

2010・2011年度経済見通し

2010年2月15日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—出口戦略への模索

中国の金融政策の行方

金融危機後の世界経済は、各国の量的緩和や大規模な財政出動を支えとして回復過程に入ったが、当初は中国が突出して支える形になっていた世界経済も、現在は各国の景気が底入れしたことにより安定感が増している。むしろ現在では、景気回復に伴い、景気対策として講じられた金融政策と財政政策の副作用も一部で観察されるようになっており、この先、金融政策や財政運営が変わった時に、世界経済が腰折れせず、回復が維持されるかどうかに関心が集まっている。

金融引き締めについては、不動産バブルが懸念される中国の行方が注目点である。中国経済は金融危機の発生に伴い、輸出を中心に成長を続けるという路線の修正を余儀なくされたが、景気対策として大規模な投資と消費喚起策を講じたことにより、これまで遅れていた内陸部への資金振り向けを実施することが可能になり、また、これまで顕在化していなかった需要を呼び起こすことにも成功した。この意味で中国にとって金融危機は、輸出に傾斜した成長路線をよりバランスの取れたものに向かわせる一つの契機になったとの評価もできる。今回の景気対策で呼び起こされた膨大な中国の潜在需要を目の当たりにし、各国は改めて中国進出や中国の需要の取り込みを活発化させている。

金融緩和により、中国では一部マネーが不動産に向かい、バブルの傾向が強まっており、それを是正する必要性が論じられている。しかし、現時点でのバブルの発生は、割り切って考えれば中国が成長を続けていくための一つのコストといえなくもない。中国では、資産価格に比べ一般物価のインフレ高進の可能性は低く、このまま内需を喚起し続けることができれば、この先もかなりの間、成長を持続していける可能性は高い。かつて日本の高度成長は、地方からの労働力流入の終わりとともにストップしたが、中国の労働力にはなお膨大なものがある。中国にとっては、労働需給が逼迫するという点からのインフレ圧力は今後とも弱いものであり続ける可能性が高い。一般物価の上昇圧力が弱い段階で、資産バブルの発生を理由に金融引き締めを急ぐと、経済をオーバーキルすることにつながりかねない。その意味で、不動産バブルの発生は現在の中国にとって、さらに経済成長を持続していく上で払うべきコストと考えることもできる。

このように中国では、労働需給面からのインフレ圧力は弱いと考えられる一方、エネルギー価格上昇に弱いという点でのインフレ圧力は今後とも残るが、そうした点を除けば、中国にとっては、

先行きについて景気を大きく下押しするような強力な金融引き締めが行われる蓋然性は低く、当面の対応についても、緩和スタンスをやや修正するという漸進的なもので十分と思われる。中国人民銀行が1月12日に預金準備率を引き上げたことで、先行きの金融引き締め観測が急速に強まったが、現実には景気の勢いを殺ぐような引き締めは避け、預金準備率の追加引き上げや、利上げを行うにしてもFRBやECBが利上げに転じるタイミングなど、各国の金融引き締めに追随するような形で行う可能性が高いと思われる。

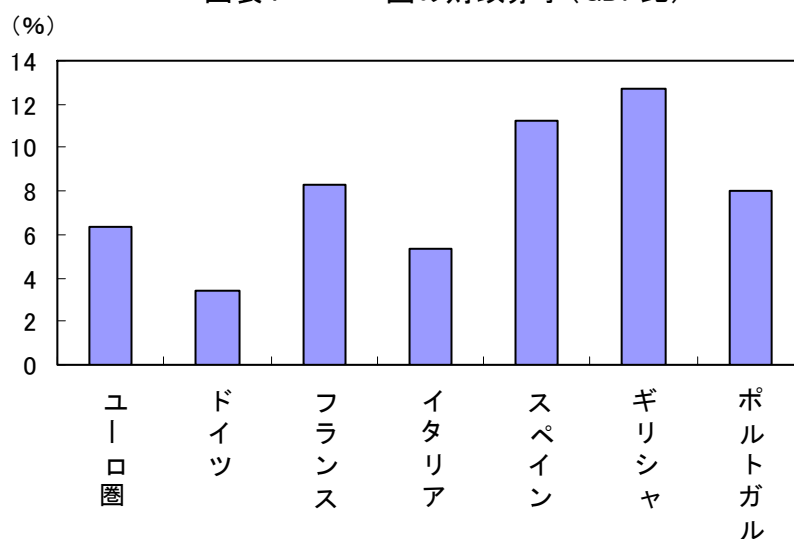
不動産バブルへの対応については、不動産向け融資を抑制するための窓口指導を強化する方向で政策当局は動いており、こうした対応は一定の効果を生むと考えられる。仮に今後、緩和スタンスを微修正していく過程で、景気の勢いが殺がれるような状態に陥った場合には、政策当局は直ちに政策を修正することも考えられ、その意味でも中国の景気が、金融緩和の修正の過程で急減速に至る可能性は低いと思われる。

南欧諸国の財政問題

最近、中国の金融引き締め観測のほかに、世界経済の不安定要因となったのは、ギリシャの財政問題であった。財政不安は、スペイン、ポルトガルにも飛び火してユーロ安を招き、世界的に株価を下落させるなどの影響を与えた。南欧諸国を中心に財政が悪化しているのは、中小国でもともと財政基盤が強くなかったところへ、金融危機への対応で財政出動を余儀なくされたことによる。ギリシャは昨年10月の政権交代後に、財政赤字が従来の公表値よりも悪化してユーロ圏最悪（GDP比12.7%、従来の公表値は3.7%、図表1）になると発表され、前政権のいわば財政統計の粉飾が暴露された形になり、市場から正確な情報を出していないとの不信感が高まった結果、長期金利が上昇した。

今やポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインの5カ国は「PIIGS」と呼ばれ、雇用と財政の悪化でユーロ圏の足かせになっているといわれる。EU加盟国は、財政赤字をGDP比3%以内に抑えることが義務となっているが、これらの国は、基準の3倍以上の財政赤字（イタリ

図表1 ユーロ圏の財政赤字(GDP比)



(出所) IMF

アを除く)で、国債の格付けが引き下げられるなど、デフォルトリスクが高まっている。

もっとも、財政の悪化は先進国共通の悩みでもある。2009年の財政赤字（GDP比）は、アメリカ12.5%、日本10.5%に達する。アメリカは経常赤字国ではあるが基軸通貨国であること、日本は経常黒字国であることにより、財政赤字が拡大しても市場からの信頼を維持しているが、ギリシャの場合は経常赤字国であるため、信頼を守ることが難しくなっている。

最近の各国の財政赤字の拡大は、金融危機から脱却するための代償という意味合いが強いが、景気底入れ後では、一転してそれをどのように解消していくかが問われる。経済が着実な回復軌道に乗れば、それだけで財政赤字のGDP比は低下していくことになるが、そのような展望が見出せない場合には、財政赤字の存在自体が景気の足を引っ張ることになりかねない。将来にわたって財政赤字を解消していけないとの見方が支配的となった場合は、通貨の信頼が失われ、長期金利が急上昇、インフレが高進し、経済が大きなダメージを受けるというのがこれまでの歴史であった。現在のユーロ圏では、南欧諸国の財政赤字問題が足を引っ張り、ユーロ不安が現実のものとなっている。いずれはユーロ圏主要国であるドイツ、フランスが中小国の支援に回らざるを得ない局面も予想され、2009年7～9月にプラス成長に転じ、底入れした後のユーロ圏の景気回復の足取りは重いものになりそうである。

着実に回復するアメリカ経済

アメリカ経済は、2009年7～9月期以降、プラス成長に転じ、10～12月期の成長率は前期比年率5.7%と高いものとなった。一方、2009年の年間の成長率は前年比-2.4%と、1991年以来18年ぶりのマイナス成長となり、マイナス幅は1946年の-10.9%以来の大きなもので、金融危機が経済に与えた影響が大きかったことを改めて示した。

10～12月期のGDP統計では在庫調整が進んで在庫の圧縮幅が低下し、設備投資も6四半期ぶりにプラス成長に転じるなど景気回復の兆しが見られたものの、1月の雇用統計では非農業部門の雇用者数は前月比2万人減少し、景気回復はまだ雇用の回復には及んでいないことが示された。近年のアメリカ経済の景気回復期で常態化しているジョブレスリカバリーの傾向は、今回の景気回復局面でも顕著に表れている。もっとも雇用の現状は、リーマンショック直後のように、毎月50万人もの雇用が失われるという状況からは明らかに改善している。

危機対応の金融政策を平時の状態に戻す出口戦略については、GDP統計発表時には早まるとの観測も出たが、雇用統計の発表後には遅くなるとの見方に舞い戻った。統計の内容によって市場は金融引き締め時期に一喜一憂する状態が続いており、先行きについてはなお見通しにくい。バーナンキFRB議長は、2月10日に出口戦略についての見解を発表し、出口戦略を展開していくにあたり、金利については短期市場の縮小で機能が低下しているFFレート（現在0～0.25%）に代わり、銀行がFRBに預けている準備預金の金利（現在0.25%）を、政策態度を示す指標として活用していく可能性を示した。今後はまず、準備預金の金利を微修正していくことにより、出口戦略を細心かつ漸進的に進めていくものと思われる。バーナンキ議長は、出口戦略を展開していく過程で、経済に悪影響が及ぶような場合や不測の事態が起こった場合には、再び元に戻す柔軟性も持つと考

えられ、中国の金融引き締めと同様、アメリカの金融引き締めが、世界経済に悪影響を与えるリスクは低いと思われる。

ボルカールールの衝撃

これまで述べてきたように、世界経済は危機克服のために講じた金融政策と財政政策の副作用が国によっては顕在化し、最近の世界経済の不安定要因ともなっている。こうした問題に加え、アメリカではオバマ大統領が1月21日に、今回の金融危機を引き起こした根本要因を除去するための新たな金融規制案を示したことで、これが経済に悪影響を与えるとの懸念が世界に広がった。この提案は、ボルカー経済再生諮問会議議長（元FRB議長）が提唱したもので「ボルカールール」とも呼ばれる。

内容は金融機関の規模や事業内容に制限を設けるもので、預金を取り扱う商業銀行については、ヘッジファンドの保有や出資を禁止し自己資金勘定による高リスク投資を制限する、金融機関全般については、大手金融機関の負債の規模に上限を設定するなどである。巨大化した金融機関が短期的な利益を追求してリスクを取り過ぎ、今回の金融危機を招いたとの反省に基づくもので、この規制により、預金を原資とした投資や、借りに頼った金融機関の巨大化が抑制されることになる。新たな規制案は、これまでの金融自由化を抜本的に改めるもので、歴史的には大恐慌後にアメリカで、証券と銀行の分離を定めたグラススティーガル法が定められた時以来の大転換と見ることができる（グラススティーガル法は99年に廃止され、銀証分離は撤廃）。今回の金融危機が、まさに大恐慌以来の出来事であったという事実を如実に示すものといえよう。

この時期の唐突な提案については、秋の中間選挙をにらんだ政治的意味合いがあるとも見られ、金融界は規制に猛反発しているが、今の仕組みのまま景気が回復すれば、10年先、20年先に同じ問題が引き起こされかねず、規制の度合いについてははともかく、ボルカールールには十分検討すべき内容が含まれていると考えられる。提案発表に伴い、米銀の競争力が失われるとの懸念が強まりドル安の要因ともなったが、その後、提案者のボルカー議長が規制については各国と強調していく姿勢を示したことで、現在は不安感は和らいでいる。アメリカは金融危機を経て景気回復を果たした今、ついにはその根本原因となった金融機関の業務のあり方にまでメスを入れ、金融のあるべき姿を再構築するところにまで足を踏み入れようとしている。

各国の協調の下、規制の具体策が今後どのような形で収束していくかはわからないが、こうした規制は、長い目で見れば、金融機関が過度のリスクを取ることで、景気の振幅が必要以上に大きなものになることを未然に防ぐ効果を持つと考えられる。しかし、金融機関全体としてのリスクマネー供給の機能が極度に失われることになれば、リスクマネーの供給を通じた企業や経済の創意工夫や革新に支障が生じる事態ともなりかねず、そのバランスをとることが重要になる。

ただ、非常にシニカルに見れば、規制が導入されてもやがてはそれを足かせと感じて規制は緩められ、ついには過度の自由化が危機を引き起こすというのは、グラススティーガル法制定から今回の金融危機にいたるまでの歴史であり、そのような循環を繰り返しているというのが人間社会の現実とも捉えられる。今回の抜本的な規制の動きは、ある意味、また大恐慌後の出発点に戻るとい

ことにもなるが、規制を設けた際の最初の精神をどこまで維持し続けることができるかが、その後の危機再来を許さない重要なファクターになると思われる。そのような教訓を今回の危機から読み取ることができるとすれば、再び出発点に戻ることに十分意味がある。

2. 日本経済—民需の自律回復へ

景気回復が続く

日本経済は3四半期連続でプラス成長となったことで、引き続き回復過程にあることが示された。2009年10～12月期の主な経済指標をみると、生産は10～12月期も前期比4.6%（7～9月期：同7.4%）と引き続き拡大した。これは、アジア、アメリカ向けなどの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（1月：前期比1.3%、2月：同0.2%）、先行きについても生産は緩やかに増加していく公算が高い。生産はすでに、金融危機前のピーク時に比べ8割の水準に回復しており、稼働率指数もやはりピーク時に比べ8割近くの水準にまで回復している。

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、引き続きエコポイントやエコカー減税などの政策効果が持続したことで、消費総合指数は前期比0.3%（7～9月期：同0.5%）と引き続きプラスを維持した。所定外労働時間の前年比マイナス幅は縮小しプラスまでもう一步となっており、失業率も改善するなど雇用環境も徐々に好転している。

公共工事については、公共工事出来高は10月前年比4.5%、11月前年比5.7%と引き続きプラスとなったが（7～9月期：同6.1%）、前月比での増勢は鈍化しつつある。さらに外需については、輸出数量指数（日銀ベース）は、10～12月期には前期比8.9%（7～9月期：同11.1%）と引き続き高い伸びを示した。新興国の景気回復に続き、欧米の景気も底入れしたことが、輸出にプラスの影響を与えている。

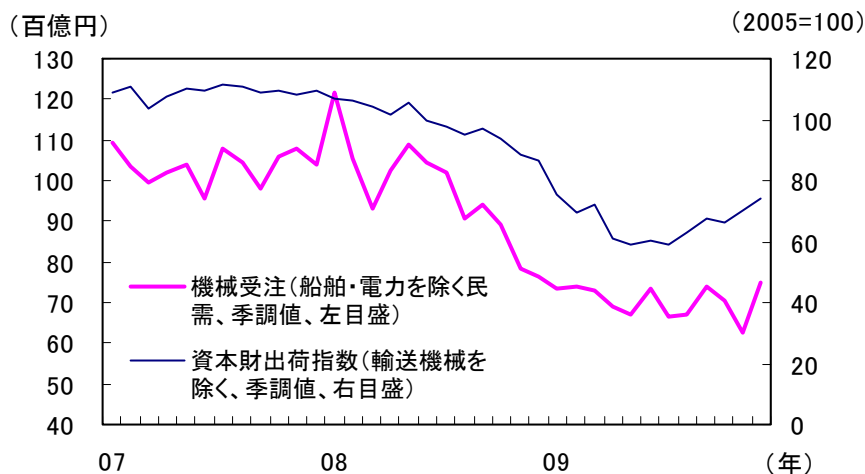
設備投資は下げ止まりへ

このように直近の日本経済は、輸出を起点とした生産の増加、稼働率の上昇、所定外労働時間の減少幅縮小という形での景気回復が続いており、当初は政策効果に支えられた景気回復であったが、徐々に民間需要が立ち上がってきているという点で、自律性を増している。金融危機後は、各種の経済指標のピーク時からの落ち込みが激しかっただけに、その後回復局面に入っても景気のレベルは低いとのネガティブな捉え方が多く、二番底懸念もさかんに取沙汰されていたが、景気は低い水準から出発しながらも着実に上向いてきたというのが事実であった。

先行きについては、これまで大幅な減少を続けてきた設備投資についても下げ止まりの兆しが見え始めていることが明るい材料である。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-14.3%から、6月調査-17.1%、9月調査-17.3%と、12月調査-18.8%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。生産が容易に回復せず、稼働率が低いままでは新たな投資に踏み切る必要性は薄かった。

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

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」

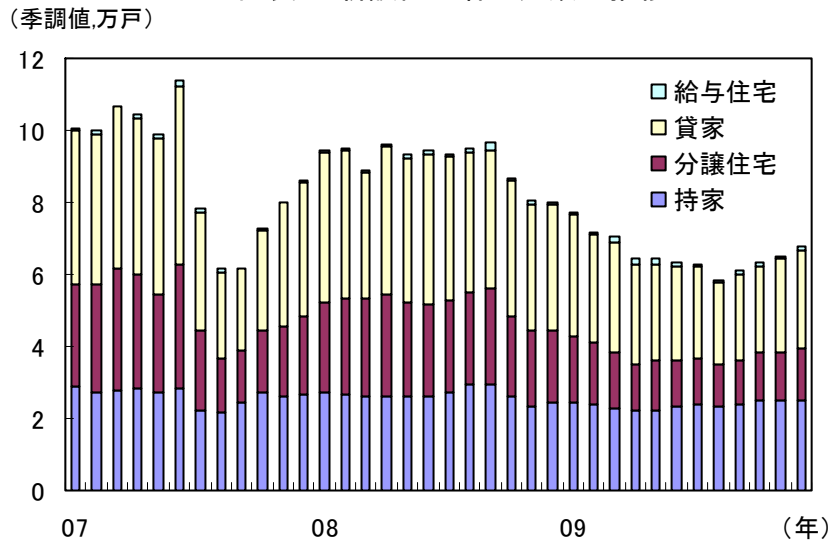
に上向く兆しが出てきている。10～12月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比0.5%（7～9月期：前期比-0.9%）と7四半期ぶりにプラスに転じた。また、資本財出荷指数（輸送機械を除く）は7～9月期以降前期比プラスに転じ、10～12月期は前期比11.4%の高い伸びとなった（図表2）。景気回復に世界的な広がりが出てきたことにより、これまで冷え切っていた企業の設備投資意欲が刺激されつつあることを示している。

住宅投資も回復へ

一方これまで景気の足を引っ張ってきた住宅投資にも明るい兆しが表れている。通常、景気後退局面では景気刺激策として住宅ローン減税など住宅投資の活性化策が講じられることにより、住宅投資がいち早く立ち上がり景気回復を先導するパターンが多いが、今回は大幅な住宅ローン減税の拡充が図られたにも関わらず、その効果はほとんど見られなかった。これは個人が住宅ローンというリスクを負って住宅を取得するには、あまりにも雇用・所得環境が悪すぎたことによる。新設住宅着工戸数は、金融危機の発生以降、つるべ落としに減少し、2009年8月の着工戸数は、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（図表3）。

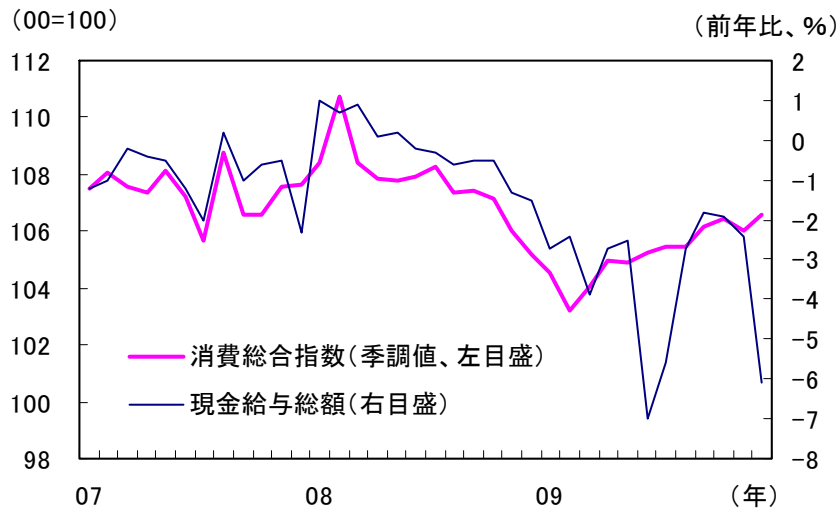
しかし、最近では新設住宅着工戸数に上向きの気配が出てきている。例えばマンションについては、これまで売れ行き不振に伴う在庫増を、大幅な値下げによって捌いてきた効果がようやく表れ、在庫を減らした後に、新規に着工する動きが出ている。分譲マンションの新規発売戸数は首都圏全体ではなお前年比で減少傾向が続いているものの、都心部では今回のマンション不況を乗り切った業者を中心に供給意欲が高まっており、都区部の2009年の新規発売戸数は前年比プラスに転じた（不動産経済研究所調べ）。首都圏のマンションの契約率（その月に販売開始された物件の何%が契約に至ったか）は、好不調の目安とされる70%前後の水準を2009年5月からほぼ維持する状態

図表3 新設住宅着工戸数の推移



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」

図表4 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」

となっている。住宅版エコポイントについては、薄型テレビなどのポイント付与率に比べればお得感は小さいものの、住宅メーカーはこれに合わせてキャンペーンも開始しており、2010年度にかけて住宅着工戸数の底打ち感は明確になってくると思われる。

消費については、これまで所得環境が悪い中、定額給付金の支給、エコポイントの実施などの政策効果によって伸びてきたが(図表4)、エコポイントが延長されたことによって、2010年度半ばまでは、消費刺激策の打ち切りによって消費が失速する可能性は薄くなった。加えて、2010年度

からは子ども手当での半額支給が始まることは消費にプラス要因となる。今後、景気回復の自律性が高まっていけば、現金給与総額も前年比プラスに転じていくと考えられ、消費のプラス要因になると考えられる。

世界的な金融引き締めリスク

このようにこれまで景気の足を引っ張ってきた設備投資と住宅投資に下げ止まりの動きが見られることは、これまでの政策効果が減衰し、公共投資が前年度比マイナスになることが避けられない2010年度にかけても、景気回復が続く明るい材料を与えている。

懸念材料として考えられるのは、景気回復の起点となった輸出の増勢がどこまで続くかである。世界経済の回復に広がりが出ている現在は、輸出が急速に失速するリスクは小さいと思われる。しかし、2010年度後半以降は、景気が回復したことで、各国で緊急時の金融政策からの出口戦略の模索が本格化していく可能性が高く、現実には金融引き締めが行われれば、それに伴い景気拡大ペースが鈍化することが避けられなくなる。各国とも引き締め政策に転ずるにしても微修正の範囲から始めると考えられ、景気をオーバーキルする可能性は低いとは考えられるが、これに伴い、日本の輸出も2011年以降は増勢が鈍化していく可能性がある。

しかし、こうした点を考慮しても、2011年度までの日本経済は、緩やかな回復を続けていく可能性が高いと思われる。政策効果と輸出起点の景気回復が、設備投資などの民需にも波及するという構図である。こうした前提の下、実質GDP成長率は、2009年度-2.2%、2010年度1.6%、2011年度1.7%になると考えられる。

予測表

年度	2009	2010	2011	2009	→予測 2010				2011				2012
	予測	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	-2.2	1.6	1.7	1.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2
民間消費	0.5	1.1	0.6	0.7	0.1	0.4	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.2	0.0
住宅投資	-18.6	0.7	5.2	-3.4	-0.4	2.0	1.7	2.6	1.2	1.0	1.1	0.9	0.9
設備投資	-16.1	2.5	6.1	1.0	0.0	0.6	1.1	1.9	1.2	1.5	1.6	1.7	1.2
政府消費	2.0	1.1	0.4	0.8	0.2	-0.1	0.2	0.7	0.4	-0.5	0.2	0.0	0.2
公共投資	7.1	-6.4	-1.0	-1.6	-1.4	-1.8	-2.2	-1.6	-0.2	0.0	0.4	0.2	0.3
輸出	-11.4	9.5	4.5	5.0	1.4	1.2	1.7	1.8	1.4	1.1	0.9	0.5	0.3
輸入	-12.5	4.3	3.6	1.3	0.9	0.4	0.9	0.8	0.7	0.9	1.0	1.1	0.8
名目 GDP	-4.0	1.1	1.7										
GDP デフレーター	-1.7	-0.6	0.0										

[実質 GDP 寄与度]

内需	-1.8	0.8	1.4
外需	-0.3	0.9	0.3

鉱工業生産	-10.0	8.9	5.8
CPI(除く生鮮)	-1.7	-1.0	-0.3
失業率	5.3	5.1	4.9
経常収支	15.2	16.8	18.2
円ドルレート	92	91	90

[前回予測(09.12.9)]

実質 GDP	-2.6	1.4	-
名目 GDP	-3.9	1.2	-

(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 広報担当

電話: 03-5401-8391(直通)