

明治安田生命

2009-2010年度経済見通しについて

～対策効果一巡で再減速へ、2010年度も「本格回復」は期待できず～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2009年4-6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 ▲2.9%	2010年度 0.7%
名目GDP成長率：2009年度 ▲3.6%	2010年度 0.0%

2. 要 点

- ①日本経済は既に景気拡張期に入っている可能性が高いが、順調な回復軌道の持続は見込みがたない。経済対策の効果一巡が予想される2010年度前半にかけては、再び停滞色が強まる展開を予想する。2010年度後半は外需主導で再び上向くも、本格回復とは呼べない状態が続こう。
- ②雇用・所得環境の悪化を背景に、個人消費は7-9月期以降再び減速、住宅投資も低迷が続く。ストック調整圧力を反映し設備投資は一段と減少の可能性大。公共投資は、経済対策の効果で大きく伸びるも、2010年度は反動減が懸念される。輸出は、足元の反動増的な局面が一巡した後はいったん鈍化に向かうが、米国景気安定に伴い、2010年度後半は再度上向く。
- ③需給ギャップの大幅な拡大を背景に、コアCPIは2010年度にかけてもマイナス基調が続く可能性が高い。日銀は一連の企業金融支援のさらなる延長を余儀なくされよう。デフレ色の強い状態が続くため、2010年度後半にかけても景気回復の実感はなかなか出てこない。

〈主要計数表〉

	2008年度 (実績)	2009年度		2010年度	
			2009/5時点		2009/5時点
実質成長率	▲3.2%	▲2.9%	▲4.2%	0.7%	1.0%
成長率寄与度・内需	▲2.0%	▲2.6%	▲2.4%	▲0.8%	0.3%
・外需	▲1.2%	▲0.3%	▲1.8%	1.5%	0.7%
名目成長率	▲3.5%	▲3.6%	▲3.6%	0.0%	0.8%

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	-3.2%	-2.9%	0.7%	-3.5%	-3.1%	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.6%
民間最終消費支出	-0.5%	-0.4%	0.2%	-0.7%	-1.2%	0.8%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.3%
民間住宅投資	-3.1%	-18.9%	-3.4%	2.6%	-5.7%	-9.5%	-7.1%	-5.0%	-1.9%	0.1%	0.9%	4.1%	-1.2%
民間設備投資	-9.6%	-19.9%	-4.1%	-7.1%	-8.5%	-4.3%	-4.9%	-4.5%	-2.0%	0.1%	0.3%	0.8%	1.2%
政府最終消費支出	0.3%	0.7%	0.2%	1.3%	0.1%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.2%	-0.1%
公的固定資本形成	-4.4%	21.0%	-11.7%	2.2%	2.6%	8.1%	6.8%	6.1%	0.0%	-7.8%	-5.9%	-6.8%	-3.8%
財貨・サービスの輸出	-10.2%	-13.1%	12.8%	-13.6%	-22.5%	6.3%	6.9%	4.0%	3.1%	2.1%	2.4%	2.9%	3.6%
財貨・サービスの輸入	-3.7%	-15.4%	1.7%	2.5%	-14.9%	-5.1%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	1.4%	1.8%
名目GDP	-3.5%	-3.6%	0.0%	-1.3%	-2.6%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.4%	0.5%
GDPデフレーター(前年比)	-0.3%	-0.7%	-0.8%	0.6%	1.1%	0.4%	1.0%	-1.6%	-2.4%	-1.5%	-0.9%	-0.5%	-0.2%

(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	-3.2%	-2.9%	0.7%	-3.5%	-3.1%	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.6%
民間最終消費支出	-0.3%	-0.2%	0.1%	-0.4%	-0.7%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
民間設備投資	-1.5%	-3.0%	-0.5%	-1.1%	-1.2%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	-0.2%	0.7%	-0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.1%
在庫品増加	0.0%	-0.3%	0.2%	0.5%	-0.2%	-0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出	-1.2%	-0.3%	1.5%	-2.5%	-1.5%	1.3%	0.9%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
財貨・サービスの輸出	-1.8%	-1.9%	1.7%	-2.2%	-3.3%	0.7%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
財貨・サービスの輸入	0.6%	1.7%	-0.2%	-0.3%	1.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-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)	-12.7%	-13.3%	3.5%	-14.5%	-34.6%	-27.8%	-21.5%	-10.1%	16.0%	7.1%	2.5%	2.0%	2.7%
消費者物価指数(前年比)	1.1%	-1.4%	-0.6%	1.0%	-0.1%	-1.0%	-2.1%	-2.0%	-0.5%	-0.5%	-0.8%	-0.6%	-0.6%
除く生鮮食品(前年比)	1.2%	-1.3%	-0.6%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.1%	-1.8%	-0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.6%	-0.6%
国内企業物価指数(前年比)	3.2%	-4.8%	0.3%	2.6%	-1.8%	-5.4%	-8.0%	-4.3%	-1.2%	0.1%	0.0%	0.3%	0.6%
完全失業率(季調済:平均)	4.1%	5.8%	6.0%	4.0%	4.4%	5.2%	5.7%	6.0%	6.1%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%
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)	100円	96円	104円	96円	94円	97円	93円	94円	98円	101円	103円	105円	108円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

日本経済は既に景気拡張期に入っている可能性が高いが、順調な回復軌道の持続は見込みがたい。経済対策の効果が息切れすると予想される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も想定される。2010年度後半には、米国景気の回復にやや遅れて再び上向く展開を予想するが、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。

4-6月期は設備投資と住宅投資の低迷が続く一方、景気悪化の最大の要因であった輸出が中国向けを中心に回復に転じた。個人消費も定額給付金やエコカー減税・補助金、エコポイントなど一連の経済対策の効果などによって持ち直した。公共投資も順調に拡大し、実質GDP成長率のプラス転換に寄与した。

しかしながら、今後の景気動向については楽観視できない。4-6月期の個人消費は回復に転じたものの、賞与の大幅減や失業率の上昇など、今後も雇用・所得環境は厳しく、7-9月期以降は再度弱含む可能性が高い。住宅投資は、所得の減少や不動産価格の先安観などから引き続き低迷が続こう。設備投資は、設備稼働率が低水準であること、期待成長率の低下に伴って適正な資本ストックの水準が下がっていること、企業収益の悪化でキャッシュフローが減少していることなどから、今年度は大幅な減少が避けられない。ストック調整の進展に伴い、来年度は下げ止まると予想されるものの、本格回復は期待できず、底這いに近い状況が見込まれる。公共投資は、経済対策の効果で2009年度は大きく伸び、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、昨年秋以降の急減の反動増もあって、中国向けなどを中心に比較的堅調に推移しよう。ただし、反動増的な局面が一巡した後はやや伸びが鈍化すると予想する。

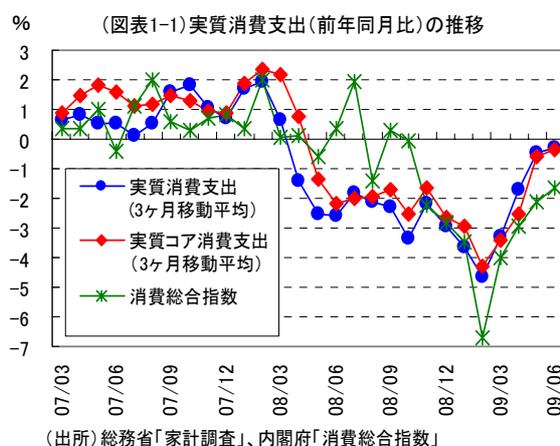
需給ギャップの拡大を背景に、消費者物価は今後一段と低下に向かうと考えられる。日銀はCP・社債の買入れなど一連の企業金融支援のさらなる延長を余儀なくされよう。

(1) 個人消費は再度弱含む見通し

昨年秋以降、急速な景気後退が進む中で、個人消費は大きく落ち込んだが、2月をボトムとして3月以降は改善に転じている(図表1-1)。

個人消費が改善に転じた要因としては、定額給付金の支給(3月2日開始)、高速道路料金の休日割引(3月28日開始)、エコカー減税の導入(4月1日開始)、エコカー購入に補助金支給(4月10日遡及適用)、省エネ家電へのエコポイント付与(5月15日開始)などの一連の経済対策の効果に加え、メーカー・小売各社が消費者の節約志向に合わせたマーケティング(低価格品へのシフトや各種セールの実施など)を実践したことなどが奏功したと考えられる。

個人消費がボトムを打ったのは2月であったが、消費者心理の動向を示す消費者態度指数は、既に12月を底に1月、2月と小幅ながら改善していた(図表1-2)。同指数を構成する4項目(暮らし向



き、収入の増え方、雇用環境、耐久消費財の買い時判断) 別に見る。

まずは「暮らし向き」だが、これは家計の消費生活全般の動向を尋ねたものであり、所得や物価に対する消費者の見方に左右される。「暮らし向き」が12月をボトムに1月から緩やかな改善に転じた要因は、原油価格の下落などを受けて、将来の物価が下落するとの見通しが増え始めたことに加え、1月27日に第2次補正予算が成立し、定額給付金の支給が決定したことなどが考えられる。

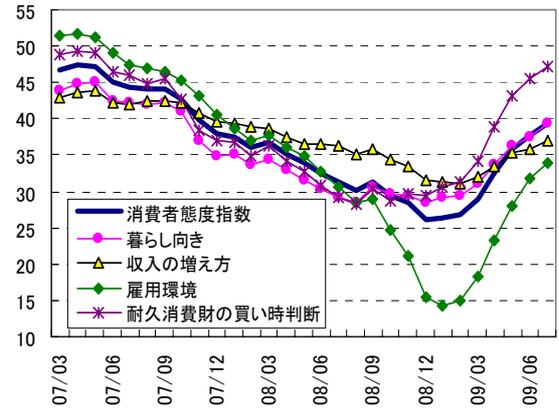
次に「収入の増え方」であるが、2月をボトムに3月から改善に転じている。製造業において在庫調整が進展し、今後増産に転じる(所定外給与が増える)との見通しが出始めたことに加え、3月10日を底に株価が上昇に転じ、景気回復が将来の給与・賞与が増加するとの期待に繋がったと見られる。

「雇用環境」は1月をボトムに2月から改善に転じている。その後、失業率が急上昇しているため、一見違和感があるが、消費者マインドという観点からは1月が底だったことを示している。製造業で生産調整が本格化し、新聞で「倒産」、「失業」、「派遣切り」という記事が掲載されたのは1月がピークであり、その後は減少に転じている(図表1-3)。マスコミが連日のように倒産や失業などに関する報道を行うことにより、実際には失業リスクが小さい消費者まで将来の雇用不安が高まってしまった可能性がある。その結果、1月の同指数は14.2ポイントと極端に低い水準にまで低下した。その後、生産調整の一巡、増産への転換などを背景に、行き過ぎた雇用不安が次第に和らいでいったと考えられる。

最後に「耐久消費財の買い時判断」であるが、3月以降に急ピッチで上昇している。これは3月にエコカー減税の実施が決定したこと、4月にエコカー購入時の補助金支給、省エネ家電にエコポイント付与が決定したことが要因となったようだ。

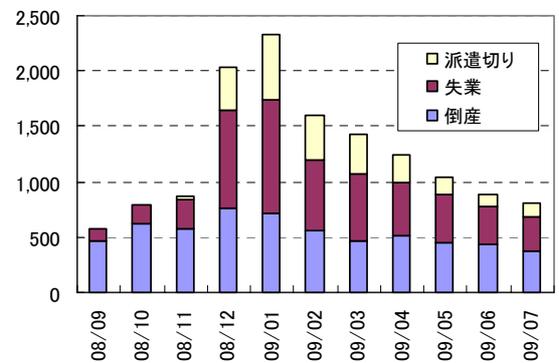
ただ、今後の個人消費は予断を許さない。日本経団連の集計によれば、主要企業の2009年夏季賞与は前年比▲17.15%(金額では15.6万円減)と、過去最悪(1999年:▲6.80%)を大幅に上回る厳しい結果になった(図表1-4)。ちなみに、これまで夏季賞与が前年比マイナスとなった年を調べてみても、7-9月期の個人消費にはほとんど影響が見られない。前年比▲6.80%になった1999年に関しても、民間最終消費支出(実質ベース)は4-6月期が前期比+0.4%で、7-9月期が同+0.2%であった。しかしながら、今夏は未曾有の大幅減であり、個人消費に相応の悪影響を及ぼすと考えるのが妥当だろう。

ポイント (図表1-2)消費者態度指数(全国・一般世帯)の推移



(出所)内閣府「消費動向調査」

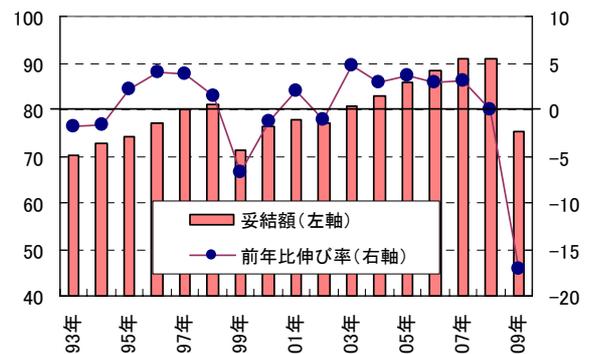
件 (図表1-3)雇用関連が新聞報道された件数の推移



※日本経済新聞、朝日新聞、読売新聞、毎日新聞に掲載された件数の合計値

(出所) 明治安田生命作成

万円 (図表1-4)夏季賞与妥結額の推移



(出所)日本経済団体連合会、旧日本経営者団体連盟

事実、多くの企業で賞与が支給される6月の個人消費に早くも悪影響が出始めている。家計調査によると、6月の実質消費支出は前年同月比+0.2%と、5月の同+0.3%からやや減速した。また、前月比（季調値）で見ても、6月の実質消費支出は▲0.3%と小幅ながら減少している。経済対策の効果によって、自動車や薄型テレビなどは好調であったが、パソコン、家具、衣料品、旅行、外食、教育などが落ち込んだ。小売業販売額を見ても、6月は前年同月比▲3.0%となり、5月の同▲2.7%からマイナス幅がやや拡大した。

7月以降は夏季賞与大幅減の悪影響が本格化する兆しが見え始めている。7月上旬に複数のメディアでボーナス商戦の出足が低調であることが報道された。エコカーや薄型テレビの販売は好調なもの、その他の消費は全般的に振るわない。消費者からは、「ボーナスが減ったので思い切って使えない」、「住宅ローンの返済だけで手いっぱい」、「冬のボーナスも不透明。現金を多く手元に置き、教育資金に充てたい」などの声が聞かれ、小売店からは、「消費者の財布のひもは予想以上に固い。低価格品へのシフトが進んでいる」といったコメントがあった。

7月の主要百貨店の既存店売上高は軒並み前年同月比2桁減となっており、6月よりもマイナス幅が大きく拡大した。6月にサマーセールを前倒しで実施した反動減という側面もあったようだが、夏季賞与の大幅減の影響を受けているとみるのが妥当だろう。また、定額給付金の支給が一段落し、その消費押し上げ効果が剥落してきた面も見逃せない。スーパーやコンビニ、外食、レジャーなども7月は低調と報道されており、この傾向は8月に入ってからも続いているようだ。7-9期の個人消費は前期比で再度マイナスとなる可能性が高いと予想される。

消費者態度指数は12月を底に年明け以降改善してきたが、今後に関しては楽観視できない。定額給付金の支給はほぼ完了したほか、原油価格の上昇を受けて足元のガソリン価格は再び上昇に転じている。夏季に続き、冬季の賞与も大幅な減少が避けられない状況だ。失業率の急上昇が続いており、消費者の雇用不安が再燃するリスクも残っている。消費者マインドが再度悪化する懸念は払拭しきれない。

6月の完全失業率は5.4%（完全失業者数は348万人）と過去最悪の5.5%に迫る水準に達している。内閣府の推計によると、2009年1-3月期の雇用保蔵者数（社内失業者数）は528万人から607万人とされている。これまでは企業は残業の削減や休日の増加など労働時間の短縮で対応してきたが、今後は本格的な雇用調整が行われる懸念が強い。雇用調整助成金（6月の対象労働者数は238万人）が失業率の悪化に歯止めをかける効果は引き続き期待されるものの、今秋には完全失業率は6%台に達すると予想している。

生産の回復を受けて所定外給与は改善しつつあるのに加え、エコカー減税・補助金や省エネ家電へのエコポイント付与などの経済対策の効果が今後も個人消費をある程度下支えすると思われることから、個人消費が底割れすることまでは想定しにくい。本格的な回復基調に乗ることも期待しづらく、10-12月期以降も停滞感の強い状況が続くだろう。

（2）住宅投資は低調な推移が続く

6月の新設住宅着工戸数は前年同月比▲32.4%と、7ヶ月連続で前年水準を下回った。季調済年率換算ベースでは74.9万戸となり、改正建築基準法の施行で新規着工が一時的にストップした2007年8、9月を除くと、1965年の統計開始以来、最低水準を記録したことになる。住宅着工戸数を利用関係別にみると、特に分譲住宅の落ち込みが顕著である（図表 1-5）。内訳をみると、分譲マンションが前年同月比で▲68.2%（6ヶ月連続で前年割れ）、分譲一戸建が同▲24.9%（9ヶ月連続で前年割れ）となっており、マンション市場の落ち込みが際立っている。

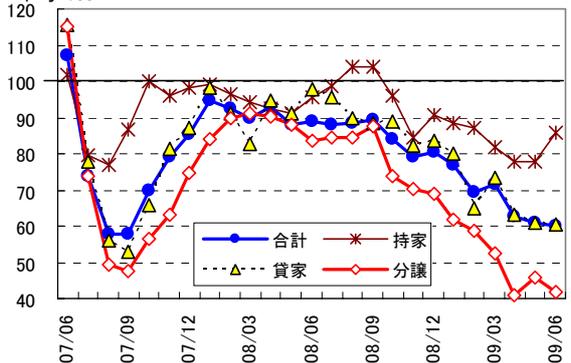
住宅着工の不振の背景には、雇用・所得環境の急激な悪化に伴う消費者のマインド萎縮、不動産価格の先安感台頭、過去3~4年に将来の住宅需要を先食いした可能性、物価下落観測の高まりによる実質債務負担増大への懸念などがある。住宅ローン減税の大幅拡充や住宅取得資金に関する贈与税非課税枠（500万円）の設定などの経済対策の効果は、これまでのところほとんど見られない。

一方で、中古住宅市場は比較的底堅い推移を続けている。首都圏のマンション市場を例にとると、新規マンションの契約件数（四半期ベース）は前年割れが続いているのに対し、中古マンションの成約件数（四半期ベース）は、リーマン・ショックで景気が急速に悪化した昨年10-12月期には一旦前年割れに転じたものの、足元では再び増加に転じている（図表1-6）。住宅購入を計画していた家計が、多額の負債を抱えることを敬遠する傾向を強めた結果、購入対象が新規物件から中古物件にシフトし、新規の着工を下押しする要因となっている可能性がある。2009年1-3月期、4-6月期における首都圏マンションの中古成約件数は、新規契約件数を上回った（図表1-7）。

6月の中古マンション成約物件の平均価格は2,481万円だったのに対し、新規マンションの平均価格は4,543万円だったことから、中古物件は新規物件の約半分の資金で購入できたことになる（図表1-8）。一般に、平均的なサラリーマン世帯が住宅を購入する際、理想的な物件価格は年収の5倍程度までと言われている。2008年の首都圏の平均年収は547万円なので、中古マンション価格の年収倍率は4.5倍となり、平均的なサラリーマン世帯が購入しやすい価格帯となっている。一方、新規マンション価格の年収倍率は8.3倍と、一般世帯にはなかなか手が出にくい価格水準である。

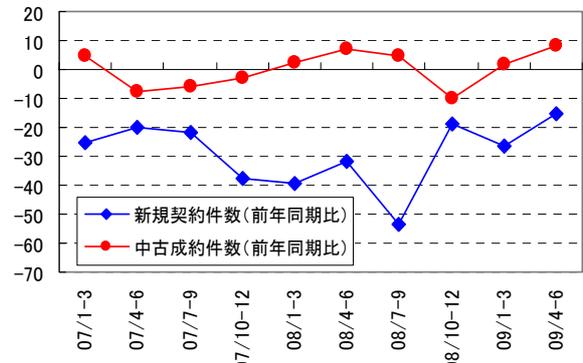
日本の住宅市場における中古マーケットのウエイトは約1割と言われており、米国の約8割、英国の約9割に比べれば、極端に規模が小さい。住宅の耐久性の問題や流通市場が整備されていないことなどから、今後、中古住宅市場が急速に拡大する可能性は低いものの、所得の減少や年金不安、

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



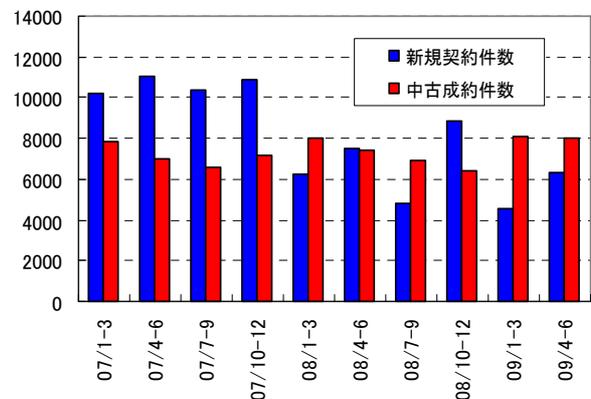
(出所)国土交通省「住宅着工統計」

(図表1-6)首都圏マンション市場(四半期)の動向



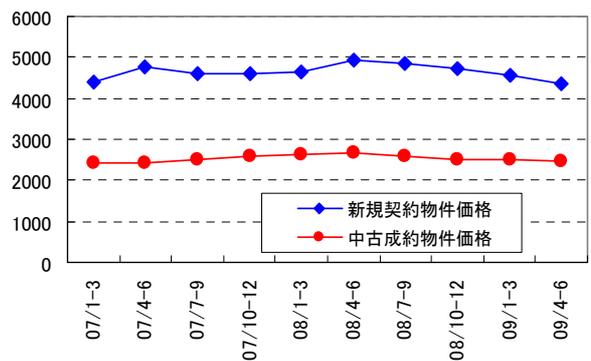
(出所)不動産経済研究所、東日本不動産流通機構

(図表1-7)首都圏マンション契約件数(四半期)の推移



(出所)不動産経済研究所、東日本不動産流通機構

(図表1-8)首都圏マンション物件価格(四半期)の推移



(出所)不動産経済研究所、東日本不動産流通機構

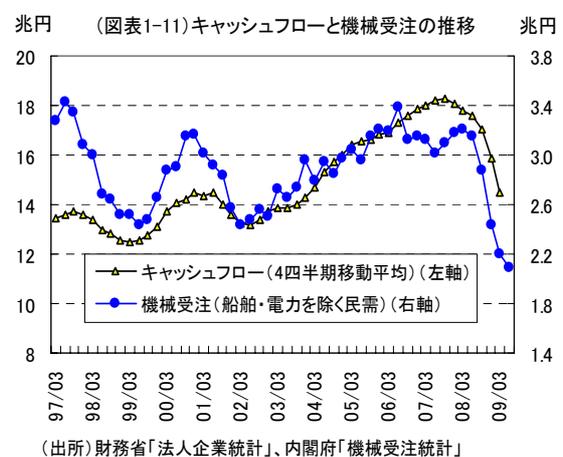
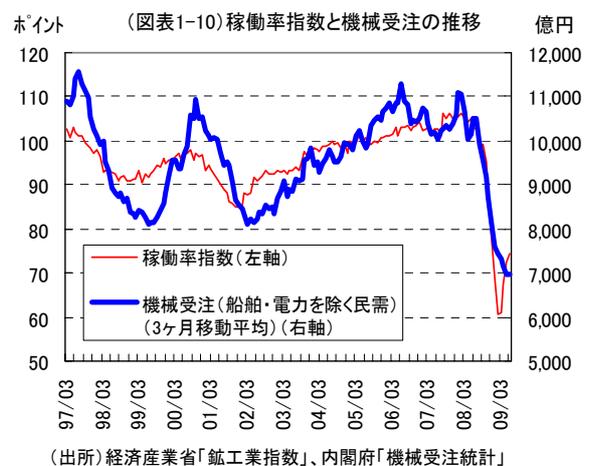
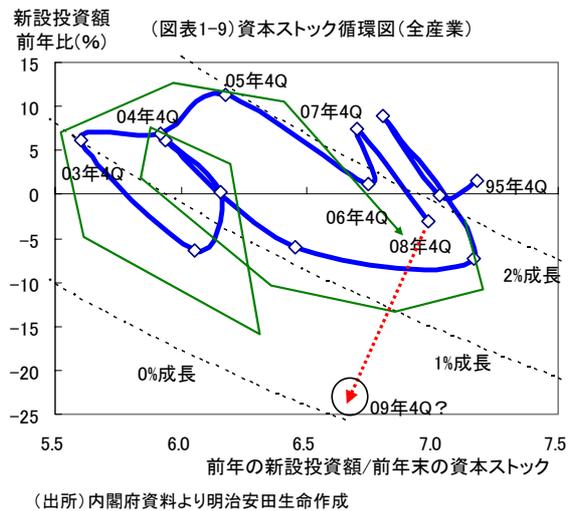
将来の増税懸念などから、家計の中古住宅に対するニーズは次第に高まっていくものと考えられる。ただこれは、新設住宅着工の抑制要因となり、GDP 統計の住宅投資にマイナスのインパクトを及ぼす。現在、約 6 兆円規模とされるリフォーム市場が活性化するといった押し上げ効果が見込まれるものの、1 件のリフォームと 1 件の新規住宅の金額の多寡を考えれば、GDP の住宅投資を一定程度穴埋めする程度にとどまろう。

(3) 設備投資は減少基調が続く

6 月調査の日銀短観では、設備判断 DI (過剰-不足) は、全規模・全産業ベースで +21 と、前回 3 月調査の +19 から 2 ポイント悪化した。また、2009 年度の設備投資計画 (全規模・全産業ベース) は、3 月調査の前年度比 ▲14.3% から同 ▲17.1% に下方修正された。

資本ストック循環図によれば、仮に期待成長率が 0.2% (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では、2009~2011 年度の日本の実質 GDP 成長率見通しは年度平均で 0.2%) まで低下し、企業がその水準に見合うように速やかにストック調整を進めようとした場合、設備投資は 2009 年末までに 2 割以上落ち込んでもおかしくない (図表 1-9)。2009 年度の設備投資は、6 月調査の日銀短観の計画値をさらに下回り、前年度比 ▲20% 程度落ち込むと予想する。

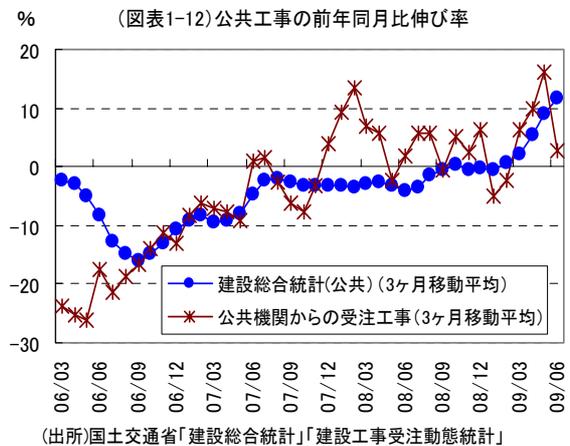
一方、在庫調整の進展や輸出の回復などによって生産が持ち直しつつあることは設備投資にとって明るい材料だ。企業経営者が設備投資を決断するうえで重要な要素は、設備稼働率とキャッシュフローである。稼働率指数と民間設備投資の先行指標である機械受注 (船舶・電力を除く民需、以下同) の推移を見ると、稼働率指数が底を打ってから機械受注が回復するまでには 6 ヶ月程度のタイムラグが存在する (図表 1-10)。また、キャッシュフロー (経常利益/2+減価償却費、4 期移動平均) が底を打つ時期と機械受注が回復に転じる時期はほぼ一致している (図表 1-11)。稼働率指数は既に 2 月に底を打って回復に転じており、キャッシュフローは今下期から企業業績が回復に転じる見通しであることから、今下期からキャッシュフローも増加に転じると見られる。したがって、昨年秋以降に急減した機械受注も今下期には下げ止まり、来年度からは設備投資も回復に転じると予想される。



ただ、個人消費は今後も停滞感の強い状況が続く見通しであり、輸出も欧米向けは急回復が期待しづらく、生産の回復も緩やかなものにとどまると予想される。したがって、設備投資が底打ちした後も、急回復は期待できず、当面は底這いに近い状況が続くだろう。

(4) 今年度の公共投資は大幅に増加

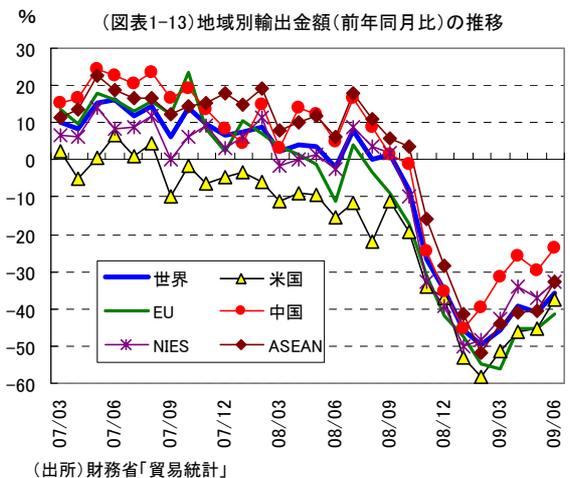
2008年9月に発足した麻生内閣は、急激な景気悪化に伴い、これまで相次いで景気対策を実施した。2008年度第1次補正予算(2008年10月成立)では公共事業関係費が6,839億円(修正減少額を差し引いた純増額では4,487億円)、第2次補正予算(2009年3月成立)では3,116億円(同1,363億円)がそれぞれ計上され、公共機関からの受注工事(3ヶ月移動平均)はプラス基調が定着しつつある(図表1-12)。建設総合統計(公共)(3ヶ月移動平均)も回復傾向を示しており、2009年2月以降は前年同月比プラスに転じている。出来高ベースでも公共投資は回復してきた。



2009年度補正予算(2009年5月成立)の公共事業関係費は2兆3,468億円であり、「地域活性化・公共投資臨時交付金」(1兆3,790億円)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、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。また、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、46の基金に約4.4兆円が計上されており、一部は公共投資に振り向けられることが想定される。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ものの、今年度の公的固定資本形成(実質)は内閣府の見通し(前年度比+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年度は逆に今年度の反動減が予想される。

(5) 輸出は中国・アジア諸国向けを中心に堅調に推移

昨年秋以降の金融危機が輸出の急激な減少を招いたことが、日本の景気悪化の最大の要因であった。ただ、輸出は2月を底に既に回復に転じている。牽引役となっているのが中国向けの輸出である(図1-13)。



日本から中国への輸出品は、資本財と生産財が中心であり、家電や自動車などの消費財は少ない。また、中国の地場メーカー向けというよりも現地に進出した日系メーカー向けという側面が強く、これまでは日本の対中輸出と中国の内需との相関関係は低かった。

一方、「日本の対中輸出」と「米國小売売上高」との相関関係は高い(図表1-14)。中国に進出した日系メーカーが米国に消費財(家電、衣料品、雑貨など)を大量に輸出していることが最大の要因である。日本の対中輸出は米国への「迂回輸出」

とも言われる所以だ。実際、昨年秋以降、米国の個人消費が急速に悪化すると、日本の対中輸出も大きく減少した。

ただ年明け以降は、日本の対中輸出が米国の個人消費の影響を強く受けるという構図に変化の兆しが見える。すなわち、米国の小売売上高は年明け以降も低迷・停滞が続いているが、日本の対中輸出は1月をボトムに回復に転じている。牽引役となっているのは、個人消費関連（電子部品・材料、自動車部品など）と社会インフラ関連（原動機、建設機械、重電、通信機など）である（図1-15）。

中国政府は内需拡大や地域格差縮小を目指して、家電や自動車の販売促進政策を強力に推し進めている。こうした経済対策の効果によって、中国国内で家電や自動車の販売が好調に推移しており、日本から電子部品・材料や自動車部品などの輸出が急速に回復している。また、中国は社会インフラ（鉄道、道路、空港、電力網など）の整備にも注力している。この分野については、日本企業への恩恵は相対的に小さいものの、原動機や建設機械、重電、通信機などの輸出が好調である。

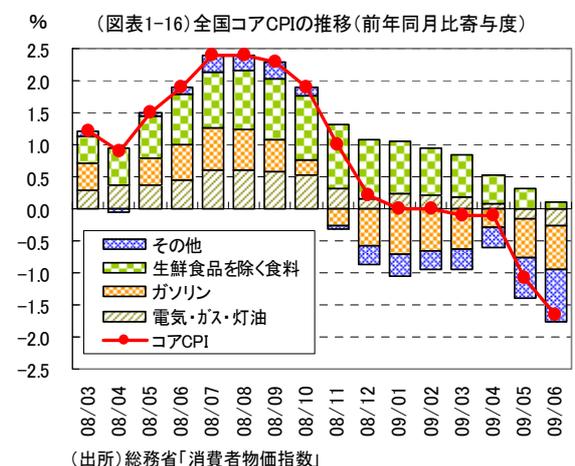
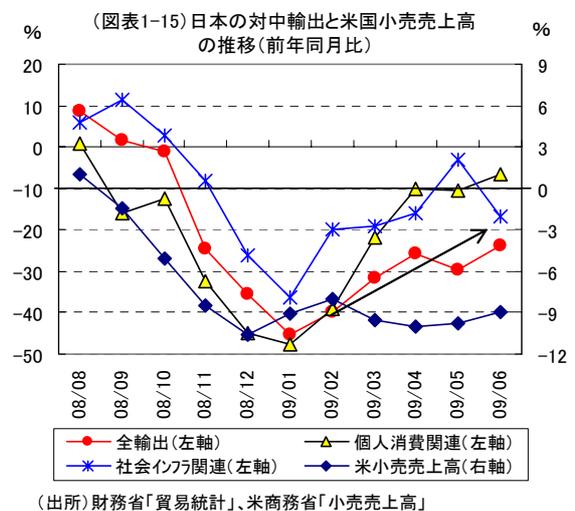
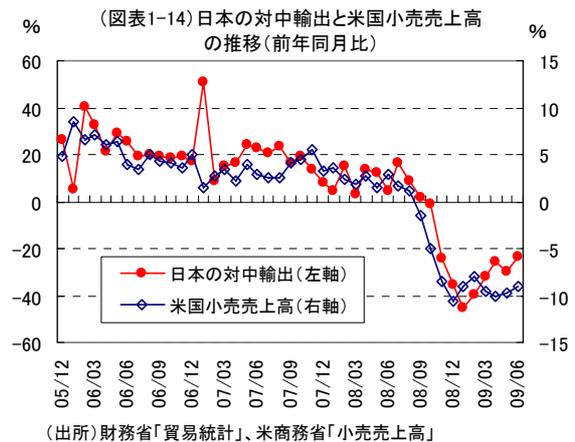
経済対策の効果もあって、当面は中国の家電、自動車、社会インフラ関連の需要は好調に推移すると予想され、日本の輸出回復に大きく貢献する状況が続こう。また、中国の内需が成長すれば、韓国や台湾、ASEAN 諸国などから中国への輸出も増加するため、日本からこれら諸国への資本財や生産財などの輸出も増加する。ただ、中国のGDP水準は米国のまだ4分の1程度に過ぎず、世界経済の牽引役になるほどの力は有していない。したがって、日本の輸出が本格回復に向かうためには、米国経済の回復に伴う世界経済の回復が不可欠だ。

目先は昨年秋以降の輸出急減の反動増もあって、輸出は比較的堅調に推移すると見込まれるものの、その効果が一巡した後は伸び率がやや鈍化することが懸念される。

（6）デフレ基調は長期化

全国コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）の推移を見ると、5月は前年同月比▲1.1%、6月は同▲1.7%とマイナス幅が急速に拡大しつつある。

（図表1-16）。ガソリンや電気・ガス・灯油のマイナス寄与に加え、「その他」（消費者物価指数の構成要素から食料、ガソリン、電気、ガス、灯油を除いたもの）のマイナス寄与が拡大している。とりわけ、テレビ、パソコン、カメラなどの家電製品、燃油サーチャージが引き下げられた外国パック旅行、



休日割引が導入された高速道路料金などの値下がりが目立つ。

コアコア CPI（食料〈酒類を除く〉及びエネルギーを除く消費者物価指数）の前年比も、年明け以降はマイナス幅が徐々に拡大している（1月：▲0.2%、2月：▲0.1%、3月：▲0.3%、4月：▲0.4%、5月：▲0.5%、6月：▲0.7%）。

コアコア CPI 低下の背景には、マイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）の拡大がある。当Gがコブ・ダグラス型の生産関数を用いて試算した結果によると、1990年前後の潜在成長率は4%程度であったが、その後は長期にわたる設備投資の抑制や就業人口の伸び悩み（1998年からは減少）などを背景に低下トレンドが続き、2000年には2%程度、足元では1%程度にまで低下している（図表1-17）。この推計に基づく、2009年4-6月期の需給ギャップは▲7.5%程度、年間約40兆円の需要不足と試算される。

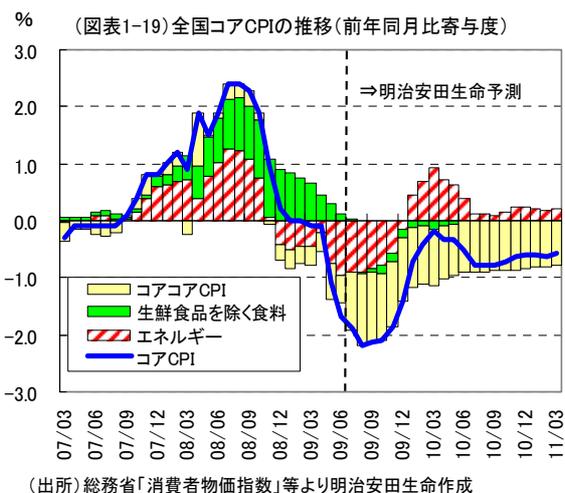
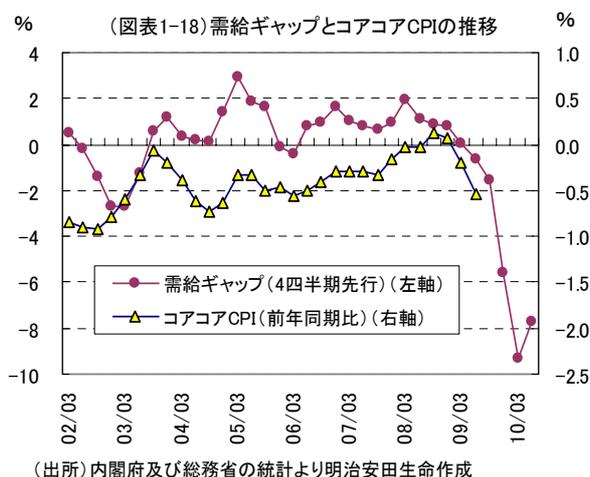
需給ギャップのマイナス基調が続いたことなどを背景に、コアコア CPI は長期にわたって低下傾向を示しており、四半期単位で見ると、1998年10-12月期から2008年4-6月期まで約10年間にわたり前年比マイナスが続いている。

需給ギャップとコアコア CPI の関係は必ずしも安定的ではないが、2002年以降は需給ギャップの低下に約1年遅れてコアコア CPI が低下する傾向が見て取れる（図表1-18）。既に景気は最悪期を脱しつつあるものの、コアコア CPI の低下はむしろこれから本格化してくる可能性もある。

就業人口の減少傾向などを背景に、今後も潜在成長率はさらに低下する見通しである。当Gの試算では、年率2%程度の経済成長が続くと仮定しても、需給ギャップの解消には約5年かかる。したがって、コアコア CPI の低下基調も長期化すると予想される。

コア CPI は既に6月に前年同月比で▲1.7%まで低下しているが、夏から秋にかけて同▲2%をやや上回るマイナスとなろう（図表1-19）。コアコア CPI の低下基調が続くと予想されるうえ、エネルギーのマイナス寄与も引き続き高水準なことが要因である。

昨年7月に147ドルまで上昇した原油価格（WTI先物、中心限月）は、その後急落し、12月には33ドルにまで下落した。年明け以降は再び上昇トレンドに転じ、8月7日には70ドルにまで戻している。原油価格の動向がガソリン価格に反映されるのは1ヶ月後、灯油は2ヶ月後、電気・ガス料金は3~5ヶ月後が目処である。



昨年 12 月以降、エネルギー価格はコア CPI の押し下げ要因として作用してきたが、原油価格が今後緩やかに下落すると仮定しても、今秋以降はエネルギー価格のマイナス寄与は縮小し、年明け以降はプラス寄与に転じると予想される。コア CPI の前年比マイナス幅も今冬には縮小するだろうが、エネルギー価格のプラス寄与が一巡する来春以降はコア CPI のマイナス幅は再び拡大する可能性がある。デフレ基調は当分続く見通しだ。

(7) 金融政策は緩和基調を継続

7 月 14、15 日に開催された金融政策決定会合で、CP・社債の買入れなど企業金融支援策が 9 月末から 12 月末に 3 ヶ月延長された。需給ギャップの拡大を背景としたデフレ圧力は強く、コアコア CPI の下落は今後本格化してくると見られることから、日銀は当面、デフレスパイラルへの警戒を解くことはできないだろう。失業率も過去最悪の 5.5% を突破するのはもはや時間の問題であり、今秋には 6% を超えると予想される。各種対策効果の息切れにより、2009 年度後半から 2010 年度前半にかけては、景気の先行きへの不透明感が再度高まる懸念も強い。政府が追加景気対策を打ち出す可能性もあり、それと前後して、企業金融に関わる各種時限措置の多くは再延長される可能性が高い。場合によっては、さらなる追加策の打ち出しを余儀なくされる展開もありえよう。

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。日銀が引き締め転じるタイミングは 2011 年度以降にずれこもう。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、2007年12月から戦後最長の後退局面が続いているが、政府による巨額の景気対策の効果で、2009年7-9月期は5四半期ぶりのプラス成長となる可能性が高い。その後も、景気対策の効果が続くこと、住宅市場に底打ちの兆しが見えつつあることなどから、回復基調が続くとみているが、ペースは極めて緩慢なものにとどまろう。

個人消費は、雇用・所得環境の悪化などから低調な推移が続いている。住宅市場の底打ちなどから年末にかけて持ち直しに向かうとみているが、雇用・所得環境の悪化の継続や、家計のバランスシート調整が下押し要因になろう。

住宅市場は、2005年後半をピークに縮小傾向が続いてきたが、販売や着工件数の増加、新築在庫件数の減少等、底打ちに向けた動きが見られる。割高感も薄れていることから、販売や着工は緩やかな持ち直しが続くとみている。

設備投資は、生産の落ち込みによる設備稼働率の低下、期待成長率の低下に伴う設備過剰感の高まり、企業金融の引き締めなどから減少が続いている。個人消費や住宅市場の持ち直しに伴い、企業業績も次第に上向くと考えられ、2010年以降には底打ちに向かうと予想する。

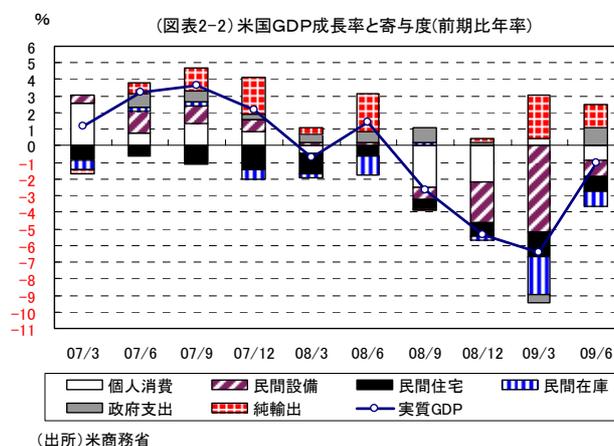
FRBは異例の低金利を長期にわたり継続する方針を示している。今後、FRBは様子見姿勢を続ける可能性が高く、利上げに踏み切るのは、早くても2010年後半以降とみている。

(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2008年								2009年				2010年			
	2008年	2009年	2010年	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12	09/9	09/12	10/3	10/6	10/9	10/12	
実質GDP	0.4%	-2.9%	1.5%	-5.4%	-6.4%	-1.0%	0.8%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	0.8%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	
個人消費支出	-0.2%	-1.0%	0.7%	-3.1%	0.6%	-1.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%	1.7%	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%	1.7%	
民間住宅投資	-22.9%	-24.7%	-3.1%	-23.2%	-38.2%	-29.3%	-12.5%	0.2%	0.6%	1.3%	2.0%	2.8%	-12.5%	0.2%	0.6%	1.3%	2.0%	2.8%	
民間設備投資	1.6%	-18.2%	-1.6%	-19.4%	-39.2%	-8.9%	-6.8%	-4.6%	0.4%	1.3%	1.8%	2.3%	-6.8%	-4.6%	0.4%	1.3%	1.8%	2.3%	
民間在庫(寄与度)	-0.4%	-0.8%	0.2%	-0.6%	-2.4%	-0.8%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
純輸出(寄与度)	1.2%	1.1%	0.2%	0.5%	2.6%	1.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
輸出	5.4%	-12.3%	5.0%	-19.5%	-29.9%	-6.9%	4.3%	7.2%	6.3%	5.1%	5.7%	6.2%	4.3%	7.2%	6.3%	5.1%	5.7%	6.2%	
輸入	-3.2%	-16.4%	2.6%	-16.7%	-36.4%	-15.1%	2.2%	4.2%	4.6%	3.7%	3.8%	4.0%	2.2%	4.2%	4.6%	3.7%	3.8%	4.0%	
政府支出	3.1%	2.7%	4.0%	1.2%	-2.6%	5.6%	7.3%	5.8%	4.0%	2.8%	1.4%	0.4%	7.3%	5.8%	4.0%	2.8%	1.4%	0.4%	
内需	-0.7%	-4.0%	1.2%	-5.5%	-8.6%	-2.3%	0.6%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	0.6%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	
国内最終需要	-0.4%	-3.2%	1.1%	-4.9%	-6.4%	-1.5%	0.6%	1.1%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	0.6%	1.1%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	

(1) 7-9月期は5四半期ぶりのプラス成長に

4-6月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率▲1.0%となった。1947年の統計開始以来、初めて4四半期連続のマイナス成長となったものの、1-3月期の同▲6.4%からマイナス幅は大きく縮小した(図表2-2)。景気対策の効果などで、政府支出が同▲2.6%→+5.6%と増加に転じたほか、設備投資が同▲39.2%→▲8.9%、住宅投資は同▲38.2%→▲29.3%、在庫投資の寄与度も▲2.4%→▲0.8%ポイントと、それぞれマイナス幅が縮小した。一方で、個人消費は前期比年率



+0.6%→▲1.2%と再び減少に転じている

米国経済は、2007年12月から戦後最長の後退局面が続いているが、政府による巨額の景気対策の効果で、2009年7-9月期は5四半期ぶりのプラス成長となる可能性が高い。その後も景気対策の効果が続くこと、住宅市場に底打ちの兆しが見えつつあることなどから、回復基調が続くとみている。ただし、借入に依存した過剰消費体質が修正を迫られていること、企業金融・消費者金融の引き締まりが持続していること、金融機関の経営不安も残っていること等から、極めて緩慢な回復にとどまると予想する。

(2) 個人消費は緩慢な回復へ

個人消費は、一部に下げ止まりの兆しが見えつつあるものの、雇用・所得環境の悪化や家計がバランスシート調整的な動きを強めていることなどから、依然低調な推移が続いている。

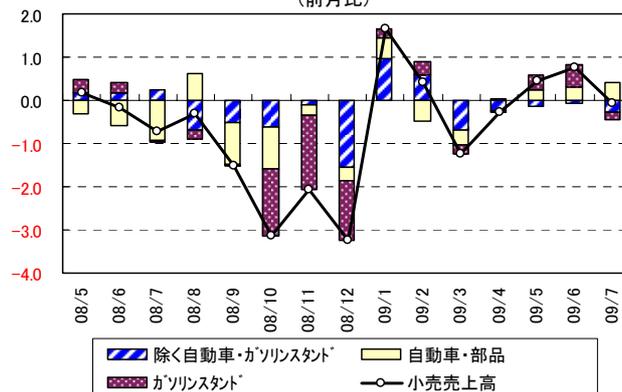
6月の名目個人消費支出は前月比0.4%の増加と、5月に続き2ヶ月連続で増加している。ただ、一時30ドル台にまで低下していた原油価格が70ドル近辺まで上昇した影響が大きく、実質ベースでは、前月比0.1%の減少と、5月の横ばいを挟んで4ヶ月連続で減少している。7月の小売売上高は同0.1%の減少と、3ヶ月ぶりに減少に転じた。自動車とガソリンを除いたベースでは5ヶ月連続で減少している(図表2-3)。消費者マインドも、景気対策や金融政策への期待、株価の上昇が続いていたことなどから、5月までは改善傾向にあったが、6、7月は2ヶ月連続で低下している。

個人消費が低調な理由の一つに、雇用・所得環境の悪化が続いていることがある。7月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比24.7万人の減少となった。減少幅は徐々に縮小してきているものの、雇用者数の減少自体は依然として続いている(図表2-4)。雇用者数の減少は昨年1月から19ヶ月連続で、累計660万人に達した。

7月の失業率は2008年4月以来の低下となったが、職探しを諦め、労働市場から退出した人が増加したことにより、失業者数が減少したことが主因である。しかし、雇用者数の減少傾向は今後も続くと考えられることから、失業率は再び上昇に転じ、10%を超える可能性が高い。理由別に失業率の動きを見ると、転職等を意図する自発的失業者よりも、企業の人員削減を示す非自発的失業者の上昇が顕著となっている。また、期間別の失業者の推移を見ると、27週間以上失業が続いている長期失業者が増加しており、失業の長期化傾向が鮮明になってきている。

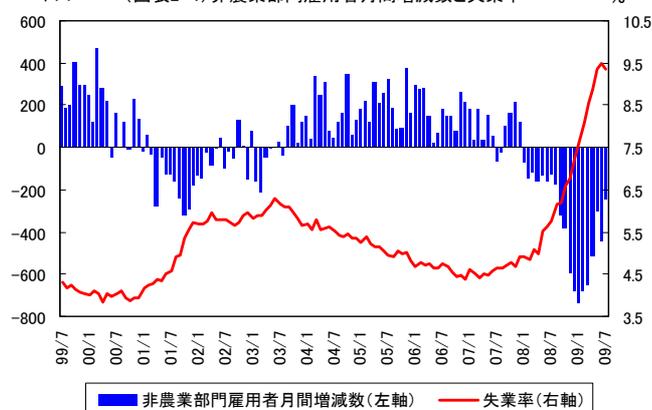
雇用者数が増加に転じるためには、まずは企業マインドの改善が必要である。ISM製造業指数の雇用指数は、依然として低水準にあるものの、徐々に持ち直してきている。今後は、大幅な減産を強いられている製造業で在庫調整が進むと考えられることから、企業マインドは緩やかながら改善に向かおう。企業マインドの改善や政府による景気対策の効果などから、雇用環境が改善に向かう

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



(出所)米商務省

千人 (図表2-4) 非農業部門雇用者月間増減数と失業率



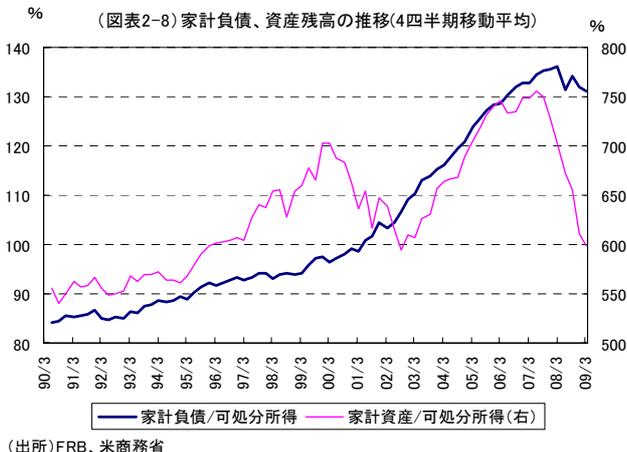
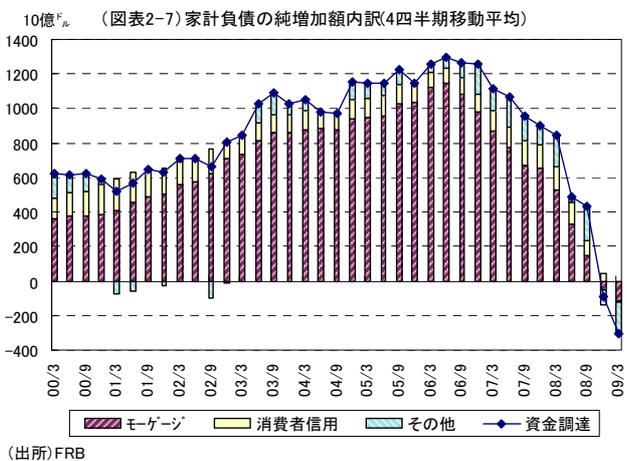
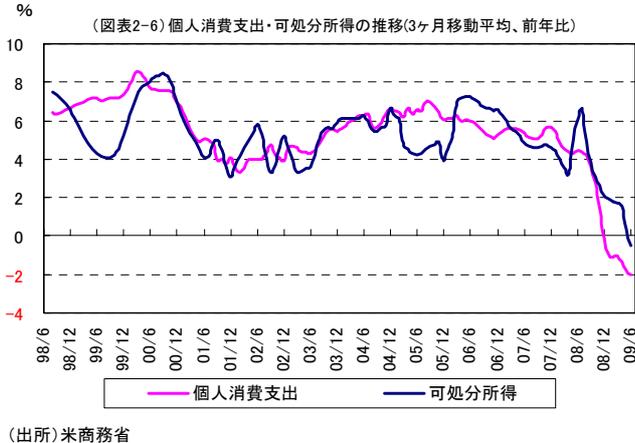
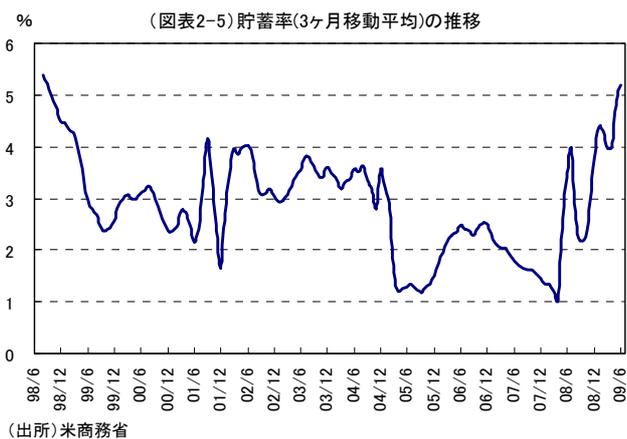
(出所)米労働省

のは2010年半ばあたりになるとみている。

雇用・所得環境の悪化に加えて、貯蓄率の上昇も個人消費の下押し要因となっている。2005年以降、概ね1-2%前後の水準で推移してきた貯蓄率は、この4-6月の平均では5.2%と、1998年以来の高水準にまで上昇した(図表2-5)。貯蓄率は、可処分所得から消費支出を引いたものを貯蓄とし、これを可処分所得で割ったものと定義される。可処分所得と個人消費支出は、2008年以前は比較的近い伸びが続いていたが、リーマン・ショックがあった2008年後半以降、可処分所得に比し、個人消費支出の伸びの鈍化幅が相対的に大きくなっており、所得の減少以上に消費を控えている姿が見られる(図表2-6)。

では、消費に回らなかった所得はどこに行ったのか。資金循環勘定を見ると、家計は2008年後半以降、負債を減少させているのを見てとれる(図表2-7)。家計の負債が純減となったのは、統計が遡及可能な1952年以降で初めてのことである。1990年代後半から2007年にかけて、家計は所得以上に消費や実物資産への投資を行い、不足分を借り入れによって補っていた。こうした構図を支えたのが、住宅バブルである。住宅価格が上昇し、資産が増加することによって、家計はその増加額を元にホームエクイティローンなどを組み、消費を増やしてきた。しかし、住宅バブルが崩壊し、その後の金融危機で株価も大きく下がった結果、家計のストックベースでの資産は大幅に減少してしまった(図表2-8)。そのため、家計は資産に見合った規模に負債を削減することを迫られた。このような動きがいわゆるバランスシート調整であるが、これが貯蓄率の上昇につながった。

家計のバランスシート調整がいつまで続くかが今後の個人消費に大きな影響を与える。資産残高はピークとなった2007年4-6月期から既に25%以上減少している。一方で、負債残高はピークとなった2007年10-12月期から5%程度しか減少していない。このペースで負債の削減が続くとすると、負債が資産に見合う規模にまで縮小するにはあと約4,5年はかかる計算となる。もちろん、今後、資産が拡大すれば、削減する債務は少なくて済むこ



とになるが、不動産価格は足元で下げ止まりつつあるように見えるとはいえ、差し押さえの増加などからもう一段低下する可能性も小さくない。

個人消費は、住宅市場の底打ちなどから年末にかけて持ち直しに向かうとみているが、雇用・所得環境の悪化や、家計のバランスシート調整が個人消費にとっての下押し要因になろう。今後貯蓄率が、1980年代から1990年代前半の平均である8.2%に徐々に上昇していくという前提のもとで、2010年までは当社予想通りの成長率が実現し、その後は潜在成長率並み（当社試算では2.2%）の成長が続くと仮定すると（可処分所得も同じペースで増加）、個人消費の伸びは年率1-2%前後にとどまる計算となる。

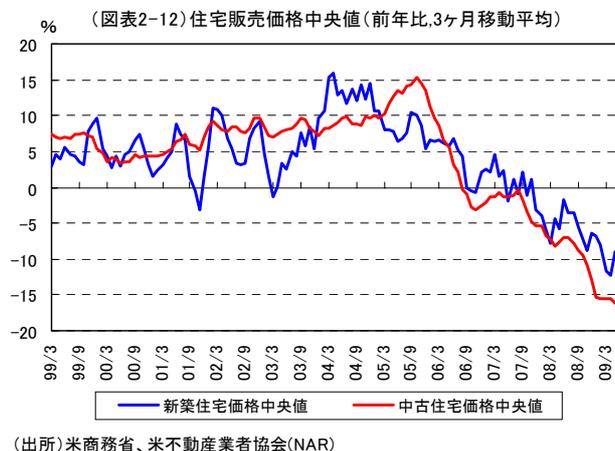
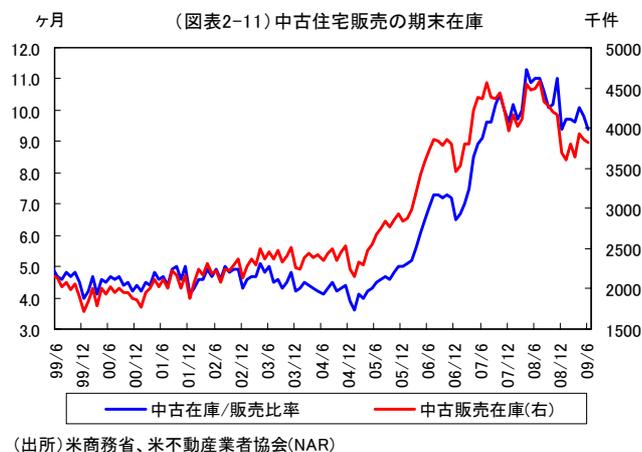
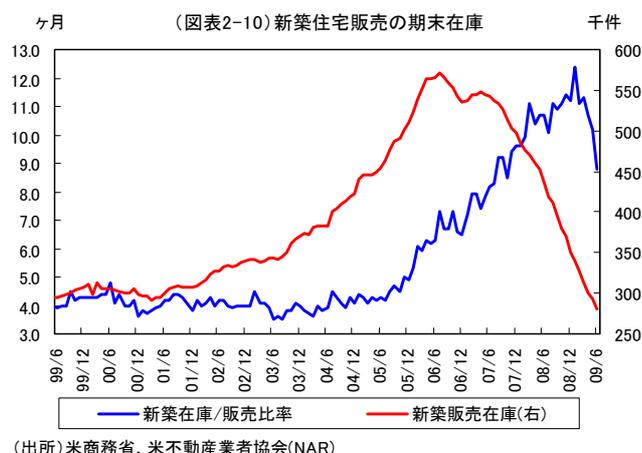
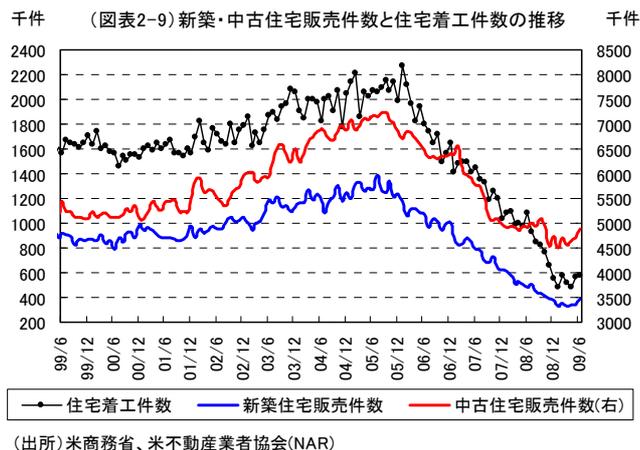
（3）住宅市場は緩やかな持ち直しが続く

住宅市場は、2005年後半をピークに縮小傾向が続いてきたが、販売や着工件数の増加、新築在庫件数の減少等、底打ちに向けた動きが見られる。

住宅着工件数は減少傾向が続いていたが、足元で下げ止まっている（図表2-9）。とりわけ、基調を示す一戸建ては、4ヶ月連続で増加している。着工件数の下げ止まりの理由としては、新築在庫の調整が進んだことが大きい。新築在庫件数は、2006年7月をピークに既に3年にわたり減少傾向が続いており、足元では住宅バブルが起きる以前の水準にまで低下している（図表2-10）。一方で、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は、2007年10月をピークに水準を切り下げていたが、差し押さえの増加により足元では横ばい圏での推移が続いている（図表2-11）。

販売件数にも底打ちの兆しが見られつつある。政府による住宅取得者に対する税額控除などの支援策や、FRB（米連邦準備制度理事会）によるMBSやGSE債の買い取りで、住宅ローン金利が低下していることなどから、新築・中古販売件数ともに3ヶ月連続で増加している。

住宅価格についても、6月の新築の販売価格（中央値）の前年比は12.0%減、中古の販売価格の前年比も15.4%減と2桁マイナスが続いているが、マイナス幅の拡大は止まりつつある（図表2-12）。



価格の低下が進んだことから、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通り越し、かなりの割安水準にある。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、販売や着工は緩やかな持ち直しが続くとみている。

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つつあるように見えるものの、雇用環境の悪化に伴い、差し押さえ件数が再び増加してきていることから、再度低下に向かう可能性が高い。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%以上下落しており、同指数の先物市場では、さらに10%近くの下落が見込まれている。価格の底打ちの時期は、販売や着工の回復後の2010年以降と予想する。

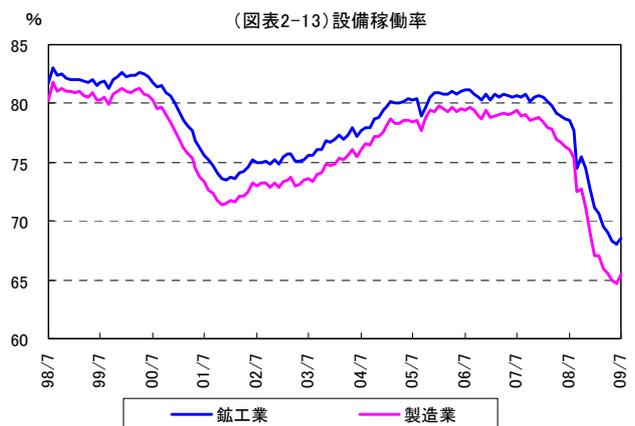
(4) 設備投資は低調な推移が続く

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

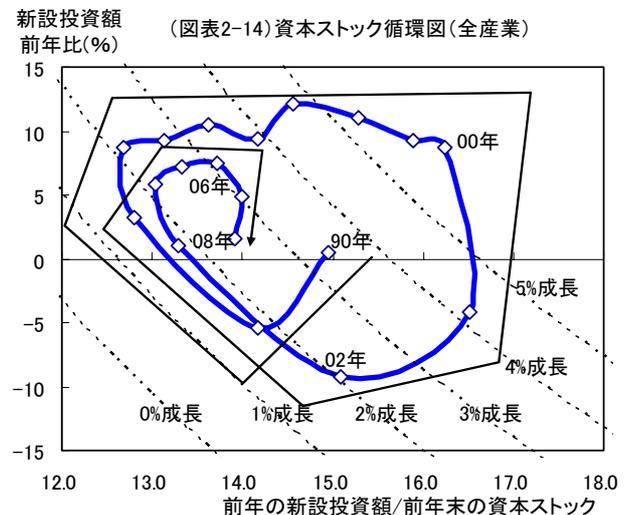
7月の鉱工業生産は9ヶ月ぶりの増加となったものの、買い替え促進策によって自動車が増加した影響が大きく、自動車を除くベースでは依然減少が続いている。在庫の調整は急ピッチで進んでいるものの、出荷や売上に対する比率はまだまだ高い水準にある。雇用環境の悪化が続く中では家計の需要の急回復は望めず、また、輸出が牽引役になるほどの海外景気の大幅な改善も見込めないため、生産は今しばらく低調な推移が続くと考えられる。

生産の落ち込みにより、設備稼働率は大きく低下し、1967年の統計開始以来の低水準にある(図表2-13)。また、企業の期待成長率も低下している可能性が高い。金融危機の影響が長期間残るとみられることや、家計の過剰消費体質は過去のものになったと考えられることなどから、米国の潜在成長率は以前の3%近辺から足元では2%前半まで低下しているとみられる。当面は、金融市場に脆弱さが残ること、雇用・所得環境の一段の悪化、住宅価格や株価の逆資産効果などから、潜在成長率を下回る低成長しか望めないとみている。

期待成長率の低下は、企業が考える適正な資本ストックの水準を引き下げることとなる。図表2-14の資本ストック循環図で、設備投資と資本ストックの状況を見ると、2006年にかけて3%の期待成長ラインに向かって資本ストックを積み増してきていたが、その後は設備投資の伸びを低下させながら2%の期待成長ラインに向かう動きとなっている。これは、保有する資本ストックが企業の必要とする水準に達し、2008年のリーマン・ショックなどを経て、期待成長率が低下する中で設備過剰感が高まり、設備投資を積極的に積み増そうとする意欲が低下したことを示している。今後



(出所)FRB



(出所)米商務省より明治安田生命作成

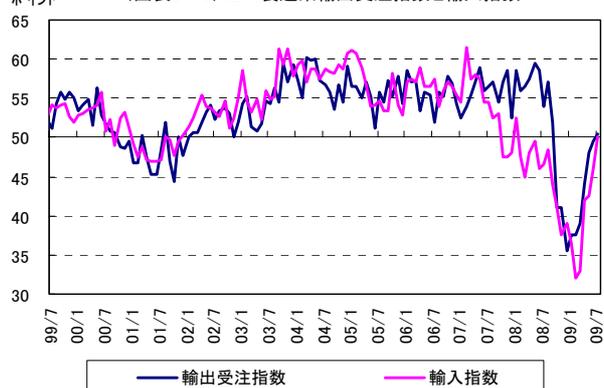
も、潜在成長率の低下から期待成長率が高まりにくい状況が続く、設備過剰感は簡単に解消しない可能性が高い。

今後は住宅市場や個人消費が徐々に回復に向かうとみられ、企業業績も次第に上向いていくと予想されることから、2010年以降は設備投資も底打ちに向かうと予想する。ただし、生産水準がピーク時に届かない状況が続く中、企業の設備過剰感が残るほか、金融システムも完全には回復しないとみられることから、設備投資の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

(5) 純輸出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、昨年後半に急激に縮小したが、このところ下げ止まりつつある。ISM 製造業指数を見ると、輸出受注指数は急速に落ち込んでいたが、今年に入って上昇が続いている。また、輸入指数も、内需の低迷から大きく低下したが、足元ではやはり上昇してきている(図表 2-15)。輸出入ともに急速に縮小した反動や、貿易信用の機能回復から、今後は比較的高い伸びに回復するとみる。ただし、米国家計が以前のよ

(図表2-15) ISM製造業輸出受注指数と輸入指数



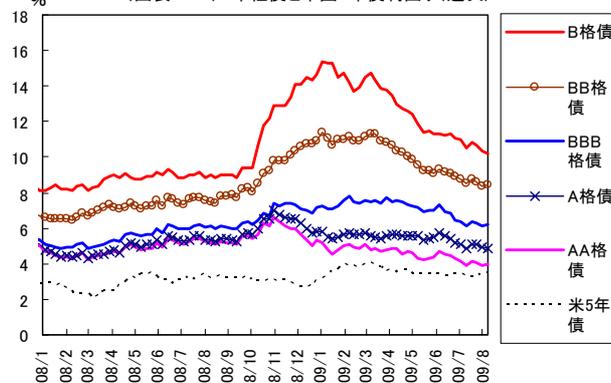
(出所)米サブプライムマネジメント協会(ISM)

うな過剰消費体質に戻るとは考えにくいため、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。

(6) 不良債権処理は長期戦に

昨年9月のリーマン・ショック以降、銀行間取引金利である LIBOR が一時急上昇していたが、世界的な経済・金融安定化への協調体制の構築や、ストレステストの実施、金融機関の決算の改善などによって安心感が広がり、足元では落ち着きを取り戻している。社債発行市場も回復しつつあり、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)。

(図表2-16) 5年社債と米国5年債利回り(週次)



(出所)Bloomberg

しかし、依然として不安材料が残る。4-6月期の大手銀行の決算は、1-3月期に続き大部分が黒字を確保したが、商業用不動産向けローンや個人向けローンの劣化など、本業での損失はむしろ拡大しており、子会社や保有株式の売却などで何とか黒字転換に成功した銀行もみられる。今後、失業率は10%を超えて上昇すると考えられ、個人向けを中心にローン債権の劣化がさらに進む可能性が高い。

このような不良債権を金融機関から買い取ることを通じ、金融機関のバランスシートを改善させることを目的として、PPIP(官民共同ファンド)が構想されていた。しかし、7月初旬に発表された詳細では、その規模は当初想定されていた1兆ドルから400億ドルへと大幅に縮小されている。規模が小さくなった理由の一つに、売り手となる金融機関のPPIPに参加するインセンティブが低下していることがある。時価会計の緩和や優良資産の売却による益出しもあって、大手金融機関の決算は大幅に改善しており、ストレステストの結果、追加の資本調達が必要とされた金融機関は政

府からお墨付きをもらった形になっている。しかし、これが逆に損切り覚悟で不良資産を切り離す意欲を低下させることとなり、PPIPの機能性を低下させる要因となっている。そのため、不良債権処理は長期戦となり、米国景気の下押し要因となり続ける可能性が高い。

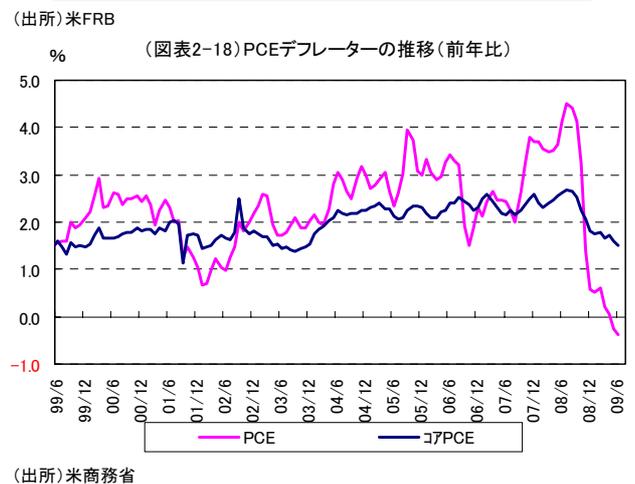
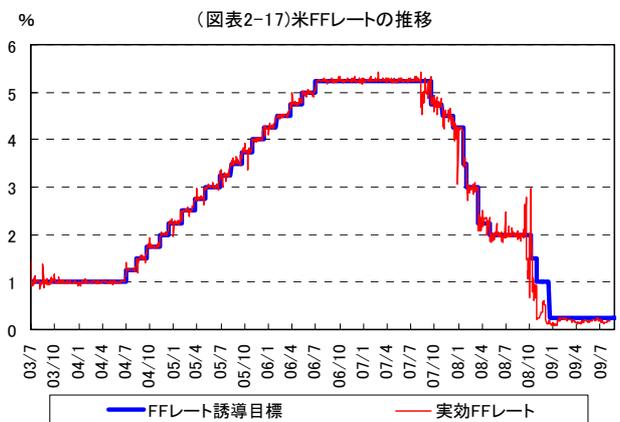
(7) 利上げは2010年の後半以降

7月21日、FRBのバーナンキ議長が半期に一度の議会証言を行った。景気については、「景気は安定化の兆しが見えつつある」とし、その背景として「個人消費の安定化、住宅部門の悪化ペースの鈍化、在庫削減ペースの鈍化」の3点が挙げられた。ただ一方で、「雇用環境の悪化が下振れリスクとなる」とし、来年にかけて失業率の高止まりが続く可能性が高く、それがただでさえ緩やかな米国景気の回復ペースを余計遅らせる可能性が指摘された。金融政策については、「雇用環境の悪化が景気の下振れリスクになるため、異例の低金利を長期にわたり継続する」方針が改めて示された(図表2-17)。また、「向こう2年間のインフレ圧力は抑制される」とし、現時点でのインフレへの懸念は行き過ぎだとした(図表2-18)。

ただ、市場が疑念を抱いているのは、いざインフレ懸念が台頭したときに、果たしてFRBが機動的に引き締めを行う手段を持っているのかという点である。これについては、「出口戦略の最も重要なツールは準備預金金利の引き上げ」とし、それだけで資金を吸収しきれない場合は、あらかじめ買い戻し条件付きで国債やMBSを市場に短期で売却するリバースレポや、財務省がTビル(短期国債)を発行し、その資金をFRBに預けること、あるいは銀行に対するターム預金の提供などがあるとされた。また、必要に応じて長期資産を売り切ることも可能とした。

通常の金融引き締め局面では、国債やMBSなどの資産を中銀が売却し、市場から資金を吸収することによって市場金利を引き上げるという手段がとられるが、今回のように大量に供給された資金を吸収するためには、大量の資産の売却が必要となるため、一度に実施した場合、債券市場の大混乱につながってしまう。もともと、準備預金に対する金利の付与は、短期金利の過度な下振れを抑制するために導入されたものだが、金利水準をさらに引き上げることによって、大量の国債などの資産売却を行わずに資金を吸収し、市場金利を引き上げることが可能となる。

8月11-12日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)では、国債の買い取りを10月末に終了することが決定された。これは出口戦略への地ならしと考えられる。出口戦略実施の時期について、議会証言では「需給ギャップの縮小や、労働市場が改善するなどの持続的な回復を見極め、インフレまたはインフレ期待が我々の反応を必要とするかを探る」としている。失業率の高止まりが続くリスクが高く、インフレは当面抑制された状態が続くというのがFRBの見解であることから、バーナンキ議長が挙げた戦略が採られるのは、早くても2010年の後半以降になるとみている。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつある。世界景気の底打ちや各種対策効果に支えられる形で、2009年後半にはプラス成長に回帰しよう。

ただし、成長市場だった中東欧諸国の景気は今暫く低迷が続く可能性が高く、貸出債権の不良化により、今後はユーロ圏金融機関の収益に一段の下押し圧力がかかる展開が見込まれる。スペインやアイルランド等を中心に住宅バブル崩壊の影響も根強く残る可能性が高い。加えて、足元の景気を下支えしている自動車買い替え支援策は2009年限りの時限措置であり、2010年にはそうした反動減が発生する。このため、2010年末にかけての景気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く、日本や米国景気に比べても弱めの推移が続くと予想する。

金融政策に関しては、ECBは現在実施中の各種流動性供給策の効果は今暫く見極める意向であること、中東欧に起因した金融不安が煽ぶることなどから、当面様子見姿勢が続く見込み。しかしながら、景気は緩やかながらも回復基調をたどることから、ECBは2010年後半に流動性供給策の縮小に動き出すと予想する。但し、政策金利の引き上げに関しては2011年以降にずれ込もう。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(09/06 期は合計のみ実績)

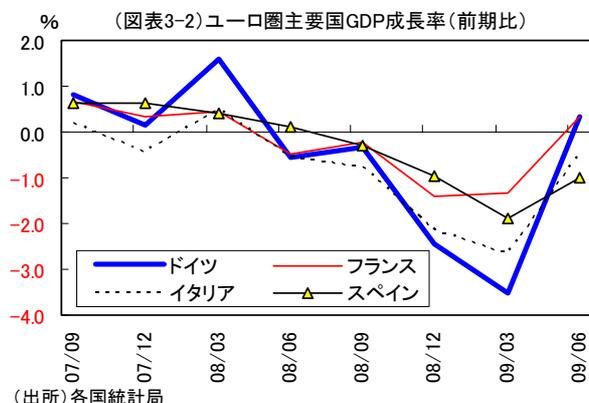
(前期比)	2008年			2009年					2010年			
	2008年	2009年	2010年	08/12	09/03	09/06	09/09	09/12	10/03	10/06	10/09	10/12
ユーロ圏GDP	0.6%	-4.1%	0.5%	-1.8%	-2.5%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
家計消費	0.3%	-0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	0.5%	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.2%
政府消費	2.0%	1.2%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
固定投資	-0.3%	-10.4%	-1.0%	-4.1%	-4.1%	-3.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%
純輸出(寄与度)	0.0%	-1.3%	0.4%	-1.0%	-0.6%	0.3%	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	09/03	09/06	09/09	09/12	10/03	10/06	10/09	10/12
英国GDP	0.7%	-4.5%	0.1%	-1.8%	-2.4%	-0.8%	0.2%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.3%

(1) 海外景気の回復が下支えに

4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比0.1%減と、5四半期連続のマイナス成長を記録した(図表3-1)。ただ、1995年の調査開始以来、最大の下落率を記録した1-3月期の同2.5%減からはマイナス幅が大きく縮小し、景気の急落局面が峠を越えつつある様子を示した。主要4ヶ国の成長率をみると、ドイツやフランスがプラスに転じ、景気底入れを示唆する一方、イタリアやスペインでは依然マイナスが続き、回復ペースに格差が見られている(図表3-2)。



今後、ユーロ圏景気はどのような推移をたどるのだろうか。景気の先行きを占う上で重要なのが

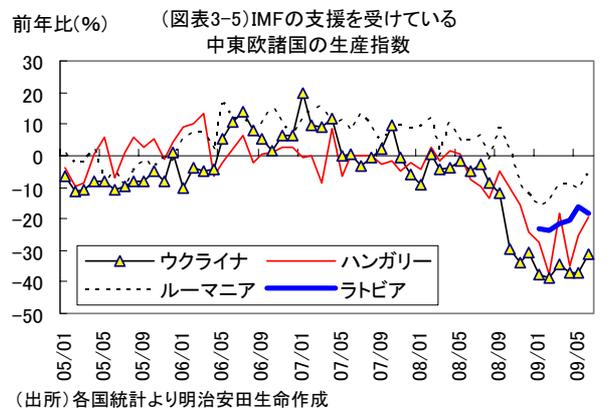
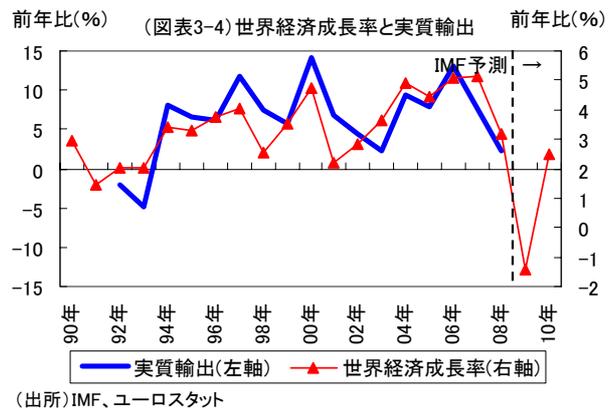
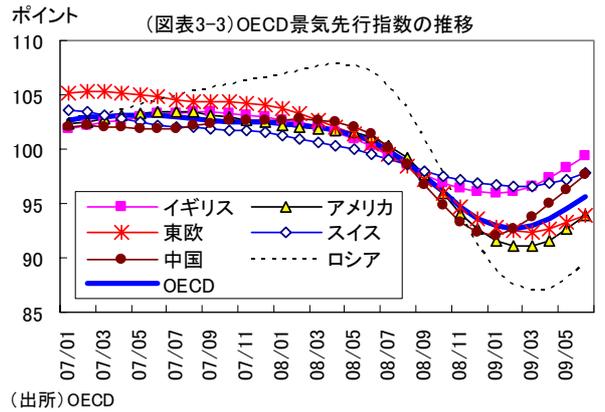
世界景気の動向である。ユーロ圏各国は、世界で1、2位を争う輸出大国であるドイツを筆頭に、外需依存型の経済構造を持つ国が多いためだ。

OECD 景気先行指数をみると、2月を底に上昇基調をたどっており、昨年9月のリーマン・ショック以降、急速に落ち込んだ世界景気が、年明け以降、徐々に持ち直してきている様子が見えてくる。国・地域別に見ても、ユーロ圏の輸出先としてウェイトの高いイギリスやアメリカの同指数が上昇基調に転じたのははじめ、金融危機による資本流出で大きなダメージを受けた東欧の同指数も底打ちした可能性が出てきている(図表3-3)。今後のユーロ圏景気は、世界景気の持ち直しを背景に回復基調をたどる可能性が高い。

ただ、世界景気の回復ペースは緩やかなものにとどまる見込みだ。7月に発表されたIMFの世界経済見通しによれば、2009年の成長率は前年比1.4%減と、第二次世界大戦後で最大の落ち込みが予想されている(図表3-4)。2010年は同2.5%増と2年ぶりのプラス成長が見込まれているが、リーマン・ショック発生前の高成長期であった2003-2007年の5年間の平均成長率である同4.7%増には遠く及ばない。図表3-4を見ると、世界経済成長率が2~3%を下回る局面では、ユーロ圏輸出も低調な推移になる可能性が示唆されている。世界景気は2010年にかけて上向くことが予想されるが、輸出を大きく押し上げるほどの力強さは期待できないことから、景気回復ペースは極めて緩やかなものにとどまろう。

その他にも景気の回復ペースを抑制する要因が大きくは4点存在する。1つ目は、中東欧要因だ。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成長を実現してきた。しかし、リーマン・ショック後の金融危機をきっかけに大量の資金が流出、これまでの高成長メカニズムが機能しなくなった結果、ラトビアでは4-6月期の実質GDP成長率が前年比19.6%減となるなど、各国で景気悪化が深刻化している。ユーロ圏の金融機関は、これら地域へのエクスポージャーが他の国・地域に比べて大きいため、今後、収益が圧迫される恐れがある。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⇒不良債権化と景気に遅れることが多いため、こうした懸念は長期にわたって続く可能性が高い。これは、資本の再流入を遅らせる要因となり、中東欧景気の回復を妨げる要因となる。足元の中東欧景気は、IMFの支援によって悪化ペースが和らいでいるが(図表3-5)、中東欧の金融市場が元に戻るまでには暫く時間がかかるとみられる。

2つ目は、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。6月のユーロ圏失



業率は9.4%と、1999年6月以来の水準まで上昇している。ユーロ圏景気は、今後外需が牽引する形で回復基調へ向かうと予想するが、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も2010年後半となる可能性が高く（図表3-6）、個人消費の回復は遅れよう。

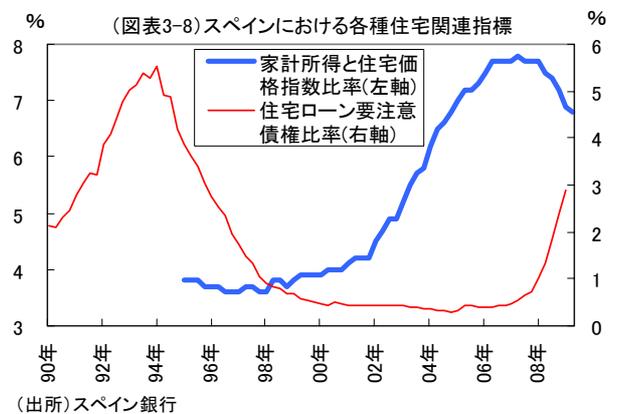
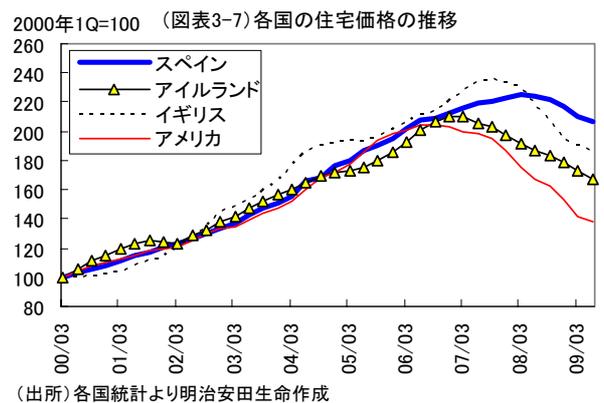
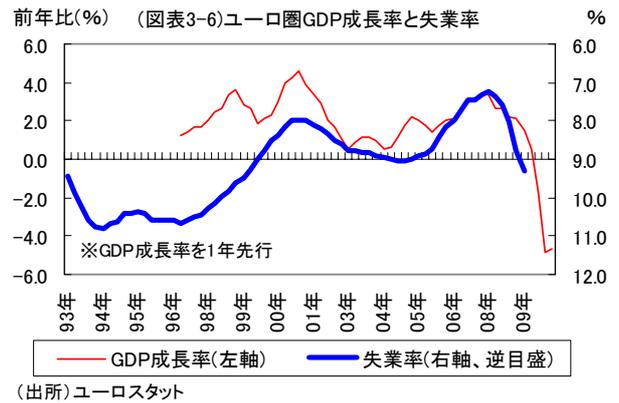
3つ目は、世界同時不況の引き金となった住宅バブル崩壊の影響が今後も根強く残ると考えられる点だ。ここ数年で住宅市場に過熱感が見られた国々の住宅価格の動きを比較すると（図表3-7）、スペインの高止まりが目立っている。同国の住宅価格は、昨年10-12月期に前年割れに転じたが、調整が始まる時期が他国よりも遅く、足元までの調整幅も相対的に軽微なものにとどまっている。スペインにおける家計所得と住宅価格指数の比率を見ても（図表3-8）、ピークから水準を切り下げつつあるとはいえ、依然として高いレベルで推移しており、家計が容易に住宅購入に動きにくい現状を表している。足元では住宅ローンの要注意債権比率が急激に上昇していることも懸念材料だ。スペインの住宅価格は、まだ下落余地が残っていると言えよう。

4つ目は、足元の景気を下支えしている自動車買い替え支援策が今年限りの時限措置であり、2010年にはそうした反動減が見込まれる点だ。ドイツの自動車販売は支援策効果で前年比4割増となっているが、将来需要を大幅に先食いしている可能性が高い。

（2）ECBは来年後半に流動性供給策を縮小へ

ECB（欧州中央銀行）は8月6日の理事会で政策金利を3ヶ月連続で1.0%に据え置くことを決定した。導入声明によれば、前回7月の理事会以降に得られた情報から判断する限り、現在の政策金利は「適切な（appropriate）」水準にあるということだ。足元の景気動向についても、ECBが想定しているシナリオに概ね沿った動きと判断しており、景気・物価のリスクバランスについても「均衡」していると考えている。

トリシェ総裁は7月理事会後の記者会見で、「現時点では、短期金融市場の調節方針を変更する予定はない。新たな手段を打つ予定もない」とコメントしていたが、今回の会見でも、政策金利に関して「前回の理事会からまったく同じ雰囲気」と述べている。現在は、1年物の長期リファイナンスオペや、カバード・ボンド買入れ等の各種施策によって、金融市場の安定化や貸出の増加に繋がるかを見極めている段階である。7月のユーロ圏銀行貸出調査によれば、銀行の貸出態度や企業の資金需要サーベイが改善するなど、マインド面ではようやく明るい兆しが見えてきたが（図表



3-9)、実体面では依然民間部門貸出の鈍化が続いている。ECBは当面様子見姿勢を続けよう。

しかしながら、景気は緩やかながらも回復基調をたどると予想されることから、ECBは2010年後半には、長期リファイナンスオペや、カバード・ボンド買入れ策の縮小に動き出すと予想する。但し、政策金利の引き上げに関しては2011年以降にずれ込もう。

(3) 英国景気の回復ペースも緩やか

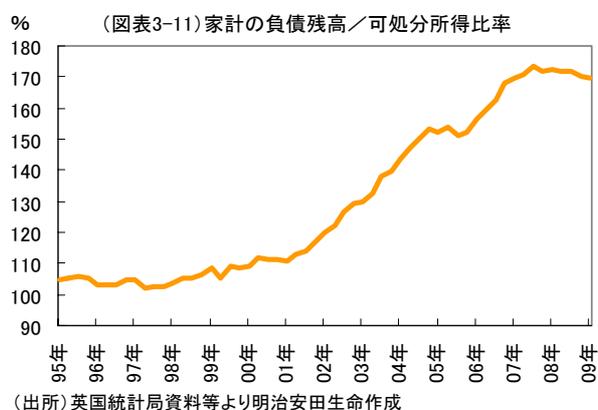
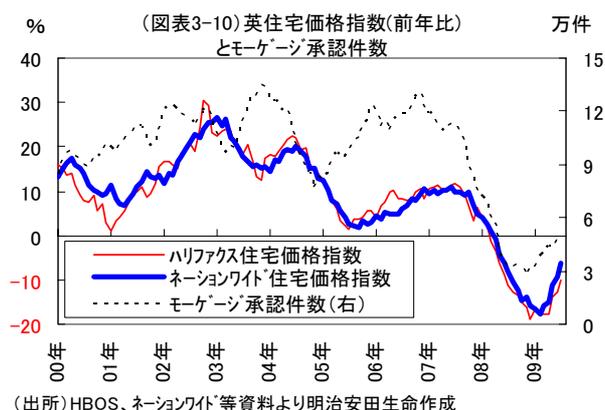
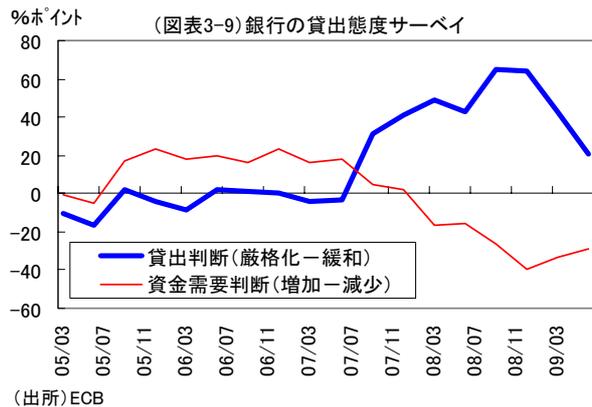
英国の4-6月期実質GDP成長率(速報値)は前期比0.8%減と、1-3月期からマイナス幅が縮小し、景気悪化にブレーキがかかりつつある。

背景としては、英国景気にとって最大の下押し材料だった住宅市場の悪化傾向に歯止めがかかってきた点が挙げられる。印紙税減税等の住宅救済策などにより、モーゲージ承認件数は昨年11月を底に上昇傾向をたどっており、それに遅れる形で各種住宅価格指数の落ち込み幅も、年明け以降縮小に転じている(図表3-10)。

しかしながら、こうした対策効果はいずれも時限措置であること、家計のバランスシート調整が始まったばかりであることなどから(図表3-11)、英国の住宅市場がこのままの調子で回復していくとは考えにくい。英国は内需主導の景気回復軌道をたどるケースが多いが、5月の失業者数が15ヶ月連続で増加、失業率(IL0基準)は昨年5月の5.2%を底に1年で7.6%まで上昇しており、個人消費に力強い回復は見込みにくい。また、英国では産業全体に占める金融・サービス業のウェイトが大きいため、金融危機の影響が他国よりも長引く可能性が高く、家計は雇用や所得の先行きに不安を抱き続けるとみられる。企業の期待成長率も低位にとどまる可能性が高く、英国景気回復ペースは緩やかなものにとどまろう。

BOE(イングランド銀行)は8月MPCで政策金利を0.5%に据え置く一方、資産買取規模を上限であった1,500億ポンドを上回る1,750億ポンドまで拡大する方針を決めた。BOEは、現時点で資産買取策の効果を検証するには十分なデータがないとしており、当面様子見姿勢を続けよう。

ただ、今後は景気が緩やかながらも回復すると考えられることから、買取枠の再拡大には慎重となる可能性が高い。更なる拡大の有無が議論される11月MPCでは、「緊急時には機動的に動く」というスタンスを示しつつも、拡大は見送られよう。その後もBOEは様子見姿勢を続けると予想する。なお、予測期間内の政策金利の変更は想定していない。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、2007年の春以降、約2年にわたって減速が続いてきたが、足元では、回復基調が確実なものとなりつつある。

2009年後半は、世界金融市場の混乱と海外景気低迷による下押し圧力が根強く残るものの、景気対策効果が継続すると予想されることから、年間の経済成長率は政府目標である8%を上回る可能性が高い。2010年には、世界景気の回復の足取りも徐々にしっかりしたものになることが期待できる。牽引役である米国景気の回復ペースが鈍いとみられることもあり、2桁成長への回帰は難しいが、2010年の成長率は前年比9.3%増と、2009年から伸び幅が拡大すると予想する(図表4-1)。

足元では、銀行による過剰融資がバブル再燃につながるリスクが指摘されているが、政府当局による規制強化により2009年後半には沈静化の見通し。マクロベースの需給は依然大きな供給超過と考えられ、資産価格の上昇さえ限定的なものにとどまれば、インフレ懸念が早期に差し迫ったものとなる可能性は小さい。金融当局は当面緩和的な政策スタンスを維持する見通しで、利上げは2010年にずれ込もう。

(1) 中国景気は徐々に力強さを増す

中国の2009年4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比7.9%増と、1-3月期の同6.1%増から大きく伸び幅が拡大、2007年4-6月期以来、9四半期ぶりの改善となった(図表4-2)。

中国景気は順調な回復軌道を歩んでいる。7月のPMI指数は53.3ポイントと、5ヶ月連続で好不況の分岐点とされる50ポイントを上回った(図表4-3)。内訳をみると、生産指数が57.3ポイント、新規受注指数が55.5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。昨年11月に打ち出した総額4兆元の景気対策の効果が、大方の予想以上に効いている形である。

中国の27の省・自治区・直轄市の発表によると、4-6月期は13の地域の実質GDP成長率が10%を超えたほか、19の地域で8%を超えるなど、3分の2超の地域で8%以上の成長率を記録している。地方発表の数字が水増し気味であることを考慮しても、通年で経済成長率8%を達成する可能性は高いと言えそうだ。

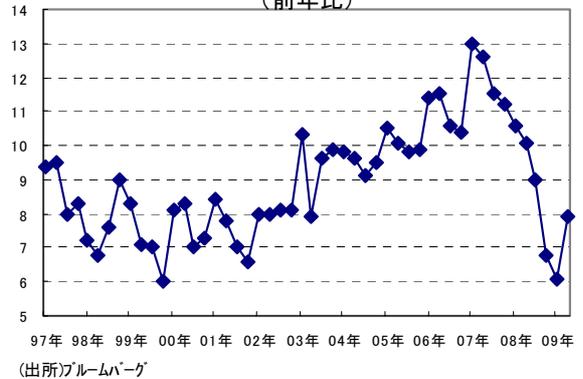
(2) 予想以上に効いた景気対策

足元までの景気回復は、政府の景気対策の効果による部分が大きい。昨年11月に打ち出された4兆元の景気対策のうち、中央政府の支出分は1.18兆元だ

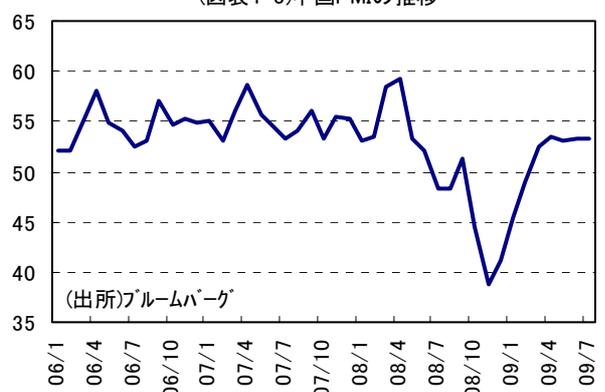
(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	2007年	2008年	2009年 (予測)	2010年 (予測)
実質GDP成長率	13.0	9.0	8.2	9.3

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(図表4-3)中国PMIの推移



が、温家宝首相は、必要ならば金額を追加してでも徹底的に景気を支えて行く姿勢を明確にしている。したがって、対策効果の息切れが景気の再失速につながる懸念は小さい。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く、追加の財政出動を実施する余力はある(図表4-4)。

中国当局が打ち出してきた政策としては、他に、5回におよぶ利下げを始め、中小企業への融資拡大などの金融支援策、頭金の下限引き下げ等の住宅購入支援策、社会保険料の支払い猶予などの社会保障支援策、家電や自動車の買い替えに対する補助金支給などの消費刺激策、輸出還付税率引き上げなどの輸出促進策、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多岐にわたる(このうち一部は4兆元の予算の中に含まれる)。

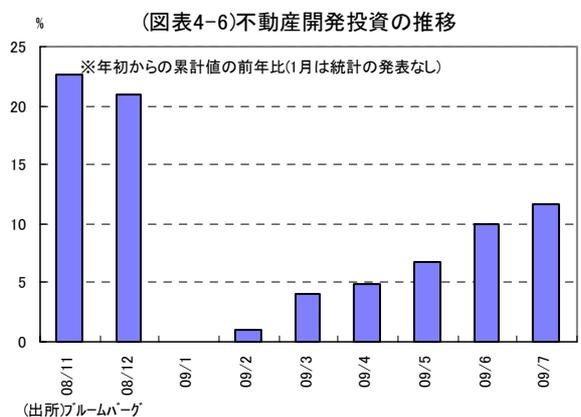
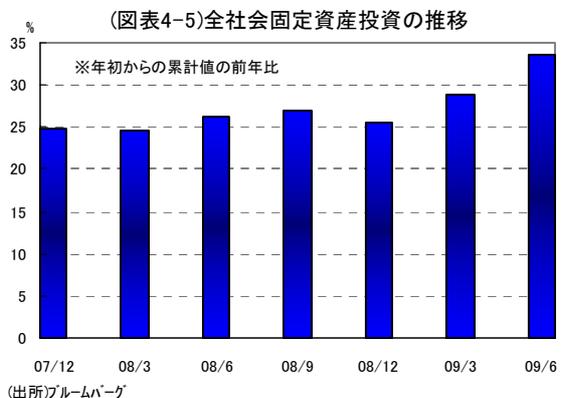
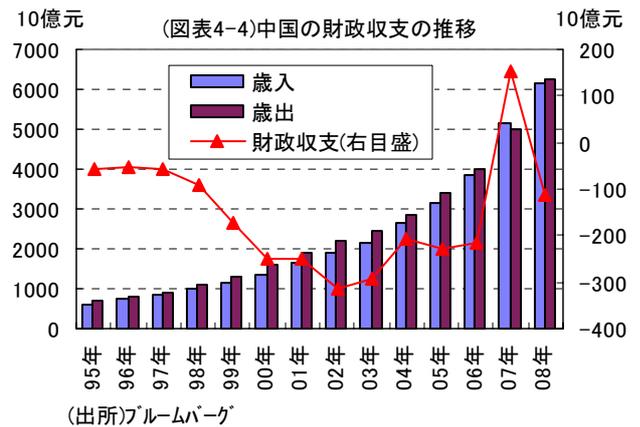
2009年後半は、世界金融市場の混乱と世界景気低迷による下押し圧力が根強く残るものの、景気対策効果の持続が期待できる。2010年以降は、世界景気回復の足取りも徐々にしっかりしたものになると予想されることから、中国景気はさらに安定感を増すことが期待できる。牽引役である米国景気回復ペースが鈍いとみられることもあり、2桁成長への回帰は難しいが、2010年の成長率は9.3%増まで回復すると予想する。

(3) 不動産市況が改善

2009年1-6月の全社会固定資産投資の伸びは、前年同期比33.5%増となり、1-3月の同28.8%増を上回った(同統計は四半期ごとに年初からの累計値で発表)(図表4-5)。一方、1-7月の都市部の固定資産投資の伸びは同32.9%増と、伸びは1-6月の同33.6%増をやや下回った。(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を占める不動産開発投資額(1-7月)は同11.6%増で、7ヶ月ぶりに2桁の伸びに回復した(図表4-6)。2008年通年の同20.9%増にはまだ及ばないが、年初の伸びがゼロ%近傍だったことを考えると、不動産市況は順調に回復しているといえる。価格も上昇に向かっている。7月の都市部不動産価格(70都市平均)は、前年同月比1.1%の上昇と、7ヶ月ぶりにプラスとなった6月の同+0.2%から一段と改善した。

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㎡以下の場合是不動産譲渡税を1.5%から1.0%に引き下げるとしたほか、初回購入者に限り、頭金の下限を30%から



20%に引き下げることや、住宅ローン金利を指標貸出金利の70%に抑える政策などを打ち出した。企業向けの対策としては、今年4月に投資計画の自己資金比率に関する規制を5年ぶりに緩和した。従来は総投資額の35%以上を自己資金で賄わなければならなかったところ、20%まで引き下げるという内容で、不動産市況の回復もこれらの景気対策の効果による部分が大きい。

また、後述するように、金融当局の窓口指導により拡大した融資資金の一部が、直接不動産市場に流入している可能性も指摘されている。事実であればバブルの可能性も否定できないということになるが、中国ではそもそも資産バブルが崩壊して間もないという事情を考えると、不動産価格が再びどんどん上昇していく可能性は小さいと見るのが自然だろう。

公式統計から推測すると、都市部固定資産投資の7月単月の伸びは前年同月比26%程度まで減速したとみられる。2年間のプロジェクトである4兆元の景気対策のうち、今年の中央政府分は既に大半が支出に付されているとみられることから、年後半の伸びが鈍るのはある程度予想されていたが、減速幅が予想を上回ったことで、対策効果の息切れを懸念する声も上がっている。ただ、温家宝首相が必要次第で追加対策の打ち出しも躊躇しない姿勢を明確にしていること、不動産市況の改善が下支えになるとみられることから、固定投資が失速する可能性は小さい。全国ベースの2009年の伸びは30%前後に達する可能性が高いとみる。2010年も引き続き固定資産投資が景気の牽引役となろう。

(4) 自動車、家電の買い替え策が消費を下支え

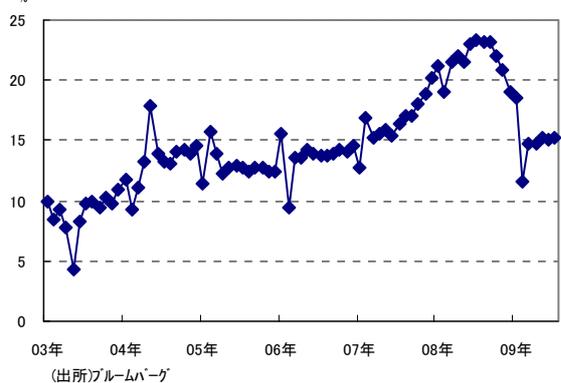
7月の社会消費財小売総額は、前年同月比15.2%増となった。春以降の中国の小売売上は、15%前後の安定的な伸びが続いている(図表4-7)。

2008年後半以降の消費減速の主因は、急激な雇用環境の悪化であった。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にさらされてきた。政府は年明け以降、貧困層7,400万人を対象に、一人当たり100-180元の生活補助金の給付を実施したほか、インフラ建設で農民工を優先的に採用することや、事業を興す場合の融資や税の減免などを実施。地方政府レベルでも、いわゆる中国版の地域振興券を配布する都市が相次いだ。

また、政府は3農問題(農業、農村、農民)を政策の最重点課題と位置づける立場から、「家電下郷」(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で、当初はテレビ、洗濯機、冷蔵庫、携帯電話の4製品に限定されていたが、その後二輪車やパソコン、電子レンジなどに範囲を拡大、対象台数も1台から2台へと拡張された。自動車についても、排気量1,600cc以下の小型車の車両取得税を10%から5%に引き下げたほか、買い替えに10%の補助金を支給するなどの対策(自動車下郷)を実施した。

中国商務省の姜増偉次官は、「家電下郷」政策による売り上げが、2007年12月以降、7月までに累計1,600万台超、280億元に達したと発表している。政府は、この制度を4年間続けると農村の家電販売額が年平均で1,500億元以上となり、農村部の小売売上の伸び率が2.5%ポイント引き上げられると見積もっているようだ。

(図表4-7)中国小売売上高の推移(前年比)



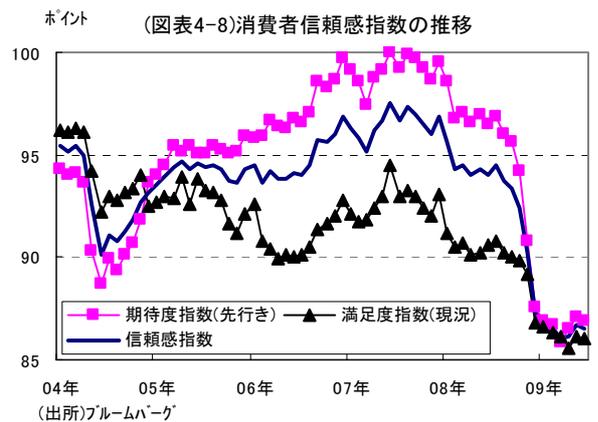
また、6月以降は、新しい法律の元で、新たな家電・自動車買い替え促進策を実施している。まず、家電については、旧家電を指定回収業者に引き渡し、指定販売店で新家電を購入することを条件に、販売価格の10%を補助するというもの。北京、天津、上海、江蘇省、浙江省など一部の地域で先行的に実施する。対象品目はテレビ、冷蔵庫、洗濯機、エアコン、パソコンの5品目で、補助の上限は1台あたりテレビが400元、冷蔵庫が300元、洗濯機が250元、エアコンが350元、パソコンが400元となっている。回収業者の送料も補助する。

自動車については、一定年数に達した中型以下の貨物自動車及び一部のバスと、「イエロー標識自動車」と呼ばれる、排ガス基準を満たしていない車の買い替えを前倒した場合に補助金を支給するというもの。中型貨物車に6,000元、小型貨物車に4,000元、中型バスに5,000元、小型バスに3,000元、その他の乗用車に6,000元などをそれぞれ補助する。

いずれも、環境への貢献を重視した内容になっているのが特徴で、陳商務部長は「消費を刺激するとともに、自動車と家電の回収・分解に取り組む企業の成長や雇用拡大、資源のリサイクルなども推進することになる」と述べている。

対策効果で、7月単月の自動車販売台数は、前年同月比63.6%増の108万5,600台まで跳ね上がっている。生産台数は同52.2%増の110万9,600台で、生産、販売台数ともに5ヶ月連続で100万台を突破した。1-7月の販売台数は前年同期比23.4%増の718万4,400台で、引き続き世界最多となっている。

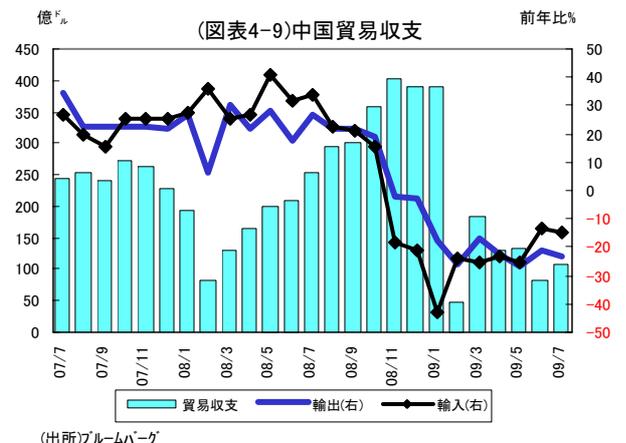
これらの対策は引き続き個人消費の下支えになるとみるが、目先は雇用環境の悪化が続くと見込まれ、消費者マインドも低迷が続いていることから(図表4-8)、個人消費の急回復は期待できない。人民銀行が都市部住民を対象に実施した4-6月期の調査では、貯蓄を増やしたいと回答した人の割合が47%と、1-3月期の調査から9.5%ポイント上昇している。個人消費は政府の景気対策と物価の沈静化の効果で、2010年にかけて緩やかな回復を続ける可能性が高いものの、伸び率は固定資産投資を大きく下回り、「投資から消費へ」という政府目標と逆行する状況が続くそう。



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

(5) 輸出は当面停滞

7月の輸出額は前年同月比23.0%減、輸入額は同14.9%減となった(図表4-9)。1-7月の累計ではそれぞれ、同22.0%、同23.6%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。



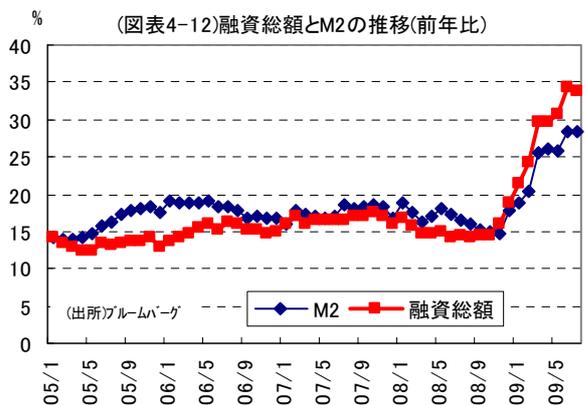
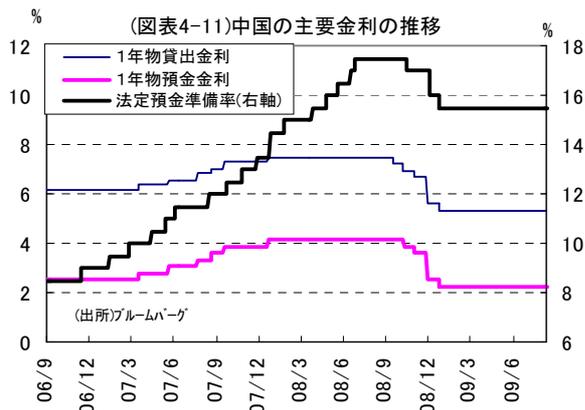
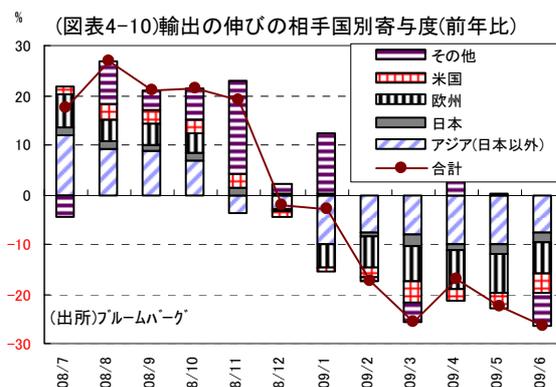
輸出の相手国別内訳をみると、ウェートの大きい欧州、アジア向けを始め、主要地域向けが軒並み落ち込んでいる(図表4-10)。世界景気の減速を受け、所得弾力性の高い品目を生産する企業中心に大きな打撃を受けているのが特徴である。とりわけ、7月の完成車輸出台数は2万2,400台と、前年同月比で61.2%も落ち込んだ。1-7月累計では16万4,800台、同60.3%の減少となっている。国内市場が政府の対策効果を背景に活況に沸く反面、輸出は世界同時不況の波をまともに受けた形であり、二極分化傾向が鮮明となっている。中国自動車工業協会によれば、自動車輸出の不振は、ロシア、カザフスタン、イランが自動車輸入関税を大幅に引き上げるなど、一部の国に保護貿易主義の動きが出てきたことも影響しているとのことだ。

政府当局は、2008年前半まで続けていた輸出抑制策を、輸出促進策へと大きく方向転換、昨年8月以降、還付税率を大きく7回にわたって引き上げてきた。ただ、ここへきて、政府関係者はこれ以上の減税の余地は限定的との姿勢を明らかにしている。今後は信用面からのサポートを厚くするとのことだが、いずれにせよ、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、当面は前年比で2桁のマイナスが続くことになりそうだ。輸出が安定的な回復に向かうのは2010年後半以降とみている。

(6) 当局の窓口指導で融資が急増

中国当局が、2006年からおよそ2年間にわたって実施した、大幅利上げや預金準備率の引き上げ(図表4-11)、融資総量規制などの一連の強力な金融引き締め政策は、中国景気が、世界金融危機が深刻化する前に減速に転じる大きな要因となった。逆に、2008年9月に6年半ぶりに利下げを実施してからは、5回の追加利下げをはじめ、大胆な金融緩和策を次々に打ち出している。

とりわけ、昨年11月に発動された4兆元の景気対策のサポートのため、人民銀行が窓口指導を通じて金融機関に貸出拡大を指示したことが、年明け以降の融資残高の急増に繋がっている。元々政府は、2009年の融資増加目標を5兆元と置いていたが、これは4月までのわずか4ヶ月で達成してしまった。2009年上半期の国内銀行全体の新規融資規模は7兆3,700億元と、2008年通年の4兆9,100億元の約1.5倍に達している。6月の融資総額は前年同月比で34.4%増、6月のM2伸び率は同26.0%増と、いずれも過去最高の伸びを記録した(図表4-12)。こうした融資額の急増が景気回復に一役買っていることは確かだが、その一方で、一部が实体经济には回らず、不動産市場や株式市場に流れ込んだ結果、年明け以降の資産価格上昇を演出している可能性も指摘されている。



人民銀行は既に過剰融資を規制する方針を明らかにしており、主要商業銀行への直接指導等を実施している。また、中国銀行業監督管理委員会(銀监会)は、7月下旬に、一定金額以上の固定資産投資向け融資や運転資金向け融資の規制を強化する制度を発表している。最終的な資金の受け取り先への直接融資を銀行に求めるとするもので、例えば建設プロジェクトに対する建設会社への融資の場合、融資の一部は使用予定の機械や原材料の製造業者が融資対象になる。

また、中国の銀行は今年に入り、融資残高が急増する中で、当局が求める8%の自己資本比率を維持するため、昨年より倍以上に相当する2,000億元の劣後債を発行している。現行の制度では劣後債はTier2に含めることができるが、銀监会は「銀行による劣後債の持ち合いが資本基盤を損ねている」とし、劣後債を自己資本の一部とみなすことを禁じる方針を打ち出している。

こうした一連の規制強化は、足元の銀行の融資態度に既に影響を及ぼしている。7月29日には、2大国有商業銀行である中国工商銀行と中国建設銀行が、2009年の年間新規融資目標に上限を設定したとの報道が流れ、融資総量規制復活への思惑から、同日の上海市場の株価が急落する要因となった(その後人民銀行の蘇寧副総裁は、融資総量規制は復活させないとコメントしている)。

中国工商銀行は年間の新規融資目標を1兆元に、中国建設銀行は9,000億元に設定したとのことだが、両行は上期だけでそれぞれ8,255億元、7,090億元の新規融資を実施しているため、中国工商銀行は通年目標の83%、中国建設銀行は79%に相当する融資を既に実施していることになる。

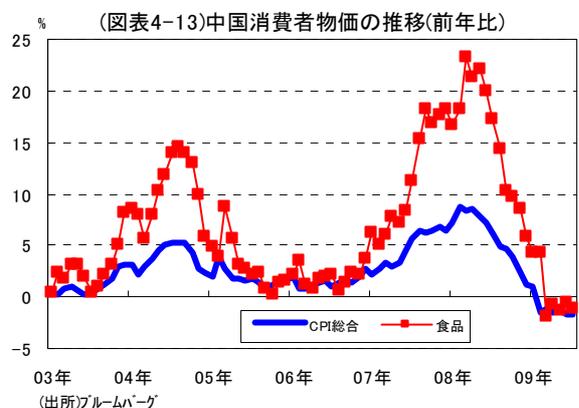
両銀行とも7月の新規融資は大幅に減少している。銀行全体の7月の新規融資は3,559億元と、上期の月平均である1兆2,300億元から大きく減少した。過剰融資問題は、2009年後半以降、徐々に終息に向かう展開が期待できそうだ。

(7) インフレリスクは限定的か

7月のCPI(消費者物価指数)の伸びは前年同月比▲1.8%となった。これで6ヶ月連続のマイナス。豚肉など、食品価格の高騰が深刻なインフレ懸念を招い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月のピーク時には同68.3%まで上昇したが、この7月は同▲31.8%と、逆に押し下げの主演となっている。

主要品目別では、全体の3分の1を占める食品が同▲1.1%、衣類が同▲2.3%、交通・通信設備が同▲2.4%、娯楽・教育が同▲0.7%、居住が同▲5.7%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▲1.8%、サービスが同▲1.3%となっている。

物価下落の主因はあくまでエネルギー、食品価格の低下だが、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背景に挙げられる。中国政府は、鉄鋼、非鉄金属、軽工業、紡績、石油化学などの主要産業の生産能力の削減目標を明らかにしている。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としている。それでも製鉄所の建設ラッシュが中々おさまらないことで、政府は8月13日に、今後3年間は新たな製鉄所の建設を認めないという、より強力な措置を打ち出す方針を示している。



景気も回復に向かいつつあることから、マクロの需給面からのデフレ圧力は今後次第に緩和に向かう展開が予想される。エネルギーや食品価格低下の影響一巡や、潤沢な流動性の影響もあり、2010年の年明け以降、CPIは再びプラス圏に戻ってくる可能性が高い。

(8) 利上げ開始は2010年

過剰供給と需要不足からのデフレ圧力が残る一方で、過剰融資などからくるインフレ懸念の問題も考慮しなければならず、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。

人民銀行は、「適度に緩和的な金融政策を微調整する」との方針を示している。6月以降、資金吸収オペでレポレートを高め誘導するなど、部分的に引き締め姿勢を強めているが、早期に金融引き締めに転じることで、景気回復基調を阻害することへの警戒感も相当強いとみられ、本格的な利上げ局面への移行は2010年にずれこみそうだ。4-6月の金融政策報告では、「外的な経済環境は厳しい。景気をめぐる不透明性は高く、経済回復に向けた基盤はしっかりとしていない」としたほか、「市場金利を適切な水準に維持するためさまざまなツールを用いる。信用やマネーの伸びを適切な水準に維持する一方、金融機関に対する指導を強化するほか、流動性や短期金融市場金利を適切な水準に維持していくことを目指す」との方針を示している。また、温首相は7月23日、緩和的な金融政策と積極的な財政政策を「揺るぎなく維持する」との方針を発表した。政府サイドからは再三趣旨のコメントが発信されている。

中国ではそもそも資産バブルがはじけて間もないことを考えると、すぐに次のバブルが起きるとは考えにくいところである。マクロベースの需給は依然大きな供給超過、すなわちデフレギャップの状態と考えられ、資産価格の上昇が限定的なものにとどまれば、インフレ懸念が早期に差し迫ったものとなる可能性は小さいだろう。中長期的にはバブル再燃への警戒が必要にしる、金融当局は、当面景気腰折れ回避を主眼とし、全体としては緩和的な金融政策を維持しよう。過剰融資などの部分的なインフレ圧力に対しては、規制や個別指導などで対応していくことになろう。

(9) 元高への誘導再開も2010年以降

人民元は、2005年7月に8.28元/ドルから8.11元/ドルへ切り上げられてから、3年間で約2割上昇したが、金融危機の深刻化を受け、2008年7月以降、当局は元高方向への調整を停止し、実質的には固定相場制に戻している(図表4-14)。景気が回復基調にあるとはいえ、先行き不透明感がまだ強いことや、世界の金融システムがまだ不安定なことを考えると、近いうちに人民元の上昇を容認する姿勢に転じるとは考えにくい。人民元相場は引き続きほぼ固定された状態が続くこととなる。景気が勢いを増すことによる、インフレ圧力のさらなる高まりを確認したうえで、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。

元/ドル (図表4-14) 人民元直物と先物(NDF)の推移



5. 原油相場見通し

(1) 足元のWTI 価格は再上昇

原油価格は再び上昇基調をたどっている。昨年9月のリーマン・ショックをきっかけとした世界同時不況により、米国産標準油種WTI（ウェスト・テキサス・インターメディアート）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が、2月以降再び上昇基調に転じ、8月中旬には70ドル/バレル台まで値を戻している（図表5-1）。各国が矢継ぎ早に打ち出した財政・金融政策が奏功し、世界景気が回復基調に戻りつつあること、市場参加者のリスク許容度が持ち直してきたことなどが背景と考える。

(2) 但し、ファンダメンタルズを反映せず

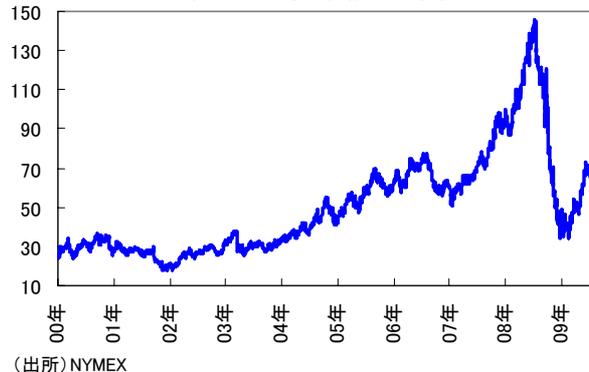
しかし、現在のWTI価格は、世界景気が前年比で5%程度の高成長を続けていた2006、2007年と同程度の水準だ。2007年4月のG7における共同声明では、「世界景気は過去30年間で最も力強く拡大している」とされていた。当時はそれだけ好況だったということであり、原油需要も旺盛だった。翻って足元をみると、世界景気は最悪期を脱しつつあるものの未だ底這っている状態であり、先行きに関しても緩やかな回復にとどまるとの見方がコンセンサスとなっている。

米国における石油製品消費量をみると、8月初旬には1990年代後半のレベルまで低下しており、需要の弱さを物語っている（図表5-2）。米国の原油在庫の動きをみても、足元の水準は過去5年間で最も高い水準となっており、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（図表5-3）。

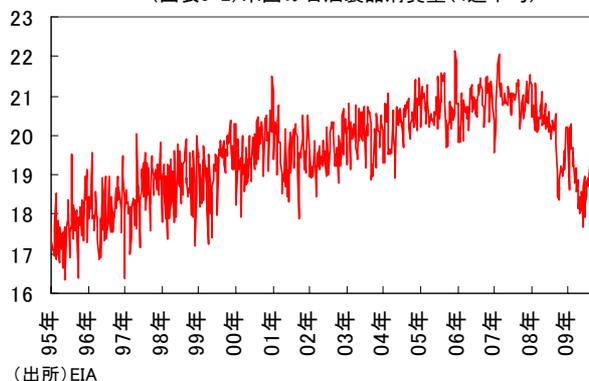
(3) 目先は調整含みの展開を予想

現在の相場水準は、市場参加者が各国の対策効果に期待し、今後の景気回復を先に織り込む形で形成されたものと考えられる。しかし、世界景気回復ペースは極めて緩やかなものとどまる見込みであり、目先のWTIは過度な期待感の剥落から調整含みの展開となろう。この先、WTI価格が現在の水準を上回って推移していくためには、金融不安が解消し、世界景気が自律的に回復していく兆しが見え始める必要があると考えるが、そうした兆候があらわれるのは早くも2010年後半と考える。WTI（年平均）は、2009年が57ドル/バレル、2010年は67ドル/バレルを予想する。

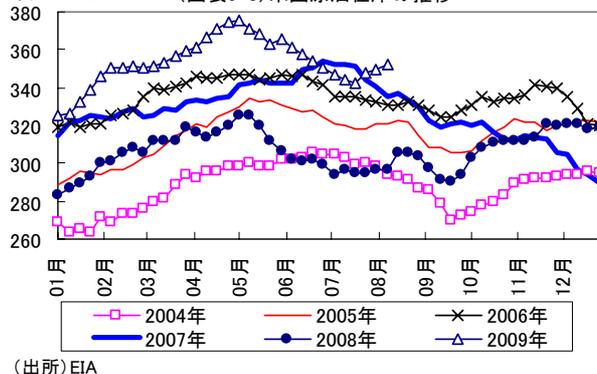
ドル/バレル (図表5-1) WTI原油価格(日々終値)



百万バレル/日 (図表5-2) 米国の石油製品消費量(4週平均)



百万バレル (図表5-3) 米国原油在庫の推移



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。