

日本経済展望

2010年2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	10
わが国金利見通し	11
マーケット分析	12

◆本資料は2010年2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： 藤 山 (Tel : 03-3288-5314 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)

日本経済概説（2010年2月）

1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直し

- ・12月の鉱工業生産が10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。10～12月期の実質GDPも、やや高めめ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・住宅着工などでは低水準が持続。景気ウォッチャー調査の家計関連DIも弱含み傾向。

2. 景気見通し：景気低迷が長期化

- ・2009年末までは景気拡大の動きが続いた模様ながら、内外の景気刺激策による押し上げ効果が主因であり、景気回復力は依然として脆弱。2010年前半には、政策効果の剥落により、回復ペースが鈍化。2010年後半には子ども手当の支給などを受けて個人消費が持ち直すものの、内外需要の低迷が続くなか、潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続する見通し。
- ・低成長の主因は輸出の低迷。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年入り後、輸出の伸びは大幅に鈍化する見通し。
- ・さらに、輸出の低迷が国内需要の減少に波及。企業部門では、低水準の設備稼働率を背景に、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資の減少が持続。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、輸入物価の下落、需給ギャップの拡大を背景に、マイナス基調で推移する見通し。

3. 1月の金融政策・金利動向

- ・日銀は、1月26日の決定会合で政策金利（0.1%）の現状維持を決定。また、展望レポートの中間評価では、物価見通しを小幅上方修正。白川総裁は同日の会見で、見通し上振れの主因について、「新興国経済の高成長等を背景とした原油価格高の影響」と説明。
- ・長期金利は、株価の上昇や円安を受け、8日に一時1.365%まで上昇。その後、月半ばには株価の反落や米長期金利の低下などから、1.31%まで低下。月末にかけては、株価や為替の動向に左右されながら、1.3%台前半を中心とした狭いレンジでもみ合う展開に。

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。
- ・デフレ懸念の強まりや景気の低迷長期化を受け、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】

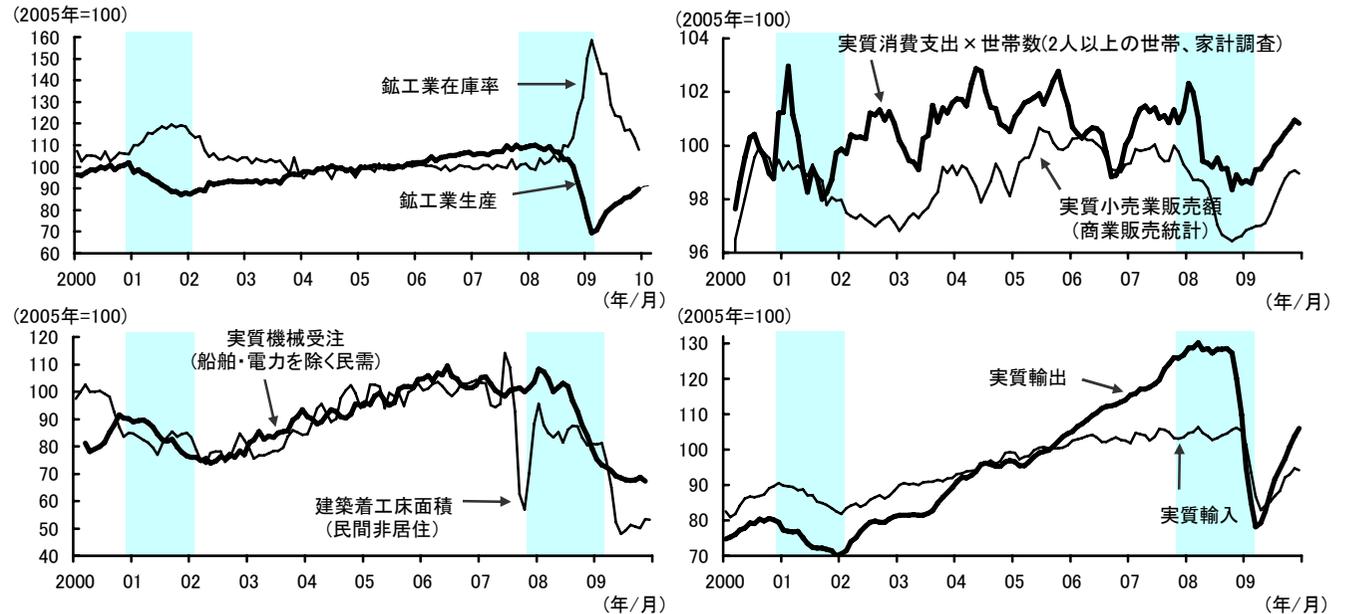
- ・①デフレ懸念の強まり、②日銀の大幅金融緩和の長期化、などが長期金利下押しに作用。
- ・もっとも、先行きも国債増発に対する警戒感が、折に触れ金利上昇圧力となる公算。米長期金利の上昇も、わが国金利の上押し要因に。
- ・金利に対する上下両方向の圧力が並存するなかで、1%台前半を中心とした一進一退の推移が長期化する見通し。

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。鋳工業生産は3月以降、10カ月連続の増加。生産計画によれば1～2月も増産の見込みであり、1～3月期の鋳工業生産は4期連続の大幅増加の見込み。また輸出も、回復基調が持続。これらの動きを受け、10～12月期の実質GDPも、やや高めのプラス成長になる公算が大。

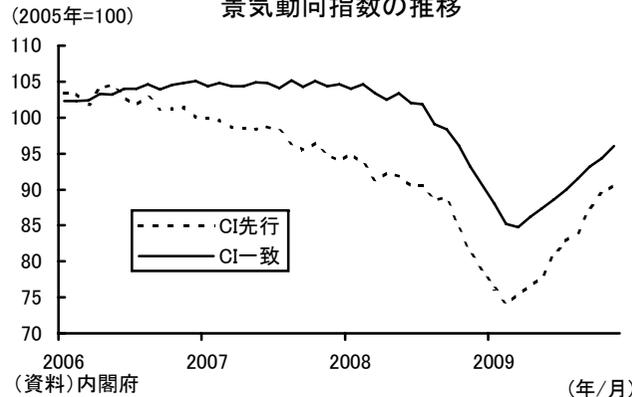
もっとも、依然としてマイナス圧力も残存。とりわけ、機械受注・建築着工は低水準が続いており、設備投資低迷の長期化を示唆。住宅着工も、分譲マンションを中心に大幅減少が持続。景気ウォッチャー調査でも、家計関連DIが弱含み傾向。

わが国主要景気指標の推移

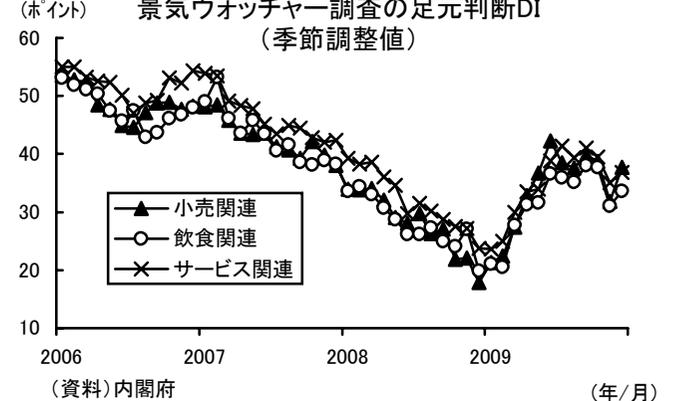


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鋳工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鋳工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

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)



鉱工業生産は増勢が持続

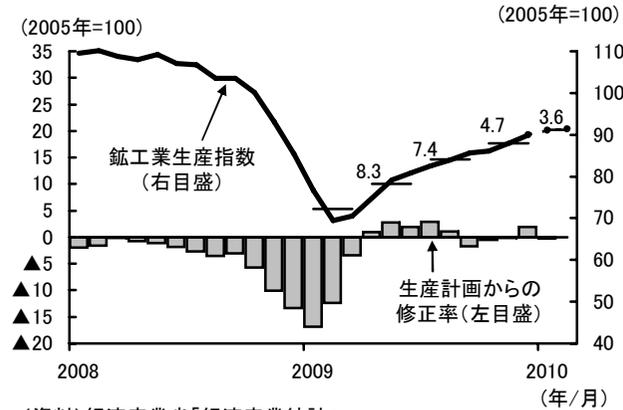
鉱工業生産は増勢が持続。業種別にみると、一般機械、情報通信機械が高い伸び。

一般機械生産の急回復は、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、情報通信機械では、エコポイント制度、エコカー減税の効果が持続。また、Windows 7 の発売を機に、パソコン需要も持ち直しの兆し。

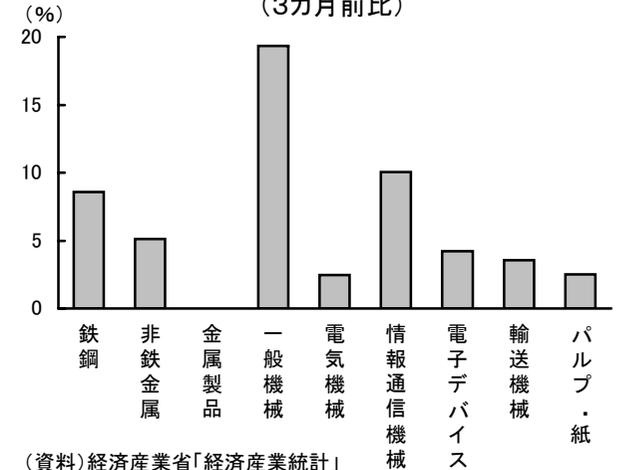
ただし、全体的にみれば、鉱工業生産の増加ペースは鈍化傾向。とりわけ、2月の生産計画は前月比+0.3%と小幅にとどまったため、1年ぶりに前月比マイナスに転じる可能性も。

鉱工業生産(季節調整値)



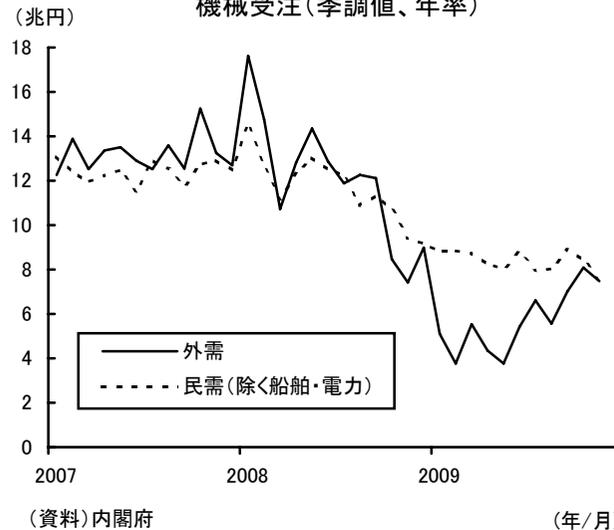
(資料)経済産業省「経済産業統計」
 (注1)点線は1~2月の生産計画。
 (注2)横線は四半期平均値。数値は前期比伸び率。

2009年12月の生産伸び率 (3カ月前比)



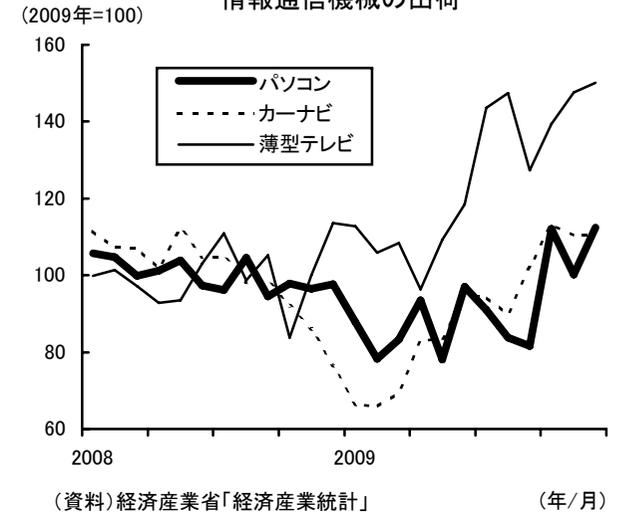
(資料)経済産業省「経済産業統計」

機械受注(季調値、年率)



(資料)内閣府

情報通信機械の出荷



(資料)経済産業省「経済産業統計」

(年/月)

輸出の増勢は徐々に鈍化へ

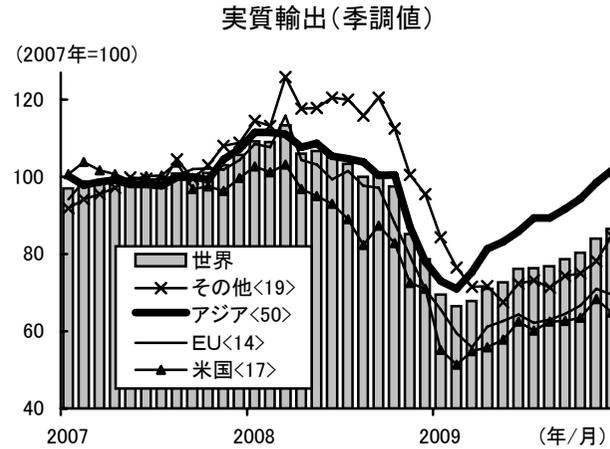
輸出は増勢が持続。アジア向けが堅調を続けていることに加え、米国向けも電子デバイスを中心に回復傾向。

もっとも、今後を展望すると、輸出の増勢は徐々にペースダウンする公算。

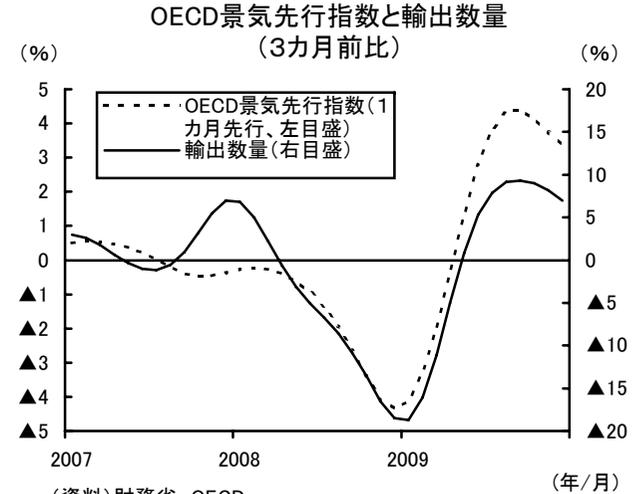
①景気刺激策の効果一巡に伴い、米国向け輸出がピークアウトする見通し。実際、OECD景気先行指数は伸び率が鈍化傾向。

②急回復している中国向け輸出も過度な期待は禁物。中国の景気回復の牽引役が固定資本投資・耐久消費財であるのに対し、わが国の主力輸出品は製造業向けの部品・資本財であるため、わが国製品に対する需要誘発効果は限定的。

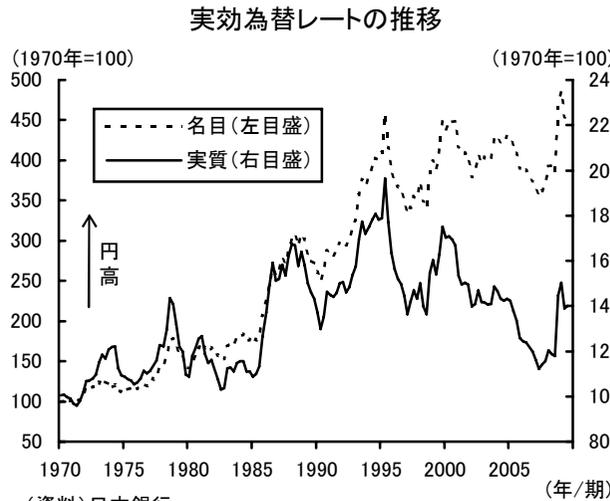
③円高の影響。為替変動が輸出競争力に及ぼす効果は約2年続いたため、2008年秋以降に進展した円高のマイナス影響が残存。



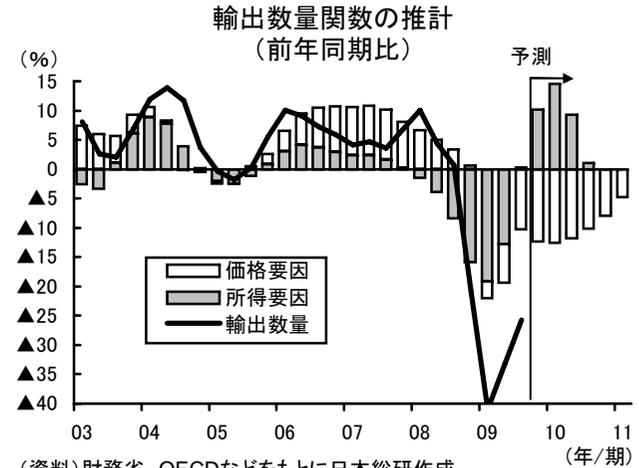
(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成
(注)その他は中東・ロシアなど。<>は2008年度のシェア。



(資料)財務省、OECD



(資料)日本銀行



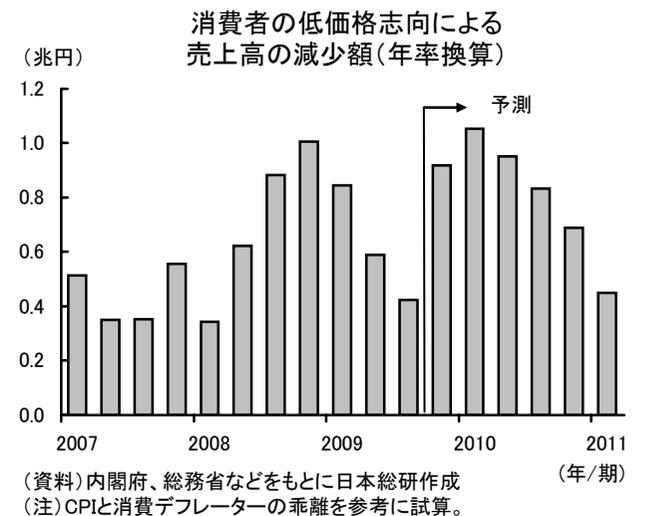
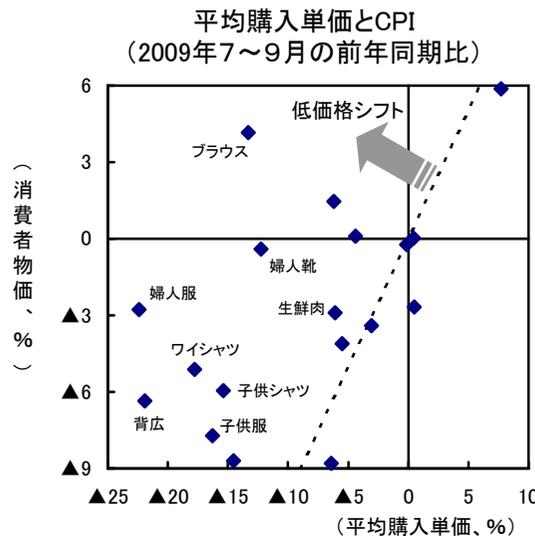
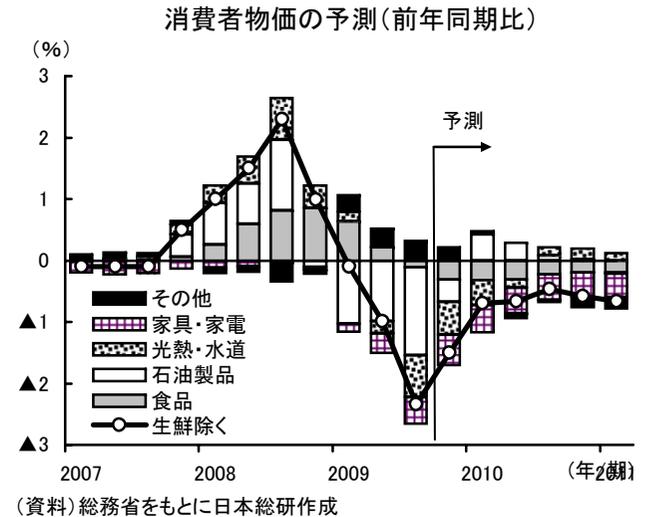
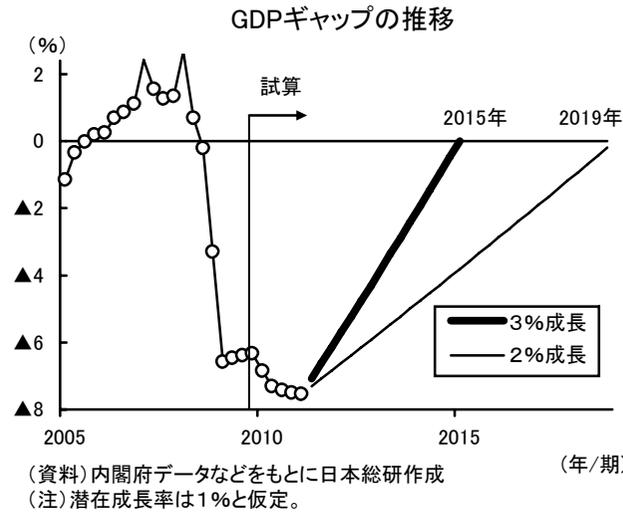
(資料)財務省、OECDなどをもとに日本総研作成
(注1)所得要因はOECD景気先行指数、価格要因は実質実効レート。
(注2)先行きの前提は当社予測値に基づく。

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▲7%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。

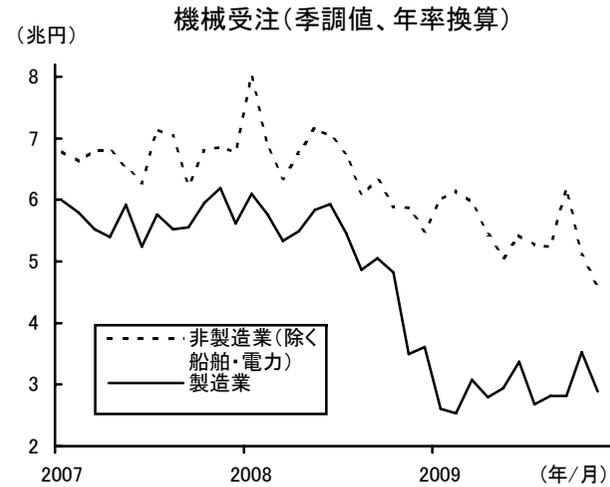
こうしたデフレ傾向は長期化の公算大。▲7%のGDPギャップが解消する時期は早くても2015年。この間は、需要不足を背景とする物価下落圧力が残存。



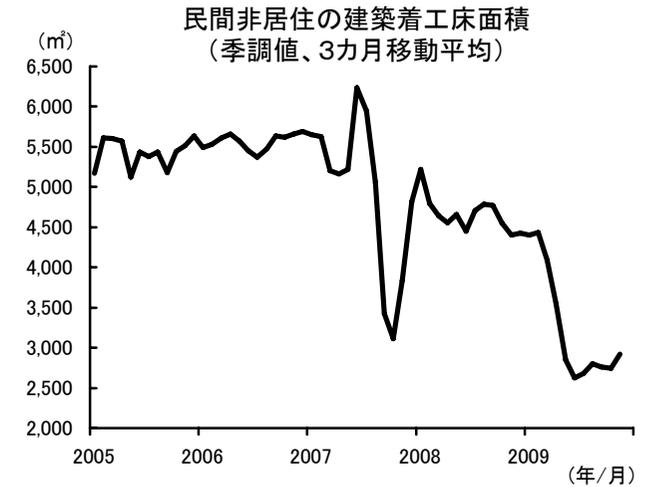
調整圧力②：設備過剰感の高まりにより設備投資の低迷は長期化

11月の機械受注は、製造業で「底ばい」が続いたほか、非製造業からの受注も大幅に減少（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。

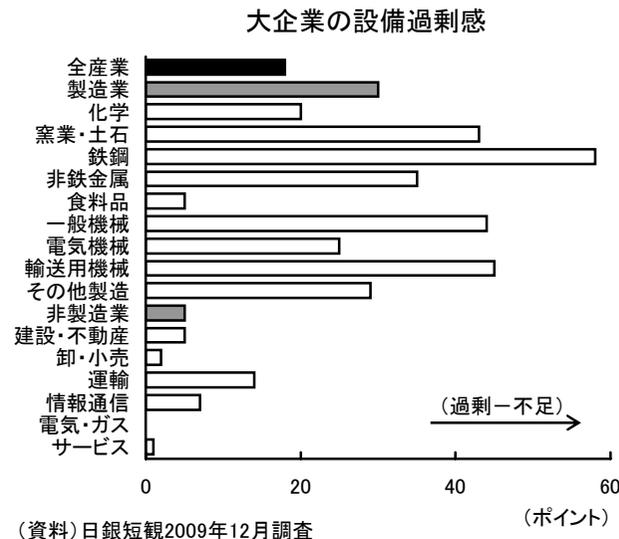
この背景には、設備過剰感の高まり。製造業の設備過剰感は過去最高水準。とりわけ、鉄鋼・一般機械・輸送機械などで深刻な状況。設備過剰感が解消するのは、楽観的な景気シナリオを想定しても2011年の終わりごろ。設備投資は低迷が長期化する公算大。



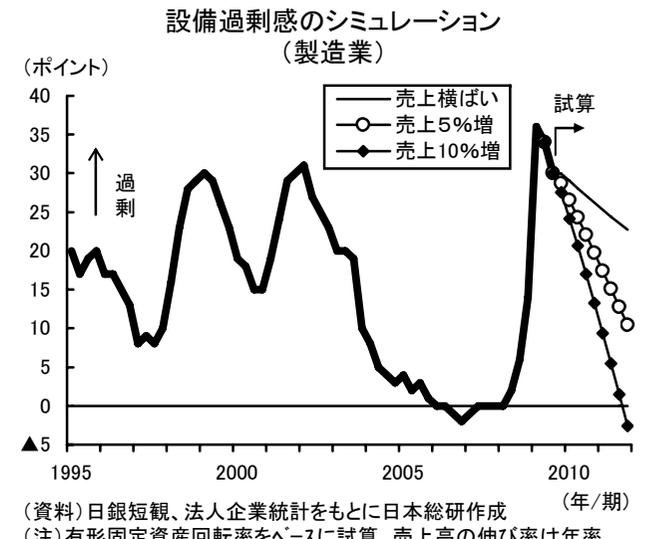
(資料)内閣府



(資料)国土交通省をもとに日本総研作成



(資料)日銀短観2009年12月調査



(資料)日銀短観、法人企業統計をもとに日本総研作成

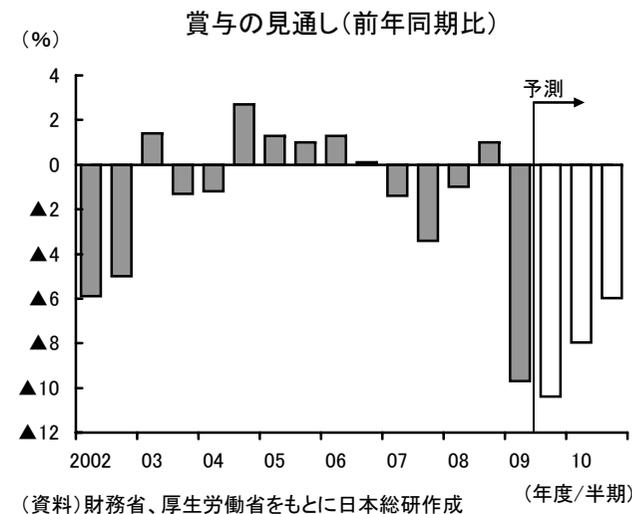
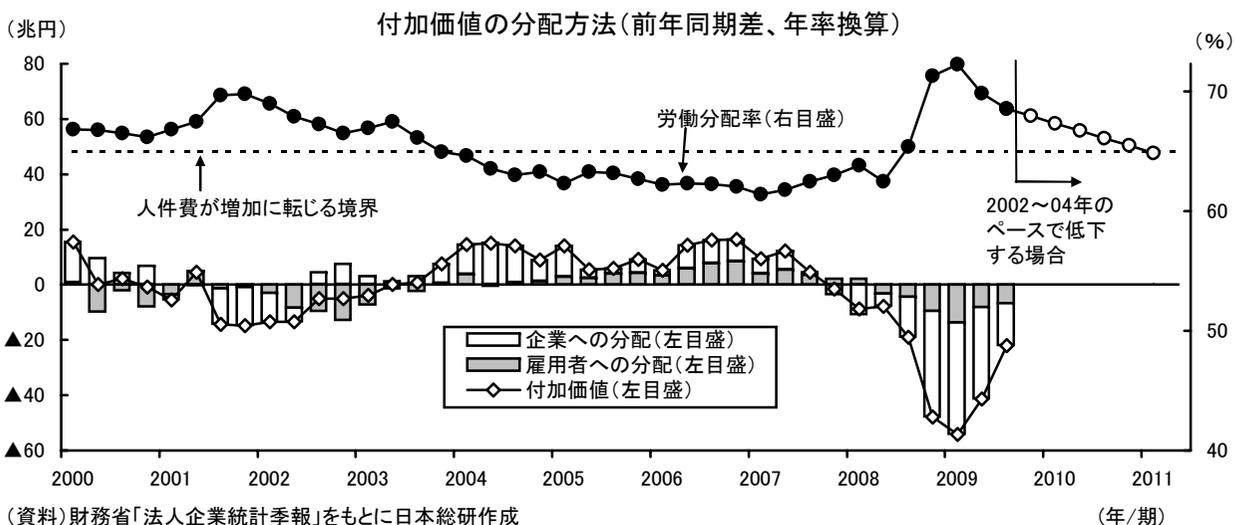
(注)有形固定資産回転率をベースに試算。売上高の伸び率は年率。

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、正社員を中心に雇用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

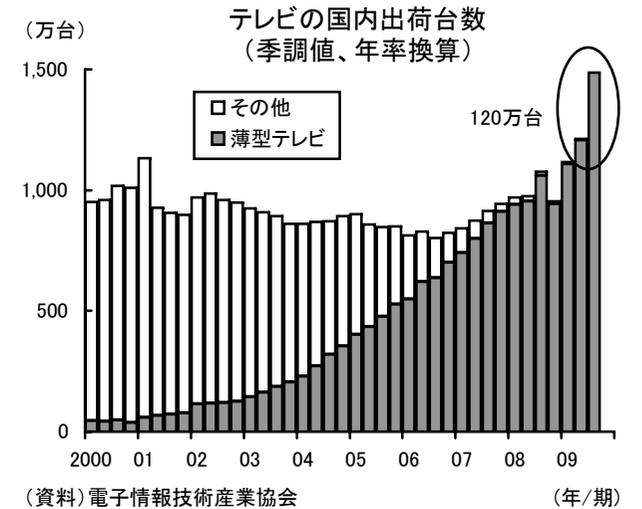
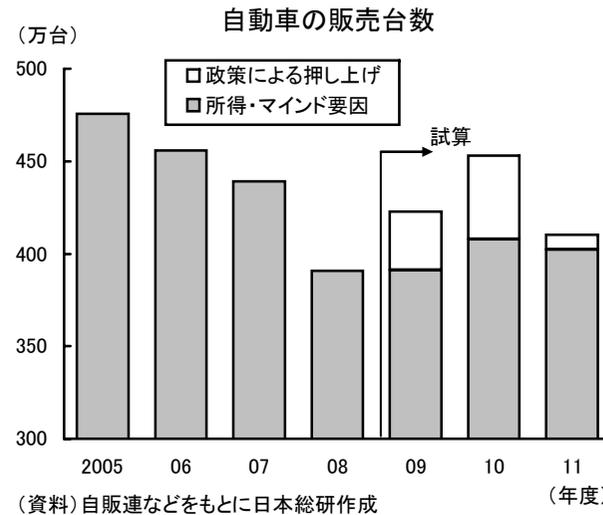
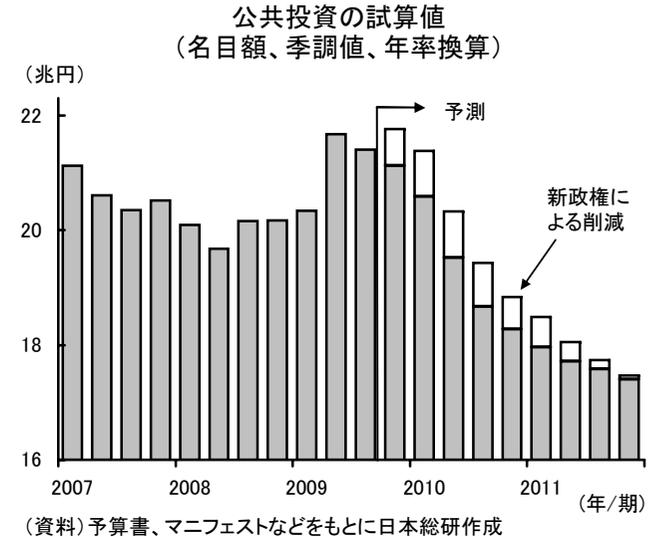
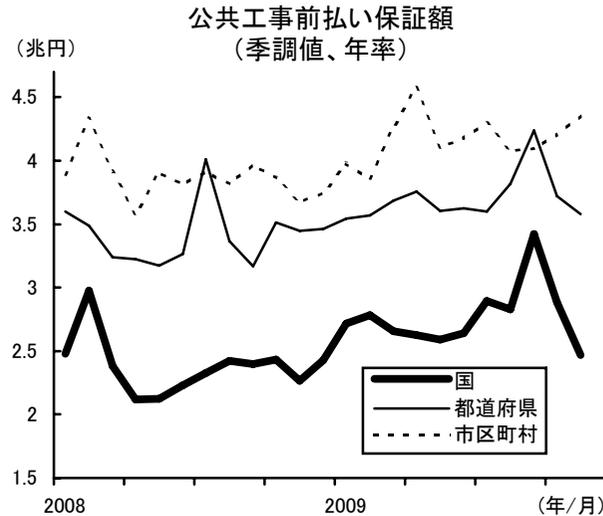
前政権による景気対策による押し上げ効果はすでにピーク越え。2010年入り後から息切れ感が明確化する見込み。

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った側面が大。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

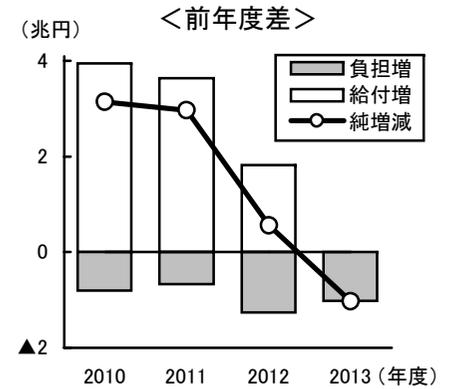
民主党新政権の各種政策により、2010年度以降の家計の可処分所得が増加。子ども手当などを主因に、2010年は約3兆円の所得押し上げ効果が期待可能。これにより、個人消費は0.6%拡大する見込み。もっとも、雇用者所得の減少が続くため、個人消費に対する過度の期待は禁物。

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、新政権の政策により2010年度のGDPは0.2%ポイント押し上げられる見込み。

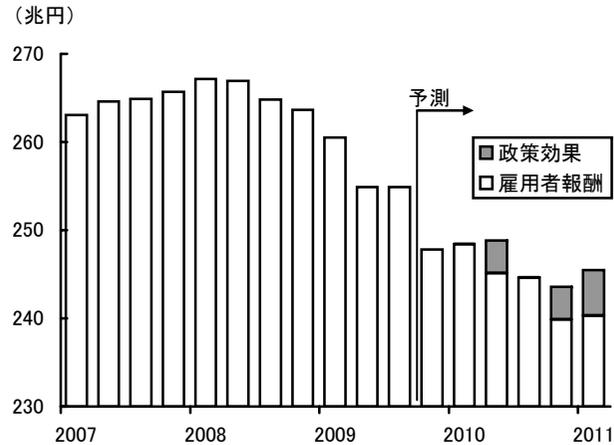
民主党の政策が家計に与える影響

	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

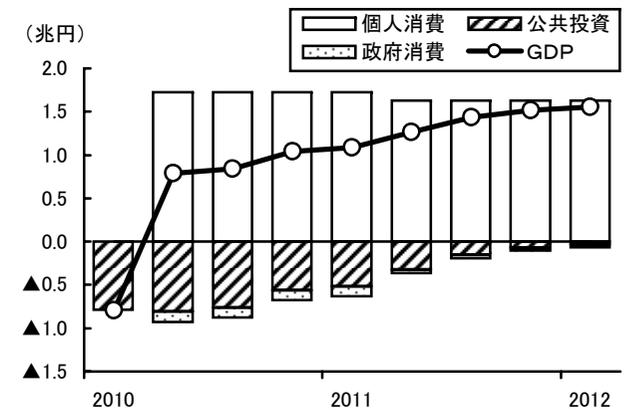


家計の名目所得額(年率換算)



(資料) 内閣府などをもとに日本総研作成

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研作成

2009年度▲3.0%成長、10年度▲0.1%成長

・2009年末までは景気拡大の動きが続く見込み。もっとも、内外の景気刺激策による押し上げ効果が主因であり、景気回復力は依然として脆弱。2010年前半には、政策効果の剥落により、回復ペースが鈍化。2010年後半には子ども手当での支給などを受けて個人消費が持ち直すものの、内外需要の低迷が続くなか、潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続する見通し。

・低成長の主因は輸出の低迷。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年入り後、輸出の伸びは大幅に鈍化する見通し。

・さらに、輸出の低迷が国内需要の減少に波及。企業部門では、低水準の設備稼働率を背景に、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資の減少が持続。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、輸入物価の下落、需給ギャップの拡大を背景に、マイナス基調で推移する見通し。

わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%)

	2009年			2010年				2011年	(四半期は前期比年率、%)		
	4~6 (実績)	7~9	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2008年度 (実績)	2009年度 (予測)	2010年度
実質GDP	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	4.8	3.8	1.2	0.5	0.6	2.0	1.2	1.4	▲1.8	0.7	1.2
住宅投資	▲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	▲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)	(▲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	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	27.5	▲6.3	▲8.5	▲14.9	▲19.0	▲14.6	▲7.6	▲3.5	▲6.6	5.6	▲13.0
純輸出 (寄与度)	(4.5)	(2.0)	(1.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲1.2)	(▲0.7)	(0.3)
輸出	28.8	28.6	18.2	0.8	0.2	1.2	1.8	2.7	▲10.4	▲13.1	4.5
輸入	▲13.0	13.9	10.6	3.2	1.7	1.0	1.1	1.3	▲4.4	▲11.9	3.5

(前年同期比、%)

名目GDP	▲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	▲0.5	▲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)	▲1.0	▲2.3	▲1.8	▲1.0	▲0.8	▲0.3	▲0.3	▲0.3	1.2	▲1.5	▲0.4
鉱工業生産	▲27.8	▲20.1	▲5.4	26.0	16.7	9.0	5.0	2.0	▲12.6	▲9.8	7.8

完全失業率 (%)	5.2	5.5	5.1	5.2	5.5	5.6	5.6	5.5	4.1	5.3	5.6
経常収支 (兆円)	3.25	4.09	3.50	4.20	2.99	4.14	3.86	4.80	12.34	15.04	15.78
対名目GDP比 (%)	2.7	3.5	2.8	3.8	2.6	3.7	3.2	4.4	2.5	3.2	3.4
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	79	80	80	80	80	90	70	80

(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+0.9%、ユーロ圏は2010年+0.2%、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。

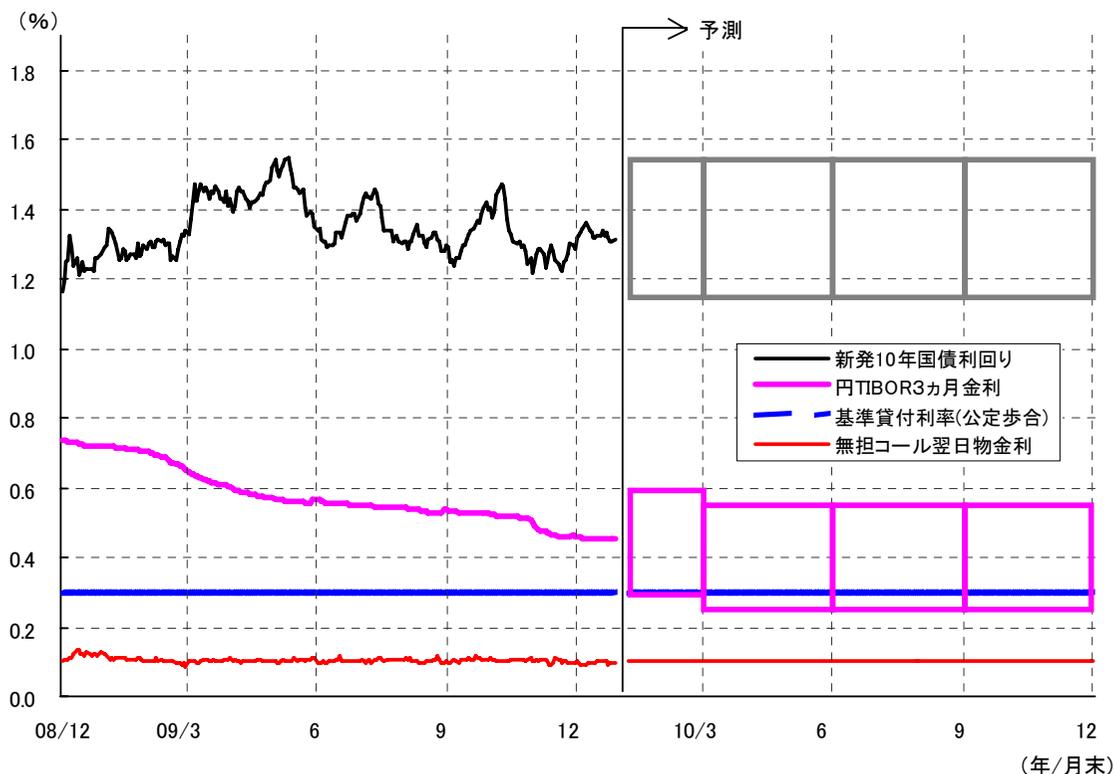
デフレ懸念の強まりや景気の低迷長期化を受け、先行きも日銀に対して追加的な金融緩和策の導入を求める声が強まる公算。日銀は、当座預金残高を目標とした量的緩和政策の導入や長期国債買い入れの増額には慎重な姿勢を堅持する見込みながら、必要に応じて、追加的な金融緩和策の導入を模索していく見込み。

長期金利は、①デフレ懸念の強まり、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。

もともと、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。

わが国主要金利の見通し



	2009年		2010年			
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
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ヵ月物金利	0.55	0.50	0.45	0.40	0.40	0.40
円スワップ5年物金利	0.86	0.80	0.75	0.75	0.75	0.75
新発10年国債利回り	1.34	1.31	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

デフレ懸念の払拭が当面見通せないなか、日銀の緩和政策は長期化

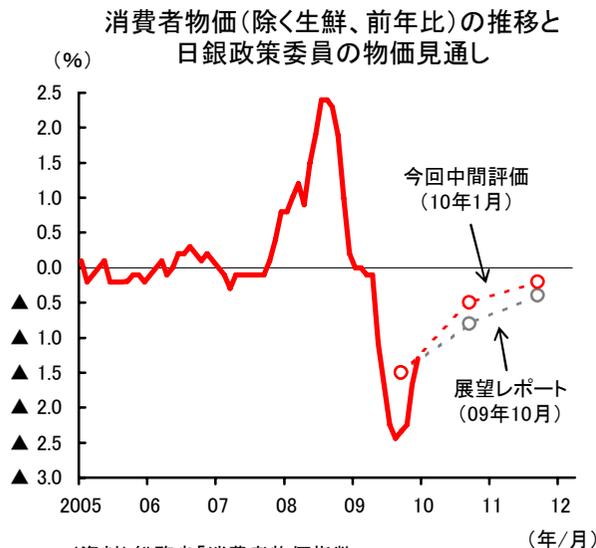
日銀は1月の政策決定会合で、展望レポートの中間評価を実施し、原油価格高の影響などから、消費者物価の先行き見通しを小幅上方修正。ただし、2011年度も前年比マイナスとの見通しは変わらず。

各種アンケート調査の結果をもとに、消費者や企業の物価の先行きに対する見方を確認すると以下の通り。

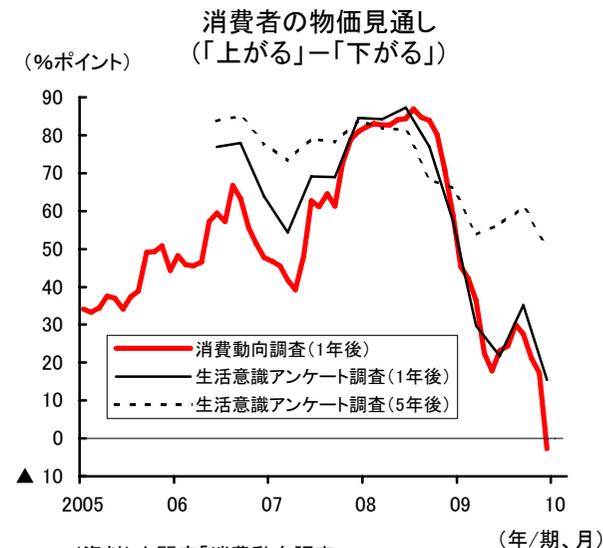
まず、消費者の物価見通しは、2008年半ば以降、低下基調が持続。政府の「デフレ宣言」後の2009年12月の消費動向調査では、1年後の物価見通しについて、2004年4月の調査開始以来初めて「下がる」との回答が「上がる」を上回る結果に。

また、企業の物価見通しについて、日銀短観の販売価格判断DIをもとにみると、資源価格の上昇を主因に、製造業（素材業種）では、2009年入り後やや上昇。もっとも、製造業（加工業種）や非製造業では、底ばい圏内での推移が持続。

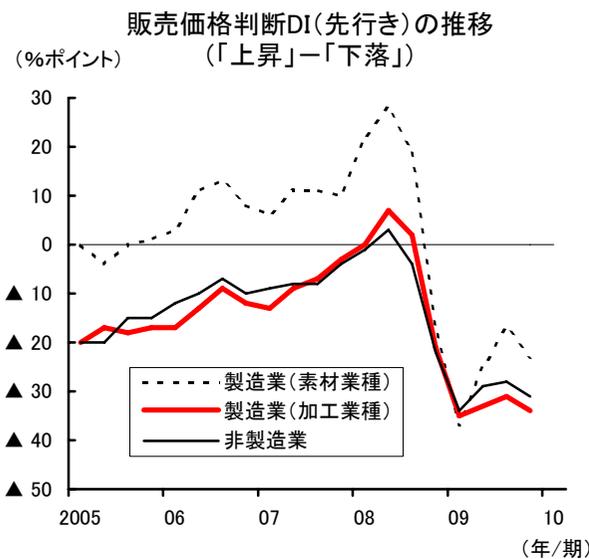
以上を要すると、消費者・企業ともに、デフレ傾向が続くとの見方が大勢を占める状況。デフレ懸念の払拭にはなお時間を要するとみられ、日銀の緩和政策は長期化せざるを得ない見通し。



(資料)総務省「消費者物価指数」、日本銀行公表資料をもとに日本総研作成
(注)点線は、日銀政策委員見通しの中央値(前年度比)。



(資料)内閣府「消費動向調査」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」をもとに日本総合研究所作成



(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

最近の日銀・政府高官発言

【白川日銀総裁：1月26日定例会見】

- ・「日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識」
- ・「グローバル経済が回復していくなかで、日本経済においても需給ギャップが解消していく姿を想定」「そうした姿が出来るだけ円滑なかたちで実現することを通じて、物価の下落状態から早く脱却したい」

【菅財務相：1月26日参院予算委員会】

- ・(日銀の金融緩和について、)「まだまだもっとという気持ちも率直なところ私にもある。政府・日銀で少なくとも方向性は一致しているので、デフレを脱却して物価上昇率がプラスになるよう協力したい」

(資料)日本銀行公表資料、報道等をもとに日本総研作成