

暗鬱な2010年

—景気対策のツケを支払う年に



バネッサ・ロッシ

英国王立国際問題研究所
シニア・リサーチ・フェロー

2010年、景気回復は？

景気回復は大仕事である。2010年は政府ではなく、民間部門の自律的成長がその仕事を担わなければならない。危機のピークだった2009年初めは、政府の大規模な景気対策により世界的な景気後退が食い止められたが、今や財政は逼迫し、引き締め政策が浮上している。ECB（欧州中央銀行）は、ゼロに近い金利や金融緩和は潜在的リスクだとして、市場と通貨の投機的バブルを防ぐためには抑制が必要だと考えている。しかし、ECBがFRB（米連邦準備制度理事会）と協調せずに動けば、ユーロには圧力がかかるだろうし、FRBは不動産と銀

行セクターの動揺が収まらないうちは利上げに慎重だろう。米国の財政刺激策は2010年も継続されるが、欧州各国政府はEU（欧州連合）の政策目標に従い、財政赤字と債務管理の手綱を締め直す必要に迫られている。2010年は景気後退との戦いのツケが回ってくることになるだろう。

一連の政策は奏功し、景気後退を食い止めた。2009年下期には、小幅ながらプラスの成長率を確保した。経済主要各国での大幅な需要の落ち込みは、世界経済の景気循環の同期化だけでなく、G20会合での政策協調や企業救済のための資金提供をさらに推し進めた。しかし、次の局面ではかなり様相が変わりそうだ。景気後退時の落ち込みと比べ、回復のペースは、はるかに緩慢で国によってバラつきがあるため、政策立案者は自国の出口戦略を重視するようになり、今後はリスクが大きくなるだろう。現にECBとFRBは流動性を引き締め始めており、英国では出口戦略をめぐる攻防が、今春4月ごろに予想されている総選挙での争点の中心テーマになっている。

しかし、世界経済はまだ本格回復と呼ぶには程遠い。1年前に比べてパニック状態は収まったものの、景気は暗鬱としたままで、回復の高揚感はまったくなく、ほとんどの国の経済が脆弱で、リスクを誘発しやすい状態にある。実際、高成長の中国とインドを除くと、途上国もそれほど活況というわけではない。

欧州は特に厳しい状況にある。欧州の新興国は世界最悪の景気低迷に陥っており、ユーロ圏では大規

模な財政支援策にもかかわらず、景気後退が予想以上に深刻化している。2009年初めのアイルランド、年末のギリシャなどで勃発した金融危機は、一部で言われたようにユーロ圏の分裂を招くことはないにしても、その信望は損なわれよう。こうした問題の顕在化は、従来のカントリーリスク評価が甘かったことを浮き彫りにしている。

今後の回復過程は、民間部門の自律的回復に頼らねばならない。しかし、インフレが再来し、失業率が上昇傾向を示していることから、EUの消費者は今年はさらに厳しい状況に直面する。多くの企業が収益回復と人員削減の回避に四苦八苦しているため、設備投資が回復する余地はほとんどない。しかも、金融システムがさらに動揺する可能性があり、また、危機後の引き締め策のリスクもあり、納税者には景気後退との戦いのツケが回ってくるのは避けられない。これほど厄介な景気後退の後に順調な成長軌道を期待するのは難しく、2010年は多難な1年となりそうだ。

政策引き締めめに市場が動揺？

強気の中央銀行筋は、ゼロ近辺の政策金利は不健全だと考え始めている。中でも欧州と米国でデフレが終息しつつあり、低利の資金が資産価格や為替レートに与える影響への懸念も強まっている。キャリートレード（ドルなどの低利通貨を借りて高利回り通貨に投資すること）などの投機的な投資は、銀行の利益を押し上げることにはなるが、中小企業融

2009年11月19日、英国王立国際問題研究所(チャタム・ハウス)のバネッサ・ロッシ氏を招き、「景気循環のグローバル化と金融政策の役割」と題する講演会を開催した。

ロッシ氏は、①貿易拡大のメリットを享受するには、景気循環の影響を受けざるを得ない、②今回の金融危機では日独の優良輸出企業が最も深刻な影響を受けるという逆説が見られた、③悪影響を緩和するにはバッファ役として広義の国内サービス産業を育成する必要がある、と発言した。参加者は約100名。

本文は、講演会の後、ロッシ氏に寄稿いただいたものである。

資など広く経済を支えず、銀行の利益と報酬を増やせば逆効果となる。ブラジルではすでに投機的資金の流入を抑えるため、外国資本への課税を実施した。為替レートの急激な上昇にブラジル経済が耐えられないことを懸念したものだ。低利資金は通貨だけでなく、株式や商品市場のバブルを招くと批判されてきた。こうした懸念を背景に、2010年は中央銀行が流動性引き締めに動くと思われる。ECBは2010年の早い段階で、単独かFRBと協調して利上げへの第一歩を踏み出すだろう。そうなれば、金融システムと為替市場が動揺する恐れがある。

懸念をさらに高めているのが、金融危機の要因となった不動産、債務、銀行の3要素である。これらはすべて連動している。最近のドバイの例にもあるように、不動産市場の破綻は引き続き混乱を引き起こしている。借り入れ依存による経済成長が突然行き詰まり、その後遺症に苦しむ欧州新興国の一部にも余波が及んだ。

そうでなくとも、欧州の大手銀行は相対的に弱い状態で新年を迎えようとしている。多額の不良債権処理を抱え、負債比率は高く、自己資本比率は低い。欧州では2010年に貸し渋りが悪化するのではないか、と懸念する声もある。

公的債務の圧縮に向けて

中央銀行が最初の政策金利の引き上げ時期を模索する一方、政府は財政赤字と債務の急増を受けて、管理を再び強化する必要に迫られている。財政政策

の調整は金融政策より時間がかかるだろう。政策立案者は財政の健全性と、有権者が経済的困窮に陥るリスクの間で板挟みになるからだ。しかし、方向性は、はっきりしている。政府が債務を増やす余地はほとんどなく、欧州では意外に早く歳出削減と増税が始まるだろう。実際、ギリシャやバルト諸国など一部のEU加盟国は最終的に危機後の現実に対応すべく苦しんでいる。問題は小国だけにとどまらない。

各国の納税者は、景気後退を食い止め、各国経済への短期的打撃を抑えるための代償を支払うことになる。景気後退の深刻さを軽減できたのは、本来の成長率よりも低い成長に長期間甘んじるという代償を支払ったからである。しかし、厳し過ぎる対応は有権者の反発を招き、債務不履行にもつながりかねないため、返済条件が緩和される可能性が高い。そうすると負担は数年では済まず、10年に及ぶかもしれない。この戦略の最大の欠陥は、返済期間中に景気が二番底に陥り、それが国の財政をさらに圧迫するリスクである。各国政府には10年間に2度の景気後退を乗り切るだけの力はない。だから、次の景気循環が始まる前に、いかに早く財政権限を取り戻せるかが焦点となるのである。

回復実現には相当な努力が必要

要するに、2010年は問題山積で、厳しい年にしかなりようがない。2009年の景気後退に比べれば、2010年の成長率は小幅なプラスとなる見通しだ。しかし、経済は極めて不安定な状況にあることから、W字型回復となる可能性も高い。景気は2009年末に上向いたものの、その勢いを維持して持続可能な成長に移行できなければ、逆戻りするだろう。

2010年に景気を下支えしなければならない主要セクターは、サービス業や情報通信技術産業などだろう。2009年にもその傾向が見られたが、これらの産業が今後も成長を押し上げ雇用を創出できれば、投資財産業や建設業など不況にあえぐ景気連動業種の見通しも徐々に改善すると見られる。これは先進国や世界経済で、新たなイノベーションと生産

性向上が長期的に再生する道筋をつけるために不可欠である。

米国とEUのどちらが先に、自立的な経済成長に向けた真の回復を実現するか。その答えは極めて重要である。おそらくそれによって、2010年末までのドルの動きと、2011年以降の回復の持続可能性が決まるからだ。

EUは加盟国ごとに異なる諸問題に苦慮している。EUとECBが公的債務と金融安定目標の達成に向けて厳しい政策の枠組みを課している中、個別の対応が各国の問題解決につながることを期待している。対照的に米国は、最も影響を受けた地域とセクターを支援するため、可能な限りの緩和政策を柱に国内外に低コスト融資の効果を引き続き浸透させていくと見られる。ソフトな手法の米国流であれ、制裁措置主体の欧州流であれ、どちらの調整法を選ぶとしても、最終的な目標は持続可能な成長を取り戻すことでなくてはならない。

歴史を振り返ると、景気後退から最も力強く回復してきたのは米国経済であり、米国が欧州を引っ張ってきた。異論はあるにせよ、米国のソフトな方法は回復を実現させており(1980年代初頭および1990年代)、一般にドルの回復にもつながっている。米国の明るいシナリオをそのまま受け入れるにはまだ早い、実際に消費は改善しており、企業収益を回復させる取り組みも行われている。

もうひとつの重要な決定要因は、不均衡やドルに代わる通貨の話はあるものの、米国はより強いドルの下でも成長できるのに対し、ユーロ圏はより強い通貨の下では立ち行かないことである。ユーロ圏は成長の原動力として輸出に過度に依存しており、国内消費も弱い。米国こそが景気回復を主導しなければならない。実質的に欧州は、世界の成長の牽引役にはなり得ない。欧州は内部のダイナミズムを変えない限り、常に米国の追従者となるだろう。 **K**

* この原稿の原文は、当センターの英文ホームページでご覧いただけます。

Views from the World <http://www.kkc.or.jp/english/activities/inform.html#03>