

# 日本経済見通し

## —2010年前半は再びマイナス成長に—

調査部 マクロ経済研究センター

### 目 次

1. 景気の現状
2. 海外経済と輸出
  - (1) アメリカ経済
  - (2) 中国経済
  - (3) 為替相場の影響
  - (4) 輸出の回復パターン比較
3. 国内経済
  - (1) 下振れ圧力①：デフレ
  - (2) 下振れ圧力②：設備投資
  - (3) 下振れ圧力③：人件費
4. 政策効果
  - (1) 前政権の刺激策は息切れ
  - (2) 家計への影響
  - (3) 政府支出への影響
5. 景気見通し
  - (1) 景気のコース
  - (2) リスク・シナリオ

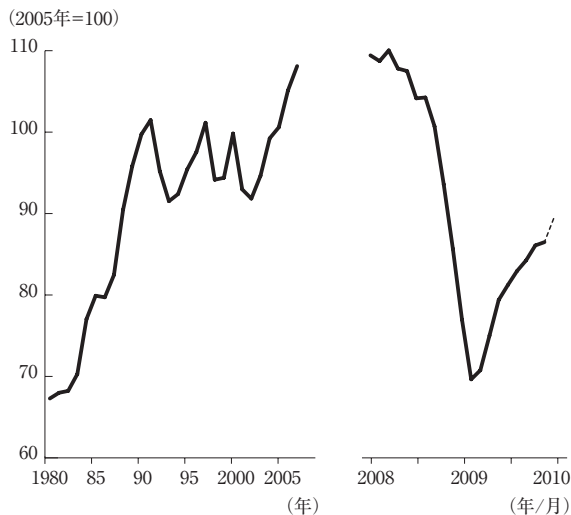
## 要 約

1. わが国経済は、2009年3月を底に、緩やかな回復が持続。もっとも、以下の4点を勘案すれば、景気回復トレンドが定着したと判断するのは時期尚早。
  - ①景気回復の牽引役は内外の景気刺激策であり、ファンダメンタルズは依然として下り坂。
  - ②経済活動も、ようやく過去の景気後退局面のボトム水準に戻った程度。不況感は根強く残存。
  - ③主要国と比べても、わが国は最も低いパフォーマンス。円高が主因。
  - ④足元の景気頭打ち・悪化を示唆する経済指標。
  
2. 海外経済を展望すると、アメリカ経済は、商業用不動産価格の下落、金融機関の不良債権処理、家計のバランスシート調整など様々な構造問題に解消のメドが立っていないため、低迷が長期化。中国経済は、内需を牽引役に成長率は高まる方向。もっとも、わが国の中国向け輸出は、内需向けよりも、「世界の工場」に対する部品・生産設備が中心であるため、中国向け輸出の牽引力に過度の期待は禁物。さらに、リーマン・ショック後の急激な円高によるマイナス影響が2010年末まで残存。輸出の伸びは鈍化する公算大。
  
3. 国内経済を展望すると、三つの調整圧力がマイナス影響。
  - ①デフレ圧力  
足元のGDPギャップは▲6%超。大幅な需要不足により低価格競争が広がるため、消費者物価の下落傾向が長期化。企業の売上高がさらに下振れ。
  - ②設備投資調整圧力  
設備過剰感が過去最高水準で高止まっているため、設備投資の低迷は長期化。とりわけ製造業。内閣府のアンケートでも、製造業の中期的な設備投資計画は大幅マイナスに。
  - ③人件費調整圧力  
雇用過剰感の急上昇を背景に、人件費を削減する動きが本格化。就業者数は、今後1年間でさらに150万人減少する可能性。また、ボーナスを中心に、給与の減少傾向も持続。
  
4. 政策面では、前政権による景気対策効果が息切れし、2010年入り後から景気押し下げに作用。公共投資の減少は2009年中にも始まるほか、自動車・薄型テレビも景気押し上げ効果は減衰。一方、2010年度入り後、新政権の政策により、家計の所得は大幅に増加し、個人消費の下支え要因に。もっとも、財源確保のために政府支出が減少するため、ネットの景気押し上げ効果は限定的。2010年度のGDP押し上げ効果は0.3%ポイント、2011年度は0.2%ポイントと試算。
  
5. 以上を踏まえれば、内外需要の低迷、政策効果の牽引力低下を背景に、2010年前半に再びマイナス成長に転じる見通し。年後半は家計に対する所得支援策が奏功してマイナス成長からは脱するものの、回復力は脆弱。この結果、2010年度の成長率は▲0.1%と、3年連続のマイナス成長となる見通し。さらに、欧米経済の失速、資源価格の高騰、円高などのマイナス圧力が強まれば、景気後退色が一段と強まる恐れ。

## 1. 景気の現状

わが国経済は、2009年3月を底に、緩やかな回復傾向が持続している。実質GDPは、4～6月期に前期比年率+2.7%、7～9月期に同+1.3%と、2期連続のプラス成長となった。この牽引役は製造業である。鉱工業生産は2月を底に増産が続いており、当面の生産計画を織り込んで試算しても、2009年10～12月期まで3期連続のプラスが見込まれている（図表1）。この背景として、在庫調整の一巡、輸出の増加、国内の耐久消費財需要の持ち直しなどが指摘できる。

（図表1） 鉱工業生産（季調値）



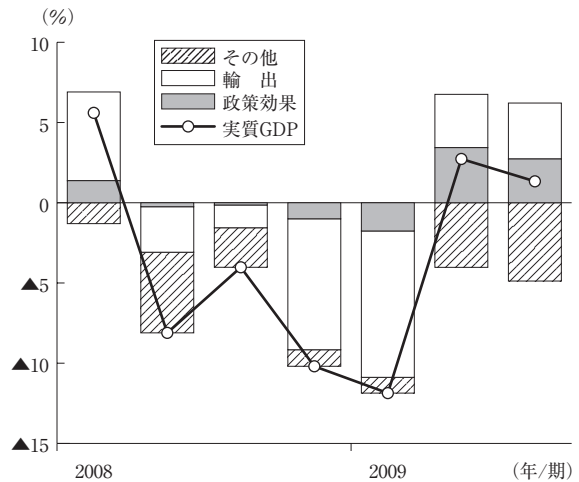
（資料）経済産業省  
（注）直近の2カ月（11～12月）は生産予測指数。

このように、わが国経済はリーマン・ショック後の景気後退から脱し、順調な回復軌道をたどっているように見える。しかし、これらの統計の改善をもって安心感に浸るのは時期尚早と判断される。以下では、四つの切り口から、足元の景気の脆弱性を指摘する。

第1に、春以降の景気回復は自律的な動きではなく、様々な施策によって実力以上に嵩上げされている。4～6月期の実質GDP成長率+

2.7%（年率換算）を寄与度分解すると、①景気刺激策（公共投資・耐久消費財）による押し上げが+3.4%、②輸出による押し上げが+3.3%、③設備投資、サービス消費、住宅投資などを含む「その他」の部分が▲4.0%であった（図表2）。輸出についても、中国などでの公共投資・消費刺激策に誘発されている部分が大いいため、広義の景気刺激策と解釈できる。7～9月期も同様に、政策効果を除く「その他」の寄与は年率▲4.9%であった。つまり、わが国経済は、景気ファンダメンタルズが下り坂にあるなか、景気刺激策によって一時的に押し上げられている状態である。

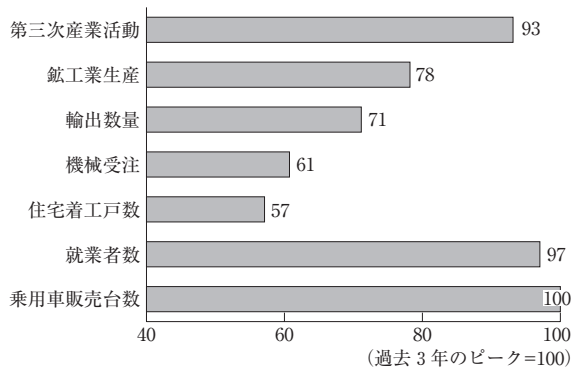
（図表2） 実質GDP成長率の寄与度（前期比年率）



（資料）内閣府「国民経済計算」をもとに日本総合研究所作成

第2に、経済活動水準でも、回復を実感するにはほど遠い状況にある。大半のセクターが、直近ピーク時を大きく下回るレベルにとどまっている。とりわけ、製造業の落ち込みは深刻である。鉱工業生産や輸出数量が2～3割落ち込んでいるほか、機械受注は6割程度の水準となっている（図表3）。確かに鉱工業生産は回復傾向にあるものの、2008年度下期の落ち込

(図表3) 直近の経済活動水準



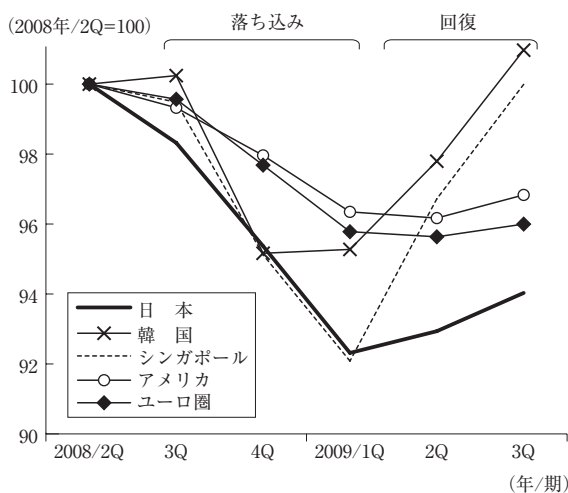
(資料) 経済産業省、財務省、内閣府、国土交通省、厚生労働省、自販連

みがあまりにも大きかったため、足元でもようやく過去の景気後退局面のボトム水準に戻った程度にすぎない(図表1再掲)。また、家計部門では、住宅着工が半減している。

第3に、主要国と比較しても、わが国経済が最も低いパフォーマンスである(図表4)。

リーマン・ショック(2008年9月)後の景気後退を二つのフェーズに分けてみると、まず第1フェーズの2008年度下期に、わが国経済は欧米諸国を上回るスピードで悪化した。これには、輸出依存度が高いことが背景にある。欧米景気の悪化により、所得弾性値が比較的高い貿易財

(図表4) リーマン・ショック後の実質GDP

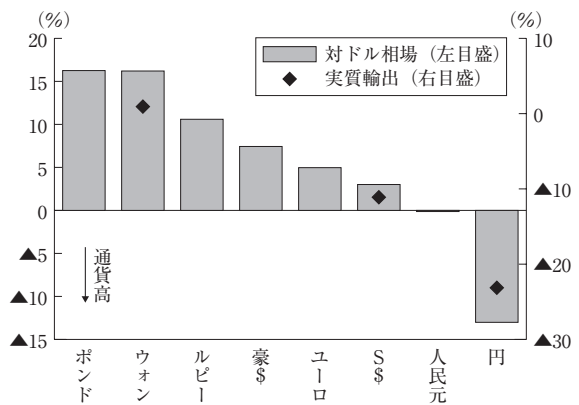


(資料) 各国統計

の需要が急減したのである。したがって、経済構造が似ている韓国・シンガポールでも同様に、景気が急激に落ち込んだ。

第2フェーズの2009年度上期には、各国とも景気回復に転じた。しかし、わが国の回復ペースは欧米諸国並みの緩慢さであった。これは、韓国・シンガポールにおける急回復と対照的な姿である。この主因は、リーマン・ショック後の数カ月間に進行した円高により、わが国の製品の競争力が大きく低下したことである(図表5)。

(図表5) 対ドル相場と実質輸出 (2009年7~9月期の前年同期比)

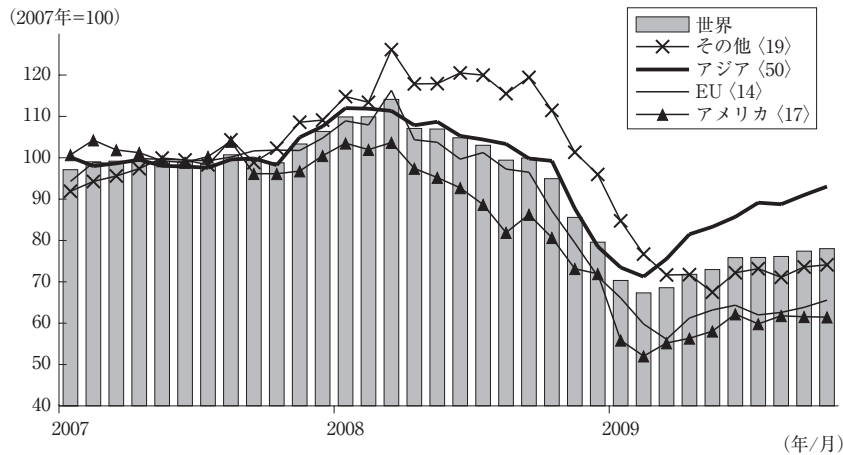


(資料) IMF, "IFS", 各国統計

わが国の実質GDPが最も大きく落ち込んだのは、輸出依存型の経済構造にもかかわらず、大幅な円高水準にシフトしたため、景気拡大の牽引力が削がれてしまったことが背景にある。2009年入り後、実質実効為替レートは横ばい圏内の動きになり、円高には歯止めがかかっている。しかし、円高のマイナス影響は約2年間持続するため、現時点でもリーマン・ショック後の円高の影響が根強く残り、競争力の回復には至っていない。

第4に、こうした脆弱な経済基盤が続くなか、足元の各種指標をみると、内外需要が失速する

(図表6) 実質輸出 (季調値)



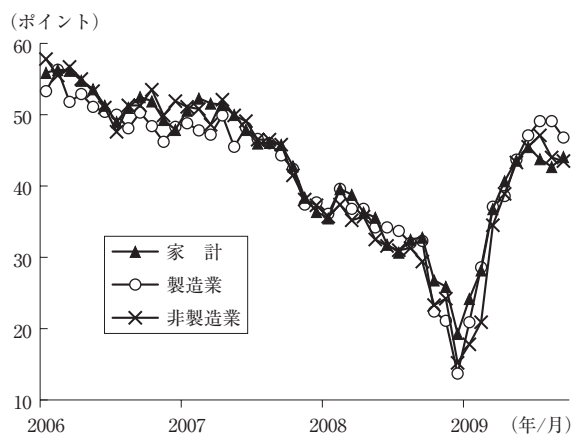
(資料) 財務省、日本銀行の資料をもとに日本総合研究所作成  
 (注) その他は中東・ロシアなど。〈 〉は2008年度のシェア。

兆しが表れている。まず、わが国景気のカギを握る輸出の足取りが重い。輸出は今年3月に増加に転じたが、足元では増勢が鈍化する兆しがみられる。地域別にみると、アジア向けはまだ伸びているものの、欧米向けが頭打ちになっている(図表6)。国内に目を転じると、これまで改善傾向をたどってきた景気ウォッチャー調査の先行き判断DIが弱含みに転じている(図表7)。とくに心配なのは、製造業の先行き判断DIが大きく低下したことである。さらに、10月の消費者物価(除く食料・エネルギー)が

前年同月比▲1.1%の下落となるなど、デフレ色も一段と強まっている。

こうしてみると、過去半年間の景気回復がこのまま順調に持続するとは限らないことが分かる。では、景気の先行きをどうみればいだろうか。足元の景気回復の特徴を踏まえれば、今後を展望するうえでポイントとなるのは、①景気刺激策の持続性、②最終需要の回復力、の2点である。後者については、さらに海外景気と国内景気の二つに分けられる。以下では、それぞれの行方を展望してみたい。

(図表7) 景気ウォッチャー調査の先行き判断DI



(資料) 内閣府

## 2. 海外経済と輸出

2008年の景気後退の引き金となったのは、輸出の急減である。今後のわが国景気を展望するうえでも、輸出の動向が大きな注目点である。輸出数量は依然として前年を2割も下回っているが、これが本格回復することになれば、大きな景気牽引力が期待できる。輸出相手国別にみると、ピーク時の3分の2に落ち込んでいるアメリカ向けの行方が一番大きな関心事であろう。

## (1) アメリカ経済

そこで、アメリカ景気の現状をみると、小売売上高や製造業景況指数など若干明るい指標もみられるようになってきた。しかしながら、企業・家計部門の回復ペースは極めて緩慢である。雇用者数の減少に歯止めがかかっておらず、鉱工業生産も自動車を除けば回復感に乏しい状態が持続している。商業用不動産価格の下落、金融機関の不良債権処理、家計のバランスシート調整など様々な構造問題に解消のメドが立っていないだけに、アメリカ経済の低迷は長期化するとみておく必要がある。加えて、わが国のアメリカ向け輸出は、自動車や産業機械が大きなシェアを占める。これらは所得弾力性の高い製品であるため、アメリカ景気が本格回復しない限り、需要が盛り上がりえない公算が大きい。したがって、アメリカ向けの輸出は低調な状態が続くと予想される。

さらに、2009年度後半を中心に、アメリカ向け輸出がもう一段減少する可能性もある。アメリカ向け輸出は春ごろから若干持ち直してきた。この主因は、自動車輸出の増加である。背景には、アメリカ内の在庫調整が一段落したことに加え、連邦政府が7月に始めた自動車買い換え支援策による需要増があった。しかし、こうしたプラス要因はすでに消滅している。在庫調整の終了による需要増加は、在庫が適正水準に回復するまでの一時的な動きにすぎない。さらに、買い換え支援策についても30億ドルの予算枠を8月下旬に使い切ってしまった。そのため、雇用環境が悪化するなか、今後、自動車販売が急減するとの懸念も台頭している。当然、わが国からアメリカ向けの自動車輸出も、減少するとみておく必要がある。

アメリカ向け輸出が回復するには、アメリカでの構造調整問題の解消が不可欠であり、その

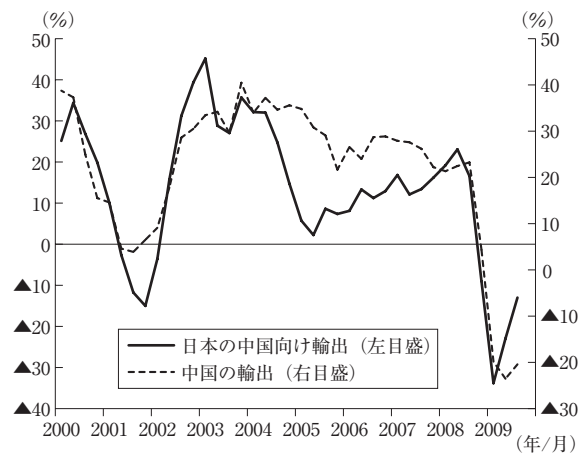
早急な実現は困難と思われる。

## (2) 中国経済

では、中国向け輸出についてはどうか。中国向けはすでにわが国輸出の2割強を占めているため、仮にアメリカ向け輸出に期待ができないとしても、中国向けに支えられて輸出が拡大するというシナリオも考えられる。実際、2009年入り後の中国の実質GDP成長率は期を追うごとに高まっており、日本製品に対する需要増加を期待する声も強まっている。

しかし、このシナリオが実現する可能性は低い。その理由として、中国の景気対策がインフラ整備中心であることが指摘できる。中国の固定資産投資とわが国の中国向け輸出との間には、建設機械など一部品目を除いて、ほとんど相関はみられない。これは、わが国の中国向け輸出が、中国から欧米向けに輸出される電気機器・情報通信機械の電子部品など、輸出産業向けが中心であるためである。また、中国では自動車販売が急増しているが、わが国の中国向け輸出に占める自動車のシェアは1割以下であり、輸出全体を牽引するには力不足である。

(図表8) 中国の輸出と日本の中国向け輸出  
(ドル建て、前年同期比)



(資料) 中国国家统计局、財務省

結局のところ、わが国の中国向け輸出は、「中国の内需」向けというよりもむしろ、「世界の工場」に対する部品・生産設備の供給が中心である。実際、中国の輸出とわが国の中国向け輸出には高い連動性がみられる（図表8）。したがって、わが国の中国向け輸出が本格的に回復するには、中国の欧米向け輸出の拡大、すなわち、欧米景気の回復が不可欠の条件である。

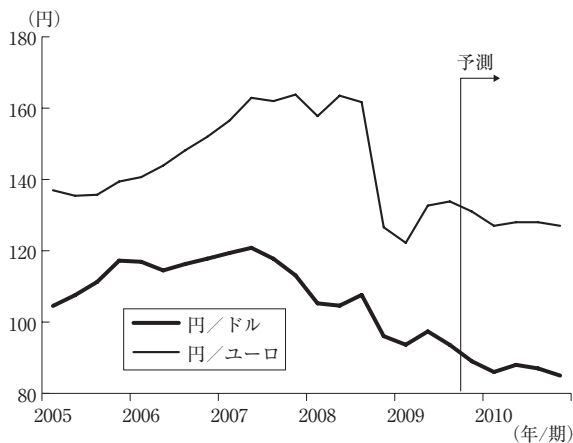
(3) 為替相場の影響

輸出に影響を与えるもう一つの要因として、為替レートが挙げられる。そこで為替レートを展望すると、欧米諸国での金融不安・景気低迷などを背景に、基本的にはこれまでの円高基調が持続する見通しである（図表9）。ただし、わが国景気の不透明感から積極的な円買い材料も乏しいため、円高進行は緩やかなペースになるとみられる。

円高がわが国経済に与える影響としては、①短期的に表れる価格変動を通じた影響、②中期的に表れる数量変動を通じた影響、の2ルートを描ける。

まず、価格変動を通じた影響では、輸出企業は為替差損を被る一方、輸入企業は為替差益を

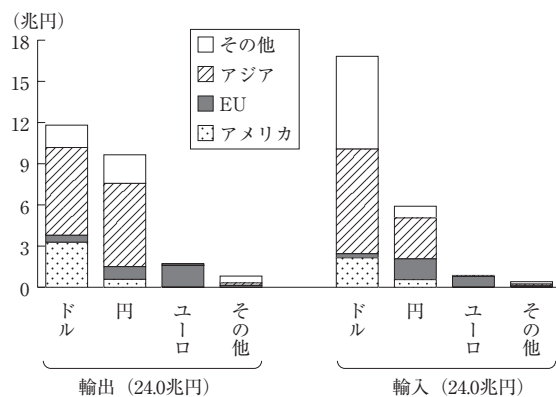
(図表9) 為替レートの展望



(資料) データストリーム

受ける。では、両者を差し引いたネットの影響はどうか。2009年前半のデータをもとに試算してみると、輸出サイドよりも輸入サイドの外貨建て決済額が大きくなっているため、ネットで見るとわが国所得を押し上げるとの結果が得られる（図表10）。この背景には、①主にドルで決済されるアメリカ向け輸出が急減し、輸出に占めるドル建て決済の比率が低下した一方、②ドルで決済される資源輸入はそれほど減少しなかったため、輸入に占めるドル建て決済の比率が上昇したからである。価格面からみる限り、円高ドル安が進むほど、わが国の国内所得は増加するという関係にある。ただし、円高進行が緩やかにとどまるという前提に立てば、今後1年間の円高による所得押し上げ効果はGDPの0.1%程度にすぎない。

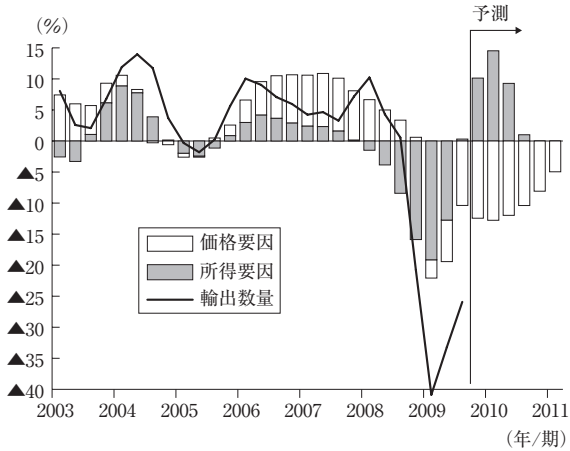
(図表10) 決済通貨別の貿易額 (2009年上半期)



(資料) 財務省データをもとに日本総合研究所作成

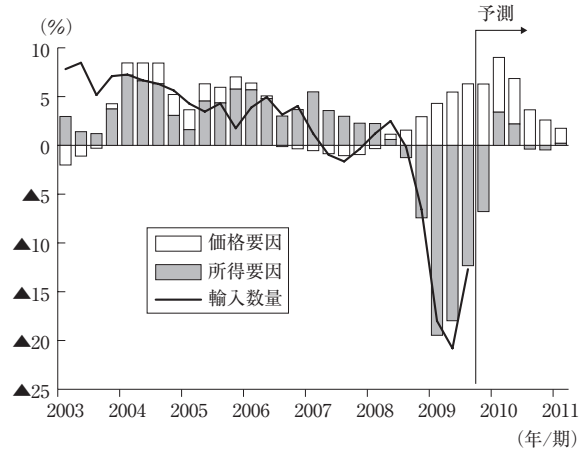
一方、数量変動を通じた影響としては、わが国製品の価格競争力の低下を通じて、輸出数量が減少し、輸入数量が増加するため、国内生産が減少することになる。当面、円高進行は緩やかにとどまると予想されるため、限界的なマイナス影響は小さい。もっとも、円高のマイナス影響は約2年間続くため、リーマン・ショック

(図表11) 輸出数量関数の推計  
(前年同期比)



(資料) 財務省、OECD資料などをもとに日本総合研究所作成  
(注1) 所得要因はOECD景気先行指数、価格要因は実質実効レート。  
(注2) 先行きの前提は当社予測値に基づく。

(図表12) 輸入数量関数の推計  
(前年同期比)



(資料) 財務省、内閣府資料などをもとに日本総合研究所作成  
(注1) 所得要因は実質GDP、価格要因は輸入物価/国内企業物価。  
(注2) 先行きの前提は当社予測値に基づく。

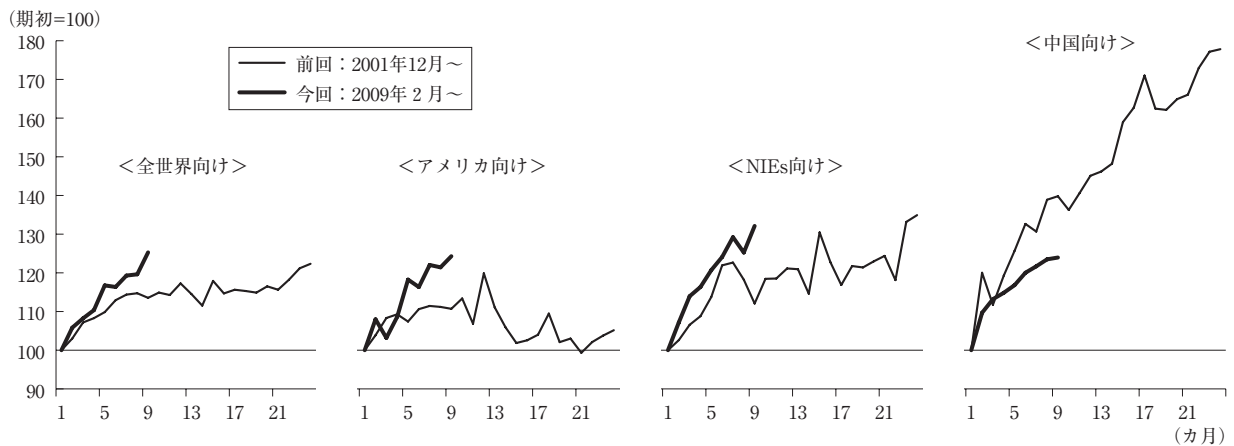
後の急激な円高によるマイナス影響が2010年末まで残存する。実際、2年のラグを持った輸出数量関数と輸入数量関数を推計してみると、いずれも、為替変動を主因とする価格要因が純輸出を押し下げる方向に働き続けることが示される(図表11、12)。

海外景気の低迷に加え、円高の影響も残るため、輸出の伸びは鈍化する公算が大きい。輸入押し上げ効果も働き、GDPに対する純輸出の寄与はマイナスに転じる見通しである。

(4) 輸出の回復パターン比較

ここで、前回の景気回復局面における輸出の回復パターンと、今回の回復パターンを比較してみたい。今回の輸出拡大は2009年3月に始まったが、2002年初頭に始まった前回の拡大局面と同パターンの回復軌道をたどっている(図表13)。すなわち、いずれも最初の9カ月間で輸出が1割超の急増となった。もっとも、これは、世界的な在庫・生産調整の終了に伴う反動増という側面がある。

(図表13) 景気回復局面における輸出数量の回復パターン比較



(資料) 財務省資料をもとに日本総合研究所作成



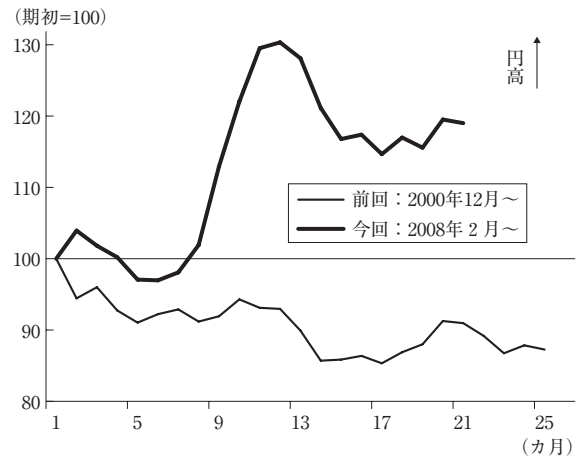
前回の回復局面では、9カ月間の輸出増加のあと、約1年間の「足踏み」局面に変わった。イラク情勢の緊迫化などを背景としたアメリカ消費マインドの悪化が主因である。実際、アメリカ向け輸出は、2002年に増加したものの、2003年には減少した。それに連動して、NIEs向けも2003年に増勢が鈍化した。

今回の回復パターンをみると、まさに前回輸出が頭打ちになったポイントに差し掛かっていることが分かる。さらに、アメリカ経済の状況は、前回と比べても今回の方がはるかに深刻である。2010年入り後にアメリカ景気の失速が予想されるほか、自動車需要の反動減も懸念されるため、輸出の回復トレンドが途切れる公算が大きい。

加えて、今回は、前回よりも厳しい輸出環境にあるため、輸出が減少に転じる可能性もある。第1に、前回よりも中国経済の牽引力が低下している。中国は2003～2007年の成長率が10%を超えていたのに対し、足元の成長率は9%前後である。また、前回の景気拡大が「世界の工場」としての地位を固める過程での急成長だったのに対し、今回は各種景気刺激策によって押し上げられている状態である。したがって、前回のような中国向け輸出の急増は期待薄である。第2に、2002年後半から円安が進んだのに対し、今回は逆に円高が進行している（図表14）。足元では円高が若干緩和しているものの、依然として輸出を押し下げる力が働いている。

さらに、輸出の変動がわが国経済に及ぼすインパクトも大きくなっている。GDPベースの輸出依存度は2002年に11%だったのに対し、直近ピークの2008年に17%近くまで上昇した（図表15）。輸出が急減した現在でも13%の高さである。輸出依存度が高まるなかでの輸出低迷は、国内経済にも大きなマイナス影響を及ぼすと予

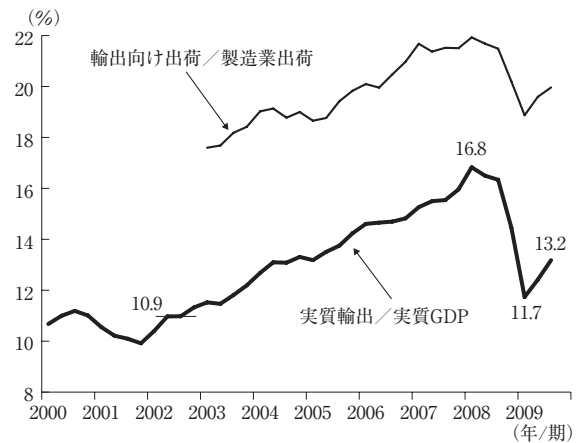
(図表14) 実質実効為替レートの比較



(資料) 日本銀行

(注) ラグを考慮して輸出のボトムの前1年を期初とした。

(図表15) 輸出依存度



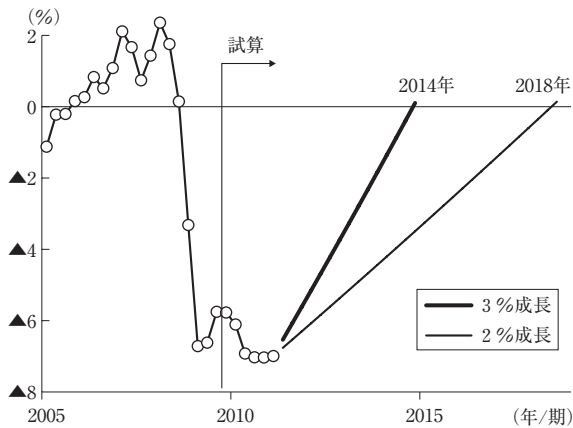
(資料) 経済産業省、内閣府

想される。

### 3. 国内経済

外需に期待できないとしたら、内需はどうか。結論を先取りすれば、内需についても当面は回復に転じる可能性は低いと判断される。企業の生産活動が回復しているのに、なぜ内需は回復しないのだろうか。カギを握るのは、景気の「方向性」ではなく「水準」である。リーマン・ショック後の急激な景気後退で、大幅な需給ギャップが発生してしまった。試算によれば、

(図表16) GDPギャップの展望



(資料) 内閣府データなどをもとに日本総合研究所作成  
 (注) 潜在成長率は1%と仮定。

7～9月期のGDPギャップ（潜在GDP－実際のGDP）は6%超の水準である（図表16）。つまり、国内の生産要素の6%が使用されていないということである。これが、以下に述べるような三つの下振れ圧力として国内景気を下押しすると考えられる。

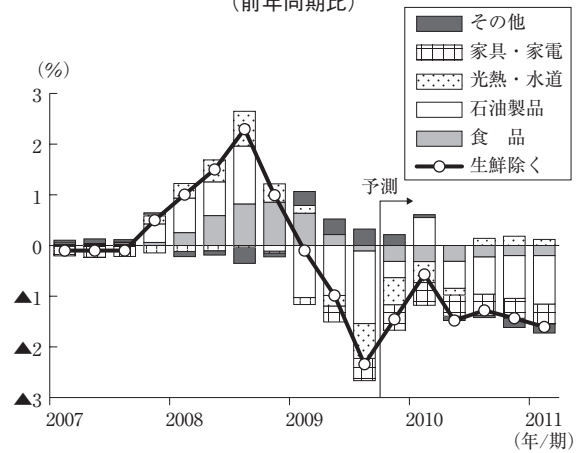
(1) 下振れ圧力①：デフレ

一つめの下振れ圧力は、デフレ圧力である。

大幅な需要不足により、企業の間で販売価格の引き下げ競争が広がる見通しである。また、所得環境の悪化により、消費者の低価格志向も急速に強まっている状況にある。そのため、資源価格の下落に伴う物価押し下げ圧力が一巡したあとも、消費者物価のマイナス傾向が持続すると予想される（図表17）。さらに、デフレ傾向は長期化の公算が大きい。GDPギャップが解消する時期は、3%という高めの成長率を想定しても2014年まで後ズレすると試算される。この間は、需要不足を背景とする物価下落圧力が残存することになる。

物価下落は、実質購買力の向上を通じて、家計の実質消費を押し上げるというプラス面もあ

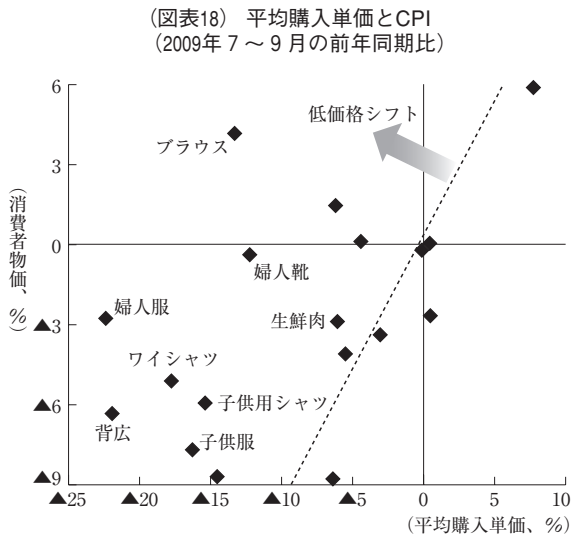
(図表17) 消費者物価の予測 (前年同期比)



(資料) 総務省資料をもとに日本総合研究所作成  
 (注) 2010年度は暫定税率の廃止を想定。

る。しかし、それ以上に国内需要を押し下げるマイナス影響が大きい。まず、企業部門では、販売価格の下落により売上が減少するため、企業収益がさらに悪化する。これが、雇用者所得・設備投資の減少、企業倒産の増加に波及する。また、家計部門でも、住宅ローンを抱える世帯を中心に実質債務残高が増加するほか、デフレ予想により耐久消費財の購入先送りなどの動きが顕在化する。これらが需給ギャップをさらに拡大させ、消費者物価が一層下落するという、スパイラル的な落ち込みにつながるリスクがある。

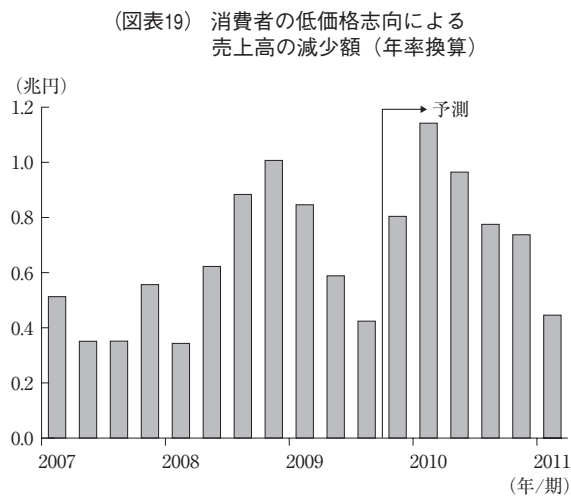
さらに、足元のデフレ圧力は、表面的な消費者物価の下落以上に深刻である。同一品目で平均購入単価と消費者物価を比べると、平均購入単価の方が大きく下落している（図表18）。消費者物価は、決められた調査対象品目の物価動向を継続調査したものである。一方、平均購入単価は、消費者が実際に購入した金額を購入数量で単純に割り算したものである。したがって、消費者の節約意識が強まり、より価格の安い商品に支出がシフトすると、平均購入単価は消費者物価を大きく上回って下落することになる。



(資料) 総務省資料をもとに日本総合研究所作成

典型例は衣料品である。婦人服では、CPIが前年比▲3%にとどまるなか、平均購入単価は同▲22%となっている。一つひとつの製品の価格も下落しているが、消費者はそれだけで満足しておらず、さらに価格の安い製品にシフトしている姿が鮮明である。

こうした動きは、給料が減るなかで、消費者にとっては当然の生活防衛策である。しかし、企業からみれば、価格競争の激化を通じて、全体の売上高を減少させてしまう。実際に試算し



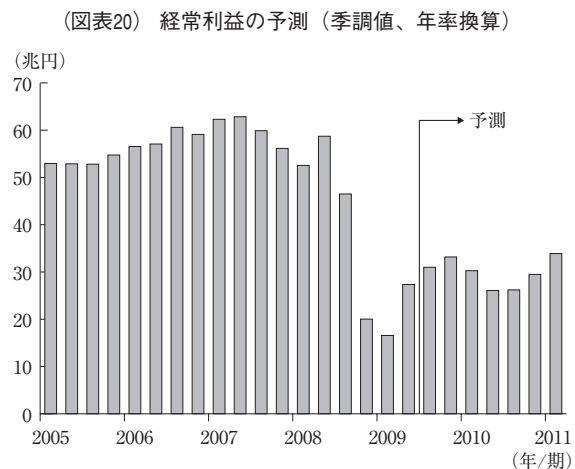
(資料) 内閣府、総務省資料などをもとに日本総合研究所作成  
(注) CPIと消費デフレーターを参考に試算。

てみると、消費者の低価格志向によって、企業の売上高は年1兆円近く押し下げられる可能性もある(図表19)。企業が感じているデフレ圧力は、消費者物価の下落に表れる数字以上に厳しくなっていると考えられる。

## (2) 下振れ圧力②：設備投資

二つめの下振れ圧力は、設備投資調整圧力である。

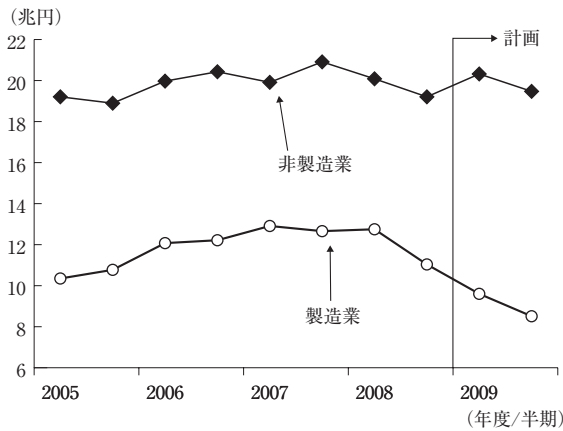
経常利益は最悪期を脱したものの、このまま順調に増益基調が続く見込みは薄い。売上高の増勢鈍化、デフレ圧力の強まりによる利益率低下を背景に、経常利益はピーク時の半分程度の水準で一進一退の動きになる見通しである(図表20)。設備投資の原資となるキャッシュフローも、大きな制約を受けざるを得ない。



(資料) 財務省資料をもとに日本総合研究所作成

収益の低迷を受け、設備投資も減少傾向が持続するとみられる。先行指標の機械受注・建築着工ともに低水準が続いており、少なくとも2009年度いっぱいには設備投資の減少局面が続く見通しである。日銀短観の2009年度計画をみても、製造業は下期も大幅減少となる見込みとなっている(図表21)。非製造業についても、鉄

(図表21) 大企業の設備投資額 (季調値、年率換算)

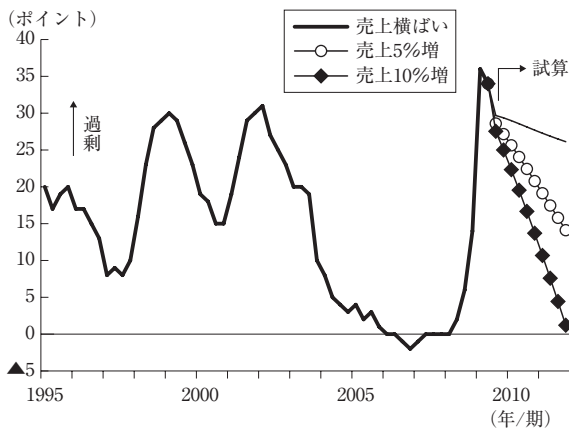


(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」  
 (注) ソフトウェアを含み、土地を除くベース。

道・電力などのインフラ関連投資が下支えとなっているものの、内需低迷を受けて、2010年度以降は弱含みに転じる公算が大きい。

さらに、設備過剰感が過去最高水準で高止まっているため、企業業績が回復に転じても、設備投資の低迷は長期化する可能性がある。ちなみに、売上高が年平均+10%という高いペースで増加しても、製造業の設備過剰感が解消するのは2年後の2011年末になる(図表22)。この間は、設備投資抑制、過剰設備廃棄の動きが持続する。

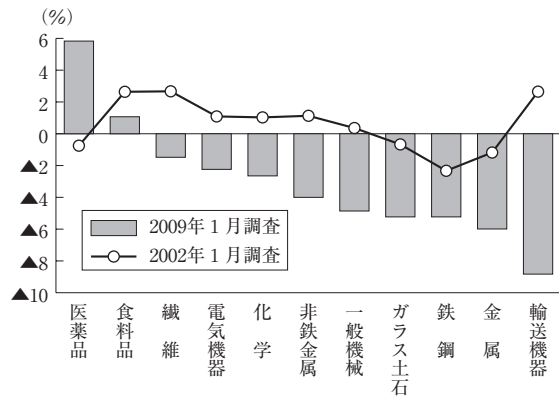
(図表22) 設備過剰感のシミュレーション (製造業)



(資料) 日銀短観、法人企業統計をもとに日本総合研究所作成  
 (注) 有形固定資産回転率をベースに試算。売上高の伸び率は年率。

2009年1月に実施されたアンケート調査も、こうした見方をサポートしている。製造業の業種ごとに、今後3年間の設備投資の平均伸び率をみると、前回の景気後退局面のボトム(2002年1月)時点では、伸び率は大幅に低下したとはいえ、平均で見ればゼロ近辺にとどまっていた(図表23)。しかし、直近(2009年1月)のアンケートでは、大半の業種で今後3年間の設備投資計画がマイナスに転じている。とりわけ自動車では、今後3年間の平均が▲9%の見込みである。この点からも、企業の中期的な設備投資マインドは相当冷え込んでいると判断される。

(図表23) 今後3年間の設備投資の平均伸び率



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

### (3) 下振れ圧力③：人件費

三つ目の下振れ圧力は、人件費調整圧力である。

収益減少を主因とする労働分配率の急上昇を背景に、雇用過剰感は急上昇している(図表24)。2008年の雇用不足の状態から、1年たらずで過去最高水準の過剰感に達した。雇用過剰感の急上昇を背景に、今後、人件費を削減する動きが本格化するとみられる。

まず、雇用面では、2008年初以降、就業者数

は167万人減少した（図表25）。しかし、これでも雇用調整は道半ばである。推計式に基づけば、今後1年間で雇用がさらに150万人減少する可能性がある。これまでのような派遣・パートの削減は限界に近づきつつあるため、今後は正社員の削減、新卒採用の抑制が中心になるとみられる。

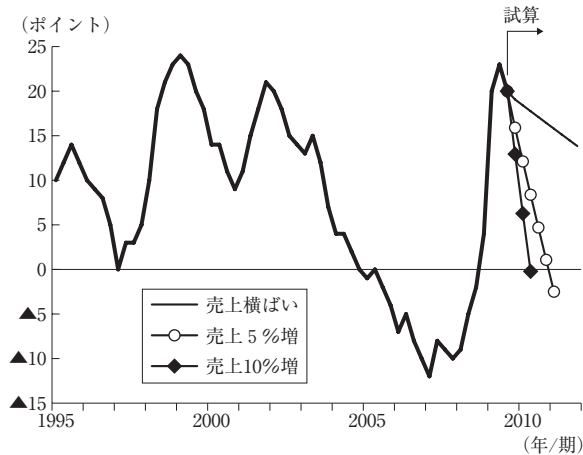
また、給与面でも、所定内給与・ボーナスの減少が持続するとみられる。とりわけ、収益悪

化を受けて、ボーナスは今後2年間、大幅減少が続く見通しである（図表26）。

雇用の減少、賃金下落を背景に、雇用者報酬は減少傾向が持続すると見込まれる（図表27）。2008年初頭に比べると、2010年末時点の雇用者報酬は約6%低い水準になると予想される。

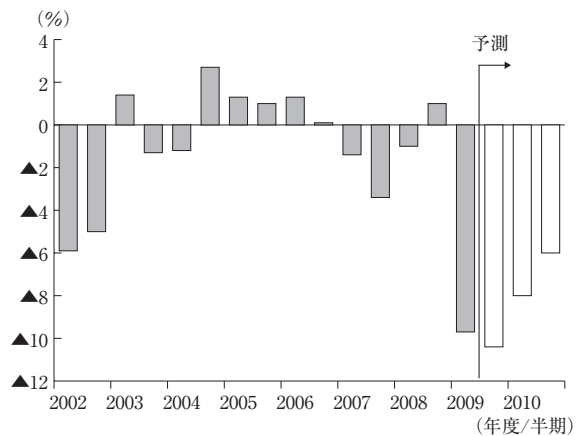
所得環境の悪化は個人消費の押し下げ要因だけでなく、住宅投資にも大きなマイナス影響を

(図表24) 雇用過剰感のシミュレーション  
(全産業)



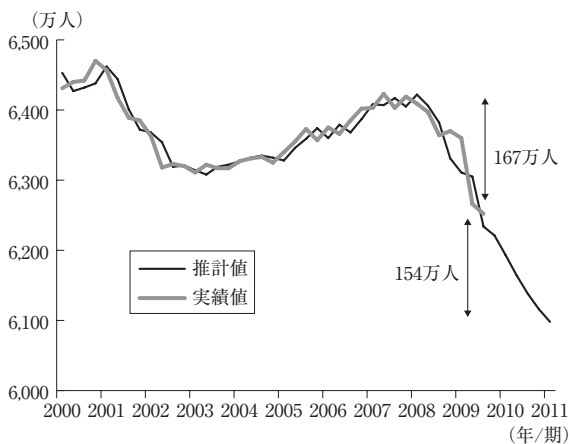
(資料) 日銀短観、法人企業統計をもとに日本総合研究所作成  
(注) 労働分配率をベースに試算。人件費は年▲1%と仮定。売上高の伸び率は年率。

(図表26) 賞与の見通し  
(前年同期比)



(資料) 財務省、厚生労働省資料をもとに日本総合研究所作成

(図表25) 就業者数の推計

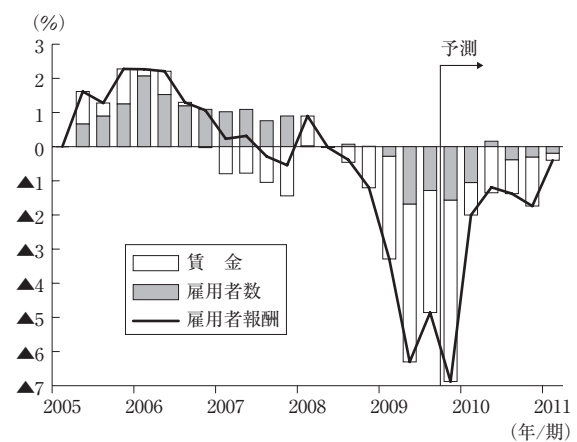


(資料) 総務省、内閣府資料データをもとに日本総合研究所作成  
(注) 推計式は以下の通り。

$$\ln(L) = 0.17 + 0.82 * \ln(L < -1 >) + 0.11 * \ln(GDP) - 0.0004 * \text{トレンド}$$

推計期間は1994/2Q～2009/3Q、修正R\*R=0.947

(図表27) 雇用者報酬の見通し  
(前年同期比)



(資料) 総務省、厚生労働省資料をもとに日本総合研究所作成

及ぼす。年率70万戸レベルまで落ち込んでいる住宅着工戸数は、さらなる雇用・所得環境の悪化が予想されるなか、低水準が長期化する見通しである。

#### 4. 政策効果

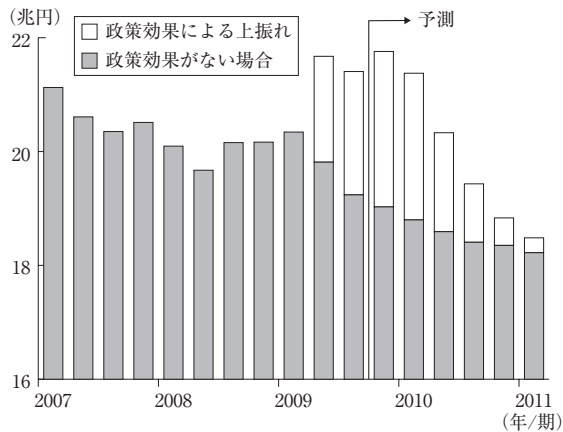
では、政策効果についてはどうか。前政権によって大規模な景気対策が打たれたほか、新政権も、個人消費の喚起をテコとした景気拡大の実現を謳っている。

##### (1) 前政権の刺激策は息切れ

まず、自民党前政権が策定した景気対策による押し上げ効果はすでにピークを越えている。2010年入り後から息切れ感が明確化する公算が大きい。

とりわけ公共投資は急激に落ち込む見通しである。2009年3月から夏場にかけて、2008年度の第2次補正予算、2009年度の本予算、2009年度の第1次補正予算に盛り込まれた公共工事が相次いで着工した。これが、4～6月期の公共投資の大幅増加につながった(図表28)。しかし、公共投資の上振れは永続的なものではなく、

(図表28) 前政権の景気対策に伴う公共投資の上振れ  
(名目、季調値、年率換算)

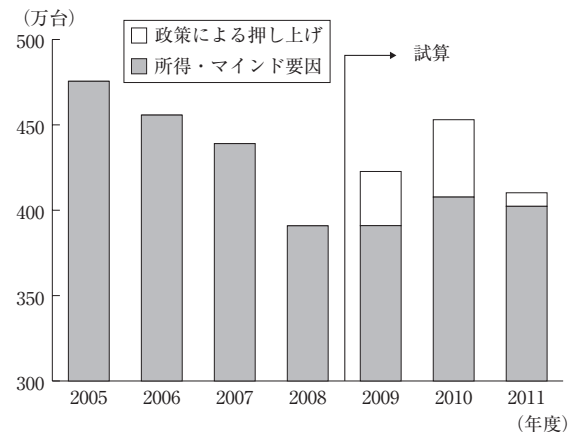


(資料) 内閣府資料などをもとに日本総合研究所作成  
(注) 景気対策による積み増し分は2年間で3.2兆円と試算。

予算を消化するにしがた、元の水準に戻る動きが生じるものである。実際、足元の受注動向をみても、国を中心に減少に転じる兆しが現れている。工事ベースの公共投資も、2010年1～3月期から大幅減少に転じ、成長率を大きく下押しする見通しである。

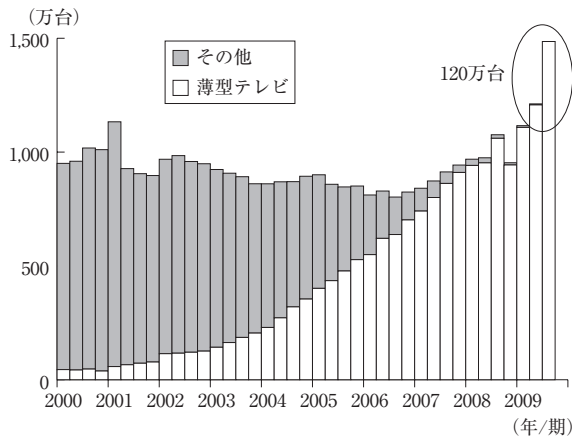
もう一つの景気対策の柱である消費刺激策についても押し上げ効果は減衰するとみられる。定額給付金の支給、エコカー減税、エコポイント制度などの実施により、4～6月期以降の個人消費は、雇用・所得環境が悪化するなかでも堅調に増加した。しかし、消費刺激策についても、その効果は徐々に薄れつつある。経済産業省の出荷統計をみても、薄型テレビや乗用車の出荷台数は増勢が鈍化傾向にある。さらに、制度廃止が見込まれる2011年以降に大幅反動減のリスクもある。もともと、今回実施された消費刺激策は、持続的に需要を押し上げる性格のものではなく、将来の需要を先取りして現在の需要下振れを埋め合わせるという側面が大きい。推計式に基づけば、乗用車・薄型テレビともに、販売台数が1割以上減少する可能性がある(図表29、30)。とりわけ、薄型テレビは潜在需要に対して5割近く上振れているため、大きな反

(図表29) 自動車の販売台数



(資料) 自販連資料などをもとに日本総合研究所作成

(図表30) テレビの国内出荷台数  
(季調値、年率換算)



(資料) 電子情報技術産業協会

動減が生じる可能性が高い。

(2) 家計への影響

次に、民主党新政権による政策効果を分析したい。

新政権の政策により、2009年度以降の家計の可処分所得は大幅に増加するとみられる。最終的にどの政策が採用されるか不透明な部分もあ

るが、現時点(12月9日)での情報をもとに試算すると、負担増の影響を控除した純受取額は、2010年度に4.1兆円、2011年度に7.0兆円に達すると見込まれる(図表31)。なかでも、子供手当のインパクトが大きい。前年差でみた所得押し上げ効果も、2010年度に4.1兆円、2011年度に2.9兆円に達する。各々、年間可処分所得の1.3%、0.9%に相当する規模である。

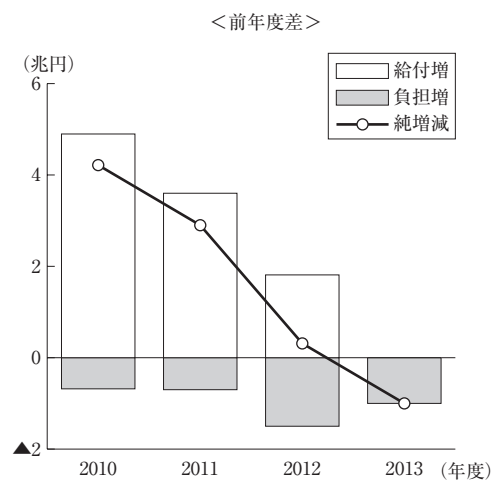
次に問題になるのは、増加した所得を消費に回す割合(限界消費性向)である。過去10年間の実績をもとに推計したところ、限界消費性向は0.55と推計されたため、今回の見通し作業では、可処分所得増の約半分が消費支出として使われると想定した。これに基づけば、個人消費は、2010年度に2.3兆円(0.8%)、2011年度に1.6兆円(0.6%)押し上げられると見込まれる。四半期別では、向こう2年間は前年比でみた押し上げ効果が持続する(図表32)。民主党の目論見通り、個人消費にはかなりのプラス影響が表れると予想される。

もっとも、消費押し上げ効果は限界消費性向

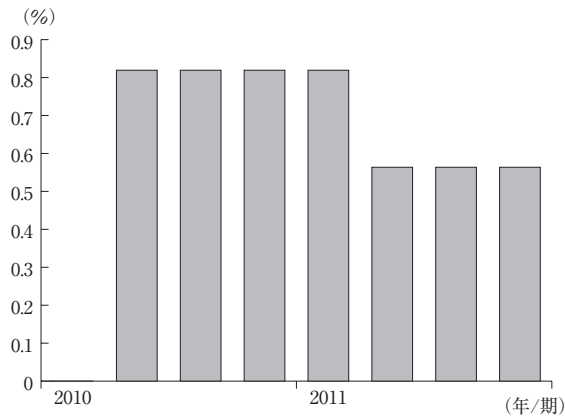
(図表31) 民主党の政策が家計に与える影響

	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
<b>給付増</b>	4.9	8.5	10.3	10.3
子供手当・出産一時金	3.2	5.4	5.4	5.4
公立高校無償化	0.5	0.5	0.5	0.5
児童扶養手当の拡充	0.1	0.1	0.1	0.1
公的年金控除引き上げ	0.2	0.2	0.2	0.2
後期高齢者医療制度廃止	0.0	0.0	0.9	0.9
介護労働者の賃上げ	0.0	0.0	0.8	0.8
暫定税率廃止	0.9	0.9	0.9	0.9
高速道路無料化	0.0	0.4	0.6	0.6
農業戸別所得補償	0.0	1.0	1.0	1.0
<b>負担増</b>	▲0.8	▲1.5	▲3.0	▲4.0
配偶者控除の廃止	0.0	0.0	▲0.4	▲1.0
扶養控除の廃止	▲0.1	▲0.5	▲1.3	▲1.4
児童手当の廃止	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5
公務員人件費削減	▲0.2	▲0.5	▲0.8	▲1.1
<b>純増減</b>	4.1	7.0	7.3	6.3

(資料) マニフェストをもとに日本総合研究所作成



(図表32) 民主党政権による個人消費押し上げ効果  
(前年同期比)



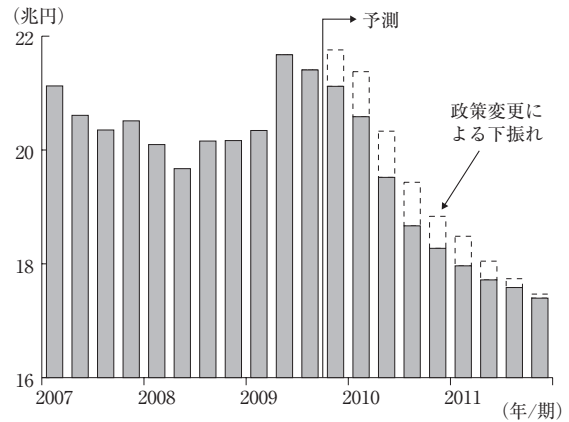
(資料) マニフェストなどをもとに日本総合研究所作成

に依存しているため、限界消費性向次第では、想定よりも下振れあるいは上振れる可能性がある。下振れリスクとしては、財源不足から増税論議が前倒しで持ち上がり、将来の家計負担増への懸念が高まって、限界消費性向が低下する可能性である（リカード効果）。実際、暫定税率の環境税への組み替え、タバコ税の引き上げなどが検討されている状況である。逆に、上振れリスクとしては、所得環境の悪化により流動性制約に直面する（生計が苦しい）世帯が増加しており、こうした世帯に資金を分配することにより、その大半が消費支出に回る可能性が考えられる。

(3) 政府支出への影響

ただし、新政権の政策効果は、こうしたプラス面だけではない。財源確保のため、政府支出は減少する見通しである。とりわけ、公共投資は大幅減少になる。前政権の公共事業計画でも2010年入り後の急減が見込まれていたが、新政権は2009年度1次補正予算に計上された公共事業を一部中止するほか、2010年度の公共事業予算も大幅に削減する方針である。この通りに実行された場合、公共投資が減少に転じるタイミ

(図表33) 民主党政権に伴う公共投資の下振れ  
(名目額、季調値、年率換算)



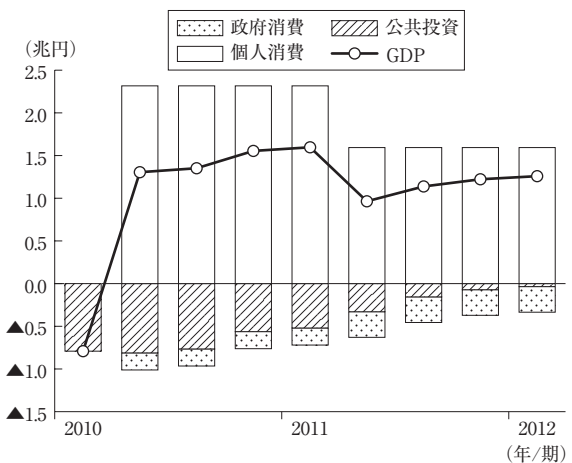
(資料) 予算書、マニフェストなどをもとに日本総合研究所作成

ングが前倒しになるだけでなく、その後の落ち込みも一層厳しくなる可能性が高い（図表33）。また、「税金の無駄遣い」が見直される結果、政府消費も大きく減少する可能性が高い。

この結果、政府支出の減少が、個人消費の増加分を一部相殺するため、ネットでみた景気押し上げ効果は小幅にとどまる見通しである（図表34）。具体的には、2010年度のGDP押し上げ効果は0.3%ポイント、2011年度は0.2%ポイントと試算される。

さらに、税収の下振れも、政策効果の押し下

(図表34) 民主党政権の政策効果  
(名目額、年率換算)

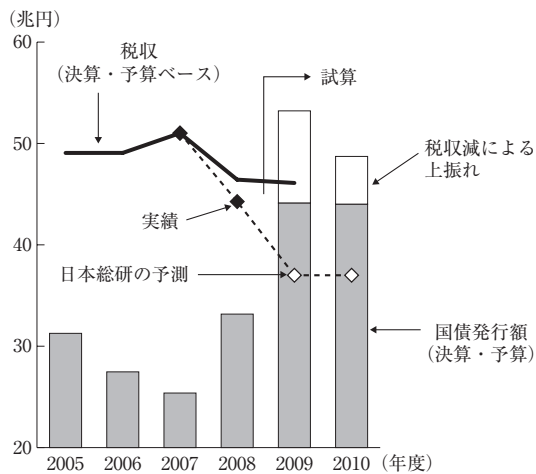


(資料) マニフェストなどをもとに日本総合研究所作成



げ要因として働くリスクがある。2009年度前半の税収実績を勘案すれば、2009年度の税収は37兆円程度まで落ち込むと予想される。当初予算比9兆円の下振れで、大幅な国債増発は避けられない（図表35）。

（図表35） 税収と国債発行の見通し



（資料）財務省データなどをもとに日本総合研究所作成

さらに、問題なのは、税収不足は長期化する可能性が高いことである。2010年度以降も、①名目GDPの低迷、②欠損繰り越しによる法人税収の低迷、などを背景に、税収の回復力は脆弱にとどまる公算が大きい。この結果、国債発行が40兆円を超える状態が長期化する可能性がある。デフレ懸念を背景に、長期金利は当面低水準で推移する見通ししながら、高水準の国債発行が長期化すれば、需給悪化から長期金利に上昇圧力が強まる恐れがある。また、国債発行を回避するために、経済対策の見直し、先送りのほか、増税議論が早期に本格化する可能性もある。

## 5. 景気見通し

### (1) 景気のコース

以上を総合して、今後想定される景気のコースを描くと、2009年度前半に盛り上がった政策効果が次第に剥落しながら、減少トレンドを続けるファンダメンタルズ水準に戻っていく動きになると考えられる。2009年いっぱいにはプラス成長が期待できるものの、その後は、潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続する見通しである（図表36）。

低成長の主因は輸出の低迷である。①調整圧力が残る欧米向けの低迷持続、②円高によるマイナス影響の残存、などを背景に、輸出の回復力は脆弱にとどまる。海外での景気対策効果が薄れる2009年末以降、輸出の伸びは大幅に鈍化する見通しである。

さらに、輸出の低迷が国内需要の減少に波及していく。企業部門では、設備稼働率の低迷により、自動車・電気機械などの輸出企業を中心に、設備投資が大幅に減少する。家計部門でも、①ボーナスを中心とした給与の減少、②失業増加による雇用環境の先行き不安、などを背景に、所得環境の悪化が持続する。

こうした状況下、政策効果の剥落を主因に、2010年前半に再びマイナス成長に陥る見通しである。とりわけ、公共投資は2010年末ごろから急減し、成長率を大きく下押しするとみられる。2010年度入り後、家計に対する所得支援策により個人消費がやや持ち直すものの、政府支出の減少もあって、景気押し上げ効果は限定的である。

こうした状況に直面して、政府はどのような対応をとるか。今回の予測では、7月に参院選を控えているという点も勘案し、夏前に補正予算が編成されると想定した。対策の内容は、家計部門に対する所得支援、雇用対策の2本が中

(図表36) わが国の経済成長率・物価見通し

	2009年				2010年				2011年	(前期比年率、%)		
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2008年度	2009年度	2010年度
	(実績)			(予測)						(実績)	(予測)	
実質GDP	▲11.9	2.7	1.3	1.2	▲1.3	▲1.0	0.5	0.6	0.9	▲3.7	▲3.0	▲0.1
個人消費	▲4.9	4.8	3.8	1.2	0.5	0.6	2.0	1.2	1.4	▲1.8	0.7	1.2
住宅投資	▲23.2	▲32.8	▲28.1	▲10.4	▲6.5	▲1.8	▲1.2	▲0.7	▲0.2	▲3.7	▲18.8	▲5.4
設備投資	▲29.7	▲17.0	▲10.6	▲3.6	▲3.5	▲2.1	▲1.0	▲0.5	▲0.1	▲6.8	▲16.9	▲2.5
在庫投資(寄与度)	(▲1.4)	(▲2.6)	( 0.3)	( 0.2)	(▲0.2)	(▲0.0)	( 0.1)	( 0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.4)	( 0.0)
政府消費	2.8	1.1	▲0.5	0.9	0.4	▲0.5	▲0.8	0.0	0.5	▲0.1	1.4	▲0.1
公共投資	15.5	27.5	▲6.3	▲8.5	▲14.9	▲19.0	▲14.6	▲7.6	▲3.5	▲6.6	5.6	▲13.0
公的在庫(寄与度)	(▲0.1)	( 0.0)	(▲0.0)	( 0.0)	(▲0.0)	( 0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	( 0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)
輸出	▲61.7	28.8	28.6	18.2	0.8	0.2	1.2	1.8	2.7	▲10.4	▲13.1	4.5
輸入	▲47.7	▲13.0	13.9	10.6	3.2	1.7	1.0	1.1	1.3	▲4.4	▲11.9	3.5
国内民需(寄与度)	(▲9.2)	(▲2.8)	( 0.4)	( 0.2)	(▲0.5)	( 0.0)	( 1.2)	( 0.8)	( 0.6)	(▲2.3)	(▲3.2)	( 0.3)
官公需(寄与度)	( 1.0)	( 1.2)	(▲0.4)	(▲0.2)	(▲0.6)	(▲0.9)	(▲0.7)	(▲0.3)	( 0.0)	(▲0.3)	( 0.5)	(▲0.5)
純輸出(寄与度)	(▲5.5)	( 4.5)	( 2.0)	( 1.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	( 0.1)	( 0.1)	( 0.2)	(▲1.2)	(▲0.7)	( 0.3)

(前年同期比、%)												
名目GDP	▲8.6	▲6.3	▲5.6	▲4.4	▲3.4	▲3.1	▲2.7	▲2.5	▲1.6	▲4.2	▲4.9	▲2.5
GDPデフレーター	0.3	▲0.5	▲0.5	▲2.6	▲4.1	▲3.0	▲2.6	▲2.3	▲1.8	▲0.5	▲2.0	▲2.4
消費者物価(除く生鮮)	▲0.1	▲1.0	▲2.3	▲1.3	▲0.7	▲1.5	▲1.2	▲1.5	▲1.6	1.2	▲1.3	▲1.5

GDPギャップ(%)	▲6.6	▲6.5	▲6.4	▲6.3	▲6.9	▲7.3	▲7.4	▲7.5	▲7.5	▲2.4	▲6.5	▲7.4
失業率	4.5	5.2	5.5	5.4	5.8	5.9	5.9	5.9	5.8	4.1	5.5	5.9
円ドル相場(円/ドル)	94	97	94	89	86	88	87	85	85	101	92	86
原油輸入価格(ドル/バレル)	44	53	71	75	79	80	80	80	80	90	70	80

(資料) 内閣府、総務省、財務省資料などをもとに日本総合研究所作成

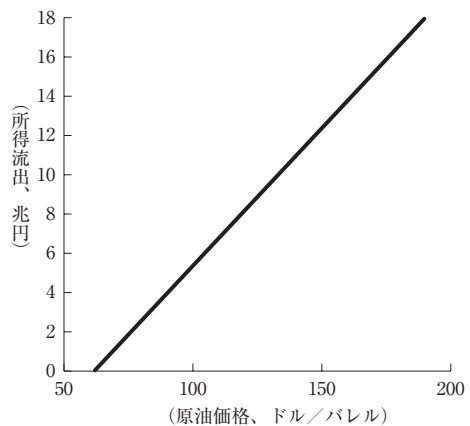
心になろう。これにより、2010年度下期から徐々に成長率が持ち直していく見通しである。

(2) リスク・シナリオ

以上、最も蓋然性が高いと思われるシナリオでも景気低迷が予想されるが、さらに景気が下振れるリスクも考えられる。

一つ目は、資源価格の高騰である。すでに原油価格に上昇圧力がかかっている。資源価格がこのまま上昇を続ければ、輸入支払額の増加を通じて、わが国から資源国へ所得が流出することになる。1バレル=150ドルのケースでは、所得流出額は12兆円、GDPの2.4%の規模に達する(図表37)。流出した所得は、最終的に企業が家計が負担する必要がある。しかし、国内需要が脆弱ななか、最終製品・サービス価格の引き上げは難しいため、資源価格上昇の大部分

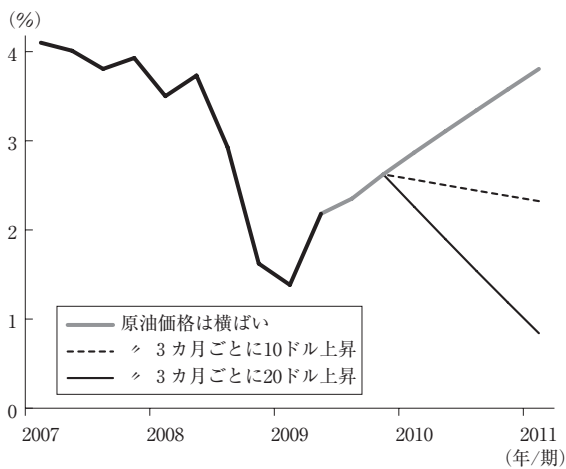
(図表37) 原油価格上昇による所得流出額(2010年)



(資料) 財務省資料をもとに日本総合研究所作成

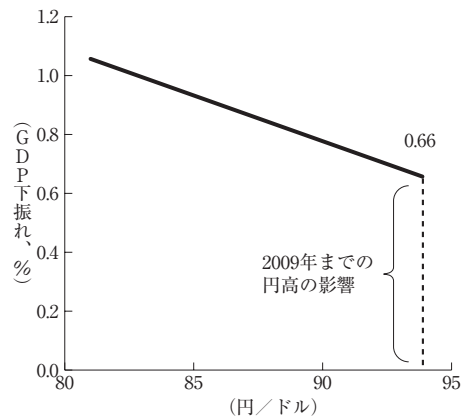
は企業がコストとして吸収すると見込まれる。この結果、企業収益はさらに下振れ(図表38)、これが設備投資・雇用者所得の削減要因になる。国内景気が深刻な状況にあることを踏まえれば、前回の資源価格高騰局面を上回るダメージを受

(図表38) 原油価格が経常利益率に与える影響



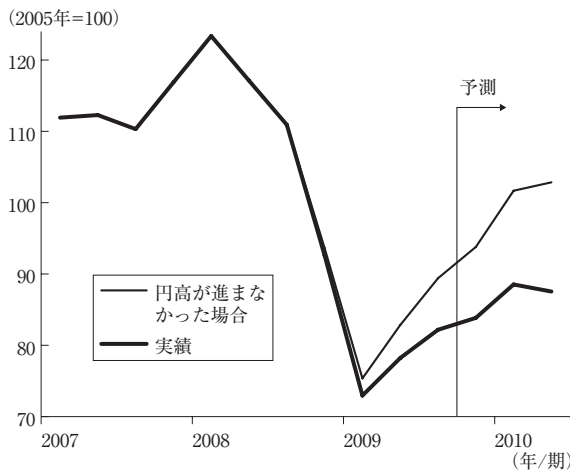
(資料) 財務省資料をもとに日本総合研究所作成  
 (注) 前提：売上高は年率+3%、人件費は年率▲3%、原油価格上昇による企業のコスト負担率は8割。

(図表40) 円高による実質GDPの下振れ  
 (2010年、マクロモデルシミュレーション)



(資料) 内閣府資料などをもとに日本総合研究所作成

(図表39) リーマン・ショック後の円高が輸出数量に与えた影響



(資料) 財務省資料などをもとに日本総合研究所作成  
 (注) 予測値は足元の為替レートで推移すると想定した場合。

ば、1ドル=80円台前半にまで円高が進むと、実質GDPが1%ポイント押し下げられると試算される(図表40)。

欧米景気の低迷長期化、政策効果の息切れなどを背景に、たださえ景気が失速に向かっているなか、これら外的ショックが重なることになれば、大きな二番底局面を迎える可能性がある。

主任研究員 忝村 秀樹  
 (2009. 11. 24)

ける公算が大きい。わが国はスタグフレーション的な色彩が急速に強まる恐れがある。

二つ目は、円高である。リーマン・ショック後の円高による競争力の低下で、2010年の輸出数量は10%ほど水準が下がると推計される(図表39)。さらに、円高が再び加速することになれば、輸出の回復力は一段と脆弱になる。ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれ