

浜銀総研 News Release



2009年 8 月19日

2009年度・2010年度の景気予測（2009年 8 月改訂） - 政策効果などにより景気は底入れしたものの、本格回復には時間を要する -

要 旨

- 2009年 4 ～ 6 月期の実質 G D P は前期比+0.9%と 5 四半期ぶりのプラス成長に転じた。この理由としては、世界各国の景気対策の効果を受けて、アジア向けを中心に輸出が底入れしたこと、一連の景気対策により公共投資が高い伸びとなったこと、定額給付金の支給などが個人消費を下支えしたことなどがあげられる。その一方で、設備投資は企業業績の低迷を受けて減少が続き、住宅投資も大幅な落ち込みとなった。
- 2009年度 7 ～ 9 月期以降についても、輸出はアジア向けを中心に増加が見込まれる。また、5 月に成立した過去最大規模の補正予算が順次執行されることから公共投資や政府消費など政府部門の押し上げ効果も強まっていくと予想される。ただ、厳しい雇用・所得情勢のもとで、定額給付金の効果一巡により個人消費は再び弱含み、また、企業業績が低迷するなかで設備投資も減少が続くと見込まれる。このため、2009年度内は四半期ベースではプラス成長が続くものの、景気回復の実感は乏しいものになると予想される。成長率のゲタ（発射台）が-4.2%と大幅なマイナスとなっていることもあり、2009年度の実質成長率は-3.3%と過去最悪の成長率を2008年度に続き更新すると予測した。
- 2010年度については、年度前半は輸出が緩やかに増加するものの、内需の自律的な回復が遅れるなかで、景気対策の効果も徐々に弱まることから、景気回復の動きは一旦鈍化すると予想される。年度後半になると、米国景気の本格復調を受けてわが国の輸出の増勢が強まることから、実質成長率は徐々に高まってくることとなろう。ただ、個人消費など内需の本格回復にはなお時間がかかるとみられるため、景気全体の回復力は弱いものになると見込まれる。2010年度の実質 G D P 成長率を+0.9%と 3 年ぶりのプラスながら小幅な成長にとどまると予測した。

予測の要約表

(前年比、%)				(参考) 前回 6 月予測	
	2008年度 実績	2009年度 見通し	2010年度 見通し	2009年度 見通し	2010年度 見通し
実質 GDP	▲ 3 . 2	▲ 3 . 3	0 . 9	▲ 3 . 8	0 . 9
民間需要寄与度	▲ 1 . 9	▲ 4 . 0	0 . 1	▲ 3 . 1	0 . 1
公的需要寄与度	▲ 0 . 1	1 . 1	0 . 1	1 . 2	0 . 2
海外需要寄与度	▲ 1 . 2	▲ 0 . 5	0 . 7	▲ 1 . 8	0 . 6
名目 GDP	▲ 3 . 5	▲ 3 . 1	0 . 2	▲ 2 . 9	0 . 3

(株)浜銀総合研究所 調査部 小泉、永富、土田、祝
お問い合わせは、小泉 (TEL 045-225-2375) まで

1.わが国の景気の現状と予測

(2009年4～6月期の実質GDPは5四半期ぶりのプラス成長に転じる)

内閣府から発表された2009年4～6月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は国内外の景気対策の効果などにより、前期比+0.9%(前期比年率+3.7%)と5四半期ぶりのプラス成長に転じた(図表1)。

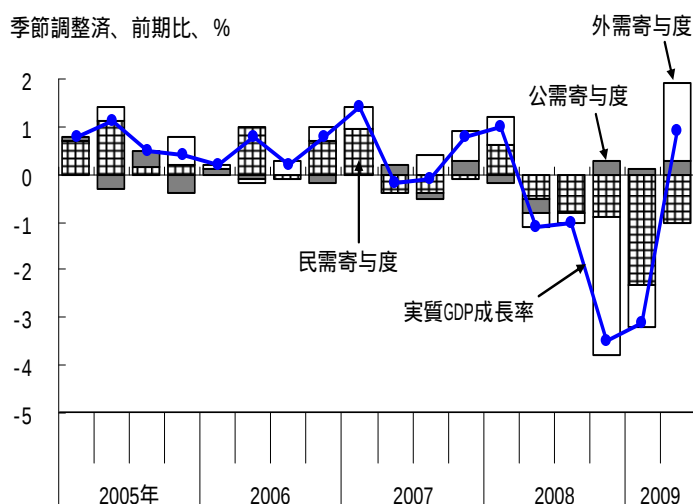
GDPの内訳を詳しくみると、まず外需については、輸出が前期比+6.3%と5四半期ぶりの増加に転じた。中国の景気対策などによりアジア向けを中心に底入れの動きが明確となっている。一方、輸入は国内需要の低迷などにより同-5.1%と減少が続いた。この結果、実質成長率に対する外需(輸出-輸入)の寄与度は+1.6%ポイントと5四半期ぶりのプラスに転じ、GDPを大きく押し上げた。

次に国内需要をみると、公共投資が昨年秋からの一連の景気対策の実施を受けて前期比+8.1%と1～3月期(同+2.6%)に比べて伸び率が拡大した。また、個人消費も定額給付金支給などの景気対策の効果により同+0.8%と3四半期ぶりに増加した。一方、設備投資は企業業績が低迷するなかで同-4.3%と5四半期連続の減少となった。また、住宅投資は同-9.5%と大きく減少し、在庫投資についても、企業の在庫調整を受けて実質GDP成長率を0.5%ポイント押し下げた。この結果、内需全体の実質成長率への寄与度は-0.7%ポイントとなった。前期(同-2.2%ポイント)からマイナス幅は縮小したものの、依然として落ち込みが続いている。

なお、4～6月期の名目GDPは前期比-0.2%と5四半期連続で減少したものの、前期(同-2.6%)からマイナス幅が縮小した。また、総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターは、控除項目である輸入デフレーターが大幅に下落(前年比-25.2%)したため、前年比+0.5%と3四半期連続で上昇した。ただ、内需の低迷により、国内需要デフレーターが同-1.7%と前期(同-1.0%)からマイナス幅が拡大したため、GDPデフレーターは1～3月期(同+0.9%)に比べてプラス幅が縮小した。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

季節調整済、前期比、%



(季節調整済、前期比、%)

	2008年	2009年	
	10～12月期	1～3月期	4～6月期
実質GDP	-3.5	-3.1	0.9
個人消費	-0.7	-1.2	0.8
住宅投資	2.6	-5.7	-9.5
設備投資	-7.1	-8.5	-4.3
公共投資	2.2	2.6	8.1
輸出	-13.6	-22.5	6.3
輸入	2.5	-14.9	-5.1

内需寄与度	-0.6	-2.2	-0.7
民間需要	-0.9	-2.3	-1.0
うち在庫	0.5	-0.2	-0.5
公的需要	0.3	0.1	0.3
外需寄与度	-2.9	-0.9	1.6

名目GDP	-1.3	-2.6	-0.2
-------	------	------	------

(網掛けは伸び率がマイナスの部分。
ただし、輸入はプラスの部分。)
(内閣府「四半期別GDP速報」)

（プラス成長転換の第1の要因は輸出の底入れ。この先の輸出は増加が見込まれる）

このように4～6月期の実質GDP成長率は5四半期ぶりのプラス成長に転じた。その要因としては第1に世界各国の景気対策の効果などにより輸出が底入れしたことがあげられる。貿易統計を用いて同期の地域別の輸出動向（数量ベース）をみると、特にアジア向け（前期比+16.5%）の回復が目立っている（図表2）。中国での家電購入促進策の効果から、電子部品などの電気機器の輸出が増加しているほか、液晶パネルや電子基板の部品となる化学製品の輸出が拡大した。また、米国向けについても同+7.0%と5四半期ぶりに上昇した。特に輸送用機器の輸出額は在庫調整の進展などから直近で最小額となった2月に比べて6月はほぼ2倍の水準まで持ち直している（注）。ただ、EU向けについては同+1.4%と小幅な伸びにとどまった。また財別にみると、一般機械などは世界的な投資意欲の減退により低迷が続いている。輸出が増加しているのは景気対策の追い風を受けた財中心となっている。

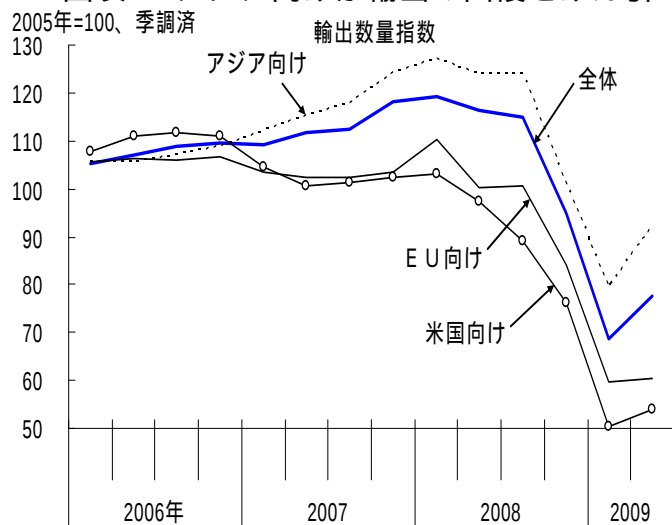
今後の輸出を展望すると、世界各国で実施されている景気対策の効果が引き続き現れるとみられることから、わが国の輸出は増加基調が続くと予想される。地域別にみると、景気対策の効果により中国の内需回復の動きが明確となりつつあることから、中国をはじめアジア向け輸出は引き続き増加すると見込まれる。また、米国向けについても、現地の自動車の在庫調整が進展していることや、7月に始まった新車購入補助制度の効果により、自動車輸出を中心に回復に向かうことが期待される。輸出の先行指標として注目されるOECD（経済協力開発機構）景気先行指数をみると、中国をはじめ米国など多くの国で底入れの動きが明確となっている（図表3）。

もっとも、米国経済やユーロ圏経済における民間部門の回復力が依然として弱いことから、欧米向け輸出の本格的な増加は当面期待できない。わが国の輸出の増勢が強まるのは、後述するように米国経済が本格的な回復軌道に復帰する2010年度後半になると見込まれる。

（実質輸出は2009年度：前年比-13.4%、2010年度：同+9.9%と予測）

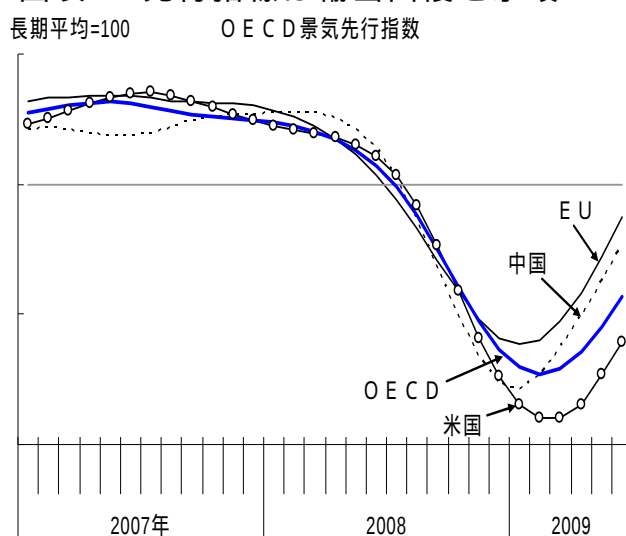
（注）2009年2月：1,549億円→6月：3,011億円。ただし、直近ピークの2007年8月（6,532億円）の半分以上の水準にとどまる。当社季節調整による。

図表2 アジア向けが輸出の回復をけん引



（財務省「貿易統計」より作成）

図表3 先行指標は輸出回復を示唆



（OECD「Composit Leading Indicators」）

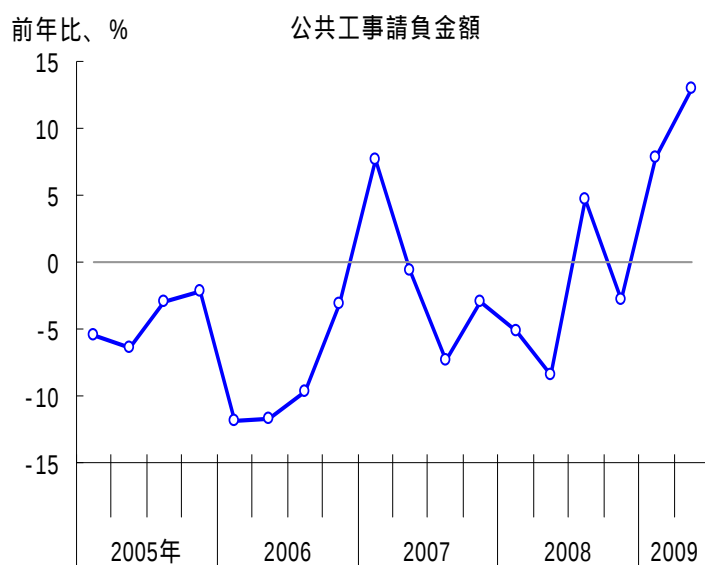
（第2の要因は景気対策による公共投資の拡大。2009年度内は増加が期待される）

プラス成長転換の第2の要因としては、昨年秋以降わが国で実施されてきた景気対策の効果により公共投資が実質GDPを大きく押し上げた点があげられる。

先行きについても、公共工事の先行指標となる公共工事請負金額が2009年4～6月期に前年比+13.0%と、1～3月期（同+7.8%）に比べて増加幅が拡大していることや（図表4）、5月下旬に成立した過去最大規模となる今年度の補正予算の執行が順次進んでいくことなどを踏まえると（図表5）、公共投資に政府消費などを加えた政府部門のGDP押し上げ効果は今年度内を中心に強まっていくと予想される。ただし、2010年度予算に2009年度並みの景気対策が盛り込まれないことを前提とすれば、10年度には公共投資などの景気押し上げ効果ははく落し、09年度の反動からGDPを下押しする可能性が高いと考えられる。

（実質公共投資は2009年度：前年比+19.9%、2010年度：同-4.5%と予測）

図表4 公共工事請負金額の増加幅拡大



（東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」など）

図表5 2009年度補正予算の需要創出効果

直接的な需要創出	
公共投資の増加に関連する施策	
公共投資を促進する地方公共団体への交付金	1.4兆円
高速道路などの道路整備	0.7兆円
都市再生プロジェクトなどの都市整備	0.3兆円
洪水・土砂災害対策	0.3兆円
公立学校の耐震化	0.28兆円
介護施設の整備	0.25兆円
政府消費の増加に関連する施策	
地方公共団体における臨時雇用	0.3兆円
公立学校へのIT機器導入	0.2兆円
医師不足対策など地域医療の再生	0.19兆円
保育サービス拡充	0.14兆円
街頭防犯カメラの設置など治安対策	0.14兆円
新型インフルエンザ対策	0.13兆円
間接的な需要創出	
家計所得の増加に関連する施策	
介護職員の処遇改善	0.48兆円
農地貸出への補助金支給	0.3兆円
子育て応援特別手当の支給	0.13兆円
個人消費の刺激に関連する施策	
低燃費車購入への補助金支給	0.36兆円
省エネルギー家電購入へのエコポイント付与	0.3兆円

（注）主な内容のみを記載したため、表中の金額の合計と対策の総額は一致しない。
（財務省「平成21年度補正予算等の説明」などより作成）

（定額給付金などにより個人消費も景気を下支え。ただし今後は弱含みへ）

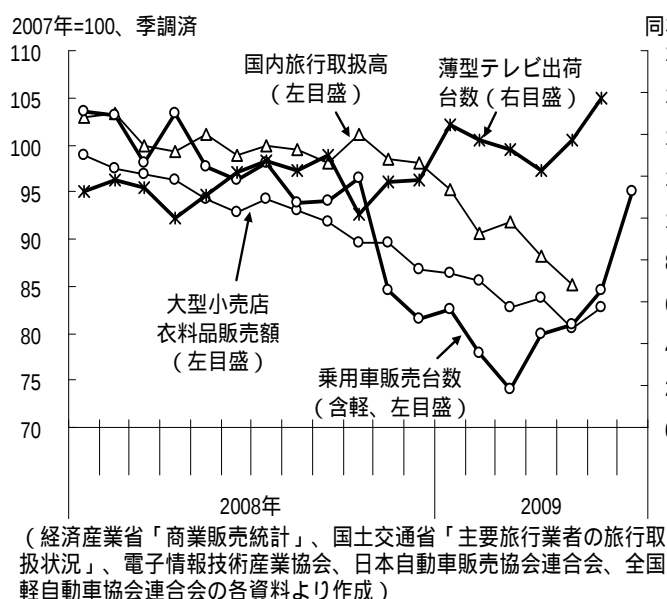
第3の要因としては、定額給付金の支給などの効果により個人消費が3四半期ぶりの増加に転じた点をあげられる。財別にみると、耐久財（前期比+6.6%）の増加が目立つ。家電製品のエコポイント制度により薄型テレビの購入が増加したほか、エコカー減税・補助金の効果で乗用車販売が底入れしており、こうした消費喚起策も4～6月期の個人消費を押し上げたことがわかる。

もっとも、販売が好調な品目は、景気対策の追い風を受けた薄型テレビなどにとどまっており、消費者の節約意識に左右される旅行取扱高や衣料品販売額などは減少傾向が続いていることから、個人消費の基調は依然として弱いと判断される（図表6）。実際に4～6月期の個人消費をみると非耐久財（同-0.2%）や半耐久財（同-0.2%）は減少しており、サービス（同+0.6%）も小幅の伸びにとどまっている。

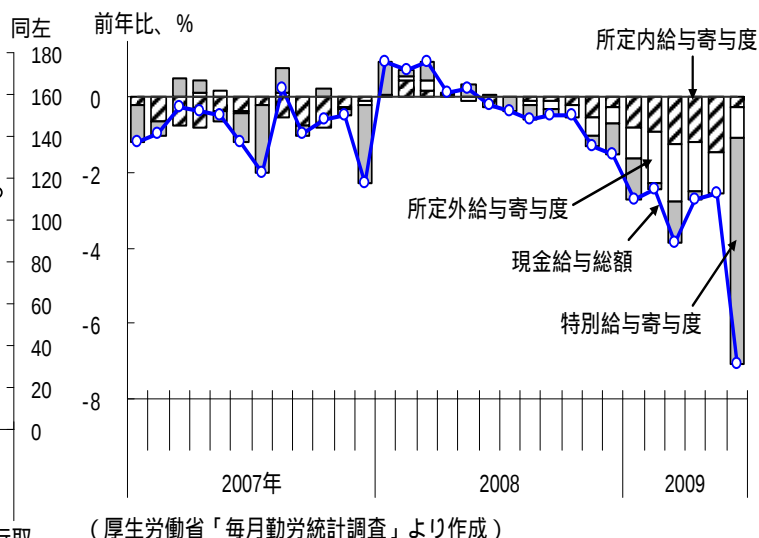
家計を取り巻く雇用・所得情勢をみると、6月の有効求人倍率は過去最低水準を

更新、同月の現金給与総額もボーナスの大幅な落ち込みなどから前年比-7.0%と過去最大の落ち込みを記録している（図表7）。日銀短観（2009年6月調査）によれば、雇用人員判断DI（「過剰」-「不足」）は依然として高止まりしており、企業の人手過剰感は根強い。企業業績の回復にもしばらく時間がかかると予想されるため、今後も企業の人件費削減の動きが続くとみられる。このため雇用・所得情勢は当面厳しい状況が続き、定額給付金などの政策効果が一巡すると個人消費は低調な動きを余儀なくされると見込まれる。家計の節約志向が緩んでくるのは、輸出の増勢が強まり、企業業績の回復がはっきりとしてくる2010年度後半以降になるう。（実質個人消費は2009年度：前年比-0.3%、2010年度：同+0.1%と予測）

図表6 景気対策が個人消費を下支え



図表7 賞与減から賃金は大幅に落ち込む



（4～6月期の設備投資は大幅減少、回復は2010年度後半に）

一方、4～6月期の実質設備投資は5四半期連続で減少した。また、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、4～6月期には前期比-4.9%と5四半期連続で減少しており、7～9月期の見通しも同-8.6%となっている（図表8）。企業業績が大きく低迷するなかで、設備稼働率がリーマンショック以前の水準に比べて4分の3程度にまで落ち込むなど、製造業を中心に設備過剰感が強まっているため、足下で企業の設備投資意欲が大幅に低下している。

設備投資の源泉となる企業収益についてみると、日銀短観（2009年6月調査）によれば、2009年度の全産業・全規模の経常利益（計画）は前年比-16.4%と前回3月調査（同-9.0%）からさらに下方修正されており、2008年度（同-42.5%）に続き減益となる見込みである。また、日本政策投資銀行の「2009年6月企業行動に関する意識調査」によれば、全体の半数以上の企業が売上について金融危機以前のピーク水準に回復するのは2011年度以降になると回答している。輸出や生産に底入れの動きが現れているとはいえ、内外需要の本格的な回復には程遠く、企業の収益環境は厳しい状況が続くとみられる。

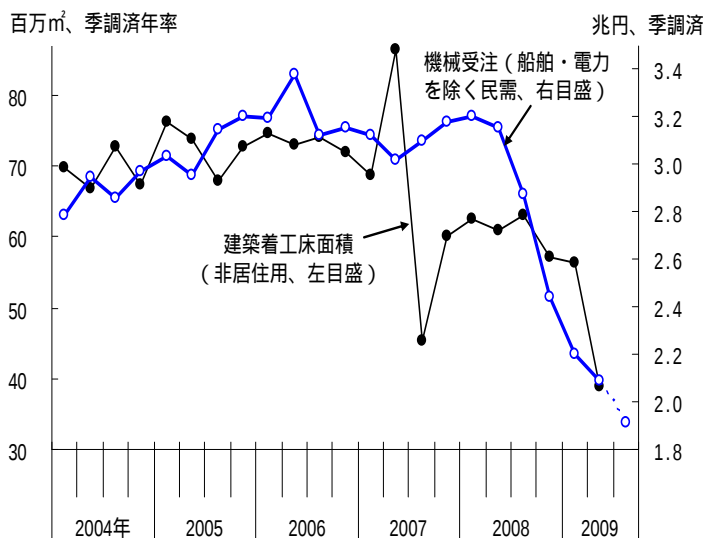
こうした売上や企業収益の低迷により企業の中期的な期待成長率も低下していることから、企業の設備投資意欲は当面冷え込むと予想される。実際に各種アンケート調査でも今後の設備投資が減少するとの結果が出ている。例えば、前述の日

銀短観では2009年度の設備投資計画（含む土地）が前年比-17.1%と、この時期の調査としては比較可能な1983年度以降で最大の落ち込みとなっている（図表9）。また、日本政策投資銀行「設備投資計画調査」でも、全産業の設備投資は2009年度が前年比-9.2%、2010年度が同-3.7%といずれも減少する計画となっている。

こうした点を踏まえると、企業の設備投資は当面減少が続くとみられる。設備投資が回復に転じるのは、前述のとおり輸出の増勢が強まる2010年度後半になると予想される。

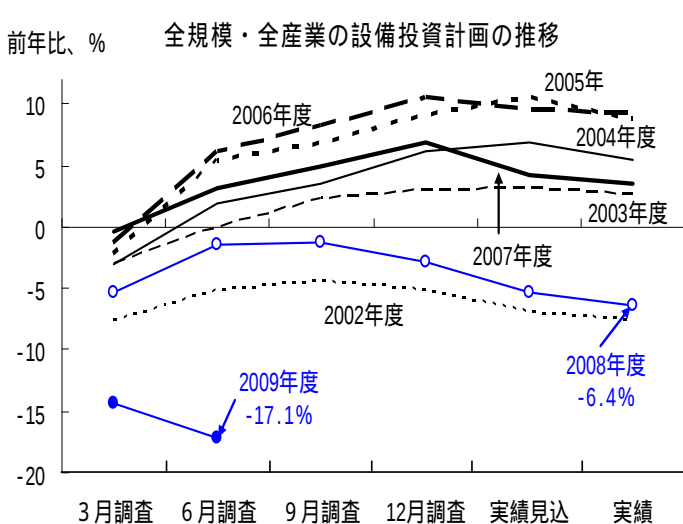
（実質設備投資は2009年度：前年比-18.2%、2010年度：同-1.6%と予測）

図表8 機械受注は減少が続く



（注）機械受注の2009年7～9月期は企業の見通し。
（内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より作成）

図表9 設備投資計画は大幅減



（注）ソフトウェア投資額は含まない。土地投資額は含む。
（日本銀行『短観（2009年6月調査）』）

（実質経済成長率は2009年度が-3.3%、10年度が+0.9%と予測）

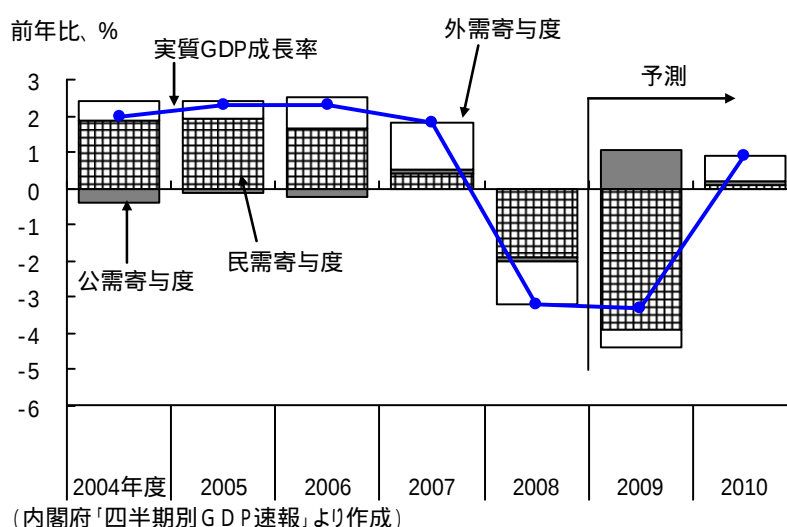
以上を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、まず2009年度は中国などのアジア向け輸出の回復が見込まれるほか、自動車を中心に米国向け輸出も伸び率が高まるとみられることから、全体として輸出の増加が続くと予想される。また、過去最大規模の景気対策措置を盛り込んだ2009年度補正予算が順次執行されることから公共投資や政府消費など政府部門のGDP押し上げ効果も強まっていくとみられる。ただ、厳しい雇用・所得情勢のもとで、定額給付金の効果一巡により個人消費は再び弱含む可能性が高い。また、設備稼働率が大幅に低下し、企業業績の回復が大きく遅れるなかで設備投資も減少が続くと見込まれる。このため、2009年度内は四半期ベースでは前期比プラス成長が続くものの、景気回復の実感は乏しいものになると予想される。なお、2008年度下期に景気が急減速した影響で、2008年度から2009年度への成長率のゲタ（発射台）が-4.2%と大幅なマイナスとなっていることもあり、2009年度の実質GDP成長率は-3.3%と、2008年度に続き過去最悪の成長率を更新すると予測した（図表10）。

2010年度については、前半は、輸出が緩やかに増加するものの、企業業績の回復ペースは鈍いものにとどまり、企業の設備投資意欲はなかなか高まらないと予想される。また、雇用・所得情勢の改善が遅れるため、個人消費も弱含むこととなろう。さらに、景気対策の効果が徐々に弱まり、公共投資や政府消費も減少に転じるため、わが国の景気回復の動きは一旦鈍化すると見込まれる。2010年度後半になると、米

国景気の本格復調を受けて輸出の増勢が強まることから、わが国の経済成長率も緩やかに上昇すると予想される。ただ、個人消費など内需が本格的に回復するにはさらに時間がかかると見込まれることから、景気全体の回復力は弱いものとなる。こうしたことを踏まえ、2010年度の実質GDP成長率は3年ぶりのプラス成長に転じるものの、+0.9%と小幅な成長にとどまると予測した。

なお、名目ベースの経済成長率は2009年度が-3.1%と大幅なマイナスを見込み、2010年度には+0.2%とプラスに転じると予測した。GDPデフレーターについては、国内需要が落ち込むものの、デフレーターの控除項目である輸入物価の大幅な下落から、2009年度には前年比+0.2%と1997年度以来の上昇に転じると見込んだ。ただ、国内需要の低迷などにより物価下落圧力は根強く、2010年度にはGDPデフレーターが同-0.6%と再び低下に転じると予測した。

図表10 2009年度の実質成長率は戦後最低を更新



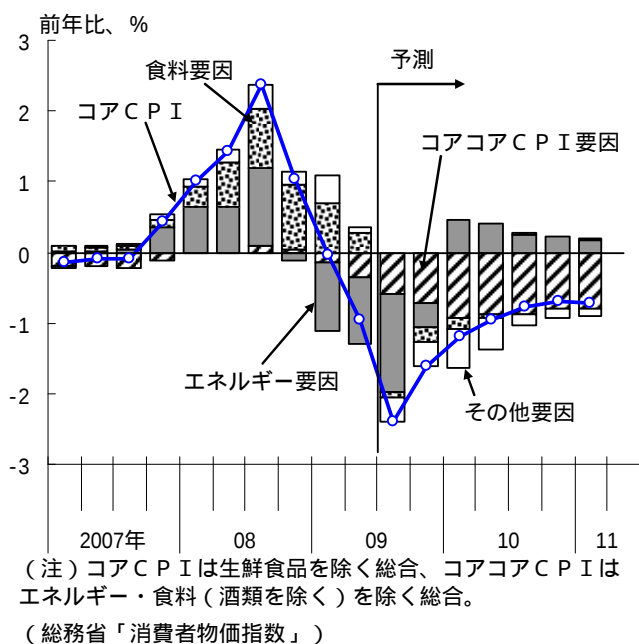
(消費者物価は2年連続の下落となる公算が大きい)

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は2009年3月に前年水準を下回り、6月には前年比-1.7%と比較可能な1971年以降で最大の落ち込みとなった。その主因としては、エネルギー価格の下落があげられる(図表11)。昨年の同時期に原油価格が高騰した反動もあり、ガソリンなどの石油製品価格は6月のコアCPIを1.3%程度押し下げた。また、個人消費の低迷を受けて、エネルギー・食料を除いた消費者物価指数(コアコアCPI)が6月には前年比-0.7%と、前月(同-0.5%)より下落幅が拡大したことも物価の下押し圧力となっている。

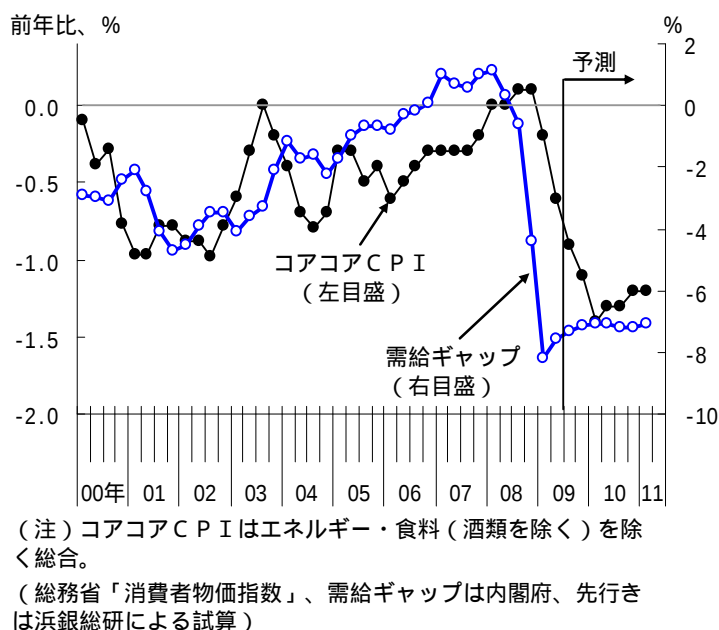
先行きの消費者物価を展望すると、まずエネルギー価格は昨年の高騰の反動が夏場まで続くと見込まれる。その結果、コアCPIは7~9月期に一段と下落基調が強まろう。10~12月期以降は、エネルギー価格による物価の下押し圧力ははく落していくとみられる。ただその一方で、需給バランスの悪化に伴う物価の下落圧力は徐々に強まっていく可能性が高い。わが国のGDPギャップとコアコアCPIの動きをみると、GDPギャップの動きにやや遅れてコアコアCPIが動いていることがうかがえる(図表12)。今後、わが国の景気が緩やかに回復し、GDPギャップのマイナス(供給超過)幅も縮小に向かうとみられるものの、依然として大幅なマイナス(供給超過)が続くと予想されることから、コアコアCPIは下落基調で推移し、その結果コアCPIは総じて弱い動きになると見込まれる。

2009年度のコアCPIは前年比-1.5%、2010年度は同-0.8%と2年連続で下落すると予測した。

図表11 夏場のコアCPIは大幅な下落へ



図表12 需給ギャップは大幅なマイナスに



(ドル・円レートは2010年度に緩やかな円安・ドル高へ)

対ドル・円レートは、2009年度の平均が1ドル＝96.6円、2010年度の平均が1ドル＝103.0円と、2010年度に緩やかな円安・ドル高が進展すると想定した。

2009年後半に米国景気がプラス成長に転じるとみられるなど、世界的に景気の回復期待が高まるなかで、相対的に安全資産とされる円の売り圧力が高まりやすい。ただ、米国家計の重い債務負担など背景に米個人消費の回復テンポが緩やかなものにとどまることから、当面、ドルの上昇余地は限定的と見込まれる。米国の抱える巨額な財政赤字が市場で意識される局面では、円高・ドル安が進展する可能性もある。もっとも、米国景気の緩やかな回復を受けて、2010年半ば頃にはF R B（米連邦準備理事会）が実質的なゼロ金利政策の解除に踏み切ると見込まれる。そのため、2010年前半からは、F R Bの利上げ期待を背景に日米金利差（米国－日本）の拡大観測が強まり、対ドル・円レートが円安・ドル高基調で推移する可能性が高いとみられる。

2. 予測の前提となる海外経済の見通し

(米国経済は2009年後半から緩やかに回復)

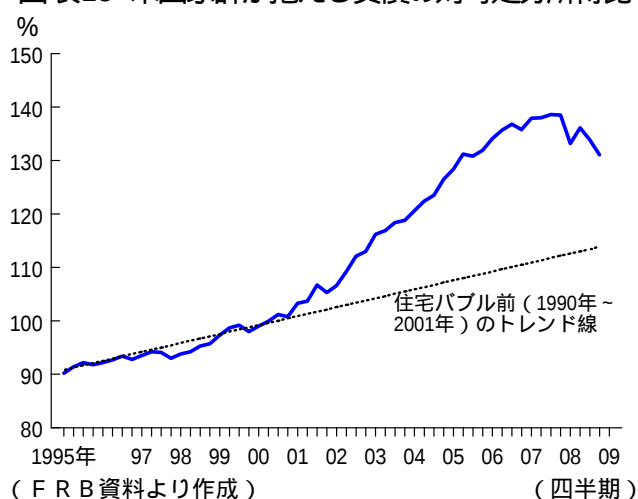
米国の2009年4～6月期の実質GDP（速報値）は前期比年率-1.0%と4四半期連続のマイナス成長となったものの、1～3月期（同-6.4%）に比べてマイナス幅が大きく縮小した。GDPの内訳をみると、オバマ政権による大型の景気対策を受けて政府支出が同+5.6%と増加に転じ、成長率を押し上げた。また、企業部門の調整進展が景気の悪化スピード鈍化に寄与した。すなわち、企業の設備投資は前期の同-39.2%から同-8.9%へと減少幅が縮小し、また在庫調整が進み在庫投資の成長率へのマイナス寄与も前期の2.36ポイントから0.83ポイントに縮小した。一方、家

計部門関連の需要は低迷している。4～6月期の個人消費は前期比年率-1.2%と再び減少した。特に自動車や家具など耐久財消費が同-7.1%と大きく落ち込んだ。また同期の住宅投資は同-29.3%と引き続き大幅な減少となった。

7月以降の経済指標からも、企業部門において回復に向けた調整が進んでいることがうかがえる。例えば、企業の景況感を表すISM（米供給管理協会）製造業景況指数は7月に48.9となり、7か月連続で上昇した。また、同月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と、2008年10月以来9か月ぶりの上昇に転じている。ただその一方で、個人消費の基調は弱い。7月の小売売上高は前月比-0.1%と3か月ぶりに減少した。米政府による新車購入補助制度の影響で自動車販売は増加したが、それ以外の分野は総じてさえない。7月の非農業部門雇用者数は前月比24.7万人減と6月（同44.3万人減）から減少幅が大きく縮小したものの、19か月連続で減少しており、雇用情勢は依然として厳しいといえよう。8月の消費者態度指数（ミシガン大学調べ）が2か月連続で低下するなど、消費者心理の改善はもたついている。

こうしたなかで先行きの米国経済を展望すると、大規模な景気対策に盛り込まれた公共事業や減税の効果から、2009年7～9月期にはプラス成長に復帰すると見込まれる。ただ、雇用情勢が厳しいことに加えて、家計が過剰に抱え込んだ債務を削減する必要に迫られていることから、当面、個人消費の回復力は高まりにくい（図表13）。また、住宅販売は底入れを探る動きとなっているものの、販売件数に対する住宅在庫の比率が依然として高く、住宅市場の調整はしばらく続くと思込まれる。さらに、鉱工業の設備稼働率が統計開始（1967年）以来の最低レベル近傍にあることから判断して、企業の設備投資の回復も当面期待薄である（図表14）。以上のような要因を踏まえると、米国景気はプラス成長に転換後も回復の足取りが重く、実質ベースで2%台後半とみられる潜在成長率並みの回復テンポに戻るのには2010年後半になると見込まれる。米国の実質GDP成長率は、2009年が-2.8%、2010年が+2.1%と予測した。

図表13 米国家計が抱える負債の対可処分所得比



図表14 米国の設備投資関連指標



（ユーロ圏経済は低迷が長引き2010年以降にプラス成長となる見通し）

ユーロ圏の4～6月期の実質GDP（速報値）は前期比-0.1%（年率-0.4%）と、5四半期連続のマイナス成長となったものの、1～3月期（前期比-2.5%）よりも減少幅が大きく縮小した。主要国の動向をみるとドイツの4～6月期の実質GDPが同+0.3%（1～3月期は同-3.9%）、フランスが同+0.3%（同-1.8%）といずれ

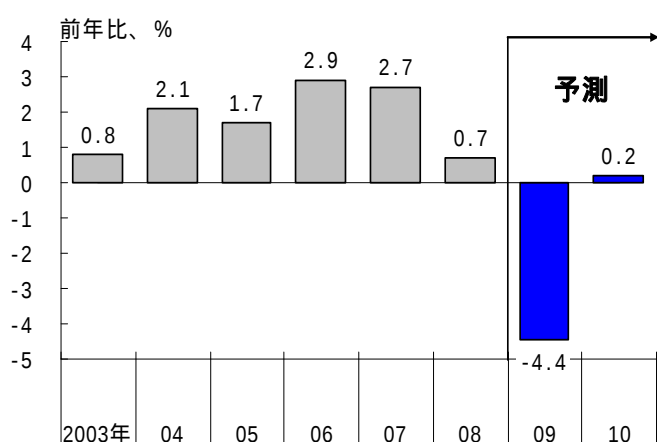
もプラスに転じており、既にユーロ圏経済は最悪期を脱したものと考えられる。

もっとも、景気の先行きに対する不安材料は多い。まず企業部門では、6月の鉱工業生産指数が前月比-0.6%と再び低下した。輸出の低迷などが生産回復の足かせとなっている。また生産の減退に伴って設備稼働率が大幅に低下しており、設備投資の回復まで当面時間がかかると見込まれる。次に家計部門では、景気対策の効果を受け新車登録台数の大幅増など一部明るい兆しがみえるものの、失業率の悪化など厳しい雇用情勢が消費全体の回復の重しとなっている。他方で金融部門をみると、金融機関の与信態度はある程度改善しているものの、貸出金の伸びは鈍く、企業の資金繰りは依然厳しい。欧州中央銀行（ECB）のトリシェ総裁も、8月の政策理事会の後の会見でユーロ圏経済は最悪期を脱したものの、依然その回復のペースは鈍いとの認識を示している。

加えて、ユーロ圏経済特有のリスクとして 財政金融政策による景気下支え効果が限定的であること、東欧の経済・金融問題の2点が挙げられる。については、各国政府が統一通貨ユーロの信頼性を保つために財政規律の維持を求められていることもあり、必然的に財政政策の規模が限定的にならざるを得ない面がある。また金融政策も、ECBの政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）が既に1%にまで低下しているため、一段の金融緩和が実施されたとしても実体経済を押し上げる効果は限定的であると考えられる。次に については、ユーロ圏が近年東欧諸国へ行った多額の貸出が、昨年9月以降の金融危機を受けて焦げ付くリスクが高まっており、この点がユーロ圏の金融システムの不安定要因となっている。

このような状況を踏まえてユーロ圏経済の先行きを展望すると、2009年後半は厳しい雇用・所得情勢を受けて個人消費の低迷が続き、また生産・消費の減退により固定資産投資も低調に推移しよう。輸出も米国など主要国経済の回復が鈍いなかで弱い動きとなろう。翌2010年は、個人消費が雇用調整の進展等を受けて2010年前半に回復に転じると見込まれる。また消費や生産の回復を受けて設備投資も持ち直すと予測されるが、そのペースは非常に緩やかなものとなろう。輸出は米国やアジア諸国の景気回復が予想されるものの、ユーロ圏外の欧州諸国の景気低迷が長引くと見込まれるために、その回復のペースは鈍いと考えられる。以上から、2009年のユーロ圏の実質GDP成長率を-4.4%、2010年を+0.2%とそれぞれ予測した（図表15、16）。

図表15 ユーロ圏実質GDP予測



（実績値はEurostat、予測は浜銀総研）

図表16 主要国の実質GDP

前年比、% (主要国)	予測			
	2007	2008	2009	2010
ユーロ圏	2.7	0.7	-4.4	0.2
ドイツ	2.5	1.3	-4.0	0.4
フランス	2.3	0.4	-2.5	0.2
イタリア	1.6	-1.0	-3.0	0.2
(参考)				
	2007	2008	2009	2010
EU27	2.8	0.9	-4.0	-0.1
英国	2.6	0.7	-3.8	1.0

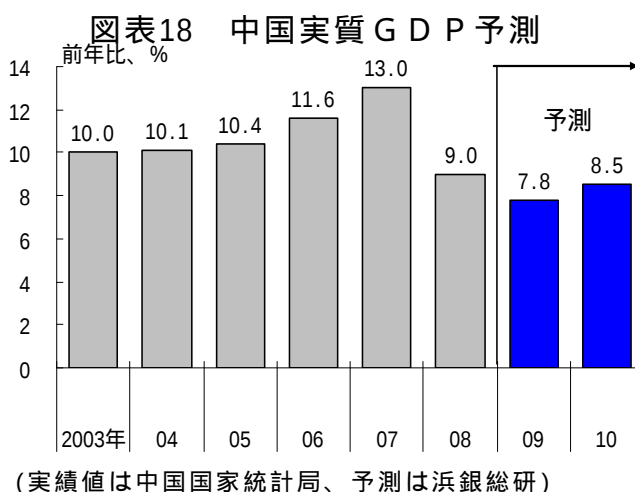
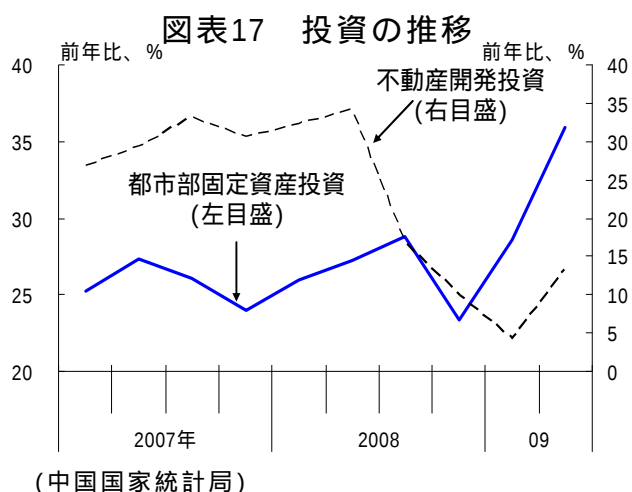
（網掛け部分は浜銀総研予測、その他はEurostat予測）

(中国経済は大型の景気対策の効果を受けて今後も堅調に推移する見通し)

中国政府による大型の景気対策を受けて、4～6月期の実質GDPは前年比+7.9%と8四半期ぶりに増加幅が拡大した。また中国人民銀行(中央銀行)の試算によると、4～6月期の実質GDPは前期比+3.5%(年率+14.9%)と2四半期連続で成長率を高めており、中国景気は1～3月期に底打ちしたことが示された。その結果、1～6月期の実質GDPは前年比+7.1%と1～3月期(同+6.1%)よりも伸び率を高めた。産業別にみると、第一次産業(農林水産業等)が1～3月期の同+3.5%から1～6月期は同+3.8%に、第二次産業(製造業・建築業等)が同+5.3%から同+6.6%に、第三次産業(サービス業等)が同+7.4%から同+8.3%に、それぞれ伸び率を高めた。

4～6月期の経済指標をみると、同期の経済成長は主に内需主導で達成されたと判断できる。まず景気対策の重点領域である投資をみると、4～6月期の都市部固定資産投資が前年比+35.9%と2四半期連続で増加幅が拡大した(図表17)。また同期の不動産開発投資も同+13.1%と3四半期連続で伸びを高めた。次に個人消費は、同期の社会消費財小売総額が2四半期連続で同+15.0%となるなど堅調に推移した。しかし外需は、輸出の大幅な減少を受けて同期の貿易収支黒字幅が前年に比べて39.9%縮小した。一方金融面をみると、中国人民銀行による金融緩和策を受けて同期の金融機関による貸出金増加額が前年比+185.2%と1～3月期(同+182.8%)に続いて大幅に伸びるなど、企業の資金調達環境は改善している。また実体経済の回復を受け、代表的な株価指数である上海総合株価指数も順調に水準を切り上げている。中国政府は今後も引き続き積極的な財政・金融政策を継続し内需を喚起させていく旨を表明していることから、当面は政策面からの景気下支え効果が期待できよう。

このような状況を踏まえて先行きの中国経済を展望すると、まず2009年後半は消費刺激策の効果を受けて個人消費が引き続き底堅く推移するとともに、固定資産投資も景気対策や上海万博(2010年5～10月)に向けた建設需要の高まりなどを受けて順調に拡大しよう。しかし輸出は、特に欧州や米国など主要先進国の景気回復が鈍いことを受けて低迷が続くと予想される。翌2010年は、個人消費は引き続き堅調に推移するが、固定資産投資が上海万博を受けて一巡することで成長のペースを緩めよう。他方輸出は、米国経済が2010年後半に本格復調することを受けて持ち直しが見込まれる。以上のことから、2009年の中国の実質GDPを前年比+7.8%、2010年を同+8.5%と予測した(図表18)。



図表19 2009年度・2010年度のわが国経済の見通し（2009年8月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2008年度 実績	2009年度 見通し	上 期		2010年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	100.5	96.6	96.1	97.0	103.0	101.0	105.0
米国実質GDP(暦年)	0.4	▲ 2.8	[▲ 4.8]	[1.1]	2.1	[2.2]	[2.7]

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2008年度 実績	2009年度 見通し	上 期		2010年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
実 質 G D P	▲ 3.2	▲ 3.3	[▲ 1.0]	[0.8]	0.9	[0.3]	[0.5]
個人消費	▲ 0.5	▲ 0.3	[0.2]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.3]
住宅投資	▲ 3.1	▲ 15.7	[▲ 14.0]	[▲ 4.3]	1.3	[0.8]	[4.0]
設備投資	▲ 9.6	▲ 18.2	[▲ 10.2]	[▲ 4.4]	▲ 1.6	[▲ 1.4]	[3.0]
政府消費	0.3	2.3	[0.5]	[2.3]	1.5	[0.6]	[▲ 0.7]
公共投資	▲ 4.4	19.9	[12.6]	[6.7]	▲ 4.5	[▲ 0.7]	[▲ 9.6]
輸 出	▲ 10.2	▲ 13.4	[▲ 3.9]	[8.6]	9.9	[2.7]	[5.1]
輸 入	▲ 3.7	▲ 14.0	[▲ 12.3]	[1.9]	6.2	[2.8]	[4.4]
寄与度							
国内需要	▲ 2.0	▲ 2.9	[▲ 1.9]	[▲ 0.2]	0.2	[0.2]	[0.2]
民間需要	▲ 1.9	▲ 4.0	[▲ 2.4]	[▲ 0.9]	0.1	[0.1]	[0.7]
公的需要	▲ 0.1	1.1	[0.5]	[0.7]	0.1	[0.1]	[▲ 0.5]
海外需要	▲ 1.2	▲ 0.5	[0.8]	[0.9]	0.7	[0.1]	[0.3]
名 目 G D P	▲ 3.5	▲ 3.1	[▲ 1.3]	[0.1]	0.2	[0.0]	[0.2]
新設住宅着工戸数(万戸)	103.9	86.3	43.0	43.3	90.4	44.5	45.9
(前年比増減率、%)	0.3	▲ 16.9	▲ 25.9	▲ 5.5	4.7	3.3	6.1
鉱工業生産	▲ 12.7	▲ 10.7	[▲ 1.7]	[7.6]	9.8	[3.3]	[5.1]
国内企業物価	3.2	▲ 5.9	▲ 7.2	▲ 4.4	▲ 1.2	▲ 1.7	▲ 0.8
消費者物価	1.1	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.7
完全失業率(%)	4.1	5.6	5.4	5.8	5.7	5.8	5.6

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公の在庫投資
国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入