

浜銀総研 News Release



2010年 5月25日

2010年度・2011年度の景気予測（2010年 5月改訂）

－景気回復の動きはこの先徐々に鈍化し、2011年度には再び回復の動きが強まり始める－

要 旨

- 2010年 1～3 月期の実質GDPは前期比+1.2%と昨年10～12月期に続き高い伸びとなった。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増勢が強まったほか、企業業績の改善などにより設備投資も増加が続いた。個人消費は家電エコポイントの要件改正に伴う薄型テレビの駆け込み需要の影響などで4 四半期連続の増加となり、住宅投資も 5 四半期ぶりの増加に転じた。一方、公共投資は2009年度第 1 次補正予算の執行が一部停止された影響などにより減少幅が拡大した。
- 2010年度のわが国経済を展望すると、個人消費は薄型テレビの反動減により 4～6 月期にいったん弱含むとみられるが、子ども手当や家電エコポイントなどの政策効果の下支えにより増加基調で推移するとみられる。輸出はアジア向けを中心に引き続き回復の動きが続くと予想される。ただ、中国当局の金融緩和策の修正や上海万博終了の影響などにより中国の景気回復の動きは次第に緩やかになるとみられるため、輸出の増勢は徐々に鈍化すると考えられる。設備投資についても、企業の設備過剰感が依然根強く、また輸出の増勢鈍化などにより企業業績の回復テンポが鈍ると予想されるため、回復のペースはあまり高まらないだろう。一方、公共投資は減少幅が拡大していく公算が大きい。こうしたことから、わが国経済は回復の動きが続くものの、そのテンポは徐々に鈍化していくと予想される。2009年度から2010年度への成長率のゲタ（発射台）が+1.5%と大きいこともあり、2010年度の実質GDPは前年比+2.2%と2006年度（同+2.3%）以来の高い伸びになると予測した。
- 2011年度については、年度当初は景気回復が緩やかになると見込まれるものの、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、個人消費は子ども手当が増額されることや雇用・所得情勢が緩やかに改善してくることなどから年度後半に向けて底堅さを増してくるだろう。こうしたことから、実質成長率は徐々に高まっていくと見込んだ。2011年度の実質GDPを前年比+1.8%と予測した。

予測の要約表

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

(株)浜銀総合研究所 調査部 小泉、坂野、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

(1～3月期の実質GDPは内外需要の拡大により前期比年率+4.9%の高成長に)

2010年1～3月期の実質GDP（国内総生産、季調値、1次速報）は内外需要の回復により前期比+1.2%（同年率+4.9%）となり、昨年10～12月期（前期比+1.0%）に続く高成長となった（図表1）。

内訳をみると、内需の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比+0.6%ポイントと前期（同+0.4%ポイント）から高まった。家計部門では、個人消費が家電エコポイントの要件改正に伴う薄型テレビの駆け込み需要により前期比+0.3%となり、4四半期連続で増加した。また、住宅投資も同+0.3%と5四半期ぶりの増加に転じた。一方、企業部門でも、設備投資が企業業績の改善などを受けて同+1.0%と前期に続き増加し、在庫投資の実質成長率に対する寄与度も前期比+0.2%ポイントと5四半期ぶりのプラスに転じた。他方、公共投資は2009年度第1次補正予算の執行が一部停止された影響などにより減少幅が拡大した。

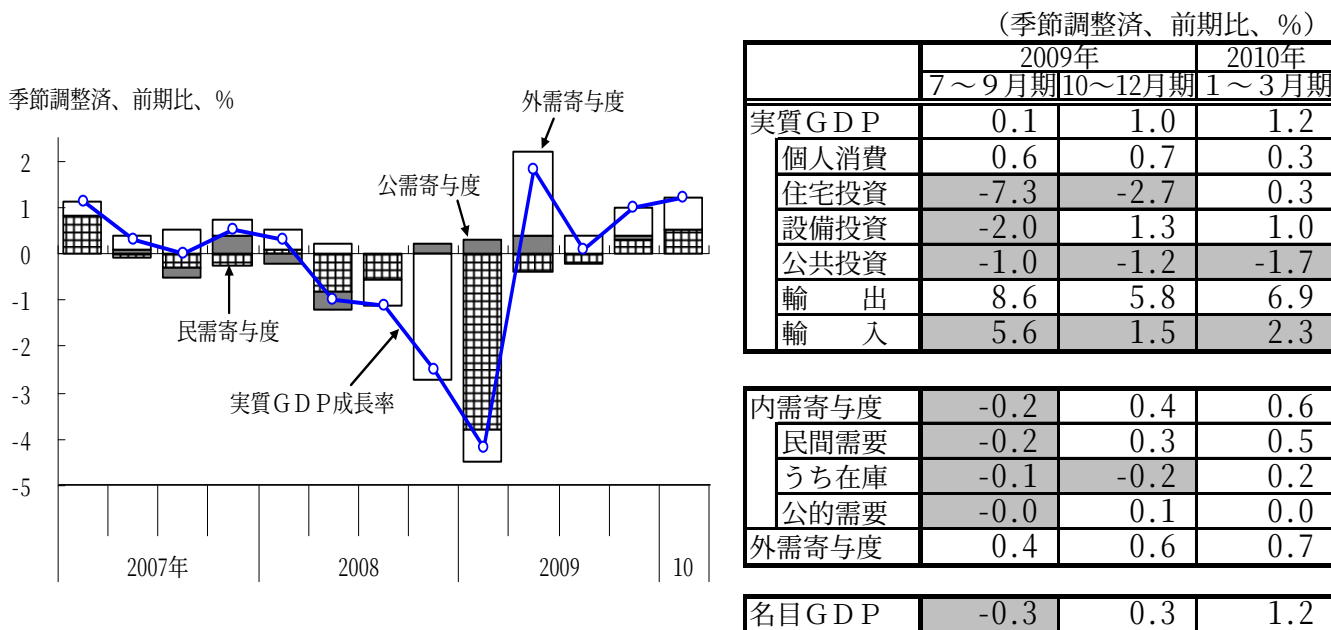
外需の実質GDP成長率に対する寄与度も10～12月期の前期比+0.6%ポイントから同+0.7%ポイントに拡大した。内訳をみると、輸出が、堅調に推移する中国経済のけん引によりアジア向けを中心に好調に推移したことから前期比+6.9%と増勢が強まり、輸入も同+2.3%と前期に比べて伸びが高まった。

一方、1～3月期の名目GDPは前期比+1.2%と伸びが高まった。輸出が堅調に推移したほか、設備投資が前期に続き増加し、個人消費や住宅投資も増加に転じた。

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、昨年10～12月期（同-2.7%）に比べて下落幅が拡大した。国内需要デフレーターはやや縮小したもの、控除項目である輸入デフレーターが原材料価格の上昇などにより前年比+8.9%と6四半期ぶりの増加に転じた。

なお、年度ベースでみると、2009年度の実質GDPは2008年度からのゲタ（発射台）が-4.5%と大幅なマイナスになっていたことから前年比-1.9%と2年連続のマイナス成長となった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



（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」）

（輸出の増勢はこの先鈍化へ、増勢が再び高まるのは2011年度に）

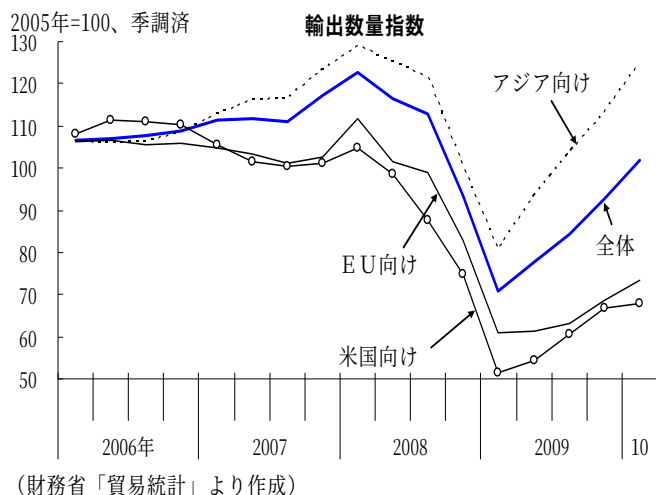
このように1～3月期の実質GDPは高い伸びとなったが、その要因としては堅調に推移する中国経済のけん引によりアジア向けを中心に輸出の回復が続いた点があげられる。貿易統計を用いて同期の地域別の輸出動向（数量ベース）をみると、アジア向け輸出が前期比+10.3%と堅調に推移しており、同地域向けの輸出は既にリーマン・ショックのあった2008年7～9月期の水準を回復している（図表2）。中国をはじめアジアNIEsやASEANなど周辺国向けにも輸送用機器や一般機械など幅広い財の輸出が拡大している。一方、米国向けは自動車輸出の減速などにより前期比+1.8%と小幅な増加にとどまっており、EU（欧州連合）向けも同+6.7%と前期（同+8.7%）に比べて伸びが鈍化している。

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今後も回復基調が続くとみられる。ただ、後述のとおり中国当局の金融緩和策修正や上海万博の閉幕（2010年10月末）などにより中国の景気回復の動きは次第に緩やかになると予想される。このためアジア向け輸出についても増勢が徐々に鈍化していくとみられる。一方、対米輸出については米国景気の緩やかな持ち直しを受けて増加の動きが続くものの、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年度になるとみられる。為替レートが足元で円高傾向となっているものの、米国の利上げ期待を背景に先行き緩やかに対ドル・円レートが円安・ドル高傾向で推移するとみられることも、対米輸出の増加に寄与することになる。他方、EU向け輸出についてはギリシャの財政問題の影響などにより当面鈍い動きになると見込まれ、予測期間を通じてユーロ圏経済の景気回復テンポも鈍いと予測されることから、持ち直しの動きは弱いと予想される。

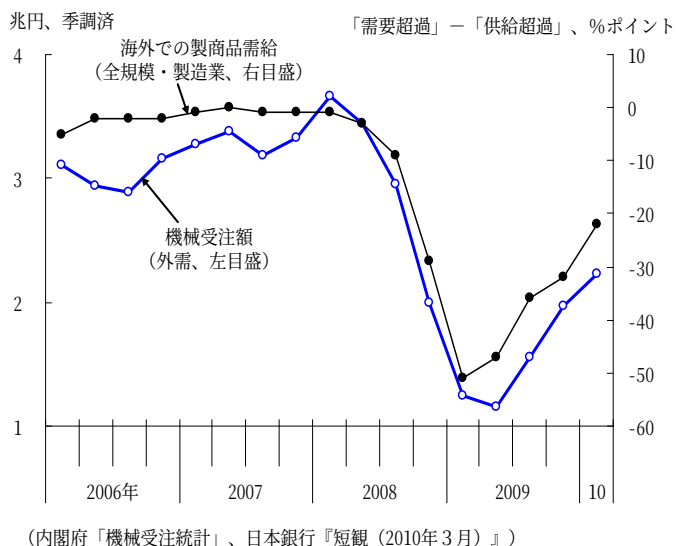
機械輸出の先行指標である機械受注額（外需）をみても、1～3月期は前期比+13.4%と前期（同+26.7%）に比べて伸びが低下している（図表3参照）。上述の通りアジア向け輸出の増勢がこの先徐々に鈍化する一方、対米輸出の本格回復にも時間がかかるため、輸出の増勢は次第に鈍化すると予想される。輸出の増勢が再び高まるのは、米国経済が本格復調する2011年度に入ってからになるだろう。

以上から、実質輸出は2010年度が前年比+15.9%、2011年度が同+7.2%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+10.1%と大きいためである。

図表2 アジア向けを中心に輸出が増加



図表3 輸出の先行指標は持ち直しの動き



（設備投資は増加基調が続くものの、回復のテンポは鈍い）

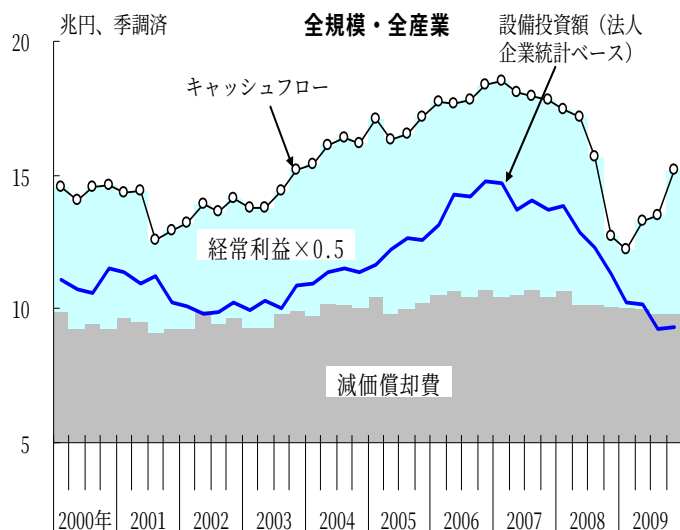
輸出の回復などを受けて企業業績の改善も進んでいる。法人企業統計によれば2009年10～12月期の全産業ベースの経常利益（当社による季調値）は10.8兆円とリーマン・ショックの影響で落ち込んだ2009年1～3月期の4.3兆円から大幅に改善している。内外需要の増加により1～3月期はさらに企業業績の改善が進んだものとみられ、設備投資の原資となるキャッシュ・フローは一段と回復していると予想される（図表4参照）。また、製造業の設備稼働率も生産の持ち直しを受けてリーマン・ショック前の9割程度の水準まで回復している。景気に対する悲観的な見方も徐々に和らいでおり、企業の設備投資意欲が少しずつ上向いてきたため、設備投資が増加基調に転じたものとみられる。

設備投資の先行指標をみると、1～3月期には機械受注額（船舶・電力を除く民需）が前期比+2.9%と前期（同+1.1%）から伸びが高まっており、建築着工床面積（非居住用）も同+21.4%と増加幅が拡大している（図表5）。また、『企業行動に関するアンケート調査』（2010年2月公表）をみると、今後3年間の設備投資（全産業）の伸び率は平均で+1.4%と増加を見込んでいる。日銀短観（2010年3月調査）において、2010年度の経常利益計画（全規模・全産業）が前年比+21.5%と増益の見通しであることなども踏まえると、設備投資の増加は今後も続くと考えられる。

もっとも、上述の法人企業統計をみると、キャッシュ・フローの改善に対して設備投資の戻りが鈍くなっており、企業が設備投資に対して慎重な姿勢を維持している様子がうかがえる。また、日銀短観（同）の生産・営業用設備判断DIをみると、依然として企業の設備過剰感は根強いことがわかる。この先、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。また、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。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あまり高まらないと予想される。

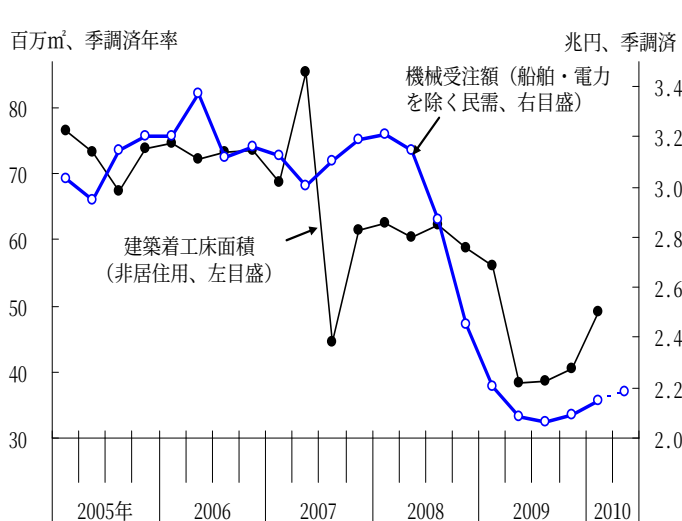
ただ、2011年度になると、米国経済が自律的な回復基調に転じ、輸出の増勢が次第に強まることから、企業の設備投資意欲も徐々に上向くと予想される。以上から、実質設備投資は2010年度が前年比+2.5%、2011年度が同+4.9%と予測した。

図表4 キャッシュ・フローが急速に改善



（注）キャッシュ・フロー＝減価償却費＋経常利益×0.5
（財務省「法人企業統計季報」より作成）

図表5 設備投資の先行指標は緩やかに増加



（注）機械受注額の2010年4～6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）

(個人消費は政策効果に依存しながら回復が進む)

薄型テレビの駆け込み需要の影響などにより個人消費の増加が続いたことも、1～3月期の実質GDPが高い伸びとなった要因である。もっとも、個人消費を財別にみると、耐久財消費が前期比+4.2%と4四半期連続で高い伸びとなる一方、耐久財以外の財・サービスはほぼ横ばいの推移となっている(図表6)。厳しい雇用・所得情勢のもとで家計の節約意識は依然として根強く、政策効果が個人消費の回復を支えてきたと判断される。

今後の個人消費を展望すると、2010年度は後述するように雇用・所得情勢の改善が鈍いと予想されるものの、家電エコポイントなどの消費刺激策や子ども手当などの所得支援策がけん引し、個人消費は増加基調を維持すると見込まれる。もっとも、消費刺激策による耐久財消費の増加は将来の需要を先食いしたものも含まれると考えられ、消費刺激策が終了(家電エコポイントは2010年12月、エコカー補助金は2010年9月)した後はこうした耐久財消費の反動減が見込まれる。また、子ども手当にも過度の期待はできない。2010年4月に内閣府が公表した『インターネットによる子育て費用に関する調査報告書』によると、「最も優先したい子ども手当の使い道」は、全体の48.2%が「貯蓄」という回答になっており、続いて回答が多かったのは「日常の生活費に補てん」、「子どもの保育費」などであった(図表7)。こうした回答結果を踏まえると、子ども手当に個人消費の起爆剤役を期待するのは難しいと考えられる(注1)。

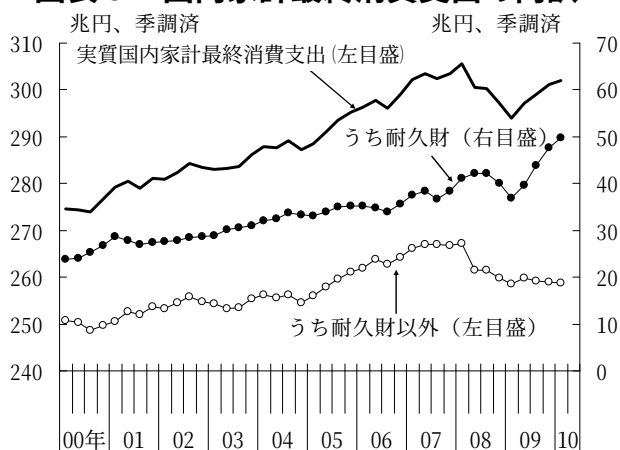
続いて2011年度を展望すると、家電エコポイントとエコカー補助金が2010年度中に打ち切られることから耐久財消費などが鈍い動きになると予想されるものの、子ども手当の満額支給(一人当たり支給額:月1.3万円→月2.6万円)が個人消費を支えすると期待される(注2)。企業業績の改善から雇用・所得情勢も徐々に回復するとみられることから、個人消費の増勢も次第に高まっていくと予想される。

以上を踏まえ、実質個人消費は2010年度が前年度比+0.9%、2011年度が同+0.8%と予測した。

(注1) 2010年度は子ども手当に1.7兆円の予算が計上されており、個人消費が0.2%程度、GDPが0.1%程度押し上げられると見込んだ。上述のアンケート結果を勘案すると、子ども手当の多くが消費に回るとは考えにくく、ここでは消費性向が昨年支給された定額給付金と同程度(0.35)になると想定した。なお、公立高校の実質無償化などを含めると、家計の所得支援策により2010年度の個人消費が0.3%程度、GDPが0.2%程度底上げされると見込まれる。

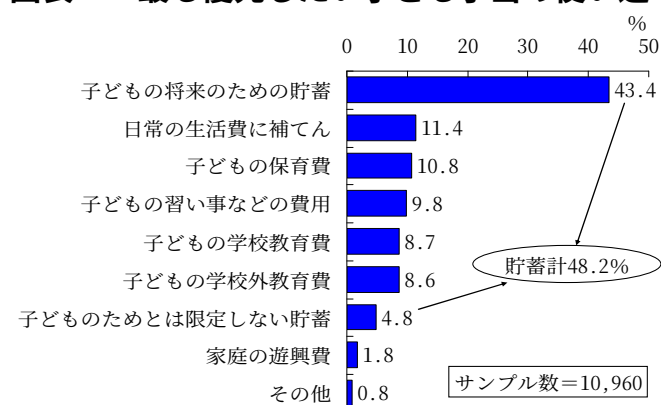
(注2) 2011年度の子ども手当は民主党のマニフェスト通り、一人当たり支給額が月2.6万円に増額されると想定した。なお、家電エコポイントやエコカー補助金の期限再延長は実施されず、扶養控除の廃止などは順次行われると想定した。消費税の引き上げについては今回の予測では想定していない。

図表6 国内家計最終消費支出の内訳



(注) 耐久財以外とは非耐久財、半耐久財、サービス。
(内閣府「四半期別GDP速報」)

図表7 最も優先したい子ども手当の使い道



(注) 調査期間は2009年11月に実施。調査対象は第1子として0歳～中学校3年生(15歳)までの子どもを持つ親。
(内閣府「インターネットによる子育て費用に関する調査報告書【概要版】」)

(住宅投資にもようやく持ち直しの動き)

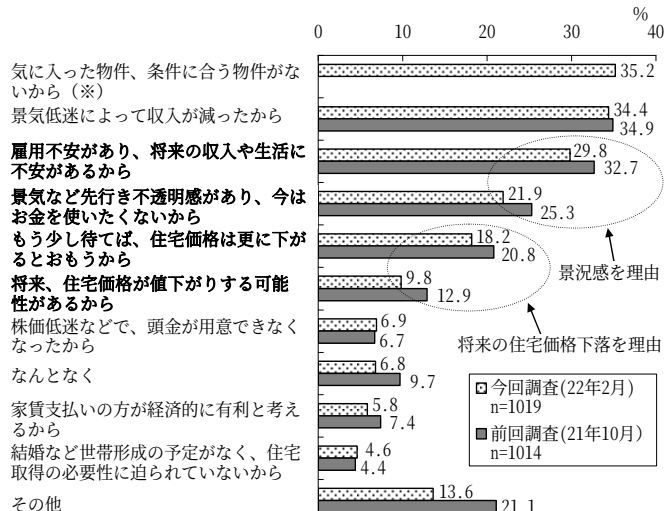
一方、1～3月期の実質住宅投資も5四半期ぶりのプラスに転じ、持ち直しの動きを示した。2010年2月に住宅金融支援機構が実施した『民間住宅ローン利用予定者アンケート』をみると、住宅取得に踏み切れない理由のうち、景気の先行きや雇用不安といった景況感を理由とした回答や、将来の住宅価格下落を理由とした回答の減少が目立つ(図表8)。こうした調査結果から、景況感の好転や住宅価格の下げ止まりによる値ごろ感が、主に金融危機後に買い控えを余儀なくされた層の住宅投資マインドを改善させたと言えそうだ。

今後を展望すると、2010年度は雇用・所得情勢の改善の鈍さが住宅投資の下押し要因になると考えられる。その一方で、住宅取得等資金の贈与に係る非課税枠拡大(500万円→1,500万円)や、住宅金融支援機構のフラット35金利優遇(当初10年間の金利を1%引き下げ)そして住宅版エコポイントなど、各種の住宅取得を支援する政策(図表9)の効果もあり、金融危機後に買い控えを余儀なくされた層を中心に住宅取得の動きが大きくなると期待される。こうしたことから住宅投資は2010年年末にかけて持ち直す姿をみせるだろう。2011年度については、住宅取得等資金の贈与に係る非課税枠が2011年1月より縮小(1,500万円→1,000万円)され、フラット35の金利優遇と住宅版エコポイントが2010年12月末をもって期限切れとなるため、政策による押し上げ効果は縮小する見通しである。その一方で、雇用・所得情勢の改善が進み、景気の先行き不透明感は後退していくことが予想される。また、景気回復の進展を受けて、地価など不動産価格の値上がり期待も高まることが見込まれることから、住宅投資は緩やかに回復するだろう。

もっとも、予測期間中における住宅投資の水準自体はリーマン・ショック以前の水準まで回復しない見通しだ。理由としては、リーマン・ショック前の2005～2007年頃においては、企業の資産リストラの影響を受けて首都圏を中心に立地の良い土地が多く出回ったことなどから供給側主導で住宅投資の水準が大きく押し上げられていたと考えられるためである。

以上より、実質住宅投資は2010年度が前年度+1.6%、2011年度が同+4.9%と予測した。

図表8 住宅取得に踏み切れない理由



図表9 主な住宅取得支援策

項目	概要	期間
住宅取得等資金の贈与に係る非課税措置拡大	贈与税の非課税枠を500万円(従前)から1,500万円(2010年)、1,000万円(2011年)に拡大。	2010年1月1日～2011年12月31日
住宅版エコポイントの創設	一定の省エネ基準を満たしたエコ住宅の新築もしくはエコリフォームに対し、一戸あたり上限30万ポイントを付与。ポイントにて省エネ・環境配慮製品や商品券・プリペイドカードなどに交換もしくは、環境寄附を行うことが可能。(ポイント交換は2013年3月31日まで申請が可能)	エコリフォームは、2010年1月1日～2010年12月31日に工事着手(エコ住宅の新築の場合2009年12月8日～2010年12月31日までに建築着工)したものが対象。
フラット35の金利引下げ	【フラット35】S(優良住宅取得支援制度)により、当初10年間の金利を1%引下げ(11年目以降は通常通りの金利適用)。	2010年2月15日以降融資実行分～2010年12月30日までの申込分が対象。

(国土交通省、住宅金融支援機構等のHPより浜銀総研作成)

(雇用の回復に向けた足取りは重い)

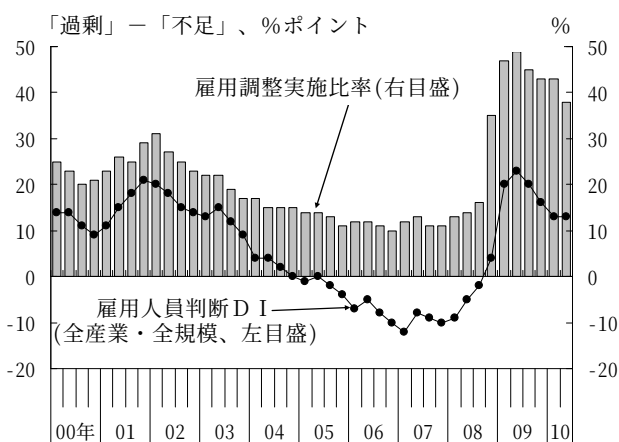
個人消費や住宅投資の動向に大きな影響を与える雇用・所得情勢を確認すると、まず完全失業率(季調値)については、3月に5.0%となり前月に比べて0.1ポイント悪化した。2009年7月(5.6%)をピークに低下してきていたものの、2010年に入るとほぼ横ばいの推移となっており、ここのところ改善の動きが鈍くなっている。日銀短観(2010年3月調査)の雇用人員判断D Iをみると、雇用の過剰感が依然として根強く、景気の先行き不透明感から企業は雇用に対して慎重な姿勢を崩していないようだ。

この先を展望すると、2010年度は雇用者数の増加が小幅にとどまるため失業率の回復テンポも鈍いと予想される。雇用者数の回復がなかなか進まない理由としては、①企業側からみた雇用人員の過剰感が根強く、雇用調整の実施を予定している企業の比率も依然として高いこと(図表10)、②企業は雇用調整助成金の活用などにより余剰人員を保蔵しており、景気回復局面では先ずそうした人員を活用すると考えられること、などが挙げられる。2011年度に入ると、企業業績の回復が進み、雇用の過剰感が和らぐため企業の新規採用意欲が次第に高まり、失業率は緩やかに改善すると予想される。以上から2010年度の完全失業率が4.9%、2011年度が4.5%と予測した。

次に雇用者報酬(名目)をみると、1～3月期は前期比+1.6%と8四半期ぶりの増加に転じた。雇用者数が小幅ながらも増加したことや所定外給与(残業代等)が改善したことなどにより押し上げられたと考えられる。

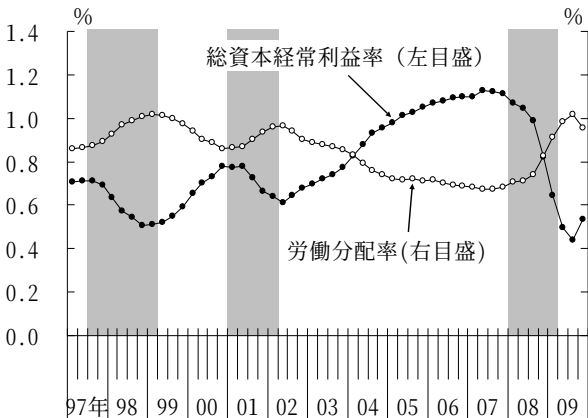
2010年度を見通すと、企業における総資本収益率(総資本に対する収益の比率)の水準が依然として低いため、企業は収益力強化のために高い水準にある労働分配率(収益に対する人件費の比率)を抑制すると予想される(図表11)。このため雇用者報酬の持ち直しの動きは緩やかになると考えられる。2011年度に入ると、企業の新規採用意欲が次第に高まることから雇用者数は徐々に増加すると見込まれる。企業業績の回復を受けて賞与や残業代も改善されることから、雇用者報酬は緩やかに回復するだろう。もっとも、2011年度においても、企業は収益力強化のために労働分配率抑制の姿勢を崩さないと見込まれることから、雇用者報酬の伸びはあまり高まらなると予想される。

図表10 雇用の過剰感と雇用調整



(注) 雇用調整実施比率の2010年1～3月期以降は見通し。
雇用人員判断D Iは2010年4～6月期以降が見通し。
(日本銀行『短観(2010年3月)』、
厚生労働省「労働経済動向調査」より浜銀総研作成)

図表11 資本収益率と労働分配率



(注) 労働分配率=人件費÷(人件費+経常利益+支払利息等+減価償却費)。人件費には役員賞与を含めていない。後方4期移動平均値。シャドー部分は景気後退期。直近の景気の谷は2009年1～3月期と想定。
(財務省「法人企業統計季報」より浜銀総研作成)

(実質経済成長率は2010年度が+2.2%、11年度が+1.8%と予測)

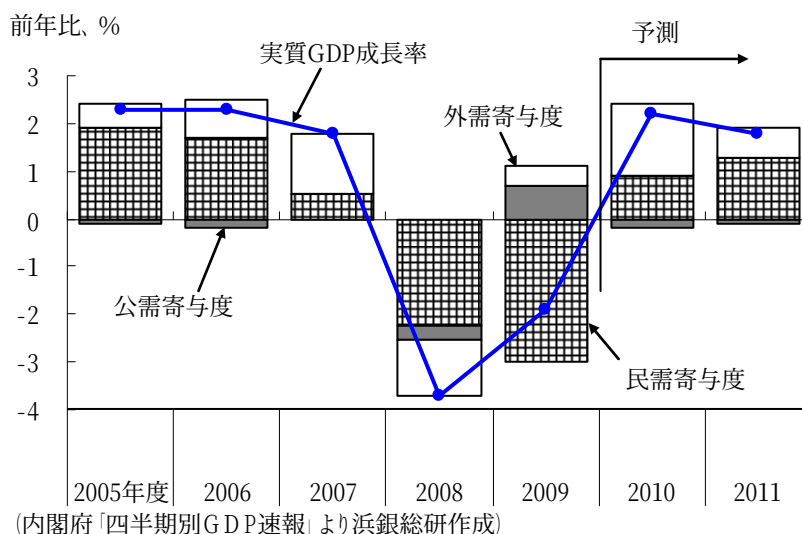
以上を踏まえて2010年度のわが国経済を展望すると、個人消費は薄型テレビの反動減により4～6月期にはいったん弱含むとみられるものの、家電エコポイントやエコカー補助金などの消費刺激策や子ども手当などの所得支援策の下支えにより増加基調で推移するとみられる。また、輸出については堅調に推移する中国経済のけん引によりアジア向けを中心に回復が続くことになろう。ただ、中国当局の金融緩和策の修正や上海万博終了の影響などにより中国の景気回復の動きが次第に緩やかになると予想されるため、輸出の増勢は徐々に鈍化すると考えられる。設備投資についても、企業の設備過剰感が依然として根強く、また輸出の増勢鈍化やデフレの影響などにより企業業績の回復のテンポがこの先鈍ると見込まれるため、回復のペースはあまり高まらないだろう。一方、公共工事削減の影響で公共投資の減少幅は拡大していく公算が大きい^(注)。こうしたことから、2010年度のわが国経済は回復の動きが続くものの、そのテンポは徐々に鈍化していくと予想される。2009年度から2010年度への成長率のゲタ(発射台)が+1.5%と大きいこともあり、2010年度の実質GDPは前年比+2.2%と2006年度(同+2.3%)以来の高い伸びになると予測した(図表12)。

2011年度については、年度当初は景気回復が緩やかになると見込まれるものの、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、個人消費は子ども手当が増額されることや雇用・所得情勢が緩やかに改善してくることなどから年度後半に向けて底堅さを増してくるだろう。こうしたことから、実質成長率は徐々に高まっていくと見込んだ。2011年度の実質GDPを前年比+1.8%と予測した。

なお、名目ベースの経済成長率は2010年度に+0.8%と3年ぶりのプラスに転じ、2010年度も+1.2%とプラス成長が続くと予測した。GDPデフレーターについては、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や、控除項目である輸入デフレーターが原材料価格の値上がりなどにより上昇することなどを想定し、2010年度が同-1.4%、2011年度が同-0.6%と下落が続くと予測した。

(注) 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。なお、2011年度についても民主党の公共事業削減の方針を踏まえて大幅な減少が続くと予測した。

図表12 2010年度の実質GDPは3年ぶりのプラス成長へ



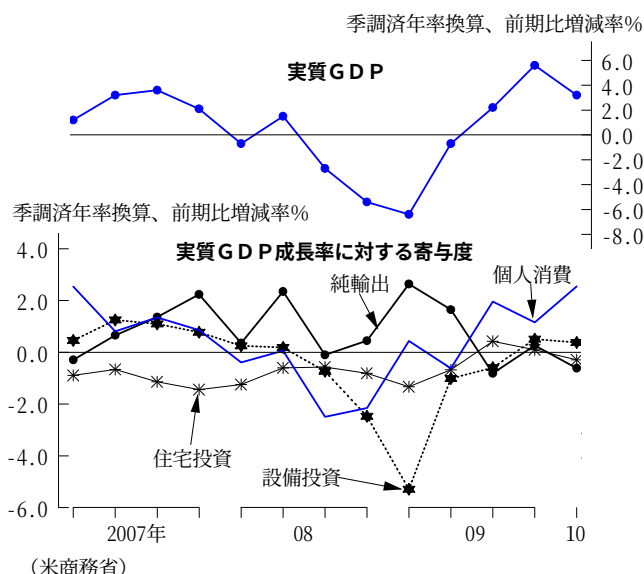
2. 予測の前提となる海外経済の見通し (米国景気は緩やかな回復が続く)

米国の2010年1～3月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+3.2%と昨年10～12月期(同+5.6%)より伸びが鈍化したものの、3四半期連続のプラス成長となり、米国経済が緩やかながらも着実に回復していることを示した(図表13)。需要項目別にみると、個人消費が同+3.6%と3年ぶりの高い伸びとなったことが目立つ。所得の増加が消費を押し上げるとともに、雇用情勢の悪化に歯止めがかかったことなどが消費の増加につながった。また企業の設備投資は同+4.1%となり、前期(同+5.3%)より伸びが鈍化したものの、2四半期連続で増加した。工場建設など建造物投資は同-14.0%と引き続き大幅に落ち込んだが、機械・ソフトウェア投資が同+13.4%と前期(同+19.0%)に続いて高い伸びとなった。他方、在庫投資の実質GDP成長率に対する寄与度は同+1.6%と前期(同+3.8%)から半減したものの、引き続き成長率を押し上げた。しかしその一方で、住宅投資は同-10.9%と3四半期ぶりの減少に転じ、住宅需要が弱いことが示された。また、輸出入ともに伸びが鈍化したものの、輸入の伸びが輸出を上回ったため、純輸出(輸出-輸入)の成長率に対する寄与度は同-0.6%と2四半期ぶりのマイナスとなった。

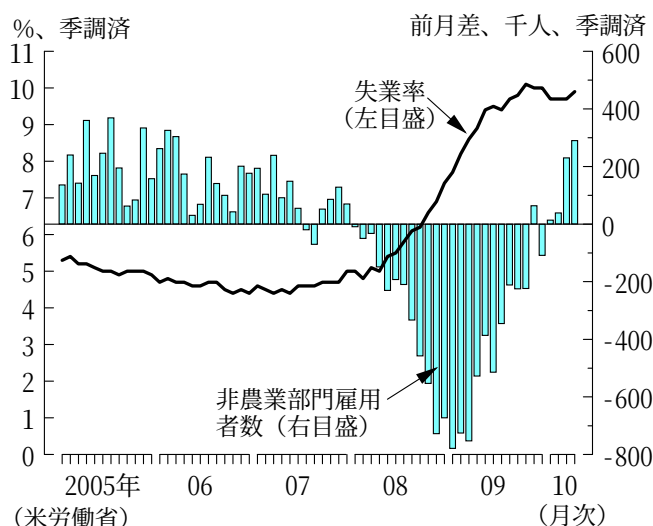
4月以降も米国景気の改善を示す経済指標が相次いでいる。まず企業部門では、企業の景況感を表すISM(米供給管理協会)製造業景況指数が4月に60.4となり、2004年6月以来の高水準を記録した。また同月のISM非製造業景況指数は55.4と、企業活動の拡大・縮小の分かれ目とされる50を4か月連続で上回った。4月の鉱工業生産指数も前月比+0.8%となり、今年1月(同+1.2%)に次ぐ高い伸びとなった。一方、家計部門では、4月の小売売上高が前月比+0.4%と7か月連続で増加した。4月の失業率は9.9%と前月(9.7%)から上昇したものの、同月の非農業部門雇用者数は前月比29万人増加と3月(同23万人増)に続いて大幅に増加しており、春先から雇用情勢が急速に回復し始めたことがうかがえる(図表14)。

こうした状況下、先行きの米国経済を展望すると、まず2010年については、個人消費が雇用・所得の持ち直しを主因に回復を続けよう。ただ、失業率の水準が依然として高く、また家計が過剰に抱えた債務の圧縮に追われていることもあり、個人消費の本格的な回復は当面見込みにくい。設備投資に関しても、IT(情報技術)

図表13 米実質GDPは3期連続の増加



図表14 米雇用者数は増加局面入り



関連投資の回復に支えられて増勢を維持すると見込まれるものの、商業用不動産の不振を受けて建設投資の調整がしばらく続くと思われるため、2010年中は伸びが小幅にとどまると予想される。米国政府による大規模な景気対策の効果継続や、海外景気の回復による輸出の増加なども米国経済を支えよう。続く2011年には、これまで米国経済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思われる。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るとみられる。以上を踏まえて、米国の実質GDP成長率を2010年が+3.0%、2011年が+2.8%と予測した。

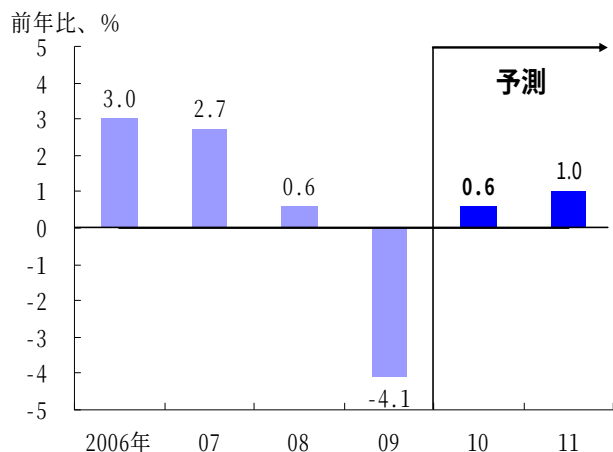
なお、米国の金融政策を展望すると、FRB（米連邦準備理事会）はこれまで雇用者数の安定的な増加を確認してから政策金利の引き上げに踏み切っており、今回も同様の対応が採られる可能性が高いと見込まれる。FRBの利上げ開始時期は早くとも2010年末頃になると予想される。

（ユーロ圏経済の回復ペースは極めて緩慢となる見通し）

ユーロ圏の2010年1～3月期の実質GDP（国内総生産、一次推定値）は前期比+0.2%と、2009年10～12月期（同+0.0%）に比べてやや加速したが、景気回復のテンポは依然緩慢である。景気の下支え役は輸出であり、同期の輸出金額は同+7.0%と増勢を強めている。地域別には、順調に景気が回復しているアジアの新興国向けや、足元で景気回復が堅調さを増してきた米国向けの増加が目立つ。こうした輸出の改善を受けて、企業の生産活動の回復は底堅さを増しているが、設備稼働率は依然低く、設備投資は本格的な回復に至っていない。一方、個人消費は、雇用不安の長期化などを受けて低迷が続いている。

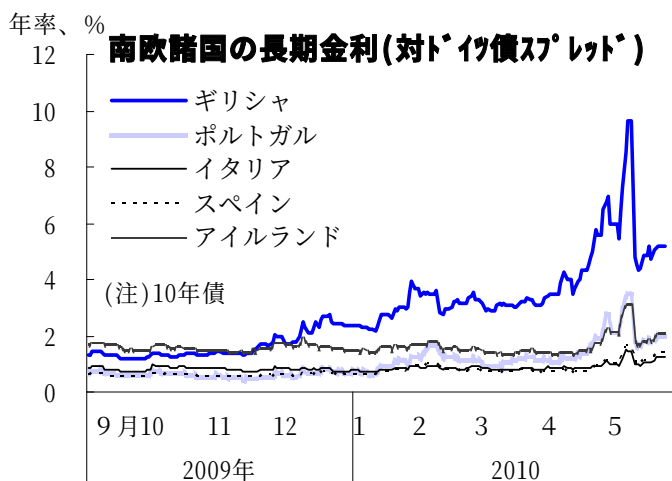
他方で、ギリシャの財政危機に端を発した南欧諸国の信用不安を受けて、金融市場が大きく動揺している。4月下旬から5月初旬にかけて南欧諸国の長期金利が高騰する一方、圏内各国の株価は急落し、また統一通貨ユーロは円やドルに対して大きく水準を切り下げた。こうした事態を受けて、欧州連合（EU）及び国際通貨基金（IMF）は、信用不安対策として総額7千5百億ユーロ（約90兆円）に相当する緊急支援措置の実施を5月中旬に決定した。また欧州中央銀行（ECB）が、そ

図表15 ユーロ圏のGDP予測



（実績値はEurostat、予測は浜銀総研）

図表16 信用不安は小康状態へ



（Bloomberg）

の傘下にある圏内各国の中央銀行を通じて信用不安に陥っている国々の国債の買い入れを開始するなど、政策当局は一体となって事態の収拾に取り組んでいる。こうしたなか、金融市場の不安定化のそもそもの原因である財政バランスの健全化は急務であり、圏内各国は先行き大規模な歳出抑制に迫られる公算が大きい。このことが今後の景気回復の下押し要因になるとの懸念が強まっている。

以上を踏まえて今後の経済動向を展望すると、まず2010年については、引き続き輸出が成長の押し上げ要因になるだろう。また輸出に下支えされた生産の回復を受けて設備稼働率も改善ペースを上げると予想されるが、設備投資の回復にはなお時間がかかると見込まれる。半面、個人消費は、雇用・所得環境の改善が滞るなかでは低迷が長期化しよう。また財政支出については、上述の理由から削減の方向に向かうと考えられることから、成長の下押し要因になる公算が大きい。総じて緩慢な景気回復が予想されるため、ECBは、現状の金融緩和策を維持して、金融面から景気を下支えすることになると考えられる。

続く2011年については、世界景気の回復を受けて輸出が堅調に推移し、景気を押し上げると予想される。また生産の回復に伴って設備稼働率も上昇し、設備投資は徐々に増勢を強めよう。さらに個人消費も、雇用・所得環境の改善を受けて、回復に転じると考えられる。半面、財政支出は、2010年以上のペースで削減が進むことになるだろう。総じてみれば、2011年の景気回復テンポは2010年より強まるものの、日米など他の主要国に比べて低くなる公算が大きい。こうした環境の下では、ECBによる政策金利の引き上げは早くとも2011年後半になると予想される。

以上のことから、2010年の実質GDPを前年比+0.6%、2011年を同+1.0%と、それぞれ予測した（図表15）。

なお、現在、ユーロ圏の信用不安は、政策当局による対応を受けて小康状態を取り戻している（図表16）。一方、圏内各国の金融機関は、ギリシャなど財政問題が深刻化している国々向けに多額の債権を有している。したがって、仮にこれらの国々が債務再編や不履行に陥った場合、金融機関の資産の劣化を通じて圏内全体の金融システムが不安定化する可能性がある。こうした事態が発生すれば、先行きの景気回復に対する大きな足かせ要因となるだろう。

（中国景気は足元で過熱感を強めるも先行き徐々に鈍化する見通し）

中国の2010年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+11.9%と、4四半期連続で成長率を高めており、景気が過熱感を強めていることが示された。同期の成長のけん引役は輸出である。すなわち1～3月期の輸出（物価変動の影響を除いた実質ベース）は、世界的な需要減退を受けて極端に減少した前年の反動もあって、同+23.8%と5四半期ぶりのプラス成長となった。地域別には、順調に景気が回復しているアジアの新興国向けや、足元で景気回復が堅調さを増してきた米国向けの増加が目立つ。一方内需も堅調である。同期の社会消費財小売総額（実質ベース）は前年比+15.8%と引き続きしっかりしており、景気を下支えしている。また同期の固定資産投資（同）も同+23.7%と、高い伸びとなっている。経済が過熱するなかで、不動産価格は騰勢を強めており、バブル化の様相を呈している（図表17）。

今後を展望すると、まず2010年については、世界経済の回復を受けて輸出が好調に推移すると予想される。また個人消費も、前年に引き続き乗用車や家庭用電器の購入促進策が実施されることなどから、堅調に推移しよう。一方住宅投資は、農村部と都市部で色合いが分かれるものと考えられる。農村部では、「建材下郷」と呼

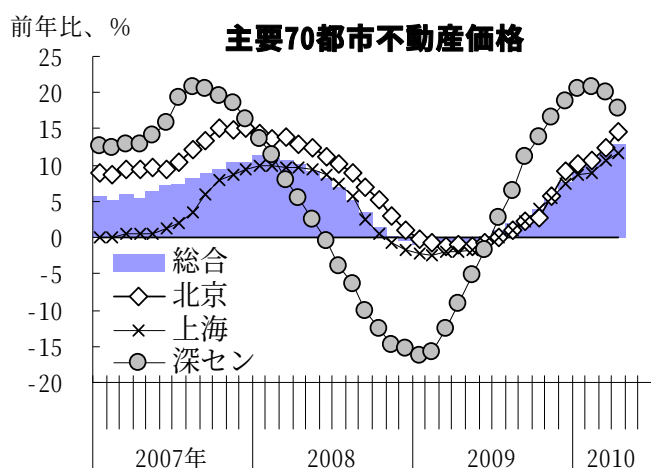
ばれる住宅投資促進策が実施されることから、住宅投資は好調に推移しよう。一方都市部では、当局が騰勢を強める不動産価格に対して過熱抑制措置を実施し始めたことなどから、住宅投資は次第に弱含む可能性がある。また企業の設備投資も、先行き中国人民銀行（中央銀行）が貸出金利の引き上げなど金融緩和策の修正に一段と踏み込むと予想されることから、増勢が次第に鈍化しよう。なお上海万博が10月に閉幕する予定であるが、こうした国家的イベントの終了も、固定資産投資の鈍化や企業・家計マインドの一服を通じて、景気の減速を促す方向に働くと見込まれる。

続く2011年については、引き続き輸出が成長のけん引役となると考えられる。また個人消費は、購入刺激策の効果のはく落が見込まれるものの、経済成長に伴う実質所得の上昇を受けて底堅く推移するだろう。半面、設備投資を主とする固定資産投資は、上海万博の終了や政策金利引き上げの影響などを受けて2010年以上に鈍化すると予想される。総じてみれば、2011年の景気は2010年よりも若干減速するものと考えられる。

こうしたことから、2010年の実質GDPを前年比+10.5%、2011年を同+9.0%と予測した（図表18）。

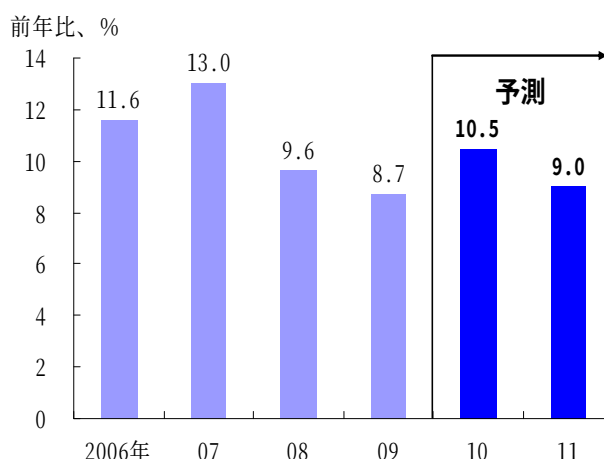
なお、注視すべきリスク要因として、騰勢を強める不動産価格問題と人民元切り上げの問題が挙げられる。まず不動産価格の問題である。バブルとも指摘されている不動産価格の上昇であるが、その行き過ぎは、後の崩壊に伴う逆資産効果や不良債権問題を通じて、経済成長を大きく阻害する可能性がある。当局は預金準備率を順次引き上げる一方で、4月以降行政的措置を順次実施して、不動産価格の過熱抑制に努めている。こうした一連の政策が、先行きの過剰な不動産価格の上昇を抑制することができるかが注目される。次に人民元切り上げの問題であるが、当局による切り上げペースは緩慢なものに留まる公算が大きいと見込まれる。輸出産業等に与える影響は軽微と見込まれる。半面、こうした緩慢な切り上げは、むしろ先行きの為替上昇期待を生むため、投機筋による短期資本（ホットマネー）の流入を活発化させる可能性がある。こうしたホットマネーが不動産価格などの資産価格をさらに押し上げれば、当局はより困難な政策の舵取りを迫られることになるだろう。

図表17 騰勢を強める不動産価格



(中国国家统计局)

図表18 中国の実質GDP成長率予測



(実績値は中国国家统计局、予測は浜銀総研)

図表19 2010、2011年度のわが国経済の見通し（2010年5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%）

	2009年度 実績	2010年度 見通し	上 期	下 期	2011年度 見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	92.8	93.9	92.6	95.3	100.0	99.0	101.0
米国実質GDP(暦年)	▲ 2.4	3.0	[3.6]	[2.6]	2.8	[2.8]	[2.9]

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%）

		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
実 質 G D P		▲ 1. 9	2. 2	[1. 0]	[0. 6]	1. 8	[0. 8]	[1. 2]
	個人消費	0. 6	0. 9	[0. 2]	[0. 4]	0. 8	[0. 2]	[0. 5]
	住宅投資	▲18. 5	1. 6	[2. 6]	[4. 2]	4. 9	[1. 3]	[3. 1]
	設備投資	▲15. 1	2. 5	[1. 2]	[1. 6]	4. 9	[2. 5]	[3. 0]
	政府消費	1. 8	1. 2	[0. 6]	[0. 2]	0. 6	[0. 4]	[0. 4]
	公共投資	8. 7	▲ 9. 8	[▲ 4. 6]	[▲ 7. 4]	▲ 6. 9	[▲ 3. 3]	[▲ 1. 1]
	輸 出	▲ 9. 6	15. 9	[7. 2]	[2. 9]	7. 2	[3. 7]	[4. 3]
	輸 入	▲11. 8	7. 2	[3. 3]	[2. 2]	5. 5	[2. 6]	[3. 3]
寄与度	国内需要	▲ 2. 4	0. 7	[0. 3]	[0. 4]	1. 2	[0. 5]	[0. 9]
	民間需要	▲ 3. 0	0. 9	[0. 4]	[0. 6]	1. 3	[0. 6]	[0. 9]
	公的需要	0. 7	▲ 0. 2	[▲ 0. 1]	[▲ 0. 2]	▲ 0. 1	[▲ 0. 0]	[0. 0]
	海外需要	0. 4	1. 5	[0. 7]	[0. 2]	0. 6	[0. 3]	[0. 3]
名 目 G D P		▲ 3. 7	0. 8	[0. 3]	[0. 4]	1. 2	[0. 5]	[1. 0]
新設住宅着工戸数(万戸)		77. 5	87. 0	44. 5	42. 6	89. 2	45. 6	43. 5
(前年比増減率、%)		▲25. 4	12. 2	15. 7	8. 8	2. 5	2. 6	2. 3
鉱 工 業 生 産		▲ 8. 9	15. 3	[7. 5]	[2. 1]	4. 8	[2. 0]	[3. 2]
国 内 企 業 物 価		▲ 5. 2	0. 9	0. 4	1. 4	0. 7	0. 7	0. 7
消 費 者 物 価		▲ 1. 7	▲ 0. 9	▲ 1. 3	▲ 0. 5	▲ 0. 1	▲ 0. 1	▲ 0. 2
完 全 失 業 率 (%)		5. 2	4. 9	5. 0	4. 9	4. 5	4. 7	4. 4

（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。