

2009年度の内外経済金融の展望

——金融危機と先進国の同時不況のもと、国内ではデフレ再燃も——

〔要 旨〕

- 1 米国の「サブプライム問題」が地球規模の金融危機へと進行し、世界の主要金融機関の損失計上は08年末時点で累計1兆ドルに達している。これに対し、日・米・欧など各国金融当局は利下げや資金大量供給、金融機関への資本注入などを実施し、米国では不良資産の買取りにも踏み込みつつある。しかし、国際的な信用収縮やリスク・マネーの退出、株式・不動産等の下落による逆資産効果が重なり世界経済は急速な需要減退に直面しており、09年は先進国の同時不況の可能性が強い。また、世界的な景気悪化によりサブプライム・ローンにとどまらず全般的な投資や貸付債権の収益性と質（内容）の低下も懸念される。09年の前半は特に世界の経済・金融の厳しい状況が予想される。
- 2 米国では09年1月にオバマ政権へ移行するが、連邦準備制度理事会と協力し景気後退と金融危機の克服へ財政・金融一体での対応が求められる。これは、日・欧、さらには中国など新興国においても同様に求められるところであり、その動きが強まっている。
- 3 戦後最長となったわが国の景気拡大も牽引役の輸出が頭打ち状態となり後退入りしたと考えられる。企業部門のヒト、モノなどの「過剰」は当初小さいと思われたが、国内外の急激な需要減退から過剰感は増しており、景気の下押し圧力は強まっている。
- 4 08年前半は商品市況の高騰に伴いエネルギー・食料品を中心に物価上昇が加速したが、直近の商品市況の急落は先行き物価を押し下げる方向に働く。エネルギー・食料品を除き国内需給を反映する物価のベース部分についても、景気後退のもとで価格転嫁（二次波及）から一転し逆に下落圧力が強まると想定されることから、09年度は再びデフレが意識される。このため、日銀の金融政策はさらなる追加利下げを含む緩和策が求められる。
- 5 長期金利は08年の年央にかけインフレ懸念により上昇したが、景気悪化の進行やリスクを避けた「質への逃避」により低下圧力がかかっている。財政出動に伴う国債の需給悪化懸念も大きい。09年度中は利下げ効果による影響がそれを相殺するものと思われ、長期金利は1%台前半から半ばにかけての低位状態が続くだろう。

目 次

はじめに

1 金融危機が実体経済へ波及

- (1) サプライム問題の悪化と金融機関の損失増加
- (2) 「金融危機」の進行と世界の対応
- (3) 試される米国新政権の危機対応力
- (4) 財・金一体で景気刺激を行う中国と協調体制を組むEU
- (5) 世界経済の悪化と商品市況の低迷

2 急激に悪化が進行する国内景気

- (1) 実感のないまま戦後最長の景気拡大はピークアウト

- (2) 無視できない自動車減産の影響
- (3) 09年度は2年連続のマイナス成長
- (4) 適切な財政出動と長期的な健全化への検討
- (5) 09年には再び物価が下落へ

3 更なる金融緩和策の検討へ

- (1) 求められる一段の金融緩和措置
- (2) 長期金利は方向感なくもみ合い

おわりに

はじめに

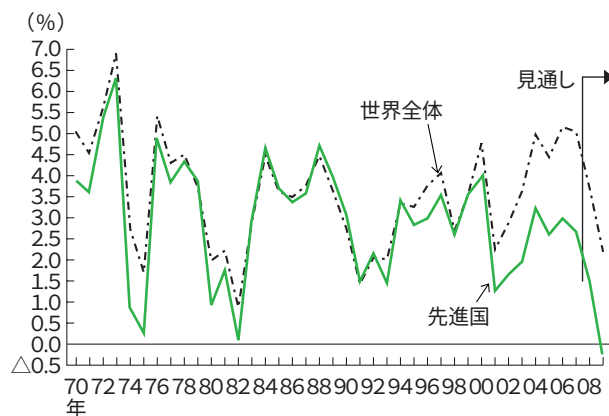
世界経済・金融情勢は時々刻々と深刻さを増している。社会は変化・進歩しており、1929年10月に始まった「大恐慌」など過去の不況との単純な比較（アナロジー）は必ずしも正鵠を得たものとは言えないが、少なくとも第二次世界大戦後の不況や危機と比べ、その深刻の度合いや広がり、対応策の難しさなどの点で最も厳しい状況に直面していると言えよう。

米国の低所得者向け住宅ローンの延滞率上昇に端を発した「サブプライム問題」の悪化により、「米国」から「地球規模」での金融機能の低下・不全化が進行し、世界の実体経済（需要）も強く阻害する状況となっている。日・米・欧の先進国三極は、実質GDP（国内総生産）がそろって前期比（注1）マイナスとなるなど、すでに「景気後退」にあり、先行きは一段の悪化が見込まれ不

透明感も濃い。

国際通貨基金（IMF）は08年11月の改訂見通しで、09年の経済成長率を米国：△0.7%、EU：△0.5%、日本：△0.2%とし、先進国全体でも△0.3%と予測している（第1図）。先進国全体でマイナス成長となるのは第一次石油危機後（1974年～75年）でも経験しなかったことであるが、直近の世界の生産縮減の動きはあまりに急速であり、特に09年前半にかけては、景気が下振

第1図 70年代以降の世界経済の成長推移
（実質GDP:前年比）



資料 国際通貨基金データより作成

れる可能性は大きい。世界同時不況による景気圧迫は厳しいものが見込まれる。

さらに、金融機関の資金取引や企業貸出など広範な信用収縮により世界的に金融機能（資金フロー）が大きく低下し、リスク・マネーの逆流が生じた。その結果、株価や商品市況は08年後半に下げ足を速めたが、当面反転は見通しにくい。

これらの一連の危機連鎖は後世においても歴史的な事象となると思われるが、本稿では金融危機の現状を分析したうえで、その影響のもとで09年度の経済金融がどのように展開するのかを考えたい。

（注1）米国では全米経済研究所が07年12月から景気後退入りと判定済み。欧州と日本は正式な判定はこれからだが、いずれもGDP成長率が08年4～6月期以降マイナスになっていることから、景気後退入りは明らかと見られている。

1 金融危機が实体经济へ波及

（1）サブプライム問題の悪化と

金融機関の損失増加

全米モーゲージ銀行協会の調べによれば、住宅ローン全体の延滞率は07年9月末の5.59%から08年9月末には6.99%へ上昇。このうち、サブプライム・ローンの延滞率は同期間に16.31%から20.03%へ上昇し2割を超す状態となった。

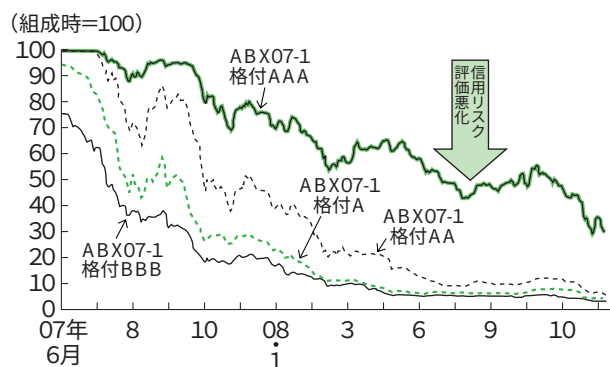
このようにサブプライム・ローンの延滞率上昇に伴い、同ローンとその証券化商品の信用リスクの評価は悪化をたどり、格付けも低下した。この結果、多くの投資家が投資圧縮に走り、買い手側の消極姿勢も強

まった。このため、サブプライム・ローン関連商品の取引は流動性を欠き、本来的なローン価値を反映しない以下のような市場取引の状況が生じた。

ABX.HE指数はサブプライム・ローンの信用リスクを取り引きするクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の価格動向を示す指数であると同時に、サブプライム・ローンの証券化商品の価格バロメーターになっている。同指数のなかの、06年下期に貸出実行されたサブプライム・ローンを取引対象にするABX07-1指数のなかで、最高格付け（AAA格）のものでさえスタート時（＝100）の3割程度、低格付けのBBB格のものに至っては3%前後という水準にまで低下してきた（第2図）。ただし、ABX.HE指数の急低下は、その作成方法から見ても、サブプライム・ローンがほぼ貸倒れとなる過剰な評価減少を織り込んだものであり、非合理的な水準になっていることに注意を要する。^{（注2）}

第2図に見られるように下落（評価減少）したサブプライム・ローン証券化商品は、米国のみならず世界中に拡散していたこと

第2図 ABX.HE指数の動向



資料 Markit社HPデータより作成

から、世界の金融機関は保有するサブプライム・ローン関連商品などについて高水準の損失計上を余儀なくされている。

ブルームバーグ社のまとめによれば、国際的な銀行・証券・保険会社等金融機関の損失累計は、12月中旬で1.01兆ドル（1ドル＝100円換算で約100兆円、以下換算レートは同じ）、米国だけでも約68百億ドル（68兆円）となっている。しかも、その損失計上は今後も高水準で継続する可能性が大きい。IMFは、10月時点で損失累計を1兆405億ドル（104兆円）と試算しているが、景気悪化に伴い一定以上の信用スコアを持ち返済能力が高いと見なされる借手に対する「プライム住宅ローン」や賃貸用不動産投資向けが多い「Alt-Aローン」などの延滞率も上昇している。さらに、2.5兆ドル（250兆円）にのぼる商業用不動産向けローン（CMBS）も米国の景気後退のなかで債権内容が悪化するリスクがある。

（注2）Ingo Fender, Martin Scheicher 「The ABX : how do the markets price subprime mortgage risk (BIS Quarterly 08年9月号)」は、サブプライム・ローン証券化商品の価格評価などでのABX指数のパロメーター性の問題点を指摘。

（2）「金融危機」の進行と世界の対応

これまでブッシュ政権は米連邦準備制度理事会（FRB）とともに、「サブプライム問題」への対策を打ってきた。ただし、世界最大手の保険会社AIGには公的資金を注入する一方、リーマンブラザーズ・ホールディングは救済せず、9月15日に破綻（破産法11条申請）に至ったことで、10月半ば

にかけて金融機関の経営実態への相互不信が高まった。この結果、金融機関間の資金取引が極めて困難な状態になり、米国ドルなどの短期市場金利が跳ね上がる「流動性危機」が起こった。

ドル金利の指標であるドルLiborレート（3カ月）と財務省証券（3カ月）との差（以下「Liborスプレッド」という）は4.8%台にまで高まった。これに対して、日・米・欧の先進国の中央銀行は市場のパニックを収束させるべく、潤沢な資金供給を行い、資金融通・調達を保証することを決めたが、これにより、とりあえず当面の流動性危機の最悪期は脱したかに見える。前述のLiborスプレッドは11月中旬以降、2.1～2.2%台で安定的に推移している。

また、米国では下院でいったん否決されるなどの曲折を経ながらも「金融安定化法」が10月3日に成立した。これにより最大7千億ドル規模で、公的資金の資本注入を行うなどの信用補完が進められている。

ポールソン財務長官が当初難色を示していた金融安定化法の資金を使った不良債権の買取りについても、11月24日に米国銀行最大手のシティ・グループの3,060億ドル（30兆円）の不良債権処理（切り離し）に当たって政府が損失を保証し、同時に200億ドル（2兆円）の公的資金も注入することを決定した。さらに、10月25日には、FRBは60百億ドル（60兆円）規模で政府住宅金融機関の保証・保有する住宅ローン債権の買取りと、20百万ドル（20兆円）規模でクレジットカードや学資ローンなどの貸付

債権の買取機関設立の計画を公表した。

欧州でも、英国に続き、ドイツ、フランス、イタリアなどユーロ通貨圏・主要国が資本注入枠の設定を決めた。また、後述のように日本でも金融機関への予備的資本注入を可能とする「金融機能強化法」（立法時限：12年3月）改正法案が12月12日に成立した。

さらに米国の呼びかけにより、11月15日に、先進7カ国（G7）に加え、韓国、中国、ブラジル、インド、ロシアなど主要な新興国の世界20カ国の首脳による「金融サミット」も開催された。ただし、新興国・途上国の資金調達支援やIMF、世界銀行など国際金融機関の資金基盤の拡充、時価会計の見直し・調整など、早急に具体化すべき事案の内容はまだ不透明である。

以上のような「金融危機」の進行により、世界的に資金調達環境の悪化も進んでいる。世界的なマネーフローの不活発化・回収に伴う影響は大きい。新興国・発展途上国でも資金流入が滞ることは、海外からの投資資金を活用した経済成長の流れを弱め、官民両面の投資活動を抑制させる。

また、株価や不動産などの資産価格の下落による「逆資産」効果のリスクが世界的に強まっている。08年初には60兆ドル超だった世界の株式資産（時価総額）は11月末には30兆ドルを切る水準まで減少した。年初来安値の下落率は米国（S&P500指数）が48%、大陸欧州（ダウ欧州50種）が51%であるのに対し、日本（日経平均株価）が51%であった。また、中国が67%下落して

いるのを代表に新興国・途上国の株価下落は先進国を上回っており、リスク・マネーが回収され還流したことを物語る。

(3) 試される米国新政権の危機対応力

冒頭でも触れたように、米国は07年12月から景気後退局面に入ったと判断される。今回の景気後退では就業者、雇用者の減少が目立つ。毎年1%前後、200万人程度の潜在的な労働力人口の増加があるなかで、代表的な雇用指標である非農業部門雇用者数は08年に入ってから11月まで減少が続いており、その累計は△191万人にのぼり、失業率も6.7%へ上昇した。この先も高水準の雇用削減が予想される。

住宅投資では米国政府の住宅ローン金利引下げ策による需要喚起が期待されるが、住宅着工の先行指数である住宅許可件数の減少、特に一戸建てが低迷していることから見て、当面は減少が続くことは避けられない。所得・雇用環境の悪化、住宅価格の先安感、住宅ローンの貸出基準の厳格化などを考慮すれば、住宅市場に底入れ感が出るのは09年半ばまで待たなければならないだろう。銀行等の不良債権が増加をたどるとともに、住宅市況も下落傾向がさらに続き、前年比3割程度まで下落が深まると予想する。

また、民間設備投資は、非国防・資本財受注（実質ベース）の減少や企業家心理の悪化などに加え、金融機関の貸出基準が厳しさを増し、調達コストが大きく上昇していることなどから、09年前半まで厳しい状

況が続くだろう。

また、このところ景気下支え役であった純輸出（＝輸出等－輸入等）についても、世界同時不況の影響は避けられず、輸出の増勢が弱まるだろう。一方で、輸入も景気低迷により抑えられるため、純輸出の赤字拡大にはならないが、成長への寄与も期待できない。

これに対し、新政権には総額7,000億ドルとも言われる複数年にわたる景気刺激策が期待されている。減税などの家計への給付がどの程度になるかは不確定だが、遅くとも4～6月期に減税の実施（規模は1,500億ドル以上）があると見ている。このため、同四半期には消費支出が底上げされ、プラス成長に転じると見込む。ただし、それが持続的な景気回復の呼び水になるかは不透明であり、道路や水道など経済活性化のための公共投資の実施や住宅ローンの金利低

下策などと合わせ、早急かつ強力な需要喚起策が求められる。

以上から、08年下半年は2四半期連続でマイナス成長となり、上半期に対しては前半期比年率△0.7%成長。年明け後の09年第1四半期もマイナス成長が続き、09年上半年期通算も同△2.2%成長と予測する。09年下半年はプラス成長に転じるが、09年全体では同△0.8%のマイナス成長と見込む（第1表）。

(4) 財・金一体で景気刺激を行う中国と協調体制を組むEU

欧州や新興国の経済悪化も注意すべき状況である（第2表）。

EU（欧州連合）の域内の経済成長率は2四半期連続で前期比マイナスに陥り、通貨統合以来初の「景気後退入り」が確実になっている。また、ユーロ圏（15ヵ国）の09

年経済成長率について、エコノミストの予想コンセンサスでは△0.2%のマイナス成長となっているが、12月に発表された欧州中央銀行（ECB）とユーロ圏各国中央銀行のマクロ経済予測スタッフによる合同報告でも、△1.0%～0.0%とマイナス成長を見込む内容となっている。

景気悪化の見方に対

第1表 08～09年 米国経済見通し（08年12月1日改訂）

	単位	07年 通期 実績	通期 予想	08		通期 予想	09	
				上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想		上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.0	1.2	1.1	△0.7	△0.8	△2.2	1.9
個人消費	%	2.8	0.2	1.0	△2.6	△1.4	△1.9	0.9
設備投資	%	4.9	2.8	2.7	△1.8	△3.3	△6.1	1.2
住宅投資	%	△17.9	△20.2	△22.9	△14.6	△6.8	△6.9	2.5
在庫投資	10億ドル	△2.5	△32.5	△30.4	△34.6	△13.8	△34.6	△20.0
純輸出	10億ドル	△546.5	△387.4	△421.7	△353.2	△363.6	△353.2	△178.8
輸出等	%	8.1	8.1	6.7	5.1	2.8	1.7	2.6
輸入等	%	△2.2	△2.2	△2.8	△3.0	1.0	2.1	2.9
政府支出	%	2.8	2.8	2.1	4.0	2.6	2.0	2.4
参考	コアPCE デフレーター	%	2.2	2.1	2.0	1.6	1.4	1.5
	GDP デフレーター	%	2.7	2.2	2.1	1.7	1.8	1.9

資料 実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”；予測値は農中総研による。

(注) 1 予想策定時点は08年12月。08年7～9月期については改定値。

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実額の年率換算値、デフレーターは前年同期比。

第2表 欧州, 新興国の実質GDP成長見通し
(前年比)

(単位 %)

	06年	07	見通し	
			08	09
ユーロ圏	2.9	2.6	1.0	△0.2
ドイツ	3.0	2.5	1.7	△0.4
フランス	2.2	2.2	0.8	△0.1
イタリア	1.8	1.5	△0.1	△0.5
英 国	2.8	3.0	0.9	△0.9
B R I C S				
中国	11.6	11.9	9.5	8.1
ロシア	7.4	8.1	6.9	4.0
インド	9.8	9.3	7.1	6.6
ブラジル	3.8	5.4	5.2	2.8
南アフリカ	5.2	5.1	3.6	3.1

資料 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。
(08.12.12現在)

し、ECBは12月4日に3カ月連続で政策金利を引き下げ2.5%とした。その引下げ幅0.75%はユーロ導入以来前例のない大きさであり、引下げ累計幅は1.75%に達したが、金融市場では09年年明け以降も追加利下げが実施されるとの観測が強い。ECBは物価安定を最優先する姿勢を崩していないが、実際には景気下支えのために柔軟に利下げを行っていくことになるだろう。

また、ユーロ圏主要国では、財政出動による景気対策も出揃いつつある。EU欧州委員会でも11月26日に、EU全体で2,000億ユーロ規模の経済対策を行うことを発表した。このなかには、加盟各国の財政出動のほか、EU予算や欧州投資銀行（EIB）の融資枠などの財源措置も盛り込まれている。

このように財政・金融の政策両面から景気対策が進みつつあるが、ユーロの対ドル相場は08年夏に史上最高値を記録した後、秋口以降は一貫して下落を続けた。こうしたユーロ安の理由としては、金融政策がECBを中心に一元化している一方で、財政

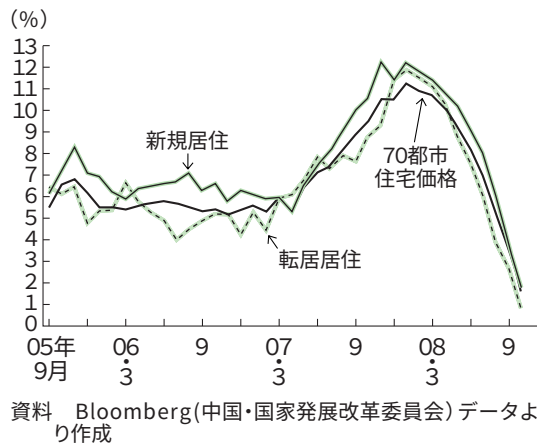
政策が各国政府の管轄下であり、危機に即応して一体的な対応をとることの難しさも指摘されている。しかし、これまでのところ、EUおよびユーロ圏各国は、預金保護にかかる当初の足並みの乱れがあったにもかかわらず、極めて協調的に金融危機と景気悪化の両面の事態の打開を図ろうとしてきた。こうした協調的対応の枠組みは、09年においても維持・強化されていくことになるだろう。09年1月にはスロバキアが第16番目のユーロ正式導入国となる。北欧や東欧のユーロ未導入国では、今後もユーロ導入が重要課題のひとつとなり続けるだろう。

一方、中国経済は単なる変調のレベルにとどまらず、景気悪化の動きが急速に強まっている。08年7～9月期の実質成長率は前年同期比9.0%へ鈍化し、二けた成長は10四半期で途切れた。自動車や粗鋼、電気機器においてはコンピュータやエアコンなどの生産が前年同月比マイナスとなっており、中国にも先進国の同時不況の波及が深刻な影響をもたらしていることを示す。

また、不動産市況も明らかに「バブル崩壊」を警戒すべき状況となっている（第3図）。こうした不動産の先高観の後退により住宅購入が手控えられ、住宅投資の減退やローン債権の悪化に向かうことが懸念される。

こうした成長鈍化を受けて、金融政策も景気の過熱抑制に焦点を置いた政策運営からの転換が始まっている。中国人民銀行は9月16日以降、政策金利（1年物貸出金利）

第3図 中国70大都市・住宅価格の前年比



を計4回、累計で1.89%の利下げを行った。さらに、中国政府は11月9日に2010年末までを実施期間とする4兆元（約56兆円）規模の景気刺激策を発表した。これは07年の国内総生産（GDP）のほぼ2割に相当する。景気悪化は失業者増加などを通じ民生安定に影響を及ぼすことから、中国政府は08年12月に開催された党・中央経済工作会议での方針に沿って財政・金融が一体となって景気対策に取り組むと思われる。しかし、世界銀行による09年成長率見通しは7.5%と慎重なものであるなど、同会議の打ち出した8%成長の維持は世界経済の低迷のもとで決して容易なものではない。

なお、中国の景気悪化が危機連鎖の起点となるリスクにも注意する必要がある。また、企業支援策の一環で人民元安へ誘導する政策実施の観測も根強い。その結果、中国からの輸入物価が低下し、日本国内のデフレを強める方向に作用する側面もある。

(5) 世界経済の悪化と商品市況の低迷

国際商品市況は夏場をピークに急落して

おり、代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズCRB指数で見ると、7月初めのピークから12月第2週末までに55%下落している。

特に、代表的な国際商品であるWTI先物（期近物・終値、1バレル当たり、以下同じ）は7月3日に145ドルを付けた後、需給緩和や原油取引市場からの資金流出などにより下落。また、国際エネルギー機関（IEA）などの需要予測も下方修正が続いている。IEAの12月時点需要見通しでは、08年は25年ぶりに前年比日量20万バレルの減少となった後、09年は微増の50万バレルの需要増加を見込んでいるが、今後、先進国を中心とする需要減少幅の拡大に伴い需要量予測が減少に転じる可能性も大きい。

石油輸出国機構（OPEC）は11月にイラクを除く11カ国ベースで日量150万バレルの減産を決定した。しかし、需要の減少傾向がさらに強まり、原油市況の下落が続くならば、価格の下支えをはかるため、09年明け以降も減産が予想される。

また、穀物相場も7月以降軟調が続いており、トウモロコシなど主要穀物三品のピークからの下落率は5割を超す。

日・米・欧の先進国経済がすでに「景気後退」入りし、この先もさらに景気悪化が進む懸念が強まっていることに加え、投資資金の流出傾向が引き続き予想される。このため、OPEC再減産の市況押し上げへの効果は限定的で、WTIは08年10～12月（平均）は63.5ドル程度、09年上期（1～6月）は同50～55ドル、09年下期（7月～12月）

55～60ドル，10年前半は55～60ドル程度と予想する。加えて，タンカー運賃の下落も輸入価格の引下げ要因となる。

2 急激に悪化が進行する国内景気

(1) 実感のないまま戦後最長の景気拡大はピークアウト

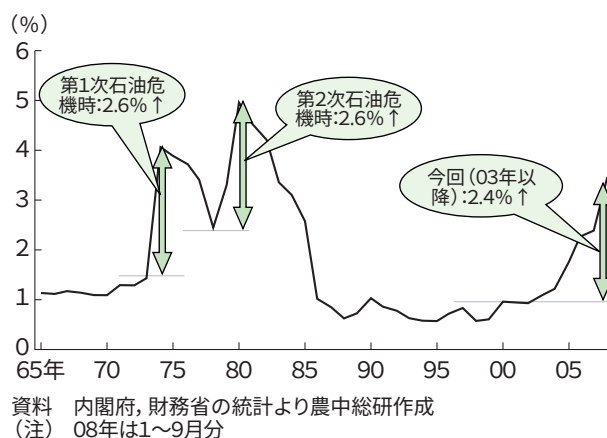
日本経済は02年2月から始まった戦後最長の景気拡大が終わり，すでに後退局面に入ったと考えられる。

1990年代以降の日本の経済成長は，堅調な成長を続けた海外経済によって牽引された輸出が起点となり，それが製造業の業績を押し上げ，その周辺セクターに波及していく，というパターンを繰り返し，かつその程度が強まっていった。その結果，今回の景気拡大局面（02～07年）における輸出の寄与率は実に6割に達している。しかし，中小企業・家計・地方経済への景気波及力は極めて弱く，景気拡大の恩恵は日本全体に行き渡らず，景況感の改善もなかなか進まないままであった。

さらに，石油など資源価格の高騰により輸入金額が著増し，日本から資源輸出国への購買力の移転効果が発生した。原油輸入だけを見ても，過去5年間で輸入金額の対名目GDP比率が2%超も上昇，過去2度の石油危機時に迫る状況となった（第4図）。これは家計・企業に抑制的な支出行動を強いたと思われる。

このような国内需要が軟調な地合いの下

第4図 原油輸入額の対GDP比率



で，景気拡大の起点である輸出が減少に転じてしまうと，日本経済全体の停滞感が強まってしまう成長構造の問題点がある。

(2) 無視できない自動車減産の影響

一方，主に内生的な要因だけで発生するような景気循環では，「景気の山」に近い地点では労働力や資本設備など生産要素の稼働率が高まり，そうした要素価格が上昇傾向を強めるとともに，需給改善を通じたコスト転嫁により物価上昇率が高まっていく。そのような状況の下で，発生する様々な歪みが大きくなり，経済を高雇用状態に保ち続けるのが困難となってくる。そして，均衡状態（総需要と総供給の成長速度が等しい状態）は崩れ，景気は後退し始める。その過程では，雇用，資本設備などの生産要素，さらには負債や在庫水準など全般にわたって過剰感が強まり，非自発的な失業や資本ストック調整が発生する。

しかし，今回の景気後退は，そもそも経済が完全雇用状態に到達する以前に，海外経済の悪化や国際商品市況の高騰などとい

った外的ショックが加わったことで、景気が途中で屈折してしまったために発生していると見るべきであり、景気循環の中心に位置する企業部門では、一部ハイテク業種を除けば、少し前までは過剰感が強いという状況にはなかった。それゆえ、「今回の景気悪化の度合いは軽微」との見方も見られたが、経済情勢の急変から大幅な調整の可能性を意識させる材料が増している。

その材料で最も注目すべきなのは、生産波及力の大きい「自動車製造業の大幅減産」の可能性である。前述の通り、米住宅市場の長引く調整は世界のGDPの2割程度を占める米国人消費の本格的な悪化をもたらしている。その象徴ともいえる米国での自動車販売は前年比4割近い大幅減少となっている。こうした自動車販売の不振は米国だけでなく、日欧など先進国、さらには中国やインドなど新興国にも及び始めている。自動車製造業は裾野が広い業種として知られており、自動車減産は企業部門全体にとって無視できない。

ちなみに、経済産業省「平成18年簡易延長産業連関表」によれば、乗用車の生産波及力（ある部門に対する最終需要が1単位増加した時に、当該部門を含めた全部門の生産の増加分を示したもの）は3.02、乗用車以外の自動車で2.67となっており、製造業平均（1.90）の約1.5倍である。これだけ生産波及力の大きい部門が本格的に調整入りした際の影響度はかなり大きいことが予想される（第3表）。

第3表 主要業種の生産波及力（06年）

	全体波及	他部門波及
全産業平均	1.9033	0.7167
農林水産業	1.7034	0.5133
食料品・たばこ・飲料	1.9563	0.6819
パルプ・紙・紙加工品	2.1364	0.5480
化学基礎製品	2.2394	0.5844
化学最終製品	2.1583	0.9727
鉄鋼	2.5441	0.4014
非鉄金属	1.9381	0.5295
通信機械	2.0892	1.0787
乗用車	3.0213	2.0213
乗用車以外の自動車	2.6711	0.6326
その他輸送機械	2.2029	0.8501
建築および補修	1.8766	0.8606
公共事業	1.8447	0.8447
商業	1.4849	0.4444
金融・保険・不動産	1.4524	0.3225
運輸	1.6064	0.4412
公務	1.5712	0.5698
財（平均波及力）	2.0237	0.7945
サービス（平均波及力）	1.5939	0.5167

資料 経済産業省「平成18年簡易延長産業連関表」
（注）産業連関表の逆行列計数の列和。

（3）09年度は2年連続のマイナス成長

上述のように、今回の景気後退の主因は国内に存在しているわけではない。それゆえ、景気悪化に歯止めがかかるとすれば、それは世界経済全体の重石となっている米国経済の調整、特に個人消費の悪化が食い止められることであり、その鍵を握るのは米国の住宅価格の調整がいつ終了するのか、といった点であろう。

逆に、それらに調整終了のメドが立つまでは、日本経済に景気停滞の力が働き続けることになるだろう。

このように、09年度の日本経済は、頼みの綱である輸出が軟調に推移する状況が当面続くことが想定されるなか、民間企業設備投資は減少が続き、消費マインドの悪化や所得の伸び悩みなど民間消費を取り巻く環境も悪化したままの推移が予想される。少なくとも09年度上期いっぱいには基調とし

て前期比マイナスの成長率が続く可能性が高い。

09年度下期以降は、日本を含め主要国がこれまで打ち出してきた様々な経済対策や金融安定化策の効果が始まることが期待され、景気の下押し圧力は緩和されていくものと思われるが、四半期ベースの経済成長率が景気判断の目安となる潜在成長率（1%台半ば）に届くことはないだろう。つまり、景況感の悪化は年度を通じて継続するものと思われる。

以上を踏まえ、09年度の実質GDP成長率を△0.9%と予測する。08年度実績見込み（△0.8%）に続き、2年連続のマイナス成長であるが、これは消費税率引上げを含む実質9兆円の財政負担増、大手金融機関の相次ぐ経営破綻、アジア通貨危機などが立て続けに起きた1997～98年以来である。ま

た、名目GDPもGDPデフレーターに大きなマイナス（前年度比△0.7%）が残ることもあり、△1.6%となるだろう（第4表）。「悲願」のデフレ脱却は10年度以降に持ち越されることになる。

(4) 適切な財政出動と長期的な健全化への検討

小泉政権は裁量的な財政政策を見直し、財政健全化目標を設定する「財政政策のルール化」を導入した。「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」（基本方針2006）では、消費税率の引上げなど増税に頼らず、11年度までに国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字化する目標を設定した。

こうした「財政政策のルール化」は日本だけでなく、世界的な潮流でもあった。この背景には、いわゆる裁量的「ケインズ政策」の修正は難しく、その結果、莫大な財政赤字が累積し、長期的に金利上昇が企業部門などの経済活動を阻害するとともに、将来世代に負担が回され労働意欲が低下するなど弊害が広く認識されたからにほかならない。その結果、短期の景気調整は、物価安定と結びつけた上で金融政策が担い、財政政策は健全化目標などのルールに従って運営されるようになっていった。

しかし、現状の危機的状況では緊急避難的にルールの変更も致し方ない面がある。財政政策は連鎖的に景気悪化が進行するリスクが高い場合、需要の穴埋めをすべく、果敢に実施することが求められる。今がま

第4表 08～09年度 国内経済見通し
(前年比)

	単位	07年度 (実績)	08年度 (実績見込)	09年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	△1.9	△1.6
実質GDP	%	1.9	△0.8	△0.9
内需寄与度	%ポイント	0.6	△1.0	△0.4
民間需要寄与度	%ポイント	0.5	△0.9	△0.6
公的需要寄与度	%ポイント	0.1	△0.1	0.2
外需寄与度	%ポイント	1.2	0.2	△0.3
GDPデフレーター	%	△0.9	△1.2	△0.7
鉱工業生産	%	2.6	△6.0	△6.4
国内企業物価	%	2.3	3.8	△2.1
全国消費者物価	%	0.3	1.4	△0.4
完全失業率	%	3.8	4.1	4.7
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,110	1,050
為替レート	円/ドル	114.2	99.3	93.8
無担保コールレート(0/N)	%	0.50	0.10	0.10
長期金利(10年国債利回り)	%	1.60	1.48	1.38
通関輸入原油価格	ドル/バレル	78.5	93.5	58.8

資料 実績値は内閣府「国民所得速報」など。予測値は農中総研による。

(注)1 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。

2 無担保コールレートの予測値は年度末の見通し。

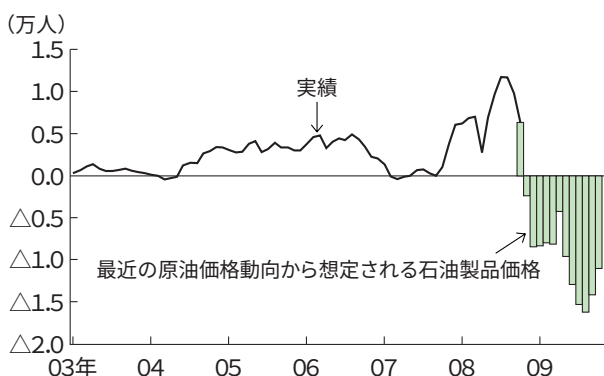
さに「その時」といえるだろう。日本を始めとする先進各国、さらには中国など新興国も財政拡大を行っている。

とはいえ、1930年代の世界大恐慌（日本では「昭和恐慌」）からの脱出の歴史をひも解いてみると、最も有効とされるのは金本位制からの離脱により可能となった金融緩和政策であり、必ずしも積極的財政政策（ニューディール政策）が主導的な役割を果たしたわけではない、という分析結果がコンセンサスとなっている。これは財政政策の効果が小さいことを意味しているわけではないが、長期的に必要な不可欠な社会資本を優先整備すると同時に、税制改革により将来世代にできるだけ「痛み」を押し付けないような形で行うことが重要である。また、景気持ち直しの時点で、現実的な財政再建計画の再検討を行うことが必要だ。

(5) 09年には再び物価が下落へ

07年10月に前年比上昇率をプラスに転じた消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」という）は、その後も上昇率を加速させ、7～8月にかけては前年比2.4%と11年ぶりに高い上昇率となった（なお、97年の消費税率変更の影響を除けば16年ぶりの上昇率である）。今回の物価上昇の主因は、原油・穀物・金属などが幅広く高騰した影響によるものであり、コアCPIでもガソリン・灯油や電気・ガス料金などのエネルギー、小麦製品や食用油などの食料品が物価押上げの主因であった。一方、「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」と

第5図 石油製品価格の消費者物価上昇率への影響



資料 総務省資料より農中総研作成

(注) 石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度

いう「物価のベース部分」は前年比0.2%程度の上昇にとどまり、コスト転嫁の動き（二次波及）は鈍かった。

しかし、08年7月以降、国際商品市況が急落したことで物価は一転、下落に向かう可能性を強めている。09年度に入ると、消費者物価が再び前年比下落に転じる可能性は大きい。前述の「物価のベース部分」についても、景気後退のもとで価格転嫁（二次波及）が弱まり逆に下落圧力が強まると想定される（第5図）。

09年度は再びデフレの恐れがあることに注意が必要である。原油など資源価格の大幅下落は、大量消費国である日本にとっては好材料であるのは確かだが、世界規模での需要減退がもたらす可能性があるデフレの悪循環にも十分注意が必要であろう。

3 更なる金融緩和策の検討へ

(1) 求められる一段の金融緩和措置

06年3月に、日本銀行は約5年にわたって実施してきた量的緩和政策を解除、さら

に同年7月には政策金利（無担保コールレート翌日物）を引き上げ（第1次）、その後も07年2月には第2次利上げを行うなど、「金融政策の正常化」に向けて行動した。当時の経済状況としては、物価は小幅ながらも前年比プラスを継続し（2000年基準の消費者物価ベース）、かつ景気回復に伴って企業サイドでは雇用・設備の不足感が醸成されつつあり、そうした情勢に政策金利水準を合わせた、という意図だったと思われる。しかし、07年8月に米国のサブプライム問題が表面化し、日銀の「金融政策の正常化」を推し進めることが困難となった。

その後もサブプライム問題は徐々に悪化方向に向かい、08年9月のリーマンショックを契機に世界金融危機が勃発する事態となり、各国中央銀行は大胆な協調利下げを行った。10月末になって日銀もこれに追随する形で0.2%の利下げに踏み切った。

欧米中央銀行が積極的な利下げを実施していることは、前述の通り、まさに金融危機の歴史に学んだ姿勢として評価できる。一方で、日本銀行は「対岸の火事」としてきた面が強かったように見受けられる。とはいえ、09年にかけて景気がもう一段悪化し、デフレ的な環境が強まる可能性を考慮すれば、フォワード・ルッキング的な手法からは追加利下げは不可避と見るのが妥当であろう。

（2）長期金利は方向感なくもみ合い

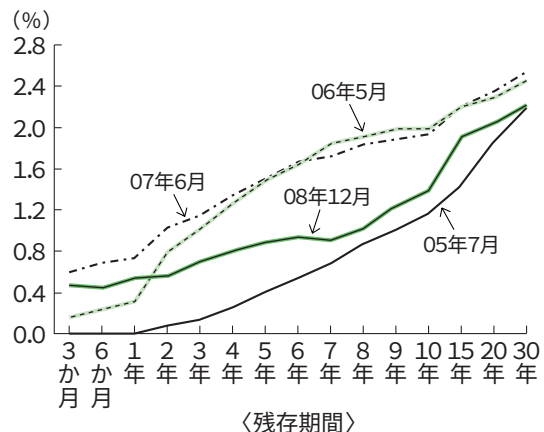
最後に、日本の長期金利（新発10年物国債利回り）について考えてみたい。08年の

長期金利は、米サブプライム問題から発生した信用収縮や景気悪化に対する懸念、他方で年半ばまで続いた資源価格高騰によって高まったインフレ懸念などへ日本銀行がどのように対処するのか、といったことへの思惑に影響を受けた。結果的には、世界金融危機の勃発や世界同時不況などインフレ懸念を払拭する格好となったが、長期金利は一方的に低下することはなく、海外投資家の流動性確保や損失穴埋めのための換金需要の高まり、さらには日本を含めて主要国が行う財政出動に伴う需給悪化懸念などが意識され、長期金利は下げ渋った。

とはいえ、政策金利の一段の引下げの可能性、景気悪化に伴う貸出の伸び悩みなどを考慮すれば、国内投資家による消去法的な国債投資ニーズが大きく変化することはないものと思われ、中短期ゾーンの金利低下が徐々に長期ゾーンに波及していくものと思われる（第6図）。

また株価については、業績の反転時期を見通しにくいことが、株価の上値を当面抑

第6図 最近のイールドカーブ変化



資料 Bloombergより農中総研作成

えることとなろうが、世界的に財・金一体の政策の方向性がそろうなかで相場心理が好転すれば、先行きの業績回復を織り込む反発基調を見せると考える。

おわりに

09年の年明け以降も国内、海外ともにその経済動向は厳しい状況が続くと見ておくべきだろう。特に09年前半の景気落下については、世界的に大きなリスクをかかえる。これに対し、国際的な連携と一致した環境認識のもとで財政・金融の一体となった政策対応が不可欠である。また、系統においてはWTOの多角的通商交渉、特に農業分

野の関税例外品目数の交渉も重要な問題である。

一方で政治・政策の方向性が不明確であることが、残念ながらリスクになっている。景気悪化の状況を的確にとらえ、年明け以降、真摯な国会審議により早期に追加景気対策を決定し実施することが求められる。また、衆議院が9月には任期満了となり、それまでに総選挙も行われることから、農業問題を含め長期的な展望に基づく政策提示と国民的コンセンサスの形成への傾注を期待したい。

（調査第二部長 渡部喜智・わたなべのぶとも

主任研究員 南 武志・みなみたけし

主任研究員 荒木謙一・あらきけんいち）

