

日本経済展望

2009年10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	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2009年10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（2009年10月）

1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直しの動き

- ・ 8月の鉱工業生産が6カ月連続の前月比プラスとなったほか、輸出も増勢が続くなど、製造業活動は持ち直し傾向が持続。また、耐久財消費の好調に牽引されて、個人消費も緩やかに回復。
- ・ もっとも、マイナス圧力も残存。雇用・所得環境は引き続き悪化傾向。機械受注・建築着工・住宅着工も大幅に減少。9月日銀短観でも内需型産業の景況感は低迷持続。

2. 景気見通し：景気低迷が長期化

- ・ 7～9月期は2期連続のプラス成長となり、景気持ち直しの動きが続く見通し。もっとも、景気対策による押し上げ効果、在庫調整の一巡が反映されたもので、最終需要は依然として脆弱。2009年度後半以降は、牽引役不在のもと、2010年後半にかけて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円高の影響が徐々に顕在化、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2009年10～12月期以降、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、設備稼働率の急低下により、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資が大幅に減少。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失業増加による雇用環境の先行き不安、などを背景に、名目消費は大幅に減少。
- ・ こうした状況下、政策効果の剥落に伴い、わが国景気は二番底に向かう公算大。とりわけ、公共投資は2009年末ごろから急減し、成長率を大きく下押し。
- ・ デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、輸入物価の急落、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. 9月の金融政策・金利動向

- ・ 日銀は、17日の決定会合で政策金利（0.1%）の現状維持を決定。また、景気の現状判断を、8月の「下げ止まっている」から「持ち直しに転じつつある」に上方修正。白川総裁は同日の会見で、国内の金融環境について、「厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている」と指摘。
- ・ 長期金利は、米長期金利の上昇につれ、月前半に一時1.35%まで上昇。その後は、しばらく1.3%台前半を中心とした水準で一進一退の推移が続いたものの、月末近くには急激な円高の進行やそれを受けた株安を背景に、一時1.28%まで低下。

4. 金融政策・金利見通し

【金融政策】

- ・ 日銀は、現在実施している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維持。
- ・ 内外景気に持ち直しの動きがみられ、市場の緊張状態は緩和しつつあるものの、日銀は先行き景気・物価の下振れリスクを意識した政策運営方針を維持。企業金融円滑化を目的とした各種時限措置については終了時期を模索しつつも、低金利政策を中心とした金融緩和策は当面継続される見通し。

【長期金利】

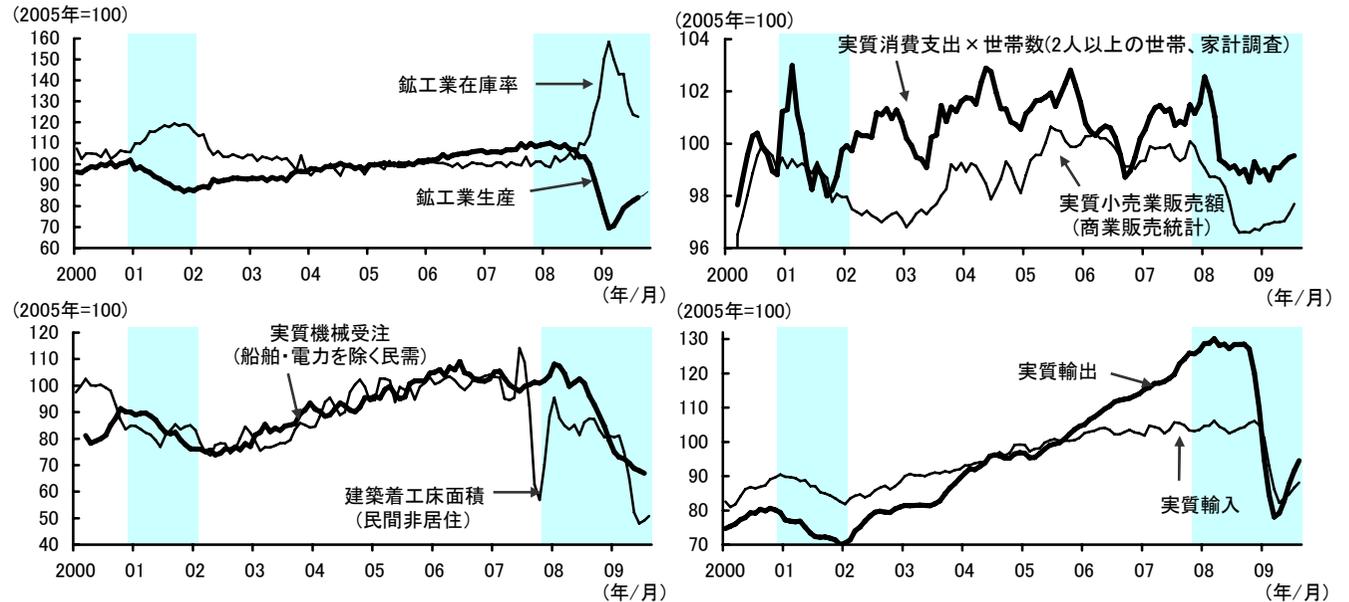
- ・ ①主要国の大幅金融緩和の継続、②大幅な需給ギャップの残存に伴うデフレ懸念の高まり、などが金利下押しに作用。もっとも、世界的な財政支出拡大に伴う国債需給悪化懸念など、金利上押し圧力も根強く残存。
- ・ また、景気の先行きに対する市場の見方は、経済指標の強弱等に左右されながら、早期回復期待（金利上押し要因）と先行き不透明感（金利下押し要因）が交錯する状況が持続。
- ・ 金利に対する上下両方向の圧力が並存するなか、1%台前半から半ばを中心とした一進一退の推移となる見通し。

製造業を中心に持ち直しの動き

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、6カ月連続の増加。生産計画によれば、9～10月も増産の見込みであり、計画通りに実現すれば、7～9月期の鉱工業生産は前期比+7.2%と2期連続の大幅増、10～12月期もプラスの公算大。輸出もアジア向けに牽引されて持ち直し傾向が持続。また、個人消費も耐久財に牽引されて緩やかに回復。これらの動きを受け、7～9月期の実質GDPもやや高めの成長となる公算大。

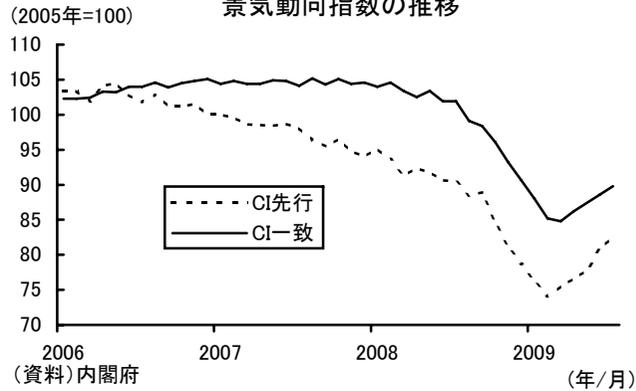
もっとも、依然としてマイナス圧力も残存。雇用・所得環境は引き続き悪化傾向。機械受注・建築着工も大幅に減少しており、設備投資調整の長期化を示唆。住宅着工も、分譲マンションを中心に大幅減が持続。

わが国主要景気指標の推移



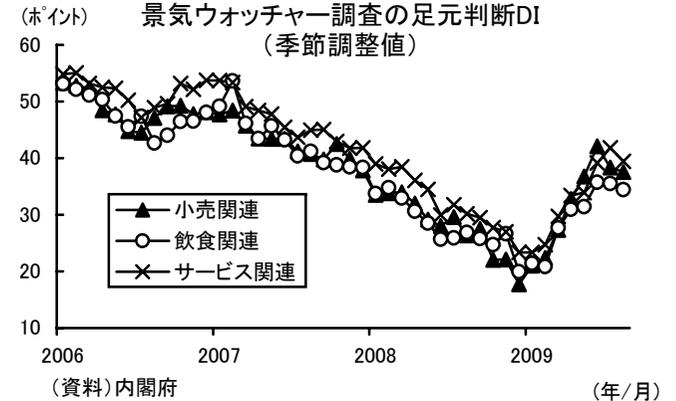
(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
 (注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整(2000年1月～)。

景気動向指数の推移



(資料)内閣府 (年/月)

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 (年/月)

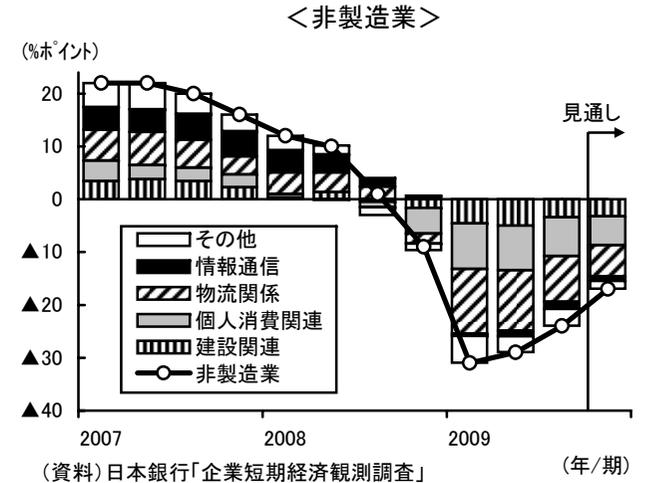
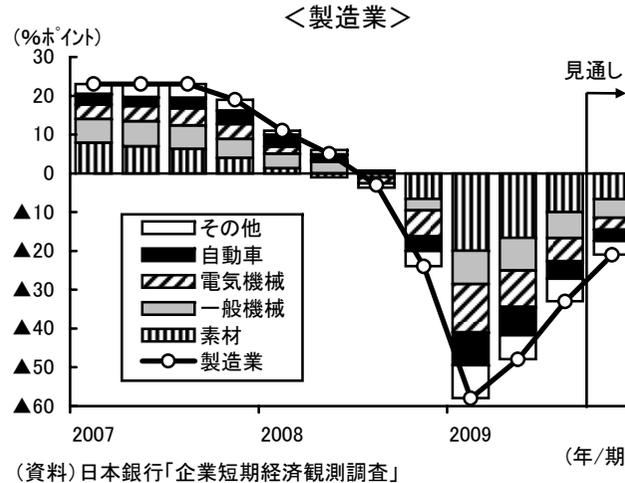
9月日銀短観：大企業・製造業を中心に業況が改善

日銀短観9月調査は、企業部門が回復傾向をたどっていることを示す内容。もっとも、水準は依然として大幅なマイナスであり、内需の回復力にも力強さがみられない状況。

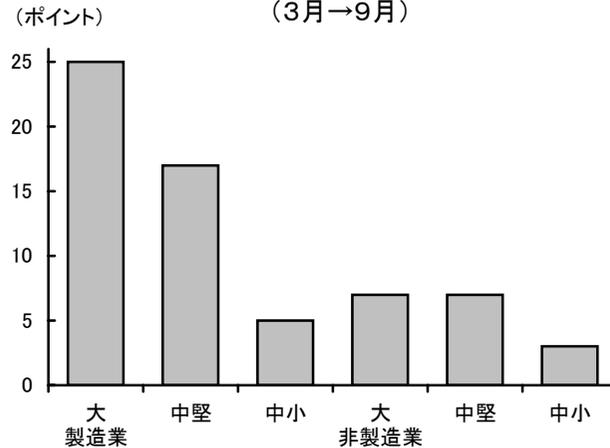
大企業・製造業の業況判断DIは前回調査対比+15ポイントの改善。電気機械・自動車・化学・非鉄金属など幅広い業種で改善。もっとも、景況感の改善に広がりは見られず。過去半年間の動きをみると、大企業・製造業の大幅改善に比べ、非製造業や中小企業の景況感の改善は小幅。外需と耐久財消費の持ち直しで鉱工業生産は回復しているものの、内需は基調として低迷が続いていることを反映。

今後を展望しても、設備過剰感・雇用過剰感ともに高止まりしているため、設備投資の下振れ、人件費削減を通じて、内需に下振れのリスク。また、資源価格の上昇による仕入価格の上昇が進んでいるため、交易条件の悪化が企業収益を圧迫する可能性も。

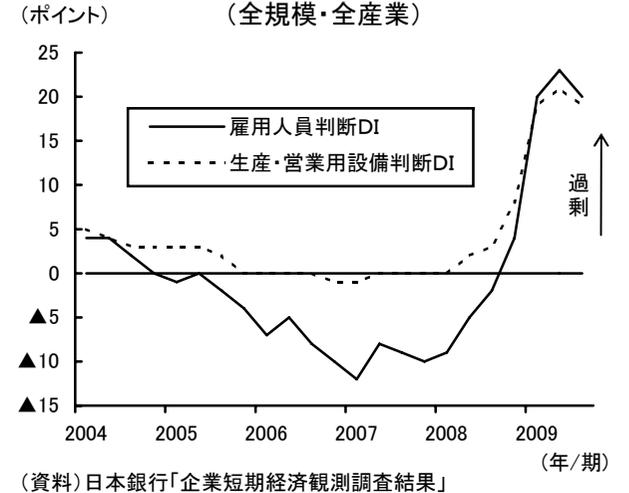
大企業の業況判断DIの内訳



業況判断DIの変化幅 (3月→9月)



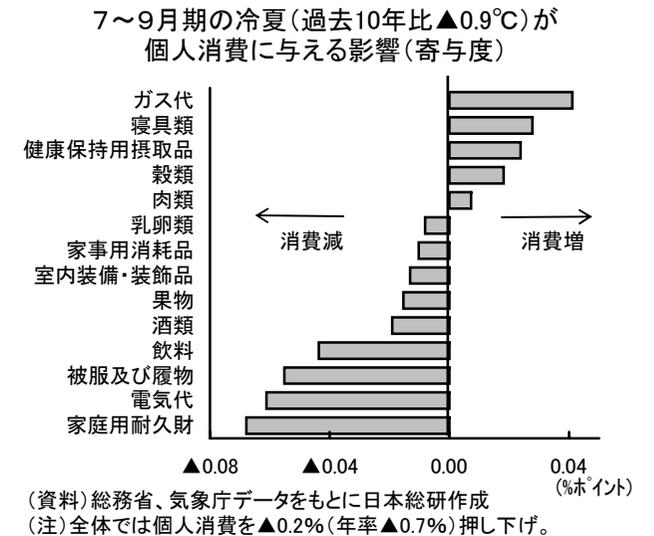
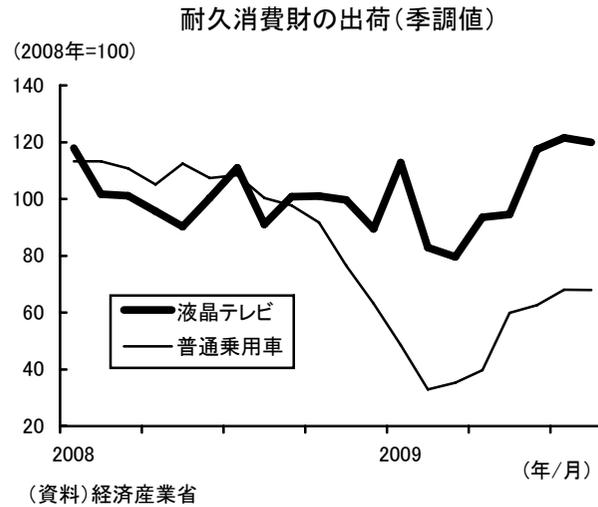
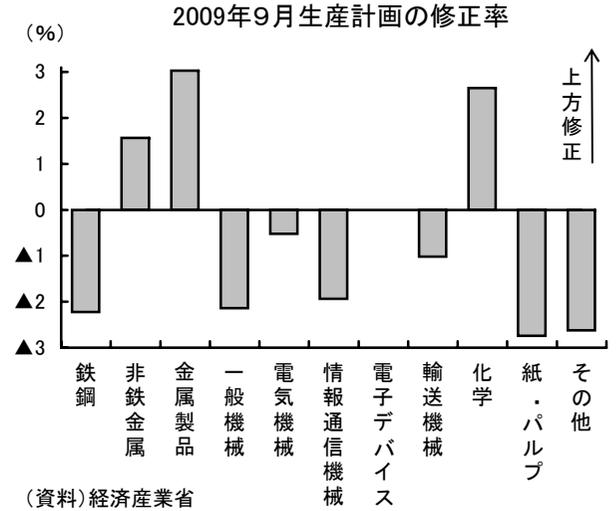
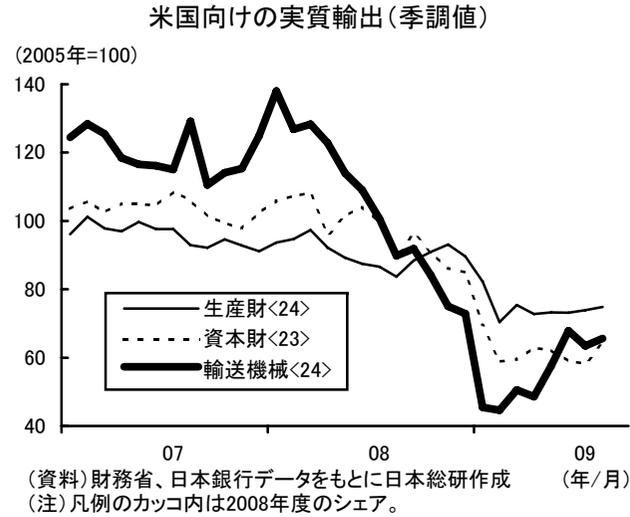
雇用と設備の過剰感 (全規模・全産業)



マイナス要因が徐々に顕在化

足元の景気は回復が続いているものの、一方で、弱めの指標も顕在化。

- ①輸出は欧米向けの増勢鈍化が明確化。製造業向け資本財・生産財の低迷が続いているほか、自動車の伸びも頭打ち。
- ②製造業生産の予測修正率がマイナスに。9～10月は引き続き増産が見込まれているものの、伸びが下方修正される可能性も。とりわけ、購入インセンティブの効果が薄れ始めるとみられる自動車・薄型テレビなどの耐久消費財が懸念材料。
- ③天候不順により夏物商品の販売不振が深刻化。また、新型インフルエンザの流行拡大により、サービス支出にも陰り。



輸出は再びペースダウン

輸出の回復傾向が持続。中国を中心としたアジア向けの持ち直しが主因。

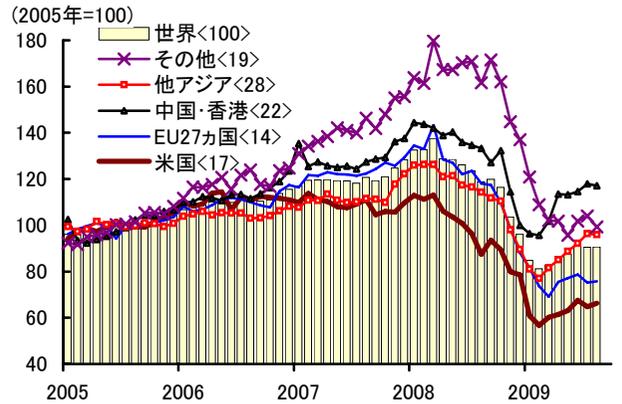
もっとも、以下の3点を勘案すれば、輸出の増勢がこのまま持続する展開は期待薄。年度下期以降、ペースダウンするリスク大。

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。

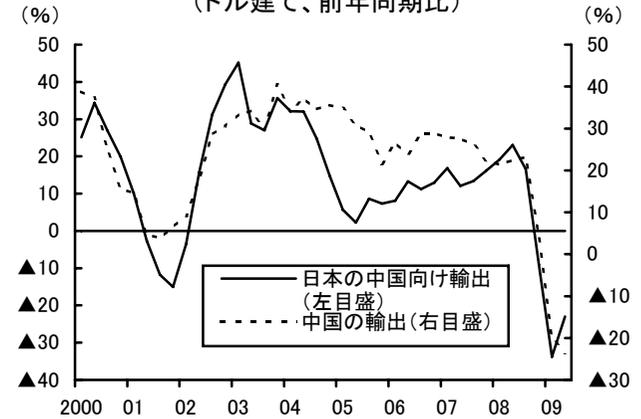
③2008年秋以降に進展した円高のマイナス影響が顕在化（影響顕在化までのラグは1年前後）。

地域別実質輸出(季調値)



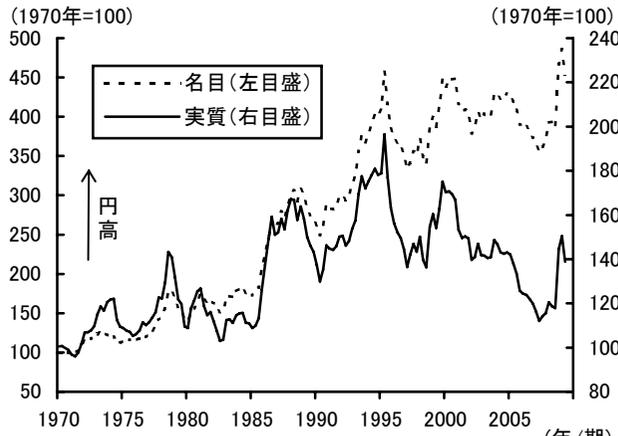
(資料)財務省、日本銀行データをもとに日本総研作成 (年/月)
(注)その他は中東・ロシア・豪州・中南米など。<>は2008年度のシェア。

中国の輸出と日本の中国向け輸出
(ドル建て、前年同期比)



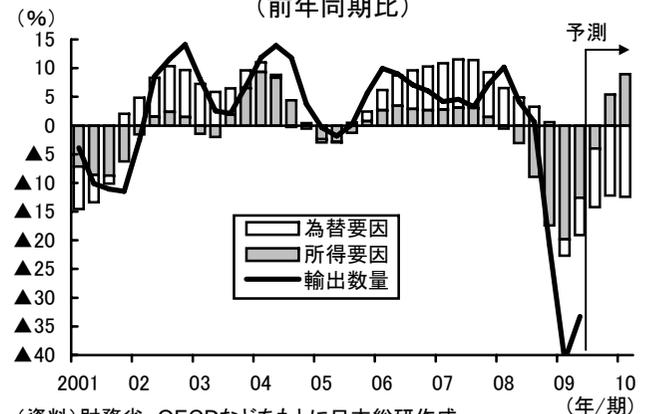
(資料)中国国家统计局、財務省 (年/期)

実効為替レートの推移



(資料)日本銀行

輸出数量関数の推計
(前年同期比)



(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、為替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。

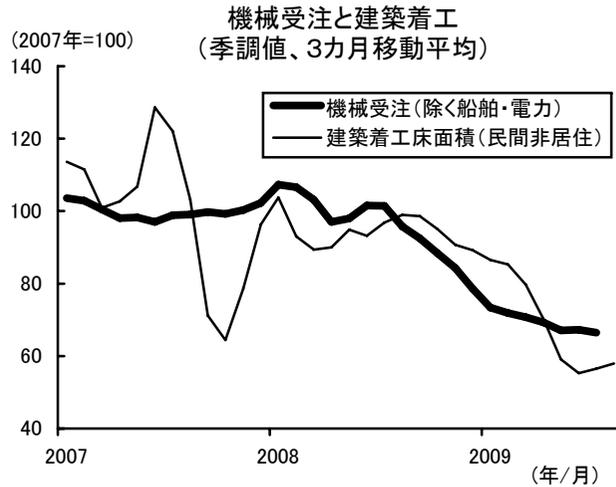
調整圧力①：設備過剰感の高まりにより設備投資は大幅減

2009年度の設備投資計画は、過去の景気後退局面と比べても、極めて慎重。製造業では、大企業・中小企業ともに、3割程度落ち込む公算。

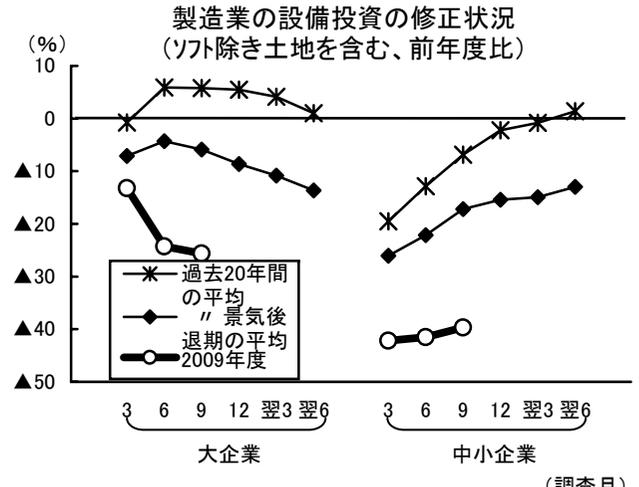
この背景には、設備過剰感の高まり。製造業の設備過剰感は過去最高水準。設備過剰感の解消には長期間を要するため、設備投資の低迷は長引く公算大。

資本ストック循環からも設備投資の低迷長期化が示唆。期待成長率が急低下したため、過大となった資本ストックを圧縮することが必要に。ちなみに、現在のストック水準のもとで、製造業の期待成長率が0%に低下している場合、これに見合う設備投資の伸びは▲36%に。

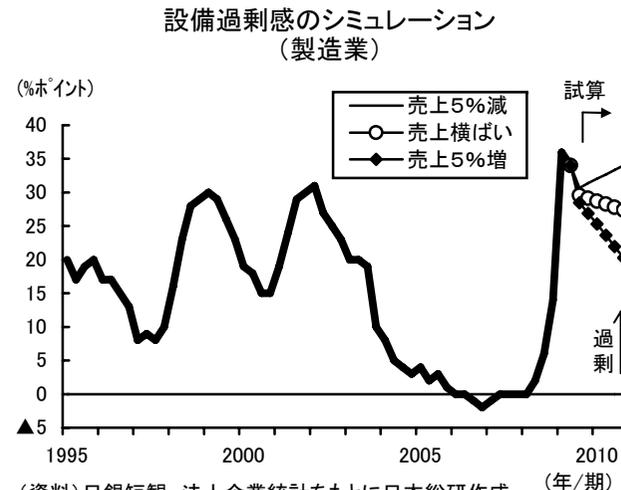
非製造業の設備投資にも下振れリスク。内需低迷を背景に、小売やサービスなどを中心に、今後、設備投資が慎重化する見込み。



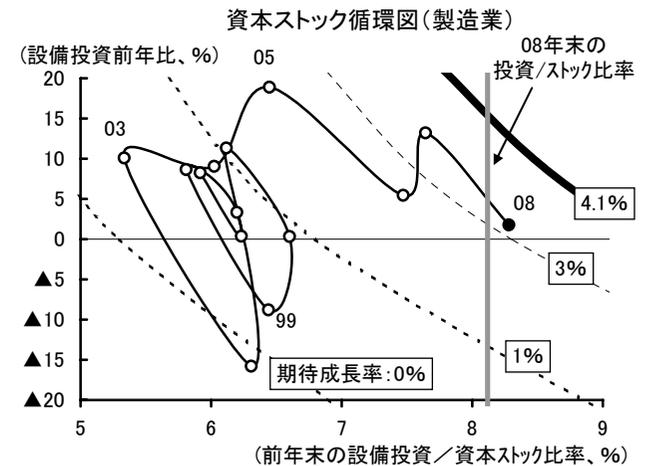
(資料)内閣府、国土交通省をもとに日本総研作成



(資料)日銀短観をもとに日本総研作成



(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「民間企業資本ストック」などをもとに日本総研作成
(注)期待成長率ラインは、資本係数変化率・除却率の1998年～2007年の平均をもとに算出。太線は過去3年間の平均GDP成長率。

調整圧力②：雇用・賃金は減少が持続

労働分配率の上昇を背景に、雇用過剰感も急上昇。前回の景気後退局面と比べても、売上高の落ち込みに比べて人件費の減少幅が小さいため、さらなる人件費削減が必要な状況。今後、人件費を削減する動きが長期化する公算大。

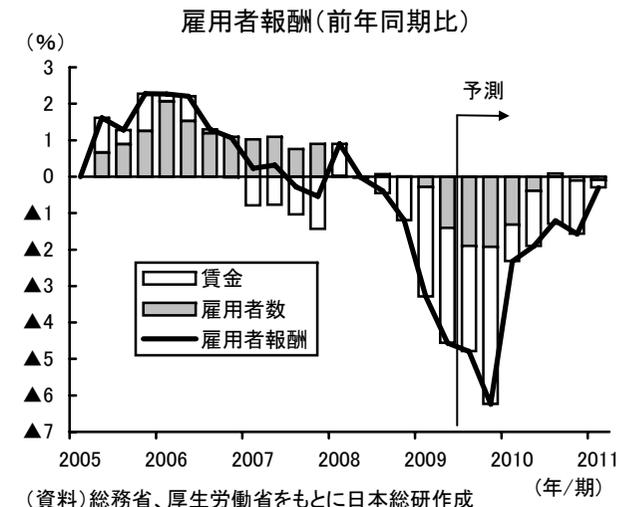
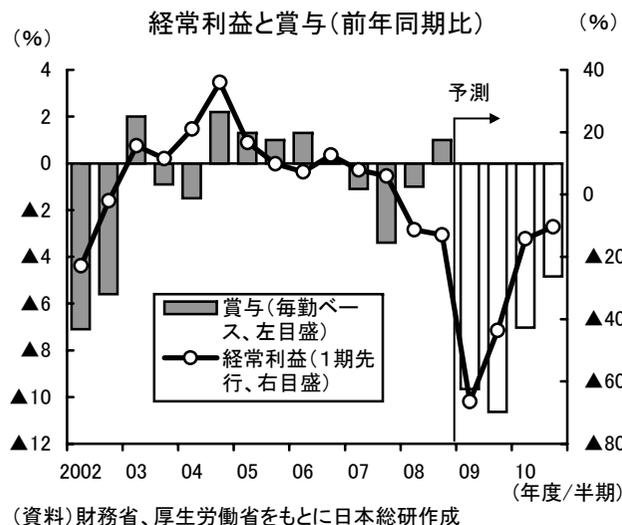
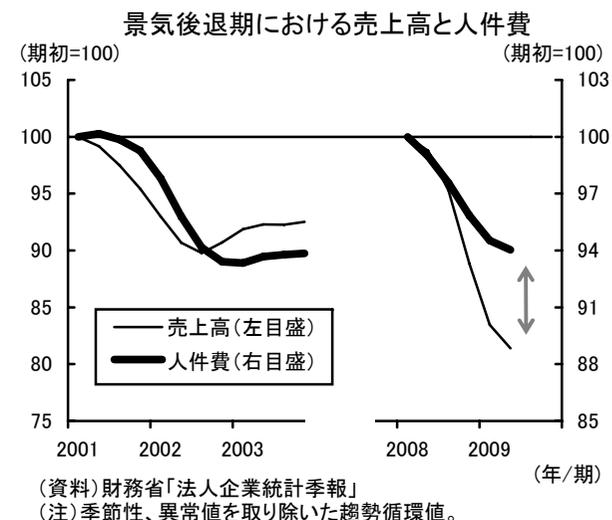
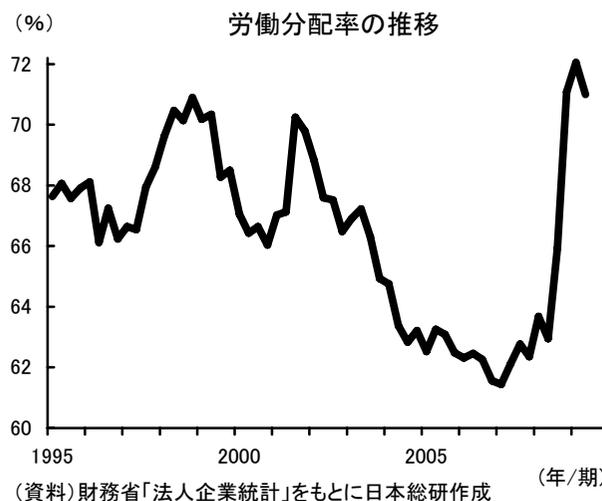
①雇用

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。

賃金の大幅下落を主因に、雇用者報酬は年末にかけて減少幅が急拡大。景気対策による消費押し上げ効果が薄れる2009年度下期以降、個人消費は再び弱含む見通し。

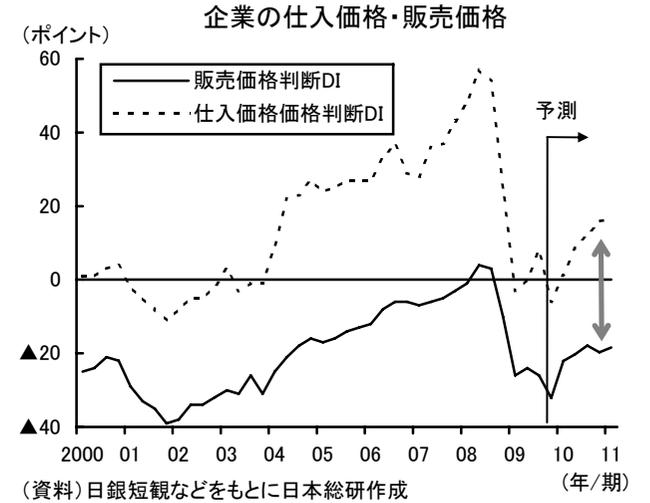
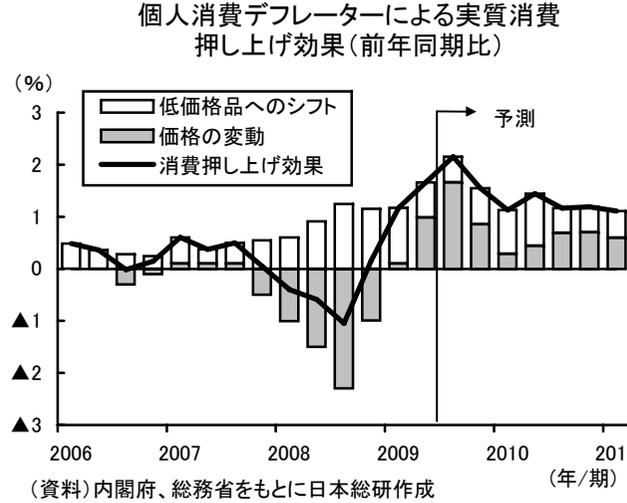
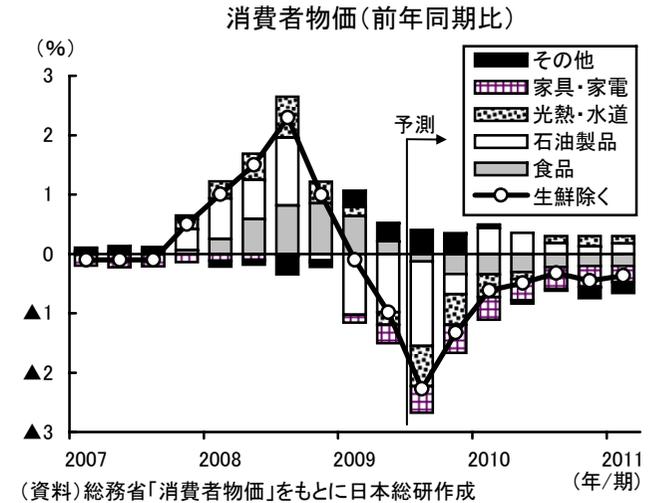
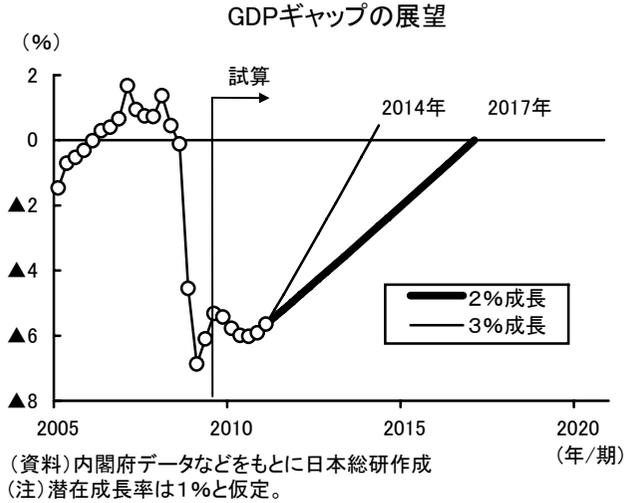


調整圧力③：消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

GDPギャップは足元▲6%超にまで拡大。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。

さらに、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。

デフレ傾向は、実質消費を押し上げるというプラス面もあるものの、マクロ全体で見れば、国内需要を押し下げる影響が大。企業部門では、販売価格の下落により企業収益が悪化。これが、雇用者所得・設備投資の減少に波及。家計部門でも、実質債務残高の増加、購入先送りなどの動きが顕在化。



景気は二番底へ、さらなる失速リスクも

外需の牽引力が低下する一方、三つの調整圧力を背景に内需の低迷は持続。こうしたなか、2009年度前半の景気を下支えした各種政策効果は徐々に剥落。とりわけ、公共投資は大幅減に。この結果、わが国経済は二番底へ向かう公算が大。さらに、以下のような下振れリスクも。

①減額補正

2009年度第1次補正予算の未執行分の支出にストップがかかれば、公共投資・政府消費の減少を通じて景気を下押し。

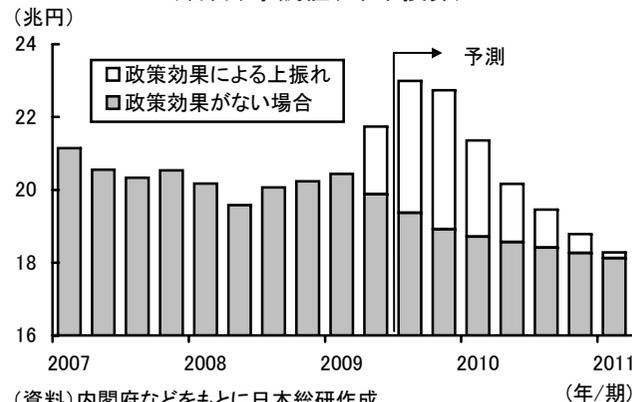
②原油価格の高騰

原油価格の上昇が続けば、輸入支払額の増加を通じて、わが国から産油国へ所得流出が拡大。企業の収益減をもたらすとともに、家計の実質購買力を押し下げ。

③新型インフルエンザ

ヒトの動きが大きく制約されるため、個人消費が急減する恐れ。実際、8月の景気ウォッチャー調査では、新型インフルエンザが広がった沖縄・関東で景況感が大幅に悪化。

景気対策に伴う公共投資の上振れ
(名目、季調値、年率換算)



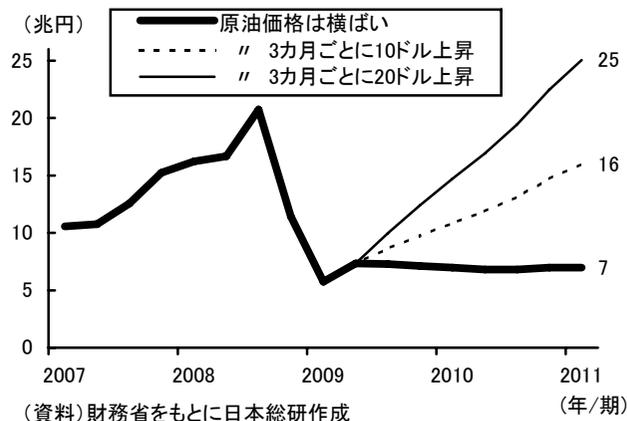
(資料)内閣府などをもとに日本総研作成
(注)景気対策による積み増し分は2年間で3.8兆円と試算(新政権による減額補正は考慮せず)。政策効果がない場合は、2005~08年度のトレンド持続を想定。

第1次補正予算の執行状況

(億円)	
総額	152,927
執行済み	69,599
未執行	83,328
厚生労働省	25,256
内閣府	23,932
国土交通省	18,612
文部科学省	5,537
経済産業省	439
農林水産省	45
その他	9,507

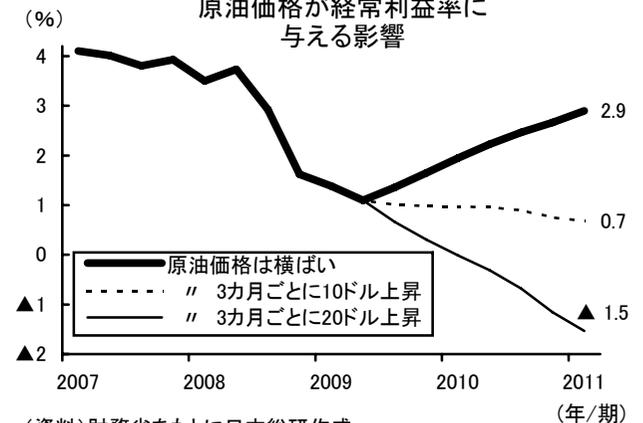
(資料)新聞報道をもとに日本総研作成

原油輸入額のシミュレーション
(年率換算)



(資料)財務省をもとに日本総研作成

原油価格が経常利益率に与える影響



(資料)財務省をもとに日本総研作成
(注)試算の前提は、売上高が年率+3%、人件費が年率▲3%、原油価格上昇による企業のコスト負担率が8割。

2009年度▲3.5%成長、10年度▲0.1%成長

・7～9月期は2期連続のプラス成長となり、景気持ち直しの動きが続く見通し。もっとも、景気対策による押し上げ効果、在庫調整の一巡が反映されたもので、最終需要は依然として脆弱。2009年度後半以降は、牽引役不在のもと、2010年後半にかけて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円高の影響が徐々に顕在化、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2009年10～12月期以降、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、設備稼働率の急低下により、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資が大幅に減少。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失業増加による雇用環境の先行き不安、などを背景に、名目消費は大幅に減少。

・こうした状況下、政策効果の剥落に伴い、わが国景気は二番底に向かう公算大。とりわけ、公共投資は2010年末ごろから急減し、成長率を大きく下押し。

・デフレ傾向も鮮明に。コアCPI前年比は、輸入物価の急落、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	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)									
実質GDP	2.3	2.8	▲0.4	▲1.2	▲0.7	0.2	0.8	1.5	▲3.2	▲3.5	▲0.1
個人消費	3.0	1.9	▲0.3	0.2	0.5	0.6	0.7	0.6	▲0.5	▲0.2	0.5
住宅投資	▲33.0	▲19.8	▲8.8	0.8	3.4	4.5	5.6	5.9	▲3.1	▲16.3	0.3
設備投資	▲17.9	▲7.2	▲4.2	▲3.3	▲2.1	▲1.0	0.9	2.5	▲9.6	▲17.0	▲2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲2.7)	(▲0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(▲0.7)	(0.1)
政府消費	▲1.3	1.8	0.8	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.8	0.5
公共投資	33.6	21.2	▲2.4	▲22.9	▲21.0	▲11.6	▲8.6	▲3.9	▲4.4	12.8	▲13.0
純輸出 (寄与度)	(5.2)	(2.2)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(▲1.2)	(▲0.8)	(0.2)
輸出	28.1	20.4	3.4	1.2	0.4	1.5	2.1	3.9	▲10.2	▲16.3	2.7
輸入	▲18.9	2.1	2.3	1.8	1.0	0.5	1.1	1.3	▲3.7	▲14.4	1.3

(前年同期比、%)

実質GDP	▲7.2	▲5.5	▲2.0	0.9	0.2	▲0.5	▲0.3	0.4	▲3.2	▲3.5	▲0.1
名目GDP	▲6.7	▲5.0	▲3.3	▲2.1	▲2.1	▲2.1	▲2.2	▲1.4	▲3.5	▲4.3	▲2.0
消費者物価 (除く生鮮)	▲1.0	▲2.3	▲1.9	▲0.6	▲0.5	▲0.3	▲0.5	▲0.4	1.2	▲1.3	▲0.4
鉱工業生産	▲27.8	▲19.3	▲6.5	20.2	11.4	5.2	2.1	2.4	▲12.6	▲10.9	5.1

完全失業率 (%)	5.2	5.7	5.8	5.9	5.9	5.9	5.8	5.8	4.1	5.6	5.9
経常収支 (兆円)	3.08	3.76	3.02	4.43	3.10	4.03	3.54	4.86	12.34	14.29	15.53
対名目GDP比 (%)	2.6	3.2	2.4	3.9	2.7	3.5	2.9	4.3	2.5	3.0	3.3
円ドル相場 (円/ドル)	97	94	91	90	90	88	90	92	94	93	90
原油輸入価格 (ドル/バレル)	53	71	73	76	79	81	84	87	90	68	83

(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2009年▲2.8%、ユーロ圏は2009年▲4.0%、中国は2009年+7.7%。

日銀は積極的な金融緩和姿勢を維持。 長期金利は、1%台前半から半ばを中心とした推移に。

日銀は、現在実施している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維持。

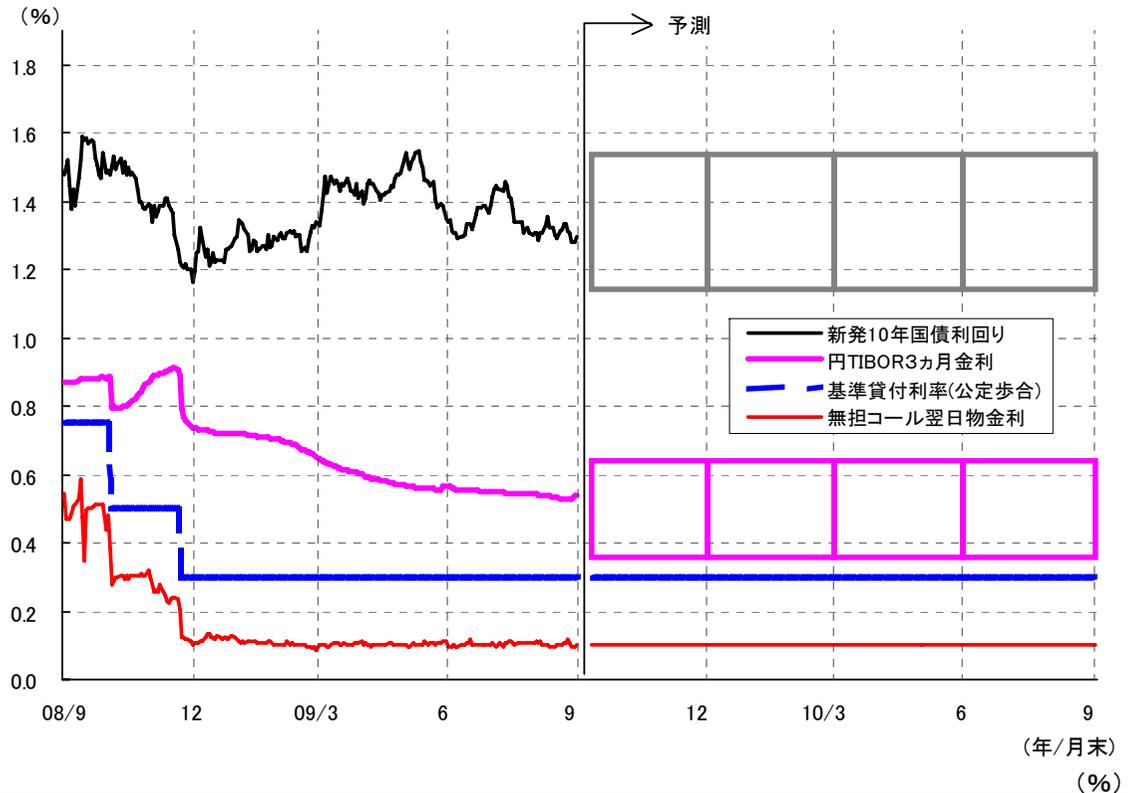
内外景気に持ち直しの動きがみられ、市場の緊張状態は緩和しつつあるものの、日銀は先行き景気・物価の下振れリスクを意識した政策運営方針を維持。企業金融円滑化を目的とした各種時限措置については終了時期を模索しつつも、低金利政策を中心とした金融緩和策は当面継続される見通し。

長期金利は、①主要国の大幅金融緩和の継続、②大幅な需給ギャップの残存に伴うデフレ懸念の高まり、などが金利下押しに作用。もともと、世界的な財政支出拡大に伴う国債需給悪化懸念など、金利上押し圧力も根強く残存。

また、景気の先行きに対する市場の見方は、経済指標の強弱等に左右されながら、早期回復期待（金利上押し要因）と先行き不透明感（金利下押し要因）が交錯する状況が持続。

金利に対する上下両方向の圧力が並存するなか、1%台前半から半ばを中心とした一進一退の推移となる見通し。

わが国主要金利の見通し



	2009年			2010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	0.59	0.55	0.50	0.50	0.50	0.50
円スワップ5年物金利	0.95	0.86	0.85	0.85	0.85	0.85
新発10年国債利回り	1.45	1.34	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

(株)日本総合研究所 日本経済展望 2009年10月

金融政策：企業金融支援策の終了をめぐる議論が本格化

日銀は9月の政策決定会合において、国内金融環境の現状について、「厳しさを残しつつも、改善の動きが広がっている」としたほか、景気の下振れリスクから、「わが国の金融環境」を削除。

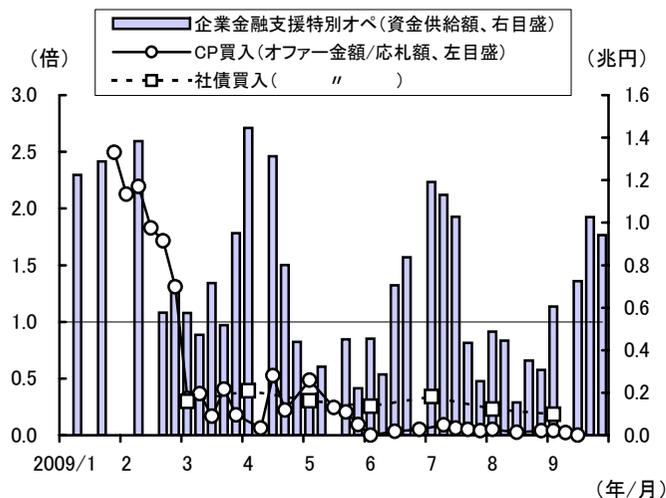
日銀が企業金融円滑化の支援を目的に実施しているCP・社債買入の実績も、応札額のオファー金額未達が常態化。

一方、10月1日に発表された日銀短観9月調査で示された資金繰りDIは、総じて改善傾向にあるものの、中小企業を中心に依然厳しさが残る状況。

また、日銀の企業金融支援特別オペによる資金供給額は、9月24日に約2ヵ月ぶりに1兆円を超えるなど、依然一定の需要が存在。残高についても、今春以降、高止まりで推移。

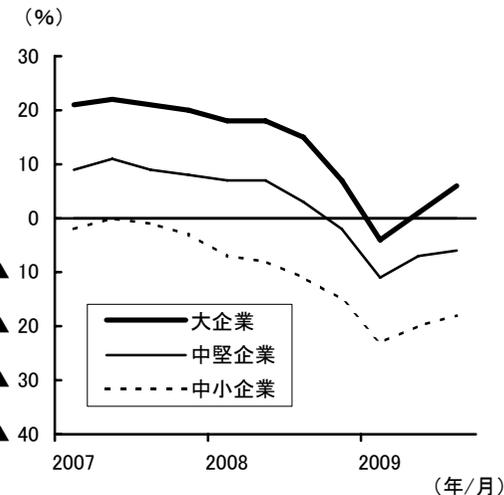
日銀の企業金融支援策は、2009年12月末の期限に向け、終了あるいは縮小を模索する動きが本格化しつつあるものの、以上のような状況を踏まえると、とりわけ企業金融支援特別オペについては、慎重な対応とならざるを得ない状況。

日銀の企業金融支援策のオペレーション実績



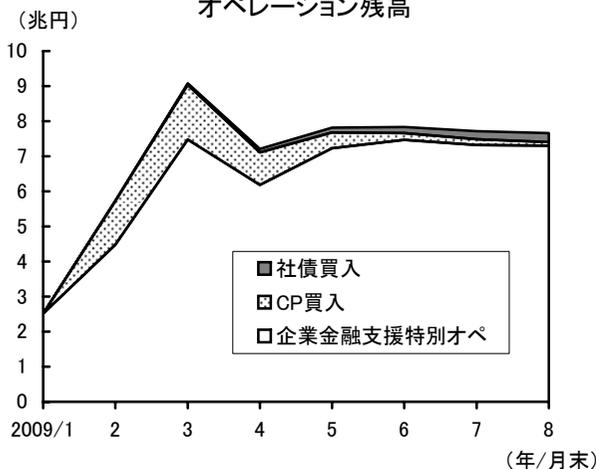
(資料) 日本銀行、東京短資資料より日本総合研究所作成
(注) CP買入のオファー金額は各回3,000億円、社債買入は同1,500億円。

企業の資金繰りDIの推移
('楽である'-'苦しい')



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

日銀の企業金融支援策のオペレーション残高



(資料) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引」

企業金融支援策に関する最近の日銀高官発言

【白川総裁：9月17日定例会見】

- ・昨年秋のリーマン破綻をきっかけとする信認の崩壊と金融市場の機能不全は、世界経済に「急性症状」的なショックをもたらした。この「急性症状」は、各国で採られた様々な対策の効果もあって、本年春頃から解消してきており、内外の金融環境も改善してきている。

【山口副総裁：9月18日都内での講演】

- ・時限措置を長く続けることで、市場機能の自律的な回復が阻害され、結果として、資源配分が歪められるリスクにも配慮が必要。

【須田審議委員：9月9日長崎市での講演】

- ・企業金融を取り巻く環境は、通常の資金供給オペで代替しても安心感を損なわないレベルにまで、改善しつつある。

(資料) 日本銀行公表資料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 2009年10月