

# 2010・2011 年度経済見通し(2010 年 5 月改訂)

2010年5月20日  
株式会社富士通総研

## 1. 世界経済—浮上した市場の新たな不安定要因

### ギリシャの財政危機と市場不安の高まり

世界経済は、中国、インドなど高成長を遂げる新興国と緩やかに回復する欧米という形で二極化しつつも、「予想以上の回復」(G20 財務相・中央銀行総裁会議、4月23日)を遂げてきた。世界経済が順調な回復過程にあると思われた中、世界経済を震撼させたのが、ギリシャの財政赤字問題であった。

金融危機後の財政支出の拡大により各国財政は悪化したが、ユーロ圏の中でも以前から財政基盤が弱かったギリシャの財政赤字が、政権交代後の昨年10月に、それまでの不正な統計処理が明るみに出て、ユーロ圏最悪であることが暴露された(財政赤字のGDP比12.5%、従来の公表値3.7%)。これに伴い、ギリシャ国債の利回りが上昇するなどの混乱が生じ、3月2日にはEUとIMFが支援策を公表することで問題の沈静化を図ろうとした。この時点では、支援を実際に行うかどうかはともかく、支援の準備があることを示すことで安心感を与えることに狙いがあった。

しかし混乱は収まらず、4月23日には、ギリシャがEUに支援要請するに至った。EUとIMFによる支援策は当初は総額450億ユーロであったが、その後ギリシャ国債の格下げに伴う不安の高まりに対し、1100億ユーロ(約13兆円、内訳はユーロ加盟国800億ユーロ、IMF300億ユーロ)に引き上げられた(5月2日)。ただ、支援の条件はギリシャにとって極めて厳しいものであった。今後3年間で財政赤字をGDP比11%削減するために、①付加価値税の税率引き上げ、②公務員削減と賞与廃止、③公的年金支給額の削減と支給開始年齢引き上げ、などを行う内容であった。こうした厳しい内容になった背景には、支援の主たる出し手であるドイツなどの納税者の反発に配慮したものであった。しかし緊縮策に対しギリシャ国内では、受け入れに反発するデモやストライキが広がり、条件どおり財政再建できるのかについての疑念が広がった。

1100億ユーロの支援決定により、ギリシャは国債償還に必要な資金を市場から高い金利で調達せずに済むはずであったが、ギリシャの先行きに対する不安が高まったことから、ユーロは売られたかれ、世界同時株安といった状況に陥った。また、金融市場では、金融機関が互いに信用できな

くなり、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）が急上昇し、ギリシャ国債を大量に保有するユーロ圏の金融機関が市場でドル資金を調達しにくくなるといった事態に至った。さらには、ギリシャに次いで財政状況が悪いポルトガルやスペイン、アイルランドの国債が売り浴びせられ、仮にこの3カ国も支援することになると総額は5000億ユーロ必要との憶測も語られるようになった。もはや市場では、1100億ユーロでは、EUが域内の財政赤字に苦しむ国を救済するという強い政治的意思に欠けると見られる状態になった。

こうしてギリシャの危機が世界的な株式市場、金融市場の混乱を招くに至り、5月10日には、EUとIMFが合わせて7500億ユーロ（約90兆円、内訳はユーロ加盟国5000億ユーロ、IMF2500億ユーロ）の融資枠を用意するという支援策（欧州安定化メカニズム＝市場から資金を調達できなくなったユーロ加盟国を支援する基金）を決定し、ようやく市場は落ち着きを取り戻した。これと同時に、それまでユーロ圏の財政規律を緩めかねないとして加盟国の国債の買い入れを否定してきたECBは、国債の買い入れに乗り出した。また、FRBや日銀など日米欧の中央銀行6行は、金融市場の資金不足を補うため、ドル資金を供給する対策で協調した。

#### 欧州安定化メカニズム創設の意味

今回ギリシャが財政危機に陥った背景には、ギリシャ経済特有の問題がある。財政赤字が適切に開示されてこなかったことに加え、経済規模に比して公務員の比率が高く給与水準も高いこと、観光や海運が主たる産業で輸出競争力が乏しいこと、脱税が多く地下経済が3割に達することなどである。

ただ、ギリシャのような国が財政破綻の危機に瀕し、しかも経常赤字国である場合は、通常は通貨が売られ、結果として自国通貨が大幅に切り下がることで、競争力を回復し経済再建を果たすパターンを取る。1997年に始まったアジア通貨危機でも、そうしたパターンで各国は回復を果たした。しかし、ギリシャの場合、ユーロ圏の一員であり自国通貨を持たないため、通貨切り下げによって回復するという道は最初から閉ざされている。このため、ギリシャにとっては、自国の経済力に比して割高なユーロのレートの下で競争力を回復するためには、コストを削減していく必要がある。この点が、ギリシャが厳しい緊縮策をとらなければならないゆえんである。

ユーロ圏では通貨統合以来、金融政策の統合は図られたが、財政面では各国の独立性が保たれたままという中途半端な状態が続いてきた。しかし、今回のギリシャのように、いずれかの国が危機的状況に陥った場合には、ユーロの信任を維持していくためには、財政面で支援を行わざるを得ない。今回のギリシャ危機では、そうしたEUの政治的な意思を市場から厳しく問われる形となった。ただ、支援を決断することは、ユーロ圏内の資金の最大の出し手であるドイツの納税者を納得させるという点で簡単なことではなく、ギリシャへは支援する代償として厳しい緊縮策は強いたものの、

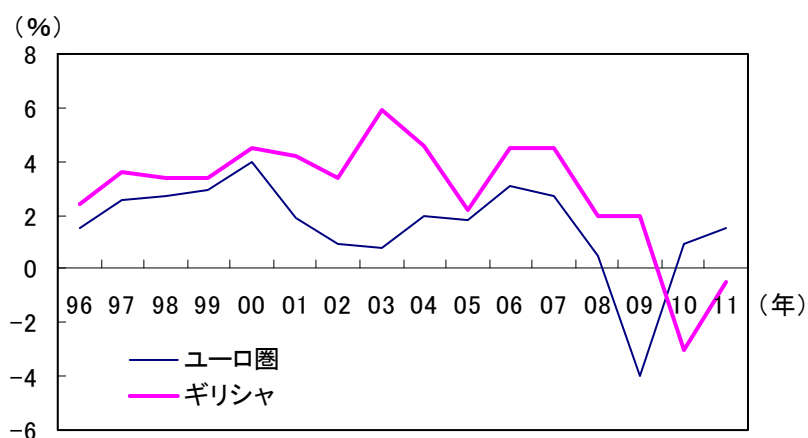
ユーロ安定化のためという大義の下で進めざるを得なかった。

昨年 10 月の問題発覚から、現段階では、EU が最大限支援する形で問題の収束を図る形となっているが、今回のギリシャ危機は、EU が統合をさらに深化させる道を選ぶのか否かのリトマス試験紙になった面がある。ギリシャに対する支援が行われなかったならば、ギリシャはユーロ圏から離脱せざるを得なくなった可能性が高い。あるいは、ドイツのように経済力が強い国が弱い国への支援を嫌うのならば、自らユーロ圏から出て行くしかない。こうした場合、ユーロという統一通貨は維持できず、ユーロ圏は元のばらばらの状態に戻っていかざるを得ない。換言すれば、今回の事態で EU は、財政運営も一体化してユーロ圏を維持していくのか、それともユーロ圏の維持を断念するのかの選択を迫られたが、EU は欧州安定化メカニズムの創設によって、まさに前者の道を選んだことになる。

### 世界経済への影響は軽微

今回の危機は、ユーロ圏にとって通貨統合以来の最大の危機であったといっても過言ではなく、LIBOR の上昇や世界同時株安など、2008 年秋の金融危機と似た兆候が、当時の市場の振幅に比べれば小さいとはいえ表れたため、各国の中央銀行も政策協調に踏み切った。ただ、ギリシャの経済規模はユーロ圏の 3% に満たず、ギリシャの景気の悪化がユーロ圏全体の实体经济を大きく揺るがすという性質のものではない。また、ギリシャ国債を多く保有するのは欧州の金融機関であり、リ

図表1 ユーロ圏とギリシャの実質GDP成長率の推移



(出所) 欧州統計局、欧州委員会

(注) 10、11年は欧州委員会による見通し (10年5月)

一マンショック後の金融危機のように、世界にばらまかれた証券化商品を通じて世界の金融機関が危機に直面するという類のものでもない。その意味で、ギリシャ危機はあくまでも EU 内の問題であり、世界経済への影響は軽微と考えられる。

ただ、ギリシャ危機を経て、ギリシャのみならず財政赤字の拡大した他のユーロ加盟国も歳出削減の傾向を強めており、1～3月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 0.8%と回復の足取りの重いユーロ圏の回復の足取りを、さらに重いものにする可能性は高い。また、ユーロ安により、円、ドルなどが相対的に高くなっており、欧州向けの輸出比率が高い企業が少なからず打撃を受けることは避けられない。

今後、ギリシャが本当に緊縮策によって財政再建を果たすことができるのかについては依然不透明感が強く、より現実的なプログラムに変更していかざるを得ない局面も想定され、金融市場が安定するためにはなお時間を要するかもしれない。ただし、今回 EU は、7500 億ユーロの支援決定を通じて強い政治的意思を示しており、今後、何らかの形で再度危機が再燃した場合でも、もはや後戻りはできず、さらに強い意志で問題を収束させるという選択を取るしかないと思われる。したがって、足元のユーロ安が今後さらに大きく進展するという可能性は低いと考えられる。今後、財政運営も含めたユーロ圏の統合深化を図っていくためには、短期的には、欧州委員会が新たに提案した EU 各国の予算の事前評価の仕組みの導入、長期的には政治統合が課題となる。

### 過熱する中国経済と元切り上げのタイミング

金融危機後の世界経済を牽引してきた中国経済は、景気が過熱気味であり、2009 年の成長率 8.7%に対し、2010 年は 10%を超える可能性も出てきている。景気の過熱は、不動産バブルとインフレに表れている。

4月の主要 70 都市の不動産販売価格は前年同月比 12.8%と、現行調査開始の 05 年 7 月以降の最大の伸びとなった。これに対し 4 月には、住宅ローンの規制が行われ、頭金の比率が最低 50%に引き上げられた。5 月に入り、上海や北京などの不動産取引量が急減したが、これは住宅ローン規制の影響と見られている。不動産バブルは、都市部やリゾート地などで膨らんでいることは否定できないが、現段階では局地的な現象であり、中国経済全体のリスク要因になるほどのものではないと思われる。

一方、4月の CPI は前年同月比 2.8%と、08 年 10 月以来、1 年半ぶりの高い伸びとなり、中国政府が年間目標に掲げる 3%に迫る水準となっており、中国政府は景気とインフレの両方に目配りした政策運営を求められる段階に入っている。中国人民銀行は、1、2月に2ヵ月連続で預金準備率を引き上げた後も、公開市場操作により市場の余剰資金の回収に務めてきた。この結果、3月のマネーサプライは前年比 22.5%と 09 年 2 月以来の低い伸びとなり、4月のマネーサプライの伸び

はさらに低下した（同 21.5%）。さらに5月初めには、中国人民銀行は、今年3回目の預金準備率引き上げに踏み切った。これまでのところ政策当局は、引き締めを極めて慎重な姿勢で進めており、今後についても引き締めが経済をオーバーキルするリスクは低いと考えられる。

不動産バブルやインフレを招く要因になっているのは市場のカネ余りであるが、これは人民元相場を実勢よりも低く保つための元売り・ドル買い介入が一つの元凶となっている。中国はアメリカから要求されるまでもなく、人民元の切り上げの必要性を感じていると思われるが、切り上げ観測が強まったことで、かえって短期の投機マネーが流入し、それが不動産に回るなどの現象も見られるようになっている。このように現在では、中国の高成長、利上げ、通貨高という連想が資金流入を勢いづかせている面も表れている。

こうした歪んだマネーフローを是正する決め手は、人民元の切り上げと変動相場制への移行であるが、当面は、現在はドルに事実上、固定している人民元相場について、金融危機前と同様に管理変動相場に戻すタイミングが課題となる。ただ、いずれ管理変動相場に戻すにしても、政策当局は極めて漸進的かつ経済に必要以上の悪影響を与えない形で行うと考えられ、これが今後の中国経済の失速リスクになる可能性は低いと思われる。

### 着実に回復するアメリカ経済

1～3月期のアメリカ経済は前期比年率 3.2%と3四半期連続でプラス成長となり、回復傾向がさらに鮮明となった。耐久財消費を中心に個人消費が回復し、設備投資の改善も見られるなど、3%と言われる潜在成長率を上回る成長を引き続き達成した。

景気の回復は企業業績の改善にも表れている。1～3月期の主要 500 社最終利益は前年比 53%と2四半期連続で増加し（トムソン・ロイター調べ）、利益総額はリーマンショック以前の水準を回復した。これは、新興国での売り上げ増加などの要因による。

今年後半からは景気対策の下支え効果が落ちてくるというマイナス要因もあるが、この先も新興国を中心とした世界経済の回復が続くとすれば、企業の設備投資意欲が高まっていくことにより、景気対策剥落のマイナスはある程度はカバーできる可能性が出てきている。もう一つの懸念材料は、雇用回復の遅れで、失業率については 9.9%（4月）と依然高水準となっている。これに対し、景気動向を敏感に反映する非農業部門の就業者については、1月以降増加していることが明るい材料ではあるが、3月以降の数ヶ月のこの統計については、国勢調査員の臨時雇用という特殊要因もあるため、その分は割り引いて考える必要がある。アメリカ経済がジョブレスリカバリーから脱するためにはなお時間がかかりそうである。

実体経済が着実に回復する中、FRBが、当面ゼロ金利（FFレートの誘導目標 0～0.25%）を維持する方針であることは、景気に対してプラスとなる。この先も潜在成長率を越える成長が続けば、

**FRB** は 0.25%程度の利上げ準備に早期に入る可能性もあったと思われるが、ギリシャ危機に伴う市場の不安定性が続く中では、高成長が続いたとしても **FRB** が利上げを急ぐ理由はなくなった。この意味で、**FRB** が早期に利上げに踏み切ることにより、景気回復の腰を折るリスクは低くなったといえる。



## 2. 日本経済—景気回復の波及が進展

### 景気回復が続く

日本経済は1～3月期のGDPが前期比年率4.9%の高成長となったことで、引き続き回復過程にあることが示された。1～3月期の主な経済指標をみると、生産は1～3月期も前期比7.0%（10～12月期：同5.9%）と引き続き拡大した。これは、アジア向けを中心に輸出が増加していることによる。製造工業予測指数（4月：前期比3.7%、5月：同-0.3%）から見て、先行きについても生産は緩やかに増加していく公算が高い。生産はすでに、金融危機前のピーク時に比べ86%の水準に回復しており、稼働率指数もピーク時に比べ85%の水準にまで回復している。

この間の消費は、3月の現金給与総額が前年比1.0%と1年10ヵ月ぶりにマイナスを脱するとともに、3月には薄型テレビの駆け込み需要があり（4月以降、エコポイント付与の基準が厳しくなることに伴う旧基準の商品への駆け込み需要）、消費総合指数は前期比0.9%（10～12月期：同0.9%）と引き続き高い伸びを示した。所定外労働時間は1年5ヵ月連続の前年比マイナスから1月以降はプラスに転じており、失業率も改善傾向にあるなど雇用環境も徐々に好転している。

外需については、輸出数量指数（日銀ベース）は、1～3月期には前期比5.2%（10～12月期：同7.6%）と引き続き高い伸びを示した。新興国の景気回復に続き、欧米の景気も緩やかに回復していることが、輸出にプラスの影響を与えている。

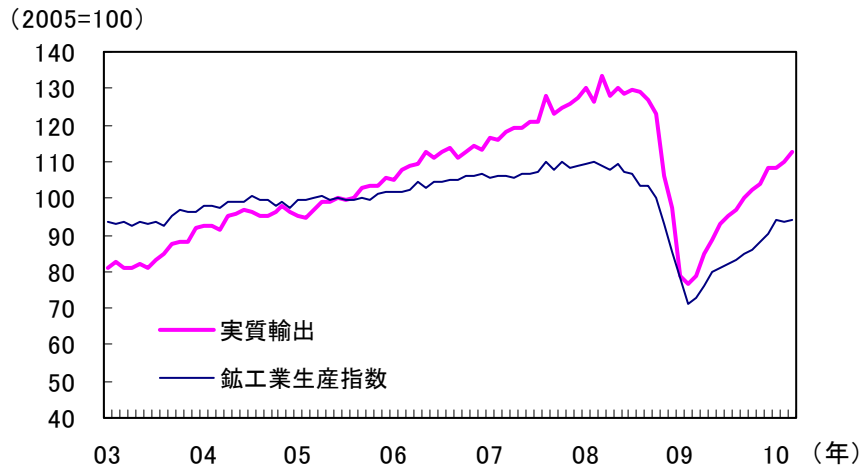
### 自律回復のカギ握る設備投資の回復

このように直近の日本経済は、輸出を起点とした生産の増加（図表2）、稼働率の上昇（図表3）、所定外労働時間および現金給与総額の増加（図表4）という形で輸出から生産、さらには雇用へと景気の波及が続いている。

設備投資についても、生産の回復による稼働率の回復、新興国の需要増加を背景として、設備投資の先行指標である機械受注、一致指標である資本財出荷指数（図表3）とも明確な底入れに転じている。1～3月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比2.9%（10～12月期：同1.1%）と2期連続でプラスとなり、4～6月期も同1.6%とプラスが持続する見込みである。一方、1～3月期の資本財出荷指数（輸送機械を除く）は前期比14.3%と高い伸びとなり、3期連続でプラスとなった。

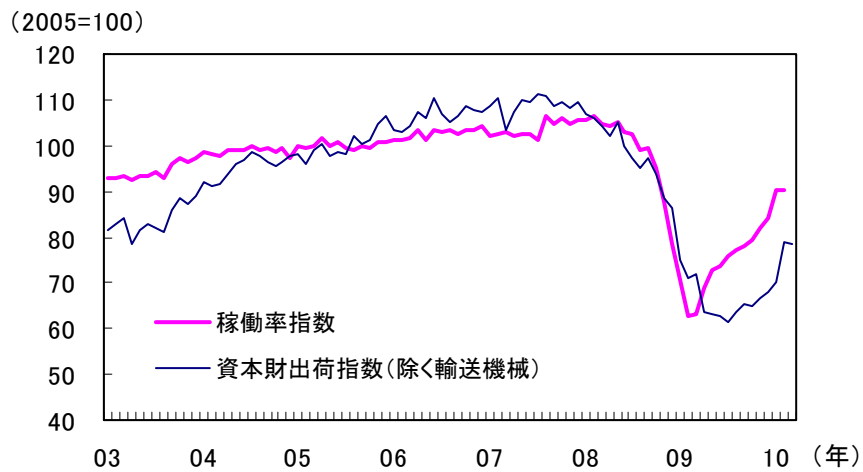
これらの指標は、景気回復に世界的な広がりが出てきたことにより、これまで冷え切っていた企業の設備投資意欲が戻りつつあることを示している。今年度の設備投資計画は日銀短観（3月調査）では製造業-2.4%、非製造業-4.4%と前年度比マイナスに留まっているが、今後はこの数値が年度の経過とともにプラスに転じていくことが予想される。設備投資に明るい動きが見られることは、

図表2 実質輸出と鉱工業生産指数の推移



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

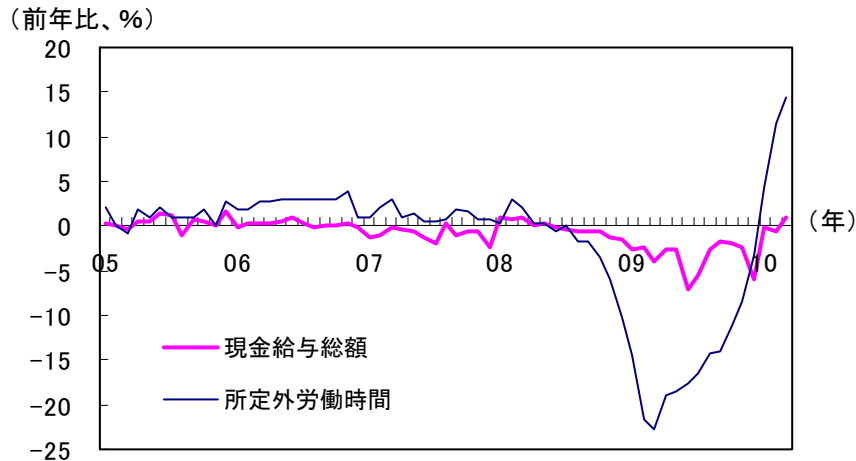
図表3 稼働率指数と資本財出荷指数の推移



(出所) 経済産業省「鉱工業指数統計」



図表4 所定外労働時間と現金給与総額の推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

景気がこれまでの政策依存から、自律回復に一步足を踏み入れたことを意味する。設備投資回復の前提となる企業収益については、2010年3月期の上場企業（5月12日までに決算発表した3月期決算企業767社、金融および新興3市場を除く）の連結経常利益は前期に比べ25%増と2期ぶりの増益となった（日本経済新聞社調べ）。コスト削減効果に加え、新興国向けの売り上げが増えていることによる。

### 住宅版エコポイントの効果

住宅投資についても明るい動きが出ている。新設住宅着工のうち持家は昨年11月以来前年比プラスに転じていたが、3月には分譲住宅もプラスに転じ、新設住宅着工戸数全体が前年比マイナスから脱するのにも時間の問題となっている。住宅投資については、住宅版エコポイント（一定の省エネ基準を満たす新築工事で一律30万ポイント付与、窓の断熱改修などのリフォームについては工事の規模などに応じてポイント付与）の創設が、追い風となりつつある。

受け付けが開始された3月にはポイント発行は低調であったが、4月には工事のしやすい窓の断熱改修に加え、新築物件での発行が大きく伸び、2億2828万円分のポイントが発行された。制度が創設されたことによって、窓の断熱改修などについては、改修が効果的であることを知り、それまで改修の計画がなかった層の需要を喚起する効果を生んでいる。新築については、制度の創設によって、住宅取得の計画がなかった層の需要を喚起する効果を生んでいるというところまでは考えにくいですが、ポイントが付与される年内に住宅を取得するという需要の前倒し効果がこれから表れてくると考えられる。

### 子ども手当の効果

消費については、すでに述べたように3月に薄型テレビの駆け込み需要が発生したため、年内は新基準によってエコポイントが付与されるとはいえ、薄型テレビについてはやや需要の増勢が鈍化していくことは避けられない。自動車については、エコカー補助金が9月で打ち切りになることも消費に対するマイナス材料となる。

ただし、2010年度の消費については、高校授業料の実質無償化と子ども手当の支給（6月開始）というプラス要因がある。内閣府の調査（「インターネットによる子育て費用に関する調査」09年11月）によれば、子ども手当の使い道は、「子どもの将来のための貯蓄」が43.3%、「子どものためとは限定しない貯蓄」4.8%と、貯蓄が半数近くに達した。この調査だけでは、実際に支給される額のうちどれだけの額が消費に回されるかは明らかではないが、アンケートでは貯蓄志向が強く表れていると見ることができよう。

子ども関連の給付（高校授業料の無償化、子ども手当の支給）が、実際に消費をどれだけ増加させるかについては、定額給付金のケースが参考になる。内閣府の調査（「定額給付金に関連した消費等に関する調査」10年1月）によれば、定額給付金の消費性向は0.328（「定額給付金がなければ購入しなかったとするもの」の支出額および「定額給付金によって増加した支出額」の受け取り総額に対する割合）であった。

高校授業料の実質無償化、子ども手当の支給（従来の児童手当に上乗せされて支給される部分）は給付の増加要因となるが、扶養控除の見直しは負担増の要因となる。これらを考慮した2010年度のネットの給付増加額は1.6兆円程度と見られ、仮にこのうち0.328が消費に回れば、消費を約0.1ポイント増加させる効果を持つ。子ども関連の給付については定額給付金よりは貯蓄志向が強いと考えられるため、現実にはこれよりも小さい数値になると考えられる（なお、2011年度については、子ども手当が満額支給されれば、さらに大きな消費拡大効果を持つが、厳しい財政状況から満額支給は行われず、子ども手当は2010年度の水準維持という想定で見通しを行っている）。

### 世界的な金融引き締めリスク

これまで述べてきたように、2010年度の日本経済は、設備投資にも回復が波及するという意味で、景気回復に自律性が出てくることに加え、住宅投資、個人消費に新たな政策効果が加わることによって、景気拡大が続いていくことが見込まれる。2010年度は、これまでの大幅増の反動から公共投資がマイナスとなることは避けられないが、このマイナスは他の需要項目によって十分カバーされると考えられる。

懸念材料として考えられるのは、景気回復の起点となった輸出の増勢がどこまで続くかである。世界経済の回復に広がりが出ている現在は、輸出が急速に失速するリスクは小さい。しかし、来年

以降は、景気が回復したことで、各国で緊急時の金融政策からの出口戦略の模索が本格化していく可能性が高く、早急な引き締めは行われずにしても、それに伴い景気拡大ペースが鈍化することは避けられなくなる。これに伴い、日本の輸出も来年以降は増勢が鈍化していく可能性がある。しかし、こうした点を考慮しても、2011年度までの日本経済は、緩やかな回復を続けていく可能性が高い。こうした前提の下、実質 GDP 成長率は、2010年度 2.5%、2011年度 1.8%になると考えられる。こうした中、消費者物価（除く生鮮食品）は、需給ギャップの縮小により、2011年度には前年度比プラスに転換すると見込まれる。

予測表

年度	2009	2010	2011	2009 10-12	→予測 2010				2011				2012 1-3
	実績	予測	予測		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質 GDP (年率)	-1.9	2.5	1.8	1.0	1.2	0.3	0.5	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2
	—	—	—	4.2	4.9	1.0	1.8	2.7	2.0	1.7	1.8	1.3	0.8
個人消費	0.6	1.2	1.0	0.7	0.3	0.1	0.3	0.2	0.0	0.4	0.3	0.3	0.1
住宅投資	-18.5	3.0	5.0	-2.7	0.3	2.2	3.1	2.6	1.2	1.2	0.6	0.5	0.5
設備投資	-15.1	3.9	5.3	1.3	1.0	0.8	1.1	1.9	1.4	1.4	1.0	1.2	0.9
在庫投資(寄与度)	-0.5	0.1	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
政府消費	1.8	1.2	0.4	0.7	0.5	-0.1	0.2	0.7	0.4	-0.5	0.2	0.0	0.2
公共投資	8.7	-8.0	-1.2	-1.2	-1.7	-3.1	-2.9	-1.6	-0.2	0.0	0.4	0.2	0.3
輸出	-9.6	16.3	4.6	5.8	6.9	2.9	1.9	1.8	1.4	1.1	0.9	0.5	0.3
輸入	-11.8	8.5	4.6	1.5	2.3	2.0	1.9	1.5	1.0	1.1	0.9	1.1	0.8
名目 GDP	-3.7	1.0	1.6										
GDP デフレーター	-1.8	-1.4	-0.2										

[実質 GDP 寄与度]

内需	-2.4	1.1	1.5
外需	0.4	1.4	0.2

鉱工業生産	-8.9	15.8	5.8
CPI(除く生鮮)	-1.6	-1.0	0.1
失業率	5.2	4.9	4.7
経常収支	15.7	16.9	18.2
円ドルレート	93	94	93

[前回予測(10.3.11)]

実質 GDP	—	1.7	1.8
名目 GDP	—	1.2	1.8

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:[yoneyama.hide@jp.fujitsu.com](mailto:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com)

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 事業支援部(広報担当)

電話:03-5401-8391(直通)