

**明治安田生命**  
**2009-2010年度経済見通しについて**  
 ~日本経済は2010年前半に底打ちも、その後の回復ペースは極めて緩慢に~

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2008年10-12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2009-2010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 ▲3.8%	2010年度 0.8%
名目GDP成長率：2009年度 ▲3.3%	2010年度 0.7%

### 2. 要 点

- ①世界的な金融危機や景気減速の影響で輸出のさらなる悪化が避けられず、今後、「輸出減」→「生産減」→「雇用・所得環境悪化、設備投資抑制」→「生産減」といった「悪循環メカニズム」が強まろう。日本経済は、2009年度前半にかけて一段と厳しさを増す可能性が高い。
- ②今次景気後退局面は輸出の急減速がきっかけとなったため、日本経済の先行きを占う上では、輸出がどこで下げ止まるかがポイント。その意味では、世界同時不況の震源地となった米国、欧州の景気回復が不可欠となる。各国の景気対策の効果が波及し、日本の景気が底を打つのは2010年前半と予想する。
- ③もっとも、世界経済の回復ペースは極めて緩慢なものにとどまる見込み。日本経済は、2010年度末まで潜在成長率以下、あるいはその近辺の成長が続く可能性が高く、なかなか景気回復の実感が得られない状況が続こう。

#### 〈主要計数表〉

	2008年度		2009年度		2010年度
		2008/11時点		2008/11時点	
実質成長率	▲2.7%	▲0.4%	▲3.8%	▲0.3%	0.8%
成長率寄与度・内需	▲1.7%	▲0.7%	▲2.3%	0.1%	0.6%
・外需	▲1.0%	0.2%	▲1.5%	▲0.3%	0.2%
名目成長率	▲3.1%	▲1.7%	▲3.3%	▲0.5%	0.7%

# 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	2008年度		2009年度				2010年度			
				10-12月	1-3月	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	-2.7%	-3.8%	0.8%	-3.3%	-2.1%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
民間最終消費支出	0.1%	-0.2%	0.7%	-0.4%	-0.3%	0.3%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
民間住宅投資	-1.4%	0.7%	0.2%	5.7%	-2.0%	-0.5%	0.0%	-2.0%	0.0%	0.3%	1.0%	0.0%	0.5%
民間設備投資	-8.2%	-13.9%	1.8%	-5.3%	-8.0%	-4.0%	-1.0%	-0.5%	0.5%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%
政府最終消費支出	0.2%	1.0%	0.8%	1.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
公的固定資本形成	-4.6%	0.6%	-1.7%	-0.6%	-0.3%	1.0%	0.5%	-0.5%	-1.0%	-0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.5%
財貨・サービスの輸出	-6.1%	-11.5%	3.7%	-13.9%	-6.0%	-1.0%	1.0%	0.5%	0.8%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%
財貨・サービスの輸入	-0.2%	-2.7%	3.1%	2.9%	-3.5%	-2.0%	-0.3%	0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%
名目GDP	-3.1%	-3.3%	0.7%	-1.7%	-2.2%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	-0.5%	0.5%	-0.1%	0.9%	0.9%	1.4%	1.3%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2008年度	2009年度	2010年度	2008年度		2009年度				2010年度			
				10-12月	1-3月	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	-2.7%	-3.8%	0.8%	-3.3%	-2.1%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
民間最終消費支出	0.0%	-0.1%	0.4%	-0.2%	-0.2%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	-1.3%	-2.1%	0.2%	-0.8%	-1.2%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
政府最終消費支出	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
公的固定資本形成	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	-1.0%	-1.5%	0.2%	-3.0%	-0.5%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	-1.0%	-1.8%	0.5%	-2.6%	-0.9%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	0.0%	0.3%	-0.4%	-0.5%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%

## 2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2008年度	2009年度	2010年度	2008年度		2009年度				2010年度			
				10-12月	1-3月	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)	-11.7%	-21.0%	3.7%	-14.9%	-31.0%	-31.9%	-28.9%	-18.4%	2.5%	5.1%	3.0%	3.0%	3.8%
消費者物価指数(前年比)	1.1%	-1.5%	-0.3%	1.1%	-0.1%	-1.0%	-1.9%	-1.8%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	0.0%	0.5%
除く生鮮食品(前年比)	1.1%	-1.6%	-0.3%	1.0%	-0.2%	-1.1%	-2.1%	-1.8%	-1.3%	-1.0%	-0.7%	0.0%	0.5%
国内企業物価指数(前年比)	3.7%	-2.9%	0.9%	3.0%	-0.2%	-3.3%	-5.8%	-2.3%	-0.2%	0.8%	0.6%	0.9%	1.3%
完全失業率(季調済:平均)	4.2%	5.2%	5.5%	4.0%	4.5%	4.8%	5.1%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.5%	5.4%
無担保コール翌日物(期末値)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	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)	99円	98円	108円	96円	89円	92円	96円	100円	104円	108円	108円	108円	108円

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

日本経済は、2009年度前半にかけて一段と厳しさを増す可能性が高い。世界的な金融危機や景気減速の影響で、輸出のさらなる悪化が避けられず、減産基調が一段と強まると見込まれるためだ。企業の収益環境も厳しい状況が続くとみられ、雇用・所得環境の悪化から個人消費の停滞色が強まるほか、設備投資が一層抑制されよう。その結果、生産がさらに下押しされ、雇用・所得環境や設備投資にもさらなるマイナスの影響が及ぶといった「悪循環メカニズム」が動き出すことが予想される。

今後の日本経済浮沈のカギを握るのは海外経済の動向だ。日本における今次景気後退局面は輸出の減少がきっかけとなったため、輸出がどの時点で下げ止まるのかが「悪循環メカニズム」を断ち切るための大きなポイントになると考える。その意味では、世界各国で検討されている大規模な経済対策が実施に移されることが重要だ。既に中国では対策効果の一部が顕在化しつつある模様であり、今後の日本経済をある程度下支えする可能性が高い。しかしながら、日本経済が底入れするためには、今回の世界同時不況の震源地となった米国、欧州の景気回復が不可欠となる。各国の景気対策の効果が波及し、日本の景気が底を打つのは2010年前半と予想する。

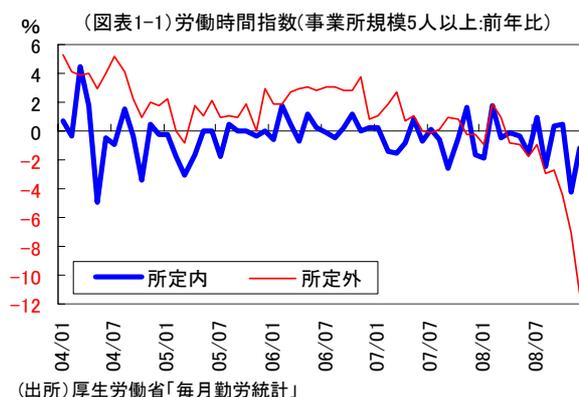
もっとも、米国をはじめ世界経済の回復ペースは極めて緩慢なものにとどまる見通しだ。日本経済は、2010年度末まで潜在成長率以下、あるいはその近辺の成長が続く可能性が高く、なかなか景気回復の実感が得られない状況が続こう。

金融政策については、政策金利の引き下げ余地が限られる中、金融市場の安定化に主眼を置いた政策運営が実施されよう。今回の見通し期間中は、政策金利の変更を想定していない。

### (1) 雇用・所得環境悪化で個人消費は弱含み

個人消費の先行きを占ううえで最大のポイントとなる雇用・所得環境は、今後一段と厳しさを増す見通しだ。2009年度の採用計画や賃金動向は2008年度の業績に左右される部分が多いが、12月日銀短観の2008年度売上・収益計画（全規模・全産業）によると、経常利益は前年度比19.1%減と2桁減益が見込まれている。計画の前提となっている2008年度の円／ドル想定レートは103.32円（上期：105.50円、下期：101.04円）と、足元の水準よりも大幅な円安が見込まれており、減益幅が一段と拡大するのは確実な情勢だ。

毎勤統計（速報ベース、以下同）を見ても、雇用・所得環境の先行きは暗いと判断せざるを得ない。まず労働時間指数をみると、2008年春先以降、所定外労働時間が前年割れに転じており、需要の減少に対応すべく残業時間のカットで凌いできた様子がうかがえる。しかしながら、ここにきて所定内労働時間にも低下の兆しが出てきており、労働時間による調整もいよいよ所定内労働時間という「聖域」に足を踏み入れつつある現状が示されている（図表1-1）。

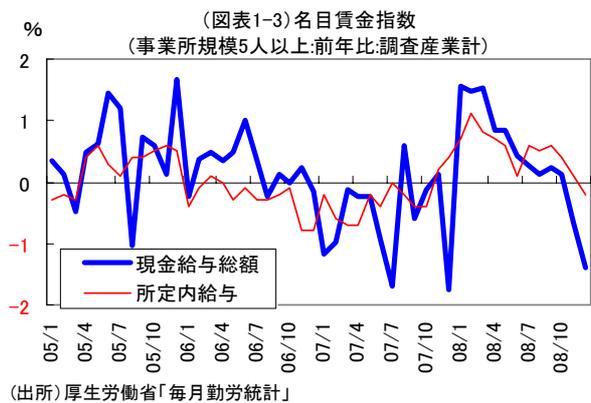
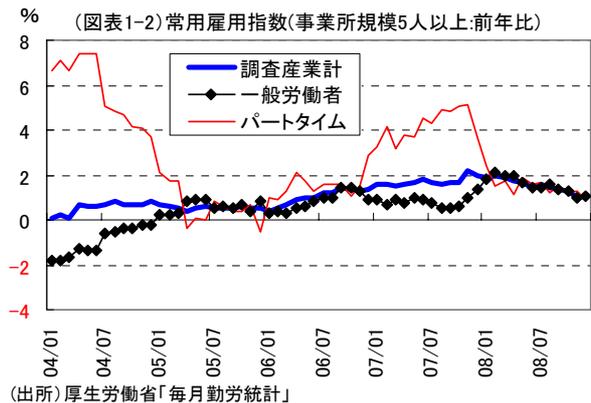


次に常用雇用指数の動きをみると、昨年末にかけて「派遣切り」に関するニュースが飛び交ったにもかかわらず、同指数は前年比でプラス基調を続けている（図表1-2）。総務省の労働力調査をみても、雇用者数は横ばい圏で推移している。ワークシェアリングなど、雇用量の維持へ向けた取組みが検討されているが、今後、雇用調整が本格化するのとは避けられない情勢だ。

所得面も厳しさを増すのはこれからだろう。名目賃金指数をみると、2008年12月の現金給与総額（速報ベース）は前年同月比1.4%減と2ヶ月連続のマイナスとなっている。内訳をみると、所定外給与が同11.2%減と5ヶ月連続のマイナスに、特別給与が同1.7%減と6ヶ月連続のマイナスとなっており、既に残業削減、ボーナスカットの影響が出てきているが、所定内給与は同0.2%減とようやくマイナスに転じたばかりだ（図表1-3）。日本経団連が2009年版経営労働政策委員会報告で、景気後退による企業業績の悪化を踏まえ、「ベースアップは困難と判断する企業が多い」と、賃上げに消極的な姿勢を示していることから、今年の春闘は労働者側にとって極めて厳しい結果に終わることが予想される。今後、所定内給与の伸びもマイナス幅を拡大していく可能性が高く、名目賃金指数の下げ足は速まろう。

このように考えると、足元の雇用・所得環境の悪化はまだ序盤戦の可能性が高く、厳しさが本格化するのとは、これからと言えよう。「生活防衛のための緊急対策」の中には、事業規模で1.1兆円ほどの雇用対策が盛り込まれているが（図表1-4）、具体的な中身を見ると、事業規模のうちの約6割が雇用保険料の引き下げといった雇用の量に直接関係ないものであるほか、実際に雇用の量に影響を与えそうな施策であっても、労働者を雇った事業主への奨励金や離職者訓練の拡充など、受注の大幅な減少に見舞われている企業が目立つ中では即効性を見込みにくいものが多い。

今後、個人消費は雇用・所得環境のさらなる悪化により、一段と冷え込む可能性が高い。ガソリン価格の下落によって家計の実質購買力が押し上げられるなど、プラス材料はあるものの、所得の減少や雇用不安などによってかき消されてしまうのが関の山だろう。現に、内閣府の消費動向調査をみると、物価上昇観測がうすらぐ中でも、収入の増え方や雇用環境に対する見方が悪化している結果、消費マインドは一段と萎縮している。近日中の配布が見込まれる定額給付金の景気浮揚効果についても、先行き不安感が高まる中では実質GDP成長率を約0.1%押し上げる程度にとどまろう（「生活防衛のための緊急対策」全体では実質GDP成長率を0.9%ほど押し上げると予想する）。



(図表1-4) 雇用対策の中身

	事業規模
住宅・生活対策	300億円
雇用維持対策 雇用調整助成金等の拡充 派遣労働者を雇用した事業主へ奨励金等	500億円
再就職支援対策 地方公共団体による雇用機会の創出 離職者訓練の実施規模の拡充等	2,200億円
内定取消し対策	3億円
雇用保険料の引下げ	6,400億円
雇用保険の給付見直し 非正規労働者に対する適用範囲拡大 受給資格要件緩和等	1,700億円

(出所)「生活防衛のための緊急対策」より明治安田生命作成

## (2) 低調な推移が予想される住宅投資

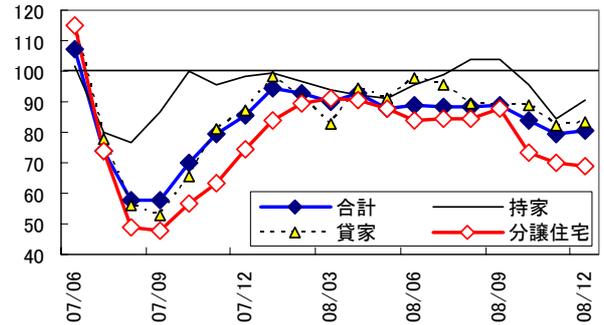
新設住宅着工戸数の推移をみると、改正建築基準法の影響が一巡したことによる反動増加局面は既に終焉を迎え、2008年1月以降はじりじりと水準が切り下がっている(図表1-5)。利用関係別に見た場合、いずれも冴えない動きとなっているが、一際低迷ぶりが目立つのが分譲住宅だ。特にマンション市場の動きは低調であり、新規発売分のうちどれだけ売却できたのかを示す契約率(首都圏)は、法改正が実施された2007年6月以降、好不調の境目と言われる70%を3回しか上回っていない。新規発売戸数の伸びは前年比で2ケタマイナスが続いており、販売業者は新規供給を大幅に絞っているが、供給以上に需要が落ち込んでいるため、契約率に回復の兆しは見られない。結果、マンション在庫はおよそ24年ぶりの水準まで積み上がっており、状況の深刻さを物語っている。

こうした背景には、マンション価格がなかなか下がらず、未だに前年水準を上回った状態で売りに出されていることがある(図表1-6)。販売業者は、地価が持ち直し、商品市況が高騰していた時期に仕入れた土地や原材料を用いて着工を行っているため、物件の売り出し価格を容易に下げることができない。一方で、雇用・所得環境の悪化によって購入者の購買力は低下しており、また、先行きの失業、収入減少不安などから消費者マインドは委縮している。買い手の置かれている現状は厳しさを増すばかりだ。マンション価格が上昇しているにもかかわらず、一戸当りの専有面積が減少している点も、買い手の意を削ぐ要因だろう。

マンション在庫の積み上がりを背景に住宅価格の先安感が台頭しており、買い控えが生じていることや、持ち直しの傾向にあった地価のトレンドが再び反転し、資産デフレの懸念が強まりつつあることなども下押し材料と考える。また、コアCPI上昇率が2008年12月に前年比0.2%まで縮小し、2月末に公表予定の1月分では再び前年割れに逆戻りする可能性が高まっている点も住宅市場にはマイナスだ。一般物価の下落によって実質債務負担が拡大するリスクが高まると、買い手の住宅購入意欲は弱まってしまうためだ。

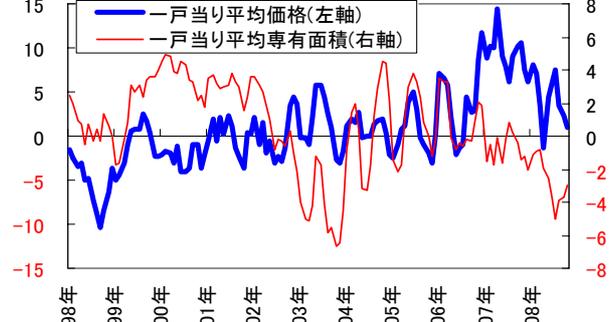
総務省の家計調査で、二人以上の世帯のうち勤労者世帯の持家率が2006年以降、3年連続で上昇している点も、先行きの住宅販売の抑制要因となる可能性がある(図表1-7、ここで言う持家率は、図表1-5の持家の概念(建築主が自分で居住するために建てた家)とは異なり、形態にかかわらず自分の家を保有しているかどうかを示した値)。ここ3年間の持家率の推移を世帯主の年齢階級別にみると、いずれの階級でも上昇しているが、特に30歳未満と30歳代で伸びが際立っている。これ

(図表1-5) 利用関係別住宅着工戸数(季調値)  
07年1-5月 平均=100



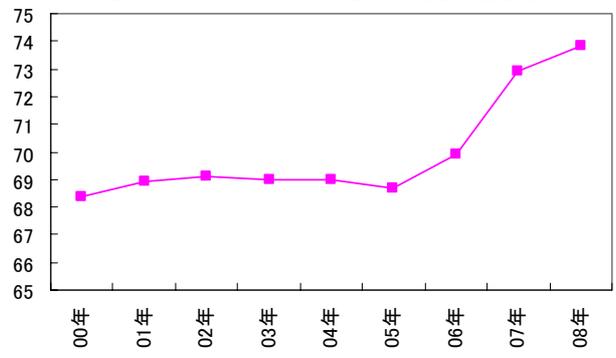
(出所)国土交通省「住宅着工統計」より明治安田生命作成

(図表1-6) 首都圏マンション市場関連指標  
(3ヶ月移動平均、前年比)



(出所)不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」

(図表1-7) 持家率(二人以上世帯のうち勤労者世帯)



(出所)総務省「家計調査」

らの年齢層はもともと住宅の一次取得時期にあたるが、各々の現在の持家率は過去と比べても水準が高い。バブル崩壊後に下落傾向が続いてきた地価がようやく上昇に転じ、住宅価格がじりじりと値上がりしていった時期だったこと、雇用・所得環境の改善が続いたことなどから、「今が買い時」と考えて取得に走った世帯が増加したと考える。持家率の上昇は、将来の住宅需要を先食いした側面もあるとみられ、今後の住宅購入の抑制要因となることが懸念される。

一方、住宅市場にとって明るい材料は、住宅ローン減税が大幅に拡充される点だ。「平成21年度税制改正の要綱」によれば、耐震性や省エネ性能に優れ、一般住宅より寿命が長い長期優良住宅を2011年末までに新築し、入居した場合、10年間で最大600万円の税額控除が受けられるようになる。600万円は過去最大規模の控除額だ。今回の減税を受けるためには、2013年までに新築住宅を建て、入居することが条件となるが、図表1-8のとおり、入居年が後になるほど控除額が引き下げられるため、ここ1～2年の需要創出効果が大きくなると期待する声もある。確かに、住宅販売は一定程度押し上げられようが、先述のとおり、住宅市場を取り巻く環境は悪化していることから、住宅投資を持続的に回復させるだけの力はないと考える。

(図表1-8)住宅ローン減税の概要

	入居年	控除期間	住宅ローン等の年末残高の限度額	控除率	最高控除額(累計)
長期優良住宅	2009～2011年	10年間	5,000万円	1.2%	600万円
	2012年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2013年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
一般住宅	2009～2010年	10年間	5,000万円	1.0%	500万円
	2011年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2012年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
	2013年	10年間	2,000万円	1.0%	200万円

(出所)「平成21年度税制改正の要綱」等より明治安田生命作成

### (3) 期待成長率の低下で設備投資の減少続く

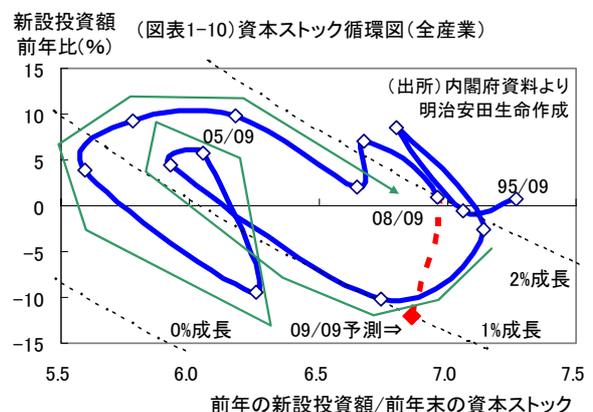
設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需、以下同)は、10-12月期に前期比16.7%減と調査開始以来、最大の下落率を記録した。7-9月期の同10.4%減に続く2四半期連続の2ケタマイナスであり、昨年後半からの急低下ぶりは目を見張るものがある。

しかも、機械受注の減少基調は止まった訳ではない。機械受注は鉱工業生産指数に連動して動く傾向があるが(図表1-9)、鉱工業生産指数は過去に類を見ないペースで悪化しており、製造工業生産予測調査では、1月に前月比9.1%減、2月に同4.7%減とさらなる減産が見込まれている。仮にこの予測値が実現した場合、2月の鉱工業生産指数は1983年12月以来の水準まで低下する計算だ。予測調査が実績よりも楽観的に出やすい傾向を踏まえれば、鉱工業生産指数は、これよりさらに悪化してもおかしくない。今後、機械受注は鉱工業生産指数に追随する形で一段と水準を切り下げる可能性が高く、2009年度の設備投資は大幅マイナスになることが予想される。

それでは、どの程度まで設備投資のマイナス幅は拡大するのだろうか。資本ストック循環図(図



(出所) 経済産業省、内閣府資料より明治安田生命作成



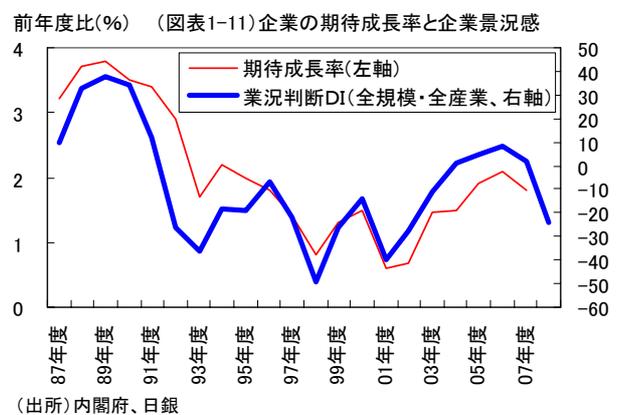
(出所) 内閣府資料より明治安田生命作成

表1-10) で最近の設備投資と資本ストックの状況を見ると、ここ数年は期待成長率2%を示すラインに向かって設備を積み増す動きが見られていたが、2%ラインに近づいた2005年9月以降は、次第に横軸へ接近する動きに変化している。これは、資本ストック水準が企業の期待成長率に見合うレベルに概ね到達したため、設備投資を積極的に積み増そうという意欲が低下した様子を示している。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業の期待成長率はここ数年2%近辺で推移しており、直近、平成19年度調査では1.8%だ。

期待成長率の動向は、設備投資の先行きを占う上で重要な要素となる。期待成長率が上昇（低下）する局面では、企業は売上の増加（減少）を見込んでその成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを調整しようと、設備投資に積極的（消極的）になる傾向があるためだ。

しかしながら、期待成長率はここにきて大幅に低下している可能性が高い。少なくとも、2008年度、2009年度は2年連続で大幅なマイナス成長が確実視されている。また、企業マインドを表す日銀短観の業況判断DIも急角度で悪化している。

「企業行動に関するアンケート調査」における期待成長率と日銀短観の同DI（全規模・全産業）はある程度連動して動く傾向がみられる（図表1-11）。図表1-11によれば、4月にも発表が見込まれる平成20年度の「企業行動に関するアンケート調査」では、期待成長率が1%程度まで低下しても不思議ではない。企業は、世界的な金融危機の後遺症が、今後何年にもわたって尾を引く可能性を意識し始めている。



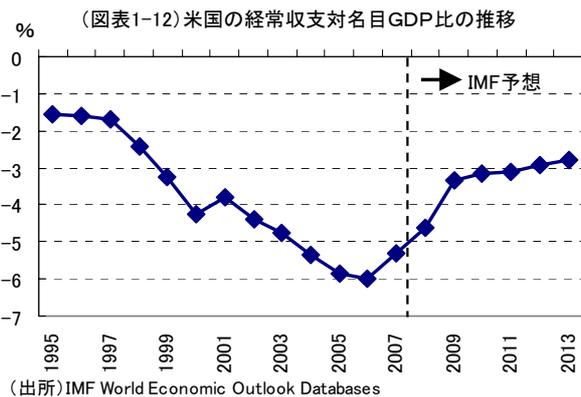
図表1-10の資本ストック循環図によれば、仮に期待成長率が1%まで低下し、企業がその水準まで設備投資を絞った場合、2009年9月の設備投資は前年比で10~15%ほど減少する可能性がある。資本ストック循環図の居所を考える場合、縦軸の「新設投資額前年比」と横軸の「前年の新設投資額/前年末の資本ストック」の値を知る必要がある訳だが、横軸の値は2008年9月の数値で計算されることから、現時点で既知であるためだ（2008年9月時点の「前年の新設投資額/前年末の資本ストック」は6.86で、2007年9月時点の6.96からさほど変化していない）。つまり、縦軸の新設投資額の値さえ決まれば、2009年9月時点の資本ストック循環図の居所が、現時点でもある程度プロットできる（図表1-10点線部）。

2008年10-12月期のGDPベースの設備投資は前年比で10.5%減となっている。設備投資にはさらに弱含む余地があり、国内景気は今後一段と下押しされる可能性が高い。設備投資が再び持ち直すためには、まず期待成長率が下げ止まることが必要だが、そのためには、今回の景気後退の要因となっている海外景気の回復が不可欠だ。少なくとも、2009年内は設備投資の回復は見込みにくいと考える。

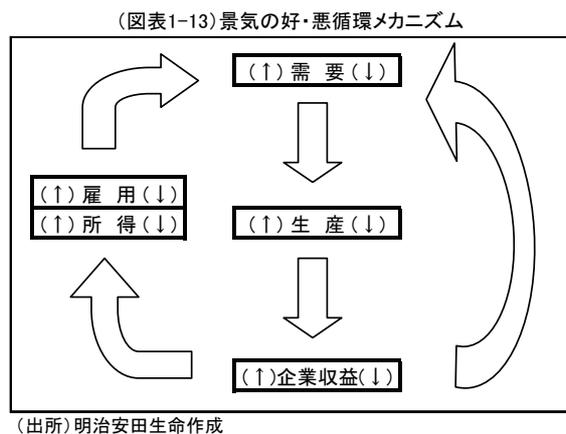
#### (4) 輸出減速が景気を下押し

米国発の世界的な金融危機は、ここへきて实体经济への侵食度合いを一段と強めている。世界のGDPの約3割を占め、これまで「最後の買い手」として世界に君臨してきた米国経済の失速は、日本経済にも大きな痛手だ。しかも、今回の経験によって米国家計の過剰消費構造は大きな転換を迫られており、今後は家計貯蓄率の上昇によって、米国の経常赤字は縮小に向かう可能性が大きい。これは、米国が世界経済の「最後の買い手」としての座を降りつつあることを意味している。

IMF（国際通貨基金）が昨年10月に発表した世界経済予測でも、米国の経常赤字が2009年にかけて急速に縮小する姿が示されている（図表1-12）。単純化するために、米国からの輸出を横ばいと置き、IMFの予想する経常赤字の縮小が、輸入の減少によってもたらされると仮定した場合（輸出を横ばいと置くのは恐らく控え目な予想と思われる）、2009年の世界経済には、米国の名目GDPの1.4%に当たる200億ドル前後の需要減圧力がかかる見込みだ。



日本の輸出に占める米国向け輸出のウェイトが2割程度あることを踏まえれば、日本経済に与えるマイナスのインパクトは決して小さくない。米国向け輸出の減少によって世界貿易全体が縮小に向かい、結果として米国以外の国や地域に対する日本からの輸出も悪影響を受けることが想定される。元々内需に勢いがなく、物価が低水準で推移してきた日本経済は、デフレ不況への逆戻りリスクを警戒しなければならない状況に陥る可能性が高い。



日本経済は輸出の減速を背景に今後も厳しい状況が続く見込みだが、輸出が転換点を迎えるひとつのきっかけとなりそうなのが、各国が打ち出している各種経済対策だ。財政面・金融面からの大規模かつ多岐にわたる施策によって、今後、世界景気はある程度下支えされる可能性が高い。金融市場の混乱を背景とした貿易信用の収縮傾向が徐々に緩和すると予想される点もプラス材料だ。対策効果により、米国景気は2009年後半、欧州景気も2010年以降の持ち直しが見込まれており、日本の輸出も2009年度後半以降、底打ちが予想される。但し、海外景気の持ち直しペースは2010年末にかけて緩やかなものにとどまる見込みであり、底打ち後の輸出回復スピードは極めて緩慢なものとなる可能性が高い。このため、足元の景気を加速度的に悪化させている「輸出減」→「生産減」→「雇用・所得環境悪化、設備投資抑制」→「生産減」といった「悪循環メカニズム」が停止することを見込むことができて、2010年度末までに「輸出増」→「生産増」→「雇用・所得環境改善、設備投資増」→「生産増」といった「好循環メカニズム」が力強く動き出す展開までは想定できない（図表1-13）。日本経済は、2010年度末まで潜在成長率（足元、1.2%程度と予想）以下、あるいはその近辺の成長が続く可能性が高く、なかなか景気回復の実感が得られない状況が続こう。

### (5) デフレが再び懸念される状況に

昨年夏場までは、エネルギー価格（電気、ガス、灯油、ガソリン）と生鮮食品を除く食料価格が消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）を押し上げてきたが、足元ではこうした2大要因がいずれも弱含んでいることから、コアCPI上昇率は1月調査で前年割れに転じ、夏場にかけてマイナス幅を拡大させる可能性が高い（図表1-14）。

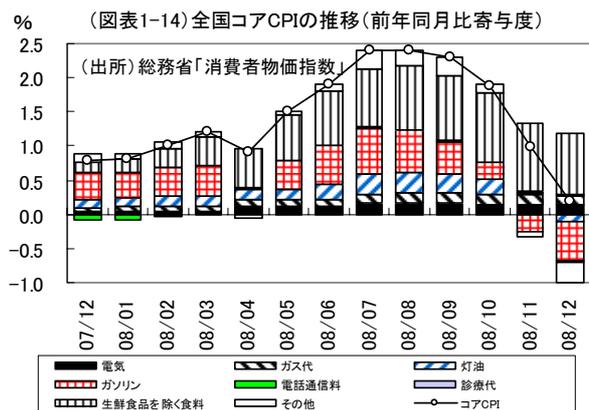
今後、エネルギー価格については、ガソリン、灯油価格の下落幅が一段と拡大することが予想されるほか、電気、ガス料金についても、4月以降は値下げが予定されていることから、押し上げ効

果が弱まろう。特に電気料金は、5月以降、料金体系が改定される。これまでは、例えば4-6月期の電気料金であれば、2四半期前の10-12月期の燃料価格を基に計算され、3ヶ月間同じ価格で固定されていたのに対し、新体系では11-1月の燃料価格を基に4月分が、12-2月の燃料価格を基に5月分が、というように、3ヶ月前の燃料価格に基づいて計算され、かつ価格が毎月見直されるようになる。これにより、今までと比べて燃料価格の変化が電気料金に即反映されることになるが、経済産業省の試算によれば、ドバイ産原油価格が45~60ドル/バレル、円ドル相場が90~100円/ドルで推移する場合、5月以降の電気料金は数百円から千円程度値下がりするということだ(図表1-15)。原油価格は、今後も世界景気の減速を背景に調整含みの展開が続く可能性が高いほか、前年の価格水準が高かったことなどから、エネルギー価格によるコアCPI上昇率の押し下げ効果は夏場にかけて拡大していくとみている。

生鮮食品を除く食料価格についても、穀物価格が大幅に調整していることから、今後上昇ペースが一段と鈍る可能性が高い。品目別に見ると、足元では肉類の価格上昇ペースが最も鈍化している様子がうかがえるが、その他では外食、酒類、菓子類など、食料の中でも必需品の部類には入らない品目で価格下落が見られており、足元の消費低迷を反映した動きとなっている。一方で最大の押し上げ要因となってきた穀物はいまだに上昇ペースが加速している。これまで穀物の中では、小麦関連品目で値上がりが目立っていたが、それらの価格に影響を与える輸入小麦渡価格は、4月以降、1割程度引き下げられる可能性が高い。生鮮食品を除く食料価格についても、2009年度後半にはコアCPI上昇率の押し下げ要因へ転換する可能性が高いと予想する。

物価のトレンドをみるためには、上記のような商品市況に左右される部分ではなく、消費者物価の基調部分(コアCPIと定義、コアCPIからエネルギーと生鮮食品を除く食料を除く)の動きがより重要だ。コアCPIは、既に2008年11月の段階で小幅ながらもコアCPI上昇率の押し下げ要因として寄与している。コアCPIは、GDPギャップに連動する傾向があるが(図表1-16)、当Gでは今後の日本の実質GDP成長率は当面潜在成長率を下回って推移する可能性が高く、GDPギャップはマイナス幅を拡大させる方向に動く予想している。このため、コアCPI上昇率もマイナス幅を一段と拡大させる可能性が高い。

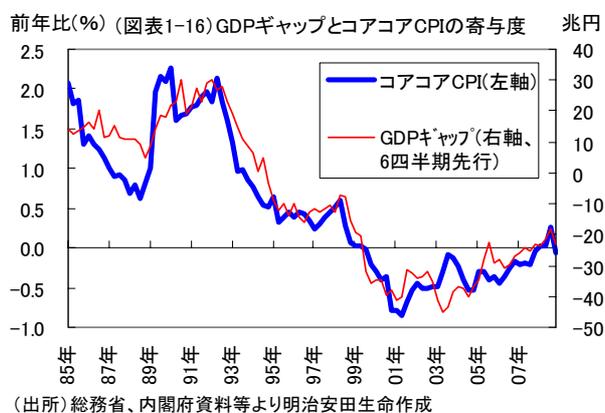
以上、総合すると、今後コアCPI上昇率は下落基調を強めよう。当Gの試算によれば、今年の夏場



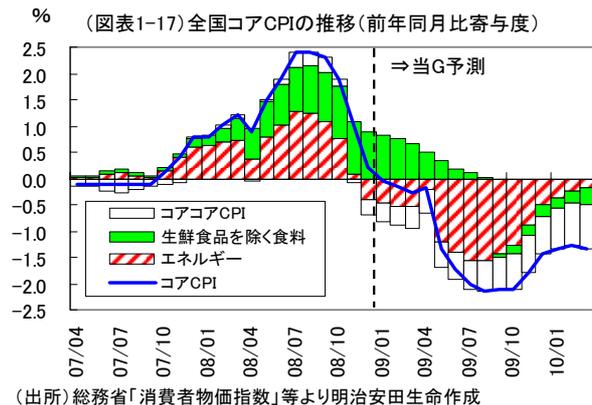
(図表1-15) 各電力会社の電気料金

	旧体系	旧体系	旧体系	⇒新体系
	2008年 10-12月	2009年 1-3月	2009年 4月	2009年 5月
東京電力 (円)	6,797	7,206	6,900 ~7,000	6,000 ~6,400
中部電力 (円)	6,992	7,193	7,100 ~7,200	6,500 ~6,800
関西電力 (円)	6,625	6,871	6,800	6,400 ~6,600

(出所) 各電力会社HP、各種報道資料等より明治安田生命作成



には前年比で2%程度までマイナス幅が拡大する見込みだ（図表1-17）。夏場以降は、前年の原油価格が下落基調をたどったことなどからマイナス幅は縮小するものの、景気の基調が弱い中では物価上昇圧力は高まりにくい。コアCPI上昇率が再びプラスに転換するのは2010年度以降となる可能性が高く、今後しばらくはデフレを警戒しなければならない状況が続くだろう。



## (6) 金融政策は当面据え置き

1月21、22日の金融政策決定会合で実施が決まった措置をみる限り、今後の金融政策は、日銀自身がリスク資産を選別のうえ直接買い取っていく、「米国版量的緩和政策（信用緩和）」の方向に進む姿勢が一段と鮮明になったと言えよう。白川総裁は、「個別の金融市場の機能不全が、全体として金融システムの不安定とか企業金融の逼迫につながっていく場合には、その個別の金融市場に対して適宜の措置を取っていくという政策の体系になってくると思います」と今後の方向性を説明している。逆に、当預残高を積み増すことでリスク資産や実体経済への間接的な資金の染み出しを狙う、従来型の量的緩和策に逆戻りする可能性は一段と低下した。日銀自身、従来型量的緩和策については、信用不安の沈静化には一定の効果があつたとしても、金融緩和効果があつたかどうかは極めて疑わしいとみている。日銀自身のこうした評価は、諸外国の中央銀行の間でもある程度共通した見解になっているようにみえる。今後、さらに金融市場が逼迫する場面で日銀が打ち出してくる策としては、国債買い切りオペの増額やターム物オペの積極化、低格付社債の買い取り拡大などが考えられる。

なお、予測期間中の政策金利については0.1%で据え置かれると予想する。市場機能を完全に殺すことに対する白川総裁の拒否反応は強い。市場や政府から利下げ圧力が高まった場合、たとえば、0.0~0.1%という、米国のようなレンジ設定に変えるという手段ならありうるが、その場合でも当預残高の付利水準は0.1%で据え置き、事実上のターゲットは0.1%とする姿勢は変えないだろう。

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

米国経済は、住宅市場の低迷や金融市場の混乱、新興国向け輸出の弱まりなどの影響で後退局面が続いている。積極的な財政・金融政策の効果、住宅市場の底打ち、原油価格の調整などから、2009年後半以降は持ち直しに向かうとみているが、回復ペースは極めて緩慢なものにとどまろう。

個人消費は、金融市場の混乱や住宅市場の低迷、雇用環境の悪化などが下押し要因となっている。今後は政府の減税策や金融市場の落ち着き、住宅市場の底打ちなどが下支えになると考えられるが、株価と住宅価格の下落に伴う逆資産効果も残り、持ち直しは年後半以降となろう。

住宅市場では、貸出基準厳格化や物件差し押さえなどが回復の遅れに繋がっている。減速基調は今しばらく続きそうだが、低額物件の販売増や、在庫件数の減少、FRBによる住宅ローン支援策など、底打ちに向かう動きも見られる。世帯増加数からみた実需は底堅いとみられるのに加え、割高感も薄れていることから、販売や着工は年後半には底打ちに向かうとみている。

設備投資は、企業が先行きへの慎重姿勢から投資を手控え、金融機関の厳しめの貸出態度も下押し要因となることから、しばらく低迷が続く。ただし、個人消費や住宅市場の底打ちに伴い、企業業績や企業の期待成長率も徐々に上向くと考えられ、年末までには底堅さを取り戻そう。

原油価格の調整や景気減速が続く中、インフレ率は鈍化傾向を強めている。FRBは事実上ゼロ金利を容認し、直接金融資産を買い取る「信用緩和」を実施。今後も金融危機と实体经济悪化、さらにはデフレ阻止に向けた積極的な対応を続けよう。

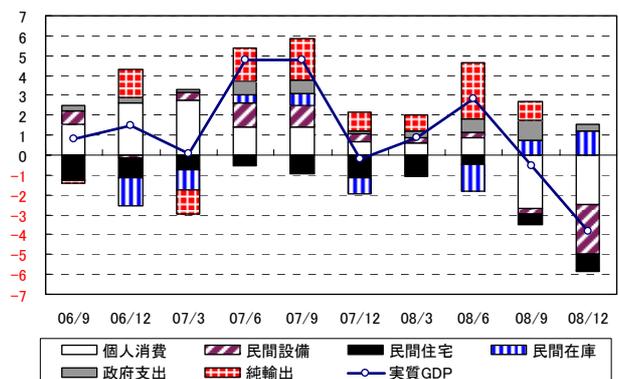
(図表2-1) 米国実質GDP

◀前期比年率▶	暦年ベース				予 測							
	2008年			2008年 08/12	2009年				2010年			
	2008年	2009年	2010年		09/3	09/6	09/9	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12
実質GDP	1.3%	-1.9%	1.6%	-3.8%	-4.7%	-1.6%	0.7%	1.6%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%
個人消費支出	0.3%	-1.9%	1.4%	-3.5%	-3.5%	-0.8%	0.9%	1.4%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%
民間住宅投資	-20.8%	-16.9%	-0.9%	-23.6%	-20.4%	-16.8%	-8.3%	0.2%	1.4%	2.3%	3.1%	3.3%
民間設備投資	1.8%	-8.6%	0.9%	-19.1%	-12.3%	-7.7%	-2.1%	1.4%	1.8%	2.1%	2.7%	3.3%
民間在庫(寄与度)	-0.2%	0.1%	0.1%	1.3%	-0.6%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	1.4%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
輸出	6.5%	-4.7%	3.6%	-19.8%	-6.5%	-2.3%	1.7%	2.7%	3.8%	5.0%	5.9%	6.3%
輸入	-3.3%	-6.0%	1.8%	-15.7%	-6.0%	-2.9%	0.3%	1.2%	2.1%	3.0%	3.5%	3.8%
政府支出	2.9%	2.2%	1.5%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
内需	0.0%	-2.4%	1.4%	-4.2%	-4.9%	-1.8%	0.6%	1.5%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%
国内最終需要	0.1%	-2.5%	1.4%	-5.4%	-4.3%	-1.7%	0.5%	1.4%	1.7%	1.8%	2.0%	2.1%

### (1) 4-6月期までマイナス成長が続く

昨年10-12月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率▲3.8%と、7-9月期の同▲0.5%に続き2期連続のマイナス成長となった(図表2-2)。マイナス幅は市場予想の同▲5.5%より小幅だったが、これは在庫の積み上がりが大きかったため。在庫投資を除いた最終需要では、同▲1.3%→▲5.1%と大幅に悪化しており、こちらの方が景気実態により近いと考えられる。個人消費は同▲3.8%→▲3.5%と、2期続けて3%を超える

(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

マイナス。年末商戦は不発に終わった形で、特に自動車を代表に耐久消費財の落ち込みが大きい。設備投資は同▲1.7%→▲19.1%と急速に悪化し、住宅投資も同▲16.1%→▲23.6%とマイナス幅が拡大した。世界景気減速の影響から、純輸出の寄与度は+1.0%→+0.1%とほぼゼロまで低下している。

2007年12月から後退局面に入った米国経済は、サブプライム問題による住宅市場の回復の遅れや金融市場の混乱、新興国向け輸出の弱まりなどから、年明け以降も悪化が続いており、4-6月期まで4四半期連続でマイナス成長となる公算が大きい。原油価格の調整や、積極的な財政・金融政策、住宅市場の底打ちなどから、2009年後半以降は持ち直しに向かうとみているが、もはや借り入れに依存した過剰消費といったような、レバレッジを効かせた成長モデルは過去のものとなっており、回復ペースは極めて緩慢なものにとどまろう。

## (2) 借入に依存した過剰消費体質には戻らず

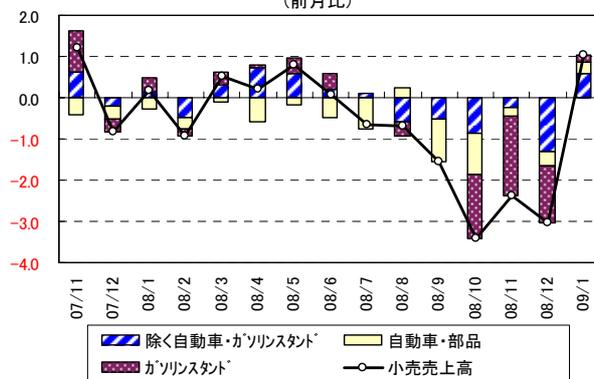
スタートが堅調だった年末商戦も、12月に入ってから失速。1月の小売売上高は7ヶ月ぶりに前月比増加となったが、過去3ヶ月大幅減が続いた後で、値引きセールによる反動増といった側面が強い(図表2-3)。

自動車販売は2007年11月以降減少基調が続いている。ガソリン価格は低下しているものの、住宅価格が下落する中で、ホームエクイティー・ローンによる自動車購入は困難となったのに加え、雇用環境の悪化や自動車ローン貸出基準の厳格化などが重なったためだ。ただ、昨年11月以降は減少幅が小さくなり、1月は増加に転じているところを見ると、自動車ローンを手掛ける金融子会社への公的資本注入策を含め、自動車業界に対する政府の支援策が功を奏している可能性がある。1年以上にわたる大幅な減少を経験した結果、そろそろ販売減に歯止めがかかる兆しも出てきた。

一方、住宅市場低迷の影響を受けた家具、家電、建材は相変わらず不振が続いている。また、百貨店売上は昨年11月にセール効果で5ヶ月ぶりの増加となったが、その後は大きく落ち込んだ。低価格志向の強まりから、人々が百貨店からディスカウントストアへとシフトする動きが目立っているが、一方で大幅な値引きが小売業者の収益を圧迫している。家計の実質購買力を低下させていたエネルギー価格が低下していることはプラス材料だが、金融市場の混乱や住宅市場の低迷、雇用環境の悪化などが、依然として個人消費の下押し要因となっている。株価と住宅価格の下落に伴う逆資産効果から、このところ比較的高所得層の消費者信頼感の落ち込みが大きい(図表2-4)。

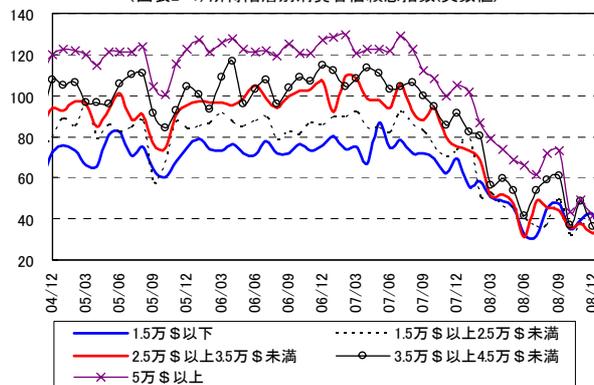
今後は雇用環境の一段の悪化が予想されるのも個人消費の下押し要因だ。1月の非農業部門雇用者数は前月比▲59.8万人と、1974年12月(▲60.2万人)以来、34年ぶりの大幅減となった(図表2-5)。減少は昨年1月から13ヶ月連続で、減少数は累計357万人に達し、特に金融危機が深刻

%(図表2-3)小売売上高の伸びと自動車・ガソリンスタンドの寄与度(前月比)



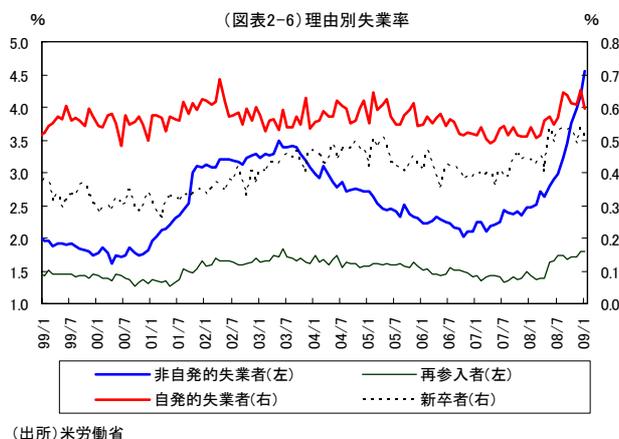
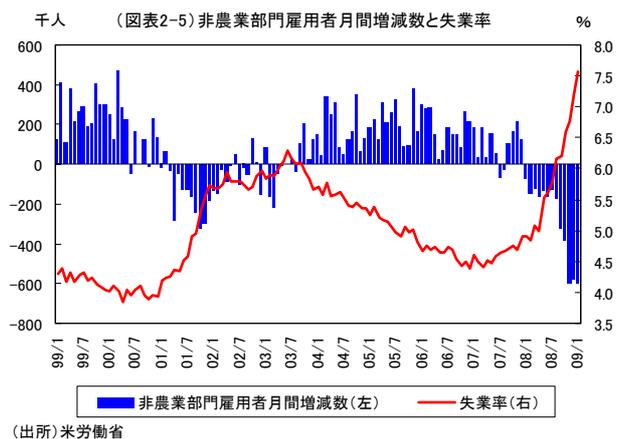
(出所)米商務省

ポイント(図表2-4)所得階層別消費者信頼感指数(実数値)



(出所)米コンファレンスボード

化した9月以降は急激に減少幅が拡大している。業種別には、製造業と建設業で減少幅が拡大、小売業や金融業といったサービス業でも減少基調が続いている。景気の先行き不透明感が漂う中、企業は雇用に関して慎重姿勢を強めている。失業率は7.2%から7.6%へとさらに上昇し、16年4ヶ月ぶりの高水準となった。中でも企業の人員削減を示す非自発的失業者の増加が顕著なこと（図表2-6）、ホワイトカラーでも失業率の上昇が目立つこと、失業期間が長期化していることなどは、労働市場悪化の深刻さを物語っている。また、このところ労働参加率の低下傾向が続いており、職探しを諦めて労働市場から退出する人が増えた様子が見えてくる。このため、足元の失業率は実勢よりもなお低めにしている可能性がある。また就業者の中でも、最近では非自発的パートタイマー（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いている者）が増加している模様だ。このように、労働市場は引き続き極めて弱い状況にある。オバマ大統領は景気対策において、今後2年間で350万人の雇用創出目標を掲げているが、実際に効果が現れ始めるのは夏場以降で、かつ雇用押し上げ効果としては緩やかなものになると予想される。

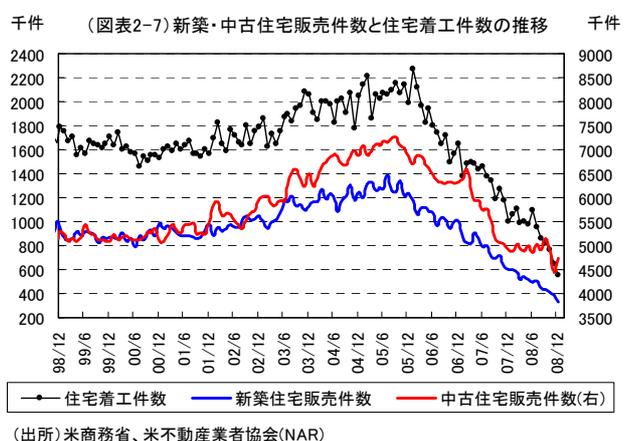


2009年後半以降は、政府による減税策や金融市場の落ち着き、住宅市場の底打ちなどが下支えになると考えられるため、個人消費は持ち直しに向かおう。ただし、株価と住宅価格の下落に伴う逆資産効果が残るほか、住宅価格の上昇を見越して借入に依存するといったような、レバレッジを効かせた過剰消費はもはや過去のものとなっている。ゼロ%近くまで低下してきた家計の貯蓄率は、昨年の秋口以降上昇に転じていることから、今後も個人消費がかつての年率3-4%といった高い伸びに戻ることは考えにくく、回復ペースは極めて緩慢なものにとどまるとみている。

### (3) 住宅市場は年後半に底打ちへ

住宅市場では、貸出基準厳格化や物件差し押さえなどが回復の遅れに繋がっており、減速基調は今しばらく続きそうだ。ただ、低額物件では販売増が見られることや、新築・中古とも在庫件数が減少していること、FRBがGSE債とMBSの買い取りに積極姿勢を示し、住宅ローン金利が低下していることなど、底打ちに向けた動きも見られる。

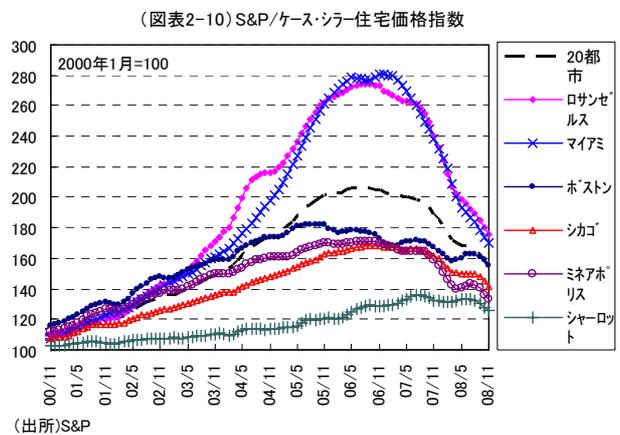
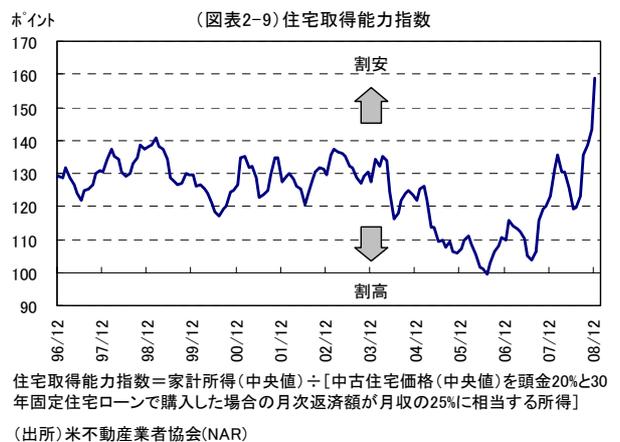
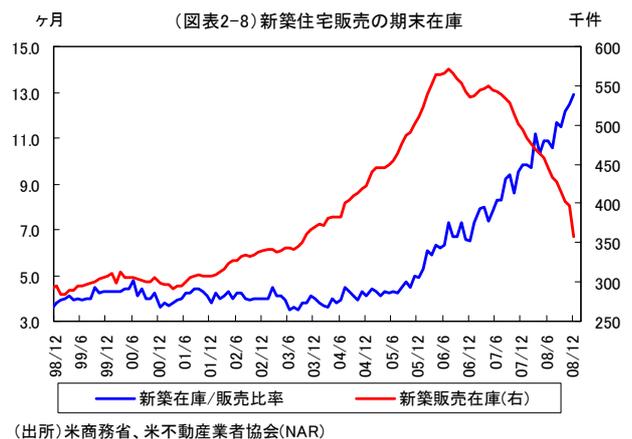
新築住宅販売は昨年12月まで5ヶ月連続で減少。中古住宅販売も、10月までは均せば横ばいとなっていたが、その後は水準を落としている（図表2-7）。



最近は差し押さえによる低額物件が中古市場に回っていることが、中古販売価格の低下に繋がっており、つられて新築の販売価格も低下している。12月の中古販売件数の45%は差し押さえ物件が占めている。特に住宅バブルが著しかったカリフォルニア州など西部地区では中古販売の増加傾向が続いている。そういった低額物件ではあっても、住宅を購入しようという人が増えてきていること自体は、前向きに評価できよう。販売に対する在庫比率は、新築・中古とも依然10ヶ月分前後の高水準だ。ただ、新築販売の減少以上に住宅着工が抑制されていることで、新築の在庫件数自体は2006年7月をピークに2年半にわたって減少が続いており（図表2-8）、在庫調整はかなり進んできている。また、差し押さえなどによる供給圧力が大きい中古市場の在庫件数も、5ヶ月連続で減少しており、これらは底打ちに向けた動きといえよう。

足元では住宅着工件数が年率50万件台まで抑制されているのに対し、全米の世帯増加ペースは年間100-150万世帯程度であることを考えると、実需は底堅いはずである。また、住宅価格の低下は目先の買い控えを誘発するが、同時に価格の割高感を低下させ、底打ちの時期を早める。実際、住宅の割高感は薄れており、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、かなりの割安水準となっている（図表2-9）。割高感が薄れて購入予定者のマインドが好転すれば、住宅販売や住宅着工は、V字回復とはいかないまでも、年後半以降、少なくとも減少傾向に歯止めがかかる展開は期待できよう。オバマ政権が、新たな金融安定化策において、住宅の差し押さえ防止や借り換え支援を優先する方針であることも下支え要因となろう。

全米20都市の住宅価格を示すS&P/ケース・シラー住宅価格指数は、足元でピークから25%下落しており（図表2-10）、同指数の先物市場では、さらに10-15%の下落が見込まれている。内陸部などでは上昇・低下とも緩やかな地域も見られるが、この指数はバブル期に価格上昇が著しかった東西沿岸部の大都市のウェイトが大きいため、下落幅も反動で大きくなる傾向がある。したがって、全米中の住宅価格がここまで大きく下落するわけではない。価格の底打ちの時期としては、販売や着工といった需要の回復にやや遅れる形で、2010年初め頃と予想する。



#### (4) 設備投資は年末までに底堅さを取り戻す

企業マインドを表す ISM 製造業および非製造業景況指数は、昨年 8 月までは活動の拡大と縮小の境目とされる 50 ポイント近辺で推移していたが、金融危機が深刻化した昨年 9 月以降に急低下し、2001 年の景気後退局面のレベルを下回った（図表 2-11）。足元ではやや改善しているが、50 ポイントを大きく下回っている状況に変わりはない。ISM によれば、1 月の製造業指数の 35.6 ポイントという水準は年率▲1.7%成長に相当するとのことだ。

民間設備投資の先行指標である非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、一時回復方向にあったものの（図表 2-12）、昨年後半から再び減速基調を強めている。オフィスや商業施設など非住宅部門の建設支出も、前月比マイナスが続く部門が目立ってきた。

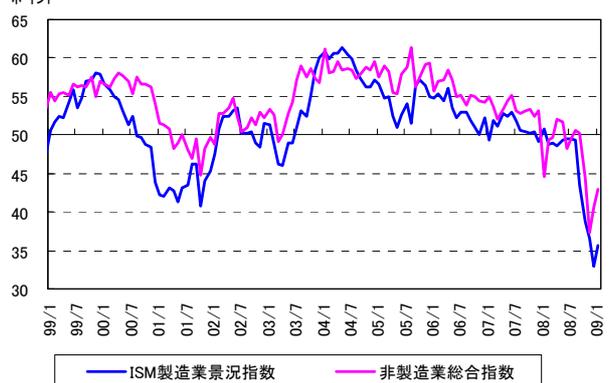
IT バブル崩壊時などの経験から、企業は在庫積み増しには慎重姿勢を維持しているものの、売上の減少スピードが急激なため、2008 年前半の時点では歴史的な低水準にあった売上高に対する在庫比率が、足元で急上昇している（図表 2-13）。したがって、目先は需要に見合った在庫削減が続くと予想される。

設備投資は、企業が先行きに対する慎重姿勢から投資を手控え、金融機関の厳しめの貸出態度も資金調達面で下押し要因となることから、しばらく低迷が続くと見込まれる。ただし、個人消費や住宅市場の底打ち、金融市場の落ち着きなどに伴い、企業業績や企業の期待成長率は徐々に上向いていくと予想され、設備投資も年末までには底堅さを取り戻すとみている。

#### (5) 世界同時不況で輸出入とも減少

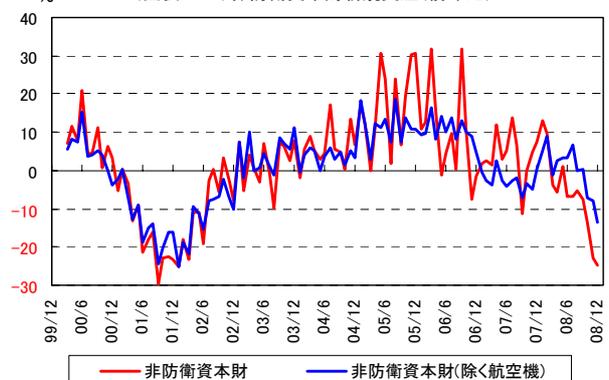
輸出は、昨年夏場までは新興国向けを中心に堅調に推移していたが、世界景気の減速を受け、秋口以降は急激に減少している。ISM 製造業指数においても、輸出指数は昨年夏まで堅調なレベルを維持していたが、一方で輸入指数は、内需低迷を反映して 2007 年後半以降低下していた。両指数の水準には昨年 9 月まで大きな開きがあったが、足元では同水準まで低下し（図表 2-14）、内外景気

(図表 2-11) ISM 製造業および非製造業景況指数



(出所)米サプライマネジメント協会 (ISM)

(図表 2-12) 非防衛資本財新規受注 (前年比)



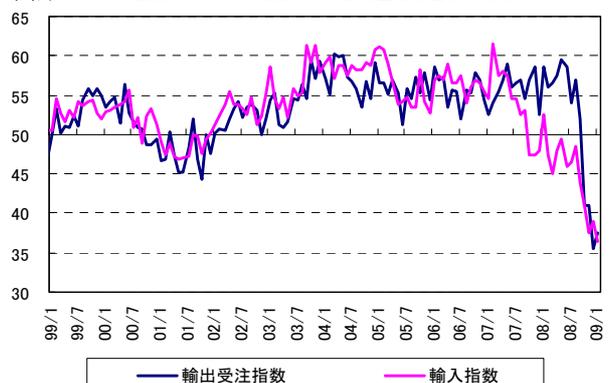
(出所)米商務省

(図表 2-13) 企業売上高在庫比率



(出所)米商務省

(図表 2-14) ISM 製造業輸出受注指数と輸入指数



(出所)米サプライマネジメント協会 (ISM)

が同時に減速している様子を示している。年内の輸出は弱含みの推移が予想されるが、米国景気にやや遅れる形で、2010年には新興国景気の回復が見込まれるため、輸出は堅調な姿を取り戻すとみている。

### (6) 大型景気対策の効果は緩やかながら長く

昨年来検討されてきた大型の景気対策法案は、上下両院案が一本化されて可決した(図表2-15)。規模は今後2年間で総額7,872億ドルとなり、それぞれ8,000億ドル超だった上下院案からはやや縮小された形だが、それでも十分大規模であり、相応の効果は期待できよう。対策は、4,989億ドルの財政支出と2,883億ドルの減税という内訳になっており、目先の景気対策だけでなく、環境・エネルギー対策など中長期的な経済成長に寄与する政策も盛り込まれ、バランスのとれた内容と評価できる。累計350万人の雇用創出も見込まれている。

4,989億ドルの財政支出の内訳では、道路・橋などの公共インフラ投資や新エネルギー対策、教育関連、地方政府への支援などに多くの予算が配分されている。財政支出の多くは実施までに時間がかかると思われるため、目先は減税による景気押し上げ効果が先に出てくると考えられる。2,883億ドルの減税のうち、柱は1,162億ドルの個人向け所得減税で、全勤労世帯の95%に1人当たり400ドル、夫婦で800ドルの減税を実施する。ただ、昨年前半に実施された1,130億ドルの戻し減税に比べると、今回は2年間での実施であるため、単年の規模としては半減する。また、昨年は小切手と銀行振込によって一度に還付されたが、今回は毎月の源泉徴収額を引き下げる形で実施される模様だ。小切手の方が、別枠で受け取ったという実感が湧いて消費に回しやすいと考えられるのに加え、今回は一度に還付されるのではなく、2年間にわたって毎月減税される。したがって、消費押し上げ効果は昨年よりも小さめとなる。逆に、予測期間中においては、昨年のように減税効果剥落による反動減は生じにくく、効果は長く続くと考えられる。

消費への押し上げ効果は4-6月期から現れ始めると予想する。ただし、雇用環境の弱さや消費者マインドの冷え込みから、高額消費は後回しとなり、当面は生活必需品中心の押し上げになると思われる。今回の減税策は特に中低所得層向けに手厚いことを考慮すると、その傾向はなおさら強くなりそうだ。昨年は原油や食品の価格高騰によって減税効果が掻き消されてしまった印象が強いが、最終的に還付額の2-3割が消費に回った模様である。今回の1,162億ドルの減税額のうち、2割が6月以降2年間にわたって消費に向かうと仮定すると、減税がなかった場合に比べ、4-6月期が前期比年率+0.2%ポイント、7-9月期以降は每期+0.6%ポイント程度、個人消費を押し上げる計算となる。景気対策全体では、2009年のGDP成長率を+1.5%ポイント、2010年を+1.2%ポイント程度押し上げるとみている。

### (7) 新金融安定化法案は不良資産の買い取りに課題を残す

金融機関は不良資産からの損失拡大を警戒して、依然として厳しめの融資姿勢を維持している。このため、これまでに注入した公的資本が、家計や企業への貸出に回っていないのが現状だ。実体

(図表2-15)米景気対策法案 (億ドル)

財政支出	4,989
公共インフラ投資、住宅関連	611
環境・エネルギー対策	508
教育関連	439
地方政府への支援	536
医療関連	1,072
失業給付の拡充など	832
減税	2,883
1人当たり400ドルの所得減税	1,162
子供のいる世帯への税控除など	195
その他家計向け減税	887
インフラ関連	196
再生エネルギー投資促進	200
企業向け	62
大学進学者への学費支援	139
住宅・自動車の購入促進	83
総額(今後2年間)	7,872

(出所) 各種資料より明治安田生命作成

経済回復のためには、金融機関から不良資産を分離し、貸し渋りをなくすことで、経済の血液であるマネーの流れを活性化する必要がある。

ガイトナー財務長官は2月10日、新たな金融安定化策を発表した。主な内容は、①厳格な資産査定に基づく金融機関への資本注入、②不良資産買い取りのための官民共同ファンドの設立、③FRBによるTALF（ターム物資産担保証券ローン・ファシリティー）の拡充、④住宅差し押さえ防止策であるが、具体性に欠ける部分が多く、今後の詰めを急ぐ必要がある。

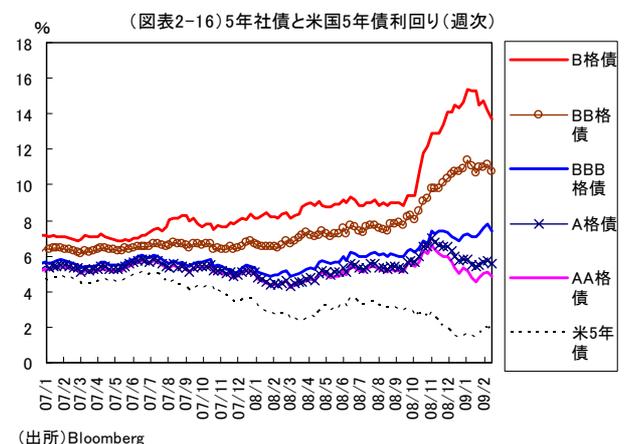
①の金融機関への資本注入の内容を見ると、これまでのようにやみくもに注入するのではなく、厳格な資産査定に基づいて必要な金額を注入するというように、公的資金の有効活用という点で大きな前進が見られた。また、資本注入した金融機関に対して、役員報酬や配当を制限するほか、注入した公的資金が貸出に回るよう、貸出状況の定期報告を義務付けることも盛り込まれた。公的資金注入を受けながら、その資金を貸出に回さず、相変わらず高額な報酬を得ていることに対する納税者の反発に、一定の配慮を見せた形ともいえる。

最も注目された②の不良資産買い取り策は、それまでに見込まれていたバッドバンク（公的資金による不良資産買い取りの専門機関）設立、あるいは不良資産から発生する損失への政府保証といった案ではなく、官民共同の買い取りファンドを設立するという内容になった。ファンドの規模は、5,000億ドルから開始して最大1兆ドルまで拡大することとなったが、2-4兆ドルとも言われる金融機関の損失見込みに比べると力不足の感がある。不良資産の買い取り策は、昨年成立した金融安定化法の本来目的であった。その後、買い取り価格算定方法の調整がつかないため、当面は資本注入を優先することとし、買い取り策は一旦見送りとなった経緯がある。確かに、政府が高く買えば納税者負担が増す可能性が高まることになり、かといって安く買おうとすれば、金融機関が損失の拡大を恐れて資産売却を躊躇する可能性があるため、公正な買い取り価格の算定は非常に難しい。今回、民間資金を取り入れる案が打ち出されたが、買い取り価格の問題については先延ばしされ、引き続き課題として残る形となった。

③のTALFはABS（資産担保証券）の保有者に融資を行う制度で、以前から表明されていたものだが、資金供給規模が2,000億ドルから1兆ドルへと大幅に増額されたうえ、対象となる担保資産も、これまでの消費者ローンや自動車ローンに加え、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）や民間MBS（住宅ローン担保証券）まで拡大するとした。貸し渋りが目立つ家計や中小企業に対する信用供与支援として、今回最も評価できる対策といえる。

④の住宅差し押さえ防止策については、500億ドルの公的資金が活用されることが盛り込まれただけで、融資条件の変更基準など具体的な対策内容は今後公表される予定となった。条件変更した住宅ローンでも、そのうち約50%は半年後までに再び延滞してしまっているのが現状だ。今後、住宅ローンの元本削減や低金利への切り替えにどこまで踏み込めるかが、差し押さえ防止策のポイントとなろう。

昨年9月のリーマン・ショック後、金融機関同士の疑心暗鬼から、銀行間取引金利であるドルLIBORが一時急上昇していたが、世界的な協調体制と金融安定化策のもと、足元のドルLIBORは落ち着きを取り戻している。社債発行市場も次第に回復しつつあり、高格付債を中心に利回りは低下



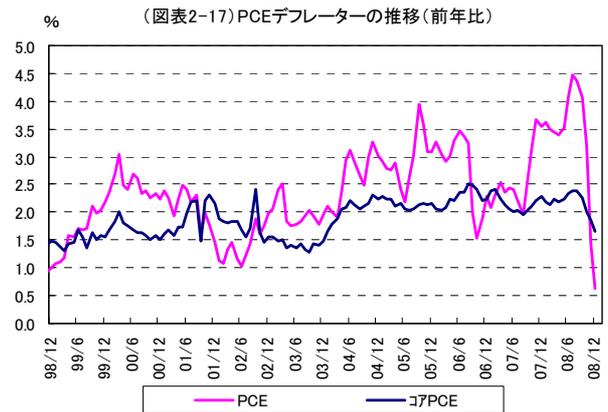
してきている（図表 2-16）。時間はかかるとしても、金融危機は最悪期からは脱する方向にあり、少しずつではあるが改善に向かうものとみている。

### （8）FRB は当面低金利を維持しながら、米国型的緩和を継続

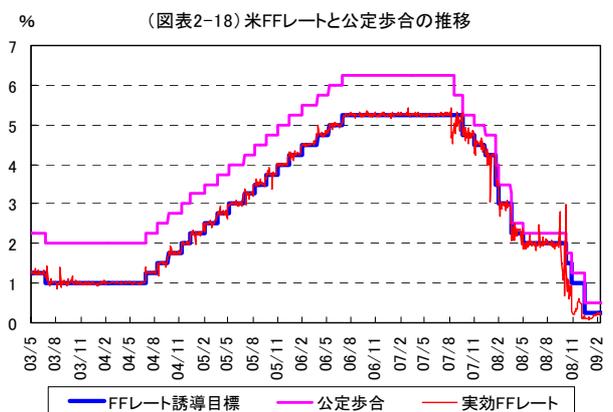
12月のPCE（個人消費支出）デフレーターは、前月比で3ヶ月連続のマイナスとなり、前年比ベースでは7月の4.5%をピークに0.6%まで急速に鈍化している（図表 2-17）。また、FRB が注視しているコア PCE デフレーター（エネルギー・食品を除く）も、前月比はここ3ヶ月ほぼ横ばい（▲0.0%）で、前年比は7・8月の2.4%をピークに1.7%まで鈍化、FRB が目安とする1-2%のレンジ内に入って来た。FRB は、「インフレ率は長期的な経済成長と物価安定を促進するうえで最適な水準を下回り続けるリスクがある」としており、デフレに陥るリスクを警戒している。

現在、政策金利である FF レートの誘導目標は0.0-0.25%のレンジで据え置かれている（図表 2-18）。FRB は事実上ゼロ金利を容認し、異例な低金利をしばらくの間維持する方針を示している。一方、前述した金融安定化法案にも盛り込まれていたように、TALF の拡充を通じ、貸し渋りが目立つ家計や中小企業に対して、信用供与を支援する姿勢が示されている。また、国債増発懸念で長期金利に上昇圧力がかかる状況下、長期国債の買い取りについては、すぐに行動する様子は見られないものの、「購入する準備がある」としている。

FRB は、今後も当面低金利を維持しながら、自らのバランスシート拡大を通じた、いわゆる米国版量的緩和（信用緩和）を続け、金融危機と実体経済の悪化、さらにはデフレ阻止に向けた積極的対応を続けよう。



(出所)米商務省



(出所)米FRB

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏経済は、世界的な景気減速の影響に加え、昨年9月の米リーマン・ブラザーズの破綻以降の欧州系金融機関の経営悪化を受け、急速に後退している。金融不安が解消に向かうにはしばらく時間を要すると考えられることから、景気後退局面は長引く可能性が高い。ただ、2010年以降は、米国景気の持ち直しや金融不安の緩和を受け、緩やかにではあるが回復に向かうとみている。

個人消費は、2007年の夏場以降、悪化の一途をたどっている。商品市況は大幅に調整しているものの、金融不安の深刻化に加えて、雇用環境の悪化が個人消費を下押ししている。雇用調整は今後さらに加速していくと考えられ、個人消費はもう一段落ち込む可能性が高い。

設備投資は、世界的な景気減速による企業収益悪化の影響などから、急速に落ち込んでいる。これまで、新興国への資本財輸出が好調で、生産活動を牽引してきたが、新興国景気も減速が鮮明となってきていることから、当面調整局面が続く可能性が高い。

ECBは、昨年10月から1月の理事会までで累計225bpの利下げを実施し、政策金利を2.0%とした。2月5日の理事会では政策金利を据え置いたものの、当社では、3月に50bpの利下げが行われ、4-6月期には1.0%まで利下げが行われると予想する。

〔図表3-1〕欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(08/12期は合計のみ実績)

(前期比)	2008年			2009年					2010年			
	2008年	2009年	2010年	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12
ユーロ圏GDP	0.7%	-3.0%	0.3%	-1.5%	-1.2%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
家計消費	0.2%	-1.7%	0.0%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
政府消費	2.0%	1.9%	1.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	0.6%	-6.1%	0.2%	-4.4%	-1.6%	-0.8%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
純輸出(寄与度)	-0.1%	-1.4%	0.2%	-0.8%	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

英国実質GDP

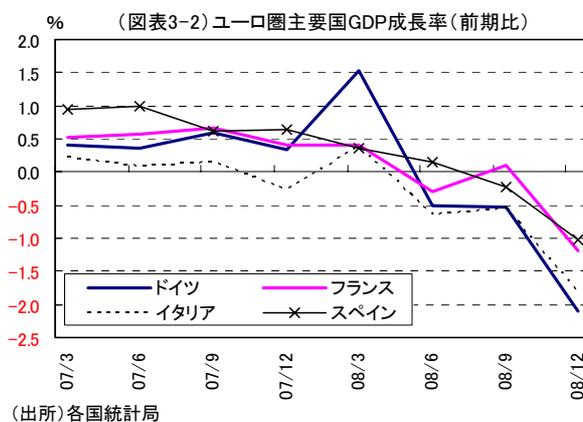
(前期比)	2008年			2009年					2010年			
	2008年	2009年	2010年	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12
英国GDP	0.7%	-3.5%	0.0%	-1.5%	-1.4%	-0.7%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%

#### (1) ユーロ圏景気は急速に悪化

昨年10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比1.5%減と、7-9月期の同0.4%減からマイナス幅が一段と拡大した(図表3-1)。

これで、3四半期連続のマイナス。需要項目別の内訳は3月5日の発表となるが、設備投資が大幅減となったほか、個人消費も低調、輸出の急減から純輸出もマイナスに寄与したと予想される。また、主要国別にみても、軒並み大幅なマイナス成長となっており、ドイツ、イタリアは3四半期連続、スペインは2四半期連続のマイナスとなった(図表3-2)。

ユーロ圏経済は、世界的な景気減速の影響に加え、昨年9月の米リーマン・ブラザーズの破綻以



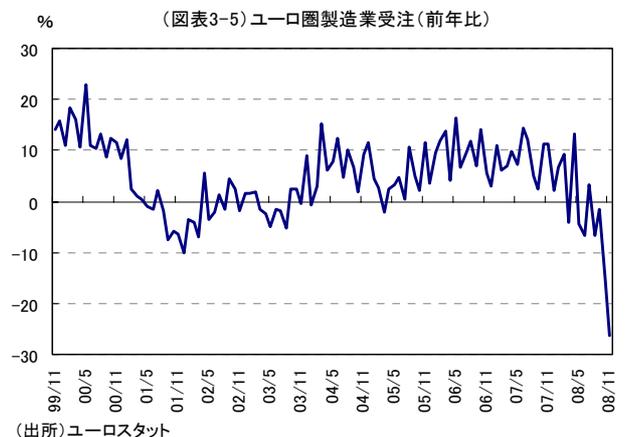
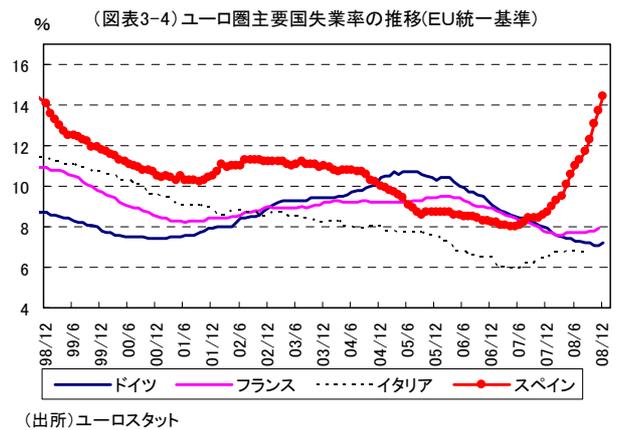
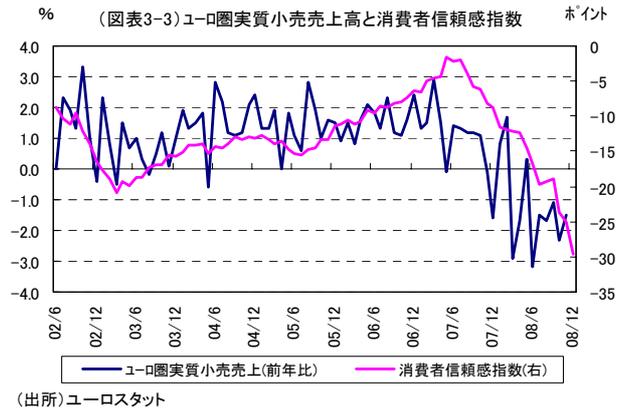
降の欧州系金融機関の経営悪化を受け、急速に後退している。金融不安が解消に向かうにはしばらく時間を要すると考えられることから、景気の後退局面が長引く可能性が高い。ただ、2010年以降は、米国景気の持ち直しや金融不安の緩和を受け、緩やかにではあるが回復に向かうとみている。

ユーロ圏の個人消費は、2007年半ば以降、減速基調をたどっている。小売売上は、昨年6月から6ヶ月連続で前年割れとなるなど、減少傾向が続いている（図表3-3）。昨年半ばあたりまで実質購買力を大きく低下させていた原油・穀物価格の調整は進んだものの、9月のリーマン・ブラザーズ破綻以降、金融不安の深刻化で消費者のマインドは一段と悪化している。

加えて、雇用環境の悪化がさらに個人消費を下押ししている。ユーロ圏全体の失業率は昨年春頃から徐々に上昇し、昨年末以降は上昇ペースがさらに加速している。主要国別にみると（図表3-4）、スペインでは、住宅バブルの崩壊とともに、失業率が急上昇している。イタリアの悪化ペースはそれほどでもないが、2007年央から既に景気が減速していたことから、早い時期に失業率が上昇に転じている。フランスも徐々に上昇してきている。ドイツでは、工場などの操業短縮は進んでいるものの、操業短縮中の政府支援が手厚いため、雇用の削減は比較的抑制されていた。そのため、昨年10月頃まではむしろ失業率の改善が続いていた。ただ、景気悪化の深刻化から、政府の補助があっても雇用を維持することが難しくなっている企業や、操業短縮にとどまらず倒産する企業も増えてきており、足元の失業者数は増加に転じている。

ユーロ圏各国の個別企業からは、業績の悪化を理由としたリストラの発表が相次いでいる。雇用の調整は今後さらに加速していくと考えられ、今後も失業率の上昇傾向が続くと予想される。そのため、個人消費はもう一段落ち込む可能性が高い。個人消費が回復に向かうためには、外需の下支えによって企業業績が堅調さを取り戻し、雇用環境が再び改善に向かうことが前提になると考えられるが、ポイントとなる米国景気の持ち直しにはかなりの時間がかかりそうである。

設備投資は、世界的な景気減速による企業収益悪化の影響などから、急速に落ち込んでいる。先行指標であるユーロ圏製造業受注は、減少率が前年比で20%を超えるなど、落ち込みが著しい（図表3-5）。同じく先行指標であるユーロ圏製造業PMIは、2006年半ばをピークに低下傾向が続き、活動の拡大と縮小の境目とされる50ポイントを8ヶ月連続で割り込んでおり、足元では統計開始以来の最低水準にある（図表3-6）。また、鉱工業生産が前年比で7ヶ月連続マイナスになるなど、生産活動



も減速している。これまで、ドイツを中心に中東やロシアなどの新興国への資本財輸出が好調で、それが域内の生産活動を牽引してきたが、新興国景気も減速が鮮明となってきていることから、ユーロ圏の生産活動はさらに悪化が進もう。実体面、マインド面ともに弱さが目立っており、設備投資も当面調整局面が続く可能性が高い。

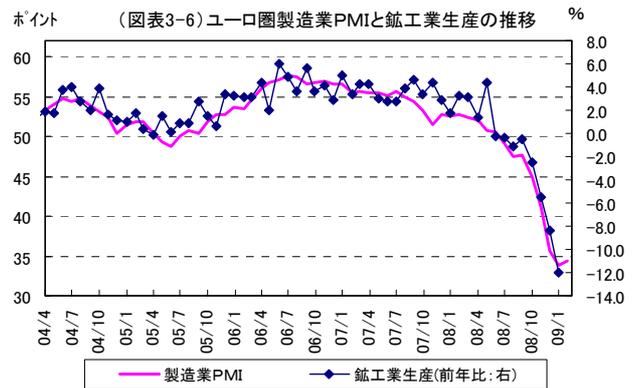
## (2) ECBは1%まで利下げと予想

ECB（欧州中央銀行）は1月15日の理事会で政策金利を50bp引き下げ、2.0%にすることを決定した（図表3-7）。2月5日の理事会では、政策金利は据え置かれたものの、昨年10月以降、1月までに4ヶ月連続で利下げを実施した結果、利下げ幅は累計で225bpとなっている。

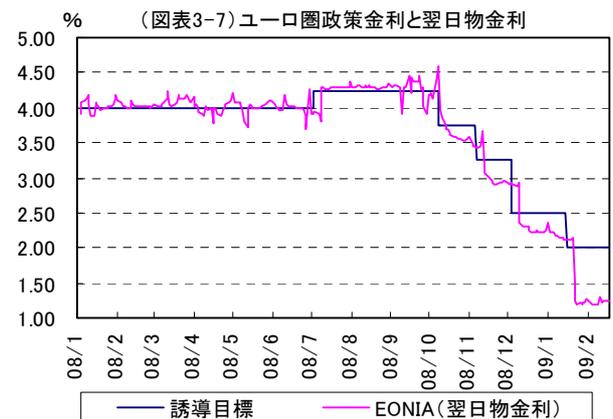
ECBは昨年秋頃まではインフレ警戒姿勢を保っていたが、エネルギー・食品価格の調整を受け、足元ではインフレ率は急速に低下してきている（図表3-8）。エネルギー・食品を除いたコア指数は横ばいでの推移が続いていることから、今のところ全般的な物価下落は見られない。しかし、景気の急速な悪化で全般的に需要が減退していることから、今後はコア指数も低下に転じると予想され、デフレ懸念が浮上してくる可能性が高い。トリシェ総裁は、1月の利下げで中期的な物価安定に対するリスクは均衡したと語り、ユーロ圏のデフレリスクは小さいとの見方を示している。確かにユーロ圏では賃金の下方硬直性が強いことや雇用者の解雇制限が厳しいこと、失業者への手当が手厚いことから物価の粘着性が強いと言われる。しかし、それらは裏を返せば企業の調整が遅くなるということであり、景気の回復を遅らせる要因となり、かえってデフレ圧力となる危険性もある。

トリシェ総裁は金利を下げ過ぎることによって、流動性の罠に陥ることを警戒する発言をするなど、ゼロ金利政策については否定的だ。政策金利の過度な低下を嫌うECB理事も多く、1.0%を切る水準まで下げるのは抵抗がかなり強いと思われる。当Gでは、3月に50bpの利下げが行われ、その後、4-6月期には1.0%まで利下げが行われると予想している。

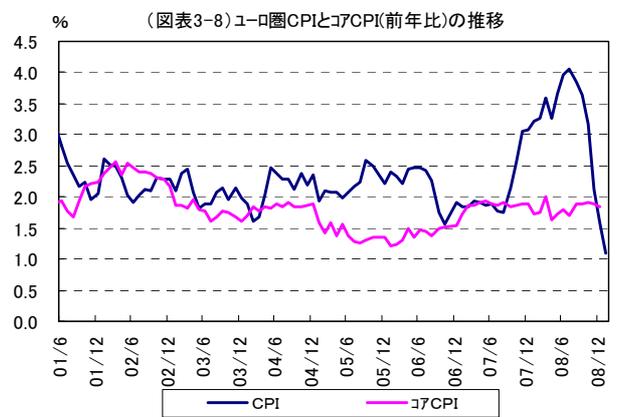
ただ、政策金利が1.0%を下回る可能性も小さくないとみている。政策金利が1.0%になると翌日物金利の下限となる預金ファシリティ金利はゼロ%となるが、10月以降実施されているECBの固定金利での無制限のオペによって、翌日物金利は目標金利を下回って推移することが多くなっている（図表3-7）。翌日物金利がゼロ%近辺に張り付くようなことになれば、ECBが追認的に大幅利下げをせまられる可能性がないとは言えない。また、ECBが打てる利下げ以外の政策としては、FRB



(出所)RBS/Markit, ユーロスタット



(出所)ブルームバーグ



(出所)ユーロスタット

や日銀のように直接 CP や社債、国債などの資産を買い取ることが考えられるが、実際に買い取りをすれば、ユーロ圏では大きな問題がある。単純に国債を買い取るとしても、16ヶ国もあるユーロ圏では、国毎に格付けも流動性も違い、どの国の国債を買うのかという問題があり、各国の利害を一致させるのは難しいだろう。CP や社債の買い取りでも、やはりどの国の企業を買うのかということが問題となり、下手をすれば国際問題になりかねない。そのため、さらに ECB が何か手を打たなければならない事態になれば、やはり利下げを継続するしかなく、政策金利を 1.0%以下に下げざるを得ない展開も考えられる。

### (3) 英国景気の悪化はユーロ圏以上に深刻

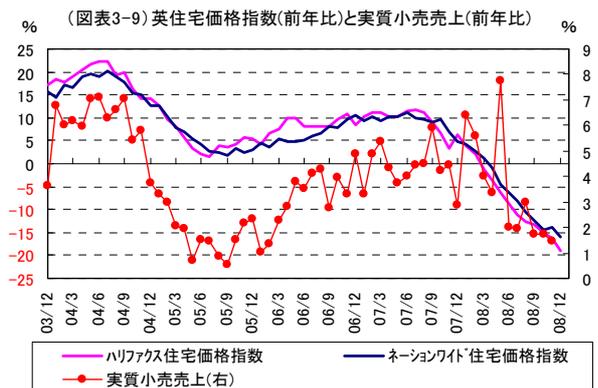
英国の昨年 10-12 月期実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比 1.5%減と、16 年ぶりのマイナス成長となった 7-9 月期に続き、2 四半期連続のマイナスとなった。金融不安や住宅バブルの崩壊を背景に悪化ペースが加速している。

小売売上は、金融不安などの影響で昨年半ば以降、悪化の度合いを強めている（図表 3-9）。資産効果を通じて消費拡大に貢献してきた住宅価格も下落が止まらない。モーゲージ承認件数は統計開始以来の最低水準での推移が続いている。金融危機の深刻化で、金融機関の貸出姿勢は今後さらに厳しくなると予想されることから、モーゲージ承認件数は今後も弱含みの推移が続くとみられる。住宅価格の調整は今しばらく続くと考えられ、資産効果がさらに弱まるとみられることから、個人消費は引き続き減速基調が続こう。

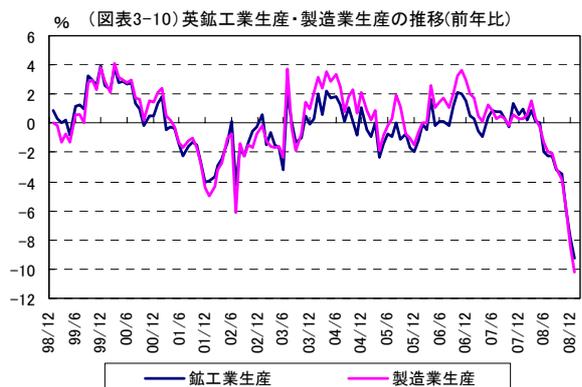
製造業の生産活動は足元で急速に悪化している（図表 3-10）。米国やユーロ圏の景気減速に加え、金融危機の影響から企業の資金調達環境は厳しさを増しており、設備投資は減少傾向を強めるとみている。

金融・サービス業のウェイトが大きい英国では、金融業界に対する不安感が家計や企業のマインドを諸外国よりも大きく悪化させている面がある。金融危機が解消に向かうには時間を要すると考えられるため、2009 年の英国はユーロ圏以上の大幅なマイナス成長を余儀なくされよう。家計や企業のマインドが持ち直し、個人消費、設備投資が回復に向かうのは 2010 年後半になると予想する。

BOE（イングランド銀行）は 2 月 5 日に 50bp の利下げを行い、政策金利を 1.0%とした。一方、1 月の CPI は前年比 3.0%と、ピークだった昨年 9 月の同 5.2%から大きく鈍化してきており、インフレ目標値である 2%の上下 1%以内という誘導範囲内に収まっている。ただし、エネルギー価格の調整が進んでいることに加え、景気の減速基調が強まってきていることから、今後もインフレ圧力は弱まり続け、むしろデフレ懸念が台頭してくると考えられる。BOE はデフレ懸念、景気減速に対応するため、引き続き緩和姿勢を継続し、政策金利をゼロ%近辺まで引き下げ、米国型の量的緩和政策に移行していくと予想する。



(出所) 英統計局、HBOS、ネーションワイド



(出所) 英統計局

## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

中国経済は、ここへきて一段と減速基調を強めている。10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比6.8%増となり、6四半期連続の伸び鈍化となった。安定雇用確保には8%の成長が必要とされる中国にとっては、事実上のリセッションと言える水準である。金融市場の混乱、世界景気失速、株価バブル崩壊の影響などから、2009年前半は景気減速基調が続く可能性が高い。ただし、春以降、総額4兆元(約57.5兆円)の財政政策が本格的に動き出す見込みで、景気がこのまま失速に向かう可能性は低い。既に対策効果の一部が顕在化しており、中国景気は年央以降、主要国に先んじて底を打つとみる。2010年以降は、海外経済の持ち直しも加わって、緩やかな回復軌道に戻るだろう。実質GDP成長率は、2009年が8.0%、2010年が9.2%と予想する(図表4-1)。

#### (1) 中国景気は減速基調を強める

中国の2008年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比6.8%増と、7-9月期の同9.0%増から一段と鈍化した(図表4-2)。2007年4-6月期をピークに、6四半期連続の成長率鈍化となる。国内の安定的な雇用を確保するためには8%の成長が必要とされていることから、6.8%は事実上のリセッションと言ってよい。2008年の通年の成長率は9.0%で、2002年以来、6年ぶりの1桁台にまで低下している。

2008年12月の工業増加値(≒鉱工業生産)は前年比5.7%増と、2ヶ月連続の5%台となった(図表4-3)。伸び率は前年12月から11.7%ポイントも低下している。中でも、不動産・建設市場の失速を反映した粗鋼や、輸出の落ち込みを反映した自動車、大口需要の低迷を反映した電力などの不振が目立つ。

景気減速の第一の要因は、世界景気の失速により主力の製造業が内外からの受注減に直面していることだが、2008年前半まで続いていた政府当局による景気引き締め策が、2008年後半にかけて一気に顕在化してきた可能性も見逃せない。実際、昨年前半までの中国政府の懸念はもっぱら景気過熱、インフレ加速であり、当局はなりふり構わぬ引き締め政策を続けてきた。「過熱業種」の個別指定による厳しい投資抑制策や、商業銀行の融資総枠規制(中国版総量規制)の実施、輸出付加価値税の還付率引き下げなどはその例である。金融面でも大幅な引き締め政策を続けてきた。

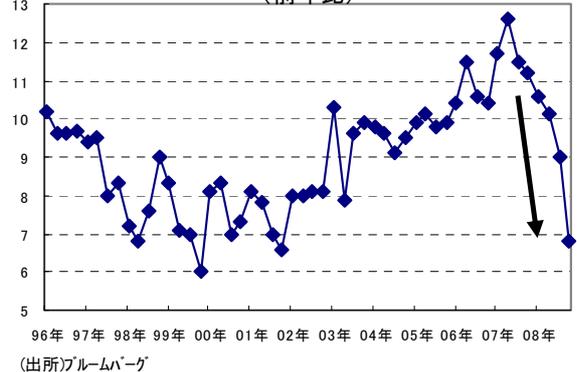
政府は昨年8月以降、一転して景気下支え姿勢に転換、金融面では、9月に6年半振りに利下げに踏み切ったのを皮切りに、年末までに累計5回の利下げを実施。財政政策面では、11月にGDPの14%(2008年比)にあたる総額4兆元(約57.5兆円)もの大規模な財政政策の実施を発表した。

既に景気対策の効果は一部に現れている。PMI(購買部担当者景気指数)は11月に38.8ポイント

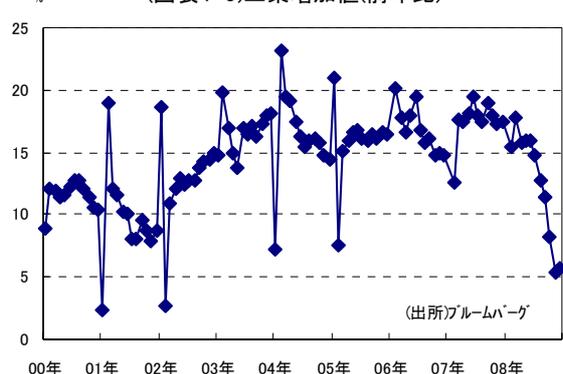
(図表4-1)中国実質GDP予測

前年比(%)	2007年	2008年	2009年 (予測)	2010年 (予測)
実質GDP	13.0	9.0	8.0	9.2

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移  
(前年比)



(図表4-3)工業増加値(前年比)



と、2004年の調査開始以来の最低水準をつけた後、12月、1月と2ヶ月連続で上昇した(図表4-4)。好不調の分岐点である50ポイントは下回っていることから、製造業の活動は依然減速を続けているものの、減速ペースは緩やかになり始めたことを示している。2009年前半は、世界金融市場の混乱と海外景気減速による下押し圧力が勝ると考えられるものの、2009年央には政策効果により徐々に景気の底打ちが明らかになる展開を予想する。

2010年以降は、海外景気回復も加わり、景気は安定感を増すと予想される。ただ、牽引役である米国景気の回復力が弱いとみられることもあり、2桁成長への回復は難しいとみる。2009年の実質GDP成長率は8.0%、2010年は9.2%と予想する。

## (2) 動き出す史上最大の景気対策

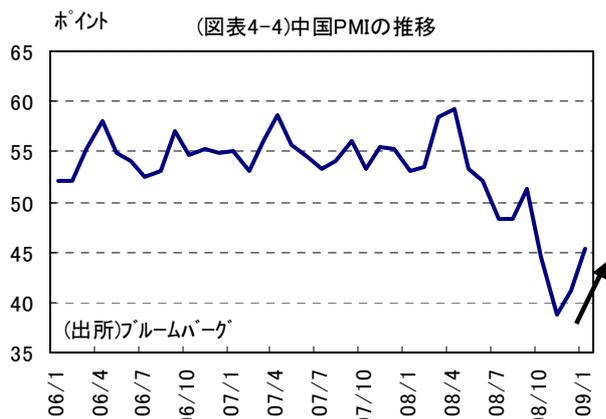
2009年は、「中国史上最大規模の景気刺激策」と言われる総額4兆元(約57.5兆円)の財政政策が本格的に動き出す(図表4-5)。既に第1次として、2008年末までに政府資金で1,000億元(地方政府や企業の支出分を合わせれば約4,000億元)が支出に付されている。第2次分の支出規模は1,300億元とこのことで、インフラ投資に重点配分される。旧正月明けの2月から実施に移される見込みだ。4兆元の景気対策は2010年末までのプロジェクトであるため、2009年は約半分の2兆元の支出が予定されている。また、4兆元のうち中央政府の支出分は1.18兆元である。中には民間投資も含まれるほか、着工済みの案件も含まれるなど、かなり水増し気味の数字であることは確かである。

そうした点を割り引いても、大規模な投資プロジェクトであることには違わず、景気下支えに十分な効果を上げることが期待できる。温家宝首相は2月1日、4兆元に続く追加の経済対策を検討していることを明らかにしており、年後半にかけては、こうした一連の対策効果で、米国景気の底打ちを待たずに先んじて回復過程に入る可能性が大きいとみている。

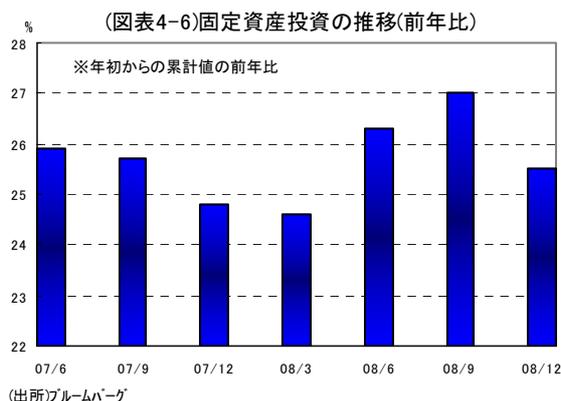
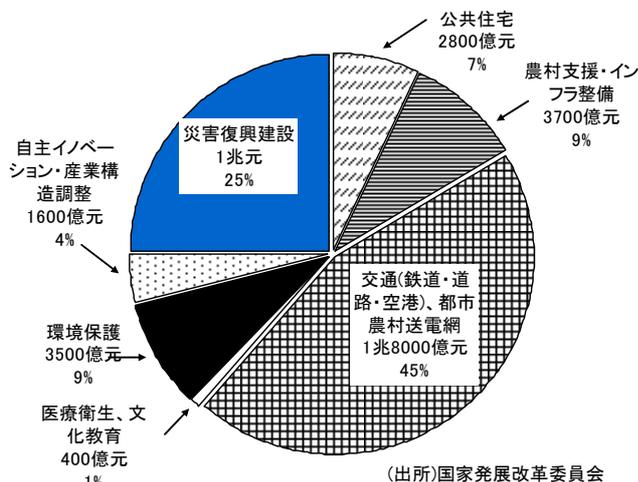
中国は主要先進国に比べればまだ大幅な財政悪化が懸念される状況ではない。2007年はGDP比で0.7%の財政黒字であった。2008年は0.4%の赤字に転落したが(速報ベース)、赤字規模は主要先進国よりもはるかに小さく、必要とあらばさらなる追加的な財政出動も十分可能と考えられる。

## (3) 固定投資は目先はさらに鈍化へ

2008年1-12月の全社会固定資産投資の伸びは、前年同期比25.5%増となり、1-9月の同27.0%を下回った(図表4-6)。同統計は四半期ごとに年初か



(図表4-5)中国の内需拡大策4兆元の内訳



らの累計値で発表されるが、今年に入って初めての伸び鈍化となる。同様に、1-12月の都市部の固定資産投資の伸びは同26.1%増で、1-11月の同26.8%増から減速、こちらは3ヶ月連続の鈍化となった(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)。

今のところ固定資産投資の減速は比較的緩やかなペースにとどまっているが、目先は減速ペースがやや速まる展開が予想される。中国の国家情報センターによると、2008年の固定資産投資のうち、政府資金は全体の3.9%にとどまり、77.4%は企業が自己資金を活用、残りは銀行融資と外資によるとされている。2009年は、対策効果で政府資金が大幅に伸びることが予想されるものの、一方で全体の8割近くを占める民間企業の投資は、企業収益悪化と株価低迷を受け、伸び悩む可能性が大きい。2008年1-11月の工業利益総額は前年同期比4.9%増にとどまった(図表4-7)。伸び率は07年1-11月の同36.7%、08年1-8月の同19.4%から大きく鈍化している。また、上海株式総合指数は、ピーク時の3分の1にまで低下している(図表4-8)。典型的なバブル崩壊といった状況であり、企業行動の制約要因となろう。

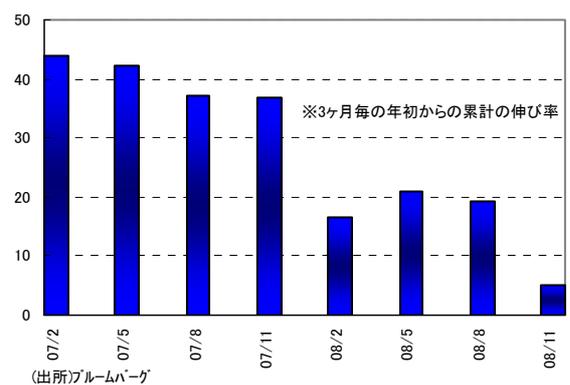
また、当局が従来から注目している不動産開発投資額は2008年1-12月で同20.9%増と、こちらも1-11月の同22.7%増から減速した。1-6月期の同33.5%をピークに、夏場以降鈍化傾向が鮮明になっている。不動産価格の上昇ペース鈍化も顕著だ。11月の都市部不動産価格(70都市平均)は、前年比0.2%上昇となり、10月の同1.6%上昇から一段と鈍化、単月の上昇幅としては、2005年7月の統計開始以来最低となった。不動産投資は、都市部固定資産投資の約4分の1を占めることから、今後固定資産投資の伸びは全体として鈍化に転じる可能性が高い。

政府は2008年10月に、初めて住宅を購入する際、床面積90㎡以下の場合は不動産譲渡税を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、銀行にも住宅ローン金利を指標貸出金利の70%まで抑えることを認めている。こうした対策も甲斐なく、12月の住居用不動産販売は11月からさらに落ち込んだ。景気減速を背景にした不動産価格の先安観は簡単には払しょくされないとみられ、当面は減速基調が続こう。

#### (4) 農村部への所得支援を充実

2008年12月の社会消費財小売総額は、前年比19.0%増となった。同年2月以来の20%割れであり、昨年秋以降、減速傾向が明確となっている(図表4-9)。2008年は、輸出の急減速を受けて工場の閉鎖が相次いだため、多くの農民工(沿海部などで働く農村からの出稼ぎ労働者)が職を失い、残った労働者も賃金低下圧力にさらされている。2008年1-12月通年の都市

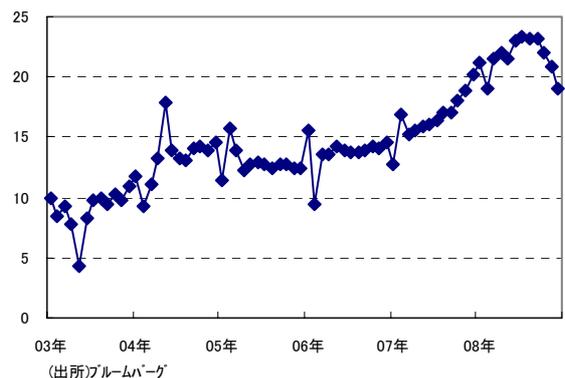
(図表4-7)工業利益総額(前年比)



(図表4-8)上海総合指数の推移



(図表4-9)中国小売上高の推移(前年比)



部住民の1人当たりの実質可処分所得は前年比8.4%増で、増加幅は2007年を3.4ポイント下回った。同様に、農村部の1人当たりの現金収入は同8.0%増で、増加幅は2007年を1.5ポイント下回っている。

政府は2009年も引き続き3農問題(農業、農村、農民)を政策の最重点課題と位置づけ、農民の生活水準の底上げに注力する構えだ。既に、昨年10月には2009年から麦類の最低買取価格を13-15%程度引き上げることを発表。穀物生産や農業資材の購入に対する補助金の適用範囲を拡大し、額自体引き上げる方針も示している。また、農村部住民を対象に、家電購入に当たり補助金を支給する。対象はテレビ、冷蔵庫、携帯電話、洗濯機で、購入価格の13%を農村部住民に直接支給するという内容。施行期間は昨年12月から4年間。各製品の補助金支給は家庭1戸当たり1回までとなっているが、温家宝首相は、今年に入り、補助金をさらに拡大する考えを明らかにしている。

年明け以降、生活困窮者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ているのをはじめ、インフラ建設で農民工を優先的に採用することや、事業を興す場合は、融資や税の減免等で支援するとしている。地方政府レベルでも対応を進めており、四川省の成都市では、農民工などを対象に一人当たり500元の職業訓練券を支給することを決定している。

一方で、富裕層にとっては、株価バブル崩壊による逆資産効果が消費マインドを冷え込ませる要因となっている。時価総額ベースの上海株は、2008年初年から6割も減少、減少額をGDP対比で見ると約9割に及び、ほぼGDPに匹敵する金額が消えた形となっている(図表4-10)。消費者心理も冷え込みつつあり(図表4-11)、とりわけ、自動車などの高額商品の売上への影響が鮮明となっている。

(図表4-10)株の時価総額

(兆ドル)

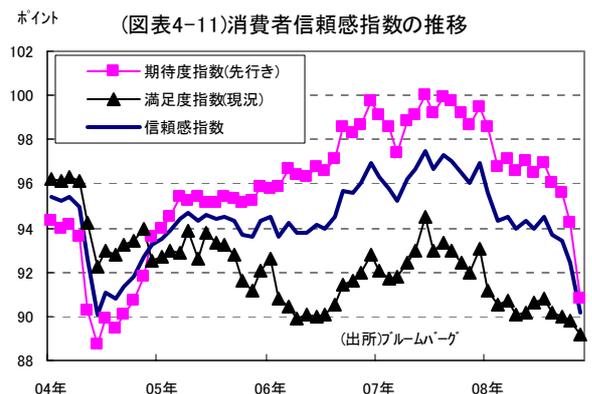
	2008年初	10/27 (最安値)	減少額	減少率	減少額 対GDP(07年)
世界	60.7	29.4	▲ 31.3	▲ 51.5%	57.3%
日本	4.5	2.7	▲ 1.8	▲ 40.0%	41.5%
米国	17.6	10.1	▲ 7.5	▲ 42.5%	54.3%
EU(27ヶ国)	14.8	6.7	▲ 8.1	▲ 54.8%	48.0%
中国	4.5	1.6	▲ 2.9	▲ 64.0%	87.7%

(出所:ブルームバーグ)

そこで政府は、自動車業界救済の目的もあって、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、買い替えに補助金を支給するなどの対策を実施している。対策効果は既に現れている。1月の乗用車販売台数は前年比7.8%減となったものの、台数ベースでは61万600台と、12月の58万4600台を上回った。

これらの対策は個人消費にとって一定の下支えとなる。一部統計によれば、旧正月中の個人消費はさほど大きい落ち込みは見られず、比較的底堅い推移となっている模様だ。今後も、個人消費が失速に向かう可能性は低いとみる。

(図表4-11)消費者信頼感指数の推移



(出所)ブルームバーグ

### (5) 世界景気減速でも貿易黒字は拡大

2009年1月の貿易黒字額は391億ドルとなった。2ヶ月ぶりの拡大だが、過去最高だった11月の401億ドルには届かなかった(図表4-12)。中国の貿易黒字は、2008年2月時点では83億ドルに

すぎなかったが、11月までの9ヶ月で約5倍に拡大した。12月以降は足踏み状態となっているが、日本をはじめ主要貿易黒字国の黒字幅が大きく縮小している現状と比較すれば、底堅く見える。

輸出入別に見ると、1月の輸出額は前年同月比17.5%減の905億ドルで、マイナス幅は11月の同2.2%減、12月の同2.8%減から拡大している。相手国別に見ると、米国向けは既に2007年から減速に転じていたが、ここへきて、ウェイトの大きい欧州向け、アジア向けが大きく鈍化してきた影響を強く受けている(図表4-13)。

一方で、1月の輸入額は同43.1%減の513億ドルと、マイナス幅は11月の同18.0%減、12月の同21.3%減からさらに一段と拡大した。税関総署によると、1月に貿易額が大きく落ち込んだのは旧正月休暇によって稼働日が例年より少なかったため、この要因を除けば、輸出額は前年比6.8%増、輸入額は同26.4%減になるとのことだが、それでも輸入が輸出を上回る大幅な減少基調にあるという事実は変わらない。

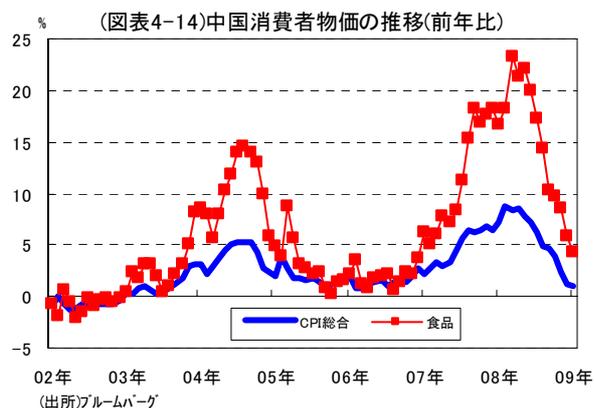
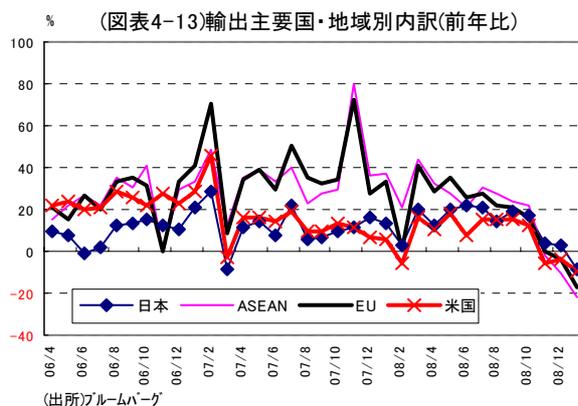
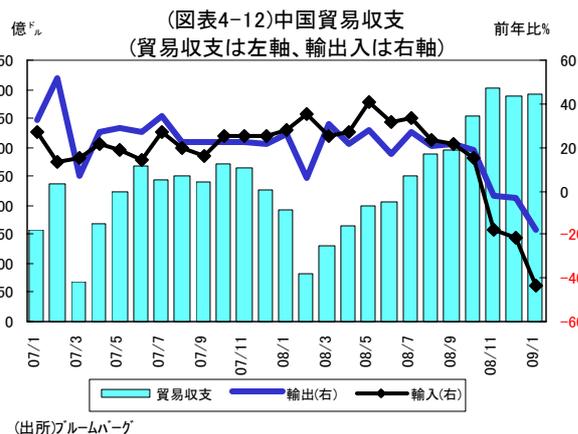
輸入の減少幅が輸出より格段に大きい理由としては、内需が減速基調にあるのに加え、元々加工貿易の割合が高いため、輸出が鈍化した分、原材料や部品の輸入が減少する傾向があることが挙げられる。したがって、今後も中国の貿易黒字は大きく減少しない可能性が高い。もちろん、輸入の減少が内外の需要低迷を反映している以上、貿易黒字拡大が成長率の押し上げ要因となっているわけではない。輸入の減少は国内企業の稼働率低下に直結しており、むしろ世界経済の減速が予想以上に深刻な影響を中国経済に及ぼしつつある現状を表している。

政府当局は、2008年前半まで続けていた輸出抑制策を、昨年8月以降輸出促進策へと大きく方向転換している。昨年8月には、繊維産業やアパレル、玩具の税還付率を11%から13%に引き上げたのを皮切りに、11月にはプラスチック製品、家具、医薬品など、輸出品目の約4分の1を還付率引き上げの対象とした。2009年1月からは機械・電気製品の還付率も引き上げている。

こうした政府の対策は輸出の失速を防ぐ要因にはなると見るが、輸出の本格回復のためには欧米景気の回復を待つ必要があり、2009年中は低迷が続くそう。輸出が安定的に回復に向かうのは2010年以降にずれ込むと見ている。

### (6) 中国でもデフレ危機

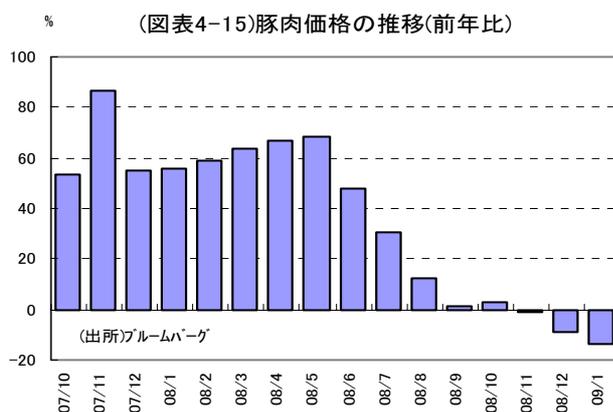
1月のCPI(消費者物価指数)の伸びは前年比1.0%となった。9ヶ月連続での伸び幅縮小で、インフレ懸念が深刻だった昨年前半から既に状況は一変している。逆に、前年比マイナスが視野に入る状況だ(図表4-14)。品目別では、食品価格の伸びが同4.2%と、20%以上の伸びを続けていた昨年前半から



大きく鈍化に向かった影響が大きい。中でも、高騰の主因だった豚肉価格は同マイナス 13.9%と 2桁マイナスに転じている(図表 4-15)。昨年 5 月には同 68.3%まで上昇していた。昨年夏場以降実施されている補助金配布などの生産奨励策や、飼料となる穀物価格の軟化、比較対象となる前年の水準が高くなっていること等を反映した形である。

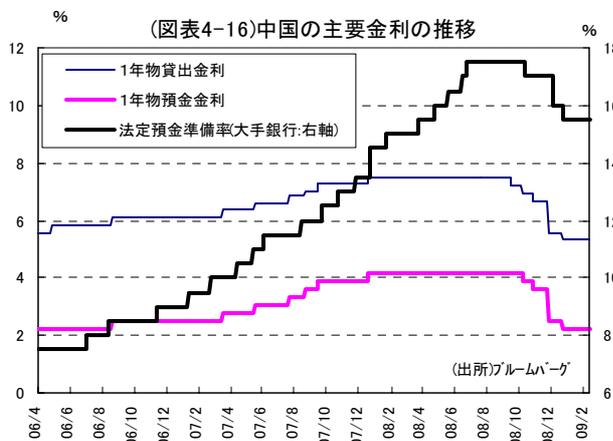
他には、車両用燃料価格低下などの影響で、交通・通信設備が、12月の同マイナス 0.7%から同マイナス 2.5%へとマイナス幅が拡大したことや、住居関連が、賃貸料の低下等を受け、12月の同プラス 1.1%から同マイナス 2.3%へと低下に転じたことなどが影響している。住居が前年比マイナスに転じるのは 2002 年 9 月以来のことだ。燃料価格は政府の統制下にあるが、政府は 12 月 18 日に、2 年ぶりの引き下げを発表、ガソリンは 14%、ディーゼル燃料は 18%、ジェット燃料は 3 割近く引き下げられている。

除く食品ベースの CPI は、前年比マイナス 0.6%と既に下落に転じており、デフレに片足を踏み入れつつある状況である。しかし、元々世界の工場と言われるほどの生産力を誇っていたことに比べ、農村部を中心に内需がまだまだ育っていない現状を考えれば、中国は供給過剰に陥りやすい経済構造を持っていると考えられる。景気と物価が相互に影響を及ぼしながら悪化する、いわゆるデフレスパイラルの兆候はまだ見えないものの、しばらくはデフレ懸念が当局の政策運営に影響を与えそうだ。



### (7) 金融緩和姿勢を一段と強化

金融当局は、2006 年後半以降金融引き締め政策を続けてきたが、景気減速を受けて昨年 9 月に 6 年半ぶりに利下げを実施、以後 5 回の追加利下げを実施している(図表 4-16)。法定預金準備率は、2008 年に入ってから 6 月までに累計 2.5%引き上げられたが、9 月以降は引き下げに転じ、中小銀行の法定預金準備率は年末までに累計 4%、大手銀行は 2%それぞれ引き下げられている。9 月以降の主な実施事項と実施日は図表 4-17 のとおり。

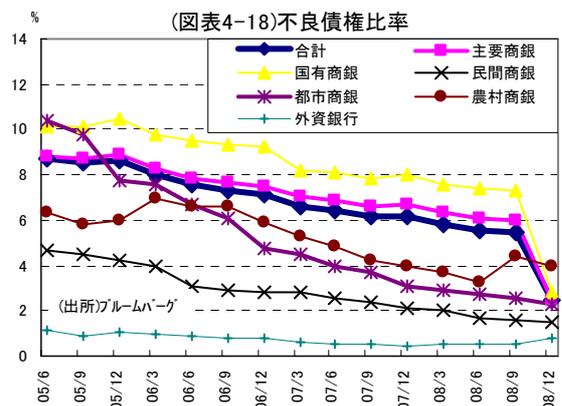


(図表 4-17) 2008 年 9 月以降の金融政策の推移

実施日	実施事項
9月16日	1年物貸出基準金利を0.27%ポイント引き下げて7.20%ポイントに。預金金利は据え置き。
9月25日	中小銀行の法定預金準備率を1.0%ポイント引き下げて16.5%に。ただし、大手銀行は据え置き
10月9日	1年物貸出基準金利を0.27%ポイント引き下げて6.93%、1年物預金金利を0.27%ポイント引き下げて3.87%に
10月15日	中小銀行の法定預金準備率を0.5%ポイント引き下げて16.0%に。大手銀行は0.5%ポイント引き下げて17.0%に
10月30日	1年物貸出基準金利を0.27%ポイント引き下げて6.66%、1年物預金金利を0.27%ポイント引き下げて3.60%に。
11月27日	1年物貸出基準金利を1.08%ポイント引き下げて5.58%、1年物預金金利を1.08%ポイント引き下げて2.52%に。中小銀行の法定預金準備率を2.0%ポイント引き下げて14.0%に。大手銀行は1.0%ポイント引き下げて16.0%に
12月23日	1年物貸出基準金利を0.27%ポイント引き下げて5.31%、1年物預金金利を0.27%ポイント引き下げて2.25%に。
12月25日	中小銀行の法定預金準備率を0.5%ポイント引き下げて13.5%に。大手銀行は0.5%ポイント引き下げて15.5%に

大幅な金融緩和にもかかわらず、法定預金準備率はまだ15.5%(大手銀行)といった高水準にあるほか、政策金利にも引き下げ余地が残っていることから、2009年についても年前半を中心に追加緩和策が実施されるとみている。ただ、今後さらに大幅な利下げを行った場合、銀行の金利収入が減少し、不良債権処理能力が圧迫される可能性があることから、当局は難しいかじ取りを迫られることになる。利下げは2008年後半よりも小幅かつスローペースで行われることとなろう。

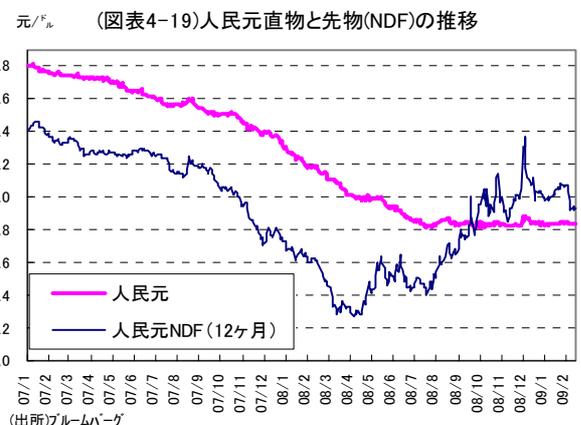
また、中国においては、元々金融政策における金利チャネルの影響が先進国ほど大きくない。金融市場の規制色が強いためであり、そのため、政府による行政指導が重視されている。政府の銀行への融資増額要請を反映し、1月の中国の銀行による新規融資額は1兆6,200億元と、12月の7,717億元から2倍に増加、過去最高を記録した。こうした動きも、市場の先行き悲観論の緩和に繋がっている。昨年末時点ではまだ低下を続けていた不良債権比率は、今後反転上昇に向かう可能性が高いが(図表4-18)、政府は、銀行に融資を要請する一方で、金融システムの保護に注力する姿勢も示しており、銀行経営が深刻な危機に陥る可能性は低い。



### (8) 元高方向への誘導はストップ

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割上昇したが、輸出の減速を受け、2008年7月以降、当局は元高方向への調整を停止している。市場における人民元の先高観は大幅に薄れており、直近では、1年後の人民元レートは足元の水準とほとんど変わらないという見方が主流となっている(図表4-19)。

米国の新財務長官のガイトナー氏が、議会による指名直前のタイミングだったとはいえ、「オバマ大統領は中国が人民元を操作していると確信している」と述べたことは大きな波紋を呼んだ。人民銀行の周小川総裁が昨年11月10日に、「輸出を支援し、国内経済の力強い成長を維持する策として、人民元が下落する可能性も排除しない」と述べており、市場が「あるいは人民元の切り下げも」と考えていた



折の発言ただけに、就任前の強烈な先制パンチとなった。米中双方ともその後事態の沈静化を図ったが、オバマ大統領が、選挙運動中から人民元相場が当局の管理下に置かれている実態を強い口調で非難していたこともあって、改めて新政権の姿勢を強く印象付ける発言だった。

周総裁はさる2月4日には、「金融危機時の為替政策は通常とは異なる」としたものの、「中国は人民元レート的基本的安定を維持する」と、発言を大幅にトーンダウンさせている。元安誘導という「最後の手段」はほぼ封じられた形であり、人民元相場はしばらく横ばい圏内の動きが続くこととなろう。景気の回復が明確になった時点で、再度元高方向への誘導を再開させるとみるが、時期は2010年にずれ込みそうだ。

## 5. 原油相場見通し

### (1) 足元のWTI 価格はレンジ推移

昨年7月11日に史上初となる147.27ドル/バレルを記録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、12月中旬に一時30ドル/バレル台前半まで下落したものの、それ以後は40ドル/バレルを挟んだレンジ内での推移が続いている（図表5-1）。

世界同時不況がハイピッチで進行し、底打ちのタイミングを容易に見出すことができない中で、市場には世界的に原油需要が減少するとの観測が燻っているが（図表5-2）、一方でOPEC等産油国による供給削減効果も意識されており（図表5-3）、2つの見方が綱引きしている状況だ。

### (2) 需給緩和観測は次第に和らぐ見込み

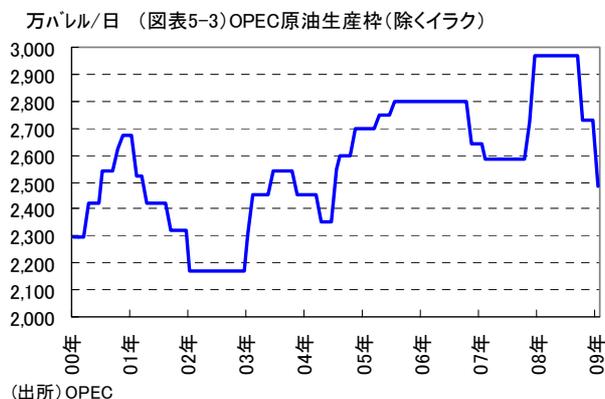
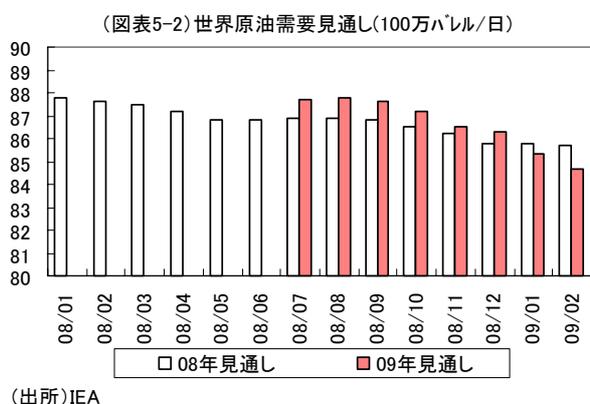
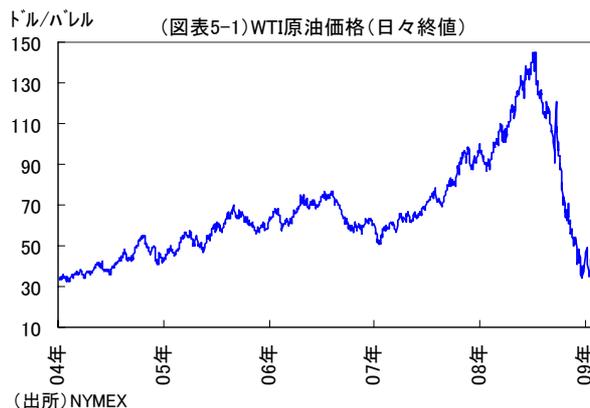
世界景気の悪化が続いているため、原油相場は今後も予断を許さない状況が続くと予想するが、各国の積極的な財政・金融政策の効果によって世界景気が下支えされるとの期待感が芽吹きつつあることも事実であり、以前に比べればWTIのさらなる下落リスクを警戒する必要は薄れてきていると考える。原油市場だけでなく、株式市場や為替市場などを見ても、昨年後半に見られたような急激な調整局面は一服しており、市場参加者のリスク回避姿勢が徐々に緩和してきているように見える。

供給面をみても、OPEC高官からは、「現在の原油価格は低すぎる」との声が聞かれ、3月の会合では追加減産を示唆する発言も出てきている。

非OPEC諸国との連携が強まっている点も注目だ。これまではOPEC諸国が減産に動いても、ロシアなど非OPEC諸国が連動せず、減産効果の一部が相殺されてきたが、昨年12月の総会では、初参加となったアゼルバイジャンが30万バレルの減産を表明したほか、ロシアも相場下落が続けば32万バレルの減産に動く可能性を示唆したということだ。

### (3) WTIは上昇基調たどるも、上昇ペースは緩慢

WTI 価格は、各国の対策効果を背景に年央頃から上昇基調をたどろう。ただ、これまでの景気悪化で原油在庫が積み上がっていること、各種対策効果で世界景気が持ち直したとしても、その後の回復ペースは極めて緩慢と予想されることなどから、上昇余地は限られたものとなる可能性が高い。WTI（年平均）は、2009年が41ドル/バレル、2010年は49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。