



## 2010～11年度の経済見通し

～政策効果剥落から踊り場局面へ入るものの腰折れには至らず～

調査研究部 木下 茂

### <世界経済概観>

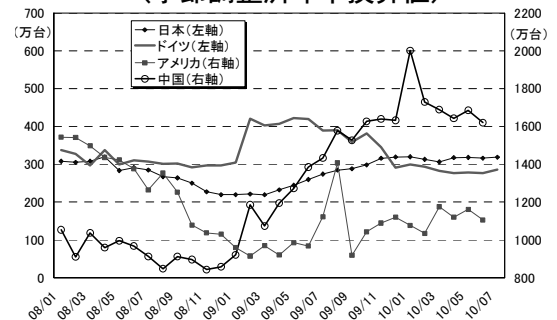
#### ○景気回復は続くものの、政策効果は剥落へ

世界経済は年明け後も回復の動きが継続している。アメリカ、日本など一部の先進国については4～6月期に入って回復ペースが鈍化しているものの、アジア主要国やその他新興諸国においては堅調な回復傾向が持続している（第1図、第2図）。

もっとも、こうした回復をもたらした要因のうち、財政による政策効果は今後剥落していく見込みである。例えば、各国が実施した

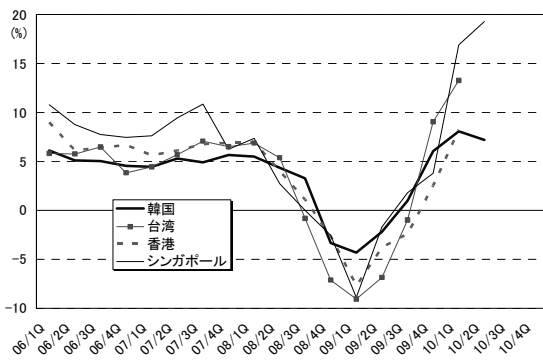
自動車買い替え促進策は世界的に効果が大きかったが、季節調整済みの水準データでみる限り、効果が薄れつつあるようだ（第3図）。

（第3図）各国の自動車販売台数の推移  
（季節調整済年率換算値）



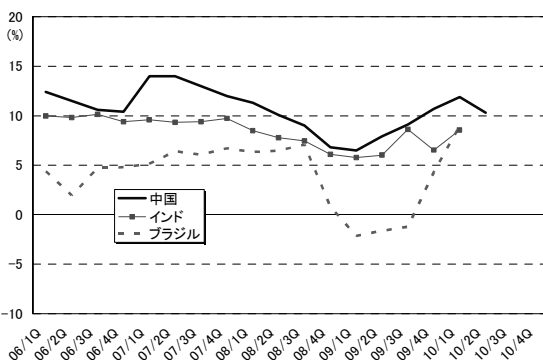
（注）各国統計より作成。ただし、日本、ドイツ、中国データの季節調整値はJ A 共済総研で作成

（第1図）アジア主要国の成長率の推移  
（実質GDP前年比）



（注）各国統計より作成

（第2図）新興国成長率の推移（実質GDP前年比）



（注）各国統計より作成

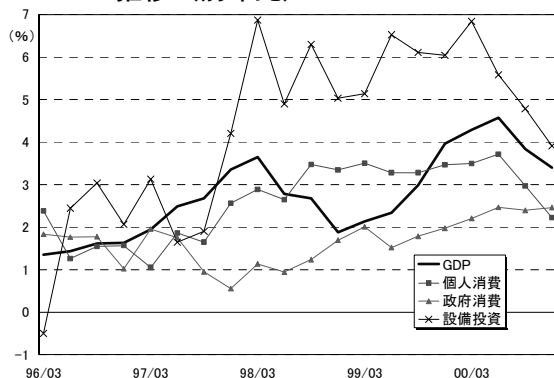
#### ○欧州の緊縮財政による腰折れ懸念が台頭

また、欧州の財政不安を背景とした市場混乱をきっかけに、財政の健全化を急ぐ政策スタンスがユーロ圏を中心に拡大しつつある点には注意が必要であろう。こうした健全化策は複数年度にわたって実施されるため、中期的に一定の景気抑制要因となる。

もっとも、財政健全化に伴って長期金利が低下し、民間需要を刺激する二次的効果が期待できることを考えれば、財政引き締めマイナス効果を過大視すべきではなかろう。例えば、ユーロ導入直前の欧州経済では、財政赤字基準達成のため公的支出の伸びが鈍化する一方で個人消費・設備投資など内需が盛り上がったという経緯がある（第4図）。



(第4図) ユーロ導入前後のユーロ圏GDPの推移 (前年比)



(注) Eurostatより作成

○長期化する主要国の超金融緩和スタンス

一方で、拡張的な財政政策の持続可能性に疑問が生じている状況では、金融政策の下支えがやはり必要になる。一時は金融市場の正常化を背景に、出口政策が早まるのではないかとの見方が台頭したものの、やはり主要先進国の経済の立ち直りに時間を要するとなれば、現在の主要中銀がとっている超低金利・緩和スタンスは長期化するのではないかと見ておくのが筋であろう。

○新興諸国依存の緩やかな回復が見込まれる

とはいえ、現在の景気回復を主導しているのは金融危機の影響が軽微であった新興諸国であり、こうした新興国中心の世界経済回復の構図が覆るまでには至らないとみられる。今年下期から来年にかけての景気のパスについては、主要先進国における政策効果剥落による下押し要因はあるものの、これまで同様中国など新興諸国の景気拡大に牽引されるかたちで、世界経済全体として緩やかな回復が継続すると予想する。

<米国経済>

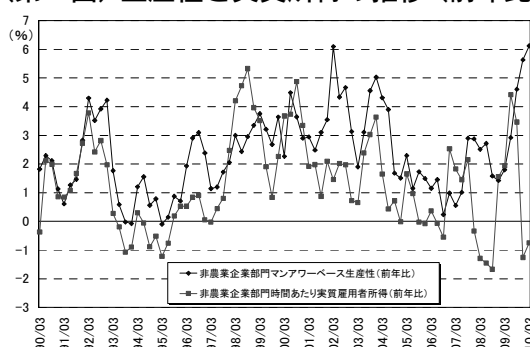
○直近の成長率はやや鈍化

4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%と前期の同+3.7%からやや鈍化した。個人消費が同+1.6%と伸び悩む一方で、住宅投資は同+27.8%、設備投資が+17.0%、輸出も+10.4%といずれも2桁の増加となり、全体を牽引した。

○減税効果の弱まりから消費は減速へ

全体を左右しやすい個人消費について月次小売売上高で足元の動きをみると、住宅取得優遇措置の終了に伴う変動によりトレンドがわかりにくくなっているものの、回復傾向は崩れていないとみられる。賃金の回復は明確でない(雇用が抑えられている結果、労働生産性の伸びは高まっているが、それに比べて賃金が抑制されているのが現局面の特徴である。第5図参照)ものの、減税の効果により可処分所得は増加していること、春先までは株高による資産効果が寄与していたものとみられる。

(第5図) 生産性と実質所得の推移 (前年比)



(注) 米商務省資料より作成

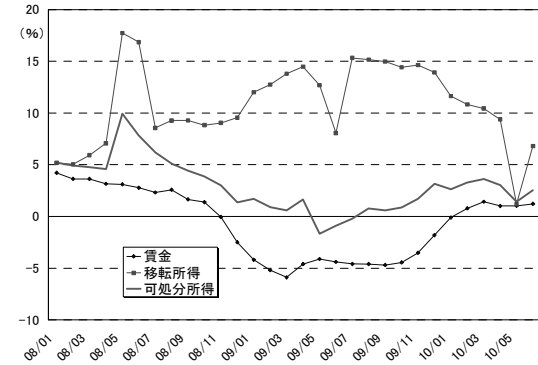
今後については、減税による所得押し上げ効果が徐々に薄れていくとみられること(第6図)、過剰債務調整の継続を背景に貯蓄率が



足元下げ渋っていること（第7図）からすれば、消費の伸び加速は期待しづらい。今後は所得の伸びに見合った緩やかな増加ペースに落ち着いていくと予想される。

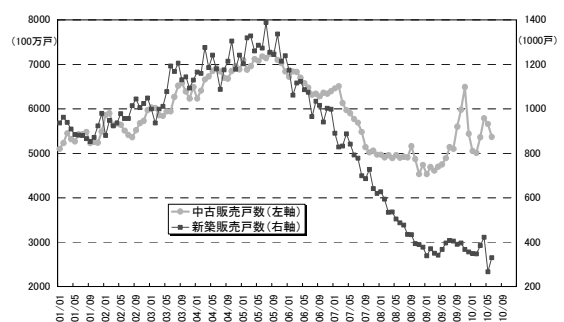
の高まりや、今後予想される金融規制の強化は資産価格の上昇を抑制する要因になるとみられ、これに伴い、住宅市場の回復も緩やかなものとなるだろう。

（第6図）米家計所得の推移（前年比）



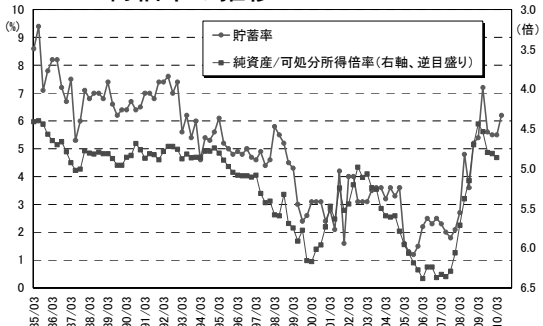
（注）米商務省資料より作成

（第8図）米住宅販売の動向（季節調整値）



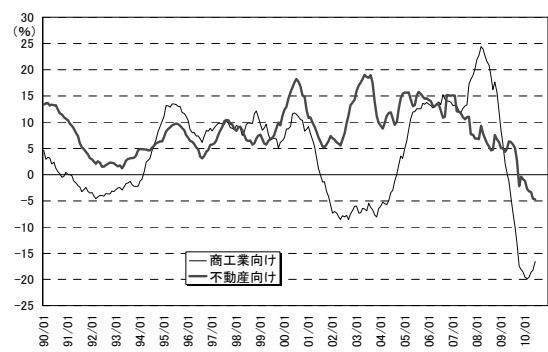
（注）トムソン・ロイターのデータより作成

（第7図）米家計貯蓄率と純資産/可処分所得倍率の推移



（注）米商務省、FRB資料より作成

（第9図）米銀の貸出動向（前年比）



（注）FRB資料より作成

○一本調子の回復が期待しづらい住宅市場

住宅投資も一本調子の回復は期待しにくい。直近の月次データでは、優遇措置終了に伴う反動減が生じている（第8図）。住宅価格の動きをみても、昨年の夏場以降下げ止まったものの、底這い推移が続いている。こうした動きの一因として、銀行の不動産向け融資が減少を続けており、これが資金制約になっている点が考えられる（第9図）。かつてのグローバルインバランス拡大に対する反省機運

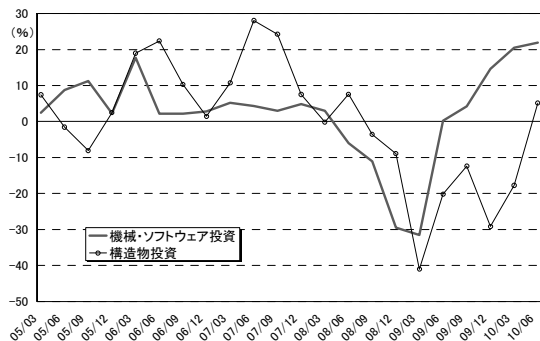
○一様ではない設備投資の回復

この間、設備投資については、機械・ソフトウェア投資と構築物投資で回復力の差が際立っている。生産部門の稼働率上昇に連動しやすい前者においては3四半期連続で年率2桁の大幅増加となる一方、後者は大幅減少によりやく歯止めがかかった段階である（第10図）。不良債権を抱えた銀行が貸出を削減していることが影響していると考えられ、バランスシート調整の一環としての建設投資停滞は



長引くとみておくべきであろう。

(第10図) 形態別設備投資動向 (前期比年率)



(注) 米商務省資料より作成

○来年初めにかけて景気は踊り場局面へ

年後半から来年にかけての景気のパスとしては、オバマ政権が策定した景気対策の大半の効果は個人減税・公共投資とも今年前半にピークを迎えることから、今後は景気回復の勢いは若干ながら鈍ってくると思われる。来年初めにかけて踊り場的な局面に入ると予想される。もっとも、そこから腰折れや2番底に至るとは考えにくく、通してみれば緩やかな景気回復が続くという構図に変化はないものと考えられる。実質成長率は、10年が+2.7%、11年が+2.0%の見通しである。

○10年中は現行の緩和スタンス維持を予想

金融政策については、当面現在の超低金利政策が維持されるものと見込む。春先にかけては市場などで出口政策が早まるのではないかと、ここに来てそうした見方は後退している。政策効果剥落後の米経済の回復力は脆弱との見方が強まっていること、コアインフレ率が低下方向にあることなどから、金融引き締めを急がねばならない状況にはないと思われる。今年現在の緩和スタンスが維持され、政策金利引き上げ

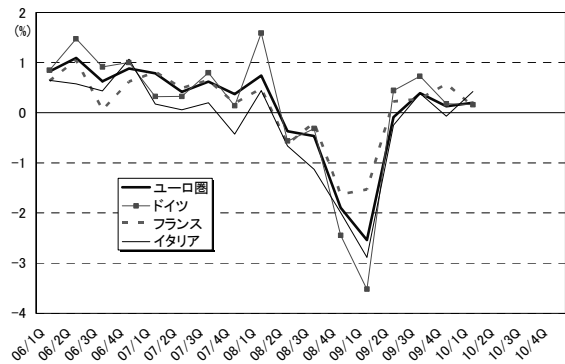
に転じるのは早くて来年の春以降になろう。

<ユーロ圏経済>

○緩やかな回復が続く

ユーロ圏の1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%となり、前期の同+0.1%に続き小幅ながらプラス成長を維持した(第11図)。主要国別にみると、ドイツが同+0.2%、フランスが同+0.1%、前期にマイナスであったイタリアが同+0.4%となるなど、おしなべて緩やかな回復が続いている。非ユーロ圏ではイギリスの4～6月期成長率が同+1.1%とやや強めの伸びとなっている。

(第11図) ユーロ圏と主要国の成長率の推移 (実質GDP前期比)



(注) Eurostat、各国統計より作成

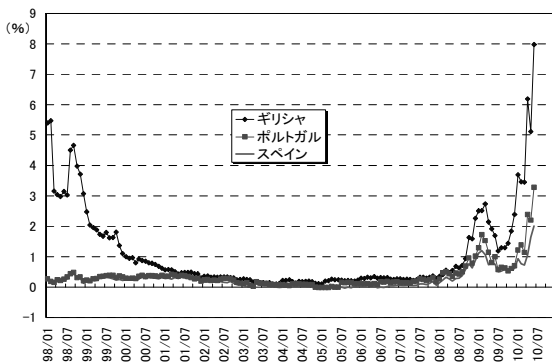
○財政規律の緩みへの反省機運高まる

この間、ギリシャ財政不安に伴って生じた市場混乱は、5月に発表されたEU・IMF共同の資金繰り支援措置、ECBによる国債買い入れ実施などにより一応の小康状態を得ている。もっとも、こうした措置はいわば時間稼ぎに過ぎず、今回の危機の根本的要因は、「通貨を統合したにもかかわらず財政の統合にまで踏み込んでいないため、個々のユーロ参加国の財政政策をコントロールできなかった点にある」との見方は根強い。確かに、ユーロ



参加時点においては財政赤字を名目GDP比3%以内に抑制するなどの収斂基準が設けられていたが、ユーロ参加後の基準違反について取り決められていたはずの制裁措置が実際に発動されたことはなかった。この点が、とりわけ周辺国における財政規律の緩みにつながった可能性はある。

(第12図) 南欧諸国の国債利回り(対独格差)の推移



(注) トムソン・ロイターのデータより作成

○市場の信頼回復への取り組み

こうした中でEUは6月に入り、来年から加盟国の予算を相互監視する枠組みの導入を決定した。具体的にはEUが各国の予算編成プロセスに関与し、財政赤字の基準違反に対して厳格に制裁を科すというものである。

また7月23日には、域内20カ国の銀行91行を対象とする健全性審査(ストレステスト)の結果が発表された(7行が不合格、資本不足額は35億ユーロ)。国債のデフォルトは想定しない、銀行勘定保有の国債は時価評価をしないなど、評価法の甘さを指摘する声もあるものの、開示された情報量は前回09年10月のテストに比べて充実しており、透明性を確保する努力の一環としては評価できよう。

○財政健全化の総需要抑制効果

こうしたEU全体での取り組みと平行して、ギリシャ、スペイン、ポルトガルに加えてドイツ、フランス、オランダなど中核国においても公務員数削減、公的年金の受給開始年齢引き上げなど財政健全化の動きが広がっている。これらの施策は3~4年程度かけて実施されるため、中期的な総需要抑制要因として作用することになる。

○小さくないユーロ安効果

ただ、短期的な景気見通しを考える上では、ユーロ下落による輸出刺激効果も重要であろう(第1表)。実際、ドイツなどの足元のデータには、ユーロ安の影響が既に出ている。また、ユーロ安のメリットを受けやすい中核国の成長率が高まれば、直接的なユーロ安の恩恵を受けにくいとされる周辺国への波及効果も期待できるとみられる。

(第1表) ユーロ圏の実質輸出関数の推計

定数項	圏外GDP (前年比)	実質実効レート (前年比騰落率)	修正済R <sup>2</sup>
-2.0697	2.8596 (21.6043)	-0.2325 (-5.4497)	0.9181

(注1) 計測期間は97/1Q~09/4Q、カッコ内はt値  
(注2) トムソン・ロイターのデータより作成

○景気失速には至らず、緩やかな回復が持続

実質成長率は、10年が+1.0%となった後、11年も+0.9%と緩やかな景気回復が続く見通しである。市場などでは財政引き締め効果による景気失速を見込む見方も根強いが、ここではユーロ安による輸出刺激効果の方が強く出るものと考えておきたい。

金融政策については、各国の財政政策が健全化志向を強めていること、とりわけ周辺国において今後、財政引き締めの影響が明らか



になるとみられることもあり、現状では金融引き締めを急ぐ緊急性は感じられない。ECBは当面、現在の低金利政策を継続するものと予想される。

＜中国経済＞

○中国の景気拡大ペースはここにきて鈍化

中国経済は回復傾向が続いているものの、そのペースは鈍化している。今年4～6月期の実質GDPは前年比+10.3%と前期同様2桁の伸びを維持したものの、季節調整済み前期比では急減速した模様である（第13図）。

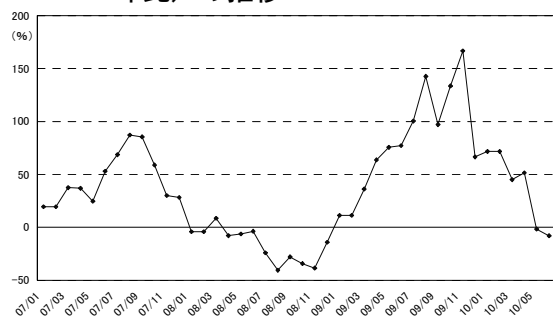
また、不動産取引の動向をみると、足元は前年割れに陥っている（第14図）。当局の抑制策の影響が出ているとみられ、不動産価格の上昇率もここにきて頭打ちとなりつつある（5月：前年比+12.4%→6月：同+11.4%）。

（第13図）中国の実質GDP前期比成長率の推移



（注1） J A 共済総研試算値  
（注2） トムソン・ロイターのデータより作成

（第14図）中国の不動産（建物）販売金額（前年比）の推移



（注） トムソン・ロイターのデータより作成

○ハードランディングは回避される見込み

中国の所得分配の不平等さはかねてより指摘されてきた（第2表）。経済が拡大する中でも労働分配率は低下を続け、一般労働者の不満は強まっていたとみられる（第15図）。ここにきて当局は賃金上昇を容認するスタンスを打ち出しているが、これについては特に都市部での住宅価格の急騰で住宅取得が困難になってしまったこととも合わせ、社会的不満の強まりを意識したものと考えられる。

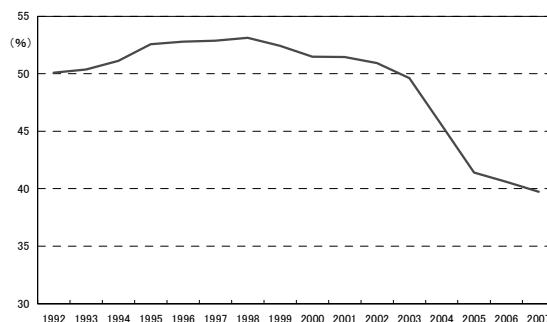
息の長い経済成長を達成する上で所得分配の歪みは是正される必要があり、今回の当局の不動産価格抑制・賃金上昇容認スタンスは本来望ましいものと考えられる。人民銀行の金融引き締め政策も現在のところ準備率引き上げを3度実施するにとどまっており、不動産価格のクラッシュを招くようなハードランディングシナリオは回避されよう。

（第2表）中国のジニ係数の推移

	農村	都市	全国
1988	0.332	0.235	0.378
1995	0.381	0.284	0.442
2002	0.367	0.319	0.446
2007	0.379	0.339	0.466

（注） China Household Income Projectのデータより作成

（第15図）中国の労働分配率の推移



（注） 中国統計年鑑各年版データより作成



○人民元変動弾力化の影響は軽微

こうした中、6月19日に人民銀行は人民元の変動を弾力化する旨発表した。対外面ではアメリカなどから人民元を過度に割安に据え置いているとの批判が強まっていたことに加え、国内金融政策の面でもベッグ制の維持は元売りオペレーションを通じて過剰流動性散布要因となっていたことから、いずれ元切り上げは不可避との見方が強まっていた。

当面の注目点は、切り上げペースがどの程度のものになるかという点である。前回元切り上げ時（05年7月～08年6月）の対ドルでの推移をみると、最初の半年間での年率上昇率は4.9%、次の06年・07年はそれぞれ3.3%、6.4%、08年は11.9%と、差し当たりは一桁台前半での緩やかな上昇にとどめ、徐々に上昇幅を広げていくという経緯を辿った。これを参考にすれば、今回も当面は急激な切り上げはないとの見通しが可能であり、中国や日本の実体経済への影響も軽微と考えられよう。

<国内経済>

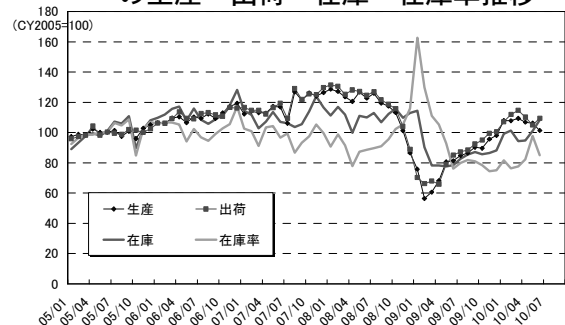
○政策効果の弱まりから回復の勢いは鈍化へ

今年1～3月期の実質GDPは、前期比年率+5.0%（二次速報）と事前予想対比強めの結果となった。輸出の回復が貢献したほか、個人消費、設備投資、住宅など主な内需項目もプラス寄与となった。消費については各種販売刺激策が引き続き奏功したほか、設備投資についても、輸出や生産活動のリバウンドに企業側が反応したものと思われる。

目先的には、経産省の生産予測指数からみて国内製造業の生産増加ペースは鈍化していくとみられる。生産予測指数により機械的に延長した場合、7～9月の鉱工業生産は前期比+0.2%と伸び悩む見込みである。

これについては、個人消費を牽引していたエコカー・エコポイント関連品目の減速が影響している。乗用車・エアコン・冷蔵庫・液晶テレビの4品目を集計してその動きをみると、生産・出荷とも既にやや頭打ち傾向となっていることがわかる（第16図）。在庫率は依然、低水準にあることから急激な生産の失速はないと思われるが、これら品目だけで鉱工業生産をかなり押し上げていたとみられることから、今後の推移には注意を要する。

（第16図）エコカー・エコポイント関連品目の生産・出荷・在庫・在庫率推移



（注）経済産業省資料より作成

○消費は販売促進策の効果減衰が見込まれるものの、雇用・所得環境改善が下支えに

昨年度のGDPベースの個人消費は各四半期ともコンスタントに増加を続け、年度全体では+0.6%となった。当初は雇用・所得環境の改善という裏付けがない中で、販売促進策の効果の持続性には疑問が呈されたものの、年後半にかけては所得の最悪期を過ぎ、時間外給与が直近で前年比2桁の伸びを示していることに加え、株高による資産効果も寄与したとみられる。今年度は、販売促進策の限局的な効果は減衰していくとみられるものの、大手企業の夏のボーナスがプラスに転じたこと、子ども手当での消費押し上げ効果も若干ながら期待できることなどから、底堅く推移

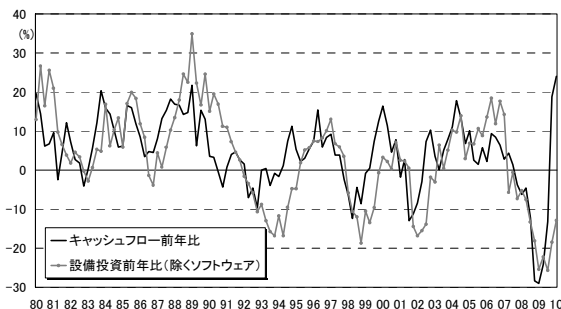


するとみられる。短期的な動きとしては、9月末にエコカー補助金、12月末にエコポイント制度が終了する予定となっていることからそれに伴う駆け込み需要とその後の反動減が生じ、トレンドがわかりにくくなる可能性が高いものの、均してみれば雇用・所得環境の改善を裏づけとした緩やかな回復が続こう。

○設備投資も底入れ、もっとも生産拠点の海外移転などから回復力は鈍い

大幅な調整を余儀なくされてきた設備投資も今年1～3月期まで2四半期連続で前期比増加し、底入れしたとみられる。昨年度中の生産活動の回復を受けて稼働率は上昇、キャッシュフローも増加しており、循環的な投資回復局面に入ったと思われる。もっとも、キャッシュフローの増加や利益計画の大幅増額に比べ、足元の設備投資の動きは相当に鈍いと言わざるを得ない(第17図)。これはとりわけ製造業における海外投資優先スタンスを反映したものと考えられ、この点については現在議論されている法人税の引き下げだけでなく、研究開発投資減税などの政策対応が必要になってくると思われる。

(第17図) キャッシュフローと設備投資の推移(全産業)



(注1) キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費  
(注2) 財務省・法人季報より作成

○輸出は新興国向けが引き続き牽引役に

この間、今回の景気回復の牽引役となってきた輸出については、ギリシャ財政不安をきっかけとしたユーロ安により欧州向け輸出が影響を受けることを懸念する見方があるようだ。もっとも、もともと今回の輸出回復局面においてEU向け輸出の貢献は小さかったことに加え、実効レート(日銀指数)でみた足元の円の上昇率は4月対比6%弱となっているが、この程度であれば日本の輸出数量の為替弾性値の小ささからみて(第3表)輸出全体に与える影響は軽微であると考えられる。新興国向け輸出の堅調な増加が続いていることもあり、ユーロ安のマイナスの影響を深刻にみる必要はなからう。

(第3表) 輸出数量関数の推計(前年比)

定数項	海外鉱工業生産 (前年比)	実質実効円レート (前年比騰落率)	修正済R <sup>2</sup>
-12.3448	2.4487 (22.7317)	-0.1759 (-2.7632)	0.8320

(注1) 海外鉱工業生産は主要輸出先7カ国データの輸出シェアによる加重平均  
(注2) 為替レートには6カ月のアーモラグを使用  
(注3) 計測期間は00年1月～10年4月  
(注4) 財務省、日本銀行、各国統計資料より作成

○回復の勢いはやや鈍化、踊り場局面に入るものの腰折れには至らず

以上、今年度後半から来年度にかけての国内景気は、耐久財買い替え促進策の効果が徐々に剥落してくることから、当面は回復のモメンタムが鈍化してくると見込まれるものの、一方で、雇用・所得環境の改善を背景として消費が底堅く推移すると見込まれること、稼働率・キャッシュフローの改善に伴う設備投資の回復が緩やかながら期待できること、輸出が新興国向けに堅調さを維持すると見込まれることなどから、腰折れなどには至





らず緩やかな回復傾向が続くものと予想される。実質成長率は10年度が+2.3%となった後、11年度はやや鈍化して+1.8%の見通しである。

○デフレの早期終息は展望しづらい

消費者物価は引き続き下落傾向で推移している。6月の生鮮食品を除く全国指数は前年比-1.0%となったが、このうち高校授業料無償化により0.5%ポイント分押し下げられており、実勢としては前年比-0.5%程度下落ということになる。足元の物価下落は、昨年年初までの景気悪化に伴う需給ギャップ拡大を反映したものである。最近の景気の持ち直しにより、需給ギャップは徐々に縮小していくことになるため、これにつれて消費者物価のマイナス幅も縮小に向かうと予想される。もっとも、緩慢な雇用情勢の改善などを反映して消費者の低価格志向は根強いとみられることから、デフレの早期終息は展望しづらい。

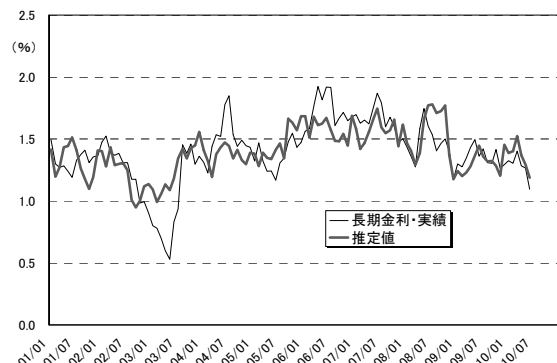
○金融緩和スタンスも当面は変更なし

金融政策については、現在の緩和スタンスを当面継続すると想定している。日銀は昨年12月に0.1%の固定金利で10兆円の資金を供給する「新型オペ」の実施を決定、今年3月には同オペの資金規模を20兆円に拡充した。その後7月中旬に発表された「展望レポート」（中間評価）では、成長率見通しを10年度：+2.6%、11年度：+1.9%とする一方で、消費者物価（生鮮除く全国、高校授業料の影響調整済み）については10年度：-0.4%、11年度：+0.1%と今年度は依然マイナスを予測している。こうした状況では現在の緩和スタンス継続が正当化されよう。

○景気回復力鈍化が長期金利の抑制要因に

国内債券市場は5月の連休明け後、ギリシャの財政不安などから市場でリスク回避の動きが強まったことから買われる展開となり、10年国債利回りは7月下旬以降も1%近辺での推移となっている。今後景気回復は持続するものの、その勢いが減衰してくることは長期金利に抑制的に作用する。経済ファンダメンタルズ指標を説明変数としたモデル推計結果からみても最近の長期金利低下は行き過ぎとは言えず（第18図）、差し当たり10年債利回りは1%台前半を中心とした推移が予想される。

（第18図）国内長期金利とモデル推定値の推移



（注）経産省、総務省、日銀資料などより作成

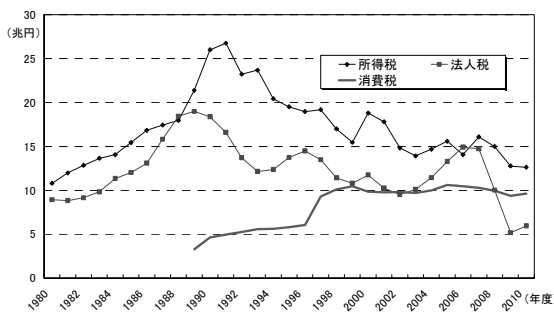
なお、消費税率引き上げなど財政再建の議論については、参院選で民主党が敗北したことを背景にいったんは後退するとみられる。もっとも、年1兆円のペースで増加が続く社会保障費をまかなった上で財政再建を断行するには、消費税率5%程度の引き上げのみでは不十分であり、過去実施された減税・控除などで減少が続く所得税も含めた見直しが必要であろう（第19図）。こうした税制全体の議論が深まらないと財政再建の実行可能性も見極めが付きづらく、市場としても消化しにくいのではないかと思われる。

日本株は、連休明け以降ギリシャ財政不安



を受けた世界的なリスク回避の動きから調整局面に入った。その後海外市場の持ち直しや企業業績対比でみた割安感などから反転の動きとなっている。もっとも、当面の景気回復については春先までの上昇でかなり織り込んだとみられ、ここからの高値更新は期待しづらい。年末にかけて日経平均は上値1万1,000円程度を目途に頭打ちの推移となろう。

(第19図) 一般会計主要三税の税收動向



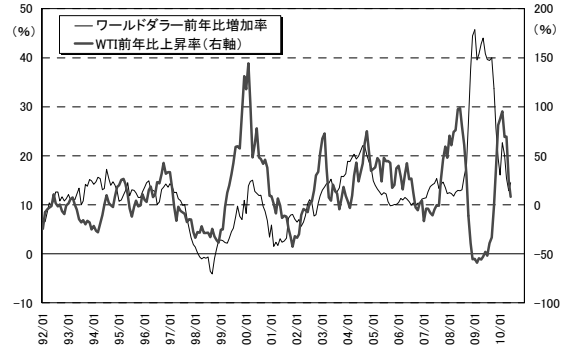
(注1) 直近年度は予算ベース  
(注2) 財務省資料より作成

<原油・為替>

○先進国需要が弱いことが原油価格の頭を抑える要因に

原油価格は今年の4月と5月に87ドル水準の高値をつけた後、5月下旬にかけて調整し、一時65ドル近辺まで下げたものの、その後は反転して足元は77~79ドル近辺での推移となっている。基本的には先進国中心に需要が弱いことが相場の頭を抑える要因になると思われるが、一方で原油使用量の多い新興国の成長が続くことから、2010年の世界原油需要は底堅い見通しである。もっとも、原油価格は短期的には過剰流動性の影響を受けやすい(第20図)と思われ、その場合にはファンダメンタルズとは関係なく振れの大きい展開となる可能性もある。

(第20図) 原油価格とワールドダラーの推移



(注) FRB、トムソン・ロイターの資料より作成

○くすぶり続ける円高圧力

欧州財政不安が高まった5~6月においてはユーロを軸とした相場展開となったが、その後は米国景気の先行き懸念が市場の焦点となり、ドル売り・円買いの動きが強まっている。特に7月半ば以降、米消費者信頼感の悪化が明らかになったこと、バーナンキFRB議長が米経済の先行きについて「異例に不透明」と述べたことなどがドルの重石となっている。もっとも、主要先進国の中でデフレに陥っているのは日本のみであり、その点から金融政策の正常化は日本が最も遅くなること、1ドル=85円近辺では当局による介入への思惑も強まるとみられることから、一方的な円高の進展には歯止めがかかろう。

(本稿は8月3日までの情報に基づき執筆している。)

(第4表) 経済見通し主要指標

(前年比、%)

	09年度	10年度(予)	11年度(予)
実質GDP	-2.0	2.3	1.8
個人消費	0.6	1.0	0.7
住宅投資	-18.5	0.5	4.5
設備投資	-15.3	3.5	5.0
公共投資	9.3	1.0	1.0
政府消費	1.6	-15.0	-7.0
輸出	-9.6	14.0	7.0
輸入	-11.8	10.0	4.5
CPI(コア)	-1.6	-1.0	0.0
アメリカ実質GDP	-2.6	2.7	2.0
ユーロ圏実質GDP	-4.1	1.0	0.9

(注1) アメリカ、ユーロ圏は暦年

(注2) 内閣府、総務省、各国統計などより作成