

# —ぶぎん経済講演会—

## 2009年度の景気見通し（要旨）

講師 三菱UFJ証券株式会社 参与 景気循環研究所長 嶋中 雄二 氏



### 1. 現在の経済危機の本質

#### (1) 景気長期波動の下降局面現象

現在の世界的な経済危機は 50 年から 100 年に一遍の事態といわれております。1929 年の大恐慌、それから 1990 年以降の日本のバブル崩壊も、景気循環という考え方に立てば、50～60年に一遍繰り返すといわれているコンドラチェフの長期波動の下降局面現象だといえるかと思えます。今回の 2007 年夏場に起こったサブプライムローンがらみで証券化商品がちょっとおかしい状態になり、“パリバショック”と言いますけれども、そこがきっかけになり現在の危機につながっていくわけです。それもやはり長期波動の下降局面現象なのかなということを思い起こさせます。そのサブプライムローンに関連して証券化商品が星の数ほどできて、それが世界中

にばら撒かれたというところが、今回の危機が 1929 年よりも金融面では大きいといわれるゆえんです。

#### (2) 最悪事態を回避する政策協調

1929 年の大恐慌のときには、公的資金の十分な投入はなかったのですが、今回の米国では 75 兆円という規模で十分に出ております。そのほかに問題になっている GM、フォード、クライスラーというアメリカを代表する自動車産業が行き詰って三社とも助けてくれと言ってきています。公聴会など開いて今審議をしています。まさか助けないというわけにはいかないと思います。リーマンブラザーズのときの対応が学習効果となり、私は何らかの救済処置が出て、最悪の事態は脱すると期待しています。

さらには、10 月 8 日の欧米協調利下げに遅れて、日銀が 10 月末に 0.2%の利下げをしました。こういった協調利下げをやったり、無制限のドル資金供給をやったり、さらに中国が 57 兆円、EU が 25 兆円の財政出動をするなど、過去このようなことはなかったのです。政策協調というのは大恐慌のときはなかったのですが現在は機能しています。

そして FRB が住宅ローンや証券化商品を大量購入することになったわけですが、それだけではなく、つい先日バーナンキ FRB 議長が国債を大量に買い入れるかもしれないとい

うことを言いました。アメリカの短期政策金利である FF レートは1%ですけれども、12月に0.5%下げて、1月もう一回下げるとゼロになってしまいますので、そうすると日銀が昔やった量的緩和の世界に入ってきます。資金を潤沢に供給して最悪事態を防いでいこうという政策になります。

それとともに、資金を円滑に供給するためには国債を買い入れて長期金利を急低下させる。長期金利を急低下させれば、住宅の落ち込みが止つてくると期待されるわけで、それをバーナンキFRB議長は狙っていると思います。そういうことまで大恐慌のときではやっていないわけですから、非常事態のときはそれをやることによって金融システムを守り、そして景気回復のもとになる。どうしてかというと、ゼロ金利にして資金を大量に供給すると株式相場が上がりやすくなるからです。

それから、日本から見て他の諸国が、例えばヨーロッパやアメリカがどんどん利下げしてきますと、ユーロが下がりドルが下がってきますから、円が全面高になりかねないですね。それを止めるためにも、資金を大量に供給するというようなことがどうしても必要になってきます。ですから私は、これから2009年3月末にかけて再びゼロ金利、そして量的金融緩和政策が復活するということがならざるを得ないと思っています。

## 2. 主要国の成長率見通し

アメリカにつきましては、2008年7-9月期は前期比年率で0.5%のマイナス成長でしたが、10-12月期は3.3%のマイナス成長です。そして2009年1-3月期は1.5%のマイナス

成長、三四半期連続のマイナス成長ということになると思います。しかし、そこで止りまして2009年4-6月期からゆっくりと回復すると、カメの歩みという感じになります。そして、2010年にそれなりに回復してくるということで、2009年は前年比マイナス0.6%、2010年がプラス1.8%ということになります。

ヨーロッパは、2009年が前年比マイナス0.2%、2010年がプラス2.0%と見えています。中国ですが、2009年が前年比プラス7.8%、2010年がプラス8.8%と上海万博の効果もあつて上がつてくると見えています。

## 3. 日本の景気の現状と今後の見通し

### (1) 景気の現状

住宅着工戸数は、改正建築基準法で非常に大きく落ちたのが2007年7-9月期でした。その後持ち直しましたけれども、ここにきてまた需要が落ちてきたという状況です。これがさらに下へ落ちてしまいますと大変なことになりますので、長期金利の低下が望ましいということになります。

乗用車販売は11月に猛烈に落ちました。これも世界的な状況ですね。GM、フォード、クライスラーもそうですが、トヨタ、ホンダ、日産、三菱みんな一緒に大きく落ち込んでいます。自動車メーカーは国内外とも急速に厳しい状況になっていますから、大減産を始めています。しかし、急激にワッと下がると、そこが底になるタイミングではあります。

消費者態度指数、百貨店販売も、大変厳しい状態だと思います。消費者物価が、足元で前月比では下がり、前年比の上昇率も減速し始めております。原油価格が急速に下がった影響が時間差を伴って現れてきます。そのよ

うなことから相当なディスカウントが始まっておりまして。ボーナスなどが落ち込んだり、それから企業が自由度を残すために少し非正規雇用を中心に減らそうとする動きが活発になってきますと、雇用に響いてきます。まずは残業を減らす、それから経費節減ということになります。正社員も含めて大変厳しい新年を迎えるような状態ですからやや節約指向が強まります。しかし、消費者マインドというのは、物価に反応する面がありますので、物価がピークアウトをしたと見ると大底を2008年12月には迎えて反転する時期なのではないかなと思っています。この消費者マインドというのは景気に数か月先行するんですね。これが下げ止まればしめたものというふうに思います。

公共工事請負金額は、99年に小淵総理が景気対策を打ったときは保証事業会社協会ベースで年率35兆円です。ところが足元11兆円ですからもう三分の一以下ということになります。1995年から2000年までをとると25兆円ぐらいですから、それでも半分以下という

ことですから、ちょっと公共投資を削り過ぎたのではないですかというのが率直なところではあります。

非常時でありますから財政はある程度出動するのはやむを得ないと思います。今、真水というか国費が全部で、一次補正と二次補正で7兆円ぐらいになります。いわゆる定額給付金も含まれています。ただし、その二次補正の部分が決まっていない状態ですから早くしなければいけないのですが、そしてさらに、三次補正で国費3兆円ぐらいが追加になると思います。ですから全部で10兆円ぐらいの対策をいたしますと、GDPギャップ、つまり有効需要が総供給を下回る金額ですね、これが2009年1-3月期13兆円ぐらいに達すると思いますけれども、それをオフセットするぐらいの力になるというふうに考えております。なぜかという、非常に古典的ですが、公共投資をやりますと乗数効果が働きますので10兆円でも13兆円ぐらいはいくということです。しかし、やらないとまずいということです。



日経商品指数が急速に落ちておりますけれども、この影響というのはプラスとマイナスがあります。プラスというのは、輸出品の価格を輸入品の価格で割った交易条件が、原油価格などの下落と円高があいまって、改善するということです。これだけ交易条件が改善すると、次の段階では株が底入れする条件が整ってくるというふうに思います。従って、円高で株価が下がるという状況はもうすぐ終わるというふうに私は思っております。

為替はちょっと円高かなと思っておりますが、円安のほうが輸出産業に関わる方々は良いに決まっていますし、日本経済にとっても短期的に良いのですが、交易条件は円安のほうが悪化します。どちらにしても急激に動くのがいけないわけでありまして。先行き円高ドル安がゆっくりと2009年の末ぐらいまで続いて80円台がのぞいてきますけれども、その後ゆっくりと円安に戻すと見ています。

## (2) 今後の景気見通し

国内の経済成長率は、2008年度前年比マイナス0.7%、2009年度プラス0.3%、2010年度はプラス2.0%、そこでまたピークアウトするという見込みです。2011年におそらく消費税が上がるでしょう。これは嫌な話ですけれども、上げないとまずいだらうなと思います。最近欧州諸国では消費税を下げるというアクロバチックな政策をやっていますが、さすがに日本はできないですね。11年度に上げますと地デジが2011年7月からの予定ですから、2010年度に前倒して地デジ対応テレビなどを買う人が多くなりますから恐らく2010年度がとりあえずの景気のピークになるのではないかと思います。

長期金利は、2010年度で10年債の利回りがまた上がって2.2%ぐらいまでいきます。コールレートは0.75%にしかならない予測になっていますが、そうすると株価と長期金利というのは株価を1万で割ると長期金利になりますので、長い期間では2010年度は2万2,000円をつけることがあるかもしれないということです。暗い予測が多いなかで、株価は足元で底入れして、2009年の末ぐらいには1万2,000円台に、2010年度には2万2,000円台ぐらいになるかもしれません。そして、景気はそれほど強くはないけれどもなんとか回復できるのではないのでしょうか。ただし、政府、日銀は、適切な施策を実施することが望まれ、その実施を前提としています。

内外景気、2009年度はどうなるかというのが私のテーマでしたが、世の中が総悲観の中、最終的には明るい展望になってしまいました。

(文責：ぶぎん地域経済研究所)

日時：2008年12月4日(木) 14時～16時 於：武蔵野銀行本店3階ホール
--------------------------------------------