

# 日本経済展望

2010年3月



株式  
会社 日本総合研究所

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	10
わが国金利見通し	11
マーケット分析	12

◆本資料は2010年3月2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、下記あてお願ひいたします。

### 国内経済グループ

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

金利動向： 藤 山 (Tel : 03-3288-5314 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)

# 日本経済概説（2010年3月）

## 1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直し

- ・1月の鉱工業生産が11カ月連続の前月比プラスとなるなど、製造業活動は持ち直し傾向が持続。輸出も回復基調が持続。1～3月期の実質GDPも、4四半期連続のプラス成長になる公算が大。
- ・もっとも、マイナス材料も残存。機械受注・建築着工・住宅着工などは低水準が持続。消費者物価（除く食料・エネルギー）の下落幅も拡大傾向。

## 2. 景気見通し：景気低迷が長期化

- ・景気低迷は長期化の公算大。内外需要の回復が脆弱にとどまるなか、これまで景気を押し上げてきた政策効果が剥落するため、成長率は徐々に鈍化。アジア向け輸出の堅調を受けて、景気失速は回避されると見込まれるもの、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。
- ・とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。輸出は、①調整圧力が残る欧米向けの増勢鈍化、②円高のマイナス影響残存、などを背景に、輸出の回復力は脆弱。海外での景気対策効果が薄れる2010年半ばごろには、輸出の伸びが大幅に鈍化する見通し。設備稼働率が低水準にとどまるなか、自動車・電気機械などの輸出企業を中心に、設備投資の低迷が持続。
- ・家計部門でも、所得環境の悪化を主因に、消費マインドの改善は期待薄。①ボーナスを中心とした給与の減少、②正社員の削減、新卒採用の抑制による雇用環境の悪化、などを背景に、雇用者報酬は大幅に減少。
- ・2010年半ばから、民主党政権による所得拡大策が個人消費を押し上げ。もっとも、財源として政府支出が削減されるため、ネットの景気押し上げ効果は限定的。
- ・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. 2月の金融政策・金利動向

- ・日銀は、2月18日の政策決定会合で政策金利（0.1%）の現状維持を決定。白川総裁は同日の会見で、デフレの克服には、「生産性の向上に地道に取り組むことによって、趨勢的な成長率を高めていくことが大事」であり、そのためには、「民間企業と政策当局双方の努力が必要」と指摘。
- ・長期金利は、株価の上昇を受け、月前半に一時1.38%まで上昇したもの、その後はやや水準を切り下げ、1.3%台前半でもみ合う展開に。月末近くには、米FRBの早期利上げ観測の後退や、円高・株安の進行などから、一時1.3%を割り込む場面も。

## 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継続。
- ・内外景気の持ち直しの動きを評価しつつも、先行き景気・物価の下振れリスクを意識した政策運営方針を維持。
- ・デフレの深刻化や景気の減速が強く意識される局面では、先行きも日銀に対して追加的な金融緩和策の導入を求める声が強まる公算。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見込みながら、必要に応じて、追加的な金融緩和策の導入を模索していく見込み。

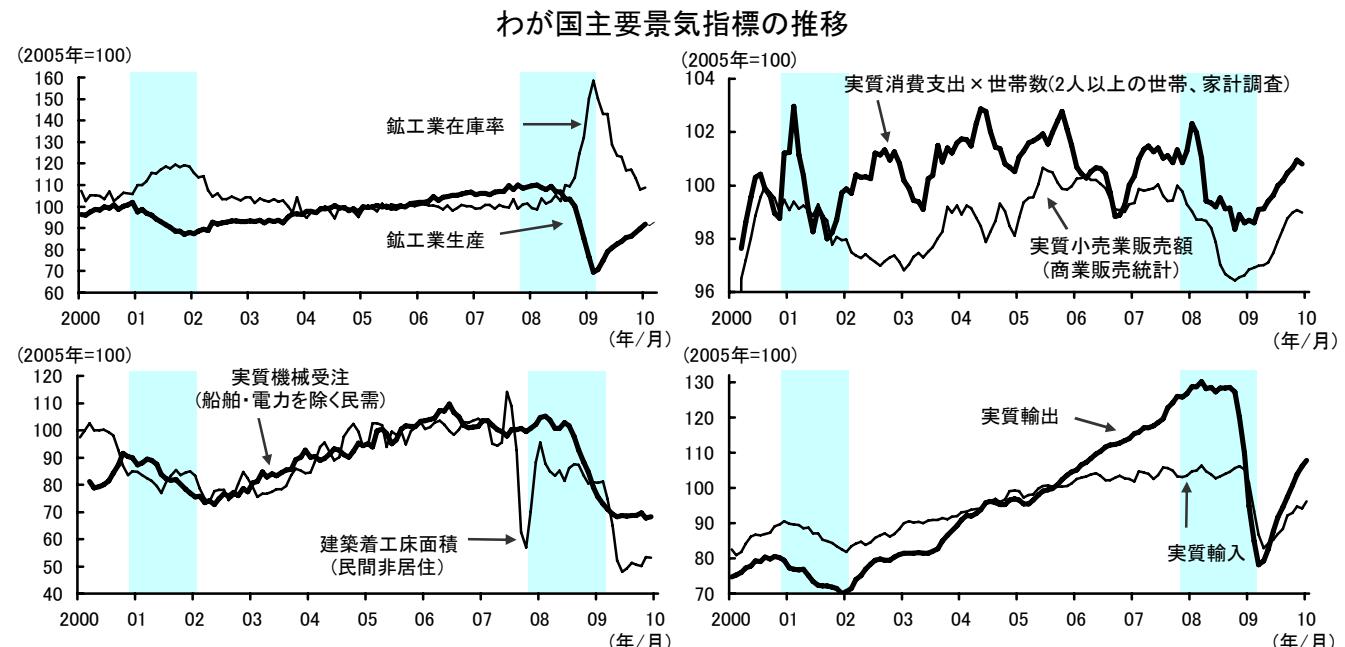
### 【長期金利】

- ・①デフレ圧力の残存、②日銀の大幅金融緩和の長期化、などが金利下押しに作用。
- ・もっとも、先行きも国債増発に対する警戒感が、折に触れ金利上昇圧力となる公算。米長期金利の上昇も、わが国金利の上押し要因に。
- ・金利に対する上下両方向の圧力が並存するなかで、1%台前半を中心とした一進一退の推移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。鉱工業生産は2009年3月以降、11カ月連続の増加。生産計画によれば、1～3月期も4期連続の大幅増加の見込み。また輸出も、アジア向けに牽引されて回復基調が持続。2009年後半に弱含んでいた景気ウォッチャー調査も持ち直しの兆し。これらの動きを受け、1～3月期の実質GDPも、4四半期連続のプラス成長になる公算が大。

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・建築着工は低水準が続いている、設備投資低迷の長期化を示唆。住宅着工も、分譲マンションを中心に大幅減少が持続。消費者物価（除く食料・エネルギー）の下落幅も拡大傾向で、デフレ圧力が一段と鮮明に。



(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。

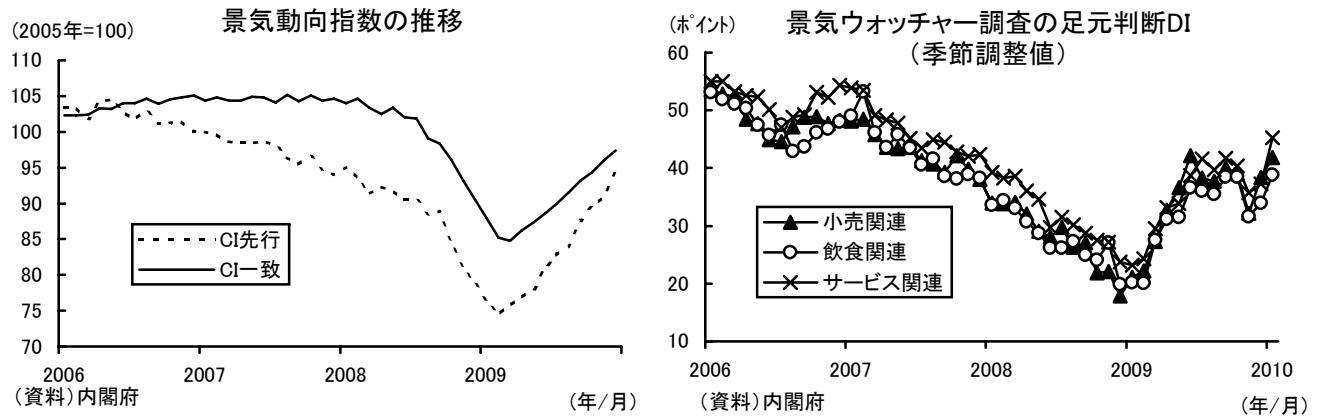
(注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。

(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方3カ月移動平均値。

(注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2カ月分延長。

(注4)小売業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。



(資料)内閣府

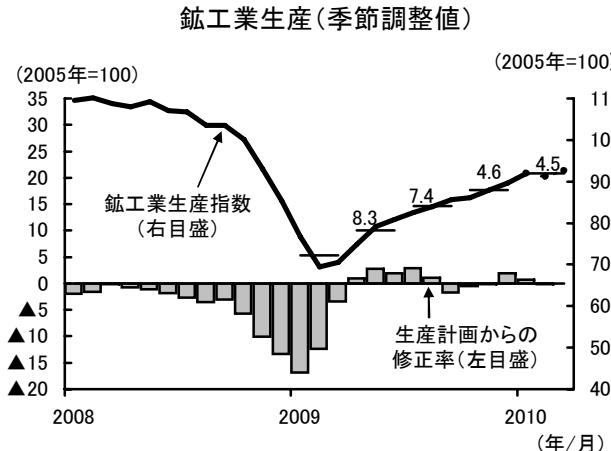
# 鉱工業生産は増勢が持続

鉱工業生産は増勢が持続。生産計画に基づけば、1～3月期も前期比+4%を超える高い伸びとなる見込み。

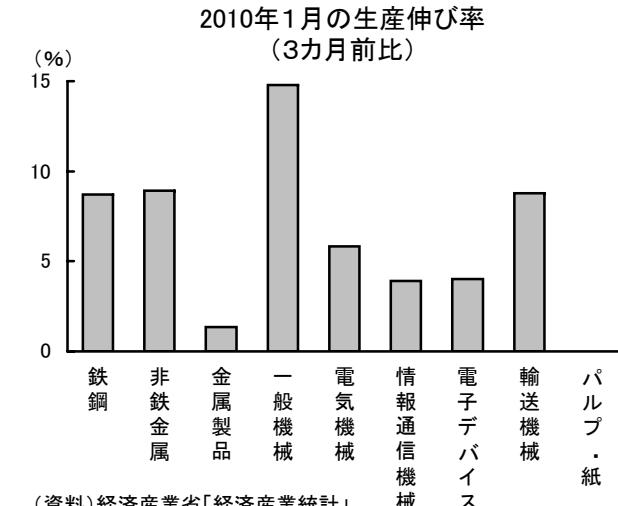
業種別にみると、一般機械の生産が急増。もっとも、これは、国内の設備投資を背景としたものではなく、海外からの需要増を受けた動き。実際、機械受注をみると、国内からの受注は依然として弱含んでいるのに対し、海外からの受注が回復傾向。中国などアジア諸国での設備投資回復を反映したものと解釈可能。

一方、情報通信機械は増勢が持続。エコポイント制度、エコカー減税を背景に、薄型テレビ、カーナビなどの出荷が拡大。また、Windows 7の発売を機に、パソコン需要も持ち直しの兆し。

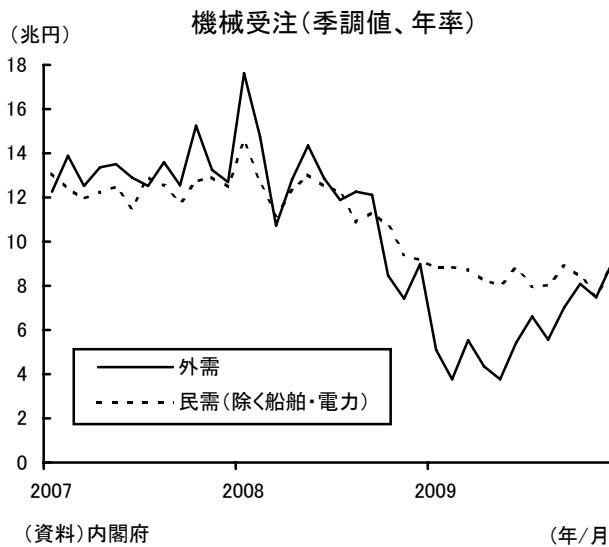
なお、2月の生産計画では、1年ぶりに前月比減産の見込みながら、東アジア諸国での旧正月要因で輸出が下振れることが背景にあると考えられるため、過度の懸念は不要。



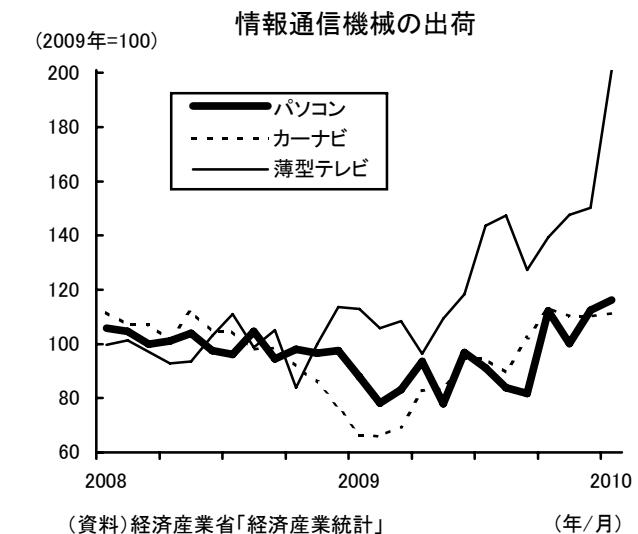
(資料)経済産業省「経済産業統計」  
(注1)点線は2～3月の生産計画。  
(注2)横線は四半期平均値。数値は前期比伸び率。



(資料)経済産業省「経済産業統計」



(資料)内閣府



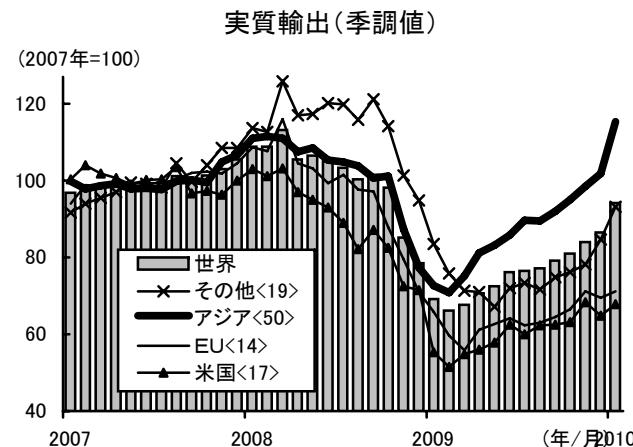
(資料)経済産業省「経済産業統計」

# 輸出の増勢は徐々に鈍化へ

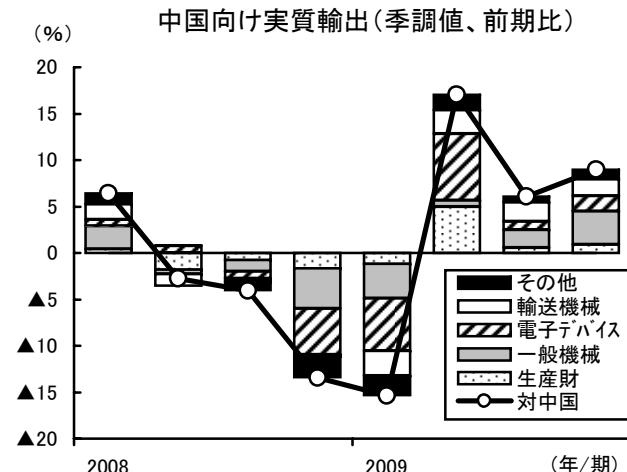
輸出は増勢が持続。とりわけ、中国などアジア向けが高い伸び。中国向けの内訳をみると、景気刺激策（公共投資・家電下郷）に誘発された化学・電子デバイスだけでなく、国内民需向けの産業機械・自動車の牽引力も高まるなど、国内民需向けの寄与度が高まっていることが特徴。当面、堅調な景気に支えられて、アジア向け輸出は増勢が続く見通し。

もっとも、今後を展望すると、以下の2点を背景に、輸出の増勢は徐々にペースダウンする公算。

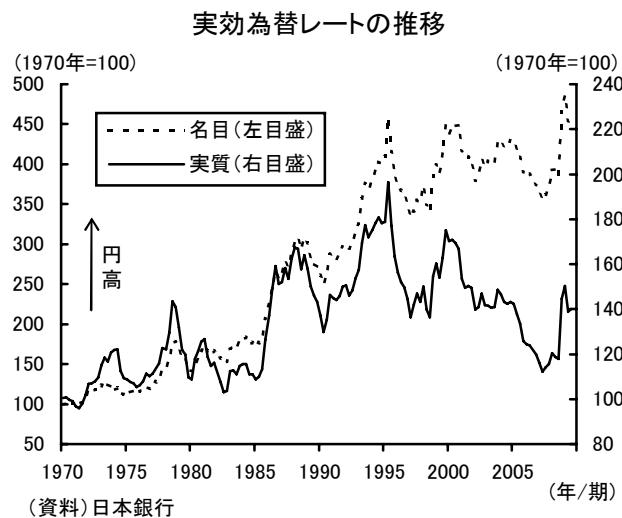
- ①景気刺激策の効果一巡に伴い、米国向け輸出がピークアウトする見通し。
- ②円高の影響。為替変動が輸出競争力に及ぼす効果は約2年続いため、2008年秋以降に進展した円高のマイナス影響が残存。



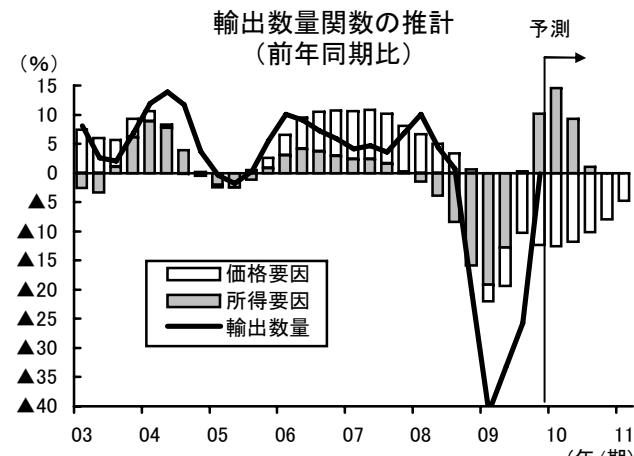
(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成  
(注)その他は中東・ロシアなど。<>は2008年度のシェア。



(資料)財務省、日本銀行データをもとに日本総研作成



(資料)日本銀行



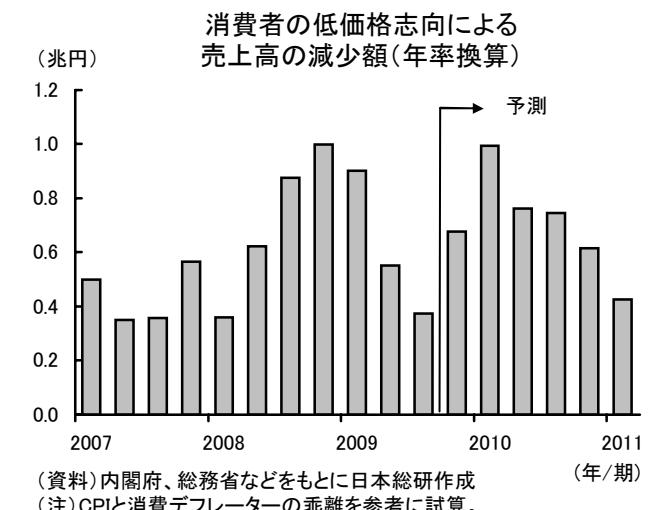
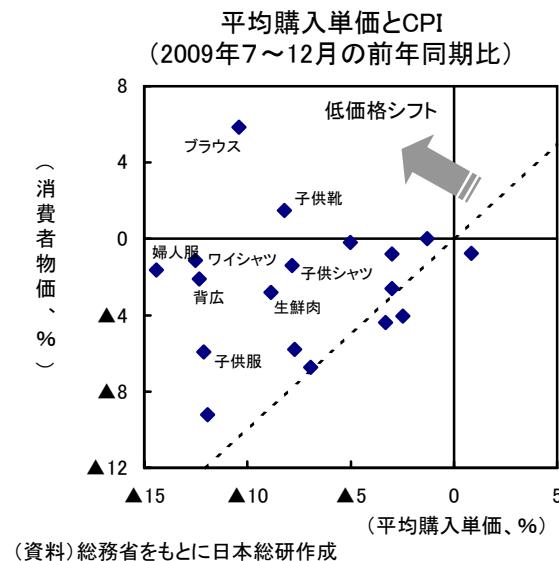
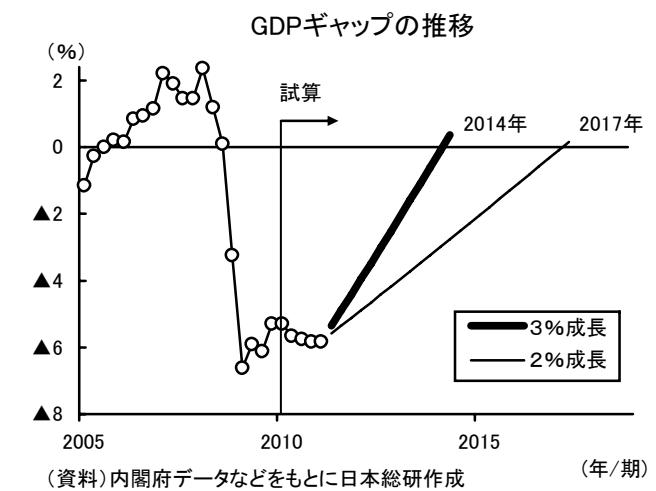
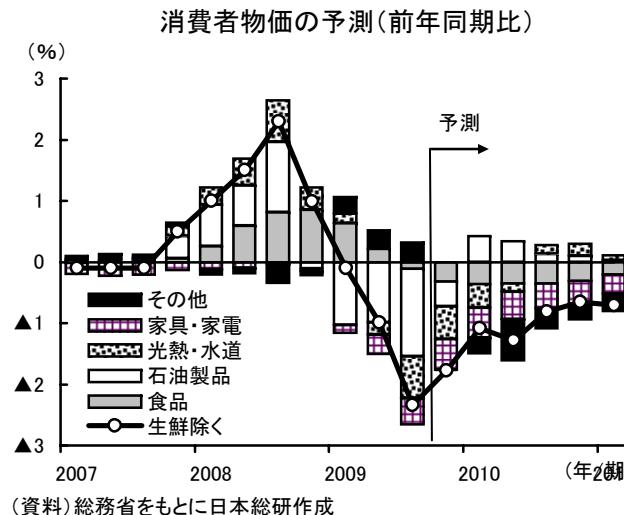
(資料)財務省、OECDなどをもとに日本総研作成  
(注1)所得要因はOECD景気先行指標、価格要因は実質実効レート。  
(注2)先行きの前提是当社予測値に基づく。

# 調整圧力①：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、GDPギャップが▲6%にまで拡大しているため、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。

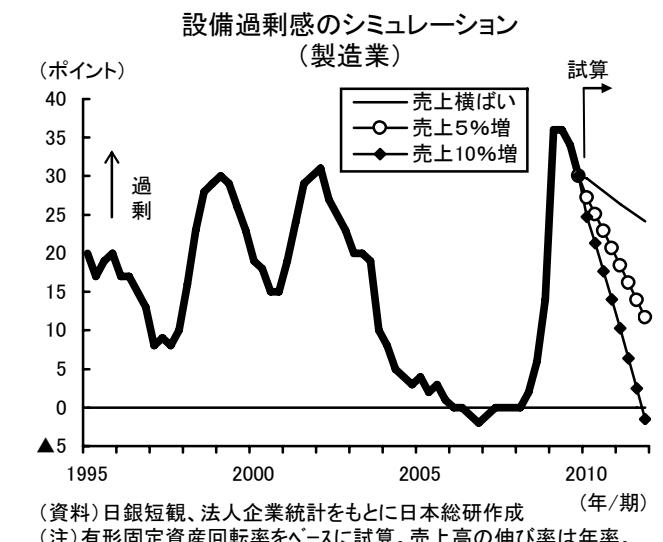
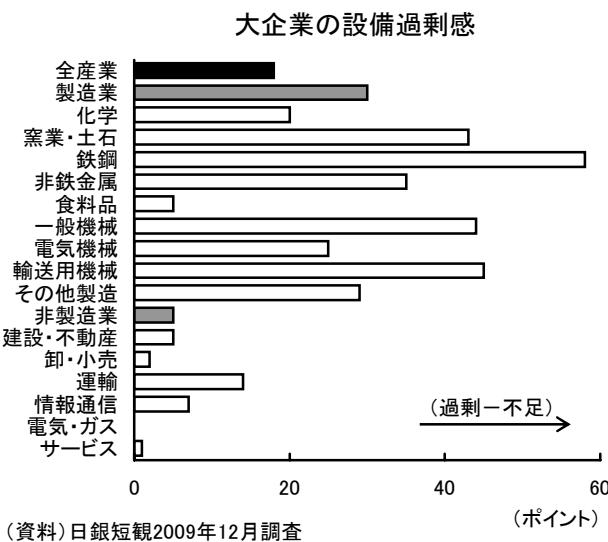
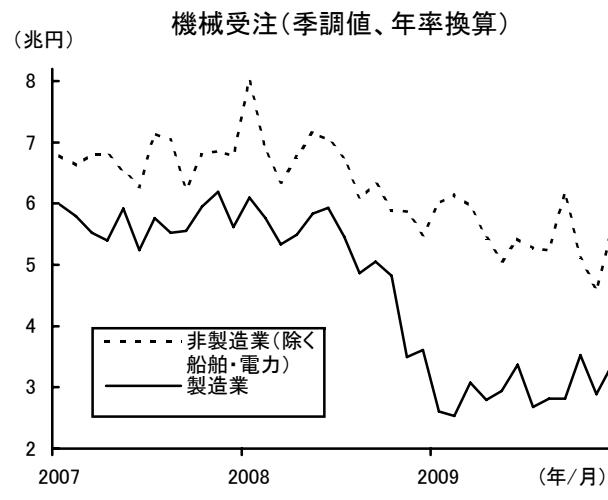
こうしたデフレ傾向は長期化の公算大。▲6%のGDPギャップが解消する時期は早くても2014年。この間は、需要不足を背景とする物価下落圧力が残存。



## 調整圧力②：設備過剰感の高まりにより設備投資の低迷は長期化

機械受注は、製造業で「底ばい」状態が続いているほか、非製造業からの受注も減少傾向が持続（金融・通信が主因）。建築着工も大幅に落ち込んでいるため、設備投資の早期回復は期待薄。日銀短観の2009年度計画をみても、製造業を中心に下期は低水準が続く見込み。

この背景には、設備過剰感の高まり。製造業の設備過剰感は過去最高水準。とりわけ、鉄鋼・一般機械・輸送機械などで深刻な状況。設備過剰感が解消するのは、楽観的な景気シナリオを想定しても2011年の終わりごろ。設備投資は低迷が長期化する公算大。

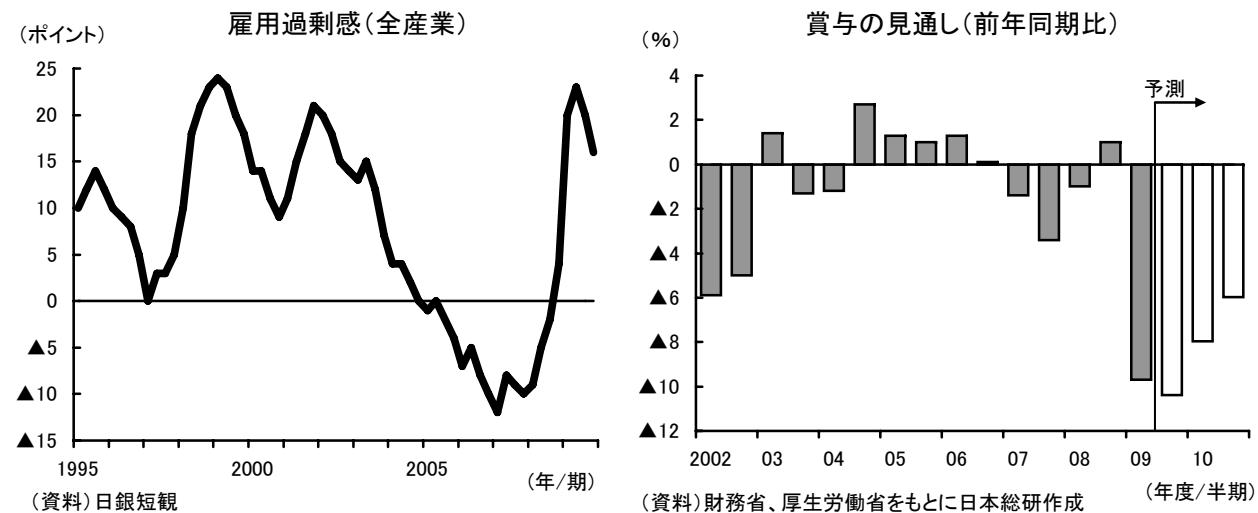
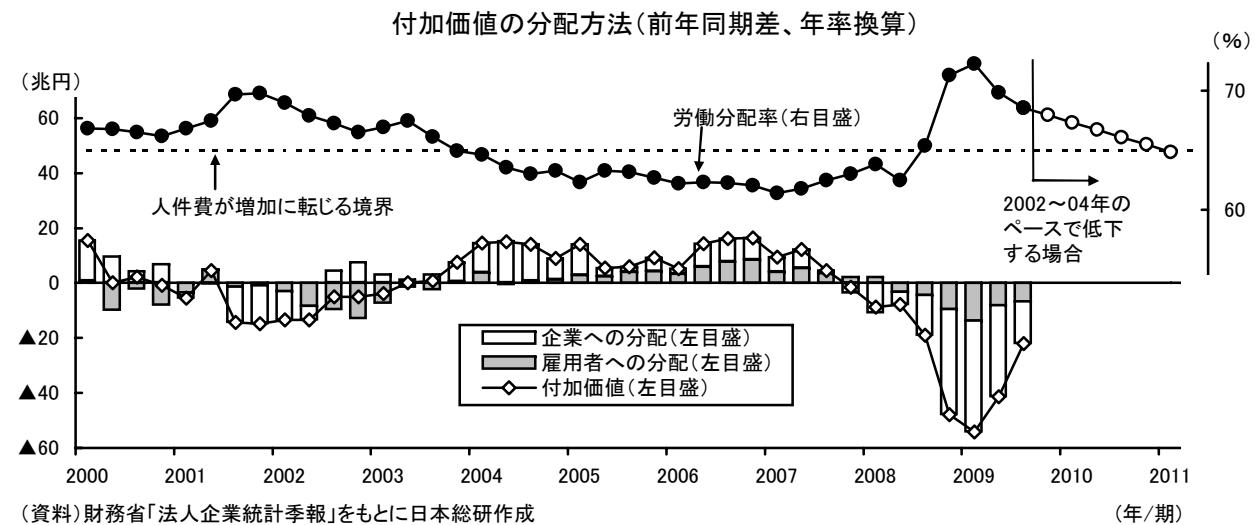


## 調整圧力③：雇用・賃金は減少が持続

労働分配率の上昇を主因に、雇用過剰感も急上昇。今後、人件費を削減する動きが長期化する公算大。ちなみに、過去の経験則を踏まえると、企業が雇用者所得を増やし始めるのは労働分配率が65%を下回った水準。今後、2002～04年のペースで労働分配率が下がると仮定しても、65%を下回るのは早くても2011年入り後。

この間は、雇用・賃金の減少傾向が持続する見込み。雇用面では、企業が過剰雇用を抱えているため、正社員を中心に行削減の動きに歯止めがかからない見通し。給与面では、収益に連動しやすいボーナスの大幅減少が続くほか、所定内給与にも引き下げ圧力。

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。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。



# 政策効果の息切れが景気下押し要因に

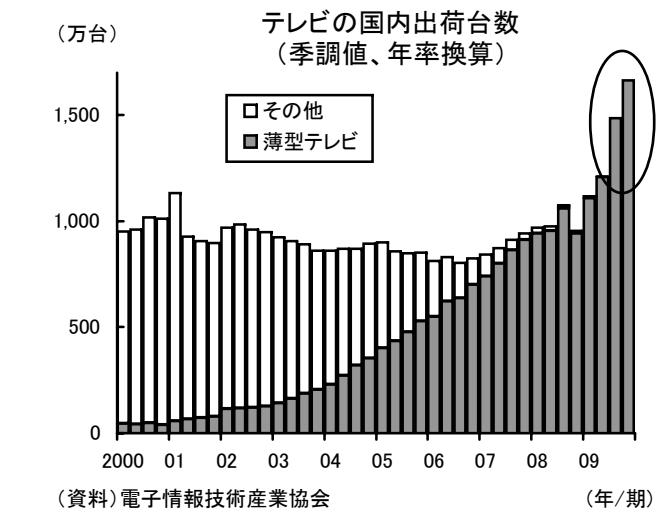
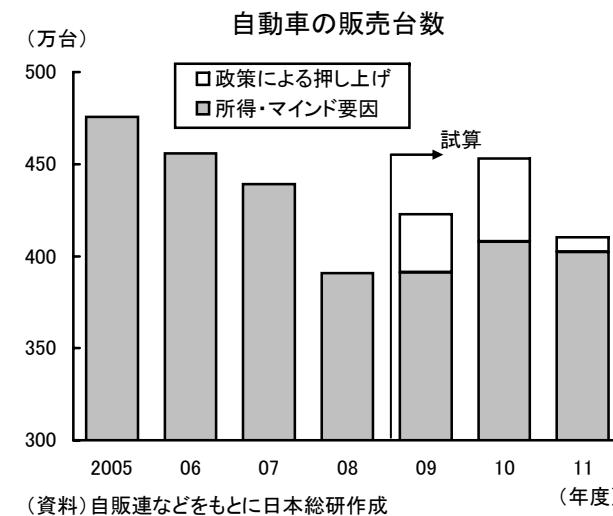
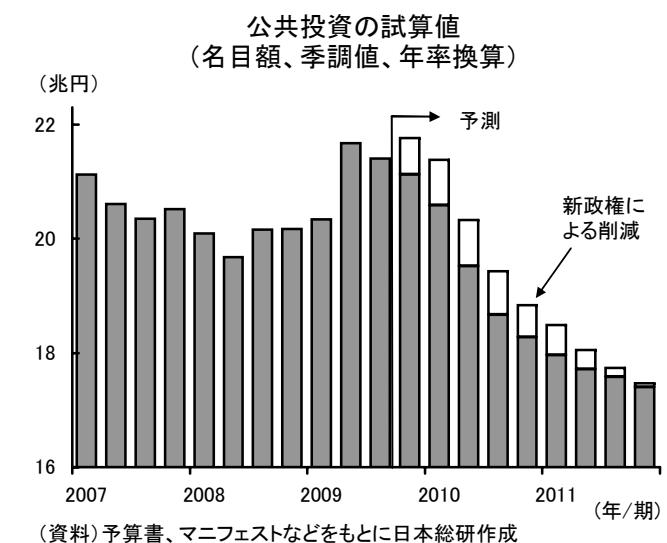
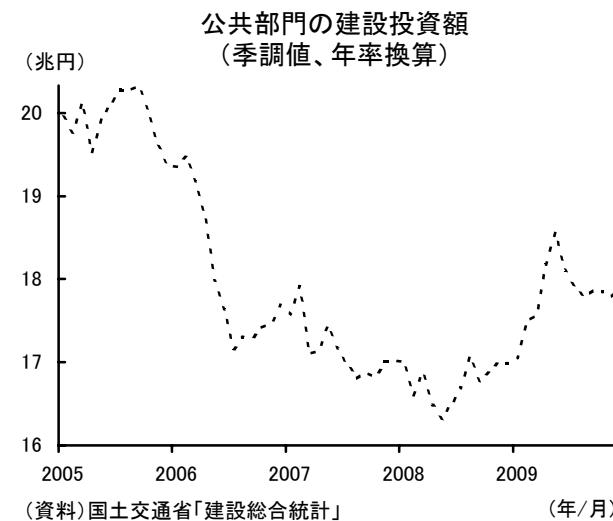
前政権による景気対策による押し上げ効果はすでにピーク越え。2010年入り後から息切れ感が明確化する見込み。

## ①公共投資

公共事業はすでに減少傾向。加えて、新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ず、成長率を大きく下押しする見通し。

## ②消費刺激策

乗用車や薄型テレビは2011年以降に反動減。もともと、今回実施された消費刺激策は、継続的に需要を押し上げる性格のものではなく、将来的な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。とりわけ、潜在需要を大きく上回っている薄型テレビは、エコポイント制度終了後に大きな反動減が起きるリスク。



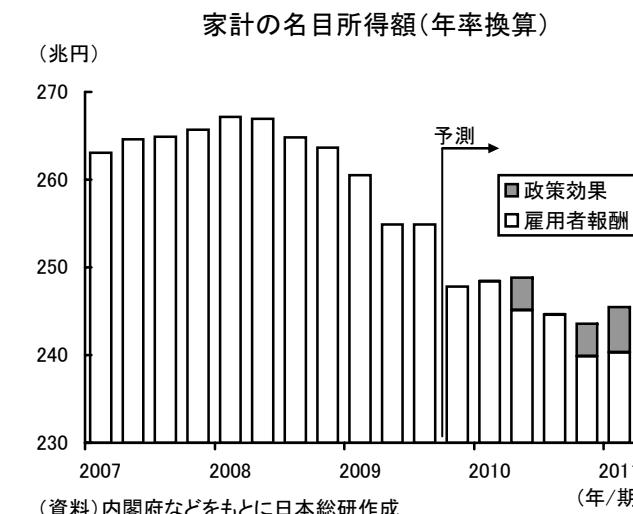
# 民主党政策による景気押し上げ効果は限定的

民主党政権の各種政策により、2010年度以降の家計の可処分所得が増加。子ども手当などを主因に、2010年は約3兆円の所得押し上げ効果が期待可能。これにより、個人消費は0.6%拡大する見込み。もっとも、雇用者所得の減少が続くため、個人消費に対する過度の期待は禁物。

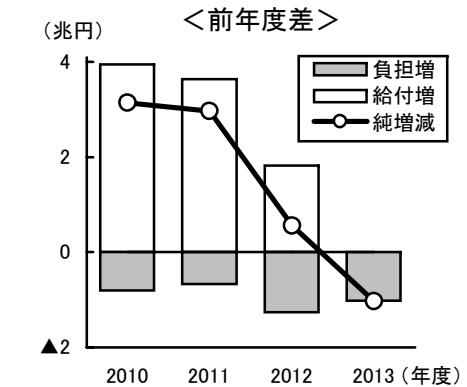
また、マクロでみた景気押し上げ効果も限定的。家計への所得分配が増える一方、財源として公共投資・政府消費が減少。これらの効果を合わせて試算すると、現政権の政策により2010年度のGDPは0.2%ポイント押し上げられる見込み。

	民主党の政策が家計に与える影響 (兆円)			
	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
給付増	3.9	7.6	9.4	9.4
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
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
負担増	▲0.9	▲1.6	▲2.9	▲3.9
公務員人件費削減	▲0.3	▲0.6	▲0.8	▲1.1
児童手当の廃止	▲0.4	▲0.4	▲0.4	▲0.4
年少扶養控除の廃止	0.0	0.0	▲0.4	▲1.1
特定扶養控除縮小	▲0.1	▲0.4	▲0.9	▲1.0
配偶者控除廃止	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1
たばこ税	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2
純増減	3.0	6.0	6.5	5.5

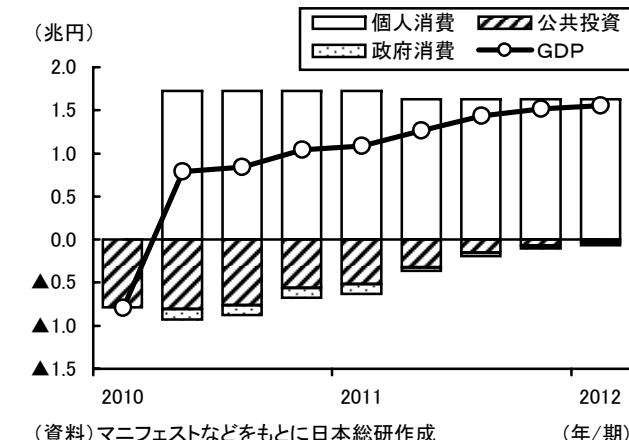
(資料)マニフェストをもとに日本総研作成



- 9 -



民主党政権の政策効果  
(名目額、年率換算)



(株)日本総合研究所 日本経済展望 2010年3月

# 2009年度▲2.2%成長、10年度+0.5%成長

- 景気低迷は長期化の公算大。内外需要の回復が脆弱にとどまるなか、これまで景気を押し上げてきた政策効果が剥落するため、成長率は徐々に鈍化。アジア向け輸出の堅調を受けて、景気失速は回避されると見込まれるもの、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。
- とりわけ、企業部門の厳しさが長引く見通し。輸出は、①調整圧力が残る欧米向けの増勢鈍化、②円高のマイナス影響残存、などを背景に、回復力は脆弱。海外での景気対策効果が薄れる2010年半ばごろには、輸出の伸びが大幅に鈍化する見通し。設備稼働率が低水準にとどまるなか、自動車・電気機械などの輸出企業を中心に、設備投資の低迷が持続。
- 家計部門でも、所得環境の悪化を主因に、消費マインドの改善は期待薄。①ボーナスを中心とした給与の減少、②正社員の削減、新卒採用の抑制による雇用環境の悪化、などを背景に、雇用者報酬は大幅に減少。
- 2010年半ばから、民主党政権による所得拡大策が個人消費を押し上げ。もっとも、財源として政府支出が削減されるため、ネットの景気押し上げ効果は限定的。
- 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

	2009年度								2010年度			2011年度			(四半期は前期比年率、%)		
	2009年			2010年				2011年		2008年度			2009年度		2010年度		
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)	(実績)	(予測)	
実質GDP	5.2	0.0	4.6	1.0	▲ 0.6	0.6	0.7	1.0					▲ 3.7	▲ 2.2	0.5		
個人消費	4.6	2.4	2.7	0.7	0.6	2.0	1.2	1.4					▲ 1.8	0.5	1.4		
住宅投資	▲ 32.7	▲ 27.7	▲ 12.8	▲ 3.5	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 0.7	▲ 0.2					▲ 3.7	▲ 18.9	▲ 5.1		
設備投資	▲ 15.6	▲ 9.8	4.0	▲ 1.5	▲ 2.1	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.1					▲ 6.8	▲ 15.8	▲ 1.2		
在庫投資 (寄与度)	(▲ 2.0)	(▲ 0.2)	( 0.2)	(▲ 0.2)	(▲ 0.0)	( 0.1)	( 0.1)	(▲ 0.1)					(▲ 0.1)	(▲ 0.4)	(▲ 0.0)		
政府消費	1.1	0.5	3.3	0.5	▲ 0.5	▲ 0.8	0.0	0.5					▲ 0.1	1.9	0.3		
公共投資	28.4	▲ 6.2	▲ 6.4	▲ 9.1	▲ 16.0	▲ 11.6	▲ 7.6	▲ 2.5					▲ 6.6	6.4	▲ 10.3		
純輸出 (寄与度)	( - 5.9)	( - 2.1)	( - 2.2)	( - 1.3)	( - 0.1)	( - 0.1)	( - 0.2)	( - 0.3)					(▲ 1.2)	(▲ 0.3)	( - 0.7)		
輸出	42.2	37.8	21.7	12.7	3.2	1.8	2.7	3.6					▲ 10.4	▲ 10.9	8.5		
輸入	▲ 14.7	23.3	5.3	4.2	3.3	1.9	1.5	2.4					▲ 4.2	▲ 12.4	4.3		
名目GDP	▲ 6.2	▲ 5.8	▲ 3.3	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 1.0					▲ 4.2	▲ 4.1	▲ 0.7		
GDPデフレーター	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 3.0	▲ 3.4	▲ 1.6	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 1.0					▲ 0.5	▲ 1.9	▲ 1.2		
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.7					1.2	▲ 1.5	▲ 0.9		
鉱工業生産	▲ 27.8	▲ 20.1	▲ 5.4	26.5	17.9	10.2	6.3	2.5					▲ 12.6	▲ 9.7	8.9		
完全失業率 (%)	5.2	5.5	5.1	5.1	5.2	5.3	5.3	5.2					4.1	5.2	5.3		
経常収支 (兆円)	3.25	4.09	3.31	4.67	3.82	5.23	3.92	5.12					12.34	15.32	18.10		
対名目GDP比 (%)	2.7	3.5	2.6	4.1	3.2	4.6	3.1	4.5					2.5	3.2	3.8		
円ドル相場 (円/ドル)	97	94	90	90	90	89	87	86					94	93	88		
原油輸入価格 (ドル/バレル)	53	71	75	77	77	77	77	77					90	69	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+1.5%、ユーロ圏は2010年+0.3%、中国は2010年+9.0%。

# 日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は、1%台前半を中心とした一進一退の推移に。

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継続。

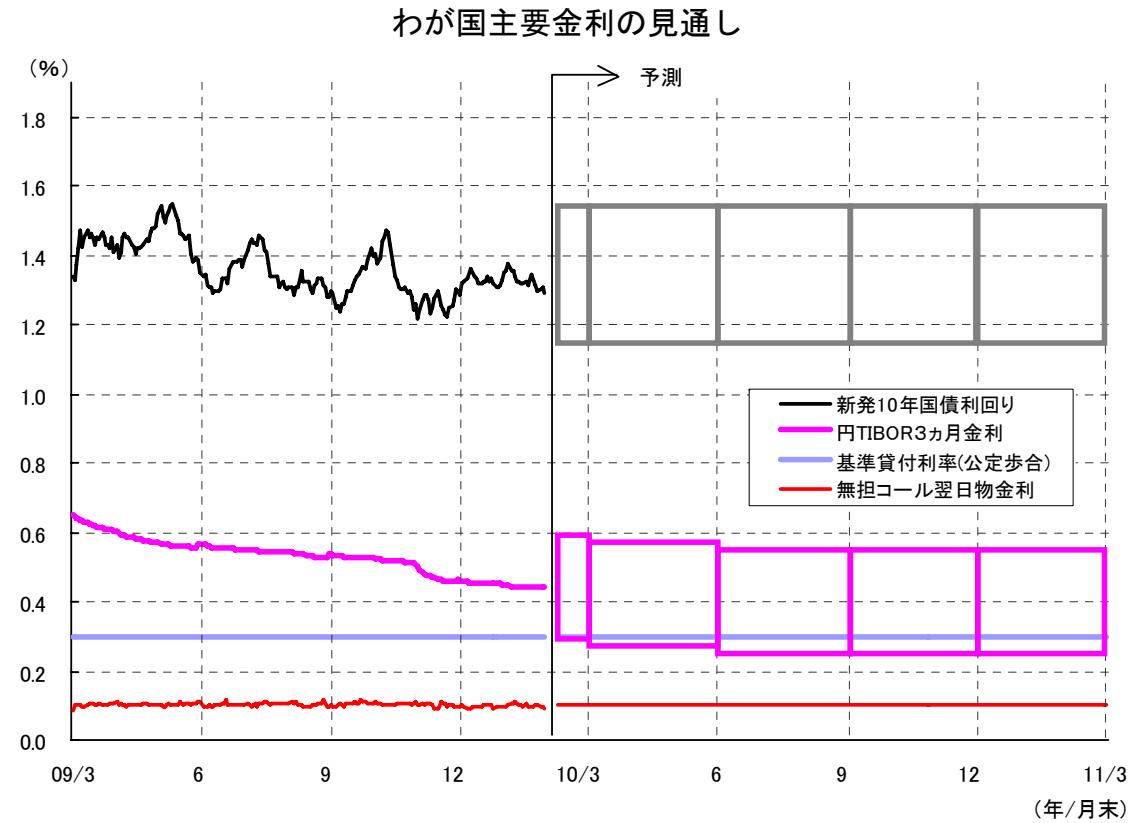
内外景気の持ち直しの動きを評価しつつも、先行き景気・物価の下振れリスクを意識した政策運営方針を維持。

デフレの深刻化や景気の減速が強く意識される局面では、先行きも日銀に対して追加的な金融緩和策の導入を求める声が強まる公算。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見込みながら、必要に応じて、追加的な金融緩和策の導入を模索していく見込み。

長期金利は、①デフレ圧力の残存、②日銀の大幅金融緩和の長期化、などが金利下押しに作用。

もっとも、先行きも国債増発に対する警戒感が、折に触れ金利上昇圧力となる公算。米長期金利の上昇も、わが国金利の上押し要因に。

金利に対する上下両方向の圧力が並存するなかで、1%台前半を中心とした一進一退の推移が長期化する見通し。



	2009年		2010年			2011年
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
無担保コール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ヶ月物金利	0.50	0.45	0.43	0.40	0.40	0.40
円スワップ5年物金利	0.80	0.72	0.75	0.75	0.75	0.75
新発10年国債利回り	1.31	1.33	1.35	1.35	1.35	1.35

(注)無担保コール・基準貸付利率は末値。

その他は期中平均値。

→ 予測

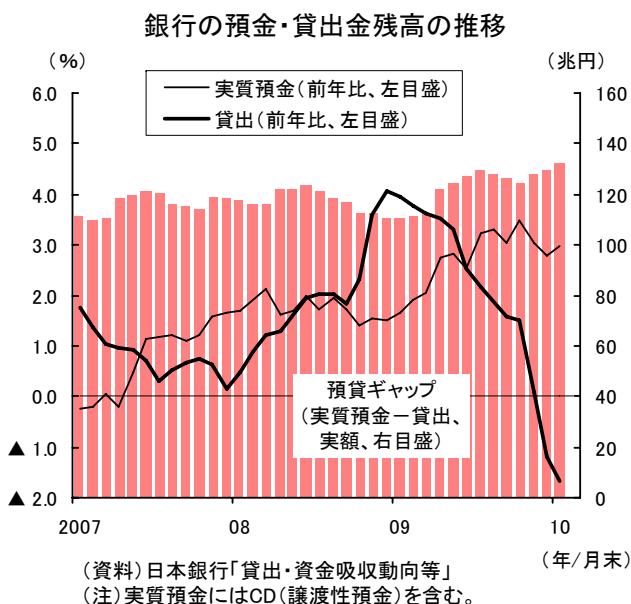
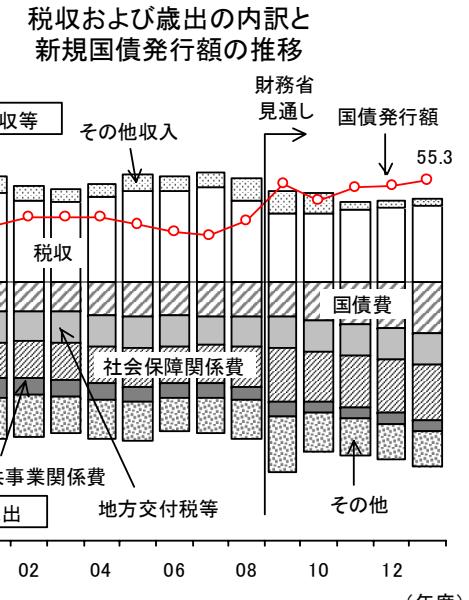
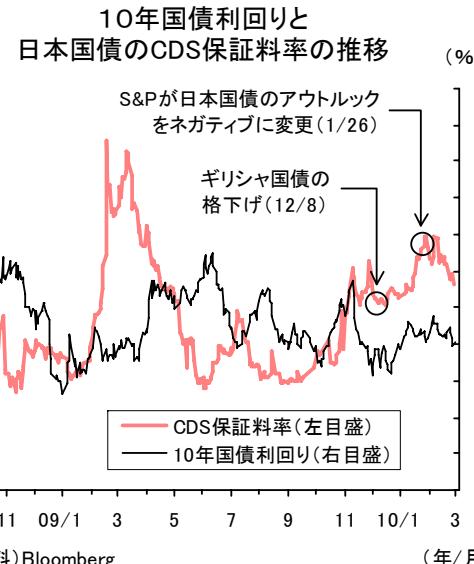
# 長期金利：財政リスクが意識されながらも、金利下押し圧力が根強く残存

欧州を中心とした財政悪化懸念の高まりを発端に、世界的に財政リスクに対する警戒感が台頭。CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）市場における日本国債の保証料率は、2009年半ば以降、落ち着きを取り戻していたものの、足元で再び高水準に。

実際に、わが国の財政状況についてみると、税収の大幅な回復が見込めないなか、国債費や社会保障費の増加に伴い、2013年度の新規国債発行額は55.3兆円（子供手当の満額支給など、2012年度以降の新規施策分を含まないベース）に達する見込み。

一方、こうした状況のなか、長期金利（10年国債利回り）は、1.3%台を中心とした低位安定での推移が持続。これは、①銀行の預貸ギャップが高水準で推移するなか、余剰資金が国債購入へと振り向けられていること、②デフレ懸念が一段と強まっていること、が主因。

今後を展望すると、財政リスクが意識されながらも、金利下押し圧力が根強く残るなか、引き続きこう着感の強い相場展開に。当面は、民主党政権が6月に取りまとめを予定している中期財政フレームワークや財政運営戦略の行方をにらんだ方向感の乏しい展開が続く見通し。



**最近の日銀・政府高官発言**

<b>【白川日銀総裁：2月19日定例会見】</b>
・（国際金融市場の安定を維持するために重要な点について、）「第1は、財政再建の道筋を示し、この点について市場の信任を確保すること」
・「第2は、中央銀行の金融政策運営が、財政ファイナンスを目的としていないこと」「そうした中央銀行の政策姿勢を政府が尊重し、市場も信認しているということ」
<b>【菅財務相：2月22日衆院予算委員会】</b>
・「国債発行については、長期金利に対する心配などもあるので、中期財政フレームを6月中につくり、マーケットの皆さんにも安心してもらえるようにしていきたい」

（資料）日本銀行公表資料、報道等をもとに日本総研作成  
(株)日本総合研究所 日本経済展望 2010年3月