

**明治安田生命**  
**2009－2010年度経済見通しについて**  
 ～最悪期を脱しつつある日本経済、ただし順調な回復軌道の持続は期待薄～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2009年1－3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

<b>実質GDP成長率</b> ：2009年度 ▲4.2%	<b>2010年度</b> 1.0%
<b>名目GDP成長率</b> ：2009年度 ▲3.6%	<b>2010年度</b> 0.8%

### 2. 要 点

- ①中国向けの輸出回復などを受け、在庫調整が急速に進展していることから、国内生産は既に底を打った可能性が高まっている。日本経済は最悪期を脱したとみられるが、このまま順調な回復基調が続くとは考えにくい。
- ②2009年度に関しては公共投資が下支えとなるものの、個人消費と設備投資という民需の両輪の低迷が予想されることから、極めていびつな成長構造となりそう。個人消費は、雇用・所得環境の一段の悪化が下押し圧力となろう。設備投資は、設備過剰感の高まりや、期待成長率の低下により2009年度は2割近いマイナスが予想される。
- ③経済対策効果の息切れが予想される2010年度前半には、再度景気の先行き不透明感が強まる局面があるとみている。2010年度後半には、米国景気の回復にタイムラグを置く形で再び上向き展開を予想するが、本格回復にはほど遠く、なかなか景気回復の実感を得られない状況が続こう。

#### 〈主要計数表〉

	2008年度 (実績)	2009年度		2010年度	
			2009/2時点		2009/2時点
実質成長率	▲3.5%	▲4.2%	▲3.8%	1.0%	0.8%
成長率寄与度・内需	▲2.2%	▲2.4%	▲2.3%	0.3%	0.6%
・外需	▲1.2%	▲1.8%	▲1.5%	0.7%	0.2%
名目成長率	▲3.7%	▲3.6%	▲3.3%	0.8%	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	-3.5%	<b>-4.2%</b>	<b>1.0%</b>	-3.8%	-4.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間最終消費支出	-0.5%	<b>-0.7%</b>	<b>0.4%</b>	-0.8%	-1.1%	<b>0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
民間住宅投資	-3.0%	<b>-9.0%</b>	<b>1.6%</b>	5.5%	-5.4%	<b>-6.0%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.5%</b>
民間設備投資	-10.3%	<b>-18.9%</b>	<b>0.0%</b>	-6.7%	-10.4%	<b>-5.5%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>
政府最終消費支出	0.4%	<b>1.2%</b>	<b>0.6%</b>	1.6%	0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
公的固定資本形成	-4.5%	<b>17.4%</b>	<b>-6.2%</b>	-0.1%	0.0%	<b>4.0%</b>	<b>9.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-4.5%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-4.0%</b>
財貨・サービスの輸出	-10.2%	<b>-19.7%</b>	<b>8.6%</b>	-14.7%	-26.0%	<b>3.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.5%</b>
財貨・サービスの輸入	-3.5%	<b>-10.3%</b>	<b>3.5%</b>	3.1%	-15.0%	<b>-2.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.0%</b>
名目GDP	-3.7%	<b>-3.6%</b>	<b>0.8%</b>	-1.6%	-2.9%	<b>-0.6%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>
GDPデフレーター(前年比)	-0.3%	<b>0.7%</b>	<b>-0.2%</b>	0.7%	1.1%	<b>2.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>

(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	-3.5%	<b>-4.2%</b>	<b>1.0%</b>	-3.8%	-4.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間最終消費支出	-0.3%	<b>-0.4%</b>	<b>0.2%</b>	-0.4%	-0.6%	<b>0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
民間住宅投資	-0.1%	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>	0.2%	-0.2%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>
民間設備投資	-1.6%	<b>-2.8%</b>	<b>0.0%</b>	-1.0%	-1.6%	<b>-0.8%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	0.3%	0.1%	<b>0.0%</b>							
公的固定資本形成	-0.2%	<b>0.6%</b>	<b>-0.3%</b>	0.0%	0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>
在庫品増加	-0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	0.5%	-0.3%	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>
純輸出	-1.2%	<b>-1.8%</b>	<b>0.7%</b>	-3.2%	-1.4%	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸出	-1.8%	<b>-2.9%</b>	<b>1.1%</b>	-2.8%	-4.2%	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
財貨・サービスの輸入	0.6%	<b>1.1%</b>	<b>-0.4%</b>	-0.5%	2.7%	<b>0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>

### 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)	-12.7%	<b>-20.7%</b>	<b>3.7%</b>	-14.5%	-34.6%	<b>-32.8%</b>	<b>-28.5%</b>	<b>-18.2%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.4%</b>
消費者物価指数(前年比)	1.1%	<b>-1.4%</b>	<b>-0.1%</b>	1.1%	-0.1%	<b>-1.0%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>
除く生鮮食品(前年比)	1.2%	<b>-1.3%</b>	<b>-0.1%</b>	1.0%	-0.1%	<b>-0.9%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>
国内企業物価指数(前年比)	3.2%	<b>-4.4%</b>	<b>0.9%</b>	2.6%	-1.8%	<b>-5.1%</b>	<b>-7.8%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>
完全失業率(季調済:平均)	4.1%	<b>5.2%</b>	<b>5.5%</b>	4.0%	4.4%	<b>4.9%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.4%</b>
無担保コール翌日物(期末値)	0.10%	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	0.10%	0.10%	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>
為替レート(円/ドル:平均値)	100円	<b>100円</b>	<b>109円</b>	96円	94円	<b>97円</b>	<b>98円</b>	<b>101円</b>	<b>104円</b>	<b>107円</b>	<b>108円</b>	<b>109円</b>	<b>110円</b>

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

日本経済は最悪期を脱した可能性が高まっているものの、順調な回復軌道の持続は見込みがたい。

2009年度に関しては、公共投資が下支えとなるものの、個人消費と設備投資という民需の両輪は低迷が予想されることから、極めていびつな成長構造となりそうだ。景気対策効果の息切れが予想される2010年度前半には再度先行き不透明感が強まる局面があるとみている。2010年度後半以降は、米国景気の回復にタイムラグを置く形で再び上向き展開を予想するが、本格回復にはほど遠く、なかなか回復の実感を得られない状況が続こう。

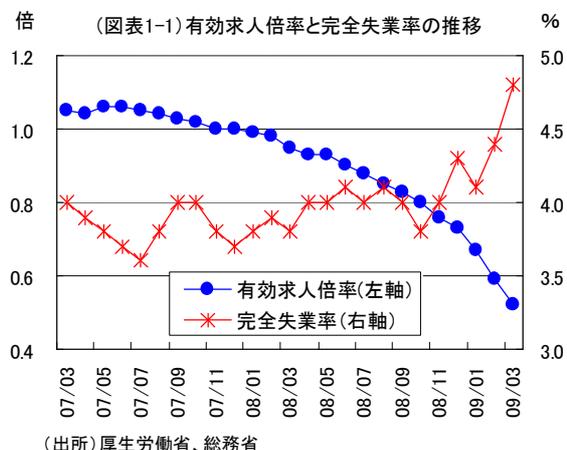
中国向けの輸出回復などをを受けて在庫調整が急速に進展していることから、国内生産は既に底を打った可能性が高まっている。今後の増産ペースは最終需要の動向に左右されるが、当面、公需以外は冴えない状況が続くそう。個人消費は、雇用・所得環境の急速な悪化を背景に、今後一段の下押し圧力がかかろう。対策効果で底割れは免れるものの、2010年度にかけても緩やかな回復にとどまるとみている。住宅投資は、所得の減少や住宅価格の先安観などから引き続き低迷が続くだろう。設備投資は、稼働率の急低下を受けた設備過剰感の高まりや、期待成長率の低下を背景に、2009年度は大幅な減少が見込まれる。2010年度の回復ペースも鈍いものにとどまろう。公共投資は、経済対策の効果で2009年度は2割近く伸び、成長率を押し上げると予想するが、2010年度は反動減が懸念される。輸出は、足元までの急減の反動もあって2009年度はある程度堅調な伸びを予想するが、米国景気の回復が緩慢なものともみられるため、2010年度は緩やかな伸びにとどまろう。

政府が4月10日に発表した「経済危機対策」(財政支出15.4兆円)が実質GDP成長率を押し上げる効果は2009年度が1.5%程度、2010年度が0.4%程度と試算される。

金融政策は当面様子見を予想するが、景気の息切れ懸念の台頭を受け、日銀は2009年度後半以降、国債買い切りオペの増額など、さらなる追加策の打ち出しを余儀なくされると予想する。

### (1) 個人消費は当面低調に推移

足元では、雇用・所得環境が急速に悪化している。3月の有効求人倍率(季調値)は0.52倍まで低下しており、ハローワークで職を探している人の約半数が職に付けない状況だ。完全失業率(季調値)も2、3月の2ヶ月で0.7ポイントも上昇、2004年8月以来の4.8%に達している(図表1-1)。毎月勤労統計の名目賃金指数(事業所規模5人以上:調査産業計)を見ると、現金給与総額は昨年秋以降減少率が拡大、残業時間カット等を受け所定外給与が大幅に減少しているだけではなく、所定内給与も減少率が次第に拡大している(図表1-2)。



今後の雇用・所得環境も引き続き厳しい状況が続くと予想される。3月調査の日銀短観では、雇

用人員判断DI（過剰－不足）が全規模・全産業ベースで+20と、12月調査の+4から大きく悪化しており、雇用調整が今後さらに進む可能性が高いことを示している。日本経済新聞社の調査では、主要企業の2010年春の新卒採用計画者数は前年比21.8%減の大幅マイナスとなった。減少に転ずるのは2003年以来7年ぶりであり、20%以上のマイナスとなるのは2000年（同24.4%減）以来10年ぶりのことである。

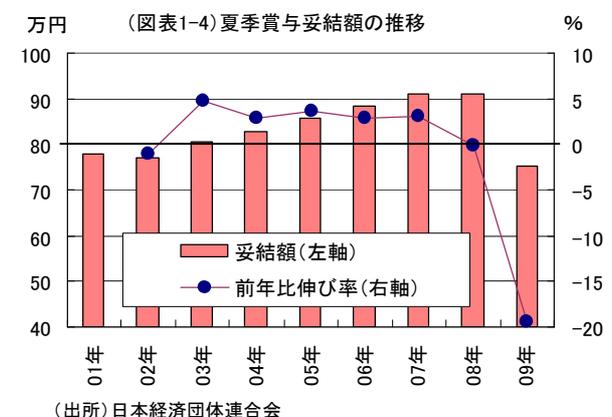
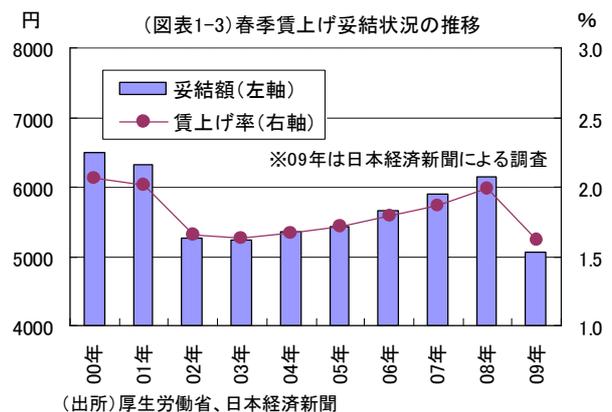
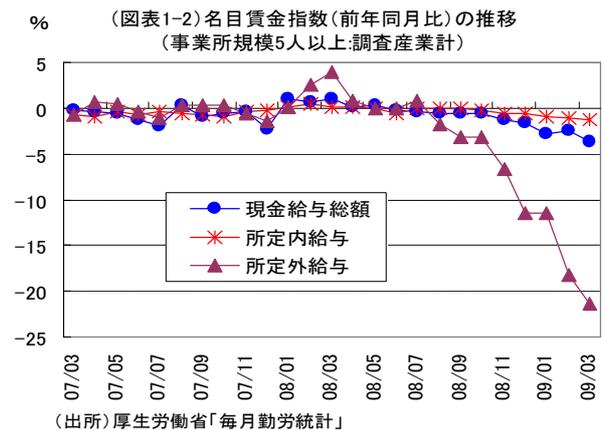
日本経済新聞によると、主要企業の2009年春季賃上げ率は1.62%と6年ぶりに低下した（図表1-3）。日本経団連の集計（5月20日時点）では、主要企業の2009年夏季賞与は前年比19.3%減（金額では17.6万円減）となっている（図表1-4）。下落幅は過去最悪（1999年：6.8%減）を大幅に上回る。

政府が4月10日に発表した過去最大規模（財政支出15.4兆円）の「緊急経済対策」の中には、雇用調整助成金の拡充や再就職支援などが盛り込まれている。ただ、現在の厳しい雇用環境を好転させるほどの力はないと考えられ、今暫く雇用情勢の悪化傾向が続くだろう。

緊急経済対策では個人消費の刺激策として、環境対応車（ハイブリッド車や電気自動車など）への買換え促進（エコカー購入者に補助金を給付）とグリーン家電の普及促進（省エネ家電購入者にエコポイントを付与）が打ち出された（図表1-5）。

前者のエコカー補助は、新車の需要創出効果が比較的大きいと予想される。車齢13年超の車を廃車にして230万円程度のハイブリッド車を購入する場合、4月1日に始まった「エコカー減税」（一定の燃費基準に従って自動車取得税と自動車重量税を減免するというもの）と組み合わせれば、購入時の出費が約40万円軽減される計算だ。このインセンティブはかなり大きい。実際、9年以上使用した車を一定の環境基準を満たす新車に買い換えた人に2,500ユーロ（約30万円）の奨励金を支給する制度を1月末に導入したドイツでは、2月の新車販売台数が前年同月比21.5%増、3月は同39.9%増、4月は同19.4%増と急回復している。

一方、後者の省エネ家電（エアコン、冷蔵庫、地上デジタル放送対応テレビ）購入者にエコポイントを付与する施策の効果は限定的なものにとどまろう。家電量販店では10%以上のポイント還元セ



(図表1-5) 経済危機対策による個人消費刺激策

環境対応車への買換え補助金(2009年4月10日から遡及適用)			
	登録車	軽自動車	
車齢13年超車の廃車を伴う新車購入の場合(要件:2010年度燃費基準達成)	25万円	12.5万円	
通常の新車購入の場合(要件:排気ガス性能4☆かつ2010年度燃費基準+15%以上)	10万円	5万円	
グリーン家電購入にエコポイント付与(2009年5月15日から適用)			
	エアコン	冷蔵庫	地デジ対応テレビ
要件:統一省エネラベル4☆以上	5%程度	5%程度	10%程度

※リサイクルの場合はリサイクル料金相当額(3%程度)を加算

(出所)「経済危機対策」等より明治安田生命作成

ールが日常茶飯事のように実施されており、既にこれに馴染んでいる消費者が5%程度（地デジ対応テレビの場合は10%程度）のエコポイント付与に大きな反応を示すとは考えにくい。

エコカー補助は4月10日から遡及適用、省エネ家電のエコポイント付与は5月15日からであるが、双方とも補正予算の成立が要件となっている。それまではむしろ買い控えを招く可能性が高いだろう（エコポイントはどのようなものに交換できるのかまだ決まっていない点も買い控え要因となる）。また、自動車や家電の購入は他の消費を抑制する要因として働く点にも注意が必要だ。

2008年度第2次補正予算が成立し、4月から全国各地で定額給付金の支給が本格的に開始されている。先行きの雇用・所得への不安、さらには将来的な消費税増税が懸念される状況下では、貯蓄に回る部分が大きくなることは避け難いだろう。しかしながら、百貨店や旅行会社などが「定額給付金セール」を積極的に打ち出しており、この値引きによる販促効果が一定の消費押し上げ効果を発揮する可能性はありうる。

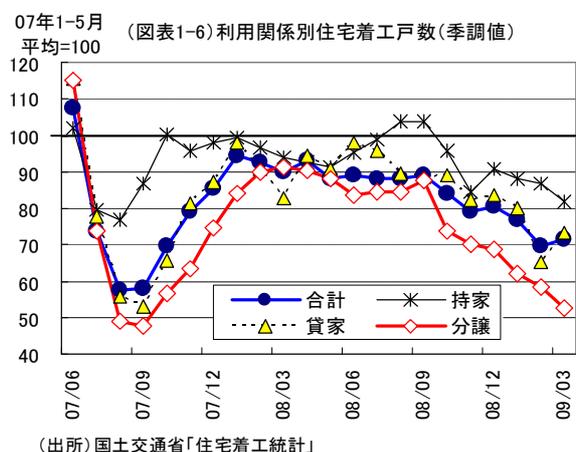
こうした経済対策の効果が今後少しずつ出てくるだろうが、雇用・所得環境の早期回復が見込み難い中では、個人消費を大きく押し上げるほどの力はないだろう。個人消費が安定的な回復局面に向かうためには企業業績の回復、すなわち雇用不安の解消と所得の増加が必要であるが、そのためには輸出の回復が前提となる。

今後のリスク要因として、新型インフルエンザの感染拡大がある。既に感染が拡大している地域では、全面的な休校措置や各種イベントの中止が相次いでおり、商店街の人通りが激減するなど地域経済に悪影響が出始めている。感染地域への修学旅行の中止・延期を検討している学校も相次いでいるほか、国内外への出張の自粛・禁止を決めた企業も増加しつつある。こうした動きがさらに拡大すれば、観光産業に大きな打撃を与えるばかりでなく、消費者が外出を控えることに伴う個人消費全般の低迷、さらには商談の減少・延期や工場・店舗・事業所の閉鎖等による企業活動へのダメージも懸念される。実際、香港ではSARS（致死率は約10%）が大流行した2003年の実質GDP成長率は1%程度押し下げられたと試算されている（その影響の大半は4-6月期に発現）。しかしながら、今回の新型インフルエンザは弱毒性と言われており、政府も社会的影響を考慮して柔軟に対応する方針（一律の外出自粛を求めたり、企業に業務の縮小を求めたりはしない方針）を示している。予断は許さないものの、現段階では個人消費への影響は限定的と予想する。参考までに、メキシコ中央銀行は、新型インフルエンザの影響で同国の2009年のGDP下落幅が、従来予測よりも0.5%拡大するとの見通しを発表している。

## （2）低迷が予想される住宅投資

新設住宅着工戸数（季調値）の推移を見ると（図表1-6）、2007年6月20日の改正建築基準法施行に伴う下押し圧力が一巡したことに伴い、2007年8月から2008年1月までは急速に回復したものの、その後は再びじりじりと水準を切り下げており、2008年10月以降は悪化傾向が鮮明となっている。年明け以降、季調済年率換算住宅着工戸数は3ヶ月連続で100万戸を下回った。利用関係別では、分譲の落ち込みが顕著であり、特にマンション市場が急激に悪化している。

首都圏のマンション市場の動向を見ると、2008

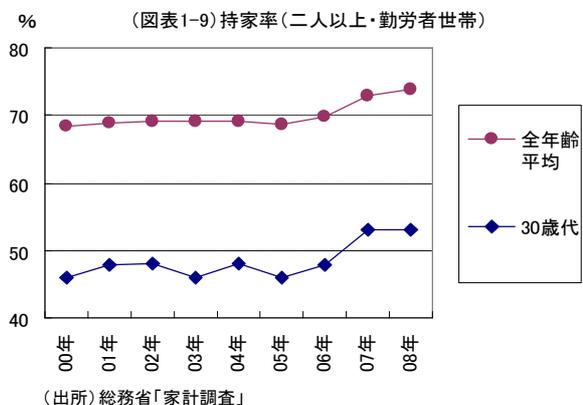
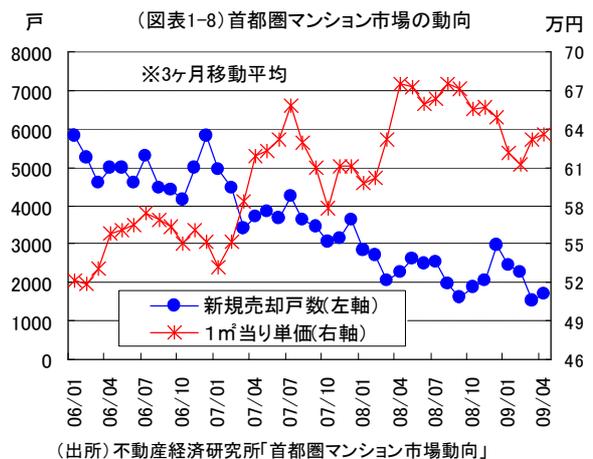
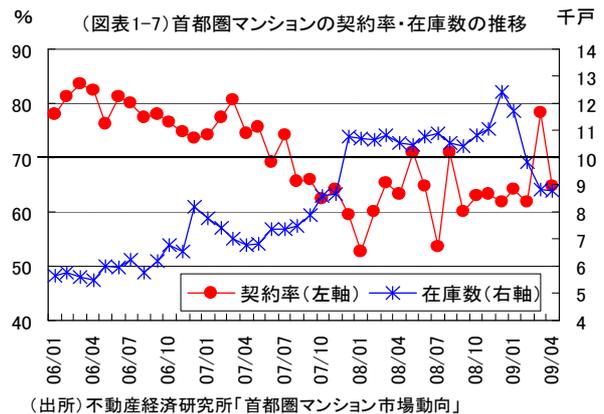


年末に大きく膨れ上がっていた販売在庫が年明け以降減少に転じているが、契約率（新規売却戸数/新規発売戸数）は好不調の分かれ目とされる70%をトレンドとして下回っている（図表1-7）。また、新規売却（契約）戸数は減少傾向が続いており、昨夏まで高止まりしていた販売単価（1㎡当り単価）も低下傾向を示している（図表1-8）。雇用・所得環境の急激な悪化によって、消費者の将来不安が拡大しており、買い手のマインドは大きく委縮しているようだ。

総務省の家計調査によると、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（図表1-9）。特に世帯主が30歳代の持家率の上昇が大きい（2005年：46.1%→2008年：53.1%）。30歳代は一般に住宅の一次取得期に当たるが、住宅価格がじりじりと値上がりしていた時期であったこと、雇用・所得環境の改善が続いていたことなどから、「今が買い時」と考えて購入した世帯が多かったのではなかろうか。持家率の上昇は、将来の住宅需要を先食いした面もあると見られ、今後の住宅販売の抑制要因として働くことが懸念される。

経済危機対策の中に、住宅の取得や増改築の資金に充当することを条件に、贈与税の非課税枠として新たに500万円を設けることが盛り込まれた。今年1月に遡って適用され、2010年末までの2年間の贈与が対象である。現在、贈与税の非課税枠（基礎控除）は住宅に限らず年110万円なので、併用すれば年610万円までが非課税となる（ただし、この制度は1回しか利用できない）。

今回の贈与税減税は高齢世帯が保有している金融資産を若年世帯に移転し、住宅投資を刺激することが目的とされている。ただし、生前贈与に関しては、既に2003年から「相続時精算課税制度」が実施されており、住宅の取得等については3,500万円までが非課税となっている（図表1-10）。この制度の場合、相続発生時に生前贈与分を相続財産に加算して相続税を算出しなければならないが、実際に相続税の対象となる被相続人（死亡者）は全死亡者の4%程度に過ぎない（相続税の基礎控除額が「5,000万円+法定相続人×1,000万円」と高額なうえ、不動産等の評価額が低めに抑えられて



(図表1-10) 住宅取得資金等の贈与税減税

	経済危機対策	相続時精算課税制度
適用期限	2010年末	2009年末
非課税額	610万円(注1)	3,500万円(注2)
贈与者	受贈者の直系尊属	受贈者の親(原則)
相続税との関係	なし(ただし、相続開始3年前の生前贈与分は相続財産に加算)	相続発生時に生前贈与分を合算して相続税を算出

(注1) 住宅取得資金等以外の場合は110万円(現行の基礎控除)  
 (注2) 住宅取得資金等以外の場合は2,500万円(期限なし)

(出所) 「経済危機対策」等より明治安田生命作成

ることによる)。したがって、残りの96%の相続人は相続時精算課税制度を利用しても相続税を課されることはない。また、相続税対策として子に毎年110万円ずつ贈与を行っている富裕層も多いようだ。新たに500万円の贈与税非課税枠が設けられても、住宅需要を押し上げる効果は小さいと考えられる。

2009年度税制改正で決定された住宅ローン減税が大幅に拡充される点はポジティブに働くだろう。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」を購入した場合、10年間で最大600万円の税額控除を受けられる（ただし、標準的なケースでは累計の税額控除額は200万円程度）。減税を受けるためには2013年までに入居することが条件となるが、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だろう。

しかしながら、雇用・所得環境の急激な悪化に伴う買い手のマインド低下、住宅価格の先安感台頭（2009年1月1日現在の公示地価は3年ぶりに下落）、過去3～4年に将来の住宅需要を先食いした可能性などを考えると、減税効果はこれらのマイナス要因で相殺されてしまうと予想される。住宅投資の低迷は当面続くだろう。

### （3）設備投資は減少基調が続く

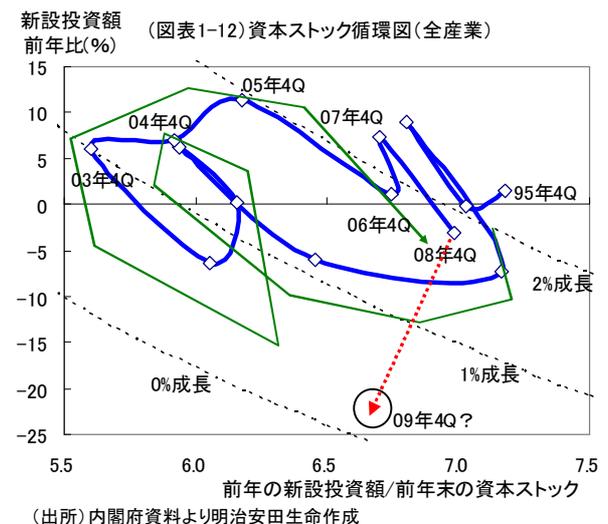
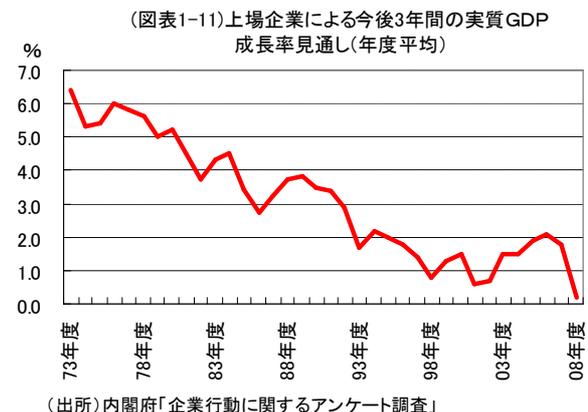
内閣府が発表した2008年度企業行動に関するアンケート調査によると、今後3年間（2009～2011年度）の日本の実質GDP成長率見通し（年度平均）は0.2%となり、1973年度の調査開始以来、最低の伸び率となった（図表1-11）。日本経済の先行きに対する企業の見方が弱体化したことを示している。

期待成長率は設備投資の先行きを占う上で重要な要素である。期待成長率が低下（上昇）する局面では、企業は売上の減少（増加）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、設備投資に消極的（積極的）になる傾向があるためだ。今回の調査で期待成長率が大きく低下したことは、「適正な設備ストックの水準」が下がっていることを意味する。

企業行動に関するアンケート調査の見通しが日本経済の期待成長率を示すと仮定し、資本ストック循環図で最近の設備投資と資本ストックの状況を見ると、2003年から2005年にかけては期待成長率2%を示すラインに向かって動いていたが、2%ラインに近づいた2005年4Q（10－12月期）以降は、次第に右下にシフトしている（図表1-12）。これ

は、企業が保有する資本ストック水準が、必要と考える水準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ことを示している。直近2008年4Q（10－12月期）時点では、設備投資は前年割れに転じており、企業が設備過剰感の高まりを感じている様子がうかがえる。

それでは、今後、設備投資の削減はどの程度まで進むのだろうか。資本ストック循環図によれば、



仮に期待成長率が0.2%まで低下し、企業がその水準に見合うように資本ストックを削減しようとした場合、設備投資は2009年4Q（10-12月期）時点で前年比23%程度減少すると試算される。

ただ、今回の企業行動に関するアンケート調査は調査時期が2月であるため、政府が4月10日に打ち出した「経済危機対策」の効果が織り込まれていない。仮に企業がこの対策の効果を織り込んでいれば、期待成長率は0.2%よりもいくらか上振れていた可能性が高いと推測される。したがって、2009年4Qの設備投資の減少幅は前年比23%減よりも若干縮小すると見られるが、それでも15~20%程度のマイナスは避けられないだろう。

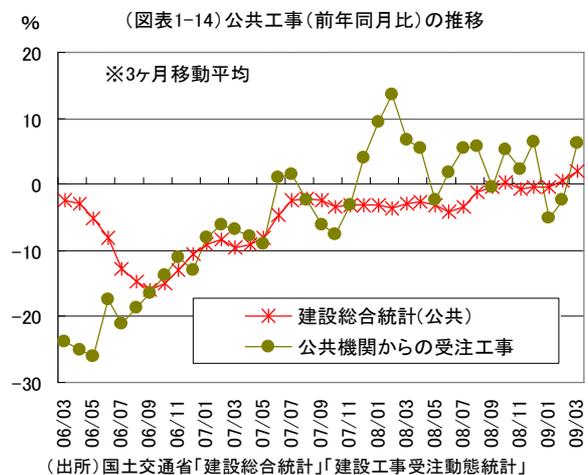
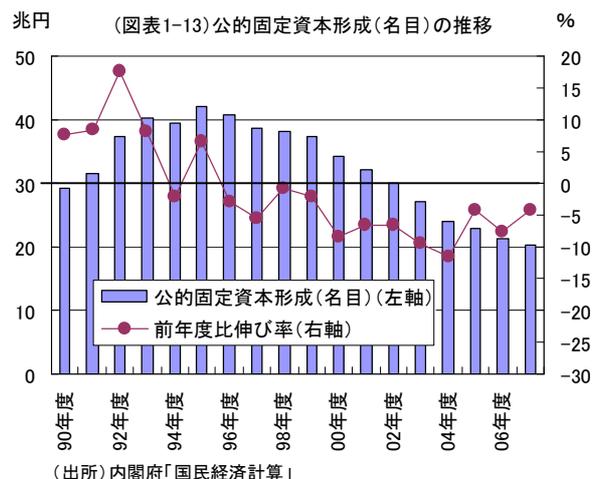
在庫調整の進展によって生産に底打ちの兆しが出てきた点は設備投資にとって明るい材料と言える。しかしながら、設備稼働率は61.0%（2009年3月、季調値）に過ぎず、依然として設備過剰感が残る水準である。雇用・所得環境の悪化で個人消費は低調な推移が続くと予想されること、海外景気を持ち直しペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いことなどを考えれば、生産の回復も緩慢と見るのが妥当だろう。期待成長率の低下を背景とした企業の設備投資意欲は弱く、当面、設備投資は減少基調が続くと予想される。日本の外需依存構造が容易に転換せず、海外景気の回復が緩やかとすれば、外需の鈍化は単なる需要の鈍化ではなく、潜在成長率の低下という供給サイドの問題にも繋がる。

#### （４）今年度の公共投資は大幅に増加する見通し

1990年代の景気後退局面においては公共投資を中心とする景気対策が積極的に発動され、1990年代前半は公的固定資本形成（公的部門が行う建築物・構造物・機械装置等社会資本への投資額）が大きく伸びた。しかしながら、1995年度をピークにその後は一貫して減少が続いている（図表1-13）。大型景気対策はたびたび実施されたものの、地方財政の悪化によって地方単独事業が大きく減少したことが主たる要因である。

2001年6月に発足した小泉内閣は公共投資の削減方針を明確に打ち出した。2002年度当初予算では公共事業関係費を前年度当初予算比10.6%削減し、その後も当初予算ベースでは毎年3%以上削減する方針を堅持した（この方針は、小泉内閣以降も引き継がれている）。

小泉内閣以降、公共投資は大幅な減少が続いたが、福田内閣（2007年9月発足）からは公共投資削減の方針にやや変化が見られるようになった。2007年度補正予算（2008年2月成立）で公共事業関係費が7,308億円（修正減少額を差し引いた純増額では4,487億円）計上され、「公共機関からの受注工事」（国土交通省・建設工事受注動態統計）が好転している（図表1-14）。2008年9月に発足した麻生内閣は、急激な景気悪化に伴って相次いで景



気対策を打ち出している。2008年度第1次補正予算（2008年10月成立）では公共事業関係費が6,839億円（修正減少額を差し引いた純増額では4,487億円）、第2次補正予算（2009年3月成立）では3,116億円（同1,363億円）がそれぞれ計上され、「公共機関からの受注工事」（3ヶ月移動平均）はプラス基調が定着しつつある。公共投資の月次動向を出来高ベースで把握するためには国土交通省が公表している「建設総合統計（公共）」が適しているが、2006年9月を直近のボトムに回復傾向を示しており、2009年2月以降は前年同月比プラスに転じている。

2009年度補正予算の公共事業関係費は2兆3,468億円である。公共事業関係費以外にも地方公共団体の財政負担を軽減するために「地域活性化・公共投資臨時交付金」を1兆3,790億円計上しており、これを加えると公共投資への財政支出は3兆7,258億円に膨らむ。現在、我が国の公的固定資本形成（名目）は約20兆円であるため、今回の補正予算は、用地取得費等を考慮しない単純計算ベースで公的固定資本形成（名目）を2割近く押し上げる効果がある。

政府は当初予算で計上した公共事業関係費（7兆701億円）を早期に前倒し執行（上期中に8割の執行が目標）する方針を示している。したがって、2009年度は4-6月期から当初予算の前倒し執行という形で公共投資の発注が大幅に増加すると予想される。公共投資の執行（発注ベース）から公的固定資本形成（出来高ベース）への波及までは数ヶ月要するため、7-9月期からGDPに本格的に貢献してくるだろう。

今回の補正予算には公共事業関係費には含まれていない施設費が約1.5兆円計上されているが、この相当部分は実質的な公共投資と考えられる。さらには、地域グリーンニューディール基金（550億円）、地域医療再生支援（3,100億円）、安心こども基金（1,432億円）、森林整備加速化・林業再生事業（1,238億円）、先端研究助成基金・研究者海外派遣基金（3,000億円）、障害者自立支援対策（1,523億円）など各種基金への支出は資金使途が必ずしも明確ではなく、一部は公共投資に振り向けられることが想定される。したがって、今年度の公的固定資本形成（実質）は内閣府の見通し（+18.6%）を上回る可能性もありえよう。出来高ベースでは来年度に持ち越される公共投資もあるだろうが、2010年度は今年度の反動減が懸念される。

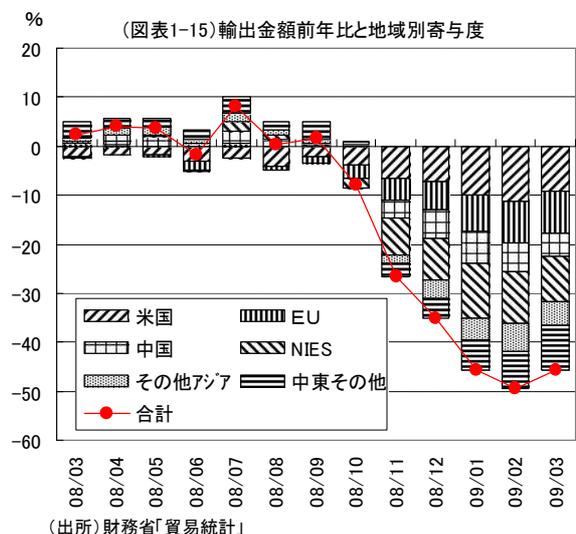
公共投資以外も含めた経済危機対策全体が実質GDP成長率を押し上げる効果は、2009年度が1.5%程度、2010年度は0.4%程度と試算される（内閣府では2009年度の実質GDP成長率を1.9%程度押し上げると試算している）。

### （5）輸出は緩やかに回復

昨年秋以降、国内景気が急激に悪化した最大の要因は、世界同時不況に伴う輸出の急減である。

米国景気の悪化で日本から米国向けの輸出が大きな打撃を受けたばかりではなく、米国向けの輸出に大きく依存しているアジア諸国（中国、NIES、ASEANなど）の景気も急速に悪化し、日本からこれらの国々への輸出も大きく減少した（図表1-15）。世界的な金融危機の影響で貿易信用が機能不全に陥った影響も大きい。

2月には輸出金額が前年同月比49.4%減と半減にまで落ち込んだが、3月は同45.6%減とやや持ち直した。この要因としては、中国景気の底打ちに



伴い、同国向け輸出が回復に転じたことが大きい。日本の対中輸出は1月の前年同月比45.2%減をボトムに、2月は同39.7%減、3月は同31.6%減へと改善傾向を示している。

中国政府は内需拡大や地域格差縮小を目指して、「家電下乡」（家電製品を農村へ）と呼ばれる政策を強力に推し進めている。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%の補助金を出すというものであり、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、現在はパソコンや電子レンジなどに範囲が拡大されている。また、中国政府が打ち出した小型車減税（1月下旬から排気量1600cc以下の自動車取得税を10%から5%に引き下げ）が奏功し、自動車販売も好調に推移しており、年明け以降は4ヶ月連続で米国を上回り世界首位となっている。中国は国内生産を重視する方針であるため、家電や自動車の対中輸出は元々それほど多くはないが、これらの製品に使用される電子部品（半導体・液晶パネル等を含む）や自動車部品、化学製品などの輸出が回復に転じている。

米国景気にも好転の兆候が見え始め、対米輸出は2月の前年同月比58.4%減から3月は51.4%減へと改善した。米国景気は経済対策の効果や住宅市場の底打ちなどを背景に年後半から回復に向かうと見られ、対米輸出も次第に好転してこよう。ただ、米国経済がかつてのように借入に依存した過剰消費体質に戻るとは考えにくく、対米輸出は緩やかな回復ペースにとどまると予想される。

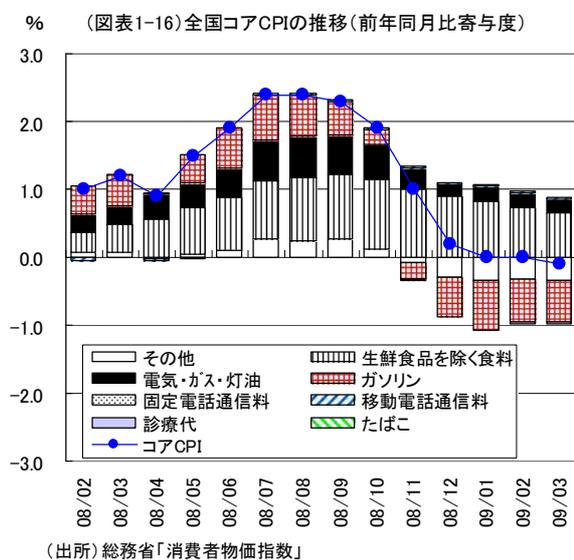
未曾有の経済危機に瀕し、世界各国が積極的な経済対策を打ち出しており、今後はその効果によって世界景気はある程度下支えされると予想する。一時は機能不全に陥っていた貿易信用も改善しつつある。中国の内需（自動車や家電、社会インフラなど）が急成長しつつあるが、世界景気を大きく牽引するほどの力はまだない。したがって、当面は世界景気の牽引役は不在の状況が続く見通しであり、輸出の回復ペースも比較的緩慢なものにとどまる可能性が高いだろう。

## （6）デフレが懸念される状況が当面続く

2008年夏までは、エネルギー価格（ガソリン、電気・ガス・灯油）と生鮮食品を除く食料価格がコアCPI（生鮮食品を除く総合指数）を押し上げてきたが、11月以降、ガソリン価格は前年比マイナスに転じ、電気・ガス・灯油の価格や生鮮食品を除く食料価格も弱含んできたため、コアCPIの上昇率は大きく鈍化し、3月には前年割れとなった（図表1-16）。

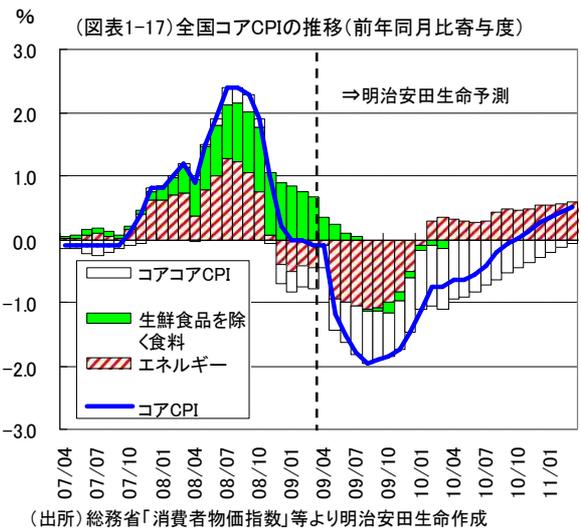
原油価格（WTI先物、中心限月）は2008年12月に33ドルにまで下落したが、その後は上昇トレンドに転じ、5月20日には62ドルまで上昇している。昨年7月に原油価格（同）は147ドルまで上昇しているため、今後の原油価格が緩やかに上昇すると仮定すれば、今夏頃まではガソリン価格は前年比マイナス幅が拡大、それ以降はマイナス幅が縮小に転じ、2010年1月以降は前年比プラスになると試算される。原油価格の動向が電気・ガス料金に反映されるのは3～5ヶ月後のため、電気・ガス価格はガソリン価格に数ヶ月遅れて同様な動きを示す。

物価のトレンドをみるためには、エネルギー価格のように市況に左右される部分ではなく、いわゆるコアコアCPI（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合指数）の動きが重要だ。コアコ



コアCPIは需給ギャップの拡大を背景に年明け以降は前年比マイナス（1月：▲0.2%、2月：▲0.1%、3月：▲0.3%）となっている。特に家電や衣料の下落率が大きい。追加景気対策の効果を見込んでも需給ギャップの解消にはまだ時間を要すると予想され、コアCPIは当面マイナス基調が続くだろう（図表1-17）。

今夏まではエネルギー価格の前年比マイナス幅拡大によって、コアCPIの下落基調が続く見込みであり、今夏には前年比▲2%程度まで落ち込む可能性もありうる。その後はエネルギー価格のマイナス幅が縮小する見込みであり、コアCPIの下落率にも歯止めがかかってこよう。しかしながら、国内景気の基調が弱い状況では物価上昇圧力は高まりにくく、コアCPIがプラスに転換するのは2010年度以降となる可能性が高いと予想される。



### (7) 金融政策は当面様子見

足元の金融市場は比較的安定しており、金融政策は当面様子見が予想される。しかしながら、今後民間需要はさらに弱まっていく可能性が濃厚であること、とりわけ雇用・所得環境の一段の悪化で個人消費にさらなる下押し圧力が働く可能性が高いと見られることなどから、デフレスパイラルに陥る懸念は捨て切れず、2009年度後半には日本銀行が何らかの追加対策を発動する可能性はありうる。

白川総裁の市場機能維持へのこだわりの強さを考えると、ゼロ金利政策や、日銀当座預金残高に目標を設定する従来型の量的緩和策への回帰などの政策が採られる可能性は低い。ただ、必要とされるのは、特定金融市場の信用不安、流動性不安の緩和を重視する「信用緩和的な」政策よりも、どちらかと言えば、経済全体にマネーを行き渡らせる「量的緩和的な」政策と考えられる。有力なのはやはり国債買い切りオペの増額である。3月からそれまでの月1兆4,000億円ペースから月1兆8,000億円ペースに大幅に増額されているが、2,000億円程度の追加増額（月2兆円ペースへの増額）であれば、銀行券ルール（日銀の保有する長期国債の残高を日本銀行券の発行残高内に抑えるという自主ルール）への抵触は当面避けられよう。

政策金利に関しては、今回の経済見通し期間中は0.1%で据え置かれると予想する。日本銀行が引き締めに転じるのは早くても2011年度以降だろう。

## 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。

住宅市場は、2005年の後半から減速基調が続いてきたが、低額物件の販売増や、新築・中古在庫件数の減少、住宅ローン申請件数の増加等、底打ちに向けた動きが随所に見られる。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。

個人消費は、金融市場の混乱や住宅市場の低迷に加え、雇用環境の悪化などから減少基調が続いてきたが、ここにきて下げ止まりの兆しが見えつつある。住宅市場の底打ちや、景気対策の効果、金融市場の落ち着きなどが下支えとなり、年後半以降は持ち直しに向かう。

設備投資は、企業の先行きに対する慎重姿勢が徐々に和らいでいるものの、生産の低迷が続くと予想されることなどから、もうしばらく縮小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、年末までには底打ちに向かうとみている。

FRBは事実上ゼロ金利を容認するとともに、民間金融資産に加えて国債の買い取りを実施している。長期金利の上昇が続くような場面では、国債の買い取り額の増額に動こう。

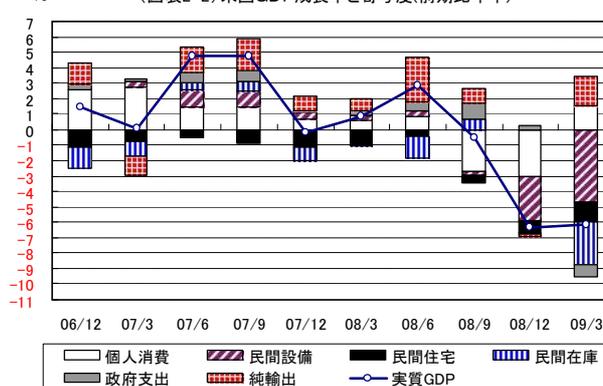
(図表2-1) 米国実質GDP

〈前期比年率〉	暦年ベース			2008年		2009年			2010年			
	2008年	2009年	2010年	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12
実質GDP	1.1%	-2.7%	1.5%	-6.3%	-6.1%	-1.5%	0.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%
個人消費支出	0.2%	-0.7%	0.9%	-4.3%	2.2%	-0.1%	0.2%	0.6%	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%
民間住宅投資	-20.8%	-21.8%	-1.5%	-22.7%	-38.0%	-16.5%	-9.3%	0.2%	0.8%	1.4%	2.0%	2.6%
民間設備投資	1.6%	-17.9%	-0.7%	-21.7%	-37.9%	-11.2%	-7.2%	0.2%	1.1%	1.5%	2.0%	2.6%
民間在庫(寄与度)	-0.2%	-0.7%	0.1%	1.3%	-2.8%	-0.6%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	1.4%	0.7%	0.1%	0.1%	2.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
輸出	6.2%	-11.2%	5.5%	-23.6%	-30.0%	-0.5%	5.1%	7.1%	6.3%	5.0%	5.7%	6.2%
輸入	-3.5%	-13.4%	4.0%	-17.5%	-34.1%	-1.1%	3.6%	5.4%	4.7%	3.7%	3.8%	3.9%
政府支出	2.9%	2.3%	4.3%	1.3%	-3.9%	4.1%	7.7%	6.2%	4.3%	3.3%	1.7%	0.8%
内需	-0.2%	-3.6%	1.5%	-6.3%	-8.1%	-1.6%	0.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%
国内最終需要	0.0%	-2.9%	1.4%	-6.4%	-5.4%	-1.0%	0.6%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%

### (1) 年後半には持ち直しへ

1-3月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率▲6.1%となった。10-12月期の同▲6.3%からマイナス幅は小幅縮小したものの、34年ぶりに3四半期連続のマイナス成長を記録した(図表2-2)。設備投資が同▲21.7%→▲37.9%と大きく悪化し、1980年以来で最大の落ち込みとなったのが主因。寄与度ベースでは▲4.7%ポイントに及ぶ。在庫投資の寄与度も▲2.8%ポイントと大きく、設備投資と在庫投資だけで全体の成長率を7.5%ポイントも押し下げている。住宅投資も

(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

前期比年率▲22.7%→▲38.0%とマイナス幅が拡大した。一方、個人消費が同▲4.3%→+2.2%と、3四半期ぶりにプラスに転じたのは明るい材料といえる。

2007年12月から後退局面に入った米国経済は、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、後退局面が続いている。個人消費が3四半期ぶりに持ち直すなど、下げ止まりの兆しも見えつつあるが、設備投資の減少や在庫調整が今しばらく続くと予想されるため、4-6月期まではマイナス成長が続く公算が大きい。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、借り入れに依存した過剰消費はもはや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) 住宅市場に改善の兆し

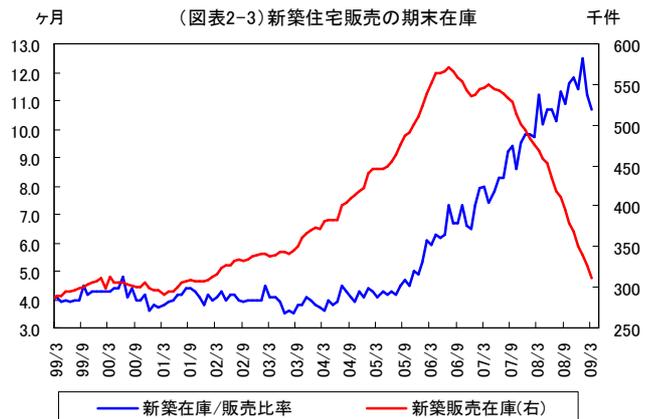
住宅市場は、2005年の後半から減速基調が続いてきたが、ここへきて、低額物件の販売増や、新築・中古在庫件数の減少、住宅ローン申請件数の増加等、底打ちに向けた動きが随所に見られる。

住宅着工件数は、販売件数の減少などから減少傾向が続いていたが、基調を示す一戸建ては1月以降横ばいが続いており、減少トレンドは一服した形となっている。着工件数の下げ止まりは、新築在庫の調整が進んだことが影響している。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にまで低下している(図表2-3)。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徐々に水準を切り下げている。販売件数が大きく落ち込んでいるため、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が、ともに低下傾向にある。

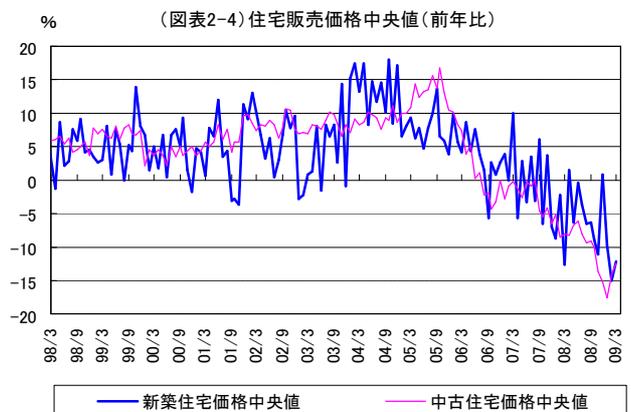
販売件数にも中古市場を中心に下げ止まりの兆しが見られつつある。中古販売件数は、リーマン・ショック後に大きく水準を切り下げたが、ここ4ヶ月は均せば下げ止まった形となっている。

住宅価格についても、新築の販売価格(中央値)の前年比は2月の14.9%減から3月は同12.2%減へとマイナス幅が縮小している。3月の中古の販売価格の前年比は12.4%減と2桁マイナスが5ヶ月続いているが、マイナス幅はやはり縮小傾向にある。政府によって差し押さえが抑制されていたことから、中古販売価格の低下に歯止めがかかっている(図表2-4)。

住宅市場に改善の兆しが見えつつある要因としては、政府やFRB(米連邦準備制度理事会)による



(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)



(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)

(図表2-5) 米国の住宅市場安定化策

- 住宅ローン借換促進策
  - ・ GSEが所有・保証しているコンフォーミングローンの借り手に対し、長期かつ固定金利の借換を可能にする
- 住宅差し押さえ抑制策
  - ・ 「月々の住宅ローン返済額/所得」の比率が31%以下となるまで金融機関が、住宅ローン金利の軽減、貸出期間の延長、元本減免の順で住宅ローンの見直しを行う
  - ・ 上記比率が38%に低下するまでの費用は金融機関が負担
  - ・ 31~38%までの費用は、金融機関と財務省が折半
  - ・ 住宅ローンの返済が継続すれば、サービスに成功報酬を支給
  - ・ 同様に、ローン返済を継続した借り手に褒賞金
  - ・ 延滞していない借り手にローン見直しを提供すれば一時金
- 住宅金融市場の円滑化策
  - ・ GSEに対する資本注入枠を2000億ドルから4000億ドルに拡大
  - ・ GSEが組成したMBSの買取りを継続し、モーゲージ市場に流動性供給
- 住宅関連減税
  - ・ 住宅の一次取得者に対して、最大8000ドルの税額控除

(出所)米財務省資料より明治安田生命作成

住宅支援策の効果が大きい。政府は2月に住宅支援策を拡充している。詳細は図表2-5の通りだが、政府の発表では住宅ローンの借り換え促進策や住宅差し押さえ抑制策で900万世帯を住宅差し押さえから救済できるとのことだ。加えて、住宅取得者への税額控除など、住宅需要の喚起策も盛り込まれている。

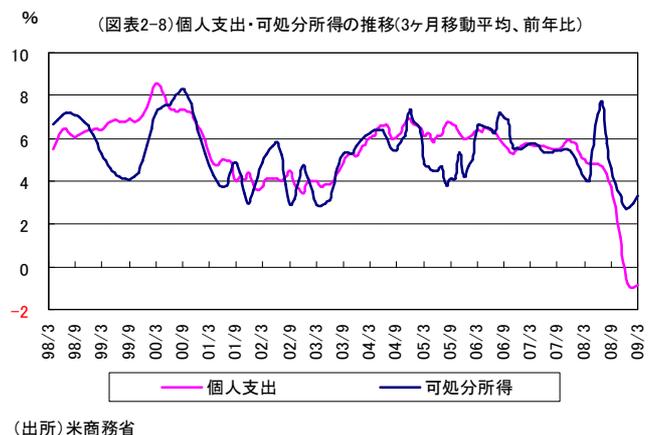
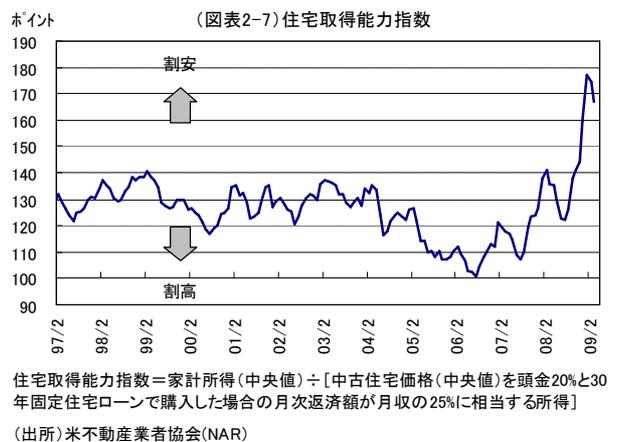
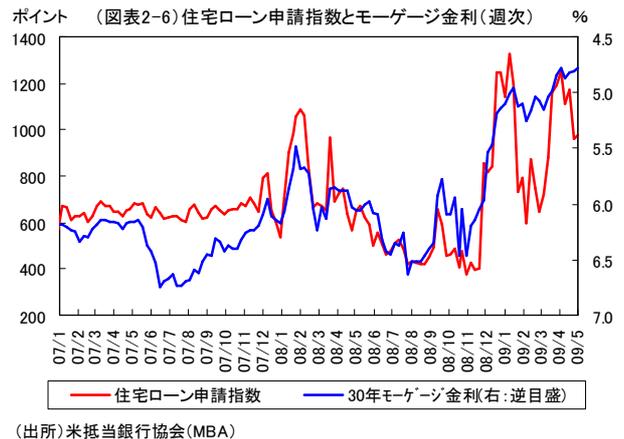
また、FRBはGSE（住宅金融公社）債やMBS（住宅ローン担保証券）の買い取りなどの政策を実施しており、住宅ローン金利は過去最低水準まで低下している。これが政府による借り換え支援策と相まって、住宅ローン申請件数の増加につながっている（図表2-6）。価格の低下も進んだことから、住宅の割高感は薄れており、住宅価格、住宅ローン金利、可処分所得を勘案した住宅取得能力指数は、既に住宅ブーム前の水準を乗り越え、かなりの割安水準に振れている（図表2-7）。割高感が薄れたことにより、購入予定者のマインド好転が期待できるため、販売や着工は年後半には緩やかな持ち直しに向かうとみている。

販売価格については政府による差し押さえの抑制で下げ止まりの兆しが見られるものの、雇用環境の悪化などから、差し押さえ件数が再び増加してきており、短期的には再度低下に向かうとみている。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30%近く下落しており、同指数の先物市場では、さらに10%程度下落が見込まれている。ただ、同指数は住宅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だろう。実際、地域別にみると、内陸部などでは上昇・低下とも緩やかな地域も見られる。価格の底打ちの時期は、販売や着工の回復にやや遅れる形で、2010年始め頃と予想する。

### （3）消費は下げ止まりの兆しも、V字回復は望めず

個人消費は、金融市場の混乱や住宅市場の低迷に加え、雇用環境の悪化などから減少基調が続いてきたが、ここに来て下げ止まりの兆しが見えつつある。

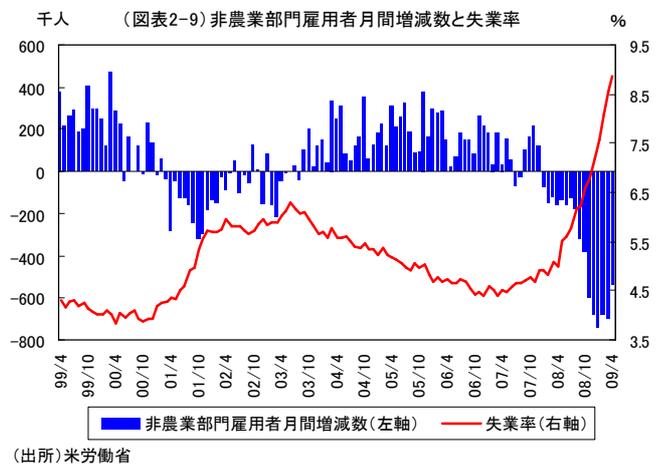
個人消費支出は、3月は前月比減となったものの、1,2月は2ヶ月連続の増加となっており、底入れの動きが見られる（図表2-8）。4月の小売売上高は、前月比0.4%の減少と、3月に続き2ヶ月連続の減少となったものの、減少幅は縮小している。年明け以降、個人消費に下げ止まり



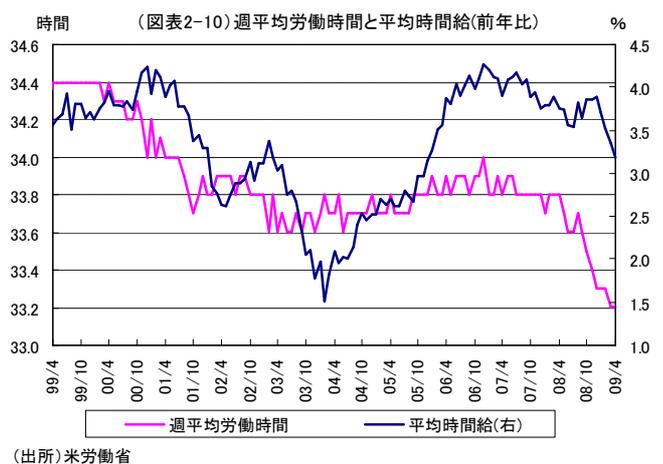
の兆しが見られる背景には、課税所得の減少により税還付を受けた人が多くいたことや、年金の調整手当が引き上げられたことにより可処分所得が増加したこと、年末商戦が不振だったため、年明け後も値引きセールを延長したことなどが挙げられる。

消費者のマインドにも改善の兆しが見られる。低下が続いていた消費者信頼感指数は、4月に大きく上昇した。景気対策や金融政策への期待、株価が持ち直したことなどが、消費者マインドの改善に寄与した模様だ。

足元の個人消費には下げ止まりの兆しが見え始めていたとはいえ、雇用環境の悪化が続いているのは今後の不安材料だ。5月8日に発表された4月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比53.9万人の減少となった。3月から減少幅は縮小したものの、2,3月分が計6.6万人下方修正されており、労働市場が引き続き弱い状況にあることが示されている(図表2-9)。雇用者数の減少は昨年1月から16ヶ月連続で、累計573万人に達している。特に、金融危機が深刻化した9月以降、急激に減少幅が拡大した。



4月は失業率も8.9%まで上昇し、25年ぶりの高水準となった。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、15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になってきている。



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33.2時間/週と、1964年の調査開始以来の最低値を更新している。

時間当たり賃金の伸びも、相対的に低賃金の雇用が先に削減されることで、これまでは高めの伸びを維持していたが、ここ数ヶ月は鈍化が鮮明になってきている(図表2-10)。景気対策では2年間で350万人程度の雇用創出目標が掲げられたが、350万人には対策による間接的な雇用も含まれていることから、直接雇用されるのはその4,5割といわれ、雇用押し上げ効果としては緩やかなものになるとみている。

雇用者数が増加に転じるには、企業マインドの改善が必要である。ISM製造業指数の雇用指数は1948年の統計開始以来の最低水準だった2月からは持ち直してきているが、依然として歴史的な低水準にある。ただし、今後は、金融不安が徐々に緩和に向かい、大幅な減産を強いられている製造業で在庫の調整が進むことに伴い、企業マインドは緩やかながら改善に向かおう。企業マインドの改善や景気対策の効果から、雇用・所得環境が改善に向かうのは2010年春あたりになるとみており、それまでは下げ止まりの兆しが見える個人消費の下押し要因となろう。

今後は、政府の景気対策の一つである減税策の個人消費への押し上げ効果も注目される。今回の

減税策は、昨年の小切手を送付する方法と違い、2年間で400ドルが源泉徴収を調整することにより毎月還付される仕組みとなっており、昨年のように還付直後は個人消費を押し上げて、その後は反動減が出るといった動きにはなりにくい。一方で、一度に還付される金額は、一人当たり2年間400ドルを単純に月に換算すると、一月あたり16.7ドル(約1,600円)と少額であり、雇用・所得環境の悪化が続く中では、消費への押し上げ効果は限定的となることが懸念される。

住宅市場の底打ちや、雇用環境の悪化ペースの緩和から、個人消費は年後半以降、持ち直しに向かうと予想する。これまで消費者マインドを冷え込ませていた金融不安が徐々に緩和に向かうと予想されることも下支えとなろう。

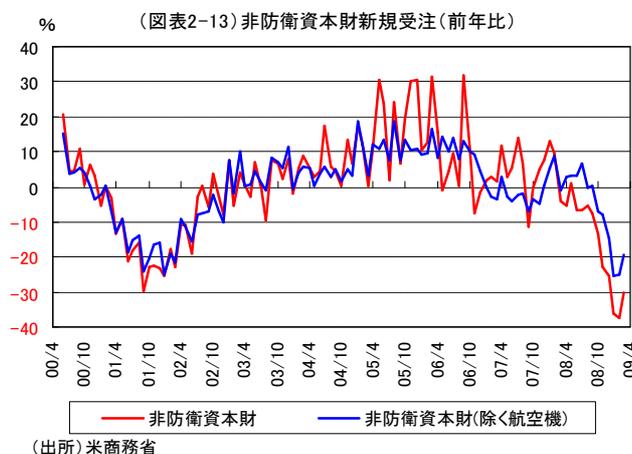
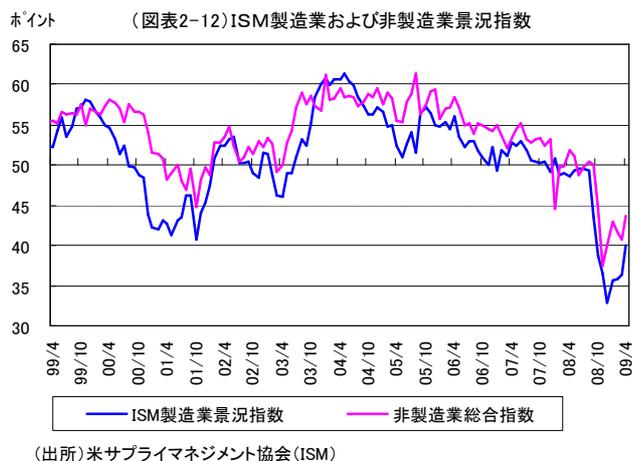
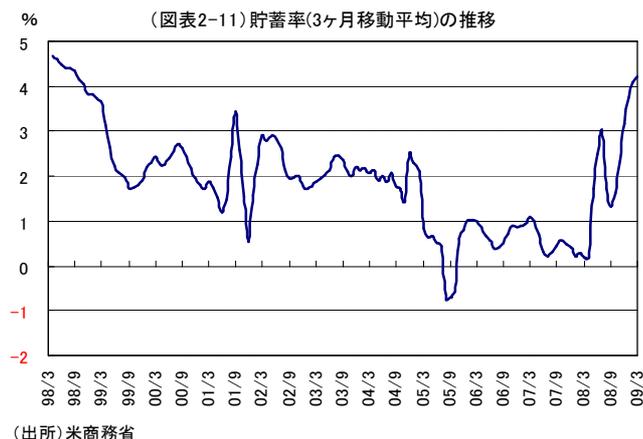
ただし、これまでの借入に依存した過剰消費はもはや過去のものとなっており、ゼロ%近くまで低下していた家計の貯蓄率は上昇に転じている(図表2-11)。個人消費がかつての年率3-4%といったレベルに簡単に戻ることは考えにくく、2010年末まで年率1-2%前後の伸びにとどまるとみている。

#### (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、金融危機が深刻化した昨年9月以降に急低下したが、製造業は1月以降4ヶ月連続の上昇、非製造業も4月には3ヶ月ぶりに上昇し、ともに改善している(図表2-12)。ただし、依然として活動の拡大と縮小の境目とされる50ポイントは下回っている。

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、前年比ベースでの悪化ペースが鈍化してきており(図表2-13)、前月比でも2ヶ月連続で上昇している。昨年の金融危機以降、大幅に落ち込んでいたのが小幅反発した程度だが、一方的に悪化が続く状況からは脱しつつあるようだ。

ITバブル崩壊時の経験から、企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢を維持していたものの、売上の減少スピードが急激なため、売上に対する在庫比

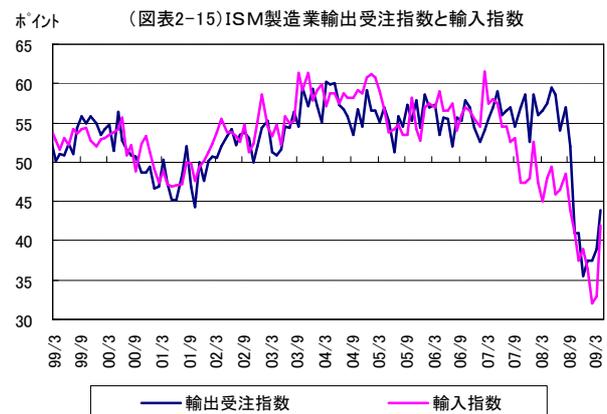


率は高止まりが続いている(図表2-14)。したがって、今しばらくは在庫の削減が続くと考えられ、年内の生産活動は低調な推移が続くと予想する。

設備投資は、企業の先行きに対する慎重姿勢が徐々に和らいでいるものの、生産の低迷が続くと予想され、金融機関の厳しめの貸出態度も資金調達の面で下押し要因となることから、7-9月期までは縮小が続くと見込まれる。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打ちに向かうとみている。ただし、設備稼働率の低下で、設備過剰感が高止まりした状況が続くため、回復ペースは緩慢なものとなる。

### (5) 今後は純輸出の成長率へのプラス寄与が続く

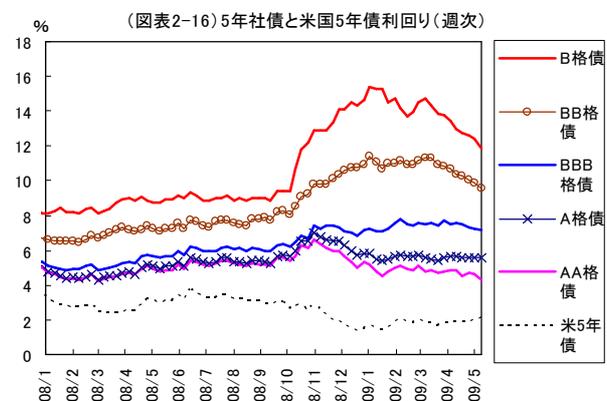
輸出は、世界景気の減速を受け、昨年後半以降は急激に縮小していたが、足元では下げ止まりつつある。ISM 製造業指数においても、輸出指数は急速に落ち込んでいたが、今年に入って上昇に転じている。また、輸入指数も、内需の低迷から大きく低下していたが、やはり上昇に転じている(図表2-15)。輸出入ともにこれまで急速に縮小してきた反動や貿易信用の機能回復から、年後半あたりからは比較的高い伸びに回復するとみる。ただし、上述の通り、以前のような借金に依存した過剰消費体質に戻るとは考えにくいと、輸入の回復は輸出の回復に比べて緩慢なものとなる。そのため、輸出の増加額が輸入の増加額を上回る状態が当面続くと考えられ、純輸出の成長率へのプラス寄与が続くと予想する。



(出所)米サプライマネジメント協会(ISM)

### (6) 金融危機の後遺症は長引く

昨年9月のリーマン・ショック後、金融機関のお互いの財務内容への疑心暗鬼から、銀行間取引金利である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、足元で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、急上昇した低格付債の利回りも徐々に低下してきている(図表2-16)。



(出所)Bloomberg

金融不安を払拭するため、FRBは4月に、1,000億ドル以上の資産を保有する銀行持ち株会社に対してストレステストを実施した。5月8日にその結果が公表されたが、対象となった19社中10社で合計746億ドルの資本増強が必要と、ほぼ事前に報道されていた通りの内容であった。

悲観シナリオの元では、2009-10年を通して、

(図表2-17)19社のTier1合計と悲観シナリオでの損失額および必要な資本増強額

Tier1(2008年末時点)	8,367
うちTier1 Common capital	4,125
リスク資産(2008年末時点)	78,148
悲観シナリオでの2009-10年の損失額	
第一抵当モーゲージ	1,023
第二抵当モーゲージ	832
商業・工業向けローン	601
商業用不動産ローン	530
クレジットカードローン	824
有価証券(その他有価証券、満期保有目的債券)	352
トレーディング、カウンターパーティ	993
その他	837
合計	5,992
2008年末に必要な資本増強額	1,850
2009年1-3月期の資本増強と収益	1,104
必要な資本増強額	746

(出所)FRBより明治安田生命作成

(単位:億ドル)

19社の合計損失は5,992億ドルに上ると予想されている(図表2-17)。これは19社の貸出合計の9.1%に上り、その割合は1930年代の損失を上回るとのことである。

2008年末時点で19社のTier1(資本金などの自己資本の基本的項目)は8,367億ドルで、これに2009年1-3月期の収益や資本増強を勘案し、10社で746億ドルの資本増強が必要となる。資本増強額は、Tier1を用いた自己資本比率が6%以上、Tier1から優先株や少数株主持分を除いた「Tier1 Common capital」を用いた自己資本比率が4%以上となるように決定されているが、各社の資本増強額のうち大部分が後者の「Tier1 Common capital」の不足分とのことである。そのため、今後の資本増強にあたっては優先株ではなく、普通株での資本増強が必要となる。

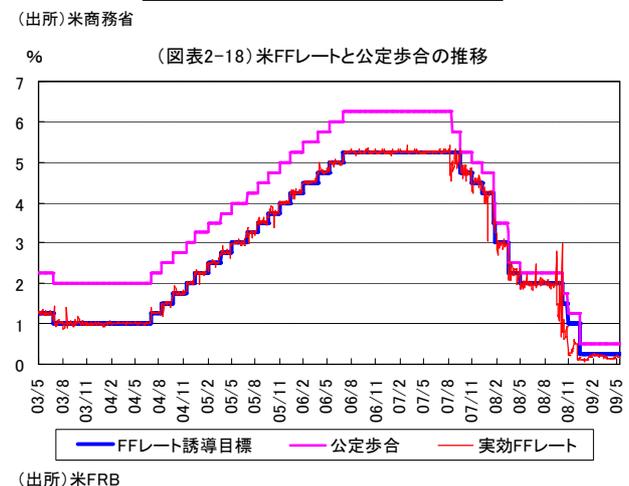
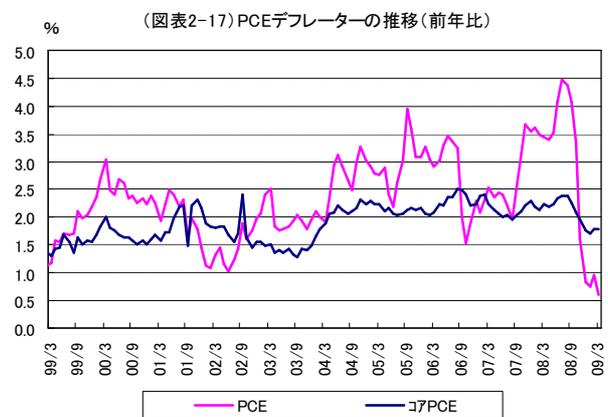
今後の動きとしては、資本増強が必要と判断された10社は、1ヶ月以内に計画を策定し、当局の認可を受け、11月9日までにそれを実施しなければならない。各社は政府から優先株よっての公的資金の注入を受けており、これを普通株に転換すれば目標が達成されることになる。もちろん、そうすると政府の影響力が大きくなるため、これを嫌って、普通株による増資や資産の売却等のリスクが計画されている。

ただし、今回のストレステストには、用いられた悲観シナリオがあまり悲観的ではないという問題もある。悲観シナリオでは、2009年の実質GDP成長率は▲3.3%、失業率が平均で8.9%と想定されている。GDPは各調査機関の平均(▲2.8%、ブルチップ調査)より悪いシナリオが想定されているが、失業率は既に足元で8.9%まで上昇しており、2009年末には10%付近までの上昇が見込まれる。そのため、悲観シナリオ以上に失業率が悪化することなども想定され、その場合は、住宅ローンやクレジットカードローンなどの個人向け貸付のさらなる損失拡大が懸念される。また、不良債権問題も楽観できない。金融機関の決算は大きく改善しているが、時価会計の一部緩和によりかさ上げされている面もある。また、会計基準が緩和されたことで、金融機関にとっては損切り覚悟で不良債権を切り離す意欲が低下しており、元々売り手にとってのインセンティブに乏しい不良債権処理システム(PPIP)の機能がさらに低下するという、無視できない悪循環を生んでいる。そのため、不良債権問題の処理は時間を要すると考えられ、金融危機の後遺症は長引くとみている。

### (7) FRBは様子見姿勢を続ける可能性が高い

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、デフレ状態に陥るリスクを警戒している。(図表2-17)

政策金利であるFFレート誘導目標は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。加えて、家計や中小企業に対して信用供与を支援するため、CPやMBS、GSE債などの金融資産を購入し、タム物資産担保証券貸出制度(TALF)での担保範囲を、これまでの消費者ローンや自動車ローンなど



に加え、市場が崩壊している CMBS にも拡大している。また、国債増発懸念で長期金利に上昇圧力がかかりやすい状況下、最大 3,000 億ドルの国債の買い取りを 3 月の FOMC で決定、既に約 1,080 億ドル（5 月 18 日現在）の国債を購入している。

金融市場の安定化や景気底入れの兆しが見え始めていることから、今後、FRB は様子見姿勢を続ける可能性が高い。ただ、「経済見通しと金融市場の進展に応じて、それら証券の購入のタイミングと全体の購入額を検討していく」としている通り、長期金利の上昇が続くような場面があれば、国債の買い取り額の増額に動く可能性も残ろう。

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

2009年のユーロ圏景気は、悪化ペースが次第に弱まるものの、1年を通じてマイナス成長が続く可能性が高い。成長市場だった中東欧諸国の景気は今暫く低迷が続く見通しで、中東欧向けの貸出債権の不良化が懸念されるほか、ユーロ圏からの輸出も伸び悩む可能性が高い。個別企業の業績悪化も続いているため、今後、雇用環境は一段と厳しさを増すことが予想され、個人消費の低迷が見込まれる。期待成長率の低下から設備投資も減少基調をたどろう。

2009年後半以降、米国景気の回復が予想されることから、ユーロ圏景気は2010年前半には持ち直しへ向かうとみている。ただ、中東欧要因や雇用環境の悪化などといった下押し圧力が煽り続けることから、回復ペースは極めて緩やかなものにとどまる可能性が高い。2010年までのユーロ圏景気は、日本や米国景気に比べて低調な推移が続くと予想する。

こうした状況を受け、ECBは7-9月期にも25bpの追加利下げを行うと予想する。資産買入れプログラムに関しても、購入規模や対象資産の拡大など、日銀やFRB同様、流動性供給策の拡充を余儀なくされよう。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(09/03 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%	-4.4%	0.2%	-1.6%	-2.5%	-0.7%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
家計消費	0.4%	-1.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
政府消費	2.0%	2.2%	0.9%	0.4%	0.6%	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
固定投資	-0.1%	-10.2%	-0.4%	-4.0%	-5.1%	-2.0%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
純輸出(寄与度)	0.0%	-1.9%	0.3%	-1.0%	-0.9%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

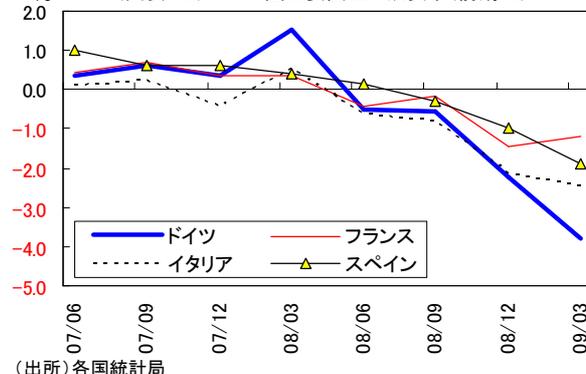
英国実質GDP

(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%	-3.9%	0.0%	-1.6%	-1.9%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%

#### (1) 日米景気よりも低調な推移が続く見込み

1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比2.5%減と、昨年10-12月期から落ち込み幅が一段と拡大し、4四半期連続のマイナス成長を記録した(図表3-1)。2.5%という減少幅は、1995年の調査開始以来、最大の下落率であり、年明けにかけてのユーロ圏景気が未曾有のペースで悪化していた様子を改めて浮き彫りにした。需要項目別の内訳は6月に入ってから発表となるが、設備投資が大幅減となったほか、個人消費や在庫投資も低調、輸出の急減から純輸出も大幅なマイナス寄与になったと予想する。主要国別に成長率の推移をみても総崩れの状態であり(図表3-2)、牽引役となる国は見当たらない状況だ。

(図表3-2) ユーロ圏主要国GDP成長率(前期比)



しかしながら、ここに来て、景気の悪化ペースが鈍化しつつある様子を示す指標が見られるようになってきたのも事実だ。2月ユーロ圏製造業受注は前月比0.6%減と7ヶ月連続のマイナスとなったものの、下落率は縮小傾向にあるほか、4月ユーロ圏景況感指数も11ヶ月ぶりに上昇した(図表3-3)。リーマン・ショック以降、世界景気は急坂を転げ落ちるようなスピードで悪化してきたが、世界同時不況の震源地となった米国景気に下げ止まりの兆しが出てきたこと、中国景気が大規模な経済対策の効果で底を打ったとみられること、ユーロ圏でも経済対策の効果が徐々に顕在化しつつあることなどが背景と考える。

2009年後半には米国景気の回復が見込まれることから、ユーロ圏景気も2010年前半には持ち直しへ向かう可能性が高い。ただ、以下の3つの理由から、年内はマイナス成長が続き、2010年についても極めて緩やかな回復にとどまると予想する。

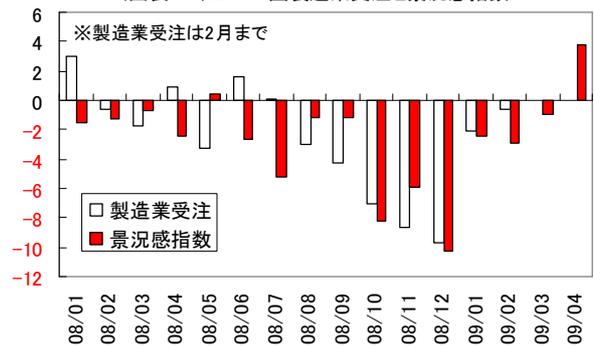
1つ目の理由は、成長市場だった中東欧諸国からの景気下押し圧力が強まると考えられる点だ。リーマン・ショック以前、ユーロ圏各国は、賃金が割安な中東欧諸国を生産基地として活用すべく、工場移転を進めてきた。その過程でユーロ圏各国は、中東欧諸国向けに資本財輸出を増やして生産を拡大する一方、中東欧諸国はユーロ圏各国から資本と技術を取り入れて高い成長を実現してきた。しかしながら、こうした関係はリーマン・ショック後の金融危機によって一変している。中東欧諸国では大規模な資金流出が起これ、IMFに緊急支援を仰いでいる国が増えているほか(図表3-4)、

世界同時不況で主要輸出先のユーロ圏景気が冷え込んだために生産も低迷している。金融危機が落ち着くまでには今暫く時間がかかるとみられることから、ユーロ圏の輸出も低迷する可能性が高い。

加えて、これら地域に対するユーロ圏金融機関の貸出が多いことも懸念材料だ。貸出が不良債権化するタイミングは、景気悪化⇒受注減⇒収益減⇒借入返済不可⇒不良債権化というように、景気に遅れることが多い。今後は、中東欧向け貸出の不良債権化がさらに進むことによって、ユーロ圏景気が下押しされるリスクについても警戒が必要だろう。

2つ目の理由は、今後、ユーロ圏の雇用環境が一段と厳しさを増す可能性が高い点だ。3月のユーロ圏失業率は8.9%と、2005年11月以来の水準まで上昇しており、主要4ヶ国のデータをみても、軒並み上昇トレンドをたどっている(図表3-5)。ユーロ圏で最も大きな経済規模を誇るドイツについては、今のところ、失業率の上昇ペースは緩やかなものにとどまっているが、これは企業に対する操業短縮手当の支給など政府による労働者支援が手厚いため、本来削減されるべき雇用が温存さ

前月比(%) (図表3-3)ユーロ圏製造業受注と景況感指数



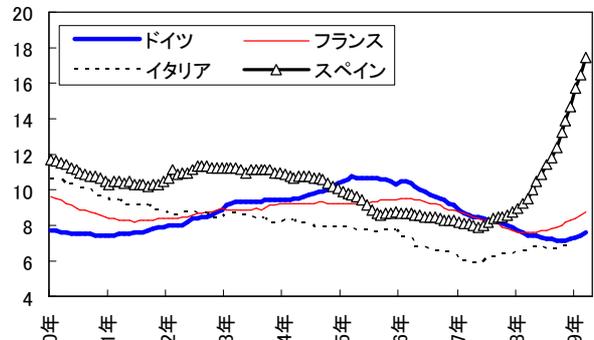
(出所)ユーロスタット、欧州委員会

(図表3-4)リーマン・ショック後にIMF融資を受けた国

開始日	地域	国名	支援額(百万\$)
08/11/05	中東欧	ウクライナ	16,400
08/11/06	中東欧	ハンガリー	15,700
08/11/14	アフリカ	セーシェル	26
08/11/19	北欧	アイスランド	2,100
08/11/24	アジア	パキスタン	7,600
08/12/23	中東欧	ラトビア	2,350
09/01/12	中東欧	ベラルーシ	2,460
09/03/06	中東欧	アルメニア	540
09/04/01	アジア	モンゴル	229
09/05/04	中東欧	ルーマニア	17,100
09/05/05	中東欧	ボスニアヘルツェゴビナ(承認待)	1,520
09/05/15	中東欧	セルビア	4,000
09/01/16	中南米	エルサルバドル(*)	800
09/04/13	中南米	コスタリカ(*)	745
09/04/23	中南米	グアテマラ(*)	935

※5月15日現在のスタンバイ取極(SBA)((\*)は予防的SBA)  
(出所)IMFより明治安田生命作成

(図表3-5)ユーロ圏主要国の失業率(EU統一基準)



(出所)ユーロスタット

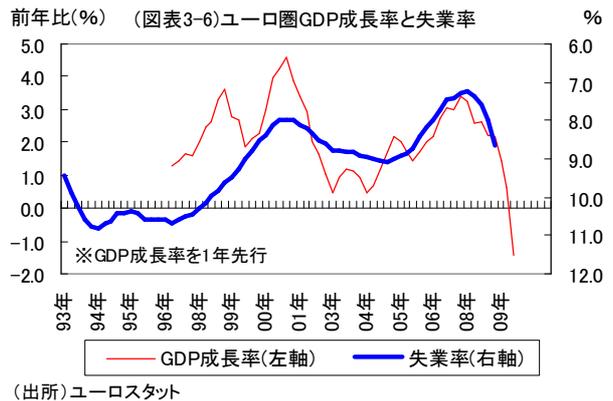
れてきたことが背景だ。ただ、足元では景気悪化が一段と深刻化したことで政府の補助があっても雇用を維持することが難しくなっている企業や、操業短縮にとどまらず倒産を余儀なくされる企業が増えており、失業者数の増加ペースが速まっている。ユーロ圏各国の個別企業からは、業績の悪化を理由としたリストラの発表が相次いでいることから、他国でも失業率の上昇傾向が続こう。ユーロ圏景気は2010年前半に外需が牽引する形で回復基調へ向かうとみるが、景気に1年程度遅行するとみられる失業率の改善は早くても2011年以降となる可能性が高く（図表3-6）、予測期間中の個人消費を下押しする要因として寄与し続けそうだ。

3つ目の理由は、足元で実施されている自動車買い替え支援策が将来需要を先食いしていると考えられる点だ（図表3-7）。ユーロ圏の3月新車登録台数は前年比で3.0%増と11ヶ月ぶりに増加に転じたが、特にドイツで販売増加が顕著であり、4月の新車登録台数は前年比19.4%増と3ヶ月連続で2ケタ増を記録した（図表3-8）。ドイツでは年末までに200万台を補助金の支給対象としているが、これは、約300万台だった2008年の新車登録台数の約7割にあたる規模である。確かに、2009年の景気を下支えする効果はあるかもしれないが、支援が打ち切られる2010年以降は反動減が生じる可能性が高く、持ち直しつつある景気を下押しする要因となろう。2010年末までのユーロ圏景気は、日米景気よりも低調な推移が続く可能性が高い。

## （2）ECB は追加利下げを余儀なくされると予想

ECB（欧州中央銀行）は5月7日の理事会で政策金利を25bp引き下げ、1.0%にすることを決定、加えて、カバードボンドの買入れを600億ユーロ実施することも発表し、日米同様、リスク資産の買入れによって流動性を供給していく姿勢を示した。

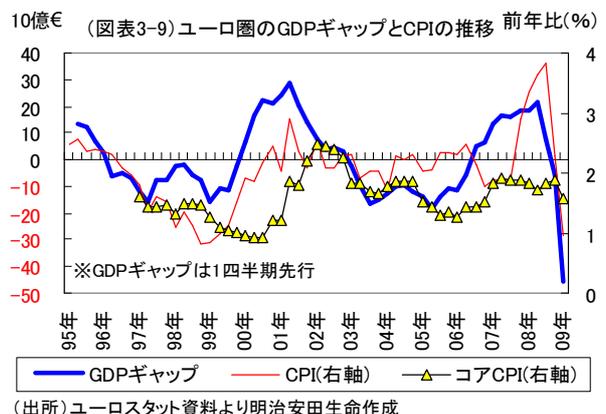
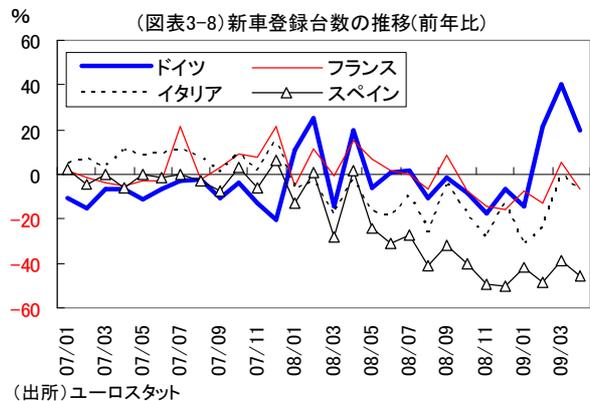
足元のCPI上昇率は、エネルギーや食品価格の調整を受けて急速に鈍化しているが（図表3-9）、ECBは「こうした短期的な動きは金融政策に関連付けるべきではない」としている。



(図表3-7)各国の自動車買い替え支援策

	具体的内容
ドイツ	補助額: 2,500ユーロ 廃棄対象車: 9年以上使用
フランス	補助額: 1,000ユーロ 廃棄対象車: 10年以上使用
イタリア	補助額: 1,500ユーロ 廃棄対象車: 10年以上使用
スペイン	自動車ローンの利子補給 として補助金を支給

(出所)各種報道資料等から明治安田生命作成



しかしながら、物価の基調を表すエネルギーや食品を除いたコア CPI の伸びも、ここに来て鈍化しつつある。2010 年末までのユーロ圏景気は、潜在成長率（1.8%程度）を下回って推移する可能性が高く、今後はマイナスの需給ギャップが一段と拡大することが予想される。このため、ECB は 7-9 月期にも 25bp の追加利下げに踏み切ると予想する。ただ、トリシェ総裁は、金利を下げ過ぎることによって、市場機能を低下させてしまうリスクを警戒していることから、利下げ余地はさほど大きくない。このため、今後はカバードボンドの購入額を拡大したり、CP など他の資産の買入れを進めたりと、日銀や FRB 同様、流動性供給策の拡充を中心とした政策運営が行われよう。

5 月の理事会の声明文には、経済環境が改善すれば、現在の様々な措置を速やかに解除すると、出口戦略についても触れられていることから、ECB は条件さえそろえば一刻も早く方向転換を図りたいと考えているようだ。しかし、2010 年末までにインフレを懸念するような状況になる可能性は低く、出口戦略への着手は 2011 年以降になるとみている。

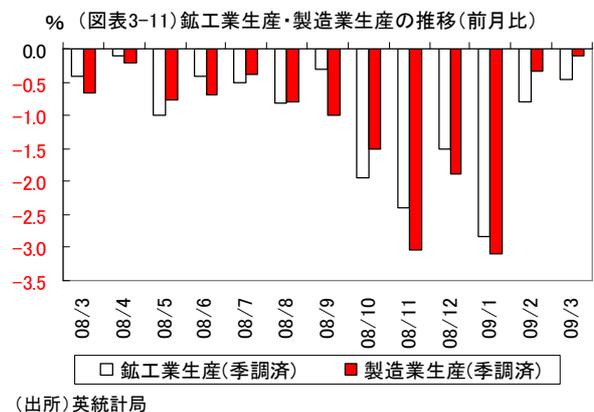
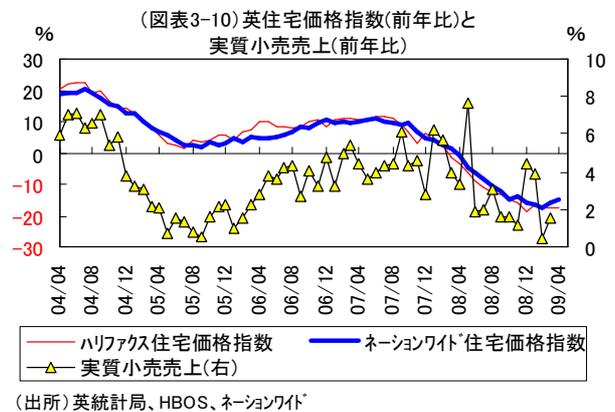
### （3）英国景気も低迷が続く可能性大

英国の 1-3 月期実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比 1.9%減と、約 30 年ぶりの下落率となり、3 四半期連続のマイナス成長を記録した。金融不安や住宅バブルの崩壊を背景に景気の悪化ペースが一段と加速した形だ。

しかし、ユーロ圏同様、英国でも景気の悪化ペースが和らぐ兆しが見えつつある。住宅価格の推移をみると、依然として下落傾向が続いているものの、ここ数ヶ月は低下ペースにブレーキがかかっている（図表 3-10）。これまでは、逆資産効果が個人消費を下押ししてきたが、今後はそうした圧力が次第に弱まる可能性が高い。また、企業部門の動きをみても、生産指数のマイナス幅が徐々に縮小するなど、下げ止まりの兆しが見え始めている（図表 3-11）。今後、英国景気の悪化ペースも次第に鈍化していこう。

ただ、景気が持ち直すのは 2010 年以降となる可能性が高い。金融・サービス業のウェイトが大きい英国では、金融危機の影響が長引く可能性が高く、家計は雇用・所得環境の先行きに不安を抱き続けるとみられるほか、企業の期待成長率も低位にとどまる可能性が高いためだ。また、金融機関の貸出姿勢は今後も厳しいスタンスが続く見込みであり、下げ止まりの兆しが見えつつある住宅や生産の動きを抑制することが予想される。英国景気は、年内は総じてマイナス成長が続く可能性が高く、持ち直しが見込まれる 2010 年以降についても、緩やかな回復にとどまろう。

BOE（イングランド銀行）は 3 月 5 日に 50bp の利下げを行い、政策金利を 0.5%とした。加えて、国債等の大規模な買入れを行うことも決定している。景気は今暫く悪化基調が続くこと、今後、CPI 上昇率はゼロ近辺まで鈍化する可能性が高いことを考えれば、BOE はさらなる追加利下げと、資産買入れ枠上限（1,500 億ポンド）までの拡大を余儀なくされよう。



## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

中国経済は、主要先進国に先んじて底を打った可能性が高まっている。企業景況感を示す PMI 指数(4月)は 53.5 ポイントと、好不況の分岐点とされる 50 ポイントを 2 ヶ月連続で上回ったほか、固定資産投資の回復、自動車販売の急増、電力需要の持ち直し、融資の急増など、景気回復を示す指標が目立って増えてきており、昨年 11 月に打ち出した総額 4 兆元の景気対策の効果が、予想以上に早く顕在化している様子がうかがえる。

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根強く残るものの、2009 年央以降は景気対策効果の波及がさらに進むことが予想される。2009 年の実質 GDP 成長率は政府目標である 8.0%を達成できる可能性が高い。2010 年には、海外景気回復も加わり、景気はさらに安定感を増すと考えられる。世界景気の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が、2010 年の成長率は 9.2%まで回復すると予想する(図表 4-1)。

#### (1) 中国景気は年明け以降回復の兆し

中国の 2009 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.1%増と、2008 年 10-12 月期の同 6.8%増から一段と鈍化した。2007 年 4-6 月期をピークに、これで 7 四半期連続の伸び率鈍化となった(図表 4-2)。

ただ、他の月次統計を見る限り、年明け以降、むしろ景気回復を示す指標が増えている。とりわけ、企業景況感の改善が目立つ。4 月の PMI 指数は 53.5 ポイントと、5 ヶ月連続の上昇、好不況の分岐点とされる 50 ポイントを 2 ヶ月連続で上回った(図表 4-3)。内訳をみると、生産指数が 57.4 ポイント、新規受注指数が 56.6 ポイントと、ともに昨年 11 月のボトムから 20 ポイント以上上昇している。

他の統計では、経済成長の主役である固定資産投資の回復や、自動車販売の急増、電力などのエネルギー需要の持ち直し、融資の急回復などが顕著。昨年 11 月に打ち出した総額 4 兆元の景気対策の効果が予想以上に早く顕在化している様子を示しており、中国経済は、主要先進国に先んじる形で、既に底を打った可能性が高まっている。

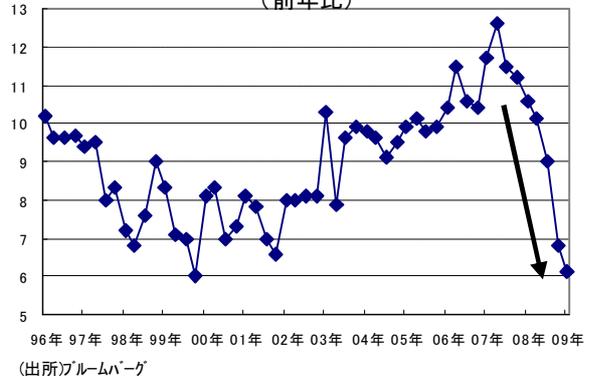
#### (2) 政府主導で徹底的に景気を下支え

中国史上最大規模と言われる 4 兆元の景気対策だが、中央政府の支出分は 1.18 兆元にとどまる。他には地方政府の支出のほか、民間投資や既に着工済み

(図表 4-1)中国実質GDP予測

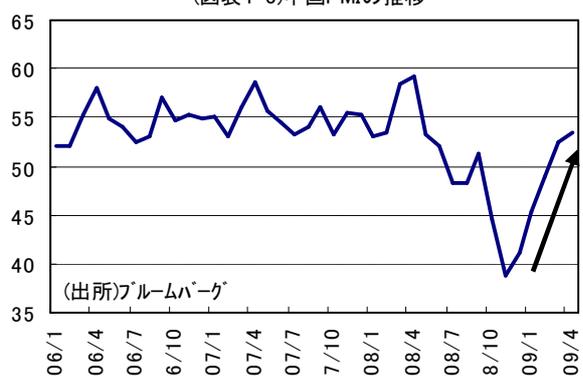
前年比(%)	2007年	2008年	2009年 (予測)	2010年 (予測)
実質GDP	13.0	9.0	8.0	9.2

(図表 4-2)中国実質GDP成長率の推移  
(前年比)



(出所)ブルームバーグ

(図表 4-3)中国PMIの推移



(出所)ブルームバーグ

の案件も含まれるなど、水増し気味の数字であることがたびたび指摘されてきた。しかし、これらの点を割り引いてもなお大規模な投資プロジェクトであることには違いない(図表 4-4)。中央政府支出分のうち、実際に支出に移されたのはまだ3,000 億元前後にとどまるとみられるが、それでも景気改善を示す指標が目立ってきたことから、景気下支えに向け大方の予想以上の効果が期待できることが、明らかになってきている。

ここまで中国当局が打ち出してきた政策としては他に、5 回におよぶ利下げや、中小企業への融資拡大などの金融支援策、住宅確保支援等の不動産市場テコ入れ策、社会保険料の支払い猶予などの社会保障支援策、農村の家電普及に向けた補助金支給などの消費刺激策、輸出還付税率引き上げなどの輸出促進策、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などが挙げられる(一部は 4 兆元の予算の中に含まれる)。

温家宝首相は 5 月 11 日、「景気対策は 4 兆元を上回る可能性が高い」とし、「年内は間断なく政策が打ち出される可能性がある」と述べた。今後も政府主導で景気を徹底的に支えていく強い姿勢を示した形である。迅速な意思決定が可能な社会主義国家の強みが、こうした国家レベルの危機管理が必要な局面で、如何なく発揮されていると言えよう。幸いというべきか、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 年の時点では財政黒字であった。

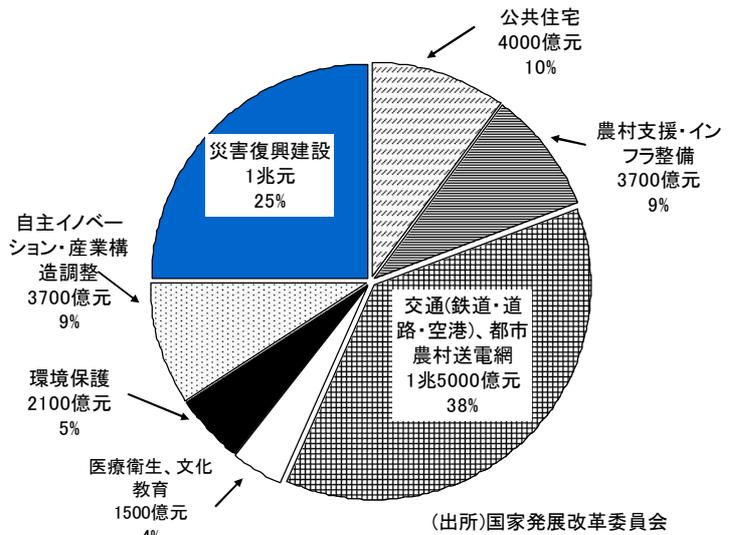
2008 年は再度赤字に転落したが、小幅の赤字にとどまっている(図表 4-5)。2009 年の財政赤字は対 GDP 比で 3%前後まで大幅に悪化する見通しだが、それでも主要先進国より小さく、追加の財政出動を実施する余力はある。

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根強く残るものの、年央以降は景気対策効果の波及がさらに進むことが予想される。2009 年の実質 GDP 成長率は政府目標の 8.0%を達成できる可能性が高い。2010 年以降は、海外景気回復も加わり、景気はさらに安定感を増すと考えられる。世界景気の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が、2010 年の成長率は 9.2%まで回復すると予想する。

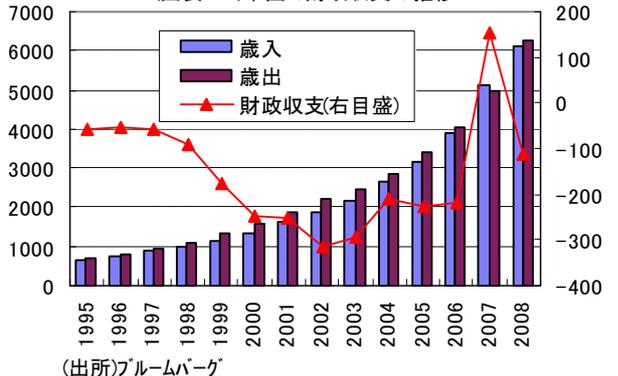
### (3) 固定資産投資は予想以上の回復

2009 年 1-3 月の全社会固定資産投資の伸びは、前年同期比 28.8%増となり、2008 年通年の同 25.5%を上回った(同統計は四半期ごとに年初からの累計値で発表)(図表 4-6)。同様に、1-4 月の

(図表4-4)中国の内需拡大策4兆元の内訳



(図表4-5)中国の財政収支の推移



都市部の固定資産投資の伸びは同 30.5%増で、1-2月の同 26.5%増、1-3月の同 28.6%増から一段と加速した(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)。

都市部固定資産投資の約 4分の1を占める 1-4月の不動産開発投資額は前年比 4.9%と、1-2月の同 1.0%増、1-3月の同 4.1%増から上昇幅が拡大している(図表 4-7)。伸び率そのものは、2008年同年の同 20.9%に遠く及ばないものの、年明け以降回復の兆しが見られる。

不動産価格の底入れも出てきたようだ。4月の都市部不動産価格(70都市平均)は、前年比 1.1%の下落となったが、前月比では 0.4%の上昇と、上昇傾向が続いている。

不動産市況の回復も景気対策の効果が大きい。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ている。

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年ぶりに緩和した。従来、総投資額の 35%以上を自己資金で賄わなければならないところ、20%まで引き下げるという内容で、企業にとっては借入が容易になっている。

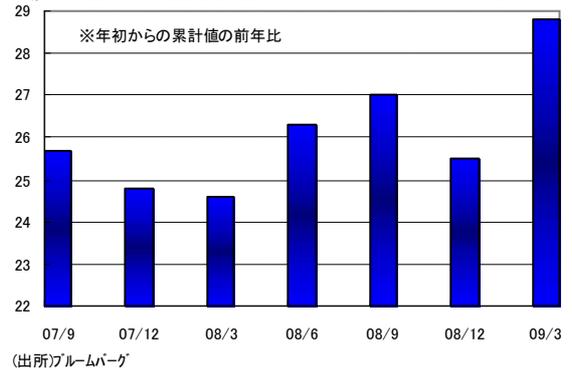
固定投資の回復はあくまで政府投資が主体であり、民間投資、特に中小企業の動きは鈍い。1-3月の工業利益総額が前年比 32.2%減と、依然大幅マイナスとなっていることなどが下押し材料となっている。しかし、2009年の固定資産投資は、政府主導で前年比 30%前後の伸びを記録する可能性が高まっている。上海総合指数が年明け以降 4割程度上昇しているのは民間投資にとって一定の下支え要因となろう(図表 4-8)。2010年も引き続き固定資産投資が景気のけん引役となりそうだ。一方で、投資偏重の成長構造の改善という政府の目標はとりあえず棚上げという形を余儀なくされることになる。

#### (4) 農村部への所得支援を充実

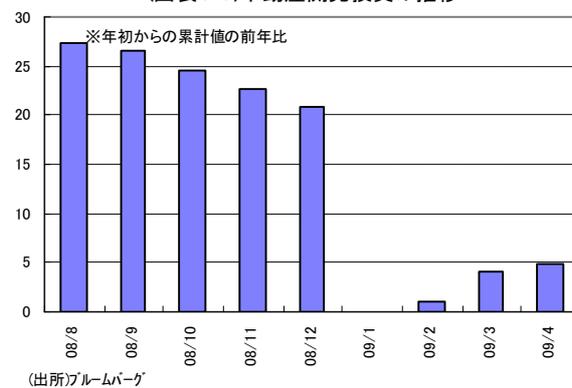
4月の社会消費財小売総額は、前年比 14.8%増となった。昨年後半以降、伸びが大きく鈍化してきたが、ここへきて、やや下げ止まり感が出てきている(図表 4-9)。

2008年後半以降の低迷の主因は、急激な雇用環境の悪化である。2008年は、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

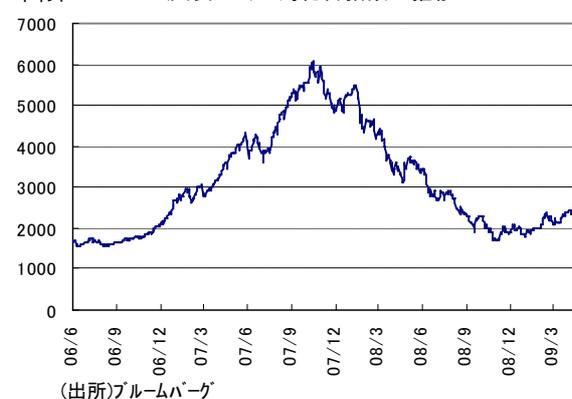
(図表 4-6) 全社会固定資産投資の推移(前年比)



(図表 4-7) 不動産開発投資の推移



(図表 4-8) 上海総合指数の推移



にさらされてきた。統計局の3月の発表によれば、農村部の人口全体の28%にあたる約2億2,500万人が農民工として都市部への出稼ぎ労働者になっているが、このうち最大3,000万人が失職した可能性があるという。

これに対し、政府は年明け以降、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ははじめ、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が進んでいる。成都市では、農民工などを対象に一人当たり100元、総額3,800万元の消費券を配布、杭州市でも退職者や小中学生を対象に2億元を配布したほか、さらに10億元規模の追加配布を検討している。南京市や寧波市でも1-2億元の配布を計画するなど、地方政府レベルではちょっとした消費券ブームが起きている。

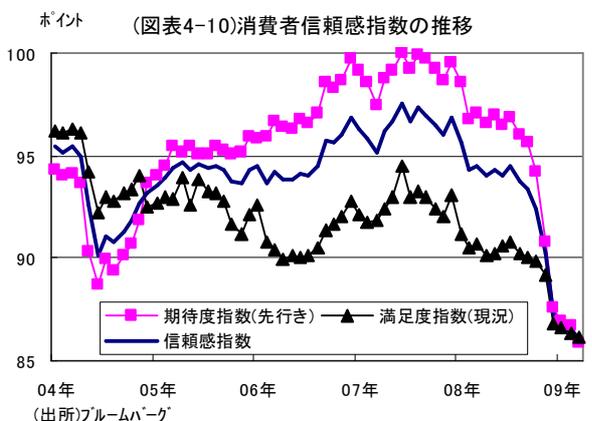
また、政府は3農問題(農業、農村、農民)を政策の最重点課題と位置づける立場から、「家電下郷」(家電製品を農村へ)と呼ばれる政策を推し進めている。特定の家電製品を購入する農村部の消費者に対し、一律13%の補助金を支給するというものだ。当初はテレビ、洗濯機、冷蔵庫、携帯電話の4製品に限定されていたが、その後二輪車やパソコン、電子レンジなどに範囲を拡大、対象台数も1台から2台へと拡張されている。また、排気量1,600cc以下の小型車の車両取得税を10%から5%に引き下げたほか、買い替えに10%の補助金を支給するなどの対策も実施している(汽車下郷)。これらの政策は、今後都市部にも拡大する予定とのことだ。

こうした対策効果は既に現れている。3月の家電販売は、前月比で70%以上増加したと発表されているほか、4月の新車販売台数は、前年比25.0%増の115万3,100台となった。4ヶ月連続で米国を上回る世界一の販売規模を達成したことになる。とりわけ小型車販売が好調で、乗用車販売は83万1,000台と、前年比で37.4%増加している。2009年通年の自動車販売は1,000万台を突破するのがほぼ確実な状況だ。

豚肉価格などを主因とした物価高騰の鎮静化により、実質ベースで見た家計の購買力に改善の兆しが見えるのも明るい材料だ。2009年1-3月の都市部住民の一人当たりの実質可処分所得は前年比11.2%増で、増加幅は2008年通年の同8.4%増を上回った。同様に、農村部の一人当たりの現金収入は同8.6%増で、増加幅は2008年の同8.0%増を上回っている。

しばらくは雇用環境の悪化が続くと見込まれ、消費者マインドも低迷しているため(図表4-10)、急回復は期待できないものの、個人消費は政府の景気対策と物価の沈静化の効果で、2010年にかけて緩やかな回復を続けよう。ただし、成長のペースは固定資産投資を大きく下回り、「投資から消費へ」という政府目標と逆行する状況が続きそうだ。

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点などが影響しており、この労働分配率の低さが過剰投資を招く要因ともなっている。また、社会保障制度が未整備なため、家計は貯蓄率を高め、保たざるを得ない。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。

### (5) 輸出は当面停滞

4月の輸出額は前年同月比 22.6%減、輸入額は同 23.0%減となった(図表 4-11)。1-4月の累計ではそれぞれ、同 20.5%、同 28.7%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。輸入の減少幅の方が大きいいため、1-4月の貿易黒字は 754 億ドルと、前年同期比で 32%の増加となっている。

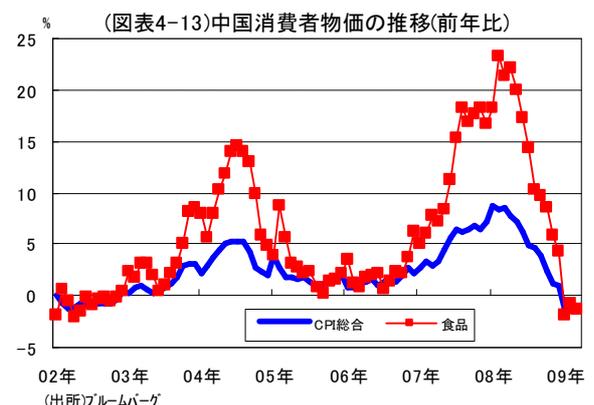
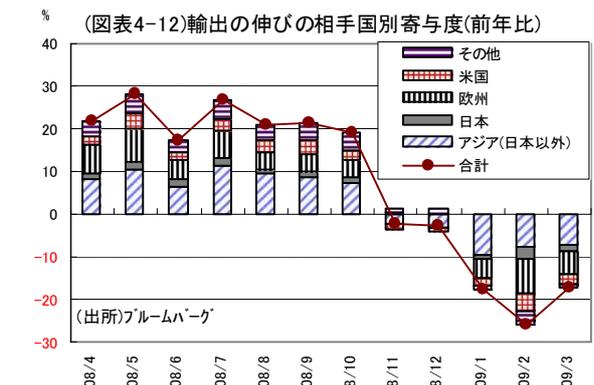
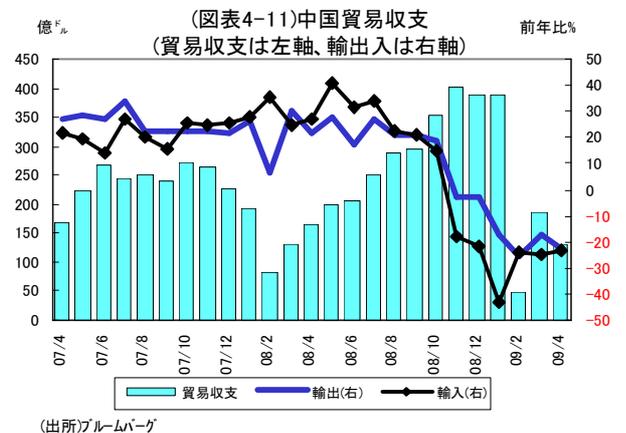
輸出の相手国別内訳をみると、ウェートの大きい欧州、アジア向けの減少が大きい(図表 4-12)。世界景気の減速を受け、所得弾力性の高い品目を生産する企業中心に大きな打撃を受けており、輸出許可証を持つ国内の玩具企業は、2008 年は前年比で 49%減の 4,388 社と半分にまで激減している。輸入の減少幅が輸出より大きいのは、内需が減速基調にあるのに加え、元々加工貿易の割合が高いため輸出が鈍化した分、原材料や部品の輸入が減少する傾向があること等を反映している。輸入の減少は国内企業の稼働率低下と表裏一体の関係にあり、中国経済の不振を象徴している。

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 月以降、還付税率を数次にわたって引き上げており、4 月にも 3,802 品目の還付税率を引き上げた。繊維産業の還付税率は、昨年 7 月の 11%から足元では 16%まで引き上げられている。

こうした政府の対策は輸出をある程度下支えするだろうが、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 年中は前年比マイナスが続くそう。政府は今後も一段の還付率の引き上げを行う可能性が高いが、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) デフレ懸念が煽る

4月の CPI (消費者物価指数) の伸びは前年比 ▲ 1.5 %となった。これで 3 ヶ月連続のマイナス。豚肉価格などの高騰により、深刻なインフレ懸念に見舞われていた昨年前半から、状況は一変している(図表 4-13)。豚肉価格は、昨年 5 月のピーク時には前年比 68.3%まで上昇したが、この 4 月は同 ▲ 28.6%



と、逆に押し下げの主因となっている(図表 4-14)。

主要品目別では、食品が同▲1.3%、衣類が同▲2.3%、交通・通信設備が同▲2.2%、娯楽・教育が同▲1.0%、居住が同▲4.0%といったところ。食品は、肉類や穀物価格の鎮静化の影響、交通・通信設備は車両用燃料および車両価格の低下、居住は光熱費や賃貸料の鈍化の影響が大きい。財・サービス別では、財価格が前年比▲1.5%、サービスが同▲1.4%となっている。

物価下落の主因はエネルギー、食品価格の落ち着きだが、それ以外のいわゆるコア部分の品目も低下が進んでいる、景気後退に伴うマイナスの需給ギャップの拡大により、以前から問題視されていた過剰設備問題が一段と深刻になっていることが大きな要因として挙げられる。中国政府は、生産設備の削減目標を明らかにしている。鉄鋼、非鉄金属、軽工業、紡績、石油化学が対象で、鉄鋼では 2011 年までに製鉄能力を 7,200 万トン、製鋼能力を 2,500 万トン削減することを目標にしている。

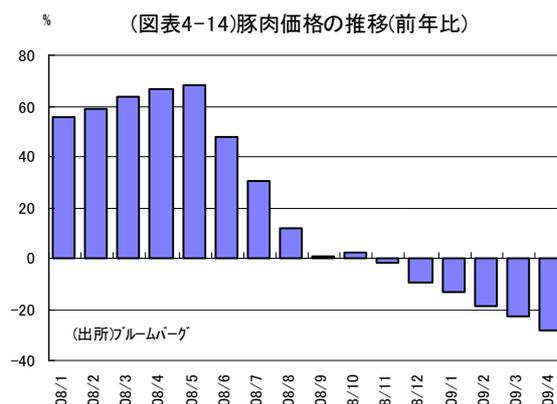
たとえば、鉄鋼については、5 月に入ってから過剰生産の是正のための緊急通達を発信している。生産設備の縮小が遅れた企業や過剰生産を続ける企業への融資引き締め、および引き上げを指示する内容である。中国の 1-3 月期の粗鋼生産量は 1 億 2,744 万トンで、前年比 1.4%の増産となっている。これに対し、同時期の世界全体の生産量は同 22.8%の減少で、中国を除けば同 36.9%のマイナスとなっており、こうした世界の潮流とかけ離れた生産体制となっていることを是正するための措置である。中国は、元々世界の工場と言われるほどの生産力を誇っているが、農村部の個人消費に代表されるとおり内需はまだ十分に育っていない。計画経済の名残もあって、機動的に生産量を見直す体制も整っておらず、元々供給過剰に陥りやすい経済構造を持っているといえる。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) 融資額が急増

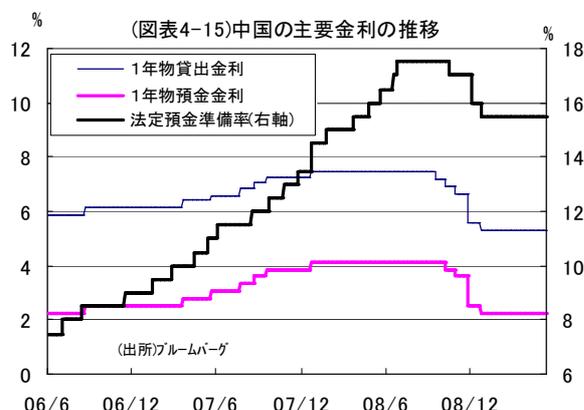
金融当局は、2006 年後半以降金融引き締め政策を続けてきたが、これは、金融危機が深刻化する以前から、中国経済が減速に転じる要因となった。2008 年 9 月に 6 年半ぶりに利下げを実施してからは、5 回の追加利下げを実施している(図表 4-15)。

ただ、昨年 12 月に行われた最後の利下げから既に 5 ヶ月が経過している。金融当局が様子見姿勢に転じた背景には、景気対策の効果が現れてきたほか、過剰融資が問題となりつつあること等があるとみられる。実際、マネーサプライは足元で急速に拡大している。4 月の M2 伸び率は前年比 26.0%と、過去最

(図表4-14)豚肉価格の推移(前年比)



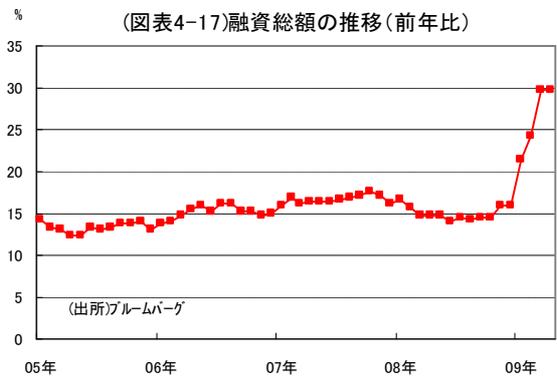
(図表4-15)中国の主要金利の推移



(図表4-16)M2の推移(前年比)



高の伸びを記録した(図表 4-16)。景気対策の発動に伴い、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主因である。金融機関の4月の融資総額は、前年比 29.7%増と、4ヶ月連続で 20%を突破している(図表 4-17)。年明け以降、毎月平均 1 兆元以上融資額が増加しており、5 兆元という年間の融資増加目標を、4 月までの

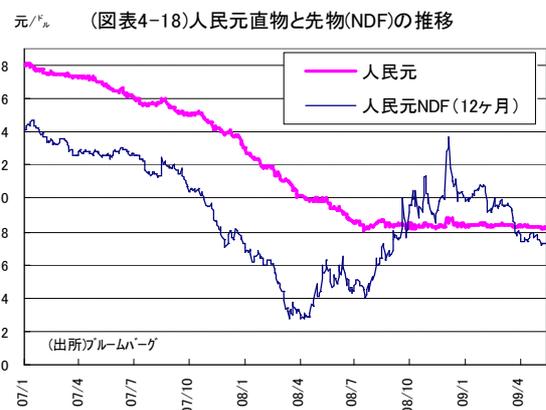


こうした融資額の急増が、景気回復の一因になっているのは確かだが、その一方で一部が实体经济には回らず、株式投資等に回った結果、上海総合指数を押し上げた可能性なども指摘されている。1-3 月期の新規融資額のうち、割引短期証券を通じた融資が全体の 32%という異常に高い割合を占めている点が疑わしいとされる部分で、上海の現地紙によれば、このうち 5 分の 1 が实体经济に流れていない可能性があるとのことだ。

人民銀行は、1-3 月期の「金融政策執行報告」において、「融資の伸びを適度に抑制し、政府の重点政策に適切に配分されるよう、指導の強化が必要」としている。また、主要商業銀行 5 行の融資責任者を集め、「より安定的で合理的な」ペースで融資を行うよう、直接指導に乗り出している。デフレ懸念が残る一方で、こうした過剰流動性の問題も考慮しなければならないため、金融当局は今後も難しいかじ取りを余儀なくされることになる。金融政策は年内据え置きの可能性が高まったといえそうだ。景気動向次第では追加利下げの可能性は残るものの、利下げ余地が大きくないことは確かである。

### (8) 元高への誘導再開は 2010 年か

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割上昇してきたが、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4-18)。



ただ、ここへきて、景気回復期待が高まってきたこともあり、日によっては人民銀行が毎日の対ドル基準値をやや高めの方に設定する日が見られる。

世界の金融システムがまだまだ不安定なことや、中国経済も回復基調にあるとはいっても先行き不透明感がまだ強いことから、一段の上昇をすぐに容認するとは考えにくい。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。景気回復基調がしっかりとしたものになったことを確認したうえで、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 価格は再上昇

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、その後は再び上昇基調をたどっている（図表5-1）。リーマン・ショック後に各国が矢継ぎ早に財政・金融政策を打ち出したことで、市場では世界景気の先行きに対する悲観論が後退しており、リスク許容度の低下傾向に巻き戻しの動きが生じていることが背景だ。

### (2) 過度な期待感が背景である可能性大

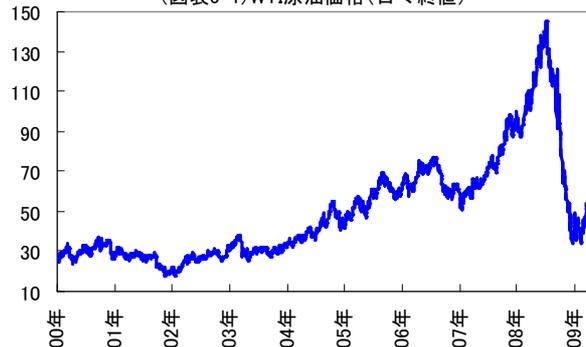
確かに、各国の経済指標には下げ止まりの兆しが見られるようになってきており、世界景気は安定化の方向へ進み始めた可能性が高い。各国が打ち出した経済対策の効果が本格化するのはいずれかとみられることが、原油需要回復期待に繋がっていることも理解できる。しかし、金融危機の影響は今後も熾ぶり続けると見られ、世界景気は2010年にかけて緩やかな回復にとどまる見通しだ。足元の価格上昇は、期待先行で買われ過ぎている面が強いと考える。米国の原油在庫の動きをみても、足元では湾岸戦争のあった1990年以来的水準まで積み上がっており（図表5-2）、最近の原油価格の値上がりファンダメンタルズからは説明しにくい状況となっている。

供給面から考えても、OPEC高官からは、減産を実施することによって原油価格が一段と上昇した場合に、世界経済にどういった影響を与えるか考える必要があるといった趣旨の発言が出てきており、これ以上の追加減産に踏み切る可能性は低いと考える（図表5-3）。

### (3) WTI は上昇基調たどるも、上昇ペースは緩慢

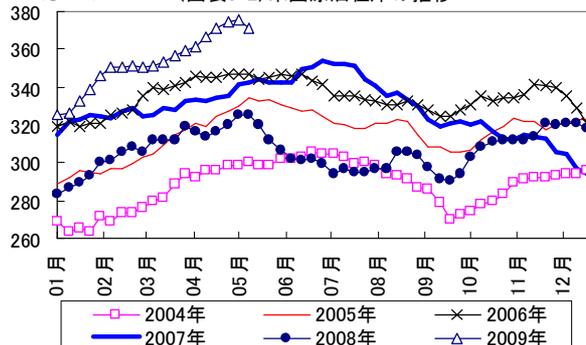
足元の WTI は、2008年の価格急騰局面のように、ファンダメンタルズの裏付けがないまま、各国の対策効果などに対する過度な期待感から買われている可能性が高い。しかしながら、2010年末にかけての世界景気は極めて緩やかな回復にとどまる可能性が高く、原油需給が極端に逼迫するような事態は起こらないと予想する。このため、目先の WTI 価格は期待感の剥落から一旦調整含みの展開となろう。米国景気の持ち直しが予想される年後半以降、原油価格は再び上昇基調をたどるが、景気回復ペースは緩やかなものにとどまると見られるため、上昇ピッチも鈍いだろう。WTI（年平均）は、2009年が49ドル/バレル、2010年は59ドル/バレルを予想する。

ドル/バレル (図表5-1) WTI原油価格(日々終値)



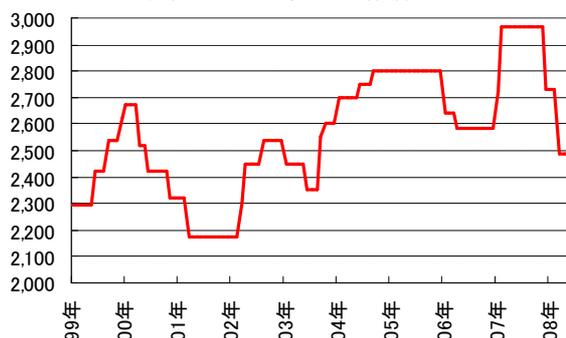
(出所) NYMEX

100万バレル (図表5-2) 米国原油在庫の推移



(出所) EIA

万バレル/日 (図表5-3) OPEC原油生産枠(除くイラク)



(出所) OPEC

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。