

日本経済展望

2009年9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2009年9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： 杗 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9月）

1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直しの動き

- ・ 7月の鉱工業生産が5カ月連続の前月比プラスとなったほか、輸出も増勢が明確化するなど、製造業活動は持ち直し傾向が持続。また、景気ウォッチャー調査の現状判断DIも総じて改善傾向。
- ・ もっとも、マイナス圧力も残存。雇用・所得環境の悪化を背景に、消費支出は回復に遅れ。機械受注・建築着工・住宅着工も大幅に減少。

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鮮明に。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年入り後から急減し、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. 8月の金融政策・金利動向

- ・ 日銀は、11日の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、「現在の内外の政策効果、あるいは在庫調整が一巡した後の最終需要の強さにまだ確信が持てない」とし、景気の下振れリスクを強く意識した政策運営方針を維持。
- ・ 長期金利は、世界的な景気回復期待を背景に、月前半に一時1.46%まで上昇。もっとも、その後は、国債需給悪化懸念の後退や日米における低金利政策の長期化観測、内外景気の先行き不透明感の高まり、などから反落。月末近くには、約1ヵ月半ぶりとなる1.2%台をつける場面も。

4. 金融政策・金利見通し

【金融政策】

- ・ 日銀は、現在実施している金融緩和策の効果を見極めながら、積極的な資金供給姿勢を当面維持。
- ・ 内外景気の一部に明るさがみられ、市場の緊張状態は緩和しつつあるものの、日銀は先行き景気の不確実性や下振れリスクを強く意識した政策運営方針を維持。引き続き、企業金融支援と金融市場の安定確保に注力する見込み。

【長期金利】

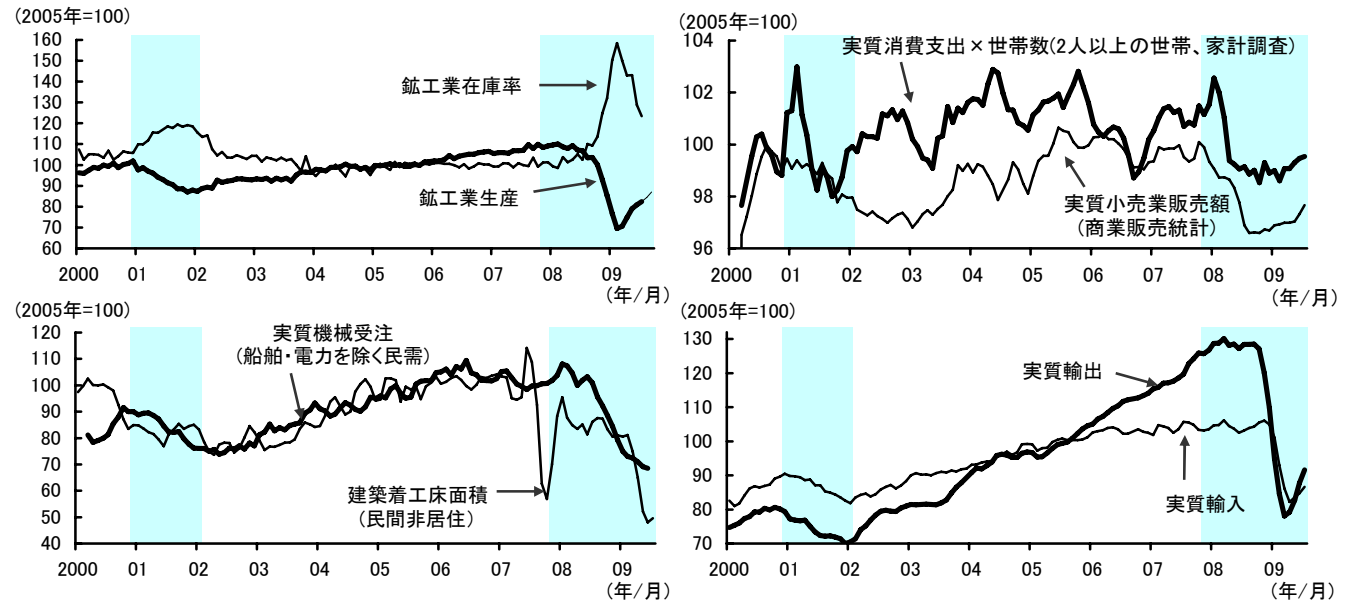
- ・ ①主要国の大幅金融緩和の継続、②大幅な需給ギャップの残存に伴うデフレ懸念の高まり、などが金利下押しに作用。もっとも、世界的な財政支出拡大に伴う国債需給悪化懸念など、金利上押し圧力も根強く残存。
- ・ また、景気の先行きに対する市場の見方は、経済指標の強弱等に左右されながら、早期回復期待（金利上押し要因）と先行き不透明感（金利下押し要因）が交錯する状況が持続。
- ・ 金利に対する上下両方向の圧力が並存するなか、1%台前半から半ばを中心とした一進一退の推移となる見通し。

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、5カ月連続の増加。生産計画によれば、8～9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+8.1%と2期連続の大幅増に。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、景気ウォッチャー調査も総じて改善傾向。これら動きを受け、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・所得環境の悪化を背景に、家計調査ベースの消費支出は回復に遅れ。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。

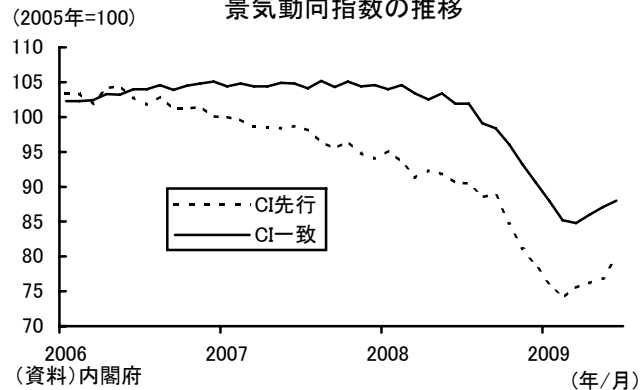
(注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。

(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。

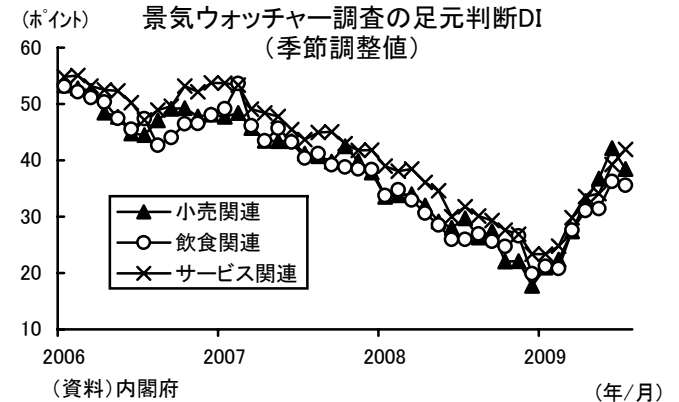
(注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。

(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



景気ウォッチャー調査の足元判断DI (季節調整値)



(株)日本総合研究所 日本経済展望 2009年9月

足元の回復は景気刺激策が主因

足元の回復は、最終需要の自律的回復という側面はまだ小さく、国内外での景気刺激策による押し上げ効果が大。

①個人消費

エコカー減税、エコポイント制度により、耐久消費財の需要が急拡大。それ以外の財・サービスの動きは低調。

②公共投資

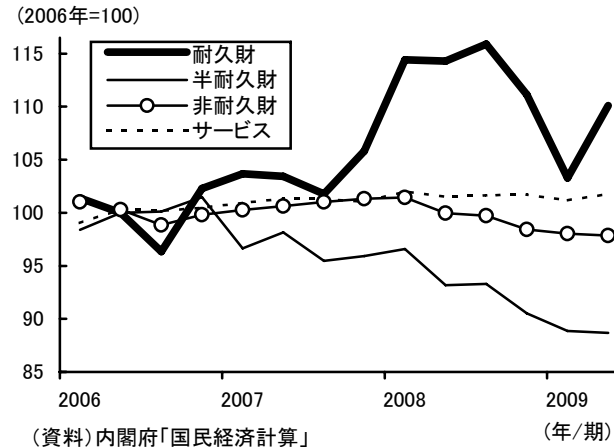
2008年度補正予算、2009年度予算の前倒し執行により、公共投資が大幅増。

③輸出

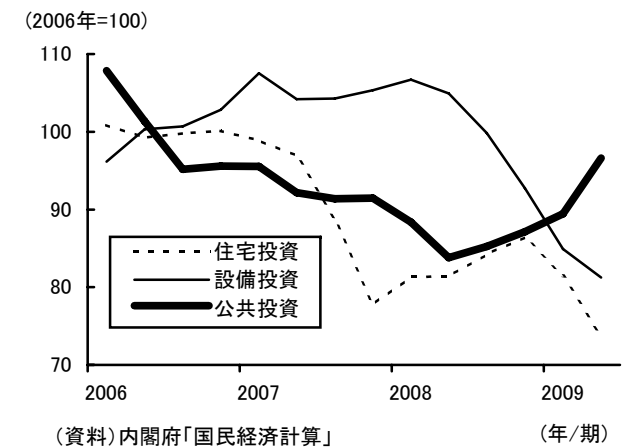
中国の景気刺激策を受け、固定資産投資向けの素材、家電向けの電子デバイス輸出が拡大。

景気対策の効果は、4～6月期のGDP統計でも鮮明に。前期比年率+3.7%成長のうち、6.1%は景気対策効果による寄与と試算。景気が依然として下向きのトレンドを続けるなか、景気刺激策により成長率が一時的に大きく押し上げられた格好。

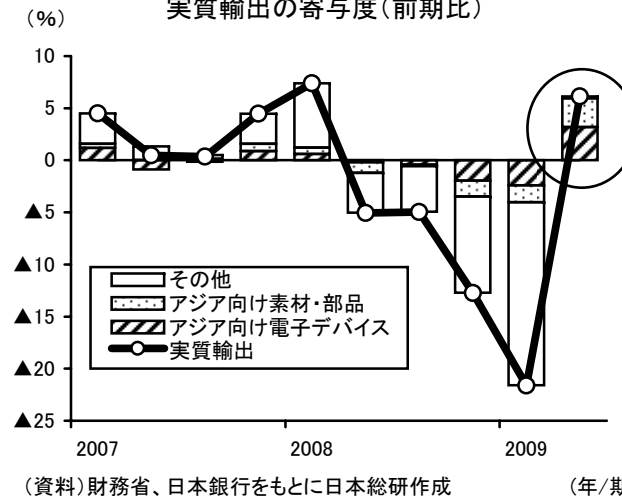
形態別の個人消費
(実質、季節調整値)



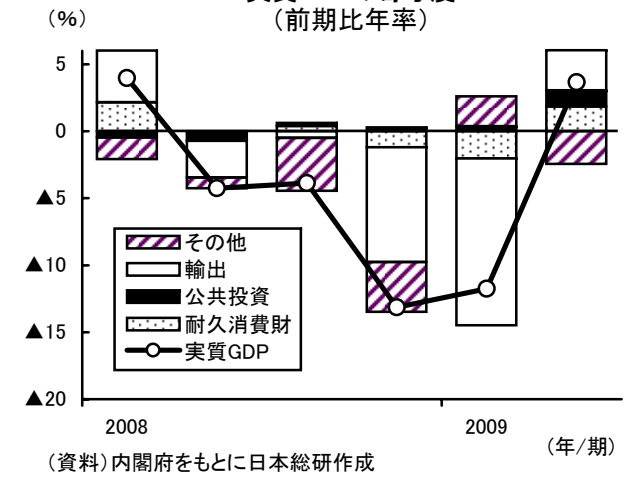
固定資本投資の推移
(実質、季節調整値)



実質輸出の寄与度(前期比)



実質GDPの寄与度
(前期比年率)



輸出は再びペースダウン

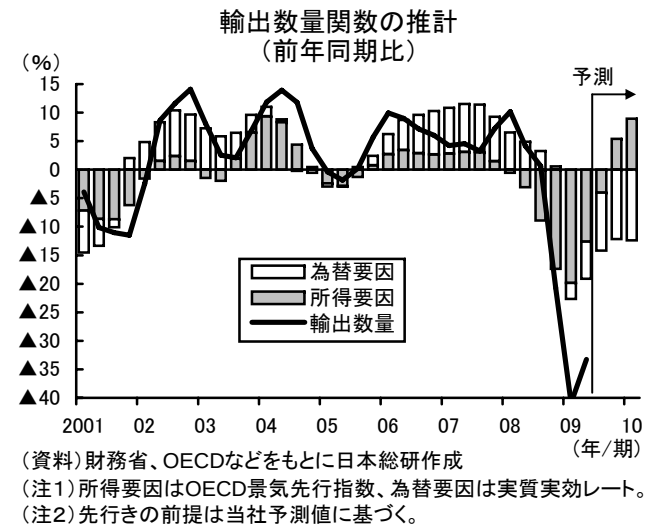
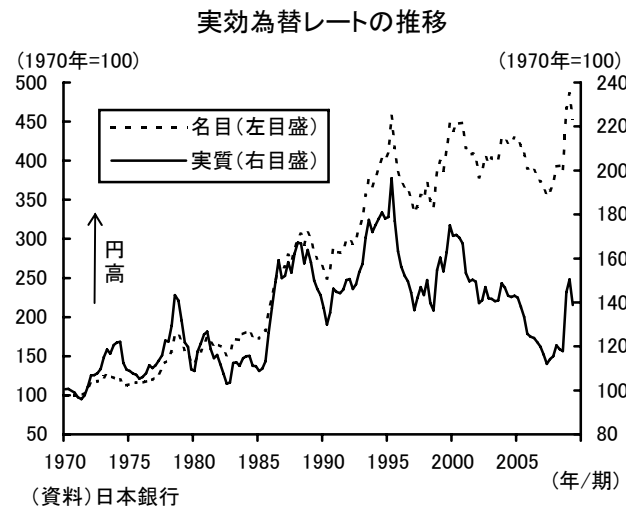
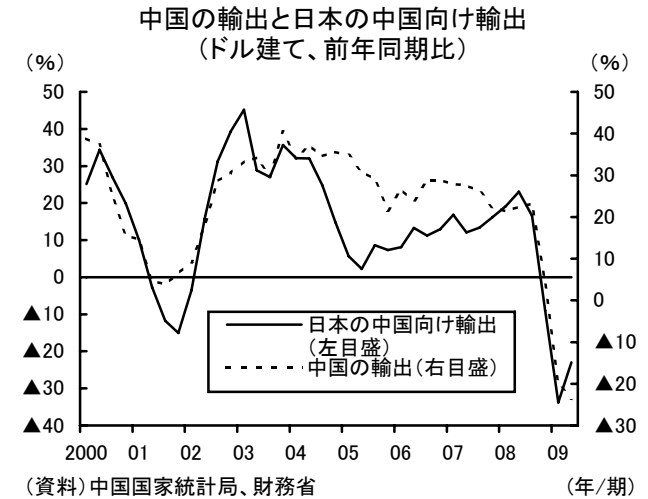
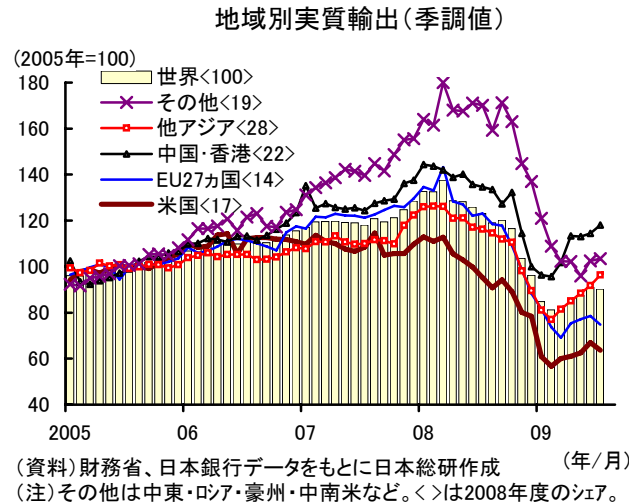
急減を続けてきた輸出が下げ止まり。中国を中心としたアジア向けの持ち直しが主因。

もっとも、以下の3点を勘案すれば、輸出が強い増勢に向かう展開は期待薄。ある程度水準までは持ち直すとしても、年後半以降は再びペースダウンするリスク大。

①欧米向け輸出は、景気低迷の長期化を受けて、増勢持続は期待薄。とりわけ、設備投資向けの産業・工作機械が落ち込み。

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）。



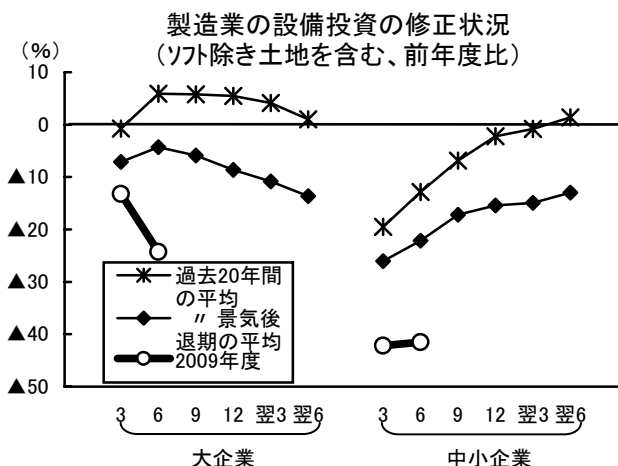
調整圧力①：設備過剰感の高まりにより設備投資は減少

2009年度の設備投資計画は、過去の景気後退局面に比べても、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。とりわけ、輸送機械や一般機械ではピーク比で半分の稼働水準。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。

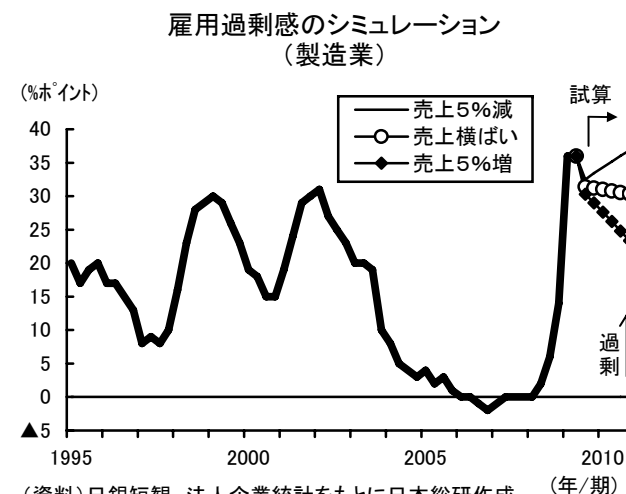
資本ストック循環からも設備投資の低迷長期化が示唆。期待成長率が急低下したため、過大となった資本ストックを圧縮することが必要に。ちなみに、現在のストック水準のもとで、製造業の期待成長率が0%に低下している場合、これに見合う設備投資の伸びは▲36%に。

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。



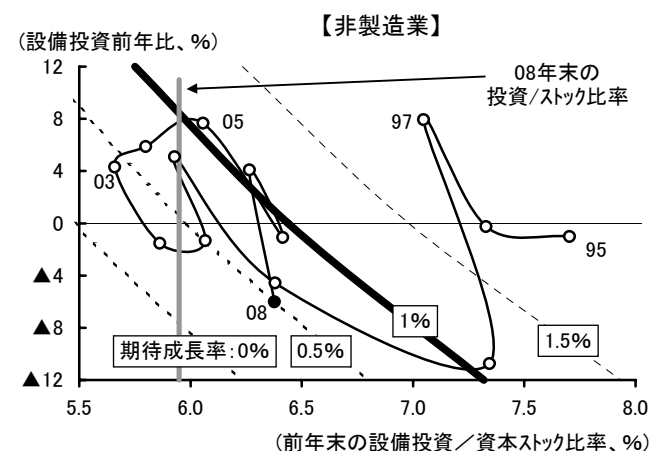
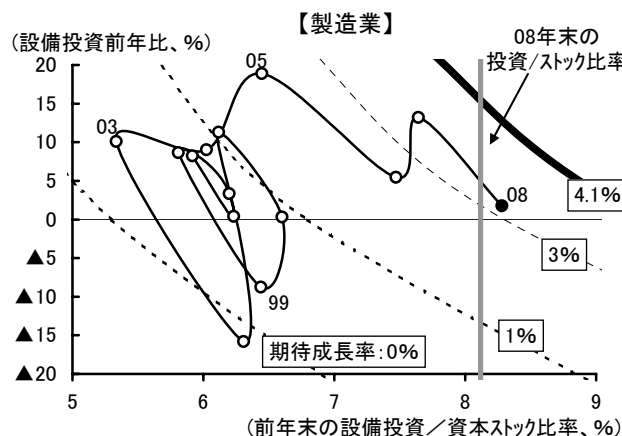
(資料) 日銀短観をもとに日本総研作成

(調査月)



(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。

資本ストック循環図



(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。

(株) 日本総合研究所 日本経済展望 2009年9月

調整圧力②：雇用・賃金は減少幅が拡大

労働分配率の急上昇を背景に、雇用過剰感も急上昇。人件費を削減する動きが本格化。

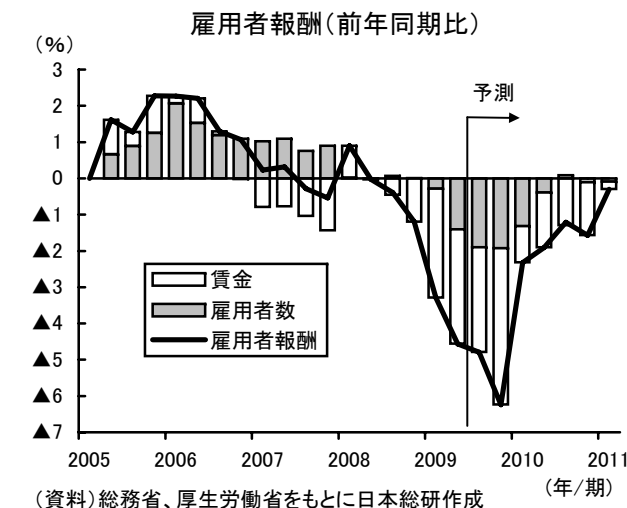
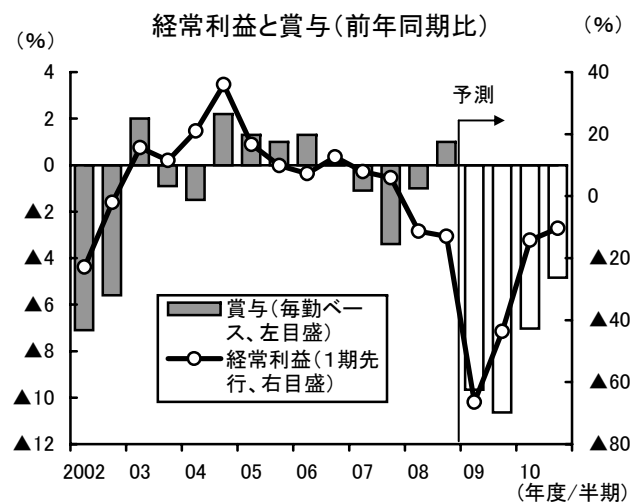
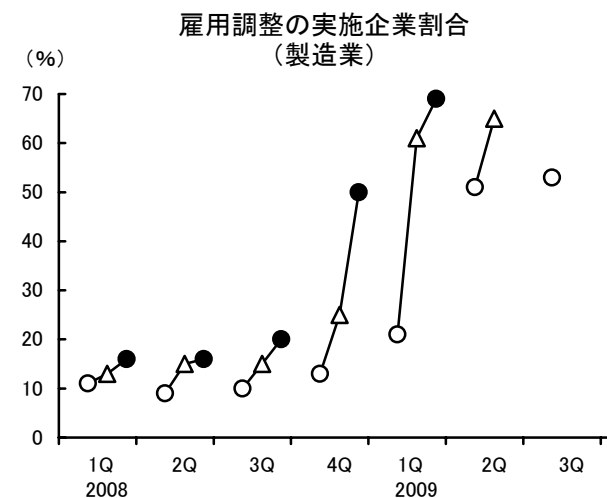
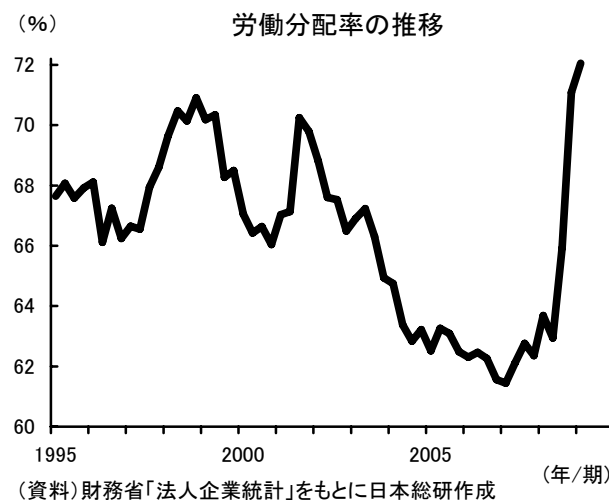
①雇用

景気後退により、今後1年間で余剰人員は200万人近くに達すると試算。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。

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、雇用者報酬は今後減少幅が急拡大。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。

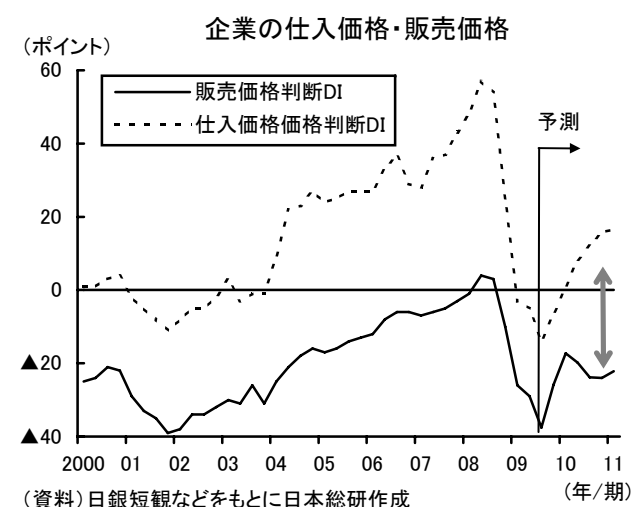
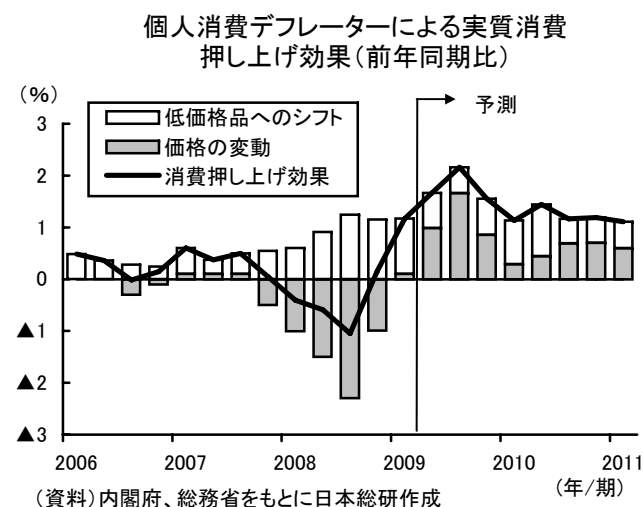
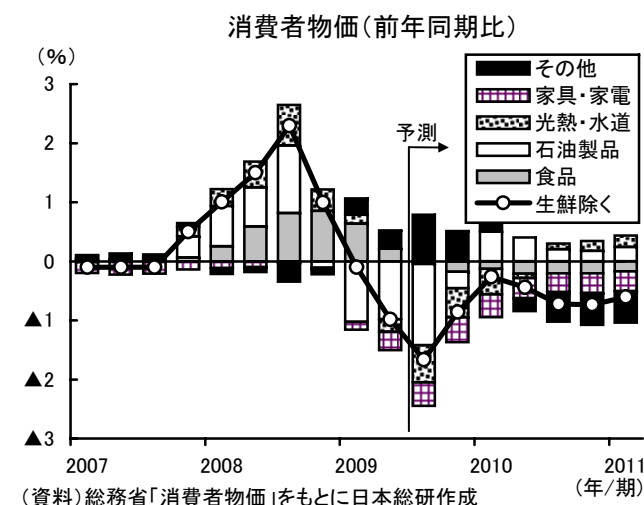
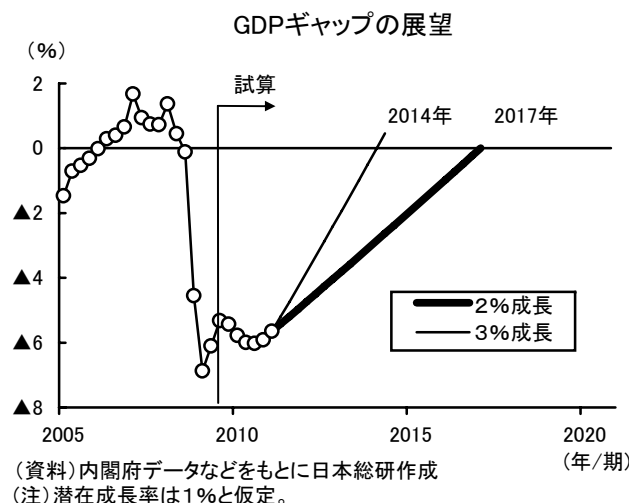


調整圧力③：消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

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。

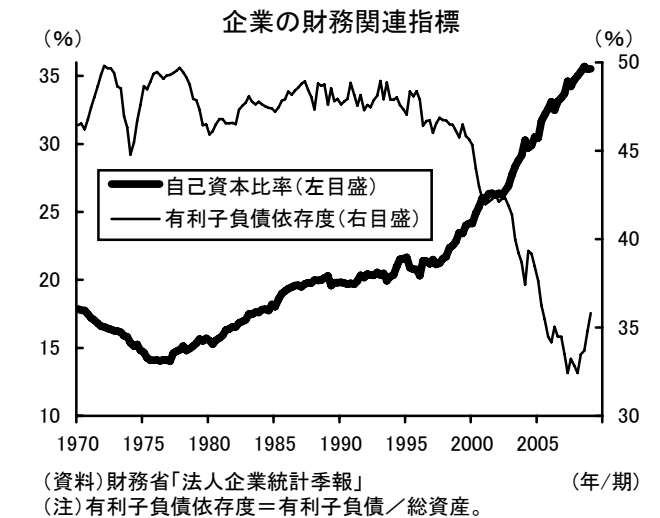
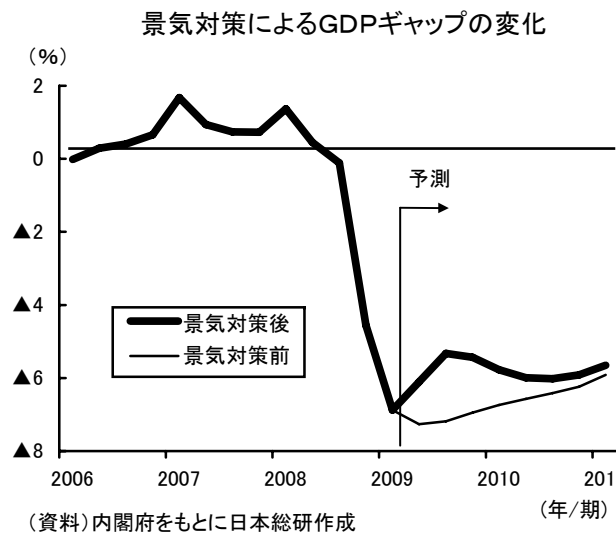
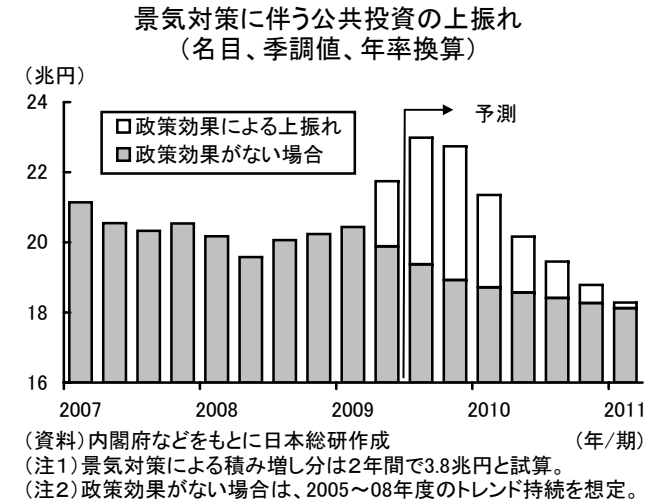
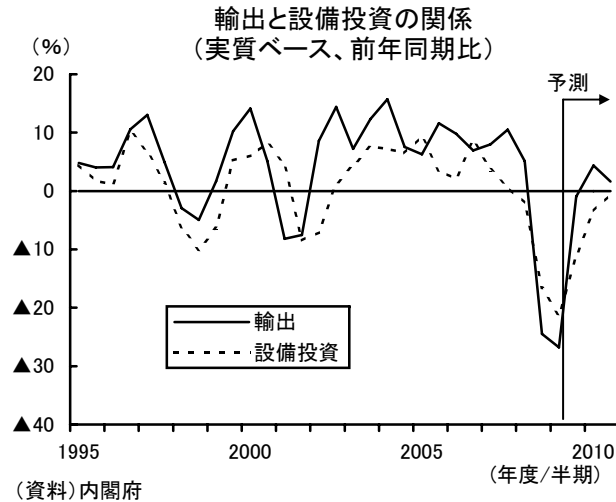


景気回復は欧米経済の調整終了待ち

わが国経済は基本的に外需に依存。設備投資や雇用者報酬は、輸出とほぼ連動した動き。したがって、輸出が本格的に回復することが、わが国の景気回復の条件。そのためには、米国経済の持ち直しが必要。最終的には、米国の構造調整の終了待ちという状況。

景気刺激策の効果も、①一時的な景気押し上げに作用するものの、いずれプラス効果は剥落すること、②そもそも▲6%というGDPギャップを埋めるには力不足であること、などの点を勘案すれば、過大な期待は禁物。

ただし、わが国景気の悪化の主因は、欧米諸国のような構造問題ではなく、あくまで最終需要の大幅な減少。企業部門の体質は歴史的にみても強固。したがって、欧米景気が回復しさえすれば、経済状況は一気に好転する可能性も。



景気失速のリスクも

さらに、以下のような下振れ要因により、景気が大幅に落ち込むリスクも。

①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。企業部門では、最終需要が脆弱ななか、コスト上昇を最終製品価格に転嫁するのが困難。そのため、原油価格上昇の大部分は、企業の収益減をもたらす見通し。また、ガソリンなど一部製品では消費者物価に転嫁。これが家計の実質購買力を押し下げ。

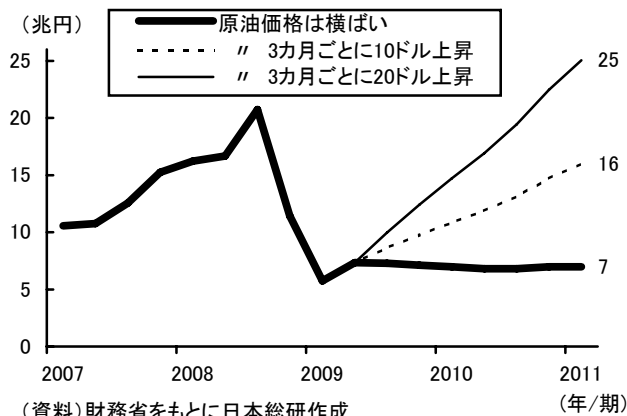
②新型インフルエンザ

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、5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近畿では景況感が大幅に悪化。

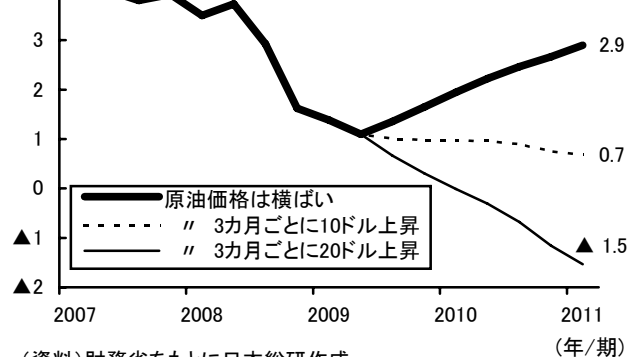
③米国景気の失速

④円高の進行

原油輸入額のシミュレーション
(年率換算)



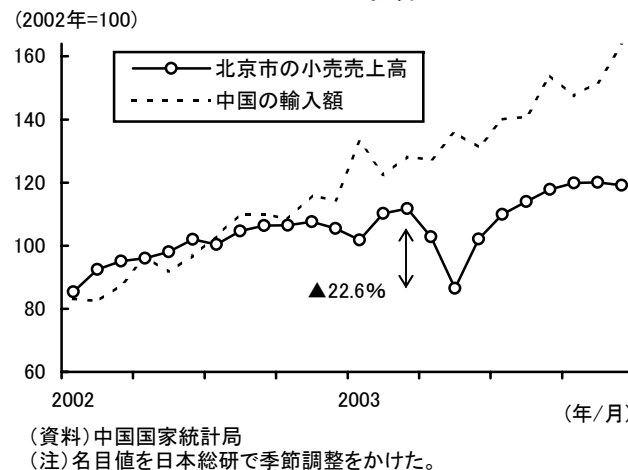
原油価格が経常利益率に与える影響



10%円高になった場合の影響
<マクロモデル・シミュレーション>

	(%)	
	1年目	2年目
実質GDP	▲ 0.4	▲ 0.6
輸出	▲ 1.9	▲ 1.6
輸入	0.9	1.4
設備投資	▲ 0.5	▲ 1.4
経常利益	▲ 4.4	▲ 2.6
消費者物価	▲ 0.1	0.0

SARSの影響



2009年度▲2.8%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鮮明に。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年入り後から急減し、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	3.7	3.6	▲0.2	▲1.2	▲0.7	0.1	0.6	1.3	▲3.2	▲2.8	▲0.1
個人消費	3.1	2.0	0.4	0.2	0.5	0.6	0.7	0.6	▲0.5	▲0.0	0.6
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	▲16.1	▲7.2	▲4.2	▲3.3	▲2.1	▲1.0	0.9	2.5	▲9.6	▲16.5	▲2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲1.9)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(▲0.4)	(0.1)
政府消費	▲1.3	1.1	0.8	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.7	0.4
公共投資	36.3	28.6	▲2.4	▲22.9	▲21.0	▲13.6	▲12.6	▲9.9	▲4.4	14.9	▲14.1
純輸出 (寄与度)	(5.1)	(2.8)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(▲1.2)	(▲0.7)	(0.3)
輸出	27.9	26.4	3.4	1.2	0.4	1.5	2.1	3.9	▲10.2	▲15.5	3.0
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	▲6.4	▲4.9	▲1.2	1.5	0.4	▲0.4	▲0.4	0.2	▲3.2	▲2.8	▲0.1
名目GDP	▲5.9	▲4.4	▲2.5	▲1.5	▲1.8	▲2.1	▲2.3	▲1.5	▲3.5	▲3.6	▲1.9
消費者物価 (除く生鮮)	▲1.0	▲1.7	▲0.9	▲0.3	▲0.4	▲0.7	▲0.7	▲0.6	1.2	▲0.9	▲0.6
鉱工業生産	▲27.8	▲18.9	▲6.3	20.4	11.7	4.6	2.1	2.4	▲12.6	▲10.7	5.0

完全失業率 (%)	5.2	5.8	5.8	5.9	5.9	5.9	5.8	5.8	4.1	5.7	5.9
経常収支 (兆円)	3.08	3.90	3.28	4.41	3.06	3.90	3.49	4.60	12.34	14.68	15.06
対名目GDP比 (%)	2.6	3.3	2.6	3.8	2.6	3.4	2.8	4.1	2.5	3.1	3.2
円ドル相場 (円/ドル)	97	94	93	92	90	90	92	94	94	94	92
原油輸入価格 (ドル/バレル)	53	72	69	73	77	82	86	90	90	67	84

(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▲2.9%、ユーロ圏は2009年▲4.2%、中国は2009年+7.5%。

日銀は積極的な資金供給姿勢を維持。 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、現在実施している金融緩和策の効果を見極めながら、積極的な資金供給姿勢を当面維持。

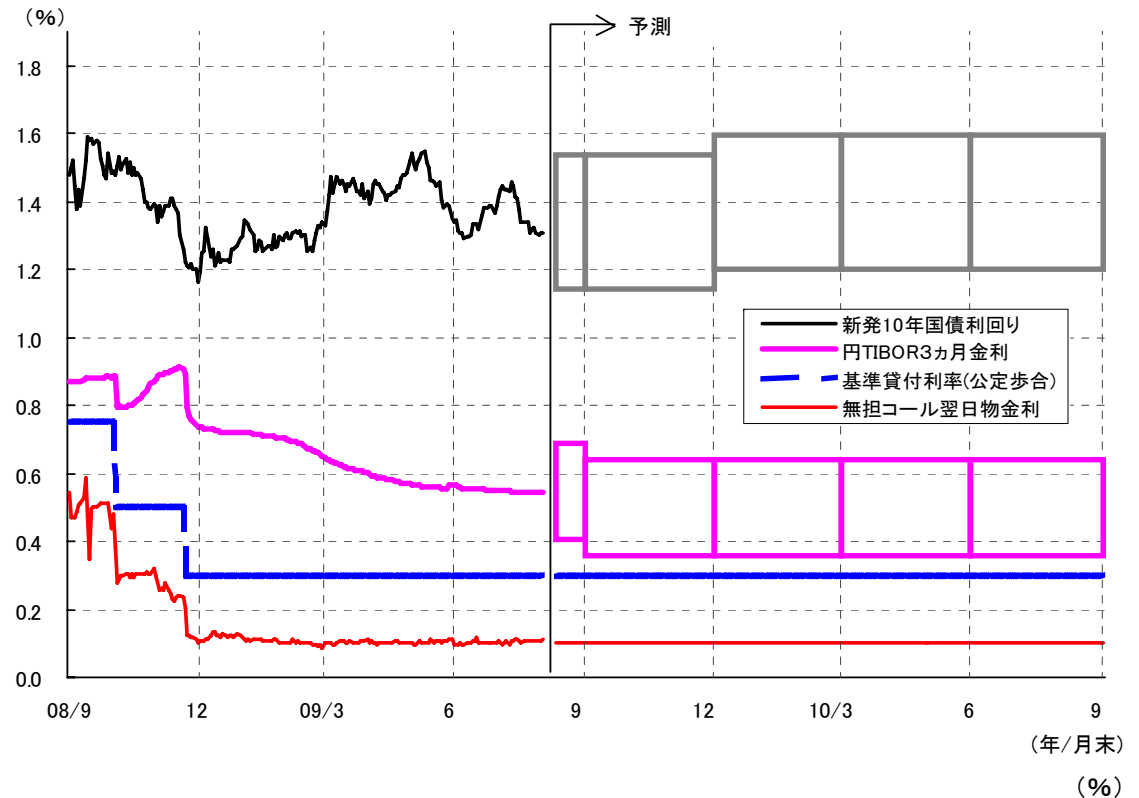
内外景気の一部に明るさがみられ、市場の緊張状態は緩和しつつあるものの、日銀は先行き景気の不確実性や下振れリスクを強く意識した政策運営方針を維持。引き続き、企業金融支援と金融市場の安定確保に注力する見込み。

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	0.85	0.90	0.90	0.90	0.90
新発10年国債利回り	1.45	1.35	1.35	1.40	1.40	1.40

(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9月

長期金利：需給悪化懸念の後退と低金利政策の長期化観測が、金利下押しに作用

わが国長期金利は7月前半に1.2%台をつけた後、内外の経済指標の改善やそれを受けた株価の上昇を背景に、8月前半に1.4%台半ばまで上昇。もっとも、その後は、企業業績の上振れ期待を手掛かりに株価が堅調に推移する一方、長期金利は一時1.3%を割り込む水準にまで低下。

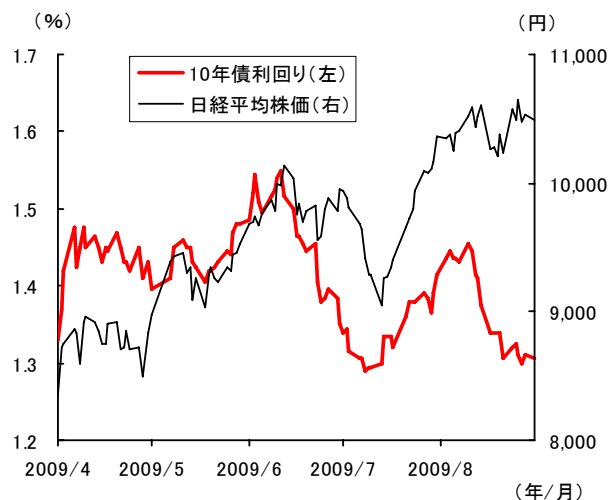
足元の長期金利低下の要因として、以下2点が指摘可能。

第1に、国債需給悪化懸念の後退。7月以降の国債増発に伴い、需給悪化が懸念されていたものの、景気低迷を受けて企業向け貸出が伸び悩む銀行の余剰資金が国債市場に流入。7月以降の国債入札も総じて無難な結果に。

第2に、日銀の低金利政策の長期化観測。白川総裁は8月の政策決定会合後の会見で、依然、景気の下振れリスクを強く意識していることを強調。物価の先行きについても、消費者物価のマイナスが長期化するとの見方が強く、デフレ懸念が高まる状況。

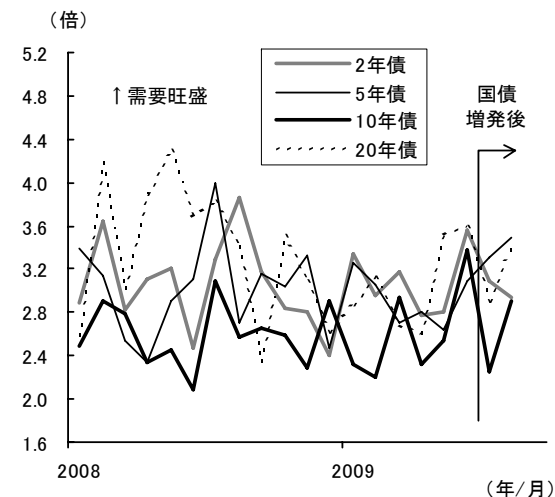
今後を展望すると、これらの金利下押し圧力は当面持続する見通し。もっとも、新政権下での景気対策に伴うさらなる国債増発への警戒感も根強く、一方的な金利低下に向かう公算は小。

10年債利回りと日経平均株価の推移



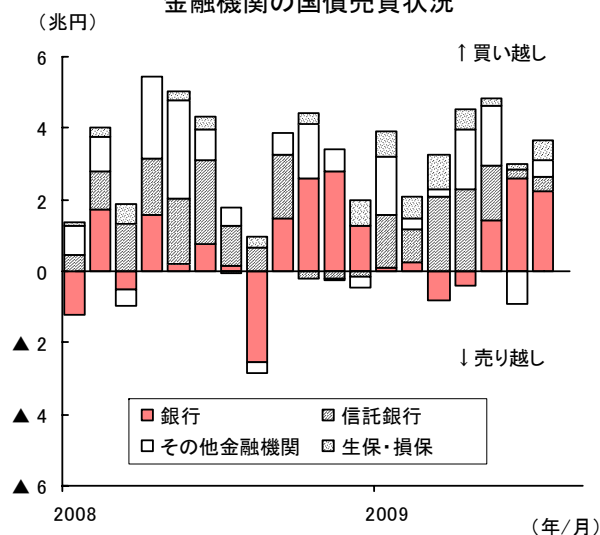
(資料) Bloomberg L.P.

利付国債の応募倍率の推移



(資料) 財務省資料より日本総合研究所作成
(注) 応募倍率=応募額/落札額。

金融機関の国債売買状況



(資料) 日本証券業協会「国債投資家別売買高」
(注) 国庫短期証券を除く。

最近の日銀高官発言

【白川総裁：8月12日定例会見】

- ・景気面では、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、下振れリスクのほうが高い状況が続いている。
- ・現在の内外の政策効果、あるいは在庫調整が一巡した後の最終需要の強さにはまだ確信が持てない。回復した場合でも、その強さについては目覚ましいものではない。
- ・（欧米主要銀行について、）金融機関の健全性という面では、まだ取り組むべき課題がある。
- ・今回世界経済に加わったショックは非常に大きなものであったため、物価下落圧力が解消されるにはやはり相応の時間がかかる。

【水野審議委員：8月20日講演後の会見】

- ・2010年度から2011年度にかけて、（物価の）マイナス幅の縮小は緩慢になる。

(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9月