

明治安田生命
2010-2011年度経済見通しについて

～目先は踊り場入りの可能性も、2011年度は持ち直すと予想～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2010年4-6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	1.9%	2011年度	1.8%
名目GDP成長率	2010年度	0.5%	2011年度	1.4%

2. 要 点

- ①2010年度の日本経済は、米中景気の減速を受けた国内生産の回復ペース鈍化に伴い、いわゆる「踊り場」入りの可能性が高まっている。ただし、雇用・所得環境の改善や子ども手当の支給などを背景に個人消費は底堅い推移が見込まれるほか、設備投資や住宅投資もプラス基調が続くとみており、いわゆる二番底は避けられると予想する。
- ②2011年度も、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、個人消費は堅調推移を予想する。中国経済はソフトランディングに成功、米国景気も回復に向かうとみられ、日本経済も外需主導で再度上向き展開を見込む。
- ③足元の日本経済は、外需から内需、製造業から非製造業、大企業から中小企業、企業から家計へと回復の裾野が広がりつつある段階であり、ある程度正の循環が働いている。したがって、かなり強い外的ショックが発生しない限り、失速はないとみる。

〈主要計数表〉

	2009年度 実績	2010年度		2011年度	
		2009年度実績	2010/5時点	2010/5時点	2011/5時点
実質成長率	▲1.9%	1.9%	2.8%	1.8%	2.3%
成長率寄与度・内需	▲2.3%	0.5%	1.6%	1.3%	1.8%
・外需	0.4%	1.4%	1.3%	0.5%	0.5%
名目成長率	▲3.6%	0.5%	1.9%	1.4%	2.2%

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

	← 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%	1.9%	1.8%	1.0%	1.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
民間最終消費支出	0.7%	1.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.0%	0.6%	0.3%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
民間住宅投資	-18.5%	0.1%	4.0%	-2.9%	0.3%	-1.3%	2.2%	4.1%	3.2%	1.3%	-2.1%	-1.8%	1.2%
民間設備投資	-15.3%	2.7%	6.4%	1.5%	0.6%	0.5%	0.9%	1.0%	1.2%	1.6%	2.0%	2.1%	1.8%
政府最終消費支出	1.7%	1.2%	0.7%	0.7%	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
公的固定資本形成	9.3%	-10.1%	-7.5%	-1.3%	-1.2%	-3.4%	-4.5%	-3.1%	-1.9%	-1.7%	-1.5%	-1.2%	-0.6%
財貨・サービスの輸出	-9.5%	17.6%	6.9%	5.7%	7.0%	5.9%	0.1%	0.7%	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	1.8%
財貨・サービスの輸入	-11.8%	10.6%	6.0%	1.5%	3.0%	4.3%	1.0%	0.9%	0.9%	2.2%	1.5%	1.6%	1.5%
名目GDP	-3.6%	0.5%	1.4%	0.4%	1.4%	-0.9%	0.3%	0.3%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%
GDPデフレーター(前年比)	-1.7%	-1.3%	-0.4%	-2.8%	-2.8%	-1.8%	-1.4%	-0.9%	-1.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%

	← 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%	1.9%	1.8%	1.0%	1.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
民間最終消費支出	0.4%	0.9%	0.4%	0.4%	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
民間住宅投資	-0.6%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
民間設備投資	-2.3%	0.4%	0.8%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
政府最終消費支出	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.5%	-0.2%	0.1%	-0.2%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.4%	1.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
財貨・サービスの輸出	-1.5%	2.4%	1.1%	0.8%	1.0%	0.9%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	1.9%	-1.0%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-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)	-8.9%	11.2%	6.0%	-5.1%	27.1%	21.1%	13.8%	8.3%	3.5%	3.2%	6.3%	7.3%	7.2%
消費者物価指数(前年比)	-1.7%	-0.5%	-0.3%	-2.0%	-1.2%	-0.9%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.1%	0.0%
除く生鮮食品(前年比)	-1.6%	-0.8%	-0.2%	-1.7%	-1.2%	-1.2%	-1.0%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.0%
国内企業物価指数(前年比)	-5.2%	0.3%	0.9%	-5.2%	-1.7%	0.2%	-0.2%	0.7%	0.7%	0.5%	1.1%	1.1%	1.0%
完全失業率(季調済平均)	5.2%	5.2%	4.7%	5.2%	4.9%	5.2%	5.3%	5.2%	5.2%	5.0%	4.8%	4.6%	4.4%
無担保コール翌日物(期末値)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
為替レート(円/ドル:平均値)	93円	90円	94円	90円	91円	92円	87円	89円	91円	92円	93円	94円	95円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の実質GDP成長率は、輸出が引き続き堅調に推移したものの、個人消費が伸び悩んだことから、前期比+0.1%（年率換算：+0.4%）と、1-3月期の同+1.1%（同：+4.4%）からは伸び率が大きく鈍化した。

今後は中国や米国の景気減速によって輸出の回復ペースは鈍化するとみられ、短期的には踊り場入りの可能性が高まっている。ただ、日本経済は、外需から内需、製造業から非製造業、大企業から中小企業、企業から家計へと回復の裾野が広がりつつある段階にあり、ある程度正の循環が働いている。したがって、かなり強い外的ショックが発生しない限り、失速は考えにくい。

個人消費は、エコカー補助（9月末まで）や家電エコポイント（12月末まで）の制度終了前の駆け込み需要とその反動減が攪乱要因となるものの、雇用・所得環境の改善や子ども手当の支給などを背景に、今後も底堅く推移しよう。住宅投資は、住宅ローン減税や住宅エコポイント、フラット35Sなどの政策効果によって、当面は回復基調が続くと見込む。設備投資は、設備稼働率の回復、企業の設備過剰感の緩和、キャッシュフローの好転などによって、緩やかな回復傾向が続くと予想される。輸出は、中国や米国の景気減速を背景に回復ペースがいったん鈍化すると見込まれるものの、腰折れは免れる。公共投資は、2010年度予算で公共事業関係費が大幅な減額となったことから、減少傾向が続く。

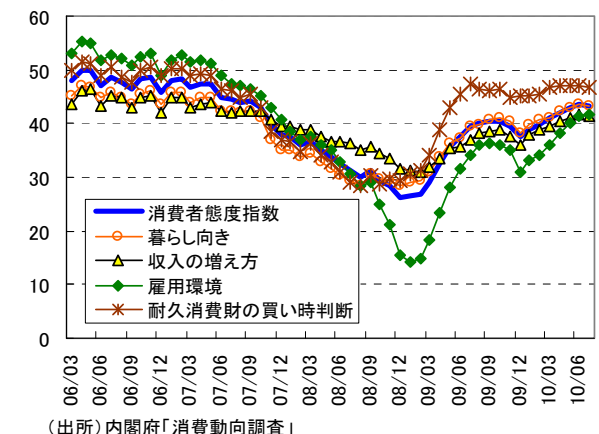
2011年度も、企業業績の回復を受けた雇用・所得環境の改善が続く見通しであり、個人消費は引き続き堅調に推移しよう。設備投資と住宅投資も回復基調が続くとみる。中国や米国の景気も徐々に持ち直してくると見込まれ、輸出も再び上向く可能性が高いとみている。公共投資の減少は続くと見込まれるものの、日本経済は民需中心に回復基調が続くと予想する。

マイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）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、当面、物価の下落基調は続こう。米国やユーロ圏の利上げも遅れる見通しであり、日本の利上げは2012年度以降に持ち越されるとみる。

（1）個人消費は底堅く推移

消費者マインドを示す指標が着実に改善している。消費者態度指数（全国・一般世帯）は、2008年12月を底に回復基調が続いている（図表1-1）。2009年11～12月は、冬季賞与の大幅減などを背景に一時的に低下したものの、今年1月以降は6ヶ月連続の上昇となった（ただし、7月は小幅ながら7ヶ月ぶりに低下）。同指数を構成する4指標の中で、「耐久消費財の買い時判断」は横這い圏にとどまっているものの、「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」の3指標は堅調に推移している。「耐久消費財の買い時判断」が伸び悩ん

ポイント (図表1-1) 消費者態度指数(全国・一般世帯)の推移



(出所)内閣府「消費動向調査」

でいるのは、エコカー減税・補助金や家電エコポイントの効果逓減による面が大きい。他の3指標の上昇は、雇用・所得環境が緩やかながらも改善しつつあることを反映していると考えられる。5月から6月にかけては、株価下落や円高などが消費者マインドを冷やしかねない環境となったが、意外にも消費者態度指数は底堅く推移した。

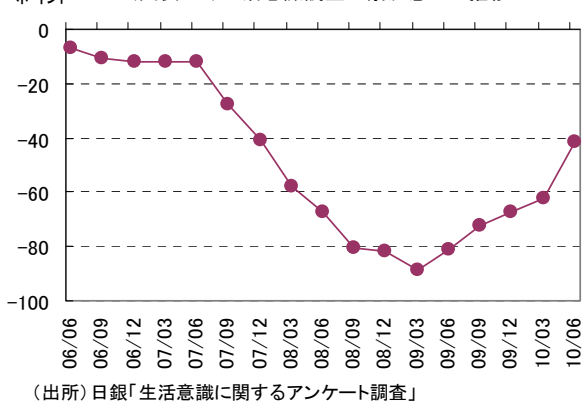
日銀の「生活意識に関するアンケート調査」を見ても、景況感DIは、2009年3月調査を底に5四半期連続で改善している（図表1-2）。特に今6月調査では、▲62.0から▲41.2へと20.8ポイントも上昇した。現在の景況感（1年前対比）について、「良くなった」（2.0%→6.2%）と「変わらない」（33.8%→45.8%）との回答が増加し、「悪くなった」（64.0%→47.4%）との回答が大幅に減少した。

消費者マインドが改善している要因としては、雇用環境の改善に伴う失業リスクの低下、所定外給与の増加や夏季賞与の下げ止まり、子ども手当の支給開始や高校授業料の実質無償化などが寄与していると考えられる。

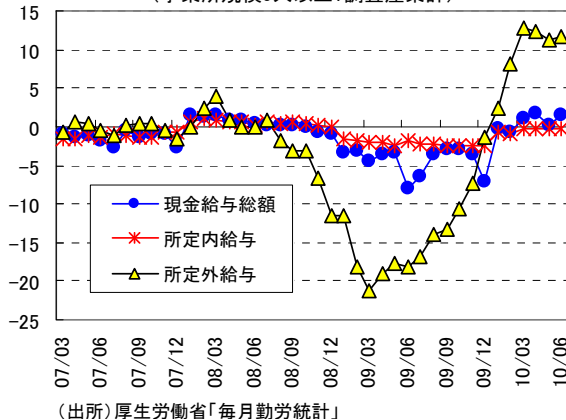
実際、毎月勤労統計によれば、現金給与総額は3月以降4ヶ月連続で前年水準を上回り、所得環境が緩やかに改善していることを示している（図表1-3）。企業部門の業績好転が家計部門の所得増加に波及しつつある過程にある。㈱インテリジェンスの調査では、正社員の賃金に先行する傾向があるアルバイトの平均時給が昨年12月以降7ヶ月連続で前年比プラスとなった（図表1-4）。

消費関連企業の業況判断についてアンケート調査を実施した日経消費DIを見ると、1月調査の▲67を底に、4月調査は▲50（前期比：+17ポイント）、7月調査は▲33（同：+17ポイント）と、2四半期連続で大幅に改善した（図表1-5）。7月調査では、「旅行・運輸」が▲86から▲42と44ポイントも上昇した点が目立つ。夏休みの旅行は国内も海外も好調であり、これまで「巣ごもり」を続けてきた消費者に変化の兆しが見える。「専門店」、「興業・アミューズメント」、「外食」などの業況判断も軒並み改善した。これまでの個人消費の回復は、乗用車と薄型テレビを中心とする耐久消費財が牽引役であったが、今後は、教育、旅行、外食、

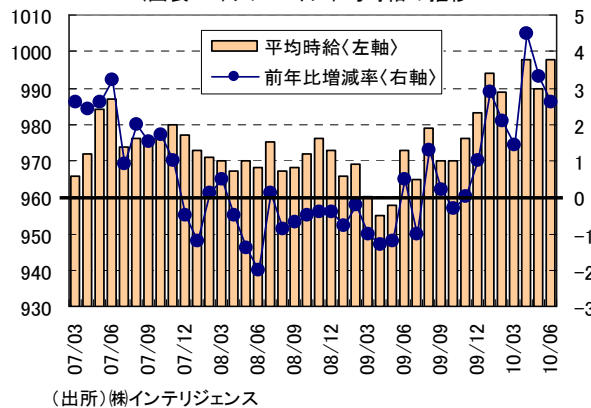
（図表1-2）生活意識調査の景況感DIの推移



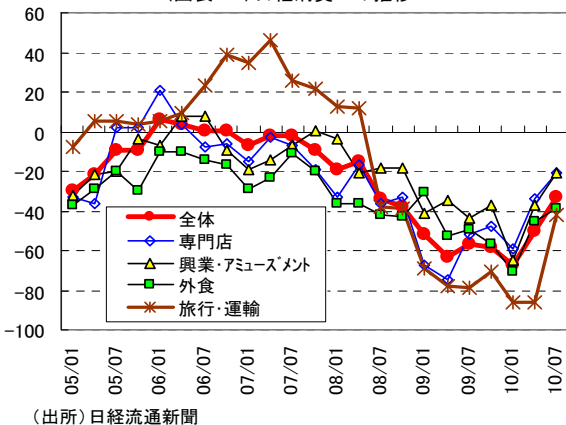
（図表1-3）現金給与総額（前年比）の推移
（事業所規模5人以上：調査産業計）



（図表1-4）アルバイト平均時給の推移



（図表1-5）日経消費DIの推移



レジャー、衣料品など、幅広い分野で回復に向かう可能性が高い。

9月末にエコカーの補助金制度の終了を控え、既に4月頃からエコカーの駆け込み需要が入り始めているようだ(図表1-6)。反面、薄型テレビは3月に家電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)が発生した反動で、4月以降は販売が弱含んでいる。ただ、12月末に家電エコポイント制度が終了することから、今後は薄型テレビのほか、エアコンと冷蔵庫の駆け込み需要も発生することが予想される。

エコカー補助も家電エコポイントも、制度終了前の駆け込み需要とその後の反動減は避けられないが、駆け込み需要の発生時には他の消費が抑制され、反動減の発生時には他の消費がある程度増えると予想されることから、個人消費全体にとっては大きな波乱要因にならないとみている。

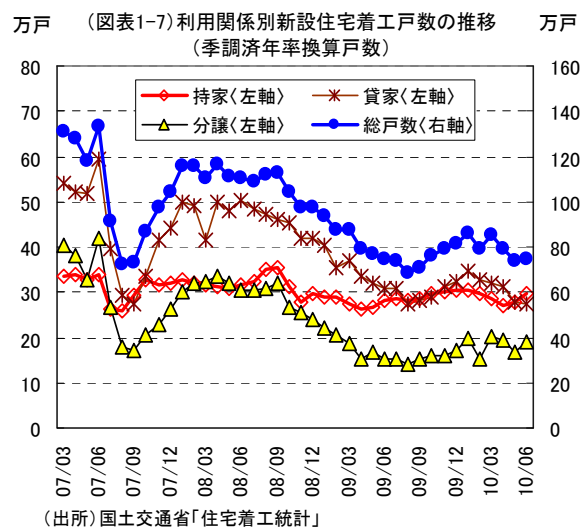
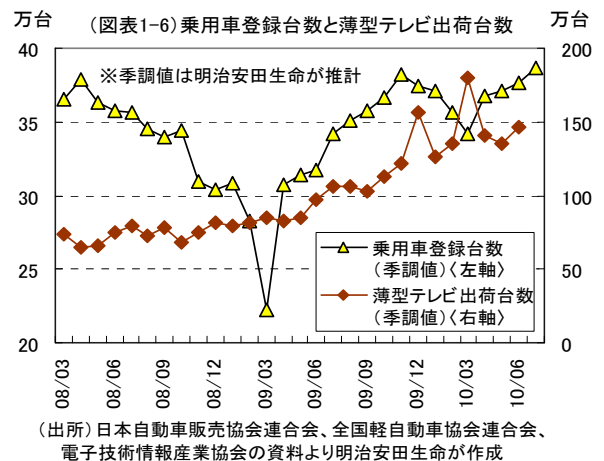
2011年度は、2011年1月からの所得税の扶養控除廃止・特定扶養控除縮小が個人消費に与える悪影響が懸念されるものの、企業業績の好転を受けて、月例賃金や賞与が回復すると見込まれることから、所得環境の改善が個人消費の下支え役となろう。

(2) 住宅投資は当面回復基調

6月の新設住宅着工戸数(季調済年率換算戸数)は、前月比+1.7%の75.0万戸と、3ヶ月ぶりの増加に転じた。昨年8月を底に回復基調が続いているが、足元ではほぼ横ばい圏の動きとなっている(図表1-7)。利用関係別では、持家が同+6.0%(2ヶ月連続の増加)、貸家が同▲1.8%(5ヶ月連続で減少)、分譲が同+13.6%(3ヶ月ぶりの増加)となっており、貸家の不振が鮮明である。貸家を巡る環境は、地方を中心に入居率の低迷や賃料の頭打ちといった厳しい状況が続いている。

分譲のうち一戸建ての販売は底堅く推移している。低価格指向を強めている一次取得者層に対して、地価下落を契機にパワービルダー(建売住宅を低価格で販売する地域密着型住宅会社)等を中心に回復傾向にある。新築マンションの販売も足元堅調に推移している。7月の首都圏マンションの新規売却(契約)戸数は3,229戸(前年同月比:+32.8%)と好調を継続しており、新規発売戸数も4,128戸(同:+27.8%)と大幅に増加している。7月の契約率(新規売却戸数/新規発売戸数)は78.2%と、好不調の分かれ目とされる70%を7ヶ月連続で上回った。

持家の着工は直近ピークの84%まで回復しており、前年比でも8ヶ月連続プラスと底堅く推移している。一連の住宅取得支援策については、持家が最も恩恵を受けているようだ。



昨年から実施されている住宅ローン減税の大幅拡充(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)に加えて、今年からは住宅取得時の贈与税非課税枠の拡大(500万円→1,500万円)、住宅エコポイント(エコ住宅の新築一戸あたり一律30万円相当のポイントを付与)、フラット35Sの金利大幅引き下げ(当初10年間の住宅金利の引き下げ幅を年率0.3%から1.0%に拡大)などの住宅取得支援策が実施されており、分譲や持家の下支えとなっている(図表1-8)。フラット35の買取申請戸数(申込戸数)の状況を見ると、2010年4-6月期の申込戸数は3.7万戸で、前年同期の2.7倍と大きく伸びており、その8割以上が2月より開始されたフラット35Sで占められている(図表1-9)。

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。しかしながら、一連の住宅取得支援策に加え、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年代に大量に着工された住宅が建て替えの時期を迎えつつあることなどから、住宅投資は当面緩やかな回復基調が続こう。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は、6月も前年同月比+9.0%と、昨年11月以降8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可能性が高いことを示唆している(図表1-10)。

2010年末には、住宅エコポイントやフラット35Sが期限を迎え、年末に向けて住宅着工の駆け込み需要発生が見込まれる。年明け以降はその反動から一時的に落ち込むことが避け難いものの、その後も住宅ローン減税などの効果が残ることに加え、雇用・所得環境も回復傾向にあることから、住宅着工は緩やかな回復基調が続くとみる。GDPベースの住宅投資については、2011年度前半までは回復基調で推移し、その後いったんは落ち込むものの、2011年度末にかけて緩やかな回復に向かうと予想する。

(図表1-8)住宅取得支援策概要

○住宅ローン減税

	入居年	控除期間	住宅ローン等の年末残高の限度額	控除率	最高控除額(累計)
長期優良住宅	2010~2011年	10年間	5,000万円	1.2%	600万円
	2012年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2013年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
一般住宅	2010年	10年間	5,000万円	1.0%	500万円
	2011年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2012年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
	2013年	10年間	2,000万円	1.0%	200万円

○住宅取得時の贈与税非課税枠

2010年 合計 1,610万戸	基礎控除 110万円	贈与税 非課税枠 1,500万円
2011年 合計 1,110万戸	基礎控除 110万円	贈与税 非課税枠 1,000万円

○住宅エコポイント

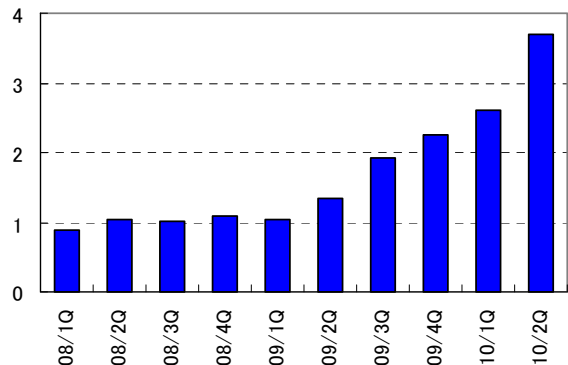
- ・エコ住宅の新築一戸あたり一律30万ポイント(30万円相当)
(2010年12月31日までに建築着工したもの)

○フラット35S

- ・フラット35適合住宅のうち耐震性、耐久性・可変性、バリアフリー性、省エネルギー性の技術基準のうち1つを満たす住宅を建設・購入する場合に、借入金利から当初10年間年1.0%引き下げを受けられる
- ・一段階上の技術基準を満たす場合は、さらに11年目以降20年目まで年0.3%の引き下げが受けられる
(2010年12月30日までに申込みしたもの)

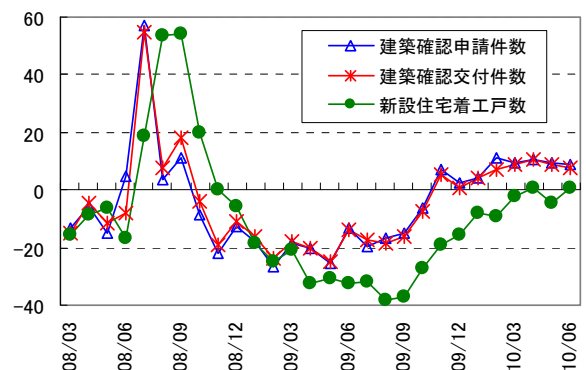
(出所)国土交通省、住宅金融支援機構HPより明治安田生命作成

万戸 (図表1-9)フラット35の買取申請戸数の推移(四半期)



(出所)住宅金融支援機構

(図表1-10)建築確認件数(前年比)の推移



(出所)国土交通省

(3) 設備投資は緩やかに回復

民間設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力・携帯電話を除く民需）は、昨年半ば以降、緩やかに持ち直している（図表 1-11）。5月は前月比▲13.3%と大きく落ち込んだが、これは欧州財政問題の深刻化や急激な円高・ユーロ安の進行などによって、企業が機械設備の発注を躊躇した面もあったと考えられる。6月は欧州問題がやや落ち着いたこともあって、同+6.1%と持ち直した。

鉱工業生産は昨年2月を底に回復しており、今6月はリーマン・ショック前の91%の水準にまで戻している。製造工業稼働率指数も4-6月期は91.4まで回復した（図表 1-12）。過去の推移を見ると、稼働率指数が90台前半まで上昇してくると、実質設備投資が増加する傾向がある。

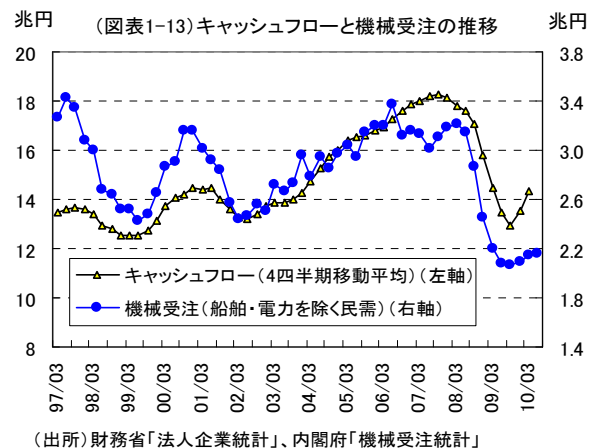
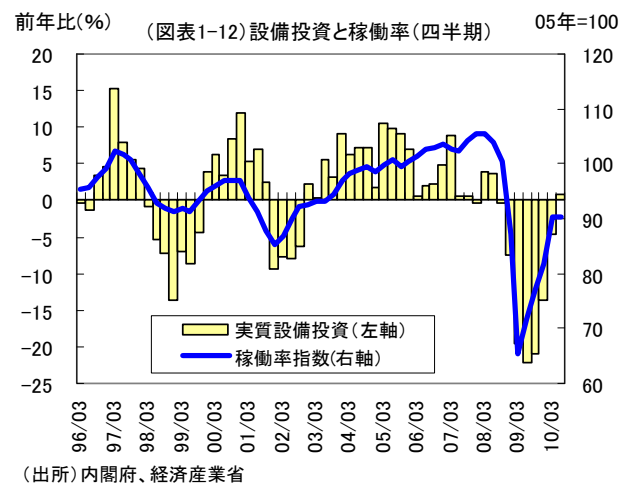
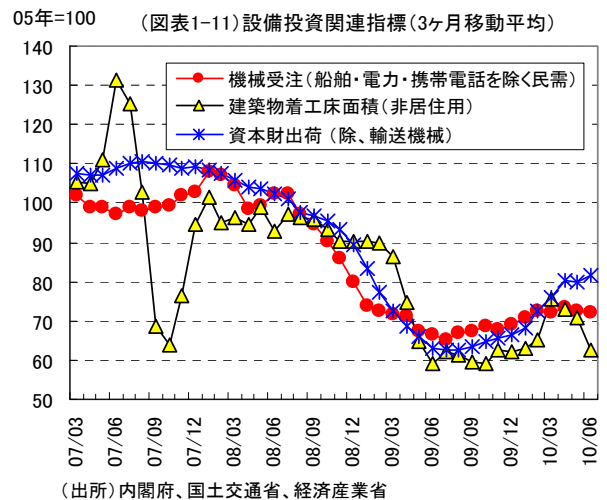
6月調査の日銀短観の設備判断DI（過剰-不足）は、全規模・全産業ベースで+11と、3月調査の+14から3ポイント改善した。先行き9月の予測DIは+9と、さらに改善するとの見通しとなっており、企業の設備過剰感は徐々に緩和しつつある。日銀短観の設備判断DIが+10程度まで改善してくると、やはり設備投資が本格的に回復する傾向が見られる。

企業業績の改善を受け、キャッシュフローも好転している（図表 1-13）。キャッシュフロー（4四半期移動平均）の推移と機械受注（船舶・電力を除く民需）の推移も連動性も高い。

設備稼働率の回復、企業の設備過剰感の緩和、企業業績の回復に伴うキャッシュフローの好転など、設備投資が回復に向かう環境は着実に整いつつあると言えよう。

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見ると、企業の期待成長率が大幅に低下したことが、2009年度の設備投資の大幅減に繋がった様子が窺える（図表 1-14）。景気回復の初期局面では、企業経営者は先行きに対して慎重な見方を採ることが多く、企業の期待成長率が高まりにくい傾向がある。企業の期待成長率を潜在成長率並みの1%弱と仮定して、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、2011年1-3月期の設備投資は前年同期比で+6~10%程度と試算される（2010年3月時点の「新設投資額/資本ストック」は5.38）。

ここにきて、中国・米国の景気減速懸念や円高傾向など、企業が設備投資に慎重になるリスク要



因が出始めている。ただ、今後もアジア経済は全般的には堅調に推移し、米国経済も緩やかながら回復基調が続くとみており、設備投資の回復傾向自体に大きな変化はないとみている。また、日本政策投資銀行の調査によれば、2010年度は電力業界が前年度比+19.4%と大きく設備投資を増加させる計画となっており、設備投資全体の下支え役を果たそう。年度内の設備投資は緩やかな回復基調が続く可能性が高い。来年度は輸出が再び上向くと想定しており、それに伴って設備投資も徐々に回復色を強める展開を予想している。

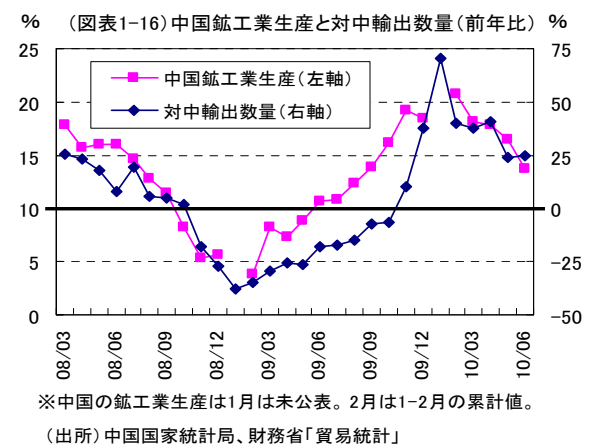
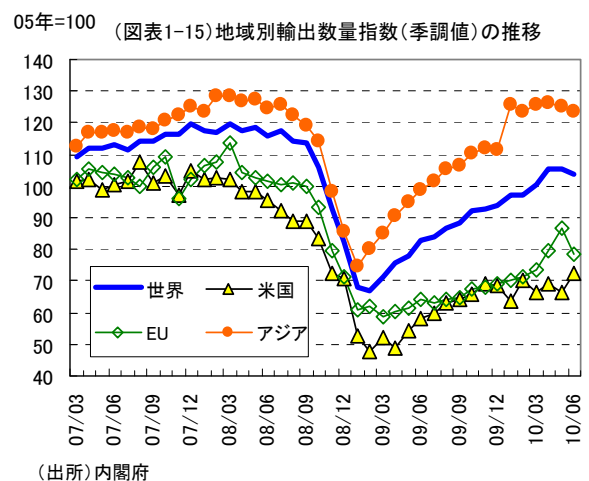
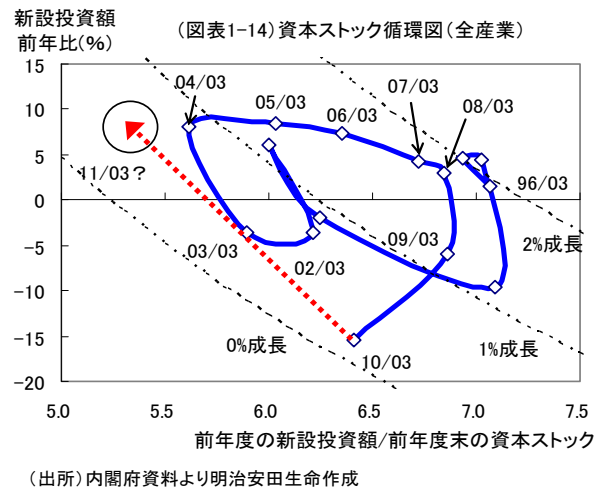
(4) 輸出は回復ペースが鈍化

これまでアジア向けを中心に好調を持続してきた輸出に減速の兆しが見え始めた(図表1-15)。ここに来て、中国や米国の景気が減速しつつあることが要因である。中国景気の減速は、年明け以降の金融引き締め(預金準備率の引き上げや不動産融資の規制強化)の効果が現れてきたもので、米国景気の減速は、住宅取得減税の終了や在庫復元の一巡、雇用情勢の回復遅延などが要因となっている。

中国向け輸出の内訳を見ると、電子部品や自動車部品、化学、鉄鋼などの生産財に陰りが見える。中国の鉱工業生産が減速しつつあり、部品や材料の輸入が手控えられているようだ(図表1-16)。米国向け輸出は、自動車伸び悩んでいる。米国で新車販売が停滞気味で推移していることが要因と考えられる。

2009年度の日本の輸出相手先構成比(金額ベース)を見ると、アジア向けが55.2%と過半数を占めている。アジア向け輸出の商品別構成比(2009年度、金額ベース)を見ると、化学(14.6%)、鉄鋼(7.3%)、非鉄金属(3.2%)などの素材や、一般機械(17.3%)などのウェイトが高いが、これらの素材や一般機械は、自動車や家電(パソコンや携帯電話を含む)などに使用される材料や製造装置などが多い。半導体等電子部品(9.9%)、自動車(3.4%)、自動車部品(3.9%)など直接関係する品目を含めれば、自動車や家電などに関連した部品・材料や機械類の構成比が高いことが分かる。

アジア諸国は家電を欧米や日本に輸出する生産拠点としての一面を有しているが、そのウェイトは次第に低下しており、最近では最終消費地としての位置付けが徐々に強まっている。自動車につ



いては、元々、国内もしくは近隣諸国向けの生産が大半である。したがって、アジアにおける自動車や家電の市場動向が日本のアジア向け輸出にとって大きな鍵となる。

中国の新車販売台数（メーカー出荷ベース、国内生産分のみ）は依然として高水準で推移しているものの、足元では伸び悩んでいる（図表 1-17）。小型車減税縮小（年明けから自動車取得税が 5.0% から 7.5% に引き上げ）の影響やこれまでの新車販売過熱の反動が要因として考えられる。一方、ASEAN3 ヶ国（インドネシア、タイ、マレーシアの 3 ヶ国で ASEAN10 ヶ国の新車販売台数の約 8 割を占める）の新車販売台数は、旺盛な個人消費を背景に引き続き好調を維持している（図表 1-18）。ASEAN の市場規模は中国の 15% 程度に過ぎないが、日本車のシェアが約 8 割（中国は約 2 割）にも達しており、自動車・自動車部品の ASEAN 向け輸出は、中国向け輸出の約 7 割の水準となっている。尚、韓国・台湾向けは、自動車も自動車部品の輸出も少ない。

中国政府は、新車販売台数の減速を受け、低燃費車の購入者に対して 3,000 元（約 4 万円）の補助金を支給する制度を開始した（6 月中旬購入分に遡及）。販売店の在庫が高水準に達していることもあり、中国の自動車生産市場は今暫く伸び悩む可能性が高いものの、新しい購入支援策が導入された効果などから、年末にかけては再び持ち直してくると期待される。

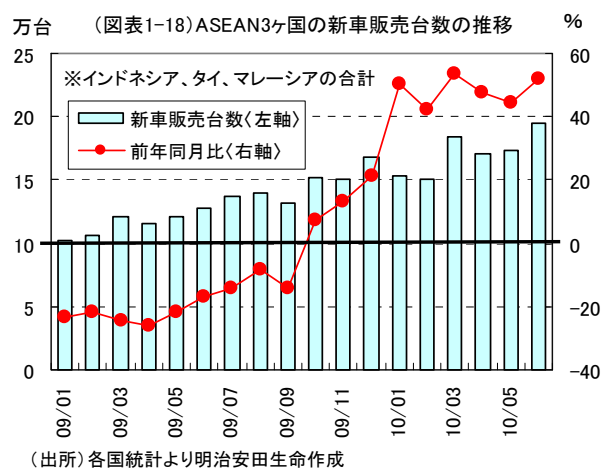
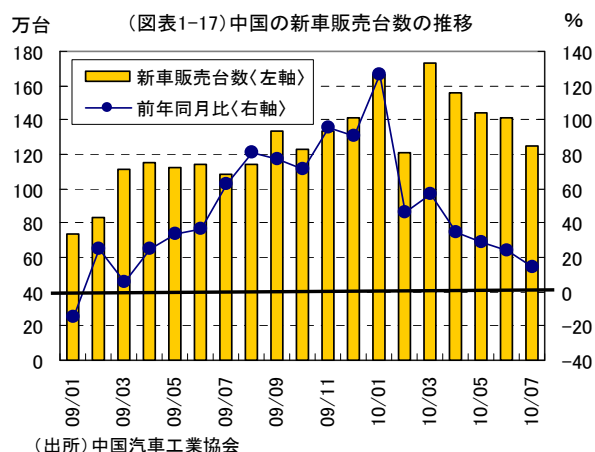
アジア新興国（韓国、台湾、ASEAN）の景気はこれまでのところ概ね好調に推移しているが、これらの国は、元々、中国や米国向けに家電や電子部品等の輸出が多いことから、今後は減速に向かうリスクが高まっている。したがって、日本からアジア新興国向けの輸出もやや伸び悩むとみている。ただ、ASEAN 域内の新車販売は、中国のような過熱感は見られないため、多少減速するリスクはあるものの、今後も比較的堅調に推移する可能性が高く、輸出の下支え役を果たすことが予想される。

中国景気も米国景気も減速しつつあるものの、後退局面に入るとは想定しておらず、輸出が腰折れする可能性は小さいと予想する。中国景気の減速は、景気の過熱を抑止し、持続的な景気拡大という観点からはむしろ望ましい状況になりつつあるとみている。

中国景気も米国景気も来年度始から再び上向くと想定している。ただ、自動車関連製品（自動車向けの素材や機械類を含む）の中国向け輸出は、年末にかけて持ち直してくる可能性が高い。輸出全体としては年度末から年度始にかけて徐々に上向く展開を予想する。

（5）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



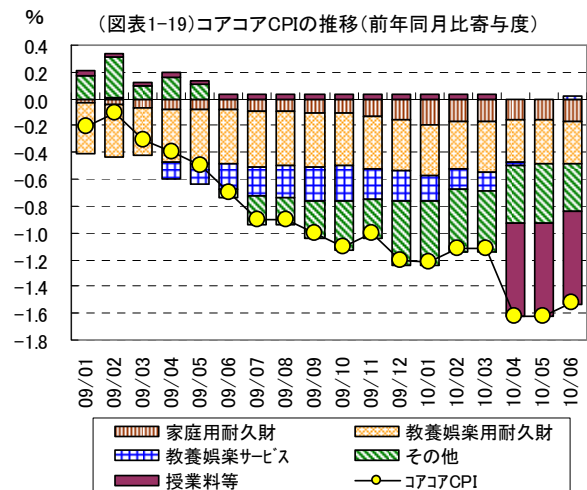
に転じているが、消費者物価は景気に遅行する傾向が強いため、コアコア CPI は 2009 年 1 月の前年同月比▲0.2%から 12 月には同▲1.2%にまで徐々にマイナス幅が拡大した（図表 1-19）。年明け以降はマイナス幅の拡大がようやく一服し、1 月：同▲1.2%、2 月：同▲1.1%、3 月：同▲1.1%となった。4 月以降は、公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減によって、再びマイナス幅が拡大したが、この影響を除くと、4 月：▲0.9%、5 月：▲0.9%、6 月：▲0.8%となっており、デフレ圧力は徐々に緩和しつつあるとみることができる。

当社がコブ・ダグラス型生産関数を用いて試算した結果によると、足元の潜在成長率は 0.7%程度となった。この推計に基づく、2010 年 4-6 月期の需給ギャップは▲4.5%程度、年間約 25 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）は大きい。

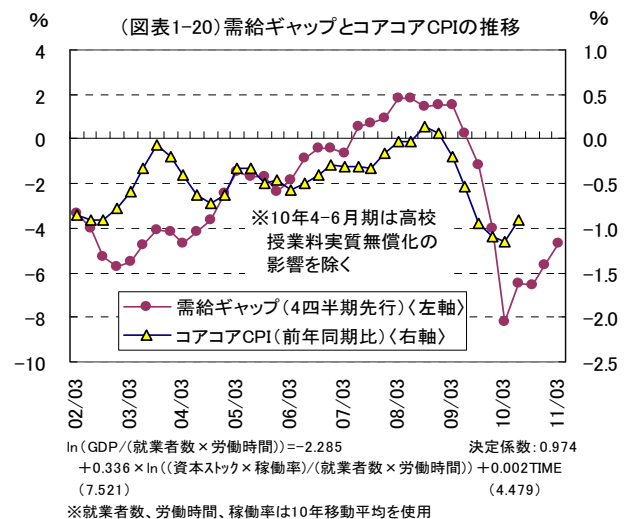
コアコア CPI は需給ギャップの動向に約 1 年遅れて動く傾向が見られる（図表 1-20）。国内景気は緩やかながら回復基調が続くと予想しており、当面は潜在成長率（0.7%程度）を若干上回る成長トレンドが続くとみている。デフレギャップは今後も緩やかに縮小していく見通しであるが、それでも解消するまでにはまだ 3 年程度はかかる可能性が高い。コアコア CPI のマイナス幅は緩やかな縮小傾向をたどると予想されるが、デフレギャップは依然として大きく、今後も物価の下押し圧力は残ろう。コアコア CPI がプラス基調に転換するにはまだかなりの時間がかかりそうだ。

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、マイナス幅が急速に縮小し、今年 3 月には同▲1.2%となった。4 月は高校授業料実質無償化の実施によって、コア CPI は同▲1.5%と、再びマイナス幅が拡大したものの、その後はエネルギー価格の上昇やコアコア CPI のマイナス幅縮小などによって、6 月は同▲1.2%へとマイナス幅が再び縮小した。

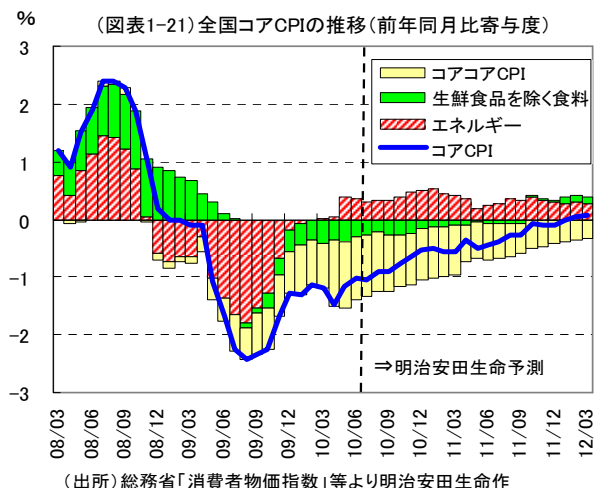
今後に関しても、デフレ圧力の緩和に伴うコアコア CPI のマイナス幅縮小や原油価格上昇に伴うエネルギー価格のプラス寄与などによって、コア CPI のマイナス幅は縮小傾向をたどると予想している（図表 1-21）。



(出所) 総務省「消費者物価指数」



(出所) 内閣府及び総務省の統計より明治安田生命作成



(出所) 総務省「消費者物価指数」等より明治安田生命作成

(6) 日銀は手詰まりだが

8月9, 10日に開催された日銀金融政策決定会合では、「緩やかに回復しつつある」との景気判断が4ヶ月連続で維持されたほか、一部で期待が高まっていた追加緩和策も打ち出されなかった。同日夜のFOMCでは追加対策が発表されたこともあり、為替市場では、一時85円/ドルを割り込むなど、足元では円高圧力が一段と強まっている。白川総裁は会合後の定例会見において、「為替については、本日の決定会合で、随分時間を割いて議論を行いました」と、警戒感を示したほか、その後の円高進行を受け、12日には、財務相と歩調を合わせて、円高をけん制する談話も発表した。

(図表1-22)金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文(除く展望レポート)の発表日	現状判断	判断の方向	備考
09年4月7日	大幅に悪化している	→	
5月22日	悪化を続けている	↑	2年10ヶ月ぶりの上方修正
6月16日	下げ止まりつつある	↑	2ヶ月連続の上方修正
7月15日	下げ止まっている	↑	3ヶ月連続の上方修正
8月11日	下げ止まっている	→	
9月17日	持ち直しに転じつつある	↑	2ヶ月ぶりの上方修正
10月14日	持ち直しつつある	↑	2ヶ月連続の上方修正
11月20日	持ち直している	↑	3ヶ月連続の上方修正
12月18日	持ち直している	→	
10年1月26日	持ち直している	→	
2月18日	持ち直している	→	
3月17日	持ち直している	→	5ヶ月連続の表現据え置き
4月7日	持ち直しを続けている	↑	5ヶ月ぶりの上方修正
5月21日	緩やかに回復しつつある	↑	2ヶ月連続の上方修正
6月14日	緩やかに回復しつつある	→	
7月15日	緩やかに回復しつつある	→	
8月10日	緩やかに回復しつつある	→	

(出所) 日本銀行

ただ、日銀に残された手段は乏しい。今後、日銀の追加緩和策が考えられるとしたら、①固定金利の共通担保オペ、成長資金供給策の規模拡大、②超金融緩和措置脱却の条件設定(時間軸の強化)、③長期国債買い取り枠の増額、④付利の廃止と政策金利の引き下げ(ゼロ金利)、⑤「物価安定の理解」の下限引き上げといったところか。ただし、どの政策にも問題がある。

まず、①は比較的やりやすいが、市場へのインパクトに乏しい。成長資金供給策は始まったばかりということもあり、規模拡大は時期尚早の感も強い。

②は、既に長期金利が1%まで低下している中、時間軸を強化したとしても、これ以上の金利引き下げ効果は疑問視される。既に何もしなくてもここまで長期金利が低下している中で、さらに時間軸を効かせて限界的に長期金利を引き下げる意義も見出しにくい。

③については、②と同様で、買い取り額を多少増やして、これ以上限界的に長期金利を押し下げても効果は限定的とみられる。大幅に買い増せば、日銀券ルールに抵触する可能性が高まる。もちろん、政府債務が未曾有の規模に拡大したもとは、逆に事実上のマネタイゼーションと受け取られかねず、リスクが大きい。苦肉の策として、より短めの国債を買い増すという案はある。

④は、自らが否定した過去への逆戻りという印象を禁じ得ない。ゼロ金利政策の弊害である市場機能の喪失は、日銀の経験を反面教師とし、世界中の中央銀行が警戒しているところであり、それゆえ、主要国の中央銀行の中で、政策金利を完全にゼロまで引き下げているところはない。かといって、現行の政策金利の0.1%を0.05%に引き下げても、意味のある政策とは思えない。

⑤は、一部政治サイドからインフレ目標策の導入が強まっていることを受け、妥協案として打ち

出す可能性だが、あまり効果は期待できないかもしれない。

ちなみに、政府が為替介入を行う一方で、日銀が介入資金を不胎化せず市場に放置するという策は、白川総裁が自著で効果を明確に否定しており、こうした政策が採用される確率はほぼゼロとみてよい。為替介入を行うとしても、諸外国がいずれも内心緩やかな自国通貨安を望んでいると考えられる中では、協調介入はもちろんのこと、単独介入でも理解を得にくいだろう。1日に3~4円というレベルで大きく動くか、もしくは80円/ドルを割り込めば、なんとか大義名分は立ちそうだが、そうなった時に単独介入で相場を勢いを止められるかどうかは疑問符がつく。

また、米国のように個別の金融資産を大胆に買い入れるべきとの主張もあるが、日本は元々欧米のような金融システム不安を抱えていない。金融経済月報でも示されているとおり、金融環境はむしろ安定度を増しつつあることを考えれば、個別市場にターゲットを絞った信用緩和的政策を導入する意義は乏しい。

これまでの固定金利の共通担保オペや成長資金供給策のように、またなんらかの新機軸を編み出してくる可能性もあるが、結局は小手先の政策、目くらましの政策という評価しか得られない可能性も高い。日銀の政策は手詰まり感が強まっている。

4-6月期の実質GDP成長率が予想外に弱めの数字となり、政府サイドでは、追加景気対策の気運が高まっていることから、日銀としてもなんらかの協調姿勢を示さざるを得ない雰囲気となりつつある。為替市場では85円/ドル近辺の推移が続いているということもあり、まずは①の固定金利の共通担保オペの規模拡大と期間延長から手をつけることになるのではないかと。元々この政策は、為替相場への影響を意識して打ち出したという経緯がある。日本の景気失速が明らかになれば、長期国債の買い取り増額に踏み切る可能性が高まるが、現時点のメインシナリオではない。

また、追加策を打ち出す際は、景気判断、もしくはリスクバランスの下方修正とセットで行うことも求められよう。さもないと、また政府からの圧力を疑われることになる。金融政策の方向性がファンダメンタルズと必ずしもリンクしないと思われることは、日銀の金融政策の方向性を見通しにくくし、先行きの市場の期待の不安定化、ひいては日銀自身の信認低下につながる。実際、これまでも、自らの信認を少しずつ削り取るのと引き換えに、微害微益の政策を積み重ねてきたというのが実態と考えられる。

景気対策と言う意味でのボールはやはり政府サイドにあると考えたい。財政支出にもむろん限界があるが、潜在成長率が1%以下まで低下していると言われる中、従来型の景気対策ではどのみち持続的な成長は望めない。必要なのは、規制改革を進め、民間企業に商売のタネを提供することで供給力を強化するとともに、消費者の潜在的な需要を掘り起こす政策である。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.4%と、4四半期連続のプラス成長となったものの、1-3月期の同+3.7%からは減速した。好調な企業業績などから、二番底に陥る展開は想定していないが、雇用環境の改善が緩やかなものにとどまっていることや、在庫の復元が一巡したことなどから、7-9月期はさらなる減速が予想される。その後も、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、2010年末で減税措置の一部が終了することや、家計のバランスシート調整が続くことなどから、緩やかな回復にとどまるとみている。住宅市場は、支援策の一部終了の影響で低迷しているが、緩やかながらも雇用環境の改善が続くことで、年明け以降は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、資本ストック調整の進展などから、回復基調が続くと予想するが、商業用不動産市場の低迷が抑制要因となり、力強い回復には至らないとみる。輸出は、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。

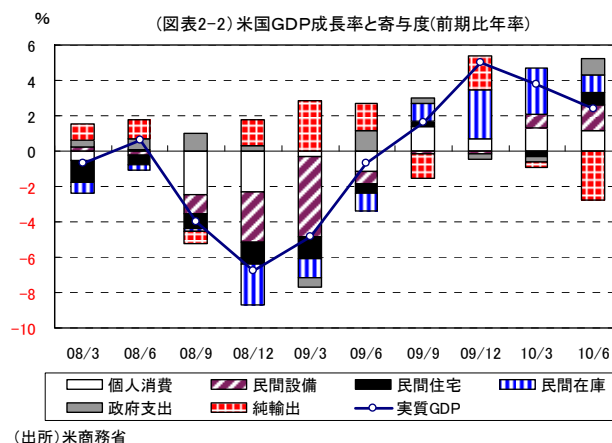
FRB は異例の低金利を長期にわたり継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2012年1-3月期とみている。

(図表2-1) 米国実質 GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2009年				2010年				2011年			
	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	-2.6%	2.8%	2.4%	5.0%	3.7%	2.4%	1.8%	2.4%	2.3%	2.5%	2.7%	2.8%			
個人消費支出	-1.2%	1.4%	1.9%	0.9%	1.9%	1.6%	1.2%	1.9%	1.7%	2.2%	2.4%	2.4%			
民間住宅投資	-22.9%	0.2%	4.2%	-0.8%	-12.3%	27.8%	-7.5%	1.1%	5.4%	5.2%	5.6%	6.3%			
民間設備投資	-17.1%	5.5%	7.7%	-1.4%	7.8%	17.0%	8.8%	6.8%	7.1%	6.7%	6.5%	7.2%			
民間在庫(寄与度)	-0.6%	1.4%	0.2%	2.8%	2.6%	1.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			
純輸出(寄与度)	1.1%	-0.3%	0.0%	1.9%	-0.3%	-2.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			
輸出	-9.5%	11.6%	5.1%	24.4%	11.4%	10.4%	5.7%	5.1%	4.8%	4.3%	4.7%	4.1%			
輸入	-13.8%	11.4%	4.5%	4.9%	11.2%	28.8%	3.7%	3.2%	2.9%	3.0%	2.9%	2.4%			
政府支出	1.6%	0.8%	0.0%	-1.4%	-1.6%	4.4%	0.5%	0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.6%	-0.8%			
内需	-3.6%	3.1%	2.4%	3.0%	3.9%	5.1%	1.7%	2.2%	2.1%	2.4%	2.5%	2.6%			
国内最終需要	-3.1%	1.7%	2.2%	0.2%	1.3%	4.1%	1.6%	2.1%	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%			

(1) 4-6月期は回復ペースが減速

4-6月期の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比年率+2.4%と、4四半期連続のプラス成長となったものの、1-3月期の同+3.7%からは減速した(図表2-2)。需要項目別の内訳を見ると、設備投資が同+7.8%→+17.0%と加速したのが目立つ。寄与度ベースでは+0.7%→+1.5%ポイントとなり、設備投資が全体を牽引した形。また、住宅投資は前期比年率▲12.3%→+27.9%と、3四半期ぶりに増加に転じ、政府支出は同▲1.6%→



+4.4%と、2四半期ぶりに増加に転じた。一方で、個人消費は同+1.9%→+1.6%と、4四半期連続の増加となったものの、伸び率は鈍化し、在庫投資の寄与度も+2.6%→+1.1%ポイントと押し上げ幅が縮小した。輸出入はともに増加したが、輸入の伸びが大きかったため、純輸出の寄与度は▲0.3%→▲2.6%と大きな押し下げ要因となった。

今後の景気については、好調な企業業績などから、二番底に陥る展開は想定していないが、雇用環境の改善が緩やかなものにとどまっていることや、在庫の復元が一巡したことなどから、7-9月期の成長率はさらなる減速が予想される。その後も、家計のバランスシート調整が続くと考えられること、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。

(2) 個人消費の回復ペースは緩やかに

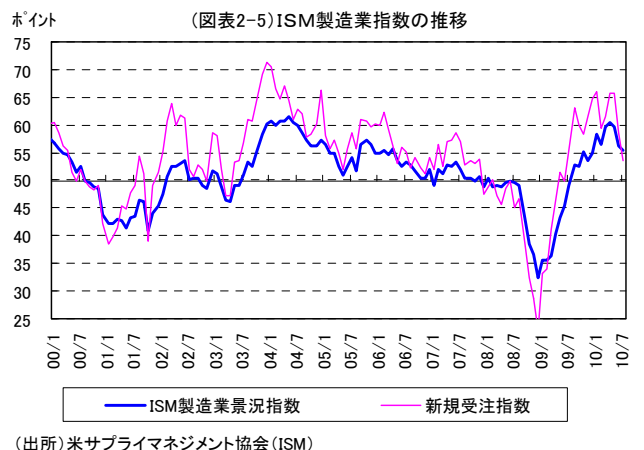
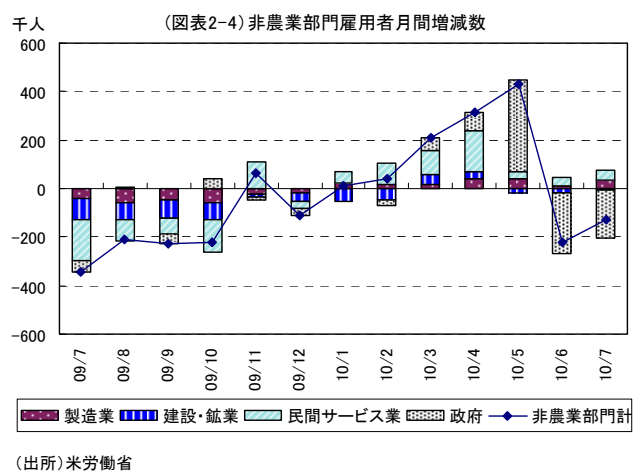
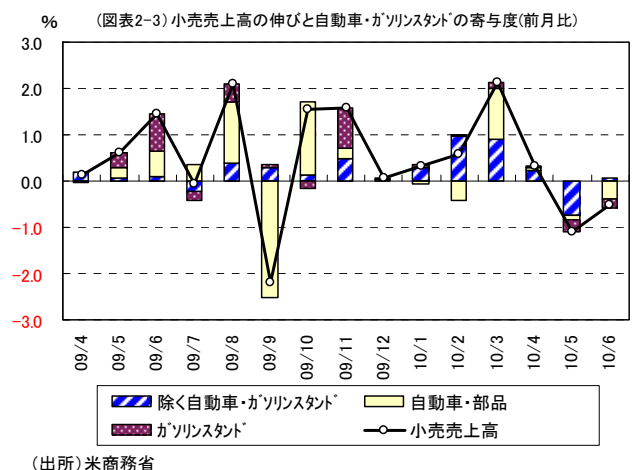
個人消費は、昨年夏場以降、回復基調が続いているが、足元ではそのペースが減速しつつある。4-6月期の実質個人消費支出は前期比年率+1.6%と、4四半期連続のプラス成長となったものの、1-3月期の同+1.9%との比較では伸び率がやや縮小した。また、小売売上高を見ても、5,6月と2ヶ月連続で前月比マイナスとなっている(図表2-3)。

個人消費が減速しつつある要因としては、雇用環境の回復ペースが鈍化していることが挙げられる。7月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比13.1万人の減少と、2ヶ月連続の減少となった(図表2-4)。このところの雇用統計では、国勢調査に伴う臨時雇用による雇用者数の振れが大きくなっているが、民間部門のみの数字を見ても、やはり増加ペースが鈍化している。

雇用環境の回復ペースが鈍っている背景には、リーマン・ショック以降に削減し過ぎた在庫を復元する動きが一巡しつつあることがある。経営環境の先行きへの不透明感もあり、企業は一層の在庫の積み増しには慎重なスタンスで、生産の増加ペースは鈍化している。

生産の先行指標とされるISM製造業景況指数は、拡大と縮小の境目とされる50を12ヶ月連続で上回っているものの、足元では3ヶ月連続で低下している(図表2-5)。特に生産への先行性の強い新規受注指数は大幅に低下している。生産は当面減速を余儀なくされると考えられるため、企業の採用意欲も中々高まりにくい状況が続く、雇用環境の持ち直しも緩慢な状態が続くとみている。

今後の個人消費の動向を占う上で、今年末に期



限を迎える各種減税策の動向も注目される。ブッシュ前大統領が実施した所得やキャピタルゲイン、配当収入等に対する減税、いわゆるブッシュ減税は今年末が期限である。ブッシュ減税が全て失効すると、年間約2,000億ドル近い増税になるとみられている。景気の不透明感が残る中の増税は極力避けたいということで、議会では延長すべきとの議論が持ちあがっている。オバマ大統領が目指すプランとしては、中低所得者層に対しての減税は全て継続する一方で、年収が20万ドルを超える高所得者層（夫婦だと25万ドル）に対しては、全ての税率を元の水準に戻すというものだ。足元では、このプランが実現する可能性が最も高く、これが実現した場合、約500億ドルの増税にとどまるとみられている。

その他に、オバマ大統領が実施した2年間で就業者1人当たり400ドルの税還付も今年末で終了する。こちらが終了すると、年間約600億ドル規模の増税になるとみられるが、継続の議論は聞かれない。米国でも財政赤字が増大しており、国民の財政赤字に対する懸念が高まっていることから、拡張的な政策は打ちにくいのが現状である。これら2つで年間約1,100億ドル規模の増税となることが、年明け以降の個人消費の下押し要因となるとみている。

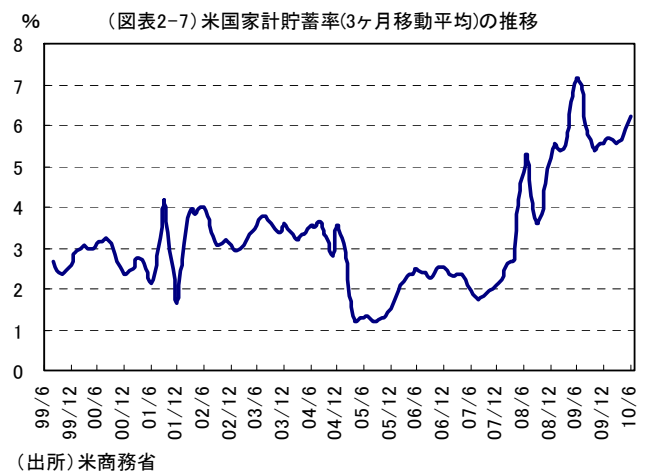
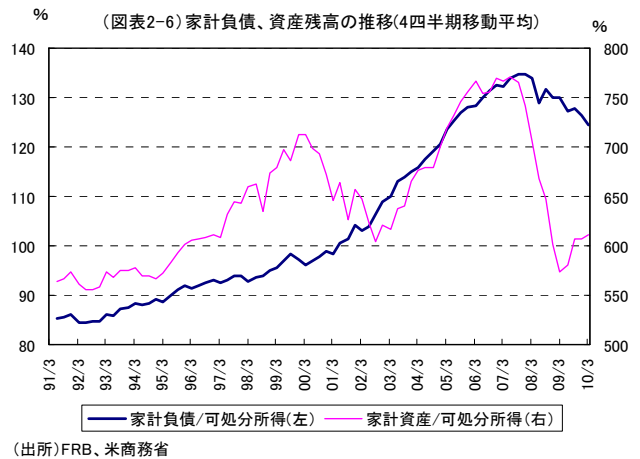
また、家計のバランスシート調整が続くとみられることも、個人消費の下押し要因である。住宅バブルが崩壊し、住宅価格が大きく下落したのに加え、その後の金融危機で株価も低下した結果、家計資産は大幅に減少した(図表2-6)。そのため、家計は資産に見合った規模まで負債を削減する必要性に迫られている。こうしたバランスシート調整によって、米国家計の消費スタイルは大きな変化を余儀なくされている。一時は0%近辺まで低下していた貯蓄率は、足元では7%前後まで上昇しており(図表2-7)、借入に依存した消費はもはや過去のものとなりつつある。

株価が一時に比べ回復したことや、負債の削減が続いていることで、調整は多少進んだものの、家計は未だに過大な負債を抱えている。今後の株価の動向次第という面は強いものの、今のペースで調整が進んだとすると、最低でもあと3~5年は要すると推定され、中長期的な個人消費の下押し要因となるとみられる。

以上のように、雇用環境の持ち直しが緩やかなものになると予想されることや、2010年末で減税措置の一部が終了すること、家計のバランスシート調整圧力も残るとみられることなどから、個人消費は、2011年にかけて緩やかな回復にとどまるとみる。

(3) 住宅市場は不透明感が残る

住宅市場は、足元で弱含んでいる。新築販売は過去最低付近の水準で推移しており、中古販売、着工件数は減少傾向が続いている(図表2-8)。



足元の住宅市場が低迷している要因としては、政府による住宅の購入者に対する最大 8,000 ドルの税額控除が終了した影響が大きい。税額控除の期限は、契約を 4 月末までに完了することになってきたため、4 月までは駆け込み需要で、販売、着工ともに盛り上がったものの、その後は反動減が顕在化している。中古住宅販売の先行指標とされる中古住宅販売成約指数は減少傾向が続いており、その水準は中古販売件数に比べても大幅に低下していることから、中古販売件数は今後さらに減少する可能性が大きい（図表 2-9）。

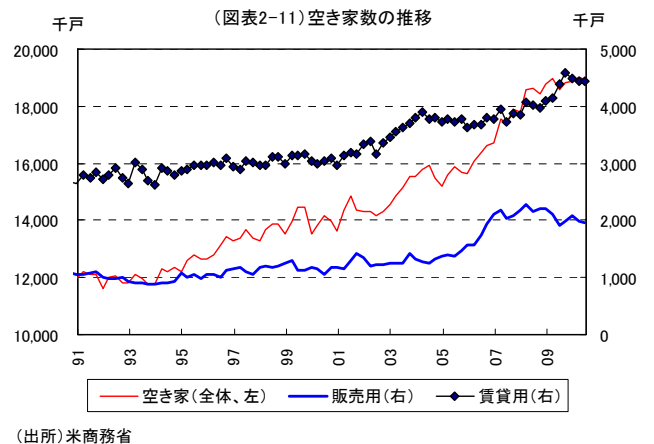
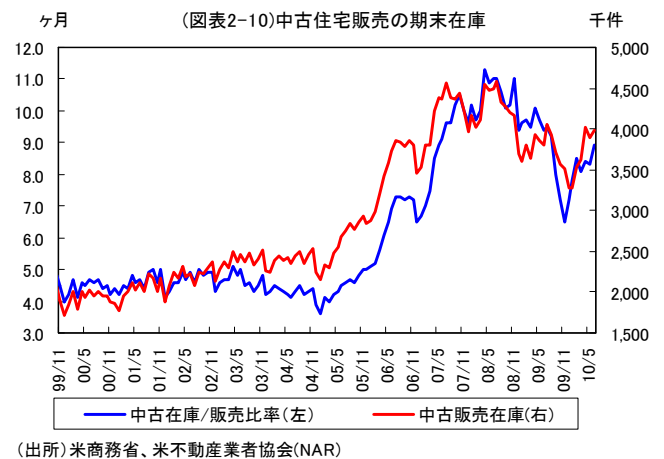
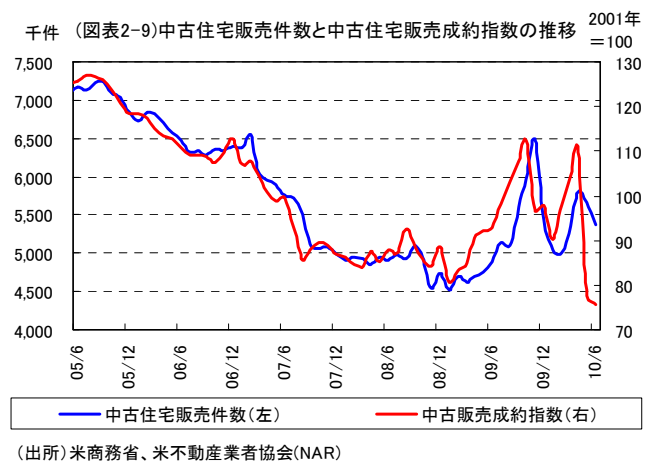
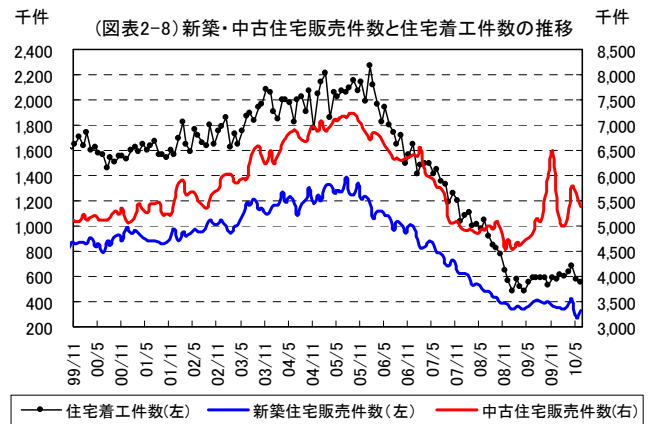
販売件数が減少する中、在庫の調整も遅れている。とりわけ、中古住宅の在庫件数は足元で増加に転じており、調整の遅れが目立っている（図表 2-10）。背景には依然として差し押さえなどによる供給圧力が大きいことがある。雇用環境は緩やかながらも持ち直しつつあるものの、差し押さえ手続き中の物件が依然として大量に存在しており、差し押さえ件数は当面高水準での推移が続く可能性が高い。

空き家が大量に存在していることも、今後は中古市場への供給圧力になると考えられる（図表 2-11）。とりわけ、賃貸用の空き家が過去に比べ高水準となっているが、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。今後も中古住宅市場への供給圧力が強い状況が続くと考えられ、価格の低下や着工の抑制要因となろう。

今後の住宅市場は、緩やかながらも雇用環境の改善が続くことで、年明け以降は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や空き家が大量に存在すること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が続く

民間設備投資は、2008 年後半以降大きく落ち込んでいたが、昨年末あたりから持ち直しに向かっている。設備投資の持ち直しの背景には、企業収



益の改善や資本ストック調整の進展などがある。

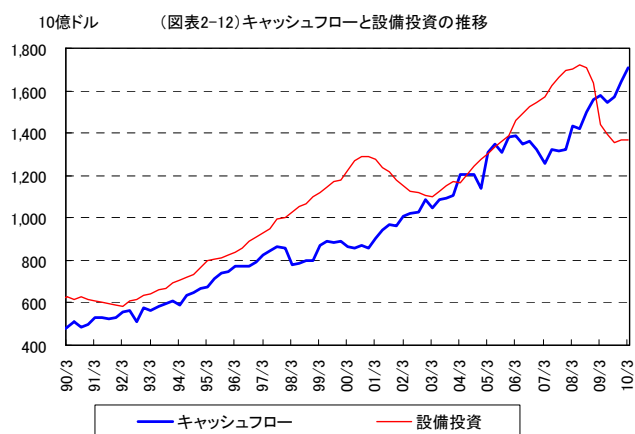
企業収益はリーマン・ショック直後に一旦大きく落ち込んだものの、2009年以降は順調な回復を続けている。収益の改善とともに、企業のキャッシュフローも改善しており、それが足元の設備投資の回復に寄与している（図表2-12）。

また、企業の期待成長率が改善してきていると考えられるのも好材料である。期待成長率の上昇は、資本ストックの適正水準を引き上げ、設備投資の増加につながる。図表2-13を見ると、企業は2006年にかけて4%の期待成長ラインに向け資本ストックを積み増していたが、その後は設備投資の伸びが大きく鈍化、足元では0%の期待成長率ライン近辺の動きとなっている。

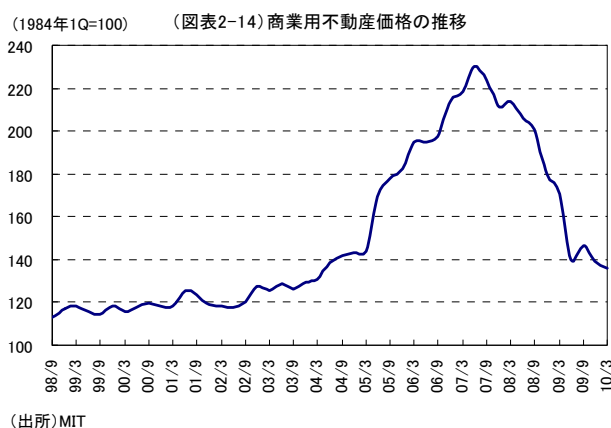
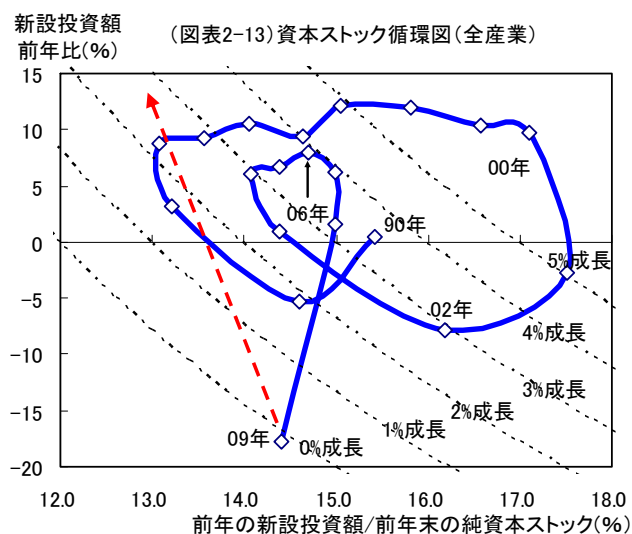
足元の期待成長率の正確な水準を特定するのは困難だが、米国での民間エコノミストを対象とした代表的な調査であるブルーチップによると、2010年、2011年の実質GDP成長率(平均)は+2.9%、+2.8%成長と予想されている。2012年は潜在成長率(2%半ば程度)なみの成長に戻ると仮定すると、3年間の平均は2%台後半の成長が見込まれる。これを足元の期待成長率と考え、資本ストック循環図に単純に当てはめると、2010年の設備投資は前年比10%を超える大幅増が見込まれる。もっとも、ITバブル崩壊後などの過去の例を見ると、景気回復の初期は先行きに対する慎重姿勢から期待成長率が高まりにくい傾向が見られる。企業の先行き不透明感はいまだに強いと考えられ、当社では、2010年の設備投資は前年比5-6%程度の増加を見込んでいる。

一方、商業用不動産市場の悪化がいまだに続いているのは悪材料である（図表2-14）。商業用不動産市場では、2004年以降のブーム期に実施された大量のローンが満期を迎えつつあるが、担保である不動産価格の低下から、借り換えがスムーズに進んでおらず、それがさらなる市場の悪化につながっている。商業用不動産市場の低迷は今後も続くと考えられ、構築物投資は低調な推移が続くと考えられる。

資本ストック調整の進展に加え、企業収益の改善が続いていることなどから、今後も設備投資は回復基調が続くとみる。ただ、世界経済の先行き不透明感が残ることや、商業用不動産市場の悪化が抑制要因になると考えられるため、力強い回復には至らない可能性が高い。



(出所)米商務省



(5) 輸出は回復基調が続く

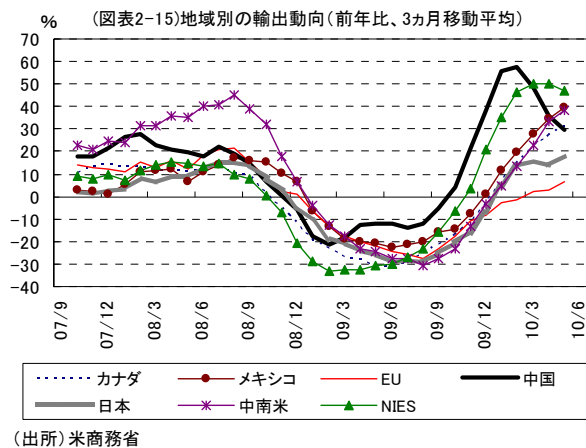
輸出は、成長著しい新興国向けを牽引役に、堅調な回復が続いている（図表 2-15）。中国景気には減速感が出てきているものの、根強いインフラ需要などから、景気失速の可能性は低いと考えられる。インドやブラジルなどの新興国では、内需を中心に堅調な成長が続いている。

懸念材料は欧州の財政問題だが、いわゆる PIIGS 諸国向けの輸出は全体の 2-3% 程度とそれほど大きくない。EU、ECB による一連の政策やストレステストの公表で、金融危機的状況に陥るリスクも遠のいている。また、ドイツなどではユーロ安や低金利の効果で、足元の景気はむしろ底堅さを増しつつある。そのため、世界景気への影響は限定的なものにとどまるとみられ、今後も米国の輸出は堅調な回復が続くとみている。

オバマ大統領は年明けの一般教書演説で、今後 5 年間で輸出を倍増させ、200 万人の雇用を創出する「輸出倍増計画」を打ち出し、3 月には、輸出倍増のための施策の第 1 弾として「国家輸出戦略（NEI）」を発表した。主な内容は、図表 2-16 の通りで、中小企業への支援を含め、政府高官による広告活動や貿易信用の拡大、貿易障壁の縮小など、政府がより積極的な役割を果たしていく方針が示されている。具体的な内容は、新たに創設される輸出振興会議等で今後検討されるとのことである。また、以前行われていたボーイングやゼロックスなどの民間企業トップによる通商政策に関する諮問組織である輸出評議会も再開するとしている。

今回の計画の柱の一つとなるのが、中小企業の輸出促進である。政府による輸出に関する助言や情報提供、貿易信用の供与などがその主な内容である。中小企業は大企業に比し海外進出が遅れている分、今後の輸出の増加に期待できるという考えである。

その他、政府資源の活用や貿易使節団の派遣、政府による広告等は、これまで米政府があまり積極的に取り組んでこなかったものである。これまでの米政府のスタンスは、FTA（自由貿易協定）の推進などで貿易障壁の縮小には取り組んできていたものの、民間の活動に政府が関わるべきではないとの考え方から、企業を直接支援する政策はあまり実施してこなかった。新興国での社会インフラなどの大型案件の受注や、資源開発などを国際的に争う際に、政府と民間が一丸となって取り組んでいる例は、韓国やロシア、中国等によく見られ、米国でも今後そういう動きが増えてくる可能性がある。また、これまで同様に FTA の推進などで、貿易障壁を取り除く努力も続けていくとし



(図表2-16)国家輸出戦略(NEI)の概要

- 中小企業の輸出促進
輸出振興会議(国務省、財務省、農務省、商務省、労働省の各長官や輸出に関係する政府高官で構成)を創設。輸出振興会議は既存の各省庁のスタッフレベルで組織されている(TPCC)と協調し、輸出促進策を策定。輸出業者への助言や情報提供を行う。
 - 連邦政府の輸出支援
輸出の支援のため政府資源の活用を推進。
 - 貿易使節団の派遣
政府主導の貿易使節が企業の輸出を促進できるよう協力する。
 - 広告活動の推進
企業の輸出促進のため広報活動を実施。
 - 貿易信用の供与
輸出入銀行による中小企業の貿易信用を拡大。
 - マクロ経済不均衡の是正
G20や各機構を通じて、経常収支などの不均衡の是正と成長拡大に努める。
 - 貿易障壁の縮小
貿易障壁を取り除いたり、貿易協定を補強することで、製造業、農業、サービス部門の海外市場へのアクセスを確保。
 - サービス部門への支援
政策や政策手段を含めて、サービス輸出の促進を図る。
- (出所)ホワイトハウス資料より明治安田生命作成

ている。4月には、武器転用を防ぐことなどを目的とした輸出規制を緩和していく方針も発表されている。ただ、これらの政策は具体的な内容が決まっていないことから、今後輸出を増加させる要因となるかどうかは未知数といえる。

(6) 利上げは2012年1-3月期

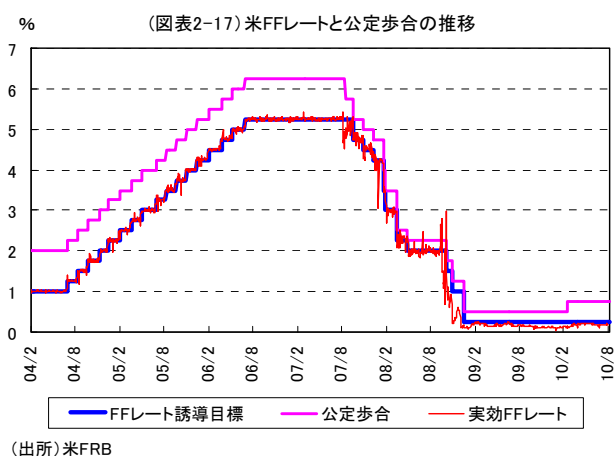
8月10日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)では、これまで購入したGSE(政府支援機関)債とMBS(住宅ローン担保証券)の償還資金を長期国債(2~10年)に再投資することが決定された。また、政策金利であるFFレートの誘導目標は0.0-0.25%のレンジで据え置かれ(図表2-17)、現行の超低金利政策の長期化を予告する「長期にわたり(for an extended period)」という一節も維持された。

FRB(連邦準備制度理事会)は、この3月末までにGSE債1,750億ドルとMBS1.25兆ドルを購入し、自らのバランスシートを拡大させてきた。今回の追加策は、これらが償還され、FRBのバランスシートが縮小することで、実質的な引き締めになることを回避する措置である。償還資金で新たに購入するのがMBSやGSE債ではなく、長期国債になった理由は、MBSやGSE債の買い取りは、個別の資産市場の流動性不足の支援策(信用緩和、質的緩和)の一環という面が強かったのに対し、現状では、MBSと国債のスプレッドは拡大しているわけではないためと考えられる。今回の措置で、FRBは月に200億ドル前後の国債の買い取りを実施することになるとみられているが、実質的な引き締めを回避するためのものであり、追加的な金融緩和効果はほぼないとみている。

FRBが緩和姿勢に舵を切った背景には、景気減速への警戒感が高まっていることがある。声明文では、「生産および雇用の回復ペースが過去数ヶ月で減速した」と、足元の景気が減速しているとの判断が示されたほか、先行きの景気についても、「経済の回復ペースは短期的に、これまで予想されていたよりも緩やかなものになる可能性が高い」と、これまでの予想以上に景気が減速する可能性が高いとの見解が示された。バーナンキ議長は以前、デフレになると金融緩和の効果が小さくなり、デフレから脱却するコストが非常に高くなることから、デフレに陥る前に手を打つべきという予防措置的な緩和政策を提唱していた。今後の景気次第ではあるが、このような観点から追加の緩和策が打たれる可能性も高まっていると考えている。

追加の緩和策を打つとすると、どういうものになるかが問題となるが、7月21日のバーナンキ議長による議会証言では、①時間軸文言の長期化、②準備預金への付利の停止、③債券の購入によるFRBのバランスシートの拡大の3つが、追加緩和策の候補として挙げられていた。

①の時間軸文言の長期化とは、FOMC声明文等で使用されている現行の超低金利政策の長期化を予告する「長期にわたり(for an extended period)」という文言を、さらに強いものに変更することである。具体的には、利上げの条件として、CPIや失業率などの目標を設定することや、〇年〇月までと具体的な時期を示すことが考えられる。時間軸を長期化することにより、将来の短期金利の予想を押し下げることで、長めの金利低下を促す効果が期待される。一方で、FRBの金融政策に対する柔軟性を損ねることにもなるため、タカ派を中心にFOMCのメンバーからの反対は強いとみられる。カンザスシティ連銀のホーニグ総裁などは、現行の「長期にわたり」でさえ、金融政策の自



由を奪うとして修正を求めている。

②の準備預金への付利の停止は、これまで準備預金に預けられていた資金を、リスク資産に向かうようにさせることが狙いである。準備預金への付利は、FRB が現状の超緩和策を実施する際に、過剰な流動性により短期金利が大きく低下することで、市場が機能不全に陥ることを防ぎ、金融機関に一定の収益機会を与える目的で実施したものである。そのため、付利を停止することは金融政策の正常化と捉えることもできる。ただ、現状の市場がそこまで回復しているとは言えず、付利を停止しても、既にゼロに近い翌日物金利がゼロに張り付くだけに終わる可能性も捨てきれない。

③の債券の購入によるFRBのバランスシートの拡大は、国債やMBSの買い取りを再開することで、市場に流動性を供給する、いわゆる量的緩和策である。ともに一度実施されていた政策で、実現性が最も高いといえる。上述の通り、MBSの買い取りは、個別の資産市場の流動性不足の支援策の一環という面が強いため、国債の買い取りの方がより実現性が高いとみられる。また、量的緩和の効果が高めるために、②準備預金の付利の停止との併用も考えられる。つまり、債券の購入によって、市場に流動性を供給するとともに、付利を停止することで、FRBの準備預金に資金が積み上がる状況（いわゆるブタ積み）を避ける政策である。ただ、過去の日本の経験などから、量的緩和による金融緩和効果はあまり期待できないという見方も多い。

今回の措置は、バランスシートの縮小を防ぐ目的のため、③に近いものといえ、さらなる追加緩和策を実施する場合にも、国債の購入による量的緩和の拡大が最も可能性が高いとみている。当社では、インフレ率の予想以上の鈍化や景気減速懸念の高まり、それに伴うFRBの緩和姿勢への転換などから、利上げに踏み切るのは2012年1-3月期と予想している。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、昨年後半以降のユーロ安の進展を背景とした輸出の増加を牽引役に、足元では回復基調をやや強めつつある。ただ、今後は現在実施中の景気対策の多くが打ち切りを予定されていること、米中景気が減速しつつあることなどから、回復ペースは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回復ペースが鈍化している。雇用環境の回復は緩慢なものとなる可能性が高いほか、各国の自動車買い替え策等も打ち切りが予定されていることから、2010年、2011年ともに停滞気味の推移が続こう。

固定投資は、輸出の回復を受けた国内生産の持ち直しと、それに伴う企業の投資マインドの改善により、上向きつつある。ただ、世界景気の減速懸念が鮮明になりつつあることから、今後の固定投資の回復ペースは緩慢なものにとどまろう。

ECB は、国債市場への介入、固定金利での資金供給オペ、各国中銀とのドルスワップという流動性供給策を継続している。国債市場への介入は、流動性供給という当初の目的を達成しつつあり、年内には終了するとみる。固定金利での資金供給オペは、ECB 自身が 2010 年後半からの景気の減速を見込んでおり、出口戦略の実施は遠いと考えている可能性が高いことから、当面継続されよう。インフレ率は、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。以上を勘案すると、政策金利の引き上げは 2012 年以降と予想する。

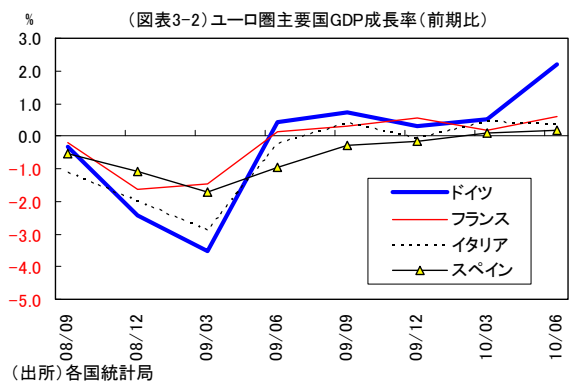
(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(2010年 10/06 期は合計のみ実績)				予測								
(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%	1.4%	1.7%	0.1%	0.2%	1.0%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%
家計消費	-1.0%	-0.1%	0.5%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
政府消費	2.3%	1.4%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
固定投資	-10.8%	-2.5%	0.7%	-1.2%	-1.2%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
純輸出(寄与度)	-0.8%	0.5%	1.0%	0.3%	-0.7%	0.8%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%

英国実質GDP				予測								
(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	-2.5%	1.4%	1.7%	0.4%	0.3%	1.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%

(1) 持ち直しに向かうユーロ圏景気

4-6 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率(速報値)は前期比 1.0%増と、2 四半期連続のプラス成長となった(図表 3-1)。需要項目別の値は 9 月に入ってから発表となるが、個人消費と設備投資が低調に推移している一方で、ユーロ安による輸出の伸び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 5 四半期連続のプラス、イタリア、スペインは 2 四半期連続のプラス成長となった(図表 3-2)。



足元のユーロ圏景気は、ユーロ安の進展を背景とした輸出の増加を牽引役に、回復基調をやや強めつつある。とりわけ、外需への依存度が高いドイツなどの景気回復が顕著である。

ユーロの実質実効為替レートは、南欧諸国の財政懸念が高まった昨秋以降、下落傾向が続いている(図表3-3)。足元では、ストレステストの開示に伴う欧州の金融不安の後退などにより下げ止まっているものの、南欧諸国の財政問題は今後も燻り続けることから、上昇余地は限定的なものにとどまるとみる。

ただ、ユーロ圏にとって第1位の輸出先である英国では財政再建に伴う景気の圧迫が懸念されているほか、第2位の輸出先である米国および成長市場である中国はいずれも景気の減速傾向が鮮明になりつつある。したがって、ユーロ安の輸出への寄与は相殺される可能性が高く、今後はむしろ輸出の伸び鈍化が予想される。したがって、ユーロ圏景気のリバウンドペースも緩慢なものとなる可能性が高い。

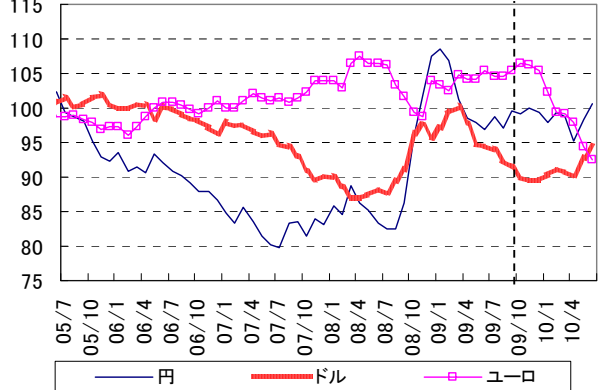
(2) 個人消費は停滞気味の推移

個人消費は、各種対策効果の逡減により、回復ペースが鈍化しつつある(図表3-4)。各国の景気対策の中でも、とりわけ自動車買い替え支援策は大きな効果を上げたが、結局は需要の先食いだった可能性も高い。自動車買い替え支援策以外にも、ドイツでは減税や子ども手当が、フランスでは住宅改修補助や低所得者層への現金支給などの景気対策が行われているが、各国が財政再建に舵を切ることに伴い、2010年末までにほとんどの対策の終了が予定されている。

雇用環境の改善が遅れることも、個人消費が伸び悩む要因となろう。6月のユーロ圏失業率は10.0%と、1999年のユーロ導入以降で最悪の水準が続いている(図表3-5)。なかでも、スペインの失業率は、6月に20.0%に達するなど、悪化傾向に歯止めがかかっていない。

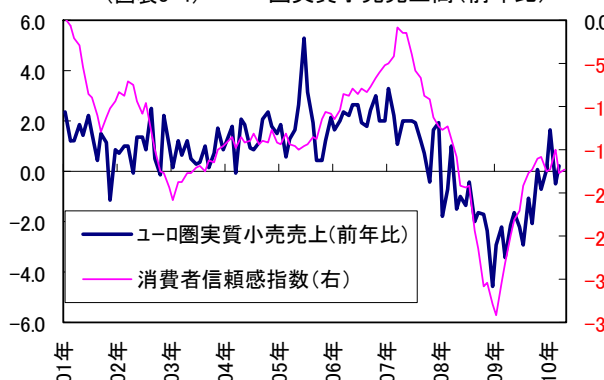
もっとも、2010年第2四半期末の雇用者数は7四半期ぶりに前期比プラスとなるなど、スペインの雇用環境には持ち直しの兆しも見える(図表3-6)。内訳を見ると、観光シーズンに入ったことによるサービス業雇用者数の増加という季節的要因が大きいも

(図表3-3) 主要通貨の実質実効為替レート(2005年=100)



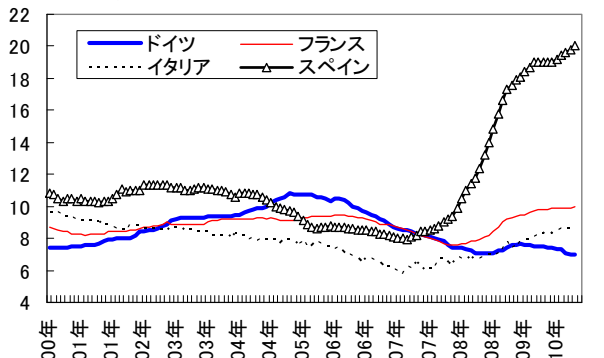
(出所) 国際決済銀行

(図表3-4) ユーロ圏実質小売売上高(前年比) %



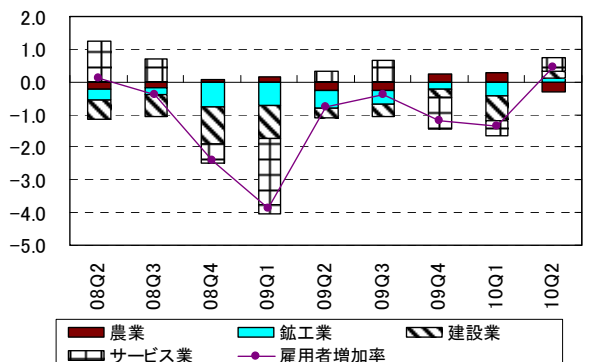
(出所) ユーロスタット

(図表3-5) ユーロ圏主要国の失業率(EU統一基準)



(出所) ユーロスタット

(図表3-6) スペインの雇用者数増減の寄与度分解(四半期ベース)



(出所) スペイン統計局

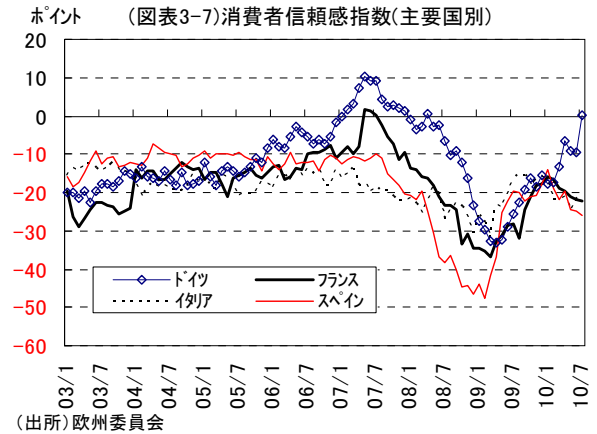
の、今まで前期比マイナスが続いていた鉱工業や建設業といった部門でも雇用者数がプラス転換しており、建設バブルの崩壊に伴う雇用調整がようやく一巡した可能性が高まっている。

一方、ドイツやオランダなど、GDPに占める輸出の割合が大きい国では、雇用環境が既に改善に向かっている。ドイツでは、2010年7月迄で失業率が11ヶ月連続で低下しており、主要国の中ではもっとも改善傾向が顕著である。業種別に見ると、サービス業と建設業では雇用者数の前年比プラスが続いている。製造業と金融業ではいまだに前年比マイナスだが、マイナス幅は縮小傾向にある。

ただ、欧州では伝統的に米英に比べて景気後退時に人員のリストラが遅れる傾向があり、企業内にまだ余剰人員が多く残っていると考えられる。加えて、外需の伸び鈍化が見込まれていることを考えれば、今後の雇用環境の改善ペースは鈍いものととらえらる。

消費者信頼感指数を見ると、南欧諸国の財政問題が高まった昨秋以降、ドイツ以外では悪化傾向が続いている（図表3-7）。ドイツでの消費者マインドの改善傾向は、足元まで続いた外需の伸展が背景にあると考えられるが、今後は外需の伸びの鈍化が予想されるため、今までのような改善基調を維持できるとは考えにくい。

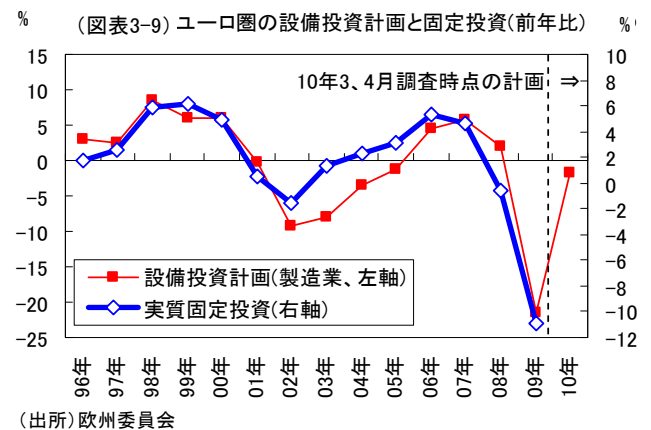
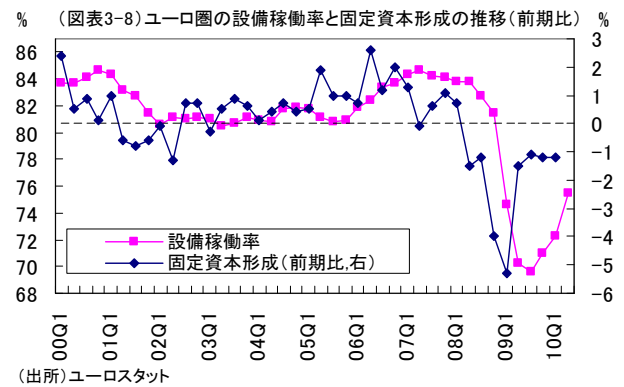
個人消費は、雇用環境の改善のペースの鈍化や、景気対策の打ち切りを受け、消費者マインドは冷え込んだ状態が続くと予想されることから、2010-2011年を通じて停滞気味の推移が続くとみる。



（3）冴えない展開が続く固定投資

固定投資は、2007年の金融危機による景気後退期に大きく落ち込んだ後、2010年1-3月期に至るまで8四半期連続で前期比マイナスが続いている（図表3-8）。ただ、設備稼働率は2009年4-6月期に69.6%と歴史的な低水準を記録したのを底に、鉱工業生産の急速な回復を受け、上昇傾向にある。鉱工業生産は、2009年4月には直近のピークであった2008年3月の水準の75.9%にまで落ち込んだものの、その後の外需の伸展を受け急回復し、2010年5月にはピーク時の85.3%にまで回復している。

設備稼働率の上昇を受け、企業の投資マインドは改善しつつある。欧州委員会が行う企業の投資サーベイによれば、固定投資計画は2008年の+2%（2008年10、11月調査）から2009年に▲22%（2009年10、11月調査）へと大幅に悪化したものの、2010年には▲2%（2010年3、4月調査）とマイナス幅が大きく縮小している（図表3-9）。前回2009年10、11月の調査時の2010年の設備投資計画が同▲6%であったことを考えると、足元の景気回復に同調して、企業の設



備投資マインドが上向いている様子が読み取れる。

固定投資は、設備稼働率の上昇と企業の投資マインドの改善により上向いて行くと考えられるが、足元では世界景気の減速懸念が台頭しつつある。ユーロ圏固定投資の回復ペースは、2010、2011年を通じて緩慢なものにとどまるとみる。

(4) ストレステストの結果が公表

CEBS（欧州銀行監督委員会）は、7月23日、欧州の91行の銀行に対して行ったストレステストの結果を発表した。概要は、2011年までの2年間で「悲観+国債価格下落シナリオ」が生じた場合に、中核自己資本比率（Tier1）6%の基準をクリアできない銀行は7行（ドイツ1、ギリシャ1、スペイン5）で、不足する資本は35億ユーロというもの。市場の事前予想は、不合格行は10行程度、資本不足は300億ユーロ前後といったところであったため、予想以上に良好な結果が、前提が甘いとの批判につながっている（図表3-10）。

CEBSはプレス資料に、「7月1日までに既に各国政府によって欧州の銀行に1,696億ユーロの支援（欧州の銀行全体のTier1の1.2%相当）が実施されていたことを加味するべきである」と注意書きを添える辺り、テストが甘いと批判されることは予想していたようである。

今回のテストでは、銀行が保有している国債を、満期保有目的のバンキング勘定と、トレーディング勘定とに分け、バンキング勘定にはヘアカット率を適用しなかった。バンキング勘定にヘアカット率を適用しないことは、今回のテストではデフォルトリスクを考慮しないことと同義である。確かに、EUがEFSF（欧州金融安定ファシリティ）を設立し、総額7,500億ユーロの支援枠組みを敷いていることを考えると、テスト期間の2011年までにデフォルトを考慮に入れないことは、さほど無理な仮定ではないと考えられる。ただ、今回のテスト期間を2011年までとしたことで、デフォルトリスクを言及する必要は回避したものの、南欧諸国の財政や統一通貨ユーロの維持可能性など、市場の最大の懸念材料をテストに盛り込むことを放棄したことは、テストの意義そのものに疑問を残したと言える。

また、「Tier1で6%」というテストの合格基準については明確な説明は無く、もし合格ラインをバーゼルⅢ（新BIS規制）での案である8%に設定したとすると、32行が追加的に不合格となる（図表3-11）。ギリギリ「合格」となった6%台の17行についても、将来におけるPIIGS諸国の国債の値下がり率が、今回のテストのヘアカット率を少しでも上回れば、簡単に不合格に転落するような財務内容の銀行が多い。そのため、テストに合格したこと自体が、そのまま銀行の資産の健全性につながるとは言えないであろう。むしろ、今回のテストで「合格」を得たことで、本来ならば資本注入を受けるべき財務基盤の銀行が、資本注入を受ける機会を逸したとも考えられる。

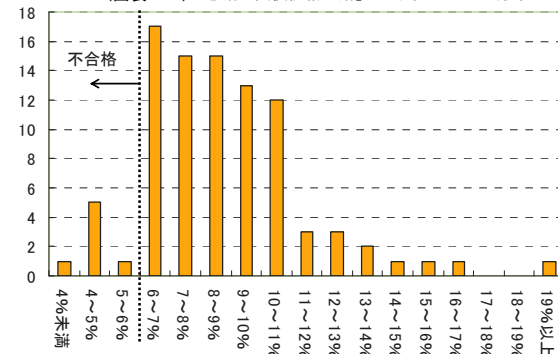
(図表3-10) ストレステストの前提条件に用いられた主要経済指標データ

	実績		予測			
	09年	10年 Q1	基本シナリオ		悲観シナリオ	
			10年	11年	10年	11年
【EU27ヶ国】						
GDP成長率	-4.2	0.2	1.0	1.7	0.0	-0.4
失業率	8.9	9.6	9.8	9.7	10.5	11.0
【ユーロ圏】						
GDP成長率	-4.1	0.2	0.7	1.5	-0.2	-0.6
失業率	9.4	10.0	10.7	10.9	10.8	11.5
【米国】						
GDP成長率	-2.4	0.7	2.2	2.0	1.5	0.6
失業率	9.3	9.7	10.0	10.2	10.2	11.1
【欧州】						
商業用不動産価格			-2.6	-0.8	-7.9	-6.2
住宅用不動産価格			-1.5	-0.3	-6.5	-5.3

(出所)CEBS

(単位)%: GDP成長率と不動産価格は前年比

(図表3-11) 「悲観+国債価格下落」シナリオのTier1の分布



(出所)CEBS発表資料より明治安田生命作成

ただ、この程度的前提であればこの程度の損失にとどまるということがわかっただけでも、ある程度市場の不透明感の払しょくにつながる効果があったとみている。今回のテストは、南欧諸国の財政問題を背景とする国際価格の下落による、銀行のバランスシートの悪化懸念と、そこから生じる金融不安の払しょくが目的であった。また、銀行の健全性をテストでアナウンスすることで、その国の経済の頑強性を同時にアナウンスし、ソブリンリスクへの懸念を鎮静化し、国債の利回りを低下させることも狙いだったとみられる。そうした意味では、90行（ドイツ銀行1行のみ非公開）の国債保有状況が開示されたことにより、市場関係者が欧州の銀行に対して独自のテストを実施できるようになった点は評価できる。今回のストレステストは、目先は金融市場を安定化させる結果につながると考えられる。今後は、テスト期間である2011年末までに、南欧諸国の財政再建の達成可能性が見えるか否かが焦点となろう。

（5）ECBの利上げは2012年以降を予想

ECB（欧州中央銀行）は8月5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。導入声明によれば、前回7月の理事会以降に得られた情報から判断する限り、現在の政策金利は「適切な（appropriate）」水準にあるということだ。足元の景気動向については、ユーロ圏は明らかな景気回復局面にあると判断しているものの、不透明感が広がっており、回復のペースは一様でないとしている。また、年末にかけては、回復のペースが鈍化する可能性を示唆した。

国債市場への介入、固定金利での資金供給オペ、各国中銀とのスワップ協定などの非伝統的措置については、継続その他の発表は9月に持ちこされた。

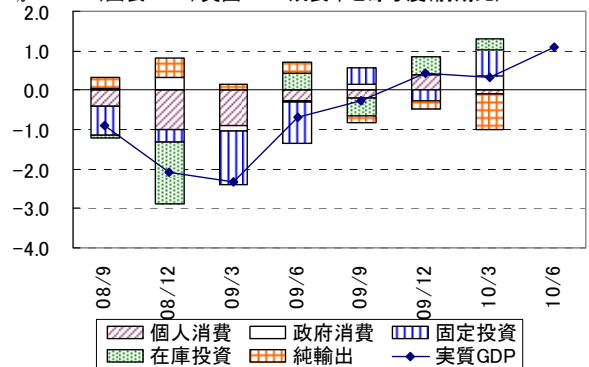
国債買入れについては、PIIGS諸国の国債市場で流動性が枯渇し、利回りが急上昇していたことに対応するための措置である。ECBによる買入れが始まった頃は、週次で数百億ユーロの買入れがなされていたが、現在は数百万ユーロ程度に減少しており、利回りも安定的に推移するなど、当初の目的は達成したようである。今後も買取り額は減少し続け、2010年中には打ち切られると予想する。固定金利によるオペは、ECB自身が2010年後半からの景気の減速を見込んでおり、出口戦略の実施は遠いと考えている可能性が高いことから、当面継続されよう。

利上げについては、デフレギャップの存在により、インフレ率が物価安定の目安としている2%を当面下回って推移する可能性が高いことと、ECB自身が2010年後半にかけて景気が減速することを見込んでいることから、2012年以降になると予想する。

（6）英国景気は緩やかな持ち直しへ

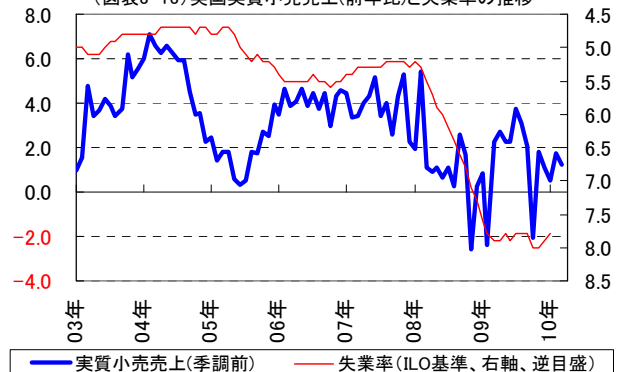
英国の4-6月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+1.1%と、1-3月期からプラス幅が拡大、景気の持ち直しが鮮明になりつつある（図表3-12）。ただ、背景には第1四半期に悪天候により不調だった建設業が、第2四半期に反動で前期比+6.6%と大きく

（図表3-12）英国GDP成長率と寄与度(前期比)



（出所）英国統計局

（図表3-13）英国実質小売売上(前年比)と失業率の推移



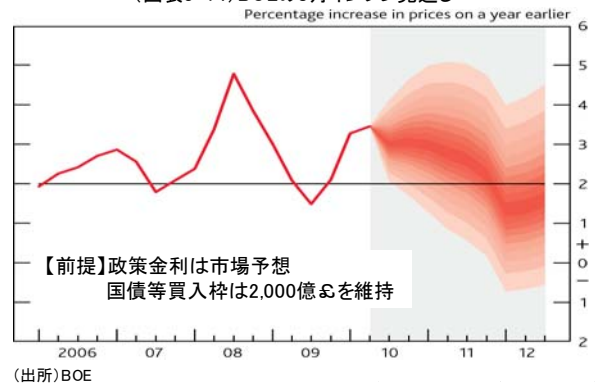
（出所）英統計局

回復したという特殊事情もあった。

失業率は2009年初以来8%付近で高止まりした状態が続いており、個人消費の足枷となっている（図表3-13）。また、7月に発足した新政権は財政再建を重視しており、既に増税を含む多くの再建策を打ち出しているため、2011年以降は景気の圧迫要因となろう。輸出に関しても、英国の最大の輸出相手であるユーロ圏の景気回復ペースが鈍いと考えられることから、伸び悩みが予想される。そのため、英国経済は、2010年、2011年を通じて緩慢な回復にとどまると予想する。

BOE（イングランド銀行）は8月のMPCで、政策金利を0.5%、資産買取規模を2,000億ポンドで据え置くことを決めた。6月の英国の物価上昇率は前年比3.2%と、インフレ目標である同2.0%を上回って推移しているものの、政府が今後数年間に渡って大胆な歳出削減に取り組む予定なのに加え、8月のインフレレポートではインフレ率は2011年、2012年を通じて目標の2.0%を下回って推移すると考えていることから、BOEの利上げは2012年以降になると予想する（図表3-14）。

（図表3-14）BOEの8月インフレ見通し



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+10.3 %と、1-3 月期の同+11.9%から大きく鈍化した。在庫の復元が一巡したことや、4 兆元の景気刺激策の効果減衰、不動産投資抑制策の効果などが要因として挙げられる。今後は前年同期の数字が高かった時期に差し掛かることもあり、伸びが二桁を割り込む可能性が有力な状況である。

不動産バブルの終焉は、ほぼ確実なものとなりつつある。景気の先行きを懸念する声が大きくなっているが、①商業用不動産は現金取引が多く、信用不安の連鎖につながりにくいこと、②不動産融資以外の貸出は堅調なこと、③政府は、投機的な不動産投資を抑制する一方、住宅や土地の供給安定化にも注力していること、④実質金利がマイナスで推移する中、民間投資の堅調推移が見込まれること、⑤個人消費には景気減速の影響があまり及んでいないこと、等を考慮すると、少なくとも景気失速の可能性は低い。もし、予想以上に減速した場合でも、政府が再び迅速な対応をとることが期待できる。中国の財政は主要国に比べれば健全で、いざとなれば再度数兆元規模の景気対策を打ち出すことも十分可能なだけの余力がある。

2010 年後半の成長率は前年同期比で 9%台まで落ち込みそうだが、インフラ需要や、中間所得者層の消費意欲等の潜在的な成長エネルギーは大きく、2011 年央以降は、政府の引き締め政策が緩むとともに、再び二桁の成長を取り戻すとみている。

(1) 経済指標は軒並み悪化

中国経済の減速基調が明らかとなりつつある。2010 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比+10.3%と、1-3 月期の同+11.9%から大きく鈍化した(図表 4-2)。在庫の復元が一巡したことや、4 兆元の景気刺激策の効果減衰、不動産投資抑制策の効果などが要因として挙げられる。今後は前年同期の数字が高かった時期に差し掛かることもあり、伸びが二桁を割り込む可能性が有力な状況である。

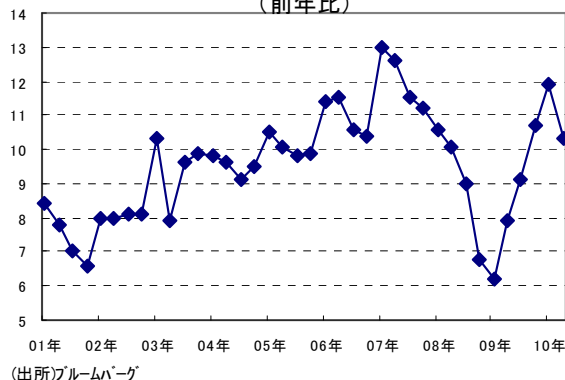
企業部門の景況感を表す 7 月の PMI 指数(中国物流購買連合会)は 51.2 ポイントと 3 ヶ月連続で低下。今のところ、17 ヶ月連続で好不況の分岐点とされる 50 ポイントを上回ってはいるが、このままのペースで低下が続けば、向こう数ヶ月以内に 50 ポイントを下回っても不思議ではない(図表 4-3)。

企業景況感の減速は、既に実際の生産活動、投資行動にも現れている。6 月の鉱工業生産は、前年比+13.7%と、5 月の同+16.5%から大きく鈍化、旧正月の日程の影響を受けた 2 月以来の低い伸びとなった

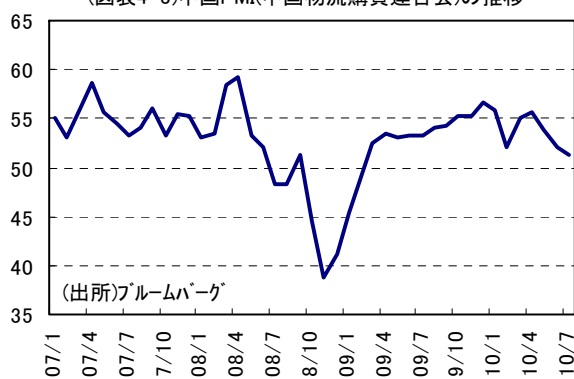
(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

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	9.9	10.5

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



ポイント (図表4-3)中国PMI(中国物流購買連合会)の推移



(図表 4-4)。4-6 月期の全社会固定資産投資は、前年比+25.0%となった(図表 4-5)。1-3 月期は同+25.6%の伸びだったため、今のところ小幅減速といったレベルだが、これは統計が年初からの累計値で発表されるため、足元の動きが薄められる点に注意する必要がある。

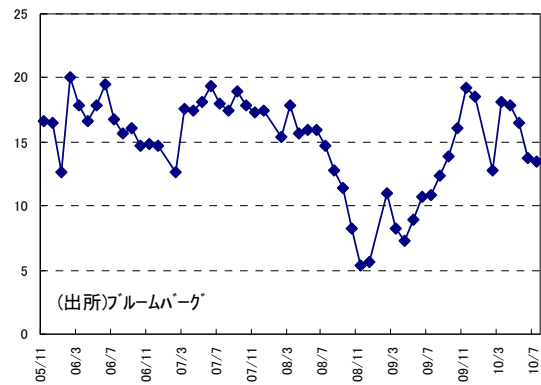
(2) 不動産バブルは終焉へ

固定投資鈍化の要因として、不動産開発投資がピークアウトしつつあることが挙げられる。1-7 月の不動産開発投資の伸びは、前年比+37.2%となった(図表 4-6)。今年に入って初めて伸びが鈍化した6月に続き、これで2ヶ月連続の伸び鈍化である。背景にあるのは、不動産価格の下落である。7月の主要70都市の不動産価格は、前年比+10.3%と3ヶ月連続で伸びが鈍化した。前月比では±0.0%と、2009年2月以来のマイナスとなった6月から横ばいで(図表 4-7)、既に多くの地域で不動産価格が下落に転じている。主要都市別にみると、上海などの下落幅が大きく、不動産バブルはピークアウトが明らかとなりつつある。

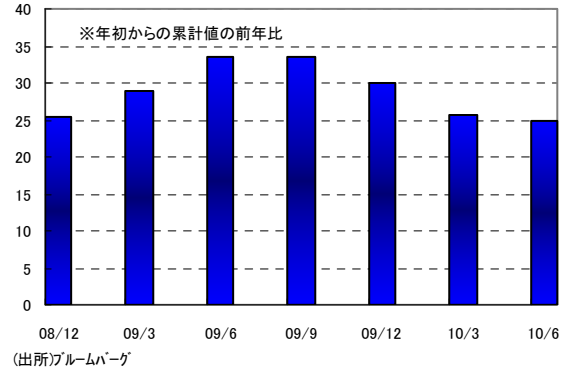
不動産価格下落の背景には、中国政府による厳しい融資規制、取引規制がある。政府は、昨年12月に、個人や不動産会社が国有地を購入する際の支払い条件を厳格化する方針を明らかにしたのをはじめ(取引価格の半分以上を頭金として支払い、購入から1年以内に全額を支払う必要)、2010年1月には、中古住宅の転売にかかる営業税(5.5%)の免除対象を購入後2年から購入後5年に戻している。4月には、初めて住宅を購入する場合(90平方メートル以上)の頭金の割合を20%から従来の30%に戻すほか、投機色が強いと考えられる2軒目の住宅を購入する場合は頭金の割合を40%から50%に引き上げ、3軒目の購入は原則禁止といった政策を発表している。

また、大都市の投機的取引の抑制に効いたと考えられるのは、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したことが考えられる。これにより、香港やシンガポールなどの投資ファンドが融資を受けられない状況となり、大都市の不動産の価格下落につながっている。6月末の不動産融資残高は前年比+

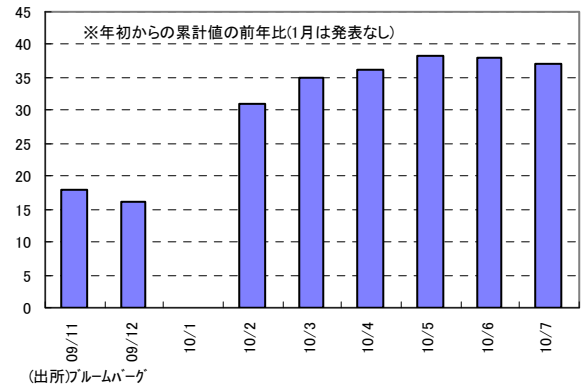
(図表4-4)鉱工業生産(前年比)



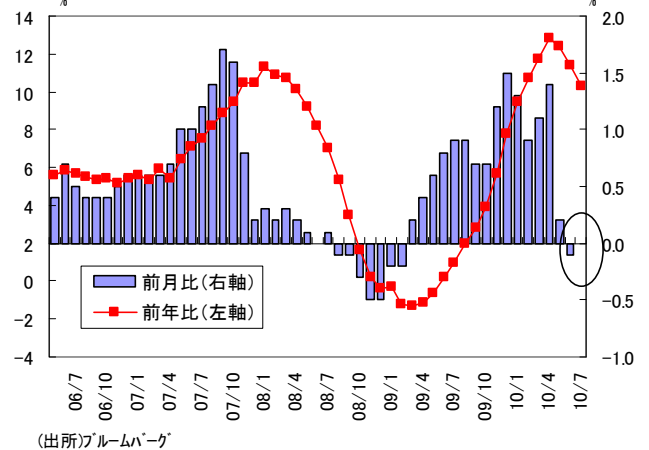
(図表4-5)全社会固定資産投資の推移



(図表4-6)不動産開発投資の推移



(図表4-7)中国70都市住宅価格の推移



40.2%で、3月の同+44.3%から急ブレーキがかかっている。

(3) ソフトランディングに向かう中国経済

不動産バブルの終焉が確実なものとなってきたことで、中国経済の先行きを懸念する声が増えてきているが、各種指標をみる限り、景気失速を心配しなければならない理由は見当たらない。不動産市場は今のところパニックに陥っているといった状況ではない。成長率の鈍化ペースも容認できるレベルと考えられる。今のところ、中国経済は着実なソフトランディングへの過程にある。

景気が失速する可能性は低い主な理由としては、①中国の商業用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、②不動産融資は減少しているが、貸出先はより幅広い分野に広がりつつあり、融資額全体が大きく落ち込んでいるわけではないこと、③政府は、投機的な投資を抑制する一方で、新規住宅および土地の供給の安定化にも注力しており、価格が下がればこれまで手が届かなかった一般市民の購入が増加すると考えられること、④実質金利がマイナスで推移している中、民間投資が堅調に推移する可能性が高いこと、⑤そもそも個人消費には景気減速の影響がさほど及んでいないこと（後述）、等々である。

もし、予想以上に減速した場合、政府は再び迅速な対応をとってくるものと予想される。中国の財政は主要国に比べれば健全で、いざとなれば再度数兆元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。高速鉄道に代表されるインフラ需要や、中間所得者層の高い消費意欲等の潜在的な成長エネルギーは大きく、蛇口をひねればいつでも水がすぐに飛び出す状況と言っても過言ではなく、その意味で、リスクバランスはいまだ上振れとの見方もできなくはない。

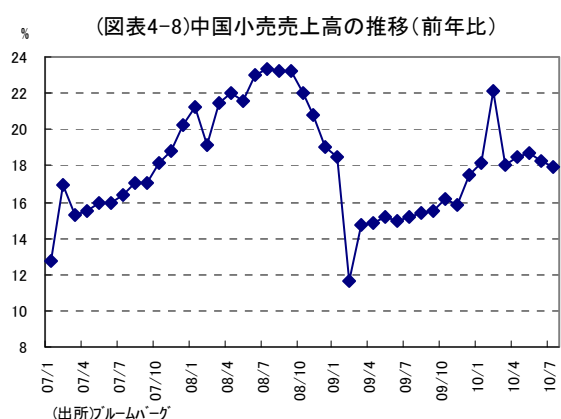
2010年後半の成長率は9%台まで落ち込みそうだが、年前半の成長率が高かったこともあり、同年では10%前後の成長率を確保するとみる。2011年の半ば以降は、政府の引き締め政策が緩むとともに、再び、本来の成長エネルギーを取り戻すとみている。2010年の実質成長率は、前年比9.9%、2011年は同10.5%と予想する。年内利上げの実施は微妙になってきたが、実質マイナス金利が続いているということもあり、次の一手はやはり利上げということになりそうだ。

(4) 個人消費は堅調

企業部門の活動の鈍化傾向が明らかとなる一方で、個人消費は、一時よりも伸びがやや鈍りつつあるとはいえ、堅調な推移が続いている。7月の小売売上高は前年比+17.9%と、6月の同+18.3%からやや減速したもの（図表4-8）、旧正月の影響を受けた2月を除けば、年初来、18%前後の伸びを保っている。個人消費には、今のところ不動産価格下落の影響はあまり現れていない。

そもそも、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。これを受け、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。

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、2009年の自動車販売台数は前年比+46.2%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、補助額も引き上げた。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%)。

減税率縮小の影響で、4月以降の自動車販売はやや軟化傾向にあったが、中国政府は6月、エンジンが1.6リットルかそれ以下で、かつ現在の標準よりも燃費を20%改善した自動車の購入に際して、3,000元を補助する制度を中国全土で導入する計画を明らかにしている。これに加え、エコカー産業の支援に向け、今後10年間で1,000億元(1兆2,600億円)余りを投じる計画も明らかとなった。国家発展改革委員会(NRDC)の試算によると、後者の制度で2012年までに400万台を補助する見通しである。

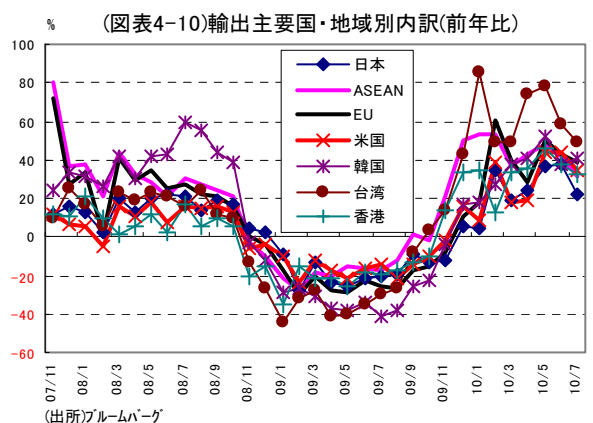
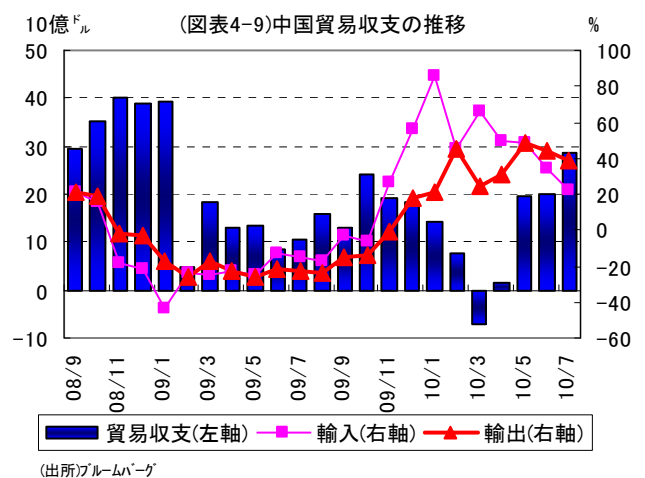
また、温家宝首相は7月22日、「下半期に消費刺激策を確実に導入し改善していく必要がある」との方針を示している。個人消費は、こうした政府の対策に引き続き下支えされると考えられる。雇用・所得環境も改善傾向をたどると予想されることから、個人消費は引き続き堅調な回復が期待できる。

(5) 輸出入とも高い伸び

7月の輸出額は前年同月比+38.1%、輸入額は同+22.7%となった(図表4-9)。輸出は8ヶ月連続、輸入は9ヶ月連続の対前年比増。リーマンショック後、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。

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40.3%、対台湾が同49.3%、対香港が同32.2%、対ASEANが同31.8%と、一時よりやや伸び率は鈍化しつつあるものの、引き続き高い伸びが続いている。対先進国向けをみても、対米国が前年比35.0%、対EUが同38.3%、対日本が同22.0%といずれも堅調だ(図表4-10)。

一方、輸入に目を転じると、対米国が前年比25.4%、対EUが同25.6%、対日本が同27.0%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。7月の輸出の高い伸びについては、税還付の制度変更前の駆け込み需要が出たという面もあり、短期的には伸び鈍化を予想するが、2011年以降は、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、輸出は堅調な伸びを続けると予想している。

(6) インフレ圧力は残る

7月のCPIは前年同月比3.3%の上昇となり、政府目標の年間上昇率3%を上回った。6月は同2.9%となっていたが、食品価格の高騰を受け、再び物価上昇圧力が強まった形(図表4-11)。

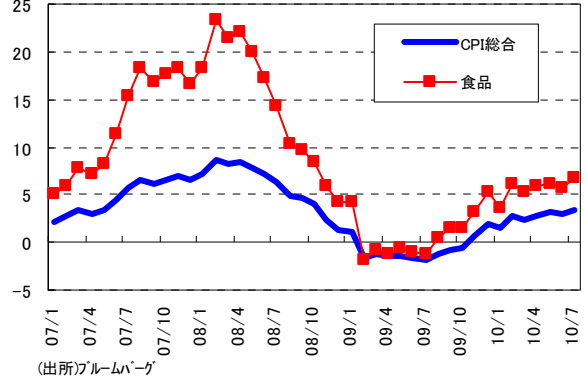
中国各地で洪水が相次いでいるほか、ロシアにおける干ばつの影響もあって、穀物価格は高止まりする可能性が高いことが、物価上昇への懸念につながっている。これで、CPIの伸び率が1年物定期預金基準金利(2.25%)を上回る「実質マイナス金利」が6ヶ月連続で続いていることになる。今のところ、当局は2010年のCPI上昇率の目標である3%以内を達成することに自信をみせている。確かに、景気減速が明らかになりつつある中、穀物価格の高騰が物価全般に波及する可能性は考えにくいだが、逆に、消費者の実質購買力を削いで、個人消費の減速要因となる可能性についてもリスクシナリオとして一定の警戒が必要だろう。

(7) 中国政府が人民元の変動容認を発表

人民元相場は、2008年7月以降、事実上の対ドル固定相場に戻されていたが(図表4-12)、中国政府は6月19日の土曜に、市場の意表を突く形で「人民元の弾力性を高める」との声明を発表した。その後、週明け21日からの2週間で一気に0.9%元高が進んだが、7月以降はいったん元高誘導を中断、足元では逆に元安方向に戻すような動きも見られる(図表4-13)。

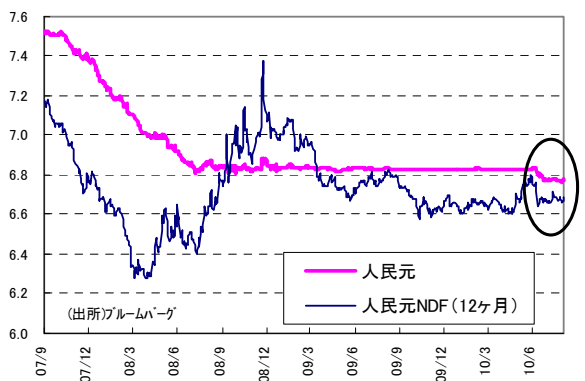
当初の誘導ペースがそもそも早すぎた点を見ると、スピード調整的な動きが出てくるのはある程度予想された展開であり、今後は景気動向等にも配慮しながら、引き続き緩やかな元高方向への水準訂正を進めていく方針とみられる。誘導ペースは、事実上の固定相場に戻す前と同等か、もしくは若干緩やかになる可能性が高く、今後1年間で5~7%程度と予想する。

(図表4-11)中国消費者物価の推移(前年比)



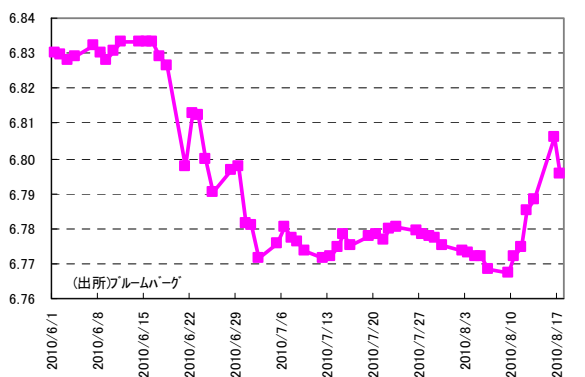
(出所)ブルームバーグ

(図表4-12)人民元直物と先物(NDF)の推移



(出所)ブルームバーグ

(図表4-13)最近の人民元の推移



(出所)ブルームバーグ

(8) 元高誘導再開の背景

2008年以降の元相場の固定は、足元までの輸出回復に貢献したほか、世界金融市場の混乱が続く中で、中国市場への相対的な信頼性を高め、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にコミットするという金融政策運営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。

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、2009年の春以降、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た(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、国内の金融市場に過剰流動性をもたらす一因ともなった。

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たことがある。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、2010年の融資目標額の7兆5,000億元のうち、不動産セクター向けの融資を1-3月期は40%、4-6月期は30%、7-9月期は20%、10-12月期は10%以内へと、順次絞り込んでいく方針だ。

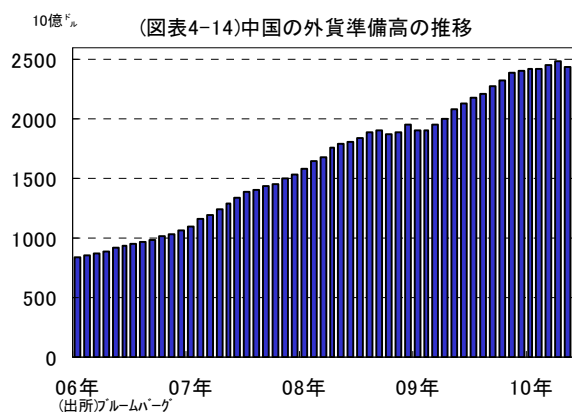
各種の引き締め策を有効に機能させるためには、マネーサプライの拡大を抑制しなければならず、それは人民元の緩やかなフロートを容認しなければ難しい。当局者である人民銀行の周其仁金融政策委員も、4月25日に、「人民銀行が国内物価の安定と為替相場の安定という2つの目標を同時に達成するのは不可能であり、どちらかを選ばなければならない」と発言していた。突然の発表については、月末のG20サミットにタイミングを合わせたという面もあるが、元々人民元の上昇容認は時間の問題だったともいえる。政府としては、たとえ成長率には一定の下押し圧力がかかっても、人民元の割安な水準での固定と、国内の高貯蓄構造が不動産等の資産市場にもたらす歪みが経済にとってより大きな問題との判断に傾いたものとみられる。人民元の柔軟性の向上は、金融政策の自由度向上にも貢献する。年間5~7%程度の上昇であれば、輸出業者への影響も軽微なものにとどまりそうだ。

(9) 日本企業・経済への影響

今回の元高誘導再開に伴う日本企業・経済への影響を考えると、まず、直接的な影響は軽微とみられる。元高誘導の再開は元々予想されており、為替リスクの軽減策をとっている企業がほとんどと考えられること、年間の変動率も5%前後にとどまるとみられること、当局の厳格な相場管理の下、ボラティリティ(変動性)も最小限に抑制されると考えられるためだ。

企業のタイプ別にみた場合、中国向けの部品輸出などを行っている企業にとってはプラス、中国を生産拠点として、国外への輸出を行っている企業にとってはマイナス、現地生産、現地販売の「地産地消」を主としている企業への影響は軽微ということになりそうだが、いずれにしても、元高が中国経済に与える影響の方が、相場変動そのものの影響よりも重要となる。

元高進行とともに、中国の成長率には一定の下押し圧力がかかることが予想されるが、それが今



回の政策の主目的であり、日本の成長率や企業収益に多少の下押し圧力をもたらすとしても、必ずしも悪材料とは言えない。このまま不動産バブルが過熱、崩壊というルートをとった方が、日本に与える悪影響ははるかに大きい。問題は、一連の引き締め政策が景気をオーバーキルするリスクだが、前述のとおり、中国独特の政策の機動性の高さや、潜在的な成長エネルギーの強さを考えれば、深刻な景気後退に陥る可能性は高くない。

中長期的にみた場合、消費者の購買力が向上し、内需主導型経済への転換が進んでいく可能性が高い。最近では労働争議の先鋭化が問題となっているが、これまで低すぎた労働分配率の是正は避けられない流れでもある。その裏返しである資本分配率が低下に向かえば、過剰投資体質が是正され、投資主導から消費主導への構造転換を後押しするだろう。賃金が上昇に向かえば、日本企業にとって中国の生産基地としての魅力は低下する一方で、逆に最終消費地としての魅力は増していく。一方で、一次産品価格には将来的にも上昇圧力がかかり続ける可能性が高く、日本の交易条件に不利に働くおそれがある。また、世界経済・金融市場への影響を見た場合、今回の金融危機の温床になったとされるグローバル・インバランスが是正に向かう展開も期待できる。

人民元が完全に自由化された暁には、中国資本の日本進出が一気に進むと考えられ、日本と中国の関係は、これまでの生産基地としてのイメージから一変することになるだろう。中国脅威論がさらに強まる可能性もあるが、少なくとも経済的には隣国の経済発展が悪いことであるはずはなく、新たなビジネスチャンスを的確に捉えた企業が成功することになるだろう。

5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国（アジア NIES、ASEAN4、インド）の景気は、総じて堅調に回復している。個人消費や設備投資等の内需の好調持続に加え、輸出も回復基調が続いていることが要因である。

景気回復やエネルギー価格の上昇などを受け、各国とも CPI がじりじりと上昇しつつある。リーマン・ショック後の世界同時不況時に、各国は政策金利を大幅に引き下げ、景気のコト入れを図ったが、ここにきてインフレ懸念が台頭しつつあることから、金融引き締めを舵を切り始めている。

アジア新興国の景気は今後も堅調に推移すると予想する（図表 5-1）。ただ、金融引き締めの影響に加え、ここにきて中国や米国の景気が減速しつつあることから、両国への輸出依存度が高い韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気回復ペースは、年末にかけてやや鈍化するとみている。

（1）景気は総じて堅調に回復

アジア新興国の景気は、総じて堅調に回復している。個人消費・設備投資等の内需の好調持続に加え、輸出も回復基調が続いていることが要因である。

各国の鉱工業生産の推移を見ると、前年同月比ではプラス幅が縮小しつつある国が多いが、これは前年同時期がリーマン・ショック後の不況から脱却し、生産水準が急回復しつつあったことによる（図表 5-2）。季調済前月比を公表している韓国、台湾、シンガポール、タイを見ると、足元でも鉱工業生産の増加基調が続いている。

4-6 月期の実質 GDP 成長率を公表済みの国について見ると、韓国が前年同期比+7.2%（季調済前期比：+1.2%）、シンガポールが同+18.8%（季調済前期比年率：+24.0%）、インドネシアが同+6.2%（季調済前期比：+2.8%）、香港が同+6.5%（季調済前期比：+1.4%）であった。

シンガポールの高成長が際立つが、これは医薬品や電子機器・部品が輸出中心に好調に推移したことによる。シンガポール政府は、2010年の実質 GDP 成長率予想を前年比+7~9%から同+13~15%に上方修正した。これは年後半の成長率鈍化を織り込んだうえでのものである。

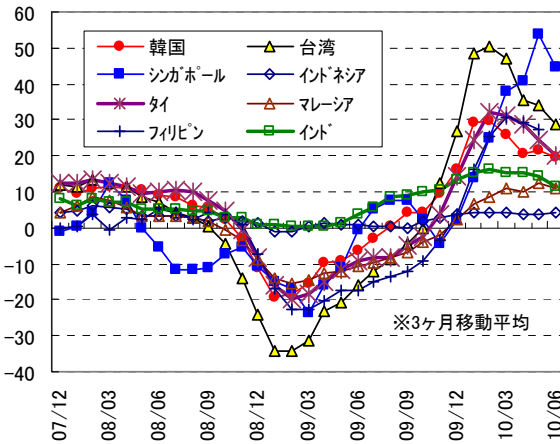
韓国経済は、輸出の好調が生産の拡大に繋がり、それが個人消費や設備投資に波及しつつある段階にある。外需依存度が高いことから、中国や米国の景気の影響を受けやすいが、今後は内需が成長の牽引役になると予想される。年後半は輸出の減速が想定されるものの、内需の好調持続によっ

（図表5-1）アジア新興国の実質GDP成長率予測

	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
韓国	2.3%	0.2%	6.3%	4.1%
台湾	0.7%	-1.9%	7.6%	3.7%
香港	2.2%	-2.8%	5.8%	4.1%
シンガポール	1.8%	-1.3%	13.5%	4.5%
インドネシア	6.1%	4.5%	5.7%	5.5%
タイ	2.5%	-2.2%	6.4%	4.9%
マレーシア	4.6%	-1.7%	6.5%	5.1%
フィリピン	3.8%	0.9%	5.2%	4.4%
インド	6.7%	7.4%	8.3%	8.0%

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（図表5-2）鉱工業生産（前年同月比）の推移



（出所）ファクトセット

て、通期で6%台の成長率は維持可能とみる。

(2) 金融引き締めへ転換

景気の回復やエネルギー価格の上昇などを受け、各国ともCPIがじりじりと上がり始めている(図表5-3)。特にインドは2009年7月以降、干ばつに伴う食品価格高騰もあって2桁の上昇が続いている。

リーマン・ショック後の世界同時不況時に、各国は政策金利を大幅に引き下げ、景気のリテコ入れを図った。ここにきて景気が順調に回復していることに加え、インフレ懸念も台頭しつつあることから、各国とも金融引き締めへ舵を切り始めている(図表5-4)。シンガポールには政策金利がないが、シンガポール金融管理局(MAS)は、4月14日、シンガポ

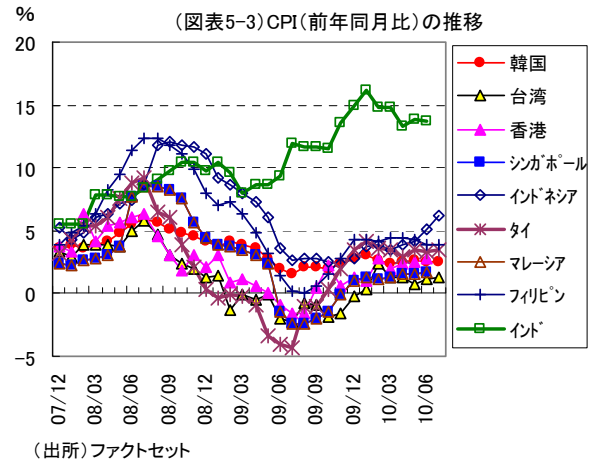
ールドルの誘導方向を、これまでの「0%上昇」から「緩やかかつ段階的な上昇」に変更すると発表しており、通貨高を通じた引き締めを実施している。インドネシアは7月のCPI上昇率が前年同月比+6.2%と高い伸びを示したにもかかわらず、中央銀行は8月4日の理事会で、政策金利を年6.5%に据え置くことを決定した(据え置きは2009年9月から12カ月連続)。ただ、「インフレ目標の4~6%を実現するよう必要な金融政策を取る」としており、早期の利上げもありうるとの見解も示している。

アジア新興国の景気は今後も堅調に推移する可能性が高い。ただ、金融引き締めの影響に加え、ここにきて、中国や米国の景気が減速しつつあることから、両国への直接・間接の輸出依存度が高い韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気回復ペースは、年末にかけてやや鈍化するとみている。

(3) インド経済は堅調な成長が続くと予想

2008年9月のリーマン・ショック後に世界経済は同時不況に陥り、インド経済も成長率が鈍化したものの、不況からの脱出は中国と並んで早かった(図表5-5)。インド経済への世界同時不況の悪影響が軽微だった要因としては、GDPに占める輸出の比率が約21%(2009年度ベース、インドの会計年度は4月に始まり3月に終了)と比較的低水準で、世界経済悪化の影響を受けにくかったことに加え、個人消費が堅調に推移したことが要因である。

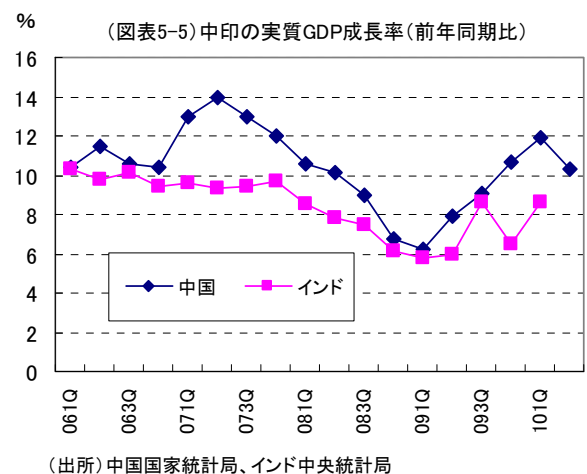
インドの個人消費を牽引しているのは中間所得層である。インドの人口は約12億人と中国の約13億人に匹敵するが、人口1人当たりのGDPは中国のまだ4分の1程度に過ぎない。ただ、年間世帯所得



(図表5-4)利上げの実施状況

韓国	7月9日に政策金利を2.00%から2.25%に引き上げ
台湾	6月25日に政策金利を1.25%から1.375%に引き上げ
タイ	7月14日に政策金利を1.25%から1.50%に引き上げ
マレーシア	7月8日に政策金利を2.50%から2.75%に引き上げ(今年に入って3回目)
インド	7月27日に政策金利を5.50%から5.75%に引き上げ(今年に入って4回目)

(出所)各国中央銀行HPより明治安田生命作成



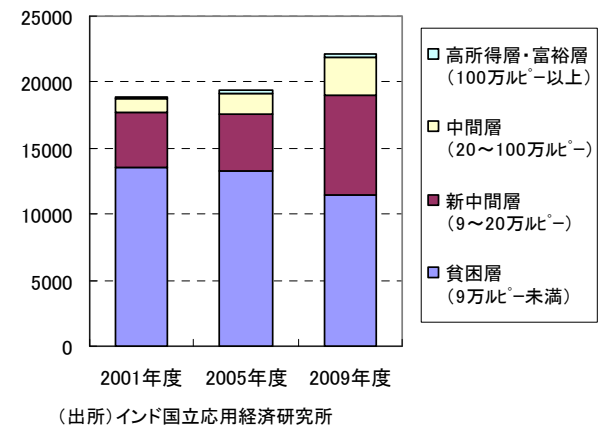
が20～100万ルピー（約40～200万円）の「中間層」が急速に増加しており、2009年度の「中間層」は2,844万世帯（約1.5億人）と、2001年度の2.6倍に拡大した（図表5-6）。また、年間世帯所得が9～20万ルピー（約18～40万円）の「新中間層」も増加しており、2009年度は7,530万世帯（約4億人）と、2001年度の1.8倍に達した。「中間層」はテレビやエアコンなどは比較的容易に購入することができ、また乗用車にもどうにか手が届く層と言われる。近年、乗用車の販売台数が大きく伸びている背景には、「中間層」の台頭がある（図表5-7）。また、「新中間層」には低価格の携帯電話が急速に普及しつつあり、携帯電話の加入者数が急増する要因となっている。2010年3月末現在の携帯電話の加入者数は約5.8億件、人口普及率は49.6%に達した（図表5-8）。

1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+8.6%と、昨年10-12月期の同+6.5%から伸び率が加速した。堅調な個人消費や政府による社会インフラ整備が鉱工業生産の拡大に繋がり、それが設備投資の力強い回復に結び付くという好循環が生まれている。世界経済の回復によって、インドが得意とするITサービス・ソフトウェア関連の輸出も好調に推移した。4-6月期のGDPは8月31日に公表予定であるが、個人消費、設備投資、公共投資の好調持続が見込まれ、実質GDP成長率は前年同期比+8%台後半を維持するとみている。

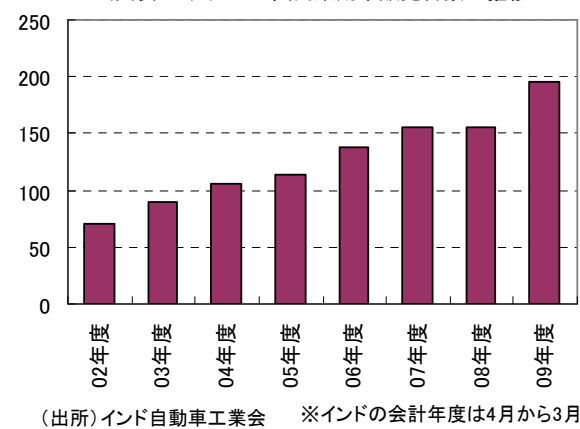
食品価格の鈍化によってCPIはピークアウトしつつあるものの、インド準備銀行（中央銀行）は、インフレ圧力は依然として強いと判断、7月27日に今年4回目の利上げに踏み切った（レポ・レート：5.50%→5.75%）。同行は「国内景気は回復の動きが強まっている」とし、2010年度（2010年4月～2011年3月）の実質GDP成長率の予測値を、4月時点の前年度比+8.0%から同+8.5%に引き上げた。

中国や米国の景気減速懸念が強まりつつあるが、インドは外需依存度が低く、その影響は小さなものにとどまろう。足元、過熱気味の内需もこれまでの利上げの累積効果によって次第に落ち着いてくるとみられ、インフレも徐々に沈静化に向かうと予想される。年度末にかけては、経済成長のペースがやや鈍化する可能性は残るものの、それでも2010年度通期で8%台の成長率は維持できよう。インド経済は極めて旺盛な需要に供給が追いつかない状態が続いているが、企業の生産能力拡大や社会インフラの整備も進展しつつあり、2011年度も8%前後の成長は期待できる。

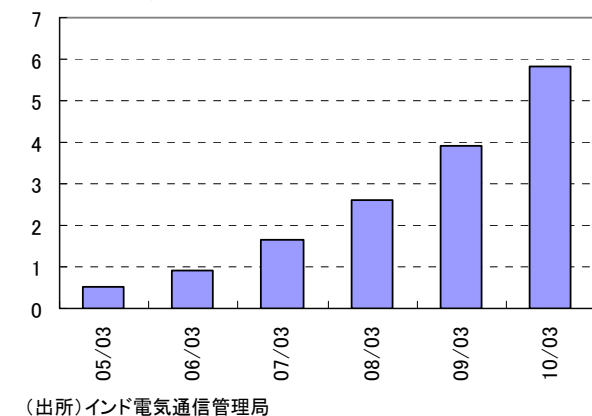
(図表5-6) インドの所得階層別世帯数



(図表5-7) インドの国内乗用車販売台数の推移



(図表5-8) インドの携帯電話加入者数の推移



6. 商品相場見通し

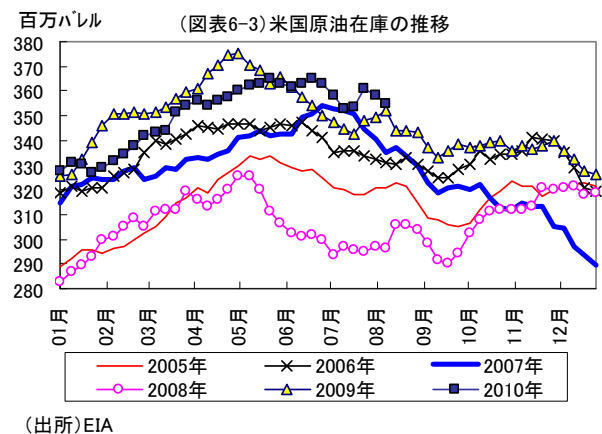
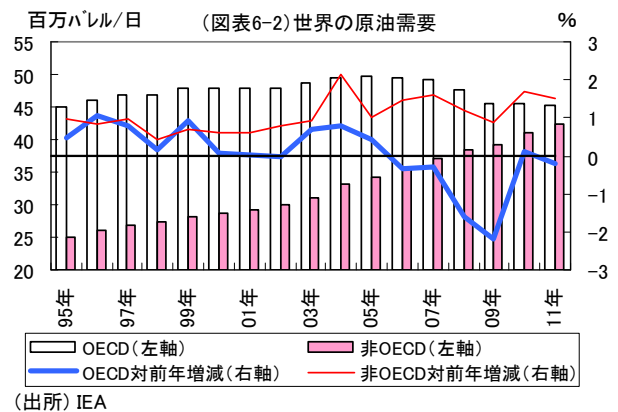
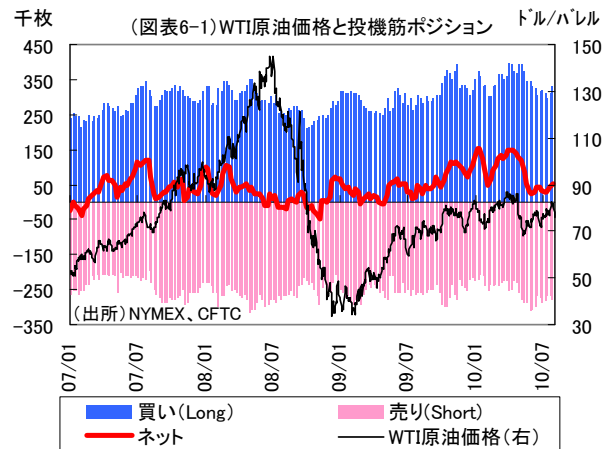
(1) 原油価格は再び緩やかな上昇基調を予想

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、世界景気の回復期待の強まりから、今5月初旬には86ドル/バレルの直近高値を付けた(図表6-1)。5月中旬には、欧州の財政問題への懸念が浮上し、68ドル/バレルまで下落したが、その懸念が一旦和らいだこともあり、8月初旬には、80ドル/バレル台まで値を戻している。ここに来て米国や中国の景気減速懸念も煽り始めているが、先高を見越した投機資金の流入やOPECの過去最大規模の減産目標維持などが価格の下支えとなっているようだ。

国際エネルギー機関(IEA)による7月の原油需給見通しによれば、需要面に関しては、2010年には8,650万バレル/日(以下B/D、前年比+170万B/D、同+2.1%)、2011年には8,780万B/D(前年比+130万B/D、同+1.6%)の見通しである。地域別には、低成長が予想されるOECD諸国の需要は停滞するものの、非OECD諸国で増加が見込まれている(図表6-2)。とりわけ中国の需要は、同+6.9%から同+5.5%へと伸び率は鈍化するものの、引き続き高い伸びとなる見通しである。

一方、供給面では、非OPEC諸国が2010年平均で5,240万B/D(同+80万B/D)、2011年には5,280万B/D(同+40万B/D)の見通しである。OPEC諸国も2009年半ばより徐々に増産し、今6月のOPEC11ヶ国の生産量は2,658万B/Dとなっている。現在、OPECの余剰生産能力が600万B/Dほどあることから、需要増加見通し分との差(2年計180万B/D)は、OPECの増産によって十分対応可能と考えられる。

また、足元の米国の原油在庫は過去5年と比べて最も高い水準にあり(図表6-3)、ガソリン在庫についても同様である。石油製品消費量も、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いる。以上から、原油需給が急激に引き締まる可能性は高くないと考える。世界景気の回復ペースは緩やかだが、2011年の原油需要はピークだった2007年の水準を上回ることが見込まれることから、原油価格は再び上昇基調をたどると予想する。ただ、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。今後のWTI価格は、投機資金の流入やハリケーンの直撃などによ



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

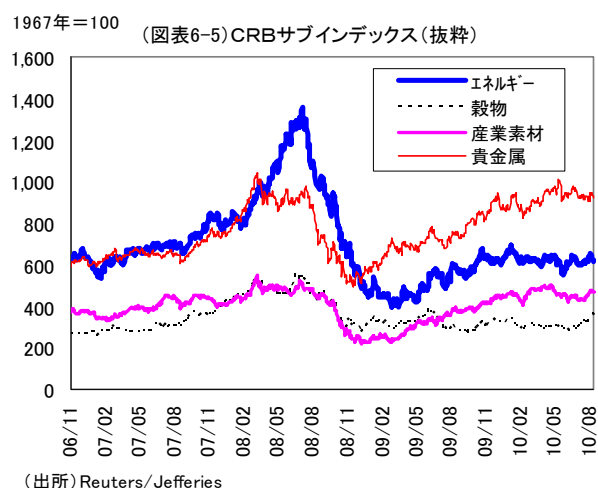
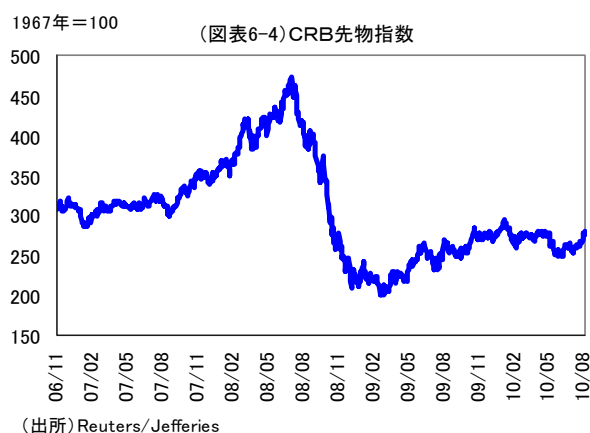
主要国際商品指数であるCRB（コモディティ・リサーチ・ビューロ）先物指数をみると、2009年2月を底に上昇基調に転じているが、欧州の財政問題への懸念からリスク回避姿勢が強まり、足元では横ばい圏での推移となっている（図表6-4）。CRB先物指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、畜産の6分野、19品目で構成される。分野別にみると、5月以降の世界的なリスク回避傾向に加え、米国や中国の景気減速懸念が燃る中で、エネルギー（原油、燃料油、ガソリン、天然ガス）、産業素材（銅、アルミニウム、ニッケル、綿花）が調整局面に入っている。一方で、穀物（大豆、小麦、とうもろこし）が天候要因により大幅に上昇している（図表6-5）。

エネルギー分野では、天然ガスの価格が足元3ヶ月で上昇している（図表6-6）。米国では年末年始の寒波到来により、需給が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り、軟調に推移していた。しかしながら、世界的に猛暑が続く見通しが強まる中、電力需要の増加期待が膨らんだことが、天然ガス価格の上昇をもたらしている。今後については、米国の産業用需要が回復していくと予想されるものの、北米で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みている。

産業素材分野では、非鉄金属価格が調整局面に入っているが、足元で銅の価格が上昇し始めている。中国の不動産価格がマイナスに転じたことで、更なる規制強化の懸念が後退したこと、新興国需要に支えられ、在庫が減少傾向にあることが要因と考えられる。今後は、中国を中心とする世界経済の緩やかな回復に伴って、銅の需要も回復基調で推移し、市況は緩やかな上昇に向かうと予想する。

貴金属分野では、金価格がやや調整している。ただ、欧州財政問題によるユーロ安が一服しつつある一方で、米国経済の減速懸念が高まり、足元ではドル安傾向が見られる。こうした状況下では、安全資産としての金需要は今後も相応に強いとみている。

穀物分野では、7月以降小麦価格が急騰している。ロシア等が深刻な干ばつに見舞われ、小麦の生産量が大幅に減少するとの見通しによるものである。8月初旬にロシア政府が年内の穀物輸出禁止を発表したことを契機に、更なる投機資金が流入している。米国農務省の8月の需給見通しでは、ロシア等の干ばつの影響により、



(図表6-6)主要商品の価格変動率(%)

		1ヶ月間	3ヶ月間	1年間
CRB		6.1	-1.2	6.6
エネルギー	原油	3.6	-12.7	1.9
	天然ガス	4.3	13.9	-19.3
産業素材	銅	12.0	-1.5	27.1
	アルミニウム	9.5	-4.8	9.3
貴金属	金	-5.3	-0.1	22.5
	銀	-3.8	-3.5	28.0
穀物	大豆	11.4	3.0	6.0
	小麦	37.0	27.1	9.9
	とうもろこし	8.9	3.7	2.7

(出所) Bloomberg ※2010年7月末時点の価格変動率

10-11年度（米国では6月-翌5月）の世界小麦生産量を7月時点の発表から15.3百万トン下方修正し、生産量が消費量を19.2百万トン下回る見通しに変更した。ただ、09-10年度の供給量は需要を上回る見込みであり、期末在庫も194百万トンと歴史的な高水準で推移する見込みであることから、世界的に需給が逼迫する可能性は小さいとみる。

大豆やとうもろこしも畜産飼料として小麦と一部代替性があるため、価格が連動しやすく、小麦の影響を受け、価格が上昇している。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、現状では、09-10年度（米国では9月-翌8月）の生産量は消費量を大幅に上回る見込みであり、10-11年度も供給不足は予想されていないため、今後の価格上昇は小幅なものにとどまると考える。とうもろこしについても、供給面での懸念は小さく、バイオ燃料需要の増加は見込まれるものの、2011年に向けて緩やかな価格上昇にとどまるとみている。

商品市況は、欧州の財政問題への懸念からリスク回避姿勢が強まり、5月以降調整局面が続いたが、欧州の財政問題は一旦沈静化しており、今後は米国や中国を中心とする世界経済の動向に左右されやすい。当社では、米国や中国の景気は減速するものと考えているが、後退は想定しておらず、今後も世界経済は緩やかな回復基調が続くとみている。そのため、商品価格も緩やかな上昇基調で推移するとみており、CRB指数（7月末274.35）の今後1年間の上昇率は、10%-15%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。