潮　流

遠のく出口と新産業創出

専務取締役　岡山　信夫

世界景気や企業業績の先行き不透明感が高まっている。わが国の新発 10 年国債利回りは 1%を下回り、一時 1 万 1 千円台を回復した日経平均株価も 9 千円を割り込んだ。

リーマンショック以降、各国は異例な財政措置と中央銀行のバランスシートを拡大することによって、民間信用の収縮をカバーしてきた。異例な政策対応の長期化は想定外の副作用を生むリスクを抱えることになることから、民間経済の自律回復にバトンタッチし、速やかに出口を探ることが望ましい展開だったはずだ。しかし、シナリオ通りには進まず、その出口は遠のいてしまった。

米国ではオバマ政権による経済構造転換による回復が期待されたが、「チェンジ」はなかなか進まず、「新しい雇用創出」も具体的な数字になって表れていない。大胆な財政投入が早期の経済回復に繋がった中国の成長が世界経済を牽引する形も、中国の資産バブル懸念で強気一辺倒にはなれない状況である。わが国経済も相変わらずの輸出依存から転換は進まず、為替が円高に振れるとたちまち減速懸念が高まった。さらなる大規模な経済対策は望むべくもなく、市場は対策を打てない状況を織り込み、下を向いている。

そのような閉塞感の中、政府は「緑と水の環境技術革命総合戦略（骨子）」を 8 月 13 日に公表した。これは、「食料・農業・農村基本計画」（3 月閣議決定）及び、「新成長戦略」（6 月閣議決定）によって、2020 年までに農山漁村において 6 兆円規模の新産業を創出するとしたものを受けたものだ。そこには「新たな付加価値を農産漁村地域内で創出し、雇用と所得を確保するとともに、若者や子どもも農山漁村に定住できる地域社会の構築を目指す」と謳われ、「農山漁村資源の新規用途開拓」と「農林水産業の新たな事業機会の創出」を重点的に取組むこととされている。

「農山漁村の新規用途開拓」では、①未利用バイオマスのエネルギー・製品利用　②藻類等の新規資源作物の利用　③生物機能の高度利用　の分野、また「農林水産業の新たな事業機会の創出」では、④クロマグロ等の完全養殖　⑤農林水産物の高度生産管理システム　⑥超長期鮮度保持技術　の分野の産業化を重点的に推進することとされ、事業化共同体の組織化やコーディネーターの育成を図り、事業化に至るまでの切れ目ない支援と同時に新産業創出に向けた研究開発を推進するとしている。

この 6 つの重点分野が、6 兆円という数字にどのように繋がるのか。地球温暖化対策に伴うエネルギー転換を軸にして新産業を興す「日本版グリーンニューディール」構想を念頭におくと、①の未利用バイオマス、小水力、太陽光発電や、②の藻類等の新規資源作物の利用が、ボリューム的にはメインになるものと考えられる。

10 年で 6 兆円の新産業を農山漁村で創出できるのか？　短期的実利を重視する陣営からは夢物語の作文として片付けられてしまいそうだが、アジアの成長をアジア「内需」と称して国内の空洞化を放置し、少子化を憂いながらも若者の雇用機会創出を真剣に考えない無責任な現状追随論よりも、評価されるべきものだと思う。

着実に一歩を踏み出し、実績を積み上げ、「若者や子どもも農山漁村に定住できる地域社会の構築」が現実のものとして期待できる状態になれば、長く続いた閉塞感から脱することができるのではないか。戦略の書き物で終わらせてはいけない。

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

迅速な円高対策を催促し続ける金融市場

～強まる年度下期の景気失速懸念～

南　武志

要旨

わが国経済は持ち直し基調を続けてきたが、ここにきて海外経済の先行き不透明感が強まっていることや、耐久財などへの購入支援策の効果が一巡したことなどによって、回復テンポが鈍化し始めている。家計の所得環境に薄日が差し始めてきたこともあり、景気が再び悪化するとは見ていないが、年度下期にかけて景気が足踏みする可能性は高いだろう。また、物価に関しては、依然として需給ギャップが大きく乖離していることから、引き続き下落が続いており、デフレ脱却時期は見通せる状況にはない。

また、欧米での経済･金融面の不安定さにより、円高が進行しており、株安･金利低下傾向を強めている。まさに、金融市場は一段の金融緩和策などの対策を催促しているが、政府･日本銀行は実効性のある円高対抗策を打てずにいる。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2010年 8月(実績)	2010年 9月(予想)	2010年 12月(予想)	2011年 3月(予想)	2011年 6月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.095	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.367	0.30～0.38	0.30～0.38	0.30～0.38	0.30～0.38
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 (%)	0.910	0.85～1.15	0.90～1.30	0.90～1.40	0.95～1.45
	5年債 (%)	0.250	0.20～0.32	0.25～0.40	0.30～0.45	0.35～0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	84.6	78～90	78～93	80～95	80～95
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	107.3	100～115	100～120	105～130	110～135
日経平均株価	(円)	8,845	9,000±750	9,500±1,000	9,750±1,000	10,250±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8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

2009 年春に底入れしたわが国経済は、その後も輸出・生産が牽引する格好で持ち直しを続けてきたが、ここに来て自動車販売台数の頭打ちなど、これまで打たれてきた景気刺激策の効果一巡や中国向け輸出の頭打ちなどが散見され始めるなど、回復テンポの鈍化が懸念されてきた。実際、8 月 16 日に公表された 4～6 月期の GDP 第一次速報では、民間消費の失速などを主因に実質経済成長率が前期比 0.1%（同年率 0.4%）と大幅に減速するなど、前述したような景気踊り場入りの可能性を示す数字となった。

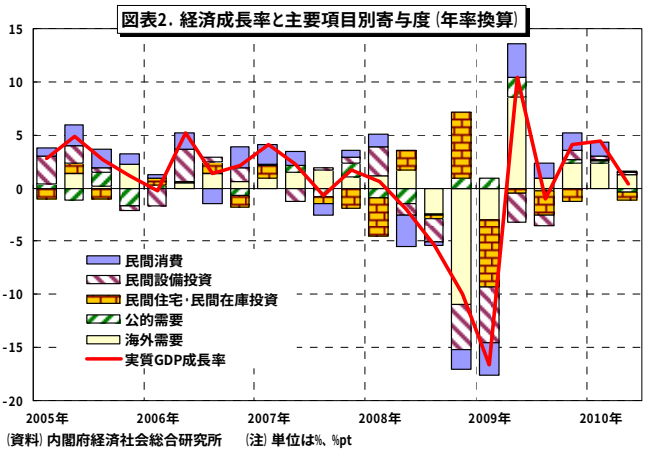
なお、当総研ではこの GDP 公表を受けて、経済見通しの改訂を行ったが、足元は猛暑効果やエコカー購入補助金の期限切れ（9 月末まで）を前にした駆け込み需要などが民間消費を押し上げたと見られるが、その効果は一時的かつ限定的であり、海外経済の不透明感の強まりなどから年度下期にかけて景気回復テンポが

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

鈍化するのは避けられないだろう。ただし、子ども手当支給や賃金・賞与の回復といった所得環境の改善などによる景気下支え効果も期待されることから、現時点で再び景気が悪化する可能性は低いと思われる。(詳細は後掲レポート「2010～11 年度改訂経済見通し」を参照のこと)。

なお、政府は根強い円高圧力や景気失速懸念に対応するため、追加経済対策の検討に入っている。年末に期限を迎える家電エコポイント制の延長などが盛り込まれると報じられているが、すでに耐久財消費への押上げ効果は乏しいことから、景気刺激効果はあまり期待できないだろう。

物価については、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ものの、国内の需給環境は依然として需要不足状態が続いており、川下分野では下落傾向が残っているため、代表的な物価指標である消費者物価（生鮮食品を除く総合）では前年比▲1%前後での下落が続いている。足許 5%弱ほど需要不足方向に乖離した GDP ギャップが解消するには最低でもあと 3 年程度はかかると思われ、デフレ脱却にはまだ相当に時間を要するだろう。



（資料）内閣府経済社会総合研究所　（注）単位は%、%pt

金融政策の動向・見通し

日本銀行としての経済・物価見通しである「展望レポート」およびその中間評価(7 月)などによれば、景気の現状としては、現状は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向をたどるとの見方となっている。なお、景気・物価の先行きに対する上振れ・下振れのリスクバランスに関しては、円高進行への懸念が広がった 8 月の決定会合後の会見においても、概ねバランスしているとの認識を大きく変える必要はない、との見解を示すなど、楽観的な姿勢を明確にした。さらに、物価見通しについては全国消費者物価（同上）が 11 年度内に上昇に転じるとの見方を踏襲するなど、マクロ的な需給バランス（GDP ギャップの動きなど）からは違和感のあるものとなっている。この見方が現実のものとなるには、世界経済の回復テンポが減速せずに加速し、資源価格が持続的に上昇すると同時に、国内の賃金上昇圧力が高まる必要があるが、現時点ではその可能性は極めて低いと見る。

なお、上述したような日銀の経済・物価見通しを踏まえれば、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、実際にはデフレ脱却の早期実現を促し、かつ円高進行を食い止めるためにも、実効性の高い追加緩和策を求める意見が日増しに強まっている。

「失われた 30 年」を回避する上でも、日銀は本腰を入れて政策発動に乗り出すべきであろう。なお、「次の一手」としては、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの拡充（供給量拡大や期間延長）が柱になる可能性が高いが、すで

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

にターム物金利は大きく低下するなど、短期資金供給オペによる資金供給に限界も出始めている。そのため、より長期の資金供給につながる国債買入れ額（現行1.8兆円/月）の増額は十分検討の余地があると思われる。また、場合によってはゼロ金利政策（補完当座預金制度による超過準備への付利の廃止も含む）の採用もありうるだろう。こうした追加緩和策に関して障害となっているのが、財政規律との兼ね合いや日銀内の内規である銀行券ルールであるが、政府が6月に策定した「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」を信頼するに値すると、日銀が判断するのであれば、国債買入れの増額に踏み切るべきである。

市場動向：現状・見通し・注目点

国内の金融システムはおおむね安定しているが、海外に目を転じると、米国では高水準での銀行倒産が続いているほか、欧州ではギリシャを筆頭にユーロ圏諸国の財政破綻リスクや銀行の貸し渋り懸念などが広まるなど、依然として金融システムには不安定さが残ったままである。こうした状況により、世界的に「質への逃避」的な行動が強まり、円や日本市場が資金の一時的な逃避先となる状況のなか、金融市場は7月下旬以降「円高・株安・金利低下」という様相が強まっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

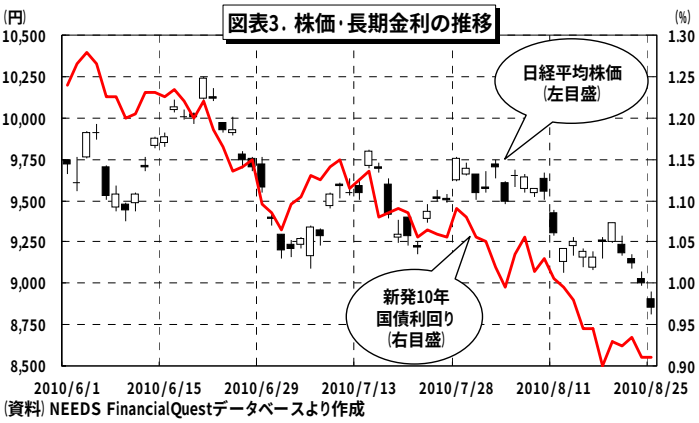
①債券市場

春先には1.4%台であった長期金利（新発10年物国債利回り）は、4月中旬以降は緩やかな低下傾向を辿っている。わが国の財政状況は厳しいものの、世界的な経済・金融情勢の不透明感の高まったことにより、世界的に投資家の「質への逃避」的な行動が強まっていることもあるが、運用難に苦しむ国内投資家の消去法的な国債購入スタンスもそれを後押ししている。この結果、6月中旬には1.2%割れ、7月中旬は1.1%割れ、そして8月中旬以降は1.0%割れが常態化するなど、金利低下圧力が強い状態が続いている。

基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍いままで、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高まっていることなどもあり、今後とも長期金利は低水準で推移する可能性は強い。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は依然として根強いことから、神経質に金利が大きく変動する場面も十分想定しておくべきであろう。

②株式市場

新年度入り直後は米経済指標の堅調さなどを背景に11,000円台での推移を続けた日経平均株価であるが、4月後半に



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

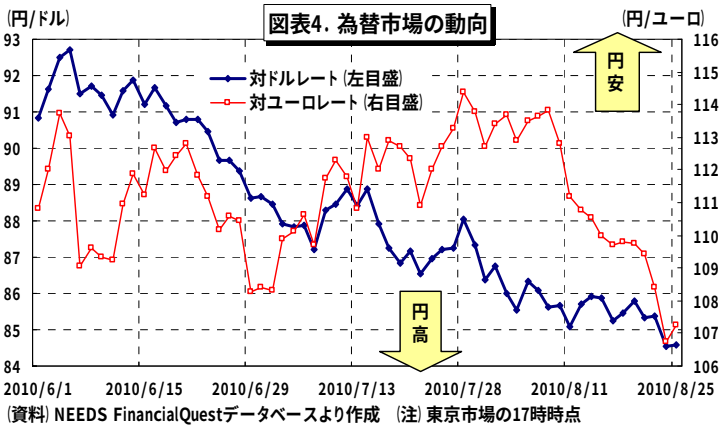
かけて相場の過熱感も意識され、調整局面入りした。さらに欧州債務危機に対する懸念が強まると 10,000 円台を割り、さらには 5 月下旬には 09 年 12 月上旬以来の水準となる 9,500 円割れとなった。6 月下旬には一旦 1 万円台を回復したものの、その後は再び世界経済の先行き悲観論が強まる中、株価の上値は重く、24 日の終値では 9,000 円を割り込むなど、軟調な展開が続いている。

今しばらくは、欧州債務危機など海外情勢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と思われる。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、11 年度以降は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

春先には対ドルで 95 円近くまで円安が進んだ為替レートは、その後、欧州債務危機に対する警戒感や米国経済に対する過剰な期待感の剥落などから、世界的に投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、消去法的な円買い圧力が高まった。対ユーロレートはギリシャなどの財政破綻懸念によって共通通貨ユーロに対する信認が揺らいだことから、ユーロ安が急速に進んだ。その後、ストレステストの結果発表を受けて、下げ止まりの様相を示したものの、ここに来てアイルランドの財政悪化への注目度が高まるなど、依然としてユーロは不安定な動きを続けている。ユーロ圏諸国は、ユーロへの信認回復に向けて、財政再建に向けた動きを開始しようとしているが、財政赤字の削減には時間を要するほか、現段階での財政再建策が一時的に景気悪化につながるリスクもあり、当面はユーロ安が意識される場面が続くと見られる。また、米国経済の景気減速やデフレに対する懸念の強まりにより、米 FRB が追加緩和措置を講じるとの思惑が浮上し、8 月にかけてドル安傾向が強まっており、一時 1 ドル＝83 円台と約 15 年ぶりの水準まで、円高が進行している。

先行きについても、欧米の金融システムに対する不安も依然として燻っているほか、米 FRB の追加緩和期待が残ることから、円高圧力は残ったままでの展開が続くだろう。なお、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日本だけが乗り遅れる可能性も高く、11 年後半以降にも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再開すると予想する。　　（2010.8.25 現在）



(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

情勢判断

海外経済金融

米 FRB の金融緩和維持姿勢と金融市場

田口　さつき

要　旨

8 月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、満期を迎える政府機関債とそのモーゲージ担保証券（MBS）の元本を長期国債に再投資する方針が決定された。これに伴い、9 月中旬にかけ、合計約 180 億ドルの米国債が買い取られる予定である。また、セントルイス地区連銀のブラード総裁は、8 月 19 日に新たな資産購入プログラムについて FRB が検討していることを明らかにした。金融市場は次回 9 月の FOMC での追加金融緩和を見込んでおり、米長期金利に低下圧力がかかっている。

8 月の FOMC の決定

8 月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、市場の予想通り、政策金利は据え置かれた一方、『物価の安定下での景気回復を支援するため』、満期を迎える政府機関債とその発行するモーゲージ担保証券（MBS）の元本を長期国債に再投資し、保有有価証券の残高を保つ方針が決定された。

2010 年 4 月以降、FRB は、政府機関債とそのモーゲージ担保証券（MBS）が満期を迎えた場合は、再投資してこなかった。そのため、償還されれば、その分だけ、FRB のバランスシートは縮小し、金融引き締め効果をもたらすと懸念されていた。そこで、8 月の決定は、FRB が追加金融緩和には踏み込まなかったものの、数ヶ月前から議論してきた「出口戦略」を棚上げし、金融緩和維持の姿勢を鮮明にしたものと捉えられた。

ここで FRB の保有する有価証券から今後の再投資の規模等を考えてみよう。図表 1 に示すように、8 月 11 日現在で、15 日以内に満期を迎えるのは、政府機関債で 28.8 億ドルほどである。すでに、米ニューヨーク連銀は、FOMC 翌日の 8 月 11 日に、8 月 17 日から 9 月 13 日にかけ、合計約 180 億ドルの米国債を買い入れる方針を発表した。この買い入れ規模は、おそらく、上述の 28.8 億ドルに短期証券及び国債の満期分を含めていると思われる。これを踏まえると、9 月中旬以降 11 月にかけては、最大 199 億ドル程度の国債の買い入れが見込まれる（期限前償還を考慮していない）。なお、本格的な MBS の満期が来るのは、2020 年以降であり、当面は従来から続けてきた短期証券及び国債の満期分が再投資額の大部分を占めるといえる。

図表1　FRBの保有する主な有価証券の状況

単位：億ドル

満期までの期間	15日以内	16日から90日以内	91日から1年以内	1年超5年以内	5年超10年以内	10年超	合計
政府機関債①	28.79	68.21	372.46	773.42	327.46	23.47	1,593.81
モーゲージ担保証券（MBS）②	0.00	0.00	0.00	0.30	0.20	11,194.08	11,194.59
短期証券及び国債③	190.72	130.43	532.89	3,318.13	2,159.45	1,438.46	7,770.09
主な有価証券合計　①+②+③	219.51	198.64	905.35	4,091.85	2,487.11	12,656.01	20,558.49

Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Reserve Statical Release（8月11日現在）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

経済指標は力強さに欠ける

ここ１ヶ月の経済指標を振り返ると、全体的には、景気の改善は続いているものの、力強さに欠ける状況が読み取ることができ、追加金融緩和を金融市場が求める声が大きくなっている。

まず、7 月の非農業部門雇用者数では 13.1 万人の減少となった。ただし、この数ヶ月間の特殊要因である国勢調査のための調査員の影響を除いた民間部門雇用者数（非農業部門）は 7.1 万人増であった。なお、6 月分の民間部門雇用者数（同）については、主に小売、専門職での見直しにより、8.3 万人から 3.1 万人に大幅に下方修正された。ISM 製造業・非製造業指数（詳細は後述）の雇用項目によると、製造業は雇用を増やそうとしている一方で、非製造業は慎重なままである。企業の業績改善の勢いもまちまちの中、雇用の伸びは非常に緩やかなものにとどまる可能性が大きい。

また、7 月の小売売上高は、変動の大きい自動車・同部品、ガソリンを除いたベースで前月比▲0.1%と、5 月以降低迷が続いている。現在、新学期商戦が行われているが、週次の小売業の統計を見る限り、低調のようだ。

その一方、7 月の鉱工業生産は前月比 1.0%と、6 月（同▲0.1%）から持ち直した。衣料品など非耐久財は厳しい状況が続くが、耐久財は同 2.1%と堅調である。

企業の景況感を示す代表的な指標である ISM 製造業指数は 3 ヶ月連続、ISM 非製造業指数は 2 ヶ月連続して低下している。判断基準となる 50 を割って大幅に低下しているわけではないが、受注関連指標の改善が止まっており、先行き伸び悩むことも予想される。実際に先行指標である 7 月の航空機を除く非国防資本財受注は前月比▲8.0%となった。なお、物価は、消費者物価、PCE デフレーターともに低い上昇率のままで推移している。

金融市場の動向

金融市場では 8 月の FOMC の決定後、米国に加え、海外の景気先行きの不透明感もあり、米国の長期金利（10 年物米国債利回り）に低下圧力がかかり、8 月中旬には 2%台半ばまで低下した（図表 2）。このような長期金利の低下が設備投資などを下支えすると見られるが、金融市場では景気に悲観的な見方が根強い。

米連邦公開市場委員のメンバーであるセントルイス地区連銀のブラード総裁は、8 月 19 日に講演で、「経済動向がディスインフレ・リスクの高まりを示唆する場合、バランスシートの規模を維持するために必要な範囲を超えて米国債を購入することが妥当と考えられる」（Bloomberg より）と語り、講演後には新たな資産購入プログラムについて FRB が検討していることを明らかにした。これを受け、次回 9 月 21 日の FOMC で追加金融緩和策が決定されることを金融市場は織り込んだ。そのため、当面は長期金利が低水準で推移すると見られる。　（10.08.25 現在）

図表2　米国の長期金利の推移

Datastream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～

米国経済

米国では、4～6 月期の GDP 成長率（速報）が前期比年率 2.4%と鈍化し、7 月の雇用統計の非農業部門雇用者数が前年比▲13.1 万人と 2 ヵ月連続で減少（悪化）するなど、経済の先行きに対して不安が広がっている。これに対し、8 月 10 に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）では 2008 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%）の現状維持が決定される一方で、政府支援機関債やモーゲージ担保証券（MBS）の償還金を米国債に再投資するという実質的な金融緩和策が打ち出され、8 月 17 日にはその方針に基づいてニューヨーク連銀によって約 25 億ドル規模の国債買いオペが実施された。しかし、この緩和策の効果には慎重な見方が強く、米国経済の先行き不安を払拭するには至っていない。

国内経済

日本でも、景気減速懸念が広がっている。6 月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比▲1.1%と 4 ヵ月ぶりに減少したほか、機械受注（船舶・電力を除く民需） の 6 月分は前月比 1.6%と 2 ヵ月ぶりに上昇したものの、事前予想（ブルームバーグ社予測は同 5.4%）を大幅に下振れた。また、4～6 月期の GDP 成長率（一次速報）は、前期比 0.1%と 1～3 月期（同 1.1%）から大きく減速した。さらに最近では失業率の上昇が続くなど、労働市場の回復にも時間を要するものと思われている。

株価･金利･為替

日経平均株価は、米国経済の先行き不安と円高進行への警戒感がある中で 7 月下旬から 8 月上旬にかけて概ね 9,500～9,600 円台の狭いレンジでのもみ合いとなったが、10 日の FOMC の結果を受けて大幅に下落し、8 月 25 日は 8,800 円台となるなど軟調に推移した。新発 10 年国債利回りは、債券に対する投資家の「質への逃避」が強まる中で、低下圧力の強い地合が続いている。8 月中旬以降は 1%割れが常態化し、25 日の長期金利は 2003 年 8 月以来となる一時 0.895%まで低下した。外国為替市場は、7 月下旬に 1 ドル＝88 円台まで円高が修正されたが、その後は米国経済の先行き不安が広がり、8 月上旬は 1 ドル＝86 円前後での推移となった。さらに、FOMC 後の 11 日には米国の追加緩和観測が強まり、15 年ぶりとなる 1 ドル＝84 円台まで円高が進行。その後の円高の進行は政府要人らの発言などで一服したが、直近は米国経済の減速懸念の中でドル売り圧力が再び強まり、24 日には一時 1 ドル＝83 円台となった。

原油市況

原油価格（WTI 期近）は、8 月に入り、1 バレル＝80～82 ドル台でのもみ合いが続いたが、世界経済の先行き不安の拡大により原油需要が減少するとの観測から、8 月中旬に 1 バレル＝70 ドル台前半まで下落した。

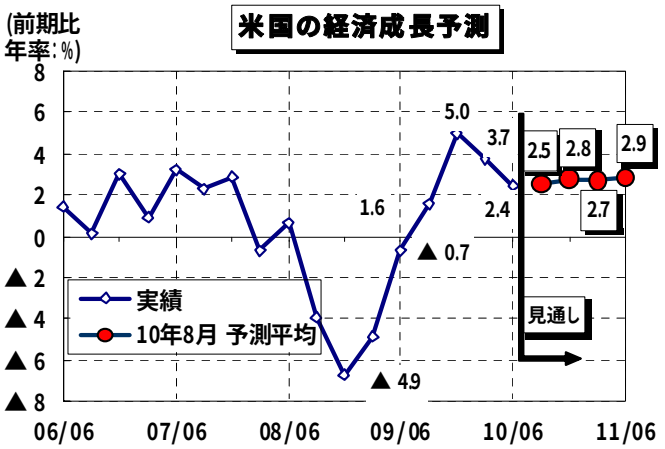
日銀の金融政策

日銀は 10 年 8 月 9～10 日の金融政策決定会合で 08 年 12 月 19 日の会合以降据え置かれている政策金利（0.1%）の維持を決定。一方、円高の進行や国内の景気減速懸念の高まりを受け、日銀が追加金融緩和を採用するとの観測もある。

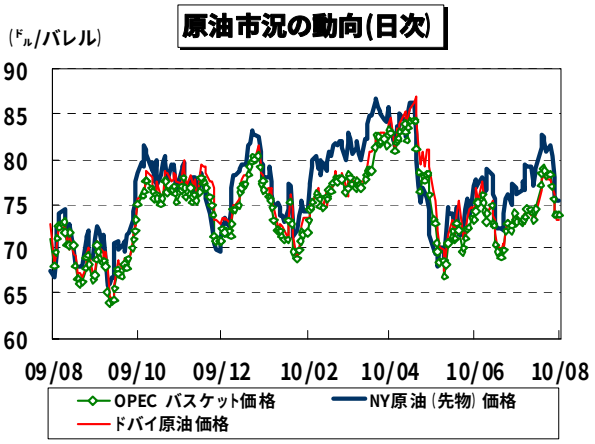
（10.8.25 現在）

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

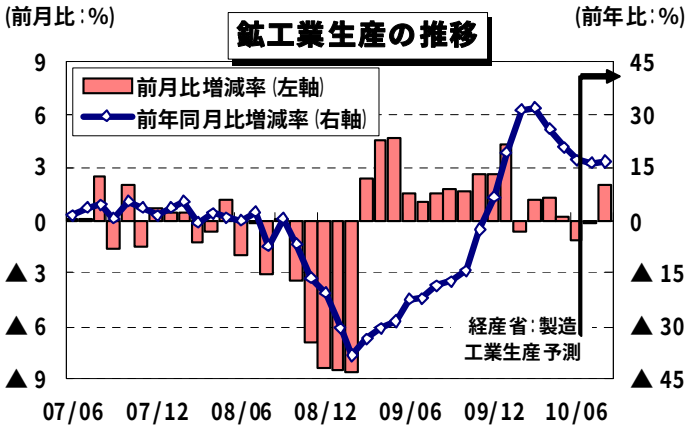
内外の経済金融データ



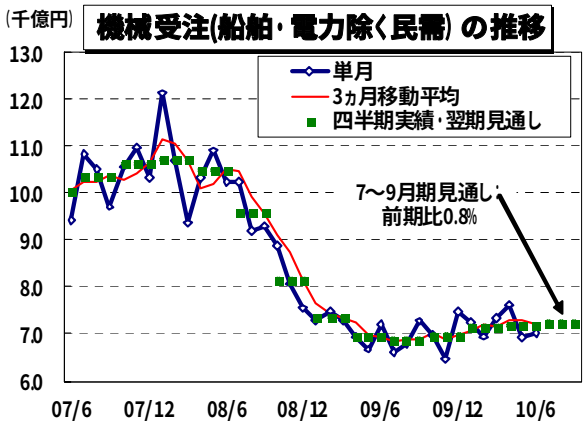
(資料) Bloomberg (米商務省) ﾃﾞｰﾀより作成　見通しはBloomberg社



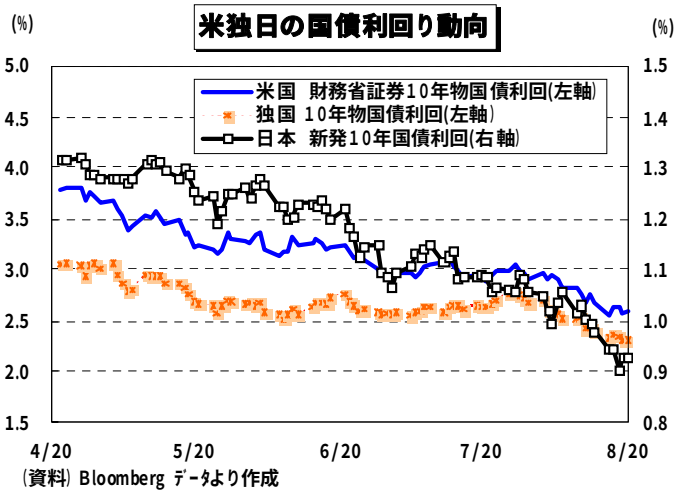
(資料) Bloomberg (OPECデータ等) より作成



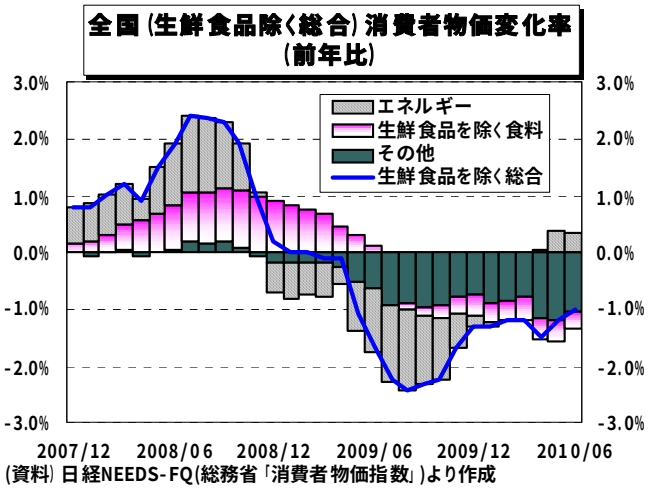
(資料) 経済産業省「鉱工業生産」より作成
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済



(資料) 内閣府「機械受注」より作成



(資料) Bloomberg ﾃﾞｰﾀより作成



(資料) 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 8 月 19 日

2010～11 年度改訂経済見通し

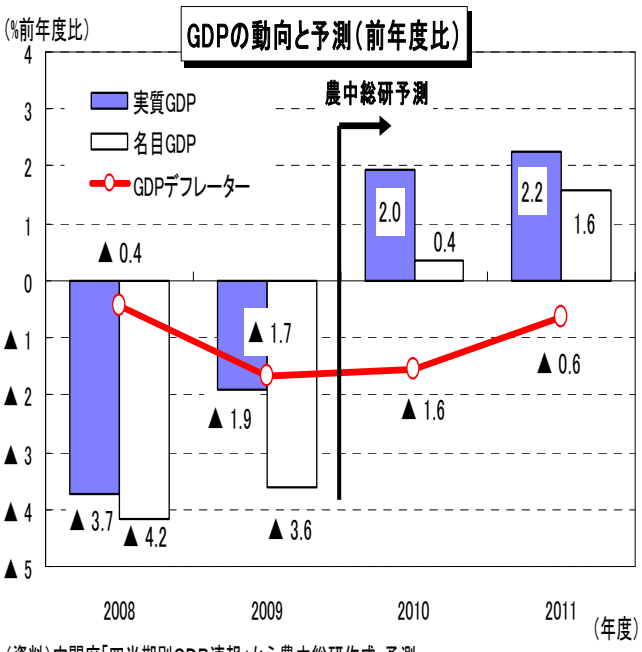
年度下期にかけて景気停滞感が強まる

～成長率見通しは 2010 年度:2.0%、11 年度:2.2%へ下方修正～

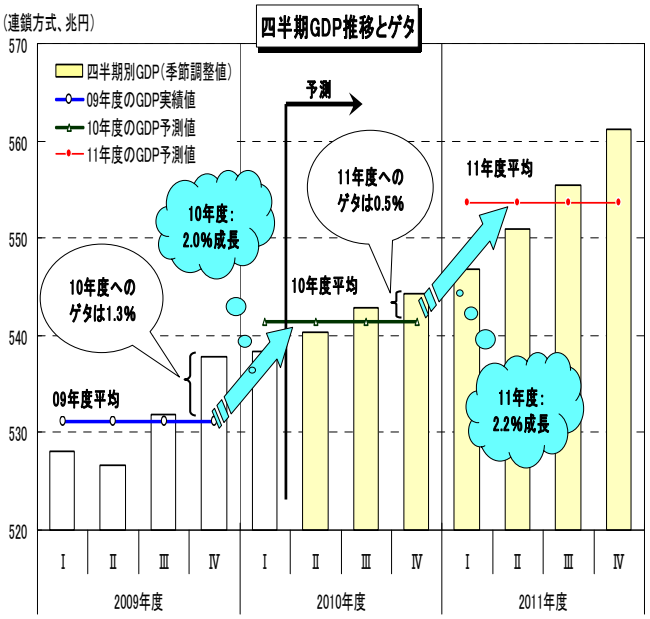
2009 年春以降、わが国経済は持ち直し基調を続けてきたが、ここに来ての米国、中国などの景気減速観測の浮上、また急激な円高進行などに伴って、景気牽引役であった輸出が減速するとの懸念が強まっている。さらには、エコカー減税・購入補助金や家電エコポイント制など耐久消費財への刺激策も息切れし、民間消費が失速しており、国内景気は足踏み状態に入った可能性がある。

世界経済全体が再び悪化し始めるといった「二番底リスク」の可能性は現時点では大きくないと思われるが、家計のバランスシート調整と並行的な景気回復が迫られている米国経済や、景気過熱抑制策により巡航速度への減速が望ましい中国経済などを考慮すれば、生産・輸出の足踏みを通じ、国内景気は年度下期にかけて停滞感が強まるだろう。

一方、日本銀行はこれまでも「デフレを許容しない」姿勢を明確化し、断続的な緩和的措置を採用してきたが、デフレ脱却にはどれも不十分であった。デフレ脱却の早期実現や円高阻止のためには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4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

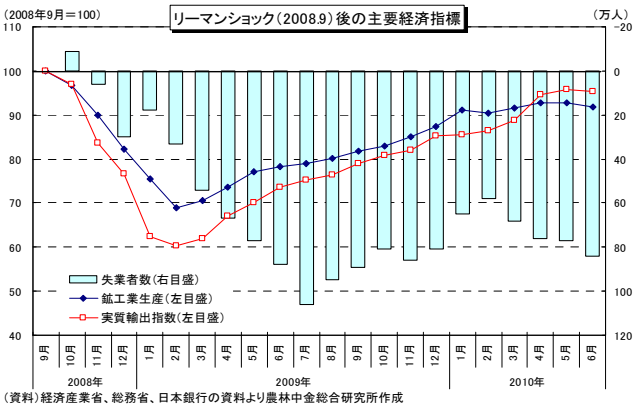
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1. 景気の現状：

(1)日本経済の現状　～　すでに踊り場入りか？

わが国の景気は、グローバル金融危機やそれに伴う世界同時不況の発生による輸出の大幅な落ち込みによって、2008 年度下期にかけて急激に悪化したが、その後、わが国を含めた主要国が大胆かつ大規模な財政金融政策を発動した結果、中国などアジア向けの輸出や耐久財消費の活性化などによって 09 年 4 月には底入れし、その後も概ね緩やかな持ち直し基調を続けてきた。ただし、マクロ的な需給バランスは依然として大幅に崩れたままで、雇用・設備投資の回復に遅れがみられるほか、物価下落状態が続いている。

こうしたなか、欧州諸国において財政悪化が進行していることや金融システムに対する警戒感が高まったことなどからユーロ安が進行し、さらには米国での景気減速やデフレへの懸念の強まりがドル安をもたらした結果、円の独歩高が進んでいる。当然の事ながら、世界有数の累積財政赤字を抱え、デフレの罠に陥っている日本を積極的に買おうという動きではなく、一時的なリスクマネーの逃避先として選ばれたに過ぎないが、1 ドル＝80 円台前半の円高水準が定着してしまうと、輸出に依存せざるをえないわが国経済は停滞感が強まる可能性が高まってくる。しかしながら、政府や日本銀行など政策当局は、円高の原因は主に海外要因との立場から、円高に対する対抗策をなかなか打ち出すことができず、そのような消極姿勢がさらに円高を招くといった悪循環に陥りそうな状況となっていた。



(資料)経済産業省、総務省、日本銀行の資料より農林中金総合研究所作成
(注)失業者数は08年9月からの変化幅

(2)急ブレーキがかかった 4～6 月期 GDP

こうしたなか、8 月 16 日に公表された 4～6 月期の GDP 第1次速報によれば、実質経済成長率は前期比 0.1%、同年率換算 0.4%と、3 四半期連続のプラス成長となったものの、極めて弱い数字となった。牽引役の輸出等が前期比 5.9%と底堅く推移したにもかかわらず、このように低い成長率となったのは、耐久財消費支援策の息切れによって民間消費が前期比 0.03%とほぼ失速したほか、住宅投資や民間在庫投資、公共投資が減少したためである。

また、名目 GDP も前期比▲0.9%(同年率▲3.7%)と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。なお、米ドル換算では 1 兆 2,883 億ドルと、同時期の中国の名目 GDP(1 兆 3,369 億ドル)を下回ったことから、2010 年を通じても 1968 年以来続けてきた「世界第二位の経済大国」という地位を失うことはほぼ確実となった。

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、需給バランスが依然として崩れていることを反映して前年比▲1.8%と、統計開始以来の最大の下落率を記録した 1～3 月期(同▲2.8%)からマイナスは縮小したものの、5 四半期連続の下落となった。資源価格が前年比で上昇していることもあり、輸入デフレーターは 2 四半期連続の前年比プラスであるが、民間消費、民間設備投資などの民間需要デフレーターは下落を続けるなど、付加価値生産セクターにおける価格転嫁は不十分なままで、企業業績への下押し要因となっていることが見て取れる。

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

①菅内閣の経済政策運営 ～ 険しい経済成長と財政健全化との両立

2009 年夏の総選挙で大勝したことで発足した鳩山内閣は、本来は本格的な政権になりえたはずであったが、「政治とカネ」や「普天間問題」などにより、国民からの支持を急速に失い、わずか 8 ヶ月で崩壊するに至った。それを受けて、菅内閣が発足したが、消費税増税など財政再建路線を強調して戦った参院選では大敗し、衆参のねじれ現象が約 1 年ぶりに再現するなど、政策運営が困難な事態となっている。

一方、菅首相は就任当初、「強い経済、強い財政、強い社会保障を一体的に実現していく」ことを目標として掲げてきた。これらの経済政策の理念としては、マクロ経済全体の需要不足状態を解消するために、増税することで得た資金を政府部門がうまく支出することで、経済全体が活性化し、結果的に財政再建が進む、という発想があったとされるが、参院選敗北でこのような経済政策運営を行うことは事実上不可能となった。そのため、菅内閣は、基本的には、公務員人件費や国会議員歳費などの削減努力やバラマキとの批判も多い政権交代選挙(09 年総選挙)におけるマニフェストの修正が求められるが、それ以外にも名目成長率を引き上げることで税の自然増収を図るという視点も不可欠と思われる。この名目成長率の引上げに関しては、デフレからの早期脱却が鍵を握るものと思われるため、今後、日本銀行に対する緩和要請は強まるものと思われる。

一方、ギリシャを筆頭として、欧州を中心に財政の大幅悪化への懸念が強まっているのも確かである。民間最終需要の自律的回復が本格化した暁には、速やかに出口戦略(≒財政再建路線)に踏み切る必要があるのは言うまでもないが、先進国・新興国とも、主に経済政策の効果によって景気の持ち直しを続けている面もあり、現時点で出口戦略に踏み出すのは時期尚早といえるだろう。そういう面で、共通通貨ユーロの信認回復のために、財政再建路線を採用したユーロ圏諸国の今後の展開がやや不安視される。

とはいえ、長期金利の無用な跳ね上がりを抑えるという面では、中期的な財政健全化に向けた道筋を示すことも重要であろう。こうしたなか、6 月には「中期財政フレーム」、「財政運営戦略」といった、財政健全化に向けた枠組みが設定され、これに沿った財政運営が行われていくと見られる。

ちなみに、経済成長と財政再建との両立に向けては、経済的な因果関係や優先度を考慮すれば、(1)デフレからの完全脱却、(2)聖域なき歳出抑制、(3)増税措置、という順番でやらなければ、財政健全化そのものを続けることは困難であろう。

②11 年度の予算編成 ～ 国債への強い依存度は継続

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一方で、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。

現在、11 年度予算案に関して、各省庁では概算要求を取りまとめている最中であるが、厳しい財政事情から 2 年ぶりに概算要求基準(正式名称は概算要求組み替え基準)を復活させた。主な内容は、(1)国債費を除く歳出の大枠を約 71 兆円以下、国債発行額を約

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

44 兆円以下に抑える、(2)各省の要求額は 10 年度予算比 1 割減(マニフェスト予算は対象外)とし、その削減分を財源に 1 兆円超の「元気な日本復活特別枠」を創設し、マニフェスト政策の実現、デフレ脱却・経済成長、雇用拡大、人材育成、国民生活の安定・安全に資する事業に使う、(3)社会保障関連費の自然増(約 1.3 兆円)は全額容認、などとなっている。予算編成に際しては、財源の裏づけを必要とする Pay-as-you-go 原則を徹底するともに、租税特別措置などについても徹底的に見直す構えを見せている。

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が、国際競争力や成長促進などの観点からも、産業界からの要望の強い法人税減税を検討する方針である。ただし、根本的に、税収増があまり見込めないという状況には変わりはなく、今後とも、行政刷新会議が行う「事業仕分け」などを通じて、行政のムダを削る努力は続けられるものと思われるが、国債の大量発行に依存する財政運営はしばらく続くことになるだろう。

一方、政府は円高進行や 4～6 月期の GDP 速報の発表後、国内景気の減速感が強まったのを受け、追加経済対策の検討に入ったと報じられている。内容的には、円高対策や家電エコポイント制の期間延長など個人消費の喚起策、新卒者の就職に重点を置いた雇用促進などが柱となる見通しであり、同時に日銀に対しても金融政策面での連携を呼び掛けると報じられている。追加対策の財源としては、10 年度予算で計上されている「経済危機対応・地域活性化予備費(1 兆円)」のうちの約 9,000 億円と、09 年度決算の純剰余金のうち国債償還費に繰り入れる分を除いた約 8,000 億円の合計、約 1 兆 7,000 億円をベースとする方針であり、新たな国債発行を伴うような大規模なものにはならない模様である。なお、中身についてはまだ流動的であるため、今回の経済見通しでは考慮していない。

(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、09 年半ばまでには世界経済は底入れし、その後は主に中国やインドといったアジア新興国が主導する格好で持ち直し基調をたどってきた。こうしたなか、10 年年明け前後から、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、米国に関する景気減速やデフレ突入に対する懸念、景気過熱抑制策を本格化させている中国経済の成長鈍化など、世界経済の先行き不透明感が高まっている。以下では、米国、欧州、中国の景気分析・見通しと国際商品市況の予測を行う。

①米国経済

米国の 4～6 月期の実質成長率は、前期比年率 2.4%と 4 四半期連続のプラスとなった。内容的には、個人消費、企業設備投資、住宅投資、輸出などが底堅く推移したものの、輸入が急増したために、1～3 月期の同 3.7%に比べ、伸び率が縮小している。

主要な需要項目を見ると、4～6 月期の個人消費は、省エネ白物家電購入者へのリベート制度、住宅減税の打ち切りによる影響から前期比年率 1.6%と、1～3 月期(同 1.9%)からやや減速した。個人消費は家計のバランスシート調整の中にあって、非常にゆるやかな改善を続けているにとどまっていることが見て取れる。また、1～3 月期に 8 四半期ぶりに前期比プラス(前期比年率で 7.8%)に転じた民間企業設備投資は、4～6 月期も機器・ソフトウェアに対する投資が堅調だったことから、同 17.0%と大きな伸びとなった。さらに住宅投資についても、同 27.9%と 3 四半期ぶりのプラスとなっている。

また、輸出は前期比年率で二桁台の増加(4 四半期連続)となり、米国経済を下支えしているものの、4～6 月期については輸入が同 28.8%と、輸出の伸びを大幅に上回ったため、外需(輸出－輸入)の寄与度は▲2.78%と 2 四半期連続のマイナスとなった。

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

一方、雇用については、今春までの大幅な改善から一転し、このところは低調に推移している。例えば、代表的な指標である非農業部門雇用者数は6、7月と2ヵ月連続での減少となった(それぞれ▲22.1万人、▲13.1万人)。これは、3～5月にかけて国勢調査のために政府部門が臨時に雇用していた調査員の分が剥落したためであり、この影響を除いた7月分の民間部門雇用者数(非農業)は7.1万人の増加となっている。しかし3ヶ月連続で10万人を下回るなど、雇用回復の勢いは乏しい。

以上、各種統計からは、景気は悪化していないまでも、回復ペースは鈍いままであることがうかがえる。今回のGDP発表と同時に実施された遡及改訂を踏まえ、10年の経済成長率は2.7%(前回見通しから▲0.2%pt の下方修正)と予測した。また、11年については、2.6%と予測する。なお、現時点では、中間選挙を前に政府やFRBによる大規模な景気刺激策がとられることは想定していない。

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などが、低位安定の要因となっている。日本のようなデフレ(持続的な物価下落状態)に陥ることを懸念する向きもあるが、現状は住居の帰属家賃が物価下押しの主要因であり、前年比マイナスの品目も衣料など限られていることから、デフレ突入が現実のものとなる可能性は薄いと考える。

一方、FRBによ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)の誘導目標は08年12月16日に0～0.25%へ引き下げられて以降、1年半以上にわたって据え置かれてきた。直近8月に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)でも、低水準の資源利用度(高い失業率や低い設備稼働率)、ディスインフレ傾向、インフレ期待の落ち着きを理由に、政策金利の据え置きが決定された。ただし、景気の下振れリスクを意識し、金融危機以降に買い取った政府機関債や住宅ローン担保証券(MBS)の満期が到来した際に、償還元本を米長期国債に再投資することで、FRBの保有証券残高を維持することが決定され、これまで準備をしてきた出口戦略を一旦白紙に戻すなど、実質的な金融緩和措置と受取れる内容であった。

2010～11年 米国経済見通し (10年8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) 実績	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		%	▲ 2.6	2.7	3.7	1.4	2.6	3.1	2.9
	個人消費	%	▲ 1.2	1.7	1.6	2.8	3.2	3.3	3.1
	設備投資	%	▲ 17.1	5.1	7.6	8.5	6.6	5.9	6.4
	住宅投資	%	▲ 22.9	1.8	▲ 0.5	9.1	2.6	▲ 1.0	3.9
	在庫投資	寄与度	▲ 0.6	1.2	2.2	▲ 0.4	0.0	0.1	0.2
	純輸出	寄与度	1.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.1
	輸出等	%	▲ 9.5	12.0	14.2	8.3	7.2	7.4	5.8
	輸入等	%	▲ 13.8	12.5	13.8	13.8	7.3	5.5	5.0
	政府支出	%	1.6	0.8	▲ 0.1	1.3	0.2	▲ 0.1	▲ 0.5
参考	コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.5	1.5	1.6	1.4	1.6	1.5	1.7
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	0.9	0.6	0.6	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	0.25	0～0.25	0.25
	10年国債利回り	%	3.24	3.53	3.59	3.48	3.65	3.50	3.80
	完全失業率	%	9.3	9.6	9.7	9.5	9.2	9.4	9.0

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

なお、従来は11年前半にも利上げが実施されることを想定していたが、FRB自身が景気の先行きに対してより慎重になったことを考慮すると、利上げ(政策金利を 0.25%へ)の時期は11年後半まで後ズレした可能性が高いものと思われる。金融緩和状態の長期化がバブル発生の温床となるとの危惧もあるが、利上げのペースも非常にゆったりとしたペースになるだろう。

②欧州経済

ユーロ圏(16ヵ国)の4～6月期の実質GDP成長率(速報)は前期比1.0%と、1～3月期(0.2%)から加速するなど、強い景気回復が明らかとなった。なお、主要国の内訳を見ると、ドイツが前期比2.2%(1～3月期:同0.5%)と記録的な成長率となったほか、フランスが同0.6%(同0.2%)、ユーロ圏以外ではイギリスが同1.1%(同0.3%)など、いわゆるコア国は総じて回復基調を強める形となった。その反面、財政問題を抱えるギリシャは▲1.5%(同▲0.8%)、スペインは0.2%(同0.1%)となるなど、二極化が鮮明になりつつある。

一方、6月のユーロ圏失業率は10.0%で高止まりしているほか、同月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比▲0.1%と4ヶ月ぶりにマイナスに転じるなど、一部に成長率頭打ちの兆しも現れている。なお、7月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は前年比1.7%で、足元のインフレ率は抑制されている。

ギリシャ等のソブリンリスク問題については、5月に実施されたEUとIMFによる協調融資によりギリシャ国債のデフォルトが回避されたことに加え、8月にはEUとIMFによる初回の四半期レビューによってギリシャの財政赤字削減が計画どおり進捗していることが確認されたこと、さらには5月に創設が合意された欧州金融安定メカニズムのスキームの具体化が進んでいること等により、共通通貨ユーロの為替相場が底打ち傾向を示すなど市場は一応の落着きを取り戻しつつある。また7月には、欧州銀行監督委員会(CEBS)を中心に実施された主要金融機関のストレステストの結果が公表され、金融機関の経営状況にかかる透明性が改善されたことも市場の信認回復に寄与している。

以上のように、欧州経済は前回の見通し策定時(10年5月)に比べ、概して回復傾向を強めているものの、次に挙げるリスク要因を踏まえれば、今後とも4～6月期と同様のペースで回復を続けていくことは考え難く、経済成長率は減速していくものと考えられる。

まず、ユーロ圏における足元の強い実質GDP成長率は、主としてユーロ安を背景にした中国等への輸出増に支えられたものであるが、ユーロの下げ止まり感、中国経済の成長鈍化や米国経済の回復腰折れを含めた世界的な景気減速リスクが顕在化しつつあることに今後留意する必要がある点である。第二に、ギリシャ等に求められた財政赤字削減による緊縮財政政策が、中長期的に経済成長に対して負の影響を与え続ける可能性があることである。また、同財政赤字削減計画は厳しい内容を伴うため、今後とも計画どおりに赤字削減が進捗するかどうかは予断を許さず、金融市場の波乱要因になる可能性がある。第三に、金融機関についても、ストレステストの結果を踏まえ今後増資計画を具体化させるとともに、リスクアセットに対する削減インセンティブが常に働くことが考えられる点である。

なお、欧州中央銀行(ECB)が四半期ごとに実施する専門家調査結果が8月に公表されたが、10年のユーロ圏実質GDP成長率についての予測平均は前回調査から横ばいの1.1%であり、また11年については1.4%と、前回調査から▲0.1%ptの下方修正となるなど、総じて保守的な予測内容となっている。

③中国経済

中国の4～6月期の実質経済成長率は前年比10.3%と、3四半期連続での二桁成長となった。1～3月期(同11.9%)と比べると成長率は鈍化したものの、景気過熱が懸念されていた中国経済は安定的な成長ペースに向けて着実に減速しつつあるといえるだろう。

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

基本的に中国の国内需要は底堅さを維持している。4 兆元の経済対策の目玉であった家電や自動車などの各種耐久消費財に対する購入支援策による効果は一巡しつつあり、7 月の小売売上げは前年比 17.9%と 6 月(同 18.3%)からやや鈍化しているが、それでも依然として底堅いといえる。ちなみに、中国政府は、自動車買い替え促進補助金の実施期間延長(10 年 5 月末から 12 月末へ)や省エネ自動車補助金制度の開始など、自動車購入に対する支援策を打ち出している。さらに、最低賃金の大幅な引き上げにより、家計の所得環境改善が期待されるため、今後とも個人消費は拡大し、景気を押し上げる要因として期待される。

一方、バブルの様相を呈していた中国の不動産市場に対し、中国政府は 4 月 17 日に住宅ローン規制の強化を中心とする不動産価格の抑制政策を打ち出したが、その影響により 7 月の主要 70 大都市の不動産価格は前年比 10.3%と、3 ヶ月連続で上昇率が鈍化している。不動産の価格水準も下落に転じるなど、住宅市場は調整局面に入っている。しかし、7 月の都市部固定資産投資のうちの住宅投資は前年比 30.2%と、7 ヶ月連続で 30%台の増加率で推移するなど、住宅投資の勢いはいまだ衰えをみせない。

景気回復を牽引してきた都市部固定資産投資は、7 月分は前年比 24.9%と 6 月(同 25.5%)から伸びがやや鈍化した。不動産市場に対する規制強化や中央政府の公共投資が 09 年の前年比 2.2 倍増(9,243 億元)から 10 年には同 7.8%(9,927 億元)に抑制されることなどが影響したと思われる。さらに、4 月以降、鉄鋼、セメント、金属など、エネルギー消費の多い産業や生産過剰産業に対する選別的な抑制投資が行われていることなどもあり、都市部固定資産投資は減速している。一方で、中国政府は、西部地域に対して 10 年中に 6,822 億元規模のインフラ投資の実施を追加しており、地域によるばらつきがあるが、今後とも都市部固定資産投資は景気の牽引役であることに変わりはないだろう。

このような内需の底堅さに続いて、中国の外需も堅調に推移している。人民元の実質切り上げ発表(6 月 19 日)や欧米経済の不透明感が高まっていることなどによる中国の輸出に悪影響が懸念されていた。しかし、これまでところ、人民元は小幅な切上げに留まっており、輸出への影響がそれほど大きくないと見られる。堅調なアジアの新興国向け輸出が全体を支えており、輸出金額は 7 月の前年同月比 38.1%、前月からやや鈍化したものの、増加基調は続いている。一方、原油などの鉱物性資源が減少したこともあって輸入金額は同 22.7%と前月から大きく鈍化したが、これは同時に国内景気が減速したことを反映していると思われる。そのため、貿易黒字は同 170%の 287 億ドルと予想以上の拡大となった。

なお、インフレ指標については、天候不順などによる影響で食品価格が大きく上昇しているため、7 月の消費者物価指数(CPI)は前年比 3.3%と、政府の目標値(同 3%)を上回った。前述の最低賃金の引き上げなどが今後の CPI を押し上げる要因になる可能性もあるため、当面 CPI は高めの上昇率が続くと見られる。

以上のように、4～6 月期の中国経済は、不動産抑制政策の実施や生産過剰産業へ抑制投資などの政策的な調整により景気が減速した。一方、7～9 月期についてはさらに成長率が鈍化すると思われるが、政府主導のインフラ投資の追加、底堅い個人消費や堅調な輸出などより、前年比 9%台の成長は確保できると予測する。なお、近い将来、中国政府は目標とする 8%成長を確実にするため、引締め方向にあった金融・財政政策を、景気刺激的な方向へ修正する可能性が出てくるだろう。そのため、10～12 月期には再び成長率が加速し始めると予測する。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

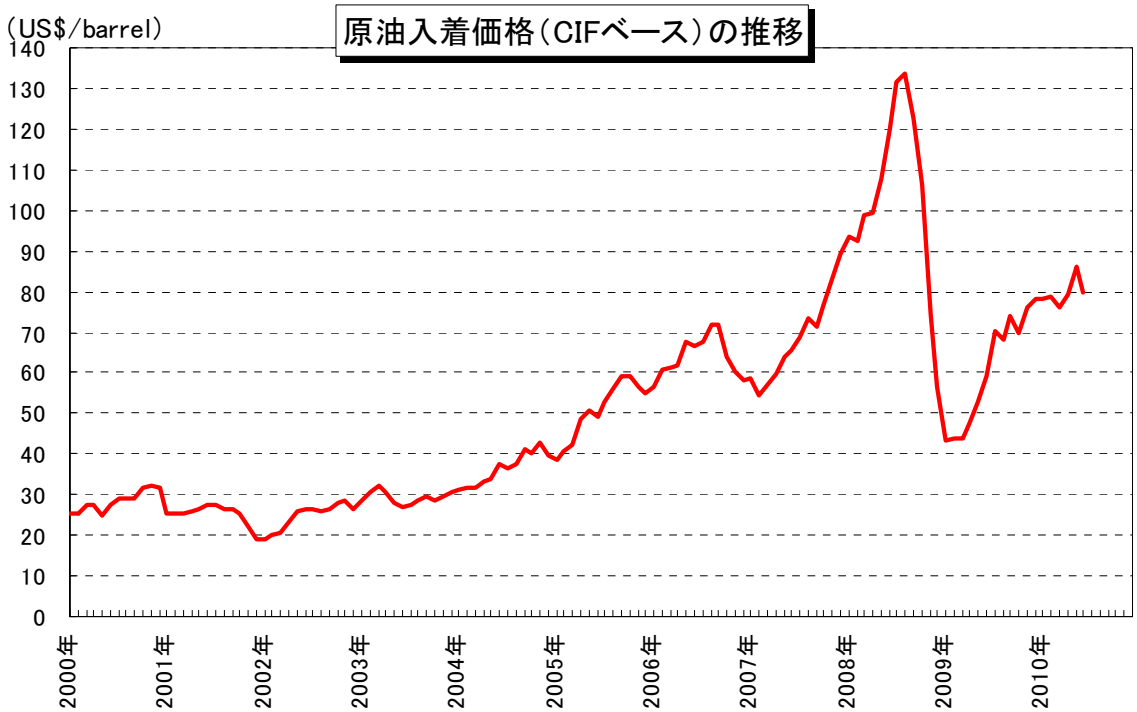
代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 先物指数(1967 年=100)は、09 年 2 月下旬(200.16)をボトムに 10 年 1 月上旬(293.75)まで上昇基調にあったが、その後 5 月上旬まで 260～280 のレンジで推移した後、欧州債務危機によって世界的な景気

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

失速懸念が浮上し、250 台へ低下。ただし、その後は 270 前後での推移となっている。また、3 月から 5 月上旬にかけて 1 バレル＝80ドル台で推移した原油市況（WTI 先物の期近物）も、その後一時 70 ドル割れの水準まで下落したが、その後は概ね 70 ドル台での推移を続けている。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、10 年末にかけて回復テンポが鈍化した状態が続く可能性は高く、資源需要が加速的に強まることはないだろう。

一方、穀物価格は、旱魃の影響でロシアが小麦の輸出を一時停止する措置に踏み切ったほか、他の欧州諸国でも生産量が低下している。ここにきて豪州も天候不順の影響から、小麦生産が不安視されるなど、世界的に小麦価格が急騰（この 2 ヶ月で 60%近い上昇）しており、今後の食料品価格の上昇が懸念されている。

なお、今後の石油需要動向について、国際エネルギー機関（IEA）では 10、11 年の世界原油需要見通しを前年比でそれぞれ 2.2%、1.5%の増加と予測している。一方、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 年度は 70 ドル台半ばから後半、11 年度が 80 ドル前後で、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

(株)農林中金総合研究所

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	%	▲ 3.6	0.4	1.6
実質GDP	%	▲ 1.9	2.0	2.2
民間需要	%	▲ 3.9	1.3	2.0
民間最終消費支出	%	0.7	1.3	0.5
民間住宅	%	▲ 18.5	▲ 4.7	3.0
民間企業設備	%	▲ 15.3	2.8	6.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2
公的需要	%	3.0	0.1	0.4
政府最終消費支出	%	1.7	1.3	1.1
公的固定資本形成	%	9.3	▲ 6.1	▲ 3.3
輸出	%	▲ 9.5	19.8	11.1
輸入	%	▲ 11.8	12.2	9.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.3	0.9	1.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.0	0.8	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.7	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	1.1	0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 0.6
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 5.2	0.3	0.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 0.5
完全失業率	%	5.2	5.2	5.0
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 9.2	11.8	5.3
経常収支(季節調整値)	兆円	15.8	15.1	18.0
名目GDP比率	%	3.3	3.2	3.7
為替レート	円/ドル	92.8	88.6	91.3
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	1.16	1.25
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	69.1	77.3	80.0

(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	0.6	▲ 0.6	0.4	1.4	▲ 0.9	0.1	0.3	0.0	0.3	0.7	0.6	0.9
実質GDP	%	▲ 4.4	2.5	▲ 0.3	1.0	1.1	0.1	0.4	0.5	0.3	0.5	0.7	0.8	1.0
(年率換算)	%	▲ 16.6	10.4	▲ 1.0	4.1	4.4	0.4	1.6	1.8	1.1	1.9	3.0	3.3	4.1
民間需要	%	▲ 4.9	▲ 0.1	▲ 0.6	0.4	0.6	▲ 0.1	0.7	0.6	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 1.4	1.3	0.6	0.7	0.5	0.0	0.3	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
民間住宅	%	▲ 7.2	▲ 9.6	▲ 7.2	▲ 2.9	0.3	▲ 1.3	▲ 1.1	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
民間企業設備	%	▲ 9.0	▲ 4.8	▲ 1.8	1.5	0.6	0.5	0.9	1.1	1.3	1.5	2.0	2.0	2.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 1.4	0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	0.0	0.3	0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.0	1.8	▲ 0.3	0.3	0.3	▲ 0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	0.6	0.2	0.1	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	3.2	9.5	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 3.4	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	▲ 24.9	10.4	8.5	5.7	7.0	5.9	2.6	1.0	1.5	2.5	3.5	4.0	5.0
輸入	%	▲ 17.5	▲ 5.0	6.3	1.5	3.0	4.3	2.3	1.5	1.8	2.2	2.5	3.0	3.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 3.6	0.4	▲ 0.5	0.4	0.5	▲ 0.2	0.3	0.5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.9	▲ 0.0	▲ 0.4	0.3	0.4	▲ 0.1	0.5	0.5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.2	0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	2.1	0.2	0.6	0.6	0.3	0.1	▲ 0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	0.3	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 2.8	▲ 2.8	▲ 1.8	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.9	▲ 5.5	▲ 8.3	▲ 5.2	▲ 1.7	0.2	0.0	0.5	0.4	0.0	0.6	0.6	0.6
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4
完全失業率	%	4.5	5.1	5.4	5.2	4.9	5.2	5.3	5.2	5.2	5.1	5.0	4.9	4.8
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 20.0	6.5	5.3	5.9	7.0	1.5	▲ 0.0	0.5	1.6	1.2	1.5	1.7	2.2
経常収支(季節調整値)	兆円	2.2	3.5	3.6	4.0	4.7	3.6	3.8	3.8	3.9	4.4	4.5	4.5	4.6
名目GDP比率	%	1.8	3.0	3.1	3.3	3.9	3.1	3.2	3.2	3.3	3.7	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	92.0	87.5	87.5	87.5	87.5	90.0	92.5	95.0
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	1.27	1.10	1.10	1.15	1.25	1.20	1.25	1.30
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	81.8	75.0	75.0	77.5	77.5	80.0	80.0	82.5

(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

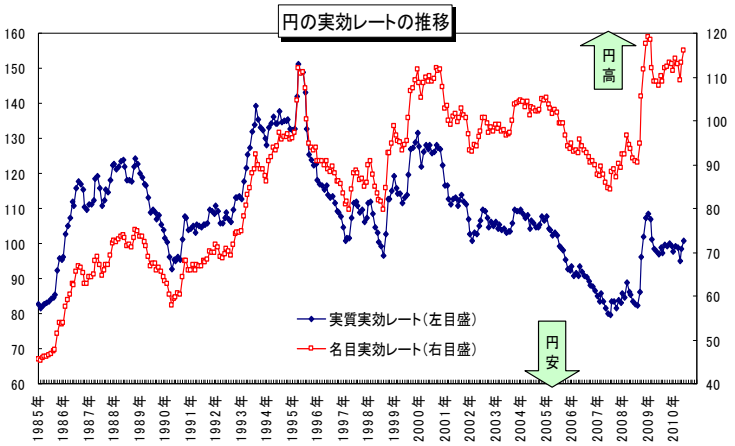
3. 2010～11年度の日本経済・物価見通し：

(1)当面のリスク要因

2009年春以降、わが国の景気は持ち直し局面をたどってきたが、ここに来て内外経済の景気減速懸念が強まるなど、先行き不透明感が強まっている。実際のところ、日本銀行が指摘するように季節調整の歪みによって、1～3月期が高めに、それ以外の四半期が低めに出る面は否定できないが、それを考慮したとしても、わが国の成長ペースがすでに鈍っている可能性は高く、景気の踊り場入りした可能性もある。

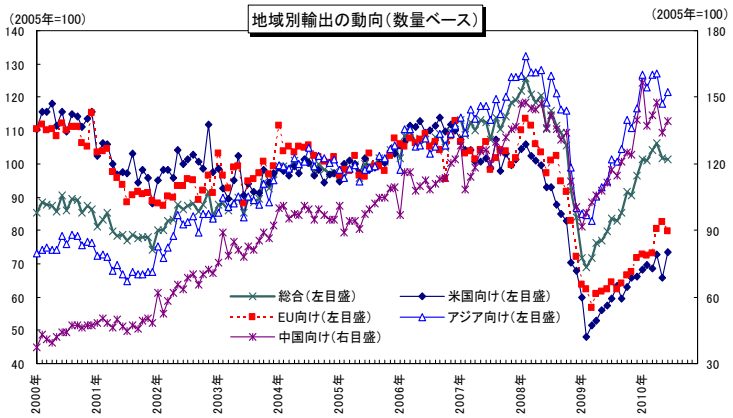
今後の景気展望を見極める上で、以下のリスク要因について考える必要があるだろう。まず、15年ぶりの水準まで進行した円高の影響である。内閣府経済社会総合研究所の短期日本経済マクロ計量モデルによる乗数分析を参考にすると、10円弱の円高は経済成長率に対して初年度▲0.3%弱、次年度▲0.5%強のマイナス効果をもたらすほか、物価下落や金利低下、財政収支の悪化を招く(乗数分析におけるシミュレーションは円の対ドル10%減価で実施している)とされている。実際には円高はデメリットばかりではなく、それなりのメリットもあるわけであるが、現在のわが国経済が置かれている状況を踏まえれば、円高進行は絶対に回避しなくてはならない。

なお、円の対ドルレート(名目)は15年ぶりの円高水準であるが、貿易加重ベースでかつ両国の価格水準で調整した実質実効レートは1995年につけた最高値と比較するとまだかなり低く、それほど円高は日本経済に打撃を与えていない、との見方もある。しかしながら、輸出の約半分近くがドルで決済され、かつ国内の輸出企業のパス・スルー率(為替変動を価格にどれだけ反映させているか)の低さを考慮すれば、悪影響が出ていることは想像に難しくないだろう。



(資料)日本銀行、国際決済銀行(BIS)　(注)単位:2005年=100

わが国の政策当局にとって、最も望ましいのは、主要国(特に欧米)との協調介入であろうが、景気低調に直面する先進国・地域では通貨減価によるメリットを享受していること、さらに菅首相は財務相当時、実質的な為替管理を行っている中国人民元に対して柔軟性を求めた経緯があること、などから、国際協調的な為替介入の可能性は薄いと見られている。ただし、現在の根強い円高圧力は、政策当局が単独介入などを含めて実効的な円高への対抗策を打てずにいることも背景にあると思われることから、政府・日銀が一体となって断固たる円高阻止の姿勢を示す必要があるだろう。

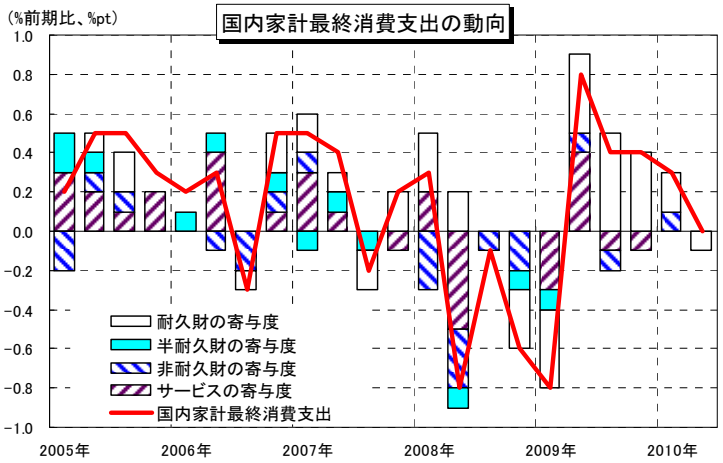


(資料)財務省データより作成　(注)当総研にて季節調整(X12-ARIMA)を行っている

次に、輸出に大きな影響を与

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

える海外経済動向である。OECDやIMFによる世界経済見通しでも、10年は引き続き新興国主導での景気回復が続くとの見通しを発表しており、二番底入りの可能性は薄いこと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たことから、欧州では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。英国やドイツでは付加価値税の増税をすでに決定している。しかしながら、民間部門の自律的な動きはまだ弱い状況下での財政再建策は再び景気悪化を招き、財政状況を一時的には悪化させてしまうこともありうるだろう。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、銀行融資規制などによる金融引締めを強めている。それが予期せぬ悪影響を発生しないか、注意が必要であろう。なお、中国経済の減速は持続的な安定成長経路に戻るという面では望ましいことであるが、日本からの輸出を減少させてしまう可能性には十分警戒が必要である。

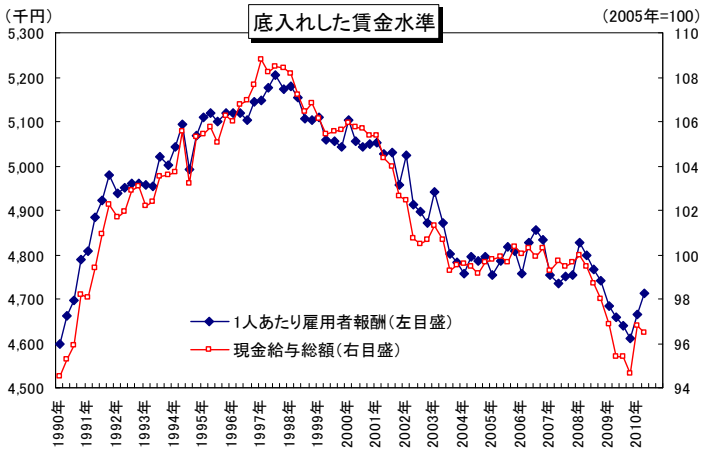


(資料)内閣府経済社会総合研究所
(注)四捨五入の関係上、各項目の寄与度の合計は必ずしも全体と一致しない

また、今後の消費動向も気掛かりである。冒頭で述べたように、4～6月期の民間消費は前期比横ばいとなり、昨年から実施されている耐久財への購入支援策の効果が賞味期限を迎えたことが明らかとなった。国内家計最終消費の内訳を見ると、耐久財消費は前期比▲1.3%と減少に転じているほか、家計消費の約半分を占めるサービス消費は同0.1%と微増にとどまるなど、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。

なお、20日にも検討を開始するとされる追加経済対策では、12月末に期限切れとなる家電エコポイント制の期間延長などが候補として挙げられているが、仮にその通りになったとしても、追加的な景気押上げ効果はもはや乏しいと思われる。せいぜい「駆け込み需要とその後のやや長めの反動減」の時期が後ズレするに過ぎない。なお、9月末までのエコカー購入補助金制度が終了した後の反動減の発生には十分注意が必要であろう。

一方、雇用環境は依然として厳しい面はあるが、大手製造業における夏季賞与の回復や残業増などによって、名目雇用者所得は7四半期ぶりに前年比プラスに転じるなど、家計の所得環境には薄日も差し始めている。6月には子ども手当の支給が始まっており、子育て世帯に対しては一定の消費押上げ効果は期待できるだろう。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、表面上恩恵を受けているように見える「子ども」世代に負担が跳ね返っていく可能性もあり、持続的な消費押上げ効果があるのかについて不透明な点も多い。

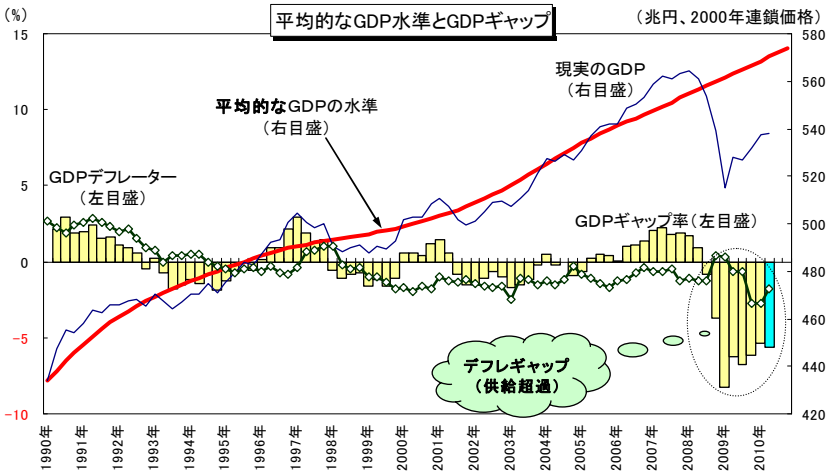


(資料)内閣府、厚生労働省のデータより作成

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

(2)経済見通し

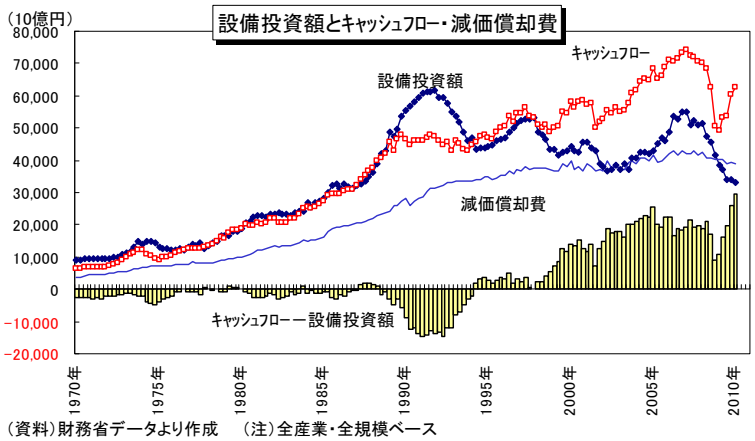
以下では、10～11 年度の経済見通しについて述べていきたい。まず、足許 7～9 月期については、エコカー購入補助金の期限切れを前にした駆け込み需要や猛暑に伴う季節商品の販売好調などで、今回は微増にとどまった民間消費がやや持ち直す可能性が高いだろう。企業設備投資に関しても、現状の設備投資が資本減耗分や減価償却費を割り込むなど、明らかに過少な水準にあることを踏まえれば、景気が再び悪化しない限り、じわじわと回復の動きを続ける可能性は高い。ただし、輸出に関しては減速する可能性が高く、それが設備投資の回復を後ズレさせることも十分ありうるだろう。



(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

以上を踏まえると、7～9 月期の実質経済成長率は、前期比 0.4%(同年率 1.6%)と、4～6 月期(同 0.1%、同年率 0.4%)からは成長率をやや回復させるものと思われるが、潜在成長率を若干上回る程度の成長にとどまるだろう。

10 年度下期以降についても、民間最終需要の自律的回復の動きがなかなか進まない中、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基本的に変わらない。中国を筆頭とする新興国や通貨安のメリットを受けたユーロ圏のコア諸国では景気は底堅く推移すると思われるものの、全般的に成長率そのものは減速していく可能性は高く、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。なお、11 年度に入れば、中国経済の景気調整過程が終了し、その後も安定的な成長経路をたどっていくことや、欧米先進諸国内での回復ペースもやや強まることが期待され、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。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していくことを想定するのは困難であろう。



(資料)財務省データより作成　(注)全産業・全規模ベース

この結果、10 年度を通じては、<u>実質 GDP 成長率は同 2.0%(前回 6 月時点での予測では 2.3%)</u>と、3 年ぶりにプラス成長となると予測する。なお、前回予測時から下方修正した背景としては、今回の QE 発表により前年度からの「ゲタ」が 1.3%pt へ改訂された(前回は 1.5%pt)ことと、従来以上に海外経済の回復の鈍さを想定したためである。なお、四半期別には、10 年度内は年率 1%台での推移となると想定しており、二番底に陥ることはないものの、経済成長が加速していくこともなく、全般的な景況感の好転も見込めないだろう。また、

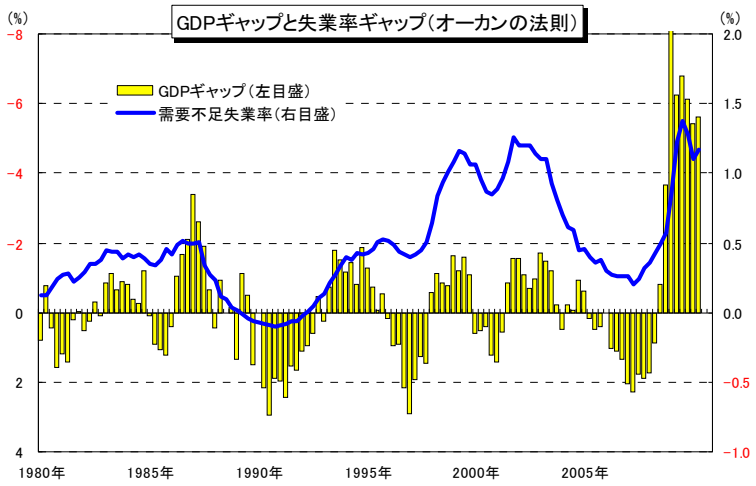
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

名目 GDP 成長率は 0.4%(前回予測は 1.0%)と、3 年ぶりのプラスと予測、経済規模の縮小には一定の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▲1.6%(前回予測では▲1.3%)と下落状態が続くことになる。

11 年度についても、中国など新興国経済が牽引する格好で世界経済の持ち直し基調を継続させると思われるほか、出遅れていた米国経済もさまざまな調整を経ながら再び回復力を強めていくと想定している。そのため、再び輸出が牽引役となって潜在成長力を上回る経済成長を実現していくことになるだろう。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」は大きく進展することはないだろう。実質 GDP 成長率で同 2.2%(前回予測は 2.6%)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 1.6%(前回予測は 2.0%)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。このように 2 年連続で 2%前後の成長率を見込むが、マクロ的な需給バランスが崩れた状態はなかなか解消できず、GDP デフレーターは前年度比▲0.6%(前回予測と変わらず)とマイナスが続くと思われる。

一方、09 年後半にかけて、主要な雇用関連指標がいずれも改善傾向を示し始めたが、10 年度に入ってからは失業率が再び悪化に転じるなど、ここにきて再び厳しい状況となっている。景気回復の初期段階において、わが国の労働市場では、一旦労働市場から退出した人々が再参入(非労働力人口から失業者(求職者)へ)してくるため、失業者が増加し、それに伴って失業率が上昇する傾向があることを踏まえる必要があるが、今回はリーマンショック後の景気悪化時に、雇用調整給付金の条件緩和などによって、失業率の急上昇を抑制したことの反動といった側面が出ている可能性もある。

また、10 年度の文部科学省「学校基本調査(速報)」によれば、今春卒業した大学生の就職率は 60.8%と、2 年連続で低下したことが判明した。なお、前年度からの下落幅(▲7.6%pt)は、統計開始以来最大となった。また、短大の就職率は 65.2%(同▲4.7%pt)で、同じく 2 年連続の低下、さらに、高等学校の卒業者の就職率は過去最低の 15.8%(前年度比▲2.4%pt)であった。就職先が決まらずに卒業した学生のすべてが「失業者」としてカウントされるわけではないが、彼らの雇用を吸収するだけの経済成長は当分の間期待できそうもない。



(資料)内閣府、厚生労働省、総務省統計局のデータより農林中金総合研究所作成

さらに、新卒の就職市場以外も厳しい状態が続いている。4～6 月期の労働力調査(詳細調査)によると、完全失業者(349 万人)のうち失業期間 1 年以上の人は 118 万人(前期から 4 万人増)と、統計開始以来最悪の 03 年 4～6 月期(127 万人)に迫る高水準となった。失業期間別の内訳は、「2 年以上」が 62 万人、「1～2 年」が 56 万人と、景気回復局面にあるにもかかわらず、失業期間の長期化が進んでいることが明らかとなった。

今しばらくは雇用調整圧力が高いまま推移するものと思われ、雇用回復のペースが加速することは期待できない。10 年度末の失業率は 5.2%、11 年度末は 4.8%と予想する。

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

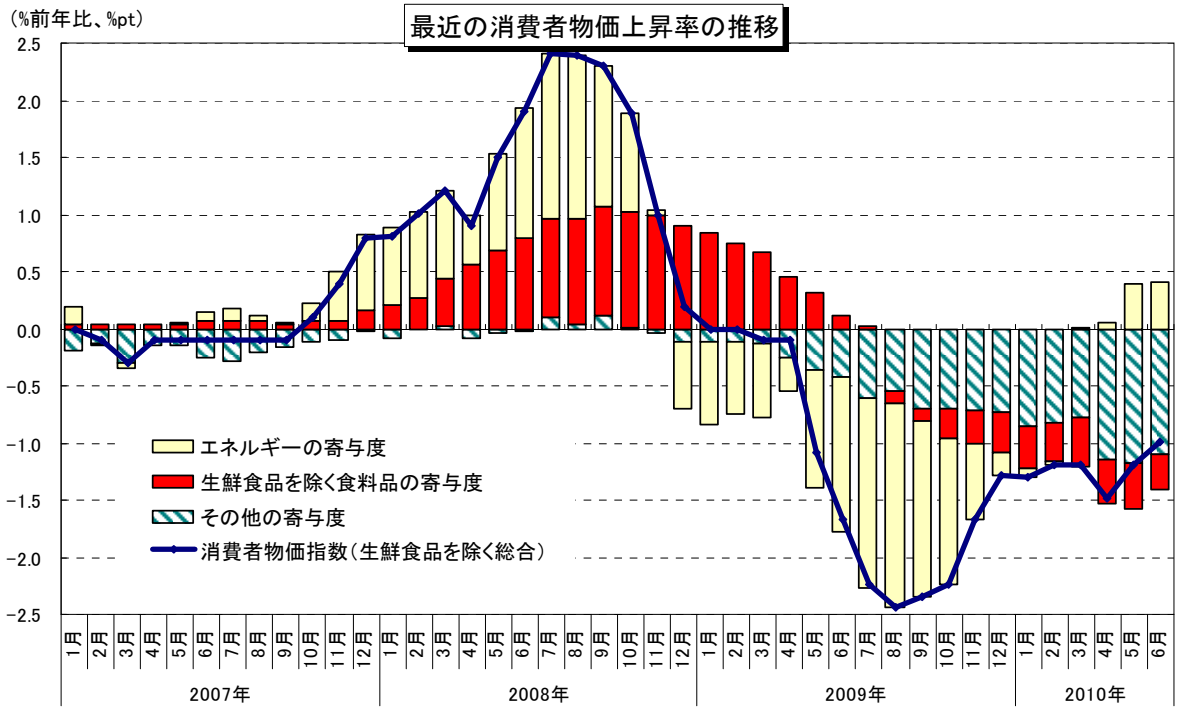
(3)物価見通し

新興国経済の需要回復をきっかけに国際商品市況の持ち直しが進んだこともあり、主要な物価指標は09年夏場をボトムに下落率の縮小傾向をたどった。特に、資源価格の影響を受けやすい国内企業物価は、5、6月と前年比プラスに転じる動きを見せた(その後、7月は再び前年比マイナスへ)。また、全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)、企業向けサービス価格も前年比下落率はかなり縮小してきた(6月分はいずれも前年比▲1.0%)。

このうち、全国消費者物価については、4月から始まった高校授業料の実質無償化によって前年比に対して▲0.54%ptの押下げ効果が発生した(この効果は11年3月まで持続する)ために、物価下落の縮小傾向が一旦途絶えたものの、最近ではエネルギー(電気・ガス料金、石油製品)価格の上昇によって、消費者物価全体が押し上げられ、再び下落率の縮小が始まっている。

しかしながら、食料品やエネルギー以外の多くの財・サービスでは下落圧力が根強く残っているため、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」では前年比▲1%台半ばの下落率がなかなか縮小しない状況となっているのも確かである。なお、10月にたばこ税の増税が予定されており、これによって先行き1年間の消費者物価の前年比変動率を0.2%pt強ほど押し上げると想定されるものの、原油価格の落ち着きや内外景気の回復ペースの鈍化によって需給ギャップの解消時期が後ズレしていると見られることから、当面はマイルドながらも物価下落状態が続くと予想する。

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▲1.0%と2年連続の下落、11年度も同▲0.5%**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。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0.3%と2年ぶりの上昇、11年度も同0.4%と小幅上昇が予想される。



(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

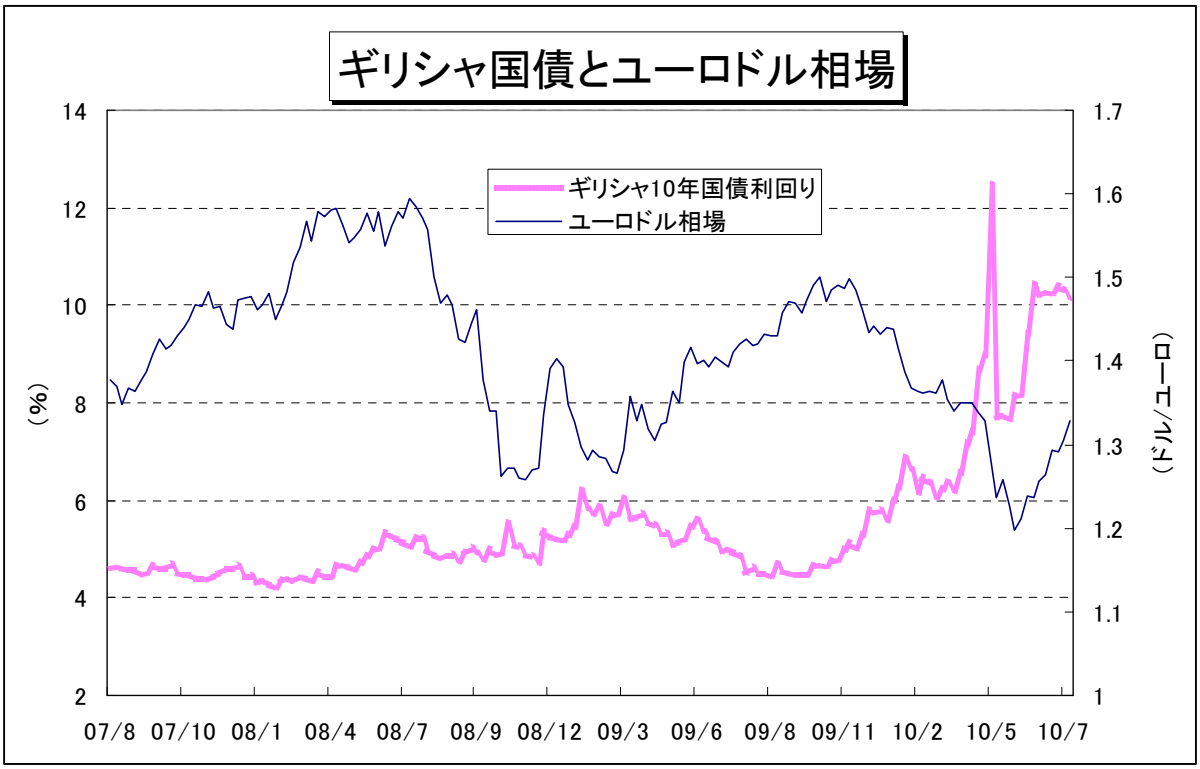
付　表　1

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(2010 年 8 月公表)

	2010 年	2011 年	2015 年 (長期予測)
ユーロ圏インフレ率(HICP)	**1.4%**	**1.5%**	**2.0%**
前回からの見直し幅	前回と同じ	前回と同じ	–
ユーロ圏実質 GDP 成長率	**1.1%**	**1.4%**	**1.8%**
前回からの見直し幅	前回と同じ	▲0.1%	–
ユーロ圏失業率	**10.1%**	**10.2%**	**8.4%**
前回からの見直し幅	▲0.2%	▲0.1%	–

(資料)ECB Survey of Professional Forecasts、前回調査は 2010 年 5 月公表

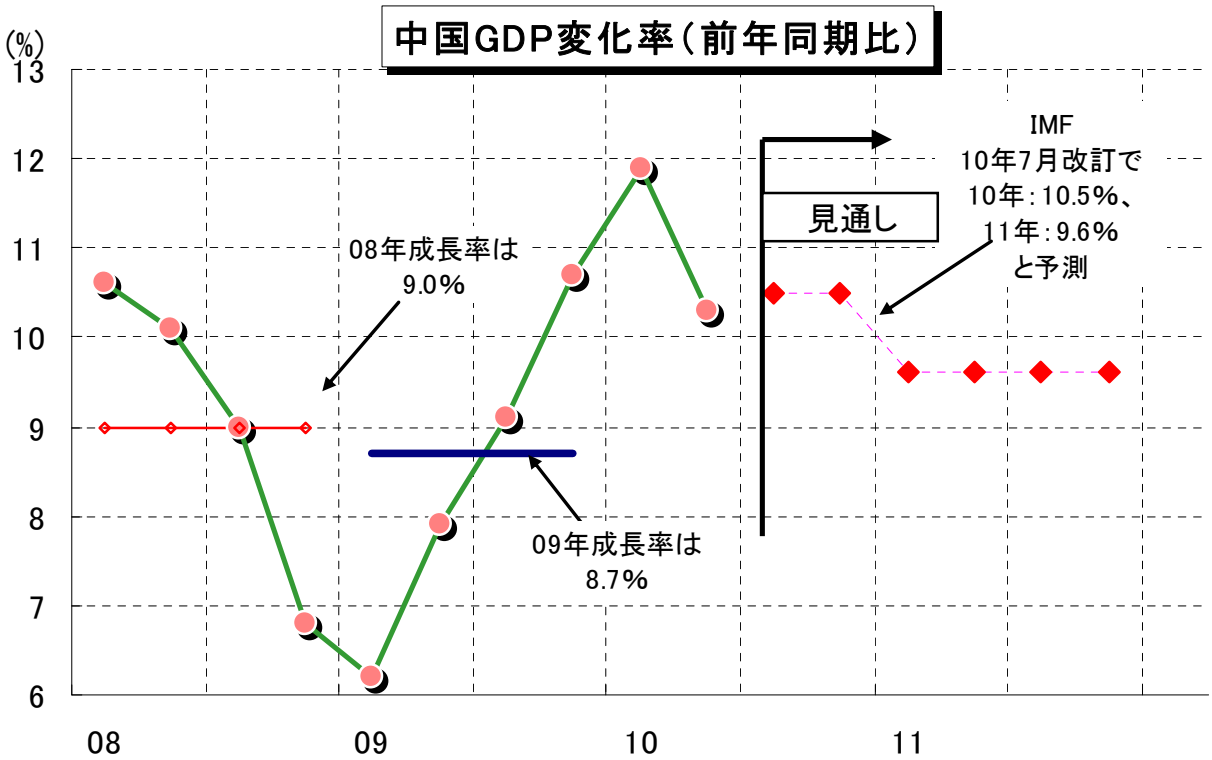


(資料)Bloomberg のデータから作成

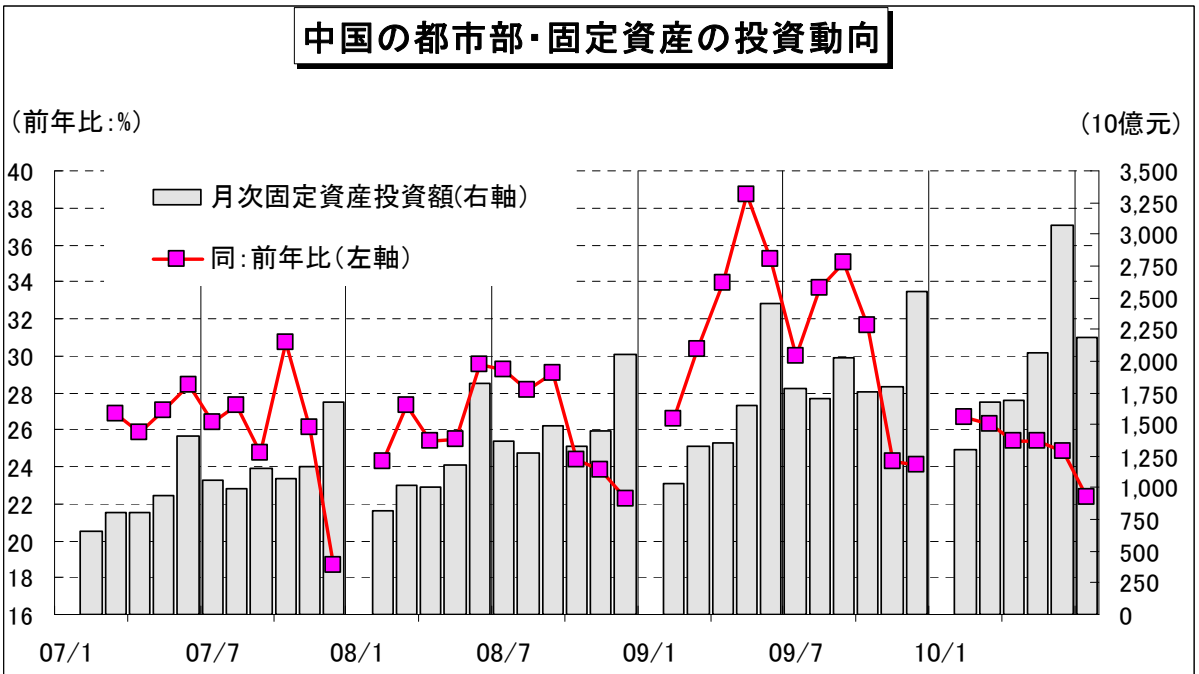
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

付　表　2

中国経済の状況(予測の前提)



Bloomberg(中国国家統計局)データより作成



Bloomberg(中国国家統計局)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

今月の焦点

海外経済金融

欧州金融機関のストレステストと注目点

山口　勝義

要　旨

7月23日に欧州金融機関に対するストレステストの結果が公表されたが、現在のところ市場はこれを冷静に受け止めている。

しかしながら、本テストの実施によって欧州を取り巻く根本的な問題点が解決されたわけではなく、今後具体化されてくる金融機関の増資内容等を注視するとともに、依然残されているユーロ通貨圏の構造的な問題点についても注意が必要である。

はじめに

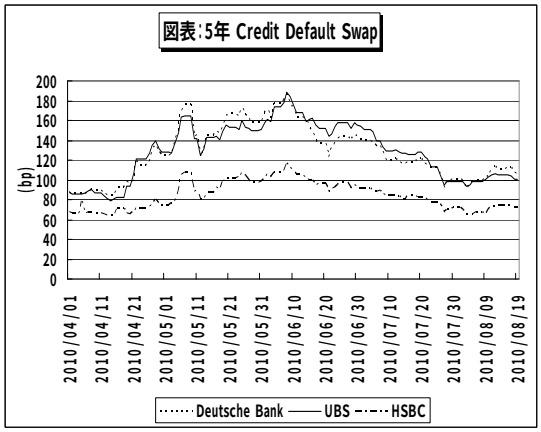
2007年に顕在化したアメリカのサブプライム住宅ローン問題は、2008年9月のリーマン・ブラザーズの破綻を経てグローバルな金融市場の危機に発展した。さらに、この危機からの回復が模索される過程において、2009年末からはギリシャ等欧州諸国の財政問題がソブリンリスクとしてクローズアップされ、国際金融市場は再び不安定さを増した。

この間、ギリシャ等の財政問題や、またほぼ同時期に発生したドバイ・ショックは、当該国の国債等の価格下落リスクを通じて、これらに多額の投資を行っている欧州の金融機関の信用リスクに対し警戒の目を向けさせることとなった。

ストレステスト結果とその注目点

以上の経緯の中で、金融機関の経営体力についてより明確な見通しを持つことを目的に、欧州銀行監督委員会（CEBS）を中心にEU域内91銀行を対象としたストレステストが実施され、その結果が7月23日に公表された。テスト結果は、7行について合計35億ユーロの資本不足を指摘するものであった。

公表に先立っては、そのテストシナリオの甘さを指摘しテストの有効性を疑問視する見方もあったが（注）、少なくとも金融機関の経営体力にかかる透明性が改善されたことは事実であり、現在のところ、例えば下の図表で見られるとおり、欧州の各市場はテスト結果を冷静に受け止めている。



（資料）Bloombergデータから農中総研作成

しかしながら、本テストの実施によって欧州を取り巻く根本的な問題点が解決されたわけではなく、次の点について引続き注視が必要と考えられる。

（注）テストシナリオの甘さとして指摘された点（事例）

- 本ストレステストにおいてソブリンリスクについても勘案するとしたものの、ギリシャ等の国債の価格下落についてはトレーディング勘定のみのポジションについて加味することとし、保有額が大きいと見られるバンキング勘定については対象外としたこと
- その価格下落幅についても、2009年末時点の実勢を基準に設定し、ギリシャ債について△23.1%としているなど、現時点での実勢比で必ずしも保守的な設定にはなっていないこと

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. テスト後の適切な増資対応の実施

2009年に実施された米国におけるストレステストにおいては、対象となった銀行持ち株会社19社中10社について合計746億ドルの資本不足が指摘されたが、該当各会社はその後時機を失せず計画策定のうえ資本調達を実施した。このため、今回の欧州におけるストレステスト同様、事前にはシナリオ厳格性・透明性等についての疑義も見られたものの、テスト後市場は冷静に反応した。

そもそもストレスシナリオはどこまで厳格化すれば十分という性格のものでもなく、市場はむしろ事後の対応の適切性を評価するものと考えられる。このため、今後具体化されてくる各行の増資対応について注視が重要である。

2. テスト後の金融機関の与信スタンス

金融機関は依然金融危機からの回復過程にあり、証券化商品や不動産バブル崩壊後の劣化した資産等についてバランスシート調整に取り組み中である。加えて、今回のストレステストの結果、資本不足が指摘された金融機関はもちろんのこと、今後も継続的に実施されるストレステストの対象となる金融機関一般についてリスクアセット削減のインセンティブが働くものと考えられる。

このため、一方で緊縮財政化が進む中で、金融機関の慎重な与信スタンスが欧州経済に対する下押し要因として中期的に働く可能性を認識する必要がある。

ユーロ通貨圏の構造的な問題点

ストレステストの実施やその後の増資対応によって欧州の金融機関の経営体力について一応のめどがついたとしても、これとは別にユーロ通貨圏をめぐる構造的な問題点が依然残されている点には注意が必要である。

ユーロ通貨圏においては、単一通貨・単一金融政策が採られている一方で財政分権主義がとられている。今回、ギリシャ等において財政問題が発現したひとつの原因として、EMU 加盟各国の財政規律（①対GDP比3%以内の財政赤字、②対GDP比 60%以内の政府債務残高）を定めた協定等の遵守状況をモニタリングする相互監視メカニズムが有効に機能していなかった点が指摘されている。

この点については 10 月の改革案の提示に向け現在タスクフォースによる作業が継続されていると伝えられており、各国における財政赤字削減の進捗状況とともに、その動向に注視が必要である。

一方、単一通貨・単一金融政策自体についても、根本的な問題点が認められる。

通貨変動による調整機能を放棄した単一通貨圏においては、単一金融政策が有効に機能するためには各国間のマクロ経済の収斂（コンバージェンス）が重要な前提となる。これが不十分な場合には、例えば高インフレ国では実質金利は低く経済過熱の可能性が存在する一方で、低インフレ国では経済の低迷が継続することにもなり、実際に2000年代に認められたアイルランドやスペインでの不動産バブルの発生とドイツにおける経済の低成長はその実例と言うことができる。

ユーロ通貨圏においては収斂基準を有するものの、特に2009年以降は逆に各国間でマクロ経済の状況が拡散する傾向が一部で顕著になっており、単一金融政策に伴う経済混乱の潜在的なリスクが以前にも増して高まっているとも考えられ、注意が必要である。（10.08.20 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

分析レポート

国内経済金融

「ご当地ファンド」の特徴について

岡山　正雄

「ご当地ファンド」とは

「ご当地ファンド」とは、投資信託協会ホームページの用語集によれば、「特定の地域に本社や工場、事業所を置いているような、特定の地域と関係が深い企業の株式を組み入れて運用する投資信託」のことである。ちなみにモーニングスター社ホームページによれば、2010 年 7 月末時点で 50 本の「ご当地ファンド」が設定されている。

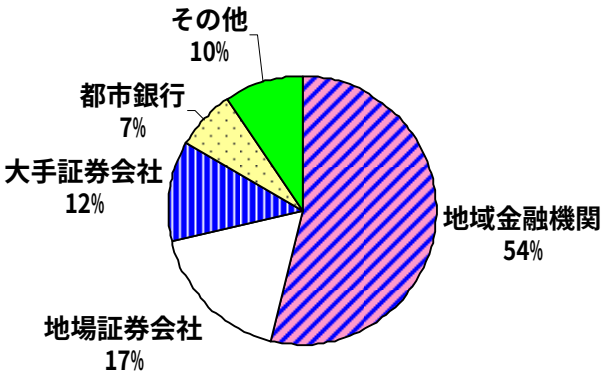
「ご当地ファンド」は地域密着、地元への貢献という付加価値をつけて、顧客への訴求力を高めた商品と言える。そのため、「ご当地ファンド」の販売会社を見ると、地域金融機関が全体の 54%、地場証券会社が 17%とこの 2 つで全体の 71%を占め、地域密着というブランド力を生かして販売をしていることが分かる(図表 1)。

また販売手数料と信託報酬については、他の投資信託よりも低く設定されており、「ご当地ファンド」の販売手数料と信託報酬の平均が、投資信託全体の平均を下回るか、平均値の差の検定(t 検定)を行なったところ、いずれも 1%水準で有意となった(図表 2)。

なお、販売手数料が低い理由は、都市銀行に比べて、相互の競争が激しい地方銀行や地場証券が主として取り扱っていることや、顧客が投資信託購入を始める契機となる商品としての位置づけから、販売手数料を割安にしていることなどが考えられる。

また、信託報酬が低い理由は、流動性の高い国内の大型株の組入比率が高く、運用コストが割安なことが理由と考えられる。

図表1：ご当地ファンドの販売会社数（のべ数）



（資料）運用会社各社ホームページ
地域金融機関には地方銀行、第二地方銀行、信用金庫が含まれる。

「ご当地ファンド」購入時の留意点

以上のような「ご当地ファンド」を購入する際の留意点として、次の 2 点が指摘できる。

①地域リスクの顕在化の可能性がある

第一に、地理的に比較的限られた地域を投資対象とするために地域リスクが顕在化することである。たとえば、地域に住む者が地元の「ご当地ファンド」を保有する場合、台風や地震等の天災のよって自己の住宅が倒壊して、資産が毀損することや、勤務先が操業停止になり、収入が減少することに加えて、基準価額も下落し、家計の運用資産のリスク分散を

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：販売手数料・信託報酬の比較

	販売手数料(%)		信託報酬(%)		本数
	平均	分散	平均	分散	
全体	2.56	0.68	1.52	0.27	2539
ご当地ファンド	2.06	0.19	1.21	0.07	48

(資料) モーニングスター社ホームページより作成
販売手数料は投信委託会社が定める上限値を使用した。

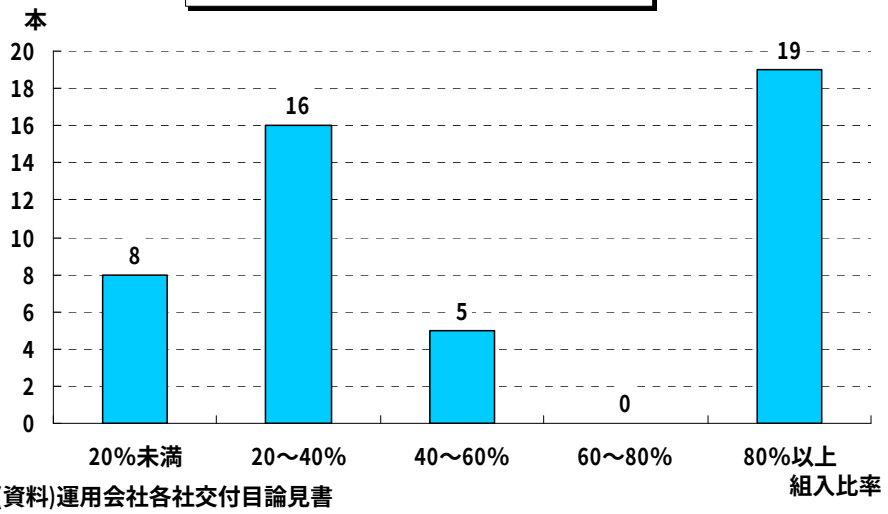
図れないケースが考えられる。

②ご当地銘柄への投資割合が低い投資商品もある

第二に、投資対象が必ずしも地元企業とは限らないことである。

各「ご当地ファンド」の交付目論見書を見ると、ご当地銘柄（特定の地域と関係の深い株式）の定義は投資信託によって異なっており、地域に本社や主要工場を置く企業に限定するものから、地域に雇用を創出している企業も含めるものまである。

図表3:ご当地銘柄の組入比率別本数



(資料)運用会社各社交付目論見書

また、図表 3 には交付目論見書が発行されている 48 本の「ご当地ファンド」について、ご当地銘柄への投資割合を示した。これを見ると、ご当地銘柄に投資する割合が、40%以下のものが半分を占めている(注)。なお、ご当地銘柄への投資割合が低い「ご当地ファンド」の中には、地元の NGO などに信託報酬の一部を寄付するなどして、ご当地との関連性を高めるような試みが行なわれているものもあるが、地域密着という商品性との乖離は否めない。

(注)残りは海外ソブリン債や J-REIT などに投資している。

まとめ

ご当地ファンドは、投信委託会社が地域密着という観点を加え、他の投資信託と差別化を図った商品であり、都市銀行や大手証券会社と異なった商品ラインナップをそろえたい地域金融機関や地場証券会社のニーズに沿った商品である。しかし、購入する際には、投資対象の地域を限定することに伴うリスクがあることなど、他の投資信託とは異なる点に留意する必要がある。

＜参考文献＞

- 投資信託協会ホームページ
- モーニングスター社ホームページ
- 運用会社各社ホームページ

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

分析レポート

海外経済金融

米国の CPI 動向と金融政策

田口　さつき

ブラード論文より

米国で景気の先行き不透明感が強まる中、米連邦公開市場委員のメンバーであるセントルイス地区連銀のブラード総裁が7月29日に発表した論文が金融市場で注目されている。その内容は、近い将来、米国が日本のようにデフレかつ政策金利のゼロ近傍水準が続く状態に陥る可能性を論じた上で、次の 2 点を主要な結論として挙げた。

まず、米国の現状の低インフレ下において、連邦公開市場委員会（FOMC）が「超低水準の金利を長期間維持する」と宣言すると、日本のように米国経済がこの状況で均衡してしまい抜けられなくなる可能性を高めるというのが、第 1 の結論である。

同論文では、金融政策を行う際に名目の政策金利の調節しか行わないことが問題であるとして、国債を買い増す量的緩和政策が上述のような膠着状態入りを防ぐ最良の手段であるという、第 2 の結論を出した。なお、量的緩和政策をしつつ、政策金利を現状の水準から引き上げる可能性も示唆されていた。

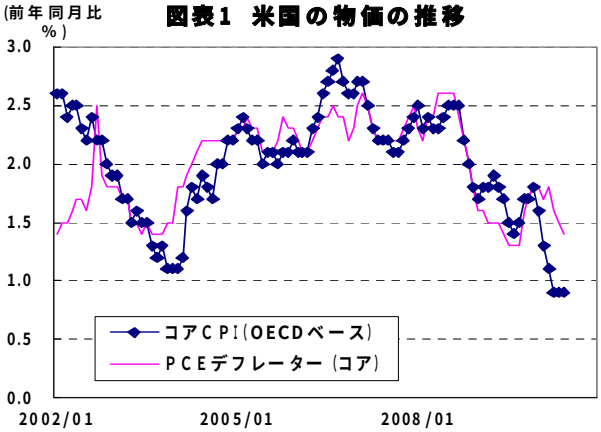
8 月の連邦公開市場委員会の声明文からは、ブラード総裁の考えについて、どの程度話し合われたかうかがい知ることはできないが、少なくとも金融市場参加者は米国経済がデフレに陥る可能性をより強く意識するようになった。

米国の消費者物価の状況

ここで、米国の消費者物価について概観したい。なお、対象とする指数は、より需給環境を反映するとされる「食品及びエネルギーを除いた消費者物価（以下、コア CPI）」である（なお、日米の比較のため、OECD が算出したコア CPI（食品及びエネルギーを除く）を図表 1、2 は使用）。

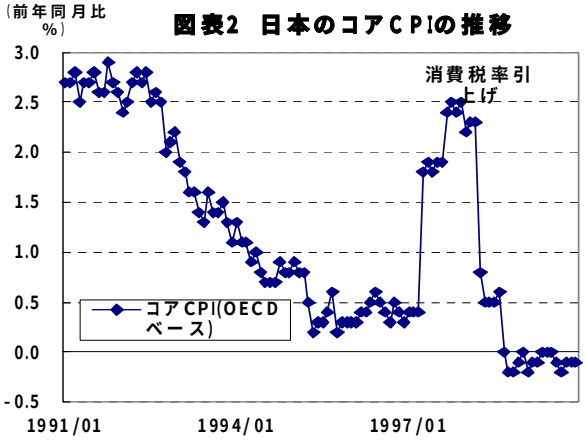
米国の同指数は、2003～04 年を除き、概ね前年比 2%台で推移してきた。しかし、2008 年 12 月に 2%割れし、4 月には同 0.9%にまで低下し、直近、7 月までこの状況が続いている（図表 1）。また、FRB が注目する PCE デフレーター（コア）も

図表1　米国の物価の推移



日経NEEDS-FinancialQUEST、Bloombergより作成

図表2　日本のコアCPIの推移



日経NEEDS-FinancialQUEST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

プラス幅が縮小している。日本のデフレ入りする前後と比べると、物価が下落傾向にあるわけではない（図表 2)。ただ、2010年入りしてからの米国の物価上昇率の縮小ペースが速くなっているのは気がかりである。

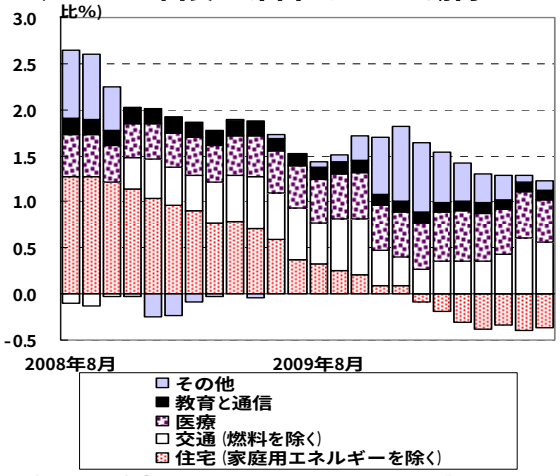
ここで、物価が低く抑えられている背景を探るためにコア CPI の個々の品目の寄与度をみると、住宅市場の調整の影響を受け、「住宅（家庭用エネルギーを除く)」が下押し要因となっていることがわかる。

中でも、家庭用家具・器具の価格下落が響いている。これらに属する品目はこれまでも前年比でマイナスになることがあったが、直近はマイナス幅がやや大きくなっている。

それに加えて、「住宅（家庭用エネルギーを除く)」での価格押し上げ要因であった「帰属家賃」分の影響が大きい。「帰属家賃」は、08 年半ばまでコア CPI 全体に対しても寄与度 1.0%程度あったが、その後徐々にプラス幅を縮小し、10 年 4 月以降は物価押し下げに寄与し始めた。

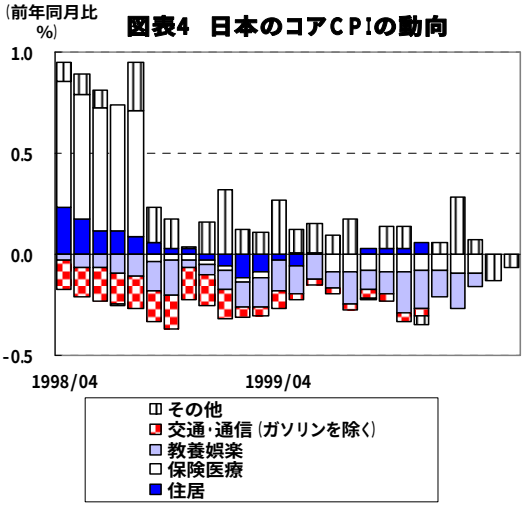
一方、日本の CPI（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く）がマイナスに転じる前後の 98 年 4 月から 2000 年 3 月までの 2 年間については、図表 4 に示すように「交通・通信（ガソリンを除く)」、「教養娯楽」など様々な品目のマイナスが積み重なって全体を引き下げている。

図表3　米国コアＣＰＩの動向



米国労働省「Consumer Price Index」より作成

図表4　日本のコアＣＰＩの動向



総務省「消費者物価指数」より作成

物価に下押し圧力が続く見込み

以上のような分析からは、米国の物価低下傾向は特定の品目にとどまっているだけに、デフレにつながるとはまだ言い切れない。しかし、住宅市場の動向から帰属家賃の低迷は続く可能性が高く、コア CPI は低い上昇率のまま推移することが当面見込まれる。また、このところ、雇用環境の悪化や個人消費の弱さなど消費者をめぐる環境も芳しくない。このような中、量的緩和政策を金融政策の中心に据えることに関心が高まっていくのか、今後の注目材料の一つである。

なお、筆者は、物価水準と政策金利の関係から金融政策を考えるブラード論文の試みは非常に意欲的であるが、デフレの背景への踏み込みは不十分であり、その主張の正当性には議論の余地があると考える。

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

連載

中国経済･金融を読む＜第5回＞

中国の不動産価格の上昇率は縮小傾向へ

王　雷軒

高騰した不動産価格への抑制政策

中国大都市部の不動産価格水準を表す70大都市の不動産販売価格の推移をみると、2010年2月以降は、前年同月比10%と高騰しており、バブルの様相を呈していた（図表１）。

このように、上昇し続ける不動産価格を懸念する国務院（日本の内閣府に相当）は、10年4月17日に「一部の都市における住宅価格の高騰に対して断固抑制する通知」を発表し、不動産価格の抑制政策を施行した。

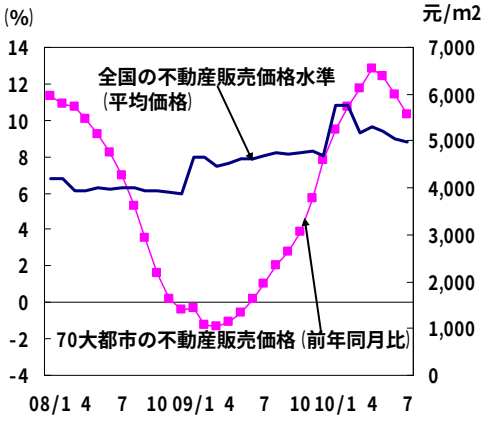
その主な内容としては、地方首長の責任制の導入、行政命令による不動産向けの銀行貸出の引き締め、国有企業の不動産業からの撤退、２軒目の住宅購入に対する頭金率や住宅ローンの貸出金利の引上げと３軒目の不動産物件の購入の事実上禁止などとなっている。

下落傾向が続く中国の不動産価格

これらの抑制政策が実施されてから、中国の不動産価格の上昇率は縮小し始めた。図表１によれば、10年4月（前年同月比12.8%）をピークに、10年7月は10.3%へ鈍化したことが見て取れる。しかしながら、不動産価格そのものが下落傾向にあるとはいえ、まだ価格水準そのものが高いことも確かである。

不動産価格の上昇率は全体的には鈍っているものの、都市別にみるとかなりのばらつきがある。中国国家統計局によると、過熱とされている上海、天津、重慶、深圳といった大きな都市においては、足元の不動産価格は、これらの抑制政策により、沈静化の兆しが見える。

図表1. 中国の不動産販売価格



（資料）中国国家統計局資料より作成
（注）月次ベース、直近は2010年7月

一方、西部地域に位置する西安（陝西省の省都）や銀川（寧夏回族自治区の首府）といった内陸都市の不動産価格の上昇率は、全国平均を上回っている状態にある。これは、09年～10年の2年間で支出される4兆元の景気対策資金の大半が西部地域のインフラ整備に使われ、不動産開発にも資金がかなり流れていたため、当該地域の不動産価格が引き上げられたのではないかと思われる。

今後、不動産価格は大きく下落する可能性が低い

北京や上海などの大都市ではかつてない厳しい抑制政策が実施されてきているため、不動産価格の上昇率は小幅ながらも下落に転じている。しかし、長期的には、中国のGDPや人々の所得が高水準で伸びていること、都市化の進展による住宅の需要も高まることなどから、今後、不動産価格そのものは大きく下落する可能性は低いと見られる。

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

連　載

経済･統計の基礎知識　＜第 17 回＞

景気の先行指標①　在庫率指数

岡山　正雄

今回から、数回にわたって景気動向指数に採用されている主要な指標について、解説を加えていくことにする。

景気と生産活動

生産とは企業がモノやサービスを生み出すことだが、生産活動が活発になれば、雇用が増加したり、設備投資を拡大したりするため経済が拡大する。このように生産活動は景気の動きそのものとも言えるため、景気動向指数にも多くの生産活動に関連する指標が採用されている。

在庫投資と生産活動の関係

企業は生産活動をするにあたって原材料、仕掛品、製品といった在庫を持つが、在庫投資とは在庫をどれだけ増減させたかという量を表している。

在庫投資は景気に敏感に反応するとされる。例えば、景気が回復し始めた局面では、企業の販売予想を上回ってモノが出荷され始めることが多いため、在庫投資はマイナスに転じ、生産を拡大し始める。逆に景気後退に転じる局面では、企業の販売予想を出荷が下回り始めるため、在庫投資がプラスに転じ、生産を抑制し始める。このように、生産は販売予想に基づいて行なわれる一方、それよりも早く在庫投資は変化すると考えられるため、景気の先行指標とされ、景気動向指数でも最終需要財在庫率(注)指数と鉱工業生産財在庫率指数(いずれも季節調整値)が先行指標として採用されている。

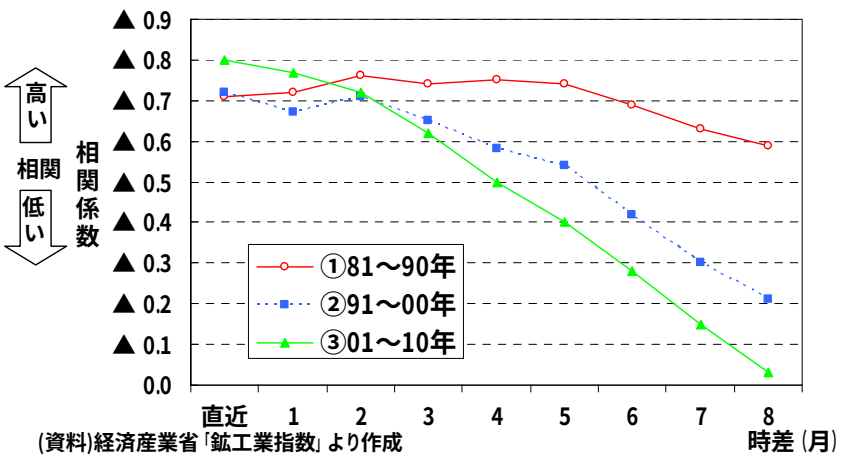
(注)在庫率＝在庫量÷出荷量

在庫投資の先行性は低下

図表には①1981 年～90 年　②91 年～2000 年　③01 年～10 年の 3 つの年代について鉱工業生産指数(前年比)と在庫率指数(季節調整値)の時差(直近～8 ヶ月前)との相関を示した。これを見ると第一に、①の年代には 2 ヶ月前との相関が最も高かったが、③の年代になると直近が最も高くなっていること、第二に生産指数と在庫率指数の時差との相関は、近年になるほど、低くなっていることが分かる。

このような背景には、在庫管理手法の発達により、迅速かつ効率的な生産と販売ができるようになったことがあり、近年では在庫の生産に対する先行性は弱まってきていると考えられる。

図表：生産指数と在庫率指数の時差相関



(資料)経済産業省「鉱工業指数」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