

日本経済展望

2010年1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2009年12月29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1月）

1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直し

- ・11月の鉱工業生産が9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、ペースは鈍化しながらも回復基調が持続。
- ・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も悪化に転じる。

2. 景気見通し：景気低迷が長期化

- ・2009年末までは景気持ち直しの動きが続くものの、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、再びマイナス成長へ。2010年後半にはマイナス成長から脱するものの、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低迷持続、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、設備稼働率の低迷により、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、マインドの冷え込みにより、調整色が強まる展開。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. 12月の金融政策・金利動向

- ・日銀は、12月18日の決定会合で政策金利（0.1%）の現状維持を決定。また、日銀の示す「中長期的な物価安定の理解」について、①ゼロ%以下のマイナスの値は許容していないこと、②中心は1%程度であること、を明確化。白川総裁は同日の会見で、「日本銀行の考え方が一層浸透することは、金融市場における金利形成にも相応の影響がある」と指摘。
- ・長期金利は、日銀の追加金融緩和策への期待から、1日に一時1.19%まで低下。もっとも、国債買入の増額や本格的な量的緩和政策の導入などは打ち出されず、翌日には1.2%台半ばまで反発。その後は、円高の一服や株価の上昇を受け、1.2%台後半を中心とした推移に。

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を求める声が一段と高まる公算。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利下げ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を実施していく可能性。

【長期金利】

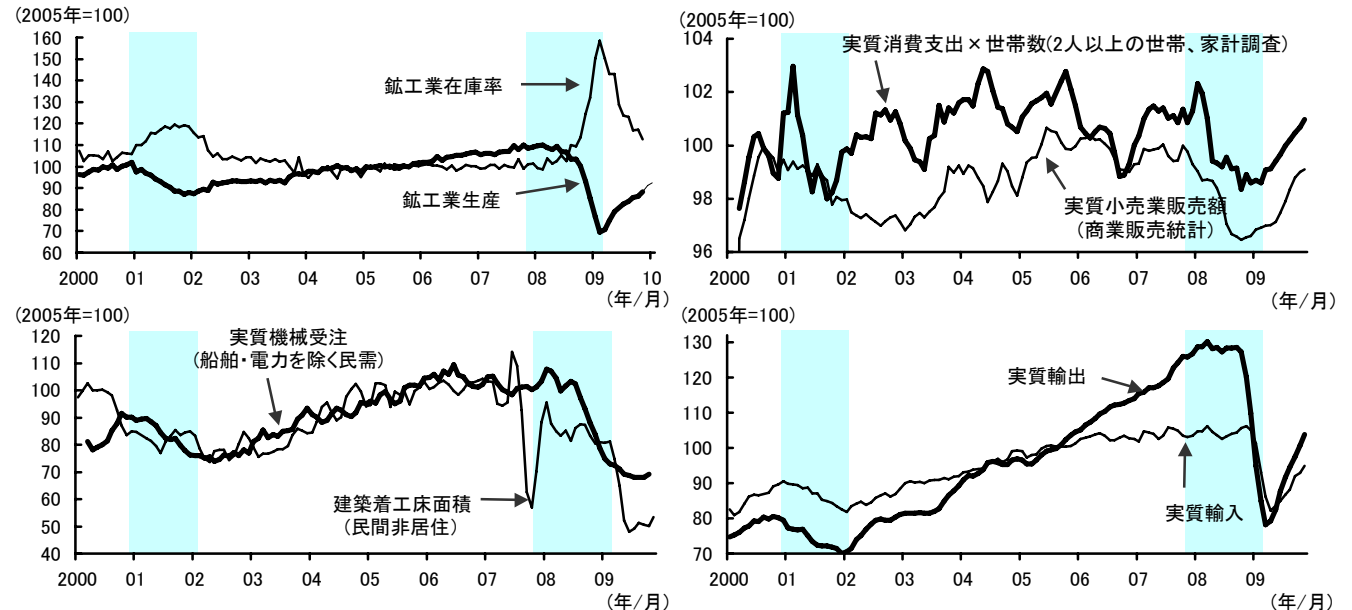
- ・①デフレ懸念の強まり、②日銀の大幅金融緩和の長期化、などが長期金利下押しに作用。
- ・もっとも、先行きも国債増発に対する警戒感が、折に触れ金利上昇圧力となる公算。財政悪化懸念を背景とした米長期金利の上昇も、わが国金利の上振れ要因に。
- ・金利に対する上下両方向の圧力が並存するなかで、1%台前半を中心とした一進一退の推移が長期化する見通し。

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3月以降、9カ月連続の増加。生産計画によれば12月も増産の見込みであり、10～12月期の鉱工業生産は3期連続の大幅増加の見込み。また輸出も、ペースは鈍化しながらも、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。

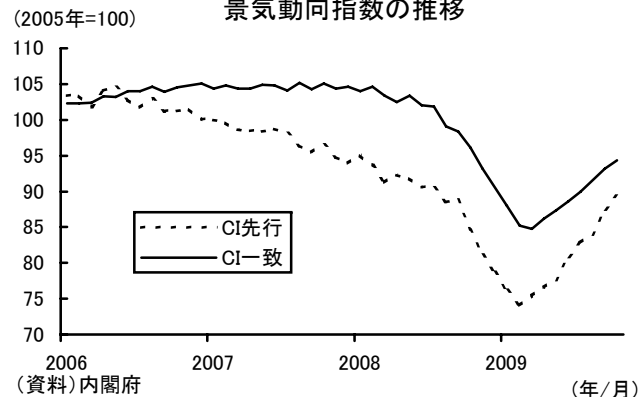
もっとも、依然としてマイナス圧力も残存。とりわけ、機械受注・建築着工は低水準が続いており、設備投資低迷の長期化を示唆。住宅着工も、分譲マンションを中心に大幅減少が持続。景気ウォッチャー調査でも、家計関連DIが悪化に転じる。

わが国主要景気指標の推移



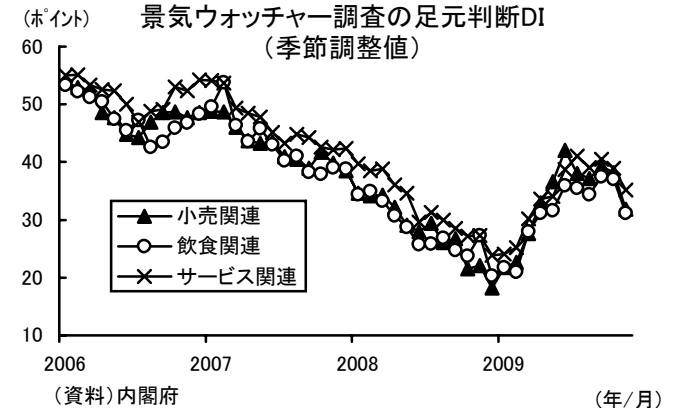
(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整。

景気動向指数の推移



(資料)内閣府

景気ウォッチャー調査の足元判断DI (季節調整値)



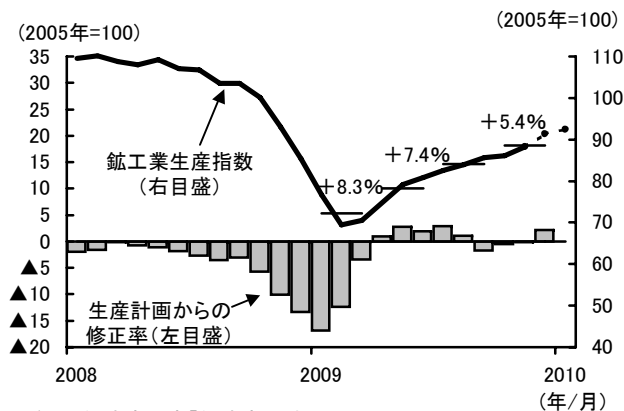
(資料)内閣府

鉱工業生産は堅調持続

鉱工業生産は堅調さが持続。業種別にみると、一般機械、輸送機械、情報通信機械が高い伸び。海外向けの設備輸出、エコポイント制度による薄型テレビ、エコカー減税による乗用車が生産拡大の牽引役に。

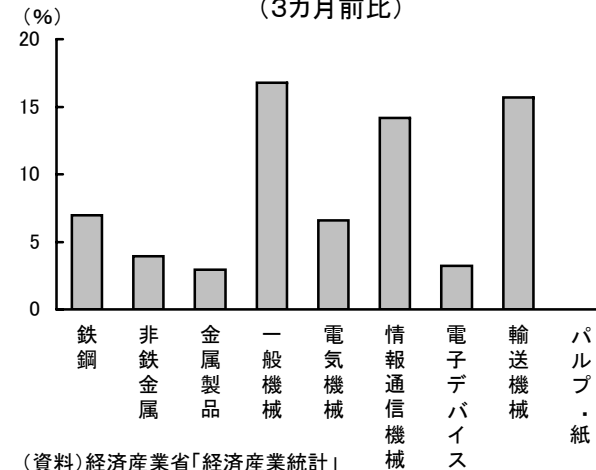
また、12月の生産計画も上方修正。業種別にみると、情報通信機械が大幅に上振れ。薄型テレビに加え、Windows 7 の発売を機に、パソコン需要が拡大していることが背景。

鉱工業生産(季節調整値)

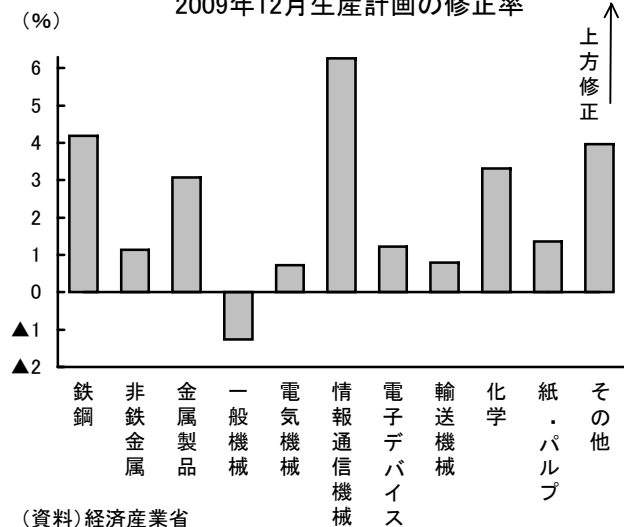


(資料)経済産業省「経済産業統計」
(注1)点線は12~1月の生産計画。
(注2)横線は四半期平均値。数値は前期比伸び率。

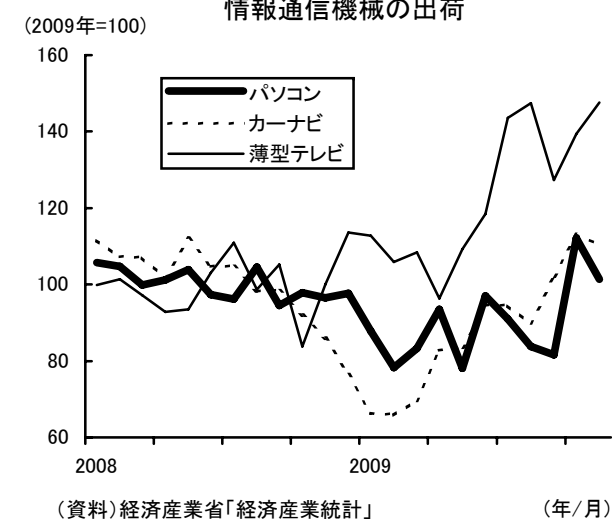
2009年11月の生産伸び率
(3カ月前比)



2009年12月生産計画の修正率



情報通信機械の出荷



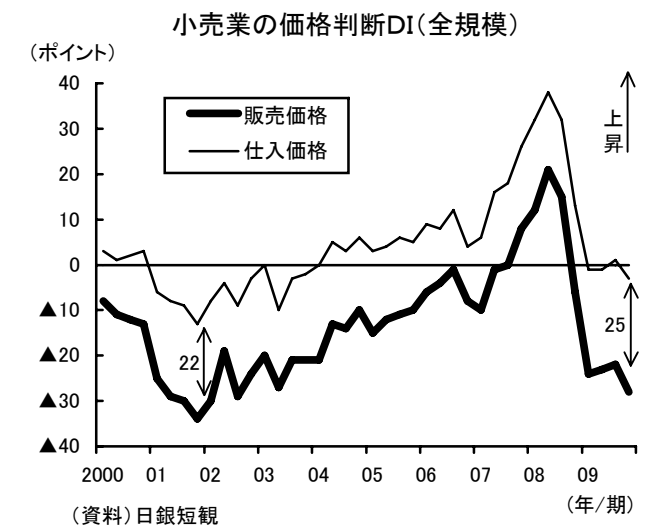
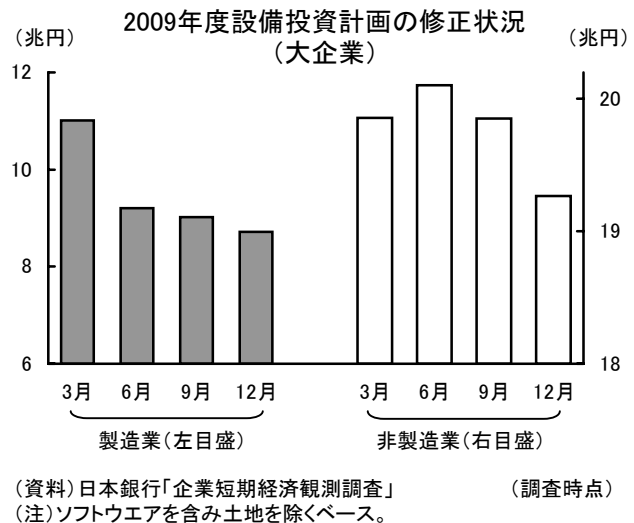
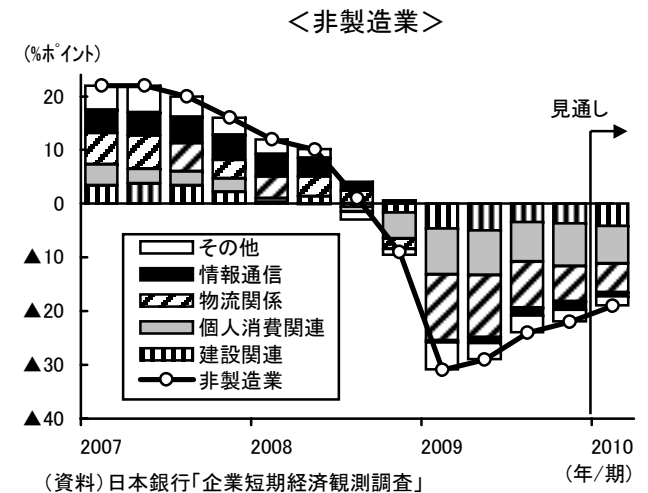
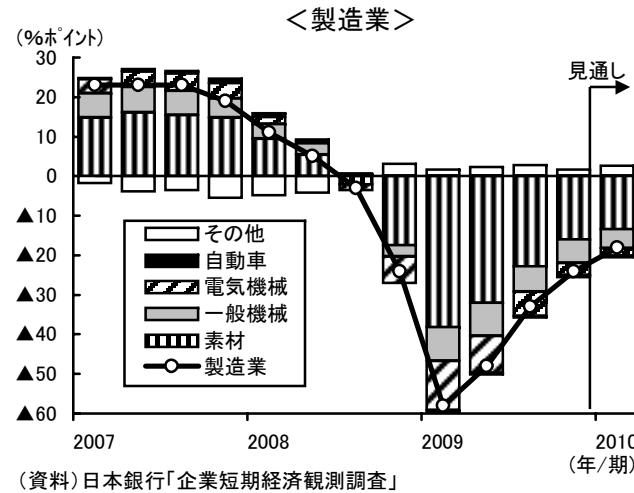
12月日銀短観：業況改善ながら、慎重さが残る内容

12月日銀短観では、業況判断DIが引き続き改善。もっとも、製造業では大きく改善したものの、非製造業では改善に遅れ。とりわけ、個人消費関連、建設関連では大幅なマイナスが持続。

設備投資スタンスは依然として慎重。とりわけ製造業では、設備過剰感の高止まりを背景に、下方修正に歯止めがかからない状況。

一方、デフレ圧力も高まる方向。小売業では、仕入価格判断DIが横ばいにとどまる一方、販売価格判断DIは一段と下落。消費者の低価格志向を受け、採算が悪化。

大企業の業況判断DIの内訳



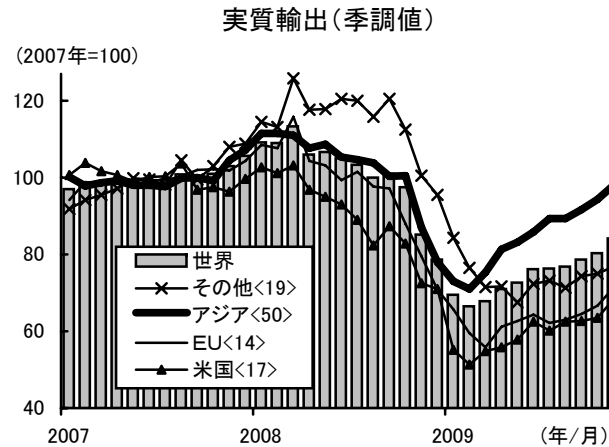
輸出は再びペースダウン

これまで増勢が続いてきた輸出は、2010年入り後、ペースダウンする公算。

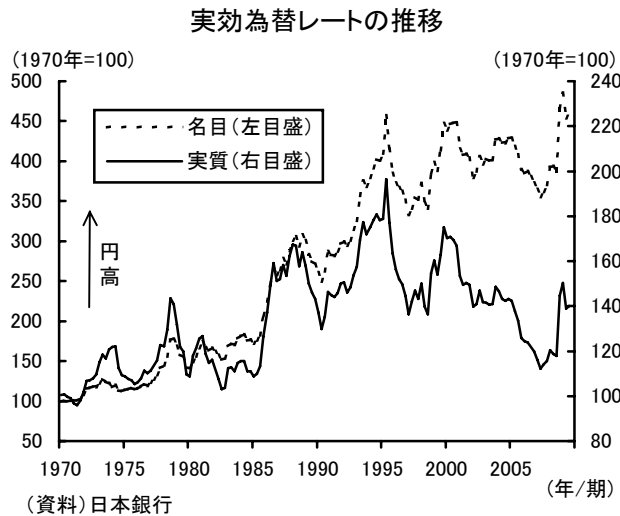
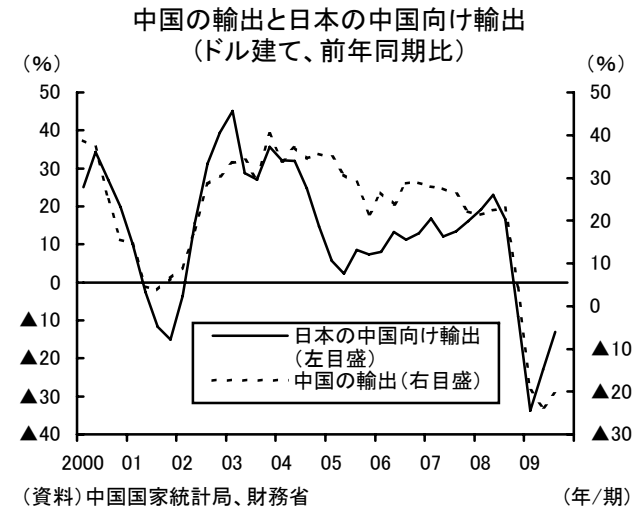
①米国向け輸出は、景気低迷の長期化を受けて、再び弱含みの兆し。とりわけ、自動車や設備投資向けの産業機械が頭打ち。

②持ち直し傾向にある中国向け輸出も、過度な期待は禁物。わが国輸出は製造業向けの部品・資本財が主力であるため、中国の欧米向け製品輸出が回復しない限り、わが国の中国向け輸出も本格回復には至らず。

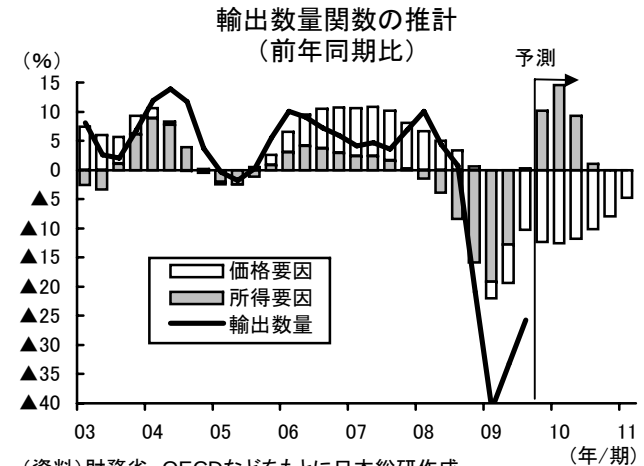
③円高の影響。為替変動が輸出競争力に及ぼす効果は約2年続いたため、2008年秋以降に進展した円高のマイナス影響が残存。



(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)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。

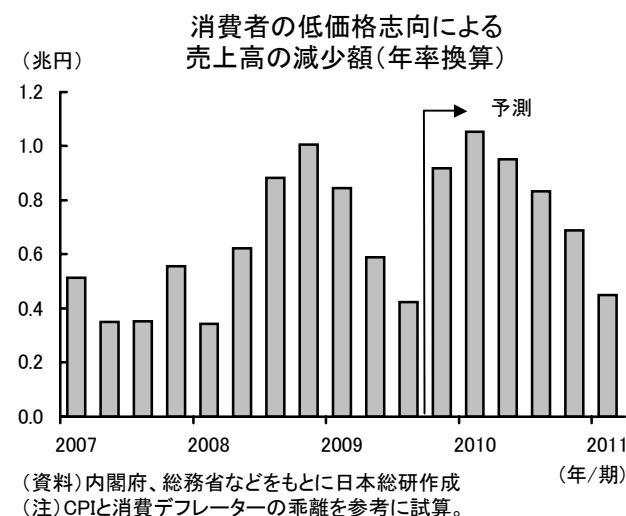
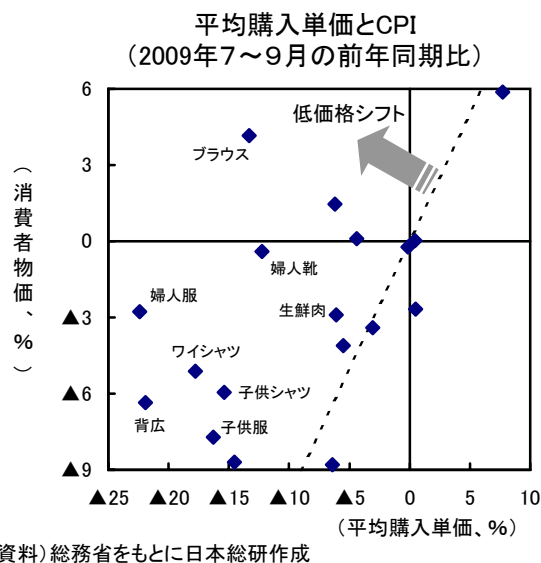
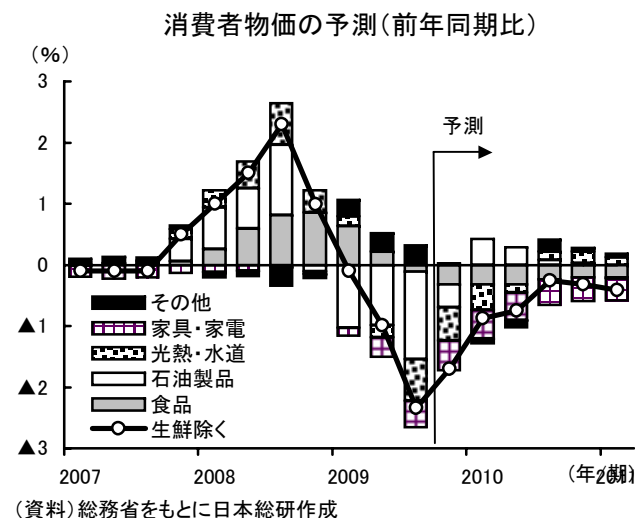
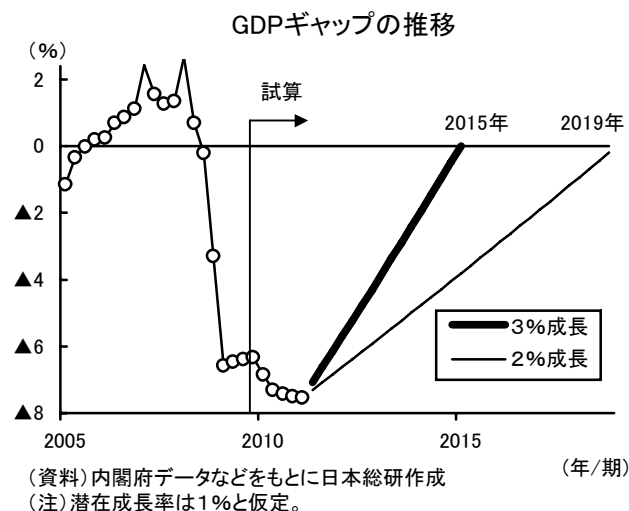
(注2)先行きの前提は当社予測値に基づく。

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

GDPギャップは足元▲7%にまで拡大。大幅な需要不足により、消費者物価のマイナス傾向が持続する見通し。

デフレ傾向は長期化の公算。足元の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。

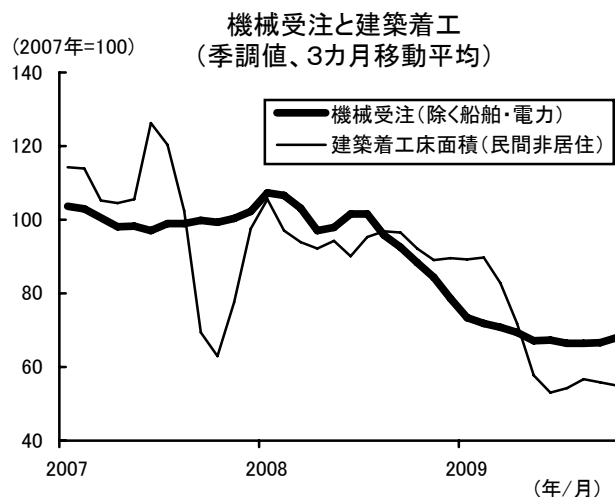
さらに、足元のデフレ圧力は、消費者物価の下落以上に深刻。消費者物価と平均購入単価を比較すると、平均購入単価の方が大きく下落。消費者の節約意識が強まり、より価格の安い商品にシフトしたことが原因。典型例は衣料品。消費者の低価格志向により、企業の売上高は年1兆円近く押し下げられる可能性も。



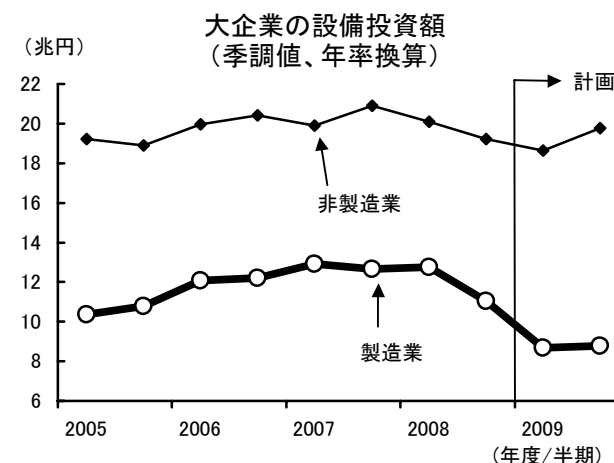
調整圧力②：設備過剰感の高まりにより設備投資は大幅減

収益の低迷を受け、設備投資も減少傾向が持続。先行指標の機械受注・建築着工ともに低水準が続いており、設備投資の減少基調が続く見通し。日銀短観の2009年度計画をみても、製造業は下期も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。設備過剰感の解消には長期間を要するため、設備投資の低迷は長引く公算大。

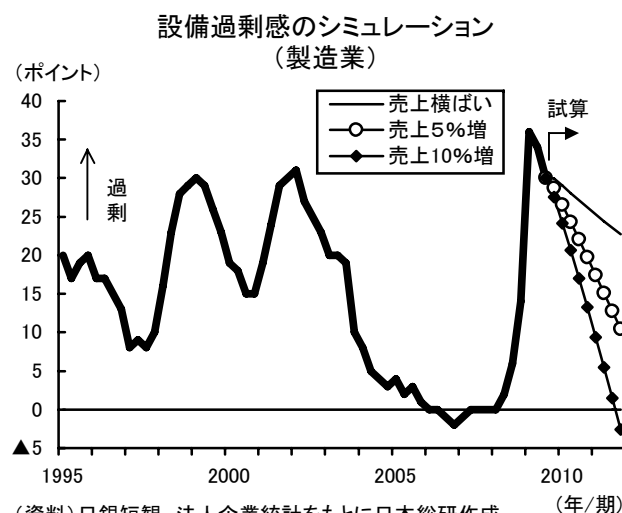


(資料)内閣府、国土交通省をもとに日本総研作成



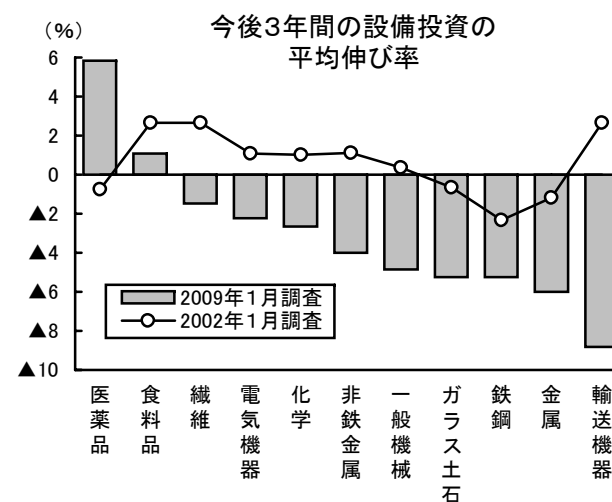
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(注)ソフトウェアを含み、土地を除くベース。



(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。



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

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。

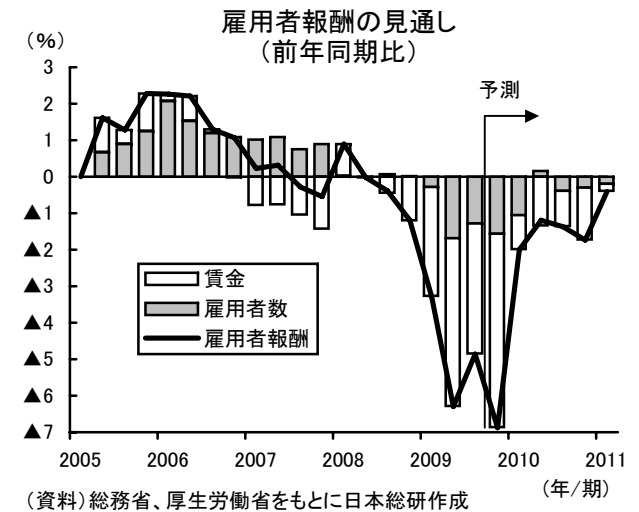
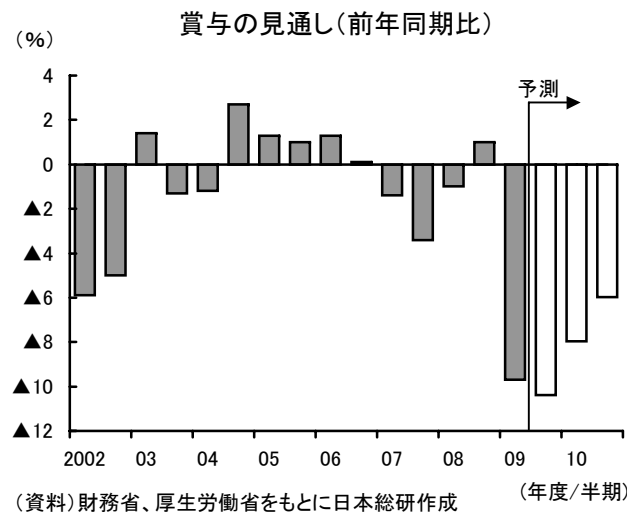
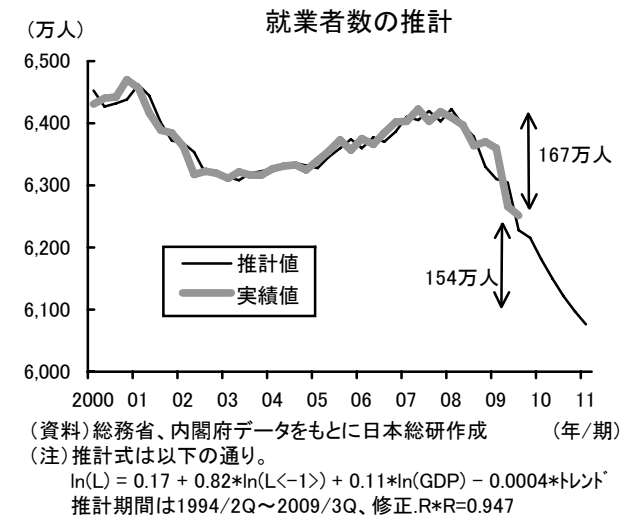
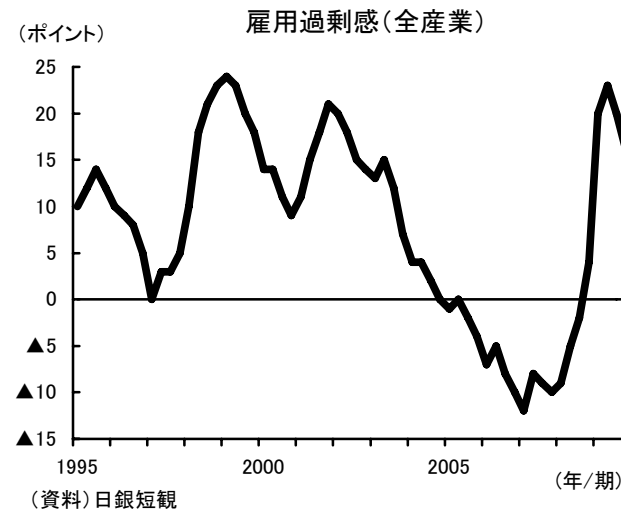
①雇用

今後1年間で150万人の過剰雇用が発生する可能性。雇用削減の動きが、非正規雇用から正規雇用にまで広がる見通し。失業率も高止まりへ。

②給与

収益悪化を受けて、ボーナスは今後2年間、大幅減少が続く見通し。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。



政策効果は息切れ

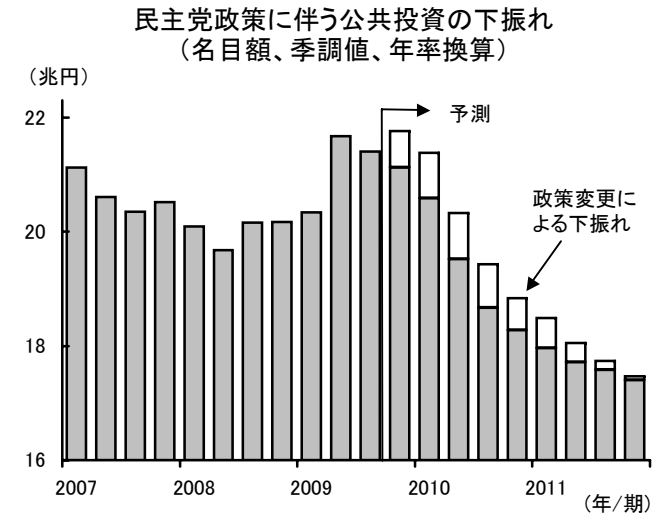
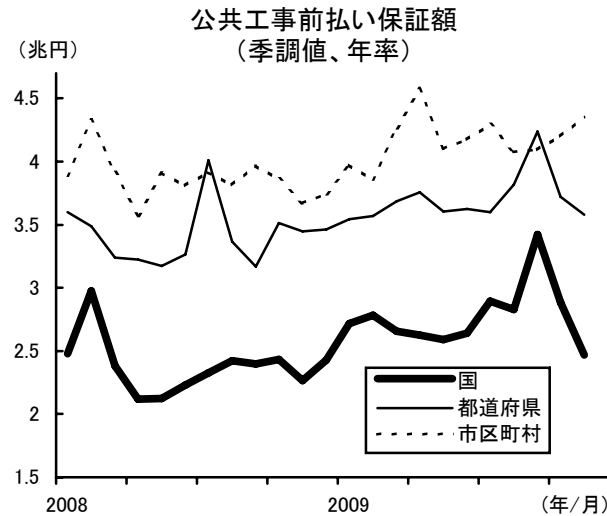
前政権が策定した景気対策による押し上げ効果はすでにピーク越え。2010年入り後から息切れ感が明確化する公算が大。

①公共投資

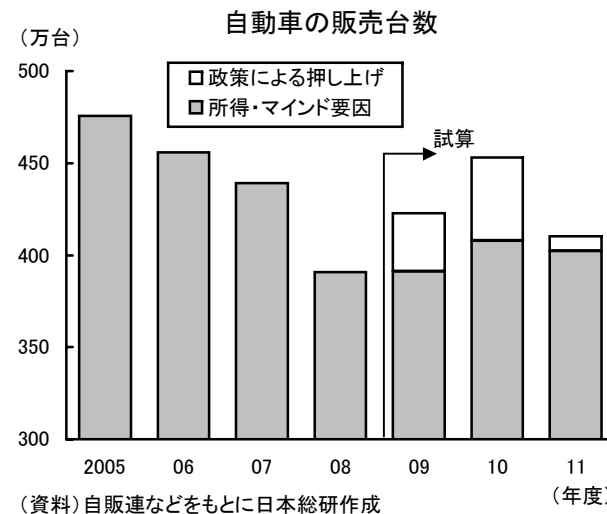
前政権によって積み増された公共事業はすでに一巡。加えて、新政権は2009年度1次補正予算に計上された公共事業を一部中止したほか、2010年度の公共事業予算も大幅に削減。公共投資は、減少傾向に歯止めがかからず、成長率を大きく下押しする見通し。

②消費刺激策

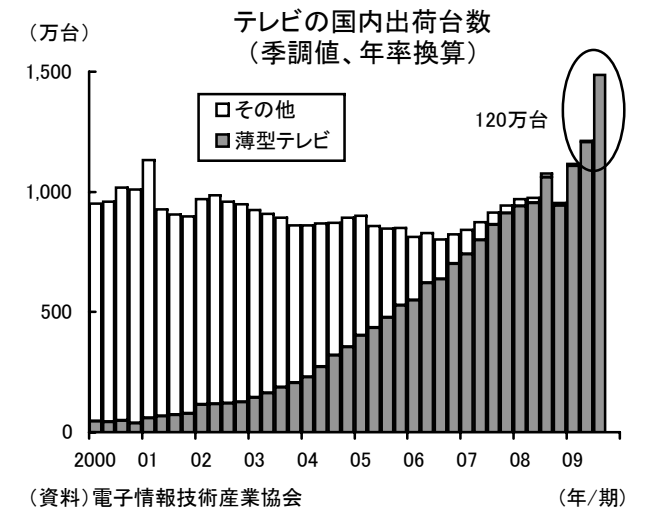
乗用車や薄型テレビは2011年以降に反動減。もともと、今回実施された消費刺激策は、継続的に需要を押し上げる性格のものではなく、将来の需要を先取りして現在の需要下振れを埋め合わせるという側面が大。とりわけ薄型テレビは、エコポイント制度終了後に大きな反動減が起きるリスク。



(資料) 予算書、マニフェストなどをもとに日本総研作成



(資料) 自販連などをもとに日本総研作成



(資料) 電子情報技術産業協会

民主党政策による景気押し上げ効果は限定的

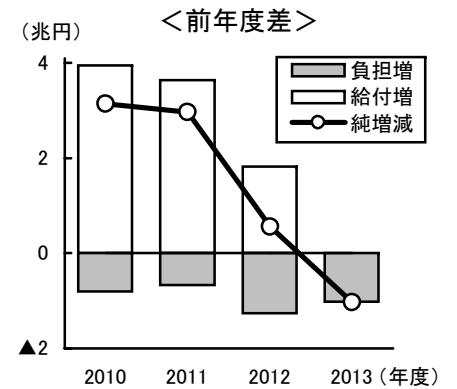
民主党新政権の各種政策により、2010年度以降の家計の可処分所得が増加。ただし、①個人消費押し上げ効果は0.6%程度にすぎないこと、②財源として使われる公共投資・政府消費が減少すること、などを勘案すれば、2010年度のGDP押し上げ効果は0.2%ポイントにとどまる見通し。

さらに、財源不足も深刻化。景気悪化を主因に、2009年度の税収は30兆円台後半まで落ち込む見込み。当初予算比で10兆円近い下振れで、国債増発が必要な状況。こうした財源不足、国債発行上振れは、2009年度だけでなく、2010年度以降も長期化する公算が大。今後、経済対策の見直し・先送りのほか、増税議論が早期に浮上する可能性も。

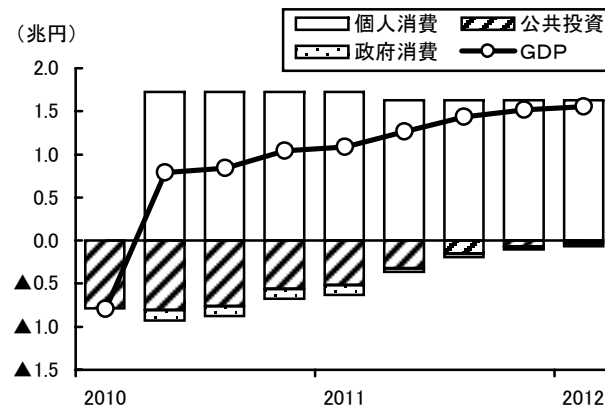
民主党の政策が家計に与える影響

	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

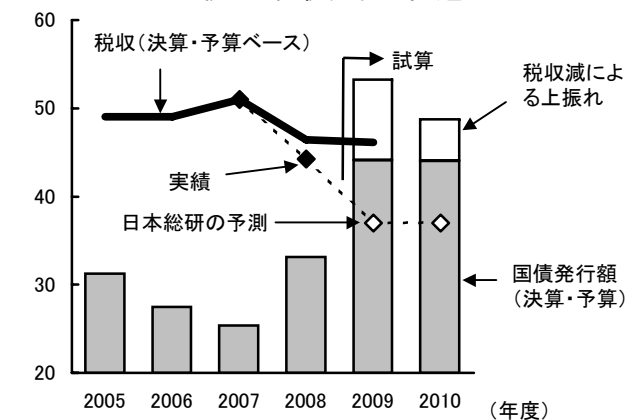


民主党政権の政策効果
(名目額、年率換算)



(資料) マニフェストなどをもとに日本総研作成

税収と国債発行の見通し



(資料) 財務省データ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年末までは景気持ち直しの動きが続く見込み。もともと、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、再びマイナス成長へ。2010年後半にはマイナス成長から脱するものの、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低迷持続、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、設備稼働率の低迷により、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、マインドの冷え込みにより、調整色が強まる展開。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。もともと、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			
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2008年度	2009年度	2010年度
	(実績)		(予測)						(実績)	(予測)	
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	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	1.2	▲ 1.5	▲ 0.4
鉱工業生産	▲ 27.8	▲ 20.1	▲ 4.8	26.4	17.0	9.3	5.1	2.0	▲ 12.6	▲ 9.6	8.0

完全失業率 (%)	5.2	5.5	5.2	5.5	5.8	5.9	5.9	5.8	4.1	5.4	5.8
経常収支 (兆円)	3.25	4.00	3.26	4.16	3.07	4.37	3.75	4.70	12.34	14.68	15.88
対名目GDP比 (%)	2.7	3.5	2.6	3.7	2.7	3.9	3.1	4.3	2.5	3.1	3.5
円ドル相場 (円/ドル)	97	94	90	89	89	88	86	86	94	92	87
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+0.5%、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。

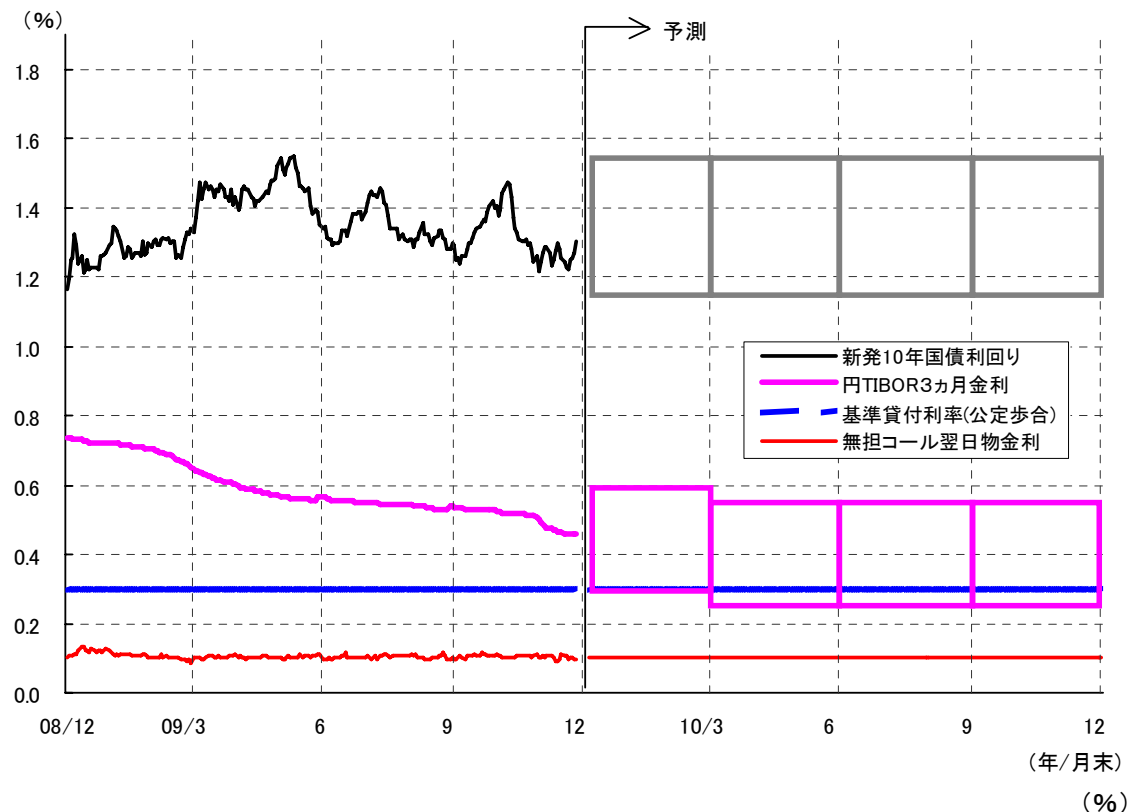
デフレ懸念の強まりや景気の低迷長期化を受け、先行きも日銀に対して追加的な金融緩和策を求める声が一段と高まる公算。日銀は、当座預金残高を目標とした量的緩和政策の導入や利下げには慎重な姿勢を堅持する見込みながら、必要に応じて、追加的な金融緩和策を実施していく可能性。

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。財政悪化懸念を背景とした米長期金利の上昇も、わが国金利の上振れ要因に。

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	0.51	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

短期金利は低位安定での推移が持続。一方、長期金利には上振れリスクも

日銀は、12月1日の臨時決定会合での決定を受け、新たな資金供給策（新型オペ）を導入。12月中に実施された4回の入札では、いずれも応札額が資金供給予定額（1回あたり8,000億円）を大きく上回り、旺盛な需要をうかがわせる内容に。

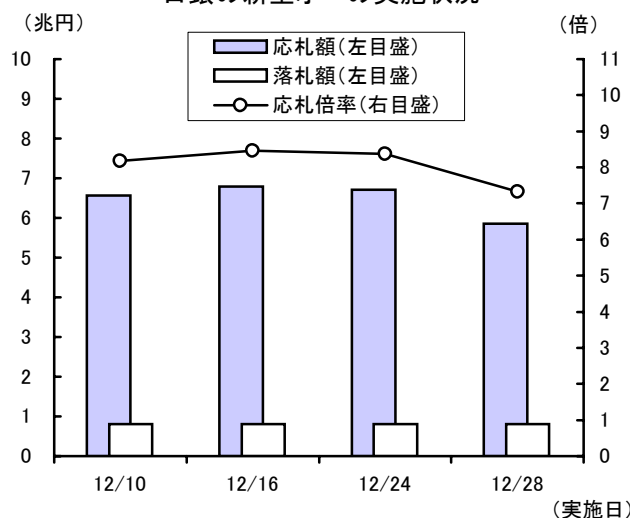
新型オペの効果について、白川総裁は18日の決定会合後の会見で、「新しいオペは、既にそれなりの効果を発揮している」と評価。実際に、短期金融市場では12月入り後、日米金利差がやや縮小。為替相場や株価も、落ち着きを取り戻す展開に。

また、新型オペの導入や「物価安定の理解」の明確化など、日銀の金融緩和姿勢の強まりを受け、2年債や5年債などの中期債利回りが低下。

日銀は当面、積極的な金融緩和姿勢を継続するとみられ、短期金利や中期債利回りは、低位安定での推移が続く見込み。

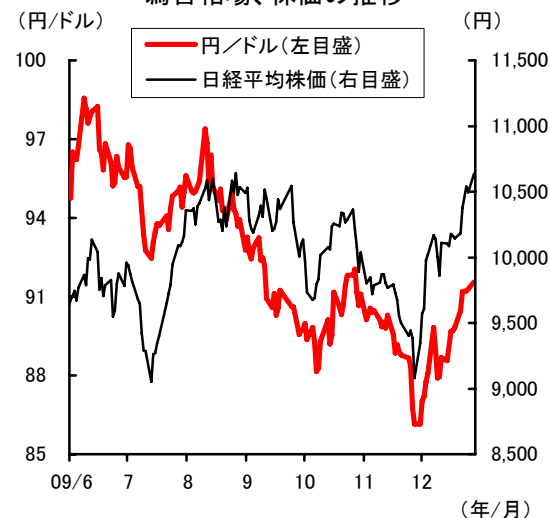
一方、10年債利回りや超長期金利は、根強い財政悪化懸念から、12月入り後もやや上昇。長期金利については、先行きも、追加景気対策や税収下振れに伴う財政悪化懸念が、金利上昇リスクとして意識される展開が続く見通し。

日銀の新型オペの実施状況



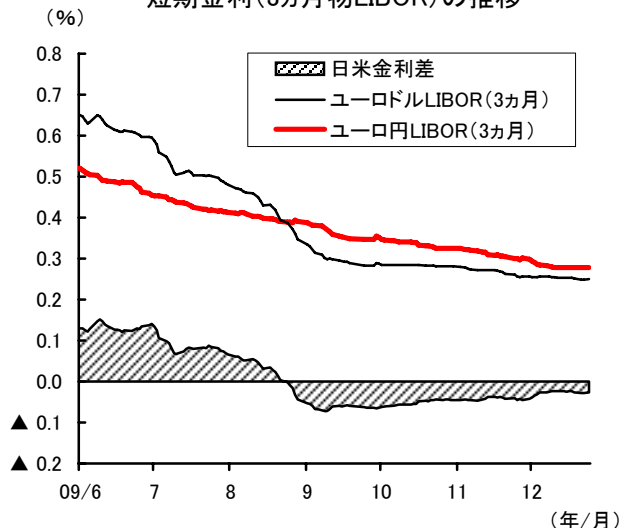
(資料) 日本銀行資料等より日本総合研究所作成

為替相場、株価の推移



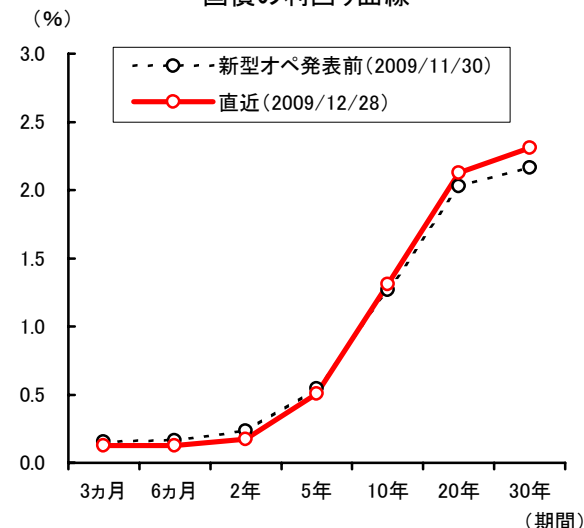
(資料) Bloomberg L.P.

短期金利(3ヵ月物LIBOR)の推移



(資料) Bloomberg L.P.

国債の利回り曲線



(資料) Bloomberg L.P.

(注) 3ヵ月、6ヵ月は、TB(国庫短期証券)利回り。