



2011年世界経済・産業・市況見通し

2010年12月24日



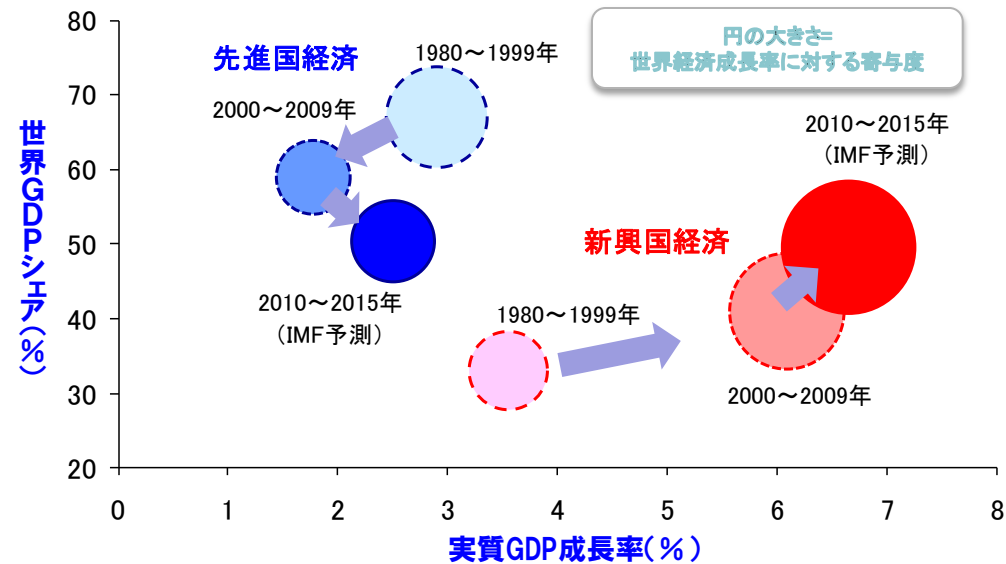
 **Marubeni**
CORPORATION

丸紅経済研究所

1. 2011年見通し：政策効果の剥落、新興国の「正常化」で減速

	構成比	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	(2009年)	実績	実績	実績	実績見込み	予測	予測
世界	100.0	5.3	2.8	-0.7	4.8	4.3	4.3
先進国	53.8	2.7	0.2	-3.3	2.8	2.2	2.4
米国	20.4	1.9	0.0	-2.6	2.8	2.7	2.5
EU27	21.2	3.2	0.8	-4.1	1.8	1.7	1.6
日本	6.0	2.4	-1.2	-6.3	3.5	1.3	1.4
NIEs	3.8	5.8	1.8	-0.9	7.8	4.5	4.4
新興国	46.2	8.7	6.0	2.5	7.0	6.4	6.5
アフリカ	2.4	7.0	5.5	2.6	5.0	5.5	5.7
中東欧	3.5	5.5	3.0	-3.6	3.7	3.1	3.8
ロシア	3.0	8.5	5.2	-7.9	4.0	4.3	4.4
中国	12.6	14.2	9.6	9.1	10.2	9.5	9.5
インド	5.1	9.9	6.4	5.7	9.7	8.4	8.0
ASEAN5	3.5	6.3	4.7	1.7	6.6	5.4	5.6
中東	4.9	6.0	5.0	2.0	4.1	5.1	4.8
中南米	8.5	5.7	4.3	-1.7	5.7	4.0	4.2

(資料) 経済研究所、IMF、各国統計（日本、EU27は過年度改訂を反映）



➤ 2010年の世界経済成長率は、政策効果で当初想定を上回る5%近くに

世界経済は、各国の経済対策の継続による年前半の比較的急ピッチの回復や、中国を始めとする新興国の堅調な需要等に支えられ、5%近い成長を達成する見通し。特に先進国では、わずかな景気の下振れ要因にも追加的な対策（量的緩和、信用緩和など）を講じるなど、景気のパラダイム維持を重視する姿勢が目立った。

➤ 2011年の成長率は各種政策効果の剥落でやや減速

2011年は、先進国のみならず新興国においても財政面での政策効果剥落が見込まれ、成長率は4%前半へ鈍化する見通し。景気のおおまかな流れとして、年前半は減速感が残るが、後半には持ち直す。金融政策では先進国が緩和的なスタンスを維持するものの、新興国では過熱した景気を冷ますため正常化を進めると見られ、これまでの新興国の高成長に変化をもたらす一つの要因になり得る。ただし、これまでの各国政府の行動から判断すると、ダウンスайд・リスクの予兆に対しては強い姿勢で予防策を講じると見られ、短期的に見れば「失速」につながる可能性は低いと予想される。

➤ 成長のドライバーたる新興国に想定される変化

すでに新興国の経済規模は世界経済の5割近くに達しており、潜在的な成長性にも変化なし。一方で、経済的なプレゼンスの向上に伴い、従来の経済運営に何らかの修正を強いられる可能性あり。一部の国に対する為替制度柔軟化への圧力（通貨の国際化、資本移動の自由化）や労働争議を通じた賃上げ圧力の増大（労働分配率の引き上げ）などは、そうした流れを反映したものと言え、これらの動きが活発化すると新興国のファンダメンタルズに一定の影響を与える可能性がある。

2-1. 米国：雇用改善の継続が自律的成長の鍵

■ 自律的成長の鍵を握る個人消費

- ✓ 2011年を見通すに当たっては、2010年に引き続き、雇用がどこまで回復するか、家計のバランスシート調整がどこまで進むかが重要。

■ 雇用：弱い回復ペース。正常化には程遠い状況。

- ✓ 雇用者数の減少が始まった08年1月から減少が一服した09年10月までの間、失われた雇用は累計で830万人。その後、現在に至るまでの雇用者数の増加は90万人に止まり、依然として740万人（労働力人口の約5%）の雇用が失われたまま。
- ✓ 10年11月の失業率は9.8%。9%台の失業率は19カ月連続となり、1982年～83年の過去最長記録に並んだ。失業率が高止まりしているのは、循環的要因のほかに需給のミスマッチ（雇用者側の求めるスキルと求職者側が備えるスキルが合わない等）に起因した構造的な要因との見方もあり、この場合、高失業の長期化は必至。
- ✓ 11年も雇用が急回復する材料には乏しいが、企業業績の改善などを背景に、緩慢ながらも雇用の増加傾向は維持されるものと予想する。

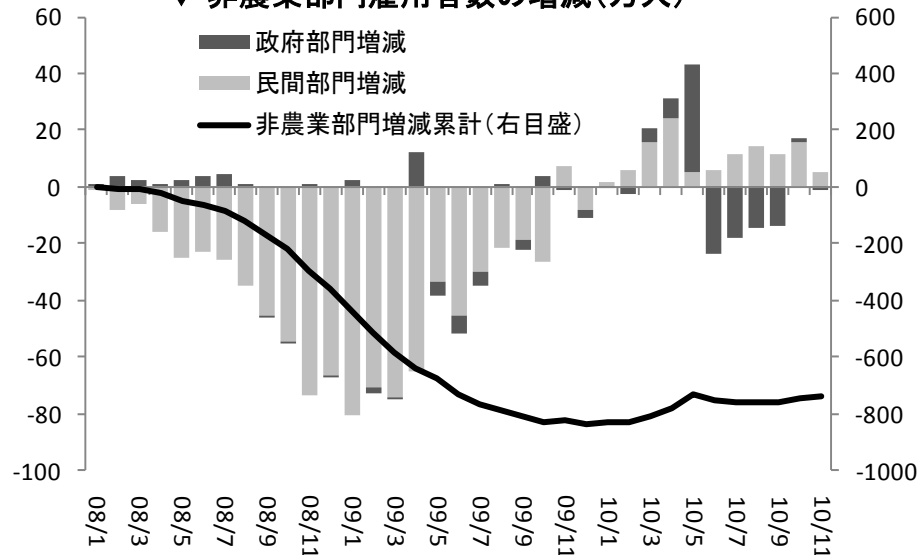
■ 家計のバランスシート調整：当面は続く見込み

- ✓ 債務残高と可処分所得の比率で見れば、家計部門のバランスシート調整は着実に進展。同比率は足もとで05年初めの水準まで低下しているが、同時期には債務拡大による過剰消費が問題視されていたことを考えると、家計が安定的に消費行動を継続できる程度までバランスシートが改善したとは言えない状況。
- ✓ 仮に同比率が、上昇の始まる1998年頃の水準を目指すなら、調整は相当長引く可能性がある。また、ここまでの比率の低下は、債務削減よりも所得増加の寄与が大きい。従って、家計バランスシートの改善は、所得環境の悪化（所得の減少）によって容易に変化する可能性がある。経済危機以降の所得増加には政府からの移転の要素（減税など）が大きいことにも留意する必要がある。

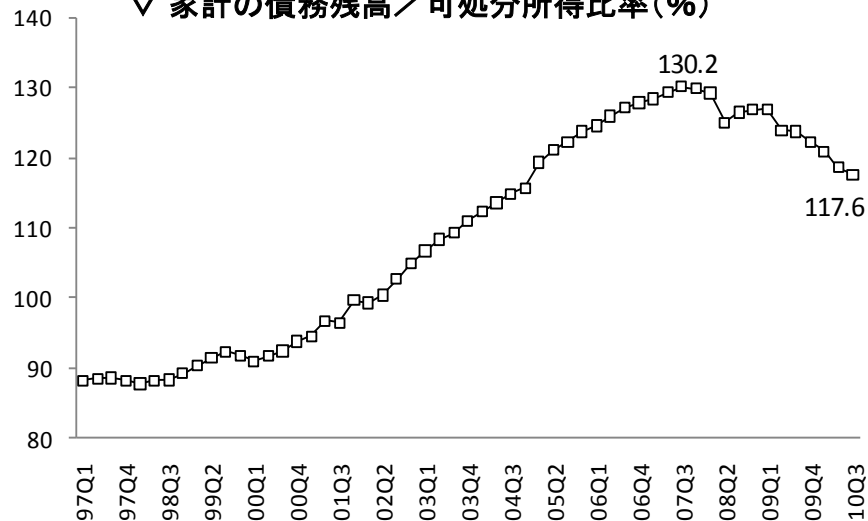
■ ブッシュ減税の延長と新規減税案が所得環境を下支え

- ✓ 2011年は、米国再生・再投資法（7,870億ドル）に基づく景気刺激策の効果剥落が鮮明になる。
- ✓ オバマ政権はブッシュ政権以降の所得税減税の延長と、追加の減税措置（失業給付延長や給与税減税、投資減税など）の導入に合意した。給与税減税と失業給付延長は合計で1,700億ドルに達する見通しで、一部の税額控除廃止等の影響を除いても消費を押し上げる見込み。ただし、財政には新たな負荷。

▽ 非農業部門雇用者数の増減（万人）



▽ 家計の債務残高／可処分所得比率(%)



資料：米労働省、米商務省、FRB

2-2. EU: 歪みを抱えながらも中核国主導の成長

▽ ユーロ圏の実質GDP成長率

IMF予測

国・地域	世界 シェア	'07	'08	'09	'10	'11	'12
EU	21.2	3.2	0.8	-4.1	1.7	1.7	2.1
ユーロ圏	15.1	2.9	0.5	-4.1	1.7	1.5	1.8
ドイツ	4.0	2.7	1.0	-4.7	3.3	2.0	2.0
フランス	3.0	2.3	0.1	-2.5	1.6	1.6	1.8
イタリア	2.5	1.5	-1.3	-5.0	1.0	1.0	1.4
スペイン	1.9	3.6	0.9	-3.7	-0.3	0.7	1.8
オランダ	0.9	3.9	1.9	-3.9	1.8	1.7	1.7
ベルギー	0.5	2.8	0.8	-2.7	1.6	1.7	1.7
ギリシャ	0.5	4.5	2.0	-2.0	-4.0	-2.6	1.1
オーストリア	0.5	3.7	2.2	-3.9	1.6	1.6	1.8
ポルトガル	0.3	2.4	-0.0	-2.6	1.1	-0.1	0.6
フィンランド	0.3	5.3	0.9	-8.0	2.4	2.0	1.9
アイルランド	0.3	5.6	-3.5	-7.6	-0.3	2.3	2.4
スロバキア	0.2	10.6	6.2	-4.7	4.1	4.3	4.4
スロベニア	0.1	6.8	3.5	-7.8	0.8	2.4	3.0
ルクセンブルク	0.1	6.5	0.0	-4.1	3.0	3.1	3.0
キプロス	0.0	5.1	3.6	-1.7	0.4	1.8	2.5
マルタ	0.0	3.7	2.6	-2.1	1.7	1.7	2.0

(注) シャドーはユーロ圏の潜在成長率(欧州委員会推計値)を下回る箇所

(資料) 欧州委員会、IMF

▽ 欧州の金融支援策(2013年まで)

①ギリシャ支援策

⇒ ユーロ圏とIMFが合計**1,100億ユーロ**をギリシャ向けに貸付。期間は3年。

②欧州金融安定化メカニズム(EFSM)

⇒ EUが加盟国に対して最大**600億ユーロ**を融資する支援策。

③欧州金融安定ファシリティ(EFSF)

⇒ ユーロ圏が加盟国に対して最大**4,400億ユーロ**を融資する支援策。

④IMFによる支援

⇒ 最大で、②、③のユーロ圏負担額の半分相当額を拠出(**2,500億ユーロ**)。

ギリシャ€1,100億+欧州€7,500億
= 総額€8,600億

▽ 2013年以降の金融支援策

民間負担の有無を巡り議論が難航

⇒ 2013年以降の金融支援の枠組みが議論される中で、**ドイツやフランスは、2013年以降は民間投資家に一部負担をさせるよう主張**。投資家の不信を誘い、長期金利の上昇等、**金融市場の混乱を助長**する結果に。

⇒ スペインやイタリア等の大国への支援が必要になった場合、既存の支援策では不足する可能性があるが、そうした事態に備えた**現行支援策の増額を巡っても、議論が難航**。

■ 中核国が回復を主導

- もともと先進国の中でも回復が遅れていた欧州にあって、PIIGS諸国は財政再建を優先せざるを得ない状況にある。このため、先行きの成長率見通しを見ても、**PIIGS諸国はユーロ圏の潜在成長率(1%程度)を下回る国が多い**。
- 一方で、**欧州の中核国、とりわけドイツが堅調な回復を続けている**。また、PIIGS諸国の中では最も経済規模の大きいイタリアが、比較的高めの成長を続ける見込みとなっている。これを背景に、ユーロ圏(およびEU)は、歪みを抱えながらも緩やかな成長が続く見通し。

■ 金融市場の混乱は終息せず

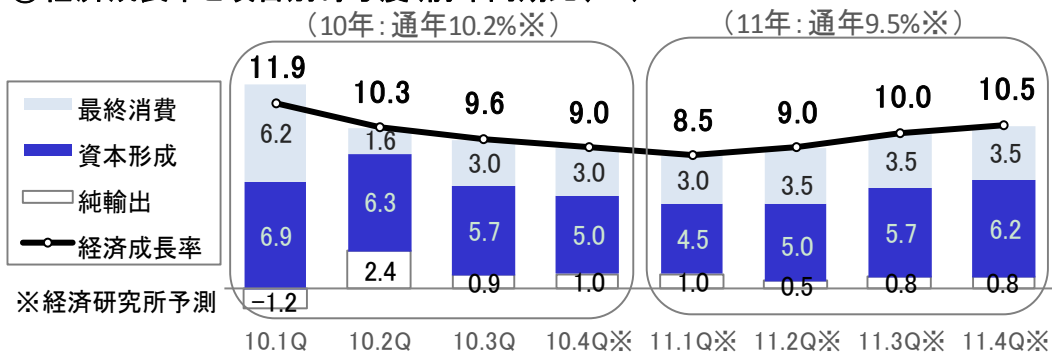
- PIIGS諸国をはじめ、欧州の主要各国は景気刺激策よりも財政再建を優先させている。2010年5月には、ギリシャ支援策や欧州全体の金融支援に向け、IMFと合同で総額8,600億ユーロの金融支援パッケージが策定された。
- こうした動きを受けて、2010年前半に見られたPIIGS諸国の長期金利上昇等の金融市場の混乱は一時小康状態になったが、アイルランドの財政問題等を受けて再び混乱に陥った。

■ 2013年以降の金融支援策の動向を注視

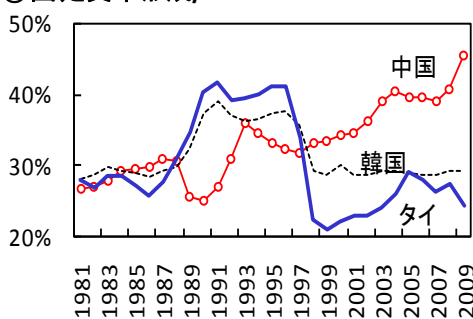
- アイルランドでは、銀行支援が不可避となり、ギリシャに続いて金融支援を余儀なくされた。市場では、**他のPIIGS諸国、とりわけ大国のスペインへの拡大が懸念されている**。
- さらに、2013年以降の金融支援の枠組みの中で、**ドイツやフランスが一部民間投資家に負担を負わせる意向を示していることが投資家に嫌気され、混乱を助長**している。

2-3. 中国：経済成長の「健全性」を重視、インフレ抑制を優先課題に

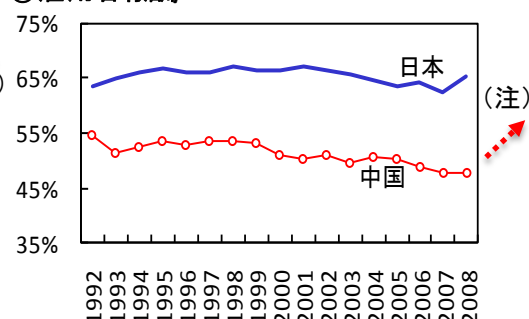
① 経済成長率と項目別寄与度(前年同期比、%)



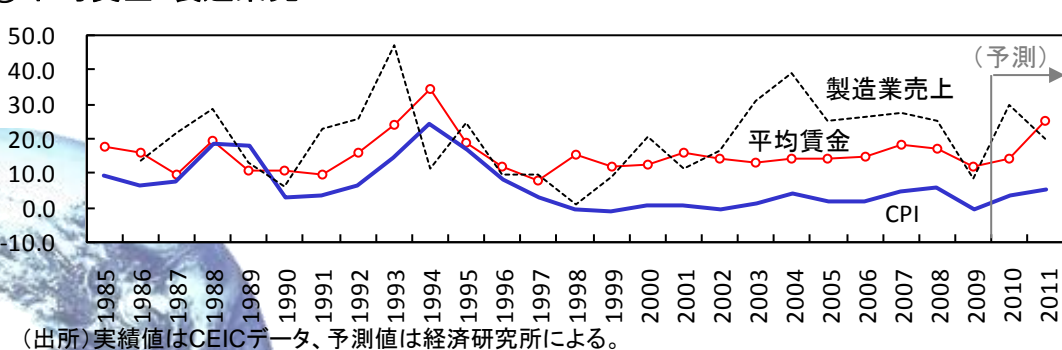
② 固定資本形成/GDP



③ 雇用者報酬/GDP



④ 平均賃金・製造業売上・CPI



2011年経済見通し：「健全性」を重視し、9.5%成長に鈍化

【概観】2011年の経済成長率は9.5%に鈍化する見通し。12次5カ年規画における「富民」や「内需重視」の方針転換の影響を受け、消費は堅調に推移するが、4兆元景気刺激策効果の剥落や引き締め策の強化などにより、投資の伸びは減速すると予想される。外需の寄与は前年並みと想定。

【12次5カ年規画】10月に採択された同規画では、「強国」から「富民」へと重点政策のシフトが明示されており、労働分配率の向上などを通じ、「投資主導型」から「消費主導型」の成長へと転換が進む見込み。

【中央経済工作会议】来年の経済政策について、経済成長の「健全性」を重視し、インフレ抑制を優先課題に位置づけた(12/10-12北京)。

政策目標：「安定した比較的高い経済成長の維持」から「安定した健全な経済成長の維持」に微調整するとともに、政策の優先順位において「全体的な物価水準の安定化をより重要な位置づけ」とした。

財政政策：「積極的な財政政策」が継続。財政支出構成の最適化、一般歳出の圧縮を図る。地方政府債務管理を強化し、第12次5カ年規画の下での無秩序な財政拡張や、プロジェクトの乱立を禁止する。

金融政策：「適度に緩和的」から「穏健」に変更。流動性総量を管理し、実体経済、特に三農関係と中小企業により多くの資金を投入。人民元相場について、「合理的な均衡水準で安定した状態を維持する」方針。

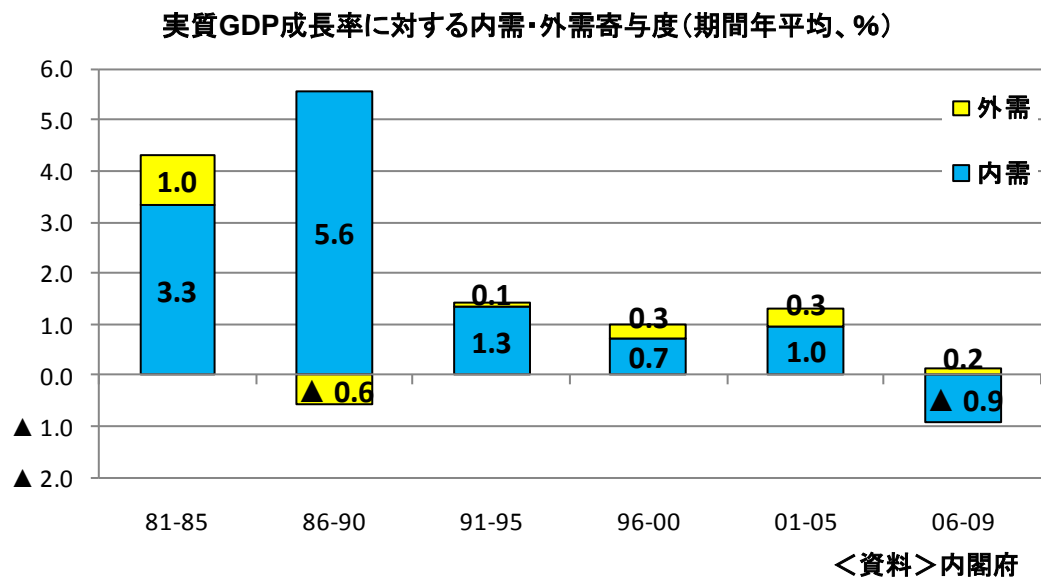
リスク要因：インフレ進行、輸出・投資の想定以上の落ち込み

インフレ：労働への分配を引き上げる過程で、労働からの要求が激化すると、想定以上の賃金上昇圧力につながる可能性も。価格転嫁や所得上昇などのパスを通じ需給両面から物価上昇を加速させることも考えられる。2011年のインフレ目標は4%に引き上げられる見込み。

外需：引き締め方向に転換した金融政策と為替政策の間に歪みが生じれば、人民元切り上げを速めることを余儀なくされる可能性も。また、資源、食料などの過度な輸出制限が新たな通商問題を引き起こすことも。

投資：不動産投機への規制や地方政府の債務負担規制が不動産投資・インフラ投資を想定以上に冷やす可能性がある。

2-4.日本:政策依存からの脱却と内需拡大が必要



日本貿易会:貿易収支・経常収支見通し(単位:10億円)

			2009年度実績		2010年度見込み		2011年度見通し	
			金額	前年比(差)	金額	前年比(差)	金額	前年比(差)
通関貿易収支	通関貿易収支		5,232	5,997	6,341	1,109	8,462	2,121
	輸出	総額	59,013	-17.1%	67,598	14.5%	70,333	4.0%
		数量要因	—	-9.9%	—	16.0%	—	4.0%
		価格要因	—	-7.0%	—	-1.5%	—	0.0%
	輸入	総額	53,781	-25.2%	61,257	13.9%	61,871	1.0%
		数量要因	—	-7.3%	—	11.2%	—	0.5%
		価格要因	—	-18.5%	—	2.7%	—	0.6%
経常収支	経常収支		15,782	3,446	16,697	915	19,232	2,535
		貿易・サービス収支	4,781	5,669	6,338	1,557	8,049	1,711
		所得収支	12,076	-2,477	11,586	-490	12,393	807
		経常移転収支	-1,076	254	-1,227	-152	-1,210	17

■政策効果剥落で顕在化する内需の弱さ

- 2010年の日本経済は耐久消費財購入に対する補助金などの政策効果、好調な新興国市場への輸出が牽引し比較的高い伸びに。しかし、11年は政策効果剥落に加え、新興国経済の減速が見込まれる。
- 国内景気が停滞する局面では、外需(輸出-輸入)に対する依存度は自ずと高まるが、一定期間で平均すると外需の経済成長に対する寄与度は意外と小さい。一方で、内需の経済成長に対する寄与度も低下傾向に。海外経済の活力を取り込みながらも、それを国内需要の拡大に結びつけることが重要になる。
- 日本貿易会の貿易見通しによると、2011年(度)の輸出の伸びは4%に減速。構造的な要因として、製造業の海外生産の進展に加え、部品などの中間財においても現地調達比率が高まると予想される。
- 現状、経常黒字の6割以上は、所得収支黒字(金利・配当の受払)で稼いでいることには留意。

■課題は経済連携の推進と将来不安の払拭

- 【経済連携の推進】
- TPPを含むFTA・EPAの早期締結は輸出を中心とした「対外戦略」ばかりでなく、規制緩和を通じた「内なる国際化」(海外のヒト・モノ・カネの流入)の実現にも資する。
- 【将来不安の払拭】
- 税・社会保障制度の抜本的な見直し等を通じ、国民の将来不安を払拭、消費性向を高めることが必要。
 - 富の偏在の是正などが検討されるが、根本的には、消費税率の引き上げなしには社会保障制度の維持は困難とみられる。

■ねじれ国会の中で高まる不安定感

- 社民党との連立or閣外協力(衆院で2/3以上確保)、公明党との連立or閣外協力(衆参両院で過半数確保)、11年度予算成立など重要な局面を迎える段階にて、首相の進退が問われる場面も。

3-1. 2011年の注目点①: 次第に明らかになる政策効果の剥落

OECD加盟国の景気刺激策の規模(対GDP比、%) <資料>IMF

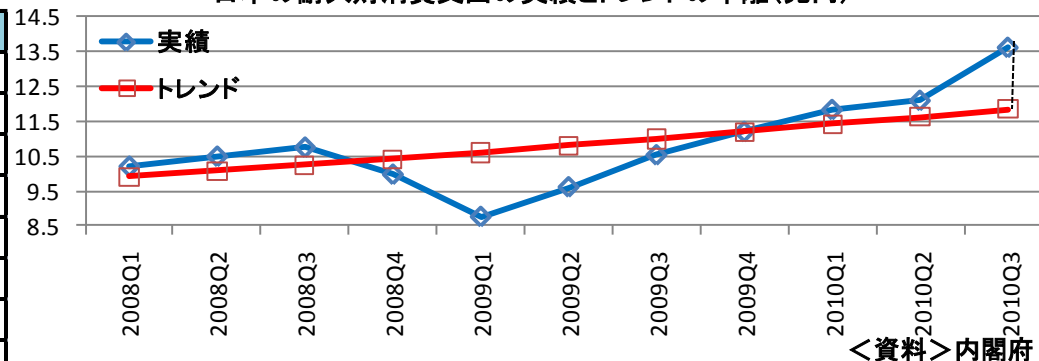
	08	09	10	11
米国	1.1	1.8	2.9	1.7
中国	0.4	3.1	2.7	N.A.
日本	0.3	2.8	2.2	1.0
ドイツ	0.0	1.7	2.2	1.7
フランス	0.0	1.2	1.1	0.6
英国	0.2	1.6	0.0	0.0
イタリア	0.0	0.0	0.0	0.0
ブラジル	0.0	0.7	0.6	0.0
カナダ	0.0	1.8	1.7	0.0
ロシア	0.0	4.5	5.3	4.7
インド	0.6	0.5	0.3	0.0
豪州	0.7	2.7	1.7	1.3
メキシコ	0.0	1.5	1.0	0.0
韓国	1.1	3.6	1.1	0.0
トルコ	0.0	1.2	0.5	0.0
インドネシア	0.0	1.4	0.0	0.2
サウジアラビア	2.4	5.4	4.2	1.6
南アフリカ	1.7	3.0	2.1	0.0
アルゼンチン	0.0	4.7	1.4	N.A.
加重平均	0.5	2.1	2.1	1.1

米国の景気対策(総額7870億ドル)の進捗状況(単位:億ドル、累計)

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
政府支出	86	563	1107	1642	2109	2573	3079
減税	24	353	647	914	1549	2267	2434
合計	110	916	1754	2556	3658	4840	5513
進捗率(%)	1	12	22	32	46	61	70

<資料>大統領経済諮問委員会

日本の耐久財消費支出の実績とトレンドの乖離(兆円)



<資料>内閣府

▶世界の景気刺激策の規模は、09～10年にかけ、GDP比2%程度、11年には1%程度へと縮小する見込み。

<米国>

- ・米再生・再投資法に基づく7,870億ドルの景気対策は、10Q3時点で70%が費消され、11年初にかけ、終了の見込み。
- ・01年及び03年に導入された「ブッシュ減税」は富裕層(年間所得25万ドル以上)向けを含め12年末まで延長。
- ・追加の減税措置(家計向け給与税減税と失業給付延長のみで合計1,700億ドル程度。その他家計向け税額控除、投資減税など)で合意。

<中国>

- ・自動車購入/買い替えに関連する支援(減税・補助金)については、概ね10年末に終了予定。
- ・農村部向け家電購入支援は2012年末に終了予定。

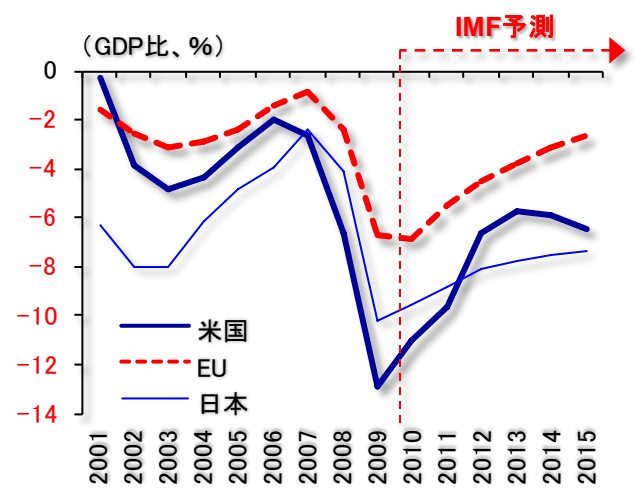
<日本>

- ・10Q3の耐久財消費はエコカー補助金の終了に伴う駆け込み需要を主因にトレンドからGDP比0.5%程度上ぶれ。反動減は避けられない。
- ・エコカー補助金は9月終了、家電エコポイント制度は11年3月まで3カ月延長するも対象製品は縮小。住宅版エコポイント制度は2012-13年度まで。

I 世界経済見通し

3-2. 2011年の注目点②: 新たなインバランス

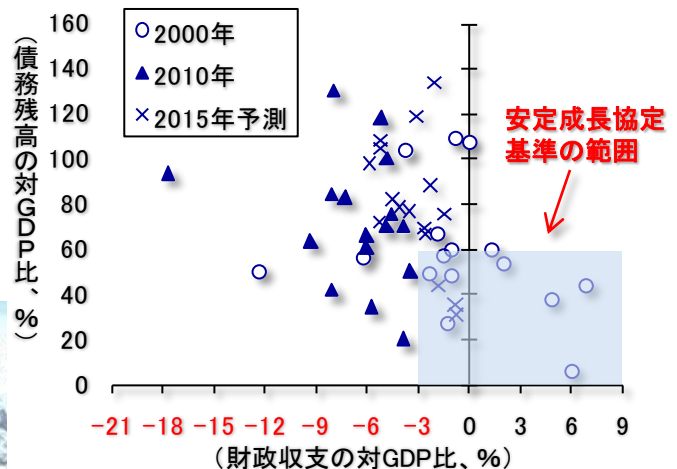
▽ 日米欧の財政収支



▽ 中央銀行の国債保有状況

		(名目GDP比、%)	
		08年8月	10年11月
FRB	総資産	6.4	16.2
	うち国債	3.3	6.2
	うちMBS等	0.0	8.0
ECB	総資産	11.5	15.5
	うちユーロ建国債	0.9	3.6
日銀	総資産	22.0	26.4
	うち国債	13.4	16.0

▽ ユーロ圏の財政状況



▽ ユーロ圏経済の跛行性

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
ドイツ										
フランス										
イタリア										
スペイン										
オランダ										
ベルギー										
ギリシャ										
オーストリア										
ポルトガル										
フィンランド										
アイルランド										
スロバキア										
スロベニア										
ルクセンブルグ										
キプロス										
マルタ										

(注)シャドーは、各国のGDP成長率が2000-10年平均を下回った四半期を示す。太枠内は金融緩和期間を示す。

■ 肥大化する財政赤字

- 世界同時不況以降、主要国は多額の財政支出を伴う景気刺激策を実施。財政赤字は急激に拡大。
- 財政悪化に関わらず、米国を始めとする主要先進国の格付けはほぼ据え置かれており、これが金融システムの秩序を維持しているとも言える。

■ 中央銀行のリスクテイクが進む

- 日米欧の政策金利はゼロないしゼロ近傍まで低下。その後、一段の緩和効果を追求する中で、国債購入(買増し)、リスク資産等の購入を進め、政府の財政赤字や民間のリスクの一部を抱え込む状況に。
- 資産購入の対価として供給された資金は、金融機関の信用創造には大きく寄与せず、内外の金融資産、商品市場、不動産市場等に流入。

■ 露呈したユーロ圏諸国の跛行性

- 欧州で共通通貨ユーロを導入するには、インフレ率等の収斂基準を満たす必要がある。また、加入後は、対GDP比で財政赤字を▲3%以内、債務残高を60%以内に抑制するとの安定成長協定を順守しなければならない。
- リーマン・ショック後は、各国が財政支出を拡大する中、財政赤字の目標が未達となっている。5年後の見通しにおいても、基準を満たす国はほとんどなく、安定成長協定は形骸化している。
- 加盟国の経済はECBによる単一の政策金利の影響下にある。各国の景気にばらつきがあるため、同一水準の金利が引き締めの的にも緩和的のにもなり得る。唯一の調整弁である財政政策の自由度が低下する中、ユーロ制度維持の根幹が揺らいでいる。

3-3. 2011年の注目点③：新興国への資金流入と政策正常化

■ 先進国の金融緩和を背景に新興国への資金流入が拡大

- ✓ 米国、日本など先進国の金融緩和がもたらす余剰資金が、相対的に高いターンが見込める新興国に流入。
- ✓ 国際金融協会（IIF）によると、新興国への民間の資金流入額（ネット）は2010年に8,250億ドルに達する見込み。これは09年（5,814億ドル）から42%の上昇となり、過去最高だった07年に次ぐ水準。IIFは2011年も8,335億ドルと資金流入の拡大が続くと予想。

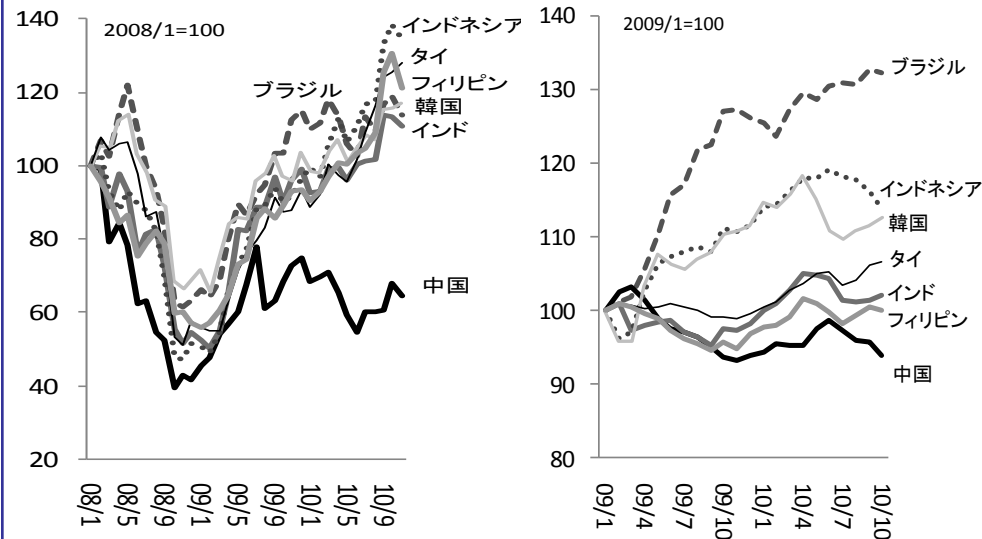
■ 新興国の難しい政策運営

- ✓ 新興国への資金流入により、株・不動産等の資産価格の上昇や自国通貨の増価が進行。例えば、株価では、10年に入り、インドネシア、フィリピンの株価が過去最高を更新するなど、ASEAN諸国で上昇が顕著。また、為替は、ブラジル・レアルが09年初めから30%以上の上昇。物価上昇は現時点では、中国、ベトナムなど一部の国にとどまる。ただし、新興国では、物価が一旦上昇すれば、社会・政治問題につながりやすく、注意が必要。
- ✓ こうした資金流入の動きに対して、多くの新興国はこれまでの金融緩和スタンスを修正し引き締め策を講じる一方で、資本の流入とそれに伴う自国通貨の上昇に対策を講じ始めている。具体的には、①利上げ②預金準備率の引き上げ③為替の増価圧力を抑えるための為替介入④資本規制等が挙げられる。各国ともオーバーキルを避ける形での政策の緩やかな正常化を目指すものと思われるが、世界経済が新興国依存の回復プロセスにある中で、マイナスの影響は軽視できない。
- ✓ また、金融引き締めと自国通貨の上昇抑止（市場介入など）はジレンマを伴う政策であり、将来的な通貨上昇の思惑から一層の投機資金を呼び込む恐れもある。

■ 今後の見通し：資金流入の影響はこれから更に広がる恐れ

- ✓ 現時点での資産価格、物価動向をみると、新興国で極端なバブルが発生しているとは言えないが、先進国の金融緩和は長期化する見込みであり、資金流入の影響はこれから大きくなるとみられる。
- ✓ 新興国経済にとってのリスクは、物価の抑制に失敗、資産バブルの崩壊などで資本移動が逆流するような事態に陥ること。経済に急ブレーキがかかる恐れも。

▽ 新興国の株価、為替（名目実効為替レート）動向



▽ 最近の新興国の資本規制の例

国・地域	導入時期	内容
インドネシア	10年6月	中央銀行発行短期債の1ヶ月以上の保有義務を導入
韓国	10年6月	為替先物取引の持ち高規制を導入
台湾	10年11月	外国人投資家保有資産のうち、公債及び短期金融商品への投資額を30%以内に制限
タイ	10年10月	外国人の国債投資において、利息収入・キャピタルゲインに課税
ブラジル	10年10月	海外投資家による公社債投資にかかる税率を引き上げ

3-4. 2011年の注目点④: なお脆弱な金融システム

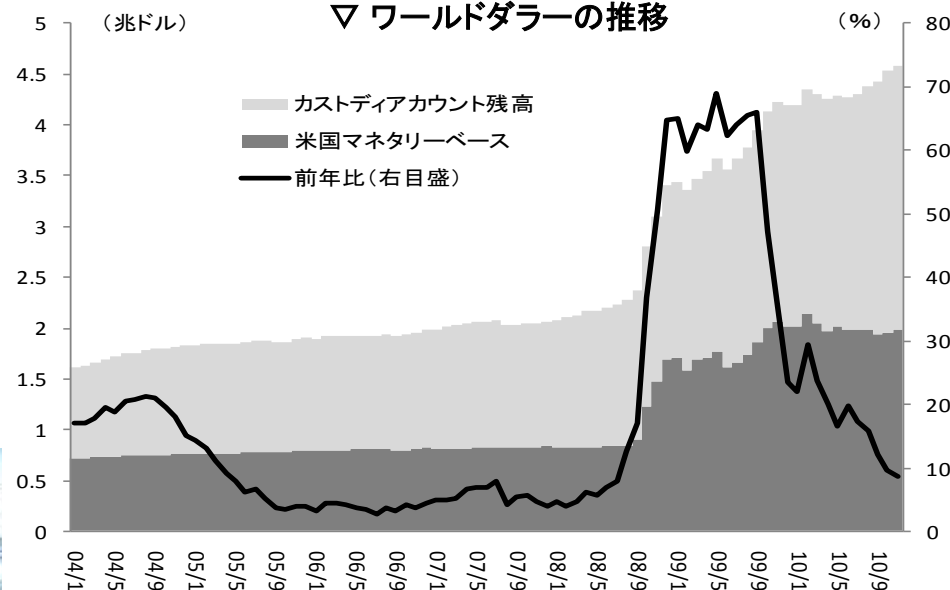
■ マネーの増大と实体经济との乖離

- ✓ 世界の金融市場の流動性を測る目安とされるワールドダラーは、11月末時点で約4.5兆ドル。これはリーマンショック前の2倍超の水準。FRBによるQE2(量的緩和第2弾)、新興国の自国通貨売り、ドル買い介入等を通じて、足もとでも規模は拡大。
- ✓ ワールドダラーは、2009年の伸びが前年比で50%を上回るなど、世界経済の成長率を大幅に超える勢いで拡大。これは、マネーの動きが实体经济と大きく乖離している可能性を示唆している。米国の家計のバランスシート調整の継続、企業の資金需要の低迷等から、経済取引に伴う需要は弱く、大量の資金が、新興国市場、商品市場、株式、国債などの金融資産に流入しているとみられる。

■ 過剰流動性のもとに成り立つ脆弱な金融システム

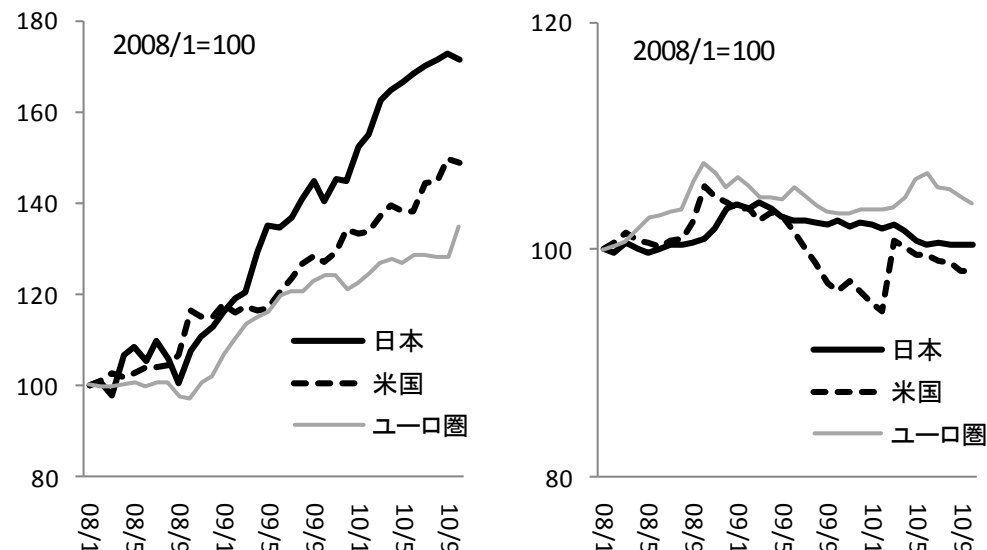
- ✓ 株、国債等の資産価格が底堅さを保っている間は、金融システムは安定した状態が続くとみられるが、こうした安定は過剰流動性に支えられた脆弱なもの。将来の金融政策の正常化を見据えて資産価格の調整が起これば、金融システムが再び不安定化する可能性がある。また、金融機関は、企業・家計への貸出を抑える一方で、国債の保有を拡大させており、今後、ソブリンリスクの高まり等で国債価格が下落すれば、再び金融危機が再燃する恐れも。
- ✓ 流動性の正常化のためには、中央銀行が民間から買い入れた金融資産を売却などで圧縮し、市中の過剰な流動性を吸収する必要がある。ただし、リスク資産の圧縮は、リスクプレミアム の再拡大などを通じて金融システムを再び不安定化させる可能性があり、タイミングが重要。

▽ ワールドダラーの推移



注：ワールドダラーは、カストディアアカウント残高（米国外の中央銀行などが外貨準備として持つ米国債）+米国マネタリーベース















▽ 日米欧の銀行の国債保有額(左)と貸出残高(右)



資料：FRB、ECB、日本銀行

1. 産業動向：2011年の主要産業の傾向と課題

1. アジアにおけるインフラ市場・消費市場が拡大。素材から機械・設備、外食流通まで多くの産業でアジア展開が鍵に
2. EVの本格的市場投入、日産・三菱自動車の提携などを受けて、関連部品産業も含めた再編の動きが加速しよう。
3. スマートフォン競争が激化するなか、通信インフラ高度化も始まり、民生・産業両面でICT活用の多様化が進む。

<div>繊維</div> <div></div>	衣料用は個人消費の低迷により漸減傾向。産業用は航空機向け需要等が期待できる炭素繊維が拡大するが、エコカー補助金の終了に伴う自動車関連の減少が響く。アパレルは節約疲れにより一部で高額品が伸びるものの、デフレ基調継続で全体的に軟調。	<div>電機</div> <div></div>	エコポイント需要の反動減や、スマートフォンや電子書籍の普及等、好悪材料が交錯し、市場展望が不透明。円高が企業収益を圧迫し、海外への生産拠点移転が進もう。家電、電子部品・デバイスの全般において、アジア勢との競争が激化しよう。
<div>鉄鋼・非鉄</div> <div></div>	鉄鋼需要は横ばい。自動車用は政策効果の剥落により国内・輸出用とも伸びが鈍化、建築用の不振は継続。鉄鉱石・石炭価格は上昇するが価格転嫁は厳しい状況。非鉄市況は堅調を維持。中国の電力インフラ整備計画など新興市場国の需要拡大により高値推移。	<div>情報・通信</div> <div></div>	スマートフォン、タブレット型端末等モバイル機器の高度化・利用拡大とともに、次世代携帯通信(LTE)など通信環境整備が進む。ネットワーク上での企業間コラボ等ソーシャルネットワークのビジネス利用などクラウドサービスの多様化が進む。
<div>石油</div> <div></div>	国内需要の減少継続。エネルギー供給構造高度化法への対応から石油精製能力の削減が進み輸出も減少。石油石炭税の引き上げも業界に逆風。一方上流の資源開発や新エネルギー・新素材等の関連事業への取り組みが活発化。バイオ燃料(ETBE混合)導入も進む。	<div>産機・プラント</div> <div></div>	円高が懸念材料だが、堅調な企業業績、法人税減税、流動性の拡大等を追い風に設備投資は回復傾向。とくにリチウム電池・次世代自動車等の環境関連に注目。新成長戦略の柱の一つであるインフラ・システム輸出では、アジア向け設備受注を目指す。
<div>石化</div> <div></div>	アジア向け需要は引き続き増加するが、割安な中東や中国の増産に伴い輸出減少、原料のナフサ高から採算悪化。国内過剰設備の統廃合や高機能品へのシフト、医療や電池材料等の多角化が進行。	<div>建設</div> <div></div>	住宅ローン減税等の政策効果や低金利により、住宅着工は緩やかに改善。マンション販売も回復し、不動産価格は底入れへ。民間の建設需要は下げ止まるものの、公共工事は引き続き縮小。
<div>紙パ</div> <div></div>	紙・板紙の国内出荷量は2000年をピークに頭打ち。主力の塗工紙は低迷続く。輸入紙の増加が懸念材料。各社は輸出や海外進出に本格的に乗り出し、中国等での競争が激化。	<div>流通</div> <div></div>	家電エコポイント等の政策効果の剥落もあり、個人消費の回復は見込薄。但し、量販店が苦戦する一方、ネットの商品・サービス取引は引き続き拡大。アジアの成長取り込みを狙う海外展開に注目。
<div>セメント</div> <div></div>	民間建設需要は下げ止まるものの、公共事業は縮小し、国内出荷量の低迷が続く。輸出は景気刺激効果の剥落等で伸び悩む。中長期的に成長が続くアジアへ経営資源の集中が一層進もう。	<div>リース</div> <div></div>	低利資金調達継続と企業設備投資の回復など環境は改善。会計基準変更(08年4月)後の事務煩雑化へのサービスレベル向上や、サービスの海外進出が業容拡大への分かれ目となろう。
<div>自動車</div> <div></div>	政策効果剥落等で国内市場が反落。ハイブリッド車の普及や電気自動車の発売等、エコカーが主戦場へ。円高や輸出先国の政策効果剥落は輸出の不安材料。新興国でのシェア拡大がカギ。	<div>食品</div> <div></div>	個人消費が伸び悩む中、価格の下押し圧力が続く。低価格路線のみでは差がつきにくく、個性が競争力のカギに。成長するアジア消費市場への参入の動きが拡大しよう。

2-1. 低炭素社会の実現に向けた動き①

低炭素社会への動きを支える背景の変化

◆ 情報処理技術を含む情報通信技術の進展

- ICT(情報通信技術)はEVのオンライン・メンテナンスやスマート・コミュニティなど低炭素社会に向けたプロジェクトには不可欠
- スマートフォンに組み込まれ普及したアンドロイドOSは、テレビ等、他家電への搭載を模索;光の道構想(光ファイバー網普及)等、ブロードバンドインフラ強化も進む

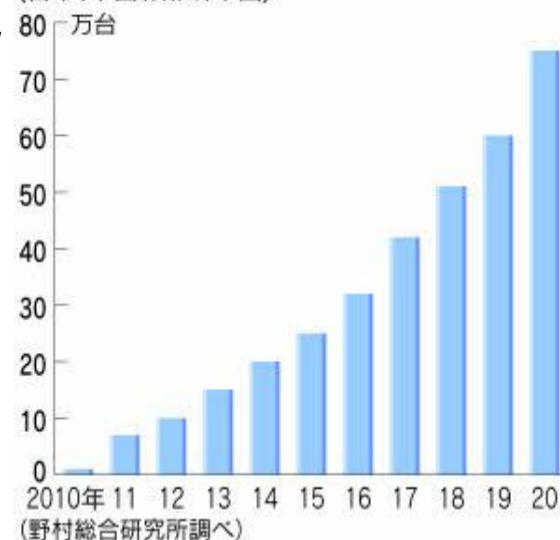
◆ 制度面の動向

- COP16は結論持ち越しとなり、ポスト京都の国際的な排出量削減の枠組みに関する議論は足踏み状態
温対法「3点セット」(再生可能エネルギーの全量買取制度、環境税、排出量取引制度)については、環境税のみが来年10月から導入される予定(石油石炭税を5年間かけて段階的に引き上げ、増税分を環境税とする;規模は約2,400億円)
ビル等の省エネ基準も強化の方向性

◆ 2011年は次世代自動車普及の道筋を占う年に

- 「リーフ」の発売によりEVの本格的な市場におけるテストが始まる
⇒プラス評価:静音性、加速性、充電時間に対する不安解消、懸念事項:電池トラブルの出現
⇒フォロワーへの広がりをおう動き
- 三菱と日産は充電設備の相互利用での合意に続き、軽自動車でも提携を発表
⇒業界再編の動きにつながる可能性あり
- 「リーフ」がオンライン・メンテナンス等サービス拡大の契機になる可能性も
⇒コマツ(建機)やGE(医療機器)など産業用途で例があるが、耐久消費財では初
⇒IT機器の搭載によるデータセンターとの24時間交信、電池残量のお知らせ、充電機の設置場所の案内、エアコンの遠隔制御等が実現、今後は走行データを用いたサービスが拡大
- EV普及に伴い部品産業や修理・メンテナンス産業の変革も進展へ
- リチウム電池の普及やICT進歩により、従来型自動車以外の移動手段開発への模索も加速
⇒短距離移動に限定した超低価格車(中国)、電動二輪等の開発
⇒先頭車両のみ有人運転のトラック隊列運転、自動運転自動車の実験等

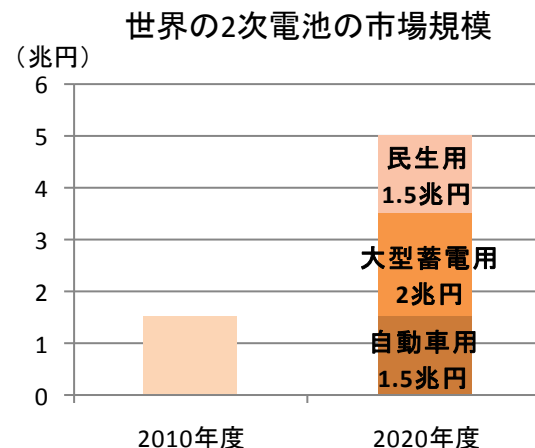
電気自動車の販売台数予測
(日本、米国、欧州、中国)



2-2. 低炭素社会の実現に向けた動き②

◆ 多様な展開への模索が本格化するリチウムイオン蓄電池

- 自動車のみならず、ガソリンやディーゼル等の代替として建機・農機への使用
「生産拡大⇒コスト削減⇒普及促進」の好循環が期待
- 政府はエコカー、LED等と共に、リチウムイオン電池の国内での工場立地支援のための補助金(約1,100億円)を準備、企業投資の活発化につながる
- 自宅や事業所単位での「蓄電池付き太陽光発電」が拡大
⇒例えば、大和ハウスはリチウム電池と太陽光発電を設置した住宅を発売予定
⇒スマートグリッドには蓄電池が不可欠
2010年度の2次電池の市場規模は1.5兆円、ほぼ全てが民生(電子機器)用
2020年度には5兆円となり、中でも大型蓄電用が2兆円規模に達する

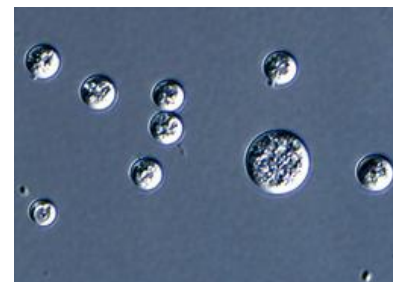


◆ 実証実験が進むスマートコミュニティと省エネ

- スマート・コミュニティの実証実験が国内4ヵ所(横浜、けいはんな、北九州、豊田市)で進展:一定地域内で、太陽光発電や蓄電池を絡め、電力供給と熱供給、また、EVを核とする交通システムの連携・総合管理に向けたデータ蓄積が進む。蓄積される実証データを踏まえたデータマネジメント、ファシリティマネジメント、エネルギーマネジメントなど新たなサービスモデルが模索されよう。
- スマートメーターや太陽光・風力等の再生可能エネルギーの導入と送配電網高度化の為にシステム・設備投資が拡大

◆ 次世代バイオ燃料の開発動向:生産性の高さが強みの藻類に注目:コスト競争力の改善が今後の課題

- デンソーが「シュードコリスチス」や「ボトリオコッカス」を元に軽油の代替油を生産、東大発のバイオベンチャーであるユーグレナ社が「ミドリムシ」の油分を抽出して燃料に精製する等、実用化に向けた研究開発が進む
- 化石燃料と比較した場合のコストが課題だが、筑波大のチームが従来より10倍以上の産油能力を持つ「オーランチオキトリウム」を発見、生産コストが50円/ℓ以下となれば、代替燃料としての可能性が拡大
- 世界的に栽培が進む「ジャトロファ」では、阪大等がゲノム情報解読に成功、環境耐性や油脂生産性の向上を目指した品種改良の進展が期待できる



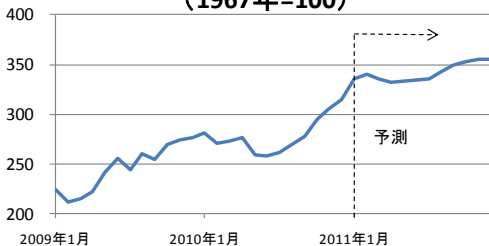
オーランチオキトリウム

3. 資源見通し：2011年前半は高値一服感、後半に向けて回復

CRB

需要増、過剰流動性を背景に高値推移

ロイター/ジェフリーズCRB指数
(1967年=100)

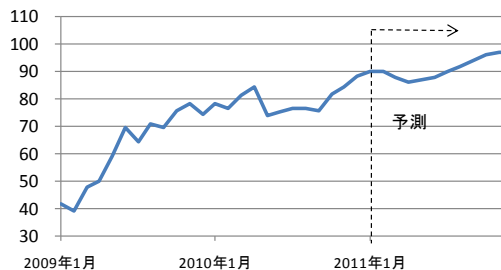


- 新興国の資源需要は依然底堅い。また、米国を中心に金融緩和政策は継続され、これに起因する過剰流動性を背景に、年央頃までは高値圏を維持。
- 年半ばにかけては先進国の追加的緩和政策の期待感が一服するが、世界経済の回復に伴い、下期は強含みになる見込み。

原油

在庫量の多さが懸念されるが景気回復に伴い上昇

WTI原油(ドル/バレル)

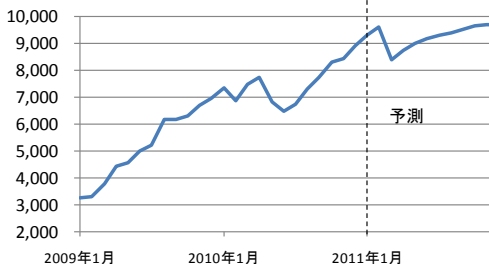


- 在庫は過去5年のうちで最高に近いレベルであるうえ、OPECの生産余力も高位。年央までは、横ばいで推移。
- ただし、原油需要は2010年に続き過去最高を更新。新興国の需要増に加えて先進国の需要回復も見込まれる。また、OPECが\$90/bblという価格を事実上容認していることも買い安心感。下期からは、上昇基調へ。

銅

需給面での強材料多いが、過熱感に注意

LME銅(ドル/トン)

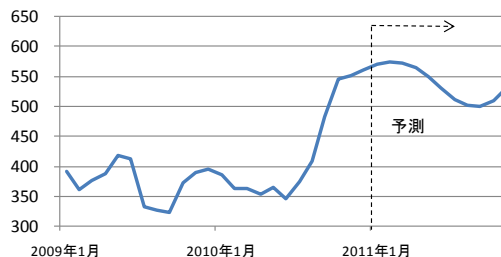


- 急激な価格上昇から在庫の積み増しを控える等買い控えもみられ、上期は価格調整の局面も。
- しかし、銅は需給面での強材料が多く、2011年は50-60万トンの供給不足。
 - ① 需要拡大(特に中国インフラ関連)
 - ② 供給懸念(ストライキ、品位低下)
 - ③ 銅ETFの上場による流動性の拡大
- 期待値が高い分、弱材料が顕在化した場合のショックには注意が必要。

コーン

生産・需要とも拡大する中での綱引きに

CBOTコーン(セント/ブッシェル)

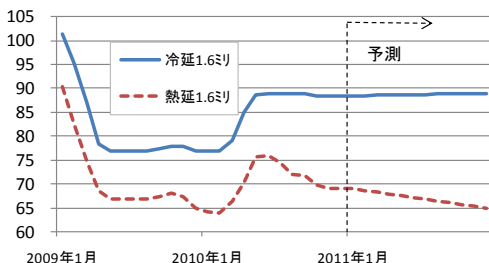


- 生産量は過去最高が予想され、急激な価格上昇に対する警戒感もあり、上期の市況は弱含み。
- ただ、世界の需給バランスは17百万トン程度の供給不足となる見込み。米国のエタノール需要の拡大で、在庫率は1995年以来の低水準へ落ち込む。下期は、値を戻す見込み。
- 天候要因、中国の輸入動向などが波乱要因。

鉄鋼

自動車向けの需要が伸びず横ばいを予想

薄板(千円/トン)

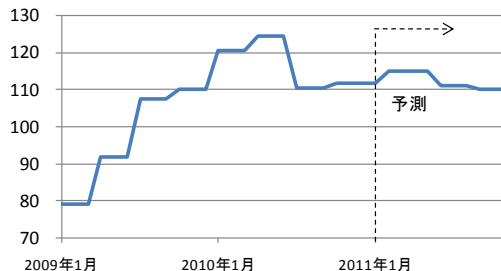


- 国内の自動車生産は減税効果の剥落や円高により2010年比でほぼ横ばい。中国においても政策効果の剥落などから生産の伸び率は2010年の半分以下に押さえられる見込み。ただし、原料高に加え一定の需要は見込まれることから冷延の価格は横ばいを予想。
- 熱延は建設向けの低迷が継続、在庫高と割安な輸入品による下げ圧力から弱含むとみられる。

エチレン

原油・ナフサ高と中東からの供給増で一進一退

エチレン(東京、円/キロ)



- 原料のナフサ高に加えてアジアの旺盛な需要が価格をサポート。また、中国から欧米向けプラスチック輸出が好調。これも中国のエチレン需要増を支える。
- 一方、中東における増産が本格化しているため供給過剰となる可能性も指摘される。価格は需給をにらみながらの一進一退となろうが、原料高と将来の需要増見込みから下値は限られ、高止まりを予想。

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号
TEL 03-3282-7682
<http://www.marubeni.co.jp/research/index.html>

(注記)

- ・本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。
- ・本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。