

浜銀総研 News Release



2011年 2月17日

2011年度・2012年度の景気予測（2011年 2月改訂）

- 景気は輸出主導で持ち直すものの、内需の回復力が鈍く、
全体としては緩やかな成長にとどまる -

要 旨

- 2010年10～12月期の実質GDPは前期比-0.3%と5四半期ぶりで減少に転じた。内訳をみると、個人消費はエコカー特需やたばこ消費の反動減による影響などから大幅な減少に転じた。また、輸出も海外景気の減速などを映じて7四半期ぶりの減少となった。もっとも、輸出や生産の月次指標には足元で持ち直しの動きが現れている。2011年1～3月期には、輸出の増加や個人消費の反動減の一巡などにより、再びプラス成長に転じよう。
- 2011年度については、中国をはじめとする新興国や米国などの経済成長に支えられて、輸出が緩やかに増加するとみられる。そして、年度後半には米国景気の回復テンポが次第に高まることを映じて、輸出の増加テンポが高まっていくと予想される。また、こうした海外需要の持ち直しを受けて、設備投資も増加基調を維持しよう。一方、個人消費は雇用・所得情勢の改善が鈍いうえ、個人に対する増税策が予定されていることなどから、緩やかな持ち直しにとどまると予想される。この結果、わが国の景気は輸出主導による回復の動きが年度後半から徐々に明確になってくるものの、国内需要は緩やかな回復にとどまると予想され、2011年度の実質GDPは前年比+1.4%と予測した。
- 2012年度については、引き続き堅調な海外需要に支えられて、輸出の増勢が続くと見込まれる。ただ、雇用・所得情勢は企業の人件費抑制姿勢が根強いことから、さほど回復テンポが高まらないだろう。このため、個人消費はいくぶん増加テンポを速めるが、緩やかな伸びにとどまる。こうした状況下、企業の国内需要に対する期待成長率が高まらず、設備投資は増加基調こそ維持するものの、回復テンポが高まらないだろう。このように輸出が景気回復を主導する半面で、国内需要の自律的な回復力が高まりにくいいため、わが国の経済は引き続き緩やかな成長にとどまると見込んだ。以上から2012年度の実質GDPは前年比+1.9%と予測した。

予測の要約表

（前年比、％） （参考）前回12月予測

	2009年度 実績	2010年度 見通し	2011年度 見通し	2012年度 見通し	2010年度 見通し	2011年度 見通し
実質GDP	▲ 2.4	3.0	1.4	1.9	3.2	1.2
民間需要寄与度	▲ 3.9	1.7	1.0	1.3	1.8	0.9
公的需要寄与度	1.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1
海外需要寄与度	0.3	1.3	0.4	0.6	1.4	0.4
名目GDP	▲ 3.7	1.0	0.8	1.5	1.2	0.5

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

1. わが国の景気の現状と予測

(2010年10～12月期の実質GDPは前期比-0.3%と減少に転じる)

2010年10～12月期の実質GDP(国内総生産、季調値、1次速報)は前期比-0.3%(前期比年率-1.1%)と5四半期ぶりで減少に転じ、わが国の景気が回復の踊り場の状況にあったことが示された(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-0.2%ポイントとGDP全体を下押す要因となった。家計部門では、個人消費が前期比-0.7%(7～9月期：同+0.9%)と大幅な減少に転じた。財別では、エコカー特需の反動減などから耐久財消費の伸び率が大幅に鈍化したほか、たばこ増税に伴う駆け込み消費の反動減などから非耐久財消費は減少に転じた。住宅投資については同+3.0%と7～9月期(同+1.8%)から伸び率が拡大した。各種住宅取得支援策による需要マイノの押し上げ効果などから持家を中心に増勢が強まったと考えられる。

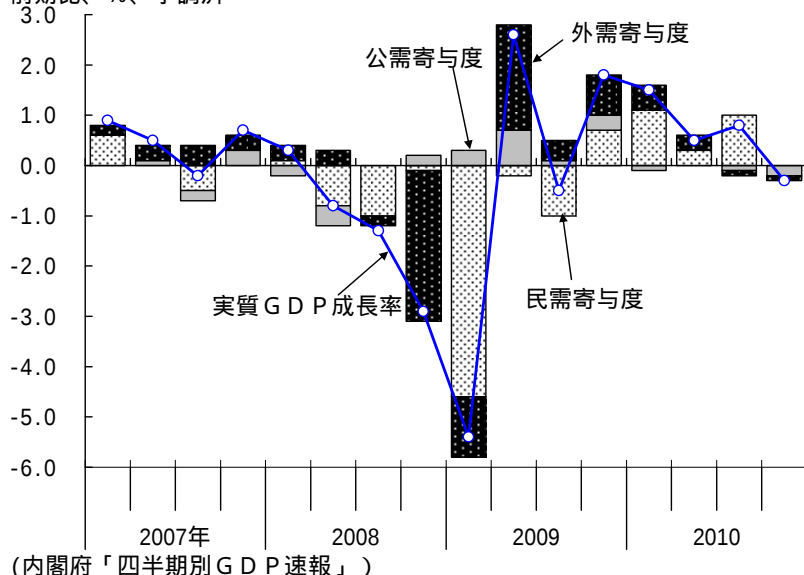
企業部門では、堅調な企業収益の回復を映じて設備投資が同+0.9%と小幅ながら5四半期連続で増加した。他方、政府部門では公共投資が同-5.8%と7～9月期(同-2.1%)から減少幅を大きく拡大させた。2010年度公共事業関係費の当初予算が大幅削減となった影響と考えられよう。

次に外需をみていくと、海外景気の減速や円高の影響などを映じて輸出が同-0.7%と7四半期ぶりで減少に転じた。また、輸入も同-0.1%と6四半期ぶりの減少となった。この結果、外需の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比-0.1%ポイントとなり、2四半期連続で実質GDP全体の下押し要因となった。

また、総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターについては、前年比-1.6%と、7～9月期(同-2.1%)に比べて下落幅が縮小した。内訳をみると、国内需要デフレーターが同-1.0%と7～9月期(同-1.4%)から下落幅を縮小させたほか、円高の影響を受けて輸出デフレーターが同-3.2%(7～9月期：同-3.3%)と2四半期連続で低下した。また、この結果として、10～12月期の名目GDPは前期比-0.6%と再び減少に転じた。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

前期比、%、季調済



(季節調整済、前期比、%)

	2010年		
	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	0.5	0.8	-0.3
個人消費	-0.0	0.9	-0.7
住宅投資	-0.3	1.8	3.0
設備投資	2.9	1.5	0.9
公共投資	-4.1	-2.1	-5.8
輸出	5.3	1.5	-0.7
輸入	4.0	2.9	-0.1

内需寄与度	0.3	1.0	-0.2
民間需要	0.3	1.0	0.0
うち在庫	-0.1	0.3	0.2
公的需要	0.0	-0.1	-0.2
外需寄与度	0.3	-0.1	-0.1

名目GDP	-0.6	0.6	-0.6
-------	------	-----	------

(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」)

(持ち直しの兆しが見え始めたわが国の景気)

このように2010年10～12月期の実質GDPは個人消費がエコカー特需の反動減などで減少したほか、輸出が海外景気の減速や円高の悪影響から減少に転じたことなどから、マイナス成長となった。ただ、足元の経済指標をみていくと、景気の持ち直しを示唆する動きが出始めている。

まず輸出は、日銀発表の2010年12月の実質輸出指数が前月比+7.3%と5か月ぶりに上昇に転じた。海外景気の復調を映じて、輸出が持ち直し始めたとみられる。海外の製造業PMIをみると(図表2)、米国・欧州では昨年10月から上昇基調となっている。一方、昨年8月から上昇していた中国では足元の動きが鈍いものの、引き続き景気の拡大・後退の分岐点とされる50を上回る水準を確保している。こうした海外製造業の動向をふまえると、この先も輸出は持ち直しの動きが期待できよう。

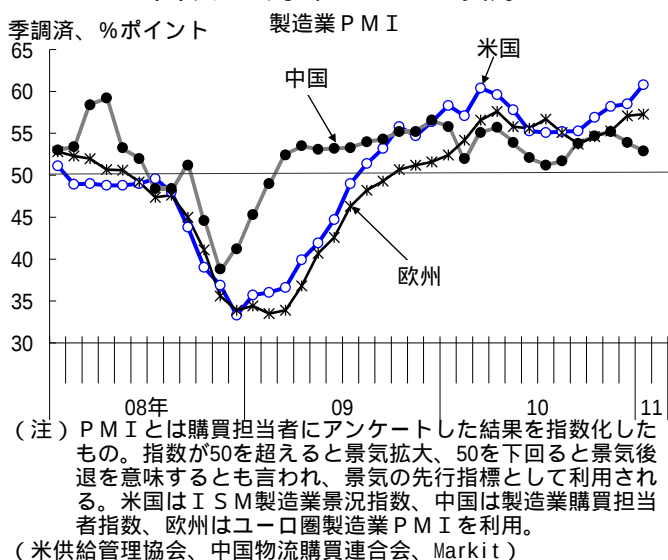
次に企業の生産活動をみると、12月の鉱工業生産指数は前月比+3.3%と11月(同+1.0%)から伸びが加速した。特に輸送機械は、エコカー補助金の終了に伴う生産調整の一服に加え、米国・中国向けなどの自動車輸出が好調だったため、2か月連続で高い伸び率となった。また、製造工業生産予測指数は1月が前月比+5.7%、2月が同-1.2%となった。これを鉱工業生産指数にあてはめると、1～2月期には、リーマン・ショック直後の2008年10～12月期を上回る水準まで回復する見通しとなっている。

続いて景況感をみていくと、内閣府が発表した1月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが大雪など悪天候の影響や薄型テレビの販売減などを映じて、前月比で小幅な低下に転じた(図表3)。一方、2～3か月後の見通しを示す先行き判断DIは家計動向・企業動向・雇用の全部門で上昇し、前月比+3.3ポイントと3か月連続で上昇した。このような先行きの景況感や生産活動の改善は、企業の設備投資マインドの好転などにもつながっていくと予想される。

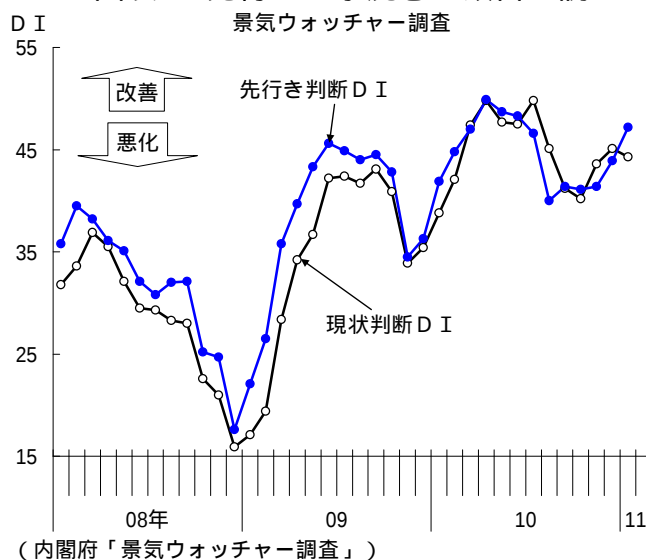
なお、個人消費は雇用・所得情勢の戻りが鈍いなかで、回復力に乏しい状況となっている。ただ、10～12月期に大幅に減少した自動車やたばこ販売が足元で緩やかに持ち直してきており、1～3月期には前期比で増加に転じる見通しだ。

以上から、わが国経済は海外景気の復調を映じて輸出が再び増加基調に転じると見込まれるほか、生産活動の回復などにより設備投資マインドの改善が期待されるため、1～3月期にはプラス成長に転じ、踊り場的な状況を脱却するだろう。

図表2 海外PMIが良好



図表3 先行きの景況感は改善基調

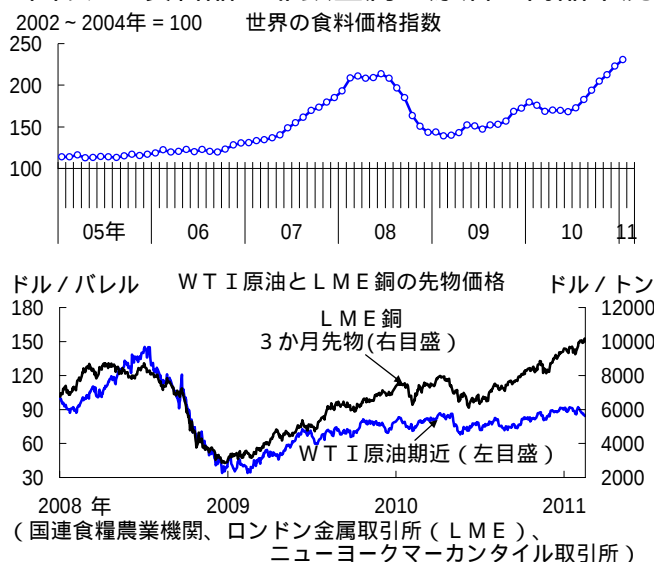


(海外景気に対する期待が高まる一方で、資源インフレが顕在化)

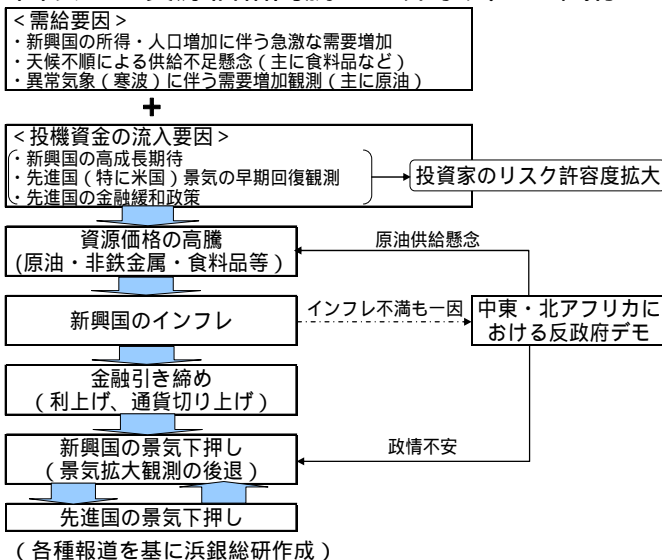
続いて、2011年度以降のわが国経済を展望する。まず輸出については、米国経済が政策効果などを映じて個人消費が底堅く推移するとみられる。また、2011年後半から家計部門のバランスシート調整圧力が次第に弱まっていくとみられることから、対米輸出の増加テンポが高まっていくと予想される。中国を含むアジア新興国では、過熱気味な国内経済を金融引き締めなどの政策手段で抑制する一方、インフラ投資や個人消費の増加などにより、内需拡大が期待されよう。加えて、米国景気の回復テンポが高まる2011年後半以降には世界的に貿易活動が活発化するとみられ、わが国のアジア向け輸出も増勢が強まっていくだろう。以上から輸出は、2011年後半の米国景気の加速を映じて、対米輸出とともにアジア向け輸出の増加テンポが次第に高まっていき、2012年度以降も増加基調が続くと予想した。

ただ、海外景気には、欧州の財政・金融問題など多くのリスクが内在している。そして最近時、特に懸念されているのが資源価格高騰を発端とした海外景気の下振れシナリオである。資源価格については、国連食糧農業機関発表の世界の食料価格指数(2011年1月)が過去最高値を更新したほか、2月に入ってから銅の先物価格(3か月物、ロンドン金属取引所)が過去最高値を更新するなど非鉄金属の価格高騰が続いており、商品市況全般で価格上昇圧力が強まっている(図表4)。こうした資源価格の高騰に至った要因を整理すると(図表5)、経済の高成長を映じた新興国需要の急激な増加や天候不順に伴う供給不足懸念などの需給要因に加えて、先進国の金融緩和や米国景気の回復観測などから投資家のリスク許容度が拡大し、投機資金の流入が急増したためと考えられる。こうした事態が長引くようだと、新興国では金融引き締め政策を通じてインフレを抑制する動きがさらに強まり、この点が景気を過度に冷やす恐れとなる、インフレが国民不満感情を強める一因となって、所得格差や雇用不足などの問題を抱えている新興国では政情悪化の懸念が高まる(例:チュニジアやエジプトの反政府デモ)、など新興国の景気下振れリスクは大きい。こうした新興国の懸念事項が現実化した場合、他の新興国や先進国にも悪影響を及ぼす恐れがある。今後も新興国の旺盛な需要に対して、食料品や非鉄金属などでは供給不足解消にしばらく時間がかかるとみられ、資源価格の動向や海外景気への影響について、注意を要するだろう。

図表4 食料品・非鉄金属・原油の商品市況



図表5 資源価格高騰と世界景気との関係



(国内需要の自律的な回復力の鈍さから、わが国の景気は緩やかな回復に)

このように先行きの輸出は、多くの下押しリスクを抱えながらも、増加基調が続くと予想される。一方で、国内需要は自律的な回復力の鈍さから、緩やかな回復テンポにとどまる可能性が高い。

まず、政策面についてみると、政府は昨年12月16日、「平成23年度税制改正大綱」を閣議決定した。このなかで政府は、法人実効税率の5%引き下げなど企業が負担する税額を軽減する方針を示した。ただ、同時に法人税の課税ベース拡大などを実施するため、実質的な企業の税負担軽減額は総額0.5兆円程度(平年度ベース)にとどまる見通しだ(図表6)。このため、法人減税による需要創出効果(設備投資や雇用への波及効果)はほとんど期待できないだろう。一方、給与所得控除額の縮小などにより、個人の税負担額は総額0.6兆円程度(平年度ベース)増加する見通しとなっている。また、政府は昨年12月24日、「平成23年度予算政府案」を閣議決定した。ただ内容をみると、厳しい国内の財政事情を反映した予算制約を受けているため、景気浮揚効果を期待できるほどの政策内容は見当たらない。

こうした政策面の影響を踏まえて先行きの国内需要を展望すると(注1)(注2)、まず政府部門については、高齢化に伴う医療・介護費の拡大から政府支出の増加基調が続くとみられる。一方で、2011年度の公共事業予算は国の公共事業関係費が前年比-5.1%、地方の投資的経費が同-5.1%となり、公共投資の2年連続減少が避けられない見通しだ。また、政府の試算によると、2012年度予算における財源不足見込額が5.2兆円程度となり、引き続き厳しい財政制約を受けることが予想される(図表7)。このため、2012年度も公需が景気を押し上げる展開は期待できないだろう。

次に企業部門を展望すると、企業収益は経費削減効果や海外需要の増加などから堅調に推移するとみられる。ただ、今後は国際的な資源価格の上昇が予想されるほか、米国景気の回復に伴って徐々に円安・ドル高が進展すると見込まれるため、輸入物価の上昇圧力が強まるとみられる。一方、デフレが浸透した最終需要者に対し、企業の仕入コスト上昇分を販売価格へ転嫁するには時間がかかるとみられる(図表8)。この結果、予測期間を通じて資源価格上昇が企業収益の圧迫要因となろう。

(注1) 政府の「平成23年度税制大綱」ならびに「平成23年度政府予算案」を予測の前提とした。ただ、これらは現在国会で審議中のため、内容が変更される可能性がある。

(注2) 予測期間中の消費税上げは想定していない。

図表6 小幅な企業の税負担軽減額

平成23年度税制改正に伴う税負担額の変化

(単位: 億円)

	法人関連		個人関連	
	平年度	初年度	平年度	初年度
国税(増税・減税)	-5,560	-4,190	+5,068	+1,338
地方税(増税・減税)	+286	+74	+891	+37
合計	-5,274	-4,116	+5,959	+1,375

減税

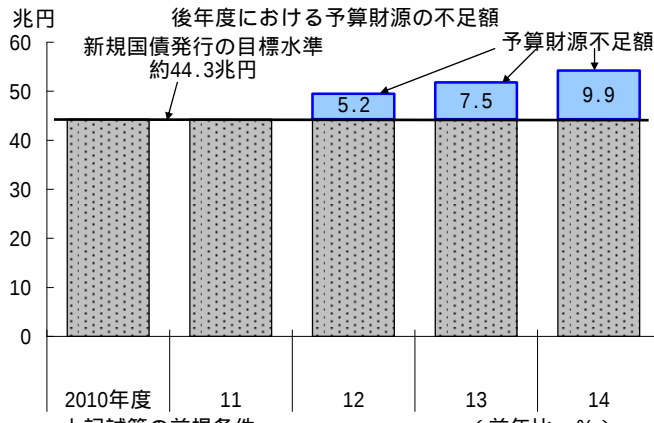
増税

主な税制改正内容		平年度	初年度
法人関連(うち国税関係)			
法人基本税率の引下げ		-12,194	-8,076
減価償却制度の見直し		+1,780	+1,164
欠損繰越控除制度の見直し		+1,788	+1,430
個人関連(うち国税関係)			
給与所得控除の見直し		+1,195	+203
成年扶養控除の見直し		+823	+132
相続税の基礎控除額引下げ		+2,355	+785

(注) 上段は個人・法人の判別困難な改正項目を除いて算出。符号が+の場合に増税、-の場合に減税を示す。

(財務省「平成23年度の税制改正(内国税関係)による増減収見込額」、総務省「平成23年度税制改正による事項別増減収見込額(未定稿)」より浜銀総研作成)

図表7 厳しい財政制約を受ける政府部門



上記試算の前提条件

	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
名目経済成長率	1.0	1.1	1.3	1.5
消費者物価上昇率	0.0	0.5	0.7	0.9

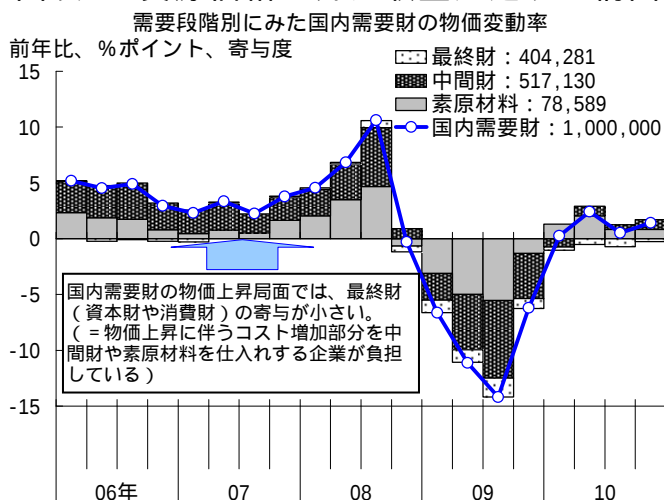
(財務省「平成23年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」より浜銀総研作成)

設備投資の先行きを見通すと、海外景気の復調などから景気の先行き不透明感が後退していくため、企業の設備投資マインドも改善に向かうと予想される。企業がこれまで抑制を余儀なくされてきた維持更新投資のほか、一部では既に発表となっている成長分野向けの投資（例：電気自動車関連やスマートフォン関連など）なども活発化するため、設備投資は増加基調を維持するだろう。ただ、内需の大幅増が展望できないため、国内投資の誘引材料に乏しい状況が続くと見込まれる。また、旺盛な新興国需要や、国内における製造コスト・税制面の負担が大きいことなどから、国内に優位して海外投資の増勢が強まるとみられる。このため、設備投資は増加が続くものの、伸び率が高まりにくい展開となろう。

最後に家計部門をみていくと、まず雇用・所得情勢に関しては、足元の雇用過剰感の強さに加えて、国内需要の鈍さや企業間競争の激化などから企業の人件費抑制姿勢が根強いと見込む。このため、輸出主導の前回の景気回復局面（2002年1月～2007年10月）と同様に、景気回復が雇用者報酬に十分反映されない状況が続くだろう（図表9）。ただ、2011年度後半以降に輸出の増勢が強まることを映じて、雇用・所得情勢の回復テンポは鈍いながらも、いくぶん強まっていくと予想される。こうした状況下、個人消費については、2010年度の消費を大きく押し上げた政策効果（エコカー補助金や家電エコポイントなど）がはく落するほか、扶養控除の一部廃止や給与所得控除額の縮小（主に高額所得者が対象）などにより個人の税負担額が増加する見通しであり、大幅な拡大を期待できない。もっとも、雇用・所得情勢が緩やかに改善していくことを踏まえると、個人消費は伸び率こそ高まりにくいものの、次第に底堅さを増していくだろう。住宅投資については、フラット35Sの金利優遇など多くの住宅取得支援策が2011年末に期限終了もしくは縮小する。このため、持家を中心に2011年の秋口にかけて住宅着工の駆け込み的な動きが強まり、住宅投資は2011年末にかけて伸び率が高まるだろう。2012年度は景気回復の進展とともに、貸家などの建設意欲も徐々に高まっていくとみられ、住宅取得支援策の効果が一部はく落した影響で年度前半は伸び率が弱まるものの、次第に回復テンポが速まるとみられる。

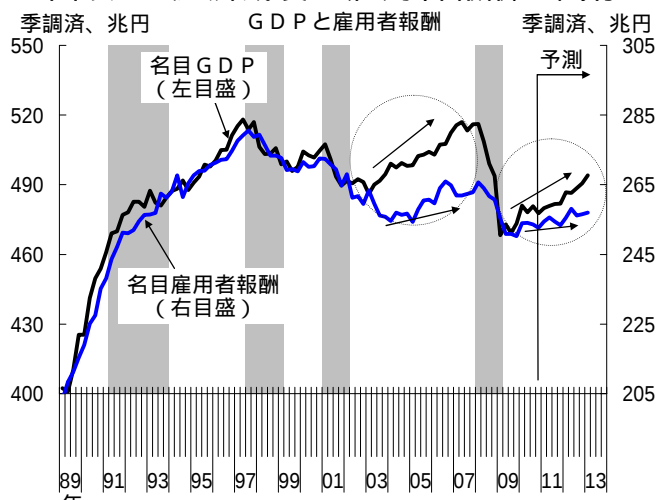
以上から国内需要を取り巻く環境を整理すると、企業収益は海外需要の持ち直しなどを受けて堅調に推移するものの、国際的な企業間競争の激化などから企業の人

図表8 資源価格上昇が収益圧迫する構図



（注）凡例中の数値は、財別の国内需要財に占めるウエイト。
（日本銀行「企業物価指数」より浜銀総研作成）

図表9 経済成長と雇用者報酬の関係



（注）シャドー部分は景気後退期を示す。
（内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成）

件費抑制姿勢が根強く、雇用・所得の回復は限定的になるとみられる。この結果、個人消費は緩やかな伸びにとどまるため、国内の期待成長率が高まらず、設備投資の大幅な増加も期待できない状況になると考えられよう。

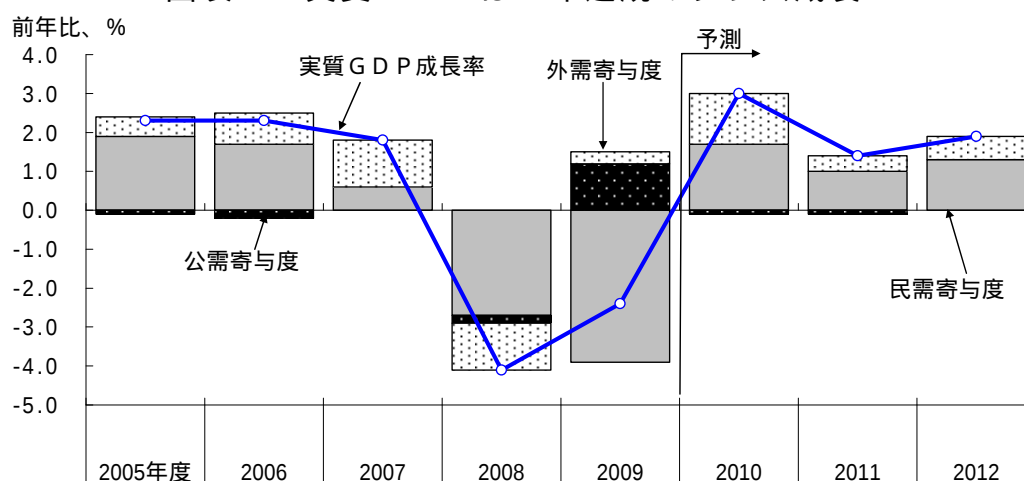
（実質経済成長率は2011年度が+1.4%、2012年度が+1.9%と予測）

以上を踏まえて2011年度のわが国経済を展望すると、年度前半は輸出が海外需要の復調を映じて緩やかに増加すると予想され、企業の設備投資マインドも次第に改善していくとみられる。その一方で、個人消費は雇用・所得情勢の回復が鈍いなか、緩慢な回復テンポが続くと見込まれる。この結果、わが国の景気は緩やかな持ち直しの動きが続くと予想される。年度後半に入ると、米国景気の回復力が次第に強まっていくため、輸出の増勢が徐々に高まると予想される。こうしたことを受けて、設備投資は先送りされていた維持更新投資を中心に増加テンポが緩やかに高まるだろう。ただ、企業の人件費抑制姿勢が根強いと予想されるため、雇用・所得面の回復力が高まらず、個人消費は緩やかな改善にとどまると見込まれる。以上から、2011年度の実質GDP成長率は前年比+1.4%と2年連続のプラス成長を予測した。

2012年度について展望すると、堅調な海外景気に支えられて、輸出が引き続きわが国の景気をけん引するとみられる。ただ、国際的な企業間競争の激化などから企業の人件費抑制姿勢が根強く、雇用・所得情勢の増加テンポがさほど高まらないため、個人消費はいくぶん増加テンポが加速するものの、緩やかな伸びにとどまるとみられる。こうした状況下、企業の国内需要に対する期待成長率が高まらず、また、維持更新投資も一巡するため、設備投資は増勢こそ維持するものの、伸び率が次第に鈍っていくと予想される。この結果、国内需要の自律的な回復力が高まりにくい展開となり、わが国の景気は緩やかな回復にとどまると予想した。以上から2012年度の実質GDP成長率が前年比+1.9%と予測した。

なお、名目ベースの経済成長率は2011年度に+0.8%、2012年度が+1.5%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、国内需要の持ち直しにより、個人消費デフレーターなど内需デフレーターの下落幅が縮小に向かう一方、円安・ドル高の進展などから控除項目である輸入デフレーターの上昇圧力が次第に強まることを想定したため、2011年度が同-0.6%、2012年度が同-0.4%と下落が続くと予測した。

図表10 実質GDPは3年連続のプラス成長へ



（内閣府「四半期別GDP速報」より浜銀総研作成）

(消費者物価の基準年改定の影響を考慮すると、デフレ脱却が遠のく)

2010年12月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比-0.4%と低下したものの、3か月連続で低下幅が縮小した。2010年10月からたばこ増税や傷害保険料の引き上げなどの特殊要因が消費者物価を押し上げたほか、原油価格などが上昇基調にあるため、灯油やガソリンといったエネルギー価格も押し上げ要因となった(図表11)。

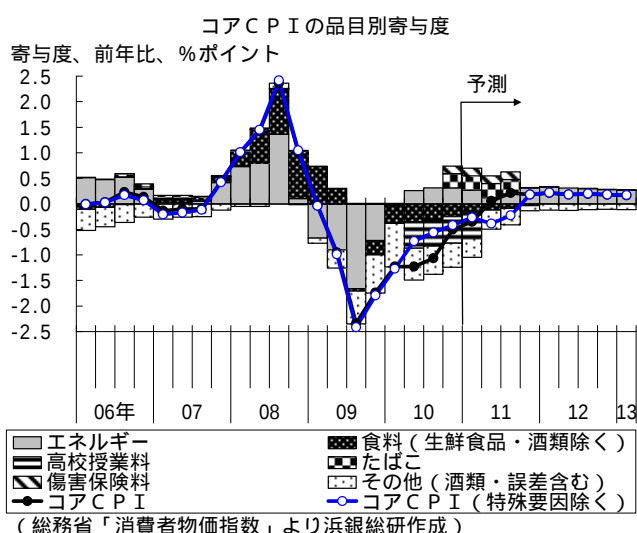
先行きについては、個人消費の緩やかな回復が徐々に需給を引き締めるほか、旺盛な新興国需要を背景にした資源高の影響により、エネルギー価格が上昇するとみられる。この結果、コアCPIの前年比は2011年4～6月期にもプラスに転じ、その後も緩やかな上昇基調が続くと予想される(注3)。

なお、2011年8月には消費者物価指数の基準年改定(2005年基準→2010年基準)が実施される予定である。基準年改定による影響をみると、前回(2005年8月公表)の基準年改定(2000年基準→2005年基準)で、足元のコアCPIの前年比が0.4%ポイント押し下げられている。現在参考値として公表される連鎖基準方式の消費者物価指数で足元のコアCPIの前年比をみると(注4)、2005年基準の前年比と比べて0.4%ポイント程度マイナス幅が大きくなっている(図表12)。仮に、今回の基準改定でコアCPIの前年比が0.4%ポイント押し下げられた場合、当社の予測値ではコアCPIが2011、2012年度とともに前年比マイナスとなり、デフレ脱却が遠ざかることになる。

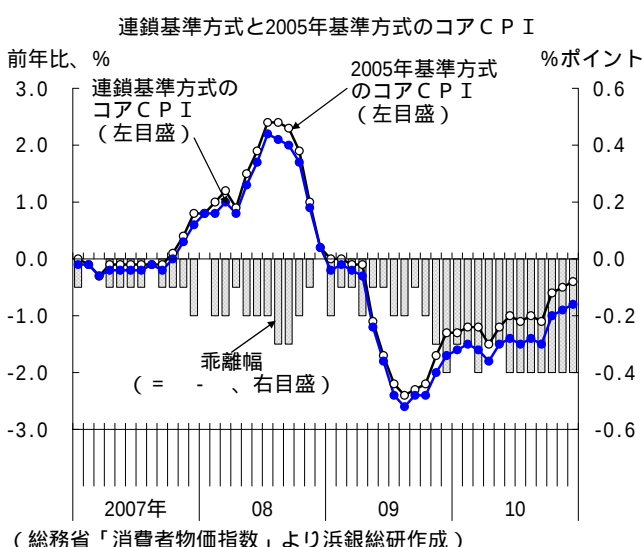
(注3) なお、高校授業料の無償化(2010年4月より実施)、たばこ増税と傷害保険料の引き上げ(2010年10月より実施)などの特殊要因を除いたベースでコアCPIを見た場合、2011年の10～12月期には前年比でプラスに転じると予想される(図表11)。

(注4) 現在の連鎖方式は2009年の家計調査などを基にした消費ウエイトであり、厳密に言うと、2010年基準方式とは異なる。

図表11 低下幅が縮小基調のコアCPI



図表12 連鎖基準と2005年基準の乖離



(日銀の利上げは、2013年度以降に)

海外経済の減速や円高の進行などで景気の腰折れ懸念が強まった2010年10月5日、日銀は金融政策決定会合で「包括的な金融緩和政策」の実施を決定した。政策金利に絞ってその内容を点検していくと、政策金利誘導目標の変更(0.1%程度→

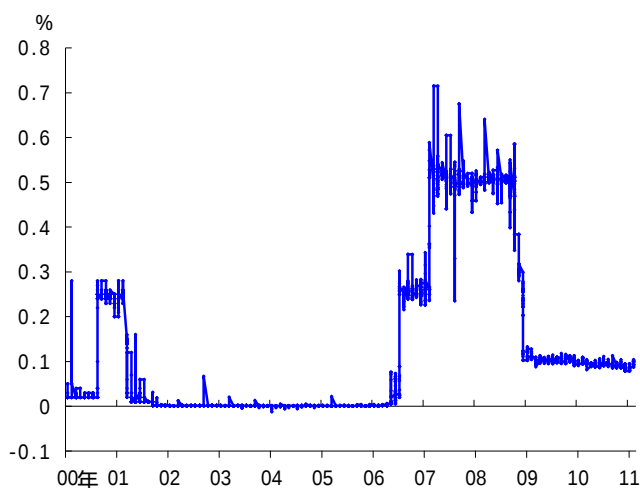
0.0～0.1%程度)により、日銀が実質ゼロ金利政策を導入することを強調したほか(図表13)、「中長期的な物価安定の理解(2009年12月発表)」に基づいた判断により、物価の安定が展望できる情勢になるまで実質ゼロ金利政策を継続する旨(時間軸)を明確化した(なお、直近の2011年2月15日における金融政策決定会合でも上記内容の継続が決定されている)。

こうした点を踏まえて政策金利の引き上げ時期を展望すると、まず鍵になるのが、「中長期的な物価安定の理解」の内容と考えられる。このなかでは、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率を、『消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている』と定義している。なお、2011年1月の日銀総裁の記者会見要旨などを見る限り、ここで言う消費者物価指数はコアCPIから高校授業料無償化の影響を除いた値が一つの判断基準として考えられていると推測される。当社の予測では、このCPIの前年比は2011年度後半にプラスへ転じるものの、予測期間を通じて1%の目標水準まで届かない見通しである(図表11)。

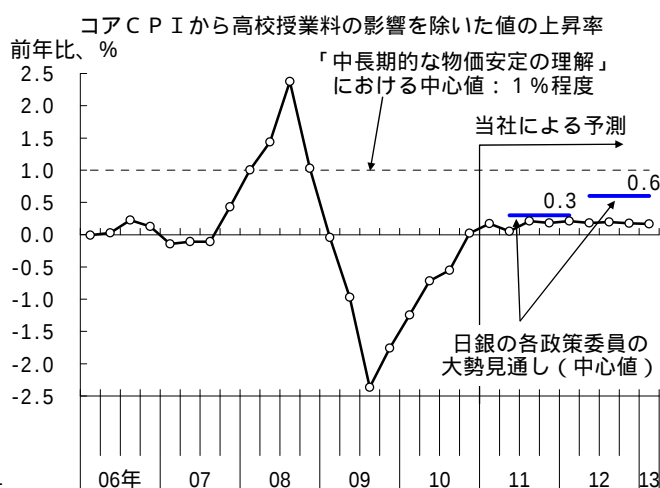
さらに注目すべき点が、前述した消費者物価指数の基準年改定である。基準年改定の趣旨は、物価変動の要因を正確に反映させることであり、日銀は改定後の新たな基準年方式を政策判断に用いるとみられる。こうしたことを踏まえると、予測期間中、政策金利引き上げの条件は整わず、次回の利上げに踏み切る時期は2013年度以降になると予想される(注5)。

(注5)「包括的な金融緩和政策」のなかでは、上記の理解内容を念頭に、金融面での不均衡の蓄積を含めた様々なりスク要因も点検する旨が盛り込まれている。言い換えると、物価引き上げ判断には物価安定水準のみならず、臨機応変に対応できる余地を残している、ということであり、この点にも注意を要するだろう。

図表13 無担保コールレート(翌日物) 図表14 政策委員の見通しはやや楽観的



(日本銀行)



(総務省「消費者物価指数」、日本銀行「当面の金融政策運営について」などより浜銀総研作成)

2. 予測の前提となる海外経済の見通し

(米国経済は2011年後半から自律的な回復力が強まる見込み)

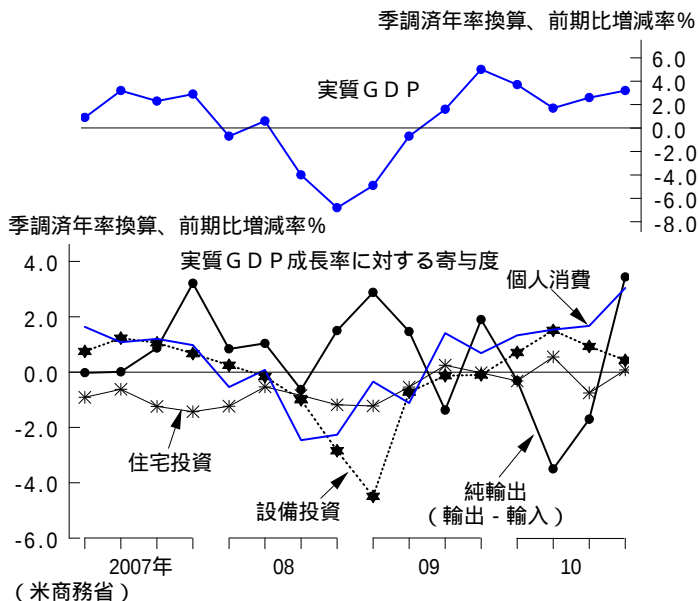
米国の2010年10～12月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+3.2%と、7～9月期(同+2.6%)に比べて伸びが高まった(図表15)。これは主として貿易赤字の縮小と個人消費の増加によるものである。10～12月期の輸出が同+8.5%と6四半期連続で増加する一方、輸入が同-13.6%と2009年4～6月期以来の減少に転じたため、純輸出(輸出-輸入)はGDP成長率を3.4%ポイント押し上げた。また、10～12月期の個人消費は同+4.4%と、約5年ぶりの高い伸びを示した。これを財別にみると、自動車などの耐久財が同+21.6%と大幅に増加するとともに、非耐久財(同+5.0%)やサービス(同+1.7%)も堅調に推移した。夏場以降の株式相場上昇に伴う資産効果が個人消費を押し上げたとみられる。また、10～12月期の住宅投資も同+3.4%と再び増加した。

一方、企業の設備投資は同+4.4%と4四半期連続で増加したものの、増加幅は7～9月期の同+10.0%から縮小した。設備機器やソフトウェアへの投資の勢いがやや弱まった。また、7～9月期に成長率を大きく押し上げた企業の在庫投資は、10～12月期には成長率を大きく押し下げた(10～12月期の在庫投資の実質GDP成長率に対する寄与度は-3.7%ポイント)。

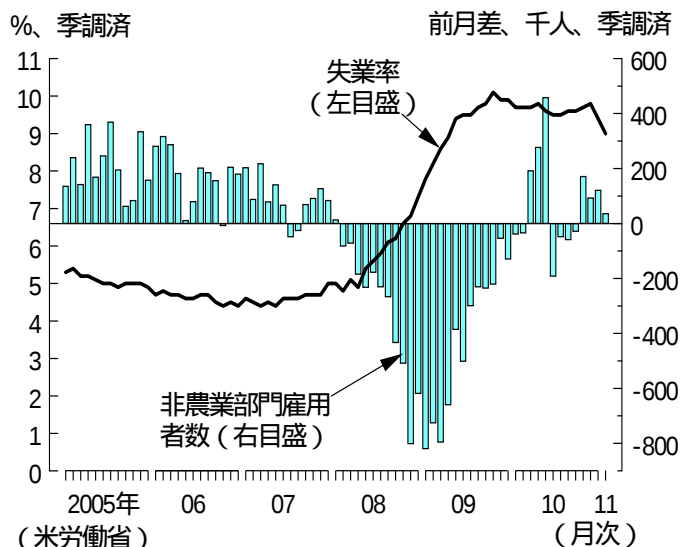
年明け以降の経済指標も米国景気の回復が続いていることを示すものが多い。1月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は、60.8(前月は58.5)と約6年ぶりの高水準となった。内訳をみると、新規受注指数の大幅な改善が目立つ。また、同月のISM非製造業景況指数も59.4(前月は57.1)と5か月連続で上昇している。設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)は増勢が鈍化しているものの、良好な企業マインドや昨年12月に決まった設備投資減税の影響を踏まえれば、今後も設備投資は底堅く推移すると見込まれる。

一方、家計部門では、1月の小売売上高が前月比+0.3%と前月(同+0.5%)から伸びが鈍化したものの、7か月連続の増加となった。また昨年12月に決まった所得税減税(いわゆるプッシュ減税)の延長や給与税減税などを背景に、消費者心理も上向いている。1月の消費者信頼感指数は60.6と8か月ぶりの高水準となった。

図表15 米実質GDPは足元でやや加速



図表16 米雇用情勢の改善は鈍い



しかしその一方で、雇用情勢の改善テンポは依然として緩やかである。1月の非農業部門雇用者数は前月比3.6万人増と、前月（同12.1万人増）から増加幅が大きく縮小した（図表16）。また同月の失業率は9.0%（前月は9.4%）と2009年4月以来の低水準となったものの、これには失業者が就職を諦めて労働市場から退出したことによる影響もあるため、やや慎重にみておく必要がある。

他方、住宅市場は依然として冴えない。住宅投資の先行指標となる住宅販売件数をみると、12月には新築物件が前月比+17.5%、中古物件が同+12.3%といずれも大幅に増加したものの、その水準は非常に低い。住宅価格が再び弱含んでいることも勘案すると、住宅市場の回復にはなお多くの時間を要すると見込まれる。

こうした状況下、先行きの米国経済を展望すると、まず個人消費については、2011年前半は緩やかな回復にとどまると見込まれる。ブッシュ減税の延長や給与税の引き下げが個人消費の下支えに作用しよう。ただ、雇用情勢の改善テンポが鈍く、さらに家計が過去に抱えた過剰な債務の圧縮（バランスシート調整）を進めている状況下では、個人消費の力強い回復は期待しにくい。もっとも、2011年後半からは家計のバランスシート調整圧力が次第に弱まると見込まれるため、個人消費の回復力も徐々に高まっていくと予想される。一方、設備投資は先行きスピードを緩めつつも、IT（情報技術）関連投資の増加などに支えられて、引き続き景気回復を支えたと見込まれる。ただ、商業用不動産が依然として低迷していることから、建設投資の回復に多くを期待することは難しい。住宅投資も当面弱い動きが続くと見込まれる。輸出は世界経済の回復に支えられて、新興国向けを中心に増加基調が続くとみられる。以上から、2011年前半は実質ベースで年率2%台半ばでの緩やかな成長にとどまるものの、年後半には民需の自律的な回復力が徐々に強まり、成長率も3%台へと高まっていくと予想される。2012年は給与税減税の終了が個人消費の下押し要因となるものの、民需主導の自律的な景気回復が続くと見込まれる。米国の実質GDP成長率を2011年が+2.7%、2012年が+3.0%と予測した。

なお、米国の金融政策については、FRB（米連邦準備理事会）が昨年11月から実施している量的金融緩和第2弾（QE2）の終了が大きな焦点となる。今年1月のFOMC（公開市場委員会）では、総額6000億ドル程度の長期国債を予定通り今年6月まで購入することを全会一致で決定した。会合後に発表された声明では、家計支出について「昨年の終わりに伸びは加速した」と指摘し、景気認識をわずかに前進させたものの、経済の回復ペースは「雇用情勢を大幅に改善するには不十分」とも指摘し、雇用環境の厳しさが続いているとの認識も示した。当社の景気予測のように、2011年前半の米景気回復が緩やかにとどまれば、FRBの量的金融緩和の終了時期が7月以降にずれ込む可能性も高まってくる。FRBが利上げに転じるのは、2012年春頃になると見込んだ。

（ユーロ圏の景気回復ペースは徐々に高まる見通し）

ユーロ圏の2010年10～12月期の実質GDP（域内総生産、速報値）は前期比+0.3%と7～9月期と同じ伸び率になった。この結果、2010年通年のユーロ圏の実質GDPは+1.7%となり、2年ぶりにプラス成長に転じた。世界経済の回復やユーロ圏の恩恵を受けて、ドイツを中心に好調に推移した輸出が、ユーロ圏経済全体の回復をけん引した。その一方で、ギリシャやアイルランドなど信用不安に揺れる諸国は景気低迷が続いた。

足元の月次指標をみると、ユーロ圏経済全体のマインドを示す景況感指数（長期

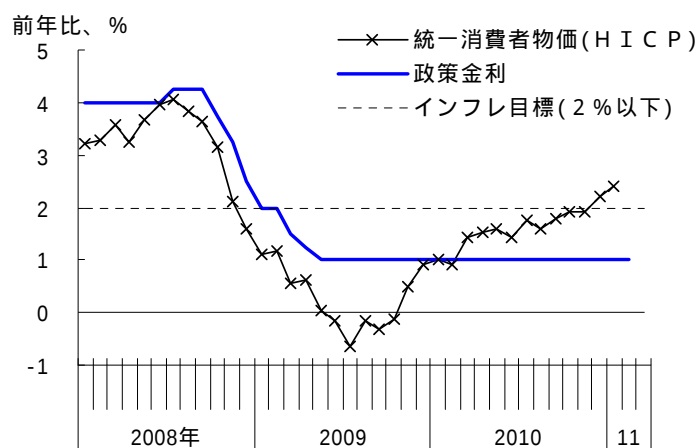
平均=100)は2011年1月が106.5と前月(106.6)を若干下回ったものの、高水準を維持している。ただその中身をみると、消費者信頼感指数が-11.2と前月(-11.0)から小幅であるが悪化しており、また小売部門の景況感が0.1と前月(4.5)から低下するなど、家計部門(個人消費)関連の指標の悪化が目立つ。その一方で、鉱工業部門の景況感が6.0と前月(4.9)から改善するなど、引き続き輸出増の恩恵を受けた製造業が好調である様子がうかがえる。

個人消費が低迷する一方で、足元における資源高の影響などを受けて、2010年12月の統一消費者物価(HICP)が前年比+2.2%と2008年11月以来の2%台に上昇し、さらに2011年1月のHICP(速報値)が同+2.4%とさらに伸びを高めるなど、物価上昇圧力が高まっている(図表17)。こうした事態を受けて、欧州中央銀行(ECB)のトリシェ総裁は、1月の政策理事会後の記者会見の際に政策金利の引き上げに含みを持たせる発言をしたが、実情としては、ECBは今後も実体経済の回復を下支えするために低金利政策を維持せざるを得ないと考えられる。ECBによる利上げは、早くても、後述の通り実体経済が底堅さを増してくると予想される2011年後半となり、その後の利上げペースも緩慢なものになると見込まれる。

こうした状況の下で先行きの景気を展望すると、まず2011年は、財政再建を目的とする政府支出の削減が、景気回復の重荷となるだろう。とりわけアイルランドなど信用不安に揺れる諸国では、政府支出の大幅削減が公務員や年金生活者の所得環境を悪化させると予想されるため、個人消費の低迷が長期化するとみられる。反面、財政改善圧力が相対的に弱いドイツやフランスでは、底堅い景気回復を受けて雇用・所得情勢の改善が進むと考えられるため、個人消費の増勢は徐々に強まろう。以上の2つの圧力がもみ合うかたちで、ユーロ圏全体としての個人消費は、緩慢に回復していくと予想される。こうしたなかで、ドイツなど主要国を中心とする輸出と設備投資が、ユーロ圏景気を下支えするとみられる。輸出については、特に年後半以降、増勢が強まると見込まれる先進国向けなどを中心に徐々に底堅さを増していこう。こうした輸出の動向や低金利といった恩恵を受けて、主要国の設備投資は底堅く回復していくと考えられる。

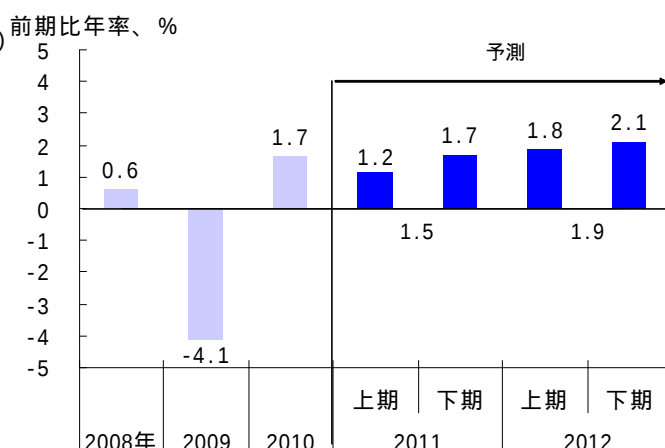
総じてみれば、2011年のユーロ圏経済は、財政再建に伴う財政支出の削減が景気回復全体の足かせとなるものの、ドイツなどの主要国を中心とする民間需要が景気を下支えし、かつ年後半は輸出の加速が見込まれることなどから、景気回復ペース

図表17 足元で高まるインフレ率



(Eurostat)

図表18 実質GDP予測



(実績値はEurostat、予測は浜銀総研)

は徐々に高まっていくと考えられる。2011年の実質GDPは前年比+1.5%と、2010年（同+1.7%）のペースから増勢をやや弱めると見込む。

2012年は、信用不安に揺れる諸国を中心に、財政再建を目的として引き続き政府支出が抑制されると考えられる。一方、ドイツやフランスなどの主要国を中心とする輸出が、世界景気の回復を受けて底堅く推移すると見込まれる。また設備投資も輸出の増勢に応じて緩やかな回復が続こう。加えて個人消費が、主要国における雇用・所得情勢の回復や信用不安に揺れる諸国における構造調整の進展などから、回復ペースを徐々に底堅さを増していこう。総括すると、2012年のユーロ圏経済の回復ペースは、民間需要の力強さが次第に増してくると考えられることから、2011年に比べて加速する可能性が大きいとみられる。通年の実質GDP成長率は+1.9%と見込む。

ただ信用問題の展開次第では、景気回復ペースが大幅に鈍化する可能性がある。目下のところ、アイルランドやポルトガル等一部の南欧諸国の長期金利は高止まりの様相を呈しており、またベルギーなどが新たに信用不安に陥りつつある状況となっている。2011年春頃からポルトガルやスペインの国債の償還が控えている状況を目前として、目下、ユーロ・グループやその上位組織である欧州委員会は、支援スキームを構築すべく検討のさなかにある。

仮に、新たに構築される予定の支援スキームが市場の信任を得ることができなければ、スペインの信用問題の深刻化をきっかけに、ユーロ圏における金融不安が再び強まる可能性がある。その場合には、長期金利の一段の高騰を通じて保有資産が劣化することを受けて、金融機関の財務体質が大きく悪化すると予想される。その結果、調達金利の上昇が貸出金利の上昇をもたらすなどして、実体経済の回復が下押しされるだろう。

（中国景気は引き続き9%台の成長を維持する公算）

2010年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+9.8%と3四半期ぶりに加速した。この結果、2010年通年の実質GDP成長率は+10.3%の高成長となり、伸び幅も2年ぶりに加速した。

直近の月次指標も中国経済の好調さを示している。2010年12月の鉱工業生産は前年比+13.5%と7か月連続で13%台の成長を維持しており、堅調である。財別には粗鋼が同+8.1%と前月（同+6.2%）から加速し、また鉄鉄が同+4.3%と堅調な伸びを示すなど、このところ生産財の増勢がしっかりとしている。

このように景気が堅調に推移するなかで、インフレ圧力が強まっている。代表的な物価である消費者物価は、2011年1月が前年比+4.9%と、前年12月（同+4.6%）から再び加速した（図表19）。固定資産投資などを主とする旺盛な国内需要に加えて、商品市場における資源価格の高騰による輸入インフレの影響が今後強まると予想されることから、物価は先行きも高水準で推移すると見込まれる。また相継ぐ規制強化策にもかかわらず、不動産価格も過熱気味な状況が続いている。代表的な不動産価格指数である主要70都市不動産価格は、2010年12月が前年比+6.4%と8か月連続で伸び幅を縮小させたものの、前月比では4か月連続での上昇となった。政府は西南部の主要都市である重慶市をパイロット・ケースとして不動産（固定資産）税の導入を試みるなど、不動産価格の上昇抑制策を引き続き強化しているが、旺盛な不動産需要を効果的に抑制しているとは言い難い。こうした物価高・不動産高が、企業マインドや消費者心理の圧迫要因となっている状況を踏まえれば、中国人民銀

行は本年も利上げ等の緊縮型金融政策を強化せざるをえないだろう。

さて以上で指摘した要因を踏まえて、先行きの中国経済を展望すると、まず2011年については、金融引き締め策や不動産価格の過熱抑制策の強化が、固定資産投資の増勢を下押しするだろう。ただ旺盛な建築需要や設備需要の下支えを受けて、固定資産投資の増勢はやや減速する程度にとどまるとみられる。一方で輸出は、年前半は先進国景気の増勢が緩慢であることなどから緩やかなペースでの加速にとどまろうが、年後半は欧米諸国の景気回復テンポの高まりなどを受けて加速ピッチを上げていくとみられる。個人消費は、利上げによる下押し圧力を受けるものの、かねてより政府が実施している最低賃金引き上げなどの所得政策などを反映して、堅調な展開が見込まれる。総じてみれば、年前半の景気は利上げの影響などからやや調整色を強めるが、年後半の景気は輸出の加速などから景気は再び回復ペースを加速させると予想される。通年の実質GDP成長率を+9.5%と予測する(図表20)。

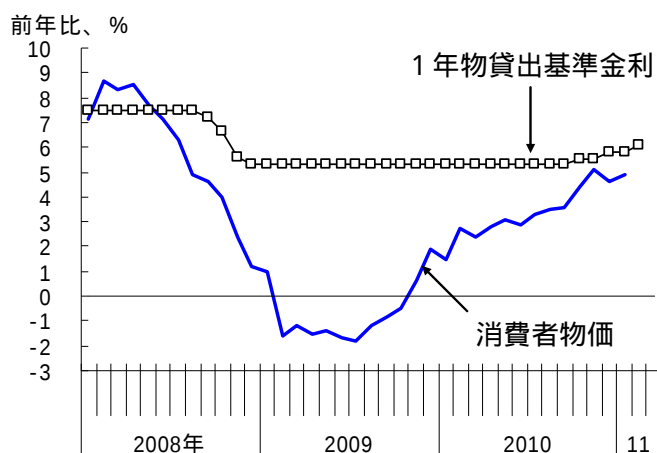
次に2012年については、引き続き堅調な展開が見込まれる個人消費や固定資産投資が、景気全体の回復を下支えしよう。輸出も、米国を中心とする主要国経済の成長ペースの加速などを受けて順調に推移すると見込まれる。通年の実質GDP成長率を+9.5%と予測する。

なお、先行きの中国経済を見通すうえで、2011年から実施される第12次5か年計画(「12・5計画」)のうち、とりわけその実施が見込まれる一連の所得政策の内容や展開には要注目である(注6)。現状、詳細な内容は不明であるが、こうした政策が実施されれば、先行きの個人消費の押し上げ要因になる。また2012年には中国共産党第18回全国代表大会を控えており、その際に政権交代が実施されることから、新たな景気刺激策や成長戦略が示される公算が大きい。こうした要因が、中国経済の堅調な成長を下支えするだろう(注7)。

(注6) 2010年10月に開催された中国共産党第17期中央委員会第5回全体会議(五中全会)において示された「12・5計画」の概要のなかでは、低所得者層の所得引き上げ策や政府による所得再分配機能の強化といった政策の実施が謳われている。

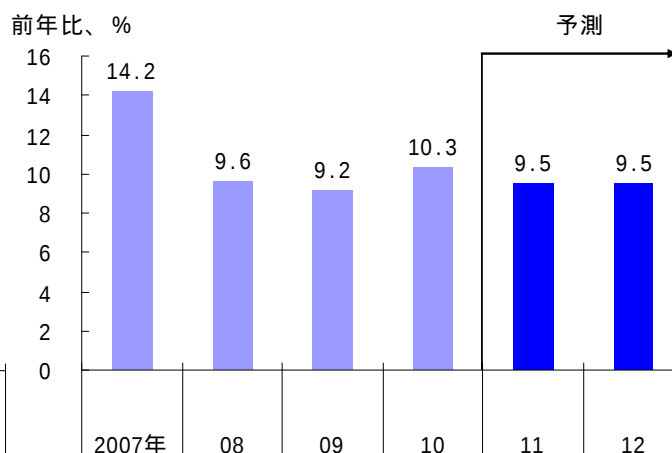
(注7) 現国家主席である胡錦濤氏に代わり、五中全会において党中央軍事委員会副主席に就任した習近平(しゅう・きんぺい)氏が、新たな政権を担う公算が大きくなっている。

図表19 消費者物価指数の推移



(中国人民銀行及び中国国家統計局)

図表20 中国GDP予測



(実績値は中国国家統計局、予測は浜銀総研)

図表21 2010～2012年度のわが国経済の見通し（2011年2月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2009年度	2010年度			2011年度			2012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）	92.8	85.6	88.9	82.3	86.0	84.0	88.0	93.0	91.0	95.0
米 国 実 質 G D P （ 暦 年 ）	▲ 2.6	2.9	[3.5]	[2.5]	2.7	[2.7]	[2.8]	3.0	[3.2]	[2.8]

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			2012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		▲ 2.4	3.0	[1.7]	[0.3]	1.4	[0.7]	[1.0]	1.9	[0.9]	[0.8]
	個人消費	▲ 0.0	1.1	[0.7]	[▲ 0.2]	0.4	[0.3]	[0.3]	0.8	[0.5]	[0.6]
	住宅投資	▲18.2	▲ 0.1	[1.4]	[4.6]	7.4	[3.4]	[2.8]	2.1	[0.1]	[2.1]
	設備投資	▲13.6	5.5	[4.0]	[1.9]	3.8	[1.7]	[2.4]	3.8	[1.9]	[1.1]
	政府消費	3.4	2.0	[1.0]	[0.5]	0.7	[0.3]	[0.3]	0.6	[0.3]	[0.2]
	公共投資	14.2	▲ 8.9	[▲ 5.7]	[▲ 6.5]	▲ 5.9	[▲ 0.9]	[▲ 3.4]	▲ 3.8	[▲ 2.2]	[▲ 1.3]
	輸 出	▲ 9.6	17.6	[9.5]	[0.6]	4.6	[2.7]	[4.1]	7.6	[3.4]	[2.5]
	輸 入	▲11.0	10.7	[7.0]	[1.5]	3.1	[1.2]	[2.7]	5.0	[2.4]	[1.8]
寄与度	国内需要	▲ 2.7	1.6	[1.0]	[0.3]	0.9	[0.4]	[0.6]	1.3	[0.6]	[0.6]
	民間需要	▲ 3.9	1.7	[1.1]	[0.5]	1.0	[0.4]	[0.7]	1.3	[0.6]	[0.6]
	公的需要	1.2	▲ 0.1	[▲ 0.1]	[▲ 0.2]	▲ 0.1	[0.0]	[▲ 0.1]	▲ 0.0	[0.0]	[▲ 0.0]
	海外需要	0.3	1.3	[0.7]	[▲ 0.1]	0.4	[0.3]	[0.4]	0.6	[0.3]	[0.2]
名 目 G D P		▲ 3.7	1.0	[0.5]	[▲ 0.1]	0.8	[0.5]	[0.6]	1.5	[0.6]	[1.0]
新設住宅着工戸数（万戸）		77.5	83.2	40.8	42.4	88.5	44.7	43.8	92.4	46.6	45.8
（ 前 年 比 、 % ）		▲ 25.4	7.3	6.2	8.4	6.4	9.5	3.4	4.4	4.3	4.5
鉱 工 業 生 産		▲ 8.9	10.7	[4.0]	[0.9]	4.5	[2.9]	[1.8]	3.2	[1.6]	[1.2]
国内企業物価		▲ 5.2	0.6	0.0	1.2	1.1	1.2	1.0	0.7	0.7	0.6
消費者物価		▲ 1.7	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
完全失業率（ % ）		5.2	5.1	5.2	5.0	4.8	4.9	4.6	4.4	4.5	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・調査部が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。