

2011年の金融・経済展望（要旨）

J.P.モルガン証券 経済調査部長

マネジングディレクター チーフエコノミスト 菅野 雅明 氏



1. 世界経済の推移

思い起こしますと、2008年9月にリーマンブラザーズの破綻、いわゆるリーマンショックが起こり、その後、日本経済は戦後最も深刻な景気の谷を経験しました。世界的に需給ギャップは大きく、失業率が高い状況でしたが、景気後退は2009年半ばには終わり、2010年初には「いよいよ本格的な景気回復が始まる」という期待が高まり、ようやく先に少しずつ明るさが見えてきました。2010年4月まではまさに株価も順調に回復してきたわけですが、日本のゴールデンウィーク中にヨーロッパからギリシャの財政状態悪化に関するニュースが入ってきました。国の財政がおかしくなると緊縮財政を余儀なくされ、企業も資金調達が困難化するので、ギリシャ経済は急速に悪化しました。また最近ではアイルランドの財政も悪化、同国の国債利回りは急上昇しています。さらにはポルトガルやスペイン国債の信認についても一部で疑問視されるに至っています。ちょうど立ち直り始めていた世界経済ですが、5月以降はヨーロッパ発の財政ショックから世界経済の様相が一変しま

した。場合によっては2番底にいくのではないかと不安もあったために株価も再度調整を余儀なくされてしまいました。

不安心理が世界的に広がり、需要が後退、製品が売れなくなったために、製造業の在庫調整が世界的に広まりました。こうした状況に対処するために、アメリカでは、もう一段金融緩和をしなければいけないという状況に追い込まれました。アメリカも短期金利はほとんどゼロで長期金利もかなり下がってきているわけですが、さらに長期金利を下げ、人々の期待インフレ率を上げたいということで、アメリカの中央銀行であるFRBが国債を大量に買いますという宣言を夏場に発表しました。これを受け、ドルの長期金利が低下した結果、アメリカから資金が大量に流れ出まして、ドルがほとんどの通貨に対し下落し、対円でも一時は80円割れぎりぎりのところまで急激なドル安円高が進みました。円高は輸出企業の収益を直撃しますので、輸出依存度の高い日本経済には打撃です。日本人のセンチメントが急速に冷えていきました。

先進国にとって年後半は非常に厳しい局面でありました。2番底になるのは何とか防げましたが、企業・消費者心理はまだ十分に回復していないのが現状です。

新興国の状況を見てみますと、中国経済はむしろ夏場にいち早く大底を脱しました。新興国経済はリーマンショックの傷が浅かったこともあり、むしろ、過熱気味の状態になり、金融引締めが始まりました。年後半の世界経済の特徴の一つは、先進国経済がまだ低迷している中で新興国の経済はいち早く回復に転じたということです。

2. 2011年の金融・経済展望

(1) 概要

私どもの2011年の経済予測では、世界経済は今がちょうど踊り場の大底でこれから明るさが徐々に増してくると思っています。出遅れていた先進国の経済もようやく上向き始めるというのが2011年だろうと思います。振り返ってみると、2010年はギリシャショックがあったために景気の踊り場が9か月続きました。その踊り場に終止符を打ち、再び回復過程が始まるのが2011年の経済の姿かと思えます。

では、ギリシャショックの前に戻るかという、むしろおまけが付いているわけです。今回はアメリカが量的緩和の第2弾や減税措置の延長により、政策面からの景気刺激がさらに強まっています。実際、FRBのバーナンキ議長は景気下振れリスクがあれば、さらに金融緩和するというようなメッセージまで出しているわけです。そうすると各種の金融資産、例えば株価にしても下方リスクというのは小さいだろうと投資家の多くが思い始めてきましたので、今まで預金のような安全資産に資金を置いていたのをもっとリスクの多い資産、株や商品、例えば金や原油などに少しずつ移していこうかという機運が世界の投資家の間で高まってきています。ご存知のように、例えば原油価格は1バーレル90ドルを突破、金も年初以来最高値、1オンス1,400ドルを一時更新しています。このように、今の時点で2011年の経済を語るとすると、景気、資産価格の両面で明るい展望を持っています。

21世紀型の回復というのは、むしろエマージング諸国の国内需要、国内の消費とか設備

投資が先に回復し、日米欧という先進国の経済は、新興国の経済に遅れて回復するものになってきたと思っております。

(2) アメリカ

①雇用

アメリカの経済指標の中には明るいものが増えてまいりましたが、雇用はまだなかなか回復していません。雇用者数はようやく増えてきていますが、最近の1か月では10万人ぐらいしか増えていない。やはり、毎月20万人ぐらいは増えてこないとアメリカで雇用が回復してきたという実感をアメリカの人々は持てないでしょう。失業率は11月に9.8%という歴史的に極めて高い水準になりました。一方、就業者と失業者（職探しをしている人）の合計と生産年齢人口（15歳～64歳の人口）の比率を示す労働参加率が歴史的な低さに急低下しています。過去の平均66.5%に対し、現在は64.5%です。両者の差である2%の人々とは、雇用環境が悪すぎ仕事を探す気が失せている人々です。こうした人々を失業者の中に含めると失業率の実勢は今の9.8%にさらに2～3%程度上乗せした12%ぐらいというのが現実の姿です。

今後少しずつ経済が上向いてくると、雇用者数も増えてきます。失業者というグループの中から職が見つかって出ていく人がいます。同時に職探いを諦めていた人々が求職活動を開始し、統計上は失業者の分類に入ってきます。そうすると景気は多少よくなっても失業率は下がらないでしょう。

②住宅

住宅市場にもリーマンショックの後遺症が残っていて、アメリカで中古住宅の在庫水準

は高いままで推移しています。アメリカの中古住宅のマーケットは極めて大きく、通常ですと年間に500～600万件ぐらゐの売買があります。新築は100万件前後ですが、足元では50万件以下に落ちてゐます。中古住宅の在庫が高水準とすることは、街中に「売り家」という看板が多く目に付く、という状況です。当面は、住宅価格も家賃も上がらないでしょう。賃金も家賃も上がらないとアメリカのデイスインフレは当分続くとゐます。

③小売

小売売上は、ギリシャショックの後一旦下落しましたが、足元ではまた戻ってきてゐます。米国では株価が上昇していることもあり、消費者センチメントは緩やかに回復してゐり、クリスマス商戦は回復基調にあるようです。

④財政

2009年は、ちょうどリーマンショックの後でしたので、財政も大盤振る舞いして減税をしたり、補助金を出したりして、財政赤字は急拡大しました。2010年は、一旦は財政再建を目指しましたが、オバマ大統領は年末に打ち切られる予定だったブッシュ減税の延長と追加減税を12月初に発表しました。これは、2011年前半の経済を押し上げる一方、財政赤字をさらに拡大することになります。

(3) EU諸国

財政赤字が拡大しているギリシャ、アイルランドなどの国債の金利が急上昇してゐます。財政赤字拡大に伴う国家の信認の低下は、ギリシャ、アイルランドに止まらず、EUのなかで飛び火するリスクが高まっています。ギリシャやアイルランド経済の疲弊度が高まっていますので、最終的にはヨーロッパ内での所



得移転、すなわち借金の棒引きがないと解決にはならないとゐます。一方、欧州では財政危機の再発を回避すべく、欧州版IMFのような構想もありますが、実現までの道のりは遠いようです。当面は、ECB（欧州中央銀行）が資金を供給し、何とか危機が顕現化するのを防いでゐますが、一部欧州諸国の財政問題はかなり根の深い構造問題で、今後も引き続き市場の不安定要因になりうるという点は頭の片隅に置いておいていただきたいとゐます。

(4) 中国

①景気回復と引き締め

中国経済は、2010年4～6月期が底で、7～9月期から回復が始まっています。2009年のリーマンショック後の世界不況時には中国も輸出が急減したため、公共事業中心に4兆元（約54兆円）という大型景気対策を打ちました。ただし、資金面では、政府が調達するのは半分で、あとは地方公共団体が地元の銀行からお金を借りなさいというものでした。この結果、銀行貸出とマネーサプライが急増しましたので、今度はインフレや資産バブル

のリスクが高まりました。中国政府は、2009年の後半から少しブレーキを踏んで、銀行貸し出しの抑制を開始しましたが、足下の伸び率は2割弱とまだ高い伸びが続いています。景気が過熱していた2007年、2008年当時の伸び率を上回っていますので、なかなか引き締め効果が出てこないところが問題です。

②中国の物価動向

食料品のインフレ率は足元で10%まで上昇し、食料品インフレが進行中です。食料品が買えなくなるというのは、深刻な社会問題です。食料品の価格と中国の治安、社会情勢というのは密接に関係していますので、中国政府もようやく本気になって金融の引き締めを開始したところでは。

③中国の金融・為替政策

私どもは2011年に中国では政策金利を3回引き上げると予測しています。一方、人民元の対ドルレートは年間5%ぐらいの極めて緩やかな切り上げにとどめ2011年末の対ドルレートの予測は6.3元と考えています。ただ果たしてインフレをうまく抑えて中国経済を安定した経済成長に回復させることができるかどうか、そこのところは心配しています。ドル資金を人民元にシフトすると為替差益が得られるとの思惑が市場では支配的なため、資本規制はまだありますが、中国に短期資金が急速な勢いで流入するリスクがあります。中国に外貨が流入すると、為替レートをコントロールするために中国当局は外貨を買わざるを得ない。外貨を買うということは人民元を放出しているわけですから、金融を引き締めてもマネーの増加抑制が困難になる。これがインフレや資産インフレの原因の一つになります。インフレになると中国人民銀行はイン

フレを抑制すべくさらに政策金利を上げるでしょう。人民元の金利を上げると内外金利差が拡大してさらに外貨が流入するというジレンマに中国政府は今直面しています。ではどうすればいいかと言えば、やはり人民元を切り上げ、外貨の流入を抑制するしかないのです。

(5) 日本

①2011年の経済見通し

日本の7～9月期のGDPは、年率4.5%という高い伸びでした。これは、輸出が減速する中で、エコポイントによる耐久消費財の購入が増加したことによるもので、強い需要が薄型テレビ等に集中したほか、自動車についてもエコカー補助金終了前の駆け込み需要があまりました。しかし、自動車はすでに反動減が大きく出ています。2010年10～12月期はマイナス成長となる可能性が高く、2011年前半もエコポイント打ち切りの影響などから低成長でしようが、年後半にかけて成長率は徐々に高まるでしょう。

②個人消費

消費もそれなりには戻ってきています。消費の内訳をみると、数量（実質）ベースでは、先ほども申し上げましたように、耐久財が急増し消費全体を牽引していますが、金額（名目）ベースで見ると、耐久財消費はさほど増えていません。これは何を意味しているかというと、薄型テレビを購入するための予算はそんなに増えていないものの、以前に比べ、同じ予算でももっと大型のテレビが買えるようになったということです。

一方、リーマンショック後は非耐久財及びサービス消費が大きく落ち込みました。特に



外食産業などは家計が生活防衛をしようとすると一番手軽に予算を切り詰める対象とされました。

日本で消費が盛り上がっていないということを良く耳にしますが、お金がなくて消費しないのではないのです。預金を取り崩せば、あるいは貯蓄を減らせば、消費はまだ増えます。消費が増えれば、お金が回りだし、企業も元気になります。しかしサラリーマンは老後の生活が不安だ、年金生活者の方も今後どうなるかわからないから、なかなか消費は増やせないと考える方が日本には多くおられます。ですから、政府が、もっと中長期的に見て国民の生活を安定できるように、すなわち、人々が老後の不安をそれほど持たずに今後10年、20年大丈夫だという気持ちを持てるようになれば、消費も増えてきます。消費が増えれば日本経済も好循環に入ってくるのが期待できます。

③政府消費

あまり注目されていませんが、GDPの20%は政府消費と呼ばれるもので、民間設備投資と公共事業の合計を上回り、最近高い伸びを示しています。その中の3分1は公務員の人

件費ですが、3分の1は医療保険支出です。医療保険支出は、30数兆円、GDPの7～8%になります。そして、忘れてならないのは、名目（金額）、実質（数量）ベース共に増えてきているということです。今後は、いかに福祉医療部分を経済全体の成長につなげていくかが課題です。規制緩和と民間の参入拡大が必要です。

④企業の財務バランスと設備投資

企業のキャッシュフローは、税引き後利益に減価償却を加えたものです。これは企業の現金収支とも言われています。リーマンショック後の企業収益の大幅悪化に伴い、キャッシュフローが大きく落ち込んだ後、足元ではかなり戻ってきていますが、まだピークには達していません。

一方、設備投資の方はようやく底は打ちましたが、まだまだ水準的には以前に比べかなり低い状態です。とくに、設備投資が減価償却を下回った水準で推移している、というのはかなりショッキングなことです。このことは簿価ベースの資本ストックが減少していることを意味します。資本ストックが減少すると経済の成長率は大きく低下してしまいます。

キャッシュフローから設備投資を引いたものが、フリーキャッシュフローといって、企業が設備投資をした後に自由に使えるお金ですが、企業があまり設備投資をしたがらないためにフリーキャッシュフロー、すなわち手元の現金自体は歴史的な高水準にあります。すなわち、企業は、家計同様、手元資金を潤沢に保有していても使おうとしないという状況が続いています。家計、企業もお金があるのに使わないという点が、日本のデフレ問題を考える上で重要な点です。

もっとも、企業も手元にキャッシュが増えてきたので、これ以上キャッシュを増やす必要はないと思いますので、これから徐々に設備投資にも回ってくると思いますが、国内の市場の将来性について政府がしっかりとした指針を示さないとますます設備投資は海外に逃げるでしょう。すると、国内の雇用は増えないという悪循環に入るリスクも同時にあるかと思います。

3. 日本経済発展のための施策と展望

(1) 経済発展の鍵

鍵の一つはアジアです。アジアの需要をいかに国として、地域として取り込むか、企業として取り込むかです。

もう一つは、日本が今非常に厳しい状態にあり、これからも高齢化でさらに状況は非常に厳しくなりますので、経済のリソースをいかに集中するか、ということです。ひとつは今関西で始まっている広域地域連合のようなものです。もう都道府県でやっていたのでは埒が明かない、力が分散してしまうので、一種の地域連合的な発想で地方経済を見つめ直すことが必要だと思います。

(2) 将来の利益を生む公共投資の必要性

首都圏の公共投資は増やすべきだと思います。利益を生む公共投資は首都圏にはまだかなりあるはずなので、政府も頭を柔軟にして、公共投資がいいか悪いかという議論ではなくて、利益を生む将来のためになる投資かどうかという観点から考えていただきたいと思います。外環道の建設は地元経済だけでなく、首都圏の物流改善に大きく貢献しています。

そういう意味で、私自身は、このさいたま市を含む首都圏の経済圏というのは非常に国際的に見ても有望で、公共投資をさらに増やすことが適当な地域だと思っています。

(3) イノベーション

日本経済の成長のためには、民間がリスクを取って、新しいイノベーションを起こしていくことが重要です。新興国はものすごい勢いで先進国を追い上げていますが、その追いかけてくるピードに十分耐えられるぐらい日本もどんどん新しいものをイノベーションで作り出していかなければなりません。リスクをとって、新しいイノベーションを起こし、最終的にはそれが利益につながるような成功パターンをどんどんつくっていき、それを政府が支援するような体制にしていけないと私は思っています。ですから、皆様方に置かれてもぜひチャレンジ精神を失わずにいて頂きたいと思います。

向こう10年が勝負だと思います。団塊の世代が80歳になる20年ぐらい後には、社会保障費は本当に大変なコストになってきます。それまでの今後5年、10年というのは特に重要な時期で、まだ団塊の世代が60歳代の間は、けっこう消費パワーがあるはずですから、その力を利用して何とか日本の経済が立ち直ってくれたらと思っています。

ご静聴ありがとうございました。

(文責：ぶぎん地域経済研究所)

日時：2010年12月8日(水)15時～17時

於：武蔵野銀行本店3階ホール