2011年の内外経済金融の展望

――年後半にかけて景気は再び持ち直しへ――

主任研究員　南　武志
主席研究員　山口勝義
主事研究員　田口さつき
研究員　王　雷軒

〔要　　旨〕

1　2009年半ばまでに，世界金融・経済危機による景気悪化は食い止められ，その後は新興国主導で持ち直し基調が続いてきた。しかし，10年に入り，全体的に景気回復ペースの鈍化が目立ち始めた。

2　新たな国際経済運営上の枠組みとして，主要20か国・地域での議論が本格的に始動している。議題としては，途上国支援，地球環境問題に加え，先進国における財政健全化策，世界的な通貨安競争の自制・回避，グローバル・インバランスの是正などが俎上（そじょう）に上っている。ただし，先進国と途上国の間で利害が対立し，なかなか意思を統一することが困難なケースも散見されている。

3　2011年の海外経済を展望すると，前半までは減速した状態が続くが，後半にかけて再び成長率が加速する姿を見込んでいる。米国経済は，雇用改善の遅れやディスインフレの強まりなどが目立っているが，米FRBによる大幅な金融緩和策の効果浸透によって11年後半以降は回復力が強まるものと予想する。ユーロ圏経済は，ユーロ安メリットを享受するコア国と財政悪化に直面する周辺国との二極化が強まっているが，先行きは財政再建路線による負の効果が一時的に強まる可能性があるだろう。景気過熱によるインフレや不動産バブルが懸念されている中国経済は，当面は引締め政策により，景気減速が続くことが見込まれる。

4　国内経済については，耐久財消費刺激策の反動とこれまで進行した円高による悪影響によって，11年度上期までは景気停滞色が強い状況が続くだろう。なお，年度下期には海外経済の回復に伴う輸出増勢の強まりから，再び成長率を高めていくものと予想する。

5　先行きの新たなリスク要因として，先進国・地域と新興国との景況感格差や金融政策スタンスの違いによって発生しうる国際資本フローの異常な動きに注意を払う必要があるだろう。

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。

目　次

はじめに
——世界的な景気減速懸念の浮上——
1　内外経済を取り巻く課題
(1)　G20による経済運営
(2)　財政健全化に向けた努力
(3)　通貨安競争の回避
(4)　グローバル・インバランス（世界的な不均衡）問題
2　海外経済金融情勢と展望
(1)　米国経済の展望
(2)　欧州経済の展望
(3)　中国経済の展望
(4)　国際商品市場の動向
3　国内経済・金融の注目点と展望
(1)　耐久財消費刺激策の反動
(2)　円高による景気下押し懸念
(3)　当面の政策運営
(4)　国内経済・物価の展望
(5)　基本的に長期金利は低位状態継続
おわりに
——デカップリングの持続可能性——

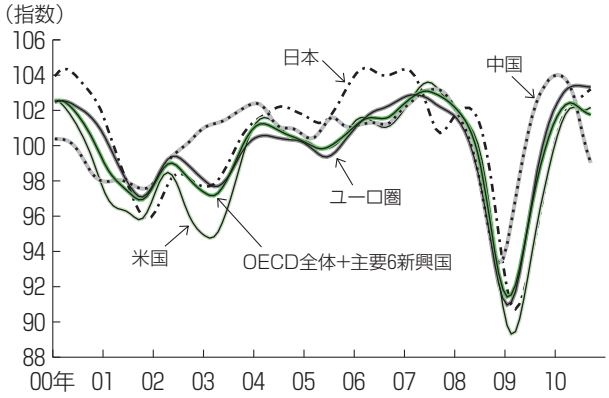
はじめに
——世界的な景気減速懸念の浮上——

2008年秋に発生した世界金融・経済危機により，先進国・新興国を問わず，世界経済は大打撃を受けた。その直後から国際協調の枠組みのなか，各国の財政出動と金融緩和策，金融システム安定化策などによる景気下支えが講じられた結果，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，断続的に国際金融市場の混乱を招いているほか，米国においては景気回復の鈍さやディスインフレ傾向の強まりによるデフレ突入懸念，さらにインフレ加速や不動産バブルへの対応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を高める要因も散見されている。実際に，OECD景気先行指数（CLIs）からも，景気回復そのものは続いているが，その勢いが減速しており，当面はそうした状態が続く可能性が高いことも見てとれる（第１図）。

本稿では，2011年の内外経済が抱えている課題とともに，今後の展望について述べていきたい。

第1図　OECD景気先行指数の推移



資料　OECD
（注）　主要6新興国とは，ブラジル，中国，インド，インドネシア，ロシア，南アフリカ。

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　内外経済を取り巻く課題

(1)　G20による経済運営

冒頭でも触れたように，世界金融・経済危機が発生して以来，世界経済に関する様々な取決めを議論する場として，従来のG７（もしくはロシアを加えたG８）という枠組みではもはや十分ではなくなり，世界金融・経済危機が発生した08年秋からは新たに中国，インドなど11の新興国を加えたG20（主要20か国・地域[注1]）という枠組みでの首脳会議や財務大臣・中央銀行総裁会議が定期的に開催されるようになっている。このG20諸国・地域の総人口は世界全体の約３分の２，GDP総額は実に全体の９割程度を占めている。

2000年代に入ってから，新興国の経済発展は目覚ましく，地球環境や貧困への取組みとして，もはや中国やインド，ブラジルなどを抜きにしては国際的な合意ができない状況となっている。一方で，G20を構成する国々では共有する理念や価値観が異なるなど，利害対立するケースも少なくない。そのため，G７サミットなどとは異なり，なかなか意思を統一することが困難な点も否定できない。

こうしたなか，2010年内に開催された２回のG20首脳会合（金融サミット（６月：カナダ・トロント，11月：韓国ソウル））では，先進国での財政悪化問題をはじめ，世界的な不均衡拡大（グローバル・インバランス）の是正，通貨安競争に対する対処，世界的な金融規制の枠組み作りなどが議論の対象となった。

（注１）G20参加国・地域は，アメリカ合衆国，アルゼンチン，イギリス，イタリア，インド，インドネシア，オーストラリア，カナダ，韓国，サウジアラビア，中国，トルコ，ドイツ，日本，フランス，ブラジル，南アフリカ共和国，メキシコ，ロシアの19か国と，欧州連合（EU）の１地域である。

(2)　財政健全化に向けた努力

世界金融・経済危機の発生前，先進国においては裁量的な財政政策は無効であるばかりか，むしろ有害とのコンセンサスが形成されており，財政政策については財政赤字を一定の範囲内に抑えるというルールに基づいた運営が進められてきた。しかし，今回の金融・経済危機からの脱出に際して，裁量的な財政政策も重要な役割を果たしたのは間違いない。とはいえ，いつまでもこうした危機対応の手厚い財政支出を継続することは不可能であり，危機対応の政策運営からの出口を模索する動きが本格化しつつある。

特に，2010年を通じて，一部のユーロ加盟国では財政悪化への懸念が浮上，債務不履行（＝財政破綻）への警戒感が強まり，それが共通通貨ユーロの信認を喪失させ，通貨価値の大幅下落を招くという事態が発生した。そうしたこともあり，先進国における財政赤字の削減努力は10年６月のG20金融サミットにおいて国際公約化されることとなった。具体的には，日本を除く先進国は財政赤字を13年までに半減するとし，財政赤字額が巨額な日本だけは例外扱いと

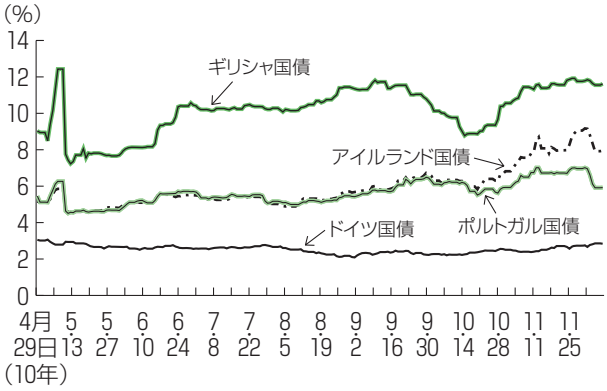
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

なったものの，６月に閣議決定された「財政運営戦略」に沿った健全化計画（基礎的財政収支の赤字をGDP比で15年度までに半減し，20年度までに黒字化すること）が求められた。

前述のとおり，先進国のなかでも，財政悪化への目が厳しいのはユーロ圏諸国である（第２図）。財政悪化国に求められている財政再建の内容は厳格であり，３～４年程度の比較的短期間に集中して改善を図ることが求められている。この財政健全化は，欧州経済がサブプライム問題以降の混乱からまだ完全な回復に至っていない局面において実施される点や，世界的な財政健全化の流れのなかで進められる点を考慮すれば，緊縮財政の経済に及ぼす負の効果が大きく現れ，11年には財政引締め効果が経済成長の大きな重荷となる可能性がある。さらに，景気低迷による税収下振れ等により計画が頓挫に至り，負の効果がより長期化する可能性があることにも注意が必要である。

財政悪化国における実際の財政再建は取組みの途上であり，また問題の再発防止策についてもEUにおいて検討の過程にあるため，依然財政問題の帰すうが長期金利の上昇や金融機関の資産劣化等を通じて財政問題の深刻化と景気後退を引き起こし得るリスク要因となっている。また，こうした問題は，単に当該財政悪化国一国にとどまらず，金融市場の混乱等を通じ他国に波及する可能性をはらんでいると言わざるを得ない。

第2図　欧州における国債利回り推移（10年債）



資料　Bloombergデータ

(3)　通貨安競争の回避

冒頭でも触れたように，2009年半ばまでに世界的に景気底入れが実現したが，その後も先進国・地域では金融システムに不安を抱えていたこともあり，回復テンポはなかなか加速しなかった。こうしたなか，一部の新興国では通貨安による輸出増を経済成長につなげたいという思惑が働いているほか，急増する資本流入に対処するため，資本規制を導入し，かつ自国通貨の増価（通貨高）を抑制するための，為替市場への直接介入も行っている。

一方，欧米諸国においては，為替市場への介入効果については有効ではないとの見解を繰り返してきた経緯から，市場介入による直接的な通貨安政策はとっていない。しかし，金融システムの不安定さが残っているため，そもそも通貨に対する減価圧力が続いている。また，デフレ警戒感が強い米国で大胆な金融緩和措置が決断されるとの観測が強まったことを背景にドル安が，一部の国で財政危機に陥っているユーロ圏

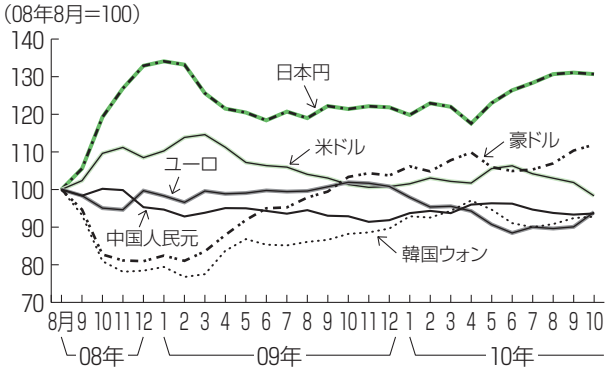
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

ではユーロ安が，それぞれ進行しやすい環境となっている。

こうした各国通貨の減価傾向のあおりを受けたのが日本であったといえる（第３図）。円の実質実効レートはリーマン・ショック前と比較して，ほぼ一貫して２～３割ほど増価した状態が続くなど，輸出産業や国内景気に対する下押し圧力が強い状況となっている。こうした状況を受けて，日本政府は９月には６年半ぶりとなる円売りドル買い介入を実施，日本銀行も介入資金の即時吸収を行わない意向を示すといったように，いわゆる非不胎化介入に踏み切ったが，経常収支黒字国が行う通貨安につながる為替介入については，国際社会での理解は得られていない。

10年10月のG20財務相・中央銀行総裁会議ならびに11月のG20金融サミットにおいては，通貨安競争の自制・回避が合意され，経済のファンダメンタルズを反映するため，市場決定型の為替相場に移行していくことによって為替相場の弾力性を高めるとの首脳宣言が採択されたが，その声明の実効力は乏しいとの指摘も少なくはない。

第3図　主要国の実質実効レート



資料　国際決済銀行(BIS)
(注)　値が高いほど通貨価値は高いことを意味する。

(4)　グローバル・インバランス（世界的な不均衡）問題

2000年代前半の世界経済はグレート・モデレーション（大いなる安定）と呼ばれるなど，表面的には物価が安定的に推移する下で適度な経済成長が実現したが，金融・経済危機の発生後に振り返ってみれば，世界規模での過剰流動性の発生に伴う不均衡の拡大が起き，危機の原因の一つであるサブプライム問題が生み出される土壌を形成しつつあったと評価されることもある。なかでも，世界的な経常収支不均衡の拡大（グローバル・インバランス）問題が危機発生の原因であり，その是正を求める意見もある。

米国経済の構造問題の一つとして長らく指摘されている経常赤字は，06年に過去最大の8,026億ドル（対GDP比で約６％）に達し，その後も高水準で推移してきた。ISバランスから経常収支赤字をとらえると，国内貯蓄額が国内投資額に比べて過小であることを意味する。米国において，公的部門と民間部門に分けてISバランスをみると，公的部門では投資超過（＝貯蓄不足），つまり財政赤字がすう勢的に続いていた上に，民間部門でも家計の旺盛な消費行動を背景に投資超過状態となっており，いずれも経常収支の赤字拡大に作用していた。なお，危機発生直後には，経常収支赤字は縮小に向かったものの，09年央の景気底入れ後は再び赤字幅が拡大する方向にある。

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。

一方，中国など東アジア地域においては，経常収支黒字とともに，適正と思われる水準をはるかに上回る外貨準備高の累増が同時に起きている。特に，巨額の経常収支黒字を抱える中国では為替レートの一方的な切上げを抑制するために流入してくる資本を政府部門が吸収しているため，米国は様々な批判を行っている。

10年10，11月に相次いで開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議，G20金融サミットでは，世界的な通貨安競争に歯止めをかけるため，各国の経常収支の対GDP比率を一定の水準に抑える目標の導入について合意した。ただし，実際の数値目標などのガイドラインの設定については11年６月までに決定することで先送りされた。

なお国際通貨基金（IMF）は，経常収支と経済力を総合的に考慮し，G20構成国を①黒字の先進国（日本，カナダ，ドイツなど），②赤字の先進国（米国，英国など），③黒字の新興国（中国・インドネシアなど），④赤字の新興国（ブラジル，インドなど）⑤原油輸出国（ロシア，サウジアラビアなど）の５グループに分け，通貨と経常収支に対する政策をG20に提出したと報じられている。とはいえ，こうした不均衡是正を解決するためのマクロ経済政策が，将来的に別の問題を引き起こす可能性もあり，注意が必要である。

2　海外経済金融情勢と展望

(1)　米国経済の展望

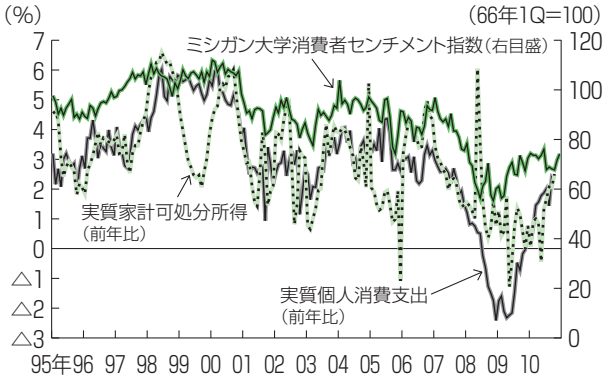
米国経済については，2010年前半までに，家電消費や住宅などに対する支援策の終了を迎えたが，７～９月期の経済成長率は５四半期連続のプラス成長となるなど，回復基調をたどっていると判断できる。しかし，雇用環境には厳しい状態が残っている。失業率は９％台後半で高止まり，なかなか低下する兆しがみられないほか，雇用増も十分な水準ではない。また，インフレ指標も徐々に弱まるなど，景気回復ペースはほとんど加速をみせぬまま推移している。

先行きについては，10年11月に決定された米FRBによる大規模な金融緩和措置（11年６月末までに6,000億ドル程度の国債を買い入れる）の効果が徐々に浸透してくることから，金利低下による民間設備投資やドル安による輸出下支えが期待できるだろう。また，民間消費についても，家計部門におけるバランスシート調整が進行するなかで，雇用者所得が持ち直し基調にあることから，今後とも緩やかな回復傾向を続けていくものと思われる（第４図）。ただし，総じてみれば11年前半にかけてはこれまで通りあまり加速感をみせぬままの展開となるが，年後半以降は徐々に経済成長率が高まっていくと予想する。なお，年間を通じては，10年の2.7％成長の後，11年は2.0％成長へ減速すると予測した。

一方，金融政策に関しては，政策金利で

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。

第4図　米国の所得・消費支出と消費者マインド



資料　米国商務省, ミシガン大学資料

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月に史上最低の「０～0.25％」へ引き下げられて以降，据え置かれている。当面は，雇用環境の厳しさと低インフレを背景に，現在の政策金利誘導目標は継続されると予想するが，年後半に景気の回復力が強まってくれば，FFレート引上げなど，正常化に向けた動きの再検討が開始されるだろう。

(2)　欧州経済の展望

2010年には周辺国の財政危機とそれによる通貨安に見舞われたユーロ圏経済であるが，ドイツなどユーロ安メリットを享受し，輸出が好調なコア国と，ギリシャ，スペインなど財政健全化に向けて厳しい取組みが続く周辺国との間で，景気回復の動きに二極化が明確となっている。しかし，全般的にみれば景気回復が進行しつつも，10年下期にかけて減速傾向が明確になりつつある。そのうち，ドイツ経済については，10年前半にはユーロ安を背景に輸出の伸びが顕著となり，今後もユーロ圏経済成長のけん引役として期待されてきたが，直近の輸出額推移は跛行性を伴う動きとなっている。また，生産面でも製造業受注や鉱工業生産指数は一本調子の成長が見込まれる状況とはなっていない。また，失業率は７％％台まで低下しているものの小売売上高は現在のところ目立った改善を示すには至っていないようである。

なお，11年を見通した場合，以下の理由により経済成長の一層の加速は期待し難いと考えられる。まず，足元で域内の緊縮財政の経済に及ぼす負の影響は否定できない点である。財政改善が順調に進捗した場合には，改善計画の途上にあっても将来を見越し企業投資や家計消費が刺激されるいわゆる「財政政策の非ケインズ効果」が現れる可能性はあるとしても，少なくとも11年中は負の影響が先行し，経済成長に対する下押し効果としてより強く働くものと考えられる。このため，内需の拡大は当面期待し難く，また経済成長の二極分化傾向は継続するものとみられる。

次に，欧米の中央銀行のスタンスの違いからユーロ高に振れやすい基調にあるため，ドイツ等をけん引役とした輸出主導での継続的な経済回復は期待し難い点である。また，米国経済の回復が緩やかなこと等からも，当面輸出の大幅な伸長は困難とみられる。

以上から，少なくとも11年中は現時点程度の緩やかな経済回復が継続し，欧州経済の本格回復は早くとも12年入り後と考えられる。欧州圏独自のリスク要因として財政

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。

再建計画の頓挫や金融市場の混乱の可能性が否定できず，11年において経済成長率は1.5％程度で低迷すると予想する。

一方，欧州中央銀行（ECB）は危機対応時の金融政策からの「出口」に向けた取組みを既に開始しており，引き続き緩和を継続する米FRB等とは一線を画した動きとなっている。しかしながら，ギリシャに続き10年11月にはアイルランドに対する国際的な支援が現実化し，さらに他の周辺国への問題の波及も懸念されるなか，金融政策の正常化にとって環境は困難なものとなっている。そのため，欧州中央銀行（ECB）の「出口戦略」としては，11年内は資金供給手段等の正常化だけにとどまり，政策金利自体の見直しは12年以降にずれ込むと考えられる。

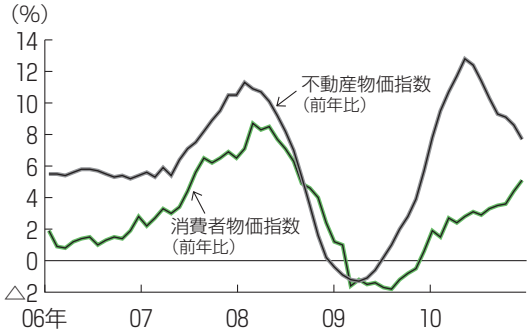
(3)　中国経済の展望

2010年の中国経済は，これまでの金融緩和政策と積極的な財政政策の効果によって堅調な経済成長を続ける半面，景気過熱によるインフレ懸念や大都市圏での不動産バブルに直面するなど，難しい場面に直面し続けてきた。これに対し，中国政府は成長率を適正水準にまで減速させるべく，抑制的な政策をとっている。10年４月に中国政府は一部の大都市における不動産投資・投機抑制政策に本腰を入れ始めたことや，エネルギー多消費型工業（鉄鋼，非鉄金属やセメントなど）の生産抑制を実施してきた。その結果，10年７～９月期の実質経済成長率は前年比9.6％へ減速したが，依然として底堅い成長と評価できるだろう。

一方，天候要因や国際商品市況の上昇，所得水準の向上に伴う需要増，投機マネーの流入などを背景に消費者物価上昇率は加速傾向にあり，11月には同5.1％まで高まった。５％突破は２年４か月ぶりで，インフレ懸念が一段と高まった。ただし，農産物投機への取り締まり強化や生活必需品価格の上限を設ける行政措置などがとられた結果，農産物価格は正常の水準に戻りつつある。なお，賃金の大幅上昇や省エネ推進のための電気・ガスなど公共料金引上げが実施されれば，物価上昇圧力は一段と高まるとみられ，11年の中国政府の物価抑制目標も４％に修正される（10年：３％）とみられる。また，バブルの様相を呈していた不動産市場に対し，政府は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てきたが，その影響を受けて，主要70大都市の不動産価格は上昇率の鈍化が続いている（第５図）。

一方，中国人民銀行は景気過熱抑制策の一環として，これまで利上げ（１年物預金基準金利と同貸出基準金利を0.25％引上げ）

第5図　中国の物価指数と不動産販売価格



資料　CEICデータ

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。

や預金準備率引上げを実施してきた。しかし，実質預金金利は依然マイナス水準であり，貿易黒字拡大や海外からの直接投資の増加，投機マネーの流入などが続いていることから，今後とも追加的な金融引締め策（利上げや預金準備率）が打たれることは十分予想される。なお，10年12月に開催された中央経済工作会議では，金融政策スタンスが「適度な緩和」から「穏健」へと変更されたが，すでに景気の急激な回復過程は一服しており，あまり大幅な引締め策が採用されることはないだろう。

全般的にみると，インフレ懸念の高まりなどから，中国のマクロ・コントロールは11年に向けて強化されるとみられる。しかし，第12次５か年計画の実施に伴い，過剰生産産業抑制，不動産投資・投機抑制政策の緩和や12年の政治指導者交代を視野にいれた地方政府の投資拡大が予想されることなどから，11年半ば以降，経済成長率は緩やかながらも持ち直し，年間を通じても９％台後半の経済成長になると予測する。

(4)　国際商品市場の動向

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，2010年前半には横ばい圏内での展開となったが，夏場にかけては新興国経済の底堅さなどから持ち直すとともに，米国での大幅な金融緩和観測を背景にドル安が進行したことから，商品市場への投機的資金の流入が活性化し，高騰が続いている。また，10年度上期にかけてはおおむね70ドル台での推移を続けてきた原油価格（WTI先物・期近物）についても，年末にかけて上昇圧力が高まり，80ドル台での展開となっている。とはいえ，世界経済全体の回復テンポがやや鈍化していることを踏まえれば，資源需要が加速的に強まることはなく，資源価格の上昇余地も大きくはないだろう。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，増産余力もあり，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とみる。原油入着価格については，11年度は80ドル台前半で推移するだろう。

一方，穀物価格は干ばつの影響で小麦価格が急上昇しているほか，当初は豊作懸念もあったトウモロコシなども買い進まれている。世界的にみて在庫率が低水準で推移していることもあり，今しばらくは高値状態が続くと思われる。今後，国内の食料品価格へも波及する可能性があるだろう。

3　国内経済・金融の注目点と展望

(1)　耐久財消費刺激策の反動

まず，耐久財消費刺激策の反動について考えてみたい。そもそもリーマン・ショック後に起きた景気悪化局面（2008年度下期）では，自動車・電機などの生産落ち込みが激しく，その過程で深刻な雇用問題も浮上したが，政府は環境対応という側面もあったとはいえ，基本的には今後数年分の耐久財消費を前倒しさせるような対策を実施し

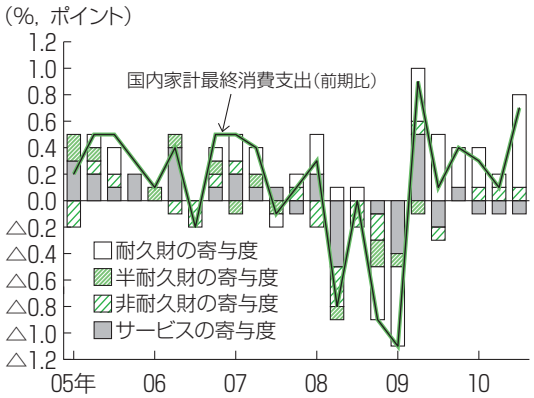
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。

た。このように人為的に作り出された民間消費は，当然ながら自律的なものとは言い難い。このうちエコカー購入補助金制度については９月上旬に期限切れを迎え，それ以降の自動車販売は不振を極めている。また，家電エコポイント制度についても，財源の乏しさや同制度終了時の反動減を小さくする目的から，12月以降はポイントがほぼ半減され，さらに11年１月からは省エネ性能が最も高い「五つ星」，かつ買い替え目的のものに限定することとなっている。11月末にかけては対象となるエコ家電の売行きが大いに活性化したと報じられたが，今後はその反動減が出るのは不可避であろう。少なくとも今年度内は，消費の低調さが続く展開になると思われる。

一方，耐久財以外の消費動向をみると，国内家計最終消費の約半分を占めるサービス消費は軟調なままである（第６図）。堅調な耐久財消費のしわ寄せを受けた格好であるが，自律的な回復に向けた動きはまだ見えてこない。ちなみに，雇用環境は依然として厳しい面はあるが，10年に入ってからは残業増や夏季賞与の回復などによって，雇用者報酬の底入れもみられた。ただし，最近の生産調整に伴って残業時間が減少していることも影響して，10年後半にかけての名目雇用者報酬は頭打ちとなりつつある。

なお，６月には子ども手当の支給が始まったほか，11年度には多少の上積みも予定されており，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い。財政運営戦略で義務づけられたペイ・アズ・ユー・ゴー原則では，子ども手当の増額分の手当ては，なんらかの財源確保によって行われる格好となるが，総合的にみれば，結局は現在の「子ども」たちである将来世代が負担せざるを得ない可能性も高く，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。

第6図　国内家計最終消費支出の動向



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。

(2)　円高による景気下押し懸念

次に15年ぶりの水準まで進行した円高が国内経済・産業に与える影響を取り上げる。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とされている。(注2) 実際，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，これ以上の円高進行は

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。

回避すべき問題である。

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くないだろう。事実，法人企業統計季報によれば，10年７～９月期の全規模・全産業ベース（除く金融・保険業）の売上高は前期比減少に転じており，円高効果が出ている可能性は否定できない。

（注２）実際の乗数分析におけるシミュレーションは，円の対ドル10%減価という想定で行われている。

(3) 当面の政策運営

2010年夏にかけて円高圧力が高まるとともに，景気鈍化懸念が強まったことを受けて，政府・日本銀行は追加の経済対策を余儀なくされている。

まず，政府は，①10年度予算における予備費の活用，②10年度補正予算の編成，③「元気な日本復活特別枠」として約２兆円を盛り込む方針である11年度予算，といった三段構えの政策運営を行い，景気の足踏みに対して対処する方針を示した。なお，11年度予算に関しては，10年６月に閣議決定した「財政運営戦略」やそれに基づく「中期財政フレーム」に従って編成される方針である。具体的には，①新規国債発行額を10年度予算の水準（約44兆円）以下に抑制，②個人所得税，法人税など税制抜本改革を実施，③今後３年間の歳出規模を10年度予算の規模（約71兆円）以下に抑制，などといった枠組みで行われることとなる。

一方，根強い円高圧力は物価下落（デフレ状態）とも密接な関連性があるとして，日本銀行に対しては各方面から様々な緩和要請があったが，４月には成長基盤支援のための新たな資金供給開始を決定，８月には固定金利オペを拡充し，さらに10月には①政策金利の誘導目標の変更，②時間軸の導入，③５兆円規模の資産買入基金の創設，の３本柱からなる「包括緩和策」の導入に踏み切った。このうち，②では消費者物価上昇率が前年比１％程度まで上昇することの確度が高まるまで包括緩和策を続けるとの，かなり強力な時間軸が設定されたと考えられ，③による国債購入や，上述の財政規律の明確化などと合わせてみれば，将来的な長期金利の上昇抑制につながるものと考えられる。

(4) 国内経済・物価の展望

さて，2011年にかけての国内経済情勢については，これまで景気をけん引してきた輸出が一段と鈍化することや上述したように民間消費に反動減が出ることなどを踏まえれば，年前半までは足踏み状態が続く展開が予想される。ただし，世界経済全体が二番底入りするリスクはそれほど大きくな

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。

いと想定されるほか，09年度以降の自動車販売は，リーマン・ショック以前の水準まで戻ったに過ぎず，反動減もそれほど長引かないものと予想する。また，賃金・賞与も総じて持ち直しの動きが続き，家計の所得環境にも薄日が差し始めているため，民間消費が底割れする事態は回避できるだろう。また，企業設備投資に関しては，足元の水準は依然として下振れしていると思われ，企業経営者の設備過剰感は根強いものの，本来あるべき水準まで戻る力は働いており，回復傾向は維持されると思われる。ただし，最近の円高圧力や海外景気の不透明感もあり，当面は加速感のないまま推移していくだろう。このように，先行き民間需要の自律的な回復力が強まっていく姿を見通すことは難しい。

結局のところ，わが国経済の先行きは，輸出動向を左右する海外経済動向が大きなカギを握っている状況には変わりはない。前述の通り，欧米経済には不安定さが残っているほか，堅調だった中国経済も調整が続いており，わが国からの輸出がすぐに再加速を開始する状況にはない。このようにわが国の輸出にとっては好材料は乏しく，当面は輸出の鈍化が続くだろう。

経済成長率でみれば，10年度は2.8％と３年ぶりのプラスとなるが，年度下期は景気停滞感が強まる展開が予想される（第１表）。これに引きずられる格好で11年度は１％前後まで成長率は鈍化するが，年央には耐久財消費の調整に一応のメドがつくほか，輸出主導での回復プロセスが再び強まるものと予想する。一方，国内全体の需給バランスは依然として崩れた状態が続くだろう（第７図）。底堅い推移を続ける新興国経済の資源需要は強

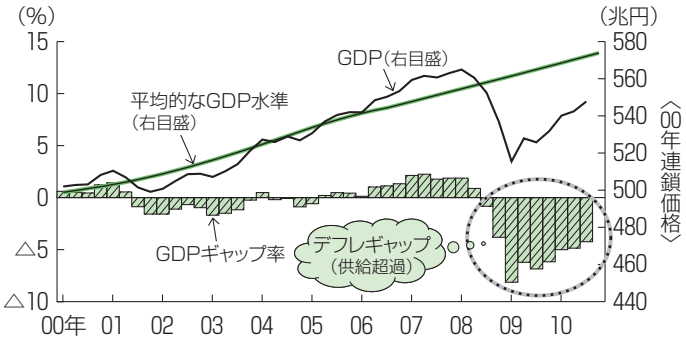
第1表　2010～11年度　日本経済見通し

	単位	2009年度（実績）	2010年度（予測）	2011年度（予測）
名目GDP	%	△3.6	0.2	0.2
実質GDP	%	△2.4	2.8	1.1
民間需要	%	△5.0	2.6	1.2
民間最終消費支出	%	0.0	1.4	△0.1
民間住宅	%	△18.2	△1.7	2.7
民間企業設備	%	△13.6	4.8	4.0
民間在庫品増加（寄与度）	ポイント	△1.1	0.4	0.2
公的需要	%	5.2	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	3.4	1.8	1.2
公的固定資本形成	%	14.2	△5.9	△3.6
輸出	%	△9.6	18.0	5.8
輸入	%	△11.0	12.4	5.8
国内需要寄与度	ポイント	△2.6	2.0	0.9
民間需要寄与度	ポイント	△3.9	1.8	0.8
公的需要寄与度	ポイント	1.2	0.1	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.3	0.9	0.3
GDPデフレーター（前年比）	%	△1.3	△2.1	△0.9
国内企業物価　（前年比）	%	△5.2	0.3	0.4
全国消費者物価（前年比）	%	△1.6	△0.9	△0.5
完全失業率	%	5.2	5.1	5.1
鉱工業生産　　（前年比）	%	△9.2	8.1	0.6
経常収支（季節調整値）	兆円	15.8	15.7	15.5
名目GDP比率	%	3.3	3.3	3.2
為替レート	円/ドル	92.8	85.8	85.4
無担保コールレート（O/N）	%	0.10	0.09	0.09
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.09	1.06
通関輸入原油価格	ドル/バレル	69.1	78.6	81.3

資料　実績値は内閣府「国民所得速報」など，予測値は農中総研
（注）1　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。
2　無担保コールレートは年度末の水準。
3　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。

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。

第7図　大幅に崩れたままのマクロ需給バランス



資料　内閣府，総務省データ
(注)　平均的なGDP水準はHPフィルターなどを利用して作成。

く，輸入原材料やエネルギーなどの価格は強含む可能性があるが，全般的にみれば物価下落状態は残るものと予想する。政府・日本銀行が期待するような11年度内のデフレ脱却（消費者物価上昇率のプラス転換）はかなり厳しいと予想する。

(5)　基本的に長期金利は低位状態継続

2010年度入り後は低下基調にあった長期金利は，10月上旬に日本銀行が包括緩和策を導入した直後に一段と低下したが，その効果は長続きせず，その後は緩やかな上昇に転じた。特に，米FRBが大幅な緩和策（QE２）を決定し，堅調な米経済指標も散見され始めた11月上旬以降は，円高の修正や株価持ち直し機運が高まったため，長期金利は一段と上昇，12月に入って1.2%台にまで上昇する場面もあった。米国の流動性供給を期待した株高やクリスマス商戦の堅調さなどもあり，一部で米景気の先行き楽観論も浮上した模様だが，住宅市場が再び悪化方向に転じたことや，ディスインフレ傾向が強まってきたこと，さらには雇用改善が遅れていることが再確認されるなど，当面は景気回復が順調にはいきそうもないことも見て取れる。また，中国が金融政策の運営スタンスを引締め方向に変更したことは，少なくとも11年前半までは世界経済全体の減速が続く可能性を高めたと思われる。

なお，日米とも中央銀行は景気に対しては慎重なようで，今後の展開次第ではもう一段の緩和措置をとる可能性も示唆するような姿勢を保っている。まだ十分な威力を発揮していない日本の包括緩和策や米国の大幅な緩和策（QE２）によるイールドカーブの押下げ効果が意識される場面もあるだろう。また，金融機関にとっても，日銀が成長基盤支援のための資金供給を開始したとはいえ，デフレ継続や景気足踏みの強まりなどを考慮すれば，貸出が増加することは展望できず，これまで同様，消去法的な国債購入行動は継続される可能性が高い。そのため，時として大きく変動する場面も伴いつつも，総じて長期金利の低位状態は続くと予想する。

おわりに
――デカップリングの持続可能性――

OECDやIMFなどの国際機関による2011年の世界経済見通しは，10年に続き，新興国主導での景気回復が続くとの見方を提示している。とはいえ，これまでの経済政策効果の一巡・反動が想定されるなかで，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。

わゆる「デカップリング」状態が今後も成立し続けるかどうかは微妙な状況であるといえるのではないだろうか。

多くの新興国は，日本と同様に，経済成長のかなりの部分を輸出に依存した経済構造となっている。サブプライム問題による金融システムの毀損（きそん）が小さく，また経済規模に比べて相対的に大規模な財政出動を行い，さらに高付加価値財に比べて回復が早かった普及品・汎用品の生産ウェイトの大きい新興国では，先進国・地域に比べてリーマン・ショック後の世界経済・金融危機からの立ち直りが早かったのは言うまでもない。しかし，輸出という重要な推進力が期待できないなか，裁量的な財政政策によって国内需要を「無理やり」押し上げたがゆえに，景気過熱によるインフレや不動産バブルなど様々な歪みが発生しているのも確かである。

また，先進国・地域の金融政策が歴史的な緩和措置を継続している一方で，新興国・資源国の金融政策はすでに正常化に向けて動き始めている。こうした政策運営は，いずれも持続的な安定成長経路に向けた軟着陸を目指すものであるが，先進国と新興国との金融政策の方向性の違いに伴って発生する世界的な資金フローが，将来的に何らかのリスク要因となりうる可能性は意識しておくべきだろう。

（みなみたけし，やまぐちかつよし，
たぐちさつき，おうらいけん）

発刊予定のお知らせ

農林漁業金融統計2010　A4判，160頁　頒価　2,000円（税込）

農林漁業系統金融に直接かかわる統計のほか，農林漁業に関する基礎統計も収録。全項目英訳付き。

〈頒布取扱方法〉
編　　集…株式会社農林中金総合研究所
〒101-0047 東京都千代田区内神田1-1-12 TEL 03(3233)7744
FAX 03(3233)7794
発　　行…農林中央金庫
〒100-8420 東京都千代田区有楽町1-13-2
頒布取扱…株式会社えいらく営業第一部
〒101-0021 東京都千代田区外神田1-16-8　TEL 03(5295)7580
FAX 03(5295)1916

〈発行予定〉　2011年1月

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。