2012.9　No.5

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

経済の動き

2012･2013 年度の内外経済見通し～成長の牽引役は内需から再び外需へ～････1
イタリア財政状況のリスクの所在･･･14
ルピー安に起因するインド経済の脆弱性･････････････････････････････････21
日米欧の政府債務安定性について･･･28
景気減速局面で民間活用に踏み込む中国～国進民退に変化の兆し～･････････34

2012･2013 年度の内外経済見通し

～成長の牽引役は内需から再び外需へ～

＜要旨＞

海外経済金融情勢は引き続き厳しさを増している。欧州債務問題は一定の対策は取られたが、問題の解決にはほど遠く、実体経済は全体的に悪化するとともに国家間格差の拡大が鮮明となっている。そして欧州のみならず、中国をはじめとする新興国でも、景気減速色が強まっている。一方、日本は復興需要や政策効果で相対的に堅調な状態を維持しており、2012 年 4-6 月期の成長率は国内民間需要を中心に前期比年率＋1.4%と潜在成長率を上回るペースを維持した。しかし民需の持続性は乏しく、復興のための公共投資が長期間に亘って増え続けるわけではないことから、2013 年以降は外需依存の状態に戻ると見る。

先行きの海外経済については、欧州は厳しい状態が続くものの、米国は住宅市場の底打ちが下支えとなり、中国をはじめとするアジア新興国は金融緩和を中心とする景気刺激策で今年末頃から上向き始めよう。この結果日本経済も、2013 年頃から米国･アジア向けを牽引役として輸出が増え始め、景気全体も次第に安定していくというのがメインシナリオである。

但しこうしたシナリオは、欧州債務問題が他地域の経済に深刻な影響を及ぼす事態は政策当局の努力により回避されること、新興国では適切な景気刺激策が打たれ、かつその効果が順調に出ること、更に米国でも 2012 年末に期限を迎えるブッシュ減税の取り扱いに関する不確実性が景気の足を引っ張らないことが前提条件であり、この前提が満たされるかどうかはまだ予断を許さない。このように、日本のみならずいずれの地域でも政治と経済政策面での不確実性が残っており、この影響で民間部門の行動が委縮して景気に悪影響を及ぼす恐れがあるのが、主な内外景気の下振れリスクである。

1．悪化続く欧州経済金融情勢

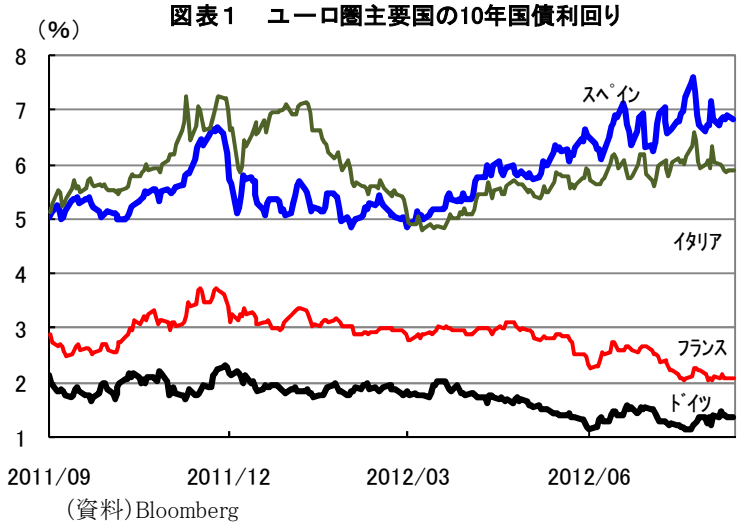
ここ数カ月の欧州の経済金融情勢は、引き続き徐々に悪化している。

ギリシャでは5月と6月の2回に亘って行われた総選挙において、辛うじて財政再建を唱える勢力が政権を取り、外部からの支援を引き続き受けられることになった他、欧州金融安定基金（EFSF）とその後継的な位置づけにある欧州金融安定メカニズム（ESM）というセーフティネットを現在の状況に合わせて活用することについて EU 内で合意した。また、欧州中央銀行（ECB）が政策金利を0.75%と過去最低水準にまで引き下げるなど、問題解決を目指した動きはある程度出てきた。

しかし、この数カ月で事態が収束に向かっているわけではなく、むしろ悪化している。最大の要因はスペインで、かねてより強かった金融機関の経営状態に対する不安が依然として払拭されないところに、スペインの地方政府が事実上の財政破綻に陥って中央政府に支援を要請したことで、同国

財政に対する不安は収まっておらず、スペインの 10 年国債利回りは、自力での財政再建が不可能になるとされる水準の7%を 6 月以降も度々上回っている(図表1)。

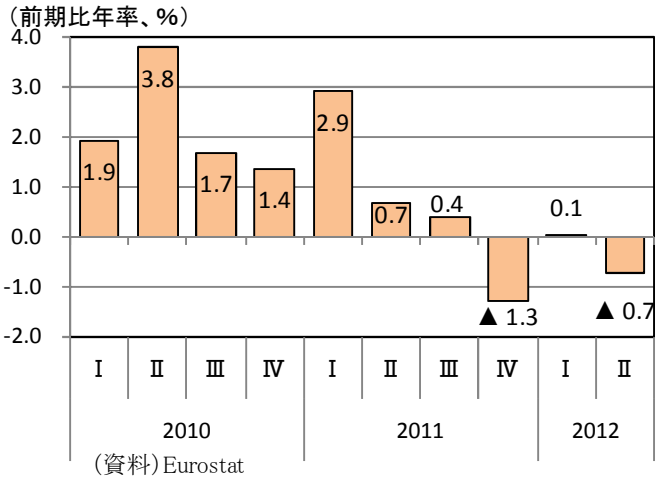
図表１　ユーロ圏主要国の10年国債利回り



(資料)Bloomberg

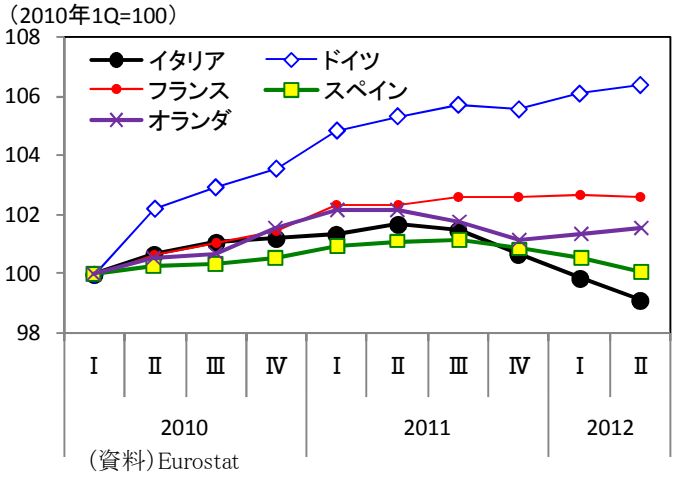
このように財政と金融システムを巡る厳しい環境が続く中、ユーロ圏全体の実体経済悪化と、国家間の経済情勢格差拡大が一層明確になってきた。2012 年 4-6 月期のユーロ圏 GDP 成長率は前期比年率の▲0.7%と 2 四半期ぶりのマイナスとなった(図表2)。前期比の成長率には凹凸があるが、前年同期比では▲0.4%で 10 四半期ぶりのマイナスに陥っていることから、ユーロ圏全体の景気悪化傾向を示す結果であったと言える。そして主要国の GDP 推移を見ると、ドイツが依然としてプラス基調を維持しているのに対してフランスは横ばい、スペインとイタリアは下落と、国家間の格差拡大が鮮明になっている(図表3)。

図表２　ユーロ圏17カ国のGDP成長率



(資料)Eurostat

図表３　ユーロ圏主要国GDPの推移



(資料)Eurostat

ユーロ圏景気の全体としての悪化は、税収減少につながる。そして国家間の経済情勢格差拡大は、ドイツを筆頭とする中核国からギリシャなど周縁国に対する必要支援額の増加と、救済措置を取るための政治的なハードルを高くする。このように今のユーロ圏実体経済の動きは、二重の意味で政府債務問題解決の障害となるだろう。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

6月のギリシャ再選挙で一応は財政緊縮路線が支持されたという事実は、ギリシャ自身がユーロ離脱を望んでいないことを示すものと言える。このため、ギリシャのユーロ離脱や官民問わないデフォルトの連鎖といった極端な事態が発生することを前提としてこの先を見通す必要はないだろう。

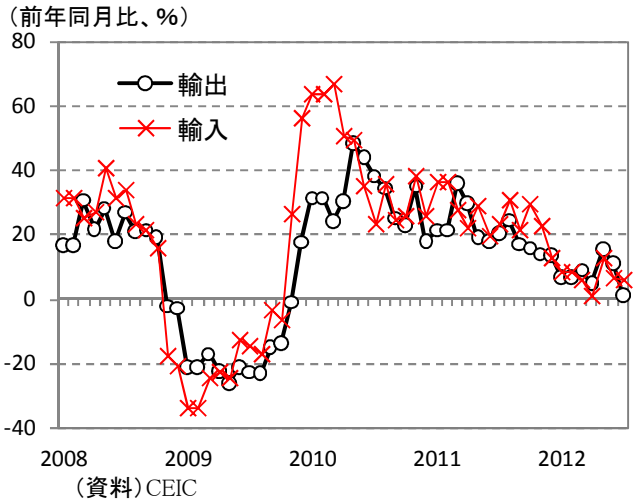
しかし、この問題の収束にはまだかなりの時間がかかることは間違いない。ゴールとして考えられるのは、ギリシャなど周縁国が財政赤字を縮小して国際金融市場の信用を取り戻すか、ユーロ圏各国の財政を統合するかの二つだが、どちらに向かうにしても短期間に目途がつくものではないためである。

現在、スペイン以外でも問題は山積している。ギリシャでは財政再建に向けた動きがなかなか進んでいない他、今のところさほど問題視されていないイタリアについても、GDPはスペインを上回るペースで縮小している（前掲図表3）上に、この先年末にかけて多額の国債償還を迎えるなど、懸念材料は数多く残っている。この先も、いずれかの材料が国際金融市場の緊張度合いを高め、市場からの圧力を受ける形で一定の対策が講じられて小康状態を迎え、その後別の問題が浮上して再び緊張化の度合いを高めるーといった、これまでの循環を繰り返すことになるだろう。この間実体経済は、強い不確実性が残る中で家計や企業が支出･投資を控えるため、ユーロ圏景気は米国やアジアと比べても弱い動きを続けると予想する。

2. アジア新興国･米国の現状と見通し

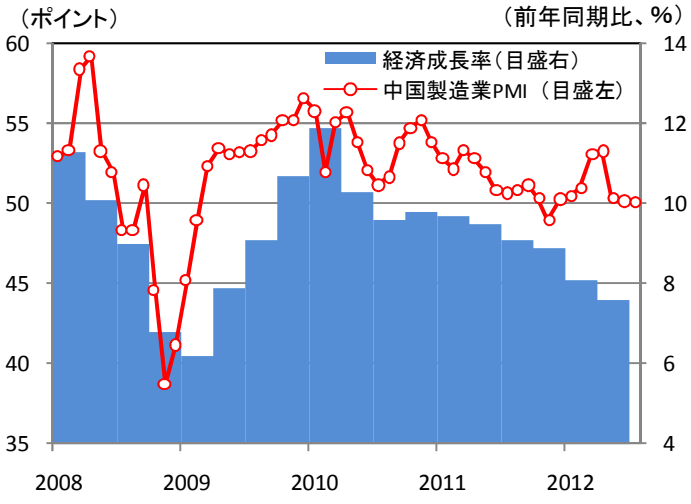
中国をはじめとするアジア新興国でも、ここ数カ月で景気の減速色が強まった。中国では 2012 年 7 月の輸出伸び率が前年同月比＋1.0%とゼロ近傍まで低下している他、製造業 PMI は 50.1 と好悪の境である 50 ぎりぎりまで低下し、2012 年 4-6 月期経済成長率は前年同期比＋7.6%と 3 年ぶりの低成長となるなど、多くのデータが中国の景気減速を示している（図表4，5）。

図表４　中国輸出入の動き



（資料）CEIC

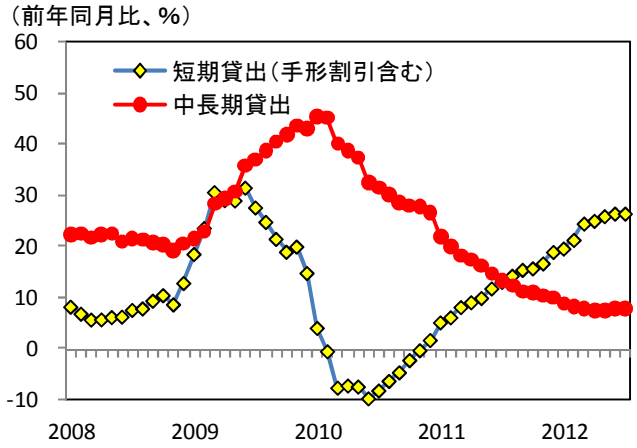
図表５　中国製造業PMI指数と経済成長率



（資料）Bloomberg

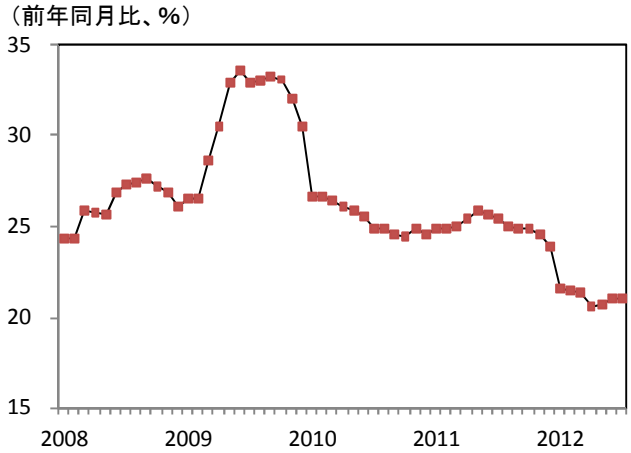
これに対して中国政策当局は、預金準備率を 2011 年 12 月末から下げ始めたのに加えて、2012 年 5 月と 6 月には2カ月連続で政策金利を引き下げるなど金融緩和姿勢を明確にした。リーマンショック直後の急激な金融緩和局面では、緩和発動直後の 2008 年末にまず企業向けの短期貸出が増加し、数カ月経った 2009 年初め頃から中長期貸出の伸び率が加速すると同時に固定資産投資が増加率を高めるというルートで実体経済に波及した。直近の企業向け銀行貸出のデータは今のところ目立った動きを示していないが、この先ある程度のタイムラグを経て中長期貸出の増加とともに固定資産投資も伸び率を高め、実体経済を支えると予想している（図表6，7）。但し、リーマンショック後の緩和ペースがあまりに急激であったために、過剰投資や不動産価格高騰を招いたという反省があることから、この先の緩和ペース、ひいては減速状態を脱した後の中国景気回復ペースは緩やかなものに留まると考えるのが妥当だろう。

図表６　企業向け新規銀行貸出の動き



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

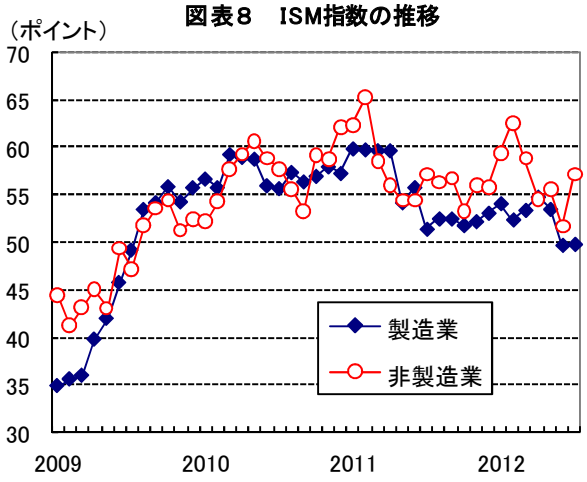
図表７　中国固定資産投資の動き



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

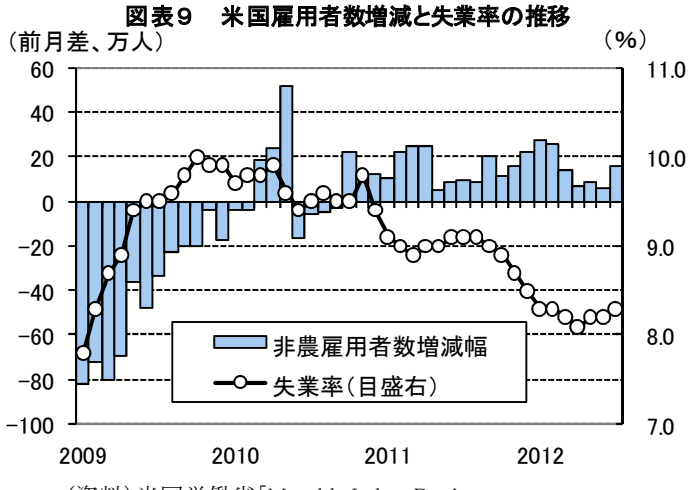
米国景気は、経済指標は強弱混在の状態にあり、全体としては横ばいで推移している。製造業 ISM 指数は 2 カ月連続で僅かではあるが 50 を下回った一方で、雇用者数は7月に前月差＋16.8 万人と増加したが、総じて見れば、失業率が下げ渋るなど雇用情勢の改善ペースは高まっていない（図表8，9）。欧州情勢の悪化や景気が減速しているアジア新興国の現状を見て、企業経営者がやや慎重なスタンスを取り始めたことが示唆される。

図表８　ISM指数の推移



（資料）全米供給管理協会

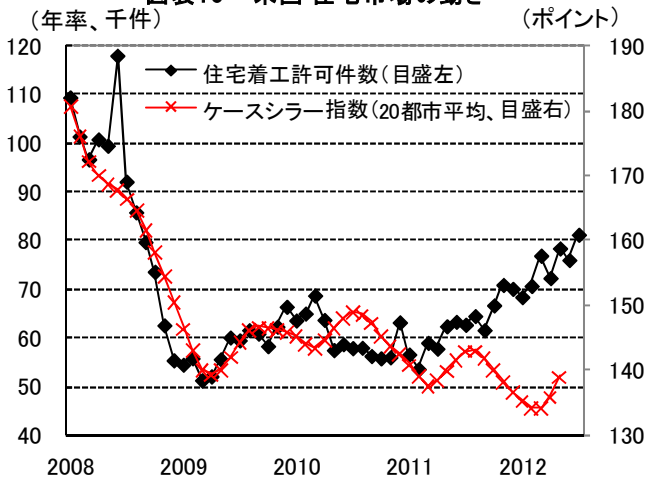
図表９　米国雇用者数増減と失業率の推移



（資料）米国労働省「Monthly Labor Review」

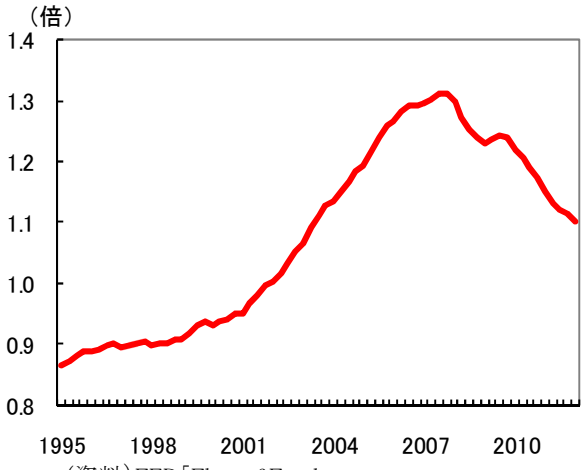
ただ米国では、サブプライムローン問題の顕在化以降長きに亘って景気の足を引っ張ってきた住宅市場において、着工許可件数増加や住宅価格の下げ止まりといったプラスの動きが出てきている（図表 10）。背景には、2007 年頃までに積み上がった家計の過剰債務がかなり解消してきたことがある（図表 11）。今後の米国景気は、住宅市場の回復による経済成長への寄与拡大や、家計の債務返済進行による支出抑制圧力の緩和で、徐々に上向きの力を強め、2012 年末からは新興国景気が減速局面を脱する恩恵も受けて、2013 年まで年率2%台の成長基調を維持すると見込む。

図表10　米国 住宅市場の動き



（資料）Bloomberg

図表11　米国家計債務の対可処分所得比



（資料）FED「Flow of Funds」

以上 2013 年までの海外経済見通しをまとめると、ユーロ圏は政府債務問題が緊張化の局面と小康状態を繰り返す中で、国家間の経済パフォーマンス格差は拡大し、全体としても弱い状態が続く。一方、中国をはじめとするアジア新興国は金融緩和を中心とする経済政策が適切なタイミングと適切な規模で講じられ、2012 年末頃から徐々に上向いていく。また米国でも、住宅市場回復や家計債務負担の軽減による消費押し上げ、そして新興国の成長ペースが戻ることもあって、2%成長を維持するというのが基本的なシナリオである。

但し、海外景気がこのシナリオから下振れるリスクは依然として大きい。最大のリスク要因の筆頭はやはり欧州債務問題である。上のシナリオでは、欧州債務問題が緊張化と小康状態の波を繰り返しつつも、他の経済圏に与える悪影響は、金融政策によるアジア新興国景気の立ち直りと、住宅市場に支えられた米国景気の持ち直しを妨げない程度のものに限られることを前提としている。財政と金融システムに関する懸念がイタリアにまで波及したり、実体経済の悪化がドイツでさえも深刻になったりすれば、全世界的な貿易減少や信用収縮の発生により、他地域の景気を大幅に下振れさせる可能性が高まる。

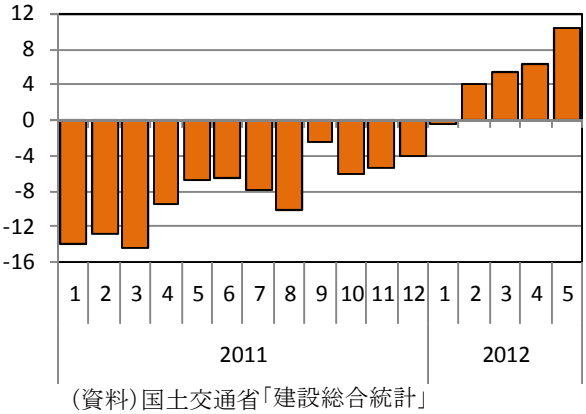
他の経済圏でも、中国で経済政策の効果が出ない、あるいは出るのが大幅に遅れる可能性はゼロではない。そして米国では、2012 年末にブッシュ減税が終了することなどによる急激な財政緊縮（財政の崖）がリスク要因として指摘できる。実際の財政緊縮が直接的に景気に悪影響を与える恐

れがあるだけでなく、減税措置の継続巡る政治の動きが不透明感を増せば、家計や企業のマインドが悪化し、米国景気の足を引っ張ることも考えられる。このように、ユーロ圏以外の経済圏にも、政治面を中心とする不確実性が残っており、2013 年度内は世界経済の下振れリスクを常に意識せざるを得ない時期が続くだろう。

3. 国内経済の現状と見通し　～　4-6 月期は高成長だが既に足踏みの兆しも

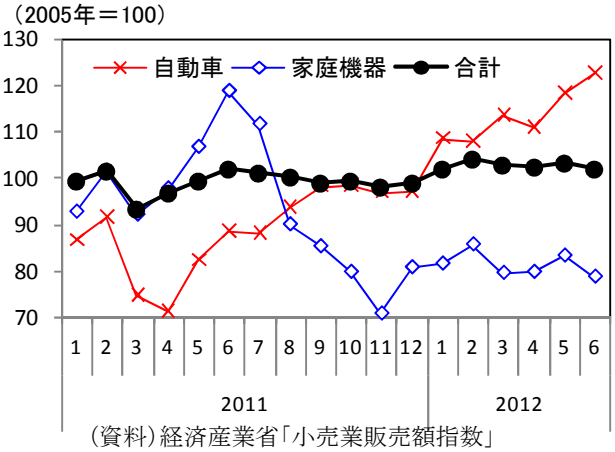
以上のように、欧州アジア中心に世界経済が減速に向かう一方で、ここ数カ月の国内景気は相対的に堅調な状態を維持してきた。その要因としては、①東日本大震災からの復興に関連する公共投資が増えていること（図表 12）、②2011 年末からのエコカー補助金復活による自動車販売台数の増加（図表 13）、そして③震災によって大きく落ち込んだ娯楽などサービス関連消費支出が、時間をかけて消費者マインドとともに回復してきたこと（図表 14）－が大きい。

図表12　公共投資の推移



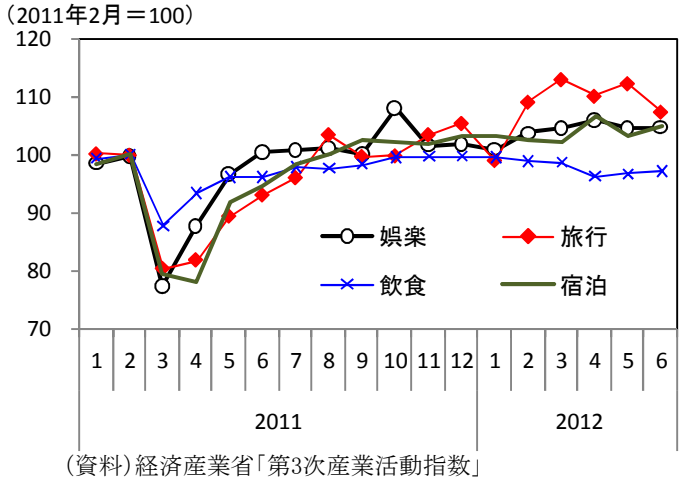
（資料）国土交通省「建設総合統計」

図表13　小売業販売額指数



（資料）経済産業省「小売業販売額指数」

図表14　サービス支出関連の活動指数



（資料）経済産業省「第3次産業活動指数」

このような中で公表された2012年4-6月期のGDP成長率は前期比年率＋1.4%となった。1-3月期の同＋5.5%からは低下したものの、潜在成長率が0.5～1%台前後とされる日本にとっては、まずまずの成長ペースを維持した(図表15)。中身を見ても、国内民間需要が成長の太宗を占めている点で、良好なものであったと言える。

図表15　　実質GDP成長率の内訳

(前期比年率、%)

	2011年 7-9月期	10-12月期	2012年 1-3月期	4-6月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
ＧＤＰ	7.4	0.3	5.5	1.4	＋ 1.4
個人消費	4.6	3.0	5.0	0.6	＋ 0.3
民間住宅	20.7	0.5	▲ 6.3	3.4	＋ 0.1
設備投資	1.1	23.9	▲ 6.2	6.3	＋ 0.8
民間在庫(年率兆円)	▲ 2.6	▲ 4.4	▲ 2.8	▲ 3.0	▲ 0.2
政府支出	1.0	1.6	4.1	1.2	＋ 0.2
公共投資	▲ 4.3	▲ 3.9	15.2	7.2	＋ 0.3
財･サービス輸出	35.3	▲ 13.8	14.3	4.8	＋ 0.7
財･サービス輸入	14.3	4.0	9.1	6.4	▲ 1.0

内需寄与度 ＋1.7%ポイント うち民需＋1.1P 公需＋0.6P

外需寄与度 ▲0.3%ポイント

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

しかし、内需を牽引役とした潜在成長率を超える成長ペースがいつまで続くかという観点から見ると、不安を感じさせる結果であったことも否めない。そう判断する最大の材料は、個人消費の伸び鈍化である。実質個人消費の伸び率は、1-3 月期の前期比年率＋5.0%から同＋0.6%まで低下した。品目別の内訳を見ると、自動車をはじめとする耐久財支出は4-6月期も高い伸びを維持しているものの、半耐久財･非耐久財は減少に転じた他、消費の過半を占めるサービス支出の伸び率は、前期比年率＋4.3%から＋0.8%まで低下した(図表16)。サービス関連の支出は、震災で大きく落ち込んだ後、消費者マインドともに緩やかな回復を続けてきた。これが1年以上に亘って個人消費、ひいてはGDP成長率を押し上げてきたが、家計所得が増えない中、ここにきてサービス関連支出の回復が頭打ちになった可能性がある。更には、4-6月期までの耐久財支出を牽引してきた自動車販売台数増加は、エコカー補助金によるものであることは明らかだが、その枯渇が近付いているために、遅くとも9月中には支給が終了、販売台数の反動減は避けられない情勢である。

図表16　　実質個人消費の品目別伸び率

(前期比年率、%)

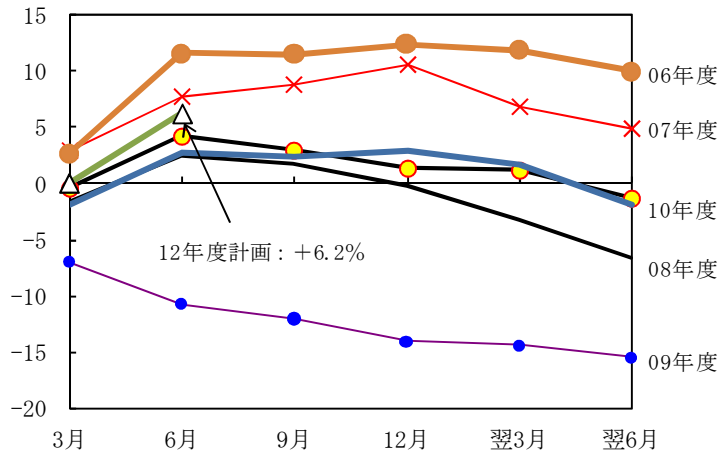
	2011				2012	
	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ
耐久財	▲ 20.9	13.0	28.8	2.9	9.3	12.8
半耐久財	▲ 3.6	17.5	8.5	▲ 1.7	11.3	▲ 5.9
非耐久財	3.7	▲ 4.0	0.1	3.8	4.0	▲ 3.0
サービス	▲ 7.7	1.6	2.5	3.9	4.3	0.8

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

輸出も同様の動きをしており、海外経済の減速度合いが強まっていることで4-6月期の伸び率はプラスを維持したものの、1-3月期の前期比年率＋14.3%から＋4.8%まで大きく低下、輸入の増加により、外需の寄与は▲0.3%ポイントとマイナスになった。

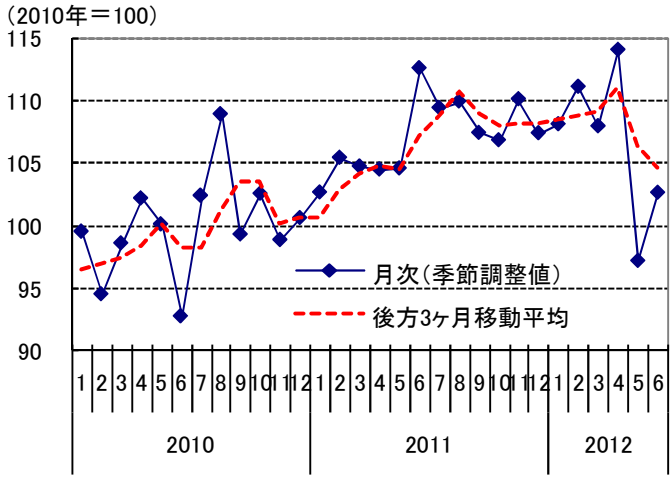
設備投資は今回前期比年率＋6.3%と明確なプラスになり、GDP 成長率を押し上げた。この結果は、2012 年 6 月の日銀短観において、2012 年度大企業設備投資計画前年比が前回調査の前年比同水準から同＋6.2%まで上方修正されたのと整合的である(図表 17)。但し、設備投資の先行指標とされる機械受注はさほど強くないなど、関連指標は強弱混在の状況である(図表 18)。海外経済の減速やじりじりと進んできた円高が企業経営者のマインド、ひいては投資姿勢の足を引っ張るであろうことも考慮すると、2012 年末頃までの設備投資伸び率はさほど高まらないと考えるのが妥当であろう。

図表17　短観の設備投資計画修正パターン(大企業)



(資料) 日銀短観

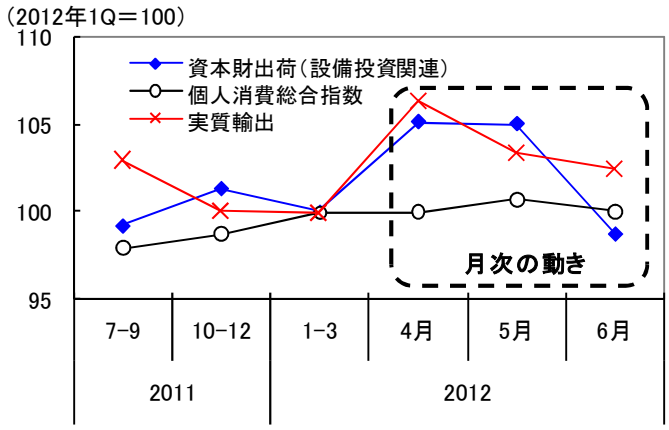
図表18　機械受注額(船舶･電力除く民需)の推移



(資料)内閣府「機械受注統計」

また、月次単位で各需要項目関連指標の動きを見ると、6 月はいずれも前月比で減少している(輸出は 5 月から減少、図表 19)。それでも 4-6 月期の伸び率がプラスになったのは 5 月(輸出は 4 月)までの高い伸びがいわゆる「貯金」となったためであり、4-6 月期の消費･設備投資･輸出が前期比プラスになったことは、必ずしも 6 月までの推移が順調であったことを示すわけではないことには注意を要する。この動きを前提とすると、7-9 月期は消費･投資･輸出ともに低い伸び率に留まり、GDP 全体の成長率は 4-6 月期よりも低下、2012 年末までは公的需要への依存度合いが強くなると予想する。

図表19　消費･設備投資･輸出関連月次指標



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

そして 2013 年に入ってからの成長率は、復興のための公共投資は高水準を維持したとしても長期間に亘って増加し、成長率を押し上げ続けるとは考えにくい。この点について、海外経済の「2012 年末頃からアジア新興国と米国を牽引役として緩やかに上向いていく」というシナリオを前提とすると、国内景気の牽引役は 2012 年度前半までの内需から、2013 年度には輸出に代わっていくと見込まれる。輸出増加が続けば企業の投資意欲も徐々に回復していくため、輸出に加えて設備投資が牽引役となって年率 1.5～2.0%程度のプラス成長を続けるというのが 2013 年度の標準的なシナリオである。2012 年度平均の経済成長率は、復興需要や政策効果に押し上げられて＋2.2%と高い成長率となり、2013 年度は政策効果減衰でやや低下するものの、輸出と設備投資に押し上げられて＋1.6%と、1%台半ば成長率を確保できると予想する。

なお消費税率の引き上げは、2014 年4月に行われる想定にしている。このため、今回の経済見通しでは 2014 年 1-3 月期の個人消費伸び率を、駆け込み需要を織り込んで前期比年率＋4.0%とかなり高い伸び率としたが、年度末であるために 2013 年度平均の成長率に対する影響は小さい。また住宅市場においても、ある程度の駆け込み需要が発生するとの前提のもと、2013 年度の伸び率を＋3.2%と 2012 年度の＋1.4%から高まる想定にしたが、住宅投資の GDP に占める割合そのものが小さいため、こちらも GDP を大きく押し上げるには及ばず、両項目の駆け込み需要を合わせて 2013 年度の成長率を 0.1～0.2%ポイント押し上げる程度と見込んでいる。

このシナリオから外れるリスク要因としては、政治の混乱･停滞に起因する不確実性の高まりが民間部門の行動を委縮させることが挙げられるが、やはり最も大きいのは海外経済の動向である。2013 年以降の国内景気回復の前提は海外景気が上向くことによる輸出増加であるため、海外経済の回復時期が想定よりも遅くなれば国内景気の回復時期も当然に後ろ倒しになる。また、海外景気がこの先悪化に向かえば、2013 年以降の国内景気牽引役が失われ、日本経済は明確な景気後退局面に入ることとなろう。先に述べたように、欧州･米国･アジア新興国それぞれがリスクを抱えており、そのうち一つが顕在化すれば即座に他の地域に伝播して世界経済と国際金融市場全体が悪化する恐れがある。今後も、欧州のみならず世界各地の経済金融情勢悪化リスクに神経質にならざるを得ない時期が続くだろう。

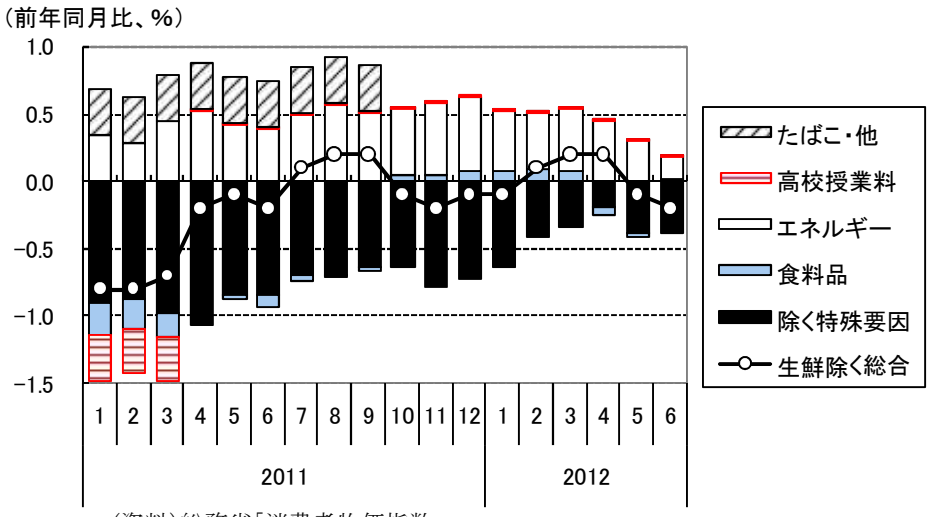
4. 物価と金融市場の現状と見通し

(1)消費者物価

消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合、以下「CPI コア」とする)は、2012 年6月で前年同月比▲0.2%と 2 カ月連続のマイナスとなった(次頁図表 20)。エネルギーのプラス寄与分など特殊要因を除けばマイナス幅は更に大きい。特殊要因除くベースの CPI 上昇率マイナス幅が2月から4月にか

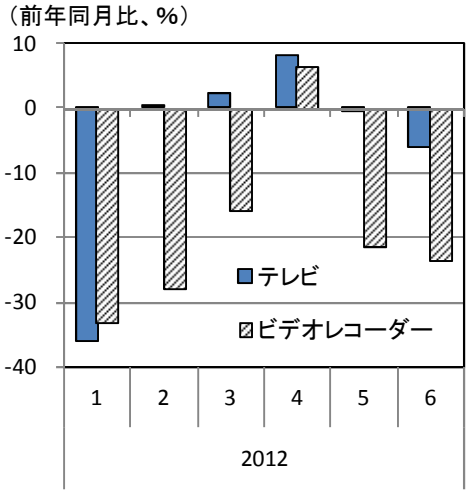
けて縮小した理由としては、テレビの集計対象品目が変更された[1]にも関わらず品質調整を行わなかったために、一時的に価格上昇率が前年同月比プラスになったことが大きい。5 月以降は、似た動きを見せたビデオレコーダーとともに再び前年比マイナスに落ち込んでおり、表面上は元のデフレ基調に戻っている（図表 21）。

図表20　消費者物価（生鮮食品除く総合）上昇率



（資料）総務省「消費者物価指数」

図表21 テレビとビデオレコーダーの価格上昇率推移



（資料）総務省「消費者物価指数」

今後については、2013 年以降海外景気の立ち直りとともに日本からの輸出が安定した増加を続け、設備投資まで回復していけば、2%内外の比較的高い、かつ 0.5～1%前後とされる我が国の潜在成長率を上回る成長が続くことで、需要不足幅は徐々に縮小していく。このため 2013 年度にかけて徐々にデフレ脱却に近づくが、家計所得の伸び悩みが続く中でそのペースは極めて遅く、2013 年度末にようやくゼロから若干のプラスになる程度と予想する。原油価格の動き次第では明確なプラスになることも考えられるが、趨勢としての前年比物価上昇率はゼロ近傍まで上昇するのがせいぜいであると予想する。

（2）長短金利

①政策金利

日銀は、2010 年 10 月から継続している包括的金融緩和政策の枠組みにおいて、中長期的な物価安定に相当する消費者物価上昇率の目途を前年比＋1%程度とし、CPI 上昇率がこの水準まで高まる状態が展望できるまで実質ゼロ金利を継続することとした。

2013 年度末における CPI コア上昇率がゼロ近傍に留まっているという物価見通しを前提とすると、＋1%はまだ非常に遠いため、今回の予測期間である 2013 年度内に利上げが行われることは殆ど

[1]品目指定を見ると 1 月の「液晶テレビ，32 V型，ハイビジョン対応パネル，LED バックライト搭載,特殊機能付きは除く」から、2 月は「液晶テレビ，32 V型，地上デジタルチューナー2 基内蔵，ハイビジョン対応パネル，LED バックライト搭載,特殊機能付きは除く」と、チューナーなしのものから 2 基内蔵型に変わった。

有り得ない。逆にこの先、欧州債務問題の状況悪化や海外経済減速によって円高圧力が高まる局面を迎えた時に、資産買入等基金の枠を拡充したり、購入する国債の年限を徐々に長くしたりといった小刻みな金融緩和に踏み切る可能性の方が高い。

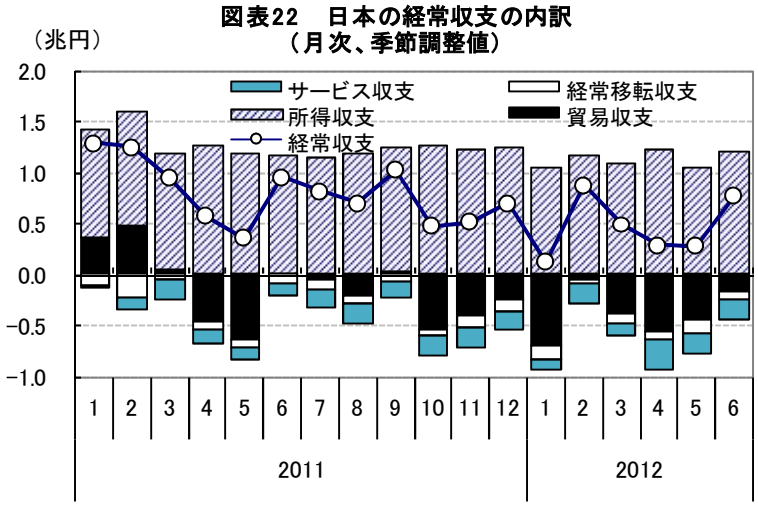
②長期金利（10 年国債利回り）

長期金利は、内外景気回復とともに上昇局面には入るものの、2013 年度末まで1％台前半に留まるという低位安定の推移を見込む。

今回の経済見通しにおける標準シナリオの想定通りに米国景気が持ち直せば、米国長期金利は上昇するが、FRB が超低金利政策を続ける中では上昇幅は小さいものに留まる上に、日銀による包括的金融緩和による時間軸効果もかなり強いために、国内長期金利の上昇が抑えられる。これが、低水準での長期金利推移を見込む理由である。

我が国の厳しい財政状況に起因する急激な金利上昇、いわゆる「悪い金利上昇」が短期的に起こる可能性は非常に低いと見ている。そう判断する理由は、①発電エネルギーの火力シフトによる燃料輸入額の高止まりで貿易収支は赤字が続いているが、所得収支はそれを上回る水準で安定していること（図表 22）、そして②野田政権が消費税率引き上げ法案を成立させてこれ以上の財政状況悪化に歯止めをかける姿勢を見せたこと－である。

図表22　日本の経常収支の内訳
（月次、季節調整値）



（資料）日本銀行「国際収支」

但し、悪い金利上昇のリスクは完全にゼロでもない。この先の政治混迷の中で、消費税率引き上げへの道筋が断たれるようなことがあれば、国としての財政規律を維持しようという姿勢そのものを疑われることは避けられず、更なるソブリン格下げなどを通じて長期金利が上昇するリスクは高まる。長期金利が上昇するには至らなくても、海外からの日本に対する評価が下がることで株価が大幅に下落したり家計と企業のマインド急激に悪化したりするなど、2011 年夏の米国債務上限問題と同様のことが起きる可能性もあろう。欧州周縁国に対する見方が厳しさを増しているだけに、政治の動きに起因して日本国債周辺に生じるリスクは注視しておきたい。

（3）為替レート

①円ドルレート

ここ数カ月、日本の景気が復興需要と政策効果で他経済圏よりも相対的に強い状態を維持してきたために、円ドルレートはじりじりと円高が進んだ。この先は、既述のように米国景気が住宅市場の底打ちを梃に徐々に持ち直すのに対して、日本は国内民間需要の伸びが鈍化することで、相対的な景気の強弱が逆転する。従って今後は徐々に円安に戻りやすい環境になると考えるのが自然であろう。但し、米国の金利もさほど上昇せず、日米金利格差が大幅に拡大する可能性も殆どないため、円安のペースも極めて遅いものに留まる。2012 年度末で 1 ドル＝80 円前後、2013 年度末で同 85 円程度を予想する。

②円ユーロレート

欧州の経済･金融情勢双方の悪化を受けて、円ユーロレートは振れを伴いながらも円高傾向にある。5 月中旬まで1ユーロ＝100 円を維持していた円ユーロレートは、その後円高に振れ、8 月中旬時点では 95～100 円の間で推移している。

欧州債務問題は、これまで何度も沈静化と再燃を繰り返し、その度に円ユーロレートも上昇と下落を繰り返してきた。この問題が収束に向かうまでにはまだかなりの時間がかかることから、円ユーロレートが大きく振れる状態も当面続くだろう。ユーロ圏実体経済悪化の程度が強まってきたこともあって、ECB による追加利下げの観測が強まり、これもユーロ安要因となる可能性もある。見通し期間を通じて、1 ユーロ 95～100 円を中心に引き続き振れの大きい展開を予想する。

（経済調査チーム　花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表　　2012・2013年度の経済見通し

（作成日：2012年8月20日）

	2012年度		2013年度		2012上	2012下	2013上	2013下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質･2000年基準＞								
国内総支出	523.0	2.2	531.1	1.6	1.1	0.5	0.7	1.1
					2.8	1.7	1.4	1.8
民間最終消費	307.7	1.5	309.6	0.6	0.7	-0.3	0.3	1.0
					2.7	0.4	0.0	1.3
民間住宅投資	13.2	1.4	13.7	3.2	0.2	0.9	2.2	1.0
					1.9	0.9	3.2	3.1
民間設備投資	68.0	3.4	69.3	2.0	0.8	0.5	1.0	1.4
					5.7	1.4	1.6	2.4
民間在庫品増加(実額)	-2.0	寄与度 0.3	-0.4	寄与度 0.3	-2.9	-1.1	-0.6	-0.2
政府最終消費	102.0	1.9	103.5	1.5	1.0	0.8	0.8	0.6
					2.1	1.8	1.6	1.3
公的固定資本形成	22.7	6.2	22.7	-0.3	4.4	2.7	0.0	-2.4
					5.4	6.7	3.3	-2.8
財貨･サービス輸出	85.8	4.0	88.5	3.2	2.9	0.6	1.7	2.4
					4.6	3.4	2.4	4.0
財貨･サービス輸入	74.2	5.0	75.8	2.2	2.7	0.8	1.1	1.4
					6.7	3.4	1.9	2.4
内需寄与度	2.5	民需 1.8	1.4	民需 1.1				
外需寄与度	-0.2	公需 0.7	0.1	公需 0.3				
＜名　目＞								
国内総支出	478.9	1.9	486.3	1.5	1.0	0.6	0.8	0.9
					2.2	1.7	1.4	1.7
ＧＤＰデフレーター	91.6	-0.3	91.6	0.0	-0.6	0.0	0.0	-0.1
企業物価　＊(10年=100)	100.2	-1.4	100.7	0.5	-1.4	-1.3	-0.4	1.4
輸出物価　＊(10年=100)	94.4	-2.9	95.3	1.0	-3.6	-2.1	-0.7	2.8
輸入物価　＊(10年=100)	104.9	-3.2	107.4	2.4	-2.8	-3.6	-1.4	6.3
消費者物価　＊(10年=100)	99.6	-0.2	99.6	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.0
鉱工業生産　＊(05年=100)	93.4	0.2	97.7	4.6	2.4	-2.0	3.3	6.0
失業率　(%)	4.4	-0.1	4.2	-0.2	4.4	4.4	4.3	4.1
雇用者数　＊(万人)	5,498	0.0	5,509	0.2	-0.1	0.0	0.1	0.2
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	-0.2	―	0.1	―	-0.1	-0.2	0.0	0.1
新設住宅着工戸数（万戸）	87.3	3.8	90.7	3.8	86.2	87.5	94.0	86.8
貿易収支　(10億円)	-3,613	―	-2,303	―	-2,018	-1,595	-1,375	-929
輸出　＊(10億円)	63,748	1.8	66,190	3.8	1.6	2.0	1.4	6.3
輸入　＊(10億円)	67,361	1.9	68,494	1.7	4.0	-0.1	-0.6	4.0
所得収支　(10億円)	14,443	―	15,529	―	7,370	7,073	7,984	7,545
経常収支　(10億円)	7,788	―	10,498	―	3,631	4,157	5,237	5,261
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	820.5	2.2	836.7	2.0	2.3	2.1	2.0	2.0
円/ドルレート（円、期中平均）	80.4	―	82.8	―	80.0	80.7	82.0	83.7
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	110.4	―	112.6	―	114.1	106.8	111.0	114.3
米国実質GDP(10億ドル)	13602.3	2.3	13880.6	2.0	2.4	2.1	1.8	2.5

（注）GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

（期間平均値）

	2012/4-6	7-9	10-12	2013/1-3	4-6	7-9	10-12	2014/1-3
コールレート(無担保･翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.88	0.83	0.84	0.86	0.91	0.99	1.06	1.14
円ドルレート	80.2	79.9	80.4	81.0	81.6	82.4	83.3	84.1
		→予測						

イタリア財政状況のリスクの所在

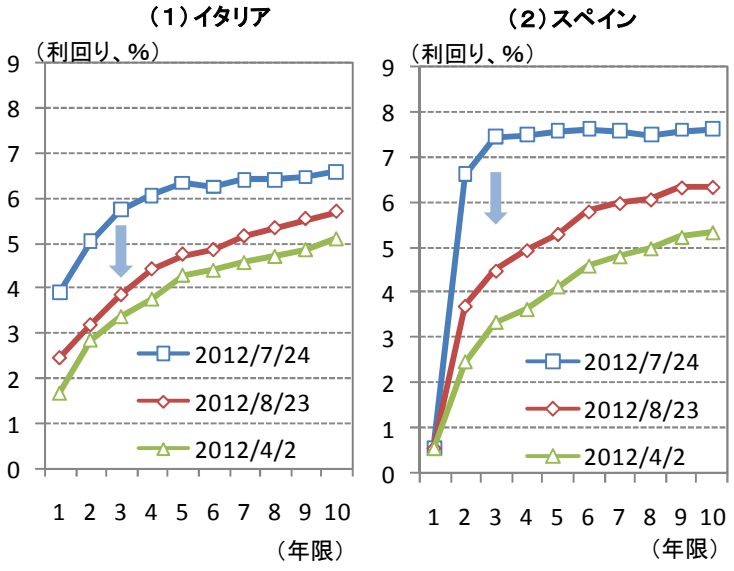
＜要旨＞

欧州経済は欧州中銀などを通じた国債買い入れ期待等を背景とし一旦落ち着きがみられるものの、実体経済は着実に悪化している。しかもイタリアでは欧州債務問題による市場の混乱以降、短期債の発行を増やしてきたこともあり、今年末にかけて多額の償還を控えている。イタリア政府はプライマリー収支の黒字を維持することにより、財政継続性を保つ計画を描くものの、足元の成長率低下により計画の実現は容易ではない。仮にイタリアの経済金融情勢が深刻化すれば中核国・中東欧新興国を問わず大きな悪影響が及び連鎖する恐れが強いため、今後の欧州情勢の分岐点としてイタリアの財政収支の動向や財政赤字削減への取組みの成否が注目される。

1．悪化が続く欧州経済の現状

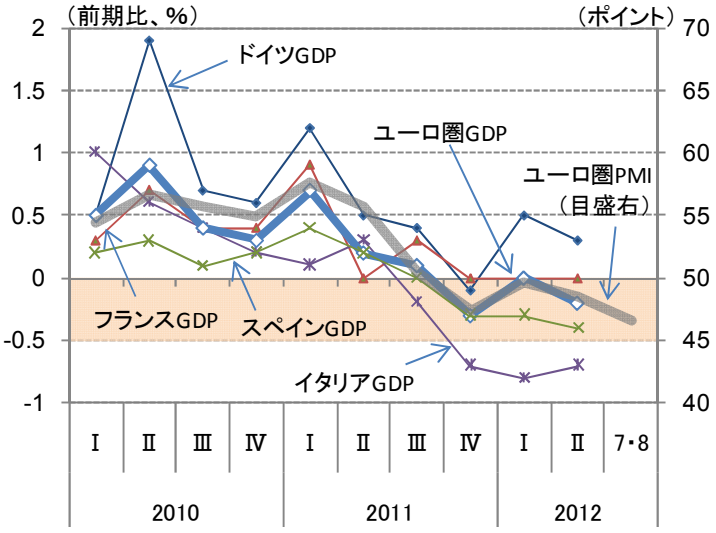
欧州金融情勢は、8 月に ECB（欧州中央銀行）が定例会合後に新たな国債買い入れスキームの検討を示したことや、米国経済の景気拡大への期待感から一旦落ち着きをみせており、イタリア・スペインの周縁国の国債利回りは短中期ゾーンを中心に低下している（図表1）。しかし、実体経済は 2012 年 4-6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率が前期比 0.2%減となった（図表2）。また、実質 GDP 成長率と相関の高い PMI 指数をみると、7、8 月の平均は 4-6 月期平均を下回っている。これはユーロ圏 GDP 成長率のマイナス幅が 7-9 月期に更に拡大していることを示唆しており、こうした材料からユーロ圏の実体経済は着実に悪化していると言える。

図表 1 周縁国の年限別国債利回り



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

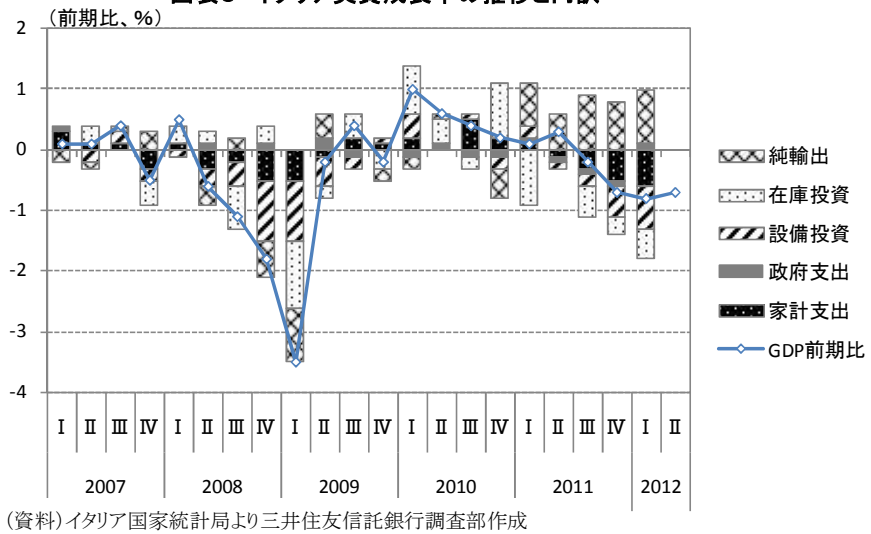
図表2 ユーロ圏実質成長率と先行指標



（注）直近のユーロ圏PMIは7、8月の平均値
（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

とくにイタリアでは 4-6 月期の GDP 成長率が前期比 0.7%減と景気後退の深度が著しい。2011 年 9 月に付加価値税（VAT）が 1%引き上げられ 21%になった影響などから内需を中心に低迷し 4 四半期連続のマイナス成長となっている（図表3）。今後も、年金等の社会保障改革に伴う可処分所得の低下や国際競争力強化のため労働コストの抑制などが想定され、低迷は長期にわたるとみられる。こうしたなかイタリア政府は 2011 年以降債務削減策や成長力強化の対策をとりまとめてはいるものの、成長率低下による税収の下振れも十分に考えられることに注意が必要である。以下ではイタリア財政の今後の着目点について考察する。

図表3　イタリア実質成長率の推移と内訳

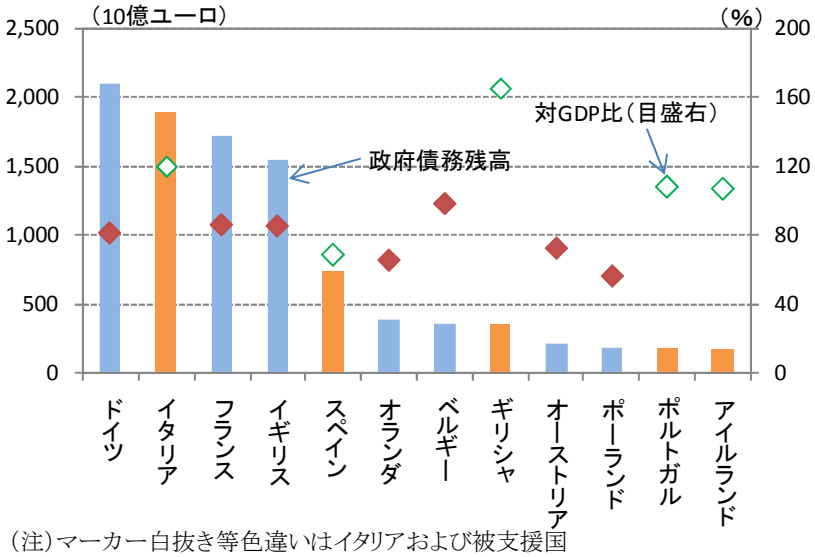


（資料）イタリア国家統計局より三井住友信託銀行調査部作成

2．イタリア財政の特徴とこれまでの変化

イタリア政府債務の特徴として、真っ先にその大きさが挙げられる。債務の絶対額では 2011 月末時点で 1 兆 8,970 億ユーロとドイツに次いでユーロ圏では 2 番目に大きく、対 GDP 比で 120%という水準は、ギリシャに次いで 2 番目に高い（図表4）。

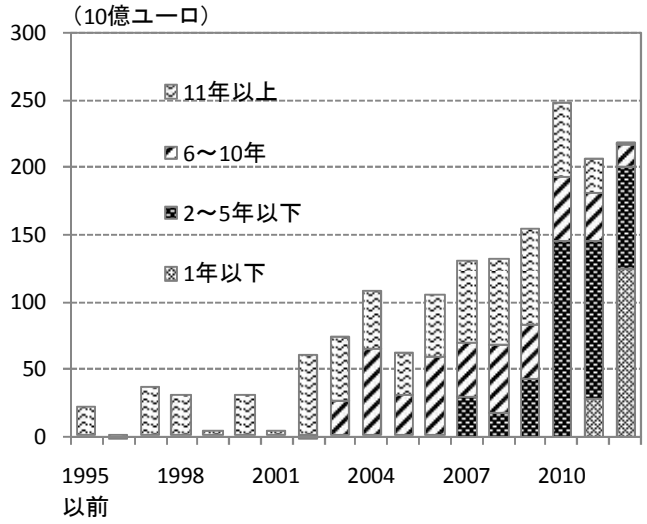
図表4　ユーロ圏各国の政府債務残高



（注）マーカー白抜き等色違いはイタリアおよび被支援国
（資料）Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

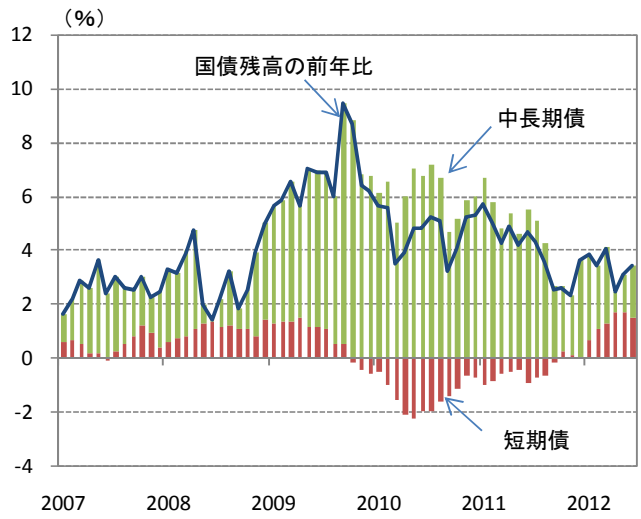
また、欧州債務問題の顕在化以来、国債発行額に占める短期債の割合が明らかに上昇している。現在市場で流通する国債からみれば、2010 年以降発行された半分以上が 5 年以下の国債であり、2012 年に至っては 1 年以下が半分以上を占めたことがわかる。この傾向は過去の国債残高純増に対する短期債依存度からも確認することができる（図表5,6）。

図表5　イタリア国債（流通ベース）の発行年月別構造



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

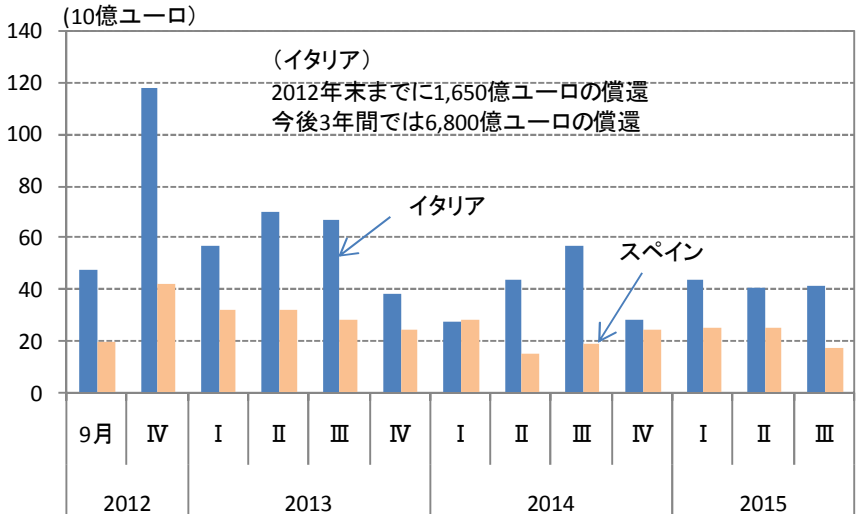
図表6　国債残高の純増に占める短期債の寄与



（資料）イタリア中央銀行より三井住友信託銀行調査部作成

欧州債務問題の拡大によって、財政に対する目が厳しさを増す中では、長期の資金調達が難しくなり、金利も上昇するため、必然的に短期調達の割合を高めざるを得なかったと見られる。この結果、国債全体の借入平均コストが市中金利に連動しやすくなる他、国債の償還頻度が増すことになった。実際、2012 年末までに国債発行残高の 1 割弱にあたる 1,650 億ユーロの償還を控えており、現在のような市場が不安定な環境下で多額のファイナンスを余儀なくされることは、金融市場の不安を招きやすい要因となっている（図表7）。

図表7　今後の国債償還予定



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

欧州では財政不安に対するセーフティーネットとして EFSF（欧州安定基金）や ESM（欧州安定メカニズム）などの救済基金が整備されてきたが、仮にイタリア政府の財政ファイナンスが危機的な状況へ追い込まれ、スペインに続き支援が必要となったとしても、包括的な支援を要請することは不可能であろう。現在救済基金から包括的な支援を受けるアイルランド、ギリシャ、ポルトガルでは、救済申請以降 3 年程度の必要資金額を支援するプログラムが組まれた。しかしイタリアでは前頁図表7でみたように 2015 年 7-9 月期までの既存国債の償還額は 6,800 億ユーロに達し、EFSF の実質的残枠 1,480 億ユーロを優に上回るほか、9 月以降に発足が見込まれる ESM が機能し最大 5,000 億ユーロの枠が確保されても十分ではない（図表8）。また、より厳密にみれば ESM の融資可能枠は、2014 年にかけ 5 回に分けて出資される払込資本に応じて段階的に 5,000 億ユーロまで拡大するためにすぐに 5,000 億ユーロの融資ができるわけではないことや、被支援国（ここではイタリアを想定）は基金への出資・保証を免除され、その分の融資枠が削減されることなどを考慮すれば、さらに不十分と言える。

図表8　既存のユーロ救済基金

（億ユーロ）

	EFSF（欧州安定基金）		ESM（欧州安定メカニズム）			
融資枠		4,400	2012年10月 2,100	2013年中 4,200		2014年半ば 5000
既使用枠	アイルランド	177				
	ポルトガル	260				
	ギリシャ(1次)	355				
	ギリシャ(2次)	1,091				
	計	1,883				
キャッシュバッファー		37				
残枠		2,480				
（スペイン）		1,000				
融資可能枠		1,480	3,580	（7月まで） 5,000	（7月以降） 4,200	5,000

EFSFとESMのユーロ融資可能合計額は5,000億ユーロまで

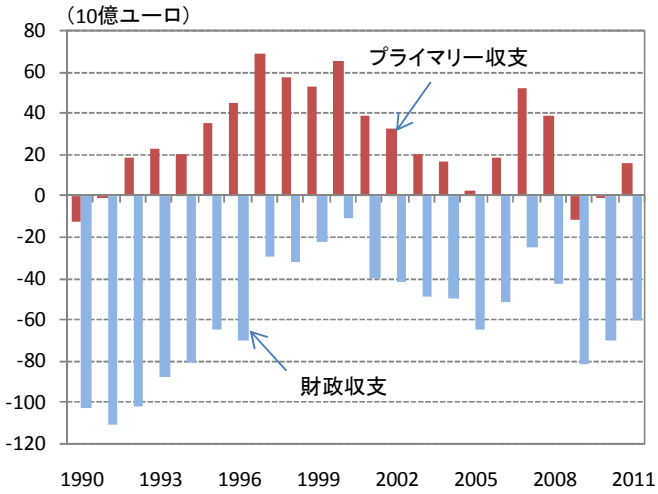
2013年7月からはEFSFは新規融資を行わず

（資料）EFSFホームページより三井住友信託銀行調査部作成

3．債務残高削減の条件

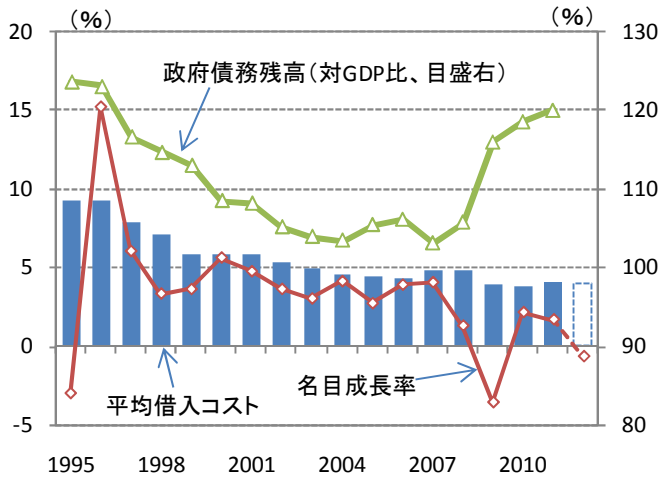
イタリア財政の特徴のうちポジティブな点は、リーマン・ショック後の 2009、2010 年を除きプライマリー収支の黒字を維持してきたことである（次頁図表9）。プライマリー収支とは、債務に対する元利払いを除いた支出と、公債発行や借入などを除いた収入との差のことで、これが赤字にならず名目成長率が名目金利（債務の借入平均コスト）を上回ると、政府債務 GDP 比率は低減していく。仮に名目成長率が金利を下回っていても、その分プライマリー収支が黒字を確保することで政府財務残高の GDP 比率上昇を回避することができる。イタリアは、ユーロ加入に向けた 1997 年には 700 億ユーロ（為替換算後）、GDP 比 6.5%のプライマリー収支黒字を達成している。総じて借入平均コストを名目成長率が上回ってきたにもかかわらず 2000 年代半ばにかけてイタリアが政府債務残高の対 GDP 比を縮小することができたのは、高いプライマリー収支の黒字を維持してきたことが主因である（次頁図表 10）。

図表9　プライマリー収支と財政収支の推移



（資料）Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

図表 10　成長率と借入コスト、債務残高の推移



（注1）平均借入コスト＝利払い費÷政府債務残高
（注2）2012年の値について平均借入コストは前年の値を伸長、成長率は1-3月期の実現値を点線表記した
（資料）Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

しかし見方をかえれば、プライマリー収支が黒字を保っていても、名目成長率が借入平均コストを大きく下回れば、政府債務 GDP 比率は上昇してしまう。この観点から、図表 10 における直近の動きを見ると、2012 年 1-3 月期の名目成長率はマイナスであり、両者の差が拡大していることがわかる。これは、イタリアの財政が黒字を維持しても、政府債務残高 GDP 比率の上昇に歯止めをかけられなくなる可能性が高くなっていることを意味する。

手元の試算では、直近の市場金利でも 2012 年の借入平均コストは 4%台前半にとどまるとみられるが、名目成長率が大きく低下したために、金額にして 800 億ユーロ、対 GDP 比で 4.4%を超えるプライマリー収支の黒字が政府債務の発散を防ぐため必要となる。この点について、イタリア政府は 2011 年に実施した付加価値税率の引き上げや年金支給額引き下げを中心とする歳出削減により、GDP 比率で 2012 年は 3.6%、2013 は年 4.9%のプライマリー収支黒字を確保する計画[1]としており、計画通りに進めば 2013 年より政府債務残高 GDP 比率の上昇に歯止めをかけることは可能である。

しかし、既に見たようにイタリアの成長率マイナス幅はスペインをも上回っており、歳出を削減してもそれ以上に景気悪化に伴う税収減が起これば、計画通りの収支の黒字を達成することは難しくなる。この先、イタリアがプライマリー収支の黒字を維持したとしても、同国財政に対する見方が厳しくなって金融市場の緊張を招く可能性は常に念頭に置く必要があろう。そしてその分岐点として名目成長率と金利の動き、および税収の動向が注目すべきポイントになるだろう。

4．イタリアから他国への波及経路

このようなリスクを抱えるイタリア財政への不安が深刻化し、成長率低下や金融システムの悪化というスパイラル的な混乱に陥った場合、他の国への影響はどのように考えるべきであろうか。この点について、金融面での影響を見る観点から、イタリアに対する対外与信をみると、フランスからは

[1] イタリア経済財政省“Economics and Financial Document”（2012 年 4 月 18 日）による政府見通し。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

3,000 億ドルを超える巨額の与信が行われており、これは同国 GDP の 12%もの規模である（図表 11（1））。従ってイタリアの金融市場が深刻な混乱に陥った場合、フランスにはかなりの打撃が及ぶ可能性が高い。他の国についても、ドイツ・オーストリアなど中核国からの与信の大きさが目立ち、複数の国に無視できない影響が及ぶことが窺える。逆に、イタリアから他国への与信残高を見ると、ドイツやオーストリアなど中核国のみならず、ハンガリーをはじめとする中東欧新興国向けの与信が、経済規模と比較しても大きい（図表 11（2））。これはイタリアの金融システムが混乱をきたして同国銀行が投融資を続けられなくなった場合には、中核国のみならず中東欧新興国にも大きな影響が及ぶ可能性が高いことを示す。

図表 11　イタリアからの金融面の影響

（1）イタリアへの対外与信

	対外与信額（10億ドル）	対GDP比（%）
総額	722.1	-
欧州	651.8	-
フランス	333.9	12.0
ドイツ	133.5	3.7
イギリス	57.2	2.4
アメリカ	37.4	0.2
オランダ	35.7	4.2
スペイン	33.6	2.2
日本	28.7	0.5
スイス	21.2	3.3
オーストリア	18.2	4.3
ベルギー	11.6	2.3

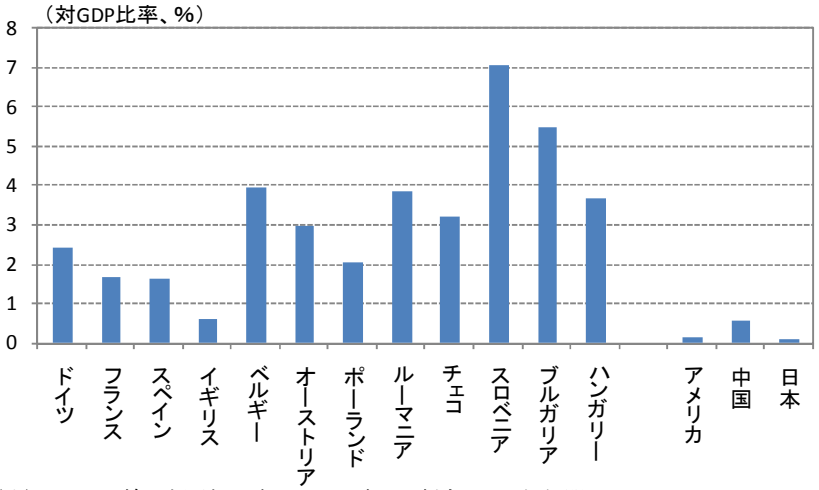
（2）イタリアからの対外与信

	対外与信額（10億ドル）	対GDP比（%）
ドイツ	259.0	7.3
フランス	36.5	1.3
スペイン	26.3	1.7
イギリス	44.8	1.9
ベルギー	4.5	0.9
オーストリア	103.4	24.7
ポーランド	46.4	9.0
ルーマニア	12.3	6.6
チェコ	17.4	8.1
スロベニア	7.9	15.9
ブルガリア	8.6	16.1
ハンガリー	20.6	14.7

（注1）対GDP比は（1）（2）ともに相手国のGDPに占める与信額
（注2）与信額は2012年3月末時点、GDPは2011年の値
（資料）BISより三井住友信託銀行調査部作成

また貿易面でもほぼ同様の結果が得られ、欧州中核国では GDP 比 1～2%程度、スロベニア、ブルガリアなど中東欧新興国では GDP 比 5%を超えるレベルをイタリアへの輸出に依存していることがわかる（図表 12）。

図表 12　イタリアへの貿易依存度



（注）イタリアの輸入額が相手先のGDPに占める割合。2011年年間ベース
（資料）UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

このように、イタリアを中心とした与信構造・貿易構造を見ると、つながりが深い国々は共通し、かつ欧州域内に広がっている点が確認できる。とりわけドイツ・フランスやスロベニア・ブルガリア・ハンガリーは金融・貿易両面でつながりが深い。したがって、イタリアの経済金融情勢の深刻化は、中核国、中東欧新興国を問わず大きな悪影響を及ぼすばかりでなく、欧州域内で連鎖しやすい構造になっていることがうかがえる。

5．まとめ

欧州全体が景気後退色を強める中にあり、イタリアの状況は特に厳しく、「スペインの次」の国とみなされるリスクを意識せざるを得ない状況にある。

イタリアの債務残高は絶対額で見ても名目 GDP 比率で見てもその規模が大きい。また、ここ2～3年短期債による調達が増えたことは国債全体の平均調達コストと市場金利が連動しやすくなっただけでなく、国債償還の頻度を高め、2012 年末までの償還額は 1,650 億ユーロにも及び、これだけでも既存の救済枠で支援できる範囲を超える額となるため、これまでの国のような救済は現実味に乏しい。また、債務残高が高い一方でプライマリー収支が黒字であることはイタリア財政の強みであるが、名目成長率が政府債務の平均借入コストを大きく下回る現状では、政府債務残高の GDP 比率上昇に歯止めをかけられない可能性が高まっている。

イタリアの経済金融情勢が深刻化した場合には、貿易・金融市場双方のルートを通じて中核国・中東欧新興国問わず大きな影響を与えると見られ、かつその悪影響が連鎖する恐れが強い。こういった様々な観点から見ても、財政に対する本格的な懸念の高まりがイタリアに波及するかどうかは今後の欧州経済金融情勢を見る上で重要なポイントであり、その分岐点として今後のイタリアの景気、税収、財政削減への取り組みの成否が注目される。

（経済調査チーム　松谷　克昭：Katsuaki_Matsutani@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

ルピー安に起因するインド経済の脆弱性

＜要旨＞

景気減速が続くインドでは、欧州債務問題の拡大を機に進んだルピー安による輸入物価上昇に、干ばつによるインフレ懸念もあって、十分な金融緩和ができず政策金利、貸出金利共に高止まりしている。

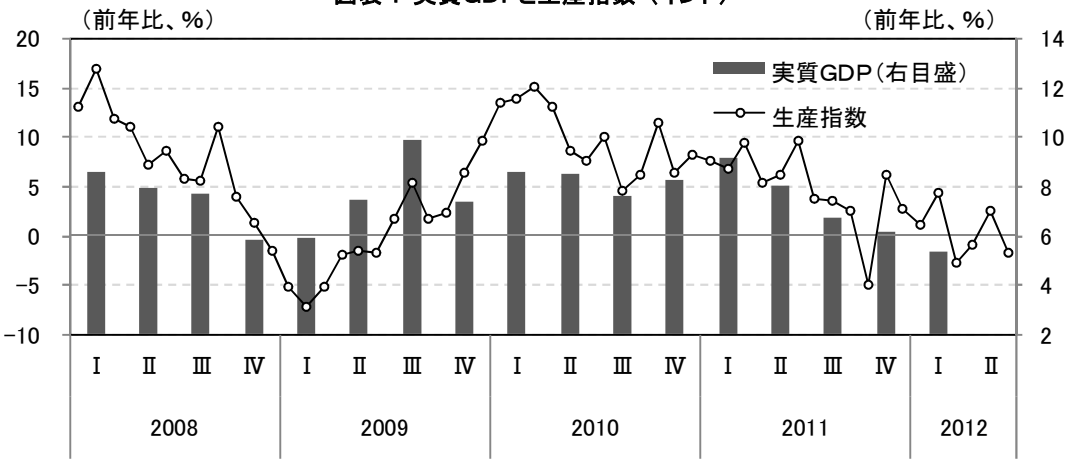
さらに欧州債務危機の更なる悪化や、ソブリン格付けの引き下げがきっかけとなり、海外からの資金流入が細れば、インドの対外与信依存度の高さ故に実体経済が悪化し、金融市場におけるインドへの見方がより厳しくなるという悪循環に陥るリスクがある。

今後 10 年間のインドの生産年齢人口増加数は他国を圧倒しており、中長期的に高い成長力を持った国であることは疑いがない。しかし短期的には、経常赤字国であり対外与信依存度の高いインドが、ルピー安に起因した複数のマイナス要因によって想定以上の景気減速に見舞われるリスクには留意すべきだろう。

1．インド経済の現状

インドの景気減速が鮮明になっている。2012 年 1-3 月期のインド実質GDP成長率は 5.3%と、リーマン・ショック直後の 2008 年 10-12 月期に記録した 5.8%を下回る水準にまで低下した。生産指数を見ても足元の 6 月前年比マイナスにまで落ち込んでおり、インド経済が減速傾向にあることを改めて確認できる（図表 1）。このような経済環境下、インド準備銀行（RBI）は 7 月末に 2012 年度の実質GDP成長率の見通しを 4 月発表値の＋7.3%から＋6.5%に引き下げ、IMFも 2012 年の成長率を＋6.8%から＋6.1%と 0.7%ポイント下方修正した。

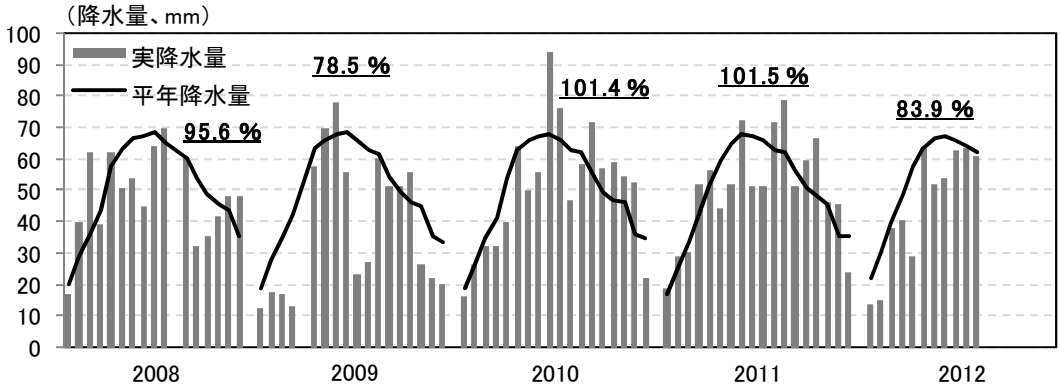
図表 1 実質GDPと生産指数（インド）



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

今夏インドを襲っている干ばつ被害も、同国経済に打撃を与える要因になっている。6 月から 9 月にかけてのモンスーン期の降水量が、今年は平年に比べ 2 割程度少なく、週間降水量が平年並みの水準に達したのは 7 月第 2 週のみである（図表 2）。これは 2008 年度の干ばつを上回り、大干ばつとなった 2009 年度に迫っている。灌漑整備が遅れているインドでは、降雨に依存する農耕地が多いため降水量の影響を直接受けやすく、今後米、小麦、サトウキビといった穀物を中心に生産量の減少が予想される。

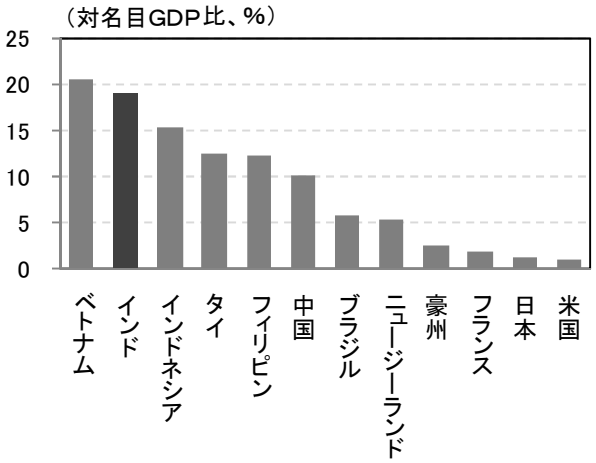
図表 2 インドのモンスーン期（6 月-9 月）降水量



（注）1. 2008年8月第2週と2009年7月第1週は実降水量及び平年降水量のデータなし。
2. 図表中の数値は、平年降水量に対する実降水量の割合を示す。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

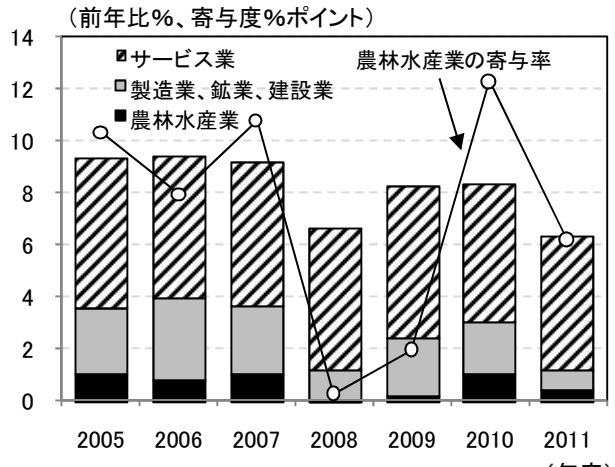
名目GDPに占める農林水産業の割合が 20%弱と高いインドにおいて、干ばつによる穀物生産の下振れがGDPに与える影響は大きい（図表 3）。2008 年度や 2009 年度の干ばつにおいても、GDP成長率に占める寄与度の割合（寄与率）は大幅に低下しており、GDP全体の成長率を押し下げる要因となった（図表 4）。今般の干ばつで予想される影響も、先に述べたインド準備銀行やIMFによる経済成長率予想引き下げの要因の一つである。

図表 3 各国GDPに占める農林水産業の割合



（資料）国連統計より三井住友信託銀行調査部作成

図表 4 実質GDPの寄与度分解（インド）

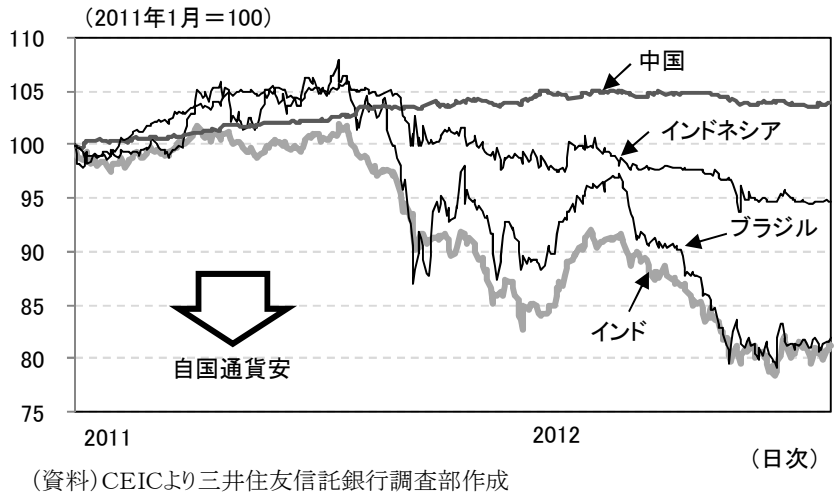


（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2．ソブリン危機後拍車がかかるルピー安

更にインドを悩ませるのが同国通貨ルピーの大幅な下落である。ルピーの対ドル為替相場はブラジルレアルと並んで大きく減価しており、2011 年前半に比べると 2 割程度、2012 年初めと比較してみても 1 割程度自国通貨安が進んでいる（図表 5）。

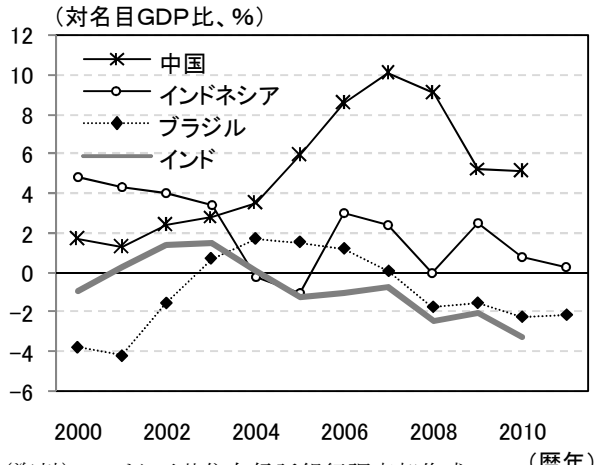
図表 5 各国の対ドル為替相場



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

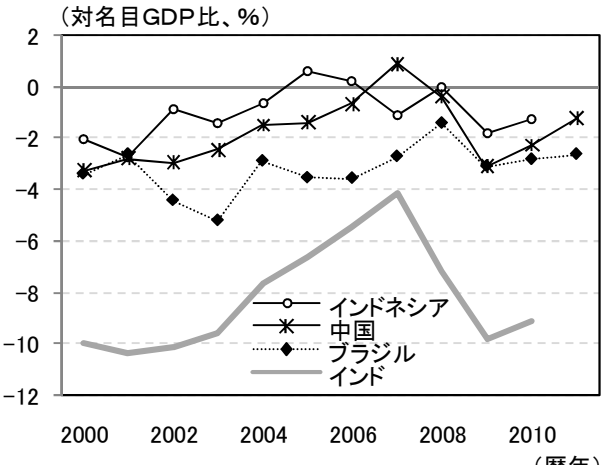
ルピー安が進んだ要因としては、インドが慢性的に経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えていることが大きい。経常赤字は 2005 年以降、対名目GDP比で拡大を続けており、財政赤字は 2007 年まで縮小傾向にあったものの、リーマン・ショックを機に再び拡大、2000 年代前半の水準にまで悪化が進んでいる（図表 6、図表 7）。このインドの「双子の赤字」は、同じく自国通貨安が進んできたブラジルよりもさらに厳しい。

図表 6 各国の経常収支



（資料）IMFより三井住友信託銀行調査部作成

図表 7 各国の財政収支

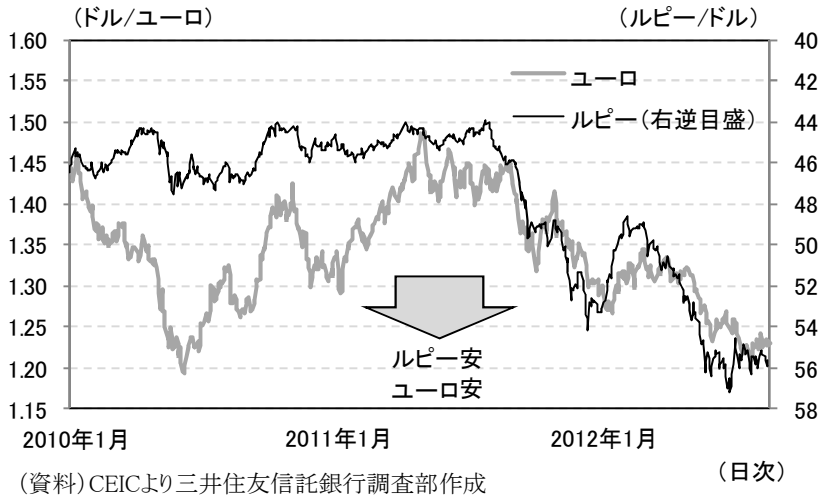


（資料）IMFより三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

インドが抱えるこの「双子の赤字」体質が、ギリシャなど欧州周縁国と共通していることも、欧州債務問題の拡大とともにインドに厳しい目を向けさせ、通貨安に拍車をかけた可能性がある。このことは、欧州債務問題が急激に深刻化し、イタリアやフランスの財政まで問題視され始めた 2011 年半ばからユーロ・ルピーともに下落を始めたことや、その後も両通貨が似た動きをしていることからも裏付けられよう（図表 8）。

図表 8 ルピーとユーロ



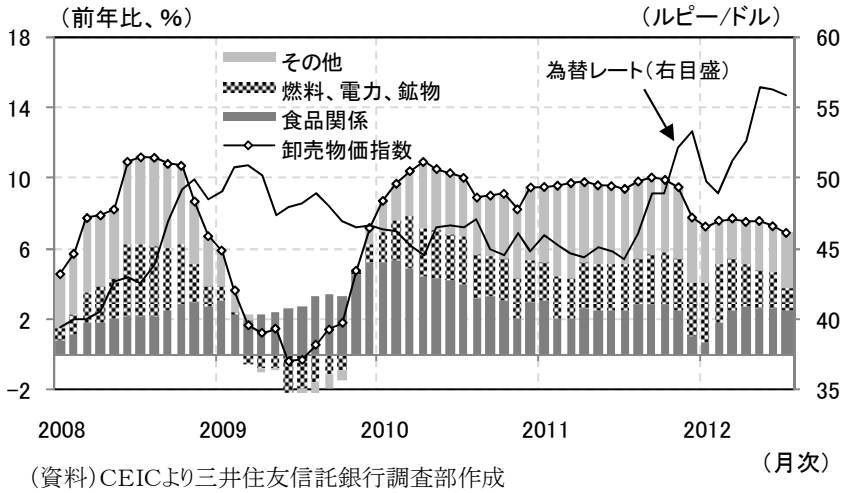
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3．ルピー安のインド実体経済への影響

ルピー安は輸入物価上昇を通じてインド国内のインフレ率を押し上げ、以下のルートでインド経済への大きな影響を及ぼすことが想定される。

2011 年前半まで景気が過熱気味とされた新興国での金融引き締めによる需要減退や、欧州債務問題の世界経済への影響に対する懸念の高まりによって、国際商品市況は総じて 1 年前よりも低い水準にある。しかし、商品市況低下によるインフレ圧力の緩和は、インドにおいてはルピー安によって一部相殺されているために、物価上昇率が目立って低下していない（図表 9）。

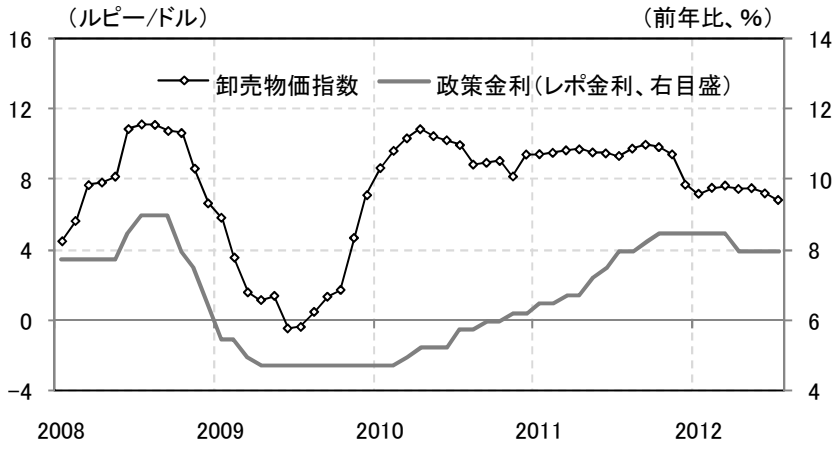
図表 9 インドルピーと卸売物価指数



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

インフレ率の高止まりと、先行きのインフレ懸念は当局による金融緩和の余地を狭める。インド準備銀行は今年 4 月、3 年ぶりに主要政策金利のレポ金利を 8.5%から 8.0%に引き下げたものの水準は依然として高い（図表 10）。リーマン・ショックの際は世界的な景気減速もあり、卸売物価指数が急落、2008 年半ばには一時前年比マイナスにまで落ち込み、インド準備銀行も僅か半年の間にレポ金利を 5%近く引き下げ金融緩和による景気下支えを行うことができた。対して今回は、インフレ懸念が残る限り利下げは難しい状況が続くと思われる。

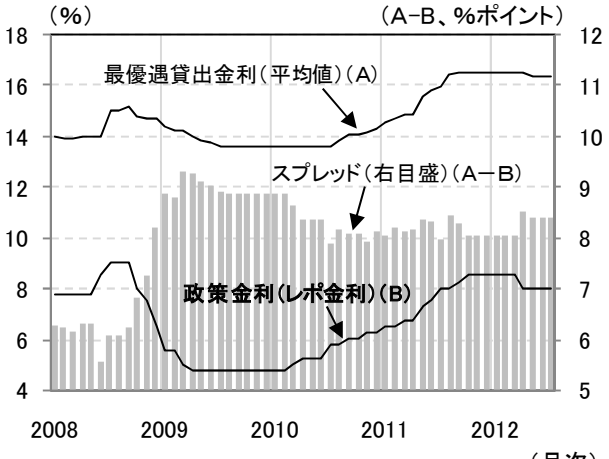
図表 10 卸売物価指数と政策金利



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

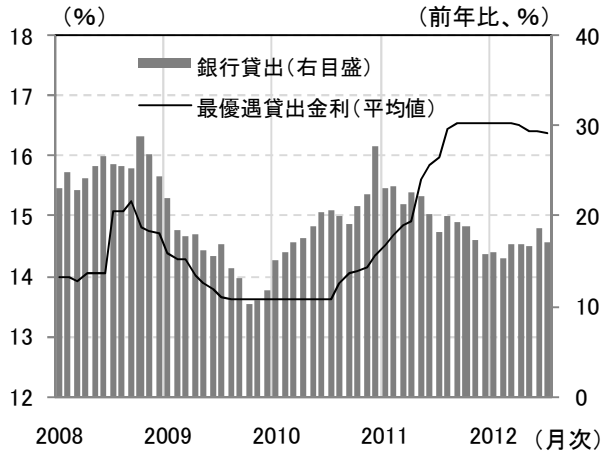
政策金利の高止まりは、銀行の貸出金利にも影響を与える。政策金利と最優遇貸出金利平均値の乖離幅は今のところ一定水準を維持しており、貸出金利は上昇こそしていないが、2011 年半ば以降高止まり、リーマン・ショック前の水準をも上回っている（図表 11）。足元の景気減速が続いている中でも貸出金利が下がらず、銀行貸出残高の伸びも低調に推移していることで、国内与信面から景気の下押し圧力となっている（図表 12）。

図表 11 政策金利と貸出金利



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

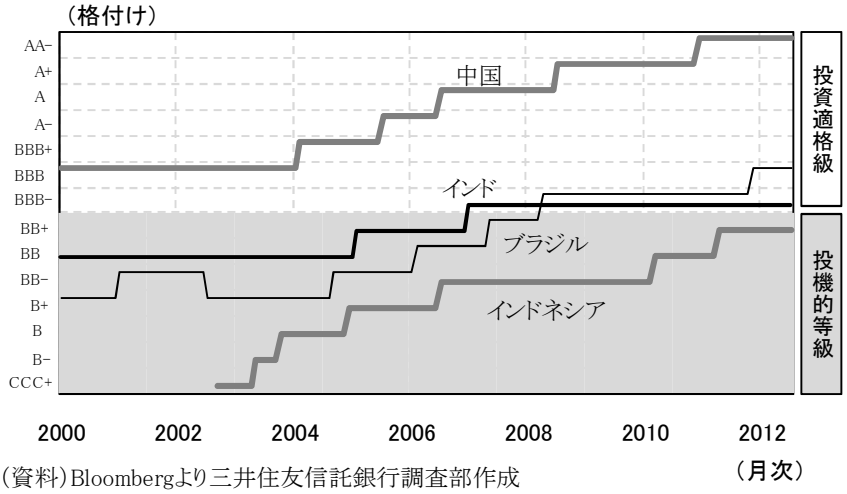
図表 12 貸出金利と銀行貸出残高



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

こうした状況下、インドに対する見方を更に厳しいものにしかねないのが、同国のソブリン格付けである。米国格付け会社S＆Pのインドに対する格付けの推移を見ると、2000 年代を通じて徐々に引き上げられてはきたものの、投資適格の範囲では最も低い BBB-であり、今年4月にはその見通しが「安定的」から「ネガティブ」に変更された（図表 13）。

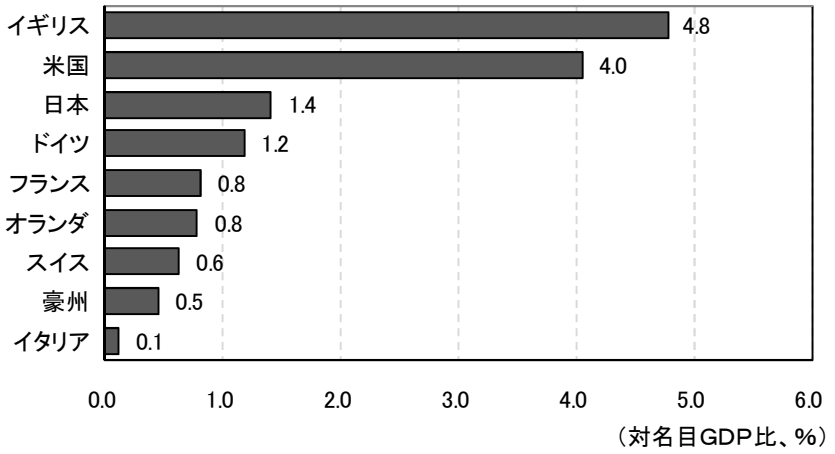
図表 13 各国のソブリン格付け（S＆P）



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

インドのソブリン格付けが数年ぶりに投機的等級に引き下げられれば、国外からの資金流入が細り、経常赤字で資金を海外に依存するインド経済が更なる打撃を受ける可能性がある。インド向けの対外与信残高が多い国を見ると、今のところ英米日独と欧州債務問題の影響を受けにくい国からの依存度が高いものの、欧州債務危機の更なる悪化により金融機関がリスク回避的になると、インドへの投融資姿勢が厳格化するリスクもある（図表 14）

図表 14 インドの対外与信依存度



（資料）BIS統計、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

4．短期的には下振れリスクが大きいインド

インドが中長期的には高い成長力を持った国であることは疑いがない。2010 年からの 10 年間で生産年齢人口がどの程度増えるかを見ると、インドの増加幅は全世界で最も多く、しかも 2 位のパキスタンとはまさに「桁違い」の規模である（図表 15）。こうした人口動態を背景にしたインドへの中長期的な成長期待が完全に損なわれることは考えられず、またルピー安は幾分か同国の輸出を押し上げることにもなる。

図表 15 2010 年から 2020 年までの生産年齢人口の動き
（10 年間の増加数上位 10 カ国）

（万人）

	2010年時点での生産年齢人口	2020年までの生産年齢人口増加数
インド	78,975	13,330
パキスタン	10,472	2,612
ナイジェリア	8,521	2,581
インドネシア	16,170	2,091
バングラディシュ	9,533	2,087
中国	97,053	1,841
エチオピア	4,579	1,591
ブラジル	13,168	1,490
フィリピン	5,682	1,297
コンゴ	3,368	1,265

（資料）国連人口データベースより三井住友信託銀行調査部作成

しかし足元では、欧州債務問題の拡大をきっかけに進み始めたルピー安による輸入物価上昇、そして干ばつによるインフレ懸念が当局の金融緩和策の足かせとなり、政策金利と銀行貸出金利が高止まり、金融面からの景気下押し圧力になっている。

更にインドの対外与信依存度の高さゆえ、ソブリン格付けの投機的等級への転落や欧州債務危機の更なる悪化がきっかけとなって海外からの資金流入が細れば、国際金融市場におけるインドの評価がより厳しくなるという悪循環に陥るリスクがあり、一時的には想定以上の景気減速に見舞われる可能性も認識しておく必要があろう。

（経済調査チーム　鹿庭　雄介：Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

日米欧の政府債務安定性について

＜要旨＞

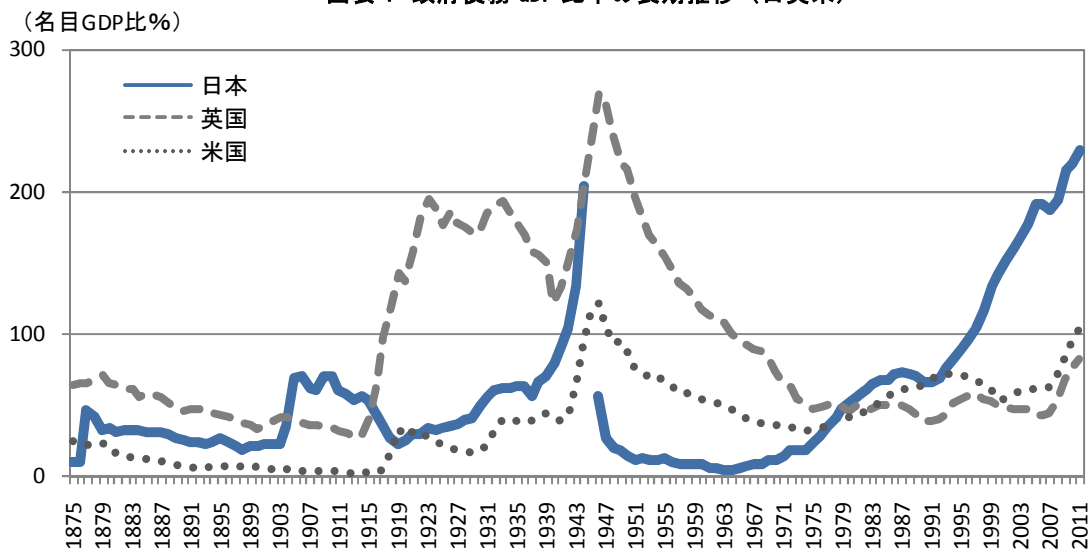
1875 年から現在までの超長期データでみても、ここ数年の先進各国の経済規模に対する政府債務の水準（政府債務 GDP 比）は高く、かつ一貫して上昇している点が特筆される。政府債務 GDP 比が拡大せずに一定水準に収まるための条件を、過去データより経済成長率に置き直すと、日米欧とも2%成長がひとつの目安であることがわかった。

この実質2%成長水準からすると、マイナス成長に陥っている欧州経済は債務問題の解決は容易でない。今年前半の成長率が2%を下回る米国は、成長ピッチの底上げが金融政策の大きな課題である。潜在成長率が1%前後といわれる日本は、債務が常に増えやすく、利払い除きの財政収支改善が不可欠である。このように先進国が同時に債務問題に直面するなか、改めて世界経済の回復が重要であることを示している。

1．超長期で見ても突出する政府債務の規模

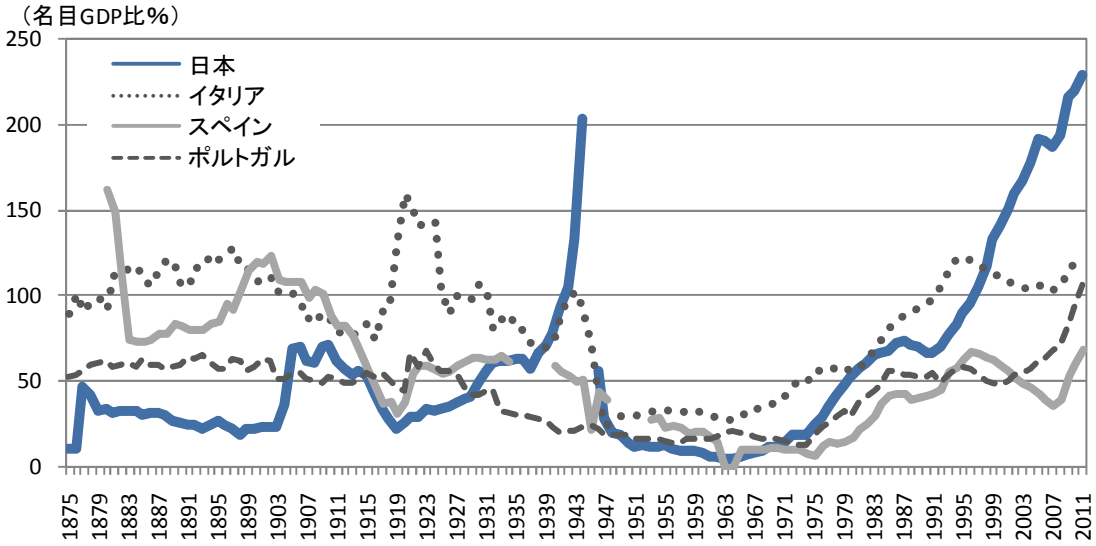
景気低迷によって日本をはじめ先進各国の政府債務が膨れ上がっているのは周知の通りだが、ここ数年の債務残高水準は歴史的に見ても高く、かつ同時に一貫して上昇してきた点が大きな特徴である。一国の経済のサイズである名目 GDP 対比でみた政府債務規模（政府債務 GDP 比）を1875 年から 2011 年までの長期推移より眺めると、ここ数年の政府債務規模の高さと増加ペースの速さが改めて確認できる。とりわけ、日本の政府債務 GDP 比 230%という水準は、歴史的に見ても突出している。戦時のイギリスで GDP 比 250%超えた事例を除けば、平時において債務が GDP の2倍を超えているのがいかに異例かという点が読み取れよう（図表 1）。

図表１　政府債務 GDP 比率の長期推移（日英米）



（資料）IMF「Historical Public Debt Database」より三井住友信託銀行調査部作成

図表２　政府債務 GDP 比の長期推移（欧州周縁国との比較）



（資料）IMF「Historical Public Debt Database」より三井住友信託銀行調査部作成

同じくソブリン懸念で注目が集まるイタリア、スペイン、ポルトガル3国を比較した図表2からも、各国とも政府債務 GDP 比が急騰していることが確認できる。これら長期のデータが示唆しているのは、先進各国の経済規模に対する政府債務が同時にかつ一貫して上昇してきた特徴である。

2. 債務動学式による債務増の要因分解

そこで、このように一貫して債務規模が増加してきた背景と先行きについて、債務の現在から将来への時系列的な振る舞いを記述する「債務動学式」を使って考察してみた。以下の債務動学式によると、期末の債務 GDP 比は次のように、①期中の利払いを除いた財政支出（プライマリー支出）、②前期債務から利払いによって増える債務 GDP 比の増分、によってその水準が決まる。

期末債務 GDP 比＝プライマリー支出+（金利/名目 GDP 成長率）×前期債務 GDP 比

右辺第一項のプライマリー支出は利払いを除く歳出から歳入を差し引いたもので、期中の収支が赤字であれば期末の債務規模を押し上げる。右辺2番目の部分は、過去債務の利払いによる増分を表している。債務水準は GDP 比で測っているので、プライマリー収支が黒字にならない限り、金利が名目成長率を上回ると、期末の債務 GDP 比水準は増加する。

つまり、プライマリー収支がバランスしている状況では、債務 GDP 比の将来の増え方は金利を名目成長率で割った倍率によって決まることになる。この倍率が1を下回ると、すなわち成長率が金利を上回ると、債務 GDP 比は低減していく。逆に金利が名目成長率を上回り続けると債務 GDP 比は雪だるま式に増えていく。この考え方を日本に当てはめ、いかに債務 GDP 比の水準が増えてきたかをみてみたい（次頁図表3）。

図表３　日本の債務 GDP 比拡大の要因分解

	政府債務GDP比	プライマリー収支	金利水準		GDP成長率		金利/名目GDP成長率	
			実効金利	10年債レート	名目	実質	実効金利ベース	10年債ベース
1993	76.7	-1.3	4.4	3.3	0.6	0.2	1.04	1.03
1994	83.2	-2.6	4.1	4.6	1.0	0.9	1.03	1.04
1995	90.0	-3.4	3.9	3.1	1.2	1.9	1.03	1.02
1996	95.9	-3.9	3.6	2.8	2.0	2.6	1.02	1.01
1997	104.8	-2.8	3.2	1.9	2.2	1.6	1.01	1.00
1998	117.3	-4.2	3.0	2.2	-2.1	-2.0	1.05	1.04
1999	133.8	-6.0	2.6	1.7	-1.5	-0.2	1.04	1.03
2000	142.1	-6.2	2.3	1.6	1.0	2.3	1.01	1.01
2001	151.7	-5.3	2.1	1.4	-0.8	0.4	1.03	1.02
2002	160.9	-7.1	1.9	0.9	-1.3	0.3	1.03	1.02
2003	167.2	-7.3	1.6	1.4	-0.1	1.7	1.02	1.01
2004	178.1	-5.6	1.4	1.4	1.0	2.4	1.00	1.00
2005	191.6	-3.4	1.3	1.5	0.0	1.3	1.01	1.01
2006	191.3	-3.8	1.3	1.7	0.6	1.7	1.01	1.01
2007	187.7	-2.2	1.3	1.5	1.2	2.2	1.00	1.00
2008	195.0	-3.9	1.3	1.2	-2.3	-1.0	1.04	1.04
2009	216.3	-10.0	1.2	1.3	-6.0	-5.5	1.08	1.08
2010	220.4	-8.8	1.1	1.1	2.3	4.4	0.99	0.99
2011	229.8	-9.1	1.1	1.0	-2.8	-0.7	1.04	1.04
1993-2000	105.5	-3.8	3.4	2.7	0.6	0.9	1.03	1.02
2001-2007	175.5	-5.0	1.5	1.4	0.1	1.4	1.01	1.01
2008-2011	210.6	-7.6	1.2	1.2	-2.0	-0.7	1.03	1.03

（資料）IMF データベースより三井住友信託銀行作成。金利/名目 GDP 成長率は(1+金利)/(1+成長率)で計算

日本の政府債務 GDP 比の水準は、図表 3 第1列が示す通り 1993 年の 76.7%から 2011 年の 230%まで一貫して上昇してきた。プライマリー収支は2列目にある通り、赤字が続いている。とりわけ、2008 年以降の数字に着目すると、プライマリー収支の赤字規模は GDP 比でみて拡大し、その要因のみでも債務 GDP 比を押し上げていることが読み取れる。

金利を名目成長率で割った倍率を示しているのが、図表右2列の数字である。ここでの金利水準は、実際の利払い費を債務水準で割った「実効金利ベース」の数字と、10 年国債レートを用いたものの2通りで計算している。いずれのケースにおいても 1993 年以降ほぼ全ての年で金利が名目成長率を上回っており、その倍率は1を超えている。つまり、我が国においては、この先プライマリー収支が黒字とならない限り、債務 GDP 比は幾何級数的に増加し続けることを示している。

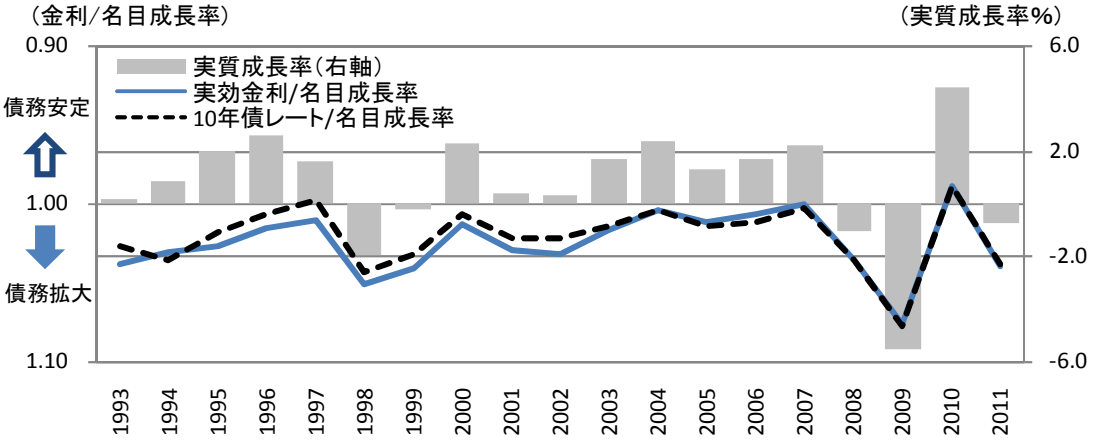
3. 債務安定に必要な成長率の目安とは

ところで、要因分解を通じて明らかとなった債務安定性の条件、すなわち、金利が名目成長率を上回らずにその倍率が1を下回るという条件を、少し視点を変えて実質経済成長率に置き直してみると、債務安定のためにはいったいどの程度の経済成長率が必要となるであろうか。

次頁図表4は、先ほどの図表 3 から、金利水準を名目成長率で割った倍率と実質成長率の推

移を、日本について並べてみたものである。棒グラフは実質 GDP 成長率を表し、実線は実際の利払い費を債務残高で割った「実効金利ベース」のものを、点線は 10 年国債レートを金利水準として試算した成長率対比の倍率を表している（ここで、目盛が逆であることに注意されたい）。この図からは、金利が名目成長率を下回り（倍率が1を下回り）、債務 GDP 比の低減が期待できる状態では、概ね実質成長率が2%に近いか、あるいはこれを上回っている状況であることが読み取れる。

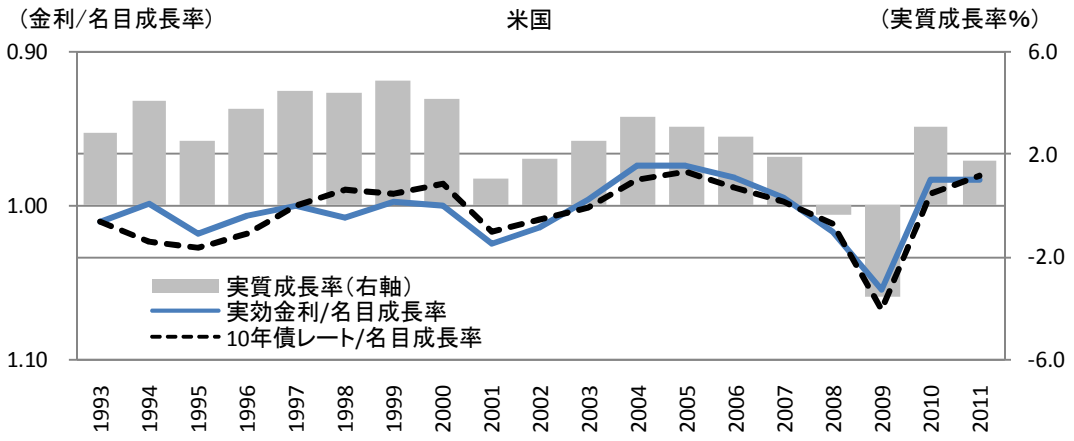
図表４　日本の実質経済成長率と金利/名目成長率



（資料）図表 3 よりグラフ化したもの。IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

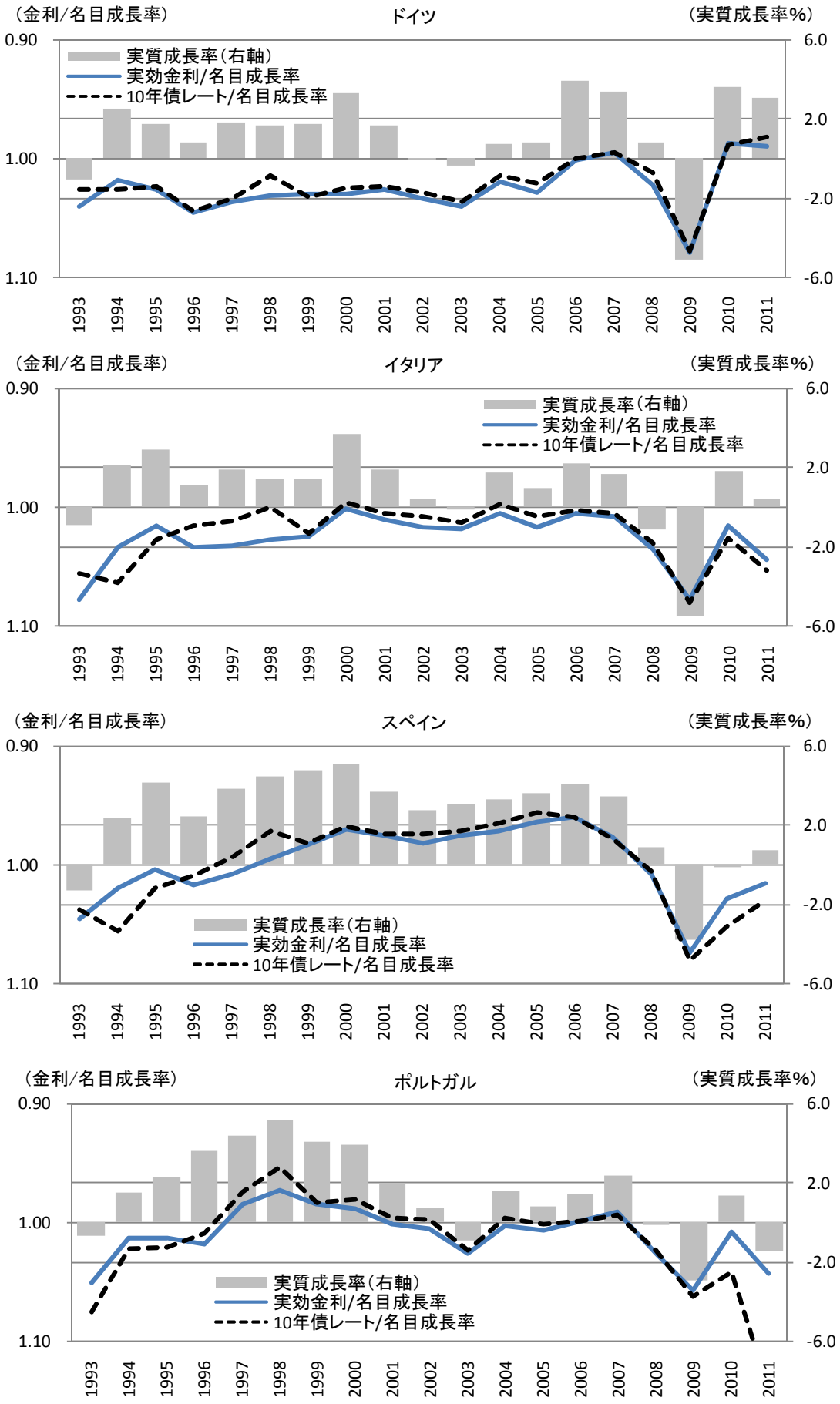
欧米主要国についても同様の考え方で試算した結果が以下の5つのグラフである（図表5）。米国は 1993 年以降の期間を通じ実質 2%成長を上回る時期が多く、名目成長率が金利を上回り債務安定性の条件を満たしている年が多い。ドイツは 90 年代に金利が成長率を上回っていたが、リーマン・ショック後の景気後退期を別にすれば、2000 年代の成長率の上昇とともに債務安定性条件を満たす傾向にある。対してイタリアの経済成長率は高いときで 2%そこそこであり、金利水準をどうにか上回る時期が多い。スペインは米国同様に2%超の成長率を実現する頻度が多かったものの、リーマン・ショック後の 2008 年以降は住宅バブル崩壊による成長減速が著しく、金利が成長率を上回る。ポルトガルはリーマン・ショック以前から成長率が低迷している特徴が挙げられる。

図表５　欧米主要国の実質経済成長率と金利/名目成長率



（資料）Bank of Italy「Public Finance Statistics」、IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

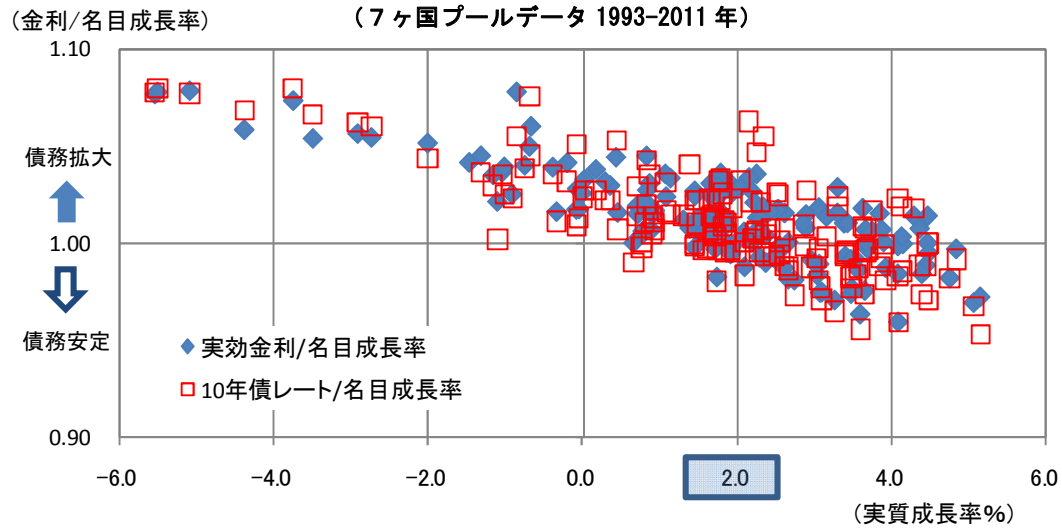
図表５　欧米主要国の実質経済成長率と金利/名目成長率比率（続き）



（資料）Bank of Italy「Public Finance Statistics」、IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

こうした実質経済成長率と債務安定性の関係を、より直接的に示したのが以下の図表6である。取り上げた7ヶ国の 1993 年から 2011 年までのデータを集め、横軸に実質経済成長率、縦軸に名目金利と名目成長率の倍率（債務安定性）を取り出してプロットすると散布図は右下がりとなる。実質経済成長率2%を境に、名目金利と名目成長率の比率が1を下回る頻度が上昇していることが読み取れよう。

図表６　日米欧の実質経済成長率と金利/名目成長率の散布図



（資料）Bank of Italy「Public Finance Statistics」、IMF データベース他より三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめと債務問題解決への含意

見てきたように、1875 年から現在までの超長期データでみても、ここ数年の先進各国の経済規模に対する政府債務の水準（政府債務 GDP 比）は高く、かつ一貫して上昇してきた。そこで政府債務 GDP 比が拡大せずに一定水準に収まるための条件を、過去データより経済成長率に置き直すと、日米欧とも2%成長がひとつの目安であることがわかった。

この実質2%成長水準からすると、景気後退局面にある欧州経済は成長率の点からも債務問題の解決は容易でない。米国でも今年前半の成長率が2%を下回るなど、成長率の底上げが目下の金融政策の大きな課題である。米国では成長率2%割れがちょうど失業率の悪化開始の目安でもある。潜在成長率が1%前後といわれる日本では債務が常に増えやすい構造にあるため、利払い除きの財政収支（プライマリー収支）改善が債務安定に必要である。

これらの結果は、先進国が同時に債務問題に直面している現在、その解決には世界景気の改善が不可欠であることを改めて示している。未だ世界経済の力強い牽引役が見当たらないなかでは、先進国が共通して直面する債務問題に目途が立つには相当の時間を要しよう。

（経済調査チーム　木村 俊夫：Kimura_Toshio@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

景気減速局面で民間活用に踏み込む中国

～国進民退に変化の兆し～

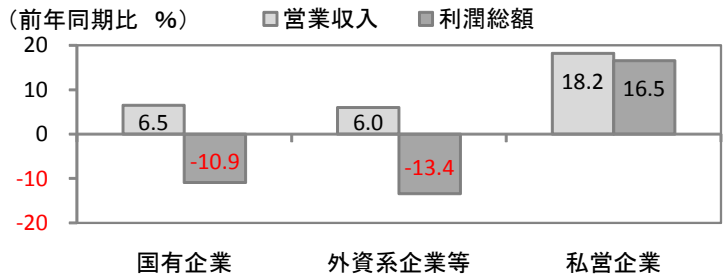
＜要旨＞

国有企業が隆盛となり民間企業の成長機会が圧迫される「国進民退」という状況は、中国経済の安定成長に影を差している。中国政府が現在の景気減速局面であえて民間活用に踏み込んだのは、従来型の財政・金融政策、特にリーマンショック後のように投資主導で景気浮揚を急げば非効率な投資が過剰な生産能力を生じさせること、国有企業等に偏重した資源配分が一層の「国進民退」を招くことにより、中国経済の生産性低下のリスクを高めるからにほかならない。しかし政府と経済の主な担い手（国有企業）が一体性を強めた経済体制で高成長を遂げた中国が、その体制を転換することは容易でない。

1．国進民退とは

中国では国有企業が隆盛となり民間企業の成長機会が圧迫される「国進民退」という状況が、しばしば指摘されている。特にリーマンショック後の投資主導の景気回復局面では財政出動や金融緩和の後押しを非効率経営の国有企業が受けてしまい、国有企業の行き過ぎた存在感は中国経済の生産性向上の阻害要因として国内外で問題視されている[1]。例えば足元の企業業績をみても国有企業と私営企業（民間企業の一部）との収益性の格差が顕著である。国家統計局が公表した2012年上半期の工業分野の一定規模以上の企業の利潤総額は前年同期比2.2%減となり、この内、国有企業の同10.9%減に対して私営企業は同16.5%の増益だった（図表1）[2]。業種別では製鉄（同56%減益）や化学原料・化学品（同22%減益）など国有企業が業界大手かつ供給過剰の素材産業が企業業績全体の足を引っ張ったといえる。

図表1　工業分野の主要企業の種類別業績（2012 年上半期 1～6 月）

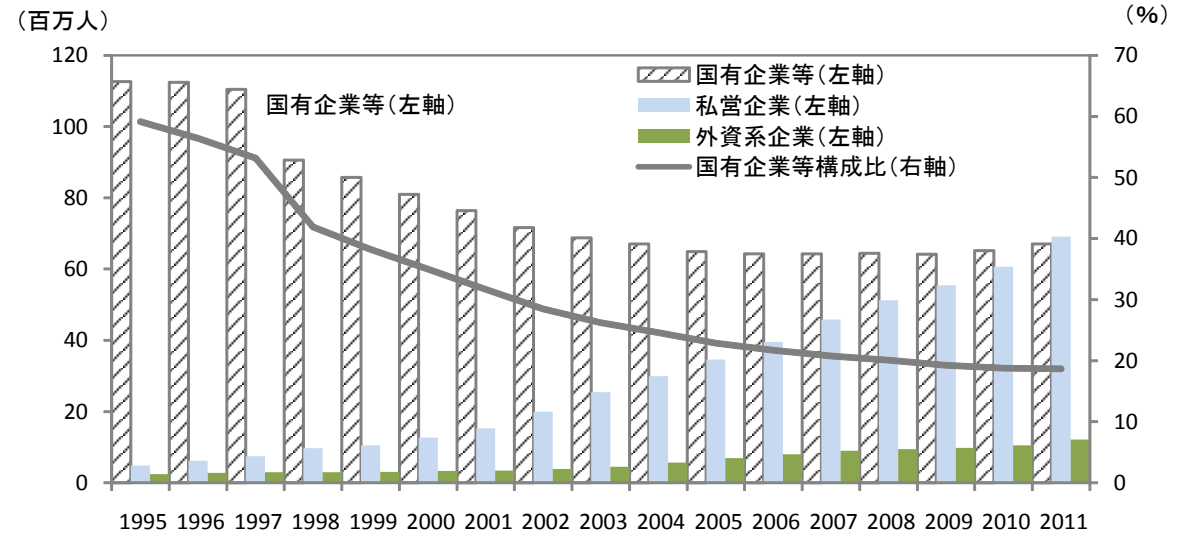


（注）外資系企業等は外資系企業と香港・マカオ・台湾企業を含む。工業分野の一定規模以上企業は2011年から営業収入が年500万元から2,000万元に引き上げられた。
（資料）国家統計局

[1] 世界銀行と国務院発展研究センターの共同報告「2030年の中国経済」2012年2月27日。その骨子では中国経済の持続的成長のため市場経済化に向けた構造改革と政府の役割を狭めて民間部門の活力を引き出すべきとして次の6点が提言された。①市場経済を基礎とした構造改革、②技術革新、③環境事業の取組強化（Go Green）、④全国民層向け社会保障、⑤財政制度強化、⑥世界との相互利益を追求

そもそも中国の企業構造の長期的趨勢としては国有企業が整理淘汰されて私営企業をはじめ民間企業が雇用や生産の面で役割を向上してきた。例えば都市部の就業者に占める国有企業等の割合は長期低下傾向にあり（図表2）、国有企業等の役割が後退して「国が退き、民が進む」とみられてきた。但し、国有企業等の就業者数は 2000 年代半ばに横ばいとなり、リーマンショック以降は増加に転じ、2011 年は 67.0 百万人と前年に比べて約 1.8 百万人増えた。これは過去 30 余年の改革開放、特に 90 年代の社会主義市場経済の路線確定を受けた市場経済化の趨勢に加えて、ここ数年における時代の揺り戻し「国進民退：国が進み、民が退く」の一端を表している。

図表2 都市部における主な企業種類別の就業者数



（注）国有企業等には国有企業のほか、国有単位の国家機関、事業機関、社会団体を含む。
（資料）中国統計年鑑より三井住友信託銀行調査部作成。

2. 国進民退の背景にある国有経済の統治体制

国有企業の存在感が高まる背景は、近年の景気対策だけでなく、これまでの国有企業の改革を経て国有経済の統治体制が強まった結果ではないか、という見方ができる。

国有企業の改革を大まかに振り返れば、80 年代後半から経営自主権の拡大とインセンティブ付与が拡がり、財政拠出の補助金等は減り[3]、従業員住宅の提供をはじめ政策的任務は一部軽減された。一方で非効率経営の温床となりやすい公的所有の抜本見直しは慎重に進められた。特に国家・国民経済上の重要な国有企業の改革については、党や政府の支配力維持に役立つ制度作りと政策の試行錯誤があり、主として 3 つの分岐点を経て現在に至っている。

第1の分岐点は、90 年代半ばの「抓大放小」（大をつかまえ小を放す）である。次頁図表3の通り市場経済化に伴う法制等の制度作りと並行して国有企業の改革は進み、大手の国有企業の再編では国家の実質支配を保ちながら株式上場をはじめ資金調達等を優先する一方、中小の国有企

[2] 集計対象企業の営業収入は前年同期比 11.3%増の 42.6 兆元、利潤総額が同 2.2%減の 2.3 兆元。
[3] 国有企業の主な資金調達が財政拠出から銀行融資に転換すること（財政資金の金融化）は、本来ならばソフトな予算制約がハード化するはずであったが、銀行融資が財政不足を肩代わる金融風土を残した。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

業の多くは民営化が推し進められた[4]。

第2の分岐点は、国家・国民経済上の重要な業種を峻別する方針の明確化である（99　年）。国有経済の進出と退出の線引き「有進有退」が示され、安全保障、電力や交通、通信等のインフラ、公共サービス、資源・エネルギー、鉄鋼、自動車等が重要な業種として確認された。

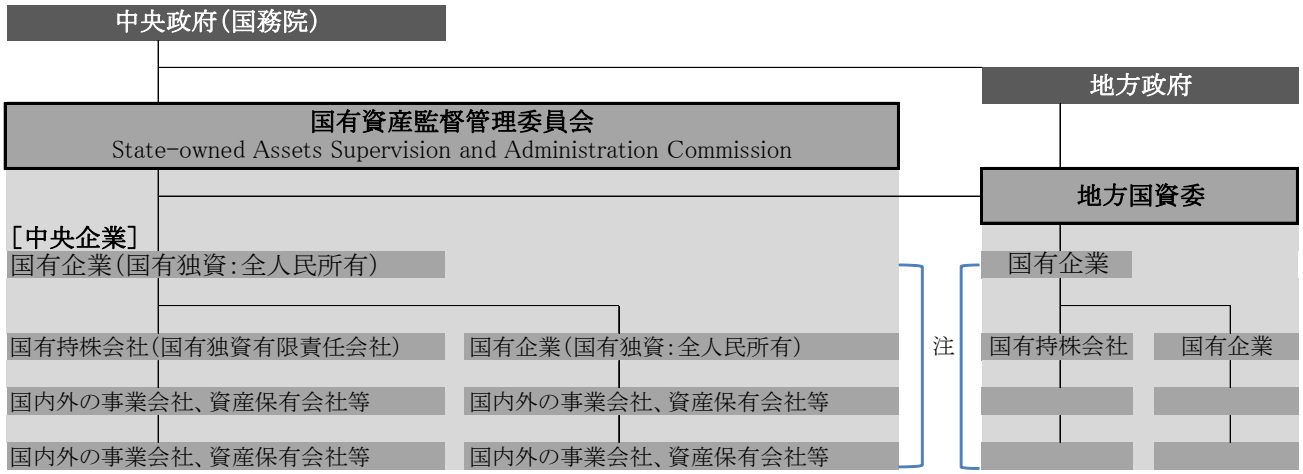
図表3　市場経済化に伴う法制等の整備作りと国有企業改革の節目

1978年	改革・開放の始動
1992年	鄧小平の南巡講話、「社会主義市場経済」の路線確定
	会社法（94年）や商業銀行法（95年）等の法制や市場に適した制度作りが本格化
	抓大放小（大手国有企業の実質支配の継続と中小国有企業の民営化）
	有進有退（国有経済の進出と退出を再整理して民営化を拡大）
2001年	WTO加盟
	国有資産監督管理委員会の設置（03年）
	会社法の改正施行（06年）
	物権法（07年）、企業破産法（07年）、独占禁止法（08年）等の法制拡充が加速

（資料）各種資料に基づき三井住友信託銀行調査部作成。

第3の分岐点は、国有企業の一元的な監督管理を担う国有資産監督管理委員会（国資委）が2003 年に設置され、国有経済の統治体制が定まったことである。国資委の主な責務は、中央政府の授権に基づき会社法等の法律や行政法規に照らして出資人の職責を履行すること、国有資産価値の維持増加を監督すること、国有経済の構造や配置の戦略的な調整すること等が含まれる。中央政府の国資委直轄の国有企業が「中央企業」と位置付けられ、それ以外の国有企業は地方の国資委の管轄とされた。国資委の下、国有企業は持株会社、国内外の事業会社、資産保有会社を含めた多様な所有構造をもつ企業集団が形成されることになった（図表4）。

図表4　国有企業と国有資産管理部門の関係概念－所有構造－



（注）企業集団毎に様々な所有構造のパターンを持つ。
（資料）「An Analysis of State-owned Enterprises and State Capitalism in China」U.S.-China Economic and Security Review Commissionのほか各種資料より三井住友信託銀行調査部作成。

[4] 1992 年の南巡講話と社会主義市場経済の路線確定を受けた国有企業の改革では、会社法施行を契機に国有企業や集団所有企業「いわゆる非会社法の企業」の多くが、国有独資有限責任会社や株式会社という「会社法適用の会社」に転換された。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

特に中央企業は経済体制の中核として国内市場で独占や寡占となり、海外にも進出している[5]。その強みは政府と連携した戦略的意思決定の速さと、生産、販売、人材、資金調達－株式上場や銀行取引－、研究開発まで各種資源や権益に対する事実上の優先配分にあるといえる。

以上のように、「国進民退」の背景の一つには国有経済の統治体制の確立がある。しかしながら、この体制が強固になり過ぎれば、非効率経営の国有企業が温存されて資源の浪費が抑えきれない懸念が生じ、国有と民間の役割調整として民間活用に踏み込む必要性は高まることになる。

3．民間企業の成長分野は拡がるか～相次ぐ民間活用策

ところで、中国の民間企業は台頭してきたが、その成長分野には限界もみえている。上述のように国有経済の統治体制が確立される傍ら、民間企業は国有企業に比べて政策支援や金融を含む資源配分で恵まれない一方、対外開放を梃に成長してきた。第1に、外資系企業の進出が中国企業、殊に民間企業の育成の一助となった。先進国向け輸出用の生産技術や品質管理等の一部は移転され、2000 年代以降は中国内需を狙う外資の増加を受けて販売サービスを含む経営ノウハウの吸収機会は拡がった。第2に、WTO 加盟が民間企業の成長を加速させた（前掲図表3）。加盟以降、民間企業に対する貿易取引の規制緩和や、海外市場のアクセス改善も相俟って輸出が促進された。この追い風を受け、国有企業を出自とせず創業した一部企業が頭角を現し[6]、中国市場で培った競争力を活かしてインド、東南アジア、南米等の新興国向け輸出を伸ばし、先進国市場にも参入を果たしている。これらの民間企業は、国有企業の存在感が相対的に小さい業界、主に「バリューチェーンの中間から川下、乃至は新興産業」おいて成長を実現してきた。見方をかえれば国有企業との全面的競争は難しく（事実上の参入規制等）、経営効率の高い民間企業であっても、その事業多角化や拡張は一定の制約を受けてきた、といえる。

そこで中国政府は 2011 年後半以降の景気減速局面であえて民間活用を打ち出している。従来のような財政・金融政策で景気浮揚を急げば国有企業に偏重した資源配分が加速して一層の「国進民退」が経済の生産性低下を招くリスクが高まることを、中国政府は自覚しているからにほかならない。温家宝首相は2012 年 2 月、独占業種の改革が経済体制の改革における優先課題であると述べ、民間資本を金融、エネルギー、交通、社会事業の分野に参入させるべき、という考え方を表明した。そして国有企業を監督する国資委は同年 5 月、国有企業の再編に民間資本の投資の支持方針を明らかにした[7]。その中では政府方針に合致する等を原則的条件として民間資本が国有企業再編や戦略性新興産業への共同投資、海外事業の共同投資に参画していく方向性を示した。さらに中国銀行業監督管理委員会 CBRC や中国証券業監督管理委員会 CSRC、交通運輸部、鉄道部、衛生部等の政府部門も相次いで民間活用策を表明している。

今後、民間活用策の実施細則における具体的内容や金融を含めた資源配分の見直しが、一時的な措置なのか、末長く定着を目指すものなのか、注目される段階となってくる。

---

[5] 中央企業は再編を経て国資委設立当初の 196 社（03 年）から 117 社（2012 年 8 月 20 日）に絞られた。代表的な業種は資源・エネルギー、通信、電力、鉄鋼、自動車、造船、鉄道車両製造、建設、運輸等。

[6] 例えば通信機器や太陽光発電設備、建機等の民間メーカーは、中国市場を基盤として日本、欧米、新興国にも生産販売体制を拡充中。中国大手の小売業（家電量販等）も民間企業が多数を占めている。

[7] 国有資産監督管理委員会「国有企業の再編に民間資本の投資を支持する方針」2012 年 5 月 23 日

4．国進民退の変化の兆しは本物か

一連の民間活用の拡大機運をもって「国進民退」の変化の兆しとする見方はあるが、今のところその踏み込みは十分ではないようだ。政府と経済の主な担い手（国有企業）が一体性を強める経済体制を敷いて高成長を享受した中国が、そのモデルを転換することは容易でないからである。当面、中国の景気減速が一層早まる場合には、規模の大きい国有企業の投資に頼らざるを得ず、成長性を求めるあまり効率性を犠牲にするトレードオフに直面することになる。

長期的な視点から中国経済が量的拡大から質的向上へと重点を移していくためには、非効率な国有企業を温存する経済体制の改革は避けられず、国有と民間の役割調整の試行を経て、それに続く本格的な実施が加速していく可能性は残されている。

国進民退の変化が本物になるには、国有と民間がバランスよく成長する、いわば「国進民進：国有と民間が共に進む」という状況の実現に向けた長期的な政策の柱が必要であろう。具体的には戦略性新興産業の育成を通じた産業政策が柱の一つになるのではないか。戦略性新興産業とは中国政府が 2010 年から先 20 年間で技術革新力と産業発展段階を世界最高水準に高める目標を掲げた7つの重点産業である（①省エネ・環境保護、②次世代情報技術、③バイオ、④ハイエンド設備製造、⑤新エネルギー、⑥新材料、⑦新エネルギー自動車）[8]。その担い手として中央企業をはじめ国有企業に政策支援と資源配分を集中するのか、民間企業の積極的参画を促進するのかは、国進民退の状況が変わる際の重要なステップになると考えられる。

（海外調査チーム　柳瀬 豊：Yanase_Yutaka@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

[8] 調査月報 2010 年 12 月号「中国の対外直接投資の現状と方向性」
国務院「戦略性新興産業の育成・発展加速に関する国務院決定」2010 年 10 月 18 日