

明治安田生命

2010-2011年度経済見通しについて

～輸出の好調が徐々に内需に波及、日本経済は堅調な回復が続く～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2010年1-3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	2.8%	2011年度	2.3%
名目GDP成長率	2010年度	1.9%	2011年度	2.2%

2. 要 点

- ①2010年度から2011年度にかけての日本経済は、デフレが引き続き家計や企業心理の足かせとなるものの、輸出の好調持続が見込まれるのに加え、内需にも徐々に回復のすそ野が広がっていく展開が期待できるため、潜在成長率を上回る堅調な成長が続くと予想する。
- ②雇用・所得環境の緩やかな改善や子ども手当の支給開始などを受け、個人消費は堅調に推移しよう。住宅ローン減税の効果などから住宅投資は持ち直しが続き、設備投資もストック調整の進展などによって、2010年度後半から回復基調を強めよう。輸出は中国・アジア向けの好調に加え、米国向けも次第に好転へ。一方、公共投資は予算減額の影響で減少基調が続こう。
- ③外需のカギを握る中国経済は、政府の適切なマクロ経済運営によって、景気過熱の抑止に成功するとみる。南欧の財政問題も引き続きリスクだが、EU・IMFの大規模な支援策により金融危機の再来に繋がるリスクは低下している。欧州景気のリcoveryは鈍いものにとどまらざるを得ないが、世界景気の腰折れ要因にはならないとみる。

〈主要計数表〉

	2009年度 実績	2010年度		2011年度	
			2010/2時点		2010/2時点
実質成長率	▲1.9%	2.8%	1.8%	2.3%	2.1%
成長率寄与度・内需 ・外需	▲2.4%	1.6%	0.9%	1.8%	1.3%
	0.4%	1.3%	0.9%	0.5%	0.7%
名目成長率	▲3.7%	1.9%	0.6%	2.2%	1.6%

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	-1.9%	2.8%	2.3%	1.0%	1.2%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
民間最終消費支出	0.6%	1.6%	1.5%	0.7%	0.3%	0.1%	0.5%	0.4%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
民間住宅投資	-18.5%	4.8%	5.2%	-2.7%	0.3%	3.1%	4.6%	2.3%	0.5%	1.3%	2.3%	0.9%	-3.7%
民間設備投資	-15.1%	6.0%	7.3%	1.3%	1.0%	1.4%	1.8%	3.4%	2.4%	1.5%	1.2%	1.0%	1.2%
政府最終消費支出	1.8%	0.9%	0.2%	0.7%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	8.7%	-10.1%	-6.1%	-1.2%	-1.7%	-2.8%	-4.5%	-4.2%	-1.8%	-0.9%	-0.6%	-0.3%	0.0%
財貨・サービスの輸出	-9.6%	17.2%	8.7%	5.8%	6.9%	3.1%	2.0%	2.4%	2.3%	2.2%	1.8%	1.9%	2.0%
財貨・サービスの輸入	-11.8%	11.0%	7.7%	1.5%	2.3%	2.7%	2.9%	2.8%	2.1%	1.8%	1.4%	1.2%	1.4%
名目GDP	-3.7%	1.9%	2.2%	0.3%	1.2%	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	0.6%
GDPデフレーター(前年比)	-1.8%	-0.9%	-0.2%	-2.7%	-3.0%	-1.4%	-1.2%	-0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	0.0%

(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	-1.9%	2.8%	2.3%	1.0%	1.2%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
民間最終消費支出	0.4%	0.9%	0.8%	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	-0.6%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%
民間設備投資	-2.3%	0.8%	1.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%
政府最終消費支出	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.5%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.4%	1.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	-1.5%	2.4%	1.4%	0.9%	0.9%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	1.9%	-1.1%	-0.8%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-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)	-9.3%	16.7%	8.5%	-5.1%	27.1%	21.9%	19.5%	16.0%	10.7%	9.9%	8.8%	7.8%	7.5%
消費者物価指数(前年比)	-1.6%	-0.9%	0.0%	-2.0%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.2%
除く生鮮食品(前年比)	-1.6%	-1.0%	0.0%	-1.7%	-1.2%	-1.3%	-1.2%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.2%
国内企業物価指数(前年比)	-5.2%	0.2%	0.8%	-5.2%	-1.7%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	1.2%	0.9%
完全失業率(季調済:平均)	5.2%	4.9%	4.6%	5.2%	4.9%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
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%	0.10%	0.25%
為替レート(円/ドル:平均値)	93円	95円	101円	90円	91円	93円	94円	96円	98円	99円	100円	101円	102円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

1-3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たほか、個人消費の回復基調も続いたことから、前期比+1.2%（年率換算+4.9%）と高い伸びを達成した。今後は過去の経済政策の効果が薄れる時期に差し掛かるが、輸出が引き続き下支え役を果たすとみられ、日本経済は回復基調が続くと予想している。

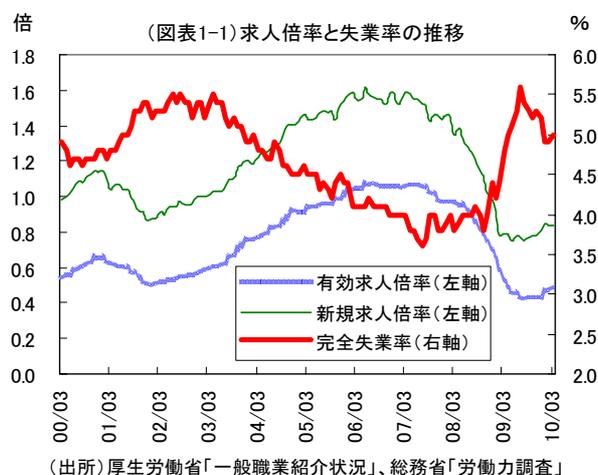
個人消費は、エコカー減税・補助金やエコポイントの効果逓減が懸念されるものの、雇用・所得環境が緩やかに改善すると見込まれることや、6月からは子ども手当の支給も開始されることなどから、今後も底堅く推移しよう。住宅投資は、消費者マインドの好転に加え、住宅ローン減税や住宅取得時の贈与税非課税枠拡大などの政策効果によって、緩やかに回復するとみている。設備投資は、生産の回復や企業のキャッシュフローの好転、ストック調整の進展などによって、2010年度後半から回復基調を強めよう。輸出は、中国・アジア向けが引き続き堅調に推移すると見込まれることに加え、米国向けも次第に好転してこよう。一方、2010年度予算で公共事業関係費が大幅な減額となり、公共投資は大きく減少することが避けられない。

2011年度は、子ども手当の満額支給の実現可否など不透明要素が残るものの、企業収益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、個人消費は引き続き堅調に推移しよう。設備投資と住宅投資も回復基調が続くとみる。世界経済も次第に安定感を増してくるとみられ、輸出も堅調な推移が続こう。公共投資の減少は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持続すると予想する。

マイナスの需給ギャップの縮小とともに、デフレ圧力は徐々に緩和するとみられるものの、今後も引き続き物価の下押し圧力は残ろう。消費者物価は2011年度まで下落基調が続くと予想され、利上げは2012年1-3月期となる可能性が高いとみている。

（1）個人消費は堅調に推移

雇用環境は最悪期を脱し、緩やかに改善している。完全失業率は昨年7月に過去最悪の5.6%にまで上昇したが、その後は低下基調に転じている（図表1-1）。有効求人倍率と新規求人倍率も昨年8月を底に、緩やかに好転しつつある。昨年7月から今3月までの間に、雇用者数（季調値）は42万人の増加となる一方、雇用調整助成金の支給対象者数は255万人から146万人へと、109万人も減少した。雇用調整助成金は、雇用調整を実施せざるをえない企業に対し、従業員の休業手当や賃金の一部を助成することによって、失業を防止することを目的としており、支給対象者数の減少は、休業中の労働者が通常勤務に戻ったことを意味する。したがって、実態としては雇用が増加したと考えることもできる。

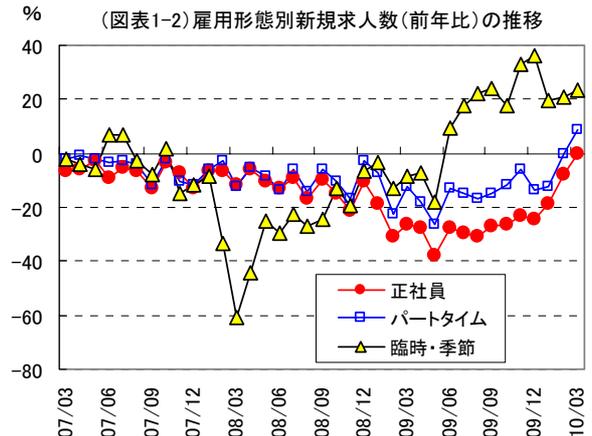


一方、雇用形態別新規求人数（前年比）を見ると、「臨時・季節」（臨時は1ヶ月以上4ヶ月未満の雇用契約、季節は季節的な労働需要に対して一定の期間を定める雇用契約）の求人は堅調に推移しているものの、「正社員」は低調である（図表1-2）。景気の回復基調は続いているものの、企業は正社員の採用には依然として及び腰であり、有期契約社員の採用を優先している様子が窺われる。また、製造業を中心に所定外労働時間が顕著に回復しているにも関わらず、常用雇用指数の回復力は鈍いことから、企業は従業員を増やすよりも残業時間の増加で対応している面が強いことがわかる。

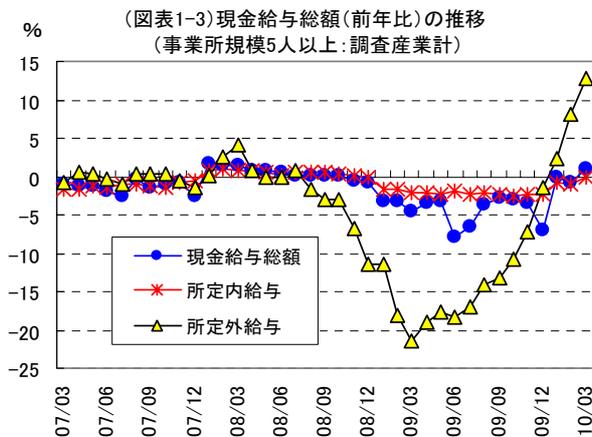
3月調査の日銀短観における雇用人員判断DIは+13（全規模・全産業ベース）と、3期連続で改善したものの、これは依然として雇用過剰感が残る水準である。生産の回復とともに、今後も雇用人員数は緩やかな増加基調が続くと予想されるが、雇用情勢が改善に向かう局面では、これまで職探しを諦めていた人が労働市場に参入する傾向があり、職探しを始めてもすぐに就職できない場合には失業者にカウントされる。また、今後は公共投資の大幅減が確実な情勢であり、建設業従業者（約500万人）の失職が増加する懸念が強い。実際、3月調査の日銀短観では、建設業（全規模ベース）の先行き6月の雇用人員判断DIが+10から+23へと大幅に悪化する見通しとなっている。雇用情勢は最悪期を脱したものの、2010年度一杯は失業率の高止まりが続くと予想される。

所得環境に目を移すと、製造業を中心に所定外労働時間が増加しており、それに伴って、所定外給与が回復している（図表1-3）。2008年9月のリーマン・ショック後に落ち込んだ現金給与総額も今3月は1年5ヶ月ぶりに前年比プラスとなった。（株）インテリジェンスの調査によれば、正社員の賃金に先行する傾向があるアルバイトの平均時給は昨年12月以降5ヶ月連続で前年比プラスとなっている。

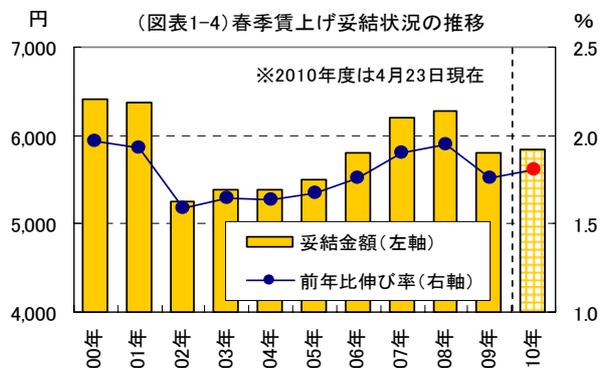
日本経団連の集計（4月23日現在）によれば、2010年度の大手企業の春季賃上げ率（定期昇給込み）は前年比+1.81%（5,838円）と、前年の伸び率（同



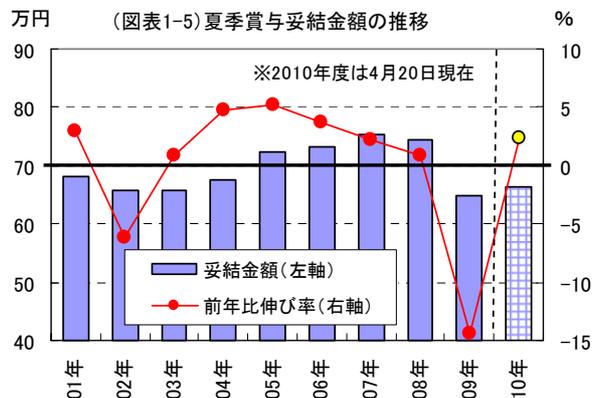
(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」



(出所)厚生労働省「毎月労働統計」



(出所)日本経済団体連合会、旧日本経営者団体連盟

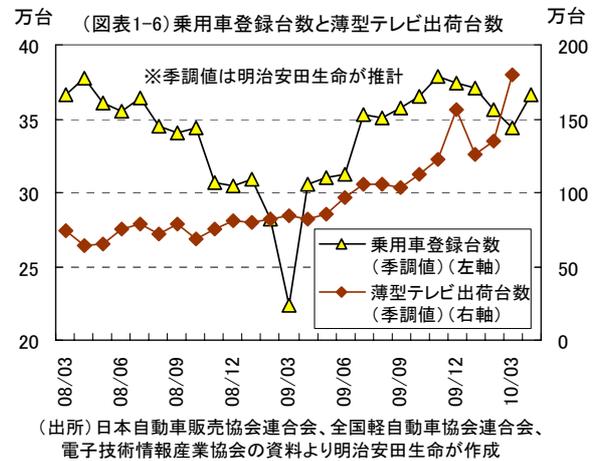


(出所)労務行政研究所

+1.76%)を小幅ながら上回った(図表1-4)。労務行政研究所の調査(4月20日現在)では、主要企業の2010年夏季賞与は前年比+2.4%の66.3万円となっている(図表1-5)。

2010年度は所定内給与も夏季賞与も前年水準を小幅ながら上回る見通しとなり、4月以降の現金給与総額も前年比プラス基調が続く可能性が高まった。今後、所得環境は緩やかな改善基調が続くと予想される。

個人消費は、昨年1-3月期を底に回復基調が続いている。雇用・所得環境が厳しい中、個人消費の牽引役を果たしてきたのは、乗用車と薄型テレビである(図表1-6)。ただ、乗用車の販売は既にピークアウトしつつある一方で、薄型テレビは好調を維持しており、両者は対照的な動きを示している。乗用車のピークアウトはエコカー減税・補助金の効果逓減による面が大きい。薄型テレビについては、エコポイントの効果は乗用車と同様にピークアウトしつつあると考えられるものの、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いること、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下支え要因となっているようだ。また、3月はエコポイントの省エネ基準変更前の駆け込み需要(4月以降にエコポイントの対象外となる商品が大幅に値下げされたことによる)が販売台数を大きく押し上げた。



今後は薄型テレビの販売もエコポイントの効果一巡によって次第に弱含む可能性が高い。ただ、雇用環境は厳しいながらも最悪期は脱したとみられること、所得環境は今後緩やかに改善すると見込まれること、第一生命の株式会社化に伴い契約者に株式・現金が割り当てられたこと(約1.4兆円相当)、4月から公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減が始まっていること、6月からは子ども手当の支給も開始されることなどを考慮すると、個人消費は今後も基本的には堅調に推移しよう。これまでの個人消費回復の牽引役は耐久消費財であったが、今後は、教育、旅行、外食、レジャー、衣料品など、幅広い分野で回復に向かうことが期待できる。

9月末にエコカーの補助金制度、12月末にはエコポイント制度がそれぞれ終了する予定であり、制度終了前の駆け込み需要および制度終了後の反動減が予想される。ただ、エコカー減税は2012年3月まで継続すること、乗用車や薄型テレビに向かっていった消費が他の消費に振り替わると予想されることなどから、個人消費全体にとって大きな波乱要因にはならないとみている。

2011年度は、2010年1月からの所得税の扶養控除廃止・特定扶養控除縮小の影響が懸念されるものの、雇用・所得環境の改善が続く見通しであることから、個人消費は引き続き緩やかな回復基調が続くと予想している。ただし、財政難を背景に子ども手当の満額支給の実現は不透明感が強く、また、配偶者控除の廃止論議が再燃する可能性もある。今後の議論の動向次第では消費者マインドを冷やすリスクが残ろう。

(2) 住宅投資は緩やかに回復

新設住宅着工戸数は、2009年8月の年率換算68.8万户を底に回復しつつある(図表1-7)。また、住宅着工に数ヶ月先行する傾向がある建築確認申請件数や建築確認交付件数は、昨年11月以降5ヶ月連続で前年比プラスとなっており、当面、住宅着工の回復基調が続くことはほぼ確実な情

勢だ（図表 1-8）。雇用・所得環境の改善に伴う消費者マインドの好転に加え、2009 年から住宅ローン減税が大幅に拡充（耐久性や耐震性に優れる「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可能）された効果が現れてきたようだ。

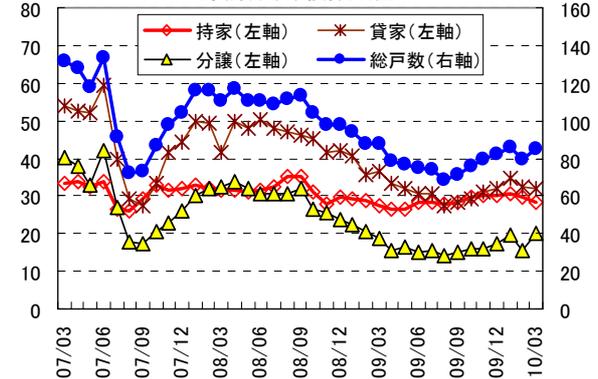
長らく低迷の続いたマンション市場もようやく底入れの兆しが見え始めた。4 月の首都圏マンションの契約率（新規売却戸数/新規発売戸数）は 79.9%と、好不調の分かれ目とされる 70%を 4 ヶ月連続で上回った（図表 1-9）。販売在庫数も 2008 年 12 月末には 1 万 2,427 戸にまで膨れ上がっていたが、今 4 月末には 5,736 戸とピーク時から半減しており、在庫調整も大きく進展している。4 月の新規売却（契約）戸数は前年同月比+51.3%と急回復した（図表 1-10）。

2010 年からは住宅取得資金の贈与税非課税限度額が 500 万円から 1,500 万円に引き上げられた（2011 年は 1,000 万円に引き下げ）。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。基礎控除とあわせた非課税枠が 1,610 万円にまで拡大したことにより、住宅資金を贈与するインセンティブは高まろう。

一方、住宅版エコポイントについては、リフォーム需要を喚起する効果が期待されるものの、住宅投資のインセンティブとしては物足りない。省エネ性能に優れたエコ住宅を新築（対象は 2009 年 12 月 8 日から 2010 年 12 月 31 日に着工したもの）した場合、一律 30 万ポイント（30 万円相当）のエコポイントが付与されるが、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。

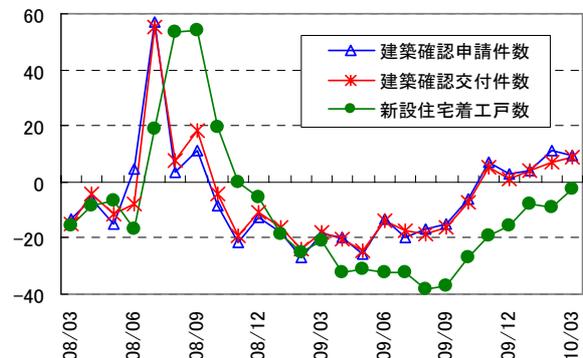
住宅市場は、世帯数の伸び悩みや住宅ストックの余剰感（空き家の増加）、建替えサイクルの長期化などの構造的な問題を抱えている。しかし、団塊ジュニア世代（現在 30 歳代後半）が住宅取得期に差し掛かっていること、1970 年代に大量に着

（図表 1-7）利用関係別新設住宅着工戸数の推移（季調済年率換算戸数）



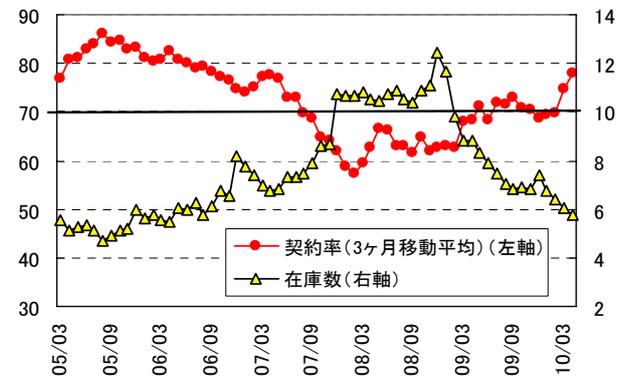
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表 1-8）建築確認件数（前年比）の推移



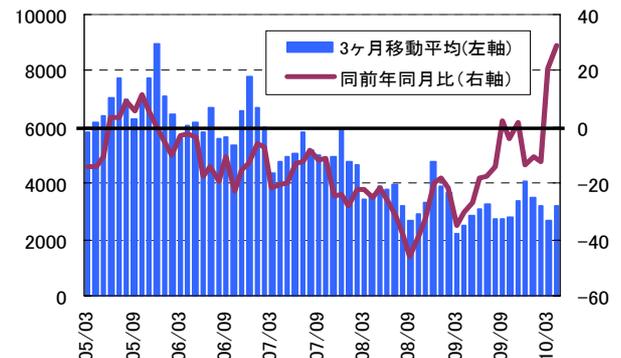
（出所）国土交通省

（図表 1-9）首都圏マンションの契約率・在庫数の推移



（出所）不動産経済研究所

（図 1-10）首都圏マンション新規売却戸数の推移



（出所）不動産経済研究所

工された住宅が建て替え時期を迎えつつあること、住宅ローン減税や住宅取得時の贈与税非課税枠拡大などの政策効果も期待されることなどから、住宅投資は、2010年度から2011年度にかけて、緩やかな回復基調が続くと予想される。

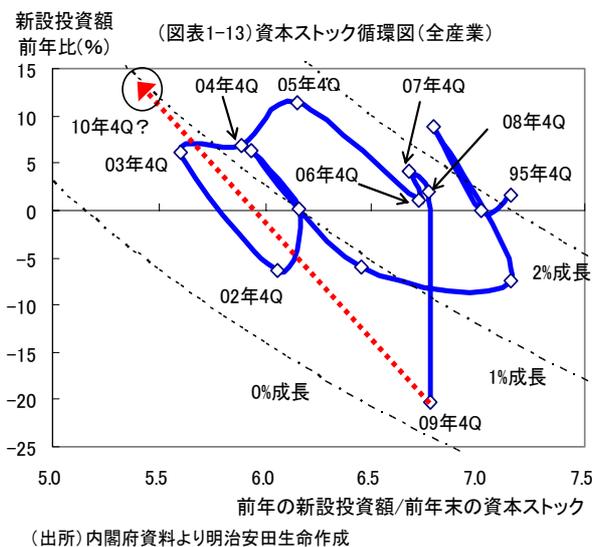
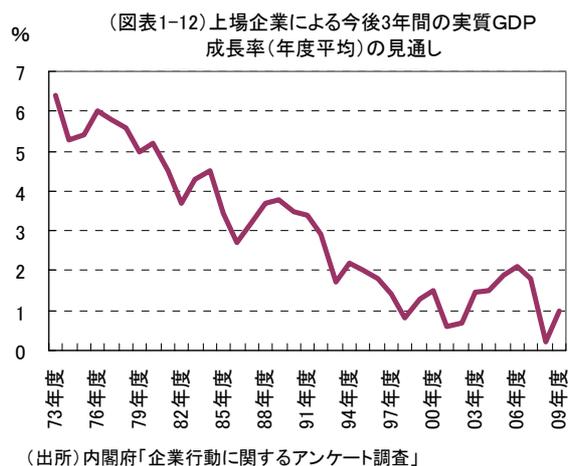
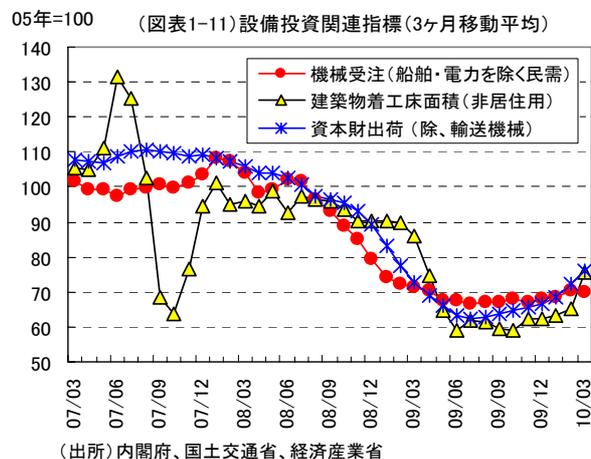
(3) 設備投資は今下期から回復基調を強める

このところの機械受注（船舶・電力を除く民需）、建築物着工床面積（非居住用）、資本財出荷（除、輸送機械）などの動きを見ると、設備投資は下げ止まりつつあると判断できる（図表1-11）。今3月には鉱工業生産指数がリーマン・ショック前の91%まで回復してきたこと、2009年10-12月のキャッシュフロー（法人企業統計で「経常利益/2+減価償却費」として算出）が前年同期比+19.8%と9四半期ぶりにプラス転換したこと、これまでの設備投資削減によって、ストック調整が進展したことなどが要因と考えられる。

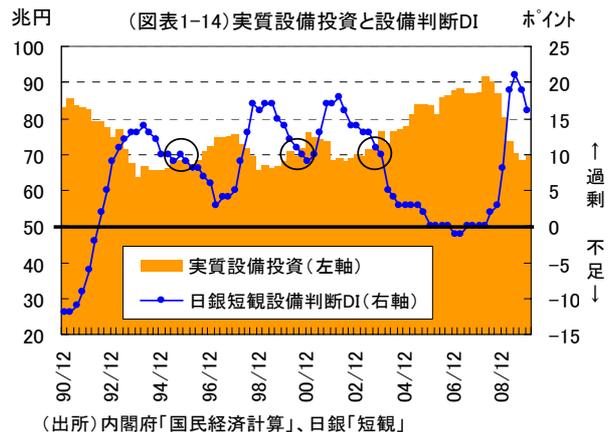
内閣府が発表した「2009年度企業行動に関するアンケート調査」によると、上場企業の今後3年間（2010～2012年度）の実質GDP成長率見通しは+1.0%（年度平均）と、前年度調査の同+0.2%からやや上昇した（図表1-12）。これは企業の期待成長率（中期的な実質GDP成長率の期待値）が改善したことを示している。

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、企業は売上高の増加（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増加（減少）させようと、設備投資に積極的（消極的）になる傾向があるためだ。

資本ストック循環図で設備投資と資本ストックの最近の関係をみると、企業の期待成長率が大幅に低下（2008年度：+1.8% → 2009年度：+0.2%）したことから、新規の設備投資が大幅に削減（2009年10-12月期時点で前年比▲20.4%）された様子が窺える（図表1-13）。企業の期待成長率が1%程度にまで上昇し、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10-12月期時点の設備投資は前年比で+10～15%程度と試算される（2009年12月時点の「新設投資額/資本ストック」は5.40）。



日銀短観の設備判断 DI（全規模・全産業ベース）と実質設備投資の関係を見ると、設備判断 DI（過剰-不足）が概ね+10 前後まで改善（低下）すると、設備投資が本格的な回復局面に入る傾向が読み取れる（図表 1-14）。3 月調査の設備判断 DI は+14 と、12 月調査よりも 2 ポイント低下した。先行き 6 月はさらに 2 ポイント低下して+12 との予測になっている。今後も企業の設備過剰感緩和に向かうとみられ、9 月調査では設備判断 DI が+10 程度まで低下するとみられる。このことから、今下期から設備投資が回復基調を強める可能性は高い。2011 年度も設備投資の回復基調は続く予想する。



(4) 公共投資は大幅に減少

2010 年度予算では、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 兆円の大幅減額となった（図表 1-15）。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%である。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っている。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）。もっとも、高速道路割引財源の一部（約 1.1 兆円）は道路建設に振り向けられる見通しであり、さらに、一般会計に計上されている景気対策予備費（約 2 兆円）の相当部分は地方の公共投資に充当される可能性が高い。

(図表 1-15) 主要な公共投資関連予算の動向

(単位: 億円)

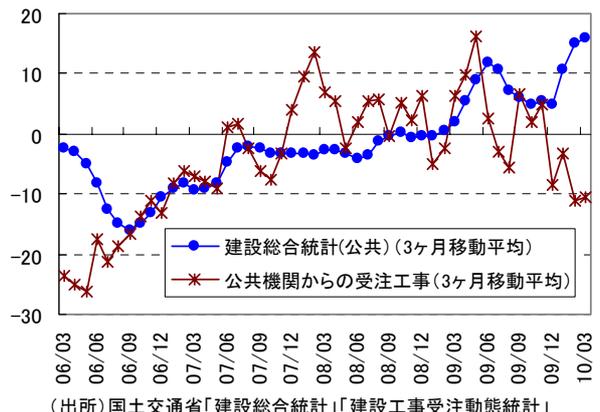
	2009年度予算				2010年度予算		
	当初予算	1次補正	2次補正	合計(b)	当初予算	合計(c)	(c)-(b)
公共事業関係費[一般会計]	70,701	23,468	▲4,792	89,377	57,731	57,731	▲31,646
地方の公共事業の支援	0	13,790	4,100	17,890	0	0	▲17,890
社会資本整備事業特別会計	46,803	17,315	▲6,500	57,619	40,046	40,046	▲17,572
小計(国の予算)	117,504	54,573	▲7,192	164,886	97,777	97,777	▲67,109
補助事業費	49,486	—	—	49,486	43,319	43,319	▲6,167
地方単独事業費	80,808	—	—	80,808	68,683	68,683	▲12,125
小計(地方の予算)	130,294	—	—	130,294	112,002	112,002	▲18,292
合計	247,798	54,573	▲7,192	295,180	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

(図表 1-16) 公共工事の前年同月比伸び率



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）。2010 年 1 月以降の数値が上振れている要因は、統計上、冬季修正率を縮小したことによるものであり、実態としてのトレンドはこれまでと大きな変化はない。

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する部分もあるが、それでも大幅な減少は避けがたい。2011 年度についても公共事業予算は削減の方針を続けると予想され、引き続きマイナス基調が続こう。

(5) 中国・アジア向け中心に輸出は引き続き堅調

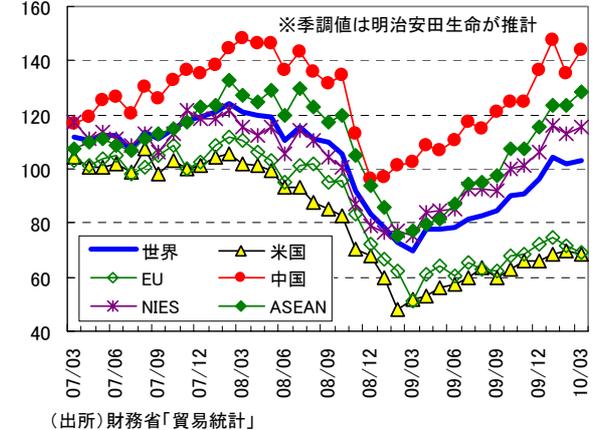
2008年9月のリーマン・ショック以降、世界同時不況が輸出の急激な減少を招いたが、輸出数量は昨年3月を底に回復に転じている(図表1-17)。牽引役は中国・アジア向けの輸出であり、現地に進出した日系メーカー向けが増加している。

1980年代後半以降、製造業の海外進出が積極化しており、それに伴って海外生産比率も上昇傾向にある(図表1-18)。1985年度の海外生産比率(海外法人売上高/(海外法人売上高+国内法人売上高))は3.0%に過ぎなかったが、直近2008年度は17.0%にまで上昇した(2008年度の同比率が低下した要因はリーマン・ショック後の世界経済の急激な落ち込みによる)。進出先は中国を中心にアジアが大きく増加しており、2008年度末時点で製造業海外現地法人の72.0%をアジアが占めている。とりわけ中国(香港含む)の構成比が35.8%と、1993年度の8.9%から急上昇している。

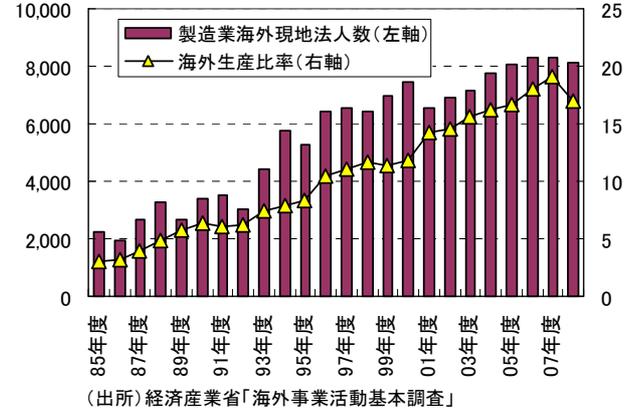
一般に、セットメーカー(自動車メーカーや電機メーカーなど)は、新商品の開発段階から国内の部品メーカーや素材メーカーと共同開発を行うことが多い。海外に進出したセットメーカーは原材料や部品、製造装置・機械類などをなるべく現地で調達するように努めているものの、共同開発した基幹部品・材料は日本メーカーからしか調達できない。また、汎用部材であっても現地メーカーの品質レベルでは不十分であり、日本メーカー製を採用することは少なくない。労働集約的な部材は現地製品の方が低価格であることが一般的であるものの、資本集約的な部材の場合、日本から輸入した方が割安なこともある。製造装置・機械類なども現地メーカー製よりも日本メーカー製の信頼性が高く、生産効率を高める観点からも日本メーカー製を採用することが多いのが実態だ。

1990年代前半は、日本メーカーのアジア(とりわけ中国)への進出が急速に増え始めた時期であるが、アジア地域における現地調達比率は低下傾向にあった(図表1-19)。日本メーカーが中国・アジアに進出した当初は、現地で必要な部材を調達することが容易ではなく、日本からの輸入に頼らざるをえなかったためである。1990年代後半以降は、アジア地域における現地調達比率は緩やかな上昇傾向に転じた。日本から部品メーカーや素材メーカーの現地進出が拡大して、日系メーカーから現地で部品や素材を調達できるようになったことに加え、現地の部材メーカーの品質レベルも次第に向上し、現地メーカーからの調達も増加したことが要因である。

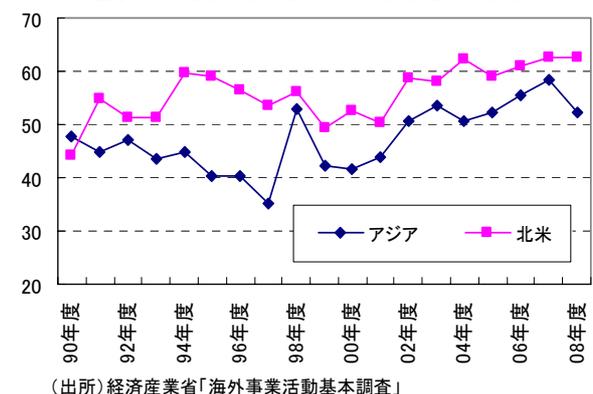
(図表1-17)地域別輸出数量指数(季調値)の推移



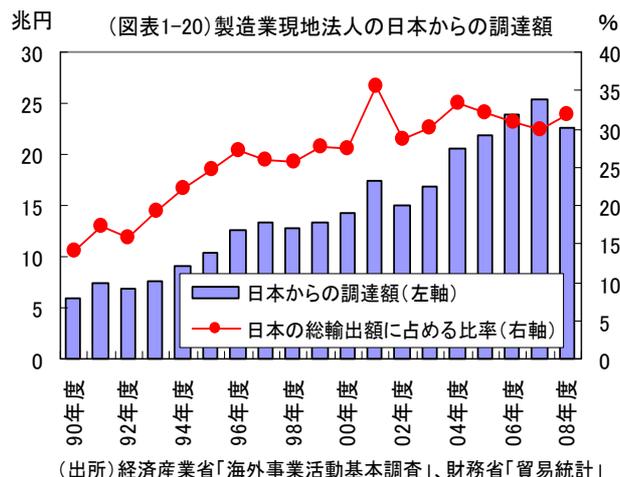
(図表1-18)製造業海外現地法人数と海外生産比率



(図表1-19)製造業現地法人の現地調達比率の推移



製造業の現地調達比率は上昇傾向にあるものの、その一方で、海外現地法人の日本からの調達額も増加基調が続いている（図表 1-20）。日本から中国・アジア向けの輸出は大きく増加しているが、その多くは、現地に進出した日系メーカーへの輸出である。日本の総輸出額に占める海外現地法人向けの比率は約 30%程度と高水準を維持している。日本企業の海外生産が拡大すると、現地では調達が困難（もしくは日本から輸入した方が品質や価格面で有利）な部材や機械類等の日本からの輸入が増加、すなわち、日本から海外現地法人への輸出が増加するという構造が確立している。

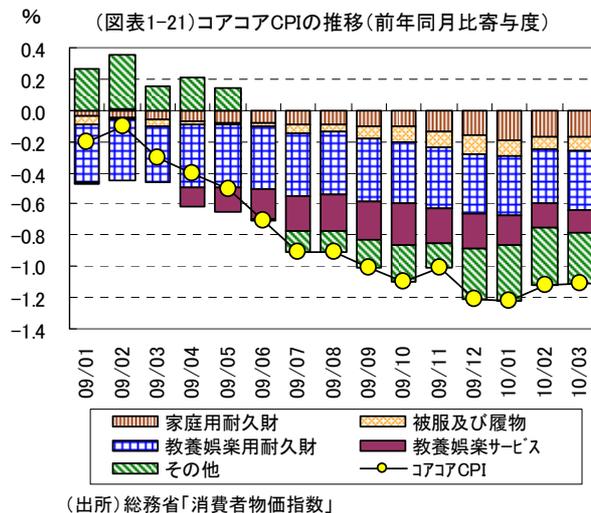


中国を中心にアジア市場は今後も高成長が続く見通しであり、現地の旺盛な需要を取り込もうとして、日本企業の海外生産は拡大傾向をたどると予想される。部材や機械類の現地調達比率は今後も緩やかに上昇する可能性が高いものの、現地では調達しにくい部材や機械類などは引き続き日本から輸入すると考えられる。日本メーカーの海外生産の拡大が日本の輸出増加要因として働く展開が続こう。

欧州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好調であり、米国経済も緩やかな回復基調が続いている。輸出が反動的に急拡大する局面は終わりつつあるものの、今後も中国・アジア向けを中心に輸出は引き続き堅調に推移しよう。

(6) デフレ圧力はやや緩和

物価の基調部分を示すコアコア 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 11 年連続で前年度の水準を下回った。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、コアコア CPI は 2009 年 1 月の前年同月比▲0.2%から 12 月には同▲1.2%にまで徐々にマイナス幅が拡大した（図表 1-21）。年明け以降はマイナス幅の拡大がようやく一服し、1 月は同▲1.2%、2、3 月は同▲1.1%となっている。



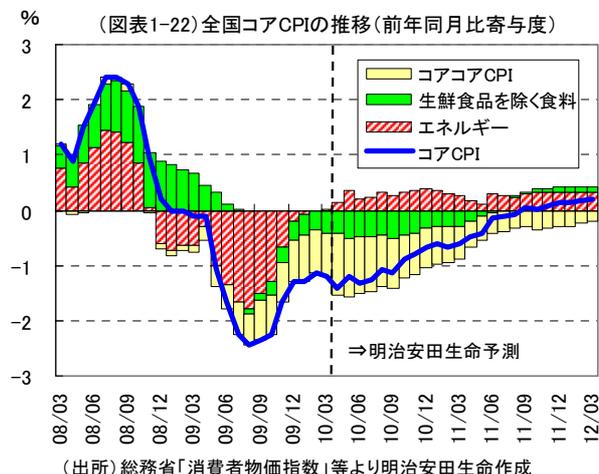
2010 年 1-3 月期の需給ギャップは▲5.5%程度、年間約 25 兆円の需要不足とみられる。2009 年 1-3 月期の▲8.2%程度（約 45 兆円の需要不足）を大底に改善傾向にあり、これがコアコア CPI のマイナス幅拡大に歯止めをかける要因になったと考えられる。

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。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。国内景気は緩やかながらも回復基調が続くと予想しており、当面は潜在成長率（0.5%程度）を上回る成長トレンドが続くとみている。

マイナスの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年程度はかかると予想している。

デフレ圧力は徐々に緩和するとみられ、高校授業料の実質無償化の影響を除くと、コアコアCPIのマイナス幅は緩やかな縮小基調をたどると予想される。しかしながら、マイナスの需給ギャップは依然として大きく、今後も引き続き物価の下押し圧力は残ろう。コアコアCPIがプラス基調に転換するにはまだかなりの時間がかかりそうだ。

コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）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、今3月には同▲1.2%となった。これはエネルギー価格のマイナス幅が急速に縮小した影響によるものであり、コアコアCPIや生鮮食品を除く食料のマイナス幅はむしろ拡大している。4月からの公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減によって、コアCPIは0.5%ポイント程度押し下げられる。その後は、コアコアCPIのマイナス幅縮小や原油価格上昇に伴うエネルギー価格のプラス寄与などによって、コアCPIのマイナス幅は再び縮小傾向をたどると予想している（図表1-22）。2011年度後半には、小幅ながら前年比でプラス転換する可能性もあろう。



(7) 利上げは2011年度終盤

日銀は引き続き、極めて緩和的な金融政策を粘り強く続けるというスタンスを維持しよう。景気が大方の予想以上に堅調な回復を続けていることもあり、さらなる緩和策発動の必要性は薄れつつある。そもそも、政策金利が既に0.1%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。国債買い取りの増額を期待する向きは依然根強いが、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小さくない。白川総裁は元々、「金融市場が流動性制約下にはない中では、量的緩和の効果は限定的」とも述べており、量的緩和政策の効果自体に懐疑的でもある（現在実施している国債買い取りについてはオペ手段との位置付け）。政府サイドから余程強い要請がない限り、国債買い取り増額等の量的拡大に踏み切る可能性は極めて低い。なんらかの追加対策を実施する可能性はあるにせよ、昨年12月以降実施している固定金利の共通担保オペや、現在検討中の成長分野への貸出同様、打ち出し方は工夫するにしても、どちらかといえば小粒の政策になりそうだ。

4月30日の日銀金融政策決定会合で決定された、「成長基盤の強化を目的とした新たな資金供給制度」については、何か量的目標が設けられるわけではないことや、白川総裁自身「現時点で追加的な金融緩和が必要とは思っていません」と述べているように、少なくとも金融緩和策ではない。現時点で制度の詳細は不明だが、こうした政策を打ち出した背景には、白川総裁が最近頻りに言及しているとおり、デフレの要因は単なる需要不足ではなく、潜在成長率の低下に伴う中長期的な成長期待の低下が影響しているという問題意識がある。ただ、たとえ間接的な資金供給であっても、中央銀行にとって禁じ手であるミクロの資源配分の片棒を担ぐ仕事には相違なく、本来は政策金融機関の業務の範疇と考えられる。白川総裁は「日本銀行は生産性向上という課題を実現する上での主たるプレーヤーでないことは承知しています」と認めただけで、「これだけ経済の状況が厳しい

中で、日本銀行についても何かできることがその使命の中にあるのではないかと考えてきました」と実施の理由について述べている。ただ、展望レポートの中で自らデフレ脱却を予想している中で（2011年度のCPIの政策委員の大勢見通しは+0.1%）、定例会見の表現を借りれば「中央銀行としての矩（のり）を超えてしまう」リスクをわざわざ犯す必要があるのか、理解に苦しむところでもある。

むしろ、成長戦略は日本経済がデフレ下にあるかどうかにかかわらず必要である。むしろデフレ脱却後に重要になると言ってもよい。潜在成長率が1%未満ということは、マイナスの需給ギャップが完全に埋まった後も、平均的に1%を超える成長を中長期にわたって続けるのは難しいということになるためだ。そのためには供給サイドの強化策、すなわち成長戦略が必要ということになるが、デフレ脱却後も、こうした仕事に政策金融機関ではない日銀がかかわり続ける必要があるのかどうかという問いを立ててみると、やはり無理があると言わざるを得ない。

昨年12月のいわゆる新型オペの開始以降、日銀の政策は一種のレジーム転換とも言える方向変化を見せているように思える。すなわち、理論的な裏付けは十分か、効くか効かないかよりも、マスコミや政治家、市場参加者への「アピール重視」の方向に変わったのではないかとということだ。期待に働きかける政策が重要とは言っても、このところ、足元の景気判断との整合性がとれない政策を打ち出すパターンが増えていることによって、日銀の政策の方向性が見えにくくなっており、結果として、日銀の信認低下につながる可能性も否定できない。

なお、出口戦略については、主要国で唯一、デフレが続いていることもあり、他の中央銀行よりも遅れる可能性が高い。最初の利上げは2012年の1-3月期と予想する。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

1-3月期の米国経済は、3四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が、景気対策の効果が薄れていくこと、金融機関の不良債権問題等、金融危機の後遺症が残ることなどから、回復ペースは2011年にかけて緩やかなものにとどまるとみている。

個人消費は、雇用・所得環境が改善に向かうと考えられることから、持ち直し傾向が続くと予想する。ただし、家計のバランスシート調整圧力が残るとみられることなどから、緩やかな回復にとどまろう。

住宅市場は、支援策の一部終了の影響で一旦は減速を余儀なくされるが、夏場以降は、雇用・所得環境の改善が続くとみられることから、緩慢ながらも再び持ち直しに向かうと予想している。

設備投資は、生産の増加基調が続いており、企業業績も上向い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や、商業用不動産市場の低迷などから、力強い回復には至らないとみる。

輸出は改善傾向が続いている。今後も新興国を中心に世界的な景気回復基調が続くと考えられることから、堅調な推移が続くと予想する。

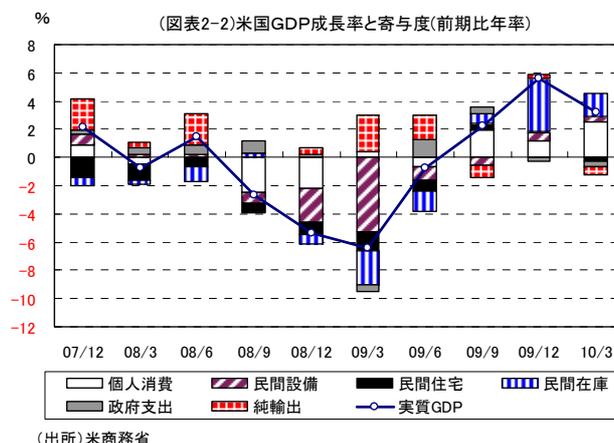
FRBは異例の低金利を継続している。年後半以降、過剰流動性の吸収を開始し、2011年1-3月期には、利上げに踏み切るとみている。

(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			予測								
	2009年	2010年	2011年	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12	11/3	11/6	11/9	11/12
実質GDP	-2.4%	3.0%	2.6%	5.6%	3.2%	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%
個人消費支出	-0.6%	2.3%	2.3%	1.6%	3.6%	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
民間住宅投資	-20.5%	-0.5%	4.5%	3.8%	-10.9%	4.0%	1.6%	3.8%	5.3%	5.2%	5.6%	5.9%
民間設備投資	-17.8%	2.0%	5.9%	5.3%	4.1%	3.1%	4.3%	4.8%	6.3%	7.3%	7.0%	7.3%
民間在庫(寄与度)	-0.7%	1.2%	0.2%	3.8%	1.6%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	1.1%	0.0%	0.1%	0.3%	-0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
輸出	-9.6%	9.4%	4.8%	22.8%	5.8%	5.4%	5.7%	5.1%	4.5%	4.3%	4.7%	4.9%
輸入	-13.9%	7.9%	3.2%	15.8%	8.9%	3.7%	3.7%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	3.1%
政府支出	1.8%	0.3%	-0.2%	-1.3%	-1.8%	1.2%	0.5%	0.1%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	-0.8%
内需	-3.4%	3.0%	2.4%	5.2%	3.8%	2.4%	2.2%	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%
国内最終需要	-2.7%	1.9%	2.3%	1.4%	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%

(1) 1-3月期は個人消費が牽引

1-3月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+3.2%と、3四半期連続のプラス成長となった(図表2-2)。10-12月期の同+5.3%から伸び幅は縮小したものの、在庫投資と純輸出を除いた国内最終需要は、同+1.4%→+2.2%と加速しており、景気は徐々に底堅さを増してきている。需要項目別の内訳を見ると、個人消費が同+1.6%→+3.6%と3四半期連続の増加、寄与度ベースでは+1.2%→+2.6%ポイントとなり、全体を牽引



した形。設備投資も前期比年率+5.3%→+4.1%と2四半期連続で増加した。減少が続いていた在庫投資も8四半期ぶりに増加に転じ、3四半期連続でプラス寄与となった。ただ、寄与幅は+3.8%→+1.6%ポイントへと縮小している。一方で、住宅投資は前期比年率+3.8%→▲10.9%と3四半期ぶりに減少、政府支出も同▲1.3%→▲1.8%と2四半期連続で減少した。

雇用環境が改善に向かっていることなどから、今後も個人消費の持ち直しが続くと考えられ、4-6月期もプラス成長が続くとみる。その後も回復基調が続くとみているが、住宅支援策等、一部の景気対策が打ち切られるほか、インフラ投資等の他の対策効果も逡減が予想されること、家計のバランスシート調整が続くと考えられること、商業用不動産市場の低迷で金融システムに脆弱さが残ることなどから、2011年にかけて緩やかな回復にとどまるとみている。

(2) 個人消費は持ち直しが続く

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、雇用環境の改善、株価が上昇したことによる資産効果等が挙げられる。

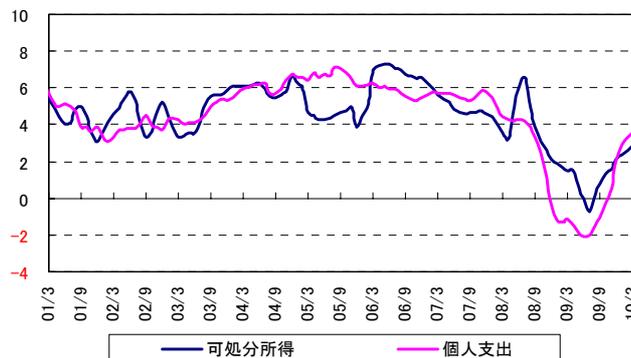
昨年夏場の個人消費の回復には、政府の自動車買い替え支援策が大きく貢献した。買い替え支援策は8月で終了したが、失業手当給付期間の延長や減税の効果によって、可処分所得が増加したことが、その後の回復基調の持続につながっている(図表2-3)。また、昨年末までは雇用者数の減少が続いていたが、過去最低水準にあった週平均労働時間が増加したことで、総労働投入時間(雇用者数×週平均労働時間)が増加に転じたことも、所得の増加に寄与した。

4月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比29.0万人の増加と、年明け以降、増加基調が続いている(図表2-4)。一方、失業率は3月の9.7%から9.9%へと再び悪化した。労働市場の改善から職探しを再開した人が増加したため、先行き悲観材料とはいえない。

製造業では在庫調整が進んだことで、増産が続いている。そのため、雇用環境は改善が続くとみられる。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。大企業に比し中小企業の業績は回復が遅れており、雇用の半数以上を抱える中小企業が新規雇用に及び腰であるためだ(図表2-5)。

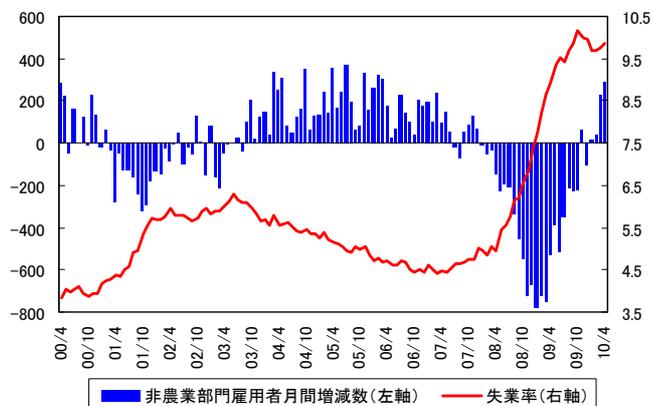
今年は10年に1度の国勢調査が実施されるなどの特殊要因があり、5-6月の雇用者数はさらに増加するとみるが、その後の回復ペースは緩やかな

(図表2-3) 可処分所得・個人支出の伸び
(3ヶ月移動平均の前年比)



(出所)米商務省

(図表2-4) 非農業部門雇用者月間増減数と失業率



(出所)米労働省

(図表2-5) 企業の雇用見通しの推移



(出所) Business Roundtable、NFIBより明治安田生命作成

ものにとどまり、2010年末にかけて失業率は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。

所得の増加以外に、株価の上昇等による資産効果も、このところの個人消費の押し上げ要因となっているとみられる。これまでは、ウォルマートのような低価格のディスカウントストアの売上の伸びが目立っていたが、足元では、高級百貨店などの売上も回復してきている。比較的所得の高い層が株式を多く保有しており、消費者マインドを表す消費者信頼感指数も、所得の高い層の改善幅が大きい(図表2-6)。

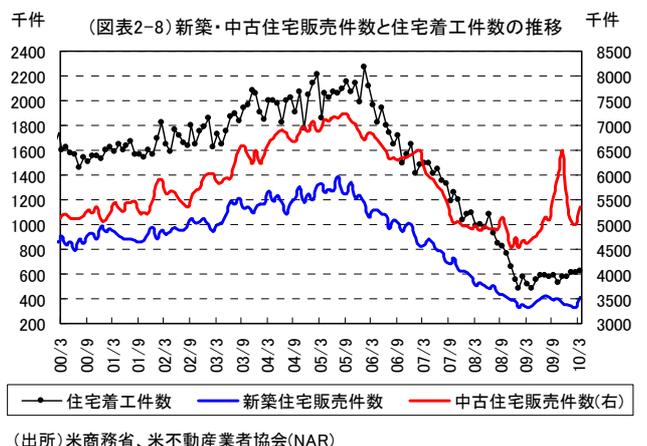
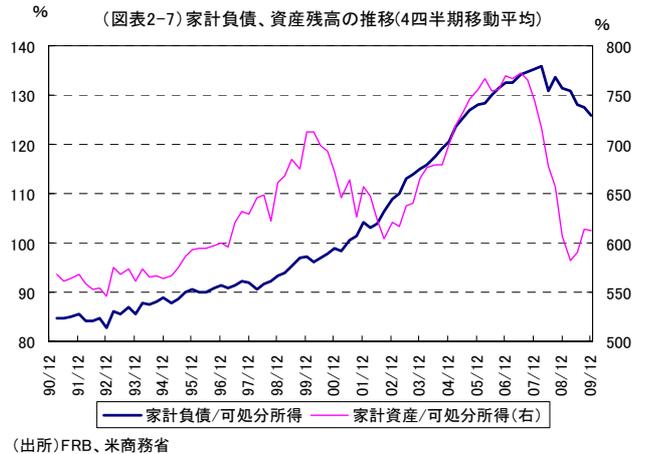
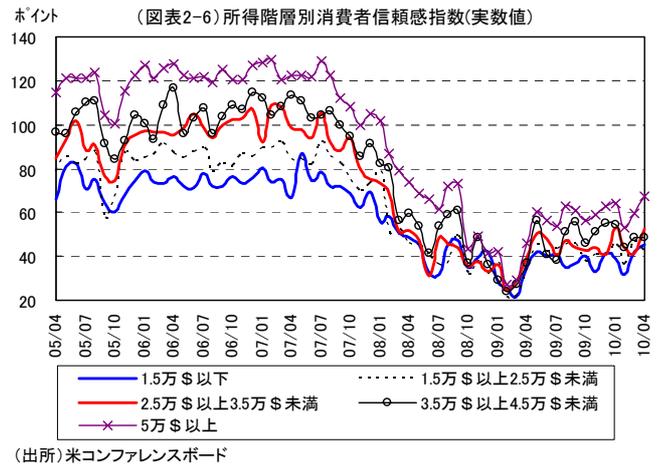
一方、2010年末で減税措置の一部が終了することなどは、個人消費の下押し要因である。オバマ大統領が実施した2年間で400ドルの税還付は、2010年で終了する。また、ブッシュ前大統領が実施した所得収入やキャピタルゲイン、配当収入等に対する減税も、中低所得者層に対しては継続されるものの、高所得者層に対しては2010年末での打ち切りが決定している。加えて、医療制度改革に伴う歳出増の財源として、2011年から高額所得者層への増税も予定されている。

また、家計のバランスシート調整が続くとみられることも、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2-7)。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おり、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が続く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とみられることや、2010年末で減税措置の一部が終了すること、2011年には高所得者層への増税が予定されていることなどから、今後の回復ペースは2011年にかけて緩やかなものにとどまるとみる。

(3) 住宅市場は不透明感が残る

住宅販売は、振れの大きい展開が続いている。中古販売は、昨年初あたりから増加傾向が続いた後、年末に減少に転じ、足元では再度増加に転じている(図表2-8)。新築販売も中古販売ほどではないが振れが見られる。



住宅販売の振れが大きくなっている要因としては、政府やFRB（米連邦準備制度理事会）による支援策が挙げられる。とりわけ、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く影響している。当初は、その期限が11月末とされていたため、駆け込み需要で中古を中心に販売が急増したが、その後は反動で大きく減少した。

11月には、税額控除の期限が4月末まで延長され、それまで対象外だった5年以上住宅を保有した者が買い替える際も税額控除（最大6,500ドル）の対象に加えられた。直近3月の住宅関連統計では、新築、中古販売ともに大きく増加し、再度駆け込み需要が盛り上がっている姿が示された。

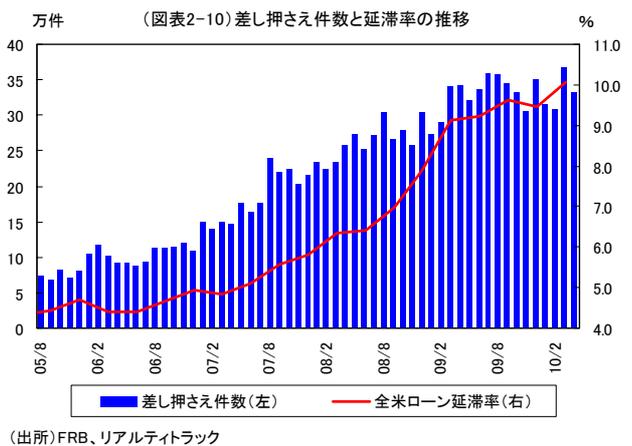
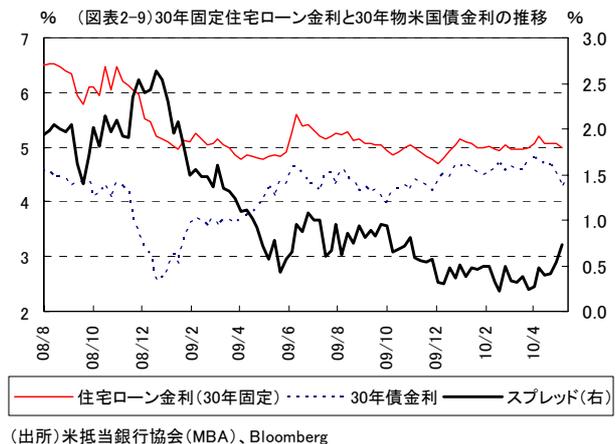
ただ、税額控除は既に打ち切られている。税額控除に加え、FRBによるMBS（住宅ローン担保証券）などの買い取りも、住宅ローン金利の低位安定を通じて、住宅市場の改善に寄与していたが、こちらは3月末で打ち切られている。今のところ、南欧の財政問題等から国債の利回りが低下していることもあり、住宅ローン金利に目立った

上昇はみられないが（図表2-9）、国債とのスプレッドは拡大傾向にあり、南欧の財政問題がある程度落ち着けば、住宅ローン金利への上昇圧力が強まる展開が予想される。住宅ローン金利の上昇は、購入者の負担増につながるため、住宅市場の下押し要因となる懸念がある。

また、失業率の高止まりが続く中、差し押さえ件数は高水準で推移している（図表2-10）。雇用環境は持ち直しつつあるものの、差し押さえ手続き中の物件が依然として大量に存在しており、当面差し押さえ件数は高水準での推移が続く可能性が高い。高水準の差し押さえは住宅市場への供給圧力となり、価格の低下や着工の抑制要因となる懸念がある。

こうした状況下、3月26日に政府は追加の差し押さえ抑制策を発表した。詳細は図表2-11の通りだが、主な内容は、

住宅ローン変更プログラム（HAMP）の拡充と、連邦住宅局（FHA）を通じた住宅ローンの借り換え促進である。この追加策は、政府保証の拡大や、ローン条件の変更に対する業者へのインセンティ



追加の差し押さえ抑制策

住宅ローン変更プログラム(HAMP)の拡充

○失業者への支援

- ・3～6ヶ月間は返済額を所得の31%に抑える。
- ・自宅のためのローンで、残高が72万9,750ドル以下、2009年1月1日以前のローンの場合、サービサーに支援義務。

○元本の削減義務

- ・ローン残高が住宅価値を115%上回る場合、サービサーは元本の削減を検討する必要。

○HAMPの利便性向上

- ・HAMPの利用要件の明確化。
- ・恒久的なローン条件の変更を実施したサービサーに、新たにインセンティブ。
- ・FHA-HAMPの実施（FHAローン利用者にもHAMPを拡大）

FHA(連邦住宅局)ローンへの借り換え促進

○残高が住宅価値を上回るローンのFHAローンへの借り換え

- ・第一抵当ローンは少なくとも10%削減し、全てのローンを住宅価値の115%以下に抑える。
- ・FHAローンは住宅価値の97.75%以下に抑える。
- ・第二抵当分を含めて、返済額を31%に抑える。

○第二抵当の削減にインセンティブ

- ・FHAローン促進のため、第二抵当権者にインセンティブ

○借り換え促進策の進捗の透明化

- ・FHAはローン数などデータを発表

（出所）財務省資料より明治安田生命作成

ブ等で、総額 500 億ドル規模となる見込みである。財源としては金融安定化資金いわゆる TARP 資金が活用される。

追加策によって、差し押さえが減少することが期待されているが、その効果は限定的とみる。従来から実施されている HAMP では、住宅ローンの条件変更後は一旦差し押さえ率が低下するものの、時間が経つにつれて、再度差し押さえ率が上昇することが確認されている。背景には、住宅バブル期に価格の上昇を見込んで無理なローンを組んだ家計が相当数いたことがある。このような家計にとっては、ローン条件の変更は一時しのぎに過ぎないためだ。今回も、失業者への支援策強化などによって、短期的に差し押さえを抑制することができても、差し押さえを抜本的に減少させる効果は期待できない。

今後の住宅市場は、一旦は税額控除の終了による減速を余儀なくされるが、夏場以降は、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、再び持ち直しに向かうと予想している。ただ、高水準の差し押さえ件数などが住宅市場の下押し要因として残ろう。

(4) 設備投資は持ち直しへ

設備投資は、生産の増加や企業業績の改善を受けて、持ち直しに向かっている。1-3 月期の民間設備投資は前期比年率 4.0%増と、2 四半期連続で増加した。内訳を見ると、機械・ソフトウェア投資が同 13.4%増と、更新投資の顕在化などにより大きく増加した一方、工場や店舗などの構築物投資は同 14.0%減と減少が続いている。機械・ソフトウェアに比べ、工場や店舗などは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

低迷が今後も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るため、構築物投資は低調な推移が続くと考えられる。

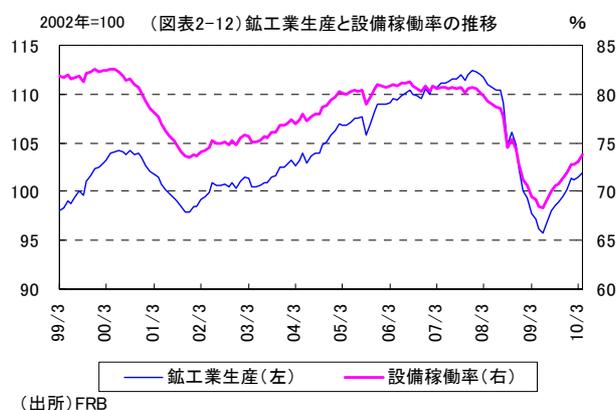
3 月の鉱工業生産は 9 ヶ月連続の増加となった。背景としては、在庫調整が進んだことや、個人消費の持ち直し等が考えられる。生産が増加基調にあることで、設備稼働率も上昇してきているが、依然として歴史的な低水準にある(図表 2-12)。これまでの回復ペースで生産の増加が続いたとすると、直近のピークである 2007 年 12 月の水準に達するのは、2011 年 8 月頃と試算される。ただ、足元の回復ペースは回復初期の昨年半ばに比しやや鈍化してきているのに加え、在庫の復元がある程度進めば、ペースはさらに緩やかになると考えられる。そのため、ピーク時の水準への回復は後ずれする可能性が高い。

設備投資は、機械・ソフトウェア投資を中心に今後も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、新興国を中心とした世界的な景気の持ち直しから改善傾向が続いている。

地域別の内訳を見ると、アジア新興国向けの回復が顕著である。特に中国向けの輸出は高い伸びが続いている(図表 2-13)。NIES 向けも中国向けに若干遅れる形で回復してきている。中国・NIES



向けの全体の割合は、合わせて15%程度と高くはないが、これらの地域の回復が他地域に波及し、それが米国の他地域への輸出拡大にも寄与しているとみられる。一方で、EU 向けの回復は比較的遅れている。今後も南欧の財政問題が懸念されるが、いわゆるPIIGS 向けの輸出は全体の2-3%程度とそれほど大きくない。EU と ECB による一連の政策で、南欧諸国以外への波及は限定的になるとみられ、今後も世界的な景気回復基調が続くと予想されることから、輸出は堅調な回復が続くとみている。

(6) 利上げは2011年1-3月期

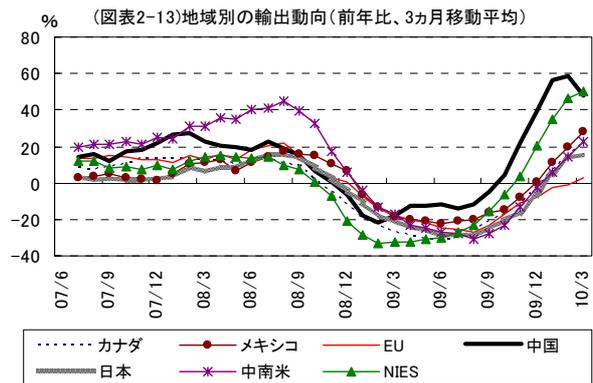
FRB は政策金利であるFF レートの誘導目標を、2008年12月以来、0.0-0.25%のレンジで据え置いている(図表2-14)。

このところのFOMC(米連邦公開市場委員会)では、超低金利政策の長期化を予告するとされている「長期にわたり(for an extended period)」という声明の一節が、より早期の利上げを示唆する形に弱められるかが注目されるが、今のところ据え置かれている。

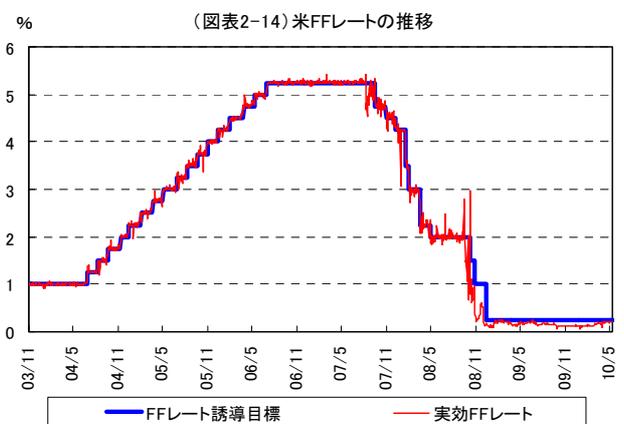
ただ、「長期にわたり」はこれまで概ね6ヶ月を指すと市場で解釈されていたが、FOMC 議事録や最近のFOMC メンバーの講演等では、「一定の期間を指す訳ではなく、経済動向に応じた条件付きのものだ」としている。これは、時間軸へのコミットメントを薄め、利上げ開始の柔軟性の確保に動いているとみることができる。FRB がフリーハンドの確保を急ぐ理由は、景気回復下での超低金利の継続が商品価格等の高騰を招き、それがインフレ期待の急速な高まりに繋がるなどの問題が起きた際に、文言に縛られることなく、迅速に対応できるようにしたいためと考えられる。

ただ一方で、3月のFOMC 議事録では、「利上げが遅すぎるリスクよりも早すぎるリスクの方が高い」と指摘されていたことから、FRB が利上げに向けたフリーハンドの確保を急いでいるといっても、利上げが差し迫ったものとは考えていないことがわかる。

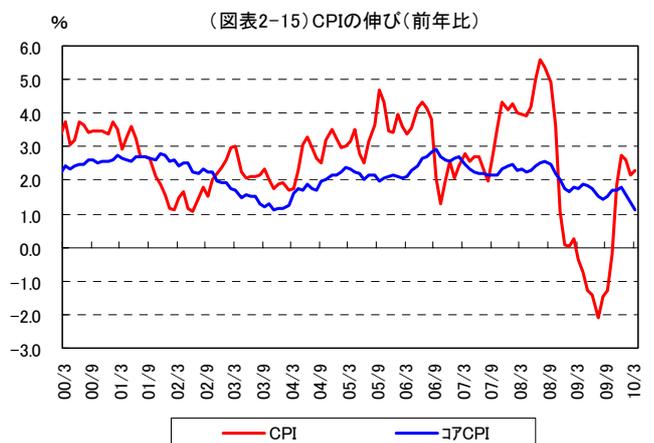
当Gでは、利上げの時期は2011年1-3月期になるとみている。マイナスの需給ギャップを背景にコアCPIの鈍化傾向が続いており(図表2-15)、インフレへの警戒感が高まりにくい状況が続くと考えられるためだ。ただ、景気の回復が持続することで、2011年以降、失業率が徐々に低下に向かうとみられることから、年明けには超緩和水準からの是正が必要という判断に傾くものとみている。



(出所)米商務省



(出所)米FRB



(出所)米労働省

(7) FRBの出口戦略

利上げを含め、FRB がどのような手段と手順で非伝統的な金融政策を正常な状態に戻していくかという、いわゆる出口戦略が問題となっている。バーナンキ議長は、非伝統的な金融政策の正常化の手段として、各種流動性供給策の終了、公定歩合の引き上げ、流動性の吸収、利上げを挙げている。それぞれの政策をどのような手順で行うかという点が問題となるが、各種流動性供給策の大半は2月1日に既に終了済みである。MBS や CMBS (商業用不動産ローン担保証券) 等の支援を目的としたターム物資担保証券貸出制度 (TALF) のうち、唯一継続している CMBS を対象とした制度も6月30日で終了する予定である。

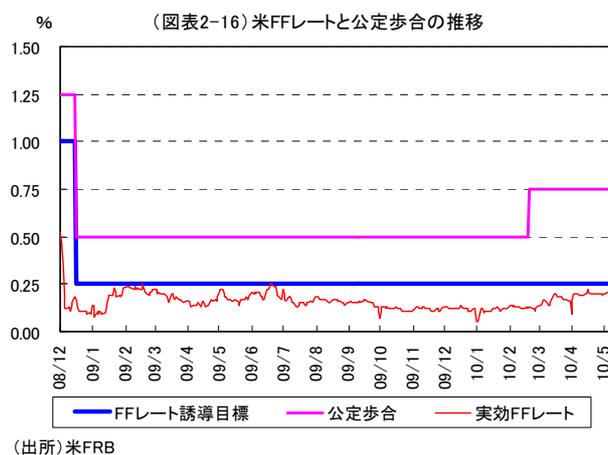
公定歩合については、2月18日に0.5%から0.75%に引き上げている(図表2-16)。金融危機以前の公定歩合は、政策金利であるFFレートよりも1.0%高い水準で設定されていたが、金融危機以降、公定歩合による貸出を利用しやすくとともに、日々大きく上下するFFレートの動きを抑制するため、スプレッドは0.25%に引き下げられていた。それを2月に0.5%に引き上げたということである。公定歩合は、民間銀行がFRBから借り入れる際の金利で、FFレートの上限(キャップ)

となる金利である。足元のFFレートは、市場の過剰流動性やファニーメイなどのGSEが準備預金の付利の対象となっていない影響で、付利水準である0.25%を下回った推移となっているため、公定歩合を引き上げてもFFレートの引き上げ要因にはなっていない。そのため、この公定歩合引き上げは、金融引き締めを狙ったものではなく、市場機能を回復させるとの意味合いが強い。

各種流動性供給策の終了と公定歩合の引き上げの次は、①準備預金残高の縮小による流動性の吸収、②利上げ、③資産売却の順で実施するというのが、バーナンキ議長を初めとしたFRB内の主流派の見解だ。②利上げの前に、①準備預金残高を縮小させるのは、流動性供給策により、市場には過剰な流動性が存在しており、上述のようにそれが短期金利を押し下げているため、これをある程度解消しないと、利上げをしても短期金利が上昇しない可能性が高いためである。一方で、③資産の売却は、市場になお脆弱さが残る中では、市場への影響が大きく、予期せぬ金利の急上昇を招く危険がある。①準備預金残高の縮小の手段としては、あらかじめ買い戻し条件付きで国債やMBSを市場に売却するリバースレポや、一定期間引き出せない代わりに準備預金への付利金利より高い金利を提供するターム預金が有力視されている。

準備預金残高の縮小の次のステップは、②利上げである。上述の通り、当Gでは2011年1-3月期の利上げを予想している。ただ、リバースレポやターム預金の実施だけでは、過剰流動性を吸収しきれないとみられるため、利上げを実施したとしても、FFレートが十分上昇しない可能性がある。そのため、利上げとともに準備預金への付利金利の引き上げも同時に行われるとみられている。準備預金の付利金利は裁定取引を通じ、FFレートの下限となる金利で、これが引き上げられると、FFレートに上昇圧力がかかることになる。

その後に③資産の売却が実施されることになると考えられるが、金融システムは完全に回復しない状態が続くとみられることから、利上げ後1,2年は、大規模に資産の売却が実施される可能性は低いとみる。FRBは、保有資産の償還期限を待ち、5年以上の長い年月をかけ徐々にバランスシートを縮小させていくことになる。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、各種対策効果や、海外景気の持ち直しを背景に、回復基調が続いている。ただ、自動車買い替え支援策や住宅購入補助などの対策が順次打ち切られていくこと、南欧諸国の財政問題等から各国が財政健全化を迫られていることなどから、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。

個人消費は、雇用環境の悪化を背景に低迷している。雇用調整は今暫く続く可能性が高いほか、自動車買い替え支援策の効果が弱まることも予想されることから、2010年の個人消費は低調な推移が続こう。ただ、輸出の増加による生産の回復が続くことで、2011年以降は雇用環境が改善に向かうと考えられ、個人消費も持ち直しに転じると予想する。

固定投資は、世界景気の上向きに伴い輸出が増加基調にあることから、緩慢ながらも回復に向かおう。

ECBは、ギリシャ問題の深刻化を受けて、国債の購入、および既に終了していた固定金利での資金供給オペの再開、各国中銀とのスワップ協定の再開などを発表している。ただ、ギリシャ問題は当面燃り続けるとみられ、インフレ率もECBが物価安定の目安とする2%弱を当面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年半ば以降と予想する。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(2010年、10/03期は合計のみ実績)

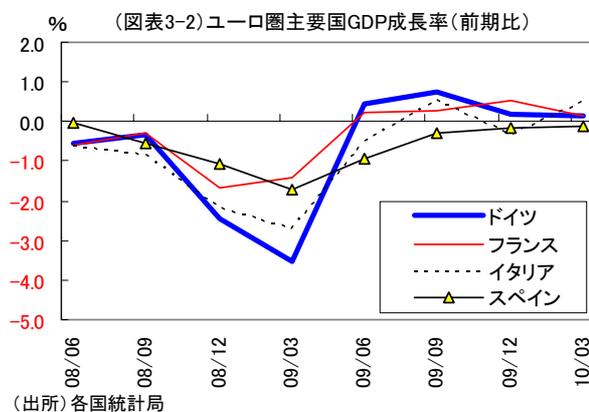
(前期比)	2009年					2010年				2011年			
	2009年	2010年	2011年	09/12	10/03	10/06	10/09	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	
ユーロ圏GDP	-4.0%	0.9%	1.7%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	
家計消費	-1.0%	0.0%	1.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	
政府消費	2.3%	1.1%	0.7%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	
固定投資	-10.8%	-2.2%	0.9%	-1.3%	-0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	
純輸出(寄与度)	-0.8%	0.9%	0.7%	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	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	-4.9%	0.6%	1.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	

(1) 輸出頼みの緩慢な景気回復

ユーロ圏経済は、緩やかな回復基調にある。1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比0.2%増と、2四半期ぶりにプラスに転じた(図表3-1)。需要項目別の値は6月に入ってから発表となるが、個人消費の低迷が続く一方で、輸出と在庫投資が引き続きプラスに寄与したと予想する。主要4カ国の成長率をみると、ドイツ、フランスは4四半期連続のプラス、イタリアは2四半期ぶりのプラスとなったが、スペインは引き続きマイナス成長となった(図表3-2)。



輸出については、2009年末以降のユーロ安の進行と、世界的な景気の持ち直しにより堅調な回復が続いた(図表3-3)。特に、中国を初めとしたアジア向けの輸出の寄与が高まった。輸出の進展

を受け、鉱工業生産や製造業受注も緩やかに持ち直しつつある。ギリシャ問題の世界経済への悪影響が限定的なものにとどまる限り、輸出は堅調に回復し、ユーロ圏経済を牽引していこう。

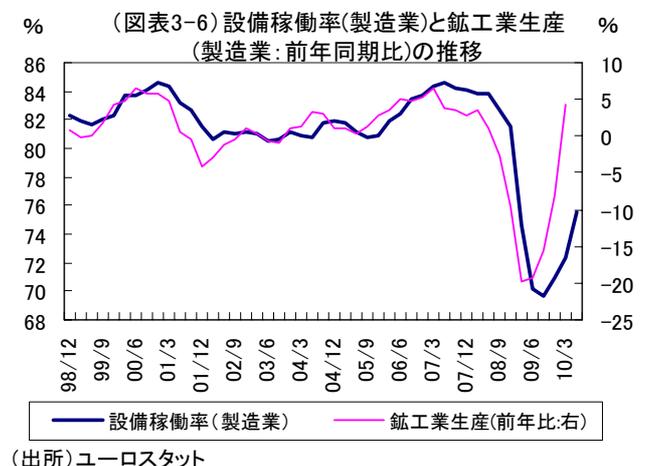
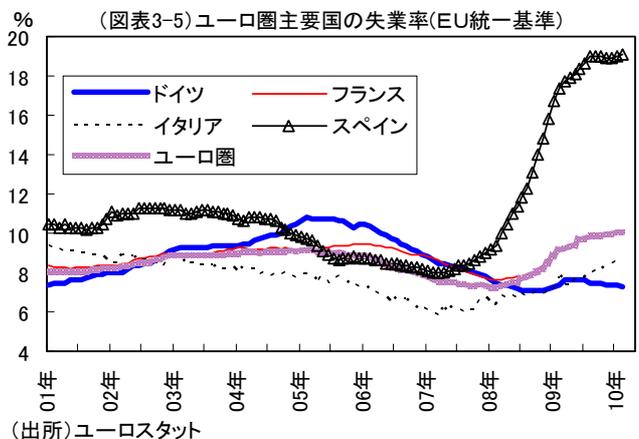
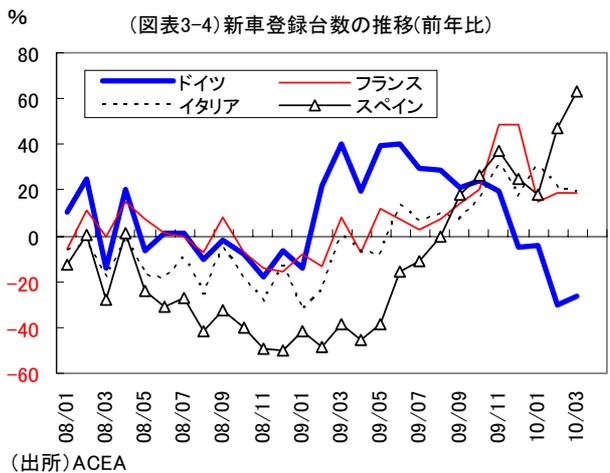
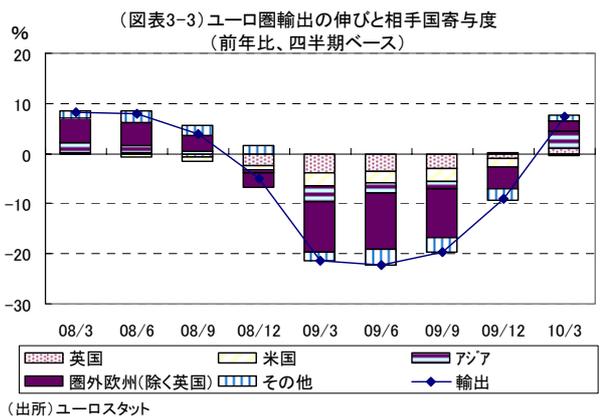
内需に目を向けると、個人消費は雇用環境の悪化を受けて低迷している。各国政府による自動車買い替え支援策や住宅購入補助などの効果が表れた時期もあったが、自動車の買い替え支援策は、ドイツでは昨年9月に打ち切られている。その他、スペインでは5月に、イタリアでは6月に打ち切られ、フランスでは補助金額を段階的に引き下げた後、12月に打ち切りが予定されている。ドイツでは既に反動減がみられるが、他の国々でも今後自動車販売は減少に向かうとみられ、2010年を通して消費の下押し要因となろう(図表3-4)。

雇用環境は悪化が続いている。ユーロ圏失業率は、いまだに上昇傾向にある(図表3-5)。欧州では、労働市場が硬直的で、米英に比べて雇用調整が遅れていることから、さらなる雇用調整の余地が残っているとみられる。ただ、現在のペースで生産の回復が続けば、2011年以降は緩やかながらも改善に向かうと考えられ、個人消費も持ち直しに転じると予想する。

固定投資は、鉱工業生産が増加に転じ、企業業績も上向くなど、持ち直しの兆しが見え始めている(図表3-6)。ただ、欧州の銀行は、元々米銀に比し不良債権の引き当てが遅れているほか、南欧の国債からの含み損の拡大懸念も残るなど、財務面に不安を抱えており、金融機関の貸出態度が中々軟化しないと考えられる点が固定投資の抑制要因となろう。

(2) ギリシャ問題と財政健全化

4月29日、EUとIMFはギリシャ向けに総額1,100億ユーロ(EU:800億ユーロ、IMF:300億ユーロ)の支援パッケージに合意した。しかし、その後もギリシャ債の利回りは上昇を続け、ドイツ債との利回り格差(10年債)は一時1,000bpに迫った(図表3-7)。ギリシャ同様、財政悪化が懸念されているギリシャ以外のPIIGS諸国(ポルトガ



ル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペイン)へも飛び火した結果、金融機関に対するPIIGS諸国の国債からの損失拡大懸念が高まり、ドルLiborが上昇するなど世界的な金融危機に発展する兆しを見せた。

5月9日、EUは悪化の一途を辿る欧州の信用不安を払拭すべく、最大で総額7,500億ユーロに上る支援の枠組みを打ち出した。PIIGS諸国での2010年の借入必要額は、国債の償還等を含め、4,000~5,000億ユーロと言われていることから、万一の時にはその全てをカバーすることができる規模である。

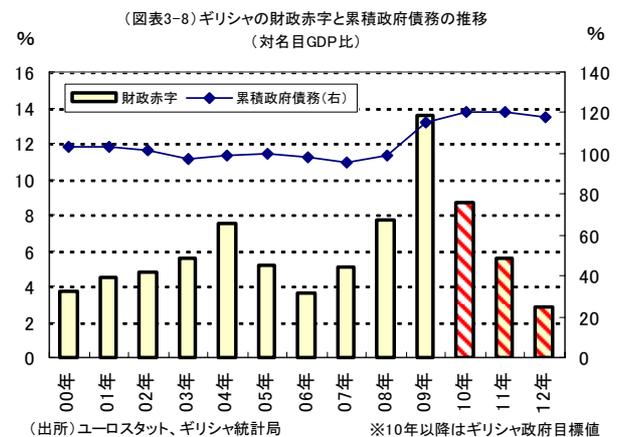
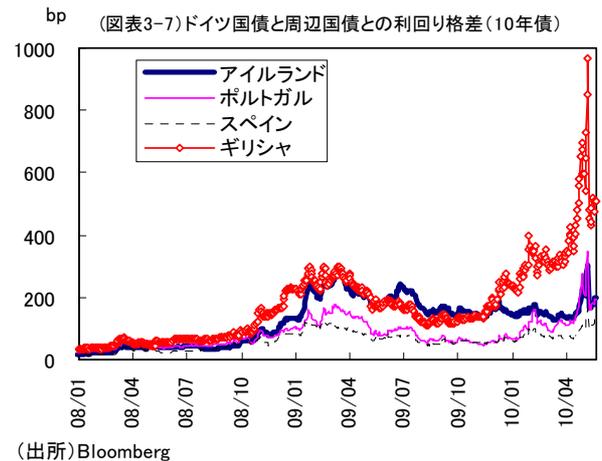
しかし、これで財政赤字の削減という根本問題の解消の目途が立ったわけではない。ギリシャが提出している財政再建策は、2009年は対GDP比で13.6%だった財政赤字を、2010年には8.7%、2011年には5.6%まで縮小させる計画となっている(図表3-8)。財政再建策のうち、歳出削減については、公務員の給与削減・年金削減・公共事業の中止・公営企業の民営化が主で、歳入拡大については、増税・新税導入・脱税の取り締まりが主である。ただ、デモや暴動が頻発するなど、国民からの反発は強く、財政健全化が計画通り進むかは不透明である。また、たとえ財政健全化が進んだとしても、それによる景気の悪化は避けられない。ギリシャは今までIMFが救済してきた途上国と違い、大幅な通貨切り下げによる競争力の確保ができず、輸出による経済回復が期待できないためだ。

また、「次のギリシャ」と目されていたポルトガルは、5月に追加の財政再建策を発表した。財政赤字を2010年は対GDP比7.3%、2011年は同5.1%まで削減するとの方針を提示している。スペインも5月に追加の財政再建策を発表し、財政赤字を2010年は同9.3%、2011年は同6.5%まで縮小させるとの計画を打ち出した。

しかし、両国の財政再建策は楽観的な経済成長の見通しに依拠しているとの指摘がなされており、今後も財政再建策の見直しを迫られる可能性がある。当Gでは、ユーロ圏の崩壊という最悪の事態は免れるとみているが、今後は、PIIGS諸国を始め多くの国が財政健全化に向けて舵を切ることが、ユーロ圏経済の停滞要因となるのは避けられない。また、財政が比較的健全なドイツ、オランダ、フィンランドなどの国と、PIIGS諸国に代表される財政悪化国との格差が拡大に向かうことも懸念される。

(3) ECBの利上げは2011年半ば以降を予想

ECB(欧州中央銀行)は5月6日の理事会で、政策金利を1.0%で据え置くことを決定した。トリシェ総裁によれば、同会議の中では、国債の買い入れについての議論はなされなかったとのことであったが、その後の株式・為替相場の大幅な下落を受けて、5月10日、ECBは公社債市場への介入、3ヶ月物・6ヶ月物リファイナンスオペ、主要中銀とのスワップ協定の3つの政策を打ち出した。PIIGS諸国の国債市場では買い手が極端に少なくなり、流動性が枯渇した結果、ファンダメンタルズ以上



に金利が上昇していたため、ECBは、ギリシャ債、ポルトガル債を中心に5月14日の時点でPIIGS諸国の国債を、165億ユーロ購入したとのことである。買い取りの結果、ギリシャ国債（10年債）の利回りは、5月7日の12.4%から12日には7.2%程度まで低下した。これらの政策と、EUの巨額の支援策によって、短期的には金融危機的状況に陥るリスクは遠のいたと考えられる。PIIGS諸国の財政再建の成否によっては債務再編の観測が広まり、再び危機的状況に陥る可能性は依然残っているが、EU各国は投機的な売買を制限する姿勢を強めているほか、7,500億ユーロの支援枠組みが背後に控えていることから、ギリシャの財政再建は難航しながらも進むとみる。

インフレ率はECBが物価安定の目安とする2%を当面下回って推移する可能性が高いことから、ECBの利上げは2011年の7-9月期になると予想する。

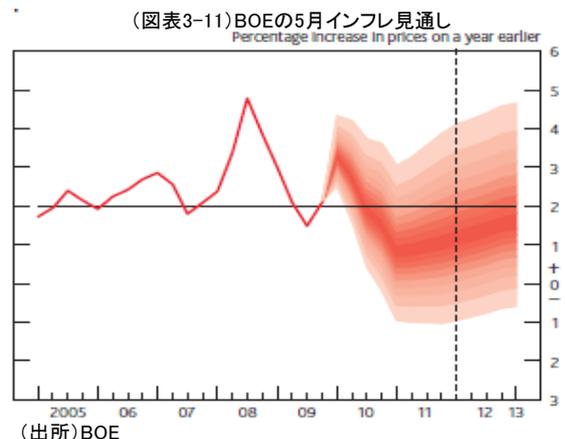
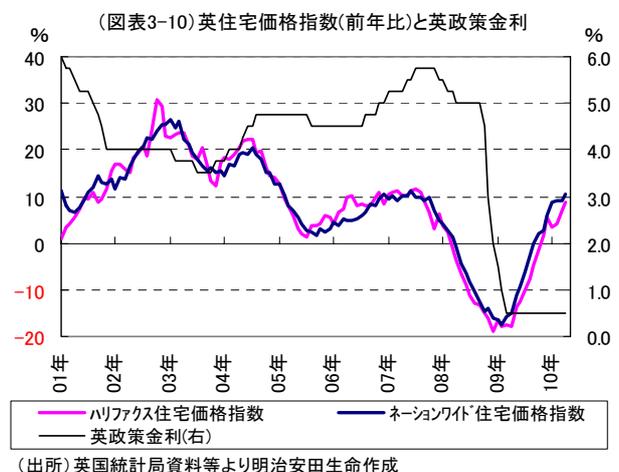
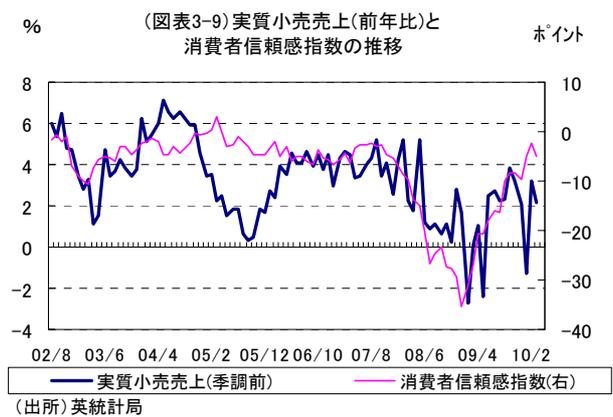
（４）英国景気の回復ペースも緩やか

英国の1-3月期実質GDP成長率（速報値）は前期比0.2%増と、2四半期連続のプラス成長となった。回復の遅れていた英国景気だが、ここへきて少しずつ上向きつつある。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、1月にVATが15.0%から17.5%に引き返され、2月からは自動車買い替え支援策が打ち切りになるなど、今後は対策効果の反動が個人消費の下押し要因となると考えられる。そのため、GDPの6割超を占める個人消費は目先低調な推移が続く可能性が高い（図表3-9）。

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（図表3-10）。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。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。

BOE（イングランド銀行）は5月のMPC（金融政策委員会）で政策金利を0.5%に据え置いた。5月12日に発表された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2月レポートから小幅に上方修正されたものの、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3-11）。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〉

2010年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比11.9%増と、10-12月期の同10.7%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大型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。

政府当局は徐々に引き締め的な政策運営にシフトしつつある。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。バブル色を強めつつある不動産市場については、政府が価格抑制策に本腰を入れ始めていることもあり、ソフトランディングに成功するとみる。引き締めの過程で景気の振幅が多少大きくなる可能性はあるが、政策の機動性の高さを考えれば、深刻な景気後退に陥るリスクは高くない。2010年の成長率は前年比10.9%、2011年は同10.3%の伸びを予想する(図表4-1)。

(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	08年	09年	10年 (予測)	11年 (予測)
実質GDP成長率	9.0	8.7	10.9	10.3

(1) 中国景気はV字型回復

中国経済がV字型の回復を続けている。2010年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比11.9%増と、10-12月期の同10.7%増から一段と加速、2四半期連続の二桁成長となった(図表4-2)。前年の数字が低いことも高成長の要因のひとつだが、中国経済が、大方の予想以上に速いペースで回復を続けているのは確かと考えられる。政府による一連の財政政策や、緩和的な金融政策、輸出の好転、先進国からの資金流入などがその背景にある。

(2) 引き続き固定投資が牽引役

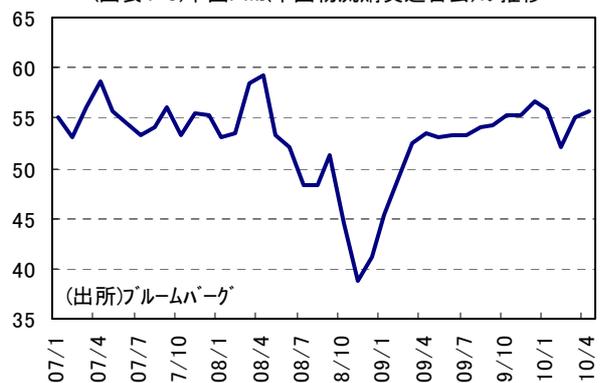
景気の牽引役は引き続き企業部門である。企業部門の景況感を表す4月のPMI指数(中国物流購買連合会)は55.7ポイントと、14ヶ月連続で好不況の分岐点とされる50ポイントを上回った(図表4-3)。四半期ごとに国家統計局から発表される企業景気指数は、2010年1-3月期まで4四半期連続で改善しており、総合指数の水準はリーマン・ショック前のレベルに

(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

まで回復している(図表 4-4)。

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。4月の鉱工業生産は、前年比17.8%増と、3月から伸びは若干鈍ったものの、前年比で20%近い伸びを維持している(図表 4-5)。1-3月期の全社会固定資産投資は、前年比25.6%増となった(図表 4-6)。政府による過剰融資、過剰投資の抑制策などを受け、足元では若干伸びが鈍っているが、企業の投資意欲自体は引き続き旺盛と判断できる。3月の発電量は、工業部門の電力需要を背景に、前年比17.6%増の3,369億5,000万キロワットと、高い伸びが続いている。

政府は昨年10月に、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とし、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ている。今後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が残るのに加え、海外景気も持ち直していることから、固定資産投資は引き続き20%台半ばの高い伸びを維持する可能性が高い。

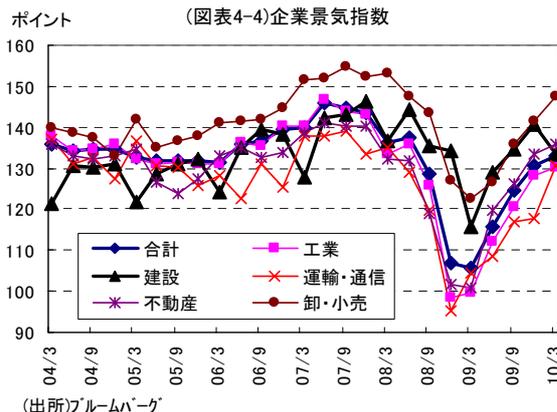
(3) 個人消費も堅調

個人消費も順調な回復が続いている。4月の小売売上高は、前年比18.5%の伸びとなった(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雇用環境の悪化だったが、政府は2009年以降、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いる。

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」を実施したほか、小型車の車両取得税の引き下げ、環境を重視した家電・自動車の買い替え促進策等を実施した。この結果、家電、自動車の国内消費量が大幅に増加、

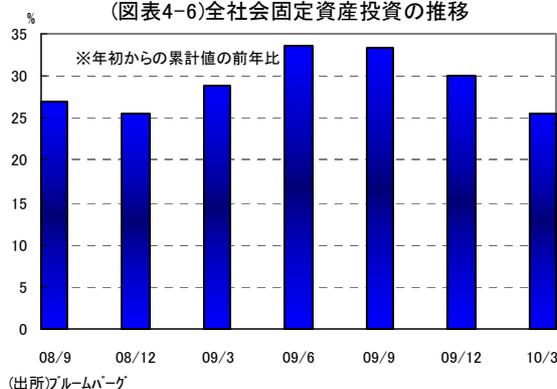
(図表4-4)企業景気指数



(図表4-5)鉱工業生産(前年比)



(図表4-6)全社会固定資産投資の推移



(図表4-7)中国小売売上高の推移(前年比)



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。

政府は、2010年も農村部の支援策を一段と強化している。「家電下郷」については、優遇対象となる家電の価格上限を大幅に引き上げたほか、対象品目について、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している。

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した。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している。「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た。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している(本則は10%)。

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。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。もっとも、4月の自動車販売については、前年比34.4%増の155万台、14ヶ月連続の100万台突破と、水準は依然として高いものの、前月比では10.4%増と、足元の伸びはやや鈍化しつつある。減税率縮小の影響とみられ、各種の自動車購入補助策打ち切り後の推移が懸念されるところだが、中国がまだモータリゼーションの黎明期にあるのに加え、中間所得者層が趨勢的な増加傾向にあることを考えれば、大きな減速に繋がる可能性は低いとみている。

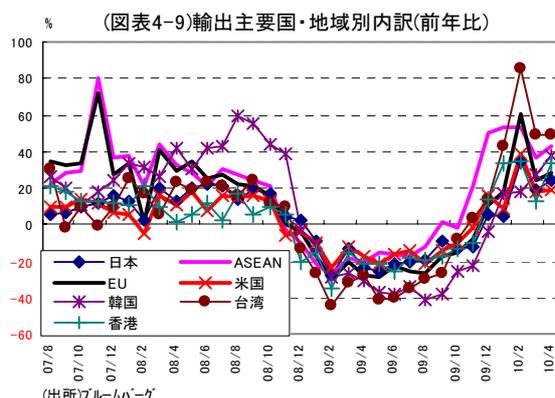
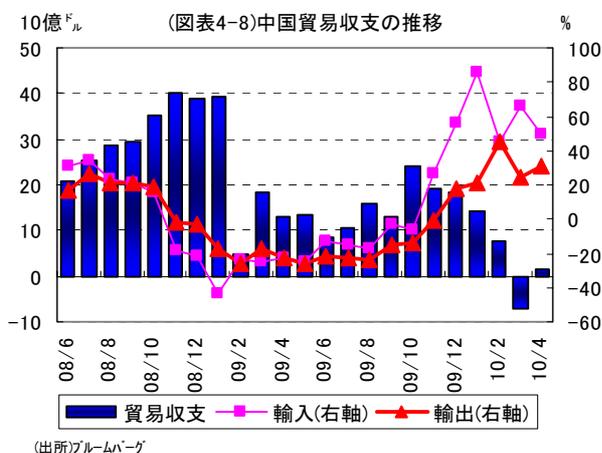
より中長期的な見地から、個人消費を安定的な成長軌道に乗せるためには、労働分配率の上昇と、高すぎる貯蓄率を低下させていく政策が必要である。中国の労働分配率はいまだ50%未満である。これは労働組合の組織率が低いことに起因しており、この裏返しである資本分配率の高さが過剰投資を招く要因となっている。また、社会保障制度が未整備なため、人々は貯蓄率を高め、保たざるを得ない。農村部の物流システムの整備も引き続き課題である。いずれも一朝一夕に解決できない問題であり、投資主導の成長構造の転換は容易ではないといえる。

(4) 輸出入とも急回復

4月の輸出額は前年同月比30.5%増、輸入額は同49.7%増となった(図表4-9)。輸出は5ヶ月連続、輸入は6ヶ月連続の対前年比増。金融危機後、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い。輸出は、対韓国が同37.9%、対台湾が同49.3%、対香港が同33.9%、対ASEANが同42.6%と、軒並み高い伸



びを記録している。対先進国向けをみても、対米国が前年比 19.1%、対 EU が同 28.5%、対日本が同 24.6%といずれも堅調だ(図表 4-9)。

一方、輸入に目を転じると、対米国が前年比 30.8%、対 EU が同 40.8%、対日本が同 44.1%で、中国経済が世界景気の回復に寄与している姿を示している。アジア新興国からの輸入の伸びはさらに大きい。

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。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、輸出入とも、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) 強まりつつあるインフレ圧力

景気の好調を受け、インフレ圧力が徐々に強まりつつある。4 月の CPI は前年同月比 2.8%の上昇と、3 月の同 2.4%を上回る 1 年半ぶりの高い伸びとなった(図表 4-10)。食品が同 5.9%の伸びとなった影響が大きい。当局は、輸入価格の上昇や国内労働コストの上昇により、物価押し上げの圧力が強まっているとの見解を示している。2010 年の CPI 上昇率の目標である 3%以内を達成するのは難しいかもしれないとの見解だ。

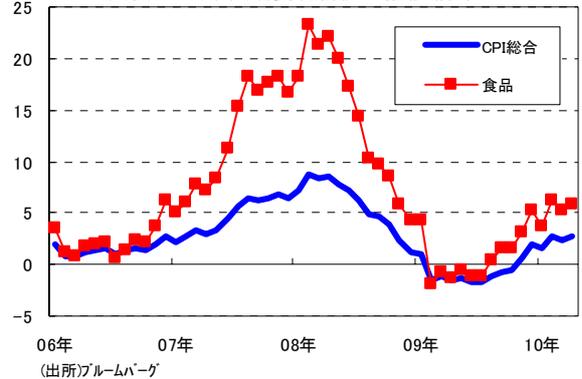
もっとも、当局が警戒しているのは、一般物価よりも、バブル色を強めつつある不動産市場の動向である。2009 年の不動産販売額は、地価上昇を背景に、前年比 75%超の上昇となったほか、2009 年の政府の不動産譲渡収入が前年比 43.2%の増加(1兆 4,239 億 7,000 万元)となったことも明らかとなっている。

2010 年に入ってから、不動産価格沈静化の兆しは見えない。1-4 月の不動産開発投資は、前年比 36.2%増と、1-3 月の同 35.1%から一段と加速した(図表 4-11)。また、4 月の主要 70 都市の不動産価格は前年比 12.8%と、3 月の同 11.7%、2 月の同 10.7%から伸び率がさらに上昇している(図表 4-12)。政府がリゾート構想を打ち出している海南省の海口が前年比 53.3%、同じく三亜が同 52.3%の高い伸びとなったほか、広東省深センが同 17.9%、浙江省温州が同 21.8%、北京が同 14.7%の伸びとなっている。

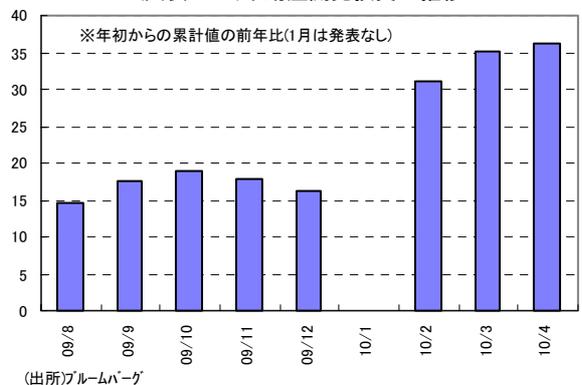
(6) 政府は不動産価格の抑制に本腰

政府は、昨年 12 月に、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

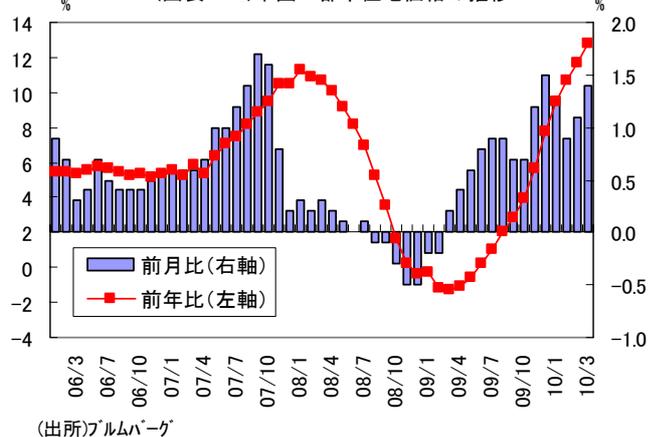
(図表4-10)中国消費者物価の推移(前年比)



(図表4-11)不動産開発投資の推移



(図表4-12)中国70都市住宅価格の推移



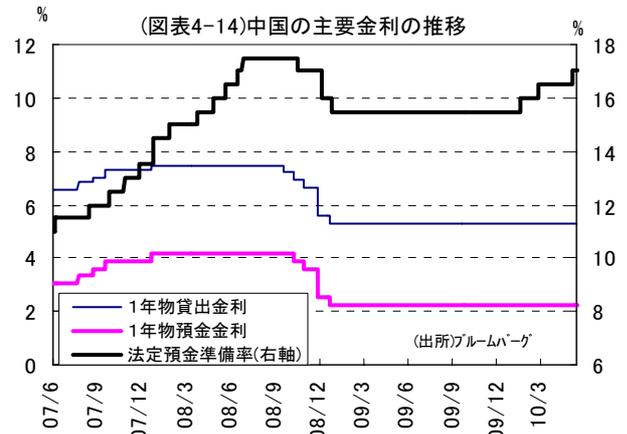
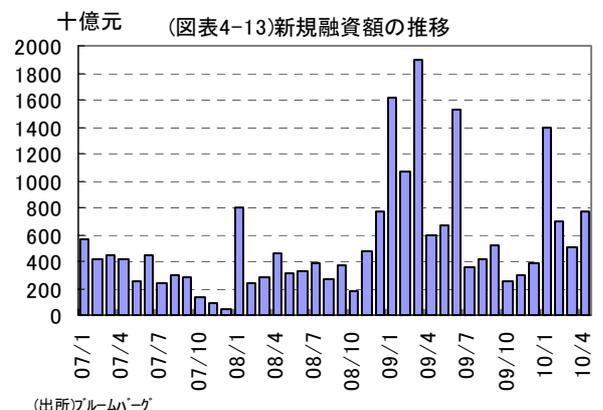
かにしている。新ルールでは、取引価格の半分以上を頭金として支払い、購入から1年以内に全額を支払う必要がある(状況によって2年に延長可能)。2010年1月からは、中古住宅の転売にかかる営業税(5.5%)の免除対象が購入後2年から購入後5年に戻された。

中国国務院は4月14日、第1四半期の経済情勢分析会議(温家宝首相が主宰)を開いた。そこでは、緩和的な財政金融政策がインフレに与える潜在的リスクは軽視できないとの認識が示されたほか、「一部都市での住宅価格高騰問題は突出している」とし、「過度の上昇は断固として抑える」との方針が示された。翌15日には早速、住宅ローンの貸出条件の規制強化を発表している。具体的には、初めて住宅を購入する場合(90平方メートル以上)の頭金の割合を20%から従来の30%に戻すほか、2軒目の住宅を購入する場合は頭金の割合を40%から50%に引き上げる、住宅ローン金利を人民銀行の基準金利の1.1倍以上とすることを銀行に義務付けるといった内容。投機色が強いと考えられる2軒目以降の住宅購入への規制を一段と厳しくした内容だ。他にも次々に抑制策を打ち出している。主たるものは下記のとおり。

- ・ 地方政府に投機的な購入を抑制する権限を付与
- ・ 建設中の住宅について、当局の認可なしで不動産開発業者が前払金を受け取ることを禁止
- ・ 販売日を先延ばしして意図的に住宅価格を引き上げた開発業者は処罰の対象
- ・ 3軒目の住宅購入向け融資の厳格化
- ・ 納税申告書の提出や社会保障費の支払い証明ができない住宅購入者への融資見合わせを銀行に命令
- ・ 明らかに投機目的の住宅購入に対しては、融資を拒否することを銀行に求める。
- ・ 大手銀に対し、不動産融資のストレステストの四半期ごとの実施を義務付け。

(7) 利上げは近い

金融面でも引き締め方向の動きを強めている。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実施してきた。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、最終的には目標の約2倍にまで膨らんだ(図表4-13)。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)は、昨年の融資額のうち、20%前後が不動産投資に向かったとの調査結果を発表している。2010年の融資目標額は7兆5,000億元と置いていたが、うち1-3月期は40%、4-6月期は30%、7-9月期は



20%、10-12月期は10%以内と、順次絞り込んでいくとの方針だ。ちなみに1-3月期については、32.5%が不動産セクター向けの融資だったことが明らかとなっている。

人民銀行は1月に、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%引き上げたほか、1,2,5月と3回に分けて法定預金準備率を0.5%ずつ引き上げた(図表4-14)。今のところ、政府は「比較的緩和的」な金融政策を維持する姿勢を崩していないが、今後は徐々に引き締め路線を強化してくるとみている。法定準備率は年内にあと3~4回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、今のところ行われていないが、年央には最初の利上げに踏み切る可能性が高い。もし、4月のCPI上昇率の2.8%が人々のインフレ期待に一致すると仮定すると、1年物定期預金基準金利(2.25%)を上回る「実質マイナス金利」が実現していることになる。今後はCPI上昇率が3%に迫ってくる可能性が高いことを考えれば、金利水準の段階的調整も避けては通れない。南欧の財政問題が世界景気に大きな悪影響を与える事態を免れることができれば、年内に2~3回程度は利上げが実施されると見ている。

(8) 元高誘導再開も秒読み

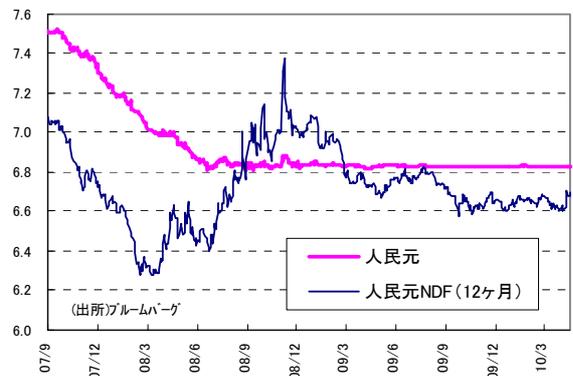
人民元の元高誘導再開も秒読み段階になってきたようだ。政府当局は、人民元相場を一昨年(2009年)の7月以降、事実上の対ドル固定相場に戻している(図表4-15)。これが足元の輸出回復に貢献しているほか、金融市場の信頼性を高め、先進国からの安定的な資金流入に繋がった。とりわけ、米国では、FRBが、ほぼゼロ金利という超金融緩和策を長きにわたって維持することから、低利のドルで資金を調達して、高金利通貨やリスク資産に投資するという、「ドルキャリー取引」が膨張し、これが中国をはじめとした新興国や資源国への大量の資金流入をもたらした。

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おり、結果として外貨準備高が増加の一途をたどっている(図表4-16)。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

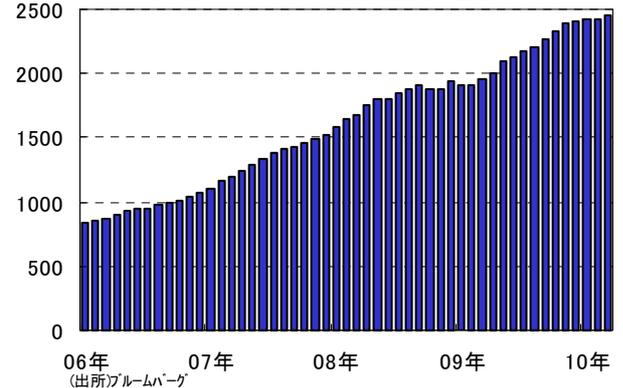
ければならず、それは人民元の緩やかなフロートを容認しなければ難しい。当局者である人民銀行の周其仁金融政策委員も、4月25日、「人民銀行が国内物価の安定と為替相場の安定という2つの目標を同時に達成するのは不可能であり、どちらかを選ばなければならない」と発言している。

人民元の固定については、米国だけではなく、最近では新興国からも「アンフェア」との声が上がっている。もっとも、中国当局は、「外圧によって行動することはない」と強く抵抗している。中国政府への圧力は、世論の反発を招き、中国政府を逆に動きにくくしてしまうと言う点で逆効果

元/円 (図表4-15) 人民元直物と先物(NDF)の推移



10億円 (図表4-16) 中国の外貨準備高の推移



と考えられるが、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になりつつある。

中国政府は、年央には元高誘導を再開させる可能性が高いとみている。手法としては、経済への影響を考えれば、2005年のように一度に数%の切り上げを実施する可能性は低く、まずは日々の変動容認幅を拡大させ、その範囲内で緩やかに元高方向への誘導を進めるといった形をとることになる。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。

(9) バブル崩壊への過度な懸念は不要

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。

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、ひいては実体経済をコントロールしなければならない。金融政策の効果が実態経済へ十分波及するまで、通常1年以上かかる。最近では、銀行の貸し渋りが問題になることも多い。これに対し、中国政府は直接銀行に「貸せ」、あるいは「貸すな」と指導することが可能である。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。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小さい。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は確かだが、中国の政治体制は危機管理と言う点では向いている。

そもそも、中国の不動産市場は、図表4-12からもわかるとおり、既に一度不動産市場の急落を経験したばかりである。にもかかわらず、短期間でこれだけの回復を遂げた復元力を評価すべきである。中国の不動産取引は多くが現金取引で、価格下落が信用不安の連鎖に直結するわけではないことも考えると、やや乱暴な言い方だが、不動産バブルの崩壊はさほど怖くないとも言える。中国の財政は主要国に比べれば健全で、再度4兆円規模の景気対策を打ち出すことも可能なだけの余力がある。内陸部のインフラ需要等、蛇口をひねればいくらかでも水が飛び出す状況にあることを考えれば、引き締めによるオーバーキルを過度に恐れるべきではないとも言える。多少景気の振幅が大きくなるリスクはあるが、均せば、今後数年にわたって高めの成長が続く可能性が高い。

5. 商品相場見通し

(1) 原油価格は緩やかな上昇を予想

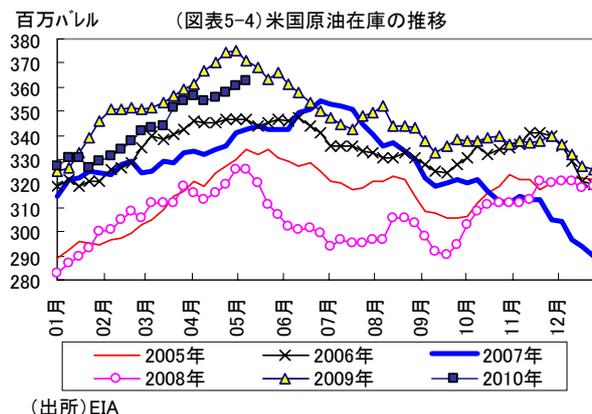
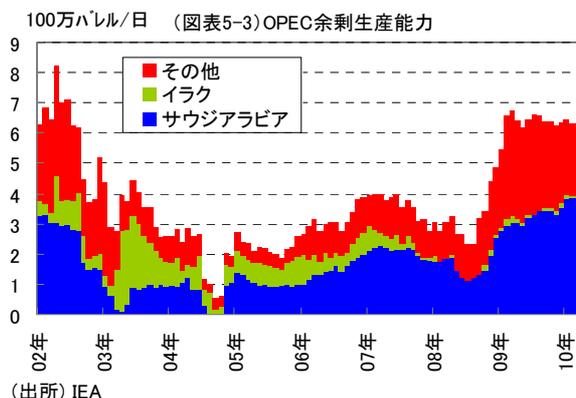
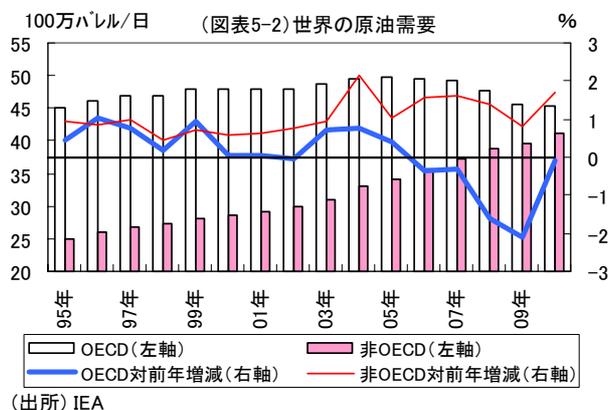
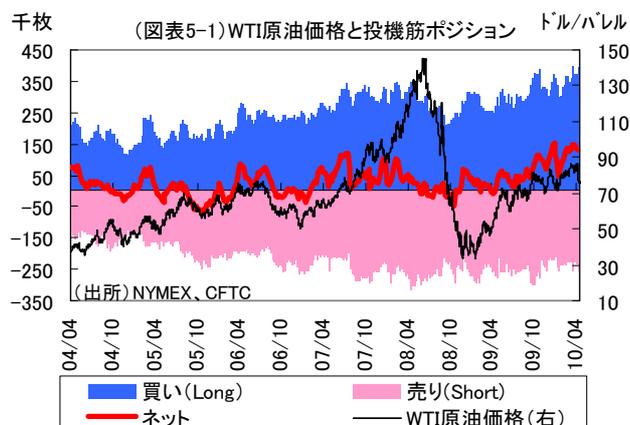
リーマン・ショック後、一時30ドル/バレル台前半まで下落した米国産標準油種WTI(ウェスト・テキサス・インターミディエート)先物価格は、その後上昇基調に転じ、5月上旬には87.1ドル/バレルと、2008年10月以来の高値を付けた(図表5-1)。世界景気の回復期待が高まりつつあること、市場参加者のリスク許容度が回復し、投機資金が流入していることなどが背景と考える。ただ、足元では、南欧の財政問題を抱える欧州経済の不透明感などにより、70~80ドル/バレル近辺で推移している。

国際エネルギー機関(IEA)による5月の原油需給見通しをみると、需要面に関しては、2009年の8,480万バレル/日から2010年には8,640万バレル/日と、160万バレル/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5,150万バレル/日から2010年には5,230万バレル/日と、80万バレル/日ほど増加する見通しとなっている。OPEC諸国も2009年半ばより徐々に増産し、足元では2,900万バレル/日の水準となっている。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、需要増加見通し分との差である80万バレル/日は、十分対応可能と考える(図表5-3)。

また、足元の米国における石油製品消費量は、2000年以降最も低い水準であった2009年とほぼ同水準で推移しており、米国の原油在庫の動きを見ても、依然として高水準である(図表5-4)。以上から、2008年までの数年間に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高くないと言える。

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、引き続き上昇基調をたど



ると予想するが、OPECに供給余力が残っていることから上昇余地は限られよう。投機資金の流出入により、一時的に値動きが激しくなる局面はあろうが、WTI（年平均）は、2010年が80ドル／バレル、2011年が87ドル／バレルと、緩やかな上昇を予想する。

（２）その他商品市況も緩やかに上昇

主要国際商品指数である CRB（コモディティ・リサーチ・ビューロー）先物指数を見ると、2009年2月を底に上昇基調に転じている（図表5-5）。CRB先物指数は、エネルギー、貴金属、産業素材、穀物、食品、家畜の6分野、19品目で構成される。分野別に見ると、貴金属（金、銀）、エネルギー（原油、燃料油、ガソリン、天然ガス）、産業素材（銅、アルミニウム、ニッケル、綿花）の上昇率が大きい（図表5-6）。直近1年間の上昇率（2009年と2010年の4月月中平均の比較）をみると、CRB指数+24.2%、うち貴金属+38.9%、エネルギー+41.3%、産業素材+68.1%となっている。

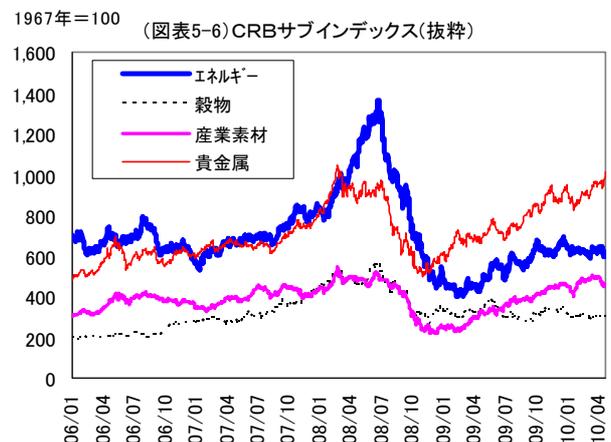
貴金属分野では、安全資産である金価格の上昇が目立つ。リーマン・ショック以降、2008年11月に金先物価格（COMEX 中心限月）は、722ドル／トロイオンスの安値を付けたが、足元（5月12日現在）では1,243ドル／トロイオンスと、過去最高値を更新している。金は通貨の代替資産としての側面を持ち、ドル不安や金融不安が起こると価格が上昇する傾向があるが、最近では、ユーロ売りに伴う資金の流入によって、金とドルが同時に上昇する場合も見られる。ギリシャ等、南欧の財政問題が煽る中で、今のところ資金の退避先としての需要は強いが、欧州問題が落ち着くとともに、調整局面に入る可能性もあろう。

エネルギー分野では、天然ガスが値下がりしている。米国では年末年始の寒波到来により、需給は一時的に引き締まったが、暖房需要期以降は、産業用需要の回復が遅れていることもあって、天然ガス価格は軟調に推移している。米国の産業用需要は回復していくと予想されるが、北米の供給も増加する見通しであり、価格は緩やかな上昇にとどまると考える。

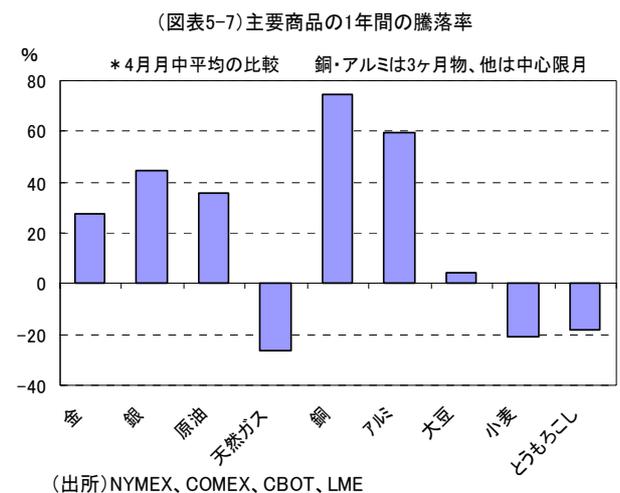
産業素材分野では、非鉄金属の価格上昇率が大きく、とりわけ銅は1年間の上昇率（LME 銅3ヶ月物の2009年と2010年の4月月中平均の比較）が+74.5%と高騰した（図表5-7）。最大の消費国である中国経済が好調であること、第2位の米国も製造業の回復基調が鮮明になってきたことな



(出所) Reuters/Jefferies



(出所) Reuters/Jefferies



どが要因である。ただ、足元では供給量が増加し、かつ在庫も十分な水準であることから、当面は調整局面に入り、その後は需要の拡大に伴って緩やかな上昇に向かうと予想する。

穀物分野（大豆、小麦、とうもろこし）の価格は総じて軟調に推移している。米国農務省の発表によれば、小麦は2年連続の供給超過、在庫も過去稀にみる高水準にまで膨れ上がる見込みである。作付面積の削減によって2011年以降、供給調整が進むと予想されるが、当面は弱含みで推移するだろう。大豆は、主要輸入国である中国の需要拡大が予想されるものの、今年度の生産量は過去最高になる見通しであり、今後の価格上昇も小幅なものに留まると考える。とうもろこしについても供給面の懸念は小さく、2010年の在庫率は上昇が見込まれる。しかしながら、バイオ燃料需要の増加などが見込まれるため、2011年に向けて緩やかに価格は上昇すると考える。

最近の商品価格の上昇は、好調な中国経済や世界経済の回復基調を背景に、若干行き過ぎた需要拡大期待による投機資金の流入という側面が大きい。実際、価格上昇幅の大きい非鉄金属では、在庫水準も高く、当面需給が逼迫する可能性は低い。ファンダメンタルズ面を見る限り、商品価格が再度高騰する可能性は低いと考えられ、世界経済の景気回復を背景に、緩やかな上昇にとどまると予想する。CRB指数（4月月中平均276.86）の今後1年間の上昇率は、10%程度と予想する。

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。