

日本経済展望

2009年8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7月31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8月）

1. 景気の現状：製造業を中心に持ち直しの動き

- ・ 6月の鉱工業生産が4カ月連続の前月比プラスとなったほか、輸出も増加に転じるなど、製造業活動は緩やかに持ち直し。景気ウォッチャー調査の現状判断D Iも改善傾向。
- ・ 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・建築着工も製造業を中心に大幅に減少。

2. 景気見通し：景気低迷が長期化

- ・ 4～6月期はプラス成長に転じ、景気の落ち込みにいったん歯止めがかかる見込み。もっとも、景気刺激策の押し上げ効果、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年度後半以降を展望すると、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。年度ベースでは2009年度に▲3.5%と、2008年度を下回るマイナスに。
- ・ 景気低迷の主因は輸出の減少。①景気低迷が続く欧米向けの減少が持続、②円高の影響が徐々に顕在化、などを背景に、輸出の減少傾向に歯止めがかからない見通し。
- ・ さらに、輸出の減少が国内需要の減少に波及。企業部門では、設備稼働率が急低下したため、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。ただし、消費者物価の下落による購買力改善で、実質ベースの落ち込みは小幅。
- ・ 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、マイナス幅が急拡大する見通し。

3. 7月の金融政策・金利動向

- ・ 日銀は、15日の決定会合で政策金利（0.1%）の現状維持を決定。あわせて、企業金融支援および金融市場の安定確保を目的とした各種時限措置の期限延長を決定。白川総裁は同日の会見で、「金融環境は方向としては改善しているが、今回は『なお厳しい』と判断したことを踏まえて、（時限措置を）継続した方が良いと判断した」と説明。
- ・ 長期金利は、国債需給悪化懸念の後退や内外景気の先行きに対する不透明感の強まりを受け、月前半に一時1.27%まで低下。もっとも、その後は、景気回復期待の再燃を受けた株価の大幅反発などから上昇に転じ、31日には約1ヵ月ぶりとなる1.4%台乗せ。

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】

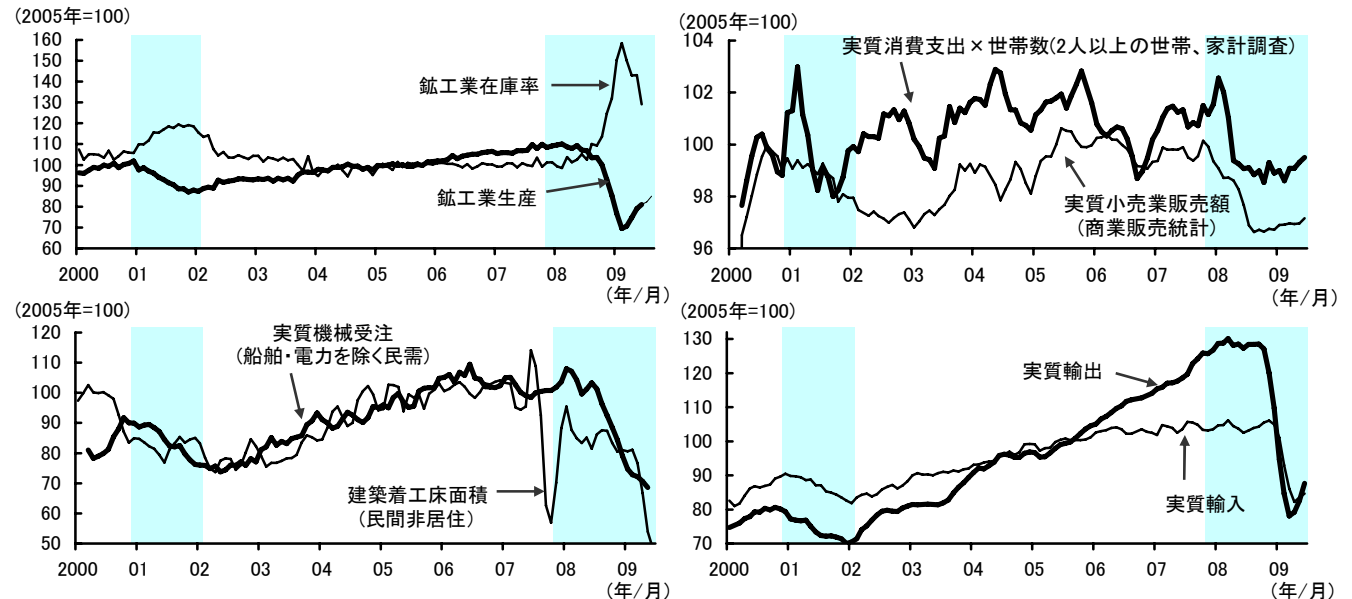
- ・ 世界的な財政支出拡大に伴う国債需給悪化懸念の高まりが、長期金利上押しに作用。もっとも、①大幅な需給ギャップの残存に伴うデフレ懸念の高まり、③主要国の大幅金融緩和の継続、など金利下押し圧力も並存。
- ・ また、景気の先行きに対する市場の見方は、経済指標の強弱等に左右されながら、早期回復期待（金利上押し要因）と先行き不透明感（金利下押し要因）が交錯する状況が持続。
- ・ 金利に対する上下両方向の圧力が並存するなか、1%台前半から半ばを中心とした一進一退の推移となる見通し。

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、4カ月連続の増加。生産計画によれば、7～8月も増産の見込みであり、計画通りに実現すれば、7～9月期の鉱工業生産も前期比＋7％と2期連続の大幅増に。輸出も全体的に底打ちから持ち直しの動き。景気ウォッチャー調査も改善傾向が持続。これら動きを受け、4～6月期、7～9月期の実質GDPはやや高めの成長となる公算大。

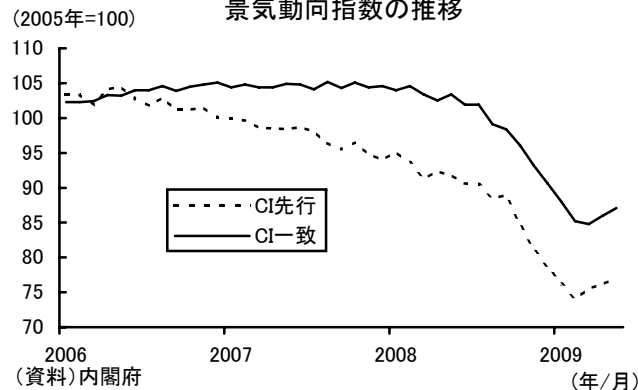
もっとも、依然としてマイナス圧力も残存。雇用・所得環境の悪化を背景に、家計調査ベースの消費支出は回復に遅れ。機械受注・建築着工も製造業を中心に大幅に減少しており、設備投資調整の長期化を示唆。

わが国主要景気指標の推移

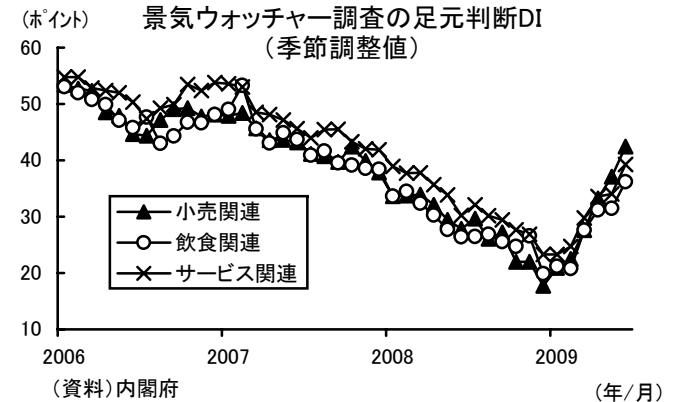


(資料)経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
(注1)シャドー部分は景気後退期。直近は日本総研による予測。
(注2)鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
(注3)鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
(注4)小売業販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
(注5)実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整(2000年1月～)。

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8月

足元の回復は一時的要因が背景

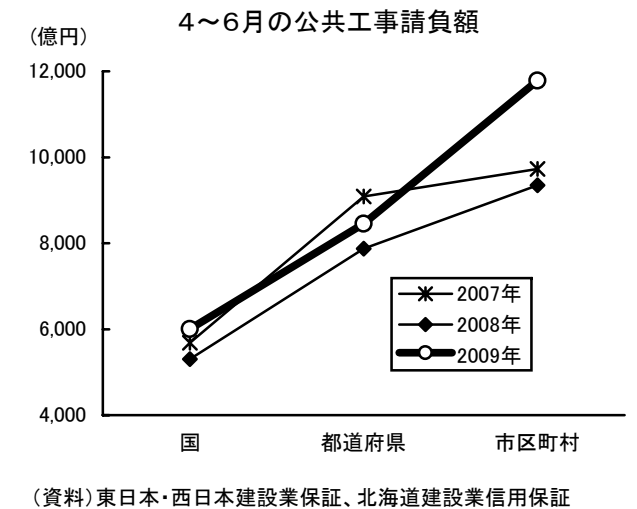
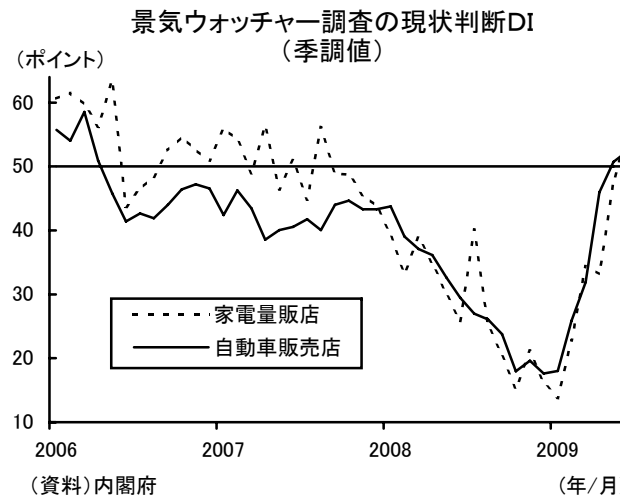
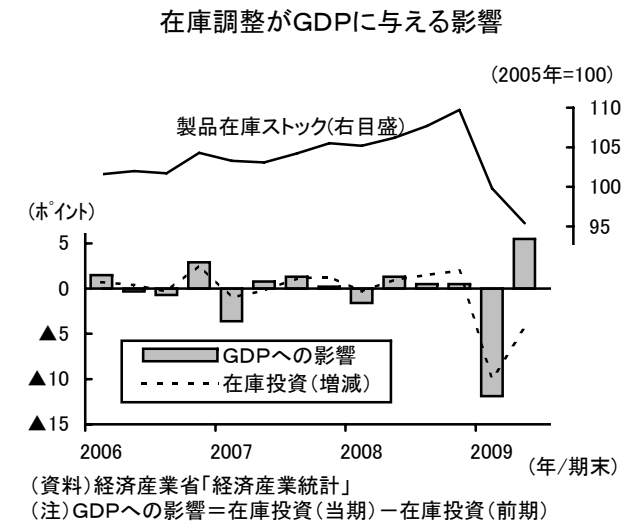
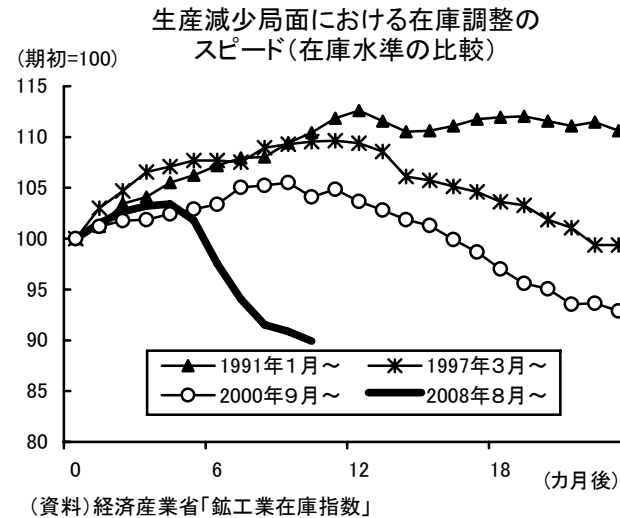
足元の回復は、最終需要の自律的回復という側面はまだ小さく、①在庫調整の一巡、②政府による景気刺激策、という一時的な押し上げ効果が大。内外経済の先行きには依然として不透明。

①在庫調整の一巡

昨秋以降の生産減少局面では、在庫調整のスピードが速かったことが特徴。その結果、足元の在庫水準は急低下。企業が、過度な生産抑制姿勢から、需要に見合った水準に生産レベルを戻す過程で、増産の動きが顕在化。春ごろの自動車、6～8月の鉄鋼が代表例。

②景気刺激策

総額2兆円の定額給付金、エコカー減税、エコポイント制などの消費刺激策の効果が顕在化。とりわけ、自動車・家電の動きが活発化。また、公共投資の拡大・前倒し執行を受け、公共工事が大幅増。



輸出は再び弱含みへ

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。

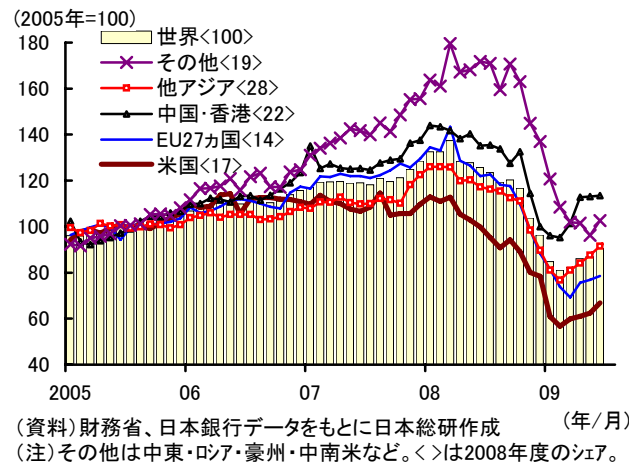
もっとも、以下の3点を勘案すれば、輸出が明確な増勢に向かう展開は期待薄。ある程度水準までは持ち直すとしても、年後半以降は再び弱含みに転じるリスク大。

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。

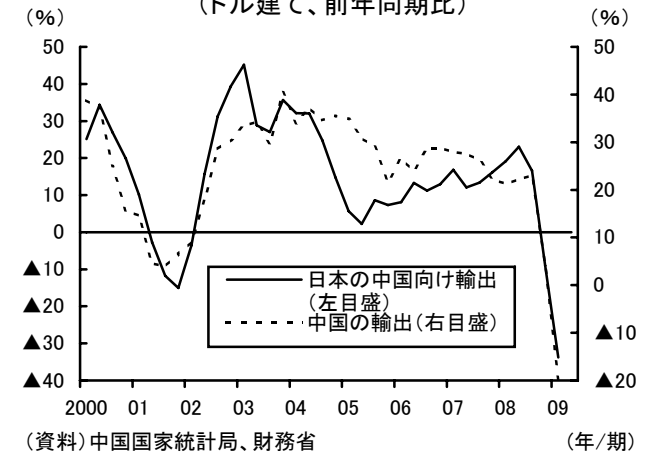
②持ち直し傾向にある中国向け輸出も、過度な期待は禁物。わが国輸出は製造業向けの部品・資本財が主力であるため、中国の欧米向け製品輸出が回復しない限り、わが国の中国向け輸出も本格回復には至らず。

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）。

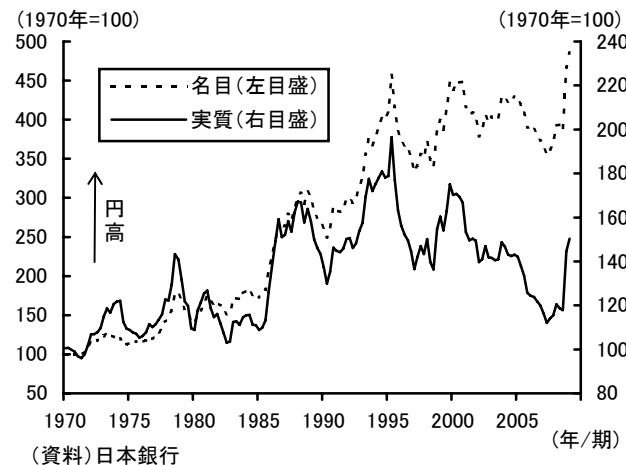
地域別実質輸出(季調値)



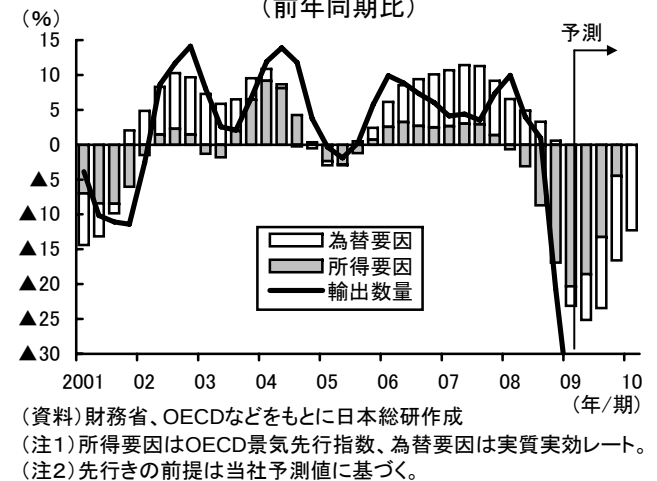
中国の輸出と日本の中国向け輸出
(ドル建て、前年同期比)



実効為替レートの推移



輸出数量関数の推計
(前年同期比)



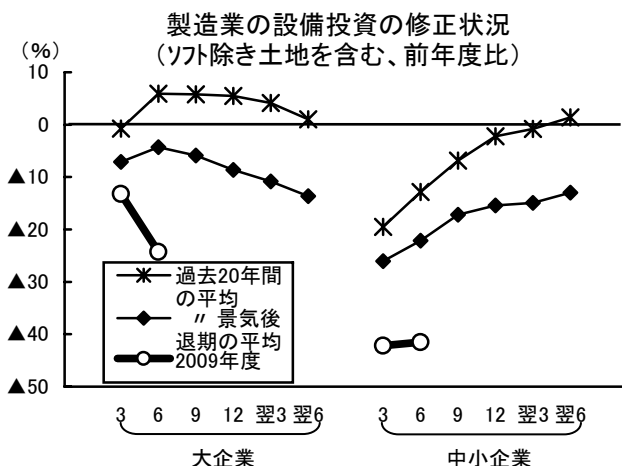
調整圧力①：設備過剰感の高まりにより設備投資は減少

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。

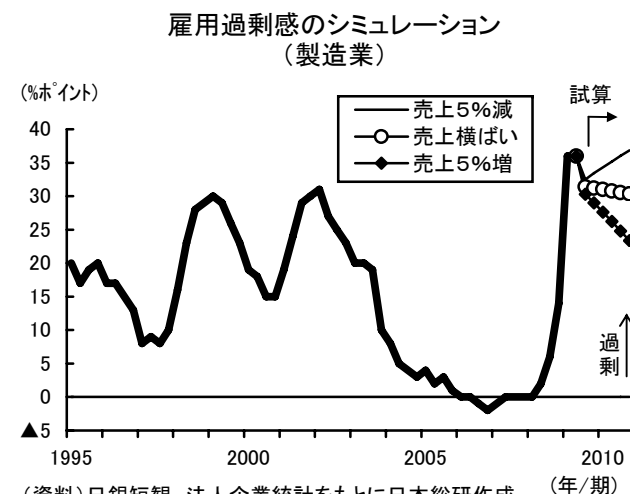
資本ストック循環からも設備投資の低迷長期化が示唆。期待成長率が急低下したため、過大となった資本ストックを圧縮することが必要に。ちなみに、現在のストック水準のもとで、製造業の期待成長率が0%に低下している場合、これに見合う設備投資の伸びは▲36%に。

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。



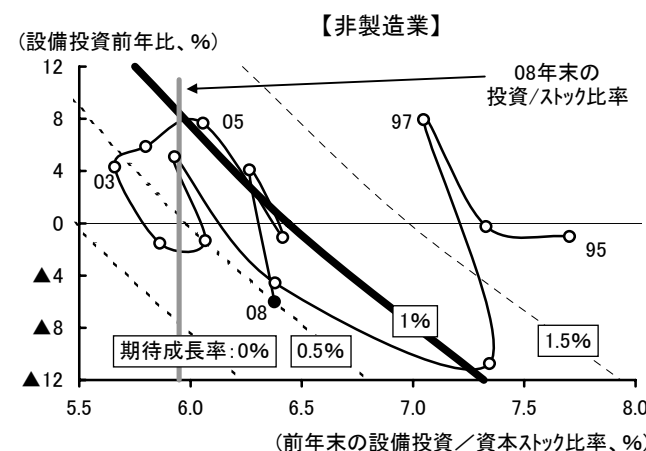
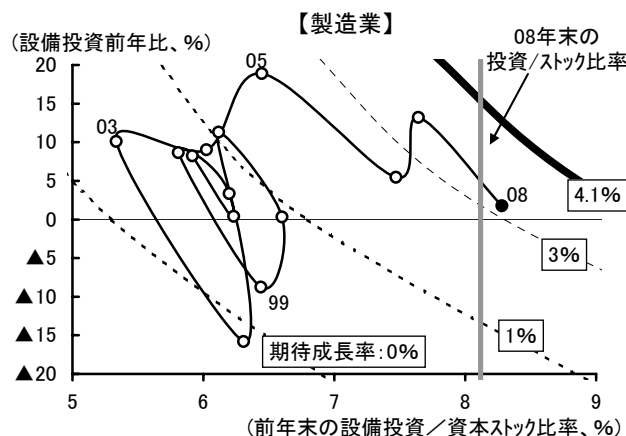
(資料) 日銀短観をもとに日本総研作成

(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8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。今後、人件費を削減する動きが本格化。

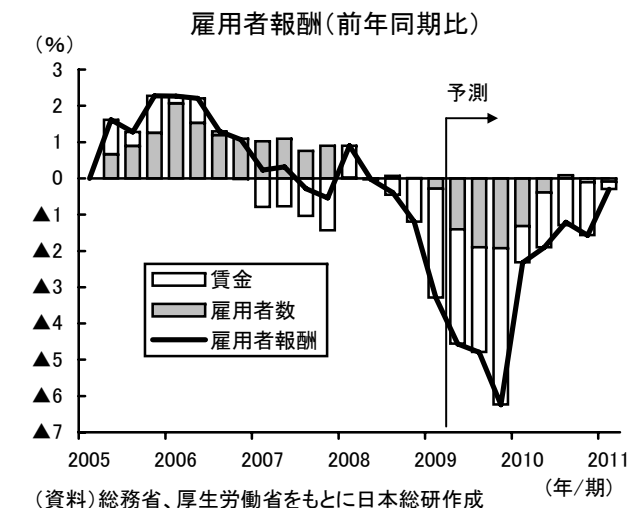
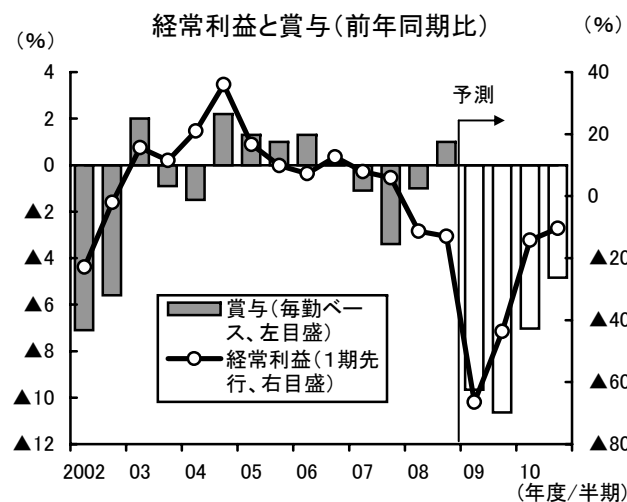
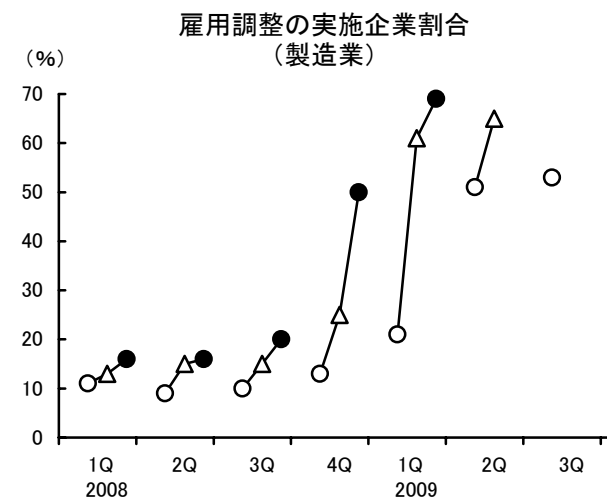
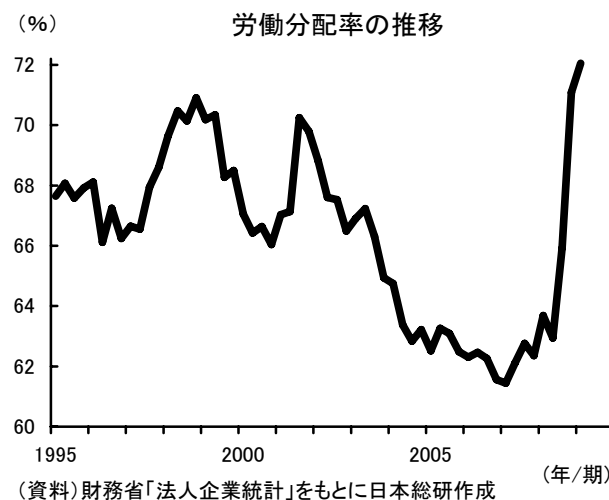
①雇用

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。

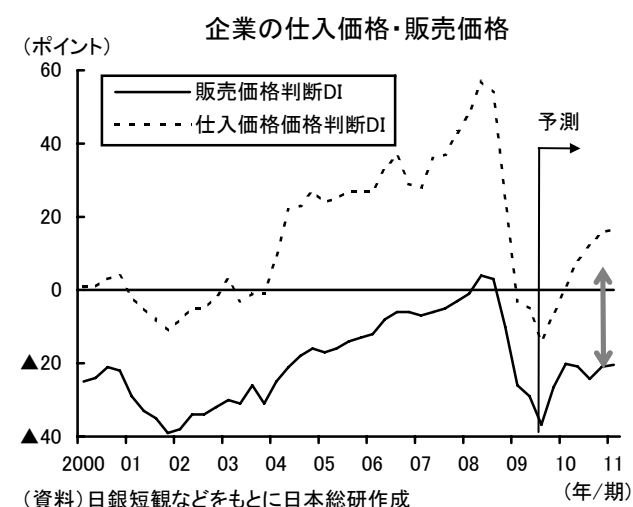
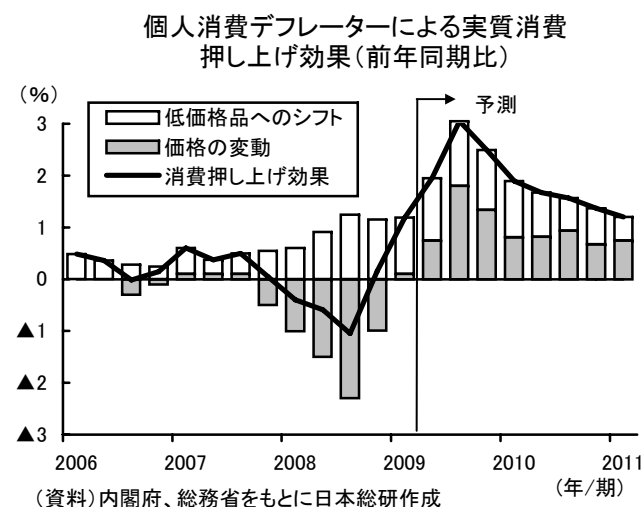
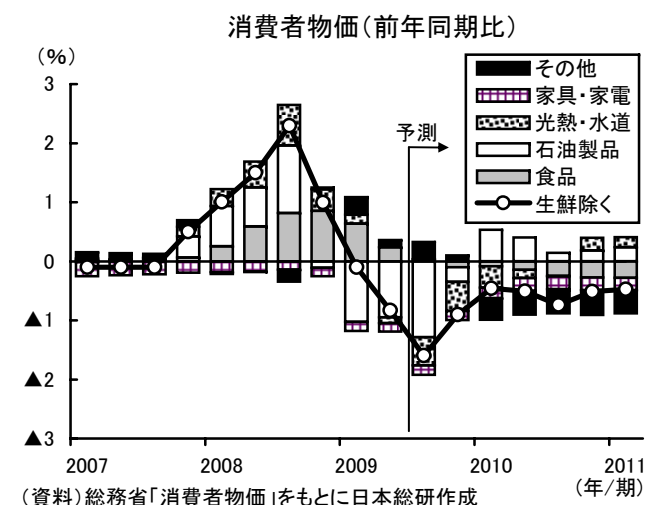
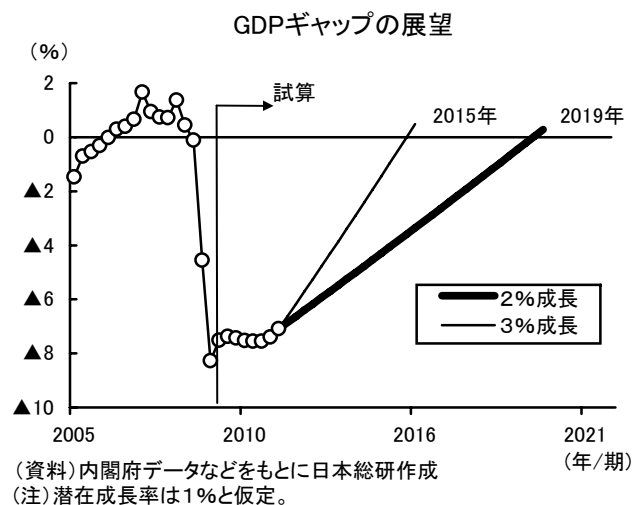


調整圧力③：消費者物価はマイナス圏、デフレ傾向が長期化

GDPギャップは足元▲8%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。

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、マクロ全体でみれば、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。

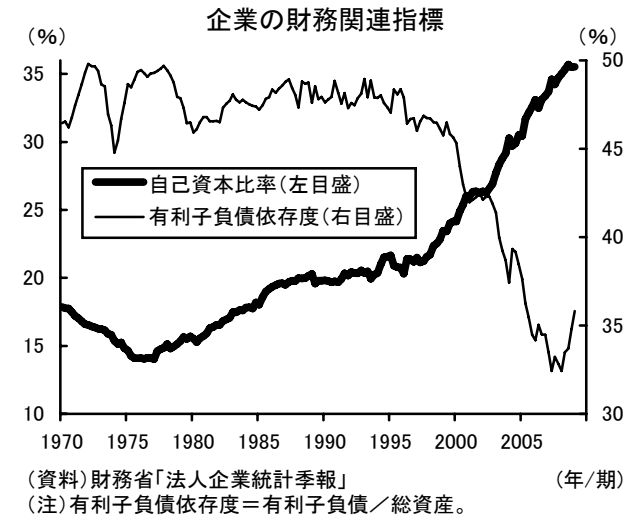
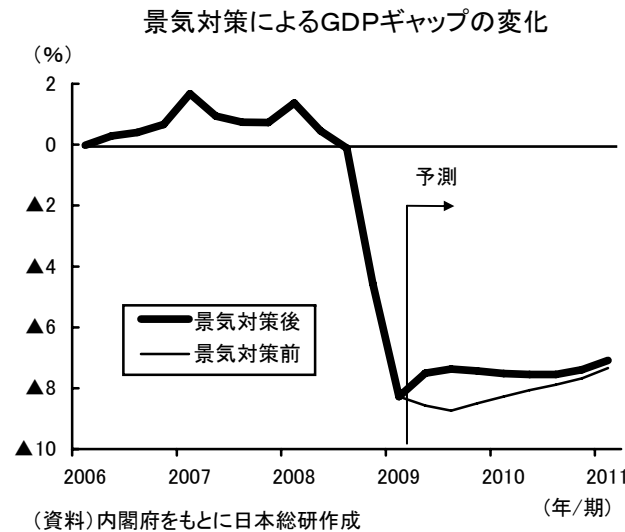
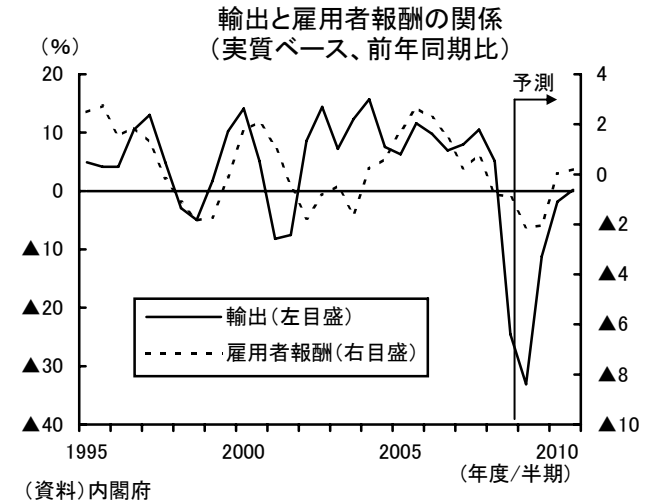
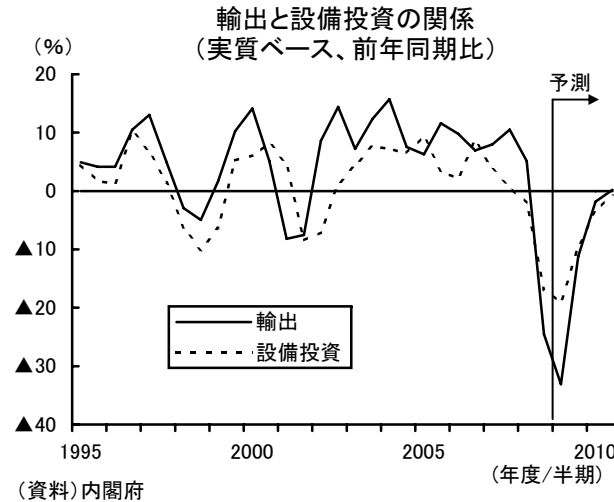


景気回復は欧米経済の調整終了待ち

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▲8%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。



二番底に向かうリスクも

以下のような景気下振れ要因により、景気が二番底に向かうリスクも。

①原油価格の高騰

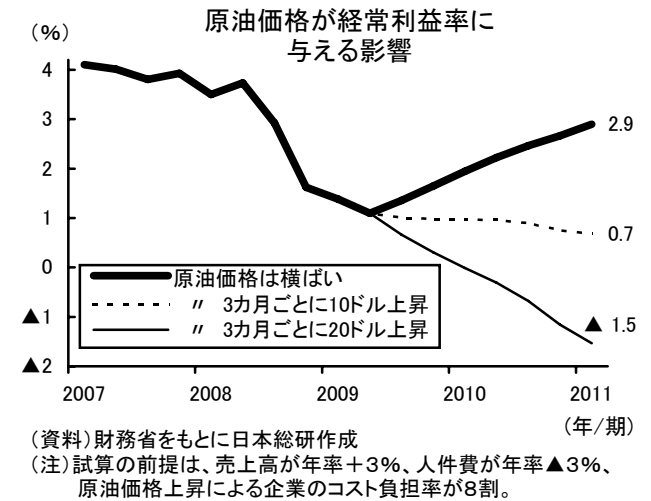
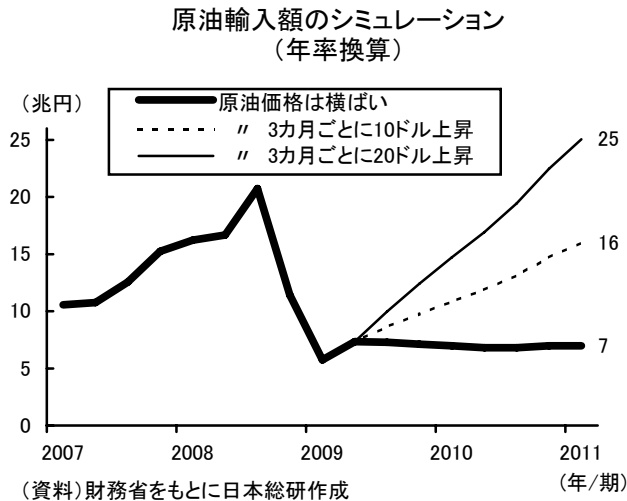
原油価格の上昇が続けば、輸入支払額の増加を通じて、わが国から産油国へ所得流出が拡大。企業部門では、最終需要が脆弱ななか、コスト上昇を最終製品価格に転嫁するのが困難。そのため、原油価格上昇の大部分は、企業の収益減をもたらす見通し。また、ガソリンなど一部製品では消費者物価に転嫁。これが家計の実質購買力を押し下げ。

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。

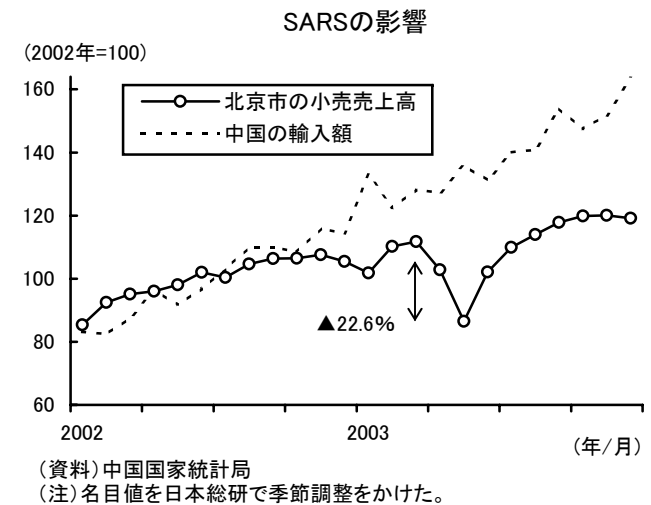
③米国景気の失速

④円高



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



2009年度▲3.5%成長、10年度+0.3%成長

・2009年4～6月期はプラス成長に転じ、景気の落ち込みにいったん歯止めがかかる見込み。もともと、景気刺激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年度後半以降を展望すると、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。年度ベースでは2009年度に▲3.5%と、2008年度を下回るマイナス成長に。

・景気低迷の主因は輸出の減少。①景気低迷が続く欧米向けの減少が持続すること、②円高の影響が徐々に顕在化してくること、などを背景に、輸出の減少傾向に歯止めがかからない見通し。

・さらに、輸出の減少が国内需要の減少に波及。企業部門では、設備稼働率が急低下するため、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。ただし、消費者物価の下落による購買力改善で、実質ベースの落ち込みは小幅。

・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、マイナス幅が急拡大する見通し。

わが国経済・物価見通し

(四半期は前期比年率、%)

	2009年				2010年				2008年度	2009年度	2010年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	
	(実績)	(予測)							(実績)	(予測)	
実質GDP	▲ 14.2	5.0	1.2	0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	0.9	▲ 3.3	▲ 3.5	0.3
個人消費	▲ 4.2	1.8	1.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	▲ 0.5	▲ 0.5	0.4
住宅投資	▲ 20.3	▲ 17.1	▲ 5.5	▲ 1.8	0.8	1.2	2.7	3.5	▲ 3.1	▲ 6.7	1.0
設備投資	▲ 31.0	▲ 8.6	▲ 7.5	▲ 4.2	▲ 3.3	▲ 2.1	▲ 1.0	0.9	▲ 9.8	▲ 14.5	▲ 2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.6)	(0.9)	(1.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.6)	(0.2)
政府消費	0.1	0.9	0.6	0.8	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	1.2	0.5
公共投資	0.3	12.9	7.9	1.8	0.9	▲ 1.8	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 4.4	5.3	▲ 0.5
純輸出 (寄与度)	(▲ 8.0)	(4.2)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(▲ 1.3)	(▲ 1.9)	(0.1)
輸出	▲ 70.0	25.4	▲ 1.4	▲ 2.5	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 0.5	1.8	▲ 10.2	▲ 23.6	▲ 0.8
輸入	▲ 47.8	▲ 13.6	▲ 5.1	▲ 4.2	▲ 3.3	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 3.5	▲ 14.7	▲ 2.5

(前年同期比、%)

実質GDP	▲ 8.8	▲ 6.7	▲ 6.0	▲ 2.4	1.5	0.3	0.1	0.3	▲ 3.3	▲ 3.5	0.3
名目GDP	▲ 8.0	▲ 4.7	▲ 4.9	▲ 3.4	▲ 1.5	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 3.6	▲ 3.7	▲ 1.5
消費者物価 (除く生鮮)	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.7	1.2	▲ 0.9	▲ 0.6
鉱工業生産	▲ 34.6	▲ 27.8	▲ 19.7	▲ 9.2	16.7	7.9	2.7	1.8	▲ 12.6	▲ 12.4	3.5

完全失業率 (%)	4.5	5.2	5.5	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	4.1	5.5	5.6
経常収支 (兆円)	2.54	2.93	3.72	3.13	4.18	2.31	4.04	3.50	12.34	13.97	14.39
対名目GDP比 (%)	2.2	2.4	3.2	2.5	3.7	1.9	3.5	2.8	2.5	2.9	3.0
円ドル相場 (円/ドル)	94	97	95	94	92	90	90	92	94	95	92
原油輸入価格 (ドル/バレル)	44	53	71	74	77	80	83	85	90	69	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▲2.7%、ユーロ圏は2009年▲4.4%、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、これまでに決定した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。

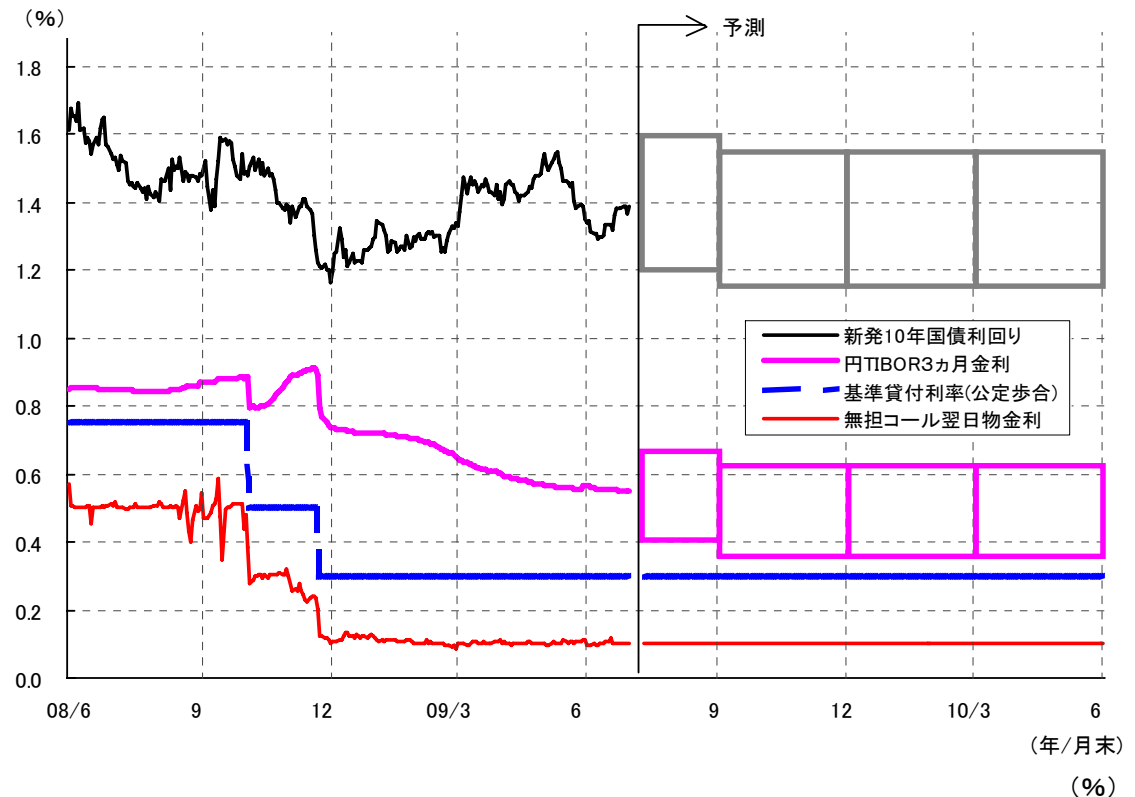
内外景気の一部に明るさがみられ、市場の緊張状態は緩和しつつあるものの、日銀は先行き景気の不確実性や下振れリスクを強く意識した政策運営方針を維持。引き続き、企業金融支援と金融市場の安定確保に注力する見込み。

長期金利は、世界的な財政支出拡大に伴う国債需給悪化懸念の高まりが、金利上押しに作用。もっとも、①大幅な需給ギャップの残存に伴うデフレ懸念の高まり、③主要国の大幅金融緩和の継続、など金利下押し圧力も並存。

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	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6
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	0.71	0.59	0.55	0.50	0.50	0.50
円スワップ5年物金利	0.91	0.95	0.85	0.85	0.85	0.85
新発10年国債利回り	1.28	1.45	1.40	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8月

金融政策：景気下振れリスクを強く意識した政策運営方針を当面維持

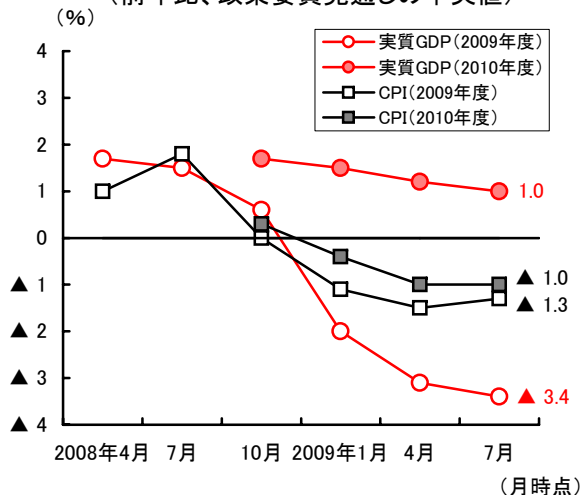
日銀は、7月15日の政策決定会合で、わが国景気の現状判断を、6月の「大幅に悪化したあと、下げ止まりつつある」から「下げ止まっている」に引き上げ。4月末に示した展望レポートの中間評価についても、「成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される」と指摘。

もともと、2009、2010年度の政策委員の成長率見通しは、小幅ながらも依然下方修正が続く状況。

また、企業金融支援を目的とした各種時限措置については、「企業からみると、厳しい収益環境が続く中で、在庫調整が一巡した後の景気回復の足取りなどについて、なお不確実な面が大きく、今後の資金調達環境に対する不安感を払拭できない状況にある」（決定会合後の白川総裁記者会見）との判断から、期限の延長を決定。

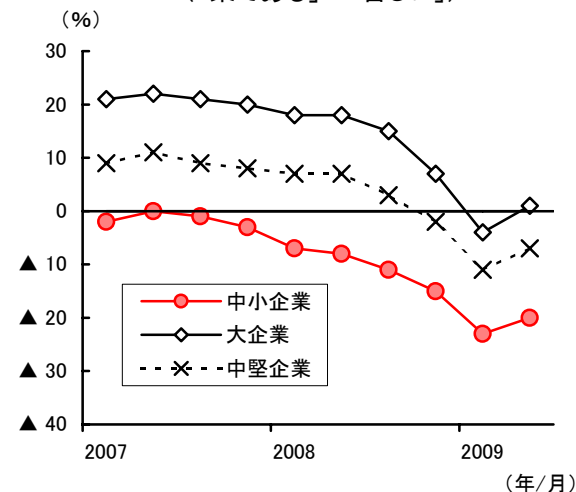
総じてみると、4月展望レポート発表時と同様に、依然、景気の先行き不確実性や下振れリスクに対する警戒感の強さが感じられる内容。拙速な出口戦略に向かう可能性は小さく、慎重な政策運営が当面続く見通し。

政策委員の経済・物価見通しの修正状況
(前年比、政策委員見通しの中央値)



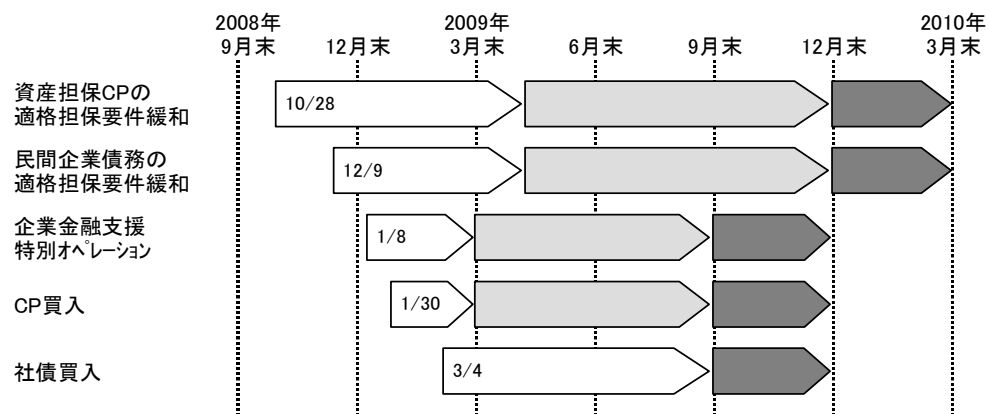
(資料) 日本銀行発表資料より日本総研作成
(注1) 各値は政策委員見通しの中央値。
(注2) CPIは消費者物価指数(除く生鮮食品)。

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」

日銀の主な企業金融支援策の延長状況



(資料) 日本銀行発表資料より日本総研作成
(注1) 薄い網掛けは2009年2月19日の政策決定会合で決定された延長期間、濃い網掛けは7月15日会合で決定された延長期間。
(注2) 矢印内の日付は各施策の開始時期。

(株) 日本総合研究所 日本経済展望 2009年8月