

日本経済展望

2010年9月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/thinktank/research/>

【目 次】

概説	1
わが国景気の現状	2
ファンダメンタルズ分析	5
わが国景気見通し	11
わが国金利見通し	12
マーケット分析	13

◆本資料は2010年9月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

国内経済グループ

ファンダメンタルズ： 森 村 (Tel：03-3288-4524 Mail：matsumura.hideki@jri.co.jp)

金利動向： 大 竹 (Tel：03-3288-4739 Mail：otake.shigehisa@jri.co.jp)

日本経済概説 (2010年9月)

1. 景気の現状：回復ペースが鈍化

- ・景気回復ペースは鈍化傾向。7月の鉱工業生産が横ばい圏内の動きにとどまったほか、7～9月も増勢が大幅に鈍化する見込み。アジア向け輸出の頭打ち、耐久財消費による押し上げ効果一巡などが背景。
- ・もっとも、景気の腰折れには至らず。緩やかながらも機械受注・建築着工が持ち直し。個人消費も、子ども手当による可処分所得の増加、エアコン販売の増加などに支えられて底堅さを維持。

2. 景気見通し：減速が一段と明確化

- ・新興国向け輸出が底堅さを維持するため、景気の腰折れは回避。もっとも、世界的に景気刺激策の効果が薄れつつあるほか、内需の回復力が脆弱なため、減速傾向が一段と明確化する見込み。
- ・国内民需は回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備稼働率は上昇傾向をたどるものの、設備過剰感がなかなか払拭されないため、設備投資の低迷が持続。原材料価格の上昇により、利益率にも下振れ圧力。
- ・家計部門でも、所得環境の回復が遅れると予想されるため、消費マインドの大幅改善は期待薄。①ボーナス・所定内給与の低迷、②正社員、新卒採用の抑制による雇用環境の回復の遅れ、などを背景に、雇用者所得の本格回復は期待薄。
- ・こうしたなか、政策効果の息切れにより、景気は徐々に減速。公共投資の減少ペースが加速するほか、エコポイント制度、エコカー減税などによる耐久消費財の需要も一巡。6月から子ども手当が支給され始めたものの、個人消費を押し上げる力は限定的。2011年入り後には失速感が強まる見通し。
- ・デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、資源価格要因の剥落でマイナス幅は縮小するものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が持続するため、マイナス基調が長期化する見通し。

3. 8月の金融政策・金利動向

- ・日銀は、8月中、政策金利（0.1%）を据え置き。ただし、30日の臨時会合において、政府の追加経済対策策定に足並みを揃える格好で、追加の金融緩和策の導入を決定。具体的には、現行の期間3ヵ月の資金供給残高20兆円に加えて、追加的に10兆円程度、期間6ヵ月の資金供給を開始するもの。進行する円高や景気減速懸念の強まりに対応して、やや長めの金利低下を促す狙い。
- ・長期金利（新発10年債利回り）は、①米国景気の先行き懸念、②日銀による追加金融緩和観測、を受けて、25日には一時0.9%を割り込むなど、およそ7年ぶりの低水準に低下。その後、民主党の小沢前幹事長の代表選出馬表明を受けて、財政赤字拡大への懸念が高まったことから、長期金利は急反発に転じ、27日には2週間ぶりに1.0%台を回復。

4. 金融政策・金利見通し

【金融政策】

- ・日銀は、これまでに決定した各種施策の効果を見極めながら、積極的な金融緩和姿勢を当面継続する見通し。
- ・景気減速傾向が強まる局面では、日銀に対して、さらなる金融緩和策を求める声が強まる公算大であり、日銀は今後も状況に応じ、新たな金融緩和拡充策を模索する可能性。

【長期金利】

- ・当面の長期金利は、①米国景気の先行き懸念の高まり、②日米中銀による追加金融緩和観測、などが引き続き金利低下圧力として作用する一方、①国内外とも景気が厳しい2番底に向かう展開は回避されるとみられること、②金融資本市場は安定していること、から一方的かつ大幅に低下する可能性は小。2011年半ばにかけて、長期金利は低水準で横ばい圏の推移が長期化する見通し。

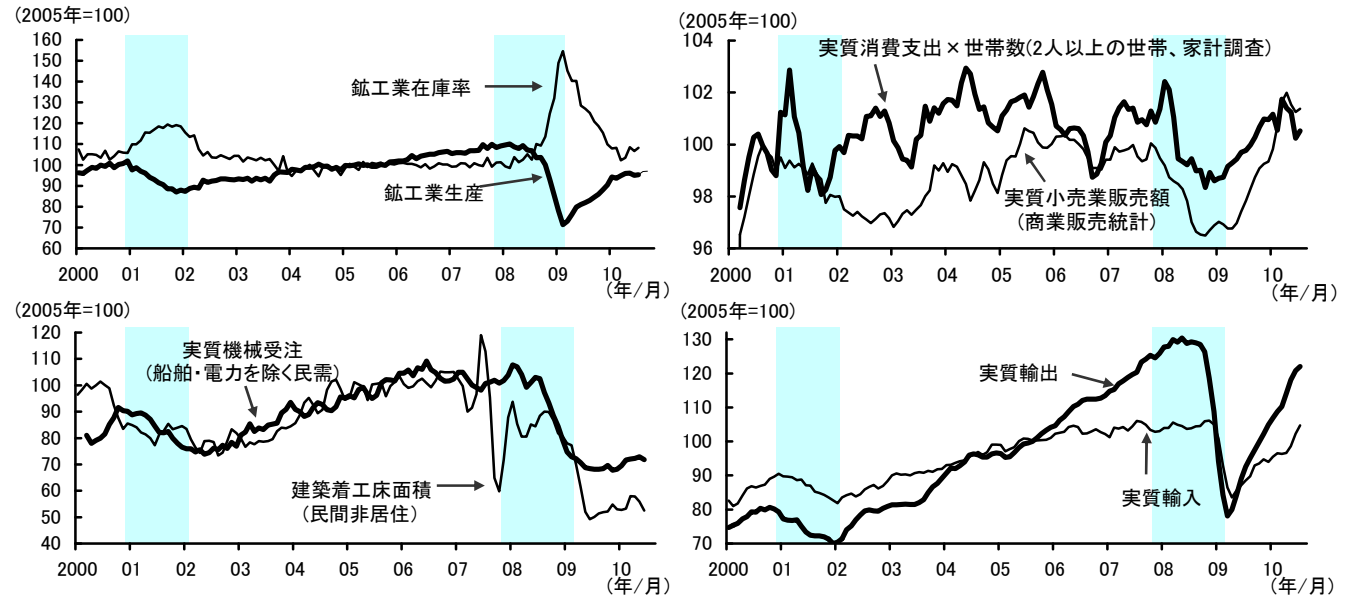
景気回復ペースが鈍化

景気回復ペースは鈍化傾向。7月の鉱工業生産が横ばい圏内の動きにとどまったほか、輸出も増勢が緩やかに。また、自動車・薄型テレビ販売もピークアウトするなど、これまでの急拡大を支えてきた牽引役が息切れ。景気先行指数も弱含みに。

4～6月期の実質GDP成長率も、耐久財消費の増勢鈍化を主因に、前期比年率+0.4%に急低下。加えて、デフレ圧力の高まりにより、名目GDP成長率は同▲3.7%と大幅マイナスに。

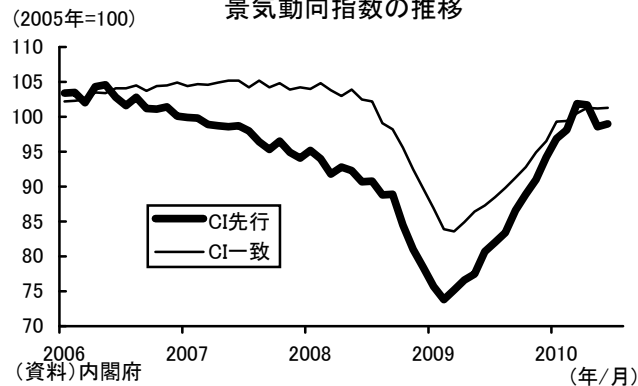
もっとも、景気の腰折れには至らず。水準は低いものの、機械受注・建築着工は緩やかに持ち直し。個人消費も、子ども手当による可処分所得の増加、エアコン販売の増加などに支えられて底堅さを維持。

わが国主要景気指標の推移

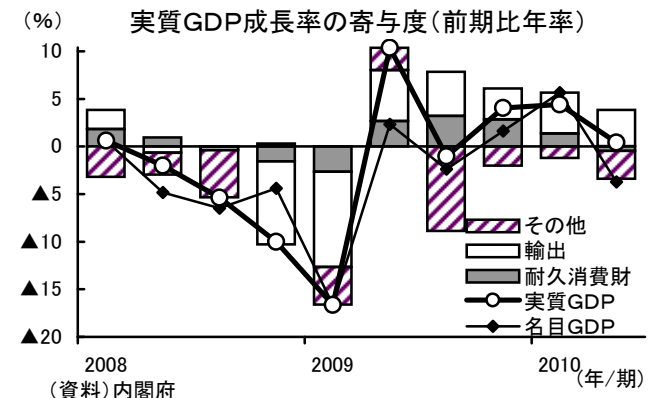


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

景気動向指数の推移



実質GDP成長率の寄与度(前期比年率)



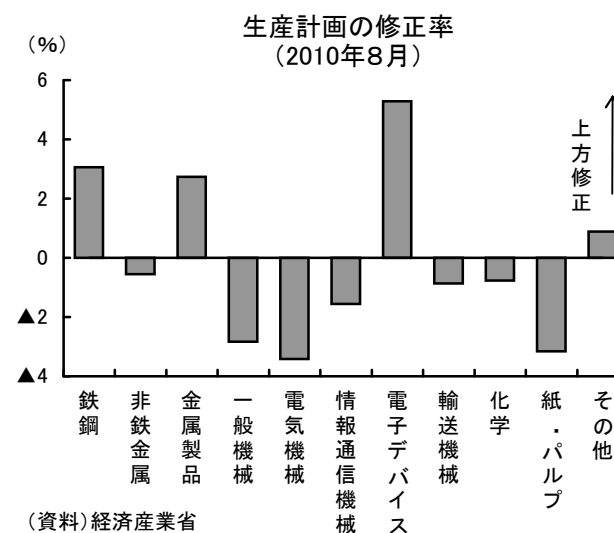
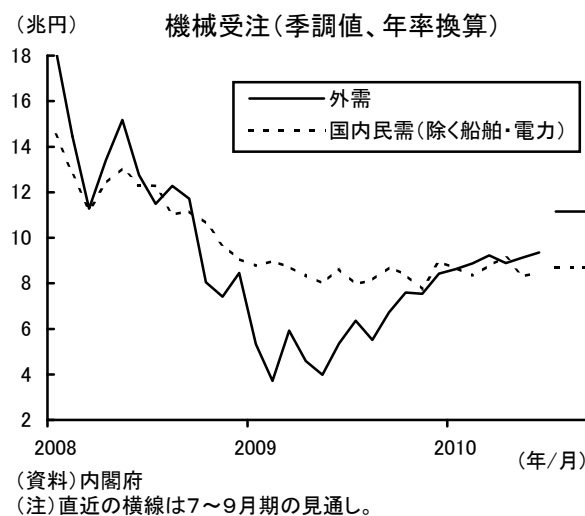
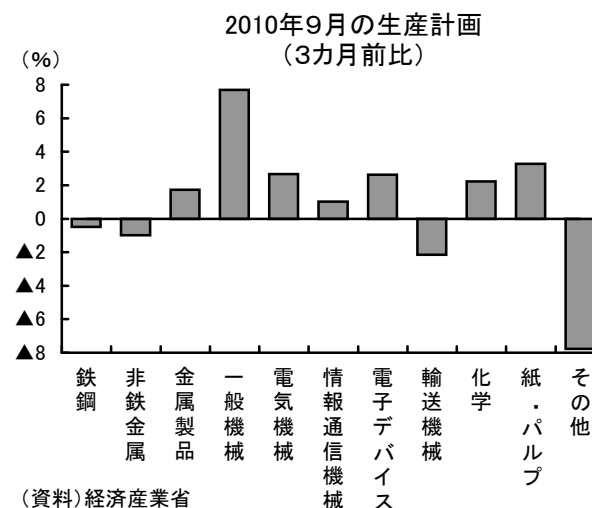
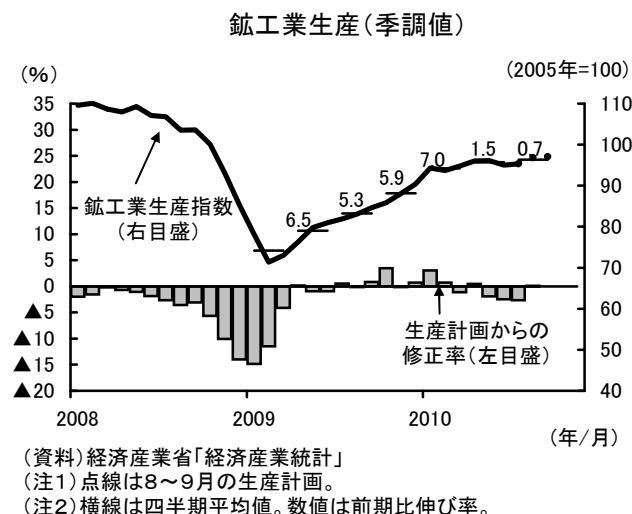
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2010年9月

鉱工業生産は緩やかな増勢持続

7月の鉱工業生産は前月比+0.3%と2カ月ぶりのプラス。8月、9月の生産計画でも増産が見込まれており、これを織り込んで計算すると、7～9月期の鉱工業生産は前期比+0.7%のプラスに。ペースは大幅に鈍化しているものの、緩やかな増勢が持続。

業種別にみると、一般機械が高い伸びを維持。アジアを中心に海外の設備投資需要が堅調。また、これまで弱含んできた電気機械、金属製品なども持ち直しの動き。一方、輸送機械は、自動車買い替え補助の効果減衰により、減少に歯止めがかからず。

生産計画からの下振れが止まったことも明るい材料。もっとも、業種によって、上方修正、下方修正の幅が大きく拡大。下方修正圧力は依然として払拭されておらず、鉱工業生産が減少に転じるリスクは残存。



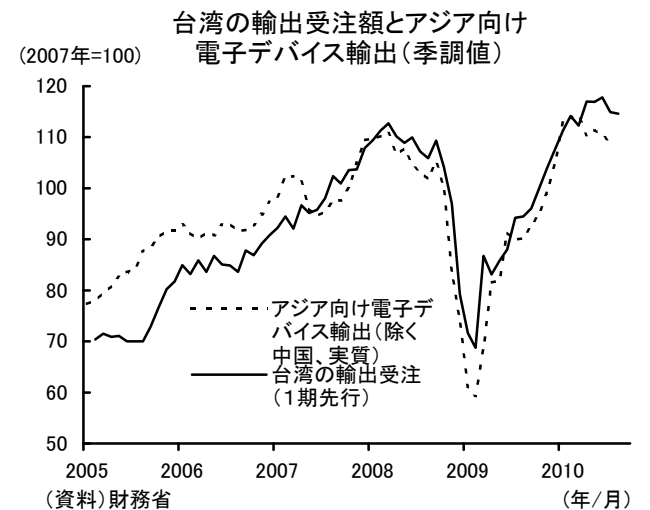
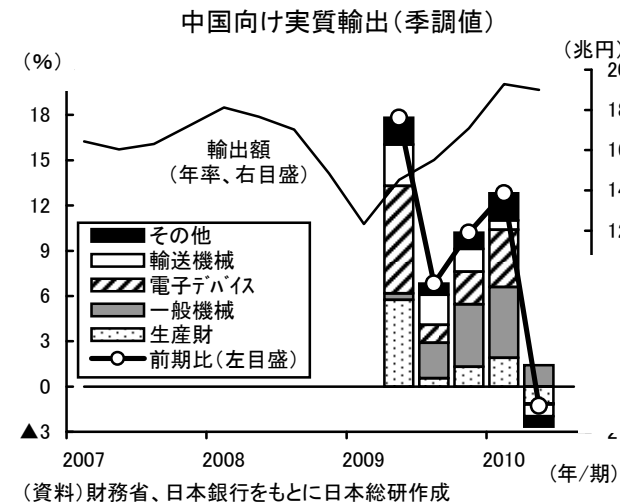
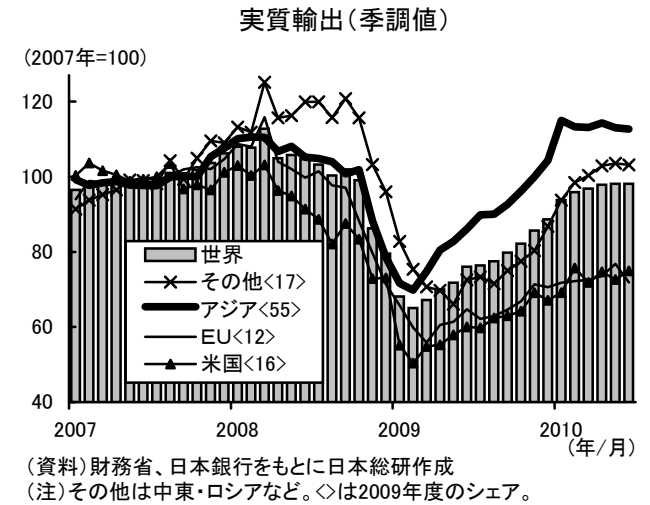
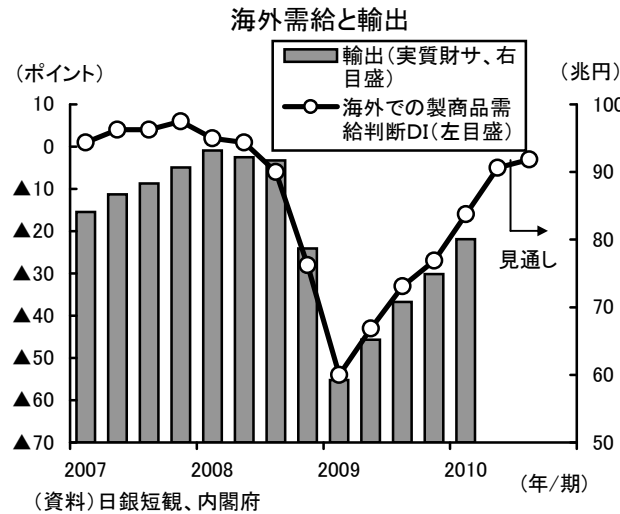
輸出の増勢は鈍化

新興国経済の持ち直しに支えられて、輸出は底堅さが持続する見通し。日銀短観6月調査における「海外での製商品需給判断DI」も着実に改善しており、当面の輸出増加を示唆。

もっとも、輸出の増勢は徐々に鈍化する公算。2009年春以降の急増は、①大幅な落ち込みから元の水準に戻る動き、②海外諸国での景気刺激策、の二つが牽引。これらの要因が一巡するにつれ、輸出は海外経済の回復ペースに見合った緩やかな伸びに収斂していく見通し。

今後の輸出環境を展望すると、①中国での4兆元の景気刺激策の効果が薄れつつあること、②アジア諸国における電子デバイス製品の在庫調整、③欧米景気の回復力が脆弱にとどまること、などの要因を背景に、輸出の回復ペースは一桁台に鈍化する見通し。

円高傾向が続けば、さらに輸出を下押しする懸念。

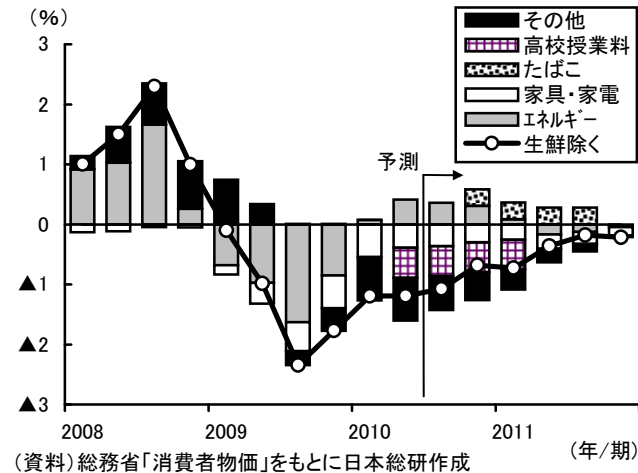


消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

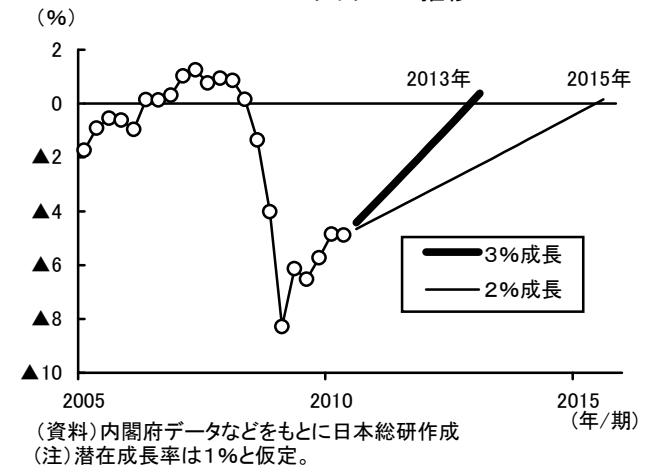
資源価格要因の剥落により、消費者物価の下落幅は徐々に縮小。もっとも、4～6月期のGDPギャップが▲5%弱と大幅なマイナスが残っているため、消費者物価のマイナス傾向が持続する見通し。家電製品、被服など幅広い製品・サービスで価格下落の動きが続く見込み。GDPギャップが解消する時期は早くても2013年で、その間は物価下落圧力が残存。

国内での価格競争の激化、販売価格の下落により、企業収益に下振れ圧力。日銀短観6月調査では、大企業・非製造業の2010年度売上計画が下方修正。業種別にみると、流通業での下方修正幅が大。

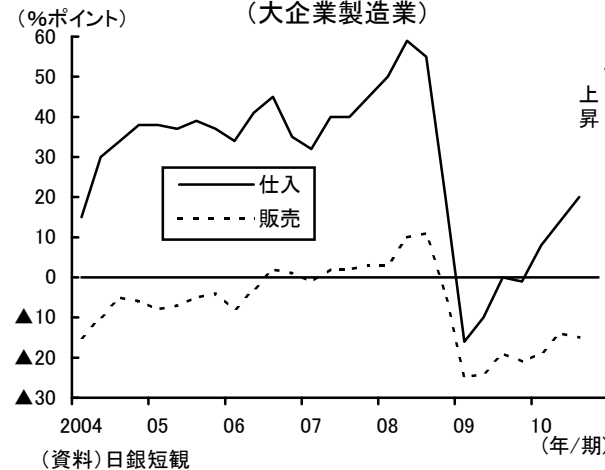
消費者物価の予測(前年同期比)



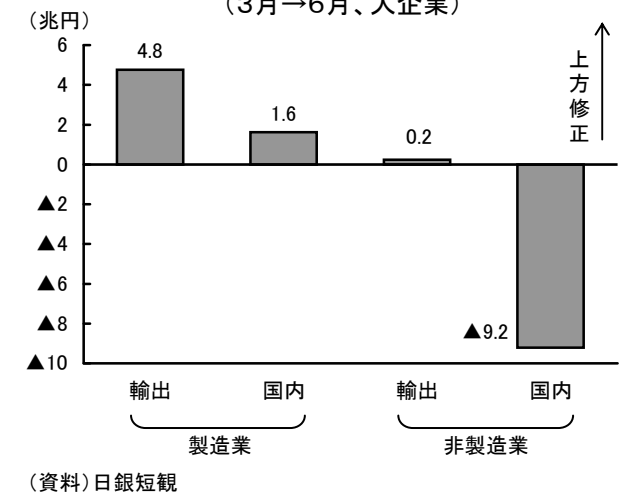
GDPギャップの推移



価格判断DI
(大企業製造業)



2010年度の売上計画の修正幅
(3月→6月、大企業)



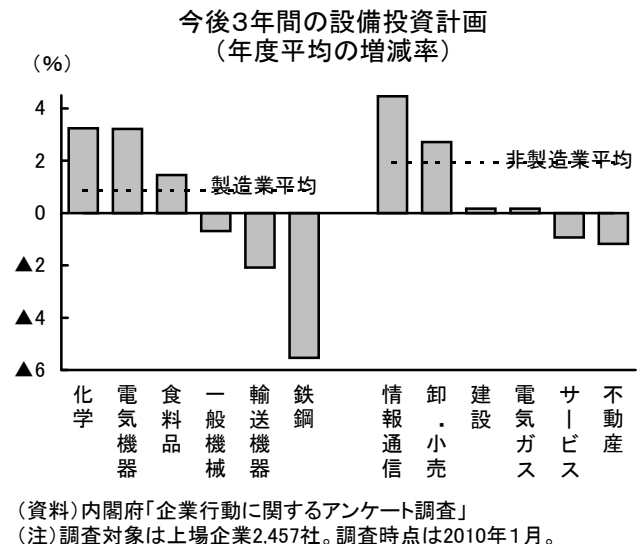
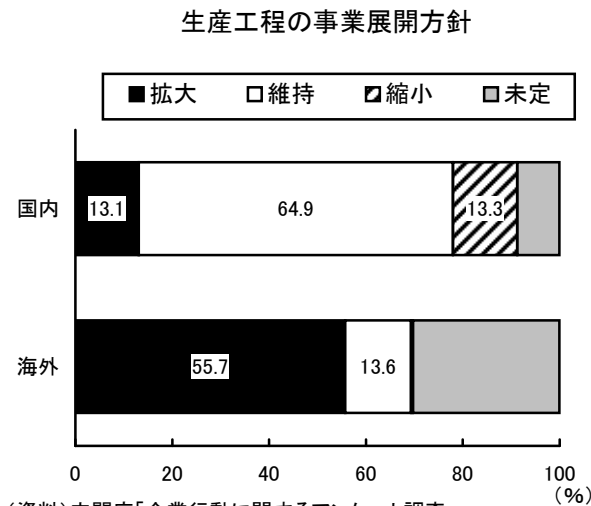
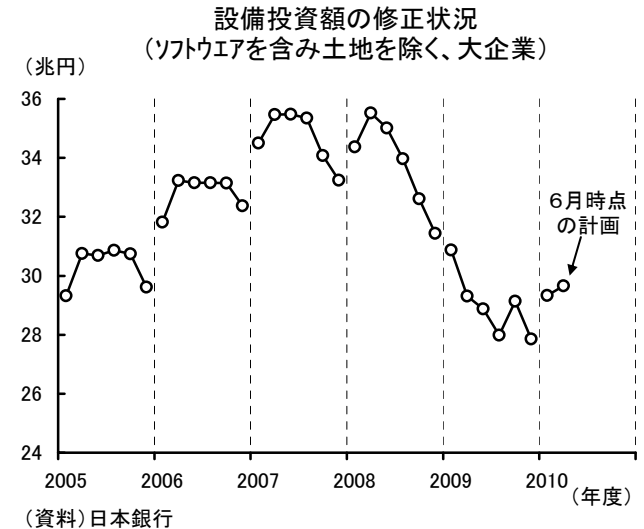
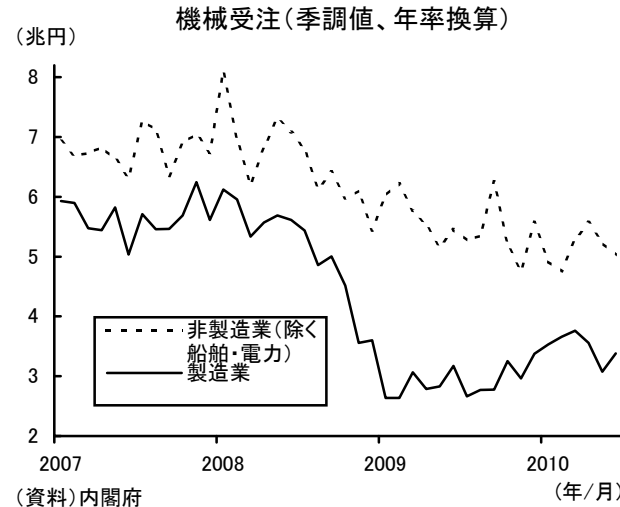
設備投資の低迷は長期化の懸念

設備投資は緩やかな増勢。設備投資に数カ月先行するといわれる機械受注をみると、非製造業からの受注減少に歯止めがかかっていないものの、電気機械を中心に製造業からの受注は底離れの動き。建築着工も、大都市圏の再開発案件などに牽引されてやや持ち直し。もっとも、水準でみれば、依然として直近ピークを3～4割も下回っている状況。

今後を展望すると、このまま順調に設備投資の増勢が続くとみるのは早計。日銀短観の2010年度計画をみても、設備投資の低迷持続を示唆。大企業の設備投資計画（ソフトウェアを含み土地を除くベース）は前年度比+6.4%の増加ながら、直近ピークから2割近く低い水準。

この背景には、設備過剰感の解消の遅れ。製造業の設備稼働率は直近ピークを15%程度下回っており、依然として過剰設備を抱えている状況。

加えて、中長期的にも、設備投資の低迷が続く懸念大。内外の成長率格差が広がるなか、企業は、国内投資を抑制し、海外シフトを積極化させる方針。実際、今後3年間の設備投資計画をみても、製造業を中心に極めて慎重なスタンス。

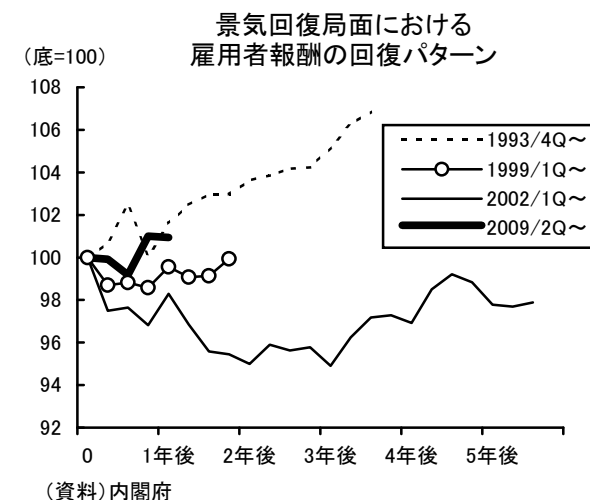
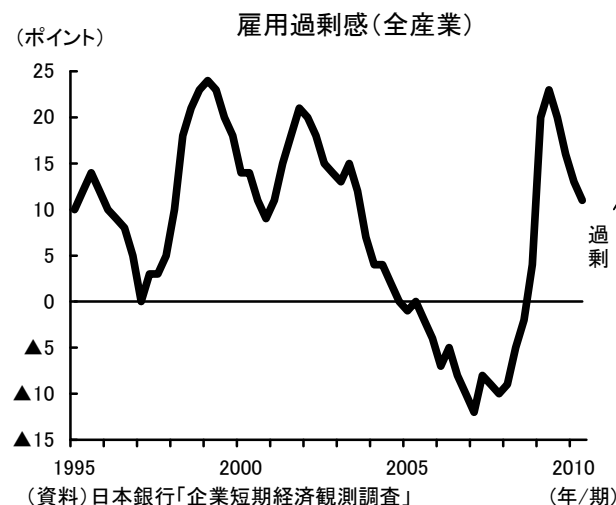


所得環境は厳しいものの、政策効果により可処分所得は増加

労働分配率の上昇を主因に、雇用過剰感が高止まり。当面、景気回復による売上増加を受け、企業が生み出す付加価値額は増勢が続く見通し。しかし、雇用過剰感を背景に、雇用者への分配を削減する動きには歯止めがかからない公算大。結果的に、増加した付加価値は「収益増」というかたちで、企業に分配される見込み。これは、前回の景気回復局面の初期（2002～03年）と同様の姿。

したがって、当面は、雇用・賃金の抑制スタンスが持続する見込み。雇用面では、企業が過剰雇用を抱えているため、新規採用を増やすのは困難。給与面では、所定外給与は増加するものの、総じて賃金を抑制する姿勢が続く公算。この結果、雇用者報酬は小幅な伸びに。

2010年度は子ども手当の支給などにより、家計の所得環境は改善が明確化。もっとも、消費刺激策などですでに消費性向が上昇しているうえ、将来の消費税引き上げ懸念により節約志向も強まるため、個人消費の押し上げ効果は限定的にとどまる見込み。

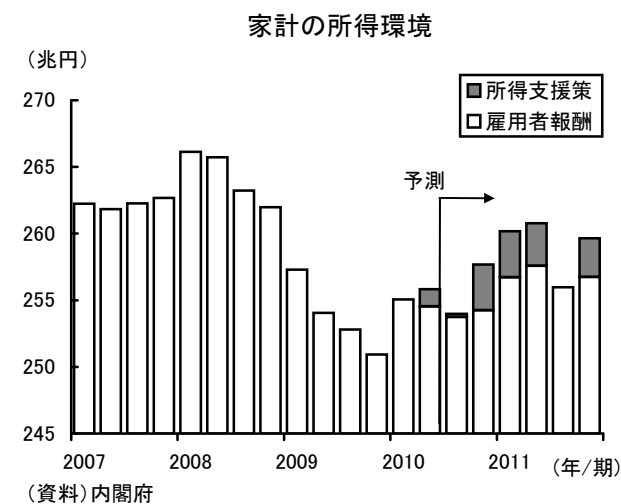


家計への給付・負担額 (兆円)

	2010年度	2011年度
給付増	3.8	3.8
子ども手当、出産一時金	2.7	2.7
公立高校の無償化	0.4	0.4
公的年金控除の引き上げ	0.1	0.1
高速道路の無料化	0.6	0.6
農業の戸別所得補償	0.1	0.1
負担増	▲1.3	▲2.2
公務員人件費の削減	▲0.3	▲0.6
児童手当の廃止	▲0.4	▲0.4
配偶者控除の廃止	▲0.5	▲1.1
たばこ税の引き上げ	▲0.1	▲0.2
純増減	2.5	1.6

(資料) 予算書などをもとに日本総研作成

(注) 2011年度の子ども手当は月額 13,000 円で据え置くと想定。



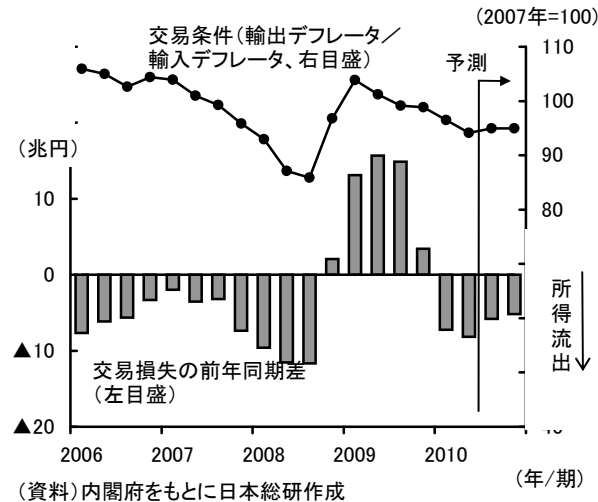
資源価格上昇によるマイナス影響が顕在化

資源価格の上昇により、交易条件が悪化傾向。2010年4～6月期には資源国への所得流出額が前年同期差8兆円に拡大。この分、国内所得が減少。最終製品価格への転嫁が困難な状況下、企業収益の押し下げ要因に。

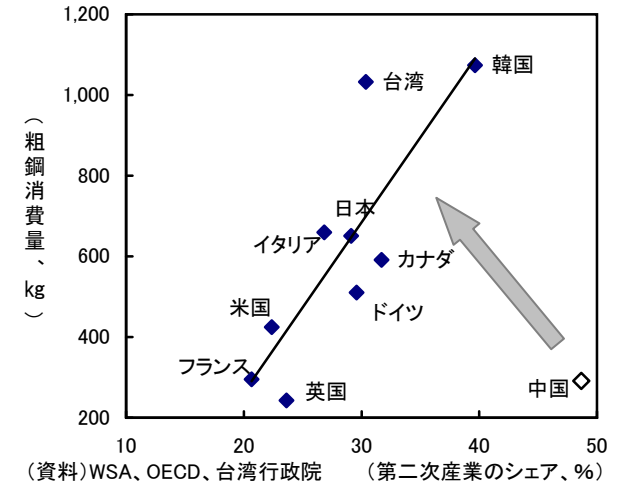
新興国の発展を考慮すれば、資源価格には中長期的に上昇圧力がかかる見込み。例えば、中国は世界の鉄鋼生産量の半分を占めているものの、人口規模から考えると、鉄鋼生産量はさらに拡大する公算大。

日本経済にとって、資源価格の上昇で最もインパクトが大きいのは原油。2009年度の原油輸入額は8.5兆円。原油価格が1バレル＝100ドルに上昇した場合、さらに4兆円の所得が産油国へ流出。

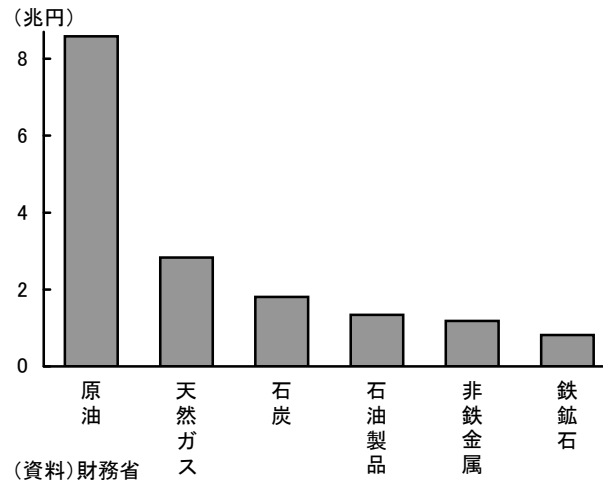
資源価格上昇の影響



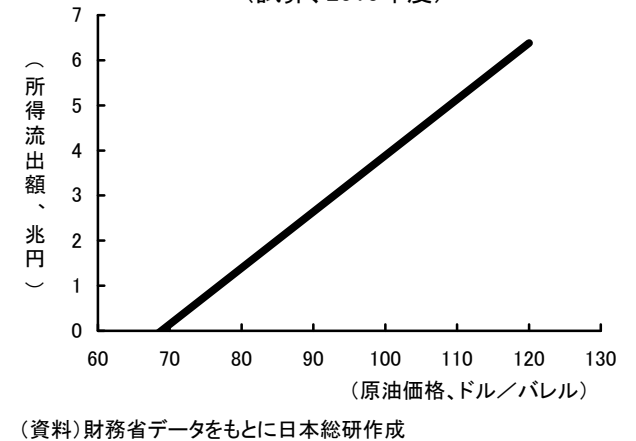
一人当たり粗鋼消費と第二次産業(2006年)



資源輸入額(2009年度)



原油価格上昇による所得流出額
(試算、2010年度)



政策効果の息切れが景気下押し要因に

内需の回復力が脆弱ななか、経済対策の息切れによるマイナス影響が景気を下押し。

①公共事業

民主党政権による公共事業削減の影響が現れるため、公共投資の減少幅が一段と拡大。

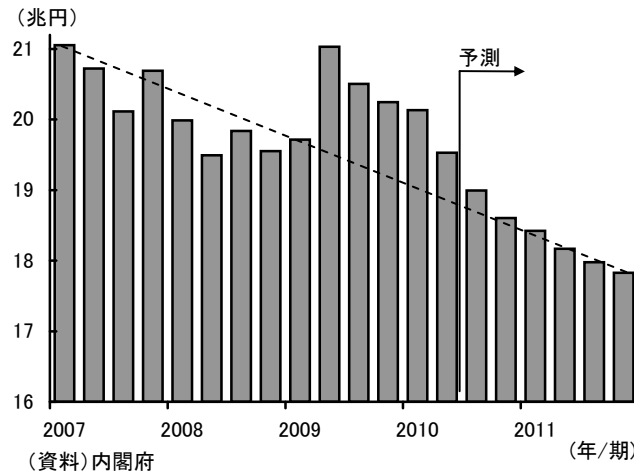
②中小企業資金繰り対策

中小企業資金繰り対策により、企業倒産件数は減少傾向。もっとも、経常利益率はまだ低い水準にあるなど、中小企業の経営環境は厳しい状況が持続。一時的な救済効果が切れるにつれ、企業倒産が増加に転じる恐れ。

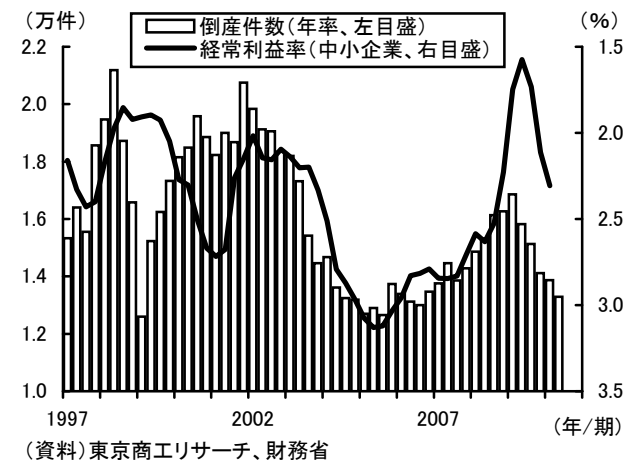
③雇用調整助成金

雇用過剰感が高止まりしているものの、政府が雇用調整助成金を支給しているため、企業は過剰雇用を抱え込んでいる状態。今後、助成金支給条件を満たす企業が少なくなるにつれ、企業部門が抱え込んでいる過剰雇用が失業として顕在化する懸念大。業種別では、建設・サービスだけでなく、製造業でも過剰雇用。

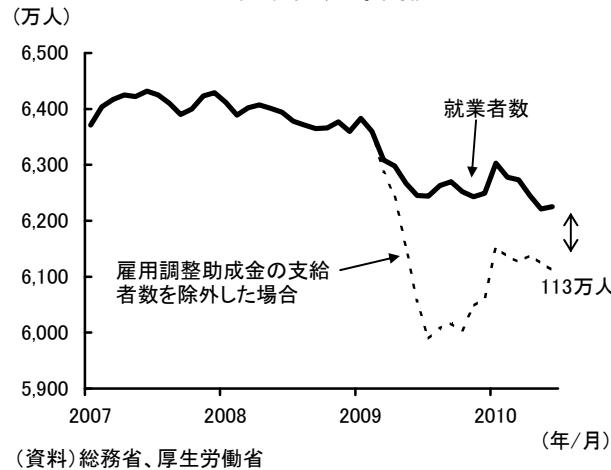
公共投資(名目、季調値)



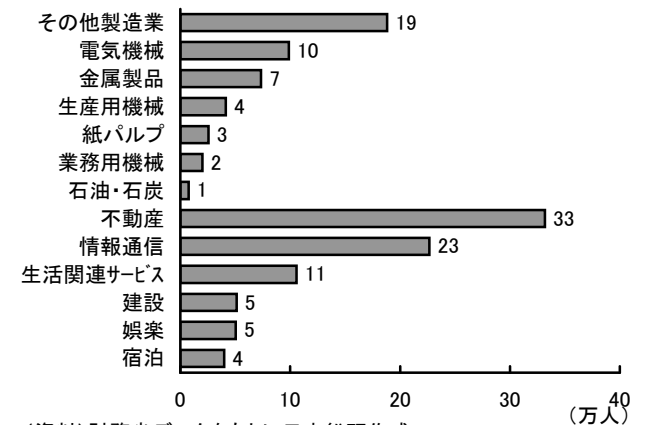
企業倒産件数と利益率



就業者数(季調値)



業種別の過剰雇用者数



耐久財消費は2011年度下期に大幅減

④耐久消費財－自動車

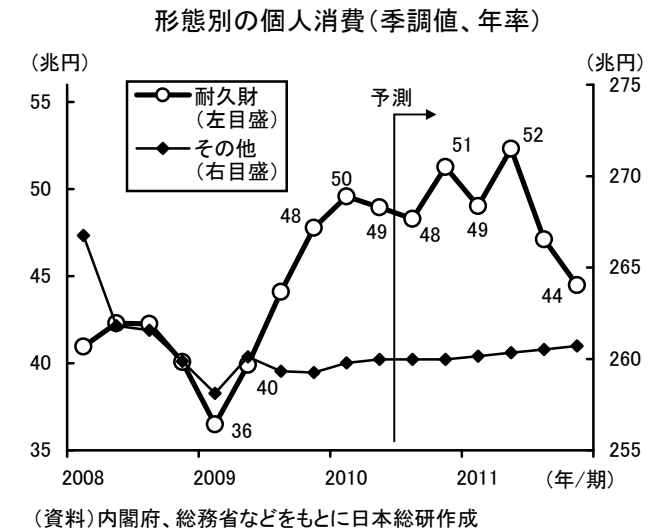
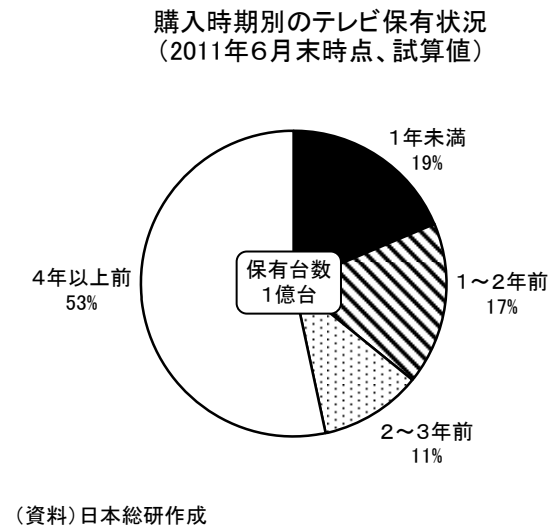
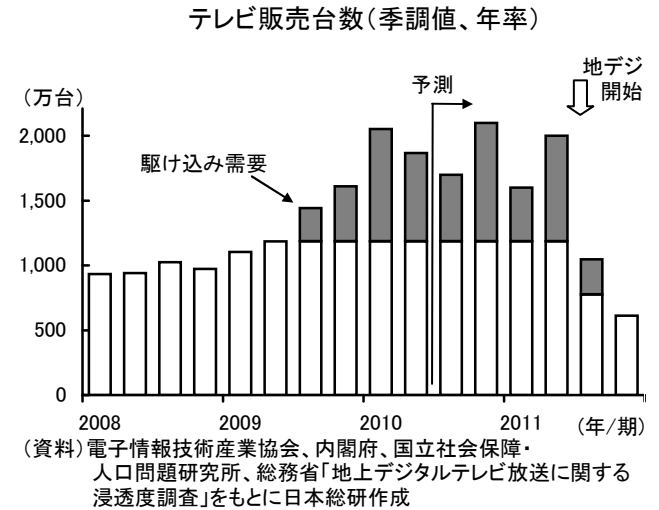
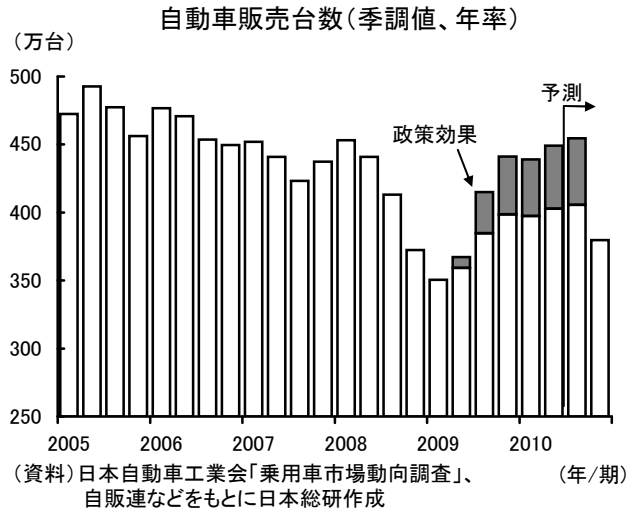
自動車の買い替え補助が9月末で終了するため、自動車販売はその後減少へ。政策効果による押し上げ分は、販売台数の1割程度と推計。

⑤耐久消費財－テレビ

テレビの潜在需要が年1,000万台なのに対し、足元ではその2倍のペースで販売。この大部分は、地デジ切り替え前の駆け込み需要。地デジ切り替え前までに、さらに2,000万台の買い替え需要が顕在化する見込みで、足元の高水準の販売は当面持続する公算大。もっとも、地デジ切り替え後には深刻な反動減へ。

2011年6月末には、国内で保有されるテレビの半分は購入後3年以内の新製品に置き換えられている見込み。2011年半ばから数年にわたり、テレビの買い替え需要が大幅に落ち込むのは不可避。

テレビの反動減が現れる2011年後半には、耐久財だけで実質個人消費を8兆円押し下げると試算。



2010年度+1.7%成長、2011年度+0.6%成長

・新興国向け輸出が底堅さを維持するため、景気の腰折れは回避。もっとも、世界的に景気刺激策の効果が薄れつつあるほか、内需の回復力が脆弱なため、減速傾向が一段と明確化する見込み。

・国内民需は回復感に乏しい状態が持続。とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。設備稼働率は上昇傾向をたどるものの、設備過剰感がなかなか払拭されないため、設備投資の低迷が持続。原材料価格の上昇により、利益率にも下振れ圧力。

・家計部門でも、所得環境の回復が遅れると予想されるため、消費マインドの大幅改善は期待薄。①ボーナス・所定内給与の低迷、②正社員、新卒採用の抑制による雇用環境の回復の遅れ、などを背景に、雇用者所得の本格回復は期待薄。

・こうしたなか、政策効果の息切れにより、景気は徐々に減速。公共投資の減少ペースが加速するほか、エコポイント制度、エコカー減税などによる耐久消費財の需要も一巡。6月から子ども手当が支給され始めたものの、個人消費を押し上げる力は限定的。2011年入り後には失速感が強まる見通し。

・デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、資源価格要因の剥落でマイナス幅は縮小するものの、内需低迷を主因とするデフレ圧力が持続するため、マイナス基調が長期化する見通し。

わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%)

	2010年				2011年				(四半期は前期比年率、%)		
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	2009年度	2010年度	2011年度
	(実績)		(予測)						(実績)	(予測)	
実質GDP	4.4	0.4	0.9	1.6	▲ 1.0	4.1	▲ 3.6	0.7	▲ 1.9	1.7	0.6
個人消費	2.2	0.1	1.2	2.2	▲ 3.4	6.7	▲ 9.4	▲ 1.1	0.7	1.2	▲ 0.6
住宅投資	1.2	▲ 5.0	1.7	0.7	1.8	2.1	2.5	2.7	▲ 18.5	▲ 3.8	2.0
設備投資	2.2	1.9	2.0	2.1	2.4	2.9	3.9	4.2	▲ 15.3	2.0	3.1
在庫投資 (寄与度)	(0.1)	(▲ 0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(▲ 0.3)	(0.9)	(0.2)	(▲ 0.5)	(▲ 0.2)	(0.2)
政府消費	2.2	1.0	1.1	0.5	0.6	0.2	0.8	0.6	1.7	1.3	0.5
公共投資	▲ 4.7	▲ 12.9	▲ 10.5	▲ 7.6	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 2.9	9.3	▲ 8.5	▲ 4.1
純輸出 (寄与度)	(2.7)	(1.8)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(▲ 0.1)	(1.5)	(0.4)
輸出	31.0	25.9	8.4	2.7	3.6	4.5	6.1	6.5	▲ 9.5	18.9	5.0
輸入	12.7	18.2	10.5	2.8	2.4	3.5	4.2	4.8	▲ 11.8	11.6	4.0

(前年同期比、%)

名目GDP	1.8	0.2	1.2	0.2	▲ 0.9	0.1	0.3	0.9	▲ 3.6	0.2	0.6
GDPデフレーター	▲ 2.8	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 0.0	0.8	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 0.0
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.2
鉱工業生産	27.5	21.0	15.8	11.1	4.2	3.6	3.7	3.8	▲ 8.9	12.6	3.8

完全失業率 (%)	4.9	5.2	5.0	4.9	4.7	4.7	4.7	4.6	5.2	4.9	4.6
経常収支 (兆円)	5.03	3.49	5.13	3.79	4.95	3.91	5.64	4.06	15.78	17.36	19.21
対名目GDP比 (%)	4.3	2.9	4.4	3.0	4.2	3.3	4.8	3.2	3.3	3.6	4.0
円ドル相場 (円/ドル)	91	92	86	85	85	86	87	88	93	87	88
原油輸入価格 (ドル/バレル)	78	82	77	77	77	77	77	77	69	78	77

(資料) 内閣府、総務省、経済産業省、財務省。予測は日本総合研究所。

(注) 海外経済の前提：米国は2010年+2.7%、ユーロ圏は2010年+1.4%、中国は2010年+9.6%。

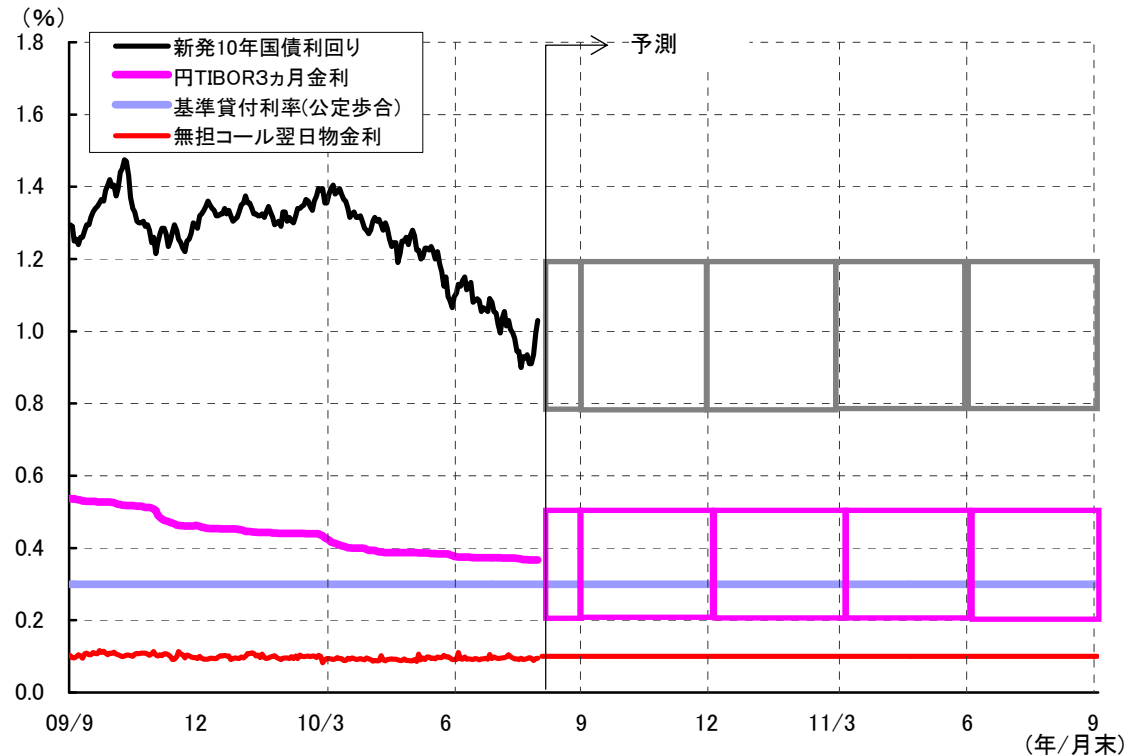
日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は、低水準で横ばい圏の推移が長期化する見通し。

わが国主要金利の見通し

日銀は、これまでに決定した各種施策の効果を見極めながら、積極的な金融緩和姿勢を当面継続する見通し。

景気減速傾向が強まる局面では、日銀に対して、さらなる金融緩和策を求める声が強まる公算大であり、日銀は今後も状況に応じ、新たな金融緩和拡充策を模索する可能性。

当面の長期金利は、①米国景気の先行き懸念の高まり、②日米中銀による追加金融緩和観測、などが引き続き金利低下圧力として作用する一方、①国内外とも景気が厳しい2番底に向かう展開は回避されるとみられること、②金融資本市場は安定していること、から一時的かつ大幅に低下する可能性は小。2011年半ばにかけて、長期金利は低水準で横ばい圏の推移が長期化する見通し。



	2011年 (%)					
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
無担コールO/N誘導目標	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
基準貸付利率(公定歩合)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
TIBOR3カ月物金利	0.39	0.35	0.30	0.30	0.30	0.30
円スワップ5年物金利	0.69	0.55	0.53	0.55	0.55	0.55
新発10年国債利回り	1.27	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

(注) 無担コール・基準貸付利率は未値。
その他は期中平均値。

→ 予測

株式市場：短期的には調整局面が続くものの、 一方的かつ大幅な下落は回避される見通し。

春以降、わが国株価の下落基調が持続。8月の日経平均株価は、①急激な円高の進行、②米国景気の減速懸念、を受けて大幅に下落し、下旬にかけて年初来安値を更新する展開に。その後、月末にかけては、政府による9,200億円規模の追加景気対策の発表を受けて反発する場面もみられたものの、明確な底入れには至っていない状況。

今後を展望すると、①米国景気の先行き懸念の高まり、②円高による企業業績の悪化懸念、などから、株価は調整局面が続く見通し。もっとも、新興国をけん引役とする世界経済の持ち直し基調が崩れるには至らず、株価の下値余地も限られる見込み。

ちなみに、ファンダメンタルズとの対比で株価水準を評価すると、株式時価総額の名目GNI比は、2010年8月31日時点で57.2%と過去20年のボトムラインである50%前後に接近。①名目GNIは2009年後半に底打ちしていること、②過去のボトム期に見られた金融面の混乱は現状再燃する兆しはみられないこと、などを踏まえると、リーマンショックの株価調整時のボトムである54.6%を大きく割り込み、一方的かつ大幅に下落する可能性は小。

