潮　流

新たな地域産業の創出

顧問　小林　芳雄

我が国では、人口の減少や高齢化が進む中で、国内需要をいかに開発し、経済の活力を維持していけるかが、外需の確保と併せた重要課題の一つである。とりわけ、過疎化の問題も抱える地方にとっては、有効で持続的な地域の活性化方策を見出すことが大きな関心事となっている。

かつての経済の高度成長期には、地方から都市部への労働力移動が進む一方、「農村地域工業導入促進法」などによる地方での企業立地が進み、地域の雇用創出につながった。また、地方への公共投資により道路、生活環境施設などの整備が積極的に進められ、都市と地方の格差是正が図られた。しかしながら、その後の経済社会情勢の変化、特にグローバル化の下での競争激化は、企業の海外立地等による国内産業の空洞化を招き、地方の雇用の場の減少など地域経済に影響を及ぼしてきた。

このような厳しい流れの中でも、各地域においては様々の活性化のための努力が重ねられている。農林水産品にとどまらず、環境や伝統など地域の資源全体を活かした地域づくりが盛んになるとともに、生産者サイドだけでなく、2次・3次産業を含め、地域一体となった取り組みが進められてきた。また、農山漁村と都市部の交流にも種々の工夫・努力が払われ、特色ある農家民宿や農産物直売所などが評価を受けている。かつての、全国各地への工業配置や大型公共投資を中心に地域の経済の活性化を図ろうとする時代から、地域それぞれの特長を踏まえ、そこの資源や人材を活用できる活性化方策を追求するという時代にシフトしてきたものと言える。政策的にも、これまで都市農村交流や農商工連携などの支援策が打ち出され、各地でモデルとされる成功事例が生まれている。

こうした取り組みに加えて、更なる地方の新産業と雇用の創出を目指そうという動きが出ている。その背景には、かつての工業導入のように、地域への新しい産業の導入により、雇用効果などで地域経済に大きな効果を与えられるものが必要との問題意識があろう。また、我が国は、資源小国と言われ、確かに石油や鉱物資源には恵まれていないが、一方で水や森林などの豊富な資源が地方に多く存在する。このところ、環境や資源の価値を重視する動きが高まっている中で、十分に活用されていない資源を活かした地域産業を興すべきという考え方が強まるのは当然と言える。

本年3月に新たな「食料・農業・農村基本計画」が閣議決定され、その中で農村振興のための主要施策として「農業・農村の6次産業化」が打ち出された。その一環として「地域資源を活用した産業の創造」が重点項目として位置づけられ、「6兆円規模の新産業を農山漁村地域に創出することを目指す」との数値目標が設定されている。ちなみに基本計画上の数値目標は食料自給率や輸出促進の目標などの重点施策に限られている。この新たな「産業」の具体的なイメージとして、農林水産物の新規用途の開発、未利用のバイオマス・太陽光・水力といった自然エネルギーの活用などが上げられ、新素材、エネルギー、医薬品など幅広い分野での可能性を探るものとされている。

この施策を成果あるものにする上で、国内資源・環境・エネルギーのあり方についての明確な政策方針の打ち出しとともに、先端的技術革新、新規需要の開発とマーケッテイング、流通インフラなどの条件整備が進められることがポイントと考えられる。10年後を見通した長期の計画であるが、国家的プロジェクトとして強力に推進され、地域段階で少しでも早く、現実の事業として応用できるようになることに期待したい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

景気回復の下でも、物価下落傾向が継続

～一方で、日本銀行は 11 年度中のデフレ脱却を展望～

南　武志

要旨

内外の政策効果によってわが国経済は持ち直し基調を続けている。最近では、出遅れ感のあった雇用や設備投資関連の指標にも底入れの動きが明確化するなど、徐々に景気の裾野が広がりを見せてきた。一方、新興国経済の堅調さから原材料など川上分野で価格上昇が見られるが、国内では大きな需要不足が発生した状態が続いており、消費財など川下分野での価格下落状態が続いており、消費者物価など代表的な物価統計は当面は水面下で推移する可能性が高い。

こうした状況を受けて、3 月に日本銀行は 2009 年 12 月に導入した固定金利オペを拡充する格好で追加緩和策を決定したが、デフレ脱却を早期に実現するにはまだ不十分であり、引き続き一段の緩和措置が求められると思われる。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目＼年／月		2010年 5月(実績)	2010年 6月(予想)	2010年 9月(予想)	2010年 12月(予想)	2011年 3月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.090	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.388	0.35～0.45	0.35～0.45	0.35～0.45	0.35～0.45
短期プライムレート	(%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.190	1.10～1.50	1.15～1.55	1.20～1.60	1.20～1.60
	5年債 (%)	0.415	0.35～0.50	0.35～0.55	0.40～0.60	0.40～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	89.7	87～97	88～100	90～102	90～102
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	109.8	105～130	115～135	120～140	120～140
日経平均株価	(円)	9,460	10,500±1,000	11,000±1,000	11,500±1,000	12,000±1,000

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。
(注) 無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物の予想値は誘導水準。実績は2010年5月25日時点。予想値は各月末時点。
国債利回りはいずれも新発債。

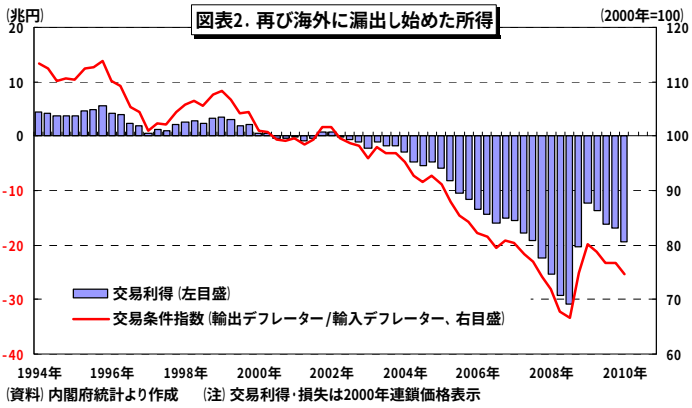
国内景気：現状･展望

引き続き、わが国経済は、内外の政策効果に支えられて、輸出・生産が主導する格好で景気の持ち直し局面が続いている。5 月 20 日に発表された 1～3 月期の GDP 速報からも、実質経済成長率は前期比 1.2%（同年率 4.9%）と高めの成長を確保したことが明らかとなっている。引き続き、中国など新興国向けの輸出が全体を押し上げたほか、民間企業設備投資も 2 四半期連続の増加となっている。さらに、回復が遅れていた民間住宅投資も増加に転じるなど、景気回復に広がりが出ていることが見てとれる。一方で、これまでの景気持ち直しに大きく貢献してきた民間消費にやや減速感が出てきたことは先行きを占う上での懸念材料として意識させられる内容だった。

なお、当総研ではこの GDP 発表を受けて、経済見通しの改訂を行った。当面の景気動向としては、耐久財消費に対する刺激策の効果一巡や欧州・中国といった海外経済の不透明感の強まりなどもあり、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

10 年度上期は景気回復テンポの鈍化は避けられないと見るが、夏場以降は子ども手当の支給開始や夏季賞与の回復、米国経済の成長力が徐々に強まることなどを受けて、10 年度下期以降は再び成長率を高めていく姿を予想した。なお、当総研では 10、11 年度の経済成長率見通しをそれぞれ 2.3%、2.6%とともに上方修正した（詳細は後掲レポート『2010～11 年度改訂経済見通し』を参照）。



一方、物価動向については、新興国景気が底堅く推移していることもあり、資源・エネルギー関連といった川上分野では価格上昇が見られるが、国内の最終需要財を取り巻く環境は依然として需要不足状態に陥っていることにより、川下分野では下落傾向が残っている。つまりは、交易条件の悪化に国全体としても、企業部門としても直面しているといえる。

代表的な物価指標である消費者物価（全国 3 月、生鮮食品を除く総合）は前年比▲1.2%と、09 年 8 月（同▲2.4%）をボトムに下落幅を縮小させてきたが、依然として大きなマイナスが残っている。2%台の経済成長率でも、デフレギャップを解消させるのには 3 年程度かかると思われ、デフレ脱却はまだ見通せる状況にはないと思われる。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、4 月 30 日に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」において、景気の現状認識を「回復基調を辿っている」とし、先行きについても「回復傾向を辿るとみられる」との見通しを示した。さらに、5 月の金融経済月報では、景気の現状認識を「緩やかに回復しつつある」へ一歩前進させている。加えて、白川日銀総裁は、5 月 21 日に行われた定例会見において「国内民間需要に自律回復の動きがみられる」と述べるなど、景気の先行きに対して楽観的な見解を披露、ギリシャ問題に端を発した欧州市場の緊張が日本経済に与える影響も限定的との考えを示した。また、物価動向に関しては、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、その幅は縮小傾向を続けている」ものの、先行きについては「マクロ的な需給バランスが徐々に改善することなどから、消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、2011 年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる」と、今後 2 年以内にデフレからの脱却が実現するとの見方を示した。

以上のような日銀の景気・物価認識を考慮すれば、金融政策はいずれ引締め方向へ修正されるとの思惑を呼んでも不思議ではないが、11 年度内のデフレ脱却の可能性については疑問視する意見は多く、追加緩和期待が根強いのが実情である。

09 年 11 月の政府によるデフレ宣言後、日銀は固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ、資金供給額は約 10 兆円）を導入したが、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

10年3月にはその固定金利オペの資金供給額を約 20 兆円へと倍増することを決定している。とはいえ、デフレ脱却時期を前倒しさせるほど、強力な緩和効果があるわけではなく、「デフレを容認しない」との意思表明と現実の政策運営との整合性が問われ続けている。日銀に対しては、引き続き政府や金融市場などから、一段の緩和措置が要請され続ける可能性が高いと思われる。

なお、「次の一手」としては、固定金利オペの拡充（供給量拡大や期間延長）が柱になると思われるが、国債買入れ額（現行 1.8 兆円/月）の総額も検討の余地はあると思われる。この件についてネックとなっているのが、財政規律との兼ね合いや日銀券ルールであるが、政府が 6 月までに策定する「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」の内容や財政健全化法案の行方次第では、日銀が国債買入れの増額に踏み切ることもありうるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

国内を見わたすと、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しいが、金融システムそのものは概ね安定している。一方、海外では、米国不動産市場は引き続き厳しい環境下にあるほか、欧州ではギリシャなどユーロ圏諸国の財政問題が燻るなど、金融システム不安は払拭されたわけではなく、依然として不安定さが残ったままである。

なお、米国では 5 月 20 日に金融規制改革法案が上院で可決され、7 月上旬をメドに両院協議会において最終的な金融規制法案が取りまとめられることになっている。また、ドイツ金融当局は、ユーロ圏の国債や金融大手 10 社の株式の空売りを 11 年 3 月末まで禁止すると発表、独自の金融規制を導入した。これらが国際的な資金フローにどのような影響を与えるのか、今後注視していく必要がある。

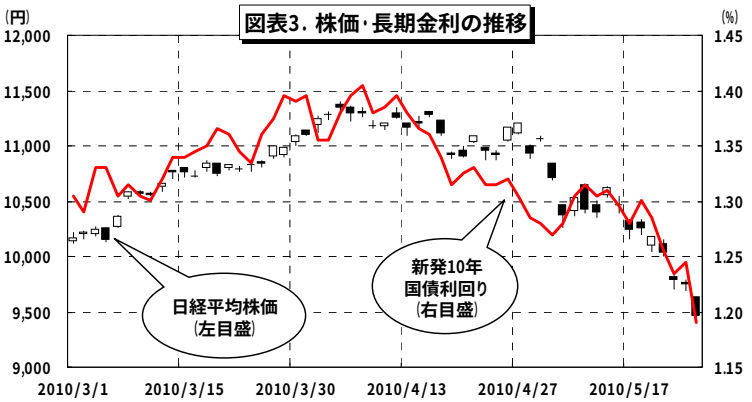
以下、債券・株式・為替レートの各市場について述べていきたい。

①債券市場

10 年に入って以降、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は、根強い国債発行圧力とデフレに伴う追加的な金融緩和観測などがバランスする格好で、概ね 1.3%台でのもみ合いが続いた。3 月下旬から 4 月上旬にかけて円安・株高を嫌気し、長期金利が 1.4%台に上昇する場面もあったが、4 月後半には再び 1.3%台に低下、5 月中旬には欧州債務危機への懸念から 1.2%台前半まで低下するなど、長期金利の低下傾向が強まっている。

基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、追加の金融緩和策が講じられる可能性が残っていること、さらには国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどもあり、長期

図表3. 株価・長期金利の推移



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金利に対する低下圧力は根強いものがある。ただし、日本国債の格下げの可能性も含めて世界的に財政悪化に対する警戒感が根強いことから、折にふれて神経質に金利が変動する場面も想定しておく必要があるだろう。

②株式市場

1 月中旬にかけて日経平均株価は米国景気の回復期待から上昇した米株価に牽引される格好で昨年来高値を更新、一時 1 万 1,000 円に迫る水準まで上昇した。2 月上旬にはトヨタのリコール問題などが水を差す格好で 1 万円割れとなったが、それらの悪材料をこなした後は再び米株価の堅調さにつられて上昇、3 月下旬には 1 万 1,000 円台を 17 ヵ月ぶりに回復。新年度入り後も、米経済指標の回復などを背景に上昇を続けたが、相場の過熱感が意識され、4 月後半にかけて一旦調整、その後も欧州債務危機により再び 1 万円台を割り込んだ。

今しばらくは、この欧州債務危機の行方に対する思惑が相場動向を左右すると見られるほか、国内のデフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力も意識され、株価が一本調子に上昇を続けることを想定するのは困難な状況だ。しかし、内外景気が二番底に陥ることなく、緩やかながらも持ち直しが続くとの想定の下、10 年下期以降、米国など世界経済全体が回復基調を強めることへの期待感もあり、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げると予想する。

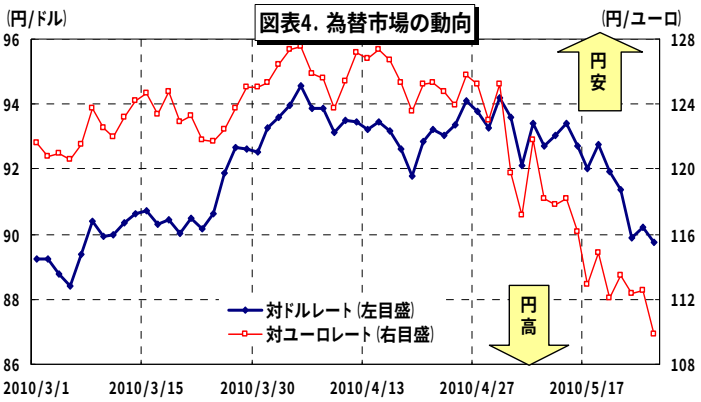
③外国為替市場

10 年入り後、対ドルレートは景気の先行きに対する思惑や燻り続ける金融システム不安などにより、3 月中旬までは 1 ドル＝90 円を挟んでもみあった。その後、米国経済に対する先行き期待や米 FRB の早期利上げ観測を受けて、円安ドル高傾向が強まり、一時 95 円近くまで進行。ただし、直近は欧州での信用不安の高まりから、消去法的な円買い圧力が強まり、再び円高が進行している。一方、対ユーロレートは、ギリシャ財政悪化問題によって統一通貨ユーロの信認が揺らいだことから、ユーロ安傾向が強まっている。ギリシャに限らず、主要国の財政問題は解決までに時間がかかることから、ユーロ安が意識される場面が続くと見られる。

先行きについては、先進国における現行の低金利政策はしばらく続くと思われるほか、欧米の金融システムに対する不安も燻っていることから、円高圧力は残ったままでの展開が続くだろう。一方、もう少し長い視点で見れば、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略の採用時期はデフレ下の日本だけが乗り遅れる可能性も高く、11 年以降、他主要国が金融政策の転換に動き出せば、円安方向への動きが始まるだろう。

（2010. 5. 25 現在）

図表4. 為替市場の動向



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）東京市場の17時時点

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

米国企業動向と民需の先行き

田口　さつき

要　旨

最近発表された米国の経済指標には、民需に動きが出ていることをうかがわせるものが多い。企業の収益やセンチメントからは、製造業において、徐々に雇用や設備投資が拡大する確度が高い。その一方、非製造業においては不透明感がある。

消費や設備投資が回復中

4 月 30 日に発表された 2010 年 1～3 月期の米国の国内総生産統計は、経済成長率が前期比年率 3.2%と 3 四半期連続で増加し、民需に動きが出ていることを示す内容であった。

個別項目別に見ていくと、まず、個人消費は前期比年率 3.6%と 07 年 1～3 月期（3.7%）以来の増加率となった。なかでも娯楽用耐久消費財や家具・家電が伸びている。

また、民間企業設備投資は、ソフトウェアへの投資拡大により、同 4.1%と 2 四半期連続で増加した。しかし、商業用不動産市場の調整が続いていることもあり、工場、施設などの構築物は 7 四半期連続で減少した。これに関しては、連邦公開市場委員会では 4 月 28 日の声明文において景気の先行きについて留意すべき点として、企業の雇用に対する慎重姿勢とともに指摘している。

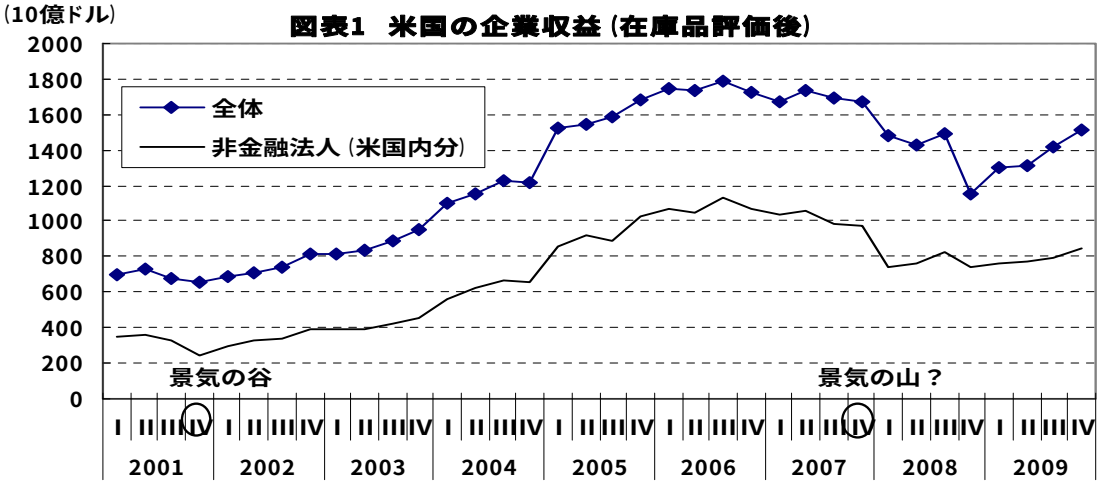
一方、08、09 年と、景気を下支えした政府支出は、2 四半期連続してマイナスとなった。また、海外需要（純輸出）も輸入の増加とともに、成長率に対する寄与度が小さくなっている。

米景気の先行きを考える上で、やはり、個人消費や設備投資といった民需がどのように景気を牽引していくか、が重要であるのは言うまでもない。そこで、以下では雇用創出や設備投資などに関する企業の動きを考えたい。

企業の収益とセンチメント

最近の米国の企業収益の動きを見ると、06 年 7～9 月期にピークアウトした後、

図表1　米国の企業収益（在庫品評価後）



（資料）米国商務省"National Income and Product Accounts"より作成
（注）全体は、非金融法人、金融法人、外国（外国子会社の収益、配当など）から構成される

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

頭打ちの状況が続き、その後、リーマン・ショック直後の 08 年 10～12 月期には前期比年率で▲20％台の大幅減となった（図表 1)。一方、09 年に入ると、持ち直しの動きが始まっている。ただし、金融を除いた国内産業（外国子会社の収益、配当などを除いた部分）は、回復がもたつき気味である。業種別に見ると、製造業に改善の動きが見られるが、小売業、卸売業などが一進一退で推移している。

次に企業のセンチメント（ISM 製造業・非製造業指数）を見ると、製造業の改善傾向が明確であるのに対して非製造業の出遅れ感は否めない。製造業は分水嶺といわれる 50 を 09 年 8 月に上回って以来、上昇が続いている。その一方で、非製造業は 09 年後半から 10 年 1 月まで 50 前後でもみ合った。その後は 50 超で推移したが、直近 4 月分は前月から横ばいと勢いに欠けている。

上述の指数の構成項目である、受注項目や雇用項目も同様に、製造業では前向きな姿勢がうかがわれる。一方の非製造業も、受注は 3 月に 62.3 と 05 年 8 月に次ぐ水準になるなど改善を見せている。ただし、4 月分が再び 58.5 に低下するなど一本調子に上昇しているわけではない。また、雇用に関しては、50 を前に足踏みをしている（図表 2)。

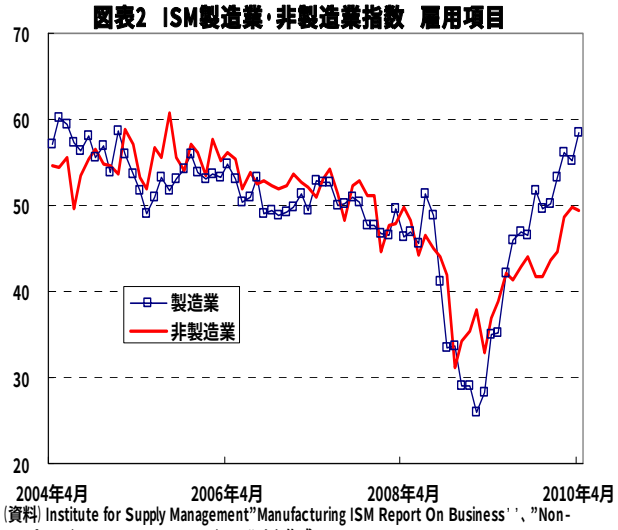
ちなみに 4 月の非農業部門雇用者数（除政府部門）は 23.1 万人の増加と 06 年 3 月（27.2 万人）に次ぐ水準となり、そのうち、製造業は 4.4 万人の増加だった。非製造業も 16.6 万人増となったが、個別に見ると、人材派遣、保健サービスなどは好調であるが、卸売業、小売業、運輸･倉庫業はマイナスか伸びが小幅となるなど弱い動きである。

以上、企業の動きからすると、収益が改善している製造業においては、それが徐々に雇用や設備投資に波及していく確度が高い。その一方、非製造業においては、卸売業、小売業などに不透明感が残っている。これは、08 年 9 月のリーマン・ショック以前に比べ、消費や投資がより慎重に選別されて行われていることが背景にあると見られる。米国経済全体としては、回復は続くものの、その勢いは緩やかという見方が強い。それは過剰消費体質の修正が進行中であるため、非製造業の出遅れ感につながっていると考えられる。

直近 4 月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、低水準な資源利用（資本設備・雇用人員）が指摘されていた。今後、一部の産業で資本設備･雇用人員が進む一方、停滞する産業も存在するなど、産業間で回復のペースがまちまちとなる可能性もある。そのような場合、連邦公開市場委員会での景気判断は難しくなると思われる。

（10.05.26 現在）

図表2 ISM製造業･非製造業指数 雇用項目



(資料) Institute for Supply Management"Manufacturing ISM Report On Business''、"Non-Manufacturing ISM Report On Business" より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

今月の情勢　～経済･金融の動向～

欧州経済･米国経済

欧州では、09 年末に顕在化したギリシャの財政悪化問題に対し、欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）が 3 年間で 300 億ユーロ（約 3.5 兆円）規模の財政支援策を固めたが、信用不安は他のユーロ圏諸国等にも飛び火し、内外の金融市場に大きな影響を与えている。米国では、4 月 28 日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、08 年 12 月から据え置かれている政策金利（史上最低の 0～0.25%）を当面維持すると決定したが、金融危機後に開始した流動性供給策は新規発行の商業用不動産ローンを対象とするものを残して全て終了。また、米国では、1～3 月期の国内総生産（GDP、一次速報）が前期比年率 3.2%となるなど、好調な経済指標の発表が相次いでいる。

国内経済

日本経済は、1～3 月期の国内総生産（GDP、一時速報）が前期比 1.2%（同年率 4.9%）と 4 四半期連続の増加となるなど、輸出や生産面の回復から改善の動きが続いている。3 月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比 1.2%と 2 ヵ月ぶりに上昇した。先行き 4 月は大幅な上昇、5 月は小幅な下落が見込まれている。一方、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）の 3 月分は、前月比 5.4%と 3 ヵ月ぶりに上昇した。先行き 4～6 月も前期比 1.6%の増加が見込まれるなど、底入れの動きとなっている。雇用悪化にも歯止めがかかっているが、本格的な回復までには時間を要すると思われている。

金利･株価･為替

外国為替市場は、欧州信用不安の高まりによりユーロ全面安の展開となり、5 月下旬に一時 1 対ドルで 1.22 ドル台、対円で 109 円台まで減価した。ドル円相場は、米国で好調な経済指標の発表が相次いだことにより、4 月末に 1 ドル＝94 円台まで円安・ドル高が進んだが、世界経済の先行き不安に伴う消去法的な円買いが優勢となり、5 月下旬には 1 ドル＝89 円台となった。日経平均株価は、企業業績の改善期待などから 4 月上旬に 08 年 10 月以来の高値となる 11,300 円台をつけたが、欧州信用不安による世界的な株安から 5 月下旬には 9,500 円を割り込んだ。また、日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは、10 年に入ってからは 1.3%台でのもみ合いが続いていたが、株安・債権高の流れを受けて 5 月下旬には 1.1%台後半まで低下した。

原油市況

原油価格（WTI 期近・終値・1 バレルあたり）は、4 月に入り米国経済指標の好調から原油需要の増加期待が高まり、1 バレル＝86 ドル台まで上昇したが、欧州財政危機が原油の需要にも影響するとの思惑から、1 バレル＝70 ドル割れまで反落。

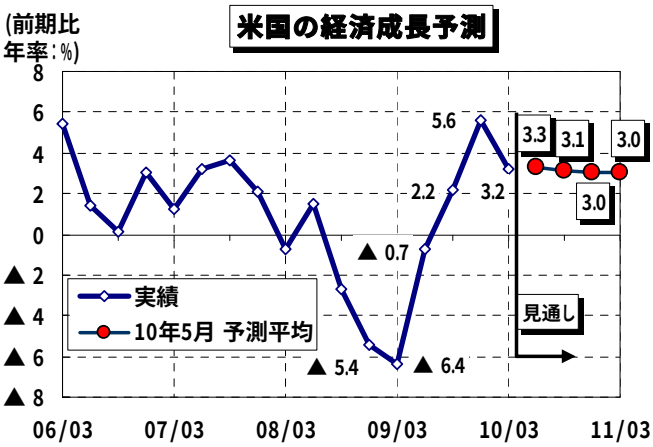
日銀の金融政策

日銀は、5 月 10 日に緊急会合を開き、18 日に欧州信用不安への対応として 84 日間の米ドル資金供給オペ（固定金利方式、金額無制限）を実施するとともに、5 月 7 日、10 日にそれぞれ 2 兆円、20 日に 1 兆円の即日資金供給オペを行った。また、5 月 20～21 日の金融政策決定会合では、政策金利（0.1%）の維持とともに、「成長基盤強化の支援」に資するための金融機関向けの臨時貸出制度（貸出金利 0.1%、1 年間）の素案を発表した。

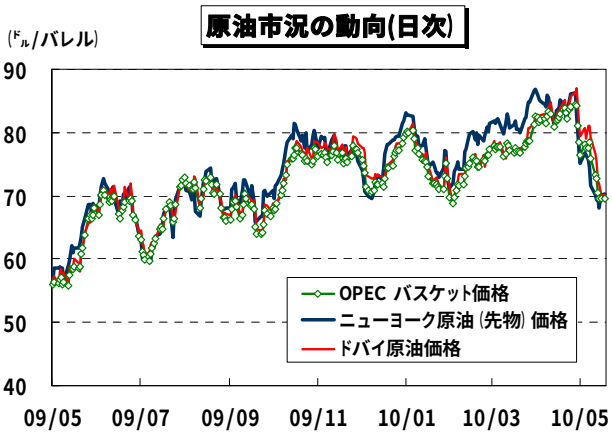
（10.5.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

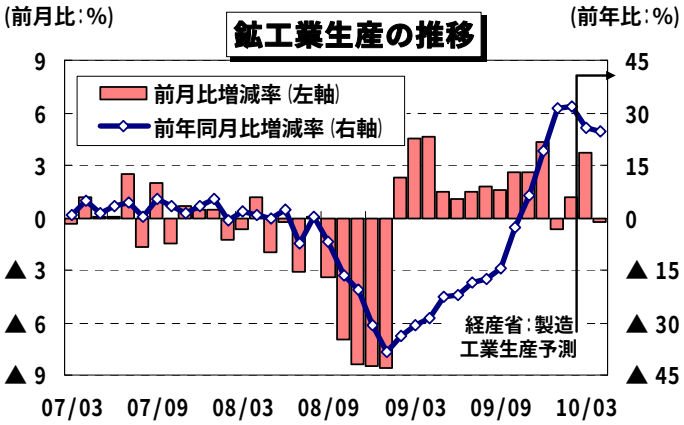
内外の経済金融データ



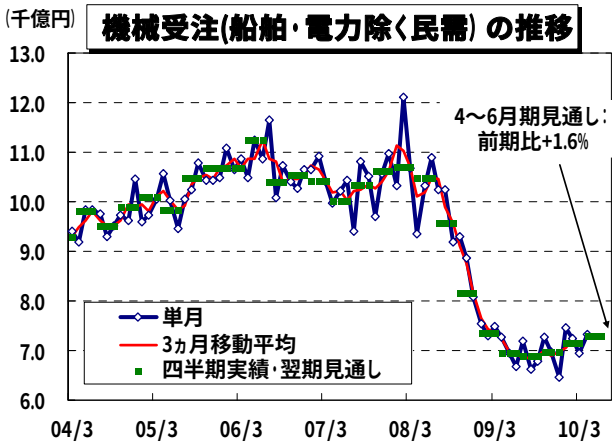
(資料) Bloomberg (米商務省) ﾃﾞｰﾀより作成　見通しはBloomberg社



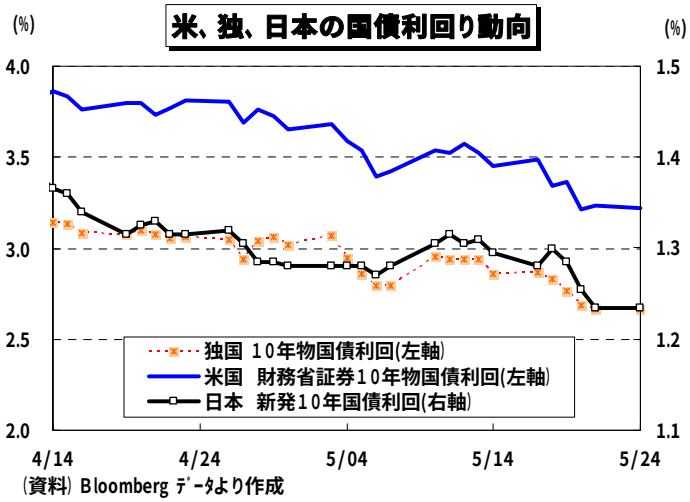
(資料) Bloomberg (OPECデータ等) より作成



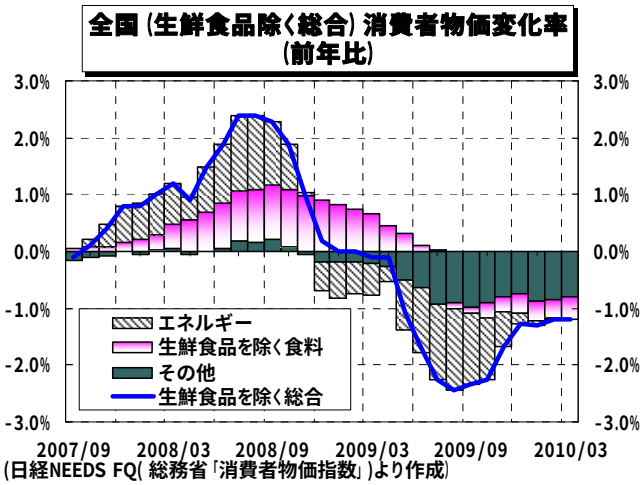
(資料) 経済産業省「鉱工業生産」より作成
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済



(資料) 内閣府「機械受注」より作成



(資料) Bloomberg ﾃﾞｰﾀより作成



(日経NEEDS FQ(総務省「消費者物価指数」)より作成)

(詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jpへ)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

(株)農林中金総合研究所

2010 年 5 月 24 日

2010～11 年度改訂経済見通し

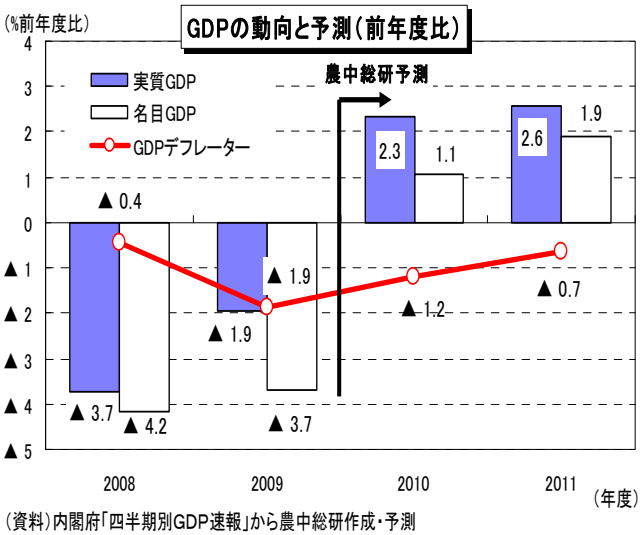
景気持ち直しは継続するが、デフレは解消できず

～2010 年度:2.3%、11 年度:2.6%～

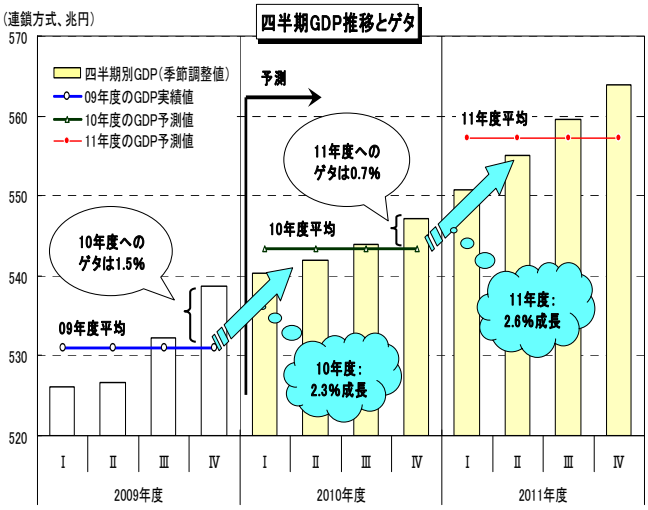
わが国経済は 2009 年春以降、輸出と民間消費を牽引役に、持ち直し基調を続けている。しかし、依然としてマクロ的な需給バランスは大幅に崩れたままであり、企業設備投資や雇用の改善が出遅れているほか、デフレ状態も継続している。

先行きを見通すと、10 年度上期にはこれまでの政策効果の一巡や欧州債務危機に伴う金融市場の混乱、中国における景気過熱抑制策などの影響から、経済成長率は一時的に減速する可能性が高い。また、10 年度下期には米国経済の本格回復が始まるものと思われる。また、「子ども手当」の支給開始による新たな消費下支え効果も多少期待されるため、景気回復基調を継続するものと予想する。ただし、デフレギャップはなかなか解消できず、11 年度にかけても物価下落状態が続くだろう。

日本銀行は「デフレを許容しない」姿勢を明確化し、固定金利オペの導入など、緩和策を続けているが、デフレ状態からの早期脱却のために更なる緩和策が求められるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



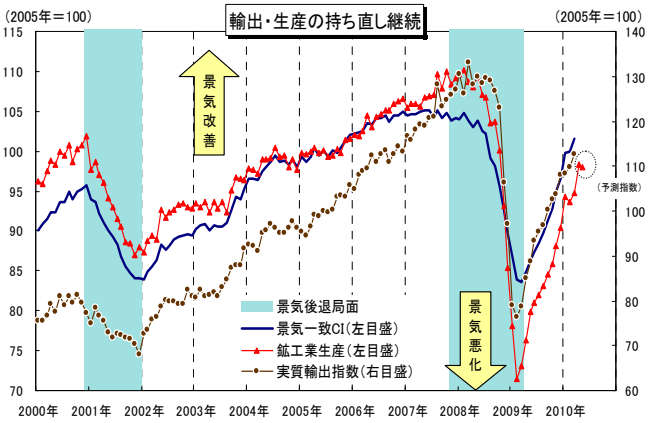
(資料)内閣府「GDP速報」より作成　(注)2010年1～3月期までは実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1. 景気の現状：

(1)日本経済の現状　～　想定を上回るテンポでの景気回復

2009年春に底入れした国内景気は、その後も輸出や民間消費が底堅く推移していることにより、順調な推移を続けている。輸出(日本銀行:実質輸出指数)、生産(鉱工業生産指数)といった経済指標は、リーマン・ショック(08年9月)を契機に勃発したグローバル金融危機やそれが引き起こした世界同時不況によって落ち込んだ分の約3分の2を、この1年で「取り戻した」格好となっている。落ち込み方も激しかったが、そこからの持ち直しのテンポも予想以上に早かったといえる。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

しかし、大幅に崩れた需給バランスがなかなか元どおりの状態まで戻ることがまだ見通すことができないのも実際のところだ。景気の方向性は上向きとなっているにもかかわらず、企業サイドは設備・雇用の過剰感を意識しており、設備投資や雇用関連指標の回復はやや出遅れている。さらに、中国など新興国経済の堅調さから資源エネルギー価格はすでに上昇しているにもかかわらず、国内の需給要因に伴う下落圧力は根強く、主要な物価指標はまだ前年比マイナスの状況にある。

こうしたなか、政府は09年11月の月例経済報告で、物価の現状について「緩やかなデフレ状況にある」との認識を明記、事実上のデフレ宣言を行った。これを受けて、日本銀行もデフレ認定を行うとともに、政府と一体となってデフレ克服に取り組む姿勢を表明、追加の金融緩和措置を実施した。日銀に対しては、政府・与党からは、わが国経済の将来的な疲弊につながりかねないデフレから早期の脱却を実現すべく、さらなる緩和措置を検討・実施することが求められている。逆に、デフレから完全に脱却するまでは利上げが非常に困難な状況になっている。

(2)高成長となった1～3月期GDP

こうしたなか、5月20日に公表された1～3月期のGDP第1次速報によれば、実質経済成長率は前期比1.2%、同年率換算4.9%と、4四半期連続のプラス成長となった。このように堅調な成長となった要因としては、輸出が増勢を続けている点が指摘できる。一方で、これまでの回復を下支えしてきた民間消費も引き続き増加したものの、耐久消費財の購入支援策により押上げ効果が剥落しつつあることもあり、伸び率は鈍化した。

また、名目GDPも前期比1.2%(同年率4.9%)と、2四半期連続のプラス成長となり、表面的な経済規模も緩やかに拡大し始めたことを示した。一方、一国のホームメードインフレを表すGDPデフレーターは、需給バランスがまだ大きく崩れていることを反映して前年比▲3.0%と、統計開始以来の最大の下落率を更新した(4四半期連続のマイナス)。新興国経済の堅調さもあり、輸入原材料価格が再び上昇(前年比ベース)に転じたが、引き続き民間消費、民間設備投資など主要なデフレーターは下落状態を続けるなど、付加価値生産セクターにおける価格転嫁が不十分であることが背景にあり、企業業績の圧迫要因として懸念される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2. 予測の前提条件：

(1)経済・財政政策

総額 92.3 兆円という過去最高の規模にまで膨らんだ 2010 年度一般会計予算では、公共事業関係費が前年度当初比▲18.3%と大幅に削減された反面、社会保障関係費は同 9.8%と大きく増額され、さらに子ども手当（中学生以下 1 人当たり月額 1.3 万円支給、総給付費は約 2.3 兆円、うち国負担は約 1.7 兆円）に代表される総額 3.1 兆円の「マニフェスト予算」が盛り込まれた。しかし、税収見込みは 37.4 兆円にとどまり、特別会計の積立金・剰余金などから 10.6 兆円の税外収入を繰り入れたが、残りは国債発行により賄わざるを得ず、新規の国債発行額は 44.3 兆円と当初予算としては過去最高にまで膨らんだ。

参院選後に本格化する 11 年度予算案の編成についても、基本的には家計部門に対する所得再分配を手厚くする方針は踏襲されるものと思われる。なお、財務省は、仮に 09 年夏の総選挙において民主党が掲げたマニフェストを完全実施した場合（子ども手当の満額支給など）の財源不足額の試算を公表したが、これによると 11 年度の新規国債発行額は 57 兆円超に上るとのことである。今後も、行政刷新会議が行う「事業仕分け」により、行政のムダを削る努力を続けられるものと思われるが、この数年間は国債の大量発行に依存する財政運営が続く可能性は高い。

しかし、ギリシャを筆頭に、世界的に財政バランスの大幅悪化に対する懸念が強まっているのも間違いない。民間最終需要の自律回復が本格化した暁には、速やかに出口戦略の採用に踏み切る必要があるのは言うまでもない。しかし、先進諸国などでは、主に政策効果によって景気持ち直しを続けている面もあり、わが国も現時点で出口戦略（≒緊縮財政）に舵を切るのはやや無謀といえるだろう。一方で、長期金利の無用な跳ね上がりを抑えるためにも、中期的な財政健全化に向けた道筋を示すことは重要である。鳩山内閣で新設された国家戦略室では、10 年前半にも複数年度を視野に入れた中期財政フレームを作るとともに、中長期的な財政規律のあり方を含む「財政運営戦略」を策定する方針である。

こうしたわが国の財政健全化を巡る議論の中で注目を集めているのが、消費税率の取扱いである。国際通貨基金（IMF）は 11 年度にも消費税増税を開始するのが望ましいとの声明を発表したほか、菅財務相も消費税増税の前倒しの可能性について言及しているが、鳩山内閣は次期総選挙までの 4 年間、消費税率の引上げを行わないとの公約を掲げていることから、13 年度までの消費税増税はないと想定する。

(2)世界経済の見通し

国際協調の枠組みのなかで各国の財政出動と低金利による景気刺激策が講じられた結果、主要先進国の景気も 09 年半ばには底入れし、その後も回復基調が続いているほか、中国やインドなどの途上国も順調な成長軌道をたどっている。こうしたなか、ギリシャの財政問題に端を発した欧州債務危機が、世界的に金融資本市場に大きな混乱を与えたほか、世界経済の先行きに不透明感を与えたことは否めない。以下では、米国、欧州、中国の景気分析と国際商品市況の予測を行う。

①米国経済

米国経済は、2009 年 7～9 月期に 5 四半期ぶりに経済成長率がプラスに転じ、その後も底堅い推移が続いている。また、成長の中身についても、09 年 10～12 月期は民間在庫の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

積み増しが成長に大きく寄与したのに対し、10 年 1～3 月期には個人消費が全体を牽引する格好となっている。

雇用環境も 10 年に入り、回復の動きが鮮明になってきた。失業率には改善に足踏みが見られるが、代表的な雇用指標である非農業部門雇用者数(4 月)は 29.0 万人増と 4 ヵ月連続で増加、06 年 3 月(30.4 万人)以来の増加幅となった。このように雇用環境に明るさが出てきたことに加えて、4 月までの株価の上昇が、消費者の心理を上向かせた可能性がある。

08 年 7～9 月期以降、調整局面が続いていた民間企業設備投資は、機器・ソフトウェアへの投資回復から、09 年 10～12 月期には前期比年率 5.3%と 6 四半期ぶりにプラスに転じ、10 年 1～3 月期も同 4.1%と 2 四半期連続で増加。企業利益が回復に転じるとともに、景況感は受注面などでも改善が見られるなど、設備投資意欲の積極化が見られつつある。先行指標である資本財受注も増加基調で推移しており、設備稼働率も 09 年 6 月を底に回復している。

以上のように、企業の業績回復が雇用、設備投資の回復や在庫積み増しにつながってきている様子がうかがえる。企業のセンチメントを示す ISM 製造業指数によると、受注関連項目が高水準であることから、今後も業績拡大が続き、一段の設備投資の拡大につながっていく可能性が高いだろう。

この結果、経済成長率は 10 年上半期が年率 3.3%、下半期も同 2.7%と、潜在成長率を若干上回るプラス成長が続くと予測する。かつてほどの勢いは見られないが、雇用改善が個人消費の底堅さをもたらすものと思われる。一方、10 年会計年度末(10 年 9 月末)で景気対策法に伴う政府支出が終了することから、今後新たな景気刺激策が打ち出されない限り、10 年末にかけて政府支出は減少に転じると見込んだ。10 年通年を通じては、経済成長率は前年比 2.9%と予測した。11 年も、世界経済の回復傾向が続くなかで、雇用改善が明確化することから米国経済はプラス成長を継続し、実質成長率は同 3.0%と予測する。

2010～11年 米国経済見通し (10年5月改訂)

		単位	2009年 通期 実績	2010年 通期 予想	2010年 上半期(1～6月) 予想	2010年 下半期(7～12月) 予想	2011年 通期 予想	2011年 上半期(1～6月) 予想	2011年 下半期(7～12月) 予想
実質GDP		%	▲ 2.4	2.9	3.3	2.7	3.0	3.2	2.9
	個人消費	%	▲ 0.6	2.6	2.9	3.1	3.2	3.3	3.1
	設備投資	%	▲ 17.8	2.7	4.7	5.8	6.0	5.9	6.4
	住宅投資	%	▲ 20.5	▲ 0.9	▲ 4.5	3.0	1.2	▲ 1.0	3.9
	在庫投資	寄与度	▲ 0.6	1.1	1.6	0.2	0.1	0.1	0.2
	純輸出	寄与度	1.0	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1
	輸出等	%	▲ 9.6	9.3	9.0	6.4	6.7	7.4	5.8
	輸入等	%	▲ 13.9	9.6	10.5	7.6	5.6	5.0	5.0
	政府支出	%	1.8	0.2	▲ 1.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.5
参考	コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.5	1.3	1.3	1.4	1.6	1.5	1.7
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.2	0.5	0.4	0.6	0.9	0.9	1.0
	FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	1.00	0.50	1.00
	10年国債利回り	%	3.24	3.50	3.53	3.48	4.00	3.80	4.20
	完全失業率	%	9.3	9.6	9.7	9.5	8.3	8.8	7.8

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予測策定時点は2010年5月21日
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比
4. ｺｱPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰは期中平均前年比
5. FFﾚｰﾄ誘導目標は期末値

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、インフレに関しては、米国経済のマクロ需給ギャップの存在、賃金上昇圧力の弱さ、およびドル高傾向などが、低位安定の要因となっている。米連邦準備制度理事会(FRB)が政策運営の上で重視している個人消費支出デフレーター(食料品・エネルギーを除く:コアPCEデフレーター)は先行き1年程度の間、前年比1%前半で推移するものと予測する。

金融政策については、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FF レート)の誘導目標が 08 年 12 月 16 日に「0～0.25%」へ引き下げられて以降、据え置かれている。10 年 4 月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、資源利用度の低さ(低い稼働率や高止まりする失業率)やインフレ期待の落ち着きなどを理由に現状維持が決定された。当面は、現状の金融緩和策が継続されるものと思われる。

なお、金融政策はいつ引締め方向に転換するのか、という点が注目を浴び続けている。これに関して、FRB は、まず超過準備金の吸収や非伝統的手段の停止を行った上で、伝統的手段である利上げによる金融引き締めを検討するという意向を示している。なお、超過準備は、リーマンショックが起こる直前(08 年 8 月)には約 19 億ドル(約 0.2 兆円)だったが、10 年 4 月には約 1 兆 504 億ドル(約 94.5 兆円)まで膨らんでいる。FRB は、将来的な金融市場からの流動性吸収の手段として導入するターム物預金ファシリティー(TDF)の運用を 6 月中旬にも試験的に開始すると公表しているが、その試験運用期間は「数ヵ月間」としている。この TDF の本格的な運用が始まれば、利上げに向けた地均しが始まったといえるだろうが、まだその導入に向けた準備段階である。しかも本格運用を開始した後、過剰流動性をある程度吸収するまでには時間が必要であるため、10 年いっぱいは利上げに向けた議論は本格化しないと見る。その後、実体経済の回復が徐々に強まるとともに、11 年半ばにかけて利上げが実施されると予想するが、景気に配慮し、利上げ幅は小幅にとどめ、かつ利上げの頻度も非常にゆったりとしたものになるだろう。

②欧州経済

ユーロ圏(16 ヵ国)の 10 年 1～3 月期の実質経済成長率(速報)は、前期比 0.2%(年率換算 0.9%)となった。なお、09 年 10～12 月期の成長率は 0.1%から 0.0%へと下方改訂されており、ユーロ圏の景気回復の緩慢さが改めて浮き彫りになっている。1～3 月期について主要国の内訳を見ると、ドイツが前期比 0.2%、フランスが同 0.1%、イタリアが同 0.5%、スペインが同 0.1%などとなっており、いわゆるコア国は総じて回復基調に乗っている形であるが、財政問題に揺れるギリシャは同▲0.8%と 6 四半期連続のマイナス成長となった。その他、ユーロ圏以外ではイギリスが同 0.2%で、2 四半期連続のプラス成長となった。

さて、ギリシャの財政赤字問題は、ポルトガルやスペインなど域内他国の信用懸念にも波及しており、さながら債務危機の様相を深めている。IMF とユーロ圏諸国による支援融資が相次いで実行されたため、ひとまずギリシャ国債はデフォルトという最悪の事態は回避された。しかし、ユーロ圏諸国による支援実施までの合意形成が非常に時間のかかるものであったが故に、対応策が小出しに発表された結果、その実効性をめぐって市場の失望を買うということを繰り返し、共通通貨ユーロの信認は大いに損なわれてしまった。

なお、ユーロ圏の経済指標を見る限り、債務危機の影響は現時点では限定的である。3 月のユーロ圏失業率は 10.0%で高止まりしているものの、3 月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比 1.3%で 10 ヵ月連続の上昇となり、生産は明らかに回復局面を辿っている。また、4 月のユーロ圏消費者物価指数(HICP 速報値)は前年比 1.5%と、インフレ率は抑制されている。債務危機に伴うデフレ懸念もまだ顕在化していない。

10 年のユーロ圏成長率について、欧州中央銀行(ECB)5 月月報に掲載された専門家調査(四半期ごと)の予測平均は 1.1%であり、前回からは 0.1%pt の下方修正となった。また、11 年の予測平均は 1.5%であった。ただし、同調査は 4 月中旬に実施されたものであり、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

最近発表された欧州委員会やIMFによる予測と同様、5月以降の金融市場の動揺を織り込んでいるわけではない点は注意が必要である。今後は、債務危機の実体経済に対する影響も少しずつ成長率予測に織り込まれていくことになると思われるが、デフォルトが回避され続ける限り、リーマンショック後の急激な景気後退のような事態には至らないだろう。ただし、支援により負担が増した各国政府部門を介して、中長期的に経済に負の影響を与え続ける可能性は留意する必要がある。

③中国経済

中国の10年1～3月期の実質経済成長率は前年同期比11.9%と、2四半期連続の二桁成長となった。08 年秋に発生した世界同時不況を受け、中国政府は大胆な財政出動及び大幅な金融緩和政策を実施してきた。また、産業振興政策として輸出税還付率の引き上げといった輸出促進政策の実施や鉄鋼・自動車産業などの主要産業に対する減税などが盛り込まれた「十大産業振興計画」の実施、さらには消費刺激策として「家電下郷」や「汽車下郷」の奨励措置、住宅の購入に対する頭金比率の引下げや不動産開発業者に対しても開発用地を取得する際の自己資金比率の規制緩和措置に牽引される格好で、景気過熱が懸念されるほどの回復を成し遂げている。

4月の実質ベースの小売売上高(国家統計局・国民経済主要指標データ)は前年同月比18.5%増で、中国の内需は引き続き堅調さを維持している。また、純輸出は3月に赤字に転じたが、4 月に入って再び貿易黒字となり、世界経済の持ち直しとともに中国の外需も順調に回復している。4月の輸出額(中国海関のデータ)は前年同月比30.5%、輸入額は同49.7%となった。ただし、先行きについては、ギリシャ問題による欧州経済の不安定さや、タイの反政府デモなどに伴う経済的混乱もあり、一時的には輸出が鈍化する可能性があるだろう。

一方、景気や不動産市場の過熱ぶりに対する懸念も高まっている。4月の主要70都市の不動産価格は前年同月比 12.8%と、統計開始以来最大の上昇率を記録した。二軒目の住宅購入に対する頭金の引上げや住宅ローン金利の引上げといった不動産価格抑制政策にもかかわらず、不動産市況の過熱ぶりが続いていることが見て取れる。また4月の消費者物価指数も前年比2.8%(3月:同2.4%)とインフレ加速が懸念され始めている。不動産市況の加熱およびインフレ加速のなかで、中国人民銀行は10年に入ってから3度にわたって預金準備率を引上げ、かつ融資の新規増加分を減らし、流動性の回収や融資審査の強化などの措置も強化しつつある。しかし、これまでの金融引締め策による効果は事前に想定していたものとは程遠く、今後は利上げも実施されると見られる。

なお、海外からの人民元切り上げの圧力が高まり、前述した外需の不安、利上げや住宅抑制措置の更なる強化も予想されるなかで調整期に入っている中国経済は7～9月期には9%台にやや減速すると思われる。ただし、内陸地域の都市化の進展が加速されるなかで耐久消費財に対する刺激策による政策効果もあって、個人消費は好調に推移する可能性が高く、10～12月期には再び成長率が加速すると予測する。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

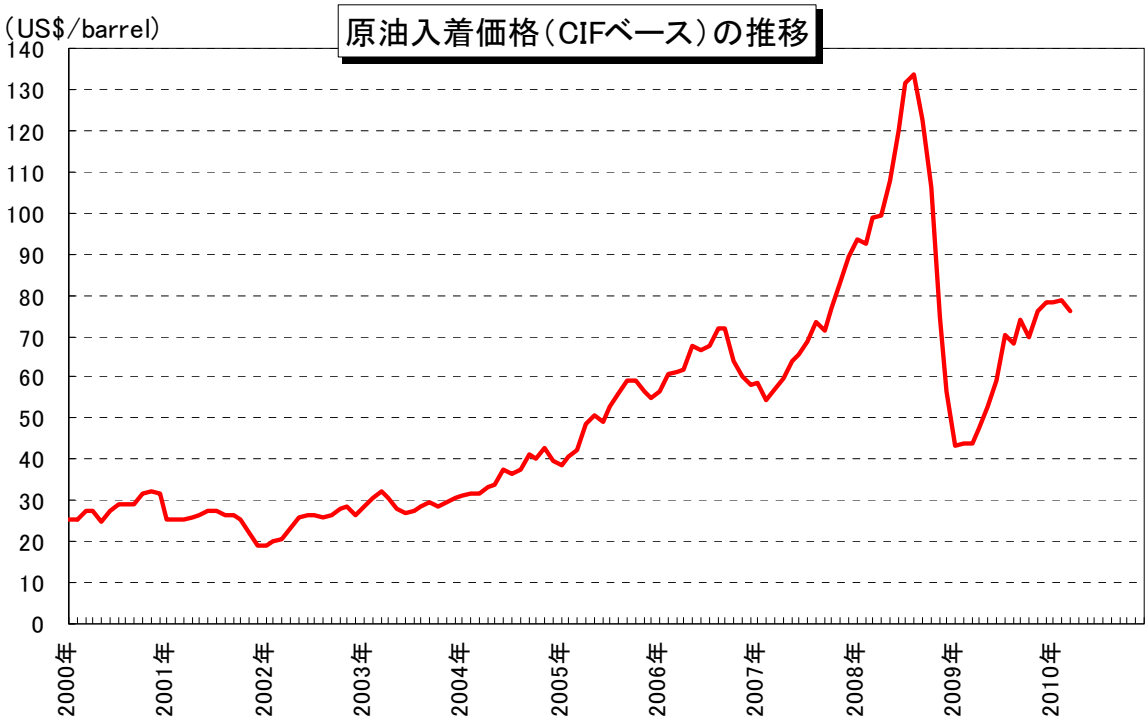
代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 先物指数(1967 年=100)は、09 年 2 月下旬(200.16)をボトムに 10 年 1 月上旬(293.75)まで上昇基調にあったが、その後5月上旬まで260～280のレンジで推移した後、欧州債務危機によって世界的な景気失速懸念が浮上し、250台へ低下。また、原油市況(WTI先物の期近物)も、3月から5月上旬にかけて1バレル=80ドル台で推移したが、直近は一時70ドル割れの水準まで下落し

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ている。

基本的に世界経済の回復シナリオは崩れていないと思われるものの、新興国や資源国がすでに金融政策の面で出口戦略を採用していることや、過度な楽観論の後退、さらには欧州債務危機に伴うユーロ安・ドル高の進行が、ドル安ヘッジ目的での買いが後退していることも、最近の軟調な商品市況の要因として挙げられる。

今後の石油需要動向について、国際エネルギー機関(IEA)は10年の世界原油需要見通しを前年比 1.7%増と予測している。なお、石油輸出国機構(OPEC)は生産枠の据え置きを続けているが、状況次第では増産可能であり、需給逼迫による原油価格の急騰が現実のものとなる可能性は大きくないだろう。国内への原油入着価格については、10 年度が70ドル台後半、11 年度が 80ドル台前半で、それぞれ推移すると予想する。



(資料)財務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2010～11年度　日本経済見通し

	単位	2009年度（実績）	2010年度（予測）	2011年度（予測）
名目GDP	%	▲ 3.7	1.1	1.9
実質GDP	%	▲ 1.9	2.3	2.6
民間需要	%	▲ 4.0	1.7	2.0
民間最終消費支出	%	0.6	1.4	0.9
民間住宅	%	▲ 18.5	▲ 2.1	2.8
民間企業設備	%	▲ 15.1	2.6	6.1
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.5	0.1	0.1
公的需要	%	2.9	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	1.8	0.8	0.9
公的固定資本形成	%	8.7	▲ 2.2	▲ 2.7
輸出	%	▲ 9.6	17.8	14.1
輸入	%	▲ 11.8	10.0	10.4
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.6	1.2	1.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.1	1.2	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.7	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	1.1	1.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 1.2	▲ 0.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 5.2	0.8	0.8
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.6
完全失業率	%	5.2	5.0	4.6
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 9.2	14.8	5.3
経常収支（季節調整値）	兆円	15.7	17.4	18.0
名目GDP比率	%	3.3	3.6	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	92.8	92.1	97.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.36	1.38	1.51
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	69.1	77.4	83.8

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

（四半期）

（→予測）

	単位	2009年				2010年				2011年				2012年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 4.4	0.2	▲ 0.3	0.3	1.2	▲ 0.2	0.1	0.1	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7
実質GDP	%	▲ 4.2	1.8	0.1	1.0	1.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
(年率換算)	%	▲ 15.9	7.4	0.5	4.2	4.9	1.2	1.3	1.5	2.4	2.6	3.3	3.2	3.2
民間需要	%	▲ 4.9	▲ 0.5	▲ 0.3	0.4	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	▲ 1.2	1.0	0.6	0.7	0.3	0.1	0.4	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	▲ 7.1	▲ 9.8	▲ 7.3	▲ 2.7	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2
民間企業設備	%	▲ 9.9	▲ 3.7	▲ 2.0	1.3	1.0	0.6	0.6	1.0	1.2	1.5	2.0	2.0	2.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 1.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.2	1.5	▲ 0.1	0.4	0.1	0.3	▲ 0.4	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	0.7	0.2	0.1	0.7	0.5	0.2	▲ 0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	4.3	7.3	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 1.7	0.4	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	▲ 24.8	10.1	8.6	5.8	6.9	3.0	2.2	2.7	4.0	3.6	3.5	3.2	3.0
輸入	%	▲ 18.0	▲ 3.7	5.6	1.5	2.3	2.5	1.8	2.2	3.2	2.5	2.2	2.5	2.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 3.5	▲ 0.1	▲ 0.2	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.8	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.3	0.4	▲ 0.0	0.1	0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.7	1.8	0.4	0.6	0.7	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.3	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 2.8	▲ 3.0	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.5
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.9	▲ 5.5	▲ 8.2	▲ 5.2	▲ 1.7	▲ 0.0	0.7	1.1	1.4	0.9	0.9	0.9	0.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.4
完全失業率	%	4.5	5.1	5.4	5.2	4.9	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 20.0	6.5	5.3	5.9	7.0	2.9	1.5	1.0	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円	2.2	3.5	3.6	4.0	4.5	4.3	4.3	4.4	4.4	4.4	4.5	4.5	4.6
名目GDP比率	%	1.8	3.0	3.1	3.3	3.8	3.6	3.6	3.7	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	93.6	97.3	93.6	89.7	90.7	91.0	92.5	92.5	92.5	95.0	97.5	97.5	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新発10年物国債利回り(%)	%	1.28	1.45	1.34	1.31	1.33	1.35	1.35	1.40	1.40	1.50	1.45	1.50	1.60
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	43.7	53.1	70.9	74.8	77.7	77.0	75.0	77.5	80.0	80.0	85.0	85.0	85.0

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

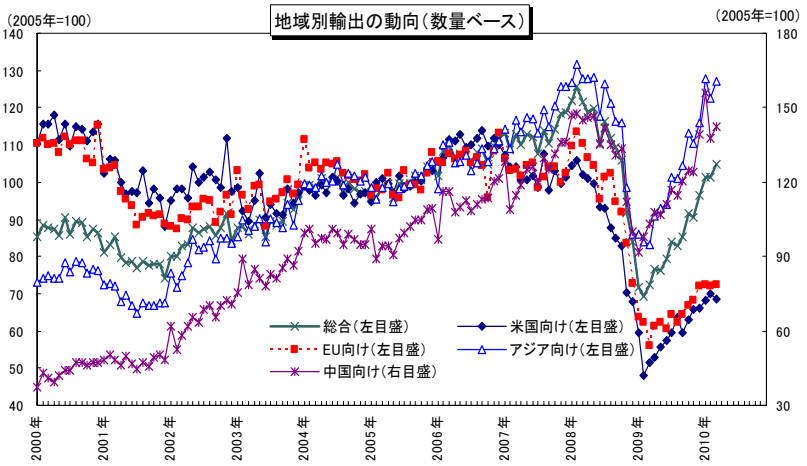
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3. 2010～11年度の日本経済・物価見通し：

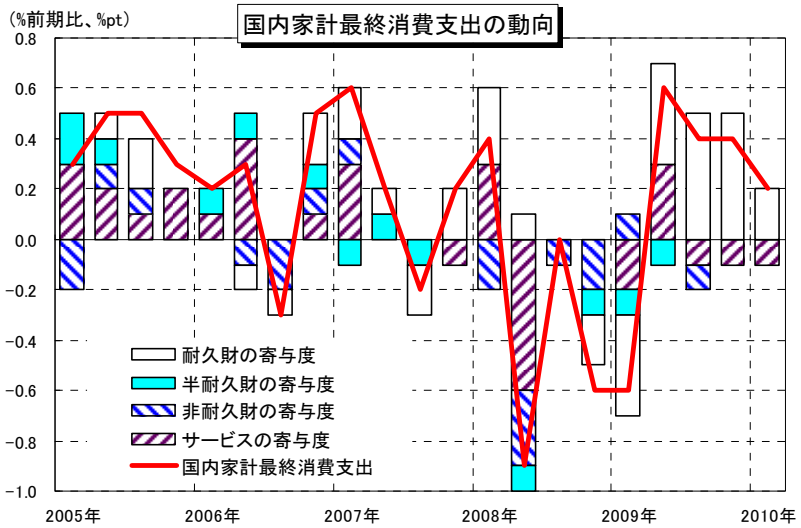
(1)当面のリスク要因

わが国経済は、世界同時不況時における景気の落ち込み方も激しかったが、持ち直し後は均してみれば年率 4.2%と順調な回復を続けてきた。それを演出したのは、中国などアジア新興国向けの輸出や自動車・薄型TVなどの耐久財への消費であるが、いずれも経済政策の効果によって支えられている面は否めない。

こうしたなか、最近になって輸出、消費を取り巻く環境に不透明感が浮上し始めている。OECDやIMFの最近の経済見通しでも、09年に続き、10年も新興国経済主導での景気回復となるとの見通しを発表しており、それを前提とすればわが国経済も底堅く推移する可能性が高いといえる。しかし、これまでの持ち直しに貢献してきた大規模な財政支出によって国家の財政状況が悪化し、財政悪化に対する警戒感が強まっている。ギリシャを筆頭に、一部のユーロ圏諸国では、財政再建に向けて緊縮的な財政運営への転換を余儀なくされている。しかし、民間部門の自律的な動きはまだ弱い状況下での財政支出の削減は再び景気悪化を招き、財政状況をむしろ悪化させるリスクもある。さらに、わが国経済の持ち直しに大きな恩恵を及ぼしている中国については、過熱気味とされる景気を正常な状態に戻すため、徐々に金融引締めに動いている。それが予期せぬ悪影響を発生しないか、非常に気掛かりである。中国経済の減速が、日本からの輸出全体を減少させてしまう可能性には十分注意しなければならない。



(資料)財務省データより作成　(注)当総研にて季節調整(X12-ARIMA)を行っている



(資料)内閣府経済社会総合研究所

国内に目を転じても、企業業績の回復や企業設備投資の底入れ、残業手当の増加に伴う賃金減少圧力の緩和などといった好材料はあるものの、これまで景気押上げに大きく貢献してきたエコカー減税・購入補助金制度や家電エコポイント制などによる政策効果の息切れが懸念され始めてきた。1～3月期GDP速報によれば、耐久財消費は前期比 4.2%と引き続き増加しているものの、それまでと比べて伸び率が鈍化してい

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

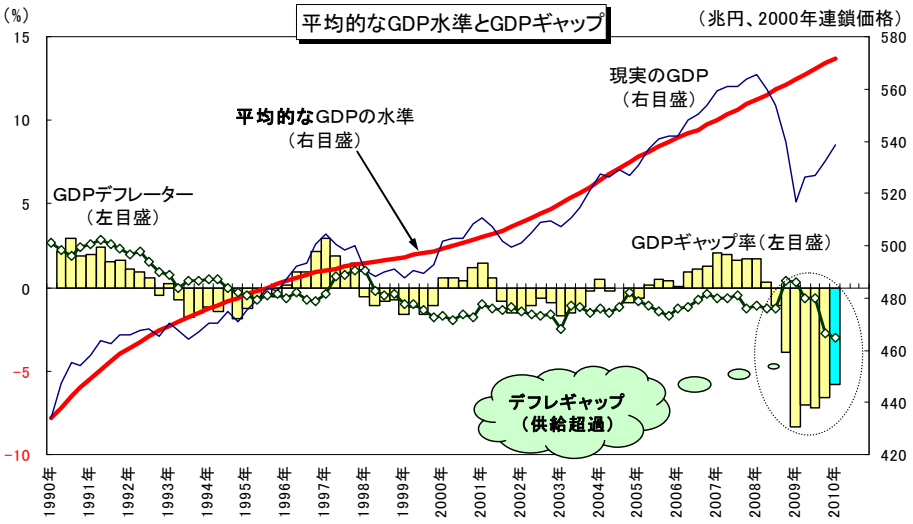
るのも確かである。また、国内家計最終消費の約半分を占めるサービス消費は依然として減少するなど、全般的に見れば消費の自律的回復が始まったと判断できる状況にはない。その結果、民間消費は同 0.3%(前期比成長率に対する寄与度は 0.2%pt)と、減速が見られている。先行きに関しては、エコカー購入補助金や家電エコポイント制が終了した後の反動減の発生にも注意しなくてはならないだろう。一方、6 月には子ども手当の支給が始まる予定であり、子育て世帯の消費性向は相対的に高いことから、一定の消費押上げ効果は期待できるように思われる。しかし、その財源を最終的にだれが負担するのかが明確でなく、持続的な消費押上げ効果があるのか不透明な点も多い。

(2)経済見通し

以下では、10～11 年度の経済見通しについて述べていきたい。まず、足許 4～6 月期については、1 月に成立した 09 年度第 2 次補正予算に伴う景気下支え効果が多少出てくる可能性が高いほか、企業設備投資が緩やかながらも回復基調をたどることが期待されるが、これまで景気を牽引してきた輸出の伸びが鈍化することに加え、耐久消費財への支出も頭打ちとなるなど政策効果の息切れ感が出ていることから、実質経済成長率は前期比 0.3%(同年率 1.2%)と、1～3 月期(同 1.2%、同年率 4.9%)から大きく減速し、潜在成長率並みの成長にとどまるだろう。

7～9 月期以降についても、輸出の動向がわが国経済の趨勢を決定づけるという構図は変わらない。年度上期中は欧米経済の回復力はあまり伴わず、中国、インド、ブラジルなど新興国経済主導での景気回復が続くが、景気の過熱感を冷却させ、持続可能な成長経路に押しとどめる動きが出る可能性があり、わが国の輸出はこれまでの増加ペースを鈍化させる可能性が高いだろう。なお、年度下期には先進諸国内での回復ペースがやや強まり、世界経済が全般的に好転していく動きが明確になっていくと思われる。これにより、輸出は再び増勢が強まり、企業設備投資にも好影響を与え、民間最終需要にも自律的な動きが始まってくるものと思われる。また、一連の消費刺激策の効果は次第に低下していくものの、「子ども手当」の支給開始が新たな消費下支え役としてある程度の役割を演じることは期待できる。ただし、大幅に崩れた需給バランスはなかなか均衡に向かわず、設備投資や雇用の回復テンポが加速することは困難であろう。

この結果、10 年度を通じては、実質 GDP 成長率は同 2.3%(前回 3 月時点での予測では 2.0%)と、3 年ぶりにプラス成長となると予測する。なお、前回予測時から上方修正した背景としては、1～3 月期の年率 4.9%成長の結果、10 年度に向けた「成長率のゲタ」が 1.5%pt へ拡大した(前回は 1.0%pt と想定していた)ことが主因として挙げられる。ただし、同時に、欧州経済に関する先行き不透明感の高まりや中国経済の景気過熱抑制策などに伴って、海外経済の景気回復ペースは前回 3 月時点で想定していたほど強くはないとの想



(資料)内閣府、総務省のデータから作成　(注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

定を置いている。

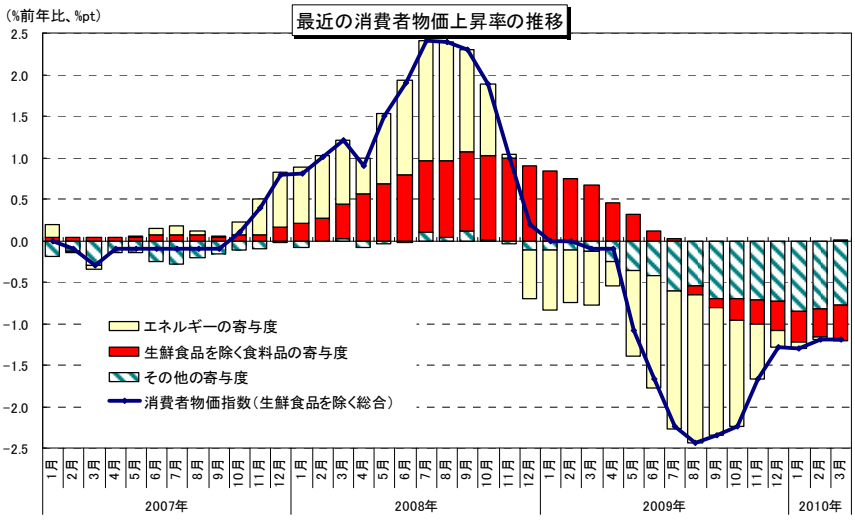
なお、四半期別に見れば、年度上期は年率 1%台前半と潜在成長率並みに減速し、なかなか景況感の改善につながらないものと予想するが、年度下期に向けては先進国を含めた世界経済全体の回復力の強まりとともに成長率を年率 2%台へと再び加速させていくものと思われる。また、名目 GDP 成長率は 1.1%(前回予測は 0.2%)と、3 年ぶりのプラスと予測、経済規模の縮小に歯止めがかかると見られる。一方、GDP デフレーターは前年度比▲1.2%(前回予測では▲1.9%)と下落状態が続くだろう。

11 年度については、先進国経済の本格回復により、世界経済の拡大が進行し、輸出が牽引役となって潜在成長力を上回る経済成長を促すことになるだろう。とはいえ、上述の通り、長引くデフレにより企業の体力は完全には戻らないものと思われ、「企業から家計への波及」は乏しいものにとどまるだろう。実質 GDP 成長率で同 2.6%(前回予測は 2.2%)と、2 年連続のプラス成長を予測する。また、名目 GDP 成長率は 1.8%(前回予測は 0.9%)と、同じく 2 年連続のプラスと予測するが、名実逆転状態は継続し、その再逆転は 12 年度以降に持ち越されることになるだろう。こうした高めの成長率でも、マクロ的な需給バランスが崩れた状態は解消できず、GDP デフレーターは前年度比▲0.7%とマイナスが続くと思われる。

一方、09 年後半にかけて、失業率や有効求人倍率など代表的な雇用関連指標が改善したものの、10 年 3 月には再び失業率が 5.0%へ悪化するなど、まだまだ安心できる状況にはない。単位労働コストが大幅に低下しているように、企業は目の前の需要水準に合わせる格好で雇用コストの圧縮に努力している。さらに、今春 3 月に大学を卒業した学生の就職率は 91.8%(厚生労働省・文部科学省調べ、4 月 1 日現在、前年同期差▲3.9%pt)と、過去最低であった 1999 年度(91.1%)並みの厳しい状況だった。就職先が決まらずに卒業した学生のすべてが 4 月以降に「失業者」としてカウントされるわけではないが、一旦は改善に向かった失業率や有効求人倍率などが再度悪化する可能性は高いだろう。当面は雇用過剰感が解消するほどの高成長が見込めないこともあり、雇用調整圧力が高いまま推移するなど、雇用回復のペースは鈍いままであろう。10 年度末の失業率は 4.8%、11 年度末は 4.4%と予想する。

(3)物価見通し

09 年夏場をボトムに、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ)、国内企業物価、企業向けサービス価格などの主要な物価指標では下落率の縮小が続いている。代表的な物価指標である消費者物価を取り上げてみると、09 年 8 月には同▲2.4%まで下落率が拡大したが、その後下落率は急速に縮小し、10 年 2～3 月には同▲1.2%となっている。なお、こうした動きの背景にあるのがエネルギー(電気・ガス料金、石油製品)価格の変動であり、その寄与度は 09 年 8 月の▲1.71%pt から大きく縮



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

小を続け、10 年 3 月には 0.01%pt とプラスに転じている。しかし、食料品や耐久消費財など、ほとんどの財・サービスでは下落圧力が強い状態にあり、より需給環境を反映するとされる「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合」は前年比▲1%超の下落が続いている。海外経済の回復に伴い、再び原油などの資源価格が緩やかに上昇する可能性もあるが、需給バランスが大きく崩れた日本国内においては企業・生産者の価格転嫁力は乏しいままで、それらが引き金となって物価全体が上昇に転じるという可能性は極めて薄いと思われる。

以上から、10 年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)は前年度比▲1.3%と 2 年連続の下落、11 年度も同▲0.7%と、下落状態が続くものと予想。後述の通り、日銀は 11 年度中の物価上昇への転換を見込んでいるが、その実現は難しいと思われる。また、資源価格の影響をより受けやすい国内企業物価については、10 年度には同 0.8%と 2 年ぶりの上昇、11 年度も同 0.8%と小幅上昇が予想される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

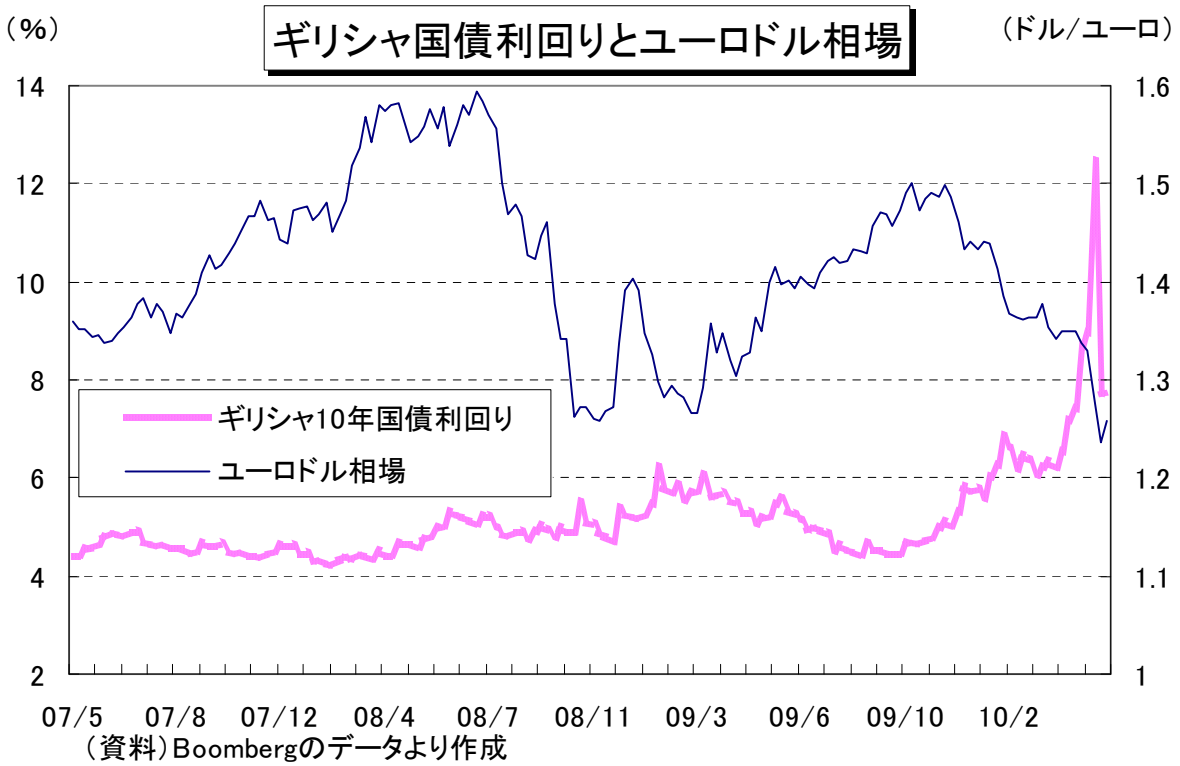
付　表　1

欧州経済の状況(予測の前提)

欧州中央銀行の専門家調査結果(10年5月公表)

	2010年	2011年	2014年までの長期予測
ユーロ圏インフレ率(HICP)	**1.4%**	**1.5%**	**1.9%**
前回からの見直し幅	＋0.1pt	前回と同じ	前回と同じ
ユーロ圏実質GDP成長率	**1.1%**	**1.5%**	**1.8%**
前回からの見直し幅	▲0.1pt	▲0.1pt	前回と同じ
ユーロ圏失業率	**10.3%**	**10.3%**	**8.5%**
前回からの見直し幅	▲0.2pt	▲0.2pt	▲0.1pt

(資料)ECB Survey of Professional Forecasts、前回調査は10年2月公表

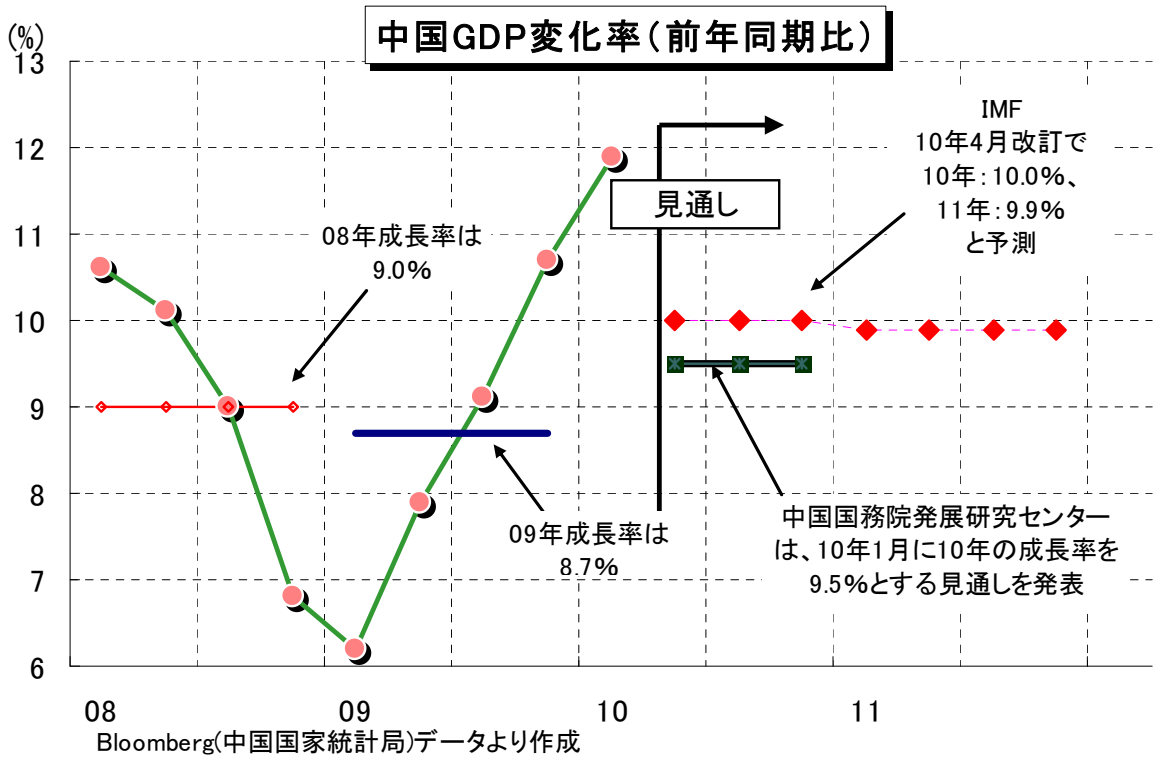


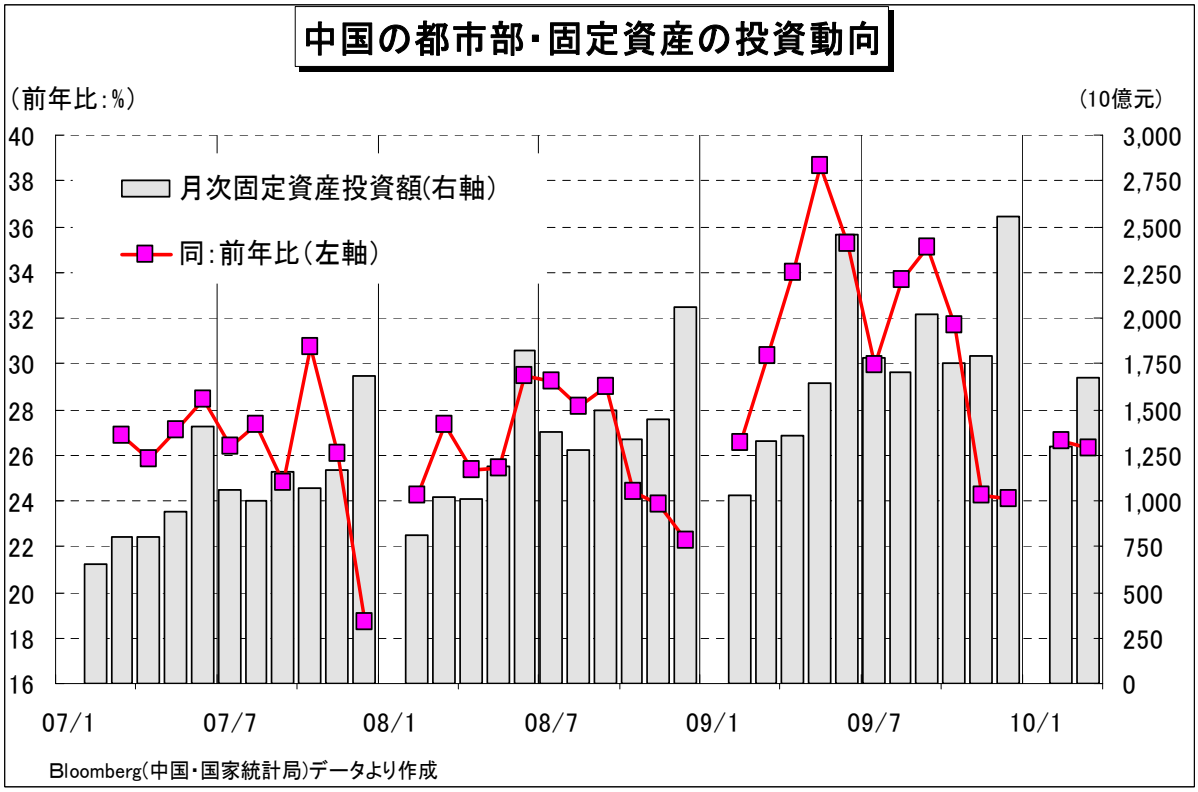
(資料)Boombergのデータより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

付　表　２

中国経済の状況(予測の前提)





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

国内経済金融

次の展開への備えがみられる大手金融グループの決算

鈴木　博

要旨

6 大金融グループの 09 年度決算は、資金利益の増加など業務粗利益の増収に加えて、株式等関係損益の好転や不良債権処理費用の減少もあり、前期の赤字から一転して大幅増益となった。新自己資本規制への対応で、メガバンクグループを中心に大型普通株増資が行われ、自己資本比率は大きく上昇した。今後は、増加した配当負担に耐え得る収益基盤確立が不可欠だが、アジア等での海外業務強化や銀行・証券あるいは信託との連携による国内業務強化等で対応していく方向にある。

業績回復を示した 09 年度決算

6 大金融グループ（図表１の注１参照）の 09 年度決算は、世界的金融危機の影響で大幅赤字となった 08 年度決算とは一変し、6 グループとも黒字を計上するなど、業績回復を示すものとなった。

業務粗利益は、資金利益や役務取引等利益の増加などにより前期比 5%の増収となる一方で、経費節減努力により営業経費の増加が抑制され、経費率がやや低下したため、業務純益（本稿での定義は図表１の注 2 参照）は 7%の増益となった。

図表1　6大金融グループの09年度決算

（単位　億円、経費率は%）

	09年度	08年度	差異
業務粗利益	91,541	86,810	4,731
資金利益	55,049	52,194	2,855
信託報酬	2,874	3,368	-494
役務取引等利益	23,320	22,134	1,186
特定取引利益	8,107	7,377	730
その他業務利益	2,191	1,737	454
営業経費	52,870	50,615	2,255
(業務純益)	(38,671)	(36,195)	(2,476)
(経費率)	(57.8)	(58.3)	(-0.5)
その他経常損益	-20,517	-38,594	18,077
(株式等関係損益)	(321)	(-12,644)	(12,965)
経常利益	18,154	-2,399	20,553
当期純利益	11,319	-11,795	23,114
(与信関係費用)	(-15,814)	(-21,807)	(5,993)

資料　各社決算短信・同説明資料から作成

(注) 1. 6大金融グループは、三菱UFJフィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、りそなホールディングス、住友信託銀行、中央三井トラスト・ホールディングスの6社、上表数値は上記6社の連結決算の合計。

2. 業務純益=業務粗利益ー営業経費
経費率＝営業経費／業務粗利益で計算

こうした本業での収益回復に加えて、株価の回復もあり株式等関係損益が大幅に好転したことや、与信関係費用（不良債権処理費用）が減少したことなどから、経常利益は 2 兆円近い大幅増益となり、6 グループを合計した税引後当期純利益は 1.1 兆円となった（以上図表１）。

このように、大手金融グループの業績は回復傾向にあるが、金融危機前の水準（05～07 年度税引後当期純利益の平均は 2.6 兆円）に比べると、未だ回復途上といえよう。

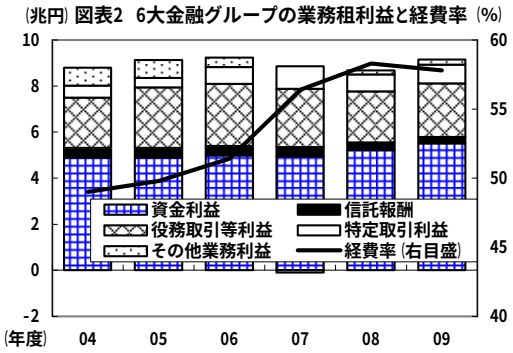
3 期ぶりに増加した業務粗利益

トップライン収益（一般企業の売上高に相当）である業務粗利益は、図表 2 のように 3 期ぶりの増加となり、直近のピークである 06 年度の水準に近づくものとなった。最も増加額が大きかったのは資金利益である。資金利益増加の要因は、主として、海外向け貸出や外国証券投資における利鞘の拡大であり、米ドル短期金利の低下により外貨調達コストが低下したことの影響が大きい。一方、国内向け貸出や国内証券投資

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

の利鞘は縮小している。

個別グループでは、国際業務を幅広く展開しているメガバンクグループを中心に資金利益が増加しており、国内業務が中心のりそなホールディングスや中央三井トラスト・ホールディングスでは資金利益が減少している。海外と国内の利鞘環境の違いが反映されたものといえよう。



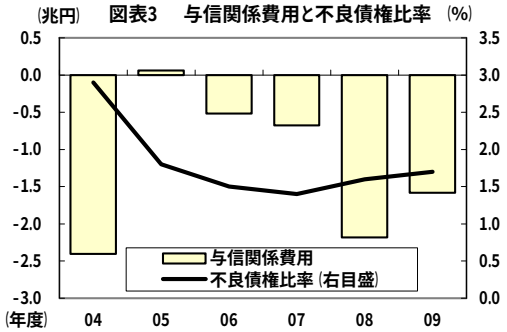
資料 6大金融グループの決算短信・同説明資料から作成
(注) 1. 各社の連結決算数値の合計、経費率は表1の注2参照

金融サービスの手数料収入である役務取引等利益も増収となった。証券関連手数料収入の増加などによるもので、投信販売手数料の増加のほか、メガバンクグループでは証券子会社が新たに連結対象となったことも寄与した。特定取引利益（商品有価証券のディーリング益等）やその他業務利益も増収を確保したが、金利動向をとらえた債券売買益の計上などによるものである。

6 グループを合計した業務粗利益が 5%の増収となる一方で、営業経費は 4%の増加にとどまり、経費率は 0.5%低下した。厳しい経営環境のもとで、各グループとも人件費や物件費の抑制などの経費節減に努めたためである。この結果、業務純益は、前記のように 7%の増益となった。

不良債権処理費用は前期比減少

08 年度には、内外の景気悪化を背景に、貸倒引当金繰入や貸出金償却などの不良債権処理費用（与信関係費用）が増加したが、09 年度には、景気の持ち直し傾向を反映した企業倒産件数の減少等もあり、同費用は前期比減少となった（図表 3）。

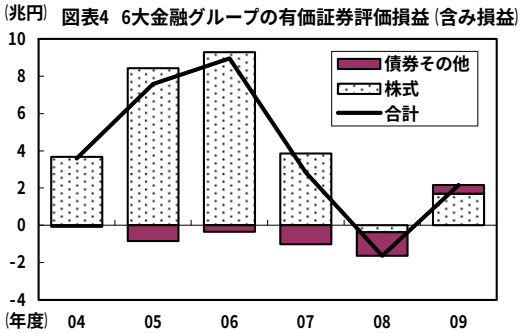


資料 6大金融グループの決算短信・同説明資料から作成
(注) 1. 与信関係費用はグループ連結ベース
2. 不良債権比率は銀行・信託子会社合算（りそな信託含まず）
3. 不良債権比率＝金融再生法開示債権／総与信

しかし、景気が回復傾向にあった 05～07 年度に比べるとその水準は高く、09 年度末の不良債権比率（図表３の注３参照）は 1.7%と低水準ながらやや上昇した。

水面上に浮上した有価証券含み損益

08 年度には、世界的金融危機を背景に株価が大幅に下落し、証券化関連商品等の価格も下落したため、6 大金融グループ合計の有価証券含み損益は▲1.6 兆円と損失超の状態にあった。09 年度には、株価の上昇



資料 6大金融グループの決算短信から作成
(注) 1. 満期保有目的の債券とその他有価証券について時価のあるものを対象
2. 債券その他には外国証券も含まれる

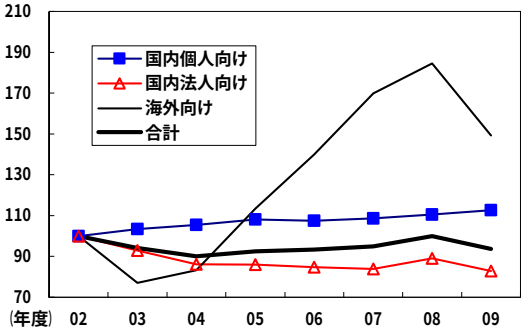
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（日経平均株価 225 種は 08 年度末 8,110 円から 09 年度末 11,090 円へ）等もあり、2.2 兆円の含み益へと転化した（図表 4）。

個人貸出は増加するも法人･海外向けが減少

資金運用の中心となる貸出金（総資産に占めるシェアは 6 グループ合計で 5 割弱）は、05 年度以降緩やかな増加傾向にあったが、09 年度に減少に転じた。個人向け貸出は住宅ローンを中心に引き続き増加したものの、国内法人向けや海外向け貸出が減少したためである（図表 5）。

(02年度＝100)　図表5　6大金融グループの貸出金の推移



資料　6大金融グループ決算短信、同説明資料から作成
(注) 1. 6大金融グループの銀行･信託子会社合算

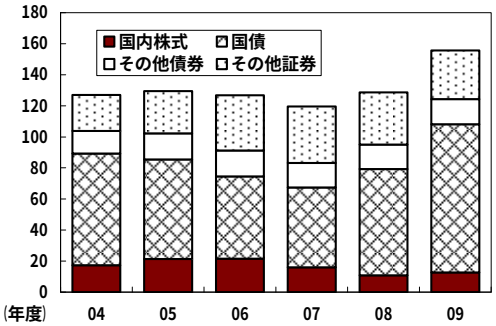
国内法人向け貸出は、資金需要の低迷などから全般的に低調であったが、メガバンクグループでの減少幅が大きい一方で、りそなグループや中央三井トラスト・ホールディングスなどでは減少幅は小さく、特に、中小企業向け貸出が増加している。

海外向け貸出については、05 年度以降急速に増加してきたが、09 年度には減少に転じた。円高の影響（円／ドル相場は 08 年度末の 99 円から 09 年度末は 93 円へ上昇）のほか、世界的な景気悪化による資金需要の低迷や、信用リスクの高まりもあり比較的慎重なスタンスで対応したことなどによるものとみられる。

国債保有増加と一部に株式持合解消の動き

貸出金が減少する一方で、有価証券残高（総資産に占めるシェアは 6 グループ合計で 3 割弱）は増加しており、なかでも国債残高が大きく増加している（図表 6）。6 グループ合計した有価証券残高は前期比 28 兆円増加したが、このうち、国債の増加が 27 兆円と大部分を占める（ただし、デュレーションは短期化）。国債残高の増加は、前記の貸出金の減少とともに、リスクアセットの圧縮という側面もあろう。

(兆円)　図表6　6大金融グループの有価証券残高



資料　6大金融グループの決算短信から作成
(注) 1. 各社の連結決算数値の合計
2. 外国証券はその他証券に含まれる

国債が大幅に増加する一方で、国内株式保有残高は、株価の上昇幅に比べてあまり増えていない。これは株式売却が増えて保有株式数が減少していることを意味している。10 年度以降でも、みずほフィナンシャルグループでは保有株式の 1 兆円削減が計画されている。

株式投資に関するこうした動きの背景には、銀行に対する自己資本比率規制の強化や国際会計基準（IFRS）の導入などがある。

09 年 12 月にバーゼル委員会が公表した銀行規制改革案では、自己資本の質の向上に関連して、Tier I 資本の主要部分として、普通株式および内部留保（以下コモンエクイティ、Common Equity と略す）を重視することとしており、このなかで、自己資本からの控除

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

項目として他の金融機関向け普通株出資（ダブルギアリング）の対象拡大などが示されている[注1]。これに関連して、大手銀行による地銀株の売却など銀行間の株式持合いを解消する動きが出ている。

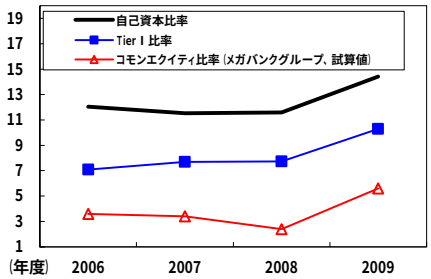
また、11 年 3 月期から始まる予定の IFRS による「包括利益」の表示も、持合い解消を促す要因となろう。

（注 1）09 年 12 月に公表されたバーゼル委員会の銀行規制改革案（市中協議案）は、パブリックコメントと定量的影響度調査を踏まえて、10 年 12 月末までに水準調整（基準策定）がなされ、12 年末までに実施される予定である。

新自己資本規制への対応が進む

新たな自己資本規制の動きを受けて、9 年度にはメガバンクグループを中心に普通株による大型増資が続いた（三菱 UFJ フィナンシャル・グループは約 1 兆 3百億円、三井住友フィナンシャルグループは約 1 兆 8 千億円、みずほフィナンシャルグループは約 5 千億円の普通株増資を実施。みずほフィナンシャルグループは、10 年度にも 8 千億円を上限とする追加普通株増資を計画）。この結果、09 年度末の 6 大金融グループの自己資本比率は、前期末に比べ大きく上昇した（図表 7）。

図表7　6大金融グループの自己資本比率



資料　6大金融グループの決算短信等IR資料から作成
(注) 1. 自己資本比率とTier I 比率は6グループ合計（バーゼルII基準）
2. コモンエクイティ比率はメガバンク3グループの合計
3. コモンエクイティ比率＝｛(資本金・資本剰余金－優先株)
＋利益剰余金－(自己株式＋その他有価証券評価損
＋ソフトウェア・のれん・その他無形固定資産
＋繰延税金資産純額)｝／リスクアセット、で試算したもの

普通株を中心にした自己資本の増強には、増加する配当負担に耐え得る収益基盤の確立が不可欠であり、今後はそうした方向での経営展開が図られることとなろう。

今後の業務展開の方向

前記のように、大手金融グループの 09 年度決算は、6 グループとも黒字を計上し、ある程度の業績回復を果たした。10 年度決算では、6 グループ合計して最終利益で 9 年度対比 25%の増益を予想している。

世界的金融危機を経て、各国あるいは国際機関による新たな金融規制の枠組みが固まりつつあり、こうした環境のなかで今後の経営展開が図られることになる。各金融グループ公表の IR 資料等から今後の経営の方向を整理すれば次のようになる。

日本経済にとって、アジアなどの新興国の重要性が高まるなかで、メガバンクグループは海外重視のスタンスであり、中国やインドなどアジアでの拠点増強や営業基盤の拡大、海外の銀行との提携推進などが計画されている。

国内業務では、法人・個人取引において証券子会社を活用した銀証融合ビジネスや信託機能を活用したビジネスの推進などが打ち出されている。証券業務については、メガバンクグループを中心に証券子会社の再編などの体制整備が図られており、信託業務については、09 年 4 月にりそな銀行とりそな信託銀行が合併し、11 年 4 月には住友信託銀行と中央三井トラスト・ホールディングスの統合が予定されている。

また、10 年 6 月には改正資金業法が完全施行されることになっており、消費者信用の分野でも新たな変化が出てこよう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

国内経済金融

エコ関連消費刺激策はいつまで有効か？

寺林　暁良

輸出と消費刺激策が支えた景気回復

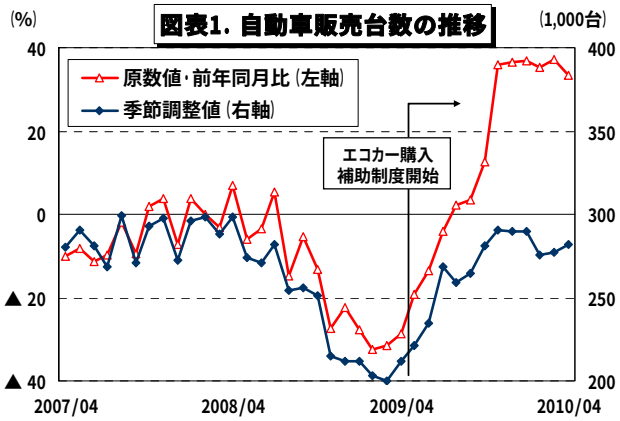
日本経済は、水準は依然低いながらも景気の持ち直しが続いている。政府や日銀が景気持ち直しの牽引要因としてみているのが、①中国等のアジア新興国への輸出と、②エコカー購入補助制度や家電エコポイント制度といった政府によるエコ関連消費刺激策である。①の輸出に関しては、今後も日本経済の回復の鍵となることに異論は少ないだろう。また、②の消費刺激策は、生産波及効果の大きい自動車や電機機械工業の需要回復に大きく貢献したと見られるが、一方で将来の需要の先食いに過ぎず、いずれその反動があると指摘する声も少なくない。

本稿では、この消費刺激策が開始して約1年の経過を振り返るとともに、その効果が今後どのような形になるのかを展望したい。

政策導入後の自動車販売台数の推移

2009年4月に導入されたエコカー購入補助制度は、「環境対応車普及促進税制（減税）」と「環境対応車への買い替え・購入に対する補助制度（補助金）」からなり、対象期間は前者が2012年4月まで、後者が今年9月までに延長されている。

図表1. 自動車販売台数の推移



（資料）日経Needs-Financial QUEST（日本自動車販売協会連合会）より作成
（注）季節調整は日経Needsを用いて当総研で実施

エコカー購入補助制度が導入された後、自動車販売台数は大きく持ち直しの動きを強め、直近は前年比30%台半ばという高い伸びを示している（図表1）。しかし、当総研が独自に季節調整を行ってみると、確かにエコカー購入補助制度が開始された09年4月以降は回復の動きをみせたものの、すでに頭打ちとなっていることも見てとれる。また、世界同時不況が始まる前と比較してみると、水準そのものが高まったわけではないことがわかる。

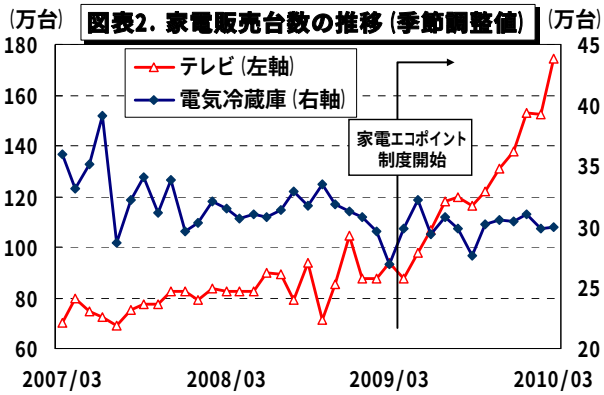
こうした状況から、自動車業界では先行きを不安視する向きもあり、それは日銀短観などにも表れている。10年3月の調査では、大企業製造業全体の業況判断DIは▲14（変化幅+11）となるなか、自動車は▲2（変化幅+19）と比較的堅調であった。しかし先行き6月は、全体が▲8（変化幅+6）と改善するのに対して、自動車は▲12（変化幅▲10）へ悪化するとの見通しである。

以上のことから、自動車購入補助制度による政策効果はすでに一巡しているといえるだろう。販売台数が底を打ったのが昨年の4～5月であることから、今後は前年比でも増加幅が縮小し始めることも予想される。エコカーの販売が今後経済回復を牽引する役目を果たすのは難しいといえるだろう。

政策導入後の家電販売台数の推移

次に、09年5月15日購入分から始まった、家電エコポイント制度をみてみよう。家電エコポイント制度は、テレビ、電気冷蔵庫、エアコンの3品目について、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



(資料) 日経Needs-Finacial QUEST (経済産業省) より作成
(注) 季節調整は日経Needsを用いて当総研にて実施

購入した家電の二酸化炭素排出基準の達成度と家電の大きさに応じて「エコポイント」が付与され、そのポイントを各地の特産品や商品券などと交換できる制度で、対象期間は 10 年 12 月末までに延長されている。なお、本稿の分析対象からは、売れ行きに季節や天候の要因も作用するエアコンを除外することとした。

まず、電気冷蔵庫の販売台数（当総研による季節調整）は、エコポイント制度が始まる直前に大きく落ち込みを見せた後持ち直し、直近はほぼ横ばいで推移している（図表 2)。販売台数の大幅な拡大がみられたわけではないが、落ち込みを最小限にとどめる効果はあったともいえるだろう。

次に、テレビの販売台数は、最近は過去に例がないほど大幅に販売台数が増加している。しかし、実はテレビの販売台数の増加傾向は、エコポイント制度導入前から始まっている（図表 2)。これは地上デジタル放送への全面移行(11 年 7 月)に備えて、テレビの買換えが進んでいることに起因する「特需」と考えられる。

テレビの今後の販売台数を展望してみよう。3 月の内閣府「消費動向調査」によると、薄型テレビ（デジタルチューナー内蔵とみなす）の世帯普及率は 69.2%に達している。日本の世帯数が約 5,200 万世帯であることから、普及している世帯は約 3,600 万世帯、普及していない世帯数は 1,600 万世帯である。09 年 11 月の総務省の調査によると、約 8.4%の世帯が外付けチューナーによって地上デジタル放送に備えているとのことであるが、それを差し引いたとしても、約 1,500 万世帯分の買い替え需要は残ると見られる。つまり、現在の販売ペース（約 150 万台／月）を保つとすると、今後 1 年近く、すなわちエコポイント制度が続く今年末頃までは需要が持続すると思われる。

また、消費動向調査によると、1 世帯あたりのテレビの保有台数は平均約 2.4 台であることから、2 台目の買い替え需要を考えると、まだまだ伸びしろは大きいといえるだろう。

ただし、エコポイント制度が終了し、買い替えが一巡する来年初頭から春にかけては、これまでの反動から販売台数が大幅に減少する可能性もあり、今後の懸念材料として意識せざるをえない。

まとめ

本稿では国内のエコ関連の消費刺激策を振り返った。自動車については、すでに政策効果が薄れつつあるとみられるが、一方の家電は、テレビの地上デジタル放送への全面移行に備えた「特需」に牽引される形でエコポイント制度が続く今年いっぱいまでは高水準を保つとみられる。ただし、買い替えが一巡する来年春ごろに大きな販売台数の減少も予想される。

6 月には子ども手当の支給開始が想定されるほか、大企業製造業では夏季賞与の回復も予想されているが、全体として賃金増などの家計への波及は当面弱いと思われる。消費刺激策に限界がみえるなか、個人消費の自律的回復にはまだ時間がかかりそうだ。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

海外経済金融

ギリシャ財政問題とユーロドル相場

荒木　謙一

ギリシャの財政問題は５月に入って拡大するとともに他国にも波及し、欧州債務危機の様相を呈するに至った。本稿ではこれまでの経緯について、ユーロドル相場（対ドルでのユーロ相場）の推移を踏まえて、簡単に振り返ってみることとしたい。

4月までの動き

この半年間のユーロドル相場の動きを図表１で、またその間の主な出来事を図表２で説明する。

1 ユーロ＝1.5 ドルを超える水準まで上昇していたユーロドル相場が下落をはじめたのは、昨年 12 月初旬のことであった。12 月 8 日には格付け会社フィッチがギリシャの格付けを A-から BBB+に格下げし、同月 14 日にギリシャ政府が緊急財政措置を発表したものの（図中①）、その実効性が疑問視されユーロドル相場は急落した。

その後ユーロドル相場は緩やかに上昇しはじめ、一旦回復しかけたかに見えたが、ギリシャ政府が 2010～13 年の安定化プログラムを欧州委員会に提出した今年 1 月 15 日頃（図中②）を契機として、ユーロドル相場は再び下落をはじめた。なお、同プログラムはユーロ圏加盟国が欧州連合閣僚理事会と欧州委員会への提出を義務付けられているものである。この時点でユーロドル相場が下落した理由もまた、安定化プログラムに盛り込まれたギリシャ政府の緊縮財政パッケージが市場の信認を得られなかったためである。

その後、欧州連合の臨時首脳会議が、ギリシャに対し財政赤字削減の徹底的措置を講じるよう要請した際（図中③）に、はじめて支援発動の用意があることを言明したことで、ユーロドル相場は再び小康状態となった。しかし、その後市場の関心はギリシャ一国の財政赤字削減努力よりもむしろ、ユーロ圏の支援合意プロセスに向かっていく。そして、合意に関する発表が小出しになされるたびに（図中④～⑥）、ユーロドル相場は変動を繰り返した。4 月下旬にはＳ＆Ｐがギリシャの格付けを投資不適格級に引き下げたものの（図中⑦）、4 月末までは１ユーロ＝1.35 ドルを中心として上下 0.03 ドル程度の範囲で変動するにとどまっていた。

図表1　ユーロドル相場
(資料) Datastreamのデータより作成

5月以降の動き

5 月 2 日の EU 緊急財務相会合でユーロ圏諸国が IMF と総額 1,100 億ユーロの協調融資を行なうことが合意されたが（図中⑧）、既にユーロ圏諸国の対応への疑念を深めていた金融市場を落ち着かせることはできず、ユーロドル相場は急落した。6 日には米国の主要株式指数が急落して投機筋を中

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表2　ギリシャ支援をめぐる主な動き

日付	主な出来事	
09年10月21日	ギリシャ政府、09年の財政赤字見込みを3.7%から12.5%に見直す	
09年12月14日	ギリシャ政府が緊急財政措置発表 （社会保障支出の削減や銀行賞与に対する課税などが骨子）	①
10年1月15日	ギリシャ政府が欧州委員会に対し2010-13年の安定化プログラムを提出 （欧州委員会は2月3日に同プログラムを承認）	②
10年2月11日	欧州連合臨時首脳会議、ギリシャに対し財政赤字削減の徹底的措置を講じるよう要請 （必要な事態に対して発動する用意があることを初めて言明）	③
10年3月3日	ギリシャ政府が48億ユーロ規模の追加的な財政赤字削減策を発表	
10年3月16日	ユーロ圏財務相会合、必要となった場合のギリシャ支援のために適用可能な具体的メカニズムについて合意	④
10年3月25日	欧州連合首脳会議、必要となった場合のギリシャ支援について、ユーロ圏各国による2国間融資で全融資額の2／3、IMF融資で1／3を引き受けることなどを決定	⑤
10年4月11日	ユーロ圏の財務相電話会議、ギリシャに対する300億ユーロの緊急支援計画で合意	⑥
10年4月23日	ギリシャのパパンドレウ首相、EUとIMFに支援策発動を要請	
10年4月27日	S＆P、ギリシャの格付けをBBB+→BB+と投資不適格級に格下げ	⑦
10年5月2日	欧州連合緊急財務相会合、IMFと協調して今後3年間で最大1100億ユーロの支援融資を行なうことで合意、ギリシャは3年間で300億ユーロの追加財政赤字削減	⑧
10年5月7日	ユーロ圏16ヵ国の臨時首脳会議、IMFとの協調による1100億ユーロの支援融資の実行を承認	⑨
10年5月9日	IMF理事会、3年間300億ユーロの支援融資（ユーロ圏との協調実施分）を承認	
	欧州連合緊急財務理事会、欧州安定メカニズムとして最大7500億ユーロの資金枠の用意で合意（ユーロ圏5000億ユーロ、IMF2500億ユーロ）	
10年5月10日	欧州中央銀行、ユーロ圏の政府債および民間債券の買入れを行なう声明を発表	
10年5月12日	IMFの支援第一弾として55億ユーロの融資実行 （5月18日にはユーロ圏の支援融資145億ユーロの実行）	

（資料）各種報道より作成、ユーロドル相場はBoombergのデータを使用、網掛け部分はギリシャ側の動き

心にリスク回避の行動が一斉に生じ、翌 7 日にはギリシャ国債の利回りも急上昇した。

事態の急展開を受け、同日夜に欧州連合は緊急首脳会議を開催、支援基金の創設を決定した。既存の予算を活用した支援基金の規模は、当初 600～700 億ユーロ（約 7～8.2 兆円）と報じられが、9 日の緊急財務相会合で 4,400 億ユーロの特別目的基金（Special Purpose Vehicle）の創設も決定され（図中⑨）、支援基金と合わせて欧州連合が 5,000 億ユーロ、IMF が 2,500 億ユーロ、合計で最大 7,500 億ユーロ（約 83 兆円）の支援が今後 3 年間実施されることとなった。また、欧州中央銀行（ECB）とユーロ圏各国の中央銀行は、市場機能回復のための国債買入れを開始した。こうした支援強化の動きにより、ユーロドル相場は一旦底を打ったかに見えたが、その後も弱含んだ展開が続いている。

今後の見通し

元 FRB 議長で、現在は米国オバマ政権の経済再生諮問会議議長を務めるポール・ボルカー氏は、5 月 13 日のロンドンにおける講演で、ユーロ崩壊の可能性について述べたと伝えられている。これは悲観的すぎる見解のようだが、ユーロ楽観論が支持を得るような状況ではないのは事実である。

財政面の統一を欠いた共通通貨という枠組についての不透明感が払拭されない限り、ユーロドル相場は当面下落余地を探るような展開が続くであろう。（2010.5.25 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済･金融を読む＜第 2 回＞

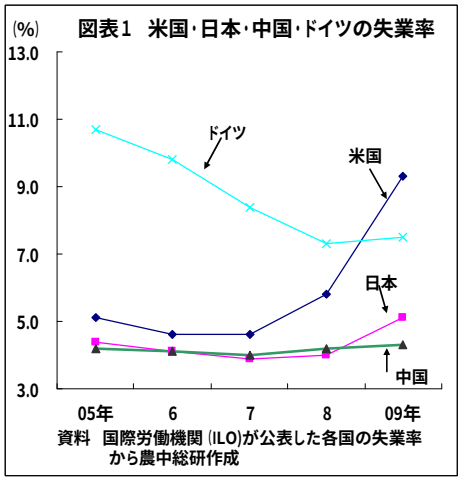
中国の失業率統計

王　雷軒

実態と乖離する中国の失業率の水準

失業率は、経済政策を決定するときに注目される重要な指標の一つである。中国でも、政府が公式な失業率を発表しており、経済政策決定での「四大コントロール目標」の一つとして重要視されている。

政府機関の一つである中国人力資源社会保障部（和訳：人事社会保障部）が失業率を公表しており、それによると、05 年から 09 年まで 4.0%～4.3%の間で推移している。この数値を見る限りでは、決して高いものではない。また、景気の大きな変動を受け雇用情勢が厳しくなったと言われる 08 年、09 年においても、失業率の変動幅が小さく、景気変動に対して中国の失業率が非感応的なものであると言わざるを得ない。



図表1　米国･日本･中国･ドイツの失業率
資料　国際労働機関（ILO)が公表した各国の失業率から農中総研作成

失業率についての定義や調査方法は各国ごとに相違があるため、国際比較が安易にできないが、中国の失業率は先進国に比べてもかなり低いものとなっている（図１）。

特殊な中国の失業率の定義

人力資源社会保障部の失業率指標は、職業紹介センターといった就業機構に登録し、失業保険に加入する都市部の都市戸籍を持つ労働者のみ（男 16～50 歳、女 16～45 歳）を対象としている。失業者の対象範囲がかなり狭く、都市部の出稼ぎ労働者（農民工）や農村部の失業者が、この統計に含まれておらず、実態よりもかなり低くなっていると思われる。

08 年の失業率は 4.2%で、登録失業者は 886 万人であり、これらから中国の労働者人口を推計すると、2.1 億人にしかならない。7.9 億人の労働者人口を持つ中国の実態とかなり離れかけている。

したがって、現在公表されている中国の失業率は、都市戸籍者の失業状況のみを反映し非常に限界的なものであると理解すべきである。

標本調査による失業率の公表

中国社会科学院は、出稼ぎ労働者も含めた標本調査に基づいて、08 年の失業率を 9.4%と発表している。さらに、中国人民大学のある教授は、失業率計算の国際基準に沿って失業者を推計すると、中国の失業率は 27%以上であると指摘した。

現行の失業統計の限界性を認識した中国政府は、全国レベルで農村戸籍者をも対象に組み入れた標本調査を実施している。しかし、標本調査から得られた失業率の数値は、政府に報告するだけの内部資料として使われており、現段階では対外公表されていない。今後、2011 年～2015 年（第 12 期 5 カ年計画期）の間には、この標本調査による失業率が公表される見込みである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

経済統計の基礎知識　＜第 14 回＞

完全失業率の見方

岡山　正雄

完全失業率とは

完全失業率とは、総務省が発表する労働力調査とともに出される指標で、労働力人口に占める完全失業者の割合を表したものである。ここで、完全失業者とは①仕事についておらず、②仕事があればすぐ就ける者で、③仕事を探す活動をしていた者のことである。また労働力人口とは完全失業者と就業者の合計を指す。一般的には、景気が悪化すれば企業は業績悪化から労働者を解雇するので、完全失業率は上昇し、景気が良くなれば逆に完全失業率は低下する。このことから、景気のバロメーターの１つと考えられる。

いくつかの留意点

しかしながら、完全失業率を解釈するうえでは、次の点に留意する必要がある。

１つ目は、完全失業者の中に、求職活動をしていない者が含まれてない点である。このため、景気の後退局面で求職活動を辞める者が増えた結果、完全失業率が低下することや、逆に景気回復局面で求職活動を再開する者が増え、完全失業率が上昇することが起こり得る。

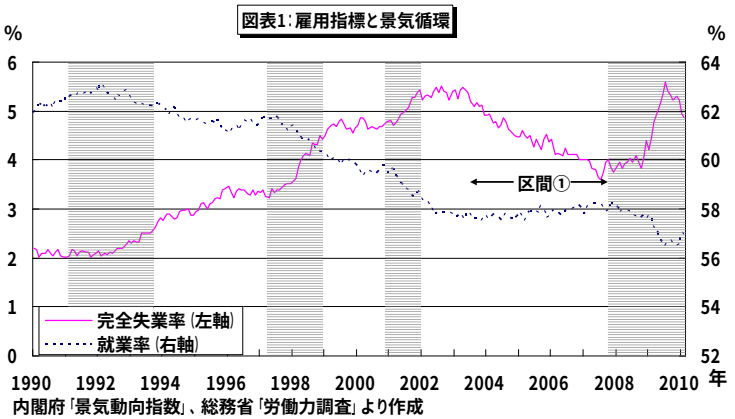
２つ目は、日本の雇用慣行である。近年、派遣労働者の増加から崩れてきているとはいえ、日本の企業は景気が悪化しても、すぐには解雇せず、操業時間を短縮させるなどで極力現在の雇用を維持しようとする。また景気回復局面でも、すぐに雇用を増やすのではなく、現在の雇用者の労働時間を伸ばして対処しようとする。そのため日本の場合は、景気循環と一致して完全失業率が変化するのではなく、やや遅れて変化する傾向があり、内閣府の景気動向指数でも遅行系列である。

３つ目は政策の影響である。雇用問題は社会の関心が高く、政府は様々な施策をする。例えば、国が企業に休業手当の一部を支給する雇用調整助成金制度は、本来なら解雇していたはずの過剰労働力を、企業内に押し留める効果がある。結果、完全失業率は本来の景気悪化の影響を受けた値よりも低い値になる。

要因の分析が重要

完全失業率は社会の注目度が高いが、上記の理由から図表 1 のように景気循環と必ずしも一致せず、景況判断に必ずしも有用ではない。例えば就業率の変化を同時に見ると、就業率が変化せず失業率が低下しているような局面(図表 1、区間①)では、求職活動を辞めた者の増加が完全失業率低下の原因で、景況は改善していないと考えられる。このように多角的に変化の要因分析をすることが完全失業率には求められる。

図表1：雇用指標と景気循環



内閣府「景気動向指数」、総務省「労働力調査」より作成
網掛け部分が景気の後退局面

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます