



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# グローバル経済危機後の国際的な経済問題：2014

2008年から深刻化したグローバル経済危機は、世界経済に大きな問題を残した。各国の政策当局は、さまざまな政策を繰り出して経済の正常化に努めてきた。アメリカにおける金融不安こそ徐々に薄れてきてはいたが、政策の副作用ならびに依然として山積する問題が景気回復の足かせとなっている。

## グローバル経済危機後の金融緩和とその影響

グローバル経済危機以降、主要国の政策当局は不良債権の処理を進めるとともに、各中央銀行は政策金利を低下させ、金融緩和を通じて、景気浮揚を図ってきた（図表 1 参照）。特に、日本とアメリカにおいては、グローバル経済危機の深刻化後、早い段階で（2008年12月から）、実質的な「ゼロ金利」政策が採用されている。

金融緩和によって懸念される副作用は、物価上昇である。ただ、依然としてグローバル経済危機の後遺症が残る先進国では需要回復が鈍く、物価上昇は比較的穏やかであった（図表 2 参照）。

## 新興国における消費者物価上昇と商品相場の高騰（2011年頃まで）

しかし、一部の新興国では激しい物価上昇がみられるようになった。特に、インドでは消費者物価指数の増加率（対前年比）が2009～10年には10%を超えた（図表 2 参照）。中国においても、政府が発表した統計で、消費者物価指数の増加率（対前年同期比）が2011年第3四半期には6%強に達した。その背景として、第一に、中国、インドに代表される新興国での高い成長率が指摘できる。すでに、2000年代において中国では10%前後の、インドでは5～10%の高成長率を記録していた（図表 3 参照）<sup>[1]</sup>。

<sup>[1]</sup> 中国、インドはそれぞれ人口を10億人以上抱えるが、一人あたりのGDPの水準は、中国は先進国の10分の一程度、インドはさらに低く30分の一程度にしか過ぎない（世界銀行）。しかし、逆にみれば潜在的な成長性が高いと言える。

本ケースは、慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授 中村 洋が、公表資料ならびに同研究科 田中 滋教授からの示唆・コメントを基にクラス討議の基礎資料として作成したものである。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は <http://www.kbs.keio.ac.jp/> へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 中村 洋、田中 滋（2014年9月作成）

さらに、グローバル経済危機以降、先進国での需要が低迷する中で、多くの企業が低コスト化を求めて新興国での生産を拡大したことで、先進国とは対照的に景気が維持された。高い成長率は、需要増を通して物価水準を引き上げる。

5 第二に、食糧・商品市場でも、価格高騰が目立つようになってきた（図表 4 参照）。特に、食料価格指数は、2011 年 1 月には 2008 年のグローバル経済危機以前の最高水準を超えた。その背景には、成長著しい新興国での需要増、いくつかの財の供給不安に加え、日米欧の中央銀行による金融緩和で余った資金が投機筋を巻き込んで食糧・商品市場に流れ込んだことも指摘できる。

10 加えて、中国では、輸出促進（ひいては持続的な経常収支の黒字維持〔経常収支については補論 1 を参照〕）のために為替レートを元安に誘導（急激な元高を阻止）していたため（図表 5 参照）、輸入財の価格上昇を通じて物価上昇が加速した。さらに、元安誘導のために、政策当局が外国為替市場で元売り・ドル買いを行っていたことから、市場により多くの元が供給されることになり<sup>[2]</sup>、金融緩和に拍車がかかっていた。

## 15 日本への影響

日本では 1990 年代のバブル崩壊以降、欧米に比べ低い政策金利が既に設定されていた（図表 1 参照）。2008 年に深刻化したグローバル経済危機以降、アメリカならびにヨーロッパの政策当局が大幅な金融緩和を進めたことで、2012 年半ば頃まで相対的に円が買われる展開になった（図表 1、6 参照）。さらに、後述する欧米における財政問題の悪化ならびに信用不安が重なって、より一層のドル安・ユーロ安／円高を招いた。2011 年後半から 2012 年前半にかけて、ドル・円は一時期 1ドル 75 円台、ユーロ・円は 1 ユーロ 94 円台まで、ドル安・ユーロ安／円高が進んだ。

25 日本の場合、欧米諸国以上に財政悪化が進んでいたが、経常収支が持続的に黒字で、世界最大の純債権国であったため（図表 7、8 参照）、円が相対的に安全な通貨として認識されていた（債務国の場合、経済に問題が出て国外の投資家／投機家が資金を引きあげると、資金不足で国内経済に多大の悪影響が及ぶため、当該国通貨は安全とはみなされにくい）。加えて、日本の金利は予想物価上昇率を考慮した実質金利で見ると、2008 年以降 2012 年まで、アメリカより高かったことも、相対的に円が買われる背景の一つになった（図表 9 参照）<sup>[3]</sup>。

30 <sup>[2]</sup> 貿易でドルを得た中国の輸出業者が、外国為替市場でドルを元に換えて中国国内の銀行に預ければ、銀行による貸出（信用創造）を通じてマネーストックが増大する。

<sup>[3]</sup> 実質金利は、名目金利から予想物価上昇率を引いて算出される。例えば、ある債券の名目金利が高くても、物価上昇率がそれ以上に高いと、その債券を購入することは購入者にとって実質的に不利益となる（購入によって得られる利息よりも、物価上昇分が上回るため）。ただ、予想物価上昇率のデータは存在しないため、前期の実際物価上昇率で代替されることが多い。

## 財政収支悪化の影響

主要国の政策当局は、グローバル経済危機からの回復を促すために、金融緩和のみならず、財政支出拡大を行った。加えて、景気の落ち込みから税収が落ち込むため、各国政府の財政収支は急速に悪化してきた（図表 10 (1) 参照）。その結果、一般政府債務残高の対名目 GDP 比率も高まってきた（図表 10 (2) 参照）。

### 日本

日本は、1990 年代のバブル崩壊以降、財政収支が既に悪化しており、2000 年代半ばには先進国最悪の状況となっていた。2008 年からのグローバル経済危機は、その財政収支悪化に拍車をかけた。さらに、2011 年 3 月に発生した東日本大震災からの復興のための財政支援、2011 年夏以降に進んだ急速な円高による景気悪化が、財政状況をより厳しくした。2013 年において、日本の一般政府債務残高の対名目 GDP 比は 220% 超となっている（図表 10 (2) 参照）。今後、中長期的には、世界最速のペースで高齢化が進む国の一つである日本にとって、さらなる後期高齢者（75 歳以上の高齢者）数の増加が日本の財政に重くのしかかることになる<sup>[4]</sup>。

日本における消費税負担は、ヨーロッパ諸国における負担より低いため（図表 11 参照）、2012 年 8 月には消費税増税（2014 年 4 月に 5% から 8% に、2015 年 10 月に 8% から 10% に）が国会で議決された。増税の消費ならびにマクロ経済への悪影響をいかに軽減するかという課題とともに、増えた税金をいかに有効に活用できるかが、今後問われることになる（内閣府の発表によれば、2014 年 4 月の消費税増税前後の 2014 年第一四半期と第二四半期の GDP の実質成長率は、それぞれ +1.5% と -1.7% [速報値] であった）。

逆に、日本における法人税負担は、多くの欧米諸国より高いため（図表 11 参照）、法人税減税が議論されている。その主な目的は、企業活動の活発化を通じた経済成長の加速であるが、深刻な財政状況の中、減税の原資をどこに求めるかが議論の一つの争点となっている。

また、国債残高が既に先進国最悪のレベルに達しているため、日本の財政の持続可能性（サステナビリティ）への懸念がさらに高まると、国債の元利払い能力が疑問視され、国債への需要が弱まり国債価格が低下（利回りが上昇）する。金利が上昇すれば借金返済額も膨らむ（国債残高が既に巨額になっているため [図表 12 参照]、高い金利でも、追加の国債発行のみならず、借り換えのための国債発行が大量に必要となる）。したがって、さらに財政への懸念が高まって金利が上昇するという悪循環

<sup>[4]</sup> 後期高齢者の一人当たりの医療費支出は、他の年代より突出して高い。そして、その給付財源の 50% は国費に頼っている。その他、基礎年金の 50%、介護保険給付費の 25% も国費により賄われている。

環を招きかねない。また、国債の価格（＝価値）低下により、国債を多く保有している金融機関が損失を被ることになり、信用不安につながりかねない（2012年度よりも減少したものの、2013年度において、日本の民間金融機関が日本の国債等の残高の59%を保有している）<sup>[5]</sup>。

また、ギリシャなどと大きな違いであった日本の経常収支黒字に関しても、2011年にはその主要な項目である貿易サービス収支が赤字に転じた（図表13参照）。東日本大震災、タイにおける洪水、急速に進んだ円高の影響と考えられる。一方で、日本の経常収支のうち、「第一次所得収支」（日本では主に投資・貸付からの利子・配当の収支）は依然として黒字であり、その重要性が高まっている（経常収支の項目ならびに項目別の絶対額の推移については補論1を参照）。しかし、高齢化の進展とともに投資・貸付の源泉となる貯蓄が減少し、中長期的には縮小に向かうことが懸念される。

10

## アメリカ

2011年8月、アメリカ政府が借りることができる債務の上限を引き上げる過程での政治的な混乱で、一部の格付け会社がアメリカ国債の格付けを引き下げた。この引き下げをきっかけに、ダウ平均株価は直近高値から一時15%低下した（図表14参照）。アメリカ国債の価値が低下すること（利回りは上昇）で、国債を保有している金融機関が損失を被り、金融危機が再来するのではないかと懸念が膨らんだ。

このような財政問題に起因する政治的な混乱は依然として収まっていない。2013年3月には、同じく財政問題を巡る与野党の対立から、連邦政府機関の一部閉鎖の恐れが生じたが、直前で回避された。一方、同年9月には医療保険制度改革法（オバマケア）をめぐる財政問題から、実際に一部政府機関の閉鎖という事態にまで発展した。

## ギリシャの財政問題とヨーロッパ債務危機

一方、ヨーロッパでは、ギリシャの財政問題が、ヨーロッパ全体に波及する懸念が高まった。

### (1) ギリシャの財政問題

ギリシャの財政問題の直接のきっかけは、2009年10月のギリシャにおける政権交代によって、財政収支統計データの大幅な修正が行われたことである。2009年の財政収支の赤字（対GDP比）は3.7%から12.5%に増加した。

<sup>[5]</sup> 「国債等」には、国債・財融債以外にも国庫短期証券を含む。2013年度末で、日本の国債等の残高は998兆円（日本銀行「資金循環統計」参照）。日本の国債等の海外保有率は8%強でしかない。一方、アメリカ国債の国外保有率は2013年12月時点で33%である（アメリカ財務省統計 Ownership of Federal Securities [http://www.fms.treas.gov/bulletin/index.html] 参照 [2014年8月確認]）。

その後、ギリシャ政府は増税、公的部門賃金の削減による歳出削減などの対策を打ち出した。しかし、国民の反発を受け、財政再建の実現性が低下した。その結果、財政の持続可能性（サステナビリティ）について市場の懸念が払拭できず、ギリシャ国債の価格が低下し、利回りは上昇した（2011年9月に、10年物国債の利回りは20%後半に、1年物は100%超となり、デフォルトを一時、部分的に織り込んだ）。

ギリシャ国債の価格低下ならびに債務不履行の懸念の高まりにより、その国債を多く保有しているヨーロッパの金融機関の不良債権増、経営悪化の恐れがでてきた<sup>[6]</sup>。図表15では、ギリシャ国債がヨーロッパの金融機関に多く保有されていたこと（2010年4月時点）が示されている。

その保有の理由として、ギリシャが2001年にユーロを導入した結果、ヨーロッパの投資家／投機家にとって、為替リスクが消滅したことが指摘できる。ドイツなどに比べ脆弱な財政基盤を背景に高金利であったギリシャ国債に対する需要が高まり、ヨーロッパの金融機関がこぞって購入した（この需要増による債券価格上昇を通じて、ギリシャ国債の金利は他のヨーロッパ諸国の国債の利回りとはほぼ同水準に収斂した〔図表16参照<sup>[7]</sup>〕。そのことが、現在の危機の温床となった。健全とされた財政（実際は異なる）と為替リスク消滅という前提下で、ギリシャ国債への投資は、ヨーロッパの投資家／投機家にとって、魅力ある金融取引であった。

一方で、ギリシャの財政問題の解決は容易でない。これまで経済危機に陥った多くの国では、当該国の通貨が大幅に減価することで、輸出増を通じた景気回復が達成された（例えば、1997年の東アジア経済〔通貨〕危機における韓国、タイ、2002年のアルゼンチンの債務不履行）。ギリシャの場合でも、ギリシャがユーロ圏から離脱すれば、自国通貨の減価を通じ、価格面から輸出競争力を回復することはできる（さらに、主要産業である観光業は、ユーロ離脱に伴う自国通貨の減価によって、国外からの観光客数ならびに観光支出の増加が見込まれる）。

ただ、ユーロからの離脱は、少なくとも一時的にギリシャ経済に大きな混乱を及ぼす（例えば、ギリシャがユーロ建てで借りた借金額が、ギリシャの新通貨の減価によって、新通貨建てで大幅に増加する）。ユーロ圏から離脱以外の選択肢としては、ギリシャが政治的な困難性を克服し、財政収支の健全化を進めることが必要とされる。

## （2）財政問題の波及と金融危機の懸念

ギリシャの経済規模は、ユーロ圏の中でも小さく、問題がギリシャに限定されるのであれば大きな問題にはならない。しかし、ギリシャと同様に財政問題を抱えているPIIGS諸国に対する懸念が拡大している（PIIGS諸国は、ポルトガル〔Portugal〕、アイルランド〔Ireland〕、イタリア〔Italy〕、ギリシャ〔Greece〕、

<sup>[6]</sup> 利回り上昇（債券価格の低下）で、金融機関が保有するギリシャ国債の価値が低下する。債務不履行となった場合には、不良債権化する。

<sup>[7]</sup> しかし、収斂後でも、ギリシャ国債の利回りが0.2 - 0.3%上回り、その国債への需要を刺激した。一方で、この国債の金利低下は、ギリシャ政府としては借金がしやすくなるという、財政規律上の問題を発生させた。

スペイン〔Spain〕からなり、それぞれの国名の頭文字とって命名された)。それらの国では、概して財政状況が厳しく、経常収支が持続的に赤字という共通性があった(図表 7〔2011 年時点〕参照)。経常収支が赤字であれば、国外から借入れを行っていることになる。もし、国に対する信用が低下し資金が国外に流出してしまうと、資金不足で経済が立ち行かなくなってしまう懸念が高まる。

5 PIIGS 諸国への波及が進めば、PIIGS 諸国の国債を大量に所有している金融機関の損失が膨らみ、グローバル経済危機の再来が懸念される。図表 17 では、この問題の深刻さが表面化する以前、ヨーロッパの金融機関が PIIGS 諸国向けに多くの融資(国債購入を含む)を行っていたことが示されている。その懸念を背景に、対円、対ドルでユーロの減価(価値の低下)が進んだ(図表 18 参照)。

10 実際にスペインでも、金融機関に対する懸念が表面化した。スペインでは、グローバル経済危機の前に住宅バブルが発生していた。1999 年のユーロ導入に向けて金融政策が統一されることにより実質金利が低下し(図表 16 参照)、住宅購入のための借金がしやすくなった<sup>[8]</sup>。さらに、欧州の投資家/投機家にとって為替リスクが消滅したことから、投資資金が流入しやすくなったことも、住宅価格の高騰を後押しした(住宅価格は 2000 年の 2 倍以上に上昇)<sup>[9]</sup>。

15 しかし、2005 年以降、欧州中央銀行による政策金利の相次ぐ引き上げ(図表 1 参照)とグローバル経済危機により、住宅価格のバブルは崩壊した。その結果、不良債権が増え、景気の低迷につながった(スペインの金融機関の不良債権比率は 2012 年に 8%を超えた)<sup>[10]</sup>。

### (3) ヨーロッパの対応

20 ギリシャの財政問題がヨーロッパ全体の信用不安に発展する中、ヨーロッパ各国は対応を迫られた。2011 年秋以降、EU・ユーロ圏の首脳会議で相次いで対策が公表された。その中には、以下の項目が含まれる。

- ヨーロッパの銀行の自力あるいは公的資金投入による資本増強(2012 年 6 月までに中核的自己資本比率を 9%の水準に)
- ヨーロッパの銀行の再査定(ストレステスト)
- 債務軽減によるギリシャの支援(民間銀行保有のギリシャ国債元本削減負担率は 50%)
- 欧州金融安定基金(The European Financial Stability Facility; EFSF) 拡充
  - 政府保証枠、融資能力拡充
  - 用途拡大(銀行への資本注入、国債買い取り、予防的融資)の検討

[8] スペインは導入当初から参加。

[9] 内閣府「世界経済の潮流 2011 年 II」(第 2 章 第 1 節)参照。

[10] 内閣府「今週の指標 No.1037」参照。

一部の対応策の策定・実施には、ユーロ各国の議会の承認が必要とされる。そのため、一部の国の議会での承認が遅れるなど、対応の遅さが指摘された。

#### (4) 債務危機の再燃

財政再建の困難さとそれに起因する政治的混乱により、2012年春以降、ヨーロッパの債務危機が再燃した（2012年3月に、ギリシャの10年物国債の利回りは30%台後半に、1年物は1,100%超となった）。さらに、5月に行われたギリシャの総選挙において、財政再建のための緊縮策に賛同する勢力が議会の過半数を取れなかった。6月の再選挙により、同勢力が過半数を得ることができたものの、財政問題解決のための政治的な困難さが浮き彫りになった（同様の政治的な混乱は、イタリアでも2013年に顕在化した）。

また、2013年春には、キプロスの銀行における不良債権問題が顕在化した。キプロスの銀行は、隣国のギリシャでの問題が表面化する以前にギリシャに対して投資をしてきたが、ギリシャ問題の顕在化で損失を被った。そこで、EUからの救済を受けるために、大口預金への課税が決定された<sup>[11]</sup>。

今後も、特に南欧諸国での財政の先行きに対する不安の再燃や、ウクライナなどでの地政学的リスクの高まりが国際商品価格の高騰を通じ景気に悪影響を及ぼすことなどのリスクが存在する。

## 日米における景気回復の兆し

### アメリカでの株価回復

グローバル経済危機以降2013年まで、アメリカの実質GDPの伸びは徐々に回復してきている（図表3参照）。雇用状況も徐々に回復の兆しを見せ、一時期10%に達した失業率は2014年半ばまでに6%強の水準にまで低下した。ただ、2000年代後半のグローバル経済危機以前の水準（4%台）までは低下していない。また、労働参加率が減少傾向にあることや賃金上昇率の低さから見て、実態経済の回復力はまだまだ弱い。

一方で、企業業績は徐々に回復してきている。その要因としては、アメリカの中央銀行による継続的な金融緩和に加え、ヨーロッパの債務危機が最悪期を脱したこと、シェールガス革命によってエネルギー価格が鎮静化したこと（企業にとってのコスト低下）、企業が積極的にリストラクチャリングを進めたことなどが挙げられる。企業業績の回復を受け、株価は景気回復に先行して持ち直し、ダウ平均株価は2013年に入って史上最高値を更新した（図表14参照）。

<sup>[11]</sup> キプロスの銀行にはロシアからのマネーが流入していたため、無条件での救済は、ドイツなどの資金提供国がロシアを利することになるという政治的な背景があった。

## アベノミクスの登場

日本では、2012 年末の安倍政権の登場が一つの転機となった。安倍政権は「三本の矢（大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略）」を唱えて、成長期待を高めることに成功した。さらに、2020 年に開催される東京オリンピックに向けて、インフラ整備などが進み、景気回復に寄与することが期待されている。

特に、期待醸成に寄与したのは、金融政策である。安倍政権はデフレからの脱却を図るために「2%の物価上昇」を政策目標とし、金融政策をつかさどる日本銀行に圧力をかけた。2013 年 3 月には、積極的な金融緩和をより強力に推進するために、日本銀行総裁が交代した。その直後の 4 月に日本銀行は「異次元の」量的・質的金融緩和の導入を決定した。

その柱は、日本銀行が供給する通貨（マネタリーベース）の量ならびに ETF（長期国債・上場投資信託）、J-REIT（日本版不動産投資信託）の保有額を今後 2 年間で 2 倍にすること、より残存期間の長い長期国債の買い入れを通じ、その平均残存期間を 2 倍以上に延長することである。市場に出回るお金の「量」を増やすとともに、長期金利の低下ならびに資産価格の上昇を促して「質的金融緩和」を進めようとしている<sup>[12]</sup>。

このような大胆な金融緩和の動きを受け、金利の低下が進んでいる。2014 年 8 月には、10 年物の長期国債の利回りは 0.5%程度まで低下した（図表 19 参照）<sup>[13]</sup>。

為替レートは、ドル/円レートは 100 円程度、ユーロ/円レートは 130 円程度まで円安が進んだ（図表 6 参照）。この円安の進行によって、輸出産業を中心に、輸出増/国内生産の回帰による雇用増ならびに業績改善を通じた景気回復が期待されている。その期待を受け、日経平均株価は 2014 年 12 月には 16,000 円台まで回復した。今後、アメリカでの景気回復ならびに、それに伴うアメリカでの金利上昇が実現すれば、さらなるアメリカでの需要増ならびに円安によって、日本からの輸出拡大が期待される。

ただ、2014 年時点では、期待されたほどには輸出が伸びていなかった。すでに、工場移転など海外での設備投資を進めてきた企業にとって、円安になったからといって現地工場などでの事業を撤退・縮小してしまえば、これまで投下した資金のうち一部が回収できなくなる懸念がある。このようなサンクコスト（実際に回収できなくなったコスト [埋没費用]）に対する懸念により、円安になっても、海外生産の縮小・国内生産拡大に直結しにくかった（補論 2 の「Jカーブ効果」も参照）。

<sup>[12]</sup> 長期国債への需要増で長期国債の価格は上昇し、金利は低下する。また、ETF や J-REIT の購入で、株価ならびに地価の上昇が期待される。

<sup>[13]</sup> 一方で、2013 年 5 月には、一時的に金利の再上昇がみられた。「2%の物価上昇」が実現した場合、利回りが 2% 以下であると国債の購入者が実質的に損を被ることから、国債の売りが進んだためである。「2%の物価上昇」だと、例えば、現時点で 100 円の財が物価上昇で 1 年後に 102 円になる。一方現時点で、100 円で国債を買って一年後に元利合計で 101 円になっても 102 円になった財を購入することはできない。



## 残る懸念

ただ、懸念も存在する。「三本の矢」のうち成長戦略に関しては、今後具体策が出てきても、大胆な成長戦略の実行につながらなければ本格的な景気回復とはならない懸念がある。また、機動的な財政政策や増税の延期などで政府の財政赤字が拡大すれば日本に対するソブリンリスク（国に対する信用リスク）が強く意識されることになりかねない。ソブリンリスクの高まりで、民間金融機関が大量に保有する国債の価格が大幅に低下すれば、不良債権化を通じて金融機関の経営を悪化させ、1990年代のバブル崩壊の再現となりかねない。

また、日本銀行による大胆な金融政策の変更への評価は概して高いものの、金融緩和についても懸念は残る。1980年代の日本ならびに2000年代のアメリカにおける長すぎた金融緩和が、その後のバブルの形成ならびにバブルの崩壊、金融危機につながったことから、中期的に新たな金融危機の到来を懸念する声もある。これまでの歴史からみて、金融緩和は政治的に容易であるが、金融引き締めへの転換は政治的な反発があるために遅れる傾向がある。

## 新興国における金融引き締めの転換と景気減速懸念

中国・インドでは、急激な物価上昇を受け、2009年後半から政策金利の引き上げが行われた（図表1参照）。その結果、景気減速が鮮明になり、物価上昇の伸びも鈍化した。

また中国では、物価上昇への懸念から為替レートの元安誘導を徐々に是正しはじめ、2014年半ばには1ドル6.1元程度まで、元高が進んでいる（図表5参照）。緩やかながらも元高は中国の輸出産業に悪影響を及ぼす。さらに中国では、ヨーロッパ向けの輸出がヨーロッパの債務危機により悪影響を受け、景気減速に拍車がかかり、2013年の実質GDP成長率は前年比で8%弱の増加にとどまった（図表3参照）。

また、インドでも2013年の実質GDP成長率が4%程度に減速した。また、インドは経常収支の持続的な赤字（図表20参照）に悩まされている。

## 中国の不良債権問題と景気減速懸念

中国では、10%を超える高度経済成長を前提に、金融機関が通常のルートとは別に、高い金利で資金調達・貸出を行う仕組み（「理財商品」）が、数年前から急膨張してきた。この理財商品の仕組み、特徴として、以下の点が指摘できる。

● 信託会社などが組成し、利回りは規制下にある定期預金金利をはるかに上回る率をうたい、主に銀行の窓口で販売されている<sup>[14]</sup>。規制下にある低い預金金利を嫌い、理財商品への需要が高まった。

● 集められた資金の主な運用先として、地方政府の不動産・インフラ投資が挙げられる。

5 ● 元本非保証型の理財商品は、銀行のバランスシートに計上されずに、当局の監視の目が行き届かず、「シャドーバンキング（影の銀行）」と代表的な存在になっている。

● 理財商品の総発行残高は、2014年6月末現在、12兆6500億元（約208兆円）で、年初から24%増加した<sup>[15]</sup>。中国の名目国内総生産（GDP）の20%強に相当する。

10 もともと中国は投資への依存度が高く「過剰投資」が指摘されているうえ<sup>[16]</sup>、地方空港などの不採算な投資プロジェクトの例も徐々に顕在化してきた。さらに、元高傾向や所得増に伴う労働コスト増が、生産拠点としての中国の魅力を低下させてきている<sup>[17]</sup>。

このような背景に加え、世界経済の回復の弱さとあいまって、中国経済の先行きに対する懸念が強まっている。今後、行き詰る投資プロジェクトが増えれば、理財商品のデフォルト（債務不履行）の可能性  
15 が高まる。

また、デフォルト（債務不履行）時に、その損失をだれが負担するのかが明確でないケースもあり、幅広い関係者が損失リスクを負担しなければならない可能性がある。さらに、不良債権増による企業倒産がさらなる不良債権増を引き起こすという悪循環が懸念される。加えて、信頼できる情報の不足により悪循環が増幅する可能性も高い。

20 また、世界的な実体経済への影響に関しては、中国経済の減速、商品市況の悪化（特に、中国の需要の比率が高い財を中心に）が想定される。また、中国政府が不良債権処理や自国企業救済のために必要な大量の資金を、米国債などの売却でまかなえば、それらの国債の価格が急落する。そうなれば、世界的な金利上昇のみならず、大量の国債を保有する機関の損失拡大が予想され、世界的に悪影響が及びかねない。

25

<sup>[14]</sup> 利回りは約3%の1年物定期預金金利を上回る5～10%となっている（日本経済新聞〔2013年6月30日〕）。

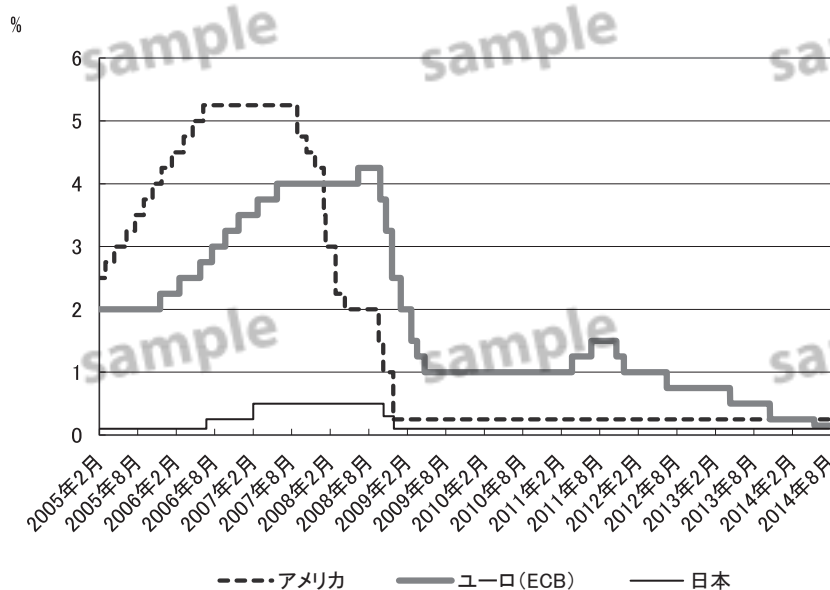
<sup>[15]</sup> 中国の全国銀行業理財情報登記系統による発表を参照。

30 <sup>[16]</sup> 中国のGDPに占める投資（総固定資本形成）の割合は46%（2012年）で、日本や韓国で最も高かった時期の30%後半に比べても高い水準である（みずほ総研研究所レポート「中国経済を苦しめる生産能力過剰」2013年5月、三浦有史「投資効率の低下が顕著な中国経済」日本総合研究所 JRI レビュー 2013 Vol.3, No.4）。

<sup>[17]</sup> いわゆる「中進国の罠」といわれる現象である。経済発展に伴い所得水準が増加すれば、発展段階がより遅い低賃金諸国の追い上げによって付加価値の低い産業が輸出競争力を失う一方で、高付加価値産業において先進国企業と競合するには技術力が十分であるために、結果として成長が停滞してしまう。

図表 1：主要国の政策金利

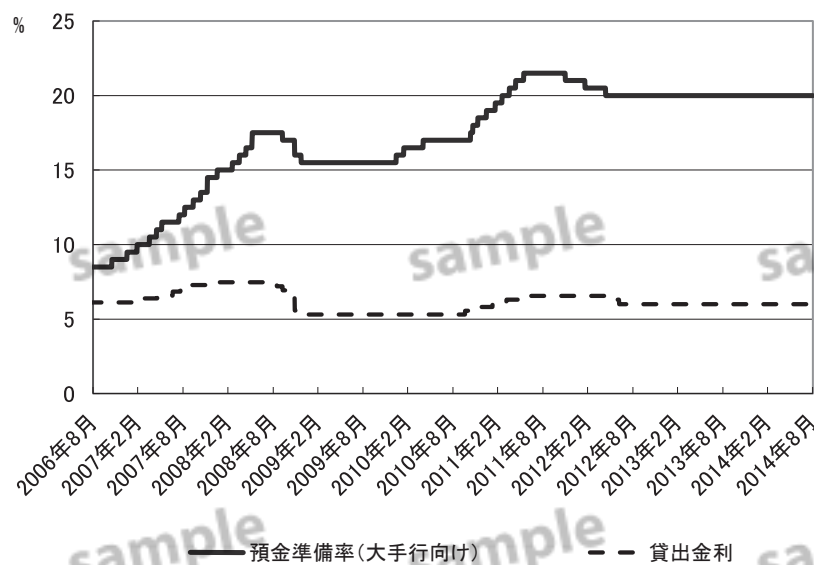
日本、アメリカ、ヨーロッパ（ユーロ）



出所：日本（日本銀行）、アメリカ（連邦準備制度理事会：FRB）、ヨーロッパ（欧州中央銀行：ECB）

注：日本は、無担保コール翌日物（2008年12月以降は0.00－010%の幅）、アメリカはフェデラル・ファンドレート（2008年12月以降は0.00－025%の幅）、ヨーロッパ（ユーロ）は、Main refinancing operations rate。

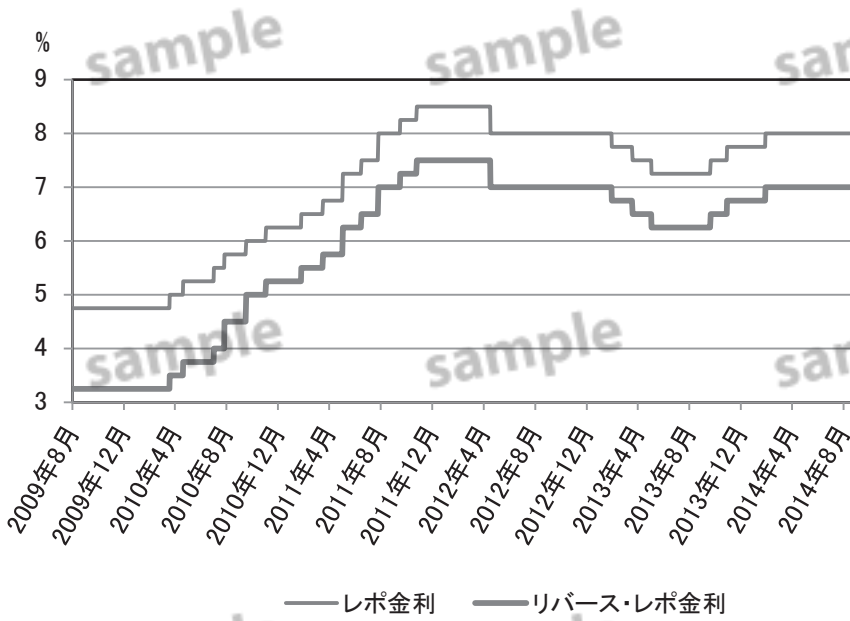
中国



出所：中国人民銀行

注：中国の政策金利は、一年物の貸出基準金利。

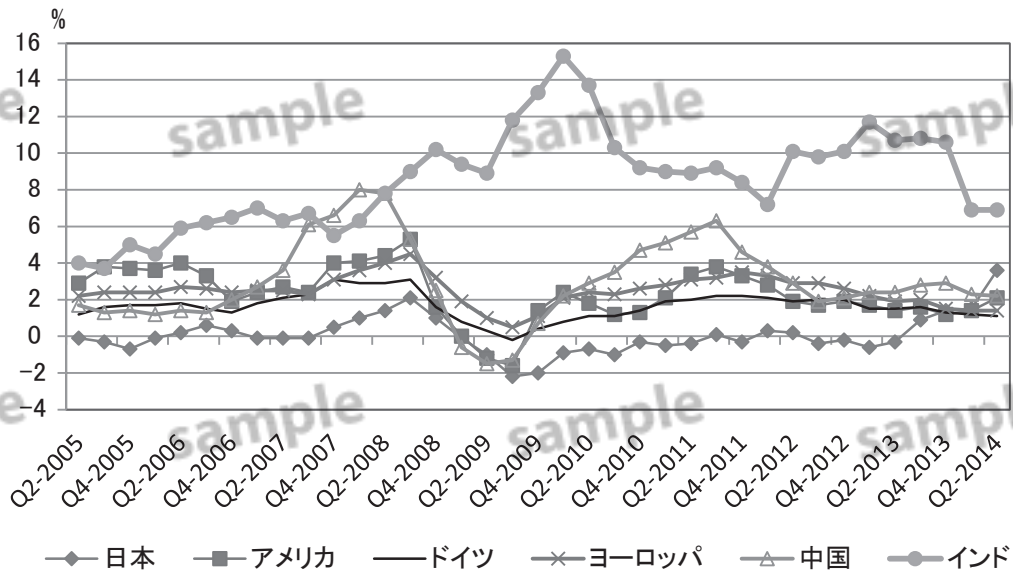
インド



出所：インド準備銀行

注：レポ金利とは、市中銀行に不足資金を供給する際に適用される利率。一方で、リバース・レポ金利とは、市中銀行から余剰資金を吸収する際に適用される利率。

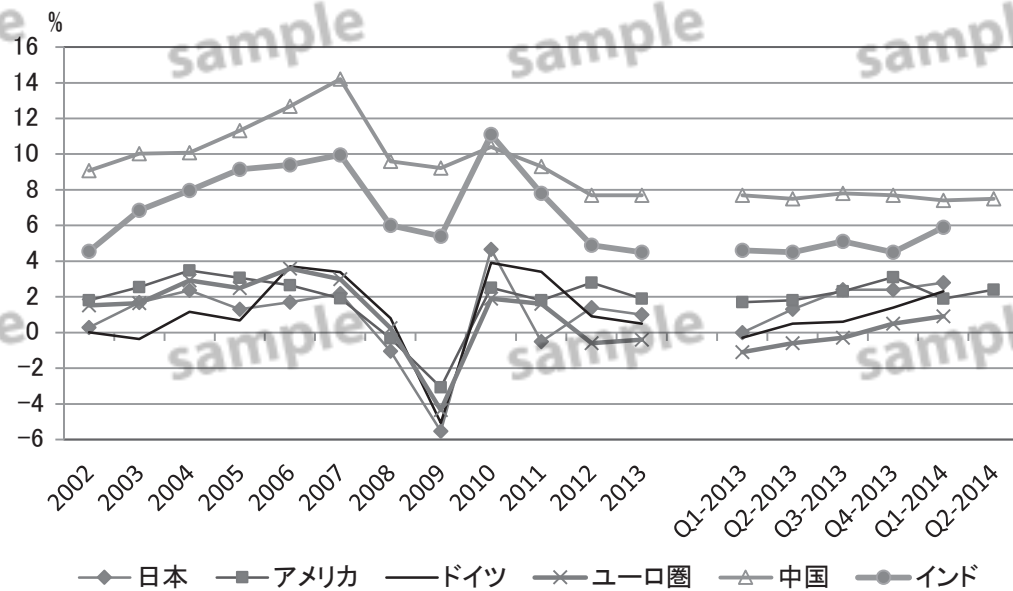
図表 2：主要国の消費者物価変化率（対前年同期比）



出所：OECD

注：Q は四半期（quarter）データであることを示す（例えば、Q3 は第 3 四半期）。

図表 3：主要国の実質 GDP 成長率（対前年比）

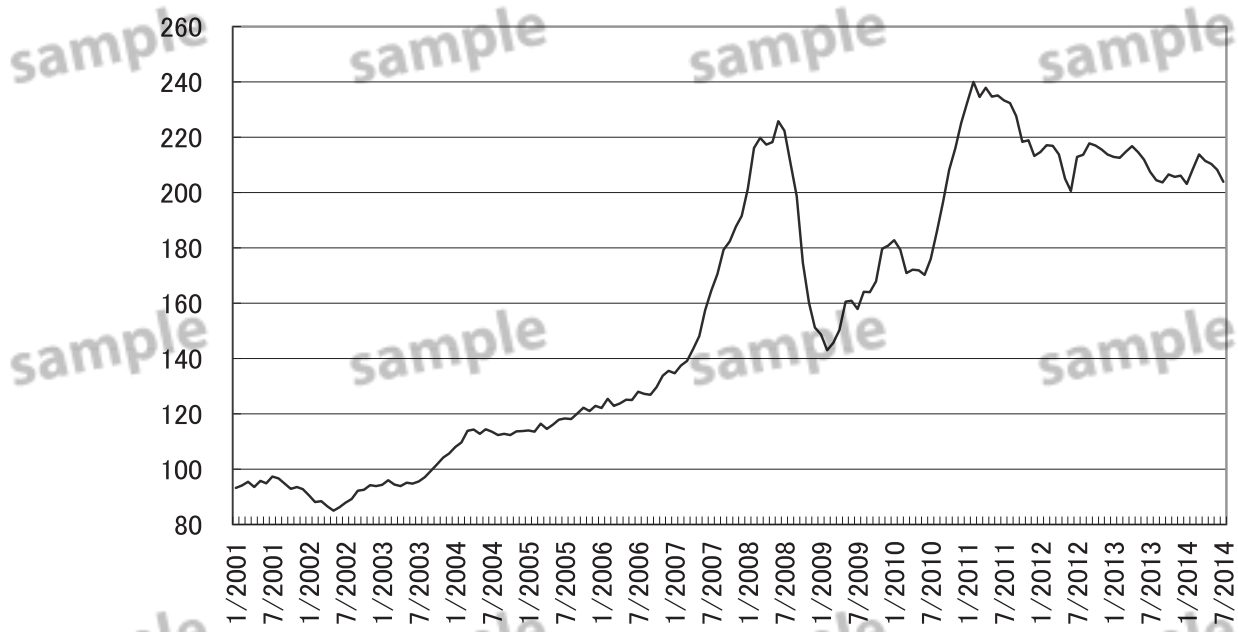


出所：OECD

注：Q は四半期（quarter）データであることを示す（例えば、Q3 は第 3 四半期）。

図表 4 : 商品相場の高騰

食料価格指数 (2002 - 2004 = 100)



出所：国際連合食糧農業機関 (FAO) Food price index

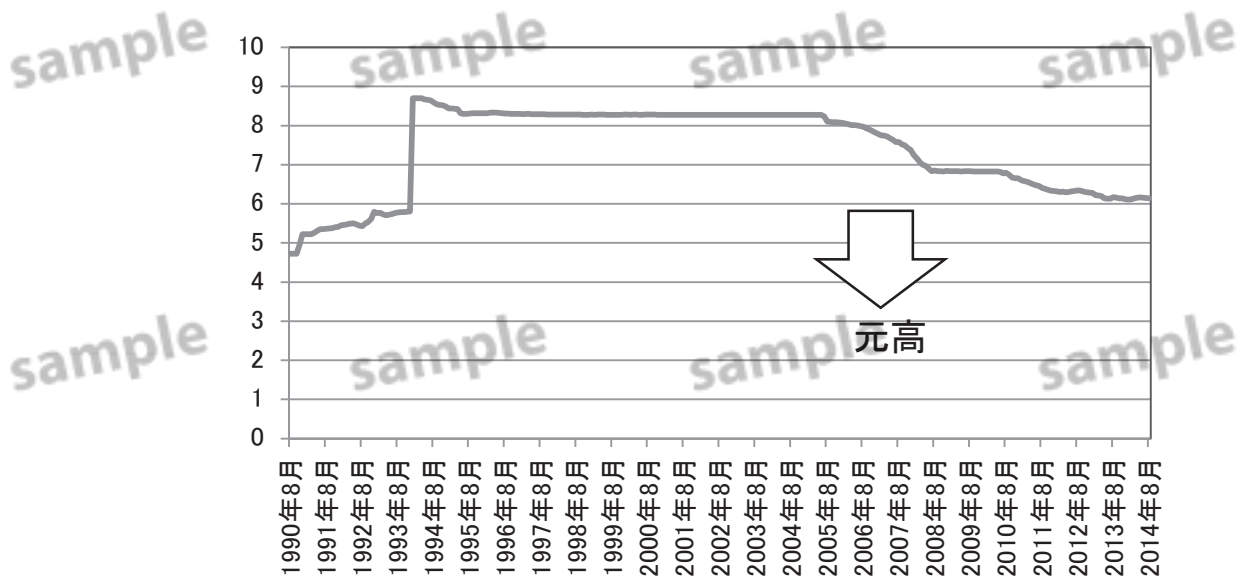
商品価格先物総合指数：CRB 指数 (2014年8月まで)



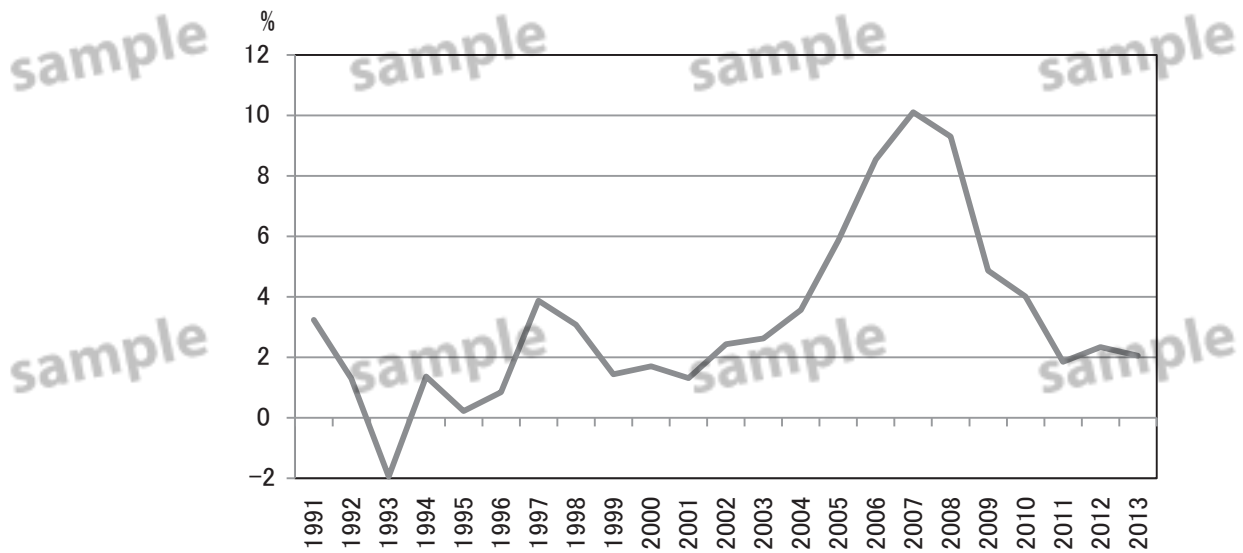
出所：Thomson Reuters [2014年8月確認]

図表 5 : ドル・元レートと中国の経常収支の対 GDP 比率の推移

(1) ドル・元レート

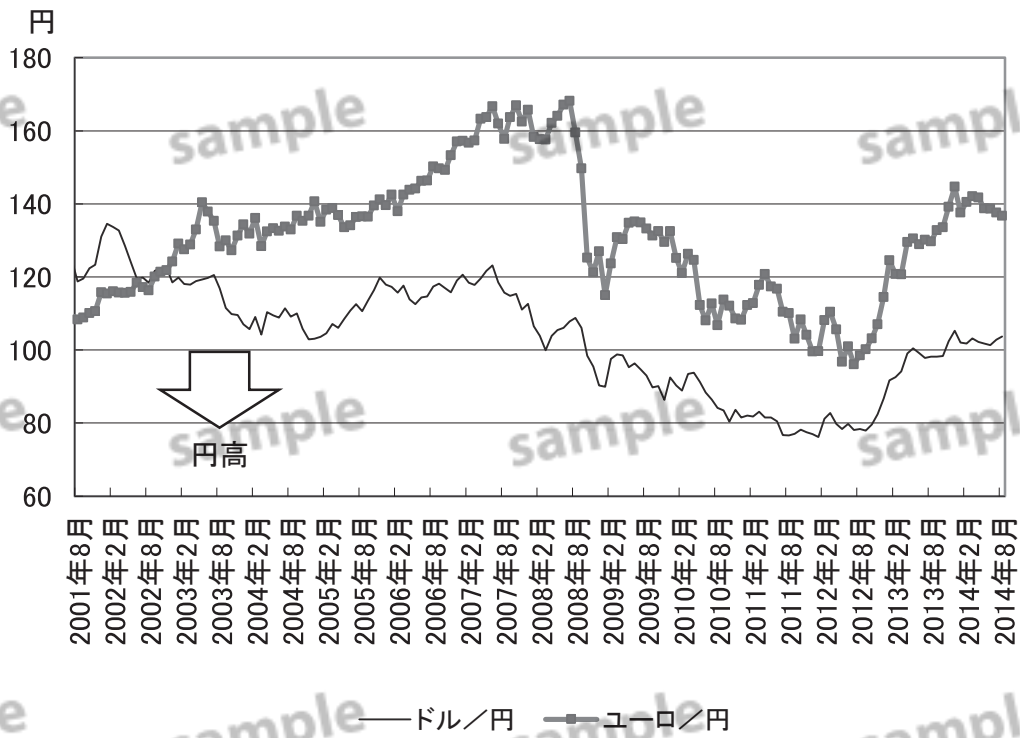


(2) 中国の経常収支の対 GDP 比率



出所 : IMF、OECD、新聞報道

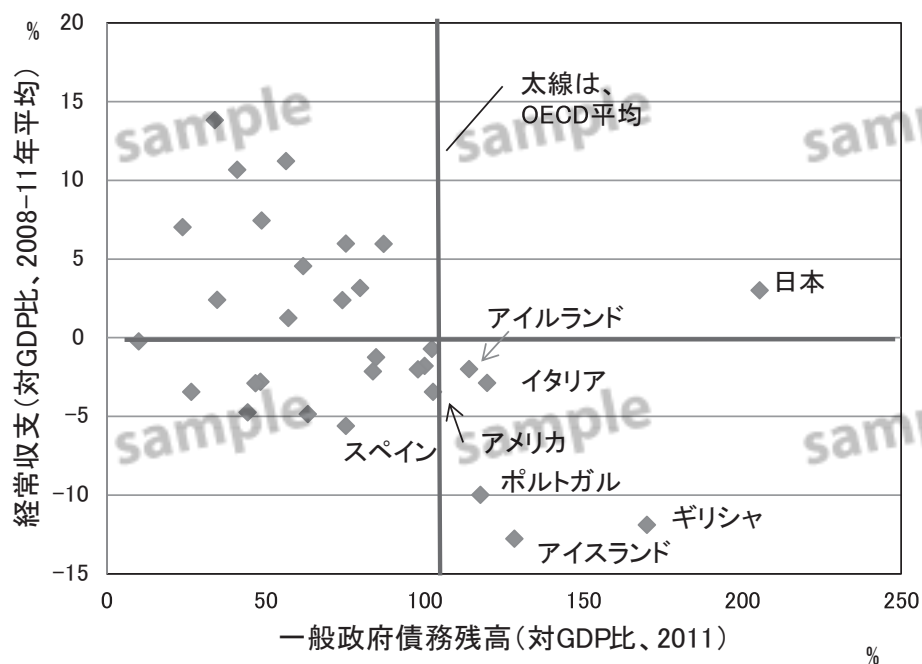
図表 6：対ドル、対ユーロの円の為替レート（月末値）



出所：Yahoo finance

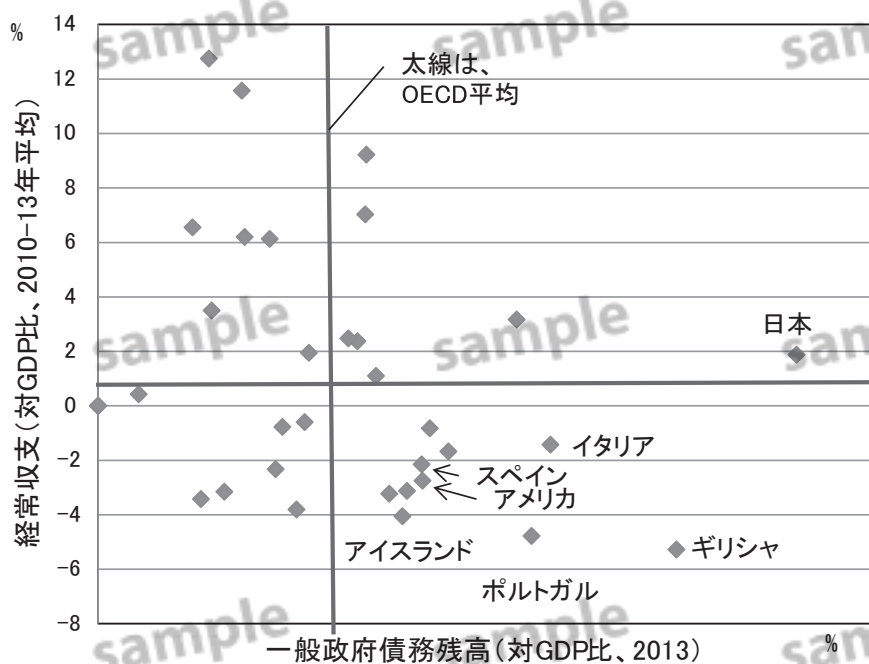


図表 7：対 GDP 比率の経常収支、財政収支の国際比較（2011 年時点）



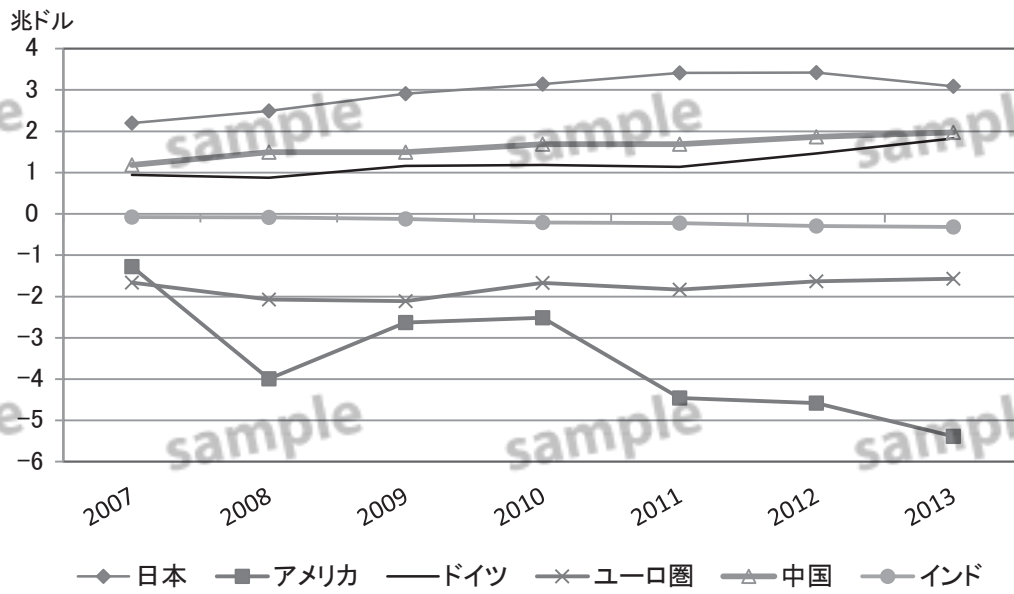
注：アイスランドはユーロ圏に属していないため、当該通貨（クローナ）の大幅通貨安で経常収支赤字の対GDP比が大幅改善（2008年のマイナス25%から2012年にはマイナス5%）した。

（2013 年時点）



出所：OECD

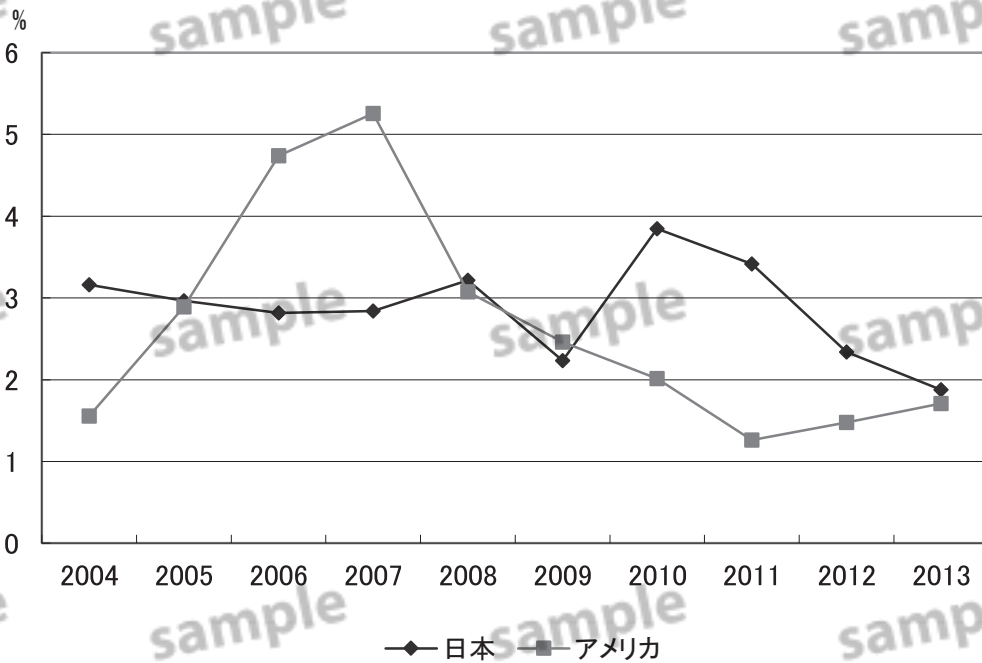
図表 8 : 対外純資産残高



出所：IMF

図表 9 : 「実質金利」の国際比較

(実質金利 = 名目金利 - 予想物価上昇率)



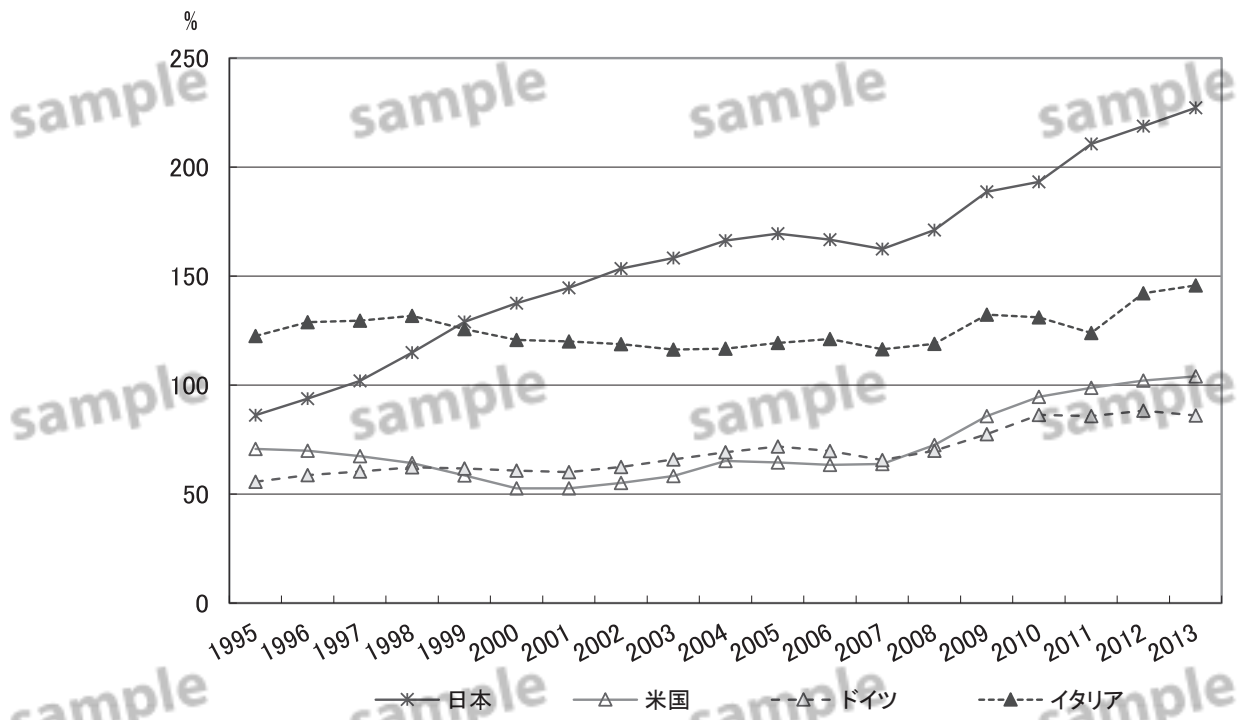
出所：世界銀行

図表 10：各国の財政収支の国際比較

(1) 財政収支の国際比較（対 GDP 比）：フロー

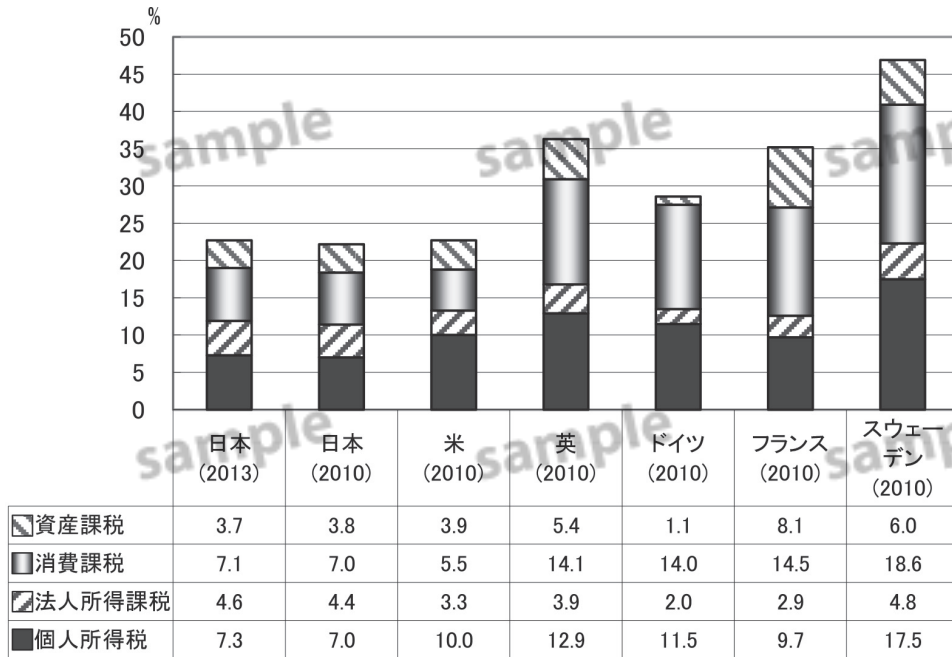


(2) 一般政府債務残高の対名目 GDP 比：ストック



出所：財務省、OECD

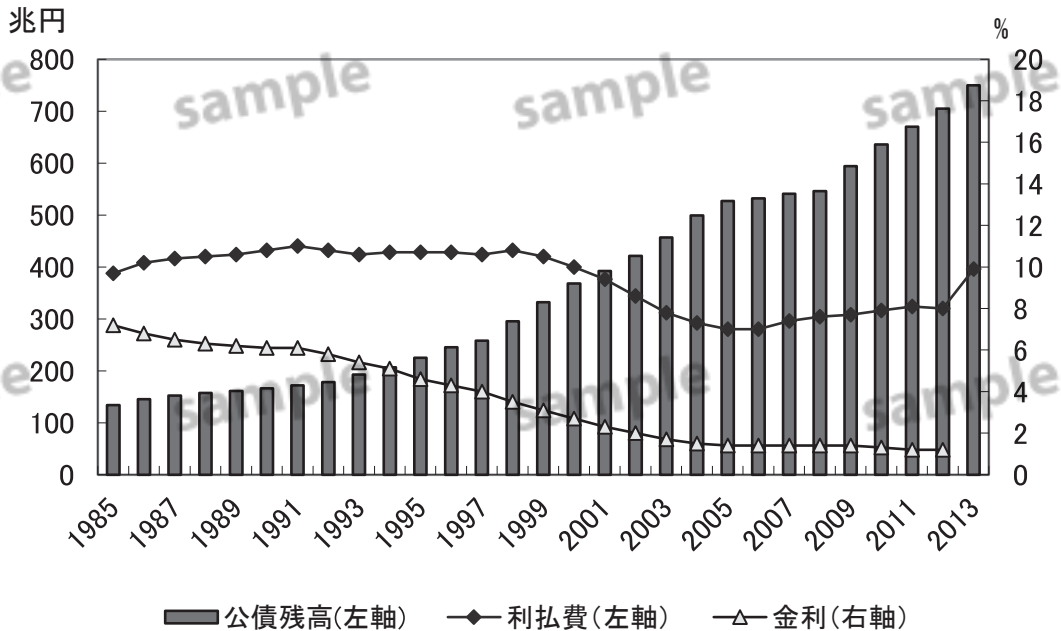
図表 11：税負担比率の国際比較（対国民所得比）



出所：財務省

注：消費課税には消費税のほか、タバコ税などの個別消費税が含まれる

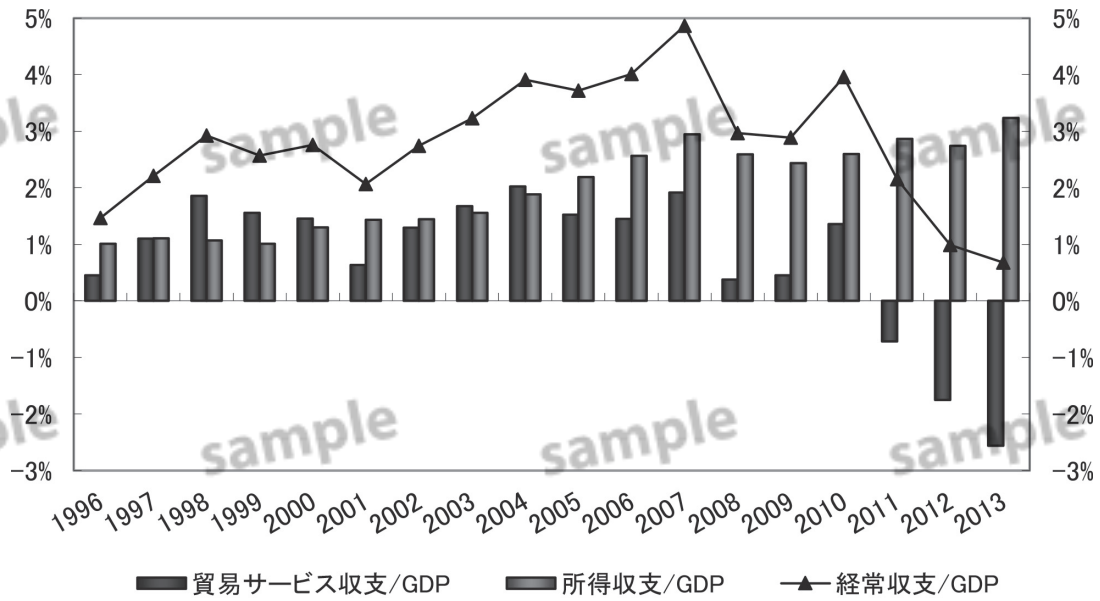
図表 12：日本における公債残高、利払費ならびに金利水準



出所：財務省

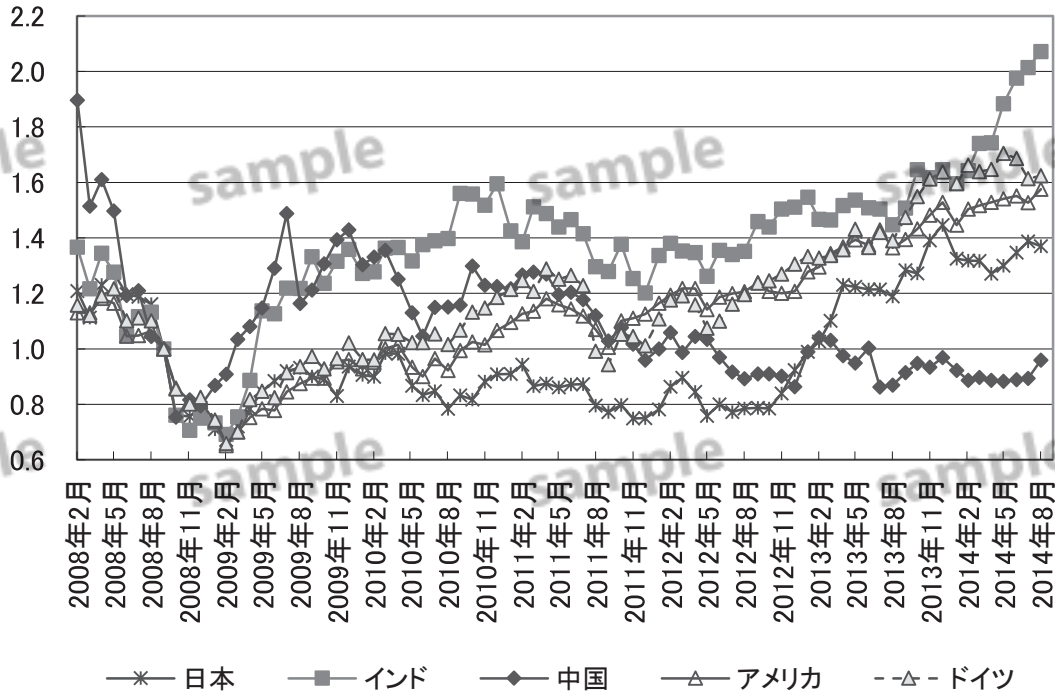
注：2013 年度末で、日本の国債など（国債・財融債以外にも国庫短期証券を含む）残高 998 兆円のうち 59%を民間金融機関が保有している。一方、日本銀行による大量の国債購入で、日本銀行の保有率が、2012 年 12 月末時点の 12%から 20%に急増した。

図表 13：日本の経常収支とその主要項目別の対 GDP 比の推移



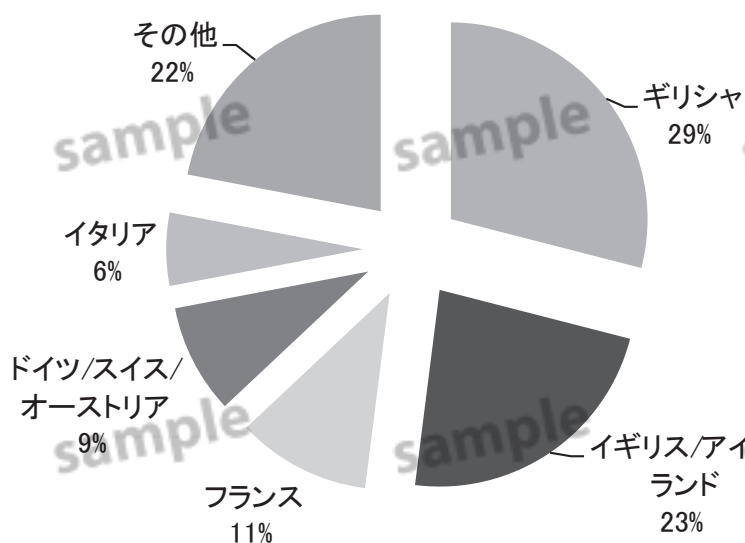
出所：内閣府

図表 14：日米欧中印の株価水準（月データ、期末、2008年9月=1）



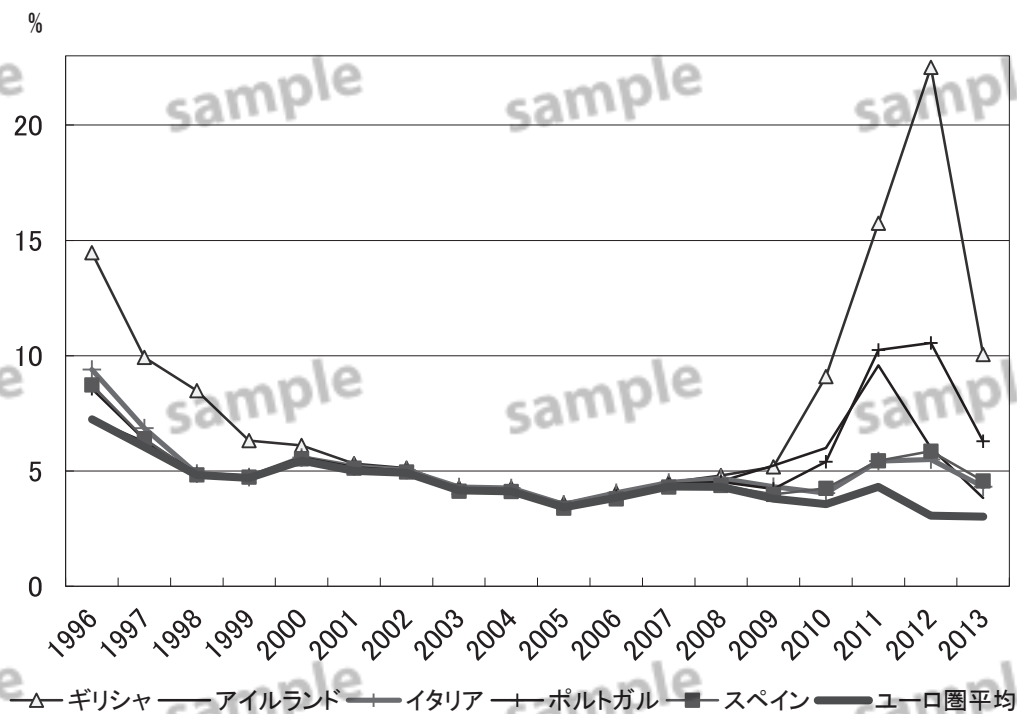
出所：Yahoo finance

図表 15：国別のギリシャ向け与信（金融機関の貸出動向、2010年4月）



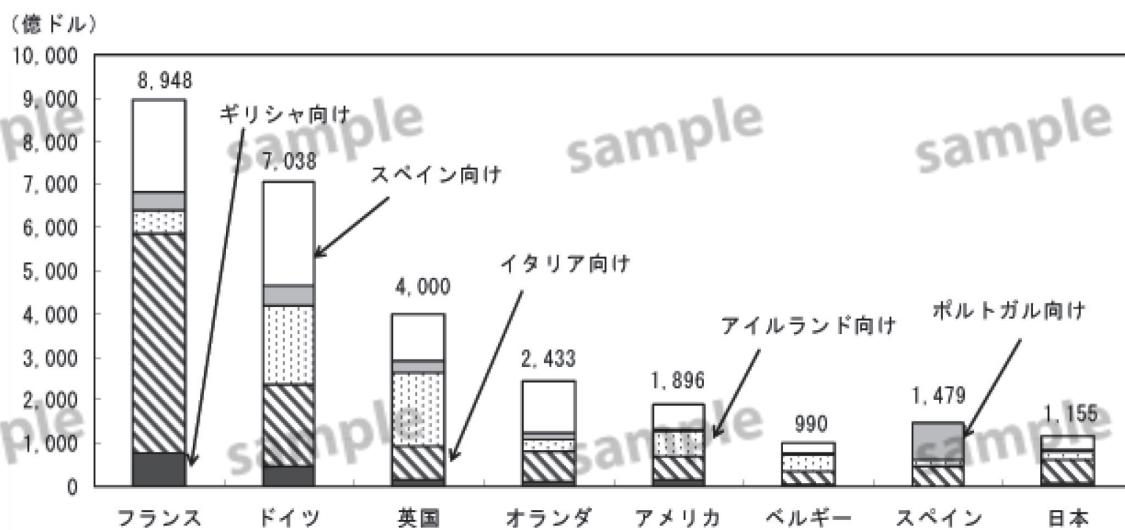
出所：内閣府「世界経済の潮流 2010年 I」

図表 16：ヨーロッパ諸国の長期金利の推移



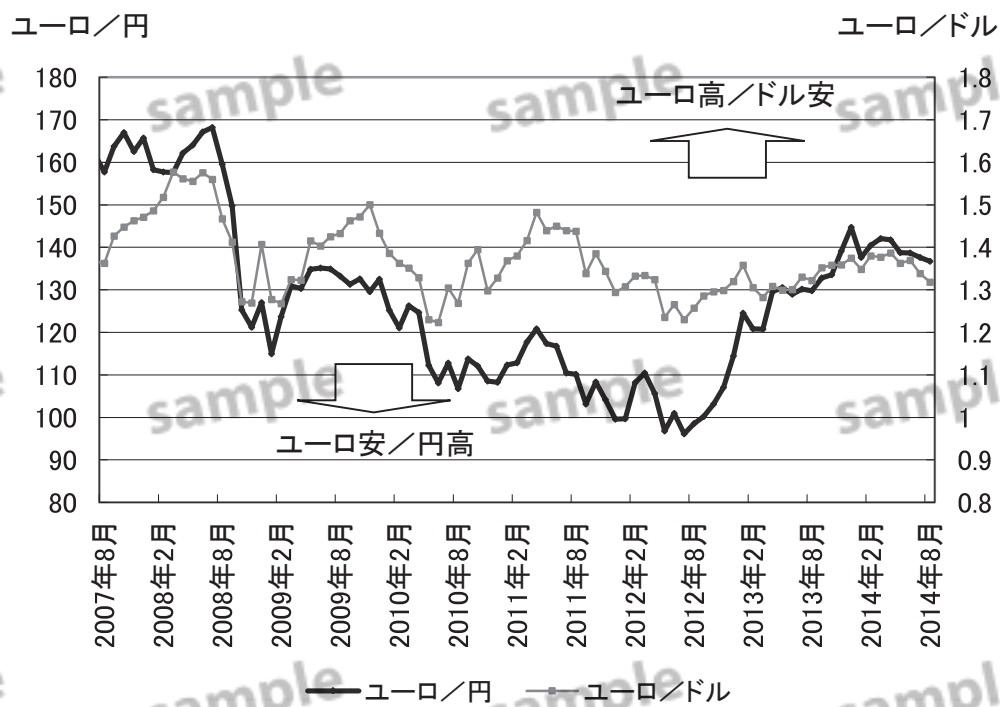
出所：OECD

図表 17：金融機関の貸出動向（2009年12月末時点）



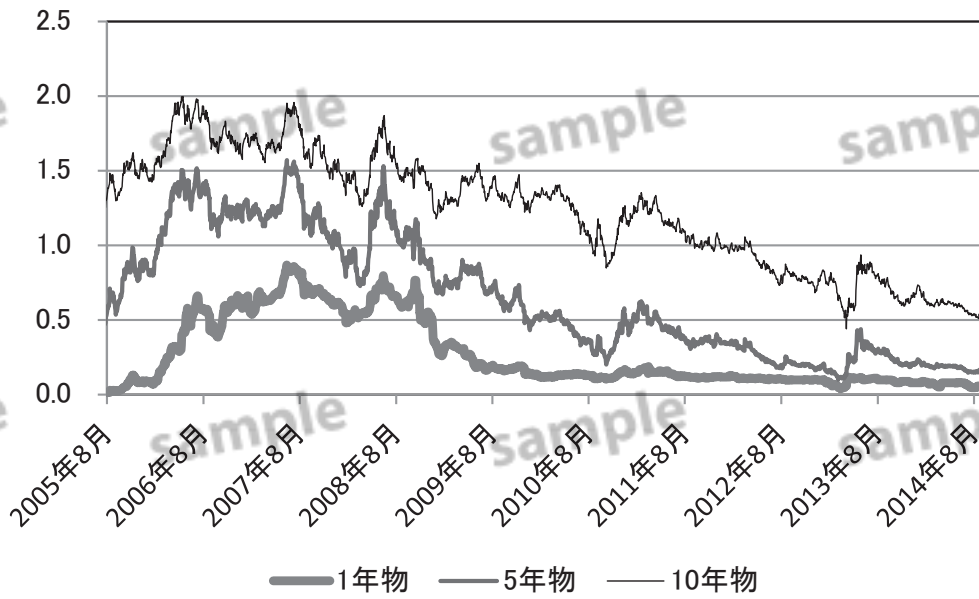
出所：内閣府「世界経済の潮流 2010年I」

図表 18：ユーロの対円、対ドルの価値の推移（月末値）



出所：Yahoo finance

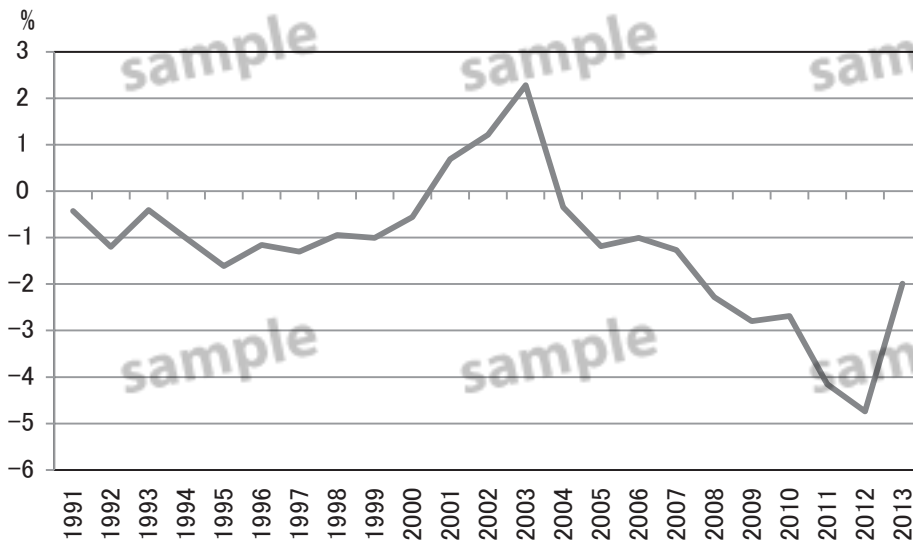
図表 19：日本国債の金利水準



出所：財務省

注：2014年8月末までのデータ

図表 20：インドの経常収支の対 GDP 比率



出所：世界銀行

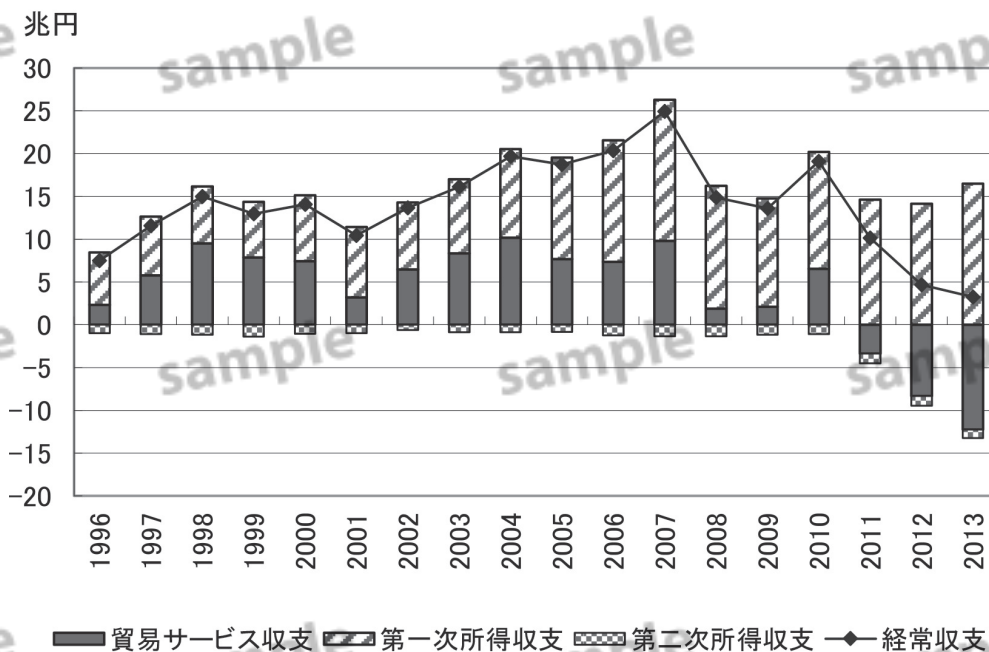


### 補論 1： 経常収支の項目と項目別推移

「経常収支」の主な項目は、(1) 財貨（物）の輸出入の収支を計上する「貿易収支」、(2) 旅行・輸送等のサービス取引の収支を計上する「サービス収支」、(3) 対外金融債権・債務から生じる利子・配当金等の収支を計上する「第一次所得収支」、(4) 官民の無償資金協力、寄付、贈与の受払等、居住者と非居住者との間の対価を伴わない資産の提供に係る収支を計上する「第二次所得収支」である。

1990年代から2007年まで、日本の経常収支の対GDP比率は上昇傾向にあったが、最近は減少傾向が見られる（図表13参照）。その内訳の推移に注目すると、「第一次所得収支」の対GDP比は依然として高い水準であるものの、「貿易収支」と「サービス収支」を合計した「貿易サービス収支」の対GDP比率は減少が目立つ（図表13参照）。2011年には、急激に進んだ円高と東日本大震災、タイの洪水の影響で貿易サービス収支が赤字化し、その影響は2013年まで続いている（図表13、21参照）。2012年末からの急激な円安で今後の改善が期待されるものの、いわゆるサンクコスト化の懸念（本論参照）や「Jカーブ効果」（補論2を参照）により、数量調整が遅れる短期においては赤字幅が拡大することも考えられる。

図表 21： 日本の経常収支とその主要項目別（暦年、絶対額）

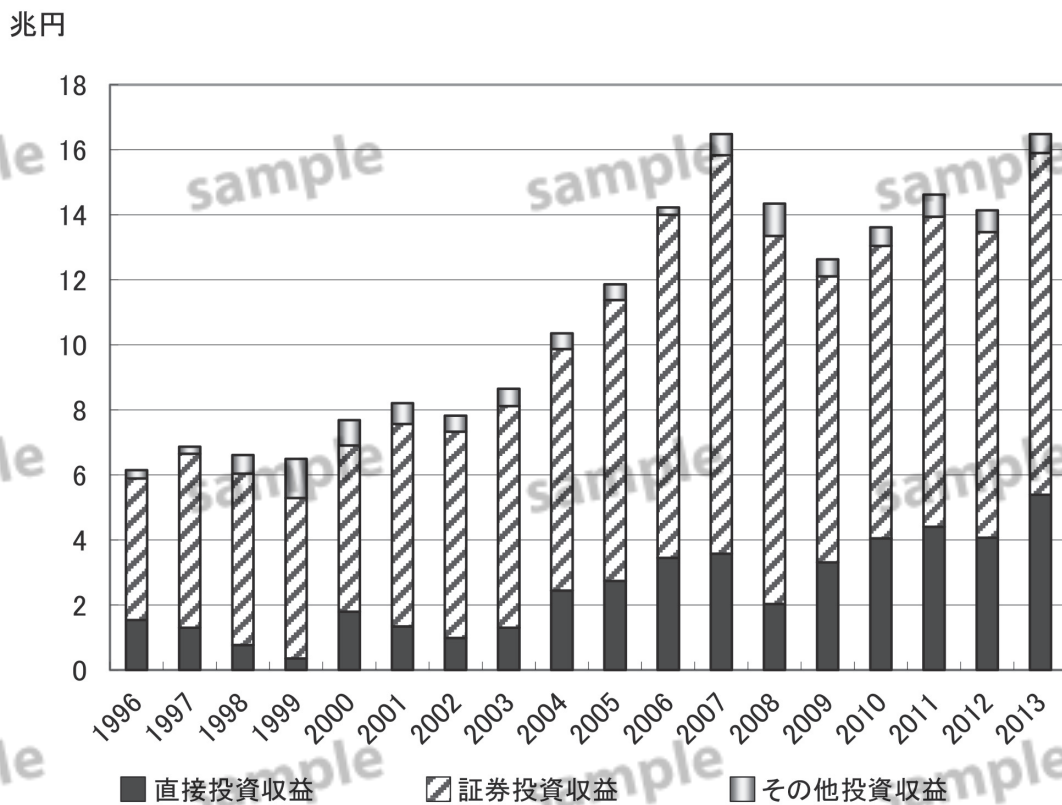


出所：財務省

また、「第一次所得収支」は、雇用者報酬と直接投資収益（親会社と子会社との間の配当金・利子等の受取・支払）、証券投資収益（株式配当金及び債券利子の受取・支払）、その他投資収益（貸付・借入、預金等に係る利子の受取・支払）に分けられる。雇用者報酬は無視できるほど小さい（図表 22 参照）。特に大きいのは証券投資収益である。貿易で稼いだ外貨が、海外で株や債券に投資されて、その配当や利子の形で日本に還元されていることが分かる。しかし、高齢化の進展とともに投資・貸付の源泉となる貯蓄が減少し、中長期的には縮小に向かうことが懸念される（高齢化と貯蓄率の推移は図表 23 を参照）。

10

図表 22：所得収支の項目別推移



15

20

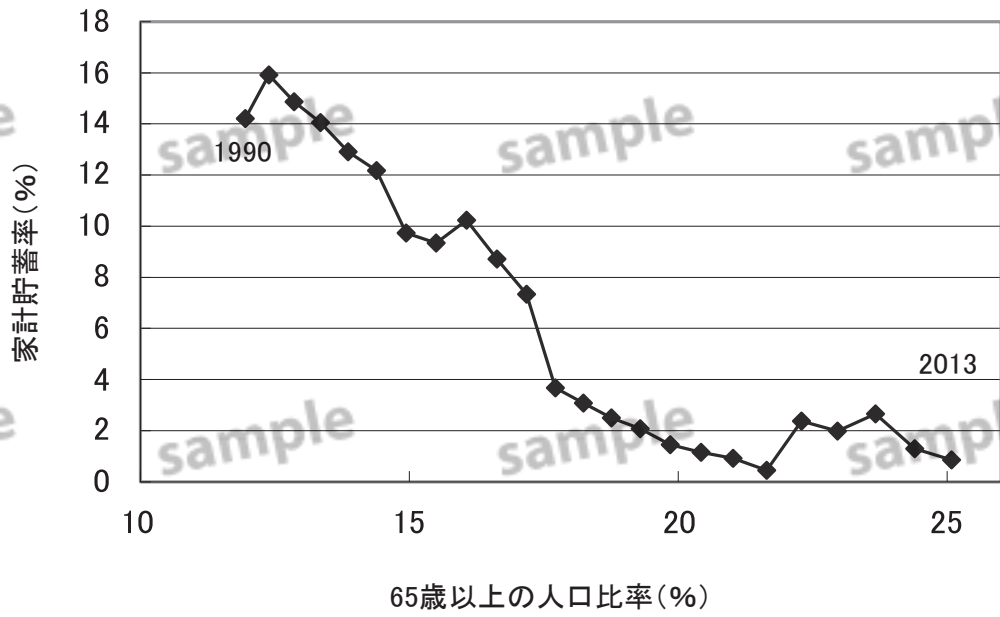
25

出所：財務省

注：雇用者報酬は無視できるほど小さい。

30

図表 23 : 高齢化と貯蓄率の推移



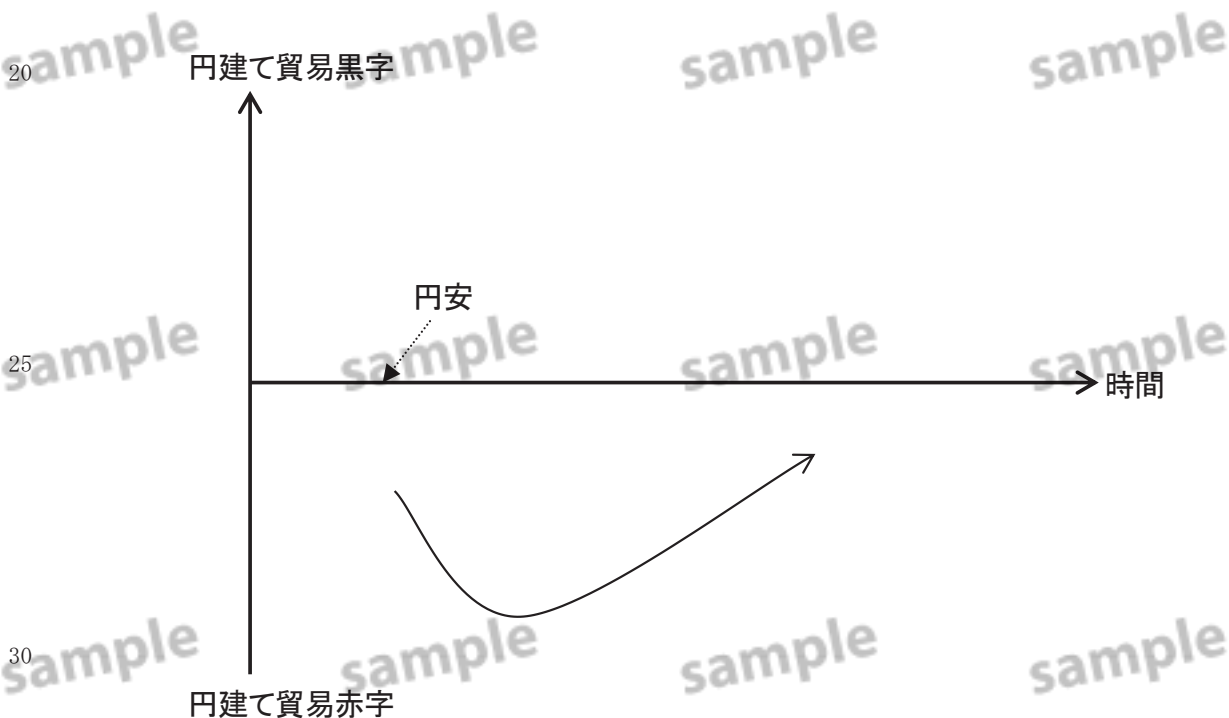
出所：世界銀行、OECD

## 補論 2 : Jカーブ効果

急激な円安を受けても日本の貿易収支の赤字は、短期的には減少するどころか逆に増加を示す可能性がある。その一つの要因として考えられるのが「Jカーブ効果」である。ドルに対して円安が進めば、  
5 日本の輸出製品の円建て価格が変化しないという前提の下で、ドル建て輸出価格が低下するため価格競争力が強くなり日本の輸出数量が増加することが予想される。しかし、短期的には、契約あるいは生産設備の制約で急には輸出数量を増やせない場合がある。そのため、数量調整が遅れて変化しないとするとドル建ての日本からの輸出額は減少する（ただし、円建て輸出額は変化しない）。一方で、円安により円建ての輸入品価格が上昇し、輸入数量の減少が期待される。しかし、同様に短期的に数量調整が遅れ輸入数量が変化しない時期には、円建ての輸入額が増加する（ドル建ての輸入額は変化せず）。

その結果、円建てでもドル建てでも日本の貿易収支赤字が拡大する。このJカーブ効果を図示すれば、以下ようになる。この図では、円安になっても、数量調整が遅れると、短期的には、むしろ円建ての貿易収支赤字が拡大することを示している。数量調整が行われる長期にならなければ、貿易収支赤字の縮小にはつながらない。

図表 24 : Jカーブ効果



sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---