

# 内外景気動向と2011・12年度経済見通し

～欧州財政危機による緊張が高まる中、  
日本経済は復興需要により回復が続く～

調査研究部 木下 茂

## ＜世界経済＞

### ○欧州の財政問題が深刻化

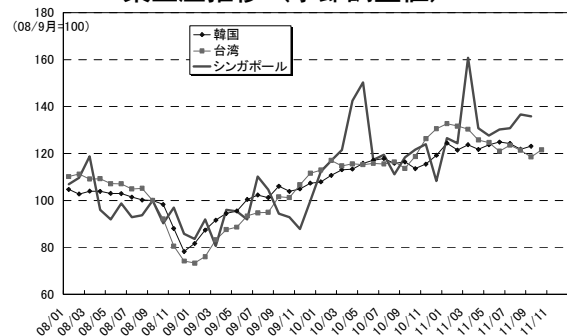
今年前半の世界経済は、日本における東日本大震災、原油価格上昇の影響、アメリカの景気停滞などにより足踏みを余儀なくされたが、秋以降も欧州の財政問題が深刻化するなど、新たな波乱要因が浮上している。

直近7～9月期の各国・地域の動向についてみると、夏場の金融市場の混乱の影響が懸念されたアメリカ経済についてはGDP成長率が前期比年率+2.0%を達成するなど比較的堅調な推移を辿る一方、日本も震災の影響からの立ち直りなどから前期比+1.5%と高めの成長率となった。これに対し、ユーロ圏については4～6月に続いて前期比+0.2%と低い成長にとどまるなど、停滞色を強めている。この間、アジア各国・新興諸国の景気動向を鉱工業生産でみると、9月にかけても頭打ち気味から横ばい圏内で推移した国が多い（第1～第3図）。

### ○アジア・新興諸国の一部に金融緩和余地

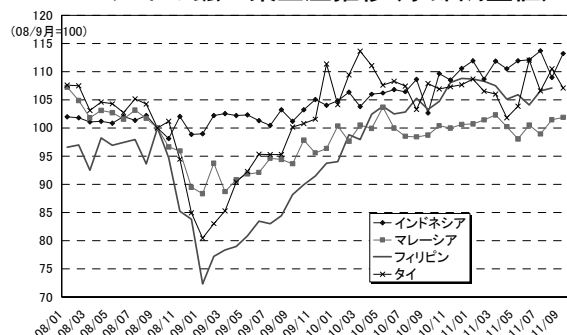
アジア・新興諸国の景気鈍化は、インフレの高まりに対応したこれまでの金融引き締め効果、資源輸入国においてはコモディティ価格上昇の影響によるものである。この点は、先進諸国の景気回復ペースが緩やかなものとなる中で、新興諸国を牽引役とするこれまでの回復の構図が崩れかねないという意味でリスク要因ではある。もっとも、各国のCPIデータをみると（第4～第6図）年前半における

（第1図）韓国、台湾、シンガポールの鉱工業生産推移（季節調整値）



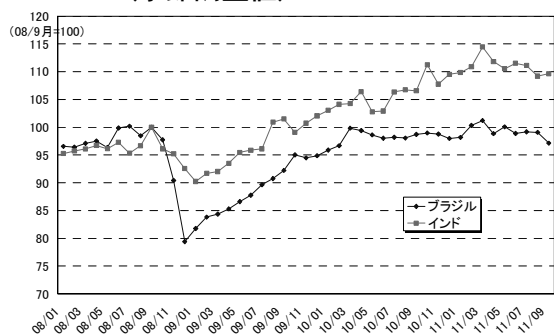
（注）データストリームのデータより作成

（第2図）インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの鉱工業生産推移（季節調整値）



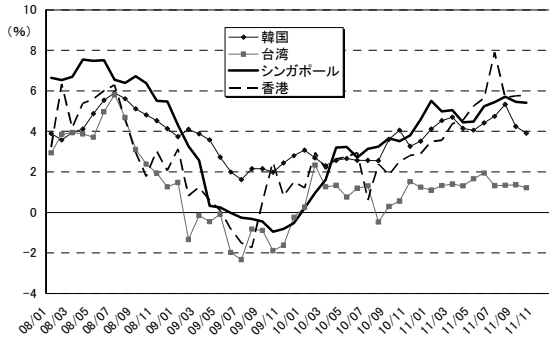
（注）データストリームのデータより作成

（第3図）ブラジル、インドの鉱工業生産推移（季節調整値）



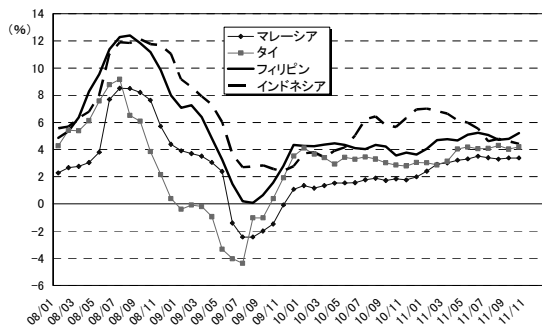
（注）データストリームのデータより作成

(第4図) 韓国、台湾、シンガポール、香港のインフレ率(CPI前年比上昇率)推移



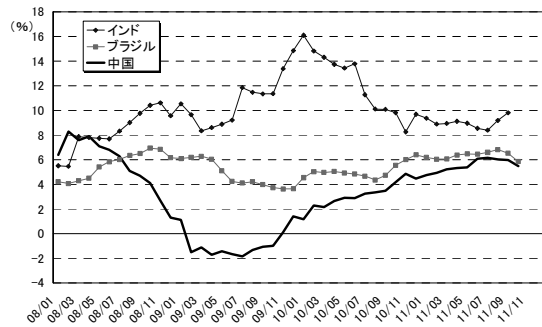
(注) データストリームのデータより作成

(第5図) マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシアのインフレ率(CPI前年比上昇率)推移



(注) データストリームのデータより作成

(第6図) インド、ブラジル、中国のインフレ率(CPI前年比上昇率)推移

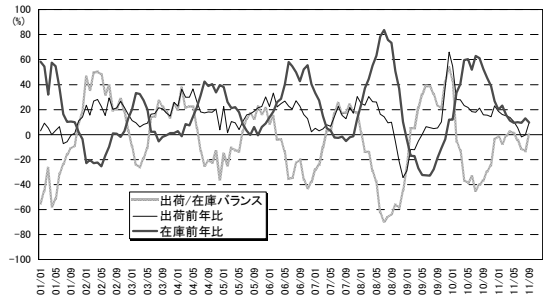


(注) データストリームのデータより作成

コモディティ価格上昇のインフレへの影響は概ね一巡したもようであり、今後は実質購買力の悪化にも歯止めがかかってくるともに、金融緩和余地が生じた国も出てきている(11月30日に中国が準備率の引き下げ、ブラジルとタイが政策金利引き下げを決定)。この点で、新興諸国が世界経済の下支え役になるという想定は不自然ではなかろう。

なお、このところ改善が頓挫していた韓国IT産業の出荷/在庫バランスであるが、直近では出荷の回復から再び改善方向に向かっている(第7図)。日本の鉱工業生産にとっても先行指標となるだけに今後の動きを注視したい。

(第7図) 韓国のIT業種における出荷/在庫バランスの推移



(注) データストリームのデータより作成

### ○懸念される欧州財政危機の影響

目先的な懸念材料は、欧州財政危機に伴う市場混乱と実体経済への影響である。イタリアの国債利回りが急上昇するなど金融市場で緊張が続く中、11月30日には日米欧の主要中銀が、市場へのドル資金供給拡充策で合意した。これは、欧州銀行が金融市場で資金調達難に直面していることに対応したものである。こうした政策対応によりリーマンショックのような金融危機に発展する事態は避けら

れるとしても、貿易取引関係を通じたユーロ圏経済の減速による世界経済への一定の影響は覚悟しておく必要がある。主要国のユーロ圏向け輸出シェアを確認すると（第1表）、日本やアジア主要国は1桁台にとどまっているものの、中国、アメリカ、ブラジル、インドは2桁となっており、低シェアの国であっても高シェア国を通じた間接的な影響を受ける可能性があることには留意が必要である。

（第1表）主要国のユーロ圏向け輸出シェア

		（%）	
日 本	8.7	マレーシア	8.0
米 国	13.5	インドネシア	9.1
中 国	14.4	フィリピン	9.4
韓 国	7.9	タ イ	7.4
シンガポール	7.4	ブ ラ ジ ル	18.5
香 港	7.8	イ ン ド	14.2

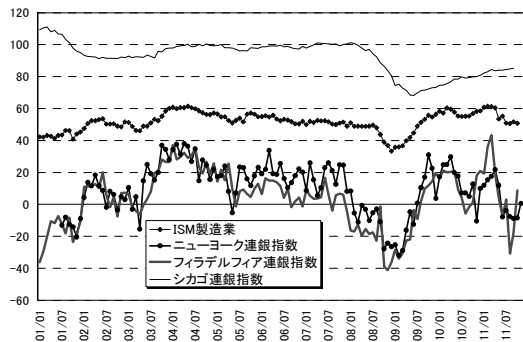
（注1）11年1～7月分  
（注2）IMF Direction of Trade Statistics より作成

## <米国経済>

### ○夏場の悲観論は後退

今年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.0%と堅調な伸びになった。地区連銀の発表するサーベイデータが夏場に急悪化したこともあり（第8図）、にわかには景気後退入り懸念が強まったものの、その後明らかに

（第8図）各種景況感指数の推移



（注）データストリームのデータより作成

なった実際の統計は堅調な内容のものが多かったため、悲観的な見方は一時に比べ後退している。

今後の景気のパスについては、消費に対する原油価格上昇の影響が一巡するとともに、好調な企業収益を背景に設備投資の増加が期待できる一方で、家計のバランスシート調整持続が見込まれ、欧州財政危機の悪影響も一定程度出るなど、強弱両要因がせめぎ合う中で、来年にかけて緩やかな回復基調を辿るものと想定する。成長率としては、今年+1.8%、来年+2.2%と見込まれる。

### ○消費は足元堅調ながら持続性に不安が残る

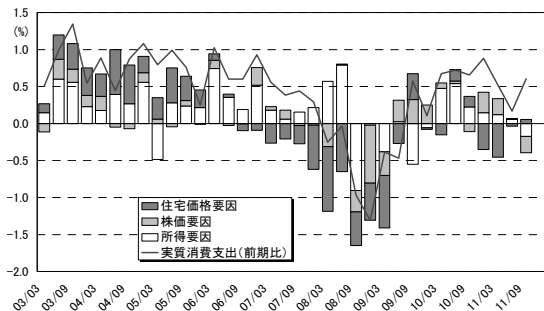
7～9月期の個人消費は、前期比年率で+2.3%と比較的堅調な伸びを示した。消費関数推計による要因分解結果をみると（第9図）、実質所得要因や資産効果はマイナス及び小幅なプラスにとどまる中での増加となった。所得が低迷する中で消費が増加したことから、結果として貯蓄率が大きく低下しており（第10図）、今後の消費増加についての持続性に関してはやや不安が残ろう。

ここで、家計所得の内容についてみると（第11図）、景気対策による移転所得のネットプラス効果が引き続き所得を下支えしている一方で、賃金所得の緩やかな増加傾向が続いており、名目可処分所得全体としても小幅ながら増加が持続している。

先行きについては、エネルギー価格上昇による実質購買力押し下げ効果が一巡することは好材料であるが、12年には減税効果も弱まってくるとみられること、雇用情勢の改善もこれまで同様緩慢なものにとどまるとみられ

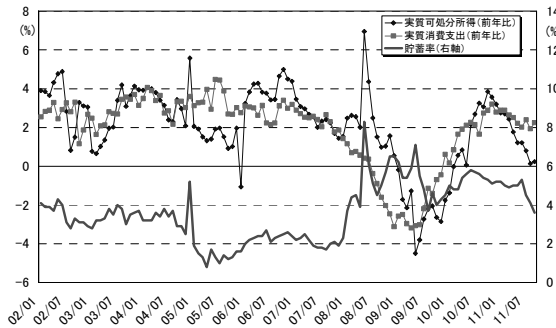
ることから、来年にかけての消費の増加ペースは緩やかなものにとどまると予想される。

(第9図) 消費関数による個人消費の変動要因分解



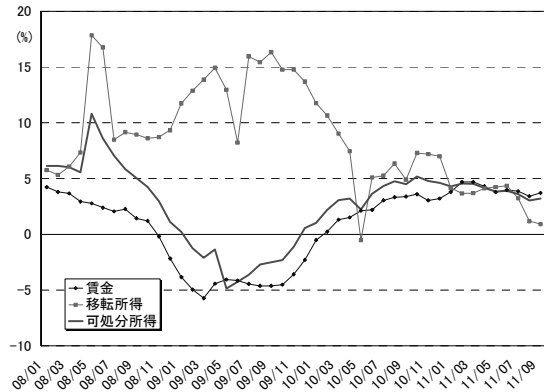
(注) 米商務省資料などより作成

(第10図) 米可処分所得、消費支出、貯蓄率の推移



(注) 米商務省資料より作成

(第11図) 米家計所得の推移 (前年比)



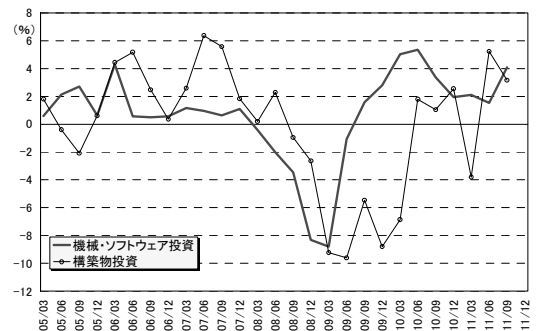
(注) 米商務省資料より作成

○堅調な設備投資、停滞続く住宅投資

企業の設備投資は、機械投資と構築物投資で強弱を分ける展開が持続していたが、直近については両者とも伸びを高めている(第12図)。背景には、好調な企業収益を反映した潤沢なキャッシュフローの増加があるとみられる。特に、短期的な稼働率の上昇の影響を受けやすい機械設備投資については、生産活動の回復に伴い堅調な増加を続けると予想される。

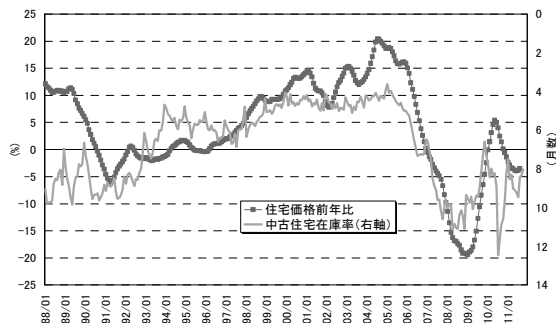
住宅市場については、月次の販売指標をみる限りこのところ一進一退の動きとなっている。住宅価格も下落が持続しており、全体としては依然停滞が続いている(第13図)。背景には住宅ローンを抱えた家計の債務調整、銀行の融資姿勢慎重化持続もあるとみられ、来年にかけても住宅市場は低迷が続こう。

(第12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13図) 住宅価格と中古住宅在庫率の推移

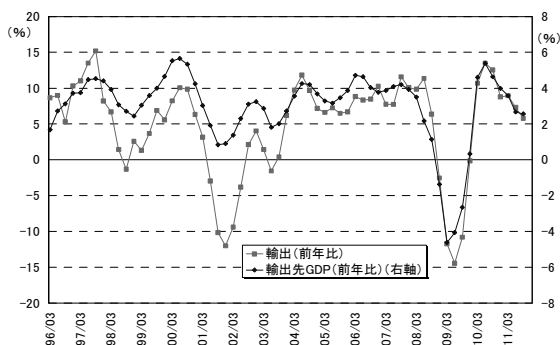


(注) データストリームのデータより作成

○新興諸国経済が輸出を下支え

主なアメリカの輸出先(中南米、中国など)の景気が底堅いことを反映して、輸出は伸びを鈍化させつつも増勢を維持している(第14図)。最近のドル安も一定のラグを伴って輸出押し上げに寄与することから、新興諸国景気が急失速しないという前提で、輸出増加は持続しよう。一方、輸入は内需の緩やかな回復を反映して増加傾向が続いている。このため、リーマンショック近辺で大幅に縮小した貿易赤字は今後拡大傾向で推移していくと予想される。

(第14図) 米輸出と輸出先GDPの推移



(注) データストリームのデータより作成

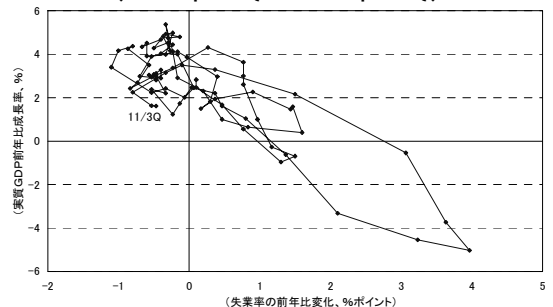
○雇用改善は緩慢なペースにとどまる

この間、雇用情勢についてみると、7～9月の非農業部門就業者数は15万人弱の増加ペースを維持した後、10月は10万人増、11月は12万人増と底固い動きとなった(12月2日発表の11月雇用統計)。もっとも、失業率は8.6%と依然高水準であり、社会的な不満も高まっているようである。

基本的には、現局面における緩慢な雇用情勢改善ペースは、景気回復が緩やかなものにとどまっていることの反映とみられる。GDP成長率と失業率変化の関係をみると(第15図)、失業率が明確に低下していくためには、3%超の成長率が必要とみられる。一方で、フィリップス曲線からは、現在の失業率に見合った水準まで賃金上昇率が十分に低下しておらず、設備投資との対比で労働の割高感が生じているとみることも可能であろう(第16図)。

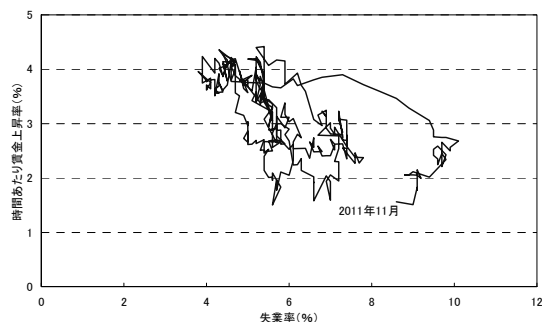
もっとも、時間あたり賃金上昇率は過去のボトム圏に到達しており、これを割り込んだ場合、日本のような賃金デフレ局面に突入する可能性がある。そうなった場合、人々の間にデフレ予想が定着する恐れがあることから、FRBとしてはこれを阻止するためにも金融緩和を強化してくる可能性が高い。

(第15図) 失業率変化とGDP成長率の関係(1990年1Q～2011年3Q)



(注) 米労働省、商務省資料より作成

(第16図) フィリップス曲線の推移(85年以降)

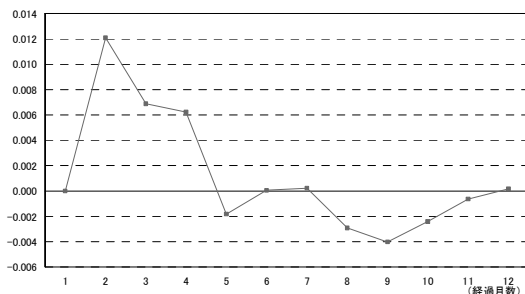


(注) 労働省資料より作成

### ○インフレ率は鈍化の方向

インフレについてみると、総合CPIの前年比上昇率は足元3%後半の推移となっているが、エネルギー価格上昇の影響が大きく、コアCPIは総合ベースに比べればやや落ち着いている。今後についてはエネルギー価格上昇の影響が11年末から12年年初にかけて一巡していくことに加え（モデル分析によれば、原油価格変動のCPIへの影響は半年程度で出尽くすとみられる。第17図参照）、景気の足取りも緩慢なものにとどまることから、総合CPIの上昇率は低下していくものと予想される。

(第17図) 原油価格上昇のCPI総合に対する影響の経時変化



(注1) VARモデルによるインパルス反応。対数前期差により推計

(注2) データストリームのデータにより作成

### ○世界経済の不透明感の強まりから追加金融緩和の可能性も

金融政策については、8月のFOMCの決定どおり、FFレートの誘導目標を0%から0.25%のレンジとするゼロ金利政策は2013年半ばまで継続されると見込む。加えて、住宅市場のテコ入れのため、FRBはMBS購入を中心とするQE3を実施する可能性がある。

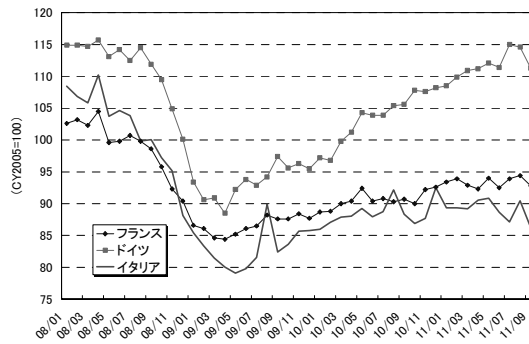
財政政策については、オバマ大統領が9月に発表した総額4,470億ドル規模の雇用対策のうち、今年末で期限を迎える社会保障減税などの延長が実施されると想定する。

### <ユーロ圏経済>

#### ○停滞色が強まる

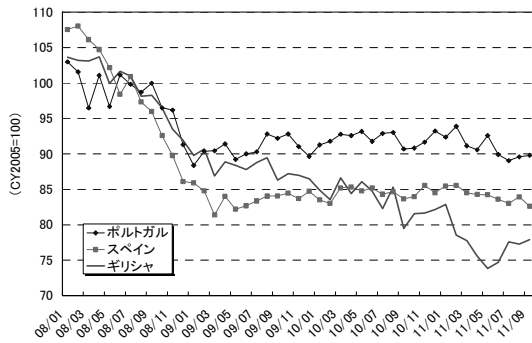
ユーロ圏景気は7～9月期の実質成長率が前期比+0.2%にとどまるなど停滞色を強めている。国別の鉱工業生産統計をみると、これまで南欧諸国の低調な推移が目立っていたが、ここに至ってはドイツやフランスなどコア国の頭打ち傾向も強まっている(第18・19図)。

(第18図) ユーロ圏各国の鉱工業生産の推移  
① (季節調整値)



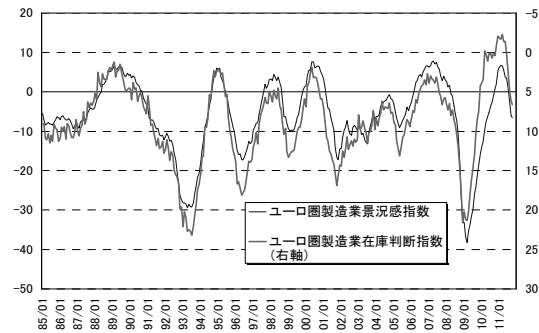
(注) 各国統計より作成

(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

(第20図) ユーロ圏製造業の景況感指標推移



(注) データストリームのデータより作成

これについては、とりわけドイツにおける輸出減速の影響が大きいとみられ、このことが域内全体の景況感悪化と在庫調整圧力につながっていると考えられる(第20図)。

○金融市場混乱の実体経済への悪影響

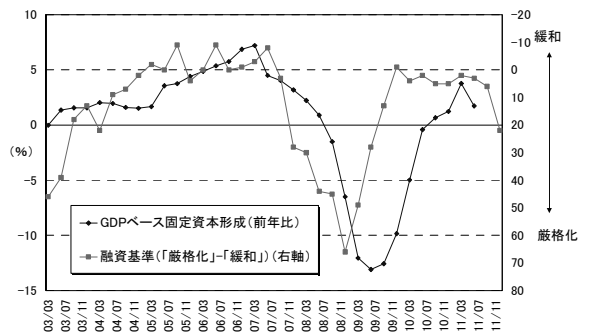
今後については、足元の金融市場の混乱が実体経済に及ぼす悪影響が懸念される。まず、このところの財政不安は、銀行の資産劣化懸念から金融システム不安にも拡大しつつあるが、このことは銀行の融資態度を厳格化させる方向に作用する。過去の統計データの動きをみると、銀行の貸出態度と企業設備投資は

一定のラグを伴いつつ連動関係にあり(第21図)、足元の貸出態度厳格化は若干の遅れをもって投資減少につながる懸念される。

さらにより直接的に、ユーロ圏銀行の貸出残高と名目GDPの関係を計測してみると、弾性値は0.46程度(貸出の伸び1%の変化がGDPの伸び0.46%の変化につながる)と推計され(第2表)、仮に貸出が絞られた場合の経済への影響は小さくないことがわかる。

一方、株価の下落を通じた消費に対する逆資産効果については、関数推計を行って見たところ、消費への株価変動の影響は比較的軽微という結果が得られた(弾性値は0.02、第3表参照)。もっとも、今後景気が低迷した場合には、所得要因からの個人消費落ち込みは不可避であろう。

(第21図) ユーロ圏銀行の融資基準と設備投資の関係



(注) ユーロスタット、ECBのデータより作成

(第2表) ユーロ圏名目GDP関数の推計

定数項	貸出残高	決定係数
0.4764	0.4636 (5.5361)	0.3897

(注1) 前年比で推計、カッコ内はt値  
(注2) データストリームのデータより作成

(第3表) ユーロ圏個人消費関数の推計

定数項	実質雇用者所得	実質株価指数	決定係数
0.571	0.594 (7.907)	0.022 (6.374)	0.693

(注1) 前年比で推計、カッコ内はt値

(注2) データストリームのデータより作成

### ○一時的なマイナス成長の可能性、期待される積極的な政策対応

目先的には、足元の企業景況感の悪化からみて、成長率の一段の低下は避けられず、一時的に前期比ベースでマイナス成長に陥る局面もあろう。もっとも、ECBが今後一段の金融緩和を実施するとともに、財政問題が安定化の方向に向かうことを前提に、ユーロ圏景気がここからリセッションに陥る状況までは想定しない。成長率としては、今年+1.7%の後、来年は+0.5%と予測する。

金融政策については、ECBは11月3日ドラギ新総裁の下、景気の下方リスクの増大を受けて政策金利の0.25%引き下げを決定したところである。今後もギリシャ、イタリアなどの債務問題が尾を引くとみられ、また、実体経済も悪化が見込まれるため、ECBは来年4～6月頃にかけて、利下げを続けると予想する。EFSF（欧州金融安定基金）による各国国債購入が本格化するまでは、イタリアの財政再建策実施を前提に、ECBによるイタリア国債の購入なども行われるとみる。

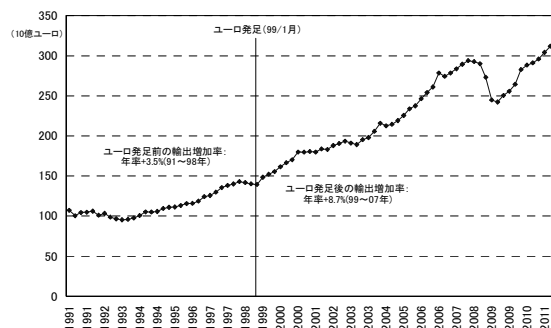
### ○求められる個別国の利害を越えた協力関係

10月26日のユーロ圏首脳会議では、ギリシャ債務の減免、EFSFの資金枠拡大、金融機関の自己資本比率引き上げなどを主な内容とする「包括策」で合意がなされたものの、依

然金融市場は安定せず、債務問題が収束しない状況が続いている。基本的には、市場の不安を払拭するには「見せ金」として大量の資金支援枠を提示するとともに、財政再建には厳しい財政規律を義務付ける必要があるとみられるが、これまでの対策が小出しの資金援助にとどまる一方、財政再建も徹底されてこなかったことが、イタリアにまで危機が「コンテージョン（伝染、contagion）」する事態を招いたといえよう。

現状では、ドイツにおけるこれ以上の資金負担に抵抗する国内世論、中央銀行の健全性を重視する考え方などが、EFSF資金枠拡大や欧州共同債発行、ECBの国債買い入れ強化などの対応策を進める上での阻害要因のひとつになっているようである。しかしながら、ドイツ自身もユーロの導入によって域内為替リスクが消失したことなどから輸出の増加を通じ大きな恩恵を受けてきたのであり（第22図）、個別国の利害感情を越えた協力関係が求められよう。

(第22図) ドイツ実質輸出の推移（GDP統計ベース、季節調整値）



(注) ドイツ連銀月報のデータより作成

また、欧州内だけで解決が困難であるなら、IMF資金支援の一段の強化など広く国際社会の協力を通じた対応が必要であろう。かつて中南米債務問題解決のために発行されたブレイディ債の場合、アメリカの信用力が背景となっていたが、今回もより強力な対策を模索すべき段階に既に入っているように思われる。

また、財政再建はユーロ圏にとどまったままでは、為替減価による輸出競争力回復という常套的な政策手段を封じられた状態にある。こうした状況では財政引き締めと成長率低下のスパイラルになるため、結果として財政再建も実現できない結果に終わる可能性が高い。賃金水準の引き下げによる実質為替レート減価の実現（アイルランドでは賃下げの結果、競争力が回復。第23図参照）、あるいは潜在成長力を高めるための供給面での強化策がいずれ必要になってこよう。

（第23図）アイルランドの週あたり製造業賃金の推移（前年比）



（注）データストリームのデータより作成

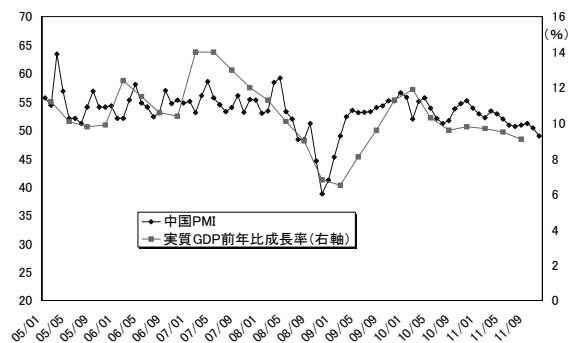
## ＜中国経済＞

### ○インフレのピークアウトを受け、金融緩和を実施

中国の今年7～9月期の実質GDPは前年比9.1%増加し、前期（同+9.5%）からは若干減速したものの、高水準の伸びを維持した。この間、比較的GDP成長率と連動性の高い製造業景況感（PMI）は直近11月分まで低下が続いており、今後成長率の一段の鈍化は避けられないとみられる（第24図）。

一方、10月のCPI前年比上昇率は+5.5%と7月の同+6.5%をピークに鈍化している。景気の減速及びインフレ鈍化を受け、中国人民銀行は11月30日、預金準備率の引き下げを決定した。また、財政面では来年も固定投資の拡大方針が維持されており、いわゆるハードランディングにはならないとの見通しを維持しておきたい。

（第24図）中国の企業景況感とGDP成長率の推移



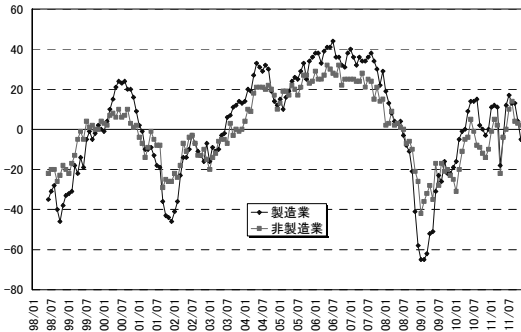
（注）データストリームのデータより作成

＜国内経済＞

○震災直後の落ち込みからの立ち上がり局面は一巡

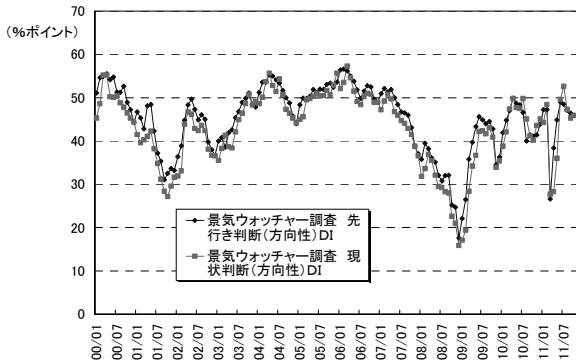
日本経済は、東日本大震災の影響からの立ち直り局面が続いてきたが、足元にかけてはその勢いは鈍りつつある。サーベイデータを見ると、ロイター短観、景気ウォッチャー調査とも3月をボトムとして改善してきたが、直近では低下に転じている（第25・26図）。これには、8月の世界的な株安や円高進展などが心理面で影響した可能性が高い。震災の影響からの急速な立ち上がり局面は終息しつつあるように思われる。

（第25図）ロイター短観DI（先行き3ヵ月、400社ベース）の推移



（注）トムソン・ロイターのデータより作成

（第26図）景気ウォッチャー調査DIの推移



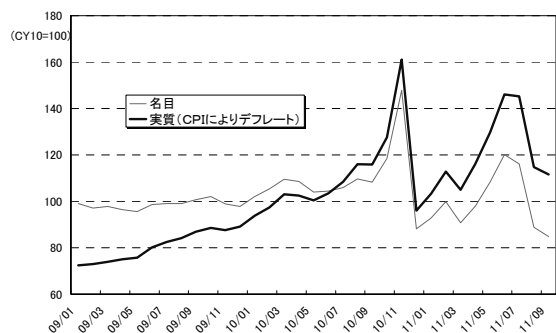
（注）内閣府資料より作成

大局観としては、住宅、被災企業、公共投資を中心とした復旧の動きは今後も続く一方で、海外経済の減速、円高の影響から来年度前半にかけて輸出の停滞が見込まれる中、両者の綱引きの下で日本経済は来年度にかけても一応は回復傾向を辿るものと想定する。成長率としては、今年度+0.4%、来年度+2.1%と見込まれる。

○消費は当面低調な動き

個人消費については、アナログ放送終了に伴う地上波デジタルテレビへの駆け込み、エアコンなど白物家電における省エネ需要などから7月まで家電販売が盛り上がりを見せた反動減が顕在化している（第27図）。3月から4月にかけて蔓延した過度な自粛ムードは正常化しており、その他の分野の消費支出は比較的底堅く推移しているが、所得環境は芳しくなく、来年度にかけて低調な推移が見込まれる。

（第27図）家電販売額の推移（季節調整値）



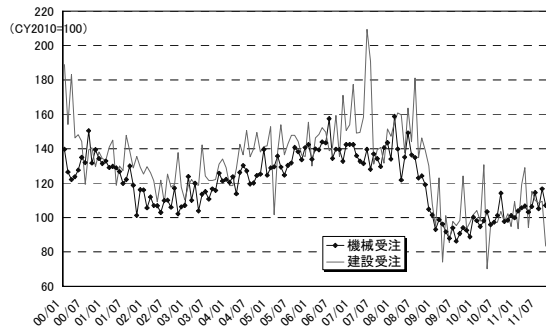
（注）経産省、総務省資料より作成

○復興需要の顕在化が景気の支えに

基本的には今後も民間住宅・被災企業における復興需要の顕在化が特に来年度前半にかけて景気押し上げ要因になると予想される。民間住宅は、直近では住宅エコポイントやフラット35Sの期限切れに伴う反動減から弱含んでいるが、これらの優遇措置は第3次補正予算で再び盛り込まれたことから、いずれ持ち直してこよう。民間企業設備についても、月次の受注統計は月々の振れがあるものの、基本的には増加トレンドを辿っている(第28図)。もっとも、円高を反映してこのところ対外直接投資が増加しており(第29図)、企業の生産拠点の海外移転から国内設備投資は抑制されるリスクがある(10月31日時点の日経設備投資調査によれば、主要企業の11年度海外投資は前年度比39.2%増の見込み)。

この間、11月21日には総額12.1兆円、震災関係費9.2兆円からなる第3次補正予算が成立したが、この効果は来年度に入ってから顕在化してくるものと予想される(第30図)。それまではこれまで策定された第1・2次補正予算でつなぐことになると思われるが、いず

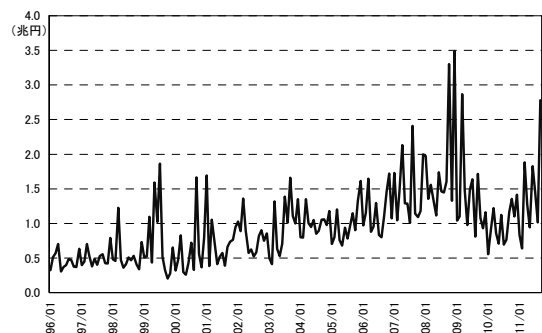
(第28図) 機械受注(船舶・電力を除く民需)と民間建設受注の推移(季節調整値)



(注) 内閣府、国土交通省のデータより作成

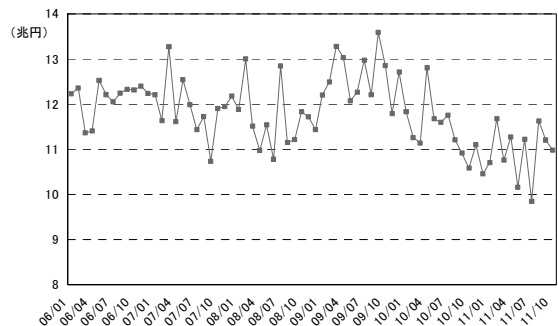
れにしても住宅・企業設備とともに景気押し上げに寄与するものと予想する。

(第29図) 直接投資・流出額の推移



(注) 日本銀行資料より作成

(第30図) 公共工事請負金額の推移(季節調整済年率換算値)



(注) 保証事業協会のデータより作成

○外需は当面期待薄か

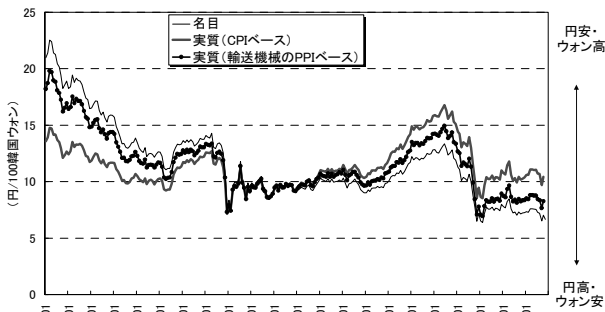
輸出は生産設備被災による生産活動停止の影響から脱却した後、直近では失速気味となっている。今後も世界経済の減速、円高のマイナスの影響から、来年度前半にかけて停滞気味の推移が予想される。

円高の影響については、物価を調整した実質実効為替レートでみれば極端な円高にはなっていないものの、業種によっては韓国など

と厳しい競争にさらされており、その点が産業界の危機感につながっているのではないかとと思われる(第31図)。より長い目でみれば、日本の輸出は世界シェアを低下させており、日本の輸出産業は競争力を失ってきているとみられる(第32図)。為替増価にも耐えうる非価格競争力の確立を輸出産業は迫られているということであろう。

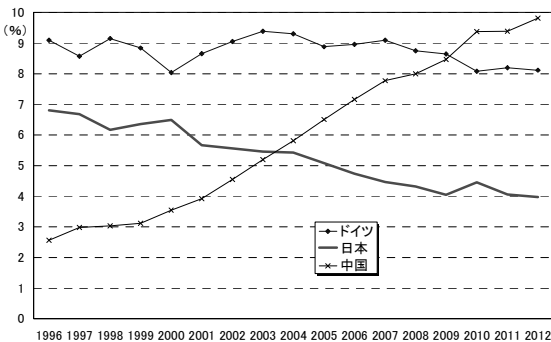
輸入については国内生産からの海外製品への代替や火力発電所復旧に伴う原油需要の増大(第33・34図)から、輸出を上回る伸びになるものと予想される。この結果、ネットの外需寄与は縮小が見込まれる。

(第31図) 円・韓国ウォンレートの推移



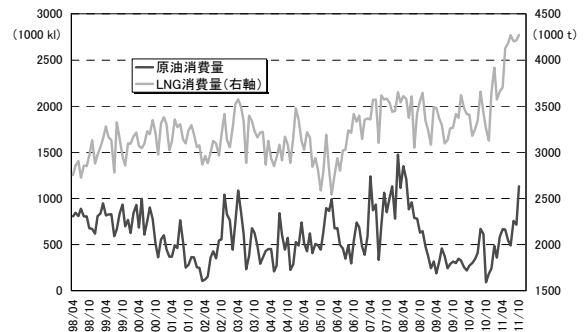
(注) データストリームのデータより作成

(第32図) 世界輸出に占める各国のシェアの推移



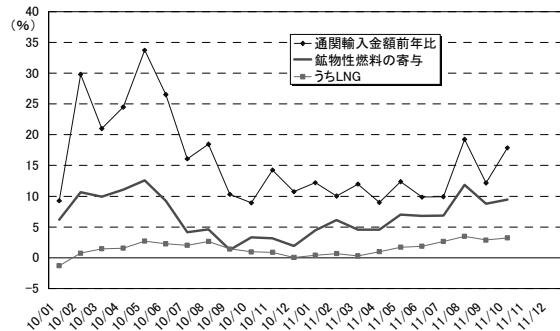
(注) OECD Economic Outlook 付属資料のデータより作成

(第33図) 電力会社の原油及びLNG消費量の推移 (季節調整値)



(注) 電気事業連合会のデータより作成

(第34図) 通関輸入とエネルギー輸入の推移 (前年比)



(注) 財務省「貿易統計」より作成

○タイ洪水の影響は短期的なものにとどまる  
 目先的には、タイの洪水の経済への影響が懸念される。10月のタイにおける自動車生産台数は前年比67.6%減少(タイ工業連盟自動車部会)し、日本の自動車大手8社では洪水による減産が11月末までに約30万台となっている。一方、10月の日本からのタイ向け輸出も前年比5.1%減少するなど各種統計で直接的な影響が確認できる。

ここで、国際産業連関表によってタイの生

産活動の日米・アジア経済全体への波及効果をみると、日本の場合、自動車産業を通じた影響が潜在的には無視できないものになる(第4・5表)。もっとも、大手メーカーの工場は既に再稼動し始めており、今後影響が出るとしてもごく短期のものに限られるとみられる。また、今後タイで復興需要が顕在化した際には、日本からの輸出押し上げ要因となる。

(第4表) タイ製造業における生産額1単位の増減が各国に与える影響

インドネシア	0.017611
マレーシア	0.034021
フィリピン	0.006615
シンガポール	0.031096
タイ	1.628058
中国	0.056367
台湾	0.031949
韓国	0.034389
日本	0.179513
米国	0.086187
合計	2.105806

(注1) 国際産業連関表におけるタイ製造業の逆行列係数  
 (注2) アジア経済研究所「アジア国際産業連関表(2000年)」より作成

(第5表) アジア国際産業連関表におけるタイの主要品目の逆行列係数

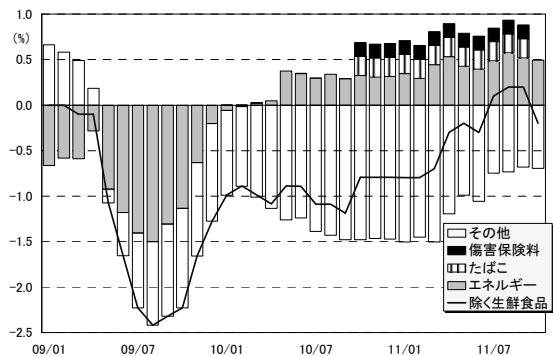
品目	逆行列係数・列和	
	日米・アジア	日本
食料・飲料・たばこ	2.150980	0.063692
衣料・皮革・同製品	2.258005	0.082927
木材及び同製品	1.749348	0.064062
紙・パルプ	1.906146	0.128077
化学製品	2.063154	0.157947
石油及び同製品	1.259353	0.010067
ゴム製品	2.154259	0.100389
非鉄金属	1.926829	0.095878
金属製品	1.874656	0.227608
機械類	2.320221	0.339127
輸送機械	2.225396	0.461027

(注) アジア経済研究所「アジア国際産業連関表(2000年)」より作成

○CPIは再びマイナス転化

10月の全国CPI(除く生鮮食品)は前年比0.1%の低下となった。これは、昨年値上げされた傷害保険料とたばこの影響が剥落したことが大きい(第35図)。今後についても、需給ギャップの改善は緩やかなものにとどまっているとみられることから、デフレ脱却は来年度以降になるとみられる。

(第35図) 全国CPI(除く生鮮食品)前年比の推移(項目別寄与度)



(注) 総務庁統計局資料より作成

○日銀は円高に対抗して量的緩和強化か

日銀は10月27日の金融政策決定会合において資産買い入れ基金を5兆円増額して55兆円とする一方、同日発表した展望レポートでは実質成長率見通しを7月時点に比べて下方修正した(11年度: +0.4% → +0.3%、12年度: +2.9% → +2.2%、政策委員見通し、いずれも中央値)。このように景気見通しの悪化に対応して日銀は金融緩和を強化しているわけであるが、欧州では一段の金利引き下げ、米国ではQE3(MBSの購入が中心)が行われる可能性が高いことを前提にすれば、一段の円高進展の余地があり得る。これに対し、日銀

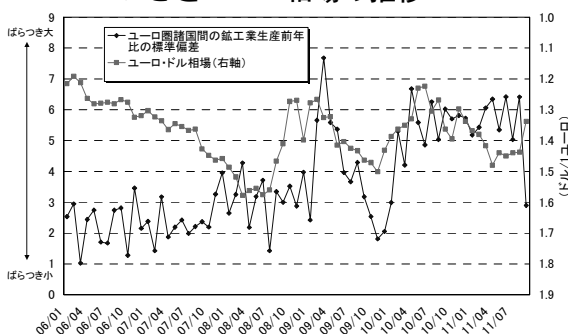
も量的緩和の強化を余儀なくされよう。コールレートの誘導水準は0～0.1%のまま据え置かれると予想する。

### ○燻り続ける円高圧力

為替市場は、欧州の財政不安、アメリカの債務問題及び景気減速懸念などを背景に、日本円が逃避通貨的に買われる展開が続いている。特に、ユーロに関しては、ユーロ圏内の各国間の経済動向の乖離が大きくなる局面で下落圧力がかかる傾向があるように見受けられ(第36図)、このことも円高の一因になっているとみられる。

10月31日には1ドル=75円32銭の最高値を更新したことを受け、政府・日銀は円売り介入を実施したものの、その後も円高圧力は燻り続けている。来年4～6月頃までは欧州の金融緩和、米国のQE3(MBSの購入が中心)実施などを背景に、一段の円高進行の可能性があるが、来年7～9月以降は日銀の量的金融緩和強化を前提に、円高に歯止めがかかると見込まれる。(12月5日記)

(第36図) ユーロ圏諸国間の景気動向のばらつきとユーロ相場の推移



(注) データストリームのデータより作成

(第6表) 経済見通し主要指標

	(前年比、%)		
	10年度	11年度(予)	12年度(予)
実質GDP	2.4	0.4	2.1
個人消費	1.0	0.2	0.9
住宅投資	-0.2	6.9	10.0
設備投資	4.2	0.9	3.4
政府消費	2.3	2.3	2.0
公共投資	-9.8	-1.2	8.6
輸出	17.1	-0.3	4.3
輸入	10.9	5.0	4.7
CPI(コア)	-0.9	-0.1	-0.1
アメリカ実質GDP	3.0	1.8	2.2
ユーロ圏実質GDP	1.7	1.7	0.5

(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