

2011年度経済見通し

～年前半まで足踏みが続くものの、景気後退には至らず～

調査研究部 木下 茂

<世界経済概観>

○強まる頭打ち感

今年春先まで全体として順調に持ち直してきた世界経済であるが、ここにかけては政策効果の一巡やIT関連財の短期的な調整などから頭打ち感が強まっている。

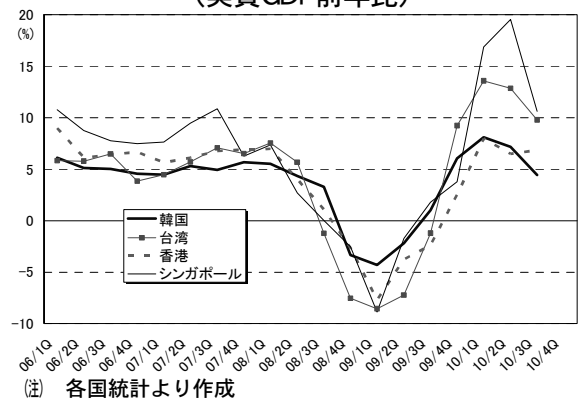
アメリカは7～9月期にかけて成長率が加速したものの在庫による寄与が大きく、楽観視できる内容ではない。日本についても、猛暑効果とエコカー補助金打ち切り前の駆け込み需要の反動から10～12月期はマイナス成長が予想される。この間ユーロ圏は年前半のユーロ安効果の一巡から7～9月期の成長率は鈍化している。

さらに、アジア各国についてもハイテク産業を中心に調整色が出始めている（第1図、第2図）。ハイテク産業の動向を敏感に反映するとみられる台湾・韓国における関連業種の生産動向をみると、いずれも年前半の高い伸びからは頭打ち傾向になっていることがわかる（第3図）。

○バランスシート調整の重し

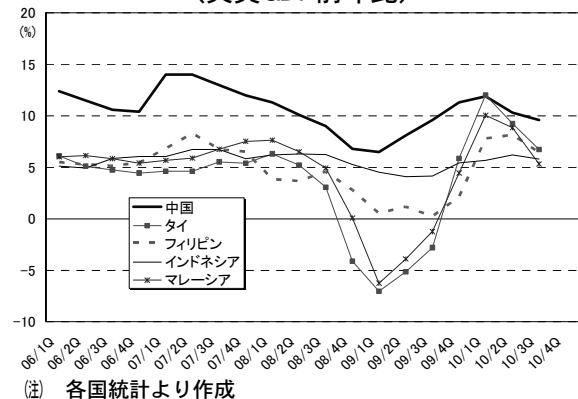
もっとも、より大きく捉えれば、最近の減速局面入りは資産価格バブル崩壊後の脆弱な回復局面における不可避的なもたつきと言えよう。バブル崩壊に伴うリセッションの場合、大規模な政策出動で景気悪化を食い止めることに成功したとしても、その後の回復局面は緩やかなものになりやすい。毀損した balan

第1図 アジア主要国の成長率の推移①
(実質GDP前年比)



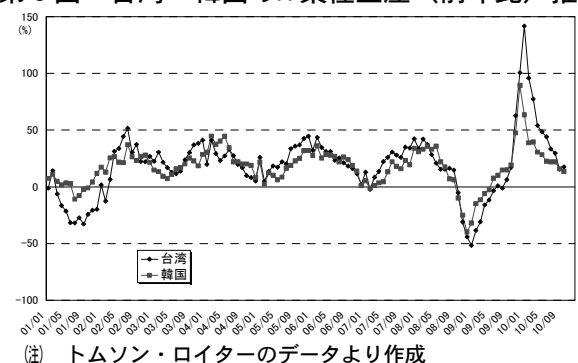
(注) 各国統計より作成

第2図 アジア主要国の成長率の推移②
(実質GDP前年比)



(注) 各国統計より作成

第3図 台湾・韓国のIT業種生産(前年比)推移



(注) トムソン・ロイターのデータより作成

スシートの修復を当該経済主体が優先させるため、消費や投資などの支出に対するスタンスが通常よりも慎重化するためである。

○求められる徹底的な金融緩和

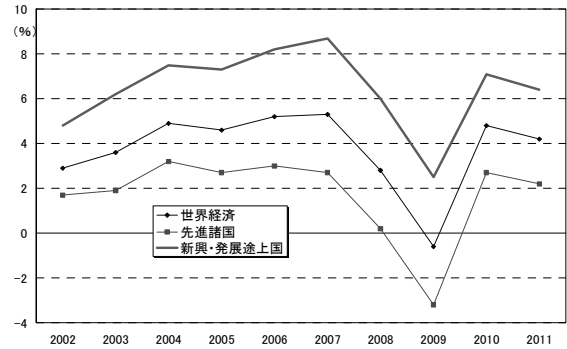
このような局面での政策対応としては、徹底的な金融緩和の継続により、貯蓄主体から借り入れ主体への利払い負担減を通じた強制的な所得移転を促すしかない。そのことがバランスシート修復を支援し、借り入れ主体の慎重化した支出態度を正常化させることにつながるからである。また、こうした金融緩和スタンスが継続されていれば、資産価格の押し上げも期待できるとともに、政策効果剥落後の減速局面がいわゆる二番底につながっていく事態も回避できると思われる。

○新興国依存の回復が続く

さて、以上のような構図は、主として住宅バブル崩壊が深刻であった主要先進国に典型的に該当するものであり、世界経済全体としてみれば、新興国中心の堅調な回復は持続していくと予想される(第4図)。今や世界経済の牽引役といっても過言ではない中国は、住宅市場の過熱に対応して金融引き締めにしたものの、景気の腰折れまでに至る状況ではないとみられる。その他の新興国についてもバブルの後遺症などはなく、順調な回復が持続しよう。

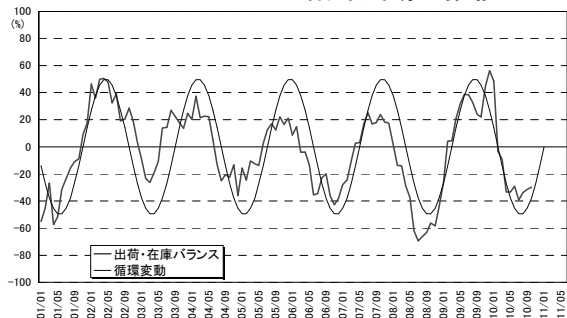
特に、IT産業においては近年規則的な循環変動が観察されているが、このままいけばこの分野の調整が年明けにも一巡するとみられ(第5図)、そのことが当面の減速に歯止めをかける原動力になる可能性が高い。

第4図 世界経済の成長推移と見通し (GDP前年比、2010・2011年はIMF予測)



(注) IMF「World Economic Outlook」のデータより作成

第5図 韓国のIT業種における出荷・在庫バランスとその循環変動の推移



(注1) 「循環変動」は、周期22ヶ月のサインカーブを当てはめたもの

(注2) トムソン・ロイターのデータより作成

第1表 景気連動の方向分析(「行」の国から「列」の国への因果関係計測)

①計測期間: 1991年1月～2000年12月

	日本	米国	EU	アジア	中国
日本				***	*
米国					**
EU					***
アジア			***		**
中国	*		*		

②計測期間: 2001年1月～2010年7月

	日本	米国	EU	アジア	中国
日本		***	***	***	
米国	***		**	***	
EU	***	***		***	**
アジア	***	***	***		
中国	***		***	**	

(注1) 鉱工業生産(前年比)を用いたVARモデルによるグレンジャー因果性テスト

(注2) 「アジア」は韓国、台湾、シンガポール、マレーシア、タイの加重平均

(注3) ***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示す

(注4) トムソン・ロイターのデータより作成

ここで、こうした新興国主導の景気回復シナリオに妥当性があるかどうかを検証してみよう。第1表に、各国・地域間の景気連動における因果関係の方向を分析した結果を示す。90年代においては、米国や欧州から中国、あるいは日本からアジアへの因果関係が検出されたのに対して、近年においてはアジアや中国から先進諸国という方向での因果性も統計的に有意になっているという変化がみられる。このことは、とりわけアジア諸国の世界経済に対する影響力が増し、こうした諸国が起点となった景気変動が生じるようになってきていることを示すものと解釈できよう。

以上、景気対策効果の剥落した主要先進国の減速が来年前半にかけて続くものの、新興諸国の底堅い成長の支えのもと世界経済としても緩やかな回復が続く、という図式になるものと考えられる。

＜米国経済＞

○緩やかな回復続く米国経済

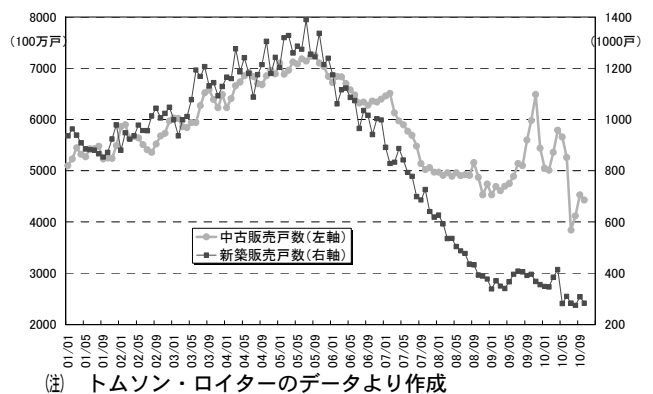
7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.5%と前期の同+1.7%から加速した。個人消費が同+2.8%と堅調で、設備投資が同+10.3%と高い伸びを維持したが、住宅投資は同-27.5%と減少に転じた。この間、在庫を含まない最終需要は年率+1.2%と緩やかな増加にとどまった。

○折りに触れ浮上する二番底懸念、政策効果が短期的な攪乱要因となった面も

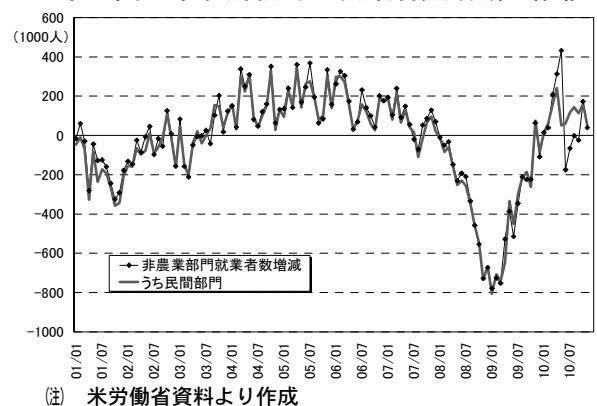
さて、直近までのアメリカ景気の足取りを改めて振り返ってみると、09年後半以降リーマンショック時の落ち込みを脱し、09年第4

四半期の実質GDP成長率は前期比年率+5.0%、10年第1四半期は同+3.7%と高めの成長率を達成した。大きく落ち込んでいた雇用も徐々に上向き、市場などでは楽観論が優勢となった。特に春先にかけて雇用の回復ピッチが上がると、「出口政策」についての議論も盛り上がることとなった。ただ、その後住宅購入支援策の終了から住宅販売が大幅減となる一方(第6図)、雇用についても国勢調査要因の剥落などにより夏場にかけて増勢が一服すると(第7図)一気に悲観論が台頭した。この間、CPI上昇率が低下を続けていたことを背景にデフレ懸念も強まることになり、FRB

第6図 米住宅販売の動向(季節調整値)



第7図 米雇用統計・就業者数増減の推移



は国債買い入れを骨子とする追加の量的緩和に踏み切ったところである。

○家計の慎重姿勢が消費の抑制要因に

景気の先行きに対する不安が浮上する背景には、バランスシート調整圧力の存在が考えられるわけであるが、ここでその反映としての①家計の消費に対する慎重スタンス、②雇用の回復力の鈍さ、について考えてみよう。

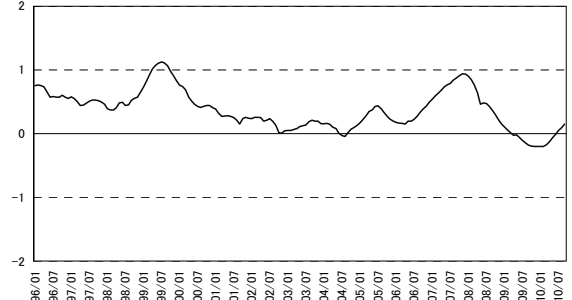
まず①について、家計の債務返済優先姿勢は、直接的には貯蓄率の高止まりに表れるわけであるが、消費関数の枠組みで考えれば、所得増加に対する消費の感応度（＝消費の所得弾性値）に反映される。そこで、同弾性値について、関数の係数変化を許容するモデルにより計測してみると、09年以降は歴史的にみてもかなり低い水準で推移していることがわかる（第8図）。このことは、所得が減税などで下支えされたとしても、家計は消費を積極的に増やさないスタンスをとっていることを示唆しており、消費への恒常的な下押し要因となっていると考えられる。もっとも、足元についてみれば、同弾性値は若干ながら上向きつつあり、家計の慎重姿勢が当面の峠を越えた可能性はある。

○企業は労働節約的行動を継続

次に②の雇用について、最近の失業率とGDP成長率の関係（いわゆるオーカン法則）をみると、かつては失業率が5～6%程度、成長率は2～3%程度の位置で変動していたものが、直近については成長率がそれなりに高まってきているにもかかわらず失業率が9%台で高止まりしている点が特徴として指

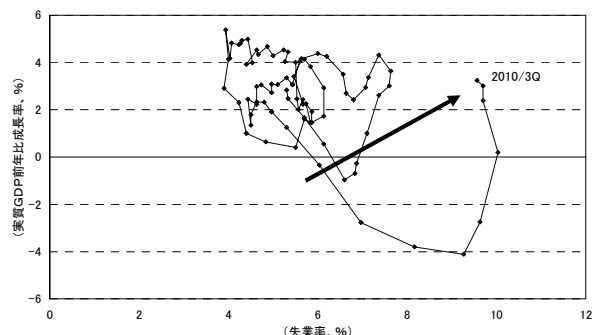
摘できよう（第9図）。このことは、企業部門が従来よりも労働節約的行動をとっていることを意味するが、背景としては、企業が将来の経済成長に対して自信を持ってない、設備投資デフレーターの低下に比べて賃金が下がっていないため、投資を増やす方が企業にとっては有利化している、などといったことが考えられる。いずれにしても、この点も上述の①と相まって、消費の回復力を中期的に緩やかなものとする要因として覚悟しておくべきであろう。

第8図 消費の所得弾性値の時系列変化



(注1) 可処分所得、株価、住宅価格を説明変数とする消費関数（前年比）をカルマンフィルターにより推計
(注2) 米商務省、トムソン・ロイターのデータより作成

第9図 失業率とGDP成長率の関係（1990年1Q～2010年3Q）



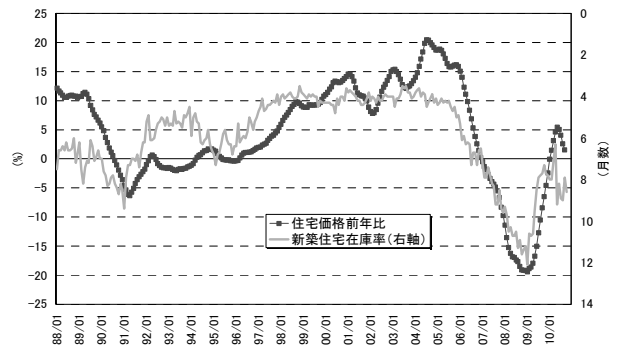
(注) 米労働省、商務省資料より作成

○足踏み局面が来年前半まで続くものの、二番底には至らず

以上のような中期的下押し要因を念頭に置きつつ、改めて最近の各種経済指標を眺めてみると、住宅市場については、販売戸数の不振を背景とした在庫率の上昇が価格低迷を招いている（第10図）ほか、設備投資についても構築物投資の停滞が目立つ（第11図）などやはり弱さは否めない。もっとも、その一方で春先に陰りが見えた消費については夏場以降堅調に推移している（第12図）ことに加え、企業投資のうち機械部分については稼働率の上昇に伴い相応の回復力をみせている（第13図）。また、企業の景況感をみると（第14図）、やや振れの大きい一部の地区連銀指数が悪化しているが、これはIT業種における調整や政策効果減衰、在庫積み上げ圧力の一巡などを反映したものとみられる。もっとも各指数が一様に悪化しているわけでもなく、米国全体の動きを示すISM指数は軽微な停滞程度にとどまっていることから、過度に悲観視する必要はなかろう。

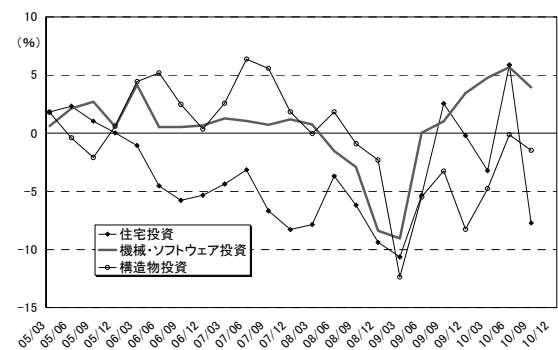
上述の点を踏まえた上で当面の見通しを考えた場合、バランスシート調整の逆風、雇用情勢の遅れという基本的な流れの中で、減税など政策効果の剥落が見込まれることから、米景気は目的的には減速色を強めることは避けられない。ただ、来年には量的緩和策の効果が实体经济や資産価格に及ぶとみられることに加え、今年末で失効するブッシュ減税を2年延長する旨の合意がオバマ大統領・共和党指導部間でなされており、この点も景気の支援要因になる。このため、一部悲観派が懸念するようないわゆる二番底には至らず、軽

第10図 住宅価格と新築住宅在庫率の推移



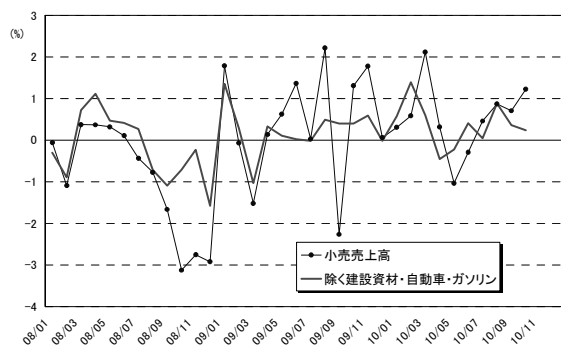
（注）トムソン・ロイターのデータより作成

第11図 形態別設備投資の動向（前期比）



（注）米商務省資料より作成

第12図 小売売上高の推移（前月比）



（注）米商務省資料より作成

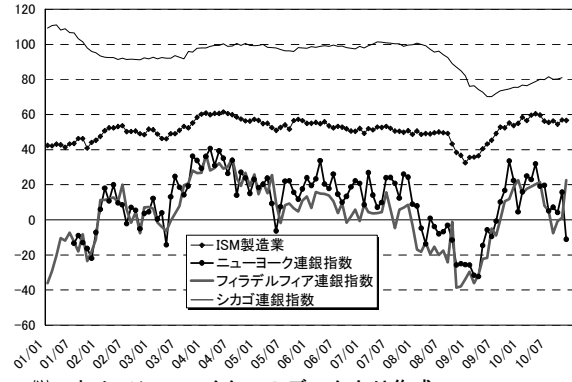
微な踊り場的局面にとどまるものと想定する。実質成長率は、10年の+2.6%の後、11年は+1.7%と予想する。

○一般物価デフレ入りのリスクを考慮すれば、大規模な量的緩和は正当化される

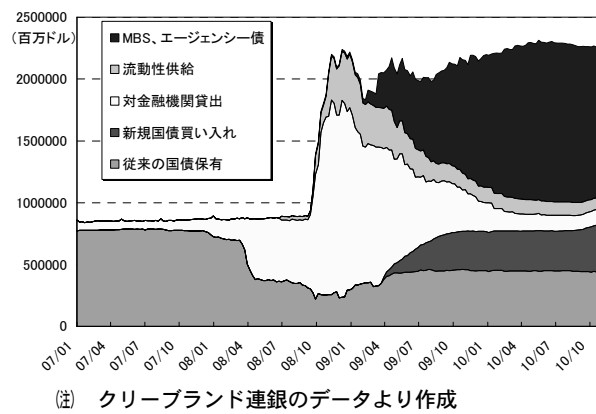
金融政策については、春先にかけて市場などで出口政策が早まるのではないかとの思惑が一時台頭したが、景気回復の遅れが意識されるに伴い、FRBは国債買い入れを行う量的緩和策（QE2）実施を決定した（第15図）。その後国内外からは批判的な意見もあがっているが、住宅価格の低迷が長引く状況では、徹底的な金融緩和スタンスを継続するのが筋と思われる。資産価格の低迷を放置すれば、一般物価のデフレに波及する可能性が高いからである。

日本の場合は地価バブルの崩壊から5年程度でCPIの下落傾向が定着したが（第16図）、アメリカの場合もコアインフレ率が低下を続けるなど、デフレ入りの兆候が出ているとみられる。いったんデフレに陥ってしまうと、名目金利の非負制約（マイナス金利状態には

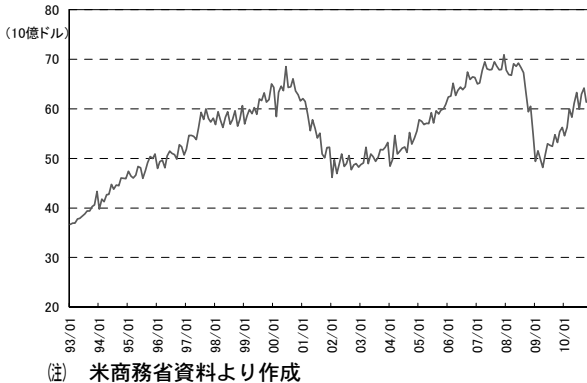
第14図 各種景況感指数の推移



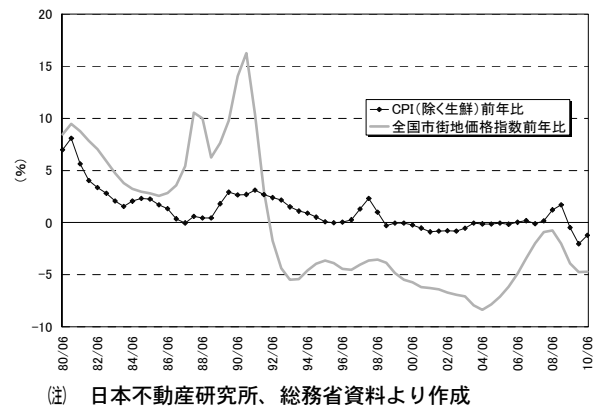
第15図 FRBのバランスシートの推移（資産）



第13図 耐久財受注の推移
(航空機を除く非国防資本財)



第16図 日本の地価とCPIの推移
(前年比上昇率)



できない) などから金融政策の効果が著しく阻害されるといった弊害があり、経済全体でみた損失がかなり大きい。フィリップス曲線からみれば、直近のコアインフレ率は現在の失業率に見合った水準まで既に達しており、ここからさらに一段とインフレ率が低下していく状況にはないとみることも可能ではある(第17図)ものの、FRBとしては、今後もデフレ入り懸念が燻り続けるようであれば追加的な国債購入増額などに踏み切る可能性が高い。

<ユーロ圏経済>

○ユーロ圏は足元鈍化、南欧諸国の弱さが目立つ

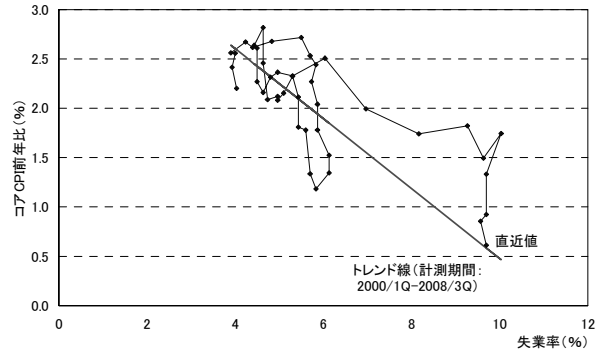
ユーロ圏の7～9月期のGDP成長率は、前期比+0.4%と前期(+1.0%)から伸びが鈍化した。国別にはドイツが+0.7%(前期は+2.3%)、フランス+0.4%(同+0.7%)、イタリア+0.2%(同+0.5%)、スペイン横這い(同+0.2%)とそれぞれ伸びを低下させる一方、ギリシャは-1.1%(同-1.8%)と8四半期連続のマイナスであった。

さらに、景気推移を月次の鉱工業生産統計でやや細かくみると、財政再建が課題となっている南欧諸国の低迷が続いていることがわかる(第18、19図)。

○ユーロ安効果は一巡

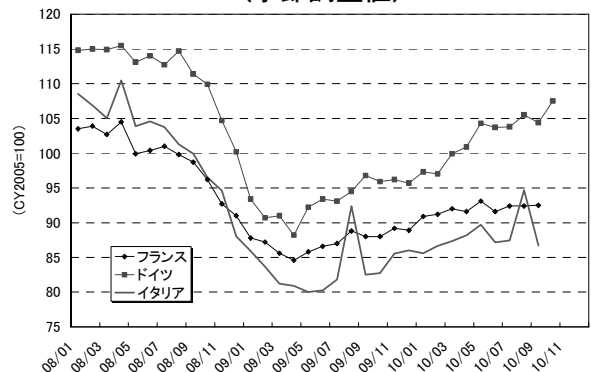
当面の景気のパスについては、ユーロ安による輸出刺激効果の一巡(第20図)、年前半の堅調な内需増加の反動、財政再建の下押し圧力などから、来年初めにかけて成長ペースが伸び悩む局面が続こう。通年での成長率は10

第17図 米国のフィリップス曲線



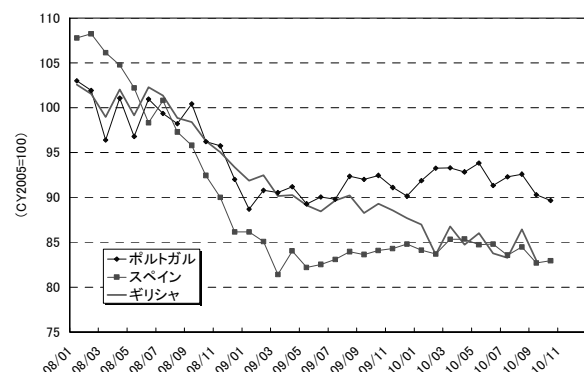
(注1) 直近値はCPIが10月、失業率は10-11月平均
(注2) 米労働省資料より作成

第18図 ユーロ圏各国の鉱工業生産の推移① (季節調整値)



(注) 各国統計より作成

第19図 ユーロ圏各国の鉱工業生産の推移② (季節調整値)



(注) 各国統計より作成

年が+1.7%となった後、11年は+1.9%になると予想される。大枠としては緩やかな景気回復が続くという構図に変化はないとみられる。

○債務問題が再燃

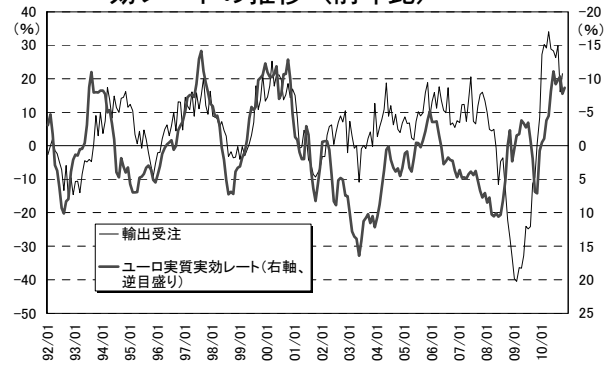
さて、このところアイルランドの国債が売られるなど債務問題が再燃している（第21図）。直接のきっかけは、アイルランドの銀行処理コストが大きく膨らむと判明したことに加え、ドイツのメルケル首相が債務調整コストを投資家も負担すべき、と発言したことである。11月末にはアイルランドに対してEUとIMFが合符で総額850億ユーロの緊急融資を行うことが決定されたが、市場では財政悪化国の債務再編がいずれ不可避との観測が強まっており、ギリシャ、スペイン、ポルトガルの国債利回りも高水準で推移している。

○ユーロの抱える根本的な問題

このように債務問題が蒸し返される点については、統一通貨ユーロのスタートまで遡って考える必要がある。すなわち、参加国の経済収斂が不十分なままで為替を固定し、政策金利を一本化してしまったことが根本的な問題となっているわけである。収斂が不十分な状況証拠として例えばインフレ率を見ると、最近問題となった諸国はユーロ開始後の期間においていずれもドイツを継続的に上回ってきたことがわかる（第22図）。

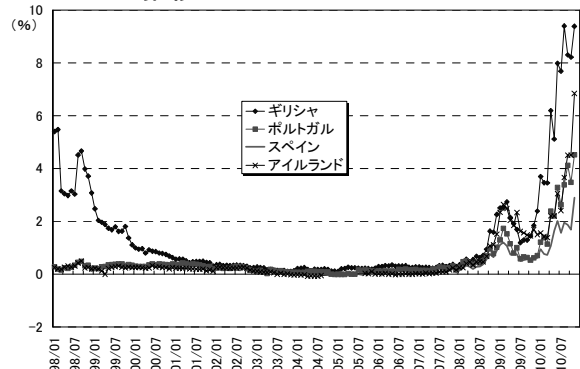
こうした高いインフレ率は、為替・金利が一本化された下では、国内的には低めの実質金利、対外的には高めの実質為替レートをもたらす。このことは内需を刺激し、高めの経

第20図 ドイツ輸出向け受注とユーロ実質実効レート（前年比）の推移（前年比）



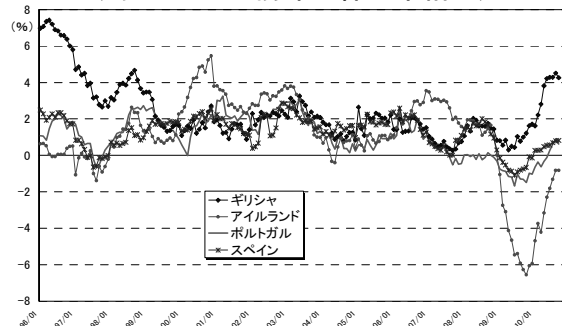
（注） トムソン・ロイターのデータより作成

第21図 南欧諸国の国債利回り（対独格差）の推移



（注） トムソン・ロイターのデータより作成

第22図 欧州諸国のインフレ率（対ドイツCPI前年比伸び率格差）



（注） トムソン・ロイターのデータより作成

済成長を促す一方で、輸出競争力は悪化する
ため対外バランスが悪化する。こうした状況
では、政府債務の対外支払い能力に不安が生
じやすくなる。

○財政問題は長期化の様相

財政不安が生じている諸国の今年に入っ
てからの財政収支の推移をみると、ポルトガ
ルを除けば昨年に比べて改善基調で推移して
おり、市場の不安はやや行き過ぎの面もある
と考えられる(第23図)。とはいえ、97年通貨危
機後のアジア諸国の場合と違い、当該国通貨
の大幅減価により構造調整が短期間のうち
に進むというメカニズムがユーロ圏の場合
は働かず、高金利下で緊縮財政・低成長の組
み合わせを将来的に強いられると考えれば、
財政問題は長期化すると見ざるを得まい。こ
うした状況を前提に、金融政策は現行の緩
和スタンスが当面維持されると予想される。

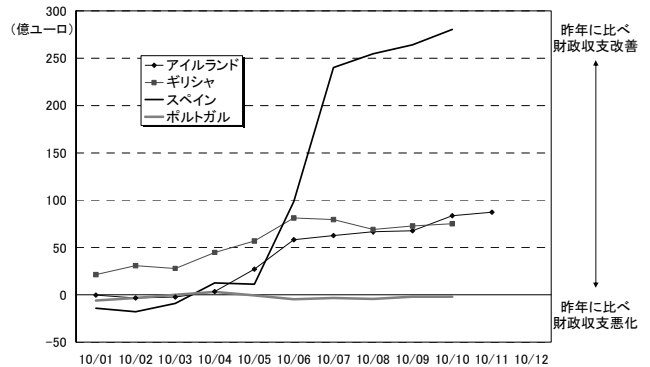
<中国経済>

○高まるインフレ圧力

中国の今年7～9月期の実質GDPは前年
比+9.6%と前期の同+10.3%から減速した。
もっとも、季節調整済み前期比(JA共済総
研試算)では幾分持ち直した模様である(第
24図)。また、不動産取引の動向をみると、
一時期前年割れに陥っていたが、このところ
は再加速の動きとなっている(第25図)。こ
うした状況に加えてインフレ率も5%台まで
上昇してきたことを受け、人民銀行は10月
の政策金利引き上げに加え、その後3度に
渡り準備率の引き上げに踏み切った。

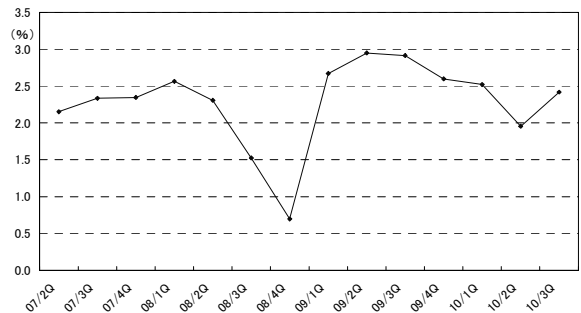
この間、鉱工業生産や小売売上高などは底

第23図 ユーロ圏4カ国の財政改善状況
(月次財政収支の前年差、1月からの累計)



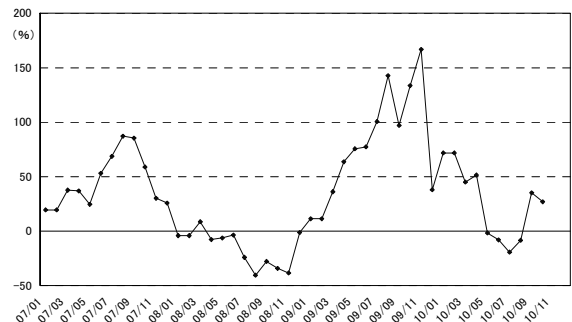
(注) トムソン・ロイターのデータより作成

第24図 中国の実質GDP前期比成長率の推移



(注1) JA共済総研試算値
(注2) トムソン・ロイターのデータより作成

第25図 中国の不動産(建物)販売金額
(前年比)の推移



(注1) JA共済総研推定値を含む
(注2) トムソン・ロイターのデータより作成

堅い推移を示しており、オーバーキルに陥る兆候もない。人民銀行の引き締め政策は現在のところ段階的なものにとどまっていることもあり、景気の腰折れを招くような事態は回避されよう。

＜国内経済＞

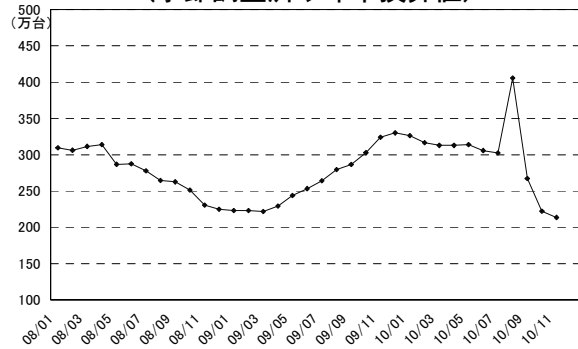
○7～9月期の反動減が懸念される

日本の7～9月期の実質GDP（2次速報）は前期比+1.1%と前期（同+0.7%）から伸びが加速した。エコカー補助金制度終了前の駆け込み需要で個人消費が同+1.2%と伸び、住宅投資も同+1.2%と堅調に推移した。設備投資は同+1.3%と伸びは鈍化したが増加傾向を保った。輸出が同+2.5%と大きく鈍化する一方、輸入が同+3.0%と底堅く推移し、純輸出の前期比成長率に対する寄与度はゼロと前期（+0.3%）に比べ縮小した。

年度後半にかけては景気の減速感が強まる展開が予想される。エコカー補助金の打ち切りに伴う自動車産業の減産に加え、家電エコポイントの段階的な縮小も影響するとみられるためである（第26図、第27図）。

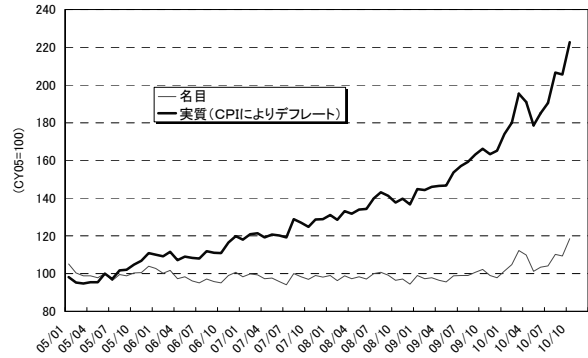
もっとも、経産省の生産予測指数によれば、企業の生産計画は11月が前月比+1.4%、12月が同+1.5%と年末にかけてプラスに転じる見込みである（第2表）。これについては自動車産業の減産が早々に一巡することが大きく影響しており、今後の内外の自動車需要に左右される面もあろうが、差し当たりは明るい材料といえよう。

第26図 乗用車販売の推移
(季節調整済み年率換算値)



(注1) 季節調整値はJ A 共済総研作成
(注2) 各国統計より作成

第27図 家電販売額の推移 (季節調整値)



(注) 経産省、総務省資料より作成

第2表 企業の生産計画 (前月比、%)

業 種	11月	12月
製 造 工 業	1.4	1.5
鉄 鋼 業	1.1	1.1
非 鉄 金 属 工 業	-0.9	-3.9
金 属 製 品 工 業	2.4	-2.9
一 般 機 械 工 業	8.4	-0.3
電 気 機 械 工 業	5.5	-3.0
情 報 通 信 機 械 工 業	-4.8	2.7
電 子 部 品 ・ デ バ イ ス 工 業	1.8	0.7
輸 送 機 械 工 業	3.7	5.6
化 学 工 業	0.7	-0.5
紙 ・ パ ル プ 工 業	-2.1	-0.2
そ の 他	5.1	3.8

(注) 経済産業省資料より作成

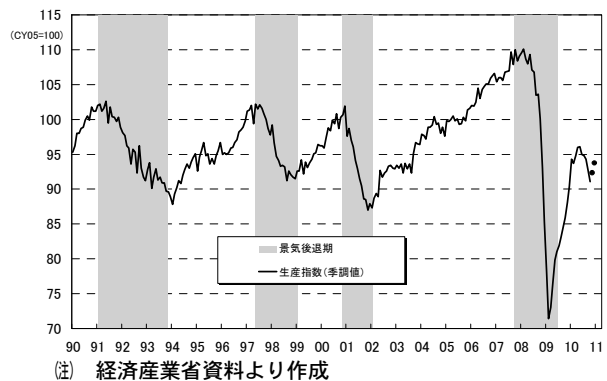
○過去においても景気回復途中の中だるみパターンがみられる

ここでバブル崩壊後の日本景気の推移を鉱工業生産指数で振り返ってみると、景気のボトムアウト後概ね1年程度の回復が続いた後に短期的な中だるみ局面に陥るものの、そこで腰折れすることはなく、やがて景気回復の後半部分に入っていくというパターンを繰り返している(第28図)。こうした現象については、景気回復の初動は在庫循環を原動力としたものであり、そうした局面が短期間で一巡した後、やがて回復局面が成熟していくことによるものという解釈ができよう。今回についても、過大な在庫調整圧力が蓄積されているわけではないという前提の下、短期の足踏み局面で終わると見込んだとしても不自然ではなからう。

○景気後退確率の上昇も現時点では限定的

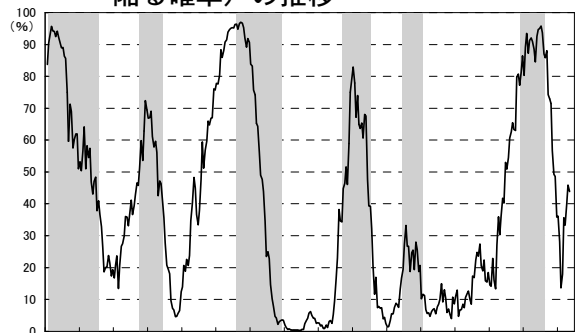
さらに、別の角度から景気局面判断を行うため、「景気後退確率」を試算してみた。これは、景気局面に敏感に反応する指標を用いて、一定期間後に景気が後退局面に陥る確率をモデルにより計算するものである(第29図)。今回作成した試算値は、ITバブル後の後退局面を捉えられていないという難点はあるものの、その他の局面については確率がほぼ50%を越えたところで景気が山を迎えており、一定の目安にはなる。現状では同確率が44%程度まで上昇していることからそれなりに警戒を要する段階とはいえるものの、危険シグナルが出ているわけではない。この点からも景気の先行きに対してそれほど悲観的になる必要はないと思われる。

第28図 90年以降の鉱工業生産指数の推移
(直近値は生産予測指数により機械的に延長)



(注) 経済産業省資料より作成

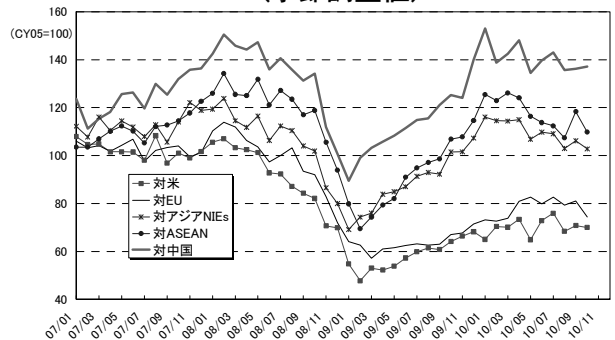
第29図 景気後退確率(半年後に景気後退に陥る確率)の推移



(注1) 景気局面(後退期=1、拡大期=0)を被説明変数、景気動向指数(CI)から計算した先行/一致比率(6ヵ月ラグ)を説明変数とするプロビットモデル推計

(注2) 内閣府資料より作成

第30図 地域別輸出数量指数の推移
(季節調整値)



(注) 財務省資料より作成

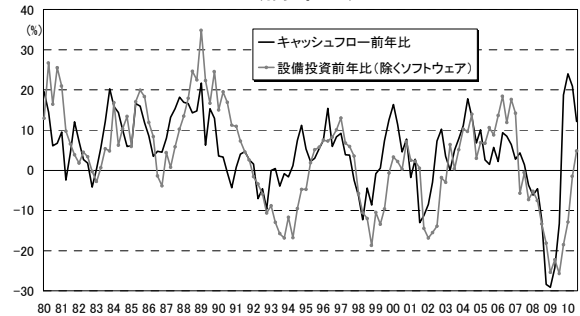
○景気は一時的な減速にとどまり、本格的な後退には至らない見込み

最終需要の先行きについてみると、中国及び他のアジア諸国の堅調な成長が今後も期待できることから、現在の輸出の頭打ち局面(第30図)が長期化するとは考えにくい。国内需要についても、雇用・所得環境の持ち直しを背景に個人消費が底固く推移するとみられるほか、企業収益の回復を背景に設備投資も緩やかな増加が見込まれる(第31図)。特に、自動車産業の減産が早々に一巡する見込みであること、冒頭でみたようにIT産業の生産サイクルが年明けにも持ち直す可能性が高いことは、今回の減速を短期間で終了させる原動力となろう。以上から、今年度後半の景気の足踏みは来年前半までの一時的なものにとどまり、通してみれば緩やかな景気回復が続くものと予想する。成長率は10年が+3.0%の後、11年が鈍化して+1.3%の見通しである。

○企業の円高に対する危機感は根強い

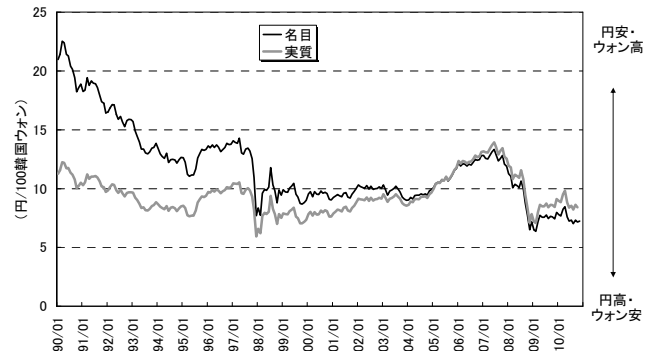
最近の円高について企業サイドの危機感は強いようだ。足元の為替レート水準は採算レートを割り込んでいるとの調査結果もある。対主要通貨に関して海外との物価水準を調整した実質レートでみれば、水準としてはそれほど円高というわけではないが、例えば韓国のように日本の主力産業が第三国市場も含めて厳しい競争状態にあるような国の通貨に対しての円高進展(第32図)は、心理的な面も含め実態以上に企業に嫌気されている可能性はある。この点から、直接的な為替介入の実施は難しいにしても、円高進展から生じるデフレ圧力を意識した金融緩和の継続は正当

第31図 設備投資とキャッシュフローの推移(前年比)



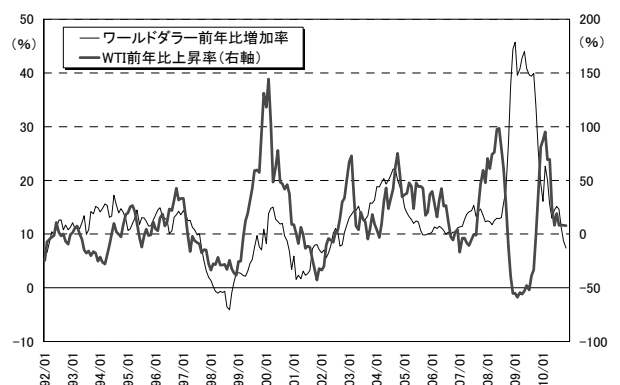
(注1) キャッシュフロー=経常利益×0.5+減価償却費
(注2) 財務省・法人季報より作成

第32図 円・韓国ウォンレートの推移



(注) トムソン・ロイターのデータより作成

第33図 原油価格とワールドダラーの推移(前年比)



(注) FRB、トムソン・ロイターの資料より作成

化されるように思われる。

○続くデフレ基調、金融政策も緩和スタンス強まる

消費者物価は引き続き下落傾向で推移している。足元の物価下落は、昨年年初までの景気悪化に伴う需給ギャップ拡大を反映したものである。最近の景気の持ち直しにより、需給ギャップは徐々に縮小していくことになるため、これにつれて消費者物価のマイナス幅も縮小に向かうと予想される。もっとも、緩やかな雇用情勢の改善などを反映して消費者の低価格志向は根強いとみられることから、デフレの早期終息は展望しづらい。

金融政策については、円高と景気の先行き懸念の高まりを受け、先般日本銀行は長期国債、ETF、REITなどの購入を含む「包括緩和」に踏み切った。今後については、デフレからの基調的な脱却が容易ではないと思われること（日銀の「中長期的理解」によればCPI前年比上昇率で1%程度が目安）から、11年中は現行の緩和スタンスが維持されるものと見込まれる。

○原油・為替相場

原油価格については基本的に先進国中心に需要が弱いことが相場の頭を抑える要因になると思われるが、一方で原油使用量の多い新興国の成長が続くことから、当面の世界原油需要は底堅い見通しである。もっとも、最近の原油価格の短期的な変動は過剰流動性の動きを反映した部分があると思われ（第33図）、その場合にはファンダメンタルズとは関係なく振れの大きい展開となる可能性がある。

為替市場については、米国の金融緩和スタンスが維持されるとみられることから、11年半ばにかけては円高が続き、一時的には1ドル=70円近い円高進展もあり得よう。もっともその後は米長期金利が緩やかに上昇していくとみられ、ドルが幾分反発する可能性があるだろう。（2010.12.13 記）

第3表 経済見通し主要指標

	(前年比、%)		
	09年度	10年度(予)	11年度(予)
実質GDP	-2.5	3.0	1.3
個人消費	-0.1	1.8	1.2
住宅投資	-18.0	-2.1	3.0
設備投資	-14.0	4.0	1.3
政府消費	3.5	1.8	0.4
公共投資	14.3	-5.3	-3.9
輸出	-9.7	18.4	5.6
輸入	-10.9	11.0	3.6
CPI(コア)	-1.6	-1.0	-0.2
アメリカ実質GDP	-2.6	2.6	1.7
ユーロ圏実質GDP	-4.0	1.7	1.9

(注1) アメリカ、ユーロ圏は暦年

(注2) 内閣府、総務省、各国統計などより作成