

世界経済の潮流 2009年Ⅱ

雇用危機下の出口戦略：
景気回復はいつ？ 出口はどのように？

(概要)

平成21年11月30日

内閣府政策統括官室

(経済財政分析担当)

〈目次〉

第1章	世界経済の回復の持続性-----	1
第1節	世界経済の回復パターンの特徴-----	1
第2節	アジア経済-----	4
第3節	アメリカ経済-----	11
第4節	ヨーロッパ経済-----	18
第2章	緊急避難的な経済政策からの出口戦略-----	23
第1節	出口戦略の論点-----	23
第2節	財政政策の出口戦略-----	24
第3節	金融政策の出口戦略-----	28
第4節	金融システム安定化の現状と今後-----	32
第5節	出口の先の金融政策・金融システム安定化策の枠組み-----	34
第3章	世界経済の見通しとリスク-----	36
第1節	アメリカ経済の見通しとリスク-----	36
第2節	ヨーロッパ経済の見通しとリスク-----	40
第3節	アジア経済の見通しとリスク-----	43
第4節	世界経済全体の見通しとリスク-----	45

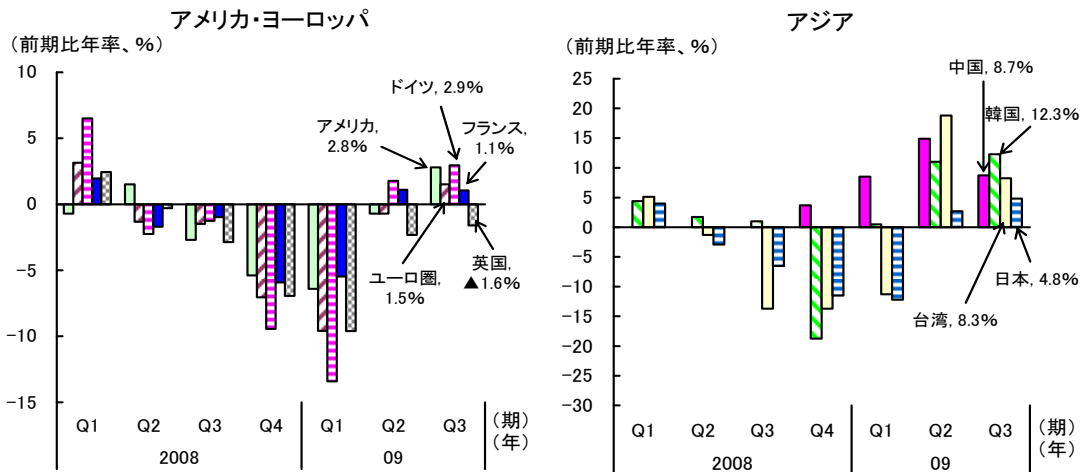
本報告は、原則、11月13日（金）までに入手したデータに基づいて作成している。

第1章 世界経済の回復の持続性

第1節 世界経済の回復パターンの特徴

●世界経済は2008年秋から景気後退が深刻化したが、09年夏頃から景気刺激策の効果もあってアジアを中心に持ち直しの動きが広がっており、景気は下げ止まっている。

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

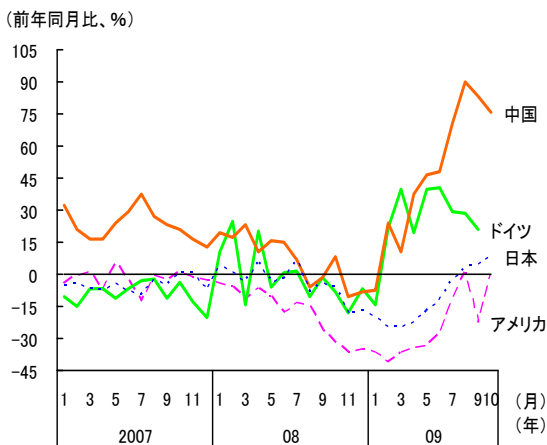


(備考) 1. 各国・地域統計より作成。
2. 中国は、中国人民銀行の試算による。なお、08年10～12月期の以降の数値のみ公表されている。

今回の回復パターンの特徴 1 - 政策効果による持ち直し

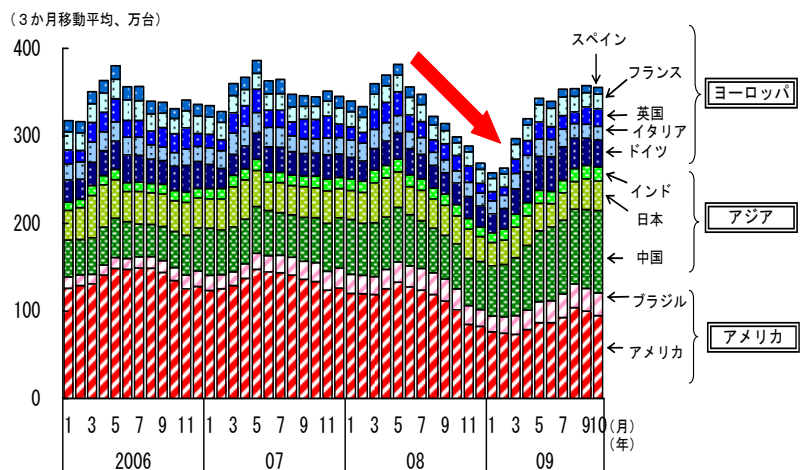
●現在の世界経済の持ち直しは、前例のない大規模な財政拡大、非伝統的手段も含む金融緩和等の政策効果に支えられている面が大きい。特に、多くの国で自動車販売促進政策が展開され、全世界合計で少なくとも1,000万台以上の需要が創出されている。ただし、アメリカ、ドイツ等では支援策が既に終了し、今後反動減が顕在化するおそれ。

第1-1-6図 主要国の乗用車販売台数：政策効果により急増



(備考) 各国統計より作成。

コラム1-1 主要国の新車登録・販売台数合計は危機以前の水準に

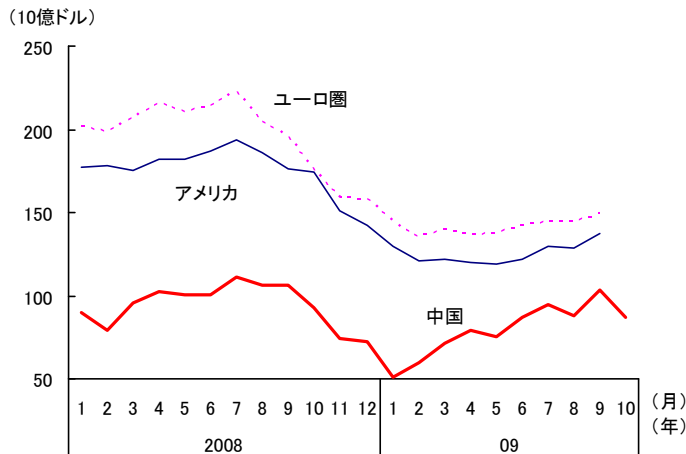


(備考) 1. 各国統計より作成。
2. アメリカはライトトラックを含む。
3. 日本自動車工業会による07年の新車登録台数が100万台を超える国のうち、月次統計がある国を抽出し、地域ごとに新車登録台数の多い順に足し上げたもの。

今回の回復パターンの特徴 2 - アジア、特に中国が回復を先導

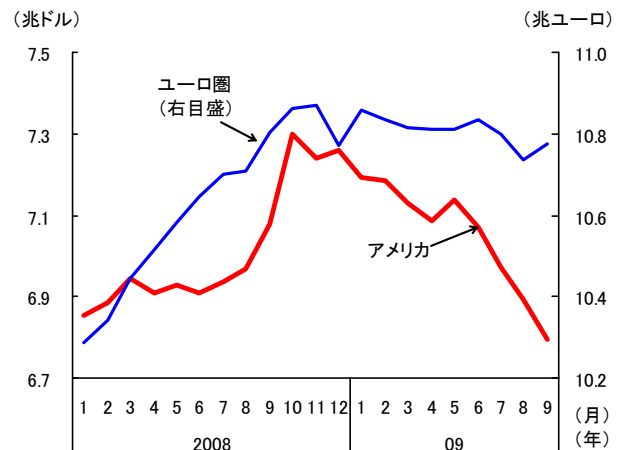
● 景気回復の度合いは地域によって差異があり、中国経済の回復にも支えられたアジアが回復を先導。一方、金融危機の震源地である欧米では、景気は総じて下げ止まりがみられるものの、間接金融を中心に信用収縮が続き、今後の景気回復のペースに影響を与える懸念。

第1-1-8図 主要国の輸入額：
中国の輸入が世界貿易の回復を先導



(備考) 各国統計より作成。

第1-1-12図 アメリカ・ヨーロッパの銀行貸出残高：
金融危機の後遺症で減少傾向

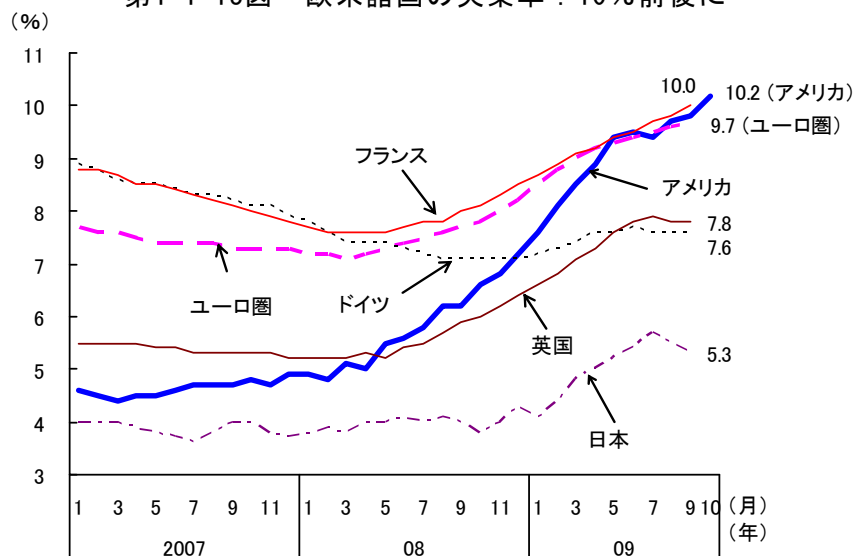


(備考) 各国統計より作成。

今回の回復パターンの特徴 3 - 金融危機から雇用危機へ

● 欧米各国では、失業率が10%前後まで上昇しており、アメリカでは長期失業者が600万人近くまで増加し、ユーロ圏では若年失業率が20%に達している。こうした雇用情勢の悪化が消費を低迷させ、景気の自律的回復を妨げる懸念も。

第1-1-13図 欧米諸国の失業率：10%前後に

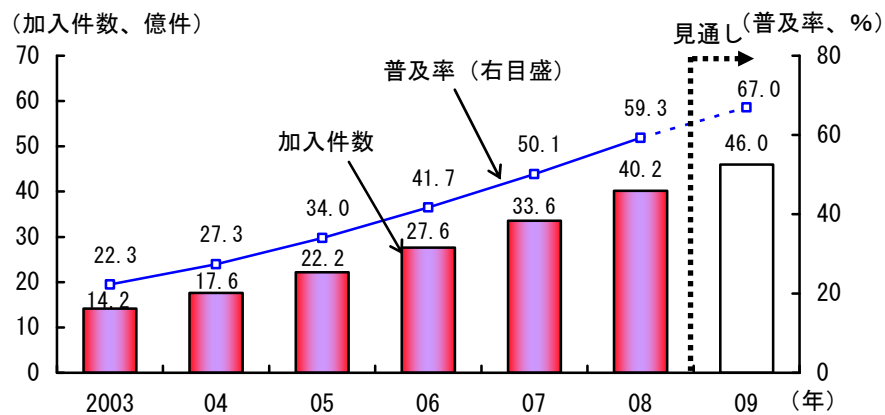


(備考) 各国統計より作成。

コラム：グローバルな消費財市場の拡大－携帯電話の事例

●世界の携帯電話加入件数は、03～08年の5年間で年平均23.2%増と急速に増加し、08年末時点では40億件を突破。世界の普及率は59.3%に達しており、計算上では既に世界で二人に一人以上が携帯電話を所有している。09年末には加入件数が46億件に達し、普及率は67%に達する見通し。インドと中国の未加入者数から潜在需要を試算すると、両国合わせて15億人超。

コラム1-2 世界の携帯電話加入件数：年平均23.2%増のペースで急速に増加



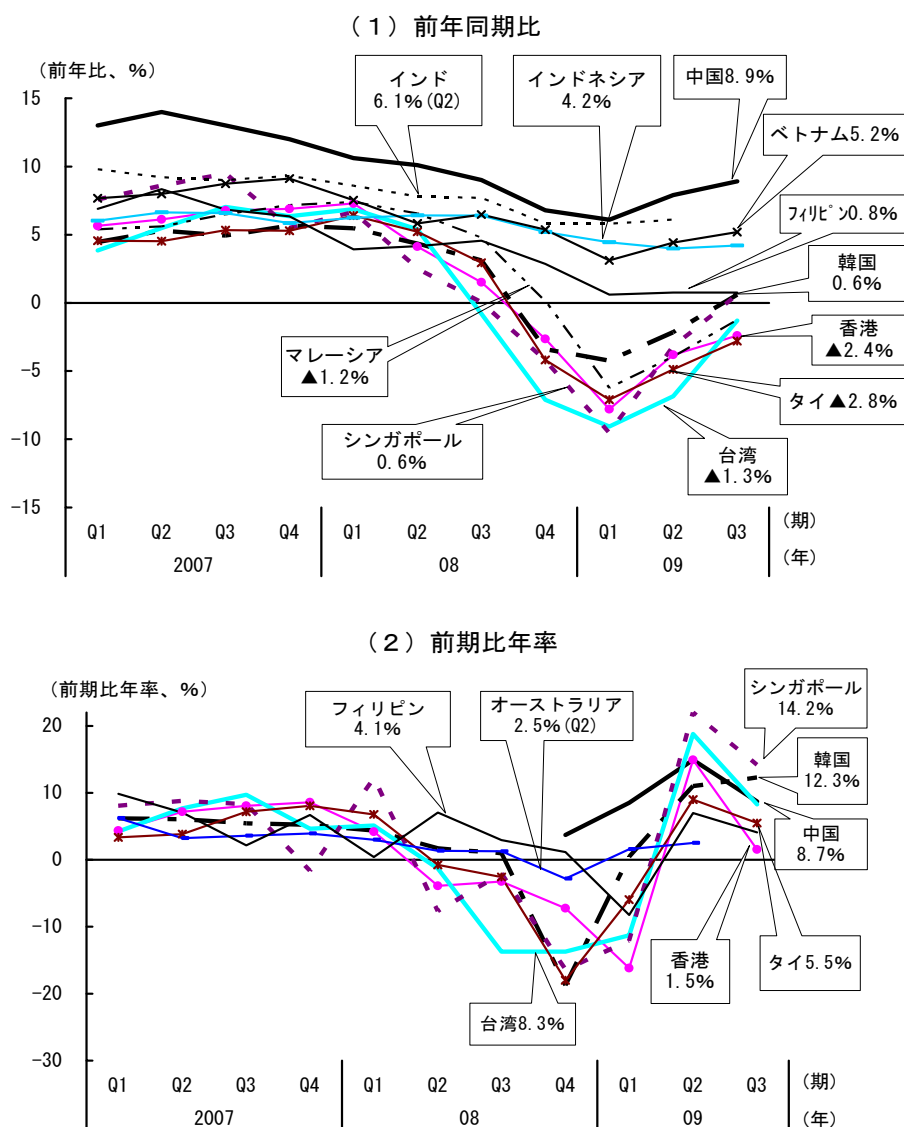
- (備考) 1. “ITU World Telecommunication/ICT Indicators Database.”より作成。
2. 普及率は、携帯電話加入件数÷人口。各年末の値。

第2節 アジア経済

1. 景気回復の原動力—景気刺激策と中国の内需拡大

- アジア経済は、世界金融危機により実体経済面で強く影響を受けたものの、中国では09年初から景気刺激策の効果が現れ、中国以外のアジア地域でも、景気刺激策と中国の内需の拡大にけん引され、韓国、台湾では、09年1～2月頃から、その他アジア地域においても4～5月頃から、総じて回復に向かっている。
- 他方、インド、インドネシア等では、世界金融危機後も、他のアジア地域に比べ、内需を中心に高めの成長率を維持している。

第1-2-1図 アジア地域の実質経済成長率：09年春から改善

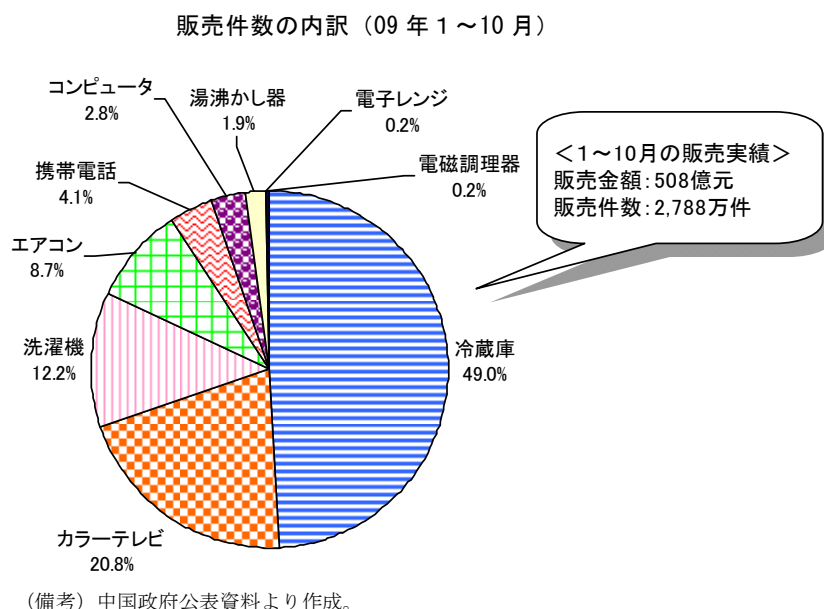


(備考) 1.各国・地域統計より作成。
2.数値は、指定がない限り第3四半期の値。

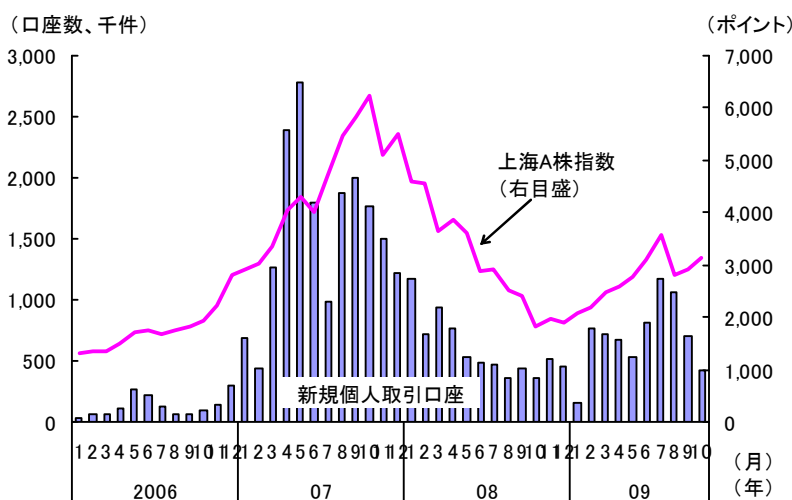
2. 中国の消費の持続性－当面堅調に推移する見込み

- 家電や自動車を対象とした消費刺激策の効果により、消費は堅調に推移。冷蔵庫、カラーテレビ、洗濯機が農村の三大需要品目。都市部も自動車を中心に高い伸び。
- 先行きについては、対策の一部終了によりやや減速も見込まれるものの、(1)10年以降も継続される対策もあり、対象範囲の拡大も期待されること、(2)雇用情勢は改善に向かっており、所得環境や消費者マインドも改善がみられることから、当面堅調に推移する見込み。
- 他方、年初からの中国国内の株価の上昇等を反映して、家計の投資意欲にも高まりがみられる。

第 1-2-16 図 家電下郷（農村の家電販売促進策）の販売実績：
冷蔵庫、カラーテレビ、洗濯機が高いシェア



第 1-2-24 図 上海 A 株の新規個人取引口座数：株価に連動

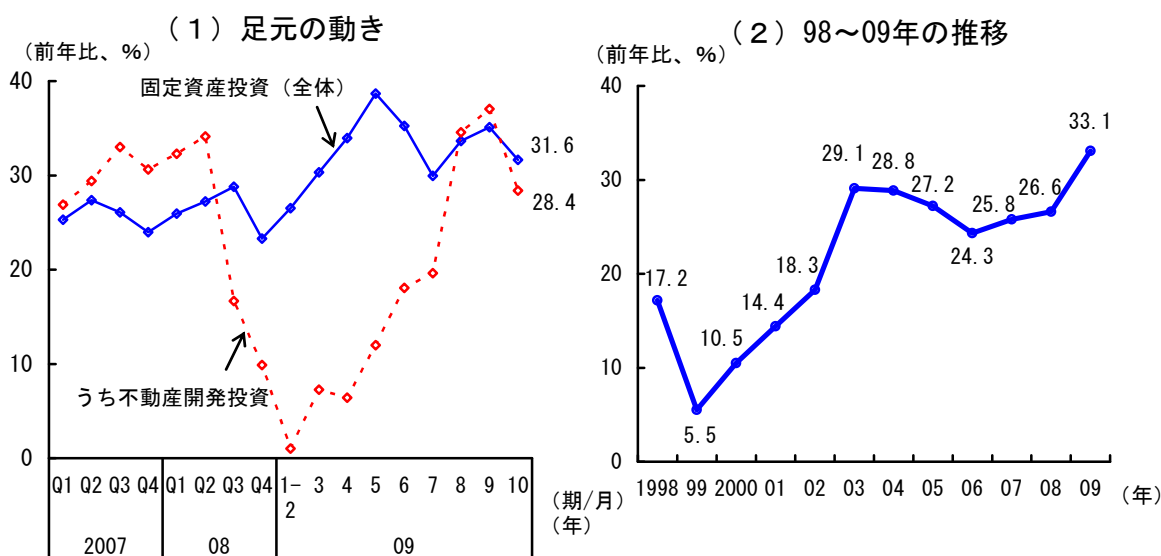


(備考) 1. 上海証券取引所より作成。
2. 株価は月末値。

3. 中国の投資の持続性－懸念材料はあるものの、当面拡大する見込み

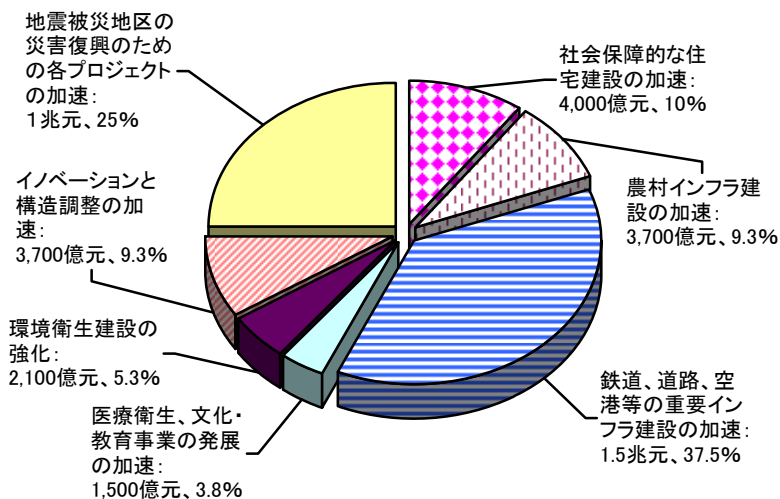
- 09年は、インフラ投資や災害復興プロジェクト等を含む4兆元規模の内需拡大策の実施もあり、投資は過去10年間で最も高い伸びで推移。
- 先行きについては、対策の下支えが10年も継続し、中国政府は当面金融緩和を継続するスタンスであることから、投資拡大が続く見込み。
- ただし、(1) 生産設備過剰業種に対する投資の抑制、(2) 景気の本格回復後の公的投資削減、(3) バブル懸念を背景とした金融引締めの可能性には注意する必要。

第1-2-25 図 固定資産投資（都市部）：09年は過去10年間で最も高い伸び



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。
 2. 月次、四半期の伸びは内閣府推計値。
 3. 09年の値は1～10月累積の伸び。

第1-2-27 図 4兆元の対策：インフラ建設が中心

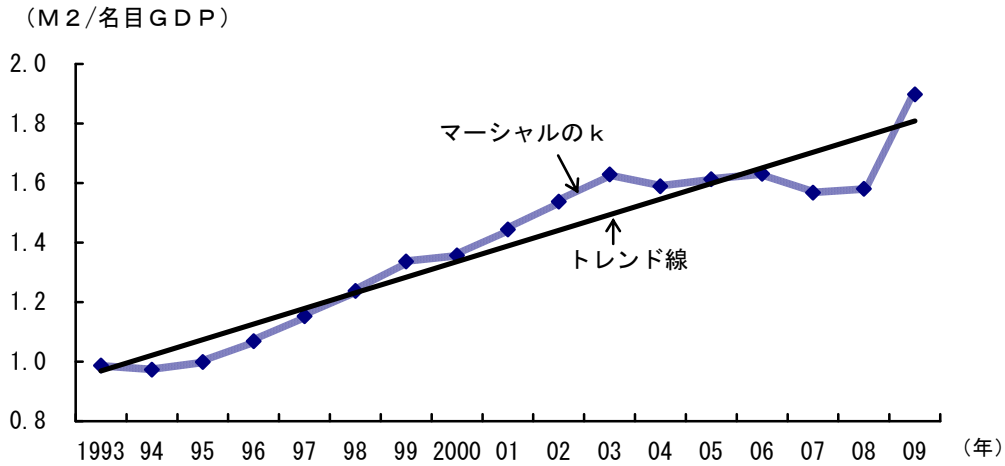


(備考) 1. 中国国家発展改革委員会より作成。
 2. 09年3月時点。

4. 中国の資産バブルの可能性—一部大都市の不動産価格上昇に要注意

- マネーサプライ (M2) は、08年11月の総量規制撤廃後の銀行貸出の急増に伴い、前年比約30%と非常に高い伸びとなっている。マネーサプライの伸びは、名目GDPの伸びを大きく上回り、金融は大幅に緩和している。

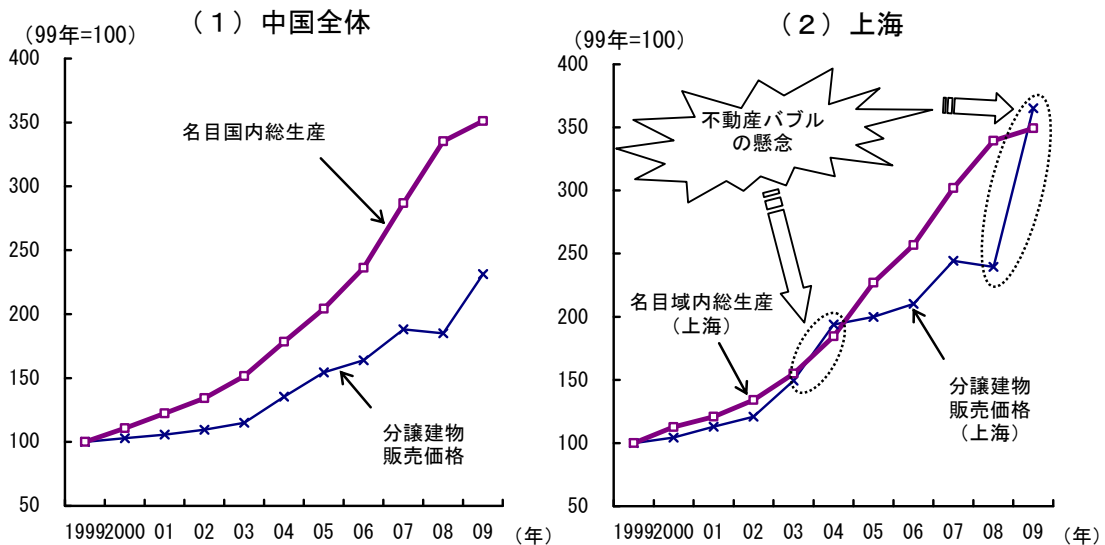
第 1-2-35 図 マーシャルのk : 09年に急上昇



(備考) 1. 国家統計局、中国人民銀行より作成。
2. 09年は、1～9月の伸び率で算出。

- 09年においては、上海を始め一部の都市で局地的な不動産バブルが発生している可能性がある。

第 1-2-48 図 名目国内（域内）総生産と分譲建物販売価格との比較：
上海で不動産バブル発生の可能性

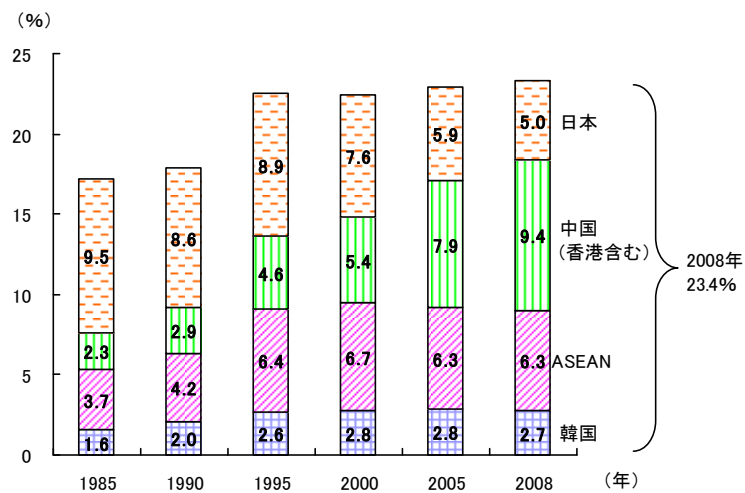


(備考) 1. 中国国家統計局、中国統計年鑑2009より作成。
2. 09年の名目国内（域内）総生産は1～9月累積の伸びを用い、08年の値を乗じて算出した。分譲建物販売価格は1～10月の平均価格を用いた。

5. アジアの輸出の持続性—本格回復には時間。欧米向け輸出のための中国を軸とした域内分業体制に限界、築いてきた豊かさを広く享受するアジアへ

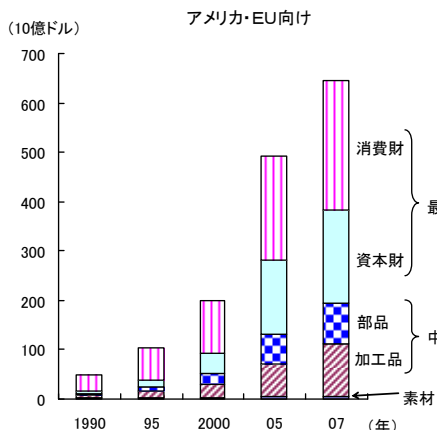
- 韓国、台湾、シンガポール等東アジア各国・地域の輸出は、世界的な景気後退の影響を受けて大幅に減少した。現在も、欧米向け輸出については大幅な減少が続いているが、中国向け輸出は総じて回復がみられ、景気持ち直しにも寄与。
- 過去20年間を振り返ると、東アジアは、プラザ合意前後の日本を軸とした域内分業から、中国を軸とし欧米向けに輸出する域内分業体制に貿易・生産構造が変化。このため、東アジア各国・地域の中国への輸出は、部品・加工品といった中間財が中心。中国で加工・組立てが行われた製品の最終需要地は主として欧米先進国。
- こうした構造は1、2年では大きく変わらないので、輸出の本格的な回復は、欧米先進国の需要の回復を待つものになると見込まれる。

第1-2-57 図 世界の輸出に占める東アジアのシェア：中国を中心に拡大

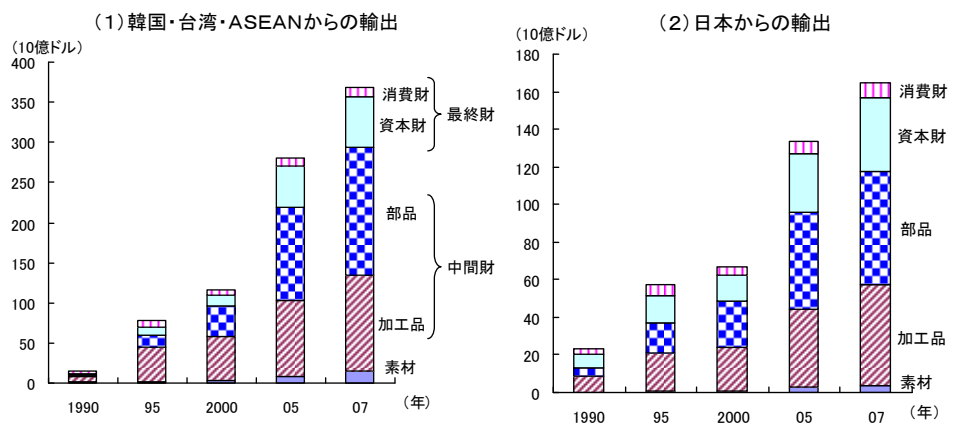


(備考) 1. IMF “Direction of Trade Statistics”より作成。
2. 台湾は、本統計の対象外となっているため、含まれていない。

第1-2-59 図 中国から先進国
向けの輸出は最終財が中心



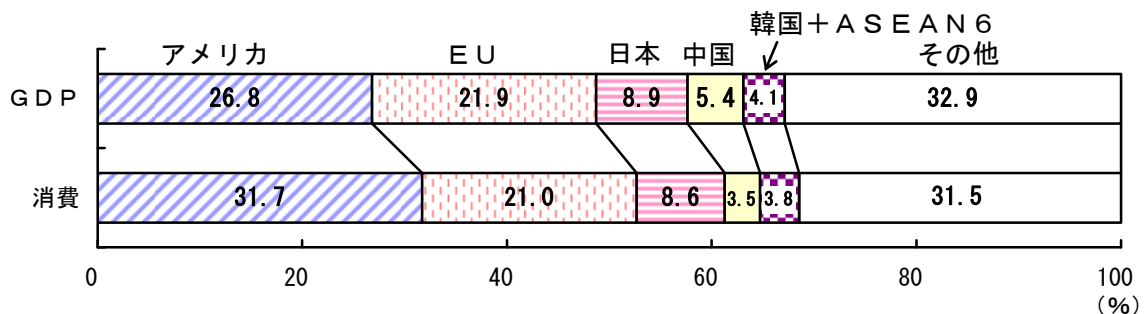
第1-2-61 図 東アジアから中国
への輸出は中間財が中心



(備考) 1. 独立行政法人経済産業研究所データベース“RIETI-TID2008”より作成。
2. 中国には香港を含む。

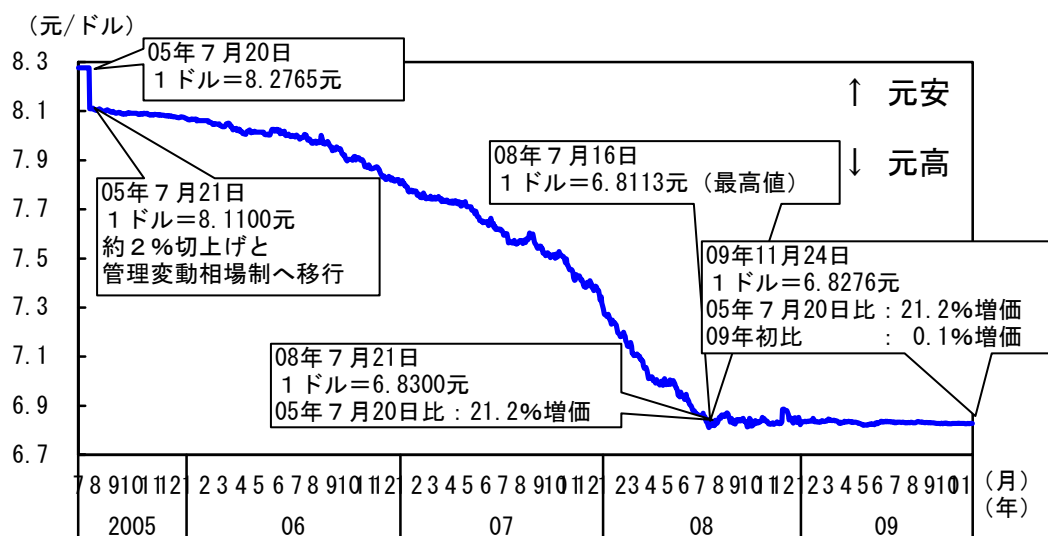
- 世界の消費とGDPの構成はアンバランス。 今回の世界金融危機で明らかになったのは、世界経済はデカップリングしておらず、むしろ新興国は、欧米との貿易・投資のつながりの強化により高い成長を遂げてきたという事実。
- アジアにおいては、欧米向け輸出のための中国を軸とした域内分業体制には限界がある。 今後、東アジアが中長期的に安定的な自律的成長を遂げるためには、域内需要の振興により、「世界の工場」から、世界の豊かさを味わう消費地として、これまで築いてきた豊かさを人々が広く享受するという構造に自ら変ぼうする必要。 この場合、中国については、予備的貯蓄を減らすための年金・医療制度改革に加え、人民元の柔軟性を高めることも必要。

第 1-2-70 図 世界の家計最終消費、GDPに占める各国・地域のシェア（06年）：
消費とGDPはアンバランス



(備考) 1. World Bankより作成。
2. ASEAN6は、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム。

第 1-2-71 図 人民元相場：08年7月以降、横ばいで推移



(備考) 共同通信、中国人民銀行より作成。

(参考) 中国の主な消費刺激策の概要

	補助対象	実施期間	補助額等
小型車減税	●排気量1,600cc以下の小型乗用車の購入	09年1月20日～09年12月31日	車両取得税を10%から5%に軽減
家電下郷 (家電の農村普及)	●農民が以下の9種類の家電を購入する場合 ①カラーテレビ(3,500元)、②冷蔵庫(2,500元)、③携帯電話(1,000元)、④洗濯機(2,000元)、⑤エアコン(壁掛け式2,500元、床置き式4,000元)、⑥湯沸かし器(電気1,500元、ガス2,500元、太陽エネルギー4,000元)、⑦コンピュータ(3,500元)、⑧電子レンジ(1,000元)、⑨電磁調理器(600元) (※括弧内は販売価格の上限)	09年2月1日～2013年1月31日(4年間) (ただし、一部先行実施されていた地域については、11年又は12年11月まで)	●販売価格の13% ●1世帯あたり2台まで
汽車下郷 (自動車の農村普及)	●農民が、旧式三輪車や低速トラックを廃車して、小型トラック、軽トラックを購入する場合 ●農民が、1,300cc以下の小型自動車、小型トラック、軽トラックを購入する場合 ●農民が、オートバイを購入する場合	自動車:09年3月1日～12月31日 オートバイ:09年2月1日～13年1月31日	●販売価格の10%を補助(補助額の上限は5,000元) ●廃車費用の補助(三輪車2,000元、低速トラック3,000元) ●1世帯あたり1台まで ●販売価格の13%(補助額の上限は650元) ●1世帯あたり2台まで
以旧換新 (自動車・家電の買換え促進)	自動車	09年6月1日～10年5月31日	●原則として同型車一台の購入税を上回らない金額(車種により3,000～6,000元)
	家電		●新たに購入する家電の販売価格の10% ●補助額の上限は、テレビ400元、冷蔵庫300元、洗濯機250元、エアコン350元、パソコン400元
省エネ製品惠民プロジェクト	●政府が定めるエネルギー効率を満たす省エネ家電(エアコン、冷蔵庫、洗濯機、薄型テレビなど10種類を予定)の生産企業に補助金を支給。企業は補助額を差し引いた価格で販売。 ●販売価格の上限は、エアコンの場合で3,500～12,000元	●09年5月発表 ●当該省エネ製品市場のシェアが一定レベルに達するまで実施	●エアコンの場合で、性能により1台300～850元

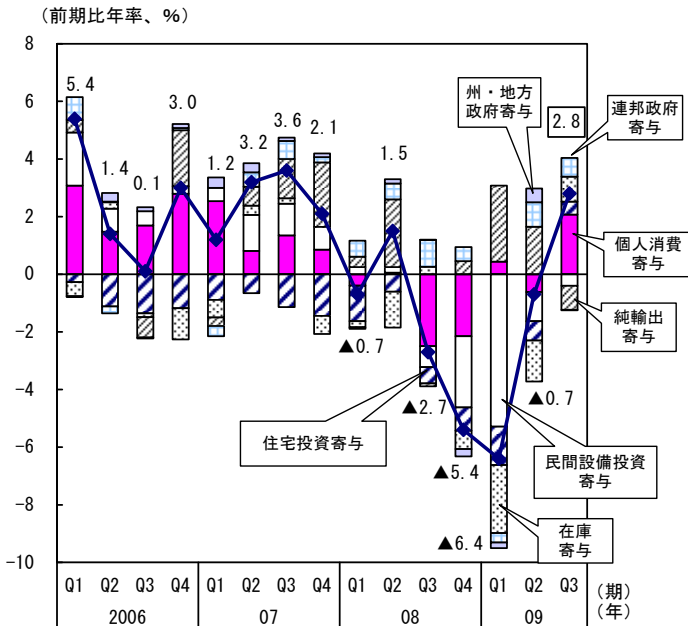
(備考) 中国政府公表資料、その他各種資料より作成。

第3節 アメリカ経済

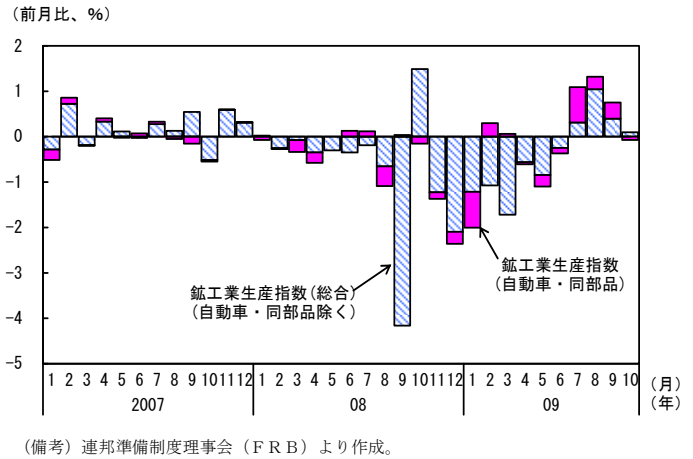
1. 政策に支えられたアメリカ経済

- 09年夏の自動車生産の増加は、自動車買換え支援策によるもの。7～9月期の実質GDP成長率(2.8%)のうち1.5%は自動車関係の寄与。

第1-3-1図 実質GDP成長率：
景気は下げ止まり

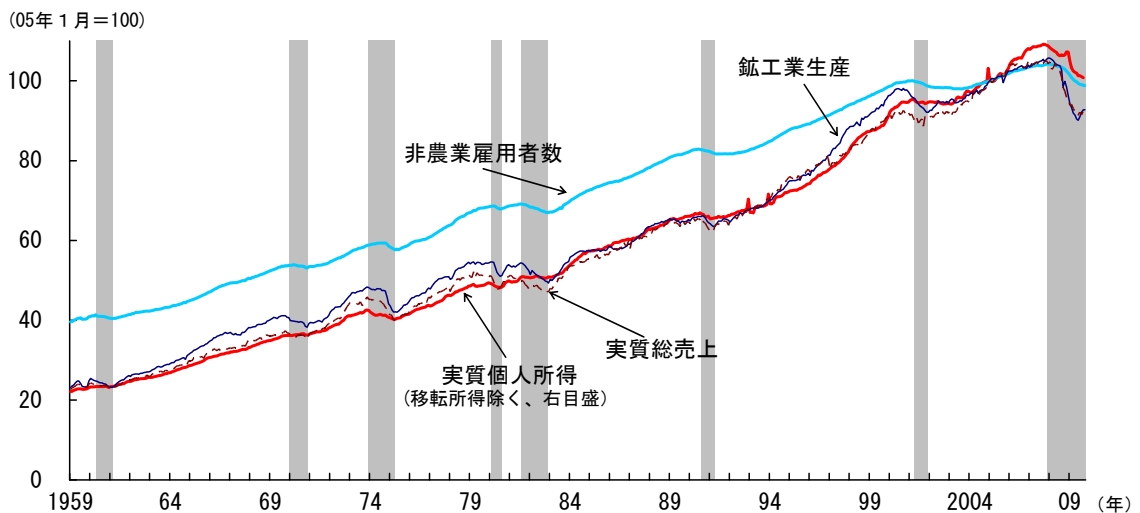


第1-3-11図 鉱工業生産：
自動車部門による押上げは一時的



- アメリカで景気循環日付の特定に用いられる4指標により今回の景気後退局面をみると、鉱工業生産、実質総売上は持ち直しの動きがみられるものの、実質個人所得、雇用者数は減少が継続。ジョブレス・リカバリーとなった01年の景気後退局面と同様の傾向。
- これは、今後、景気が回復局面に移行しても雇用の低迷が長期化する可能性を示唆。

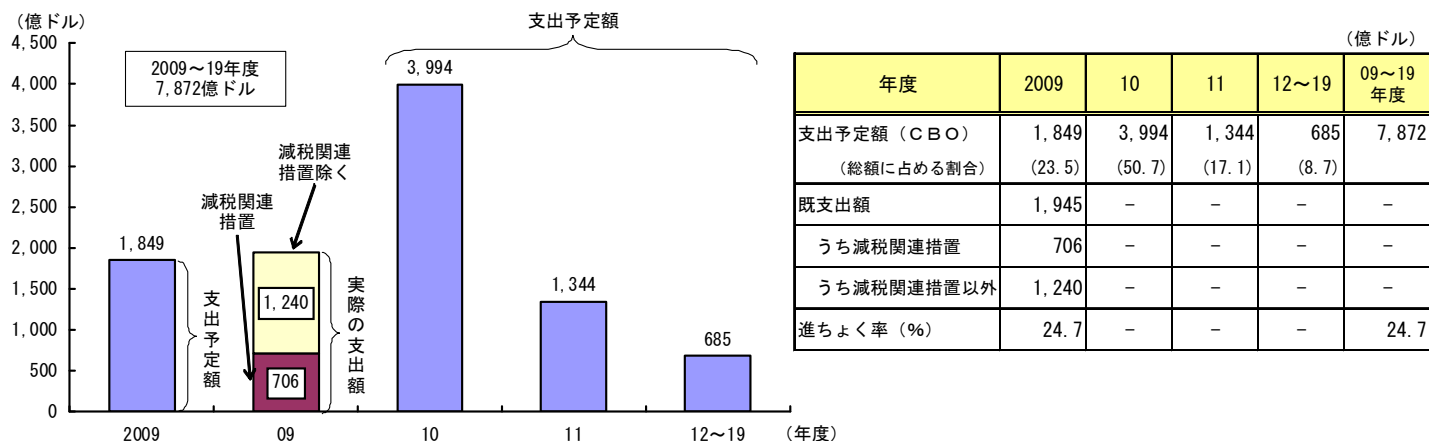
第1-3-3図 景気一致系列の推移：ジョブレス・リカバリーとなった01年と同様の傾向



2. 景気刺激策の効果と今後—今後は政府投資が本格化

- 景気刺激策（総額 7,872 億ドル、GDP 比 5.5%）の 09 年度の支出額は 1,945 億ドルとなり、当初の支出予定額を上回る進ちよく。そのうち、減税措置、個人向け移転支出、州財政支援措置の実施が先行。
- 09 年 10 月から始まった 10 年度では総額の 2 分の 1 が執行される予定であり、政府投資の執行が本格化。

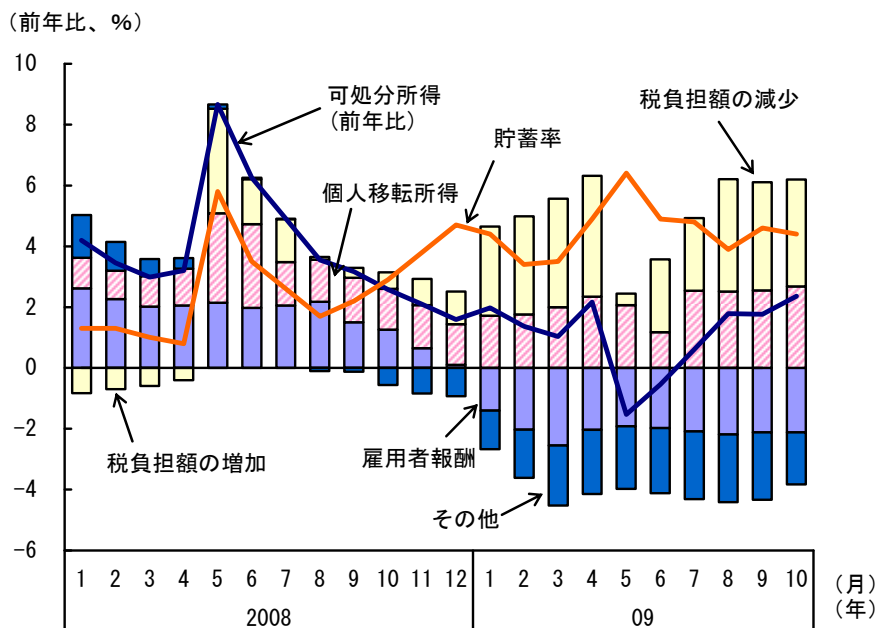
第1-3-4図 景気刺激策の支出予定額と09年度の実績：09年度は予定を上回る進ちよく



(備考) 1. アメリカ議会予算局 (CBO)、大統領経済諮問委員会 (CEA) より作成。
2. アメリカ連邦政府の財政年度は 10 月～翌年 9 月。

- 特に、減税措置と個人向け移転支出は、景気後退を受けて信用の収縮や所得環境が悪化する中、消費の急激な悪化を抑制。これらの措置がなければ、可処分所得は大幅に減少。

第1-3-6図 個人所得：政策措置は可処分所得を下支え



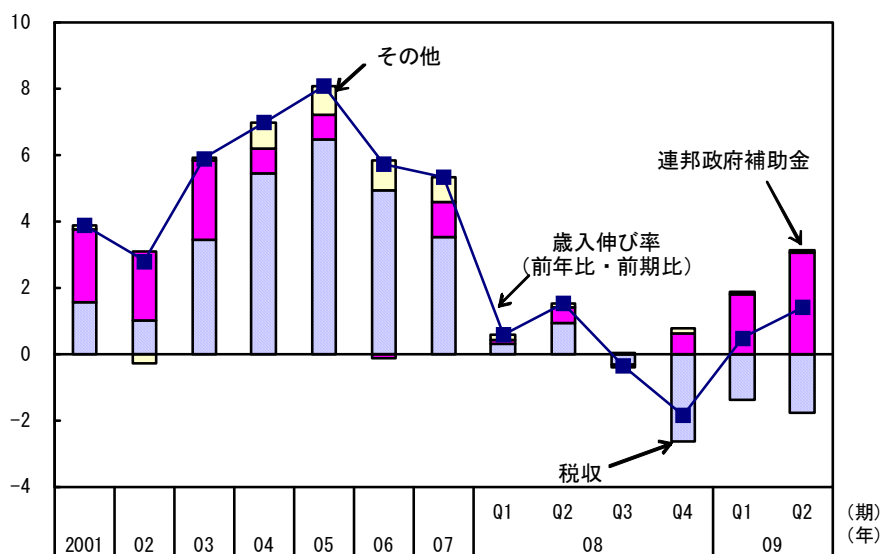
(備考) 1. アメリカ商務省経済分析局 (BEA) より作成。
2. 「その他」は資産収入等を指す。

3. 景気の足を引っ張る州・地方政府の財政

- アメリカ経済における州・地方政府の役割は大きく、特に雇用に占める割合は15%。
- 州・地方政府の財政収支は、今回の景気後退局面入り以降、赤字が継続。州・地方政府では均衡財政が義務付けられているため、財政赤字となった場合には、公共サービスの縮小や雇用調整による歳出削減や増税を実施し、景気後退を増幅する可能性。
- 景気刺激策による財政支援措置が終了するまでに、地域経済の自律的な回復が達成されなければ、州・地方財政は景気回復の足を引っ張る要因に。

第 1-3-8 図 州・地方政府歳入： 税収低下を連邦政府補助金が補てん

(前年比・前期比年率寄与度、%)

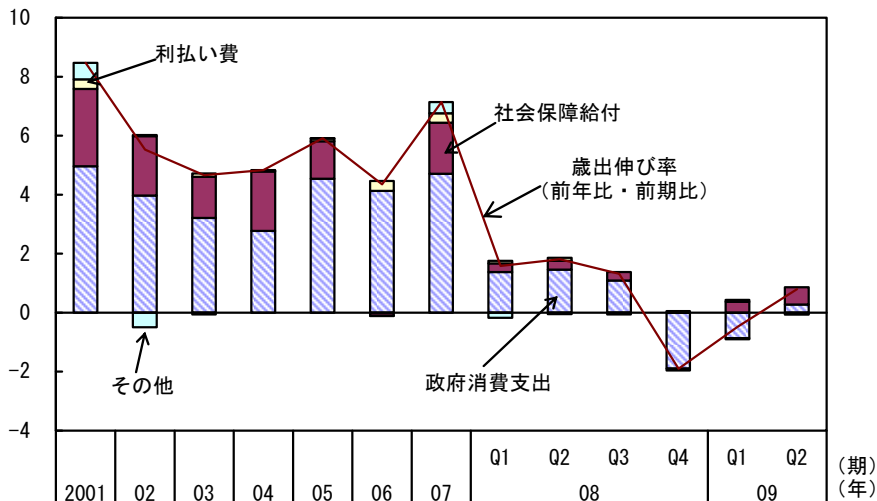


(備考) アメリカ商務省経済分析局 (B E A) “National Income and Product Accounts Tables” より作成。

- 州・地方政府の税収減は連邦政府からの補助金増で埋め合わされているが、歳出は、景気後退による失業手当給付等の増加圧力が強いにもかかわらず、歳出削減によりほとんど増加せず。

第 1-3-23 図 州・地方政府の経常的歳出：大幅に縮小

(前年比・前期比年率寄与度、%)

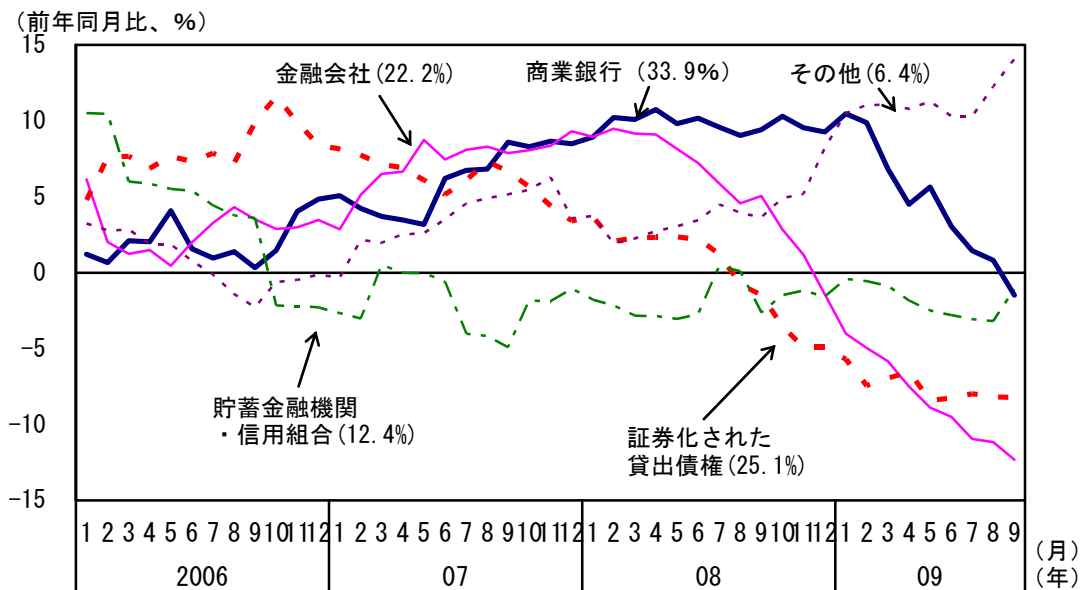


(備考) アメリカ商務省経済分析局 (B E A) “National Income and Product Accounts Tables” より作成。

4. 信用収縮は継続—消費・企業活動の下押し圧力に

- 金融機関の不良債権化率は高水準となっており、貸出態度は引き続き厳しい状況。
- 消費者向け貸出については、総じて減少傾向が継続。特に、商業銀行に次ぐ貸出規模である金融会社（消費者ローン専門のノンバンク）の貸出が大幅に減少。

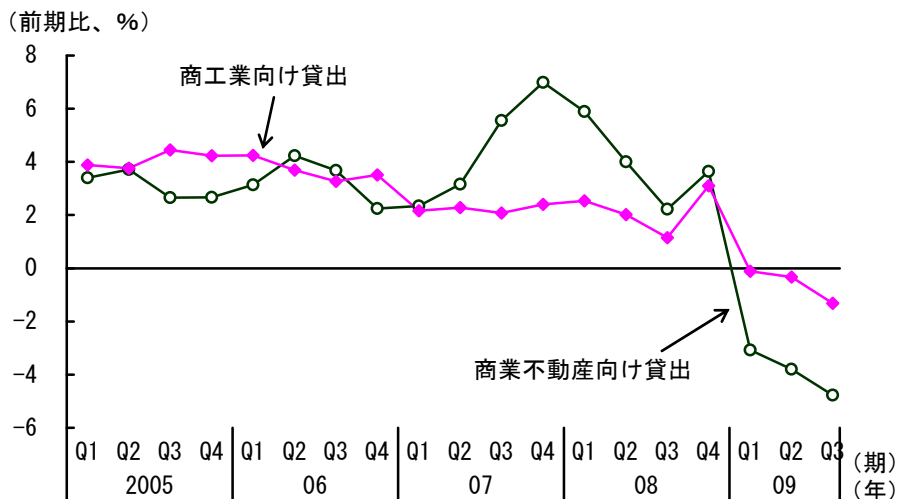
第 1-3-28 図 消費者信用残高（機関別）：
商業銀行・金融会社による融資の抑制が続く



- 企業向け貸出についても、09年1~3月期以降減少に転じ、減少幅は拡大の傾向。

特に、商業用不動産向け貸出については、ローン延滞率の上昇や不良債権化が進行しており、今後の金融システムのリスク要因に。

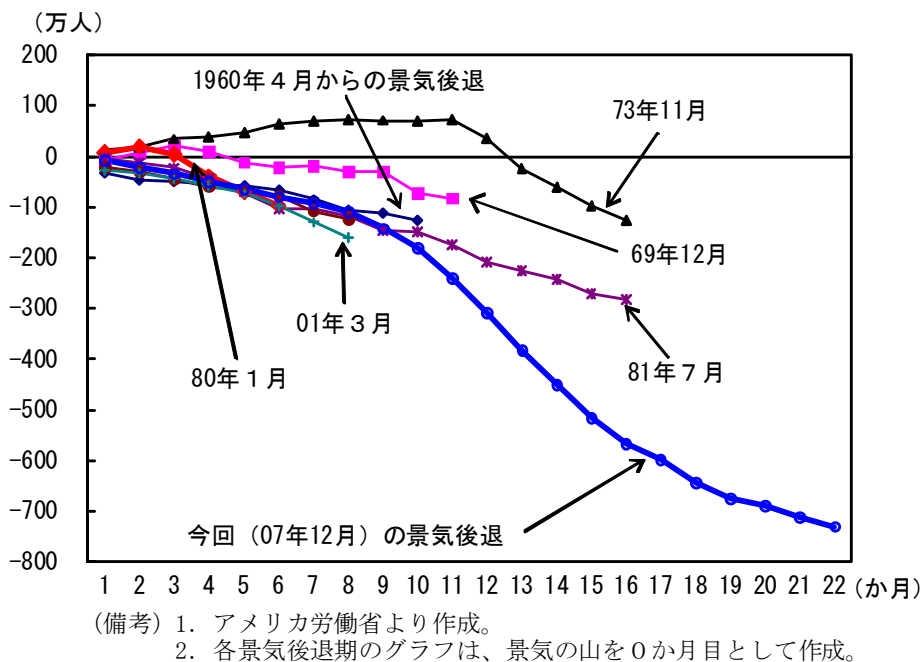
第 1-3-33 図 商業銀行による企業向け貸出：09年以降、減少傾向を強める



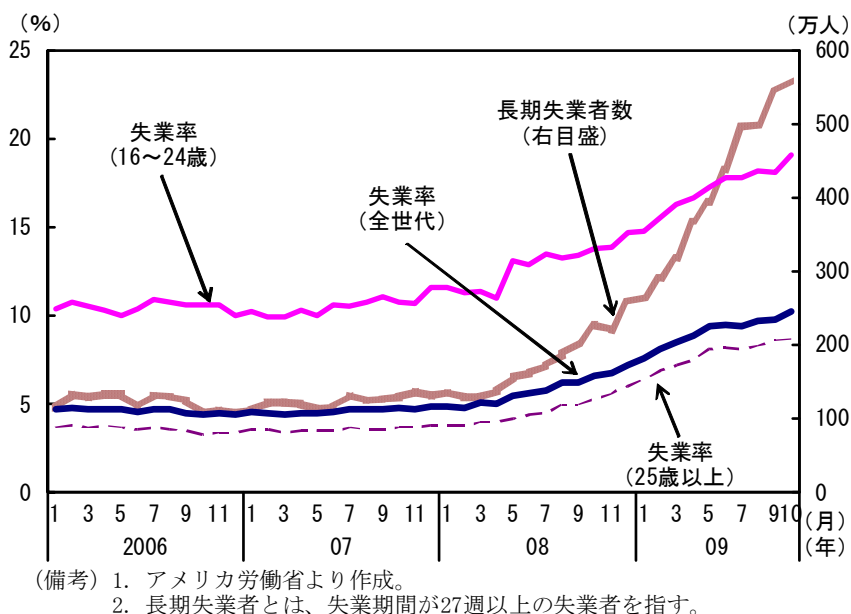
5. 雇用の深刻化とジョブレス・リカバリーの可能性

- 雇用環境は第二次世界大戦後最悪の厳しい状況。失業率は上昇傾向にあり、09年10月には10.2%となるなど、83年4月以来の高水準。特に、長期失業者数は600万人近傍まで増加。また、若年層の失業率が19.1%と深刻。

第1-3-38図 雇用者数の減少幅とペース：
雇用者数の減少期間は過去最長となり、減少幅も過去最大

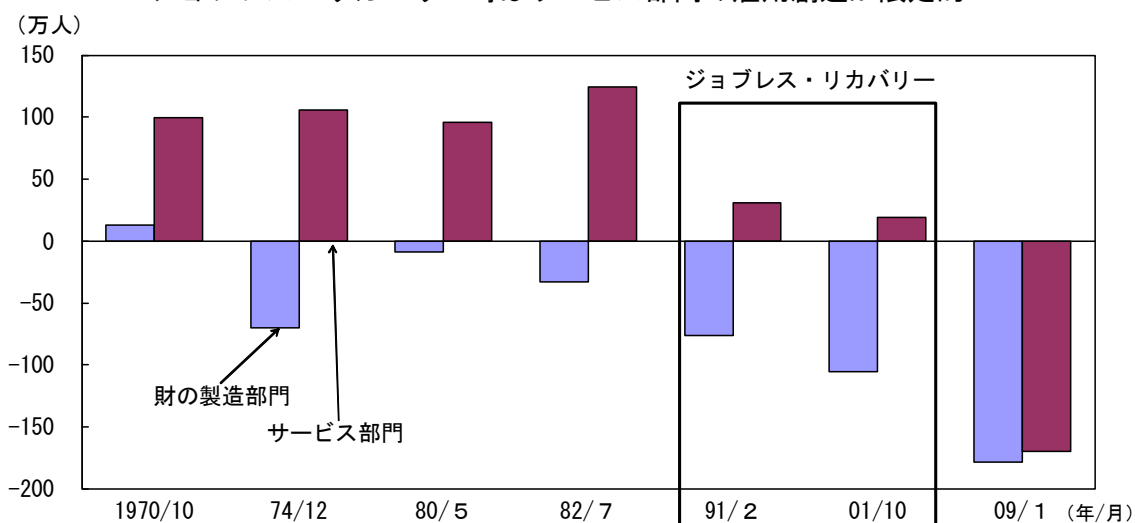


第1-3-45図 世代別失業率と長期失業者数：
若年層失業率は20%近傍に上昇、長期失業者は550万人超まで増加



- 景気回復への転換時における雇用について、80年代までの特徴は、労働分配率が低下し、サービス部門では製造部門の減少幅を上回る雇用が創出。しかし、ジョブレス・リカバリーとなった91年及び01年には労働分配率が高止まりし、サービス部門でも雇用調整が継続。今回は、雇用調整がより大幅に行われたものの、労働分配率は高止まりしており、サービス部門も依然として雇用調整が進行しており、ジョブレス・リカバリーに陥る可能性大。

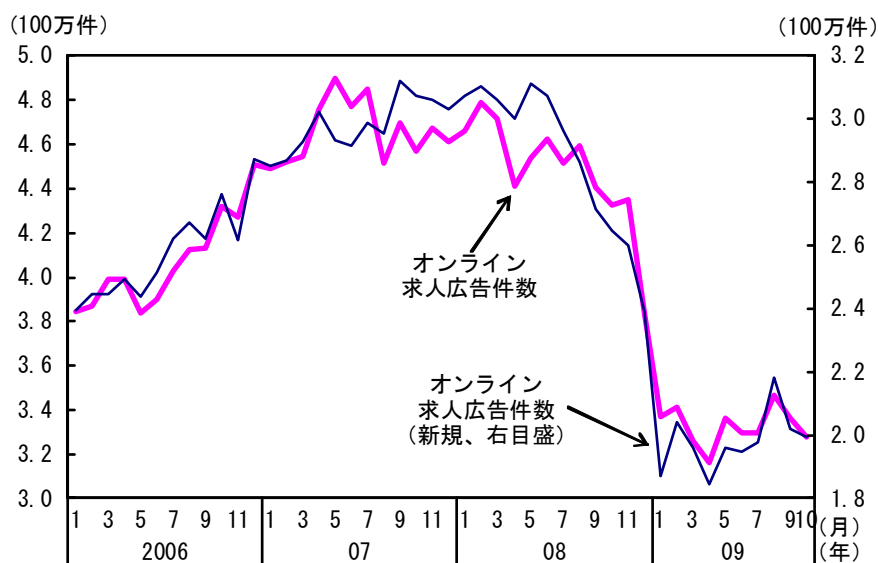
第1-3-51表 景気後退局面から回復局面への転換点での産業部門別雇用者数増減：
ジョブレス・リカバリー時はサービス部門の雇用創造が限定的



- (備考) 1. アメリカ労働省より作成。
2. 日付は、各景気後退期で雇用者数の減少幅が最も大きかった月を指し、棒グラフはその月から1年間の各部門の雇用者数の増減を表す。
3. 09年1月の数値は09年10月時点。

- 求人広告件数は横ばい。他方、10年度は公共投資の拡大による雇用創出が見込まれることから、雇用の悪化のペースは緩やかに。

第1-3-55図 求人広告件数：09年初以降下げ止まり

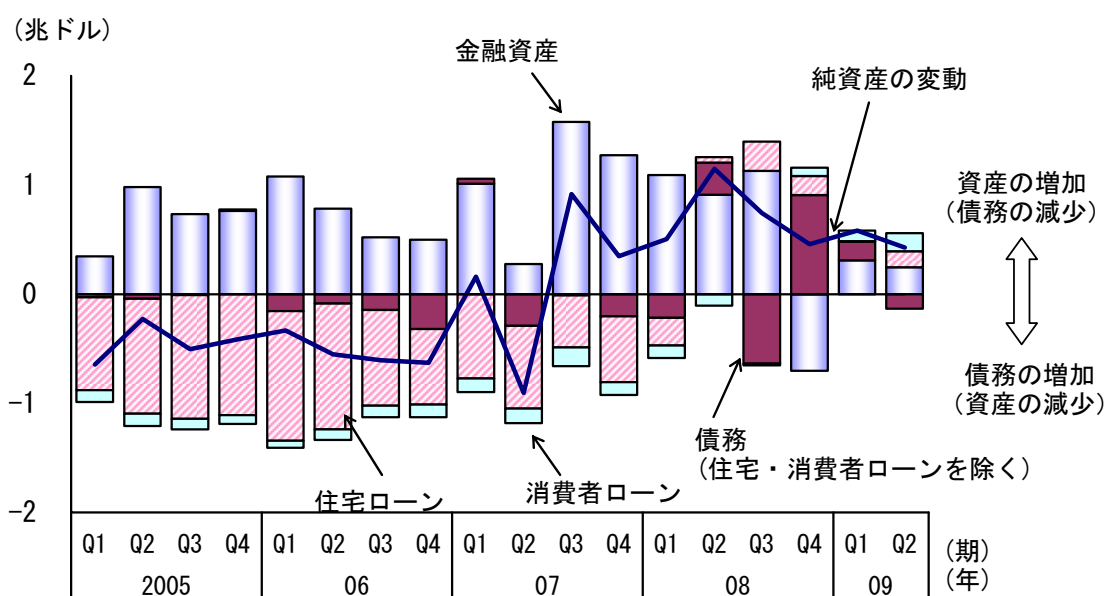


(備考) コンファレンス・ボードより作成。

6. 個人消費の回復スピードは過去に比べて相当程度緩やか

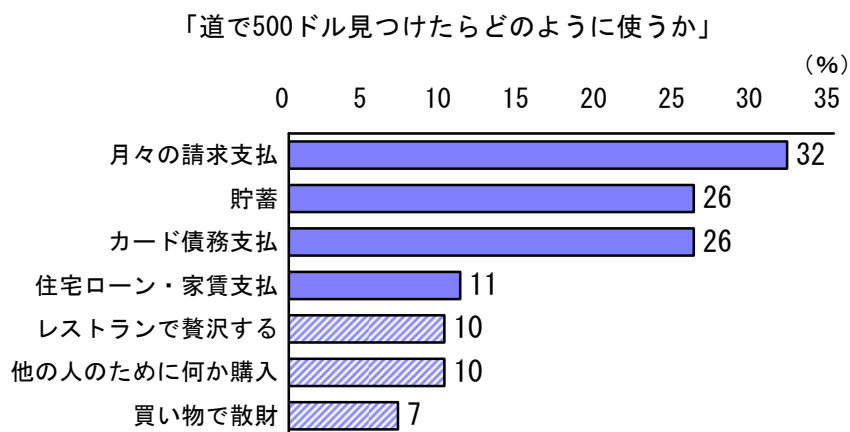
- 減税や一時給付金等の政策効果による下支えもあり、個人消費は持ち直しの動き。一方、家計のバランスシート調整が進行しており、08年頃よりローンの返済により債務は純減に転じており、急激に消費が抑制され、貯蓄率は上昇。
- 今後も、雇用環境の悪化や信用収縮の継続、政策効果のはく落（減税額の半減等）により、消費を取り巻く環境は引き続き厳しい状況。個人消費の自律的、持続的回復は、雇用環境の回復と、それに伴う所得増を待つこととなり、それまで個人消費の回復は過去の景気回復期に比べ相当程度緩やかなものとなる見込み。

第1-3-70図 家計の金融資産・負債の変動：08年から債務返済に転じる



(備考) 1. 連邦制度準備理事会 (FRB) より作成。
2. 数値は年率季節調整済、対家計民間非営利団体を含む。

コラム 1-6 図 3 消費・貯蓄アンケート：余剰資金の多くは貯蓄や債務返済へ



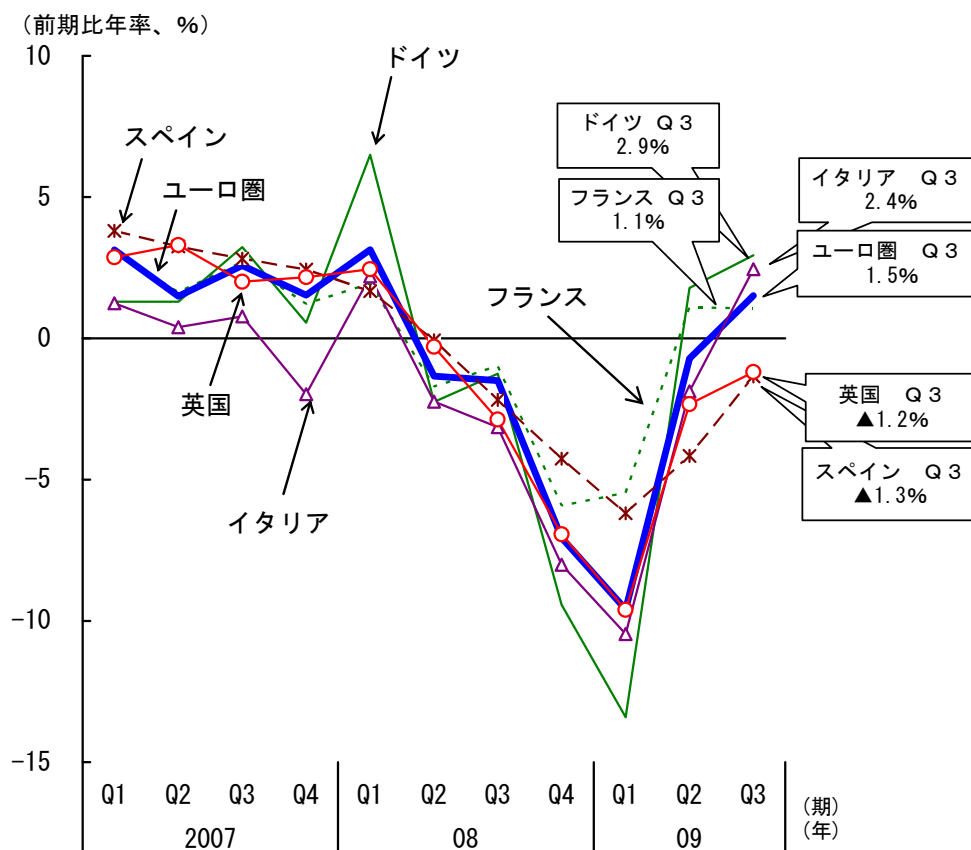
(備考) アメックス (09年9月調査) より作成。複数回答式。

第4節 ヨーロッパ経済

1. ヨーロッパ経済は政策効果により下げ止まり。しかし、各国にばらつき

- ヨーロッパ経済は、自動車買換え支援策等の政策が奏功し、下げ止まっているが、主要国の実質経済成長率にばらつき。多くの国で自動車買換え支援策等の政策効果が現れているが、英国、スペイン等、構造的な問題等を抱え回復への動きが鈍い国も。先行きについては不確実性が高く、持続的な景気回復への道りは不透明。

第1-4-1図 欧州主要国の実質経済成長率は下げ止まったがばらつき

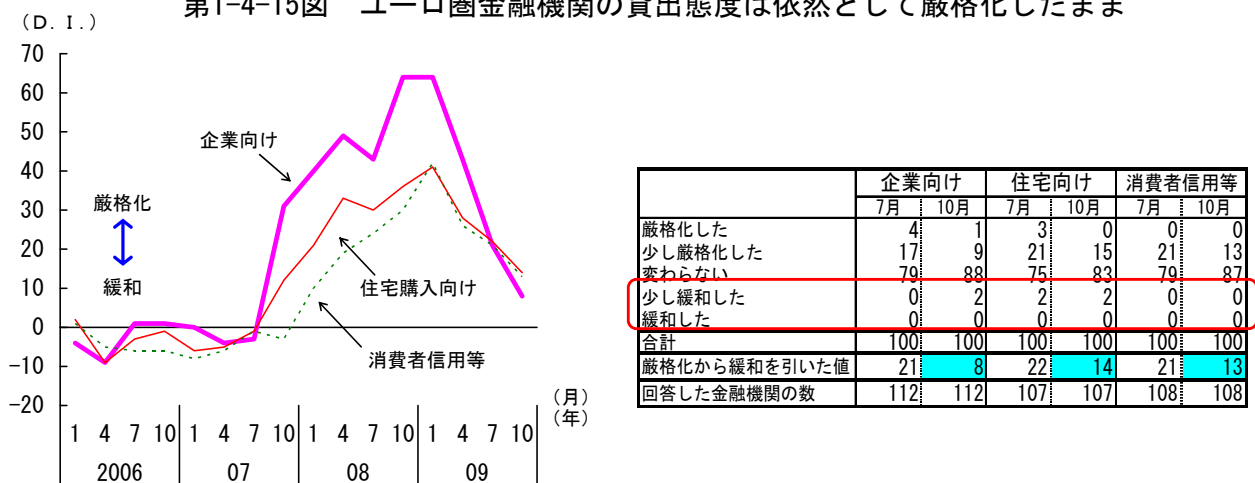


(備考)ユーロスタット、ドイツ連邦統計局、INSEE (仏国立統計経済研究所)、イタリア統計局、スペイン統計局、英国統計局より作成。

2. 信用収縮の継続

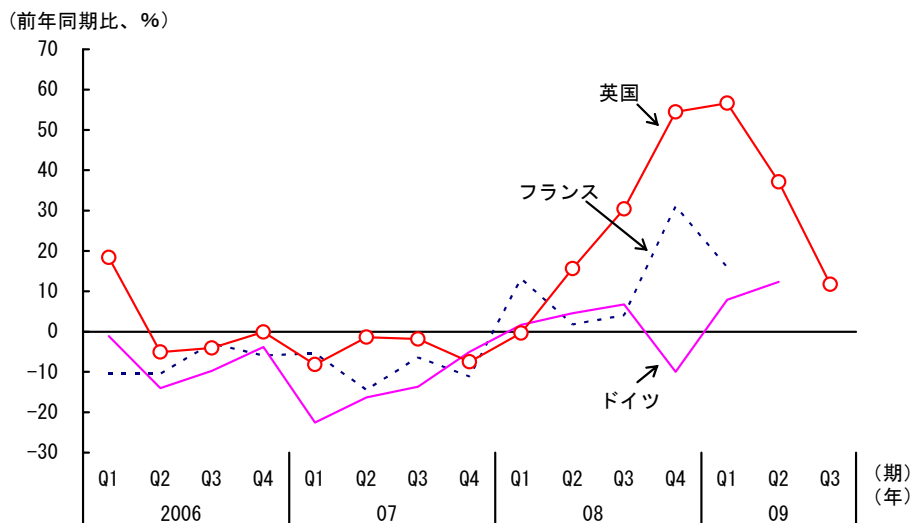
- ヨーロッパの金融機関の貸出態度は依然として厳格化したままの状態が続いており、景気回復の下押し要因。企業の倒産件数は高い伸びが続いており、倒産による不良債権の増加は金融機関の貸出を抑制し、信用収縮と実体経済悪化の悪循環の要因に。

第1-4-15図 ユーロ圏金融機関の貸出態度は依然として厳格化したまま



- (備考) 1. 欧州中央銀行 (ECB) より作成。
2. 貸出態度の指数は、過去3か月の状況について、貸出態度が厳格化したと答えた金融機関から緩和したと答えた金融機関の割合を引いたもの。

第1-4-22図 企業倒産件数は増加が続いている

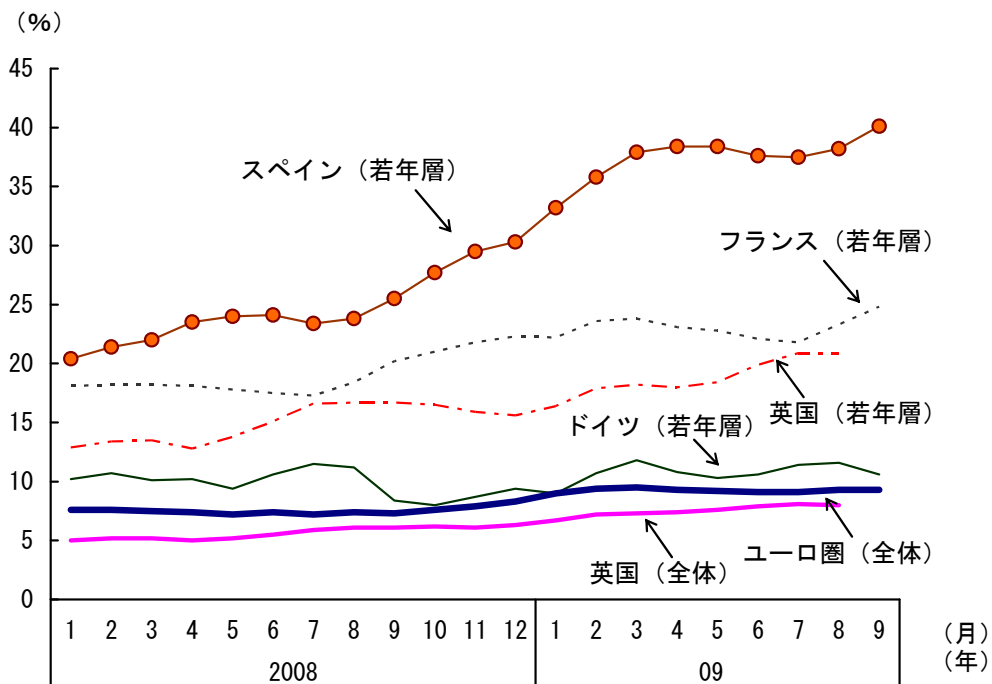


- (備考) 1. ドイツ連邦統計局、INSEE (仏国立統計経済研究所)、英国統計局より作成。
2. ドイツ、フランスは裁判所における倒産手続 (法的整理) の件数、英国は法的手続によらない任意整理 (私的整理) の件数を含む。

3. 雇用の深刻化

- 各国の失業率は上昇傾向。失業率の上昇は、短期的には消費への悪影響を通じて今後の景気回復の足かせとなるだけでなく、長期失業の増加によって職業能力の形成を阻害し、中長期的には潜在成長率を押し下げる要因に。
- ドイツでは、操業短縮を行っている企業の労働者に対して政府が減少した賃金の一部を補てんする操業短縮手当によって、失業率が1%程度押し下げられている。
- 若年層の雇用は景気変動に左右されやすく、労働の質の低下を通じた潜在成長率の低下が懸念される。

第1-4-34図 若年失業率は上昇傾向



(備考) 1. ユーロスタットより作成。
 2. 若年層は15歳～24歳。
 3. 全体は15歳以上。

4. 消費が再び落ち込む可能性

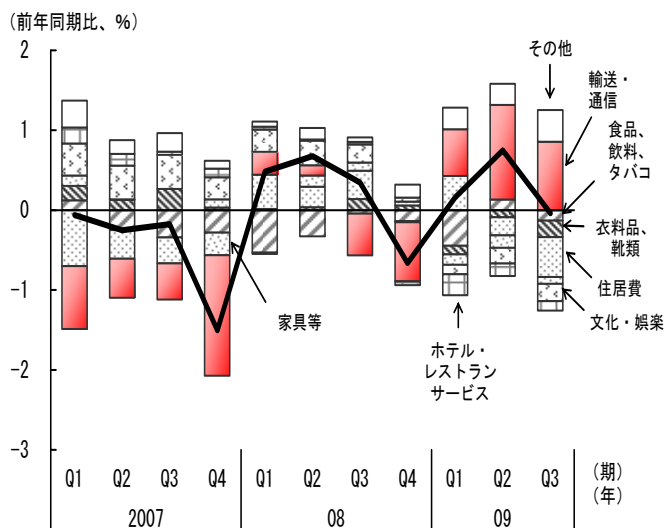
- ヨーロッパの失業給付の所得代替率は日米より高く、こうした給付がヨーロッパの消費を下支え。
- 09年4～6月期の個人消費は増加に転じている国が多いが、これは自動車の買換え支援策（ドイツ、フランス等）や付加価値税率の一時的な引下げ（英国）の効果によるもの。今後、これらの政策効果のはく落とともに消費が落ち込むおそれがある。

第1-4-44表 ヨーロッパの失業給付の所得代替率は日米より高い (%)

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	5年間平均
ドイツ	64	48	42	36	36	45
フランス	67	64	31	31	31	45
スペイン	69	65	25	25	13	39
英国	28	28	28	28	28	28
日本	45	3	3	3	3	11
イタリア	37	0	0	0	0	7
アメリカ	28	0	0	0	0	6
OECD加盟国平均	52	40	25	13	9	28

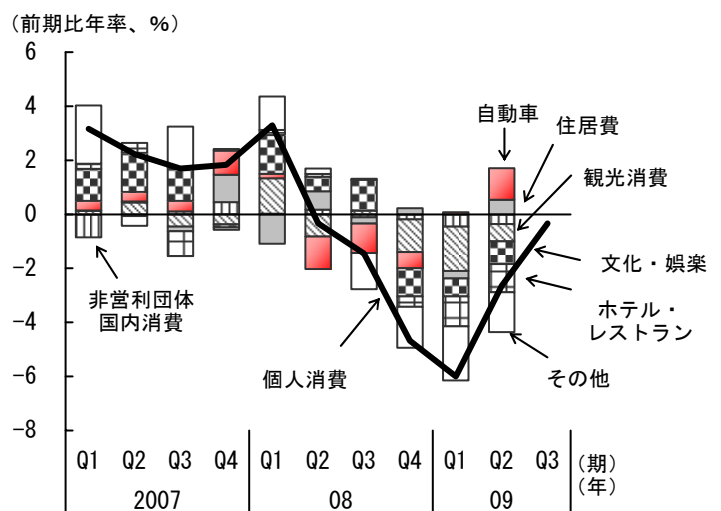
- (備考) 1. OECD “Employment Outlook, 2009” より作成。
 2. 数字は、失業給付が失業前の給与の何%支給されるかという割合を示している。
 3. 加盟国平均は29か国の平均値。
 4. 失業前の給与の算定に当たっては、4つの家族形態（独身、片方だけが働いている夫婦、子どもの有無）及び2つの給与水準（フルタイム労働の平均の100%、同67%）を考慮してウェイト付けした平均を用いている。

第1-4-38図 ドイツの個人消費



- (備考) 1. ドイツ連邦統計局より作成。原数値。
 2. 「住居費」には、水道、電気、ガス、その他の燃料、「その他」には、健康、教育、社会保障、金融サービス等を含む。

第1-4-40図 英国の個人消費

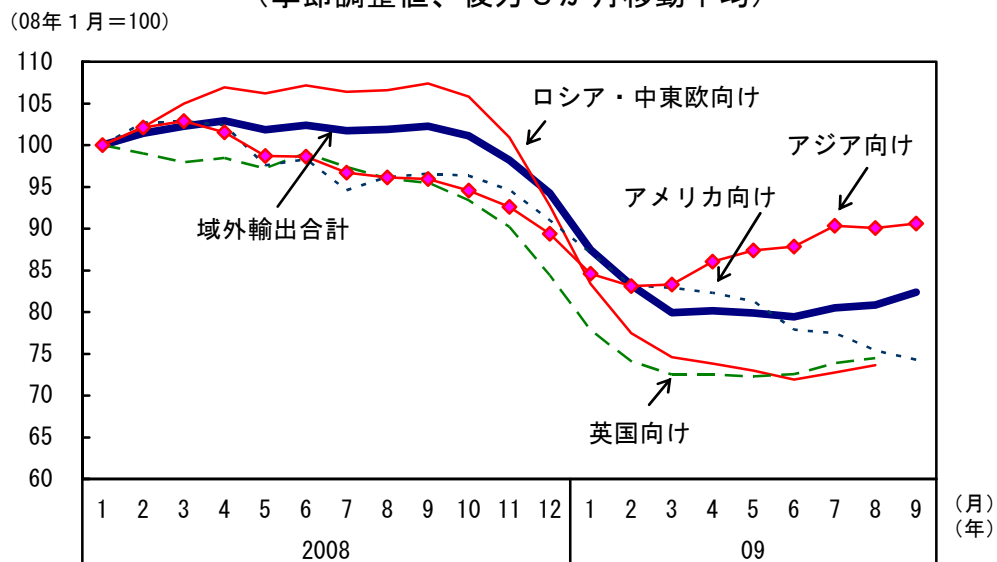


- (備考) 1. 英国国立統計局より作成。
 2. 「個人消費」以外は、寄与度年率。
 3. 「観光消費」は、英国内の居住者による海外消費から、英国外の居住者による国内消費を引いたもの。

5. ユーロ圏の輸出はアジア向け輸出の増加によりこのところ持ち直し

- 過去のヨーロッパの景気回復局面をみると、輸出が景気回復をけん引することが多い。内需に自律的な回復の芽が乏しい中、景気の本格回復はアメリカ、アジア、中・東欧といった主要輸出先の回復を待つことになる可能性が高い。
- 現在、中国の内需拡大策に支えられて中国を中心にアジア向け輸出が伸びているが、ユーロ圏の域外輸出に占める中国のシェアは4%であり、アジア向け輸出のみでは輸出の力強い回復は当面期待できない。

第1-4-51図 アジア向けを中心にこのところ持ち直し
(季節調整値、後方3か月移動平均)



- (備考)
1. ユーロスタットより作成。
 2. ここでのアジアは、日本、中国、香港、台湾、インドネシア、韓国、マレーシア、シンガポール、タイ、インドの合計。
 3. ここでのロシア・中東欧は、ロシア及びチェコ、ポーランド、ハンガリー、エストニア、ラトビア、リトアニア、ルーマニア、ブルガリアの合計。

第2章 緊急避難的な経済政策からの出口戦略

第1節 出口戦略の論点

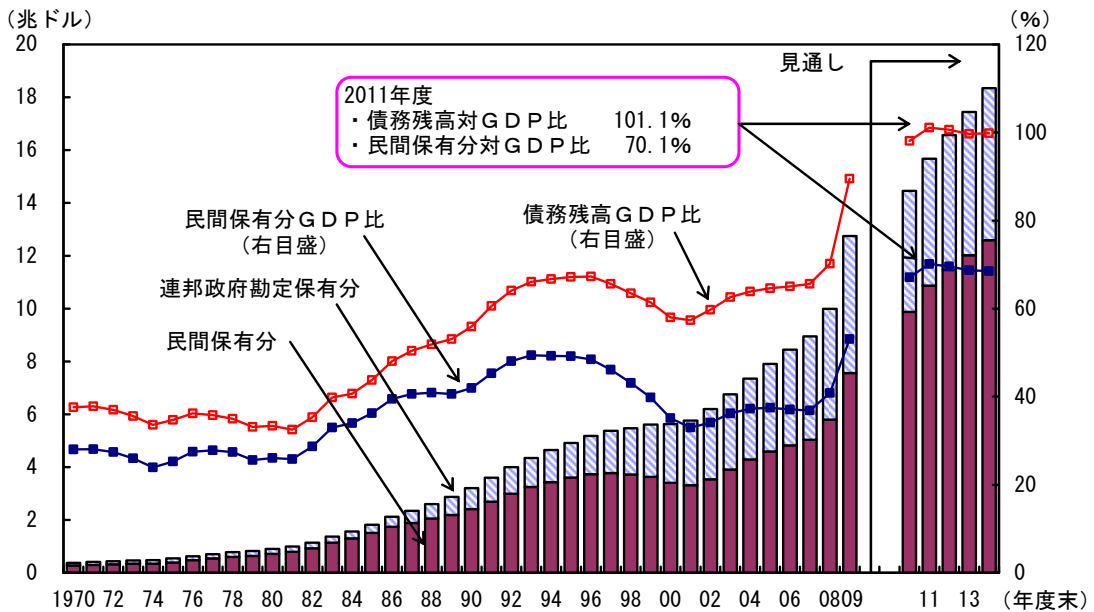
- 世界金融・経済危機に対処するため講じられた大規模で異例の財政政策・金融政策は、危機が収束し、景気が回復した後も継続すれば、市場機能をゆがめたり、インフレ、財政収支の悪化による長期金利上昇を招くなどの副作用を伴う。非常時の政策を解除し、平時の政策運営に戻す「出口戦略」が必要となっている。
- 出口戦略の策定に当たっては、様々な論点について慎重な検討が必要であるが、特に以下の点が重要である。
 - (1) 第一に、出口戦略実施のタイミングを検討する際には、平時の政策運営の要素に加え、金融危機という非常時の要素もにらみつつ、景気回復の腰折れや金融システム不安の再発を招くことのないよう、慎重な見極めが必要である。
 - (2) 第二に、非常時の政策には、本来は市場で負担されるべき各種のリスクを政府や中央銀行が引き受ける措置や、損失の発生により納税者負担を生じさせる可能性のある措置等、市場の資源配分機能への介入という側面を持つものが多いことから、出口戦略策定に当たっては市場機能の維持・回復の観点が重要である。
 - (3) 第三に、出口戦略の策定と実施の過程では、市場との対話を通じて、実施のタイミングと方法を明確化し、市場参加者の期待の安定化を図ることが望ましい。

第2節 財政政策の出口戦略

1. 金融危機対応に伴い拡大する財政収支赤字・債務残高

- 金融危機対応に伴い、財政収支赤字・債務残高は増加。アメリカでは、09年度の連邦政府財政赤字はGDP比10%、11年度に連邦政府債務残高のうち一般（民間）保有分はGDP比70%を超える見込み。また、ヨーロッパでは、多くの国で安定成長協定に定める財政赤字GDP比3%、政府債務残高GDP比60%の基準を超過。

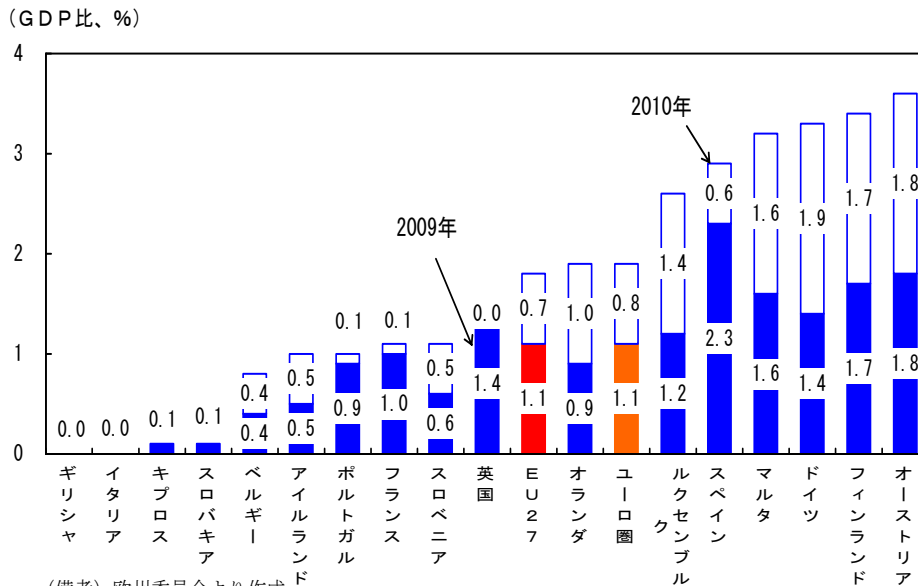
第2-2-5図 連邦政府債務残高：金融危機対応に伴い債務は拡大



(備考) 1. アメリカ行政管理予算局（OMB）“Mid-Session Review Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2010”、アメリカ財務省より作成。
 2. 連邦政府勘定保有分は、社会保障年金信託基金の国債保有額に相当する。

第2-2-6図 欧州各国の裁量的支出の規模：

各国の財政余力や金融危機の影響の度合いによりばらつき



(備考) 欧州委員会より作成。

2. 財政再建の出口戦略を巡る論点

●経済財政政策の出口戦略においては、以下の要件を満たすことが必要。

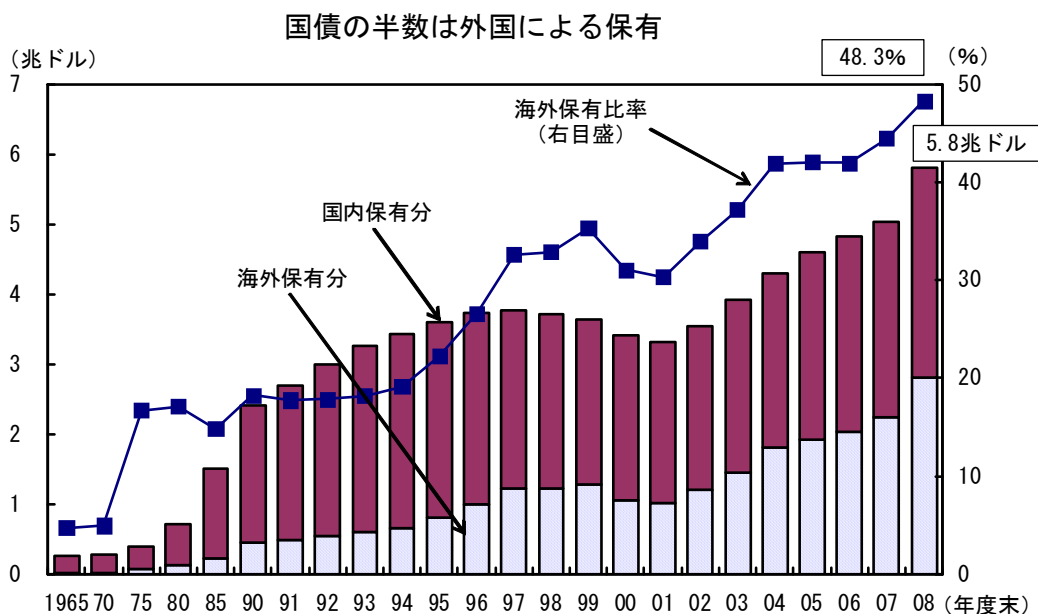
- (i) 財政再建開始のタイミングとペースが今後の景気回復の見通しに照らして適切であること
- (ii) 長期金利上昇を抑制するため、市場からの信頼を得られるような実現可能性の高い枠組み（財政再建目標・計画、財政ルール）であること
- (iii) 経済見通しの下方リスクが大きく、不確実性が高いため、一定の柔軟性を有する枠組みであること

●拙速な政策転換による財政再建のタイミングの誤りは、自律的な景気回復の芽を摘む可能性。GDPギャップや長期金利の動向を見据えながら、適切なタイミングをとらえることが重要。

3. 財政健全化目標と取組

●アメリカでは、オバマ政権が税制改革、海外軍事活動の縮小、医療保険制度改革等により 13年1月までに財政赤字を半減することを目指しているが、今後の景気動向次第では達成が困難に。米国債の外国による保有比率の高さ（48.3%）は、基軸通貨ドルへの信認、国際金融システム全体に密接に関わっており、財政再建策の実現可能性に対する懸念が生じないような取組が求められる。

第 2-2-10 図 米国債（民間保有）の外国保有率：



(備考) 1. 行政管理予算局 (OMB) “Analytical Perspective of the FY 2010 Budget”より作成。
2. 各年度の数値は年末値。

- ヨーロッパでは、09年11月、欧州委員会が各国の財政再建の目標及び時期を示し、遅くとも11年、大多数の国では2010年から財政再建に取り組むこととした。しかしながら、景気の現状及び見通しから判断すると10年の財政再建開始は時期尚早。

第2-2-11表 欧州委員会による欧州各国の財政再建計画（主要国のみ抜粋）：
2010年の財政再建開始は時期尚早

遅くとも2011年には
財政再建開始

二重線は赤字是正期限
(財政赤字GDP比3%)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ドイツ	構造的財政収支を毎年0.5%~0.75%ポイント改善					
財政収支	▲ 3.4	▲ 5.0	▲ 4.6	—	—	—
構造的財政収支	▲ 1.9	▲ 3.6	▲ 3.5	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.9	▲ 2.6	▲ 2.2	—	—	—
フランス	構造的財政収支を毎年1.25%ポイント改善					
財政収支	▲ 8.3	▲ 8.2	▲ 7.7	—	—	—
構造的財政収支	▲ 7.0	▲ 7.0	▲ 6.5	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.5	▲ 2.5	▲ 2.4	—	—	—
イタリア	構造的財政収支を毎年0.5%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 5.3	▲ 5.3	▲ 5.1	—	—	—
構造的財政収支	▲ 3.5	▲ 3.7	▲ 3.8	—	—	—
GDPギャップ	▲ 3.6	▲ 3.2	▲ 2.5	—	—	—
スペイン	構造的財政収支を毎年1.75%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 11.2	▲ 10.1	▲ 9.3	—	—	—
構造的財政収支	▲ 10.0	▲ 8.5	▲ 8.1	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 2.6	—	—	—
オランダ	構造的財政収支を毎年0.5%~0.75%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 4.7	▲ 6.1	▲ 5.6	—	—	—
構造的財政収支	▲ 3.2	▲ 4.4	▲ 4.3	—	—	—
GDPギャップ	▲ 2.7	▲ 3.1	▲ 2.4	—	—	—
アイルランド	構造的財政収支を毎年2%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 12.5	▲ 14.7	▲ 14.7	—	—	—
構造的財政収支	▲ 9.6	▲ 11.5	▲ 12.5	—	—	—
GDPギャップ	▲ 7.2	▲ 7.8	▲ 5.4	—	—	—
英国(年度)	構造的財政収支を毎年1.75%ポイント改善					
財政収支GDP比	▲ 12.1	▲ 12.9	▲ 11.1	—	—	—
構造的財政収支	▲ 10.5	▲ 11.4	▲ 9.9	—	—	—
GDPギャップ	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 2.9	—	—	—

(備考) 1. 欧州委員会より作成。
 2. 財政収支、構造的財政収支、GDPギャップは欧州委員会見通し(09年11月)による。なお、英国の財政年度は3月~4月。他国は1~12月。
 3. 過剰財政赤字の是正を勧告された国は、①GDP比0.2%及び②3%基準を超過した部分の10%(①と②の合計はGDPの0.5%が限度)を欧州委員会に預託し、財政赤字GDP比が3%を超えた年を含めて3年以内に是正されなければ制裁(預託金の没収)の検討対象となる。

(参考) 主要国の財政刺激策

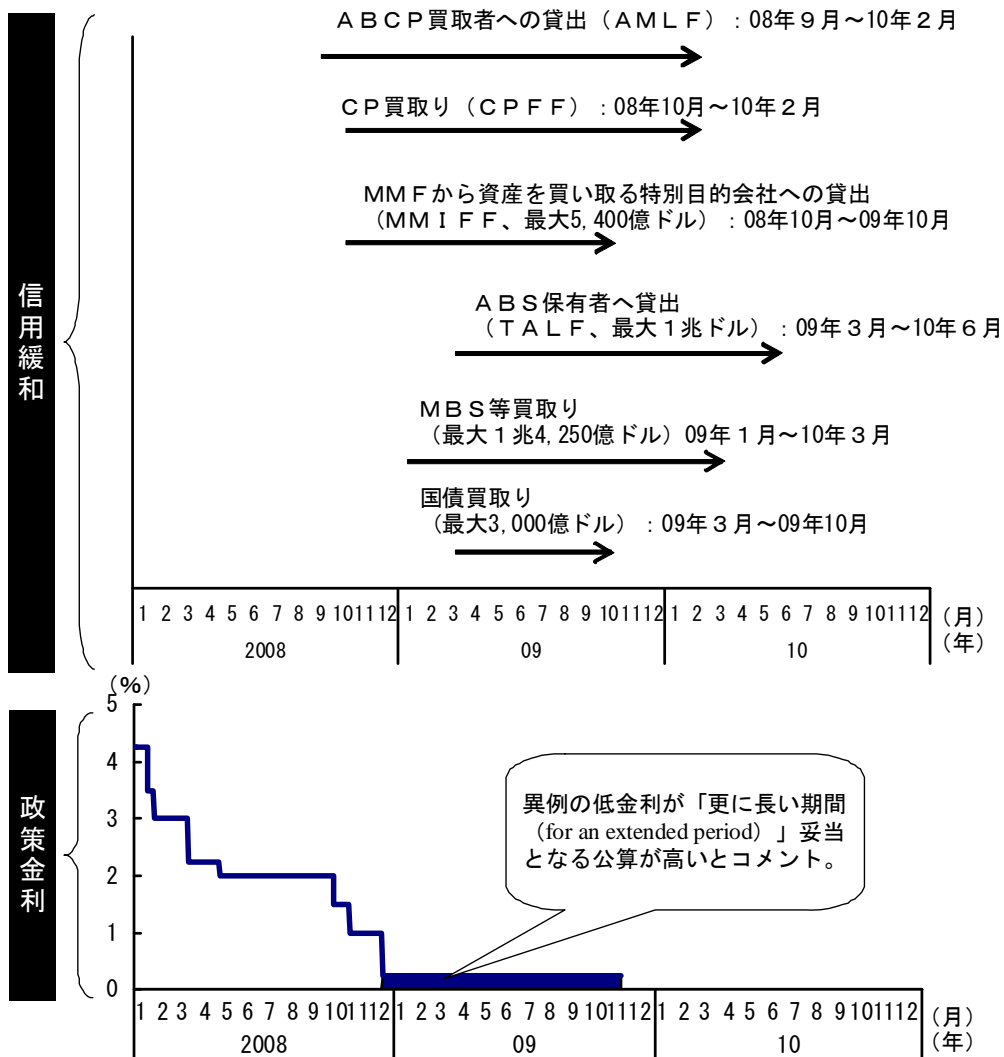
国名	規模 (GDP比、%)			雇用・セーフティネット	有効需要創出	成長力強化
	2008	09	10 合計			
アメリカ	1.1	2.0	1.8	<ul style="list-style-type: none"> 失業保険の給付期間延長の継続 フードスタンプ(食料引換券)の増額 メデケイト(低所得者向け医療保険)維持のための州政府への支援 年金受給者等への一時給付金の支給 	<ul style="list-style-type: none"> 所得税減税(勤労者一人当たり最大400ドルの減税) 設備投資減税(特別償却の延長等) 	<ul style="list-style-type: none"> 環境エネルギー対策(配電網の近代化等) 科学技術振興策 医療情報のIT化促進
ドイツ	0.0	1.6	2.0	<ul style="list-style-type: none"> 職業訓練 時短労働への助成金支給期間拡大・社会保障料負担軽減 	<ul style="list-style-type: none"> 所得税減税(最低税率引下げ等) 児童手当(一時金)の支給(1人100ユーロ) 医療保険料負担率引下げ 設備投資減税 企業の資金繰り支援 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅改修への支援(省エネ化等)
フランス	0.0	0.7	0.8	<ul style="list-style-type: none"> 零細企業への雇用補助金 失業保険対象となっていない失業者への手当の支給 	<ul style="list-style-type: none"> 中・低所得者層の所得税減税 住宅取得支援(利子補給付) 自動車産業支援(メーカーへの融資、関連子会社支援) 企業の資金繰り支援 	<ul style="list-style-type: none"> 住宅改修への支援(省エネ化等)
英国	0.2	1.4	▲0.1	<ul style="list-style-type: none"> 失業者の求職支援 職業訓練 	<ul style="list-style-type: none"> 所得税の課税最低限の引上げ 付加価値税(消費税)の一次的税率引下げ(17.5%→15%) 中小企業向け貸出に対する政府保証 	<ul style="list-style-type: none"> CO₂削減の設備投資促進
中国	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 社会保障の強化(対象範囲、水準の引上げ等) 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援
	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 低所得者向け住宅建設 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援 	<ul style="list-style-type: none"> 公共投資(学校、交通、住宅等) 旧型自動車買換え支援
	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 企業の付加価値税減税(仕入税額控除の対象拡大) 	<ul style="list-style-type: none"> 企業の付加価値税減税(仕入税額控除の対象拡大) 	<ul style="list-style-type: none"> 企業の付加価値税減税(仕入税額控除の対象拡大)
	0.4	3.2	2.7	<ul style="list-style-type: none"> 自動車購入支援(車両取得税の半減、農村における買換え・購入補助金、全国における買換え補助金) 家電購入支援(農村における買換え補助金、9省・市における買換え補助金) 商業銀行の与信貸出制限の撤廃 	<ul style="list-style-type: none"> 自動車購入支援(車両取得税の半減、農村における買換え・購入補助金、全国における買換え補助金) 家電購入支援(農村における買換え補助金、9省・市における買換え補助金) 商業銀行の与信貸出制限の撤廃 	<ul style="list-style-type: none"> 産業構造調整振興策(業界再編、技術革新等)

(備考) 1. 各国政府資料より、内閣府作成。
2. 規模については、IMF "Update on Fiscal and Financial Sector Measures" (09年4月26日)による。

第3節 金融政策の出口戦略

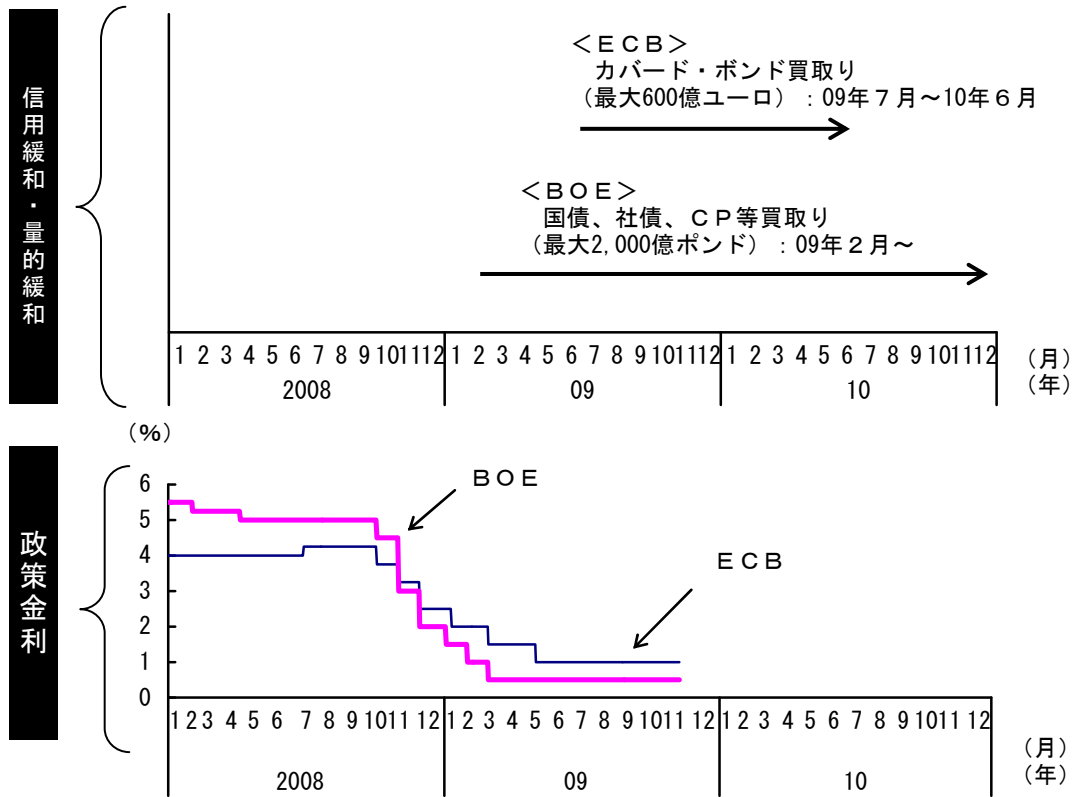
- 欧米の中央銀行は、政策金利の引下げによる伝統的な金融政策に加え、国債を始め各種資産の買取り等の非伝統的金融政策も用いて、市場の流動性や金融システムの安定性の確保を図っている。

第2-3-1図 アメリカの政策金利と主な信用緩和策



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。
2. 矢印は制度の実施期間を表す。

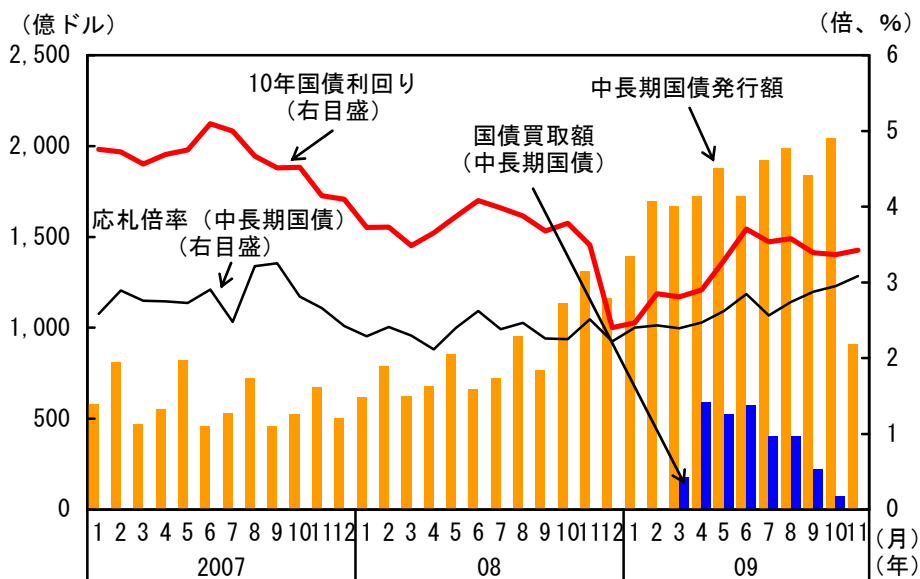
第2-3-2図 ヨーロッパにおける政策金利と信用緩和・量的緩和策



- (備考) 1. ECB、BOEより作成。
 2. 矢印は制度の実施期間を表す。
 3. ECBは、カバード・ボンドの買取り等を「信用緩和」を呼ぶことができるとし、BOEは、国債等の買取りを「量的緩和」と呼んでいる。

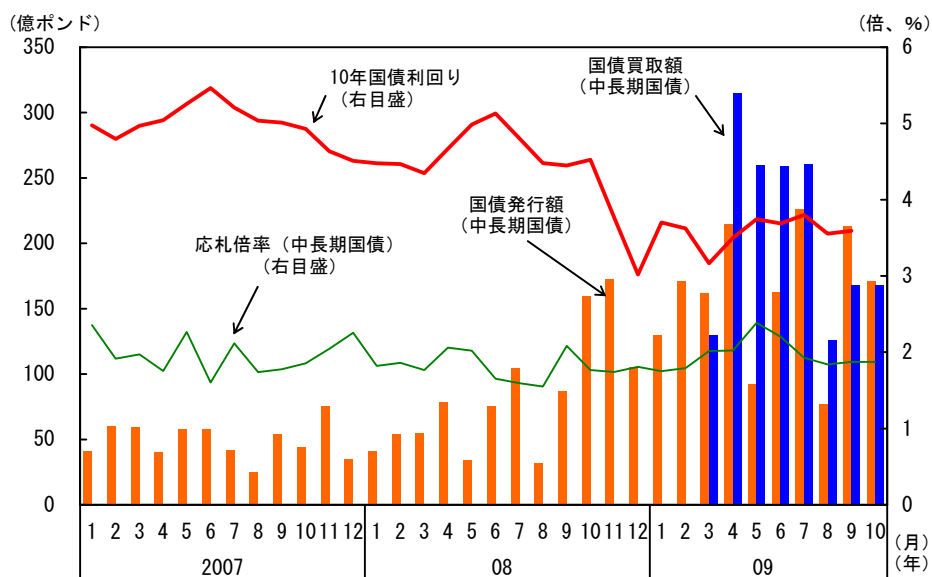
- F R Bは、中長期国債の新規発行額の前年比増加分の約半分を買取り。B O Eは、中長期国債を発行額を上回るペースで買取り。E C Bは、2009年7月から4か月間で全発行残高の4%にあたるカバード・ボンドを買取り。いずれも、長期金利や応札倍率が安定するなどの効果を上げている。

第2-3-5図 F R Bの国債買取額とアメリカ国債の新規発行額：
長期金利は安定的に推移



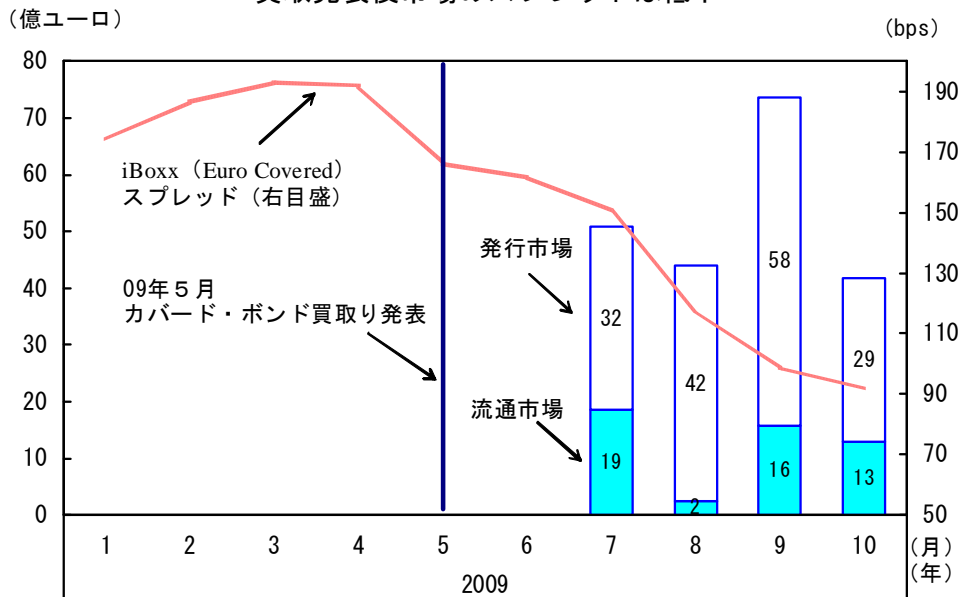
(備考) 1. ニューヨーク連銀、連邦準備制度理事会 (F R B)、データスト
リームより作成。
2. 09年11月値は09年11月13日時点。

第2-3-9図 B O Eの国債等の買取額と英国債の新規発行額：
応札倍率は安定的に推移



(備考) 英国債務管理庁、ブルームバーグより作成。

第2-3-8図 ECBのカバード・ボンド買取り：
買取発表後市場のスプレッドは低下



(備考) 1. ECB、Markitより作成。
2. iBoxx (Euro Covered) スプレッドは、ユーロ建てのカバード・ボンドの利回りとベンチマークとなる債券（償還期日の近い債券で対象国において最も発行残高の多いもの）の利回りとのスプレッド。

- CP等の直接金融に対しては非伝統的金融政策の効果がみられる一方、証券化商品等の市場型間接金融に対する効果は、証券化商品自体に対する信頼性が回復していないこともあり限定的。

- (1) CPの買取りについては、08年末にかけて発行額の回復等の効果があり、これを通じて企業や金融機関の資金調達を支えた。
- (2) 一方、MBSの買取りは、住宅ローン金利の低下を通じて住宅市場の下支えの効果はあったものの、MBS市場の回復には至っていない。
- (3) さらに、CMBSを始めとするABSの市場の流動性回復に関する政策についても、こうした証券化商品の新規発行はほとんど行われていない。

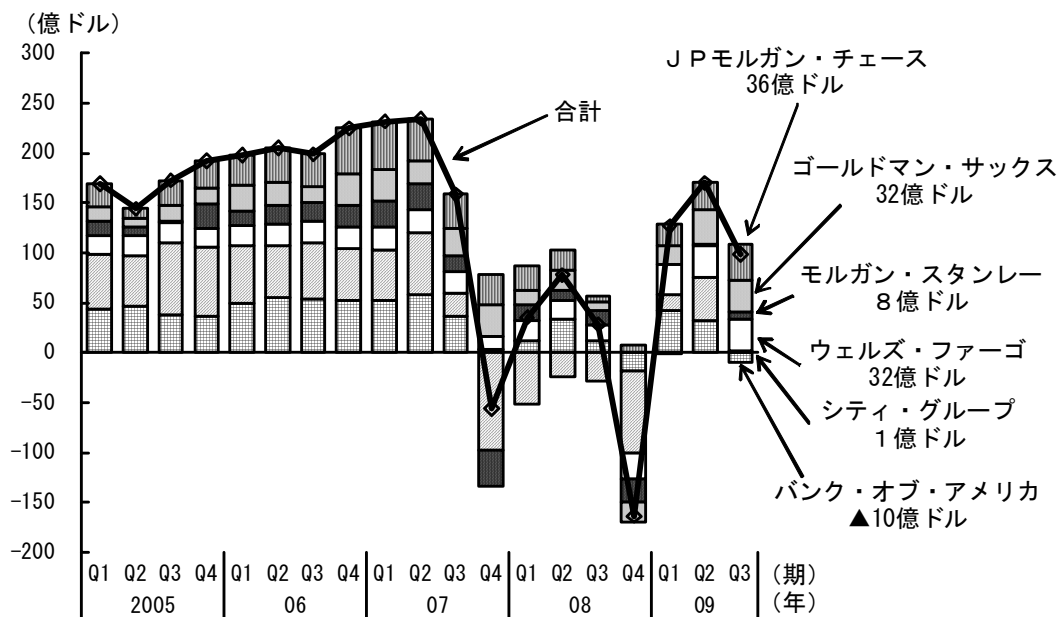
- 各種資産の買取りにより、各中央銀行のバランスシートは大幅に拡大しており（FRB：2倍以上、ECB：1.5倍、BOE：3倍）、買い取った資産のリスクを抱えている。 拡大したバランスシートをどのように縮小させるか、資産構成をどのように調整するか、リスクをどう管理するかなど、出口戦略の舵取りが重要。

- 為替の大幅な変動等、大規模な資本移動の発生を防ぐため、出口戦略のタイミングについて国際協調が必要との議論がある。 一方、金融政策は、自国のマクロ経済やインフレ、資産価格の状況等、各々の経済情勢に配慮した運営も重要となる。今後の出口戦略については、国際協調と自国の経済運営のバランスが重要となる。

第4節 金融システム安定化の現状と今後

- 各国で資本注入や債務保証等の金融システム安定化策を実施した結果、金融機関の自己資本の増強、資金調達環境の改善等の効果を上げた。ただし、個別機関ごとに見ると問題もあり、不良債権処理の遅れや信用収縮による実体経済への悪影響等の懸念が残っている。
- 金融機関の業績は、競争相手の再編や破たんにより競争環境が緩和された状況下で、証券引受部門や自己取引部門が、過去最高水準の高収益となった。一方、融資部門では、信用収縮と実体経済の悪化の影響から不良資産化が進行し、多額の償却や引当金計上により業績は悪化した。このため、欧米の大手金融機関の業績は二極化している。

第2-4-3図 アメリカの大手金融機関の純利益と引当金計上額：
貸出業務が主体の金融機関は引当金の増加により収益が圧迫



(参考) 主要国の金融システム安定化策

	個別金融機関への支援(バランスシートの改善等)	保有資産の保証	融資	債務の保証	金融市場の機能回復	預金保護
アメリカ	<p>資本注入</p> <p>○緊急経済安定化法(TARP)に基づく資本注入を実施。 資本注入実績(09年11月10日時点): ・合計3,145億ドル(約28兆円) ・資本注入プログラム 2,047億ドル ・AIG 698億ドル ・シティ・グループ(追加分) 200億ドル ・バンク・オブ・アメリカ(追加分) 200億ドル 公的資本返済(09年11月10日時点): 合計709億ドル(約6.3兆円)</p> <p>○大手金融機関19行に対し、ストレステストを実施し、うち10行について合計746億ドルの資本増強が必要と発表。</p>	<p>保有資産の保証</p> <p>○シティ・グループ及びバンク・オブ・アメリカの保有資産に対して政府保証。 保証資産額: 3010億ドル ※シティ・グループ・バンク・オブ・アメリカに対する保証(1,180億ドル)は実施されず。</p>	<p>融資</p> <p>○FRBがVAIGに対して有担保融資を実施。 融資額: 250億ドル (約2.2兆円) ※当初の850億ドルから減額</p>	<p>債務の保証</p> <p>○FDIC(連邦預金保険公社)が金融機関が新規に発行する債務を保証。 事業規模: 1兆4,000億ドル (約126兆円) ※緊急の場合を除き09年10月で終了。</p>	<p>特定資産の買取</p> <p>○FRBによるCP買取制度(CPFF)、CPを買い取る金融機関等への融資制度(AMLF及びMMIFF)を創設。 FRBのパランスシート上のCP残高: 143億ドル(約1.3兆円) ※09年11月11日時点</p> <p>○FRBが消費者・中小企業向けローンを担保とするABSやRMBS、CMBSの保有者に対して貸付を行う制度(TALF)を創設。 貸出規模: 最大1兆2,500億ドル(約128兆円)</p> <p>○FRBによるGSE債及びGSE保証のMBSを買取するプログラムを創設。 買取規模: 最大1兆4,250億ドル(約128兆円)</p> <p>○FRBが長期国債の買取実施を発表。 買取規模: 3,000億ドル(約27兆円) ※09年10月に買取を終了。</p>	<p>預金保護</p> <p>○預金保護の上限を10万ドル(約897万円)から25万ドル(約2,242万円)に引上げ。 ○決済用預金の全額保護。 ○預金保険準備率の悪化を受け、保険料の前払いと保険料率の増額。</p>
ドイツ	<p>○金融安定化法に基づき、800億ユーロ(約10.7兆円)の資本注入枠を確保。 資本注入(下記2行の発表額): ・187億ユーロ(約1.9兆円) ・コムレツ銀行 182億ユーロ ・アーンリアル銀行 5億ユーロ</p>	—	<p>○政府等がハイポ・リアル・エステートに対して融資を実施。 融資額: 500億ユーロ (約6.7兆円) ※09年6月に公的資金による増資を行い国有化。09年10月には少数株主を排除し完全国有化。</p>	<p>○政府が銀行間取引に対して、債務を保証。 事業規模: 4,000億ユーロ (約53兆円)</p>	—	<p>○預金の全額保護を実施。実施前のは法定保護上限は預金の90%(2万ユーロ(約267万円)を上限)。</p>
フランス	<p>○総額400億ユーロ(約5.3兆円)の資本注入枠を創設。 資本注入(発表額): ・大手金融機関6行 総額105億ユーロ(1回目) 総額110億ユーロ(2回目)</p>	—	—	<p>○政府が銀行間取引に対して、債務を保証。 事業規模: 3,200億ユーロ(約43兆円)</p>	—	<p>○変更なし。 現行は、7万ユーロ(約935万円)。</p>
英国	<p>○総額812億ポンド(約12.1兆円)の資本注入枠を発表。 資本注入(発表額): 1回目:合計500億ポンド(約7.5兆円) ・RBS 330億ポンド ・HBOS 115億ポンド ・ロイズ 55億ポンド 2回目:合計312億ポンド(約4.7兆円) ・RBS 255億ポンド ・ロイズ・バンク・グループ 57億ポンド ※HBOSは、09年1月にロイズに吸収合併され、ロイズ・バンク・グループとなった。</p>	<p>○資産保護スキームにより、金融機関の保有資産(資産担保証券等)に対して政府保証を実施。 保証資産額: 2,820億ポンド (約42兆円) ・RBS 2,820億ポンド ※当初参加予定であったロイズは、09年11月にスキームから脱退。</p>	—	<p>○政府が金融機関が新規に発行する債務を保証。 事業規模: 2,500億ポンド (約37兆円)</p>	<p>○BOEがCP、社債、中長期の英国債の購入を含む資産買取制度(APF)を発表。 買取規模: 2,000億ポンド(約30兆円)</p>	<p>○預金保護の上限を3万5,000ポンド(約523万円)から5万ポンド(約747万円)に引上げ。</p>

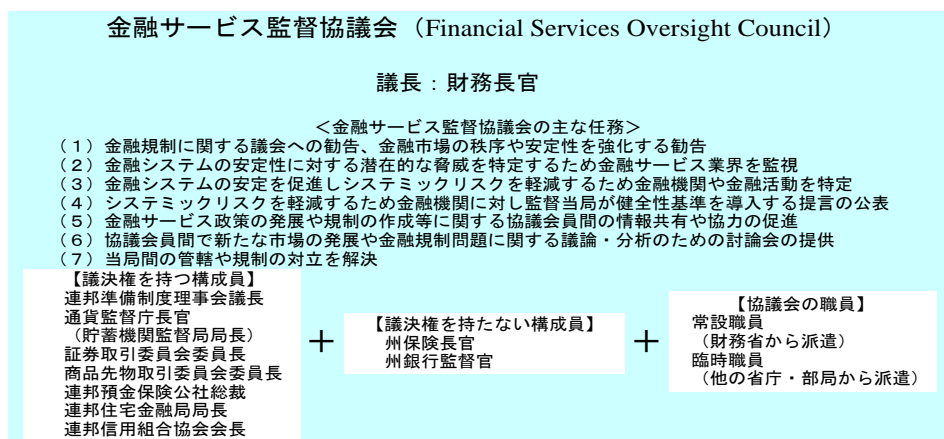
(備考) 1. 各国政府、中央銀行等の公表資料より作成。
2. このほか、E C Bがカバード・ポンド(金融機関が発行する担保付債券)の買取りを09年7月から実施(買取規模は600億ユーロ(約8兆円))。

第5節 出口の先の金融政策・金融システム安定化策の枠組み

- 世界金融危機と一連の政策対応を踏まえ、金融危機を未然に防ぐためには、個々の金融機関の監督だけでは不十分であり、金融システム全体に関わるリスクを監視するとの観点から政策運営を行う「マクロ・プルーデンス政策」が必要との認識が高まっている。
- 欧米では、マクロ・プルーデンス政策実現に向けて、中央銀行と金融機関監督当局の連携確保や、新たな協議機関の設置等の制度的な枠組みの整備に向けた取組が進行中。

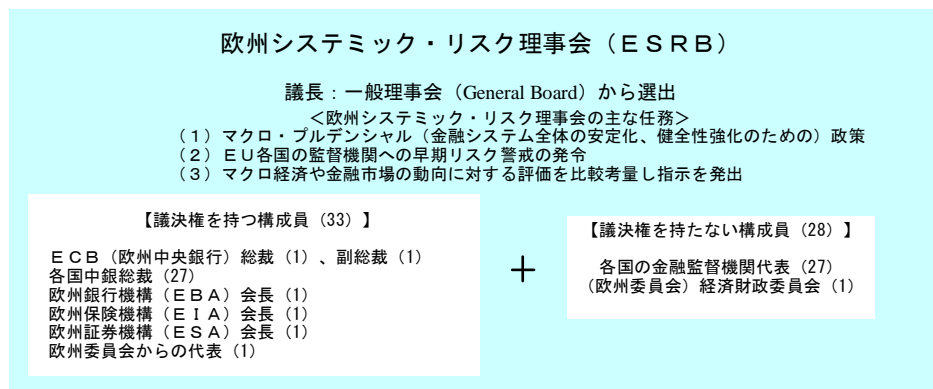
第2-5-1図 各国・地域のマクロ・プルーデンス監視を行う機関：新たな機関を設置

(1) アメリカ



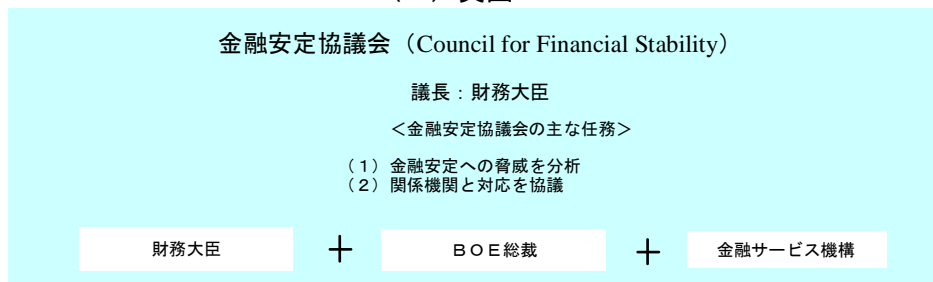
(備考) アメリカ下院金融サービス委員会より作成。

(2) ユーロ圏



(備考) 欧州委員会より作成。カッコ内は代表者数。

(3) 英国



(備考) 英国財務省より作成。

- アメリカでは、多数の機関に分散していた金融規制・監督体制を厳格かつ包括的なものに再構築する取組が進んでいるが、当局の監督能力・手法の強化やそれを支える人材確保、複雑な規制監督の構造の中での実効性確保等、課題も残っている。

第2-5-3表 アメリカの金融機関の監督制度：複雑な構造

		連邦当局							州当局
		FRB	FDIC	OCC	OTS	NCUA	SEC	CFTC	
銀行	国法銀行		○	●					●
	州法銀行	◎	○						●
貯蓄金融機関	連邦免許機関		○		●				●
	州免許機関		○		◎				●
信用組合	連邦免許機関					●			●
	州免許機関								●
銀行持株会社		◎							●
貯蓄金融機関持株会社					◎				●
保険									●
証券						●			
先物取引業者等								●	

		金融サービス監督協議会							CFPA
		連邦当局						州当局	
		FRB	FDIC	OCC	NCUA	SEC	CFTC		
特定金融持株会社		◎							
銀行	国法銀行		○	●					
	州法銀行	◎	○					●	
貯蓄金融機関	州免許機関		◎					●	
	連邦免許機関				●				
信用組合	連邦免許機関							●	
	州免許機関							●	
銀行持株会社		◎						●	
保険								●	
証券						●			
ヘッジファンド等投資会社						●			
先物取引業者等								●	

●=免許付与機関（証券・投資会社は登録制）及び第一義的監督権限
◎=第一義的監督権限
○=連邦預金保険供与者としての検査権限

- (備考) 1. 現行制度については、ニューヨーク連邦準備銀行、野々口秀樹・武田洋子「米国における金融制度改革法の概要」（日本銀行調査月報2000年1月号）等より作成。
2. 新制度については、アメリカ下院金融サービス委員会の案をもとに内閣府において作成。
3. 現行制度のOTSはOCCに統合（財務省案では両機構を統合してNBSを創設）。
4. 新制度の銀行持株会社には、投資銀行持株会社、ノンバンク等を含む。
5. 特定金融持株会社は財務省案ではTier 1 FHCとされる。

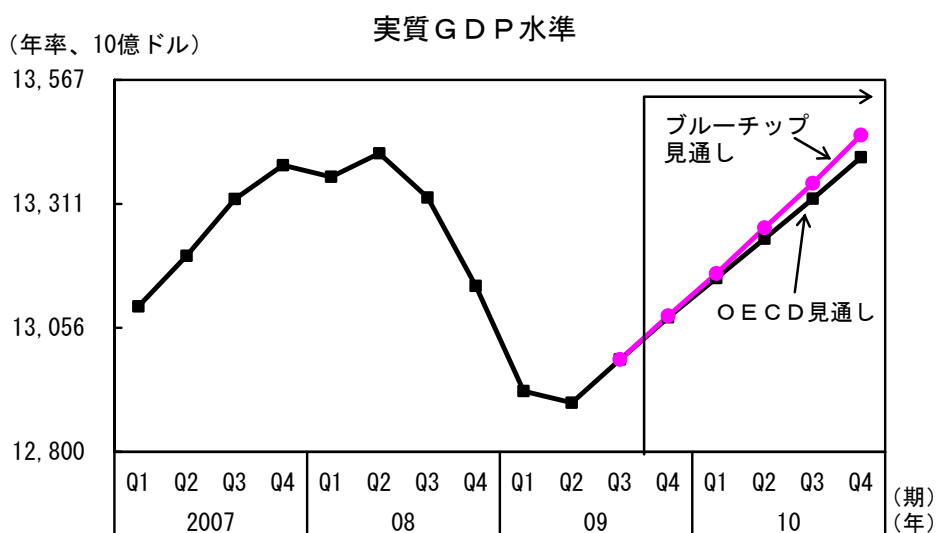
第3章 世界経済の見通しとリスク

第1節 アメリカ経済の見通しとリスク

1. アメリカ経済の見通しー基調としては緩やかな回復に向かう

- 2010年のアメリカ経済は、基調としては緩やかな回復に向かうと見込まれる。09年秋からの公共投資の本格化や、10年4月末までの住宅減税の延長等の景気刺激策の効果もあり、内需が持ち直すとともに、在庫調整の進展による生産の持ち直しの動きが広がるものとみられる。
- ただし、GDPの7割を占める個人消費は、家計のバランスシート調整や信用収縮の継続、失業率の上昇による所得環境の悪化等により、伸びが緩慢になると見込まれる。このため、景気回復のテンポは10年に入っても緩やかとなり、10年全体の実質経済成長率は1%台となる可能性が高い。
- この結果、10年末時点では、実質GDPの水準は、金融・経済危機前までの水準までは戻らない可能性もある。なお、失業率は、10年中に戦後のピーク（1982年11月及び12月：10.8%）に近い水準まで上昇すると見込まれる。

第3-1-1図 アメリカ経済の見通し



実質GDP成長率

	2009年	10年			
	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
OECD	2.7	2.5	2.5	2.5	2.6
ブルーチップ	2.8	2.7	2.9	2.8	3.0

国際機関等の見通し

		2009年	2010年
行政管理予算局（OMB）（8月25日）		▲ 2.8	2.0
議会予算局（CBO）（8月25日）		▲ 2.5	1.7
OECD（11月19日）		▲ 2.5	2.5
IMF（10月1日）		▲ 2.7	1.5
ブルーチップ （民間見通し） （11月10日）	上位10社	▲ 2.4	3.4
	平均	▲ 2.4	2.7
	下位10社	▲ 2.5	2.0

（備考）アメリカ商務省、アメリカ行政予算管理局、アメリカ議会予算局、OECD “Economic Outlook 86”（09年11月19日）、IMF “World Economic Outlook”（09年10月1日）、ブルーチップ・インディケーター（09年11月10日号）より作成。

2. 経済見通しに係るリスク要因

見通しに係る下振れリスクは弱まっているものの、依然としてリスクのバランスは下方に偏っている。

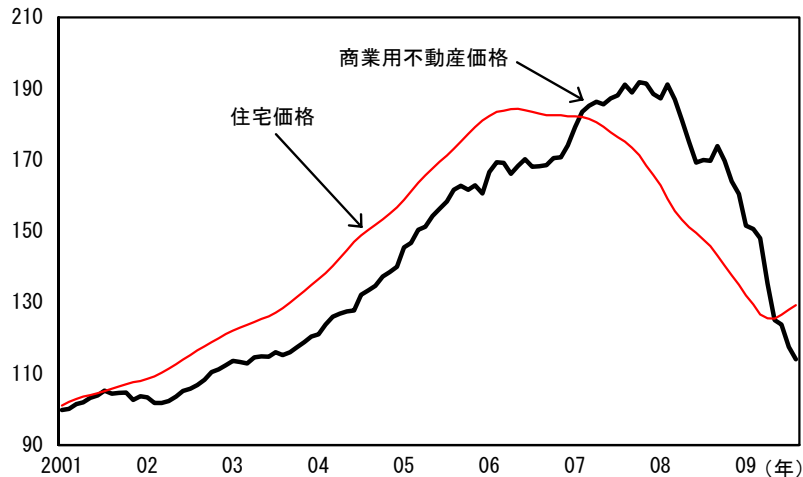
<下振れリスク>

（i）金融機関の経営不安の再燃

金融機関が保有する商業用不動産向け貸出の残高は、サブプライムローンを上回る規模となっているが、景気後退による商業用不動産の収益率の低下を受けて、延滞率の上昇や不良債権化が進展しており、新たな金融不安をもたらすおそれがある。特に、中堅・中小金融機関では、総資産に占める商業用不動産向け貸出の割合が高く、地域密着型の経営を行うところが多いことから、地域経済の低迷により商業用不動産の収益性が低下すれば、保有資産の劣化により経営破たんが拡大するおそれがある。

コラム 1-5 図 2 商業用不動産価格の動向：大幅な下落が継続

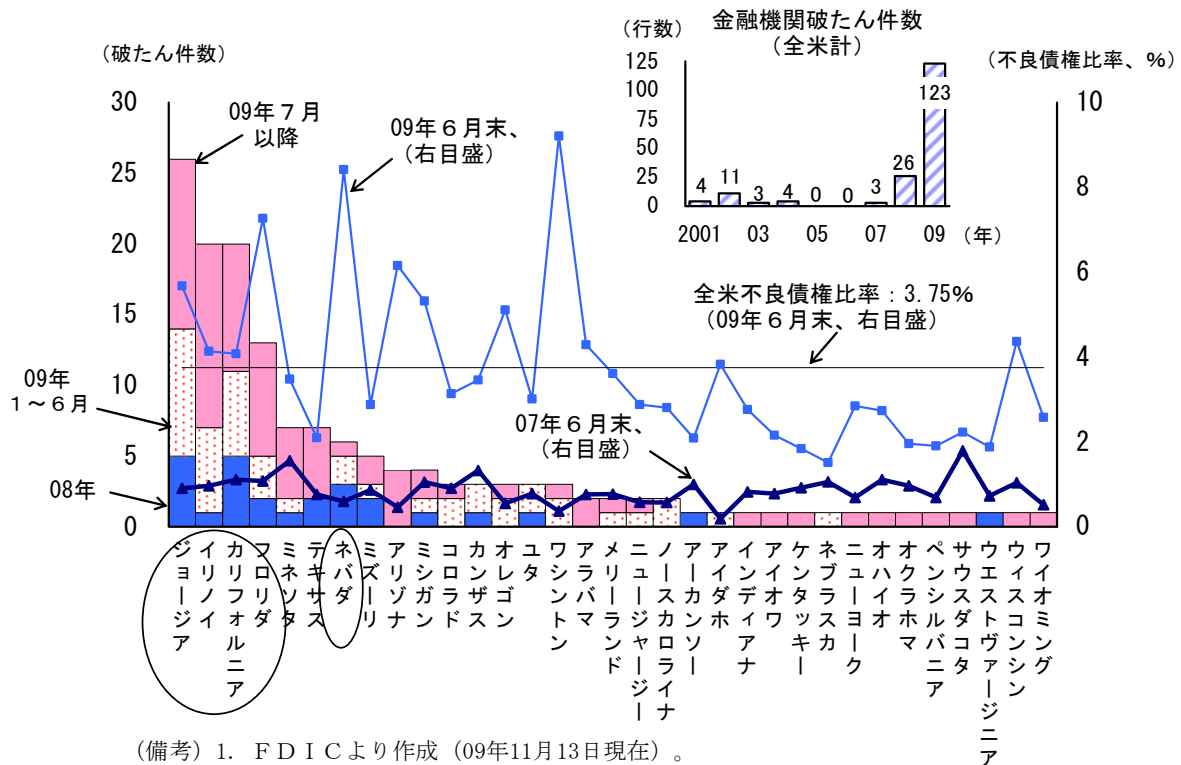
（2000年12月=100）



（備考）1. スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズより作成。

2. 住宅価格はS&P/Case-Shiller Home Price Indices（20都市）、商業用不動産価格はMoody's/REAL Commercial Property Indexを使用。

コラム1-4図6 州別金融機関破たん件数及び総貸出中の不良債権比率：
破たん件数は09年に入り急増、不良債権比率も上昇傾向



(ii) 金融危機と実体経済悪化の悪循環による信用収縮の更なる深刻化

金融機関の保有資産における不良債権比率は上昇を続けており、金融機関の貸出態度は依然として厳しい状況にある。信用収縮の長期化により、景気が低迷して企業収益や雇用が悪化すれば、企業の経営破たんや家計向け貸出の延滞の増加により不良債権が更に増加し、一層の信用収縮をもたらすという悪循環に陥るリスクがある。

(iii) 雇用情勢の想定以上の深刻化

雇用情勢は悪化を続けており、失業率が、戦後のピークである10.8% (82年11月及び12月、第二次石油危機後の景気後退時) を超えて上昇していく場合には、所得環境の悪化から個人消費を更に下押しするおそれがある。

(iv) 長期金利の上昇

財政の持続性に対する不信の高まりを受けて長期金利が上昇すれば、個人消費や投資を抑制するおそれがある。また、利払い負担の増加に伴い財政の硬直化が進展すれば、今後の景気動向に応じた弾力的な財政運営を妨げるおそれがある。

<上振れリスク>

(i) 資産価格の上昇

金融システムの安定化や景気の回復が加速し、株価や住宅価格が上昇に向かう場合には、家計や金融機関のバランスシート調整に係る負担が軽減され、家計への信用の流れが回復する可能性があるとともに、資産効果を通じて個人消費が拡大する可能性がある。

(ii) 世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

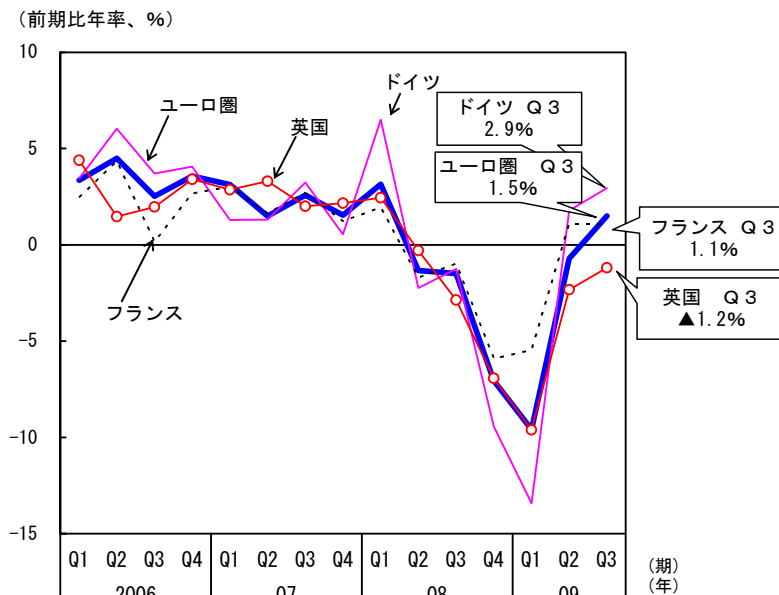
世界経済の回復に伴い想定以上に各国の需要が高まる場合には、輸出の拡大を通じて景気の回復テンポが加速する可能性がある。

第2節 ヨーロッパ経済の見通しとリスク

1. ヨーロッパ経済の見通し—持ち直しのスピードは非常に緩やか

- 2010年のヨーロッパ経済は、緩やかな持ち直しに向かうと見込まれるが、自動車買換え支援策の縮小や終了に伴う反動や、信用収縮、雇用の悪化により、そのペースは極めて緩慢になるとみられる。
- 雇用の悪化による消費の下押し圧力が強く、外需については、主要輸出先であるアメリカ向けやロシア、中・東欧向け輸出の本格的な回復には時間がかかるとみられる。このため、10年全体の実質経済成長率は、1%未満になると見込まれる。

第3-2-1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。

第3-2-2表 国際機関等の見通し

(前年比、%)

		2009年	10年	11年
OECD (09年11月19日)	ユーロ圏	▲4.0	0.9	1.7
	ドイツ	▲4.9	1.4	1.9
	フランス	▲2.3	1.4	1.7
	英国	▲4.7	1.2	2.2
欧州委員会 (09年11月3日)	ユーロ圏	▲4.0	0.7	1.5
	ドイツ	▲5.0	1.2	1.7
	フランス	▲2.2	1.2	1.5
	英国	▲4.6	0.9	1.9
IMF (09年10月1日)	ユーロ圏	▲4.2	0.3	—
	ドイツ	▲5.3	0.3	—
	フランス	▲2.4	0.9	—
	英国	▲4.4	0.9	—
ECB (09年9月3日)	ユーロ圏	▲4.4~▲3.8 (中央値▲4.1)	▲0.5~0.9 (中央値0.2)	—

(備考) OECD “Economic Outlook 86” (09年11月19日)、欧州委員会 “European Economic Forecast Autumn 2009” (09年11月3日)、IMF “World Economic Outlook” (09年10月1日)、欧州中央銀行 “ECB Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area” (09年9月3日) より作成。

2. 経済見通しに係るリスク要因

足元で下げ止まったヨーロッパ経済は、政策で支えられている側面が強く、自律的な景気の回復の芽が乏しい。また、金融危機と実体経済悪化の悪循環も続いていることから不確実性が高く、先行きに関するリスクは依然として下方に偏っている。

<下振れリスク>

(i) 不良債権処理の遅れ等による金融市場と実体経済の悪循環の長期化

ヨーロッパにおける損失推計額（ユーロ圏：約8,000億ドル、英国：約6,000億ドル）のうち、約6割が償却や引当がされず未処理となっている。また、ユーロ圏金融機関の貸出態度は厳格化したまま変化していない状況にあり、信用収縮が続いている。

(ii) 中・東欧経済の低迷の長期化による金融・実体経済面への悪影響

中・東欧諸国では、金融危機を受けて08年末から景気の低迷が続き、IMFやEUによる支援を受けている（ハンガリー、ラトビア、ルーマニア、ポーランド等）。中・東欧への貸出債権が多いオーストリアやスウェーデンの金融機関は、不良債権の増加による業績の悪化に直面している。こうした金融機関の業績の悪化を通じてヨーロッパ全体の金融システムの不安定化につながるおそれがある。

(iii) 雇用情勢の想定以上の深刻化

想定以上の失業率の悪化は、所得環境の悪化を通じて個人消費を下押しする懸念がある。

(iv) 財政赤字拡大に伴う長期金利上昇

財政の持続可能性への懸念等から、アイルランド、ギリシャ、イタリア等の国債利回りは、ドイツ国債利回りとの金利スプレッドが拡大している。現在では09年2月のピークよりは低下したものの、これが再び拡大すれば、消費や投資が抑制され、景気回復の足かせとなるおそれがある。

(v) 緊急避難的な財政・金融政策の拙速な転換による景気の腰折れ

欧州委員会は09年11月、13か国に対する財政再建の目標と時期を明確化した。各国は遅くとも11年には財政再建を開始し、毎年の構造的財政収支を0.5～2%ポイント改善させることになる（第2章第2節参照）。しかし、10年に入ってもGDPギャップが拡大するとみられる国が多い中で、景気の現状と見通しに比べて財政

再建のタイミングが時期尚早である可能性がある。

<上振れリスク>

世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

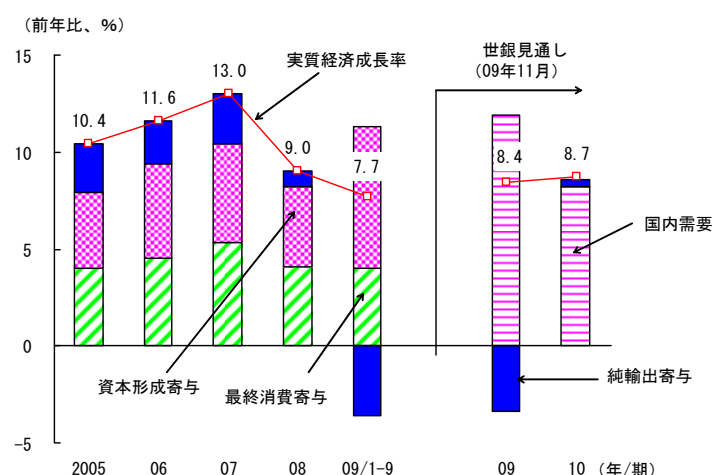
ユーロ圏の域外輸出は、現在、中国等アジア向けを中心に伸びている。今後、景気刺激策の効果や在庫調整の進展等によって主要輸出先であるアメリカ、中・東欧諸国の景気が想定以上に持ち直した場合、輸出から生産、雇用、消費へとその恩恵が波及し、景気の回復ペースは比較的速いものになる可能性がある。

第3節 アジア経済の見通しとリスク

1. アジア経済の見通し—回復傾向が続く

- 2010年の中国経済は、欧米向けを中心に輸出は弱い動きを続けるものの、引き続き内需が堅調に推移すると見込まれることから、回復傾向が続くとみられる。今後、欧米経済の本格的な回復と併せて更に成長率を高めていくことが見込まれる。
- 韓国、台湾、ASEANでは、引き続き中国向けの輸出が堅調に推移するとみられることなどから、回復に向かうと見込まれる。ただし、本格的な回復は欧米経済の回復と歩調を合わせたものになると見込まれる。
- インドでは、09年のモンスーン期における深刻な雨不足による農業生産の減少が個人所得にマイナスの影響を与えるとみられ、回復のスピードは過去の景気拡大局面に比べると緩やかなものになると見込まれる。

第3-3-1図 中国の実質経済成長率と需要項目別寄与度



(備考) 中国国家統計局、世界銀行より作成。

第3-3-2表 アジア各国の実質経済成長率の見通し

	(前年比、%)					
	IMF (09年10月)		ADB (09年9月)		OECD (09年11月)	
	2009年	2010年	2009年	2010年	2009年	2010年
中国	8.5	9.0	8.2	8.9	8.3	10.2
韓国	▲ 1.0	3.6	▲ 2.0	4.0	0.1	4.4
台湾	▲ 4.1	3.7	▲ 4.9	2.4	—	—
シンガポール	▲ 3.3	4.1	▲ 5.0	3.5	—	—
タイ	▲ 3.5	3.7	▲ 3.2	3.0	—	—
マレーシア	▲ 3.6	2.5	▲ 3.1	4.2	—	—
インドネシア	4.0	4.8	4.3	5.4	4.5	5.3
インド	5.4	6.4	6.0	7.0	6.1	7.3

(備考) 1. IMF “World Economic Outlook” (09年10月1日)、ADB “Asian Development Outlook 2009 Update” (09年9月22日)、OECD “Economic Outlook 86” (09年11月19日) より作成。
2. インドのADB及びOECD見通しは、年度(4月～翌年3月)見通し。

2. 経済見通しに係るリスク要因

アジア経済の先行きに関しては、以下の上振れ、下振れの両方のリスクが考えられるが、リスク全体でみると、上方と下方は均衡している。

<下振れリスク>

(i) 先進国の景気後退の長期化に伴う輸出の低迷

欧米では、信用収縮の継続や雇用の悪化等により、景気低迷が続くリスクがあり、この場合、国内市場の小さい韓国、台湾、シンガポール等において本格的な景気回復が遅れるおそれや、中国の成長率についても下振れするおそれがある。

(ii) 中国における資産バブル（ファンダメンタルズからかい離した資産価格の上昇）

中国では、一部地域を中心に不動産価格が大きく上昇している。こうした上昇がファンダメンタルズとかい離した過度なものとなった場合、金融引締め策が採られる可能性もある。その効果が予想以上に強く現れた場合には、内需を冷え込ませ、景気減速につながるおそれがある。さらに、中国の景気減速により、中国向けの輸出の増加が現在の景気の持ち直しの一因となっている韓国、台湾等の景気をも減速させるおそれがある。

(iii) 一部の国・地域における過度な為替の増価

韓国、台湾等では、このところ為替の急速な増価がみられる。特に、韓国では、世界金融危機発生直後からの大幅なウォン安が輸出持ち直しの一因となったと考えられるが、今後も為替の増価傾向が続いた場合、価格競争力に影響を及ぼし、輸出の回復が足踏みするおそれがある。

<上振れリスク>

(i) 世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

世界経済の回復に伴い想定以上に各国の需要が高まる場合には、輸出の回復を早め、景気回復が加速する可能性がある。

(ii) 中国の家計消費の伸びの想定以上の高まり

追加的な消費刺激策や株価上昇等による資産効果により、中国の家計消費の伸びが想定以上に高まる場合には、中国のみならず、中国向け輸出の更なる増加を通じて韓国、台湾等の景気回復のテンポが速まる可能性がある。

第4節 世界経済全体の見通しとリスク

1. 世界経済の見通し—緩やかな回復へ

- アジアでは中国を中心に回復の動きが広がり、先進国の景気も緩やかに持ち直していくことから、2010年の世界経済は緩やかに回復に向かい、徐々に成長率を高めていくと見込まれる。
- ただし、世界のGDPの4分の1を占めるアメリカ経済の回復テンポが緩慢となることが予想されることから、回復のテンポは緩やかなものとなり、10年全体では2%台にとどまると見込まれる。

2. 経済見通しに係るリスク要因

見通しに係るリスクは、以下の上振れ、下振れの両方があるが、リスクは下方に偏っている。

<下振れリスク>

(i) 欧米の信用収縮と实体经济悪化の悪循環

欧米では、金融機関の不良債権処理が遅れており、金融機関の貸出態度は依然として厳しい状況にある。信用収縮の長期化により、景気が低迷し、企業収益や雇用が悪化すれば、企業の経営破たんや家計向け貸出の返済延滞の増加による不良債権が更に増大し、一層の信用収縮をもたらす悪循環になる可能性がある。この場合、欧米の景気回復は大幅に遅れ、世界経済の回復テンポもかなり緩やかになる。

(ii) 雇用情勢の想定以上の深刻化

欧米では、雇用情勢は悪化を続けており、失業率は今後も上昇を続けていく見込みである。今後、想定以上に雇用情勢の悪化がみられる場合には、所得環境の悪化により個人消費を下押しするおそれがある。

(iii) 緊急避難的な財政・金融政策の拙速な転換による景気の腰折れ

世界金融・経済危機の発生後、各国政府・中央銀行が行ってきた、前例のない規模の財政拡大、金融緩和は、各国経済を下支えしてきたが、これらの政策を転換していく過程で、財政再建や金融引締めを開始するタイミングが早すぎたり、速度が速すぎたりした場合には、景気回復を阻害する可能性もある（第2章参照）。

(iv) 急激なドル安、米国債の急落による国際金融市場の混乱

アメリカの財政の持続可能性について市場が疑念を持ち、ドルに対する信認が失われた場合、大量に発行されている米国債の価格急落や、急激なドル安が起こる可能性がある。ドルは基軸通貨であるため、この場合、多くの貿易・資本取引が混乱したり、各国政府・金融機関が保有するドル建資産の価値が急落し、国際金融市場が混乱に陥り、実体経済にも多大な影響を与える可能性がある。

(v) 原油価格の上昇

原油価格は、08年7月の145ドルから、12月には34ドルまで大きく低下した後、2009年10月には80ドル前後まで上昇し、現在（09年11月）に至っている。原油価格が更に上昇を続ける場合は、交易条件の悪化を通じて、原油輸入国（特にアメリカ）の消費を押し下げのおそれがある。

(vi) 新型インフルエンザの感染拡大

感染者数が一時期に急増したり、ウイルスの変異により致死率が上昇する場合には、生産活動や観光など、経済活動に深刻な影響を与えるおそれがある。

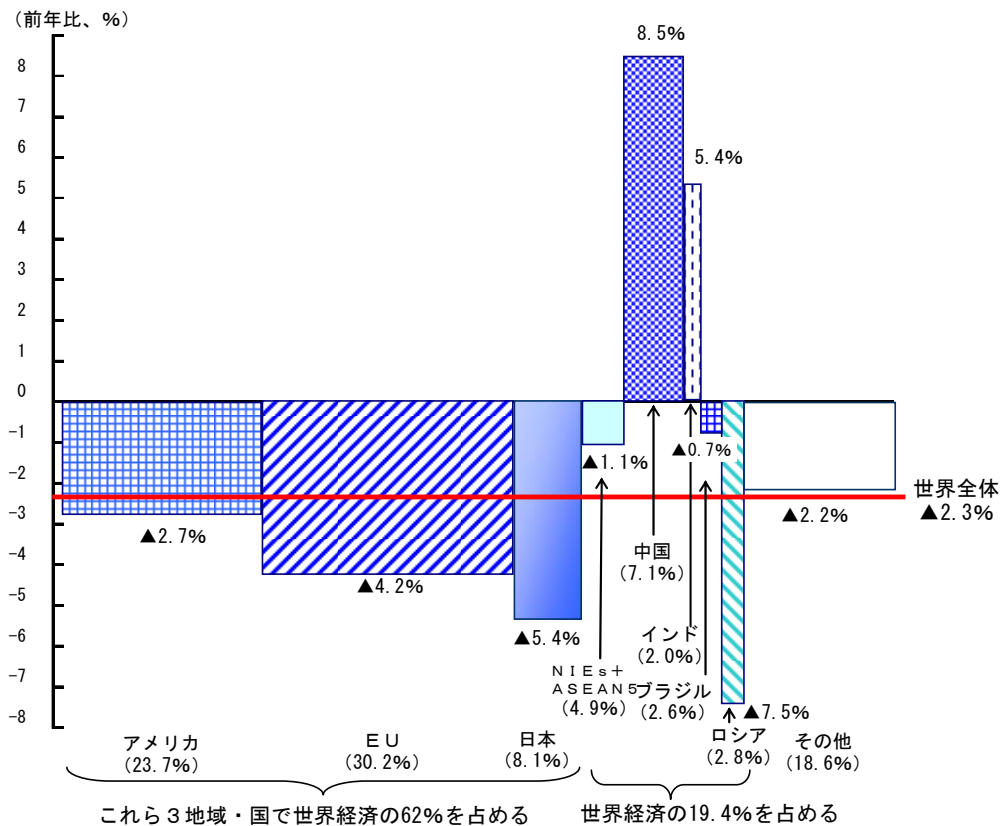
<上振れリスク>

世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

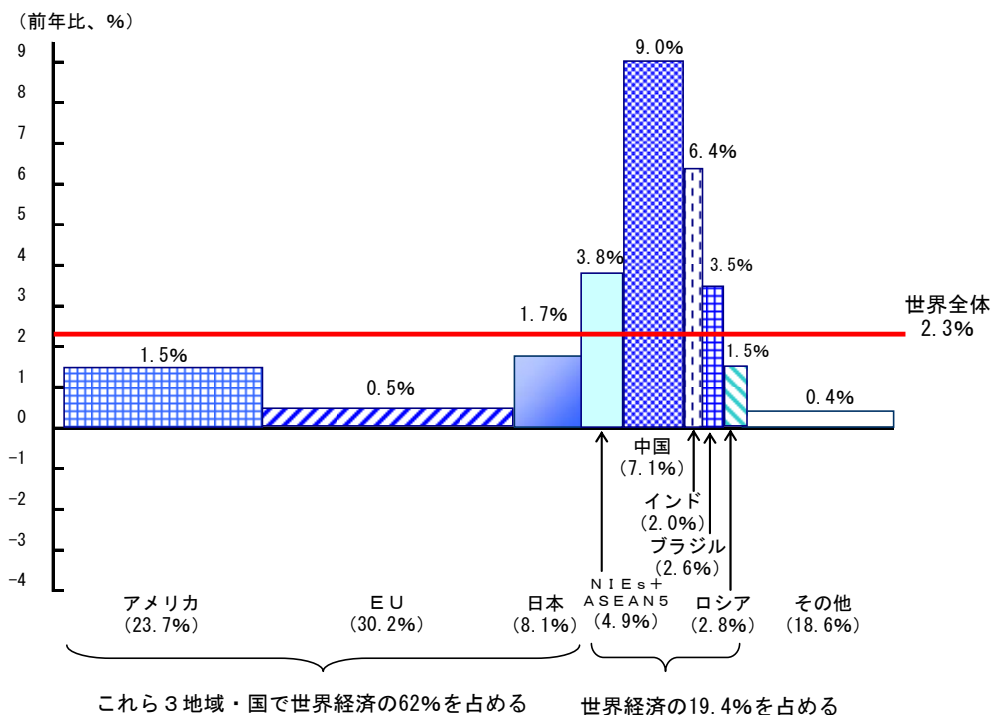
世界経済の回復に伴い想定以上に各国の需要が高まる場合には、輸出の回復を早め、景気回復が加速する可能性がある。

第3-4-1 図 IMFによる各国・地域の実質経済成長率見通しと世界経済へのインパクト

(1) 09年の実質経済成長率の見通し



(2) 10年の実質経済成長率の見通し



- (備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database, October 2009”より作成。
 2. 図の横軸は、各国・地域の世界経済に占める名目GDPシェア (括弧内、08年) を表しており、図の面積が世界経済へのインパクトの大きさと考えることができる。
 3. 世界全体の見直しには、図中の国のほか、中東、アフリカ、南米、ロシアを除くCIS諸国等合計140か国程度が含まれる。
 4. 上記の数値は、市場レートベース。

第3-4-2表 国際機関による主要国・地域別経済見通し

実質経済成長率

<世界経済>

(前年比、%)

国際機関名	2007年 (実績)	08年 (実績)	09年	10年見通し	
			[実績] 見込み	[09年6月]	[09年11月]
IMF (市場レートベース)	3.8	1.8	▲ 2.3	1.0 ↗	2.3
IMF (購買力平価ベース)	5.2	3.0	▲ 1.1	1.9 ↗	3.1
欧州委員会	5.1	3.1	▲ 1.2	1.9 ↗	3.1

<個別国 (3機関平均)>

(前年比、%)

国/地域名	2007年 (実績)	08年 (実績)	09年	10年見通し		
			[実績] 見込み	[09年6月]	[09年11月]	
アメリカ	2.1	0.4	▲ 2.5	0.0 ↗	2.1	
アジア	韓国	5.1	2.3	▲ 0.7	1.7 ↗	3.4
	中国	13.0	9.2	8.5	7.9 ↗	9.6
	ASEAN-5 (備考2、3)	6.3	4.8	0.7	2.3 ↗	4.0
ヨーロッパ	ヨーロッパ4 (備考2、3)	2.3	0.4	▲ 4.2	▲ 0.1 ↗	1.0
	ユーロ圏	2.7	0.6	▲ 4.0	▲ 0.3 ↗	0.6

(備考) 1. 国際機関は、IMF (09年10月1日)、OECD (09年11月19日)、欧州委員会 (09年11月3日)。

2. 「ASEAN-5」は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

「ヨーロッパ4」は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。

3. 個別国の実績、見通しは国際機関 (3機関) の単純平均値による。

「ASEAN-5」はIMFの見通しを使用。

「ヨーロッパ4」は4か国の値を名目GDP (08年実績) でウェイト付けしたもの (各機関のそれぞれの値を単純平均)。

第3-4-3表 民間機関による主要国・地域別経済見通し

実質経済成長率

(前年比、%)

国/地域名	1999~2008年 〔過去10年 実績〕	07年 (実績)	08年 (実績)	09年	10年見通し		
				〔実績 見込み〕	〔09年6月〕	〔09年11月〕	
世界経済 (33か国・地域)	3.6	4.2	2.0	▲ 1.8	2.2 ↗	3.0	
北米・ 中南米	アメリカ	2.6	2.1	0.4	▲ 2.4	1.8 ↗	2.7
	カナダ	2.9	2.5	0.4	▲ 2.4	1.9 ↗	2.3
	メキシコ	2.9	3.3	1.3	▲ 6.9	2.1 ↗	3.2
	ブラジル	3.3	5.7	5.1	0.1	3.1 ↗	4.3
アジア・ 大洋州	北東アジア	8.5	11.0	7.1	5.4	6.6 ↗	7.7
	うち中国	9.8	13.0	9.0	8.2	8.1 ↗	9.1
	ASEAN	5.0	6.3	4.2	▲ 0.0	3.2 ↗	4.4
	インド	7.1	9.3	7.5	6.0	6.7 ↗	7.0
	オーストラリア	3.3	4.2	2.3	0.6	1.6 ↗	2.2
ヨー ロッパ	ヨーロッパ4	1.8	2.3	0.4	▲ 4.2	0.4 ↗	1.3
	ユーロ圏	2.1	2.7	0.6	▲ 3.9	0.5 ↗	1.3
	ロシア	6.9	8.1	5.6	▲ 7.2	1.2 ↗	3.0

- (備考) 1. 各国の実績は各国統計、見通しは民間機関見通し(09年8~11月発表)の平均値による。
民間機関は、ブルーチップ(09、10年52社)、CREDIT SUISSE、Economist Intelligence Unit、JP Morgan、三菱東京UFJ銀行、野村証券、三菱総研、みずほ総研。
2. 「世界経済(33か国・地域)」は、北米・中南米(4か国)+アジア・大洋州(10か国及び台湾)+ヨーロッパ(18か国)。「北東アジア」は、中国、韓国、台湾、香港。「ASEAN」は、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。「ヨーロッパ4」は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。「ユーロ圏」は加盟16か国(09年1月1日時点)。
3. 「世界経済」の実質経済平均成長率は、33か国・地域(日本を含まない)の実質経済成長率に名目GDP(08年実績)のウェイトを乗じて算出した値の合計値。「北東アジア」、「ASEAN」、「ヨーロッパ4」も同様に算出。
名目GDPのウェイトは、33か国・地域の名目GDP総額に占める各国・地域の割合。
4. 上記の数値は市場レートベース。