

日本経済見通し

—景気低迷は2010年末まで持続—

調査部 マクロ経済研究センター

目 次

1. 現状
 - (1) 製造業を中心に持ち直しの動き
 - (2) 要因①：在庫調整が進展
 - (3) 要因②：景気対策の効果

2. 海外経済と輸出
 - (1) 中国経済
 - (2) アメリカ経済
 - (3) 輸出の展望

3. 国内経済
 - (1) 調整圧力①：デフレ
 - (2) 調整圧力②：設備ストック
 - (3) 調整圧力③：人件費

4. 景気見通し
 - (1) 景気回復の条件
 - (2) 景気のコース
 - (3) 下振れリスク

要 約

1. わが国経済は、3月以降、製造業を中心に持ち直しの動き。もっとも、最終需要の自律的回復という側面はみられず、①在庫調整の一巡、②政府による景気刺激策、という一時的な押し上げ効果が大。内外経済の先行きには依然として不透明感。

2. 海外経済を展望すると、中国経済は、積極的な景気刺激策に支えられて、底堅い成長が持続する見通し。もっとも、中国での景気牽引役が固定資本投資であるのに対し、わが国輸出の主力は製造業向けの部品・資本財であるため、中国の景気対策がわが国経済に与えるプラス影響は限定的。中国向け輸出が回復するには、中国の欧米向け輸出の拡大が必要。

一方、アメリカ経済は低成長が長引く見通し。住宅市場、家計のバランスシート調整、金融機関の不良債権問題などがネック。さらに、国債増発に伴う金利上昇圧力も増大。景気下振れリスクが払拭できない状況。こうした海外経済の動きを踏まえると、アメリカを最終需要地とする部品・資本財輸出の低迷が長期化することに加え、回復が明確化している中国向け輸出の伸びも期待できないため、わが国輸出は回復感に乏しい状態が続く見通し。

3. 国内経済を展望すると、①デフレ圧力、②設備ストック調整圧力、③人件費調整圧力、の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▲8%超にまで拡大。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明確化。さらに、デフレ傾向は長期化の公算。GDPギャップが解消するのは早くても2015年で、この間は物価下落圧力が根強く残存。

②設備ストック調整圧力

製造業の設備過剰感は過去最高水準。今後、新設投資の抑制、既存設備の廃棄などを進めたとしても、設備過剰感の解消には少なくとも2年を要する見通し。この結果、設備投資の低迷も長引く公算大。

③人件費調整圧力

労働分配率は過去最高水準。今後、人件費を削減する動きが本格化。中長期的な労働力不足に対する懸念から、深刻な雇用削減は回避されるとみられるものの、ボーナスを中心とした給与引き下げ圧力は強まる見通し。

4. わが国経済は、内需の自律的な回復力は脆弱で、基本的には外需に依存する構図は変わらず。景気刺激策も、一時的なプラス効果は期待できるものの、わが国経済を本格回復に至らせるには力不足。結局、わが国経済が回復に転じるのは、アメリカの住宅・消費・金融各セクターの構造調整の終了待ちという状況。

以上を踏まえれば、わが国景気は当面は一時的にプラス成長が見込まれるものの、内外需要の低迷を背景に、2009年度後半から再びゼロ成長になる公算大。景気が回復に向かうのは、2010年末以降と判断。実質GDP成長率は、2009年度に▲3.5%、2009年度に+0.3%と予想。

さらに、景気下振れ要因として、①アメリカ経済の失速、②原油価格の高騰、③円高、④新型インフルエンザ、などを指摘可能。景気が二番底に向かうシナリオも排除できず。

1. 現状

(1) 製造業を中心に持ち直しの動き

2008年9月のリーマン・ショック以降、世界景気は急速に落ち込んだ。とりわけ、日本は先進国のなかで景気の落ち込みが最も深刻であった。2008年10～12月期および2009年1～3月期の2四半期の実質GDPの減少幅をみると、欧米各国が3%台の落ち込みにとどまったのに対し、わが国は▲7.2%と2倍以上の減少を記録した(図表1)。

この原因は、世界景気の影響を受けやすいわが国の産業構造にある。すなわち、わが国は、

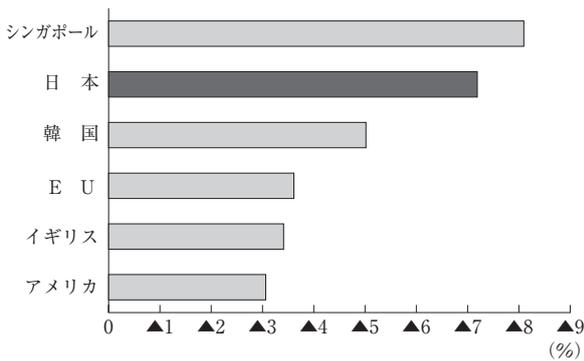
輸出に占める工業製品のシェアが高いことに加え、所得弾性値の高い自動車、産業機械、電子部品などに比較優位を持っている。そのため、世界景気の落ち込み以上に輸出・生産が急減したのである。

もともと、こうした景気の急降下には歯止めがかかり、3月以降は持ち直しの動きがみられるようになった。代表的な動きを挙げると、以下の3点である。

第1に、鉱工業生産が回復に転じている。鉱工業生産は、2月まで大幅減少が続いたあと、3月、4月と増加に転じた(図表2)。さらに、製造工業生産予測指数によれば、5月と6月にも増産の見込みとなっている。計画通りに増産が実現すれば、4カ月連続の生産拡大となる。業種別にみると、輸送機械・電子部品などが牽引役になっている。さらに、4月以降は生産計画から上方修正される傾向に転じているため、計画値から下振れるリスクも小さくなっている。以上を踏まえれば、4～6月期の鉱工業生産は前期比+8%の大幅増加になると見込まれる。

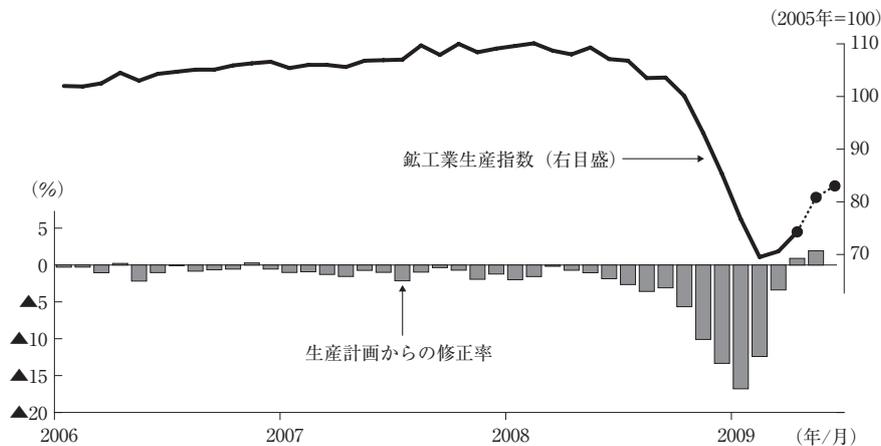
第2に、輸出が緩やかな増加に転じている(図表3)。地域別にみると、欧米向け輸出が底

(図表1) リーマン・ショック後半年間の実質GDPの減少



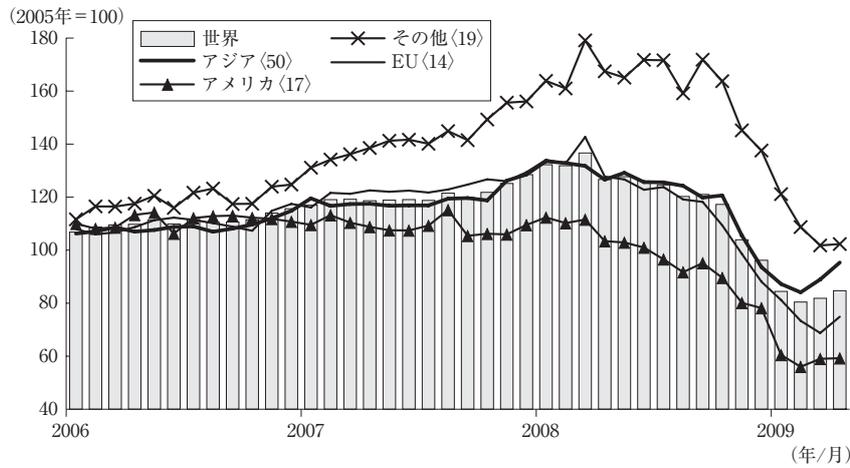
(資料) 各国統計
(注) 2008年10～12月期と2009年1～3月期の6カ月間。

(図表2) 鉱工業生産 (季節調整値)



(資料) 経済産業省「経済産業統計」
(注) 鉱工業生産の点線は5～6月の生産計画。

(図表3) 実質輸出 (季節調整値)



(資料) 財務省、日本銀行データ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。

を打ったほか、アジア向け輸出の増加が目立っている。とりわけ、中国向けの増勢が高まる傾向にある。

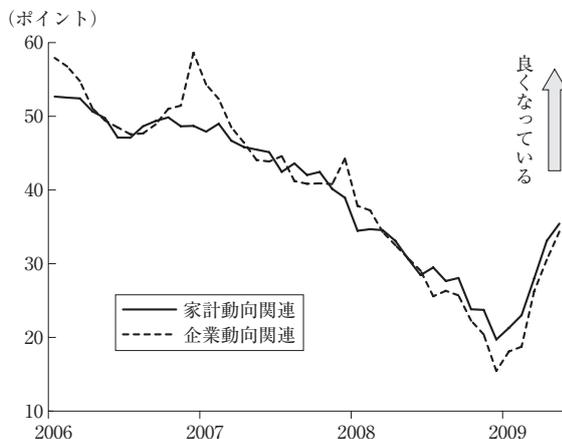
第3に、家計と企業のマインドが改善している。景気ウォッチャー調査の現状判断DIが2009年入り後上昇に転じた(図表4)。また、消費者態度指数も改善傾向にある。

こうした足元の動向を織り込むと、4～6月期にはやや高めのプラス成長に転じる公算が大きいと判断される。鉱工業生産が前期比+8%

増加した場合、製造業のシェアが15%と仮定しても、それだけでGDPを前期比1.2%押し上げることになる。年率換算すれば約5%である。形のうえでは、昨年9月以降に急降下した経済活動水準が4～6月期に急拡大するという、「V字型」回復を期待させる動きになりつつある。景気回復期待の強まりを織り込んで、株価や長期金利も強含む動きに変わっている。

では、足元のプラス成長は、わが国景気が持続的回復トレンドに入ったことを意味するのだろうか。残念ながら、足元の回復は、内外需要の自律的な回復力が強まったことによるものではなく、一時的な押し上げ効果による寄与が大きいと判断される。足元の回復の要因を詳細に分析すると、二つの「一時的要因」が浮かび上がってくる。

(図表4) 景気ウォッチャー調査の現状判断DI (季節調整値)



(資料) 内閣府

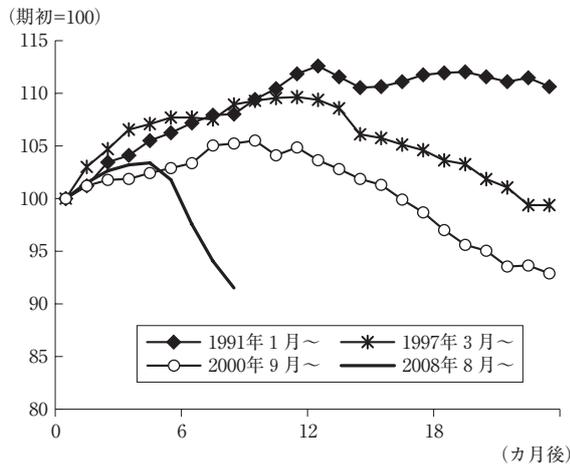
(2) 要因①：在庫調整が進展

第1の一時的要因は、在庫調整が進展したことである。

今回の生産減少局面では、在庫調整のスピードが非常に速かったことが大きな特徴といえる。過去の生産減少局面では、在庫が減少に転じる

のに1年前後を要していたのに対し、今回は在庫が積み上がったのは4カ月にすぎず、5カ月めからは在庫水準が急低下している（図表5）。この結果、直近（4月末）の在庫水準は、5年前前のレベルにまで低下した。業種別にみると、自動車や電気機械での在庫減少が顕著となっている。こうした急ピッチの在庫調整が、昨年秋からの鉱工業生産の急減に拍車をかけたのである。

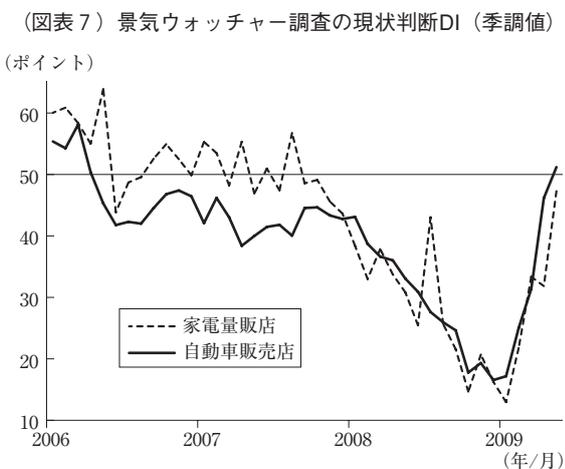
（図表5）生産減少局面における在庫調整のスピード（在庫水準の比較）



(3) 要因②：景気対策の効果

第2の一時的要因は、政府による景気対策の効果である。3月に成立した2008年度の第2次補正予算、および2009年度の本予算による景気刺激策の効果が顕在化している。

今回の一連の景気対策においては、個人消費の拡大に焦点を当てた政策が特色といえる。具体的には、総額2兆円の定額給付金、高速道路料金の引き下げ、自動車の購入刺激策、エコポイントによる家電購入刺激策などが代表例である。とりわけ、自動車・家電など高額耐久財に対する購入インセンティブに対しては、販売サイドの期待も大きく盛り上がっている。景気ウォッチャー調査における自動車販売店や家電量販店の景況感は足元で急回復している(図表7)。

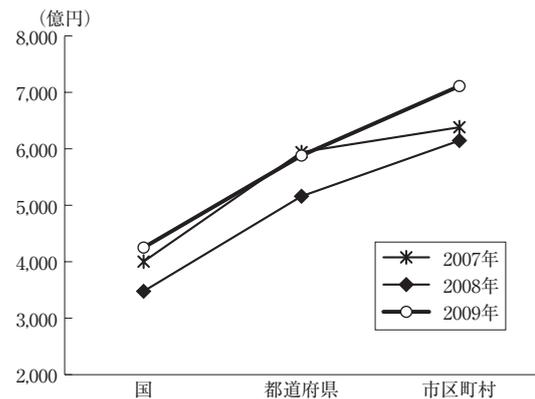


実際、自動車の購入刺激策には大きな効果が期待可能である。自動車のような高額耐久財では価格弾性値が高いことに加え(価格が1%下がると需要は3.7%増加)、1台当たり7~17%という過去最大規模の価格インセンティブを付けたため、今回の対策により、2009年度の自動車販売を50~100万台押し上げる効果があると試算される。4~5月の自動車販売はまだ前年

比大幅減少が続いたが、6月以降、購入刺激策の仕組みが消費者に浸透していくにつれ、販売台数は徐々に増加していくと期待される(注1)。

また、2008年度の第2次補正予算、2009年度の本予算の前倒し執行により、4~5月の公共投資が例年対比大きく上振れている(図表8)。7~9月期には、さらに2009年度補正予算による追加分が上乘せされると見込まれる。この結果、4~6月期、7~9月期には、GDPにおける公的固定資本形成のプラス寄与が急拡大する公算が大きい。

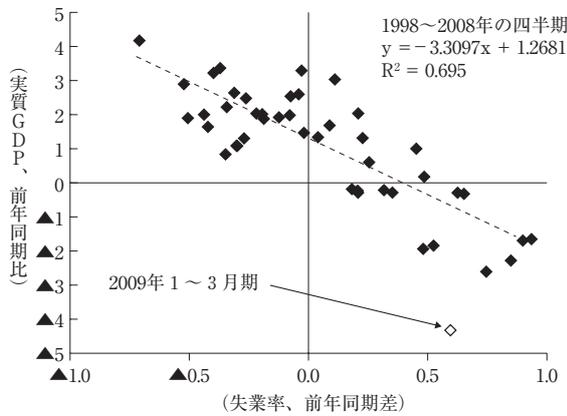
(図表8) 4~5月の公共工事請負額



さらに、雇用調整助成金などによる失業抑制効果も顕在化している。過去の実質GDPと失業率の相関関係に照らしても、足元の実質GDPの急減に比して、失業率の上昇は限定的にとどまっている(図表9)。また、わが国は欧米諸国よりも景気が大きく落ち込んだものの、失業率の上昇ペースは欧米諸国に比べ緩やかである。これは、個人消費の落ち込みを和らげる働きを果たしたと考えられる。

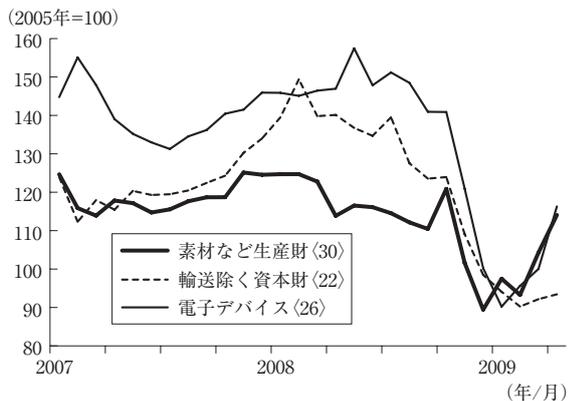
加えて、海外諸国の景気対策もわが国輸出にプラス影響を及ぼしている。とりわけ、中国の景気対策効果が表れている。中国国内での固定

(図表9) 成長率と失業率の関係



(資料) 内閣府、総務省
 (注) 実質GDPは1期先行。

(図表10) 中国向け実質輸出 (季節調整値)



(資料) 財務省、日本銀行データをもとに日本総合研究所作成
 (注) 〈 〉は2008年度のシェア。

資産投資の拡大により、中国向けの素材製品の輸出が急増している(図表10)。なかでも、化学製品が急速に持ち直している。

(注1) 詳細は、2009年6月1日公表のリーサーアイ『自動車減税のインパクト～年間50～99万台の押し上げ効果～』をご参照。

2. 海外経済と輸出

以上のように、足元の回復は在庫調整の一巡、景気対策効果という一時的要因に基づくものであるため、いずれそのプラス効果は剥落するとみておく必要がある。その後の成長軌道は、国内外の最終需要がどこまで回復してくるかに依

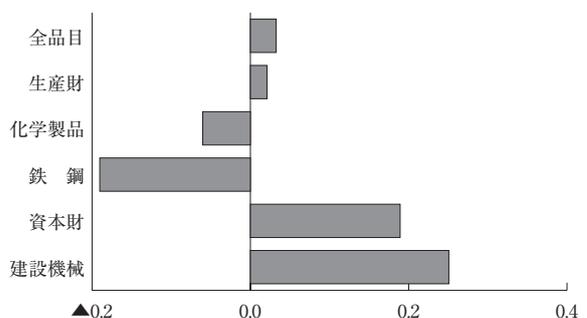
存している。そこで以下では、外需と内需に分けて、今後の最終需要の動向について展望したい。最初に外需について分析する。

(1) 中国経済

まず、わが国の貿易シェアが急上昇している中国経済についてみると、先進国に比べ堅調な成長が持続すると予想される(詳細は「アジア経済の展望、2. 中国経済」)。輸出の回復は遅れているものの、相次ぐ景気刺激策の効果により、国内需要の牽引力が急速に高まっている。とりわけ、固定資本投資と個人消費が伸びている。今後を展望しても、年後半にかけて徐々に成長率が高まり、2009年は7.5%、2010年は8%台の成長を達成する見通しである。

もともと、このように中国経済は堅調な成長持続が見込まれるものの、わが国の輸出に与えるプラス影響は限定的と考えておく必要がある。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。実際、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(図表11)。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、

(図表11) 中国の固定資産投資とわが国対中輸出の相関係数

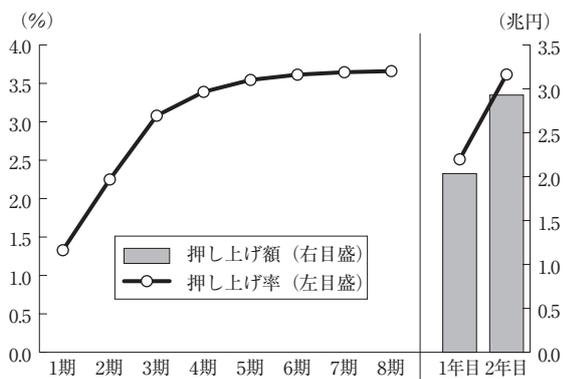


(資料) 財務省、CEICをもとに日本総合研究所作成
 (注) それぞれの変数の前年比を用いて相関係数を計測。

輸出産業向けが中心であるためである。さらに、中国向けの素材製品輸出についても、公共投資向けは限られ、自動車・家電などの消費財向けが中心であると推測される。

では、わが国経済に対して、具体的にどの程度の押し上げ効果があるとみればいだろうか。中国向けの直接輸出だけでなく、アジア域内の貿易取引を通じた間接的な波及効果も含めて中国の景気対策効果を試算してみると、わが国のアジア向け輸出を1年めに2.0兆円、2年目に2.9兆円押し上げるという結果が得られる(図表12)。これは、輸出総額をそれぞれ2.5%、3.6%増加させるインパクトに相当する。このように、確かに一定程度の押し上げ効果は認められる。もっとも、わが国の輸出が前年比ほぼ半減していることを踏まえれば、中国の景気対策効果だけで輸出が大きく持ち直すのは困難といわざるを得ない(注2)。

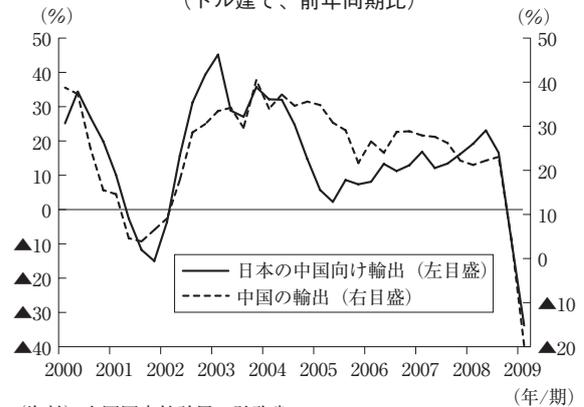
(図表12) 中国の景気対策が日本の輸出に及ぼす影響



(資料) 日本総合研究所作成
(注) 2年間で2兆円の投資が実施されると仮定。

やはり、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が不可欠である。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13)。結局、中国向け輸出の回復についても、欧米景

(図表13) 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

気の回復がカギを握ることになる。

(注2) 詳細は、2009年4月14日公表のリサーチアイ『中国4兆元の景気対策がわが国輸出に与える影響』をご参照。

(2) アメリカ経済

そこで、次に、アメリカ経済を展望したい(詳細は「アメリカ経済見通し」)。

アメリカ経済においても、足元の指標に明るい兆しがみられる。5月のISM製造業新規受注指数が50を上回ったほか、新規失業保険申請件数も減少傾向にある。もっとも、以下のような調整圧力が根強く残っていることを勘案すれば、当面は低成長を余儀なくされる見通しである。

第1は、住宅市場の調整圧力である。中古住宅の在庫増加を背景に、住宅価格の大幅下落が持続している。住宅販売は底を打ちつつあるものの、住宅ローン差し押さえに伴う金融機関による担保物件の処分売りが在庫増加に寄与している。さらに、雇用情勢の悪化に伴い、相対的に信用力が高いプライム層でも差し押さえが増加傾向にある。ちなみに、先物市場が織り込む住宅価格の底打ち時期は2010年央となっている。

第2は、家計のバランスシート調整である。家計が適正水準比20%前後の過剰債務を抱える

なか、家計のバランスシート調整が一巡するのは早くても2013年とみられる。デフレ圧力が強まれば、過剰債務の解消はさらに遠のく懸念がある。借り入れに依存していた個人消費の長期停滞は不可避である。

第3は、金融機関の不良債権問題である。米金融機関の損失計上は依然として道半ばである。損失の原因は当初証券化商品が中心であったが、景気が大幅に悪化するなかで、貸出債権の不良化が急速に進行している。

以上のような構造調整圧力に加え、政府による積極的な金融危機対策・景気刺激策により、財政赤字の急拡大が進行中である。国債増発による需給悪化懸念から長期金利が上昇すれば、景気回復を一段と遅らせる要因になる。また、景気が危機的状況を脱しても、その後は増税等による財政再建が不可避で、景気下押し要因として作用する。

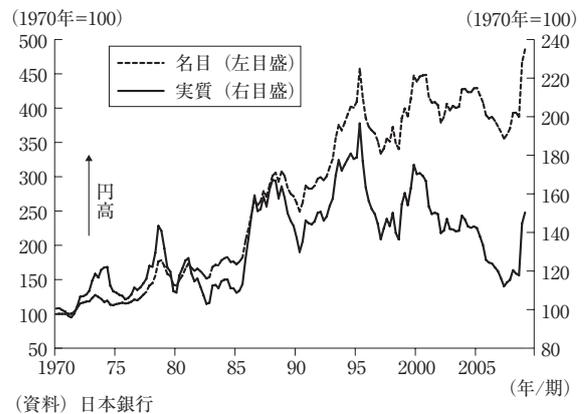
総じてみれば、アメリカ経済の低迷は、少なくとも2010年後半にかけて続くともみておく必要がある。

(3) 輸出の展望

足元の世界経済は、アメリカを中心に先進国の低迷が続く一方、中国などの新興国で回復傾向が明確化するという対照的な動きがみられる。この傾向は当面持続する見通しである。こうした状況下、わが国輸出は、アメリカを最終需要地とする部品・資本財輸出の低迷が長期化することに加え、中国の景気対策効果が限定的にとどまるため、強力な牽引力が期待しにくい状況が続くと予想される。

さらに、昨年秋以降の円高のマイナス影響もこれから顕在化してくるとみられる。足元の実質実効為替レートは、前年比15%程度の円高水準にある(図表14)。為替レートの変動が輸出

(図表14) 実効為替レートの推移

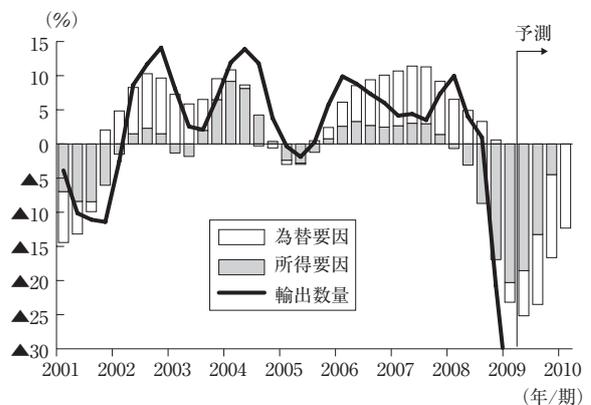


(資料) 日本銀行

数量に影響を及ぼすまで1~2年のラグがあることを踏まえれば、今後、円高のマイナス影響が本格的に表れ始めると見込まれる。

このように、わが国の輸出環境は、海外景気の低迷を背景に需要が落ち込むことに加え、円高のマイナス影響により輸出競争力も低下するという、二重の逆風にさらされると予想される。海外の所得要因と為替要因を説明変数とする輸出数量関数を推計してみると、当面は海外景気の悪化による輸出押し下げ圧力が残り、徐々に円高によるマイナス寄与も加わってくるという姿になることが確認できる(図表15)。

(図表15) 輸出数量関数の推計(前年同期比)

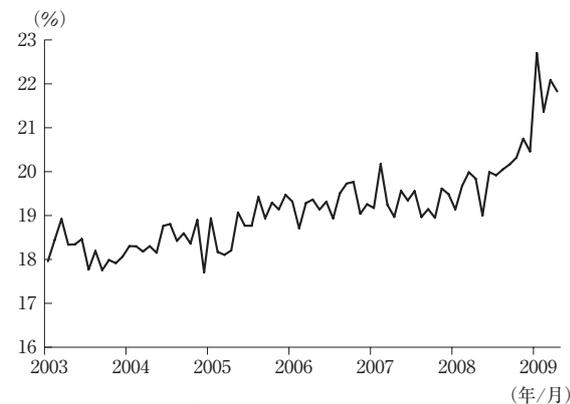


(資料) 財務省、OECDなどをもとに日本総合研究所作成
 (注1) 所得要因はOECD景気先行指数、為替要因は実質実効レート。
 (注2) 先行きの前提は当社予測値に基づく。

以上を踏まえると、輸出の低迷は長期化するとみておく必要がある。世界的な在庫調整の一巡や中国での景気対策効果などにより、4～6月期の輸出は一時的に増加に転じるものの、これら押し上げ要因が剥落する今夏以降は、再び弱含み傾向に戻る公算が大きい。輸出の増勢が明確化するのには、アメリカ経済が持ち直す2010年末以降と予想される。

さらに、円高の進行が輸入を押し上げるというマイナス面も表れている。国内需要の落ち込みに比べて輸入の落ち込みが相対的に小さかったため、2009年入り後、輸入浸透度が急上昇している(図表16)。これも、国内生産にマイナス要因として働くことになる。

(図表16) 鉱工業製品の輸入浸透度(輸入/国内総供給)



(資料) 経済産業省「総供給表」

3. 国内経済

次に国内需要を展望すると、①デフレ圧力、②設備ストック調整圧力、③人件費調整圧力、の三つの調整圧力がマイナス影響を及ぼすとみられる。

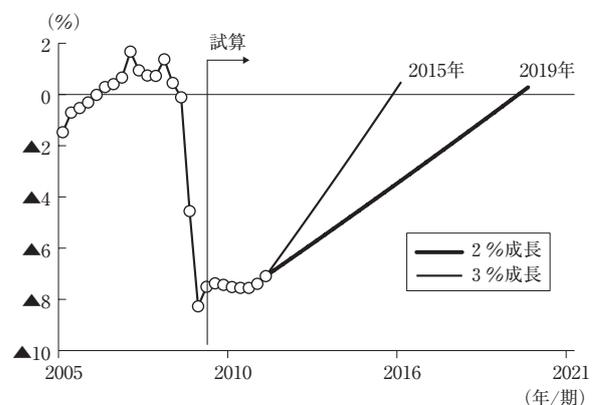
(1) 調整圧力①：デフレ

一つめの調整圧力は、デフレ圧力である。

マクロ全体の需要と供給のバランスを表すGDPギャップは、足元で▲8%台半ばまで拡

大している(図表17)。大幅な需要不足が生じたため、企業の間では販売価格の引き下げ競争が広がる兆しがみられる。また、所得環境の悪化を受けて、消費者サイドでも低価格志向が急速に強まっている。こうした動きを反映し、消費者物価(除く生鮮食品)も5月以降マイナス幅が急拡大している。

(図表17) GDPギャップの展望

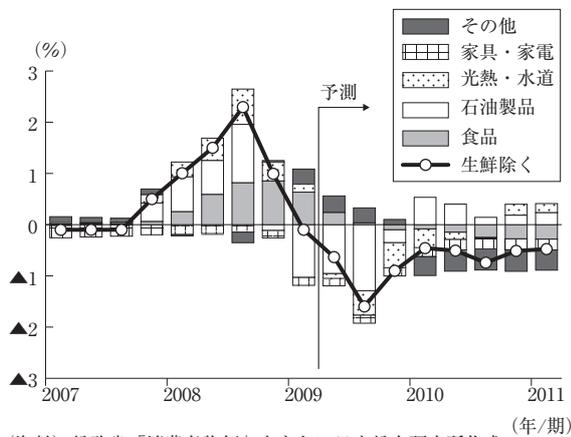


(資料) 内閣府データなどをもとに日本総合研究所作成
(注) 潜在成長率は1%と仮定。

今後を展望しても、消費者物価のマイナス傾向が一段と明確化していくと予想される。当面は、昨年の資源価格高騰の反動で、エネルギー関連の価格が大きく低下するため、消費者物価の下落幅が2%近くに達すると見込まれる。年度後半以降は、資源価格の上昇が再び物価押し上げ要因として寄与し始めるものの、需給不足要因による物価押し下げ圧力が根強く残るため、2009年度後半以降も前年比▲1%近い下落傾向が続くと予想される。

さらに、消費者物価の下落傾向は簡単には解消されない可能性が高い。足元のGDPギャップが解消する時期を試算してみると、2011年以降に3%という高めの成長が続くと仮定しても、2015年まで後ズレすると見込まれる(図表17)。この間は、マイナスのGDPギャップが残るため、

(図表18) 消費者物価の予測 (前年同期比)

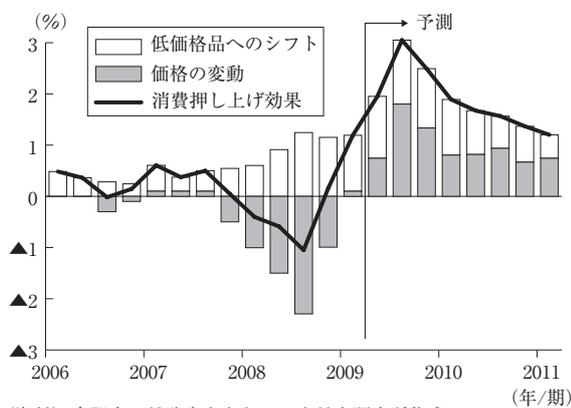


(資料) 総務省「消費者物価」をもとに日本総合研究所作成

需要不足を背景とする物価下落圧力が続くことになる。したがって、わが国のデフレ傾向は5年以上の長期にわたる可能性もある。

デフレ傾向は、一面で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指摘できる(図表19)。実際、2009年1~3月期には消費デフレーターの下落幅が急拡大したため、名目消費が大幅に減少(前年同期比▲3.9%)したにもかかわらず、実質消費の落ち込みはそれよりも緩やか(同▲2.8%)にとどまった。デフレ傾向が強まるにしたがい、こうした傾向は一段と鮮明になると予想される。

(図表19) 個人消費デフレーターによる実質消費押し上げ効果 (前年同期比)



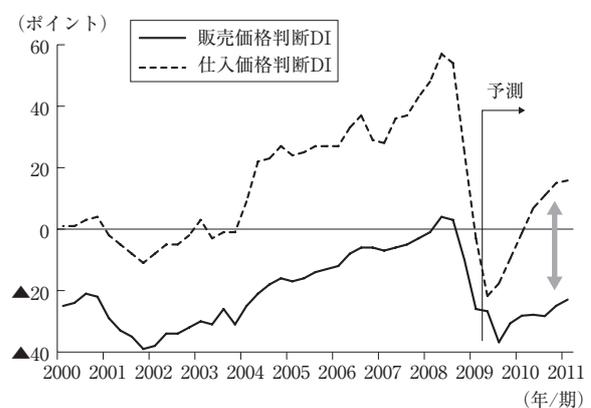
(資料) 内閣府、総務省をもとに日本総合研究所作成

今後のデフレ傾向のもとで、所得環境が大幅に悪化して家計の資金制約が強まるなかでも、実質消費はそれほど大きく落ち込まないという展開が予想される。

しかし、こうした家計サイドへのプラス効果を勘案しても、マクロ全体で見れば、デフレ傾向の強まりは国内需要を大きく押し下げると判断される。まず、家計部門では、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、デフレ予想の広がりにより不急の財・サービスの購入を先送りするなどの動きが顕在化すると予想される。

それ以上に深刻なマイナス影響が表れると予想されるのが企業部門である。デフレ傾向の強まりは販売価格の下落を意味するため、企業の交易条件が悪化して、利益率の低下をもたらすことになる(図表20)。これが、景気後退に伴う売上数量の減少と相まって、企業収益を一段と悪化させる要因として働く。企業業績の悪化は、さらに雇用者所得・設備投資の減少に波及していく。これらがGDPギャップをさらに拡大させ、それによって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。

(図表20) 企業の仕入価格・販売価格



(資料) 日銀短観などをもとに日本総合研究所作成

(2) 調整圧力②：設備ストック

二つめの調整圧力は、設備ストック調整圧力である。

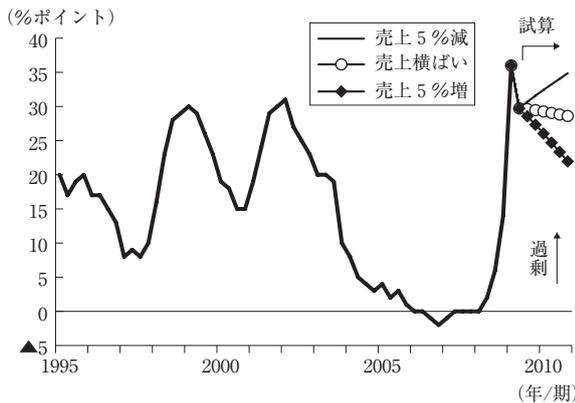
とりわけ、鉱工業生産が急減した製造業部門での設備ストック調整が懸念される。実際、製造業の設備過剰感は過去最高水準に達している(図表21)。輸送機械や一般機械ではピーク比で半分の設備稼働水準に落ち込んでおり、設備過剰感が深刻な状況となっている。

今後、新設投資の抑制、既存設備の廃棄などが進むとみられるものの、急上昇した設備過剰

感の解消には長期間を要する見通しである。仮に、売上が年5%のペースで回復するという楽観的なケースを想定しても、今後2年間は設備過剰感が高水準で残存すると予想される。設備過剰感が長期化するなか、設備投資の低迷も長引く公算が大きい。

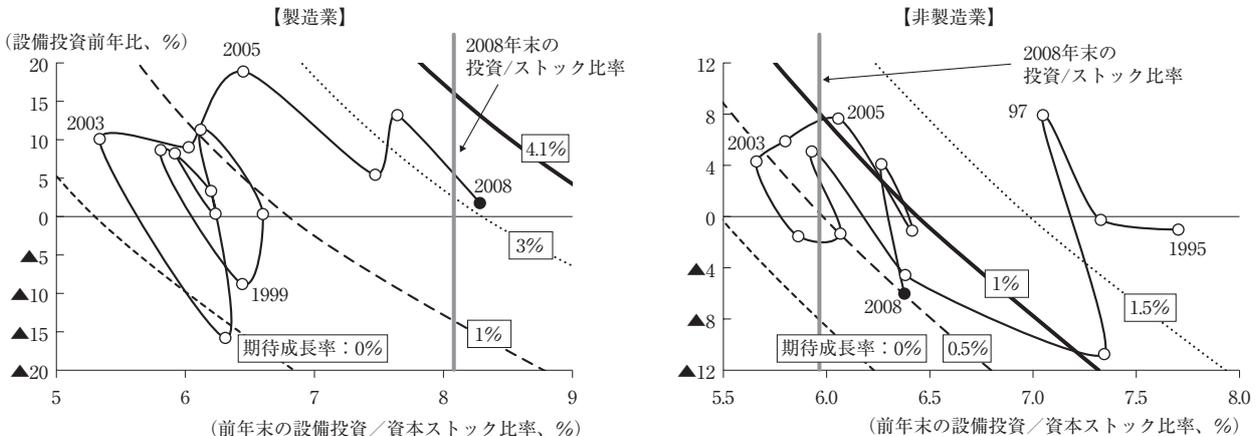
資本ストック循環からも設備投資の低迷長期化が示唆される。2003年以降の新興国の経済発展によって製造業の期待成長率が上昇したため、製造業の設備投資は年10%を超える伸びに高まった(図表22)。2006年以降は、3%の期待成長率に見合ったレベルまで設備投資を積極化していたことが読み取れる。しかし、世界景気の悪化に伴い期待成長率は大幅に低下したとみられる。この結果、期待成長率に比べて過大な資本ストックを抱えることになり、設備を圧縮することが必要な状況に転じてしまった。ちなみに、現在のストック水準のもとで、製造業の期待成長率が0%に低下している場合、これに見合う設備投資の伸びは▲36%と試算される。日銀短観の6月調査でも、製造業・大企業の2009年度設備投資計画は、3カ月前の前年度比▲13.2%から同▲24.3%に大幅に下方修正された。

(図表21) 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。

(図表22) 資本ストック循環図



(資料) 内閣府「民間企業資本ストック」などをもとに日本総合研究所作成
(注) 期待成長率ラインは、資本係数変化率・除却率の1998年～2007年の平均をもとに算出。太線は過去3年間の平均GDP成長率。

こうした下方修正の動きは、2009年度いっぱい持続することになる。

一方、非製造業の設備投資にも下振れリスクがある。非製造業は、製造業と異なり景気拡大期にも慎重な投資姿勢を維持したこと、足元で鉄道・電力などのインフラ関連投資が下支えしていること、などを背景に、相対的に底堅さを維持している。もっとも、内需低迷を背景に、非製造業の期待成長率もマイナスに転じている公算が大きい。そのため、小売やサービスなどを中心に、今後、設備投資が慎重化すると見込まれる。

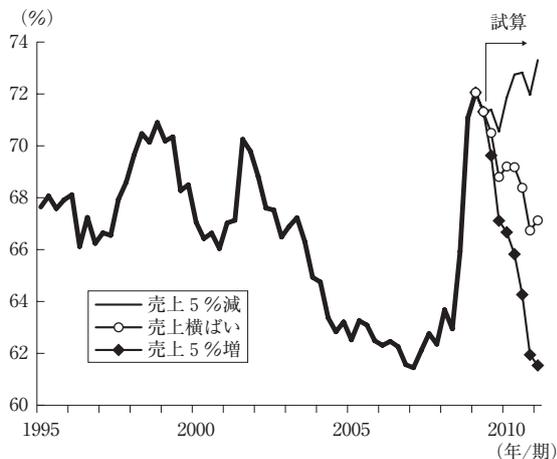
(3) 調整圧力③：人件費

三つめの調整圧力は、人件費調整圧力である。

企業業績の悪化に伴い、企業の雇用過剰感が急上昇している。2009年1～3月期の労働分配率（法人企業統計ベース）をみても、生み出された付加価値額の急減に対して、人件費の削減が追いつかなかったため、前年同期に比べ8.5%ポイントも上昇した（図表23）。

労働分配率の急上昇を背景に、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、

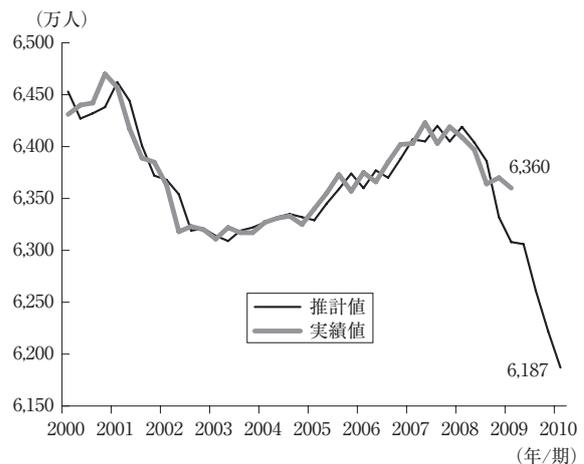
(図表23) 労働分配率のシミュレーション



(資料) 財務省「法人企業統計」をもとに日本総合研究所作成
(注) 人件費は年3%ペースで減少すると仮定。

雇用者数の減少幅が拡大すると予想される。過去の実質GDPとの関係から試算すると、余剰人員は今後1年間で200万人近くに達すると見込まれる（図表24）。これまでは非正規雇用を中心に雇用削減が進んできたが、今後は、雇用削減の動きが正規雇用にまで広がる見通しである。もっとも、労働力人口の減少による中長期的な労働力不足に対する懸念や、雇用調整助成金などの政策支援などを背景に、深刻な雇用削減は回避されると見込まれる。雇用者数の減少ペースは緩やかなものとなり、失業率も5%台半ばで上昇に歯止めがかかると予想される。

(図表24) 就業者数の推計

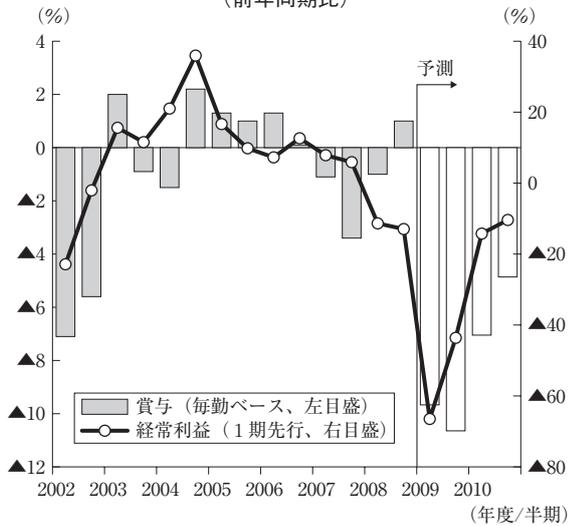


(資料) 総務省、内閣府データをもとに日本総合研究所作成
(注) 推計式は以下の通り。
 $\ln(L) = 0.17 + 0.82 * \ln(L < -1 >) + 0.11 * \ln(GDP) - 0.0004 * \text{トレンド}$
推計期間は1994/2Q～2008/3Q、修正R*R=0.9476

むしろ企業は、給与の引き下げを通じて、人件費削減を目指す動きを強めると予想される。とりわけ、収益悪化を受けて、ボーナスは大幅減少になる見通しである。少なくとも今後2年間は、前年比6～8%程度の減少が続くと試算される（図表25）。所定内給与にも下落圧力が強まることになると予想される。

雇用者数の緩やかな減少に加え、給与が大幅

(図表25) 経常利益と賞与
(前年同期比)

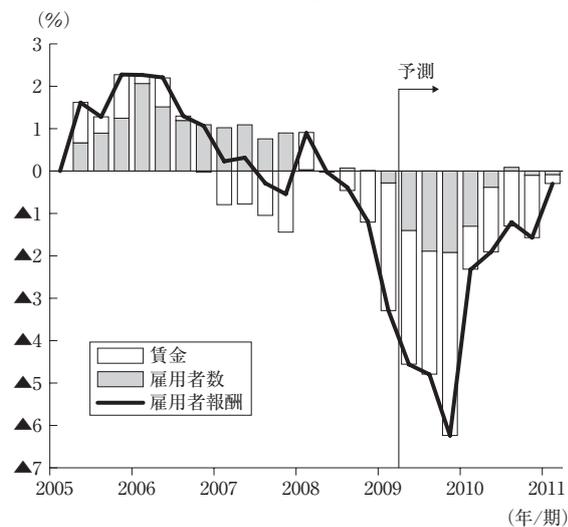


(資料) 財務省、厚生労働省をもとに日本総合研究所作成

に下落するため、雇用者報酬は今後減少幅が急拡大すると見込まれる (図表26)。さらに、デフレ傾向が強まり、売上高の減少傾向が続くことになれば、労働分配率はさらに上昇することになる。この場合、人件費調整圧力は2011年以降も残り、雇用者報酬の減少傾向が長期化する可能性がある。

以上のように、家計の所得環境は基本的に悪

(図表26) 雇用者報酬
(前年同期比)



(資料) 総務省、厚生労働省をもとに日本総合研究所作成

化傾向が持続するとみられる。足元の個人消費は政策効果などを背景に明るい動きもみられるものの、政策効果が薄れる2009年度下期以降、所得環境の悪化を主因に、個人消費は再び弱含みに転じると予想される。

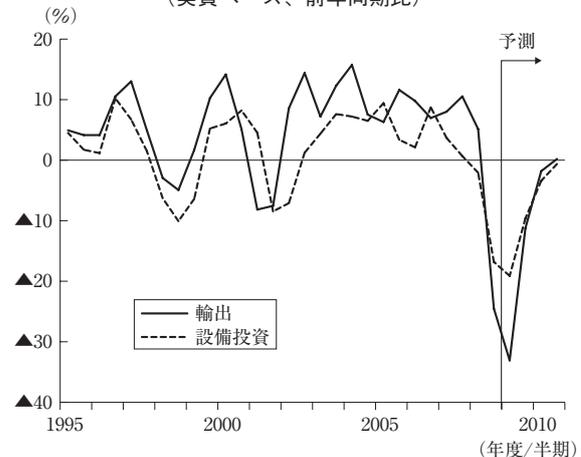
4. 景気見通し

(1) 景気回復の条件

わが国景気の悪化には歯止めがかかったものの、今後を展望すると、外需の牽引力に期待できないことに加え、国内でも三つの調整圧力がマイナス要因として働くことから、回復感に乏しい状態が続くと見込まれる。

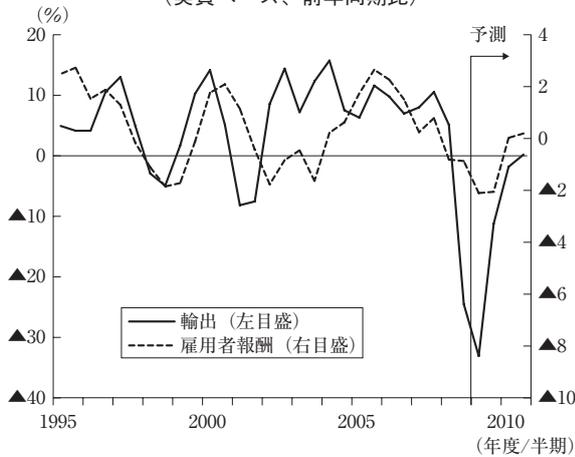
わが国経済は基本的に外需に依存している。実際、設備投資や雇用者報酬は、輸出の動きに半年程度のラグを伴いつつ、ほぼ連動した動きとなっている (図表27、28)。したがって、内需主導の景気回復シナリオは実現性に乏しく、やはり輸出が本格的に回復することが、わが国の景気回復の条件といえる。輸出が回復するためには、新興国の景気拡大だけでは力不足であり、アメリカ経済の持ち直しが不可欠である。最終的には、わが国の景気回復は、アメリカの

(図表27) 輸出と設備投資の関係
(実質ベース、前年同期比)



(資料) 内閣府

(図表28) 輸出と雇用者報酬の関係
(実質ベース、前年同期比)

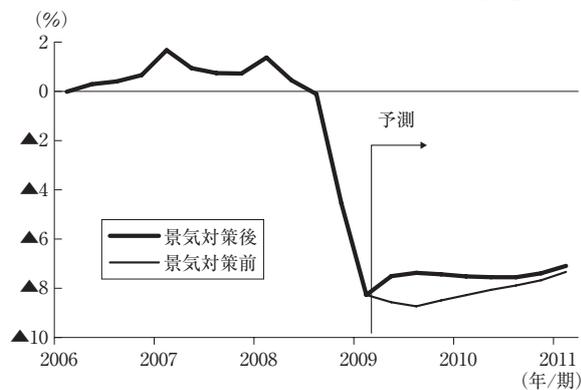


(資料) 内閣府

住宅・消費・金融各セクターの構造調整の終了待ちという状況である。

また、景気刺激策の効果に期待する見方もあるものの、①一時的な景気押し上げ効果はあるにしても、いずれプラス効果は剥落すること、②そもそも▲8%というGDPギャップを埋めるには財政政策だけでは力不足であること、などの点を勘案すれば、過度な期待は禁物である(図表29)。大きく拡大したGDPギャップを縮小させるためには、輸出の持ち直し、および、それに誘発された設備投資・所得の回復という一連のプロセスが機能し始めることが必要である。

(図表29) 景気対策によるGDPギャップの変化

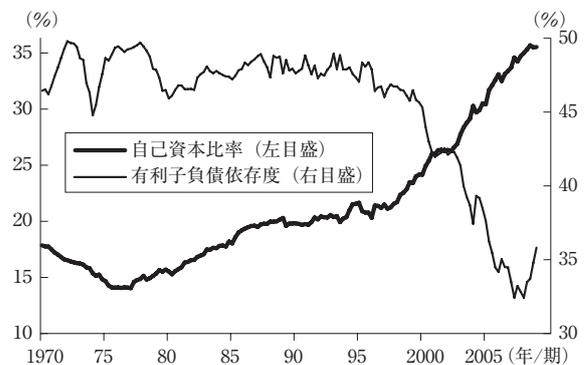


(資料) 内閣府をもとに日本総合研究所作成

ただし、わが国の景気悪化には欧米諸国とは異なる点もみられる。欧米諸国の景気悪化は、日本の1990年代と同様、バブルにより膨らんだ様々な経済構造上の歪みが、バブルの崩壊とともに調整圧力として噴出したことが主因である。一方、わが国では、基本的に経済構造面での深刻な歪みはみられない。むしろ、欧米景気の悪化を原因とする強烈な需要ショックに見舞われたという側面が強い。

わが国の企業部門の財務体質をみると、歴史的にみても極めて強固な状況にある。内部留保を含めた自己資本比率は過去最高水準となっているほか、有利子負債依存度も相当低いレベルにとどまっている(図表30)。したがって、海外需要が回復しさえすれば、一気に前向きの方が働き出し、所得弾性値の高い製品輸出増に牽引されて、経済状況は速やかに好転していく可能性もある。

(図表30) 企業の財務関連指標



(資料) 財務省「法人企業統計季報」
(注) 有利子負債依存度 = 有利子負債 / 総資産。

(2) 景気のコース

以上を総合して、今後のわが国経済のコースを展望したい。

2009年度前半はプラス成長に転じ、景気の落ち込みにあった歯止めがかかると見込まれる(図表31)。とりわけ4～6月期は、鉱工業生産

(図表31) わが国の経済成長率・物価見通し

(前期年比年率、%)

	2009年				2010年				2011年	2008年度 (実績)	2009年度 (予測)	2010年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	(実績)	(予測)										
実質GDP	▲14.2	5.0	1.2	0.0	▲0.1	0.1	0.2	0.9	1.5	▲3.3	▲3.5	0.3
個人消費	▲4.2	1.8	1.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	▲0.5	▲0.5	0.4
住宅投資	▲20.3	▲17.1	▲5.5	▲1.8	0.8	1.2	2.7	3.5	3.0	▲3.1	▲6.7	1.0
設備投資	▲31.0	▲8.6	▲7.5	▲4.2	▲3.3	▲2.1	▲1.0	0.9	2.5	▲9.8	▲14.5	▲2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲0.6)	(0.9)	(1.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(0.6)	(0.2)
政府消費	0.1	0.9	0.6	0.8	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	1.2	0.5
公共投資	0.3	12.9	7.9	1.8	0.9	▲1.8	▲2.0	▲1.8	▲0.5	▲4.4	5.3	▲0.5
公的在庫 (寄与度)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)
輸出	▲70.0	25.4	▲1.4	▲2.5	▲2.2	▲1.4	▲0.5	1.8	3.9	▲10.2	▲23.6	▲0.8
輸入	▲47.8	▲13.6	▲5.1	▲4.2	▲3.3	▲2.8	▲1.7	▲0.6	1.3	▲3.5	▲14.7	▲2.5
国内民需 (寄与度)	(▲8.2)	(0.2)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.2)	(0.7)	(1.2)	(▲1.9)	(▲2.1)	(0.1)
官公需 (寄与度)	(0.0)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(0.4)	(0.1)
純輸出 (寄与度)	(▲8.0)	(4.2)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(▲1.3)	(▲1.9)	(0.1)

GDPギャップ (%)	▲8.3	▲7.5	▲7.4	▲7.4	▲7.5	▲7.6	▲7.6	▲7.4	▲7.1	▲3.1	▲7.5	▲7.4
-------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

(前年同期比、%)

実質GDP	▲8.8	▲6.7	▲6.0	▲2.4	1.5	0.3	0.1	0.3	0.7	▲3.3	▲3.5	0.3
名目GDP	▲8.0	▲4.7	▲4.9	▲3.4	▲1.5	▲2.2	▲1.7	▲1.2	▲0.8	▲3.6	▲3.7	▲1.5
GDPデフレーター	0.9	2.2	1.1	▲1.0	▲3.0	▲2.5	▲1.8	▲1.5	▲1.5	▲0.3	▲0.2	▲1.8
消費者物価 (除く生鮮)	▲0.1	▲0.6	▲1.6	▲0.9	▲0.5	▲0.5	▲0.7	▲0.5	▲0.5	1.2	▲0.9	▲0.6

円ドル相場 (円/ドル)	94	97	96	94	92	90	90	92	92	101	95	91
原油輸入価格 (ドル/バレル)	44	54	71	74	77	80	83	85	88	90	69	84

(資料) 内閣府、総務省などをもとに日本総合研究所作成

の回復を受け、前期比年率+5.0%とやや高め
のプラス成長になる可能性が高い。もっとも、
2009年度前半のプラス成長は、景気刺激策による
押し上げ効果、在庫調整の一巡が反映された
ものであり、最終需要は依然として脆弱にとど
まる見込みである。

2009年度後半以降を展望すると、一時的な景
気押し上げ効果が剥落するなか、潜在成長率を
大幅に下回るペースでの成長が持続すると予想
される。この主因は輸出の低迷である。①金融
不安の長期化などにより欧米向けの減少が持続
すること、②円高の影響が徐々に顕在化してく
ることを背景に、輸出の減少傾向に歯止めが
かかれないと予想される。

さらに、輸出の減少は国内需要の減少にも波及
していく。企業部門では、設備稼働率が低水準
にとどまるため、自動車・電子デバイスなど

の輸出企業を中心に、設備投資が大幅に減少す
るとみられる。家計部門でも、所得環境の悪化
により、調整色が強まる展開が予想される。①
ボーナスを中心とした給与の減少、②失業急増
による雇用環境の先行き不安、などを背景に、
名目消費は大幅に減少する公算が大きい。ただ
し、消費者物価の下落による購買力改善で、実
質ベースの落ち込みは小幅にとどまると予想さ
れる。

こうした「底ばい」状態は少なくとも向こう
1年間は持続し、わが国景気が回復に向かうの
は、アメリカ景気が持ち直しに転じる2010年10
～12月期以降にズレ込む見通しである。

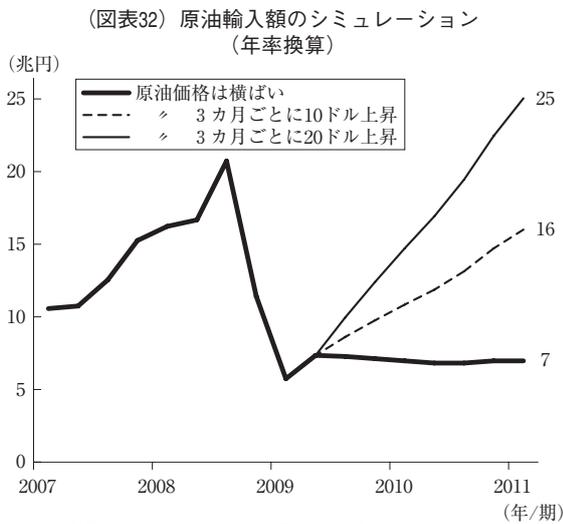
一方、デフレ傾向も鮮明になる。消費者物価
は、輸入物価の下落、需給ギャップの拡大を背
景に、前年比マイナス幅が急拡大し、デフレ色
が急速に強まると見込まれる。

(3) 下振れリスク

サブシナリオを考えると、上振れリスクよりも、下振れリスクの方が圧倒的に大きい。わが国経済は、内需の回復力が脆弱ななかで、外部ショックに非常に弱い状態に置かれているからである。以下のような下振れ要因が顕在化すれば、景気が二番底に向かう可能性も排除できない。

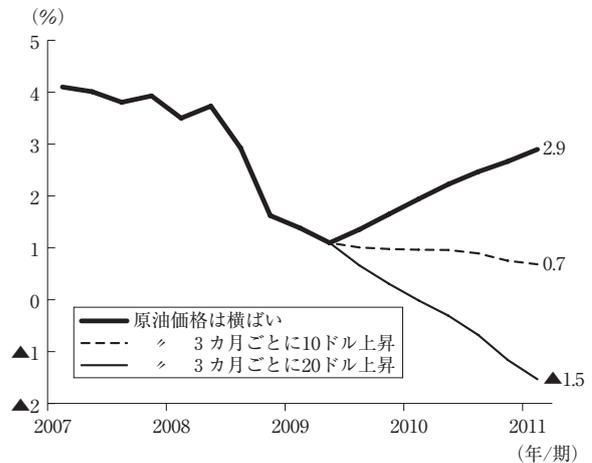
第1は、アメリカ景気の失速である。金融不安など様々な問題を抱えるアメリカ経済の先行きは、依然として予断を許さない。アメリカ景気が再び深刻化すれば、わが国輸出の落ち込みが一段と拡大することになる。

第2は、原油価格の高騰である。すでに足元の原油価格は上昇傾向が鮮明になっている。この傾向が続けば、わが国の輸入支払額が増加することになる。具体的には、原油価格が足元の水準で推移すれば年間の原油輸入額は約7兆円で収まるが、1四半期に10ドルのペースで上昇した場合、原油輸入額は2倍に膨れあがることになる(図表32)。これは、わが国から産油国へ所得が移転することを意味するため、国内総所得(GDI)の減少要因として働く。



減少した国内所得は企業部門と家計部門で負担しなければならない。とりわけ、大きなマイナス影響が表れると予想されるのが企業部門である。企業部門では、最終需要が脆弱ななか、原材料価格の上昇分を最終製品価格に転嫁するのが困難な状況にある。そのため、原油価格上昇の大部分は、企業のコスト増として吸収される見通しである。この影響を具体的に試算すると、原油価格が横ばいであれば、人件費などのリストラ効果を通じて、売上高経常利益率は緩やかに上昇していく姿が展望できる(図表33)。しかし、原油価格が上昇すると、こうしたリストラ効果が完全に吹き飛ばされてしまう。原油価格が1四半期に20ドルずつ上昇する場合、利益率が急低下し、マクロの経常利益がマイナスに転じる可能性もある。

(図表33) 原油価格が経常利益率に与える影響



さらに、マイナス影響の一部は実質個人消費の減少として顕在化する。ガソリンなど一部製品は消費者物価に転嫁されやすいため、家計の実質購買力を低下させることになるからである。

以上のように、GDPギャップが大幅マイナスを抱えるなかで、コスト・プッシュを通じた

物価上昇圧力が生じることで、国内経済はスタグフレーション的な様相が強まる恐れがある。

第3は、円高である。円高が進めば、輸出が一段と減少することになる。輸入原材料価格の低下というプラス面もあるものの、輸出数量の低下などによるマイナス影響の方が大きいため、わが国景気を押し下げることになる（図表34）。

第4は、今冬の流行拡大が懸念される新型インフルエンザの影響である。2003年の中国SARSの状況を調べると、モノの動きには大きなマイナス影響が表れなかったものの、ヒトの動きが大きく制約されたため、一時的に個人消費が2割も減少した（図表35）。わが国でも、5月の景気ウォッチャー調査で、新型インフルエンザが広がった近畿では景況感が大幅に悪化

している。冬場に新型インフルエンザが本格的に流行すれば、個人消費が大きく減少するリスクがある。

(2008. 6. 23)

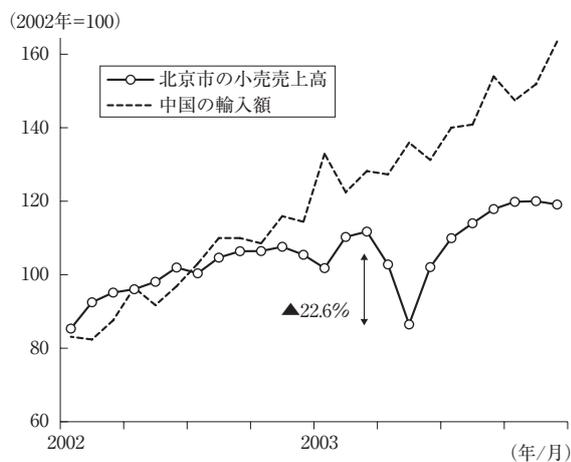
(図表34) 10%円高になった場合の影響
＜マクロモデル・シミュレーション＞

(%)

	1年目	2年目
実質GDP	▲ 0.4	▲ 0.6
輸出	▲ 1.9	▲ 1.6
輸入	0.9	1.4
設備投資	▲ 0.5	▲ 1.4
経常利益	▲ 4.4	▲ 2.6
消費者物価	▲ 0.1	0.0

(資料) 日本総合研究所作成

(図表35) SARSの影響



(資料) 中国国家统计局

(注) 名目値を日本総合研究所で季節調整をかけた。