

2010・11年度内外経済見通し

2010年8月18日

調査本部

TEL. 03-3591-1400

2010年4～6月期GDP統計1次速報の公表などを受け、みずほ総合研究所は2010・11年度の内外経済見通しを改訂した。

<全体観>

○世界経済は新興国に牽引される形で緩やかな回復が続く見通し。ただし、世界的な財政緊縮によって欧米先進国を中心に景気が下振れるリスクは強まっている。

<海外経済>

○米国経済 : 緩やかな回復続くが、財政緊縮で下振れリスクも

2010年 : +2.8% (前回+2.9%)

2011年 : +2.3% (前回+2.4%)

○欧州経済 : 財政引き締めの影響大きく、2011年の成長率は低下

2010年 : +1.4% (前回+0.8%)

2011年 : +0.7% (前回+1.2%)

○アジア経済 : 景気拡大基調は続く

2010年 : +8.6% (前回+8.2%)

2011年 : +7.5% (前回+7.7%)

<日本経済>

○2010年度 : +1.7% (前回+2.2%)

政策効果息切れにより、年度後半は踊り場に

○2011年度 : +1.6% (前回+1.8%)

緩やかな回復軌道に戻るが、デフレ脱却には至らず

以上

みずほ総合研究所

【 今回の見通しのポイント 】

< 海外経済 >

- 2010年後半の世界経済は、各国の景気対策効果が剥落することにより、減速局面を迎える。需給ギャップが大幅な供給超過の状態にある米国など先進国の一部では、デフレの懸念が強まる。
- 2011年の成長率は2010年に比べて低下を余儀なくされるものの、先進国では民間需要が緩やかに持ち直し、中国をはじめとする新興国が高成長を維持することによって「二番底」は回避される見通し。
- ただし、先進国を中心に財政緊縮が予想以上に景気を下振れさせるリスクは高まっている。自国通貨安も狙って先進諸国間で金融緩和競争の様相が強まると、かえって世界貿易の回復を阻害する懸念がある。また、先進国で供給された過剰流動性は新たなバブルを生み、世界経済を不安定化させる要因ともなりうる。

< 日本経済 >

- 2010年度の後半から2011年度にかけて、景気は一時的な調整を伴いつつも回復基調を維持する見通し。
- 2010年度は、子ども手当の支給による所得の下支えやエコカー補助金支給停止前の駆け込み需要を受けて秋口までは消費が盛り上がるものの、それ以降は、耐久財購入支援策の終了を受けて内需が弱含み、海外経済の減速を背景に外需主導の回復も期待し難い状況となる中、生産活動の停滞感強まる。
- 2011年度は、緩やかな回復軌道に復帰。過剰ストックの調整が次第に進捗する下で民需は回復傾向に。一方、海外経済の減速を背景に輸出拡大テンポは緩やかとなり、公共投資の減少も続くことから、成長率は2010年度に比べてやや鈍化。
- 需給ギャップの供給超過幅は縮小するも解消しない。自然体で「2011年度中にデフレ脱却し安定的に物価上昇」という政府目標の達成は困難。

I. 世界経済の現状と展望

4～6月期の成長率は、米
国・中国を中心に減速

2009年春先に底入れした世界経済の回復は、2010年4～6月期も続いたが、一部の国で回復ペースが鈍った。

米国の4～6月期の実質GDPは前期比年率+2.4%と1～3月期の同+3.7%から減速した(図表 1)。もともと、減速の主因は輸入の増加であり、国内最終需要は設備投資を中心に高い伸びを保った。中国の成長率は前年比+10.3%(1～3月期同+11.9%)に低下した。公共投資の伸びがピークアウトしたことなどが減速の要因となっている。

一方、韓国(前期比年率+6.0%)、シンガポール(同+24.0%)などのアジア諸国は、輸出の拡大が続く中で国内需要も回復し、総じて高成長が続いた。また、回復が遅れ気味だったユーロ圏の成長率は同+3.9%に高まった。特に、ユーロ安を背景とした輸出増などにより、ドイツは同+9.0%の高成長を記録した。

日本の成長率は、外需寄与度が低下したことに加えて国内需要が減少に転じ、前期比年率+0.4%に大きく低下した。輸出はまずまずの伸びを維持したが、輸入の伸びが高まったことにより、外需による成長率押し上げ幅が縮小した。個人消費が横ばいにとどまったことや、公共投資の減少幅が拡大したことから、国内需要は減少に転じた。

図表 1 主要国・地域の実質GDP成長率

	(前期比年率、%)							
	2008年		2009年				2010年	
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
米国	▲ 4.0	▲ 6.8	▲ 4.9	▲ 0.7	1.6	5.0	3.7	2.4
ユーロ圏	▲ 1.8	▲ 7.4	▲ 9.8	▲ 0.3	1.6	0.5	0.8	3.9
ドイツ	▲ 1.6	▲ 8.5	▲ 13.1	1.8	3.0	1.2	1.9	9.0
フランス	▲ 0.8	▲ 6.3	▲ 5.8	0.6	1.1	2.3	0.7	2.5
イタリア	▲ 4.4	▲ 7.8	▲ 11.0	▲ 1.1	1.7	▲ 0.4	1.6	1.5
日本	▲ 5.4	▲ 10.0	▲ 16.6	10.4	▲ 1.0	4.1	4.4	0.4
韓国	▲ 0.4	▲ 16.8	1.0	9.8	13.4	0.7	8.8	6.0
台湾	▲ 13.7	▲ 13.7	▲ 11.3	20.1	11.2	16.7	11.3	—
香港	▲ 4.5	▲ 8.9	▲ 12.2	12.8	1.4	9.8	8.9	5.9
シンガポール	▲ 3.0	▲ 9.0	▲ 11.0	18.5	11.1	▲ 1.0	45.7	24.0
タイ	▲ 2.7	▲ 18.1	▲ 6.4	9.8	5.7	17.0	16.0	—
フィリピン	4.1	▲ 1.7	▲ 6.7	8.7	1.7	5.8	12.6	—
(前年比、%)								
中国	9.0	6.8	6.5	8.1	9.6	11.3	11.9	10.3
マレーシア	4.9	0.1	▲ 6.2	▲ 3.9	▲ 1.2	4.4	10.1	—
インドネシア	6.2	5.3	4.5	4.1	4.2	5.4	5.7	6.2
ベトナム	6.0	5.9	3.1	4.5	6.0	6.9	5.8	6.4
インド	7.5	6.1	5.8	6.0	8.6	6.5	8.6	—

(資料)Datastream、CEIC、各国統計

2011年の世界経済成長率は鈍化

今後の世界経済を展望すると、2011年にかけて中国など新興国に牽引される形で回復局面が続くとみられる。その中で、①多くの国で財政支出による押し上げ効果が剥落すること、②危機からの反動による輸出や在庫投資の急増局面が終了することにより、2011年の成長率は2010年に比べて鈍化すると予測した(次ページ図表 2)。

2010年後半の米国経済は、景気対策効果の息切れが鮮明になるであろう。在庫復元の動きも一服するため、成長率は一時的に年率+2%前後に低下すると予想される。需給ギャップの大幅な供給超過はほとんど解消せず、デフレのリスクが意識されよう。2011年に入ると、民間需要の伸びが徐々に高まっていくほか、財政引き締めによる限界的な景気押し下げも2010年後半に比べれば小さくなり、成長率は徐々に加速するとみられる。ただし、2010年後半の減速によってゲタが低くなるため、2011年通年でみた成長率は+2.3%と2010年の+2.8%から低下するであろう。

ユーロ圏経済は4~6月期に比較的高い成長を遂げたが、この勢いは長続きしないであろう。足元の高成長は、天候不順などで低迷した1~3月期の反動に加え、在庫復元のための投資が増加したことによるものとみられる。しかし、在庫復元の動きは2010年中に一服するとみられる。財政緊縮による実体経済への悪影響も他地域に比べて大きい。ギリシャ問題を契機に欧州の財政・金融に対する金融市場の不安が強まったことから、各国が財政緊縮策を相次いで決めたためである。ユーロ圏経済は2010年末から2011年前半にかけて踊り場の様相を呈し、2011年の成長率は+0.7%と2010年の+1.4%から低下する見通しである。

アジア経済は中国向け輸出の拡大、世界的なIT(情報技術)関連需要の回復に牽引されて、多くの国で輸出・生産が金融危機前の水準を大きく上回り、それが雇用や設備投資の回復をもたらす自律的な回復局面に入りつつある。2010~2011年にかけて、NIEs、ASEAN諸国とも4~6%程度の成長が続くであろう。米国・中国の成長率低下に伴って輸出が減速するため、輸出依存度が高いNIEs諸国を中心に、2011年の成長率は2010年に比べて鈍化する見通しである。

中国経済は、景気対策に伴う公共投資増が一服していることに加え、消費刺激策の効果も一巡しつつあることから、成長テンポが鈍る局面が2010年中は続くと思われる。2011年からは西部開発への投資拡大が予定されていることもあり、景気は再び加速するであろう。成長率は2010年の+10.0%からやや低下するものの、2011年も+9.0%と高成長を維持しよう。

日本経済は、2009年春先の底入れ後から輸出主導の回復が続いていたが、足元では政策効果の息切れが目立ち始めている。2010年末にかけて、海外経済減速に伴う輸出の伸び鈍化と国内の政策効果剥落(エコカー補助金終了に伴う反動減など)とが重なり、景気は一時的に停滞するであろう。2011年に入ると、米国・中国を中心に海外経済が緩やかながらも持ち直し、日本の輸出・生産も回復軌道に戻ると予想される。一方で、厳しい財政状況のもと、前回見通し時点で前提にしていた2011年度からの子ども手当満額支給は見送られることが確実になっている。国内需要は伸び悩み、成長率は2010年の+2.7%から2011年は+1.1%に大きく低下する見通しである。

図表 2 世界経済予測総括表

暦年	(前年比、%)				(前期比年率、%)					
	2008年	2009年	2010年	2011年	2009		2010		2011	
	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	上期	下期	上期	下期	上期	下期
予測対象地域計	2.7	▲ 0.0	4.6	3.8						
日米ユーロ圏	0.0	▲ 3.5	2.3	1.5	▲ 5.9	1.7	2.8	1.6	1.3	1.9
米国	0.0	▲ 2.6	2.8	2.3	▲ 4.3	1.9	3.7	2.0	2.3	2.6
ユーロ圏	0.6	▲ 4.1	1.4	0.7	▲ 6.9	0.8	1.5	1.5	0.3	0.8
日本	▲ 1.2	▲ 5.2	2.7	1.1	▲ 8.8	3.0	3.3	0.8	0.7	2.1
アジア	7.1	5.9	8.6	7.5						
NIEs	1.8	▲ 0.9	6.4	4.1						
ASEAN5	4.7	1.6	6.3	5.0						
中国	9.6	9.1	10.0	9.0						
インド	7.4	6.7	8.2	8.0						
日本(年度)	▲ 3.7	▲ 1.9	1.7	1.6	0.1	2.9	1.6	0.5	1.5	2.7
原油価格(\$/bbl)	100	62	80	85						

(注) 予測対象地域計はIMFによる2009年GDPシェア(PPP)により計算。
 (資料) IMF、みずほ総合研究所

下振れリスク大きい先進国

以上のように、各国の景気対策効果が剥落することが押し下げ要因となる中でも、世界経済の回復基調は崩れないというのが、今回の見通しのメイン・シナリオである。

しかし、世界的な財政引き締めが景気失速を招き、いわゆる「二番底」に至るリスクも決して小さくはない。欧米先進国は今回の危機で金融システムがダメージを受けており、住宅やその他不動産市場で生じていたバブルの調整過程にある。政策効果による下支えがなくなり、むしろ財政緊縮が下押し圧力となり始めた時に、民間需要が持ちこたえて景気回復を維持できるかがポイントとなる。

財政引き締めによる2011年の成長率押し下げは1%程度

IMF(国際通貨基金)の5月時点の集計によれば、2011年の構造的財政収支赤字(潜在GDP比)は世界平均で2010年の▲3.5%から▲2.5%に1%ポイント縮小する見込みである(図表 3)。特に、先進国の赤字縮小幅は潜在GDP比1.3%ポイントと新興国の同0.6%ポイントと比べて大きい。2010年までの財政支出の内訳には、金融機関への公的資本注入や不良資産買い取りに使用された分もあるため、1%分がそのまま成長率の押し下げ要因となるわけではない。それでも、政府支出削減に伴う民間需要への波及(乗数効果)や、欧州諸国を中心に5月以降も新たな財政緊縮策が発表されていることを踏まえると、世界的な財政引き締めが景気に与える影響はGDP比1%前後とみてよいであろう。

図表 3 構造的財政収支(潜在GDP比)

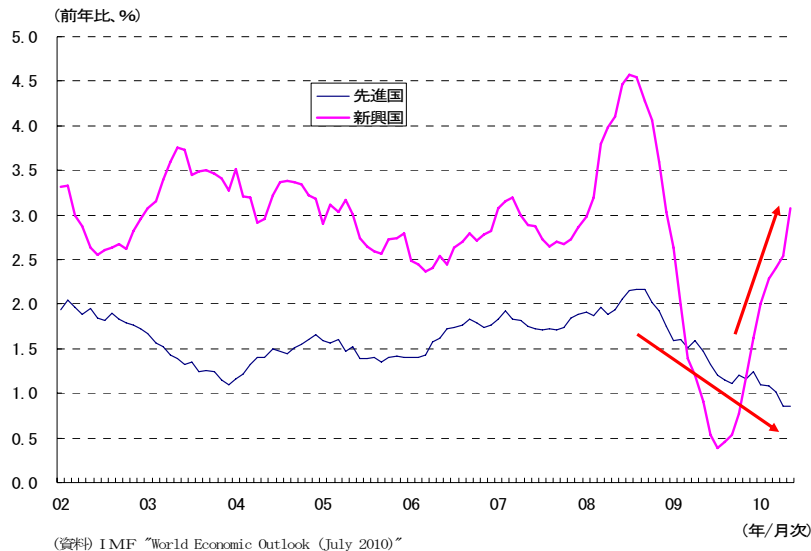
	(前年比、%)					(潜在GDP比、%)		
	2007	2008	2009	2010	2011	前年差		
						2009	2010	2011
世界	0.8	▲0.9	▲3.3	-3.5	▲2.5	-2.4	-0.2	1.0
先進国	0.1	▲1.6	▲4.3	-4.8	▲3.5	-2.7	-0.5	1.3
新興国	1.7	0.3	-2.0	-1.5	-0.9	-2.3	0.5	0.6

(資料) IMF "Fiscal Monitor: Navigating the Fiscal Challenges Ahead" (2010/5/14)

デフレ懸念が浮上する中、先進国で強まる金融緩和の動き

欧州諸国を中心に財政のサステナビリティへの懸念が浮上する中、各国ともさらなる財政支出の拡大には踏み切りにくい。先進国の多くははまだに需給ギャップが大幅な供給超過状態にあるため、インフレ率の低下傾向が続き、デフレに陥るリスクもある(図表 4)。こうした状況下では金融政策に負荷がかかりやすくなるが、欧米諸国の短期金利はすでにほぼゼロであるため、金融緩和の手段は国債の買い入れなどによる量的緩和にシフトしていくとみられる。米国では日本型の長期デフレに陥るリスクも意識され、8月のFOMC(連邦公開市場委員会)において長期国債の買いオペ再開が決定された。今後も追加の金融緩和を模索する動きが続くとみられる。

図表 4 先進国と新興国のインフレ率



先進国の金融緩和競争により、世界貿易縮小のリスクも

先進国には、金融緩和を志向したくなるもう一つの誘因がある。金融危機の原因となった金融機関の過度なリスクテイクを避けるべく、先進諸国は金融規制を強化する姿勢を打ち出している。今回の危機で発生した不良債権の処理もまだ完了しておらず、金融機関の貸出が拡大しにくい状況が続いている。信用創造機能の回復が当面見込めないことは国内需要の抑制要因となるため、各国は輸出振興による景気回復を模索しがちになる。この時、金融緩和は自国通貨安を通じて輸出をサポートする有力な手段となる。

しかし、先進国の多くがデフレ回避、輸出振興を狙って金融緩和を進めればどうなるか。当然ながらある国の通貨が減価することは、他国の通貨が増価することを意味する。通貨切り下げは本質的にゼロサムゲームであり、他国が対抗して通貨を切り下げれば自国の通貨切り下げ効果が減殺されるため、さらなる通貨切り下げ(のための金融緩和)を招きやすい。大恐慌後の1930年代、世界各国は自国の回復を優先して通貨切り下げや関税引き上げといった保護貿易政策をとったが、その結果、世界貿易が全体として縮小し、不況が長引くこととなった。今後、先進諸国が金融緩和姿勢を強め、形を変えた通貨切り下げ競争に発展していくリスクは皆無とはいえない。

一方の新興国は、先進国と対照的にインフレ率が高まる方向にある(前掲図表 4)ため、多くの国で金融を引き締め始めている。新興国側では金融緩和(による通貨切り下げ)政策が採りにくい代わりに、関税引き上げなどの自国産業保護策を講じる動きが強まる可能性もあろう。

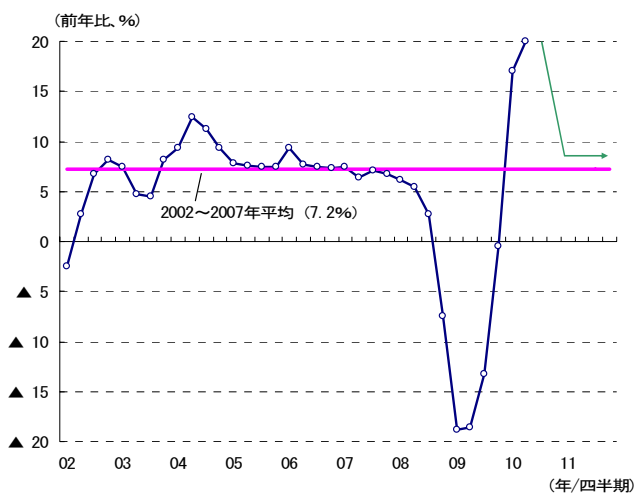
過剰流動性は新たなバブルを生むリスクも

そうなれば貿易取引が世界的に縮小し、長期的な不況(二番底)に陥るシナリオも現実味を帯びてくる。足元の世界輸入は前年の落ち込みの反動によって前年比+20%程度の高い伸びをみせている(図表 5)。急反発局面が終了して金融危機前(2002~2007年)の平均的な伸びに戻るだけでも、2011年の世界輸入は7%程度に伸び率が低下し、各国の生産や雇用者所得・企業収益の伸びも鈍化することは確実である。先進国間で金融緩和競争の様相が強まり、新興国サイドで保護貿易の動きが出てくるような最悪のケースでは、2011年の世界貿易の伸びはさらに低下して世界経済の落ち込みは深まることになろう。

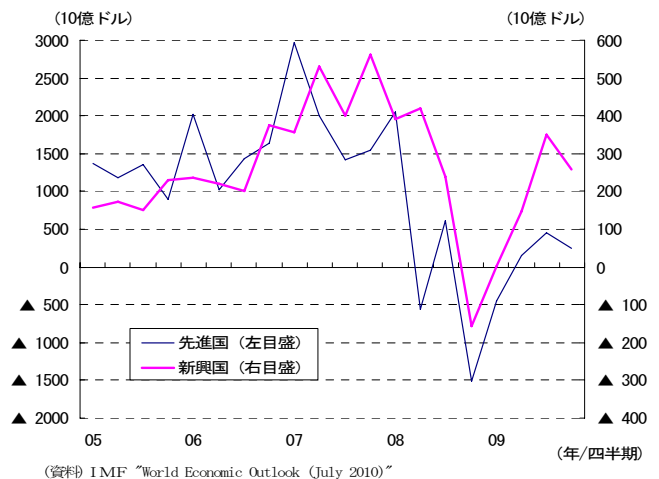
また、先進国は金融緩和、新興国は金融引き締めという組み合わせになると、先進国で供給されたマネーが新興国に流入しやすくなることが考えられる。すでに新興国への資本流入は金融危機前の水準に戻りつつある(図表 6)。先進国の金融緩和政策によって供給されたマネー(過剰流動性)は、信用創造機能が阻害されている状況下で自国内の実物経済に向うことはあまり期待できない。それが新興国市場に流入することになれば、新興国の金融引き締め政策は効果を挙げられず、過熱気味の状況が続くことになろう。短期的には先進国が低迷する中で、新興国が高成長を続ける「デカップリング」の状態が想定されるが、中長期的な視点からは新たなバブルを生み出すリスクが大きい。過剰流動性の存在は、世界経済を不安定化させるリスクファクターとして意識しておく必要がある。

さらに、欧州の財政・金融問題が再燃するリスクもまだ残存している。7月下旬の欧州銀行に対するストレステストの結果公表を受けて、欧州の財政・金融に対する不安は足元でやや沈静化した感がある。しかし、EU(欧州連合)やIMFによるモニタリングの過程でギリシャがデフォルトしたり、ストレステストをぎりぎりですすめた金融機関に対する経営不安が強まるなどのリスクは引き続き残存している。FRB(連邦準備制度理事会)のバーナンキ議長が議会証言(7/21)で米国経済の見通しについて述べた「異例に不確か」との文言は世界経済にもそのまま当てはまる。不安定化・下振れのリスクはかなり強まっているといえよう。

図表 5 世界輸入のイメージ



図表 6 資本流入額(先進国と新興国)



Ⅱ. 海外経済

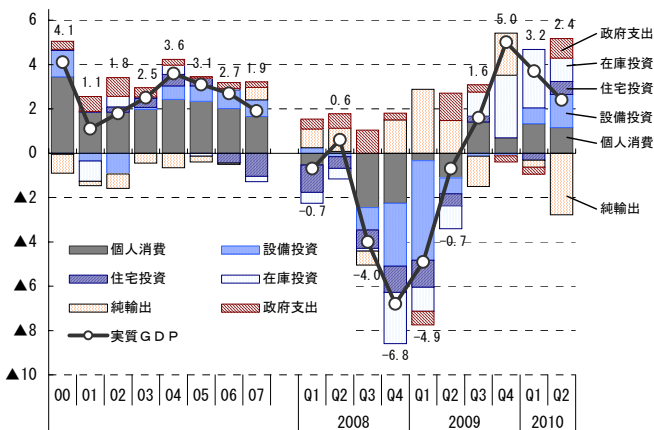
(1) 米国経済

2010年4～6月期の実質GDP成長率は減速

2010年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.4%（速報値）となり、回復テンポは急速に鈍化しているように見える（図表7）。しかし需要の動きを丹念に調べると、米国経済が一直線に「二番底」へと向かっているわけではないことが分かる。

図表7 実質GDP成長率

（前年比、前期比年率%）



（注）四半期系列は季節調整値。図中の値は実質GDP成長率（前期比年率%）。

（資料）米国商務省

① 輸入の急伸は持続せず

プラス要因として、以下の3点が挙げられる。第一に、4～6月期の成長率を押し下げた輸入の急伸は、持続的ではないと予想される点だ。4～6月期の輸入は、石油・石油製品をはじめ、コンピュータを中心とする資本財や、自動車・部品、消費財などの幅広い品目で急増したが、一部には中国の輸出付加価値税（増値税）の還付終了（7/15）に伴う駆け込み輸入の動きが現れた可能性が指摘できる。今後、7～9月期には反動によって輸入が減少し、GDP成長率に対してプラス寄与となる公算が大きい。

② 消費減速は一時的な株価下落が要因

第二に、消費減速が一時的要因によってもたらされたと考えられる点だ。4～6月期は雇用者報酬を中心に可処分所得が高い伸びだったにもかかわらず、消費の伸びが鈍化した。その理由として、欧州サブリン危機を背景とした株価下落に伴う逆資産効果が発生し、貯蓄率の上昇を通じて消費を抑制した可能性が考えられる。みずほ総合研究所の推計では、4～6月における貯蓄率の上昇幅（+1%Pt）は、概ね株価下落による逆資産効果の規模に見合うものである。一方、株価は6月末の時点で概ね底打ちしている。今後、株価が8月初旬の水準を維持できれば、7～9月期には逆に短期的な資産効果が発生し、消費の下支え要因となるだろう。

③ 堅調な設備投資

第三に、設備投資が力強く拡大した点だ。特にIT設備投資は2009年以降高い伸びが続いており、効率性を改善しようとする企業の積極的な投資姿勢がうかがえる。春先以降、設備投資マインド指標の軟調さが懸念されていたが、実際の設備投資活動はマインド指標が示唆するよりも強いと言える。海外経済の鈍化がリスク要因だが、投資減税の後押しもあり、企業の投資活動はしばらく堅調に推移するだろう。さらに、活発なIT設備投資は企業の生産性の高まりにつながり、企業利益の改善期待を通じて株価上昇要因となり得るため、消費に好影響を与える要因としても注目されよう。

在庫投資による成長率の
押し上げは最終局面に

2010年成長率を+2.8%、
2011年+2.3%に下方修正

高まるリスク・シナリオの可
能性

緩慢な雇用回復が継続す
る見込み

一方、在庫復元による成長への寄与は縮小しつつある。4～6 月期在庫投資は前期よりも更に積み増しテンポが加速し、成長率を押し上げた。しかし、在庫投資の水準は既に 1990 年代や 2000 年代の景気回復期のピークと同等の域に達している。つまり、今後は在庫増が続くとしても、成長率への寄与は期待できないだろう。

本見通しでは、2010 年の実質 GDP 成長率を+2.8%、2011 年を+2.3%とした。6 月時点の改定見通しと比べて、それぞれ▲0.1%Pt の小幅下方修正である。上述した 4～6 月期の動きを踏まえて 7～9 月期を中心に需要項目の動きを見直したが、米国経済に対する基本的な考え方(メイン・シナリオ)は従来通りである。

①在庫復元による成長率への寄与は縮小する。②財政は緊縮モードに入る。③雇用回復力は弱く、実質的な「雇用なき回復」が続く。④住宅市場は減税効果が剥落した影響を除けば、雇用なき回復と住宅ローン問題の残存により、低調な推移が見込まれる。⑤経済の回復テンポが鈍い中、デysinフレが続く、デフレ・リスクが高まっていく。⑥見通し期間を通じて金融緩和が持続する。

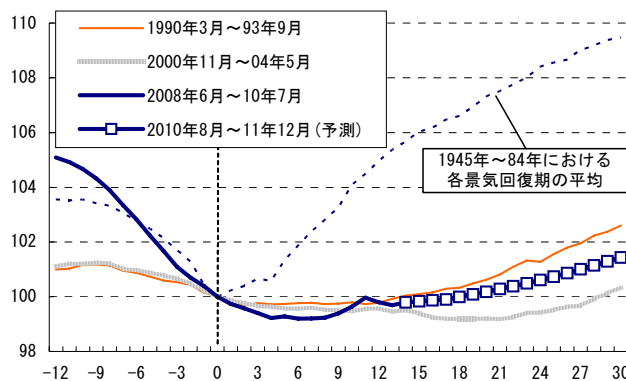
一方、①予想外の財政緊縮(ブッシュ減税の失効)と、②日本型デフレ均衡(ゼロ金利下で安定的にデフレが続いてしまう状況)の実現、の二点を米国経済のリスク要因として指摘しておく必要があるだろう。①については議会内の党派対立の激化、②についてはデysinフレの持続と大幅な需給ギャップによって、リスク・シナリオの可能性が従来よりも高まっている。

以下では、メイン・シナリオのポイントである③「雇用なき回復」について述べたのち、リスク・シナリオについて解説する。

米国では実質的に「雇用なき回復」が継続するだろう(図表 8)。労働生産性の緩やかな高まりが続く中、労働需要の伸びは限定的であり、かつ労働時間が小幅ながらも増加傾向を保つことで、新規の雇用が抑制されるとみられるためだ。労働生産性は 4～6 月期に前期比年率▲0.9%と低下したが、経済成長と失業率の関係を示すオークンの法則が足元で概ね成立しており、生産性の動きには構造的変化が生じていないと考えられる。今般景気後退下で急減した労働時間は足元増加しており、今後も持ち直しが続くだろう。また、2008 年以降のUV曲線の動きが労働市場におけるミスマッチの急速な拡大を示唆しており、需要だけでなく構造的な問題が雇用回復を遅らせるとみられる。

図表 8 景気回復局面における雇用回復パスの比較

(景気の底=100)



(注) 景気の底をゼロ時点に統一。今回局面の景気の底は2009年6月と仮定。

なお、1980～82年の間の景気悪化は一つの循環とみなし、1982年年末以降の回復局面をサンプルとして使用。

(資料) 米国労働省、みずほ総合研究所

州・地方政府の財政難が雇用に圧力

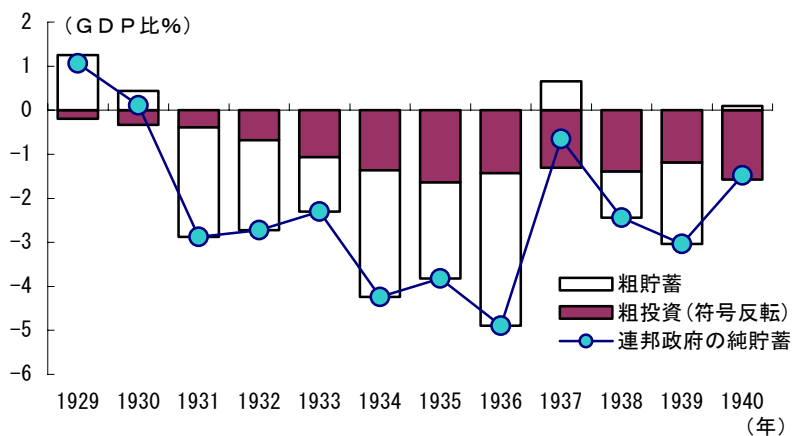
更に、見通し期間を通じて政府部門が雇用改善への重石となろう。10月頃までは連邦政府による国勢調査員の削減が雇用減少に寄与すると見込まれる。また州や地方政府の歳入不足問題が指摘できる。州政府をみるとほぼ全ての州で大幅な歳入不足に直面しており、地方政府も同様と言われる。連邦政府による財政支援が行われない場合、州・地方政府は自ら歳入不足を穴埋めする必要があり、財政支出削減の動きによって雇用に減少圧力が加わろう。

リスク・シナリオ：①懸念される財政の急激な引き締め。頭をよぎる1937年恐慌の悪夢

上述した州政府等の動きに加え、連邦政府レベルでも景気対策の効果が息切れし、米国経済が下支えを失っていくという問題は5月見通しで触れている通りである。今後、リスク・シナリオとして懸念されるのは、さらなる財政緊縮であり、具体的にはブッシュ減税等の失効(現行法では2010年末の予定)だ。財政健全化を目的とするPAYGO法の規定では、ブッシュ減税等の延長・恒久化は一部を除いて財政健全化の対象外とされており、財政中立的であるための措置は求められていない。しかし議会では追加景気対策のあり方や富裕層に対する増税を巡って党派対立が激しくなっており、ブッシュ減税等の行方には不透明さが増している。

ブッシュ減税等が失効した場合、景気対策の息切れを含めると2011年にはGDP比2%近い引き締め圧力が発生し、米国経済は二番底に陥ってしまうだろう。財政引き締めが景気悪化をもたらした例としては、1937年恐慌がある。当時の米国経済は大恐慌の痛みが消え、ブームを迎えるほどであったが(1936年の実質GDP成長率は+12.9%)、GDP比4%近い財政緊縮を行なった結果(図表9)、大恐慌を上回る厳しい生産活動の急激な落ち込みを経験した。

図表9 1930年代における連邦政府の貯蓄投資バランス



(注) マイナスの粗貯蓄は借り入れを表す。粗投資は符号を反転している。
(資料) 米国商務省

リスク・シナリオ：②忍び寄る日本型デフレ均衡の影

米国のコア・インフレ率は、6月時点でCPIが前年比+0.9%、PCE(個人消費支出デフレーター)が同+1.4%となった。連邦準備制度理事会(FRB)が示している長期的なインフレ率、すなわち“望ましい”インフレ率(1.7%~+2.0%)に対して低だけでなく、インフレ率の「趨勢的な低下」(8月連邦公開市場委員会(FOMC)の声明文)が止まらないことで、デフレ(物価下落)のリスクが高まっている。

政策余地があれば仮にデフレに陥っても、一時的なものに留め、インフレ率を引き上げることが可能だ。しかし、上述のように財政政策を巡っては議会内の対立があり、金融政策もゼロ金利下でフル稼働という状況にある。したがって、いったんデフレに

陥ってしまうと、そこから抜け出すことは極めて困難になるおそれがある。ゼロ金利下のデフレ持続という状況は日本経済が直面している問題であり、「日本型デフレ均衡」とも呼ばれている。

鍵を握るインフレ期待

残された金融政策の手段やその有効性を別とすれば、米国経済がデフレに陥るかどうかの鍵を握るのは、インフレ期待と自然失業率の水準である。みずほ総合研究所の推計によれば、インフレ期待(ただし適応的期待を仮定)は見通し期間の末期でも+1.5%程度を維持し、デフレ回避の役割を果たすだろう(メイン・シナリオ)。だがそれでも、予想されるコア・インフレ率は前年比+0.5%を割り込む水準まで低下し、デフレの淵を覗き込む状況となる。

仮に、これまでのインフレ率の趨勢的低下を受けて、インフレ期待も下方修正されることになれば、デフレの可能性は高まる。FRB は今後一段と、インフレ期待の維持に注意を払う必要に迫られよう。

自然失業率の上昇が生む “デフレ耐性”

一方、長期失業率の大幅な上昇や UV 曲線の動きなどを踏まえると、米国の自然失業率は金融危機後に大幅に悪化し、足元で7%程度に達しているとみられる。その結果、見かけの失業率ほどデフレ圧力は高くなく、メイン・シナリオにおいてデフレが回避できると考える理由でもある。

図表 10 米国経済見通し総括表

(単位: %)

	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2009年		2010年(予測)		2011年(予測)	
				上期	下期	上期	下期	上期	下期
GDP	▲2.6	2.8	2.3	▲4.3	1.9	3.7	2.0	2.3	2.6
個人消費	▲1.2	1.5	2.1	▲1.5	0.8	1.6	2.1	2.0	2.1
住宅投資	▲22.9	▲0.6	0.7	▲31.6	▲0.7	▲0.5	▲0.7	▲0.5	4.7
設備投資	▲17.1	6.0	6.7	▲26.0	▲3.1	7.6	12.4	5.8	3.3
在庫投資(億ドル)	▲1,131	378	348	▲1,438	▲825	599	158	184	513
政府支出	1.6	0.3	▲0.3	0.3	1.9	▲0.1	▲0.7	▲0.3	0.0
財・サービスの純輸出(億ドル)	▲3,630	▲3,768	▲3,468	▲3,656	▲3,605	▲3,822	▲3,715	▲3,534	▲3,402
財・サービスの輸出	▲9.5	11.3	7.7	▲20.4	11.6	14.2	5.5	7.8	9.6
財・サービスの輸入	▲13.8	9.8	4.8	▲26.7	8.6	13.8	3.4	4.5	6.7
国内最終需要	▲3.1	1.6	2.0	▲4.9	0.6	1.7	2.5	1.9	1.9
失業率	9.3	9.9	10.0	8.7	9.8	9.7	10.0	10.0	10.0
非農業部門雇用者数(1カ月当たり,千人)	▲489	▲52	107	▲649	▲351	32	78	120	112
個人消費支出デフレーター<前年比>	0.2	1.7	0.8	▲0.0	0.4	2.2	1.2	0.8	0.7
コア個人消費支出デフレーター<前年比>	1.5	1.4	0.5	1.5	1.5	1.6	1.1	0.7	0.4
経常収支 (億ドル)	▲3,784	▲4,628	▲4,324	▲1,800	▲1,984	▲2,386	▲2,242	▲2,082	▲1,977
<対名目GDP比>	▲2.7	▲3.2	▲2.9	▲2.6	▲2.8	▲3.3	▲3.0	▲2.8	▲2.6

(注)暦年の値は前年比、半期の値は前期比年率の各伸び率。網掛けは予測。経常収支は、半期が季節調整値、暦年はその合計。対名目GDP比は年率。期中とは10~12月期における前年比。
(資料)米国商務省、米国労働省、みずほ総合研究所

(2) 欧州経済

4～6月期のユーロ圏実質GDPは4年ぶりの高成長

2010年4～6月期のユーロ圏実質GDPは前期比+1.0%（同年率+3.9%）と、2006年4～6月期以来の高い成長率となった。寒波に見舞われた前期の反動が生じたことを勘案しても、景気回復ペースが一段と加速したと判断できる（なお、4月のアイスランドの火山噴火による一時的な物流の混乱を踏まえると、相当に強い結果とも言えよう）。需要項目は未発表だが、建設投資に反動増が生じたこと以外にも、輸出拡大やそれに伴う在庫復元投資の活発化が高成長につながった要因とみられる。

国別に見ると、ドイツの高成長が顕著であり、前期比+2.2%（同年率+9.0%）と東西ドイツ統合以来の伸びを記録した。一方、スペイン（同+0.8%）やポルトガル（同+0.8%）では小幅な伸びに留まり、大幅な緊縮財政を強いられているギリシャでは前期比年率▲5.9%と7四半期連続のマイナス成長となった。ユーロ圏中核国の景気回復が続く一方、周縁国・南欧諸国が低迷するという構図は、4～6月期に世界を揺るがした「ギリシャ問題」による資本市場への影響が南欧諸国に対して特に顕著となった（ドイツでは株価が底堅さを維持した）ことを端的に示していると言える。

足元までの状況を踏まえて、2010年の成長率予測を上方修正

足元までの状況を踏まえ、2010年のユーロ圏実質GDPの予測を前年比+1.4%と前回から上方修正する一方、2011年を同+0.7%に下方修正した（図表11）。

昨年末以降のユーロ圏が今後の輸出を下支えすると見込まれることや、7月の企業景況感が高水準を維持していることから、7～9月期にかけてもユーロ圏景気の堅調さは維持されそうである。しかし、年末に向けて景気の本質的な鈍化は鈍化していくとみている。まず、今年半ばにかけて、想定以上のペースで在庫復元投資が進んだため、年末に向けては増産ペースも一服すると見込まれる。サーベイ調査における新規受注・在庫DIの推移を見ると、既に増産ペースはピークに近いとみられ、年末に向けて減速に向かうだろう（次ページ図表12）。また、景気刺激策による限界的な景気押し上げ効果も既にピークアウトしていると考えられる。

2011年前半は循環要因と緊縮財政によって「踊り場局面」と予想

2011年に入ると、在庫調整局面入りすることや景気刺激策が剥落することに加えて、多くの欧州諸国が2011年から緊縮財政に転じることが更なる景気下押し圧力となる。そのため、前半のユーロ圏景気は「踊り場局面」となって、停滞感が強まると予想している。もっとも、今年5月以降に各国が発表した緊縮財政の規模を試算すると、ユーロ圏名目GDPの0.6%相当と、「二番底」につながるほど大規模とは言えない。

図表 11 欧州経済見通し

(単位：%)

	2009年	2010年	2011年	2009年		2010年		2011年	
	(実績)	(予測)	(予測)	上期	下期	上期(予)	下期(予)	上期(予)	下期(予)
実質GDP	▲ 4.1	1.4	0.7	▲ 6.9	0.8	1.5	1.5	0.3	0.8
民間消費	▲ 1.2	0.2	0.3	▲ 1.7	▲ 0.1	0.2	0.3	0.1	0.7
政府消費	2.7	1.1	0.2	3.2	1.8	0.7	1.2	▲ 0.1	▲ 0.1
固定資本形成	▲ 10.8	▲ 1.9	0.7	▲ 15.1	▲ 4.7	▲ 2.1	1.6	▲ 0.1	1.5
外需(寄与度)	▲ 0.7	0.1	0.6	▲ 0.8	1.0	▲ 0.7	0.9	0.6	0.1
輸出	▲ 13.2	7.4	5.2	▲ 23.3	6.5	8.3	6.4	4.7	5.2
輸入	▲ 11.9	7.3	3.9	▲ 21.6	3.9	10.7	4.1	3.2	5.1
在庫・誤差脱漏(寄与度)	▲ 0.9	1.3	▲ 0.2	▲ 2.5	0.4	2.3	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0
内需	▲ 3.4	1.2	0.2	▲ 6.1	▲ 0.1	2.2	0.5	▲ 0.3	0.7
消費者物価	0.3	1.5	1.3	0.6	▲ 0.1	1.3	1.7	1.5	1.3
コア・インフレ率	1.4	1.0	0.9	1.6	1.2	0.9	1.0	1.1	0.8

(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。成長率は稼働日数調整後。

(資料) Eurostat、みずほ総合研究所

先行きの景気下振れリスクは無視できず

各国で2011年度予算審議が開始される中、政局リスクが財政懸念の再燃につながる恐れ

一方、欧州当局の用意しているセーフティネットは危機再発に対する防波堤

また、今後もユーロ安が輸出への支援材料となり、外需による景気下支えが期待できる。建設投資・雇用の調整圧力も徐々に緩和に向かうため、2011 年後半のユーロ圏景気は再び緩やかな回復軌道に復すると予想している。

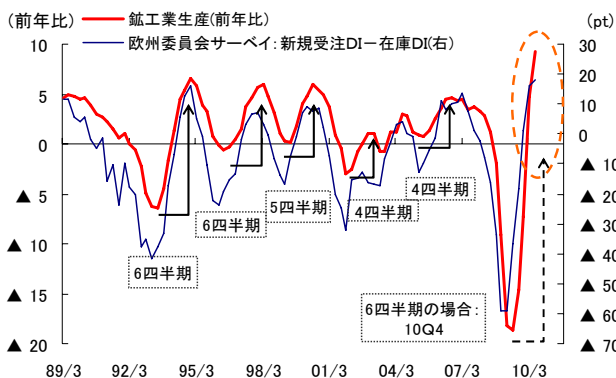
しかし、金融不安の火種が残存する中、景気下振れのリスクは残存する。南欧の財政健全化に向けた過程には政治混迷のリスクがあり、それが資本市場の混乱につながれば、緊縮財政による公的需要減少と相まって、欧州の「二番底」につながるリスクも無視できないところである。

足元では、欧州ストレステスト(7/23)において情報開示の透明性が大幅に改善したことが市場参加者の安心感を醸成し、ひとまず過度な不安心理の後退につながっている。しかし、例えばギリシャ国債のデフォルトの可能性を想定していない等、テストの甘さを指摘する声は根強く、不安心理の解消には時間を要する可能性が高い。また、今回開示された情報から、各国の主要金融機関は総じて自国国債の保有残高が大きいことが明らかとなっており、金融機関と財政の健全性問題が表裏一体の関係にあることが示された。このため、ギリシャを始めとした南欧諸国の財政懸念が払拭されない限り、特に南欧諸国の金融機関に対する懸念が根強く残存する恐れがある。それは南欧諸国への与信残高が大きいドイツやフランスにも飛び火しかねない。

南欧諸国の財政問題における目先の注目点としては、秋口以降に始まる各国の来年度予算審議が挙げられる。ギリシャでは景気後退を脱していない中、EU・IMF 融資の覚書に沿った緊縮政策・構造改革の継続が必要であり、再び国民の反発を強める恐れがある。ポルトガルやスペインでは政権与党が議会で安定多数を有していないため、予算審議の行方には紆余曲折も予想される。財政再建路線の後退や政治の混迷は市場参加者の不安心理を煽り、金融不安の再燃につながるきっかけともなり得る。欧州不安がグローバルな株価下落といった資本市場の大混乱を引き起こせば、世界的な景気下振れリスクを高めてしまうだろう。

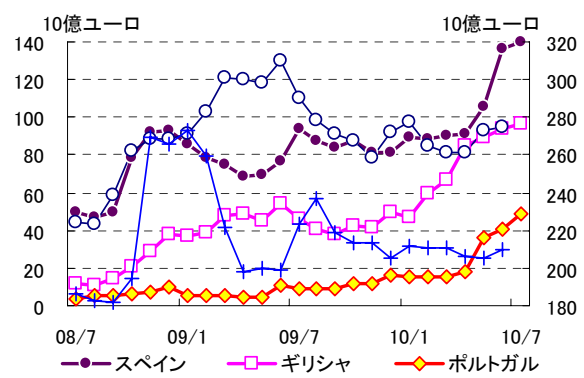
一方、ECBやEUによる安全網が用意されていることは心強い。目下、南欧諸国を中心に中銀の流動性供給額が急増しており、南欧の一部金融機関が市場調達に窮していることが示唆されるものの、ECBの政策対応が流動性危機に対する防波堤の役割を果たしていると解することができる(図表 13)。また、仮に国債発行が困難となるような国が現れたとしても、EUの「欧州金融安定化ファシリティ」によって迅速な救済が可能と考えられる。もともと、これらの対策が欧州の抱える諸問題の解決につながるわけではないため、引き続き今後の動向に注意を向ける必要がある。

図表 12 ユーロ圏鉱工業生産と受注-在庫DI



(注)矢印は鉱工業生産指数の前年比上昇率がボトムからピークに達する期間 (資料)欧州委員会、Eurostat

図表 13 ユーロ圏各国中銀のオペ残高



(注)各国中銀のオペ残高 (資料)各国中銀

(3) アジア経済

2010年4～6月期のアジア景気は順調に拡大

中国経済は輸出増加などを背景に高い経済成長率を維持

中国の利上げは遠のく、為替相場は弾力化するも影響は限定的

中国では、輸出・消費の増加が続き、財政面からの下支えも継続されることから、高成長が持続

2010年4～6月期の実質GDPは、総じて順調に伸びた。一部の国では、財政面からの景気下支えが縮小しているものの、米国向けなどの輸出が好調であったことに加え、個人消費や設備投資も堅調に推移しており、景気全体としては拡大基調が続いている。

中国を見ると、実質GDP成長率は前年比+10.3%（10年1～6月期は同+11.1%、図表14）と、引き続き高水準ながらも、1～3月期の同+11.9%から減速した。政府消費が大幅に減速したと見られることに加え、個人消費もやや鈍化しており、消費支出は全体として伸び悩んだ。投資も、インフラ投資の伸びが鈍化したことを背景に、全体として減速している。一方、輸出は、先進国向け・新興国向けともまんべんなく拡大、景気拡大のけん引役となった。輸入は、投資の減速を受け、素材関連を中心に伸び率が低下傾向となった。外需全体では、10年1～6月期にGDP成長率への寄与度はプラスとなった。

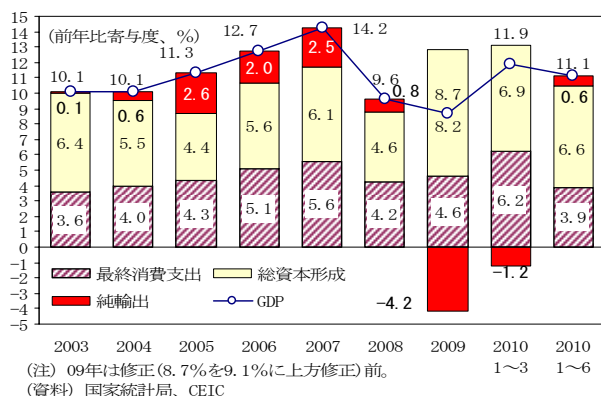
中国では、2010年に入ってから3度にわたり預金準備率が引き上げられ、その効果などでマネーサプライの伸びは鈍化している。このため、景気の過熱や、不動産バブル膨張への警戒感は、徐々に縮小してきた。こうした状況を踏まえると、当面、利上げは行われぬ可能性が高いと思われる。

一方、中国政府は、6月19日に人民元相場の弾力化を発表した。2008年7月以降、1ドル=6.83元付近での事実上のペッグが維持されてきたが、今後は、為替レートに一定の変動を許容することになる。なお、人民元の対ドル為替レート上昇は、これまでのところわずかである（図表15）。今後も、輸出や雇用への配慮から、中国政府は、急激な元高は容認しないと見られる。

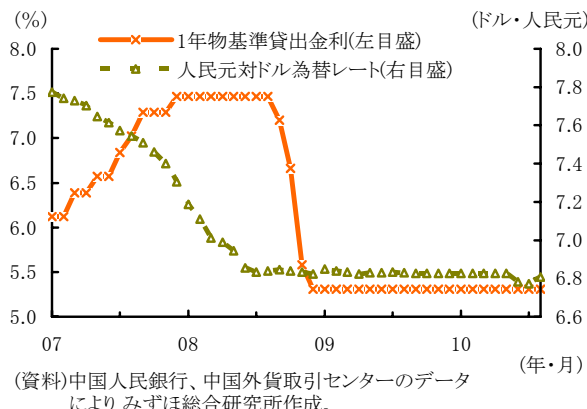
今後を展望すると、2010年後半は、欧米向けを中心とする輸出の伸び鈍化が予想されるため、景気減速傾向が続く見通しである。ただし、政府が奨励する業種での投資が拡大し、また政策的な消費喚起策のサポートもあって、前年比+9%程度の高い経済成長が続くと見られる。

2011年に入ると、西部開発重点プロジェクトの本格化などに伴い、投資の伸びはやや高まるであろう。輸出は増加基調を維持し、雇用・所得環境の改善が見込まれることから、個人消費も堅調に推移すると見込まれる。2011年についても、+9%程度の高い経済成長が続くと予測する。

図表 14 中国の経済成長率の推移



図表 15 中国の政策金利とドル・人民元為替レート



NIEs・ASEANでは、民需堅調、輸出も拡大が続く

NIEs・ASEANの輸出起点の景気拡大は続く見通し、欧米向け輸出減少が最大のリスク

インドは8%程度の高成長となる見通し

アジア景気は堅調な拡大が続く見通し

NIEs・ASEAN では、堅調な経済成長が続いている。公共投資や自動車減税などの景気刺激策が縮小するなか、設備稼働率の上昇と雇用・所得環境の改善を背景に、景気は民需主導の自律回復色を強めている。

輸出は、緩やかな景気回復が続く欧米向けがけん引役となり、IT関連が主導する形で増加している。これまで速いペースで増加してきた対中輸出は、2010年4～6月期に伸びが大幅に鈍化した。2010年1～3月期に中国が素材関連の輸入を急増させた反動と見られ、2010年後半に、伸びの鈍化に歯止めがかかると予想する。

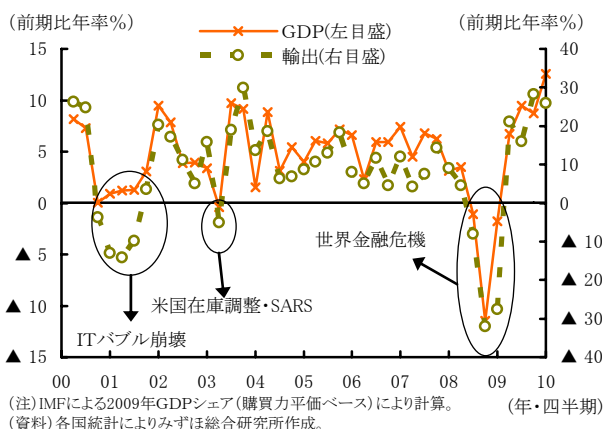
2010年後半のNIEs・ASEAN経済は、①欧米景気の減速に伴う輸出の伸び率低下、②在庫投資の鈍化、③景気刺激策の縮小により、減速傾向となろう。ただし、景気は既に自律回復色を強めており、個人消費と設備投資が主導する形で、景気拡大は続く見通しである。2011年に入ると、輸出増加を起点とする景気の緩やかな拡大が続くと見られるが、ゲタの縮小などにより、通年の経済成長率は総じて低下するであろう。

本経済見通しでは、世界経済は二番底に至らず、輸出は増加し続けるとの見方に立っているが、輸出が減少することは最大のリスク要因である。アジア向け輸出は拡大持続の見通しだが、全体に占める割合は2008年の最終需要ベースで3分の1に止まる(ADB試算)。先進国の景気停滞が予想外に深刻化すれば、先進国向けの輸出落ち込みが、アジア向けの拡大を上回る可能性は十分にある。過去を振り返ると、輸出依存度が高いNIEs・ASEANの景気は、輸出減少時には大幅に減速する傾向にあったという点に留意すべきであろう(図表16)。

インドでは、インフラ投資の拡大に加え、2009年後半に景気を下押しした干ばつの悪影響が縮小したことと、輸出の回復があいまって、経済成長は加速している。この結果、設備不足感が強まってきており、2010年後半以降は設備投資主導の経済成長に移行する見通しである。雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費も回復に向かうとみられる。政府消費は縮小するものの、8%程度の高い経済成長が続くであろう。2011年についても、民需主導の成長が続く見通しだが、ゲタの縮小などから、経済成長率は小幅に低下する見通しである。

以上の点を踏まえ、2010年の実質GDP成長率は、中国が+10.0%(前回+9.7%)、NIEsが+6.4%(前回+5.6%)、ASEAN5が+6.3%(前回+5.6%)、インドが+8.2%(前回と同じ)、2011年は、中国が+9.0%(前回+9.2%)、NIEsが+4.1%(前回+4.3%)、ASEAN5が+5.0%(前回+5.1%)、インドが+8.0%(前回と同じ)と予測した(図表17)。

図表 16 NIEs・ASEAN4合計の実質GDP成長率



図表 17 アジア経済見通し

	2008年	2009年	2010年		2011年	
			前回	前回	前回	前回
アジア	7.1	5.9	8.6	8.2	7.5	7.7
中国	9.6	9.1	10.0	9.7	9.0	9.2
NIEs	1.8	-0.9	6.4	5.6	4.1	4.3
韓国	2.3	0.2	5.3	4.9	4.4	4.4
台湾	0.7	-1.9	6.5	6.1	4.2	4.3
香港	2.2	-2.8	6.0	5.5	4.0	4.5
シンガポール	1.8	-1.3	13.0	8.0	2.8	3.8
ASEAN5	4.7	1.6	6.3	5.6	5.0	5.1
タイ	2.5	-2.2	7.0	4.7	4.2	4.2
インドネシア	6.0	4.5	5.9	5.7	5.6	5.7
マレーシア	4.7	-1.7	7.1	7.1	5.2	5.2
フィリピン	3.7	1.1	4.9	4.0	3.5	3.5
ベトナム	6.3	5.3	6.5	6.5	6.5	6.5
インド	7.4	6.7	8.2	8.2	8.0	8.0

(注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。網掛けは予測値。
2. 平均値はIMFによる2009年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。
3. 前回は『みずほアジア・オセアニア経済情報』(10年6月10日)での予測値。
(資料) 各国統計、みずほ総合研究所

Ⅲ. 日本経済

(1) 景気の現状

日本経済は3四半期連続で
プラス成長も勢いは大幅に
鈍化

2010年4～6月期の実質GDP(1次速報)は前期比+0.1%(年率+0.4%)となり、昨年10～12月期以来3四半期連続で増加したが、成長テンポはここ2四半期に比べて大きく減速した(図表18)。民間調査機関の予測コンセンサス(前期比+0.6%)を大きく下回る弱い結果であった。

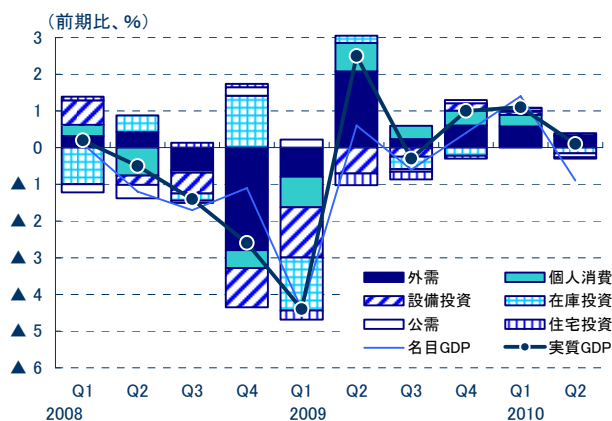
需要項目別にみると、外需寄与度は+0.3%Ptとなり、引き続き景気回復を支えた。寄与度は前期(同+0.6%Pt)から低下したものの、輸出が高い伸びを維持(前期比+5.9%、1～3月期同+7.0%)する中で輸入の伸びが高まった(同+4.3%、1～3月期同+3.0%)ことに起因しており、さほど悪い結果ではない。

一方、内需に目を移すと、成長率への寄与度は民需が▲0.1%Pt、公需が▲0.1%Ptといずれもマイナスとなった。個人消費は前期比+0.0%(1～3月期同+0.5%)と伸び悩んだ。家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財(前期比▲1.3%)、半耐久財(同▲0.3%)が落ち込んだ。耐久財については、エコポイント対象品目の変更に伴い3月末にかけて薄型テレビの需要が駆け込み的に増加したことの反動が大きかった模様であり、半耐久財については、天候不順による夏物衣料の販売不振が影響したものとみられる。もっとも、非耐久財消費(前期比+0.1%)、サービス消費(同+0.1%)も力強さを欠いており、春先以降の株安等が消費者心理に悪影響を与えた可能性もあるだろう。民間の投資活動については、住宅投資(前期比▲1.3%)が2四半期振りに減少したほか、在庫投資(前期比寄与度▲0.2%Pt)、設備投資(前期比+0.5%)も力強さを欠いた。公的需要については、政府消費が前期比+0.2%増加した一方で、公共投資は同▲3.4%(1～3月期同▲1.2%)と4四半期連続で減少し、減少幅も大きくなった。2010年度予算で公共事業関係費が大幅に削減されており、その影響が出始めている。

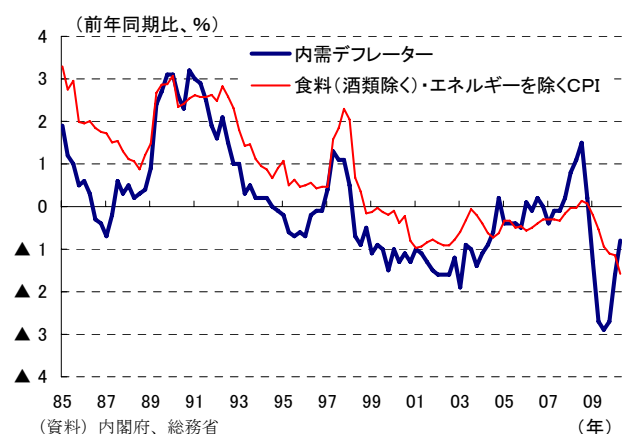
デフレ状態は変わらず

物価面では、内需デフレーターが前年比▲0.8%(1～3月期同▲1.6%)となった(図表19)。資源価格の上昇等を受けて投資財、生産財を中心に物価下落幅は縮小しているが、大幅な需給ギャップの残存等を背景に、日本経済は依然としてデフレ状態にある。

図表 18 GDP成長率の四半期推移



図表 19 内需デフレーターと消費者物価の推移



(2) 2010・11 年度見通しの概要

はじめに今回の改訂見通しを総括的に示すと、2010 年度の後半から 2011 年度にかけて、日本経済は一時的な生産調整を伴いつつも、回復基調を維持するものと考えている。

2010年度後半の日本経済

2010 年の実質GDP成長率は前年比+1.7%(前回:+2.2%)と予測している。

当面の景気展開を考えると、7～9 月期は個人消費を中心に一旦景気は盛り返すだろう。依然として水準は低いものの夏のボーナスは増加しており、6 月に支給された「子ども手当」も足元で可処分所得を下支えしている。これらが当座は消費に対してプラスに作用するだろう。また、9 月末でエコカー補助金の支給停止が決定し、目下駆け込み需要が発生していることも、目先の消費を押し上げそうだ。しかし、秋口以降は、自動車関連の販売・生産がかなりの調整を余儀なくされる可能性が高いことに加えて、海外経済の減速に伴う輸出の鈍化も予想されることから、景気は全体として停滞感を強めていくものと考えられる。2010 年度後半の日本経済は、一時的に需要・生産が弱含む可能性が高いだろう。

ただし、景気回復基調が崩れるには至らないと考えられる。アジアを中心として海外経済は一時的に減速はしても回復軌道からは外れないと想定され、その下で日本からの輸出も増加傾向を辿るだろう。国内では、輸出の増加を起点とする生産の拡大に伴い、民間需要の持ち直しが引き続き期待される。家計部門では、所得環境の緩やかな改善に従って、個人消費は基調的には底堅く推移するだろう。また、企業部門では設備稼働率の持ち直しに伴い設備投資が拡大するだろう。なお、回復傾向を辿るとはいえ、設備・雇用の過剰感は依然として払拭されておらず、内需に対する期待成長率も低迷する中で、民需の回復テンポは緩やかなものになるだろう。

2011 年度の日本経済

2011 年度の日本経済は、回復を続けるだろう。国内民間需要は増加するだろう。過剰なストックの調整が進捗する下で、設備や住宅、在庫等への投資は相応に高い成長を示すとみられる。子ども手当等の所得下支え策の限界効果が剥落するものの、雇用・所得環境のゆっくりとした回復を背景に、個人消費は緩やかに増加を続ける可能性が高い。公的需要は、民間部門への所得分配の増加の反作用によって引き続き減少するが、国内需要全体では増加する形となるだろう。輸出は増加を続けるものの、2010 年度後半からの海外経済の成長鈍化を背景に、そのテンポは緩やかになるだろう。2011 年度の実質GDP成長率は前年比+1.6%(前回:+1.8%)と予測している。

デフレ脱却に向けて足踏み

今回の見通しを前提にすれば、足元で 24 兆円程度存在するとみられるGDPギャップの供給超過幅は、2012 年 1～3 月期時点においても 11 兆円程度残存する見込みである。デフレギャップの縮小によって物価下落圧力は和らいでいく方向にあるが、①2010 年度後半に景気の停滞感が高まることでデフレギャップの縮小が足踏みすること、②足元の円高が輸入物価を通じて新たなデフレ圧力を加えていること、等に鑑みれば、引き続きデフレ脱却は遠い状況にあるといえる。生鮮食品を除く消費者物価は 2010 年度が前年比▲0.9%、2011 年度が同▲0.2%と下落が続く見込みである。政府が 6 月に閣議決定した「新成長戦略」において示した、「2011 年度までに安定的に物価上昇」というマクロ経済運営上の最大の目標は、このまま手を拱いては実現に赤信号が点るだろう。

財政・金融政策の動きに注目

以上の見通し策定に際しては、家電エコポイントが 2010 年末で予定通り終了し、財政事情の厳しさを踏まえ、2011 年度において子ども手当は 2010 年度から増額されないことを前提とした。従って、今後の財政政策運営によってはここで述べたシナリオに影響が及ぶ可能性がある。急ピッチな円高や 4~6 月期の GDP 成長率の低調な結果を受けて経済政策当局の危機感も高まっている模様で、一部報道では家電エコポイントの延長が検討の俎上に上っているようだ。また、民主党内のマニフェスト実現を重視する勢力から子ども手当の増額(或いは満額)支給を主張する声も聞かれる。財政政策運営によっては景気の展開に大きな影響が生じる可能性もあることから、日銀が追加金融緩和に踏み切るかどうかと共に、今後の行方に注目が集まる。

図表 20 日本経済見通し総括表

		FY2009	FY2010	FY2011	2009			2010				2011				2012
					Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
実質GDP	前期比、%	▲ 1.9	1.7	1.6	2.5	▲ 0.3	1.0	1.1	0.1	0.4	0.0	0.1	0.5	0.5	0.7	0.8
	前期比年率、%	--	--	--	10.4	▲ 1.0	4.1	4.4	0.4	1.4	0.1	0.4	1.9	1.9	2.8	3.4
内需	前期比、%	▲ 2.3	0.5	1.1	0.4	▲ 0.5	0.4	0.5	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.4	0.3	0.6	0.7
	前期比、%	▲ 3.9	1.1	1.5	▲ 0.1	▲ 0.6	0.4	0.6	▲ 0.1	0.9	0.0	0.2	0.5	0.2	0.5	0.7
個人消費	前期比、%	0.7	1.0	0.4	1.3	0.6	0.7	0.5	0.0	0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	0.3	0.1	0.2	0.3
住宅投資	前期比、%	▲ 18.5	▲ 3.4	5.3	▲ 9.6	▲ 7.2	▲ 2.9	0.3	▲ 1.3	0.1	0.9	1.2	1.4	1.5	1.7	2.0
設備投資	前期比、%	▲ 15.3	2.3	4.3	▲ 4.8	▲ 1.8	1.5	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1	1.1	1.4	1.6
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.5	0.0	0.2	0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0
公需	前期比、%	3.0	▲ 1.6	▲ 0.2	1.8	▲ 0.3	0.3	0.3	▲ 0.5	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 1.1	0.1	0.7	0.8	0.9
政府消費	前期比、%	1.7	1.3	0.8	0.2	0.1	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	9.3	▲ 16.4	▲ 4.3	9.5	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 3.4	▲ 7.8	▲ 6.7	▲ 8.6	▲ 0.5	4.0	4.6	5.1
外需	前期比寄与度、%Pt	0.4	1.2	0.4	2.1	0.2	0.6	0.6	0.3	▲ 0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
輸出	前期比、%	▲ 9.5	17.4	5.7	10.4	8.5	5.7	7.0	5.9	▲ 0.1	1.0	1.4	1.1	1.9	1.9	2.1
輸入	前期比、%	▲ 11.8	9.2	3.6	▲ 5.0	6.3	1.5	3.0	4.3	0.6	▲ 0.6	0.3	1.1	1.5	1.7	1.9
名目GDP	前期比、%	▲ 3.6	0.3	1.1	0.6	▲ 0.6	0.4	1.4	▲ 0.9	0.1	▲ 0.1	0.6	▲ 0.5	0.6	0.7	1.3
GDPデフレーター	前年比、%	▲ 1.8	▲ 1.4	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 2.8	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.2
内需デフレーター	前年比、%	▲ 2.5	▲ 0.7	0.1	▲ 2.7	▲ 3.0	▲ 2.7	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.4	0.0	0.1	0.5

(注) 実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある
(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」よりみずほ総合研究所作成

		FY2009	FY2010	FY2011	2009			2010				2011				2012
					Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
鉱工業生産	前期比、%	▲ 8.9	10.9	3.5	6.6	5.3	5.9	7.0	1.5	▲ 0.0	▲ 0.4	0.6	1.1	1.3	1.4	1.6
経常利益	前年比、%	2.1	25.8	10.4	▲ 53.0	▲ 32.4	102.2	163.8	62.3	39.2	13.1	5.8	6.8	15.2	10.0	10.5
名目雇用者報酬	前年比	▲ 3.5	0.0	0.4	▲ 4.6	▲ 3.8	▲ 4.5	▲ 0.2	0.9	0.2	0.5	▲ 2.1	▲ 0.2	0.8	0.4	0.6
完全失業率	%	5.2	5.1	4.9	5.1	5.4	5.2	4.9	5.2	5.1	5.1	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	77.5	79.1	85.6	76.9	71.3	79.1	83.7	76.0	78.7	80.2	81.7	83.0	84.7	86.5	88.2
経常収支	年率換算、兆円	15.8	15.8	16.3	14.1	14.5	15.9	18.6	14.6	14.8	16.7	16.8	15.6	15.7	16.0	17.3
国内企業物価	前年比、%	▲ 5.3	0.4	1.1	▲ 5.5	▲ 8.3	▲ 5.2	▲ 1.7	0.2	0.1	0.8	0.5	0.4	1.1	1.4	1.5
消費者物価	前年比、%	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0
無担保コール翌日物金利	%	0.08	0.10	0.10	0.11	0.10	0.09	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新発10年国債利回り	%	1.35	0.99	1.11	1.42	1.34	1.32	1.34	1.21	1.02	0.85	0.90	1.00	1.10	1.15	1.20
日経平均株価	円	9,974	10,100	10,900	9,294	10,141	9,959	10,503	10,343	9,500	10,000	10,300	10,500	10,700	11,000	11,300
対ドル為替相場	円/ドル	93.0	88.0	92.0	97.3	93.6	89.7	91.0	92.0	87.0	87.0	88.0	89.0	90.0	92.0	95.0
WTI原油先物最期近物	ドル/バレル	71.0	80.0	87.0	59.8	68.2	76.1	79.0	78.0	79.0	84.0	78.0	83.0	91.0	88.0	85.0

(注1) 実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある

(注2) 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース

(注3) 消費者物価は生鮮食品を除くベース

(注4) 完全失業率、新設住宅着工戸数、経常収支の四半期は季節調整値ベース

(注5) 金融関連の指標について、無担保コール翌日物金利は期末値、その他は期中平均値

(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、財務省「法人企業統計季報」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、

国土交通省「建築着工統計調査報告」、日本銀行「国際収支」、「企業物価指数」、「金融経済統計月報」、「外国為替相場」、

日本相互証券「主要レート推移」、日本経済新聞、Bloomberg、よりみずほ総合研究所作成

(3) 外需

外需寄与度は5四半期連続プラス

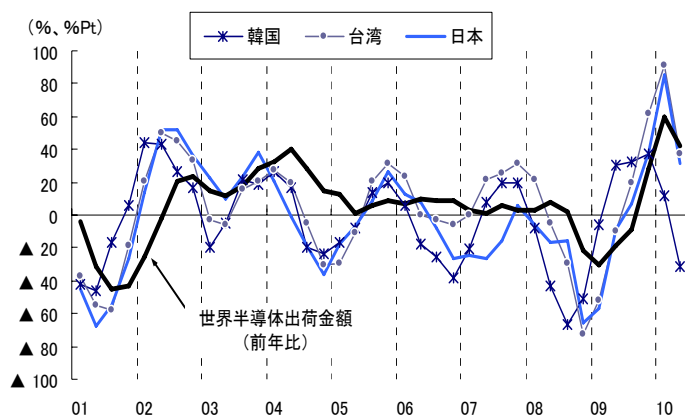
2010年4～6月期の実質輸出(SNAベース)は、前期比+5.9%(1～3月期同+7.0%)と5四半期連続で増加した。SNA輸出と近い動きをする日銀の実質輸出を見ると、アジア向けの伸びが鈍化する一方、米国や欧州向けが上向いた模様である。これまで力強く増加していたアジア向け輸出が減速したのは、中国で固定資産投資の伸びが減速したことや鉄鋼等の在庫積み上がりを背景に、同国向けの素材輸出が弱含んだためとみられる。他方で、一般機械や、高機能携帯電話やパソコンの世界的な販売増を背景とした電気機器の輸出は好調であった。欧米向けも機械類を中心に増加した。

実質輸入も前期比+4.3%(同+3.0%)と4四半期連続で増加した。増産を背景に、原油などの工業用原料が増加した。また、設備投資の持ち直しが続いていることを受けて資本財輸入も増加した。実質輸出の伸びが実質輸入の伸びを上回った結果、外需寄与度は+0.3%Ptとなり、1～3月期(同+0.6%Pt)よりプラス幅は縮小したものの、5四半期連続で実質GDP成長率を押し上げた。

年内の輸出は弱含む見通し

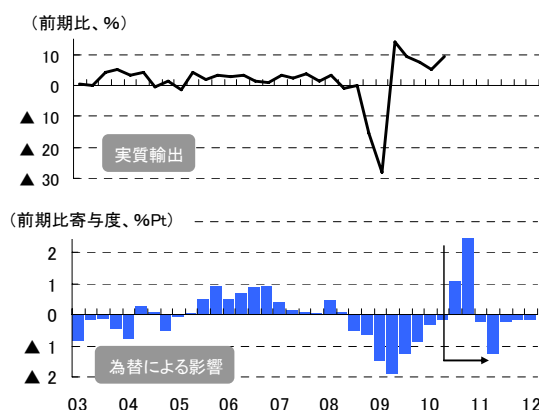
今後の輸出については、2010年末に向けて一時的に弱含んだ後、再び増加基調に復すると予想している。6月の実質輸出は16カ月ぶりに前月から減少しており、増勢は鈍化している。仕向け地別に見ると、中国経済は景気対策に伴う公共投資の伸びの鈍化を主因に年末にかけて減速していくとみられ、日本からの素材輸出は弱含みが続くだろう。アジア向けの電気機器類は増勢を保つものの、世界の半導体出荷に先行する韓国の出荷在庫バランスがマイナスに転じるなど、循環的な調整局面入りが予想される(図表21)。米国向けは、資本財受注の動きを踏まえれば設備投資は底堅く推移し、日本からの機械輸出は増加が続きそうだ。もっとも、家計向けの減税等が縮小していく中、対米輸出で最大のウェイトを占める自動車輸出は力強さを欠く可能性が高い。

図表 21 世界半導体出荷とアジア各国の電子部品の出荷・在庫バランス



(注) 出荷前年比(%) - 在庫前年比(%)。韓国はコンピュータ、ラジオを含む。
(資料) 経済産業省、WSTS、CEIC

図表 22 実質輸出への円高の影響



(推計式) $\ln(\text{実質輸出}) = -3.956 + 1.970 \times \ln(\text{世界鉱工業生産}) - 0.160 \times \ln(\text{実質実効円レート})$

※世界生産(ラグ2、次数1)、為替レート(ラグ8、次数2)はアーモラグを用いて推計

推計期間: 1997Q1～2010Q2 adj.R²= 0.982

定数項と生産は有意水準1%、為替は10%でそれぞれ有意

(注) 先行きは実効為替レートが不変と仮定して試算。

(資料) 日本銀行、CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis等より、みずほ総研作成

輸出に関しては、円高の動向にも注意が必要だ。輸出関数を推計すると、為替レート(実質実効円レート)の変動による実質輸出への影響は1年程度経過した後最も大きくなる。仮に実質実効レートが足元の水準で高止まりすると仮定すれば、2011年以降の輸出には前期比で見て一定の下押し圧力が加わることになる(前ページ図表22)。もっとも、実質輸出の為替弾性値は世界生産に対する弾性値と比べれば小さい。来年以降は、米国の成長率持ち直すことや、西部開発を中心とする公共投資の追加により中国経済の成長が加速することが見込まれる。来年度の輸出が円高によって腰折れする可能性は低く、増加基調を維持すると予想している。

以上を踏まえ、実質輸出は2010年度前年比+17.4%(うち、前年度からのゲタが+10.0%Pt)、2011年度同+5.7%と予測している。2011年度末頃には、実質輸出は直近のピーク(2008年1~3月期)近くまで持ち直すだろう(図表23)。

2010年度後半に生産活動が停滞局面入りするなか、輸入も力強さを欠く見込だ。中でも、これまで増産ペースを上回る勢いで増加していた原料品の輸入は、弱含みが避けられないだろう。もっとも、輸出の加速によって再び生産活動が上向く来年度以降は、輸入も増加基調に復するだろう。実質輸入は2010年度前年比+9.2%(うち、前年度からのゲタが+4.5%Pt)、2011年度同+3.6%と予測している。なお、実質GDP成長率に対する外需寄与度は、2010年度が+1.2%Pt、2011年度が+0.4%Ptと3年連続のプラスが見込まれる。

2010年4~6月期の経常黒字(年率季節調整値)は14.6兆円(1~3月期は18.6兆円)と、5四半期ぶりに減少した。輸出入とも増加が続いたが、名目ベースでは輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったため、貿易収支の黒字幅は縮小した。また、円高や世界的な低金利が続いていることを受け、所得収支黒字も減少した。

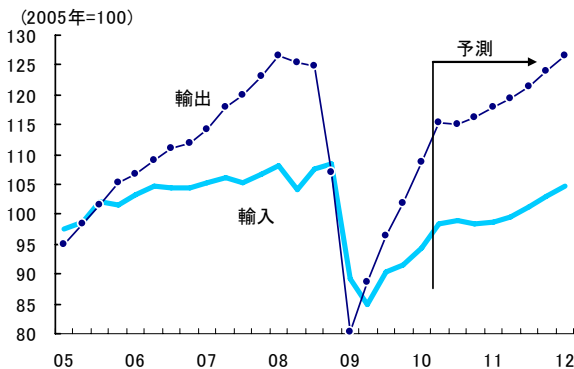
当面、経常黒字は伸び悩みが予想される。実質ベースの伸びは相対的に輸出の方が高いものの、素原材料価格の上昇を主因に輸入金額が増加し、貿易黒字は抑制されるだろう。所得収支については、海外経済の減速懸念を背景とした金利の低下と円高を受け、2010年度の黒字幅は低水準にとどまりそうだ。2011年度には、為替レートが円安方向に向かうことや、海外景気の回復に伴って海外資産収益率の改善が見込まれることから、所得収支の黒字額は拡大するだろう。経常黒字は2010年度15.8兆円、2011年度16.3兆円と予測している(図表24)。

輸入も一時的な弱含みを
予想

経常黒字は伸びが鈍化

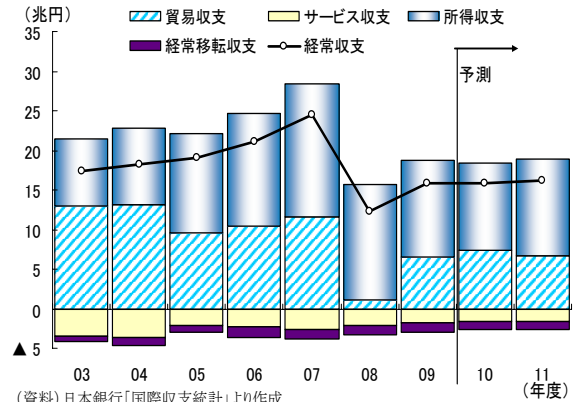
今後も経常黒字は伸び悩
む見込み

図表 23 SNA実質輸出入の見通し



(資料) 内閣府「国民経済計算」よりみずほ総合研究所作成

図表 24 経常収支の見通し



(資料) 日本銀行「国際収支統計」より作成

(4) 企業部門

鉱工業生産の伸びは大きく鈍化

生産は 2010 年末に向けて停滞局面入り

企業収益は改善テンポが鈍化する見込み

2010年4～6月期の鉱工業生産は前期比+1.5%(1～3月期同+7.0%)と、5四半期連続で増加したものの、伸びは大きく鈍化した。輸出が好調な一般機械等、増産を続ける業種もあったが、政策効果が一巡している輸送機械、循環的な調整局面に入りつつあるIT関連業種(電子部品・デバイス、情報通信機械)、中国向け輸出が弱含んでいる非鉄金属や化学(医薬品除く)などの業種で減産となった。予測指数(7月前月比▲0.2%、8月同+2.0%)通りの生産が実現し、9月を前月から横這いとして試算すると、7～9月期の伸びは前期比+0.4%にまで低下する。

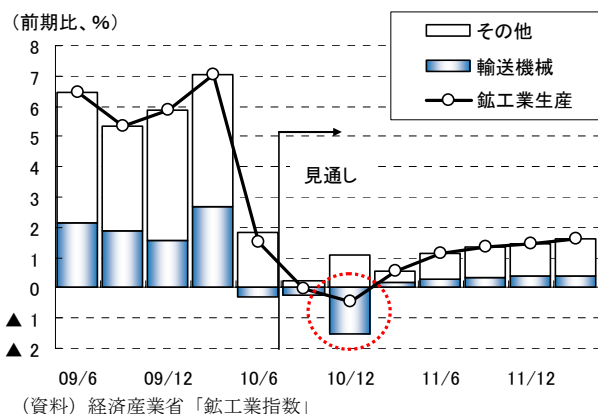
生産は 2010 年末に向けて停滞局面に入るだろう。生産指数の伸びの鈍化には季節調整難の影響(※)もあるものの、生産計画の下方修正が目立つなど増産モメンタムは弱まっている。業種別では、特に、これまで中国向け輸出によってけん引されてきた素材業種は弱含むだろう。加工業種では、一般機械の増産が続く一方で、IT関連業種は低迷する見込みだ。多くの業種で生産活動の勢いが弱まる中、9月末にはエコカー補助金の支給が終了する。これに伴い、一部の国内大手自動車メーカーは10～12月期に1～2割程度の減産を予定しているようだ。輸送機械が生産に占める割合は大きく、自動車の減産は生産全体を1～2%程度押し下げるだろう(図表25)。2011年度には輸出の増勢が再び強まるとみられ、生産活動の停滞感も次第に和らいでいこう。鉱工業生産は2010年度が前年比+10.9%(うち、前年度からのゲタが+9.4%Pt)、2011年度が同+3.5%と予測している。

(※)2008年秋～2009年春の生産の急激な落ち込みが季節変動パターンと認識され、10～12月期や1～3月期の数字が実勢より強めに、4～6月期や7～9月期の値が弱めに出る統計上の歪み

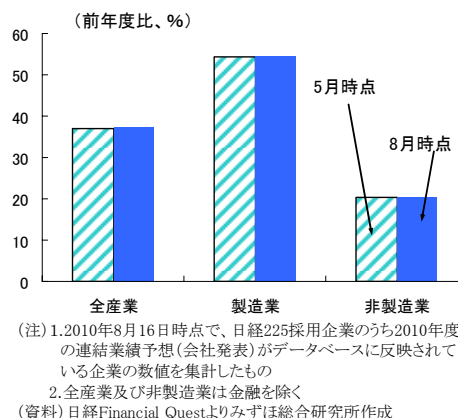
企業収益は改善が続いている。多くの上場企業では、4～6月期の利益は想定より上振れたようだ。もっとも、円高や、稼ぎ頭である中国経済の減速など、事業環境を巡る不安要素は多い。4～6月期決算が好調であっても、大半の企業は通期の業績計画を据え置いており、先行き慎重な見方を維持している様子がかがわれる(図表26)。生産活動の停滞に伴い、今後の企業収益は改善テンポが鈍化していくだろう。

なお、商品市況の上昇は引き続き収益の圧迫要因となろう。足元の市況は、鉄鉱石の6～8月のスポット価格(8月は16日まで)が3～5月平均価格と比べ1割強低い水準にあるなど、軟調に推移している(次ページ図表27)。10～12月期の契約価格は6～8月期のスポット価格が交渉材料となるため、7～9月期の契約価格から低下するとみられる。しかし、スポット価格は7月後半から騰勢を強めており、契約価格は

図表 25 鉱工業生産の推移



図表 26 2010年度の経常利益計画(日経225採用銘柄)



設備投資は3四半期連続で増加

設備投資の増加は緩やかなものにとどまる見込み

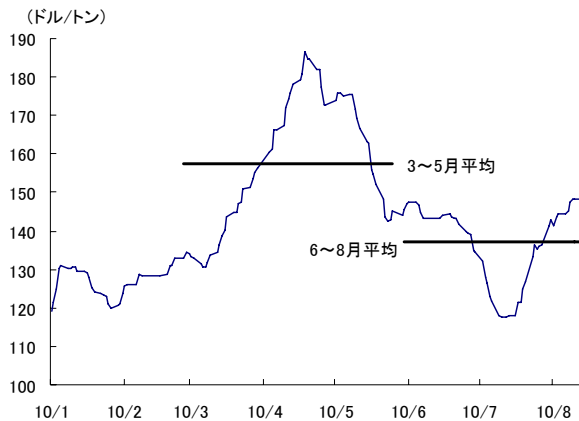
年明け以降、再び上昇する可能性がある。鉄鉱石以外でも、原油価格が振れを伴いながらも緩やかに上昇しているほか、ロシアの小麦の輸出規制などから穀物需給の引き締めも懸念されている。交易条件の悪化は当面続き、収益の下押し圧力となるだろう。

2010年4～6月期のSNA民間企業設備投資は、前期比+0.5%(1～3月期同+0.6%)と3四半期連続で増加した。内訳を供給側の統計から判断すると、資本財投資、建設財投資、ソフトウェア投資とも増加した模様である。

設備投資は今後も緩やかな増加が続く見通しである。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)や建築着工床面積(民間非住宅)は増加基調を維持している(図表28)。日銀短観(2010年6月調査)によると、現時点で計画が比較的定まっている大企業の設備投資は前年比+4.4%と3年ぶりのプラスが見込まれている。

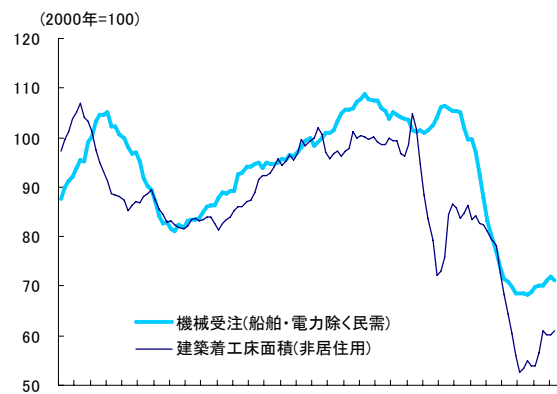
ただし、中国向け輸出の減速の影響を受ける化学や、調整局面入りつつあるIT関連部門など、多くの業種で稼働率の上昇に一服感が生じている(図表29)。能力増強投資が積極的に積み増されていく状況にはなく、設備の維持・更新や合理化目的の投資の割合が高まるだろう。SNA民間企業設備投資は、2010年度が前年比+2.3%、2011年度が同+4.3%と予想している。

図表 27 鉄鉱石のスポット価格



(注) 中国輸入スポット価格。直近は8月16日。
(資料) Bloomberg

図表 28 設備投資の先行指標



(注) 季節調整値の後方6カ月移動平均値
(資料) 内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計調査報告」

図表 29 業種別設備稼働率

(単位: %)

	10/1～3月期の稼働率		10/4～6月期の稼働率	
	08/Q1比	08/Q3比	08/Q1比	08/Q3比
製造業	▲ 14.5	▲ 10.1	▲ 14.3	▲ 9.9
素材業種	▲ 7.2	▲ 3.4	▲ 8.5	▲ 4.8
化学工業	▲ 3.9	1.2	▲ 8.4	▲ 3.5
石油・石炭	▲ 8.0	▲ 4.4	▲ 8.3	▲ 4.7
鉄鋼業	▲ 7.6	▲ 3.2	▲ 8.8	▲ 4.4
非鉄金属	▲ 11.2	▲ 5.5	▲ 11.6	▲ 5.9
加工業種	▲ 18.1	▲ 13.4	▲ 17.2	▲ 12.4
一般機械	▲ 34.9	▲ 27.7	▲ 27.4	▲ 19.4
電気機械	▲ 8.6	▲ 13.7	▲ 10.3	▲ 15.3
IT関連	▲ 6.3	2.4	▲ 8.2	0.3
輸送機械	▲ 17.6	▲ 13.5	▲ 19.7	▲ 15.7

(注) IT関連は情報通信機械+電子部品・デバイス。
網掛けは2010年第2四半期の稼働率が第1四半期から低下した業種。
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」

(5) 家計部門

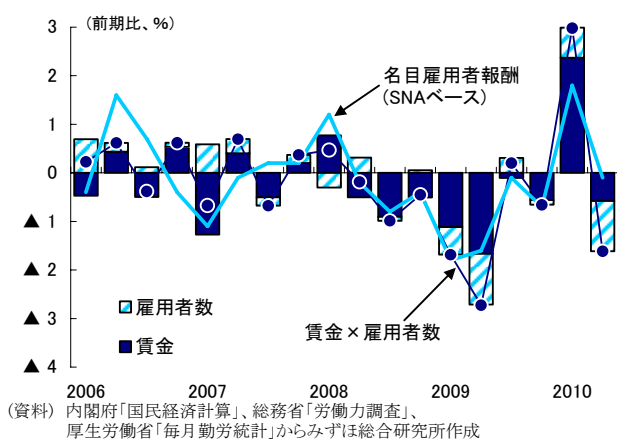
4～6月期の雇用者報酬は
前期比減少

特殊要因を背景に個人消費
は横ばいに

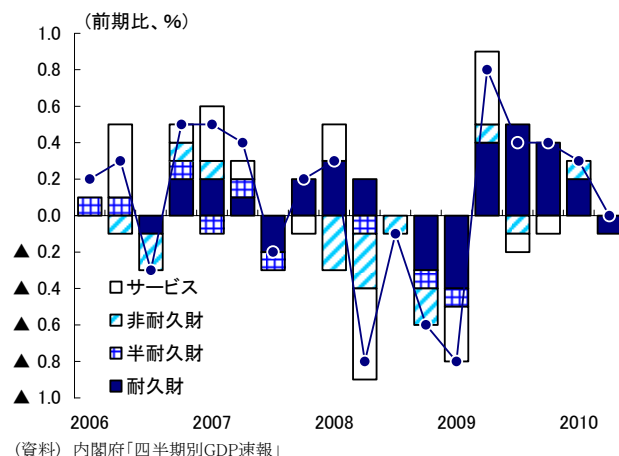
2010年4～6月期の雇用者報酬(SNAベース)は、前期比▲0.1%(1～3月期同+1.8%)と僅かながらも減少した(図表30)。雇用者数(労働力調査)は減少し、リーマン・ショック後の急減産局面を下回る極めて低い水準まで落ち込んだ。賃金(毎月勤労統計)も低下したが、特別給与が1～3月期に急増した反動で減少したことが主因であり、定期給与は緩やかな増加が続いた。なお、雇用者報酬は、前年比ベースでは+0.9%(1～3月期同▲0.2%)と7四半期ぶりに増加した。

4～6月期の実質個人消費は、前期比+0.0%(1～3月期同+0.5%)と横ばいにどまった(図表31)。内訳をみると、耐久財(前期比▲1.3%)や半耐久財(同▲0.3%)が減少した。雇用の弱さや株価下落が消費者マインドに影響した側面もあるとみられるが、①家電エコポイント制度の対象製品見直しに伴う薄型テレビ購入の駆け込み(3月)の反動減、②天候不順による4、5月の衣料品消費の不振といった特殊要因が主因であったと考えられる。

図表30 雇用者報酬の推移



図表31 実質国内家計消費支出の内訳



雇用の本格回復は2011年
半ば以降

先行きを展望すると、雇用については当面厳しい状況が続くとみられる。業種毎にみると、製造業では増産が続き生産水準が高まっても、暫くは生産性の向上や労働時間の増長で対応される傾向がある。前回の景気回復局面(2002年初～2007年末)では、鉱工業生産指数(2005年=100)が100を上回るまでは、増産が雇用者数の増加に結びつきにくかった(次ページ図表32)。今後、生産指数が100を上回るのは2011年半ば以降とみられるため、こうした関係を前提とすれば、製造業の雇用増は当面期待出来ないだろう。一方、労働集約的な側面の強い非製造業は製造業よりも需要回復が雇用増につながりやすいが、足元では雇用誘発度の高い建設業やサービス業、卸・小売業(次ページ図表33)の雇用過剰感の解消が遅れている。日銀短観の雇用人員判断DIをみると、卸・小売業(2010年3月調査+13%Pt⇒同年6月調査+12%Pt)の低下は小幅だったほか、建設業(+10%Pt⇒+17%Pt)やサービス業(+4%Pt⇒+5%Pt、各サービス業種の平均)では過剰感がむしろ高まっている。過剰感の強いこれらの業種が足を引っ張る形で、雇用回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。以上を踏まえ、全産業ベースの雇用者数は2010年度(前年比▲0.1%)にほぼ横ばいとなり、2011年度(同+0.3%)の回復力も弱いと予測している。こうした中、失業率は、2011年半ばまで5%台での推移が続くとみられる。

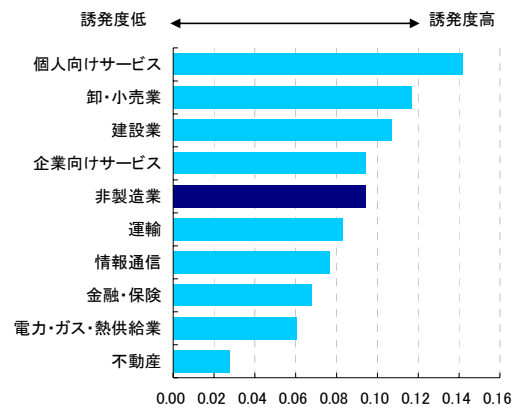
図表 32 増産による雇用者数の押し上げ効果

(単位: %Pt)

鉱工業生産指数の水準	雇用者数の押し上げ効果
95未満	▲ 0.4
95以上100未満	▲ 0.1
100以上	0.4

(注)1. 1%の増産に対する製造業雇用者数(1四半期後)の変化。
 2. 製造業雇用者数を被説明変数、鉱工業生産指数と水準ダミーとの交差項を説明変数とした重回帰式の推計に基づく。
 3. 推計期間は前回の景気回復期(2002Q1~07Q4)。
 (資料) 経済産業省「鉱工業指数」、総務省「労働力調査」からみずほ総合研究所推計

図表 33 非製造業の雇用誘発度



(注) 各産業部門の雇用誘発係数の列和。各部門の最終需要が増えた時に直接・間接的に誘発される労働需要の大きさを表す
 (資料) 総務省「産業連関表(2005年108部門表)」よりみずほ総合研究所試算

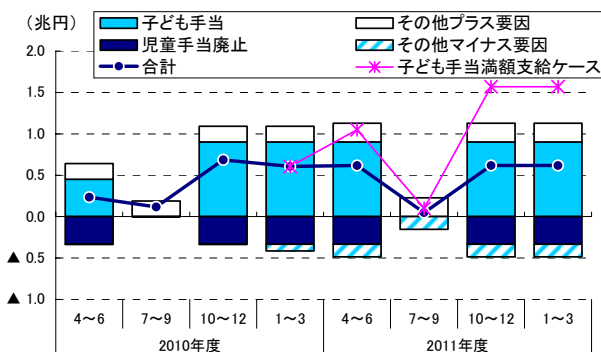
所得の回復ペースは緩やかに

賃金に関しては、企業収益の改善を背景に、特別給与や所定内給与が回復基調で推移すると考えられる。ただし、収益の改善ペースが鈍化していくとみられるほか、相対的に賃金水準が低いパート社員を活用する傾向が続いていることなどから、所定内給与の大幅増は見込み難い。また、2010 年末にかけては、生産活動が停滞して残業時間が短縮される可能性が高いことから、所定外給与は落ち込んでいくとみられる。一人当たり名目賃金は 2010 年度に前年比+0.2%、2011 年度に同+0.3%と、前年、前々年の大幅な落ち込みの割に緩やかな回復にとどまるだろう。雇用と賃金の回復ペースがいずれも緩やかであることから、雇用者報酬(≒雇用者数×賃金)は 2010 年度に前年比+0.0%、2011 年度同+0.4%と予測している。

個人消費は2010年度末にかけて弱含むも、2011年度は堅調に推移

雇用・所得環境の回復の弱さを背景に、個人消費のアヤを付けるのは政策要因となるだろう。2010 年度については、耐久財購入支援策の期限切れがどの程度個人消費を押し下げることが重要となる。みずほ総合研究所の試算によると、自動車とテレビの需要は耐久財購入支援策によって、およそ 20%押し上げられている。支援策が終了し、需要先食いの反動が見込まれる10~12月期と1~3月期の個人消費は、それぞれ 0.9%Pt、0.2%Pt程度押し下げられるとみられる。耐久財以外の消費が大きく盛り上がることは考えにくく、年度末にかけて個人消費は弱含んでいくだろう。2011 年度入り後は、雇用環境が徐々に改善していくとみられることなどから、個人消費は堅調なパスに復するとみている。しかし、財政難から子ども手当の支給額が前年度並みにとどまるとすれば、限界的には政策的な消費下支えが期待出来なくなっていく(図表 34)。実質個人消費は、2010 年度に前年比+1.0%、2011 年度に同+0.4%と伸び率は低下すると予測している(図表 35)。

図表 34 政策による所得への影響



(注) その他プラス要因は農家等に対する戸別所得補償、その他マイナス要因は所得税扶養控除の廃止など。
 (資料) 民主党資料等より、みずほ総合研究所作成

図表 35 個人消費の見通し

(前年比, %)	Fy07	Fy08	Fy09	Fy10	Fy11
雇用者報酬	▲0.4	▲0.3	▲3.5	0.0	0.4
雇用者数	0.7	▲0.1	▲1.2	▲0.1	0.3
一人当たり名目賃金	▲0.7	▲1.1	▲3.3	0.2	0.3
名目可処分所得	▲0.7	▲0.2	▲2.6	0.2	0.6
名目消費支出	1.1	▲1.8	▲1.6	0.1	0.2
消費性向	97.9	96.2	97.2	97.0	96.7
消費性向(前年差)	1.9	▲1.7	1.0	▲0.1	▲0.3
消費支出デフレーター	▲0.3	▲0.0	▲2.3	▲0.9	▲0.2
実質消費支出	1.4	▲1.8	0.7	1.0	0.4

(注) 消費性向=家計最終消費支出÷家計可処分所得×100
 (資料) 内閣府「国民経済計算」

4～6月期の住宅投資は回復が足踏み

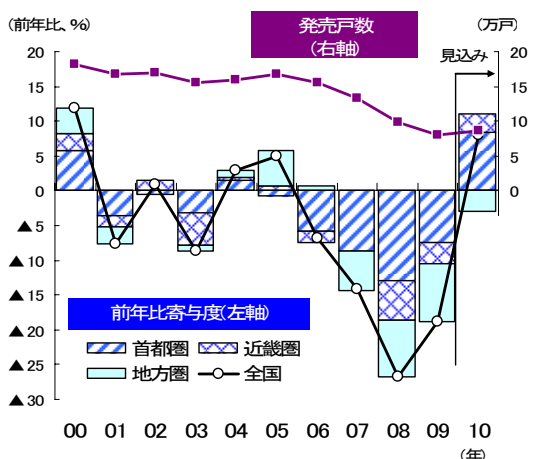
住宅投資は2011年度にかけて小幅に拡大する見通し

4～6月期の新設住宅着工戸数は76.0万戸(季節調整済み年率換算値、以下同様)と3四半期ぶりに減少した。利用関係別に見ると、分譲は18.5万戸(前期比+0.6%)と小幅増を維持した一方、持家が28.2万戸(同▲4.7%)、貸家が28.8万戸(同▲13.1%)と減少した。首都圏や近畿圏でマンション販売が増加するなど持家需要が回復しつつあることなどから、持家系(持家+分譲)の着工は2009年4～6月期以降、持ち直しの動きが続いていた。しかし、厳しい雇用情勢が続くなか4～6月期は賃金もやや弱含むなど所得の回復は足踏み状態にあり、着工の回復も一本調子にはいかないようだ。貸家については、低金利下で貸家採算性は改善しているものの、人口移動の減少傾向が続くなど貸家需要は上向きにくい状況にある。SNA実質住宅投資は、4～6月期は前期比▲1.3%(1～3月期同+0.3%)と減少に転じた。

今後の住宅着工については、持家系を中心に回復基調に復するとみている。企業収益の回復に伴い所得が緩やかながらも増加する見通しであることに加えて、住宅ローン減税や贈与税の非課税特例、住宅版エコポイント、住宅金融支援機構が提供する住宅ローン(フラット35S)金利の10年間優遇措置といった住宅取得支援策による下支えが続くことが背景にある。2010年の全国マンション発売は前年比+8.0%と増加する計画であり(不動産経済研究所集計、図表36)、販売の持ち直しと過剰在庫の解消が続くことで、着工計画も順調に進むとみられる。なお、中期的には高齢化による住宅1次取得層の減少が、住宅着工の押し下げ要因として懸念される。足元の年齢別の住宅取得傾向が変わらないと仮定すると、世帯数増加ペースの鈍化や高齢化による持家系住宅着工の押し下げ幅は当面、年0.3万戸程度と計算される。急激な着工減には結びつかないとはいえ、人口動態の変化は継続的な下押し要因となろう。

以上から、住宅着工戸数は2010年度79.1万戸、2011年度85.6万戸と予想した。増加基調が続くとはいえ、所得回復ペースは緩慢であり着工戸数は100万戸を大きく下回る水準にとどまるだろう。SNA実質住宅投資は2010年度に前年比▲3.5%と減少が続いた後、2011年度に同+5.3%と増加に転じると予想している(図表37)。

図表 36 全国マンション発売計画



(注) 2010年は見込み戸数。(資料)不動産経済研究所

図表 37 住宅投資の見通し

	2008年度 (実績)	2009年度 (実績)	2010年度 (予測)	2011年度 (予測)
新設住宅着工戸数 (万戸)	103.9	77.5	79.1	85.6
(前年比・%)	0.3	▲25.4	2.0	8.2
持家 (万戸)	31.1	28.7	29.2	31.6
(前年比・%)	▲0.4	▲7.6	1.6	8.5
貸家 (万戸)	44.5	31.1	29.9	32.0
(前年比・%)	3.2	▲30.0	▲4.1	7.0
分譲 (万戸)	27.3	16.4	19.0	20.6
(前年比・%)	▲3.5	▲40.0	16.0	8.8
名目民間住宅投資 (前年比・%)	▲1.2	▲21.6	▲3.0	6.4
デフレーター (前年比・%)	2.5	▲3.9	0.5	1.1
実質民間住宅投資 (前年比・%)	▲3.7	▲18.5	▲3.4	5.3

(注) 着工戸数の合計には給与住宅も含む。

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

(6) 政府部門

4～6月期の公需は減少

4～6月期の実質公的需要は前期比▲0.5%（1～3月期同+0.3%）と減少に転じた。公的固定資本形成が同▲3.4%（1～3月期同▲1.2%）と減少幅を拡大させたことが、押し下げ要因となった。2010年度公共事業関係費が大幅に削減された割に期初の減少幅は小さかったが、2009年度予算の次年度繰越分が下支えしたと推察される。政府消費は、医療費の拡大が続いたとみられることから、同+0.2%（1～3月期同+0.6%）と増加した。

夏場以降の公共投資は大幅減へ

先行きについて、政府消費は増加基調が続く一方、公的固定資本形成は7～9月期以降、2010年度予算削減の影響が本格化するとみられる。公的需要は減少を続けよう。2011年度予算の概算要求組替え基準では、社会保障の自然増等を除く経費（24.4兆円）を1割削減することとされ、その上で、新たに設定された「元気な日本復活特別枠」（1兆円を相当程度に上回る額）を各省庁が要求できる仕組みが導入された（図表38）。特別枠の配分には2010年度予算の削減実績等が勘案されることから、2010年度の予算削減総額（2009年度当初予算比）の約8割を担った国土交通省（ほぼ公共事業費）へは相対的に厚く配分されるとみられる。この点を考慮すると、公共投資は2010年度前年比▲16.4%と大幅に減少した後、2011年度は同▲4.3%と減少幅が縮小すると予想される。政府消費は、高齢化に伴う医療費増加圧力が続くことから2010年度同+1.3%、2011年度同+0.8%と増加が続くとみている（図表39）。

なお、民主党が公約に掲げる国家公務員人件費2割削減に向けた取組みは依然として進んでいない。2010年度の人事院勧告は、国家公務員の年間給与を前年比▲1.5%とする2年連続でのマイナス勧告となったが、人員削減については、2011年度の国家公務員新規採用が4割程度削減される方針であるものの、削減数は公務員数全体の0.2%程度と影響は限定的だ。

2011年度新規国債発行額は自然体で2010年度を上回る可能性

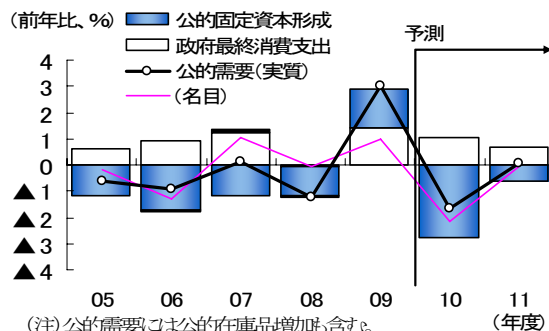
概算要求組替え基準を反映して2011年度一般会計予算を予測すると、地方税収の回復に伴い地方交付税交付金が減少すると見込まれることから、国債費の増加を勘案しても歳出総額は92.3兆円と前年並みとなる見通しである。一方、歳入は法人税収の回復を主因に税収が41.0兆円（前年差+3.6兆円）と回復するものの、事業仕分けの結果等を考慮しても自然体では税外収入は5.5兆円（同▲5.1兆円）程度にとどまるとみられる。その結果、公債金を除く歳入は46.5兆円（同▲1.5兆円）、必要な新規国債発行額は45.8兆円（同+1.5兆円）と計算される。中期財政フレーム通り国債発行額を前年並みに抑えるためには、新たな財源を1.5兆円確保するか、一層の歳出削減を図る必要がある。

図表 38 2011年度概算要求組替え基準の概要

(1) 国債費を除く歳出は約71兆円、国債発行額は約44兆円以内
(2) 国債費・地方交付税等を除く予算組替え対象経費24.4兆円を1割削減
①年金・医療等の自然増(1.25兆円)は許容
②地方交付税交付金は中期財政フレームとの整合性に留意しつつ要求
③予備費(経済危機対応・地域活性化予備費1兆円+予備費0.35兆円)は同額
④高校実質無償化、農家戸別所得補償、高速道路無料化は2010年度相当額
⑤上記①～④を除く予算組替え対象経費は前年比10%削減
(3) 「元気な日本復活特別枠」を1兆円を相当程度超える規模で設定
①マニフェスト実現、デフレ脱却・経済成長、雇用拡大、人材育成、国民生活の安定・安全に資する事業が対象
②各省庁の要望額は、要望基礎額((2)⑤相当額)+積み増し削減分の3倍
③各省庁への配分は2010年度予算削減努力等が勘案される仕組みを採用
④国民公開「政策コンテスト」を開催し、配分決定の参考とする

(資料) 政府資料よりみずほ総合研究所作成

図表 39 公需(実質)の見通し



(注) 公的需要は公的在庫品増加も含む。

(資料) 内閣府「国民経済計算」より作成

(7) 物価

上昇に転じた4～6月期の国内企業物価

2010年4～6月期の国内企業物価は、前年比+0.2%(1～3月期同▲1.7%)と6四半期ぶりに上昇に転じた。需要段階別にみると、商品市況の上昇を背景に素原材料が高い伸び(前年比+10.8%)を続けているほか、こうした川上物価の上昇を受けて、化学製品などを中心に中間財が上昇(同+0.7%)に転じた。一方、国内需要の弱さから価格転嫁は進みにくく、最終財は下落(前年比▲1.1%)が続いている。

国内企業物価は上昇が続く見込み

今後も、国内企業物価は上昇基調が続くだろう。今春以降の商品市況の下落を背景に、一部の素材価格が秋口から年末にかけて弱含む可能性はある。しかし、世界経済は減速しつつも回復を続けるとみられ、商品市況は基調的に上昇していくと考えられる。最終財は、価格転嫁が進まず下落が続く可能性が高いが、川上の財が押し上げる形で国内企業物価は2010年度に前年比+0.4%、2011年度に同+1.1%と予測している(図表 40)。

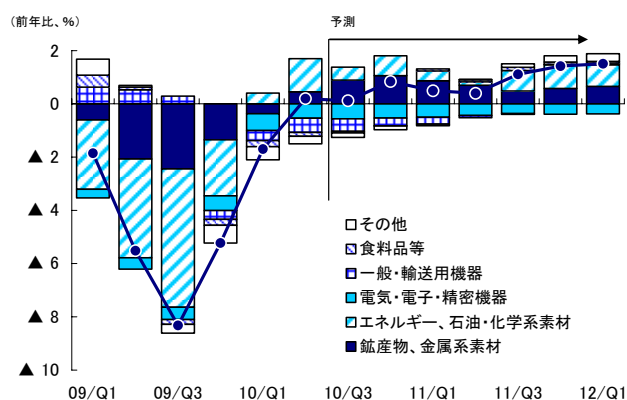
4～6月期の米国基準コアCPIは下落幅が縮小

4～6月期の消費者物価(食料(酒類除く)及びエネルギーを除く総合。以下、米国基準コアCPI)は、高校授業料無償化の影響を除けば(みずほ総合研究所による試算値)、前年比▲0.8%(1～3月期同▲1.1%)と下落幅が縮小した。

下落幅の縮小は続くも、デフレ脱却は当面展望できず

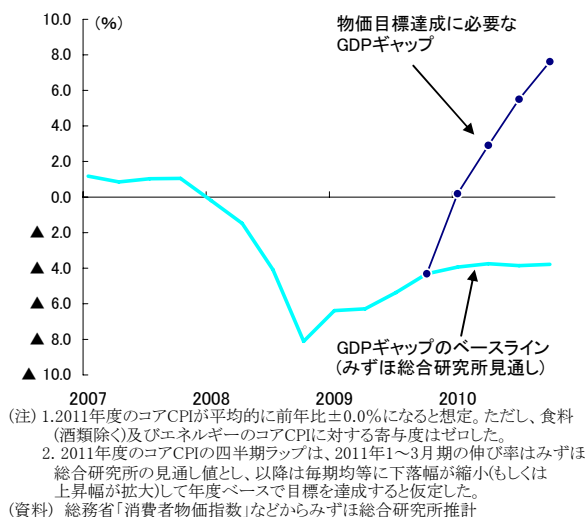
先行きを見通すと、GDPギャップの縮小を背景に、米国基準コアCPIの下落幅は緩やかに縮小していくとみられる。ただし、消費者の低価格志向が強まる中、需要が回復しても値上げに結びつきにくい状況は続くだろう。実際、日用品や衣料品では、相対的に割安なプライベート・ブランドが販売シェアを伸ばしているほか、家電量販店では競合店より高い場合には値引きをするなど価格競争が激化している。こうした状況を踏まえ、米国基準コアCPIは予測期間を通じて前年を下回ると予測している(2010年度前年比▲1.5%、2011年度同▲0.6%)。なお、世界経済の回復ペースが減速していくとみられる中、エネルギー価格による大幅な押し上げは見込みにくく、コアCPI(生鮮食品を除く総合)も下落が続こう(2010年度前年比▲0.9%、2011年度同▲0.2%)。政府は、6月に発表した「新成長戦略」の中で「2011年度中には消費者物価上昇率をプラスにし、デフレを終結させる」との目標を掲げている。しかし、みずほ総合研究所では、2011年度のコアCPIが安定的にプラスとなるには、GDPギャップが2010年度入り後にプラス圏で推移しなければならないと試算している(図表 41)。目標達成は容易ではなく、一層の政策努力が求められるだろう。

図表 40 国内企業物価の見通し



(資料) 日本銀行「企業物価指数」よりみずほ総合研究所作成

図表 41 物価目標達成を可能とするGDPギャップ



(8) 金融市場

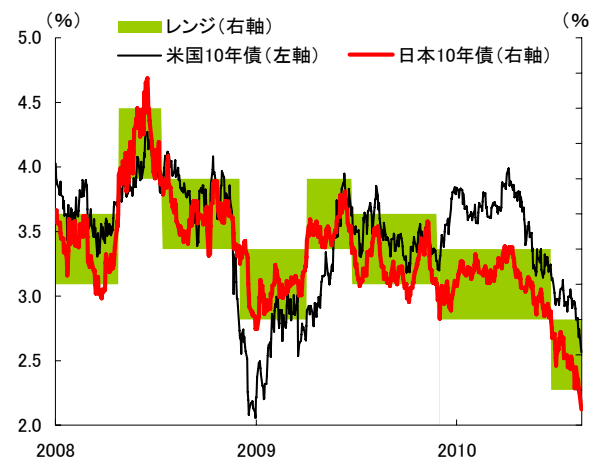
市場の関心は、欧州財政問題からグローバルな景気減速へ

日米共に緩和スタンスが続く

前回見通し以降の金融市場では、市場の関心が欧州財政危機から世界的な景気回復ペースの鈍化に移る中、投資家のリスク回避的な投資行動が続き、世界的な金利低下と消去法的な円買いによる円高が進んだ。欧州の財政危機については、欧州各国の相次ぐ財政緊縮策発表に加え、欧州銀行に対するストレステスト公表(7/23)を受けて、一旦不安心理は後退しており、小康状態となっている。一方、世界経済については、雇用や消費などで弱めの指標が相次いでいる米国を中心に景気減速に対する警戒感が高まってきている。これまで、リーマン・ショック以降の落ち込みから景気回復を牽引してきたのは、大規模な経済対策と中国を中心とした新興国経済の急回復を受けた輸出の増加であるが、これらの要因に陰りが見え始めてきたことも景気の先行き不安を強めている。景気対策の効果は徐々に薄れていくことが見込まれ、財政リスクが意識される中で追加的な景気対策も期待し難い状況である。また、中国景気についても鈍化の兆しが見え始めており、世界景気の牽引力に対する不透明感が強まっている。现阶段では景気の「二番底」に至るような状況は予想していないものの、少なくとも2010年末にかけては景気回復の鈍化傾向が続く見通しであり、当面は投資家のリスク回避的な投資行動が続き易いであろう。

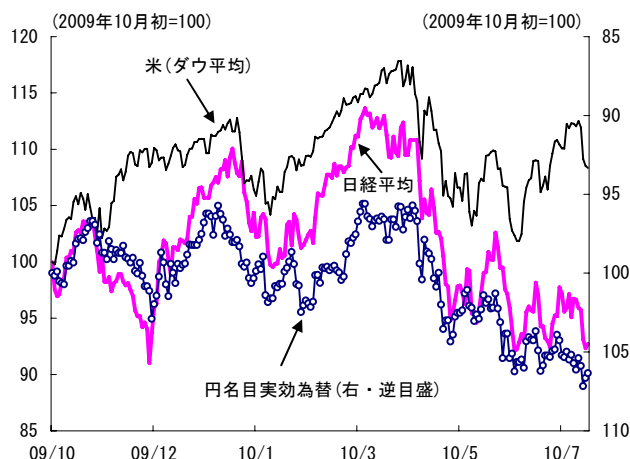
こうした中、物価面では新興国におけるインフレ懸念と先進国におけるデフレもしくはディスインフレ懸念が同時に高まる状況となっている。新興国や資源国は相次いで金利の引き上げを実施している一方、先進国では極めて緩和的な金融環境が長期化する公算が高まっている。米FOMCは8月の会合で声明文における景気判断・見通しを下方修正し、長期国債の買いオペ再開を決定した。エージェンシー債、エージェンシーMBSの償還金を2~10年国債に再投資し、連邦準備の証券保有残高を約2兆ドル(8/4時点)に固定することで、これまで出口戦略を志向していたFRBの姿勢がやや緩和方向にシフトしたといえよう。日本銀行は政策金利を0.1%に据え置く一方、3月のオペ拡充以降は追加緩和を見送っている。しかし、景気減速、円高といったマクロ経済環境の悪化に加え、政治サイドから日銀へのプレッシャーも強まっていることから、日銀は徐々に追加の金融緩和を検討せざるを得ない状況に追い込まれていくだろう。政策金利は見通し期間を通じて維持されるものと予想している。

図表 42 日米長期金利の推移



(資料) Bloomberg

図表 43 日米株と円相場の推移



(資料) Bloomberg

長期金利はしばらく低下傾向が続く見通し

国内株式相場は、円高や景気減速懸念から上値の重い展開

ドル円相場は、当面は円高リスクが残存

国内の長期金利は、欧州財政・金融危機への警戒感と共に、米国をはじめ世界経済の減速懸念も生じる中で、低下傾向が続いた(前ページ図表 42)。足元では、FRBが金融緩和に軸足を移し、その結果、円高・株安が進むなど、債券の買い材料が目白押しとなっており、長期金利は一段と低下傾向を強め、10年国債利回りは1.0%を割り込む水準が定着しつつある。今後については、国内景気の本筋が年末にかけて鈍化する可能性が高いことや、日銀による一段の金融緩和が実施される可能性があることなどから、長期金利の低下傾向が続くとみられる。

国内株式相場では、米国や中国の景気回復ペースの鈍化懸念に加え、米金利低下を受けたドル円相場での円高進行が嫌気され、下値を模索する展開となった(前ページ図表 43)。日米企業の良い4～6月期決算を受けて一時的に値を戻す局面もみられたが、円高が重石となる中で反発力は鈍く、欧米株対比でのアンダーパフォームが続いた。業績発表一巡後は、海外株も軟化する中で日経平均が再び9,000円台前半まで値を崩している。今後については、当面は世界的に景気回復ペースの鈍化が意識され易く、上値の重い展開が続くと予想される。業績見通し対比でみた足元の株価水準には割安感がみられるものの、水準訂正には為替の落ち着きが必要であろう。円高や景気減速懸念から先行きの業績下方修正リスクも意識され易いため、投資家の買い圧力は当面限定された状況が続く見込みである。

為替市場では、ドル円相場は株価反発による一時的なリスク回避の巻き戻しなどで6月上旬にかけて1ドル=92円台を回復した。しかし、その後は事前予想を下回る米経済指標が続いたことで米景気の減速懸念が強まり、日米金利差が一段と縮小、更に、8月のFOMCでの米国債の買いオペ再開を受けてFRBの追加緩和期待も高まり、一時1ドル=84.7円と15年ぶりの水準まで円高が進んだ。今後のドル円相場は円高地合いでの推移が続くと予想される。FRBの追加緩和期待を背景に日米金利差の拡大は見込みづらく、円先高観は当面払拭されないであろう。もっとも、更なる円高進行に対しては本邦当局者の警戒姿勢も一段と強まると予想される。日銀の追加緩和期待や介入観測が意識されれば、円高進行への一定の歯止めになると見込まれる。

図表 44 各市場の見通し

	2010/ 1-3	4-6	7-9	10-12	2011/ 1-3	4-6	7-9	10-12	2012/ 1-3
無担保コール0/N (末値、%)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
ユーロ円TIBOR (3か月、%)	0.45	0.39	0.37	0.30	0.25	0.23	0.20	0.20	0.20
金利スワップ (5年、%)	0.72	0.69	0.58	0.50	0.55	0.60	0.65	0.70	0.75
新発国債 (10年、%)	1.33	1.27	1.02	0.85	0.90	1.00	1.10	1.15	1.20
日経平均株価 (円)	10,500	10,400	9,500	10,000	10,300	10,500	10,700	11,000	11,300
ドル・円 (円/ドル)	91	92	87	87	88	89	90	92	95
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.38	1.27	1.28	1.26	1.24	1.22	1.21	1.19	1.18

(注) シャドローは実績。予測値は期中平均。但し、無担保コール0/Nは期末値。ユーロ円TIBORは360日ベース。スワップ5年は6カ月LIBORに対する固定金利払。為替相場はニューヨーク終値ベース。

経済予測チーム

全体総括:	山本康雄	03(3591)1243	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
米国経済:	小野亮	03(3591)1219	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
	服部直樹	03(3591)1199	naoki.hattori@mizuho-ri.co.jp
欧州経済:	中村正嗣	03(3591)1265	masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp
アジア経済:	平塚宏和(総括)	03(3591)1369	hiroказu.hiratsuka@mizuho-ri.co.jp
	伊藤信悟	03(3591)1378	shingo.ito@mizuho-ri.co.jp
	稲垣博史	03(3591)1379	hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp
	細川美穂子(中国)	03(3591)1376	mihoko.hosokawa@mizuho-ri.co.jp
日本経済:	草場洋方(総括)	03(3591)1249	hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp
	大和香織(政府・住宅)	03(3591)1284	kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp
	市川雄介(企業・外需)	03(3591)1416	yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp
	松本惇(家計・物価)	03(3591)1414	atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp
原油:	井上淳	03(3591)1197	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
計量分析:	徳田秀信	03(3591)1298	hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp
金融市場総括:	武内浩二	03(3591)1244	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

※ 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

MIZUHO

The logo for Mizuho, featuring the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M' and ends under the 'O', arching slightly upwards in the middle.