

2009・2010年度経済見通し

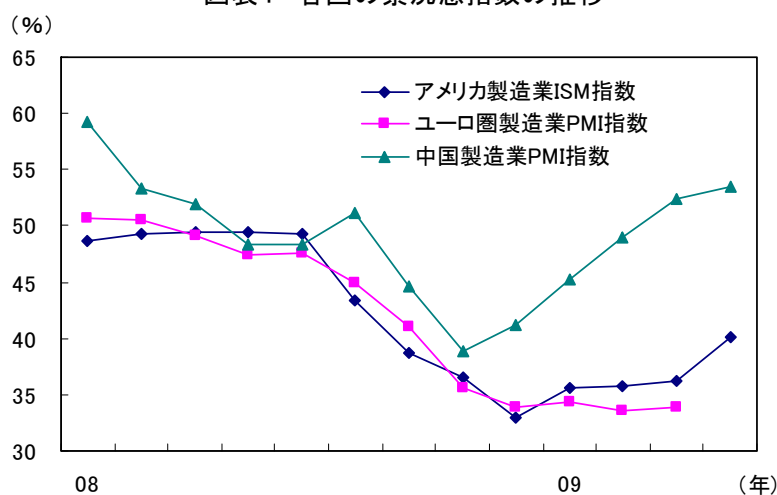
2009年5月20日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—新たな成長モデルへの転換へ

政策総動員が奏功

リーマンショック以降、世界的な需要の急減に見舞われた世界経済であるが、G20で総額1兆4,800億ドル（2009年：8,200億ドル（GDP比2.0%）、2010年：6,600億ドル（GDP比1.5%）、IMFによる）にもものぼる景気対策が講じられ、日・米・英・欧州の中央銀行が利下げ以外の手段で通貨供給を拡大させる量的緩和に踏み切るという政策総動員が奏功し、最近では各国の景況感指数や、株価に反転上昇が見られるなど、景気底入れの兆しが見れつつある（図表1）。日本をはじめ、輸出依存度の高い東アジア諸国については、大規模な在庫調整を迫られたことで景気が大きく圧迫されたが、生産の大幅縮小により、在庫調整にも一定の目処が立ちつつある。

図表1 各国の景況感指数の推移



(出所) 各国統計

実体経済面では、かつてない規模の需要急減に対応することが急務となった今回の世界不況であるが、金融面でも、これまでの世界的な資金フローが変化を余儀なくされたという点で、今回の世界不況は顕著な特徴を持つものとなった。今回の世界不況の直接的な要因は、アメリカの住宅バブルが崩壊したことにあるが、それまではアメリカが住宅価格の持続的上昇を背景として、住宅ロー

ンの証券化商品などによって世界から資金を集め、また、消費者は保有する住宅価格の担保価値上昇に伴い消費を実力以上に増やす形で、世界経済を金融面、実体面で拡大させる原動力となってきた。

これは対外バランスの面では、アメリカの経常赤字を、資金余剰国である経常黒字国がファイナンスする形になっていたことを意味する。経常黒字国としては日本のほか、中国をはじめとする東アジアの輸出国、あるいは世界的な景気拡大に伴う原油価格上昇で潤った中東やロシアなどの資源国などがあげられるが、こうした国の余剰資金は証券化商品の購入や米国債の購入などを通じてアメリカに流れ、アメリカの資金不足を補う役割を果たすとともに、経常黒字国側はその運用益を享受することで、互いにメリットを享受してきた。住宅バブル膨張を伴うアメリカの景気拡大は、こうした双方のメリットをさらに増幅させたが、リーマンショック以降は、こうした関係が一気に崩れる結果となった。

アメリカの住宅バブルの膨張については、アメリカの金融監督体制など、アメリカ自身に原因があったことは明らかであるが、新興国に豊富な余剰資金があったことがアメリカのバブルを助長した面があったとの指摘もある。先にポールソン前財務長官が、中国などの過剰貯蓄がアメリカの実質金利を低下させ、バブルを引き起こしたという趣旨の発言をしたのは、その一例である。しかしこの点についてはむしろ、アメリカ自身の旺盛な需要が新興国を育て、資金の蓄積を促したという面もあるため、結局は双方が持ちつ持たれつして、住宅バブル膨張を伴う景気拡大のメリットを享受しながら、世界経済を牽引してきたという方が事実に近いと思われる。

世界の成長モデルの変容

こうしたアメリカと新興国の関係が崩れたことは、新興国にとっては、これまでの成長モデル、ごく単純化して言えば、アメリカへの輸出によって黒字を稼ぎ、稼いだ黒字をアメリカに還流させることで資金を運用するという成長モデルの変容を迫られることを意味する。今回、中国が大規模な財政出動を行い、内需を喚起するという方向性に踏み出したのは、当面の実体経済の落ち込みを防ぐ意味があることはもちろんであるが、もう一つの意味としては、今後とも高い成長を持続していくためには、外需に依存し続けるのではなく、国内の余剰資金を、海外ではなく国内の投資に振り向ける方向に転換していかざるを得ないという事情があげられる。

また、中国はこれまで年10%前後の高い成長を続けてきたが、未だ経済の地域格差が大きいという問題があり、これは社会の不安定性要因ともなりかねないため、今後について、余剰資金をインフラ整備など国内投資に積極的に振り向けていくことは、こうした点からもいずれ必要と考えられていた。これは、日本経済がかつて高度成長を続けた最後の段階で、田中角栄元首相に象徴される自民党が、地方に積極的な公共投資を行うことで、成長の果実を地方にも分配し、全国的に均一の成長を目指したことにたとえられよう。今回の世界不況は、こうした中国がいずれ通らざるを得ない道を、後押しする形になっているとも捉えることもできる。

成長モデルの変容に成功し、中国がその人口の多さから潜在的に持つ莫大な内需の拡大に成功すれば、世界各国にとっては中国への輸出拡大を含め、ビジネスチャンスが大きく拡大することにな

る。このことは、世界経済の牽引役がアメリカから中国へと変わっていくことを意味する。中国は現在、世界に先駆けて景気回復する気配をみせていることで、世界各国の期待を高めている。例えば自動車販売では、世界的に低迷が続くなか、中国が1月以降、3ヵ月連続でアメリカを抜いて世界1位となった実績は、中国の消費刺激策が奏功していることを示すとともに、中国のマーケットの大きさを改めて世界に認識させた。

基軸通貨ドルへの挑戦

実際問題としては、中国が世界経済の牽引役の地位を確固たるものにするためにはなお時間がかかると思われるが、アメリカが世界経済の牽引役の地位を降りるとすれば、基軸通貨としてのドルの地位も低下していかざるを得ないことは必然である。今回の世界不況では、基軸通貨ドルの地位が揺らいでいる点も大きな特徴である。

ドルがポンドから基軸通貨としての地位を実質的に奪ったのは、両大戦間期のことであるが、第二次大戦後は、アメリカの世界経済に占めるウエイトは、趨勢的に低下し続けてきた。1971年のニクソンショックにより、アメリカはドルと金との関係を切り離し、これによりドルを軸とする固定相場制度には終止符が打たれ、変動相場制に移行した。実は、この時を持って本質的な意味でのドル基軸の体制は終わっていたといえる。

しかし、それ以降もドルに代わる基軸通貨は現れなかった。むしろ、ドルの弱体化とは関係なく、世界中でドルが使われるがゆえに自国もまたドルを使うという自己循環的な作用が働き、ドルは今日まで基軸通貨であり続けた。この間、ドルの価値は下がり続けたが、ドルの基軸通貨としての地位は揺らぐことはなかった。ヨーロッパでは1999年にユーロが登場したが、ユーロは外貨準備の一部として各国で保有されるようにはなっているものの、ドルの地位を脅かすまでには至っていない（2007年の外貨準備はドル64.7%、ユーロ25.8%、ポンド4.4%、円3.2%、IMFによる）。また、サブプライム問題に端を発する欧州の金融機関の危機深刻化に伴い、今回の局面でユーロの信任は揺らいだ。

中国が、もちろんすぐには無理ではあるが、いずれ人民元をドルやユーロを凌駕する存在にまで高めたいとの野心を持っていることは、最近の様々な行動に現れている。4月2日のG20首脳会合（金融サミット）の開催に先立ち、周人民銀行総裁が発表した構想は、IMFの準備資産であるSDR（＝特別引出権。SDRのレートは、ドル、ユーロ、ポンド、円の4通貨の相場を総合して決定）をドルに代わる基軸通貨にするというものであった。

周総裁は、アメリカが通貨の供給を増やそうとする場合、経常赤字が拡大し、ドルの信認が低下するという、特定の国の信用に基づく基軸通貨制度の原理的な問題点を指摘した上、こうした問題を避けるために、現在は政府や国際機関の間でしか使えないSDRを、貿易や金融取引の決済手段に利用する構想を提案した。さらに、SDRの構成通貨見直しの必要性にも言及した。これは人民元を加えることを想定していると思われるが、こうした構想のG20前での発表は、ドルに対する中国の揺さぶりを受け止められた。

この構想のメリットとしては、経済の弱体化から、ドルが常に暴落のリスクを持っているにも関

ならず、基軸通貨であるがゆえに各国がドル資産を大量に持たざるを得ない状況を根本的に改善できるといえる点があげられる。中国は、世界最大の米国債の保有国であることで、アメリカ経済の命運を握っているともいわれるが、実際には、暴落の引き金を引きかねないため米国債は売るに売れず、逆にアメリカの囚われの身になっているとの不満もある。

また、この構想の下では、ドルは他の通貨とともにSDRを構成するワン・ノブ・ゼムの存在となり、基軸通貨を発行する特別な地位を占めるアメリカ経済もまた、世界経済のワン・ノブ・ゼムになるということの意味する。今回の世界不況の引き金を引いたアメリカ経済がその地位を低下させ、弱体化した経済の通貨が基軸通貨であり続けることが困難になっていくのは自然なことと考えられるが、これまでドルに代わる基軸通貨の構想が具体的に提起されたことはなかった。しかし今回は、この問題で中国が正面から問題提起した形になる。周総裁の提案は、一定の説得力があるとこの分野の専門家の耳目を集め、アメリカのガイトナー財務長官も一時検討に値すると発言し、この発言に反応してドルが1%超下落するというおまけまでついた。

ただし、SDRのような合成通貨が本当に基軸通貨としての役割を果たせるかどうかは未知数であり、実際の制度設計も難しいことも容易に想像できる。中国は最近、貿易決済に人民元建てを試験的に導入することとしたが、これは人民元をまずはアジア域内で使われる準基軸通貨として広めていく戦略と位置づけられる。また中国は、マレーシア、インドネシア、アルゼンチンなどと次々と通貨スワップ協定を結び、金融危機が起きた場合には、その国の通貨と交換する形で人民元を供給することを取り決め、人民元がより広く使われる素地を作っていくための通貨外交にも積極的である。SDRの基軸通貨構想でドルを揺さぶる一方、様々な方策を通じ、人民元の地位も着実に高めていこうとする中国の意図がうかがえる。

このように中国は、今回の世界不況のなかで、世界経済の牽引役になろうとしているばかりでなく、基軸通貨の地位にも挑戦しようとしている。ちなみに、こうした中国の戦略に対し、危機感を覚えた日本は、遅ればせながら外貨不足に陥った国に対し日本円を貸し出す構想を示しているようであるが、いかにも泥縄といった感が否めない。

新たな牽引役のリスク

このように今回の世界不況は、その克服の過程で、世界経済の牽引役を交代させる可能性を高めている点、また、これまでの世界経済の成長をもたらしてきた資金の流れを変えている点、さらには基軸通貨システムが移行期に入る可能性を高めているという点で、これまでになく特徴を持つものとなっている。特に、新たな基軸通貨システムに移行することになれば、世界恐慌のあった両大戦間期以来ということになる。100年に1度といわれる今回の不況の特異な性格は、基軸通貨が揺らぎ始めているという点にも如実に現れている。

前述のように、中国は最近の行動からみて、世界経済でより存在感を発揮するとともに、中長期的には、人民元を基軸通貨にする戦略を持っていると思われるが、今のところ、いち早く景気回復過程に入っている中国も、このまま順調にその意図を達成できるかは定かではない。

まず、現在の中国の金融緩和や財政出動がバブルを招くような場合には、やがてその反動不況が

起こるリスクがあることは、一般論としては否定できない。かつて日本が、プラザ合意後の円高不況克服のために行った金融緩和など内需拡大策が、その後の1980年代後半のバブルの原因となり、バブル崩壊後、日本経済が十数年浮かび上がれなかったことは記憶に新しい。また、アメリカが2000年のITバブル崩壊に伴う不況を克服するため、大幅な金融緩和を継続したことがその後の住宅バブルを生み、その帰結としてのバブル崩壊が、現在の世界不況を招いていることは、現在進行形の事例である。

このほか、現在の中国における大幅な貸し出し増に伴う生産能力の拡大が、供給過剰を招いた場合には、これがやがてデフレをもたらす要因になる可能性も否定できない。こうしたバブル発生・崩壊リスクや、デフレリスクが顕在化した場合には、今後しばらくは、中国経済が世界経済を牽引できたとしても、中期的にみれば、逆に世界経済を攪乱するリスクになる可能性も想定しておかなければならない。

今回の世界不況の克服過程において、欧米の景気回復がもたつくなか、新たな牽引役としての中国への期待は高まる一方であるが、今回の中国の景気対策が最終的にどのような帰結を招くかについては十分注視していく必要がある。

2. 日本経済—景気は底入れし2010年度には本格回復へ

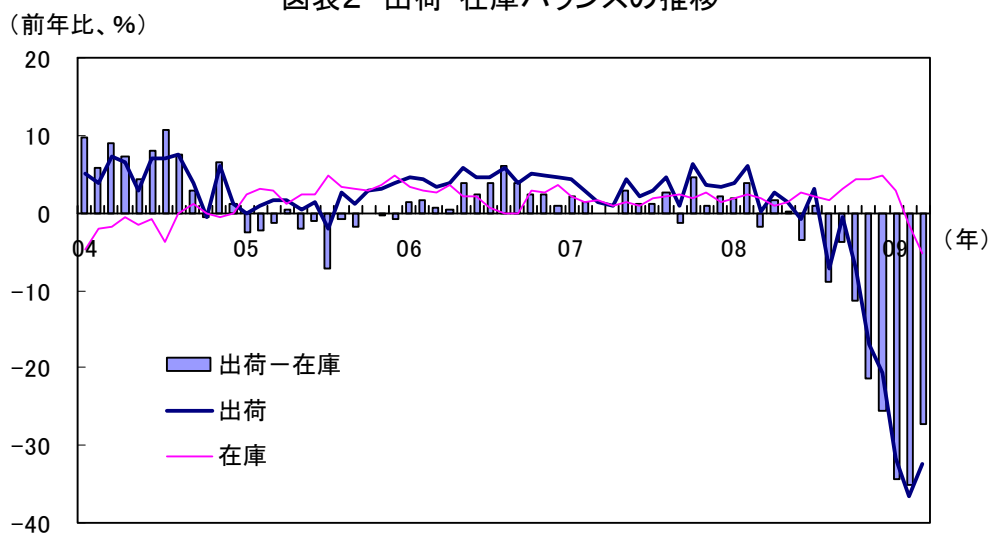
景気回復の兆し

10～12月期、1～3月期と大幅な落ち込みをみせた日本経済であるが、先行きについてはいくつかの明るい兆しが出てきている。

その第1は、今回の景気の大規模な落ち込みの起点となった輸出に下げ止まりの兆しが見られているという点である。実質輸出（日銀ベース）は、10～12月期以降、大幅に下落し、ピーク時からの下落幅は41%となったが、3月には横ばいとなり下げ止まった。これには中国向け、アメリカ向けの輸出が前期比プラスに転じたことが寄与している。大型の景気対策で経済が上向きに転じている中国に対しては、電子部品などの輸出が増え始めている。

今回の景気悪化は、世界的な需要収縮に伴う輸出の大幅減少により、大規模な在庫調整を短期間で迫られたという点が出発点になっているが、問題だった在庫調整も、出荷・在庫バランスのマイナス幅が縮小に転じ始めており、終盤に近づいていることがうかがえる（図表2）。在庫を削減するため、生産はピーク時から40%下落し、実に25年前以上の1983年頃のレベルにまで落ち込んだが、輸出の底打ちを背景として、4～6月期には5・四半期ぶりのプラスに転じる可能性が高まっている（製造工業予測指数は4月前月比4.3%、5月6.1%）。

図表2 出荷・在庫バランスの推移



(出所) 経済産業省「鉱工業指数統計」

このように、在庫調整が終了し、生産が上向き見通しが立ちつつあることは、第2の明るい兆しとして指摘できる。今回の景気悪化はかつて経験したことのない極めてスピードの速いものであったが、製造業では派遣切りと批判されながらも、生産を短期間で大幅に縮小できたことが奏功し、

在庫調整を早期に終了させ、生産を底打ちさせることができた形になる。

第3の明るい兆しは、こうした輸出、生産の底打ちを背景として、企業、消費者マインドが好転しつつあるという点である。3月の日銀短観では、大企業製造業の業況判断DIは-58と第1次オイルショック時を下回る過去最悪の水準となったが、3ヵ月先（6月時点）の見通しは-51と景況感の悪化に歯止めがかかり、わずかながら好転する見通しが示された。毎月調査を行っている民間の短観に類似した調査（QUICK短観）では、3月を底として好転していることが確認されている。消費者マインドも、昨年末の急速な悪化には歯止めがかかり、2009年1月以降は、4ヵ月連続でわずかながら上昇している。

これまでの日本の景気循環では、出荷・在庫バランスがプラスに転じる時期がほぼ景気が上昇局面に転ずる時期に相当し、また、日銀短観業況判断DIが上向きに転じた少し後に景気が上昇に転ずる傾向があった。こうした経験則にしたがえば、最近、出荷・在庫バランスのマイナス幅が縮小しつつあること、業況判断DIが好転する見込みとなっていることは、近く景気後退が終了するシグナルとして受け止めることができる。これら二つの指標から判断すると、景気は7～9月期頃には底打ちする可能性が高まっていると考えられる。

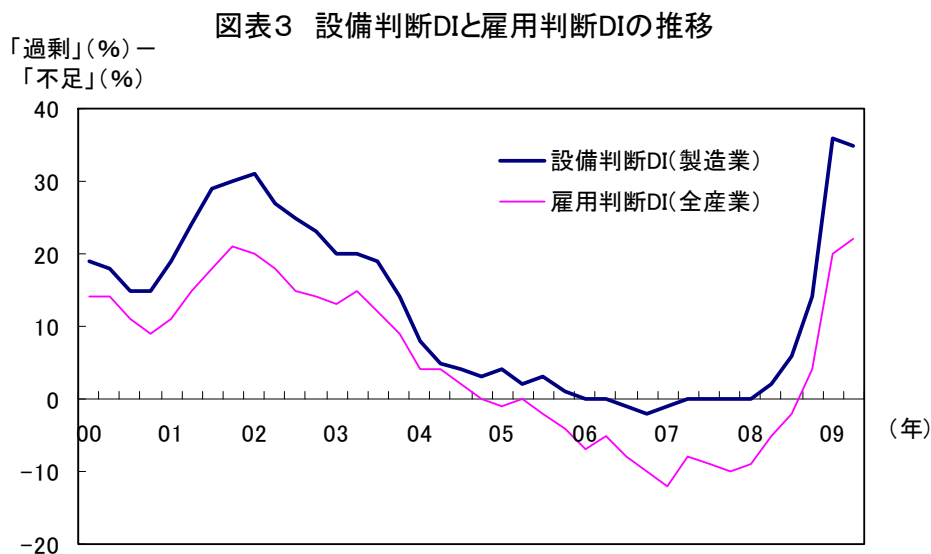
過剰整備、過剰雇用の解消パターン

今回の景気後退局面では、10～12月期、1～3月期と急激に落ち込んだため、景気後退が深いものになるとの懸念も高まった。よく知られているように、景気循環は在庫調整（在庫循環）によって引き起こされるというのが基本であるが、これに設備投資の調整（設備投資循環）が加わると景気後退はより深いものになる。

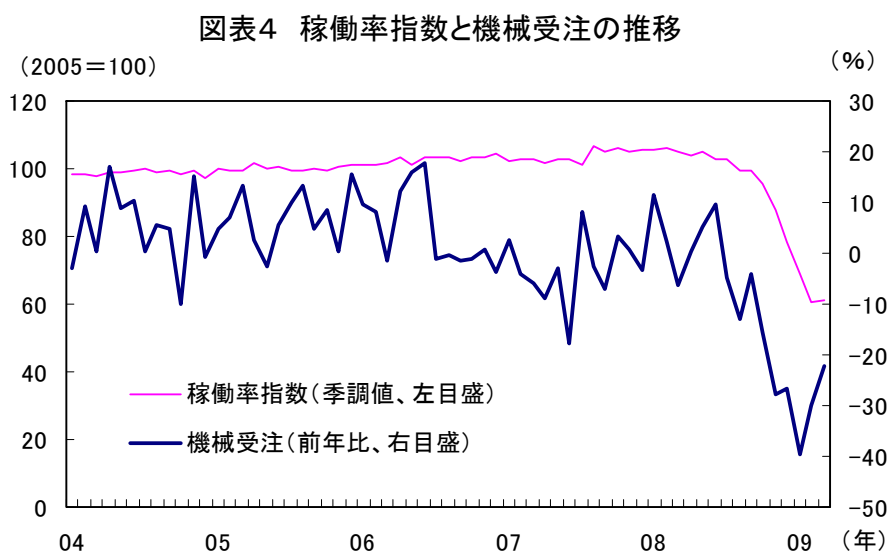
昨年末から今年初めの景気の急激な落ち込みに伴い、企業の設備の過剰感は一気に前回の景気後退期を上回る水準にまで上昇した（図表3）。生産の大幅な縮小に伴い、設備の稼働率は大きく低下し、これに伴い、企業の新規の投資意欲は減退し、設備投資の先行指標である機械受注もまた落ち込んだ（図表4）。2008年度の大企業製造業の設備投資計画（日銀短観）は、08年12月調査まではプラスだったものが、2009年3月調査ではマイナス（前年度比-2.4%）に転落し、2009年度の設備投資計画も前年度比-13.2%と、調査スタート時の3月時点の調査としては、前回の景気後退期だった2002年度を下回る悪いものとなった。

しかし最近になって機械受注のマイナス幅が縮小しつつあるのは、景気が底打ちする目処が立ったことで、先行きの世界経済の回復をにらみ、新たな需要に応えるための投資意欲が少しずつ増していることなどが反映されていると考えられる。底打ちした後の先行きの世界経済の回復ペースについては、現時点では緩慢なものに留まることが予想されているが、各国のグリーンニューディール政策が本格化してくれば、環境関連分野の需要回復スピードが増してくると予想されるため、この分野を中心とした投資意欲は今後さらに強まっていくことが予想される。

こうした点を勘案すれば、今回生じた過剰設備の解消ペースは、前回の景気後退で生じた過剰設備の解消ペースよりは速く、解消パターンも設備の廃棄・削減によって解消されるというよりは、需要の回復によって解消されていく色合いが強くなるのではないかと考えられる。



(出所) 日本銀行「企業短期経済観測」



(出所) 経済産業省「鉱工業指数統計」、内閣府「機械受注統計」

おそらく同じことは過剰雇用の解消についてもいえると思われる。今回の景気悪化局面では、設備過剰感と同様、雇用過剰感も急速に高まったが(図表3)、非正規雇用の削減を終えた後の企業は、雇用調整助成金を活用しつつ、労働時間の短縮やワークシェアリングなど極力雇員を削減しない形で雇員を調整しようとする姿勢を強めている。これは、景気の底打ちが明確になりつつあり、その先にいずれ世界経済が本格的に回復する局面が来るとすれば、その時に増産するために新たに雇員を確保しようとしても間に合わないため、正規雇員については、できるだけ現状の雇員を温存

していくことが得策との判断に立っていることが関係していると思われる。

こうした企業の姿勢がこの先も続いていくとすれば、当面は失業率がじわじわと上昇していくにしても、一部でいわれるような6%を超えるような事態は想定しにくく、せいぜい5%台前半の水準に留まるのではないかと考えられる。過剰雇用についても今回は、現在以上の雇用削減というよりは、需要の回復によって解消されていく形になるのではないかと考えられる。

景気対策の効果

景気底打ちの兆しが見えるなか、今年度1次補正予算で追加経済対策が講じられたことは、底打ちしつつある景気を後押しする形になり、景気回復をより確かなものにする効果を持つと考えられる。政府は、追加経済対策で講じる財政支出（真水）を15.4兆円としているが、これは、これまでで一番多かった1999年11月の経済対策（6.5兆円）の2倍以上の、過去最大の規模である。内閣府は今回の経済対策の効果について、2009年度の成長率を1.9%程度押し上げると試算している。

しかし財政支出のうち、実際にGDP押し上げに寄与する部分は、これまでの景気対策では政府公表ベースのせいぜい半分程度であり、今回もその内訳を精査すると、需要に直結すると考えられる部分は最大7兆円程度と考えられる。こうした点を踏まえれば、景気押し上げ効果は2009年度で1%程度と想定するのが妥当と思われる。

追加経済対策により、公共投資は7～9月期以降、大幅に増加することで、景気を底上げする効果を持つと考えられる。個人消費も、エコカーや省エネ家電の買い替え促進策によって押し上げられると予想される。ただし、景気対策によって2009年度のGDPが押し上げられる分、2010年度にはその効果がなくなり、GDPに下押し圧力が働くという点には留意しておく必要がある。

アジア内需と環境技術による景気回復

以上を勘案すると、2009年度の成長率は-3.5%と、追加経済対策の効果により、前回予測（3月12日時点、-4.1%）よりは、マイナス幅が縮小すると予想される。2010年度については、プラス成長に転じ1.2%になると予想する（前回予測1.1%）。2010年度には、公共投資の効果が剥げ落ちることがGDPに対してマイナス効果を持つものの、中国を牽引役として世界経済の回復が明確になることで、輸出、設備投資が好転し、前回予測と同程度の成長率になると予想した。

このシナリオは、日本経済は2009年度には追加経済対策で底上げされ、さらに2010年度には中国をはじめとするいわゆる「アジア内需」（アジアは日本にとっては新たな内需のようなものという意味合い）に牽引される形で、日本はその地の利を生かし、欧米に先駆けて本格的な回復軌道に乗るというものである。今回の不況の過程でも、今後について、外需依存ではなく内需の喚起を図ることで景気回復を図る必要性が指摘されたが、おそらく現実の回復パターンはそうはならず、近隣の旺盛なアジア内需、つまりは外需依存のパターンで再び回復に向かう可能性が高いと考えられる。

ただし、こうした景気回復パターンは、とりわけ牽引役の中国経済が変調を来したした場合に、悪

影響を受ける難点があることはいうまでもない。中長期的な中国経済の変調には、十分目を凝らし
ていく必要があるという点は、先に指摘したとおりである。ただし、各国のグリーンニューディール
政策により、日本の環境対応製品、環境技術（鉄道技術を含む）が世界的に注目されており、こ
れはアジアだけではなく欧米などからの引き合いも強くなっている。その意味では、次の日本の景
気拡大は、アジアのほか、環境がもう一つのキーになると考えられ、決してアジア内需頼みだけの
一本足打法にはならないと考えられる。

予測表

年度	2008	2009	2010	2008	→予測 2009				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	-3.5	-3.5	1.2	-3.8	-4.0	0.5	0.5	0.8	0.8	-0.6	0.2	0.6	0.9
民間消費	-0.5	-0.3	0.8	-0.8	-1.1	0.6	0.1	0.3	0.2	0.0	0.2	0.4	0.5
住宅投資	-3.0	-3.3	1.6	5.5	-5.4	-1.2	-1.6	-0.3	0.0	0.5	0.9	1.1	1.5
設備投資	-10.3	-14.1	2.0	-6.7	-10.4	-1.5	-0.9	0.2	0.3	0.4	0.8	1.0	1.7
政府消費	0.4	2.6	0.1	1.6	0.3	0.0	1.2	0.7	1.5	-1.3	-0.5	0.0	0.1
公共投資	-4.5	16.1	-4.8	-0.1	-0.0	2.0	11.9	5.0	6.3	-11.5	-3.2	0.2	0.5
輸出	-10.2	-22.1	5.2	-14.7	-26.0	5.5	1.1	1.2	0.7	1.2	1.3	1.5	3.1
輸入	-3.5	-9.5	2.0	3.1	-15.0	-0.5	1.0	0.2	0.4	0.5	0.2	0.9	1.1
名目 GDP	-3.7	-3.2	0.9										
GDP デフレーター	-0.3	0.3	-0.3										

[実質 GDP 寄与度]

内需	-2.3	-1.2	0.8
外需	-1.2	-2.2	0.4

鉱工業生産	-12.7	-14.3	12.2
CPI(除く生鮮)	1.2	-1.5	-1.0
失業率	4.1	5.2	5.1
経常収支	12.2	11.2	16.1
円ドルレート	101	99	98

[前回予測(09.3.12)]

実質 GDP	-	-4.1	1.1
名目 GDP	-	-4.4	1.3

(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)