



## 2012 年の世界経済

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部長 兼 開発経済調査部長  
佐久間 浩司  
[koji\\_sakuma@iima.or.jp](mailto:koji_sakuma@iima.or.jp)

### 1. 薄れない世界経済の先行き不透明感

2012 年がスタートしたが、今年の世界経済の展望は明るいとはいえない。グローバル危機が起きて以来、多くのエコノミストがバブル崩壊の深さを計ることで、経済の正常化までの時間を知ろうとした。しかし既に危機後 5 年目に入る。確かに生産や消費の水準は、2009 年の大底からずいぶん回復した。しかし企業や家計のセンチメントはまだ回復というには遠い。むしろ、欧州情勢次第で、いつまた大規模な金融危機に巻き込まれるかという懸念が強い。危機の痛手がまだ癒えてないばかりでなく、危機の原因が根治されずに残っているからである。

### 2. ユーロ危機の本質は政府債務ではない

目下、世界経済の身近に迫った最大のリスクは欧州の政府債務問題であろう。1 月に格付け会社スタンダード・アンド・プアーズはフランスを含む欧州 9 カ国の格下げを発表した。予想されていたこととはいえ、改めて、問題の解決が遅れることが更なる事態悪化を招きかねないという厳しい現実を欧州の政治家に突き付けた。しかし、今、欧州の包括的な問題解決策を描ける者はいない。欧州当局者はできること、合意したことを対処療法的に必死にやっているにすぎない。

ユーロ圏の問題を整理すると、根源的問題、二次的に発生した問題、三次的に発生した問題の三層に分かれる。

### (1)根源的問題は経常収支の不均衡

根源的問題は、政府債務ではなくユーロ域内の経常収支不均衡を是正する機能の欠如である。経常収支は、財サービス貿易の受け払いの関係であると同時に、裏返せば黒字国から赤字国に向けた資金の投融資の関係である。普通なら、ある国の経常赤字が膨らみすぎると、海外の投資家や銀行はその国の通貨価値に懸念を抱き始め、資本流入が滞り始める。このため経常赤字拡大にも、どこかでブレーキがかかる。しかしユーロ域内の経常収支不均衡は、通貨価値に全く影響を及ぼさないから、債権者（経常黒字国）も債務者（経常赤字国）も無警戒に貸借を積み上げてしまったのである。

### (2)政府債務は二次的問題

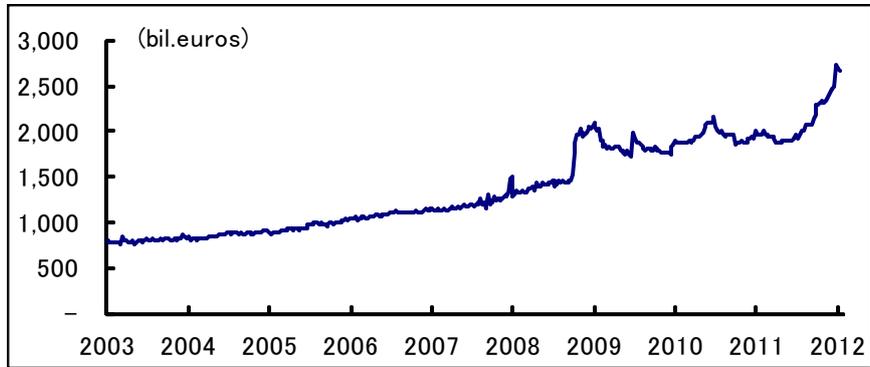
二次的問題は、経常赤字国の過剰な借入れが、最終的にはその国の政府部門に集中して、それが一定の臨界点を超えるとソブリン危機に発展するという問題である。つまり政府債務問題は、根源的問題の結果にすぎないのだ。不均衡拡大の初期段階では企業や家計が積極的に借入れ、内需が拡大して経済成長率も高まる。一見問題ないようにみえるが、景気下降期に入ると、借入れに依存した景気拡大であればあるほど、景気の谷は深く財政収支も悪化する。大抵の場合、銀行の不良債権問題が同時に進行することが多いため、一時的には金融再生にかかる財政負担も膨らむ。こうして最後には、債務が政府部門に集まり、その程度次第では、ソブリン危機に陥るのである。

### (3)最も切迫した金融市場の緊張

三次的問題は、ソブリンの信用力低下が国債保有者である欧州銀行の信用不安となることだ。今のところ金融危機はまだ発生していないが、金融市場の信認が損なわれており、インターバンク市場が正常に機能していない。実はこれが、毎日、毎時という刻みで最も切迫した問題である。銀行の国籍を問わず周縁国国債を多く抱えていれば影響は免れないが、周縁国の銀行であれば尚更そうした国債を大量に抱えており問題は深刻だ。

2011年12月のEUサミットで発表された対応策は、ESM（欧州安定メカニズム）の1年前倒しの設立（2012年7月予定）、ESMとIMF（国際通貨基金）で合計7000億ユーロの資金の用意、財政ルールの一層の厳格化であるが、この対策によって少しでも解決が期待されるのは二次的問題であるソブリン危機の回避であり、根源的な問題である経常収支不均衡への対策にはなっていない。また、日々の金融市場の緊張に対しても直接的には何も答えておらず、欧州当局者はひたすらECB（欧州中央銀行）の民間銀行への流動性支援に頼っている。

### 流動性支援のため拡大する欧州中銀のバランスシート



(資料)欧州中央銀行

### 3. 借入過多の背後にある米国経済のもうひとつの問題

#### (1) 実体経済は緩やかに回復

米国経済は、緩やかな回復過程にあるが、そのスピードは遅く国民の満足いくような雇用回復につながっていない。回復が勢いつかない最大の理由は、不動産市況の回復の遅れであり、不動産市況の回復の遅れの理由は、債務を減らそうとする家計や、担保を処分しようとする金融機関からの住宅の売り圧力が強いことであろう。住宅価格に少しでも回復の兆しがあると、売り物件が大量に出てしまい、再び価格を押し下げてしまうのである。

しかし所得や雇用などのフローの指標が緩やかながらも回復していることは確かであり、それに伴って債務の過剰感も少しずつ薄れつつある。銀行も、貸し渋りを起こすほど深刻な不良債権問題を引きずっているわけではないから、この過剰感は、特段の追加対策がなくても時間が解決する。

#### (2) 広がった所得格差

債務問題の解決と並行して、米国が改めて考えなければならないのは、そもそもなぜ家計が過剰な借りに傾斜していったかということだ。もし何か要因があるとすれば、そこが変わらない限り、いずれまた借りに支えられた消費に依存する経済に戻ってしまう。これがもうひとつの問題だ。

第二次大戦後の長期スパンで見ると、1980年ごろを境に米国の社会は変質したように見える。それまでは、成長によってもたらされる豊かさは、中産層にも幅広く分配されていたが、その後は分配が高所得層に傾斜していくようになった。所得格差を示すジニ係数にはその変化がはっきり現れている。1970年代までは、米国は今の西ヨーロッパに近い格差の小さい社会だったが、1990年代前半にはロシア、中国のレベル、2000年代には南米に近い格差社会となった。

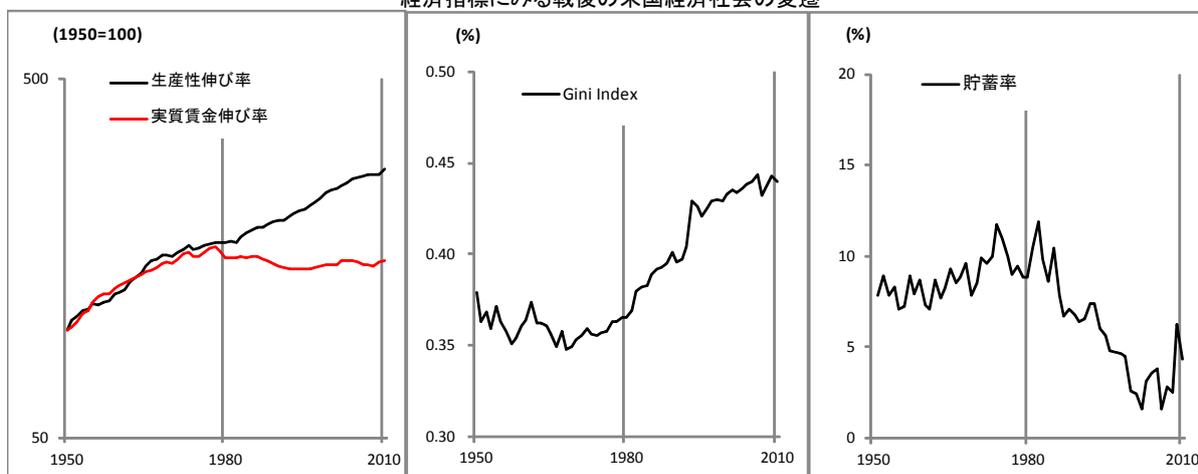
中産層は、どこの国でも消費の主役となる内需のボリュームゾーンだが、過去 30 年の間に、米国では、この中産層の所得が実質的には全く伸びてない。

彼らが、国全体としては生まれているはずの成長の果実と、伸びない自分の所得のギャップを埋めるために向かったのが借入れである。戦後、緩やかな上昇傾向にあった米国人の貯蓄率が長い下降トレンドに移ったのも 1980 年前後であり、所得以上の消費をするという我々のイメージにある米国の消費文化はここから始まった。

米国社会の上位所得者層の収入が果たして過大かということについては様々な計り方が可能であり見方は分れよう。しかし、可能性としていえるのは、最上クラスの富裕層は、仮にどんなに寄付に励んだところで、それでも巨額の所得が残り、それを消費に使いきれないことだ。それであれば、もう少し格差縮小的な税制などによって中産層に薄く広く所得が行き渡った方が、借入れに依存しない消費が生まれ、マクロ経済の成長の持続性という点ではよかったのではないだろうか。経済全体が現状ほど高レバレッジに傾斜することなく、IT 革命によってもたらされたサプライサイドの技術革新を持続的な成長に結びつけられたかもしれない。

もちろん、生産性の優劣に関わらず報酬を一定にしてしまえば、社会主義が行き詰まったように経済全体のパフォーマンスが低下する。サプライサイドのイノベーションも高い報酬と無関係ではない。しかし、米国社会が一方向に振れすぎていたという批判にも耳を傾け、国民的な議論を持つべきだろう。

経済指標にみる戦後の米国経済社会の変遷



(Source) Bloomberg, U.S. Census Bureau

#### 4. エマージング諸国の真のリスクはインフレやバブルではない

##### (1)インフレ懸念は後退

エマージング諸国の経済は基本的には強い。2011 年の各国共通の課題はインフレ懸念であったが、迅速な金融引き締め策が奏功して、徐々に収まりつつある。

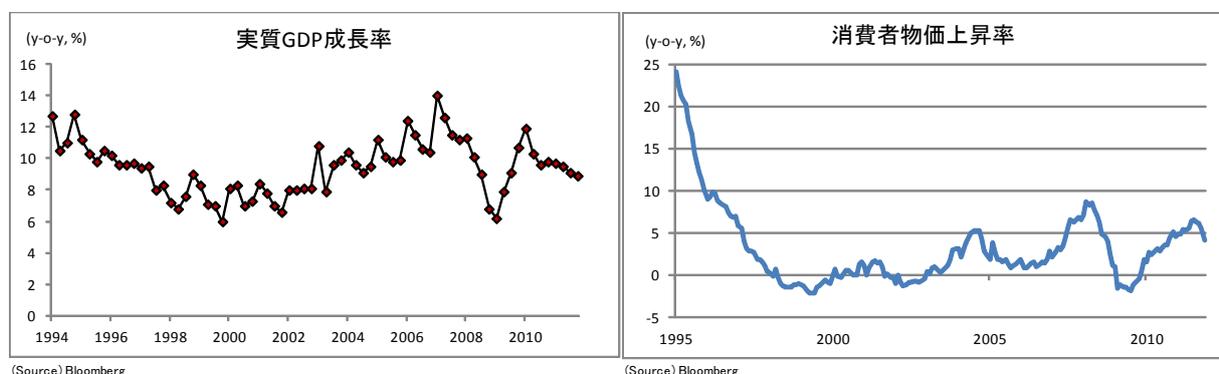
2008 年のリーマンショック後は世界中で大規模な景気刺激策が取られ、エマージン

グ諸国も例外ではなかった。財政に余裕がある分、先進国以上の規模で景気対策が打ち出された。しかも、もともと金融危機は発生していないのだから、景気対策はよく効いて経済成長率は再び高まった。2010年にはインフレリスクが台頭し、今度は多くの国が金融引き締めに入った。そして今、先進国経済の低迷の影響がエマージング諸国に再び影を投げかける中、金融緩和に移行する国が出始めている。

グローバル危機発生から今日までの数年、拡大・引き締め・再び拡大と、何度もマクロ政策は方向転換したが、総じていえば、迅速かつ思い切った対応であり経済運営は巧みであった。特にインフレへの対応は遅滞なく行われ、結果として、早めにインフレのピークアウトの兆しが現れた。それがまた今日の利下げを可能にしたのである。

今後、足元の金融緩和が災いして不動産バブルが起こる国があるかもしれない。しかし、ASEAN 諸国、中国、インドなど、エマージング経済をけん引する主要な国は、まだ一人当たり GDP が 5000 ドル未満である。この先、経済が成長し国民生活が豊かになり消費意欲が旺盛となる。住宅や金融資産の購入も進む。その中で何度か景気過熱はあるだろうし資産バブルも起こる。しかし、成長余力はまだ十分あり、バブルが崩壊しても、傷はその後の名目的な成長の中で癒されていく。少なくとも今の段階では、こうした経済リスクを第一の懸念材料とみる必要はない。

### ソフトランディングに向かう中国の経済



### (2)アラブの春に始まったエマージング諸国の社会変革

むしろ目配りすべきは、今の社会政治システムの持続性である。2011年のエマージング諸国での最大の想定外の出来事は、「アラブの春」と呼ばれる中東・北アフリカ諸国の一連の社会変革だ。始まった国がチュニジアであること自体、外国からみれば大きな驚きであった。リビアやシリアなどの強権国家というイメージはなく、むしろEU経済圏と結びつきを強め、年間を通じてカルタゴ遺跡や地中海リゾートを訪れる欧州人の絶えない、グローバル経済の繁栄とつながった国という印象が強かった。

チュニジアに限らず、混乱が広がった他の国、例えばエジプト、モロッコ、バハレーンなどでは、経済面からみれば、先進国からの投融資が増え、人材の欧州との交流も増

していた。モロッコのマラケシュでは国際会議がたびたび開かれ、エジプトのカイロも2012年のIMF・世界銀行年次総会の開催予定地だった。そこに、これほどの社会不満が蓄積しているとは海外には大きな驚きだった。

### (3)2011年末にはモスクワでも

2011年末のモスクワのデモも同様である。プーチン政権は、強権的な面があるとはいえ、少なくともエリツィン時代の疲弊し切った経済と混乱した社会を立ち直らせた。一時は50歳代半ばまで落ちたロシア男性の平均寿命が60歳代に回復したのは、経済と社会厚生の水準が改善していることを物語っている。そしてこうした経済の回復は、ヒト、モノ、資本が国境を超えて行きかう経済のグローバル化の流れにロシアも資源国の強みを生かしてしっかりと組み込まれたおかげである。こうした経済運営の実績のため、強権的とはいえプーチン政権が当面続くことが今のロシアの安定に寄与し、国民もそれを支持しているものとみられていた。それだけに大統領選挙を前に、こうした現体制への不満が表に現れたというのは、外国の目からは想定外であった。

アラブ諸国やロシアでの出来事の根底にある市民の不満は、経済の低迷ではなく社会的な公正がなおざりにされていることだ。多くのエマージング諸国が2000年代の経済のグローバル化の波に乗り、最低所得層まで含めた経済の底上げに成功している。しかし、激しい競争の中での格差の拡大や公務員の汚職腐敗などの社会的公正の欠如は、経済的繁栄に向かっている限りは真正面から取り組まれることは少なかった。最近のエマージング諸国の中で、経済成長と社会公正の両面に同時に取り組んだ国にブルガリアとルーマニアがある。これはEU加盟の条件であったからだが、そういう意味ではEUというメカニズムは極めて幅広い分野で欧州社会の成長と安定に寄与している。しかし世界の中でこれは例外であった。

## 5. グローバル経済の軌道修正の必要

### (1)ユーロには確かな恩恵もある

ユーロの体制は、その無理や矛盾が理路整然と説明しやすいので、うまくいかなかった時には、それみたことかと部外者からの容赦ない攻撃にさらされる。しかし、恩恵も忘れてはならない。それは、3億人という人口の経済圏に共通通貨が導入されたことにより価格の透明性が増し、EU単一市場の中で経済資源の移動が効率的になったことである。またその市場規模の巨大さ、生活の豊かさ、制度の安定性は、常に欧州周辺の若者を惹きつけ、優秀な人材が集まってくる。その結果、ユーロ圏全体でみると民間セクターの生産性が向上し、そのコインの裏表の関係にある財政の負担は軽くなっている。これだけ政府の債務危機がいわれているが、ユーロ圏全体で見れば、日本、米国、英国よりも財政のポジションはよいのである。

こうしたメリットを思い出せば、ユーロ崩壊というシナリオは何としても避けようと

いう力が最後には働くだらう。また、ユーロは外界から欧州を守る要塞ではなく、周辺国の優秀な人材を惹きつけ、外に向かっては財、サービス、資本を還流させる「開かれた求心力」である。それが発足以来の実績だ。もしギリシャに対し、景気後退という現実を無視して厳しい緊縮財政を強要し、ギリシャがユーロから離脱すれば、仮に自らの選択であっても、周囲によって追い込まれたようなものである。そんなことになれば、国際社会のユーロに対する見方は「平和」や「安定」という建設的なものから「畏怖」へと変質しよう。

## (2)成長と公正の両立

米国とエマージング諸国の問題から我々が受け取るべきメッセージは、グローバリゼーションの中で、これまで軽視されてきた社会面、経済面での公正さにもっと目を向けなければならないということであろう。

経済のグローバル化は、確実に各国間の競争を熾烈なものにしている。先進国は、途上国の労働集約型製造業と中進国の技術的キャッチアップの脅威にさらされ、輸出市場を奪われている。中進国は、先進国に脅威を与えつつも、まだ政府の為替介入なしには十分な国際競争力を維持できない。しかもいつまでも通貨安政策を続けられるわけではなく、周辺国からの批判はもとより、国内からも、一部の輸出産業のために国民全体が輸入インフレというコストを課せられているという不満が出ている。

途上国も、途上国同士の競争は熾烈であり、どこかで優れたビジネスが現れると、もともと技術的には簡易なだけに、たちまち無数の競争相手が現れるという悩みを抱えている。

どのレベルの国に対しても、グローバリゼーションは休む間もなく新しい価値を生み出すことを要求する。こうした環境にあっては、国内の所得の公平さなどといってられない。その国のチャンピオンを作ることが先決であり、さもなければ他国との競争の中で国全体が沈んでいく。事実かどうかは別にして、少なくともグローバリゼーションの中で生まれたこうした強迫観念に世界中が憑かれていた。

米国の金融産業は、いわばその先頭を走っていた。それが、サブプライム危機をきっかけにつまずき、続いて欧州経済も大きく揺れる中で、これまで見過ごされてきた社会や経済の様々な不公正さに世界中でスポットライトが当たり始めている。もちろん、ひとつひとつが本当に不公正かどうかの議論はあるが、少なくとも世界の人々が今までのルールはおかしいと感じている。

これから先数年の世界の大きな潮流は、こうした従来のビジネスモデルや社会のメカニズムに対する見直しだろう。例えば、バーゼル3（新たな自己資本規制）や米国の金融規制改革法（ドッド・フランク法）は、最もグローバル化した産業である金融業のビジネスモデルに大きな修正を迫る規制だ。不正への怒りのような感情的なものではないが、大きな意味では、不公正を正す動きであり、現れ方は大分違うがウォール街のデモ

(Occupy Wall Street) のような過激な社会行動と共通項はある。

途上国の場合、反動は業務規制の範囲には収まらないだろう。民主主義国家であれば、既存の体制の中でこうした不満は消化されていくが、そうした政治システムのない社会では、変化は非連続的に起こる。その先駆例がアラブの春であった。

こうした、グローバリゼーションがもたらす繁栄と、その中で社会的公正が軽視されてきたことへの不満、更に民主主義という漸進的な対応メカニズムの欠如というアラブの春の背景を考えると、中国もこうした要素がすべてそろっている。2012年、ロシア、米国、中国という大国がリーダーの変更の年を迎えるが、選挙を通じて国民がどのような選択をするか、また選挙のない中国の場合、トップに立つ一群の「賢者」達がどのような問題を優先課題ととらえ方針を打ち出すか、2012年はこの先の数十年の世界の方向が決まる大事な年である。

#### 参考文献

Reich, Robert. (2010), “Aftershock: The Next Economy and America’s Future”

Packer, George. (2011), “The Broken Contract, Inequality and American decline,” Foreign Affairs, Nov/Dec 2011

OECD (2011), “Divided We Stand,”

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2012 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>