



2010～11年度改訂経済見通し

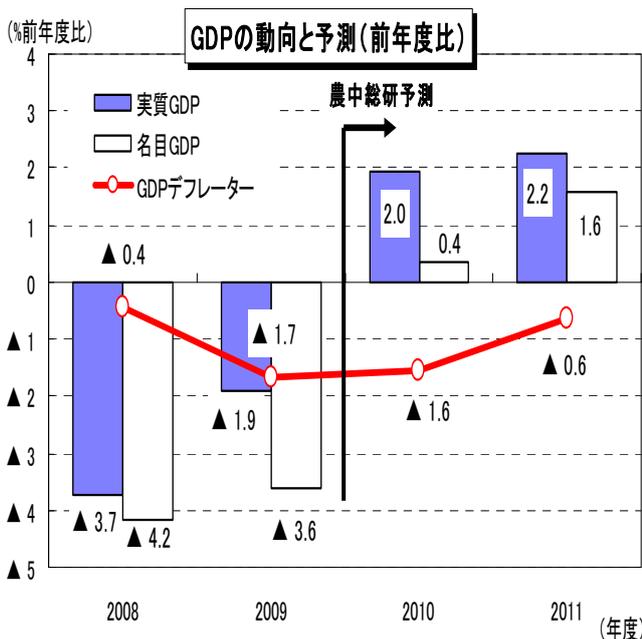
年度下期にかけて景気停滞感が強まる

～成長率見通しは2010年度:2.0%、11年度:2.2%へ下方修正～

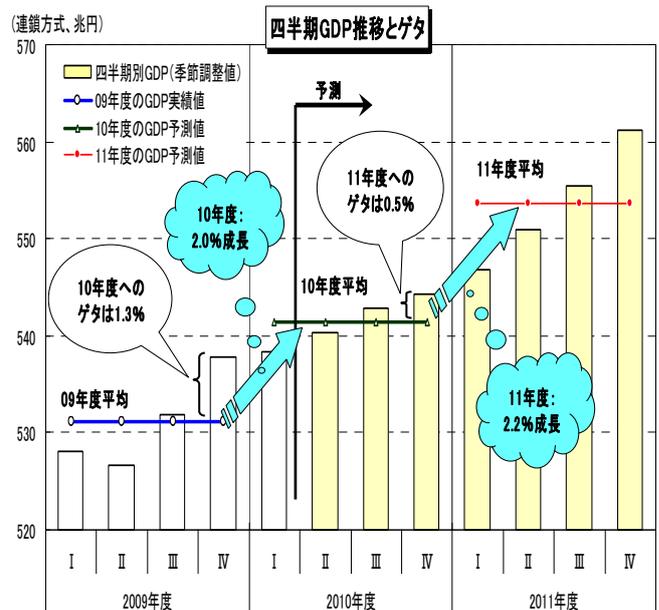
2009年春以降、わが国経済は持ち直し基調を続けてきたが、ここに来ての米国、中国などの景気減速観測の浮上、また急激な円高進行などに伴って、景気牽引役であった輸出が減速するとの懸念が強まっている。さらには、エコカー減税・購入補助金や家電エコポイント制など耐久消費財への刺激策も息切れし、民間消費が失速しており、国内景気は足踏み状態に入った可能性がある。

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



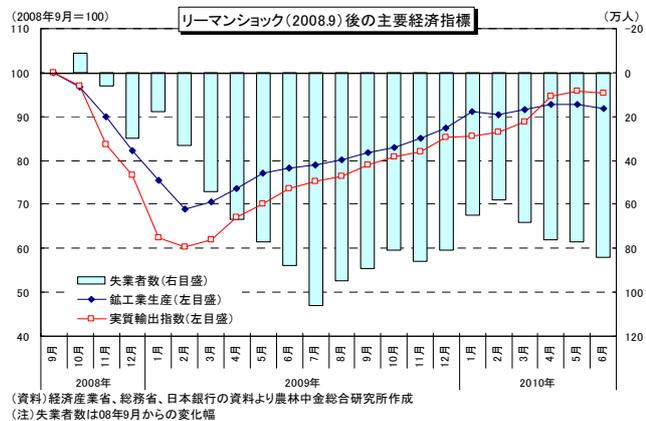
(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2010年4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

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。



(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、一国のホームメイドインフレを表す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。

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。

② 11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

(株)農林中金総合研究所

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であって、非常にゆるやかな改善が続い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。


(株)農林中金総合研究所

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方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)、デフインフレ傾向、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	2010年		2011年			
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	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デフレーター	%	1.5	1.5	1.6	1.4	1.6	1.5	1.7
GDPデフレーター	%	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デ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

(株)農林中金総合研究所

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カ国)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ち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、三四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。

(株)農林中金総合研究所

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思われる。

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

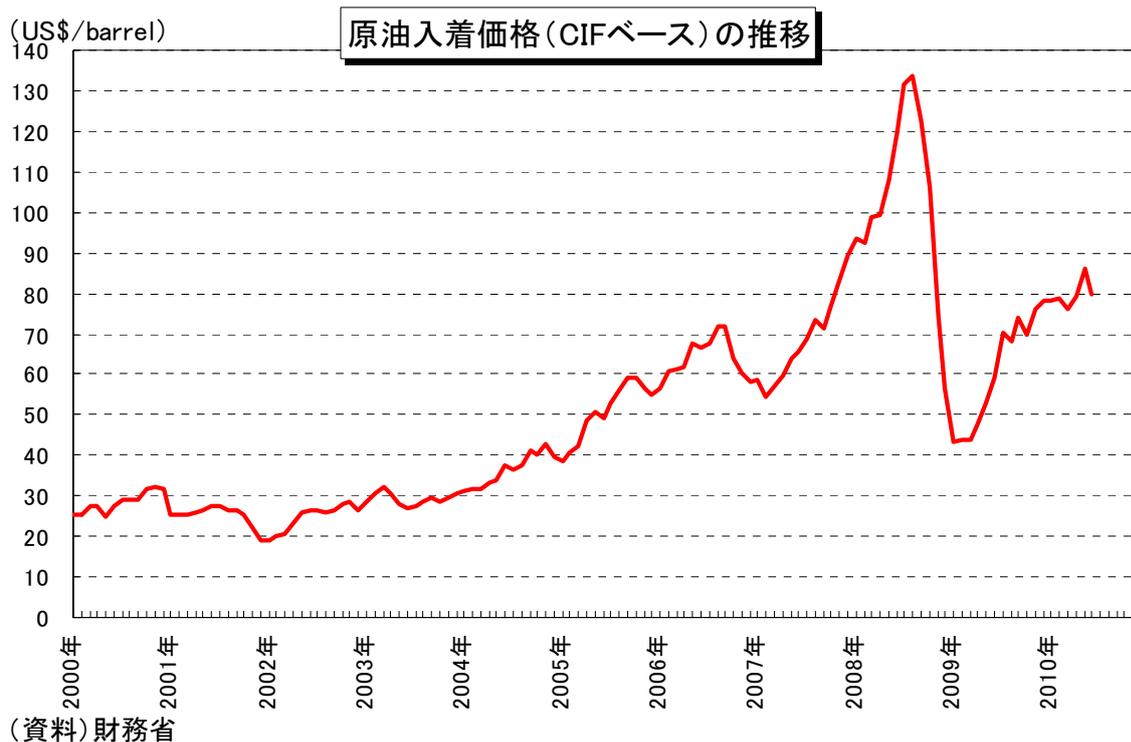


(株)農林中金総合研究所

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、早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。



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)	ドル/バレル	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)	ドル/バレル	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。

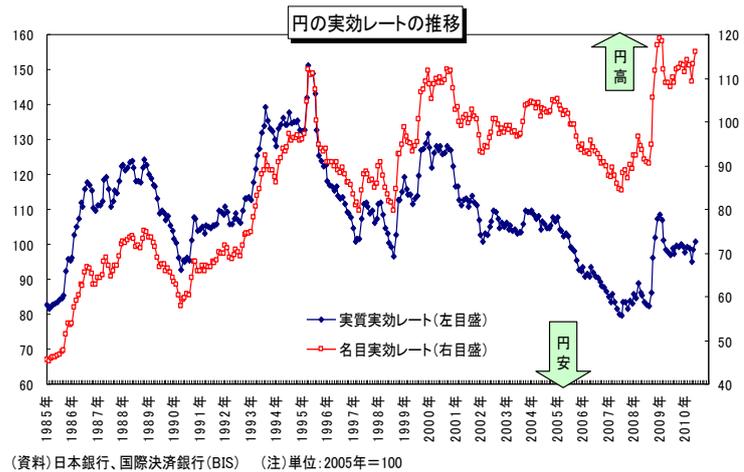
3. 2010～11年度の日本経済・物価見通し:

(1) 当面のリスク要因

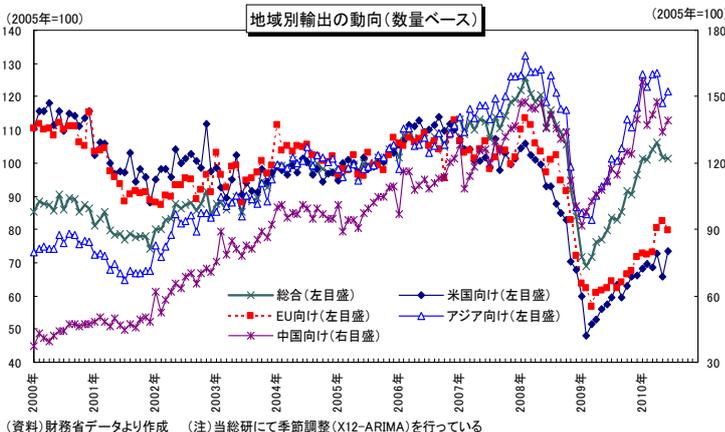
2009年春以降、わが国の景気は持ち直し局面をたどってきたが、ここに来て内外経済の景気減速懸念が強まるなど、先行き不透明感が強まっている。実際のところ、日本銀行が指摘するように季節調整の歪みによって、1～3月期が高めに、それ以外の四半期が低めに出る面は否定できないが、それを考慮したとしても、わが国の成長ペースがすでに鈍っている可能性は高く、景気の踊り場入りした可能性もある。

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。



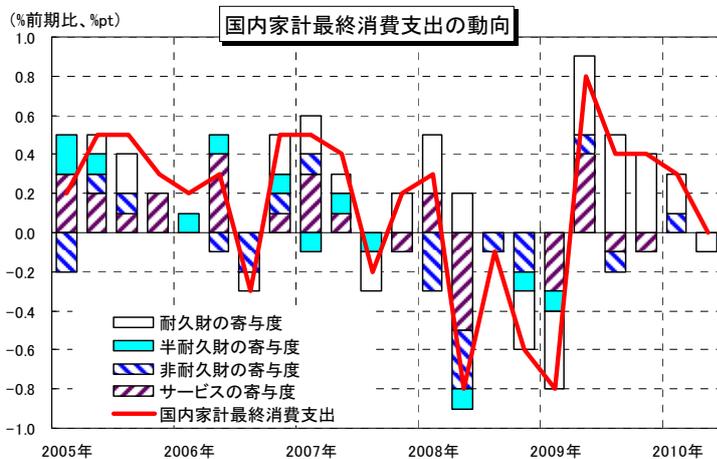
わが国の政策当局にとって、最も望ましいのは、主要国(特に欧米)との協調介入である。景気低調に直面する先進国・地域では通貨減価によるメリットを享受していること、さらに菅首相は財務相当時、実質的な為替管理を行っている中国人民元に対して柔軟性を求めた経緯があること、などから、国際協調的な為替介入の可能性は薄いと見られている。ただし、現在の根強い円高圧力は、政策当局が単独介入などを含めて実効的な円高への対抗策を打てず



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。

次に、輸出に大きな影響を与

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。

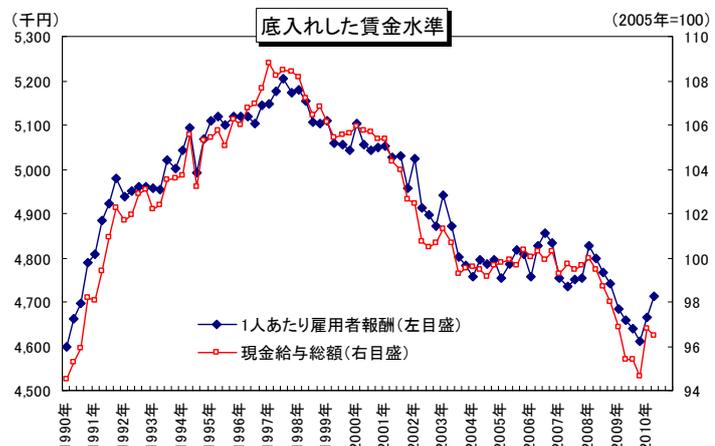


(資料)内閣府経済社会総合研究所
(注)四捨五入の関係上、各項目の寄与度の合計は必ずしも全体と一致しない

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、追加的な景気押し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。

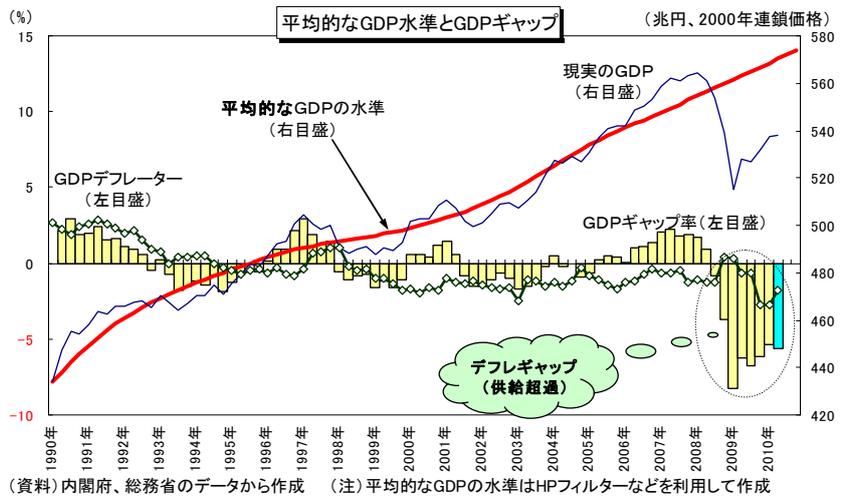
一方、雇用環境は依然として厳しい面はあるが、大手製造業における夏季賞与の回復や残業増などによって、名目雇用者所得は7四半期ぶりに前年比プラスに転じるなど、家計の所得環境には薄日も差し始めている。6月には子ども手当の支給が始まっており、子育て世帯に対しては一定の消費押し上げ効果は期待できるだろう。しかし、その財源を最終的にだれが負担するのかが明確でなく、表面上恩恵を受けているように見える「子ども」世代に負担が跳ね返っていく可能性もあり、持続的な消費押し上げ効果があるのかについて不透明な点も多い。



(資料)内閣府、厚生労働省のデータより作成

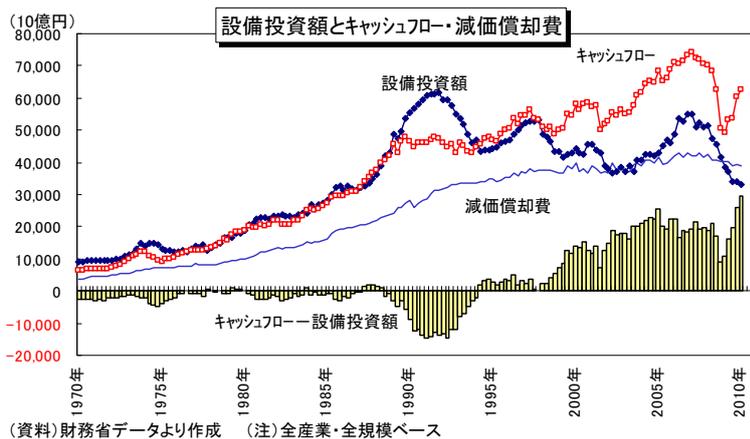
(2) 経済見通し

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。企業設備投資についても、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。



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。



この結果、10年度を通じては、実質GDP成長率は同2.0% (前回6月時点での予測では2.3%)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、

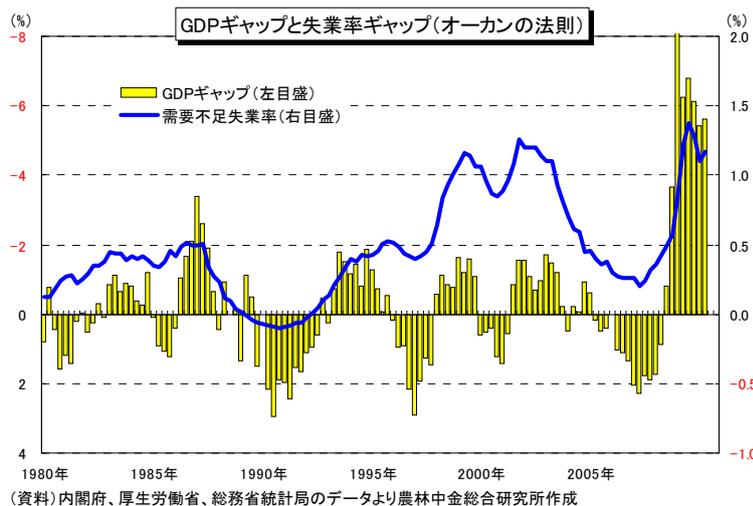

(株)農林中金総合研究所

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されるほか、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。



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。

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

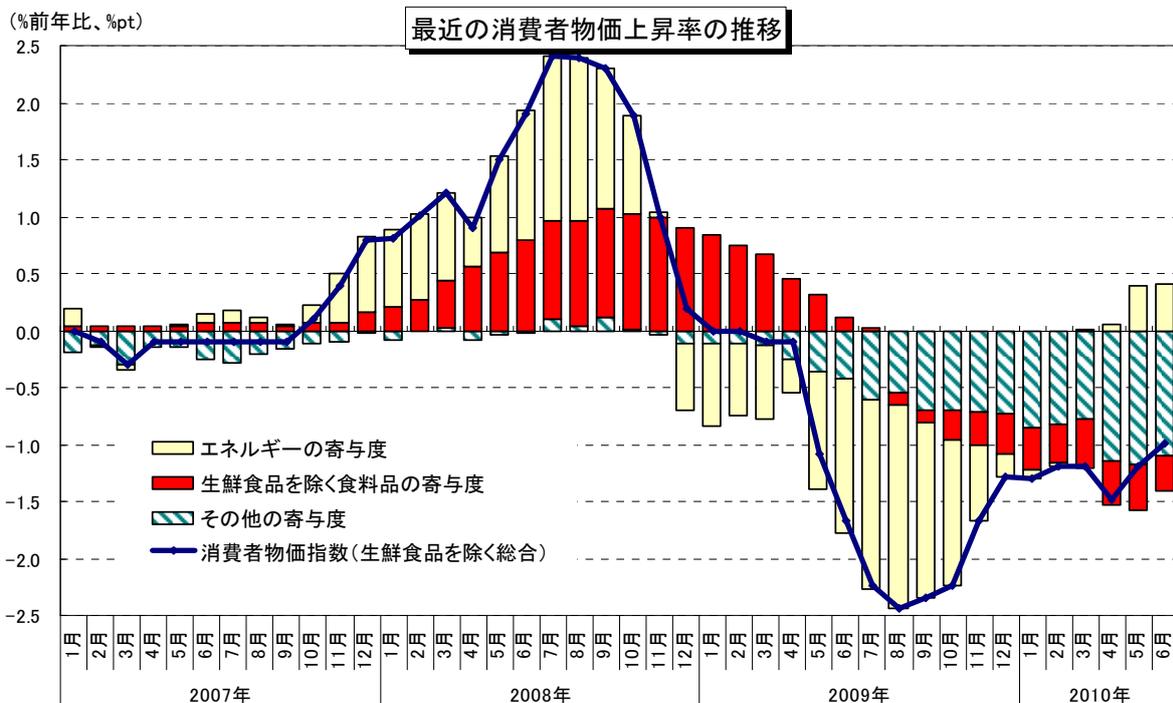
(3) 物価見通し

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思われることから、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。



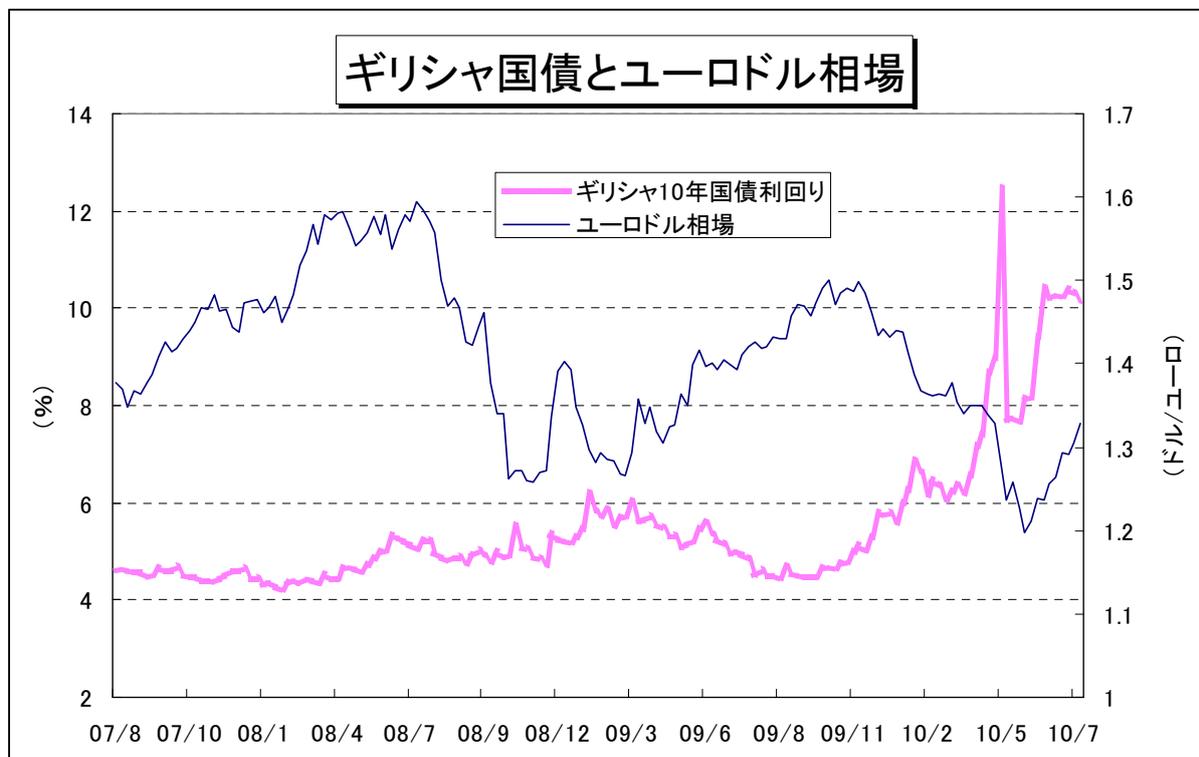
付 表 1

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

付表 2

中国経済の状況(予測の前提)

