

# 浜銀総研 News Release



2009年11月19日

## 2009年度・2010年度の景気予測（2009年11月改訂）

- 政策効果のはく落などから景気回復の動きは2010年前半にかけていったん弱まる -

### 要 旨

2009年7～9月期の実質GDPは前期比+1.2%と4～6月期（同+0.7%）に比べて伸びが高まった。この理由としては、海外の景気対策効果などにより、米国やアジア向けを中心に輸出が堅調に推移したこと、エコポイント制度など国内の景気対策により個人消費の回復が続いたこと、設備投資が6四半期ぶりの増加に転じたこと、在庫投資の実質成長率に対する寄与度が前期の-0.7%ポイントから+0.4%ポイントへと大きく上昇したことなどがあげられる。その一方で、公共投資は5四半期ぶりの減少に転じた。2009年度下期を展望すると、個人消費はエコポイントなどの景気対策が下支え役になるものの、ボーナスの減少などにより伸びが大幅に低下すると考えられる。輸出はアジア向けを中心に持ち直しが見込まれるものの、海外の自動車買い替え支援策の終了などにより増勢の鈍化が予想される。また、企業業績が低迷するなかで設備投資の回復も鈍いと思込まれる。一方、公共投資は2009年度補正予算の一部執行停止の影響などから減少傾向が強まるとみられる。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、年度末に向けて増勢が弱まることになろう。成長率のゲタ（発射台）が-4.2%と大き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-2.7%と2008年度に続き大幅なマイナス成長になると予測した。

2010年度については、子ども手当の支給などが家計所得を押し上げるものの、厳しい雇用・所得情勢のもとで個人消費の回復の動きは弱いとみられる。公共投資の減少傾向が一段と強まり、また、企業業績の回復ペースが鈍いことから設備投資意欲は高まらないと予想される。ただ、輸出が緩やかに増加するため、景気の腰折れは回避される。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や、雇用・所得情勢の改善などにより家計の節約志向も緩んでくることから、実質成長率は緩やかに高まっていくことになろう。2010年度の実質GDP成長率を+1.4%と3年ぶりのプラス成長に転じると予測した。

### 予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回9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	2.7	1.4	3.5	1.1
民間需要寄与度	1.9	2.5	0.8	3.8	0.5
公的需要寄与度	0.1	0.6	0.3	0.9	0.2
海外需要寄与度	1.2	0.8	0.9	0.6	0.8
名目GDP	3.5	3.6	0.6	3.4	0.5

(株)浜銀総合研究所 調査部 小泉、土田、遠藤  
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7～9月期の実質GDPは前期比年率+4.8%の高い伸びに)

内閣府から発表された2009年7～9月期の実質GDP（国内総生産、季調値）は前期比+1.2%（前期比年率+4.8%）と4～6月期（前期比+0.7%）に比べて伸びが大きく高まった（図表1）。

GDPの内訳を詳しくみると、まず内需については、実質GDP成長率に対する寄与度が+0.8%ポイントと6四半期ぶりのプラスに転じた。内訳をみると、個人消費はエコカー減税やエコポイント制度などが追い風となり前期比+0.7%と4～6月期に続き回復した。財別には耐久財（同+7.1%）の増加が目立つ。また、設備投資は同+1.6%と6四半期ぶりの増加に転じ、在庫投資の実質成長率に対する寄与度も4～6月期の-0.7%ポイントから+0.4%ポイントへと大きく上昇した。一方、公共投資は前期比-1.2%と5四半期ぶりに減少した。

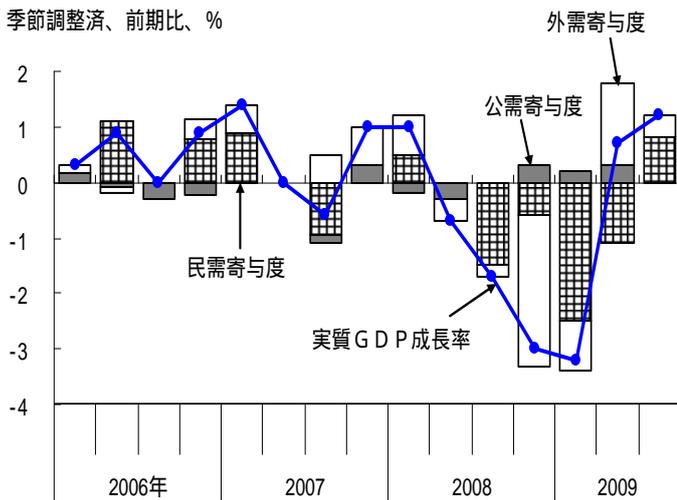
一方、外需（輸出 - 輸入）の実質成長率に対する寄与度は+0.4%ポイントとプラスを維持したものの、4～6月期（+1.5%ポイント）に比べると寄与度は縮小した。輸出がアジア向けや米国向けの自動車輸出が好調となったことなどから前期比+6.4%と4～6月期と同じ伸びを維持する一方で、輸入が国内の生産回復に伴う原材料輸入の増加などにより同+3.4%と3四半期ぶりの増加に転じた。

なお、7～9月期の名目GDPは前期比-0.1%と6四半期連続で減少したものの、4～6月期（同-0.4%）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引き続き大幅に下落（前年比-28.9%）したため、前年比+0.2%と4四半期連続で上昇した。ただ、4～6月期（同+0.5%）に比べて上昇幅は縮小した。これは、個人消費デフレーターの下落などにより、国内需要デフレーターが同-2.6%と前期（同-1.8%）から下落幅が拡大したためである。

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、%



	2009年		
	1～3月期	4～6月期	7～9月期
実質GDP	-3.2	0.7	1.2
個人消費	-1.1	1.0	0.7
住宅投資	-6.6	-10.2	-7.7
設備投資	-8.2	-4.2	1.6
公共投資	3.1	7.7	-1.2
輸出	-21.6	6.4	6.4
輸入	-14.0	-4.2	3.4

内需寄与度	-2.3	-0.8	0.8
民間需要	-2.5	-1.1	0.8
うち在庫	-0.4	-0.7	0.4
公的需要	0.2	0.3	0.0
外需寄与度	-0.9	1.5	0.4

名目GDP	-2.6	-0.4	-0.1
-------	------	------	------

(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」)

**(成長加速の第1の要因は輸出の回復だが、この先の輸出は増勢鈍化が見込まれる)**

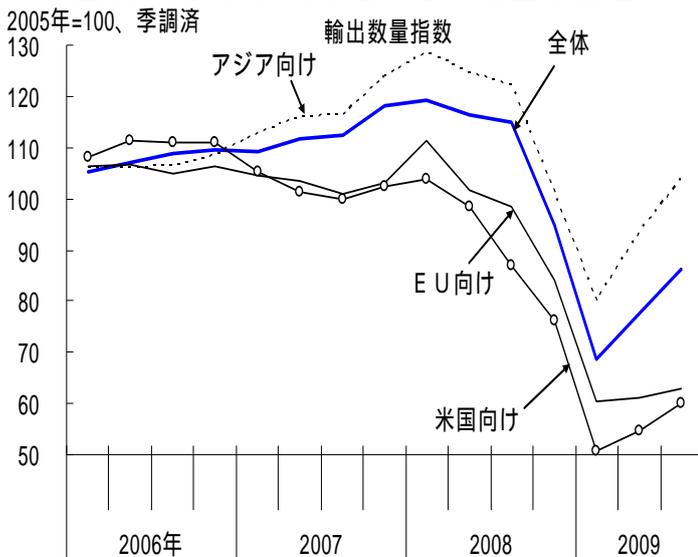
このように7～9月期の実質GDPは4～6月期から伸びが高まったが、この要因としては第1に輸出が堅調に推移したことがあげられる。貿易統計を用いて同期の地域別の輸出動向(数量ベース)をみると、EU(欧州連合)向けは前期比+2.9%と小幅な回復にとどまったものの、米国向けが現地の自動車買い替え支援策の効果もあり同+10.0%と前期(同+7.6%)から伸びが高まったほか、アジア向けも自動車を中心に輸出が拡大し同+11.4%と高い伸びとなった(図表2)。

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、9月は世界各国で実施されている景気対策の効果もあり、景気拡大と後退の分かれ目とされる100を15か月ぶりに上回った(図表3)。後述するように、今後も米国景気が景気対策の効果などにより緩やかな回復を続けることや、中国経済が内需を中心に堅調に推移するとみられることなどから、この先もわが国の輸出は持ち直しの動きが続くと予想される。

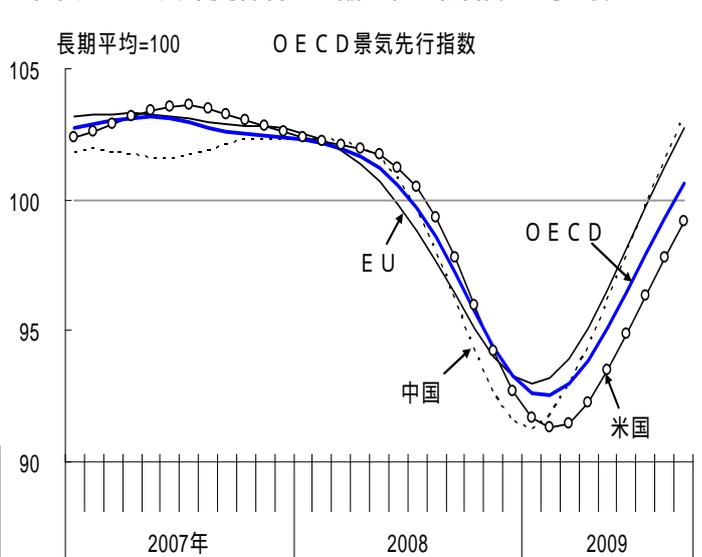
もっとも、回復の動きを強めていた自動車輸出については、米国の自動車買い替え支援策が8月下旬に打ち切られたことや、ドイツでも同様の対策が9月上旬で終了したことなどから、この先増加の動きが鈍るとみられる。また、中国における家電購入促進策導入の効果などにより年度初めから好調に推移してきた電子部品などの電気機器関連の輸出は既に足下で鈍化している。一般に景気刺激策の押し上げ効果については、制度導入直後は大きいものの、その後は徐々に薄れていく。したがって、海外の景気対策を反映したわが国の輸出の増勢は今後弱まっていくと予想される。加えて、8月中旬以降、為替レートが円高・ドル安気味に推移していることも、この先の輸出を押し下げる要因になると見込まれる。

こうしたことから、今後のわが国の輸出は増加基調が続くものの、その増勢は次第に鈍化するとみられる。輸出の増勢が再び強まるのは、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。以上から、実質輸出は2009年度が前年比-13.2%、2010年度が同+13.1%と予測した。

図表2 アジア向けを中心に輸出が回復



図表3 先行指標は輸出の回復を示唆



(財務省「貿易統計」より作成)

(OECD「Composit Leading Indicators」)

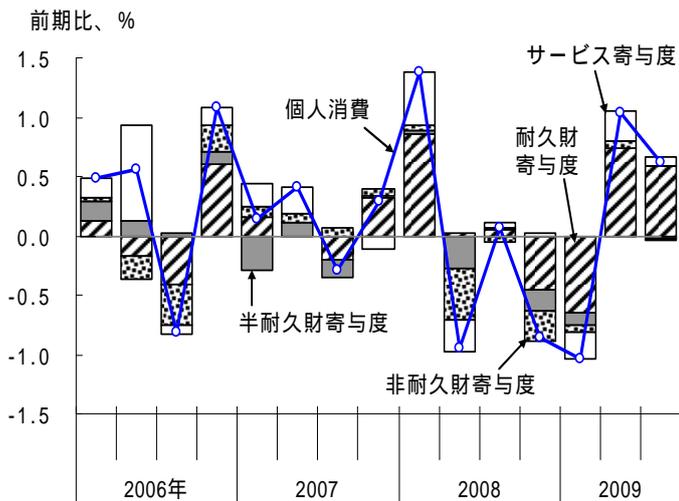
(政策効果により個人消費も回復が続いたが、この先回復の動きは弱まる)

成長加速の第2の要因としては、エコポイント制度などの景気対策の効果により実質個人消費が前期比+0.7%と4～6月期(同+1.0%)に続いて回復した点があげられる。財別にみると、耐久財が前期比+7.1%と4～6月期(同+8.1%)に続き高い伸びとなった(図表4)。エコポイント制度により薄型テレビの販売が増加基調となったほか、エコカー減税・補助金の効果で乗用車販売も好調に推移した。ただ、半耐久財(同-0.7%)や非耐久財(同-0.0%)は減少しており、サービス(同+0.2%)も小幅な増加にとどまった。

個人消費を取り巻く環境をみると、まず雇用情勢については、後述するように失業率や有効求人倍率の悪化に歯止めがかかりつつあるものの、その水準は過去最悪に近くなっており、この先も厳しい状況が続く見込みである。また、所得面をみても、9月の現金給与総額が前年比-1.8%と16か月連続で減少するなど低迷が続いている。経団連の10月28日公表の集計によれば、大企業の2009年年末のボーナスは前年比-15.91%と2009年夏のボーナス(同-17.15%)に続いて大幅な落ち込みとなる見込みで、家計所得は当面減少が続くことになる。一方、消費マインドをみても、消費動向調査における消費者態度指数や、景気ウォッチャー調査における景気の現状判断DI(家計動向関連)は夏場以降、改善が頭打ちとなっている(図表5)。

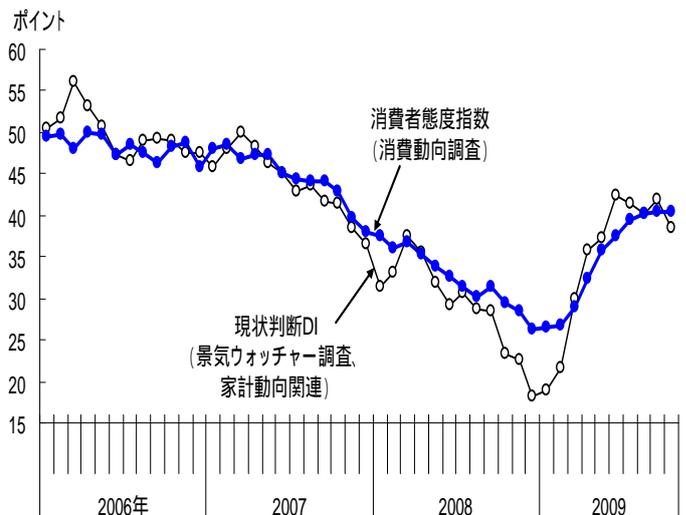
こうした点を踏まえて今後の個人消費を展望すると、厳しい雇用・所得情勢のもとでこの先家計の節約意識は高まり、個人消費の回復の動きは弱まると予想される。もっとも、エコポイント制度などの景気対策がこの先も個人消費を下支えすると見込まれることや、2010年度になると、子ども手当など民主党がマニフェストに掲げた家計支援策が実施されることなどから、個人消費の腰折れは回避されると考えられる。家計の節約志向が緩んでくるのは、輸出の増勢が強まり、企業業績の回復がはっきりとしてくる2010年度後半以降になる。以上から、実質個人消費は2009年度が前年比+0.4%、2010年度が同+0.6%と予測した。

図表4 景気対策効果で耐久財消費が増加



(内閣府「四半期別GDP速報」)

図表5 消費マインドは夏場以降頭打ち



(内閣府「消費動向調査」、「景気ウォッチャー調査」)

**(第3の要因は設備投資の増加だが、今後も設備投資意欲は高まりにくい)**

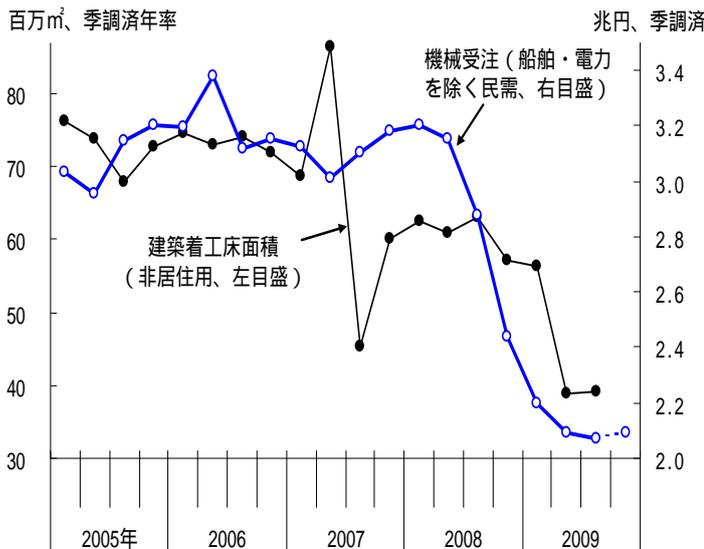
成長が加速した第3の要因としては、7～9月期の実質設備投資が前期比+1.6%と6四半期ぶりの増加に転じた点があげられる。また、機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)についても、7～9月期は前期比-0.9%と4～6月期(同-4.9%)に比べて減少幅が縮小しており、10～12月期の見通しは同+1.0%と増加に転じている(図表6)。さらに、建設投資の先行指標である建築着工床面積(非居住用)の下落にも歯止めがかかってきており、企業の設備投資にもようやく下げ止まりの兆しがみえはじめている。

ただ、この先の設備投資が回復基調に転じ、順調に増加していくとみるのは早計である。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9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-19.3%と前回6月調査(同-16.4%)からさらに下方修正されている。国内需要の回復が鈍いなかで、2009年度後半以降は輸出の増勢鈍化が見込まれることから、今後も企業の収益環境は厳しい状況が続くとみられる。

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8割程度にまで落ち込んでおり、製造業を中心に設備過剰感は強い(図表7)。9月の日銀短観をみると、生産・営業用設備判断DI(「過剰」-「不足」)は製造業で+34となっており、前回の景気後退局面の過剰のピーク(2002年3月調査: +31)を依然として上回っている。また、非製造業でも過剰感が高止まりしており、設備投資意欲は高まりにくいと考えられる。

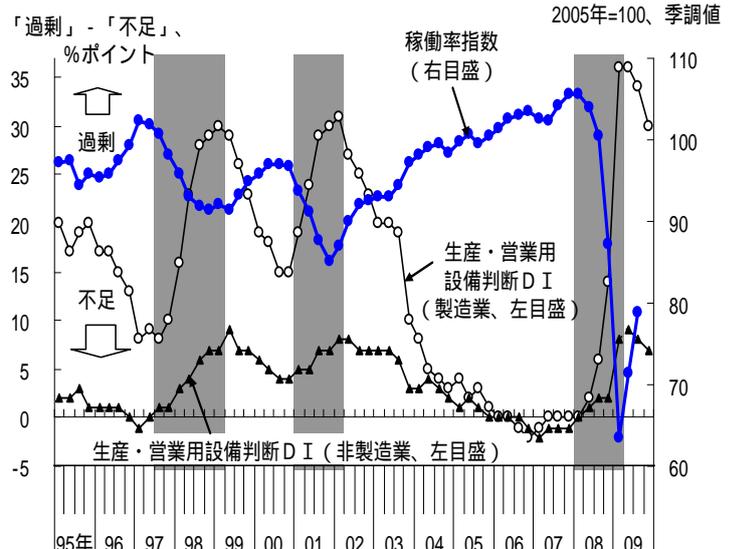
さらに、売上や企業収益の低迷により企業の中期的な期待成長率が低下している点も踏まえると、企業の設備投資は当面鈍い動きになるとみられる。設備投資が回復基調に転じるのは、前述のとおり輸出の増勢が強まる2010年度後半になると予想される。以上から、実質設備投資は2009年度が前年比-13.3%、2010年度が同+2.9%と予測した。

図表6 設備投資の先行指標は下げ止まりの兆し



(注) 機械受注の2009年10～12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7 設備稼働率の水準は依然低い



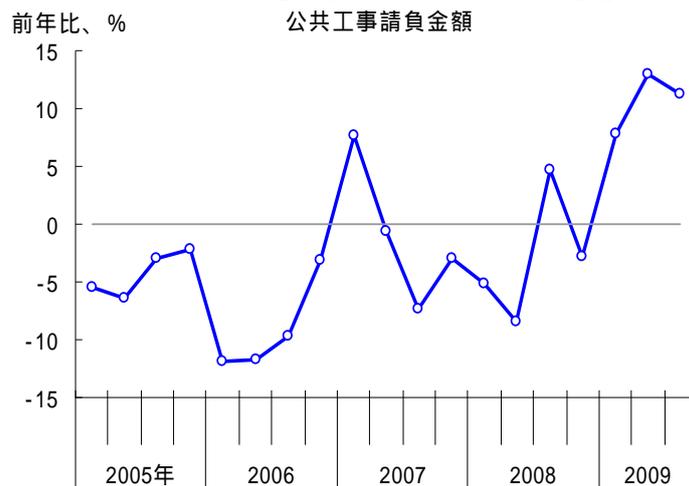
(注) 網掛けは景気後退局面。07年10～12月期を山とする後退局面は当社予測に基づき09年1～3月期を谷として網掛け。09年10～12月期の生産・営業用設備判断DIは予測。(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」、日本銀行『短観(2009年9月)』)

**(公共投資は減少に転じ、今後も弱含みへ)**

一方、4～6月期の回復を支えた実質公共投資については、7～9月期は前期比-1.2%と5四半期ぶりの減少に転じた。麻生政権時代に景気対策として打ち出された公共投資が、9月の政権交代を受けて一部執行停止された影響もあるものとみられる。

この先の公共工事を展望すると、公共工事の先行指標となる公共工事請負金額は、2009年7～9月期に前年比+11.2%と、4～6月期(同+13.0%)に比べて増加幅が縮小している(図表8)。また、2009年度第1次補正予算については公共工事を中心に2.9兆円強が執行停止されることが決まっている。景気対策を目的とした今年度第2次補正予算の実施が検討されているものの、公共工事の抑制を志向する現政権のもとでは、雇用対策などが中心になると見込まれ、今後は公共工事の景気押し上げ効果を期待するのは難しい。さらに、2010年度予算の概算要求では国土交通省の公共事業費が2009年度当初予算比14%減となるなど公共工事関連費用は大幅に減少している。こうしたことから、2010年度になると公共工事のGDP押し下げ圧力は一層強まると考えられる。以上から、実質公共投資は2009年度が前年比+9.5%、2010年度が同-8.6%と予測した。

図表8 公共工事請負金額の伸びが縮小



(東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」など)

**(実質経済成長率は2009年度が-2.7%、2010年度が+1.4%と予測)**

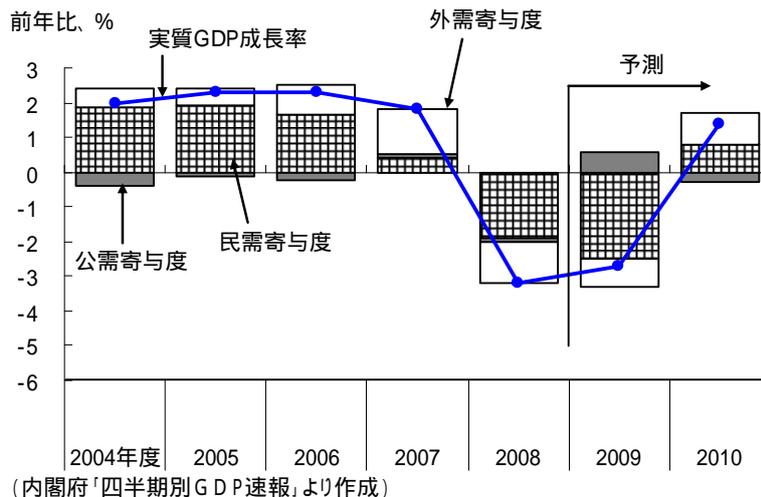
以上を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、2009年度下期については、まず個人消費はエコポイント制度などの景気対策が下支え役になるものの、ボーナスが大きく減少することなどから、伸びが大幅に低下するとみられる。輸出は中国などアジア向けを中心に回復が見込まれるものの、海外の自動車買い替え支援策の終了などにより、増勢が鈍化すると予想される。また、設備投資については、下げ止まりの兆しはみられるものの、設備稼働率が低水準にとどまり、企業業績の低迷が続くなかで回復の動きは弱いと考えられる。公共投資も2009年度補正予算の一部執行停止の影響などから減少傾向が強まるとみられる。こうしたことから、2009年度内は四半期ベースでの前期比プラス成長が続くものの、年度末に向けて増勢が弱まることになろう。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%と大き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-2.7%と、2008年度に続き大幅なマイナス成長にな

ると予測した（図表9）。

2010年度については、子ども手当などの支給開始により家計所得の押し上げが見込まれるものの、厳しい雇用・所得情勢のもとで個人消費の回復の動きは弱いとみられる。企業業績の回復ペースが鈍いものにとどまり、企業の設備投資意欲もなかなか高まらなると予想される。また、公共投資も減少基調を一段と強めることになろう。ただ、輸出が緩やかに増加するため、景気の腰折れは回避されると考えられる。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や、雇用・所得情勢の改善などにより家計の節約志向が緩むことから、わが国の経済成長率も緩やかに高まってくると予想される。以上から、2010年度の実質GDP成長率は+1.4%と3年ぶりのプラス成長に転じると予測した。

なお、名目ベースの経済成長率は2009年度が-3.6%と大幅なマイナスを見込み、2010年度には+0.6%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、デフレターの控除項目である輸入物価が大幅に下落するものの、個人消費デフレーターなど国内需要デフレーターが大きく落ち込んでおり、足下でデフレ色が強まっていることから、2009年度には前年比-0.9%と2008年度（同-0.4%）に比べて低下幅が拡大すると見込んだ。2010年度にはGDPデフレーターが同-0.8%と低下幅が小幅に縮小すると予測した。

図表9 2009年度の実質成長率は2008年度に続き大幅マイナス



（完全失業率は2010年度後半に低下へ）

2009年7～9月期の完全失業率（季調値）は5.5%となり、四半期ベースで過去最悪の水準となった。また同期の有効求人倍率（同）も0.42倍と、過去最低の水準で推移している。日銀短観（2009年9月調査）の雇用判断DI（「過剰」-「不足」）をみると、全規模・全産業ベースで+20と高止まりしており、企業の雇用過剰感が依然として強いことがわかる。この背景には、企業の操業度が2009年1～3月期を底に上昇に転じたものの、その水準が依然として低いことがあげられる。実際、2009年9月の設備稼働率は、日銀短観の雇用判断DI（全規模・製造業）が0、つまり雇用の過剰感がなかったとみられる2005年下期と比較して、8割程度の水準にとどまっている（図表10）。2010年前半には、輸出の増勢鈍化や公共投資の削減などにより景気回復の動きが鈍ることから、稼働率の改善のテンポが緩やかになることが見込まれる。このため、企業の雇用過剰感が払しょくされる水準まで稼働率指数が回復するのは当面先になるだろう。しばらくの間、企業は所定外労働時間の増

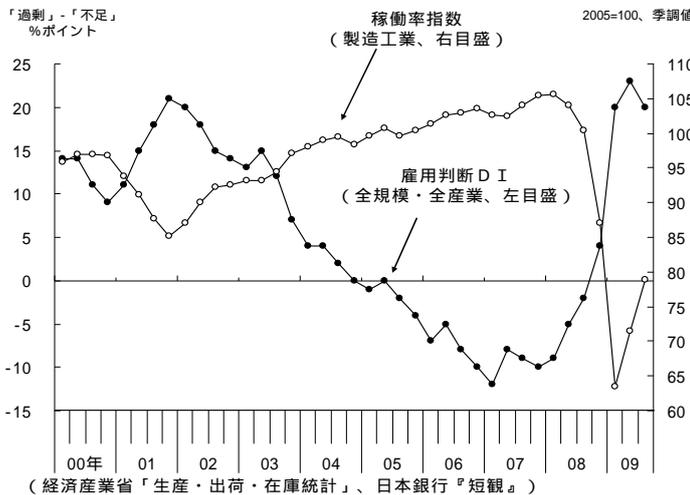
加や休業者の復帰などで生産の増加に対応するものと考えられる。

以上の内容を踏まえると、雇用情勢がこの先順調に回復するというシナリオは描きづらい。有効求人倍率に関しては、生産の回復を反映して、徐々に上昇すると予測されるが、水準としては依然として低い状況が続こう。また過去の景気回復局面をみると、有効求人倍率が上昇しているにもかかわらず、完全失業率が高止まっている状況が確認できる。そのため今後、有効求人倍率の緩やかな上昇が続く中で、完全失業率に関しては当面横ばいの状況が続くと予測される（図表11）。

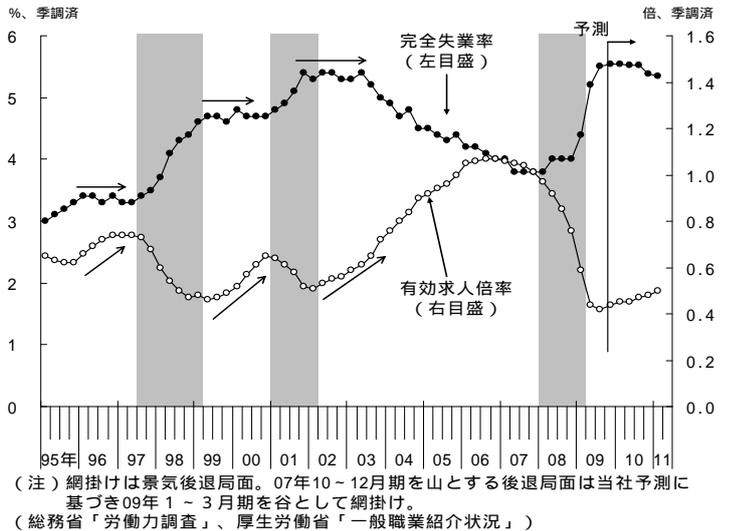
もっとも、2009年度第2次補正予算で雇用対策が盛り込まれる見通しであること、景気回復の動きが2010年前半にかけて弱まるものの腰折れは回避するとみられることなどを踏まえると、完全失業率が現在の水準を大幅に超えて高まるとは考えにくい。

2010年度後半以降には米国景気の本格的な復調により、輸出の伸びが高まる見通しであることから、完全失業率も徐々に低下することになる。以上から完全失業率が2009年度に5.5%、2010年度に5.4%になると予測した。

図表10 企業の雇用過剰感は依然強い



図表11 先行き失業率はほぼ横ばいで推移



## 2. 予測の前提となる海外経済の見通し (米国経済は先行き緩やかな成長が続く)

米国の2009年7～9月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+3.5%と、2008年4～6月期以来5四半期ぶりのプラス成長となった（図表12）。オバマ政権による景気対策の効果が見え、米国景気の底入れを確認する結果となった。

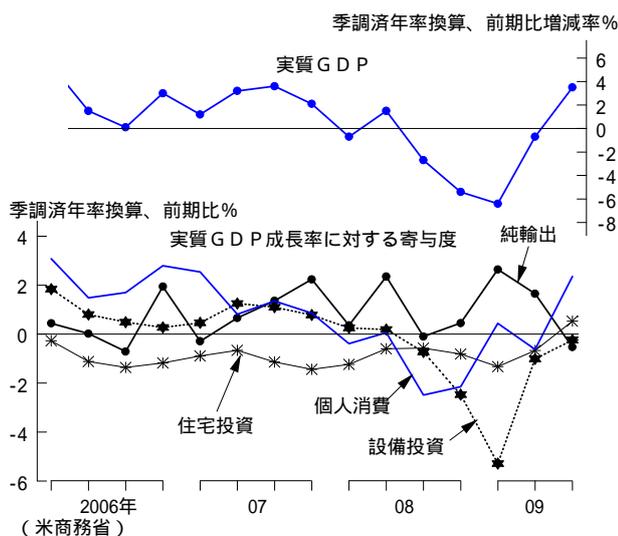
実質GDPの内訳をみると、7～9月期は個人消費が前期比年率+3.4%と2四半期ぶりに増加した。7月下旬から8月下旬まで実施された政府の自動車買い替え支援策を受けて、耐久財消費が同+22.3%と大幅に増加した点が目立つ。また、住宅投資は政府の住宅取得減税などを背景に同+23.4%と15四半期ぶりに増加に転じた。一方、企業の設備投資は同-2.5%と5四半期連続で減少した。中身を見ると、機器・ソフトウェア投資が同+1.1%と7四半期ぶりに増加した半面で、構築物への投資が同-9.0%と大幅に落ち込んだ。また輸出が世界経済の底入れやドル安を受けて同+14.7%と5四半期ぶりに増加したものの、輸入も同+16.4%と大幅な増加に転じたため、純輸出（輸出 - 輸入）はGDP成長率を0.53%ポイント押し下げた。

このように政府の景気刺激策を受けて米国景気はプラス成長に転じたものの、個

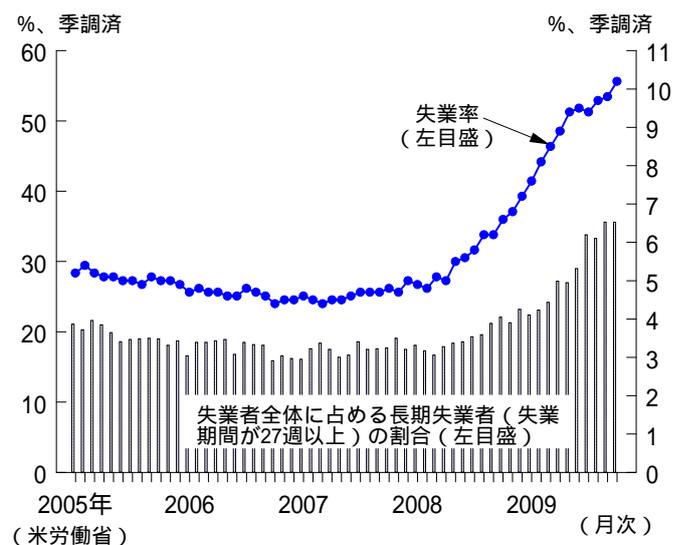
人消費を中心とする民間需要の自律的な回復力は依然として弱いとみられる。すなわち、10月の失業率が10.2%と1983年4月以来の水準に上昇するなど、雇用情勢は引き続き厳しい(図表13)。さらに失業者の内訳を失業期間別にみると、失業期間が27週以上の長期失業者が10月時点で550万人に達しており、これは失業者全体の3分の1を上回っている。一度職を失ってしまうと再就職が難しいという厳しい現状がうかがえよう。また、家計のバランスシートをみると、負債の圧縮は続いているものの、可処分所得比でみた家計の債務負担は依然として重く、バランスシート調整圧力は残存している。こうした状況下では、個人消費の力強い回復は望めない。

このような点を踏まえて先行きを展望すると、米国経済は大規模な景気対策に盛り込まれた公共事業や減税などの効果から、今後もプラス成長を維持すると見込まれる。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。また、企業の設備稼働率の水準が依然として非常に低いことから、設備投資は低迷が長期化する可能性が高いとみられる。以上から、米国経済は今後しばらくの間緩やかな成長が続き、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復帰するのは2010年後半になると見込まれる。米国の実質GDP成長率を2009年が-2.5%、2010年が+2.4%と予測した。

図表12 プラスに転じた米国の実質GDP成長率



図表13 米国の失業率は10%台に上昇



(ユーロ圏経済はリセッション脱却も、回復のテンポは緩やかとなる見通し)

ユーロ圏の7～9月期の実質GDP(国内総生産、一次推定値、季調済)は前期比+0.4%(4～6月期は同-0.2%)と、6四半期ぶりのプラス成長となった。主要国別にみると、ドイツが同+0.7%(同+0.4%)と増加幅を拡大させた一方で、フランスは4～6月期と同率の前期比+0.3%に留まった。他方イタリアが同+0.6%(同-0.5%)と、6四半期ぶりにプラス成長に転じた。スペインやギリシャ(それぞれ同-0.3%)など依然マイナス成長が続く国があるものの、総じてみれば、ユーロ圏の景気は底打ちしたと考えられる。

もっとも、足下の経済指標は回復のテンポの鈍さを示している。まず企業部門をみると、生産については9月の鉱工業生産指数(季調済)が前月比+0.3%と5か月連続で上昇したが、その水準は依然低い。また10～12月期の設備稼働率(同)が70.7%と、最悪期(7～9月期、69.6%)よりは改善しているものの、設備余剰感

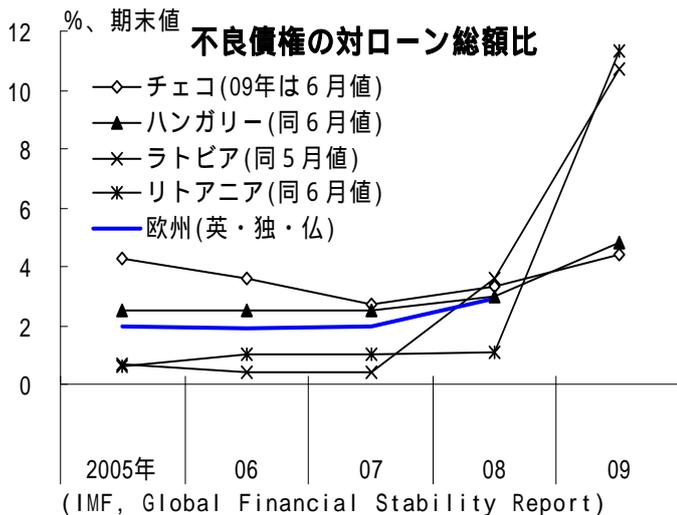
はいまだ強い。他方家計部門は、同月の小売数量指数(同)が同-0.7%となるなど、個人消費は引き続き低迷している。同月の失業率(同)が9.7%と上昇が続くなど、雇用情勢が深刻であることなどから、個人消費が本格的に回復に転じるには、なおも時間がかかると予想される。

また先行きを展望した場合、ユーロ圏特有の金融リスク(東欧リスク)を注視する必要がある。現在東欧の金融システムは小康状態を保っているものの、それはIMF(国際通貨基金)などの国際金融機関からの融資に支えられているところが大きく、不良債権処理などの金融システム健全化へ向けた取り組みは依然遅れている(図表14)。ユーロ圏の金融機関は東欧諸国に多額の債権を有していることから、東欧の金融問題の改善の遅れがユーロ圏の金融システムの不安定要因となっている。こうした金融面での不透明性の高まりが、民間部門における資金調達環境の改善の足かせとなり、先行きの実体経済、特に企業の設備投資や家計の住宅投資の回復を資金面から鈍化させる可能性がある。

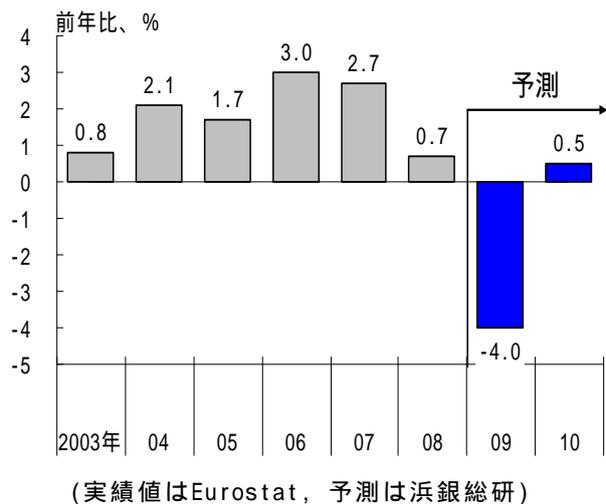
今後のユーロ圏経済の推移を展望すると、まず個人消費が、消費者心理の改善などを受けて、2009年末から2010年頭にかけてプラス成長に転じるとみられる。ただ引き続き雇用調整の進展が緩慢にとどまると予想されることから、ユーロ圏全体としての消費の回復ペースは鈍いものとなろう。次に企業の生産は、引き続き緩やかに回復していくと予想される。ただ設備投資は、製造業の設備余剰感がいまだ強いことから、低迷が続こう。さらに輸出は、先行きまず新興国向けについて回復が見込まれる。また2010年後半からは、米国景気の本格復調を受けて対米輸出も回復すると考えられる。他方で、非ユーロ圏のEUや景気後退が深刻な東欧諸国への輸出は低迷が長引くと予想されることから、輸出全体としては緩やかな回復にとどまろう。

以上を踏まえて、ユーロ圏の実質GDP成長率を2009年は-4.0%、2010年を+0.5%と予測した(図表15)。

図表14 停滞する東欧諸国の不良債権処理



図表15 ユーロ圏の実質GDP予測



(2010年の中国経済は底堅い成長を達成する見通し)

中国の7~9月期の実質GDP(国内総生産)は前年比+8.9%と、4~6月期(同+7.9%)から増加幅を拡大させた。大型の景気刺激策を受けて、好調に推移した内需、特に固定資産投資が、引き続き成長のけん引役となった。中国経済は順調に拡

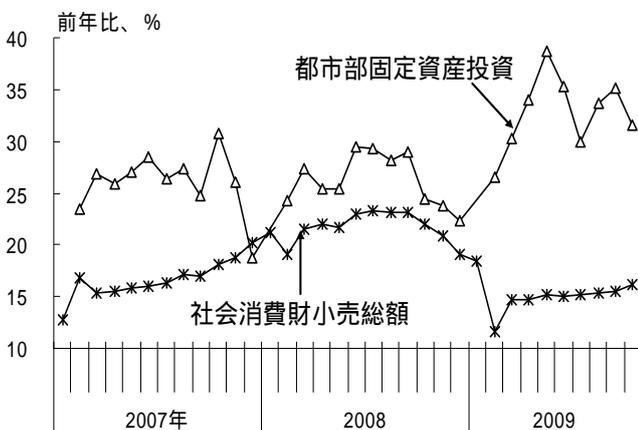
大しており、中国政府が2009年年頭に示した成長目標（前年比+8%）の達成は確実とみられる。

足下の指標からも、内需が堅調に推移していることが読み取れる（図表16）。まず10月の都市部固定資産投資は前年比+31.6%と、引き続き高い伸びをみせている。また同月の不動産開発投資も同+28.4%と、依然好調である。さらに同月の社会消費財小売総額が同+16.2%となるなど、個人消費も底堅い展開となっている。他方で、同月の輸出は同-13.8%といまだ前年割れが続いているものの、2か月連続でマイナス幅を縮小させており、既に下げ止まったと考えられる。

先行きの中国経済を展望すると、まず固定資産投資は、景気対策によって当面は好調に推移すると予想される。ただ上海万博の開催（2010年5～10月）を受けて、固定資産投資の成長ペースは、建設投資を中心に次第に鈍化し、調整局面を迎えることになるだろう。次に個人消費は、家電や自動車などの購入刺激策の影響や消費者心理が改善していることなどから、引き続き底堅く推移する公算が大きい。さらに輸出については、2009年いっぱいには前年割れが続くと考えられるが、足下では日米欧などの主要国やASEANを中心とするアジア新興国向けの輸出に回復の兆しがみられることから、2010年前半に増加に転じよう。さらに年後半にかけて、米国を中心とする主要国の景気回復の影響などを受けて、増勢を強めていくと予想される。こうしたことから、中国の実質GDP成長率を、2009年は+8.5%、2010年を+9.0%と予測した（図表17）。

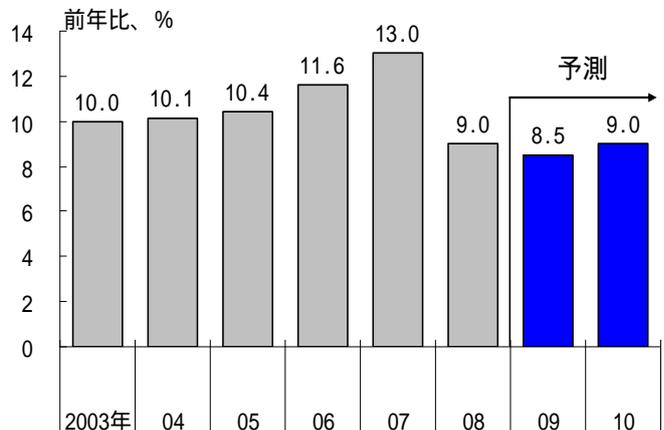
このように、中国の実体経済は2010年も底堅く推移する公算が大きいですが、他方で金融面でのリスクに注意する必要がある。中国人民銀行（中央銀行）による2008年秋以来の金融緩和策を受けて、現在まで大量の資金が市場に出回っている。こうした資金の一部が不動産市場や株式市場に向かい、資産価格を急速に押し上げたとみられる。こうしたバブル的な資産価格の急激な上昇は、さらなる投機的な資金流入を生み出し、金融システムの不安定化につながる可能性がある。金融システムが不安定になれば、民間部門の資金調達環境が悪化し、将来的な実体経済の成長の足かせとなろう。こうした事態を受けて、足下では中国銀行業監督管理委員会が資本規制強化の可能性に言及するなど、バブル経済化に対する警戒感が高まっている。中国人民銀行は、景気下支えの観点から、先行きについても適度な金融緩和策を維持する旨を公表している。他方で、こうしたバブル経済化を抑える必要があるなど、中国の政策当局は、困難な政策運営を迫られると考えられる。

図表16 依然堅調な投資・消費



(中国国家統計局資料より作成)

図表17 中国の実質GDP予測



(実績値は中国国家統計局、予測は浜銀総研)

図表18 2009年度・2010年度のわが国経済の見通し（2009年11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		2010年度			
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート(円/ドル)	100.5	93.2	95.4	91.0	97.0	95.0	99.0
米国実質GDP(暦年)	0.4	2.5	[ 4.8 ]	[ 2.1 ]	2.4	[ 2.4 ]	[ 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		2010年度			
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	3.2	2.7	[ 0.4 ]	[ 0.9 ]	1.4	[ 0.4 ]	[ 1.0 ]
個人消費	0.5	0.4	[ 0.8 ]	[ 0.5 ]	0.6	[ 0.2 ]	[ 0.6 ]
住宅投資	3.0	19.9	[ 16.7 ]	[ 8.4 ]	1.3	[ 0.6 ]	[ 4.0 ]
設備投資	9.6	13.3	[ 7.5 ]	[ 1.1 ]	2.9	[ 0.7 ]	[ 2.8 ]
政府消費	0.3	0.9	[ 0.1 ]	[ 0.5 ]	0.2	[ 0.3 ]	[ 0.1 ]
公共投資	4.4	9.5	[ 8.7 ]	[ 3.0 ]	8.6	[ 4.8 ]	[ 3.1 ]
輸出	10.2	13.2	[ 3.5 ]	[ 8.0 ]	13.1	[ 5.3 ]	[ 7.1 ]
輸入	3.6	10.8	[ 9.9 ]	[ 5.1 ]	9.1	[ 3.3 ]	[ 5.3 ]
寄与度							
国内需要	2.0	1.9	[ 1.0 ]	[ 0.4 ]	0.5	[ 0.1 ]	[ 0.6 ]
民間需要	1.9	2.5	[ 1.4 ]	[ 0.4 ]	0.8	[ 0.3 ]	[ 0.7 ]
公的需要	0.1	0.6	[ 0.4 ]	[ 0.0 ]	0.3	[ 0.2 ]	[ 0.1 ]
海外需要	1.2	0.8	[ 0.6 ]	[ 0.5 ]	0.9	[ 0.4 ]	[ 0.5 ]
名目GDP	3.5	3.6	[ 1.8 ]	[ 0.0 ]	0.6	[ 0.4 ]	[ 0.7 ]
新設住宅着工戸数(万戸)	103.9	79.0	38.4	40.5	81.1	38.6	42.4
(前年比増減率、%)	0.3	24.0	33.9	11.5	2.7	0.6	4.7
鉱工業生産	12.7	9.5	[ 1.6 ]	[ 10.5 ]	11.4	[ 3.4 ]	[ 5.2 ]
国内企業物価	3.2	5.2	6.9	3.4	1.2	1.3	1.2
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	5.5	5.4	5.5	5.4	5.5	5.4

(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 + 公的在庫投資  
国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。