

# 世界経済の潮流

2010 年

< 2010 年下半期 世界経済報告 >

財政再建の成功と失敗：過去の教訓と未来への展望

## 要 旨

平成 22 年 11 月

内閣府

# 目 次

第1章	世界経済の回復の潮目の変化	1
第1節	世界経済の概観	1
第2節	アジア経済	5
	1. 中国経済の動向	
	2. 韓国・台湾・ASEAN地域の動向（本文参照）	
	3. インド経済の動向（本文参照）	
第3節	アメリカ経済	11
	1. 潮目の変化	
	2. アメリカ経済の現状と先行き	
	3. 財政政策及び金融政策の動向	
第4節	ヨーロッパ経済	21
	1. ヨーロッパ経済の現状	
	2. 財政政策及び金融政策の動向	
	3. マクロ経済のインバランス	
第2章	財政再建と経済成長、金融システム	28
第1節	先進国を中心とした世界的な財政赤字拡大	28
	1. 財政赤字拡大の現状と背景	
	2. 財政再建と経済成長、金融システム	
第2節	財政政策運営の失敗事例	35
	1. 英国IMF危機（76年）	
	2. ロシア財政危機（98年）	
第3節	財政再建の成功事例	37
	1. 実体経済と財政政策運営との関係	
	2. 成功事例における財政再建策	
	3. 財政再建とその他の政策との関係	
	4. 財政再建策の評価	
第4節	先進各国の財政状況と財政再建の取組	本文参照
	アメリカ、カナダ、EU、ドイツ、フランス、スウェーデン、スペイン、 英国、オーストラリア、韓国	
第3章	世界経済の見通しとリスク	49
第1節	アメリカ経済の見通しとリスク	49
第2節	ヨーロッパ経済の見通しとリスク	56
第3節	アジア経済の見通しとリスク	60
第4節	世界経済全体の見通しとリスク	64

本報告は、原則として11月12日（金）までに入手したデータに基づいて作成している。

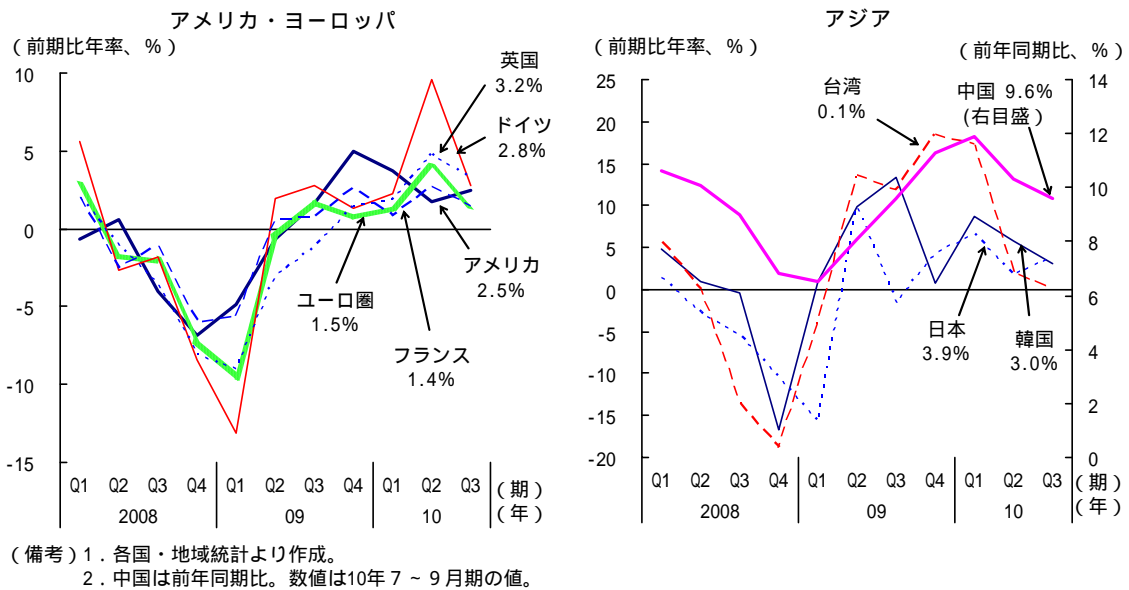
# 第1章 世界経済の回復の潮目の変化

## 第1節 世界経済の概観

### 世界経済の回復のスピードは緩やかに

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、2010年半ば頃から、景気回復のペースはそれまでの勢いをやや失い、さらに緩やかに。

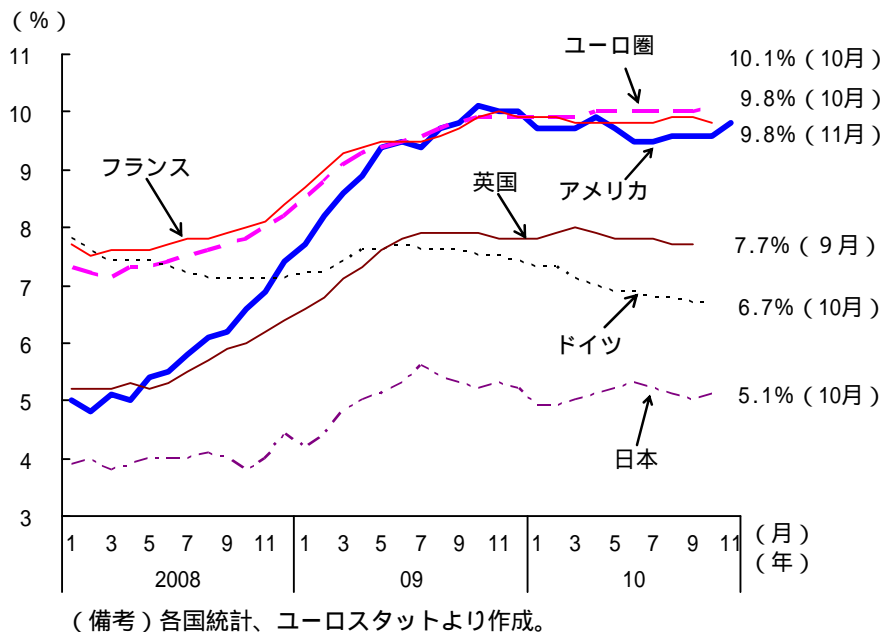
第1-1-1図 主要国の実質経済成長率：総じて伸びは鈍化傾向



### 欧米では失業率は高止まり、信用収縮も継続

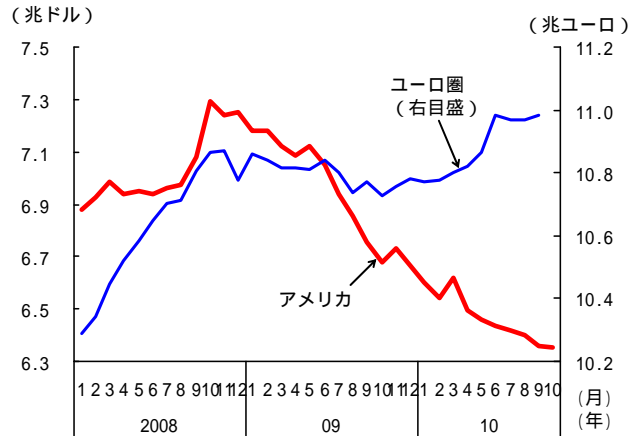
景気回復の動きの一方、欧米では、失業率は10%近傍の高水準での推移が続き、信用収縮も継続するなど、景気の下押し圧力は依然として大きい状態が続いている。

第1-1-2図 主要国の失業率：高水準での推移が続く



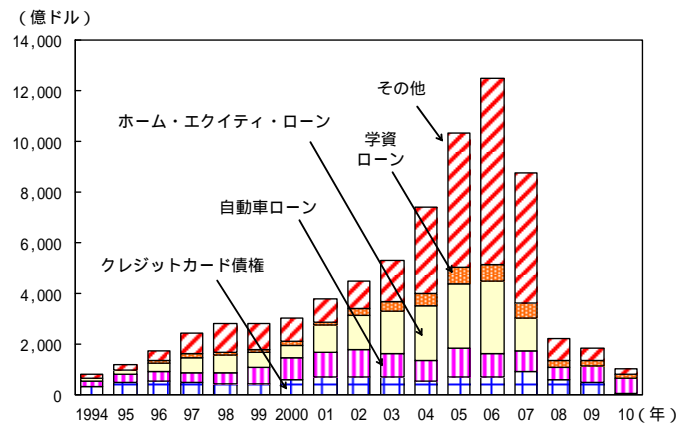
アメリカでは、銀行貸出は大幅な減少傾向が継続し、証券化商品市場にも回復がみられない。

第1-1-3図 アメリカ・ヨーロッパの銀行貸出残高  
：アメリカでは減少傾向が継続



(備考) 1. 連邦準備理事制度理事会 ( F R B ) 及び欧州中央銀行 ( E C B ) 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月以降の値は、その影響を差し引いた試算値。

第1-1-4図 アメリカの A B S の新規発行額  
：減少が続く

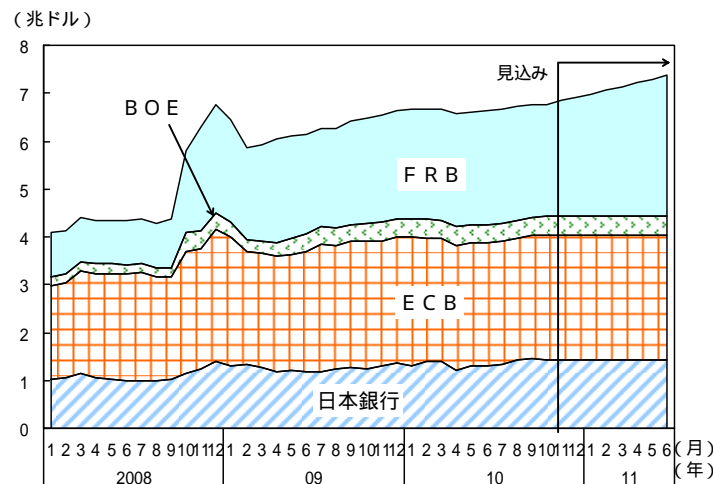


(備考) 1. ブルームバーグより作成。  
2. 資産担保証券 ( A B S : Asset Backed Securities ) とは、貸付債権 ( クレジットカード債権や自動車ローン等 ) や不動産等を証券化し、これらの資産から生じるキャッシュフローを原資として発行される証券を指す。  
3. 10年は10月末現在。

### 先進国の金融緩和による世界的な流動性の拡大とドル安

08年の世界金融危機発生後、緩和的な金融政策により、先進各国の中央銀行のバランス・シートは急拡大し、主要中央銀行の資産規模の合計額をみると、6.8兆ドルと危機発生前 ( 08年8月時点 ) の1.6倍となっている。その結果、市場に大量の資金が供給され、世界的な流動性の拡大が生じている。

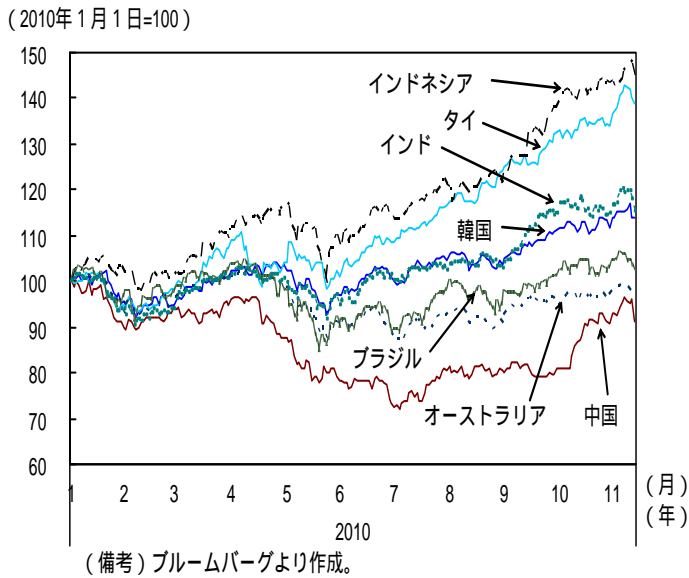
第1-1-5図 主要中央銀行の資産残高：世界金融危機発生後に急拡大



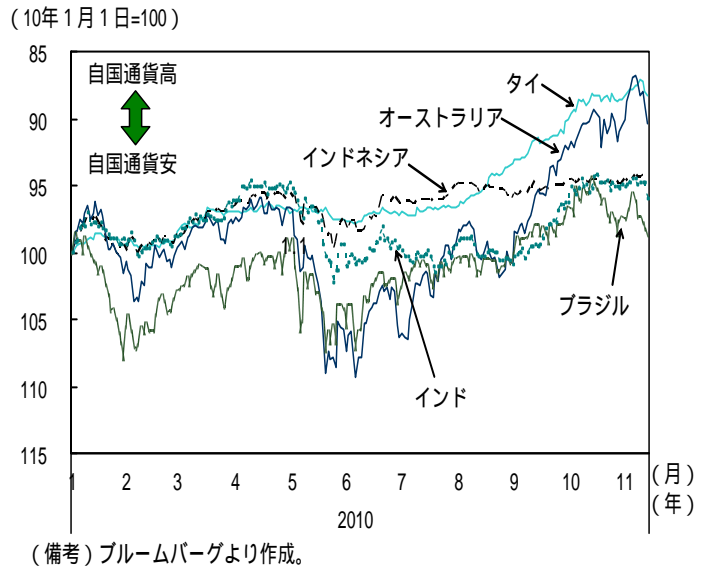
(備考) 連邦準備制度理事会 ( F R B )、欧州中央銀行 ( E C B )、イングランド銀行 ( B O E )、日本銀行、ブルームバーグより作成。

新興国や資源国の金融市場への資金流入が増加し、資産価格の上昇がみられ、過熱への懸念もみられる。また、一部の国・地域では、短期的な資金の流入抑制策や不動産関連規制の強化等の動きが相次いでいる。

第1-1-6図 新興国・資源国の株価動向



第1-1-7図 新興国・資源国の為替動向



第1-1-8表 最近のアジアの資本規制、不動産関連規制の強化等

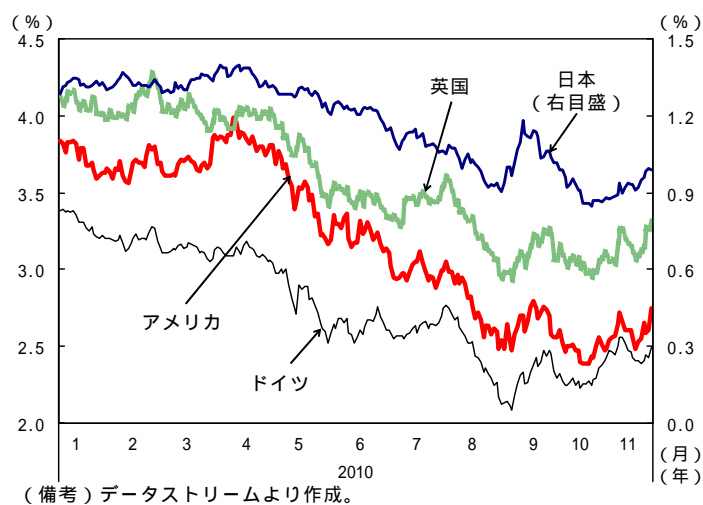
【資本規制等】	
中国	・外債建て短期債務の規制強化 ・外資系企業の中国株投資の監視強化等 (11月9日発表)
韓国	・銀行の為替デリバティブポジションの上限を設定(銀行のポジション調整は2年間の猶予期間を設定) ・外債借入れの用途規制強化等 (6月13日発表)
台湾	外国人投資家保有資産のうち、公債及び短期金融商品への投資額を30%以内に制限 (11月9日発表)
タイ	・国内の個人・法人による外貨預金の上限額緩和等(9月23日発表) ・外国人投資家による国債投資に関する課税免除を解除等(10月12日発表)
【不動産関連規制】	
中国	・1軒目の住宅購入時の頭金比率を30%以上に設定等(4月17日発表) ・3軒目以上の住宅購入のための貸付けを一時停止等(9月29日発表)
インド	住宅購入時のローン比率の上限を80%以内に制限等(11月2日発表)
シンガポール	2軒目の住宅購入時のローン比率の上限を80%から70%に引下げ等(8月30日発表)
マレーシア	3軒目の住宅購入時のローン比率の上限を70%以内に制限(11月3日発表)

## 世界的な財政赤字の拡大

世界金融危機発生後、景気後退による税収減に加え、大規模な財政刺激策が実施されたため、各国では財政赤字が大きく拡大し、国債発行も急増。

世界的な流動性拡大の流れの中で、国債利回りは一部の国々を除いて低下しており、現在のところ財政赤字はファイナンスされているが、中長期的には、財政の持続可能性確保が重要な課題。

第1-1-10図 主要国の長期金利の推移：低下傾向

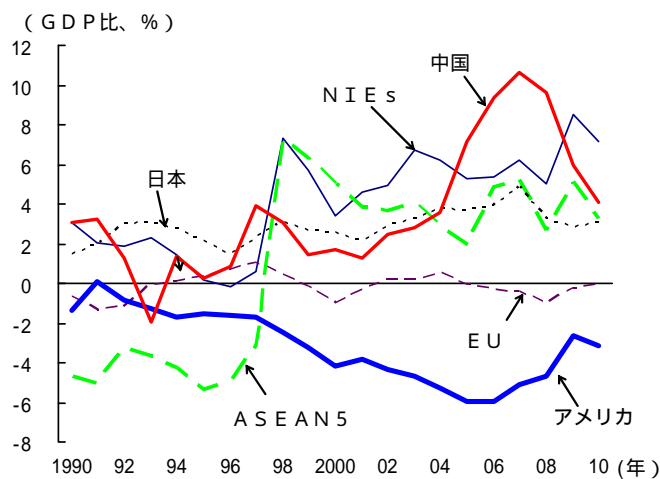


## マクロ経済政策に関する国際協調が必要

世界経済の回復ペースが緩慢となる中、為替政策に加え、財政、金融面ともに国際的な政策協調の重要性が一層増している。

最近では、過度な経常収支の不均衡も含めたマクロ経済の不均衡を是正するための監視の仕組みの確立に向けた動きがみられ、不均衡の是正のためには、マクロ経済政策協調、各国における構造改革への取組が不可欠であることが共通認識に。

第1-1-11図 世界各国・地域の経常収支（GDP比）の推移



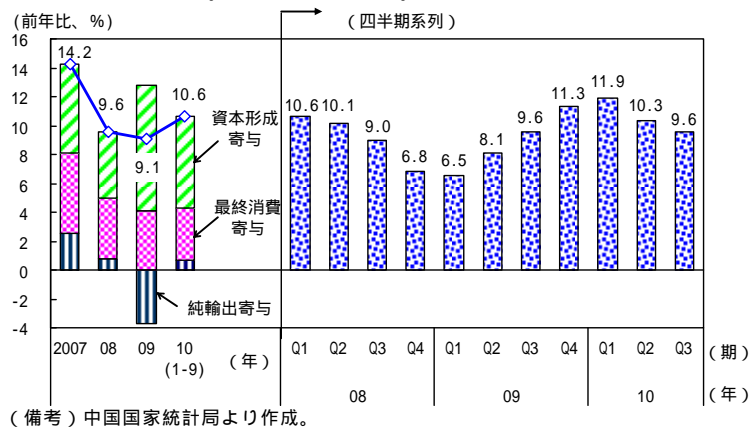
## 第2節 アジア経済

### 中国経済の動向

#### (1) 景気の現状

中国経済は、内需を中心に拡大しているが、拡大テンポはやや緩やかになっている。その要因としては、(1) 景気刺激策の効果により急拡大してきた内需の伸びの一服、(2) 10年に入ってから政府の政策スタンスの変化による影響等が挙げられる。

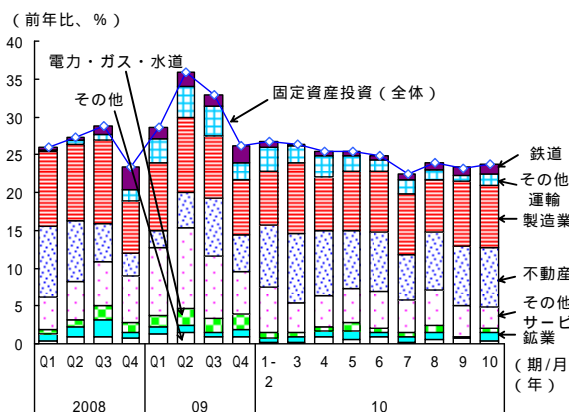
第1-2-1図 実質経済成長率（内外需寄与度）：10年1～3月期をピークに伸びが鈍化



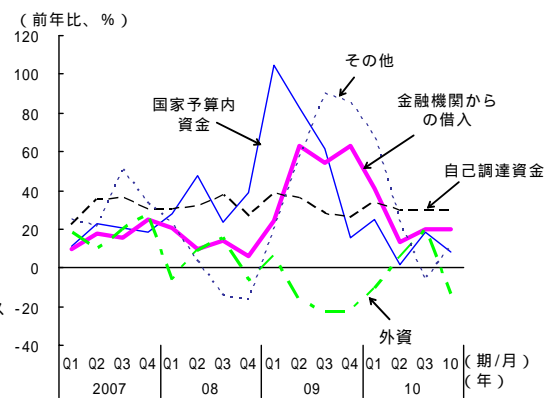
固定資産投資は、4兆元の対策が2年目に入り、公的投資による伸びの押し上げ効果が一巡したことや、銀行貸出総量の抑制等の政策方針の影響の一方で、不動産開発投資の伸びの高まりもあって、09年と比べて伸びは鈍化したものの、依然として高い伸びが続いている。投資の資金調達源をみると、「国家予算内資金」や「金融機関からの借入れ」に加え、「その他」による資金調達（企業や金融機関による債券発行等）について、09年中に急増した後、伸びが低下傾向となっている。これは、地方融資プラットフォームによる借入れや債券発行を通じた資金調達が急拡大した後、10年半ばからそれに対する管理強化の方針が採られたことも関連していると考えられる。

第1-2-2図 固定資産投資（都市部）の動向：10年はやや伸びが緩やかに

(1) 固定資産投資（産業別寄与度）



(2) 固定資産投資の資金調達源

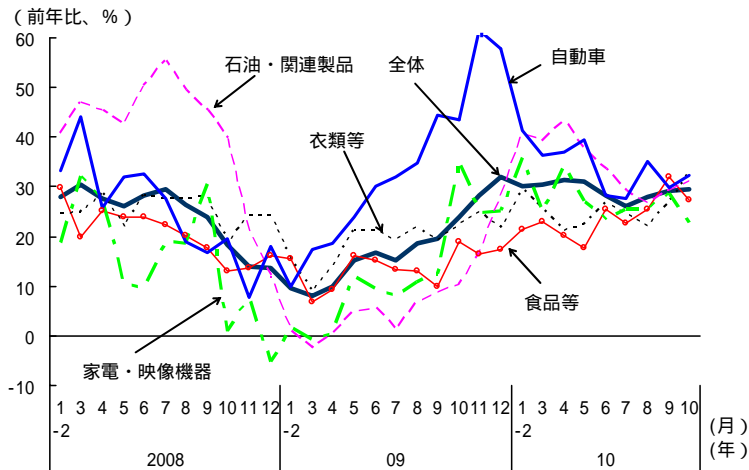


(備考) 1. 中国国家統計局「都市部固定資産投資」より作成。  
2. 不動産開発投資については、09年11月に土地購入費に関する統計の変更が行われた。

(備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
2. その他は、企業や金融機関による債券発行を通じて調達された資金等。

消費は、堅調な増加が続いている。消費刺激策の効果もあり、自動車販売の高い伸びが消費の伸びをけん引。家電についても、09年秋頃から伸びが高まり、堅調な増加が継続。

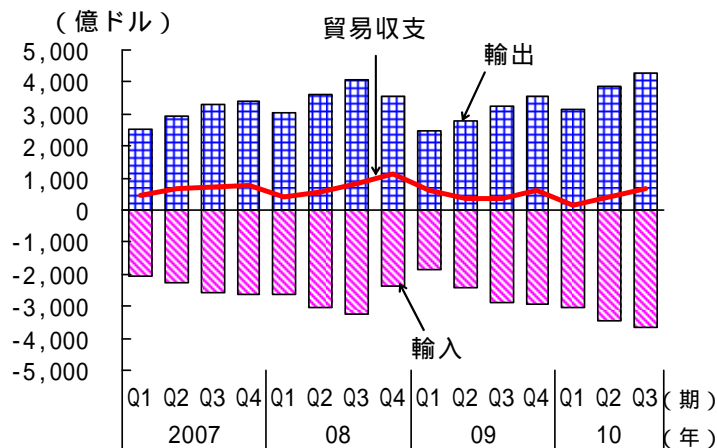
第1-2-4図 小売販売額(品目別内訳)：自動車の伸びが回復をけん引



- (備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
 2. 一定規模以上企業(年間売上高500万元以上)を対象。  
 3. 春節の影響を除くため、1~2月は各月の伸び率を平均。  
 4. 09年におけるシェアは、自動車27%、石油製品18%、食品等13%、衣類等11%、家電・映像機器7%。

輸出入はともに堅調に推移。輸出入金額をみると、世界金融危機発生前の水準に回復。また、輸出に比べて輸入の回復がより顕著となっている。輸入の内訳について数量ベースで見ると、10年初から半ば頃にかけて、自動車(部品含む)や一次産品、素材関連製品の輸入の伸びが大きく高まっている。消費刺激策やインフラ投資を中心とする4兆元の対策の実施により、中国の内需向けの輸入が増加し、輸入全体を押し上げたものとみられる。

第1-2-6図 輸出入金額と貿易収支：輸出入ともに世界金融危機発生前の水準に回復



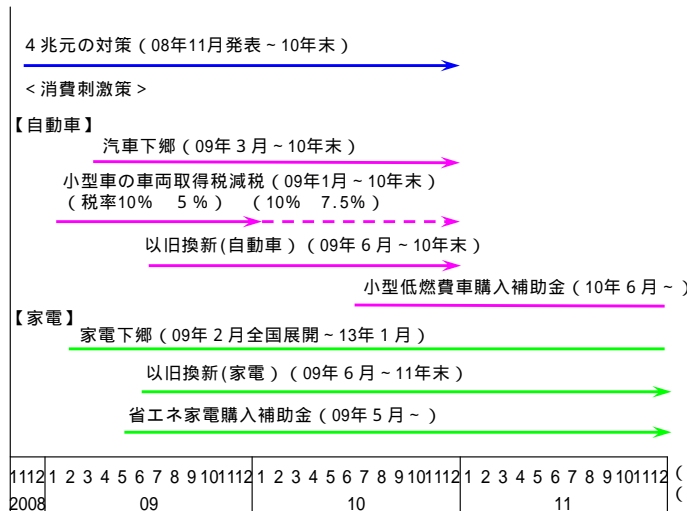
- (備考) 1. 中国海関総署より作成。  
 2. 数値は原数値。



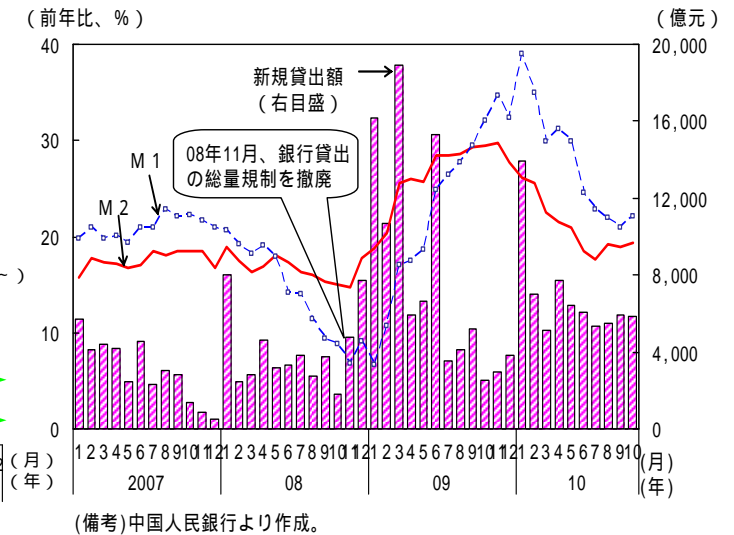
## (2) 中国政府の政策スタンスの変化

中国政府が08年11月から打ち出した大規模な財政刺激策や金融緩和策は、世界金融危機の影響による外需の落ち込みをカバーし、中国のいち早い景気回復の原動力となった。しかし、景気の過熱感を生み、副作用を伴うこととなった。

第1-2-13表 景気刺激策の一覧



第1-2-14図 新規貸出、マネーサプライ

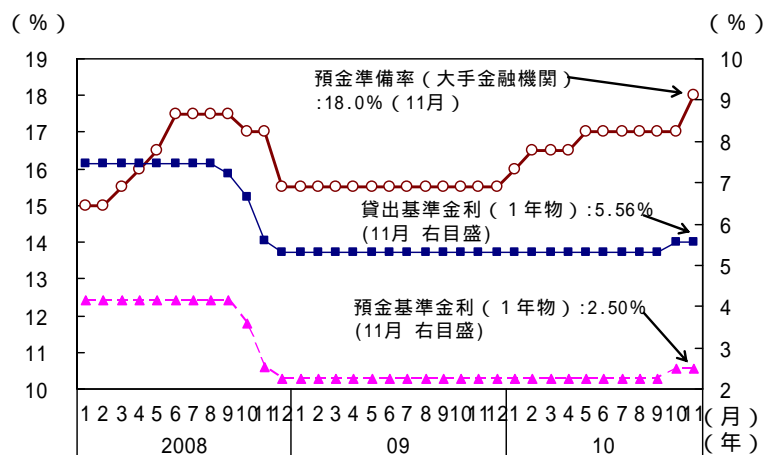


10年に入り、中国政府は、景気過熱の抑制、副作用の解消、経済構造調整を重視する動きを明確に打ち出している。また、秋頃からは、消費者物価上昇率の高まりや不動産価格の再上昇がみられることもあり、中国政府は更に政策を強化。

### (i) 金融政策の調整

➤ 中国人民銀行は、10年1月から数次にわたり預金準備率を0.5%ポイントずつ引上げ。10月には、政策金利の引上げも実施。

第1-2-16図 預金準備率と基準金利：10年から引締め方向へ



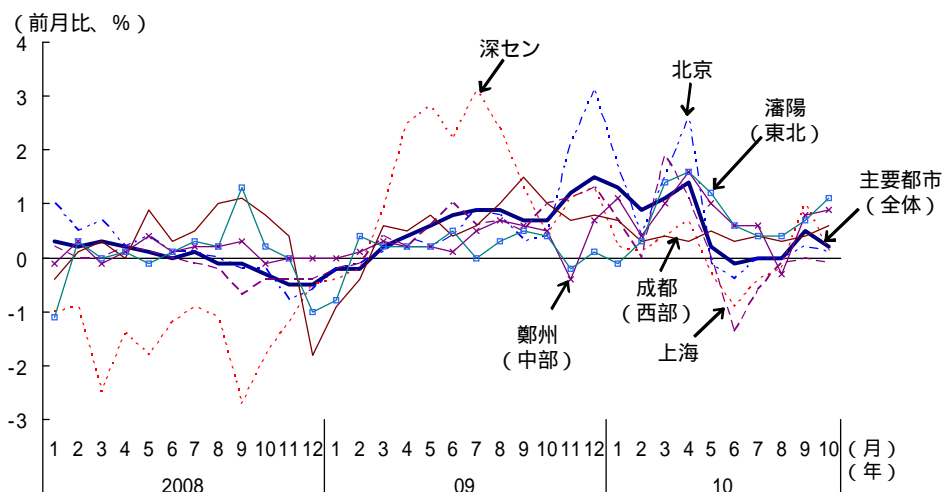
(ii) 金融規制・監督の強化

- 国務院は、地方政府に対し地方融資プラットフォームの投資プロジェクトごとに公益性の有無や収益性等に応じた管理強化を指示。銀行業監督管理委員会(銀監会)によると、10年6月末の地方融資プラットフォームへの銀行貸出残高は、7.66兆元と全体の約17%となった。そのうち、23%に当たる1.76兆元は返済に重大なリスクがあるとしている。地方融資プラットフォームへの貸出が多いとされる中小銀行の10年9月末の不良債権比率は2.2%と低い水準であるが、全商業銀行の1.2%より高い。
- 銀監会は、10年6月にストレステストを実施。不動産価格が30%下落するというシナリオの下で、銀行の不良債権比率が09年末比で2.2%ポイント上昇し、税引前利益が20%減というそれほど深刻ではない結果となった。また、銀監会は、銀行と信託会社に対して貸出債権の新規証券化の停止や11年末までのオンバランス化を指示。

(iii) 不動産価格の抑制

- 不動産価格は、10年4月に不動産購入向け貸出抑制策が打ち出されて以来、6月頃まで沿海部を中心とした一部都市では若干の落ち着きがみられてきた。しかし、夏頃から再び価格の伸びが上昇。
- こうした状況を受けて、中国政府は9月に、貸出抑制策を含む更なる不動産価格抑制策を打ち出した。翌10月の不動産価格は、沿海部を中心とした一部都市では伸びが低下したものの依然として高い水準。当面は、引き続き不動産市場が過熱するリスクと、政策効果が予想以上に現れた場合の価格急落のリスクが並存。

第1-2-19図 主要都市建物販売価格(前月比): 10年9月以降再び上昇

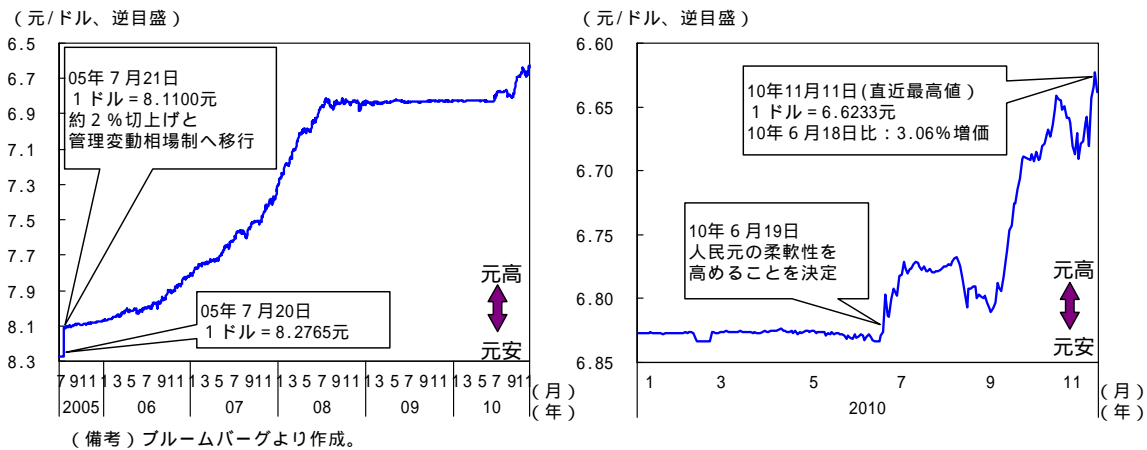


(備考) 1. 中国国家统计局より作成。  
2. 中・西部、東北地域はG R P (域内総生産) の高い省の省都を抽出。  
東部: 上海、北京、深セン(広東省)  
中部: 鄭州(河南省)

(iv) 人民元の為替レートの柔軟化

- 中国人民銀行は10年6月19日に、08年7月から事実上のドル・ペッグとなっていた人民元の為替レートの柔軟性を高めることを決定。また、これに相前後して、人民元に係る規制緩和を次々に発表。人民元の国際化の布石に。

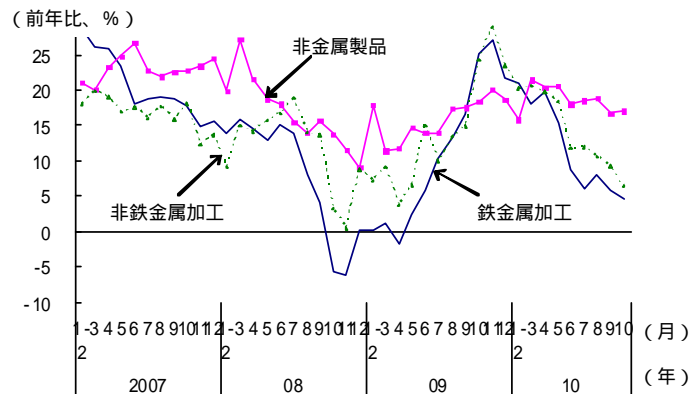
第1-2-22図 人民元の対ドル名目為替レート：10年6月19日から増価傾向



(v) 過剰あるいは旧式の生産設備淘汰の加速

- 中国政府は、従来からエネルギー消費の多い業種等について、過剰あるいは旧式の生産設備淘汰を推進してきたが、10年に入り、それを更に加速。
- 背景には、(1) 産業構造転換及び持続可能な経済成長モデルの確立という長期的要因と、(2) 景気刺激策の副作用解消及び第11次5か年計画におけるエネルギー使用量削減目標達成という短期的要因が存在。特に、後者の要因から、当面は生産の伸びの低下が続くとみられる。

第1-2-24図 過剰あるいは旧式の生産設備をもつ業種の生産額の推移(付加価値額ベース): 減少傾向



- (備考) 1. 中国国家統計局より作成。  
 2. 「更に強力な取組により第11次5か年計画の省エネ排出削減目標を  
 実現させる通知」において挙げられた業種のうち、生産総額の大きい  
 ものを抽出。  
 3. グラフ上の分類は、それぞれ以下の具体的業種を含む。  
 非金属製品：セメント、板ガラス等  
 鉄金属加工：製鋼、製鉄等  
 非鉄金属加工：銅精錬、亜鉛精錬等

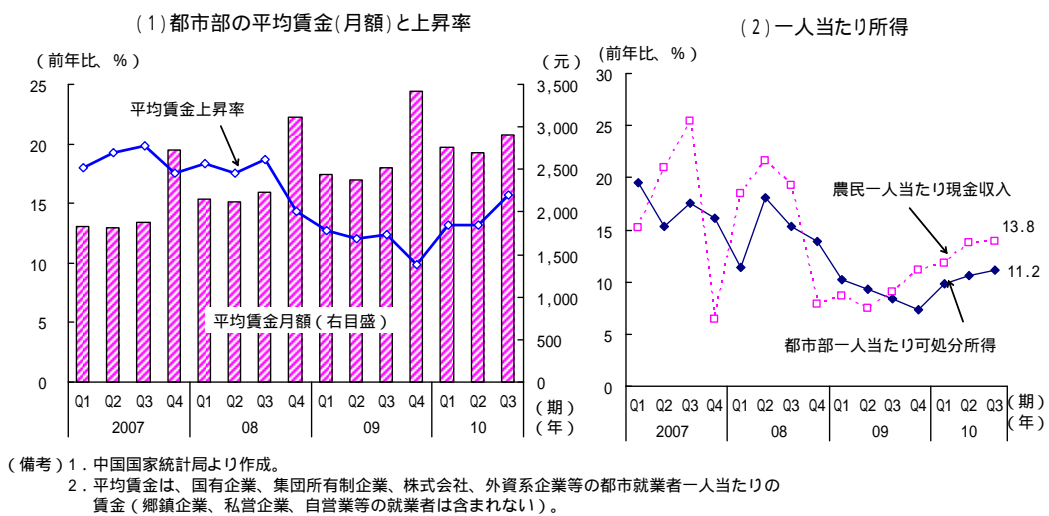
### (3) 景気の先行き

内需は、11年以降、景気刺激策の効果のはく落といった鈍化要因もあるものの、消費、投資ともに、基調としては今後も堅調な推移が見込まれる。

消費は、平均賃金の伸びの上昇等所得環境の改善や、消費振興という中長期的な政策の方向性に支えられ、今後も堅調な推移が期待される。

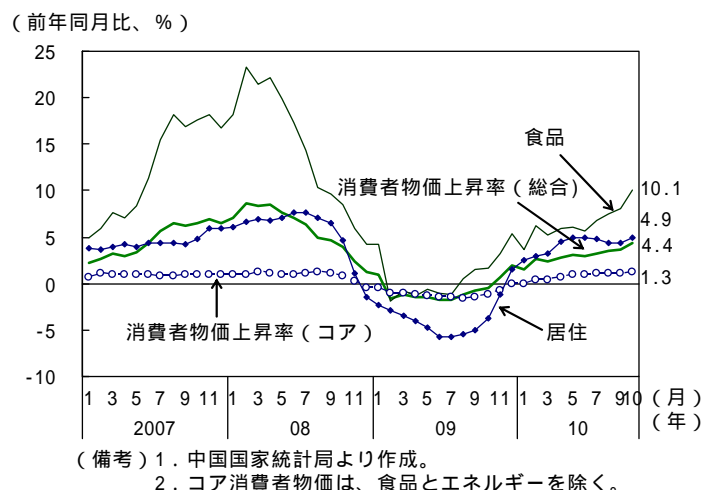
投資は、4兆元の対策の終了に伴い、公的投資による押し上げ効果ははく落するものの、民間投資の堅調な推移が見込まれる。また、民間投資奨励策、省エネ等の戦略的新興産業育成策といった新たな政策の効果も期待される。

第1-2-28図 平均賃金・可処分所得：家計所得は改善傾向



消費者物価は、上昇基調が続いている。主因としては、前年の反動に加え、食品や居住の項目の上昇が挙げられるが、コア消費者物価上昇率も緩やかに上昇。先行きについては、上昇圧力に警戒を要する。上昇圧力としては、先進国の緩和的な金融政策の継続を背景とした国際商品市場への資金流入による国際資源価格の上昇、09年のマネーサプライの急増がタイムラグを持って波及すること、賃金上昇圧力の高まりの継続が考えられる。

第1-2-31図 消費者物価上昇率：上昇基調



### 第3節 アメリカ経済

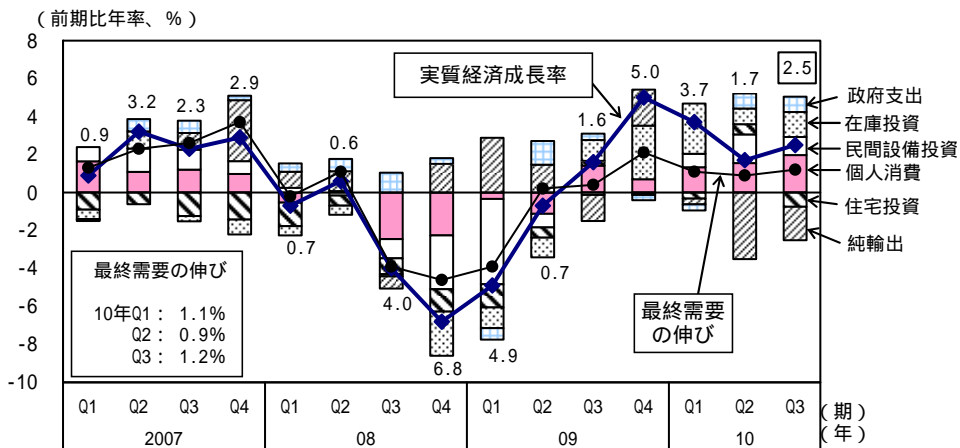
#### 1. 潮目の変化

アメリカ経済は、09年6月以降、回復局面に移行したが、回復のテンポは緩やかで、「雇用なき回復（ジョブレス・リカバリー）」の様相。

09年末から10年春頃にかけては、在庫積上げによる押し上げや財政刺激策の効果もあり、景気は力強く回復。しかし、10年春以降は、住宅減税等の政策効果のはく落、ギリシャ財政危機によるマインドの低下等が相まって、回復ペースは鈍化。今夏には景気後退懸念の高まり。

秋以降の景気後退懸念は薄らいだものの、当面は緩やかな回復が続くとの見方。

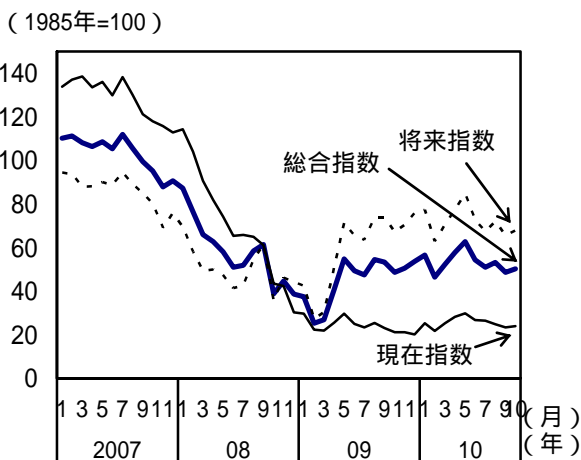
第1-3-1図 実質経済成長率：緩やかな回復が続く



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。  
2. 最終需要 (final sales of domestic product) は、GDPから在庫投資を除いたものを指す。

第1-3-5図 消費者マインド

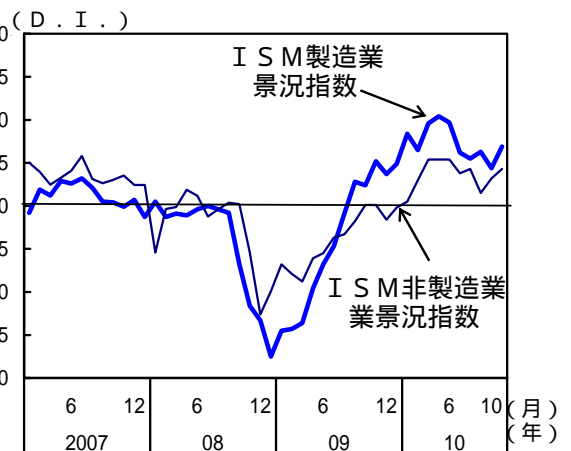
引き続き弱い動き



(備考) 1. コンファレンス・ボードより作成。  
2. 将来指数は6か月後の見通し。

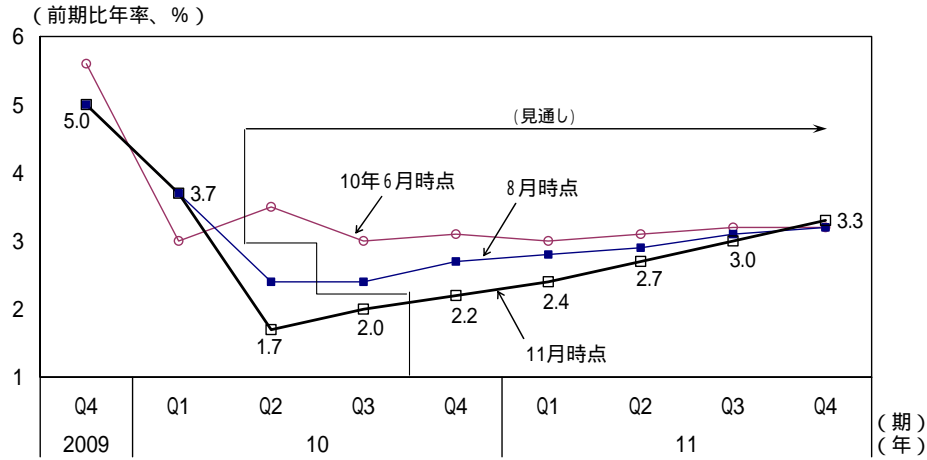
第1-3-6図 企業の景況感の推移

景況感の改善は続いているものの、  
指数は10年5月以降低下傾向



(備考) 1. 全米供給管理協会 (ISM) より作成。  
2. 指数は総合指数。50が景気判断の分岐点となる。

第1-3-11図 民間機関による実質経済成長率見通しの推移：徐々に下方修正



(備考) アメリカ商務省、ブルーチップより作成。

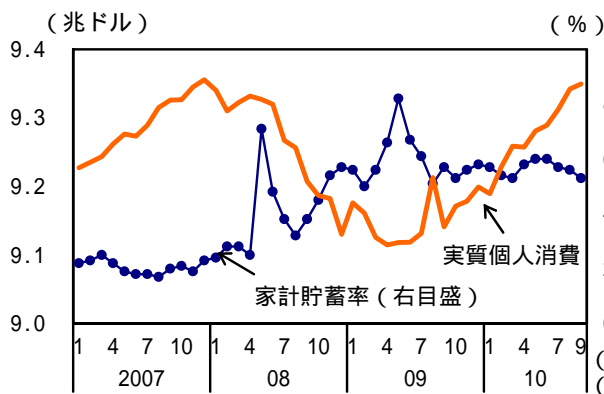
## 2. アメリカ経済の現状と先行き

### (1) 消費動向

雇用の回復に伴う所得環境の改善や株価の上昇等を受け、消費は緩やかな持ち直しが続くものの、個人所得の約65%を占める雇用者報酬の伸びは過去の回復局面に比べて低水準。減税や失業給付金等の移転所得が個人所得を支える状況。

失業率の高止まりや家計のバランスシート調整の継続、信用収縮等、消費を取り巻く環境は弱い。失業保険給付やブッシュ減税等の延長をめぐり議会の調整が難航しているが、延長見送りあるいは規模が縮小される場合には消費を押し下げるおそれ。また、低所得者向け補完的栄養支援プログラム(フードスタンプ)の受給者数は、10年3月に4,000万人を超え過去最高を更新。全米の7.3人に1人が低所得者として援助を受けており、消費の裾野が広がらない可能性を示唆。

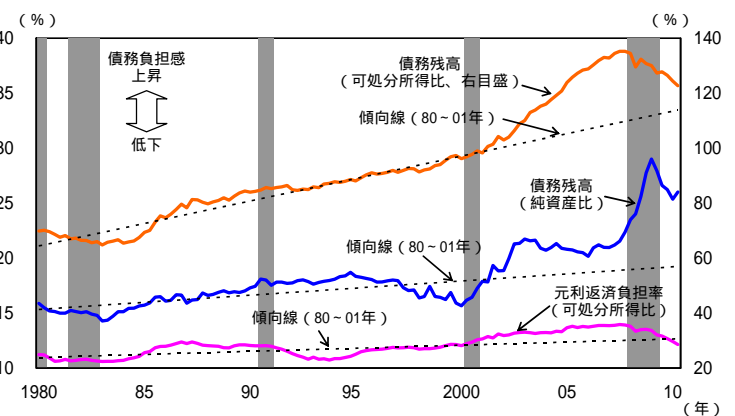
第1-3-12図 個人消費：緩やかに増加



(備考) アメリカ商務省より作成。

第1-3-19図 家計の債務負担感

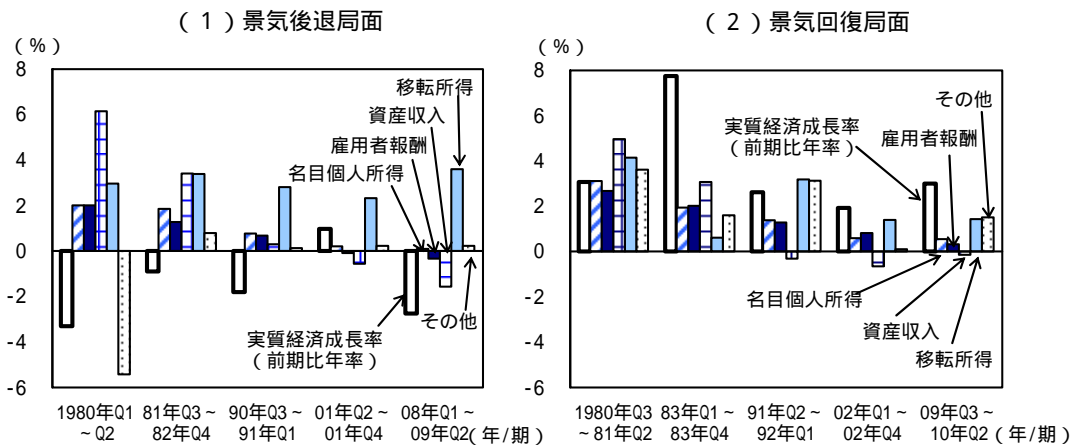
債務残高比率は引き続きトレンドを上回る



(備考) 1. アメリカ商務省、FRBより作成。  
2. 網掛け部分は景気後退期を指す。  
3. 「元利返済負担」は、住宅ローン及び消費者ローンの負担を示す。

### 第1-3-15図 景気後退・回復局面における個人所得

今次後退・回復局面においては雇用者報酬が低迷



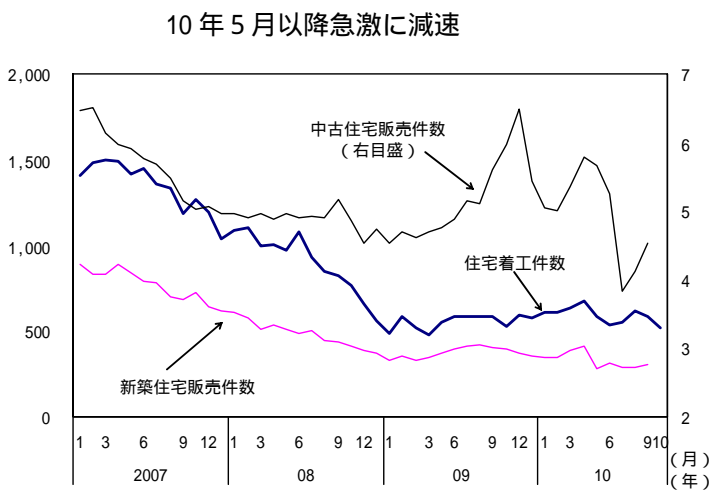
### (2) 住宅動向

住宅市場は、10年4月末の住宅減税終了以降、急激に減速。特に、住宅販売件数は、新築、中古共に5月以降大幅に減少しており、過去最低水準。

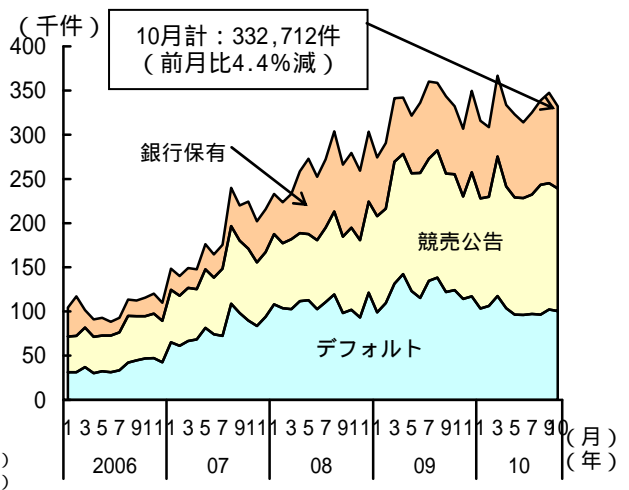
住宅取得環境は良好であるものの、雇用や所得の先行きに対する不安等から住宅購入を控える動きが継続。また、供給面でも、差押え件数が高止まりし、差押え物件の市場への流入が続いており、住宅価格の回復を遅らせる要因に。

また、一部の金融機関で住宅差押え手続きにかかる不正処理が問題となっており、差押えを停止する動きが拡大。金融機関の不良債権処理の停滞により、市場の回復が遅れるおそれ。

第1-3-7図 住宅着工、住宅販売件数の推移



第1-3-9図 差押え件数の推移：高止まり



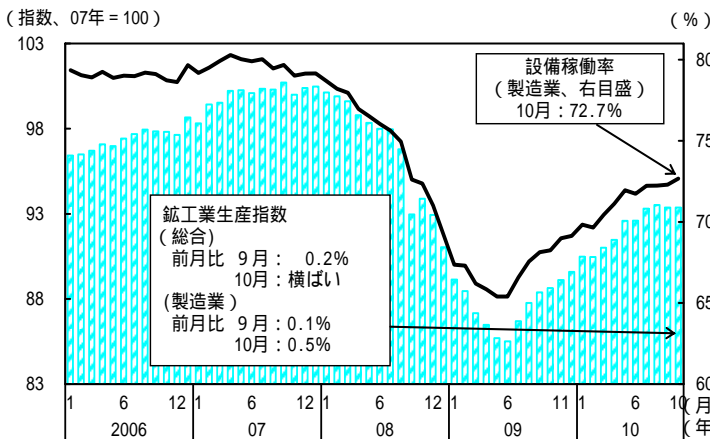
### (3) 生産・投資動向

生産は、09年半ば以降、企業による在庫積上げの加速や受注の回復を受けて増加に転じた後、回復基調が続いている。特に、自動車産業や半導体等のハイテク産業が回復をけん引。ただし、足元では、在庫積上げの一服、景況感の低下等を反映して、回復ペースは鈍化。

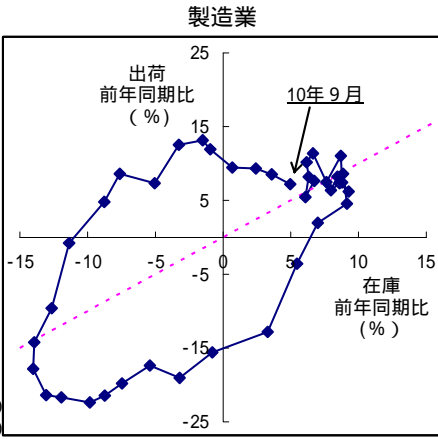
民間設備投資は、10年1～3月期以降増加に転じ、IT投資以外の部門にも回復が広がるなど堅調に推移。ただし、足元では、資本財受注や投資意欲は弱含んでおり、今後、回復テンポは鈍化する可能性。

企業のバランスシートは比較的健全であり、企業では内部資金を蓄積する動きが進展。大企業では資本調達も容易な状況にあるが、政策の不透明感や景気の先行きに対する不安の高まりを背景に、設備投資を抑制し自社株買いやM&Aを進める動き。中小企業は、民間部門の雇用の半分を占め、過去15年間における国内新規雇用の64%を創出するなど重要な役割を担うが、経営を取り巻く環境は厳しく、景況感は低迷。景気の先行きに対する不安等から、中小企業の資金需要は低下。また、資金調達を依存する中小金融機関の経営が厳しく、中小企業に対する融資が滞っている状況。

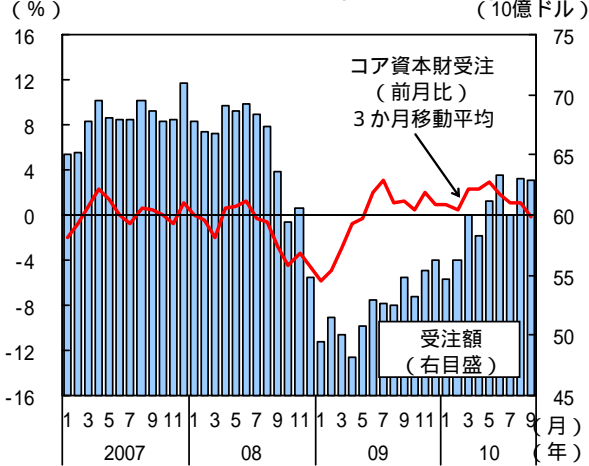
第1-3-21図 鉱工業生産・設備稼働率の推移



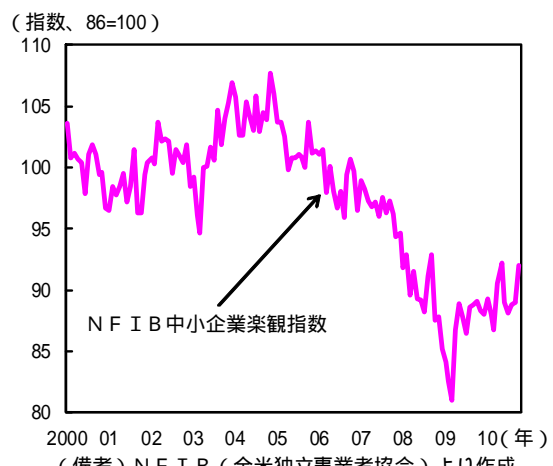
第1-3-22図 在庫循環図



第1-3-23図 製造業受注（コア資本財）の推移



第1-3-25図 N F I B 楽観指数



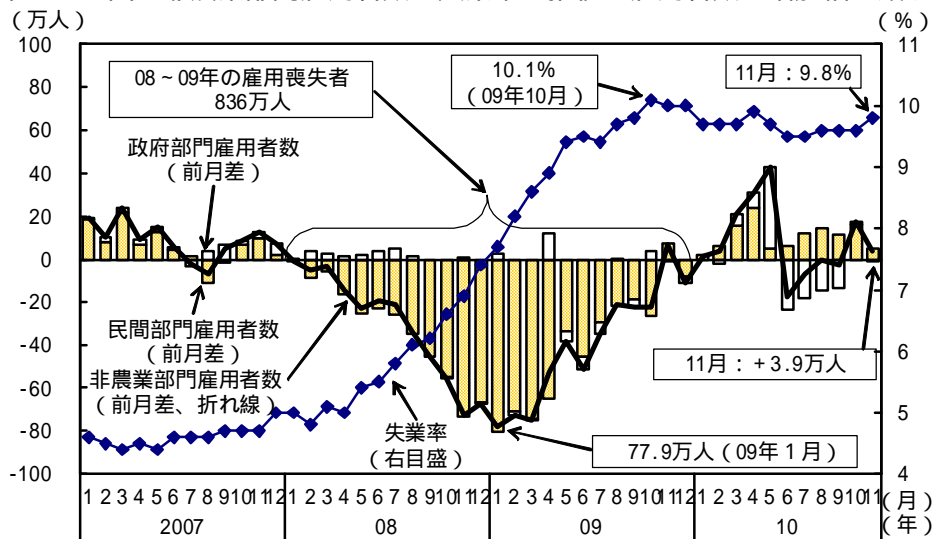


#### (4) 雇用動向

失業率は、10%近傍の高い水準で推移。10年5月以降は、失業率が低下するほどには就業者数が増加しておらず、実質的にはジョブレス・リカバリーの状況。

非農業部門雇用者数は、国勢調査の臨時雇用により10年5月にかけて大幅に増加。6～9月は調査終了に伴う反動により、前月差減少。また、国勢調査の影響を除いた雇用者数は、10年春頃にかけて、在庫積上げに伴う生産増や政策効果等を背景に、前月差15万人超のペースで増加したが、10年5月以降は、こうした効果が一服したことやギリシャ財政危機等による景況感の悪化を受けて、増加ペースが緩やかに。求人広告件数や雇用意欲に係る調査をみると、企業の雇用に対する態度は緩やかに改善する一方、雇用のミスマッチにより実際の雇用につながらず、今後、雇用者数は横ばいとなるおそれ。また、失業率については、雇用者数の増加幅が失業率を低下させるために必要な増加幅（約12万人）を下回る状況が継続した場合には、低下しない可能性。さらに、11年にかけ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参入してくることなどもあり、再度10%程度まで上昇するおそれ。

第1-3-27図 非農業部門雇用者数と失業率の推移：雇用者数の増加幅は緩やか



(備考) アメリカ労働省より作成。

雇用の回復の遅れの要因は、循環要因に加えて、構造要因が寄与している可能性。労働市場の需給状況をUV曲線でみると、09年7月以降の景気回復局面では、欠員率と失業率の関係は01～07年の曲線からかい離。

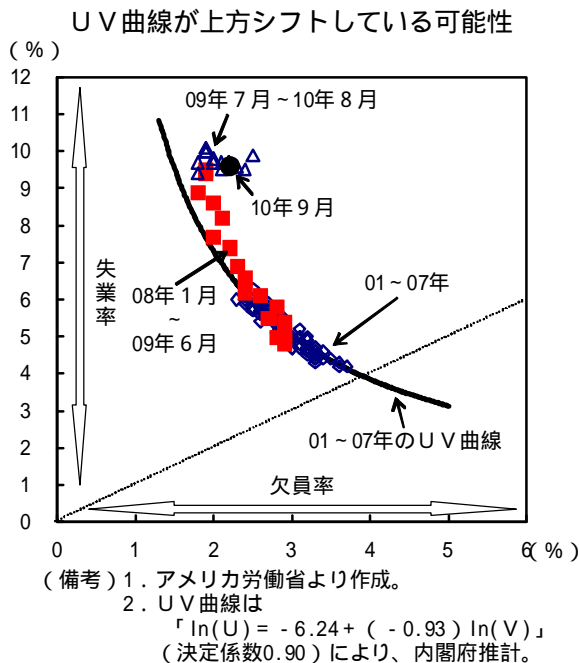
構造要因として、技能と地域等に関して雇用のミスマッチが発生している可能性。技能のミスマッチに関して職種別求人倍率をみると、建設等では低い一方、技術者や医療関連、財務・法務等では高い。今回の景気後退局面では、建設等の職種で失

業者が大幅に増加したが、職種を変更して就業することが困難な状況。

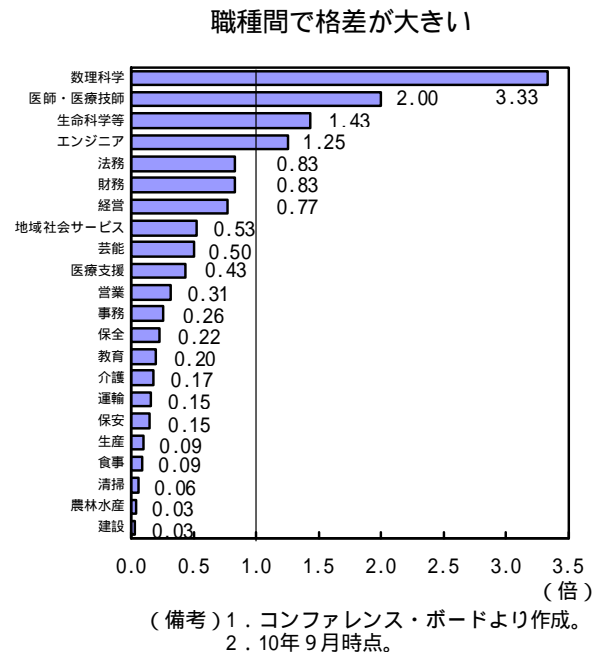
また、失業期間の長期化もミスマッチの深刻化を招く可能性。失業期間の推移をみると、過去のピークに比べて大幅に長期化（平均33.9週間）しているが、失業者の技能の低下や陳腐化をもたらし、技能のミスマッチを助長。

雇用のミスマッチにより、07年12月以降の景気後退を経て構造的失業率が上昇した可能性。この場合、今後仮に景気回復が継続したとしても、産業構造の転換や失業者に対する職業訓練の強化、住宅価格の上昇等により構造要因が解消されない限り、雇用者の増加幅は抑制された状況が続くとともに、高い失業率が更に長期にわたって継続するおそれ。

第1-3-29図 欠員率と失業率



第1-3-30図 職種別求人倍率



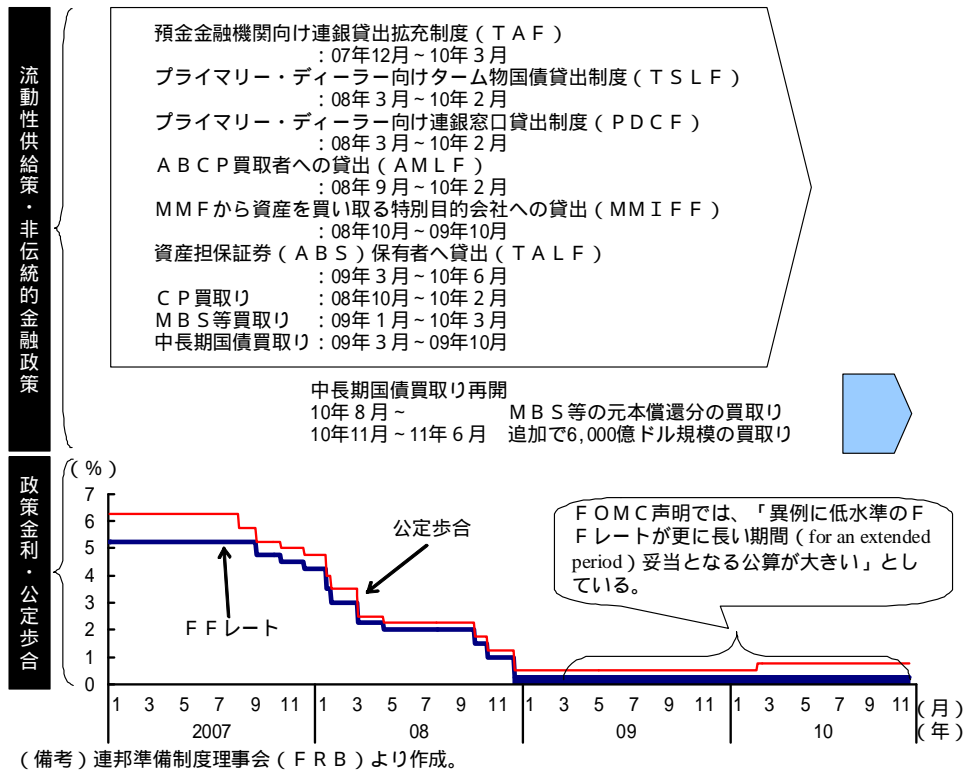
### 3. 財政政策及び金融政策の動向

#### (1) 金融政策

政策金利について、FRBは08年12月にフェデラル・ファンド・レート（FFレート）を0～0.25%まで引き下げ、その後同水準を据え置いているものの、金融システムの安定が進展したことを背景に、10年6月までに中長期国債やよりリスクの高い資産の買取りを始めとした非伝統的金融政策は終了。10年4月までの連邦公開市場委員会（FOMC）では、資産買取りによって膨らんだFRBのバランスシートの縮小方法や、異例に低水準にあるFFレートの利上げに関する出口戦略を検討。しかし、10年春以降、政策効果のはく落等による景気回復ペースの鈍化や、ギリシャ財政危機を発端としたマインドの低下等を受けて、経済見通しが異例なほど不確

実な情勢 (unusually uncertain) となり、経済成長や失業、物価についての下方リスクが増大。10年8月のFOMCでは、FRBのバランスシートの縮小を抑制するため、FRBが保有している住宅ローン担保証券 (MBS) 等の元本償還分を中長期国債へ再投資することを発表し、再度金融緩和へ姿勢を変更。

第1-3-37図 政策金利・非伝統的金融政策の推移：国債買取りを再開

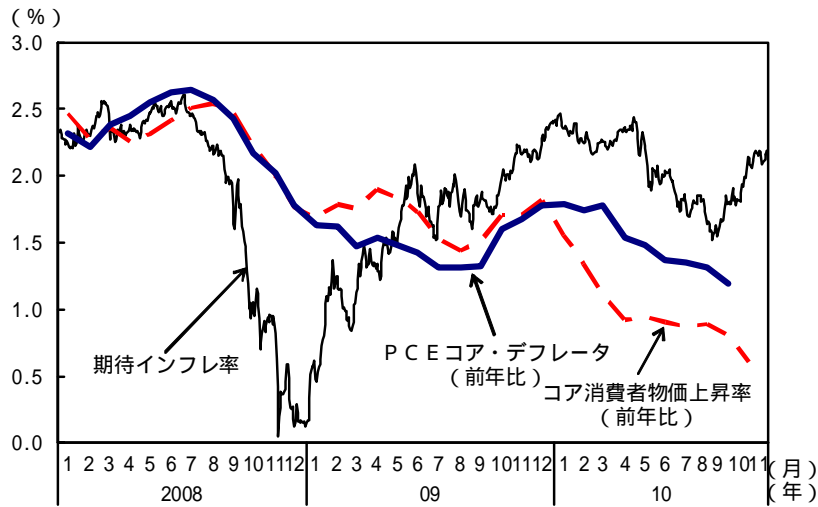


追加的な金融緩和策として、(i) 中長期証券 (国債) の追加的な買取り、(ii) F O M C 声明文の修正、(iii) 超過準備預金金利 (付利) の引下げを検討。ただし、信用乗数が依然として低水準であることから、(i) によりマネタリーベースを増加させても十分な信用創造がなされず、実体経済面への効果が限定的となる可能性。また、短期金融市場では、12年以降まで F F レートの利上げの可能性が低いことが既に織り込まれているため、(ii) による時間軸効果は限定的となる可能性。加えて、超過準備預金金利は既に低水準にあるため、(iii) では十分な信用創造にはつながらず、実体経済への影響は相対的に小さくなる可能性が高い。

物価に関しては、P C E コア・デフレーターをみると、10年9月には前年比1.2%まで上昇率が低下。また、コア消費者物価上昇率も10年10月には同0.6%となり、1957年の統計開始以来最低の伸びとなるなどデフレ懸念が高まっている。さらに、大幅な G D P ギャップに加え、賃金の上昇率が低下傾向となっていることもあり、10年4月以降、アメリカの10年国債とインフレ連動債との差でみた期待インフレ率も大

きく低下。

第1-3-41図 物価上昇率と期待インフレ率の推移：物価上昇率は低下傾向が継続



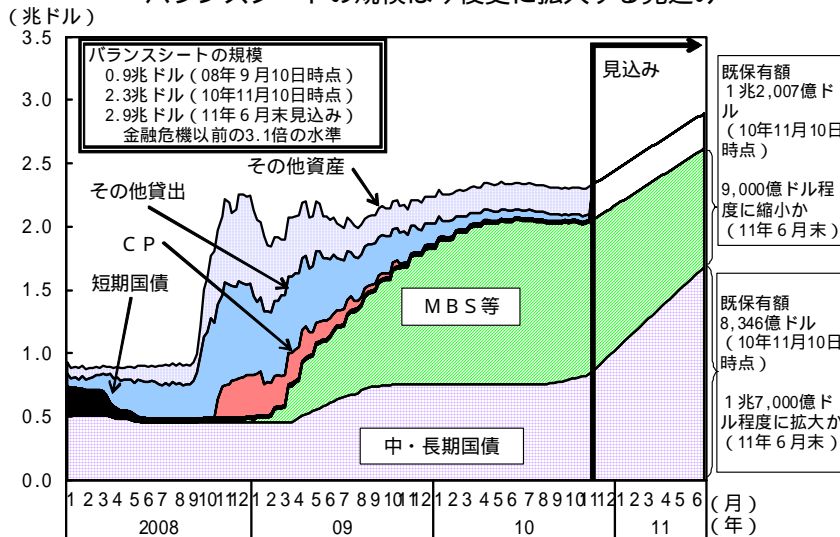
(備考) 1. アメリカ商務省、労働省、ブルームバーグより作成。  
2. 期待インフレ率は、「アメリカ国債(10年物)利回り - アメリカインフレ連動債(10年物)利回り」により作成。

一方で、中期的な金融政策の目標を巡る議論も活発化。(i) F O M C がデュアル・マンデートに一致すると考えるインフレ率についての詳細な情報を提供すること、(ii) インフレ率よりも物価水準を目標とすること、(iii) 名目 G D P の水準を目標とすることについて検討。

F R B は10年11月の F O M C において、11年6月までに追加的に6,000億ドル(1か月当たり750億ドル)の中長期国債を買い取ることを決定。M B S 等の元本償還分の中長期国債買取りと合わせた買取り規模は、総額8,500~9,000億ドル(1か月当たり1,100億ドル)に拡大。これにより、F R B のバランスシートは、11年6月には3兆ドル前後(世界金融危機発生以前の約3倍)まで拡大する見込み。

第1-3-38図 F R B のバランスシート(資産サイド)：

バランスシートの規模は今後更に拡大する見込み



(備考) 連邦準備制度理事会(F R B)より作成。

10年8月以降の追加金融緩和策の効果を見ると、信用創造効果については、実体経済への波及効果は6か月～1年程度のラグで現れるとの見方もあるため、今後の動向を注視する必要。一方、期待インフレ率は持ち直している。さらに、追加金融緩和策が決定された後には、アメリカの株式市場は08年9月のリーマン・ブラザーズ破たん前の水準を回復。

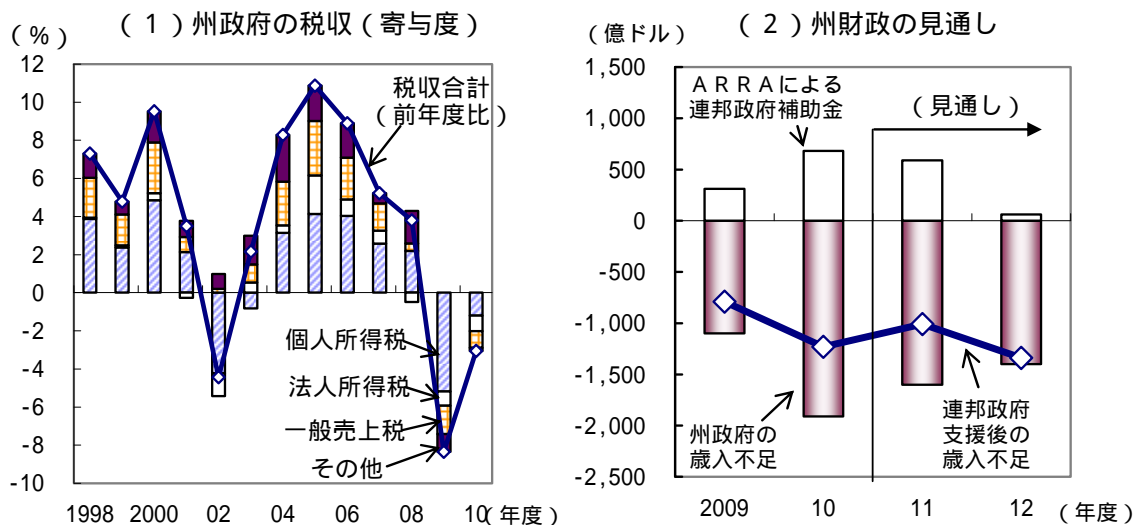
金融引締めタイミングについては、失業率の高止まりや低水準の物価上昇率の継続を考慮すると、12年以降か。さらに、金融危機後の景気回復局面では金融セクターに脆弱性が残ることや、デフレ懸念が強まっている状況を考慮すると、拙速な出口戦略の実行により、期待インフレ率の大幅な低下等を誘発しないようにすべき。実体経済や物価上昇率の下方リスクの低下を確認した上で出口戦略を実施する慎重なスタンスを採用することが望ましい。

## (2) 財政政策

10年度の連邦政府財政赤字は、1兆2,941億ドル(GDP比8.9%)と、過去最大となった09年度の赤字額(1兆4,157億ドル、GDP比10.0%)を下回ったものの、引き続き1兆ドルを超える大幅な赤字に、11年度以降、財政赤字は徐々に縮小していく見込み。ただし、州地方財政の悪化や政府支援機関(GSE)であるファニーメイ、フレディマックの経営問題が、連邦財政のリスク要因に。

州財政は、税収の落ち込みを背景に大幅な歳入不足に見舞われている。個人所得税、一般売上税が歳入の柱となるが、08年度をピークに大きく減少しており、景気後退局面以前の水準に回復していない。連邦政府は、財政刺激策を通じて州の財政支援を行っているものの、依然として大幅な歳入不足が発生する見込み。

第1-3-47図 歳入不足の状況



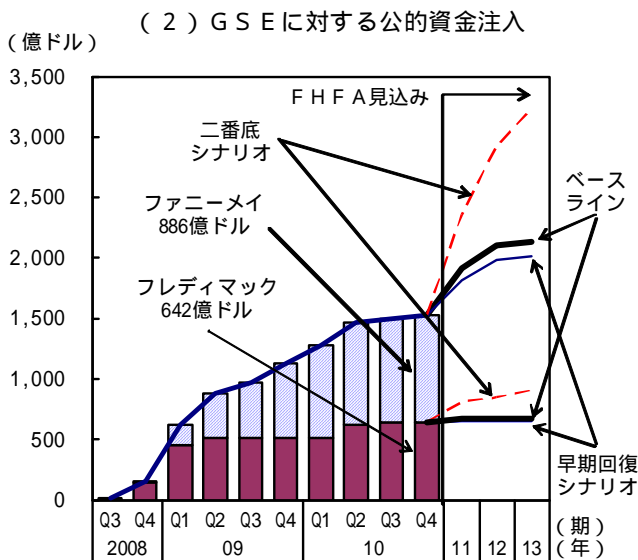
(備考) 1. アメリカ商務省センサス局より作成。  
2. 財政年度は、前年7月から当該年6月までの1年間。

(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。

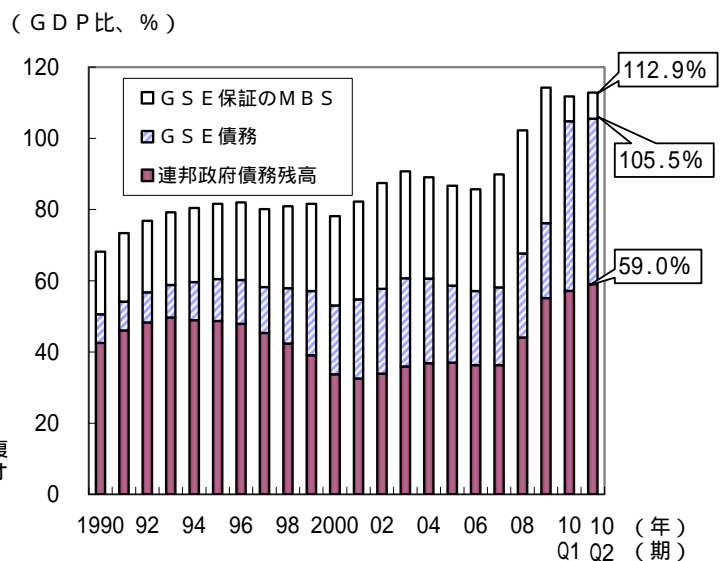
こうした状況を受けて、各州では歳出削減を広範に実施しており、特に教育やヘルスケア関連の削減が大きい。前回の景気後退局面では、50州全体の削減額は最大でも140億ドル程度（02年）であったが、今回の局面では09年で310億ドル、10年で220億ドルと規模が拡大しており、医療や教育への影響の他、実体経済への影響が懸念。 ファニーメイ、フレディマックの経営は、住宅バブルの崩壊を契機に悪化。 政府は、08年から両社に対し公的資金を注入。10年末までに両社に注入する公的資金は累計で1,528億ドルに。今後も両社への公的資金注入が発生する見通しであり、13年末時点の資本注入見込額は、両社合計で2,210～3,630億ドルに達する見通し。GSE債務等を加えると連邦政府の債務残高はGDP比112.9%に達する。 GSEの動向も含めてアメリカ財政の持続可能性に対する懸念が高まる場合には、国際金融市場の混乱に至るおそれ。

第1-3-52図 GSEの資本注入状況

第1-3-55図 連邦政府の債務負担の状況



(備考) アメリカ連邦住宅金融局 (FHFFA)、各公表資料より作成。



(備考) 1. 連邦準備制度理事会 (FRB)、アメリカ商務省 (BEA) より作成。  
2. 連邦政府債務残高は、民間保有分。

## 第4節 ヨーロッパ経済

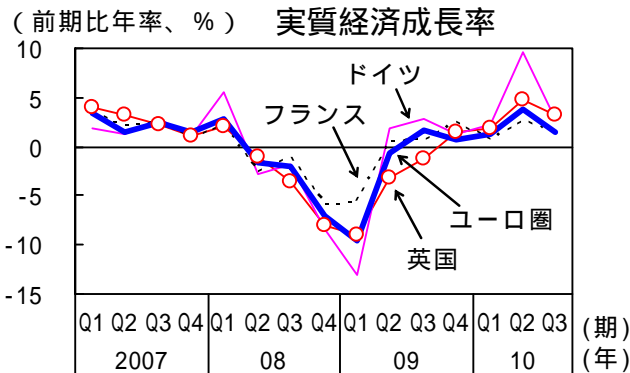
### 1. ヨーロッパ経済の現状

ヨーロッパ経済は、総じて持ち直しているものの、ドイツ等の主要国と南欧諸国等との違い等、国ごとによるばらつきが大きい。

経済規模が大きく伸びも高かったドイツがユーロ圏の経済をけん引。

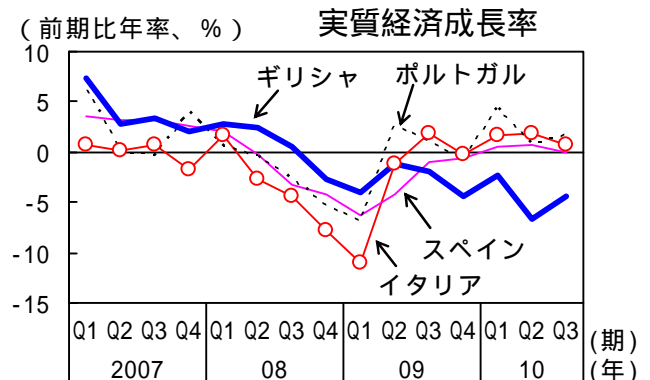
南欧諸国をみると、実質経済成長率（前期比年率）は、ギリシャでは08年7～9月期以降は、8四半期続けてマイナスに。ポルトガル、イタリア、スペインは低い伸びに。南欧諸国内においても、持ち直しのペースにばらつき。

第1-4-1図 欧州主要国の



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

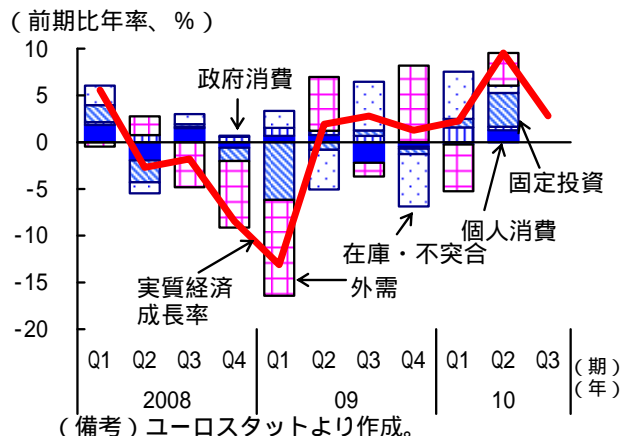
第1-4-3図 南欧諸国の



(備考) ユーロスタットより作成。

ドイツでは、10年4～6月期の実質経済成長率が前期比年率で9.5%となり、90年の東西ドイツ統一以降で最も高い成長率。需要項目別にみると、輸出の回復がドイツ経済の持ち直しをけん引。個人消費は増加に転じるなど、外需主導による景気回復が内需にも波及。

第1-4-4図 ドイツの実質経済成長率と需要項目別内訳



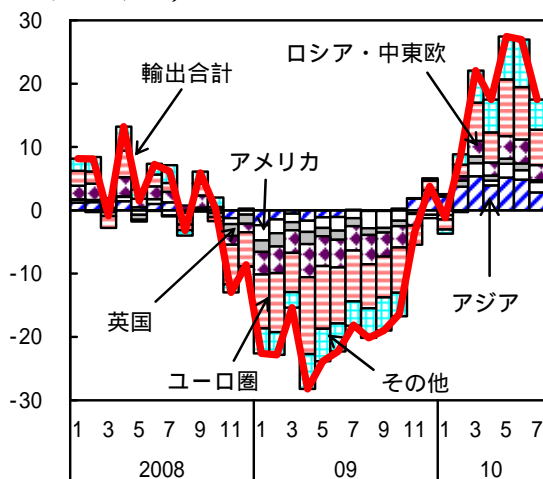
(備考) ユーロスタットより作成。

ドイツの輸出は、アジア経済の回復やアメリカ経済の緩やかな回復を背景に、大きく増加。地域別にみると、アジアが新たな輸出先として台頭。特に、中国向け輸出は、構成比は4.5%（09年）と小さいが伸びが大きいので輸出全体の伸びに占める寄与が大きい。中国向け輸出を財別にみると、輸送用機器、機械類、化学製品が増加。

第1-4-5図 地域別、品目別の輸出の推移（ドイツ）

(1) 輸出全体

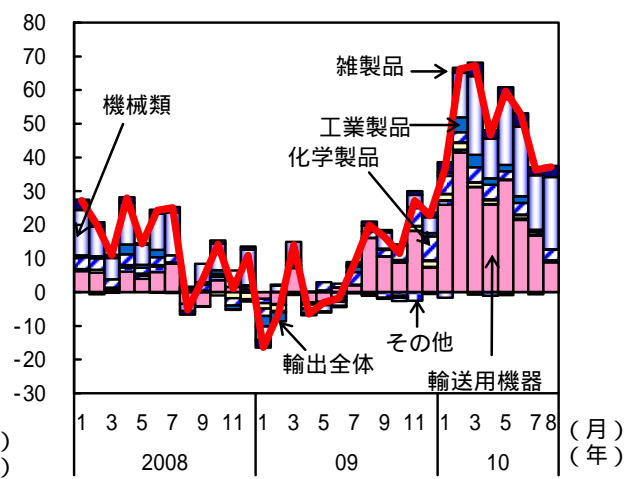
(前年同月比、%)



(備考) ユーロスタットより作成。

(2) 中国向け

(前年同月比、%)



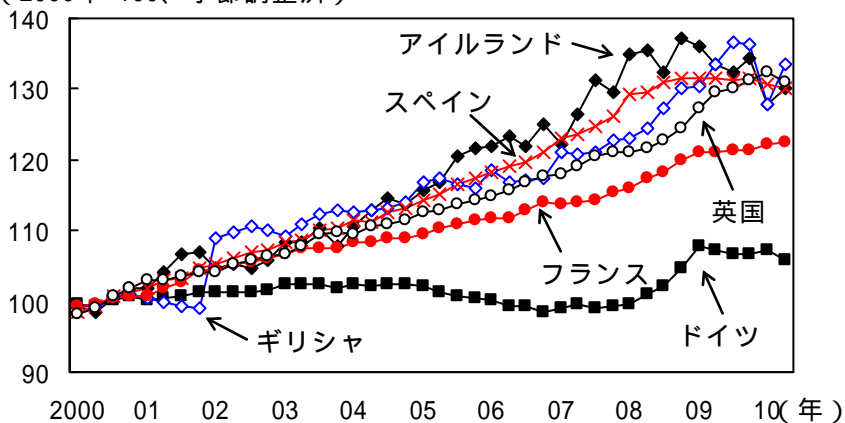
(備考) ユーロスタットより作成。

通貨統合されたユーロ圏において、各国は為替調整を通じた価格競争力の回復を図ることができないため、労働コストや物価水準を割安に維持できるかどうか、価格競争力を高める上で重要。

単位労働コストをみると、ドイツの単位労働コストは、過去の労働市場改革の成果により、スペイン、ギリシャと比べて緩やかな上昇にとどまっております、ドイツは賃金面において輸出競争力が優位に。

第1-4-10図 国別の単位労働コストの推移

(2000年=100、季節調整済)



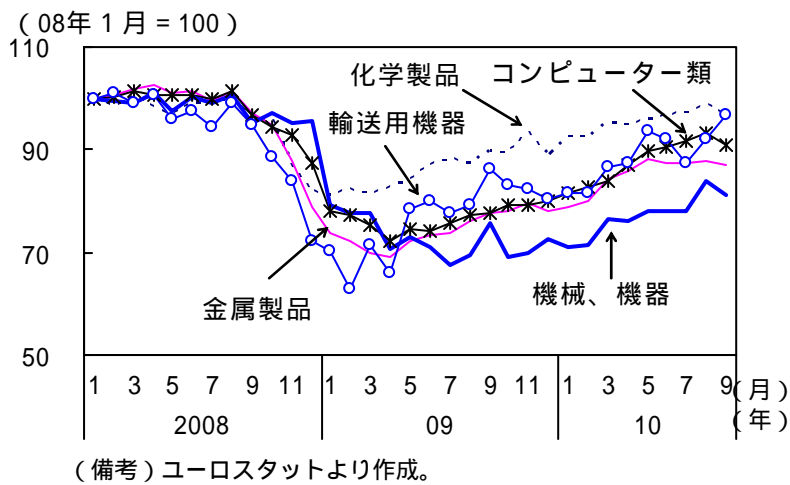
(備考) ユーロスタットより作成。



ドイツ経済の持ち直しが、南欧諸国等の経済全体へ与える効果は限定的。 南欧諸国等のドイツ向け輸出は、10年7月に前年同月比で12.8%増と6か月連続で増加しているものの、南欧諸国等のGDPに対するドイツ向けの輸出の寄与は小さい。

ドイツでは、輸出の増加を背景に生産は増加。 ドイツでは、世界経済の緩やかな回復を受けて、機械類や輸送用機器、化学製品等の輸出が増加しており、これらの品目の生産が増加、生産全体の増加に大きく寄与。

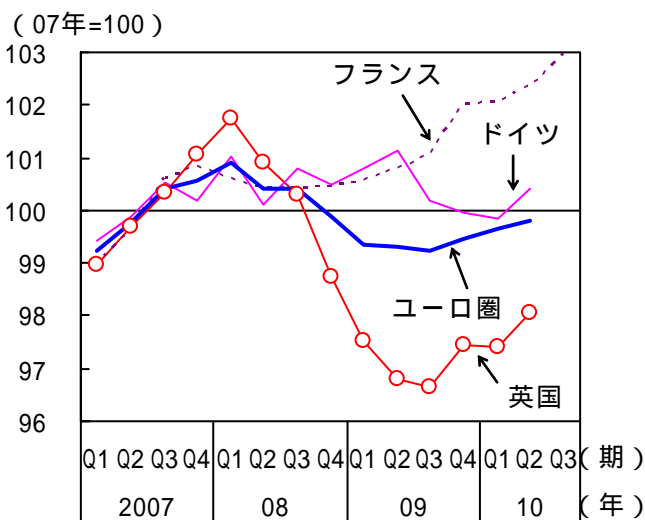
第1-4-13図 品目別のドイツの生産



家計の動向をみると、ヨーロッパでは個人消費は持ち直し。

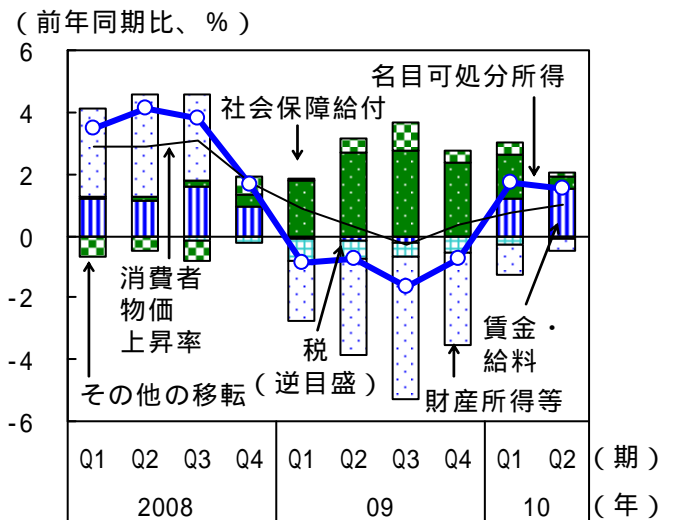
ドイツでは、生産の増加に伴う所得環境の改善に加え、マインドの改善傾向が続いていることが個人消費の持ち直しを下支え。

第1-4-14図 個人消費



(備考) ドイツ連邦統計局、フランス国立統計経済研究所 (INSEE)、英国統計局より作成。

第1-4-15図 ドイツの家計所得の推移



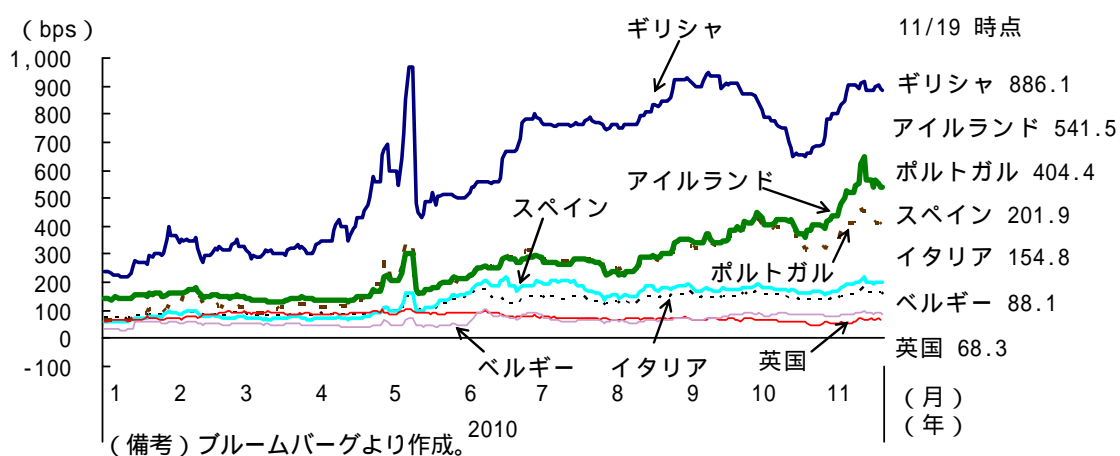
(備考) ドイツ連邦統計局より作成。

## 2. 財政政策及び金融政策の動向

ギリシャを始め南欧諸国等の財政の持続可能性や金融システムに対する懸念は依然として残っており、これらの国々の国債のドイツ国債利回りとのスプレッドやソブリンCDSは再び上昇傾向。

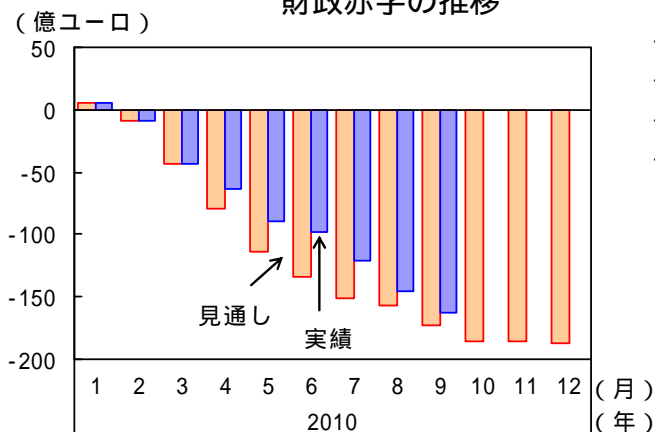
10年10月以来、アイルランドやポルトガルの国債利回りやソブリンCDSは、財政の持続可能性への懸念から急激に上昇しており、11月には過去最高値を更新。

第1-4-26図 ドイツ国債（10年物）利回りとのスプレッドの推移

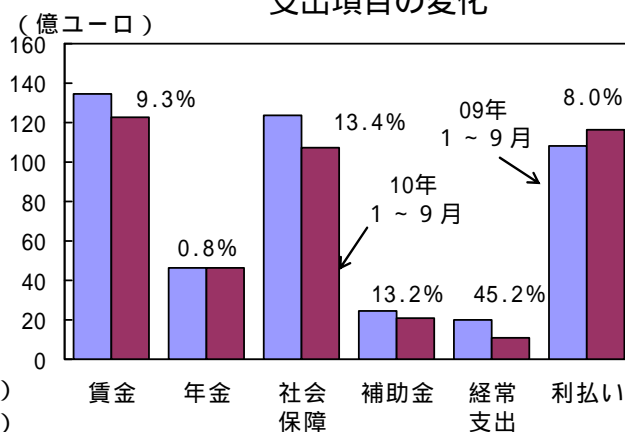


ギリシャの財政再建の進捗状況は、IMF、欧州委員会、ECBから構成される調査団の第1回審査によると、幾つかの懸念が示されたものの、「力強いスタートを切った」と好意的な評価。 この審査結果を受け、10年9月に第2回目の融資を実施。 歳出削減が大きく寄与しており、賃金、社会保障、補助金、経常支出が大きく減少。

第1-4-28図 ギリシャの一般政府  
財政赤字の推移



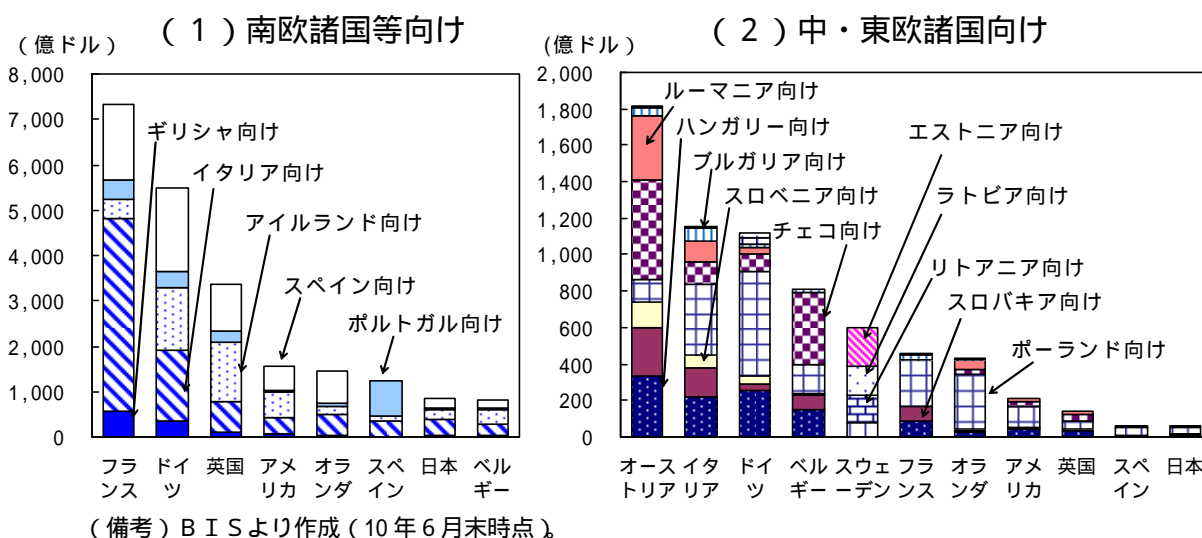
第1-4-29図 ギリシャ財政の主な  
支出項目の変化



金融機関の貸出状況をみると、南欧諸国等や中・東欧向けの与信は、フランス及びドイツの金融機関に集中。南欧諸国等や中・東欧諸国の国債価格の下落（利回りの上昇）により、フランスやドイツ等の他の国の金融機関にも損失が拡大する可能性について市場で懸念が拡大。

10年7月23日に公表されたE Uストレステスト結果によると、対象となったE U域内91行のうち、「景気悪化」シナリオの下で、7行が不合格に。

第1-4-31図 金融機関の南欧諸国等、中・東欧諸国への与信残高



10年9月30日、アイルランド中央銀行は、国有化されたアングロ・アイリッシュ銀行への追加的な資金供給によって、資金注入の総額は293億ユーロ、ストレスシナリオの下では総額343億ユーロに上るとの試算を公表。

同日、アイルランド財務省は、G D P比で20%に及ぶ銀行システムに対する支援を実施した場合、10年の財政収支はG D P比 32%近傍になる見込みと発表。

アイルランド政府は、11月26日に、E U等へ金融支援を要請。同日、アイルランド政府からの要請を受けて、E U、ユーロ参加国、I M Fは、欧州金融安定化メカニズム (E F S M) 等に基づくアイルランドへの支援を決定。

アイルランド政府は、支援の条件として、財政再建、構造改革から構成される4年間で総額150億ユーロの政策プログラムを実施。また、政策プログラムでは、アイルランドの銀行セクターで将来必要となる資本に対応する資金が用意されるとともに、銀行セクターのレバレッジ解消や再編等の広範囲な措置が進められることに。

ユーロ非参加国である英国とスウェーデンも、二か国間融資の提供を表明。

ヨーロッパ各国は、ギリシャ財政危機後、財政再建への取組をこれまで以上に強化。

第1-4-33表 南欧諸国等の財政状況

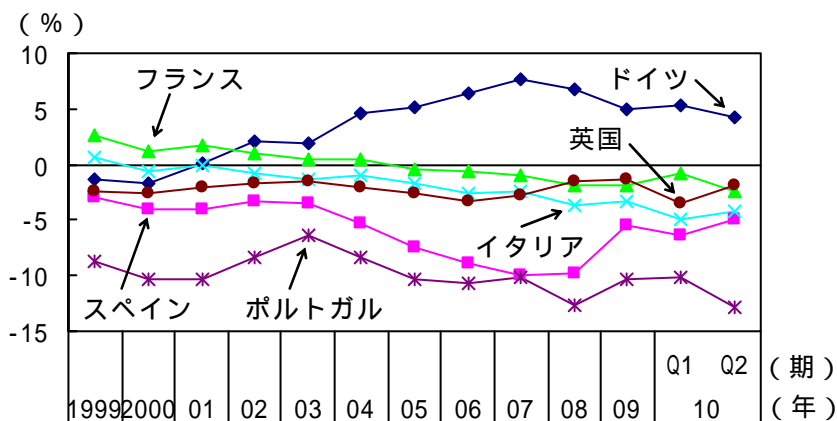
	人口 (万人)	09年名目 GDP (億ドル)	主要格付け機関による格付け			一般政府債務 残高GDP比		一般政府財政 収支GDP比		財政再建目標
			ムーディーズ	S & P	フィッチ	09年	09年	10年		
ポルトガル	1,062	2,329	A 1	A -	AA -	76.1	9.3	7.1	13年までに財政赤字GDP比を3%以内	
イタリア	5,893	21,128	A a 2	A +	AA -	116.0	5.3	5.0	12年までに財政赤字GDP比を3%以内	
アイルランド	430	2,218	A a 2	A	A +	65.5	14.4	32.3	14年までに財政赤字GDP比を3%以内	
ギリシャ	1,125	3,237	B a 1	BB +	BBB -	126.8	15.4	9.4	14年までに財政赤字GDP比を3%以内	
スペイン	4,451	14,641	A a 1	AA	AA +	53.2	11.1	9.1	13年までに財政赤字GDP比を3%以内	
ベルギー	1,054	4,712	A a 1	AA +	AA +	96.2	6.0	4.9	12年までに財政赤字GDP比を3%以内	
ドイツ	8,281	33,300	A a a	AAA	AAA	73.4	3.0	4.3	14年までに財政赤字GDP比を1.5%程度に引下げ	
フランス	6,215	26,494	A a a	AAA	AAA	78.1	7.5	7.4	13年までに財政赤字GDP比を3%以内	
英国	6,186	21,695	A a a	AAA	AAA	68.2	11.4	9.6	15年度までに構造的財政収支(投資的経費を除く)を均衡	
日本	12,740	50,689	A a 2	AA	AA -	192.9	7.1	7.7	遅くとも15年度までに基礎的財政収支の赤字のGDP比を10年度の水準から半減、遅くとも20年度までに黒字化	
アメリカ	30,721	140,439	A a a	AAA	AAA	83.0	11.3	10.8	15年までに「基礎的財政収支の均衡」(財政赤字GDP比3%に相当)	

(備考) 1. OECD、欧州委員会、ギリシャ政府、ブルームバーグより作成。  
2. ギリシャの10年の一般政府財政収支GDP比については、ギリシャ政府の見通しによる。

### 3. マクロ経済のインバランス

ヨーロッパが危機に陥ったのは、根本的には、(1)通貨ユーロの信認を支えてきた財政規律の緩み、(2)マクロ経済のインバランスという、1999年ユーロ発足以来蓄積されていた問題が噴出したことによる。

第1-4-40図 経常収支(GDP比)



(備考) ユーロスタットより作成。

スペインやアイルランドでは、ユーロ参加により実質長期金利が大幅に低下し、住宅投資・設備投資需要が拡大。ユーロ創設により為替リスクがなくなったことから、ドイツやフランスの金融機関から、大量の資金が南欧諸国やアイルランドに流入、不動産バブルに。

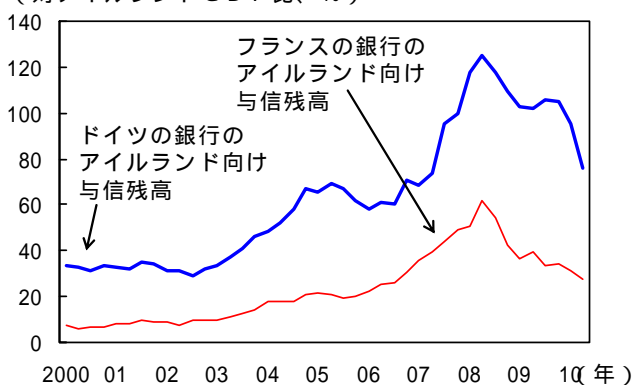
ドイツの金融機関のアイルランド向け、スペイン向け与信残高をみると、2000年代に急速に増加し、10年6月末時点にはアイルランドのGDP比76.1%に、スペインのGDP比12.0%に。

第1-4-41図 与信残高のGDP比の推移

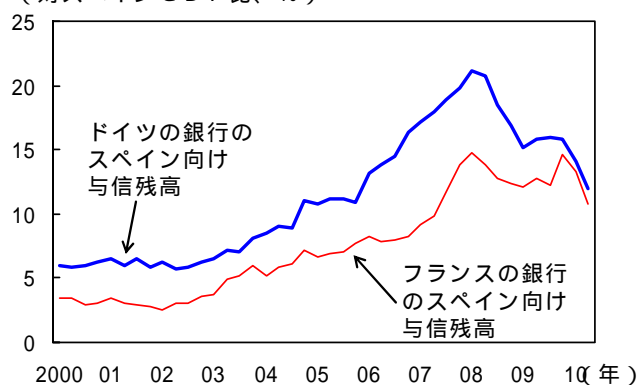
(2) アイルランド向け

(4) スペイン向け

(対アイルランドGDP比、%)



(対スペインGDP比、%)



(備考) BISより作成。

EUでは、危機の再発を防止するため、以下の取組をEU首脳会議で合意。

(i) 財政規律の強化

- ・財政赤字GDP比が3%以内であっても債務残高GDP比が60%を超えている場合、その削減ペースが十分でなければ、予防的措置の制裁対象に。
- ・否決されなければ欧州委員会の制裁の提案が自動的に決まる「逆多数決 (reverse majority)」を採用し、制裁は高度な「自動性」の下で決定。

(ii) マクロ経済サーベイランス

- ・複数の経済指標によるスコアボードを用いた警戒メカニズムにより、マクロ経済のインバランスを評価。
- ・是正措置勧告を遵守しないユーロ参加国は、制裁対象に。

(iii) 恒久的な危機対応メカニズム

- ・13年までの3年間の時限措置である欧州金融安定化メカニズムに代わる恒久的な危機対応メカニズムの創設の必要性。
- ・民間部門の役割、IMFの役割、厳格なコンディショナリティ等が論点。

## 第2章 財政再建と経済成長、金融システム

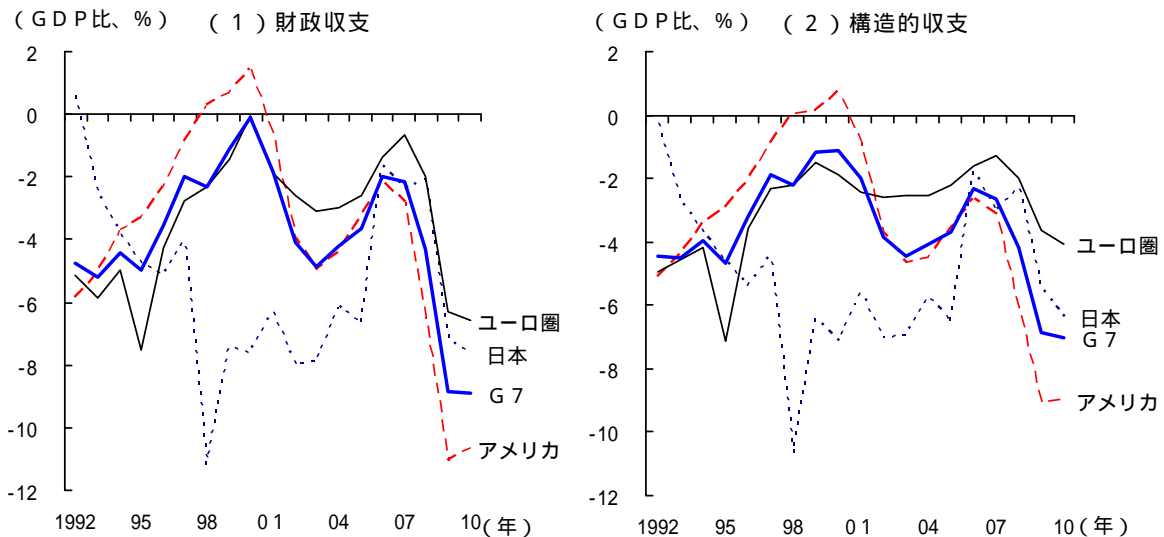
### 第1節 先進国を中心とした世界的な財政赤字拡大

#### 1. 財政赤字拡大の現状と背景

世界金融危機発生後、先進国を中心に財政赤字が大きく拡大

- 多くの先進諸国では、1970年代の石油ショックと景気後退を経て、80年代の長期停滞を背景に財政赤字が拡大したが、90年代には財政ルールの導入等により財政再建が図られ、財政収支は改善。
- 2000年代には、01年のITバブル崩壊による世界的な景気後退に加え、アメリカ等主要国において経済活性化を目的とする減税や重点分野への歳出増等により、財政収支はいったん悪化。その後、世界的な景気回復もあって改善傾向。
- しかし、08年の世界金融危機の発生後、景気後退による税収減少、大規模な財政刺激策の実施により、多くの先進国において財政赤字は急速に大きく拡大、公的債務残高も一段と増加。

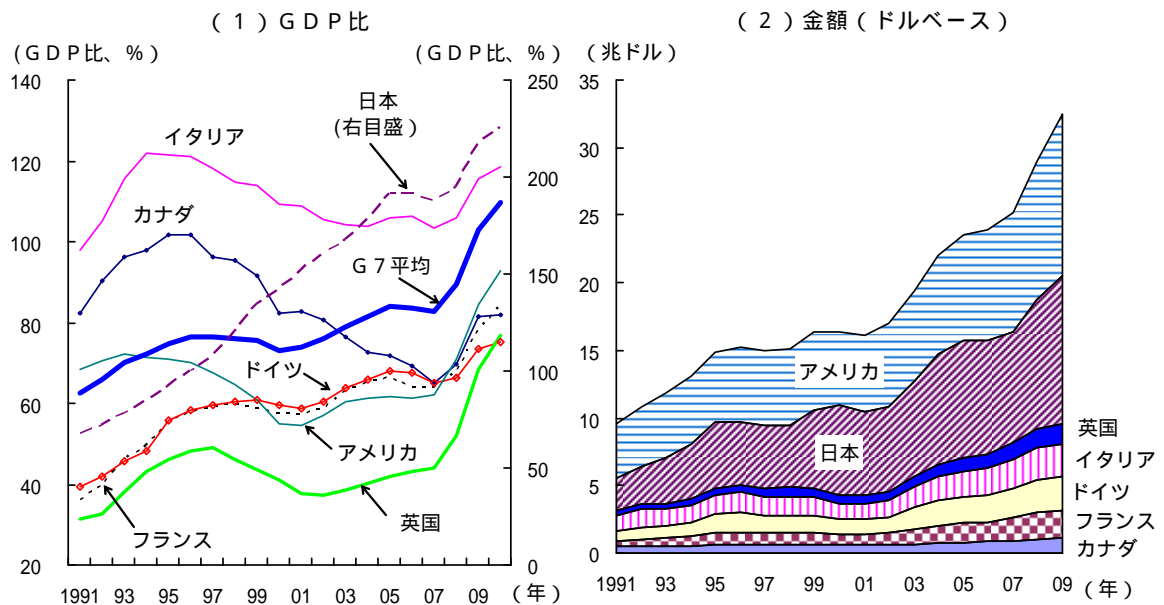
第2-1-1図 主要先進国の一般政府財政収支（GDP比）



(備考) 1. OECD “Economic Outlook 87 Database” より作成。  
2. 10年は見通し。

主要先進国全体の一般政府の債務残高（グロスベース）をみると、07年の25兆ドルから09年には32兆ドルへと7兆ドル増加。これらを金融市場が消化しきれぬのかどうかという点も懸念される。

第2-1-3図 主要先進国の一般政府債務残高（グロスベース）



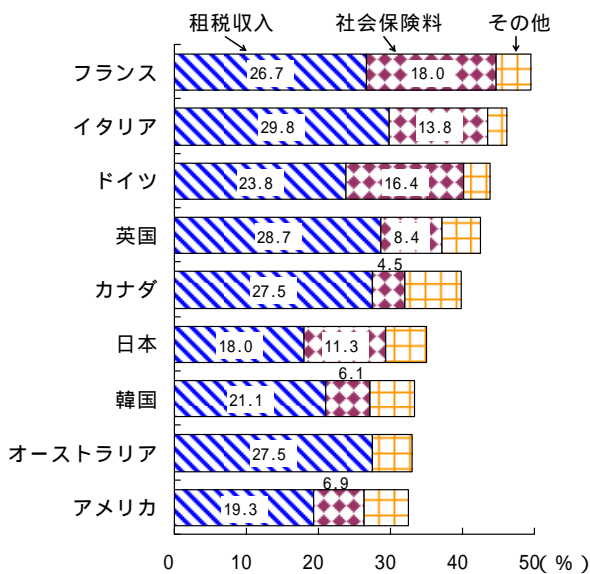
(備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database October 2010” より作成。  
2. G7平均は、GDP (購買力平価ベース) の加重平均。

### 先進国の財政構造の概観：各国で違い

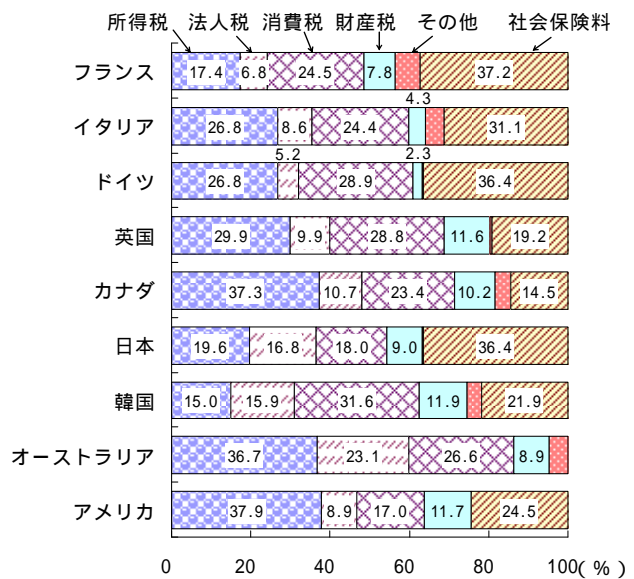
- 歳入については、GDP比で見ると、国により4割超から3割以下と差がみられる。消費税収については、アメリカ、日本を除き、おおむね25~30%程度の割合。所得税収や法人税収については国により大きく異なる。法人税収は、欧米諸国ではおおむね10%未満であり、主たる税収源とはなっていない。

### 第 2-1-4 図 主要先進国の歳入構造 (08 年)

(1) 歳入内訳 (GDP 比)



(2) 租税収入・社会保険料収入の内訳

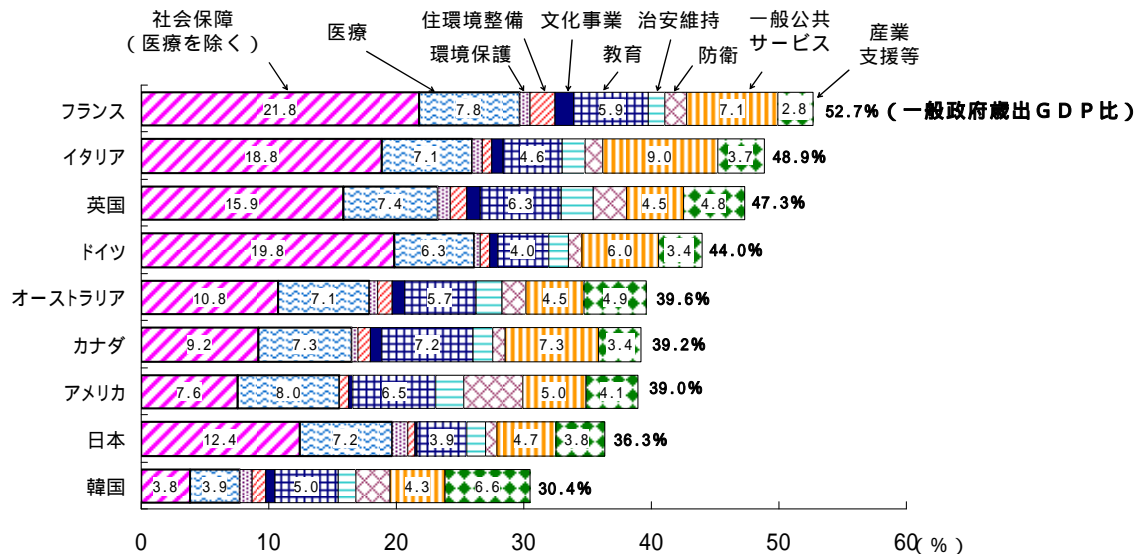


(備考) 1. OECD “National Accounts Statistics” より作成。  
2. その他は、外国政府・国際機関からの交付金、財産利用収入、手数料収入等。

(備考) 1. OECD “Revenue Statistics” より作成。  
2. 日本とオーストラリアは07年のデータ。

- 歳出については、フランス、イタリアではGDP比50%前後、韓国では同30%強と、国により大きく異なる。多くの国では、最大の支出は失業保険、老齢年金等の社会保障費(医療を除く)、医療費が次いで大きな支出。

### 第 2-1-5 図 主要先進国の歳出構造 (GDP 比)(08 年)



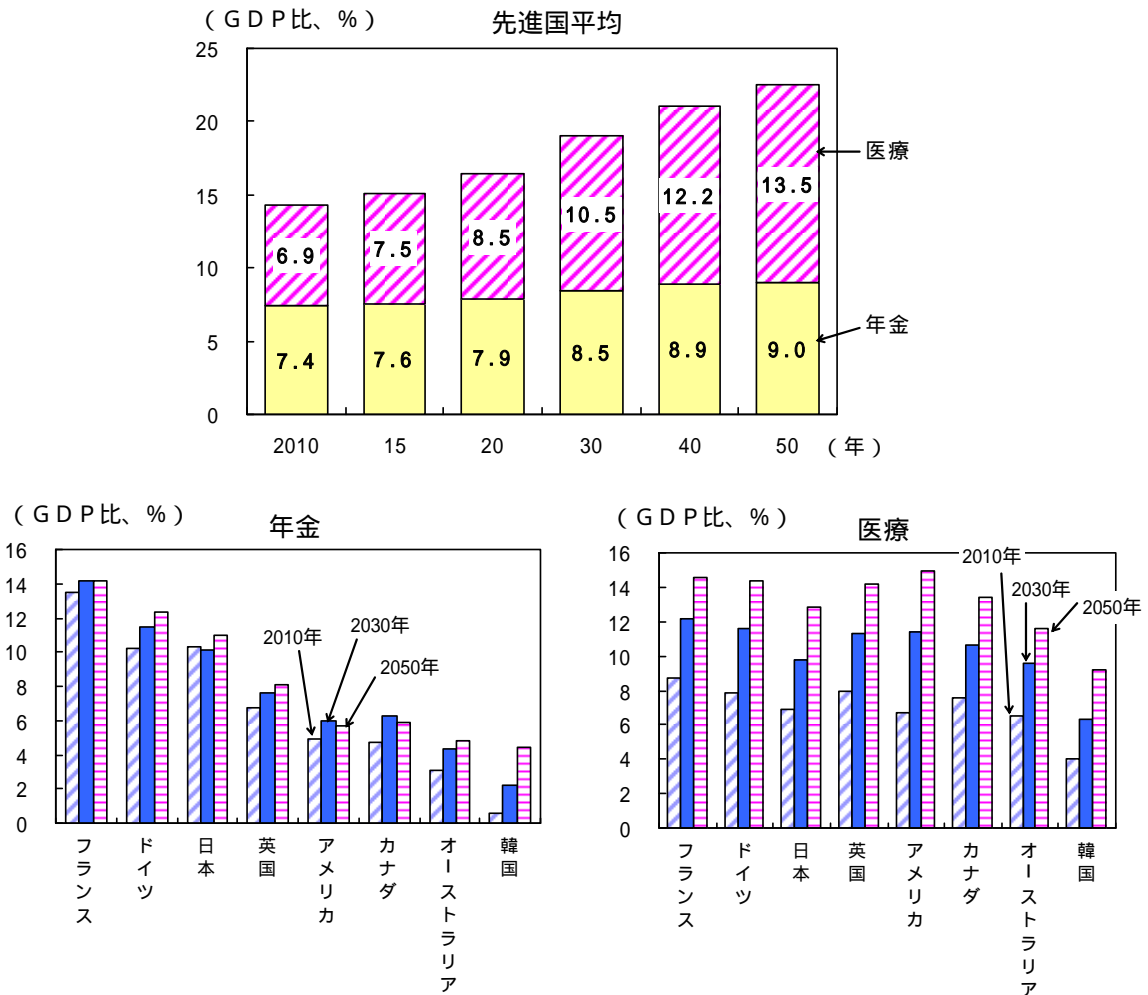
(備考) 1. OECDより作成。  
2. オーストラリアは、IMF “Government Finance Statistics Yearbook” より作成。  
3. オーストラリアは07年、カナダは06年、日本は07年のデータ。  
4. 社会保障(医療費を除く): Social protection、住環境整備: Housing and community amenities、文化事業: Recreation, culture and religion、産業支援等: Economic affairs。



高齢化の進展：今後とも歳出増加圧力に

- 老齢年金、医療支出が増加傾向となっていることの背景には、高齢化の進展がある。今後、高齢化が更に進展していくにつれて、更なる歳出拡大圧力となっていくことが予想される。
- 特に、年金については、多くの国で財源の確保、支給開始年齢の引上げ、給付水準の引下げ等大規模な改革への取組に着手。
- 一方、医療支出については、高齢化による影響に加え、新たな医療技術による一人当たりの医療支出の増加の影響を大きく受け、大きく増加していくことが見込まれている。

第2-1-7 図 主要先進国の社会保障関連支出（年金・公的医療）の見通し  
（IMF推計）



(備考) IMF “From Stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economies”より作成。

## 2 . 財政再建と経済成長、金融システム

危機の状況下では、財政は民間需要の肩代わりの役割。しかし、経済が回復するにつれ、拡大した財政赤字をファイナンスするための多額の国債発行は、次第に民間投資のための資金需要と競合関係に。さらに、財政赤字の拡大・債務残高の累積の結果、財政の持続可能性について懸念が生じるような場合には、先行きの不確実性の高まりを通じて、家計消費や企業投資の抑制要因ともなる。

財政の持続可能性についての懸念が生じた場合の影響は、国債金利の上昇（国債価格の下落）という形で金融面にも及ぶ。国債金利が急上昇してデフォルト懸念を引き起こすならば、深刻な場合には、当該国債を保有している金融機関に経営上の不安が生じ資金調達が困難となるといった事態や、更に金融システムが混乱に陥るといった事態に至るおそれもある。ギリシャ財政危機はその例。

こうしたことから、財政の持続可能性を確保することは極めて重要な政策課題。

### （1）財政再建と経済成長の関係

財政再建が経済成長に及ぼす影響（短期的視点）

伝統的なケインズ理論に基づくマイナスの影響。政府支出の減少や増税は、乗数効果を通じて民間の消費や投資等の需要を減少させ、総需要に対して下押し要因。

財政再建が経済成長に及ぼす影響（中長期的視点）

家計の消費や企業の投資の意思決定は、現在の経済・財政状況だけでなく、将来にわたる状況をも考慮に入れるため、財政再建の継続性や政府の取組への信認がある場合には、政府支出の減少や増税は、消費を増加させる可能性あり（非ケインズ効果）。

財政政策以外の要素による影響

- 財政再建を進める際に、金融緩和による内需の下支えや、輸出の増加による外需の伸びが期待できる場合には、緊縮財政による総需要への下押し効果が緩和。
- 現在のように、欧米の主要先進国において政策金利は既に極めて低い水準となっており、先進国の景気が緩やかな回復ペースにとどまる状況下で、各国が同時に財政再建を進めた場合、金融緩和や外需による総需要下支え効果も見込めないため、財政再建が経済成長を下押しする効果が大きくなるおそれ。

## 世界的な財政健全化への取組のためのG20合意

- ギリシャ財政危機を背景として、先進国の財政持続可能性についてのリスクが市場で意識される中、10年6月に「G20トロント・サミット」で「成長にやさしい」(growth-friendly) 財政再建計画を実施していくことに合意。
- 先進国は、13年までに少なくとも赤字を半減させ、16年までに政府債務のGDP比を安定化または低下させる財政計画にコミット。

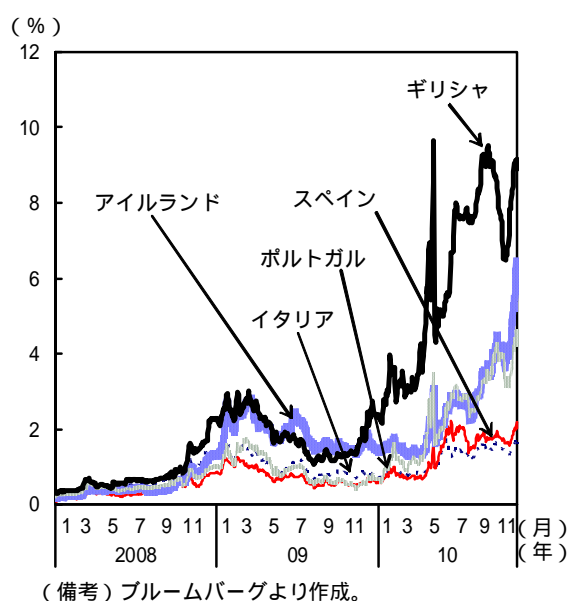
「成長にやさしい」財政再建とは：財政再建と経済成長の両立の条件

- 財政再建のタイミングやペースに配慮することが必要。
- 金融緩和や構造改革等、他の経済政策を組み合わせるのも有効。
- 信認を確保する上で、中長期的な財政再建計画の策定や、財政健全化の取組を法的拘束力のあるものにするといった財政制度上の工夫が有効。

## (2) 財政と金融システム

ギリシャ財政危機の際は、財政状況に対する懸念が、ポルトガル、アイルランド、イタリア、スペインへと伝染(コンテイジョン)。当該各国国債のドイツ国債に対する利回りは急拡大。フランスやドイツ等を含むヨーロッパの金融機関は、これら諸国の国債を多く保有していたことから、CDSは急上昇、株価は大きく下落。さらに、銀行間のカウンター・パーティ・リスクが上昇。

第2-1-8図 ヨーロッパ各国の国債利回りスプレッド(対ドイツ国債)



第2-1-9図 ギリシャ財政危機による金融システムへの影響

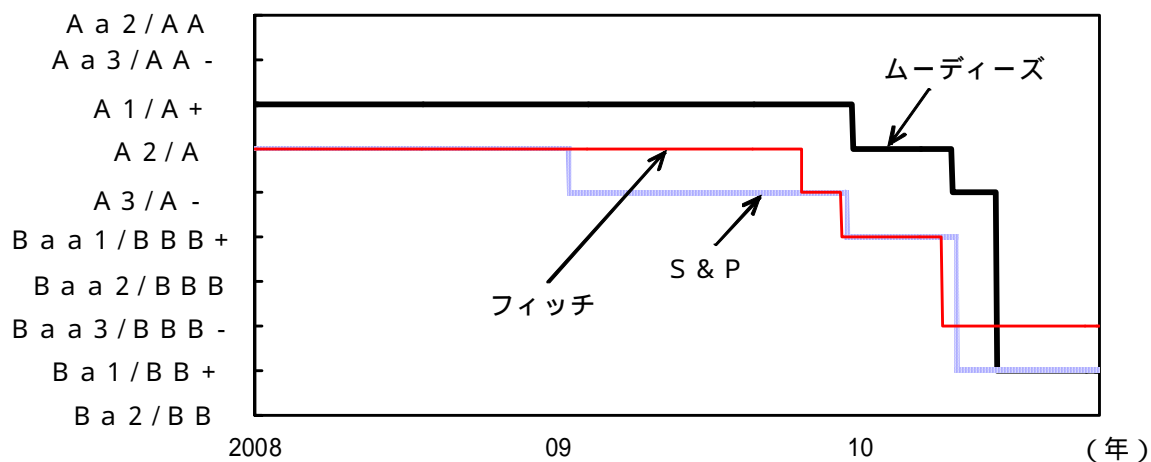
(2) ヨーロッパの主要金融機関のCDS



財政状態の悪化を財政危機と市場が認識するタイミングは必ずしも早くない。格付け機関による格付けが良好な場合には、市場の財政状態の悪化に関する認識を遅らせる可能性。さらに、格下げがいったん発生すると、金利の上昇が更に財政状態の悪化懸念を強め、更なる格下げを呼ぶ増幅的な効果を持つ可能性。

市場が財政危機を認識した場合、株価の急落等市場の調整は急速に進むことも。

第2-1-10図 ギリシャ危機におけるギリシャ国債の格付け推移



(備考)ブルームバーグより作成。

## 第2節 財政政策運営の失敗事例

世界史上、19世紀以降のソブリン・デフォルトだけでも310件以上存在。ソブリン・デフォルトの大量発生は、世界的な金融危機の後に起こることが多い。

以下では、デフォルトには至らなかったものの、財政政策運営の失敗が危機を招いた事例として、英国のIMF危機（1976年）を取り上げる。また、新興国ではあるが比較的成熟した経済であるロシアのデフォルト（1998年）は、当時の国際金融市場に大きな影響を与えたことから、この事例も検討。

これらの事例は、長年の構造改革の遅れに何らかのショックが加わったことにより、財政状況が急激に悪化した結果、危機に陥ったものであり、こうした危機は先進国においても起こる可能性。

### 1. 英国IMF危機（76年）

#### （1）危機発生の背景と経緯

第二次世界大戦後、英国政府は、「大きな政府」を標榜し、「ゆりかごから墓場まで」といわれた手厚い福祉政策、主要産業の国営化等の政策を実施。70年代、こうした経済政策運営に行き詰まりがみられるようになり、構造問題が顕在化、高い賃金の伸びにより国際競争力は低下（「英国病」）。

73年、石油ショックが発生、60年代後半から現れていたインフレ傾向に拍車。74年、75年には、消費者物価上昇率が10%を超えて加速する中、実質経済成長率が2年連続のマイナスとなり、スタグフレーションに。生産が落ち込む一方、輸入額が拡大し、経常収支は赤字に。72年度には赤字に転じていた財政収支は、失業給付等の増加等により更に悪化。ポンドは下落。

ポンドの下落に対する通貨防衛（ポンド買い介入）のため、外貨準備が枯渇した政府は、76年12月、IMFに39億ドルの緊急支援を申請。

#### （2）危機の教訓

手厚い福祉政策等の構造転換に対しては、国民の反対が根強く、問題が先送りされていた。石油ショックによる経済困難というマクロショックは、先進国共通の事象であったが、英国の場合はこうした構造問題から危機が深刻化したといえる。

## 2 . ロシア財政危機（98年）

### （1）危機の背景

ロシアは、80年代後半以降、原油価格の下落による歳入の減少や、社会主義経済の下で生産性の低い企業への補助金支出が増加したことにより、財政が悪化。抜本的な構造改革を断行することができず、90年代後半まで財政赤字の改善は進まず。

市場主義経済への移行以降、ロシア国内では商業銀行の設立が相次いだ。高金利により借入れ需要が低迷し、国債投資へ傾斜。資金調達は、低金利の外貨建てが増加。海外資金の流出及び為替の減価に対して、金融システムも脆弱な構造に。

### （2）危機発生の際緯

96年7月以降の輸出関税の廃止や、97年の原油価格下落によるエネルギー産業の収益悪化に伴う税収の減少等を受け、財政赤字が拡大。

97年7月にアジア通貨危機が発生。政府当局は、ルーブル買い介入を続行する一方、政策金利を大幅に引き上げ、資金流出とルーブル減価圧力の低下を図ったが、かえって短期国債金利は大幅上昇。98年8月17日、デフォルト状態に。

商業銀行は、財政危機による短期国債市場の混乱や、外貨建て負債の増加と資金繰りの悪化もあり、破たんが相次いだ。

### （3）危機の教訓

ロシアは、社会主義経済の下での生産性の低い企業に対する抜本的な改善を、財政による補助金の投入で先送りし、慢性的な財政赤字と硬直的な財政運営に依存していた。構造問題の先送りが、危機への抵抗力を弱めた例といえる。

### 第3節 財政再建の成功事例

#### 1. 実体経済の動向と財政政策運営との関係

財政再建は、短期的には、景気の下押し圧力。このため、景気の変動リスクを十分に踏まえた財政再建策の実施が不可欠。

##### (1) 景気循環と財政再建開始のタイミング

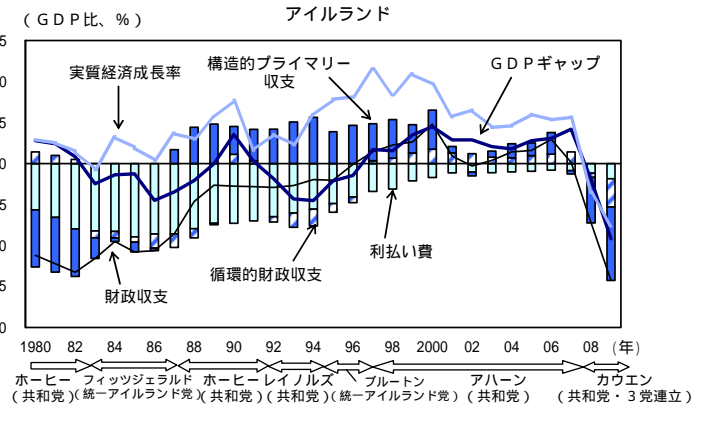
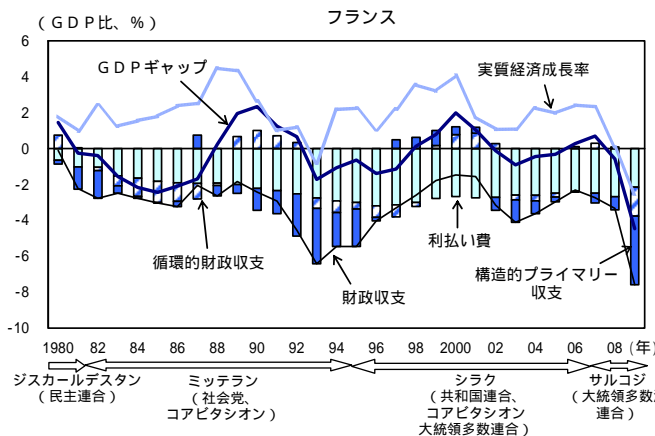
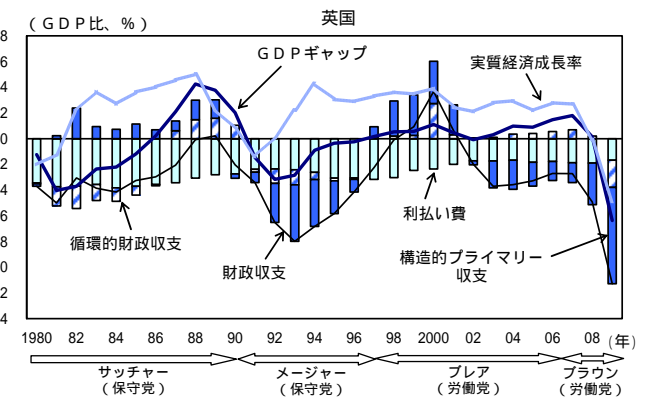
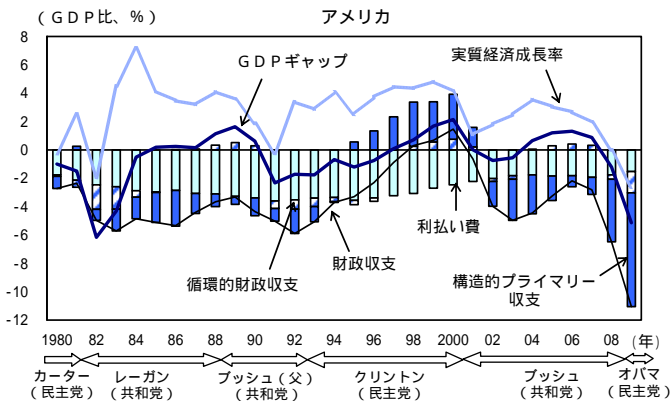
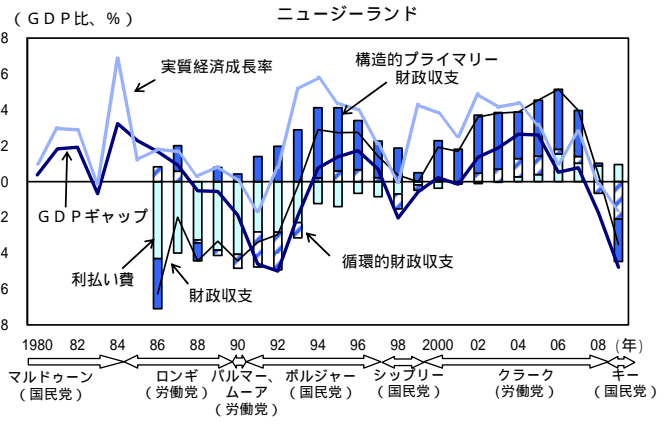
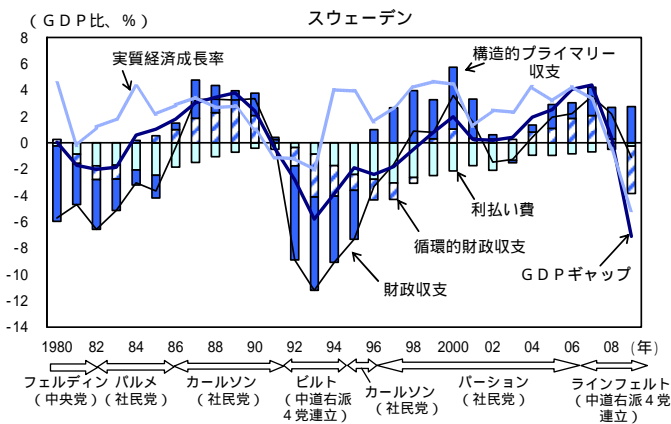
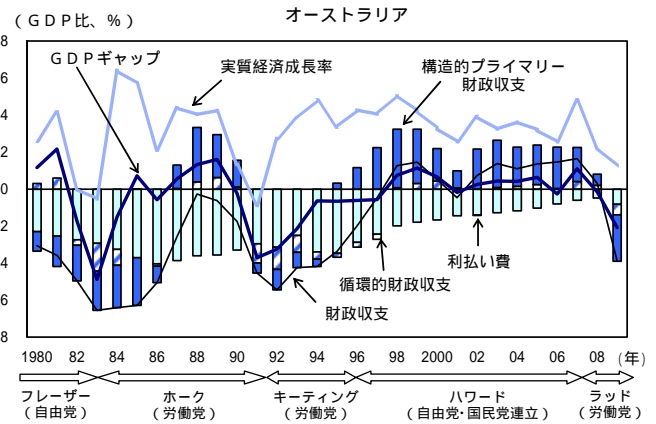
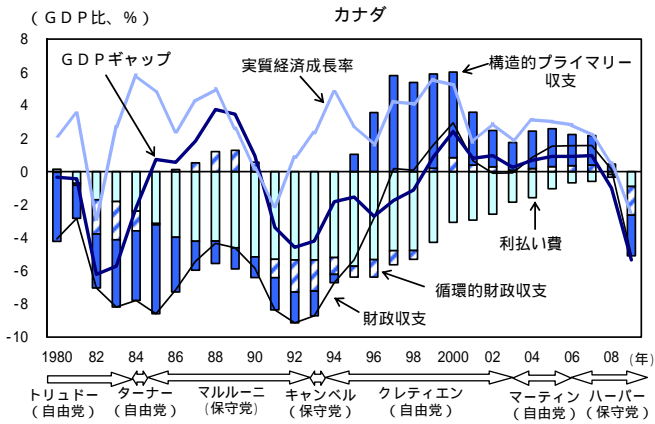
景気回復期に財政再建を開始したケース：望ましいタイミングでの実施

- カナダでは、92年4月の景気後退終了後、93年10月の政権交代を機に歳出削減を中心とする抜本的改革を推進。目標を上回る速度で財政赤字の削減に成功し、97年には財政黒字を達成。
- スウェーデンでは、90年代初期の危機的な経済・金融状況の中、通貨危機に伴う為替の減価により輸出主導の回復が可能となり、景気回復の中で急速に財政再建が進んだ結果、98年には財政黒字に転換。
- オーストラリアでは、80年代前半と90年代前半の景気後退期に財政赤字の急速な拡大を経験したが、ヨーロッパ等でみられたような差し迫った状況には追いつけられなかったことから漸進的な改革が進められ、景気回復期に合わせて顕著に財政収支を改善。

景気低迷期に財政再建を開始したケース：やむを得ず実施

- ニュージーランドでは、経済危機下、総選挙で誕生したロンギ政権が、従来の政府統制を廃止し、大規模な自由化を始めとする経済改革、行財政改革に着手するなど、景気後退期に財政再建に取り組んだ。
- アイルランドでは、80年代半ばまでスタグフレーションが進行、財政赤字が拡大したが、景気回復が遅れる中で増税や歳出削減による財政再建が進められた。
- マーストリヒト条約における収れん基準の達成が課せられたヨーロッパ諸国では、厳しい経済状況下、臨時措置を含む大規模な財政再建を断行。スペインでは、歳出削減を中心とする財政再建に取り組むとともに、インフレの抑制や規制緩和及び労働市場改革を推進して潜在成長率の向上を図った。イタリアでは、収れん基準の達成が特に疑問視されたことから、通貨リラが売り込まれ、一時的に為替相場メカニズム（ERM）を離脱したが、GDP比約1%に及ぶ一時的増税を始めとして、増税及び歳出削減、構造改革に取り組んだ。

## 第2-3-1図 景気循環と財政再建のタイミング



(備考) 1. OECDより作成。  
2. 循環的収支は財政収支から構造的収支を除いたもの、利払い費は構造的収支から構造的プライマリー収支を除いたもの。



## (2) 財政再建のペース

第2-3-2表 80年代以降の成功事例における財政再建のペース

	政権	再建期間 (A) (年間)	(潜在GDP比、%)			(%/年)			経済成長率 (実質)
			改善幅	再建ペース					
			財政収支 (B)	構造的 プライマリー収支 (D)	循環的収支 (C)	財政収支 (B/A)	構造的 プライマリー収支 (D/A)	循環的収支 (C/A)	
カナダ	マルルーニ	9 (84~93年)	0.7	2.7	0.7	0.1	0.3	0.1	2.3
	クレティエン	4 (93~97年)	8.5	7.1	1.0	2.1	1.8	0.3	3.4
オーストラリア	ホーク	7 (84~91年)	1.9	1.8	0.2	0.3	0.3	0.0	2.9
	キーティング	3 (93~96年)	2.2	2.0	0.6	0.7	0.7	0.2	4.1
	ハワード	4 (96~00年)	2.5	0.5	0.7	0.6	0.1	0.2	4.2
スウェーデン	カールソン	2 (94~96年)	5.5	5.9	0.7	2.8	3.0	0.4	2.9
	パーション	3 (96~99年)	4.0	2.0	1.8	1.3	0.7	0.6	3.8
アメリカ	クリントン	8 (93~01年)	4.4	2.5	0.9	0.6	0.3	0.1	3.6
ニュージーランド	ロンギ	3 (86~89年)	3.1	3.6	1.1	1.0	1.2	0.4	1.3
	ボルジャー	7 (90~97年)	5.7	1.7	0.9	0.8	0.2	0.1	3.4
英国	メージャー	4 (93~97年)	5.6	5.2	1.3	1.4	1.3	0.3	3.4
	ブレア	4 (97~01年)	2.9	1.5	0.3	0.7	0.4	0.1	3.4
ドイツ	コール	6 (92~98年)	0.3	1.8	1.1	0.1	0.3	0.2	1.4
フランス	バラデュール (ミッテラン大統領下)	2 (93~95年)	0.9	0.9	0.2	0.5	0.5	0.1	2.2
	ジュベ (シラク大統領下)	2 (95~97年)	2.1	2.6	0.4	1.1	1.3	0.2	1.6
スペイン	ゴンサレス	4 (92~96年)	0.7	2.4	2.0	0.2	0.6	0.5	1.6
	アスナール	8 (96~04年)	4.3	0.1	1.5	0.5	0.0	0.2	3.7
アイルランド	フィッツジェラルド	5 (82~87年)	5.1	7.5	2.2	1.0	1.5	0.4	2.3
フィンランド	アホ	2 (93~95年)	1.7	1.1	1.8	0.9	0.6	0.9	3.8
	リッポネン	8 (95~03年)	8.1	6.0	1.2	1.0	0.8	0.2	3.7
11か国の単純平均			8.6	6.1	0.5	0.8	0.7	0.1	2.8

- (備考) 1. OECD、各種資料より作成。  
 2. 再建期間が特定できるものは特定し、それ以外は政権の任期期間とした。  
 3. ニュージーランドは86年以前のデータがないため、ロンギ政権は86年からとしている。  
 4. ドイツは、92年以前のデータがないため、コール政権は92年からとしている。

### 緩やかなペースの財政再建：漸進的に財政再建を進め、成長と両立させた例

オーストラリアのホーク、キーティング、ハワードの3政権にわたる取組においては、構造的プライマリー収支の改善ペースは1年あたり平均0.4%（潜在GDP比）と比較的緩やかであるものの、財政収支を黒字転換させた。

### 速いペースの財政再建：景気を下押しするリスクが顕在化した例

- ニュージーランドのロンギ政権期では、84年に通貨危機が発生し財政再建を進めなければならない状況に陥った。構造的プライマリー収支については一定の改善がみられた半面、循環的収支の赤字は大きく拡大。
- フランスのジュベ内閣では、マーストヒリト条約の収れん基準を満たすために、短期間で財政再建が進められ、循環的収支はマイナスで推移。

速いペースの財政再建：外的環境に恵まれ景気が失速しなかった例

- スウェーデンのカーソン政権では、通貨クローナの3割を超える大幅な減価による輸出拡大が景気回復を下支えし、循環的収支はプラスに。
- カナダのクレティエン政権では、財政再建開始後にアメリカの景気後退が終了し、経済環境が好転したため、循環的収支はプラスに。

外部環境の改善や為替レートの大幅な減価による輸出拡大等により、財政再建が経済に与える負の影響が相殺されたため、経済成長を維持しながら早いペースで財政再建を達成した例もある。一方、緩やかなペースで継続的に財政再建に取り組み、安定的な経済成長と両立した例もある。財政再建のペースについては、経済危機等の特別な事情がない限り、経済に及ぼす影響を抑制しながら調節されることが望ましい。

### (3) 景気の変動リスクへの対応

景気循環への配慮を規定したルールの設定

- 財政再建に当たっては、厳しい財政規律を維持しながらも、景気の変動リスクに対する柔軟性を確保するための例外的な状況に対処するための規定（いわゆるエスケープ・クローズ）を設けることも重要。

各国の状況

- アメリカ、英国、ユーロ圏諸国、スウェーデン等では景気変動リスクに対応する制度的仕組みが設けられている。
- EUでは、現在の経済情勢は「例外的な状況(exceptional circumstance)」とされ、安定成長協定が定めるGDP比を超える財政赤字を許容。

景気変動リスクへの対応は、規定の設計が十分でない場合、あるいは運用が恣意的に行われる場合には、財政再建に対するクレディビリティを失い実現性も低下するといった弊害をもたらすことに留意が必要。

第 2-3-3 表 景気循環への配慮を規定した条項

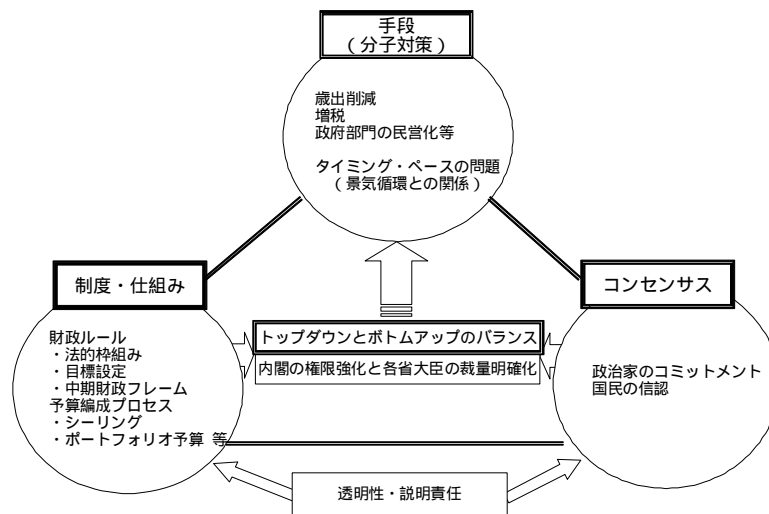
導入国	措置の名称	主な内容
アメリカ	予算執行法 (90年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・5年間の財政赤字上限額を設定し、キャップ制、ペイ・アズ・ユー・ゴー原則等による歳出抑制措置を通じてもなお財政赤字が発生する場合には、大統領命令による一律削減を適用</li> <li>・ただし、赤字上限額については、経済情勢に応じて大統領が調整可能</li> </ul>
英国	ゴールデン・ルール (98年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気循環を通じて、公的部門の借入は投資目的に限定</li> <li>・経常的歳出は税収で賄う</li> </ul>
	サステナビリティ・ルール(98年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気循環を通じて、公的部門の純債務残高を安定的かつ慎重な水準(GDP比40%以下)に維持</li> </ul>
ユーロ圏 諸国	安定成長協定 (97年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ユーロ参加国は、一般政府財政赤字GDP比を3%以下に保たなければならない</li> <li>・違反する場合は、一定額の預託金を没収する形で制裁金を賦課。ただし、深刻な不況期等には例外的に制裁金は課さない</li> </ul>
スウェーデン	財政ルール (97年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・一般政府レベルで、景気循環を通じて、長期的にGDP比2%の財政黒字を平均的に維持</li> </ul>
ニュージーランド	財政責任法 (84年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財政収支、債務残高、歳出等の長期目標と短期目標を設定</li> <li>・長期目標として、歳出は平均的にGDP比35%に保つ。債務残高(グロス)は、景気の循環を通じて、平均的にGDP比30%以下に保つ</li> </ul>
オーストラリア	予算公正憲章法 (98年)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・景気の循環を通じて、平均的に、財政収支を均衡させる(主目標)</li> </ul>

(備考) 各種資料より作成。

## 2. 成功事例における財政再建策

80年代後半から90年代にかけて構造的基礎的財政収支が大きく改善した結果、財政収支の黒字転換を達成したカナダ、オーストラリア、スウェーデン、ニュージーランドの事例によると、(i)財政赤字削減手段、(ii)実効性を高める制度・仕組み、(iii)国内のコンセンサスの確保等に工夫がみられ、早い段階から財政再建メカニズムを確立して取り組んできたことが、成功の背景にあると考えられる。

第2-3-4図 成功事例における財政再建策のイメージ



(備考) 各種資料より作成。

(1) 財政赤字削減の手段(歳出削減と増税): 有効性について見解は分かれる  
 先行研究の多くは、オーストラリアやスウェーデン等、財政の健全性を維持している国では、歳入増加策よりも歳出削減策に重きを置き、歳出の中では社会保障を抑制する傾向があると指摘。

これに対し、歳出規模抑制とともに、歳入増加も重要とする分析もある。特に、90年代のアメリカでは積極的に増税政策が進められた。

(2) 財政再建策の実効性を高める制度・仕組み  
法的拘束力をもつ財政ルールは、説明責任・透明性の向上を図り、責任ある財政運営の遂行や財政運営の安定化に資する。

- 過去のOECD諸国の財政再建事例の分析によれば、財政ルールが存在する場合には財政再建の規模は有意に大きく、より持続したとの結果。
- 財政ルールは財政再建に取り組む上で必要であるが、財政再建を達成した後、財政の健全性を維持していく上でも非常に重要。この点に関し、オーストラリアでは、将来の経済成長見通しが健全な間は、財政黒字を維持することを規定。

第 2-3-7 表 法的拘束力を持つ財政ルール

導入国	施策	主な内容
ニュージーランド	財政責任法（94年）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中長期的な財政戦略、予算編成の基本方針等、財政運営全般に関する基本的な枠組みを規定</li> <li>・財政戦略レポート等においてルールの遵守状況を検証</li> <li>・それぞれの法律に基づく閣議決定によって、ニュージーランドは長期及び短期目標を、オーストラリアは主目標及び副目標をそれぞれ具体的に設定</li> </ul>
オーストラリア	予算公正憲章法（98年）	
英国	財政安定化規律 <sup>1</sup> （98年）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中期財政運営全般に関する原則等基本的な枠組みを規定</li> <li>・プレバジェット・レポート等においてルールの遵守状況を検証</li> </ul>
アメリカ	予算執行法（90年）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・裁量的経費について、毎年の歳出予算法で支出上限を設ける「キャップ制」を導入</li> <li>・義務的経費について、新たに歳出増・歳入減を伴う政策を実施する場合に、別の歳出削減・増収措置を義務付ける「ペイ・アズ・ユー・ゴー原則」を導入</li> <li>・これに反する場合は、大統領命令による一律削減を適用</li> </ul>

（備考）各種資料より作成。

目標設定は、財政再建に対するコンセンサスを形成する上でも重要である。ただし、景気の変動リスクに対する柔軟性を欠くと、マクロ経済政策運営との整合性を欠き、財政再建の持続性やクレディビリティを失うおそれ。

#### 中期財政フレーム

- 予算単年度主義に対しては、年度内に予算を使い切ろうとする傾向を生んだり、予算が短期的視点で立案され、経済政策運営の中長期的な安定を損ねるなどの批判がある。中期財政フレームは、単年度の予算編成を維持しつつ、中期的な経済・財政見通しに基づく財政運営・予算編成を行うことで、支出の効率性を高め、財政再建をより着実に進めることを可能とするための手法。
- スウェーデン、英国、オーストラリア、ニュージーランドでは、予算編成にあたり経済見通しとの整合を図ることが求められ、財政見通しの拘束力が強い。

<sup>1</sup> 財政安定化規律は厳密には法律ではなく、閣議決定によって定められたものであるが、特別に議会で承認を得る手順を経ている。

第 2-3-9 表 効率的な予算編成のための中期財政フレーム

導入国	施策	主な内容
スウェーデン	フレーム予算、 支出シーリング（96 年）	・歳出見通しに基づき、将来 3 か年の歳出総額に対する シーリングを設定
英国	歳出見直し（98 年）	・歳出を(1)省庁別歳出限度額、(2)各年度管理歳出に分け、 前者について今後 3 年間の省庁別歳出額の大枠を決定 ・次に歳出見直しが行われる 2 ~ 3 年後までは見直しは行 わない
オーストラリア	将来見通し（83 年）	・次年度予算とその後 3 年間を対象とし、省庁別歳出額等を ベースラインとして固定 ・厳格に歳出を拘束しないが、政策の変更等がなければ改定 されない ・省庁が歳出増を伴う新規施策を提案する場合には、既存 施策のスクラップが求められる
ニュージ ーランド	ベースライン（89 年）	・ベースラインに基づいて予算編成を実施 ・厳格に歳出を拘束しないが、政策の変更等がなければ改定 されない ・省庁が歳出増を伴う新規施策を提案する場合には、既存 施策のスクラップが求められる
アメリカ	経済・財政見通し （OMB、CBO）	・年 2 回、行政管理予算局と議会予算局 <sup>2</sup> が中期的な経済・ 財政見通しを発表 ・行政管理予算局の見通しは、大統領が議会に提出する予算 教書の前提となっており、予算編成とリンク

（備考）各種資料より作成。

### 予算編成プロセスの改革

- ・ 財政ルールや目標を定めるほか、着実に財政再建を進めるためには、内閣のリーダーシップが重要。このため、内閣への権限集中を意図した閣内委員会設置や、内閣の役割を明確化して権限を強化する一方で、各省を所管する大臣の役割・裁量を拡大、明確化させ、トップダウンとボトムアップのバランスを図るなど、予算編成プロセスの改革が重要。
- ・ 特に、財政ルールとの相互効果が期待されるのが、支出総額へのシーリング設定。シーリングには、原則改定されないケースと毎年改定されるケースがある。

<sup>2</sup> アメリカでは、予算は複数の法律として成立するものであり、その作成権は議会にある。裁量的支出については、各省庁別の予算を定める 13 本の歳出予算法の成立が必要であるなど、議会の権限が大きい。このため、政府の試算である OMB の見通しとは別に、CBO が独自に見通しの試算を行い、予算審議に役立てている。

第 2-3-10 表 予算編成プロセス改革のための施策

導入国	施策	主な内容
英国（81年） オーストラリア（84年）	閣内委員会設置	<ul style="list-style-type: none"> <li>・内閣への権限集中を確保する枠組み</li> <li>・首相や財務大臣等数名で構成</li> <li>・予算の編成方針、優先分野等を集権的に決定</li> </ul>
オーストラリア	ポートフォリオ 予算（84年）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・一定のシーリングの下、大臣所管の政策分野内で資源再配分を行う</li> <li>・ポートフォリオ内での配分には大臣に大きな裁量</li> </ul>
	経常経費一括配賦 システム（87年）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・従来予算上別項目に分かれて割り当てられていた経常的経費を省庁毎に一括配賦</li> <li>・用途については各省に大きな裁量</li> </ul>
スウェーデン	支出総額への シーリング設定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財政法（95年）に規定されたフレーム予算で、3か年の歳出総額にシーリングを設定</li> <li>・設定されたシーリングは議会の議決が見直されない限り改定されない</li> </ul>
オーストラリア		<ul style="list-style-type: none"> <li>・毎年改定を実施。前述の「将来見通し」（83年）が実質的にシーリングの機能を果たす</li> <li>・シーリングを修正する場合、他の歳出減または歳入増を図る</li> </ul>
ニュージーランド		<ul style="list-style-type: none"> <li>・毎年改定を実施。前述の「ベースライン」（83年）が実質的にシーリングの機能を果たす</li> <li>・また、政権期間中の3年間合計の裁量的歳出増にキャップをかける（96年）</li> </ul>

（備考）各種資料より作成。

（3）財政再建に対する国民の理解の確保（透明性の確保、説明責任の強化）

財政再建期間においては、歳出削減や増税措置のいずれを用いても国民に負担を求めることになる。財政再建に対する国民の理解を得るためには、財政状況等の情報の透明性を高め、説明責任（アカウンタビリティ）を強化することが前提条件となる。

（4）最近の流れ：予算作成機関から独立した専門性の高い財政政策機関の設置

財政政策ルールを作成する専門性の高い組織の必要性

- 近年、欧州を中心に、予算作成機関とは別に、専門性の高い財政政策機関の設置が財政再建に効果的との議論が盛んになっている。
- 政治的な財政赤字拡大バイアスの存在や、予算の前提となる見通しが楽観的になりがちであることは多くの国でみられる事象。このため、財政政策スタンスに対する政治の影響を小さくするための仕組みとして、財政政策ルールに加え、専門性の高い分析を行う財政政策機関が予算の前提となる経済見通しを作成し、また、短期及び中長期の財政見通しや財政政策に関わる政策の評価を行うことが着実な財政再建を進める上で重要。

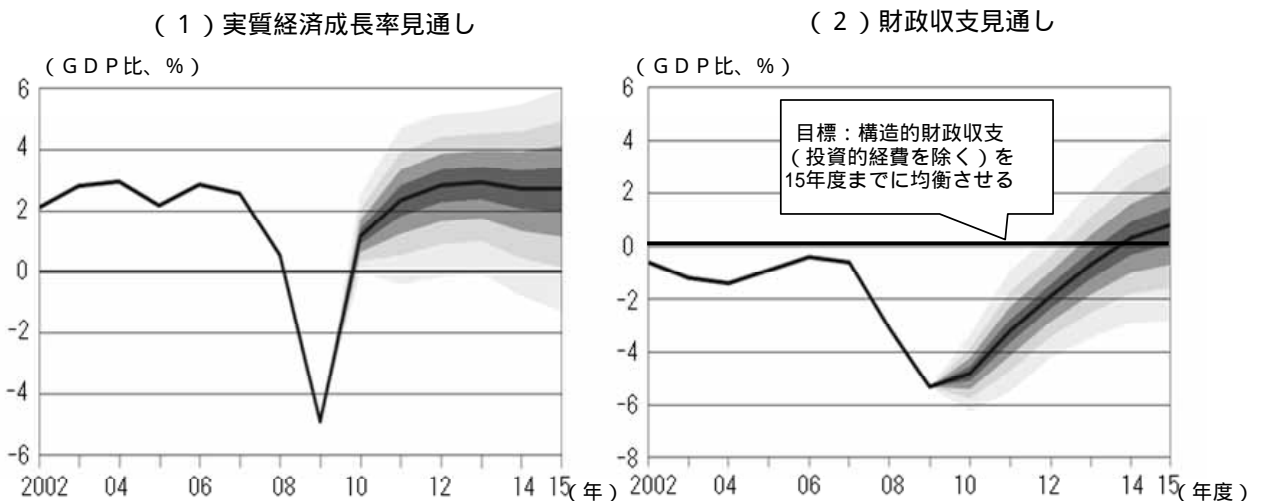
### オランダ「経済政策分析局」の例

- オランダの「経済政策分析局」は、四半期ごとに短期経済見通しを公表するほか、中長期の経済財政見通しの作成、様々な経済政策分野に関わる政策評価等を実施。
- 選挙の際には、各政党からの依頼を受けて各政党のマニフェストを実現した場合の経済財政（財政赤字、雇用等）への効果を分析し、公表。

### 英国「財政責任局」の例

- 英国では、10年5月の総選挙による政権交代を機に、新たに「財政責任局（Office for Budget Responsibility）」を設置。
- 予算の前提となる経済見通しの作成のほか、予算案が実現した場合の経済への影響、予算案と財政目標の整合性等を財務省から独立した立場で評価。予算案と今後の経済財政見通し、財政目標の関係もファン・チャートで表示。

第 2-3-13 図 英国の経済成長率及び財政収支見通し





### 3 . 財政再建とその他の政策との関係

#### ( 1 ) 財政再建と金融政策

財政再建が経済に及ぼす短期的な悪影響を和らげるために、緩和的な金融政策を実施することも、財政再建の実効性・持続性を高める上で有効

事例の一つが、アメリカのクリントン政権期の取組

- 精力的に財政再建策が進められる一方、景気が回復局面に入った後もしばらくは利上げに慎重な姿勢が採られ、金融面においても緩和的な金融政策が実施されたことが財政再建を後押し。
- 財政再建は軌道に乗り、98年度から01年度にかけて財政収支は黒字化。

#### ( 2 ) 規制改革等による潜在成長率の上昇を通じた財政再建

構造改革は、歳出削減のための個別の財政再建策と関連しているだけでなく、潜在成長率上昇を通じて、財政赤字GDP比の引下げに寄与

オーストラリアでは、以下の取組を実施

- 80年代より電気・通信、航空・鉄道を中心とした国営企業の民営化や資産売却を実施。
- 95年から国家競争政策を実施。これは、従来政府部門が独占していた分野に官民競争入札（市場化テスト）を導入したものであり、公共サービスのコスト削減が図られている。
- これらの構造改革により、70年代及び80年代に3/4%程度であったオーストラリアのTFP上昇率は、90年代に2%まで上昇（OECD（1999））。
- TFP上昇率が高まったことにより、オーストラリアの潜在成長率は上昇し、一連の構造改革は結果的に財政再建にも寄与したと評価できる。

#### 4．財政再建策の評価：財政再建を達成するためのポイント

##### (1) 緩やかなペースでの着実な財政再建により成長と両立

- 歳出削減、歳入増加等をしっかりと進め、構造的財政赤字を着実に削減。
- 財政再建は景気回復局面で開始することが望ましい。景気動向に十分留意し、適切なタイミング及びペースを選択する必要。

##### (2) 財政再建の実効性・持続性を高めるための制度・仕組みづくり

- 財政赤字削減策を着実に遂行するための法的枠組みを設けることも有用。
- その際、財政再建に持続的に取り組むため、エスケープ・クローズのような非常時への対処措置を設けることも重要。ただし、緩い運用や恣意的な運用によって実効性が失われないようにすることも必要。
- 予算編成プロセスを改革し、内閣のリーダーシップを強化する一方、所管分野内の配分については、大臣の裁量を拡大することも重要。
- 最近の動きとしては、予算作成機関から独立した専門性の高い財政政策機関による見通しの作成や、財政政策の評価等がみられる。

##### (3) 財政再建に対する国民の理解の確保（透明性の確保、説明責任の強化）

- 財政再建の目標・工程・ルールを明確化し、政府の強いコミットメントを通じて、財政再建に対する市場の信認を確保することが重要。
- 家計や企業にとっての先行きの不確実性の低下やリスクプレミアムの低下等を通じて、財政再建に伴う景気の下押し圧力を抑制する効果も期待できる。

##### (4) 規制改革と金融緩和による補完

- 規制改革等を通じて潜在GDPの底上げを図る。
- 緩和的な金融政策は、財政再建を補完する効果が期待される。

## 第3章 世界経済の見通しとリスク

本章では、アメリカ、ヨーロッパ、アジア各地域の先行きについて、想定されるシナリオを提示するとともに、シナリオに係るリスク要因について検討を行う。さらに、世界経済全体についても同様に、その見通しとリスクについて検討する。

なお、本見通しは、時々刻々と変化する経済情勢に応じて随時改定される性格のものであることに留意する必要がある。

### 第1節 アメリカ経済の見通しとリスク

アメリカ経済は、07年12月から始まった景気後退局面が09年6月に終了し、以後、回復局面に移行しているが、所得環境の改善の遅れや景気の先行き懸念等を背景に、家計部門及び企業部門の需要は弱く、回復のテンポは緩やかとなっている。以下では、アメリカ経済の先行きのシナリオとそれに対するリスク要因について検討する。

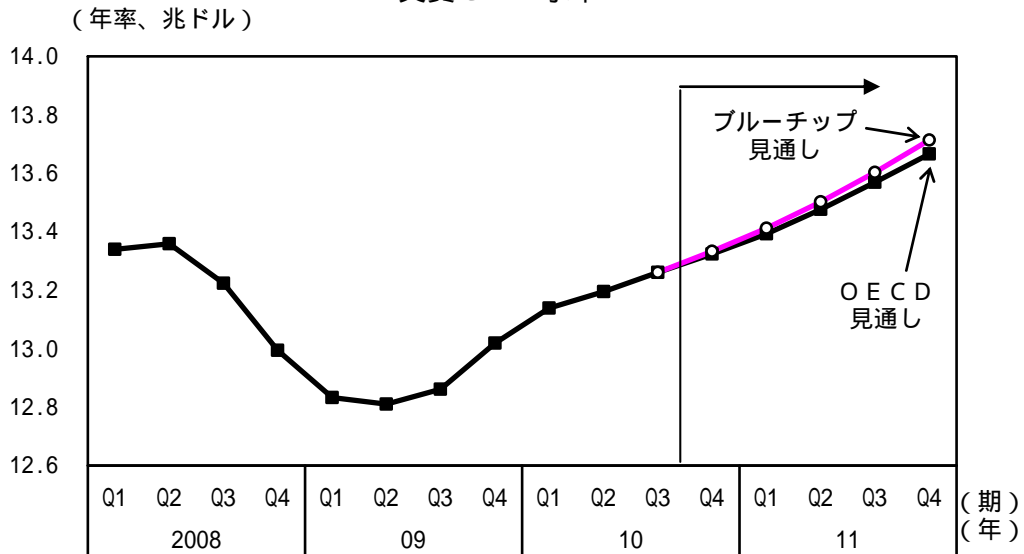
#### 1. 経済見通し（メインシナリオ） 緩やかな回復が続く見通し

アメリカでは、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ている。GDPの約7割を占める個人消費が5四半期連続で増加したほか、民間設備投資も3四半期連続で増加するなど堅調に推移しており、景気回復の自律性が増しつつある。ただし、住宅投資は、10年4月の住宅減税の終了を受けて市場が再び停滞しており、大きく減少している。

先行きについては、消費や設備投資の回復の自律性が増していくことから、徐々に成長率は高まっていくものと見込まれる。ただし、失業率の高止まりや信用収縮の継続、政策効果のはく落等により、内需の伸びが緩慢となることから、景気回復テンポは過去の回復局面に比べ緩やかになると考えられる。この結果、11年全体の実質経済成長率は、2%台前半となる可能性が高い。なお、失業率は、今後緩やかに低下していくことが予想されるものの、11年は9%前後、12年は8%前後とアメリカの構造的失業率(5~6%)を大きく上回り、依然として高い水準で推移する見通しである。

### 第3-1-1図 アメリカ経済の見通し

#### 実質GDP水準



#### 実質経済成長率

(%)

	2010年	11年			
	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
ブルーチップ (民間見通し平均)	2.2	2.4	2.7	3.0	3.3
OECD (11月18日)	1.9	2.1	2.5	2.8	2.9

#### 国際機関等の見通し

(%)

		2010年	11年
ブルーチップ (民間見通し平均) (11月10日)	上位10社	2.8	2.9
	平均	2.7	2.5
	下位10社	2.7	1.9
OECD (11月18日)		2.7	2.2
IMF (10月6日)		2.6	2.3
議会予算局 (CBO) (8月19日)		3.0	2.1
行政管理予算局 (OMB) (7月23日)		3.2	3.6

(備考) ブルーチップ・インディケータ (10年11月10日号) OECD “Economic Outlook 88” (10年11月18日) IMF “World Economic Outlook” (10年10月6日) アメリカ議会予算局 (10年8月19日) アメリカ行政管理予算局 (10年7月23日) より作成。

以下、個別の需要項目について概観する。

( i ) 個人消費

失業率の高止まりや信用収縮、家計のバランスシート調整の継続が見込まれるものの、景気の緩やかな回復に伴う資産価格の上昇や雇用環境の改善が期待されることから、引き続き緩やかな回復が続くと見込まれる。なお、10年末に失効するブッシュ減税の継続を前提としている。

( ii ) 住宅投資

住宅取得環境は良好であることから、住宅投資の持ち直しが期待されるものの、住宅市場は過剰在庫を抱え、また住宅価格は不安定な状況が続く見通しであることなどから、今後数年間は市場の調整が続く可能性が高い。このため、住宅投資の回復のテンポは過去に比べて極めて緩慢なものにとどまると考えられる。なお、住宅投資のGDPに占める割合は、サブプライム住宅ローン問題が発生する以前の2000年代前半における5～6%から、09年には2.7%となっており、経済成長に対する寄与度は低下している。

( iii ) 設備投資

内外の需要の緩やかな回復とともに幅広い産業で生産の増加が見込まれることから、設備投資は引き続きプラス成長を維持するものと見込まれる。ただし、信用収縮、とりわけ中小金融機関の経営悪化により中小企業の資金調達が困難な状況が続くほか、商業用不動産市場の停滞により構築物投資の伸びは軟調となることが予想されることから、投資全体の伸びは緩慢なものにとどまると見込まれる。

( iv ) 政府支出

10年10～12月期以降、財政刺激策の大幅な縮小が見込まれている。また、州・地方財政の悪化が続いており、広範な地域で歳出削減が行われている。オバマ政権はインフラ投資を中心とする追加財政刺激策を検討しているものの、歳出拡大を伴う措置については連邦議会との調整が難航することが予想されることから、政府支出は低調に推移する可能性が高い。

( v ) 外需

世界経済及び国内経済の緩やかな回復に伴い、輸出及び輸入は増加し、伸びを高

めていくと見込まれる。

## 2. 経済見通しに係るリスク要因

見通しに係る下振れリスクは半年前に比べて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) 失業率の高止まりの継続

10年5月以降、雇用の回復テンポは緩やかとなっており、失業率は10%近傍の高い水準が続いている。雇用のミスマッチが解消されない場合には、所得の回復の遅れから、消費・住宅等の家計部門に及ぼす影響が懸念される。

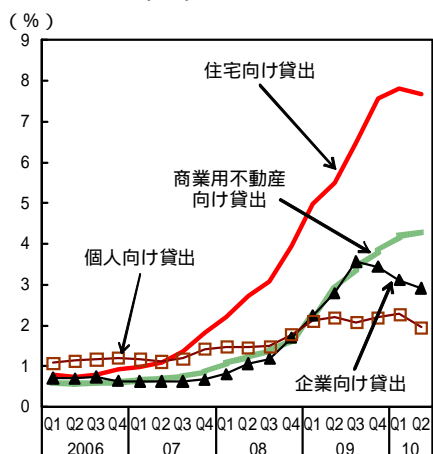
#### (ii) 信用収縮の継続

政府・FRBによる金融システム安定化策等の効果もあり、金融市場は改善が進んでいるものの、商業銀行部門(貸出部門)では不良債権比率は高い水準にあり(第3-1-2図)、特に中小金融機関では厳しい経営状況が続いている。金融機関の厳格な貸出態度が続く信用収縮が長期化する場合には、資金調達を間接金融に依存する中小企業の経営悪化や、家計による消費や住宅の購入が抑制される可能性がある。

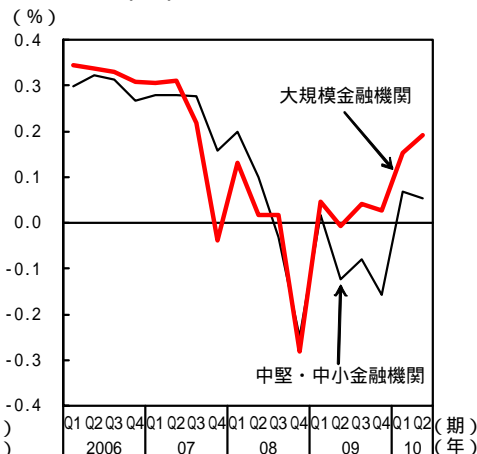
また、10年7月に成立した金融規制改革法に基づき、今後、金融規制の詳細が決定されるが、規制が著しく厳しい内容となる場合には、金融機関の経営悪化を通じて信用収縮が拡大するおそれがある。

第3-1-2図 金融機関の不良債権比率と総資産利益率

(1) 不良債権比率



(2) 総資産利益率



- (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同50億ドル未満の貯蓄金融機関を指す。

( iii ) デフレに陥るリスク

10年初以降、コア物価上昇率は低下傾向にあり足元では統計開始来最低の水準に達したほか、賃金上昇率も09年以降低下傾向にある。大幅なマイナスのGDPギャップの存在を考慮すると、物価上昇率は更に低下する可能性がある。また、現実の物価上昇率や賃金上昇率の低下により人々の期待インフレ率が適応的に低下していく場合には、コア物価上昇率が更に低下し、デフレに陥るリスクがある。

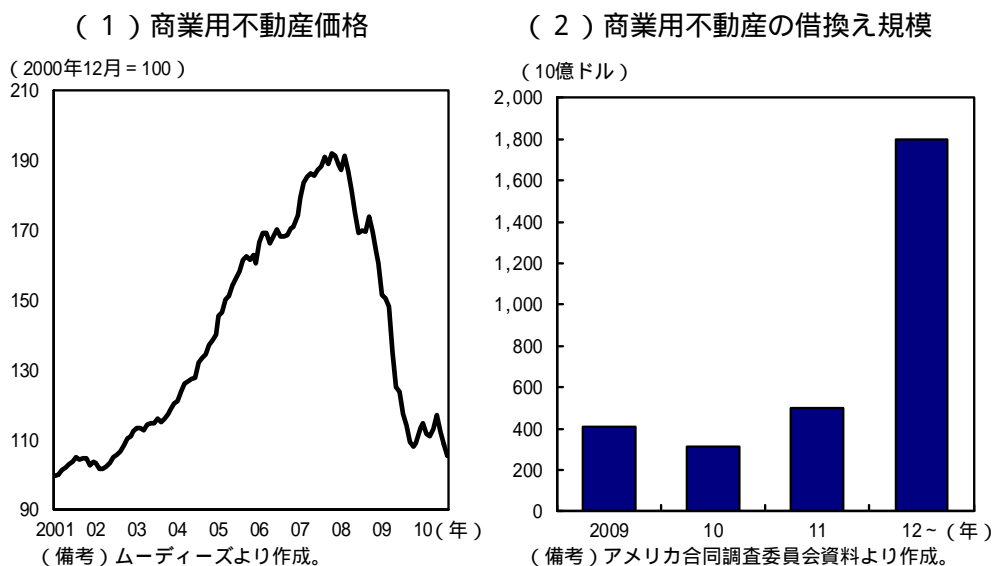
( iv ) 州財政の悪化による地域経済の低迷

世界金融・経済危機の発生以降、州の財政状況は著しく悪化しており、州政府全体では11年度も引き続き大幅な歳入不足となる見通しである。一部の州では、歳入不足を補うために増税や歳出削減等を実施しており、こうした状況が更に続けば地域経済への影響が懸念される。また、州財政は景気に遅行する傾向があることから、州財政の改善にはしばらく時間がかかると見込まれており、この場合、一部の地域経済の停滞が長期化する可能性がある。

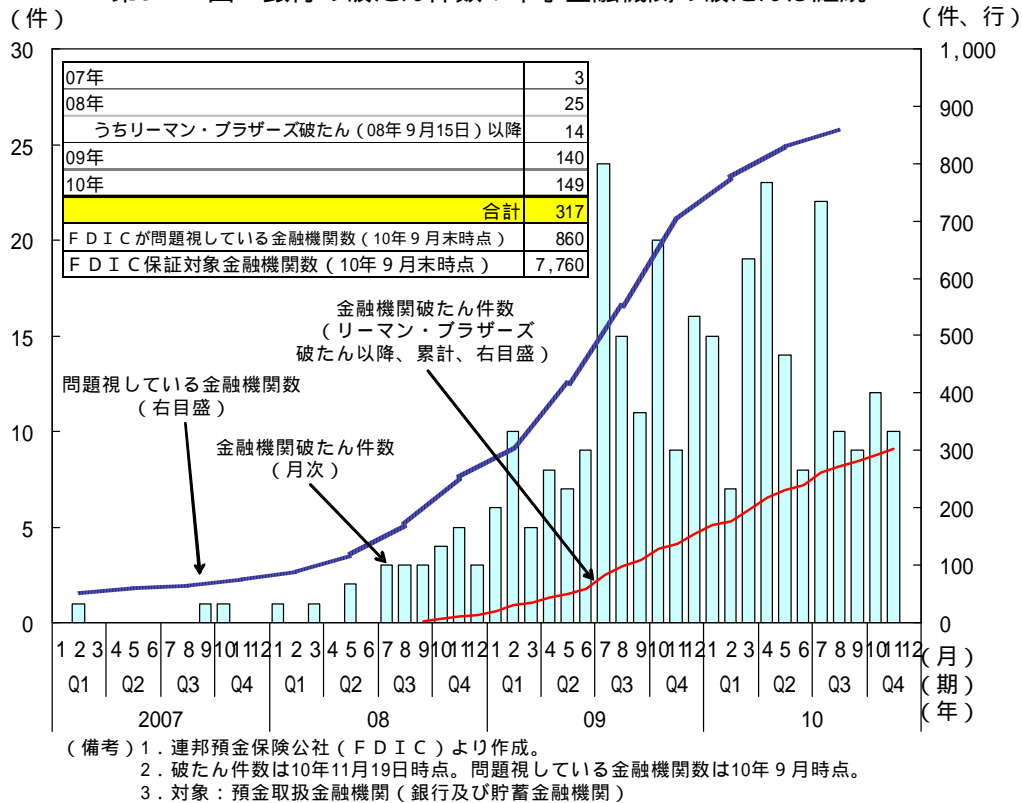
( v ) 商業用不動産市場の停滞と中堅・中小金融機関の経営悪化

商業用不動産市場は、価格が再び下落しており、不安定な状況が続いている（第3-1-3図）。商業用不動産向け貸出は、中堅・中小金融機関の収益の中核を担っているが、同貸出の不良債権比率は上昇を続けており、今後も厳しい経営が続くと見込まれる。不良債権の増加による保有資産の劣化が進んでおり、今後更に中堅・中小金融機関の経営破たんが拡大する場合には、金融不安が再燃する可能性がある（第3-1-4図）。加えて、同貸出は、今後数年間で満期が到来するものが多く、借換えができないことによる更なる市場の悪化も懸念される。

第3-1-3図 商業用不動産価格と借換え規模



第3-1-4図 銀行の破たん件数：中小金融機関の破たんは継続



(vi) 政策の継続性に関するリスク

10年10～12月期以降は、景気刺激策の規模が大幅に縮小し、政策効果のはく落の影響が懸念される。このうち、所得税減税(Making Work Pay)や失業保険給付等、一部のプログラムについては延長措置が検討されているものの、議会の調整が難航しこれらの措置が大幅に縮小あるいは見送られる場合には、景気回復が停滞する可能性がある。また、政策の継続性に対する不透明感が高まり、景気の先行きに対する不安が高まる場合には、家計や企業のマインドを低下させ需要を抑制するおそれがある。さらに、万が一ブッシュ減税が延長されない場合には、増税と同様の効果をもたらす、景気が再び後退するおそれがある。

上振れリスク

メインシナリオにおける想定以上に、景気の回復テンポが加速する場合の要因としては以下が考えられる。



( i ) 信用収縮の緩和

景気の回復に伴って、金融機関の経営状況の改善や家計・企業に対する信用リスクの低下が大きく進展したり、追加金融緩和策によって金融機関の信用創造が喚起され貸出が増加する場合には、消費や投資が拡大する可能性がある。

( ii ) 資産価格の上昇

追加金融緩和策の効果が想定以上に発現し、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。

( iii ) 期待インフレ率の上昇

追加金融緩和策の効果が想定以上に発現したり、ドル安が更に進行し輸入物価が上昇するなどにより、期待インフレ率が大幅に上昇した場合には、消費や設備投資の伸びが高まる可能性がある。

( iv ) 家計貯蓄率の低下による消費の拡大

家計がバランスシート調整を進めず、貯蓄率が想定以上に低下する場合には、個人消費が一時的に拡大する可能性がある。ただし、中長期的には、再びバランスシート調整による消費の停滞が起こる可能性がある。

( v ) 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。また、ドル安が更に進行したり、国家輸出戦略による支援が成果を挙げる場合には、輸出が更に拡大する可能性もある。

## 第2節 ヨーロッパ経済の見通しとリスク

ヨーロッパ地域では、失業率は総じて高水準であるものの、景気は総じて持ち直している。以下では、ヨーロッパ経済の先行きに係るメインシナリオと、それに対するリスク要因についてみていく。

### 1. 経済見通し（メインシナリオ） 持ち直しのスピードは緩やか

ヨーロッパでは景気は総じて持ち直している。ただし、10年7～9月期の実質経済成長率は、10年前半と比べると持ち直しのテンポは緩やかになっている。

また、国ごとにみると、ドイツでは成長率が高い伸びとなった一方、ギリシャでは8四半期連続で低下し、フランスやイタリアの成長率は低い伸びにとどまっている。輸出と生産の増加がけん引しているドイツと、輸出競争力が弱いことに加え、大規模な財政再建に取り組まなければならない南欧諸国の間では、ばらつきが大きい。

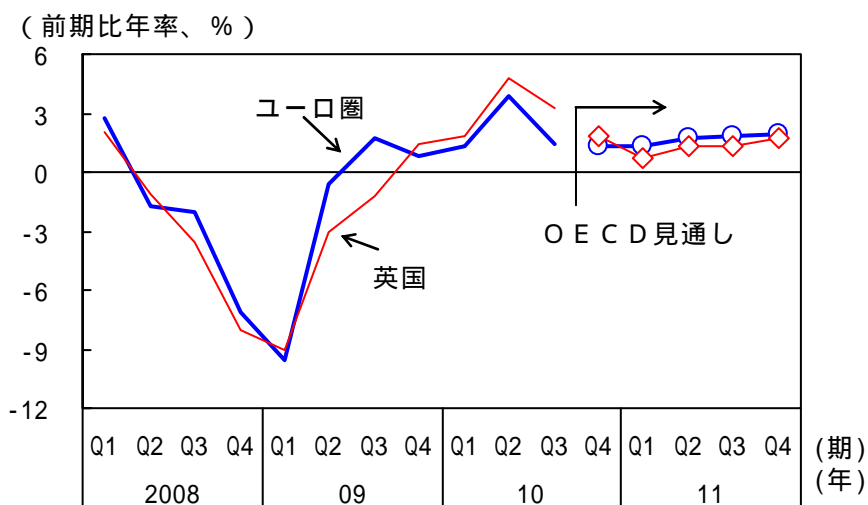
先行きについてみると、ヨーロッパ経済のけん引役であったドイツでは輸出と生産の伸びが鈍化しているものの、ヨーロッパ経済全体は基調として緩やかに持ち直していくと見込まれる。ただし、各国の財政緊縮による景気に対する下押しの影響に留意する必要がある。この結果、ユーロ圏における11年全体の实質経済成長率は、1%台半ばになると見込まれる。

内外需別にみると、外需は、輸出の増加が引き続きヨーロッパ地域の景気をけん引していくことが期待される。しかしながら、このところ国外向け製造業受注は伸びが鈍化していることから、これまでの輸出主導による景気の持ち直しの持続性については懸念が残る。

内需についてみると、ドイツでは、生産や輸出の増加が所得環境の好転を通じて既に個人消費に波及しており、景気の回復の自律性が高まっていることから、持ち直しが持続すると見込まれる。ただし、ヨーロッパ全体でみると、依然として失業率は高水準で推移しているなど景気の回復の自律性が乏しいことから、ドイツなど一部の国を除いて、雇用環境は厳しい状態が続くと見込まれる。このため、失業率は、10%近傍で高止まっていく状態が続くと見込まれる。

なお、国際機関等の実質経済成長率の見通しをみると、ドイツでは、フランスや英国の見通しと比べ高い伸びとなっており、引き続きドイツがヨーロッパの景気回復をけん引していくものと見込まれる（第3-2-1図、第3-2-2表）。

第3-2-1図 ヨーロッパ地域の実質経済成長率



第3-2-2表 国際機関等の実質経済成長率の見通し

(前年比、%)

		2010年	11年	12年
OECD (11月18日)	ユーロ圏	1.7	1.7	2.0
	ドイツ	3.5	2.5	2.2
	フランス	1.6	1.6	2.0
	英国	1.8	1.7	2.0
IMF (10月6日)	ユーロ圏	1.7	1.5	-
	ドイツ	3.3	2.0	-
	フランス	1.6	1.6	-
	英国	1.7	2.0	-
欧州委員会 (9月13日)	ユーロ圏	1.7	-	-
	ドイツ	3.4	-	-
	フランス	1.6	-	-
	英国	1.7	-	-
ECB (9月2日)	ユーロ圏	1.4~1.8 (中央値1.6)	0.5~2.3 (中央値1.4)	-

(備考) OECD “Economic Outlook 88”、欧州委員会 “Interim forecast September 2010”、IMF “World Economic Outlook”、ECB “Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area” より作成。

一方で、OECDの見通しによれば、ギリシャやポルトガルでは、11年の実質経済成長率はマイナスになることが見込まれており、ドイツとは対照的となっている。国ごとのばらつきが一層拡大することは、ヨーロッパ経済の安定的な成長への懸念とな

るおそれがある。

## 2. 経済見通しに係るリスク要因

ヨーロッパの経済の先行きに関しては、上振れリスクと下振れの両方が考えられるが、リスクのバランスは依然として下方に偏っている。

### 下振れリスク

#### (i) 財政の持続可能性への懸念と金融システム不安の再燃

財政の持続可能性への懸念は、ギリシャ財政危機後も依然として高まっており、ギリシャ同様に財政状況の悪化が著しいポルトガル、アイルランドを始めとする南欧諸国や中・東欧諸国の国債利回りやソブリンCDSは上昇している。また、スペインは、住宅バブル崩壊後の景気後退により失業率が20%以上と雇用の悪化が著しく、加えて、金融システム問題と景気後退の悪循環が懸念されており、財政状況が更に深刻化するおそれがある。こうしたことから、国債価格の急落（利回りは上昇）やソブリンCDSの急騰により、金融市場の混乱が深刻化し、景気回復が停滞するリスクがある。

また、財政の持続可能性への懸念から、財政状況が悪い国々の国債を保有する金融機関の健全性や、財政状況が悪い国々への対外与信残高が多い金融機関の経営に対する懸念が広がるリスクがある。

#### (ii) アメリカ、アジア経済の減速に伴う輸出の減少

今回の回復局面では、中国向けの輸出は、ユーロ圏の域外向け輸出構成比の6.5%（09年）と小さいが、伸びは大きいので輸出全体の伸びに占める寄与が大きい。

ユーロ圏の域外向け輸出構成比の11.9%（09年）を占めるアメリカ経済や、ユーロ圏の域外向け輸出構成比は小さいものの伸びが大きい中国経済が、これまでより減速した場合、景気のけん引役である輸出が減少する上、輸出の増加を背景に持ち直していた生産や個人消費への影響も考えられ、景気を下押しするリスクがある。

#### (iii) 雇用情勢の想定以上の深刻化

ヨーロッパ全体の失業率は、10%近傍で推移しており高止まっている。景気が自律的な回復に至らず、失業率がこれまで以上に上昇した場合には、所得環境や消費者マインドの悪化を通じて、個人消費を更に下押しするリスクがある。

## 上振れリスク

上記のメインシナリオに反して、以下の場合には予想外に速い景気の回復ペースとなる可能性もある。

## 世界経済の想定以上の回復に伴う輸出拡大

主要な輸出先であるアメリカ、中国の景気が力強いものになった場合、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。また、ドイツ等のヨーロッパ主要国は、貿易、投資等を通じて中・東欧諸国経済との結びつきを深めている。中・東欧諸国経済の景気が下げ止まってきているため、中・東欧諸国向けの輸出が増加する可能性がある。

### 第3節 アジア経済の見通しとリスク

アジア経済は、インドでは景気拡大が続いているが、中国では景気の拡大テンポはやや緩やかになっており、韓国・台湾・ASEAN地域でも総じて回復のテンポがやや緩やかになっている。以下では、アジア経済の先行きに係るメインシナリオとそれに対するリスク要因についてみていく。

#### 1. 経済見通し（メインシナリオ） 拡大ないし回復傾向が続く

中国では、景気は内需を中心に拡大しているが、内需の伸びの一服や政府の政策スタンスの変化による影響等から、10年半ば頃から拡大テンポはやや緩やかになっている。先行きについては、輸出は、欧米の景気回復が緩やかなことから力強さに欠ける動きが続く一方、内需は、11年以降、4兆元の対策や消費刺激策の一部終了の影響もあるものの、引き続き堅調な推移が見込まれる。こうしたことから、テンポは緩やかになるものの拡大傾向が続くとみられる。

インドでは、景気は内需を中心に拡大している。先行きについては、引き続き内需が堅調に推移すると見込まれることから、拡大傾向が続くとみられる。

韓国・台湾・ASEAN地域をみると、総じて景気は回復しているが、中国向けを中心とした輸出の鈍化やIT製品を中心とする在庫調整の動き等から、回復テンポはやや緩やかとなっている。これらの地域では、総じて輸出のGDP比が高いことから、景気は世界経済、とりわけ中国経済の動向の影響を受けやすい。先行きについては、世界経済は基調としては緩やかな回復が続くと見込まれること、中国経済はテンポが緩やかになるものの景気拡大が続くと見込まれることなどから、これらの地域もテンポは緩やかになるものの回復傾向が続くと見込まれる。

国際機関の見通しをみると、11年の成長率は、中国では8～9%台へ、韓国・台湾・ASEAN地域については、インドネシアを除き、おおむね4～5%台へと、10年からは鈍化する見込みとなっている。インドネシアについては、内需の力強い拡大により10年と同程度の成長を維持する見込みとなっている。また、インドについては、8%台の成長が見込まれている。こうした見方は、おおむね妥当と考える。

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、%)

	09年 実績	I M F (10年10月)		A D B (10年9月)		O E C D (10年11月)		世界銀行 (10年10月)	
		10年	11年	10年	11年	10年	11年	10年	11年
中国	9.1	10.5	9.6	9.6	9.1	10.5	9.7	10.0	8.7
インド	7.4	9.7	8.4	8.5	8.7	9.1	8.2	-	-
韓国	0.2	6.1	4.5	6.0	4.6	6.2	4.3	-	-
台湾	1.9	9.3	4.4	7.7	4.0	-	-	-	-
シンガポール	1.3	15.0	4.5	14.0	5.0	-	-	-	-
タイ	2.2	7.5	4.0	7.0	4.5	-	-	7.5	3.2
マレーシア	1.7	6.7	5.3	6.8	5.0	-	-	7.4	4.8
インドネシア	4.5	6.0	6.2	6.1	6.3	6.1	6.3	6.0	6.2

- (備考) 1. I M F “ World Economic Outlook ” ( 10年10月 6 日 )、A D B “ Asian Development Outlook 2010 Update ” ( 10年 9 月28日 )、O E C D “ Economic Outlook 88 ” ( 10年11月18日 )、世界銀行 “ East Asia and Pacific Economic Update 2010, Volume 2 ” ( 10年10月19日 )、世界銀行 “ China Quarterly Update, November 2010 ” ( 10年11月 3 日 ) より作成。  
2. インドの09年実績、A D B 及びO E C D の見通しは、年度 ( 4 月 ~ 翌年 3 月 )。また、09年実績は要素価格表示ベース、I M F 及びO E C D の見通しは市場価格表示ベース。

## 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。なお、中国については、今後の金融政策や消費刺激策を始めとする様々な政策の方向性に依存するところも大きく、政策次第で上振れ、下振れ両方の可能性があり得る。また、中国の動向により、韓国・台湾・A S E A N 地域についても影響を受ける可能性がある。

### 下振れリスク

#### ( i ) 中国における不動産価格の上昇とそれに対応した引締め強化による内需への影響

中国では、世界金融危機発生後の金融緩和を背景に、不動産向け貸出が急増し、09 年半ば頃から不動産価格が上昇するなど、不動産市場過熱が懸念されてきた。10 年に入り、4 月、9 月の 2 回にわたって、不動産価格抑制策が打ち出されたものの、なお不動産価格は上昇している。今後、不動産価格の上昇が更に加速し、更なる引締め策が採られ、その効果が予想以上に強く現れた場合には、資産価格の急速な下落や内需の急激な冷え込みをもたらし、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回復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。

( ii ) 中国やインドにおけるインフレの加速とそれに伴う消費への下押し圧力

中国では、消費者物価上昇率が高まってきており、10年10月には4.4%となった。現在の物価上昇は、天候要因等による食品価格の上昇が主因であるが、コア消費者物価上昇率も、低水準ながら緩やかに上昇しているなど、警戒が必要な状況となっている。また、インドでも、食品価格の上昇や内需拡大を背景に、物価上昇圧力が高まっており、10年に入り、6回の政策金利の引上げを行い、インフレの沈静化を図っているが、卸売物価上昇率はなお高水準で推移している。両国において、今後も更なる物価上昇が続いた場合には、消費への下押し圧力となることが懸念される。

( iii ) 過度な資金流入

先進国における緩和的な金融政策が、先進国と比較してアジア等新興国の好調な成長見通しと結びついて資金流入をもたらしており、一部で資産価格の大幅な上昇や為替の増価がみられる。これに対し、10年半ば頃から資本流入規制や不動産価格抑制策の強化等の措置が採られているが、こうした措置にもかかわらず、今後も資金流入が継続する可能性が高い。それにより、為替の著しい増価が続いた場合には、輸出競争力への影響を通じて、景気を下押しするおそれがある。

また、資産価格の更なる上昇は、短期的には資産効果を通じて成長率を高める効果をもたらすことが考えられ得るが、何らかのきっかけで国際金融資本市場の流れが変わり、アジア等新興国から急激に資金が流出した場合には、将来的に金融システムの安定性を脅かす可能性も考えられる。

( iv ) 先進国の景気回復の停滞に伴う輸出の低迷

欧米では、景気は回復しているが、そのペースは緩やかとなっており、さらに、高水準の失業率や信用収縮の継続等、依然として景気の下押し圧力が存在している。欧米の景気回復が停滞すれば、輸出への影響を通じて、特に、国内市場の小さい韓国、台湾、シンガポール等においても景気回復のペースが緩やかになるおそれがあり、また、中国においても景気拡大ペースが緩やかになるおそれがある。さらに、韓国や台湾において、主要産業であるIT製品を中心とした在庫調整局面が長期化するおそれがある。

短期的な上振れリスク

景気の短期的な上振れ要因として、以下の点が考えられる。



## 資金流入を背景とした資産価格の上昇

上記のように、先進国における緩和的な金融政策により資金流入がもたらされており、一部の国を中心に資産価格の大幅な上昇がみられる。資産価格の上昇が続く場合には、資産効果を通じて短期的には成長率を高める要因となり得る。

## 第4節 世界経済全体の見通しとリスク

これまで、アメリカ、ヨーロッパ、アジアの各地域の見通しとリスクをみてきたが、ここでは、これらを総合して世界経済全体について見通しとリスクを検討する。

### 1. 経済見通し（メインシナリオ） 緩やかな回復が続く

世界経済は、失業率が高水準であるなど引き続き深刻な状況にあるが、景気は緩やかに回復している。先行きについては、アメリカでは基調としては緩やかな回復が続くと見込まれる。アジアではテンポは緩やかになるものの、拡大ないし回復傾向が続くと見込まれる。また、ヨーロッパでは基調としては緩やかに持ち直していくと見込まれる。以上のことから、世界経済全体としては、緩やかな回復が続くと見込まれ、11年全体の実質経済成長率は3%台前半になると見込まれる。なお、国際機関及び民間機関の世界経済の見通しをみると、11年全体の実質経済成長率は、どちらもおおむね3%台前半となっている。

### 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) ヨーロッパの財政状況への懸念による金融システム問題の再燃

ギリシャ財政危機に端を発した金融資本市場の混乱と、他のヨーロッパ諸国の財政状況やヨーロッパ諸国の金融システムに対する懸念の広がり、10年5月のIMF、EU等によるギリシャ支援策の決定及び欧州金融安定化メカニズム(7,500億ユーロの基金)の設立合意や、7月の欧州銀行監督委員会によるストレステストの結果の公表により、落ち着いた見せ方を示した。しかし、ヨーロッパの一部の国々の財政状況は依然として深刻な状況にあり、10年11月には、アイルランドが欧州金融安定化メカニズム等に基づく支援を受けることを決定するなど、10年秋から問題が再燃している。

こうした懸念が国際金融市場全体に広がれば、株価の下落など資産効果を通じて

世界各国の個人消費の伸びを抑制するほか、ヨーロッパの景気の悪化を受けて、アメリカ、中国等の輸出が減速する可能性があり、ヨーロッパを震源に、再び景気が世界的に低迷するおそれがある。

(ii) 新興国への過度な資金流入

先進国では、緩和的な金融政策が継続しており、先進国と比較して好調な成長見通しであることなどを背景に、アジア等新興国に資金が流入している。こうした資金の大量の流入は、アジア等新興国の資産価格の急速な上昇をもたらしており、一部では資産バブルの懸念が高まっている。これに対し、アジア等新興国の一部の国・地域では、政策金利を引き上げるなど金融引締め策を採っている。仮に、こうした引締めの効果が予想以上に現れた場合には、資産価格の急落を通じて内需の冷え込みをもたらす可能性がある。他方、もし何らかのきっかけで国際金融資本市場の流れが変わり、アジア等新興国から急激に資金が流出した場合には、新興国の金融システムやマクロ経済全体の安定性を脅かす可能性がある。世界金融危機発生以降、アジア地域は世界の成長のけん引役となっており、アジア経済が大幅に減速した場合には、世界全体の景気回復が阻害されるおそれがある。

(iii) 同時的な過度の財政緊縮による景気回復の遅れ

世界金融危機発生後の世界経済の回復は、いまだ緩やかである。しかし、欧米を始めとする先進国では、08年の世界金融危機発生以降に打ち出した前例のない規模による財政拡大や、景気の減速による税収の減少により、財政状況が悪化している。

こうしたことから、10年6月のG20トロント・サミットにおいて、日本を除く先進国では、13年までに財政赤字を少なくとも半減することが合意されているが、各国がこうしたコミットメントを具体化していく過程で、仮に、景気動向に照らして過度の財政緊縮が前倒しで同時に実施された場合、景気回復が阻害されるおそれがある。

(iv) 保護主義の台頭による世界貿易の収縮

世界金融危機の震源となった欧米諸国では、高い失業率や信用収縮、家計のバランスシート調整のため、内需の回復が緩やかなものとなっており、輸出への期待が高まっている。例えば、アメリカでは、5年間で輸出を倍増することを目標に国家輸出戦略を実施している。また、アジア等新興国へのインフラ輸出や新規市場開拓をめぐり、政府を巻き込んだ各国の競争が激化している。こうした中で、10年11月

のG20ソウル・サミットでは、各国は、いかなる新たな保護主義的措置も是正することに合意した。しかしながら、こうした合意にもかかわらず、仮に、各国が自国の利益を優先し、保護主義的な対応をとった場合には、結果として世界貿易が収縮し、景気回復が阻害されるおそれがある。

#### (v) 国際商品価格の上昇

先進国において緩和的な金融政策が継続していることにより、世界的に過剰な資金が滞留している状況にある。こうした資金が投資先を求めて、原油、金属(銅等)、穀物等の国際商品市場に流入し、国際商品価格が上昇していく場合には、实体经济に悪影響を及ぼす可能性がある。

#### 短期的な上振れリスク

景気の短期的な上振れ要因として、以下の点が考えられる。

#### 資産価格等の上昇

前述のように、世界的に過剰な資金が滞留している状況にあり、こうした資金が投資先を求めてアジア等新興国に流入し、一部で資産価格の上昇をもたらしている。既に一部の国・地域では、資本流入規制や不動産価格抑制策を採っているものの、資産価格の上昇が今後も継続する場合には、資産効果を通じて短期的には成長率を高める要因となる。ただし、資産価格の上昇が続き、景気が過熱する場合には、更に大幅な金融引締めを行わざるを得なくなり、この場合、結果として資産価格が急激に下落し、实体经济に悪影響を及ぼす可能性がある。

お問い合わせは、内閣府海外経済担当参事官室までご連絡下さい。

電話：東京 (03) 3581-0056 （ダイヤルイン）