
2010・2011 年度経済見通し(2010 年 8 月改訂)

2010年8月16日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—急回復から安定成長への模索

異なる課題に直面する先進国と新興国

世界経済は金融、財政面の刺激策により、金融危機以降の急激な経済の落ち込みから順調に回復を遂げてきたが、政策効果が一巡し、この先、安定的な成長軌道に移行できるかどうかの岐路に差し掛かっている。

もともと、先進国と新興国では直面する課題が異なる。アメリカやヨーロッパ、日本では、さらなる財政出動が困難になる中、持続的な成長を側面から支援するための金融緩和のさじ加減が重要性を増しつつある。新興国でもまた金融政策のさじ加減が重要になっているが、先進国とは逆に、景気の過熱や不動産バブルを抑制するための引き締めが課題となっている。新興国が過度な引き締めで景気をオーバーキルすることなく、また、先進国が適切な政策対応によって景気減速をカバーできれば、先行きの世界経済拡大の持続性の可能性も高まっていくと考えることができる。

先の世界経済の拡大局面では、原油などの資源価格の高騰が企業収益を圧迫することにより世界経済の腰を折り、それにリーマンショックがとどめを刺す結果となったが、現在までのところ、原油価格は比較的安定的に推移しており、資源の需給逼迫が世界経済の拡大にブレーキをかけるという可能性は低い。こうした状況下では、政策主導の急速な回復から、巡航速度の成長に橋渡ししていくための政策の巧拙が一つのポイントになると思われる。

アメリカの雇用回復の遅れ

米経済は、今年春先までは、FRB が緊急時の政策対応をいつ平時に戻すかの出口戦略が、金融市場の関心の的になってきた。しかし、実質 GDP 成長率は、昨年 10～12 月期の前期比年率 5.0% から今年 1～3 月期には 3.7%、さらに 4～6 月期には同 2.4% と次第に鈍化し、とりわけ個人消費の伸び悩みが顕著になっている。

この背景には、雇用回復の遅れがある。7 月の非農業者部門の就業者数・13.1 万人減と 2 ヶ月連続のマイナスとなり、失業率は 9.5% と高止まっている。就業者の減少は、国勢調査に伴う政府の

臨時雇用が減少したのが主因とはいえ、民間部門の就業者は 7.1 万人増と鈍く、5 月以降 3 ヶ月連続で 10 万人未満の小幅な伸びとなった。人口が増え続けるアメリカの場合、民間雇用が毎月 25 万人程度増えないと景気の自律回復はおぼつかないといわれる。米労働市場はもともと、職を失った場合でも短期間で再就職できる柔軟性が持ち味であった。しかし現在では、失業者のうちおよそ半数近くが 27 週間以上の長期失業者となっており、これは 1948 年の統計調査以来、最も高い水準となっている。

景気刺激策によって景気が上向いた後は、雇用の安定化が消費者心理の改善をもたらし、個人消費に弾みがつくことで自律回復の様相が強まるというのが想定されていたアメリカ経済の回復シナリオであった。アメリカの個人消費が力強さを増せば、世界経済の回復持続にとっても朗報となるはずであった。しかし、現時点ではそうしたシナリオに遅れが生じている。雇用回復の遅れは、企業にとっては、景気がやや上向いたとしても先行きについてなお確信を持ってない状況にあることを示している。これまで頼みの綱であった景気対策による GDP 押し上げ効果は、今年 4～6 月期の最大 4.6% をピークに 10～12 月期には最大 3.6% まで縮小する見通しとなっている（米議会予算局による（5 月時点））。住宅購入に伴う政府の減税政策は 4 月末で期限切れとなったが、これに伴い住宅着工は 5 月以降 2 ヶ月連続で、前月割れとなっている。

さらなる金融緩和に踏み切った FRB

危機対応の景気刺激策が一巡した後、民間部門の回復力が弱く、景気が再び減速に向かうというアメリカ経済の姿は、バブル崩壊後の 1990 年代の日本経済の姿を髣髴させる。当時の日本経済は政府の景気刺激策によって、何度か景気が上向くことはあってもなかなか本格的な回復軌道に乗れず、本格回復は 02 年からの外需主導の景気回復が訪れるまで待たなければならなかった。日本経済が長期低迷を余儀なくされたのは、バブル崩壊後の銀行、企業のバランスシートの悪化が著しく、その調整に多大な時間を要したことによる。バランスシート調整の間は、民間部門は前向きな投資や雇用拡大を行うことができず、政府による刺激策が途絶えると景気はたちまち下降に転じた。

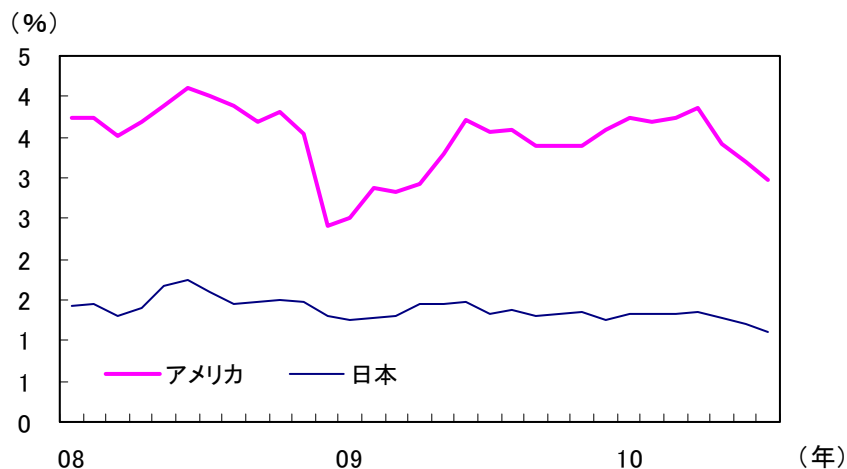
むろん、現在の米経済の減速が、バブル崩壊後の日本のような長期低迷につながるとは限らないが、そうしたリスクが払拭できないことについては、バーナンキ FRB 議長の「米経済の見通しは異例なほど不確かなままだ」（7 月 21 日）という言葉に端的に表現されている。先行きの不確実性は、最近のアメリカの長期金利の低下にも反映されている。アメリカの長期金利は、リーマンショック以降、急激に低下し 08 年末から 09 年始めには 2% 割れ寸前の状態となったが、これはリスクを避け、安全資産である国債に資金が逃避する、いわゆる「質への逃避」によるものであった。当時の長期金利の急低下は「米国債バブル」といわれた。その後、景気回復に伴い長期金利は 3% 台半ばから 4% 前後の水準にまで上昇したが、今年 6 月以降は再び低下に向かい、8 月初めには 2.7%

台にまで低下した。

もっとも長期金利の最近の低下については、このまま一本調子で低下するとみる向きは少ない。アメリカ経済は先行きの不透明性が増しているとはいえ、FRBによるアメリカの今年の実質 GDP 成長率見通し（6月時点）は、3～3.5%となっており（4月時点より0.2ポイント下方修正）、成長率自体は決して悲観されているわけではないからである。ただ、前述のように、アメリカの個人消費を軸とした自律回復シナリオが遅れており、金融緩和が長引くことが市場に反映されているのが、最近の長期金利の低下ということになる。これを景気の実体面からいえば、今後の成長率のさらなる減速が見込まれていることを意味する。こうしたアメリカ経済の先行きのリスクの高まりを受け、FRBは8月10日に、金融危機以降に買い取った政府機関債やMBSの満期が到来した際に、元金を米国債に再投資するなどの追加緩和策を取ることを決定した。今後については、不透明感が払拭されない場合、さらなる緩和を迫られる可能性がある。

なお、現在のアメリカと直接比較することはできないが、バブル崩壊後の日本の景気は、長期金利面から見ると次のように推移した。すなわち、バブル崩壊直後から長期金利が断続的に低下して98年に1%割れとなり、いったんは底をつけ上向いたものの、その後、03年にさらに低下し、過去最低の0.430%にまで下がった。銀行と企業のバランスシート調整が完了せず、景気がなかなか自律的な回復軌道に乗れなかったことが、長期金利が二番底をつける要因になったと考えられる。アメリカの場合、家計部門のバランスシート調整が長引いているが、長期金利がリーマンショック直後の2%割れ寸前の状態をさらに下回るような状態になれば、金融市場が想定する不確実性は相当なものと考えられ、かつての日本のように、デフレを伴う経済の長期低迷も視野に入れざるを得なくなってくると思われるが、現時点においては、そこまでのリスクは織り込まれていない。

図表1 日米の長期金利の推移



(出所) FRB、日本相互証券
(注) 月中平均

落ち着きを取り戻したユーロ圏

ユーロ圏経済は財政危機表面化以来、金融政策が一段と緩和的に運営される一方、財政再建のため財政は緊縮的に運営されつつある。緊縮財政は景気を下押しする要因となるが、ユーロ安による輸出増が景気を支えており、足元のユーロ圏経済は緩やかな回復基調にある。ユーロはギリシャ債務問題をきっかけに昨年末から円、ドルに対して大幅に下落したため、最近のユーロ圏の製造業の間では、ユーロ安、新興市場の需要増を追い風にした業績好転が目立っている。こうした結果、ユーロ圏経済は腰折れせず、2010～11年にかけては1%前後の成長が維持されるとの見方が支配的となっている。

ユーロ圏の枠組みをも揺るがす要因となったギリシャの財政危機は、現在までのところは、計画通りに財政赤字削減が進んでいる。2010年1～6月の財政赤字は97.5億ユーロと前年比-45%と、年間目標（前年比-40%）を上回るペースで削減が進み、EU（ユーロ導入国）とIMFから5月の第1弾の200億ユーロに続き、9月に第2弾の融資を受けられる見込みとなった。EUのユーロ導入国とIMFは3年間で最大1100億ユーロをギリシャに融資することになっている。

もう一つのユーロ圏の懸念材料である、銀行の資産内容については、銀行の資産査定（ストレステスト）の結果が公表された（7月23日）。ストレステストでは対象91行のうち中核的自己資本比率が6%未満となる不合格行は7行に留まった。ギリシャなど財政危機に瀕する南欧諸国が債務不履行となるリスクをどの程度織り込むかが市場の関心ではあったが、債務不履行の可能性については除外された。その意味で甘い査定がなされたことになるが、直近のユーロ圏経済の経済指標が悪くないこともあり、甘い査定であるにも関わらず、当面の信用不安を和らげる効果を持った。先行き景気が悪化するようなことがあれば、かつての日本の金融機関のように、資産内容の本当の悪化度合いを、逐次的に開示していかざるを得ない局面も想定されるが、今のところそうした可能性は低い状況にある。

当面のECBの金融政策運営のスタンスとしては、引き続き南欧諸国の金融機関の資金繰りを支えるため、短期資金を潤沢に供給する姿勢を維持していくと考えられる。仮に景気が上振れし、インフレ圧力が強まっていくようなケースには、ギリシャ危機によって先送りした出口戦略の可否を検討していく場合も考えられるが、ユーロ圏経済の回復ペースの弱さから、早期の引き締めの可能性は低いと思われる。

引き締めに傾斜する新興国

先進国の景気回復にもたつきが見られる一方、今回の世界経済の回復局面で牽引役となった新興国では、景気の過熱感、インフレを抑制するため、金融引き締めが断続的に行われている。インドでは、卸売物価指数が前年同月比10%超で推移するなどインフレ圧力が高まるとともに、賃上げ

を要求するストライキが続発しており、今年3月から7月にかけて4回の利上げを行った。このほか、ブラジル、ベトナム、マレーシア、タイ、韓国などでも利上げが実施されている。各国のインフレ圧力の強さにより、利上げ回数に濃淡はあるものの、いずれの国も利上げによって景気の過熱を未然に防ぎ、持続的な成長につなげることを狙っている。

中国については利上げこそ行っていないものの、今年に入り3回にわたる預金準備率の引き上げのほか、不動産融資規制、住宅ローン規制などによって引き締めを強化している。中国は、持続的な成長に向けてバブルを早めにつぶすことは望ましいものの、バブル退治を優先し過ぎると、かつての日本のように銀行の不良債権の増加と景気の急速な悪化を招きかねないため、慎重な政策運営に徹している。利上げについてはこれまでの漸進的な引き締め政策の転換とも受け取られ、不動産価格の大幅な下落にもつながりかねないため、避けていると思われる。

一連の引き締め政策により、不動産価格の上昇ペースは鈍化している。中国の主要70都市の7月の不動産販売価格は前年同月比10.3%と3ヵ月連続で伸び率が縮小した。中国当局が実施した銀行の資産査定（ストレステスト）では、大都市の不動産価格が3割下がっても銀行への影響は軽微であるとの結果を出しており、銀行の不良債権増が増加することで、信用不安が高まるリスクを当局が警戒していることが推察される。

中国で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、銀行の過剰な融資のほかにカネ余りのもう一つの要因となっている、人民元相場を実勢よりも低く保つための元売り・ドル買い介入については、6月19日に人民元の弾力化に踏み切ることによって中国はこの問題への対処を始めた。リーマンショック以降事実上ドルに固定化されていた相場を緩やかに引き上げる措置が取られたものの、引き上げ幅は極めて限定的なものに留まり、現在のところは、中国政府によるアメリカ向けの対外的なパフォーマンスに過ぎないとの捉え方もある。しかし、人民元切り上げは、中長期的には産業構造の転換を促す効果をもたらすものの、短期的には輸出産業に悪影響を及ぼすことが避けられないため、早急な切り上げは避けるという当局の姿勢は十分理解できる。

以上のように、中国は景気過熱、バブルを抑制するため、金融引き締め政策と為替切り上げに着手しているが、極めて慎重なペースで取り組んでおり、中国経済をオーバーキルすることなく、景気拡大のスピードを巡航速度に落としていける可能性が高まっている。そもそも不動産価格バブルは大都市に留まる現象であり、大都市のバブルを抑制しつつ、なお成長余力の大きい内陸部に、中国の余剰資金をシフトさせていくことができれば、中国は今後もかなりの間、成長を続けていく潜在力を持っていると考えられる。中国経済の先行きを考える場合、短期的、局地的と考えられるバブル退治のリスクに必要以上に拘泥する見方は取るべきではないと思われる。

2. 日本経済——一時的な踊り場の後再び回復へ

景気回復ペースが鈍化

日本経済は4～6月期まで3四半期連続のプラス成長となり、引き続き回復過程にあることが示された。しかし成長率は前期に比べ大きく鈍化しており、日本経済は、金融危機後の急速な回復が一段落した後の踊り場に差し掛かっている。

4～6月期の主な経済指標をみると、生産は4～6月期は前期比1.4%（1～3月期：同7.0%）と引き続きプラスを維持したものの、伸び率は鈍化した。先行きについては、製造工業予測指数（7月：前期比-0.2%、8月：同2.0%）から見て、さらに伸びが鈍化する可能性が高まっている。生産は、金融危機前のピーク時に比べ9割近い水準にまで回復したものの（図表2）、これまでの景気対策の効果の減衰を受け、軽い調整局面に入っている。出荷・在庫バランス（出荷の伸び－在庫の伸び）を見ると下降局面に入っており、出荷の伸びが鈍化する一方、在庫が増加傾向にあることがわかる（図表3）。

この間の消費は、現金給与総額が3月以降、4ヵ月連続で前年比プラスとなり所得環境は好転したものの、消費総合指数は前期比-0.4%（1～3月期：同1.4%）と5四半期ぶりのマイナスとなった。エコポイントの効果が一巡したことなどの影響と考えられる。雇用については、所定外労働時間は1月以降、5ヵ月連続で前年比プラスになっているが、失業率は景気回復に伴い新たな求職者が増加したことなどにより、上昇傾向で推移している。

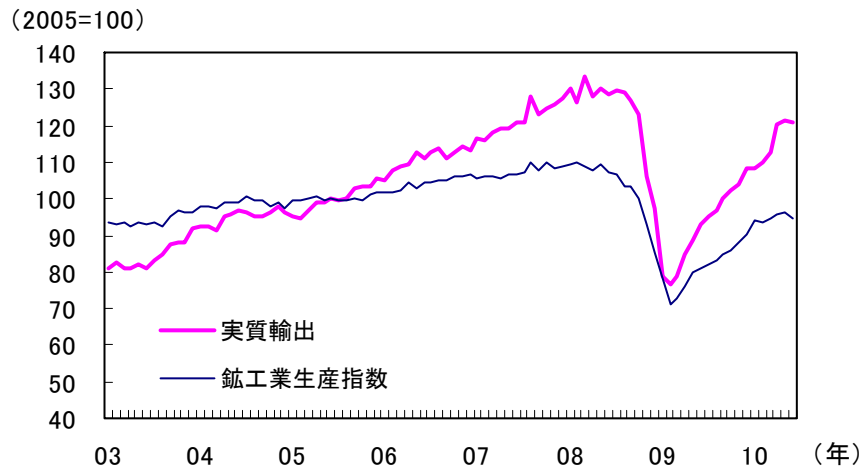
公共工事については、公共工事出来高は4月前年比-17.4%、5月同-2.1%と、前期までのプラスからマイナスに転じた（1～3月期：同15.9%）。金融危機後の景気を下支えしてきた公共工事は、その役割はすでに終えているが、今後も減少することが見込まれる。外需については、輸出数量指数（日銀ベース）は、4～6月期には前期比9.5%（1～3月期：同5.2%）と前期を越える高い伸びを示した。世界経済が減速傾向にある影響が、4～6月期の輸出にはまだ表れていない。

先行きの景気減速要因

以上のように、現在の日本経済は景気回復ペースにややブレーキがかかっている状態にあるが、年末にかけてそうした傾向がさらに強まっていく可能性が高い。

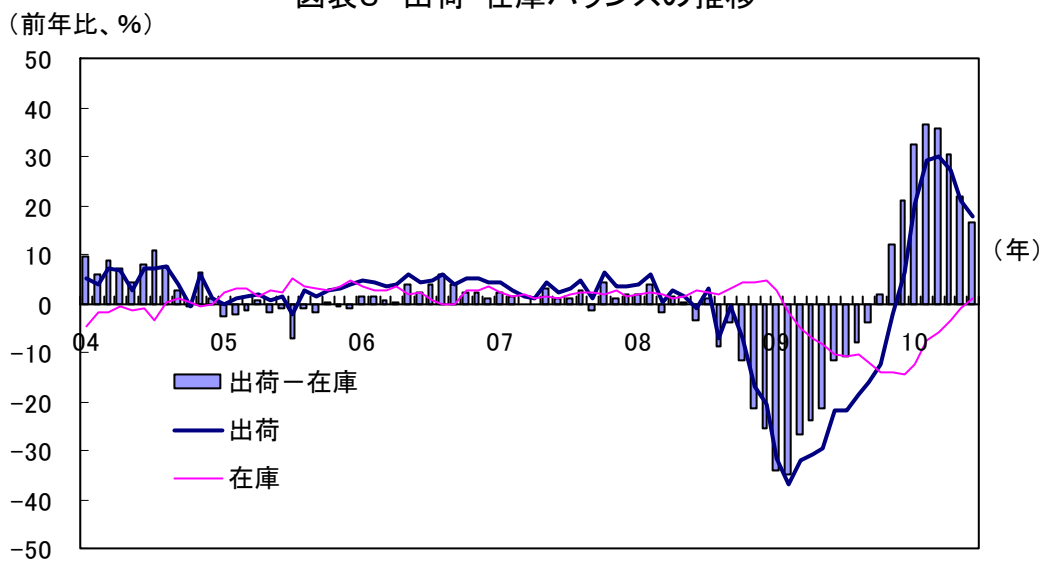
その第一の要因は、9月にエコカー補助金（一定の要件を満たした新車の購入時に最大25万円助成される制度）の期限を迎えることから、10月以降の急激な販売減少に備え、自動車メーカー各社が減産に走るという点である。例えば、トヨタ自動車は10月の1日あたりの生産量を、9月よりは2割程度減らす方針という。一足先に自動車購入補助を今年5月に打ち切ったドイツ（新車の買い替え時に最大2500ユーロ（約28万円）補助する制度）では、前年同月を3割程度下回る状

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 出荷・在庫バランスの推移



(出所) 経済産業省「鉱工業指数統計」

況が続いており、業界では、日本でも 10～12 月期については、同程度の落ち込みになるとの見方も浮上している。一方、エコポイントは年末に打ち切られる。エコポイントについてはすでに消費刺激効果が一巡しているが、年末にかけていくらかの駆け込み需要が発生することは予想され、来年以降はその反動減に見舞われることになる。そうすると、これまでエコポイントの恩恵に浴してきた電器メーカーは、自動車メーカーと同様、薄型テレビなどの減産を余儀なくされることになる。

第二は、アメリカ、中国をはじめとする景気の減速である。前述のようにアメリカでは先行きの景気減速感が強まっており、中国も引き締め政策に転じていることから今後は成長率が徐々に鈍化していく可能性が高い。これに伴い、これまで日本の景気を支えてきた輸出の伸びもまた鈍化していく可能性が高い。

第三は、円高傾向の持続である。現在の円高には、欧米の景気が減速する中、消去法として円が買われているという面がある。アメリカで出口戦略が近づき金利引き上げの可能性が高まっている段階では、金利上昇が見込まれるドルが買われ、94 円台まで円安が進展する局面もあったが、アメリカの低金利が持続する可能性が高まるにつれ、円が買われる状況が続いている。日本銀行が追加の金融緩和も辞さない意思を明確にしたり、政府が円売り介入に踏み切る姿勢を見せない限り、95 年 4 月につけた最高値の 79 円 75 銭を目指す展開になるとの見方も浮上している。こうした場合、輸出産業に悪影響が及ぶことは必至である。前述のように FRB は 8 月 10 日に追加緩和策に踏み切ったため、これがさらなる円高を招くようであれば、日銀、政府の円高対策の新たな一手が求められる局面も十分予想される。

景気の押し上げ要因はあるか

こうしたマイナス要因に対し、いくつかのプラス要因もある。まず、この夏場は猛暑が続いたため、エアコンなど夏物商品の売れ行きが好調となり、これが 7～9 月期の消費や生産を刺激する形にはなったと考えられる。猛暑は日本のみならず世界的なものであったため、今年の世界のエアコン需要は過去最高の 08 年に迫る勢いで、日本のエアコン各社は国内外で増産体制をとった。

猛暑の景気刺激効果は確かにあったと考えられるが、今後、残暑が長引けば秋物商品の売れ行き不振につながったり、消費者としては夏にお金を使った分、秋口はやや節約するといった行動に走る可能性もあり、夏から秋へのトータルの景気刺激効果としては、結果としてはそれほど大きなものではなくなる可能性も否定できない。

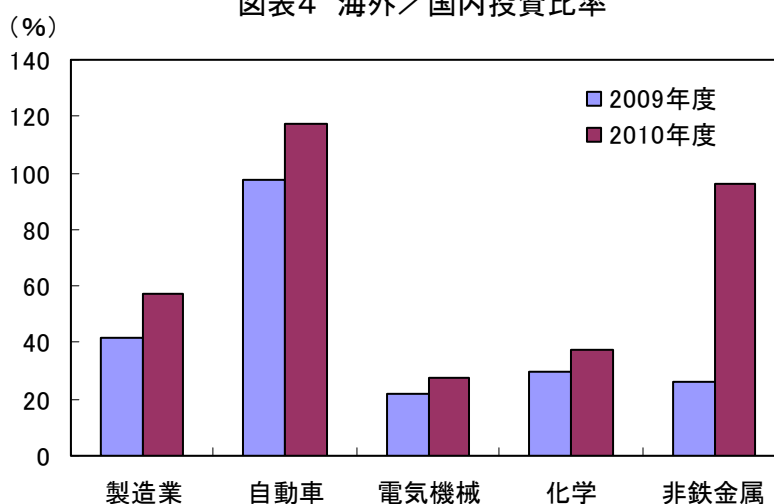
景気対策としてはエコカー補助金、エコポイントが打ち切られるものの、住宅版エコポイント(省エネ住宅の新築やリフォームに最大 30 万ポイントを付与)が延長される見込みとなったことはプラス要因ではある。しかし、新築の場合、エコポイントがあるから住宅取得するというよりは、もともと取得計画があった層がエコポイントに間に合うように住宅を取得するという行動を取る

可能性の方が高く、エコポイントの制度によって住宅着工が大幅に増加し、景気を大きく押し上げるというところまでは当初から考えにくかった。むしろ今年度に限った景気刺激効果という意味では、年内で打ち切り、駆け込み需要を誘発した方が、効果が大きかった可能性さえある。

こうした一時的な景気押し上げ要因がなくとも、景気回復が設備投資にも本格的に波及する自律回復の様相が強まっていけば、景気回復は途切れる可能性が低くなる。これまでの生産の回復が設備投資の増加につながりつつあることは事実であり、今年度の設備投資はプラスには転ずることが見込まれる。しかし、今年度の大企業製造業の設備投資計画（資本金 10 億円以上、日本政策投資銀行調査、6 月時点）を見ると、前年度比 8.9%と増加するものの、昨年度の同-30.8%の大幅なマイナスをカバーするまでには到底及んでおらず、なお低い水準にある。

これに対し、海外での設備投資計画は極めて旺盛であり、今年度の製造業の計画は前年度比 43.9%と、昨年度の同-44.9%の落ち込みをカバーするほどの増勢を示している。この結果、海外投資の国内投資に対する比率は、製造業で 2009 年度の 42%から 2010 年度には 57%に上昇する（図表 4）。日本企業は、アジアでの需要拡大に対応し、低価格の汎用品の生産設備をアジアに設ける傾向を強めている。先に述べたような円高傾向が定着すれば、ますます海外に設備を移す動きに拍車がかかっていく可能性がある。

図表4 海外／国内投資比率



(出所) 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

変わらない外需頼みの構図

このように先行きの日本経済にはいくつかのプラス材料もないわけではないが、そのいずれも力不足で、踊り場を迎えつつある景気を大きく押し上げる効果は、現時点では期待できそうにない。ただし、今回、日本経済が迫られる調整は、世界経済の回復ペースの鈍化に対応するための生産調整、あるいはエコカー補助金やエコポイントによって底上げされた自動車や薄型テレビの需要減少に対する生産調整であり、いずれも事前に全く予想していない類の調整というわけではなく、かなりの程度予想された範囲内の調整で済む可能性が高い。このため、出荷・在庫バランスのそれほどの悪化を招くことなく、短期間で調整を終えることのできる可能性が高い。

その意味で、年末あるいは年度末にかけて日本経済の調整色が強まったとしても、二番底の懸念は少ないと思われる。ただしこのシナリオが実現するためには、世界経済が今後も失速せず、緩やかながら引き続き拡大していくことが前提となる。自律回復力が依然として乏しい日本経済にとって、外需頼みでなければ景気拡大を維持することは容易ではないという現実、当分変わりそうにない。以上を踏まえ、2010年度の実質GDP成長率は2.2%、2011年度はやや鈍化して1.5%になると予測した。

予測表

年度	2009	2010	2011	2009	2010 →予測					2011				2012
	実績	予測	予測		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質 GDP (年率)	-1.9	2.2	1.5	1.0	1.1	0.1	0.7	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8	
	—	—	—	4.1	4.4	0.4	3.0	1.6	1.1	1.1	1.4	1.9	3.0	
個人消費	0.7	1.0	0.3	0.7	0.5	0.0	0.4	-0.4	-0.1	0.2	0.0	0.3	0.4	
住宅投資	-18.5	-1.2	5.2	-2.9	0.3	-1.3	2.2	1.9	2.5	0.9	0.6	0.5	0.5	
設備投資	-15.3	2.7	3.4	1.5	0.6	0.5	1.3	1.1	0.0	0.5	1.0	1.5	1.9	
在庫投資(寄与度)	-0.5	-0.2	0.3	-0.2	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	
政府消費	1.7	1.6	0.4	0.7	0.6	0.2	0.2	0.7	0.4	-0.5	0.2	0.0	0.2	
公共投資	9.3	-8.2	-1.2	-1.3	-1.2	-3.4	-2.9	-1.6	-0.2	0.0	0.4	0.2	0.3	
輸出	-9.5	22.1	6.2	5.7	7.0	5.9	3.8	2.9	1.5	1.0	0.9	1.1	1.5	
輸入	-11.8	13.0	4.9	1.5	3.0	4.3	3.1	1.9	1.2	0.9	0.8	1.0	0.8	
名目 GDP	-3.6	0.8	1.3											
GDP デフレーター	-1.7	-1.4	-0.2											

[実質 GDP 寄与度]

内需	-2.3	0.4	1.1
外需	0.4	1.8	0.5

鉱工業生産	-8.9	11.9	2.3
CPI(除く生鮮食品)	-1.6	-0.9	0.1
失業率	5.2	5.2	5.0
経常収支	15.7	17.7	17.8
円ドルレート	93	87	88

[前回予測(2010.6.10)]

実質 GDP	—	2.5	1.8
名目 GDP	—	1.0	1.6

(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

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 管理部(広報担当)

電話:03-5401-8391(直通)