



# 2009～11年度経済見通し

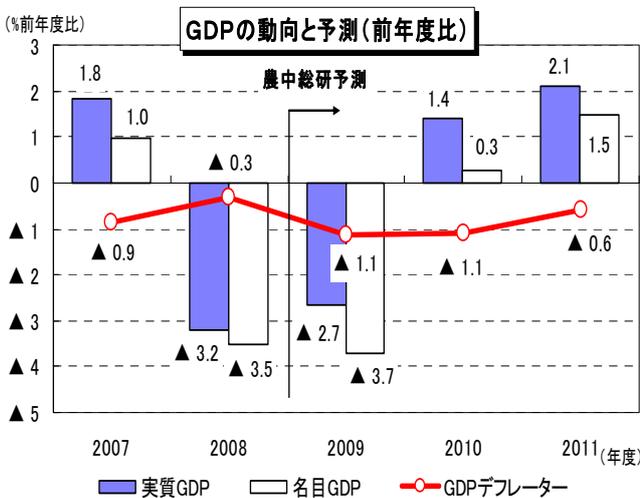
## デフレ下、緩やかな景気回復が継続 ただし、2010年前半にも一時的に足踏みする可能性大

～2009年度：▲2.7%、10年度：1.4%、11年度：2.1%～

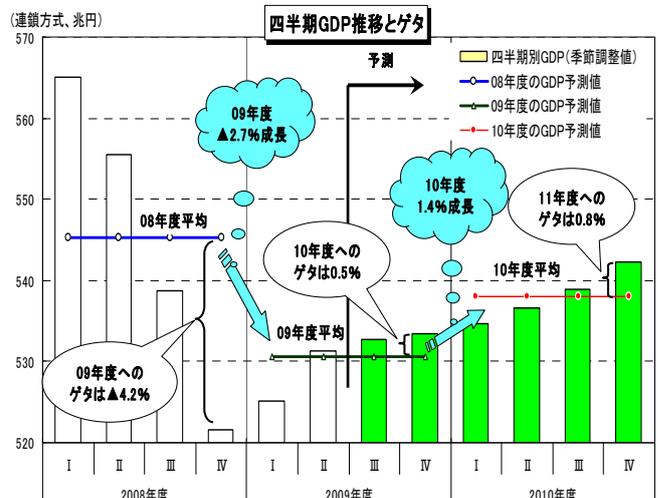
中国経済の堅調さや各種政策による下支えもあって、09年春以降、国内景気は回復が始まっている。ただし、需給ギャップが大幅に乖離していることもあり、企業設備投資や雇用関連の指標にはまだ不安が残っている。鳩山内閣は従来の政策運営の手法を変えとともに、「子ども手当」の支給など家計への所得再分配を強化する政策を予定しているが、09年度下期にかけてはこれまでの政策効果の息切れや事業執行停止の影響で、景気が足踏みするリスクがある。なお、米国など先進国経済の持ち直しが強まると想定されるため、日本経済は二番底に陥ることなく、緩やかな回復が続くだろう。

物価面では、今後エネルギー関連の物価押下げ効果は解消に向かうが、需給バランスが大きく崩れた状態が残ることから、11年度まで物価下落状態が続くと予想する。

金融政策については、国債増発圧力が高い中、景気回復を確かなものにするためにも長短金利を低位で安定させるのは言うまでもないが、政府と一体となってデフレ脱却を実現することが不可欠であり、日本銀行は粘り強く現行の緩和政策を続けるべきである。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



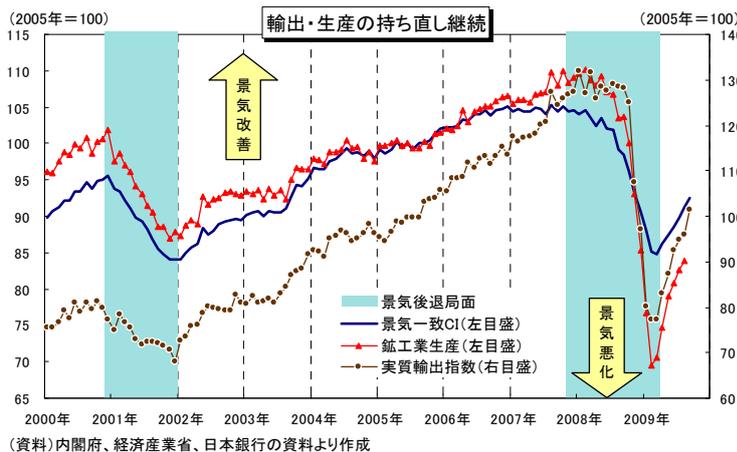
(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2009年7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測



## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ～ 緩やかな景気回復が継続

世界的な経済・金融危機勃発の直接の引き金を引いたリーマン・ショックからすでに1年が経過した。外需頼みの経済成長を続けてきたわが国は、輸出セクターを中心に大きな打撃を受けた。2008年9月から09年2月までの5ヵ月間に、輸出(実質輸出指数)は約4割の減少、鉱工業生産は約3分の2の水準まで落ち込んだ。実質成長率も、08年度下期の2四半期は連続して年率二桁台のマイナス成長に陥った。こうした中、危機発生直後は紆余曲折があったものの、主要国は①大規模な財政出動、②非伝統的手法にまで踏み



込んだ大胆な金融緩和措置、③公的資金による金融機関への資本注入などによる金融システム安定化策、などを協調して実施したこともあり、急激に冷え込んだ景気は比較的短期間で下げ止まることができた。とりわけ、わが国においては、中国・インド・インドネシアなど近隣アジア新興国経済の堅調さに牽引される面が大きく、欧米先進国と比べて立ち直りのスピードは早かった。

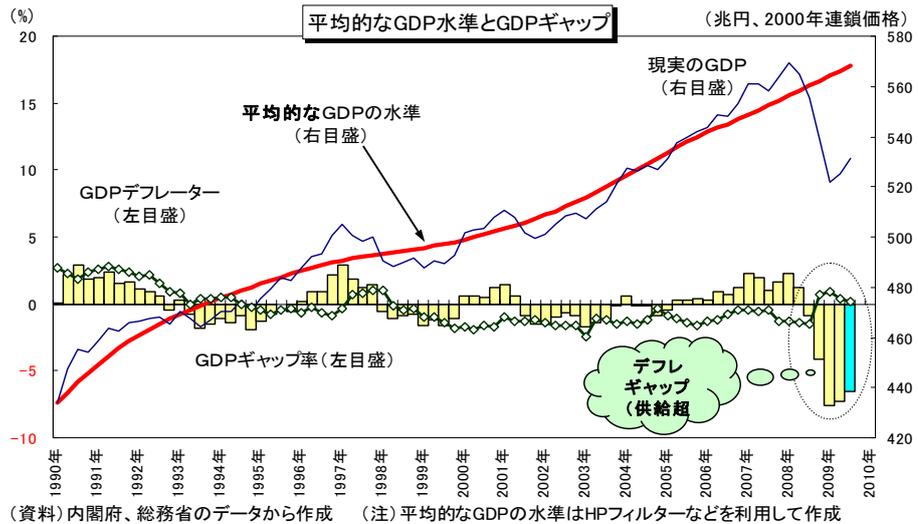
とはいえ、経済・金融危機という「嵐」が残した傷跡は未だ無視できない状況である。直近時点での輸出・生産は08年9月の水準に対して2割ほど低く、需給バランスは大幅に崩れたままとってもよい。つまり、それだけ、企業部門(特に製造業)は過剰な雇用人員・資本設備を抱え込んでいるということであり、景気回復の動向次第では、それらの調整が長引くリスクもある。実際、その影響を大きく受けた企業設備投資や雇用については、秋口にかけてひとまず悪化が止まったようだが、明確に改善し始めたとも言い切れない。また、主要な物価指標は大幅な下落を続けており、デフレ色が鮮明となっており、国内景気の順調な回復にとっての障害要因として意識されつつある。

### (2) 力強い成長率となった09年7～9月期 GDP

こうしたなか、11月16日に発表された09年7～9月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比1.2%(同年率換算4.8%)と、2四半期連続のプラス成長となったことが明らかとなった。この年率4.8%という数字は、わが国の潜在成長率を大幅に上回っており、とりあえずは堅調な持ち直し継続を達成したと評価できる。

もちろん、この背景には、大規模な財政出動によって堅調な推移を続ける中国などアジア向けを中心に輸出が増加していること、エコポイント制、エコカー減税・購入補助金などによる消費刺激策が功を奏していること、在庫調整が4～6月期までに調整を終了し、その後適正水準まで積み戻されたことなどが挙げられ、民間最終需要に自律的な回復が始まっているというわけではない。なお、出遅れ感があった民間設備投資は6四半期ぶりに増加に転じ、底入れの兆しを示しているが、依然として企業側の設備過剰感は根強いだけに、順調な回復が続くことを見通すことは容易ではない。一方、名目GDPは前期比▲0.1%(同年率▲0.3%)と、6四半期連続のマイナスであり(統計開始以来初)、景気が回復しているとはいえ、わが国の経済規模は縮小が続いていることを示している。

一国のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターは前年比0.2%と、大幅下落となっている消費者物価や国内企業物価とは異なり、4四半期連続の上昇となった。ただし、上昇率としては1～3月期(同0.9%)をピークに縮小傾向にある。なお、このように消費者物価などGDPデフレーター



との動きに乖離が発生している原因としては、前者が輸入品の価格変動も含まれているのに対して、後者は国内での生産工程段階における価格転嫁の状況が反映されている点にある。つまり、GDPデフレーターにおいては、最終財価格が下落していたとしても、それが輸入価格の下落に比べて相対的に小さければ、プラス方向にカウントされてしまう。実際、民間消費、民間設備投資など主要なデフレーターは前年比下落幅をさらに拡大させた(国内需要デフレーターは同▲2.6%、うち民間消費デフレーターは同▲2.7%)が、原材料などの輸入物価(前年比▲28.9%)ほど下落しているわけではない。ちなみに、季節調整後の前期比では▲1.2%(当総研試算)と2四半期連続のマイナスとなっている。また、注目の単位労働コストは前年比0.9%と5四半期連続のプラスであったが、GDPデフレーターと同様、上昇率は大きく縮小。実質雇用者報酬(前期比0.7%と3四半期ぶりのプラス)にもいえることであるが、危機発生前と比較した需要の落ち込み幅と比べて雇用コストの圧縮幅は小さく、企業側にしてみれば当面は雇用コストの圧縮を続ける可能性は高いといえるだろう。

### (3) 低金利政策を続ける日本銀行

経済・金融危機の発生を受けて、日本銀行は08年度下期に入り、政策金利(無担保コールレート)を0.1%まで引き下げ、国債買入れ額を月1兆8,000億円へ増額したほか、08年秋以降、急激に悪化した企業金融の円滑化支援策としてCPや社債の買入れオペや企業金融支援特別オペなどを実施してきた。その後、金融システム不安が総じて解消方向に向かい、CP・社債市場の機能回復が図られ、大企業の資金繰りが大幅に改善したこともあり、日銀は企業金融円滑化支援の役割を終了したと判断、10月30日の金融政策決定会合において順次完了していくことを決定した(CP・社債買入れは09年12月末で完了、企業金融支援特別オペは10年3月末まで実施期限を延長した上で完了)。

一方、当面の金融政策運営については、「当面、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していく」との姿勢を示すなど、金融緩和政策をしばらく続けることを表明した。オーストラリア、ノルウェーといった一部の資源国ではすでに利上げに転換するなど、出口戦略を採用し始めている動きも見られるが、後述の通り、少なくとも足掛け3年の物価下落予想がコンセンサスとなり、政府がデフレに対する懸念を強めていることもあり、当面の間、利上げに転換するのは困難と思われる。



## 2. 予測の前提条件:

### (1) 経済・財政政策

8月30日に行われた総選挙において、それまで政権を担ってきた自公連立与党が惨敗したことを受けて、政権交代が実現し、9月には民主党・国民新党・社会民主党の3党連立による鳩山内閣が発足した。民主党が総選挙で掲げたマニフェスト(政権公約)では、「政治家主導の政治」、「官邸機能の強化、国家戦略室や行政刷新会議の設置」などを謳っていたが、政権発足後はこれらに基づいた政策運営スタイルの改革を実施した。また、「子ども手当の支給(中学生以下1人あたりに月額2.6万円(ただし、10年度はその半額))」、「高校授業料の実質無償化」、「農業の戸別所得補償制度の創設」、「高速道路の無料化」などについても、漸次実現していく構えである。

そのための第一歩として、鳩山内閣はすでに執行中の09年度補正予算(5月29日に成立)に盛り込まれた「経済危機対策」に関して、非効率かつムダな支出が多いと評価し、約2.9兆円分の執行停止を決定した。そこで浮いた資金は、当初は10年度予算に充てられる予定であったが、高止まりを続ける失業率や景気足踏みリスクに対応するため、「雇用」「環境」「景気」の3本柱からなる経済対策を策定し、対策を盛り込んだ第二次補正予算を年明けの通常国会に提出するとの方針を固めた。さらに、景気停滞に伴い税収が09年度予算で計上されている見込み額(46.1兆円)を大幅に下回り、38兆円割れとなる公算が高まったことも判明した。政府は税収の不足分を赤字国債発行で補填する方針を示していることを考慮すれば、09年度の新規国債発行額(一次補正後で44.1兆円)が50兆円を超え、しかも国債収入が税収を上回る可能性が高まっている。

また、政権交代により仕切り直しとなった10年度予算編成に関しても、マニフェストの実施(約7.1兆円)を盛り込んだ各省庁からの概算要求を集計した結果、95兆円超にも達するなど、放漫財政に対する警戒感が高まっている。新設された行政刷新会議では事業仕分け作業を本格化させたほか、主要政策の優先順位付けを行うことで、予算規模の縮小・国債発行額の抑制に動いてはいる。しかし、結果的に90兆円台の予算規模になる可能性は高く、一方で税収増が見込める状況にはないことから、鳩山首相による新規国債発行額抑制の意向(44兆円以下)を達成するためには、独立行政法人や公益法人の余剰基金、特別会計の積立金など(いわゆる「埋蔵金」)を税外収入として、如何に一般会計予算に取り込むかが焦点となりつつある。

一方、構成メンバーを与党の国会議員のみに限定して再編された政府税制調査会は、12月11日をめどに10年度税制改正大綱を取りまとめる方針を決定した。租税特別措置(国税で7.4兆円規模)の存廃について抜本的な見直しを行い、今後4年で1兆円強の財源捻出を狙っている(今回は78件が対象)ほか、個別案件としてもガソリン税など道路関連の暫定税率の取り扱い、扶養控除廃止など個人所得課税、たばこ税の増税問題、地球温暖化対策税などエネルギー課税、相続税の課税強化など12項目が選定されている。一方で、民主党のマニフェスト(政権公約)に盛り込まれていた所得税の配偶者控除の廃止は今回見送る方針であるほか、消費税に関しては少なくとも今後4年間(次回総選挙まで)の税率引き上げはしないとのことである。

### (2) 世界経済の見通し ～底入れから緩やかな回復へ、金融緩和は依然必要～

国際協調の枠組みのなかで各国の財政出動と低金利による景気刺激策が講じられた結果、主要先進国の景気が底入れするとともに、中国やインドなどの途上国の成長は順調な軌道をたどっている。国際通貨基金も10月に2010年にかけての世界および主要国の成



長予測を再度上方修正した。

しかし、米国を中心に金融システムは依然不安を残している。まず、米国の住宅市場では住宅価格は底入れしたものの、住宅ローンの延滞率は高止まりしている。また、商業不動産も空室率の上昇や同市況の下落が続いており、商業不動産ローンの延滞率(30日以上等)は08後半から上昇スピードを高め、8%程度となった。09年に入ってから米国の銀行等(預金保険加盟金融機関)の破綻数は11月に120を超えたが、預金保険公社が規定する「問題金融機関」数は6月末の時点で416機関、その総資産は3,000億ドル(約27兆円)にまで増大している。景気は底入れしたといえ、貸出債権内容の悪化は止まっておらず、米国の金融システムは依然不安が大きい。金融システムへの安心感が広がるには経済の本格回復を待たなければならない状態だ。

欧州でも金融不安は依然として熾り続けている。10月19日にはオランダのDSB銀行が、欧州金融機関としては金融危機後初のケースとなる清算に追い込まれた。また、11月16日にはスペインの中央銀行総裁が、同国の貯蓄銀行の3分の1はより規模の大きい金融機関に吸収合併されるべきとの認識を述べたと報じられた。大手金融機関の業績回復傾向とは対比的に、中小金融機関の経営不安が高まっており、今後の回復局面でのダウンサイドリスクとなっている。

以下では、米国、欧州、中国の景気分析と国際商品市況の予測を行う。

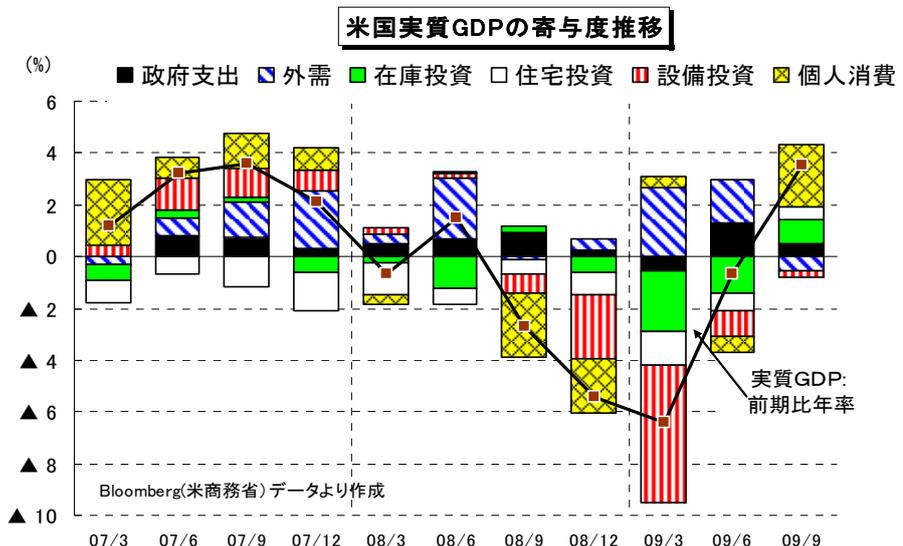
### ①米国経済

米国の実質国内総生産(GDP)成長率は、09年7~9月期に5四半期ぶりに前期比年率3.5%のプラス成長へ浮上した。外需(=輸出等-輸入等)は輸入等の伸びが大きく反動減となったが、3年半にわたり減少を続けた住宅投資も小幅増加に転じるなど、景気的最悪期からの脱却を示した。

GDPの7割を占める個人消費は4~6月期に減少した後、7~9月期に前期比年率3.4%の増加となった。名目、実質ともに家計の可処分所得は減少したが、国産自動車の購入補助金による自動車販売の増加などが底上げする形となった。

個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況は悪化が続いており、非農業部門雇用者は09年10月まで22ヵ月連続の減少。失業率も10%台へ乗った。消費者心理は底入れしたものの、直近は一進一退となっている。雇用の改善が本格化しない間、賃金も2%台の伸びにとどまると見込まれることから、10年の年明け後の個人消費の回復は緩やかなものにとどまろう。

とはいえ、企業の雇用削減が緩和し新規失業保険申請件数がすでにピークアウトするとともに、求人数にも下げ止まり気配が出てきた。「雇用増加なき景気回復」の長期化リスクについては楽観できないが、米国の景気持ち直し継続とともに、2010年央ごろまでには雇用者が増加に転じると見て





おり、家計の所得増加に伴い消費回復の足取りも徐々に高まると思われる。

3年半にわたり減少を続けてきた住宅投資は7~9月期に増加に転じ、底入れを示した。先行指標である住宅建築許可件数が弱い動きながら底打ちし、住宅(新築・中古)販売や住宅販売価格、住宅市場の景況指数などにも底入れ気配が強まっている。また、住宅初回購入者の減税延長なども取りあえず来年4月までの下支えとなろう。それ以降の減税打ち切りの影響は否めないが、住宅ローン金利が低位にとどまり金融機関の住宅ローン貸出態度が改善していけば、大きく落ち込んだ水準にある住宅投資は10年中にわたり、緩やかに持ち直しを続けると見込む。

民間企業の設備投資は、09年1~3月期の前期比年率4割近い減少に続き、4~6月期も同▲9.6%の減少、7~9月期も小幅ながら▲2.5%の減少となった。しかし、生産能力などの面でストック調整も見られるなかで、企業の景況感は改善しており、先行指標である資本財受注も底固めした。景気持ち直しの動きの中で大幅に削減されたIT(情報)投資も復元に向かいつつある。したがって、09年末に設備投資は底入れし、10年年明け以降も業績回復と資金調達懸念の後退に伴い、復調が続くと予測する。

外需(純輸出=輸出等-輸入等)については、世界経済の回復やドル安により輸出等が堅調に推移し引き続き景気回復の下支え要因の一つとなる構図は続く。ただし、不況に伴う国内需要の減退により減少幅の大きかった輸入は回復持ち直しに伴い増加すると考える。このため10年にかけて外需の成長寄与度は縮小すると予測する。

在庫投資は4~6月期まで3四半期連続で減少、GDP成長率の下押し要因となったが、7~9月期にはプラス(寄与度:0.9%)に転じた。景気の持ち直しで企業売上が反転するなかで、在庫を復元する動きが今後も続くと思込む。

以上、米国経済の09年下半期の改善傾向が10年に入っても継続。雇用改善が緩やかに進み、住宅市場も底打ちの過程をたどること、業績と心理の両面での好転により企業が設備投資の拡大に動き出すこと、および輸出等の堅調が続くことなどから、GDPは10年上半年期が前半期年率2.6%、下半期も同2.9%のプラス成長が続くと予測する。なお、四半期別では10年1~3月期が前期比年率2.3%、4~6月期は同3.3%、7~9月期は同2.8%、10~12月期が同2.9%とプラス成長の継続を予測する。この結果、10年通年の成長は前年比2.6%となる。

また、11年は金利上昇によるマイナス効果やストック積み上がりによる景気の中だるみが懸念されるが、世界経済の回復傾向が続くなかで、米国経済はプラス成長を継続し、GDPは前年比2.9%と予測する。

インフレに関しては、米国経済のマクロ需給ギャップ(現状:6%程度)の存在、失業率高止まりのもとでの賃金上昇圧力の弱さ、および米国ドルがユーロと日本円など先進国通貨を除けば途上国通貨の実効為替レートの下落は小幅であることなどが物価の安定要因となる。このため、連邦準備制度理事会(FRB)が重要な判断指標としている個人消費(PCE)の食料品とエネルギーを除いたコア・デフレーターは1.5%前後で先行き1年程度推移すると予測する。なお、GDPデフレーター上昇率は原油や穀物などの商品価格上昇が限定的ならば、PCEコア・デフレーターよりも低位な水準にとどまろう。

米国の景気は底入れしたものの、個人住宅や商業用不動産の貸出延滞率の上昇が止まっていないなど、金融不安の再燃リスクは残る。借入環境を整え資金の流れを円滑化し、民間の経済循環が前向きに回転するようにするため、金融緩和の継続の必要性は当面大きい。また、非伝統的(量的)緩和政策については、住宅ローン担保証券(1.75兆ドル)と政府住宅金融機関債(1,750億ドル)の購入が10年3月に、CMBSを担保とするタム物資産担保証券貸出制度(TALF)が10年6月に期限を迎えるが、状況によっては継続もありえよう。

**2009-11年 米国経済見通し (09年7~9月期 速報値ベース)**

	単位	2008年	2009年		2010年			2011年		
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1~6月) 実績	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	
実質GDP	%	0.4	▲ 2.5	▲ 4.8	2.2	2.6	2.6	2.9	2.9	
個人消費	%	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.7	1.5	1.2	0.7	1.9	2.3	
設備投資	%	1.6	▲ 17.6	▲ 28.0	▲ 3.5	1.5	2.7	4.3	4.2	
住宅投資	%	▲ 22.9	▲ 20.0	▲ 31.1	5.4	4.6	4.7	3.7	1.4	
在庫投資	寄与度	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 1.6	0.5	0.9	1.3	0.5	0.4	
純輸出	寄与度	1.2	1.0	1.8	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	
輸出等	%	5.4	▲ 10.8	▲ 21.6	7.4	6.2	6.0	5.4	5.5	
輸入等	%	▲ 3.2	▲ 14.8	▲ 26.8	5.5	6.0	7.0	4.7	4.7	
政府支出	%	3.1	2.1	0.6	3.7	3.3	3.4	2.9	2.6	
参考	コアPCEデフレーター	%	2.4	1.5	1.7	1.3	1.5	1.5	1.6	1.9
	GDPデフレーター	%	2.1	1.2	1.8	0.7	1.2	1.1	1.3	1.7
	FFレート誘導水準	%	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0.50	0.50	0.50	1.50
	10年国債利回り	%	3.64	3.23	3.00	3.45	3.63	3.50	3.75	4.40
	完全失業率	%	5.83	9.33	8.70	9.95	9.75	10.20	9.30	7.88

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2009年11月18日。09年7~9月期については09年10月末速報値。  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比  
 4. PCEデフレーターは期中平均前年比

政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は08年12月16日に0~0.25%へ引き下げられ、現在は0.2%を割る形で運用されている。FRBは09年8月の連邦公開市場委員会(FOMC)で米国経済が底入れしたとの見解を明らかにしたが、低いインフレとその予想の落ち着きなどの経済情勢を前提に今後も一定期間(for extended period)にわたり現行政策金利を維持する姿勢を声明文などで示している。

これを踏まえ、10年後半までは少なくとも現在の政策金利が維持されると予測する。なお、FRBが現在の異例の政策金利から利上げに動き出す材料としては、非農業部門雇用者が増加に転じた後の雇用改善のペース・安定度合いが重要なポイントとなろう。ただし、10年中の利上げは異例の0~0.25%の政策水準を解除するとしても0.50%に引き上げる程度の小幅なものにとどまろう。

**② 欧州経済**

ユーロ圏(16カ国)の09年7~9月期の実質GDP成長率速報値は、前期比0.4%の増加(年率換算1.5%)と、6四半期ぶりのプラス成長となった。主要国の内訳は、ドイツが前期比0.7%、フランスが同0.3%、イタリアが同0.6%、スペインが同▲0.3%などであり、まだら模様ではあるものの、回復過程にあるか、ないしは底入れに近づいていることが確認された。一方、ユーロ圏以外ではイギリスが同▲0.4%で、依然底入れには至っていない。

直近のユーロ圏の状況については、雇用情勢の悪化が継続している。9月のユーロ圏失業率は9.7%となり16ヵ月連続で上昇した。労働争議やストライキなども多数報じられている。消費面では9月のユーロ圏小売売上高が前月比▲0.7%で3ヵ月連続の減少となり、春先に一時持ち直したかに見えたが、その後は低迷している。一方、生産面を見ると、9月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比0.3%で5ヵ月連続の増加となった。8月の同1.2%増と比較すると増加ペースが鈍ったが、エネルギー以外の項目は8月の大幅増の反動とい



う面もあり、回復は継続していると見られる。また、10月の欧州新車登録台数は前年同月比2桁台の伸びとなり、こうした見方を後押しする材料として考えられそうだ。もっともこうした生産面の好調さは主に域内貿易の回復に牽引されており、域外貿易の回復による輸出増加から生産増加への好循環には至っていないようだ。

生産面の回復基調を受けて、成長率予測にも上方修正の動きが見られるようになったユーロ圏成長率について、11月の欧州中央銀行(ECB)月報に掲載された専門家調査(四半期ごと)の09年の予測平均は▲3.9%であるが、前回8月の予測値からは0.6%ptの上方修正となった。また、2010年の成長率は1.0%と予測しており、前回からは0.7%ptの上方修正となった。

10月のユーロ圏消費者物価指数(HICP改定値)は前年比▲0.1%となり、わずかに水面下にあるが、マイナス幅は縮小に向かっており、物価水準は安定化しつつある。11月7日にはトリシェ ECB 総裁が、G20財務相・中央銀行総裁会議後の会見で、非伝統的金融政策の漸進的解除にむけて米国と認識が共有できていると述べるなど、既に ECB は危機対応からの出口を模索して地ならしをはじめている。

### ③中国経済

中国の実質経済成長率は09年1~3月期に前年同期比6.1%へ低下後、4~6月期に同7.7%へ成長が戻り、7~9月期も同8.9%となった。中央銀行である人民銀行の試算によれば、前期比年率ベースの成長率は4~6月期に14.9%という急回復となり、7~9月期はその反動で伸びが鈍化したものの同8.7%の成長となった。これにより中国政府が掲げる09年の8%成長「保八」達成がほぼ確実視される状況である。この急回復には、中国共産党・政府の、財政出動に基づく公共事業の増強や家計への補助金交付、減税に加え、政府の指導のもとでの新規貸出の拡大促進という、財政・金融一体の政策効果がある。

GDPの4割を占める投資関係では、固定資産投資額の伸びが前年比3割台をキープ。そのうち不動産関連も前年同月比2割台に乗った。主要70都市・住宅価格指数は9月に前年同月比3.9%へ上昇率が高まっており、再び不動産市況のバブル懸念も出てきた。

また、補助金交付や減税などにより自動車販売や家電販売が伸びを高めている。物価下落のもとで物価変動を調整した実質ベースの小売売上高は前年同月比17%台と高い伸びを持続している。特に自動車販売の急増は目覚しく、7~9月期の乗用車販売は前年同期比8割増となっている。

輸出は落ち込み幅が10%台前半に縮小したり、回復途上についたと考える。

輸出の持ち直しと驚異的な内需増大により、中国の鉱工業生産(付加価値・不変価格)は6月に二桁増に戻った後、直近10月には16.1%にまで増加率が高まっている。

金融面では、マネーサプライ(M2)増加率が09年10月に前年同月比30%近い(29.4%)水準となっている。新規貸出は抑制されてきているが、貸出総額の伸びは3割を超えており、インフレ刺激的な状況であることは否めない。10年にかけては景気動向を見ながら超緩和の金融政策を転換すると考えられるが、強い引締めというわけではなく、微調整の域を出ないと想定する。

以上、10年も8%以上の成長が国内政策上必要とする中国共産党・政府は、国内需要の伸びを持続するため、大きな政策転換は踏み出すことないだろう。金融緩和からの転換は限定的であり、財政支出の拡大も引き続き行われ景気を刺激すると考える。

### ④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 先物指数(1967年=100)は、



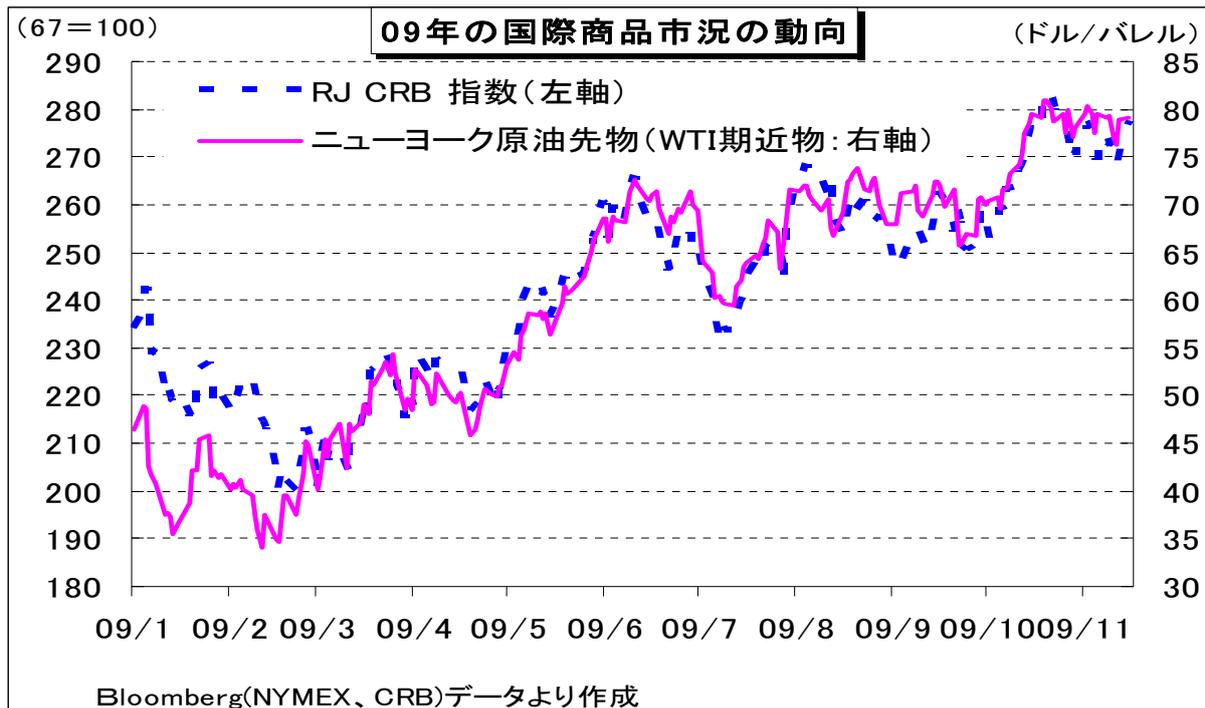
3月初めを底に反発し、直近高値は底から4割近い(38%)上昇となっている。この上昇の背景としては、需要拡大見通しが広がり始めたことが影響しているが、先行き懸念の後退に伴う投資リスク余地が増大やドル下落リスクへの対応などもあげられる。

原油市況(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は10月中旬に80ドル前後へ上昇した。この堅調な動きの背景にあるのは、石油需要の持ち直しである。国際エネルギー機関(IEA)の推計では、世界の原油需要は前年のペースが低くなったこともあるが、前年比減少率が縮小し、直近ではほぼ横ばい水準に安定している。さらに、10年見通しでは中国やインドなどの途上国の3%台後半の堅調な伸びに加え、先進国の需要も横ばい推移が予想されており、全体の需要も3年ぶりに前年比1.6%の増加に転じるという。

以上から、原油市況は09年10~12月期に平均75ドル前後で推移した後、10年も堅調にジリ高推移し、年間平均では85ドルを挟み上下10ドルが中心レンジとなると予想する。なお、供給面では、市況の一段上昇のもとでは供給余力を持つ石油輸出国機構(OPEC)の減産緩和が予想されることから需給タイト感がそれほど大きくなると考えており、急騰の可能性は小さいだろう。

また、世界経済の持ち直しと購買力の回復にしたがい、10年は石油以外でも景気敏感な非鉄などを中心に商品市況の反発には注意が必要だろう。なお、米国議会で商品関連を含む金融派生商品(デリバティブ)の取引規制法案を審議中である。当局の監督・監視のもとにある清算機関を通じた取引範囲の拡大や投資上の商品取引の持ち高規制など流動的な部分も多いが、暴騰を抑える方向に機能することが期待されている。

穀物相場(シカゴ商品取引所)は引き続き需給見通しを反映した価格形成となっており、基本的にレンジ相場の動きであるが、消費増加率の大きい大豆の値持ちが相対的に良い。主要3品のなかで、米農務省の09-10年穀物年度見通しではトウモロコシの生産下方修正が続く一方、小麦や大豆は在庫水準の上昇など需給不安は薄い。米農務省の予測では09-10年度の世界の穀物消費量は前年度比2%弱増加する見通しであるが、大規模な不作が生じない限り需給タイト感が大きく強まるリスクは小さく、反騰は限られる。



2009～11年度 日本経済見通し

	単位	2008年度 (実績)	2009年度 (予測)	2010年度 (予測)	2011年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.5	▲ 3.7	0.3	1.5
実質GDP	%	▲ 3.2	▲ 2.7	1.4	2.1
民間需要	%	▲ 2.5	▲ 3.4	1.5	1.9
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	0.6	1.3	1.0
民間住宅	%	▲ 3.1	▲ 18.4	▲ 4.4	0.8
民間企業設備	%	▲ 9.6	▲ 13.6	2.8	4.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.4	0.1	0.2
公的需要	%	▲ 0.5	2.2	▲ 0.9	1.0
政府最終消費支出	%	0.3	0.7	0.3	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 4.4	9.2	▲ 6.6	1.8
輸出	%	▲ 10.2	▲ 12.7	12.5	9.0
輸入	%	▲ 3.7	▲ 9.3	11.1	8.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.0	▲ 2.0	0.9	1.7
民間需要寄与度	%pt	▲ 1.9	▲ 2.4	1.1	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.5	▲ 0.2	0.2
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.2	▲ 0.6	0.5	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 0.6
国内企業物価 (前年比)	%	3.2	▲ 5.8	▲ 2.1	▲ 1.1
全国消費者物価 ( " )	%	1.2	▲ 1.6	▲ 1.1	▲ 0.7
完全失業率	%	4.1	5.5	5.8	5.5
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 12.8	▲ 9.4	7.6	5.8
経常収支(季節調整値)	兆円	13.0	15.5	16.3	17.1
名目GDP比率	%	2.6	3.2	3.4	3.5
為替レート(前提)	円/ドル	100.5	94.6	98.8	103.8
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.46	1.39	1.54	1.64
通関輸入原油価格(前提)	\$/バレル	90.5	69.7	86.9	90.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
 無担保コールレートは年度末の水準。  
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2008年				2009年				2010年				2011年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.0	▲ 1.1	▲ 3.0	▲ 0.8	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.2	0.3	0.5
実質GDP	%	1.0	▲ 0.7	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 3.2	0.7	1.2	0.3	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6
(年率換算)	%	4.0	▲ 2.9	▲ 6.5	▲ 11.5	▲ 12.2	2.7	4.8	1.1	0.6	0.9	1.5	1.7	2.6
民間需要	%	0.7	0.0	▲ 2.0	▲ 0.8	▲ 3.1	▲ 1.2	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	1.4	▲ 0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 1.1	1.0	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	3.9	▲ 0.4	4.3	3.3	▲ 6.6	▲ 10.2	▲ 7.7	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.0
民間企業設備	%	1.5	▲ 0.9	▲ 5.8	▲ 7.0	▲ 8.2	▲ 4.2	1.6	0.5	0.5	0.5	1.0	1.5	
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.6	0.7	▲ 0.7	0.8	▲ 0.4	▲ 0.7	0.4	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	
公的需要	%	▲ 0.9	▲ 1.4	0.0	1.5	0.7	1.2	0.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	▲ 0.8	▲ 0.1	1.3	0.1	▲ 0.2	0.4	▲ 0.4	0.2	0.1	0.3	▲ 0.1	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 3.1	▲ 4.8	0.7	2.5	3.1	7.7	▲ 1.2	▲ 0.3	▲ 5.0	▲ 2.0	▲ 1.0	0.0	1.0
輸出	%	6.9	▲ 3.9	▲ 1.9	▲ 13.5	▲ 21.6	6.4	6.4	4.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5
輸入	%	3.7	▲ 1.9	▲ 1.0	1.5	▲ 14.0	▲ 4.2	3.4	4.5	3.0	2.5	1.7	2.0	2.5
国内需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.3	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 2.3	▲ 0.8	0.8	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.0	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 2.5	▲ 1.1	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.3	0.0	0.3	0.2	0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.7	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 2.7	▲ 0.9	1.5	0.4	▲ 0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.5	0.8	0.9	0.4	0.2	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6
国内企業物価 (前年比)	%	3.5	4.9	7.3	2.6	▲ 1.8	▲ 5.4	▲ 8.3	▲ 5.3	▲ 4.0	▲ 3.1	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 1.6
全国消費者物価 ( " )	%	1.0	1.5	2.3	1.0	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9
完全失業率	%	3.8	4.0	4.0	4.0	4.4	5.2	5.5	5.6	5.8	6.0	5.8	5.7	5.6
鉱工業生産 (前期比)	%	0.3	▲ 1.3	▲ 3.2	▲ 11.3	▲ 32.0	8.3	7.4	6.0	2.0	▲ 0.5	0.8	1.5	1.8
経常収支(季節調整値)	兆円	5.3	5.0	4.0	2.1	1.8	4.0	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1
名目GDP比率	%	4.0	3.9	3.2	1.7	1.5	3.3	3.1	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	107.6	96.1	93.6	97.3	93.6	92.5	95.0	97.5	97.5	100.0	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.50	0.50	0.30	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新発10年物国債利回り(%)	%	1.20	1.61	1.51	1.43	1.28	1.45	1.34	1.35	1.40	1.50	1.50	1.55	1.60
通関輸入原油価格(前提)	\$/バレル	95.0	109.2	129.4	79.8	43.7	53.1	70.9	75.0	80.0	82.5	85.0	90.0	90.0

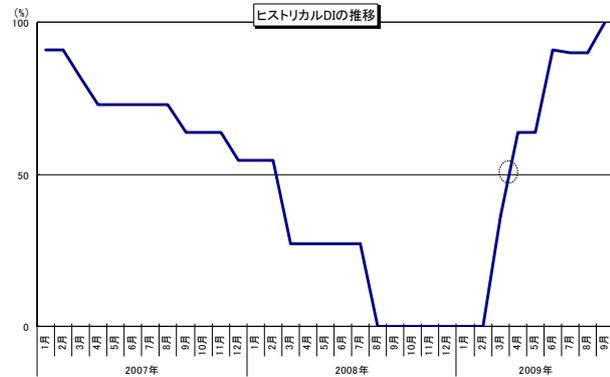
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



### 3. 2009～11年度の日本経済・物価見通し:

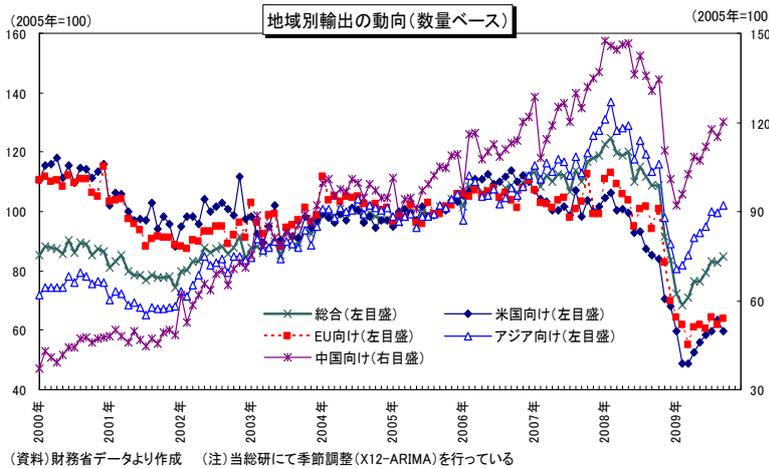
#### (1) 経済見通し

景気の転換点を判断する際に用いられるヒストリカルDIによれば、09年3月と4月の間に判断基準となる50%を超えており、3月が「景気の谷」として景気拡大が始まった可能性が示される。その後、9月に景気動向指数・一致系列の構成項目の一つである有効求人倍率が底入れした動きを見せたため、ヒストリカルDIは100%に届いている。

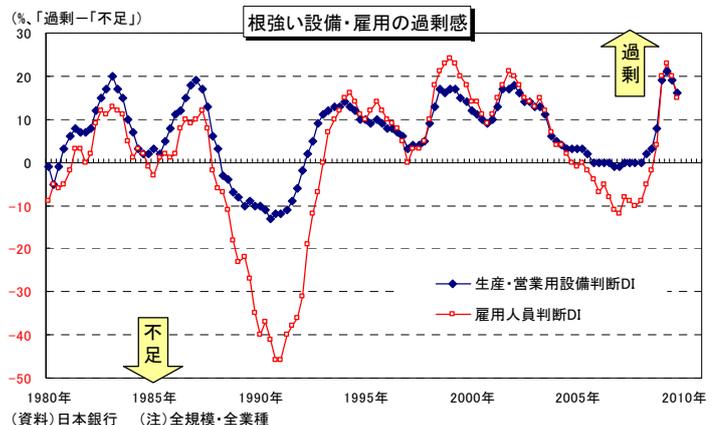


こうした動きに大きく貢献したのは、09年に入ってから再び増加し始めた中国などアジア新興国向けの輸出である。

新興国もまた、経済・金融危機の打撃を受けたことは確かであるが、国内金融システムへの影響度は小さく、また財政政策による景気浮揚効果が相対的に大きいことが幸いしたといえるだろう。特に、中国は90年代以降、目覚ましい経済発展を遂げており、10年にも日本を抜いて、世界第二位の経済大国になることが確実視されて始めている。日中間の貿易量も大幅に拡大しており、07年以降、中国(含む香港)は日本の輸出先として第一位となっており、日本にとって中国経済の重要度は極めて高い。その中国政府は、8%成長を達成するために当面は積極的な経済政策を打ち続けていく可能性が高く、日本はその恩恵を享受し続ける可能性は高いだろう。一方、米国・EUなど先進国経済は依然として明確な回復が見られないなど、先進国向け輸出は低調なままであり、全般的に見れば盛り上がりには欠けた状況は当面継続するものと思われる。

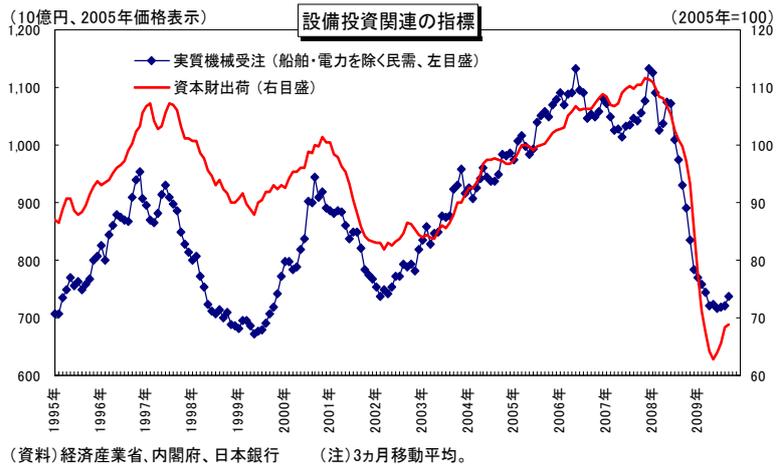


一方、景気回復が進行中であるとはいえ、需給ギャップが大幅に乖離していることが、設備投資・雇用・物価などに対して悪影響をもたらしていることは既に述べた。そもそも、大幅な需給ギャップの存在は、いくつかの示唆を与えている。まず、ひとたび回復が本格化すればインフレが加速することなく、息の長い経済成長を期待することが可能といえるだろう。仮に、潜在成長率を1%と想定した場合、足許で8%のデフレが



ギャップが発生しているとすれば、需給バランスが改善するまでの時間は、2%成長なら約8年、3%成長なら約4年かかる計算になる(なお、潜在成長率を日銀「展望レポート」の想定と同じ0.5%と置けば、需給バランス均衡まで2%成長で5年強、3%成長なら3年強となり、潜在成長率の想定次第で金融政策の発動時期が大きく変化することに注意が必要である)。

しかし、逆に需要の回復が鈍ければ、過剰な生産能力を削減しようとする圧力が高まり、それだけデフレが続くということも意味している。景気刺激策の息切れなどにより、10年年明け後も景気が足踏みするという大方の予想を前提にすれば、一旦悪化が止まったかに見える失業率(9月は5.3%と最悪期から0.4%pt低下)や有効求人倍率(9月は0.43倍と8月から0.01pt改善)などの雇用関連指標や資本財出荷(輸送機械を除くベースで7~9月期は前期比5.4%と8四半期ぶりのプラス転換)などの設備投資関連指標が再び悪化し始めるリスクは否定できない。実際に、日銀短観9月調査によれば、景況感が大きく改善したはずの大企業・中堅企業製造業において、09年度設備投資計画が下方修正される結果となっており、設備投資抑制姿勢は根強いことが窺える。



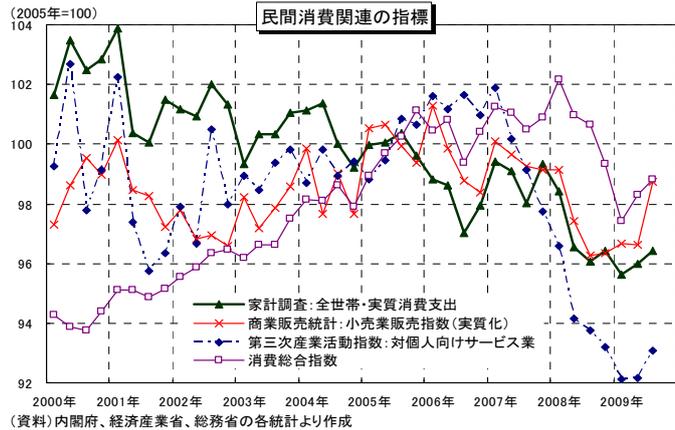
一方、自動車・家電製品など耐久財の購入促進策によって底堅く推移している民間消費であるが、菅副総理(兼国家戦略相・経済財政担当相)が10年度についてもエコポイント制やエコカー購入補助金の制度を存続させるとの意向を示していることもあり、徐々に効果が剥落していくことは否定できないが、当面は一定の下支え役を果たすものと思われる。一方で、マンションなどを中心に住宅建設が歴史的な低水準に落ち込んでおり、それに付随する消費は低調で推移している可能性が高い。加えて、今冬の賞与は、前年冬比▲15.91%(日本経団連集計、大手企業(加重平均)、うち、製造業:同▲18.53%、非製造業:同▲2.80%)と減少率は今夏(同▲17.15%)に続いて過去最大を更新する見込みである。最近では、生産回復などに伴う残業時間の増加もあり、賃金の持ち直しも見られたが、再び大幅に減少する可能性は高いだろう。さらに、連合は10年春闘において、統一的なベースアップを2年ぶりに見送る方針であり、賃金水準は伸び悩むものと思われる。

以上の点を踏まえながら、経済見通しについて述べていきたい。足許10~12月期については、世界的に景気が下げ止まりつつあり、中国を筆頭とするアジア向けが堅調に推移することが見込まれるものの、米国の自動車買い替え支援策の終了(8月24日)などによる反動が一時的に出ることが予想され、輸出の勢いはやや鈍化することが予想される。また、民間消費も政策効果による下支えが期待されるが、可処分所得が大きく減少することもあり、その増勢は鈍化するものと思われる。さらに、公務員賞与の減少や公共投資の事業停止などの影響で公的需要の景気下支え効果が剥落するほか、7~9月期に積み増し方向に動いた民間在庫には景気押し上げ効果はない。また、企業設備投資には明確な改善の動きは出ないだろう。その結果、10~12月期の実質経済成長率は前期比0.3%(同年率1.1%)と、潜在成長率並みのプラス成長が見込まれるものの、7~9月期(同1.2%、同年率4.8%)からは減速すると予測する。

その後、年度末にかけて民間消費については所得減による支出抑制効果が強まる一方、



消費刺激効果が徐々に剥落していくことに伴い、増加幅は小さくなっていくだろう。設備投資も緩やかな回復に留まるだろう。唯一の期待は輸出であるが、先進国経済の悪化は止まりつつあるとはいえ、その後の回復ペースは緩やかなものに留まる以上、増勢が加速していくことは期待できない。また、公的需要については、第一次補正予算に盛り込まれた事業執行停止の影響が出てくる上に、第二次補正予算案の審議・成立は10年1月召集の通常国会においてであり、年度内はその政策効果が



期待できない。このように、09年度末にかけて日本経済はゼロ成長近辺で推移するものと思われる。09年度を通じては、実質 GDP 成長率で同▲2.7% (前回予測(9月時点、以下同じ)は▲3.4%で、0.7%pt の上方修正)と、2年連続のマイナス成長と予測する。四半期ベースで見れば、年度下期もマイナス成長には転じないと予測するが、成長率のゲタが大幅なマイナス(▲4.2%pt)であることの影響は避けられない。なお、前回からの上方修正の理由は、今回発表の7~9月期 GDP が当初の想定以上に強かったことが挙げられる。

また、名目 GDP 成長率も▲3.7% (前回予測は▲4.0%)と、2年連続のマイナス成長を予測する。08年10~12月期以降前年比プラスに浮上した GDP デフレーターは、10~12月期には再び水面下に沈むことが見込まれ、前年度比▲1.1% (前回予測は同▲0.6%)と年度を通じては下落状態が継続すると予測する。

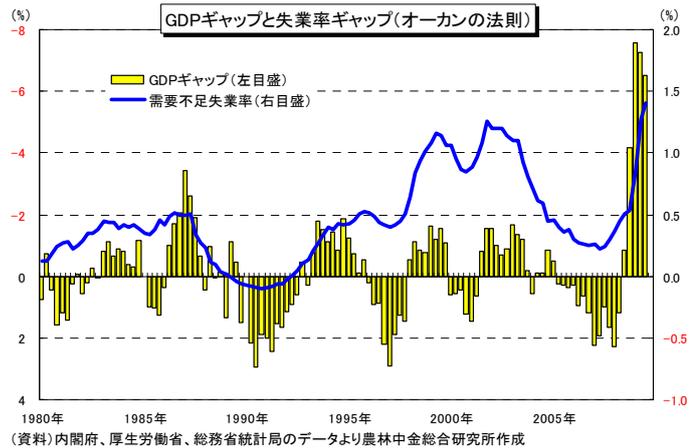
10年度に関しては、特別な予算措置を講じない限り、公共投資が減少するなど公的需要が息切れすることは否めないが、米国など先進国経済が徐々に回復力を強めていき、世界経済が全般的に好転していく動きが明確になっていくと思われる。これまでの景気回復局面と同様に、外需が国内景気を牽引することになるだろう。この輸出の増勢が企業設備投資にも好影響を与え、民間最終需要にも回復の動きが出ていくと思われるが、前述の通り、需給バランス自体はなかなか均衡化しないことから、停滞感は残るだろう。年度を通じては、実質 GDP 成長率で同 1.4% (前回予測は 0.9%で、0.5%pt の上方修正)と、3年ぶりのプラス成長を予測する。なお、四半期別に見れば、「経済政策の空白期間」が生じる4~6月期にかけて弱含むものの、その後は「子ども手当」の支給開始(6月頃と想定)などが民間消費を刺激し始め、7~9月期以降は潜在成長率(年率1%台前半)を上回る成長を続け、徐々に景況感が改善し始めると思われる。また、名目 GDP 成長率は 0.3%と、同じく3年ぶりのプラスに転じると予測する。一方、GDP デフレーターは前年度比▲1.1%と下落が続くだろう。

11年度については、引き続き世界経済の拡大が進行し、輸出が牽引役となって潜在成長力を上回る経済成長を促すことになるだろう。とはいえ、上述の通り、長引くデフレにより企業の体力は完全には戻らないものと思われ、「企業から家計への波及」は弱いものにとどまるだろう。実質 GDP 成長率で同 2.1%と、2年連続のプラス成長を予測する。また、名目 GDP 成長率は 1.5%と、同じく2年連続のプラスと予測するが、名実逆転状態は継続し、その再逆転は12年度以降に持ち越されることになるだろう。こうした高めの成長率でも、マクロ的な需給バランスが崩れた状態は解消できず、GDP デフレーターは前年度比▲0.6%とマイナスが続くと思われる。

一方、悪化が止まったかに見える雇用環境であるが、まだまだ安心できる状況にはない。そもそも景気遅行的な指標であることに加え、当面は企業の雇用過剰感が解消するほどの高成長が見込めないこともあり、雇用調整圧力が高まる可能性が高い。上昇が続いていた



失業率は7月に統計開始以来の最悪水準(それまでは5.5%)を約5年ぶりに更新した。その後の2ヵ月間は、低下する動きを見せているが、来春の新卒予定者の就職内定率の低さ(厚生労働省・文部科学省調べ、10月1日現在の大学生の就職内定率は62.5%(前年同期から▲7.4%ptの悪化)で過去3番目の低さ)を踏まえれば、10年年明け後には再び6%に向かって上昇することが予想される。前述の通り、景気の二番底入りの可能性は薄いと見るが、マクロ的な需給ギャップがなかなか解消に向かわない以上、雇用回復ペースは緩やかなものと予想される。



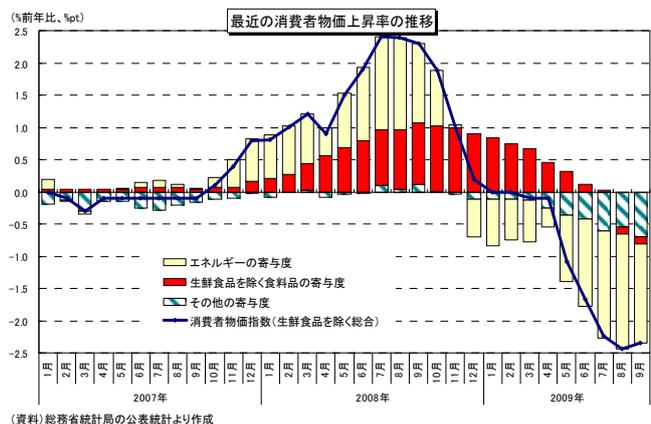
## (2)物価見通し

8月にかけて、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ)、国内企業物価、企業向けサービス価格といった主要な物価指標は、いずれも統計開始以来の最大の下落率を更新した。その主因は、原油など資源価格が08年夏場まで高騰を続けたことの影響であったが、9月以降はその要因が徐々に剥落しており、物価下落率の縮小が始まっている。

代表的な物価指標である消費者物価を取り上げてみると、09年3月に前年比▲0.1%と1年6ヵ月ぶりに下落に転じた後、8月には同▲2.4%まで下落率を拡大させた。総務省統計局の試算によれば、この▲2.4%のうち、エネルギー(電気・ガス料金、石油製品)の寄与度は▲1.71%ptであった。また、7月まで物価押し上げ要因であった食料品(除く生鮮食品)も前年比マイナスに転じ、物価全体の押し下げ要因になっている(寄与度▲0.11%pt)。さらに、食料品・エネルギー以外の、より需給環境を反映しやすいベース部分の下落率も拡大する傾向にある。

今後、石油製品価格の前年比下落率が縮小していくのに伴って物価全体の下落率も緩やかに縮小していくのは確実であるが、さらに世界的な景気持ち直し基調が強まっていけば、国際原油市況も底堅い推移を続けるものと想定され、電気・ガスやガソリンの価格も緩やかに上昇していく可能性があるだろう。とはいえ、大幅に崩れた需給バランスが及ぼすデフレ圧力はかなり強力であり、当面の間、景気の回復テンポが大きく加速することはないとの想定の下では、長期間にわたって物価下落が残る可能性が高いといえる。消費者物価が安定的に上昇していくためには、需給ギャップを解消するとともに、賃金が安定的に上昇し始めることが必須だ。

以上から、**09年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)は前年度比▲1.6%と5年ぶりの下落、10年度も同▲1.1%、11年度も同▲0.7%と、下落状態が続くものと予想。**また、国内企業物価についても、同様に09、10、11年度と3年連続での前年比下落(▲5.8%、▲2.1%、▲1.1%)が予想される。



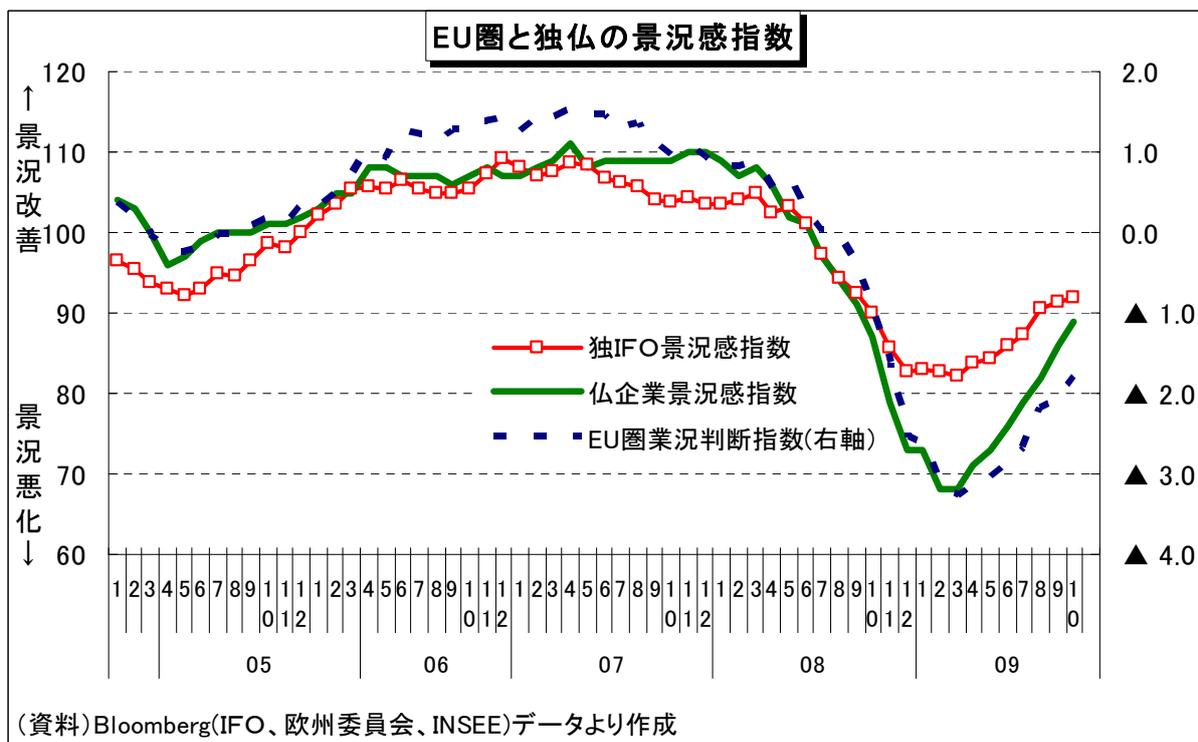
付 表 1

# 欧州経済の状況(予測の前提)

見通し (前年比:%)

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>ユーロ・ゾーン</b>	3.1	2.6	0.5	▲ 3.9	1.1
ドイツ	3.2	2.5	1.2	▲ 5.0	1.4
フランス	2.4	2.3	0.3	▲ 2.1	1.2
イタリア	2.1	1.5	▲ 1.0	▲ 5.0	0.5
<b>英 国</b>	2.9	2.6	0.6	▲ 4.3	1.3
<b>B R I C S</b>					
中国	11.7	11.9	9.0	8.4	9.5
ロシア	7.7	8.1	5.6	▲ 7.2	3.3
インド	9.9	9.3	7.5	6.1	7.5
ブラジル	3.9	5.6	5.1	0.1	4.6
<b>南アフリカ</b>	5.2	5.1	3.2	▲ 1.9	2.7

Datastream(各国GDP統計等)データより作成  
見通しはConsensus Economics社データによる(09.11.17現在)



# 中国経済の状況(予測の前提)

