

日本経済展望

2010年6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	4
わが国景気見通し	10
わが国金利見通し	11
マーケット分析	12

◆本資料は2010年6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6月）

1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直し

- ・4月の鉱工業生産が2カ月連続の前月比プラスとなったほか、輸出も回復傾向が持続。耐久財消費の好調が続いているほか、消費マインドも持ち直しの動き。4～6月期の実質GDPも、5四半期連続のプラス成長になる公算。
- ・もっとも、マイナス材料も残存。機械受注・建築着工などは回復力が脆弱。消費者物価の下落傾向も持続。さらに、これまで景気を牽引してきた鉱工業生産に増勢鈍化の兆し。

2. 景気見通し：緩やかな回復が持続

- ・世界景気の持ち直しを受けて輸出が増加傾向をたどるため、景気回復傾向が持続する見通し。中国など新興国向け輸出が堅調を維持するほか、最悪期を脱した米国向けも持ち直しの動き。
- ・もっとも、内需低迷が長期化するため、回復ペースは緩やか。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。
- ・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ボーナスを中心とした給与の低迷、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るものの、個人消費を押し上げる力は限定的。
- ・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. 5月の金融政策・金利動向

- ・欧州財政問題に伴う信用リスク警戒感から、金融機関同士のドル資金の円滑なやり取りに支障をきたす恐れが生じるなか、日銀は、5月10日に臨時の政策決定会合を開催。①FRBとの間で米ドルスワップの取極めを再締結すること、②米ドル資金供給オペの実施体制を改めて整備すること、を決定。
- ・21日の定例会合では、政策金利（0.1%）の現状維持を決定。併せて「成長基盤強化のための新たな資金供給策」の骨子案を発表。貸付利率は政策金利水準（現行0.1%）、貸付期間は原則1年（借り換え可能）とされた。
- ・長期金利（10年国債利回り）は、月後半にかけて、大幅に低下。25日には09年1月5日以来、およそ1年半ぶりに終値で1.2%を割り込んだ。ギリシャ問題の深刻化や中国の不動産バブル抑制策強化を受けて、投資マネーが株式などの各種リスク資産市場から、安全資産とされる国債市場へシフトしたことが背景。

4. 金融政策・金利見通し

【金融政策】

- ・日銀は、デフレ脱却に向け、積極的な金融緩和姿勢を長期継続へ。景気が減速に向かう局面では、すでに実施を表明している「成長基盤強化のための新たな資金供給策」（6月中にも具体案が固まる見込み）に加えて、さらなる緩和策を求める声が強まる公算大。このもとで、日銀は、当座預金残高を目標とした量的緩和政策の導入や、長期国債買い入れの増額には慎重な姿勢を堅持するものの、必要に応じ、新たな金融緩和拡充策を模索する可能性。

【長期金利】

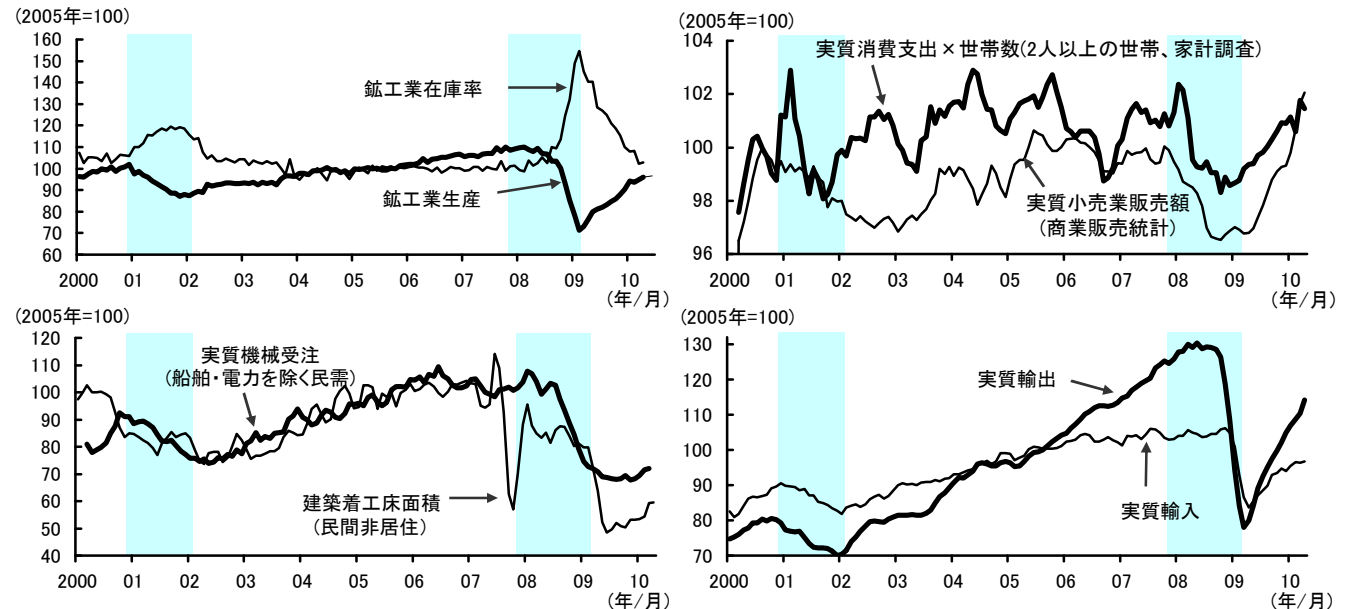
- ・長期金利（10年国債利回り）は、①内外景気の回復持続、②世界的な財政リスクへの警戒感の高まりが金利押上げ要因となる一方、①デフレ状況の持続、②日銀の大幅金融緩和の長期化、などが金利を下押し。
- ・金利に対する上下両方向の圧力が並存するなか、1%台前半での一進一退が長期化する見通し。

製造業を中心に持ち直しの動きが持続

製造業を中心に、持ち直しの動きが持続。4月の鉱工業生産が2カ月連続の前月比プラスとなったほか、輸出も、アジア向けに加え、米国向けも持ち直しの動き。家計部門でも、薄型テレビ・自動車の販売増が続いているほか、雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかりつつあるため、消費マインドも改善。住宅着工も分譲を中心に底入れ。これらを受け、4～6月期の実質GDPも5四半期連続のプラス成長になる見込み。

もっとも、依然としてマイナス圧力も残存。とりわけ、機械受注・建築着工は低水準からの回復力が脆弱で、設備投資低迷の長期化を示唆。消費者物価（除く食料・エネルギー）の下落も持続しており、デフレ圧力が一段と鮮明に。さらに、これまで景気を牽引してきた鉱工業生産の先行きに増勢鈍化の兆し。

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。

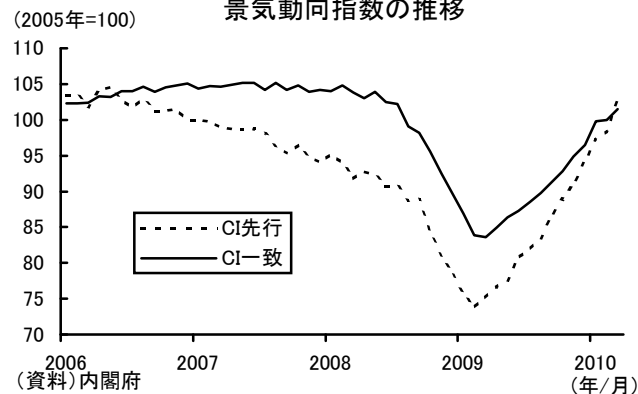
(注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。

(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。

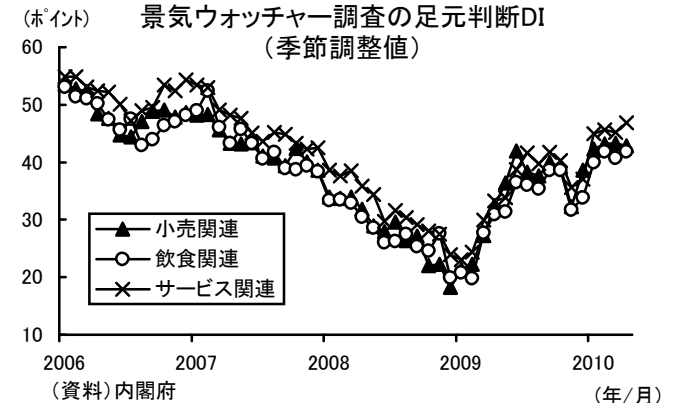
(注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。

(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



景気ウォッチャー調査の足元判断DI (季節調整値)

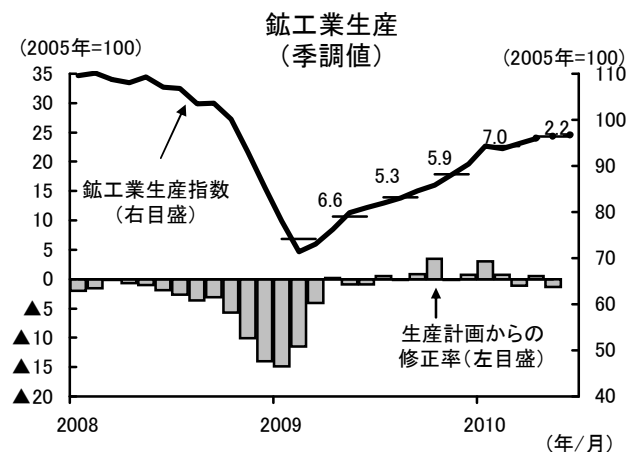


鉱工業生産は増勢鈍化が鮮明に

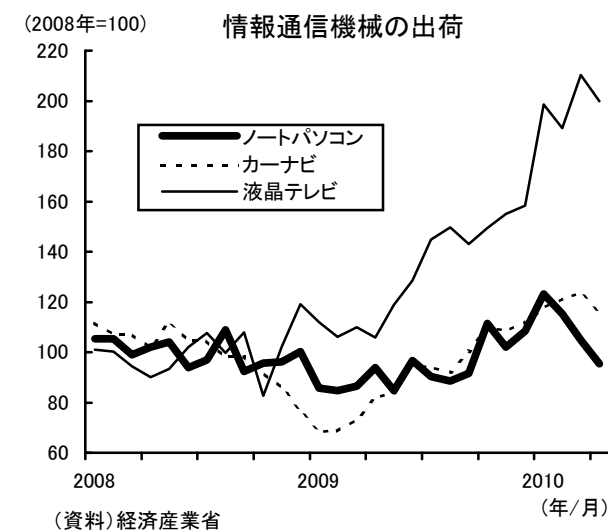
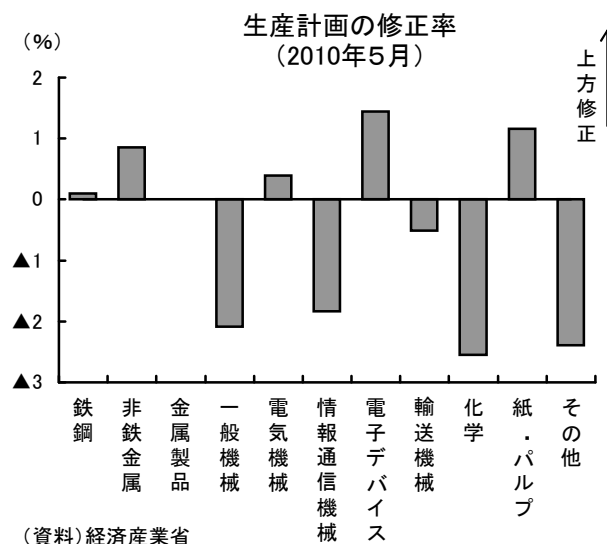
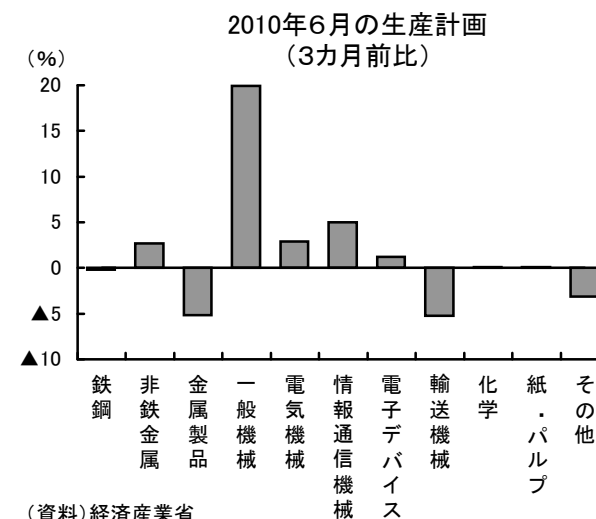
4月の鉱工業生産は前月比+1.3%となったものの、5～6月の計画はほぼ横ばいであり、鉱工業生産の増勢鈍化が鮮明。4～6月期は前期比+2.2%の小幅増にとどまる見込み。

増勢鈍化の主な要因は輸送機械の減少。内外での購入刺激策効果の一巡により、自動車需要が弱含んでいる可能性。さらに、鉄鋼・化学など素材関連も増産がストップ。これまで海外向けが増加していたことを勘案すると、海外における景気刺激策の効果が剥落しつつある公算。

さらに、生産計画から下振れる業種も増加。6月までの増産を計画している一般機械・情報通信機械でも下方修正が行われており、予想していたほど需要が伸びていないことを示唆。海外の設備投資需要、国内でのパソコン・薄型テレビ需要が鈍化している可能性。



(資料) 経済産業省「経済産業統計」
(注1) 点線は5～6月の生産計画。
(注2) 横線は四半期平均値。数値は前期比伸び率。



輸出の増勢は鈍化

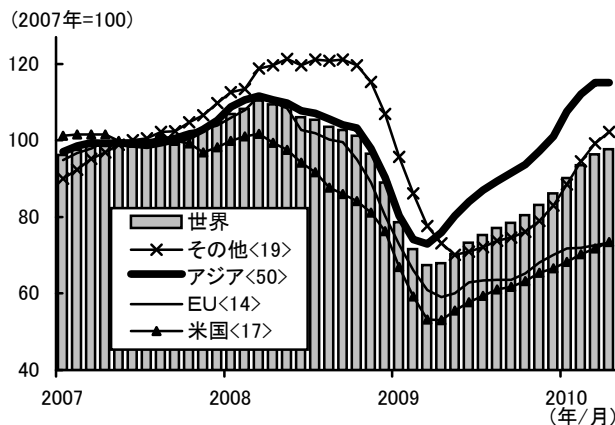
世界経済の回復に支えられて、輸出の増勢が持続する見通し。

もっとも、増勢は徐々に鈍化する公算。過去1年の輸出の急増は、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伸び率に戻っていく見通し。

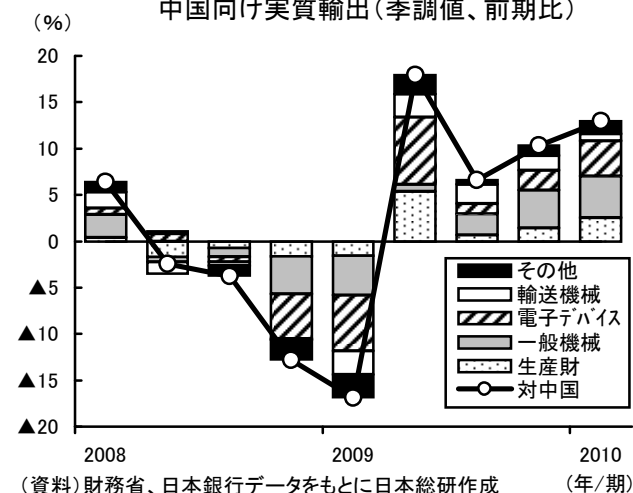
そこで、今後の輸出環境を展望すると、①新興国経済が堅調を維持するものの、②欧米景気の回復力が脆弱にとどまること、③為替レートが依然として円高水準にあること、などマイナス要因もあるため、輸出の回復ペースは一桁台に鈍化する見通し。

さらに、①中国での不動産市場の調整、②ギリシャ問題による欧州向け需要の減少、などの下振れリスクも。4～6月期の海外からの機械受注は前期比マイナスの計画となっており、若干注意を要する状況。

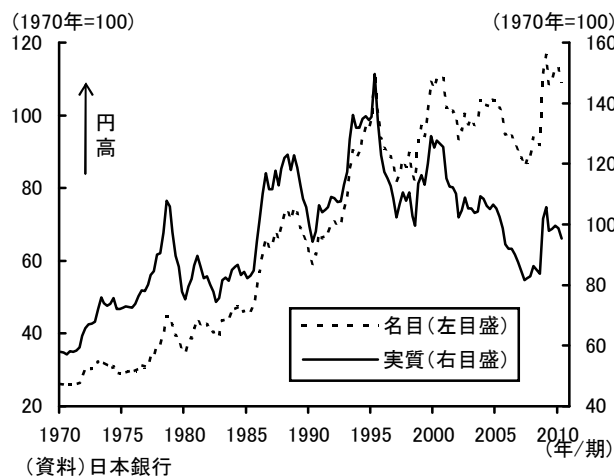
実質輸出(季調値、3カ月移動平均)



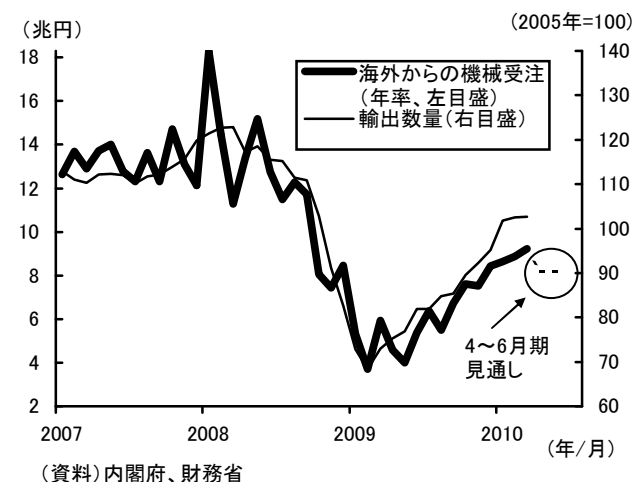
中国向け実質輸出(季調値、前期比)



実効為替レートの推移



海外からの機械受注



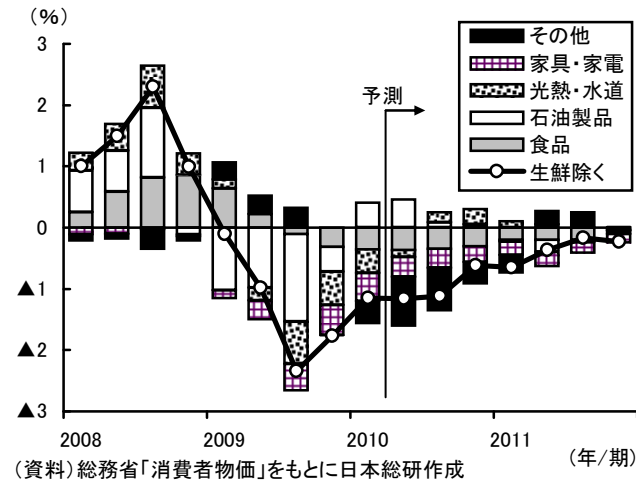
消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

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、1～3月期のGDPギャップが▲4.8%と大幅なマイナスになっているため、消費者物価のマイナス傾向が持続する見通し。

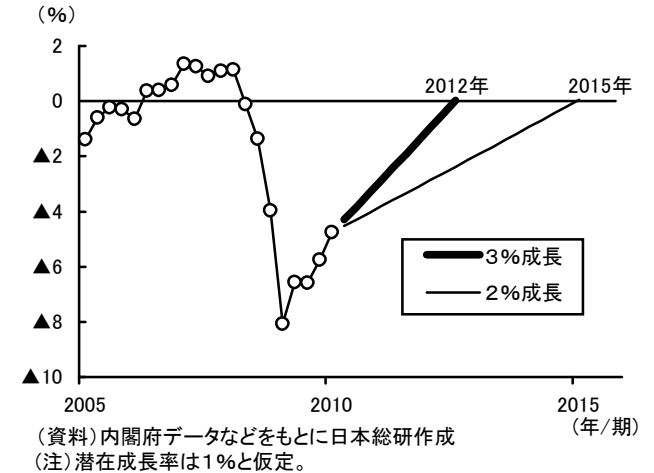
さらに、足元のデフレ圧力は、消費者物価の下落以上に深刻。消費者物価と平均購入単価を比較すると、平均購入単価の方が大きく下落。消費者の節約意識が強まり、より価格の安い商品にシフトしたことが原因。典型例は衣料品。消費者の低価格志向により、企業の売上高は年1兆円近く押し下げられる可能性も。

こうしたデフレ傾向は長期化の公算大。▲4.8%のGDPギャップが解消する時期は早くても2012年。この間は、需要不足を背景とする物価下落圧力が残存。

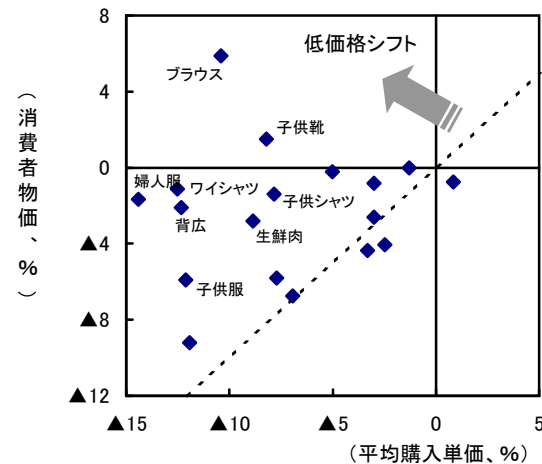
消費者物価の予測(前年同期比)



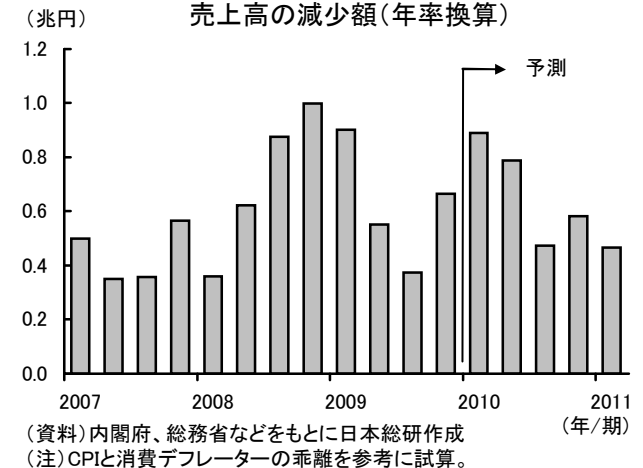
GDPギャップの推移



平均購入単価とCPI
(2009年7～12月の前年同期比)



消費者の低価格志向による
売上高の減少額(年率換算)



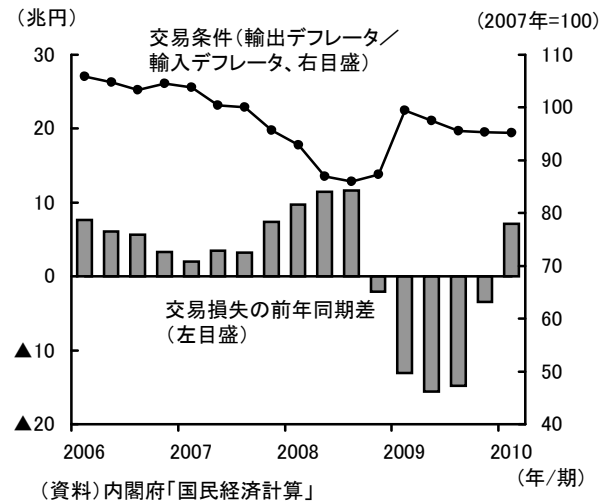
資源価格上昇によるマイナス影響が顕在化

資源価格の上昇により、交易条件が悪化傾向。2010年1～3月期には資源国への所得流出額が前年同期差7兆円に拡大。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。

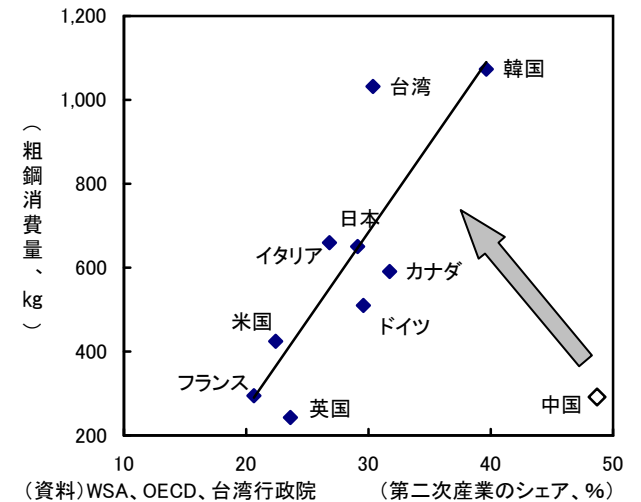
新興国の発展を考慮すれば、資源価格には中長期的に上昇圧力がかかる見込み。例えば、中国は世界の鉄鋼生産量の半分を占めているものの、人口規模から考えると、鉄鋼生産量はさらに拡大する公算大。

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。

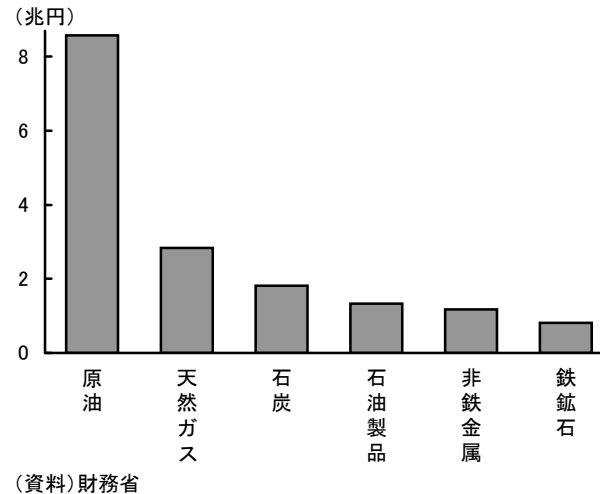
資源価格上昇の影響



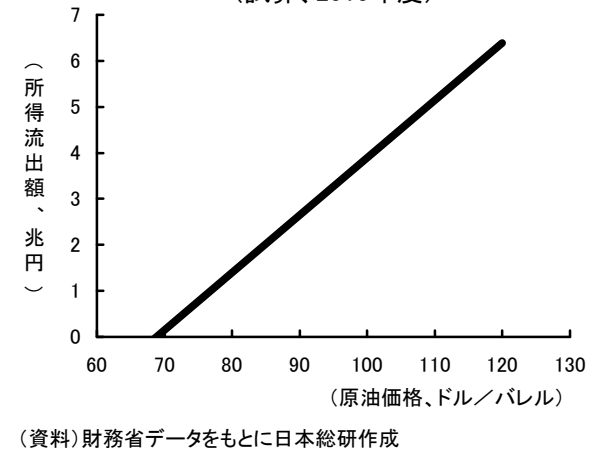
一人当たり粗鋼消費と第二次産業 (2006年)



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)



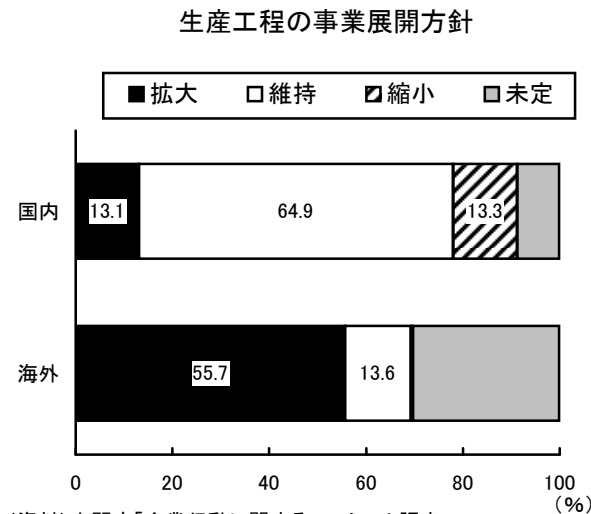
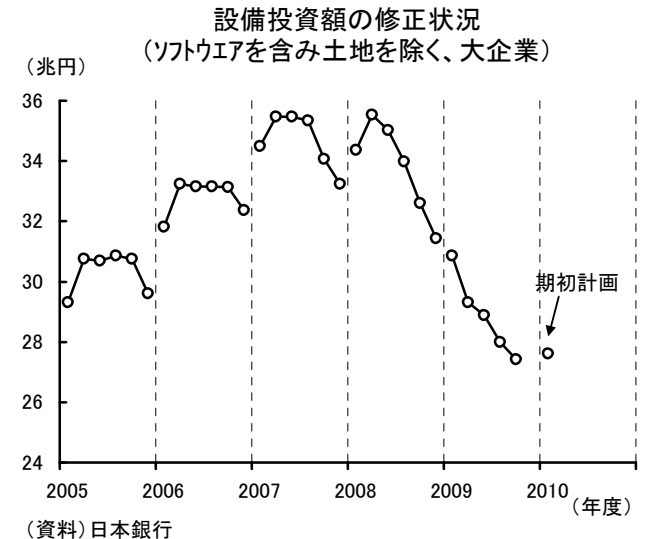
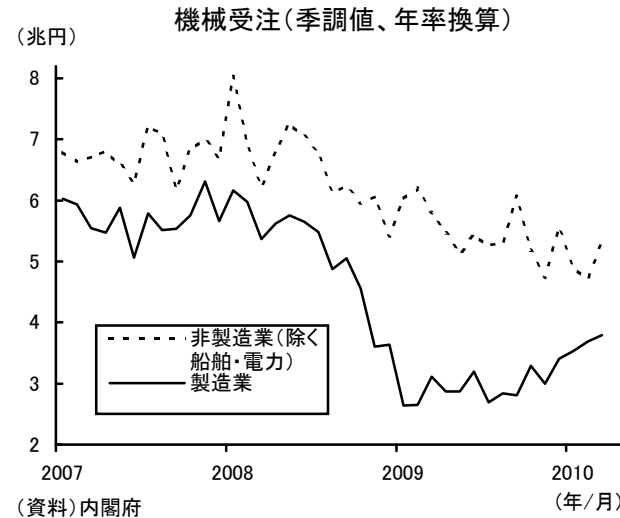
設備投資の低迷は長期化の懸念

設備投資に持ち直しの兆し。機械受注は、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が回復傾向。建築着工も、大都市圏の再開発案件などに牽引されて増加トレンドに。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。

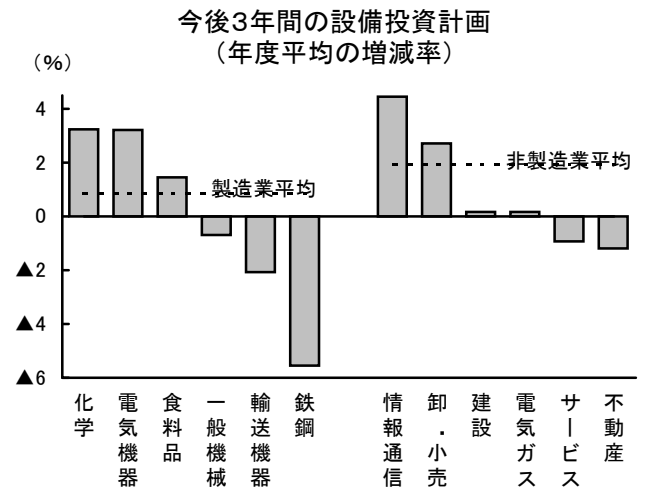
今後を展望すると、このまま順調に設備投資の増勢が続くとみるのは早計。日銀短観の2010年度計画をみても、設備投資の低迷持続を示唆。大企業の設備投資計画（ソフトウェアを含み土地を除くベース）は前年度比+0.7%の小幅増。

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。



(注)調査時点は2010年1月15日。調査対象は上場製造業532社。

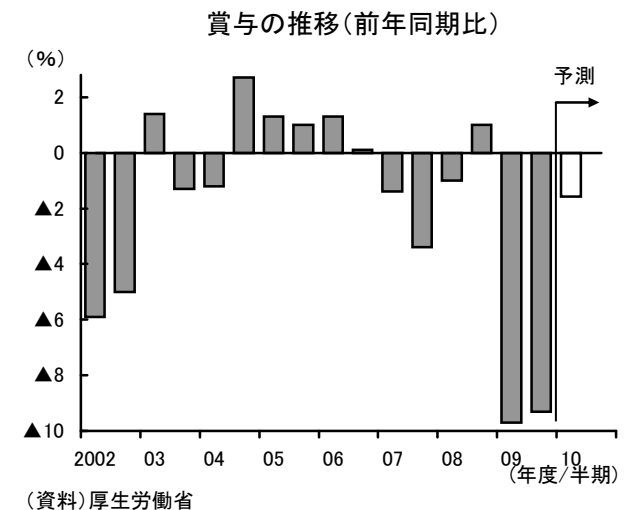
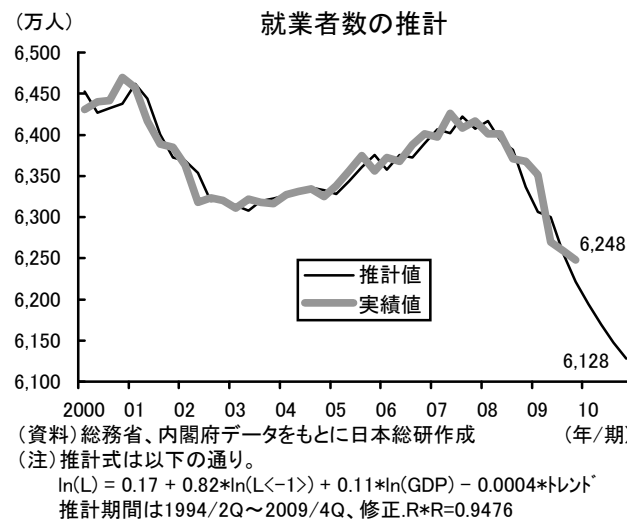
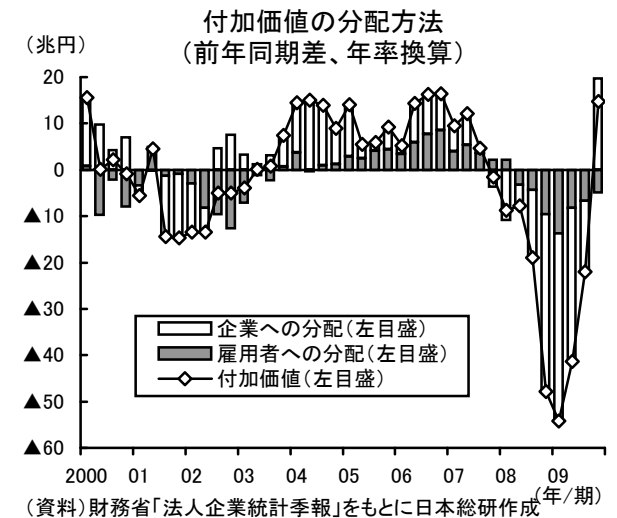
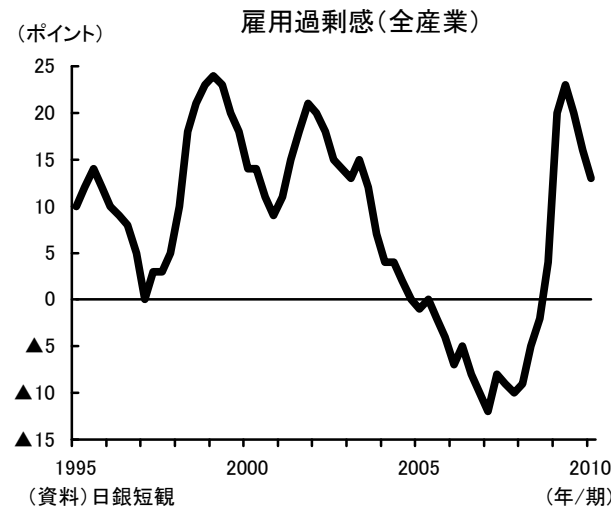


(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
(注)調査対象は上場企業2,457社。調査時点は2010年1月。

雇用・賃金は減少が持続

労働分配率の上昇を主因に、雇用過剰感も高止まり。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。しかしながら、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、新規採用にはなかなか踏み切ることができない見通し。給与面では、所定外給与は増加に転じるものの、総じて賃金を抑制する姿勢が続く公算。



政策効果の息切れが景気下押し要因に

景気対策による押し上げ効果はすでにピーク越え。徐々に息切れ感が強まる見込み。

①公共投資

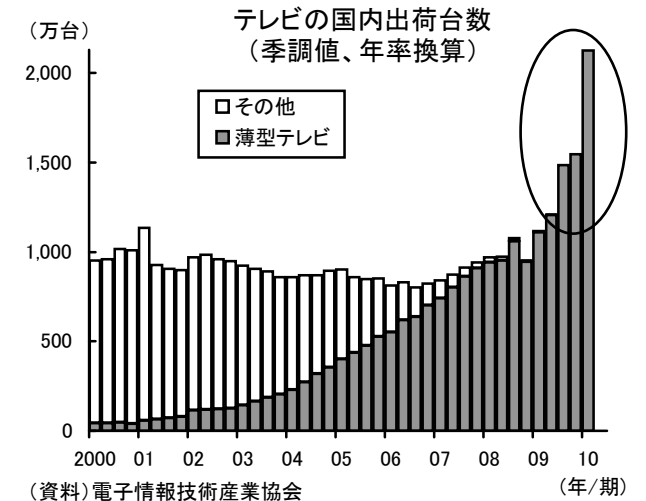
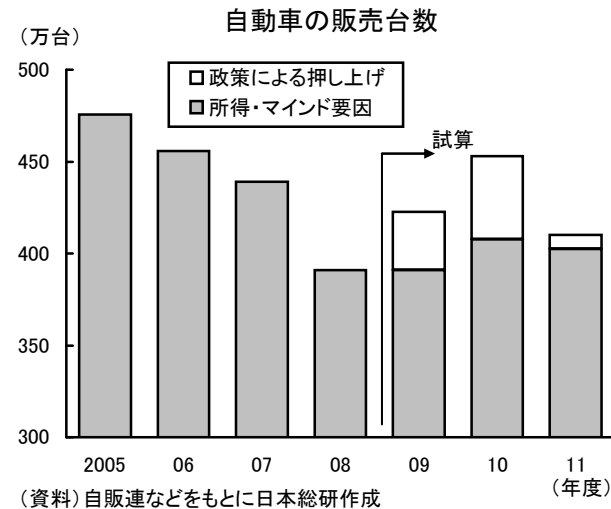
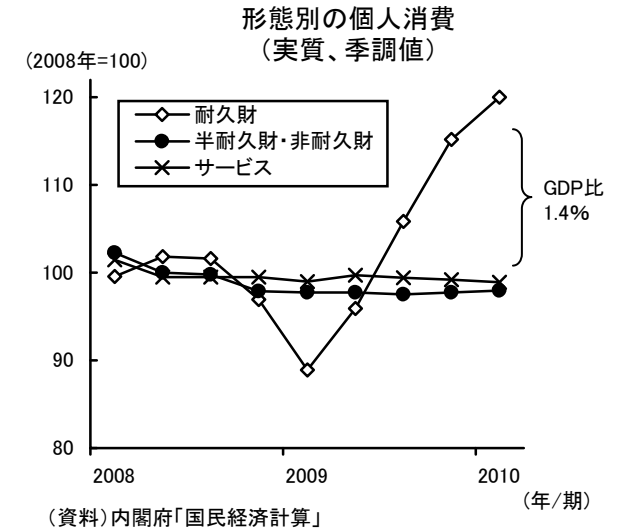
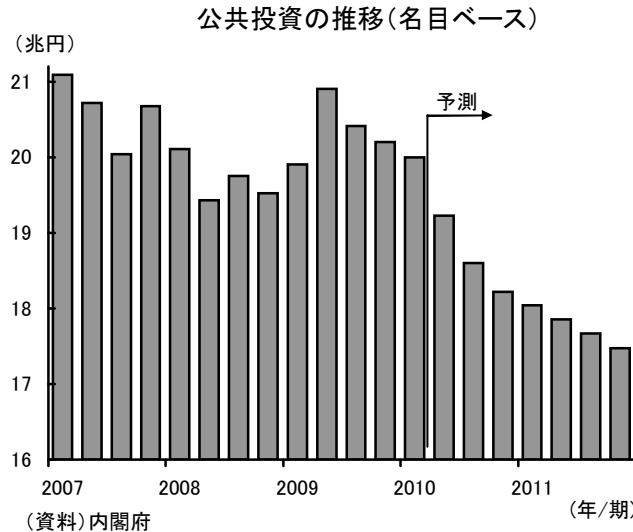
公共事業は2009年前半をピークに減少傾向。加えて、民主党政権による公共事業削減も加わるため、公共投資は減少傾向に歯止めがかからない見通し。

②乗用車

足元の乗用車販売は、エコカー減税、買い換え補助などの政策効果により、大きく上振れ。もっとも、買い換え補助は今年9月に終わるため、10月以降の乗用車需要は減少に転じる公算。

③薄型テレビ

エコポイント制度、地デジ切り替え対応などを受けて、例年を大きく上回る販売状況が持続。もっとも、テレビの販売台数は、景気の好不調に大きく左右されずに年900万台前後で推移してきたことを勘案すれば、足元の販売増は「需要の先食い」という側面が大。エコポイント制度は12月末で終わるため、来年1月以降、薄型テレビ需要は大幅減少の懸念大。



2010年度+1.7%成長、2011年度+1.1%成長

・世界景気の持ち直しを受けて輸出が増加傾向をたどるため、景気回復傾向が持続する見通し。中国など新興国向け輸出が堅調を維持するほか、最悪期を脱した米国向けも持ち直しの動き。

・もっとも、内需低迷が長期化するため、回復ペースは緩やか。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。

・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ボーナスを中心とした給与の低迷、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るものの、個人消費を押し上げる力は限定的。

・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	4.9	0.4	0.9	1.0	0.1	0.6	1.5	1.8	▲ 1.9	1.7	1.1
個人消費	1.3	▲ 0.7	1.9	1.7	▲ 1.0	0.3	0.5	0.8	0.6	1.1	0.5
住宅投資	1.1	8.7	2.6	▲ 0.7	▲ 1.2	1.5	2.3	2.7	▲ 18.5	▲ 0.7	1.1
設備投資	4.2	1.8	1.0	1.4	2.0	2.4	3.9	4.2	▲ 15.1	1.8	2.8
在庫投資 (寄与度)	(0.7)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(▲ 0.3)	(0.1)	(0.2)	(▲ 0.5)	(0.1)	(0.1)
政府消費	2.0	2.2	▲ 0.8	0.3	0.6	1.0	0.5	0.6	1.8	1.2	0.5
公共投資	▲ 6.5	▲ 13.9	▲ 11.6	▲ 7.6	▲ 3.8	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 3.9	8.7	▲ 9.1	▲ 4.1
純輸出 (寄与度)	(3.0)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(▲ 0.1)	(1.2)	(0.4)
輸出	30.5	7.4	3.8	2.7	3.6	4.5	6.1	6.5	▲ 9.6	13.4	4.7
輸入	9.6	5.3	2.9	1.8	2.4	3.3	3.9	4.5	▲ 11.8	6.1	3.3

(前年同期比、%)

名目GDP	1.4	1.0	1.2	0.7	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 3.7	0.6	▲ 0.0
GDPデフレーター	▲ 3.0	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 1.8	▲ 1.1	▲ 1.1
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.2
鉱工業生産	27.4	21.8	17.2	11.0	4.2	2.8	3.5	3.8	▲ 8.9	13.1	3.5

完全失業率 (%)	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.7	4.7	4.6	5.2	4.9	4.6
経常収支 (兆円)	4.90	3.55	4.85	4.55	5.05	4.26	5.94	5.83	15.65	18.00	22.20
対名目GDP比 (%)	4.2	3.0	4.2	3.6	4.3	3.6	5.1	4.6	3.3	3.8	4.6
円ドル相場 (円/ドル)	91	92	92	92	92	93	94	95	93	92	94
原油輸入価格 (ドル/バレル)	78	78	78	78	78	78	78	78	69	78	78

(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+0.4%、中国は2010年+9.5%。

日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は、1%台前半での一進一退が長期化。

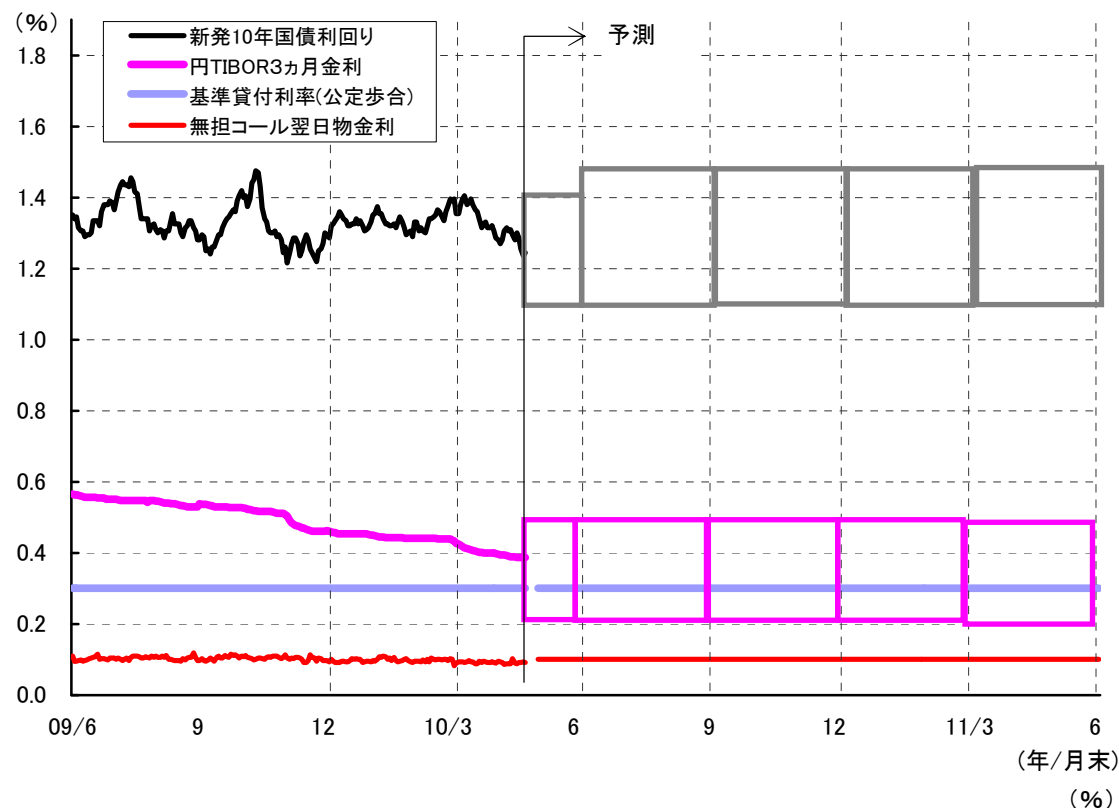
日銀は、デフレ脱却に向け、積極的な金融緩和姿勢を長期継続へ。

景気が減速に向かう局面では、すでに実施を表明している「成長基盤強化のための新たな資金供給策」（6月中にも具体案が固まる見込み）に加えて、さらなる緩和策を求める声が強まる公算大。このもとで、日銀は、当座預金残高を目標とした量的緩和政策の導入や、長期国債買い入れの増額には慎重な姿勢を堅持するものの、必要に応じ、新たな金融緩和と拡充策を模索する可能性。

長期金利（10年国債利回り）は、①内外景気の回復持続、②世界的な財政リスクへの警戒感の高まりが金利押し上げ要因となる一方、①デフレ状況の持続、②日銀の大幅金融緩和の長期化、などが金利を下押し。

金利に対する上下両方向の圧力が並存するなか、1%台前半での一進一退が長期化する見通し。

わが国主要金利の見通し



	2009年	2010年					2011年
	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	
無担コールO/N誘導目標	0.10	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	0.30
TIBOR3ヵ月物金利	0.50	0.45	0.38	0.34	0.30	0.30	0.30
円スワップ5年物金利	0.80	0.72	0.75	0.80	0.80	0.80	0.80
新発10年国債利回り	1.31	1.33	1.30	1.35	1.35	1.35	1.35

(注) 無担コール・基準貸付利率は末値。
その他は期中平均値。

→ 予測

長期金利：先行きの金利上昇リスクは払拭されず

5月のわが国10年国債利回りは、低下（債券価格は上昇）傾向が鮮明化。25日には09年1月5日以来、およそ1年半ぶりに終値で1.2%を割り込んだ。ギリシャ問題の深刻化や中国の不動産バブル抑制策強化を受けて、投資マネーが株式などの各種リスク資産市場から、安全資産とされる国債市場へシフトしたことが背景。加えて、日本では朝鮮半島情勢悪化による地政学的リスクも意識され始めた可能性。目先は、これらの要因が早期解消に向かう見込みは薄く、引き続き金利抑制に作用し続ける公算大。

もっとも、わが国もソブリン・リスク警戒による金利上昇圧力と無縁ではない。IMF、欧州委員会の最新見通しによると、日本、アメリカ、イギリスなど主要国の2010年財政赤字GDP比率は軒並み10%前後と、ギリシャを超える水準まで上昇する見込み。とりわけ、わが国の政府債務はGDP比227.3%と、ギリシャ（同124.9%）を大幅に上回る。

こうした状況を映じ、CDS市場の保証料率は国債市場とは異なる動き。すなわち、わが国では国債利回りが下落する一方で、保証料率は上昇が持続。海外勢中心に、投資家の一部で日本国債の信用リスクに対する警戒を強める動き。

