

浜銀総研 News Release



2010年 2月18日

2010年度・2011年度の景気予測（2010年 2月改訂） ープラス成長が続くものの、民需主導の自律的な回復の動きは弱いー

要 旨

- 2009年10～12月期の実質GDPは前期比+1.1%と再び成長率が高まった。海外経済の回復により輸出が持ち直し、エコポイント制度などの景気対策の追い風により個人消費も増加が続いた。また、設備投資も7四半期ぶりの増加に転じた。もっとも、わが国の需給ギャップをみると、なお大幅な需要不足状態にあり、民間部門を中心とした自律的な景気回復の動きが現れるまでにはしばらく時間がかかりそうな状況となっている。
- 2010年1～3月期は、輸出が大手自動車メーカーのリコール発生の影響などでやや減速するものの増加基調を維持し、また個人消費も耐久財を中心に増加が続くとみられる。ただ、過剰な設備ストックを抱える企業部門では投資意欲が高まらず、設備投資は低調な動きになろう。公共投資も減少基調が強まる公算が大きい。このため、わが国経済はプラス成長を維持するものの、景気回復の動きは鈍化すると予想される。2008年度から2009年度への成長率のゲタ（発射台）が大幅なマイナスになっていることもあり、2009年度の実質GDP成長率は-2.3%を見込む。
- 2010年度についても、引き続き設備投資は低調な推移が見込まれる。公共工事削減の影響で公共投資も大幅に減少しよう。雇用人員の過剰感が解消されないため厳しい雇用・所得情勢が続くが、エコポイント制度の延長や子ども手当の支給開始などにより個人消費は底堅く推移すると見込まれる。世界経済の回復を受けて輸出は増加するものの、自動車のリコールの影響がしばらく残ることに加え、年度後半には上海万博終了などにより中国経済が幾分減速すると見込まれるため、輸出の増勢は緩やかになろう。2010年度の実質GDP成長率は+1.5%と3年ぶりのプラス成長に転じると予測した。
- 2011年度についても、設備ストックや雇用人員の過剰感が解消されないため、民間部門の自律的な景気回復の動きは弱いと予想されるものの、米国経済の本格復調を受けて輸出の増勢が次第に強まることから、企業の設備投資意欲も徐々に高まってくることになろう。個人消費も子ども手当が増額されることなどから底堅い動きが予想される。2011年度の実質GDP成長率は+1.9%と伸びが高まると予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)				(参考) 前回12月予測	
	2008年度 実績	2009年度 見通し	2010年度 見通し	2011年度 見通し	2009年度 見通し	2010年度 見通し
実質GDP	▲ 3. 7	▲ 2. 3	1. 5	1. 9	▲ 2. 9	1. 3
民間需要寄与度	▲ 2. 3	▲ 2. 7	0. 8	1. 5	▲ 2. 8	0. 7
公的需要寄与度	▲ 0. 3	0. 7	▲ 0. 2	▲ 0. 1	0. 6	▲ 0. 2
海外需要寄与度	▲ 1. 2	▲ 0. 3	0. 9	0. 5	▲ 0. 7	0. 8
名目GDP	▲ 4. 2	▲ 4. 1	▲ 0. 1	1. 3	▲ 4. 5	▲ 0. 1

(株)浜銀総合研究所 調査部 小泉、土田
お問い合わせは、小泉（TEL 045-225-2375）まで

浜銀総合研究所

1. わが国の景気の現状と予測

(2009年10～12月期の実質GDPは前期比年率+4.6%と再び伸びが高まる)

2009年10～12月期の実質GDP（国内総生産、季調値）は内外需要の回復により前期比+1.1%（前期比年率+4.6%）と再び成長率が高まった（図表1）。

内訳をみると、まず内需については、実質GDP成長率に対する寄与度が+0.6%ポイントとなり、7四半期ぶりのプラスに転じた。需要項目別にみると、個人消費はエコカー減税・補助金やエコポイント制度などが追い風となり前期比+0.7%と3四半期連続で増加した。設備投資も同+1.0%と7四半期ぶりの増加に転じた。また、在庫投資の実質成長率に対する寄与度も前期の-0.1%ポイントから+0.1%ポイントへとプラスに転じた。一方、公共投資は前期比-1.6%と前期に続いて減少した。

次に外需をみると、輸出は前期比+5.0%となり7～9月期（同+8.4%）から伸びが鈍化したものの3四半期連続で増加した。一方、輸入は同+1.3%と前期（同+5.4%）に比べて伸びが低下した。この結果、外需（輸出-輸入）の実質成長率に対する寄与度は+0.5%ポイントとなり、前期（+0.3%ポイント）に比べて拡大した。

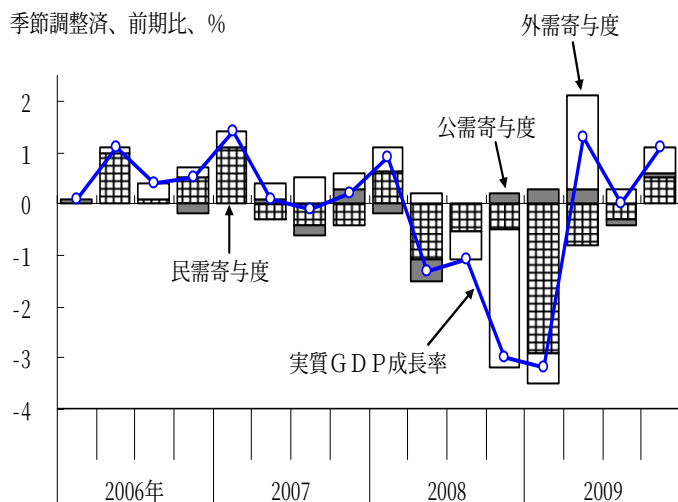
また、10～12月期の名目GDPも前期比+0.2%と7四半期ぶりの増加に転じた。個人消費は7～9月期に続き減少したものの、輸出の持ち直しが続いたほか、設備投資も7四半期ぶりに増加した。

なお、総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターは前年比-3.0%と、7～9月期（同-0.6%）に比べて下落幅が大きく拡大した。これは国内需要デフレーターの下落が続くとともに、控除項目である輸入デフレーターの下落幅が、一昨年の資源価格高騰に伴う落ち込み要因がはく落したことで、7～9月期の同-26.3%から10～12月期には同-7.5%と急速に縮小したためである。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

(季節調整済、前期比、%)

季節調整済、前期比、%



	2009年		
	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	1.3	0.0	1.1
個人消費	1.1	0.6	0.7
住宅投資	-9.4	-7.8	-3.4
設備投資	-4.2	-2.5	1.0
公共投資	6.4	-1.6	-1.6
輸出	9.2	8.4	5.0
輸入	-3.9	5.4	1.3

内需寄与度	-0.5	-0.3	0.6
民間需要	-0.8	-0.3	0.5
うち在庫	-0.6	-0.1	0.1
公的需要	0.3	-0.1	0.1
外需寄与度	1.8	0.3	0.5

名目GDP	-0.1	-0.5	0.2
-------	------	------	-----

(網掛けは伸び率がマイナスの部分。
ただし、輸入はプラスの部分。)
(内閣府「四半期別GDP速報」)

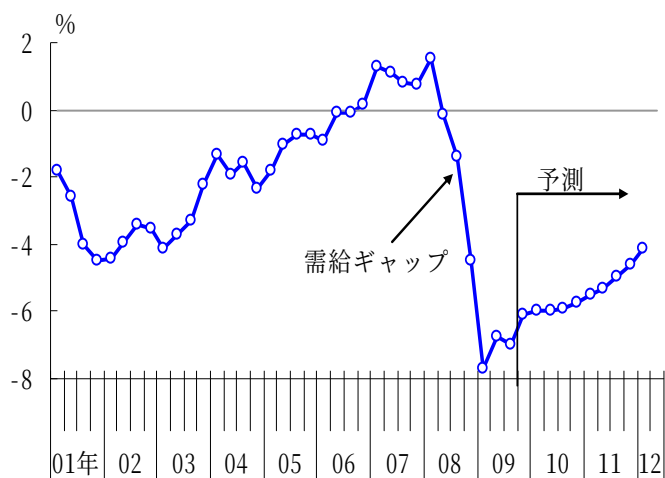
(依然として大幅な需要不足が続く)

2009年10～12月期の実質GDPは再び成長率が高まったものの、景気回復の動きは輸出や景気対策の追い風を受けた耐久財消費などが中心で、国内民間需要主導の自律的な景気回復の動きが現れるまでにはしばらく時間がかかりそうな状況となっている。例えば、雇用・所得情勢をみると、12月の現金給与総額は年末賞与の大幅な落ち込みにより前年比-5.9%と大きく減少しており、失業率や有効求人倍率といった雇用関連指標の回復の動きも鈍い。このため個人消費については、薄型テレビなどの耐久消費財以外の財・サービスは弱い動きになっており、家計の財布のヒモが依然として固いことがわかる。一方、企業部門でも、設備投資の先行指標である機械受注額（船舶・電力を除く民需）や建築着工床面積（非居住用）は、ようやく落ち込みに歯止めがかかってきているものの、依然として上向きの力は弱く、企業が設備投資に対して慎重な姿勢を保っている様子が見え始める。

このように景気の自律的な回復力が高まらない原因のひとつに、わが国の需給ギャップ（経済全体の潜在的な供給力と総需要の乖離）が大幅な総需要不足（＝供給力超過）になっている点が見られる（図表2）。企業部門をみると、供給力が過剰になっていることを反映して、設備ストックと雇用人員の過剰感が根強く残っている。まず設備面をみると、日銀短観（2009年12月調査）の生産・営業用設備判断DI（「過剰」-「不足」）は+17と、2四半期連続で過剰感が弱まっているものの、過去の景気後退局面の最悪期に近い過剰感の強さである（図表3）。また、製造工業設備稼働率をみても、生産の回復により稼働率の水準が上昇してきているとはいえ、リーマン・ショック（2008年9月）以前の稼働率に比べると8割程度の水準にとどまっている。一方、雇用面をみても、日銀短観（同）の雇用人員判断DIは大幅な「過剰」超となっており、企業が生産水準に比べて余剰な人員を抱えている様子が見え始める。こうしたことから企業の設備投資意欲や人員採用意欲が高まりにくくなっていると判断される。

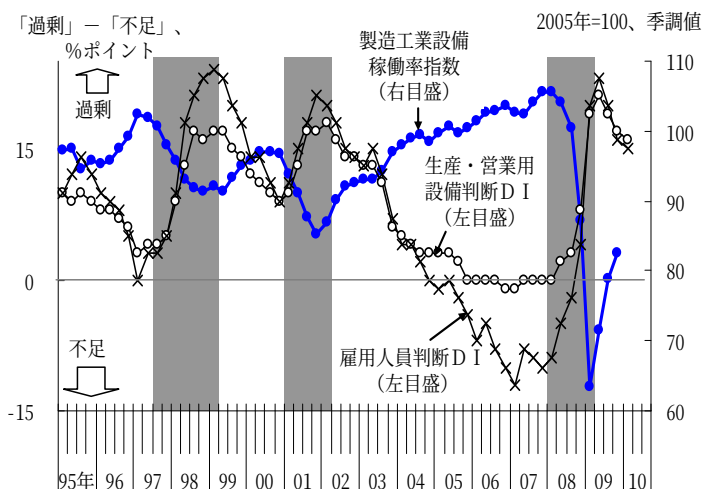
また、大幅な需要不足を反映して、消費者物価指数（エネルギー・食料（除く酒類）を除く総合）の下落幅が拡大するなど、足元でデフレ傾向も強まりつつある。このため企業の国内向け売上高が伸び悩むなど収益環境にも悪影響を及ぼしている。こうしたことも景気の回復力が高まらない要因になっているといえよう。

図表2 総需要が供給力を大きく下回る



(注) 需給ギャップ = $\frac{\text{総需要} - \text{潜在的な供給力}}{\text{潜在的な供給力}}$
(内閣府資料などより浜銀総研作成)

図表3 設備と雇用の過剰感は根強い

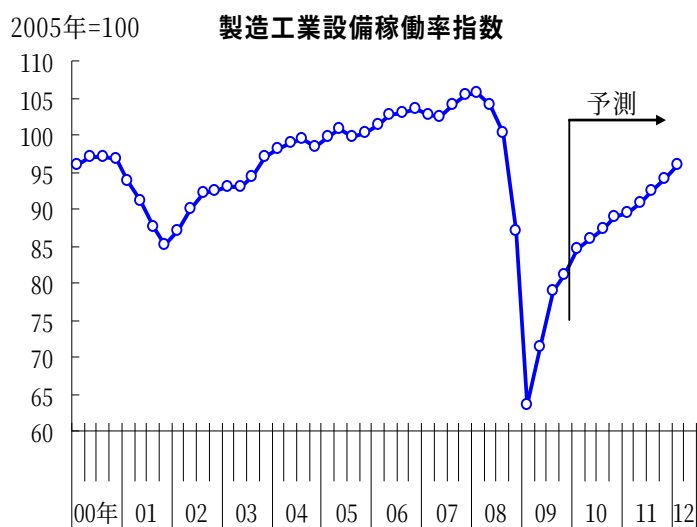


(注) 生産・営業用設備判断DI、雇用人員判断DIの2010年第1四半期は短観における予測。網掛けは景気後退局面。直近の景気の谷は09年1～3月期と想定。
(日本銀行『短観(2009年12月)』、経済産業省『生産・在庫・出荷統計』)

(需給ギャップの解消には時間を要するため、民間需要の自律的な回復は当面期待薄)

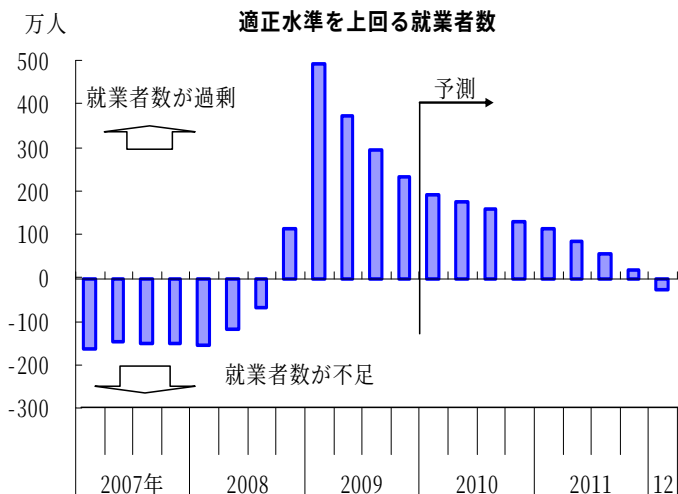
当社の景気予測に基づいて今後の需給ギャップの動向を試算すると、足元で需給ギャップが大幅なマイナスの状態になっているために、今回の予測期間である2012年1～3月期においても需給ギャップは解消されない見通しである(図表2参照)。こうした状況下、企業の設備ストックや雇用人員の過剰感が解消されるためには、かなりの時間がかかることが予想される。当社の予測に基づいて、製造工業設備稼働率の先行きを試算してみると、生産の回復を受けて設備稼働率は徐々に上昇していくものの、2012年1～3月期においても稼働率はリーマン・ショック前の水準を下回ると見込まれる(図表4)。このため企業の設備投資意欲は予測期間を通じて高まりにくく、設備投資の回復の動きは弱いものになると予想される。一方、雇用面でも、企業活動の水準をもとに適正な就業者数を試算すると、2011年10～12月期までは企業が過剰な雇用人員を抱える状況が続く(=実際の就業者数>適正な就業者数の水準)と試算される(図表5)。こうした状況下で、企業の採用意欲の回復は鈍く、雇用・所得情勢の改善にも時間を要するとみられることから、家計の消費意欲は高まりにくいと考えられる。総需要不足のもとでデフレ傾向が長期化することも加味すると、民間需要が自律的に回復する状況になるためにはしばらく時間がかかると見込まれる。

図表4 設備稼働率は悪化前の水準を下回る



(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」などより浜銀総研作成)

図表5 人員過剰の解消には時間がかかる



(注) 日銀『短観』の雇用判断DIが0となった2005年4～6月期を適正就業者数とし、その後は全産業活動指数の水準に対応した就業者数を適正な就業者数の水準とした。

(総務省「労働力調査」、経済産業省「全産業活動指数」、日本銀行『短観』などより浜銀総研作成)

(政策効果を受けた個人消費と輸出がわが国経済をけん引)

こうしたなかで、今後のわが国経済の成長を支えるのは、子ども手当などの政策効果と世界経済の拡大を背景とした輸出の回復だと考えられる。

まず、政策面についてみると、鳩山政権は昨年12月、厳しい経済・雇用状況などに対応することを目的として「明日の安心と成長のための緊急経済対策」を発表し、この対策を実行するための2009年度第2次補正予算が今年1月に成立した(図表6)。この対策において、家電のエコポイント制度やエコカー補助金の期限延長が決まったため、こうした対策がこの先しばらく個人消費を支えていくと考えられる。また、住宅版のエコポイント制度も創設され、2010年12月までに着工される省エネ

基準を満たした住宅の新築などにエコポイントが付与されることになった。加えて、優良住宅の取得に関する住宅ローンの金利引き下げ幅が時限的に拡大されることなどもあり、落ち込みの続いてきた住宅着工についても2010年度には増加に転じると予想される。加えて、2010年度予算案には、民主党がマニフェストに掲げていた子ども手当などの可処分所得を押し上げる経済対策が盛り込まれた(図表7)^(注)。こうした対策の効果もあり2010年度の家計部門は堅調な動きになることが予想される。首相発言などを踏まえると子ども手当はマニフェストどおり2011年度には増額されるとみられる。このため2011年度についても政策効果により個人消費は底堅く推移すると考えられる。

一方、輸出については、中国をはじめ新興国経済の堅調な推移が見込まれることや、米欧などの先進国経済が景気対策の効果に支えられ徐々に自律的な回復軌道に復帰していくことを踏まえると、この先も持ち直しの動きが続いていく可能性が高い。後述するように輸出の増勢は緩やかになると見込まれるものの(P8参照)、民間需要の自律的な回復が遅れるなかで、上記の政策効果とともにわが国経済を引き続きけん引していくと予想される。

(注) 2010年度予算案に盛り込まれた家計所得を支える政策により2010年度の個人消費が0.5%程度、GDPが0.3%程度底上げされるとみられる。ただし、民主党の「コンクリートから人へ」の方針の下で公共事業関係費が大幅に削減されており、公共投資の減少が2010年度のGDPを0.3%程度下押しすると見込まれる。このため、全体でのGDP押し上げ効果は0%になると見込んだ。なお、公共投資については民主党の公共事業削減の方針を踏まえて2011年度まで大幅な減少が続くと予測した。

図表6 2009年度2次補正予算

景気の押し上げ効果が見込まれる主な経済政策
家電エコポイント制度の改善
2010年12月まで延長
エコカー補助の延長
2010年9月まで延長
住宅版エコポイント制度の創設
2010年12月まで
地方のインフラ整備交付金
総額0.5兆円

(「明日の安心と成長のための緊急経済対策」などより浜銀総研作成)

図表7 民主党がマニフェストに掲げる主な経済政策

	2010年度		2011年度
	マニフェスト記載額	予算計上額	マニフェスト記載額
子ども手当・出産支援	2.7	1.7	5.5
公立高校の実質無償化	0.5	0.4	0.5
年金制度の改革	記録問題への対応	0.1	記録問題への対応
医療・介護の再生	段階的实施	-	1.2
農業の戸別所得補償	調査・制度設計等	0.6	1.0
暫定税率の廃止	2.5	0.2	2.5
高速道路の無料化	段階的实施	0.1	段階的实施
雇用対策	0.3	0.02	0.8
合 計	7.1	3.1	12.6

(民主党「Manifesto2009」、財務省予算案などより浜銀総研作成)

(単位:兆円)

(実質経済成長率は2009年度が-2.3%、10年度が+1.5%、11年度が+1.9%と予測)

以上を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、まず2010年1～3月期については景気回復の勢いが鈍化するものの、プラス成長を維持するだろう。大手自動車メーカーのリコール発生の影響などで輸出はやや減速するとみられるが、堅調に推移する中国経済のけん引によりアジア向けを中心に輸出の回復基調が続くとみられる。個人消費もエコポイント制度やエコカー減税・補助金などの政策効果により耐久財消費を中心に増加が続くと予想される。ただ、過剰な設備ストックを抱える企業部門では投資意欲が高まりにくいいため、設備投資は鈍い動きが続くと考えられる。公共投資も2009年度補正予算の一部執行停止の影響などから減少傾向が強まると考えられる。なお、2008年度下期に景気が急減速した影響で、2008年度から2009年度への成長率のゲタ(発射台)が-4.0%と大きなマイナスとなっていることもあり、2009年度の実質GDP成長率は-2.3%と、2008年度に続き大幅なマイナス成長にな

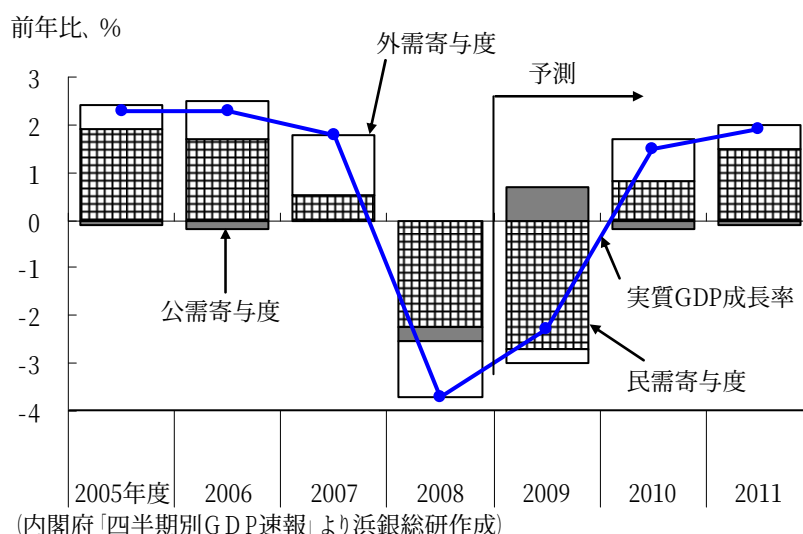
ると予測した（図表8）。

2010年度についても、わが国経済の大幅な総需要不足を反映して、企業部門では投資意欲が高まりにくいため、設備投資は低調に推移すると考えられる。また、公共工事削減の影響で公共投資は大幅に減少する公算が大きい。さらに、企業のコスト削減意欲が根強く残るとともに、雇用人員の過剰感も解消されないことから、雇用・所得情勢改善の動きも鈍いだろう。もっとも、エコポイント制度の延長や子ども手当の支給開始などの政策効果の下支えにより個人消費は底堅く推移すると見込まれる。輸出については、世界経済の回復を受けて総じて堅調な推移が見込まれるものの、自動車のリコールの影響がしばらく残ることに加え、年度後半には上海万博終了などにより中国経済が幾分減速すると見込まれるため、増勢は緩やかになるだろう。こうしたことから、わが国経済は緩やかながらも持ち直しの動きが続くと見込んだ。2010年度の実質GDP成長率は+1.5%と3年ぶりのプラス成長に転じると予測した。

2011年度についても、わが国の需給ギャップは大幅なマイナスが続き、設備ストックや雇用人員の過剰感も解消されないため、民間需要の自律的な回復の動きは弱いものになるだろう。もっとも、米国経済の本格復調を受けて輸出の増勢が次第に強まることから、企業の投資意欲も徐々に高まってくると予想される。一方、個人消費も子ども手当が増額されることなどから引き続き底堅い動きになるだろう。こうしたことから、2011年度のわが国の成長率は年度後半にむけて徐々に高まっていくと見込んだ。2011年度の実質GDP成長率は+1.9%と予測した。

なお、名目ベースの経済成長率は2009年度が-4.1%、2010年度も-0.1%とマイナス成長が続くと予測した。2011年度には+1.3%と4年ぶりのプラス成長に転じると見込んだ。GDPデフレーターについては、需給ギャップの解消に時間がかかるとみられるため、個人消費デフレーターなど国内需要デフレーターの下落が続くことを想定し、2009年度が前年比-1.8%、2010年度が同-1.6%、2011年度が同-0.6%と予測した。

図表8 2010年度の実質GDPは3年ぶりのプラス成長へ



2. 主要項目のポイント

(個人消費は子ども手当などの経済政策により底堅い推移が見込まれる)

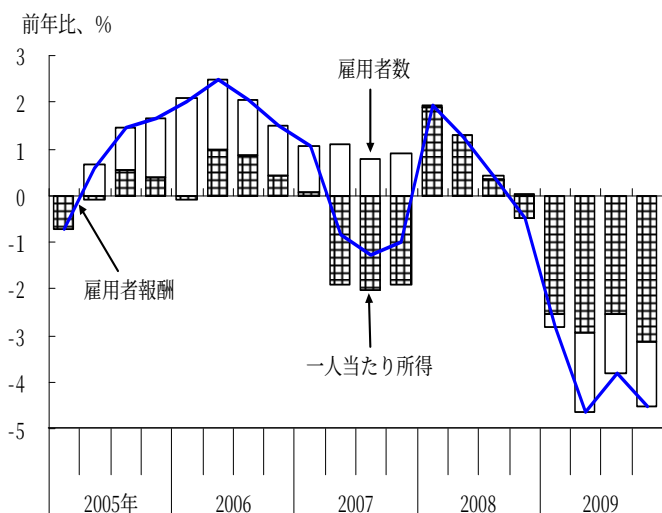
2009年10～12月期の実質個人消費は前期比+0.7%となり、3四半期連続で増加した。財別にみると、エコポイント制度などの政策効果の押し上げにより耐久財消費（同+8.9%）の伸びが大きく、半耐久財（同-0.1%）やサービス（同-0.3%）の消費は減少、非耐久財消費（同+0.2%）も小幅な増加にとどまった。

個人消費の源泉となる家計所得をみると、10～12月期の雇用者報酬（名目）は前年比-4.5%と前期（同-3.8%）から減少幅が拡大した（図表9）。年末賞与の大幅な減少から一人当たりの所得が同-3.1%と大幅に減少する一方、企業の雇用調整が続いたため雇用者数も同-1.4%と落ち込んだ。前述のとおり、企業の人手過剰感の依然として強く、過剰感の解消には時間がかかる見込みである。加えて、デフレ下で企業の業績改善のペースが鈍いため、企業はこの先も人件費などのコスト削減志向を続けると予想される。このため、雇用者所得は今後も弱い動きが続き、所得面から個人消費の底上げを期待するのは難しいと考えられる。

もっとも、個人消費を刺激する各種政策の実施により、個人消費は今後も底堅く推移する可能性が高い。2009年の個人消費を押し上げてきた家電のエコポイント制度は2010年12月まで、エコカー補助金も同9月まで期限が延長されることが決まった（図表10）。エコポイント制度については、対象商品の要件が幾分厳しくなる見込みであるが、2011年7月にデジタル放送への完全移行を控えていることから、薄型テレビを中心に好調な動きがこの先も続くことが予想される。また、引き続きエコカー需要も期待されることから、耐久財消費は当面好調に推移すると予想される。こうした対策については期限を迎えた後に当該商品に対する需要が大幅に落ち込む恐れがあるものの、2010年度になると、公立高校の実質無償化や子ども手当の支給、農家に対する戸別所得補償などの家計支援が順次開始されることから、個人消費全体としては増加基調を維持することになる。さらに2011年度になると子ども手当の増額が見込まれており、こうした対策の効果により個人消費は2011年度も増加が継続するとみられる。以上から、実質個人消費は2009年度が前年比+0.6%、2010年度が同+1.0%、2011年度が同+1.0%と予測した。

図表9 雇用者報酬は大幅な減少が続く

図表10 個人消費を支える主な景気対策



(内閣府「四半期別GDP速報」などより作成)

	2010年				2011年				12
	1	4	7	10	1	4	7	10	1
	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	3	6	9	12	3	6	9	12	3
エコカー補助金	→								
家電エコポイント	→				→				
					一部内容変更				
子ども手当					月2.6万円に増額				
高校の実質無償化					10年6月支給開始(月1.3万円)				
					公立無償化、私立就学支援金(年12万円)				
農業の戸別所得補償					10年12月支給開始、総額0.6兆円				

(民主党「Manifesto2009」、財務省予算案などより浜銀総研作成)

(設備投資の回復は鈍い)

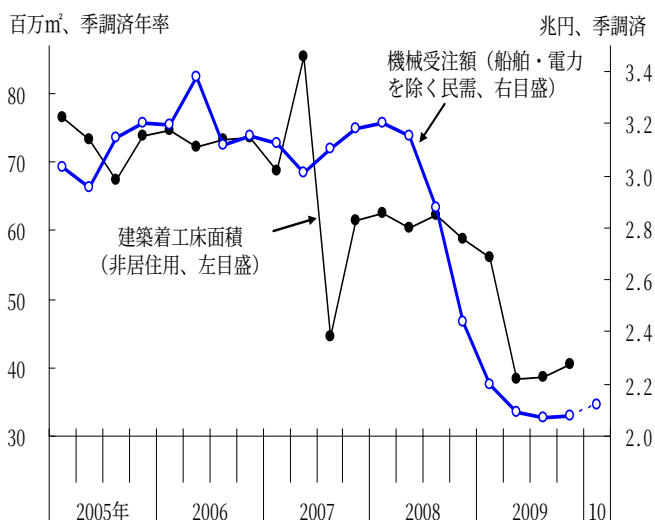
2009年10～12月期の実質設備投資は前期比+1.0%と7四半期ぶりの増加に転じた。機械投資の先行指標である機械受注額（船舶・電力を除く民需）をみると、10～12月期は前期比+0.5%と7四半期ぶりの増加に転じ、2010年1～3月期の見通しも同+2.0%と増加が見込まれている（図表11）。一方、建設投資の先行指標である建築着工床面積（非居住用）も10～12月期は同+4.5%と前期に続いて増加した。企業の設備投資については、上向きの力は弱いものの、ようやく下げ止まりの動きが現れ始めたといえよう。

このように設備投資が下げ止まった理由のひとつとして、輸出の回復などにより企業の生産活動が持ち直していることや、景気対策の効果により個人消費が増加していることなどから、企業の業績についても最悪期を脱している点を指摘することができる。日銀短観（09年12月調査）をみると、全規模・製造業、同・非製造業ともに2008年度下期を底として、企業業績が上向いている様子がうかがえる（図表12）。

もっとも今後については、製造業では輸出の増勢鈍化が見込まれており、輸出関連業種を中心に業績回復のテンポが鈍ると予想される。一方、非製造業においても、デフレの影響で国内向けの売上高が伸び悩むことから、業績回復の動きは鈍いものになる可能性が高い。また、前述のとおり企業の設備ストックの過剰感の高止まりしており、設備稼働率は依然としてリーマン・ショック前の水準を2割程度も下回っている。加えて、デフレの長期化が見込まれるなかで企業の期待成長率が低下しているため設備投資意欲はなかなか高まりにくいと予想される。さらに、製造業では国内に比べて相対的に成長力の高い新興国での設備投資の比率を高めていく可能性もある。こうした点も踏まえると、この先の設備投資の回復ペースは鈍いものにとどまると予想される。

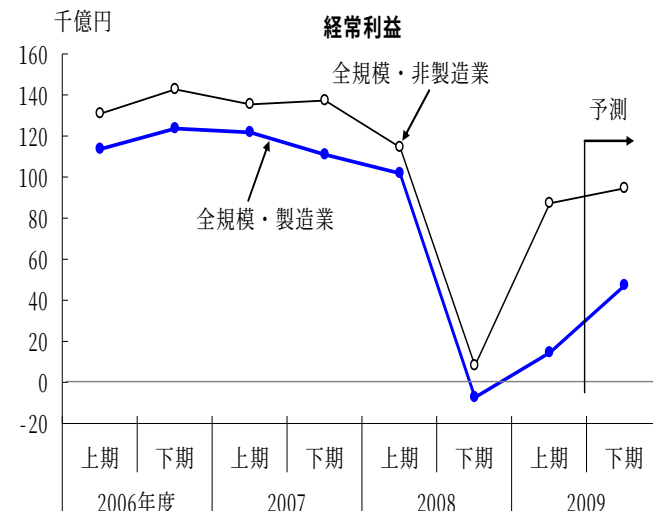
ただ2011年になると、米国経済が自律的な回復基調に転じることから、輸出の増勢も次第に強まり、企業の投資意欲も徐々に上向くと予想される。設備投資の水準が大きく低下していることもあり、2011年度の設備投資は高めの伸びになると見込んだ。以上から、実質設備投資は2009年度が前年比-15.6%、2010年度が同+1.8%、2011年度が同+5.5%と予測した。

図表11 設備投資の先行指標は下げ止まる



(注) 機械受注額の2010年1～3月期は企業の見通し。
(内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より作成)

図表12 企業業績は既に最悪期を脱した



(注) 2009年度下期は短観による予測。
(日本銀行『短観（2009年12月）』)

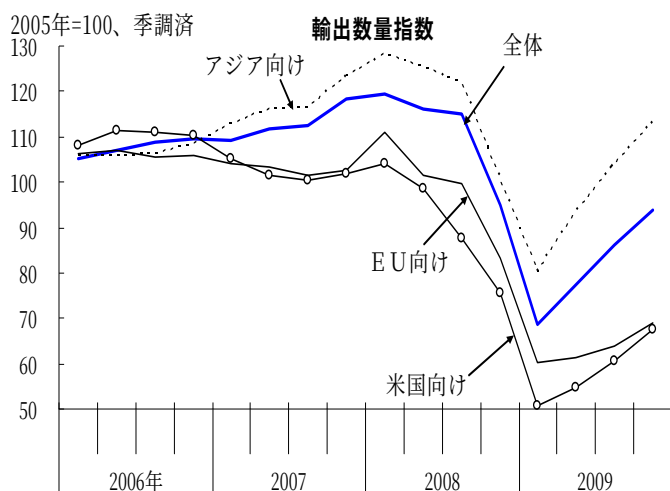
(輸出は増加基調が続くが、増勢は緩やかになる見込み)

2009年10～12月期の実質輸出は前期比+5.0%と3四半期連続で増加した。貿易統計を用いて同期の地域別の輸出動向（数量ベース）をみると、アジア向けの回復が目立つ（図表13）。中国の内需拡大を受けて、対中輸出のほかアジアN I E sやA S E A Nといった周辺地域向けの輸出も大幅に増加している。一方、対米輸出についても米国の景気回復を受けて持ち直しの動きが続いており、E U（欧州連合）向けも伸びが徐々に高まってきている。

地域別に今後の輸出を展望すると、アジア向け輸出は、堅調に推移する中国経済のけん引により回復基調が続くと見込まれる。ただ、上海万博閉幕（2010年10月末）などにより中国景気がやや鈍化すると見込まれるため、2010年度後半にはアジア向け輸出の伸びがいったん緩やかになろう。一方、対米輸出については、米国景気の緩やかな回復を受けて、持ち直しの動きが続いていくとみられる。ただ、大手自動車メーカーの大量リコール発生の影響で乗用車輸出がしばらくの間弱い動きになると予想されるため、対米輸出の伸びは高まりにくいだろう（図表14）。米国向け輸出が本格的に回復するのは、米国経済が自律的な回復軌道に復帰する2011年以降になるとみられる。他方、E U向けについては、同地の緩やかな景気回復の動きを受けて徐々に増加していくと予想される。

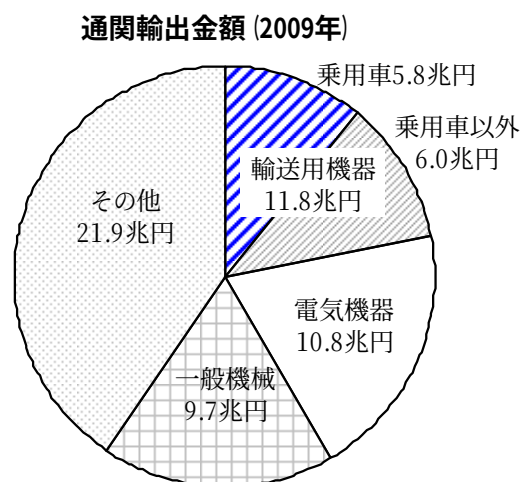
以上から、この先もわが国の輸出は増加基調が続くと見込まれるが、①リーマン・ショック後の大幅な落ち込みからの反動増の動きはこの先緩やかになってくること、②対米輸出を中心に乗用車輸出の増勢鈍化が見込まれること、③昨年8月以降、為替レートが円高・ドル安気味に推移していること、などにより輸出の増勢は次第に緩やかになっていくとみられる。また、2010年度後半には中国景気の鈍化の影響によりアジア向け輸出の伸びがいったん低下すると見込まれるため、2010年度中は輸出の増勢が高まりにくいと考えられる。輸出の増勢が再び高まるのは、米国経済が本格復調する2011年以降になろう。以上から、実質輸出は2009年度が前年比-10.7%、2010年度が同+9.8%、2011年度が同+7.8%と予測した。なお、2010年度の伸びが2011年度に比べて大きいのは、2009年度から2010年度へのゲタ（発射台）が+6.2%と大きいためである。

図表13 アジア向けを中心に輸出が増加



（財務省「貿易統計」より作成）

図表14 乗用車輸出の比率は大きい



（財務省「貿易統計」）

3. 予測の前提となる海外経済の見通し

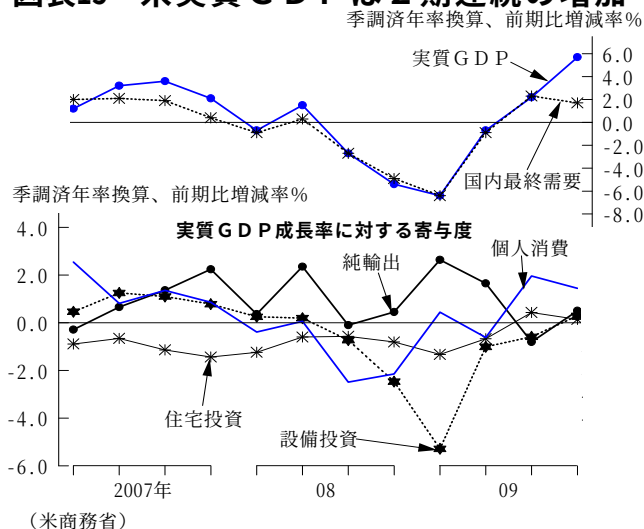
(米国経済は2010年後半から徐々に成長率が高まる展開を見込む)

米国の2009年10～12月期の実質GDP（国内総生産、速報値）は前期比年率+5.7%と、2003年7～9月期以来、約6年ぶりの高い伸びとなった（図表15）。10～12月期の成長率を大きく押し上げたのは企業の在庫投資である。在庫投資のGDP成長率に対する寄与度は3.4%と、成長率の半分以上を占めている。また、輸出が世界経済の回復やドル安を受けて前期比年率+18.1%と2四半期連続で高い伸びとなったことも、10～12月期のプラス成長に寄与した。輸入の伸びが減速したこともあり、純輸出（輸出－輸入）はGDP成長率を0.5ポイント押し上げた。

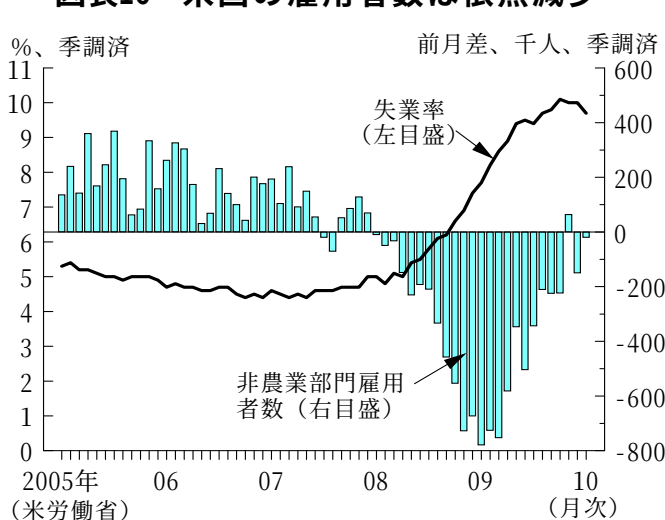
しかしその一方で、国内民需の回復力は依然として弱い。10～12月期の個人消費（前期比年率+2.0%）と住宅投資（同+5.7%）は7～9月期から伸びが鈍化しており、また設備投資は前期比年率+2.9%と6四半期ぶりに増加したものの、中身をみると建造物投資が引き続き大きく落ち込んでいる。10～12月期の国内最終需要（GDPから在庫と純輸出を除いたもの）が前期比年率+1.7%と7～9月期（同+2.3%）から減速していることから、米国景気の回復ペースが実態としては緩やかであることがうかがえる。

今後を展望すると、まず2010年については、①米政府による総額7,870億ドルの大規模な景気対策の効果継続や、②海外景気の持ち直しによる輸出の増加などに支えられて、米国経済が引き続きプラス成長を維持すると見込まれる。ただ、雇用者数の減少が続くなど雇用情勢が依然厳しいことに加えて（図表16）、家計が過剰な債務の圧縮に追われていることなどから、当面、個人消費の回復力は高まりにくい。雇用が安定的な増加基調に転じ、個人消費が本格的な回復に向かうのは、2010年後半以降となろう。また、設備投資に関しても企業の設備稼働率の水準が低いなかで、能力増強投資は手控えられると見込まれる。商業用不動産の不振を受けて建設投資の調整もしばらく続くとみられるため、2010年中は設備投資の伸びが小幅にとどまると予想される。以上から、米国景気は2010年前半に実質ベースで年率2%台前半の緩やかな回復を経た後、年後半に入って徐々に成長率が高まってこよう。続く2011年には、これまで米国景気を支えてきた政策効果がはく落し、景気にはマイナスの影響をもたらすと見込まれる。ただ、個人消費や設備投資の回復力が次第に高まってくるとみられることから、米国景気は民間需要主導の自律的な回復局面を迎えよう。米国の実質GDP成長率を2010年が+2.7%、2011年が+2.8%と予測した。

図表15 米実質GDPは2期連続の増加



図表16 米国の雇用者数は依然減少



(ユーロ圏経済は緩やかな回復が続くが、金融面のリスクには要注意)

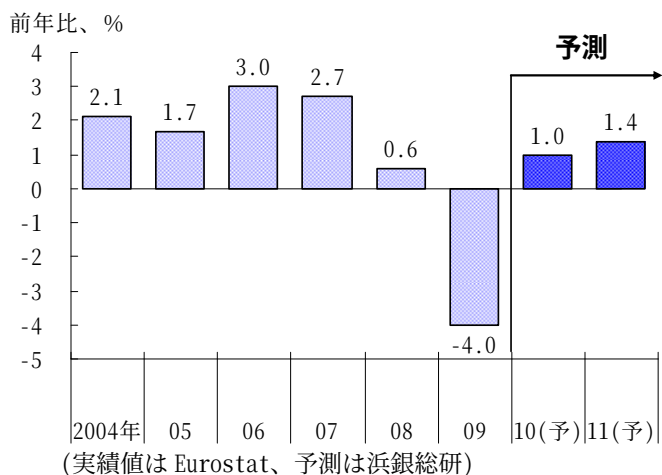
ユーロ圏の2009年10～12月期の実質GDP（一次推定値、季調済）は前期比+0.1%と7～9月期（同+0.4%）から増勢が鈍化した。また2008年秋以来の世界的な金融危機を受けてユーロ圏は需要が大きく鈍化したことから、2009年通年の実質GDP成長率は-4.0%となり、1999年1月の統一通貨ユーロ導入後初めてのマイナス成長となった。

先行き2年間の景気動向を予測すると、2010年については、まず前年の景気を下支えした財政による景気刺激策の効果が、徐々にはく落していくと考えられる。設備投資も、企業の設備余剰感が依然根強いことなどから弱含もう。他方で輸出が、年前半は景気が堅調である新興国向けを中心に徐々に回復していくと予想される。また年後半からは、景気回復テンポが徐々に高まる米国向けも持ち直そう。個人消費も、雇用調整の進展などから年前半には緩やかながら回復軌道に乗ると見込まれる。なお、実体経済が引き続き低調であり、またそれを映じて物価上昇圧力が高まりにくいと考えられることなどから、欧州中央銀行（ECB）による政策金利の引き上げは、早くても第4四半期（10～12月期）頃と予想される。続く2011年については、悪化した財政バランスを改善させるために、政府支出が抑制されよう。他方世界的な景気の回復を受けて輸出の改善が続き、また個人消費の増勢も次第に強まると考えられる。こうしたなかで製造業の増産ペースが速まり、設備投資も徐々に持ち直そう。2010年の実質経済成長率を+1.0%、2011年を+1.4%と予測した（図表17）。

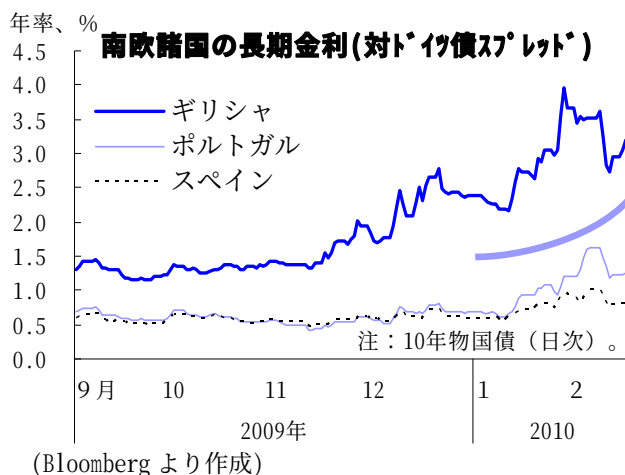
一方注視すべき問題として、以下の2点が指摘できる。まず中東欧諸国における不良債権問題である。ユーロ圏諸国の金融機関は先行きのEU（欧州連合）加盟が予想された中東欧諸国に対して積極的に融資を行ったが、2008年秋からの金融危機を受けてその多くが焦げ付いた。中東欧諸国における不良債権処理は遅々として進まず、2009年12月には旧ユーゴ諸国を中心に多額の融資を行っていたオーストリアの大手銀行が国有化されるなど、ユーロ圏においても徐々に問題が顕在化し始めている。今後の不良債権処理の動向によっては、ユーロ圏の金融部門の不安定さが増し、実体経済回復の足かせとなる可能性がある。

次にギリシャの財政問題である。ユーロ圏の一角をなすギリシャは、その放漫な財政体質に加え、2008年秋からの景気後退を受けて税収が減少し、また財政による景気対策が採られたことなどから、財政赤字が急拡大した。こうした動きを嫌忌し

図表17 ユーロ圏の実質GDP成長率予測



図表18 足元で急拡大する利回り格差



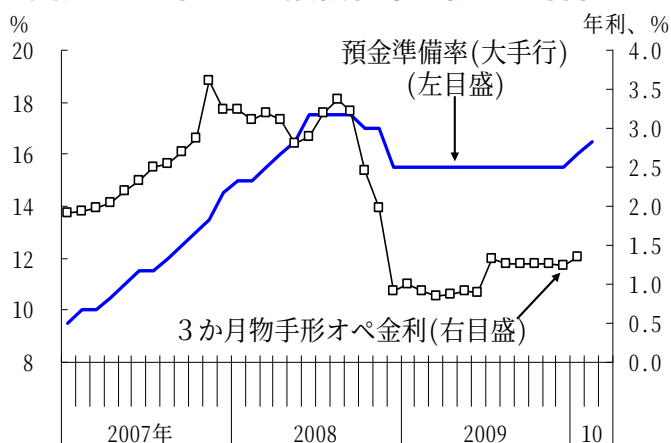
た欧米の主要格付け機関がギリシャ国債を格下げしたことに端を発して、ユーロ圏で最も安定しているドイツ国債とギリシャ国債との利回り格差が拡大するなど同国の信用不安が高まっている（図表18）。さらにこうした事態は、ギリシャのみならずポルトガルやスペインなど類似した経済構造を有する南欧諸国にも拡大しており、長期金利の上昇を通じて同諸国の景気の下押し要因になりかねない点に注意が必要である。

（中国経済が高成長を維持するなかで、政策当局は金融緩和策の修正を進める）

中国の2009年の実質GDP成長率は+8.7%となり、中国経済が世界的な需要減退のなかでも高成長を維持したことが示された。2009年の中国経済をけん引したのは、大規模な投資促進策によって順調に拡大した固定資産投資（設備投資や建設投資など）である。また家電製品や乗用車などの購入促進策を受けて堅調に推移した個人消費も景気を下支えした。一方先進国の需要低迷を反映して輸出は低調であった。ただ足元の2009年10～12月期の指標からは、これまで景気をけん引してきた固定資産投資の増勢が鈍化する一方、世界経済の緩やかな回復を反映して輸出が徐々に持ち直すといった成長パターンの変化がうかがえる。また過熱気味な実体経済を受けて中国人民銀行（中央銀行）が2010年1月に預金準備率の引き上げを実施するなど、当局による政策スタンスが徐々に修正されつつある（図表19）。

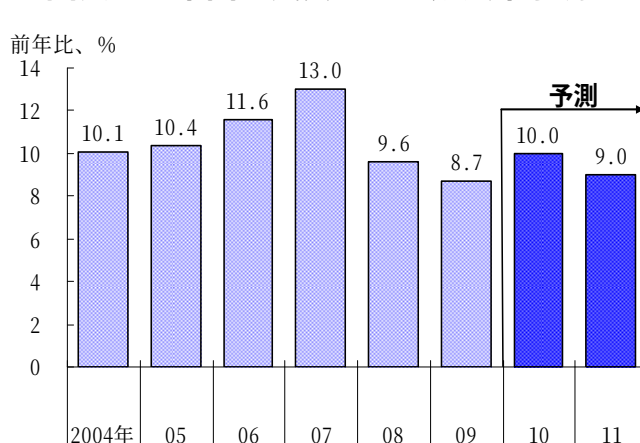
先行き2年間の中国の景気動向を展望すると、2010年は引き続き高成長が続くと予想される。まず輸出が、年前半は堅調に景気が回復している新興国向けを中心に回復すると見込まれる。年後半からは成長率が徐々に高まる米国向けも増勢を強めよう。次に個人消費は、家電製品や乗用車などの購入促進策が継続されることなどから底堅く推移すると考えられる。半面、2009年の成長をけん引した固定資産投資が、上海万博の開催（2010年5月）の前後から一巡していくと予想される。こうしたなか中国人民銀行は、好調な実体経済を受けて持続的な上昇が見込まれる物価の動向などを見据えつつ、年前半にも政策金利（貸出基準金利）の引き上げに着手すると考えられる。経済全体の成長テンポは、人民銀行による金融政策の修正や上海万博の終了（10月）などを受けて、年後半から幾分鈍化していくものと予想される。こうした流れを受けて、2011年の中国経済は2010年よりも成長率がやや鈍化すると考えられる。特に、景気刺激策の効果のはく落や前年の上海万博の閉幕などの要因

図表19 当局は金融緩和策の修正に着手



(Bloomberg より作成)

図表20 中国の実質GDP成長率予測



(実績値は中国国家統計局、予測は浜銀総研)

を受けて、固定資産投資は増勢がさらに弱まろう。その一方で、世界経済の回復を受けて好調に推移すると予想される輸出や、所得の上昇などを受けて底堅く推移すると考えられる個人消費が、景気を下支えすると見込まれる。2010年の実質GDPを前年比+10.0%、2011年を同+9.0%と予測した（図表20）。

また先行きの中国経済を展望する上で、主な注目点が2つある。まず過熱気味で推移する不動産価格の問題である。2008年秋の世界的な金融危機の影響を受けて、中国人民銀行は大量の資金を市中に供給したが、その資金の一部が資産市場に流れ込み、不動産価格を急激に押し上げたとみられる。人民銀行は金融緩和策の修正を通じてバブル圧力の抑制に努めているが、過度な金融引き締めは、景気回復の勢いをそぐ要因となろう。続いて通貨人民元の為替レート切り上げ問題である。人民銀行は人民元の対ドルレートを2008年秋の世界的な金融危機発生以降固定させているが、中国の貿易黒字の拡大観測などを受けて、為替市場では人民元切り上げ観測が高まっている。仮に人民元の対ドルレートが切り上げられた場合、国内の輸出関連産業に悪影響を与える可能性が考えられる。

図表21 2009～2011年度のわが国経済の見通し（2010年2月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2008年度	2009年度			2010年度			2011年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート (円 / ドル)	100.5	92.6	95.4	89.7	93.0	91.0	95.0	100.0	99.0	101.0
米国実質GDP (暦 年)	0. 4	▲ 2. 4	[▲ 4. 8]	[2. 3]	2. 7	[3. 0]	[2. 6]	2. 8	[2. 8]	[3. 0]

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

		2008年度	2009年度			2010年度			2011年度		
		実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P		▲ 3. 7	▲ 2. 3	[▲ 0. 4]	[1. 3]	1. 5	[0. 5]	[0. 7]	1. 9	[0. 9]	[1. 3]
	個 人 消 費	▲ 1. 8	0. 6	[0. 7]	[1. 0]	1. 0	[0. 3]	[0. 5]	1. 0	[0. 4]	[0. 5]
	住 宅 投 資	▲ 3. 7	▲19. 1	[▲15. 9]	[▲ 7. 7]	▲ 0. 5	[1. 3]	[3. 9]	4. 4	[1. 4]	[3. 1]
	設 備 投 資	▲ 6. 8	▲15. 6	[▲ 9. 7]	[▲ 0. 1]	1. 8	[0. 9]	[1. 7]	5. 5	[2. 8]	[3. 5]
	政 府 消 費	▲ 0. 1	1. 8	[0. 7]	[0. 8]	0. 5	[0. 0]	[0. 2]	0. 5	[0. 3]	[0. 4]
	公 共 投 資	▲ 6. 6	7. 1	[7. 4]	[▲ 3. 3]	▲ 9. 4	[▲ 4. 1]	[▲ 5. 6]	▲ 5. 1	[▲ 3. 6]	[▲ 0. 8]
	輸 出	▲10. 4	▲10. 7	[▲ 1. 6]	[10. 8]	9. 8	[3. 5]	[2. 9]	7. 8	[3. 4]	[4. 1]
	輸 入	▲ 4. 2	▲12. 4	[▲10. 8]	[4. 5]	5. 2	[2. 0]	[2. 0]	5. 0	[2. 5]	[2. 8]
寄与度	国 内 需 要	▲ 2. 5	▲ 2. 1	[▲ 1. 3]	[0. 3]	0. 6	[0. 2]	[0. 5]	1. 4	[0. 6]	[0. 9]
	民 間 需 要	▲ 2. 3	▲ 2. 7	[▲ 1. 8]	[0. 4]	0. 8	[0. 3]	[0. 7]	1. 5	[0. 7]	[0. 9]
	公 的 需 要	▲ 0. 3	0. 7	[0. 5]	[0. 0]	▲ 0. 2	[▲ 0. 2]	[▲ 0. 2]	▲ 0. 1	[▲ 0. 1]	[0. 0]
	海 外 需 要	▲ 1. 2	▲ 0. 3	[1. 0]	[1. 0]	0. 9	[0. 3]	[0. 2]	0. 5	[0. 3]	[0. 3]
名 目 G D P		▲ 4. 2	▲ 4. 1	[▲ 2. 1]	[▲ 0. 1]	▲ 0. 1	[▲ 0. 1]	[0. 2]	1. 3	[0. 5]	[1. 0]
新設住宅着工戸数 (万戸) (前 年 比 、 %)		103. 9 0. 3	77. 7 ▲25. 2	38. 4 ▲33. 9	39. 3 ▲14. 3	80. 5 3. 6	39. 3 2. 4	41. 1 4. 8	83. 7 4. 0	40. 7 3. 5	43. 0 4. 4
鉱 工 業 生 産		▲12. 7	▲ 9. 6	[▲ 1. 6]	[10. 3]	10. 6	[4. 0]	[2. 7]	5. 5	[2. 5]	[3. 2]
国 内 企 業 物 価		3. 2	▲ 5. 2	▲ 6. 9	▲ 3. 5	▲ 0. 6	▲ 0. 8	▲ 0. 4	▲ 0. 3	▲ 0. 3	▲ 0. 2
消 費 者 物 価		1. 1	▲ 1. 6	▲ 1. 6	▲ 1. 5	▲ 0. 6	▲ 0. 9	▲ 0. 4	▲ 0. 2	▲ 0. 2	▲ 0. 1
完全失業率 (%)		4. 1	5. 3	5. 4	5. 2	5. 1	5. 1	5. 0	4. 7	4. 8	4. 6

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部の信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。