

明治安田生命 2009－2011年度経済見通しについて

～日本経済は一旦停滞感を強める、2010年度は上向くが力強さはない～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2009年7－9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2009－2011年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2009年度	▲2.6%	2010年度	1.2%	2011年度	1.7%
名目GDP成長率：2009年度	▲3.7%	2010年度	0.4%	2011年度	1.2%

2. 要 点

- ①日本経済は既に景気拡張期に入っている可能性が高いが、年度末にかけて一旦停滞色を強めると予想する。前政権が実施した経済対策と新政権が実施予定の経済対策の端境期に差し掛かることが最大の要因。ただ、いわゆる二番底と言われるような景気の悪化は想定していない。
- ②一連の経済対策の効果一巡に加え、雇用・所得環境の悪化を背景に、個人消費は再び弱含む可能性が高い。設備投資や住宅投資の低迷も今暫く続く見込み。公共投資も政府が大幅な見直しに着手していることから、今後は減少に向かうことが避けられない。一方、輸出は中国・アジア向けを中心に引き続き堅調に推移し、景気の下支え役を果たそう。
- ③2010年度は、米国向け輸出の好転が見込まれることに加え、企業収益の回復に伴う所得環境の改善や、子ども手当などが個人消費を押し上げることにより、夏場以降、日本経済は再び上向くと予想する。ただ、設備投資や住宅投資の回復力は鈍く、力強い回復は期待できない。

〈主要計数表〉

	2008年度 (実績)	2009年度		2010年度		2011年度
			2009/8時点		2009/8時点	
実質成長率	▲3.2%	▲2.6%	▲2.9%	1.2%	0.7%	1.7%
成長率寄与度・内需 ・外需	▲2.0%	▲1.9%	▲2.6%	0.2%	▲0.8%	1.0%
	▲1.2%	▲0.7%	▲0.3%	1.0%	1.5%	0.7%
名目成長率	▲3.5%	▲3.7%	▲3.6%	0.4%	0.0%	1.2%

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)		→ 予測				→ 予測							
	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2009年度				2010年度				
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
実質GDP	-3.2%	-2.6%	1.2%	1.7%	0.7%	1.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	0.5%	
民間最終消費支出	-0.5%	0.4%	0.7%	1.0%	1.0%	0.7%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.7%	0.3%	0.2%	
民間住宅投資	-3.0%	-20.0%	-0.7%	0.3%	-10.2%	-7.7%	-4.9%	-1.5%	2.9%	4.2%	1.1%	-5.6%	
民間設備投資	-9.6%	-14.3%	2.4%	5.0%	-4.2%	1.6%	-1.8%	-0.4%	0.9%	1.3%	1.6%	2.0%	
政府最終消費支出	0.3%	1.0%	0.0%	-0.6%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.1%	-0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	
公的固定資本形成	-4.4%	11.7%	-16.1%	-11.4%	7.7%	-1.2%	3.5%	-2.8%	-5.1%	-9.6%	-7.2%	-2.5%	
財貨・サービスの輸出	-10.2%	-12.9%	11.5%	9.4%	6.4%	6.4%	4.4%	2.3%	1.9%	2.3%	2.6%	2.9%	
財貨・サービスの輸入	-3.6%	-11.0%	5.3%	6.3%	-4.2%	3.4%	1.9%	0.8%	0.1%	1.7%	1.9%	1.9%	
名目GDP	-3.5%	-3.7%	0.4%	1.2%	-0.4%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.6%	
GDPデフレーター(前年比)	-0.3%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	0.5%	0.2%	-2.2%	-2.8%	-1.9%	-0.8%	-0.4%	-0.3%	

(前期比寄与度)		→ 予測				→ 予測							
	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2009年度				2010年度				
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
実質GDP	-3.2%	-2.6%	1.2%	1.7%	0.7%	1.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	0.5%	
民間最終消費支出	-0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.2%	0.1%	
民間住宅投資	-0.1%	-0.6%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	
民間設備投資	-1.5%	-2.1%	0.3%	0.7%	-0.6%	0.2%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	
政府最終消費支出	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
公的固定資本形成	-0.2%	0.4%	-0.6%	-0.4%	0.3%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	
在庫品増加	0.1%	-0.4%	0.2%	0.3%	-0.7%	0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
純輸出	-1.2%	-0.7%	1.0%	0.7%	1.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	
財貨・サービスの輸出	-1.8%	-1.9%	1.5%	1.4%	0.8%	0.9%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	
財貨・サービスの輸入	0.6%	1.2%	-0.5%	-0.7%	0.7%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	

2. 主要指標予測

		→ 予測				→ 予測							
	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2009年度				2010年度				
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
鉱工業生産(前年比)	-12.7%	-11.3%	5.3%	3.9%	-27.8%	-19.8%	-6.9%	19.8%	11.2%	4.6%	2.5%	3.5%	
消費者物価指数(前年比)	1.1%	-1.4%	-1.0%	-0.5%	-1.0%	-2.2%	-1.8%	-0.5%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	
除く生鮮食品(前年比)	1.2%	-1.4%	-1.0%	-0.5%	-1.0%	-2.3%	-1.7%	-0.6%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	
国内企業物価指数(前年比)	3.2%	-5.2%	-0.4%	0.3%	-5.5%	-8.3%	-4.8%	-1.8%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	0.1%	
完全失業率(季調済:平均)	4.1%	5.5%	5.7%	5.0%	5.2%	5.5%	5.4%	5.9%	5.9%	5.8%	5.7%	5.5%	
無担保コール翌日物(期末値)	0.10%	0.10%	0.10%	0.50%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	
為替レート(円/ドル: 平均値)	100円	93円	98円	99円	97円	90円	92円	94円	96円	97円	98円	99円	

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

7－9月期の実質GDP成長率は、一連の経済対策の効果などで個人消費が堅調だったほか、輸出も中国・アジア向けを中心に好調に推移し、2四半期連続でプラスとなった。日本経済は既に景気拡張期に入っている可能性が高いが、2009年度下期は一時的に停滞色が強まると予想する。前政権が実施した経済対策と新政権が実施予定の経済対策の端境期に差し掛かることが最大の要因である。ただ、いわゆる二番底と言われるような景気の悪化までは想定していない。

エコカー減税・補助金やエコポイントなどの効果一巡に加え、失業率の再上昇や冬季賞与の大幅減、さらには新型インフルエンザの流行などを背景に、個人消費は再び弱含む可能性が高い。設備投資や住宅投資は先行きの下げ止まりを示す兆候がようやく見え始めたものの、依然として低迷が続く見通しである。今上期は好調に推移した公共投資も、鳩山内閣が公共事業の大幅な見直しに着手しており、今後は減速が避けられない。一方、輸出は中国・アジア向けを中心に今後も比較的堅調に推移すると予想され、引き続き景気を下支えしよう。

2010年7－9月期以降、日本経済は再び上向くと予想するが、力強い回復は期待できない。まず、個人消費に関しては、企業業績の回復に伴う所得環境の改善に加え、子ども手当の支給開始などが押し上げ要因となる。輸出は、中国・アジア向けが引き続き堅調に推移すると見込まれることに加え、米国向けも次第に好転してこよう。一方、設備投資や住宅投資の回復は鈍いものにとどまろう。公共投資の大幅な減少が景気の足を引っ張ることも懸念される。

2011年度は、世界経済の安定感が増すと予想される。公共投資の減少傾向が続くと見込まれるものの、日本経済は弱いながらも民需主導で引き続き回復基調を維持するとみている。

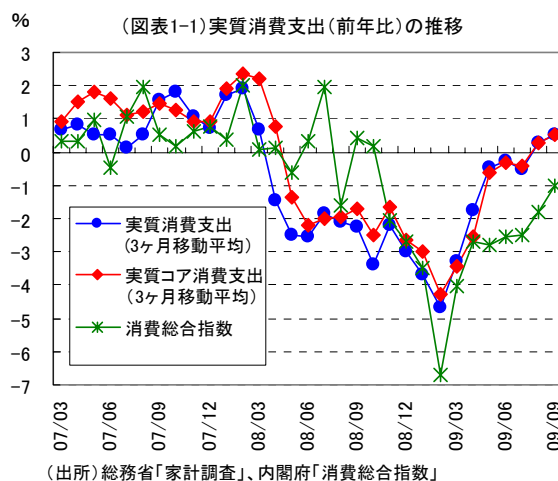
大幅なマイナスの需給ギャップを背景に、消費者物価は2011年度まで下落基調を続けると予想する。日銀は各種時限措置の解除に動き始めているが、当面、現在の超低金利政策を継続しよう。

（1）個人消費は再度弱含む懸念

個人消費は、一連の経済対策（定額給付金、高速道路の休日割引、エコカー減税・補助金、エコポイント）の効果などによって、2月を底に回復に転じている（図表1-1）。

家計調査によると、1世帯（二人以上の世帯のうち勤労者世帯）当たりの夏季賞与は前年比約4.6万円の減少だったものの、定額給付金の受給額は約5.1万円とこれをやや上回った。毎月勤労統計と労働力調査を利用して、夏季賞与の合計額を試算すると、前年比約2.2兆円の減少であったが、定額給付金の総支給額（約1.9兆円）はそれをやや下回る程度である。夏季賞与の大幅減が7－9月期の個人消費に大きな悪影響を与えなかったのは、定額給付金の効果が一役買ったと考えられる。

7－9月期の個人消費を大きく押し上げた商品は自動車と薄型テレビである（図表1-2）。販売が



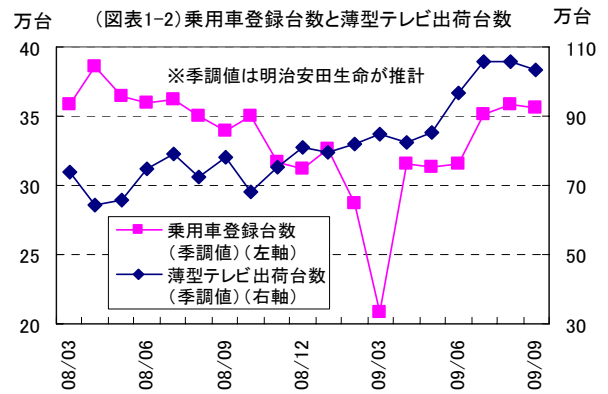
本格的に増え始めたのは補正予算成立（5月29日）後の6月頃からだ。自動車は登録までに時間を要するため、7月に登録台数が急増した。

完全失業率は7月に過去最悪の5.7%に達した後、8月、9月と2ヶ月連続で改善し、9月には5.3%となった（図表1-3）。有効求人倍率も9月は0.43倍と8月の0.42倍から小幅ながら上昇している。雇用情勢は最悪期を脱しつつあるようにも見えるが、実態はさほど改善していない。9月の雇用者数は季調済前月比で+7万人と、8月の同+22万人から伸びが鈍化している（図表1-4）。また、非農林業雇用者のうち、「臨時雇・日雇」が729万人から748万人へと19万人増加したのに対して、「常雇」は4,671万人から4,671万人へと9万人減少した。雇用の先行指標とされる新規求人数は季調済前月比で+3.6%となったが、「常用」が減少（前年比：▲26.8%）し、「臨時・季節」が増加（同：+20.1%）している。企業は引き続き本格採用には及び腰のようだ。

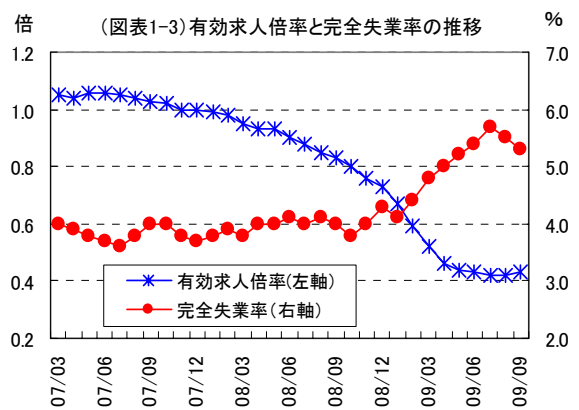
鳩山内閣は、公共投資を削減して、教育や福祉、環境などを重視する姿勢を示している。今後は、教育や医療・介護、農林業、環境関連等において、新規の求人が増加すると期待されるが、これまで土木工事に従事していた労働者が全く異なる分野の仕事を行うことはむろん簡単ではない。産業構造の転換期にはやむをえない面があるものの、雇用のミスマッチが拡大して、摩擦的失業者（構造的失業者ともいう）が一時的に増加することが懸念される。厳しい雇用情勢を受けて、10月23日に政府は「緊急雇用対策」を発表した。介護や農林業などを中心に年度内に10万人の雇用創出を目指している。しかしながら、仮に10万人の雇用が創出できたとしても、失業率の改善効果は0.15%程度にとどまる。

内閣府の推計によれば、いわゆる社内失業者が約600万人いるとされている。雇用調整助成金の支給要件緩和や助成率の引き上げが実施された今年2月から助成金の支給対象者数が急増しており、直近9月は253万人にも達している。雇用調整助成金は失業者のさらなる増加の歯止めになっているものの、同制度を利用しても企業の人件費負担は残るため（中小企業緊急雇用安定助成金制度を利用している場合は賃金の20%）、雇用調整圧力が完全に消える訳ではない。来年2月頃から助成金の支給期限を迎える企業が急増することも懸念材料だ。政府は雇用調整助成金の支給要件のさらなる緩和などの検討に着手している。

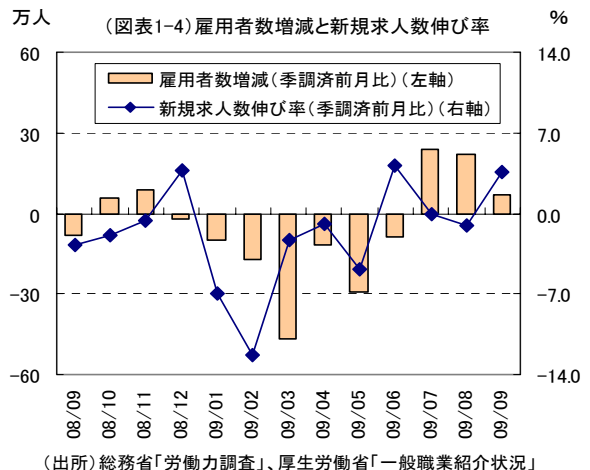
新卒者の就職環境も極めて厳しい。日本経済新聞の調査によると、10月1日時点で、主要企業の大卒の採用内定者数（来春入社予定）は前年比▲28.6%の約7.4万人にとどまった。厚生労働省に



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、電子技術情報産業協会の資料より明治安田生命が作成



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」



(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

よれば、9月末時点で、高校新卒者の就職内定者数は前年比▲32.7%の約6.6万人である。就職内定率は37.6%と、前年同時期を13.4ポイントも下回っている。新卒で結局就職ができなかった高校生や大学生の多くは、上級学校や専門学校に進学、もしくはフリーターへの道を歩む。いずれも失業者にはカウントされないため、来年4月に失業率が急上昇することはないとみられるが、フリーターはいつ失業者に転じてもおかしくない状況に置かれている。

政府は雇用対策に万全を期す姿勢を示しているものの、企業の雇用過剰感は依然として強い。今後は正規従業員を中心に雇用調整の圧力が残ること、公共投資の削減によって建設業従事者の摩擦的失業が増加する懸念があること、家計を守るために専業主婦が新たに職探しを始める可能性もあることなどを考慮すると、失業率は年末年始にかけて再び上昇に転じる可能性が高い。年度末には6%前後に達し、その後も高止まりが続くとみている。

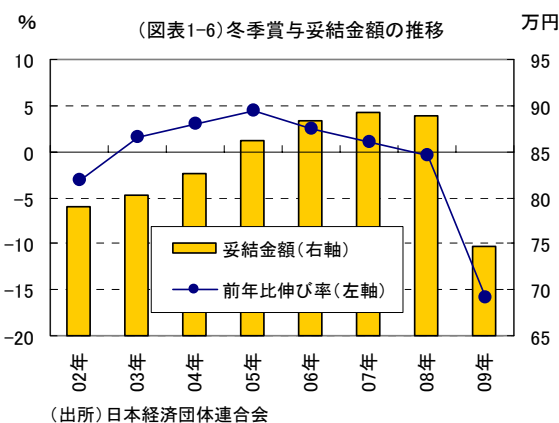
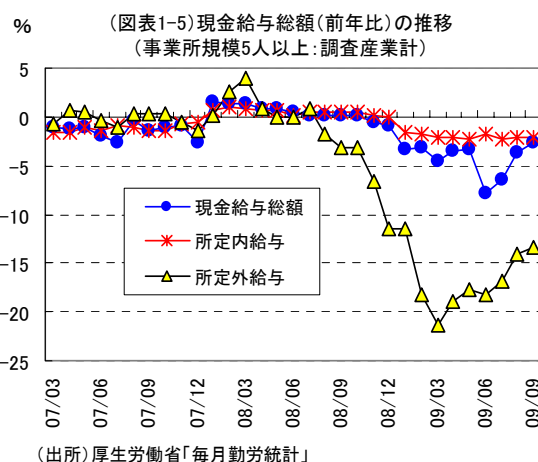
鉱工業生産の回復とともに、製造業を中心に所定外給与は3月を底に改善に転じている(図表1-5)。6、7月は夏季賞与の大幅減によって大幅なマイナスとなったが、その他の月の現金給与総額は改善傾向にある。しかしながら、日本経団連の集計によれば、主要企業の2009年冬季賞与は前年比▲15.91%(金額では15.8万円減)と、減少率は過去最大だった1999年(同▲5.15%)を大幅に上回った(図表1-6)。夏季賞与は定額給付金によって家計収入の大幅減が回避されたが、冬季賞与の大幅減を埋め合わせる要素は見当たらない。

今後はエコカー減税・補助金やエコポイントの消費押し上げ効果が次第に一巡してくることに加え、新型インフルエンザの流行によって外出機会が減少することも懸念される。失業率の再上昇や冬季賞与の大幅減など雇用・所得環境の悪化も予想され、個人消費は再び弱含む可能性が高い。所定外給与は改善しつつあり、個人消費が底割れすることは想定しにくい。今下期は前政権が実施した経済対策と新政権が実施予定の経済対策の端境期に当たり、個人消費は停滞感の強い展開となろう。

2010年度の春闘における賃上げ率は低いものにとどまると予想されるものの、企業業績の回復を受けて賞与は小幅ながらプラスに転じる可能性が高い。子ども手当の支給が6月から開始される見通し(支給月は6月、10月、2月の年3回となる方向性で検討中)であるうえ、夏季賞与の増加など所得環境の改善もあって、個人消費は7-9月期から再び上向くとみている。ただ、ガソリン税の暫定税率廃止や高速道路の段階的無料化の行方が不透明であるほか、特定扶養控除の縮小や環境税、たばこ税など様々な増税が検討されており、経済政策に関しては不確定要素が残る。

(2) 住宅投資の大幅な改善は期待できず

9月の新設住宅着工戸数は前年同月比▲37.0%と、10ヶ月連続で前年割れとなった。季調済年率換算ベースでは69.9万戸と、8月の67.6万戸(1965年の統計開始以来で最低記録を更新)よりは



やや持ち直したが、改正建築基準法施行で大きく落ち込んだ2007年7、8月の水準を依然として下回っている。ただ、同戸数は減少ペースが徐々に鈍化しつつあり、ようやく下げ止まりの兆しが見え始めた（図表1-7）。

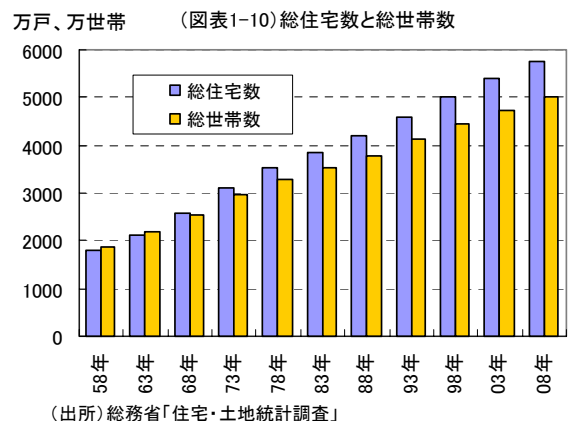
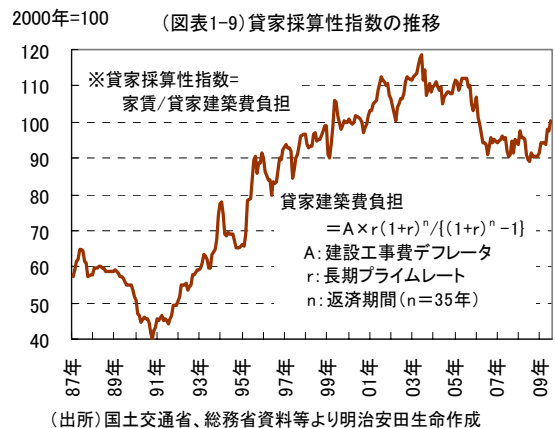
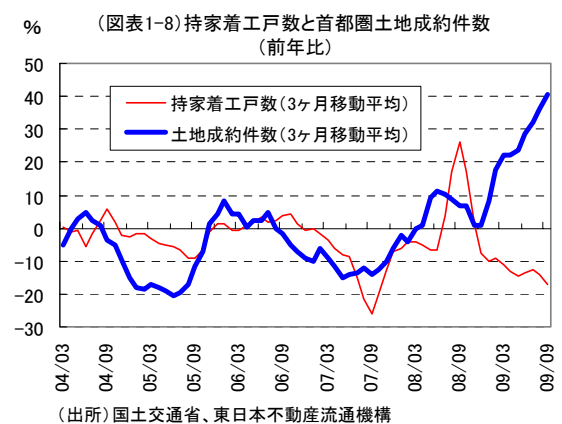
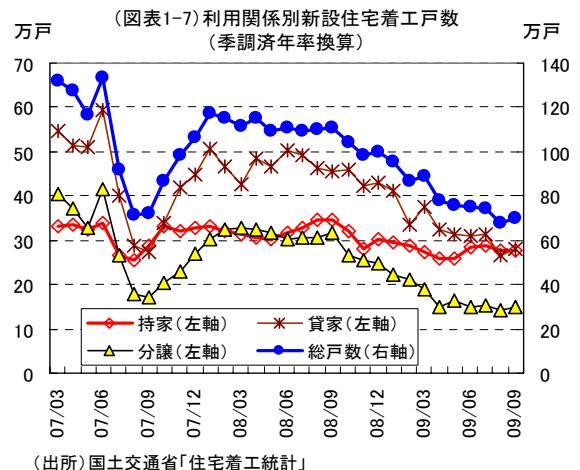
住宅着工が今後回復に転じる可能性を示唆する指標も散見されるようになってきた。東日本不動産流通機構が公表した首都圏の土地成約件数（面積100～200㎡）は前年比で40%程度伸びている。同伴数の推移は、持家着工に先行して動く傾向があり、今後、持家の着工が回復基調をたどることが期待される（図表1-8）。貸家に関しては、長期金利や建設コストの低下などにより貸家採算性が回復しつつある（図表1-9）。分譲住宅については、首都圏マンションの在庫が直近ピークの昨年12月から45%減少しており、在庫調整が進展してきた。2009年の税制改正で住宅ローン減税が大幅に拡充されたことも、住宅需要を下支えしよう。

しかしながら、住宅市場の大幅な改善は見込みにくい。7月末に5年に1回実施される住宅・土地統計調査の最新版（平成20年版）が公表されたが、それによれば、総世帯数の伸びを上回る勢いで総住宅数が増加しており、住宅ストックの余剰感が高まっている（図表1-10）。今後も人口や世帯数の増加が見込まれるのであれば、このような傾向もある程度は持続可能だろうが、少子高齢化が進む日本の現状を考えれば、住宅需要の下押し要因として働くと考えられるべきだろう。同調査によれば、2008年の空き家数は約756万戸まで膨れ上がっている。過去5年の年平均世帯増加数が約60万世帯であることを考えれば、潜在的な調整圧力は強いと言えそうだ。

住宅着工がようやく下げ止まりの兆しが見え始めたものの、2009年度の住宅投資は前年度比▲20%程度と予想する。2010年度4～6月期から前期比でプラスに転じるとみているが、その後も大幅な改善は期待しにくい。

（3）建設投資が民間設備投資の足枷に

民間設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、ここにきてようやく下げ止まりの兆しが見え始めてきたが、建設投資（工場、店



舗、事務所、倉庫などの民間非居住用）の関連指標は依然として厳しい状況が続いている（図表 1-11）。

2007 年 6 月に改正建築基準法が施行されたことにより、その直前に駆け込み着工が増加したが、夏から秋にかけては一転して急落、建築着工床面積（民間・非居住用）は乱高下した。リーマン・ショック後の国内景気の急速な悪化に伴って、昨秋以降、建築着工は再び大幅な減少に見舞われており、約半年遅れて、出来高ベースの統計である建設総合統計（民間建築・非居住用）も大幅に減少している。

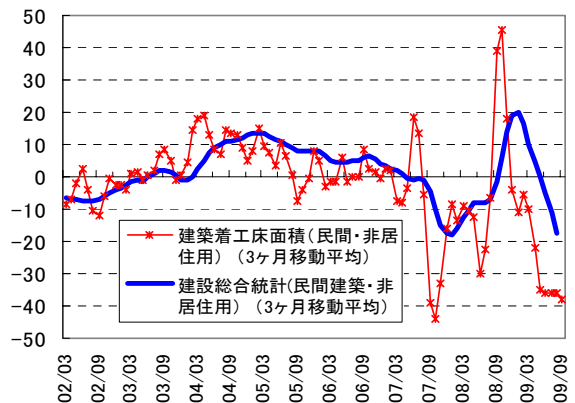
民間建設投資（非居住用）の用途別構成比（2008 年度の建築着工床面積ベース）を見ると、製造業：24.1%、卸売・小売：17.0%、不動産：5.4%などとなっており、製造業と卸売・小売のウェイトが高く、両者で約 40%を占めている。

日銀短観（9 月調査）の設備判断 DI（全規模ベース）を見ると、製造業も卸売・小売も依然として設備過剰感が強く残る水準である（図表 1-12）。設備投資計画（全規模ベース、含む土地投資額）によると、2009 年度下期は製造業が前年同期比▲27.6%（上期：同▲30.0%）、卸売・小売は同▲22.9%（上期：同▲16.3%）と大幅なマイナスが続く見通しとなっている。

製造業の建築着工床面積は、景気の悪化に伴って昨秋以降急激に減少した。前年比で見ると、機械受注は下げ止まりの兆しが見えるものの、建築着工は依然としてマイナス幅の拡大傾向に歯止めがかかっていない（図表 1-13）。機械への設備投資は一定の更新需要が下支えするが、工場や倉庫は多少老朽化しても継続使用が可能であるため、収益環境が厳しい中では更新需要が出にくいことが建築着工不振の大きな要因と考えられる。生産は回復基調にあるものの、新規に大規模な工場を建設するという動きはまだほとんど聞かれない。当面は既存の工場内の設備増強で対応可能と見られ、製造業の建設投資は機械投資よりも回復が遅れると予想される。

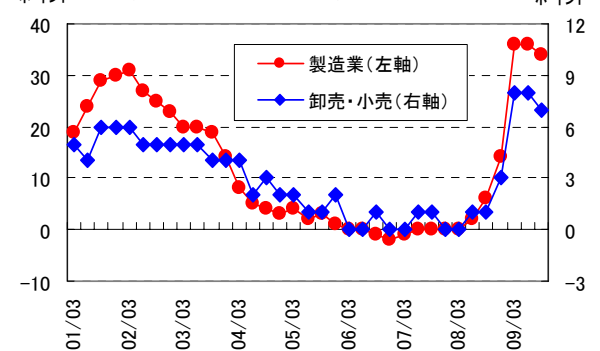
小売販売額は、今春以降持ち直しつつあるが、卸売・小売の建築着工床面積は依然として低迷が続いている（図表 1-14）。今後、個人消費は再び弱含む懸念が強く、各社は新規出店には依然として慎重な姿勢を崩していないようだ。ネット通販など無店舗

（図表 1-11）民間建設投資（非居住用）の推移（前年比）



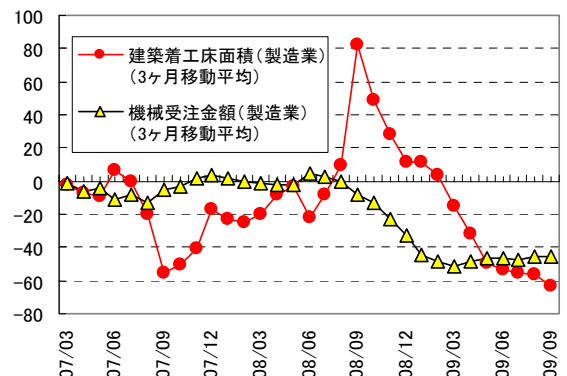
（出所）国土交通省「建築着工統計」「建設総合統計」

（図表 1-12）設備判断 DI（全規模ベース）の推移



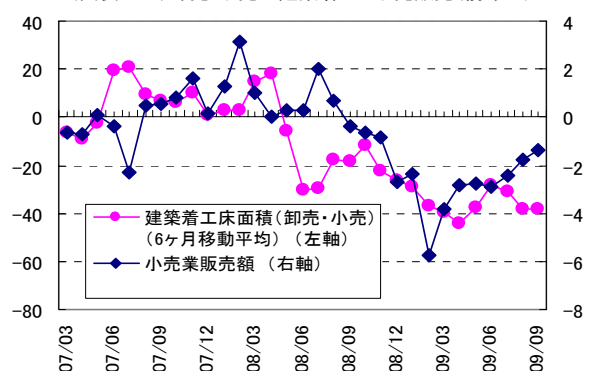
（出所）日銀「短観」

（図表 1-13）製造業の建築着工と機械受注（前年比）



（出所）国土交通省「建築着工統計」、内閣府「機械受注統計」

（図表 1-14）卸売・小売の建築着工と小売販売（前年比）



（出所）国土交通省「建築着工統計」、経済産業省「商業販売統計」

販売の拡大に加え、ロードサイド店やコンビニエンスストアの成熟化など構造的問題も新規出店の足を引っ張る懸念がある。卸売・小売の建設投資は当面低迷が続くだろう。

機械受注（船舶・電力を除く民需）については、設備稼働率が徐々に上昇しつつあること、これまでの設備投資の大幅削減でストック調整が進展しつつあること、今下期からキャッシュフローが増加に転じる見通しであることなど、回復に向かう環境が次第に整いつつあり、10-12月期には前期比で小幅ながらプラスに転じると予想している。一方、設備投資の約25%を占める建設投資は機械投資よりも回復が遅れる可能性が高く、設備投資全体の足を引っ張る懸念が強い。2009年度の設備投資は前年度比▲14%程度と予想する。2010年度4-6月期から前期比でプラスに転じるとみているが、その後の回復は緩やかなものにとどまり、2010年度は前年度比で+2%程度の増加にとどまろう。

（４）公共投資は減速から急減へ

2009年度当初予算の公共事業関係費（一般会計＋社会資本整備特別会計）は11.8兆円であったが、5月29日に成立した補正予算によって5.5兆円増額（「地域活性化・公共投資臨時交付金」を含む）され、総額17.2兆円となった。9月に発足した鳩山内閣は補正予算の見直しに着手し、10月16日に、一般会計の公共事業関係費（「地域活性化・公共投資臨時交付金」を含む）を0.6兆円減額することを閣議決定した。これによって、2009年度の公共事業関係費（一般会計＋社会資本整備特別会計）は総額16.6兆円に減額されたが、それでも2008年度予算と比較すると3.1兆円も多い（図表1-15）。

（図表1-15）公共事業予算の動向

（単位：億円）

	2008年度予算				2009年度予算				差引 (a)-(b)
	当初	1次補正	2次補正	合計(a)	当初	補正	見直し	合計(b)	
公共事業関係費[一般予算]	67,352	4,110	1,363	72,824	70,701	23,468	▲4,792	89,377	16,553
地域活性化・公共投資推進費	0	0	0	0	0	13,790	▲890	12,900	12,900
社会資本整備事業特別会計	60,895	2,089	▲90	62,894	46,803	17,315	0	64,118	1,224
小計(国の予算)	128,246	6,199	1,273	135,718	117,504	54,573	▲5,682	166,396	30,677
補助事業費	53,692	—	—	53,692	49,486	—	—	49,486	▲4,206
地方単独事業費	83,807	—	—	83,807	80,808	—	—	80,808	▲2,999
小計(地方の予算)	137,499	—	—	137,499	130,294	—	—	130,294	▲7,205

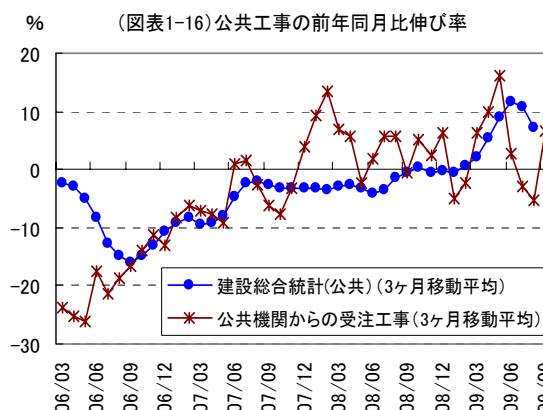
（注1）国の予算と地方の予算には重複部分があるため、合計額が公共事業予算の総額を示している訳ではない。

（注2）補正予算は追加額から修正減少額を差し引いた純増額を表示している。

（出所）財務省及び総務省のHPより明治安田生命作成

9月単月の公共機関からの受注工事は前年同月比＋26.9%と急増し、2009年度上期は前年同期比＋5.2%となった（図表1-16）。9月に受注が急増した要因は、2009年度当初予算の公共事業関係費の前倒し執行が9月に集中したためと推測される。公共工事の受注から半年程度遅れる傾向がある建設総合統計（公共）は下期も前年比ベースではプラス基調を維持する見通しだ。しかしながら、公共投資の見直し（今年度の公共投資を3%程度押し下げと試算）によって、プラス幅は次第に縮小していこう。2009年度の公共投資は前年度比＋12%程度と予想する。前期比ベースでは、1-3月期からマイナスに転じよう。

（図表1-16）公共工事の前年同月比伸び率



（出所）国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計」

10月16日に発表された2010年度一般会計予算の概算要求では、国土交通省所管分だけで公共事業費が前年度当初予算比1.0兆円削減された。他省庁分も含め、今後も予算編成の過程で公共事業費はさらに削減される可能性が高い。社会資本整備事業特別会計の予算も大幅に削減されよう。2009年度は大規模な補正予算によって、見直し後でも公共事業費が4.9兆円も水膨れしており、2010年度の公共事業費は差し引きで6兆円を超える大幅な減少となる見通しだ。実に前年度比で30%程度のマイナスということになる。実際には2009年度の予算で発注された工事が2010年度の公的固定資本形成に寄与する部分もあるが、それでも大幅な減少は避けがたい。

2011年度についても公共事業予算は削減の方針を堅持するとみられ、公共投資は引き続きマイナス基調が続くと予想される。

(5) アジア向けの輸出が牽引役

昨年秋以降の世界的な景気後退が輸出の急激な減少を招いたが、輸出数量指数は2月を底に回復に転じている。牽引役となっているのは中国を含めたアジア向けの輸出である(図表1-17)。

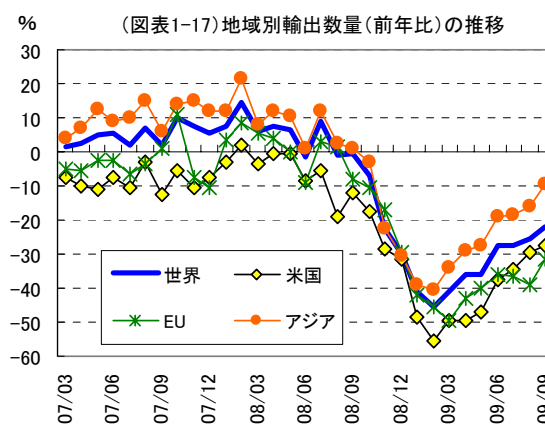
1990年度における日本の輸出先は米国向けが30.7%を占めていたが、その後は次第に構成比が低下し、2009年度上期は16.1%となった。その一方で、アジア向けの構成比は31.9%から55.4%に上昇し、足元では輸出の過半数がアジア向けとなっている(図表1-18)。

2009年度上期の輸出相手国は、中国(香港を含む)がトップ(構成比:25.3%)で、第2位が米国(同:16.1%)、第3位が韓国(同:8.2%)、第4位が台湾(同:6.4%)と続いており、上位4ヶ国で構成比は56.0%と過半数を占める。ちなみに、ASEAN向けの輸出構成比は14.0%、EU向けは12.2%である。中国と並んで高い成長率を維持しているインドへの進出に関しては、日本企業は欧米諸国や韓国に出遅れている。その結果、2009年度上期のインド向けの輸出構成比はわずか1.1%にとどまっており、その成長の果実をほとんど享受できていない。

1990年代のアジア(特に中国とASEAN)向け輸出は、資本財や生産財を日本企業の現地法人に輸出し、その現地法人が現地の労働者を低賃金で雇用して、家電や衣類、雑貨などの消費財を生産し、日本や米国、EUなどに輸出するというのが典型的なパターンであった。すなわち、アジアは日本企業の生産拠点として位置付けが強く、最終消費地としての側面は相対的に希薄であった。

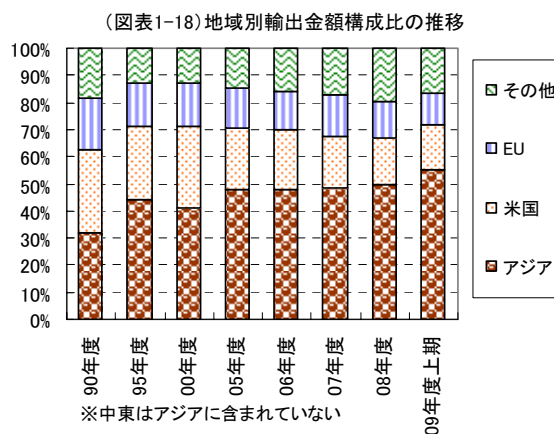
2000年以降、アジアの高成長が続き、消費や投資などの内需が急速に拡大していった。日本企業(製造業)のアジア現地法人の販売先を見ると、日本向けや第三国向けのウエイトが低下し、自国向けのウエイトが大きく上昇している(図表1-19)。アジアは日本企業の生産拠点から次第に最終消費地へと変貌しつつあることが読み取れる。

(図表1-17) 地域別輸出数量(前年比)の推移



(出所)財務省「貿易統計」

(図表1-18) 地域別輸出金額構成比の推移



※中東はアジアに含まれていない

(出所)財務省「貿易統計」

1990年代は電子部品のアジア向け輸出が急増したが、2000年以降は素材（化学、鉄鋼、非鉄金属）が大きく増加している。具体的には、電子材料や高級鋼材などの高付加価値製品が伸びている。1990年代後半以降、韓国や台湾が汎用半導体（特にDRAMやフラッシュメモリ）やパソコン用液晶などの国際競争力を飛躍的に向上させ、今や世界的な生産拠点となっている。このような背景もあって、東アジアにおいては、日本が一般機械や素材、韓国や台湾が汎用半導体やパソコン用液晶、中国が家電や衣類、雑貨などに比較優位を持つようになり、お互いに貿易を拡大させている。

中国政府による「家電下郷」（家電を農村へ）や「汽車下郷」（自動車を農村へ）、2年間で総額4兆元（約53兆円）にも及ぶ景気対策（鉄道、道路、空港などの社会資本整備が中心）などによって、中国経済は他国に先駆けて昨年末頃から回復に向かった。日本の中国向け輸出は1月を底にして回復に転じたが、韓国や台湾、ASEAN向けの輸出もやや遅れて回復している（図表1-20）。

ジェトロの調査によれば、2008年における韓国の輸出相手先構成比は中国（香港を含む）向けが26.3%、台湾は同39.0%も占めており、両国とも中国への輸出依存度が高い。ASEAN諸国の輸出先は域内のウエイトが高いが、それでも中国（香港を含む）向けの輸出は10～20%程度となっている。

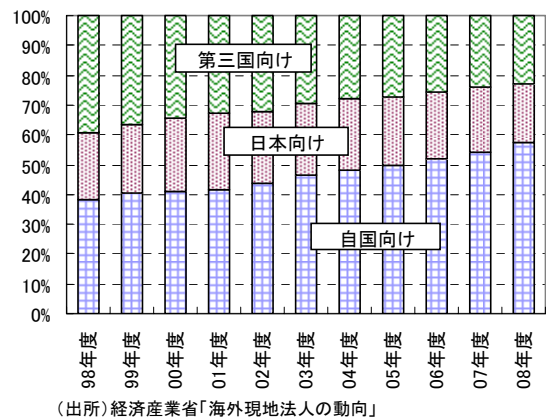
韓国も台湾も輸出立国であるため、輸出金額と鉱工業生産の連動性が高い。両国とも中国向けを中心とする輸出の好転が鉱工業生産の回復をもたらし、日本からの素材や一般機械の輸入増加に繋がっている。換言すれば、中国経済の回復が、韓国や台湾の鉱工業生産の回復を誘発し、日本から両国向けの輸出回復に結び付いている。ASEAN向けに関してもほぼ同様の傾向が当てはまる。

欧米経済の回復力は鈍いものの、中国を中心にアジア経済は全般的に良好であり、いわゆるデカップリングの様相を呈し始めている。輸出が反動増的に急拡大する局面は終わりつつあり、今後は一旦減速すると予想されるが、アジア向けは底堅く推移しよう。米国の個人消費の回復にやや遅れる形で、2010年度7～9月期から、輸出は再び加速するとみている。

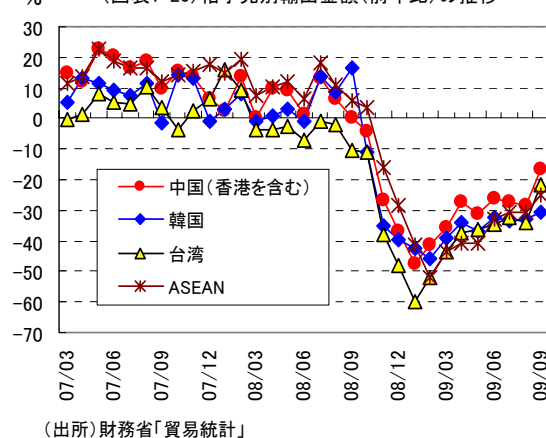
（6）デフレ基調は長期化

9月の全国コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は前年同月比▲2.3%と、8月の同▲2.4%よりもマイナス幅がやや縮小した。ガソリン価格のピークは前年8月だったため、ガソリン価格の前年比下落幅が縮小（前年同月比：▲31.4%→▲25.1%）に転じた影響が大きい。一方、コアコアCPI（食料〈酒類を除く〉及びエネルギーを除く消費者物価指数）は前年同月比▲1.0%と、8月の同▲0.9%よりもマイナス幅が小幅ながら拡大した。年明け以降、大幅なマイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）を背景に、マイナス幅は徐々に拡大しつつある。当Gでは、足元の潜在成長率はおおよそ0.7%、2009年7～9月期の需給ギャップは▲7.0%程度、年間約35兆円の需要不足と

（図表1-19）日本企業のアジア現地法人の販売先



（図表1-20）相手先別輸出金額（前年比）の推移

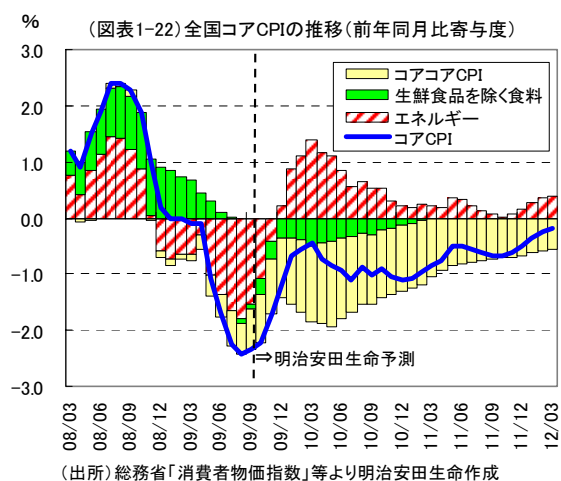
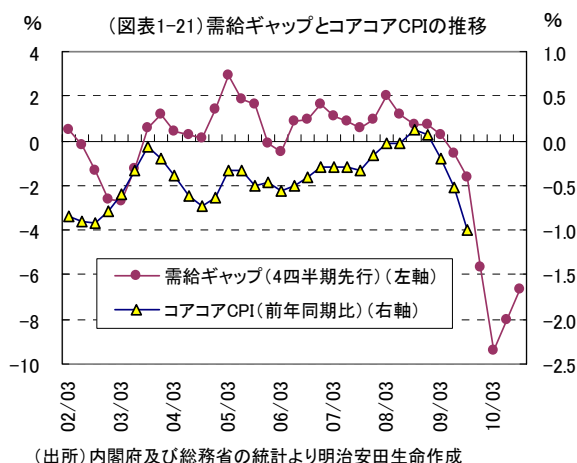


試算している。

コアコア CPI は需給ギャップの低下に約 1 年遅れて低下する傾向が見て取れる（図表 1-21）。既に景気は最悪期を脱しつつあるものの、コアコア CPI の低下はむしろこれから本格化してくる可能性が高い。需給ギャップの解消には4～5年程度かかると予想しており、コアコア CPI のマイナス基調は 2011 年度まで続くともっている。

昨年 7 月に 147 ドルまで上昇した原油価格（WTI 先物、中心限月）は、その後急落し、12 月には 33 ドルにまで下落した。年明け以降は再び上昇トレンドに転じ、11 月 11 日には 79 ドルにまで戻している。

昨年 12 月以降、エネルギー価格はコア CPI の押し下げ要因として作用してきたが、今後はエネルギー価格のマイナス寄与は急速に縮小し、年明け頃からはプラス寄与に転じると予想される。コア CPI のマイナス幅も今冬には大幅に縮小するだろうが、エネルギー価格のプラス寄与が一巡する来春以降はコア CPI のマイナス幅は再び拡大に転じよう（図表 1-22）。来冬以降は、マイナス幅は緩やかに縮小するとみているが、コア CPI がじりじりと下落する傾向が続き、デフレ基調は長期化する見通しだ。



(7) 金融政策は緩和基調を維持

10 月 30 日に開催された金融政策決定会合で、CP・社債の買入れは、発行環境が大幅に好転したため、予定通り 12 月末で打ち切り、一方、企業金融支援特別オペは、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すため、12 月末から 3 月末まで延期した上で打ち切ることが決定された。会合後に公表された声明文で、「当面、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していく」との一文が付け加えられた。時限措置の打ち切りと金融政策運営が別物であることを強調し、市場において早期利上げ観測が台頭することを阻止する狙いがあると見られる。白川総裁は、記者会見でも「今は、現在の金融緩和を粘り強く続けていく」と述べている。

大幅なマイナスの需給ギャップを背景に物価の下押し圧力は強く、コアコア CPI の下落はむしろ今後本格化してこよう。エコカー減税・補助金やエコポイントの効果一巡に加え、冬季賞与の大幅減などによって、国内景気は年度末にかけて停滞色を強めると懸念される。したがって、政策金利に関しては、当面は現在の 0.1% が据え置かれると予想する。利上げは 2011 年度以降に持ち越されるだろう。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、戦後最長のマイナス成長が続いていたが、巨額の景気対策の効果で、2009年7-9月期は5四半期ぶりのプラス成長となった。10-12月期は、在庫投資が大幅なプラス寄与に転じるとみられ、2四半期連続のプラス成長となる可能性が大きい。その後も回復基調が続くとみるが、そのペースは極めて緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、対策効果などから7-9月期は一旦持ち直した形だが、失業率の高止まりが予想されるのに加え、家計のバランスシート調整も続くことで、当面低調な推移が続くとみている。2010年以降、2011年にかけてゆっくりと上向くものの、平均すれば年率で2%に届かない状態が続こう。

住宅市場は、2005年後半をピークに縮小傾向が続いてきたが、ここへきて販売件数の増加や着工件数の下げ止まり等、底打ちに向けた動きが見られる。割高感も薄れていることから、今後は持ち直し傾向が続くとみているが、そのペースはやはり緩やかなものにとどまろう。

設備投資は、設備稼働率の低下、期待成長率の低下に伴う設備過剰感の高まり、企業金融の引き締めなどから減少が続いている。足元で生産が下げ止まりつつあり、企業業績も上向いていることなどから、2010年以降は底打ちから徐々に回復に向かうと予想する。

FRBは異例の低金利を長期にわたり継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、早くても2010年後半以降とみている。

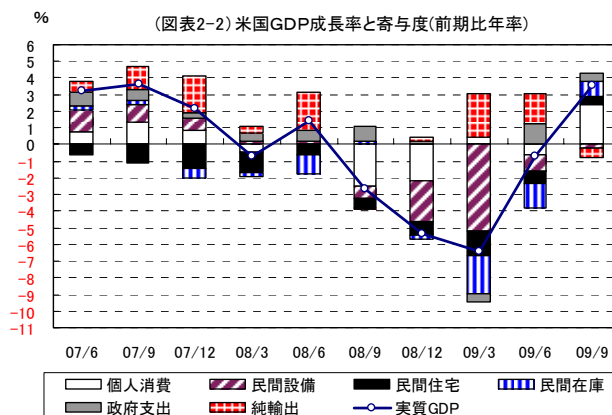
(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース				2008年				2009年				2010年			
	2008年	2009年	2010年	2011年	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12			
実質GDP	0.4%	-2.5%	2.0%	2.2%	-5.4%	-6.4%	-0.7%	3.5%	2.7%	1.7%	1.8%	1.8%	2.0%			
個人消費支出	-0.2%	-0.6%	1.0%	1.8%	-3.1%	0.6%	-0.9%	3.4%	0.1%	0.5%	1.1%	1.4%	1.7%			
民間住宅投資	-22.9%	-20.3%	2.2%	3.4%	-23.2%	-38.2%	-23.3%	23.4%	0.7%	1.1%	1.8%	2.4%	2.8%			
民間設備投資	1.6%	-17.7%	-0.2%	3.7%	-19.4%	-39.2%	-9.6%	-2.5%	-0.3%	0.4%	1.4%	2.0%	2.7%			
民間在庫(寄与度)	-0.4%	-0.7%	0.8%	0.3%	-0.6%	-2.4%	-1.4%	0.9%	2.2%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%			
純輸出(寄与度)	1.2%	1.1%	0.1%	0.1%	0.5%	2.6%	1.7%	-0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			
輸出	5.4%	-10.7%	6.0%	5.9%	-19.5%	-29.9%	-4.1%	14.7%	7.1%	4.3%	5.4%	5.7%	6.2%			
輸入	-3.2%	-14.9%	4.0%	3.9%	-16.7%	-36.4%	-14.7%	16.4%	4.9%	3.1%	3.7%	3.8%	4.0%			
政府支出	3.1%	2.0%	1.9%	-0.1%	1.2%	-2.6%	6.7%	2.3%	2.0%	1.6%	1.3%	0.9%	0.4%			
内需	-0.7%	-3.5%	1.9%	2.0%	-5.5%	-8.6%	-2.3%	4.0%	2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%			
国内最終需要	-0.4%	-2.8%	1.1%	1.7%	-4.9%	-6.4%	-0.9%	3.0%	0.4%	0.8%	1.2%	1.4%	1.6%			

(1) 7-9月期は5四半期ぶりのプラス成長

7-9月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+3.5%と、5四半期ぶりにプラス成長に転じた(図表2-2)。景気対策の効果で、個人消費が同▲0.9%→+3.4%、住宅投資は同▲23.2%→+23.4%と大幅に増加、政府支出も同+6.7%→+2.3%と増加傾向が続いた。設備投資は同▲9.6%→▲2.5%とマイナス幅が縮小、在庫投資の寄与度は▲1.4%→+0.9%ポイントとプラス寄与に転じている。

(図表2-2) 米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



(出所) 米商務省

米国経済は、2008年7-9月期から4四半期連続でマイナス成長が続いていたが、これは戦後初めてのことであった。10-12月期は、在庫投資が大幅なプラス寄与に転じるとみられ、2四半期連続のプラス成長となる可能性が大きい。その後も景気回復基調が続くとみているが、各種対策の押し上げ効果は徐々に縮小していくとみられるほか、借入に依存した過剰消費体質が修正を迫られていること、金融システムも脆弱な状況が続くことから、2010-2011年にかけても極めて緩慢な回復にとどまると予想する。

（２）個人消費は対策効果の剥落で減速へ

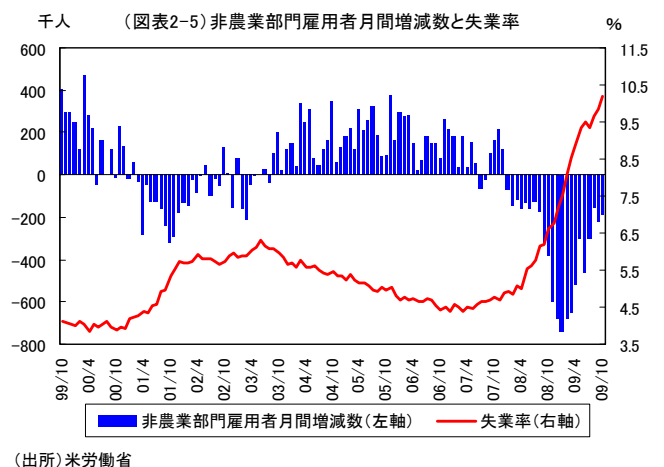
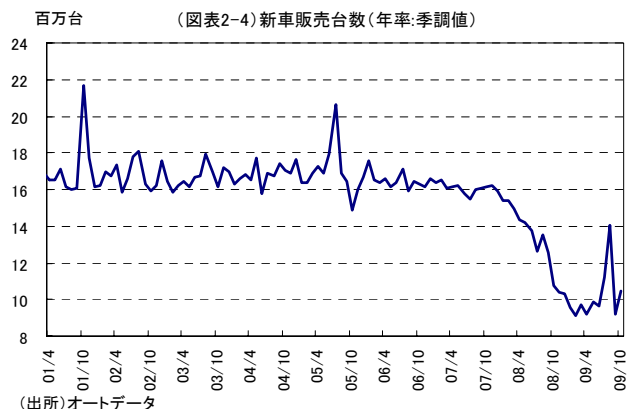
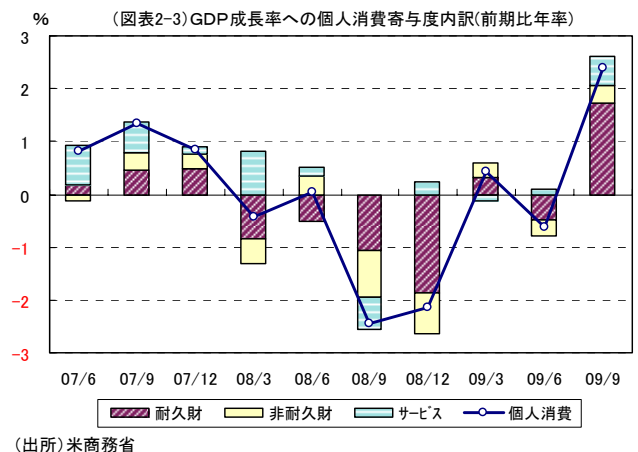
個人消費は、雇用・所得環境の悪化や、家計がバランスシート調整的な動きを強めたことなどから、2008年以降低調な推移が続いていたが、7-9月期の実質個人消費支出は前期比年率3.4%の大幅増となった（図表2-3）。

これは、7,8月に実施された自動車買い替え支援策の効果が大きいと考えられる。7,8月の新車販売台数は年率1,000万台を大幅に上回っている（図表2-4）。7-9月期の実質個人消費支出の内訳を見ても、耐久財が前期比年率22.3%増と大幅に増加するなど、自動車販売の急増が消費全体を押し上げている様子がうかがえる。

もともと、自動車買い替え支援策は8月で終了しており、足元では既にその反動が表れている。9月の新車販売台数は年率920万台と再び減少し、9月単月の実質個人消費支出も前月比0.6%減と減少に転じている。

また、自動車関連を除いて見た場合、7-9月期も個人消費は低調な推移が続いていたことが確認できる。自動車とガソリンを除いた小売売上高は、8,9月と2ヶ月連続で増加はしたものの、増加幅は極めて小幅なものにとどまっている。

個人消費が基調として弱い最も大きな要因は、雇用・所得環境の悪化が続いていることである。10月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比19.0万人の減少となった（図表2-5）。失業率も上昇傾向が続いており、10月には10.2%と、1983年以来の10%台となっている。理由別に失業率の動きを見ると、転職等を意図する自発的失業者よりも、企業の人員削減を示す非自発的失業者の上昇が顕著となっている。また、期間別の失業者の推移を見ると、27週間以上失業が続いている長期失業者が増加しており、失業の長期化傾向が鮮明である。

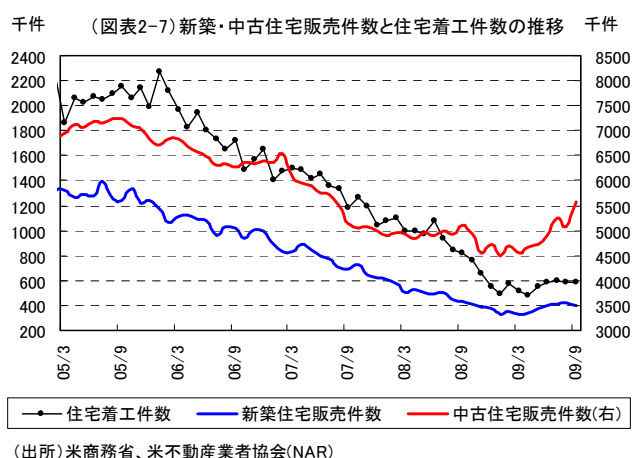
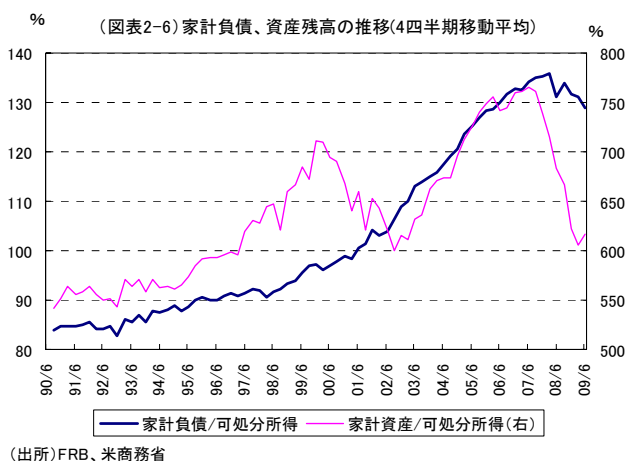


就業者の中にも、非自発的パートタイマーと呼ばれる、フルタイム労働を希望しながら、やむなくパートタイムの職に就く者が増加している。正規社員の就業時間の削減と相まって、週平均労働時間は33.0時間/週と、1964年の調査開始以来の最低値を更新している。

大幅な減産を強いられてきた製造業で在庫調整が進んでいることから、今後は生産が持ち直し、雇用環境が早期に改善に向かうことを期待する向きもある。しかし、景気の先行きには依然として不透明感が強いことから、多くの企業は新規雇用に及び腰であり、どちらかといえば最低水準にある労働時間を増加させることで、増産に対応していく方針と考えられる。2010年半ばあたりには雇用者数が増加に転じるとみるが、増加幅は小幅にとどまり、2010年末にかけて失業率は10%前後での推移が続くと予想する。

雇用環境の悪化に加えて、家計のバランスシート調整も下押し要因となっている。住宅バブルが崩壊し、その後の金融危機で株価も大きく低下した結果、家計資産は大幅に減少した（図表2-6）。そのため、家計は減少した資産に見合った規模まで負債を削減する必要性に迫られている。こうしたバランスシート調整によって、米国家計の消費スタイルは大きな変化を余儀なくされている。クレジットカードローンや自動車ローンの残高を示す消費者信用残高は8ヶ月連続で減少、消費に対する消費者信用残高の比率も大きく低下するなど、借入に依存した消費はもはや過去のものとなりつつある。

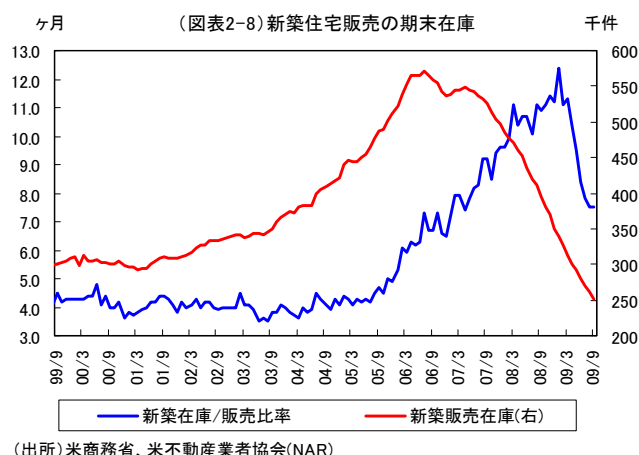
個人消費は各種の対策効果によって一旦は持ち直した形だが、このように雇用環境をはじめ懸念材料は多い。当Gでは10-12月期の実質個人消費支出は、前期比年率0%近辺に減速すると予想しているが、ここからさらに下振れる可能性も小さくない。失業率の高止まりが予想されるのに加え、家計のバランスシート調整も続くとみられることで、個人消費は低調な推移が続くと予想する。



(3) 住宅市場の持ち直しは緩慢なものに

米国の住宅市場は、2005年後半をピークに縮小傾向が続いていたが、このところ、持ち直しの動きが見られる。

住宅着工件数は、年明け以降下げ止まっている（図表2-7）。着工件数の下げ止まりの理由としては、在庫調整が進んだことが大きい。新築在庫件数は、2006年7月をピークに既に3年にわたり減少傾向が続いており、足元では住宅バブルが起きる以前の水準以下にまで低下している（図表

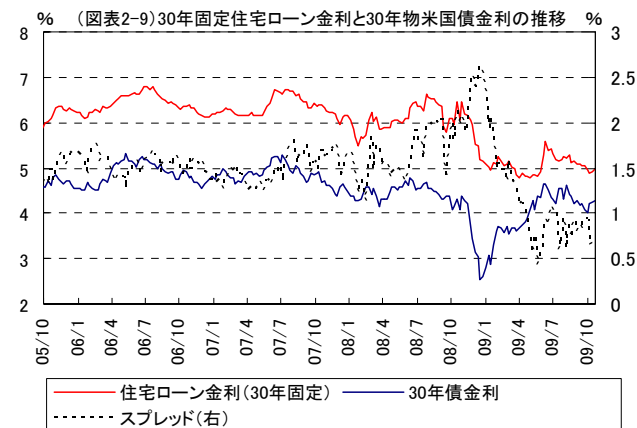


2-8)。

販売件数は増加基調に転じている。新築販売件数は、9月は減少したものの、8月までは5ヶ月連続で増加が続いていた。中古販売件数も、4月以降4ヶ月連続で増加、8月には一旦減少したものの、9月は再び増加している（図表2-7）。

住宅市場に改善の兆しが見える要因としては、政府やFRB（米連邦準備制度理事会）による住宅支援策の効果が考えられる。政府は、住宅ローンの借り換え促進策などの差し押さえ抑制策や住宅の一次取得者への税額控除などを実施している。とりわけ、住宅の一次取得者に対する税額控除は大きな効果を挙げている。これは、住宅を初めて購入する者に限り、購入金額の10%（最大8,000ドル）を税額控除するというもの。NAR（米国不動産業協会）によると、住宅購入者のうち約3割が同制度を利用しているとのことである。

また、FRBが実施しているMBS（住宅ローン担保証券）やGSE債などの政府機関債の買い取りも住宅市場の改善に貢献している。FRBは、MBSを1.25兆ドル購入するとしているが、これは残高が約6～7兆ドルと言われるMBS市場の20%近くに達する。この効果によって、米国での一般的な住宅ローンである30年固定住宅ローン金利と30年物米国債金利とのスプレッドは大幅に縮小しており、住宅ローン金利は過去最低水準での推移が続いている（図表2-9）。



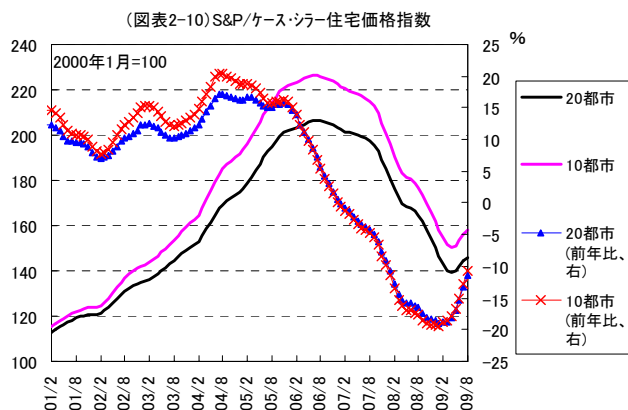
（出所）米抵当銀行協会（MBA）、Bloomberg

これらの支援策はいずれも時限措置だが、足元では延長に向けた動きが相次いでいる。FRBのMBSやGSE債等の買い取りは当初12月末に終了が予定されていた。しかし、FRBの買い手としての影響力は非常に大きく、MBSの買い取りを終了すると住宅ローン金利が跳ね上がるとの懸念が大きかったことから、FRBは9月23日にMBSの買い取りの期間を来年の3月まで延長することを決定した。

一次取得者への税額控除についても、11月末での終了が予定されていたが、このまま打ち切れれば、反動減は避けられないとの見方が大勢だったこともあり、4月末までの延長が決定されている。また、これまで対象外だった、5年以上住宅を保有した者も新たに税額控除の対象に加えられ、こちらは最大6,500ドルの税額控除とされた。11月末までに手続きが間に合わないことから購入を見合わせた人もいたといわれているため、短期的には住宅市場の持ち直しを後押しすることになる。

価格の低下も進んだことで、住宅の割高感は薄れている。住宅価格、住宅ローン金利、可処分所得を勘案した住宅取得能力指数は、既に住宅ブーム前の水準を乗り越え、かなりの割安水準にある。そのため、販売や着工の持ち直し傾向は今後も続くともみている。ただし、支援策は年明け以降、順次縮小に向かうため、回復ペースはその分緩慢にならざるを得ないと予想する。

足元の住宅価格をみると、8月のS&Pケースシラー住宅価格指数は前月比1.2%上昇と、4ヶ月連続で上昇している。前年比ベースでは11.3%減と、依然2桁マイナスが続いているものの、マイナス



（出所）S&P

幅は縮小に向かいつつある（図表 2-10）。価格が下げ止まったのは、政府による差し押さえ抑制策の効果があったと考えられる。ただし、雇用環境の悪化などから、差し押さえ件数は再び増加に転じており、価格は再度低下する可能性が大きいとみる。米国では学校等の新年度が 9 月に始まるため、例年、住宅市場が夏場にかけて活況になる。その結果、販売件数全体に占める差し押さえ物件の割合が低下していたことが、このところの統計上の価格の上昇に貢献したとの指摘もなされている。そのため、夏場が過ぎれば、再び販売に占める差し押さえ物件の割合が高くなるとみられ、今後は逆に価格の押し下げ要因となってくると考えられる。価格の底打ちは、販売や着工の持ち直しに遅れ、来春以降になると予想する。

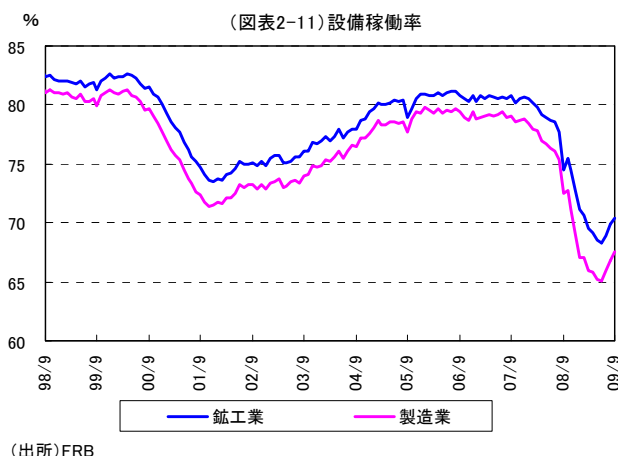
（４）設備投資は低調な推移が続く

設備投資は、設備稼働率の低下、期待成長率の低下に伴う設備過剰感の高まり、企業金融の引き締めなどから減少が続いている。

9 月の鉱工業生産は 3 ヶ月連続の増加となった。買い替え促進策によって自動車在庫が減少し、自動車が大幅に増加した影響が大きい、その他の業種にも下げ止まりが見えつつある。在庫の調整は急ピッチで進んでおり、出荷や売上に対する比率は急低下してきている。

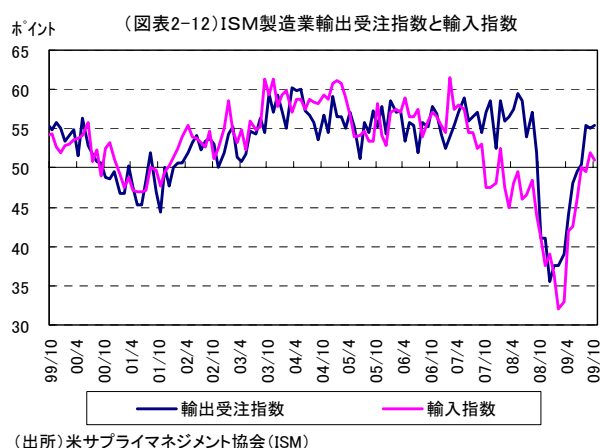
生産が下げ止まり、設備稼働率は小幅上昇したが、水準としては依然として歴史的に低い（図表 2-11）。企業の期待成長率も、景気後退前と比し低下している可能性が高い。金融危機の影響が長期間残るとみられることや、家計の過剰消費体質は過去のものになったと考えられることなどから、米国の潜在成長率は以前の 3% 近辺から足元では 2% 前半まで低下しているとみられる。期待成長率の低下は、企業が考える適正な資本ストックの水準を引き下げることとなる。今後も、潜在成長率の低下から期待成長率が高まりにくい状況が続き、設備過剰感は容易に解消しない可能性が高い。

足元では、生産が下げ止まりつつあり、企業業績も上向いていることから、2010 年以降は設備投資も底打ちに向かうと予想する。ただし、生産水準がピーク時に届かない状況が続き、企業の設備過剰感が残るとみられるのに加え、金融システムも完全には回復しない状態が続くとみられることから、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。



（５）純輸出は成長率のプラス寄与に

輸出入は、世界景気の減速や内需の低迷を受け、昨年後半以降急激に縮小したが、アジアを中心とした世界的な景気の持ち直しや貿易信用の機能回復から春先以降は改善に向かっている。7-9 月期の GDP 統計では、ともに前期比年率で 10% を上回る高い成長となった。ISM 製造業指数を見ると、輸出受注指数はリーマン・ショック後、急速に落ち込んだが、今年に入って上昇が続き、拡大と縮小の境目とされる 50 ポイントを上回っている。輸



入指数も大きく低下していたが、足元ではやはり上昇し、50 ポイントを上回っている（図表 2-12）。輸入の増加は 7、8 月に実施された買い替え支援策で、自動車の輸入が急増したことが大きい。買い替え支援策は既に終了しており、また、米国家計が以前のような過剰消費体質に戻るとは考えにくいことから、今後の回復ペースは輸出に比し緩慢なものとなる可能性が高い。そのため、輸出の増加が輸入の増加を上回る状態が当面続くと考えられ、今後は純輸出の成長率へのプラス寄与が続くと予想する。

（6）不安材料は商業用不動産市場

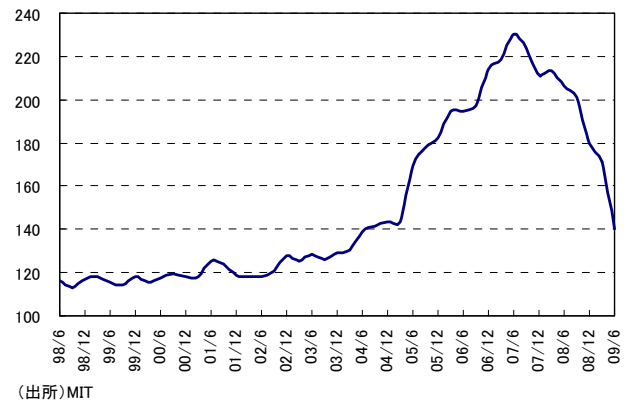
リーマン・ショック以降、銀行間取引金利である LIBOR は急上昇していたが、世界的な経済・金融安定化への協調体制の構築や、ストレステストの実施、金融機関の決算の改善などによって安心感が広がり、足元では落ち着きを取り戻している。

しかし、商業用不動産市場や雇用環境の悪化に伴う企業向け、個人向けの不良債権の増加など、金融市場には依然として不安材料が多く残る。

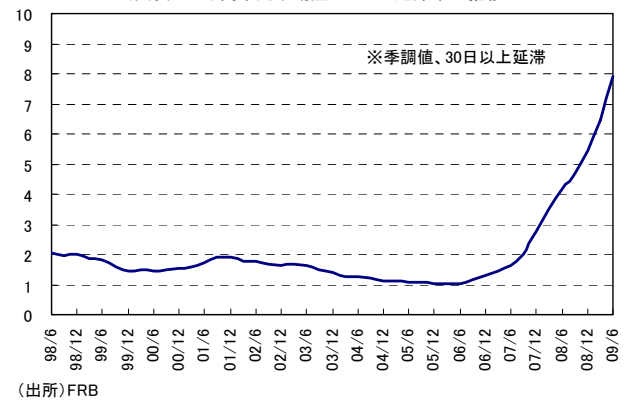
とりわけ、商業用不動産市場への懸念は大きい。商業用不動産市場は、住宅市場に遅れる形で、2004 年あたりからブームが始まったが、2007 年半ばにバブルが崩壊した形となった（図表 2-13）。商業用不動産価格は 2007 年 6 月のピークから既に 4 割近く下落しているが、空室率の上昇や賃料の引き下げが続いているのに加え、ローンの延滞率は急上昇（図表 2-14）、デフォルトも徐々に増加していることなどから、価格低下に歯止めがかかる兆しは見えない。また、商業用不動産ローンを証券化（CMBS）することで、銀行は資金を回収し、貸出を増やしていたが、CMBS の発行も 2008 年以降は激減している。

商業用不動産市場の悪化が今後も懸念される大きな理由として、ローンの借り換え問題が挙げられる。商業用不動産ローンは住宅ローンのような長期ローンではなく、一般的に 3～10 年満期で、特に 5 年満期のものが多く、満期が到来すれば、ローンを借り換える必要がある。商業用不動産ブームが始まった 2004 年以降に実施された大量のローンは既に満期を迎え始めているが（図表 2-15）、商業用不動産市場の低迷と銀行のバランスシートの悪化に伴う貸出の抑制で、借り換えは中々進んでいない。ローンの借り換えが進まなければ、延滞率が上昇し、デフォルトが増加することになる。それが商業用不動産市場と銀行収益を圧迫し、さらに借り換えが止まり、デフォルトが増えるという悪循環が懸念される。2004 年以降のブーム期に実施されたローンが今後大量に満期を迎えるため、

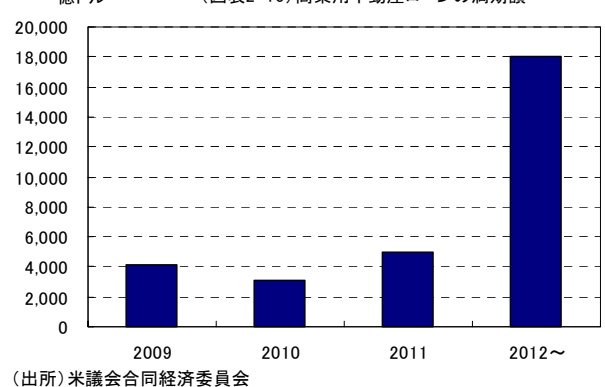
1984年1Q=100 （図表2-13）商業用不動産価格の推移



（図表2-14）商業用不動産ローンの延滞率の推移



億ドル （図表2-15）商業用不動産ローンの満期額



商業用不動産市場の悪化はむしろこれからが本番といえよう。

商業用不動産市場の悪化は既に金融機関の経営に影響を及ぼしつつある。FDIC（米連邦預金保険公社）が公表している資産規模別の金融機関の資産に対する不動産関連融資の割合を見ると、資産規模 1～10 億ドルと 10～100 億ドルという比較的小規模の金融機関で商業用不動産ローンの割合が高く（図表 2-16）、地銀の破綻が急増する原因の一つとなっている。商業用不動産からの損失は今後も拡大するとみられ、地銀の破綻は今後も続くと考えられる。

商業用不動産市場には、住宅市場と違い政府による効果的な対策は採られていない。ローンの借り手は一般企業が大半のため、ローンの借り換え等の支援は行いにくいという背景がある。また、貸し手の金融機関から不良債権を切り離すなどの支援策も中々進んでいない。金融機関への支援策としては、TALF（タム物資産担保証券貸出制度）と PPIP（官民共同ファンド）の 2 つがあるが、あまり効果を挙げていない。

TALF の仕組みとしては、ABS や CMBS を購入する際にそれを担保としてノンリコース（返済責任が担保に限定）の資金を FRB が貸し出す制度である。CMBS は発行市場も流通市場もほぼ機能停止状態のため、市場を活性化させることで、商業用不動産ローンの新規融資を増加させることが狙いだが、これまで利用されたのは約 60 億ドルにとどまっている。IMF 推計の CMBS 残高 6,400 億ドルや損失予想 2,000 億ドルという規模を考えると、効果を挙げているとは言えないのが現状である。TALF では担保の要件として AAA 格を求めているが、CMBS は格下げが進んでおり、担保要件を満たさなくなっているものが増加していることなどが、TALF の利用が進まない一因である。

また、PPIP では、住宅ローンや企業向け貸付などのローン債権を買い取るプログラムと、MBS や CMBS などの証券を買い取るプログラムの 2 つが発表されていた。しかし、ローン債権の買い取りについては、既に FDIC が延期を表明。証券の買い取りについても、その規模は当初想定されていた 1 兆ドルから 400 億ドルへと大幅に縮小されている。

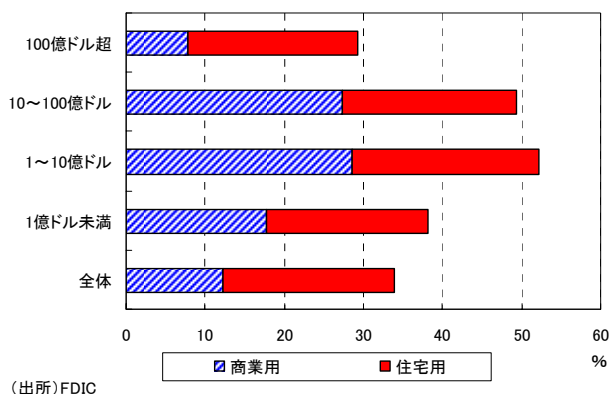
政府による対策には進展が見られず、ローンの借り換え増加はむしろこれからであることから、商業用不動産市場の問題は今後さらに深刻化、長期化すると考えられる。

（7）利上げは 2010 年の後半以降

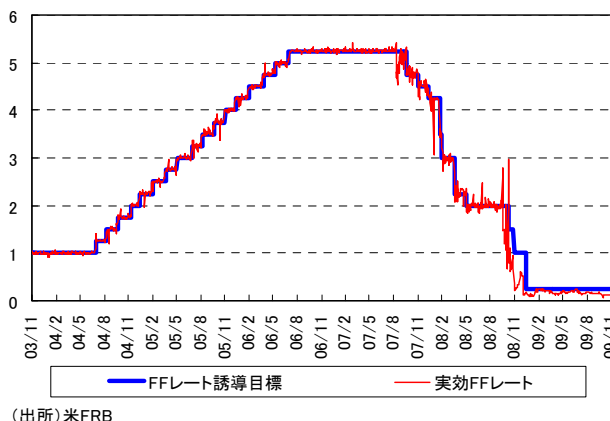
FRB は政策金利である FF レートの誘導目標を 0.0－0.25% のレンジで据え置き（図表 2-17）、異例な低金利を長期にわたり継続する方針を示している。

11 月 3－4 日に開催された FOMC（米連邦公開市場委員会）で注目されたのは、その超低金利政策の長期化を予告する「長期にわたって (for an extended period)」という声明の一節が、より早期の利上げを示唆する形に弱められるかどうかという点であった。ふたを開けてみれば、結局同じ

（図表 2-16）金融機関の資産に対する不動産融資の比率（資産規模別）



（図表 2-17）米FFレート推移



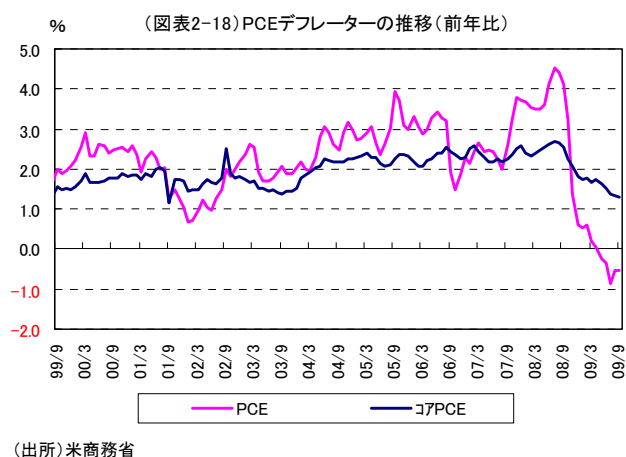
表現が据え置かれたが、異例な低水準のFFレートが「長期にわたって」正当化される理由として、「経済資源の低い稼働率、インフレの抑制トレンド、安定したインフレ期待」という3つの条件が付け加えられた。逆に言うと、この3つの経済状況が崩れる時が利上げの時期ということになり、いわば利上げの条件を明確にしたと言える。

市場ではこれまで、「長期にわたって」は、おおむね6ヶ月間を指すとの解釈が一般的であったが、この変更により、利上げの時期が遠い先になる可能性もあれば、逆に6ヶ月より前になる可能性も出てきたように読める。利上げの条件を明確に示したことにより、時間軸へのコミットメントは相対的に薄まり、今後の政策の柔軟性は高まったといえる。したがって「長期にわたって」が、今後たとえば、「当分の間(for some time)」等の表現に変更されるかどうかは、以前ほど大きな問題ではなくなったといえる。

FRBが利上げに向けたフリーハンドの確保を急ぐとしたら、その理由は何か。それは、景気回復下での超低金利政策が、国内のみならず、世界経済全体に与える歪みが次第に無視できなくなってきたためと考えられる。国内景気の回復基調が続いていることで、FRB内部を含め、将来的なインフレの芽を気にする声が出始めているのは事実である。ただ、財政支出や超低金利という公的支援の下支えなしに自律的な回復を続けられるかどうかについては、疑問符を付ける向きが大半だ。金融システムも盤石な状態にはほど遠い。

一方で、景気回復下にも関わらず、ほぼゼロ金利という状態が長期にわたって保証されるという市場環境は、低利のドルで資金を調達して、高金利通貨やリスク資産に投資するという、「ドルキャリー取引」の膨張をもたらした。これによって実現したドル安と低金利のミックスは、米国の景気回復を後押しする一方、新興国や資源国への大量の資金流入をもたらした。商品価格の急騰にもつながった。FRBにとっては、自国の金融政策が招いたグローバルマネーフローの潮流変化が、新たな世界的バブルの発生につながる可能性を徐々に意識せざるをえない段階に差し掛かっている。新興国の過剰貯蓄と米国の経常赤字という、いわゆるグローバルインバランスの拡大が、今回の金融バブル発生の温床になったという反省もあり、新たな不均衡の芽は早めに摘んでおきたいということかもしれない。

異例な低水準のFFレートが長期にわたって正当化される3つの条件のうち、「経済資源の低い稼働率」は、「高い失業率」へと読み替えることができる。今後も失業率は高止まりが続く可能性が高く、需給ギャップの拡大でインフレへの警戒感が高まりにくい状況が続くと考えられることから、FRBが利上げを実施するのは早くとも2010年の後半以降とみる。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は底入れした模様だが、各種対策効果による一時的押し上げという側面も強く、このまま一本調子で回復していく姿は想像しにくい。今後は、雇用環境の悪化が続くと考えられること、各国の自動車買い替え策の効果が逡減するとみられることから、個人消費は低調な推移が続こう。インフラ整備策の効果についても弱まることが予想されるほか、金融機関のバランスシート調整により貸出の低迷が続くとみられることなどから、固定投資も冴えない展開が続く可能性が高い。頼みの綱の海外景気も、2010年にかけては低めの成長が続く見通しであり、ユーロ圏の輸出を大きく押し上げるほどの力強さは見込めない。牽引役不在の中、景気回復ペースは極めて緩やかなものにとどまると予想する。

年明け以降、ECBは1年物リファイナンスオペなど非伝統的措置のクローリングへ向けて動き出そう。但し、ECBはこうした措置を段階的に巻き戻す姿勢を示していることなどから、少なくとも2010年前半は、期間を短縮するなどして非伝統的措置を継続しよう。政策金利の引き上げについては、低インフレが続く見通しであることから2011年にずれ込むと予想する。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(09/09 期は合計のみ実績)

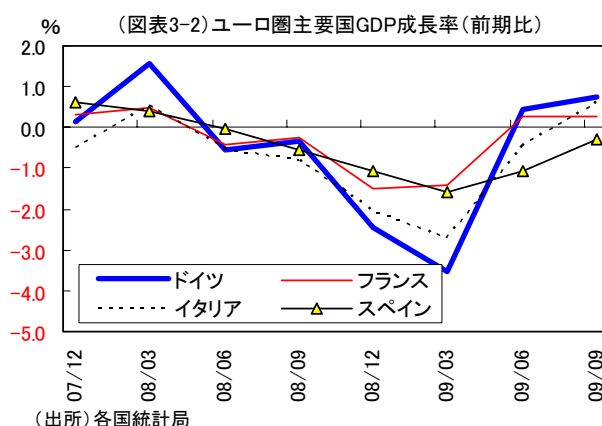
(前期比)					2008年					2009年				2010年			
	2008年	2009年	2010年	2011年	08/12	09/03	09/06	09/09	09/12	10/03	10/06	10/09	10/12	10/03	10/06	10/09	10/12
ユーロ圏GDP	0.6%	-4.0%	0.8%	1.5%	-1.8%	-2.5%	-0.2%	0.4%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
家計消費	0.3%	-1.0%	-0.1%	0.7%	-0.5%	-0.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
政府消費	2.1%	2.2%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	-0.6%	-10.2%	-0.7%	1.1%	-3.5%	-5.4%	-1.5%	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%
純輸出(寄与度)	0.0%	-1.2%	0.5%	0.5%	-1.2%	-0.6%	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

英国実質GDP

(前期比)					2008年					2009年				2010年			
	2008年	2009年	2010年	2011年	08/12	09/03	09/06	09/09	09/12	10/03	10/06	10/09	10/12	10/03	10/06	10/09	10/12
英国GDP	0.6%	-4.7%	0.1%	1.7%	-1.8%	-2.5%	-0.6%	-0.4%	0.3%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

(1) 景気はようやく底入れ

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は、前期比0.4%増と6四半期ぶりにプラス転換し、景気はようやく底入れした模様だ(図表3-1)。需要項目別の値は12月に入ってから発表となるが、世界景気の回復を背景に輸出が持ち直したほか、在庫調整の進展により、在庫投資がプラス寄与となったことが成長率を押し上げたと予想する。主要4ヶ国の成長率をみると、ドイツやフランスに続いてイタリアがプラス転換したものの、スペインはマイナス成長が続いており、回復が遅れている(図表3-2)。その他の国の成長率についても、プラス転換したり、マイナス幅が縮小したりする国が増えており、圏内景気に底入れ感が広がってきている。



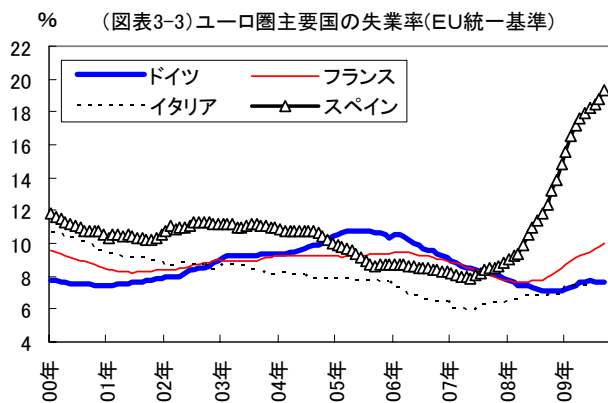
（２）対策効果通減で内需は低迷が続く

しかしながら、こうした回復の兆しは各国が打ち出した各種対策効果によるところが大きく、景気がこのまま一本調子で回復していく姿は想像しにくい。まず懸念されるのが雇用環境の先行きだ。ユーロ圏の失業率は9月に9.7%まで上昇し、1999年1月以来の高水準を記録した。にもかかわらず、足元の失業率は実勢よりも低めの水準にとどまっている可能性が高い。理由は、ユーロ圏最大の経済大国であるドイツの失業率が政府の操業短縮手当の拡充によって悪化を抑えられているためだ（図表3-3）。

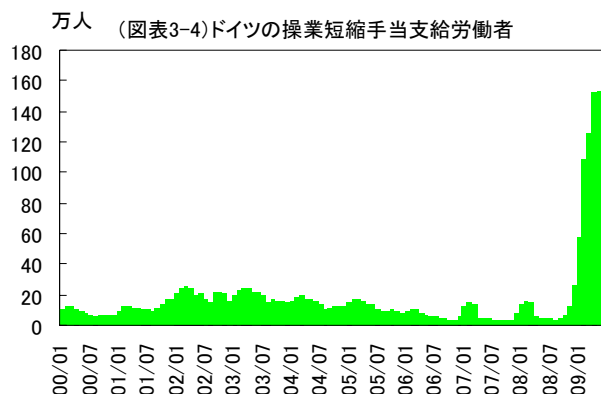
操業短縮手当とは、景気悪化などによって労働時間が一時的に短縮され、1/3以上の従業員が月収の10%以上をカットされる場合、削減分の60%（子供がいる場合は67%）を政府が補填する制度である。政府は2008年11月に発表した経済対策で、2009年末までの時限措置として同手当の給付期間をそれまでの12ヶ月間から18ヶ月に延長したが、5月には再び24ヶ月まで延長している。その結果、同手当の受給者数は5月時点でおおよそ150万人まで拡大した（図表3-4）。

問題は、企業がこうした社内失業者とも言える人員を多く抱えていることで、単位労働コストが上昇している点だ（図表3-5）。政府による支援があるとは言え、企業は余剰人員に対して賃金を払い続けているため収益が圧迫されており、潜在的な雇用調整圧力が高まっている。今後はこうした社内失業者が雇用市場に徐々に染み出してくると予想する。

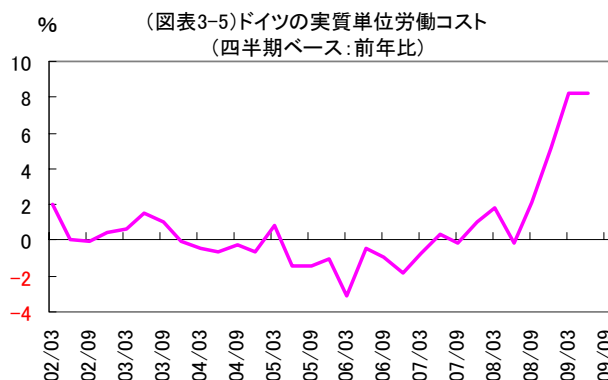
その他の国の雇用環境も芳しくない。ユーロ圏で最も失業率が上昇しているスペインでは、住宅バブル崩壊の影響が今後も燐ぶり続けるとみられることから（図表3-6）、建設業を中心に雇用の悪化が続く可能性が高い。フランスやイタリアでも、今後の景気回復ペースは緩やかなものととどまる見通しであり、雇用の過剰感は燐ぶり続けよう。過去の推移をみる限り、ユーロ圏の失業率は景気に1年程度遅行する傾向がある。今後、失業率の上昇ペースは景気回復を背景に次第に鈍化すると考えるが、上昇傾向自体は少なくとも2010年前半までは続く可能性が高い。



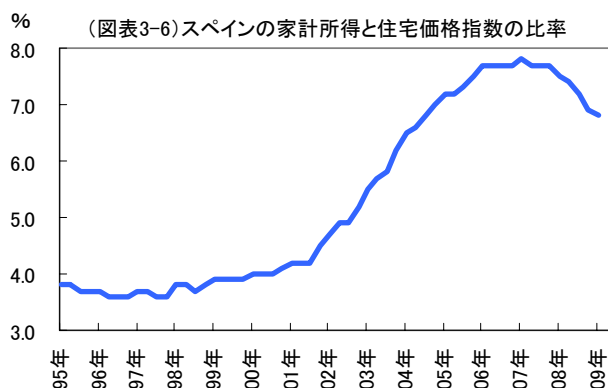
（出所）ユーロスタット



（出所）ドイツ連邦雇用庁



（出所）フンデスバンク



（出所）スペイン銀行

これまで各国の景気を下支えしてきた自動車買い替え支援策の効果が逡巡すると見込まれる点も先行きの懸念材料だ。各国の自動車販売の推移をみると、支援策の効果が最もみられたのが補助額の一番大きかったドイツである（図表3-7）。ドイツでは、9年以上使用した自動車を廃棄して新車に買い替えた場合、政府が2,500ユーロ（約35万円）の補助金を1月から支給していたが、希望者が殺到したことで支援期限（2009年末）満了前に予算枠が枯渇、9月2日の時点で支援策が打ち切られた。同国における自動車販売台数は1－10月累計で331万台と前年同期の263万台に比べて約3割増しとなっている。ただ、こうした増加分は将来需要の先食いだった可能性が高い。申し込み分すべてが処理されるまでには時間がかかること、申し込みが却下された場合は順番待ちをしている人が繰り上げられることなどから、9、10月の自動車販売台数は底堅く推移したが、今後はこれまでの反動が徐々に顕在化しよう。

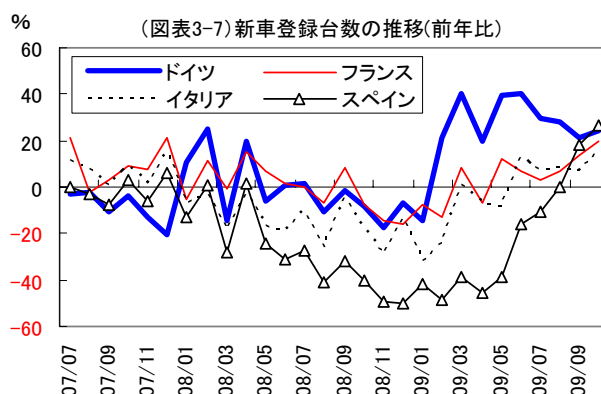
一方、フランスでは、補助額を現行の1,000ユーロから800～900ユーロに引き下げて継続することが検討されているほか、イタリアやスペインでも支援策の延長を検討する方針との報道が出てきている（図表3-8）。こうした動きは、個人消費の反動減をある程度先延ばしにすると考えるが、買い替え促進効果は時間の経過と共に逡巡していくとみられるほか、雇用情勢が冴えない中では、その他の消費が削減される可能性が高く、景気押し上げ効果は限られよう。

また、各国の経済対策の中には公共投資が含まれているが、例えばドイツでは、173億ユーロのインフラ整備策のうち半分以上を2009年内に実施するほか、フランスでも2月に詳細が発表された265億ユーロ（インフラ投資は40億ユーロ）の対策のうち、75%を2009年内に支出する意向が示されており、公共投資についても2010年は2009年に比べて景気浮揚効果が縮小することが見込まれる。

（3）金融不安も景気回復の重石に

欧州銀行監督委員会（CEBS）は、国際的な金融取引を行う欧州の22の主要金融グループを対象としてストレステストを実施、結果を10月1日に公表した。それによれば、CEBSが想定する悲観シナリオが実現した場合、テスト対象金融グループの貸倒れやトレーディングに関わる潜在的な損失は、2009－2010年に約4,000億ユーロ（約54兆円）に達する可能性があるとのことだ。ただ、そうした状況下でも、金融機関の財政状態は適正な資本水準を維持するのに十分であり、中核的自己資本比率（Tier1）の平均は、バーゼル合意で要求されている4%を上回る8%以上を達成可能としている。

今回の結果を受け、トリシェECB総裁は記者会見で、「このような厳しいストレステストでも、EUのバンキングシステムは心強い抵抗力をみせている」と評価するコメントを行った。確かに悪い内容ではなかったが、これを持ってEUにおける金融システム不安が早期に解消すると考えるのは時



(出所) ACEA等

(図表3-8) 各国の自動車買い替え支援策概要

	具体的内容	
ドイツ	補助額: 2,500ユーロ 廃棄対象: 9年以上使用車	支援期限: 09年1月～09年12月 ⇒予算枠を使い切った為、09年9月2日で終了。延長は行わず
フランス	補助額: 1,000ユーロ 廃棄対象: 10年以上使用車	支援期限: 08年12月～09年12月 ⇒補助額を800～900ユーロに下げ、10年も継続予定。10年7月に再引下げ予定
イタリア	補助額: 1,500ユーロ 廃棄対象: 10年以上使用車	支援期限: 09年2月～09年12月 ⇒10年も延長を検討
スペイン	補助額: 2,000ユーロ 廃棄対象: 10年以上使用車	支援期限: 09年5月～10年5月 ⇒予算枠を既に使い切った為、年末迄に0.4億ユーロ追加。再延長を検討

(出所) 各種報道資料等から明治安田生命作成

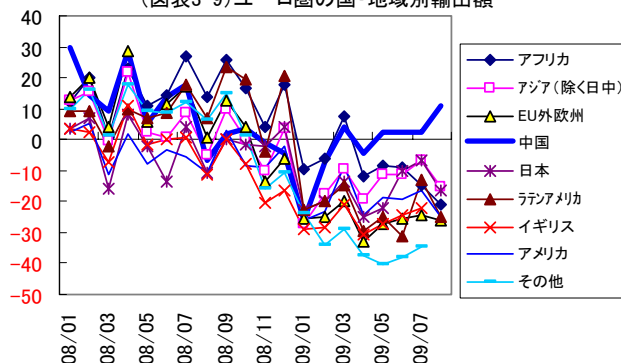
期尚早であろう。テスト対象となった22グループの総資産は、EU金融部門の約60%を占めるとは言え、全体のストレステスト結果を推定できるものではないこと、ストレステストは多くの前提が置かれた仮想シナリオに基づいて行われているため、結果については不確実性を伴うと判断されることなどがその理由だ。

ストレステストの目的は、EUのバンキングシステムの健全性をチェックすることであるため、個別行の結果は示されない。それでも、各行は健全性の強化を迫られるとみられる。金融機関のバランスシート調整は長期化する可能性が高く、融資姿勢も引き締められた状態が続くと見込まれる。こうした制約に加え、設備稼働率が低水準で推移していること、企業収益の回復は極めて緩やかなペースにとどまると予想されることなどから、設備投資の回復は遅れよう。

（４）牽引役不在で緩やかな回復に

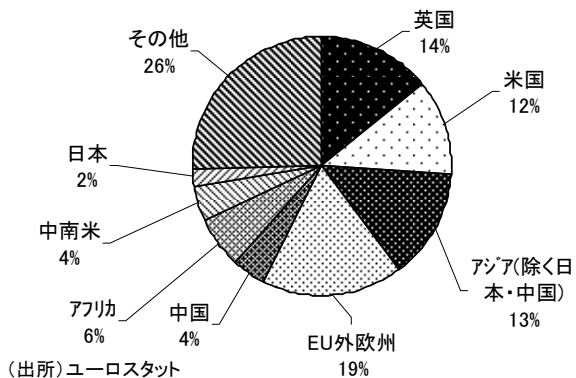
このように内需に大きな期待が持てない中で、ユーロ圏景気にとっては海外景気が頼みの綱となる。しかしながら、今のところ輸出が明確に回復していく兆しはみられない。国・地域別に見ると、対策効果でいち早く回復基調に転じた中国向けが増加基調に転じているものの、主要相手先である英国、米国、EU外欧州向けなどは低迷が続いている（図表3-9, 10）。今後も中国景気は回復が見込まれるが、ユーロ圏にとって中国向け輸出のウエイトは小さい。世界景気全体で見ても、2010年にかけては低めの成長が続く見通しであり、輸出を大きく押し上げるほどの力強さは見込めない。牽引役不在の中、ユーロ圏景気の回復ペースは極めて緩やかなものにとどまろう。

前年比(%) (図表3-9)ユーロ圏の国・地域別輸出額



(出所)ユーロスタット

(図表3-10)ユーロ圏輸出相手国別占率(2008年)



(出所)ユーロスタット

（５）ECBの利上げは2011年以降を予想

ECB（欧州中央銀行）は11月5日に開かれた理事会後の会見における導入声明で、「金融市場の状況が改善しているため、すべての流動性供給策をこれまで同様に行う必要はないだろう」とし、非伝統的措置のクロージングへ向けた第一歩を踏み出す考えを示した。その会見でトリシェ総裁は、1年物リファイナンスオペを打ち切る方針を示唆。このため、同オペは12月16日の実施を持って終了となる可能性が高い。入札金利に関しては、金融機関に積極的な入札を行わせるため、また市場の利上げ観測を高めないため、過去2回と同様、リファイナンス金利と同じ1.0%で実施されると予想する。

ただ、同オペが終了しても、無制限の流動性供給は期間を短縮するなどして今暫く継続されると予想する。導入声明では、流動性供給策を「段階的に」巻き戻すとしていること、M3や貸出の伸びが縮小を続けていること（図表3-11）、ECBのインフレ見通しは2011年まで目標の前年比2%を下回ると予想されること（2009年11月時点の欧州委員会見通しは前年比1.5%）などが背景だ。

政策金利については当面据置きが続くと予想する。景気が緩やかな回復にとどまる中、GDPギャップは容易に縮小せず、欧州委員会見通しのとおり、CPI上昇率は低い伸びが続くと考えられるためだ（図表3-12）。ECBが利上げに動き出すのは2011年以降と予想する。

（6）英国景気の回復ペースも緩やか

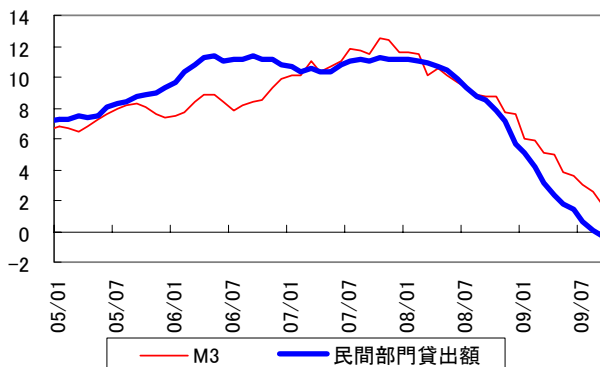
英国の7-9月期実質GDP成長率（速報値）は前期比0.4%減と、6四半期連続のマイナス成長となった。悪化ペースは徐々に和らいでいるものの、他の先進国に比べて回復が遅れている。

ただ、懸念材料だった金融市場の混乱が少しずつ沈静化へ向かい始めていること、バブル崩壊で調整していた住宅市場も回復が進んでいること（図表3-13）、サービス業を中心に企業景況感が持ち直してきたことなどから（図表3-14）、成長率は早期のプラス転換が予想される。

2010年末にかけての英国景気は、緩やかな回復にとどまる可能性が高い。年明け以降、2008年12月から実施されていた付加価値税（VAT）の軽減措置（17.5%→15.0%）が終了することや家計のバランスシート調整が始まったばかりであること、雇用環境の悪化傾向が続くと考えられることなどが要因だ。個人消費の回復の遅れなどによって内需は全般的に冴えない展開が続く可能性が高く、景気回復ペースはユーロ圏と比べても緩やかなものにとどまろう。

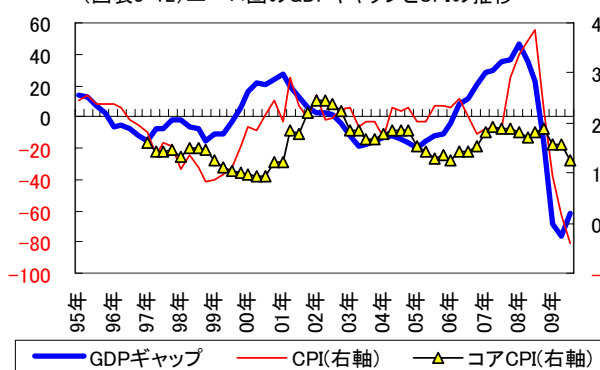
BOE（イングランド銀行）は11月MPC（金融政策委員会）で政策金利を0.5%に据え置く一方、資産買取規模を250億ポンド拡大し2,000億ポンドにする方針を決めた。ただ、今後は景気が緩やかながら回復基調をたどると考えられることから、買取枠の再拡大は見送られる可能性が高い。今回、拡大枠が8月MPCの500億ポンドから半減した点も、流動性供給策のクロージングを見据えた動きと考える。一方、BOEの最新見通しによれば、政策金利と資産買取枠を据置いた場合のCPI上昇率は、2011年後半には前年比で2%超に達する予想だ。政策波及までの時間的なラグを考えれば、2010年末頃には利上げに動き始める可能性が高いと予想する。

（図表3-11）M3と民間部門貸出額の推移（前年比）



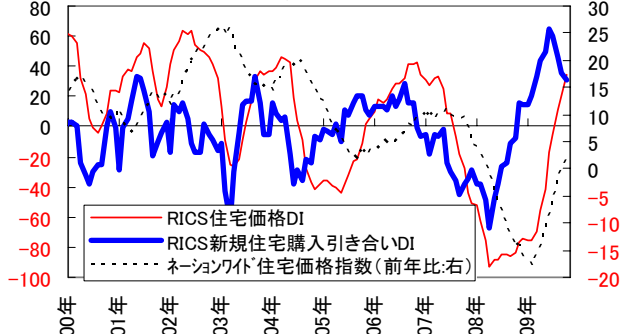
（出所）ECB

（図表3-12）ユーロ圏のGDPギャップとCPIの推移 前年比(%)



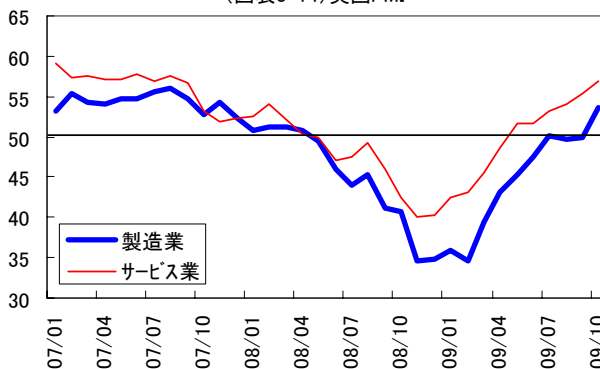
（出所）ユーロスタット資料より明治安田生命作成

（図表3-13）英住宅価格指数(前年比)と住宅価格DI・新規住宅購入引き合いDI



（出所）ネーションワイド等資料より明治安田生命作成

（図表3-14）英国PMI



（出所）英CIPS

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済の回復基調がますます鮮明なものとなりつつある。2009年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比8.9%増と、4-6月期の同7.9%増から伸びが一段と加速した。景気は今後も順調な回復を続ける可能性が高い。景気対策として着工した投資プロジェクトの多くが仕掛中であること、貨幣供給のスピードが増していること、輸出に好転の兆しが見えること、企業や家計の景況感が回復していることなどがその理由。10-12月期の実質GDP成長率は6四半期ぶりに二桁の伸びを回復するとみられ、2009年通年で、政府目標の8%を達成するのはほぼ確実な情勢である。

2010年には、世界経済の足取りもよりしっかりしたものになることが期待できる。内需も好調を維持するとみられることから、2010年の成長率は前年比9.7%増と、2009年から伸び幅が拡大すると予想する(図表4-1)。

景気回復が確実なものとなっていることを受け、政府当局は徐々に引き締めの政策運営スタンスに軸足を移しつつある。既に融資規制については強化されているが、2010年には元高方向への誘導を再開、利上げも2回程度実施すると予想する。

(1) 景気回復がより鮮明に

2009年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比8.9%増と、4-6月期の同7.9%増から伸びが一段と加速した(図表4-2)。10-12月期は、6四半期ぶりの二桁成長となる可能性が高い。世界経済の回復に伴い、輸出に好転の兆しが見えること、景気対策として2009年に着工した投資プロジェクトの多くがまだ仕掛中であること、貨幣供給のスピードが増していること、企業や家計の景況感が回復していること、前年同期の水準が低いことなどがその理由。2009年通年で、政府目標の8%を達成するのは、ほぼ確実な情勢だ。

2010年以降は、世界景気回復の足取りもよりしっかりしたものになるとみられ、外需の回復が期待できる。一方で、内需も固定投資を牽引役に引き続き好調を維持すると予想されるため、景気はさらに安定感を増していく可能性が高い。米国景気のリバウンドペースが鈍いとみられるのはネックだが、2010年の成長率は9.7%増と、2009年から伸び幅が拡大すると予想する。

(2) 一部業界は過剰投資が問題に

政府がここまで実施してきた景気対策は、公共投資の拡大を始め、中小企業への融資拡大などの企業金融支援策、頭金の下限引き下げ等の住宅購入支援策、社会保険料の支払い猶予などの社会保障支援策、家電や自動車の買い替えに対する補助金支給などの消費刺激策、輸出還付税率引き上げ

(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	07年	08年	09年 (予測)	10年 (予測)	11年 (予測)
実質GDP成長率	13.0	9.0	8.6	9.7	10.0

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



などの輸出促進策、農民工(沿海部などで働く農村からの出稼ぎ労働者)、新卒者への支援などの雇用促進策、主要 10 業種(鉄鋼、自動車、造船、石油化学、紡績、軽工業、非鉄金属、設備製造、情報技術、物流)の産業振興計画の策定、5 回におよぶ利下げなど、多岐にわたっている。昨年 11 月以降、矢継ぎ早に打ち出されたこれらの対策が、景気回復に大きく貢献しているのは間違いない。

10 月の鉱工業生産統計は、前年比 16.1%増と、9 月の同 13.9%増から大きく加速した。景気対策関連品目、中でもインフラ関連や自動車などの生産が増加しているほか、在庫調整の進展、輸出の持ち直しなども生産増に寄与している(図表 4-3)。

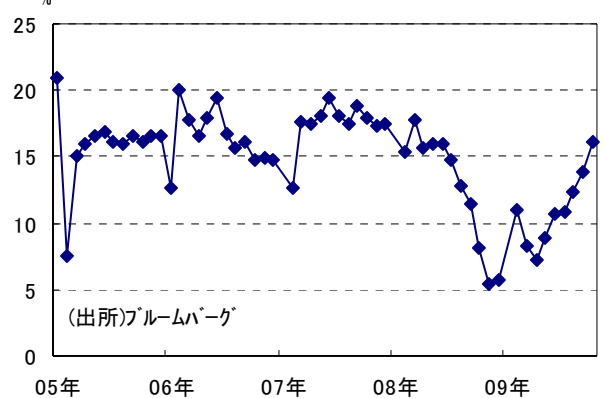
需要サイドでは、固定資産投資が景気対策の恩恵をもっとも大きく受けており、2009 年 1-9 月の全社会固定資産投資の伸びは、前年同期比 33.4%増となった(同統計は四半期ごとに年初からの累計値で発表)(図表 4-4)。伸び幅は前年同期を 6.4%ポイント上回っている。

1-10 月の都市部の固定資産投資は前年比 33.1%増となった(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)。1-9 月の同 33.3%からわずかに減速したが、引き続き高い伸びが続いている。地域別にみると(1-9 月)、東部が同 28.1%増、中部が同 38.3%増、西部が同 38.9%増となっており、景気対策の恩恵を受けやすい中西部の伸びが高くなっているのが特徴だ。業種別にみると、インフラ関連の設備投資(電力除く)の伸びが前年同期比 52.6%増と高く、うち、鉄道分野が同 87.5%増、道路分野が同 50.7%増、衛生・社会保障・社会厚生関連が同 72.9%増とそれぞれ高い伸びを記録している。

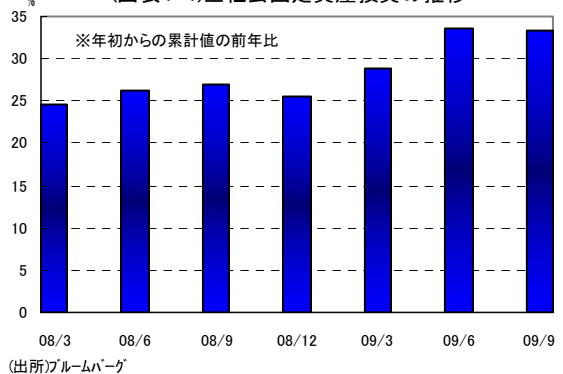
一方で、巨額の政府支援は、一部業種では深刻な生産能力過剰に繋がっている。政府は 10 月 19 日、鉄鋼、セメント、板ガラス、石炭化学工業、多結晶シリコン、風力発電設備の 6 業種を生産過剰抑制策の重点対象にすることを明らかにした。新株発行、社債発行、環境基準、土地取得などの面で規制をかけることで、設備投資の抑制を図る方針とのこと。政府関係者によると、2008 年末までに中国の粗鋼生産能力は 6.6 億トンに達したが、内需は 5 億トンに満たず、セメントの生産能力は 18.7 億トンだが、内需は 14-15 億トンにとどまるとのことである。しばしば過剰能力が問題となる鉄鋼やセメントはともかく、多結晶シリコンや風力発電設備などの「新産業分野」が抑制対象になるのは異例ともいえ、中国経済のいびつな回復構造を示している。

2009 年の全社会固定資産投資の伸びは 30%を超え、ここ 16 年で最高の伸びとなりそうだ。2010 年は、政府が引き締め政策をさらに強化してくるとみられるが、元々 2 年間のプロジェクトである景気対策効果が残ることから、引き続き 30%近い高い伸びを持続する可能性が高い。固定資産投資が GDP に占める比率は縮小どころか拡大の一途をたどるとみられ、改めて投資偏重の成長構造が問題となりそうだ。

(図表 4-3) 鉱工業生産(前年比)



(図表 4-4) 全社会固定資産投資の推移

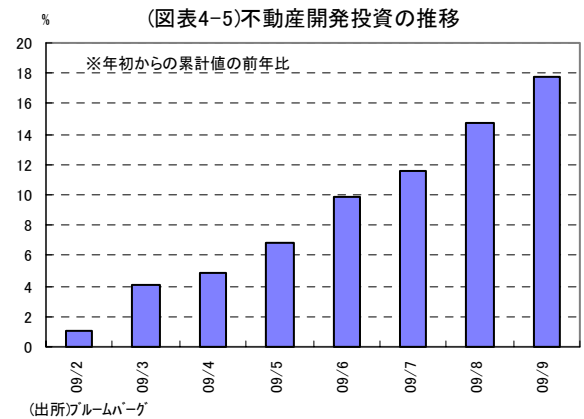


（３）不動産市場は過熱感強める

都市部固定資産投資の約４分の１を占める不動産開発投資額（１－９月）は、前年同期比１７.７％増となった。年初以来、伸びの加速傾向が続いている（図表４-５）。不動産価格も上昇に向かっていく。１０月の都市部不動産価格（７０都市平均）は、前年同月比３.９％の上昇と、９月の同２.８％から加速した。６月以降５ヶ月連続の上昇で、不動産セクターの回復を裏付けている。９月の新築住宅販売価格は前年比２.７％の上昇、中古住宅販売価格は同３.８％の上昇で、伸び率は８月からそれぞれ１.２％ポイント、０.２％ポイント拡大している。

政府は２００８年１０月に、住宅市場対策として、初めて住宅を購入する際、床面積９０㎡以下の場合には不動産譲渡税を１.５％から１.０％に引き下げるとしたほか、初回購入者に限り、頭金の下限を３０％から２０％に引き下げることや、住宅ローン金利を指標貸出金利の７０％に抑える政策などを打ち出した。企業向けの対策としては、今年４月に投資計画の自己資金比率に関する規制を５年ぶりに緩和している。従来は総投資額の３５％以上を自己資金で賄わなければならなかったところ、２０％まで引き下げるという内容で、不動産市況の回復もこれらの景気対策の効果による部分が多い。

ただ、ここへきて不動産市場の過熱を懸念する声も出始めている。デベロッパーによる行き過ぎた資金調達と土地の囲い込みなども問題視されており、景気回復が確実にになったこともあって、これ以上、優遇措置を続ける意義は乏しいとの意見が政府内で次第に優勢になりつつある模様だ。一連の不動産優遇措置の多くは、春までに打ち切られる可能性が高まってきたといえよう。

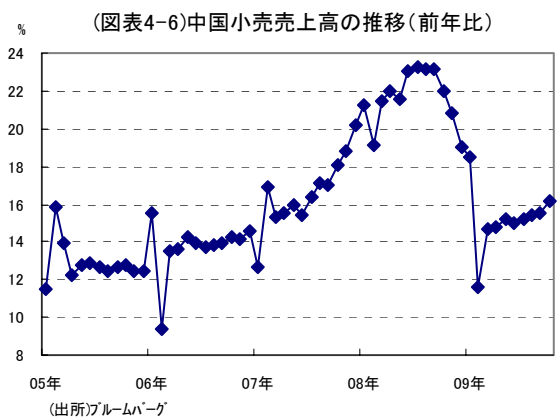


（４）自動車、家電の買い替え策が消費を下支え

１０月の社会消費財小売総額は、前年同月比１６.２％増となった。伸び率は９月を０.７％ポイント上回っており、徐々に回復ペースが速まりつつある（図表４-６）。

２００８年後半以降の消費減速の主因は、急激な雇用環境の悪化であった。輸出の急減速を受けて沿海部の工場の閉鎖が相次いだため、多くの農民工が職を失い、残った労働者も賃金低下圧力にさらされた。政府は年明け以降、貧困層 ７,４００万人を対象に、一人当たり １００－１８０ 元の生活補助金の給付を実施したほか、インフラ建設で農民工を優先的に採用することや、事業を興す場合の融資や税の減免などを実施している。その後、景気が回復に向かったこともあり、国家統計局が９月に発表した調査によると、失業中の農民工の数は、年初の ２,０００万人から６月には ４２０万人まで減少したとのことだ。

また、政府は３農問題（農業、農村、農民）を政策の最重点課題と位置づける立場から、「家電下乡」（家電製品を農村へ）と呼ばれる政策を推し進めてきた。特定の家電製品を購入する農村部の消費者に対し、一律 １３％の補助金を支給するというもので、当初はテレビ、洗濯機、冷蔵庫、携帯電話の４製品に限定されていたが、その後二輪車やパソコン、電子レンジなどに範囲を拡大、対象台数も１台から２台へと拡張された。自動車についても、排気量 １,６００cc 以下の小型車の車両取得



税を 10%から 5%に引き下げたほか、買い替えに 10%の補助金を支給するなどの対策(汽車下郷)を実施した。

6 月以降は、新法の下で、新たな家電・自動車買い替え促進策を実施している。家電については、旧家電製品を指定回収業者に引き渡し、指定販売店で新家電製品を購入することを条件に、販売価格の 10%を補助するというもの。自動車については、一定年数に達した中型以下の貨物自動車及び一部のバスと、「イエロー標識自動車」と呼ばれる、排ガス基準を満たしていない車の買い替えを前倒した場合に補助金を支給するというもので、環境への貢献を重視した内容になっているのが特徴である。

政府によれば、10 月 13 日時点で旧家電製品 107 万 5,000 台を回収、新家電製品 76 万 8,000 台を販売し、売上高は約 30 億 3,000 万元に達したとのことだ。とりわけ国慶節と中秋節が重なって 8 連休となった 10 月初旬が買い替えのピークとなった模様である。

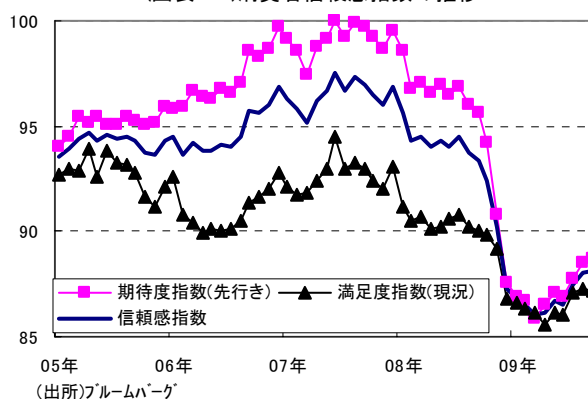
10 月単月の自動車販売台数(含む商用車、国内生産分)は、前年同月比 72.5%増の 122 万 6,300 台となった。1-10 月の販売台数は前年同期比 37.7%増の 1,089 万 1,400 台で、通年では 1,300 万台を超える可能性が高く、米国を抜いて世界一になるのがほぼ確実な情勢だ。当局は現在実施している自動車販売支援策の延長に加え、追加策の実施も示唆しており、自動車販売は 2010 年以降も好調に推移する可能性が高まっている。

農村部の物流システムの整備が徐々に進んでいることも、消費回復に貢献しているようだ。現在、中国全土で農家経営のチェーン店舗が 36 万店舗、配送センターが 1,186 ヶ所建設、もしくは改築されている。これは 84%の県、87%の郷・鎮と 44%の行政村をカバーしており、2008 年と比べカバー率はそれぞれ 9%ポイント、22%ポイント、11%ポイント上昇したとのことだ。

こうした状況を受け、消費者マインドも改善に向かっている(図表 4-7)。2010 年は輸出企業の業績改善が期待できることもあり、雇用・所得環境も改善傾向をたどると予想されることから、個人消費は引き続き堅調な回復が期待できる。もっとも、固定資産投資の伸びはさらに高いこともあり、GDP への寄与という観点から見れば、「投資から消費へ」という政府目標と逆行する状況が続くそう。

より中長期的な見地から、個人消費を安定的な成長軌道に乗せるためには、労働分配率の上昇と、高すぎる貯蓄率を低下させていく政策が必要である。中国の労働分配率はいまだ 50%未満である。これは労働組合の組織率が低いことに起因しており、この裏返しである資本分配率の高さが過剰投資を招く要因となっている。また、社会保障制度が未整備なため、人々は貯蓄率を高めに保たざるを得ない。農村部の物流システムの整備も引き続き課題だ。いずれも一朝一夕に解決できない問題であり、当面は投資主導の成長が続くだろう。

ポイント (図表4-7)消費者信頼感指数の推移



(5) 輸出に回復の兆し

10 月の輸出額は前年同月比 13.8%減、輸入額は同 6.4%減となった(図表 4-8)。1-10 月の累計ではそれぞれ、同 20.5%、同 19.0%の減少。金融危機に伴う世界同時不況の影響で、輸出入が両建てで減少する傾向が続いているが、マイナス幅は縮小傾向にある。輸出は 9 月以降、マイナス幅

の縮小傾向が顕著になっている。アジア向け、欧州向けの回復が大きく寄与しているのが特徴だ(図表4-9)。輸入の回復は、内需の回復の裏返しでもあるが、商品別にみると、10月は鉄鉱石が同45.5%も伸びており、国内の過剰投資問題と関係した部分もありそうだ。

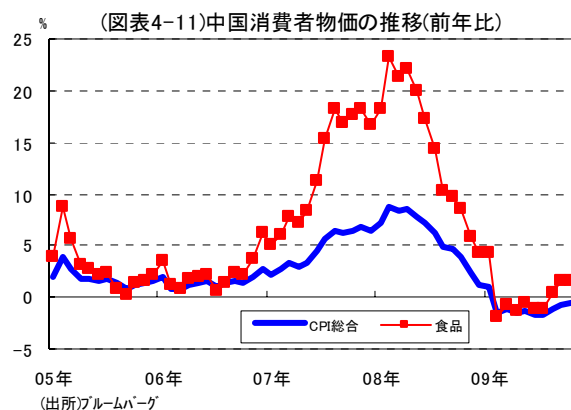
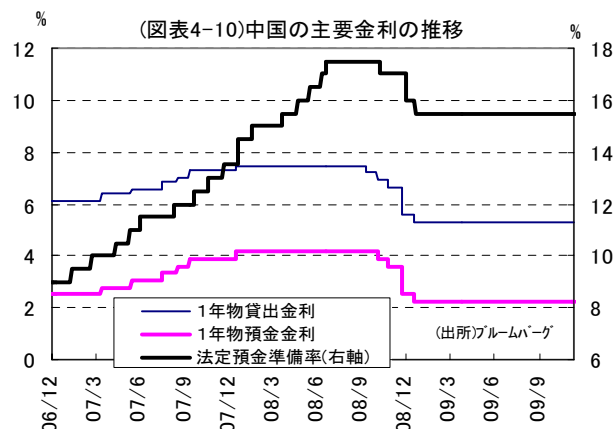
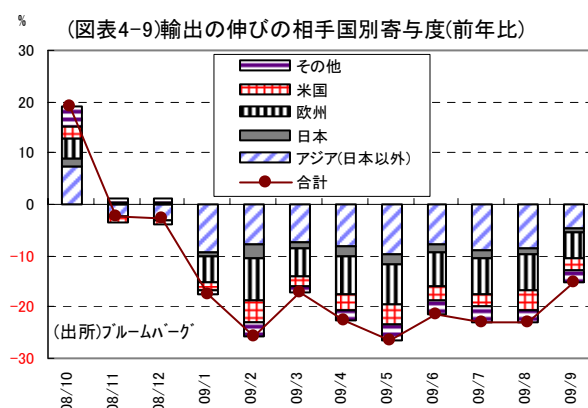
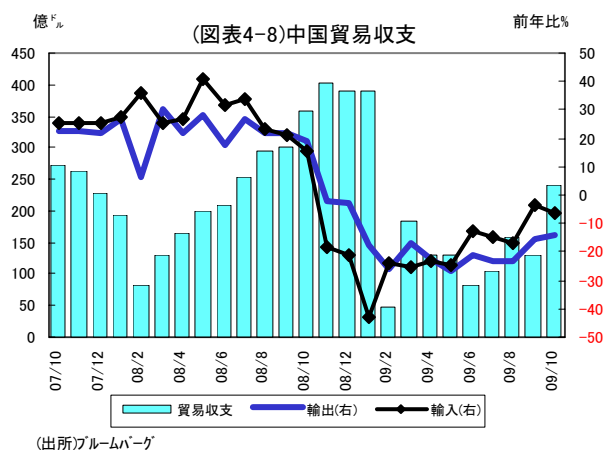
政府当局は、2008年前半まで続けていた輸出抑制策を、輸出促進策へと大きく方向転換、昨年8月以降、還付税率を大きく7回にわたって引き上げてきた。政府関係者はこれ以上の税優遇の余地はないとの姿勢を明らかにしているが、世界経済が回復基調にあることもあり、輸出は今後さらに改善ペースが加速しそうだ。政府は現在人民元をドルにほぼ固定しているが、2009年の年明け以降ドル安が進んでいることもあって、実効ベースでは元安が進んでいることが輸出の回復を後押ししている。11月以降は、前年同月の水準が大きく下がる時期に差し掛かることから、輸出は前年比でプラスに転じる可能性が高い。2010年には、輸出入とも前年比二桁の伸びに回復する可能性が高いと見ている。

（6）インフレ圧力が徐々に高まる

中国当局が、2006年からおよそ2年間にわたって実施してきた大幅利上げや預金準備率の引き上げ(図表4-10)、融資総量規制などの一連の強力な金融引き締め政策は、中国景気が世界金融危機が深刻化する前に減速に転じる大きな要因となった。逆に、2008年9月に6年半ぶりに利下げを実施してからは、5回の追加利下げをはじめ、大胆な金融緩和策を次々に打ち出してきた。

とりわけ、昨年11月に発動された4兆元の景気対策のサポートのため、人民銀行が窓口指導を通じて金融機関に貸出拡大を指示したことが、年明け以降の融資残高の急増に繋がった。元々政府は、2009年の融資増加目標を5兆元と置いていたが、これは4月までのわずか4ヶ月で達成した。1-9月の銀行貸出は8兆6,700億元と、政府が年間目標としている5兆元を既に大きく上回っている。

10月のCPI(消費者物価指数)の伸びは前年同月比▲0.5%となった(図表4-11)。8月以降、3ヶ月連続でマイナス幅が縮小している。主要品目別では、



全体の3分の1を占める食品が8月以降プラス転換してきた影響が大きい(同1.6%)。これは、肉類や穀物価格の鎮静化の影響が一巡したことも影響している。他の品目では、衣類(同▲1.6%)、居住(同▲3.8%)といったところのマイナス幅の縮小傾向が顕著となっている。

景気が回復に向かいつつあることから、マクロの需給面からのデフレ圧力は緩和に向かっている。エネルギーや食品価格低下の影響一巡や、潤沢な流動性の影響もあり、11月以降は再びプラスに転じる可能性が高まっている。2010年の後半には、3~4%まで伸び幅を拡大させる可能性が高いとみる。

(7) 当局は引き締め姿勢を強化

政府当局は、徐々にインフレへの警戒感を強めている。10月21日に開催された国務院常務会議(温家宝首相主宰)では、経済成長に加え「構造改革とインフレ期待抑制」を政策の重点に置く方針が確認された。政府がインフレ期待抑制の方針を打ち出したのは、リーマン・ショック後初めてのことである。

中国銀行業監督管理委員会(銀监会、金融機関を統一的に管理監督する組織として2003年に設立)は、既に7月以降、固定資産投資向け融資や運転資金向けの融資を規制する方針を相次いで発表している。他にも、10月末までに、劣後債を自己資本の一部とみなすことを禁じる方針、国内金融機関に対し、四半期ごとのストレステストを義務付ける方針などを打ち出している。

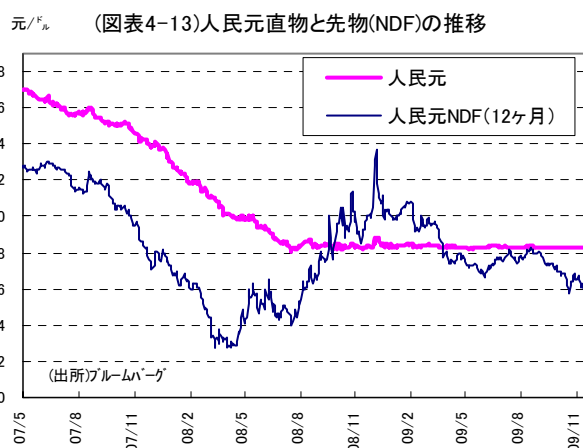
こうした一連の政策を受け、7月以降、融資の伸びは鈍っている。過剰な融資資金が、株式市場や不動産市場に流れ込んでいる構図も問題視されていたが、株式相場も一時に比べれば落ち着きを取り戻している(図表4-12)。ただ、景気は力強さを増していることから、インフレ懸念の抑制にはまだ不十分の可能性が高く、今後はさらに引き締め政策を強化する可能性が高い。政策金利は2009年いっぱい据え置かれるが、2010年には2回程度の利上げが実施される可能性が高いとみている。



(8) 元高への誘導再開も2010年以降

人民元は、2005年7月に8.28元/ドルから8.11元/ドルへ切り上げられてから、3年間で約2割上昇した。しかし、2006年以降、引き締め政策を続けてきたことによる景気減速や、世界的な金融市場の混乱を受け、当局は2008年7月以降、元高方向への調整を停止、その後は6.83元/ドルの水準でほぼ固定された状態が続いている(図表4-13)。

変動相場制を敷いている国々とは異なり、中国は、建前上はともかく、元々為替相場を事実上当局の管理下においており、したがって為替の固定は比較的实施しやすく、かつ適切な危機管理策だったといえる。しかし、景気回復ペースが加速の兆候を見せてきたこともあって、そろそろ限界が見え始めている。



ドルは、リーマン・ショック直後、決済通貨としての需要を背景に上昇トレンドをたどったが、春先以降は、金融不安の後退に加え、景気回復下における超低金利政策が、いわゆる「ドルキャリー取引」の活発化につながったことから下落に転じた。足元の名目実効ドルレートは、既にリーマン・ショック前の水準まで低下が進んできている(図表4-14)。

中国を始め、とりわけ固定相場制を敷いている新興国、資源国にとっては、ドルと一緒に自国通貨が下落に向かったことが交易条件の改善に繋がったほか、先進国の金融緩和が、リスクテイク能力を伴った投資資金の拡大に繋がったことが、資本流入を通じて景気の押し上げ要因となっている形である。

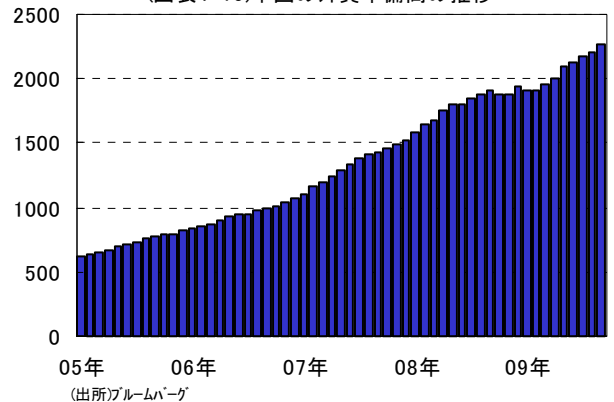
元高圧力の増大に伴い、通貨当局は元売りドル買い介入の規模拡大を余儀なくされているとみられる。一時増勢が鈍っていた外貨準備高が、ここ半年ほどの間に再び増加ペースを速めているのはその傍証と言える(図表4-15)。また、元売り介入を通じて市場に供給されたマネーを不胎化しきれないことが、足元のマネーサプライの上昇となって現われている。10月のマネーサプライは前年比29.4%と、過去最高の伸び率を更新した(図表4-16)。

為替市場が過剰流動性の主たる発生源になっていることを考えると、人民元を固定することによるデメリットが、徐々にメリットを上回りつつあるというのが現状である。人民銀行が11月11日に発表した7-9月期の「貨幣政策執行報告」からは、これまで強調してきた「合理的で均衡のとれた水準で相場の基本的な安定を維持する」との文言が消えた。早ければ年内、遅くとも2010年央までには、再度元高方向への誘導を再開させる可能性が有力とみている。ただし、引き続き当局の厳格な管理下のもとでの誘導になるとみられ、柔軟性の向上に向けた取り組みはさらに数年先となる可能性が高い。完全な変動相場制への移行には10年単位の時間がかかるだろう。

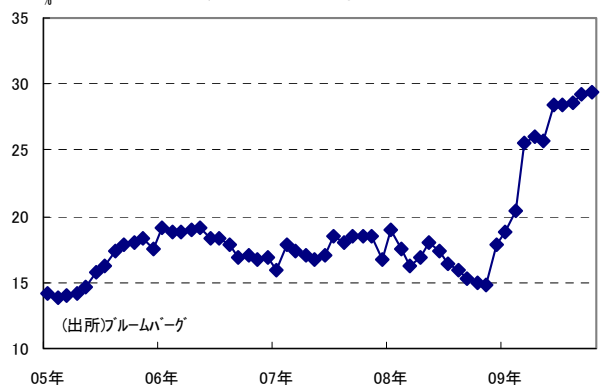
(図表4-14)FRB名目実効ドルレートの推移
(対先進国バスケット)



(図表4-15)中国の外貨準備高の推移



(図表4-16)M2の推移(前年比)



5. 原油相場見通し

(1) WTI 価格の上昇基調が続く

リーマン・ショック後の世界同時不況により、年初に一時 30 ドル／バレル台前半まで下落した米国産標準油種 WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は、その後上昇基調に転じ、11 月中旬には 80 ドル／バレル近辺で推移している（図表 5-1）。各国が矢継ぎ早に打ち出した財政・金融政策が奏功し、世界景気が回復基調に戻りつつあること、市場参加者のリスク許容度が持ち直してきたこと、ドル安やインフレに対する懸念からヘッジ目的の資金が流入してきていることなどが背景と考える。

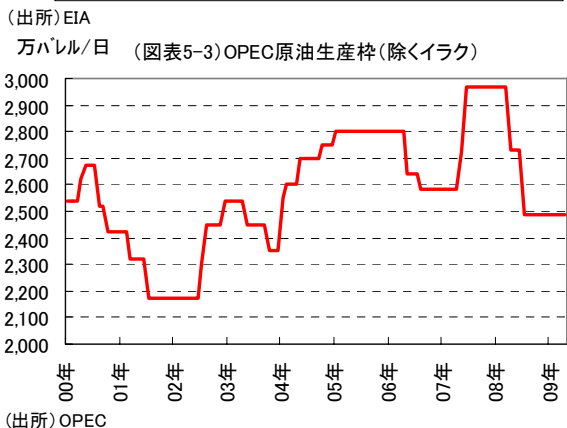
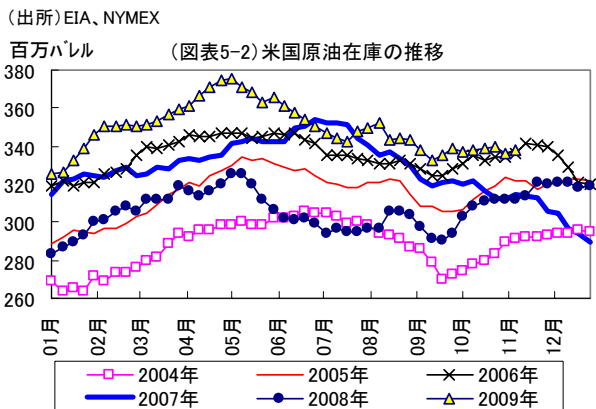
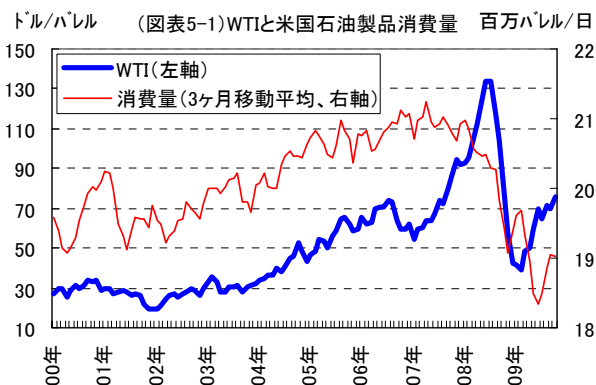
(2) 但し、ファンダメンタルズを反映せず

しかし、現在の WTI 価格は、ファンダメンタルズから説明しにくい水準にある。80 ドル／バレルは、世界景気が前年比で約 5% の高成長を続けていた 2007 年に記録した水準である。2009 年 10 月の IMF 予測によれば、2010 年の世界成長率は同 3.1% と、2009 年の同 ▲1.1% からは持ち直すものの、1990 年代の平均成長率程度にとどまる見通しだ。

また、米国における石油製品消費量を見ても、足元では 2000 年以降で最も低い水準で推移しており、需要の弱さを物語っている（図表 5-1）。同消費量は、景気の山（2007 年 12 月）に先んじて 2007 年 2 月に直近のピークをつけたが、当時は WTI が 70 ドル／バレルを超えたあたりから減少し始めた。好況時でさえも、WTI が 70 ドル／バレルを超えると消費量が鈍ったことを考えれば、現在のように景気が底ばっている状況下で 80 ドル／バレル近辺の価格水準は行き過ぎと考える。米国の原油在庫の動きをみても、足元の水準は過去 6 年間で最も高い水準となっており、原油需給はだぶついている（図表 5-2）。

(3) 目先は調整含みの展開を予想

供給面から見ても、OPEC の原油生産量は数度の減産によって抑制されており、生産余力が残っている（図表 5-2）。このため、目先の WTI は調整含みの展開を予想する。ただ、米国景気は今後緩やかながらも回復基調をたどる見通しであることから、調整は軽微なものにとどまろう。成長率が潜在成長率並みに回復することが見込まれる 2010 年後半以降、WTI は再び上昇に向かうとみる。WTI（年平均）は、2009 年が 61 ドル／バレル、2010 年は 77 ドル／バレルを予想する。



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。