

2013年の内外経済金融の展望

——総選挙後の金融財政政策への注目高まる——

主席研究員 南 武志 主席研究員 山口勝義
主任研究員 木村俊文 研究員 王 雷軒

〔要 旨〕

- 1 2012年の世界経済を振り返ると、年央にかけて先進国・新興国ともに減速傾向が強まるなど、それまでの「二極化現象」が解消する動きがみられた。加えて、世界的にリスク回避的な行動が継続したことから円高も定着し、わが国経済の牽引役である輸出は低調に推移した。また、秋には日中関係の急速な悪化による対中輸出が大幅減となったほか、エコカー購入補助金終了で乗用車販売も落ち込むなど、年末にかけて国内景気の悪化が進行した。
- 2 先進国は、今もなお、08年秋以降に発生した世界同時不況の後遺症に悩まされ続けているが、総じて財政状況の悪化への警戒感が高く、財政健全化への動きも始まっている。しかし、日本・米国・欧州でのこれまでの経験を総合すると、性急な緊縮策は景気悪化、さらには財政状況の悪化を招いてしまう。つまりは、経済成長と調和のとれるペースで財政健全化を進めないと、結果が伴わない、という教訓を生かすべきである。
- 3 13年の海外経済を展望すると、債務危機の長期化が予想される欧州は引き続き低迷が続くが、米国、中国などでは持ち直しの動きが徐々に強まるだろう。米国経済は、住宅バブル崩壊などの調整圧力が緩和しており、年前半は「財政の崖」の影響が出るだろうが、徐々に持ち直し傾向を強めていくだろう。景気減速が続いてきた中国経済も、12年秋にはすでに底入れしており、これまでの景気刺激策の効果によって、13年は8%成長に復帰するだろう。
- 4 12年度入り後は景気の悪化傾向が続いていた国内経済であるが、13年に入ると、世界経済にやや明るさが見えてくるため、輸出が回復に転じるほか、復興需要の強まりなどもあり、持ち直しに転じてくるだろう。さらに年度下期には消費税増税前の駆け込み需要も発生し、景気が一時的に押し上げられる。ただし、14年度に入ればその反動で再び景気が悪化する可能性もある。物価動向については引き続きデフレ色が残ると予想する。なお、消費税増税を前に、総選挙後はデフレ脱却や成長促進に向けて積極的な経済政策運営に転換される可能性もある。そうなれば、9年ぶりの水準まで低下した長期金利も上昇に転じる可能性もあるだろう。

目次

はじめに

——混沌とした世界経済情勢——

1 先進国における財政悪化問題

- (1) 欧州の財政問題
- (2) 米国の財政問題
- (3) わが国の財政問題

2 海外経済金融の展望

- (1) 米国経済の展望

(2) 欧州経済の展望

(3) 中国経済の展望

3 国内経済金融の注目点と展望

- (1) 当面の政策運営
- (2) 国内経済・物価の展望
- (3) 長期金利は一転して上昇する可能性も

おわりに

——次の成長エンジンは何か——

はじめに

——混沌とした世界経済情勢——

2012年の内外経済を振り返ると、それまで強まっていた先進国・新興国の「二極化」の動きが弱まり、ともに景気減速への懸念が高まった（第1図）。先進国では引き続き低空飛行状態を続けた結果、欧州では債務問題が、米国では雇用問題が、そして日本ではデフレ問題が懸案事項として残った。

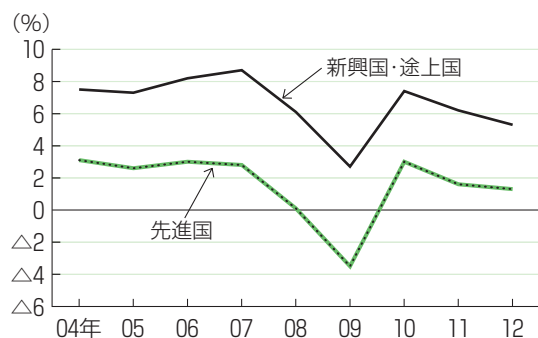
一方、新興国では過去のインフレ・バブルへの警戒としての引締め政策の効果によって、想定以上に景気が減速した。特に、

世界第二位の経済大国である中国では、これまでの投資主導による成長モデルの限界が意識されている。わが国においても、大震災復興への動きは鈍く、国内経済は海外経済の減速や歴史的な水準で定着した円高の影響で、景気は弱含みを続けた。

こうしたなか、12年後半にかけて米国では「財政の崖」への警戒感が強まっているほか、わが国においても消費税増税を含む「社会保障と税の一体改革」が動き始めている。そして、言うまでもなく、欧州は債務危機の収束に向けて緊縮策を実施しているが、それが景気悪化を招くなど、目標達成が危ぶまれている。このように、先進国では押し並べて財政健全化が大きなテーマとなっている。

本稿では、財政問題を取り上げて課題を整理しつつ、2013年の内外経済・金融情勢について展望していきたい。

第1図 減速した世界経済(実質成長率)



資料 IMFから作成
(注) 2012年はIMF予測。

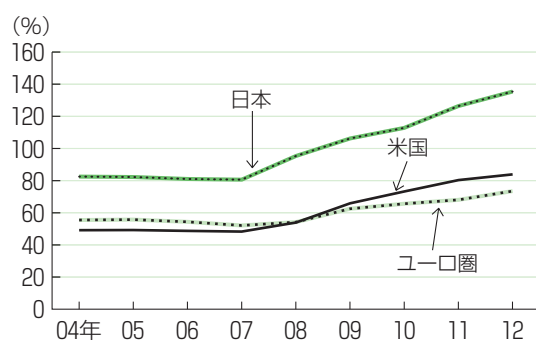
1 先進国における財政悪化問題

リーマン・ショック後の世界同時不況は

「100年に一度」「世界大恐慌以来」の非常事態であるとの認識から、主要国では国際協調体制の下、非伝統的な領域にまで踏み込んだ金融政策や手厚い金融システム安定化策に加え、従来の一定のルールの下での財政政策運営から逸脱した積極財政を展開した。その結果、09年半ばまでには世界経済は危機的な状況を脱したが、その後の景気回復テンポは、バランスシート調整を伴っていたがゆえに鈍いままであった。一方で金融システム安定化や景気刺激のために巨額の財政資金が投入されたこともあり、特に先進国での財政赤字問題が浮上した（第2図）。

特に、過去の粉飾が露見したギリシャを皮切りに、ユーロ圏諸国内で財政赤字問題が広がり、統一通貨ユーロへの懸念も強まっている。米国でも、2000年代に入ってから軍事行動や大型減税措置などによって財政赤字が拡大する方向にあり、特に近年は設定された連邦債務上限に抵触する恐れが幾度となく浮上している。わが国でも、累積債務は世界有数の水準であるほか、単年度の予算でも国債発行額が租税収入を上

第2図 先進国の財政状況(純負債/名目GDP)



資料、(注)とも第1図に同じ

回る事態が続いている。

以下では、先進国における現在・過去の財政問題を振り返り、今後、財政健全化を着実に推進していく上で何が求められているかを考えてみたい。

(1) 欧州の財政問題

12年9月に欧州中央銀行（ECB）が新たな国債購入策（OMT）の導入を決定したこと等を受けて、ユーロ圏の市場は足元では一応の落ち着きを取り戻している。

しかしながら、財政悪化国の債務の持続可能性の問題は残されており、09年10月にギリシャで政権交代を機に表面化し、その後、他の国々を巻き込みつつ、また銀行の財務悪化等を通じて世界的に問題を波及させる可能性をもはらみながら拡大したユーロ圏の財政危機は、発端から3年以上を経過した今も、その収束の目途は立っていない。

またこの間、ユーロ圏では各国での緊縮財政による内需の抑制に加え、依然として脆弱な金融機能や、財政危機が長期化するとの見通しに伴う投資や消費行動の保守化を主因として経済成長の停滞が継続しており、これがまた財政改革や経済構造改革の進捗の妨げとなっている。

現在も進行中の財政危機ではあるが、これまでのユーロ圏の経験からは、以下の教訓を読み取ることができる。

a 改革と成長のバランスの重要性

経済成長は、プライマリー・バランスの

改善や、国債利回りを上回る経済成長率を維持することによる債務残高の削減効果などを通じ、財政改革に対し大変重要な意味を持っている。また、財政の健全性は、通常、財政赤字や債務残高のGDP対比の比率により測られることから、分母であるGDPを増加させる意味が大きいということになる。しかしながらユーロ圏では、財政改革を急ぐあまり経済が停滞し、その結果改革は遅延し、追加的な緊縮策等がさらに経済の停滞を深刻化させるという悪循環に陥ることとなってしまった。

こうした情勢に対し、国際通貨基金（IMF）は、財政に余裕があり市場の圧力が強くない国では財政改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長に配慮すべきとの考え方を示したほか、最近の環境下では、緊縮財政が経済活動に及ぼす負の影響の程度が増大している可能性があることを指摘している。

これ以上の負担増を回避したい支援国の思惑もあり、その後もユーロ圏では基本的に改革を最優先する立場を引き続き維持している。しかし、悪循環に陥った上記のユーロ圏での経緯は、改革を着実に進めるうえでは、むしろ財政改革と経済成長との間でのバランスが取れた政策運営を行うことの重要性を示唆しているものと考えられる。

b 市場急変に備えた改革の重要性

ユーロ圏では、何らかの要因によりいったん国債利回りが上昇し始めると、市場センチメントが急速に悪化し、一方向の利回

り上昇となるケースがしばしば見られた。この場合、ギリシャのように、当初は単に国債消化に支障をきたした資金繰りの問題と捉えられていたものが、国債費の急上昇も加わり短期間のうちに債務返済能力の問題に拡大した事例もある。

こうしたユーロ圏における経験からすれば、巨額の政府債務残高を抱えながら、様々な固有の要因により現在のところ低位で安定的な国債利回りを享受している日本においても、わずかの環境変化が突然の利回り上昇をもたらし、大きな市場混乱で債務の持続可能性が損なわれる可能性がないとは言えない。このため、潜在的に大きなリスクが存在する場合には、早い段階からの、市場の急変に備えた計画的な財政改革への取組みが重要であると考えられる。

c 政策の透明性と政治指導力の重要性

ユーロ圏では、イタリアでベルルスコーニ前首相からモンティ首相に交代したことで、ようやく諸改革が軌道に乗り市場の安定を回復した事例がある。ここに現れているように、改革に取り組むに当たっては、政策の透明性や強力な政治指導力が重要であることが指摘できる。

また、改革の結果、数年後にはより健全な経済環境がもたらされるとの期待感を醸成することが、企業や家計の経済活動を支え経済成長の大幅な落ち込みを回避するうえで有効とみられる。このためには、中期的に一貫した実効性のある財政改革計画を明確化するとともに、必要に応じ当初の計

画を適切に見直すことで今後の改革の進展に対する不透明感の軽減を図ることが重要であり、そのためには安定的で強力な政治指導力が求められることになる。

d 銀行のリスク管理の重要性

ユーロ圏の財政悪化国では、国債の利回り上昇が銀行の財務を悪化させ、また銀行の経営難が国家の財政負担を増加させることで、国家のリスクと銀行のリスクの負の連鎖が大きな問題となった。また、一時、銀行の経営難が国境を越えて財政危機の影響を世界に波及させる可能性も高まった。

運用難の日本以外にも、一般的に銀行は担保目的やリスク規制上の要因等で国債を大量に保有していることが通例である。このため、いったん国債利回りが上昇を開始した場合には銀行によるポジション調整が利回り上昇を加速させる可能性があるほか、ユーロ圏での経験と同様に国家のリスクと銀行のリスクの連鎖により財政問題の解決を困難化させる事態が想定される。また、金融機能の低下は経済活動の沈滞を長期化させ、危機からの回復に一層長期間を必要とする傾向がある点にも注意が必要である。

このため、平常時からの厳格な銀行のリスク管理が求められている。

(2) 米国の財政問題

米連邦政府の債務残高は、レーガン政権初期の81年に初めて1兆ドルに達し、ブッシュ政権末期の08年に10兆ドルを突破した。とりわけ、01年の同時テロ以降はイラクや

アフガニスタンでの戦費負担が増大したことに加え、所得税率の引下げなど大型減税が実施されたことから債務増加ペースが拡大した。

さらに08年の金融危機以降は、成長減速の一方で税収の落ち込みや財政出動による景気刺激策が実施されたことから、債務が急激に膨張している。12年11月末の債務残高は16.37兆ドルと、再び法定上限（16.39兆ドル）に抵触する可能性が高まっている。

a 米国における財政健全化の手法

米国では、足元で財政赤字が4年連続で1兆ドル超と未曾有の水準となっており、長期持続的な観点から財政の健全性が懸念されている。しかし、90年代後半には歳出抑制策や増税のほか、好景気による税収増もあり、黒字に転換した時期もあった。この90年代の財政再建過程においては、次に挙げる2つの赤字抑制ルールが奏効したと思われる。

第一は、裁量的経費を管理する「キャップ」である。この制度は、目標年限（5年先）まで、年度ごとに上限額（キャップ）を定めて歳出管理を行うものである。ただし、上限額は、物価上昇や緊急対策などにより調整可能とされた。裁量的経費は、国防費の削減により対GDP比で2000年度に6.3%と、90年度（8.7%）から2.4ポイント低下した。

第二は、義務的経費・税制に関する「PAYG（ペイ・アズ・ユー・ゴー）原則」である。この制度は、新規政策や制度変更により義務的経費を増加させたり減税を行ったりする

場合、同一年度にそれに見合った義務的経費の削減、または増税を行うものである。義務的経費は、医療費が増加したにもかかわらず、対GDP比で2000年度に9.8%と、90年度（9.9%）から小幅に低下した。この間に好景気で成長拡大したことから支出割合が低下した影響はあるものの、この原則には経費増加を伴うような新しい法案の成立を抑止する効果があったと考えられる。

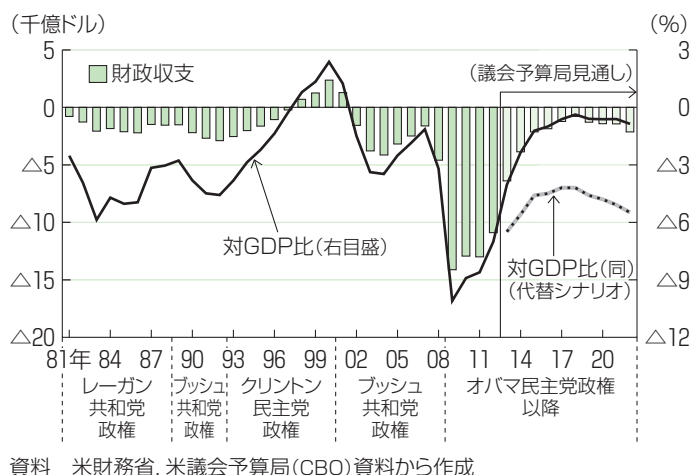
なお、「キャップ」「PAYG原則」とともに90年に創設され、当初は95年度までの時限措置として始まったが、最終的に02年度まで2回延長された。その後、ブッシュ政権で失効となったものの、財政健全性問題の再浮上を受け、オバマ政権が10年2月に「PAYG原則」を復活させた。

また、11年8月に成立した債務上限引上げ法では、今後10年間で9,170億ドルを削減するといった「キャップ」を採用したほか、期限までに超党派委員会で赤字削減案を策定することができなかったため、13年1月から強制的に歳出カット（国防費を中心に10年間で1.2兆ドル削減）を行うというさらに厳しい「キャップ」が導入されることとなり、これらが「財政の崖」を引き起こす一因となっている。

b 米財政の将来展望

12年10月に公表された米議会予算局（CBO）による22年度までの財政見通し（第3図）によれば、13年度は歳入が前年比

第3図 米国の連邦財政赤字



19.6%の2兆9,130億ドルと大幅に増加するのに対して、歳出は同△0.3%の3兆5,540億ドルと減少、すなわち「財政の崖」が発動されることから、財政赤字は同△41.2%の6,410億ドル（対GDP比4.0%）になる見通しとなっている。

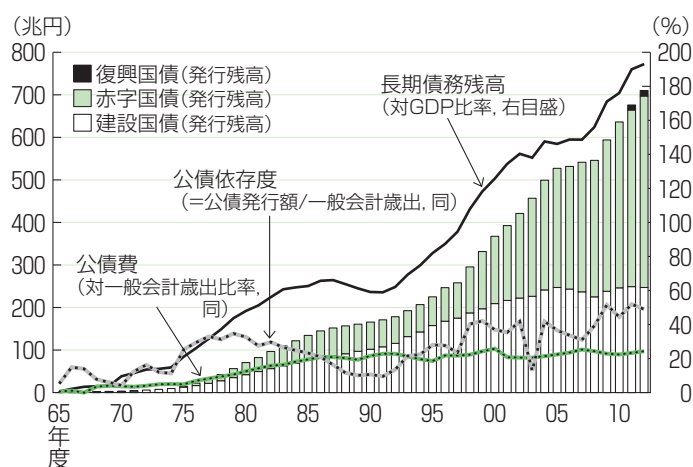
また、長期見通しでも、引き続き赤字削減策の実施を前提としていることから、その後も財政赤字が改善し、18年度には790億ドル（対GDP比0.4%）まで減少する見通しとなっている。それでも、高齢化の進行を背景に医療費関連の支出拡大には歯止めがかからず、その後は再び緩やかに悪化すると見込まれている。

一方、図示した代替シナリオのとおり、米議会が減税再延長や強制歳出削減の先送りなど「財政の崖」回避策を採用した場合には、赤字削減のペースは緩慢なものとなり、GDP比4%台までしか改善しない見通しとなっている。

こうしたなか、経済協力開発機構（OECD）は、12年11月に公表した最新の経済見通し

のなかで、米国の財政について、持続可能な軌道に乗せるためには多額の赤字削減の必要があるものの、景気回復が脆弱であることから緩やかなペースで行うべきとの見方を示した。つまり、景気回復を犠牲にしてまで財政健全化を進めるべきではなく、改革と成長のバランスを考慮しながら取り組むことが重要との指摘だと言えるだろう。

第4図 日本財政の概要



資料 内閣府、財務省資料から作成
(注) 10年度までは決算、11年度は第4次補正後、12年度は当初予算案ベース。

(3) わが国の財政問題

近年、「日本病」もしくは「日本化」という言葉が聞かれるが、欧米各国ではバブル崩壊後の日本と同様、金融政策を非伝統的な領域まで踏み込むほどの緩和策を講じるなかで、一向にデフレギャップが解消せず、財政悪化問題に悩まされ続けている。改めて言うまでもなく、わが国の財政状況は世界有数の悪化状態と言えるが、長期金利は歴史的な低水準を続けるなど、表面的には債務危機が発生する兆しは見えない。

とはいえ、欧州債務問題が解決方向に向かう、もしくは更なる高齢化の進行などによって国内貯蓄の減少が始まれば、長期金利の急上昇が起きる可能性は否定できない。

a わが国財政の特徴

わが国の財政の特徴を簡単に整理しよう（第4図）。

一般会計の歳入は、10年度以降、公債金収入が租税収入を上回る状況が続いている。結果的に、租税負担率は22.0%（09年）

と、先進国のなかでは米国（09年21.6%）に次ぐ低い水準である。なお、上記の公債金収入（新規財源債）は、財政運営戦略における中期財政フレームにおいて44兆円以下に抑制されているが、これまでに発行した国債の償還費調達のための借換債発行は100兆円前後での推移となっている。

歳出面では、高齢化の進行などで社会保障関連費が歳出の3割程度（12年度29.2%）まで上昇、これに地方交付税交付金等（同18.4%）、国債費（同24.3%）を加えると7割超となる。近年は、デフレ長期化や景気低迷の影響もあり、長期金利が歴史的な低水準で推移していることから、国債発行残高が約700兆円まで膨らんでも国債費は低めに抑えられているが、長期金利が上昇することになると、確実に金利負担が高まることになる。

なお、財務省の試算によれば、90年度以降、国債発行残高が約530兆円増加したのに対し、景気低迷や度重なる減税措置に伴

う税収等の減少要因が約136兆円（発行増分の約4分の1）、歳出の増加要因が約282兆円（同じく約2分の1）となっている。さらに、歳出増の要因としては、高齢化等によって一貫して増加傾向にある社会保障関係費が約171兆円の増加となっており、全体の3分の1ほどの要因となっている。

b これまでの財政健全化の経緯

戦後日本における財政健全化の動きとしては、80年代前半の行政改革路線（増税なき財政再建）、90年代半ばの橋本行財政改革、そして今回と、3回ほどあった。いずれも付加価値税（消費税）に絡んだ展開であったといえる。

財政再建と付加価値税の関連性が高い理由としては、税収が「安定的」であり、「広く薄く負担を求める」ことが可能、などであった。また、グローバル化が進む社会においては法人税増税が、高齢化が進行する社会においては所得税増税が、いずれも困難になっていることも付加価値税へのシフトを促す要因であったと言えるだろう。また、財政悪化の基本的な構図は、成長鈍化による税収伸び悩み、硬直的な財政構造のなかでの社会保障関連費の累増などである。

なお、80年度前半、90年代半ばまでの財政再建の手法は、一般歳出にキャップ（シーリング）をかけて一律削減するというスタイルで、健全化の目標は赤字国債発行ゼロ（≒単年度収支の均衡化）であった。表面的に見れば、80年代は成功（90～93年度の赤字国債発行はゼロとなった）したが、90年代

半ばは失敗し、かえって財政状況は悪化した。財政健全化努力の成功・失敗の分かれ目は、当時の景気情勢による面が無視できないことを示唆している。

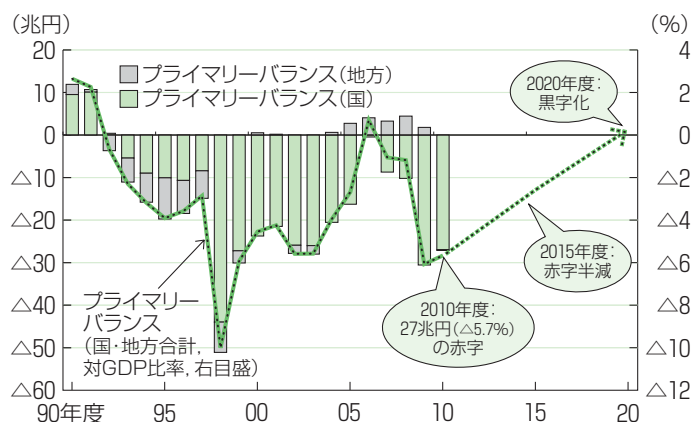
また、シーリング設定（歳出キャップ）による一律の歳出抑制には問題点もある。政治的リーダーシップによる「選択と集中」によって、削るべき部分は削り、増やす部分はきちんと増やすことで、歳出構造の改革のなかで歳出圧縮を行うのが望ましいのは言うまでもない。一律カットなどのシーリング設定は極めて安易であり、財政構造をそのままにしたまま収支の帳尻だけ合わせているだけ、という批判は根強い。

c 最近の財政健全化の手法・論点

一方、2000年代に入ってから財政健全化は、これまでの赤字国債依存からの脱却から、プライマリー・バランス（基礎的財政収支、PB、第5図）の均衡化・黒字化という考え方へシフトしていった。背景には、度重なる財政出動や増税措置の先送りもあり、当面は赤字国債発行を続けざるを得ないことを認めざるを得なかったこともあるが、思想としては財政政策を景気対策として用いないという欧米先進国の財政運営に倣ったもので、少子高齢化が進行するなかで、一定のルールに基づく財政運営スタイルへの転換を図ったと捉えられるだろう。

とはいえ、財政健全化の方法は、歳出削減か、税収増の努力である点は変わらない。歳出の見直しとしては、今後とも増加が見込まれる社会保障関連費をどう扱うか

第5図 国・地方のプライマリーバランスの動向(SNAベース)



資料 内閣府「国民経済計算年報」から作成
 (注) プライマリーバランス(基礎的財政収支)
 =財政収支+利子受取額-利子支払額
 なお、制度変更に伴う特殊要因が発生している。10年度については特殊要因や震災復旧・復興関連等を除けば、対GDP比で△6.4%の赤字。

が焦点であろう。これまでの民主党政権では1兆円近く of 自然増を容認してきたが、負担と受益のバランスをどうとるかの国民的な合意形成の下で再検討する必要性が求められている。

また、税収増の努力としては、単なる増税措置にとどまらず、課税ベースの適正化という観点も重要であろう。さらに、名目成長率を引き上げて自然増を促す面も重要である。わが国においては、14年4月に消費税率を8%へ、15年10月に10%へ、それぞれ引き上げることが決まっているが、内閣府「経済財政の中長期試算(12年8月)」によれば、消費税率が予定通り10%に引き上げられても、20年度のPB均衡化は困難とされており、一層の健全化努力が求められている。

2 海外経済金融の展望

(1) 米国経済の展望

米国経済は、12年前半に減速したものの、7～9月期の経済成長率がやや加速して13四半期連続のプラス成長となるなど、緩やかな回復基調をたどっている。足元では10月末に襲来したハリケーン「サンディ」の影響で消費や生産など一時的に悪化する経済指標が散見されるものの、

住宅部門が回復傾向を示すなど、総じて底堅く推移している。ただし、依然として雇用・所得環境の改善の動きが弱いほか、08年の金融危機により発生したマクロ的な需給バランスの崩れた状態も残っている。

こうしたなか、現下の米国経済にとって最大の懸案事項となっているのは、13年初に実質増税と強制歳出削減が重なる「財政の崖」である。実質増税と歳出削減がすべて実施されることになれば、13年度に名目GDPの3.5%に相当する総額5,600億ドルの財政緊縮策となり、米国経済は再び景気後退に陥る恐れがある。米議会は、この問題を回避するために12年11月の大統領選直後から関係者が審議を重ねているが、与野党の意見対立も見られ、予断を許さない状況が続いている。

一方、金融政策に関しては、米連邦準備制度理事会(FRB)が12年9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、「量的緩和策第3弾(QE3)」と「時間軸の強化」を柱とする

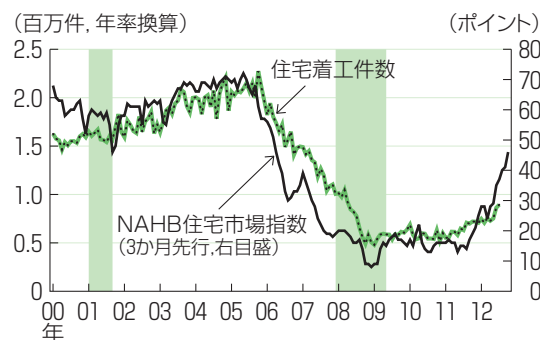
新たな追加緩和策の導入を決定した。具体的にQE3としては、購入規模や期限をあらかじめ定めない「オープンエンド」方式で、雇用改善が確認されるまで、月額400億ドルのペースで政府機関発行の住宅ローン担保証券（MBS）の購入を続け、さらに雇用改善が見通せない場合には他の政策手段を適宜活用するというものである。また、時間軸の強化については、08年12月以降、事実上のゼロ金利となる0～0.25%に据え置いている政策金利（FF金利）を「少なくとも15年半ばまで続ける可能性がある」と約半年間延長した。

このほか、従来から実施している保有債券の償還期間を長期化する措置、いわゆる「ツイストオペ」のほか、MBSや米国債の償還資金を再投資する既存の政策も継続しており、「景気回復が強まった後もかなりの間、超緩和的な姿勢を継続する」との方針を示している。

こうした金融政策を前提に主要項目を個別にみると、まず、個人消費は、消費者マインドに持ち直しの動きがみられるものの、雇用・所得環境が依然として弱い状況が続いていることから3%程度の巡航速度を下回って推移すると予想する。また、設備投資は、海外経済の減速や米財政問題など先行き不透明感を背景に横ばいの動きを示し、企業業績が冴えないこともあり、引き続き弱い動きが続くと見込まれる。

一方、住宅投資は、代表的な指標となる住宅着工件数が回復しており、住宅建設業者の景況感も改善していることなどから、

第6図 建設業マインドと住宅着工件数の推移



資料 米国商務省, NBER, 全米住宅建設業者協会 (NAHB)
資料から作成
(注) 緑色部分は景気後退期。

引き続き持ち直しの動きを強めるとみられる（第6図）。また、外需については、徐々に海外経済が回復基調に戻ると想定され、13年以降は米国からの輸出も復調すると考えられる。しかし、政府支出に対しては、中長期的な財政赤字削減の必要から厳しい歯止めがかかると予想する。また、「財政の崖」については、与野党ともに影響の大きさから回避行動を取ると想定するものの、13年前半にかけては何らかの影響が出る可能性があると考えられる。

総じてみれば、米国経済は12年末から13年前半にかけて低調な動きとなるが、13年後半以降は海外経済の回復とともに「財政の崖」懸念による下押し圧力が解消されると思われることから持ち直すと予想される。なお、FRBによるQE3は14年後半まで続き、現状のゼロ金利政策は15年前半まで維持されると予想する。

(2) 欧州経済の展望

ユーロ圏では、12年7～9月期の実質GDP成長率は前期比△0.1%と2四半期連

続のマイナスとなり、景気後退入りが確認された。特に、財政健全国であるドイツ、オランダなどでも景気減速が目立つようになっており、従来の財政悪化国と健全国の間の経済成長の二極分化傾向が変化し、経済の停滞が財政健全国にも波及する兆しが現れている点が注目される。

このようにユーロ圏で経済の停滞が長引く背景には、次のメカニズムが働いているものと考えられる（第7図）。

ユーロ圏では、金融政策は統合した一方で財政政策は基本的に各国分権の仕組みを維持していることに伴う問題点や、ギリシャが抱える債務の持続可能性のほか合計17の加盟国による経済情勢の多様性という問題点を有している。これらの問題点への対策としては、前者については財政統合の推進があるが、財政主権放棄への抵抗や欧州連合（EU）の条約改正等がハードルとなり、その進捗は遅々としたものにとどまってい

る。

また、後者については、ギリシャのユーロ圏離脱やユーロ圏分割には市場や経済の大きな混乱が伴うことが予想されることで、この帰結はぜひとも回避したいものとなっている。

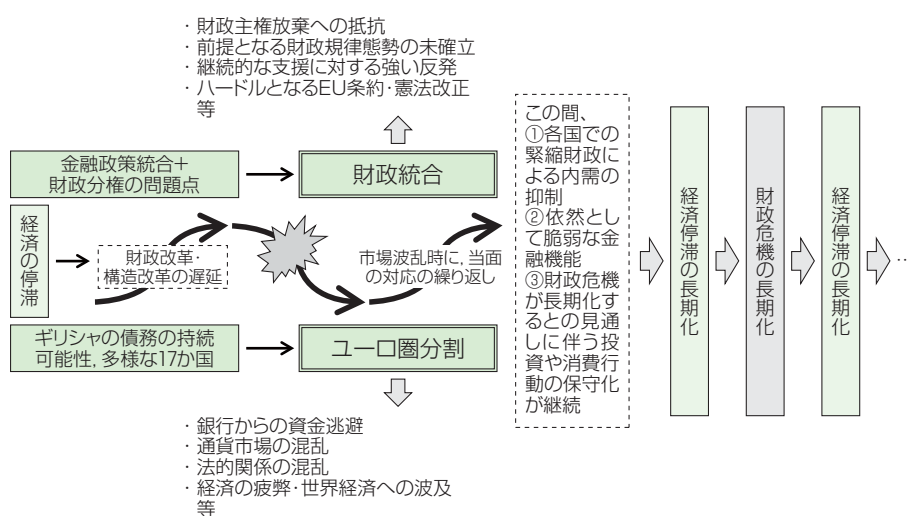
こうした状況のもと、ユーロ圏では、①各国での緊縮財政による内需の抑制、②依然として脆弱な金融機能、③財政危機が長期化するとの見通しに伴う投資や消費行動の保守化、が主要な要因となり、経済成長を阻害し、またこれらによる経済の停滞が財政改革や経済の構造改革の遅延をもたらすこととなった。

この間、財政危機の進行を懸念した市場では、国債利回りの急上昇などの大きな波乱が引き起こされることとなった。しかし、波乱の都度、第8図で示すように各国間での様々な見解の対立が表面化することで、問題点の解決に向けた本質的な対応に

踏み込めないまま当面の危機対応にとどまることで、市場の波乱が何度も繰り返されてきている。

この結果、財政危機の先行きについて不透明感は一方向に軽減されることなく、経済成長にとって重石となる上記の3要因は

第7図 ユーロ圏で継続する財政危機と経済停滞



資料 筆者作成

第8図 EUにおける主要な見解対立のパターン

<協調重視派> ・フランス, 南欧等 ・政治的調整を尊重	<規律重視派> ・ドイツ, 北欧, 英国等 ・自動的な罰則適用等を尊重
<各国の主権重視派> ・フランス, 英国等 ・各国の立場・判断を重視 ・個々の支援策策定を優先 ・国家主権のEUへの移管に抵抗	<連邦的機能重視派> ・ドイツ等 ・EUの組織の機能発揮を重視 ・管理態勢構築を優先 ・国家主権のEUへの移管に柔軟
<ユーロ圏外10か国> ・英国, デンマーク等 ・影響力の低下・負担の増加を懸念	<ユーロ圏内17か国> ・ドイツ, フランス等 ・漸進的な財政統合へ向け調整

資料 筆者作成

継続することとなり、ユーロ圏では、経済の停滞が財政改革を困難にし、財政危機を長期化させるとともに、これがさらに経済の停滞を深刻化させるという悪循環に陥ることとなっている。

こうしたユーロ圏の状況を含め、減速化する世界経済等に対して危機感を強めたIMFは、11年9月には財政に余裕がある国では改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長に配慮すべきとの考え方を示した。さらに12年10月には、IMFは緊縮財政が経済活動に及ぼす負の影響の程度が最近の環境下では増大している可能性を指摘し注目を集めた。加えて、その後11月4、5日にメキシコで開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議において、10年6月のトロントでのG20首脳会議で合意された一律的な財政健全化への取組みを実質的に棚上げし、各国で短期的には過度な緊縮財政を回避しつつ中期的に財政改革を進める方向に転換を行った動きも生じている。

これに対して、12年5月のフランスにおける左派政権の成立を契機として、6月の

EU首脳会議において経済成長にかかる戦略を具体化した動きはあるものの、ユーロ圏では、財政悪化国に対してはその後も財政改革や経済構造改革を最優先で求め、経済成長はこれらを通じて結果的に実現できるものとの立場を基本的に維持しており、IMFの見解との相違が鮮明になっている。

このユーロ圏の考え方は、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後においては支出の回復が行われる」「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの将来に向けた期待により緊縮財政の負の効果は軽減されるとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」に沿った判断であると考えられる。ユーロ圏では、こうした判断に基づき、財政悪化国の規制緩和等の経済構造改革で経済の活性化を図るとともに、短期間での厳しい財政改革で財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待により経済成長の底打ちを図るというアプローチを維持してきている。

しかしながら、これまでの経緯からすれば、非ケインズ効果発現のために求められる前提条件（例えば、緊縮財政の将来的効果を読み取る消費者の割合が高いこと等）はユーロ圏では必ずしも十分に満たされているとは考え難く、またその後の改革の遅延や社会不安の高まり等で、これらの前提条件の充足度合いはさらに低下していることが考えられる。さらに、最近のEUの欧州委員会による予測によっても、財政改革はドイツ等一部を除けばこれまでの計画以上に長

い年月を要する見通しになっており、経済への下押し圧力がより長期間継続する可能性が高まっている。

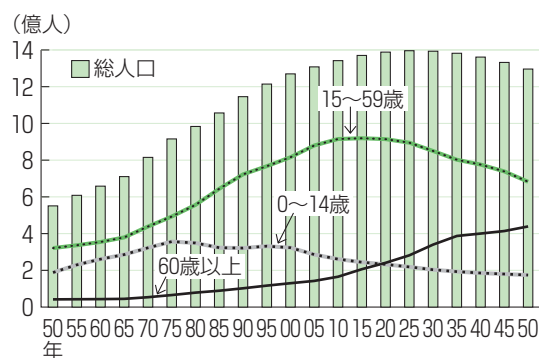
ユーロ圏では、これまでにギリシャの他にもスペインやポルトガルに対して財政赤字削減目標を緩和するなどの対応を行った経緯はあるが、これらはあくまで例外的な個別対応にとどまっている。これ以上の負担の増加を回避したい支援国側の思惑があるとは考えられるものの、従来の改革優先のスタンスが修正されない限り、ユーロ圏では年間のGDP成長率が0%近辺の経済の停滞が今後も数年にわたり継続する可能性が高くなっており、しかも財政危機の動向によっては、さらに成長率が低下する下振れリスクをはらんでいるものと考えられる。

(3) 中国経済の展望

中国は、安価で豊富な労働力の下支えで70年末から30年余りの高い経済成長を遂げてきた。しかし、国際連合の推計(10年)によれば、中国の高成長を支えてきた生産年齢人口(15~59歳)が15年前後でピークを迎えた後、減少に転じる見込みで、いわゆる生産年齢人口の増加が経済成長にプラス作用する状況(人口ボーナスの効果)から経済成長を制約する状況(人口オーナス)へ変化することになる(第9図)。

このように、年少人口(0~14歳)と生産年齢人口の減少に伴って、扶養が必要となる高齢人口の増加で、貯蓄率も低下するため、技術進歩などの全要素生産性を大幅に

第9図 中国における総人口・年齢別人口の推移



資料 World Population Prospects: The 2010 Revisionから作成
(注) 2015年以後は中位予測値。

向上しなければ、経済成長の鈍化は不可避免となる。

それに加え、国有企業の過剰な整備投資などによる投資効率の悪化、研究開発などへの投入不足でイノベーションの欠如、既得権益層による改革深化への抵抗などから、これまでの二桁成長を遂げたような高成長は期待できない。

こうしたなか、12年11月8日に開幕した第18回共産党大会で胡錦濤総書記が行った政治報告では、20年のGDP(国内総生産)と都市住民・農民の1人当たり収入を10年の2倍にする目標が打ち出された。今回のGDP倍増目標を達成するためには、残りの9年で平均7%弱の成長(11年実績9.3%)が必要となる。中国政府も高成長の追求より、むしろ質の高い安定的な成長(6~7%)を目指そうとしているスタンスが見て取れる。

一方、中国は世界第2位の経済大国になったとはいえ、1人当たりGDPは先進国に比べてまだ低水準である(約5千ドル)。また、沿海地域(特に大都市)と比べて大幅に発展が遅れている内陸地域の地方政府の

経済成長への意欲が高いことなどから、従来よりは成長率は低下するとはいえ、それでも比較的高めの成長を達成していく可能性は高い。

以下では、足元の景気動向などを踏まえながら、中国経済の短期的な動向を予測してみよう。11年以降、中国経済は不動産抑制政策を実施しているほか、欧州向け輸出の低迷などが続いており、12年7～9月期の実質GDP成長率が前年比7.4%と、政府目標（7.5%）も下回る7四半期連続の減速となった。しかし、10、11月に発表された経済統計から判断すると、足元の景気はすでに回復が始まっており、底打ちしたとみられる。

景気の先行きについては、消費の安定的な推移に加えて、景気下支えのために前倒しで実施されてきた公共投資の効果も顕在化しつつあることから、13年年明け以降、景気の持ち直し傾向が明確化してくるとみられる。ただし、積極的金融緩和や大きな財政支援策が行われていないことから、景気回復の勢いはそれほど強くないだろう。12年の成長率は8%を割り込むものの、13年には8%台前半に戻ると予想される。

前述したように、中国経済は安定的な成長がしばらく継続するものと考えているが、官僚の腐敗が横行していることや、所得格差の広がりなどによって中国社会に大きな混乱が生じてしまうリスクがある。実際、ストライキやデモンストレーションの発生は日常茶飯事で、特に農村部では土地収用などを巡る事件が多発している。

こうした社会の不公平、不平等に対して、中低所得層の不満がかなり高まっている。いったん不満が抑えられなくなると、中国は大きな混乱になりかねない。そのための身を切る政治改革がまず必要となろう。さらに言えば、大型国有企業の民営化の推進や鉄道など独占・寡占分野への民間企業への参入許可が実施されなければならない。13年3月に習近平・李克強体制が本格的に始動するが、どのような改革プランを打ち出すかに注目していきたい。

3 国内経済金融の注目点と展望

(1) 当面の政策運営

野田内閣では、わが国の巨額の財政赤字や今後の高齢化進行を憂慮し、財政健全化に向けた道筋をつけることが急務との認識から、「社会保障と税の一体改革」の推進を最優先課題として取り組み、12年8月には自公両党の協力を得ることで、「社会保障と税の一体改革」関連法案が成立した。この結果、14年4月に消費税率は8%へ、15年10月には10%へ引き上げることが決まったが、もう一つの柱である社会保障改革については先送りされ、12年11月に発足した社会保障制度改革国民会議が8月までに結論を出すこととされた。

なお、当面の経済・財政政策運営としては、震災復興もさることながら、消費税増税という「痛み」を軽減させるために、デフレ脱却や経済成長の促進に向けた政策が

求められている。過去の事例を分析すると、消費税の導入・増税前後には、駆け込み需要とその反動減が発生するなど、景気の振幅が強まることは不可避である。なお、増税後の景気悪化が一時的かつ軽微で済むかどうかは、増税時点の景気情勢に左右される可能性が高い。税率3%引上げ（7兆円強の増税措置）を十分吸収できるだけの体力がなければ、結果的に景気悪化の長期化を招き、ギリシャなど南欧諸国のように財政健全化の目標そのものが達成されない。そのため、総選挙後に発足する新政権は、景気底上げ・成長促進・デフレ脱却などを目指した政策運営を強化することになる。

(2) 国内経済・物価の展望

世界経済の減速、さらに歴史的な水準で定着した円高などもあり、景気牽引役として期待されている輸出が伸び悩んだことから、11年度下期以降、国内経済は停滞気味に推移してきた（第10図）。12年9月には日中関係が急激に冷え込んだことを受けて、乗用車などを中心に対中輸出が大幅に減

第10図 輸出・生産の動向



資料 内閣府、経済産業省、日本銀行資料から作成
(注) 1 12年の景気後退期は当総研の想定。
2 緑色部分は景気後退期。

少、さらにエコカー購入補助金の終了を受けた乗用車販売の落ち込みも加わって、国内景気は一段と悪化した。多くの景気指標は景気後退入りを示唆しているが、この景気落ち込みはいつまで続くのか、またこの先どの程度悪化するのだろうか。

結論的にはそれほど深刻なものにならないと考える。その理由としては、海外経済の減速傾向は早晚終了するとみられること、自動車メーカーによる新型車投入が奏功し10月の乗用車販売が踏みとどまるなど、エコカー購入補助金制度終了の悪影響が強まる様子が現時点ではみられないこと、などが挙げられる。また、欧州債務危機は今後とも世界経済全体にとって下振れリスクとして警戒されるだろうが、世界的な混乱につながるような最悪の事態までには至らないだろう。

なお、目下の日本経済にとって最大のリスクは、尖閣問題によって急速に冷え込んだ日中関係であるが、当面、関係改善が図られる可能性は低いだろう。しかし、中国での日本製品排斥運動などは一部を除き鎮静化に向かいつつあり、こうした状況が今後さらに強まっていくわけではない。それゆえ、日中関係悪化による直接的な影響は12年内に出尽くすと考える。もちろん、足元で始まっている中国经济持ち直しの恩恵はなかなか享受できないだろうが、早晚、対中輸出は下げ止まるだろう。

さて、当面の国内景気を展望する上では、引き続き、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要などの動き、さらに14年

度の消費税増税を前にした経済政策の展開などが重要である。このうち、震災復興に関しては、がれき処理や建設業などでのボトルネック問題など様々な難題を抱えており、国内景気を牽引するほどの勢いは想定できない。しかし、復興事業が進展するにつれて、それらが呼び水となって住宅や企業設備投資など新規の民間需要を喚起する効果が強まることが期待される。

輸出については、前述のとおり、海外経済が13年以降は持ち直し傾向が強まり、それを受けてわが国の輸出も緩やかな回復が始まるだろう。消費についても、自動車、TVなどの耐久財の動きは鈍いとはいえ、底割れしているわけではない。

13年に入れば、消費・輸出の下げ止まりがみられ、景気下押し圧力はだいぶ解消すると思われるが、当面の回復テンポは弱いものにとどまるだろう。その後、復興需要は引き続き景気の下支え役となり、担い手も「公的部門」から「民間部門」へ徐々にシフトしていくとみられる。また、米国や中国など世界経済全体の持ち直し傾向が強まっていくとの想定から、外需も景気牽引役として一定の役割を果たしていくだろう。加えて、消費税増税を前に、積極的な金融財政政策が打ち出され、それが景気を刺激するほか、13年度下期にかけては民間消費や住宅投資などといった民間最終需要

第1表 日本経済見通し総括表

	単位	2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)
名目GDP	%	△1.4	0.2	0.6
実質GDP	%	0.3	1.0	1.3
民間需要	%	1.4	1.2	1.8
民間最終消費支出	%	1.6	1.2	1.7
民間住宅	%	3.7	2.7	5.1
民間企業設備	%	4.1	△0.3	1.2
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	△0.5	0.1	0.0
公的需要	%	0.9	4.0	1.3
政府最終消費支出	%	1.5	2.2	0.7
公的固定資本形成	%	△2.3	12.6	3.6
輸出	%	△1.7	△1.4	0.0
輸入	%	5.2	4.3	2.6
国内需要寄与度	ポイント	1.3	1.8	1.7
民間需要寄与度	ポイント	1.1	0.9	1.4
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.9	0.3
海外需要寄与度	ポイント	△1.0	△0.8	△0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	△1.7	△0.8	△0.7
国内企業物価(前年比)	%	1.3	△1.1	0.5
全国消費者物価(前年比)	%	0.0	△0.1	0.3
完全失業率	%	4.5	4.3	4.2
鉱工業生産(前年比)	%	△1.2	△2.5	0.9
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	4.8	7.0
名目GDP比率	%	1.6	1.0	1.5
為替レート	円/ドル	79.1	80.7	84.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.80	0.88
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	114.4	122.5

資料 実績値は内閣府「国民所得速報」などから作成。予測値は農中総研
(注) 1 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
2 完全失業率は被災3県を除くベース。
3 無担保コールレートは年度末の水準。
4 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

に駆け込み需要が発生するだろう。

この結果、13年度の実質経済成長率は1.3%と、12年度見通し(1.0%)からやや加速がみられると予想した(第1表)。ただし、名目成長率はその水準を依然として下回り、名実再逆転は14年度に持ち越しとなる。ちなみに、7兆円規模の負担増となる消費税増税が予定される14年度は、増税後に民間

消費などに反動減が出るのが想定され、年度上期にかけては景気が再び悪化すると思われる。

(3) 長期金利は一転して上昇する可能性も

12年度に入ってから長期金利（新発10年物国債利回り）は、内外景気の鈍さ、世界的なリスク回避的な行動の継続、さらにはデフレが続くなかで日銀が一段の緩和策を余儀なくされるとの思惑なども手伝って、1%割れが常態化している。特に、年末にかけては、総選挙後の金融政策が一段の緩和措置を余儀なくされるとの観測が強まり、9年ぶりの0.7%割れの水準まで低下が進行した。

なお、先行きについては、低下要因だけではない点に注意すべきであろう。そもそも、一段の金融緩和措置が長期金利に与える影響は一様ではないだろう。金融緩和しても景気や物価に対して効果は薄く、さらなる緩和措置が必要と市場参加者が考えれば、金利は低下するが、逆に効果があるとの期待が強まれば金利は上昇するだろう。これまでの金融緩和措置が金利低下圧力として機能してきたのは、この程度の緩和策ではデフレ脱却や成長促進には物足りないと市場が判断したにほかならない。

基本的に欧州債務問題が収束に向けて動き出さない限り、「質への逃避」は続き、国内の長期金利には一定の低下圧力がかけられるだろうが、総選挙後の新政権の経済政策運営次第では、長期金利は一転して上

昇する可能性もあるだろう。

おわりに ——次の成長エンジンは何か——

ほんの10年前、2000年代前半の世界経済は「グレート・モデレーション」と呼ばれるような、物価安定化での適度な経済成長を表面的には実現していた。もちろん、その水面下では、リスク感が低下し、様々な歪みが蓄積されていたことが後に判明している。

わが国でも、02年2月から07年10月にかけては、戦後最長の5年9か月にわたる景気拡張期であったが、終盤に差し掛かって過熱感がほとんど感じられぬままであった。その当時はちょうど小泉政権と重なるが、発足当時、政府が提示する政策パッケージは、緊縮的な財政政策や不良債権処理の加速など、短期的にはデフレ圧力を高めかねないものも少なくなかった。

しかし、結果的には不良債権問題は解決に向かい、上述のとおり、景気も改善方向に動いた。これは、いわゆる構造改革路線が成功したというより、01年の世界貿易機関（WTO）への加盟を契機に、これまで以上に貿易や投資面での存在感を高めた中国の台頭による好影響を享受できた、という側面が大きかったと思われる。その後も、わが国経済はデフレから抜け出すことができなかったが、中国という「成長エンジン」がすぐそばにあったために、それなりに経済成長が実現できた。

しかし、リーマン・ショック前後からの内外景気を振り返ると、経済成長の過半を輸出増に依存する経済は脆弱であるといわざるをえない。確かに、近隣アジアを見渡せば、中国が当面は高めの成長を持続する可能性があるほか、ベトナム、ラオス、カンボジア、さらには民主化への道を歩み始めたミャンマーなど、今後の経済発展が期待される国も少なくない。当然、それらの経済成長を国内に取り込もうという発想は至極自然であろう。だが、新興国が今後とも順調に経済発展していく保証はなく、いわゆる「中所得国の罠」に陥る可能性もある。また、新興国にも景気循環が存在していることは忘れるべきではない。現在の日本経済のように、輸出依存度を高めてしまうと、海外要因で景気が悪化することもありうるが、その際の対応策が容易ではない。

こうしたリスクを回避するためには、国

内需要が自然体で増加することが重要であるが、その障害になっているのはデフレである。総選挙後に発足する新政権は、まずはデフレ脱却が最優先の課題であることを改めて認識し、日本銀行との連携を密にして取り組む必要があるだろう。デフレ脱却の暁には、日本経済は内外需のバランスのとれた成長が可能となり、成長エンジンを国外に求める必要性も薄れるだろう。

(内容は2012年12月12日現在)

<日本経済・財政、総括部分>

南 武志 (みなみ たけし)

<欧州経済・財政>

山口勝義 (やまぐち かつよし)

<米国経済・財政>

木村俊文 (きむら としゆみ)

<中国経済>

王 雷軒 (おうらいけん)

