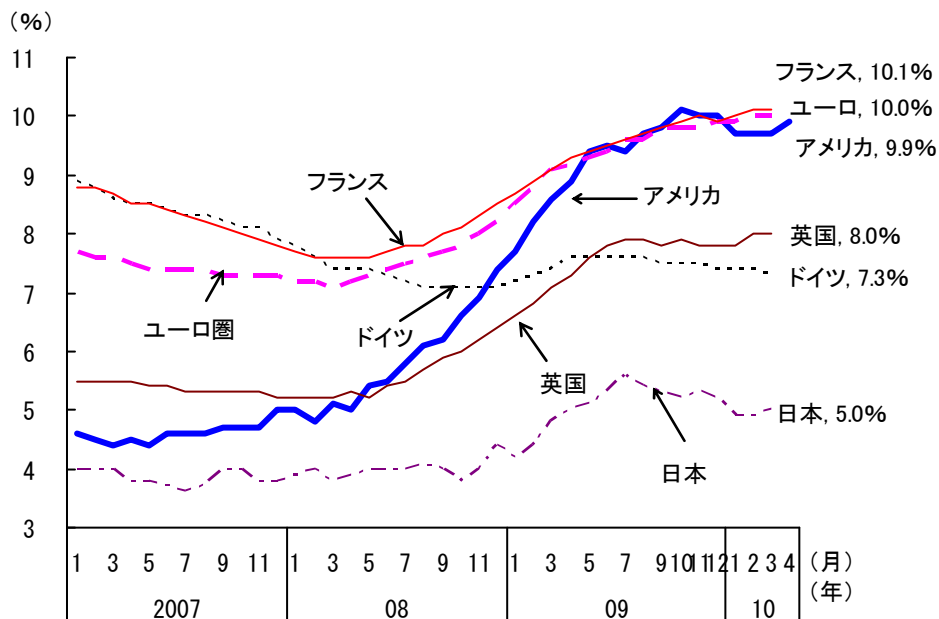
●ただし、欧米では、失業率は依然として高水準で推移。

第1-1-1図 主要国の実質経済成長率：09年半ばからプラス成長に



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。  
2. 中国は、中国人民銀行の試算による。なお、08年10～12月期の以降の数値のみ公表されている。

第1-1-3図 主要国の失業率：高水準で推移

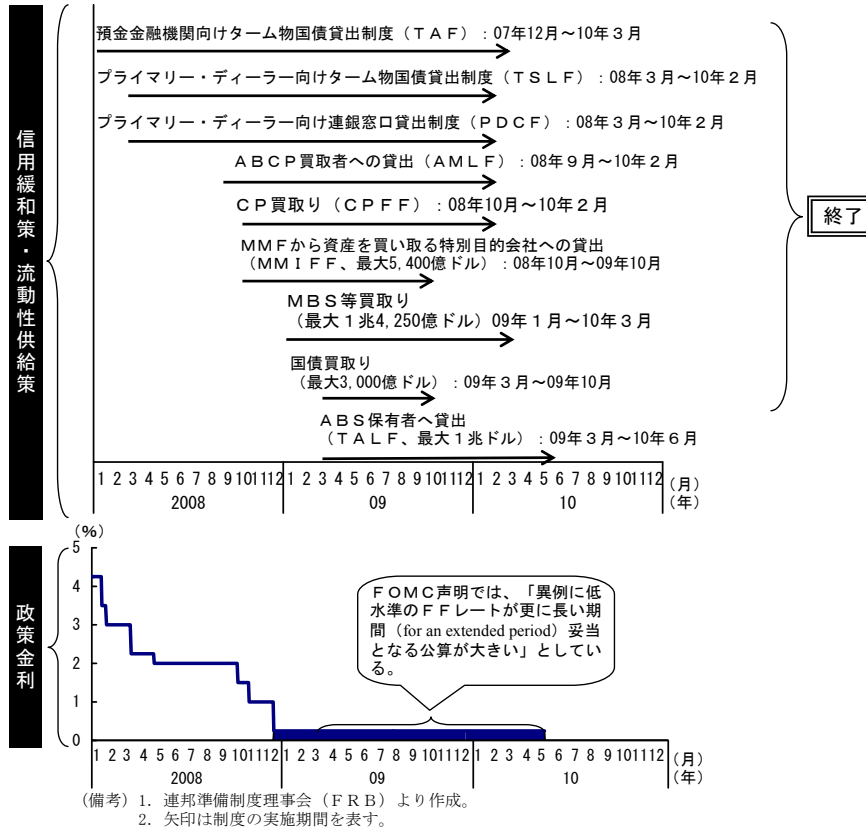


(備考) 各国統計より作成。

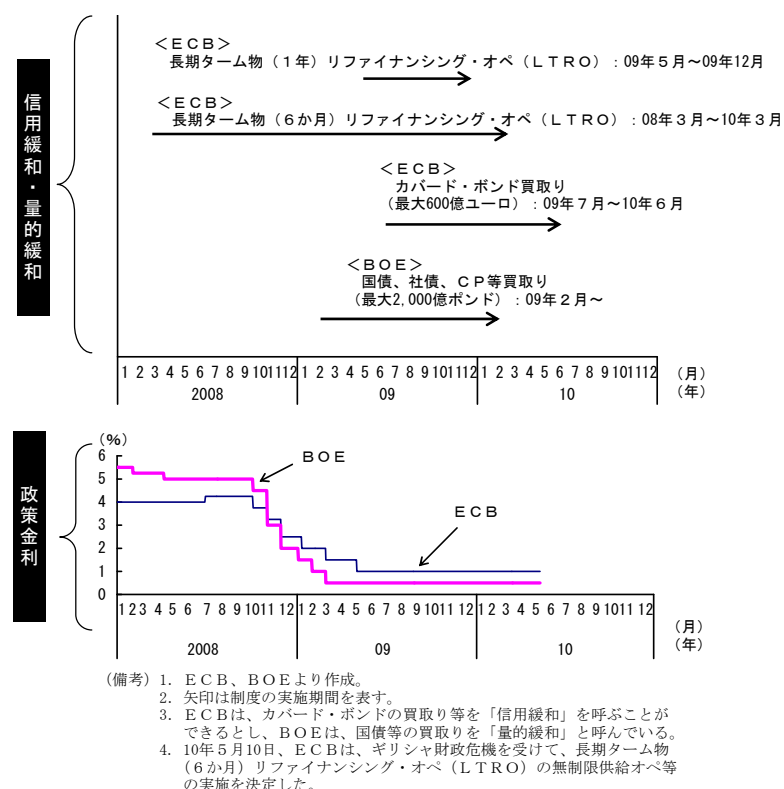
## 非常時の金融システム安定化策は出口へ

- 欧米では、世界金融危機発生後、様々な金融システム安定化策が採られてきたが、金融市場の安定化に伴い、こうした政策措置は終了しつつある。

第1-1-4図 アメリカの主な信用緩和策・流動性供給策



第1-1-5図 ヨーロッパの信用緩和策・量的緩和策



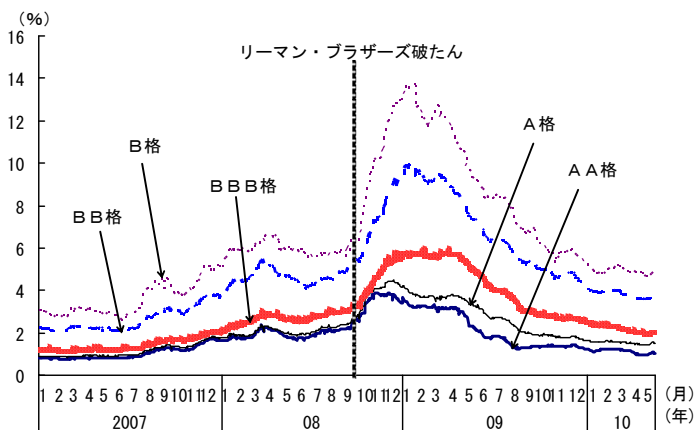
## 景気刺激のための財政・金融政策の転換には地域差

- 景気刺激のために実施された金融緩和策、財政刺激策は、アジアではオーストラリアやインド等一部の国で既に転換の動き。
- 他方、欧米では、金融政策については、史上最低水準の政策金利を維持するなど緩和的スタンスを継続しているが、財政政策については、金融危機の発生と景気後退により急速に悪化した財政状況を背景に、財政再建に向けた議論が開始されている。

## 金融は分野によって回復状況に差

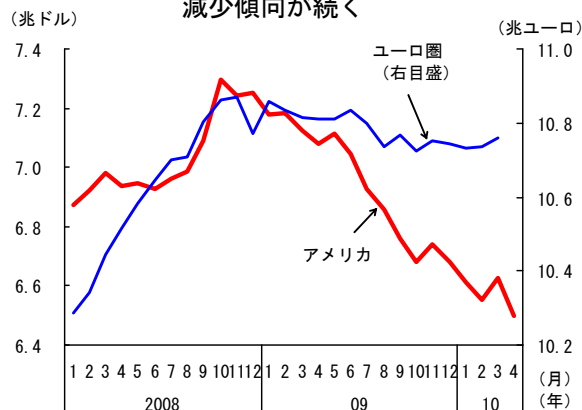
- 欧米では、金融市場は安定化に向かい、直接金融については危機前の状況に戻っているものの、間接金融については信用収縮が続いており、今後の景気回復のペースに影響を与える懸念。

第1-1-6図 アメリカの社債スプレッド：  
危機前の水準に回復



(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. スプレッドは、各格付け企業が発行した社債（10年物）と米国債（10年物）との差。

第1-1-7図 アメリカ・ヨーロッパの銀行貸出残高：  
減少傾向が続く



(備考) 1. ECB及びFRBより作成。  
2. アメリカについては、10年4月以降、これまでオフバランスであった一部の資産及び負債がバランスシート上に統合された。10年4月の値は、その影響を差し引いた試算値。

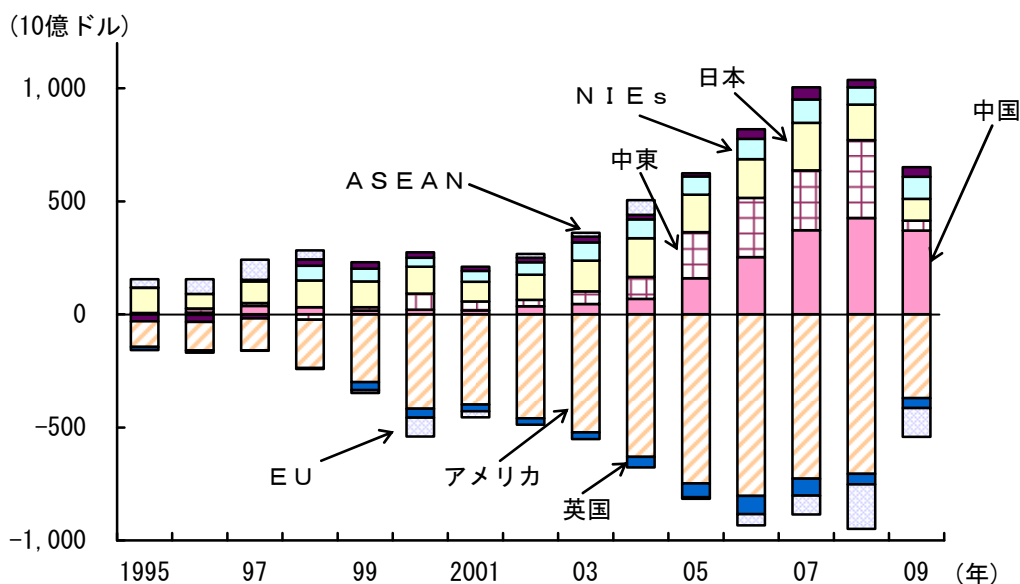
## リスク要因は山積

- 世界経済は、緩やかな回復基調が続くものと見込まれるが、景気の先行きには、高水準の失業率が続く雇用情勢や信用収縮の継続等の下押し圧力に加え、以下のような多くの下振れリスク要因が考えられる。
  - ソブリン・リスクとコンテイジョン（伝染）
  - 大幅なGDPギャップによるデフレ圧力の存在
  - 拙速な政策転換による景気回復の停滞
  - 低金利通貨を用いたキャリー・トレードによる世界的な過剰流動性
  - 拙速な金融規制強化による更なる信用収縮
  - 雇用悪化を背景とした政治・社会の不安定化、保護主義の台頭

## 世界経済地図の地殻変動

- 今回の世界金融危機を契機として、アジア経済の存在感の拡大、金融規制改革の実行に伴う世界経済システムの変革等、今後の世界経済には地殻変動の可能性。
- また、03年以降急速に拡大し、危機の一因となったグローバル・インバランスは、09年には大幅に縮小。
- しかし、09年半ば以降、アメリカの貿易赤字額は再び拡大、また、アメリカを中心とする国際資金フローの流れが復活する兆候もみられ、グローバル・リバランシングが継続するかどうかには今後も注視が必要。

第1-1-10図 各国・地域の経常収支の動向：  
09年に経常収支不均衡は縮小



- (備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database” より作成。  
 2. 09年は IMF による見込み。  
 3. シンガポールは N I E s、A S E A N 共に含まれる。

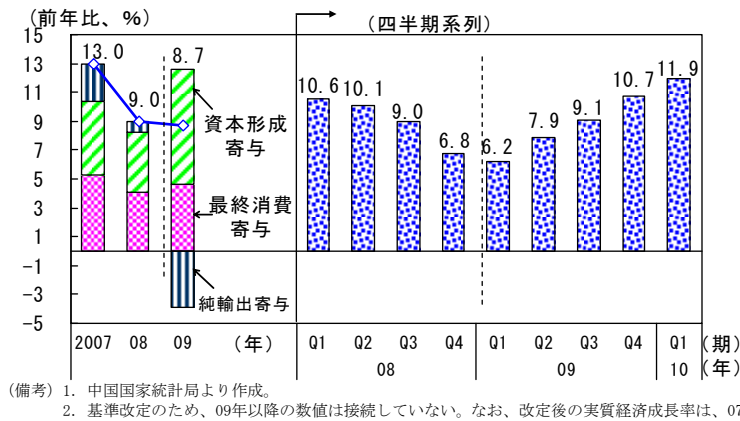
## 第2節 アジア経済

### 1. 中国経済の動向

#### (1) 景気の現状

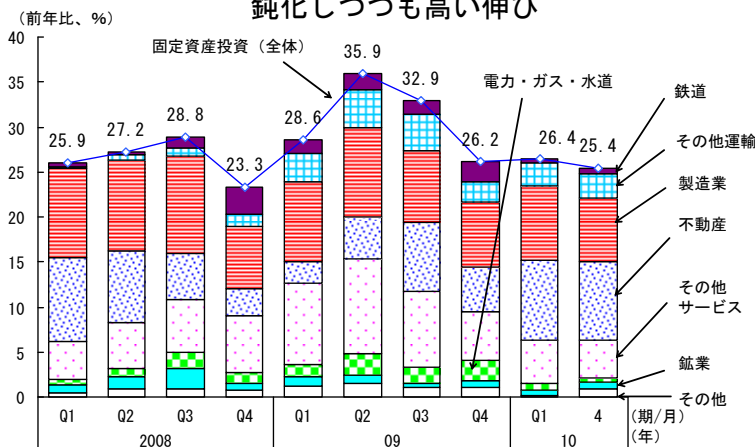
- 中国経済は、08年11月以降実施された景気刺激策の効果もあり、内需を中心に拡大している。09年は外需の寄与がマイナスとなる一方、投資、消費がけん引する内需主導の成長に。

第1-2-1図 実質経済成長率（内外需寄与度）：景気は内需を中心に拡大

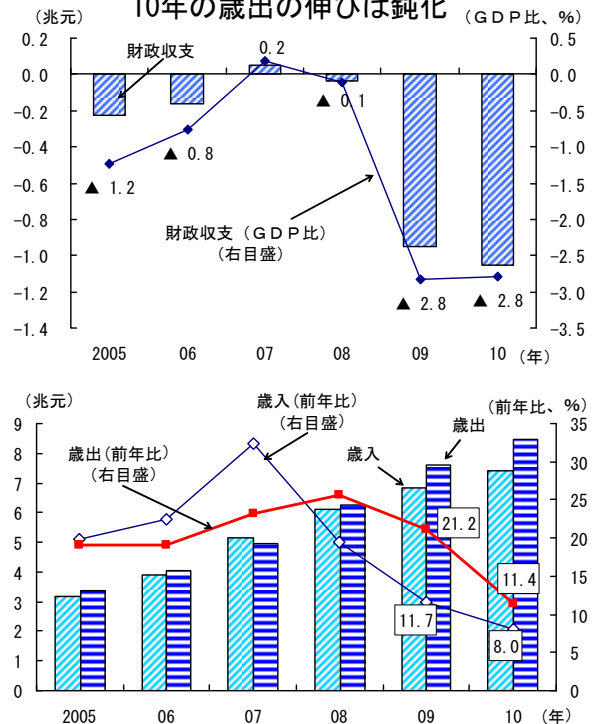


- 固定資産投資は、09年から鈍化しつつも高い伸びを継続。10年も「積極的な財政政策」が継続されているものの、公共投資予算の伸びは、09年の前年予算比70%強から10年は同約9%と鈍化することから、公的投資のけん引力は低下する見込み。他方、一時大きく減速した不動産開発投資は伸びを高めている。

第1-2-2図 都市部固定資産投資（産業別寄与度）：鈍化しつつも高い伸び

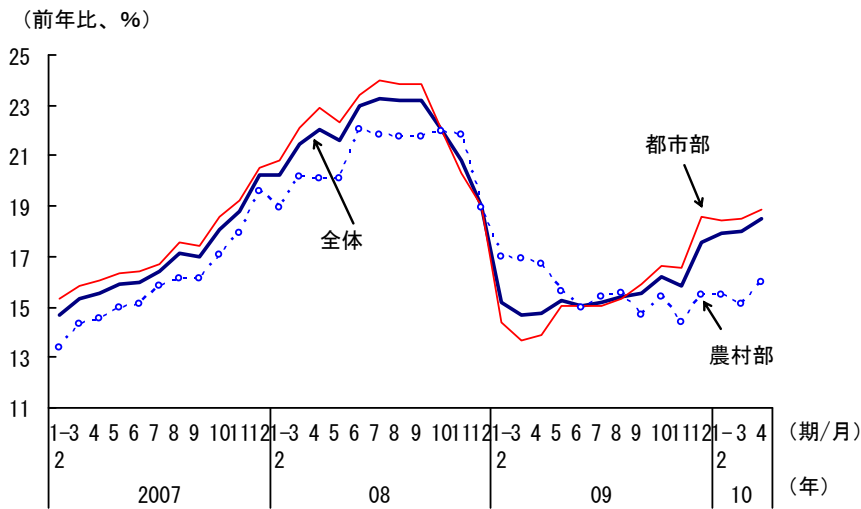


第1-2-3図 財政状況：10年の歳出の伸びは鈍化



- 消費は、都市部の消費の回復に伴い、伸びが高まりつつある。消費促進策の継続に加え、所得状況や消費者マインドの改善が続いており、当面引き続き堅調に推移する見込み。

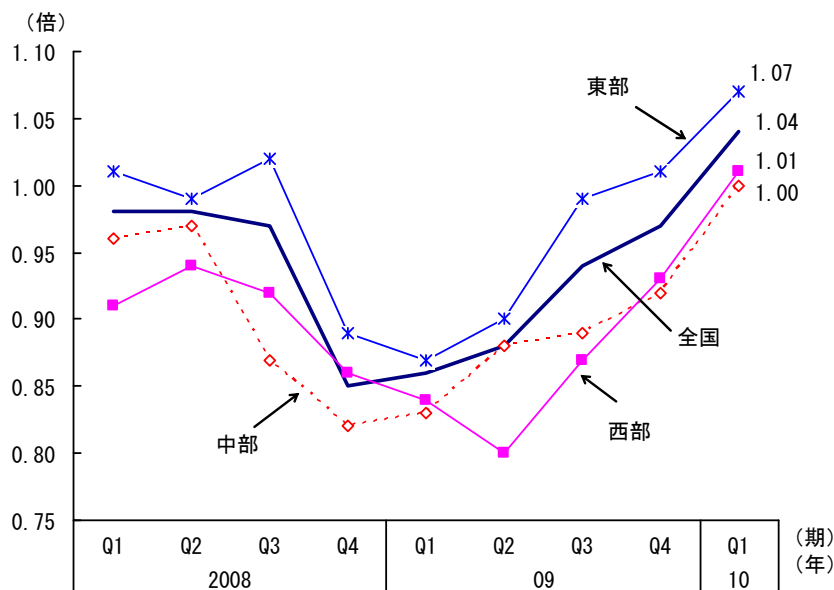
第1-2-4図 社会消費品小売総額：消費は堅調に増加



- (備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
 2. 春節の影響を除くため、1～2月は累積で比較。  
 3. 09年のシェアは、都市部68%、農村部32%。

- 雇用情勢をみると、景気回復に伴い、失業率は改善。労働需給も沿海部地域を中心にひっ迫傾向。09年は据え置きとされていた最低賃金も、10年に入り、各地で引上げの動き。

第1-2-12図 求人倍率（地域別）：労働需給のひっ迫がみられる



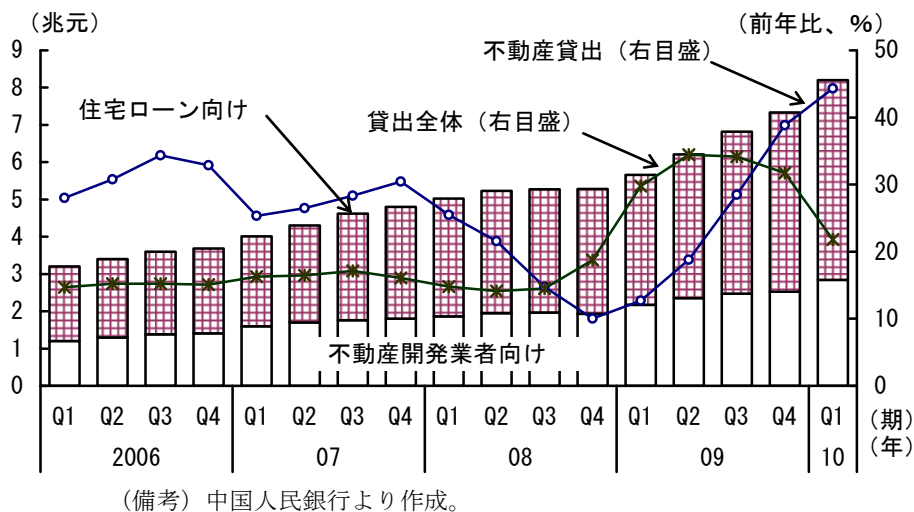
- (備考) 1. 中国人力資源・社会保障部より作成。  
 2. 東部は、珠江デルタ、長江デルタ、環渤海などの沿海部都市を含む地域。中部地域は、河南省、湖北省等。西部は、重慶、四川省等。

## (2) 3つのリスク

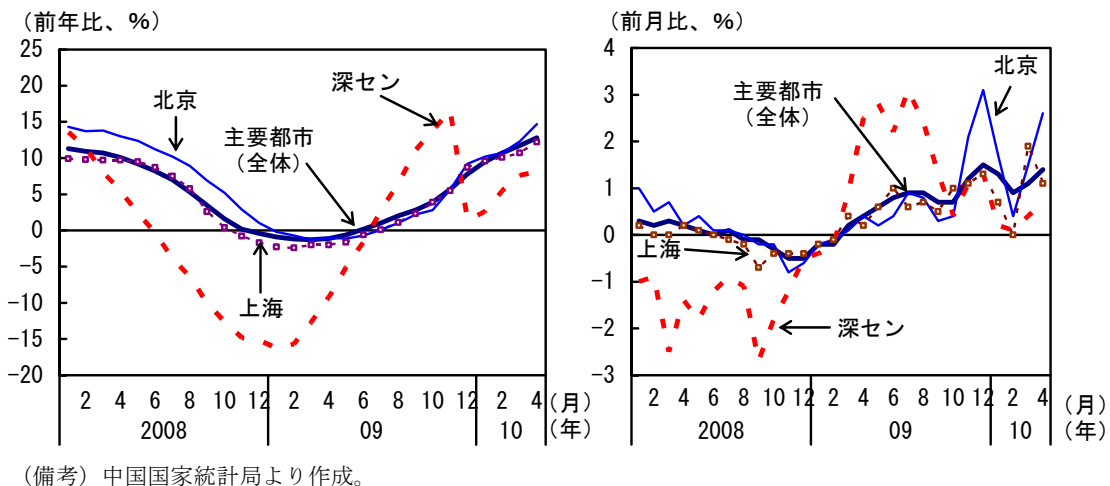
### (i) 不動産市場過熱のリスク

- 緩和的な金融政策を背景に銀行貸出が拡大。09年の新規銀行貸出のうち、約2割(約2兆元)が不動産市場に流入。09年末以降、不動産貸出残高の伸びは、貸出全体の伸びを上回る。
- 主要都市建物販売価格は、10年2月以降、不動産バブルが懸念された03~04年や07年における10%台の伸びとほぼ同じ。また、人民銀行や社会科学院の調査では、投資や投機目的の不動産購入が一定の比率を占めるとしており、不動産市場の過熱リスクが顕在化。
- これに対し、10年に入り金融監督を一層強化。10年4月には、一部都市の3軒目以上の住宅購入に対する資金貸付けの一時中止等に関する規制が発表されるなど、不動産規制強化の流れが続く。

第1-2-16図 不動産貸出：09年末以降、貸出全体の伸びを上回る



第1-2-17図 主要都市建物販売価格：10年2月以降、前年比10%台の伸び

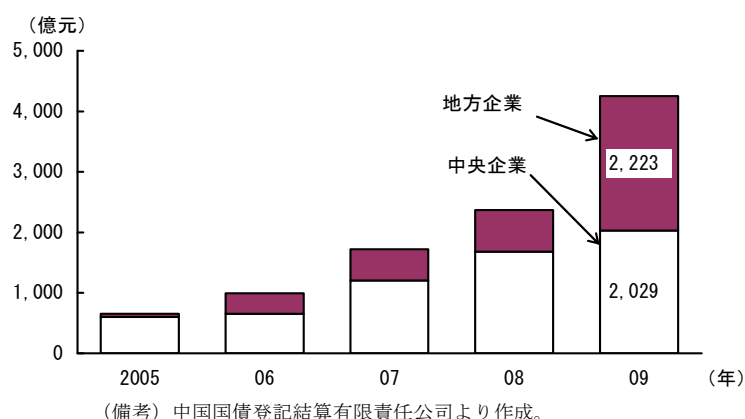




## (ii) 地方融資プラットフォームの不良債権リスク

- 地方政府は、財源不足のため、自らが出資した都市インフラ開発公社（地方政府融資プラットフォーム：地方融資プラットフォーム）を設立し、インフラ建設や不動産開発を実施。09年には、地方融資プラットフォームを含む地方企業の債券発行額は前年比3倍強に急増。負債総額は、09年5月時点で約5兆円とされ、仮に、負債のすべてが銀行借入とすると、銀行貸出残高全体の約12%の規模に相当。
- 地方融資プラットフォームの事業が失敗した場合、地方政府は保証の履行により財政が悪化。明示的な保証がない場合には、銀行の不良債権へつながる可能性。これが大規模となれば、金融システムが不安定となったり、景気の下押し圧力となるリスクが懸念。

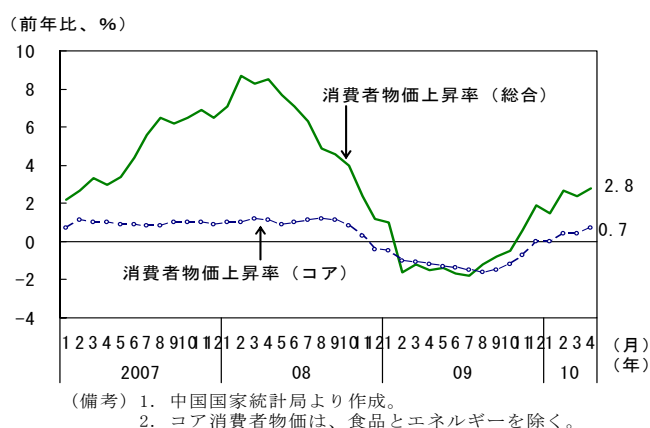
第1-2-23図 地方企業の債券発行額：09年は前年比3倍強



## (iii) インフレのリスク

- 消費者物価上昇率は、伸びが加速しているが、食品及びエネルギー価格を除くコア消費者物価上昇率は低い水準にとどまり、インフレ基調を示すというよりは、天候等により食品価格が上昇したことを反映したものの。
- しかしながら、今後については、大量の銀行貸出や財政拡大による景気過熱、労働需給の引締め等によるインフレリスクの可能性。ただし、一部の産業での供給過剰によるデフレ圧力も。

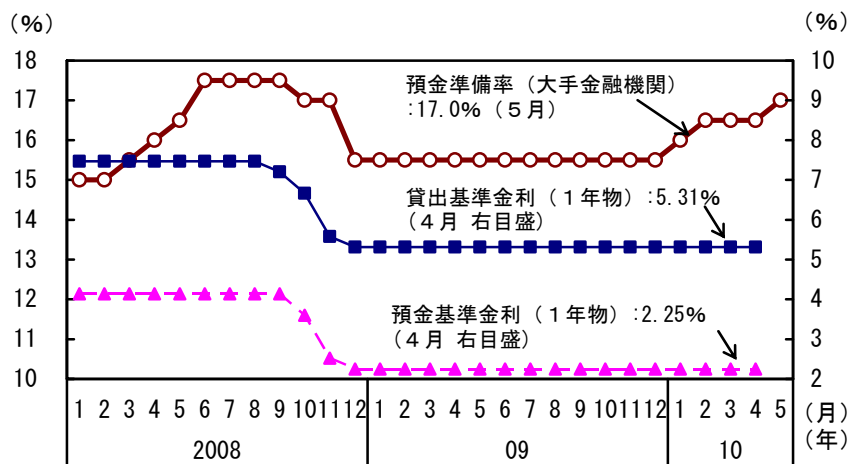
第1-2-24図 消費者物価上昇率：09年11月からプラスで推移



### (3) 金融政策の調整

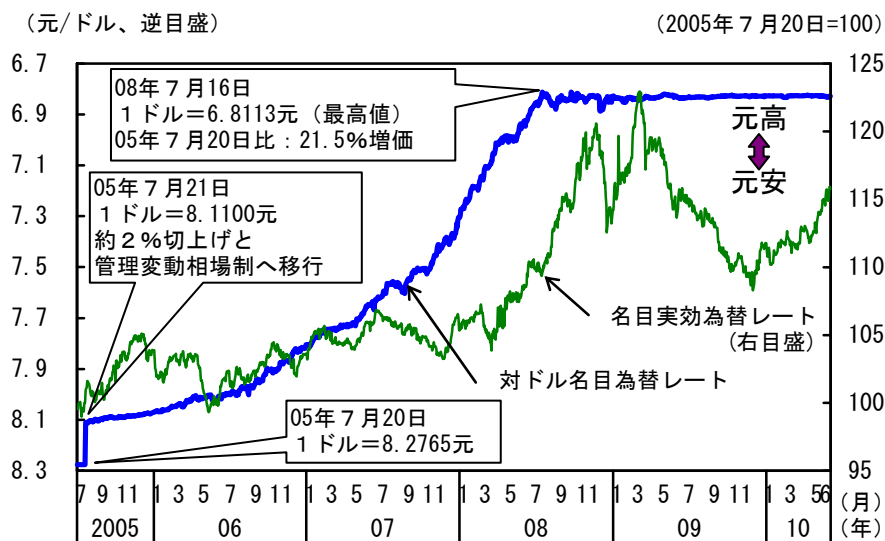
●政策金利は、過去と比較しても低い水準を維持。預金準備率は、10年1、2、5月にそれぞれ0.5%引き上げ、流動性を吸収。中央銀行手形による資金吸収は、09年後半から加速。人民元の対ドルレートは、08年7月以降、横ばい。もし、人民元が切り上げられた場合は、輸入物価の面から、物価上昇圧力の抑制に効果があると考えられる。

第1-2-28図 預金準備率と基準金利：預金準備率を1、2、5月に引上げ



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。  
2. 08年7月以前は大手金融機関の預金準備率が公表されていないため、全体の預金準備率としている。

第1-2-31図 人民元の対ドル名目レート：08年7月以降、横ばい

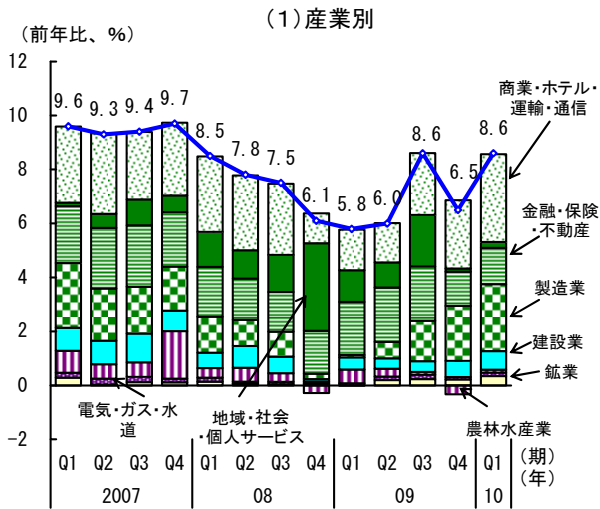


(備考) ブルームバーグより作成。

## 2. インド経済の動向

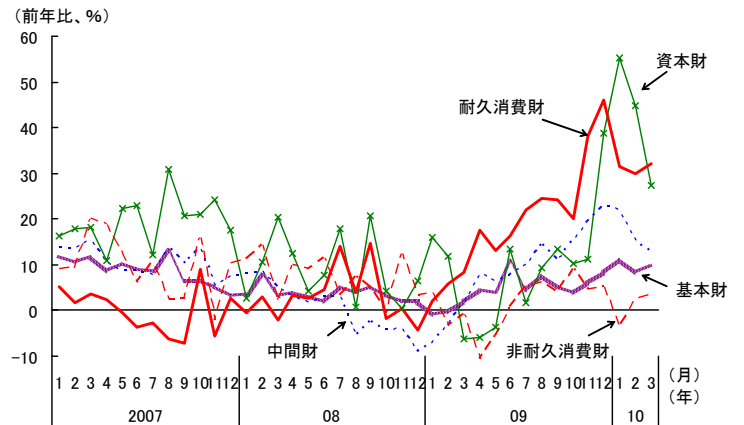
- インド経済は、08年12月以降発表された三次にわたる景気刺激策の効果もあり、内需を中心に景気は回復。
- 自動車販売の増加を受けて、耐久消費財を中心に生産の伸びが高まっている。09年末以降は資本財の伸びも高まっており、設備投資需要の回復もうかがえる。

第 1-2-33 図 実質経済成長率：  
景気は回復傾向



(備考) 1. インド中央統計局より作成。  
2. (1) は要素価格表示ベース、(2) は市場価格ベース。

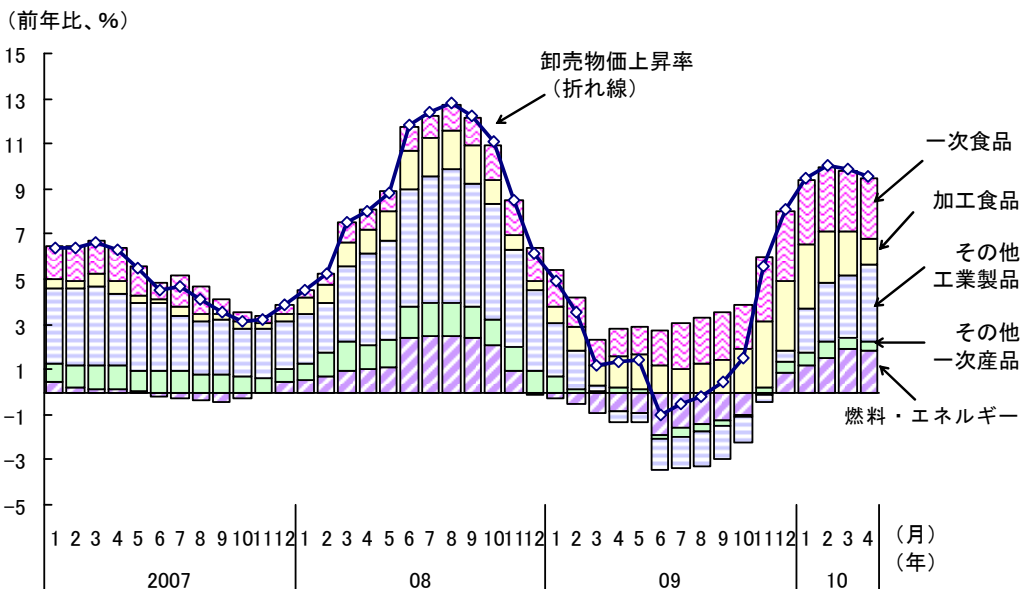
第 1-2-35 図 鉱工業生産 (財別)：  
耐久消費財を中心に増加



(備考) 1. インド統計計画実行省、商工省より作成。  
2. 鉱工業生産 (93年度基準) 全体を100としたときの各ウェイトは以下のとおり。  
(1) 業種別：製造業79.4、鉱業10.5、電力10.2  
(2) 用途別：基本財35.6、消費財28.7 (うち耐久消費財5.4、非耐久消費財23.3)、中間財26.5、資本財9.3

- 他方、物価上昇圧力が、農業生産の減少を要因とした食品を中心としたものから、その他の品目にも広がっており、インフレへの警戒感が強まっている。

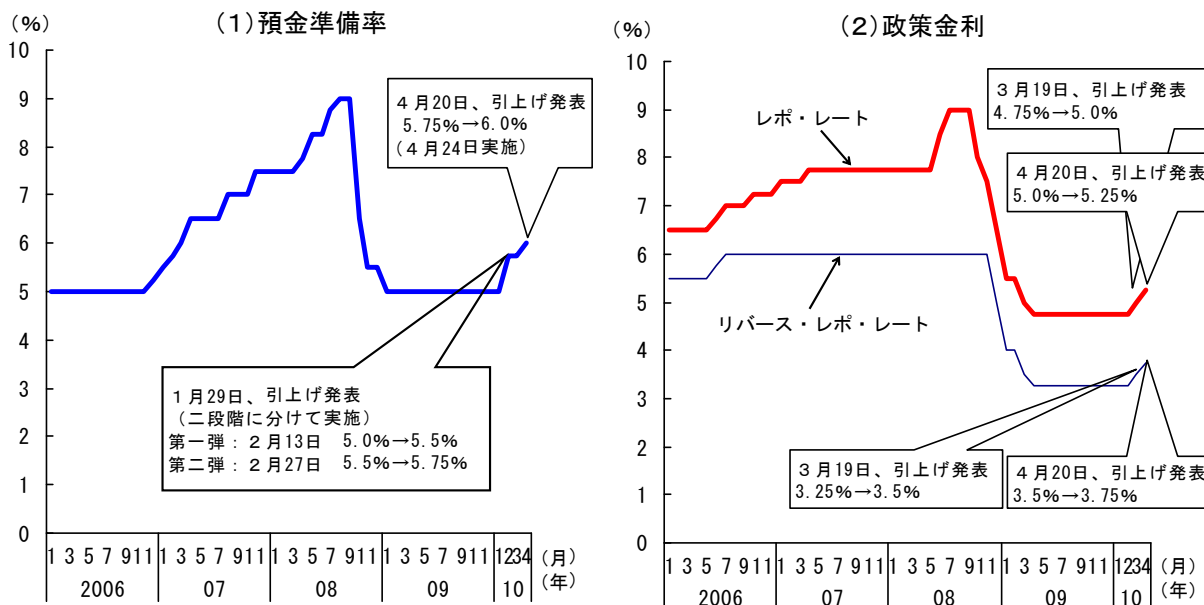
第 1-2-36 図 卸売物価上昇率 (品目別寄与度)：09年9月以降上昇



(備考) 1. インド商工省より作成。  
2. 卸売物価上昇率はインド政府・金融当局が最も重視する物価指標。

- 景気の回復、物価上昇等を背景に、10年に入り、政策金利及び預金準備率の引上げをそれぞれ2回実施し、金融緩和から平時の金融政策へと転換しつつある。

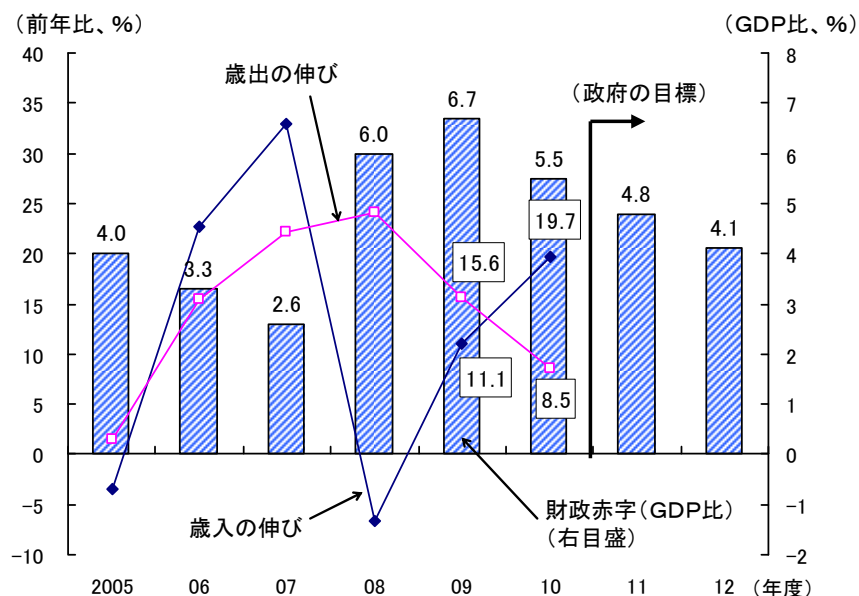
第 1-2-41 図 預金準備率、政策金利：10年に入り、引上げを実施



(備考) インド準備銀行より作成。

- 財政政策についても、2010年度予算（2010年4月～2011年3月）において、財政赤字削減の目標を示すなど、財政再建に向けて転換の方向。

第 1-2-43 図 財政赤字（中央政府ベース）：平時の財政政策に向けて転換

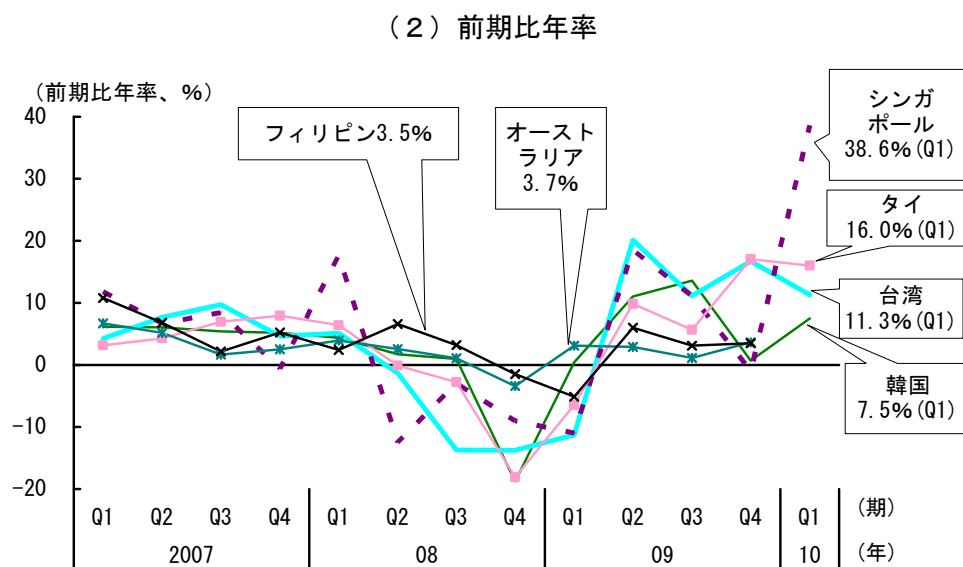
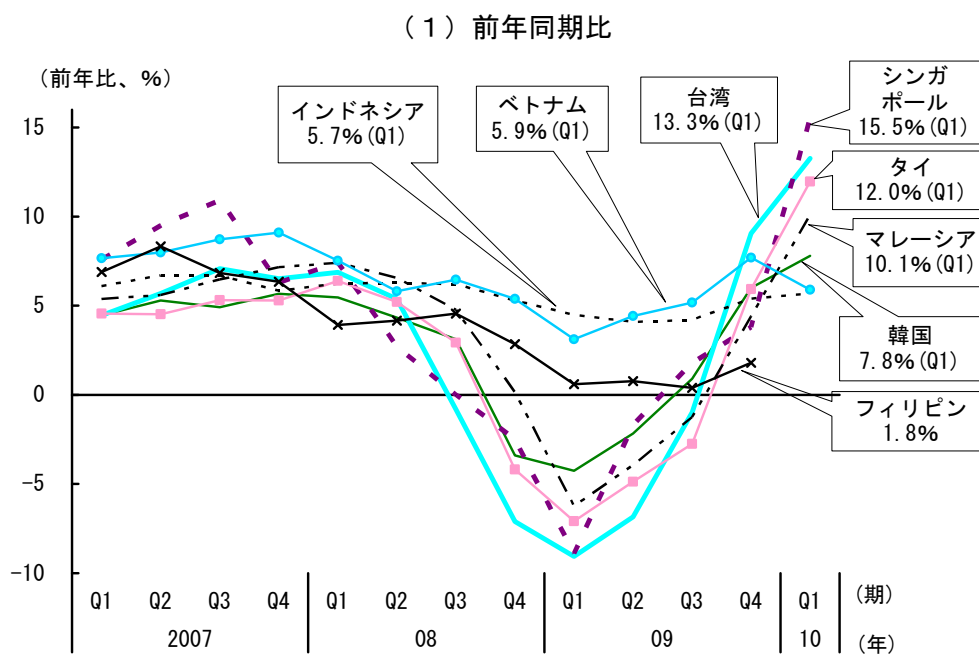


- (備考)
1. インド財務省より作成。
  2. インドの財政年度は4月～翌年3月。
  3. 09年度の値は実績見込み、10年度の値は予算案ベース。

### 3. その他アジア地域の動向 —景気は総じて回復、一部の国・地域では資産価格が上昇

●世界金融危機発生の影響を受け、08年後半に減速したアジア地域の景気は09年1～3月期に底を打ち、韓国、台湾、タイ、シンガポールの実質GDP成長率は、09年4～6月期には前期比でプラスに転じた。その後も順調に回復基調が続き、10年1～3月期頃には、総じて景気は回復している。

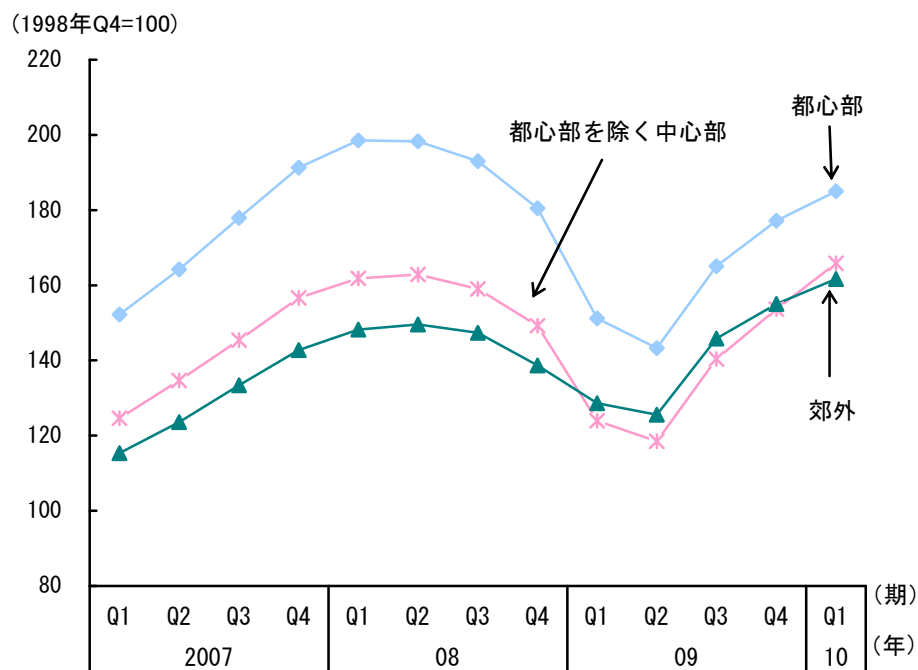
第 1-2-44 図 アジア地域の実質経済成長率：総じて回復



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。  
2. フィリピン、オーストラリアは09年第4四半期の数値。

- 09年中に金融緩和が続いていたことや、アジア地域の景気が回復してきたこと、さらには欧米の低金利も背景にあり、アジア地域に資本流入が戻ってきたことなどから、シンガポール等一部の国・地域では、資産価格の上昇がみられる。例えば、シンガポールの民間住宅価格は、09年7～9月期以降、上昇に転じている。
- 資産価格の上昇等を背景に、アジア地域では、金融引締めに転じている国もみられる。例えば、オーストラリアでは、09年10月に政策金利の引上げを実施し、その後これまでに計5回の利上げを行っている。インド、マレーシアでも政策金利の引上げを実施し、中国では預金準備率の引上げを行うなど、アジア地域では次第に金融引締めへと転換がみられる。

第1-2-55 図 シンガポールの民間住宅価格指数：09年7～9月期以降上昇



(備考) シンガポール都市開発庁より作成。

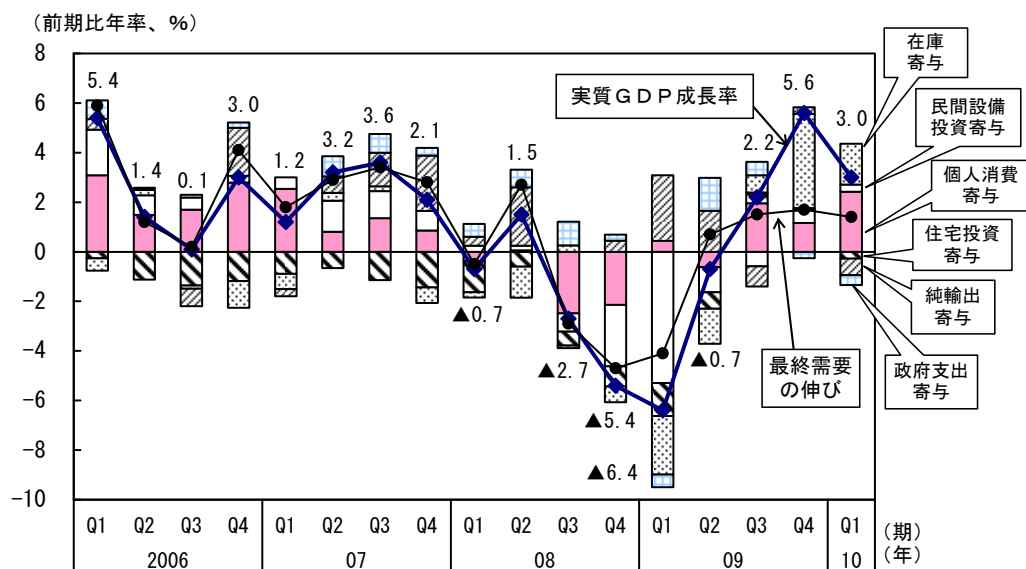
### 第3節 アメリカ経済

#### 1. 回復に向かうアメリカ経済

##### (1) アメリカ経済概観

- 失業率が高止まるなど下押し要因は依然としてあるものの、政策効果もあり、景気は緩やかに回復。しかしながら、在庫寄与が大きく、最終需要は緩慢な伸びが続いている。こうした中、10年秋以降は財政刺激策の政策効果がはく落していく見込み。

第1-3-1図 実質GDP成長率：景気は持ち直し

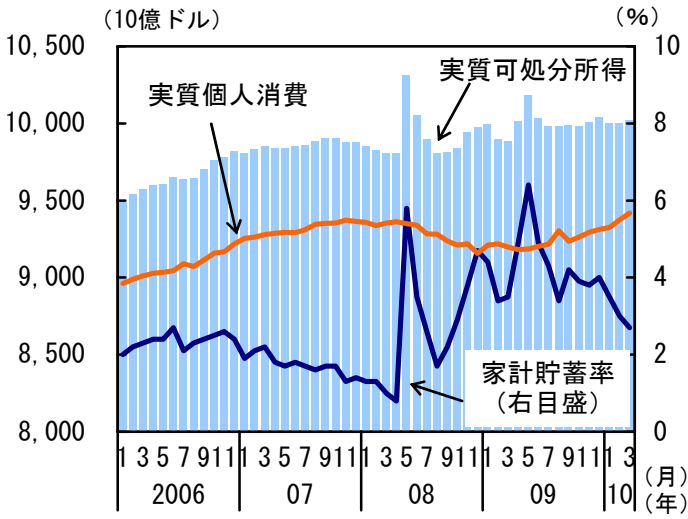


##### (2) 個人消費

- 雇用の改善に伴う所得環境の改善やマインドの回復等を受けて、個人消費は持ち直し。10年に入って消費の伸びは高まり、自律的な回復に向けた動きがみられる。ただし、この背景には、政策による下支えや貯蓄率の低下があることには留意する必要。
- 家計のバランスシート調整の継続や信用収縮、失業率の高止まり等、消費を取り巻く環境は弱い状態が続くとみられ、個人消費が自律的な回復軌道に順調に移行できるかは依然として不透明。

第1-3-3 図 個人消費

持ち直しの反面、貯蓄率は低下



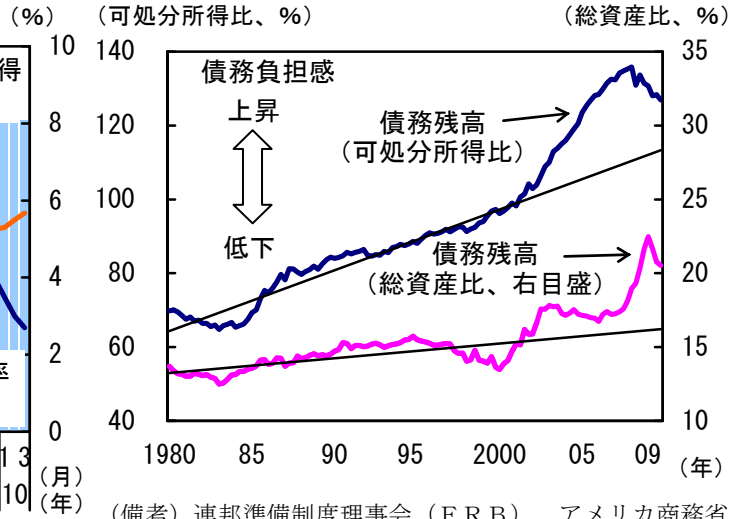
(備考) アメリカ商務省より作成。

(3) 住宅

- 住宅市場は、09年前半には持ち直しの動きがみられたが、09年末から10年初めにかけて持ち直しの動きが停滞。政府・F R Bによる主要な住宅支援策は10年4月までに終了しており、今後の住宅市場に与える影響が懸念される。
- 住宅ローン金利の低下や住宅価格の下落等により住宅取得環境は良好な状態にあるが、住宅市場の回復は遅れている。雇用の回復の遅れや景気の先行きに対する不安が背景にあり、個人が住宅購入に向かいにくい状況にある。一方、供給面では、差押さえ件数の高止まりと中古市場への流入が続いており、住宅価格の下押し要因に。

第1-3-9 図 家計の債務残高比率

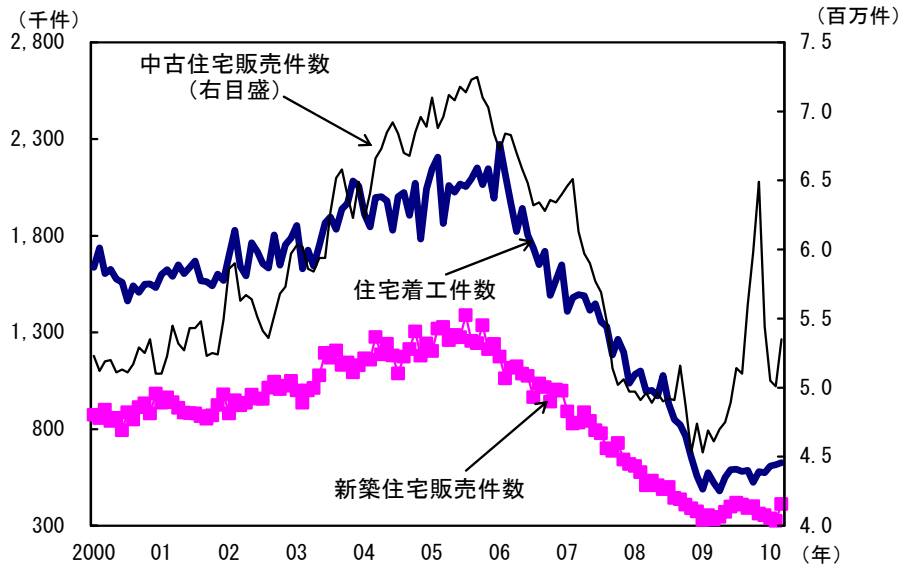
低下傾向にあるものの、依然としてトレンドを大きく上回って推移



(備考) 連邦準備制度理事会 ( F R B ) 、アメリカ商務省より作成。

第1-3-18 図 住宅市場の動向 (着工・販売の推移) :

09年以降持ち直しの動きが見られたものの、09年末より減速感もみられる



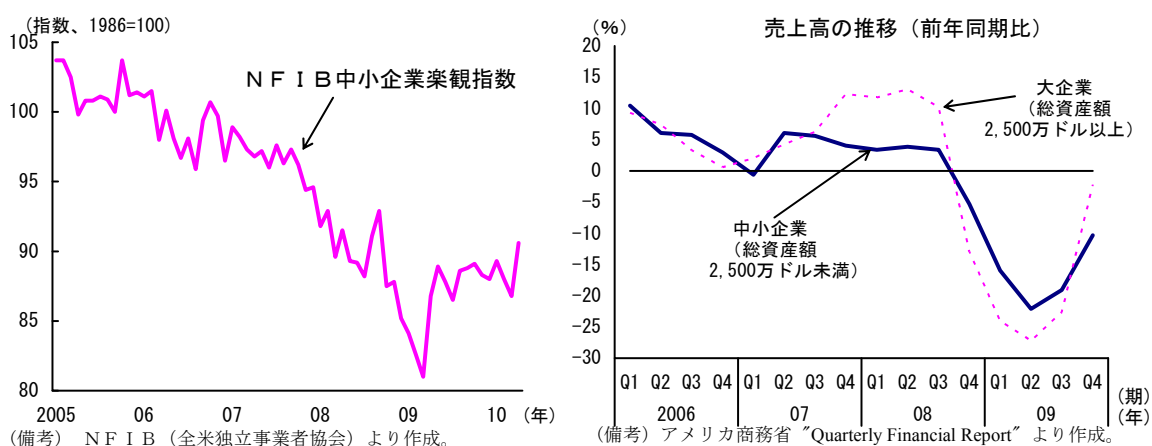
(備考) アメリカ商務省、全米不動産業者協会 ( N A R ) より作成。



#### (4) 企業活動

- 生産および設備稼働率は、08年後半以降大きく落ち込んでいたが、政府の景気刺激策に支えられた内需の緩やかな回復を受けて、09年半ば以降、増加基調に。
- 民間設備投資は、08年半ば以降大幅に減少していたが、09年10～12月期以降プラスに転じ、緩やかに増加している。IT投資が大きくけん引する一方、構築物投資は依然として減少が続いている。
- 世界金融・経済危機発生後の需要の冷え込みを受けて、企業は急激に積み上がった在庫の圧縮を進めてきたが、10年1～3月期には在庫投資は増加に転じた。今後、在庫圧縮から在庫積み増し局面に向かう動きが定着する見込み。
- 中小企業は、民間部門の雇用の半分を占めており、その動向が経済に及ぼす影響は大きい。中小企業の多くは中小金融機関からの借入に大きく依存しているが、中小金融機関の経営は厳しい状況にあり、中小企業の資金調達を困難にしている。中小企業の回復が遅れていることから、オバマ政権は中小企業対策に力を入れている。

第1-3-27図 中小企業の景況感・売上高の推移：  
中小企業の回復は鈍いものとなっている



#### (5) 貿易

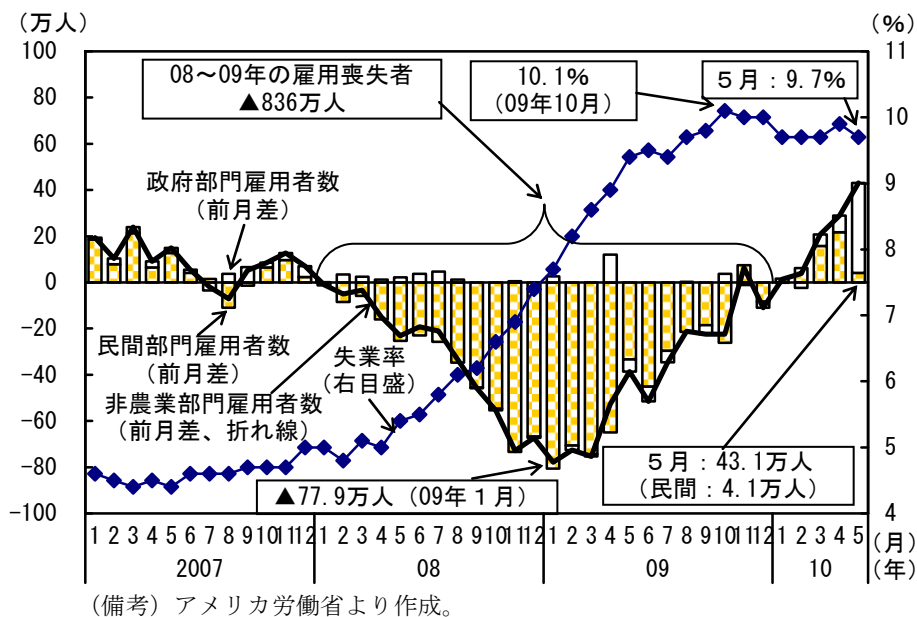
- 財・サービス貿易は、08年後半以降、内外の需要が低迷する中で輸出入ともに減少したが、09年半ば以降は輸出入ともに持ち直しており、貿易赤字は再び拡大傾向に。
- 10年3月、オバマ大統領は「国家輸出戦略 (National Export Initiative)」の骨格を発表し、輸出を「5年で倍増」するという目標を掲げている。同年6月末までに包括的政策を策定するとしており、今後の輸出を巡る動向が注目される。

## 2. アメリカ経済の景気下押し要因と先行きのリスク

### (1) 雇用

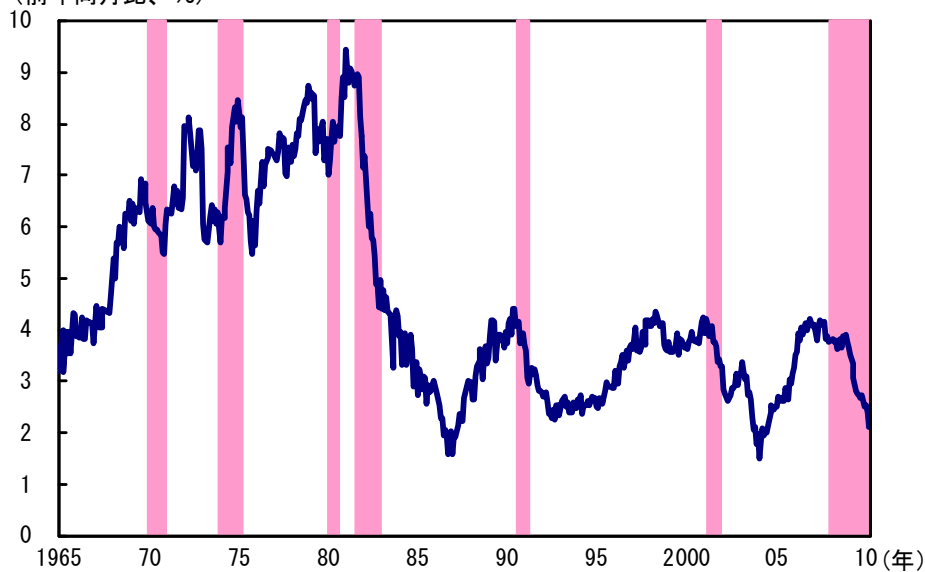
- 失業率は10%近傍の高水準で推移している。また、08～09年の2年間の累計の雇用喪失者は836万人となり、失業期間も長期化が進んでいる。一方で、非農業部門雇用者数は、10年4月には前月差29.0万人増と増加に転じた。雇用情勢の厳しさは継続しているものの、大幅な悪化は終息しつつある。
- 09年半ば以降の雇用者数の変化について産業分野別にみると、建設業では、引き続き雇用者数は減少傾向に。また減少地域には偏りがみられ、主に、西海岸や南部、五大湖周辺の減少幅が大きい。
- 政府部門では、国勢調査による臨時雇用の影響から10年3月以降大幅に増加したものの、税収の落込み等による厳しい財政状況が継続している州・地方政府では、職員の解雇や採用の抑制が実施されており、雇用者数の減少傾向が続いている。
- 09年2月に成立した財政刺激策に基づく雇用対策は、237.8万人の雇用を創出。
- 政府や民間調査機関による見通しによれば、雇用者数は緩やかに増加するとされる一方、失業率については、雇用環境の悪化等を背景に労働市場から退出していた者が労働市場に再流入する動きもあることから、改善ペースは緩やかとなり高い水準が続く見通し。

第1-3-34図 非農業部門雇用者数前月差と失業率：  
雇用者数は増加しているが、失業率は10%近傍の高い水準



- 賃金の動向をみると、07年12月の景気後退入り以降、非管理職の時間当たり賃金（民間非農業、前年同月比）の伸び率は低下傾向が続いている。労働組合の組織率低下などから、賃金の下方硬直性は弱まっている可能性、さらに、賃金体系の見直しにより、賃金の伸び率が更に低下する可能性もある。

第1-3-45図 非管理職の時間当たり賃金の伸び率（民間非農業）：賃金の伸び率は低下  
（前年同月比、%）



（備考）1. アメリカ労働省より作成。  
2. 網掛け部分は景気後退期。

## （2）物価

- 物価上昇率は、変動の大きい食料とエネルギーを除くコア物価上昇率の前年同月比上昇率は低下傾向に。

第1-3-49図 PCEコア・デフレーター推移：08年半ば以降上昇率が低下

（1）85年以降  
（前年同月比、%）



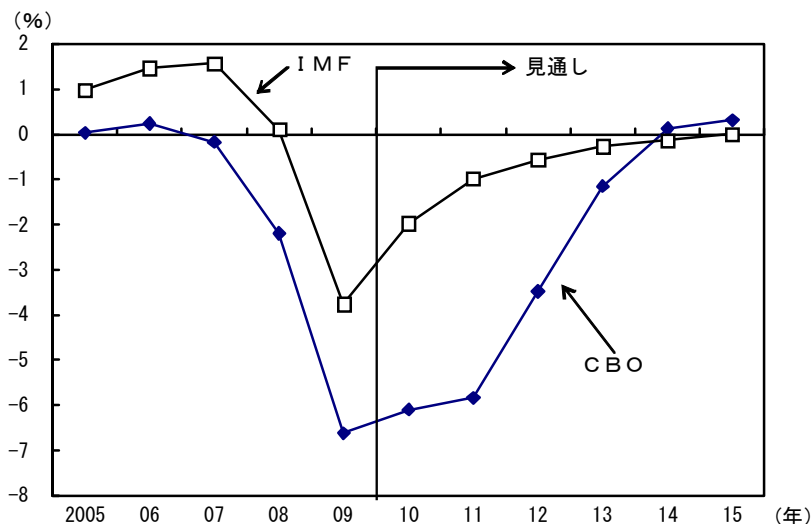
（備考）1. アメリカ商務省より作成。  
2. 網掛け部分は景気後退期。

（2）07年以降  
（前年同月比、%）



- 10年においても引き続き大幅なGDPギャップが存在。加えて、ドルの増価による輸入物価の下落や賃金の上昇率の低下を背景とした期待インフレ率の低下もあり、デフレに陥る可能性を指摘する見方もある。

第1-3-51図 GDPギャップ：10年においても大幅なGDPギャップが存在

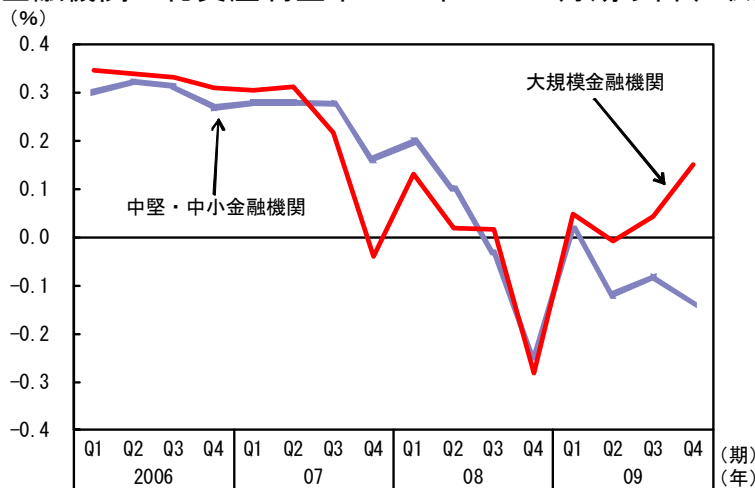


(備考) 1. アメリカ議会予算局 (CBO)、IMFより作成。  
2. 10年以降は見通し。

### (3) 金融

- 政府・FRBによる金融システム安定化策等の効果もあり、金融市場は改善を示しているが、個別の金融機関の経営状況を見ると、2つの二極化が進行。すなわち、  
(i) 投資銀行・引受部門等が好収益となる一方で、商業銀行部門（貸出部門）では厳しい収益状況が継続していること、  
(ii) 大手金融機関の収益が持ち直している一方で、中堅・中小金融機関の収益環境が依然として厳しい状況にあることである。

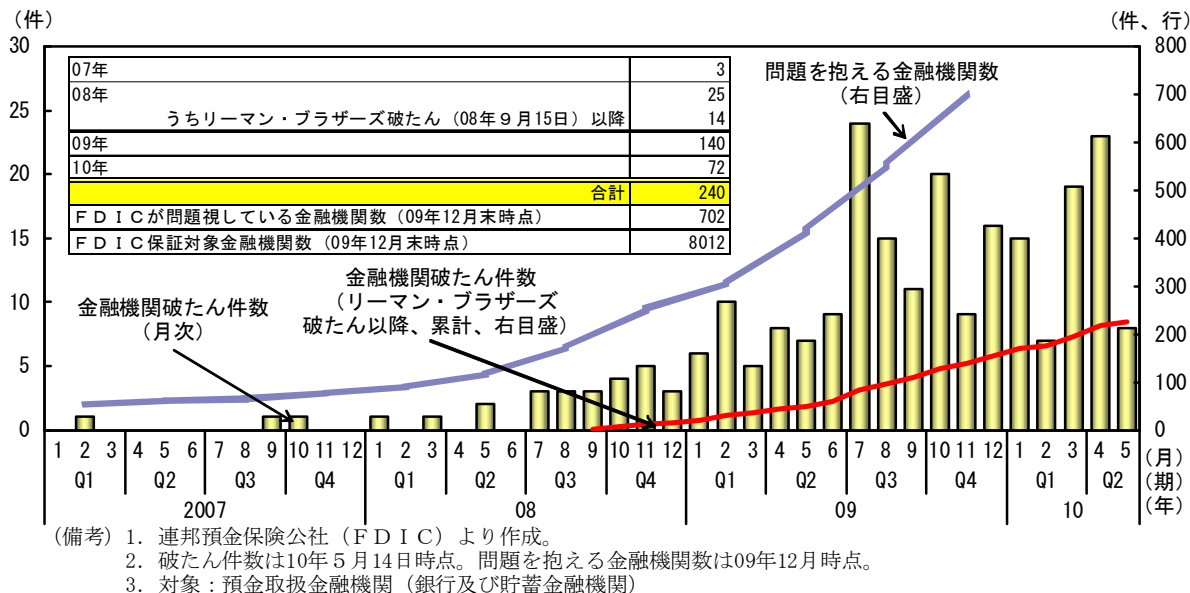
第1-3-57図 金融機関の総資産利益率：09年4～6月期以降、収益は二極化



(備考) 1. 連邦預金保険公社 (FDIC) より作成。  
2. 総資産利益率は「四半期純利益/平均総資産」で求める。  
3. 中堅・中小金融機関は、総資産100億ドル未満の商業銀行及び総資産50億ドル未満の貯蓄金融機関を指す。

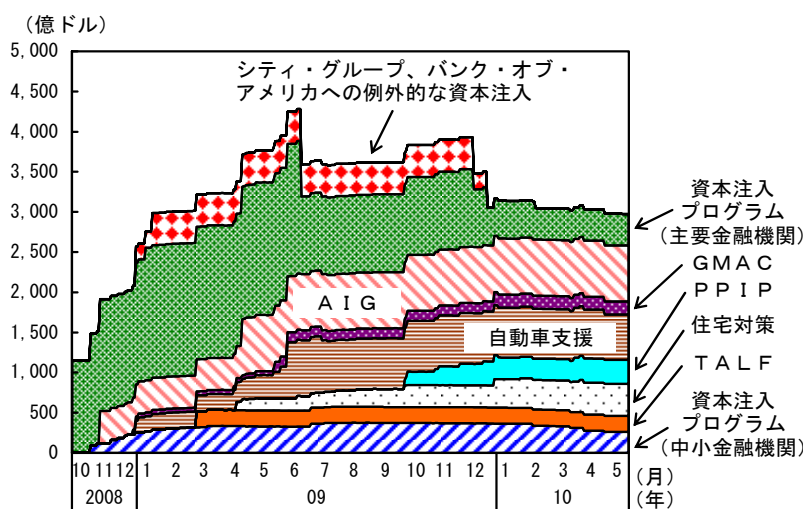
- 金融セクターのリスクとして、中小金融機関を中心に商業用不動産向け貸出等の不良債権化が継続することや、ソブリン・リスクが顕在化し各国の国債に係る損失が発生することによる、金融市場の混乱の再発が挙げられる。

第1-3-58図 金融機関の破たん状況と問題を抱える金融機関数：破たん件数は増加



- 大手金融機関と中堅・中小金融機関の経営状況が二極化していることもあり、不良資産救済プログラム（TARP：Trouble Asset Relief Program）に基づく資本注入額（残高）は、大手金融機関の返済が進む一方で、中堅・中小金融機関の公的資金の返済は進んでいない。

第1-3-59図 TARPの用途の推移：徐々に変化



### 3. 危機対応からの転換

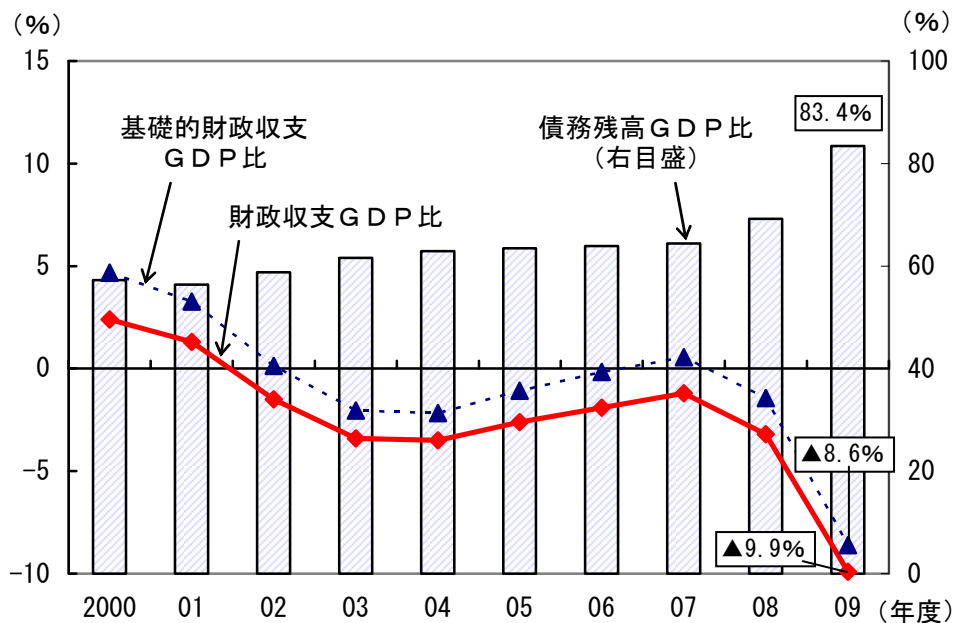
経済の回復の見通しが次第に強まってきたことを受け、危機対応からの転換に向けた動きが進展しつつある。今後の財政・金融政策のあるべき姿を検討するにあたり、今回と同様、金融危機・信用収縮が契機となった景気後退の例（大恐慌、S & L危機等）を評価することは重要。

#### <財政政策>

##### （1）財政の現状

- 09年度の財政収支は、景気後退による税収の低下や積極的な財政出動による歳出拡大及び減税等を背景に、1兆4,157億ドル（GDP比9.9%）と過去最大の赤字に。10年度及び11年度も1兆ドルを超える規模となる見込み。
- 経済の回復の見通しが次第に強まってきたことを受け、財政再建に向けた動きが本格化。中期的な財政目標として「2015年までに基礎的財政収支を均衡」することを掲げ、具体的措置を検討するための超党派委員会を設置。

第1-3-63図 連邦政府の財政状況：大幅に悪化



(備考) OMB (アメリカ行政管理予算局) より作成。

##### （2）過去の取組

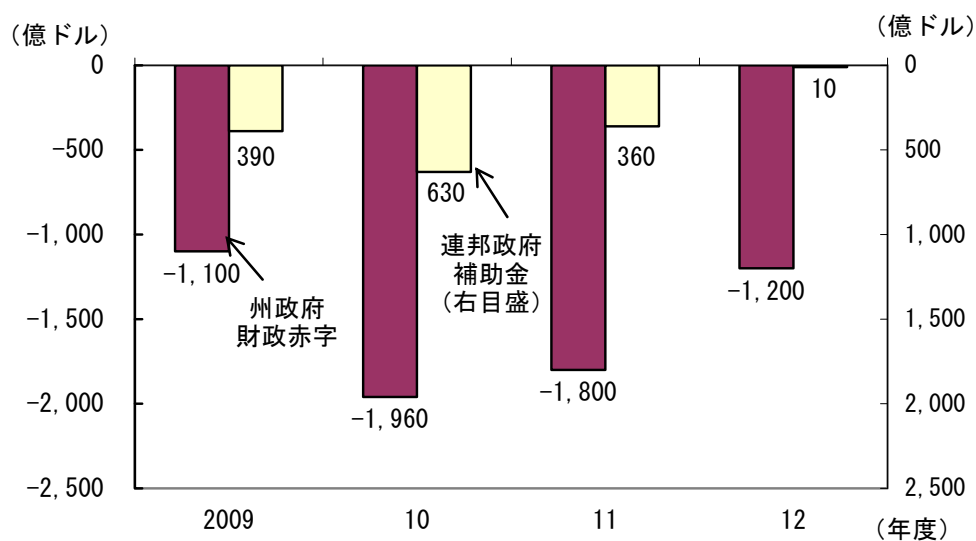
- 財政にかかる歴史的な取組として、急激かつ大幅な財政の引締めが経済の後退をもたらした「1937年の教訓」と、90年代のクリントン政権期における取組がある。

- 特に、クリントン政権の財政再建では、財政規律の強化や歳出削減・歳入増加策が実施されたが、政権の財政再建に取り組む強い姿勢が市場で評価され、財政再建の実現性に対する信頼を得たことが、財政収支の黒字化とともにその後の景気回復を支える大きな要因に。

### (3) 今後の財政政策のあるべき姿

- 過去の財政再建の取組からの教訓として、「時期尚早な財政再建の回避」、「政府の財政再建に対するコミットメント」が重要。オバマ政権は、これらの教訓を踏まえ、財政再建の基本的な考え方として「景気刺激的な財政再建」(expansionary fiscal contractions)を示している。
- これは、長期的な財政赤字要因の問題に着手することで、将来発生する財政赤字を削減していくという考え方であり、これに基づき医療保険制度改革や財政規律の強化等の関連法を成立させるなど、過去の教訓を踏まえた取組が進展。
- また、財政再建の持続可能性については、重要政策課題の動向（医療保険制度改革等）、州財政の動向、G S E（Government Sponsored Enterprise：政府支援企業）の動向が大きな影響を及ぼす。
- 特に、州財政については、11年度及び12年度も大幅な財政赤字が続く見込み。多くの州では、歳入不足を補うために、教育・福祉関連予算の削減や政府職員の解雇等の歳出削減、増税を実施しており、地域経済に及ぼす影響も懸念。地域経済の悪化を通じて州財政の低迷が長期化すれば、連邦政府の財政負担を更に増大させる可能性。

第1-3-62図 州政府財政の見通し：大幅な赤字が続く



(備考) 1. 予算・政策優先度研究所 (CBPP) より作成。  
 2. 連邦政府補助金は、2009年2月のアメリカ再生・再投資法による措置。  
 3. 2010年度以降の財政赤字は、見通し。



## <金融政策>

### (1) 金融政策の現状

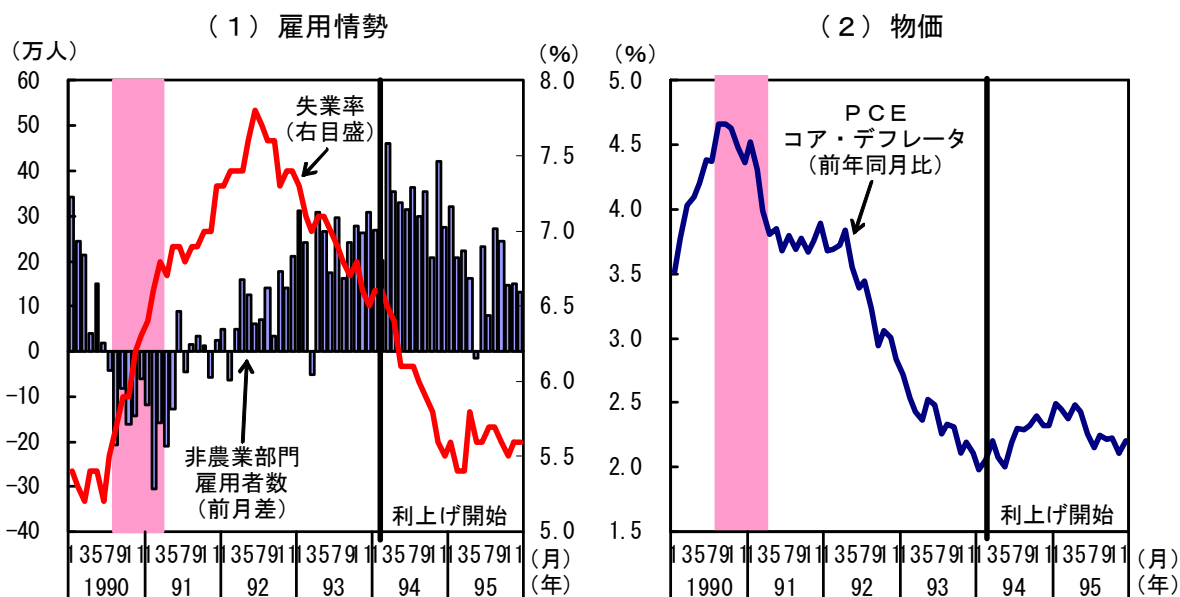
- 金融市場の混乱への対応として創設された主な金融システム安定化策や流動性供給策は、金融市場の安定化を背景に、10年3月までに終了。また、信用緩和策として導入された各種資産の買取り措置についてもおおむね終了。
- 非伝統的金融政策が出口を迎えつつある中、今後は異例に低水準のFFレートの引上げが焦点に。特に、利上げに転じるタイミングは、持ち直している景気を下押ししないようにする上で重要。

### (2) 過去の取組

- アメリカの金融政策の目標となっている雇用と物価について90年代前半の状況を見ると、91年3月に景気が底を打った後、雇用情勢は緩やかなペースでの回復となった。失業率は92年6月(7.8%)がピークとなり、その後本格的な回復局面に移行。
- 一方、物価面をみると、フィリップス曲線が90年以前に比べて下方シフトし、NAIRUも低下したことでディスインフレ傾向にあり、PCEコア・デフレーターは94年初には前年同月比2%前後まで低下。
- FRBは、景気回復局面に入り、失業率が低下し始めた後も2年程度利上げを行わなかった。94年2月に物価上昇率が2%を超えて上昇率が高まり始めてから利上げを実行。

第1-3-72図 90年代の雇用と物価の状況：

景気回復局面入り後も雇用の回復は遅れ、物価も低下傾向が継続



(備考) 1. アメリカ労働省より作成。  
2. 網掛け部分は景気後退期。

(備考) 1. アメリカ商務省より作成。  
2. 網掛け部分は景気後退期。

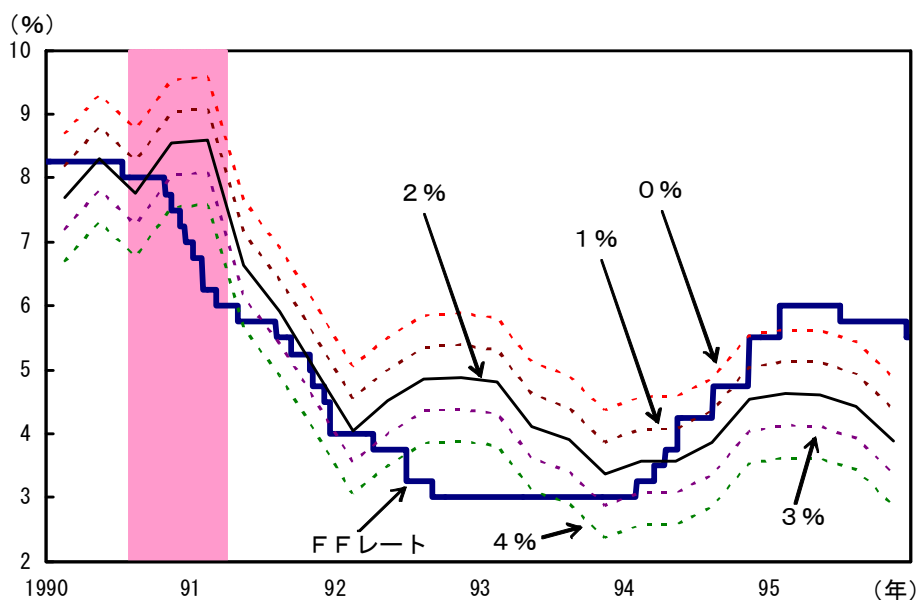


### (3) 今後の金融政策のあるべき姿

- 金融政策は、平時はフォワード・ルッキングな運営（先々の見通しに基づく運営）が望ましいが、金融危機後の景気回復局面では信用創造機能が脆弱な状況が続くため、早期の引締めは实体经济の回復を腰折れさせる懸念がある。このため实体经济の回復を確認した上で引締めを行う、慎重なスタンスを採用することが、その後の力強い景気拡大につながる。
- 90年台前半のFFレート水準をテイラー・ルールによって導かれる理論値と照らしてみると、景気回復局面に入った92～93年においても緩和的な水準を続けていたことがみてとれる。一方で、金融引締め策に転換した後は、緩和的な金融政策の結果発生した資産価格の上昇やインフレ懸念に対して急速な利上げで対処した。
- 今後の金融引締め策への転換時期については、ドル・キャリー・トレードによる新興国や一次産品市場への資金の流入等国際的な資金の流れに留意することは重要であるものの、2010年中の引締め策への転換は時期尚早となる可能性が高く、引き続き緩和的な金融政策を維持し、景気を持ち直しを下支えすることが重要である。

第1-3-74図：90年代のテイラー・ルールによるFFレート（理論値）：

FFレートは景気回復局面入り後も94年前半までは緩和的な水準



(備考) 1. アメリカ商務省、セントルイス連銀より作成。

2. 網掛け部分は景気後退期。

3. 理論FFレートは

$$\text{FFレート} = \text{均衡実質金利} + \text{インフレ率} \\ + \alpha \times (\text{インフレ率} - \text{目標インフレ率}) \\ + \beta \times \text{GDPギャップ}$$

で求める。なお、 $\alpha$ と $\beta$ は、テイラーが特に1985年以降の金融政策に対する説明力が高いとした $\alpha = \beta = 0.5$ を使用。

4. 均衡実質金利は2.5%、インフレ率はPCE総合を使用。目標インフレ率は0～4%の5つのケースを表示。

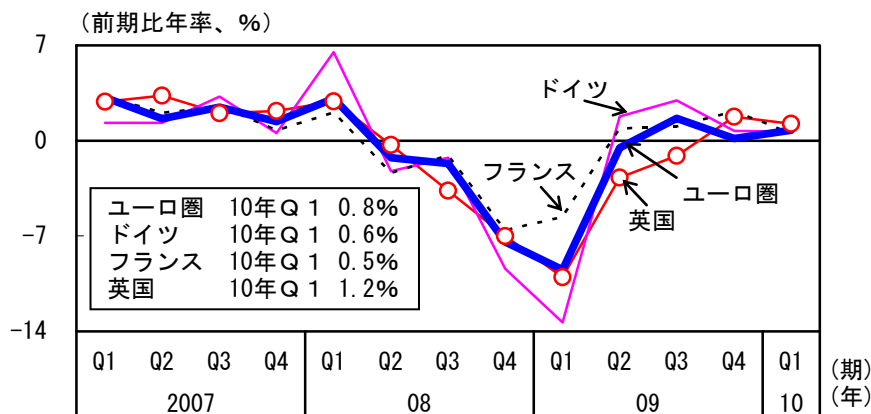
## 第4節 ヨーロッパ経済

### 1. ヨーロッパの景気動向と財政・金融政策

#### (1) ヨーロッパの景気動向

- ヨーロッパ経済は、09年春頃に景気的最悪期を脱し、景気は下げ止まっている。先行きについては、基調としては緩やかな持ち直しに。ただし、景気の先行きには、信用収縮、これまでの政策効果の反動、雇用の悪化等といった下方リスク。加えて、ギリシャ財政危機により、他のヨーロッパ諸国の財政状況やヨーロッパの金融システムに対する懸念が高まり、金融資本市場の変動が更に深刻化するリスクに留意が必要。

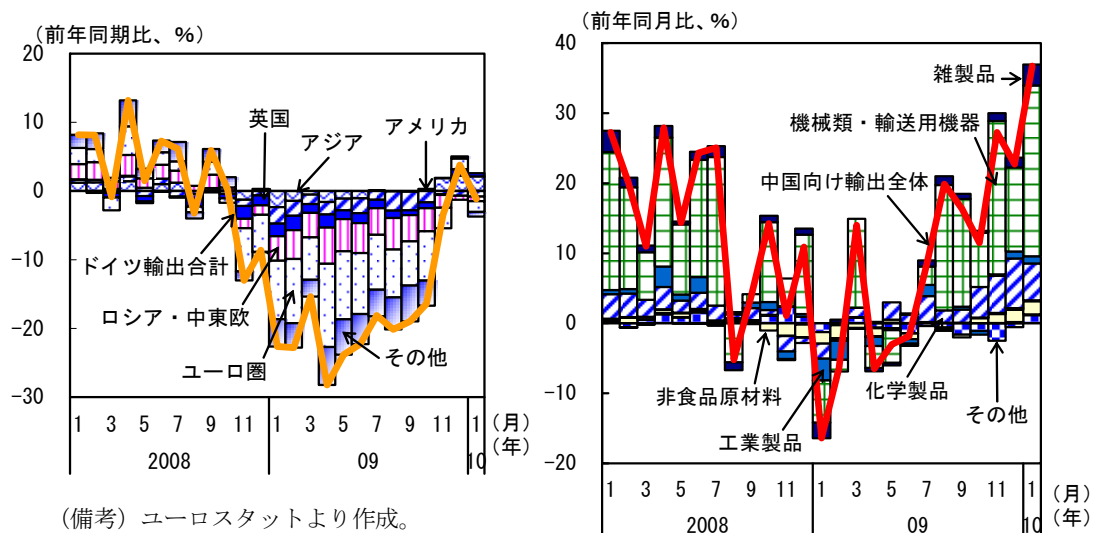
第1-4-1図 ヨーロッパ主要国の実質GDP成長率



(備考) ユーロスタット、ドイツ連邦統計局、INSEE (仏国立統計経済研究所)、英国統計局より作成。

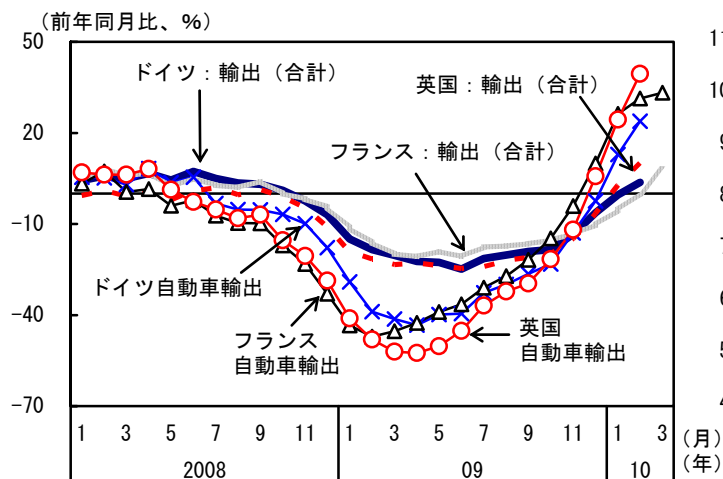
- ドイツ、フランス、英国で輸出は増加。ドイツの輸出では、アジア向け、特に中国向け輸出が増加。

第1-4-5図 ドイツの輸出の推移



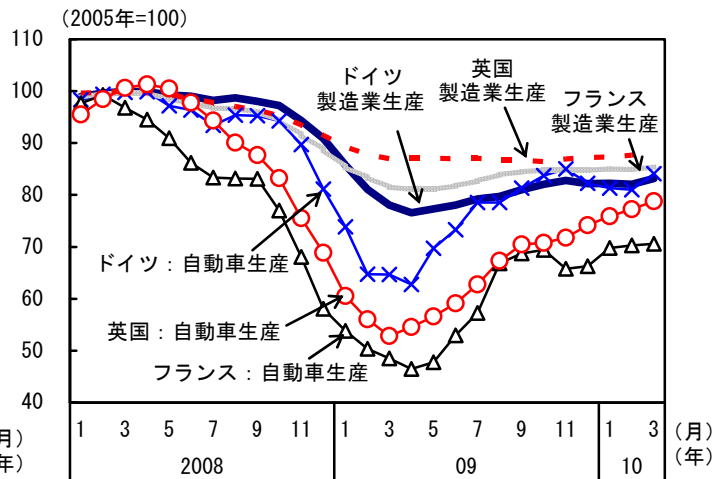
- 自動車買換え支援策は、ドイツについては09年春頃から、フランス及び英国については同年夏頃から、経済を下支え。一方で、今後の需要を先取りしてしまい、自動車関連産業がしばらく低迷する懸念。

第1-4-9 図 自動車と輸出



(備考) ユーロスタットより作成。

第1-4-13 図 製造業生産と自動車生産



(備考) ユーロスタットより作成。

- ヨーロッパの失業率は、依然として高水準で推移。スペインでは、長期失業者が失業者全体に占める割合が高まり、若年失業率は悪化。
- ユーロ圏の金融機関の貸出残高は、企業向けは依然として減少。一方、英国では横ばい。

## (2) ヨーロッパにおける財政・金融政策

- 景気後退等により財政状況が悪化したため、財政再建の取組を開始。
- 政策金利は据置きが続いている一方、危機対応としての非伝統的金融政策は徐々に解除。ただし、ギリシャ財政危機により、一部の非伝統的金融政策が再開。
- 雇用の一層の悪化と信用収縮といった下方リスク要因もある中で、拙速な財政再建は景気の長期低迷をもたらす可能性。

## 2. ギリシャ財政危機とコンテイジョン（伝染）

### ●ギリシャ財政危機の経緯

2009年10月	○政権交代 新民主主義党（中道右派） ⇒ 全ギリシャ社会主義運動党（左派） ○財政統計データの大幅下方修正 財政収支GDP比 2008年▲5.0%→▲7.7%、2009年▲3.7%→▲12.5% ⇒ ギリシャの財政に対する市場の不信の高まり
11月	○ドバイ・ショック ⇒ 市場がソブリン・リスクを強く意識するように
12月	○ギリシャ国債の格付け引下げ ⇒ ギリシャの財政に対する市場の懸念が更に高まる
11月 ～10年3月	○ギリシャ政府が累次の財政再建策を発表 ⇒ 結果として小出しの印象に ○EUもEU首脳会合等で「欧州の金融安定のために必要な場合には断固とした協調行動を取る」等のメッセージを发出 ⇒ 具体策がない印象に ⇒ 市場のギリシャへの懸念は収まらず（長期金利、CDSの上昇）
4月11日 4月23日	○IMF融資とユーロ圏参加国による支援枠組みの合意 ○ギリシャ政府が正式に支援要請
5月2日 5月9日 5月10日	○3年間で1,100億ユーロのギリシャ支援に合意（ユーロ圏参加国800億ユーロ、IMF300億ユーロ） ○新設の欧州金融安定化メカニズム（ユーロ圏安定基金）への総額最大7,500億ユーロの支援に合意（EU600億ユーロ、ユーロ圏参加国等による保証4,400億ユーロ、IMF2,500億ユーロ） ○ECBが機能不全に陥った国債及び社債の流通市場への介入を発表 ○各国中央銀行は、米ドルスワップ取極を再締結、米ドル資金供給オペレーションを実施

第1-4-25表 ギリシャ政府による経済政策プログラム（概要）

ギリシャの財政：2014年までの5年間で名目GDP比11%の財政再建

	2009年	10年	11年	12年	13年	14年
実質GDP成長率	▲2.0	▲4.0	▲2.6	1.1	2.1	2.1
一般政府財政収支GDP比	▲13.6	▲8.1	▲7.6	▲6.5	▲4.8	▲2.6
一般政府債務残高GDP比	115	133	145	149	149	146

●今後の見通し

懸念1 11年までマイナス成長、高水準の失業率が予想され、国民の反対が強い中で、財政再建を計画どおり実行できるか。

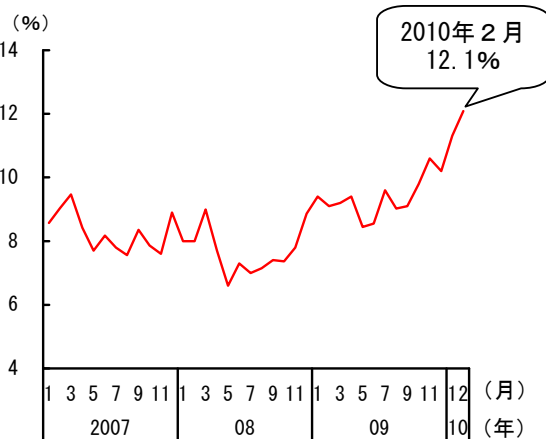
第1-4-27図 ギリシャの実質GDP成長率と失業率

(1) ギリシャの実質GDP成長率



(備考) ユーロスタットより作成。

(2) ギリシャの失業率



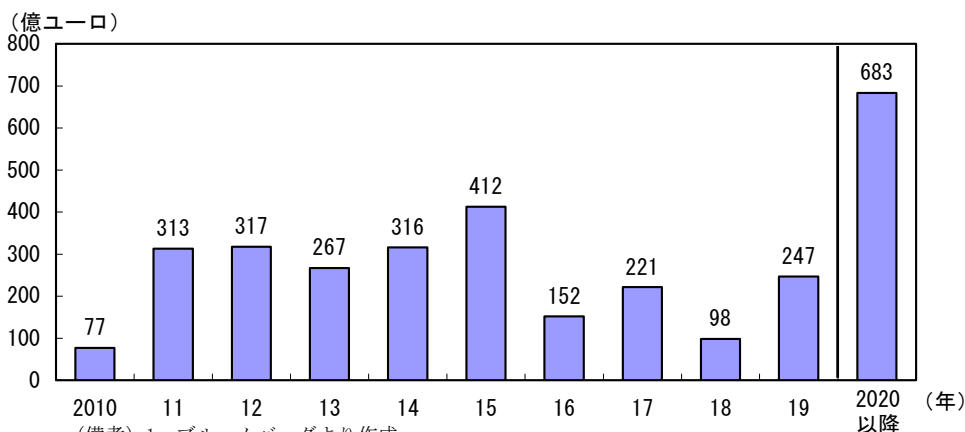
(備考) 1. ギリシャ政府統計局より作成。  
2. 数値は、原数値 (季節調整値ではない)。

第1-4-28表 ギリシャ世論調査結果 (5月4日)

(1) 新たな財政再建措置	賛成23% 反対66%
(2) 新たな財政再建措置は唯一の手段か	唯一の手段32% 唯一ではない59%
(3) パパンドレウ首相に対する評価	肯定的36% 否定的62%
(4) ストヤデモを受容するか	受容する68% 受容できない28%

懸念2 今後も国債の大量償還が予定されているが、それまでに状況は好転するか。

第1-4-29図 ギリシャ国債の償還予定



(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 2010年5月21日時点。

### 懸念3 コンテイジョン（伝染）

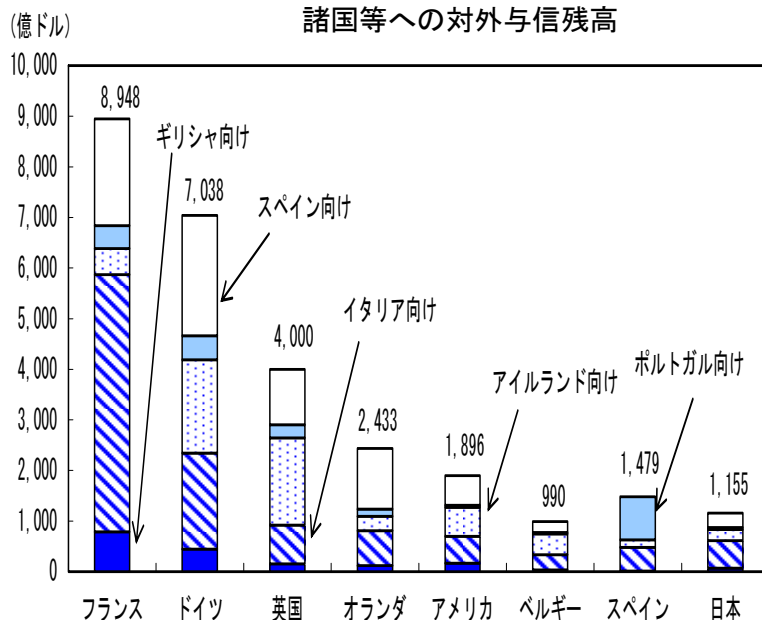
金融市場を通じて、（1）南欧諸国等や（2）ヨーロッパの金融システムにコンテイジョンが起こる可能性。

第1-4-32 図 財政状況・格付け  
(10年5月21日時点)

	主要格付け機関による格付け			一般政府財政	一般政府債務
	ムーディーズ	S & P	フィッチ	収支GDP比	残高GDP比
				2009	2009
ポルトガル	A a 2	A -	A A -	▲ 9.4	76.8
イタリア	A a 2	A +	A A -	▲ 5.3	115.8
アイルランド	A a 1	A A	A A -	▲ 14.3	64.0
ギリシャ	A 3	B B +	B B B -	▲ 13.6	115.1
スペイン	A a a	A A	A A A	▲ 11.2	53.2
ベルギー	A a 1	A A +	A A +	▲ 6.0	96.7
英国	A a a	A A A	A A A	▲ 11.5	68.1
ドイツ	A a a	A A A	A A A	▲ 3.3	73.2
日本	A a 2	A A	A A -	▲ 7.4	189.3
アメリカ	A a a	A A A	A A A	▲ 11.2	83.9

(備考) データストリーム、欧州委員会、OECDより作成。

第1-4-38 図 主要国金融機関の南欧諸国等への対外与信残高



(備考) 1. BISより作成。  
2. 2009年12月末時点。

### コラム1-8 アルゼンチン国債のデフォルトの例

2002年1月 国債の利払い停止（3月には円建て国債の利払いも不履行）

2002年1月 固定相場制（1ドル＝1アルゼンチンペソ）から変動相場制に  
（2002年6月には1ドル＝3.86ペソまで減価）

⇒ 債務残高が急増、2002年には約3倍に

2002年から IMF、民間債権者との債務削減交渉（一部は現在も継続）

その後、経済は回復、成長 ← （1）為替減価による輸出競争力回復

（2）主要輸出品である小麦、大豆の価格の高騰

★ ギリシャの場合は、ユーロ圏にとどまる限り（1）の手段も使えない。

● 価格面で輸出競争力を回復するためには賃金水準の引下げ、物価下落が必要  
（ギリシャの主要産業は、海運、観光、農業。財・サービス輸出GDP比17.8%（2009年））。

● 他方、仮にユーロ圏から離脱して旧通貨ドラクマに戻れば、為替下落により、  
自国通貨ベースでみた政府債務残高が急増し、債務削減が不可避に  
⇒ ドイツ、フランス等の金融機関の問題に

### 3. ギリシャ財政危機の根本的な原因と教訓

#### (1) ギリシャの財政運営の問題点とEUによる財政規律

好況期においても財政再建がなされず、EUの財政規律（安定成長協定）も、違反した場合の罰則も含め有効に機能しなかった。

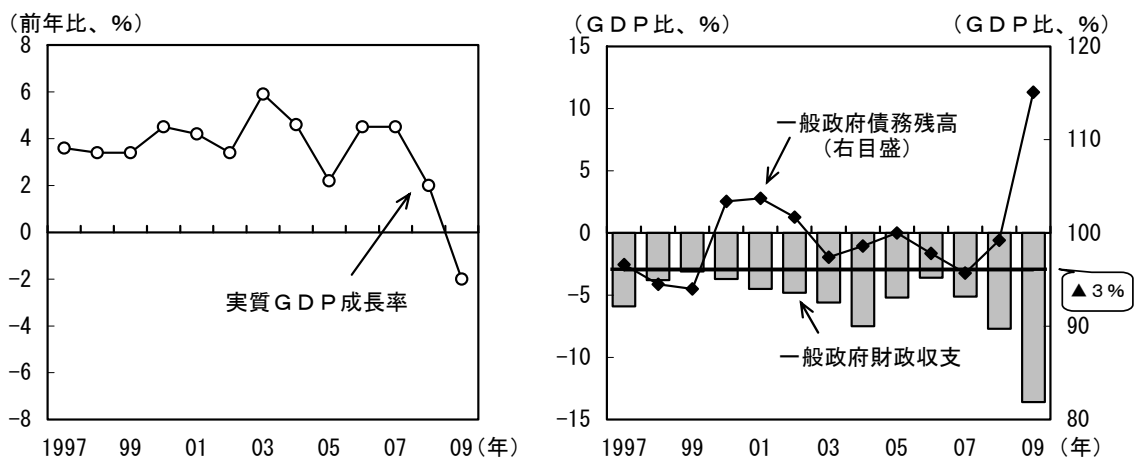
⇒ 景気回復・拡大期には、景気後退や危機に備えるため、着実に財政再建をしておく必要。安定成長協定による財政規律は、罰則も含め厳格な適用が必要。

#### (2) 市場による規律

市場による規律づけも、有効に機能しなかった。01年にギリシャがユーロに参加してからギリシャ国債とドイツ国債の利回りの差は大幅に縮小し、その後、08年までは、ギリシャの財政状況が悪化しているにもかかわらず、ギリシャ国債とドイツ国債の利回りの差はわずかであった。また、格付けも各社とも高いままであった。

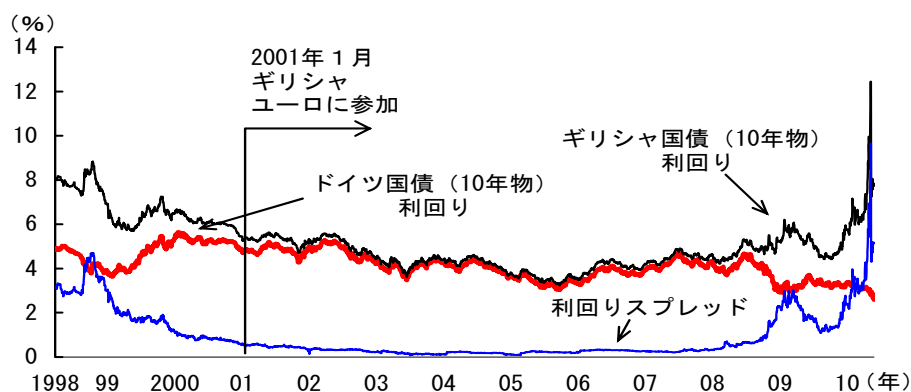
⇒ 市場による警告は、時としてタイミングが遅く、かつ制御不能に陥りやすい。

第1-4-42図 ギリシャの経済・財政状況



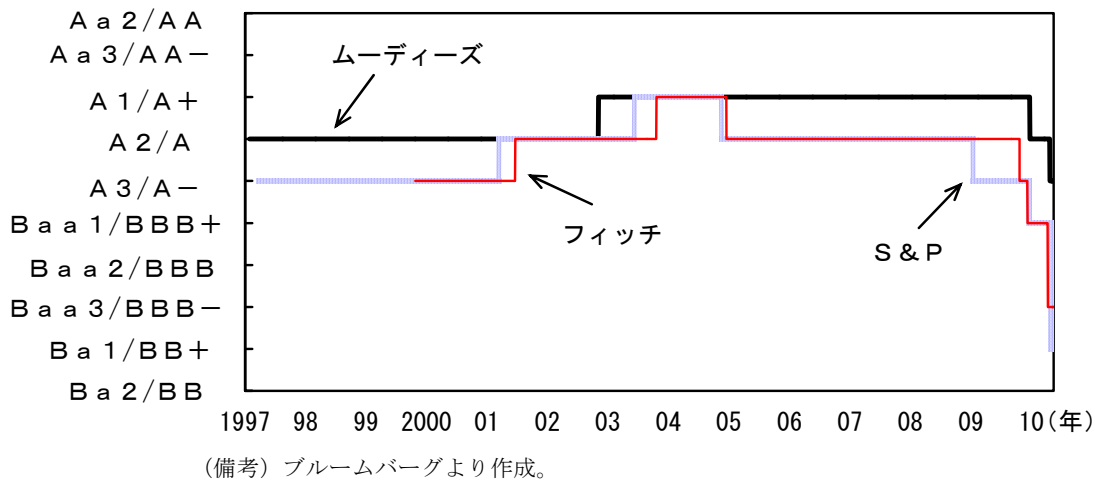
(備考) ユーロスタットより作成。

第1-4-43図 ギリシャ国債利回りの推移



(備考) ブルームバーグより作成。

第1-4-44図 ギリシャ国債の格付けの推移



### (3) 統計の信頼性

- ギリシャの統計作成については04年から欧州委員会でも問題視。特に、(1) 統計の恣意性、政治的な介入の可能性、(2) 統計作成の体制に問題。
  - 98年のユーロ参加審査の際も、財政赤字のGDP比は2.5%と過少申告(後に4.3%に改訂)。
- ⇒ 統計の信頼性をいったん失うと、信頼回復は困難。体制を充実させておくべき。

### (4) 単一通貨の下での輸出競争力の維持

- ドイツ、オランダは経常黒字である一方、スペイン、イタリア、ギリシャ等で経常赤字が続いており、経常収支不均衡となっており、特に、04年頃から急激に不均衡が拡大している。
- この背景には、(1) ユーロ参加により南欧諸国の長期金利が急速に低下し、需要が急激に拡大したことに加え、(2) 為替調整が行われないなかでこれらの国々にとって実質為替レートが増価し、輸出の価格競争力が低下したことがある。
- 南欧諸国の物価や賃金が下落しない限り、ユーロ圏内の経常収支不均衡は恒常的なものに。

### (5) 最適通貨圏をどう考えるか

#### <最適通貨圏の要件>

- 域内の他の国々との労働力移動が活発。また、賃金の伸縮性が高いこと
- 貿易面における開放度が高く、域内取引が活発であること
- 域内の他の国々と経済動向が類似し、ショックによる影響が対称的であること