

## 2010年度の経済見通し ～過剰債務調整の影響を引きずるものの、 「二番底」には至らず～

調査研究部 木下 茂

### <世界経済概観>

#### ○続くV字型回復

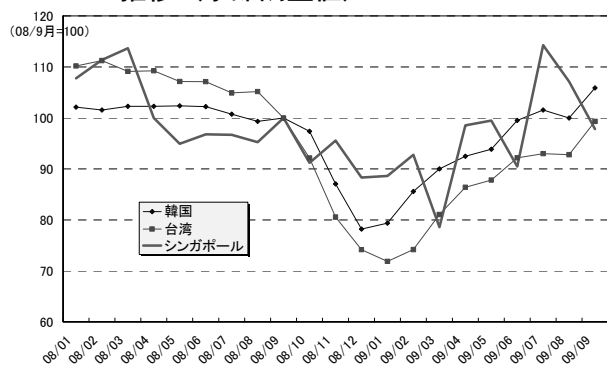
世界経済は秋口にかけても回復の動きが継続している。主要先進国・地域の7～9月期GDP成長率は、イギリスを除いてプラス成長となった。アジアの主要諸国は、既に昨年秋のリーマンショック前の生産水準をほぼ回復している(第1図)。景気の落ち込みに歯止めがかかったとしても、差し当たりは底這い推移が続くのではという「L字型」説など悲観的な見方が多かったが、程度の差こそあるものの、結局はV字型の回復となったようである。

#### ○大きい政策効果への依存度

こうした世界経済全体の持ち直しにおいて、在庫調整一巡に伴うリバウンドが原動力となっていることはしばしば指摘されるところであるが、大規模な政策効果の影響も無視はできない。各国中央銀行の大量資金供給によって金融市場の緊張はかなりの程度緩和してきていることに加え、財政出動、とりわけ各国で実施された自動車の買い替え促進策が年央までの生産活動・消費支出に大きく寄与したとみられる(第2図)。

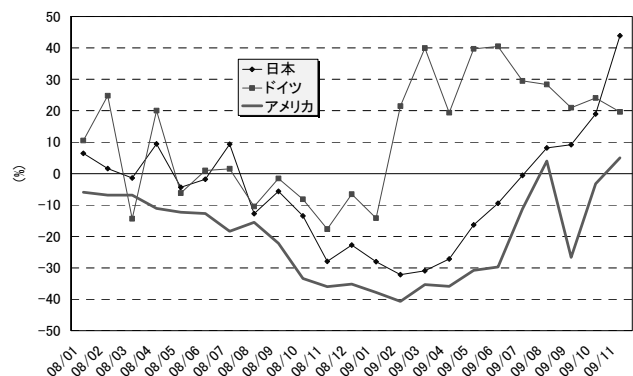
一時は「100年に一度の津波(不況)」などと喧伝された今回の金融危機であったが、結局、各国政策当局の大規模な政策介入効果により「危機的状況」を安定化させることにはとりあえず成功した、という評価になるので

(第1図) 韓国、台湾、シンガポールの鉱工業生産推移(季節調整値)



(注) 各国統計より作成

(第2図) 各国の自動車販売の推移(前年比)



(注) 各国統計より作成

あろう。春先以降主要各国の株式市場が堅調に上昇を続けているが、これには先々の景気回復に対する期待感とともに、上述の「危機脱出成功」からくる安心感も寄与しているものと考えられる。

#### ○依然低い生産水準

もつとも、持ち直しが続いているとって

も、主要先進国における経済活動の水準自体は低いままであるという点には注意が必要である。この点は、大幅なマイナスのGDPギャップが依然残存していることにつながるが（第3図）、このことが消費者物価の下落などデフレ的状况をもたらし、企業収益と賃金水準の下落を通じて、一段の最終需要落ち込みに至るというリスクを残している。

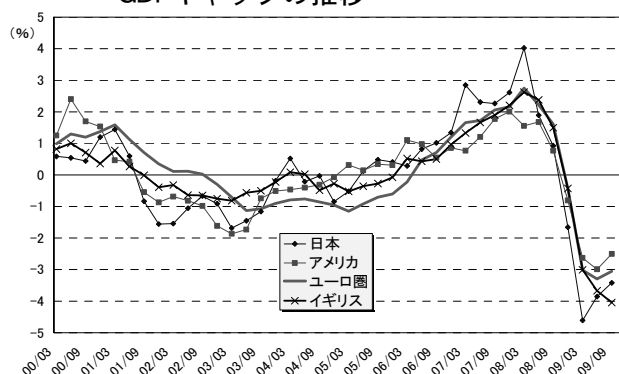
### ○利上げ国には固有の事情

一部では今後の「出口政策」に関する議論が始まっており、実際オーストラリアやノルウェーなどは利上げに転じた。もっとも、これらの国々の場合、資源輸出国であること、住宅価格バブルの影響が少なく、景気の落ち込みも小幅・短期にとどまった等の事情がある（第4図）。資産価格の下落によりバランスシート問題を抱え込んだ主要国と同列に捉えるのは妥当ではなかろう。

### ○予想されるB/S調整の長期化

今回のような実物資産価格クラッシュを伴う不況の場合、それに先立つバブル生成時において積み上がった過剰債務の削減が長引きやすいことから、往々にして景気低迷も長期化しやすいという傾向がある。現局面についても、バランスシート調整長期化により住宅価格バブルが破裂した諸国では基調的に潜在成長率を越える景気回復を実現するには相応の時間を要するほか、バブル生成を経験しなかった諸国も、その余波を受けて低成長を余儀なくされる、という構図になるものと思われる。

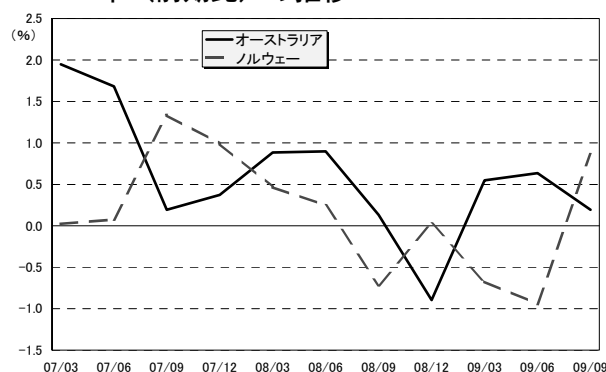
（第3図）日本、アメリカ、ユーロ圏、イギリスのGDPギャップの推移



（注1）HPフィルタを使用して算出

（注2）各国統計より作成

（第4図）オーストラリアとノルウェーの実質成長率（前期比）の推移



（注）各国統計より作成

### ○新興諸国依存の緩やかな回復が見込まれる

来年度にかけての景気のパスについては、中国など新興諸国の景気拡大と主要国における財政出動効果に牽引されるかたちで、世界経済全体としては緩やかな回復が継続すると見込まれる。日本では政権交代に伴う政策変更の悪影響が懸念されるものの、米国や中国などでは景気対策効果は依然出尽くしていないとみられることから、悲観派の一部で根強い「二番底」を懸念するにはあたらないであろう。

＜米国経済＞

○GDP成長率がようやくプラス転換

7～9月期の実質GDPは前期比年率+2.8%と強めのプラス成長になった。内訳項目をみると、個人消費が同+2.9%と持ち直していることに加え、設備投資はマイナス幅を縮小、住宅投資は同+19.5%、輸出が同+17.0%と二桁の増加になった点などが目を引く。全体を左右しやすい個人消費については、自動車購入奨励策や減税による所得の下支えの効果に加え、株式市場の上昇・住宅価格下げ止まりにより、逆資産効果が弱まっていることも寄与しているとみられる（第5図）。

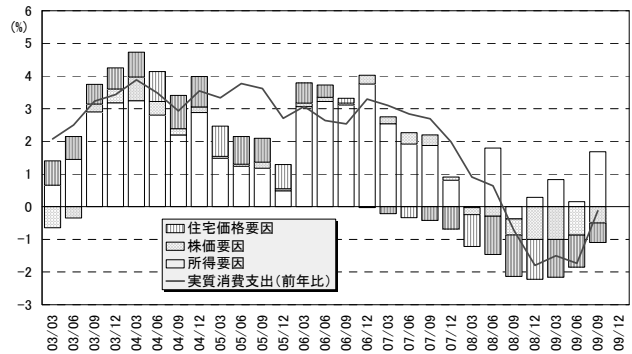
○家計は債務削減を優先

もっとも、今後の景気回復の道筋は平坦ではないと考えられる。直近の消費者マインド統計の改善はやや頭打ちとなっており、今後の消費停滞を示唆している（第6図）。背景には、景気は循環的に反転したものの、雇用環境の悪化が依然として止まっていないことがあると思われる。家計所得の動向をみると、減税は可処分所得の下支え要因とはなっているが、賃金所得の落ち込みも依然大きい（第7図）。近年の景気回復期においては、景気ボトムアウト後も1～2年程度雇用調整が継続するパターンが見受けられることから、今回も速やかな雇用・所得環境の好転は期待しづらいついておくべきであろう。こうした状況では家計は過剰債務の削減を継続するとみられ、消費の本格回復も望みにくいと思われる。

○下げ止まった住宅価格

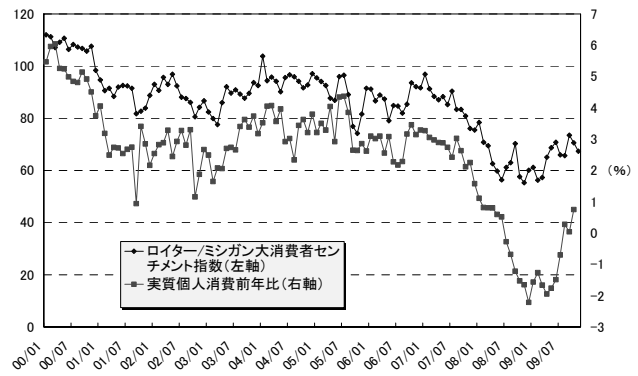
大幅な下落を続けてきた住宅価格は、夏場

（第5図）消費関数による個人消費の変動要因分解



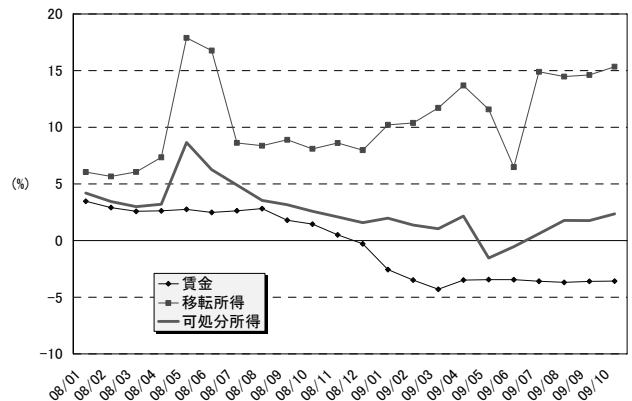
（注）米商務省資料などより作成

（第6図）消費者マインド指標と実際の消費推移



（注）トムソンロイターのデータより作成

（第7図）米家計所得の推移（前年比）

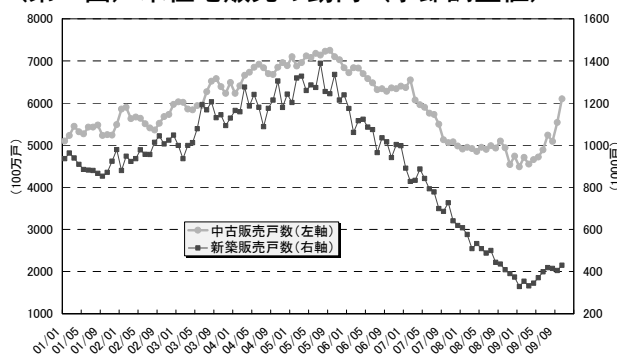


（注）米商務省資料より作成

以降前月比ベースでようやく下げ止まりの動きとなっている。これは金利水準の低下から

くる割安感の醸成に加え、供給が絞られたことによる新規・中古両市場での在庫率の上昇一服が作用していると考えられる。販売市場においても、特に割安感の強い中古住宅の回復が顕著になっている(第8図)。11月末で打ち切り予定であった一次取得者向け優遇策が来年4月まで延長されたことも、当面の販売押し上げ要因となる。かつてのようなバブル的住宅価格上昇の再現こそ見込みにくいものの、今回のリセッションの発端となった住宅部門の反転は、景気全般にとっても好材料といえよう。

(第8図) 米住宅販売の動向(季節調整値)



(注) トムソンロイターのデータより作成

### ○ドル安が輸出増を支援

この間、住宅とともに7～9月期に大きく増加した輸出については、新興諸国向けを中心に今後も持ち直しが続くものと見込まれる。特に夏場以降のドル安は、価格競争力の改善を通じ一定のラグをもってアメリカの輸出を増加させよう(第1表)。失業率が10%を超える状況では、即効性のある景気刺激策に対する要求が政治的に強まりやすいものの、財政政策は既に限界に近い。政策当局としては、建前はともかく本音として通貨安による輸出刺激策に傾斜するインセンティブがある

と思われる。

(第1表) 米実質輸出関数の推計(GDPベース前年比)

定数項	海外実質GDP (前年比)	実質実効ドルレート (前年比騰落率)	修正済R <sup>2</sup>
-3.3056	2.7063 (10.6252)	-0.2396 (-2.8335)	0.7086

(注1) 海外実質GDPは輸出シェアによる加重平均、為替レートには4期のアーモングを使用

(注2) 計測期間は96/1Q～2009/3Q

(注3) 米商務省、FRB、各国統計より作成

### ○景気回復力は緩やかなものにとどまる

以上、個人消費については雇用環境改善の遅れやバランスシート調整の影響が抑制要因となるものの、住宅投資の反転、輸出の増加が期待できるほか、オバマ政権が策定した景気対策の大半の効果は2010年にかけて顕在化する見通しであることから、これを支えとして米景気は来年にかけ緩やかな回復傾向を辿るものと予想される。実質成長率は、09年に-2.7%となった後、10年は+1.8%となる見込みである。

### ○10年中は現行の緩和スタンス維持を予想

金融政策については、当面現在の超低金利政策が維持されるものと見込む。金融市場の正常化に伴い、危機対応の流動性供給策は徐々に縮小していくとみられるものの、家計のバランスシート調整、金融機関の不良債権処理が継続しているもとでは、2010年中政策金利は現行水準で据え置かれるものと予想される。特に、折りに触れバーナンキFRB議長が低金利政策長期化を示唆する発言を繰り返していることが、市場金利を落ち着かせる要因になっている模様であり、口先介入による「時間軸効果」を狙っている可能性もある。

米10年国債利回りは、毎回の入札結果、経

済指標の改善や株価上昇をにらみつつ、足元3%台前半での推移となっている。懸念されていた景気対策に伴う需給悪化は、民間資金需要の低迷により吸収されているようだ。現在の金融政策スタンス長期化の見通しが台頭していることを勘案すると、長期金利が今後上昇傾向を辿る地合いにはなく、当面3%台前半を中心レンジとした推移になるものと予想される。

米国株は、足元までの企業収益の改善や景気回復期待に支えられて堅調な推移を辿っている。こうしたファンダメンタルズ要因に加え、大規模な金融緩和政策により創出された過剰流動性も相場上昇の背景になっているとみられる。もっとも、春先から足元までの上昇で、景気回復期待はかなり織り込んだとみられること、市場の景気回復期待にはやや楽観論が過ぎる部分があると思われることなどから、来年前半にかけてやや頭打ち気味の推移を予想する。

### <ユーロ圏経済>

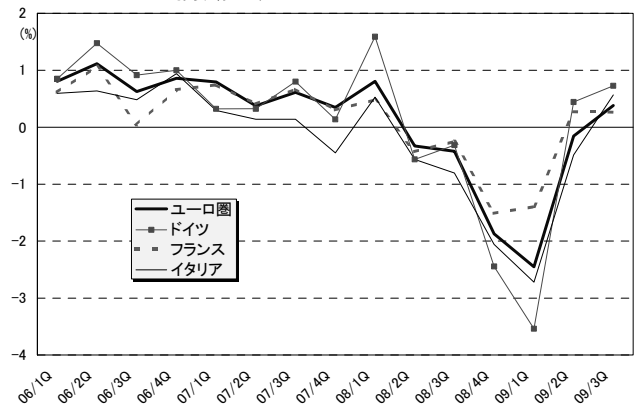
#### ○明暗別れる欧州経済

ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%とプラス成長に転じた(第9図)。主要国別にみると、4～6月期に既にプラス成長に転換していたドイツとフランスが引き続き回復を維持したのに加え、出遅れていたイタリアも最悪期を脱した。もっとも、スペインなど周辺国では依然として景気は厳しい状況にあるほか、非ユーロ圏ではイギリスもマイナス成長が続くなど明暗が分かれている。

#### ○住宅バブル崩壊の悪影響が残存

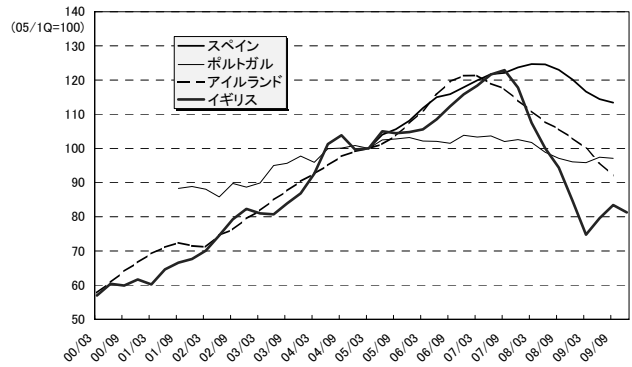
こうした景気の回復には主要国における自動車購入優遇策が大きく寄与しているなど、政策効果に大きく依存した景気持ち直しであ

(第9図) ユーロ圏と主要国の成長率の推移(実質GDP前期比)



(注) Eurostat、各国統計より作成

(第10図) 欧州各国の住宅価格の推移

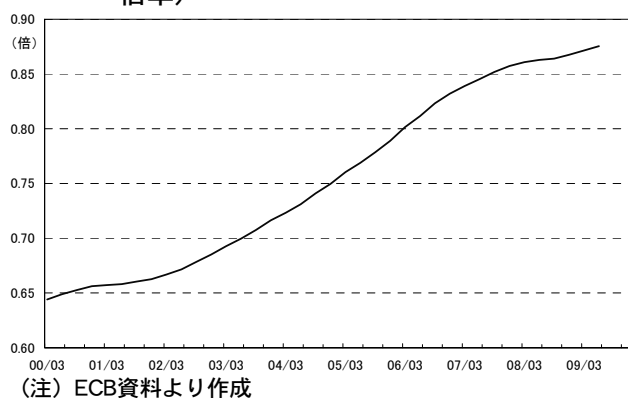


(注) 各国統計より作成

るといふ点に留意が必要である。また、欧州圏においても住宅価格バブル崩壊の影響は大きい。欧州の住宅価格は全体としては依然下げ止まっていないほか(第10図)、家計部門の保有する債務残高も歴史的に高水準のままである(第11図)。アメリカ同様、欧州においてもバランスシート調整圧力が今後の景気回復

の足取りを緩やかなものとする要因となる。実質成長率は、09年に-3.8%となった後、10年は+1.0%となる見通しである。

(第11図) ユーロ圏家計の債務残高(対可処分所得倍率)



○ECBは低金利政策を維持する見通し

景気回復の足取りが脆弱なものであることに加え、欧州圏の主要大手銀行はサブプライム関連投資、中東欧の新興諸国向け融資においても損失を出している。一方で、ユーロ参加国の場合、厳格な財政規律を求められることから、財政政策縮小についての議論が今後本格化してくる可能性が大きい。その場合、金融政策による景気支援への要請が強まると思われる。

ECBは12月3日の政策理事会で、金融市場の改善を受けて危機対応のための流動性供給策を段階的に縮小していくことを決定したが、ECBのユーロ圏経済見通しによれば、実質成長率は10年が0.8%、11年が1.2%と低成長にとどまる一方、消費者物価上昇率も10年が1.3%、11年が1.4%と低インフレが続くと見込んでいる。利上げを急がねばならない状況にはないとみられ、ECBは現在の政策金利を来年末まで継続するものと予想される。

<中国経済>

○中国の景気回復は継続、世界経済の下支え役に

中国経済は、昨年末以降大規模な財政出動と金融緩和政策の効果により回復傾向を辿っている。7～9月期の実質経済成長率は+8.9%となり、秋口にかけても回復が持続したことが確認されている。

直近の月次統計の動きをみると、固定資産投資、鉱工業生産、小売統計はいずれも前年比2桁の増加を示す一方、世界経済の低迷を反映して輸出は減少している。世界経済全体が中国の内需に依存するというアンバランスな状況であるが、主要先進国経済が住宅バブルの影響を引きずっている現状では致し方なかろう。中国景気は、大型景気対策効果の継続もあり、引き続き内需中心に回復を続ける見込みである。

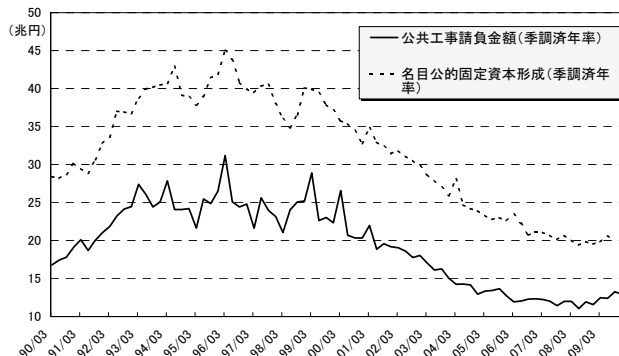
2010年については、4兆元の景気対策効果がやや薄れてくるものの、世界経済全体の回復に伴い輸出の増加が見込めることに加え、万国博開催による需要刺激効果もあり、成長率は高まっていくものとみられる。

<国内経済>

○政策効果に支えられた国内景気回復

7～9月期の実質GDPは、前期比+0.3%と4～6月期の同+0.7%からは伸びを低めたもののプラス成長を維持した。輸出の回復が貢献したほか、個人消費、在庫などもプラス寄与となった。一方で、4～6月期に大きく増加した公共投資は早々に失速(第12図)、設備投資も減少が続いた。

(第12図) 公共工事請負金額と名目公共投資の推移  
(季調値、年率)



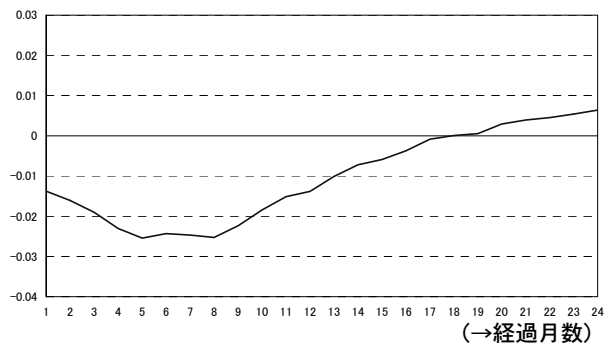
(注) 内閣府、保証事業会社協会資料より作成

○来年度前半に踊り場、ただし腰折れには至らず

目先のには、中国など新興諸国向け輸出が堅調を維持するとみられること、経産省の生産予測指数からみて国内製造業は年末にかけても増産を続ける計画であることなどから、年度後半にかけても景気の持ち直し基調は継続するとみられる。ただ、来年度入り後は、自動車・家電販売奨励策の限界的な効果が徐々に減衰していくとみられること、足元の円高進展が若干のラグを伴って輸出の抑制要因になると考えられること、公共投資の反動減が見込まれること、在庫調整一巡に伴う今年年初以降の生産リバウンド局面が終わりに近づくとみられること（在庫率変動の鉱工業生産への時間を通じた反応をインパルス反応関数で計測してみると、その影響のピークは5～8ヶ月後であり、その後は徐々に減衰していくという関係がモデル上で確認される。第13図）などから、来年度前半の景気は踊り場的な停滞を余儀なくされよう。もっとも、新興諸国の成長に牽引されて世界経済の回復が続くこともあり、年度後半にかけて景気は

再び持ち直そう。実質成長率は09年度-2.6%となった後、10年度は+1.3%と回復が続く見込みである。

(第13図) 在庫率変動に対する鉱工業生産の反応



(注1) 鉱工業生産と在庫率指数で構成したVARモデルによるインパルス反応。対数前年同期差で推計  
(注2) 経済産業省資料より作成

一部論者の中で根強い「景気二番底」説については、やや悲観色に過ぎると思われる。そもそもここでいう二番底が具体的にどういう状況を意味するのか、という点も論者によって異なっているように見受けられるが、言葉通り解釈すれば、これまでの景気回復がいったん腰折れした上で、今年初めのボトム期における経済活動水準を再び割り込むに至る状況を指すはずである。そのような状況に陥るには、相当強力なマイナスの外生ショックが生じる必要があるが、そうした事態を先想定するのは難しいだろう。

○懸念されるデフレの消費への悪影響

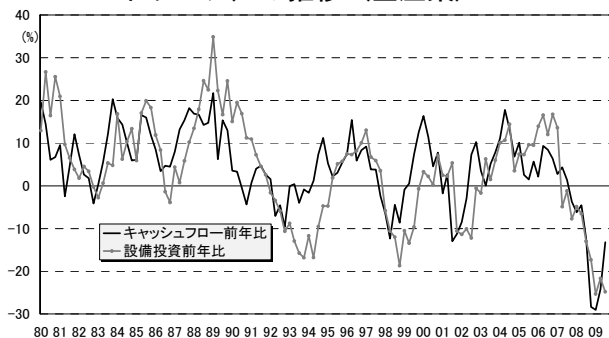
差し当たりは個人消費が景気のリスク要因になると思われる。民間企業の冬ボーナスも夏に続き前年比大幅減となった模様であり（日経集計では前年比-14.8%）、所得環境は依然厳しい。企業は当面リストラの手綱を緩

めるとは考えにくく、景気回復が続く下でも個人消費は今後低調な推移を強いられよう。特に、足元CPIベースで前年比2%を超えるデフレとなっているが、こうした状況では企業の実質人件費負担が重くなるため、労働節約的な行動をとらざるを得なくなる。

### ○中期的な成長期待の下振れが設備投資の重石に

設備投資は7～9月期に入っても減少が続いたが、機械受注などの関連指標は下げ止まっていること、設備投資と連動性の強い企業のキャッシュフローにも反転の兆しが出ていることから(第14図)、年度下期にかけては持ち直しが予想される。もっとも、足元までの円高進展は製造業の予想収益抑制を通じて投資意欲を阻害するほか、今回の景気後退を経て企業経営者の期待成長率がかなり下振れした可能性が高い。こうした点は設備投資の回復ペースを緩やかなものとしよう。

(第14図) キャッシュフローと設備投資(除くソフトウェア)の推移(全産業)



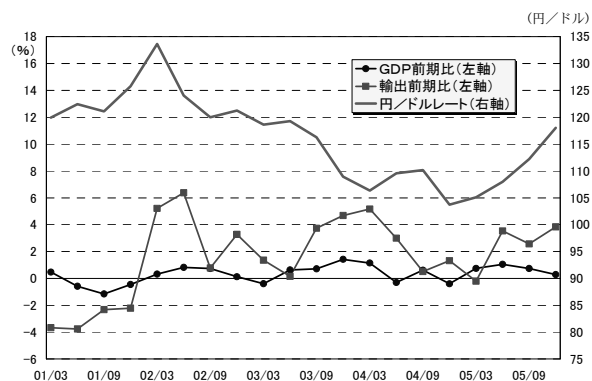
(注1) キャッシュフロー=経常利益×0.5+減価償却費  
(注2) 財務省・法人季報より作成

### ○円高が輸出の抑制要因に

輸出については、基本的には中国など新興

諸国向けの増加に支えられる構図を見込むものの、来年度入り後は足元の円高によりやや頭打ち気味の推移となることが想定される。前回景気回復時の初期局面においても、2003年後半から04年末にかけて為替が円高に向かったが、04年後半の実質GDP成長率は頭打ち推移となるなど、一時的に停滞を余儀なくされたという経緯がある(第15図)。この時は日

(第15図) GDP、輸出、為替レートの推移(01～05年)



(注) 内閣府、トムソンロイターのデータより作成

本を除く世界経済全体が堅調であったため、深刻な落ち込みに至らずに済んだわけであるが、今回は当時よりもやや大きいマイナスインパクトをもたらすリスクがある。

### ○残るデフレ圧力

消費者物価上昇率(全国、生鮮食品を除く)は直近データで前年比2%程度の下落が続いており、政府は11月の月例経済報告で「デフレ宣言」を行った。足元の物価下落は、年初までの景気急悪化に伴う需給ギャップ拡大を反映したものである。直近の景気の持ち直しからすれば、需給ギャップが一方向的に拡大していくことにはならないため、年度後半にかけて前年比下落率は徐々に縮小していくとみ



られる。とはいえ、需給ギャップの急速な縮小も見込めないため、デフレ圧力は来年度にかけても残存することになる。

### ○二次補正の景気刺激効果は限定的

景気の二番底懸念が強まる中、政府は09年度第二次補正予算による緊急経済対策を決定した。財政支出規模は7.2兆円と、事前報道などよりも膨らんだものの、内容的には雇用対策や中小企業の資金繰り支援なども含まれている。直接的に需要刺激効果を持つのは、エコポイント・エコカー補助金などGDP比0.2%程度の規模であるとみられ、10年度入り後の公共投資落ち込みを埋めるには力不足であろう。

### ○高まる日銀への政策期待

金融政策については、「デフレ」がここにきて当局の政策課題となってきたこともあり、一段の金融緩和措置発動もあり得るとみる。

もともと10月30日に公表された「政策委員見通し」において、消費者物価に関して2011年度まで下落が続くという予想が示されたが、これを受けて日銀が特段の政策行動に出る様子は見られなかった。しかし、政府が11月の月例報告においてデフレ宣言を行い、第二次補正予算策定方針を打ち出すなど景気支援スタンスを鮮明にする一方、市場では株安・円高が進展し、いわゆる「二番底」懸念が意識されたことから日銀に対する政策期待が高まった。こうした状況下、日銀は12月1日に臨時の政策決定会合を開き、0.1%の固定金利、期間3ヶ月の新型オペ導入を決定したのである。かつての大規模な量的緩和政策に

比べると今回の措置はやや小粒との印象であり、どの程度実効的な緩和効果をもたらすのかはやや不透明であるが、市場はとりあえず「日銀が行動を起こした」点を評価し、今回の決定後、円ドルレートはいったん90円/ドル越えまで戻る一方、日経平均は1000円近く上昇するなどポジティブな反応をみせた。

もっとも最近の円高の背景には「米FRBが現行の金融政策スタンスを当面維持する」という見方の強まりがあったことを考えると、今後日銀が一段と積極的な追加緩和措置をとらない限り、いずれ円高圧力が再び高まる可能性がある。その場合、日銀としては国債買い入れ増額など一段の緩和策をとらざるを得ないと考えられる。

### ○景気の足踏みが長期金利の抑制要因に

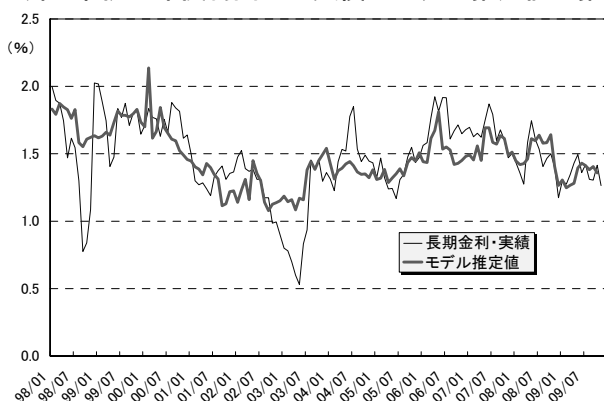
国内債券市場はこのところ予算策定シーズンということもあり、需給要因に神経質な展開となっている。特に、ここにきて今年度の大幅な税収落ち込みが改めて意識されるとともに、来年度の概算要求が95兆円まで膨らんだことで増発懸念が高まったようである。政府・与党は今回の二次補正を受けて、今年度の新規発行額は53.5兆円まで膨らむとした上で、来年度の発行額を44兆円以下に抑えると強調しているが、名目経済規模が停滞する中で税収の明確な増加は期待できない一方で、マニフェスト実現のための歳出規模は膨らんでいるため、目先的には市場は財政リスクを意識せざるを得ないだろう。

ただ、本来長期金利の動きを規定するのは景気動向であり、実際、鉱工業生産などを説明変数としたモデルで現実の動きは概ねフォ

ロー可能である(第16図)。今後の景気展開については、来年度前半にかけて生産の増加率など景気の回復力が鈍ってくると想定されること、銀行の余剰資金運用ニーズも依然根強いとみられることなどから、当面10年債利回りは1%台前半を基本にやや低下傾向で推移しよう。

日本株は夏場までは景気や企業収益の回復期待、海外株式の上昇などに支えられ、堅調に上昇してきたが、ここにきて上値が重くなり、頭打ちの推移となっている。新政権の政策内容が需要面に偏り、成長政策の発想がないことなどが嫌気されているとの見方が聞かれるが、最近の円高により輸出・ハイテク関連株中心に予想利益の上方修正期待が薄れていること、新規ファイナンスによる需給懸念が根強いことなども指摘できよう。目先的には、来年度前半の景気踊り場入りを前提にすれば、株価も引き続き頭打ち気味の推移を余儀なくされよう。

(第16図) 10年債利回りの実績とモデル推定値の推移



(注) 経産省、総務省、日銀資料などより作成

## ＜原油・為替＞

### ○新興国中心に原油の世界需要は増加

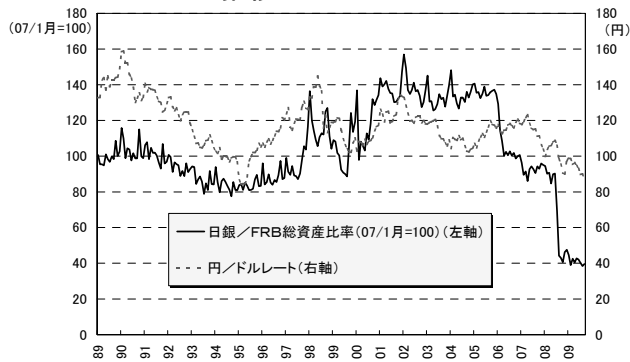
原油価格は10月中旬に80ドル越えの高値を付けた後、70ドル後半から半ばにかけてのじり安推移となっている。先進国中心に需要が弱いことが足元の相場の頭を抑える要因になっていると思われる。もっとも、IEAの予測によれば、原油使用量の多い新興国の成長が続くことから、2010年の世界原油需要は増加に転じる見通しである。原油価格の行き過ぎた上昇は、非産油国にとって所得の海外流出要因となる。昨年夏から冬にかけてのエネルギー価格下落によって、非産油国の交易条件は改善したものの、今後一段と価格が上昇した場合、再び交易利得の悪化によって脆弱な景気回復の足取りが阻害される恐れがある点には注意を要する。

### ○くすぶり続ける円高圧力

為替市場では、藤井財務大臣の円高容認発言以来の円高が定着しつつある。ドルを低金利で調達してその他通貨に投資するという、いわゆるドルキャリーに伴うドル売りが需給に影響を及ぼしている面もあるが、こうした取引の背景には、米国の低金利政策が長期化するという見通しが強まっていることがある。特に、昨秋の金融危機後のFRBの金融緩和スタンスが非常に強力であったため、結果として日銀の緩和規模が相対的に弱いものとなってしまっており、この点も円高圧力につながっている可能性がある(第17図)。また、現状アメリカの経常収支赤字は縮小の方向にあり、米債券市場においてもファイナンス面で波乱は生じていないことから、輸出刺激の

ためにドル安を容認するスタンスをとるインセンティブがアメリカにはあると思われる。一時80円割れとなった1995年時を超える円高はないとみているが、場合によっては日本の通貨当局により円高阻止のための市場介入が行われる局面もあり得よう。

(第17図) 日米中銀のバランスシート比率と円ドルレートの推移



(注) 日銀、FRB資料より作成

(第2表) 経済見通し主要指標 (前年比、%)

	08年度	09年度(予)	10年度(予)
実質 GDP	-3.7	-2.6	1.3
個人消費	-1.8	0.2	1.0
住宅投資	-3.7	-9.0	1.8
設備投資	-6.8	-10.9	5.0
公共投資	-6.6	7.5	-5.0
政府消費	-0.1	2.0	1.0
輸出	-10.4	-14.3	8.5
輸入	-4.4	-8.6	9.5
CPI (コア)	1.2	-1.2	-0.6
アメリカ実質 GDP	0.4	-2.7	1.8
ユーロ圏実質 GDP	0.6	-3.8	1.0

(注1) アメリカ、ユーロ圏は暦年

(注2) 内閣府、総務省、各国統計などより作成