

2009・2010年度経済見通し(2009年11月改訂)

2009年11月16日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—見え始めた自律回復の芽

景気対策が途切れた後の失速はあるか

リーマンショック以降の世界経済がどのような形で、再び成長軌道に戻っていくのか。これがこの1年あまりの最大の焦点であったが、中国を初めとするアジア地域が世界経済を牽引する姿が明確となっている。7～9月期の中国の実質GDP成長率は前年比8.9%と前期(前年比7.9%)よりも勢いを増した。世界銀行の推計によれば、2009年の中国は8.4%成長となり、中国の2009年のGDPの増加分は日米欧における減少分の4分の3を補うという極めて高いパフォーマンスを達成する見込みである。中国の高成長は景気対策によるところが大きいが、潜在的な内需の大きさを示すことで、今後の世界経済成長の源泉となり得ることを改めて実感させた。

この一端は、中国の新車販売台数が今年初めて1,000万台を超え、アメリカを抜いて世界1位となることにも表れた。中国の自動車需要はこれまでの沿海部から内陸部にも広がりつつあるが、これは景気対策の自動車購入支援策のほか、内陸部の所得水準が上昇してきたことによる。中国市場がさらに大きな市場に成長するポテンシャルを持っていることは明らかであり、各国メーカーにとっては、低価格車の投入などを通じた、市場開拓競争が激化しつつある。今回の金融危機で、北米市場で深刻な打撃を受け、新興国市場で出遅れているトヨタ自動車が、国内営業要員を新興国に配置転換する構えを見せているのもそうした動きの一つである。

これらは一つの例であるが、中国の自動車市場拡大のきっかけが自動車購入支援策にあるとしても、購入支援策が打ち切られた後も、今後のメーカーの取り組み次第では、さらに市場を拡大させることが可能であることを示している。こうした取り組みが奏功すれば、それ自体が、景気対策が途切れた後の各企業の自律的な成長の芽になり得ることを示している。メディアでは各国の景気対策が途切れた後の世界経済の失速の可能性を指摘する向きもあり、確かにそうした懸念はゼロとはいえない。しかし注目すべきはむしろ、景気対策の実施を通じて、弾みがつけられた需要、あるいは顕在化した需要を、各企業がいかにして持続、発展させていくかの創意工夫であり、最悪期を脱した世界各国の企業は、そうした取り組みを行う余裕が出てきていると考えられる。自動車需要のほか、今回の景気対策により各国で喚起されたグリーン需要にはそうした市場開拓の余地が大きいと思われる。

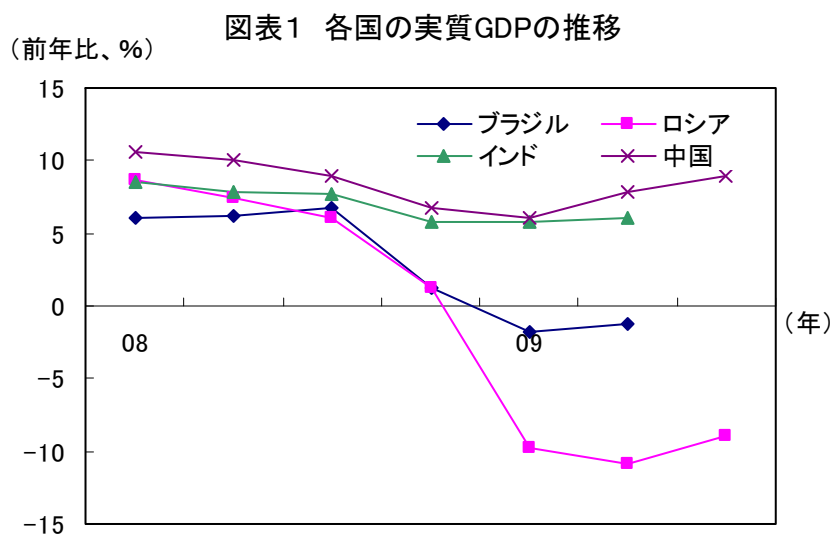
これに付け加えれば、11月初めのG20で確認されたように、各国が緊急時の景気対策からの出口

戦略を探るのはなお時期尚早であり、回復が脆弱な欧米や日本を中心に、今後景気の失速といった蓋然性が高まれば、追加の景気対策が講じられることになると考えられる。したがって、景気対策が途切れることで、景気が失速する可能性に関しての必要以上の心配は不要と思われる。現にオバマ大統領は、11月6日に追加の景気対策の検討に着手することを表明しており、日本でも今年度1次補正予算のうち2.9兆円の執行停止が決められた後、それを今年度2次補正予算として使うことが検討されている。

新たな消費の牽引役

中国以外の新興国も、総じて今回の金融危機の影響は軽微であり、今後の成長が期待できる状況となっている。BRICcの中では、ブラジルはこれまで経済成長で出遅れ、今回の金融危機では1～3月期以降2四半期連続で前年比マイナス成長を余儀なくされたものの（図表1）、現在は復調しつつあり、先行きの成長について期待が高まっている。ワールドカップ開催（2014年）、オリンピック開催（2016年）の決定に伴うインフラ整備への期待に加え、原油、鉄鉱石、レアメタルなどの資源国であることも今後の成長期待を強め、ブラジルへの投資熱が高まっている。主要国の量的緩和により、世界的に資金が余剰状態となっており、これが最近の金価格の上昇の一因となるなど商品相場に流れ込んでおり、ブラジルに限らず資源国では、相場の上昇が経済にプラスの影響を与えるとの期待が高まっている。

世界経済拡大に伴う資源価格の上昇が資源国の購買力を高め、世界経済をさらに成長させる一因になるという構図は、リーマンショック以前の世界経済の状態であったが、大幅な金融緩和に伴い、商品相場が動き始めたことを背景に、再びそうした循環が訪れる兆しが見え始めている。もっとも、リーマンショック以前では、資源価格の高騰が行き過ぎたため、資源国の景気を過熱させ、その後の反動を深いものにした面があったことも否定できない。しかし、世界経済がようやく上向き始めた現状では、資源価格の適度な上昇は、資源国の所得を上向かせることを通じ、先行きの世界経済の自律的な回復を支える一因になると考えられる。



(出所) 各国統計

一方、インドは、1～3月期の実質GDP成長率は前年比5.8%とやや低下したものの、4～6月期には6.1%と持ち直し、リーマンショック以降も底堅い成長を続けている。金融危機後の内需の持ち直しのペースは鈍かったが、最近では新車販売台数が過去最多を更新するなど回復ペースが徐々に増している。12億人と中国に次ぎ世界2位の人口を抱えるインドも、中期的には、中国と並び旺盛な内需によって世界経済を牽引する大きな力となることは明らかである。

これに対しロシアは、7～9月期まで3四半期連続で前年比マイナス成長となるなど、経済に最も大きな打撃を受けたが、これはリーマンショック以前の大幅な資金流入に伴う景気過熱の反動の影響が大きい。ロシアでは、資源価格高騰に伴う所得の増加により、高級自動車などの消費が拡大したが、資源価格が反落し、海外からの資金も逃避すると、一転して経済は厳しい状態に置かれた。ロシアの場合、再び資源価格が上昇することが、反転のきっかけになりそうである。このほか、BRICsに次ぐ成長株として注目されているのは、多くの若年人口や豊富な資源を抱えるVISTA（ベトナム、インドネシア、南アフリカ、トルコ、アルゼンチン）などの国である。

世界の大手企業はかねてからこうした新興国の市場開拓に取り組んできた。当初は低所得者向けの低価格製品を売り込む戦略から入るが、経済が成長し所得が増加し中間層が立ち上がってくると、中・高級品を売り込む余地が生まれ、しかもこうした国は人口増加国であるため、人口増加とともに市場が拡大していくことになる。中国やインドなどは、すでに中間層向けの戦略に転じる段階に入っている。今回の金融危機に伴い、アメリカという消費の牽引役を失い、また、日欧は高齢化に伴い今後の消費需要の拡大は見込みにくい状況にあるため、各企業は新興国へのシフト戦略を加速させざるを得なくなっている。そうした意味では、金融危機後の世界経済は、新たな消費マーケット開拓のための端境期にあるともいえそうである。

一方、世界経済の牽引役の地位を明け渡したアメリカは、7～9月の実質GDP成長率が前期比年率3.5%と5四半期ぶりにプラス成長に転じたものの、先行きの回復力は弱いと考えられている。消費者は借金を削減するバランスシート調整に追われ、支出を切り詰めており、消費低迷が続くことは避けられない。金融システムもなお脆弱であり、特に、中小金融機関が多く融資している商業用不動産（商業施設、オフィスビルなど）の市況が好転しないことは一つの不安要因とされている。さらに、失業率が10.2%（10月）と26年ぶりの高水準に達し、今後も容易に好転する見通しが立たないことは、所得面から景気の足を引っ張る要因となっている。アメリカ経済は、バブル崩壊後の日本がそうであったように、底入れした後も、しばらくは低成長を余儀なくされると考えるのが自然と思われる。欧州については、金融危機の傷跡が深く、ユーロ圏の実質GDP成長率は、7～9月期にはプラスに転じたものの、その回復力はなお弱いと見られている。

「世界金融危機」ではなかった？

このように世界経済は、回復がもたつく欧米を尻目に、アジアを中心とする新興国の需要に次の成長の活路を求める様相が強まっている。金融危機後に、OECD加盟国でいち早く利上げに踏み切ったのは、金融危機の影響をほとんど受けず、資源国でインフレに敏感なオーストラリアであったが、最近、オーストラリア準備銀行幹部が、リーマンショック以降の危機について、「北大西洋の

先進国で起こったことであり、(豪州も含めたアジア太平洋地域の) 金融システムは安全性を保った」(『日本経済新聞』11月10日)と述べ、世界金融危機と称するのは誤りという認識を示したが、今回のアジア地域の回復の早さをみると、そのような主張にも十分うなずける。

アメリカの住宅バブルが崩壊した当初では、アジアがアメリカ経済の悪化に連動するか否かをめぐって、デカップリング(非連動)かカップリング(連動)かの論争が繰り広げられたが、結局のところそれは程度の問題で、どちらかが100%正しいというわけではない。危機発生に伴い、アジア地域も停滞を余儀なくされたため、この点ではカップリングしたといえるが、しかしその影響は欧米に比べ軽微であった。一方、危機からの回復過程では、いち早く景気を回復させることで、アジア地域はアメリカとはデカップリングしたといえそうである。

IMFの推計によれば、東アジア地域(ASEAN10カ国と日本、中国、韓国)のGDPは、2010年にユーロ圏を上回る公算が高く、さらに2014年にはアメリカに近づく見込みである。これは今後、世界の成長の中心が着実に東アジア地域に移っていくことを示している。東アジア地域を牽引するのは中国で、中国のGDPは2010年に日本を上回り、東アジア地域のGDPに占める中国の割合は2009年の39%から2014年は48%と約半分に達する見込みである。一方、日本の割合は2009年の42%から、2014年は33%にまで低下する。ただ、日本のプレゼンスは徐々に低下していくとはいえ、世界の新たな成長センターである東アジア地域の中にあることは、日本自体は人口減少していく中でも、東アジア地域の需要をうまく取り込んでいくことにより、十分成長を持続することが可能であることを示している。

二つのリスク要因

先行きの世界経済にとっての懸念材料としては、各国の金融緩和が行き過ぎてバブルとなり、株式や不動産、商品市場などを膨張させる可能性と、巨額の財政出動に伴う長期金利の上昇の二つが挙げられるが、これらは深刻な不況を景気対策によって克服する場合に、多少なりとも生ずる副作用といえる。これを恐れているのは十分な景気対策を講じられないという面と、逆に資産価格や長期金利の上昇をシグナルとして、景気対策のさじ加減を変えていかなければならないという面がある。11月初めのG20財務省・中央銀行総裁会議では、出口戦略の考え方として、財政の健全化を優先し、金融緩和策は基本的に続けるべきだとの考え方が示された。

ただ現状では、金融緩和の副作用として、中国など一部の新興国では不動産市場などにバブルの兆候が指摘されており、こうした国に関しては、中央銀行によるモニターとともに、市場に必要な以上の悪影響を与えない範囲での金融政策の微調整が必要になってくると思われる。その意味では、先行きの世界経済にリスクがあるとすれば、2009年の世界経済を大車輪で牽引した中国が、金融引き締めを急ぎすぎた場合の景気の失速が想定される。ただし中国の政策当局には、今のところ、先行きの金融引き締めについては、極めて慎重な姿勢で進めていこうとの意図が見え、そうしたリスクは低いと考えられる。

財政赤字に関しては、経済が成長軌道に乗れば、ある程度は自然に減る面もあるため、まずは成長軌道に戻すことが各国の課題となるが、日本のように特に財政赤字が深刻な場合は、市場が長期

金利を上昇させることを通じ、政府の財政運営の態度を試すといった動きも出てくることになる。ただ、こうした市場との対話に関して、今のところ深刻な問題が生じている国はなく、経済が自律的な回復軌道に乗った国から、財政出動が徐々に解除される形になっていくと考えられる。したがって、この面から世界経済に大きなリスクをもたらす国はないと考えられる。唯一心配されるのは、米国債が今後もファイナンスされ続けるのかという問題であるが、これに関しては、中国がアメリカを牽制しつつも、米国債の保有を通じ、米国債市場を引き続き支えていくことが想定されるため、世界経済の波乱要因となる可能性はほぼないと思われる。

2. 日本経済—緩やかな景気回復が続く

政策効果に支えられた景気回復

日本経済は4～6月期に引き続き、7～9月期も実質GDP成長率が前期比プラスとなり、回復過程にあることが裏付けられた。7～9月期の主な経済指標をみると、生産は7～9月期も前期比7.2%（4～6月期：同8.3%）と引き続き高い伸びとなった。これは、アジア向けを中心に輸出が増加していることによる。製造工業予測指数は引き続きプラスを維持しており（10月：前期比3.1%、11月：同1.9%）、先行きについても生産は増加を続けていく見込みである。

この間の消費は、現金給与総額が前年比マイナスを脱することができず所得は振るわなかったものの、エコカー減税やエコポイントによる耐久財消費の増加により、消費総合指数は前期比0.5%（4～6月期：同0.9%）と引き続きプラスを維持した。このほかの政策効果に関しては、2008年度補正予算の執行に加え、2009年度の当初予算の前倒し執行もあり、公共工事出来高は7月前年比8.5%、8月同4.1%引き続きプラスとなった（4～6月期：同11.8%）。さらに、輸出数量指数（日銀ベース）は、7～9月期には前期比11.1%（4～6月期：同12.1%）と引き続き高い伸びを示した。これまでの輸出の回復には、各国の景気対策（自動車購入支援策など）の実施がかなり寄与したと考えられるが、今後については、新興国の景気回復の本格化が、輸出にプラスの影響を与えていくと考えられる。

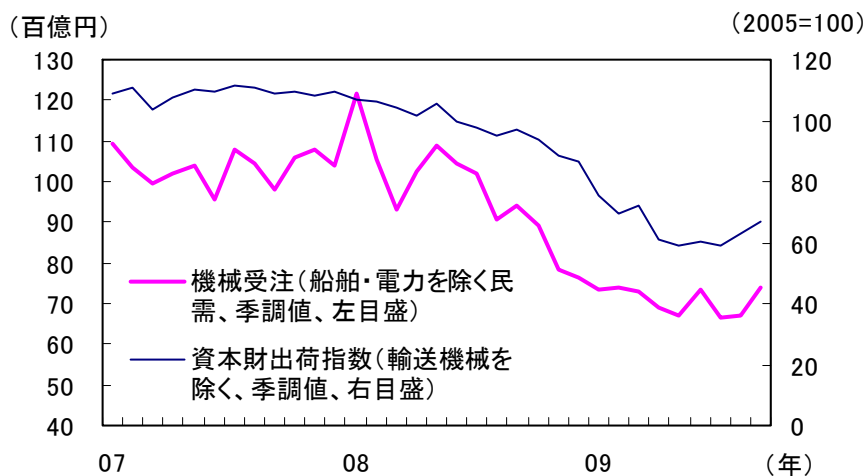
三つの明るい材料

このように直近の日本経済は、消費や公共投資の増加に表れた政策効果と輸出増を牽引役として回復を続けており、最近では、先行きに関しいくつかの明るい材料も出てきている。

その第一は、設備投資に下げ止まりの兆しが出てきていることである。今回の景気後退局面では、全産業の設備投資計画（2009年度、日銀短観ベース）は、2009年3月調査の前年度比-14.3%から、6月調査-17.1%、9月調査-17.3%と、年度が経過するにつれ下方修正される、典型的な不況期のパターンを辿った。これは企業が、世界同時不況に直面して、先行きについて極めて姿勢になり、その姿勢が時間とともに強まっていったことを示している。

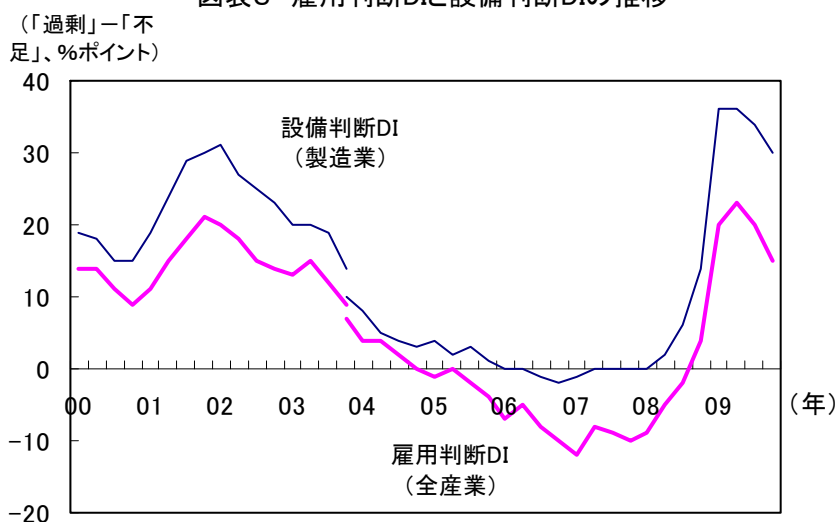
しかしながら、最近では設備投資の先行指標である機械受注や、一致指標である資本財出荷指数に下げ止まりの兆しが出てきている（図表2）。7～9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比-0.9%（4～6月期：同-4.9%）とマイナス幅を減少させ、10～12月期には1.0%と7四半期ぶりにプラスに転ずる見通しとなっている。また、7～9月期の資本財出荷指数（輸送機械を除く）は、前期比5.2%と2年ぶりに上昇に転じた。こうした動きを受け、7～9月期の設備投資（GDPベース）は、6四半期ぶりに前期比1.6%とプラスに転じた。輸出、生産の回復が、冷え切った企業の設備投資意欲を徐々に暖めつつあることを示している。日銀短観（9月調査）を見る限り、設備過剰感は依然強いため（図表3）、先行きの設備投資の大幅な反転増加は望みにくいとされるものの、設備投資の下げ止まりの兆しは、先行きの自律回復の足がかりとなる。

図表2 機械受注と資本財出荷指数の推移



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表3 雇用判断DIと設備判断DIの推移



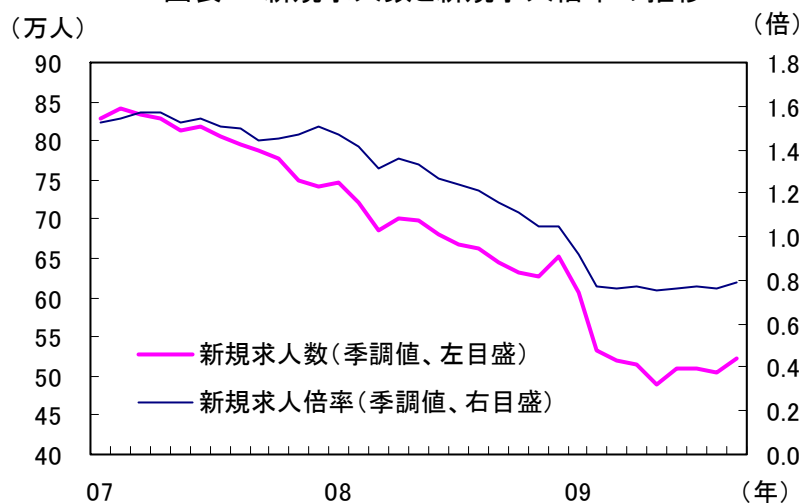
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(注) 1. 調査対象企業の変更により、グラフに不連続が生じている

2. 2009年12月(直近時点)は予測値

第二は、失業率が高止まるなど雇用情勢は依然として厳しいものの、新規求人数は下げ止まり、最近ではわずかに上向きに転じ、併せて新規求人倍率も横ばいからわずかながら上向きに転じていることである(図表4)。雇用の先行指標である新規求人数が下げ止まったとみられることは、先行きの雇用改善にも明るい材料となる。これに加え、現金給与総額の前年比マイナス幅が縮小傾向にあるという点も好材料である(ただし、年末にかけては冬季賞与の大幅なマイナスを受けて、マイナス幅が一時的に拡大する可能性が高い)。ただ、雇用に関してもやはり過剰感が強い(日銀短観9月調査)、先行きについては、明確な形で雇用が改善していく可能性は低いといわざるを得ない。

図表4 新規求人数と新規求人倍率の推移



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」

第三は、住宅投資であるが、住宅着工戸数は、金融危機の発生以降、つるべ落としに減少し、8月の着工戸数は68万戸（年率換算、内閣府による季調値）と、建築確認申請が厳格化され着工が大幅に落ち込んだ2007年8月頃の水準をも下回る極めて低い水準となった。これは景気が急速に悪化し、先行きの不透明感が強い中では、ローンを組んで住宅を購入することが大きなリスクとなるため、住宅取得行動を先送りし、リスクを回避する動きが強まったことによる。

しかし、最近では分譲マンションの着工に下げ止まりの気配が出ている。これは、マンションの売れ行き不振に伴う在庫増を、大幅な値下げによって捌いてきた効果がようやく表れ、在庫を減らした後に、新規に着工する動きもごくわずかではあるが出てきたことを示している。首都圏のマンションの契約率（その月に販売開始された物件の何%が契約に至ったか）は、好不調の目安とされる70%超を5月からほぼ維持する状態となっている。マンションに関しては、値ごろ感から中古マンションの取引が先行して動いていたが、新築マンションについても、値ごろ感のある物件であれば、需要が回復しつつある。これには、住宅ローン減税の拡充といった政策効果も寄与していると考えられる。今後、現在の住宅価格がボトムで、先行きの金利は上昇傾向で推移するとの予想が支配的となり、今が買い時だとの消費者の認識が強くなっていけば、住宅市場の底打ちが明確化してくる可能性がある。

自律回復への橋渡しに必要な景気対策の追加

これらの三つの材料は、これまで景気の足を引っ張ってきた設備投資と雇用、住宅投資に、わずかではあるが前向きな動きが出始めていることを示している。輸出増と政策効果に支えられた景気回復であったが、設備投資や住宅投資に少しでも火が付き、雇用もこれ以上悪化しないという状態になれば、景気回復に広がりや自律性が出てくることになる。ただし、明るい材料はまだわずかな動きに留まっているため、状況によっては後戻りする可能性が十分ある。こうした点は、最近ではしばしば日本経済の二番底の可能性として言及されている。

後戻りさせず、現在の政策効果中心の景気回復から、自律回復へのバトンタッチをうまく行えるかどうかは今後の焦点となるが、2010年度初めには、耐久財消費や公共投資については、これまでの政策効果の反動減が生じることにより、一時的にマイナス成長になる局面も考えられる。現状ではそうしたショックに日本経済が耐えられるかどうかはやや疑問があり、政策のさらなる追加が必要となる。

今後民主党が講じる政策については、マニフェスト通りに実現された場合、2010年度の実質GDP成長率に与える影響は0.5%ポイント程度のプラスとなり（当社レポート「鳩山政権の経済政策の効果」参照）、バトンタッチを助ける効果を持つと考えられる。ただし、子ども手当の最初の支給が6月頃と想定され、暫定税率の廃止や高速道路の一部無料化などは、最近ではその実現性が危うくなるなど、民主党の経済政策の効果は、年度当初から十分に発揮される状況にはない。したがって、民主党が今年度の1次補正予算の執行停止分2.9兆円を財源に、2次補正予算を組むことを検討しているのは（2010年1月の通常国会冒頭に補正予算案を提出予定）、これを通じ、今年度末から来年度初めにかけての政策効果の端境期を埋める措置を講じることが可能になるという点で、望ましい動きと考えられる。

こうした効果も含めて考えれば、日本経済は2010年度にかけても、緩やかな回復を続けていく可能性が高いと思われる。輸出の増勢持続、それに伴う生産の緩やかな回復の持続、設備投資の反転、雇用や住宅投資の下げ止まりが景気を支えていくという構図である。こうした前提の下、実質GDP成長率は、2009年度-2.4%、2010年度1.2%になると予想される。

予測表

年度	2008	2009	2010	2008	2009 → 予測				2010				2011
	実績	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP	-3.2	-2.4	1.2	-3.0	-3.2	0.7	1.2	0.3	0.6	-0.3	0.1	0.5	0.7
民間消費	-0.5	0.2	0.5	-0.7	-1.1	1.0	0.7	-0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.4
住宅投資	-3.0	-19.5	-2.4	3.3	-6.6	-10.2	-7.7	-3.9	-2.1	0.3	1.5	2.2	3.1
設備投資	-9.6	-13.8	2.6	-7.0	-8.2	-4.2	1.6	-0.1	0.5	0.6	0.7	0.9	1.2
政府消費	0.3	1.6	0.3	1.3	0.1	-0.2	0.4	0.9	1.2	-1.3	-0.2	0.4	0.5
公共投資	-4.4	12.6	-7.6	2.5	3.1	7.7	-1.2	2.1	2.4	-6.5	-5.7	0.9	0.8
輸出	-10.2	-13.6	7.3	-13.5	-21.6	6.4	6.4	2.9	1.5	1.2	0.9	1.4	1.7
輸入	-3.6	-11.8	2.7	1.5	-14.0	-4.2	3.4	0.2	0.4	0.5	0.3	0.9	1.1
名目 GDP	-3.5	-2.5	0.9										
GDP デフレーター	-0.3	-0.1	-0.3										

[実質 GDP 寄与度]

内需	-2.0	-1.7	0.5
外需	-1.2	-0.7	0.7

鉱工業生産	-12.7	-9.6	9.5
CPI(除く生鮮)	1.2	-1.5	-0.9
失業率	4.1	5.6	5.7
経常収支	12.2	14.1	16.0
円ドルレート	101	92	93

[前回予測(09.9.11)]

実質 GDP	-	-2.9	1.2
名目 GDP	-	-3.0	0.9

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話: 03-5401-8392(直通)

E-mail: yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 管理部(広報担当)

電話: 03-5401-8391(直通)