

**明治安田生命**  
**2010-2011年度経済見通しについて**  
 ～しばらくは中国頼みの回復が続く、内需はデフレが足かせに～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2009年10-12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2010-2011年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2010年度	1.8%	2011年度	2.1%
名目GDP成長率：2010年度	0.6%	2011年度	1.6%

### 2. 要 点

- ①2010年度始にかけての日本経済は、これまでに実施してきた景気対策の効果が徐々に薄れる時期に差し掛かることで、内需中心にやや停滞感を強める展開を予想する。ただ、中国・アジア向けを中心に外需は好調を維持すると予想されるため、いわゆる二番底に陥る可能性は低い。
- ②2010年度の半ば以降は、輸出の好調持続に加え、企業収益の回復、子ども手当の支給開始などが景気回復要因となる。ただし、過剰ストックを抱える設備投資や住宅投資の回復力は鈍いと考えられるほか、公共投資の大幅減も確実なことから、力強い回復は期待できない。
- ③2011年度は、雇用・所得環境の改善に伴う個人消費の回復が景気の安定化に寄与すると予想する。アジアに加え、欧米景気も回復に向かうと予想されることから、輸出も好調持続の見通し。公共投資は引き続き減少が見込まれるほか、デフレ基調の持続が内需全般の足かせとなるものの、日本経済は回復基調が続くと予想する。

#### 〈主要計数表〉

	2009年度		2010年度		2011年度	
		2009/11時点		2009/11時点		2009/11時点
実質成長率	▲2.2%	▲2.6%	1.8%	1.2%	2.1%	1.7%
成長率寄与度・内需	▲1.9%	▲1.9%	0.9%	0.2%	1.3%	1.0%
・外需	▲0.3%	▲0.7%	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%
名目成長率	▲4.0%	▲3.7%	0.6%	0.4%	1.6%	1.2%

# 日本のGDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2009年度	2010年度	2011年度	2009年度		2010年度				2011年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	-2.2%	1.8%	2.1%	1.1%	0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	0.5%
民間最終消費支出	0.7%	1.0%	1.2%	0.7%	0.1%	0.1%	0.5%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.6%	0.4%
民間住宅投資	-18.4%	2.9%	4.3%	-3.4%	1.5%	2.1%	3.8%	1.8%	-0.9%	1.0%	2.9%	0.9%	-2.2%
民間設備投資	-15.9%	3.0%	6.3%	1.0%	-1.1%	1.2%	1.7%	2.0%	1.9%	1.5%	1.3%	1.1%	1.2%
政府最終消費支出	1.8%	0.5%	-0.1%	0.8%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.0%	0.1%
公的固定資本形成	7.1%	-11.3%	-7.1%	-1.6%	-1.2%	-3.6%	-4.8%	-4.2%	-1.8%	-1.4%	-1.0%	-0.7%	0.0%
財貨・サービスの輸出	-11.0%	12.0%	8.9%	5.0%	3.3%	1.2%	2.1%	2.5%	2.4%	2.1%	1.8%	2.1%	2.2%
財貨・サービスの輸入	-12.3%	7.4%	5.6%	1.3%	2.0%	1.0%	2.5%	1.8%	0.1%	1.8%	1.6%	1.0%	1.5%
名目GDP	-4.0%	0.6%	1.6%	0.2%	0.2%	-0.2%	0.4%	0.6%	0.4%	0.2%	0.4%	0.7%	0.5%
GDPデフレーター(前年比)	-2.0%	-1.2%	-0.4%	-3.0%	-2.8%	-1.9%	-1.7%	-0.6%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.6%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2009年度	2010年度	2011年度	2009年度		2010年度				2011年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	-2.2%	1.8%	2.1%	1.1%	0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	0.5%
民間最終消費支出	0.4%	0.6%	0.7%	0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
民間住宅投資	-0.5%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
民間設備投資	-2.4%	0.4%	0.8%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.4%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
純輸出	-0.3%	0.9%	0.7%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	-1.6%	1.6%	1.3%	0.7%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
財貨・サービスの輸入	1.3%	-0.7%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%

## 2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2009年度	2010年度	2011年度	2009年度		2010年度				2011年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	-9.8%	11.9%	8.2%	-5.4%	25.2%	17.0%	12.2%	10.2%	9.1%	9.4%	8.5%	7.6%	7.5%
消費者物価指数(前年比)	-1.5%	-1.0%	-0.6%	-2.0%	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.4%
除く生鮮食品(前年比)	-1.4%	-0.9%	-0.6%	-1.7%	-0.7%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.4%
国内企業物価指数(前年比)	-5.2%	-0.4%	-0.3%	-5.2%	-1.6%	-0.2%	0.0%	-0.3%	-1.0%	-1.1%	-0.9%	0.3%	0.7%
完全失業率(季調済・平均)	5.3%	5.3%	4.8%	5.1%	5.3%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.7%	4.5%
無担保コール翌日物(期末値)	0.10%	0.10%	0.25%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.25%	0.25%
為替レート(円/ドル・平均値)	93円	95円	96円	90円	92円	93円	94円	95円	96円	96円	96円	96円	96円

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

10-12月期の実質GDP成長率は、中国・アジア向けを中心に輸出が好調に推移し、3四半期連続で前期比プラスとなった。今後は経済政策の端境期に差し掛かるため、年度始にかけては景気回復のペースがやや鈍化すると予想しているが、外需が引き続き下支え役を果たすとみられ、いわゆる二番底と言われるような景気の悪化は想定していない。

エコカー減税・補助金やエコポイントの効果逓減などに加え、雇用・所得環境は厳しい状況が続くと予想されることから、個人消費は年央まで停滞する可能性が高い。2009年度上期は好調に推移した公共投資も、2010年度予算案で公共事業関係費が大幅な減額になっているように、今後は大きく減少することが避けられない。一方で、輸出は中国・アジア向けを中心に今後も比較的堅調に推移すると予想され、引き続き国内景気を下支えしよう。

7-9月期以降、日本経済は再び上向くと予想するが、力強い回復は期待できない。個人消費に関しては、企業業績の回復に伴う所得環境の改善に加え、子ども手当の支給開始などが押し上げ要因となる。輸出は、中国・アジア向けが引き続き堅調に推移すると見込まれることに加え、米国向けも次第に好転してこよう。しかし、設備投資や住宅投資はストックの過剰感が依然として残ることから、回復は鈍いものにとどまろう。

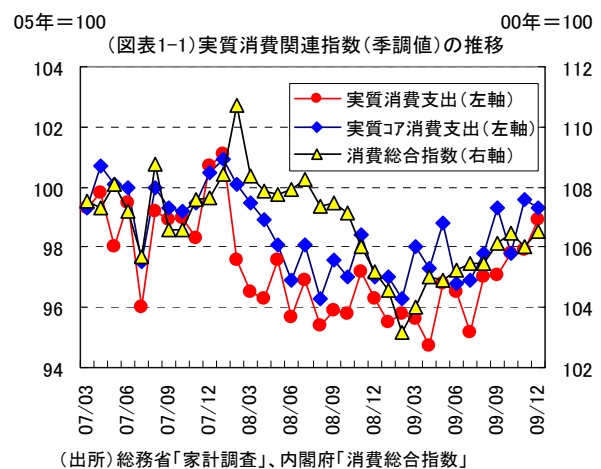
2011年度は、企業業績の回復を受けた雇用・所得環境の改善が続く見通しであり、個人消費の回復傾向が続こう。設備投資も次第に力強さを増してくるとみる。世界経済の回復も予想されることから、輸出は引き続き堅調に推移しよう。公共投資の減少が続くと見込まれるものの、日本経済は民需主導で回復基調を強めるとみている。

大幅なマイナスの需給ギャップを背景に、消費者物価は2011年度まで下落基調を続けると予想する。日銀の出口政策は主要国よりも遅れるのが確実であり、利上げは2011年度後半にずれこむ可能性が高い。

### (1) 個人消費は年度始にかけてやや弱含む

個人消費は、厳しい雇用・所得環境が続いているものの、エコカー減税・補助金やエコポイントの効果などによって、昨年1-3月期を底に緩やかな回復基調にある(図表1-1)。10-12月期の個人消費を大きく下支えたのは、7-9月期に続き、乗用車と薄型テレビだ(図表1-2)。

ここきて、乗用車の購入が伸び悩み始めているのに対し、薄型テレビは好調を継続している。乗用車の伸び悩みは、エコカー減税・補助金の消費押し上げ効果が次第に逓減しつつあることが要因と考えられる。薄型テレビについてもエコポイントの効果は同様に逓減しつつあるとみられるが、2011年7月にアナログ放送が終了予定のため、買い替え需要が本格化してきていることや、価格の大幅な下落によって消費者に値頃感が高まって



いることなどが好調持続の要因となっているようだ。

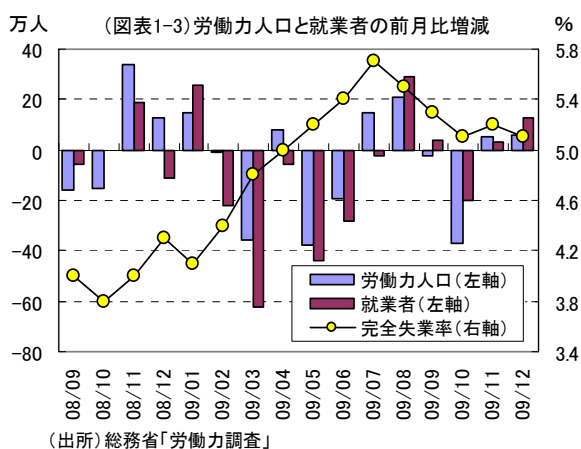
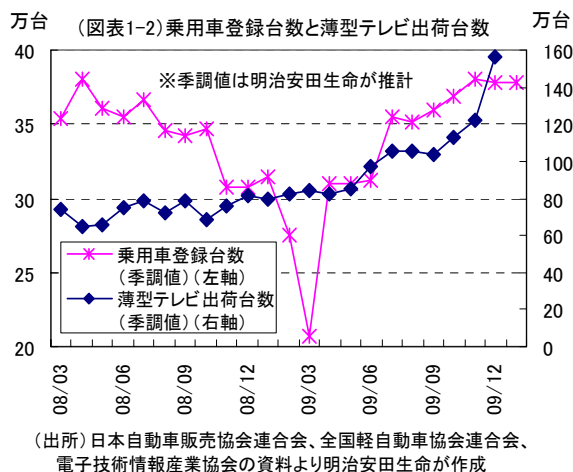
今後はエコカー減税・補助金の効果がさらに逓減していくと予想される。エコカーへの補助金制度が3月末から9月末に延長されたため、7-9月期には駆け込み需要が出る可能性があるものの、その後は反動減が懸念される。薄型テレビは買い替え需要が今暫く押し上げ要因として寄与すると予想されるが、世帯普及率が昨年3月末の54.9%から12月末には75%程度にまで急上昇していることを考慮すると、効果が次第に逓減していくことは避けられないだろう。エコポイント制度が3月末から12月末に延長されたため、10-12月期には駆け込み需要が出る可能性があるものの、その後はやはり反動減が懸念される。

雇用環境は当面厳しい情勢が続く可能性が高い。完全失業率は昨年7月に過去最悪の5.7%にまで上昇したが、その後は改善基調に転じ、12月には5.1%まで低下した(図表1-3)。失業者が減少する要因は、①失業者が職を得る、すなわち就業者が増えることによって失業者が減少する場合、②失業者が就職活動を断念して、労働力人口から非労働力人口に分類され、失業者としてカウントされなくなる場合、の2つに分けられる。労働力人口は、定年や結婚・出産、病気・障害などによる離職によっても減少するが、短期的には大きく変動しない。

昨年7月から12月にかけて、就業者(季調値)は29万人(うち雇用者は32万人)増加し、労働力人口(季調値)は7万人減少した。この期間に完全失業者(季調値)が37万人減少した背景には、就業者の増加要因だけではなく、労働力人口の減少要因もあったことが分かる。

就業形態別雇用者(原数値)の動きを見ると、「臨時雇・日雇」は7月の前年同月比▲3.9%から12月には同▲3.5%へと改善(実数では29万人増加)したのに対し、「常雇」は7月の同▲1.2%から12月の同▲1.1%へと小幅の改善(実数では13万人減少)にとどまった。企業は臨時社員の雇用には前向きになり始めたものの、正社員の採用には及び腰であることが分かる。産業別雇用者(原数値)では、「製造業」が7月の前年同月比▲8.8%から12月には同▲6.1%に改善(実数では25万人増加)する一方、「卸売業、小売業」が7月の同+1.0%から12月の同▲1.0%へと悪化(実数では29万人減少)した点が目立つ。生産の回復を受けて、製造業の雇用者は増加に転じつつあるが、デフレの悪影響を強く受けている小売業で雇用の削減が進んだようだ。年齢階級別労働力人口(原数値)を見ると、15~34歳の年齢層が7月の前年同月比▲2.1%から12月の同▲4.3%へと減少率が拡大(実数では71万人減少)した。厳しい雇用環境が続く中、職探しを諦めて労働市場から退出した若年層が多かったのではないかと推測される。

完全失業率(季調値)は7月から12月にかけて改善したが、その要因は、鉱工業生産の回復を受けて、製造業が期間工の採用を再開したことに加え、若年層が労働市場から退出した影響が大きかったと考えられる。製造業を中心に企業は従業員の採用に動き始めたが、正社員の採用には及び腰で、非正規社員、それも期間契約社員の採用にとどまっている。雇用情勢は表面上の数字ほどは改



善しておらず、実態はいまだに厳しい状況が続いているとみるべきだろう。

今後も中国・アジア向けの輸出に支えられて、鉱工業生産の増加基調は続く予想され、製造業の雇用環境は改善傾向が続くと考えられる。その一方で、公共投資が本格的に減少してくるため、建設業従事者（約526万人）が徐々に職を失う可能性が高い。他産業で求人が増加しても、これまで土木工事に従事していた労働者が全く異なる分野の仕事を行うことは簡単なことではない。産業構造の転換期にはやむをえない面があるものの、雇用のミスマッチが拡大して、構造的失業者が増加することが懸念される。

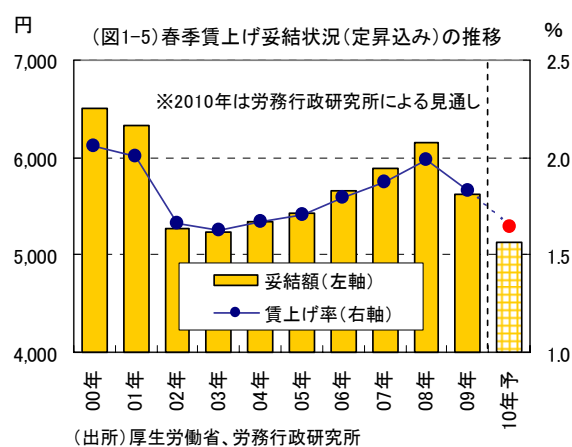
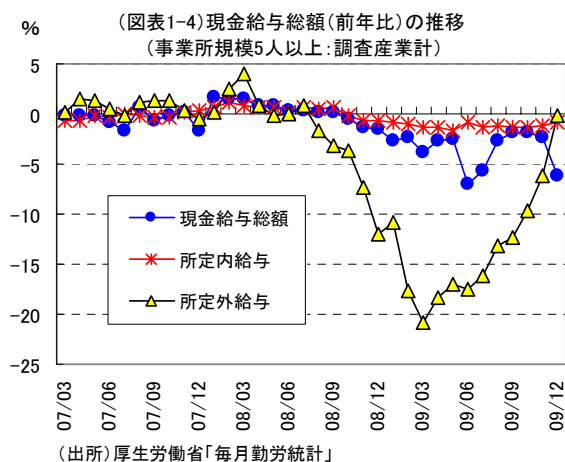
所得環境に目を転じると、鉱工業生産の回復とともに、製造業を中心に所定外給与は昨年3月を底に改善に転じている（図表1-4）。夏季賞与と冬季賞与は大幅なマイナスとなったが、賞与月以外の現金給与総額は緩やかな改善傾向にある。ただ、2010年度の賃上げ率（定期昇給込み）は小幅なものにとどまる見通しであり、所定内給与の低迷は続く予想される（図表1-5）。

エコカー減税・補助金やエコポイントの効果通減に加え、雇用環境は当面厳しい状況が続くと予想されることから、個人消費は年度始にかけてやや弱含む可能性が高い。所定外給与の改善は続く見通しであるため、個人消費が底割れすることは想定しにくい。1-3月期および4-6月期は経済対策の端境期に当たり、個人消費は停滞感の強い展開となろう。

## （2）年央以降個人消費は再び上向く

2010年4月から、中学校卒業までの子ども1人当たり月額13,000円（年額15.6万円）の子ども手当が支給され、児童手当は廃止される（図表1-6）。支給月は年3回（2月、6月、10月）となる見通しで、実際の支給開始は6月からとなる予定だ（4、5月の2ヶ月分を支給）。支給対象者は約1,700万人、対象世帯は約1,100万世帯である。公立高校の授業料無償化および私立高校の授業料軽減も4月から開始される。

一般に、子育て世帯は子どもに要する生活費や教育費の負担が重く、家計に余裕がないとの声を聞く。家計調査を見ても、子どもの多い世帯ほど可処分所得に占める教育費や食費のウェイトが高く、他の消費を全般的に切り詰めている様子が窺える。子ども手当の支給開始によって、学習塾や習い事（スポーツクラブ、音楽教室、語学教室、幼児教室等）など、教育関連の消費が増えるばかり



(図表1-6) 今後のスケジュール

2010年4月	子ども手当の半額(月額13,000円)支給(支払は6月開始) 公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減(年間12万円、低所得者層は最大24万円) 児童手当(3歳未満:月額10,000円、3歳以上:月額5,000円、第3子以降は月額10,000円)の廃止
2011年1月	所得税の扶養控除(38万円)廃止・特定扶養控除縮小(63万円→38万円)
2011年4月	子ども手当の満額(月額26,000円)支給(支払は6月開始)
2012年6月	住民税の扶養控除(33万円)廃止・特定扶養控除縮小(45万円→33万円)

(出所)明治安田生命作成

りではなく、家族旅行やレジャー、外食、子ども服、玩具等の消費が幅広く伸びると予想される。

2010年度は、2011年1月から所得税の扶養控除廃止・特定扶養控除縮小が実施されるが、2010年4月から子ども手当の半額（月額13,000円）支給や公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減が開始されるため、個人消費を押し上げる効果大きい。農家の戸別所得補償や高速道路の一部無償化などの政策効果も併せると、2010年度の個人消費を0.5%程度押し上げると試算している。

2011年度は、所得税の扶養控除廃止・特定扶養控除縮小の影響が残るものの、子ども手当の全額（月額26,000円）支給が開始される予定であり、かつ、児童手当廃止の影響が前年度比ベースではなくなるため、引き続き個人消費を押し上げる効果が期待できる。各政策が差し引きで2011年度の個人消費を0.35%程度押し上げると試算している。ただ、財政難を背景に子ども手当の満額支給実現には不透明感が強く、また、配偶者控除の廃止論議が再燃する可能性も高い。今後の議論の動向次第では消費マインドを冷やす懸念が残る。

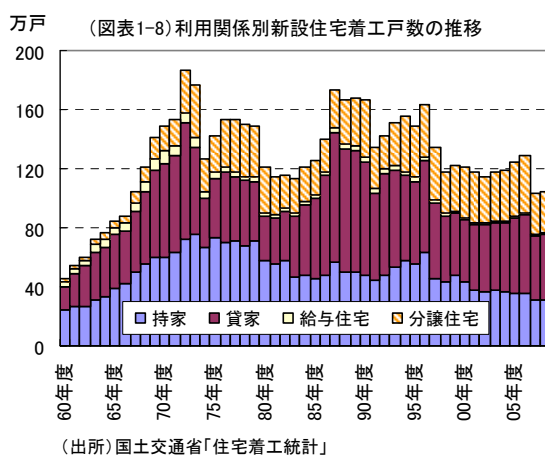
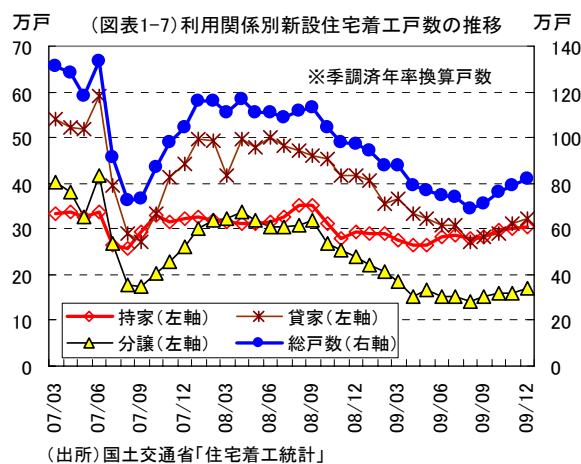
子ども手当の支給が6月から開始され、夏季賞与も小幅ながら増加に転じると予想されることから、個人消費は7-9月期から再び上向くとみている。エコポイント制度終了後の2011年1-3月期は、反動減の影響に加え、所得税の扶養控除廃止・特定扶養控除縮小の影響もあって、個人消費が再び弱含む懸念があるものの、2011年度は企業業績の一層の回復を受けて、春季賃上げ率も改善すると予想されること、さらには賞与も本格的に増加する見通しであることから、個人消費の回復ペースはやや加速しよう。

### （3）住宅投資は小幅な回復にとどまる

2008年秋以降、新設住宅着工戸数は急激に減少したが、2009年8月の年率換算67.6万戸を底に回復しつつある（図表1-7）。2009年から住宅ローン減税が大幅に拡充された効果が出始めてきたようだ。耐震性や省エネ性能に優れ、一般住宅よりも寿命が長い「長期優良住宅」に2011年末までに入居した場合、10年間で最大600万円の税額控除を受けることができる。税額控除を受けるためには2013年末までに入居することが条件となっているが、2011年入居以降は最高限度額や控除率が次第に逦減する。住宅ローン減税の拡充は、今後も住宅着工を下支えする要因として働こう。

1970年代に大量に着工された住宅が老朽化し、建て替えの時期を迎えつつあることも住宅着工回復の要因の一つと考えられる（図表1-8）。ストックベースで見ても、1971～1980年に建築された住宅は、2008年調査時点で898万戸存在している（図表1-9）。1981年6月に建築基準法施行令が大幅に改正（新耐震設計基準が施行）されたが、それ以前に建築された住宅は十分な耐震性を確保していない住宅が多く、潜在的な建て替えニーズは大きい。

2009年12月22日に発表された「平成22年度税制



改正大綱」において、住宅取得資金の贈与を受けた場合、贈与税の非課税限度額(現行は500万円)を、2010年中は1,500万円、2011年中は1,000万円に引き上げることが盛り込まれた。2009年は基礎控除と併せても非課税枠が610万円にとどまり、住宅の取得費用と比較すると少額であることから、効果は乏しかった。住宅生産団体連合会の調査によると、2008年度に住宅資金の贈与を受けた者の平均贈与額は1,264万円である。2010年に基礎控除と併せて非課税枠が1,610万円にまで拡大すると、住宅資金を贈与するインセンティブが高まることが期待できる。

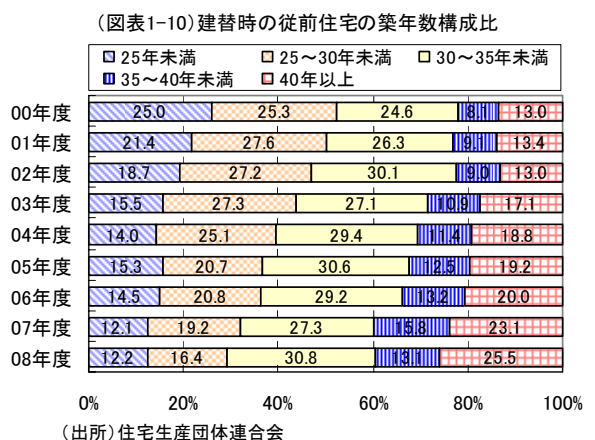
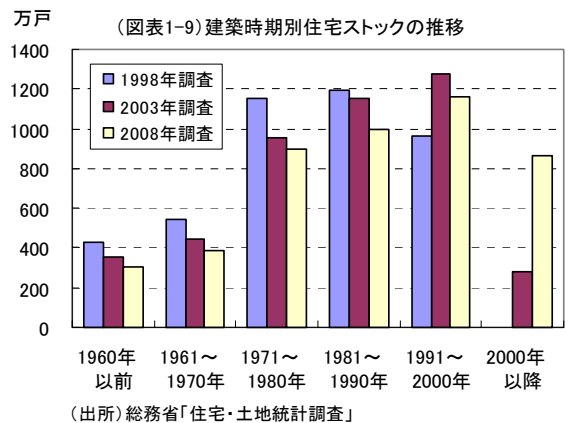
2009年12月8日に「明日の安心と成長のための緊急経済対策」が閣議決定され、住宅版エコポイント制度の創設が盛り込まれた。省エネ性能に優れたエコ住宅の新築やエコリフォームを行った場合に、住宅版エコポイントを付与するというものだ。対象となる工事は、エコ住宅の新築が2009年12月8日から2010年12月31日に建築着工したもの、エコリフォームは2010年1月1日から2010年12月31日に工事着手したものとされている。エコ住宅を新築する場合、一律30万ポイント(30万円相当)が付与される。ただ、住宅の場合は建築費だけでも2,000~3,000万円程度は要するため、ポイントの還元率は1%程度に過ぎない。住宅版エコポイントは、住宅投資のインセンティブとしては物足りなく、その効果は限定的なものにとどまろう。

近年、建て替え時における従前住宅の平均築年数が伸びており、2008年度調査では33.0年と、2000年度調査時点の29.6年から3.4年も長期化した(図表1-10)。家主が将来不安などで建て替えに慎重になっているほか、リフォーム技術の進歩によって建て替えなくても長期間居住することが可能となってきたという理由も大きい。住宅の建築から建て替えまでの長期化は今後も進むと予想され、住宅投資の下押し要因となろう。住宅ストックの余剰感(空き家率の上昇)や世帯数の伸び悩みなども住宅投資にはマイナスに働く。

1970年代に大量に着工された住宅が老朽化し、建て替えの時期を迎えつつあることに加え、住宅ローン減税や住宅取得時の贈与税非課税枠の拡大などの効果もあって、今後、住宅投資は緩やかに回復していくと予想される。その一方で、雇用・所得環境の大幅な改善は当面見込みにくいことに加え、建て替え時期の長期化や住宅ストックの余剰感、世帯数の伸び悩みなどの構造的な問題もあり、急回復は期待しづらい。2010年度は前年度比+3%程度、2011年度は同+4%程度と小幅な回復にとどまろう。

#### (4) 設備投資は徐々に回復局面に

機械受注(船舶・電力を除く民需)や建築着工床面積(非居住用)、資本財出荷(除、輸送機械)などの設備投資関連指標を見ると、設備投資にもようやく下げ止まりの兆候が見え始めたと判断できる(図表1-11)。



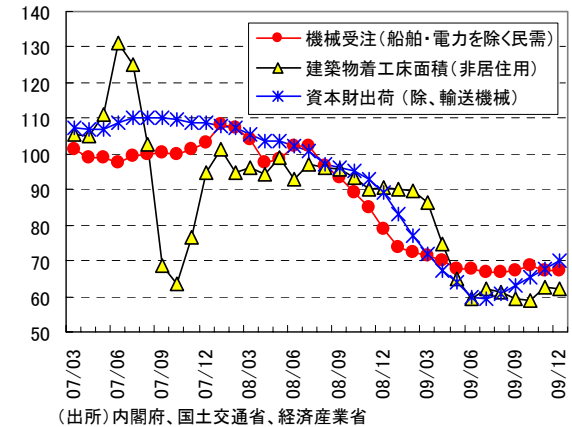
ただ、底を打ったとしても設備投資は今暫く抑制基調が続くそう。日銀が1月に実施した主要銀行貸出動向アンケート調査によれば、企業の資金需要の変化を表す資金需要判断DI（過去3ヶ月間）は▲17と前回10月調査の▲14から低下し、2004年7月調査以来の低水準となった。資金需要が減少している最大の要因は、「設備投資の減少」との回答であった。

また、設備稼働率が低水準で推移している点も設備投資の抑制要因となろう。昨年2月を底に、稼働率指数は生産の回復に伴って上昇基調をたどってきたが、依然としてピーク時の8割弱の水準にとどまっている。稼働率指数とGDPベースの実質設備投資の推移を見ると、稼働率指数が90台前半（2005年=100）まで上昇してくると、実質設備投資が増加する傾向がみられる（図表1-12）。稼働率指数が90台前半に達するのは今夏頃と予想され、実質設備投資は7-9月期から前年同期比でプラスに転じると予想される。

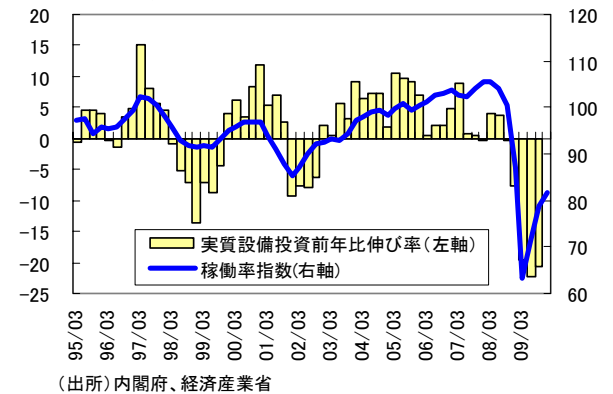
資本ストック循環図からも同様の予想が立てられる。最近の設備投資と資本ストックの状況を見ると、リーマン・ショック後の世界同時不況により、企業の期待成長率が大幅に低下したことが、設備投資の大幅削減に繋がった様子が窺える（図表1-13）。期待成長率の動向は、設備投資の先行きを占う上で重要な要素となる。期待成長率が上昇（低下）する局面では、企業は売上の増加（減少）を見込んでその成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを調整しようと、設備投資に積極的（消極的）になる傾向があるためだ。

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」（平成20年度）によれば、企業の期待成長率は0.2%であったが、ここに来て1%程度にまで持ち直している可能性が高い。同調査における期待成長率と日銀短観の業況判断DI（全規模・全産業）はある程度連動して動く傾向がみられる（図表1-14）。資本ストック循環図によれば、仮に期待成長率が1%近辺まで上昇し、それに応じて企業が適当と考える水準まで設備投資を増やした場合、2010年7-9月の設備投資は前年同期比で5%程度のプラスとなる可能性がある（2009年9月時点の「新設投資額/資本スト

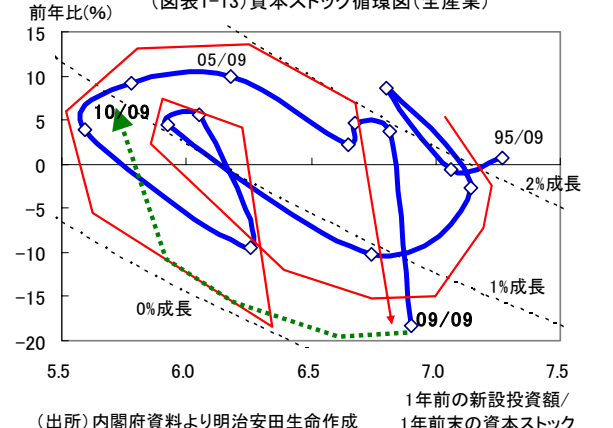
05年=100 (図表1-11) 設備投資関連指標(3ヶ月移動平均)



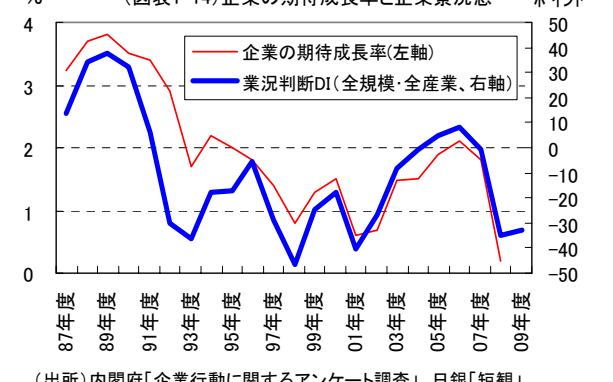
(図表1-12) 設備投資と稼働率指数(四半期) 05年=100



(図表1-13) 資本ストック循環図(全産業)



(図表1-14) 企業の期待成長率と企業景況感





ック」は5.64)。

国内景気の回復ペースは緩やかなものにとどまる見通しであることから、ストック調整一巡後も設備投資の急回復は期待できず、2010年度は前年度比+3%程度にとどまろう。輸出を牽引役に鉱工業生産の増加基調が続くとみられ、2011年度は設備投資の回復感が徐々に強まってくるとみており、同+6%程度まで伸び率が高まると予想する。

### (5) 公共投資は大幅に減少

2009年度当初予算の公共事業関係費(一般会計+社会資本整備特別会計)は11.75兆円であったが、2009年5月29日に成立した第1次補正予算によって5.46兆円増額(「地域活性化・公共投資臨時交付金」を含む)され、総額17.21兆円となった。9月に発足した鳩山内閣は公共事業の見直しに着手し、2010年1月28日に成立した第2次補正予算で、公共事業予算を純額で0.72兆円削減した。これによって、2009年度の公共事業関係費(一般会計+社会資本整備特別会計)は総額16.49兆円に減額されたが、それでも2008年度予算(第2次補正後)の13.57兆円と比較すると2.92兆円も多い(図表1-15)。

(図表1-15) 主要な公共投資関連予算の動向

(単位:億円)

	2008年度予算				2009年度予算					2010年度予算		
	当初予算	1次補正	2次補正	合計(a)	当初予算	1次補正	2次補正	合計(b)	(b)-(a)	当初予算	合計(c)	(c)-(b)
公共事業関係費[一般会計]	67,352	4,110	1,363	72,824	70,701	23,468	▲4,792	89,377	16,553	57,731	57,731	▲31,646
地方の公共事業の支援	0	0	0	0	0	13,790	4,100	17,890	17,890	0	0	▲17,890
社会資本整備事業特別会計	60,895	2,089	▲90	62,894	46,803	17,315	▲6,500	57,619	▲5,276	40,046	40,046	▲17,572
小計(国の予算)	128,246	6,199	1,273	135,718	117,504	54,573	▲7,192	164,886	29,168	97,777	97,777	▲67,109
補助事業費	53,692	—	—	53,692	49,486	—	—	49,486	▲4,206	43,319	43,319	▲6,167
地方単独事業費	83,807	—	—	83,807	80,808	—	—	80,808	▲2,999	68,683	68,683	▲12,125
小計(地方の予算)	137,499	—	—	137,499	130,294	—	—	130,294	▲7,205	112,002	112,002	▲18,292
合計	265,745	6,199	1,273	273,217	247,798	54,573	▲7,192	295,180	21,963	209,779	209,779	▲85,401

(注1) 各予算には重複部分があるため、合計額が公共事業予算の総額を示している訳ではない。

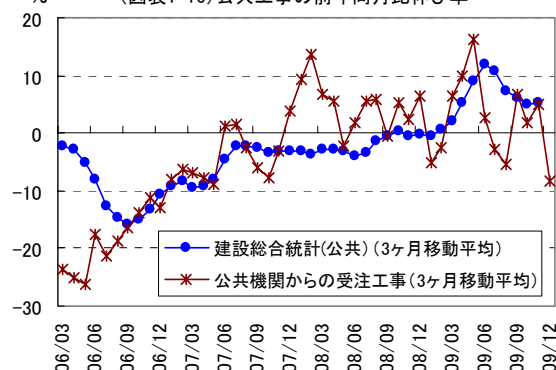
(注2) 補正予算は追加額から修正減少額を差し引いた純増額を表示している。

(出所) 財務省及び総務省のHPより明治安田生命作成

1月22日に国会に提出された2010年度予算政府案では、公共事業関係費(一般会計+社会資本整備特別会計)が9.78兆円と、2009年度予算(第2次補正後)の16.49兆円から6.71兆円の大減額となった。一般会計の公共事業関係費だけでも当初予算比で過去最大の▲18.3%だ。2010年度は地方単独事業など、地方の公共事業予算も大幅な減少となる見通しである。国と地方の予算を単純合算した公共事業関連予算は、概算で約30兆円から約20兆円へと約30%も減少することになる(実際には各予算で重複部分があるため、合計額が公共事業予算の総額となる訳ではない)。ただ、一般会計に景気対策予備費が約2兆円計上されており、この予算の相当部分は地方の公共投資に振り向けられるとみられる。

公共工事の受注から半年程度遅れる傾向がある建設総合統計(公共)は、前年比でプラス基調を維持しているものの、プラス幅は次第に縮小しつつある(図表1-16)。2009年度の公共投資は前年度比で+7%程度にとどまろう。2010年度の公共投資は2009年度予算で発注された工事が寄与

(図表1-16) 公共工事の前年同月比伸び率



(出所) 国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計」

する部分もあるが、それでも大幅な減少は避けがたく、前年度比で▲11%程度と予想する。2011年度についても公共事業予算は削減の方針を堅持するとみられ、同▲7%程度と引き続き大幅なマイナスが続こう。

2010年度予算案（一般会計当初予算ベース）において、公共投資は、実質GDP成長率を0.3%程度押し下げると試算される。一方、子ども手当の支給開始、高校授業料の実質無償化、農業の戸別所得補償、高速道路の一部無料化などによって、実質GDP成長率を0.3%程度押し上げる効果が見込まれる。2010年度当初予算案は、景気に対してほぼ中立とみている。

### （6）中国・アジア向け中心に輸出は引き続き堅調

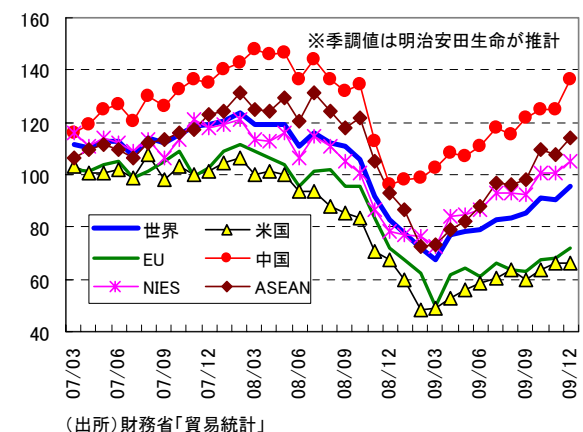
2008年9月のリーマン・ショック以降、世界的な景気後退が輸出の急激な減少を招いたが、輸出数量指数は3月を底に回復に転じている。牽引役は中国・アジア向けの輸出である（図表1-17）。

2009年12月の輸出金額は前年同月比+12.0%と、2008年9月以来、1年3ヶ月ぶりに前年の水準を上回った。代表的な輸出製品を見ると、自動車（完成車）の輸出金額は同+0.5%と回復力が鈍いのに対し、自動車部品が同+48.0%と急回復している点が目立つ。中国を中心とするアジア向けの輸出が牽引役となっている（図表1-18）。完成車の輸出が伸びていない一方で、自動車部品の輸出が急回復している背景には、両者の輸出先の構成比が大きく異なっていることがある。

2009年度（4-12月累計）の完成車の輸出先の構成比を見ると、アジア向けは13.7%（うち中国向けは5.7%）に過ぎず、米国向けが35.2%、EU向けが13.6%と、欧米向けが約50%のウェイトを占めている。欧米経済の回復力が鈍いことから、欧米向けのウェイトが高い完成車輸出の回復ペースは力強さを欠いている。中国向けは急回復しているものの、占率が低いため全体を押し上げるほどの力はない。一方、自動車部品の同時期の輸出先はアジア向けが47.4%、なかでも中国向けが24.7%とウェイトが高い。中国の自動車市場の急成長に伴って、自動車部品の輸出が急回復しているという構図だ。

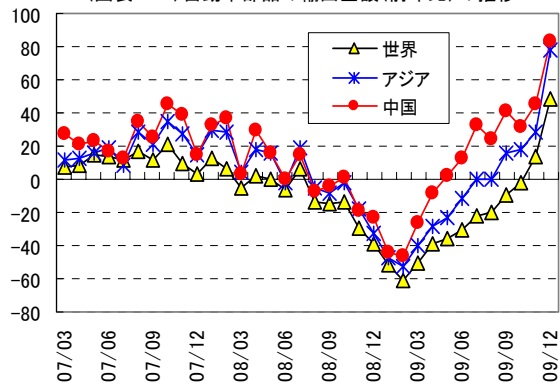
欧米向けの輸出においては、自動車部品よりも完成車の方が圧倒的に多く、逆に、中国やASEAN向けの輸出は、完成車よりも自動車部品の方が多い。中国やASEAN諸国は国内で自動車産業を育成するため、輸入車に高関税を課すとともに、技術力の向上を目指して外資の積極的な導入を図ってきた。その

2005年=100（図表1-17）地域別輸出数量指数（季調値）の推移



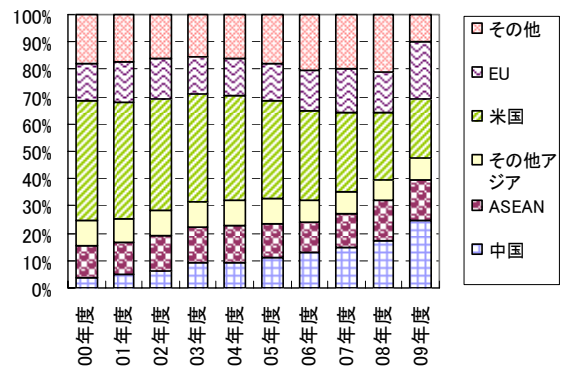
（出所）財務省「貿易統計」

（図表1-18）自動車部品の輸出金額（前年比）の推移



（出所）財務省「貿易統計」

（図表1-19）自動車部品の輸出先構成比の推移



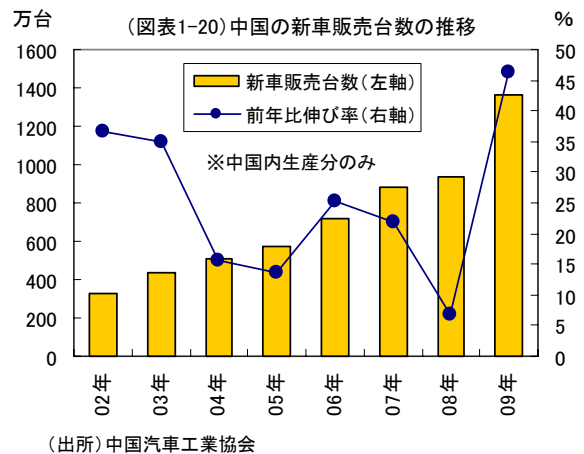
（出所）財務省「貿易統計」

※09年度は4-12月までの累計値

ため、日本から中国やASEAN への完成車の輸出は少なく、現地に進出した日系メーカー向けに自動車部品の輸出が多くなっている。

自動車部品の輸出先を見ると、2000 年度のアジア向け構成比は 24.9%（うち中国向けは 3.6%）に過ぎなかったが、2009 年度（4-12 月累計）には 47.4%（うち中国向けは 24.7%）にまで上昇している（図表 1-19）。実額ベースでも、2000 年度のアジア向け輸出は 4,725 億円（うち中国向けは 688 億円）だったのに対し、2008 年度には 1 兆 310 億円（うち中国向けは 4,518 億円）と 2 倍以上に増加している。2009 年度は 4 月から 12 月までの累計値で既にアジア向け輸出が 9,227 億円（うち中国向けは 4,800 億円）に達しており、年度ベースでは前年度を大幅に上回ることが確実な情勢だ。

2009 年の中国新車販売台数（中国内生産分のみ）は前年比+46.2%の 1,364 万台に達した（図表 1-20）。2009 年の米国新車販売台数は前年比▲21.3%の 1,043 万台に落ち込み、中国が米国を抜いて初の世界一に躍り出た。2008 年は世界的な金融危機の影響などを受け、中国の新車販売台数は前年比+6.7%と伸び悩んだが、中間所得層の順調な規模拡大に加え、自動車取得税の減税、あるいは「汽車下郷」（農村部での自動車購入者に補助金を支給）などの政策効果が寄与し、2009 年春頃から急速な拡大基調に転じた。



中国だけではなく、インドの自動車市場も小型車を中心に着実に成長を続けている。インド自動車工業会によると、2009 年の新車販売台数（乗用車のみ）は前年比+17.6%の 182 万台となった。市場規模は中国（1,364 万台）のまだ 7 分の 1 程度に過ぎないが、今後の成長余力は大きい。ASEAN 諸国も本格的なモータリゼーションの時期を迎えており、自動車市場の成長が期待される。

自動車産業は裾野が広く、中国の自動車市場の急拡大を受けて、自動車部品の輸出だけではなく、自動車用鋼板、合成樹脂、ベアリング、工作機械などの輸出も急増している。中国・アジアに進出した完成車メーカーは、部品の現地調達率を高め、製造原価を低減させる方針を示している。したがって、長い目で見れば自動車部品の中国・アジア向け輸出が伸び悩む可能性もあるが、当面は高成長が続くだろう。

欧米経済の回復力は鈍いものの、中国を中心にアジア経済は全般的に良好であり、いわゆるデカップリングの様相を呈し始めている。輸出が反動増的に急拡大する局面は終わりつつあり、今後は一旦減速すると予想されるが、中国・アジア向けは引き続き底堅く推移しよう。米国景気の回復色が強まるにつれ、2010 年 7-9 月期から、輸出は再び加速するとみている。

### （7）デフレ基調は長期化

物価の基調部分を示すコア CPI（食料〈酒類を除く〉及びエネルギーを除く消費者物価指数）は、1999 年度以降 10 年連続で前年度の水準を下回った。2008 年秋以降に急激に悪化した国内景気は 2009 年 1-3 月期を底に回復に転じているが、消費者物価は景気に遅行する傾向が強いため、コア CPI は 2009 年始よりマイナス幅が徐々に拡大している。

当 G がコブ・ダグラス型生産関数を用いて試算した結果によると、2009 年 10-12 月期の潜在成長率は 0.5%程度まで低下している。この推計に基づく、2009 年 10-12 月期の需給ギャップは

▲6.0%程度、年間約30兆円の需要不足と試算される。2009年1-3月期を底に改善傾向にあるものの、引き続きマイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）は大きく、物価の下押し圧力は強い。

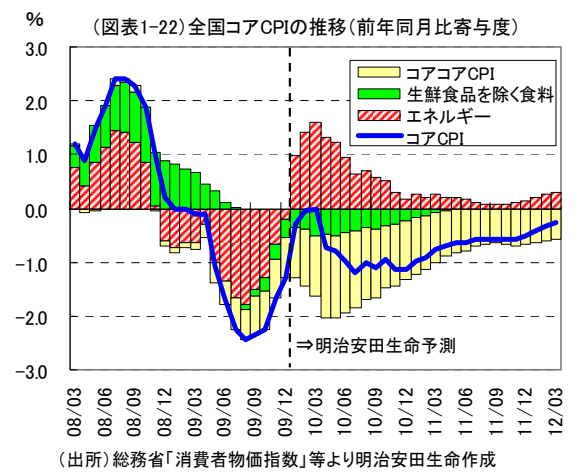
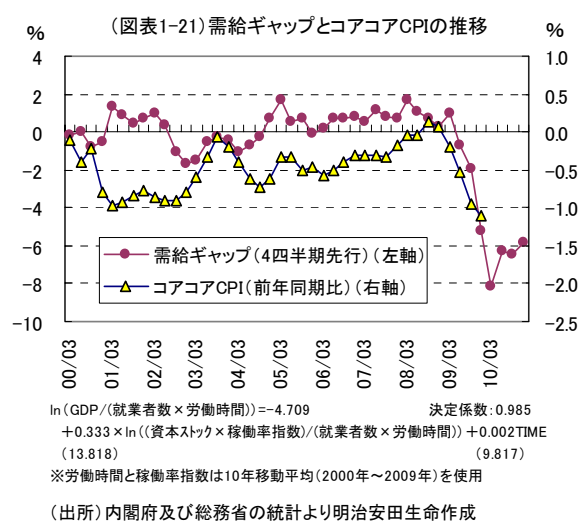
コアコアCPIは需給ギャップの低下に約1年遅れて下落する傾向が見られる（図表1-21）。これは需給環境が変化しても、価格の改定には相当の時間を要するためである。生産年齢人口の減少など構造的な問題を抱えていることもあり、潜在成長率は今後当面は0.5%程度で推移するとみている。一方、国内景気は緩やかながら回復基調をたどると予想しており、当面は潜在成長率を上回る成長トレンドが続こう。需給ギャップは今後も緩やかに縮小していく見通しであるが、解消するまでにはまだ3~4年かかると予想される。コアコアCPIのマイナス幅は今暫く拡大傾向が続く可能性が高いものの、需給ギャップの縮小傾向を受け、今夏頃からは次第にマイナス幅が縮小に向かうとみている。ただ、2011年度一杯はマイナス基調が続くだろう。

2010年4月以降は、各種政策変更がCPIに影響を及ぼす。4月から公立高校の授業料が無償化され、私立高校については、国が就学支援金（生徒1人当り年額12万円、低所得世帯は最大で年額24万円）を学校に支給し、その分の授業料が軽減される。この施策によって、コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は0.55%ポイント程度押し下げられる。高速道路の段階的無料化も実施されるが、2010年度は一部の地方路線で実験的に行われる程度であるため、コアCPIの押し下げ効果は0.01%ポイント程度にとどまろう。一方、診療報酬は0.19%引き上げられ（医師の技術料など本体部分を1.55%引き上げ、薬価部分は1.36%引き下げ）、CPIの押し上げ要因となるが、引き上げ幅が小さいため、コアCPIへの影響はほとんどない（0.01%ポイント未満にとどまる見込み）。10月からはたばこ税が1本当たり3.5円引き上げられ、メーカー値上げ分も含めると1本当たり5円程度の値上げが実施される。1箱300円のたばこは400円となる見通しであるが、これによってコアCPIは0.17%ポイント程度押し上げられる。

コアCPIは昨年8月の前年同月比▲2.4%を底に、マイナス幅は急速に縮小し、12月には同▲1.3%となった。これは前年比で見たエネルギー価格のマイナス幅が急速に縮小したことによるものであり、コアコアCPIや生鮮食品を除く食料はマイナス幅がむしろ拡大している。3月まではコアCPIのマイナス幅縮小が続く見通しであるが、エネルギー価格のプラス寄与が一巡する4月以降はコアCPIのマイナス幅は再び拡大に転じよう（図表1-22）。デフレ基調は長期化する見通しだ。

### （8）金融政策に打つ手は乏しい

政策金利が既にゼロ近辺まで低下しているなかで、日銀に打つことのできる追加的手段は限られている。当面は、引き続き昨年12月1日の緊急会合で導入された新しい枠組み、「固定金利の共



通担保オペ」を中心に、市場に潤沢な資金を供給していくこととなろう。日銀自身、「2010年度前半にかけて景気の勢いが若干弱まる局面がある」と予想しているが、そのタイミングで、「ターム」の6ヶ月程度までの延長などの追加措置を打ってくるものとみられる。政治サイドや市場からは、国債買い取りの増額を期待する向きも根強いが、財政危機が叫ばれる中での国債の買い取り額の増額が、マネタイゼーションとみなされるリスクは決して小さくない。政府サイドから余程強い要請がない限り、日銀自身の意思で買い取り増額を決定する可能性は極めて低い。もし、実施に踏み切るにしても、中長期的な財政再建プランの策定とセットというのが日銀にとっては譲れない線とみられる。政府は今のところ、中期財政フレームの6月頃までの策定を予定しているが、内容が向こう3年のマニフェストの再構成といった内容に矮小化されるようであれば、市場の財政運営への懸念は払しょくされず、日銀も身動きがとりにくいだらう。

日銀はそもそも量的緩和政策の効果自体に懐疑的だ。国債買い取りは元々金融調節手段としての位置づけとされている。白川総裁は11月の定例会見で、金融市場が流動性制約下でない（信用不安がない）中では、量的緩和の効果は限定的と説明していたほか、12月の定例会見でも、「金融システムが安定したもとの、量を出すことで経済が刺激できるか」というと、その効果は非常に限定的であると思っています」とはっきり述べている。ではなぜ「広義の量的緩和策」を実施したのかということになるが、それは「デフレスパイラルが起こる時というのは金融が収縮する時であるのが大半」であり、「日本銀行はこれまでも金融収縮を防ぐために潤沢に資金を供給してきました」ということのようなのだ。つまり、量的緩和策は、金融緩和策と言うよりも、信用不安の緩和策、すなわち一種のマクロプルーデンス政策としての役割が大きいとの考え方である。

こうした日銀の見解は、ある程度、世界の共通認識ともなっている。10年前と異なり、単純にベースマネーを拡大すれば何とかかなると主張する学者やエコノミストは大幅に減っており、そうした理念のもとに行動している中央銀行もない。ある程度資金供給量を拡大した後は、問題のある市場に個別に介入する方が効果的との考え方の下に、各国が実施しているのがいわゆる信用緩和策である。

また、日銀のように当預残高に付利を実施していると、資金供給の拡大によって翌日物金利に下押し圧力がかかって付利水準（0.1%）を下回った場合、短期市場の資金が再度日銀当預に舞い戻ってくるため、当預残高に単純な量的目標を設定する意義も乏しい。固定金利の共通担保オペは、ターム物金利を直接押し下げるという意味では効果があり、為替相場への影響（円安効果）もある程度期待できるが、金融緩和効果という意味では、政策金利の水準（＝付利水準）によって生み出される以上の成果は中々挙げにくいというのが実態とみられる。

ただ、とりわけ日本では従来から、市場や政治サイドからの量的緩和政策への待望論が強かった。固定金利の共通担保オペが果たして量的緩和策なのかという問題もあるが、新型オペ発表後の金融市場のムードが好転したのも確かであり、今後も政策を小出しにしながら、アナウンスメント効果でレバレッジを効かせる方向で政策の舵取りを行っていくものとみられる。

デフレ基調が続いているが、解決への道筋は「解が見えない」というのが現実であり、この点でも今暫くは中国頼み（輸出増を通じた需給ギャップの縮小）といった状況を余儀なくされるものと予想される。当然、日銀の出口政策は主要国よりも遅れるのが確実であり、利上げは2011年度後半にずれこむ可能性が高い。

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

10-12 月期の米国経済は、2 四半期連続のプラス成長となった。今後も回復基調が続くとみることが、各種対策の押し上げ効果は逡減していくとみられるほか、金融システムにも脆弱さが残ることから、2011 年にかけて緩やかな回復にとどまると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境が緩やかながらも改善に向かうとみられることから、持ち直し傾向が続くとみているが、家計のバランスシート調整が続くことが下押し要因となるとみられ、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

住宅市場は、販売件数の増加や着工件数の下げ止まり等、底打ちに向けた動きが見られる。今後も持ち直し傾向が続くとみているが、政府や FRB による支援策が今後順次終了する予定であることなどから、そのペースはやはり緩やかなものにとどまろう。

設備投資は、生産の増加基調が続いており、企業業績も上向していることなどから、回復基調が続くと予想する。ただし、企業の設備過剰感が残るとみられることなどから、力強い回復には至らないとみる。

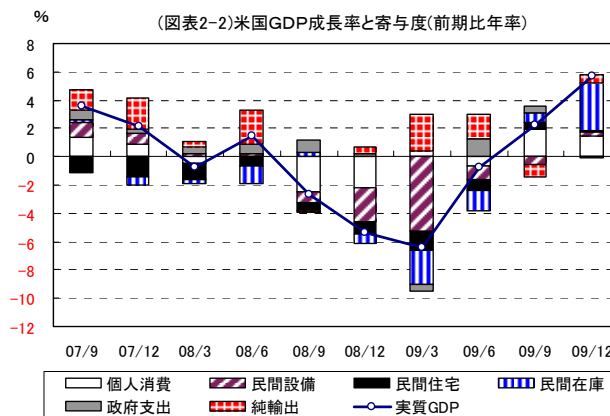
FRB は異例の低金利を長期にわたり継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2011 年 1-3 月期になるとみている。

(図表2-1) 米国実質 GDP

△前期比年率	暦年ベース			2009年 09/12	2010年				2011年			
	2009年	2010年	2011年		10/3	10/6	10/9	10/12	11/3	11/6	11/9	11/12
実質GDP	-2.4%	2.6%	2.4%	5.7%	2.3%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	2.4%	2.5%
個人消費支出	-0.6%	1.5%	1.9%	2.0%	1.0%	1.3%	1.6%	1.7%	2.0%	2.2%	2.1%	2.2%
民間住宅投資	-20.4%	3.4%	4.1%	5.7%	3.5%	2.8%	1.8%	3.1%	5.2%	4.8%	4.7%	4.9%
民間設備投資	-17.9%	0.6%	5.6%	2.9%	1.5%	1.8%	3.6%	4.8%	6.5%	6.9%	6.6%	5.9%
民間在庫(寄与度)	-0.7%	0.9%	0.1%	3.4%	0.9%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	1.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
輸出	-9.9%	8.5%	6.2%	18.1%	4.9%	5.4%	5.7%	6.8%	5.7%	6.5%	6.4%	7.4%
輸入	-14.2%	5.5%	3.7%	10.5%	3.1%	3.7%	3.8%	3.5%	3.5%	4.0%	3.7%	4.1%
政府支出	1.9%	1.5%	-0.1%	-0.2%	1.6%	1.3%	0.7%	0.4%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	-0.8%
内需	-3.4%	2.4%	2.1%	5.1%	2.2%	1.7%	1.9%	1.9%	2.3%	2.4%	2.2%	2.2%
国内最終需要	-2.7%	1.5%	2.0%	1.7%	1.3%	1.4%	1.6%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%

### (1) 10-12 月期は在庫調整の進展で高成長

10-12 月期の米実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比年率+5.7%と、2003 年 7-9 月期以来の高成長となった(図表 2-2)。在庫の削減幅が縮小したことで、在庫投資の寄与度が+0.7%→+3.4%ポイントと全体を大きく押し上げたのが主因。個人消費は前期比年率+2.8%→+2.0%とプラス幅は縮小したものの堅調に推移し、設備投資は同▲5.9%→+2.9%と 6 四半期ぶりに増加、住宅投資も同+18.9%→+5.7%と 2 四半期連続で増加した。一方、政府支出は同+2.7%→▲0.2%



と3四半期ぶりに減少した。

1-3月期もプラス成長が続くとみるが、10-12月期の最大の押し上げ要因となった在庫調整は一巡した可能性が高く、今のところ在庫を積極的に積み増す動きはみられないことから、在庫投資の押し上げ幅は小さくなると考えられる。そのため、GDP全体の成長率も10-12月期から縮小すると予想する。その後も、景気回復基調が続くとみているが、各種対策の押し上げ効果は逡減していくとみられるほか、家計のバランスシート調整が続くことが消費を抑制すると考えられることや、金融システムにも脆弱さが残るとみられることなどから、2011年にかけて緩やかな回復にとどまると予想する。

## (2) 個人消費の持ち直しは緩慢に

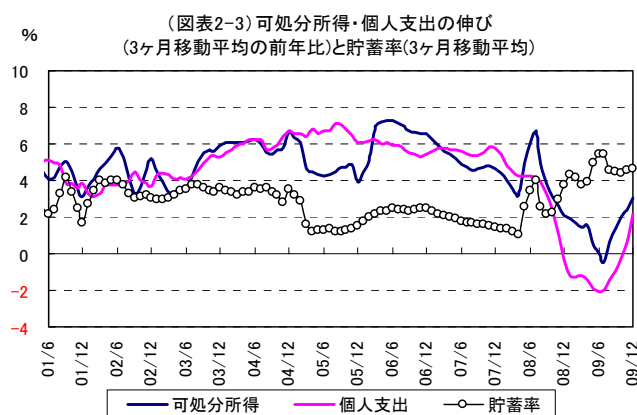
個人消費は、昨年夏場以降、堅調に回復してきている。背景としては、政府の支援策の効果や雇用環境の悪化に歯止めがかかりつつあることが挙げられる。

夏場の個人消費の回復には、政府の自動車買い替え支援策が大きく貢献した。自動車買い替え支援策は8月で終了したが、失業手当給付期間の延長や減税の効果によって、可処分所得が増加したことから、その後も回復基調が続いた(図表2-3)。また、雇用者数は減少傾向が続いたものの、過去最低水準にあった週平均労働時間が小幅ながら増加したことで、総労働投入時間(雇用者数×週平均労働時間)が増加に転じたことも、所得の増加に寄与したとみられる。

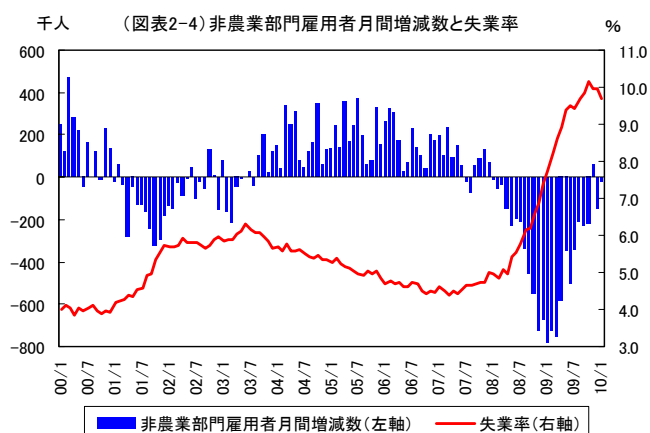
大幅な減産を強いられてきた製造業で在庫調整が進み、生産が持ち直してきていることから、今後の雇用環境は改善に向かうとみられる。ただ、その改善ペースは緩やかなものにとどまると考える。景気の先行きには依然として不透明感が残ることから、企業は新規雇用に及び腰であるためだ。

1月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比2.0万人の減少となり、失業率は12月の10.0%から9.7%へと改善したものの、依然として高水準にある(図表2-4)。期間別の失業者の推移を見ると、27週間以上失業が続いている長期失業者が増加しており、平均失業期間が長期化している。週次統計である新規失業保険申請件数も足元で減少傾向に足踏みが見られる(図表2-5)。

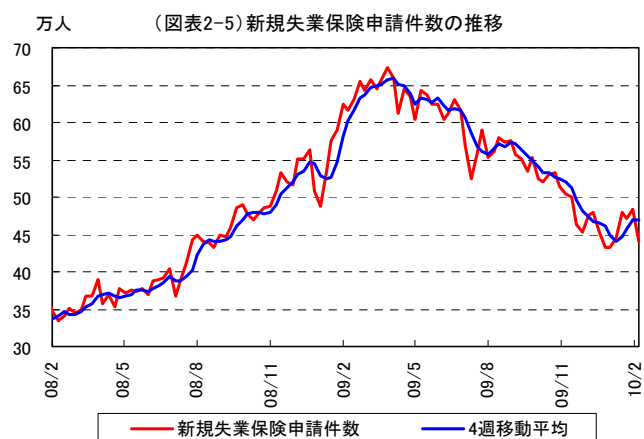
今年10年に1度の国勢調査が実施されるなどの特殊要因もあり、今後の雇用者数は増加に転じるとみるが、増加幅は小幅にとどまり、2010年末



(出所)米商務省



(出所)米労働省



(出所)米労働省

にかけて失業率は9-10%台での推移が続くと予想する。一方、企業は新規雇用を抑制する代わりに、労働時間を増加させることで増産に対応していくとみられることから、可処分所得は増加傾向が続くとみている。

家計のバランスシート調整が続くとみられることは、個人消費の下押し要因である。住宅バブルが崩壊し、その後の金融危機で株価も大きく低下した結果、家計資産は大幅に減少した(図表2-6)。そのため、家計は資産に見合った規模まで負債を削減する必要性に迫られている。こうしたバランスシート調整によって、米国家計の消費スタイルは大きな変化を余儀なくされている。クレジットカードローンや自動車ローンの残高を示す消費者信用残高は11ヶ月連続で減少するなど、借入に依存した消費はもはや過去のものとなりつつある。

個人消費は、雇用・所得環境が緩やかながらも改善に向かうとみられることから、今後も持ち直し傾向が続くとみている。ただし、家計のバランスシート調整圧力が残るなかで、以前のような年率3-4%増といったレベルに簡単に戻ることは考えにくく、2011年にかけて緩やかな回復にとどまると予想する。

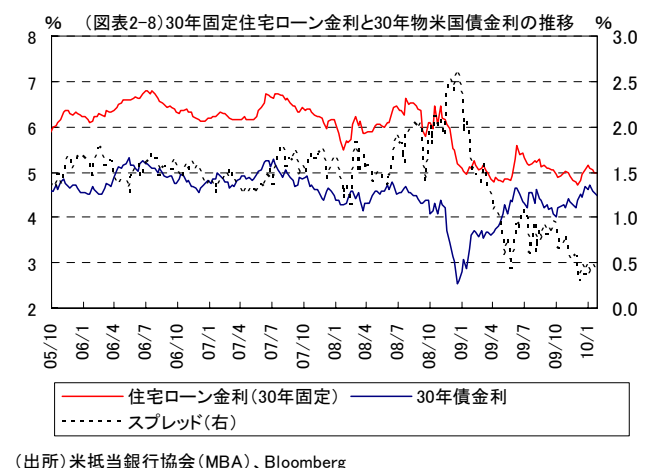
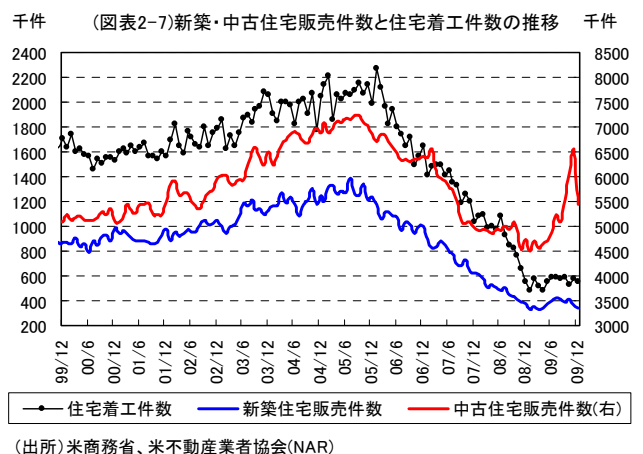
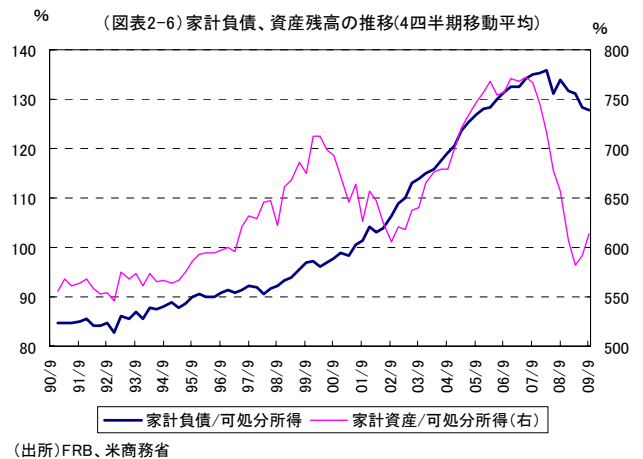
### (3) 住宅市場は懸念材料が多い

住宅市場は、着工件数が下げ止まり、中古を中心に販売が増加するなど、持ち直しの動きが見られる(図表2-7)。

住宅市場が持ち直しつつある要因としては、政府やFRB(米連邦準備制度理事会)による各種支援策の効果が挙げられる。とりわけ、政府による住宅の初回購入者に対する最大8,000ドルの税額控除が大きな効果を挙げている。昨年11月には、それまで対象外だった5年以上住宅を保有した者も新たに税額控除の対象に加えられ、こちらは最大6,500ドルの税額控除を受けられる。

また、FRBが実施しているMBS(住宅ローン担保証券)などの買い取りも住宅市場の改善に寄与している。買い取りの効果によって、住宅ローン金利は低水準での推移が続いている(図表2-8)。

ただ、今後に関しては懸念材料がいくつかある。まず、住宅価格をみると、S&Pケースシラー住宅価格指数は、販売の増加や政府による差し押さえ抑制策の効果で、昨年5月以降上昇に転じていた(図表2-9)。しかし、一旦減少した差し押さえ件数が夏場あたりから再び増加していることなど





から、足元の住宅価格は低下に転じつつある。住宅ローン延滞率の上昇が続いており、差し押さえも高水準での推移が続くとみられることから、住宅価格は当面低下基調が続く可能性が高いとみている。

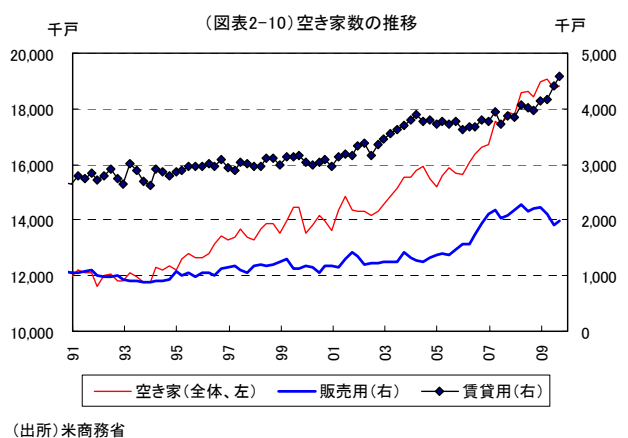
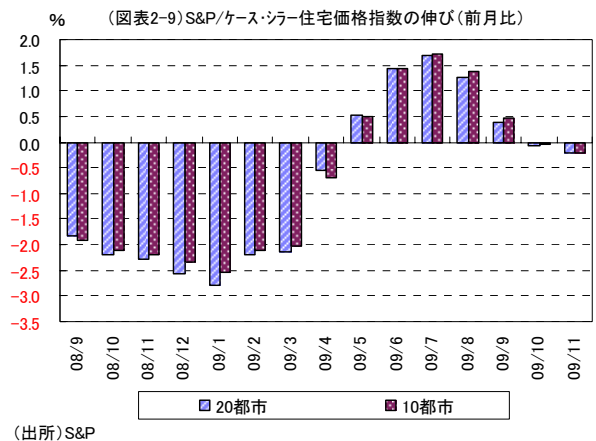
政府やFRBによる支援策が今後順次打ち切られることも先行きの懸念材料である。今のところ、政府による住宅購入者への税額控除は4月末、FRBによるMBSなどの買い取りは3月末でそれぞれ打ち切られる予定となっている。政府による税額控除は、NAR（米国不動産業協会）によると、開始当初、住宅購入者のうち約3割が利用していたと指摘されている。最近の販売の急増をみると、その割合はさらに高まっている可能性が高い。また、FRBのMBS買い取りは、2008年11月に発表され、それ以降30年固定住宅金利と30年物米国債金利とのスプレッドは大幅に縮小している（図表2-8）。そのため、買い取りを終了すると住宅金利は上昇する可能性が高い。したがって、支援策終了後の反動減は避けられないとみられる。住宅市場の腰折れ懸念から、支援策の継続を望む声が政府、FRB内外からあがっているが、今のところ延長はないとされている。

空き家の増加が続いていることも懸念される（図表2-10）。現在全米で1,900万戸近い空き家が存在しており、販売用だけでも200万戸と、世帯増加数の約2年分にのぼる。販売用は新築、中古ともに減少に向かっているものの、賃貸用の空き家の増加が続いていることが、全体を押し上げる要因となっている。背景には、差し押さえ物件を購入した不動産業者が、住宅価格が上昇するのを待つため、一旦賃貸用にするケースが増えていることがある。これらの賃貸用の空き家は、将来的には売却することが想定されており、隠れた販売在庫といえる。このため、中長期にわたって住宅着工を抑制する要因となる可能性がある。

春先にかけて、政府やFRBの支援策打ち切りの駆け込み需要で、販売はさらに増加するとみられるが、支援策の終了後は反動減を余儀なくされよう。雇用・所得環境は緩やかながらも改善に向かうとみられることから、反動減後は再び持ち直しが続くともみられるが、そのペースはやはり緩慢になると予想する。

#### （4）設備投資は持ち直しへ

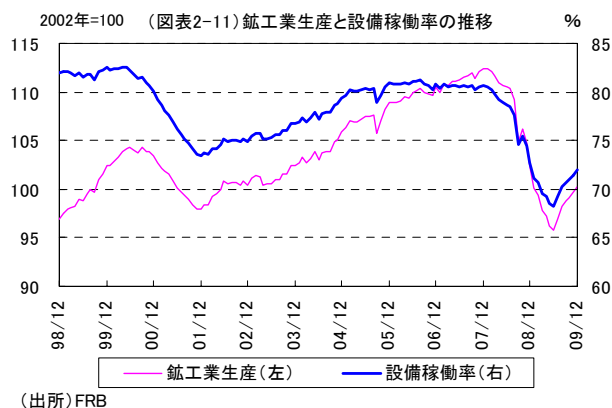
設備投資は、設備稼働率の低下、期待成長率の低下に伴う設備過剰感の高まり、企業金融の引き締めなどから減少が続いていたが、10-12月期の民間設備投資は前期比年率2.9%増と6四半期ぶりに増加した。10-12月期の設備投資の内訳を見ると、機械・ソフトウェア投資が同13.3%増と、これまで控えられていた更新投資の顕在化などにより大きく増加したとみられる一方、工場や店舗などの構築物投資は同15.4%減と減少が続いている。工場や店舗などは、機械・ソフトウェアに比べ更新投資を先延ばししやすいことに加え、商業用不動産価格の低下が続くとみられることな



どが抑制要因となっている。これらの抑制要因は当面残るとみられ、構築物投資は低調な推移が続くと考えられる。

一方、12月の鉱工業生産は6ヶ月連続の増加となった。在庫の調整が急ピッチで進んだことが主因である。生産が増加に転じたことで、設備稼働率も上昇してきているが、水準は依然、歴史的な低水準にある（図表2-11）。

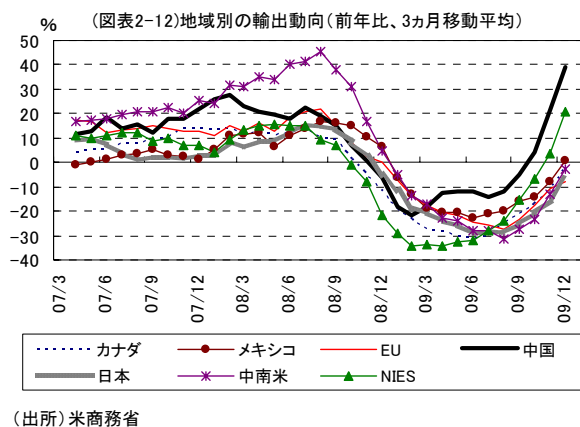
足元では、生産に加え、企業業績も上向いていることから、設備投資は回復基調が続くと予想する。ただし、生産水準がピーク時に届かない状況が続くことで、企業にとっては設備過剰感が残るとみられるのに加え、金融システムも完全には回復しない状態が続くとみられることから、力強い回復には至らないと予想する。



### (5) 輸出は回復基調が続く

輸出は、世界的な景気の持ち直しや貿易信用の機能回復から改善傾向が続いている。10-12月期のGDP統計では、7-9月期に続き、前期比年率で10%を上回る高い伸びとなった。

輸出の牽引役となっているのは、アジアの新興国向けである。特に中国向けの輸出は12月には前年比で60%を超える増加となっている（図表2-12）。NIES向けも中国向けに若干遅れる形で回復してきている。アジア以外の国、地域についても緩やかながらも景気は持ち直しが続くと思われるため、輸出は堅調な回復が続くとみている。



### (6) 金融市場には不安材料が残る

金融市場は、一時に比べれば、落ち着きを取り戻しているものの、依然として不安材料が多く残る。とりわけ、金融規制改革の行方と商業用不動産市場の動向が注目される。

金融規制改革については、1月21日にオバマ大統領が発表した新たな金融規制案、いわゆる「ボルカー・ルール」が注目されている。規制案の主な内容は①業務の規制と、②規模の規制である（図表2-13）。

(図表2-13) 1月21日に発表された金融規制案(概要)

①業務の規制

- ・金融機関が過剰なリスクを取ることを規制することが目的
- ・商業銀行による自己勘定取引を禁止
- ・ヘッジファンド、PE(プライベート・エクイティ)の所有や投資、出資を禁止
- ・対象には預金を取り扱わない商業銀行以外の金融機関(証券会社等)は含まれない

②規模の規制

- ・特定の金融機関にリスクが集中することを防ぐことが目的
- ・これまでの全米の預金総額の10%を超える預金を受け入れられないという制限に加え、その他の負債も考慮して上限を設定
- ・一種のレバレッジ規制
- ・対象は、商業銀行のみでなく証券会社などの全ての金融機関を含む

(出所) ホワイトハウス資料より明治安田生命作成

この金融規制案が導入された場合の影響は、現時点では規制内容の詳細が不明であったり、議会での議論によって今後内容が修正されていくとみられることから計りづらいが、現行案のままなら金融機関の経営に大きな影響が出るのは避けられない。このところの大手金融機関の決算改善には、自己勘定取引が寄与した面があるためだ。個人や企業向け、特に商業用不動産関係での損失が足元

でも拡大している中で、自己勘定取引は収益源の一つとなっている。そのため、自己勘定取引の規制により、収益が落ち込む金融機関は少なくないとみられる。そうなれば、貸出の抑制につながる可能性も出てくる。加えて、自己勘定取引の規制は市場での取引が減少し、特に規模の小さい市場では流動性の著しい低下につながることも考えられる。また、PE（プライベートエクイティ）への投資規制が新興企業の発展や企業再生などを阻害する可能性もある。

大手投資銀行も大きな影響を受けることになる。これらの投資銀行は金融危機の最中、FRB や政府から支援を受けるため、商業銀行を傘下に持つ銀行持ち株会社に転換している。自己勘定取引を続けるためには、商業銀行業務を止め、純粋な投資銀行に戻る必要がある。もちろん、そうなればFRB や政府からの支援を受けるのが困難になり、資金調達コストの上昇につながる可能性がある。加えて、規模の規制によりこれまでのようなレバレッジをかけた投資も今まで以上に制限されよう。

今後の行方が注目されるが、マサチューセッツでの上院補欠選挙の結果、民主党は上院での絶対安定多数である 60 議席を下回っており、今後法案を成立させる際には、共和党の意向を汲まざるを得ない状況である。共和党はどちらかというところ、規制を嫌う政党である。また、政権内でも、ガイトナー財務長官のように、今回の規制案に消極的な姿勢を示している高官も存在する。そのため、今後修正が加えられる中で骨抜きになる可能性が高いとみるが、中間選挙を控えた議員達が 대중迎合的に行動し、法案を現行案に近い形で成立させる可能性も残る。

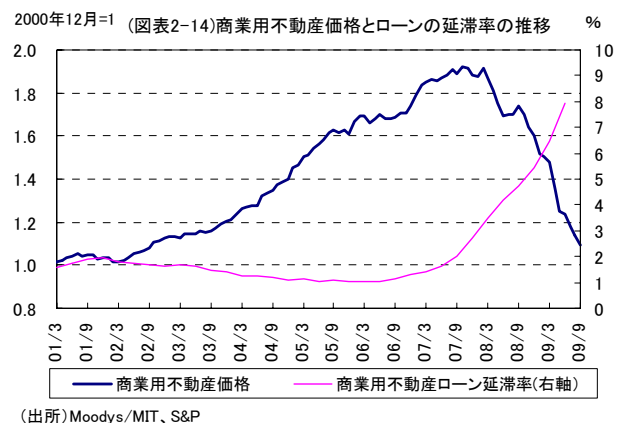
### (7) 商業用不動産市場の悪化が続く

商業用不動産市場は悪化が続いている。商業用不動産価格は2007年6月のピークから既に4割以上下落している（図表2-14）。ローンの延滞率は急上昇しており、デフォルトの増加も続いていることなどから、価格低下に歯止めがかかる兆しは見えない。

商業用不動産市場の悪化が今後も懸念される大きな理由として、ローンの借り換え問題が挙げられる。商業用不動産ローンは住宅ローンのような長期ローンではなく、一般的に3～10年満期で、特に5年満期のものが多く、満期が到来すれば、ローンを借り換える必要がある。商業用不動産ブームが始まった2004年以降に実施された大量のローンは既に満期を迎え始めているが、商業用不動産市場の低迷と銀行のバランスシートの悪化に伴う貸出の抑制で、借り換えは中々進んでいない。ローンの借り換えが進まなければ、延滞率が上昇し、デフォルトが増加することになる。それが商業用不動産市場と銀行収益を圧迫し、さらに借り換えが止まり、デフォルトが増えるという悪循環が懸念される。2004年以降のブーム期に実施されたローンが今後大量に満期を迎えるが、政府からは効果的な対策が講じられておらず、商業用不動産市場の悪化は今後も続く可能性が高い。

商業用不動産市場の悪化は金融機関の経営に影響を及ぼしている。FDIC（米連邦預金保険公社）が公表している資産規模別の金融機関の資産に対する不動産関連融資の割合を見ると、比較的小規模の金融機関で商業用不動産ローンの割合が高く、地銀の破綻が急増している原因の一つとなっている。商業用不動産からの損失は今後も拡大するとみられ、地銀の破綻は今後も続くと考えられる。

一方、大手金融機関については、商業用不動産ローンの資産に占める割合は比較的小さい。また、大手金融機関の財政状態は一時期より改善していることから、商業用不動産市場の悪化が今後続い



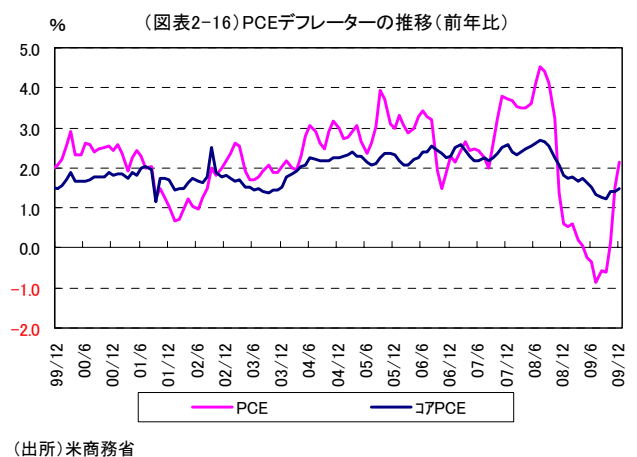
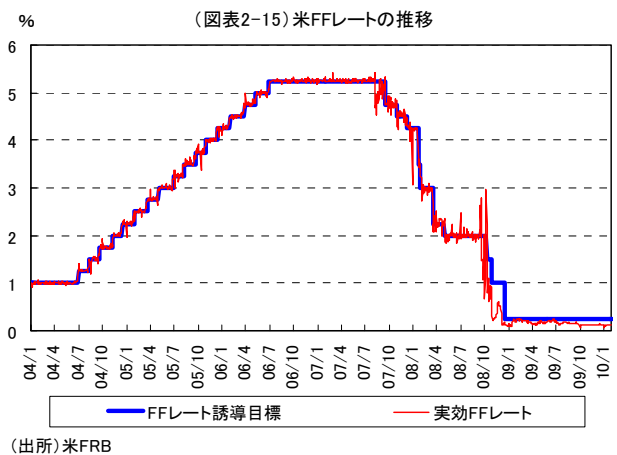
ても、金融危機が再燃するようリスクは以前に比べ小さくなったとみている。ただし、商業用不動産からの損失の拡大が貸出を抑制し、実体経済の下押し要因となる可能性はある。

### (8) 利上げは2011年1-3月期

1月26-27日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)で注目されたのは、3月末で終了が予定されているMBSとGSE債などの政府機関債の買い取りが延長されるかであった。結果としては、大方の予想通り3月末での終了が確認された。CP購入制度(CPFF)やターム物証券貸出制度(TSLF)などの各種流動性供給策の大半も予定通り2月1日に終了した。

また、11月のFOMC以降は、異例な低水準のFFレートが「長期にわたって」正当化される理由として、「経済資源の低い稼働率、インフレの抑制トレンド、安定したインフレ期待」という3つの条件が声明文に加えられている。逆に言うと、この3つの経済状況が崩れる時が利上げの時期ということになり、いわば利上げの条件といえる。利上げの条件を明確に示したことにより、「長期にわたって」という時間軸へのコミットメントは相対的に薄まり、政策の柔軟性は以前に比べ高まっている。

ただ、実際に利上げが年内に実施される可能性は小さいとみる。異例な低水準のFFレートが長期にわたって正当化される3つの条件のうち、「経済資源の低い稼働率」は、「高い失業率」へと読み替えることができるが、今後も失業率は高止まりが続く可能性が高い。マイナスの需給ギャップが残ることでインフレへの警戒感が高まりにくい状況が続くと考えられ、FRBが利上げを実施するのは2011年1-3月期になると予想する。



### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏経済は、海外景気の持ち直しに伴う輸出の増加や各種の対策効果を背景に回復基調が続いている。ただ、対策効果は今後遞減が予想されること、成長市場だった中東欧諸国の景気は今暫く低迷が続くとみられ、貸出債権が不良化する恐れがあること、スペイン等中心に住宅バブル崩壊の影響が残ると考えられることなどから、今後の回復ペースは極めて緩やかなものにとどまる可能性が高い。また、各国が財政健全化を進めると考えられることも景気を抑制しよう。

個人消費は、雇用環境の悪化傾向が今暫く続くと予想されるほか、自動車買い替え策の効果が弱まると考えられることから低調な推移が続く可能性が高い。固定投資は、世界景気の回復に伴って輸出の増加基調が続くと考えられるため、今後は持ち直しへ向かうと予想するが、企業は多くの遊休設備を抱えていることなどから、増勢は緩慢なものとなろう。

ECBは、無制限の流動性供給策など、非伝統的政策を今後も段階的に巻き戻していこう。但し、インフレ率は、当面ECBが物価安定の目安とする2%弱を下回って推移する可能性が高いことから、政策金利の引き上げは2011年半ば頃と予想する。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(2009年、09/12期は合計のみ実績)

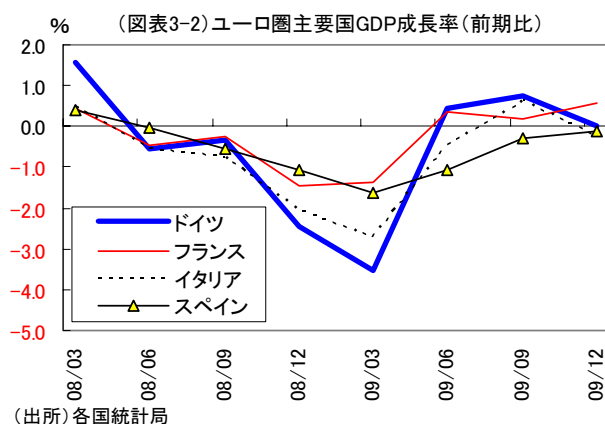
(前期比)	2009年			2010年					2011年			
	2009年	2010年	2011年	09/12	10/03	10/06	10/09	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12
ユーロ圏GDP	-4.0%	0.7%	1.6%	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
家計消費	-0.9%	-0.3%	0.8%	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
政府消費	2.4%	2.1%	2.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
固定投資	-10.7%	-1.7%	0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
純輸出(寄与度)	-1.1%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%

英国実質GDP

(前期比)	2009年			2010年					2011年			
	2009年	2010年	2011年	09/12	10/03	10/06	10/09	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12
英国GDP	-4.8%	0.2%	1.6%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

#### (1) 景気回復ペースは鈍化

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比0.1%増と、2四半期連続のプラスとなったものの、前期の同0.4%増に比べて増勢は鈍化した(図表3-1)。需要項目別の値は3月に入ってから発表となるが、世界景気回復を背景に輸出の増加が続いたほか、在庫調整の進展により在庫投資が引き続きプラス寄与となったものの、ここもとの景気を下支えしてきた各種対策効果が弱まったことで、個人消費や固定投資が弱含んだと予想する。主要4ヶ国の



成長率をみると、フランスはプラス幅を拡大したものの、ドイツやイタリアが減速したほか、住宅バブル崩壊の影響が残るスペインはマイナス成長が続いた(図表3-2)。その他の国の成長率を見

ても、プラスに転じた国とマイナスが続く国が混在しており、景気は二極化している。

## (2) 対策効果逡減で景気は踊り場へ

目先のユーロ圏景気は、踊り場の様相を強める可能性が高い。1つ目の理由は、各種対策効果の逡減が予想されるためだ。各種対策のうち、特に大きな成果を挙げてきたのが自動車買い替え支援策だが、なかでも大きく販売を伸ばしてきたドイツの支援策は昨年9月に打ち切られている。2009年のドイツの自動車販売台数は、前年比23.2%増の380.7万台と、1992年以来の高水準を記録したが、これは需要の先食いだった可能性が高く、今後は反動減が見込まれる。ドイツ自動車工業会は、2010年の同国における自動車販売台数が2009年の反動で275~300万台へ減少すると予想している。現に12月の自動車販売台数は前年比4.6%減と11ヶ月ぶりに前年割れに転じ、1月も減少が続いている(図表3-3)。

一方、他国の買い替え支援策をみると、フランスでは2010年末までの支援延長が決まっているものの、補助額が段階的に減額されるほか、イタリアでは6月末の打ち切りが検討されている模様。スペインでは延長が議論されているようだが、同規模の支援策を続けるだけでは時間の経過と共に効果は逡減していく。補助額が減額されたフランスでは既に増勢が鈍化しており、今後はスペインやイタリアでも反動減が顕在化しよう。

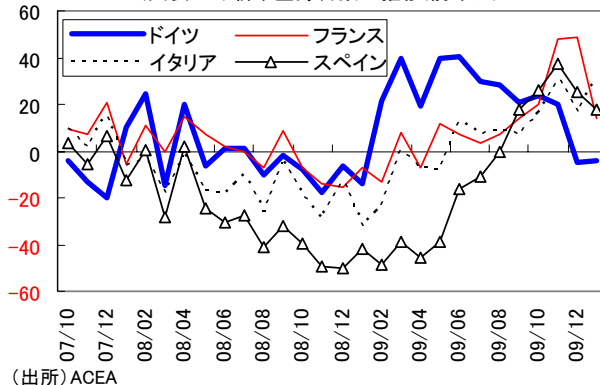
2つ目の理由は、雇用環境の悪化が続くと考えられる点だ。12月のユーロ圏失業率は10.0%と、1998年8月以来の水準まで上昇しており、悪化に歯止めがかかっている。過去の推移をみると、ユーロ圏失業率は景気に1年程度遅行する傾向があるため、少なくとも2010年前半は上昇傾向が続く可能性が高い(図表3-4)。輸出主導で景気を持ち直しが続いても、個人消費の回復は遅れよう。

ただ、その後の失業率の回復は緩慢なものにとどまりそうだ。各国の失業率が軒並み大きく上昇する中で、これまで悪化度合いが小幅にとどまっていたドイツでも、2010年末頃から失業率が上昇し始める可能性が高いためだ。ユーロ圏最大の経済大国であるドイツでは、失業増加を防ぐべく、政府が2008年11月から操業短縮手当の拡充を段階的に行ってきた。同手当の給付期間は最長で24ヶ月まで延長されたが、手当拡充後に給付を受け始めた人の給付満了が2010年末頃から始まる見通しであり、雇用環境の悪化が予想される。予測期間中のユーロ圏失業率は、高水準で推移しよう。

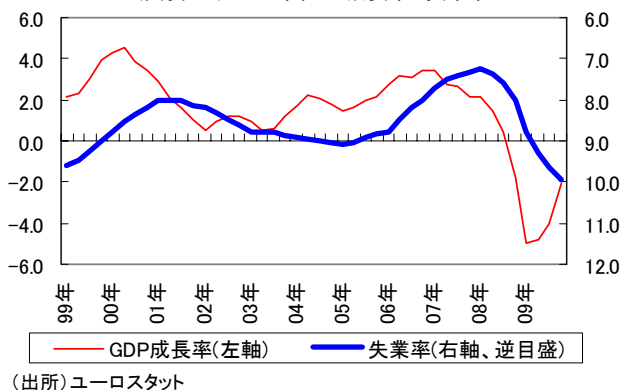
## (3) 固定投資の低迷も続く

固定投資による力強い牽引も期待できそうにない。ユーロ圏の資本ストック循環図で固定投資と資本ストックの状況を見ると、世界景気が好調だった2006、2007年にかけて2.5%の期待成長ラインに向かって固定投資を増やし、資本ストックを積み増す動きが見られたが、2008年には2.0%の期待成長ラインに向けて固定投資が減少に転じている(図表3-5)。これは、保有する資本ストック

(図表3-3)新車登録台数の推移(前年比)



(図表3-4)ユーロ圏GDP成長率と失業率



クが企業の必要とする水準に概ね達したこと、リーマン・ショックなどを経て、期待成長率が低下する中で資本ストックの余剰感が高まり、固定投資を積極的に行おうとする意欲が低下したことを示している。

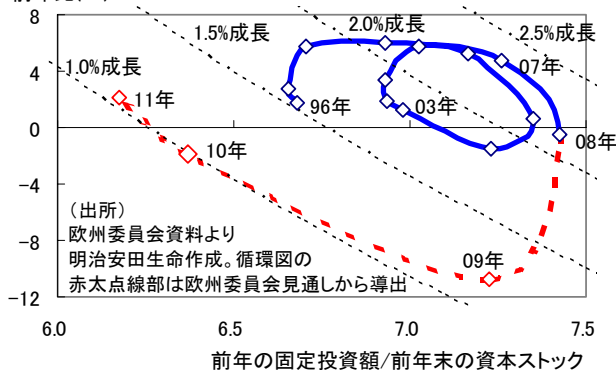
図表3-5の赤太点線部分は欧州委員会発表の予測値を使って循環図を延長したものである。同図によれば、2009年は世界景気が大きく悪化したことを反映し、1%台半ばの期待成長ラインに向けて固定投資を大幅に削減したが、2010年以降は1%程度の期待成長率に沿う形で、緩やかながらも固定投資が回復していくシナリオとなっている。ユーロ圏の期待成長率が足元でどの程度かは不明だが、欧州委員会予測によれば、2010、2011年の実質GDP成長率はそれぞれ前年比+0.7%、+1.5%となっている。仮に2012年の成長率が、リーマン・ショック前の潜在成長率とされる2%近辺まで戻ると仮定すると、今後3年間の成長率の平均は1%台半ばとなる。これを足元の期待成長率と仮定するならば、2010年以降の欧州委員会の固定投資見通しはやや悲観的なシナリオと考えることができるが、いずれにしても、同図は固定投資の循環的な調整が2009年に峠を越えており、今後は徐々に持ち直していく可能性が高いことを示している。

しかし、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。2009年7-9月期のユーロ圏の設備稼働率は69.6%と、遡及可能な1985年以降で最低を更新しており、企業が多くの過剰設備を抱えていると考えられるためだ。稼働率は10-12月期に幾分持ち直したものの、水準は依然として低いままである。実際、欧州委員会が2009年10、11月に行った企業の投資サーベイ調査によれば、2010年の設備投資計画は前年比でマイナスが続くとの見方がなされている（図表3-6）。

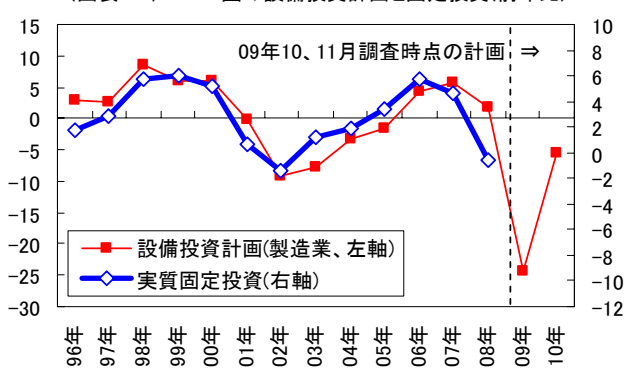
また、金融機関の貸出態度が簡単に軟化しないと考えられる点も固定投資の抑制要因となる。ECBが12月18日に発表した半期に一度の

「Financial Stability Review」によると、2007-2010年の間にユーロ圏の銀行部門で発生すると考えられる潜在的な推計損失額は、昨年12月時点で5,530億ユーロ

固定投資額 (図表3-5)ユーロ圏の資本ストック循環図  
前年比(%)



(図表3-6)ユーロ圏の設備投資計画と固定投資(前年比) %



(出所) 欧州委員会

(図表3-7)ユーロ圏銀行部門の潜在的損失額(2007-2010年)

(単位:10億ユーロ)	推計 債務残高	推計累積損失額		損失率(%)
		09年6月	09年12月	
証券・貸出	14,263	488	553	3.9
証券	2,839	164	198	7.0
資産担保証券	1,122	142	169	15.1
RMBS	444	46.6	55.7	12.5
ABS	191	4.5	3.6	1.9
CDO	145	68.4	83.6	57.7
CMBS	79	14.3	20.2	25.6
CLO	231	8.3	5.7	2.5
ABCP	12	-	0.2	1.7
CDO	20	-	0.3	1.7
その他証券	1,717	22	28	1.6
社債	255	-	6.2	2.4
カバードボンド	150	-	0	0.0
金融債	660	-	0	0.0
株式	157	-	3.8	2.4
中東欧発行証券	263	-	12.8	4.9
その他	231	-	5.6	2.4
調整項目	-	21.8	-	-
貸出	11,424	324	355	3.1
住宅ローン	3,683	33.1	44.3	1.2
消費者ローン	1,481	46.6	63.8	4.3
商業用不動産ローン	781	-	37.7	4.8
企業向けローン	5,125	172.9	193.5	3.8
シンジケートローン	354	-	15.7	4.5
調整項目	-	71.4	-	-
処理済金額		275	366	
09年5月末、10月末の減損処理額		162	180	
07-08年の貸倒引当額		113	121	
09年上半期の推計貸倒引当額		-	65	
今後予想される追加損失額		214	187	

(出所) ECB「Financial Stability Review December 2009」

から拡大した（図表3-7）。要因としては、商業用不動産市場の悪化を背景に、商業用不動産ローンや同担保証券（CMBS）の評価損が拡大したことなどが挙げられている。昨年12月時点の推計損失額のうち未処理分は1,870億ユーロと、6月の2,140億ユーロから減少したものの、依然高水準であり、ECBはさらなる資本増強の必要性を説いている。銀行のバランスシート調整圧力が融資の抑制をもたらし、固定投資の回復を遅らせる要因となろう。

#### （４）財政健全化へ向けた動きも景気を抑制

各国が財政健全化へ舵を切り始めるとみられることも成長を抑制する要因となろう。欧州各国では、リーマン・ショック後の急速な景気悪化で税収が大幅に減少したことや、各種経済対策の実施に伴う歳出拡大などから、財政悪化懸念が高まっている。

欧州委員会は、昨年11月11日、EUにおける財政規律を定めた安定成長協定に基づき、2009年4月に財政赤字の是正勧告を行っていた5ヶ国（ギリシャ、スペイン、フランス、アイルランド、イギリス）に対するその後の評価を示すとともに、他の9ヶ国（オーストリア、チェコ、ドイツ、スロバキア、スロベニア、オランダ、ポルトガル、ベルギー、イタリア）に対し、財政赤字の是正期限を含む勧告案を発表した（図表3-8）。それによればこれらの国に対しては、財政状況に応じて実行可能かつ適切な調整を行うことで、遅くとも2014年までに財政赤字を是正することが求められている。今後は各国で増税や財政支出の削減等が予想され、景気を抑制しよう。

財政問題で最も懸念されるのがギリシャである。昨年10月の政権交代によって、旧政権が発表してきた財政統計が実勢よりも過小に報告されていたことが発覚、ソブリン格付が引き下げられたことで、ECBが行っているオペの担保要件からギリシャ国債が外れるリスクが生じ、デフォルト懸念が高まった（図表3-9）。ギリシャへの不安が高まる中、同じく財政悪化が進んでいるポルトガルやスペインでも同様の懸念が広がっている。

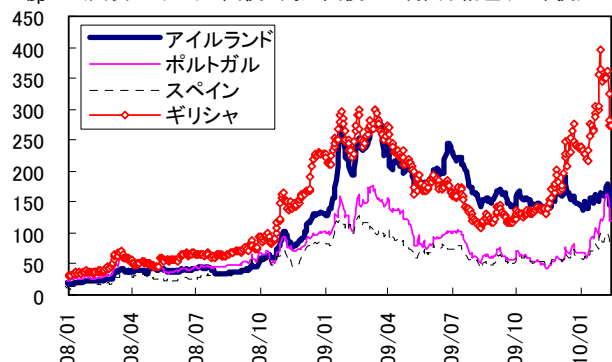
こうした状況を受け、EUは2月11日に臨時首脳会議を開催し、ギリシャに対する支援を行う意向を示した。今後何らかの具体策が発表されるとの観測から、市場の懸念は幾分和らいでいる。ただ、問題はギリシャの財政健全化が本当に進むかどうかである。ギリシャ政府は1月に財政健全化策を発表しており、欧州委員会も一定の評価を与えているが、ギリシャの財政赤字は、財政安定協定で求められているGDP比3%をほぼ一貫して上回っており、これまで財政健全化の必要性を叫ばれながら遅々として進んでこなかった。こうした経験を踏まえれば、市場の懸念は容易に払しょくされず、当面は熾ぶり続ける可能性が高い。これらの国々の金利はある程度高止まりすることが予想され、景気を抑制する要因となろう。

（図表3-8）欧州委員会による財政赤字縮減勧告(09年11月)

	財政赤字(対GDP比:%)			是正ベース (%/年)	是正期間
	09年	10年	11年		
フランス	8.3	8.2	7.7	1.25	10-13年
スペイン	11.2	10.1	9.3	1.75	10-13年
イギリス	12.1	12.9	11.1	1.75	10-14年度
アイルランド*	12.5	14.7	14.7	2.00	10-14年
ギリシャ	12.7	12.2	12.8	—	—
ドイツ	3.4	5.0	4.6	0.50	11-13年
オーストリア	4.3	5.5	5.3	0.75	11-13年
オランダ	4.7	6.1	5.6	0.75	11-13年
イタリア	5.3	5.3	5.1	0.50	10-12年
ベルギー	5.9	5.8	5.8	0.75	10-12年
スロバキア	6.3	6.0	5.5	1.00	10-13年
スロベニア	6.3	7.0	6.9	0.75	10-13年
ポルトガル	8.0	8.0	8.7	1.25	10-13年
チェコ	6.6	5.5	5.7	1.00	10-13年

（出所）欧州委員会資料より明治安田生命作成

bp （図表3-9）ドイツ国債と周辺国債との利回り格差(10年債)



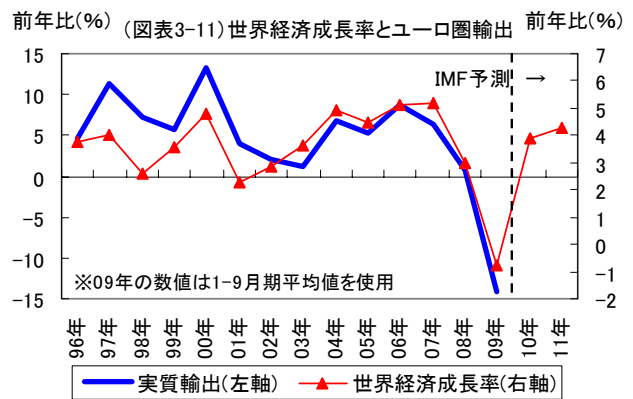
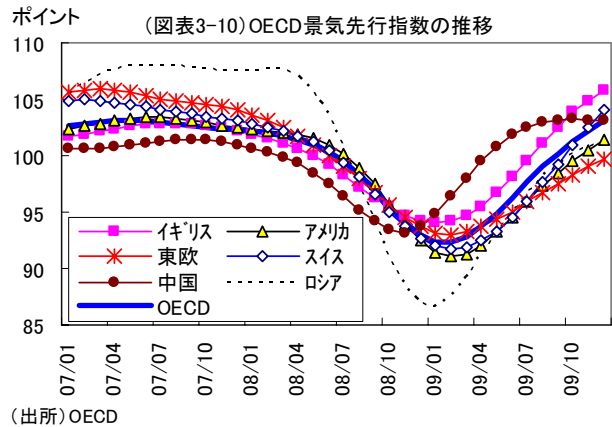
（出所）Bloomberg



### (5) 輸出は増加基調を持続

内需に大きな期待が持てない中で、ユーロ圏景気にとっては輸出が頼みの綱となる。その輸出は今後もユーロ圏景気の下支え役として寄与しそうだ。OECD 景気先行指数は昨年2月を底に上昇基調をたどっており、リーマン・ショック以降、急速に落ち込んだ世界景気が持ち直しを続けている様子を示している。国・地域別に見ても、ユーロ圏の輸出先としてウェイトの高いイギリスやアメリカの同指数が上昇しているのをはじめ、金融危機による資本流出で大きなダメージを受けた東欧やロシアの同指数も上向いている(図表3-10)。

ただ、世界景気の回復ペースは緩やかなものにとどまる見通しだ。IMFが1月に発表した世界経済見通しによれば、2010年の成長率は前年比+3.9%とプラス成長が見込まれているものの、リーマン・ショック前の高成長期であった2004-2007年の平均成長率である同+4.9%には及ばない。図表3-11で示されているとおり、世界経済成長率が+4%程度まで上昇すると、ユーロ圏輸出もそれなりに伸びる可能性があるが、前年に大きく落ち込んだところからの小幅回復にとどまる見通しであり、ユーロ圏輸出を大きく押し上げるほどの力強さは期待できない。一方で内需は対策効果の逡減、雇用・所得環境の悪化などから低調な推移が続く可能性が高く、ユーロ圏景気のリcoveryペースは極めて緩慢なものにとどまろう。



### (6) ECBの利上げは2011年半ばを予想

ECB(欧州中央銀行)は、「金融市場の状況が改善しているため、すべての流動性供給策をこれまで同様に行う必要はない(トリシェ総裁)」との認識のもと、12月3日に開かれた理事会で、1年物長期リファイナンスオペなど非伝統的措置の一部を2010年3月末までに終了する方針を決定した。残る措置は、固定金利、金額無制限で実施している1ヶ月物の特別リファイナンスオペと、通常は変動金利入札方式で行うものを固定金利、金額無制限で実施している定例の3ヶ月物長期リファイナンスオペと週次の主要リファイナンスオペである。ECBは各種措置を段階的に巻き戻す方針を示している。昨年12月16日に1年物長期リファイナンスオペが、今年3月末に6ヶ月物長期リファイナンスオペが終了になることを考えれば、4-6月期に定例3ヶ月物長期リファイナンスオペを通常の変動入札金利方式に戻した後、年後半以降に1ヶ月物の特別リファイナンスオペを廃止し、主要リファイナンスオペを変動金利入札方式へ戻すと予想する。

(図表3-12) ECBの経済見通し(12月3日発表)

		2009年	2010年	2011年
GDP	09年12月	▲4.1~▲3.9 (▲4.0)	0.1~1.5 (0.8)	0.2~2.2 (1.2)
	成長率			
成長率	09年09月	▲4.4~▲3.8 (▲4.1)	▲0.5~0.9 (0.2)	—
	09年06月	▲5.1~▲4.1 (▲4.6)	▲1.0~0.4 (▲0.3)	—
インフ 率 (HICP)	09年12月	0.3~0.3 (0.3)	0.9~1.7 (1.3)	0.8~2.0 (1.4)
	09年09月	0.2~0.6 (0.4)	0.8~1.6 (1.2)	—
	09年06月	0.1~0.5 (0.3)	0.6~1.4 (1.0)	—

(出所) ECB、( )内は予測中間値

(前年比: %)

ただ、政策金利については当面据置きが続くとみている。景気が緩やかな回復にとどまる中、GDPギャップは容易に縮小せず、昨年12月の欧州委員会見通しのおおりに、CPI上昇率はECBが物価安定の目安として考えている2%弱を下回って推移すると考えられるためだ（図表3-12）。1月11日にオーストリア中銀のノボトニー総裁は、ECBの見通しに関して、「変更する理由は見当たらない」と述べていることから、3月に発表される予定の新たな見通しで大きな変更が行われる可能性は低い。ECBが利上げに動き出すのは2011年半ば頃と予想する。

### （7）英国景気の回復ペースも緩やか

英国の10-12月期実質GDP成長率（速報値）は前期比0.1%増と、7四半期ぶりのプラスとなり、回復の遅れていた英国景気によく底入れの動きが見られるようになってきた。懸念材料だった金融市場の混乱が少しずつ沈静化し始めていること、バブル崩壊で調整していた住宅市場が持ち直していること、ポンド安で輸出が堅調に推移したことなどが背景と考える。

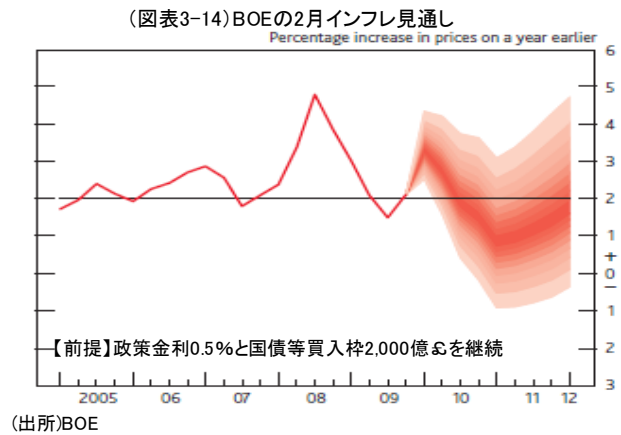
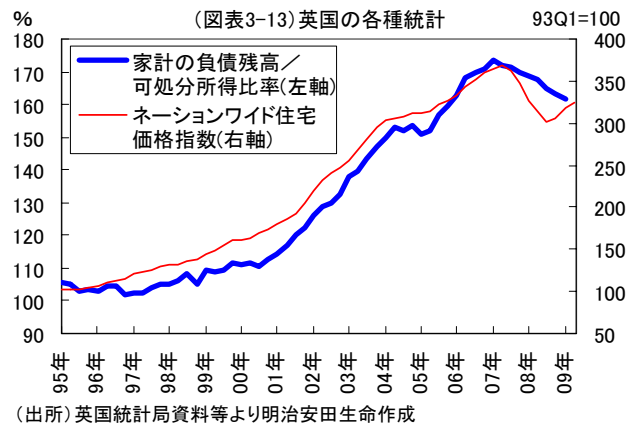
ただ、今後の景気回復ペースは緩やかなものにとどまる見通しだ。1月からVATが15.0%から17.5%に引き戻されたほか、自動車買い替え支援策については、2月で打ち止めとなる。このため、GDPの6割超を占める個人消費は低調な推移が続く可能性が高い。

また、これまで住宅取得促進策として実施されてきた印紙税の課税最低限の引き上げ策

（125,000ポンド→175,000ポンド）も2009年末で終了しており、今後は住宅市場の持ち直し傾向に歯止めがかかる可能性が高い。住宅価格は足元で上昇基調に転じているものの、価格の急騰が始まった2001年以前のトレンドと比べれば依然として高い水準にあり、調整圧力は残っている（図表3-13）。家計のバランスシート調整が道半ばであることも今後の下押し材料となろう。

英国の金融市場は沈静化へ向かいつつあるとは言え、ドバイ・ショック時、ドバイへのエクスポージャーが大きいとして英国景気への懸念が高まったことが示すように、いまだ脆弱さを抱えている。金融機関のバランスシート調整が当面続くと考えられることもあり、英国景気のリcoveryペースは極めて緩やかなものにとどまる可能性が高い

BOE（イングランド銀行）は2月のMPC（金融政策委員会）で政策金利を0.5%に据え置いたほか、資産買取を2,000億ポンドで終了する方針を決定した。今後、必要になれば買取枠の再拡大を検討する意向を示しているが、当Gでは英国景気は緩やかながらも回復基調をたどると予想しており、本見通しでそうした局面は想定していない。政策金利に関しては、2月10日に発表されたBOEのインフレレポートによると、政策金利と資産買取枠を据置いた場合のCPI上昇率が11月レポートから下方修正され、2011年中は前年比で2%に達しないとの予想が示された（図表3-14）。BOEの利上げは2011年に入ってからと予想する。



## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

2009年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比10.7%増と、7-9月期の同8.9%増から伸びが一段と加速した。政府による一連の財政政策や、緩和的な金融政策、世界経済の回復による輸出の好転などがあいまって、大方の予想以上に速いペースで回復を続けている。2010年はGDPの規模で日本を抜き、世界第二位の経済大国に躍り出るのがほぼ確実な情勢である。

景気の牽引役は引き続き企業部門である。景気対策として着工した投資プロジェクトの多くが仕掛中であることから、2010年の固定資産投資は20%超の伸びを確保する見込み。個人消費も、「家電下郷」、「汽車下郷」といった農村部への支援策が継続されるほか、雇用・所得環境も回復していることで、引き続き堅調な伸びを維持しよう。輸出は、韓国、台湾、ASEAN向け等を中心に急回復しており、固定投資とともに景気の牽引役をはたそう。

政策の機動性が極めて高い中国の景気腰折れリスクは小さく、余程大きな外的ショックが働かない限り、2011年まで好調を持続する可能性が高いと見ている。2010年の成長率は前年比9.8%、2011年は同10.2%の伸びを予想する(図表4-1)。

政府当局は徐々に引き締めの政策運営にシフトしつつある。既に融資規制を強化しているが、2010年央には元高方向への誘導を再開、利上げも2回程度実施すると予想する。

#### (1) 中国景気はV字型回復

2009年10-12月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比10.7%増と、7-9月期の同8.9%増から一段と加速、6四半期ぶりの二桁成長を記録した(図表4-2)。グラフの形状からも見てとれるように、中国経済は既にV字型回復軌道に乗っている。政府による一連の財政政策や、緩和的な金融政策、世界経済の回復による輸出の好転、先進国からの資金流入などがあいまって、大方の予想以上に速いペースで回復を続けている。名目ベースのGDP規模は既に日本に肉薄しており、2010年はいよいよ中国が世界第二位の経済大国に躍り出るのが確実な情勢である。

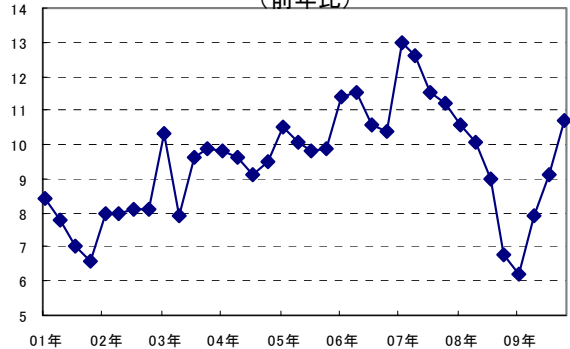
#### (2) 引き続き固定投資が牽引役

景気の牽引役は引き続き企業部門である。企業部門の景況感を表す1月のPMI指数(中国物流購買連合会)は55.8ポイントと、20ヶ月ぶりの高水準であった12月から0.8ポイント低下したものの、11ヶ月連続で好不況の分岐点とされる50ポイントを上回った(図表4-3)。HSBCが発表している1月PMIは57.4で、12月の56.1から上昇し、2004年4月の調査開始以来、最も高い水準となっている。

(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

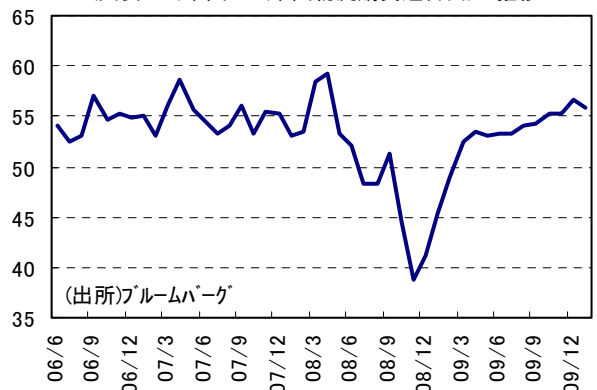
前年比(%)	07年	08年	09年	10年 (予測)	11年 (予測)
実質GDP成長率	13.0	9.0	8.7	9.8	10.2

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移  
(前年比)



(出所)ブルームバーグ

ポイント (図表4-3)中国PMI(中国物流購買連合会)の推移



(出所)ブルームバーグ

四半期ごとに国家統計局から発表される企業景気指数をみると、2009年10-12月期まで3四半期連続で改善しており、総合指数は2008年9月の水準を回復している(図表4-4)。政府の景気対策の効果で、工業、建設、不動産セクター等の改善幅が大きい。

企業景況感の回復は、実際の生産活動、投資行動にも反映されている。12月の鉱工業生産は、前年比18.5%増と、11月から伸びは若干鈍ったものの、前年比で2割近い伸びを維持している(図表4-5)。2009年通年の全社会固定資産投資は、前年比30.1%増と、ここ16年で最高の伸びとなった(図表4-6)。政府による過剰融資、過剰投資の抑制策を受け、年後半は若干伸びが鈍ったものの、企業の投資意欲自体は引き続き旺盛と見てよいだろう。

2009年通年の実質GDPは、政府目標の8%を上回る8.7%だった。需要項目別の寄与度をみると、総資本形成の寄与度が+8.0%ポイント、個人消費の寄与度が+4.6%ポイント、純輸出が▲3.9%ポイントとなっており、投資の寄与度が消費を倍近く上回っている。地域別にみると、従来は牽引役だった東部沿岸部の成長率が7%にとどまったのに対し、その他の地域は12%と大きく、内陸部のインフラ投資の効果が大きかった様子を示唆している。

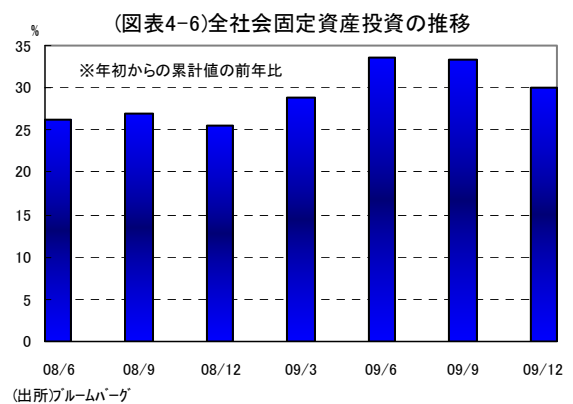
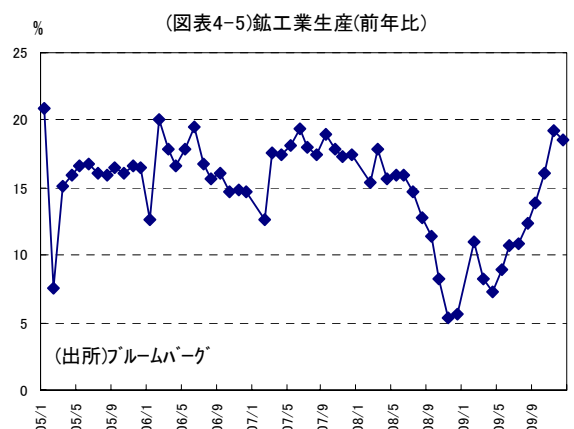
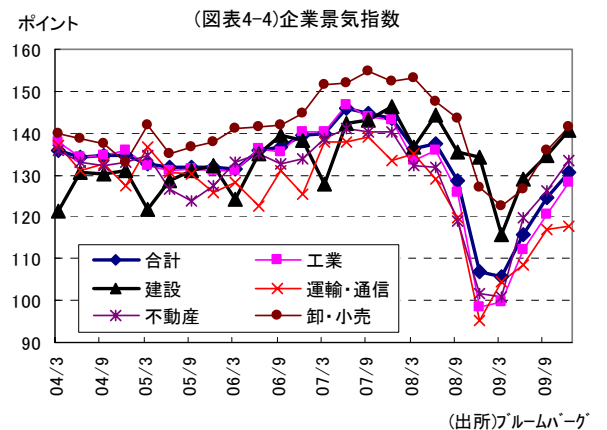
一方で、一部業界では生産能力の過剰が問題となっており、政府は抑制策を強化している。昨年10月には、鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学工業、多結晶シリコン、風力発電設備の6業種を生産過剰抑制策の重点対象にする方針が発表された。新株発行、社債発行、環境基準、土地取得などの面で規制をかけることで、設備投資の抑制を図るという内容である。また、人民銀行の朱民副総裁は、1月31日、政府が鉄鋼やセメントなどの過剰生産能力の新たな抑制措置を計画していることを明らかにしている

今後、政府はさらに引き締め政策を強めてくることが予想されるが、元々2年間のプロジェクトである4兆元の景気対策の効果も残ることから、固定資産投資は引き続き20%台半ばの高い伸びを持続する可能性が高い。個人消費も堅調とはいえ、固定投資との伸び率の差はまだ大きく、投資偏重の成長構造の是正が今後も課題となりそうだ。

### (3) 自動車、家電の買い替え策が消費を下支え

12月の小売売上高は、11月の前年比15.8%増を大きく上回る同17.5%の伸びとなった。個人消費も順調な回復が続いている(図表4-7)。

2008年後半以降の消費減速の主因は、輸出の急減速を受けて沿海部の工場の閉鎖が相次いだこと



などによる急激な雇用環境の悪化だったが、政府は2009年の年明け以降、貧困層を対象とした生活補助金の給付や、インフラ建設における農民工の優先的採用、農民工が事業を興す場合の融資や税の減免などを次々に実施してきた。また、政府は3農問題(農業、農村、農民)を政策の最重点課題と位置づける立場から、特定の家電製品を購入する農村部の消費者に対して補助金を支給する「家電下郷」(家電製品を農村へ)、同じく自動車購入に補助金を支給する「汽車下郷」、小型車の車両取得税の引き下げ等を実施したほか、環境を重視した家電・自動車の買い替え促進策等も実施している。

この結果、家電、自動車の国内消費量は大幅に増加、2009年の自動車販売台数は前年比46.2%増の1,364万台と、米国の1,043万台を上回り、「世界一の自動車市場」となった。年明けも自動車販売は好調を維持しており、1月は前年同月比124%増の166万台と、2倍以上の伸びを記録している。

政府当局は、既に2010年も農村部の支援策を一段と強化する方針を明らかにしている。まず、「家電下郷」については継続されるほか、優遇対象となる家電の価格上限を大幅に引き上げる。対象品目については、各地方政府が地域のニーズに合わせて、1品目を自由に追加できるようにする。旧型家電の買い替え促進策も、従来5月とされていた期限を年末まで延長する。

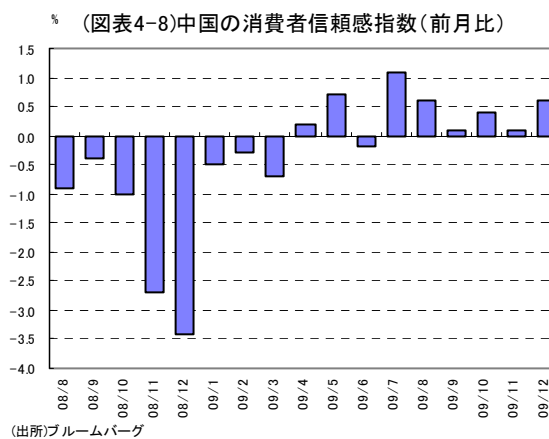
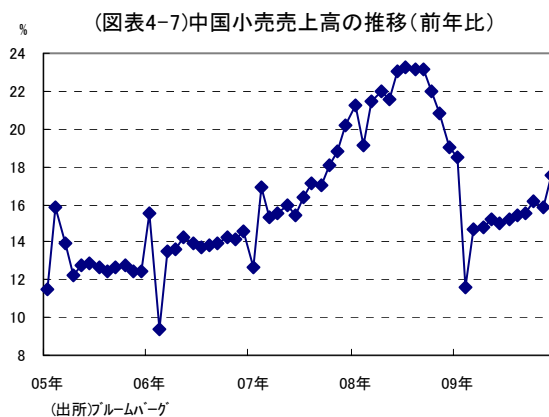
「汽車下郷」も継続され、旧型車の買い替え促進に伴う補助金の上限も引き上げられる。ただし、小型車の車両取得税の税率は5%から7.5%へと、減税率を半分に縮小する(本則は10%)。農業機械の購入補助策も継続し、補助額も引き上げる。農民の住宅建設支援のため、農村部での建設資材購入に補助金を支給するなどの政策も実施される。

こうした措置は新年度の家計部門の需要拡大に引き続き寄与すると考えられる。消費者マインドも着実に改善に向かっている(図表4-8)。雇用・所得環境も改善傾向をたどると予想されることから、個人消費は引き続き堅調な回復が期待できる。

より中長期的な見地から、個人消費を安定的な成長軌道に乗せるためには、労働分配率の上昇と、高すぎる貯蓄率を低下させていく政策が必要である。中国の労働分配率はいまだ50%未満である。これは労働組合の組織率が低いことに起因しており、この裏返しである資本分配率の高さが過剰投資を招く要因となっている。また、社会保障制度が未整備なため、人々は貯蓄率を高めに保たざるを得ない。農村部の物流システムの整備も引き続き課題である。いずれも一朝一夕に解決できない問題であり、投資主導の成長構造の転換は容易ではないといえる。

#### (4) 輸出入とも急回復

1月の輸出額は前年同月比21.0%増、輸入額は同85.5%増となった(図表4-9)。輸出は2ヶ月連続、輸入は3ヶ月連続の対前年比増。金融危機に伴う世界同時不況の影響で、輸出入とも約1年に



わたり前年同月を下回る状態が続いていたが、このところの回復ペースは大方の予想以上に速い。2009年通年の輸出は、金額ベースでドイツを抜いて世界一の輸出大国になったことが明らかとなっているが、固定投資や個人消費に加え、輸出も明確な回復に転じてきたことで、今後中国景気の回復ペースがさらに加速することが予想される。

輸出入とも対アジア新興国の伸びが大きく、アジア経済が(日本を除けば)全体として急回復に向かっている様子を示している。国別の輸出金額の伸びをみると、対米国が前年比 8.3%、対 EU が同 17.7%、対日本が同 4.4%で、対先進国向けでは EU の伸びが大きい。アジア向けでは、対韓国が同 18.2%、対台湾が同 85.5%、対香港が同 34.2%、対 ASEAN が同 52.8%と、軒並み高い伸びを記録している(図表 4-10)。

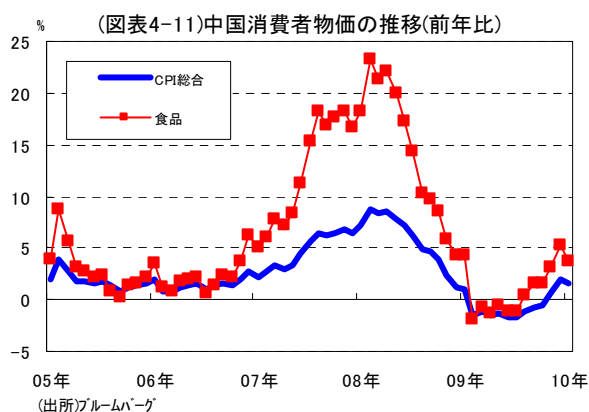
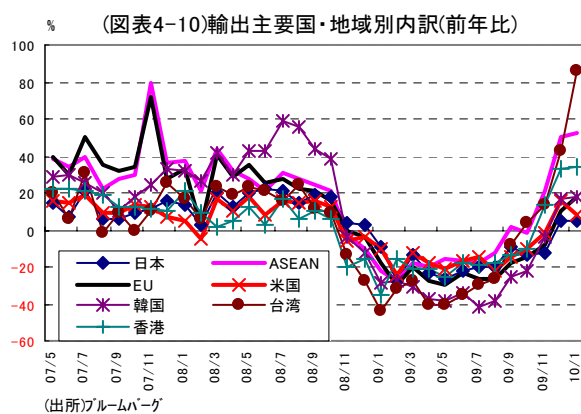
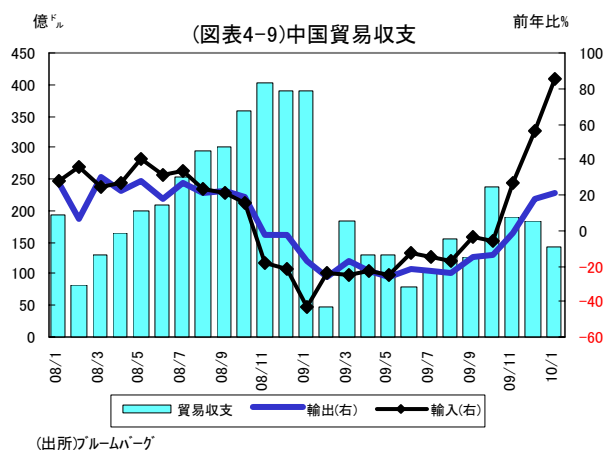
一方、輸入に目を転じると、対米国が前年比 56.6%、対 EU が同 46.1%、対日本が同 76.3%といずれも大きく、中国経済が世界景気の回復に寄与している様子を示している。対アジアでは、対韓国が同 94.5%、対台湾が同 109.0%、対香港が同 86.8%、対 ASEAN が同 118.7%で、軒並み 2 倍前後の伸びを記録している。1990 年代後半以降、東アジアにおいては、日本が一般機械や素材、韓国や台湾が汎用半導体やパソコン用液晶、中国が家電や衣類、雑貨などに比較優位を持つ形になってきており、アジア全体の内需振興との相乗効果で互いに域内貿易を拡大させている形である。2010 年後半から 2011 年にかけては、米欧景気の足取りも次第にしっかりしたものになると考えられることから、輸出は 2011 年にかけても堅調な伸びを維持すると予想している。

### (5) インフレ圧力が徐々に高まる

1 月の消費者物価指数は、前年比+1.5%と、12 月の同+1.9%から予想外の低下となった(図表 4-11)。娯楽・教育のマイナス幅が、12 月の同▲0.3%から同▲1.2%へと拡大したことなどがその理由。ただし、野菜価格高騰の影響などで、2 月はプラス幅が再び拡大する可能性が大きい。

人民銀行が 10-12 月期に 50 都市で実施したアンケートによると、将来物価予想指数は 73.4%と、前期比 6.6 ポイントの上昇となり、インフレ期待が徐々に上昇しつつある様子が示された。

当局が警戒しているのは、一般物価よりもむしろ資産価格、とりわけ、バブル色を強めつつある不動産市場の動向である。地価上昇を背景に、2009 年の不動産販売額は前年比 75%超の上昇となったが、2010 年に入っても沈静化の気配はない。1 月の 70 都市の住宅価格は、前年同月比で 9.5%



の上昇と、11月の同5.7%、12月の同7.8%からさらに加速、8ヶ月連続の上昇となった。同月の新築住宅販売価格は前年比11.3%の上昇で、上昇幅は12月から2.2%ポイント拡大している。上海などでは、2010年に入って住宅ローンの新規貸出額が急増している模様だ。

不動産市場再過熱の背景には、急拡大した銀行融資の一部が投機マネーに化けていることがある。中国当局は、2008年9月に6年半ぶりに利下げを実施して以来、5回の追加利下げをはじめ、大胆な金融緩和策を次々に打ち出してきたが、とりわけ、2008年11月に発動された4兆元の景気対策のサポートのため、人民銀行が窓口指導を通じて金融機関に貸出拡大を指示したことが、2009年以降の融資残高の急増に繋がった。政府は当初、2009年の融資増加目標を5兆元と置いていたが、これは4月までのわずか4ヶ月で達成した。中国銀行業監督管理委員会(銀监会、金融機関を統一的に管理監督する組織として2003年に設立)によれば、11月までの9兆2,000億円の融資額のうち、20%前後が不動産投資に向かったとのことだ。

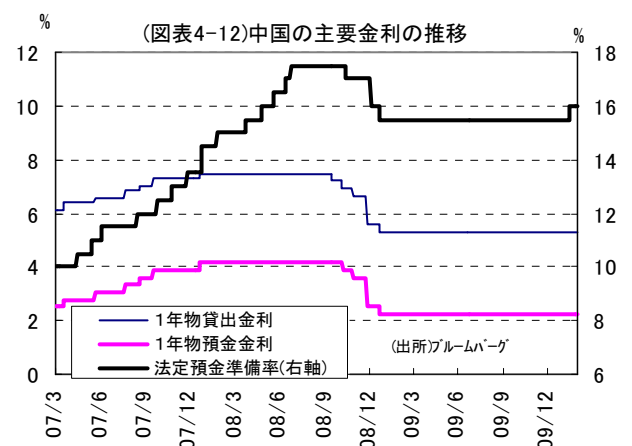
銀监会は、既に7月以降、固定資産投資向け融資や運転資金向けの融資を規制する方針を相次いで発表、融資規制の他にも、10月末までに、劣後債を自己資本の一部とみなすことを禁じる方針、国内金融機関に対し、四半期ごとのストレステストを義務付ける方針などを打ち出している。

10月21日に開催された国務院常務会議(温家宝首相主宰)では、経済成長に加え「構造改革とインフレ期待抑制」を政策の重点に置く方針が確認され、リーマン・ショック後初めて政府がインフレ期待抑制の方針を打ち出したとして注目された。12月には、個人や不動産会社が国有地を購入する際の支払い条件を厳格化する方針を明らかにしている。新ルールでは、取引価格の半分以上を頭金として支払い、購入から1年以内に全額を支払う必要がある(状況によって2年に延長可能)。2010年1月からは、中古住宅の転売にかかる営業税(5.5%)の免除対象が購入後2年から購入後5年に戻された。1月26日には、銀监会の劉明康主席が、特に不動産業界向けの融資について、銀行の窓口指導を強化する方針を明らかにしている。

また、政府は不動産投機の抑制が厳格に行われているかをチェックするため、全国を対象とする専門の調査チームを組織したとのことだ。3月の全国人民代表大会(全人代)前の成果報告が期待されている。

## (6) 2010年は利上げ実施へ

一連の引き締め政策を受け、7月以降、融資の伸びは鈍ったが、2010年に入ると、国内銀行が年末まで引き締めていた融資姿勢をいったん緩めたことで、1月第一週の融資額が急増したことが問題となった。1月累計では結局1兆3,900億円と、12月の3,798億円を大きく上回っていたことが明らかとなったが、人民銀行はまず1月7日、昨年8月以降5ヶ月ぶりに、3ヶ月物手形オペ金利を1.3280%から1.3680%まで0.04%引き上げた。突然の発表は市場を驚かせたが、1月12日にはこれも市場予想を裏切る形で、1年半ぶりに法定預金準備率の0.5%引き上げに踏み切り(実施は18日、図表4-12)、2月12日にも2ヶ月連続での0.5%の引き上げを発表した(実施は25日)。また、1月20日には、特定の国内銀行に対し、1月の残りの期間の融資を禁じる方針をも打ち出している。



銀监会は今後の方針として、融資が「実体経済」に行きわたることを確実にするとともに、生産能力過剰部門への融資を制限する方針を明らかにしている。温暖化ガス削減プロジェクトや、代替エネルギー、環境保護、新素材等の分野は逆に優遇する方針とのことだ。政府当局は、本格的な引き締めサイクルへの移行を否定しているが、今後年央に向け、引き締め路線をさらに強化してくる可能性が高い。法定準備率は年内にあと 3~5 回程度引き上げられる可能性がある。利上げについては、高金利通貨を志向する投機資金の流入によって景気過熱をさらに助長する恐れがあるほか、中国経済の金利チャネル自体が弱いということもあって、積極的には実施されないとみるが、年内に 2 回程度は実施されると見ている。

### (7) 元高誘導の再開は近い

政府当局は、人民元相場を一昨年(2009年)の7月以降、事実上の対ドル固定相場に戻している(図表4-13)。これが足元の輸出回復に貢献しているが、一方で人民元の安定は金融市場の信頼性を高め、先進国からの安定的な資金流入に繋がった。とりわけ、米国では、FRBが、ほぼゼロ金利という状態がある程度の長きにわたって続くことを保証するという金融政策を行っていることから、低利のドルで資金を調達して、高金利通貨やリスク資産に投資するという、「ドルキャリー取引」が膨張し、これが中国をはじめとした新興国や資源国への大量の資金流入をもたらした。

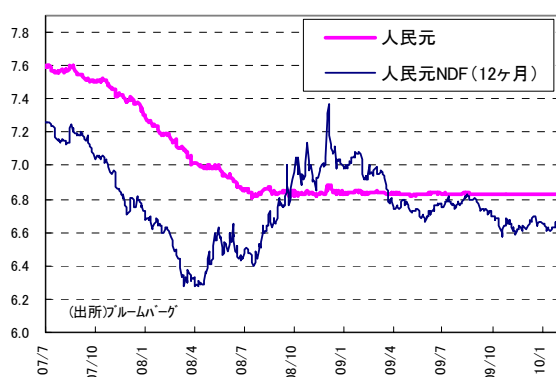
人民元の固定については、最近では欧米だけではなく、新興国からも「アンフェア」との声が上がり始めているが、2月5-6日にカナダのイカルイトで開かれた7ヶ国財務相・中央銀行総裁会議(G7)では、人民元は主たる議題として取り上げられなかった。これについては、無用な軋轢を避けるという意味で賢明な選択だったと言えるだろう。中国政府への圧力は逆効果と考えられるためだ。放っておいても、V字型の景気回復を続ける国内事情が、固定相場制の持続を許さない状況が早晚訪れるとみている。

景気回復とドル安、およびドルキャリー取引の拡大に伴い、昨春以降、通貨当局は元売りドル買い介入の規模拡大を余儀なくされている。外貨準備高が増加ペースを速めているのはその傍証である(図表4-14)。また、元売り介入を通じて市場に供給されたマネーを不胎化しきれないことが、足元のマネーサプライ拡大の一因ともなっている。各種の金融引き締め策を有効に機能させるためには、マネーサプライの拡大を抑制しなければならず、それは人民元の緩やかなフロートを容認しなければ難しい。年央までには、元高方向への誘導を再開する可能性が高く、その後2011年末までに1割程度の引き上げが実施されると予想する。

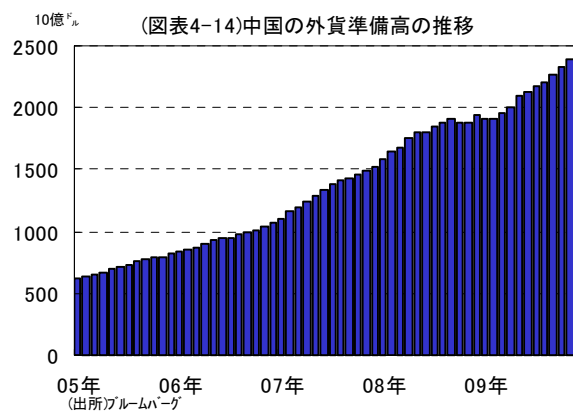
### (8) 中国経済は息の長い拡大局面が続く

先進国の金融市場では、中国当局による引き締め強化が景気をオーバーキルするリスクが懸念さ

元/ドル (図表4-13) 人民元直物と先物(NDF)の推移



10億ドル (図表4-14) 中国の外貨準備高の推移





れているが、一連の政策は、むしろ、中国景気の過熱色を弱め、景気拡大局面の持続度向上に寄与すると考えられる。政策の機動性が極めて高い中国の景気腰折れリスクは、市場が懸念するほど高くないとみている。

たとえば、先進国における財政政策は、通常議会等で延々と議論を重ねた後でなければ実施できない。それが民主主義のコストということだが、一党独裁国家の中国では、多少誇張して言えば、「今日決めたことが明日からできる」強みがある。景気腰折れリスクが現実のものになったら、ただちに引き締め政策を撤回し、緩和政策に転じることが可能だ。

また、先進国の中央銀行は、短期金利をたかだか0 コンマ数ポイントずつ動かすだけで、市中のマネーの量をコントロールし、ひいては実体経済に影響を与える努力を続けなければならない。金融政策の効果が実態経済へ十分波及するまで、1年以上かかるという分析が一般的だ。金融緩和を続けても、銀行の貸出態度が容易に変わらないことも多い。これに対し、中国政府は直接銀行に「貸せ」、あるいは「貸すな」と強制することが可能である。実際、金融危機後の中国景気が先進国に先んじて回復に向かったのは、4兆元の景気対策もさることながら、歩調を合わせて銀行に融資増加の号令をかけ、その結果5兆元という年間目標をわずか4ヶ月で達成するという驚異的なペースで貸出額が増加した効果が大きかった。

経済政策には、認知ラグ、行動ラグ、効果ラグの三つのタイムラグがあることが問題とされているが、中国に関しては行動ラグがかなり短い。より直接的な手段をとることが可能な分、効果ラグも短いと言えるだろう。中国は独自の構造的問題を数多く抱えているが、たとえ、一時的な景気減速を余儀なくされたとしても、高度成長期にある中国では潜在成長率が高く、巡航速度に向けた迅速な復元が期待できる。日本のような「失われた10年」といった状況に陥る可能性はほとんどない。

政府の関与が強すぎるという点で自由な市場とは言えず、いつ政策変更があるかわからないという点で商売のしにくい国であることも確かである。しかし、中国の政治体制は危機管理と言う点では向いている。余程強い外的なショックがない限り、深刻な景気後退に陥る可能性は低く、今後もかなり息の長い景気拡大局面が続くと予想している。

## 5. 原油相場見通し

### (1) 目先、需給逼迫のリスクは低い

リーマン・ショック後、一時 30 ドル/バレル台前半まで下落した米国産標準油種 WTI (ウェスト・テキサス・インターミディエート) 先物価格は、その後上昇基調に転じ、昨年終盤から 70~80 ドル/バレル近辺で推移している。各国が打ち出した財政・金融政策が奏功し、世界景気が回復基調に戻りつつあること、市場参加者のリスク許容度が回復し、投機資金が流入していることなどが背景と考える (図表 5-1)。

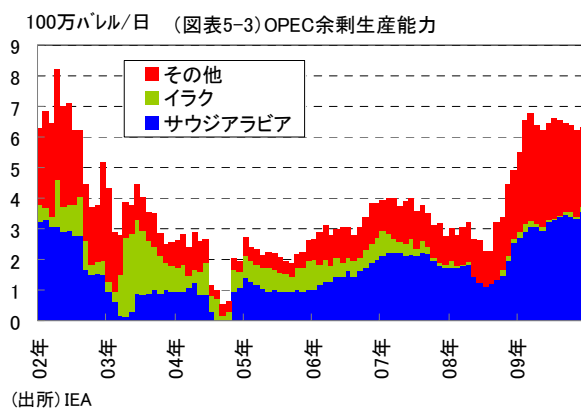
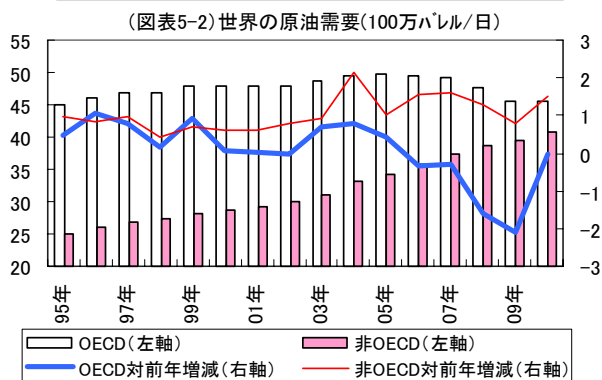
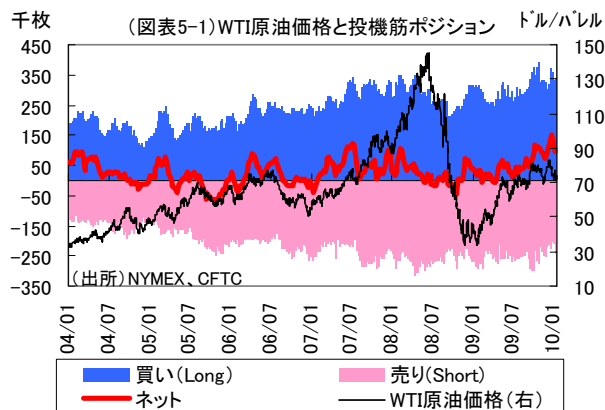
国際エネルギー機関 (IEA) による1月の原油需給見通しをみると、需要面に関しては、2009年の 8,490 万バレル/日から2010年には 8,630 万バレル/日と、140 万バレル/日ほど増加する見通しとなっている。地域別にみると、低成長が予想される OECD 諸国の需要量は横ばいにとどまるものの、成長著しい中国などの非 OECD 諸国で増加が見込まれている (図表 5-2)。

一方供給面では、非 OPEC 諸国が 2009 年の 5,130 万バレル/日から 2010 年には 5,150 万バレル/日と、20 万バレル/日ほどの増加にとどまる見通しとなっている。ただ、先述の需要増加見通し分との差である 120 万バレル/日は、現在、OPEC の余剰生産能力が 600 万バレル/日ほどあることを考えれば、十分対応可能と考える (図表 5-3)。このように、IEA の見通しに基づけば、2008 年までの数年間で見られた需給逼迫懸念が深刻化して価格が大きく跳ね上がるリスクは、目先の原油市場ではさほど高くないと言える。

### (2) 原油価格は緩やかな上昇を予想

不透明なのが投機資金の動向だが、1月14日、米商品先物取引委員会 (CFTC) からエネルギー先物市場における持ち高規制案が発表されており、一定程度、資金流入を抑制しよう。市場では、懸念されていたほど厳しい内容ではなかったとの見方が多いようだが、仮に今後、投機資金の流入によって再び価格が急騰するような事態が起これば、当局は一段の規制を打ち出してくると思われる。

今後の WTI 価格は、世界景気の回復を背景とした原油需要の増加により上昇基調をたどると予想するが、景気回復ペースは緩慢になると見込まれること、OPEC に供給余力が残っていることなどから上昇余地は限られよう。WTI (年平均) は、2010 年が 80 ドル/バレル、2011 年が 84 ドル/バレルを予想する。



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。