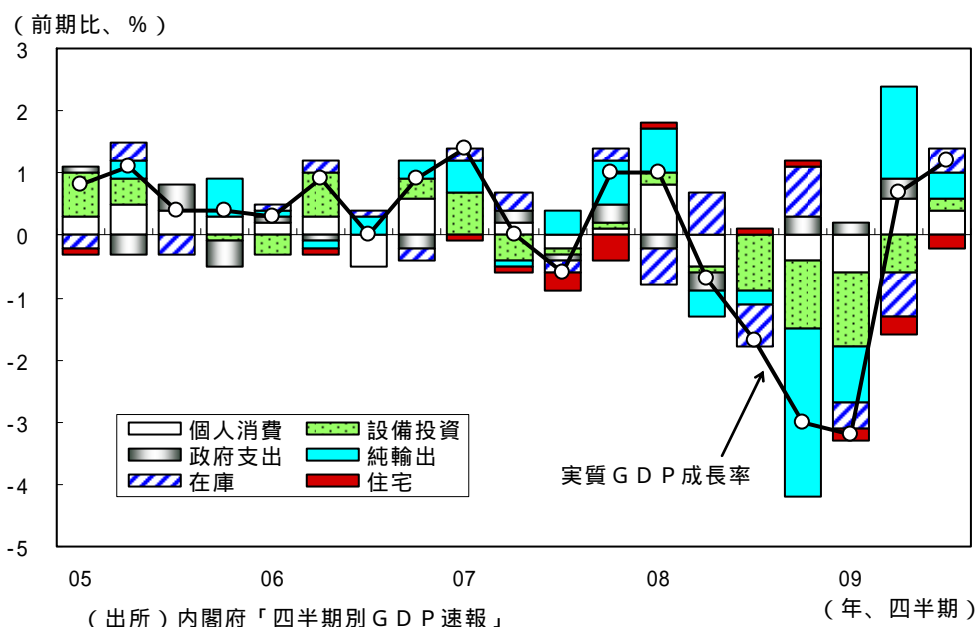


2010 年の日本経済～懸念されるが二番底は回避へ

Q1．日本経済の持ち直しが続いていますね？

- ・ 11 月 16 日に発表された 2009 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率が 2 四半期連続でプラスとなり、2009 年春先を底に、景気が持ち直しの動きを続けていることが示されました（図表 1）。鉱工業生産指数が増加基調を続けているなど足元の経済指標から判断すると、10～12 月期も前期比でプラスとなる可能性が高いと思われます。

図表 1．持ち直しが続く日本経済



- ・ 景気の持ち直しの原動力は、大きく分けると、輸出回復、政策効果による押し上げ、在庫調整の終了の大きく三つの要因で説明されます。
- ・ まず輸出の回復についてみると、各国の経済とも、減税、公共事業の積み増し、自動車購入への補助金の支給といった各種の政策効果によって、2009 年春先から回復の動きが出始めており、中でも中国の回復が目立っています。こうした動きに対応して、日本からの輸出もアジア向けを中心に順調に回復しており、国内生産の押し上げに大きく寄与しています。
- ・ 次に、政策効果ですが、これには家計に対するものと、公共事業に対するものがあります。家計に対する政策には、エコ家電購入時のエコポイントの付与制度、エコカーに対する減税・新車購入時の補助金支給があり、これらの効果により耐久財への

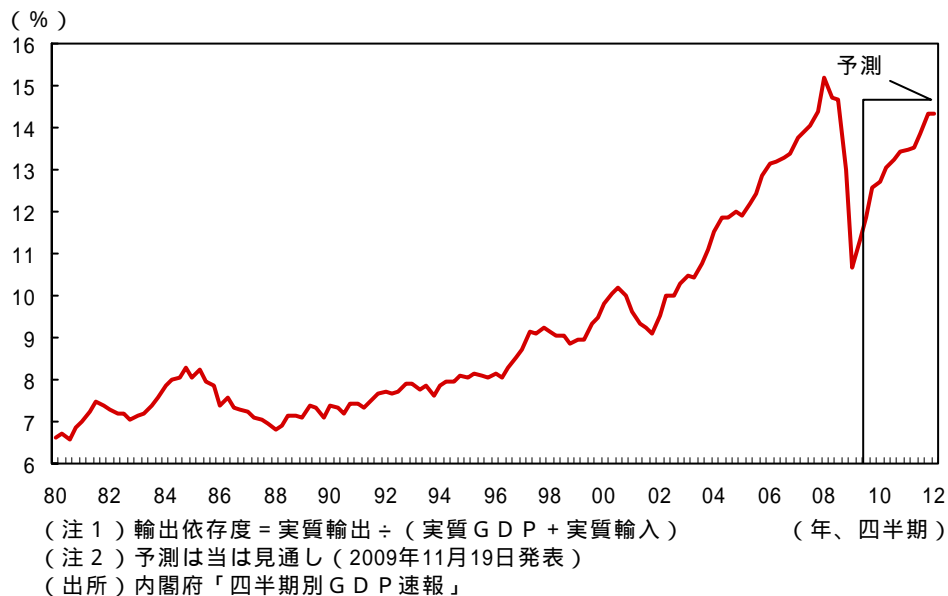
支出を中心に個人消費は2009年度に入って高い伸びが続いています。また、公共投資については、2008年度の第一次、第二次補正予算や2009年度当初予算の前倒し執行の効果により足元で堅調に推移しています。2009年5月に打ち出された経済危機対策による積み増し分は、新政権の下で一部が停止されましたが、すでに発注された分ものもあり、2009年度中は景気への押し上げ効果が持続すると考えられます。

- ・最後に在庫調整の動きですが、2008年秋以降、製造業で需要を大きく下回るペースにまで減産して急激な生産調整が行われた結果、足元の在庫は落ち込んだ売上高との対比でみても低水準になっています。このため、業種によっては減産体制を緩和させるだけでなく、減少した在庫をある程度の水準にまで戻す動きもあり、生産を押し上げています。また、輸出が好調な自動車や電子部品・デバイスなどの生産には、海外需要の回復に対応するためだけでなく、海外市場で圧縮した在庫を補填する目的のためのも含まれており、生産増加に寄与しています。

Q2．景気が二番底に陥る可能性はあるのでしょうか？

- ・海外経済の持ち直しが続き、日本からの輸出も増加傾向を維持する見込みであるため、景気が悪化に転じる、いわゆる二番底に陥る危機は回避されると思われます。もっとも、海外経済は持ち直しが続くといっても、短期間のうちに2004～2007年時のような世界全体で+5%という高い成長に戻ることは難しく、海外市場で圧縮した在庫を補填する動きが一巡すれば、輸出の増加ペースは徐々に緩やかになってくる見込みです。想定したほど海外での需要が高まらない場合には、再び海外市場の在庫を圧縮するため輸出が抑制される可能性もあるでしょう。このため、内需の回復がなかなか進まないこともあって、四半期ごとの動きでは、実質GDP成長率が一時的に前期比でマイナスに転じる局面も想定され、2010年中に景気がいわゆる踊り場に入るケースは十分に考えられます。
- ・実質GDPにおける輸出への依存度は、外需主導で景気が持ち直し始めた後も内需へのバトンタッチがなかなか進まないため、上昇を続ける見込みです（図表2）。外需に頼り切った成長の姿は、2002年以降の景気拡大期にもみられた形であり、引き続き海外経済の動向の影響を受けやすいという意味で、足元の景気の持ち直しは脆弱な基盤の上に成り立っているものといえます。

図表 2 . 再び高まる輸出依存度

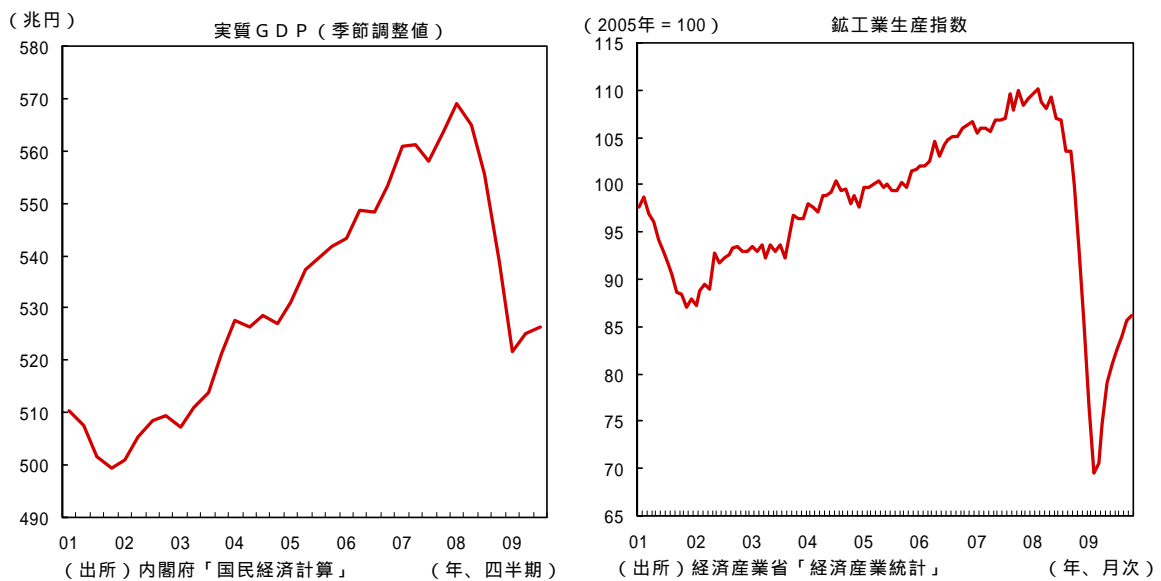


Q3 . どうして内需の持ち直しが遅れているのですか？

- ・ 景気が持ち直してきたといっても、経済活動の水準は依然として低いままです(図表3)。実質GDPは、急激な落ち込みの後2四半期連続で増加していますが、ほんのわずか回復しているに過ぎません。また、鉱工業生産指数の水準は、2009年10月時点で前回の景気サイクル時のボトム水準(2001年11月)程度まで回復したに過ぎず、1980年代後半と同水準にとどまっています。
- ・ 企業がかつてのピーク時の生産額を前提とした設備、雇用を抱え続けているとすれば、当然、足元の生産額との格差分は、設備、雇用とも余剰ということになります。実際、企業の設備、雇用の過剰感が高まっており、新規の設備投資が抑制され、人件費の削減といったリストラ策が進められています。それでも、経済活動が元の水準に戻るには相当の時間が必要であると考えられ、今後も設備、雇用の過剰感は残ると考えられます。
- ・ このため、内需の柱の一つである設備投資の回復が遅れていますし、今後もなかなか増えそうにありません。企業業績が最悪期を脱したことや、これ以上落とせない水準まで投資を絞り込んできたことを背景に、設備投資はまもなく底入れすると考えられます。しかし、企業の設備過剰感が残るため今後も動きは鈍く、2010年においても設備投資は景気の牽引役としては期待できそうにありません。
- ・ もう一つの内需の柱である個人消費については、その前提条件となる所得環境の改善が遅れそうです。最近では、景気回復の影響が家計になかなか波及してこない傾向に

ありますが、これは企業が景気回復後も十分な収益力を確保するまでは固定費削減を進める姿勢を強めているためです。今回も過剰雇用の存在を背景に、景気が持ち直し、企業の業績が回復しても、家計がその恩恵を受けるにはまだ時間がかかりそうで、個人消費を取り巻く所得環境は低迷が続きそうです。このため、個人消費は政策効果によって好調である一部の耐久財消費を除くと弱い動きが続いており、2010年政策による影響を除けば基本的には力強さには欠ける展開となりそうです。

図表3. 低過ぎる経済活動の水準



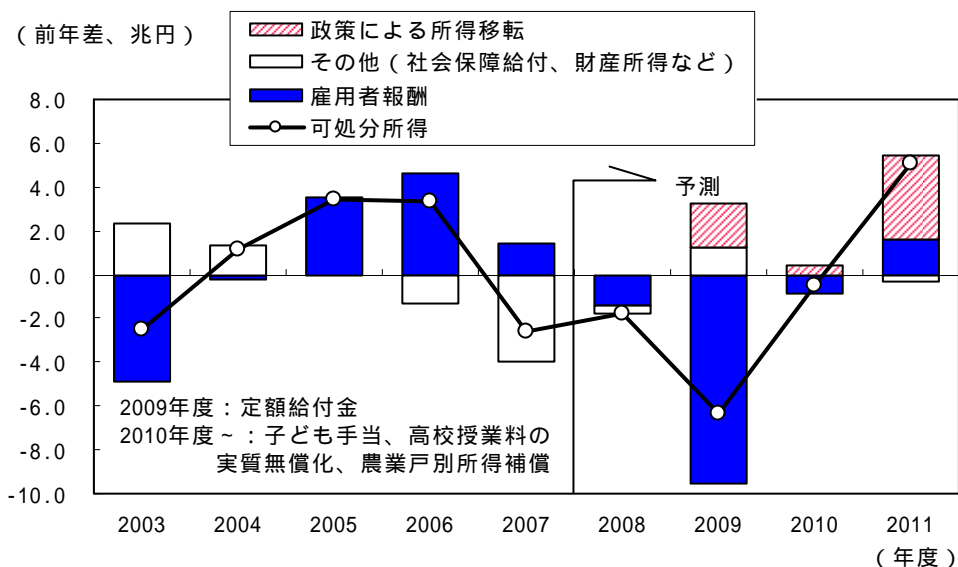
Q4. 2010年の日本経済を予測する上でのポイントは何ですか？

- ・ 輸出が緩やかな増加基調を維持する一方で、内需の低迷が続く見込みですが、その内需の動向に大きな影響を及ぼすと考えられるのが政策効果の動向です。特に、所得環境が厳しい状況にある中、2010年の個人消費は、所得よりも政策効果によってその動向が左右されることになりそうです。
- ・ 政策効果によって個人消費が大きく押し上げられていることはすでに述べましたが、このうち2010年3月末で期限切れとなる予定であったエコポイント制度は2010年12月末まで、エコカーへの補助金は2010年9月末まで延長される方針が示されています(エコカーへの重量税、取得税に対する減税は2012年初めまで継続されます)。
- ・ 期限が延長された場合、2010年9月末にかけては自動車の、2010年末にかけては対象となるエコ家電の駆け込み需要が発生することになりそうです。薄型テレビは2011年7月からの地上デジタルテレビ放送への切り替えを間近に控えており、駆け込み需要が

より大きくなる可能性があります。また、同様に対象となっているエアコンについては、天候不順の影響などもあって、2009 年中は目立った押し上げ効果が出ていませんが、制度の延長に伴って、天候しだいでは 2010 年の夏場に販売が急増する可能性も出てきました。

- ・ 通常、足元のように所得が減少する状況では、個人消費は低迷するはずですが、堅調に増加しているということは、結果的に需要を先食いしている可能性が高いと考えられます。制度の適用期間を延長すれば、消費者に購入を促す要因にはなりますが、それだけ先々の潜在需要まで取り込んでしまうこととなります。このため、家計の所得が本格的に回復してこなければ、個人消費は政策によってその増減が左右される状態が続き、政策が打ち切られると、需要を先食いしてきた反動も加わって 2010 年後半に大幅に落ち込む懸念があります。
- ・ その家計の所得へ直接影響を及ぼす政策として期待されるのが、子ども手当の支給、公立高校の授業料の実質無料化などの家計の可処分所得を直接増加させる政策です。
- ・ ただし、政策による可処分所得の押し上げる効果は、2010 年度中はあまり大きくならないと思われます。家計の可処分所得の動向をみると、2009 年度は雇用者報酬が急減していますが、同時に定額給付金の支給で押し上げられています（図表 4）。2010 年度は子ども手当の支給が始まりますが、それに伴って児童手当（小学生以下の児童 1 人につき、条件によって月額 5 千円または 1 万円が支給される制度）が廃止され、定額給付金の支給がなくなるため、前年と比較した押し上げ効果はそれほど多くはありません。

図表 4 . 家計の可処分所得の動向



(出所) 実績は内閣府「国民経済計算」、予測は当社調査部によるもの



- ・ このため、政策効果による可処分所得の増加によって個人消費が大きく押し上げられると過度に期待することは禁物です。

お問合せ先 調査部 小林 真一郎

E-mail : chosa-report@murc.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。