

明治安田生命
2010-2012年度経済見通しについて
 ~日本経済は当面足踏みが続くものの、2011年度始から外需主導で持ち直す~

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2010年7-9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2010-2012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 | 2010年度 2.7% | 2011年度 1.8% | 2012年度 2.0% |
| 名目GDP成長率 | 2010年度 1.1% | 2011年度 1.5% | 2012年度 1.9% |

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等を背景に、夏場以降踊り場入りした状態にある。今後、エコカー補助や猛暑効果の反動減が予想されるのに加え、輸出の伸びも鈍化傾向が続くと見込まれることから、年度内は踊り場が続く可能性が高い。
- ②2011年度前半には、海外景気が新興国・資源国主導で持ち直すともみており、日本経済も外需主導ながら再度緩やかに持ち直すとも予想。個人消費は、企業業績の回復を受けた所得環境の改善を背景に底堅い推移となろう。輸出の回復に伴い、設備投資も回復ペースをやや速めるとみる。2012年度も同様のトレンドが続き、日本経済は緩やかな回復基調が続こう。
- ③ただ、デフレ圧力が根強く残ることが内需の本格回復を阻む要因となる。日銀は「資産買入基金」の拡大を軸に、追加緩和策を模索するとみられるが、日本経済の持続的な成長のためには、1%未満に低下している潜在成長率の引き上げが必要。そのためには、規制緩和を軸とした供給サイドの改革が不可欠で、従来型の財政・金融政策の効果は限定的なものとなろう。

〈主要計数表〉

| | 2009年度 (実績) | 2010年度 | | 2011年度 | | 2012年度 |
|------------------|----------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | | | 2010/8時点 | | 2010/8時点 | |
| 実質成長率 | ▲1.8% | 2.7% | 1.9% | 1.8% | 1.8% | 2.0% |
| 成長率寄与度・内需 ・外需 | ▲2.3% | 1.3% | 0.5% | 1.4% | 1.3% | 1.3% |
| | 0.5% | 1.4% | 1.4% | 0.4% | 0.5% | 0.7% |
| 名目成長率 | ▲3.6% | 1.1% | 0.5% | 1.5% | 1.4% | 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 | | | | | | | |
|----------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2010年度 | | | | 2011年度 | | | |
| | | | | | 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 | -1.8% | 2.7% | 1.8% | 2.0% | 0.4% | 0.9% | -0.3% | 0.2% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.7% |
| 民間最終消費支出 | 0.8% | 1.9% | 0.5% | 0.8% | 0.1% | 1.1% | -0.5% | 0.1% | -0.1% | 0.3% | 0.3% | 0.4% |
| 民間住宅投資 | -18.4% | -1.0% | 7.6% | -2.3% | -0.8% | 1.3% | 1.6% | 1.8% | 1.9% | 2.0% | 2.2% | 1.5% |
| 民間設備投資 | -15.3% | 4.2% | 5.9% | 5.3% | 1.8% | 0.8% | 1.0% | 0.6% | 1.7% | 2.0% | 2.1% | 1.3% |
| 政府最終消費支出 | 1.7% | 1.1% | 0.5% | 0.7% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.2% |
| 公的固定資本形成 | 9.3% | -4.4% | -0.1% | -3.2% | -2.3% | -0.6% | -1.8% | 1.4% | 1.7% | -1.0% | -1.7% | -0.5% |
| 財貨・サービスの輸出 | -9.5% | 18.4% | 6.6% | 7.6% | 5.6% | 2.4% | -0.2% | 0.6% | 2.5% | 2.1% | 2.0% | 1.8% |
| 財貨・サービスの輸入 | -12.2% | 11.3% | 6.2% | 4.8% | 4.0% | 2.7% | 0.5% | 1.0% | 2.2% | 1.5% | 1.4% | 1.3% |
| 名目GDP | -3.6% | 1.1% | 1.5% | 1.9% | -0.7% | 0.7% | -0.1% | -0.1% | 0.4% | 0.7% | 0.6% | 0.7% |
| GDPデフレーター(前年比) | -1.8% | -1.6% | -0.3% | -0.1% | -1.8% | -2.0% | -1.0% | -1.5% | -0.4% | -0.2% | -0.4% | -0.1% |

| (前期比寄与度) | → 予測 | | | | → 予測 | | | | | | | |
|------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2010年度 | | | | 2011年度 | | | |
| | | | | | 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 | -1.8% | 2.7% | 1.8% | 2.0% | 0.4% | 0.9% | -0.3% | 0.2% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.7% |
| 民間最終消費支出 | 0.4% | 1.1% | 0.3% | 0.4% | 0.0% | 0.7% | -0.3% | 0.1% | -0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 民間住宅投資 | -0.6% | 0.0% | 0.2% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% |
| 民間設備投資 | -2.3% | 0.6% | 0.8% | 0.7% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% |
| 政府最終消費支出 | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 公的固定資本形成 | 0.4% | -0.2% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | 0.0% | -0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | -0.1% | 0.0% |
| 在庫品増加 | -0.5% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | -0.1% | 0.1% | -0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% |
| 純輸出 | 0.5% | 1.4% | 0.4% | 0.7% | 0.3% | 0.0% | -0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 財貨・サービスの輸出 | -1.5% | 2.5% | 1.0% | 1.3% | 0.8% | 0.4% | 0.0% | 0.1% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 財貨・サービスの輸入 | 2.0% | -1.1% | -0.7% | -0.5% | -0.5% | -0.3% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.1% |

2. 主要指標予測

| | → 予測 | | | | → 予測 | | | | | | | |
|-----------------|--------|--------------|--------------|--------------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2009年度 | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2010年度 | | | | 2011年度 | | | |
| | | | | | 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% | 9.1% | 5.4% | 7.0% | 21.0% | 13.5% | 4.7% | -0.3% | 0.6% | 4.5% | 8.3% | 8.1% |
| 消費者物価指数(前年比) | -1.7% | -0.7% | -0.2% | 0.0% | -0.9% | -0.8% | -0.6% | -0.5% | -0.2% | -0.1% | -0.2% | -0.1% |
| 除く生鮮食品(前年比) | -1.6% | -0.9% | -0.2% | 0.0% | -1.2% | -1.1% | -0.7% | -0.6% | -0.2% | -0.1% | -0.2% | -0.2% |
| 国内企業物価指数(前年比) | -5.2% | 0.4% | 0.8% | 1.1% | 0.2% | -0.1% | 0.7% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 0.7% | 0.8% |
| 完全失業率(季調済:平均) | 5.2% | 5.1% | 4.8% | 4.5% | 5.2% | 5.1% | 5.1% | 5.1% | 5.0% | 4.8% | 4.7% | 4.7% |
| 無担保コール翌日物(期末値) | 0.10% | 0.09% | 0.09% | 0.09% | 0.10% | 0.10% | 0.09% | 0.09% | 0.09% | 0.09% | 0.09% | 0.09% |
| 為替レート(円/ドル:平均値) | 93円 | 86円 | 91円 | 94円 | 92円 | 86円 | 82円 | 84円 | 88円 | 90円 | 92円 | 94円 |

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

7-9月期の実質GDP成長率は、輸出は伸び悩んだものの、エコカー補助の駆け込み需要や猛暑効果などによって個人消費が好調だったことから、前期比+0.9%（年率換算：+3.9%）と、4-6月期の同+0.4%（同：+1.8%）からは伸び率が加速した。ただ、7-9月期の成長率は特殊要因によって嵩上げされた面が強く、実勢としての国内景気は既に踊り場入りしていると考えられる。日本経済は2011年度始には踊り場から脱し、外需主導の回復基調をたどるとみている。

海外景気の減速から、輸出は今暫く低調に推移すると予想されるものの、中国景気にはこのところ底打ちの兆しが見え始めており、米国景気も金融緩和の効果などから持ち直してくる可能性が高く、年明け以降、海外景気の復調に伴って、輸出は徐々に上向くとみている。2011年度から2012年度にかけても、新興国・資源国を牽引役に海外景気は堅調に推移する可能性が高く、輸出は緩やかな拡大基調が続こう。

個人消費は、エコカー補助の反動減の影響が大きく、10-12月期はマイナス成長となる可能性が高い。その後も家電エコポイント制度の駆け込み需要とその反動減が個人消費の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、所得環境の改善は続く見通しであり、個人消費は趨勢としては底堅く推移しよう。

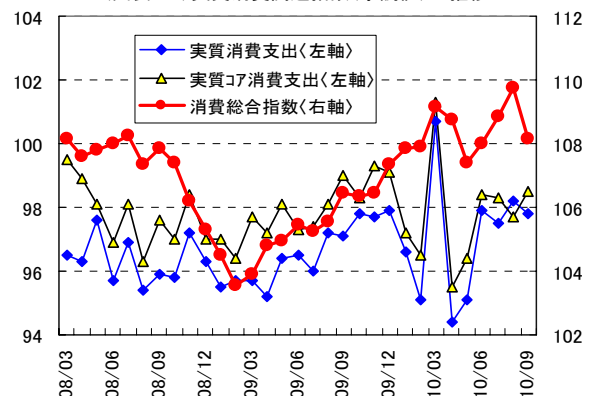
住宅投資は、住宅ローン減税や住宅エコポイント、フラット35Sなどの政策効果によって、2011年度までは回復基調が続くと見込まれるが、2012年度は政策効果の一巡によって反動減が予想される。設備投資は、年度内は緩やかな回復にとどまるとみているが、2011年度は企業の設備過剰感の緩和やキャッシュフローの好転などに加え、輸出の復調によって、回復ペースを速めよう。公共投資は、補正予算の効果によって一時的に増加に転じる可能性が高いものの、国・地方の厳しい財政事情を反映して、2011年度から2012年度にかけても緩やかな減少基調が続くとみる。

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く予想される。欧米の利上げも遅れる見通しであり、日本の利上げは2013年度以降に持ち越されよう。

（1）個人消費は趨勢としては底堅く推移

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）。家電エコポイントの省エネ基準変更前に、薄型テレビの駆け込み需要（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、3月の消費総合指数が大きく上昇したものの、4～5月はその反動減を主因に同指数は低下した。6月から7月にかけては、夏季賞与の上げ止まりや子ども手当の支給開始、猛暑効果などによって同指数は再び上昇し、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

05年=100（図表1-1）実質消費関連指数（季調値）の推移 00年=100



（出所）総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

月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、同指数は再び大きく低下した。

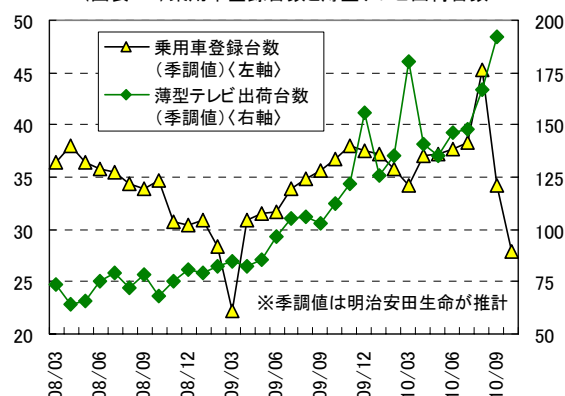
2008年9月のリーマン・ショック以降、高齢無職世帯と勤労者世帯（世帯主が60歳以上の勤労者世帯を含む）の消費動向に大きな乖離が見られる（図表1-3）。2009年春以降、定額給付金の支給やエコカー・エコポイント制度の効果などによって、高齢無職世帯の消費は急速に回復に向かった。家計調査を見ても、世帯主が60歳以上の世帯は乗用車やテレビの購入を大幅に増やしている。今春以降、シニア層の消費が減速しつつあるのは、同制度の効果一巡が主因と考えられる。

一方、勤労者世帯については、2009年春以降も消費の低迷が続いた。これは、雇用不安が熾り続けたことに加え、夏冬の賞与が大幅な前年割れとなった影響が大きかったと考えられる。勤労者世帯も乗用車やテレビの購入を増やしたが、その分、他の消費を絞り込んだ。ただ、ここにきて変化の兆しが見える。9月の家計調査では、勤労者世帯の名目消費支出は前年同月比+1.9%（実質では同+2.5%）と、現役世代の消費が回復しつつある。

勤労者世帯の消費回復の要因としては、名目賃金指数が7ヶ月連続で前年比プラス、消費者物価の変動を加味した実質賃金指数は9ヶ月連続で前年比プラスとなっているように、所得環境が着実に改善しつつあることが主因と考えられる（図表1-4）。特に、昨夏は大幅減となった賞与が、今夏は小幅ながらプラスに転じた効果が大きかったようだ。日本経団連の一次集計によれば、今冬の賞与も前年比プラスとなる見通しである（図表1-5）。今年度の企業業績は大幅な増益が見込まれることから、来年の春闘を経て、2011年度の月例給与や夏冬の賞与も堅調な伸びが予想される。

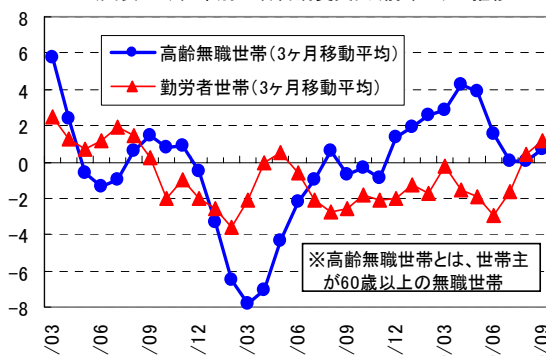
9月7日にエコカー補助金制度が終了し、その後、乗用車の販売は急減したものの、10月8日に、政府が12月から家電エコポイントを半減させると発表すると、薄型テレビを中心にエアコンや冷蔵庫も含めてエコ家電の駆け込み需要が大量に発生している。この動きは11月末まで続く見込まれるものの、12～1月にかけてはその反動減が予想される。3月末に家電エコポイント制度が終了することから、2～3月にか

万台 (図表1-2) 乗用車登録台数と薄型テレビ出荷台数



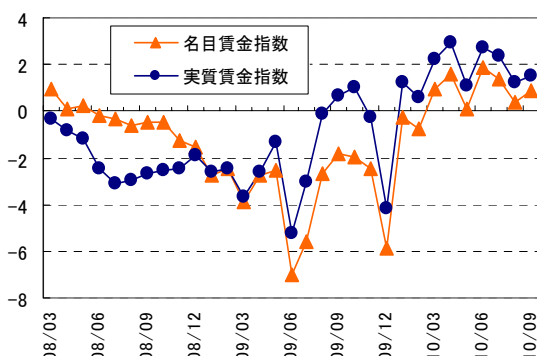
(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、電子技術情報産業協会の資料より明治安田生命が作成

% (図表1-3) 世帯別の名目消費支出(前年比)の推移



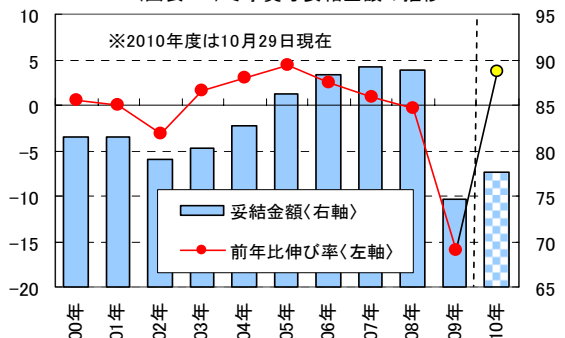
(出所) 総務省「家計調査」

% (図表1-4) 名目・実質賃金指数(前年比)の推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

% (図表1-5) 冬季賞与と妥結金額の推移



(出所) 日本経済団体連合会、旧日本経営者団体連盟

けてはその駆け込み需要、4～5月にかけてはその反動減が発生することになる。このように、当面、個人消費が家電エコポイント制度に振り回される展開が続くことは避けられない。

一方、10月に子ども手当の支給が本格化（6月は2ヶ月分の支給、10月は4ヶ月分の支給）したことに加え、冬季賞与のプラス転換など所得環境の改善も続く見通しであることから、これまでエコカーやエコ家電に向かっていった消費が他の消費に向かうと予想される。実際、勤労者世帯でこれまで落ち込んでいた被服・履物、外食、教養娯楽サービス（旅行、習い事、レジャーなど）などの消費支出は、回復ないしは下げ止まりの兆しが見えるようになった（図表1-6）。

10-12月期はエコカーの大幅減の影響が大きく、個人消費はマイナス成長となる可能性が高い。その後も家電エコポイント制度が、短期的な振れを招く要因として働くが、所得環境の改善を背景に現役世代の消費は緩やかながらも回復に向かうと予想される。一方、シニア層は、所得環境改善の恩恵を直接的には享受しないため、消費は横這い圏にとどまる可能性が高い。今後の個人消費は、現役世代を中心に、趨勢としては底堅く推移するとみる。

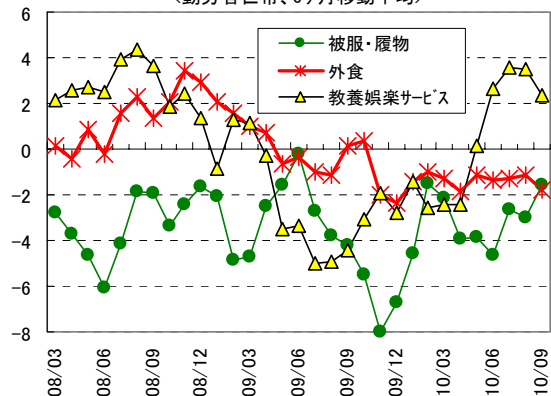
（2）住宅投資は政策効果で回復基調

住宅市場では、1968年以降一貫して、総世帯数の伸びを上回るペースで総住宅数が増加してきた。しかし、人口の減少傾向や少子高齢化が進む中で、世帯数は伸び悩んでおり、住宅ストックの余剰感が高まっている。足元では、世帯数の伸びは、前年比+1%を割る水準まで鈍化しており、空き家率も上昇傾向で推移している（図表1-7）。

一方で、耐震基準変更前の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。総務省の「住宅・土地統計調査」追加集計結果（2010年9月公表）によれば、全国持家戸数3,032万戸のうち、1980年以前に建築されて耐震診断も耐震改修工事もしていない住宅が1,038万戸も存在し、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、世帯人員の減少、費用負担などから、建て替えが順調に進むとは考えにくい。実際、住宅生産団体連合会の2009年調査では、建替時の従前住宅の平均築年数は、調査開始以来最長となる34.0年（前年度は33.0年）へと伸びている（図表1-8）。建て替えサイクルの長期化も住宅投資の押し下げ要因の一つである。

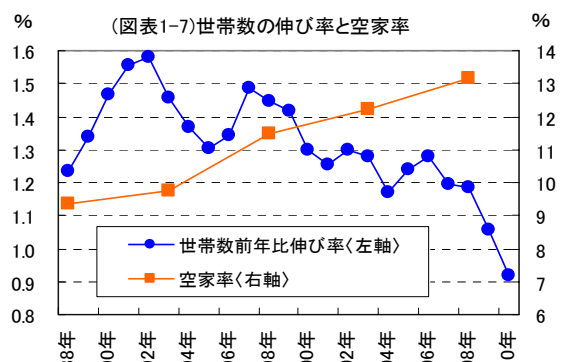
9月の新設住宅着工戸数（季調済年率換算戸数）は、

（図表1-6）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〉



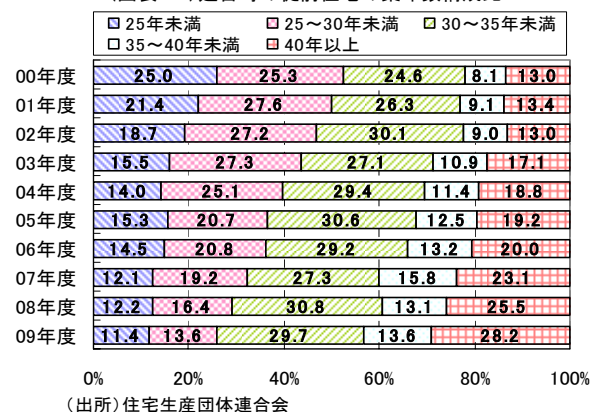
（出所）総務省「家計調査」

（図表1-7）世帯数の伸び率と空家率



（出所）総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数」、「住宅・土地統計調査」

（図表1-8）建替時の従前住宅の築年数構成比



前月比+1.0%の83.7万戸と4ヶ月連続で増加した。今年に入ってからは一進一退で推移していたが、ここきて持ち直しの動きがみられる(図表1-9)。

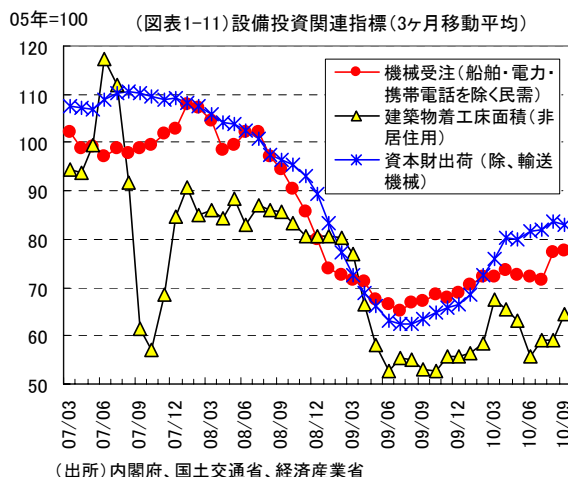
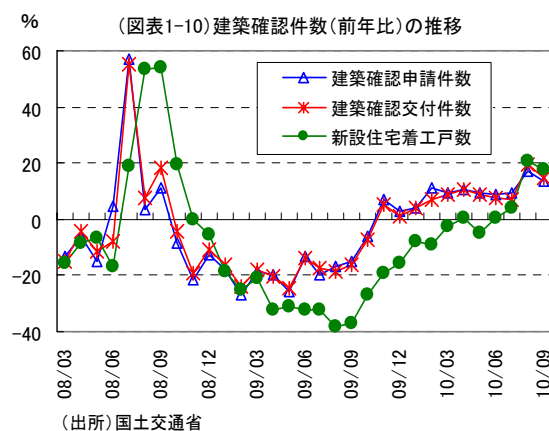
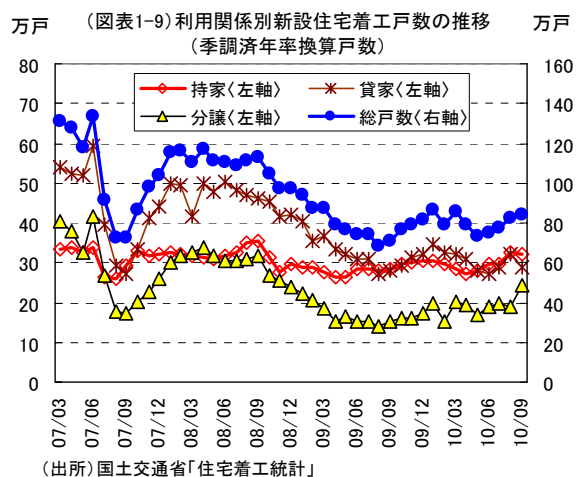
利用関係別では、分譲が高い伸びを示しており、とりわけ、マンションが大きく増加している。持家も回復しつつあり、分譲とともに一連の住宅支援策の効果が出ているようだ。住宅着工に数ヶ月先行する傾向がある建築確認申請件数は、9月も前年同月比+13.6%と、11ヶ月連続で前年比プラスとなっていることから、当面、住宅着工の回復基調が続こう(図表1-10)。

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、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、住宅投資の押し上げ要因となっている。住宅エコポイントおよびフラット35Sは、当初は今年12月末に終了予定であったが、9月10日に閣議決定された「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」によって、1年間延長されることになった。

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まだないが、今後も政策効果に支えられる形で緩やかな回復基調が続くと予想される。住宅エコポイントやフラット35Sが2011年末まで続くことから、住宅着工は同時期まで回復基調で推移する可能性が高い。ただ、2012年の年明け以降は、その反動から落ち込みが避けられないとみる。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、その後は減少基調に転じよう。

(3) 設備投資は来年度から回復ペースを速める

民間設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力・携帯電話を除く民需)の推移を見ると、昨年半ば以降、緩やかに回復している(図表1-11)。9月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲10.3%となったものの、7-9月期は前期比+9.6%と、4四半期連続でプラスとなった。建設投資(設備投資の約3割を占める)の先行きを示す建築着工床面積(非居住用)も底打ちの兆しが見え始め、ソフトウェア投資(設備投資の約1割を占める)の先行指標となる受注ソフトウェアも持ち直しつつある(図表



1-12)。

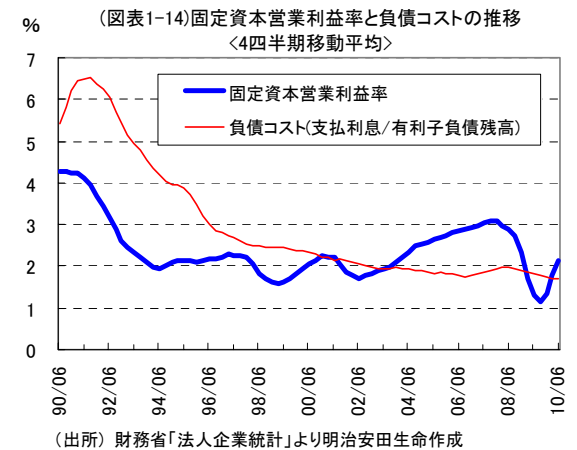
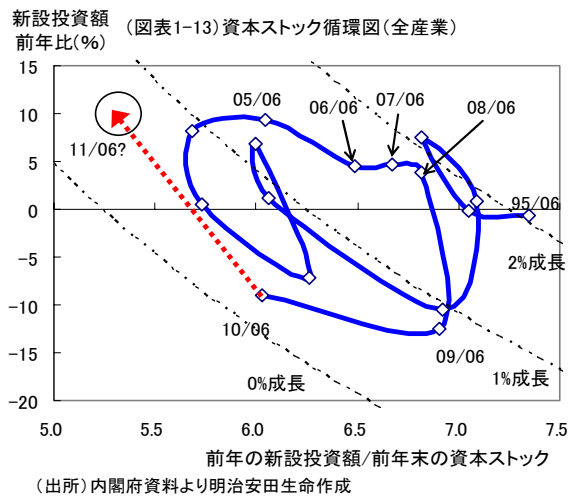
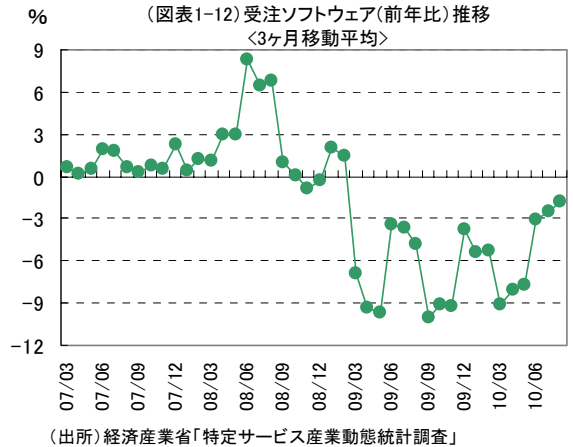
日本政策投資銀行の調査によれば、2010年度の大企業（資本金10億円以上）の国内設備投資（有形固定資産の新規計上額、リース会計対応ベース）は前年度比+6.8%の見込みである。製造業では維持更新投資に加え、環境関連製品など新分野への投資拡大、非製造業ではサービス安定供給のためのインフラ投資（電力、通信、運輸）の増加が見込まれる。製造業では、国内は新製品・製品高度化投資が主体となる一方、海外は新興国中心に能力増強投資が中心と、中長期的な観点から内外の設備投資の棲み分けを実施している様子が窺える。

日銀短観（9月調査）の設備判断DI（過剰-不足）は、全規模・全産業ベースで+8と、6月調査の+11から3ポイント改善しており、設備過剰感は着実に改善している。これまでの経験則では、設備判断DIが+10程度まで改善してくると、設備投資が本格的に回復する傾向が見られたが、現状は緩やかな回復にとどまっている。これは先行き12月の予測DIが+8と、設備過剰感が緩和に向かう動きが鈍いことに起因していると考えられる。実際、輸出の弱含みに伴う鉱工業生産の減少によって、稼働率指数は5月の91.3をピークに、6月以降、89.4→89.1→88.3→87.3と、足踏みしている状況である。

資本ストック循環図で設備投資と資本ストックの最近の関係をみると、企業の期待成長率の低下に伴うストック調整の実施が、2008年度下期以降の設備投資の大幅削減に繋がった様子が窺える（図表1-13）。足元は海外景気の減速や円高傾向など、先行きの懸念材料が多く、期待成長率が高まりにくい。ただ、2010年6月時点の「新設投資額/資本ストック」は5.43と、資本ストックの調整は大きく進展している。期待成長率について潜在成長率（0.8%程度）をやや下回る水準と仮定して、それに応じて企業が適当と考える水準まで企業が設備投資を増やした場合、2011年4-6月期の設備投資は前年同期比で+10%程度と試算される。

また、足元では、設備投資からの期待収益率が改善、すなわち、固定資本営業利益率が上昇しており、負債コスト（支払利息/有利子負債残高）を上回っている（図表1-14）。企業の景況感さえ上向けば、企業は設備投資を積極化させると予想される。

6月以降、鉱工業生産が4ヶ月連続で減少するなど、日本経済は既に踊り場入りしていると考えられる。ただ、設備過剰感の着実な緩和や企業業績の回復に伴うキャッシュフローの好転などから、



設備投資の緩やかな回復基調は続くとする。米国景気は今暫く停滞感の強い状況が続くそうだが、中国景気はソフトランディングに成功、2011年度には力強い回復基調に戻る可能性が高く、設備投資も輸出の回復によって2011年度から回復ペースを速めると予想する。

(4) 公共投資は一時的に増加

10月26日に、2010年度の補正予算が閣議決定された(図表1-15)。このうち、社会資本整備(3,776億円)のほか、ゲリラ豪雨等の防災対策(1,403億円)や学校施設の耐震化(1,250億円)なども大半は公共事業費に含まれると考えられる。また、地域活性化交付金(3,500億円)の相当部分が公共投資に回る可能性が高いほか、公共事業契約の前倒し(限度額:2,388億円)なども含め、今回の補正予算によって、公共投資は約1.1兆円の増額要因となる。これは公共投資を5%程度押し上げる効果があると試算され、2010年度と2011年度の双方に寄与しよう。公共事業以外の予算も含め、2010年度補正予算のGDP押し上げ効果は0.6%程度とみられ、2010年度の実質GDPを0.1%程度、2011年度のGDPを0.5%程度押し上げると試算される。

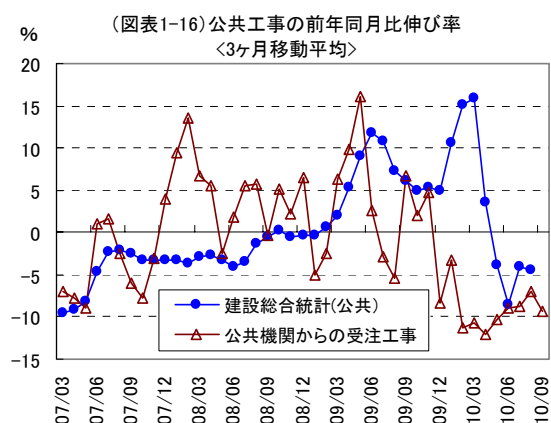
2010年度の公共事業予算が大幅な減額(一般会計の公共事業費は前年度比▲18.3%)となったことから、公共工事の受注も建設総合統計(公共)も前年比マイナス基調で推移している(図表1-16)。2010年1月から3月にかけて、建設総合統計(公共)が大幅に上振れた要因は、統計上、冬季修正率を縮小したことによるものであり、実態としては減少トレンドに変化はない。

公共投資はこれまで減少基調が続いてきたが、今回の補正予算によって、2011年1-3月期から4-6月期にかけて、公共投資は一時的に前期比で増加に転じる可能性が高い。ただ、厳しい財政事情を反映し、国の2011年度予算および2012年度予算では、公共事業費は横這い圏でとどまるとみている。地方財政は国よりもさらに厳しいため、地方の公共事業予算は減額基調が続こう。2011年度から2012年度にかけても公共投資は減少基調が続くと予想される。

(図表1-15) 2010年度補正予算の概要(2010年10月26日閣議決定)

| | |
|--------------------------------------|-----------------|
| 1. 雇用・人材育成 | 3,199億円 |
| (1) 新卒者・若年者支援の強化 | 511億円 |
| (2) 雇用調整助成金等による雇用下支えと生活支援 | 100億円 |
| (3) 雇用創造・人材育成 | 2,588億円 |
| 2. 新成長戦略の推進・加速 | 3,369億円 |
| (1) グリーン・イノベーションの推進(レアースの確保を含む) | 2,244億円 |
| (2) ライフ・イノベーションの推進 | 139億円 |
| (3) アジア経済戦略の推進 | 124億円 |
| (4) 科学・技術・情報通信立国戦略の推進 | 862億円 |
| 3. 子育て、医療・介護・福祉等の強化による安心の確保 | 11,239億円 |
| (1) 子育て(安心こども基金の延長・積み増し等) | 1,112億円 |
| (2) 医療(医療機関の機能強化等を含む) | 6,773億円 |
| (3) 介護等高齢者の生活の安心の確保 | 506億円 |
| (4) 福祉等 | 2,848億円 |
| 4. 地域活性化、社会資本整備、中小企業対策 | 30,706億円 |
| (1) 地域活性化 | 20,861億円 |
| うち地方交付税の増額 | 13,126億円 |
| うち地域活性化交付金の創設 | 3,500億円 |
| うちゲリラ豪雨等の防災対策 | 1,403億円 |
| うち学校施設の耐震化 | 1,250億円 |
| (2) 社会資本整備 | 3,776億円 |
| (3) 中小企業対策(資金繰り支援等) | 5,790億円 |
| (4) その他 | 280億円 |
| 合計 | 48,513億円 |
| ※公共事業契約の前倒し(限度額:2,388億円)を加えれば、約5.1兆円 | |

(出所) 政府資料より明治安田生命作成



(出所) 国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計」

(5) 輸出は年明け以降徐々に回復

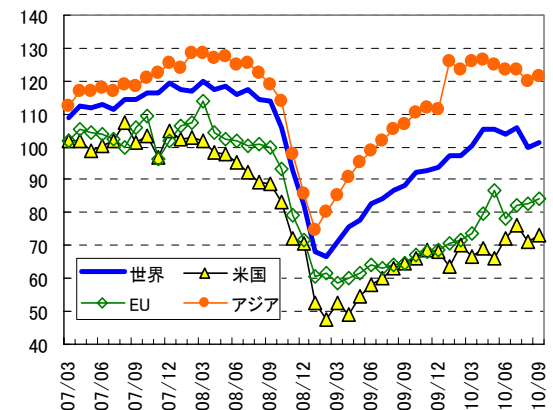
今夏以降、これまで国内景気回復の牽引役を果たしてきた輸出が弱含んでいる(図表1-17)。米国や中国の景気減速に加え、最近の円高傾向も影響しているようだ。

円高は輸出価格の下落を通して、輸出企業の収益悪化要因として働く。実際、円高が急激に進行した1986年度、1993年度、2008年度は、製造業の売上高経常利益率が悪化した(図表1-18)。ただ、ここで注目すべき点は、むしろその翌年度や翌々年度である。1987~88年度も対前年比では円高が進んだが、製造業の収益性は改善している。1994~95年度、2009年度も同様であった。このように日本の製造業は円高への対応力が高いが、その要因としては、生産工程の見直しなど企業の地道な原価低減努力に加え、やや遅れて円高メリット(原材料価格やエネルギー価格の下落など)を享受していることも大きい。一般に、円高の悪影響は比較的早期に顕在化するのに対し、円高メリットが現れるには、長いサプライチェーンを経るために時間を要する。

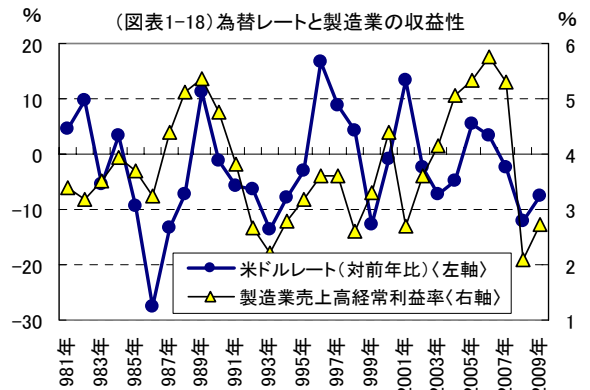
名目実効レートは既に過去最高(1995年4月)を超えているが、実質実効為替レートは1980年以降のほぼ平均値であり、足元は決して「超円高」と言える水準ではない(図表1-19)。実質実効為替レートは当時よりも約30%も円安水準となっており、日本の輸出競争力は、名目実効レートほどには低下していないと考えられる。

結局のところ、輸出は為替の動向よりも世界景気の影響を強く受ける。1981年以降の世界実質GDP成長率と実質輸出増加額の推移を見ると、両者の相関関係は高い(図表1-20)。1981年以降で、暦年ベースで実質輸出がマイナスとなったのは、1986~87年、1998年、2001年、2009年のみである。1986~87年は、世界景気は比較的堅調に推移したものの、プラザ合意(1985年9月)後の急速な円高(プラザ合意直前の約240円/ドルから1987年末には約120円/ドルにまで円高が進行)によって輸出が落ち込んだ。1998年はアジア通貨危機により、特にASEAN向けの輸出が大きく減少し、2001年はいわゆるITバブルの崩壊によって、半導体・電子部品等の輸出が世界的に低迷した。2009年に輸出が大きく落ち込んだ要

05年=100 (図表1-17)地域別輸出数量指数(季調値)の推移

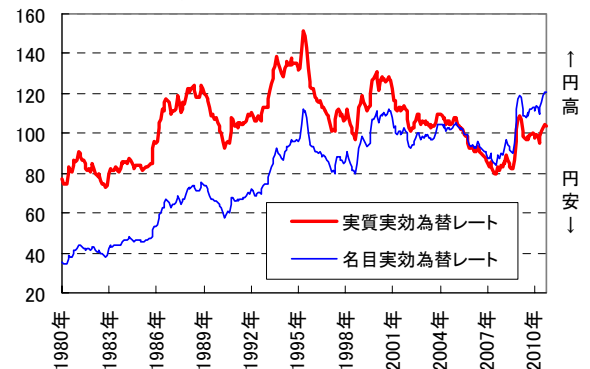


(出所)内閣府

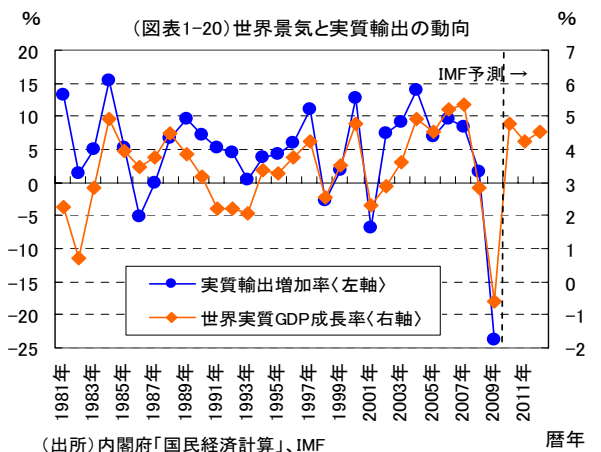


(出所)財務省「法人企業統計」、日本銀行「外国為替市場」年度

05年=100 (図表1-19)実効為替レートの推移



(出所)日本銀行



(出所)内閣府「国民経済計算」、IMF 暦年

因は、リーマン・ショック（2008年9月）後の世界的な不況である。

輸出は今暫く低調な推移が続くと見込まれるものの、中国景気には既に復調の兆しが見え始めており、米国景気も金融緩和の効果などから緩やかに持ち直してくるとみている。海外景気は、年明け以降は徐々に上向いてくる可能性が高く、それとともに輸出も次第に回復に向かうと予想している。2011～2012年にかけても世界景気は堅調に推移する可能性が高く、輸出は引き続き拡大基調が続くだろう。

（6）デフレ圧力は根強く残る

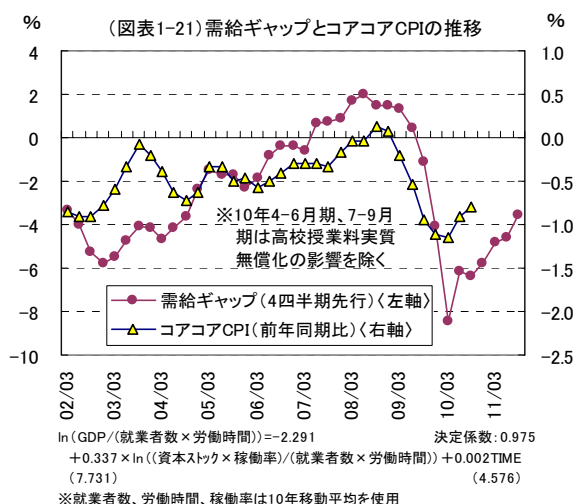
当社の試算では、足元の潜在成長率は0.8%程度とみられる。この推計に基づく、2010年7～9月期の需給ギャップは▲3.6%程度、年間約20兆円の需要不足と試算される。2009年1～3月期を底に改善傾向にあるものの、引き続きマイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）は大きい（図表1-21）。

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）は需給ギャップの動向に約1年遅れて動く傾向が見られる。2010年4～6月期以降は、公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減の影響を除くと、コアコアCPIはマイナス幅が緩やかに縮小している。

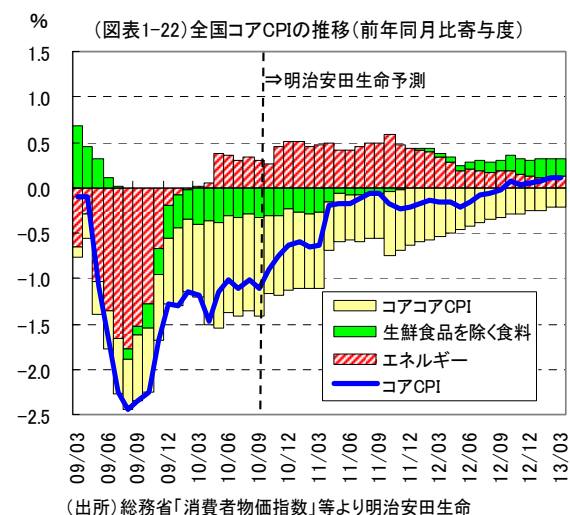
国内景気は既に踊り場入りしていると考えられるものの、年明け以降は、輸出の持ち直しや補正予算の効果などから、緩やかながらも再び上向いてくると予想される。当面は潜在成長率（0.8%程度）を若干上回る成長トレンドが続くとみているが、それでもデフレギャップが解消するまでにはまだ3年程度かかろう。コアコアCPIのマイナス幅は引き続き緩やかな縮小傾向をたどるとみられるが、デフレギャップは依然として大きく、今後も物価の下押し圧力は残ろう。コアコアCPIがプラス基調に転換するにはまだかなりの時間がかかりそうだ。

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（コアCPIを▲0.54%ポイント押し下げ）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、9月は同▲1.1%へとマイナス幅が再び縮小した。

10月からたばこ傷害保険料が値上げされ、それぞれコアCPIを0.28%ポイント程度、0.15%ポイント程度の押し上げ要因になると試算される。コアコアCPIの緩やかな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、今後もコア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1-22）。



（出所）内閣府及び総務省の統計より明治安田生命作成



(7) 「包括緩和」は時間軸政策に期待

日銀は、10月4,5日に開催された金融政策決定会合において「包括緩和」と名付けたパッケージ政策を発表した。「金融政策はもはや限界」という本音を封印し、残された手段をかき集めて市場や政府の緩和期待に精一杯応えてみせた労作と評価できよう。

内容は、政策金利の誘導目標の変更、時間軸の明確化、長期国債を含む幅広い資産の買取りという3本立てとなっている。まず、政策金利の誘導目標の変更(0.0%~0.1%)については、利下げというよりも、資産買い取りの拡大がもたらす政策金利への下押し圧力を容認する方針を示したものだ。日銀当座預金の超過準備への0.1%の付利を残していることから明らかなように、低め誘導は企図されておらず、「ゼロ金利政策への回帰」という評価は正しくない。

2番目の時間軸の明確化については、「中長期的な物価安定の理解」を、インフレ目標的に運用していく方針を示したものだ。政策委員の大勢が物価安定とみなす1%が基準になるのであれば、ハードルは相当高く、強力な時間軸政策といえる。とりわけ、景気回復時の短中期ゾーンのボラティリティを抑え、イールドカーブを手前からつづすアンカー(礎)となり続けよう。もっとも、声明文の表現は「物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」となっており、解釈の余地が残されている。10月5日の定例会見では、物価の安定が展望できる情勢とは1%を指すのかどうかという質問も出たが、白川総裁は「機械的な公式があり、この公式で金融政策が運営できるのであれば、そもそも中央銀行はいらないわけです」と、裁量の余地があることを認めている。したがって、緩和解除の時期が、過去の例にもれず前のめりとなる可能性は残されるが、基本的に2012年度末まで利上げはないとみている。

3番目の資産の買取り規模は5兆円で、固定金利共通担保オペの30兆円と合わせ、総額35兆円の基金という形で「可視化」される。幅広い資産を買い取り対象に含めた点について日銀は、「リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入れは異例性が強い」とアピールしており、いわゆる信用緩和策とみることができる。日本の金融市場は流動性制約下でないという従来の主張と整合性が取れていない感は否めないが、市場に与えるインパクトを優先した形だ。買い取り規模が小さめに見えるのは、今後順次拡大していくことを暗黙の前提としているためだろう。年明け1-3月期にも、最初の拡大策が打ち出される可能性がある。

国債の買い取りに関しては、従来とは異なる目的のため銀行券ルール(長期国債の保有残高を発行銀行券の範囲内に抑えるという自主ルール)は適用されないとしているが、この説明は苦しい。財政リスクに買入れ目的は関係ないはずであり、事実上のマネタイズ(債務の貨幣化)にまた一歩近づいたとの批判は免れない。

そもそも、国債をあと何兆か買い増したところで、大きな追加緩和効果は見込めないだろう。2001年~2006年の量的緩和時は、日銀当座預金残高の目標水準を最終的に30-35兆円まで引き上げたにも関わらず、金融緩和効果(ポートフォリオバランス効果など)は限定的だったというのがほぼコンセンサスである。足元の10年国債利回りが既に1%前後まで低下していることを考えると、長期金利を直接押し下げる効果にも限界がある。これ以上下がったら下がったで、急反騰のエネルギーも着実に蓄積されることになり、金融機関の経営を不安定化させるリスクが高まる。

(8) 需要不足よりも需給のミスマッチに注目が必要

財政支出5兆円規模の経済対策は、一時的な景気浮揚効果を持つとしても、持続的な景気押し上げには繋がらないだろう。日本経済の問題としては、需要不足よりも、むしろ需給のミスマッチの方が深刻と考えられるためだ。需給のミスマッチの問題は、財政出動では解決しない。既に未曾有

の政府債務を抱える日本の財政の現状を考えれば、リスク対効果という意味で、今回の補正予算が必要だったかどうかは疑わしい。

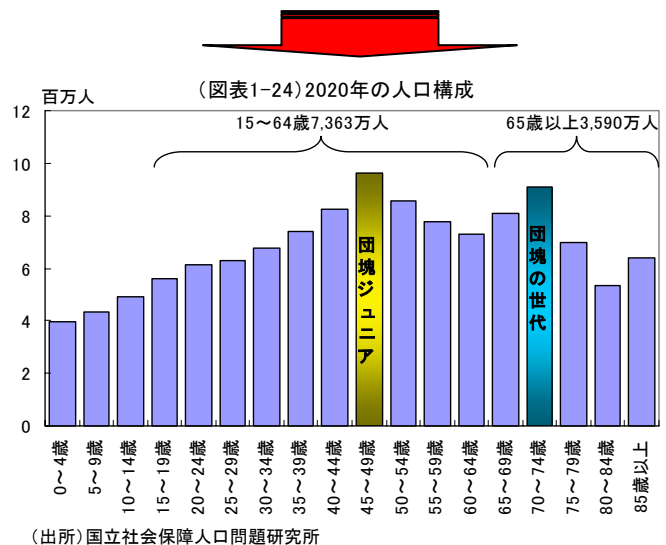
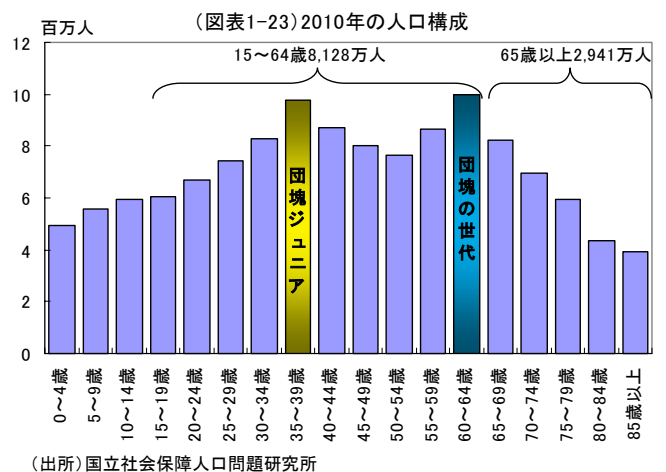
急速な高齢化の進展に伴い（図表 1-23,1-24）、日本ではかつてない規模とスピードで、需要構造の変化が起きている。既に、自動車の長期的な販売不振、百貨店販売の長期低落傾向などにその影響の一端が見て取れる。反面、医療・介護分野などは、各種の規制を背景に、十分なサービスの質や量が確保されていないという理由で、莫大な需要が眠ったままになっている。その潜在的な規模は数十兆円との推計もある。

今後、こうした消費構造のシフトがさらに加速していくのは確実な情勢である。団塊の世代が、2012年から2014年にかけて基礎年金の受給世代に達することはその一因となる。こうしたマーケットの変化を、多くの企業は頭ではわかっているが、十分に対応できていないのが現実と考えられる。ある業界は規制に縛られ、ある業界は政府の保護に守られ、あるいは過去の成功体験や、既存のビジネスモデルの呪縛から脱却できず、手をこまねいてマーケットの縮小を眺める結果に終わっているように見える場合が少なくない。長期的に見れば、人口動態の変化は供給サイドと需要サイドの両方に等しく変化をもたらすはずだが、短期的には供給構造のシフトが需要構造の変化に遅れる結果、需給のミスマッチがさらに拡大し、デフレ脱却を遅らせる要因となる可能性がある。

したがって、政府に求められるのは、景気対策ではなく、成長戦略ということになる。官業の民間への開放を進め、過度な業界保護を廃すことで、民間企業が新しい分野にチャレンジしやすい環境を整備し、需要構造に合わせた産業間の資本・雇用のシフトを促していくことが必要だ。これにより、潜在的な需要を掘り起こすことが可能となる。

グローバル化が進む中、日本企業が他国の企業に比し著しく不利な競争環境に押しやられることのないようにする視点も重要で、その意味では TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）への参加も必須である。TPP への参加を決断するかどうかは、日本経済の復活に向けた現政権の取り組みの本気度が試される踏み絵と言っても過言ではない。

日本の労働生産性は元々諸外国に比し低いわけではなく、成長市場である東アジア諸国にも近い、金融システムは主要先進国に比し頑健など、先行き悲観材料ばかりではない。ただ、政策対応が日本経済の復活を阻んだまま、このまま長期衰退の道を歩むリスクも決して低くない。



2. 米国経済見通し

〈要 約〉

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.0%と、5 四半期連続のプラス成長となったものの、潜在成長率をやや下回る回復にとどまった。景気対策効果が薄れてきていることや、在庫の復元が一巡したことなどから、10-12 月期も低調な推移が予想される。その後も、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 2012 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、雇用環境が回復に向かっていることもあり、緩慢ながらも回復傾向が続くと予想している。

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、緩やかな持ち直しが続くと予想する。

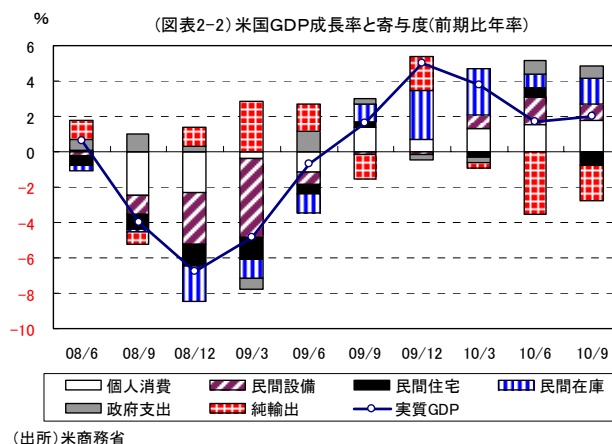
FRB は異例の低金利を長期にわたり継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2012 年後半になるとみている。

(図表2-1) 米国実質GDP

| 〈前期比年率〉 | 暦年ベース | | | | 予測 | | | | | | | | | |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2009年 | 2010年 | | | 2011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% | 2.7% | 2.2% | 2.4% | 5.0% | 3.7% | 1.7% | 2.0% | 2.2% | 1.9% | 2.3% | 2.5% | 2.4% | |
| 個人消費支出 | -1.2% | 1.6% | 2.1% | 2.3% | 0.9% | 1.9% | 2.2% | 2.6% | 2.0% | 1.7% | 2.1% | 2.3% | 2.2% | |
| 民間住宅投資 | -22.9% | -3.4% | -0.2% | 5.0% | -0.8% | -12.3% | 25.6% | -29.1% | 1.2% | 3.4% | 4.2% | 4.8% | 4.3% | |
| 民間設備投資 | -17.1% | 5.6% | 8.0% | 6.5% | -1.4% | 7.8% | 17.2% | 9.8% | 6.5% | 7.1% | 7.6% | 6.9% | 7.1% | |
| 民間在庫(寄与度) | -0.6% | 1.5% | 0.2% | 0.0% | 2.8% | 2.6% | 0.8% | 1.4% | -0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | |
| 純輸出(寄与度) | 1.1% | -0.7% | -0.4% | 0.1% | 1.9% | -0.3% | -3.5% | -2.0% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | |
| 輸出 | -9.5% | 11.2% | 4.9% | 4.2% | 24.4% | 11.4% | 9.1% | 5.0% | 4.8% | 4.6% | 4.3% | 4.7% | 4.1% | |
| 輸入 | -13.8% | 13.9% | 6.2% | 2.6% | 4.9% | 11.2% | 33.5% | 17.4% | 2.4% | 3.2% | 3.0% | 3.2% | 2.4% | |
| 政府支出 | 1.6% | 1.1% | 0.4% | -0.6% | -1.4% | -1.6% | 3.9% | 3.3% | 0.2% | -0.5% | -0.4% | -0.6% | -1.0% | |
| 内需 | -3.6% | 3.4% | 2.5% | 2.3% | 3.0% | 3.9% | 5.1% | 4.0% | 2.0% | 1.9% | 2.3% | 2.4% | 2.3% | |
| 国内最終需要 | -3.1% | 1.9% | 2.3% | 2.3% | 0.2% | 1.3% | 4.1% | 2.5% | 2.1% | 1.9% | 2.3% | 2.3% | 2.2% | |

(1) 7-9 月期は潜在成長率をやや下回る

7-9 月期の実質 GDP 成長率 (速報値) は、前期比年率+2.0%と、5 四半期連続のプラス成長となったものの、潜在成長率とされる 2%半ば (当 G では 2.2%と試算) をやや下回る緩やかな回復にとどまった (図表 2-2)。在庫投資を除いた最終需要も同+0.9%→+0.6%と低調な推移が続いている。需要項目別の内訳を見ると、個人消費が同+2.2%→+2.6%と 5 四半期連続の増加となった。伸び幅も今年に入って徐々にではあるが拡大基調にある。設備投資は同+17.2%→+9.8%と 3 四半期連続で増加となったが、こちらは 4-6 月期が高い伸びだったこともあってやや減速。政府支出も同+3.9%→+3.3%と 2 四半期連続で増加、在庫投資の寄与度は+0.8%→+1.4%ポイントとプ



ラス寄与が続いた。今回、大きなマイナス寄与となったのは住宅投資で、税額控除の終了を受け、4-6月期の前期比年率+25.6%から一転、▲29.1%の大幅減となった。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▲3.5%→▲2.0%と4-6月期に続き大きな押し下げ要因となった。

当面の景気については、足元の好調な企業業績を受け、回復傾向が続くとみるが、景気対策効果が薄れてきていることや、在庫の復元が一巡したことなどから、10-12月期も潜在成長率並みの回復にとどまると予想される。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、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2012年にかけて緩やかなものになるとみている。

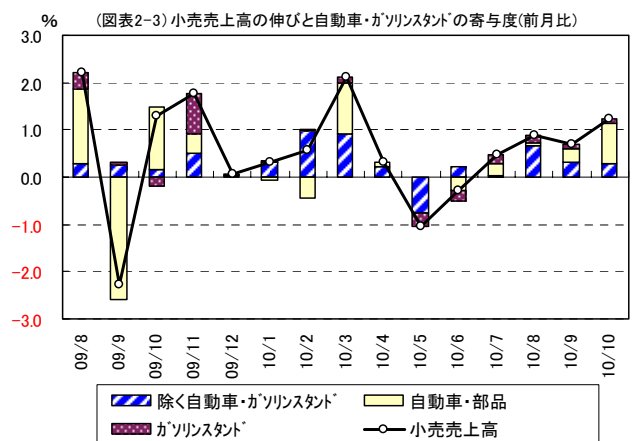
(2) 個人消費の回復ペースは緩やかに

個人消費は、昨年夏場以降、回復基調が続いている。7-9月期の実質個人消費支出は前期比年率+2.6%と、5四半期連続のプラス成長となり、4-6月期の同+2.0%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4ヶ月連続で前月比プラスとなっている(図表2-3)。

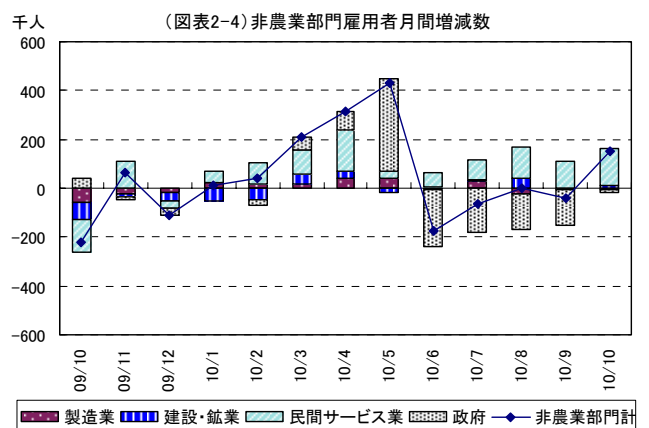
個人消費の持ち直しの要因としては、雇用環境の改善が続いていることが挙げられる。10月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+15.1万人と、5ヶ月ぶりの増加となった(図表2-4)。背景としては、このところの押し下げ要因となっていた国勢調査関連での臨時雇用の減少の影響が一巡したことがある。また、それらを除いた民間部門のみの数字を見ても、増加傾向が続いている。

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、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。企業は一層の在庫の積み増しには慎重なスタンスで、9月の鉱工業生産が直近の景気の谷である2009年6月以来の減少に転じるなど、生産の増加ペースは鈍化している(図表2-5)。生産は当面低調な推移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とみている。

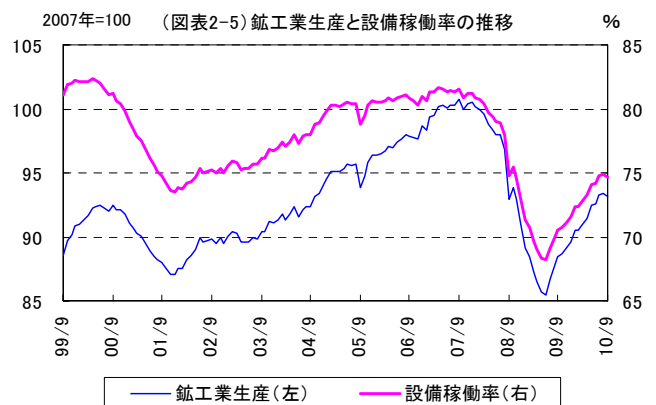
今後の個人消費の動向を占う上で、今後期限を迎える各種減税策等の動向も注目される。ブッシュ前大統領が実施した所得やキャピタルゲイン、配当収入等に対する減税、いわゆるブッシュ減税は今年末が期限である。ブッシュ減税が全て失効



(出所)米商務省



(出所)米労働省



(出所)FRB

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で、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。一方、野党の共和党は全て継続すべきと主張している。11月2日に行われた中間選挙では共和党が大勝したが、年末までは中間選挙前の状態で議会が開催されるため、オバマ大統領の提案が通る可能性は依然として高いとみられる。

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。

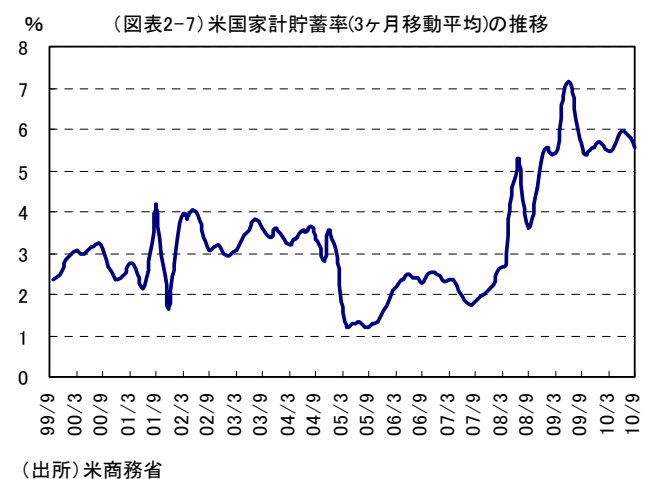
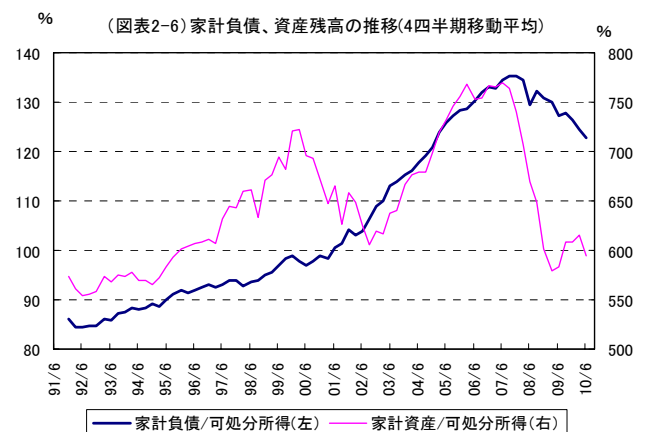
また、失業保険の延長給付も11月末で失効することになっている。こちらは、とりあえず延長される可能性が高いが、中間選挙で勝利した共和党は打ち切りを主張しているため、来年中に縮小や打ち切りの可能性がある。

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下落した結果、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6%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。

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。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%をわずかに超える水準であった。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、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、緩やかな回復にとどまるとみる。

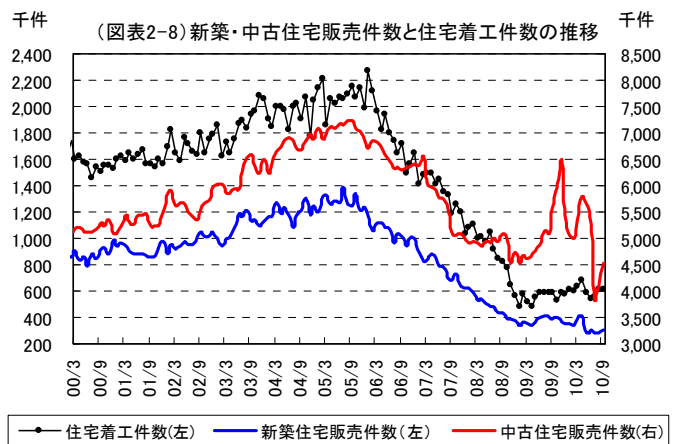
（3）住宅市場は下げ止まりも持ち直しは緩慢に



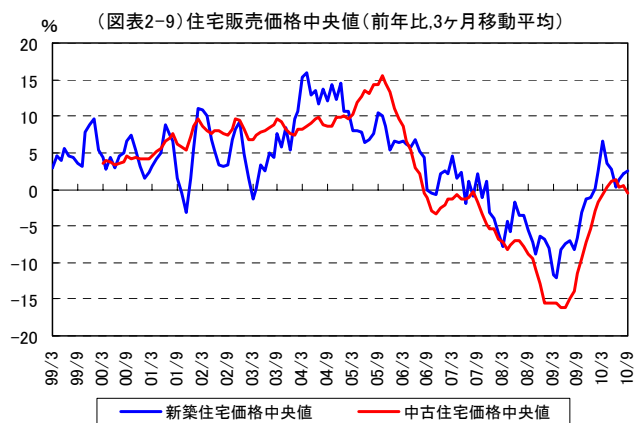
住宅市場は、政府による住宅購入者に対する税額控除が4月末に終了した影響で、悪化傾向が続いていたが、足元では下げ止まりつつある。新築、中古販売件数はともに8、9月と2ヶ月連続で増加しており、着工件数も7月以降3ヶ月連続で増加している(図表2-8)。ただ、実数ベースでは、歴史的な低水準からわずかに戻ったに過ぎず、販売件数に関しては新築、中古とも税額控除を実施する前の水準にも届いていない。住宅市場に関する懸念材料は依然として多く、再度悪化に向かう可能性もある程度みておく必要がある。

最も大きな懸念材料は、足元で住宅価格が再度下落に向かっていることである。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。8月のS&Pケースシラー住宅価格指数は、前月比▲0.3%と2ヶ月連続で低下している。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+1.5%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▲3.3%と3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(図表2-9)。

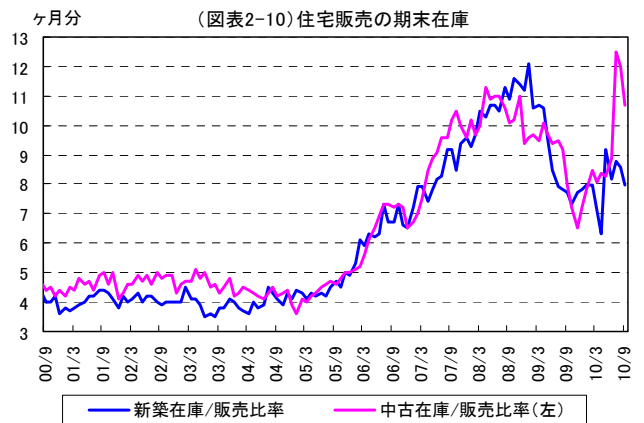
この背景には、中古市場では差し押さえなどによる供給圧力が大きく、在庫調整が新築市場に比し遅れていることが挙げられる(図表2-10)。差し押さえ件数は、昨年初あたりから高止まりが続いている(図表2-11)。理由としては、失業率の高止まりが大きいと、政府が実施している差し押さえ抑制策が期待されたような効果を挙げていないこともある。政府は住宅ローン条件変更プログラム(HAMP)を実施し、差し押さえの抑制に努めている。足元のHAMPの利用状況を見ると、条件変更でローンの返済を続けられるかを確認する当初90日間の試用期間が終了し、ローンの条件変更が完了した件数は増加傾向が続いているものの、試用期間中の件数が減少してきており、全体の利用者は減少傾向にある(図表2-12)。また、たとえHAMPを利用して住宅ローンの条件が変更され、一旦差し押さを免れたとしても、HAMPの利用者は失業している場合も多く、時間が経つにつれて、結局は差し押さえとなる割合が高いことが確認さ



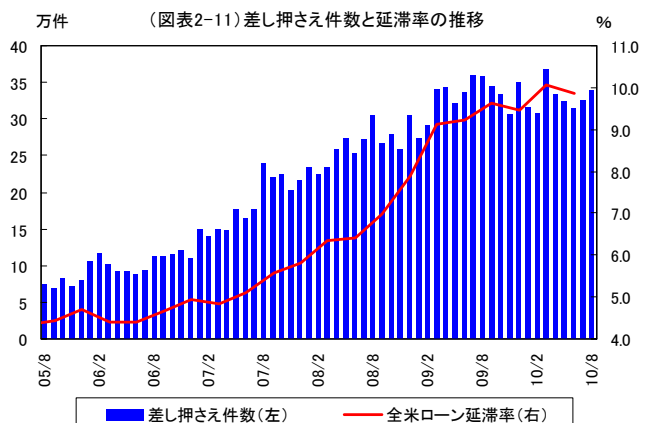
(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)



(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)



(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)



(出所)FRB、リアルティトラック

れている。

大量の差し押さえなどから、持ち家率は低下傾向にある。持ち家率は、1990年代後半以降上昇傾向が続いていたが、住宅バブルの崩壊とともに低下してきている（図表2-13）。ただ、水準としては過去と比較すると依然として高く、NY連銀などは今後数年持ち家率の低下傾向が続くとしている。持ち家率が上昇していた背景には、持ち家の拡大を促進する政策や、サブプライムローンを利用することで、定職に付いてないなど信用力の低い人がある意味無理をして住宅を取得していたことがある。今後についても、支払い開始後の一定期間にローン支払額を減らすことができる変動金利ローンであるオプション ARMなどで、適用金利や返済条件のリセットが2011年に大量に控えているため、住宅を手放さざるを得ない人が多数出るとみられ、これが住宅の供給圧力となる可能性が大きい。

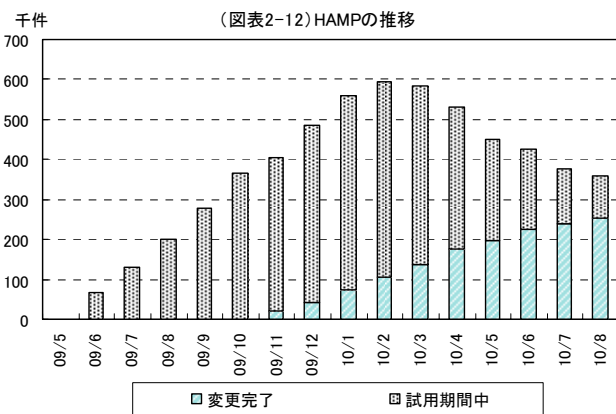
今後の住宅市場に関しては、雇用環境が緩やかながら回復に向かっていることもあり、販売件数や着工件数は緩慢ながらも回復傾向が続くとみている。ただし、上記のような理由で、価格は当面下落基調が続くと予想しており、住宅市場の本格回復はかなり先まで見込めないと考えている。

（4）設備投資は持ち直しが続く

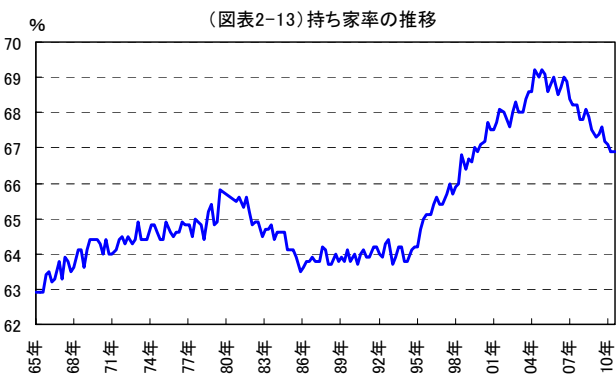
民間設備投資は、2008年後半以降大きく落ち込んでいたが、昨年末あたりから持ち直しに向かっている。設備投資の持ち直しの背景には、企業収益の改善や資本ストック調整の進展などがある。

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2-14）。

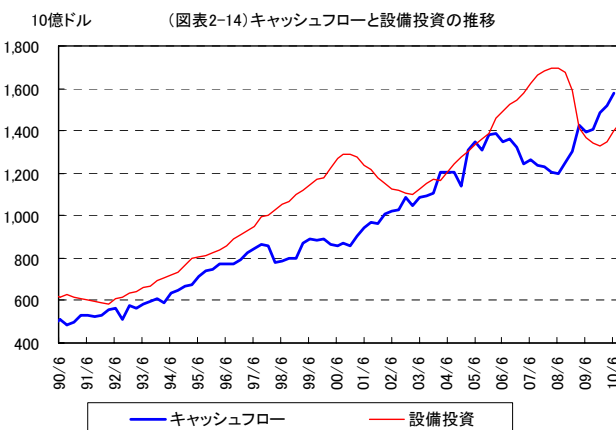
また、企業の期待成長率が改善していると考えられるのも好材料である。期待成長率の上昇は、資本ストックの適正水準を引き上げ、設備投資の増加につながる。図表2-15を見ると、企業は2006年にかけて4%の期待成長ラインに向け資本ストックを積み増していたが、その後は設備投資の伸



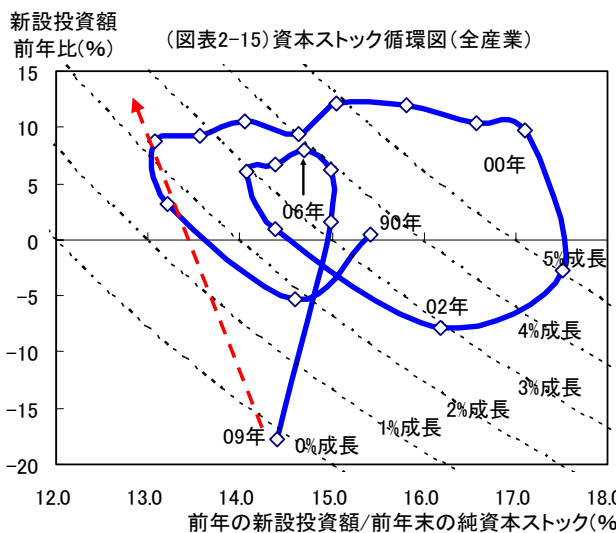
(出所) FHFA



(出所) 米商務省



(出所) 米商務省



(出所) 米商務省より明治安田生命作成

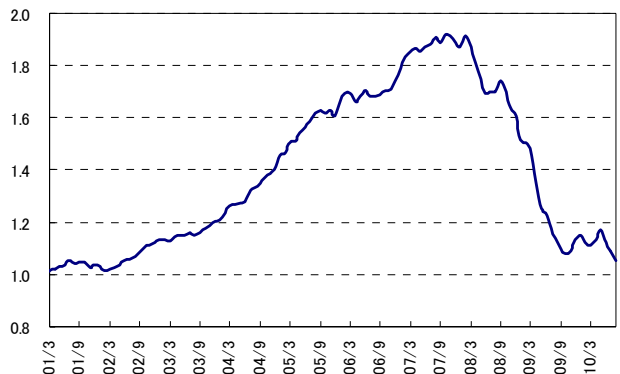
びが大きく鈍化、2009 年は 0%の期待成長率ライン近辺の動きとなった。

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+2.7%、+2.5%成長と予想されている。2012 年は潜在成長率(+2.2%)並みの成長になると仮定すると、3 年間の平均は 2%台半ば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。もつとも、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低迷が続いているのは悪材料である(図表 2-16)。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予想される。

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。

(2000年12月=1) (図表2-16) 商業用不動産価格の推移

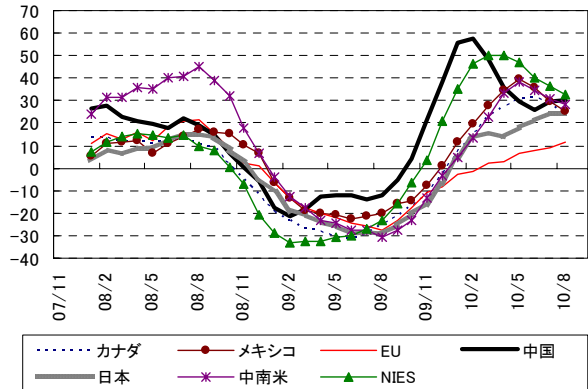


(出所)Moody's/MIT

(5) 輸出は緩やかな回復基調が続く

輸出は、夏場あたりからやや弱含んできている(図表 2-17)。背景には輸出の回復の牽引役となっていた中国の景気減速などがある。ただ、インドやブラジルなどでは、内需を中心に堅調な成長が続いている。また、中国景気に関しても、足元で復調の兆しが見えつつある。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、輸出は緩やかな持ち直しが続く予想する。

(図表2-17) 地域別の輸出動向(前年比、3ヵ月移動平均)



(出所)米商務省

オバマ大統領は、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」を打ち出している。主な内容は、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で、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。

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、中国等でよく見られ、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ており、足元でも TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）の締結を目指し交渉を続けている。これらの政策は具体的な内容が決まっていないうものも多いことから、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。ドル安が進めば、輸出は促進されるが、政府は今回の計画達成の前提にドル安を想定しないとしている。ただ、輸出倍増計画の目標である雇用の回復が遅れていることもあり、ドル安を容認する姿勢に転換しつつあるようにもみえる。

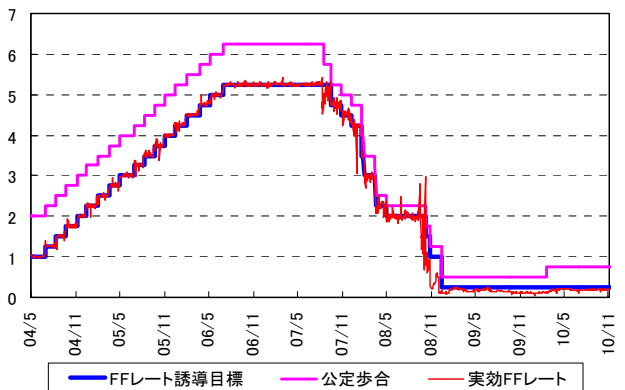
（6）追加緩和を決定、今後は当面様子見か

11月2-3日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、月間約750億ドル、2011年4-6月末までに6,000億ドルの国債を購入するという追加緩和策が決定された。声明文ではその理由として、「景気回復のペースをより力強いものへと促し、インフレを責務に整合した水準に維持するため」としている。また、既に実施しているGSE（政府支援機関）債とMBS（住宅ローン担保証券）の償還資金の国債への再投資も継続する意向で、両方を合計すると月間約1,100億ドル、2011年4-6月期末までに8,500~9,000億ドル規模になるとみられる。

今後に関しては、「情報に照らして、購入ペースと資産購入プログラム全体の規模を定期的に見直し、雇用の最大化と物価安定を最も促進するため必要に応じてプログラムを調整しよう」と、状況次第で購入規模が変更されうるとしている。失業率は高止まりしており、インフレは低下傾向、また、今後の回復ペースも緩慢になるというのがFRBの見方であるため、さらなる買い取り規模の拡大の可能性もあるといえる。一方、先行きの政策運営に関しては、前回の「必要に応じて緩和措置を追加する用意がある」から「必要ならば政策措置を講じるだろう」と、次の政策変更は緩和としていた前回から状況次第で緩和、引き締めどちらにも動ける文言へと変更している。当社では、今後は当面今回の追加緩和の効果を見極めるために様子見を続けるとみている。

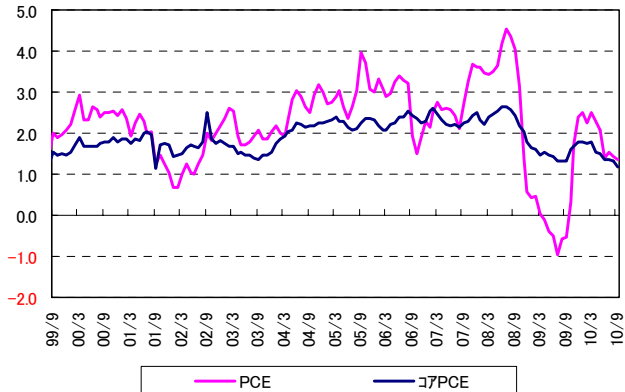
今回の発表で意外だったのは、2011年4-6月末までに6,000億ドルという期間と総額が発表されたことである。当社では、期間や総額を発表すると今後の政策を縛ることになり、またタカ派のメンバーからの反対も強いとみられるため、期間や総額は今回決定せず、FOMC毎に緩和の継続や規模が議論されるとみていた。では、期間や総額を発表するメリットは何か。期間や総額を発表した

（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

ければ買い取り拡大への期待が維持される一方で、いつ買い取りを打ち切るか、市場が疑念を持つ結果にもつながる。期間や規模を発表し、それにコミットすれば、そうした疑念がなくなることで緩和効果が高まる可能性がある。

ただ、追加緩和の効果は不透明である。昨年も3,000億ドルの国債を購入したが、当初は長期金利の低下に寄与したものの、その後は財政赤字のファイナンス、いわゆるマネタイゼーションとの見方から逆に長期金利は上昇に転じた。また、準備預金に対して付利を実施していることも、追加緩和の効果を小さくする可能性が高い。つまり、準備預金に資金が積み上がる（いわゆるブタ積み）だけに終わる状況である。このような状況を回避するためには付利を停止する必要がある。ただ、そもそも準備預金への付利は、政策金利の過度な下振れを防ぎ、短期金利がゼロに張り付くことによる短期金融市場の機能不全を防ぐとともに、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。したがって付利を停止する可能性は小さい。一方で、FOMC後にNY連銀から発表された購入計画によると、残存5年前後の国債を中心に購入することが決定している。こうした中期ゾーンの金利低下には一定の景気刺激効果が期待できる。ただ、長期ゾーンにまで影響が及ぶかどうかは微妙である。

その他、今回のFOMCでインフレ目標策が採用されるという見方も一部であったが、それを示唆するような文言は加えられなかった。ただ、9月のFOMCの議事録では、インフレ期待を醸成するために、物価水準目標策等が議論されたことが明らかにされており、今回も何らかの議論がなされた可能性はある。インフレ目標策はバーナンキ議長の持論であるため、将来的に正式に採用される可能性はあるだろう。今後、さらなる緩和策を講じる際や、逆に出口戦略に踏み切る時などに、インフレ期待が不安定化するリスクがあることを考えると、そのアンカーとしてのインフレ目標策を導入する意義はある。

FRBは当面極めて緩和的な金融政策スタンスを維持する可能性が高く、利上げに踏み切るのは、2012年後半になるとみている。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、米中景気の減速を背景とした輸出の足踏みを受け、回復ペースが鈍化している。今後に関しても、2011年以降に主要国が財政再建を開始することから、景気回復ペースは極めて緩やかなものにとどまる可能性が高い。

個人消費は、雇用環境の改善の遅れを反映し、停滞気味の推移が続いている。ただ、来年半ば以降には輸出の復調により雇用環境は緩やかな改善に向かうと考えられるため、個人消費は2011年後半から緩やかな持ち直しに向かうとみている。

固定投資は、今夏に発表されたストレステストによる金融不安の後退で、銀行の貸出態度が緩和していること等を背景に、緩やかな伸びが続いている。企業業績は堅調を維持しており、設備稼働率も上昇傾向が続いていることから、緩やかな回復基調が続くとみる。

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、2010 年末で終了することが 9 月の政策委員会で決定されている。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。政策金利の引き上げは 2012 年後半と予想する。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(10/09 期は合計のみ実績)

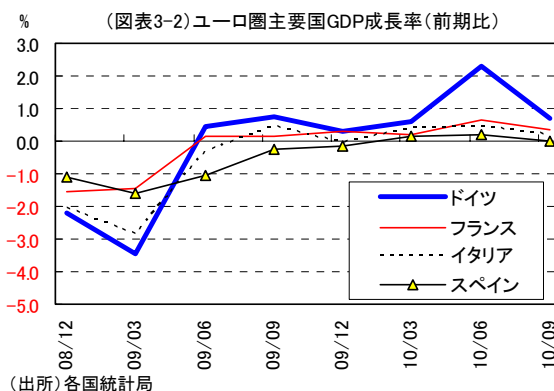
| (前期比) | 2009年 | | | | 2010年 | | | | | 2011年 | | | |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 09/12 | 10/03 | 10/06 | 10/09 | 10/12 | 11/03 | 11/06 | 11/09 | 11/12 |
| ユーロ圏GDP | -4.0% | 1.7% | 1.4% | 1.8% | 0.2% | 0.3% | 1.0% | 0.4% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| 家計消費 | -1.0% | 0.7% | 0.7% | 1.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.4% |
| 政府消費 | 2.3% | 1.3% | -0.1% | -0.4% | -0.1% | 0.2% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% |
| 固定投資 | -10.8% | -1.5% | 1.6% | 2.4% | -1.2% | -0.3% | 1.5% | 0.9% | 0.3% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.5% |
| 純輸出(寄与度) | -0.7% | 0.0% | 0.5% | 0.5% | 0.3% | -0.7% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% |

英国実質GDP

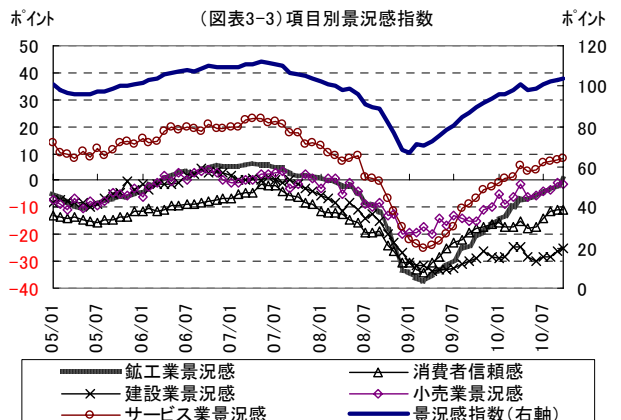
| (前期比) | 2009年 | | | | 2010年 | | | | | 2011年 | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 09/12 | 10/03 | 10/06 | 10/09 | 10/12 | 11/03 | 11/06 | 11/09 | 11/12 |
| 英国GDP | -2.6% | 1.8% | 1.8% | 1.9% | 0.4% | 0.4% | 1.2% | 0.8% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |

(1) ユーロ圏景気は緩やかな回復が続く

7-9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率(速報値)は前期比+0.4%と、3 四半期連続のプラス成長となったが、増勢は同+1.0%と高い伸びだった前期から鈍化した(図表 3-1)。4-6 月期の高成長の背景には、年初の寒波の影響で住宅投資や設備投資が抑制されていた反動や、サッカーW 杯開催に伴う家電製品の販売増という特殊要因があったと考えられ、7-9 月期はそれらの特殊要因が剥落したとみられる。需要項目別の値は 12 月に入ってからの発表となるが、輸出や個人消費、固定投資が 4-6 月期に続きプラスに寄与したと予想する。主要 4ヶ国の成長率を見ると、ドイツ、フランスは 6 四半期連続のプラス、イタリアは 3 四半期連続のプラス成長となったが、スペインは前期比横這いとなった(図表 3-2)。



ユーロ圏経済は、昨年中頃から輸出企業を中心に企業業績が改善し、雇用や投資の増加につながっている。リーマンショックを経て、個人消費、固定投資、輸出はいずれも2009年1-3月期から前期比マイナスに沈んだが、輸出は2009年7-9月期から急回復に転じているほか、個人消費は2009年10-12月期から、固定投資は2010年4-6月期からそれぞれ前期比プラスに転じている。外需から内需へと、回復の裾野が徐々に広がっている様子を示していると言えよう。欧州委員会が発表している10月の景況感指数は104.1と、リーマンショック前の水準にまで回復してきている。内訳をみると、鉱工業、サービス業、小売業景況感が堅調に改善しているほか、低調な推移が続いていた消費者信頼感・建設業景況感も今夏から上向き始めている(図表3-3)。



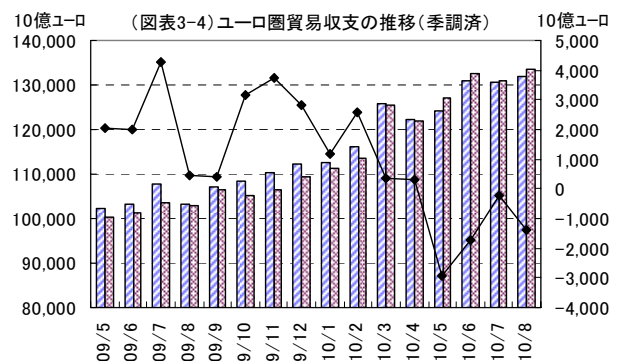
(出所) 欧州委員会

ただ、来年から主要国が財政再建に取り組むことや、輸出の増勢の減速が予想されることから、目先のユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまろう。2011年半ばからは、輸出の増勢が復調するとみていることから、景気は再び緩やかに持ち直すとみる。

ただ、来年から主要国が財政再建に取り組むことや、輸出の増勢の減速が予想されることから、目先のユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまろう。2011年半ばからは、輸出の増勢が復調するとみていることから、景気は再び緩やかに持ち直すとみる。

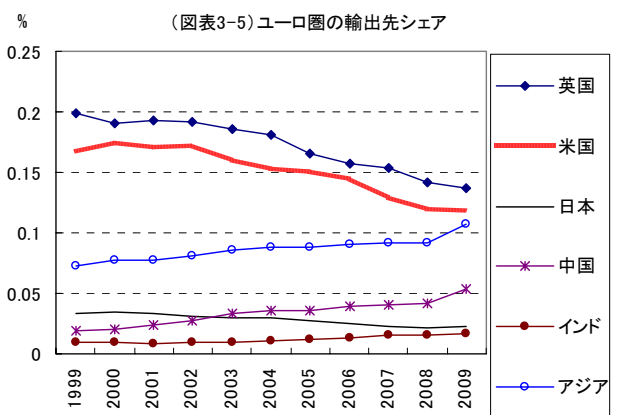
(2) 輸出は来年半ば以降に加速

足元まで景気回復を先導してきた輸出は、米中景気の減速を背景に伸びが鈍化してきている(図表3-4)。米国景気は、住宅取得減税の終了や在庫復元の一巡などを原因に回復ペースが鈍化しており、中国景気も景気刺激策の効果減衰や不動産投資規制などにより減速している。また、中国以外のアジア新興国景気も、米中向けの輸出が伸び悩んだことを背景にやや勢いを失っている。



(出所) ユーロスタット

ただ、中国では、企業の景況感を表すPMI指数が、8月以降3ヶ月連続で上昇するなど、復調の兆しが見え始めている。一方、ユーロ圏の輸出先の中で最大のシェアを占める英国については、来年から本格的な財政再建を進めることもあって、景気は減速に向かう可能性が高い。米国についても、金融危機の後遺症が残ることや、家計のバランスシート調整が続くと考えられることから、2011年を通じて緩慢な回復にとどまる見通しだ。



(出所) ユーロスタット

以上を勘案すると、ユーロ圏輸出は、輸出先シェアが大きい米英向けの輸出の伸びが鈍化する可能性が高く(図表3-5)、当面は減速傾向が続くとみている。ただ、中国景気には復調の兆しが見えており、それに伴い中国以外のアジア新興国も持ち直しに向かうと考えられるため、2011年半ばあたりから輸出は上向くとみている。

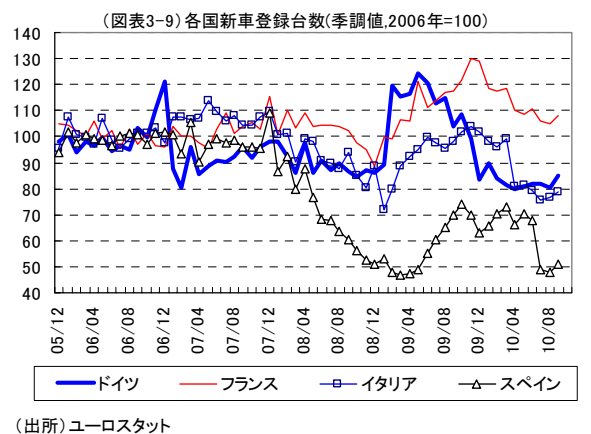
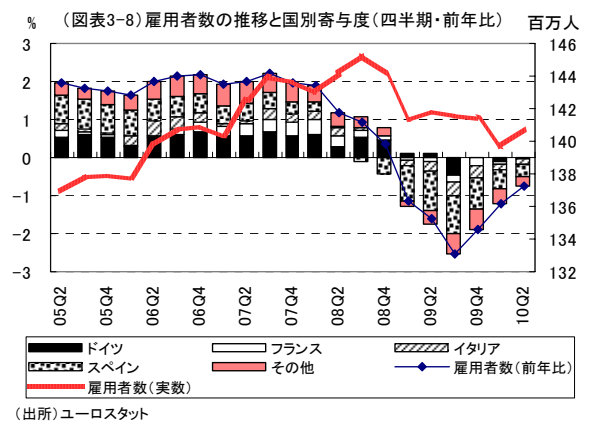
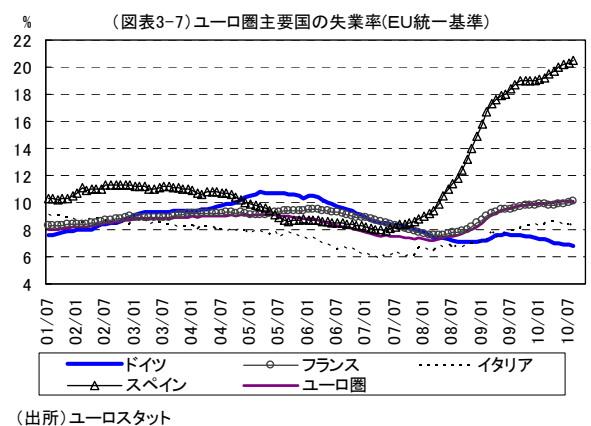
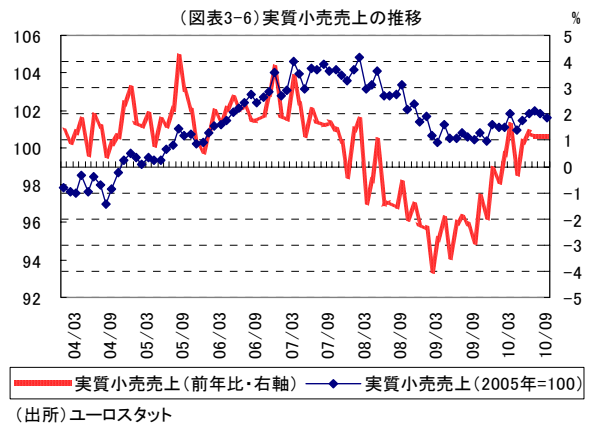
それに伴い中国以外のアジア新興国も持ち直しに向かうと考えられるため、2011年半ばあたりから輸出は上向くとみている。

(3) 個人消費は緩慢な伸びが続く

個人消費は、各国の景気対策の効果で 2009 年 10 月期から前期比プラスが続いている。しかし、雇用・所得環境の改善ペースが緩慢なのに加え、足元では既に多くの景気対策が打ち切られていることから、回復ペースは鈍化しつつある。実質小売売上を見ると、2009 年から回復基調が続いているものの、その勢いは弱々しく、前年比ベースでも低調な伸びにとどまっている（図表 3-6）。

雇用環境を見ると、9月のユーロ圏失業率は10.1%と高止まりが続いている。主要国ではドイツだけが明確な回復基調を辿っている一方、スペインでは悪化傾向に歯止めがかかっていない（図表 3-7）。欧州は、景気後退時の人員削減が米英に比し遅れる傾向があるため、企業の人員過剰感が根強く、雇用環境の回復は鈍いものにとどまっている。雇用者数を見ると、足元でようやく底入れの動きがみられるものの、未だに前年比マイナスの状態が続いており（図表 3-8）、特に、スペインの雇用者減は、2009 年以降のユーロ圏内の雇用者減の過半を占めている。スペインの雇用不振は、住宅バブルの崩壊や、それに伴う金融機関での不良債権の増加、貸し渋りなどの影響が大きい。逆に、ドイツなど、GDP に対する輸出の割合が高い国では、雇用環境の改善が顕著となっている。フランスやイタリアをはじめ、その他多くの国でも輸出増による雇用改善の恩恵を受けていると考えられるものの、その度合いはドイツほどではなく、目先は輸出の減速が見込まれるため、それにつれて雇用環境の改善ペースも鈍化を余儀なくされ、消費の下押し要因となるとみる。

個人消費の抑制要因として、景気対策効果の剥落も挙げられる。リーマンショック後に打ち出された景気対策の中で、とりわけ効果を上げていたのが自動車買い替え支援策であるが、昨年 9 月に予算枯渇を理由に打ち切ったドイツでは新車販売台数が急落し、支援以前の水準と比べても 1 割前後低い水準での推移が続いている（図表 3-9）。イタリア、スペインでも今春に相次いで支援を打ち切っており、今後は反動減が顕在化すると考えられる。フランスでも 7 月に支援額を引き下げ、12 月に完全に打ち切る予定であることから、年明け以降に反動減が顕在化する



可能性が高い。

ユーロ圏個人消費は、これまで消費を下支えしてきた景気対策効果が剥落するのに加え、雇用環境の改善ペースが鈍いものにとどまることから、当面は極めて緩やかな伸びが続くとみる。ユーロ圏個人消費が復調するのは、輸出が持ち直すことで雇用環境が改善に向かうと考えられる来年半ば以降になると予想する。

(4) 固定投資は緩やかな持ち直しへ

固定投資は、企業業績の改善や銀行の貸出態度の好転などにより持ち直しつつある。生産の先行指標である製造業受注は増勢を維持しており、足元では生産も堅調に推移している(図表3-10)。

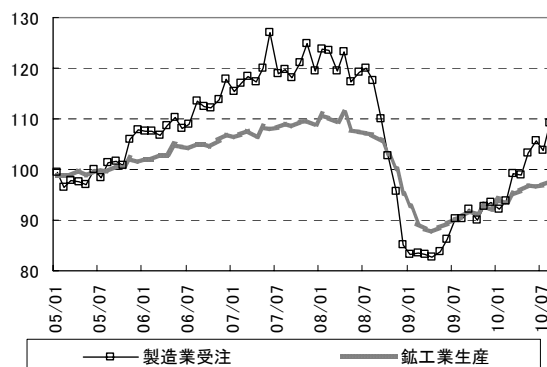
ECBが10月末に発表した銀行貸出調査によると、7-9月期の銀行の与信基準については、「硬化した」という回答数から「緩和した」という回答数を引いたDIが6から3へ低下しており、僅かに緩和している。与信基準を緩和した理由としては、資金調達がしやすくなったと答えた銀行が増加しており、7月にストレステストの結果が公表されたことが、銀行の与信態度の緩和に寄与したものと考えられる。企業の資金需要については、7-9月期は「増加した」という回答数から「減少した」という回答数を引いたDIが-2から7へと上昇した。(図表3-11)。資金需要の増加の理由としては、企業の運転資金需要の回復を挙げる銀行が増加した。信用状況は緩やかな改善傾向が続いていると言えよう。

設備稼働率は、堅調な生産を背景に7-9月期も上昇傾向が続いており(図表3-12)、金融機関の貸出態度も好転に向かうなど、固定投資が上向く材料は揃いつつある。輸出も、目先は減速が見込まれるものの、来年半ば以降に復調が予想されることから、2011年を通じて緩やかな回復傾向が続くと予想する。

(5) 欧州各国は財政再建を開始

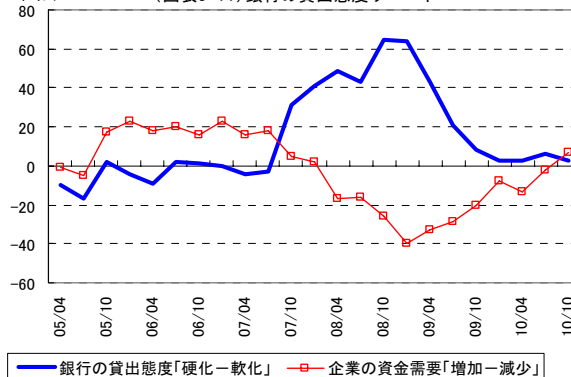
2007年以降の金融危機で大幅な景気後退に陥った欧州は、財政赤字を対GDP比で3%以内に抑えるという安定成長協定(SGP)を、「景気回復時に財政再建を行う」という条件付きで一時的に凍結し、多額の財政出動を行った。しかし、一部の国で財政リスクが顕在化した結果、市場での資本調達事実上不可能な国が出るなど、統一通貨ユーロの信認問題にまで発展した。そのため、2010年初めに欧州各国は財政再建目標を改訂し、より強力な財政再建計画を発表した(図表3-13)。ただ、財政再建の景気への影響は国によって差がある。ドイツやイタリアなどでは、金融危機時の財政出動が対GDP比で比較的小規模なものにとどまっており、今後安定成長協定の定める基準に向かって

(図表3-10) 製造業受注と鉱工業生産(2005年=100)



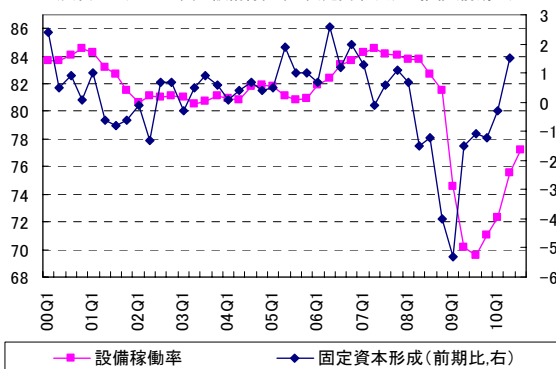
(出所)ユーロスタット

(図表3-11) 銀行の貸出態度サーベイ



(出所)ECB

(図表3-12) ユーロ圏の設備稼働率と固定資本形成の推移(前期比)



(出所)ユーロスタット

(図表3-13)各国政府の財政再建計画

| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| フランス | 財政赤字 | ▲ 3.3 | ▲ 7.6 | ▲ 8.0 | ▲ 6.0 | ▲ 4.7 | ▲ 3.8 | ▲ 3.0 |
| | 累積政府債務 | 67.5 | 78.1 | 84.2 | 87.6 | 89.4 | 90.0 | 89.6 |
| ドイツ | 財政赤字 | 0.0 | ▲ 3.1 | ▲ 4.5 | ▲ 3.7 | ▲ 3.0 | ▲ 2.4 | ▲ 1.8 |
| | 累積政府債務 | 66.3 | 73.5 | 75.3 | 76.5 | 77.0 | 77.0 | 76.4 |
| ギリシャ | 財政赤字 | ▲ 7.7 | ▲ 13.6 | ▲ 7.8 | ▲ 7.0 | ▲ 6.5 | ▲ 4.9 | ▲ 2.6 |
| | 累積政府債務 | 99.2 | ▲ 115 | ▲ 130 | ▲ 139 | ▲ 144 | ▲ 144 | ▲ 139 |
| アイルランド | 財政赤字 | ▲ 7.3 | ▲ 11.7 | ▲ 11.6 | ▲ 10.0 | ▲ 7.2 | ▲ 4.9 | ▲ 2.9 |
| | 累積政府債務 | 44.4 | 64.5 | 77.9 | 82.9 | 83.9 | 83.3 | 80.8 |
| イタリア | 財政赤字 | ▲ 2.7 | ▲ 5.2 | ▲ 5.1 | ▲ 4.3 | ▲ 3.6 | ▲ 3.5 | ▲ 3.2 |
| | 累積政府債務 | 106.1 | 115.8 | 118.4 | 119.7 | 119.7 | 119.7 | 119.4 |
| ポルトガル | 財政赤字 | ▲ 2.8 | ▲ 9.3 | ▲ 7.3 | ▲ 5.2 | ▲ 4.8 | ▲ 4.3 | ▲ 5.7 |
| | 累積政府債務 | 65.4 | 76.3 | 83.1 | 87.1 | 90.0 | 91.6 | 94.8 |
| スペイン | 財政赤字 | ▲ 4.1 | ▲ 11.2 | ▲ 9.3 | ▲ 6.9 | ▲ 6.3 | ▲ 5.6 | ▲ 4.9 |
| | 累積政府債務 | 39.7 | 53.1 | 63.5 | 70.2 | 75.1 | 78.6 | 80.6 |
| ユーロ圏 | 財政赤字 | ▲ 1.9 | ▲ 6.3 | ▲ 6.5 | ▲ 5.1 | ▲ 4.3 | ▲ 3.7 | ▲ 3.2 |
| | 累積政府債務 | 69.5 | 79.0 | 84.1 | 87.0 | 88.6 | 89.5 | 89.6 |

(出所)IMF、欧州委員会、各国財務省 ※対名目GDP比、2010年以降は各国推定値

緊縮的な財政運営を行っても、景気後退にまで陥るとは考えにくい。逆に、ギリシャやアイルランド、ポルトガルなどの国では金融危機時の財政出動が大きい。アイルランドは昨年から行っている国内銀行の国有化などの支援コストを財政赤字に含めると、今年の財政赤字は対 GDP 比で 32%にまで達すると推計されている。ポルトガルでも、不動産バブルの崩壊による経済へのダメージが大きく、財政再建計画に則った運営が出来るか疑問を持たれている。こうした国では、景気回復に期待が持てない状況下で、大幅な財政再建を行うことの実行可能性を疑われており、足元で国債の利回りが急上昇している。

周辺国の財政は、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）が各国政府の保証によって既に稼働できる状態になっていることから、短期的には債務再編を行う必要は無いとみている。IMF からの融資を含めると、EU の加盟国への救済枠は 7,500 億ユーロに上り、これはギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインが 2011 年から支援を受けても、各国政府の必要調達額を 3 年は賄える規模と言われている。

今回の財政再建は、ユーロ圏全体の景気の下押し圧力となるものの、主要国にとっては実行可能な規模であり、ドイツなど外需の恩恵を受けやすい国では、スムーズに赤字の削減が進むと思われる。しかし、景気回復が遅れている周辺国では財政再建による景気後退が予想される上、その結果として財政再建もうまくいかななくなるというジレンマに陥っていると言える。EFSF が控えていることから、短期的には債務再編を迫られることはないものの、財政再建による域内不均衡のさらなる拡大が予想される。

(6) ECB の利上げは 2012 年後半と予想

ECB（欧州中央銀行）は、10 月 7 日の理事会で、現在の金利は適正だとして政策金利を 1.0%で据え置いた。また、現在実施中である 1 週間物、1 ヶ月物、3 ヶ月物の固定金利オペは、9 月同様来年初まで継続するとの方針が示された。

足元の金融機関の状態は、信用状況が回復して銀行間取引に復帰する銀行が増えている一方で、銀行間市場に戻れず、ECB によるオペに頼っている銀行とに二極化している。ECB の発表によれば、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル・スペインの銀行が ECB のオペによる資金調達が多いとのことである。ただ、スペインとポルトガルは 10 月のオペの入札額が 9 月比でそれぞれ 11%、19%減少しており、オペに依存している銀行は減少しつつある。ECB によると、もし固定金利でのオペを来年初に打ち切った場合、資金繰りに困る銀行が出てくる場合でも、「銀行や政策当局に対し、バランスシートの改善など適切な処置を求める」とのことであり、オペは延長されない見込みである。

5 月に開始した国債の買い入れは、現在に至るまで断続的に実施されている。南欧諸国の国債利回りは変動が激しく、利回りが急騰した際の需要の下支え的な買い入れが今後も続くと思われる。

インフレ率については、エネルギー価格の影響で上振れているが、来年以降に財政再建を行う影響でマイナスの需給ギャップがしばらく残るとみられるため、利上げは早くとも 2012 年後半になると予想する。

(7) 英国は戦後最大規模の財政再建を実施

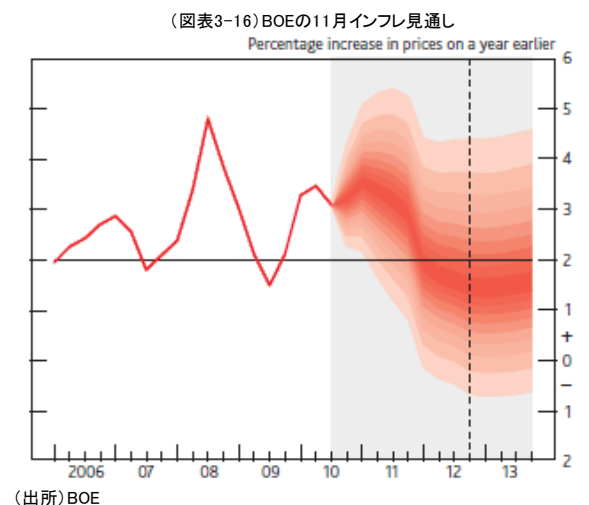
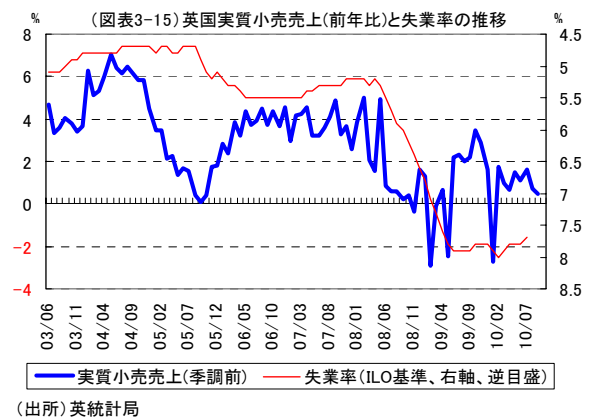
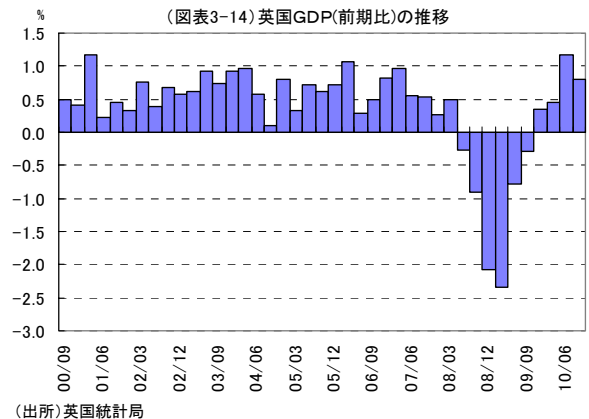
英国の7-9月期実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.8%と、4-6月期の同+1.2%からプラス幅は縮小したものの、堅調な回復が続いている(図表3-14)。需要項目別の値は11月下旬に発表されるが、建設業は前期比+4.0%、製造業は同+1.0%、サービス・金融業は同+0.5%と回復が続いた。

堅調な回復を辿っている英国経済だが、来年から本格的な財政再建を開始することから、回復ペースは鈍化すると考えられる。10月20日に発表された歳出見直し(Spending Review)では、2015年度までに1,280億ポンドの歳出削減を果たし、2014年までの4年間で公共部門の職員を49万人削減することを予定している。財政赤字を対GDP比で今年度予想の10.1%から、2014年度には2.1%まで縮小させる計画である。

今回の歳出削減は戦後最大規模であり、特に公務員の大規模な削減については、雇用環境に改善の兆しが見られない英国で、消費を圧迫することが懸念される(図表3-15)。また、住宅市場についても、モーゲージ承認件数の減少傾向が続いているのに加え、足元で住宅価格も下落に転じている。

BOE(イングランド銀行)は10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。ただし、現状維持に投票した委員は7名で、政策金利の引き上げを主張した委員が1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。現状維持派の中には、現在の緩和には否定的でも、将来的な緩和を想定している委員が含まれているとのことであり、歳出削減の影響が確認される年明け以降に、追加緩和が実施されると予想する。

9月の物価上昇率は前年比+3.1%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、BOEは政府が今後数年間に渡って大胆な歳出削減に取り組むことからマイナスの需給ギャップは縮小しないとみており、10月のインフレレポートではインフレ率は2011年下半期から目標の2.0%を下回って推移すると推定されている(図表3-16)。BOEの利上げは2012年後半以降になると予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

2010年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+9.6%と、4-6月期の同+10.3%から伸びがやや鈍化した。2四半期連続の減速で、一桁の伸びにとどまったのは4四半期ぶり。輸出の減速を受け、企業部門の生産活動はややモメンタムを失っているが、企業景況感は改善に向かっており、今後生産は底打ちから反転上昇に向かう可能性が有力。不動産価格は底打ちしており、各種の政策効果もあって個人消費は堅調に推移、インフレ率も上昇傾向にある。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、輸出の腰折れも考えにくい。中国景気の失速に警戒が必要な局面は既に過ぎ去っており、今後はむしろ景気再過熱に警戒が必要な状況となりつつある。

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年には景気浮揚が不可欠となることを考えれば、2011年半ばあたりから景気が拡大基調を強めるよう、当局はブレーキとアクセルを巧みに使い分けてくる可能性が高い。2010年の成長率は10.1%、2011年は10.3%、2012年は10.8%の伸びを予想する。

(1) 企業部門の活動に底打ちの兆し

2010年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+9.6%と、4-6月期の同+10.3%から伸びがやや鈍化した(図表4-2)。これで2四半期連続の減速で、一桁の伸びにとどまったのは4四半期ぶりである。前年同期の数字が高かった時期に差し掛かっていることもあり、10-12月期の伸びは9%を割り込む可能性が大きい。

企業部門の活動を示す足元の経済指標を眺める限り、中国景気は、ソフトランディングに向けた歩みを続けているように見える。10月の鉱工業生産は、前年比+13.1%と、9月の同+13.3%から鈍化した(図表4-3)。1-9月期の全社会固定資産投資は、前年比+24.0%と1-6月期の同+25.0%から鈍化(図表4-4)。1-10月期の都市部固定資産投資は、前年比+24.4%と1-9月期の同+24.5%とほぼ同水準の伸びとなっている。

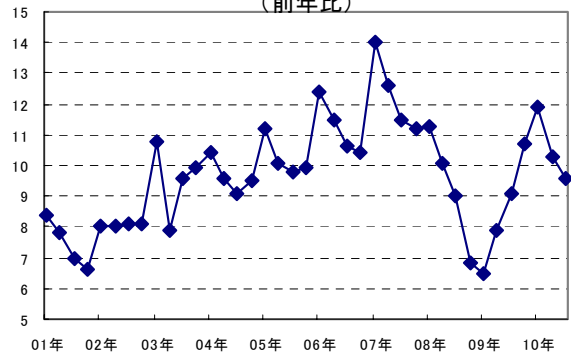
企業部門の活動がややモメンタムを失っている背景には、輸出の減速がある。10月の輸出額は前年同月比+22.9%、輸入額は同+25.3%となった。輸出は11ヶ月連続、輸入は12ヶ月連続の対前年比増だが、このところ、伸びの鈍化傾向が顕著となっている(図表4-5)。

輸出相手国別の内訳をみると、対韓国が同12.9%

(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

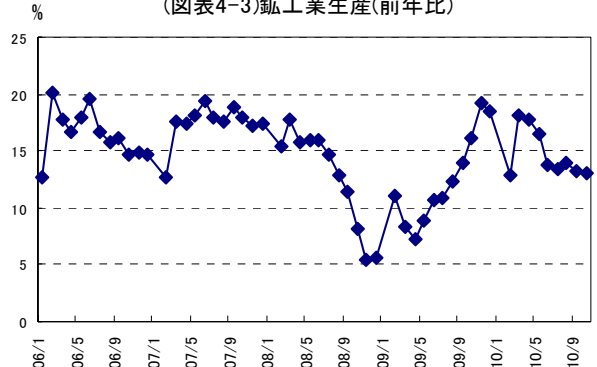
| 前年比(%) | 09年 | 10年 (予測) | 11年 (予測) | 12年 (予測) |
|----------|-----|-------------|-------------|-------------|
| 実質GDP成長率 | 8.7 | 10.1 | 10.3 | 10.8 |

(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

と、ウォン安の影響もありやや減速の度合いが大きい
が、対台湾が同 24.7%、対香港が同 29.3%、対 ASEAN
が同 24.7%で、対アジア新興国は比較的高い伸びを維
持している。対先進国向けについては、対米国が前年
比 17.9%、対 EU が同 19.7%といずれも減速傾向にあ
る(図表 4-6)。

それでは、今後生産活動がさらに減速する可能性が
高いかと言えばそうではなく、逆に、底打ちから反転
上昇に向かう兆しが見えるのが現状である。10月のPMI
指数(中国物流購買連合会)は54.7ポイントと3ヶ月連
続で上昇、半年ぶりの高水準となった(図表 4-7)。不
動産価格には底打ちの兆しが見え、各種の政策効果も
あって個人消費は堅調に推移しており、インフレ率も
上昇傾向にある。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、
輸出の腰折れも考えにくい。中国景気の過度の減速に
警戒が必要な局面は既に過ぎ去っており、今後はむし
ろ景気再過熱に警戒が必要な状況となりつつある。

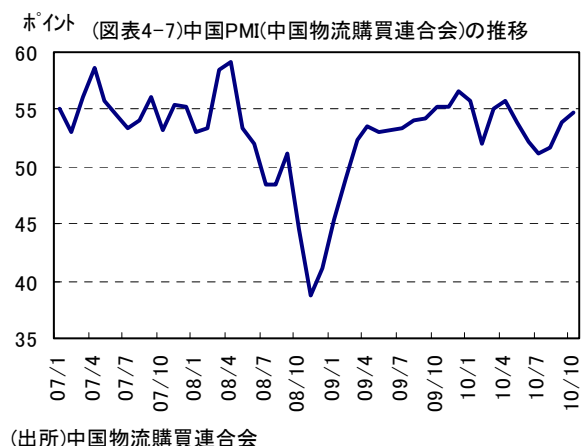
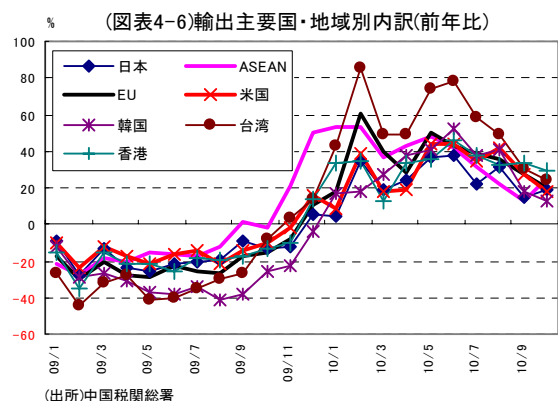
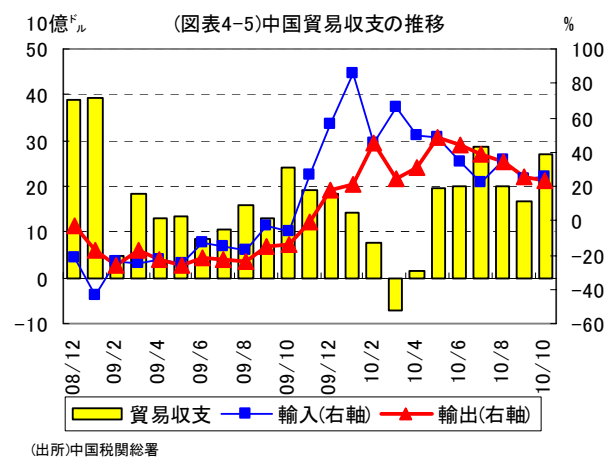
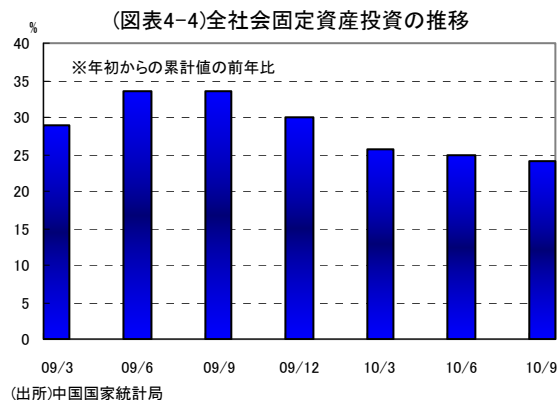
また、2012年は5年に1度の共産党大会が開かれ
る「政治の年」に当たる。2012年には景気浮揚が不可
欠となることを考えれば、2011年後半から景気が徐々
に拡大基調を強めるよう、当局はブレーキとアクセル
を巧みに使い分けてくる可能性が高い。2010年の実質
GDP成長率は10.1%、2011年は10.3%、2012年は10.8%
の伸びを予想している。

(2) 溢れる中間所得者層の消費パワー

個人消費は堅調な推移が続いている。10月の小売
上高は前年比+18.6%と(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。

中国の個人消費は、中間所得者層の台頭を受け、趨
勢的に拡大傾向にある。米国のボストン・コンサルテ
ィング・グループ (BCG) の報告書によると、中間所得
者層を「世帯年収が6万~10万元(約73万~120万円)
の世帯」と定義した場合、現在の中国では全世帯の24%
にすぎないが、2020年には51%に上昇する見通しとの
ことだ。

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

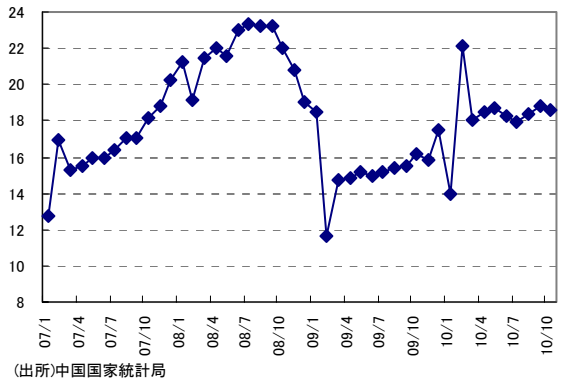


いるが、中西部地区、東北地区にはなお大きな成長の余地が残されている。現在政府が力を入れている都市化の推進も、内需拡大を後押しするだろう。前述のBCGの調査では、2020年には、中間所得者層の70%が地方都市に集中するとみられている。

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。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。

(図表4-8)中国小売売上高の推移(前年比)



(3) 政府の農村消費刺激策も下支え

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だったが、政府は2009年以降、貧困層を対象とした生活補助金の給付や、インフラ建設における農民工の優先的採用、農民工が事業を興す場合の融資や税の減免などを次々に実施している。

また、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。「家電下郷」制度を利用した10月の販売台数は前年比81%増の697万5,000台、販売額は123%増の165億9,000万元となっている。製品別の売上上位は、1位がカラーテレビで157%増の50億1,000万元、2位が冷蔵庫で96%増の49億7,000万元、3位が湯沸かし器で260%増の17億元だった。1-10月の累計では、販売台数が140%増の5,951万4,000台、販売額が190%増の1,323億1,000万元に達しており、農村部への家電製品の普及は順調に進んでいる。

2010年は、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。

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おり(本則は10%)、この影響で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にした。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との

ことだ。

こうした一連の対策を受け、新車販売台数は夏場以降回復基調が明確となっている。10月の新車販売台数は商用車や輸出分を含めたベース総販売台数で153万8,600台、前年同月比で25.5%の増加となった(図表4-9)。前月比では微減だが、これは10月の例年の動き。1-10月の累計では前年同期比34.8%増の1,467万7,000台で、既に2009年年間の1,364万4,800台を100万台以上上回っており、通年では米国市場の過去最高水準に匹敵する1,700万台に達する可能性が濃厚である。

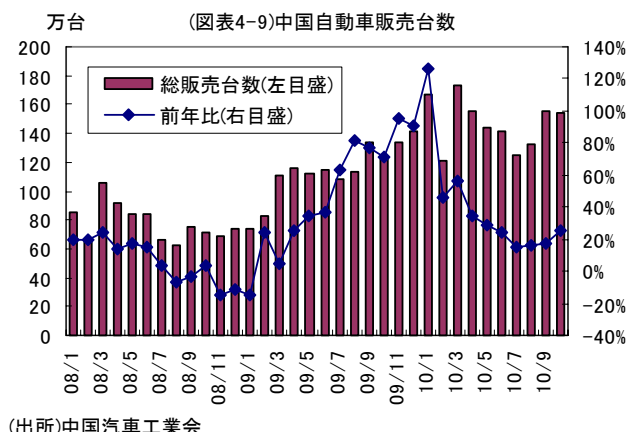
個人消費を刺激し、投資主導から消費主導への構造転換をはかる政府の姿勢は一貫しており、個人消費は、順調な所得増と政策効果に支えられる形で、2012年まで堅調な推移を続ける可能性が高い。中期的にも、輸出や固定投資と並ぶ景気のけん引役として発展を続けることとなる。

(4) 不動産バブル再燃のリスクが浮上

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(図表4-10)、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、政策が功を奏しつつあった。ただ、9月には前月比+0.5%と4ヶ月ぶりにプラスに転じ、10月も同+0.2%と2ヶ月連続のプラスとなったことから、再び上昇に向かう兆しが出てきている(図表4-11)。

都市別にみると、瀋陽が前月比+1.1%、昆明が同+1.6%の上昇となるなど、地方都市の上昇が大きく、北京、天津、深センはいずれも同+0.1%、上海、広州は同▲0.1%、杭州は同▲0.3%となるなど、沿海部の大都市の不動産価格は抑制された状態が続いている。投資規制で大都市への投資を封じられた投機マネーが地方都市に向かっている可能性もありそうだ。中国当局が日ごろから注目している1-10月の不動産開発投資は前年比36.5%と、再度加速に向かう兆しが見える(図表4-12)。

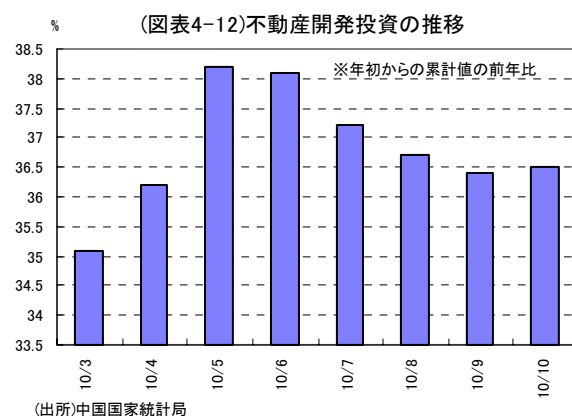
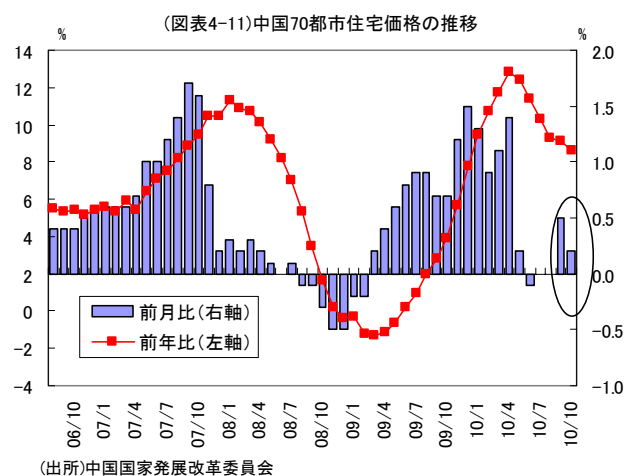
こうした状況を受け、政府は不動産規制を今後一段と強化する方針を示している。住宅ファンドを利用した3軒目の住宅購入を禁止したほか、中国銀行業監督管理委員会(銀监会、金融機関を統一的に管理



(図表4-10)4月に打ち出した不動産価格抑制策(抜粋)

- ・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
- ・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%に引き上げる。
- ・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

(出所)各種メディアより明治安田生命作成



監督する組織として2003年に設立)は新規の住宅ローン申請に対し、ローン金利の基準金利からの割引率の上限を11月から、これまでの30%から15%に留めるよう指示した。また、10月からは新たに購入する住宅についてはオンライン登録が義務付けられ、2軒目以降は登録が拒否されるシステムが導入された。年明けに不動産税を試験的に導入する計画も台頭している。年末の中央経済工作会議で検討議題となる見通しだ。日本の固定資産税に近いスキームを想定している模様で、北京、上海、広州の3都市で試験的に導入する予定との報道がある。

また、深セン市は、同市戸籍を持たない市民に対し、住宅購入戸数を1世帯につき1戸に制限する措置を発表した。戸籍を持つ市民には、上限2戸まで認める。中国の各地方政府が打ち出した購入規制措置の中では、最も厳格な措置となる。これらの措置はかなり強力なもので、不動産価格が再度バブル的な高騰を見せるリスクは後退したと考えるが、元売り介入とドルキャリア取引が国内の過剰流動性を生み出す構図に大きな変化がない限り、当局は容易に警戒の手を緩めないだろう。

(5) 物価高騰は今のところ食品のみ

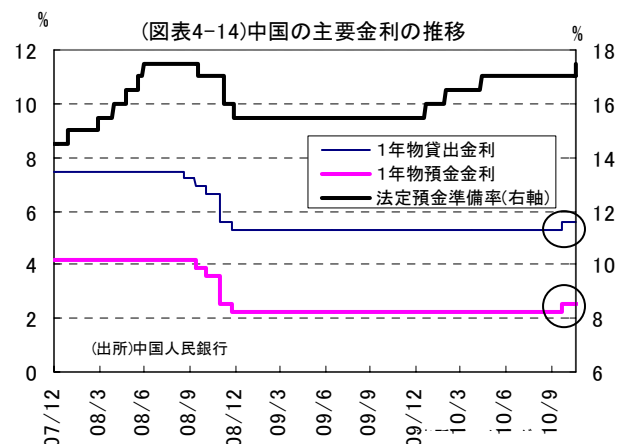
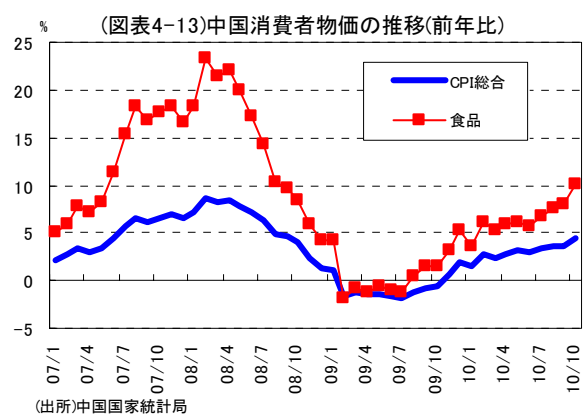
物価も上昇基調を強めている。10月のCPI(消費者物価指数)は前年比+4.4%と、2年1ヶ月ぶりの高い伸びとなった。政府目標である3%を4ヶ月連続で上回っており(図表4-13)、通年でも3%を超えるのがほぼ確実な情勢となっている。

春先以降、各地で干ばつや水害が多発しているほか、国際穀物価格の上昇も加わり食品価格が高騰しているのが物価上昇の直接的な要因である。10月の食品価格は同+10.1%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8月以来の二桁の上昇となった。飼料であるトウモロコシの価格上昇などを受け、家禽肉も再び上昇基調を強めている。都市部と農村部では、都市部の前年比+4.2%に対し、農村部が同+4.7%と高い。

ただ、非食品価格の上昇率はまだ同+1.6%にすぎない。9月の同+1.4%から多少上昇しているとはいえ、食品以外の品目が幅広く上昇する兆しは見えない。生活に欠かせない食品価格が急上昇していることもあって、人々の物価先高観は根強いのは確かで、こうして醸成されたインフレ期待がいずれ現実のインフレ率に反映されるリスクは否定できないものの、今のところはまだ本格的な引き締め政策を必要とする段階ではないようにみえる。ただ一方で、中国社会科学院(政府系の総合的なシンクタンク)が11月9日、2006年1月から2010年5月までの中国のCPIは人為的に操作され、7%以上も過小評価されていたとする内容のレポートを公表したことが波紋を呼んでいる。相変わらず経済統計の信頼性には疑問が残り、公式統計から示されるよりも物価上昇圧力が増している可能性も否定できない。

(6) タイミングが意外だった10月の利上げ

中国人民銀行は10月19日、1年物の定期預金基準金利と貸出基準金利をそれぞれ25bp引き上げるとの電撃的な発表を行った。中国の利上げは2007年



12月以来、2年10ヶ月ぶりで、引き上げ後の基準金利は1年物定期預金金利が2.50%、1年物貸出金利が5.56%となった(図表4-14)。

利上げ幅が27bpではなく、25bpとなったのも注目材料。中国では1年を360日と見て金利の日割り計算をする慣行があり、割り切れる方が暗算の際に便利のため、これまでは金利の変動幅を27bp、54bp等、9の倍数で設定していた。今回、利上げ幅を25bpとしたのは、国際標準に近付ける目的があったものと思われるが、これは金融政策が現在の形になってから初めてのことだ。1年物以外の預金、貸出金利については、期間の長短に応じ異なる幅で引き上げているが、2年物預金金利は46bp引き上げ3.25%、6ヶ月物は22bp引き上げ2.2%というように、預金金利についてはすべての年限で切りの良い数字になるよう、引き上げ幅を調整している。

利上げの背景について、人民銀行は10月27日に発表した第3四半期のレポートの中で、「CPIの上昇圧力に警戒する必要がある」としている。また、今後については「適度に緩和的な」金融政策を維持するとしながらも、金融政策を危機対応モードから徐々に正常化していく方針を示している。政府当局は年明け以降、10月までに法定預金準備率を3回にわたって引き上げてきたが、インフレ調整後の実質預金金利が2月以降マイナスとなっており、いわゆる「実質マイナス金利」の状態を是正する目的もあって、今回は利上げという手段を選択したものとみられる。

当社は、過剰流動性という元栓を締めなければ、マイクロベースの規制だけで不動産バブルを完全に封じ込めるのは難しいという立場から、次の一手は利上げと予想していたが、景気がまだ完全に力強さを取り戻していない今回のタイミングでの実施には意外感があった。欧米との金利差の拡大がさらなる元高圧力の増大につながる可能性を考えれば、年内にさらなる追加利上げが行われるかどうかは微妙だが、10月のCPIが前年比+4.4%に達しており、上昇率が1年物定期預金基準金利(2.50%)を上回る「実質マイナス金利」の解消にはほど遠いという現状を考えれば、2011年末までにさらに3~4回の利上げが実施される可能性があるだろう。なお、11月10日には、今年4回目の法定預金準備率の引き上げを発表(実施は16日)している。法定預金準備率の方が金融政策の使い勝手としては良いということもあり、今後も段階的に実施してくる可能性が高い。

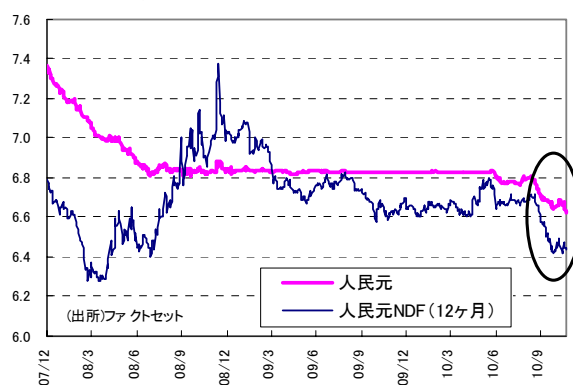
(7) 当局は金融政策と為替政策のバランスに苦しむ

政府当局は、GSE問題などで金融危機が深刻化した2008年7月以降、2010年6月まで丸2年にわたって人民元を事実上の固定相場制に戻していたが(図表4-15)、その間にドル安が進んだことにより、実効ベースでは元安が進展、これが足元までの輸出回復に貢献してきた。

また、米国を始めとする先進国が「超」金融緩和政策を続けたことが、リスクテイク能力を伴った投資資金の拡大に繋がり、低利のドルで資金調達して

中国などの新興国への投資に振り向けるといふ、「ドルキャリー取引」が盛んとなった。景気回復と実効ベースでの人民元安の進展、および海外資金の流入拡大に伴う人民元の切り上げ圧力を受け、昨春以降、通貨当局は元売りドル買い介入の規模拡大を余儀なくされていたが、これが国内における過剰流動性の発生を招いている。マネーサプライは、2008年11月に打ち出した4兆元の景気対策の実施と並行して銀行に融資増加の号令をかけていた頃に比べれば伸びは鈍っているものの、依然として20%近い伸びを維持している(図表4-16)。政府は警戒感を強めており、来年は、M2の

元/ドル (図表4-15) 人民元直物と先物(NDF)の推移



伸び率目標を17%から、15~16%に低下させるとの報道もある。

大幅な人民元高を容認すれば、為替政策や金融政策にかかるストレスは緩和されるはずだが、小幅な切り上げは逆に人民元の先高観につながって投機的な資金の流入を招く。7月以降、外貨準備高がむしろ大きく増加しているところをみると(図表4-17)、6月19日の人民元高への誘導再開後も、当局は介入規模の一段の拡大を余儀なくされているようだ。

今回の利上げが、さらなる元高圧力につながることを当局が警戒している可能性については前述のとおりだが、不動産価格抑制策のような、各種のマイクロベースの引き締め策の効果を相殺しないためにも、マネーサプライの拡大は抑制が必要である。政策当局は一種のジレンマに陥っているとみられるが、金融政策と為替政策のバランス取りに苦しむ政府が大規模な資本流入規制に踏み切るのが世界経済にとってのリスクシナリオと言える。

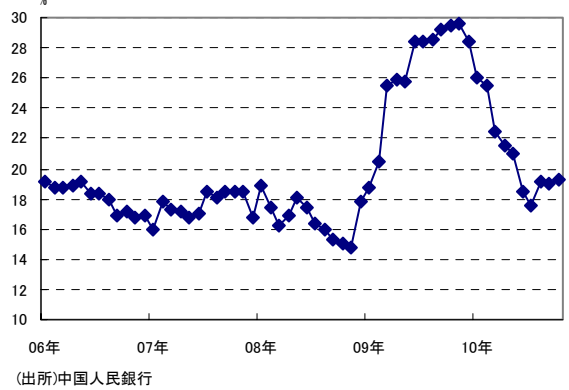
資本流入規制を行うのでなければ、結局はある程度の人民元高を容認するしかないが、国内産業の輸出競争力の維持や、金融システムの安定性に配慮しつつ対処する必要上、欧米の望むようなスピードでの元高誘導はやはり困難だろう。年間の切り上げペースはおそらく5~7%にとどまるとみられる。国際会議の前のように、人民元切り上げ圧力の高まりやすい時期には調整ペースを速め、そうでない時期には元安方向に戻すという形で、スピード調整を行ってくる方針と考えられる(図表4-18)

(8) 景気のリスクは上振れ

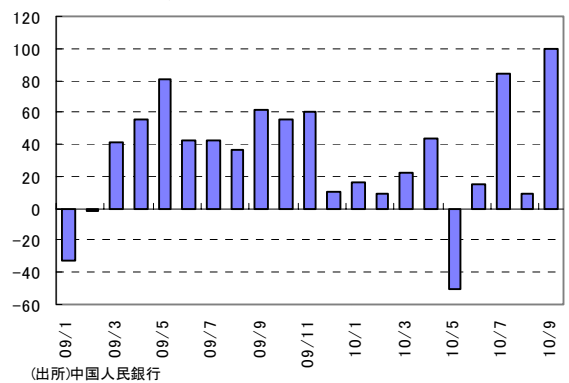
金融市場では、引き締め政策への転換が景気減速に繋がることの警戒感が根強いが、今のところ政府のマクロコントロールは有効に機能しており、引き締め強化が景気拡大局面の持続度向上に寄与するという面では、逆にプラス材料ともいえる。中国の財政は主要国に比べれば健全で、引き締めが景気のオーバーキルにつながるリスクが顕在化した場合は、再度数兆元規模の景気対策を打ち出すことも可能な余力がある。高速鉄道に代表されるインフラ需要や、中間所得者層の高い消費意欲等の潜在的な成長エネルギーを考えれば、多少景気の振幅が大きくなるリスクはあるとしても、均せば高めの成長が続く可能性が高い。

2012年は5年に1度の共産党大会が開かれる「政治の年」で、これに合わせたマクロコントロールを行ってくるとの見通しは前述の通り。こうした曲芸のような経済運営がある程度できるのが一党独裁国家の強みだが、政府の関与が大きすぎるという意味では、民間経済主体主導の経済発展を阻害する弱みともなる。

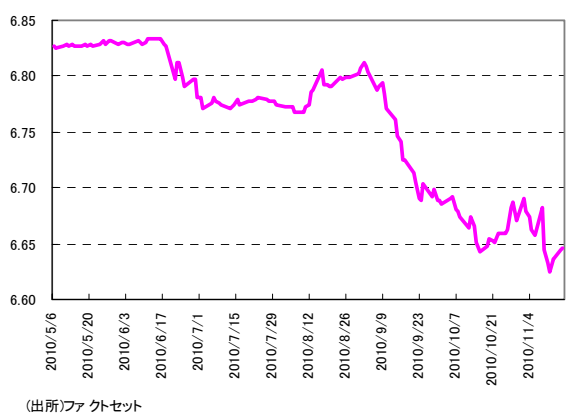
(図表4-16)M2の推移(前年比)



(図表4-17)中国外貨準備の純増額



(図表4-18)最近の人民元の推移



5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

中国を除いたアジア新興国の景気は、足元ではやや減速している。内需主導型のインド、インドネシア、フィリピンの景気は比較的堅調に推移しているものの、外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気が相対的に弱く、全体の足を引っ張っている形。各国とも内需は概ね堅調であるが、海外景気の減速に伴って、輸出が弱含んでいることが主因である。

内需主導型国の景気は、インドやインドネシアに牽引されて、今後も好調を持続すると予想されるが、外需主導型国の景気は、輸出の伸び悩みによって、2010年下期から2011年初頭にかけては踊り場的局面となろう。2011年央からは再び上向くとみている（図表5-1）。

多くの国でCPIは上昇基調にあったが、数次に渡る利上げの効果もあって、足元ではやや落ち着きを取り戻している。自国通貨高を抑止するためにも、各国とも年内は利上げを見送る可能性が高く、利上げの再開は年明け以降とみる。

（1）外需主導型国の景気は減速

中国を除いたアジア新興国の景気は、足元ではやや減速している。内需主導型のインド、インドネシア、フィリピンの景気は、比較的堅調に推移しているものの、外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気が相対的に弱く、全体の足を引っ張っている。各国とも内需は概ね堅調に推移しているが、海外景気の減速に伴って、輸出が弱含んでいることが主因である。

7-9月期実質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+4.5%（前期比+0.7%）、シンガポールが同+10.3%（前期比年率：

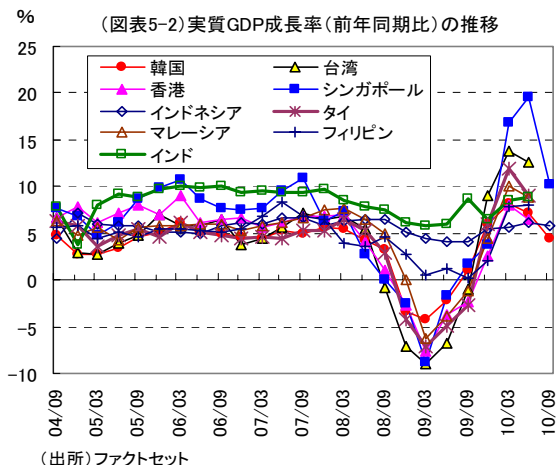
▲19.8%）、インドネシアが同+5.8%（前期比：+3.5%）となった（図表5-2）。インドネシアは前年同期比で小幅の減速（+6.2%→+5.8%）にとどまったものの、韓国（+7.2%→+4.5%）とシンガポール（+19.6%→+10.3%）は大幅に減速した。韓国は、個人消費や設備投資は好調に推移したものの、海外景気減速を受けて輸出が伸び悩んだ。シンガポールは、1-3月期及び4-6月期に医薬品や電子部品の輸出が急増した反動減があったほか、建設投資の一巡もマイナスに作用した。

各国の鉱工業生産指数（季調値）の推移を見ると、輸出依存度が高いシンガポール、タイ、マレーシアは減産傾向が鮮明になりつつあるほか、韓国や台湾も減速しつつあるのに対し、内需主導型

（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% | 5.8% | 4.1% | 4.5% |
| 台湾 | -1.9% | 7.6% | 4.3% | 4.4% |
| 香港 | -2.8% | 5.2% | 4.1% | 4.3% |
| シンガポール | -1.3% | 13.5% | 4.5% | 4.8% |
| インドネシア | 4.5% | 5.9% | 6.2% | 6.5% |
| タイ | -2.2% | 6.5% | 4.5% | 4.9% |
| マレーシア | -1.7% | 6.3% | 4.7% | 4.8% |
| フィリピン | 0.9% | 5.9% | 4.4% | 4.7% |
| インド | 7.4% | 8.3% | 8.6% | 8.8% |

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）



のインド、インドネシア、フィリピンは引き続き堅調に推移している（図表 5-3）。フィリピンでは、海外労働者からの送金収入が増加基調にあり、その効果によって個人消費が堅調に推移している。

中国景気には持ち直しの兆しが見え始めたものの、米国をはじめ先進国の景気は全般的に停滞感が強く、各国とも輸出は今暫く弱含みの推移が続く可能性が高い。外需主導型国の景気は、2010 年下期から 2011 年初頭にかけては踊り場の局面となろうが、世界景気の回復とともに、2011 年央以降、景気は再び上向くとみる。

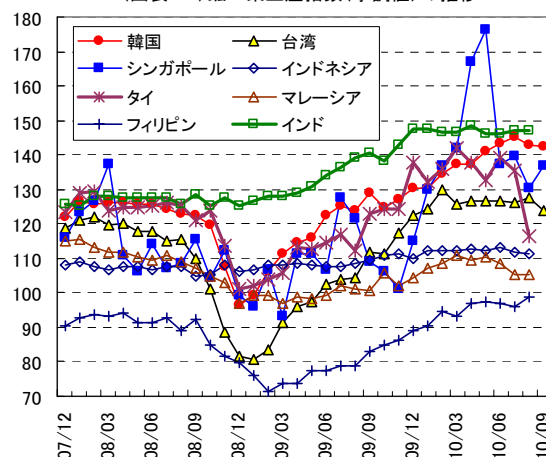
内需主導型のインドとインドネシアは、中間所得層の急速な台頭によって、個人消費は好調を持続すると予想される。両国ともこれまで供給面が成長のネックとなっていたが、政府による社会インフラの整備や積極的な民間設備投資によって、供給面の制約は徐々に緩和しつつあり、2011 年から 2012 年にかけて成長率はやや加速するとみている。フィリピン経済は、6 月に誕生したアキノ政権が財政再建に注力する方針を示していることから、当面、景気は減速する可能性が高い。

（2）金融引き締めの方角性

景気回復やエネルギー・食品価格の上昇などを受け、多くの国で CPI はじりじりと上昇基調にあったが、数次に渡る利上げの効果もあって、足元ではやや落ち着きを取り戻している（図表 5-4、図表 5-5）。

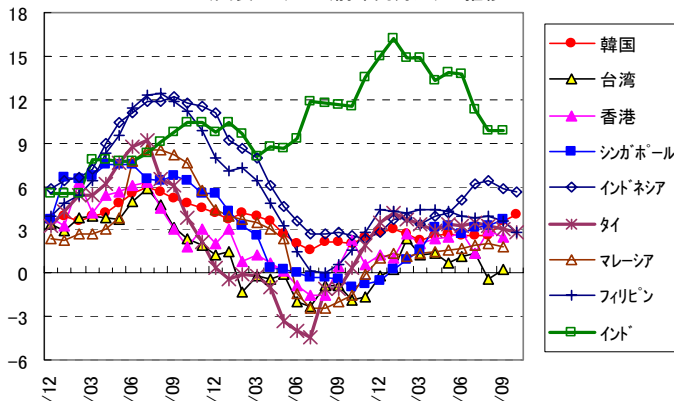
インドの CPI は今年 1 月には前年同月比+16.2%にまで上昇していたが、直近 9 月には同+9.8%にまで低下した。ただ、依然としてインフレ圧力が強いことから、インド準備銀行（中央銀行）は、11 月 2 日に、政策金利（レポレート）を 6.00%から 6.25%に引き上げた。利上げは今年に入って 6 回目。同銀は、「純粋に現在の成長やインフレのトレンドに基づいて考えれば、近い将来にさらなる利上げを行う可能性は比較的小さい」と表明した。利上げが一層のルピー高を招くことを懸念していると考えられ、当面は利上げを休止して様子を見る模様だ。しかし、旺盛な

05年=100 (図表5-3) 鉱工業生産指数(季調値)の推移



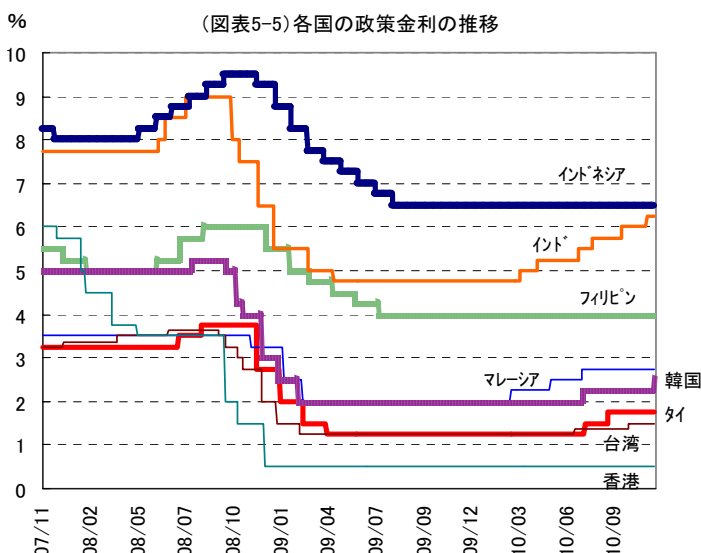
(出所)ファクトセットより明治安田生命が作成

(図表5-4) CPI(前年同月比)の推移



(出所)ファクトセット

(図表5-5)各国の政策金利の推移



(出所)ファクトセット

内需を背景にインフレ懸念が根強く残ることに加え、依然として実質金利は大幅なマイナスであることから、年明けには利上げを再開する可能性が高いとみる。

韓国でも10月のCPIが前年同月比+4.1%に加速（9月は同+3.6%）し、韓国銀行（中央銀行）のインフレ目標である2~4%を上回った。これを受け、同銀は11月16日に政策金利（7日物レポ金利）を2.25%から2.50%に引き上げた。利上げの実施は4ヶ月ぶり。

インドネシアについてもインフレ懸念が残るものの、後述する通り、足元のCPIがインフレ目標の範囲内に収まっていることから、これまで利上げは見送られてきた。香港は政策金利（ベースレート）を0.5%に据え置いており、不動産バブルの懸念も強まっている。これに対し、政府と香港金融管理局（HKMA）は、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。シンガポール金融管理局（MAS）は、4月14日に続き10月14日にも、シンガポールドルをやや高めに誘導する方針を示し、追加的な金融引き締めを実施した。

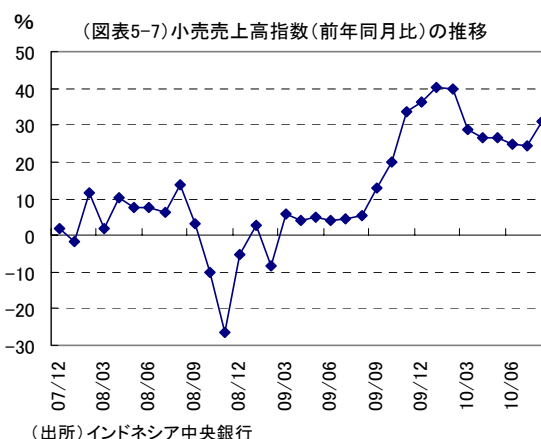
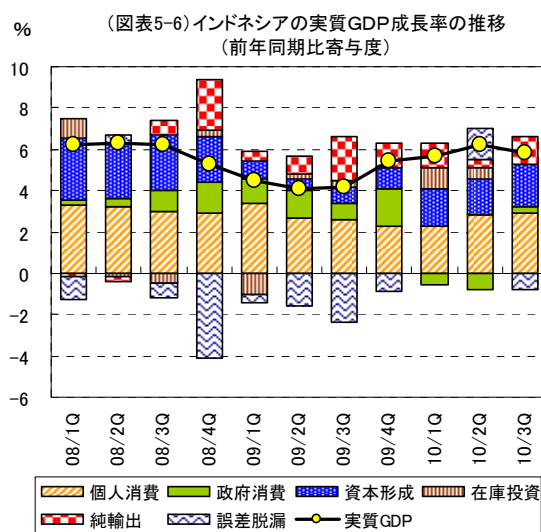
輸出主導型国の景気は足元ではやや減速しつつあるものの、年明け以降、世界景気が上向いてくるとともに、インフレ圧力が徐々に高まっていく可能性が高い。インドやインドネシアは力強い内需を背景に今後もインフレ懸念が燻り続けよう。アジア新興国は、2011年から2012年にかけて利上げを段階的に進めるとみている。

（3）インドネシア経済は安定成長が続くと予想

インドネシア経済が安定成長を続けている。2008年9月のリーマン・ショック後に、外需主導型の韓国、台湾、タイ、マレーシアなどは実質GDP成長率が大幅なマイナスとなったものの、内需主導型のインドネシアは成長率が若干鈍化する程度にとどまった。

2010年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.8%と、4-6月期の同+6.2%よりも伸び率がやや鈍化（季調済前期比では+2.8%から+3.5%に加速）したものの、引き続き堅調に推移した（図表5-6）。個人消費が同+5.2%（4-6月期は同+5.0%）、国内資本形成が同+8.9%（4-6月期は同+8.0%）と、伸び率が加速しており、内需の両輪である個人消費と国内資本形成（設備投資、住宅投資、公共投資）が成長の牽引役を果たした。

アジア通貨危機（1998年）以降、個人消費が恒常的にプラス成長を維持してきたことが、ここまでのインドネシア経済の安定成長に大きく寄与してきた。所得水準の上昇を受け、小売売上高指数（前年同月比）は2009年後半から伸び率が加速している（図表5-7）。食品や衣料品など生活必需品が足元では大きく伸びており、また、中間所得層以上を中心に、自動車の販売も比較的堅調に推移している（図表5-8）。



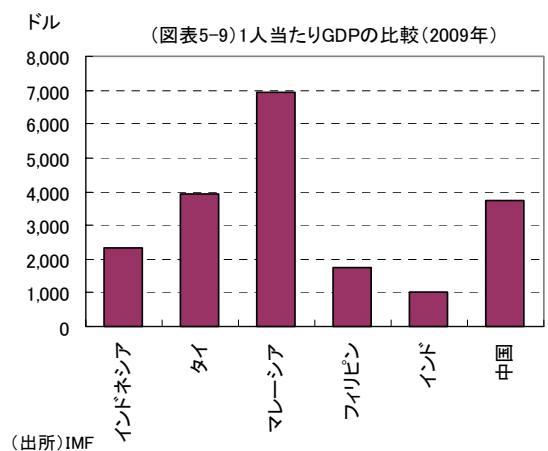
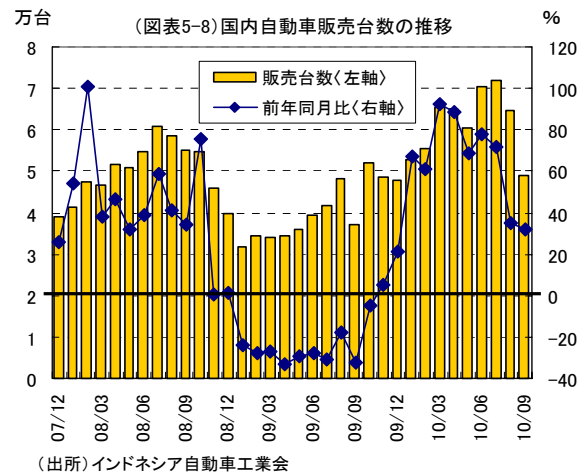
IMFによると、インドネシアの2009年の1人当たりGDPは約2,300ドルであり、インドの約1,000ドルを大きく上回っているものの、中国の約3,700ドルには及ばない(図表5-9)。一般に、1人当たりGDPが3,000ドルを超えてくると、自動車や家電などの耐久消費財の普及が加速すると言われている。インドネシアの場合、2011年には1人当たりGDPが3,000ドルを上回る見通しであり、今後、自動車や家電の販売が急速な拡大期に入る可能性が高い。2009年の人口1万人当たりの自動車販売台数は約21台であり、中国の約102台を大きく下回っている。換言すれば、中間所得層の台頭によって、自動車販売が伸びる余地が大きいことを示している。

リーマン・ショック後の数次にわたる利下げの実施(2008年11月:9.5% → 2009年8月:6.5%)に加え、国内景気が順調に拡大していることから、年明け以降、インドネシアのCPI上昇率が再び加速している。インドネシア中央銀行のインフレ目標は4~6%であるが、7~8月は2ヶ月連続でこの水準を上回った。これは天候不順による食品価格の高騰という面もあり、9月は同+5.8%、10月は同+5.7%と、足元はやや落ち着きを取り戻している。

インドネシア中央銀行は9月の定例理事会において、政策金利(BIレート)を6.5%に据え置いたものの、「インフレ圧力が高まる可能性と銀行の過剰流動性を勘案すると、準備率の引き上げが重要である」との認識に立ち、11月から法定準備預金の準備率を5.0%から8.0%に引き上げることを決定した。同行が利上げを見送った背景には、ルピア高の進行を防ぐ意図もあったと考えられる。中銀は、経済成長とインフレ抑止という微妙なバランスを取ることを目指しており、今後も金融政策は難しい舵取りが要求される。世界的に商品価格が上昇傾向にあることに加え、旺盛な内需に国内の供給が追い付かない状況が続いていることから、インフレ懸念は依然として払拭されていない。年明けには、利上げが実施される可能性が高いと予想される。

インドネシアの経済の強みは、原油、天然ガス、石炭、銅、錫、パーム油、木材など豊富な天然資源に恵まれていることに加え、人口が約2.3億人にも達し、国内に巨大な潜在的市場を有していることが挙げられる。タイやマレーシアなどは輸出主導型の経済であり、海外景気の動向を強く受けるが、インドネシアは内需主導で経済を安定成長させることが可能である。一方、交通網や電力網の整備が遅れていることが経済成長の足かせとなっている面は否めない。ただ、政府も社会インフラの整備に注力していることから、徐々に改善に向かうと予想される。

現在は、旺盛な内需に国内の供給が追い付いていない状況であるが、外資との合弁などにより、自動車や鉄鋼などの民間設備投資も活発化しており、供給面の制約も次第に緩和してこよう。2011年から2012年にかけて、インドネシア経済の成長率は加速する可能性が高い。



6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は緩やかな上昇を予想

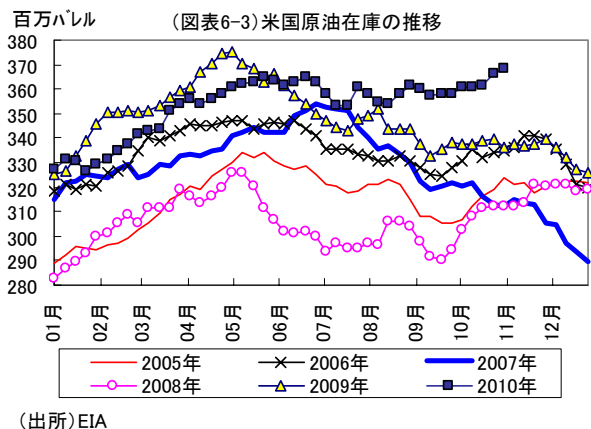
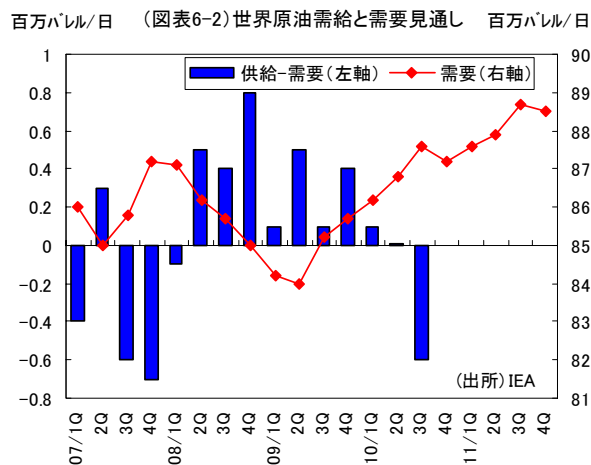
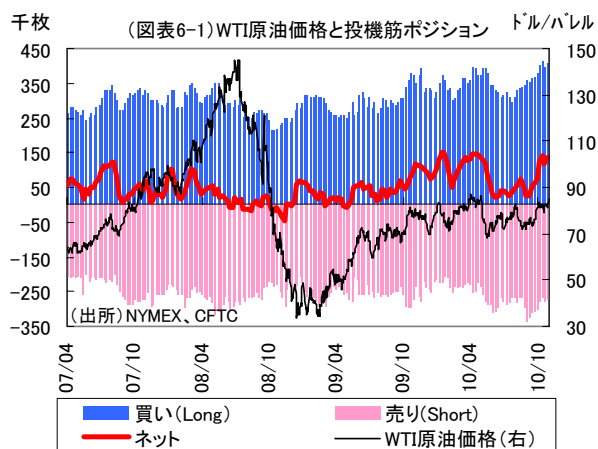
今年7月以降、米国産標準油種WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）先物価格は、概ね70～80ドル/バレルのボックス圏で推移してきた。米国や中国の景気減速懸念が価格下落圧力となる一方で、先進諸国の金融緩和で過剰となった投機マネーの流入や、OPECの過去最大規模の減産目標維持などが価格を下支えした形である。10月に入ってからは、米国の追加金融緩和期待の高まりを背景としたドルの先安観からWTI価格は80ドル/バレル台前半で推移、11月3日のFRBによる追加金融緩和決定後は、5月初旬以来の85ドル/バレル超まで上昇している（図表6-1）。

国際エネルギー機関（IEA）によると、世界の原油需要は、2010年が8,690万バレル/日（以下B/D、前年比+210万B/D）、2011年が8,820万B/D（同+130万B/D）の見通しである。2010年は前年比+2.5%、2011年はやや減速するものの、同+1.5%と世界景気の回復を前提に比較的高い伸びを見込んでいる（図表6-2）。地域別では、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おり、とりわけ、中国をはじめとするアジアやその他新興国が牽引役とみられている。

一方、供給面では、非OPEC諸国が2010年平均で5,260万B/D（同+90万B/D）、2011年には5,310万B/D（同+50万B/D）の見通しである。この7-9月期は、10四半期ぶりに供給不足となった模様だが、現在、OPECの余剰生産能力が約600万B/Dほどあることから、需要増加見通し分と非OECD諸国の供給増加分との差（2011年80万B/D）は、OPECの増産によって十分対応可能と考えられる。

なお、10月14日のOPEC総会では、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、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）。加盟国には生産目標（減産）の順守が求められるものの、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、今9月は2,677万B/D（順守率54%）となっている。

また、世界原油消費量の4分の1程度を占める米国の原油在庫をみると、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。石油製品の消費量も、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。ファンダメンタルズ面を見る限り、WTI価格は世界景気の回復を背景に緩やかな上昇基調で推移との見方に変更はない。米国の追加金融緩和により、新興国のインフレ懸念増大とドルの先安感から、目先原油が買われやすい展開が続くだろう。ただ、OPECに供給余力が残っていることから、上昇余地はある程度限られ、2008年のような急激な価格上昇は想定していない。WTI価格（年平均）は、2011年が90ドル/バレル、2012年が95ドル/バレルと予想する。

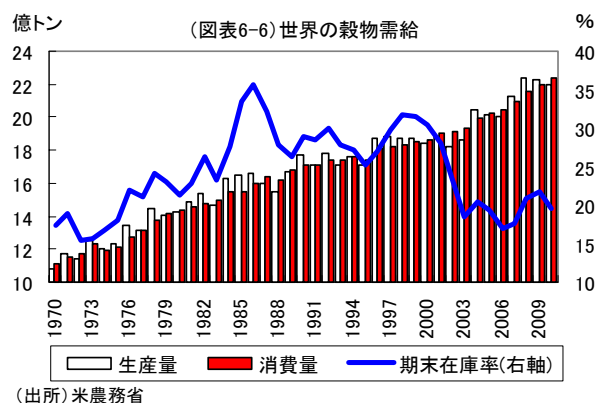
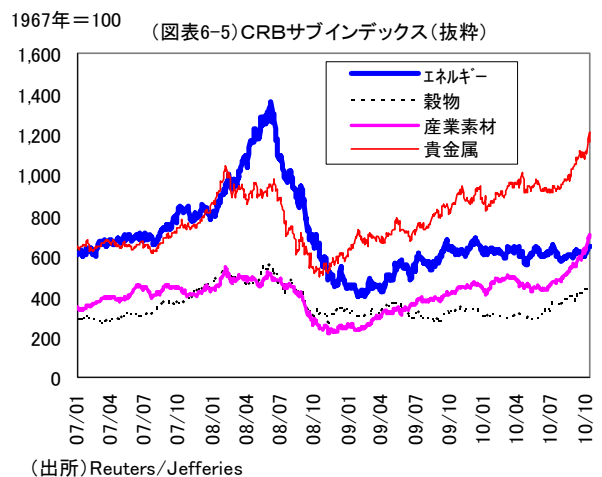
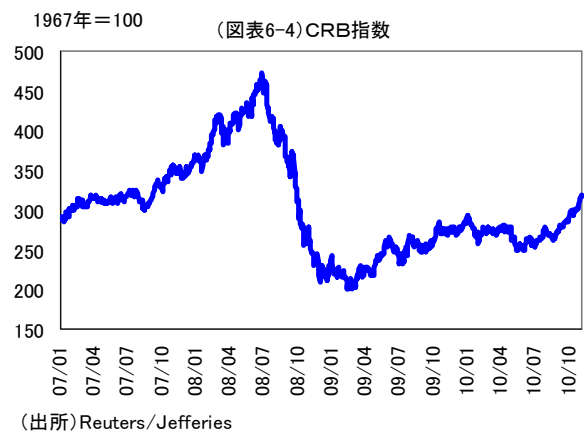
（２）その他商品市況も緩やかな上昇基調が続くと予想

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、今年の5月以降、欧州の財政問題への懸念からリスク回避姿勢が強まり、調整局面が続いていたが、9月以降上昇基調に転じている。米国の追加金融緩和期待の高まりを背景に、流動性の供給増加やドル安観測から、商品市場に資金が入りやすい状況が続いていたことによる。さらにFRBの追加金融緩和決定により、足元、CRB指数は310を超え、2年1ヶ月ぶりの高水準まで上昇している（図表6-4）。

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10月の動きをみると、穀物（大豆、小麦、とうもろこし）分野が+11.6%、産業素材（銅、アルミニウム、ニッケル、綿花）が+11.4%と大きく上昇し、貴金属部門（金、銀）が+6.3%、エネルギー（原油、燃料油、ガソリン、天然ガス）が+0.2%となった（図表6-5）。穀物分野、産業素材分野の上昇率が高いが、産業素材の中で大きく上昇したのは綿花であり、穀物分野同様、天候による影響が大きい。

穀物については、人口の増加や新興国の経済発展に伴う生活水準の上昇（飼料用需要の増加）を背景に、世界の需要量が拡大し続けており、1970年に比し約2倍の水準まで増加している（図表6-6）。今後も新興国を中心に世界人口は右肩上がりが増える見通しであるため、穀物は中長期的に堅調な需要増が見込まれる。

足元の穀物分野の価格の動きを見ると、7月以降、小麦価格の上昇に連動する形で、とうもろこしや大豆の価格が大きく上昇しているのが分かる（図表6-7）。ロシア等が深刻な干ばつに見舞われ、小



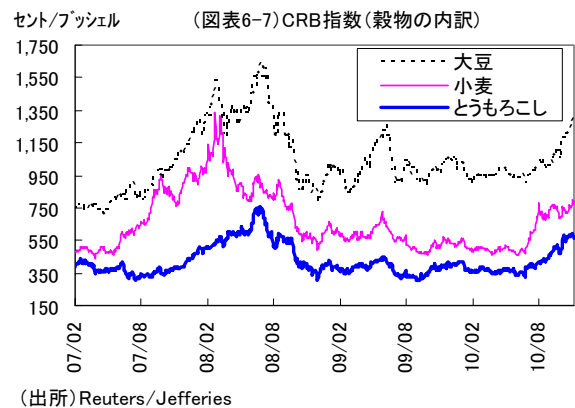
麦の生産量が大幅に減少するとの思惑から投機マネーが流入し、小麦価格が高騰した。8月初旬にはロシア政府が年内の穀物輸出禁止を公表（その後2011年6月末まで延長）、米国農務省（USDA）見通しでも10-11年度（米国では6月-翌5月）の小麦生産量は下方修正された。

とうもろこしや大豆も畜産飼料として小麦と一部代替性があるため、連動して価格が上昇した形。小麦の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低いが、将来的な需要増を背景に資金が滞留しやすい状態が続くと見られ、高値圏での推移を予想する。とうもろこしは、足元高騰している。天候不順を背景に、9月以降USDA生産量の見通し（10-11年度：米国では9月-翌8月）は下方修正が続いており、今後、更に上昇する可能性がある。大豆は主要輸入国の中国の需要拡大が予想されるものの、当面、生産量が消費量を上回って推移する見込みであるため、今後の価格上昇は緩やかなものになるとみている。

産業素材分野のうち非鉄金属についてみると、銅の価格は堅調に推移している。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。中国の予想外の利上げは、景気減速よりむしろ中国経済の持続的な高成長期待へつながったとの見方が多い。世界景気の回復が見込まれる2011年には、銅価格は上昇圧力を強めると予想する。アルミニウム価格は、足元ほぼ横ばいで推移した。在庫が依然として高水準である中で、投機マネーの流入によって支えられている状況であり、こちらも緩やかながら安定的な上昇に向かうのは来年以降と予想する。ニッケルについては、供給過剰傾向で推移しており、当面は横ばい圏の推移が続くとみる。

貴金属分野では、安全資産である金価格が、11月初旬には1,400ドル/トロイオンスを超え、過去最高値を更新している。米の追加金融緩和によるドルの先安感から、通貨の代替資産として買われている面が大きく、また、新興国を中心にインフレ懸念が高まっていることも金価格上昇につながっている。当面は高値での推移が続くとみており、欧州のソブリンリスクが再燃するようであれば、金価格は更に上昇する可能性もあろう。また、銀価格も30年振りの高値とその上昇が目立つ。金と同様に代替資産としての側面のほか、太陽電池など産業用需要としての要素も大きく、今後も上昇基調での推移するとみる。

商品価格は、今後も世界経済の回復を背景に緩やかな上昇基調で推移するとみており、CRB指数（11月5日現在313.56）の今後1年間の上昇率は、10%-15%程度と予想する。ただ、当面は投機マネーの動向によって乱高下しやすい展開が続くとみる。



(図表6-8)主要商品の価格変動率(%)

| | | 1ヶ月間 | 3ヶ月間 | 1年間 |
|-------|--------|------|-------|-------|
| CRB | | 4.8 | 9.6 | 11.2 |
| エネルギー | 原油 | 1.8 | 3.1 | 5.8 |
| | 天然ガス | 4.3 | -18.0 | -20.0 |
| 産業素材 | 銅 | 2.4 | 12.9 | 26.6 |
| | アルミニウム | -0.3 | 7.1 | 23.5 |
| | ニッケル | -2.1 | 8.7 | 25.9 |
| | 綿花 | 20.2 | 52.1 | 85.2 |
| 貴金属 | 金 | 3.8 | 14.9 | 30.5 |
| | 銀 | 12.6 | 36.4 | 51.1 |
| 穀物 | 大豆 | 10.8 | 16.5 | 25.4 |
| | 小麦 | 6.4 | 8.4 | 45.1 |
| | とうもろこし | 17.4 | 48.2 | 59.0 |

(出所) Bloomberg ※2010年10月末時点の価格変動率

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。