

明治安田生命

2011－2012年度経済見通しについて

～踊り場脱却は確実も、成長力の低下が足かせ。本格回復は期待薄～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2010年10－12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2011－2012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：	<u>2011年度</u> 1.8%	<u>2012年度</u> 2.0%
名目GDP成長率：	<u>2011年度</u> 1.4%	<u>2012年度</u> 1.7%

2. 要 点

- ①日本経済は、海外景気の減速を受けた製造業の生産鈍化などを背景に、昨夏以降踊り場入りしていたが、ここへきて、生産の底打ちが明白な状況となりつつある。中国景気に復調の兆しが見え始めているほか、米国景気も減税延長や金融緩和の効果で底堅さを増しており、輸出や国内生産が持ち直している。1－3月期に事実上の踊り場脱却となる可能性が高い。
- ②ただ、その後の景気回復ペースは「本格回復」と呼べる状態にはほど遠く、引き続き外需主導の「実感なき景気回復」といえるレベルにとどまろう。デフレ圧力が根強く残るほか、企業や家計の先行き不透明感も払拭されないため、内需主導の自律的回復が展望できないのが主因。
- ③事実上、20年に及ぶ景気停滞が、人々の成長期待の低下を通じ、自己実現的に低成長やデフレの長期化として跳ね返ってきている。急速な高齢化の進展が、需給のミスマッチの拡大に繋がっている面も大きい。財政赤字や年金問題に対する不安感も年々高まっている。こうした構造的問題に正面から向き合った改革を進めない限り、本格回復の時代は二度と訪れないだろう。

〈主要計数表〉

	2010年度		2011年度		2012年度	
		2010/11時点		2010/11時点		2010/11時点
実質成長率	3.1%	2.7%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%
成長率寄与度・内需	1.7%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%
・外需	1.4%	1.4%	0.7%	0.4%	0.7%	0.7%
名目成長率	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.7%	1.9%

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											
	2010年度	2011年度	2012年度					2011年度				2012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	3.1%	1.8%	2.0%	-0.3%	0.5%	0.3%	0.7%	0.6%	0.7%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%		
前期比年率	3.1%	1.8%	2.0%	-1.1%	2.1%	1.4%	3.0%	2.5%	2.7%	1.0%	1.7%	2.4%	1.8%		
民間最終消費支出	1.4%	0.3%	0.8%	-0.7%	0.1%	-0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.2%		
民間住宅投資	-0.1%	8.5%	-2.5%	3.0%	1.1%	1.5%	2.6%	3.1%	1.9%	-1.8%	-2.5%	-3.2%	-3.2%		
民間設備投資	5.4%	5.6%	5.1%	0.9%	0.6%	1.6%	1.9%	1.8%	1.3%	1.1%	0.8%	1.3%	1.2%		
政府最終消費支出	1.9%	0.6%	0.7%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%		
公的固定資本形成	-7.7%	-5.6%	-5.0%	-5.8%	3.8%	-0.5%	-3.9%	-2.6%	-1.3%	-1.1%	-0.6%	-0.3%	-0.2%		
財貨・サービスの輸出	17.7%	7.5%	7.4%	-0.7%	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%	1.9%	1.5%	1.8%	1.6%		
財貨・サービスの輸入	10.7%	4.7%	4.8%	-0.1%	0.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.0%	1.2%	0.9%	1.1%		
名目GDP	1.1%	1.4%	1.7%	-0.6%	0.6%	0.2%	0.6%	0.5%	0.6%	0.2%	0.4%	0.6%	0.4%		
GDPデフレーター(前年比)	-1.8%	-0.5%	-0.3%	-1.6%	-1.6%	-0.7%	-0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.2%		

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測											
	2010年度	2011年度	2012年度					2011年度				2012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	3.1%	1.8%	2.0%	-0.3%	0.5%	0.3%	0.7%	0.6%	0.7%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%		
民間最終消費支出	0.8%	0.2%	0.4%	-0.4%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.1%		
民間住宅投資	0.0%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		
民間設備投資	0.7%	0.8%	0.7%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%		
政府最終消費支出	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%		
公的固定資本形成	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
在庫品増加	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		
純輸出	1.4%	0.7%	0.7%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%		
財貨・サービスの輸出	2.4%	1.2%	1.2%	-0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%		
財貨・サービスの輸入	-1.1%	-0.5%	-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%		

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測											
	2010年度	2011年度	2012年度					2011年度				2012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)	10.6%	8.8%	6.5%	4.9%	5.2%	5.9%	9.9%	12.7%	6.9%	6.2%	6.1%	7.0%	6.8%		
消費者物価指数(前年比)	-0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%		
除く生鮮食品(前年比)	-0.8%	0.0%	0.1%	-0.5%	-0.2%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%		
国内企業物価指数(前年比)	0.7%	2.2%	1.3%	0.9%	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%	2.1%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%		
完全失業率(季調済平均)	5.0%	4.6%	4.2%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%		
無担保コール翌日物(期末値)	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%		
為替レート(円/ドル:平均値)	86円	87円	88円	83円	84円	85円	86円	87円	88円	88円	88円	88円	88円		

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

10-12月期の実質GDP成長率は、エコカー補助や猛暑効果の反動などによって個人消費が低迷したことに加え、海外景気の減速を受けて輸出も弱含んだことから、前期比▲0.3%（年率換算：▲1.1%）と、5四半期ぶりのマイナス成長となった。ただ、足元では、輸出に持ち直しの兆しが見えていることから、今1-3月期には踊り場から脱し、再び外需主導の回復基調に戻るとみている。

中国景気が復調しつつあるうえ、米国景気も減税延長や金融緩和の効果などから底堅さを増していることから、輸出は今後徐々に上向くとみる。2012年度にかけても、新興国・資源国を牽引役に世界景気は堅調に推移する可能性が高く、緩やかな拡大基調が続こう。

個人消費は、3月末の家電エコポイント制度の終了を前にした駆け込み需要とその反動減が短期的な振れの要因となるものの、企業業績の回復を受けて、雇用・所得環境の緩やかな改善傾向が続く見通しであり、緩慢ながらも回復基調が続くと予想する。

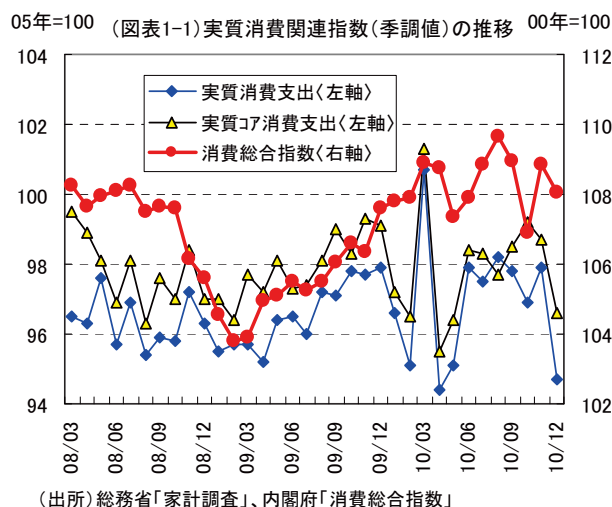
住宅投資は、住宅ローン減税や住宅エコポイント、フラット35Sの金利優遇措置などの政策効果によって、2011年度中は回復基調が続くと見込まれるが、2012年度は政策効果の剥落による反動減が避けられない。設備投資は、企業の設備過剰感の緩和やキャッシュフローの好転、輸出増に伴う生産の拡大などによって、製造業中心に回復基調が続くと予想される。公共投資は、2010年度の補正予算の効果によって、今1-3月期は一時的に増加に転じる可能性が高いものの、国・地方の厳しい財政事情を反映して、その後は2012年度にかけて減少基調が続こう。

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見込まれるものの、当面、物価の下落基調は続く予想され、デフレからの脱却は容易ではない。日本の利上げは2013年度以降に持ち越されるとみている。

（1）個人消費は緩慢ながら回復基調が継続

2010年度に入ってから、エコカー補助や家電エコポイントが個人消費を攪乱する状況が続いている（図表1-1、図表1-2）。6月から7月にかけては、夏季賞与の下げ止まり、子ども手当の支給開始、猛暑効果などによって消費総合指数は上昇し、8月にはエコカー補助終了前の駆け込み需要が同指数をさらに押し上げた。しかし、9月から10月にかけてはエコカー補助の反動減や残暑による秋物衣料の不振などによって、同指数は低下に転じた。12月からの家電エコポイント半減を控え、11月は薄型テレビをはじめとする家電製品の駆け込み需要が大量に発生し、同指数は再び大きく上昇したが、12月はその反動減によって再度低下した。

雇用環境は緩やかな回復基調が続いている。完全失業率（季調値）は2009年7月の5.6%をピーク



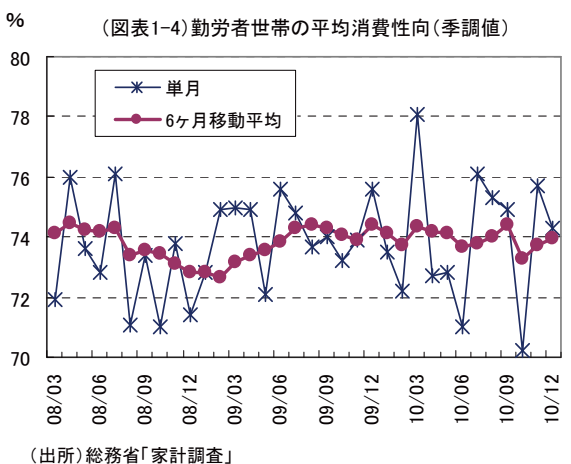
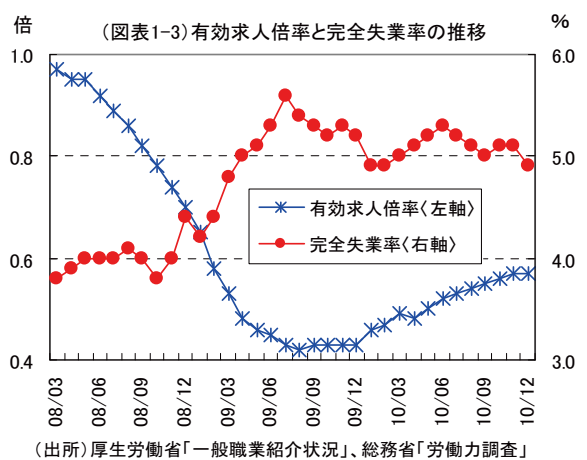
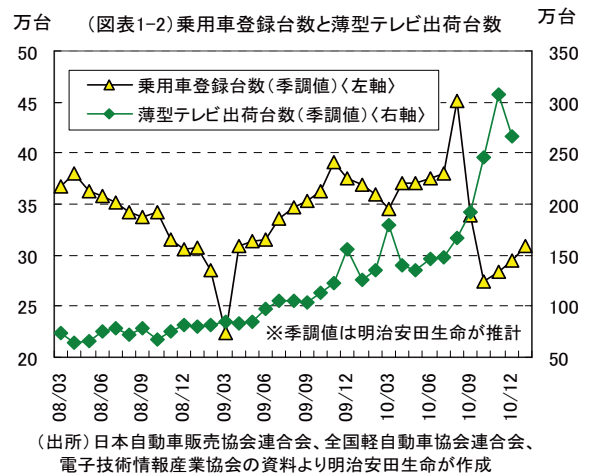
に改善基調に転じ、直近2010年12月は4.9%と、5%を割り込んだ(図表1-3)。有効求人倍率(季調値)は、2009年8月の0.42倍を底に上昇に転じ、直近2010年12月は0.57倍にまで回復している。新規求人倍率(季調値)も、2009年8月の0.75倍をボトムに上昇しており、直近2010年12月は1.01倍と、2008年11月以来2年1ヶ月ぶりに1倍を上回った。昨夏から秋にかけて一時的に弱含んでいた鉱工業生産も、昨年11月から回復に転じつつあり、雇用環境は今後も引き続き緩やかな回復基調が続く可能性が高い。

2010年度の企業業績は好調に推移しており、大幅な増益となることが確実な情勢である。ただ、今春闘において、経営側は固定費の増大に繋がるベースアップには消極的であり、大半の企業は定期昇給の実施のみにとどめる意向を示している。労働側もベースアップの要求を見送る組合が多く、業績改善分は賞与の増額を要求する方針である。連合は総給与(基本給+賞与)の1%引き上げ(賞与は5%程度の増額)を求めているが、現段階では経団連は1%の増額には難色を示している。今後の交渉次第ではあるが、労務行政研究所の調査によれば、今夏の賞与を増額すると回答した企業は38.5%、前年並みは39.9%、前年よりも減らすとの回答は14.7%となっており、全体として見れば、今夏の賞与は堅調な伸びを示す可能性が高い。2011年度は、所定内給与は横這い圏にとどまるとみられるものの、所定外給与と賞与は相応に増加し、現金給与総額も前年度比で1%程度増えると予想している(参考:2010年の現金給与総額は前年比+0.5%)。

エコカー補助金制度は2009年4月、家電エコポイント制度は同年5月から開始され、その後、エコカーやエコ家電(テレビ、エアコン、冷蔵庫)の販売が大きく伸びた。ただ、勤労者世帯の平均消費性向

(季調値、6ヶ月移動平均)は74%前後で安定的に推移している(図表1-4)。家計は、乗用車や家電の消費を増やしたが、貯蓄を減らすという行動は取らず、その他の消費を節約することで対応したことが分かる。実際、被服・履物、外食、教養娯楽サービス(旅行、習い事、レジャーなど)の消費支出は、エコカーやエコ家電の消費が本格的に増え始めた2009年夏以降に大きく落ち込んだ(図表1-5)。昨夏以降、これらの消費も徐々に回復に転じつつあるが、これは夏季賞与の下げ止まりや子ども手当の支給開始などの効果によるものと考えられる。

勤労者世帯は堅実な消費行動を取ってきた(無理をしてエコカーやエコ家電を購入した訳ではない)ことから、今後、特に節約を迫られるような状況にはない。したがって、今後も平均消費性向



は横這い傾向が続くとみられ、所得の伸びと同程度に消費支出も伸びると予想される。

高齢無職世帯（世帯主が60歳以上の無職世帯）は、2009年夏から2010年春にかけて、エコカーやエコ家電の消費を大幅に増やしたものの、その後は一転節約に転じており（シニア層にはエコカーやエコ家電の駆け込み需要がほとんど見られない）、2010年の消費支出は2009年とほぼ同水準であった。勤労者世帯と同様、今後、節約を迫られる状況にはなく、消費支出は横這い傾向が続こう。

3月末に家電エコポイント制度が終了予定であるため、2月から3月にかけてはエコ家電の駆け込み需要、4月にはその反動減が再び発生すると予想される。エコカー・エコポイント制度によって、乗用車と家電の需要が先食いされていることは間違いなく、今後もこれらの消費は低調に推移しよう。一方で、所得は増加が見込まれるため、乗用車や家電以外の消費が増加すると予想される。

景気ウォッチャー調査を見ると、このところ消費関連の先行き判断DIが改善している（図表1-6）。昨年12月の消費動向調査でも、1-3月期にサービス関連（自己啓発、スポーツ活動費、コンサート等の入場料、遊園地等娯楽費、レストラン等外食費、家事代行サービス）の支出を増やすとの回答が増えている。

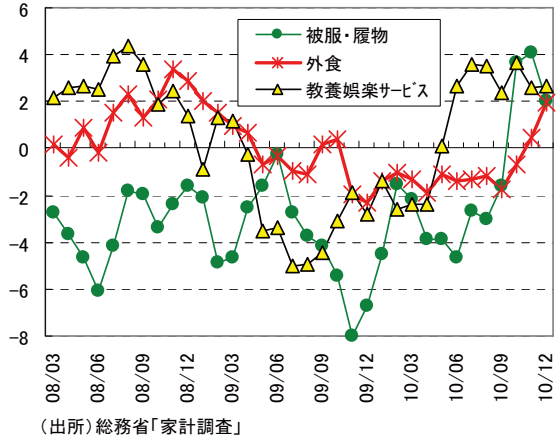
これまでの個人消費の回復は、乗用車と家電に偏ったものであったが、今後はサービス関連をはじめ幅広い分野で持ち直す可能性が高い。雇用・所得環境の緩やかな改善に伴って、個人消費は緩慢ながらも回復基調が続くと予想している。

（2）住宅投資は政策効果で回復基調が続く

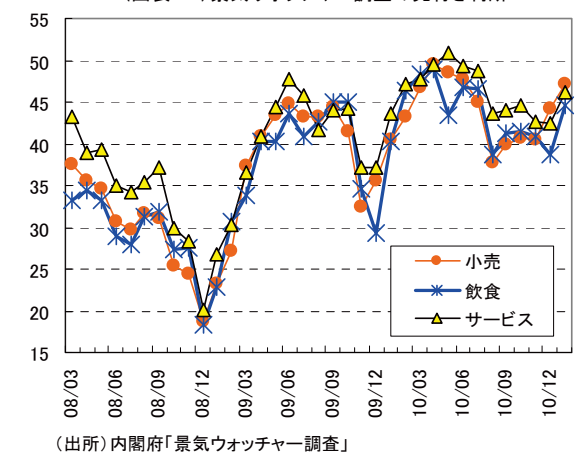
昨年12月の新設住宅着工戸数（季調済年率換算戸数）は、前月比+1.7%の86.1万戸と、2ヶ月連続で増加した。昨年前半は一進一退で推移していたが、6月以降は緩やかながら持ち直し傾向が続いている（図表1-7）。利用関係別では、分譲と持家が堅調に推移しており、一連の住宅取得支援策の効果が現れているようだ。なかでもリーマン・ショック後に大きく落ち込んだマンションが好調である。一方、貸家は住宅支援策の恩恵が小さいことに加え、空き家率が高水準にあるため、低調な推移が続いている。

住宅着工に数ヶ月先行する傾向がある建築確認

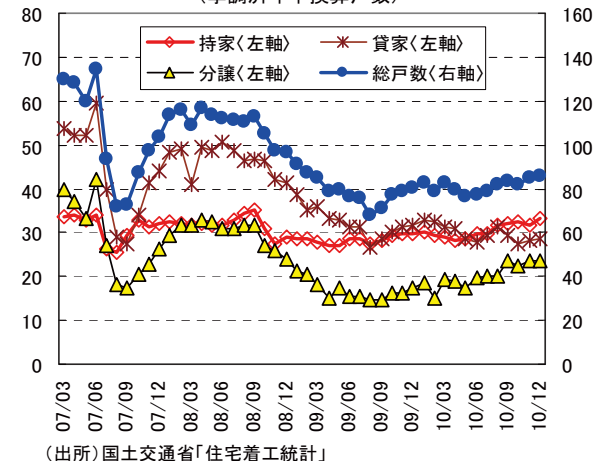
（図表1-5）品目別名目消費支出（前年比）の推移
〈勤労者世帯、6ヶ月移動平均〉



（図表1-6）景気ウォッチャー調査の先行き判断DI



（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）



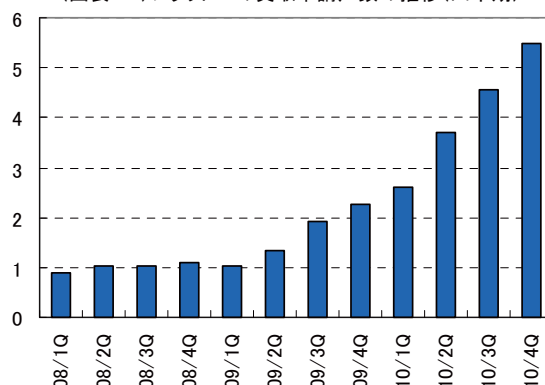
交付件数は、12月も前年同月比+6.5%と、14ヶ月連続で前年比プラスとなっていることから、当面、住宅着工の回復基調が続こう。

一昨年より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、住宅取得時の贈与税非課税枠の拡大（2011年は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、これらが住宅投資の押し上げ要因となっている。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10-12月期の申込戸数は5.4万戸で、前年同期の2.4倍と、引き続き大きく伸びている（図表1-8）。その8割以上が昨年2月より開始されたフラット35Sで占められている模様だ。

2010年（暦年）の新設住宅着工戸数は、前年比+3.1%の81.3万戸と2年ぶりに増加に転じたが、依然としてその水準は低い（図表1-9）。高齢化が進む中、世帯数の伸び悩みによって、住宅ストックの余剰感が高まっていることが背景にある。総務省の家計調査による持家率の推移をみると、2005年から2007年にかけて、とりわけ30歳代の持家率が上昇したことが見て取れる（図表1-10）。当時はバブル崩壊後下落の続いていた地価がじりじりと上がり始めた時期で、雇用・所得環境の改善も続いていたことから、一次取得者を中心に住宅の購入が増加した。この時期に将来需要を先食いしてしまったことが、その後の住宅着工を押し下げる一因になったと考えられる。住宅着工から実際に入居するまでにはタイムラグが存在するため、足元では持家率の上昇はまだ見られないが、現在の住宅取得支援策も同様に将来需要を先食いしている可能性が高い。一方、耐震基準変更前の1970年代に着工された住宅が、耐震改修工事など施されずに、依然として大量に存在しており、潜在的な建て替え需要は大きい。ただ、住宅所有者の高齢化、世帯人員数の減少、費用負担の問題などから、建て替えは順調に進まないと予想され、住宅着工を大きく押し上げるほどの力はないだろう。

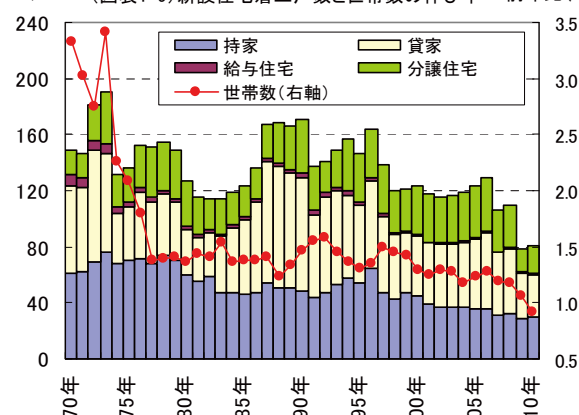
雇用・所得環境の回復ペースが鈍いことから、住宅市場の自律的な回復が期待できる状況にはなく、今後も政策に支えられる形での緩やかな持ち直し傾向が続くとみている。住宅エコポイントや

万戸 (図表1-8)フラット35の買取申請戸数の推移(四半期)



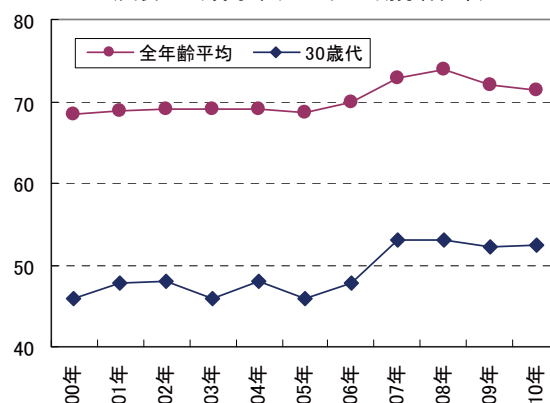
(出所)住宅金融支援機構

万戸 (図表1-9)新設住宅着工戸数と世帯数の伸び率 前年比(%)



(出所)国土交通省「住宅着工統計」
総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数」

(図表1-10)持家率(二人以上・勤労者世帯)



(出所)総務省「家計調査」

フラット35Sの金利優遇措置が続く2011年末まで、住宅着工は回復基調で推移し、2012年の年明け以降は、その反動から大きく落ち込むとみている。GDPベースの住宅投資については、2011年度末までは回復基調で推移し、2012年度は大幅に減少しよう。

(3) 設備投資は製造業中心に回復基調が続く

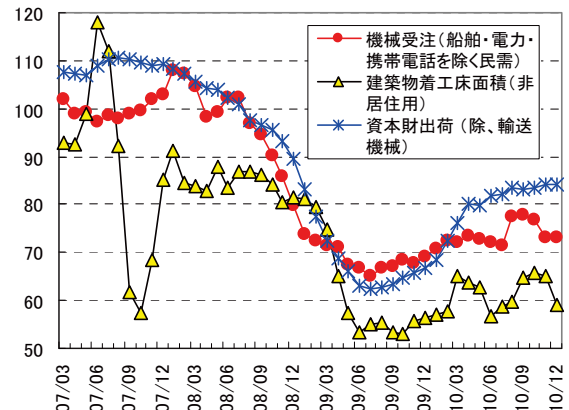
GDP統計における実質民間設備投資は、2009年10-12月期以降、5四半期連続で前期比小幅増となっており、緩やかな回復傾向が続いている。

設備投資の先行指標とされる関連指標も、均してみればかろうじて回復基調を保っているが、建築着工床面積（非居住用）は、スーパー・百貨店の不振や、オフィス需要の低迷による空室率の高止まりなどを背景に、極めて緩慢な回復にとどまっている（図表1-11）。機械受注（船舶・電力・携帯電話を除く民需）も非製造業については回復力が弱い。

製造業においては、海外景気の拡大に伴う輸出増を牽引役に鉱工業生産が回復し、それが設備投資の増加へと繋がるのが、近年の回復局面における基本パターンとなっている。昨年12月の鉱工業生産指数は前月比+3.3%と、11月の同+1.0%を上回る高い伸びとなった。12月の実現率はわずかなマイナスとなったが、10~11月はプラスが続いていたほか、製造工業生産予測調査では、1月の生産見込みが前月比+5.7%と上方修正（予測修正率+1.7%）されており、企業の生産計画に対する強気の姿勢が窺われる。実現率や予測修正率のプラス（生産計画の上方修正）は、景気が上向き時期に見られる傾向で、生産の底打ちが鮮明になってきたと言えよう。中国景気には既に復調の兆しが見え始めており、米国景気も減税延長や金融緩和の効果などで底堅さを増していることから、輸出は緩やかな拡大傾向が続くと予想され、鉱工業生産についても回復基調が続くとみている。

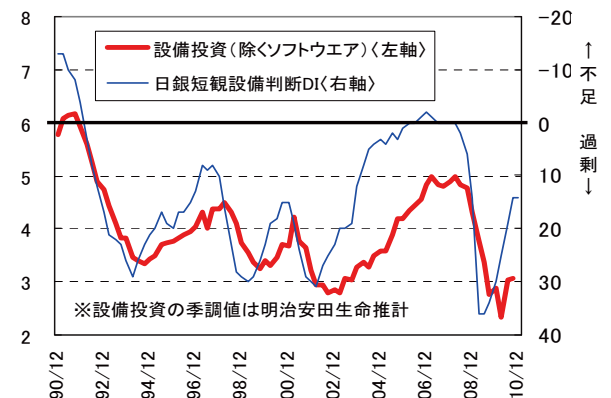
製造業の設備投資（法人企業統計ベース）と日銀短観の設備判断DI（過剰-不足）の推移を見ると、同DIの改善に約1~2四半期遅れて設備投資が増加する傾向にある。今回の回復局面でも、同DIの改善に伴い、設備投資が回復に向かう兆しが見える（図表1-12）。ロイター短観やQUICK短観では足元の景況感が改善しており、3月調査の日銀短観では設備過剰感がさらに緩和に向かう可能性が高い。昨年6月以降、足踏み状態であった設備稼働率指数も11月から再び上昇に転じており、製造業の設備投資の下支え要因となろう。

05年=100 (図表1-11) 設備投資関連指標(3ヶ月移動平均)の推移



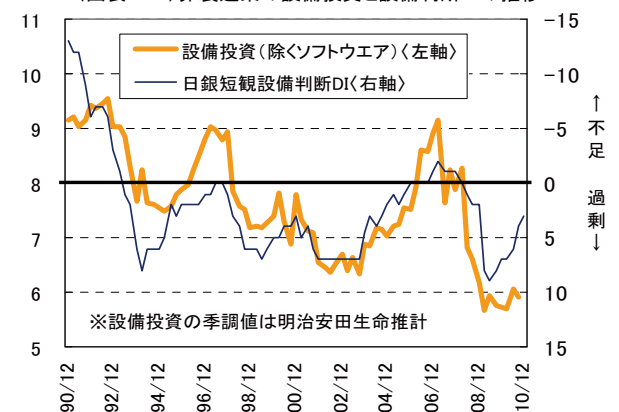
(出所)内閣府、国土交通省、経済産業省

兆円 (図表1-12) 製造業の設備投資と設備判断DIの推移



(出所)財務省「法人企業統計季報」、日銀「短観」

兆円 (図表1-13) 非製造業の設備投資と設備判断DIの推移

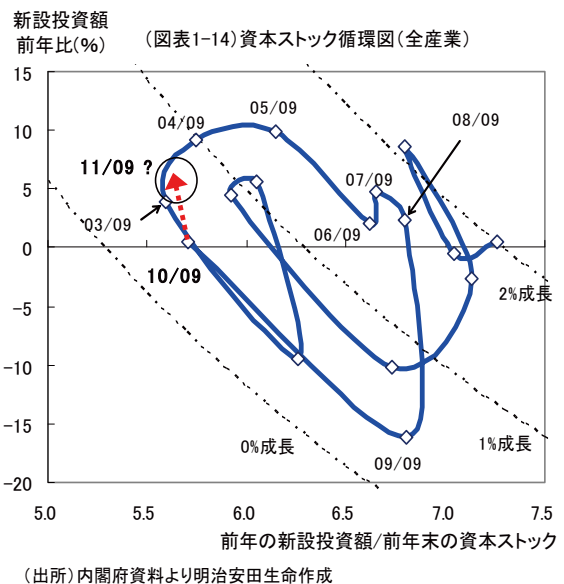


(出所)財務省「法人企業統計季報」、日銀「短観」

一方、非製造業における設備判断DIと設備投資の推移を見ると、これまでは同DIの改善にそれほど遅れずに設備投資が回復する傾向にあったが、今回は同DIの改善にもかかわらず、設備投資は底這い圏で推移している（図表1-13）。第3次産業活動指数の回復が極めて緩慢なものにとどまっていることから、非製造業における期待成長率が低下していることが主因と考えられる。日本の景気回復があくまで外需主導によるもので、内需はデフレの定着や少子高齢化による成長性の低下が、重石となっている姿を示している。設備投資マインドが急激に改善される可能性は低く、製造業と比較すると、非製造業の設備投資の回復は極めて緩慢なものにとどまろう。

循環要因からも設備投資の回復が予想される。企業の期待成長率を潜在成長率（当社試算では約0.7%）並みと仮定して、資本ストック循環図を用い、今後の設備投資の動向を予測すると、2010年9月時点の「新設投資額/資本ストック」は5.65であることから、2011年7-9月期時点の設備投資は前年同期比で+5~6%程度と試算される（図表1-14）。

2011~2012年にかけても世界景気は堅調に推移するとみており、輸出・生産は引き続き緩やかな拡大基調が続くと予想している。設備投資についても、設備過剰感の緩和や企業のキャッシュフロー好転などによって、今後も製造業を中心に回復基調が続くとみている。



(4) 公共投資は減少基調が継続

(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				2011年度予算		
	当初予算	1次補正	2次補正	合計(a)	当初予算	補正	合計(b)	(b)-(a)	当初予算	合計(c)	(c)-(b)
公共事業関係費[一般会計]	70,701	23,468	▲4,792	89,377	57,731	5,857	63,588	▲25,789	49,743	49,743	▲13,844
一括交付金	0	0	0	0	0	0	0	0	5,056	5,056	5,056
地方の公共事業の支援	0	13,790	4,100	17,890	0	0	0	▲17,890	0	0	0
社会資本整備事業特別会計	46,803	17,315	▲6,500	57,619	36,272	2,338	38,610	▲19,009	36,272	36,272	▲2,338
小計(国の予算)	117,504	54,573	▲7,192	164,886	94,003	8,195	102,198	▲62,688	91,071	91,071	▲11,127
補助事業費	49,486	—	—	49,486	43,319	—	43,319	▲6,167	53,059	53,059	9,740
地方単独事業費	80,808	—	—	80,808	68,683	—	68,683	▲12,125	53,558	53,558	▲15,125
小計(地方の予算)	130,294	—	—	130,294	112,002	—	112,002	▲18,292	106,617	106,617	▲5,385
合計	247,798	54,573	▲7,192	295,180	206,005	8,195	214,200	▲80,980	197,688	197,688	▲16,512

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

(注2) 補正予算は追加額から修正減少額を差し引いた純増額を表示している。

(出所)財務省及び総務省のHPより明治安田生命作成

1月24日に国会に提出された2011年度予算政府案では、公共事業関係費（一般会計+社会資本整備特別会計）が9.11兆円と、2010年度予算（補正後）の10.22兆円から1.11兆円の減額（前年度比▲10.9%）となった（図表1-15）。2011年度は地方単独事業など、地方の公共事業予算も引き続き減額となる見通しである。国と地方の予算を単純合算した公共事業関連予算は、概算で約21.4兆円から約19.8兆円へと約8%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）。

昨年11月26日に、2010年度補正予算が成立したことから、11月末から公共工事の受注が増加に転じており、出来高ベースの統計である建設総合統計（公共）も1-3月期には前期比で小幅な

から増加に転じる可能性が高い（図表 1-16）。

ただ、2011 年度予算で公共事業予算が大幅な減額となったことから、4-6 月期以降は再び前期比で減少に転じよう。国・地方とも財政事情が厳しいため、2012 年度も公共事業予算は減額となる可能性が高く、当面、公共投資の減少基調が続くと予想している。

2011 年度予算案（一般会計当初予算ベース）において、公共投資は、実質 GDP 成長率を 0.1%程度押し下げると試算される。所得税・相続税の引き上げや環境税の導入なども GDP を押し下げる一方、子ども手当の増額や法人実効税率の引き下げは GDP を押し上げる効果が見込まれる。2011 年度当初予算案は、景気に対してほぼ中立とみている。

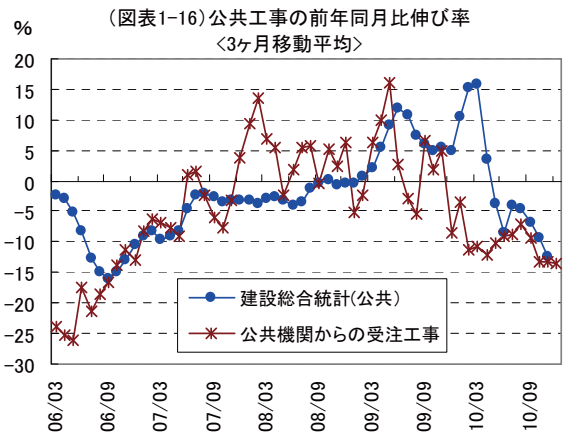
（5）輸出に持ち直しの兆し

日本の輸出は、昨夏から秋にかけてやや弱含みの推移が続いていたが、ここにきて持ち直しの兆しが見え始めている（図表 1-17）。これまで足を引っ張っていたアジア向けの輸出が上向きつつあることが主因で、これは同地域における自動車販売の好転や IT 製品の在庫調整一巡などが背景と考えられる。

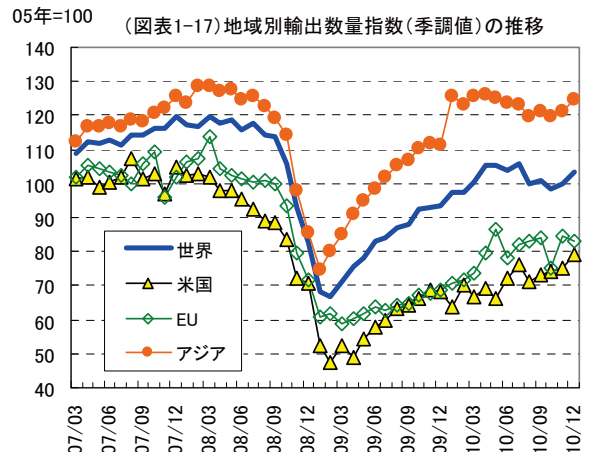
日本のアジア向け輸出は、輸出相手国の鉱工業生産の動向と連動する傾向が強い。中国の鉱工業生産は昨春から減速し始め、それに伴って、日本の中国向け輸出数量も減速に転じた（図表 1-18）。しかしながら、ここにきて中国の鉱工業生産も持ち直しつつあり、日本の中国向け輸出も好転の兆しを見せている。中国への輸出依存度が高い韓国や台湾も昨夏には対中輸出が減速、鉱工業生産も弱含んだが、年末にかけては中国景気の復調や米国年末商戦の好調などを背景に、輸出・生産ともに持ち直しつつある。このような動きを受け、日本の韓国・台湾向け輸出も回復の動きが見え始めている。

日本のアジア向け輸出が輸出相手国の鉱工業生産の動向に連動する傾向が強いのは、アジア向け輸出の大半が生産財と資本財で占められていることによる。日本は、家電製品（パソコンを含む）や家具、衣類、履物、雑貨などがかつての比較優位を失い、アジア諸国からの輸入が大幅に増加しているが、生産財や資本財の多くは比較優位を維持していることが背景にある。

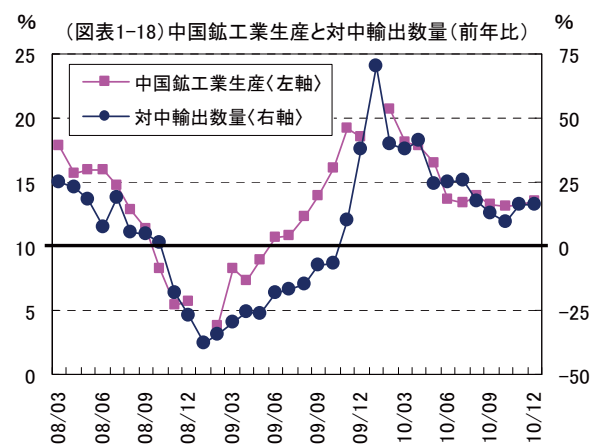
過去 20 年間で、日本が比較優位を有する業種がどのように変化してきたかを確認するため、主



（出所）国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計」



（出所）内閣府「輸出入数量指数（季調値）」



（出所）中国国家統計局、財務省「貿易統計」

要業種の貿易特化指数の推移を見ると、自動車、鉄鋼、化学は上昇傾向、電気機器、一般機械、自動車部品は低下傾向にある（図表 1-19）。電気機器と一般機械についてさらに詳しく見ると、音響・映像機器、家庭用電気機器、事務用機器（パソコンや同周辺機器を含む）は大きく低下、金属加工機械、建設機械、半導体製造装置は高位を維持、重電機器、電気計測器、半導体等電子部品は近年やや上昇傾向にある。これらのことから、過去 20 年間で、日本は家電製品やパソコンなどコモディティ化した製品で比較優位を失ったものの、生産財や資本財の多くは比較優位を維持・向上させてきたことが読み取れる。

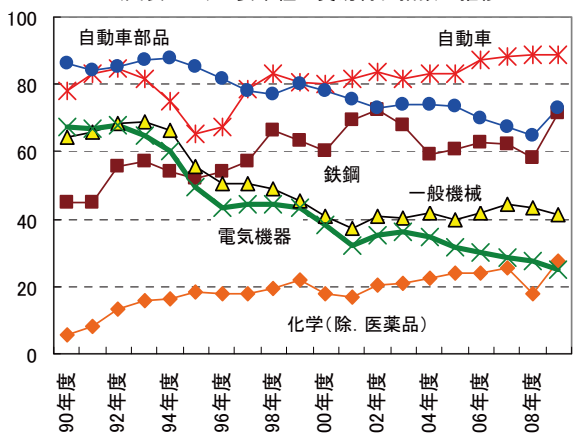
OECD 景気先行指数（中国）は、日本のアジア向け輸出に数ヶ月先行する傾向が見られる（図表 1-20）。同指数は昨年 8 月を底に再び上向き始めており、日本の輸出の約 6 割を占めるアジア向けは当面堅調に推移する可能性が高い。中国景気は既に復調しつつあり、米国景気も減税延長や金融緩和の効果などから底堅さを増している。海外景気は次第に上向いてくる可能性が高く、世界的な生産回復とともに、輸出も徐々に上向いてくる可能性が高い。2011～2012 年度にかけても世界景気は堅調に推移するとみており、輸出は引き続き緩やかな拡大基調が続こう。

（6）デフレ圧力は緩和の方向

当社の試算では、足元の潜在成長率は 0.7%程度とみられる。この推計に基づく、2010 年 10-12 月期の需給ギャップは▲4.3%程度、年間約 24 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（図表 1-21）。

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）は需給ギャップに約 1 年遅れて動く傾向が見られる。公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減（2010 年 4 月実施）、たばこの値上げ（2010 年 10 月から値上げ）、傷害保険料の値上げ（2010 年 10 月から値上げ）の影響を除くと、コアコア CPI のマイナス幅は、ボトム

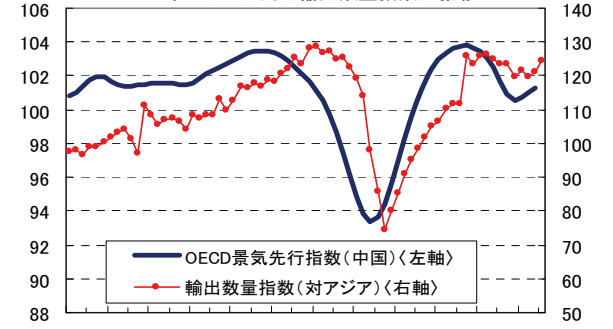
（図表 1-19）主要業種の貿易特化指数の推移



貿易特化指数(%)=(輸出金額-輸入金額)/(輸出金額+輸入金額)×100
 貿易特化指数は、輸出のみで輸入がゼロの場合は100%、逆に輸入のみで輸出がゼロの場合は▲100%、輸出金額と輸入金額が同額の場合は0%である。一般に、貿易特化指数がプラスであればその業種は比較優位を有し、マイナスであれば比較劣位にあると考えられる。また、貿易特化指数が上昇した場合には比較優位が向上、低下した場合には比較優位が低下したと解釈される。

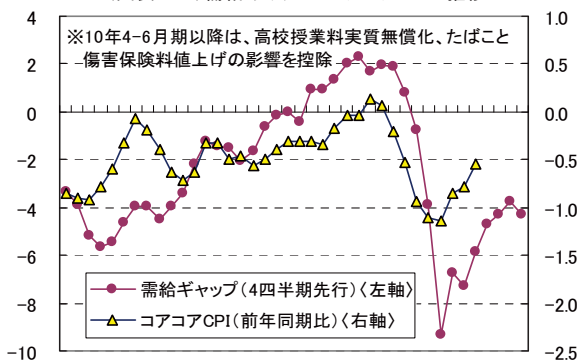
（出所）財務省「貿易統計」

（図表 1-20）OECD 景気先行指数（中国）と日本のアジア向け輸出数量指数の推移



（出所）OECD「景気先行指数」、内閣府「輸出入数量指数(季調値)」

（図表 1-21）需給ギャップとコアコアCPIの推移



$\ln(\text{GDP}/(\text{就業者数} \times \text{労働時間})) = -2.428 + 0.370 \times \ln(\text{資本ストック} \times \text{稼働率}/(\text{就業者数} \times \text{労働時間})) + 0.001 \text{ TIME}$
 (8.841) (3.937)
 決定係数: 0.976
 ※就業者数、労働時間、稼働率は10年移動平均を使用

（出所）内閣府及び総務省の統計より明治安田生命作成

であった 2010 年 1 月の▲1.25%から直近 2010 年 12 月には▲0.45%にまで徐々に縮小している（図表 1-22）。

国内景気は踊り場から脱しつつあり、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が、それでもデフレギャップが解消するまでにはまだ 3 年程度はかかると思われる。コアコア CPI のマイナス幅は引き続き緩やかな縮小傾向をたどると予想されるが、デフレギャップが依然として高水準なことから、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。

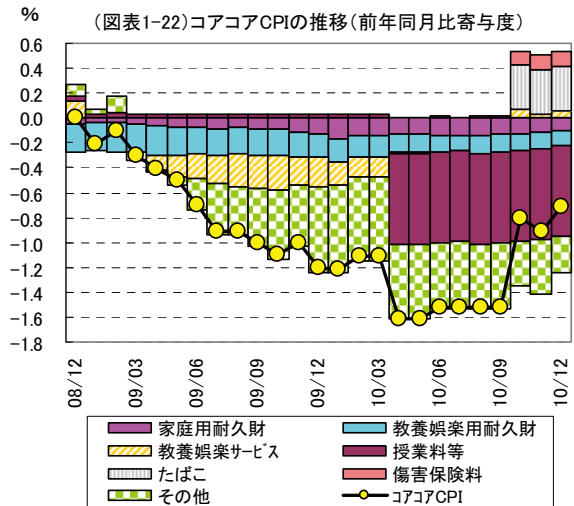
コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、原油価格の上昇などから、2009 年 8 月の前年同月比▲2.4%を底に、昨年 12 月には同▲0.4%となった。今後についても、デフレギャップ縮小に伴うコアコア CPI の緩やかなマイナス幅縮小、原油価格上昇に伴うエネルギー価格のプラス寄与、国際的な農産物価格の高騰に伴う食品価格のプラス転換などによって、コア CPI のマイナス幅は縮小傾向をたどると予想している（図表 1-23）。下記の特殊要因を除けば、コア CPI がプラス基調に転じるのは 2012 年度下期となろう。

今 4 月には、公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減が実施されてから 1 年が経過し、前年比での下押し要因（コア CPI を▲0.54%ポイント押し下げ）が消滅するため、コア CPI はプラス転換すると予想される。ただ、7 月から CPI の算定が 2005 年基準から 2010 年基準に改定され、それに伴いコア CPI は 0.5%ポイント程度押し下げられると試算されるため、コア CPI は再び前年比でマイナスに転じるとみられる。また、10 月には、たばこ傷害保険料の値上げ効果が一巡するため、コア CPI の前年比はさらに 0.40%ポイント押し下げられる。

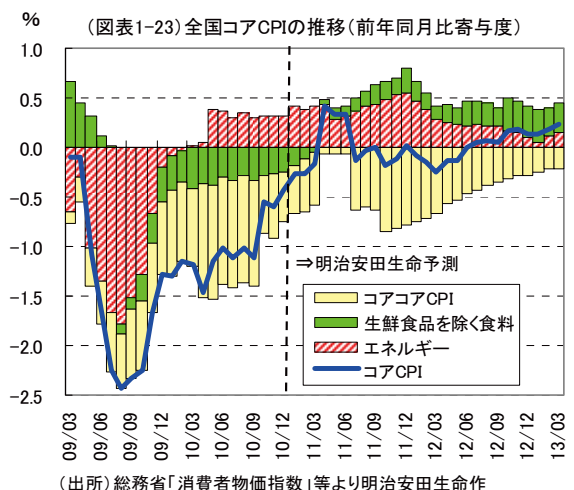
（7）金融政策は当面据え置き

2 月 14、15 日の金融政策決定会合では、景気判断が、3 ヶ月続いた「改善の動きに一服感がみられる」から、「改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある」へと上方修正された。上方修正は 9 ヶ月ぶり、1 年 9 ヶ月ぶりの下方修正だった 10 月から数えれば、4 ヶ月ぶりとなる判断の方向変化である。今回の「踊り場」的局面が比較的短時間で終わったことが、日銀の景気判断からも示されたといえる。

金融政策はしばらくは据え置きと見るのが妥当だが、為替相場次第の面も大きい。日銀は、昨年 10 月に包括緩和策を打ち出した後、むしろオペをきつめに運用し、12 月前半にかけての金利上昇を事実上放置してきた。こうした日銀の行動は、一連の金融緩和の暗黙のターゲットが円相場にあ



(出所)総務省「消費者物価指数」



(出所)総務省「消費者物価指数」等より明治安田生命作

り、為替市場さえ安定が続けば、短期市場はあくまで市場機能を優先させたいという思惑があったことをはからずも明らかにした。

そもそも、包括緩和打ち出しの背景にも、円高進行への強い警戒感があったことは明らかで、11月の決定会合も FOMC の直後に日程変更するなど、日銀はここまで一貫して円高進行への強い警戒感を示してきた。とりわけ、円高進行時には政治サイドからの緩和圧力も強まりやすい。したがって、たとえ景気に大きな変動が見られなくても、為替相場が大きく円高に振れるような場面があれば、資産買入基金の拡大など、機動的に追加策を打ち出してくる可能性が高い。

円高が進むかどうかは、国内要因よりも、欧州の財政問題の帰趨など、海外要因にかかる部分が大きく、その意味では、追加金融緩和の可能性が大きく下がったとみるのは早計かもしれない。デフレ脱却は容易ではなく、利上げの時期は 2013 年度にずれこむとみている。

(8) 中長期的な見通しは明るくない

事実上、20 年に及ぶ景気停滞が、人々の成長期待の低下を通じ、自己実現的に低成長やデフレの長期化として跳ね返ってきている。急速な高齢化と生産年齢人口の減少が、大方の予想以上のスピードで日本経済の需要構造のシフトをもたらし、需給のミスマッチの拡大に繋がっている面も大きい。結果として、多くの産業で過剰供給が発生しているのが現状と考えられる。

たとえば、自動車産業にとっては、若者が車に乗らなくなったというよりも、若者自体が少なくなったという言い方が正しい。世帯数の伸びも今後は恒常的にマイナスとなる見通しで、住宅産業はもとより、家電業界や百貨店業界も苦しい。反面、介護・医療分野のように、誰が見ても有望分野にもかかわらず、介護士のなり手がいない、あるいは 3 時間待ちの 3 分診療といった問題が起きている分野もある。こうみると、日本経済の真の問題は供給サイドにあるとみるべきである。

政府のとるべき政策は明らかである。過度な業界保護を廃し、規制改革を進め、官業の民間への開放を進めることで、産業構造の円滑なシフトを促していくことである。10 年後には 2 人で 1 人、40 年後には 1.3 人で 1 人の高齢者を支える時代が訪れることを考えれば、民間産業の活用なしに、医療・介護分野を支えていくのはどのみち不可能である。他にも、教育、農業、資源関連など、民間活力を生かせる分野は多い。

こうした観点から見ると、これまでの経済政策は、円滑な産業構造調整をむしろ妨害するものばかりだったといえることができるかもしれない。公共事業による建設業界の下支えしかり、住宅減税しかり、エコカー・エコポイントしかり、中小企業への過度な融資保証しかりである。これらの政策は、目先の需要下支え策にはなっても、中長期的な観点からは、産業構造のシフトを遅らせ、供給サイドを弱らせ、成長力を低める「逆」成長戦略になりかねないという側面を持っている。

産業構造のシフトは、短期的には倒産件数の増加と失業率の上昇に繋がる可能性がある。こうした考えは「清算主義」として批判を浴びることが多いが、無理に現状の産業構造を維持しようとしても、いずれは大淘汰の時代がやってくる可能性が濃厚だ。ショックを最小限に留めるためには、対応は早い方がいい。日本経済の未来は、セーフティネットを張ったうえで、いかに円滑な「清算」を促していくことができるかどうかにかかっているのではないかとみている。

国内市場の成長が見込めない以上、企業が生き残りを図るためには、積極的に海外に打って出るしかない。中国の 2010 年の GDP が日本を抜いたが、インドや東南アジアも早晩日本をしのぐ経済圏となる。その意味で、TPP（環太平洋経済連携協定）への参加は必須である。

財政赤字や年金問題に対する不安感も年々高まっている。こうした構造的問題に正面から向き合った改革を進めない限り、本格回復の時代は二度と訪れない可能性が大きい。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と、6四半期連続のプラス成長となり、2010年1-3月期以来の高い伸びとなった。減税策の延長やFRBによる量的緩和第2弾(QE2)などの効果で、今年前半も比較的堅調な回復が続くと予想する。ただし、商業用不動産市場の低迷が続くとみられることや、それに伴う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、その後の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

個人消費は、回復基調が続くとみているが、家計のバランスシート調整が続くことが重石として残ろう。住宅市場は、雇用環境が回復に向かっていることもあり、緩慢ながらも改善傾向が続くと予想している。

設備投資は、設備過剰感の緩和や企業業績の改善などから、回復基調が続くとみている。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、持ち直しが続くと予想する。

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7-9月期になるとみている。

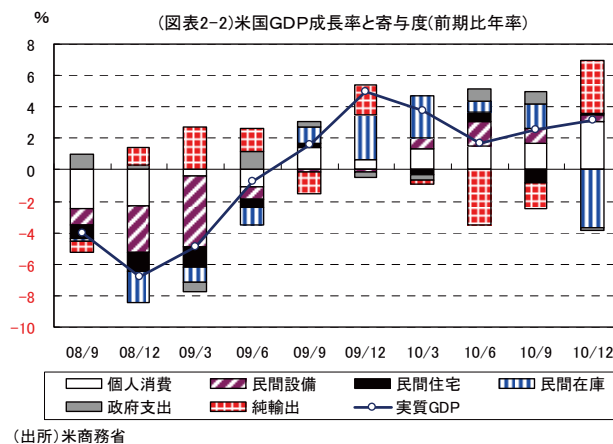
(図表2-1) 米国実質GDP

〈前期比年率〉	暦年ベース			予 測								
	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年				2012年			
	2010年	2011年	2012年	10/12	11/3	11/6	11/9	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12
実質GDP	2.9%	2.9%	2.5%	3.2%	3.0%	3.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%
個人消費支出	1.8%	2.9%	2.2%	4.4%	2.7%	2.9%	2.1%	2.1%	2.3%	2.1%	2.2%	2.1%
民間住宅投資	-3.0%	0.6%	5.1%	3.4%	2.3%	5.9%	5.2%	4.3%	5.2%	4.9%	5.6%	5.4%
民間設備投資	5.5%	6.9%	6.3%	4.4%	4.1%	7.8%	7.3%	7.0%	5.4%	5.5%	6.5%	5.8%
民間在庫(寄与度)	1.3%	-0.1%	0.2%	-3.4%	0.7%	0.4%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	-0.5%	0.3%	0.1%	3.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
輸出	11.7%	6.2%	4.2%	8.5%	5.7%	5.1%	4.7%	4.1%	4.6%	3.8%	3.4%	4.2%
輸入	12.6%	3.1%	2.8%	-13.6%	3.7%	3.2%	3.5%	2.8%	3.0%	2.5%	2.2%	2.5%
政府支出	1.1%	-0.1%	-0.8%	-0.6%	-0.9%	-1.3%	-1.0%	-1.3%	-0.7%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
内需	3.3%	2.6%	2.4%	0.1%	2.9%	3.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.5%	2.4%
国内最終需要	1.9%	2.7%	2.2%	3.5%	2.2%	2.7%	2.1%	2.0%	2.2%	2.1%	2.3%	2.2%

(1) 10-12月期は回復ペースが加速

10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+3.2%と、6四半期連続のプラス成長となり、2010年1-3月期以来の高い伸びとなった。

(図表2-2)。需要項目別の内訳を見ると、個人消費が同+2.4%から同+4.4%へと、6四半期連続で増加、寄与度は+1.7%から+3.0%まで拡大し、全体の牽引役となった。設備投資は前期比年率+10.0%から同+4.4%へと、4四半期連続で増加となったが、こちらは2四半期連続で高い伸びが続いていたこともあってやや減速。住宅投資は同▲27.3%から同+3.4%へと、2四半期ぶりに増加に転じた。7-9月期は住宅購入者への税額控



除が4月末で打ち切られたことによる反動減で大きく落ち込んでいたが、やや持ち直した形。また、輸出は増加が続いた一方、輸入は減少に転じたため、純輸出の寄与度は▲1.7%から+3.4%へと大幅なプラスに転じた。一方、在庫投資は、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たことを受け、+1.6%から▲3.4%へと、6四半期ぶりに大幅なマイナス寄与に転じた。また、政府支出も、財政悪化が深刻な州・地方政府の支出が減少したことで、前期比年率+3.9%から同▲0.6%へと三四半期ぶりの減少となった。

減税策の延長やFRBによる量的緩和第2弾(QE2)などの効果で、今年前半も比較的堅調な回復が続くと予想している。ただし、家計のバランスシート調整が続くと考えられること、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、その後の回復ペースは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

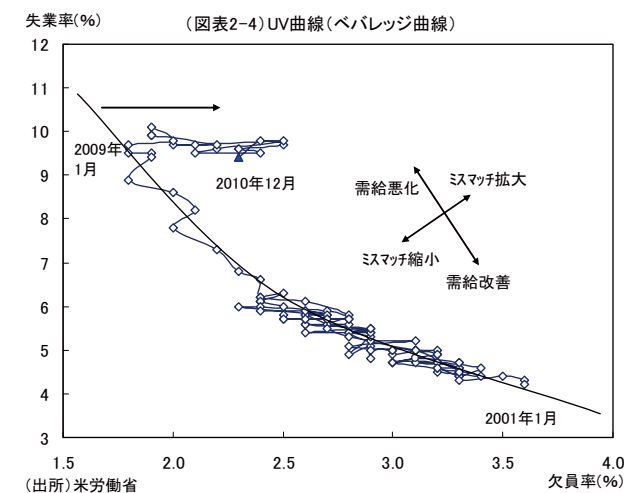
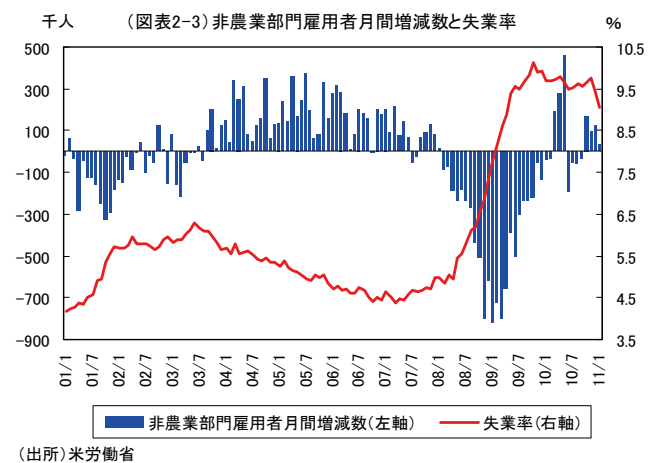
個人消費は、2009年夏場以降、回復基調が続いている。2010年10-12月期の実質個人消費支出は前期比年率+4.4%と、6四半期連続のプラス成長となり、7-9月期の同+2.4%から伸び率が拡大した。また、小売売上高を見ても、7月以降6ヶ月連続で前月比プラスとなっている。

個人消費の持ち直しの要因としては、雇用環境の改善が続いていることが挙げられる。1月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+3.6万人と、4ヶ月連続の増加となった(図表2-3)。2010年は10年に1度の国勢調査が行われたことで、振れが大きくなっていたが、それらを除いた民間部門のみの数字を見ると、2010年初から増加傾向が続いている。

今後に関しても、堅調な企業業績などから雇用環境の改善は続くとみている。ただ、そのペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。理由としては、労働市場での需給のミスマッチが広がっていることがある。UV曲線(ベバレッジ曲線)を見ると、企業の求人が埋まらない比率を示す欠員率が上昇する中で、失業率は高水準にあり、これまでのトレンドからの乖離がみられる(図表2-4)。

これは、企業は採用意欲を高めているものの、それに適した人材がないことを示している。

この背景としては、求人と求職者の①専門知識や技術のギャップや、②地理的なミスマッチなどが考えられる。①専門知識や技術のギャップの一つとしては、住宅バブル崩壊以降、建設業関連で雇用が急減した一方で、その受け皿が乏しいことがある。米国でも医療関係などでは比較的求人は多いが、専門知識が必要とされることから、雇用の受け皿とはなっていない。また、失業期間の長期化が進んでいることも知識や技術の低下につながっている。平均失業期間は、過去に比し非常に長い水準にある(図表2-5)。失業の長期化が職を見つけにくくし、失業をより長期化させるとい



う悪循環に陥っている人が増えている可能性が高い。②地理的なミスマッチとしては、職が少ない州からより職がある州に移動できない人が増えていることがある。住宅バブルが崩壊した2006年以降、州間の移住者数は大きく減少している（図表2-6）。背景としては、住宅価格が大きく下落したことで、住宅価値が住宅ローンを下回り、住宅を売却できない家計が増えていることがある。足元でも差し押さえなどから住宅在庫が大量に積み上がっており、今後も住宅価格は下落傾向が続くと考えられるため、移住によるミスマッチの解消は中々進まないと思われる。こうした構造上の問題は、景気回復が続いたとしても改善は難しく、中長期にわたって雇用回復の重石となろう。

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として残る。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下落した結果、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に迫られている。負債の削減が続いていることや、株価の持ち直しによって、ある程度調整は進んでいるものの、家計は未だに過大な負債を抱えている。足元の資産は2002年あたりの水準であり、当時の可処分所得に対する負債の割合は、100%をわずかに超える程度であった。今後の株価や住宅価格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、バランスシートの適正化には最低でもあと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。

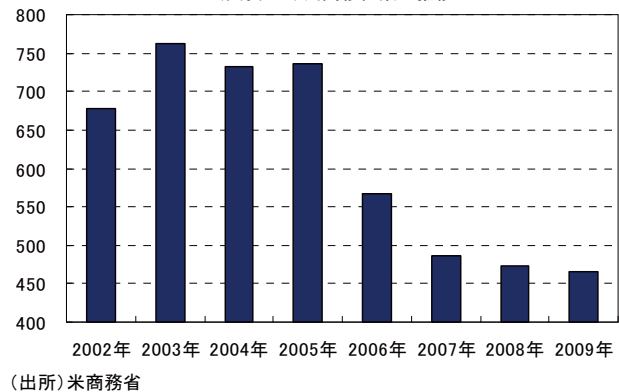
一方、ブッシュ前大統領が実施した所得やキャピタルゲイン、配当収入等に対する減税、いわゆるブッシュ減税が延長されたのは好材料である。オバマ大統領は、中低所得者層に対しての減税は全て継続する一方で、年収が20万ドルを超える高所得者層（夫婦だと25万ドル）に対しては、延長しない方針を示していたことから、約500億ドルの増税になるとみられていた。しかし、11月2日に行われた中間選挙で共和党が大勝したことで、民主党は共和党に歩み寄らざるをえなくなり、高所得者層も含めて継続することが決定された。失業保険の延長給付も11月末で失効することになっていたが、こちらも延長されている。加えて、新たに給与税の2年間の2%引き下げが決定された。こちらは2年間で約1,000億ドルの減税となる。

以上のように、減税策の延長等が押し上げ要因となり、前半の個人消費は比較的高い伸びになるとみている。その後も回復基調が続くとみるが、雇用環境の持ち直しが緩やかなものになると予

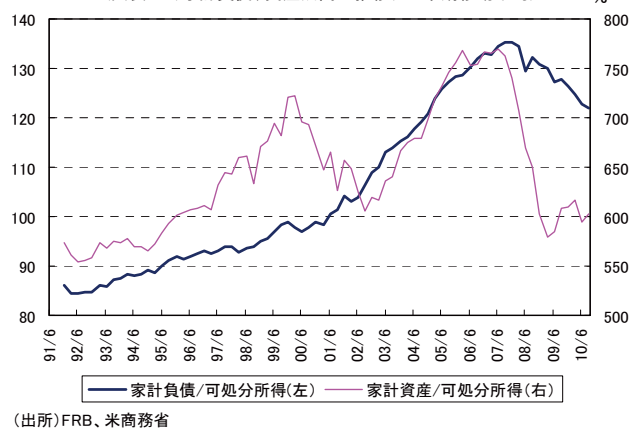
(図表2-5) 平均失業期間の推移



(図表2-6) 州間移住数の推移



(図表2-7) 家計負債、資産残高の推移(4四半期移動平均)



想されることや、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、回復ペースはより緩やかなものになるとみている。

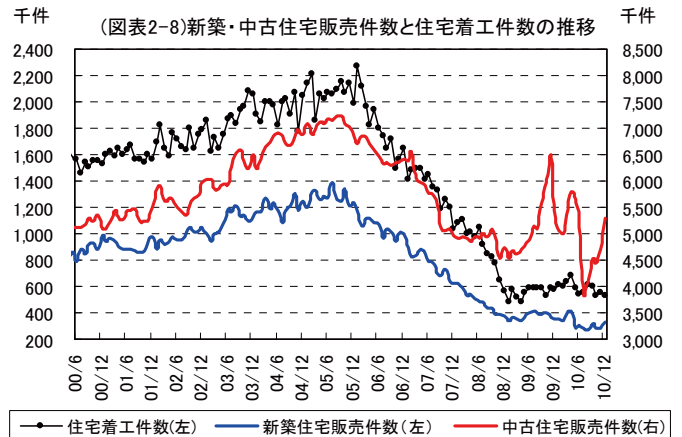
(3) 住宅価格は当面下落基調が続く

住宅市場は、政府による住宅購入者に対する税額控除が昨年4月末に終了した影響で、5月以降は落ち込んでいたが、足元では中古市場を中心に持ち直しつつある。中古販売件数は8月以降増加基調が続いており、足元では税額控除を実施する前の水準を上回っている(図表2-8)。新築販売件数も下げ止まり、緩やかながらも持ち直しつつある。着工件数は、底ばい圏での推移が続いているものの、減少傾向には歯止めがかかった形となっている。

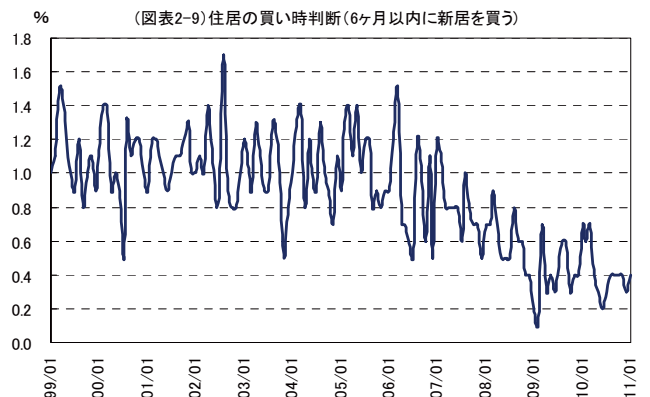
ただ、住宅価格が再度下落に向かっていることなど懸念材料は残る。住宅価格の下落傾向が続けば、消費者に住宅購入を躊躇させる要因となる。コンファレンスボードの調査によると、「6ヶ月以内に新居を買う」と回答した人の割合は依然として低水準にとどまっている(図表2-9)。

11月のS&Pケースシラー住宅価格指数は、前月比▲0.5%と5ヶ月連続で低下、前年比でも再度マイナスに陥っている(図表2-10)。同指数の先物市場では、夏場にかけてさらに1割近くの下落が見込まれている。商務省が発表している9月の新築の販売価格(中央値)は、前月比+12.1%と2ヶ月連続で上昇したものの、中古の販売価格は前月比▲0.8%と6ヶ月連続の低下、前年比でも再度マイナスに転じており、中古の価格調整圧力が強いことが見てとれる。この背景には、中古市場では差し押さえなどによる供給圧力が大きく、在庫調整が新築市場に比し遅れていることがある。政府は住宅ローン条件変更プログラム(HAMP)等を実施し、差し押さへの抑制に努めているが、期待されたような効果を挙げていない。

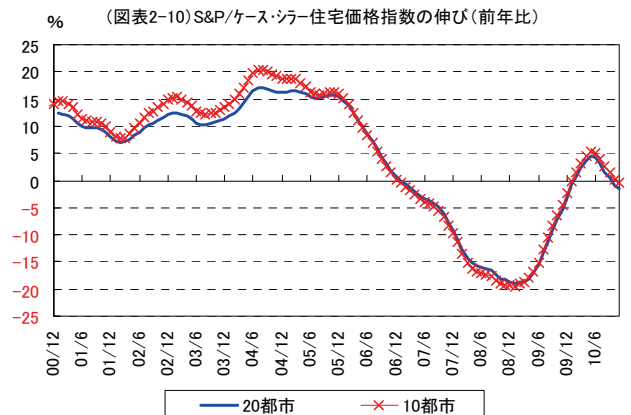
また、住宅ローンの融資基準が依然として厳しいことも、住宅市場の下押し要因となろう。FRBの貸出態度調査によると、住宅ローンの融資基準は住宅バブルの崩壊以降急速に厳格化が進んだ後、徐々に厳格化の動きは収まりつつあるものの、足



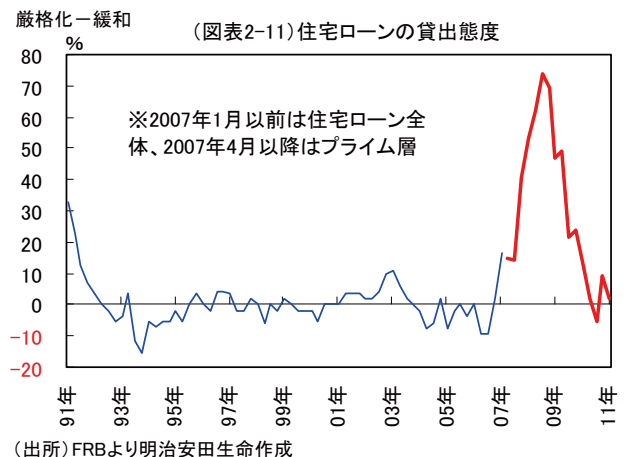
(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)



(出所)米コンファレンスボード



(出所)S&P



(出所)FRBより明治安田生命作成

元でも3ヶ月前に比べて貸出態度を「厳しくした」という銀行が「緩くした」という銀行を上回っている(図表2-11)。地銀を中心に米銀行は依然として不良債権処理に追われており、融資基準の改善が遅れている。とりわけ、住宅ローンは足元でも差し押さえが続いており、損失が拡大している。そのため、住宅ローンの融資基準は厳しめの状態が続くとみられ、住宅販売の抑制要因となろう。

今後の住宅市場は、雇用環境が緩やかながらも回復に向かっていることもあり、緩慢ながらも回復傾向が続くとみている。ただし、大量の在庫が存在することなどから、価格は当面下落基調が続くと予想しており、住宅市場の本格回復は3,4年先まで見込めないとみている。

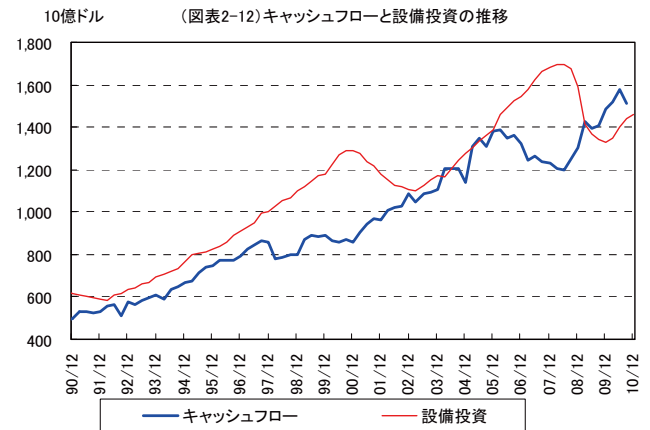
(4) 設備投資は持ち直しが続く

民間設備投資は、持ち直し傾向が続いている。背景には、企業業績の改善に加え、設備稼働率の上昇や期待成長率の高まりによる設備過剰感の緩和などがある。

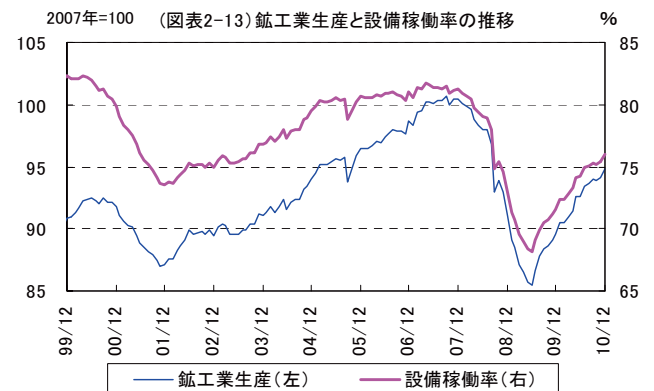
企業業績はリーマン・ショック直後に一旦大きく落ち込んだものの、2009年以降は順調な回復を続けている。収益の改善とともに、企業のキャッシュフローも改善しており、それが足元の設備投資の回復に寄与している(図表2-12)。

生産も増加傾向にある(図表2-13)。12月の鉱工業生産は、前月比+0.8%と2ヶ月連続で増加。在庫復元の一巡から、秋口にかけて、一旦回復ペースが鈍化していたものの、足元では再度上向きつつある。企業マインドを示すISM製造業景況指数を見ても、1月は60.8と2004年5月以来の高水準となった(図表2-14)。構成項目の中では、生産への先行性が強いとされる新規受注指数が高水準にある。生産の回復につれて、設備稼働率も上昇傾向が続いている。水準としては低いことに変わりはないが、今後も生産の増加基調が続くことで、設備稼働率も上昇傾向が続くとみられる。

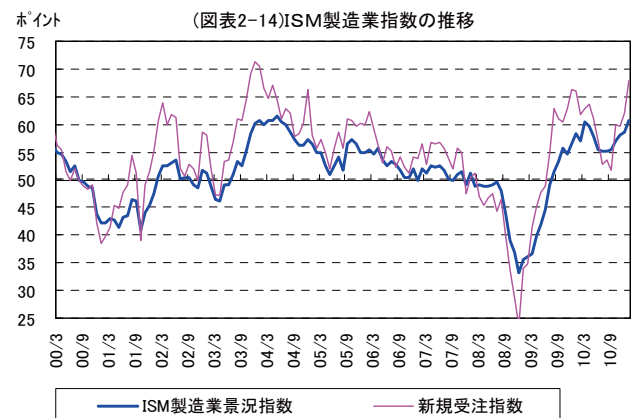
また、ブッシュ減税の延長などにより、企業の期待成長率が改善していると考えられるのも好材料である。期待成長率の上昇は、資本ストックの適正水準を引き上げ、設備投資の増加につながる。足元の期待成長率の正確な水準を特定するのは困難だが、米国での民間エコノミストを対象とした代表的な調査であるブルーチップによると、1月調査では、2011年、2012年の実質GDP成長率(平均)は+3.1%、+3.2%成長と、減税策発表前の12月調査での2011年の予測である+2.6%(2012



(出所)米商務省



(出所)FRB



(出所)米サプライマネジメント協会(ISM)

年は未公表)から大きく上方修正されている。

反面、商業用不動産市場の低迷が続いているのは悪材料である(図表2-15)。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、それが市場の下押し要因となっている。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予想される。

企業業績の改善が続くとみられることなどから、今後も設備投資は回復基調が続くとみる。ただ、商業用不動産市場の低迷等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。

(5) 輸出は再度上向きつつある

輸出は、昨年央にやや弱含んでいたが、11月には前月比+0.8%と3ヶ月連続の増加となるなど、再度持ち直しに向かっている(図表2-16)。

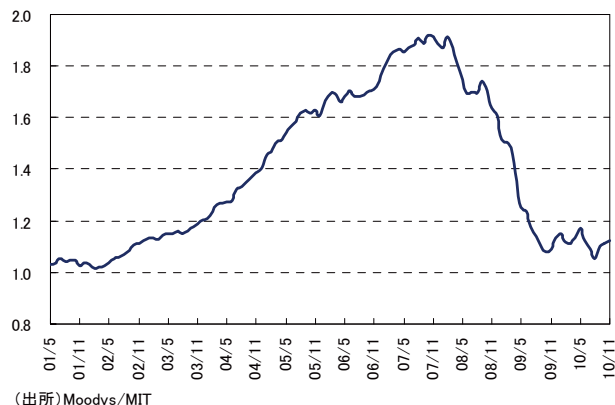
年央の弱含みの背景には、輸出の回復の牽引役となっていた中国景気が減速していたことがあった。中国景気の減速に伴いその他のアジア新興国への輸出も鈍化していた。ただ、中国については足元で復調に向かっており、その他のアジア新興国の景気も上向きつつある。ブラジルなども、内需を中心に堅調な成長が続いている。一方、EU向け輸出は低調な推移が続いている。EUでは、依然として財政問題が燻っていることに加え、今後は緊縮財政による景気の下押しが懸念される。ただ、好調なドイツを牽引役に景気回復基調自体は続くと考えられるため、EU向け輸出も緩やかながらも持ち直すともみている。

輸出持ち直しの動きは、米国企業への調査からも確認できる。ISM製造業指数を見ると、輸出受注指数は、再度上昇してきており、足元の水準は過去に比しても高い(図表2-17)。今後も、新興国を中心に世界的な景気回復期基調が続くと考えられることから、輸出は持ち直しが続くとも予想する。

(6) 利上げは2012年7-9月期と予想

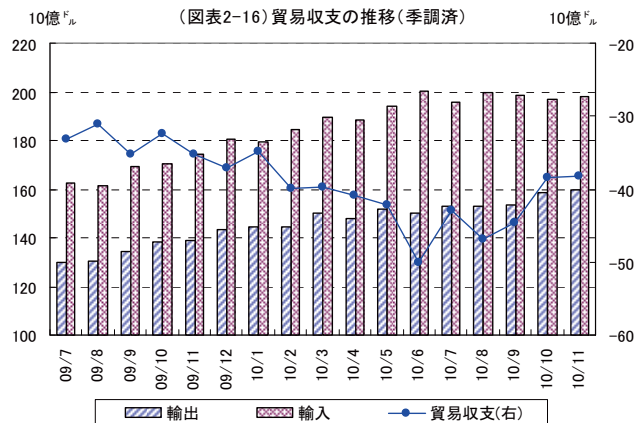
1月25-26日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)では、昨年11月に決定した量的緩和第2弾(QE2)の継続の方針が示され、政策金利であるFFレートの誘導目標は0.0-0.25%のレンジで据え置かれた(図表2-18)。また、現行の超低金利政策の長期化を予告する「長期にわたり(for

(2000年12月=1) (図表2-15) 商業用不動産価格の推移



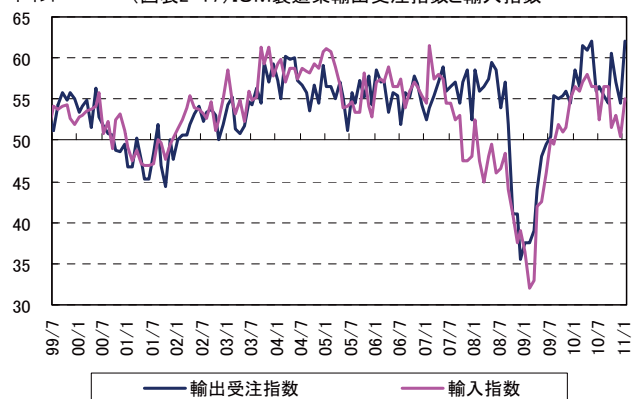
(出所)Moody's/MIT

(図表2-16) 貿易収支の推移(季調済)



(出所)米商務省

(図表2-17) ISM製造業輸出受注指数と輸入指数



(出所)米サプライマネジメント協会(ISM)

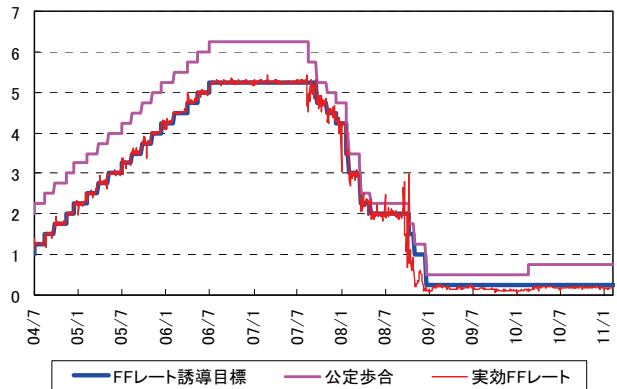
an extended period)」という一節も維持された。

声明文では、米国経済の現状を「景気回復は続いているが、労働市場の状況を著しく改善させるには十分なペースでない」、「失業率は高水準にあり、基調的なインフレを示す指標は、FRB の二つの責務に長期的に整合していると委員会が考えている水準と比較してやや低い」とした。また、当面の景気と物価の見通しについても、「物価安定のもと、より高水準の資源稼働への復帰を予想しているものの、目標に向けた進展は失望するほど緩慢だ」としている。FRB は足元の景気回復を確認しつつ、今後についても回復傾向が続くとみているが、労働市場の回復ペースには不満を持っており、デフレへの警戒感を依然として残している。当面は超緩和的な金融政策スタンスを継続することを示唆しているといえる。

今後の焦点は、緩和策のさらなる拡大があるかどうかである。当 G では、景気回復が緩慢なことや、11月の国債購入の決定以降、長期金利が逆に上昇していたことなどから、時間軸政策の長期化などの追加策が打たれる可能性が高いと考えていた。ただ、ブッシュ減税等の延長が決定されたこと

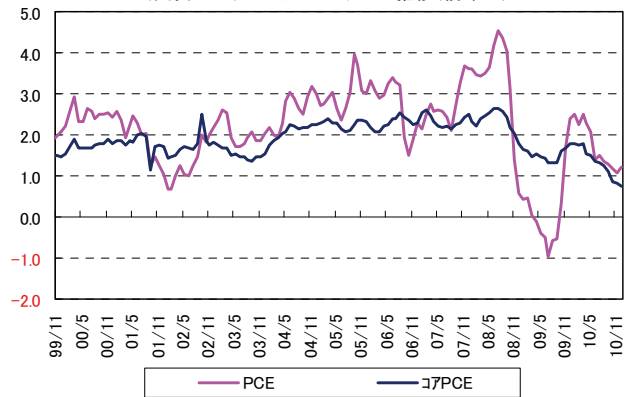
などにより、足元では米国景気の不透明感はかなり薄れている。そのため、今では、追加策が打たれる可能性は低下したと考えており、国債購入も6月末で終了するとみている。ただ、家計部門のバランスシート調整や金融機関の不良債権問題など、構造的な下押し要因が残り、米国景気の力強い回復は望めないことから、利上げは2012年7-9月期になると予想している。

(図表2-18)米FFレートと公定歩合の推移



(出所)米FRB

(図表2-19)PCEデフレーター推移(前年比)



(出所)米商務省

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

2010年後半のユーロ圏経済は、それまで景気を牽引してきた輸出の足踏みを受け、回復ペースが鈍化した。2011年は、中国景気に既に回復の動きが見られること、米国景気も金融緩和の効果などにより復調しつつあることから、輸出の持ち直しとともに景気が再度上向いて行く展開を予想する。ただ、各国が今後数年間に渡り厳しい財政再建路線を敷いていることから、回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。

個人消費は、雇用環境の改善の遅れから、停滞気味の推移が続いているが、今後は企業業績の改善に遅れる形で雇用環境が改善に向かうと考えられ、伸び幅は徐々に拡大するとみている。

固定投資は、設備過剰感の緩和等を受け、持ち直しの動きが続いている。企業業績は改善傾向が続くとみられ、企業の投資マインドも上向いてきていることから、今後は回復ペースが加速すると予想する。

ECB は、国債の買い入れ、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。固定金利での資金供給オペについては、3月で終了することが政策委員会で決定されている。インフレ率は、エネルギー価格の上振れにより ECB が物価安定の目安とする2%を上回って推移しているものの、その状態が定着するとはみていない。政策金利の引き上げは2012年前半と予想する。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(10/12期は合計のみ実績)

(前期比)	2010年			10/12	2011年				2012年			
	2010年	2011年	2012年		11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12
ユーロ圏GDP	1.7%	1.7%	2.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%
家計消費	0.9%	0.6%	1.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
政府消費	1.1%	0.8%	0.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
固定投資	-1.7%	1.7%	2.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
純輸出(寄与度)	0.0%	0.6%	0.7%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

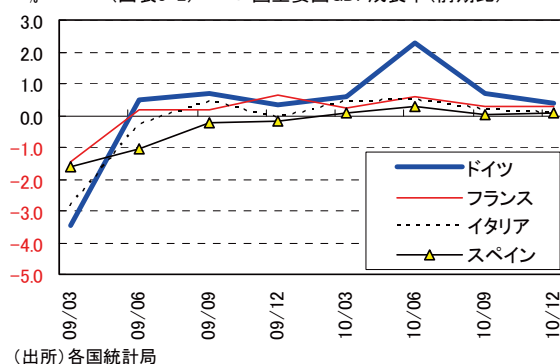
英国実質GDP

(前期比)	2010年			10/12	2011年				2012年			
	2010年	2011年	2012年		11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12
英国GDP	1.4%	1.0%	1.6%	-0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

(1) ユーロ圏景気は緩やかな回復が続く

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.3%と、4四半期連続のプラス成長となったものの、前期の同+0.3%からは減速した(図表3-2)。需要項目別の発表は3月となるが、7-9月期までの景気回復を牽引してきた輸出の減速に加え、雇用・所得環境の改善の遅れを反映した個人消費の低迷が足を引っ張ったと予想する。また、欧州全土を襲った寒波も、景気の一時的な下押し要因として働いた可能性が高い。国別の成長率を見ると、ドイツとイタリアが減速したほか、フランスは伸び率横這い、スペインは2四半期ぶりにプラス成長となった。ギリシャは10四半期連続でマイナス成長と、財政再建による景気の悪化が懸念される。

(図表3-2) ユーロ圏主要国GDP成長率(前期比)



(2) 輸出は増勢が加速する見込み

ユーロ圏輸出は、2009年中頃から回復が続いていたが、2010年の夏場以降は勢いが鈍っている。相手国別の輸出の動向を見ると、米国向けが鈍化している一方で、中国向けは7、8月に2ヶ月連続で前月比でマイナスに落ち込んだものの、9月以降はプラス圏で推移している（図表3-3）。米国向け輸出の落ち込みを、中国をはじめとするアジア新興国向けの輸出の伸びが相殺している形である。

今後の米国景気については、ブッシュ減税の延長や量的緩和第2弾の効果により、回復傾向が続くとみる。また、中国景気も既に回復の動きが堅調となっている。世界第1位と第2位の経済大国の景気浮揚は、ユーロ圏からの輸出に占めるウェイトが近年上昇しつつあるアジア新興国やロシア、中東欧の景気にもプラスに作用しよう。

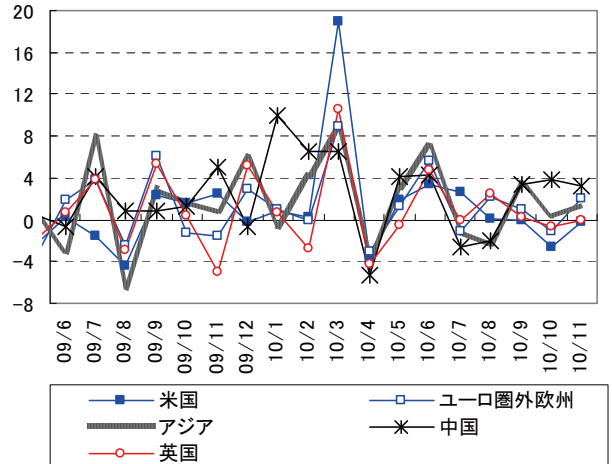
OECD景気先行指数（中国やロシアなどのOECD非加盟国含む）とユーロ圏輸出を比較してみると、OECD景気先行指数は、ユーロ圏輸出におよそ6ヶ月～12ヶ月程度先行して動いている（図表3-4）。2010年のOECD景気先行指数の動きを見ると、4月に一度ピークを付けた後、一時的に弱含んだが、7月には米国の同指数が上向いたのをはじめ、ロシアや中国、中東欧などの同指数も上向くなど、年後半は再び上昇に向かっている。

また、欧州委員会の製造業の輸出見通し指数は、2009年初からほぼ一貫して改善が続いている（図表3-5）。主要国の中では、2010年中頃に一旦弱含んだフランスやイタリアの指数が再び強含んでおり、ドイツに続きこれらの国でも輸出が回復に向かうことで、ユーロ圏輸出は全体として増勢を強めると予想される。世界景気の回復を背景に、2012年にかけても堅調な推移が続く可能性が高い。

(3) 個人消費は緩やかに回復

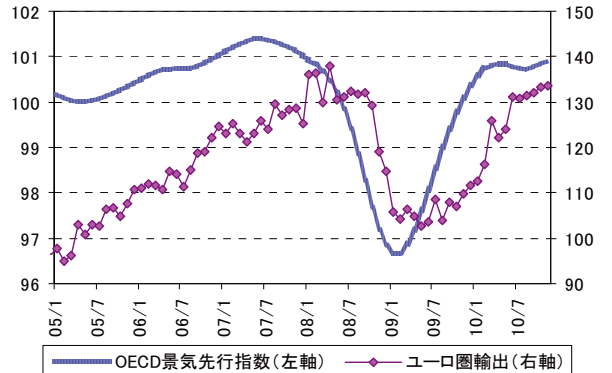
内需に目を向けると、個人消費の回復ペースは足元で鈍化している。個人消費は、2010年1-3月期から7-9月期まで前期比+0.3%、+0.2%、+0.1%と伸び率が鈍化傾向にある。実質小売売上高の推移を見ると、2010年央あたりから前月比ベースで伸び率の鈍化傾向が続いている（図表3-6）。2010年10-12

(図表3-3) 国別・地域別輸出額(季調済,前月比)



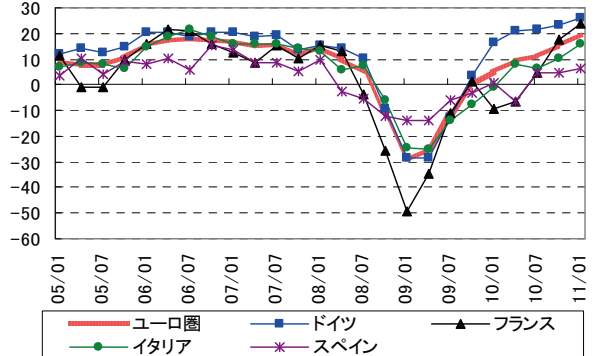
(出所) ユーロスタット

(図表3-4) OECD景気先行指数とユーロ圏輸出の推移 10億ユーロ



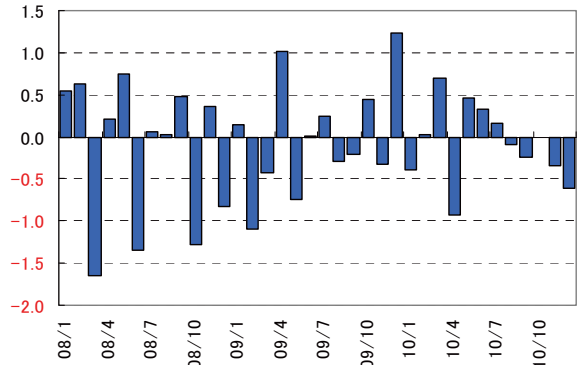
(出所) OECD、ユーロスタット

(図表3-5) 製造業輸出見通し指数の推移(DI, 四半期データ)



(出所) 欧州委員会

(図表3-6) ユーロ圏実質小売売上高(前月比)



(出所) ユーロスタット

月期の実質小売売上は前期比▲0.4%と、2009年7-9月期以来のマイナスとなった。

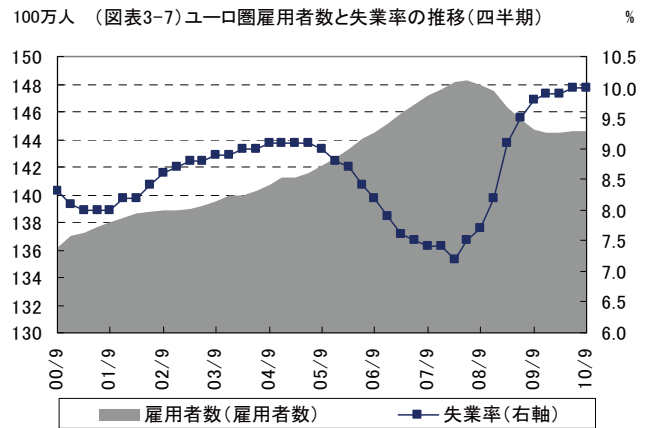
個人消費の回復ペースが鈍い理由としては、雇用環境の改善ペースが緩慢な点が挙げられる。ユーロ圏の全産業雇用者数の推移を見ると、リーマンショック後に減少に転じた後、2009年末にようやく下げ止まったものの、その後はほぼ横ばい圏内での推移が続いている。失業率についても、足元では10%前後で高止まりしている（図表3-7）。国別に見ても、ドイツで歴史的な水準にまで改善している以外、フランス、イタリア、スペイン等の主要国では高止まりが続いており、ユーロ圏全体として雇用環境が順調に回復しているとは言い難い。

一方で、企業業績は回復傾向にある。金融危機後に大きく落ち込んだ企業業績は、2009年中頃から輸出の持ち直しを背景に堅調な回復を辿っており、金融危機以前の水準を取り戻している（図表3-8）。足元では輸出の伸びはやや鈍化しているものの、アジアやラテンアメリカの新興国からの需要は底堅く、企業業績は輸出産業を中心に堅調な推移が続くとみられる。

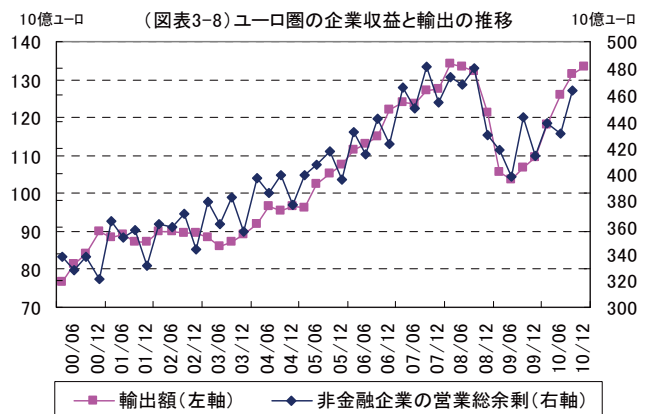
企業業績の回復を背景に、企業の採用意欲も高まりつつある。欧州委員会が発表している産業別の雇用見通し指数は、建設業を除けば金融危機以前の水準近くにまで回復している。製造業については、ドイツとともにフランスも金融危機以前の水準を超えて回復しており、イタリア・スペインについても回復基調が続いている（図表3-9）。建設業については、住宅バブル崩壊の影響が大きいスペインでいまだに雇用見通しの悪化基調が続いているものの、他の主要国ではいずれも緩慢ながら改善基調にある。小売業、卸売業についても、主要国では雇用見通しの改善基調が続いている。

企業業績の改善や雇用見通しの持ち直しは2009年中頃から続いているが、足元まで雇用増が見られなかった理由として、いわゆる社内失業者の存在がある。欧州の企業は、不況時の人員削減が米英に比して遅れ、企業内に余剰人員を抱える傾向がある。そのため、足元までの増産のための労働力は、企業内の余剰人員で賄われていた可能性が高い。今後は輸出の再加速が見込まれるため、企業業績・雇用見通しともに、金融危機以前の水準を上回っていくとみられる。そのため、雇用の過剰感は薄れて行くともみられ、雇用者数は徐々に増加していくとみる。

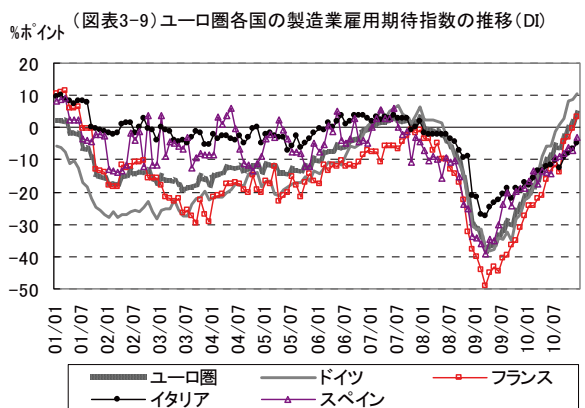
ユーロ圏個人消費は、輸出の回復を背景に雇用環境が改善に向かうことで、2011年は緩やかに回復していくと予想する。



(出所)ユーロスタット



(出所)ユーロスタット



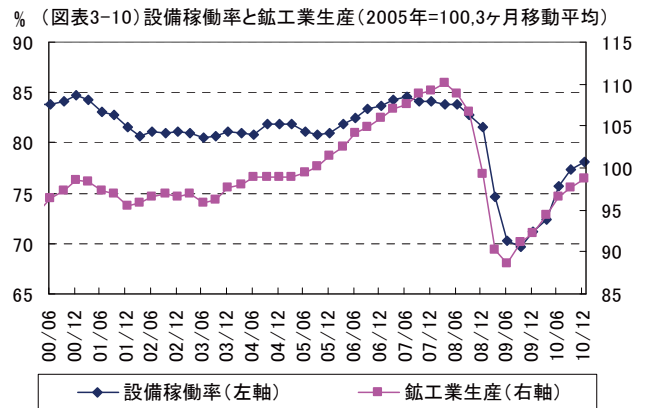
(出所)欧州委員会

(4) 固定投資は増勢が加速と予想

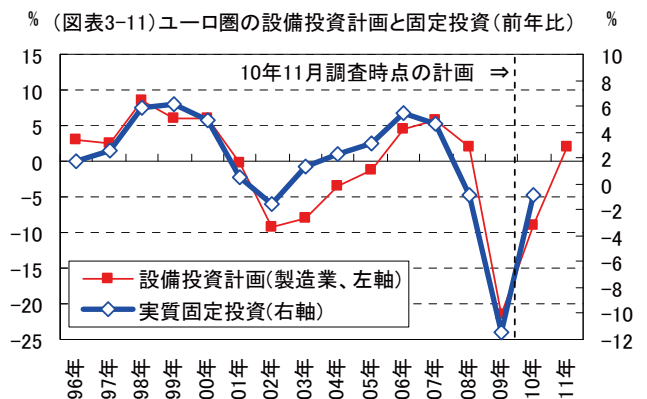
固定投資については、堅調な企業業績を背景に、今年増勢が加速するとみている。鉱工業生産は2009年1-3月期を底に増産傾向が続いている。生産回復の背景としては、内需に先駆けて外需が回復したことが挙げられる。増産トレンドが続いていることを受け、足元の設備稼働率は78.1%にまで回復している(図表3-10)。

また、企業の投資マインドも改善しつつある。欧州委員会が発表している製造業の設備投資計画の調査によると、2011年は2008年以来3年ぶりに設備投資が前年比プラス圏にまで復調するとの見方が示されている(図表3-11)。企業の固定投資が増加に転じる兆候は、銀行の資金需要の面からも確認できる。ECB(欧州中央銀行)が発表している銀行の資金需要サーベイでは、2010年11月の調査で企業の資金需要について「増加した」と答えた回答者が「減少した」と答えた回答者を約1年半ぶりに上回った。(図表3-12)。特に、企業の借り入れの目的について、2009年に大幅に増えた「債務返済や借り換え」目的の借り入れが鈍化している一方で、「固定投資向け」の借り入れの減少に歯止めがかかっている。銀行の貸出態度についても、足元では厳格化の傾向に歯止めがかかっている。今後予想される企業の資金需要の高まりに対して、金融機関の貸し渋りがボトルネックになることはなさそうだ。

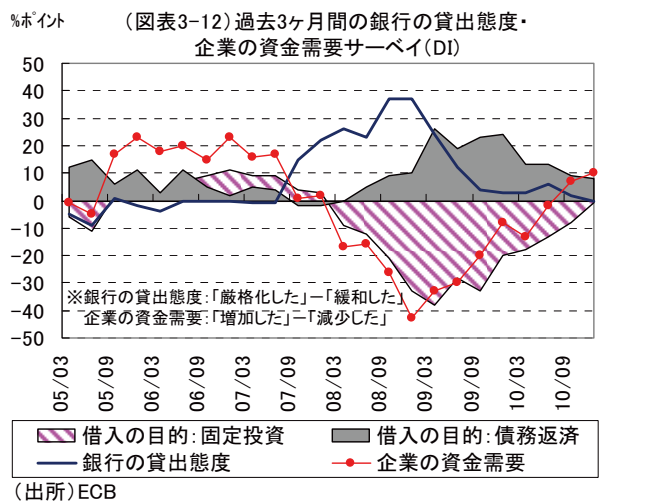
循環的な調整の観点からも、固定投資の回復を予想できよう。図表3-13は、2009年までの資本ストック・固定投資の実績値と2010年の予測値(2010年秋欧州委員会予測値)で描いた資本ストック循環図である。これを見ると、2009年は世界景気の悪化を反映して、期待成長率1%に向けて固定投資の大幅な削減が行われたが、2010年は1%の期待成長率に沿って持ち直している様子が窺える。足元の期待成長率ほどの程度か不明だが、欧州委員会では2011年の実質GDP成長率を1.5%と予想している。これを足元の期待成長率と仮定すれば、2011年の固定投資は1.5%のラインを目指して持ち直しに向かうと予想される。固定投資は循環的な調整期間を過ぎ、今後は回復ペースを加速させていく可能性が高い。



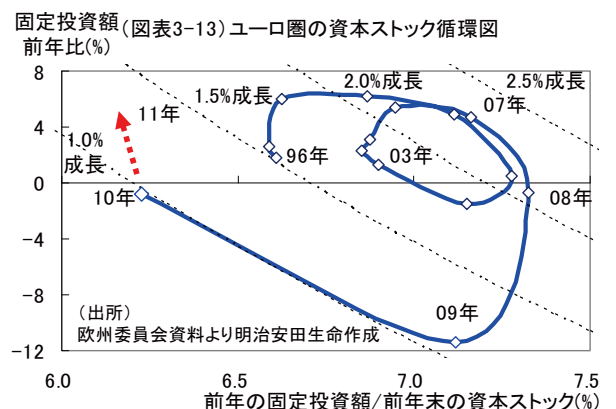
(出所) 欧州委員会、ユーロスタット



(出所) 欧州委員会



(出所) ECB



(出所) 欧州委員会資料より明治安田生命作成

(5) ユーロ圏各国は財政再建を開始

ただ、今年からユーロ圏各国が本格的な財政再建に舵を切ることが、内需の圧迫要因になろう。2010年を通じて高債務国の国債利回りが上昇し、ギリシャとアイルランドが支援要請に追い込まれるなど、市場の懸念を抑え込めなかったことから、欧州各国は新たな財政再建策を打ち出さざるを得なかった(図表3-14)。

ユーロ圏主要国の中では、スペインで財政懸念が高まっていることを受け、昨年6月に公務員給与の引き下げ、7月に付加価値税の引き上げなど、いち早く財政再建策を実行している。しかし、ユーロ圏で最悪の失業率や低迷する住宅市場など、実体経済の回復が遅れている状態で財政再建を実施しているため、景気への悪影響が顕在化している。今年からは、ドイツやフランス、イタリアなど主要国でも本格的に財政再建が開始されることから、これらの国でも内需の圧迫要因となるとみる。

元々EUでは毎年の財政赤字を対GDP比で3%以内、政府債務残高を同60%以内に抑えるという安定成長協定の遵守を前提としており、EU加盟国間での財政支援を禁止していた。しかし、昨年のギリシャ問題の深刻化を受けて、5月に欧州初の公的な財政支援の

枠組み(EFSM: 欧州金融安定化メカニズム、EFSF: 欧州金融安定ファシリティ)が創設された。現在、ギリシャ・アイルランドともに支援を受けて財政再建に取り組んでいるが、金融市場の懸念は根強く残り、ポルトガルなどの支援要請観測は後退していない(図表3-15)。これは、今回のPIIGS諸国の財政懸念の根底に、「緊縮財政で景気が悪化するにも関わらず、政策金利と為替の切り下げができない」「同じ通貨を擁しつつも、財政権限が国家単位で分割されている」というユーロの構造問題があるからである。ギリシャやアイルランドなど、財政懸念が高まっている国では総じて景気回復のペースが遅く、財政再建を行っていることが一層景気を悪化させ、財政再建を困難にするというジレンマに陥っている。EUは恒久的な財政支援制度であるESM(欧州安定化メカニズム)を、2013年からの稼働を目指して創設に取り組んでおり、足元ではギリシャやアイルランド支援の返済期限の延長や、支援金利の引き下げ、EFSFへの国債買い取り権限の付与など、欧州の財政懸念の封じ込めに向けた議論が活発化している。これら財政支援の枠組みに加えて、安定成長協定の違反国への罰則の策定や、各国の財政監視システムの創設に向けた議論も高まっている。今後、ユーロ圏では財政統合に向けた動きが緩やかながらも進んでいくものと思われる。

(6) ECBの利上げは2012年前半と予想

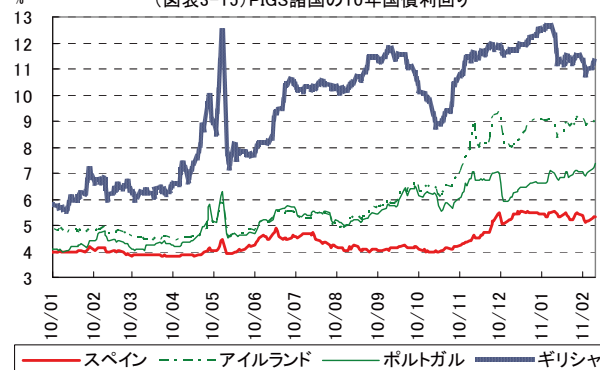
ECB(欧州中央銀行)は、1月13日の理事会で、政策金利を1.0%で据え置き、1週間物、1ヶ月物、3ヶ月物の無制限・固定金利での資金供給オペの継続を発表した。ECBは「現在の金利は適正だ」としているものの、2010年12月のユーロ圏CPI(HICP)の上昇率が、およそ2年ぶりにECBが物価安定

(図表3-14)ユーロ圏各国の財政赤字削減目標

	財政赤字(対GDP比)			
	2009	2010	2011	2012
ドイツ	▲ 3.0	▲ 3.7	▲ 2.7	▲ 1.8
フランス	▲ 7.5	▲ 7.7	▲ 6.3	▲ 5.8
イタリア	▲ 5.3	▲ 5.0	▲ 4.3	▲ 3.5
スペイン	▲ 11.1	▲ 9.3	▲ 6.4	▲ 5.5
ギリシャ	▲ 15.4	▲ 9.6	▲ 7.4	▲ 7.6
アイルランド	▲ 14.4	▲ 32.3	▲ 10.3	▲ 9.1
ポルトガル	▲ 9.3	▲ 7.3	▲ 4.9	▲ 5.1
スロバキア	▲ 7.9	▲ 8.2	▲ 5.3	▲ 5.0
ベルギー	▲ 6.0	▲ 4.8	▲ 4.6	▲ 4.7
キプロス	▲ 6.0	▲ 5.9	▲ 5.7	▲ 5.7
スロベニア	▲ 5.8	▲ 5.8	▲ 5.3	▲ 4.7
オランダ	▲ 5.4	▲ 5.8	▲ 3.9	▲ 2.8
マルタ	▲ 3.8	▲ 4.2	▲ 3.0	▲ 3.3
オーストリア	▲ 3.5	▲ 4.3	▲ 3.6	▲ 3.3
フィンランド	▲ 2.5	▲ 3.1	▲ 1.6	▲ 1.2
エストニア	▲ 1.7	▲ 1.0	▲ 1.9	▲ 2.7
ルクセンブルク	▲ 0.7	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.2
ユーロ圏	▲ 6.3	▲ 6.3	▲ 4.6	▲ 3.9

(出所) 欧州委員会

(図表3-15)PIGS諸国の10年国債利回り



(出所) ファクトセット

の目安とする前年比2.0%を上回る2.2%を記録したため、トリシェ総裁はインフレに対し「非常に厳格な監視が必要だ」と言及している。

足元のCPIの上昇はエネルギー価格の上昇の寄与が大きく、より基調的な物価の動きを示すコアCPIの伸び率は極めて低調な推移が続いている。また、2011年を通じてマイナスの需給ギャップは縮小しつつも残存すると考えられることから、物価上昇の余地はさほど大きくないとみる(図表3-16)。GDPギャップについては、2011年からユーロ圏各国が本格的な財政再建に舵を切ることから、縮小ペースは緩慢なものにとどまると考えられる。以上を勘案すると、ECBの利上げは2012年前半になると予想する。

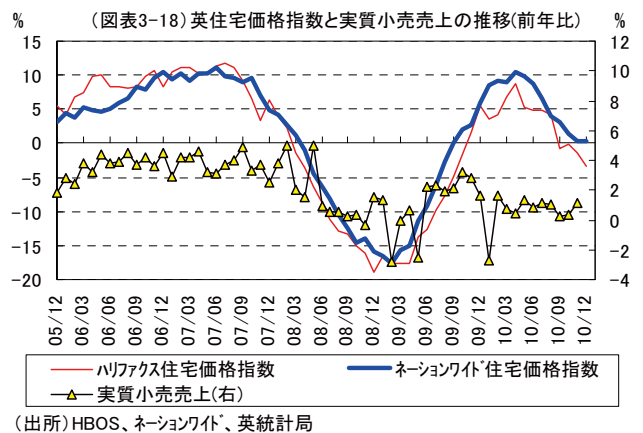
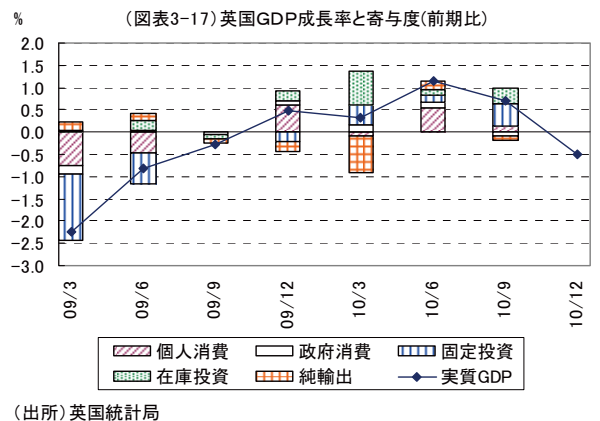
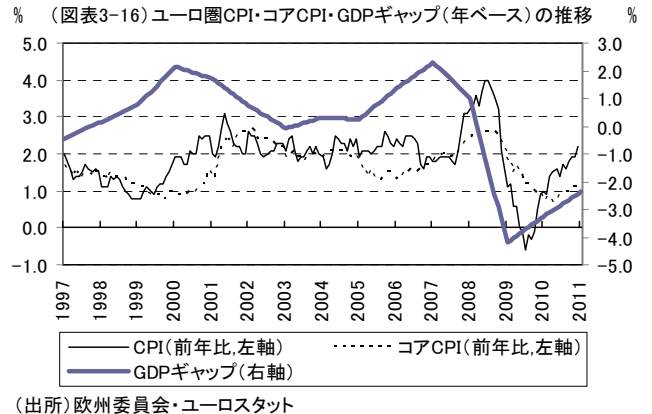
一方で、ECBが現在行っている無制限・固定金利でのオペについては、ECBからの借り入れの多いスペインなどで政府主導による銀行の自己資本強化や統廃合が進められているため、昨年9月に予告した通り、3月に終了する見込みである。

(7) 英国景気は財政再建により減速

英国の10-12月期実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.5%と、市場予想の同+0.5%に反して、5四半期ぶりのマイナス成長となった。猛烈な寒波という一時的な下押し要因があったと考えられるものの、発表元は寒波による影響を除いた場合でも「ほぼ横ばい」とゼロ成長であった可能性を示唆している。堅調と思われていた景気回復ペースが、予想以上に弱いことが示された形である(図表3-17)。

昨年半ばまで持ち直しが続いていた住宅市場は、足元では再び停滞しつつある。12月のハリファックス住宅価格指数は前年比▲3.4%と、15ヶ月ぶりに前年比マイナスに落ち込んだ(図表3-18)。英国銀行協会(BBA)発表の12月の住宅ローン承認件数は2万8,726件と2009年1月以来の低水準に落ち込むなど、住宅市場は堅調とは言い難い。

住宅価格の低下については、負の資産効果を通じて消費に悪影響を与える可能性が懸念される。加えて、今年から財政再建が開始される。1月から付加価値税が17.5%から20.0%に引き上げられたことや、2014年までに最大50万人の公務員の削減が予定されていることなどが、今後の個人消費の下押し要因となろう。1月のGfK消費者信頼感指数は、前月から8ポイント悪化という1994年以来の悪化幅を記録し、▲29ポイントとなった。2011年の英国経済は、改善が遅れている住宅市場と財政再建が足枷となり、極めて緩慢な回復にとどまると予想する。



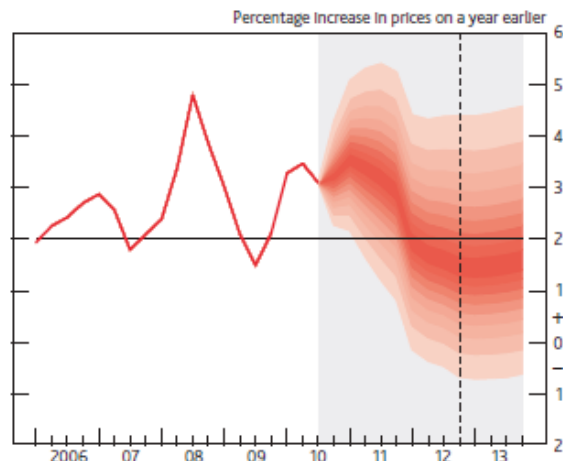
BOE（イングランド銀行）は2月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利を0.5%で据え置き、資産買い取り枠を2,000億ポンドで維持することを決定した。ただし、現状維持に投票した委員は6名で、利上げを主張した委員が2名、資産買い取り枠の500億ポンドの増額を主張した委員が1名いた。英国の1月の消費者物価指数は前年比+4.0%と、インフレ目標である+2.0%を1年以上上回って推移している。

BOEのキング総裁は、2011年を通じて商品価格の上昇と付加価値税（VAT）の引き上げによりCPIは+4.0%を超えて推移する可能性を指摘しているものの、一方で賃金の伸び鈍化と高い失業率、財政再建による景気への悪影響などにより、2011年末にはインフレ率は2.0%を下回って推移するとの見方を崩していない（図表3-19）。

ただ、欧州委員会発表の消費者の物価見通し判断DIは、2009年央から上昇傾向が続いており、足元では金融危機直前の水準にまで高まっている（図表3-20）。消費者の中では、インフレ期待が確実に醸成しつつあるようだ。また、MPCのメンバーの中でも、利上げ派の委員が増えるなど、BOEは次第に利上げに傾きつつあると考えられる。

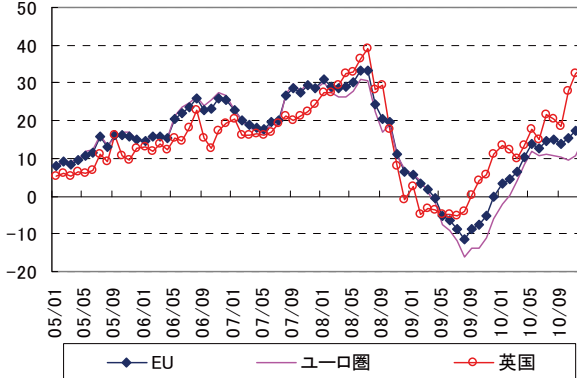
当Gでは、BOEは今年央に25bpの利上げを行い、その後も小刻みに利上げを実施していくと予想する。

（図表3-19）BOEの12月インフレ見通し



（出所）BOE

（図表3-20）EU消費者物価見通し判断DIの推移



（出所）欧州委員会

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

2010年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+9.8%と、7-9月期の同+9.6%から小幅加速した。伸び幅が拡大したのは3四半期ぶり。企業部門の活動は停滞気味の推移を脱しきれていないが、底打ちの兆しは見える。輸出は今後回復に向かう可能性が高く、個人消費の基調は引き続き強い。不動産価格、および一般物価の上昇は大きなリスクだが、政府はなりふり構わぬ価格抑制策を打ち出しており、なんとか封じ込めに成功するとみる。

2012年は5年に1度の共産党大会が開かれる「政治の年」に当たることもあり、当局は2012年に照準を合わせる形で、ブレーキとアクセルを巧みに踏み分けてくるだろう。こうした曲芸的な経済運営がある程度可能なのが一党独裁国家の強みであろう。たとえ、引き締め策が効き過ぎる場面があったとしても、潜在的な成長エネルギーの大きさを考えれば、緩和策に転じることで早期回復が期待できる。中国の財政は主要国に比べれば健全で、再度数兆元規模の景気対策を打ち出すことも可能な余力がある。多少景気の振幅が大きくなるリスクはあるとしても、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。

2011年の成長率は10.4%、2012年は10.8%の伸びを予想する(図表4-1)。

(1) 企業部門の活動に底打ちの兆し

中国の2010年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+9.8%と、7-9月期の同+9.6%から小幅加速、市場予想の+9.4%(ブルムバーグ調査)を上回る伸びとなった(図表4-2)。伸び幅が拡大したのは3四半期ぶり。国家発展改革委員会(発改委)傘下の国家情報センターは、11月半ばの時点では、10-12月期の成長率は9%を割り込むとの見通しを示していたが、大方の予想以上のペースで景気が持ち直しに向かっている様子が改めて明らかとなった。

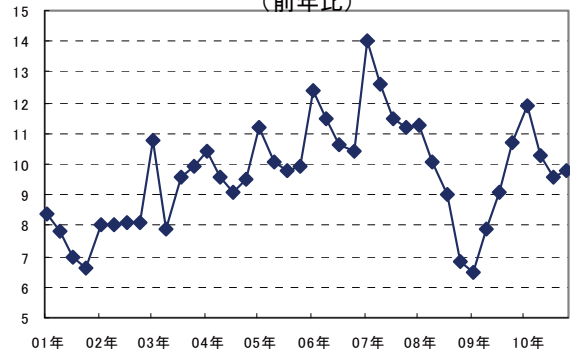
企業部門の活動は停滞気味の推移を脱し切れていないが、生産には底打ちの兆しが見える。12月の鉱工業生産は、前年比+13.5%と、2ヶ月連続で伸び幅が拡大した(図表4-3)。前月からの拡大幅は0.2%ポイントと小幅だが、前年同月の伸び率が高かったことを考えると、生産活動は上向きつつあると判断できる。

一方、2010年通年の全社会固定資産投資は、前年比+23.8%と、1-9月期の同+24.0%から小幅鈍化した(図表4-4、同統計は四半期ごとに年初からの累計値で発表)。同様に、2010年通年の都市部固定資産投資は前年比+24.5%と、1-11月期の同+24.9%からやはり小幅鈍化している(同統計は月次

(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

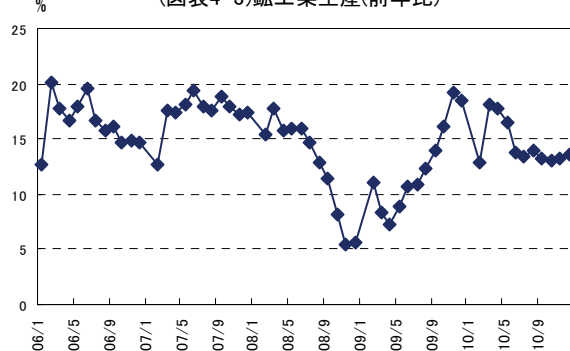
前年比(%)	09年	10年	11年 (予測)	12年 (予測)
実質GDP成長率	9.2	10.3	10.4	10.8

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(出所)中国国家統計局

(図表4-3)鉱工業生産(前年比)



(出所)中国国家統計局

ベースでの年初からの累計値で発表)。都市部固定資産投資の鈍化は、約4分の1を占める不動産開発投資額が前年比33.2%と、1-11月の同36.5%増から減速したのが主因である(図表4-5)。当局の厳しい不動産投資抑制策を反映した形。また、国家発展改革委員会によれば、2008年11月に打ち出した4兆元の景気対策の資金は、基本的にすべて使ったとのことで、景気対策効果がピークアウトしつつあることも、投資の減速に繋がっているとみられる。

1月の製造業PMIは52.9ポイントと、2ヶ月連続の低下となったが(図表4-6)、上記の要因に加え、インフレ昂進も企業マインドに水を差している。ただし、企業マインドの今後に関しては大きな懸念は不要とみている。まず、インフレに関しては後述のとおり、当局のなりふり構わぬ抑制策により、なんとか封じ込めに成功する可能性が高い。個人消費の基調は引き続き強いのに加え、輸出が回復基調にあることも企業活動を下支えしよう。

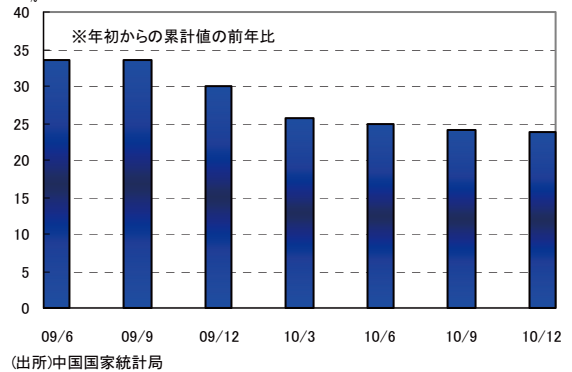
また、2012年は5年に1度の共産党大会が開かれる「政治の年」に当たる。2012年には景気が好調を維持することが至上命題となることから、当局は、2012年に照準を合わせる形で、ブレーキとアクセルを巧みに踏み分けてくる可能性が高い。実際、過去のデータを見ても、共産党大会の年次は成長率が加速する傾向にあることが確認できる。

(2) 輸出は持ち直しへ

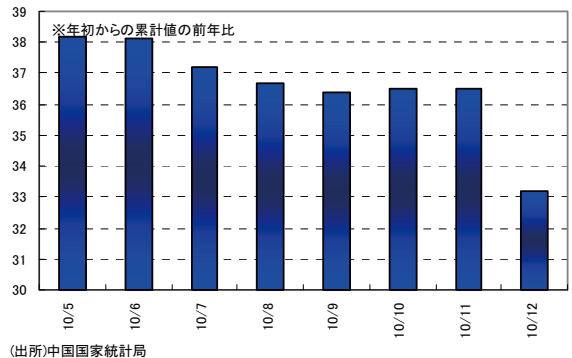
1月の輸出額は、前年比37.7%増、輸入は同51.0%増と、いずれも市場予想を大きく上回る高い伸びとなった(図表4-7)。12月の輸出額は前年同月比17.9%増(11月は同34.9%増)、輸入額は同25.6%増(11月は同37.7%増)と、いずれも11月から減速していたが、前年同月の水準が高かったという要因が大きく、1月以降は再度伸び幅が拡大に向かうことが確実視されていた。12月の輸出額は、1,451億ドル、輸入額は、1,411億ドルと、金額ベースではいずれも過去最高水準を更新しており、貿易統計の発表元の税関総署は、12月の統計発表時点で、「中国の貿易は世界的な金融危機から完全に回復した」との見方を示している。

1月の貿易黒字は、輸入の伸びが大きかったこと

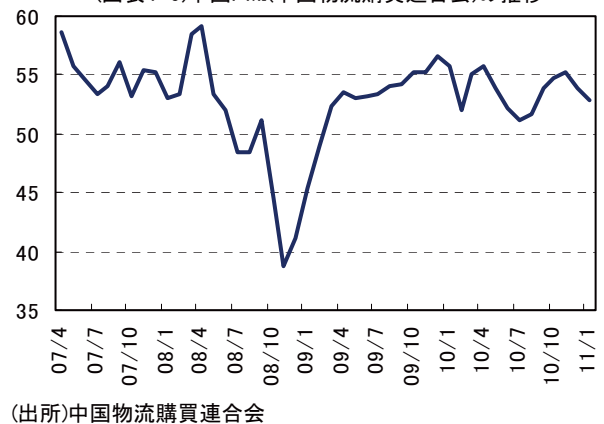
(図表4-4)全社会固定資産投資の推移



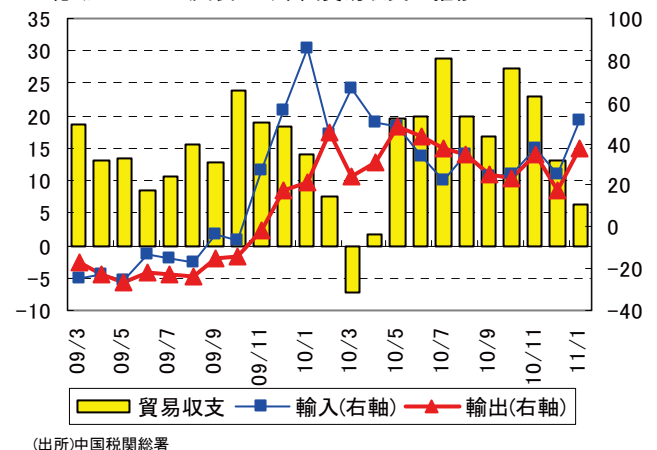
(図表4-5)不動産開発投資の推移



(図表4-6)中国PMI(中国物流購買連合会)の推移



(図表4-7)中国貿易収支の推移



もあり、65億ドルと、2ヶ月連続でほぼ半減した（12月は131億ドル、11月は229億ドル）。2010年通年の黒字額も2年連続の縮小となっている。貿易黒字の縮小は、人民元相場の上昇を求める米国からの圧力をかわす良い口実となろう。陳徳銘商務相は、1月27日、輸入を今後5年で倍増、米国からの輸入額も倍の2,000億ドルに拡大させると、米国に配慮した計画を示している。

年明けには、台湾と中国との自由貿易協定（FTA）に当たる「経済協力枠組み協定（ECFA）」が発効、双方で計825品目の関税引き下げが始まっている。今後は、残りの財（約5800品目）とサービスの貿易自由化交渉も進めていく方針で、台中貿易の拡大に繋がるだろう。

世界景気の回復を受け、今後も輸出の拡大が続くのが有力な情勢だが、先進各国の景気回復は力強さに欠く状況が続くとみられること、人民元高方向への誘導も着実に進めていくとみられることから、2011年の輸出は10%台の伸びにとどまる可能性が高い。むしろ輸入が大きく伸びて、中国経済が世界経済のけん引役を果たす状況が続くと見られ、貿易収支は今後一時的に赤字に転じる可能性もある。2012年は、先進国景気の足取りがよりしっかりとしたものになることが予想され、2011年を上回る輸出の伸びが期待できよう。

（3）個人消費の基調は強い

個人消費は引き続き堅調な推移が続いている。12月の小売売上高は前年比+19.1%となった（図表4-8）、名目ベースの統計であるため、インフレ率上昇の影響も受けていることに留意する必要があるが、旧正月の影響を受けた2月を除けば、年初来、18%前後の高い伸びを保っている。

中国の個人消費は、中間所得者層の台頭を受け、趨勢的な拡大傾向にある。地域別に見た場合、沿海部ではいわゆる3C（パソコン、通信、電子製品）と言われる製品の急速な普及や、自動車の販売好調など、既に消費ブームが本格化しているが、中西部地区、東北地区にはなお大きな成長の余地が残されている。現在政府が力を入れている都市化の推進も、中長期的に消費拡大を後押しするだろう。

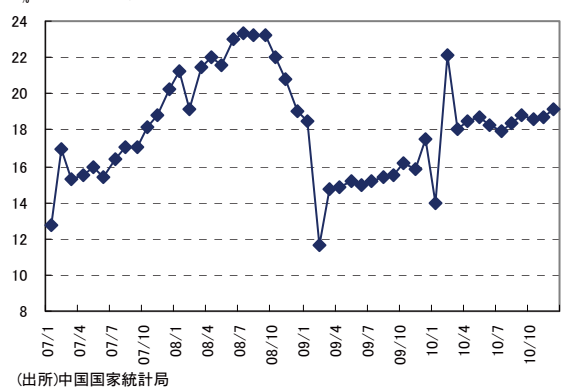
また、労働争議の頻発にみられるとおり、より高い賃金、より良好な職場環境を求める低所得者層の意識も年々向上している。北京市は、2011年から最低賃金を21%引き上げた。半年前に20%引き上げたばかりだが、今回の引き上げにより、最低賃金は月1,160円となる。最低賃金引き上げは、過去10年に渡り各都市で続いてきた流れだが、ここ2年ほどは、上昇ペースが加速している。

2010年の農民の1人当たりの年間純収入は5,900円で、前年比+14.9%（実質ベースでは+10.9%）、都市部住民の年間可処分所得は1人当たり1万9,100円で、前年比+11.3%（実質ベースでは+7.8%）となった。農村の収入増加率が都市部を上回ったのは1998年以来のこと。依然として3倍以上の格差はあるが、全体的な底上げが進んでいる。

マクロ的に見れば、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。こうした中低所得者層の消費パワーによって、中国の消費市場は今後も持続的に発展し続ける可能性が高い。

2010年の新車販売台数は、前年比32%増の1,806万1,900台と、過去最高を記録した。2年連続で世界一となったのみならず、米国の新車販売のピークだった2000年の約1,740万台も上回り、

（図表4-8）中国小売売上高の推移（前年比）



一国の年間販売台数として史上最多を記録している(図表 4-9)。ただ、今後短期的には各種の販促策の打ち切りに伴う反動減が懸念される。まず、2009 年以降実施してきた、農村地域での自動車購入への補助金(汽車下郷)を2010 年末で終了したほか、エンジン排気量が1.6 リットル以下の小型車の軽減税率も、7.5%から年明け以降は本則の10%に戻している。燃費の悪い車を新車に買い替えた場合に補助金を支給する制度も打ち切る。2011 年の新車販売の伸びは大きく縮小に向かう見通しだが、良好な雇用・所得環境に支えられ、引き続き二桁の伸びを確保する可能性が高いとみる。

「家電下郷(農村部への家電普及プロジェクト)」は、認定製品を増やしたうえで継続の方針が示されている。中国商務部によれば、同制度を利用した2010 年の家電販売台数は、前年比130%増の7,718 万台、販売高が170%増の1,732 億3,000 万元に達したとのことだ。販売額の品目別順位は、冷蔵庫が567 億4 千万元でトップ。2 位のカラーテレビが488 億5 千万元で、2 品目で全体の61%を占めている。

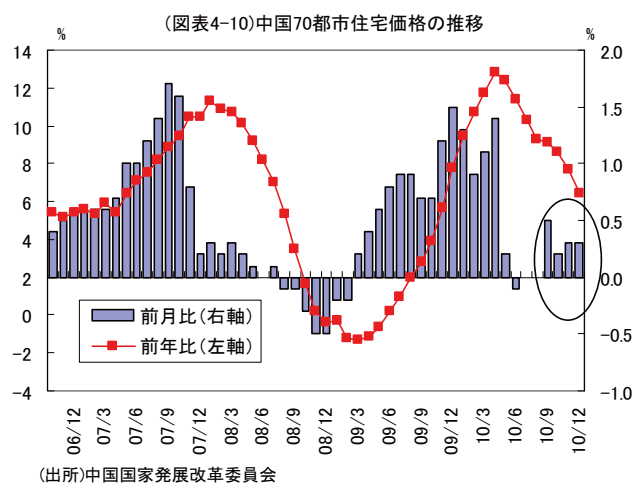
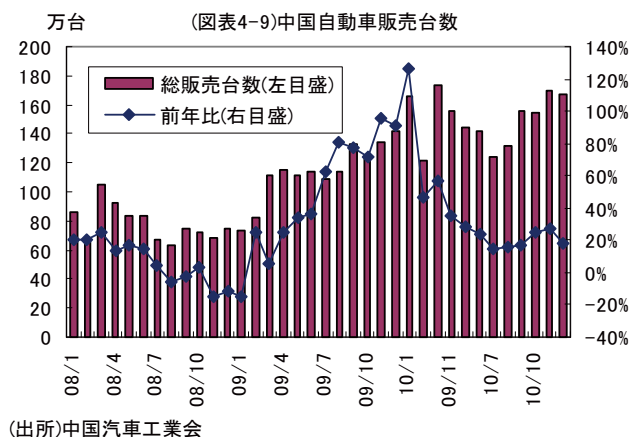
(4) 不動産価格は再上昇

不動産市場については、4 月の不動産投資抑制策の発表後、5 月の主要70 都市の不動産価格が16 ヶ月ぶりの前月比マイナスに転じ、その後も6,7 月と2 ヶ月連続で前月比横ばいとなるなど、いったんは鎮静化に向かっていった。ただ、9 月以降は4 ヶ月連続でプラスが続いている(図表 4-10)。上海等では、投資抑制策の影響で調整の兆しも見えるが、大都市への投資を封じられた投機マネーが地方に向かい、地方都市の価格高騰につながっている。人民銀行によれば、中国の銀行が2010 年に不動産部門に実施した新規融資は2 兆200 億元で、新規融資全体の4 分の1 を占めたとのことだ。

政府は、昨年4 月、10 月に続き、年明け1 月にも一段と厳しい価格抑制策を打ち出している。2 軒目の住宅購入の頭金を、現行の50%から最低60%に引き上げたほか、地方政府は不動産価格の制御目標を2011 年の地方所得水準に合わせて設定し、3 月までに公表することを義務付けられている。北京市では、3 軒目以上の住宅購入を禁止する方針を打ち出している。

また、中国ではこれまで不動産税がなかったが、1 月28 日から、上海市と重慶市で試験的な実施が始まっている。上海での不動産税の税率は0.6%、ただし購入価格が昨年の新築民間住宅の平均価格の2 倍を下回る住宅の場合は0.4%に引き下げられるというもの。重慶については、平均価格の2 倍を上回る価格で購入された住宅のみが課税対象で、4 倍を上回る価格で購入された住宅については税率が1.2%となる。政府は、条件が整い次第全国規模に拡大する方針を示している。

これらの政策は、不動産価格の高騰抑制に一定の成果を挙げると見ているが、一方で、都市化政



策も同時に推進していることを考えると、都市部の不動産価格を中長期的に抑制するのは容易ではない。2012年にかけて過熱懸念が燻り続ける状況が続くだろう。逆に、バブル崩壊的な急落の可能性は極めて低く、リスクはあくまで上振れ方向とみている。

(5) インフレ懸念が深刻化

1月のCPIは前年比+4.9%となった(図表4-11)。CPIは、昨年11月に+5.1%と、伝染病の影響による豚肉価格高騰の影響が残っていた2008年7月以来の高い伸びに達したあと、12月は同+4.6%とやや鈍化していたが、1月は再度伸びが高まった。なお、2010年通年では、政府目標である3%を上回る3.3%に達したことが明らかとなっている。

物価上昇の要因として大きいのが、昨年春以降、干ばつや水害が多発したことに、国際穀物価格の上昇が加わったことである。1月の食品価格の伸びは同+10.3%に達した。飼料であるトウモロコシの価格上昇などを受け、家禽肉等も上昇基調を強めている。

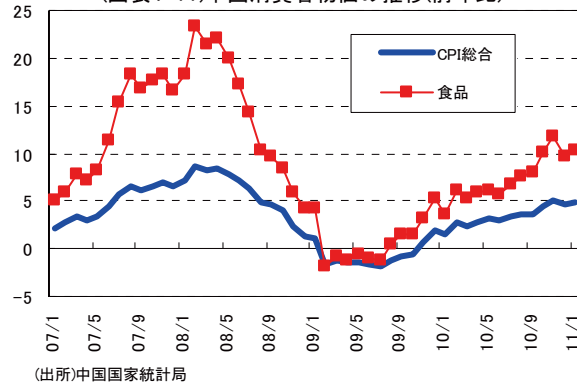
低金利政策を続ける先進国からの資金流入が、国内の過剰流動性の拡大に繋がる構図も変わっていない。政府は、米連邦準備制度理事会(FRB)による量的緩和第2弾が、中国の金融政策のかじ取りを困難にしているとの見解を示している。2010年1月の中国のM2は前年比17.2%増と、12月の同19.7%増からは減速したが、前年同月に3割近い伸びを記録した水準からさらに2割近く伸びる状況が続いている(図表4-12)。融資意欲も旺盛だ。2010年の銀行部門の人民元建て融資は、7兆9,000億元となり、政府目標の7兆5,000億元を上回った。年明け以降の融資も好調に推移しており、1-3月期の新規融資は、年間目標の35-40%に達する可能性が囁かれている。

(6) 政府は物価抑制策を強化

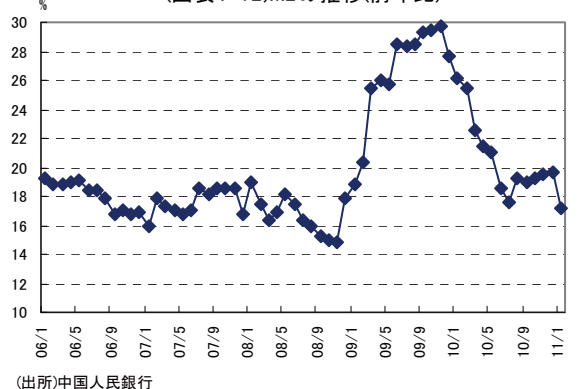
こうした状況を受け、政府は11月以降、物価抑制策を一段と強化している。価格統制色が強い策を打ち出しているのが特徴で、たとえば、生鮮食品や食用油等を対象とした値上げ・減産の禁止、投機行為に対する取り締まりの強化、農産物の大幅増産、穀物・食用油の備蓄売却、農産物の運搬車に対する道路料金の撤廃、地方政府への肥料生産業者に対するエネルギーおよび輸送価格の引き下げの義務付け等々である。必要とあらば、一段と強い価格統制策を打ち出す方針だ。

これらの効果は一部に既に現れている。野菜価格は11月の前年比+21.3%から、12月は一転して▲5.7%とマイナスに転じており、これが12月のCPIの伸び鈍化の一因となった。ただ、効果は一時的との観測も根強い。12月の「非」食品価格の伸びは前年比2.1%にとどまってはいるが、伸び率自体は上昇傾向にある。生活に欠かせない食品価格が上昇していることもあって、人々の物価先高観は強い。10-12月の消費者信頼感調査によれば、調査対象となった50都市の消費者2万人中、73.9%が価格は高過ぎると回答しており、物価水準についての満足度が1999年以来最も低いこと

(図表4-11)中国消費者物価の推移(前年比)



(図表4-12)M2の推移(前年比)



が明らかとなっている。人民銀行の周総裁は、「資本流入の増大や労働コスト、資源価格の上昇などから来るインフレ圧力は相当大きい」と述べており、流動性と与信の抑制に向けて「量的手段と物価調節手段をもっと活用する可能性を排除しない」と述べている。物価抑制は政府にとって2011年の最大の課題と言えそうである。

(7) 年前半だけであと2~3回の利上げか

人民銀行は、昨年10月20日に、2007年12月以来、2年10ヶ月ぶりの利上げに踏み切ったが、その後12月27日に2度目、2月9日には3度目の利上げを実施している(それぞれ25bp)。2月の利上げにより1年物預金金利は3%、1年物貸出金利は6.06%となった(図表4-13)。

中国当局は12月初旬に、金融政策のスタンスをこれまでの「適度に緩和的」から、「穏健(prudent)」に変更することを決定している。現実のインフレ率で割り引いた実質金利は依然としてマイナスであり、今後も上半期を中心に段階的に利上げを行っていく可能性が大きい。当社は年内にさらに3~4回の利上げが実施されるとみている。うち、2~3回は年前半に実施されることとなる。

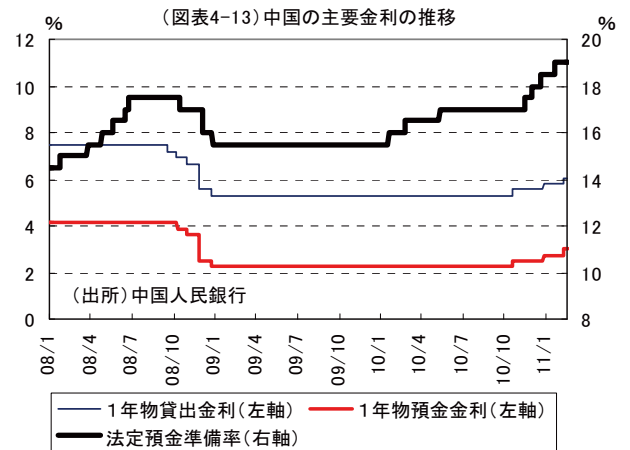
利上げは国内への資本流入を加速させる効果もあることから、金融引き締めを利上げのみに頼るのは危険である。人民銀行は、政策金利、預金準備率、手形発行による公開市場操作という3つの手段を活用することで「インフレ期待を抑制」し、「マネーサプライと与信の伸びを正常な水準に導く」方針を明らかにしている。預金準備率については、1月20日に50bp引き上げている。引き上げは2010年初め以降7度目だが、年内にあと3~4回の引き上げが実施されよう。また、今後は、預金準備率を毎月見直しする体制にすることを計画しているほか、超過準備にはより低い金利を適用したり、銀行の規模や役割に応じ異なる預金準備率を設定するなど、よりきめ細かい管理をしていく方針を明らかとしている。

M2については、2011年の伸び率を約16%に抑えろとの目標を発表した。2010年のM2の伸びは目標の17%に対して、実績は19.7%だった。また、「バランスの取れた」銀行融資を確実なものとするため、今年、月または週ベースで融資状況を調査するとしている。

この他、国家外為管理局(SAFE)は、「ホットマネー」流入への取り締まりを継続するほか、国境を越えた資本動向の監視を強化する方針を示している。後述のとおり、人民元高への誘導も着実に進めていく方針を示しているほか、いざとなったら価格統制の強化という強権的手段も持ち合わせている。持ちうる手段を総動員することで、政府はインフレ封じ込めになんとか成功するだろう。

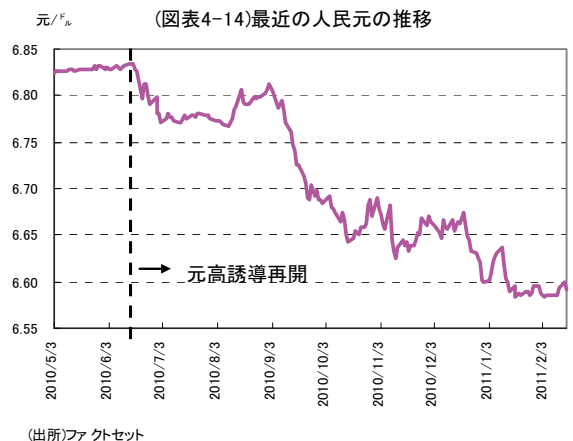
(8) 人民元は年間6~7%の上昇か

米国を始めとした先進国の金融緩和が過剰流動性の増加に繋がるルートを、金融引き締めだけで完全に遮断するのは困難であることから、ある程度の人民元高を容認するのも既定路線とみられる。人民銀行が製造業5,000社、輸出業者2,100社を対象に実施した調査では、元高が輸入コストの削減、インフレ圧力の低減、貿易不均衡の是正に寄与しているとの回答が得られたとのこと。盛松成調査統計局長は、「ドルに対して年間3%の元上昇を容認すれば、輸入は0.3%増加、輸出は0.6%減少し、貿易黒字が6%縮小する」と述べている。「6月の弾力化方針発表後、元の上昇で国内イ



ンフレ率が約1%ポイント低下している」との見方も示している。

人民元は6月の元高誘導再開後、足元までに3.5%程度上昇している（図表4-14）。年率では6%前後のペースだが、これ以上のペースアップは、輸出企業等への影響も懸念されることから、今後も年率6~7%前後のペースを保つものとみられる。米国からの要求に従い、切り上げペースを大幅に加速させる可能性は極めて小さい。為替相場の弾力性向上に向けた制度改正への取り組みは継続されるとみるが、中国政府は外圧には簡単には屈しないだろう。



(9) 地方政府向け融資が火種

融資意欲が旺盛にも関わらず、金融システムが必ずしも盤石とは言えないのが銀行セクターの悩みである。とりわけ、隠れた火種となっているのが、地方政府向け銀行融資の不良債権化である。

中国では地方政府が直接借入れを行うことが禁じられているため、地方政府は別の資金調達機関を設立し、そこを通じて資金を借入れている。2009年6月時点で、それらの借入残高は7兆7,000億元（1兆2,000億ドル）と推定されている。これは銀行融資の約2割に当たるが、このうちの2割程度が、不良債権予備軍と言われている。なかでも、地方政府が借入資金で土地取得や新規開発を行う「土地保留センター」への融資が問題となっている。

中国銀行業監督管理委員会（銀监会）の実施したストレステストでは、住宅価格が30%下落し、金利が1.08%上昇した時、銀行の不良債権比率は2.2%上昇するとされている。銀监会は「多少のリスクがあるが、今のところ全般的なリスクはコントロールされている」と述べているが、土地の価格次第の面も大きく、こうした意味でも政府の引き締め政策は慎重な舵取りを要求される。

また、銀监会は、金融システム上重要な大手国内銀行について、自己資本規制の強化が必要になるとの認識を示している。銀监会は昨年、商業銀行に対する自己資本規制を強化しており、大手行に求める自己資本比率は最低11.5%、中小行は同10%となっているが、今後も緩やかに引き上げる方針のようだ。加えて、簿外の与信が知らぬ間に膨れ上がることを回避するため、銀行間のローン売却規制の強化を発表したほか、オフバランス融資について、今年中に全てオンバランス化するよう求め、四半期ごとに少なくとも25%は計上するよう義務付けている。「大きすぎてつぶせない」と考えられる金融機関については、新規制について現在検討しているとも述べている。

(10) 腰折れリスクは小さい

こうみると、中国の景気や金融システムはかなり不安定に見えるが、大崩れのリスクはさほど大きくない。一連の引き締め策は、これでも景気過熱を押し留めるのが精いっぱいというレベルとみられる。たとえ引き締め策が効き過ぎても、中国の潜在的な成長エネルギーを考えれば、引き締め策を緩めるだけで早期の回復が期待できる。そもそも、中国経済は2008年に株価が3分の1となるバブル崩壊を経験したばかりであることを思い出す必要がある。先進国なら長期景気停滞に陥っても不思議ではないショックだが、当局の迅速な対応により、中国景気は予想以上に迅速な立ち直りを見せた。中国政府は今回もマクロコントロールに成功するとみている。多少の振れはあっても、均せば今後数年にわたって高成長が続く可能性が高い。

5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国の景気は、総じて堅調に推移している。外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気は、昨春から秋にかけては減速したものの、中国や米国の景気復調に伴って、輸出が持ち直しつつあり、踊り場から脱しつつある。

世界景気は上向きつつあり、各国とも昨年末から回復に転じ始めた輸出が今後も好調を維持する可能性が高い。外需主導型国の景気は、今1-3月期から回復基調を強めると予想する。内需主導型のインド、インドネシアは中間所得層の急速な台頭、フィリピンは海外労働者からの送金収入増加などによって、今後も個人消費を中心に高成長が続くとみている（図表5-1）。

国内景気の回復や国際商品市況の上昇などを受け、多くの国でインフレ圧力が強まっている。既に各国で利上げが実施されているが、今後も段階的に利上げが実施されよう。

（1）外需主導型国の景気は踊り場から脱却の兆し

アジア新興国の景気は、総じて堅調に推移している。外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気は、昨春から秋にかけて減速したものの、中国や米国の景気復調に伴い、このところ輸出が持ち直しつつある。内需主導型のインド、インドネシア、フィリピンの景気は、引き続き堅調に推移している。

10-12月期実質GDP成長率を公表済みの国について見ると、韓国は前年同期比+4.8%（前期比：+0.5%）と、前期（7-9月期）の同+4.4%から成長率がやや加速した（図表5-2）。設備投資は伸び悩んだものの、中国や米国向けの輸出好転に加え、個人消費も堅調に推移した。

台湾は同+6.5%（前期比年率：+0.8%）と、前期の同+9.8%から成長率が減速した。中国向けを中心に輸出は好調に推移したものの、個人消費や設備投資など内需が弱含んだ。

シンガポールは同+12.5%（前期比年率：+6.9%）と、前期の同+10.3%から成長率が加速した。医薬品の好転や総合リゾート施設の本格稼働などが貢献した。

インドネシアは同+6.9%と、前期の同+5.8%から成長が加速した。個人消費はやや伸び悩んだものの、輸出と設備投資の増加が寄与した。

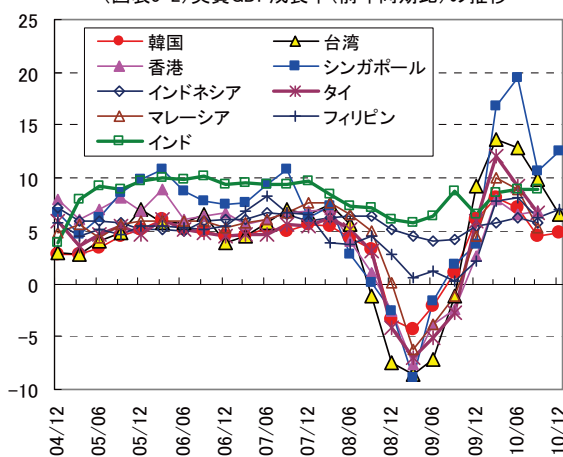
フィリピンは同+7.1%（前期比：+3.0%）と、前期の同+6.5%から成長率がやや加速した。

（図表5-1）アジア新興国の実質GDP成長率予測

	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
韓国	0.2%	6.1%	5.1%	4.7%
台湾	-1.9%	10.5%	5.3%	4.8%
香港	-2.8%	6.6%	5.2%	4.7%
シンガポール	-1.3%	14.7%	5.4%	5.0%
インドネシア	4.5%	6.1%	6.8%	7.2%
タイ	-2.2%	7.5%	5.3%	4.9%
マレーシア	-1.7%	7.0%	5.2%	4.8%
フィリピン	0.9%	7.3%	6.2%	6.5%
インド	8.0%	8.8%	8.5%	8.9%

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（図表5-2）実質GDP成長率（前年同期比）の推移

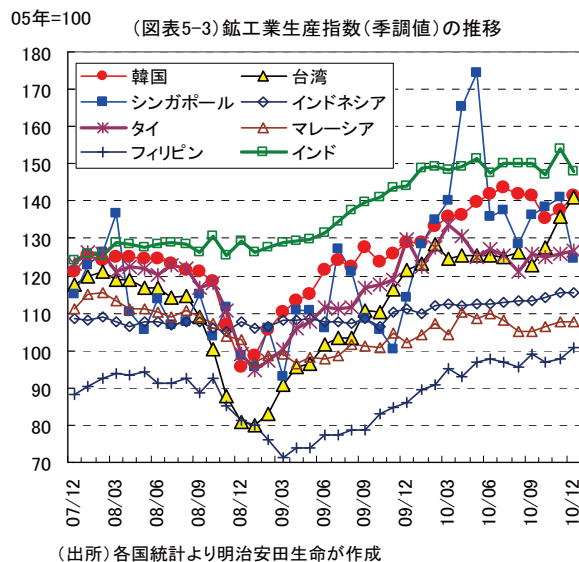


（出所）各国統計より明治安田生命が作成

個人消費が堅調に推移したことに加え、中国向け輸出も好調であった。

2月7日、インド政府は2010年度(2010年4月～2011年3月)の実質GDP予想を前年度比+8.5%から同+8.6%へと上方修正した(同時に2009年度の実績値を+7.4%から+8.0%に改定)。産業別では、農業が同+5.4%、製造業が同+6.2%、サービス業が同+11.0%と予想している。

各国の鉱工業生産指数(季調値)の推移を見ると、韓国は昨年8月から10月まで3ヶ月連続で減産となったが、11月は前月比+1.5%、12月は同+2.8%と、2ヶ月連続で増産に転じている(図表5-3)。中国景気の復調や米国年末商戦の好調などを受け、輸出の好転が生産増に繋がった。台湾は4月から9月まで足踏み状態が続いていたが、10月は前月比+4.1%、11月は同+6.5%、12月は同+3.8%と急回復している。在庫調整の一巡によって、中国向けなどを中心に半導体や液晶などが大幅な増産となった。シンガポールは4～5月の大幅増産の反動によって、6～8月にかけては大幅減産となったが、9月以降は主力の医薬品などの生産が持ち直している。タイやマレーシアも4月頃から8月頃まで減産基調が続いたが、輸出の回復などによって9月頃からは持ち直しつつある。インド、インドネシア、フィリピンの鉱工業生産は海外景気の影響が小さく、旺盛な内需に支えられる形で、各国とも概ね堅調に推移している。



中国景気の復調に加え、米国景気も底堅さを増しており、世界景気はここに来て上向きつつある。各国とも自国通貨高や人件費の高騰など、輸出競争力を阻害する要因が徐々に目に付くようになってきたものの、昨年末から回復に転じ始めた輸出は今後も好調を継続する可能性が高い。外需主導型国の景気は、今1-3月期には踊り場から脱し、回復基調を強めると予想する。台湾は、中国との「経済協力枠組み協定」(ECFA)によって、2011年1月1日から両国間で関税の引き下げが開始されている。既にその効果が現れ始めており、台湾の昨年12月の輸出受注額は前年同月比+15.3%と、11月の同+14.3%から加速した。前月比でも高い伸びを示した模様であり、中国向けの輸出が牽引役となっている。今後も中国との貿易が活発化することが予想され、中期的にも台湾の経済発展に寄与しよう。

内需主導型のインドとインドネシアは、中間所得層の急速な台頭によって、個人消費が好調を継続すると予想される。両国とも、これまで供給面が成長のネックとなっていたが、政府による社会インフラの整備や積極的な民間設備投資によって、供給面の制約は徐々に緩和しつつあり、2011年から2012年にかけても、景気は順調に推移するとみている。特に、インドネシアは2011年の公共投資を前年比+30%程度増やす計画であり、成長率が加速する可能性が高い。フィリピンは、財政再建に注力しているものの、海外労働者からの送金収入の増加によって、個人消費を中心に引き続き高成長が続こう。

(2) 利上げが相次ぐ

国内景気の回復や国際商品市況(エネルギーや食品)の上昇、先進国からの資本流入などを受け、多くの国でCPIがじりじりと上昇傾向にある(図表5-4)。インフレ懸念が強まっていることに加

え、不動産バブルの恐れも浮上してきたことから、各国で利上げが相次いでいる（図表 5-5）。昨年 12 月以降だけでも、タイ（12/1、1/12）、台湾（12/30）、韓国（1/13）、インド（1/25）、インドネシア（2/4）で利上げが実施されている。

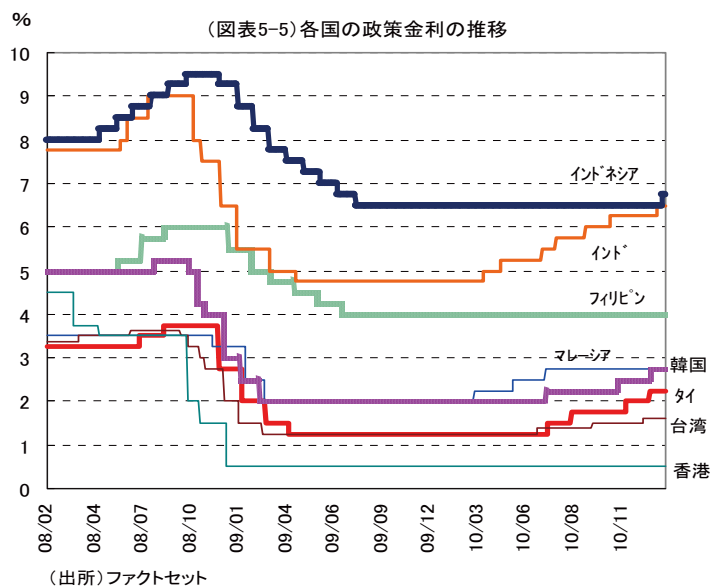
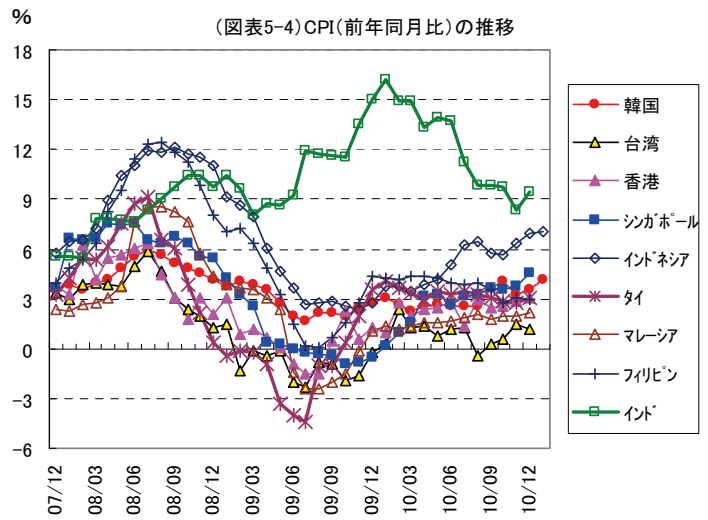
昨年 12 月 1 日、タイ中央銀行は政策金利（翌日物レポ金利）を 1.75% から 2.00% に引き上げた。利上げは 5 ヶ月ぶり。11 月の CPI が前年同月比 +2.8%（コア CPI は同 +1.1%）と、同行のインフレ目標（0.5~3.0%）の範囲に収まっていたにもかかわらず、利上げを実施した理由として、当局は「設備投資の増加などで今後も内需中心に景気拡大が続き、インフレ圧力が高まる。現在の超緩和的な金融政策を維持する理由は低下した」と説明している。同行はさらに 1 月 12 日にも政策金利を 2.00% から 2.25% に引き上げた。12 月の CPI は同 +3.0%（コア CPI は同 +1.4%）と 11 月よりも上昇しており、当局は「今年はインフレ圧力が原油高、経済成長、賃金上昇などから一段と強まる」との見解を示している。

昨年 12 月 30 日、台湾中央銀行は政策金利（再割引率）を 1.500% から 1.625% に引き上げた。利上げは 2 ヶ月ぶり。11 月の CPI が同 +1.5% と 10 月の同 +0.6% から加速したことに加え、不動産価格が大幅に上昇していることに対応した。

1 月 13 日、韓国銀行（中央銀行）は政策金利（7 日物レポ金利）を 2.50% から 2.75% に引き上げた。利上げは 2 ヶ月ぶり。昨年 12 月の CPI は同 +3.5% で、同行のインフレ目標（2~4%）の範囲内ながら、利上げを実施した理由として、同行のキム・ジュンス総裁は、「利上げでインフレ期待を抑える。経済成長が続く中、物価の安定基調を確実に維持できるようにしていく」と述べている。

1 月 25 日、インド準備銀行（中央銀行）は政策金利（レポレート）を 6.25% から 6.50% に引き上げた。利上げは 2 ヶ月ぶり。2009 年後半から 2010 年前半にかけての激しいインフレは、2010 年後半にはやや落ち着きを見せたものの、昨年末から食品価格や原油価格が急激に上昇したことに対応した。

2 月 4 日、インドネシア中央銀行は政策金利（BI レート）を 6.50% から 6.75% に引き上げた。利上げは 2008 年 10 月以来 2 年 4 ヶ月ぶり。同行はこれまでは預金準備率の引き上げで金融引き締めを図ってきたが、1 月の CPI が同 +7.0% と、同行のインフレ目標（4~6%）を 3 ヶ月連続で上回



ったことから利上げに踏み切った。

フィリピン中央銀行はリーマンショック後に利上げを実施しておらず、政策金利（翌日物借入金利）を 4.0%に据え置いている。同行のテタンゴ総裁は「政策金利を過去最低の 4%から急いで引き上げる理由はなく、インフレ期待は依然として今年目標レンジである 3~5%に収まっている」との認識を示した。昨年 12 月の CPI は前年比+3.0%と、周辺諸国と比較して比較的安定している。

香港でもインフレ圧力や不動産バブルの懸念が強まっているが、米ドルに対してカレンシーボード制（自国通貨を米ドルと一定の為替レートで交換することを金融当局が保証し、これを担保できる外貨準備を保有する制度）を採用しているため、金融政策の独立性を有しておらず、政策金利（ベースレート）は 0.5%と、米国同様に超低金利に据え置かれたままである。政府と香港金融管理局（HKMA）は、公共料金の引き下げや不動産融資規制の強化で乗り切る方針のようだ。

シンガポールには政策金利がなく、為替の名目実効レートを調整することで、実質的な金融政策を実施している。シンガポールでもインフレ圧力（昨年 12 月の CPI は同+4.6%）や不動産バブルの懸念が強まっているが、シンガポール金融管理局（MAS）は、シンガポールドルの高め誘導を実施している。

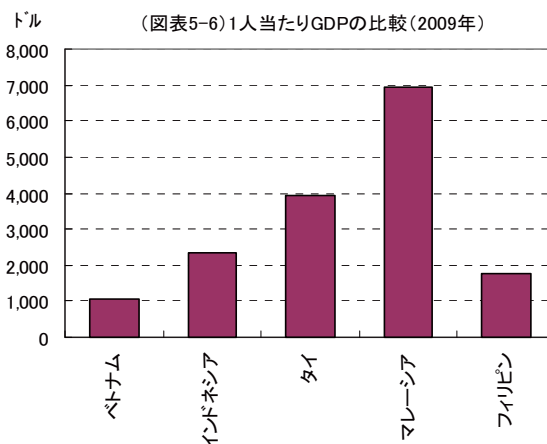
各国とも景気の拡大や国際商品市況の上昇を受けてインフレ圧力が高まっており、今後も当面は利上げが段階的に実施されると予想する。これまで利上げを実施してこなかったフィリピンも予防的措置として利上げに動く可能性が高いとみている。

（3）脆弱さを残すベトナム経済

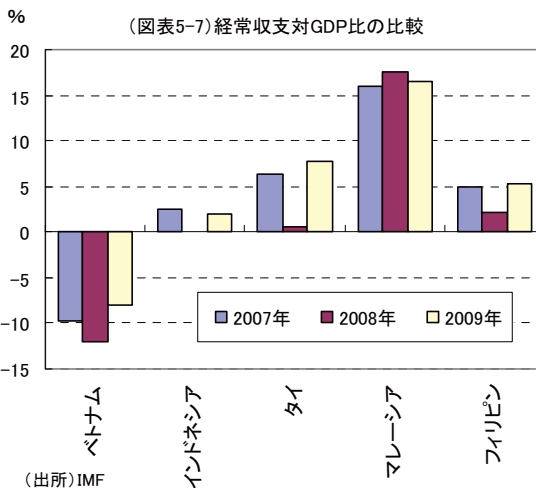
ベトナム経済は旺盛な内需に牽引される形で安定成長が続いている。直近 2010 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+7.3%と、7-9 月期の同+7.2%とほぼ同じ伸びとなった。輸出の鈍化を受けて、製造業の成長率は減速（同+9.4%→同+8.1%）したものの、農林水産業（同+1.6%→同+3.3%）やサービス業（同+7.9%→同+8.6%）の成長率が加速したことが寄与した。これで、2010 年通期の実質 GDP 成長率は前年度比+6.8%となり、2009 年の同+5.3%を上回った。

ベトナム経済の成長は続いているものの、ASEAN5（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム）の中では経済規模（2009 年の名目 GDP は 932 億ドル）が最も小さく、1 人当たり GDP（1,068 ドル）も最低水準である（図表 5-6）。1 人当たり GDP は中国（3,735 ドル）を大幅に下回り、インド（1,032 ドル）とほぼ同水準にとどまる。現状では、ベトナムの産業は、農林水産業や軽工業が中心であり、他の ASEAN 諸国と比較すると、自動車産業や IT 産業などでは出遅れ感が否めない。国内の産業基盤が脆弱であることから、輸出品目も、軽工業品（縫製品、履物）や天然資源（原油、石炭）、食品

（図表5-6）1人当たりGDPの比較（2009年）



（図表5-7）経常収支対GDP比の比較



(水産物、コメ、コーヒー)などが大半を占めている。生産財や資本財の多くを輸入に頼っていることから、景気拡大局面では貿易赤字が膨らみやすい構造にあり、ASEAN5の中では唯一の経常赤字国である(図表5-7)。

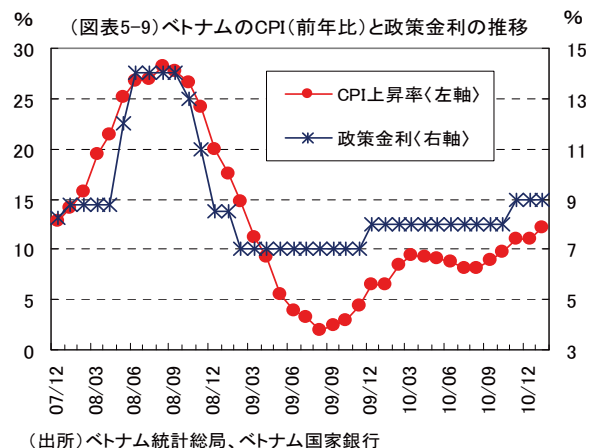
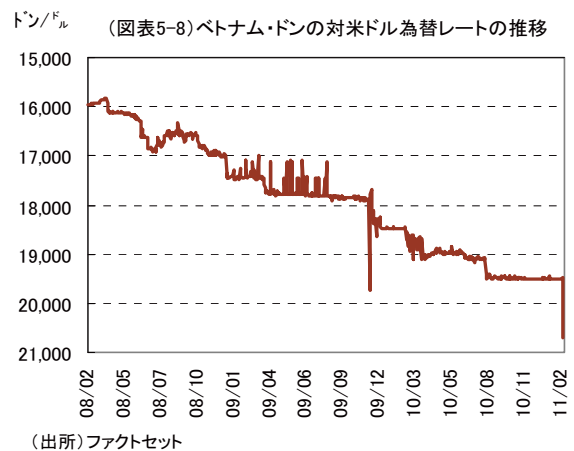
ベトナムでは管理フロート制が採用され、ベトナム国家銀行(中央銀行)が為替介入を実施して対米ドル為替レートを一定の水準(公定レート±3%)に保っている。貿易赤字の拡大を受け、同行は昨年8月17日に通貨ドンを切り下げた(公定レート:18,544 ドン/ドル→18,932 ドン/ドル)が、その後も通貨下落圧力がかかり続けており、為替レートはバンド下限の19,500 ドン/ドルにほぼ張り付く状態が続いていた(図表5-8)。2月11日、同行は公定レート的大幅な切り下げ(公定レート:18,932 ドン/ドル→20,693 ドン/ドル)に踏み切った(為替の変動許容幅も公定レート±1%以内に変更)。

内需が旺盛なことに加え、通貨ドン安に伴う輸入物価の上昇や天候不順に伴う食品価格の高騰などによって、このところCPIが上昇傾向にある(図表5-9)。11月5日、ベトナム国家銀行は貸出基準金利(政策金利)を8%から9%に引き上げた。ただ、これまでのところ利上げの効果はほとんどなく、11~1月にかけてCPIの上昇率は2桁台へと加速している。近い将来に追加利上げが実施される可能性が高い。

12月15日、Moody'sが外貨・自国通貨建て長期国債の格付を「Ba3」から「B1」に引き下げた。同社は格下げの理由として、国際収支に関するリスクの高まり(貿易赤字の拡大や外貨準備の減少)、インフレの加速、経営危機に陥っているベトナム造船産業公社の債務問題を挙げている。12月23日には、S&Pが外貨建て長期国債の格付を「BB」から「BB-」、自国通貨建て長期債の格付を「BB+」から「BB」にそれぞれ引き下げた。銀行システムが金融・経済面のショックの影響を受けやすくなっていることを格下げの理由としている。

足元のベトナム経済は脆弱であるが、成長ポテンシャルは高いものを有している。ベトナムの最大の強みは、若年人口が多く、教育水準も比較的高い点にある。その一方で、賃金水準は中国の半分程度に過ぎず、優秀な人材を低廉なコストで雇用することができる。そのため、日本企業も含めて多くの外資系企業にとって、ベトナムは「チャイナ・プラス・ワン」(中国への一極集中投資を避けて投資先を分散させること)の有力候補地とされている。所得水準がまだ低いことから、現状では市場としての魅力は乏しいものの、最近のドン安・人民元高も相まって生産拠点としての魅力は上昇している。TPP(環太平洋戦略的経済連携協定)への参加を表明したこともプラスに寄与しよう。

2011年の実質GDP成長率は+7.1%、2012年は+7.4%と予想する。



6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は緩やかな上昇を予想

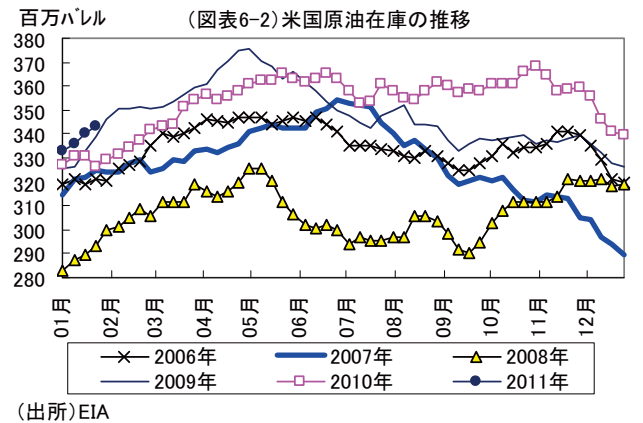
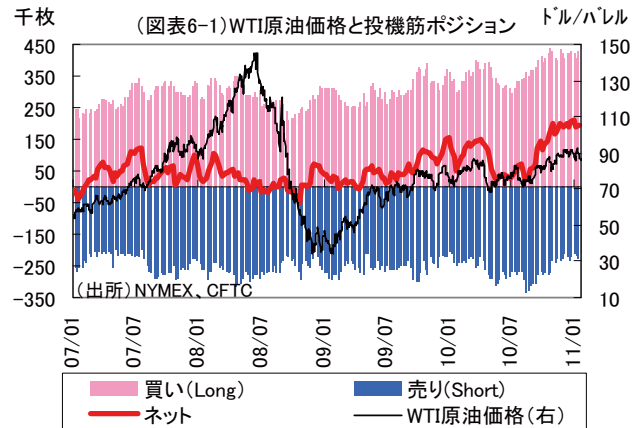
米国産標準油種WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）先物価格は、昨年11月のFRBによるQE2決定後に、ドルの先安観測などから投機マネーが流入し、85ドル/バレル超まで上昇した。12月には米国の減税延長の決定などによる景気回復期待や、欧米の寒波による暖房油需要増加観測を受けて、一時90ドル/バレルを超えた。1月下旬には、エジプト反政府デモが周辺産油国に波及し、中東の原油供給が滞るとの懸念が浮上、2011年に入ってから平均価格は、89ドル/バレル（2月14日現在）となっている（図表6-1）。

ただ、米国の原油需給は緩んだ状況が続いている。米国の原油在庫は、過去5年と比べても依然として最も多く（図表6-2）、米国エネルギー省エネルギー情報局（EIA）の予想では、今後も高水準の在庫状況が続く見通しである。また、米国における石油製品消費量は回復しつつあるものの、その水準は決して高くない。

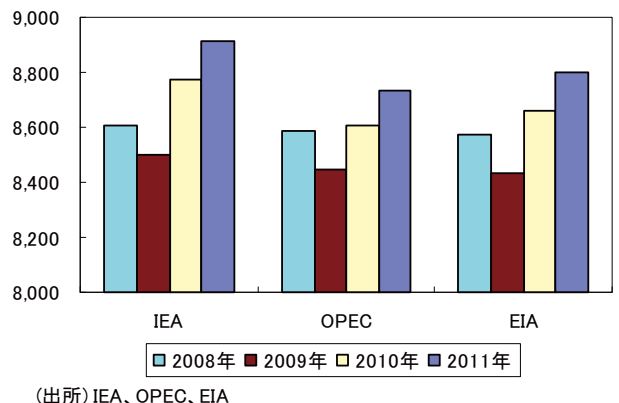
価格上昇の要因としては、投機マネーの流入が大きい。足元で投機筋のネット買いポジションは、価格が大きく変動した過去4年でみて、最高水準に積み上がっている（図表6-1）。エジプト政情不安などの地政学リスクの他、新興国を中心とする世界景気の回復、原油需要の拡大により、将来的に原油の需給が引き締まるとの思惑や、米国のQE2実施による世界的な過剰流動性の拡大が価格上昇期待につながっている。

主要機関の2011年原油等の需要見通し（いずれも1月時点）については、国際エネルギー機関（IEA）が2010年比1.6%増、OPECが同1.4%増、EIAが同1.7%増と、2010年から伸びは鈍化するものの、新興国需要の増加を背景に拡大する見込みである（図表6-3）。新興国の需要見通しは、昨年秋以降、上方修正が続いている。

IEAの見通しから世界の原油需給動向をみると、まず、需要面に関しては、2010年の87.7百万バレル/日（以下百万B/D）から2011年には89.1百万B/Dと、1.4百万B/Dほど増加する見通しとなっている。地域別にみると、OECD諸国の需要量は、46.1百万B/Dから45.9百万B/Dへ微減が見込まれるものの、成長著しい中国を中心とする非OECD諸国で41.6百万B/Dから43.2百万B/Dへと増加が見込まれ



(図表6-3) 世界原油等需要見通し



ている。一方、供給面では、非OPEC諸国が2010年の52.8百万B/Dから2011年には53.4百万B/Dと、0.6百万B/Dほどの増加にとどまる見通しである(図表6-4)。

ただ、需要増加見通し分1.4百万B/Dとの差である0.8百万B/Dは、現在、OPECの余剰生産能力が約5百万B/Dほどあることから、十分対応可能と考える。IEAの見通しに基づけば、2008年までの数年間で見られた需給逼迫懸念が深刻化して価格が大きく跳ね上がるリスクは、2011年の原油市場ではさほど高くないと言える。

OPECの12月の総会では、生産目標の据え置きが決定された(イラクを除くOPEC11ヶ国の生産目標：

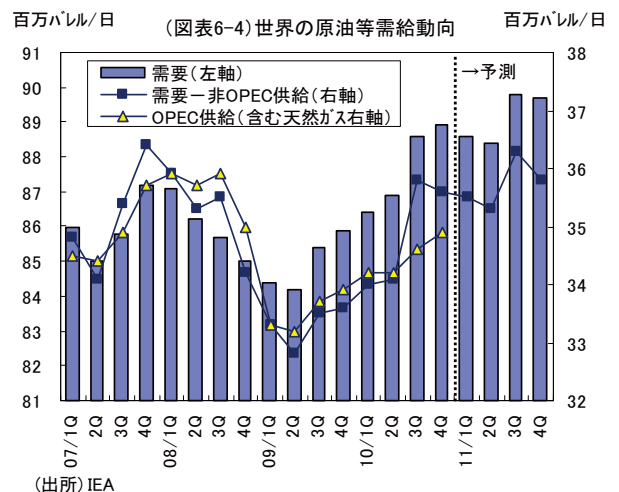
2,485万B/D)。現状の原油価格の高騰は、投機マネーの流入やドル安によるものであり、供給不足に基づく動きではないとの判断である。世界経済の回復に対する下振れリスクが大きいことを踏まえ、需要に対する慎重スタンスを維持している。一方で、原油価格の高騰が需要減退を招くリスクについて、90ドル/バレル近辺では、依然として増産が必要な段階ではないと考えている模様である。現状、加盟国には生産目標(減産)の順守が求められているものの、原油価格の上昇を背景に、OPEC11ヶ国の原油生産量は2009年半ばより徐々に増加しており、順守率は低下傾向にある。また、足元では、OPECから増産を示唆する発言も見られ、過度な価格高騰時には、OPECは増産で対応していくことになろう。

2011年の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、年末にかけて上昇基調をたどると予想するが、景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想されること、供給側に生産余力が残っていることなどを踏まえれば、上昇余地は限られよう。地政学リスクなどにより、一時的に値動きが激しくなる局面はあろうが、2008年のような急激な価格上昇は想定していない。WTI(年平均)は、2011年が94ドル/バレル、2012年が98ドル/バレルを予想する。

(2) その他商品市況も上昇基調が続くと予想

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)指数をみると、昨年9月以降上昇が加速しており、1月末には341と、2年4ヶ月ぶりの高値を付けた(図表6-5)。世界景気の回復期待の高まりに加え、米国の量的金融緩和策の強化による過剰流動性やドル安観測から、商品市場に資金が入りやすい状況が続いているためである。また、世界的な天候不順を背景に、穀物を中心とする農産物の供給懸念が強く影響している。

CRB指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の6分野、19品目で構成される。分野別に1月の動きをみると、産業素材(銅、アルミニウム、ニッケル、綿花)が+7.4%と大きく上昇しており、天候要因による綿花やニッケルの上昇が寄与した。穀物(大豆、小麦、とろろこし)も+2.9%と上昇基調が続いている。エネルギー(原油、燃料油、ガソリン、天然ガス)は+1.5%、貴金属(金、銀)が▲6.6%と、貴金属は調整して



いる（図6-6）。

穀物については、新興国の人口増加や食生活の改善などを背景に、今後も堅調な需要増が見込まれる。加えて、昨年7月以降、ロシア等で深刻な干ばつに見舞われるなど、世界各地で天候不順による生産見通しの減少が伝えられ、供給面での懸念から、投機マネーが流入し、穀物価格の上昇が続いている。

小麦価格は、豪州の記録的豪雨による品質低下懸念などから上昇している。世界全体の小麦在庫は依然として高水準にあり、需給が急激に逼迫する可能性は高くないが、将来的な需要増加見込みから、資金が滞留しやすい状態が続くとみられ、高値圏での推移を予想する。

とうもろこし価格も上昇が続いている。昨年10月以降、米国の生産量が大幅に下方修正され、足元でも南半球の主要生産地であるブラジルやアルゼンチンで高温乾燥天候が続き、作付けの遅れによる生産減少懸念が強い。また、需要面でも、中国の輸入需要や、米国の燃料向け需要が増加している。他の穀物に比べて相対的に在庫水準が低いことから、米国等での今年の作付け状況の改善が確認されるまでは、上昇基調で推移しよう。

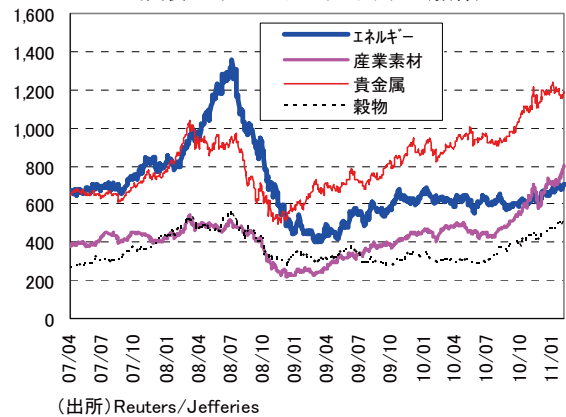
大豆は、世界の6割程度を消費する中国の輸入が前年を上回るペースで推移する一方、アルゼンチン等での生産減少懸念から、生産量が消費量を上回るという見通しが修正される可能性があるため、今後も上昇圧力を受けるだろう。

産業素材分野のうち、非鉄金属では、昨年12月半ばより、銅の在庫が増加基調に転じているが、例年通りの季節要因と考えられ、3月以降は減少に向かうとみている。今後も中国をはじめとする新興国需要に支えられ、銅価格は堅調に推移するとみている。中国はインフレ抑制のため、継続的に利上げを行うものと予想されるが、中国の引き締め政策は、景気減速よりむしろ中国経済の持続的な高成長期待へとつながると考えられる。アルミニウムは、依然として在庫が高水準であることから、今後の上昇は緩やかなものにとどまるとみている。ニッケルは、高水準の在庫に加え、足元でも供給過剰傾向で推移しており、今後の価格上昇は限られよう。

貴金属分野では、金が足元では調整している。米国経済の回復期待の高まりやドル高、金利上昇圧力などは、安全資産としての金の需要低下要因となる。ただ、今後も欧州財政懸念が意識される可能性があること、新興国を中心にインフレ懸念が高まっていること等がインフレヘッジとしての金の需要増につながるため、当面、金価格の下落幅は限られよう。銀は代替資産としての需要は低下していくと考えられるが、太陽電池など産業用需要としての要素も大きく、今後も底堅く推移するとみる。

今後も新興国を中心とする原燃料需要は安定的に伸びると予想され、商品価格は上昇基調で推移するとみている。ただ、足元で米国景気の不透明感はかなり薄れていることから、今後、量的金融緩和の追加策が打たれる可能性は低いとみており、流動性拡大期待による価格押し上げも落ち着い

1967年=100 (図表6-6) CRBサブインデックス(抜粋)



(図表6-7)主要商品の価格変動率(%)

		1ヶ月間	3ヶ月間	1年間
CRB		2.6	13.6	28.6
エネルギー	原油	0.9	13.2	26.5
	天然ガス	0.3	9.5	-13.9
産業素材	銅	0.3	19.3	46.1
	アルミニウム	2.3	8.3	22.5
	ニッケル	10.6	19.2	48.2
	綿花	16.3	34.5	144.0
貴金属	金	-6.2	-1.8	23.2
	銀	-8.9	14.7	74.0
穀物	大豆	1.4	15.3	54.6
	小麦	4.8	13.3	85.0
	とうもろこし	5.9	17.2	77.4

(出所)ファクトセット ※2011年1月末時点の価格変動率

てくると予想される。足元のペースでの高騰が続く可能性は低く、CRB指数（1月末：341）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。