

2009・2010年度経済見通し(2009年8月改訂)

2009年8月17日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—各国とも景気は底入れ

アメリカを支える中国

中国の4～6月期の実質GDP成長率が前年比7.9%と、1～3月期の6.1%に比べ大きく改善したことで、世界に先駆けて景気が底打ちしたことが鮮明になっている。総額4兆元に及ぶ景気対策により、高速道路や空港、港湾などの公共事業が各地で進んでいるほか、家電製品の購入補助などが効果を発揮していることによる。また、中国の米国債保有額は、09年5月には8,015億ドルと1年前より3,000億ドル近く増加し、中国がアメリカの景気対策に伴う財政赤字の増大をファイナンスする傾向がより増している。

こうしたことは、これまで世界経済を牽引し、また基軸通貨国でもあるアメリカの地位を、中国が一部肩代わりし始めたことを意味する。突出した景気対策は、中国が世界経済の新たな牽引役になることを意味し、また、米国債を大量に保有することはドルの価値を側面から支えていることを意味している。このように中国が下支えするなか、アメリカ経済もやがて底入れしていくことになれば、中国にとっては、いまま景気の足を引っ張っているアメリカ向け輸出の回復にもつながっていくことになる。

現在の米国と中国は、いまや経済面で見る限りにおいては、半ば一体化した形で、世界経済を支える役割を果たしているとさえいえる。事実上のG2体制といわれるゆえんであるが、7月末に開催された米中戦略対話では、中国は内需拡大の努力を表明する一方、アメリカに対しては、財政健全化とドルの信任維持の要求をつきつけた。中国は近年の著しい経済成長によって、世界経済の中での存在感を高めてきたが、今回のリーマンショック後の世界経済の急激な収縮局面において、いち早く景気を浮揚させ、さらには米国債の保有を背景としてアメリカへの発言力を増すことで、自らが世界経済の舵取り役の一角を担うという野望に近づきつつあるともいえる。

中国は07年にドイツを追い抜き、GDPで世界3位となったが、このまま行けば再来年には日本を追い抜いて世界2位に浮上する可能性が高まっている。さらに、外貨準備高は06年2月に日本を追い抜いて世界1位となったが、今年6月末には2.1兆ドルと初めて2兆ドル台に達した。2年半ほどで2倍になった計算になる。さらに、今年上半期の新車販売台数で610万台と、アメリカ(481万台)を抜いて世界1位となり、中国のマーケットとしての存在の大きさも強く認識させた。

中国経済の回復は脆弱か

もともと、現在の中国の景気回復は財政主導の脆弱なものであるとの見方は根強い。行政指導を受けて銀行の新規融資が急激に増加したが（今年上半期で前年同期比3倍）、そのうちのかなりの部分は株式や不動産に流れたとの指摘は多く、これがバブルを招いているとの懸念も強い。しかし一方では、景気対策の恩恵を内陸部がより多く受けていることにより、これまでの沿海部主導の経済成長が様変わりし、これが地域格差をいくらかでも解消する契機になる可能性も出てきている。

中国の景気対策は、リーマンショック以降の世界経済の収縮に対応する受身のものではあったが、これを機に潤沢な資金を内陸部への積極的な投資に振り向け、今後中国がさらに成長を続けていく基礎を作るとするならば、中国にとってはより望ましい方向に向かうことになる。中国が国内の格差を解消していく形でさらに成長していけば、それは中国が世界の市場としても成長し、世界経済の成長にも大きく貢献していくことにもつながる。

中国の現状については、確かに財政主導による脆弱性は否定できないが、それが次の成長をもたらすものであるとすれば、中国にとって経なければならぬ一つの過程と評価することもできそうである。ただし、そういえるようになるためには、バブルを必要以上に膨張させない細心の注意が必要とされる。世界経済が危機から立ち直りつつある現在では、中国がバブルに対してどのように対処するかが大きな問題であり、その処理自体が世界経済にとって大きなリスクになりつつあるとの見方さえ出ている。

実際、今後の中国の金融政策に関しては、かなりの注目が集まっている。中国人民銀行は、8月5日のレポートで金融政策の微調整をにじませる表現を盛り込むなどして、先行きの引き締めを含みを持たせ始めているが、株式市場はこれに反応して下落するなど敏感になっており、この先、適切なタイミングで引き締めへ転じることができるかが中国経済の成長の持続性に大きく関わってくると予想される。

バブル処理の肩代わり

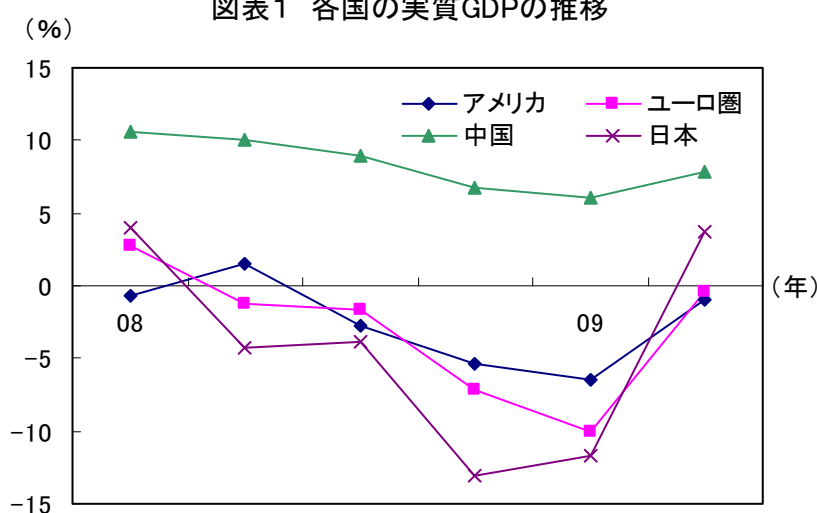
このように今回の危機を、中国がアメリカを支える形で克服しつつある状況はどのように理解できるか。少し前のアメリカの状況から振り返ってみよう。アメリカは01年のITバブル崩壊後に、財政出動を行うとともに、金融緩和を長く続け、同時にドルの価値は維持しつづける政策を取ることで世界から資金を集め、危機を克服した。しかしこれが、その後の住宅バブルの膨張を招き、現在の危機を招く遠因になっていることは、これまでもしばしば指摘されてきたとおりである。

そして今回の危機では、アメリカが独力で事態に対処できる範囲を超え、世界各国とりわけ中国による巨額な財政出動と、中国による米国債保有を通じたドルの下支えを受けながら危機に対処せざるを得なくなった。その代償として現在の中国は、バブル膨張のリスクが増しているが、このことは、今回のアメリカ発のバブル崩壊を、中国で新たなバブルを発生させるほどの景気対策を講じることによって食い止めたということの意味する。いわば、中国がアメリカのバブルの処理（さかのぼればITバブルに端を発するともいえるバブル）について、最終的に引き受けたような格好となっている。あるいは、中国がアメリカのバブル崩壊後の処理を一部肩代わりする形になったとい

ってもよい。ただし、アメリカの住宅バブルは、中国など新興国からの余剰マネーの流入が助長したという面もないとはいえないため、その点を捉えれば、中国自身もバブル膨張について全く無縁というわけではなかった。

中国がアメリカのバブル崩壊後の処理を一部肩代わりするような役回りを演じる形になっていることは、中国は、覇権国であるアメリカのライバルでありながら、他方では協力していることも意味し、両者の関係は複雑である。このような形になっているのは、中国がライバルではあるが、自国の持つ経済の影響力の大きさにより、世界経済を安定させるためにはアメリカに協力せざるを得ないことによる。中国がこうした形で存在感を発揮することは、世界が中国の力を再認識せざるを得ない状況も生んでいる。しかも中国では、危機を機にこれまで成長が遅れてきた内陸部への投資を活発化させ、うまくすれば、新たな成長経路に移行し得る可能性も生じている。今回の危機は、アメリカの覇権国としての力の陰りに拍車をかける一方、中国の存在感を高めることを通じ、米中のG2体制の現実味を着実に高めているように見える。

図表1 各国の実質GDPの推移



(出所) 各国統計
(注) 中国以外は前期比年率、中国は前年比

最悪期を脱したアメリカ

アメリカ経済は、4～6月期の実質GDP成長率が-1.0%とマイナス幅を縮小し、最悪期を脱したとの認識が強まっている。個人消費は1～3月期のプラスから4～6月期にはマイナスに転じたものの、設備投資のマイナス幅は4～6月期には大幅に縮小した。実質GDP成長率は、7～9月期にはプラス成長に復帰するとの観測が強まっている。アメリカの景気後退は07年12月から始まって戦後成長の16ヵ月を更新したが、ようやく出口が見えつつある。

消費抑制の主因となってきた雇用情勢については、7月の非農業部門の雇用者は減少幅が縮小してリーマンショック以降で最も少なくなるなど、悪化にも歯止めがかかる兆しもわずかに見え始め

ている。また、住宅市場についても、6月の新築住宅販売戸数は、前月比11.0%と3ヵ月連続で増加し、2000年12月以来の高い伸びとなった。先行指標の住宅着工件数も2ヵ月連続で増えている。これまでの価格下落で割安感が出てきたことが、住宅販売、着工の増加につながりつつある。住宅販売の好転を背景に、5月のS&P/ケースシラー住宅価格指数は、全米主要20都市圏で06年7月以来のプラスとなるなど、一部ではあるが住宅価格の底打ち感も出てきている。

もっとも実体経済面は明るくなっているとはいえ、金融面をみると中小金融機関や商業不動産についてなおリスクが残っているとの指摘もある。商業不動産ローンについては、今後焦げ付きが増える可能性があるが、その場合、その多くを保有する中小金融機関への影響が懸念材料となっている。こうした金融面のリスクはなお消えないものの、アメリカ経済は最悪期を脱しつつあり、政府の関心は残された大きなリスクである雇用悪化を回避するための政策に関心が移りつつある。

景気が大きな落ち込みから回復する過程では、企業部門が厳しいリストラを行うことでいち早く回復に向かうが、その過程で大幅な雇用調整が行われるため、雇用の回復は景気回復後に後ずれする。いわゆるジョブレスリカバリーであるが、これが消費回復を遅らせることで、先行きの景気の自律回復を妨げ、さらには景気を再悪化させるリスクになる場合があるからである。雇用対策が奏功し、心配される残された金融面のリスクも大きく顕在化しないようであれば、アメリカ経済は10年にかけて徐々に成長率を増していく可能性が高いと思われる。

一方、欧州については、例えば日本が、近隣の中国の内需に支えられた輸出増が景気回復を支えているのに対し、欧州は域内取引で半分を占める貿易で牽引役が見当たらないこと、また域外では中東欧の経済状況が厳しいことにより輸出が振るわないこともあり、景気回復が遅れている。いち早く行われた自動車購入支援策の効果は大きかったものの、雇用調整がなお終わっていないことも景気回復の足かせとなっている。

欧州では雇用調整において時短労働を行い、時短による給与目減り分の一部を政府が補助する形となっており、これが雇用の落ち込みを減らしている面もあるが、余剰人員を抱えたままの企業の労働コストが上昇するという問題や、時短効果が及ばない若年層の失業率が増しているという問題が生じている。アメリカや今回の日本では、生産の大幅削減に伴い当面不要となった労働者を削減したことが企業を身軽なものにしたのに対し、欧州ではそうしたことが仕組みとして行われにくくなっている。一方、金融面では、欧州の金融機関がアメリカの金融機関に比べ情報を開示しておらず、実態が不透明との指摘も根強い。

このように現在の欧州では、景気回復を遅らせる要因がいくつかあるため、他国に比べもたついているのはいるが、量的緩和や財政刺激の効果もあり、方向性としては底入れの方向に向かっていると考えることができる。実質GDP成長率は、7～9月期にプラスに転じるという見方が有力である。

このように中国をはじめ、アメリカ、欧州など世界各国は、昨年10～12月期、今年1～3月期の経済の大幅な落ち込みを克服して、着実に回復過程に向かっている。ただし、量的緩和や財政刺激策によって支えられた面が強いため、プラス成長に転じた後に、さらに成長率を増していくかどうかについては、不安が残る状況となっている。景気の底入れに伴い、各国の貿易が増えていく過程で、相互に刺激し合い好循環に向かえば、世界経済全体が再び緩やかな上昇に向かっていると考えられるが、そうした状況に移行すると確信できるまでにはなお時間がかかりそうである。

2. 日本経済—本格回復は2010年度に後ずれ

企業のリストラとプラス成長への転換

日本経済は4～6月期の実質GDP成長率がプラスに転換し、1～3月期までの大幅な落ち込みからの回復過程に入ったことが裏付けられた。

4～6月期の主な経済指標をみると、生産は前期比8.3%の大幅な上昇となったが、これは企業の在庫調整が大きく進展し、生産を再開させたことによる。また、この間の消費総合指数は、所得は振るわなかったものの、定額給付金の配布とエコポイントによる刺激策が一定の効果を発揮したこともあり前期比1.2%と5四半期ぶりにプラスとなった(図表2)。さらに、昨年度の補正予算による財政刺激がようやく表れ始め、公共工事出来高は大幅なプラスとなった(4月前年比11.3%、5月前年比14.3%)。実質輸出(日銀ベース)は、中国などアジア向け輸出の回復を主因として、4～6月期には前期比12.3%となった(図表3)。輸出の回復には各国の自動車購入支援策が効果を発揮したこととも寄与したと考えられる。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プラス成長に転ずるに至った。

今回の景気悪化は、その速さと深さの両面においてかつてなかったものであるが、そうであっただけに今回の日本企業の対応はすばやかだった。派遣切りに象徴される生産削減のための雇用調整がその最も端的なものであったが、これは90年代の失われた10年においてすぐに雇用調整ができなかったために、労働分配率が高止まりし、長く企業収益の足を引っ張ったことと対照的であった。派遣切りのような形で雇用調整を容易に行えることの是非は別にして、こうしたやり方ができるようになったことは、日本企業のコスト圧縮の対応力を著しく高めたという点は事実である。

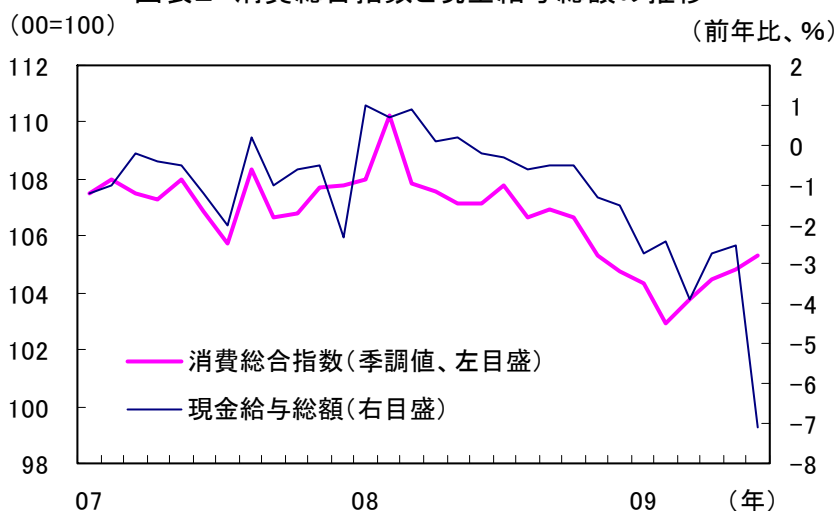
企業収益(連結経常損益)は4～6月期にはプラスに転換し(日本経済新聞集計、上場企業1,572社(金融・新興3市場を除く)、8月14日集計)、1～3月期の赤字から脱却した。企業が人員削減や工場の再編、その他あらゆるコスト削減策によって合理化した結果がこの数値に表れているといえる。一方、やむを得ないことではあるが、従業員のボーナスが大幅にカットされたことにより、6月の現金給与総額は前年比7.1%と過去最大の減少幅となった(図表2)。企業収益はプラスに転じたとはいえ、水準自体は非常に低いため、この冬のボーナスも低調となる見込みである。

低調な民間需要

企業の設備投資意欲は依然低調である。日銀短観(6月調査)では、大企業製造業の設備投資計画は、年度開始前の3月調査から年度に入った後の6月調査では上方修正されるのが通常であるが、これが大きく下方修正されたことは(09年度、3月調査前年度比-13.2%→6月調査前年度比-24.3%)、企業の先行きに対する見方が極めて慎重になっていることを示すものであった。設備投資の先行指標である機械受注は、6月調査では前月比9.7%増と大幅な上昇になったものの、7～9月期の見通しはマイナスとなっている(前期比-8.6%)。機械受注の本格的な回復は来年以降に持ち越され、設備投資の持ち直しはさらに遅れて来年度以降という見方が有力となっている。

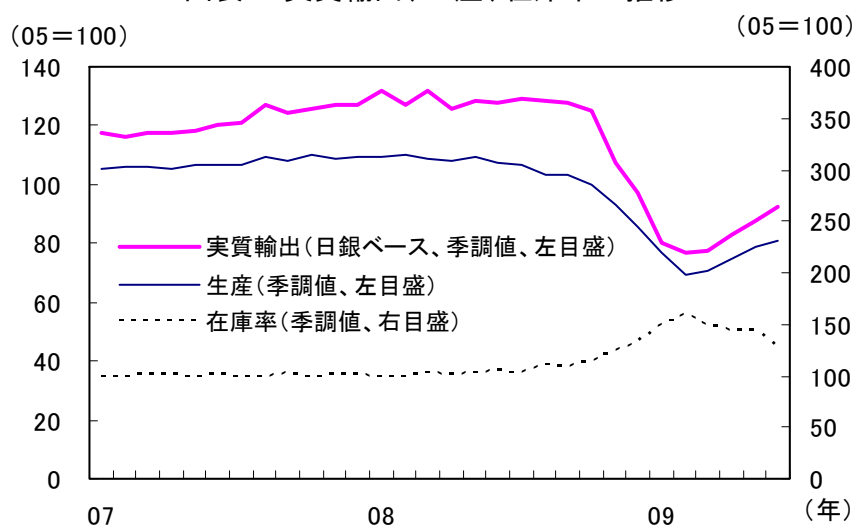
企業が設備投資に慎重なのは各国の景気が1～3月期までの落ち込みから回復したとしても、反

図表2 消費総合指数と現金給与総額の推移



(出所) 内閣府「消費総合指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表3 実質輸出、生産、在庫率の推移



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

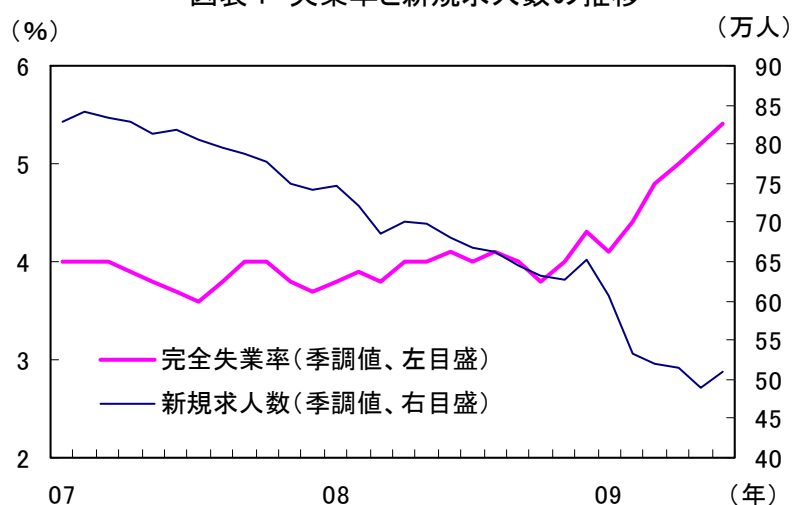
動増という側面がある上、景気のレベル自体は低く、反動増が終わった後については、回復ペースは緩やかなものに戻るという見方が強いことと関連していると思われる。先に述べたように4～6月期の生産は前期比8.3%と持ち直したものの、先行きの回復ペースについては緩やかになると見込まれている（製造工業予測指数、7月前月比1.6%、8月前月比3.3%）。生産のレベルは、回復したといってまだ昨年秋の8割程度に過ぎない。この先生産がさらに活発となり、稼働率がさらに高まらなければ設備の過剰感はなかなか解消せず、新規の設備投資にも踏み切りにくいという状況が続く可能性が高い。

個人消費については、消費者態度指数が7月まで7ヵ月連続改善しマインドは好転しているものの、先に述べたように所得環境は極めて悪く、基調としてはあまりよくなる要素はない。定額給付金やエコポイントの効果で一時的に上積みされた部分はあるが、一方では今年の夏については天候不順で、エコポイントがあってもエアコンなど夏物商品が振るわないという想定外のこともあった。

雇用については、6月の失業率が5.4%と悪化が続いており過去最悪の水準（5.5%）に近づいているが、先行指標である新規求人数はわずかに好転の兆しも見えており（図表4）、必ずしも悪い材料ばかりではない。しかし、雇用の過剰感を抱いている企業が採用をこの先大きく増やしていくことは考えにくく、当面、失業率は高止まる可能性が高いと思われる。こうした雇用情勢に加え、冬のボーナスも振るわないとすれば、消費は今年度中は大きく好転する材料は見出しにくいといわざるを得ない。

外需については、4～6月期の輸出の増加には、各国の需要の回復に加え、反動増という要素も含まれているため、7～9月期以降の回復ペースは、世界経済の回復ペースにもよるが、緩やかなものに留まる公算が高い。こうしてみると民需、外需とも先行きについては回復ペースが増す要素はあまりあるとはいえない。しかし、方向性としては、わずかながらではあるが、各需要項目とも好転していくと考えられるため、景気が悪化に逆戻りするというリスクは小さいと考えられる。

図表4 失業率と新規求人数の推移



(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

公的需要と政権交代のインパクト

民需、外需の回復ペースが緩やかなものに留まる中、期待されるのは公需であるが、4～6月期に昨年度補正予算の効果が表れてきたのに続き、7～9月期以降は今年度予算の効果も表れてくると考えられるため、さらに上積みされていくことが想定される。ただし、今年度補正予算の執行については、8月30日の総選挙後に民主党が政権を握った場合には、その一部の執行停止が行われる可能性があり、これが景気に対してマイナスの影響を及ぼす可能性もある。

しかし同時に、民主党は今年度補正予算の一部を財源として、自らの政策を実行していくことも検討している模様である。民主党は、子ども手当の創設、公立高校の実質無償化、ガソリンの暫定税率の廃止、高速道路の無料化などによって年収400万円の層で可処分所得を2割増やすという視点でマニフェストを作っているが、来年度予算で民主党が意図していた通りに予算編成できるとすれば、所得増加により消費が上積みされる効果が期待できよう。

以上を勘案して、2009年度の実質GDP成長率は-2.6%、2010年度についてはプラス成長に転じ1.2%になると予想した（民主党政権を前提とする）。2010年度については、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、緩やかながら世界経済の回復が続くことを前提に、日本経済もプラス成長に転ずると予想した。

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	-2.6	1.2	-3.5	-3.1	0.9	0.4	0.6	0.6	-0.4	0.4	0.5	0.7
民間消費	-0.5	-0.1	1.0	-0.7	-1.2	0.8	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	0.2	0.5
住宅投資	-3.1	-12.6	1.2	2.6	-5.7	-9.5	-1.2	-0.5	0.2	0.3	0.6	1.1	1.2
設備投資	-9.6	-15.5	1.7	-7.1	-8.5	-4.3	-0.8	0.0	0.1	0.4	0.8	1.0	1.3
政府消費	0.3	2.2	0.4	1.3	0.1	-0.3	1.4	0.9	1.1	-1.3	-0.2	0.3	0.4
公共投資	-4.4	17.5	-6.3	2.2	2.6	8.1	4.6	1.7	2.9	-10.1	-0.7	0.9	0.8
輸出	-10.2	-16.6	5.4	-13.6	-22.5	6.3	3.5	1.5	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5
輸入	-3.7	-14.6	2.0	2.5	-14.9	-5.1	0.5	0.2	0.4	0.5	0.3	0.9	1.1
名目 GDP	-3.5	-2.5	0.8										
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	0.7
外需	-1.2	-0.9	0.5

鉱工業生産	-12.7	-10.5	8.5
CPI(除く生鮮)	1.2	-1.4	-1.0
失業率	4.1	5.5	5.6
経常収支	12.2	14.0	16.1
円ドルレート	101	96	98

[前回予測(09.6.11)]

実質 GDP	-	-3.5	1.2
名目 GDP	-	-3.3	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)