

内外経済の見通し

世界経済の潮流

世界経済は拡大局面入り、日本は財政再建と通商戦略に決断と行動を！

日 本

景気は早期に踊り場を脱却し、持ち直し基調に回帰の公算

米 国

減税効果、構造調整の進展から景気は堅調

西 欧

ユーロ圏は今年減速、ソブリン問題がリスク要因
英国は、第 1 四半期の高成長で今年は加速

ア ジ ア

景気は堅調持続、政府はインフレ抑制スタンスを強化

オーストラリア

年後半、内需回復と洪水復興需要で景気は再加速へ、RBA は当面様子見の姿勢

原油価格

中東情勢緊迫化による供給懸念が当面続く見込み

世界経済は拡大局面入り、日本は財政再建と通商戦略に決断と行動を！

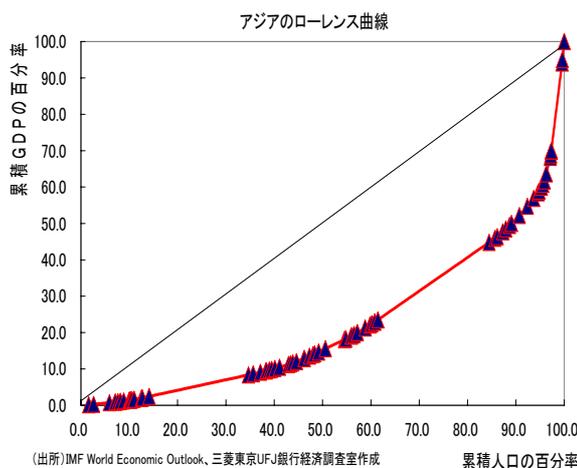
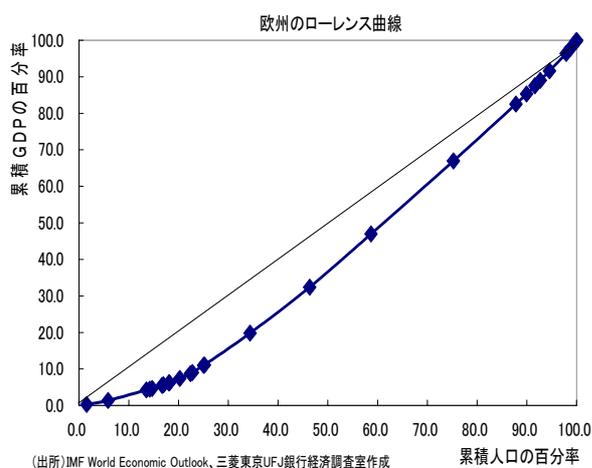
世界経済は「回復」から「拡大へ」、新たな問題に直面

世界経済は、景気回復から景気拡大局面に入った。もっとも、先進国経済は雇用低迷・財政デフレなどの構造要因を抱える一方、新興国経済は景気過熱やインフレ圧力に直面するなど経済成長の姿は一様ではない。また、北アフリカのチュニジアとエジプトで起きた政治混乱にみるように経済成長の副作用が貧富格差や資源・食料品価格の高騰を生み出し、社会問題に発展する新たな課題も出始めている。

経済のグローバル化や世界市場のフラット化は、新興国経済に急速な経済発展をもたらし、先進国との経済シェア格差（南北格差）を縮小させる効果がある。先進国にとっても、高齢化の進行によって内需の潜在成長力低下が避けられない状況下、新興国経済の発展は、①輸出主導型経済への転換、②貴重な年金運用の投資先確保という観点で、非常に重要な意味を持つ。

しかし、その一方で、急速な経済成長は必然的に富の集中化や独占をもたらす。下図は富の集中や所得の不平等を論ずる上でよく使われるローレンツ曲線（M. O. Lorenz 1905年）を、先進国（欧州）と新興国（アジア）についてみたものである。ローレンス曲線は、縦軸に所得の累積百分率を、横軸に人口の累積百分率をとり、対角線（均等分布線）との乖離幅から所得の不平等度を測るものである。対角線で囲まれた面積の割合を2倍すると、いわゆるジニ係数となる。

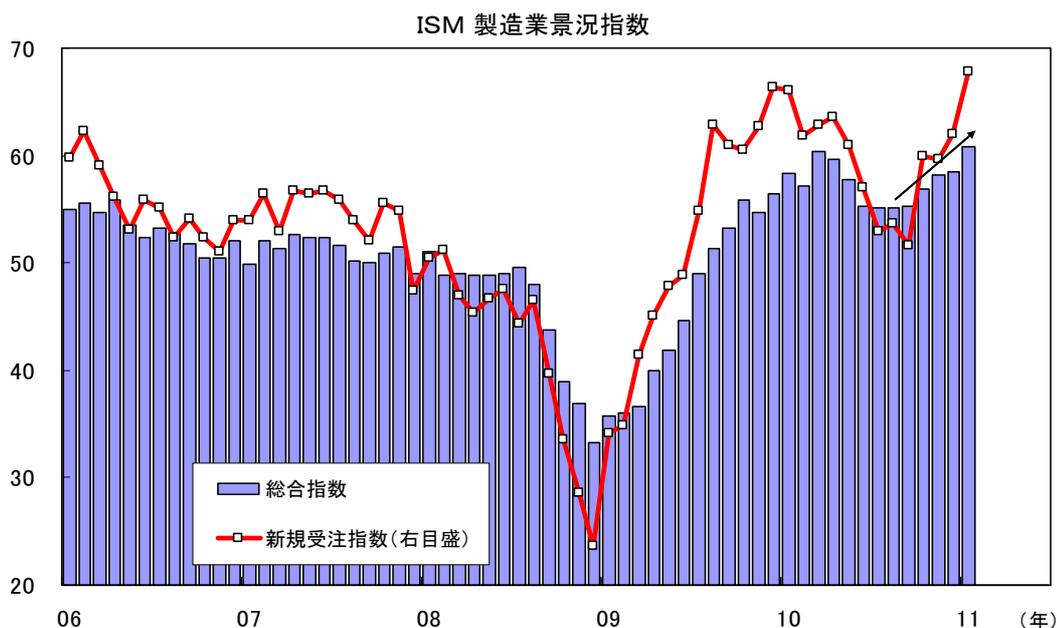
これをみると、先進国（欧州）のローレンス曲線はほぼ対角線に近く、所得の不平等格差が小さい。一方、新興国（アジア）のローレンス曲線は、明らかに弓なりの弧を描いており、不平等格差が大きい状況を示している。特に累積人口分布の百分率が90を過ぎたあたりから急傾斜しており、富の集中度合いが顕著であるといえる。



近年における新興国の成長神話は、労働力人口の源となる若年層の多さがベースにある。すなわち、若年齢層が厚い人口動態を有する新興国はライフサイクルに基づく消費需要を背景に潜在的な経済成長力が高まるといった考え（人口ボーナス論）である。しかし、現実的に北アフリカを中心に発展途上国で起きているのは、巨大な若年齢層を抱えるリスクである。生産年齢人口（特に若年齢層）に十分な雇用機会や所得水準の向上が実現されない場合、政治・経済体制が不安定化する危険性が高まる。特に経済成長が加速する地域においては一般物価の上昇ペースが速くなるため、取り残された貧民層が増加する。実際、今回、民主化革命が起きたエジプトでは1日2米ドル以下で暮らす国民の比率が約19%、チュニジアでも13%に達している。他方、インフレ率はエジプトで前年比二桁を超える水準にあり、国民の不満が社会問題化しやすい素地があった。世界経済の発展には、多人口構造を持つ新興国経済の成長が不可欠であるが、一方で新興国や発展途上国の資源・食糧問題の解決に向けて、世界全体がどう取り組むかが今年の国際社会における最大のテーマとなろう。

息を吹き返した米国製造業、年前半は4%成長

米国では、製造業が急速な回復を示している。米国の製造業は昨年秋以降、世界経済の減速を受けてやや勢いを失っていたが、新興国向け輸出需要を梃子に受注・生産が息を吹き返し、業績がV字型に回復している。生産拡大が設備稼働率を上昇させ、雇用の増加につながる好循環もみられ、2010年の製造業雇用者数は、1997年以来の増加幅を記録した。設備投資については、稼働率が生産能力増強を必要とする水準まで上昇していないため、緩やかな回復に止まっているが、潤沢な手元流動性や米銀の貸出姿勢積極化を背景に先行き増勢を強める可能性が高い。製造業の業況感を示すISM指数（2011年1月）は60.8ポイントと直近最高レベルまで上昇しており、この水準は実質経済成長率に相関させると、4%の成長ペースとなる。



一方、オバマ大統領が昨年暮れに総額 8,580 億ドルの大型景気・雇用対策”Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010.”を決定したことも、個人消費や設備投資を刺激し、今年の実GDP成長率は 0.5%から最大 1.0%程度押し上げるとみられる。特に減税効果が集中する年前半には 4%超の高成長となろう。

米国内の構造問題（住宅、雇用）の調整にはなお時間を要する

もっとも、米国内に目を転ずると心許ない状況が続いている。住宅市場はネガティブエクイティ問題や差し押さえ物件増加を背景に引き続き低迷しており、住宅価格も弱含みで推移している。中期的にはベビーブーマーの高齢化から住宅需給の大幅な改善は見込みづらい。雇用に関しても、雇用吸収力の大きい建設・住宅部門の回復が遅れていることから増加ペースは依然として鈍い。1月の雇用統計では家計調査ベースの失業率が 9%へ大幅に低下したが、労働参加率の低下（労働力人口の減少）が背景にある。米国失業率の適正水準は NAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment、インフレを生じさせない自然失業率）の 5%程度（米議会予算局）とみられており（FRB の長期失業率見通しは 5.0-6.0%）、雇用正常化への道は程遠い。情報通信技術の発展やグローバル化の進展に伴う業種、職種、技能における雇用のミスマッチ構造、ネガティブエクイティ問題による移転制約など労働者サイドのモチベーションやモビリティも問題視されている。こうした構造的な調整要因を抱えるなかでは、今回の大型景気対策も V 字型ロケット回復の起爆剤になるには至らず、年後半には 3%程度の成長ペースへ減速すると予想する。

バーナンキ FRB 議長は、議会証言で雇用・住宅など国内の資源利用度が低い状況下ではデフレリスクが残存することを指摘し、金融緩和継続の正当性を主張している。市場では短期的な景気回復循環を重視し、利上げ前倒しを織り込みつつあるが、FRB が金融引き締めスタンスに転換するには、デフレリスクの緩和が実際の経済統計で確認することが必要であり、「コアインフレ率の 1%台半ば、失業率の 7%台への低下」辺りが必要最低条件になろう。第 2 弾の量的緩和政策（QE2）は今年 6 月で終了する可能性が大きいですが、そこから利上げ転換まではある程度のインターバルがあるとみられる。

欧州ソブリン問題は金融安定ファシリティの強化が最大の焦点

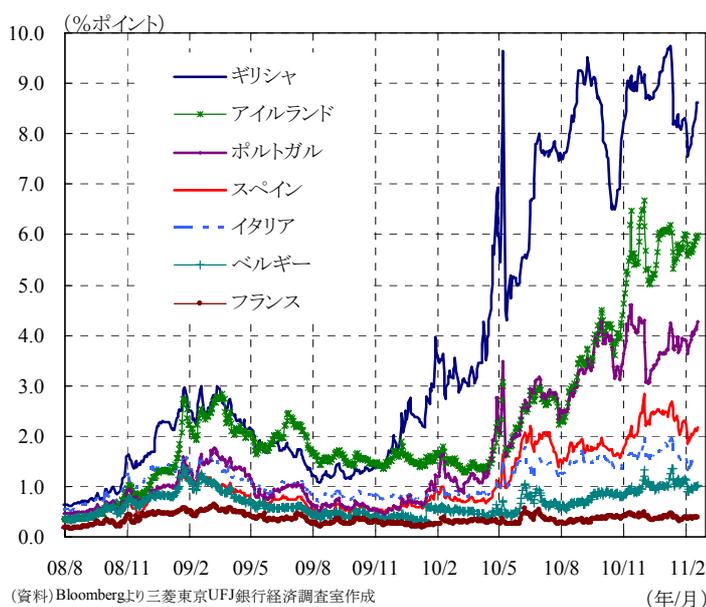
欧州では、1月中旬以降、南欧周辺国の信用リスクプレミアムが低下した。これは①ECB による周縁国の国債購入再開、②中国による周縁国の国債買い増し、③投資家のショート/アンダーウエイトのショートカバー、④欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の規模拡大や機能拡充への期待等が背景にある。

このうち、目下、最大の焦点となっているのが、欧州金融安定ファシリティの強化である。具体的には、①融資規模の拡大（実質 2,550 億ユーロの融資可能額を最大 4,400 億ユーロへ引き上げ、融資可能額自体の大幅拡大）、②融資金利の引き下げ（現状比 1%強の引き下げ）、③弾力的信用枠の設定（IMF の弾力的信用ファシリティ制度に類似したもの）、④自国の国債購入を目的とした融資認可、⑤欧州金融安定ファシリティ

による直接的な国債購入などの項目が遡上にあがっており、特に欧州金融安定ファシリティが融資した資金を活用して、加盟国が自国の国債を市場から買い上げるフレキシビリティが認められるか否かに市場の注目が集っている。

これが認められれば、ギリシャやアイルランドが自国の国債を買い入れ、償却することによって債務負担を実質的に軽減させることができるほか、現在 ECB が買い支えている周縁国の国債購入の役割が欧州金融安定ファシリティに移転されることで ECB の金融政策の自由度が増すことになる。欧州債務危機の抜本的な打開策として期待が高まる。

欧州周縁国の対ドイツソブリンスプレッド



しかし、融資金利の引き下げ以外は各国の利害調整が複雑に絡み合うことからハードルも高いといわれている。例えば、融資規模の拡大は当然ドイツへの負担が高まる。欧州金融安定ファシリティの総保証枠 4,400 億ユーロのうち、ドイツの負担 (1,193 億ユーロ) は 27.1%であるが、欧州金融安定ファシリティの信用力を AAA 格とした場合、厳密には融資能力の裏付けとなる保証担保先は当然 AAA 格を有するべきというロジックになる。この考え方に基づけば「(AAA 格を裏付けとした) 欧州金融安定ファシリティの本質的な融資可能額は、総保証枠 (4,400 億ユーロ) に AAA の割合を乗じたものとなり (4,400 億ユーロ×約 58%=2,550 億ユーロ)、その場合、ドイツの信用保証枠は全体の 46.7%に拡大する。実質的な保証負担が高まるなかで、ドイツは昨年 5 月に可決した欧州安定化メカニズムに関する法案 (StabMechG : 保証上限 1,230 億ユーロ) を改正しなければならず、高度な政治調整能力を強いられることになる (因みに同法案はドイツ憲法裁判所で係争中)。

他方、国債購入や弾力的な信用枠設定などの機能拡充は、当該国の信用リスクを緩和させる特効薬であるが、一方で出資国の資金が当該国の財政赤字ファイナンスをより直接的に行う形となり、EU 条約の「No bailout」条項の理念に反する (モラルハザ

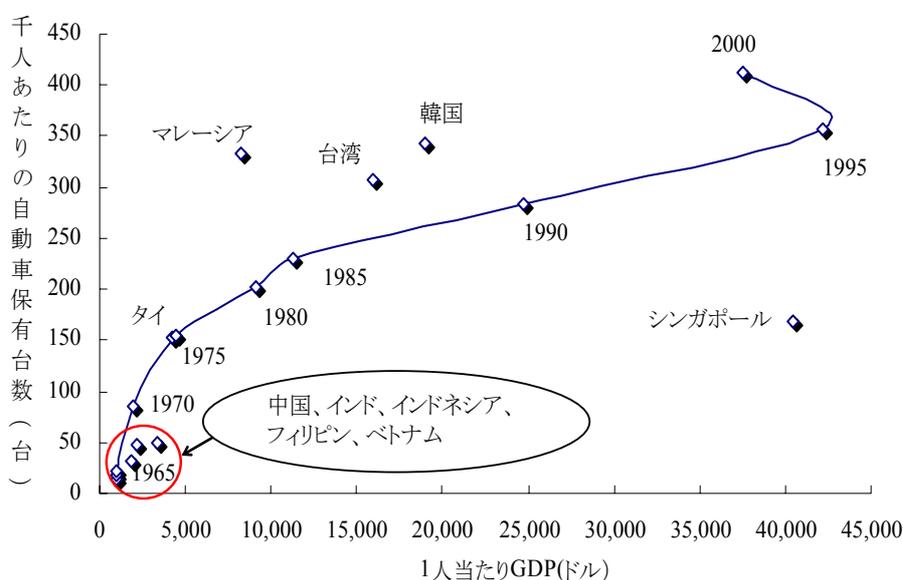
ードリスク)。

むろん、EUサミット(3月24日-25日開催予定)に向けて、周辺国債務問題の包括的救済策に対する市場の期待は高まっている。ドイツもユーロ維持に向けた責務を強く意識しており、妥協点を見出し、何らかの具体的な決定事項が採択されることになろう。しかし、欧州周縁国の底流にある構造問題(財政デフレ、不良債権問題、政治的緊張等)は払拭されず、欧州ソブリンリスクは引き続き神経質な展開が続くとみられる。

アジアはモータリゼーションが加速、今後も飛躍的な自動車普及率上昇へ

アジア経済は、内外需ともに引き続き好調を維持している。昨年第4四半期は世界経済が減速局面にあったにもかかわらず、アジア主要国の経済成長はほとんど減速せず、一部の国(インドネシア、シンガポール等)では経済成長が加速した。2010年のアジア11カ国・地域の実質GDP成長率は9.2%となり、グローバル金融危機前の平均(2003~07年平均9.0%)を上回る勢いを示した。

こうした背景には自由貿易協定(FTA)の進展を背景とした域内貿易取引拡大もあるが、やはり、個人消費の堅調とりわけ自動車販売の勢いが特筆される。アジアでは中間層の拡大により、本格的なモータリゼーション(自動車普及率の上昇)の発展期に入っており、昨年の国内向け自動車販売台数は中国(1,806.2万台)、インド(304.0万台)、タイ(80.0万台)、インドネシア(76.5万台)、マレーシア(60.5万台)、フィリピン(16.8万台)が過去最高を更新した。なかでも、中国は2年連続で新車販売・自動車生産の世界ナンバーワンの実績を示し、世界最大の自動車王国に踊り出た。



(注)年表示は日本。アジア各国の1人当たりGDPおよび自動車保有台数は2008年時点。
(資料)国連統計などより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

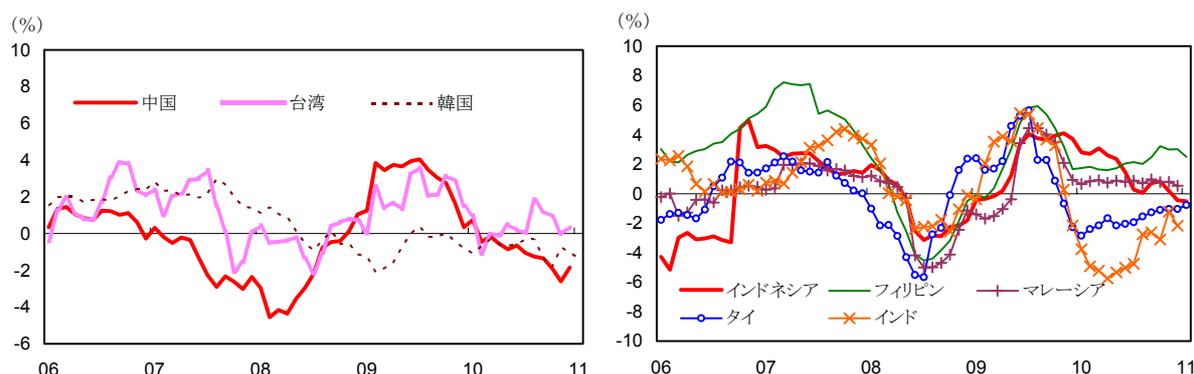
モータリゼーションは、一人当たり GDP が 3,000 ドルから 7,000 ドルへの中所得水準の移行期が最も加速しやすい。日本のモータリゼーション進行期になぞらせてみると、昭和 40 年から同 50 年がその時期に当たるが、わずか 10 年間に自動車普及率は 3% 程度から 15% 近辺へ急上昇した。中国、インド、インドネシア、フィリピン、ベトナム等は、日本の昭和 40 年近辺の所得水準にあり、今後 10 年間に所得水準の向上とともに自動車普及率が飛躍的に上昇することが見込まれる。

実際、所得水準の向上は着実に進んでいる。2010 年に中国、タイ、インドネシア、ベトナムで最低賃金が約 6~30% 引き上げられたほか、ほぼ完全雇用に近い雇用状態を背景に全体の名目賃金も二桁近い伸びを維持している。また、インドネシア、マレーシア、タイなどでは穀物価格の上昇を受けて農業収入が拡大しており、都市部のみならず農村部の購買力が向上している。タイでは農業収入の増加が自動車販売の約半数を占めるピックアップトラックの販売増につながったケースもみられる。

アジアリスク（インフレ、資金流入バブル）が顕現化、株式から土地シフトも

アジア経済のリスクはインフレ進行と資本流入加速に伴う資産バブルである。前者は、2008 年の原油急騰時のようにインフレ率が急進する事態には至っていないが、消費者物価上昇率は着実な上昇を示しており、各国とも食品や燃料、公共料金等への価格統制や金融引き締めなどの対策を強化している。しかし、先進国との金利差拡大がネックとなり、緩やかな金融引き締めペースに止まっているため、各国の実質政策金利は概ねマイナス乃至はゼロ近傍にある。これまで金利上昇は海外マネーの流入を誘引するため、利上げを逡巡していたインドネシアもついに金融引き締め強化に踏み切った。他のアジア諸国も金融引き締めスタンスを一段と強化する公算が大きい。インフレ抑制のソフトランディングが可能か否かを見極める局面に入ってきたと言える。

アジア主要国の実質政策金利

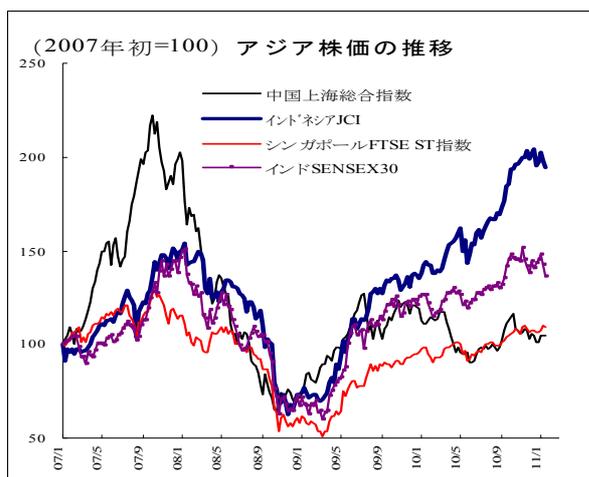


(注) 実質金利 = 政策金利 - 消費者物価上昇率
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

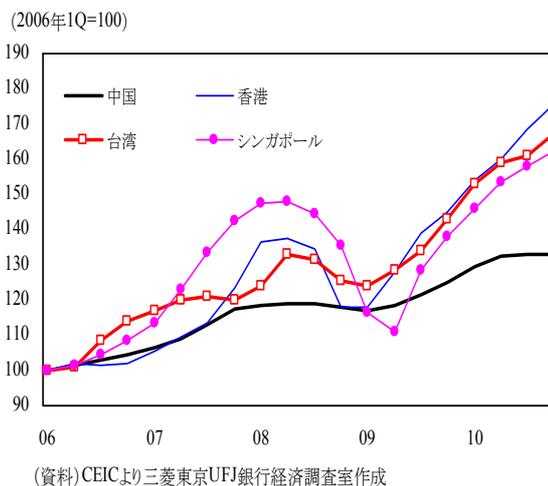
こうしたインフレ懸念と金融引き締め強化を受けて、アジア株価は調整局面に入っている。特に昨年 40% 前後の大幅な急騰を示したインドネシア、フィリピン、タイなどの株式は、成長期待に伴う資金流入加速が顕著であり、通貨高・株高・債券高のトリプル高を続けてきたが、その反動的修正が起きている。もっとも、投機マネー流入

が主体であったアジア危機の時と異なり、現在はインフラプロジェクトやビジネス拠点シフトを背景とした長期投資資金（直接投資）が根底にあり、アジア域内から先進国へのリパトリエーションの動き（資金逃避）はそれほど大きくない。むしろ、インフレリスクへの対応として投機マネーが株式から土地へシフトしている面もあり、不動産バブル懸念は引き続き燃っている。

アジア主要国株価の推移



アジア主要国の不動産価格の推移



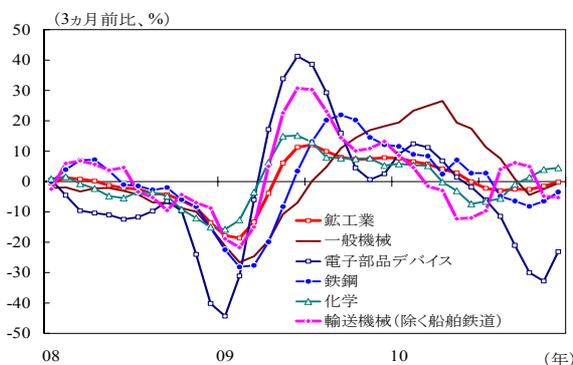
(出所) ブルームバーグ、三菱東京 UFJ 銀行経済調査室

日本経済は景気踊り場脱却、輸出・生産主導の回復局面へ

日本経済はエコカー減税の反動や輸出停滞を背景に昨秋から景気踊り場局面に入った。昨年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%（前期比年率▲1.1%）と5四半期振りにマイナスへ転じた。しかし、世界経済の再加速を背景に輸出・生産が昨年12月から急回復しており、景気の踊り場を既に脱却しつつある。

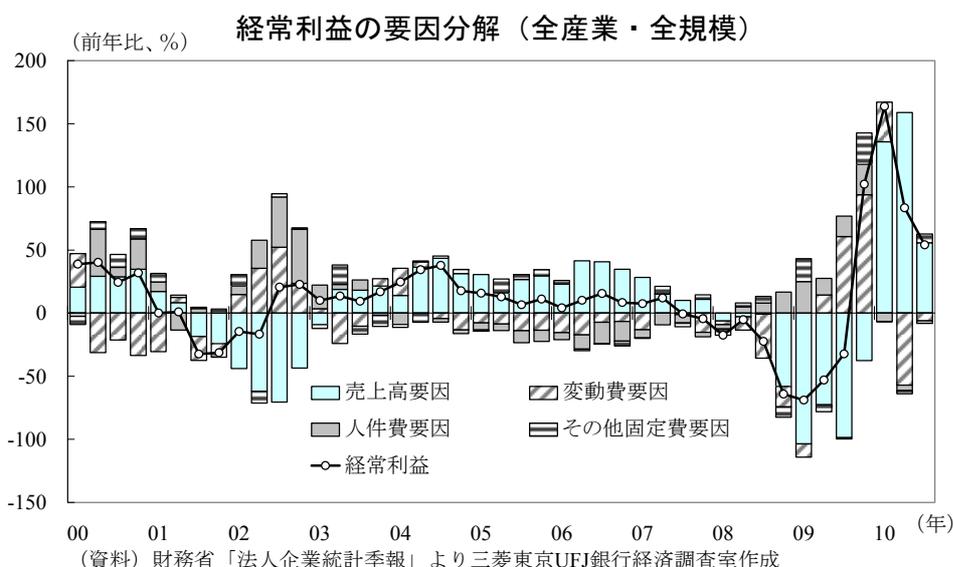
輸出回復は、前述したアジアのモータリゼーションの影響もあるが、半導体・電子部品関連の輸出が下げ止まり、回復局面に入ってきたことが大きい。その背景には「新情報端末革命」と呼ばれるスマートフォンやタブレット型PCの登場がある。

主要業種の出荷・在庫バランスの推移



これらは、従来型パソコンと携帯電話の隙間を埋める新たなデバイス文化を生み出すと期待されており、電子情報技術産業協会（JEITA）によると、今後5年間にスマートフォン市場は約4倍、タブレット型PC市場は約5.5倍の規模へ急拡大することが見込まれている。電子部品デバイスは、昨年秋まで在庫調整を強いられていたが、底入れから先行き本格回復が展望できる状況になってきた。

企業収益も急回復している。日銀短観（2010年12月調査）に基づく経常利益（全産業・全規模）は、2010年度上期実績で前年度比+75.2%、2010年度計画では同+28.2%であるが、上場企業の2010年4月—12月期の連結決算をみると、前年同期比+81%、2010年度通期見通しが同+53%と当初計画から収益上振れが示されている（いずれも日経新聞調べ）。当初懸念された円高の影響は、企業の経費削減努力やアジア新興国向け増収効果で吸収された形である。2011年度も、経常利益ベースで15%程度の増益（上場企業ベース）が予想されている。利益水準全体としては、リーマン危機前のレベルには到達しないが、景気踊り場から脱却もあり、2011年度は新規事業投資やアジア企業を対象としたM&A戦略など攻めの経営姿勢への転換が拡がるとみられる。



通商政策が日本悲観神話から脱却するブレークスルーの本丸

本邦企業の攻めの経営にはグローバル戦略が欠かせない。鍵を握るのは自由貿易協定（FTA）や経済連携（EPA）など通商戦略であり、TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）への参加が焦点となる。現在、日本が経済連携を締結している国はASEAN、メキシコ、チリ、スイスの13カ国だが、TPP参加によって関税メリットを享受できる対象国が21カ国へ増加する。対象となる市場規模では、3兆ドル強から約25兆ドルへ実に8倍も急拡大することになる。貿易取引の急拡大によって輸出依存度を現在の18%から欧州連合平均並みの40%まで高めることができれば、過去10年間のグローバル化の遅れを一気に取り戻し、さらに日本への対内直接投資が大幅に増加することも期待できる。同時に国内の産業・事業再編の側面支援、法人税引き下げ、規制緩和強化を進めれば、日本企業の競争力の弱点だった「国内消耗戦」、「事業コスト高」、「非

効率・硬直性経営」が解消され、本邦企業の収益力が増していく。一方、日本が TPP に参加せず、韓国が米国や中国と FTA を締結した場合、日本製品シェアは大幅に低下し、雇用が約 80 万人減少するという試算（経済産業省）もある。

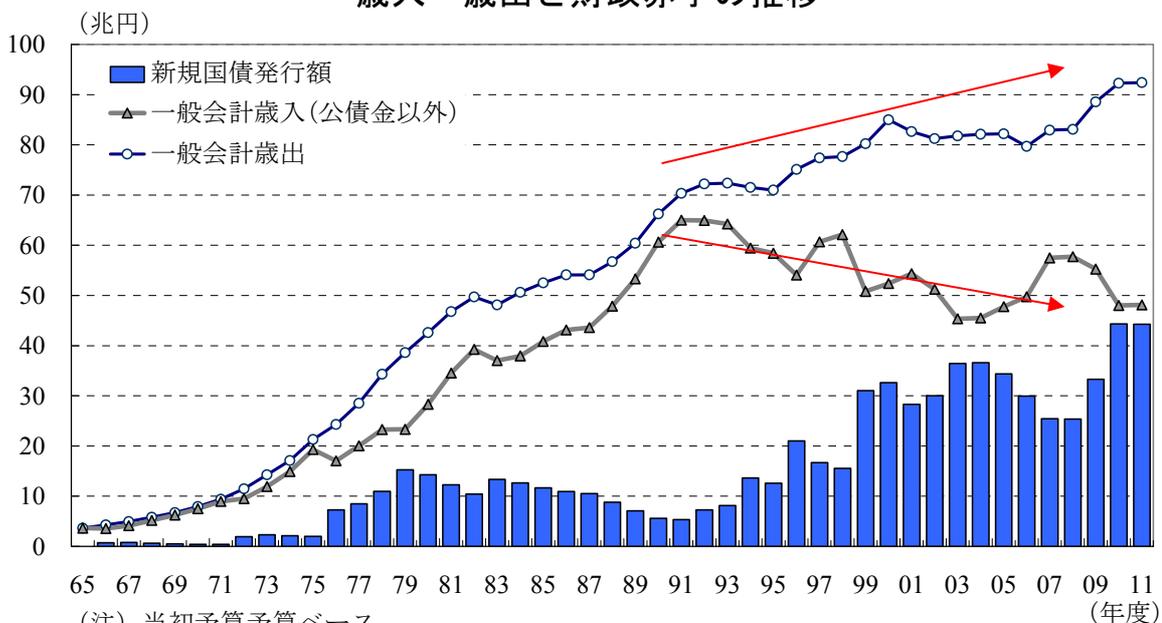
筆者は、本邦企業と新興国企業との競争力格差は個々の企業の技術力、サービス力の差異ではなく、日本と新興国における通商政策（含む為替政策）や事業コストによるところが大きいと考えている。TPP を軸とした通商政策は、まさに日本経済が悲観神話から脱却するブレークスルーの本丸であり、農業改革や税財政の抜本改革の具体的方向性を明確に打ち出し、対外公約の期日である今年 6 月に参加表明することを大いに期待する。

迫る日本財政リスク、日本国債のホームバイアス神話に限界

国際格付機関 S&P 社が日本国債（自国通貨建て・外貨建て）の長期格付けを AA（最上位から 3 番目）から AA-（同 4 番目）に引き下げた。今回の格下げは①既に昨年 1 月時点で同社が格付け見通しの引き下げを公表していた、②格下げの引き下げが 1 ノッチに止まった、③格下げ後の見通しは「安定的」に変更された等から、市場への影響は軽微に止まった。しかし、日本の財政リスクへの対外的な見方が一段と厳しくなっている証左である。

日本の構造的な財政悪化は、バブル崩壊後の 1990 年から始まった。下図は、わが国財政の歳出入と新規財減債発行額の推移をみたものである。歳出入は 1970 年代まで均衡しており、1970 年代後半以降になって、石油危機等による経済対策（建設国債発行）を受けて、歳出が歳入を上回る傾向が顕著になったが、単年度の財政収支の赤字は抑制気味に推移していた。

歳入・歳出と財政赤字の推移



それが大きく変化したのが、バブルが崩壊した 1990 年以降である。歳出は引き続き増加傾向を辿る一方、歳入はデフレ進行により漸減傾向が続くようになり、財政収支の赤字構造が定着した。

歳出入の中身をみると、歳出面では社会保障関係費、国債費、地方交付税交付金の三大項目が突出している。特に足下で急増しているのが、社会保障関係費である。高齢化により年金・医療費の自然増加額は、2010 年度に初めて 1 兆円を突破したが、今後も増加ペースの拡大加速が見込まれている。裁量的歳出項目である公共事業関係費は既に防衛費と同額のレベルまで減少しており、公的需要を生み出す力をほとんど失っている状況にある。一方、歳入は根幹をなす租税・印紙収入（一般会計ベース）が 1990 年の 60 兆円をピークに漸減傾向にあり、2000 年以降は（リーマン危機時を除いて）概ね 50 兆円近辺で推移している。人口減少や企業の海外シフトを勘案すると租税収入の減少傾向が強まる虞もある。歳出が 90 兆円～100 兆円規模、歳入が 50 兆円規模の状況が常態化しており、毎年 50 兆円の赤字が垂れ流されているのは異常であると言わざるを得ない。因みに、こうした歳出入トレンドの構造的な乖離は「ワニの口」と呼ばれるが、もはや口が開く状態は通り越して、「ワニの顎」が外れかかっている緊急事態に陥っているように思われる。

筆者は、こうした財政赤字の垂れ流しが看過された要因として財政法の問題を指摘する。日本の財政法では、世界でも特異な 60 年償還ルールが規定されている。これは当初、建設国債に適用されていたのだが、財政状況が厳しくなるにつれ、1980 年代半ばには赤字国債にも適用されることになった。無論、赤字国債の発行に関しては、特例公債法が存在し、当該年度毎に国会の承認を得る必要があるが、一旦発行が承認されると、国債残高全体のブラックボックスの中に埋もれてしまう。実際、過去 10 年間の国債発行残高の内訳をみると、2001 年度に建設国債が 216 兆円、赤字国債が 152 兆円だったのが、2010 年度（見込み）には、建設国債が 244 兆円、赤字国債が 367 兆円と、建設国債が 28 兆円しか増加していないのに対して、赤字国債は 215 兆円と建設国債の約 10 倍に膨れ上がっている。抜本的な社会保障改革や税財政改革を行わない限り、赤字国債の累増によって日本の政府債務は雪だるま式に増えていくことになる。

わが国の財政リスクは一般的に認識されているものの、なかなか目前に迫る現実的な危機として意識されていない。それは、財政危機がもたらす通貨急落やハイパーインフレ、長期金利の急騰など国民生活を脅かす現象が未だ起きていないからである。しかし、過去、財政危機が勃発した中南米、南欧諸国では通貨危機やハイパーインフレが例外なく起きた。無論、これら国々は外資依存型の経済発展を志向する発展途上国であり、対外債務依存度が高い。ソブリンリスクによって自国通貨が下落すると債務負担が急増し、それが本格的な通貨危機、債務危機を引き起こすというリスクを抱えている。これに対して、日本の場合は、恒常的な経常収支黒字国であることから対外純資産を潤沢に保有しており、財政危機コール通貨危機といった単純な図式にはならない。

それでは、赤字垂れ流しの放漫財政であっても、経常黒字国である限り、わが国で

は財政危機が生じないのであろうか。マクロバランスの論理に基づけば、いくら財政赤字や政府債務残高が急増しても、それを上回る民間貯蓄超過や民間金融資産超過が日本に存在していれば、財政リスクは自国内で吸収され、通貨下落や長期金利上昇は顕現化しないことになる。

マクロバランス

経常収支（黒字）＝民間貯蓄投資バランス（黒字）＋公的貯蓄投資バランス（赤字）

* 民間貯蓄投資バランス（黒字）＞政府貯蓄投資バランス（赤字）

対外資産・負債バランス（純資産）＝民間資産・負債バランス（資産超過）＋
公的資産・負債バランス（負債超過）

* 民間資産・負債バランス（資産超過）＞政府資産・負債バランス（負債超過）

これが、財政の危機的な状況が明白であるにも係らず、危機的な兆候（為替急落、長期金利急騰など）がないことから「日本の財政危機に至るまで未だ時間猶予がある」と考える所以であり、他国と違う財政悪化の進行パターンでもある。

しかし、そうした稀有な状態がいつまでも続くことはない。例えば、国際収支のプロダクトサイクル説に基づけば、既に日本は貿易で稼ぐ「未成熟の債権国」から年金生活の「成熟した債権国」に移行している。国際収支の黒字国ではあるが、中身は貿易収支黒字主体ではなく、対外純資産から生ずる所得収支黒字が黒字の主な構成要素になっている。先行き本邦企業の海外シフトや高齢化に伴う貯蓄減少が顕現化すれば、貿易収支の赤字化と対外純資産の取り崩しが同時に始まり、「資本取り崩し国（経常赤字国）」のステージに移行することになる。

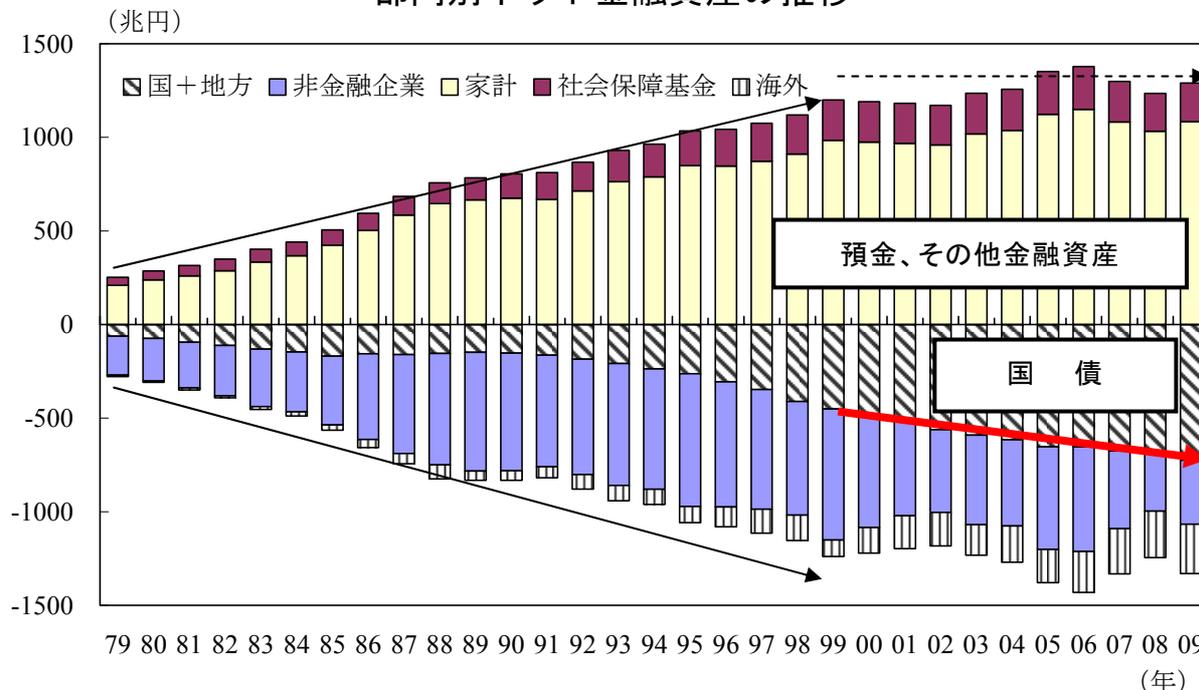
国際収支のプロダクトサイクル

	財サービス収支	投資収益収支	経常収支	長期資本収支
I. 未成熟の債務国	－	－	－	＋
II. 成熟した債務国	＋	－－	－	＋
III. 債務返済国	＋＋	－	＋	－
IV. 未成熟の債権国	＋	＋	＋＋	－－
V. 成熟した債権国	－	＋＋	＋	－
VI. 債権取り崩し国	－－	＋	－	＋

金融資産・負債バランスも、民間部門の資産超過がピークアウトする兆候が出始めている。高齢化の進行によって家計金融資産の拡大ペースが止まってきたためである。下図は、わが国の金融資産・負債残高の推移を家計、企業、公的（国＋地方、社会保障基金）、海外の各部門別に分けてネットベース（金融資産－金融負債）で示したものである。これをみると、2000年近辺までは家計の金融資産が累積的に増加し、企業、公的、海外の金融負債を支えてきた。しかし、その後は家計の金融資産はほぼ横ばい

推移に転じ、一方、負債サイドで企業部門の負債減少（借入減少）、公的部門の負債増加（国債増加）、海外部門の負債増加（海外向け融資・投資の拡大）など構造変化が生じている。

部門別ネット金融資産の推移



このマネーストックの変化は重要な意味を持つ。まず、なぜ家計の金融資産の拡大が止まったかである。これは家計の貯蓄率の低下、貯蓄額の減少に起因する。わが国の家計貯蓄率は、1975年の23.1%をピークに低下基調を辿り、現在は3%近辺で推移している。他方、家計の貯蓄額は、1970年代後半から2000年まで概ね年間30兆円程度の増加で安定的に推移していた。ところが、2000年以降は急速に減少し、足下では年間10兆円にも満たない水準まで落ち込んでいる。この背景には可処分所得の減少と高齢化の進行がある。前者は賃金の上昇カーブがフラット化もしくは逡減傾向を辿るなかで、40歳代以降の現役世帯を中心に貯蓄余力が大幅に低下した。後者に関しては、高齢化の進行により、60歳以上世帯の全世帯に占める割合は、1980年の22%程度から2010年には42%へ上昇し、貯蓄率に対して下押し圧力を掛けている。ここ数年は団塊世代の退職本格化に伴う退職金の受け取り（企業から家計への所得移転）が一時的な貯蓄押し上げ要因として働いたため、高齢化による貯蓄押し上げ圧力は顕著な現象として捉えられなかった。しかし、団塊世代の退職金受け取りは一巡しつつあり、同世代が年金受給年齢に達する2015年以降は貯蓄率の下押し圧力が一段と強まることが予想される。その結果、2016年以降は戦後始めて、家計の貯蓄率がマイナスに転ずる可能性が高まってくる。家計の貯蓄率がマイナスに転ずると、家計の金融資産残高は資産運用価値の増加分（株価上昇等）を除けば、頭打ち乃至は減少に転ずることになる。

負債サイドでは、企業部門の負債減少（借入抑制）が限界レベルに達しつつある。企業部門のネット負債は既に 100 兆円とピークの 5 分の 1 まで縮小している。仮に同負債がゼロまで減少を続けたとしても、公的部門の負債増加分を相殺できるのは、2015 年辺りまでである。もっとも、現実的には日本の企業部門のネット金融資産・負債がゼロになることは考えにくい。仮に、そうなった場合には、邦銀のバランスシートは資産サイドがほとんど国債になってしまうため、日本の金融機関は海外への融資姿勢を強め、結果的には海外部門のネット負債が増えていくことになるだろう。

貯蓄率のマイナス転換前に財政再建と通商戦略に決断と行動が必要

以上を整理すると、このまま日本の財政悪化が続き、政府債務残高が累増していくと、2015 年辺りから日本国債の国内ファイナンスが限界に達し、海外へのファイナンス依存度が上昇し始めることになる。その場合、海外の投資家は、海外の同格付国債と同じリスクプレミアムを日本国債に要求することから、日本の国債利回りには上昇圧力がかかる（日本国債ホームバイアス・プレミアムの剥落）。日本国債の利回りが上昇すると、利払い費（国債費）が増加し、財政赤字の拡大ペースが加速する。そうなれば、日本国債の再格下げとともに、日本は大幅な歳出削減や大增税など強烈に痛みを伴う政策を敢行しなければならない。年金支給の実質的減額や増税インフレが現出すれば、日本の高齢化社会にとって大打撃となる。日本の貯蓄率マイナス転換に残された数年間のうちに、抜本的な行政改革、社会保障改革、税制改革を敢行し、財政再建の道筋を立てるとともに、通商政策を梃子として日本経済の競争力を建て直す決断と実行が求められている。

（経済調査室長 内田 和人）

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
日本 (年度ベース)	▲6.3 (▲2.4)	3.9 (3.0)	1.5 (1.5)	▲1.3 (▲1.6)	▲1.0 (▲0.8)	▲0.3 (▲0.2)	1,423 (1,698)	1,938 (1,895)	2,064 (2,113)
米国	▲2.6	2.9	3.1	▲0.4	1.6	1.9	▲3,784	▲4,719	▲5,560
ユーロ圏16カ国	▲4.0	1.7	1.3	0.3	1.6	2.2	▲784	▲71	▲12
ドイツ	▲4.9	3.5	2.2	0.2	1.1	1.8	1,633	1,727	1,830
フランス	▲2.2	1.5	1.5	0.1	1.7	2.3	▲513	▲541	▲495
イタリア	▲4.8	1.1	0.9	0.8	1.6	2.2	▲672	▲657	▲571
英国	▲5.0	1.4	1.8	2.2	3.3	3.6	▲373	▲475	▲473
アジア11カ国・地域	6.2	9.2	7.9	2.0	4.3	4.8	4,528	4,407	3,892
中国	9.2	10.3	9.4	▲0.7	3.3	4.5	2,971	3,062	2,812
NIEs	▲0.8	8.2	4.6	1.4	2.4	3.0	1,289	1,310	1,200
ASEAN 4カ国	1.5	6.8	5.5	2.6	3.9	4.9	727	636	520
インド	8.0	8.6	8.4	12.4	10.4	7.5	▲384	▲527	▲568
オーストラリア	1.3	2.7	3.2	1.8	2.8	3.0	▲423	▲345	▲322
中南米	▲2.0	5.8	4.1	5.2	5.3	4.7	▲144	▲498	▲758
ブラジル	▲0.2	7.5	4.7	4.9	5.0	4.6	▲243	▲473	▲650
ロシア・中東欧	▲5.5	3.6	3.8	8.7	5.4	7.0	377	516	533
ロシア	▲7.8	4.0	4.0	11.7	6.9	9.1	494	726	738

(注) 2009年は実績値、2010、2011年は予想値。

- 日本の消費者物価は生鮮食品を除く総合ベース。経常収支は、円建ての経常収支実績・見通しを円ドル相場(銀行間中心・期間平均)実績・見通しにより換算したもの。
- 「ユーロ圏」は、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニアの13カ国に、2008年からはマルタ、キプロスが加わり15カ国。2009年からはスロヴァキアが加わり16カ国。
- ユーロ圏及び英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。
- インドは年度(4月～3月)ベース。
- 「中南米」は、実質GDP成長率と経常収支については14カ国の数値。消費者物価上昇率についてはメキシコ、ブラジル、アルゼンチン3カ国の加重幾何平均値。
- 「ロシア・中東欧」は、ロシア、ポーランド、チェコ、ハンガリーの4カ国。

照会先：経済調査室 (次長 佐久間) TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

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、金融商品の販売や投資など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、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、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、当室は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。また、当資料全文は、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。