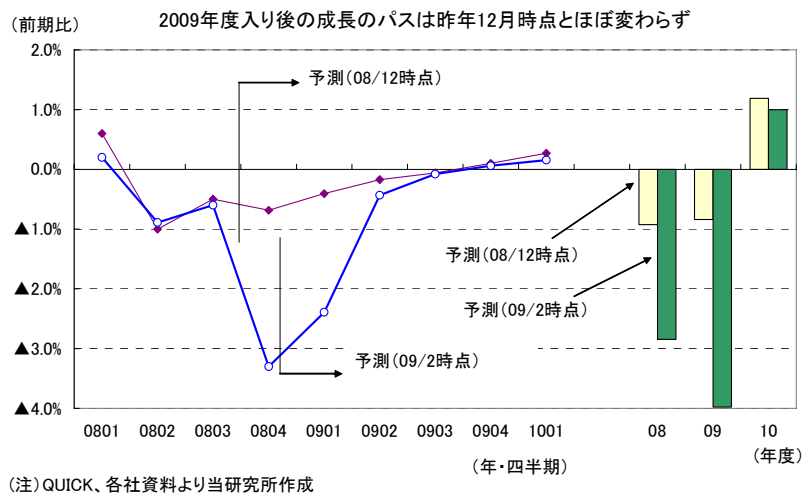


# Weekly エコノミスト・ レター

## ばらつきが拡大した民間機関の経済見通し ～ゲタが左右する09年度の成長率

経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎  
(03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 2008年10-12月期のGDP1次速報を受けて民間調査機関が発表した経済見通しによれば、実質GDP成長率の予測値（平均）は2008年度が前年比▲2.9%、2009年度が前年比▲4.0%と2年連続の大幅マイナス成長となり、昨年12月時点から2008年度が約2%、2009年度が約3%の大幅下方修正となった。2010年度は平均で1.0%と小幅なプラス成長が予想されている。
2. 今回の経済見通しの特徴のひとつは、2009年度の実質GDP成長率見通しのばらつきが大きかったことだが、2009年度入り後の成長のパスに大きな差はなく、見方が大きく分かれたのは2009年1-3月期の見通しである。1-3月期のばらつきが大きいため、2008年度から2009年度へのゲタ（発射台）のばらつきも大きくなり、このことが各機関の2009年度の成長率見通しの差につながっている。
3. また、2009年度見通しの下方修正のほとんどが、2008年10-12月期実績、2009年1-3月期の予測が大きく下振れしたことにより、2009年度のゲタが大幅に下方修正されたことによる説明できる。
4. 1-3月期の成長率は今回の見通しから大きく乖離することも十分に考えられる。1-3月期の結果次第では、2009年度の成長率見通しが再び大幅に修正される可能性があるだろう。



## ●民間調査機関は2年連続の大幅マイナス成長を予想

内閣府が2/16に発表した2008年10-12月期GDP1次速報を受けて、民間調査機関は2008～2010年度の経済見通しを改定した。QUICK社の集計によれば、実質GDP成長率の予測値は2008年度が▲2.9%、2009年度が▲4.0%、2010年度が0.9%となった(27社の平均値、2/26時点)。昨年12月時点と比べると、2008年度が約2%、2009年度が約3%の大幅下方修正となった。成長率のマイナス幅は2008年度にこれまで過去最悪だった1998年度の▲1.5%を上回った後、2009年度にはマイナス幅がさらに拡大するというのがほぼ一致した見方となっている。2010年度についてはほとんどの機関が3年ぶりにマイナス成長を脱すると予測しているが、成長率は平均で1.0%と低い伸びにとどまるとの見方が大勢となっている。

2008、2009年度の大幅マイナス成長の主因は、海外経済の悪化を背景とした輸出の急速な落ち込みと設備投資の大幅減少である。輸出、設備投資ともにすでに大きく落ち込んでいるが、2009年度には減少ペースがさらに加速し、過去最大の減少率となることが予想されている。また、民間消費は2008年度が前年比▲0.1%、2009年度が同▲0.3%と2年連続の減少が予想されている。減少幅は小さいが、民間消費が年度ベースで減少したのは消費税率が引き上げられた1997年度(▲1.1%)だけであり、2年連続で減少すれば初めてのこととなる。

GDPデフレーターは2009年度に上昇に転じ、名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転現象」は12年ぶりに解消されるというのがコンセンサスだが、約4分の1の機関は下落が続くと予想しており、見方が分かれている。

### 民間調査機関の2008～2010年度経済見通し(2009年2月時点)

(前年比、失業率は水準)

	2008年度			2009年度			2010年度		
	平均	最大	最小	平均	最大	最小	平均	最大	最小
実質GDP	▲2.9%	▲2.4%	▲3.5%	▲4.0%	▲1.0%	▲6.9%	1.0%	2.8%	▲0.6%
内需<寄与度>	<▲1.7%>	<▲1.4%>	<▲2.2%>	<▲2.2%>	<0.2%>	<▲3.7%>	<0.6%>	<2.6%>	<▲0.5%>
民間消費	▲0.1%	0.1%	▲0.2%	▲0.3%	0.6%	▲1.7%	0.5%	1.6%	▲0.7%
民間住宅投資	▲1.7%	▲0.7%	▲2.7%	▲1.3%	6.7%	▲6.7%	0.8%	4.8%	▲2.0%
民間設備投資	▲8.0%	▲6.8%	▲9.0%	▲12.8%	▲3.4%	▲18.2%	0.9%	5.5%	▲6.1%
民間在庫<寄与度>	<▲0.2%>	<0.0%>	<▲0.6%>	<▲0.3%>	<0.3%>	<▲1.8%>	<0.1%>	<1.4%>	<▲0.4%>
政府消費	0.3%	0.6%	0.1%	1.5%	2.8%	0.5%	1.0%	2.0%	0.0%
公的固定資本形成	▲4.2%	▲0.0%	▲5.4%	1.4%	6.6%	▲3.7%	▲0.8%	2.4%	▲4.4%
外需<寄与度>	<▲1.2%>	<▲0.8%>	<▲1.6%>	<▲1.9%>	<▲0.6%>	<▲3.0%>	<0.4%>	<2.0%>	<▲0.2%>
財貨・サービスの輸出	▲7.6%	▲5.5%	▲10.3%	▲17.6%	▲7.9%	▲27.0%	4.0%	9.0%	▲0.5%
財貨・サービスの輸入	▲0.6%	1.0%	▲4.4%	▲7.2%	1.5%	▲18.3%	2.0%	6.5%	▲2.1%
名目GDP	▲3.2%	▲2.7%	▲3.5%	▲3.6%	▲0.9%	▲6.0%	0.4%	2.9%	▲1.7%
GDPデフレーター	▲0.3%	0.0%	▲0.7%	0.4%	1.6%	▲0.8%	▲0.6%	0.5%	▲1.8%
消費物価(生鮮食品を除く)	1.2%	1.3%	1.0%	▲1.3%	▲0.5%	▲1.9%	▲0.4%	0.5%	▲1.3%
完全失業率	4.2%	4.2%	4.1%	5.3%	6.1%	4.8%	5.6%	6.8%	4.3%

(出所)QUICK

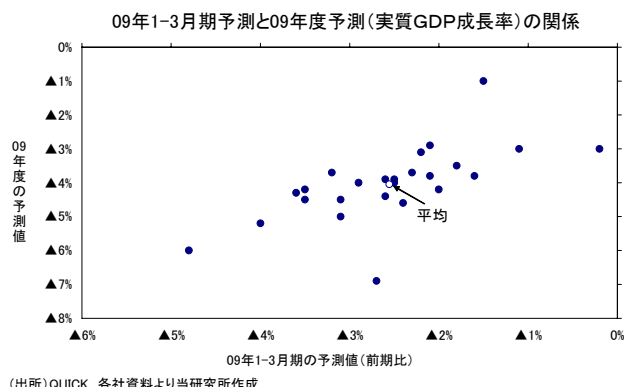
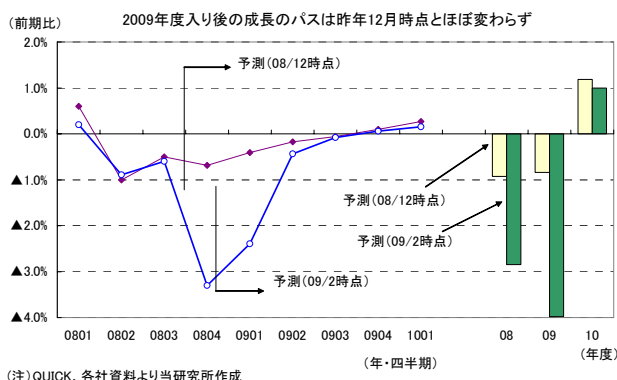
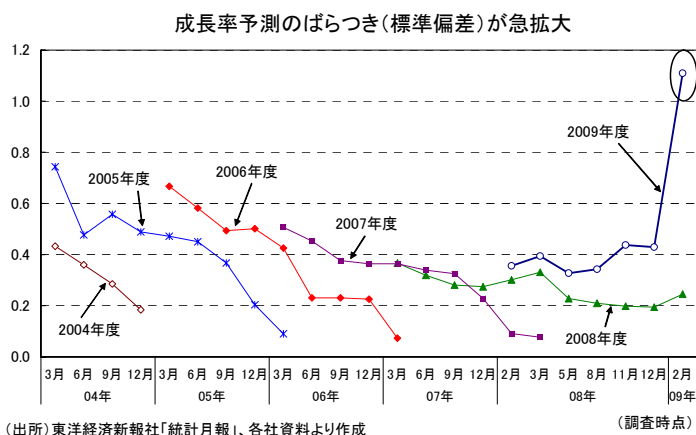
## ●ゲタの大きさが左右する2009年度の成長率見通し

今回の経済見通しの特徴のひとつは、2009年度の実質GDP成長率見通しにかなりばらつきが見られたことだ。2009年度の予測値は、平均が▲4.0%、最大が▲1.0%、最小が▲6.9%、最大と最小の差は5.9%となった。12月時点では平均が▲0.9%、最大が0.2%、最小が▲2.1%、最大と最

初の差は2.3%であった。予測値のばらつきを見るために、各機関の成長率見通しを用いて標準偏差を計算すると、1.11%となり、12月時点の0.43%からばらつきが急速に拡大した。

民間機関の経済見通しは、当初予測段階では比較的ばらつきが大きいですが、期を追うごとにばらつきが小さくなり、予測値が収斂していく傾向があった。今回のように成長率見通しのばらつきが大きく拡大したことはこれまではなかった現象である。

ただし、2009年度見通しを四半期毎の成長率で見ると、2009年度入り後の成長のパスについては見方にはそれほど大きな違いがないことが分かる。すなわち、マイナス成長は2009年7-9月期まで続くものの、マイナス幅は徐々に縮小し、2009年10-12月期にはプラス成長に復帰するという見方が多く、昨年12月時点からの修正も小幅にとどまっている。



見方が大きく分かれたのは足もとの2009年1-3月期の成長率予測で、平均では前期比▲2.6%(前期比年率▲9.8%)と2008年10-12月期の前期比年率▲12.7%に続き▲10%程度の大幅マイナス成長となっているが、最も楽観的な機関は前期比▲0.2%(年率▲1.0%)、最も悲観的な機関は前期比▲4.8%(年率▲18.0%)と予測値には大きな開きが見られる。

2008年度の最終四半期である2009年1-3月期の見方の違いは、2008年度から2009年度へのゲタ<sup>1</sup>(発射台)の大きさの違いにつながる。実際、2008年度から2009年度へのゲタの大きさを決める2009年1-3月期と2009年度の成長率予測の関係を見ると、2009年1-3月期の成長率見通しが低い機関ほど2009年度の見通しも低いという傾向があることが分かる。

<sup>1</sup> ゲタとは前年度の実質GDPの水準を前年度最終四半期の実質GDPがどれだけ上(下)回っているかを示すもので、当年度の成長率の発射台となる。たとえば、前年度から当年度へのゲタが1%だった場合、当年度の4四半期がゼロ成長だったとしても年度成長率は1%となる。

また、2009年度の実質GDP成長率の予測値を、2008年度から2009年度へのゲタと年度内成長率（年度成長率－ゲタ）に分解すると（四半期毎の成長率が公表されている機関の予測値をもとに当研究所が試算）、昨年12月時点ではゲタが▲0.8%、年度内成長率が▲0.1%であったのに対し、今回の見通しではゲタが▲3.7%、年度内成長率が▲0.3%となった。

つまり、今回の2009年度の下方向修正のほとんどが、2008年10-12月期実績、2009年1-3月期予測が昨年12月調査時点から大きく下振れしたことにより、2008年度から2009年度へのゲタが大幅に下方修正されたことで説明ができる。また、1-3月期の見方が大きく分かれていることが、2009年度成長率見通しのばらつきの大きさにつながっている。

今回の見通しは、2009年1月の経済指標がほとんど公表されていない時点で作成されており、1-3月期の実際の成長率は今回の予測値から大きく乖離する可能性もある。1-3月期の見方が大きく分かれたのは、10-12月期の成長率を前期比▲3.0%（寄与度）押し下げた外需の見方の違いによるところが大きい。成長率のマイナス幅が10-12月期よりも拡大すると予測している機関は、輸出の減少ペースがさらに加速し、引き続き外需が成長率を大きく押し下げると見ているのに対し、成長率のマイナス幅が大きく縮小すると予測している機関は、10-12月期に前期比で増加となった輸入が内需低迷を反映し大きく落ち込み、外需のマイナス幅が縮小（あるいは改善）すると見ている。

2/25に発表された1月の貿易統計では、輸出入ともに減少幅が拡大したが、2月、3月でどちらの減少幅が拡大するかが1-3月期の成長率を大きく左右することになるだろう。1-3月期の結果次第では、2009年度の成長率見通しが再び大幅に修正される可能性がある。

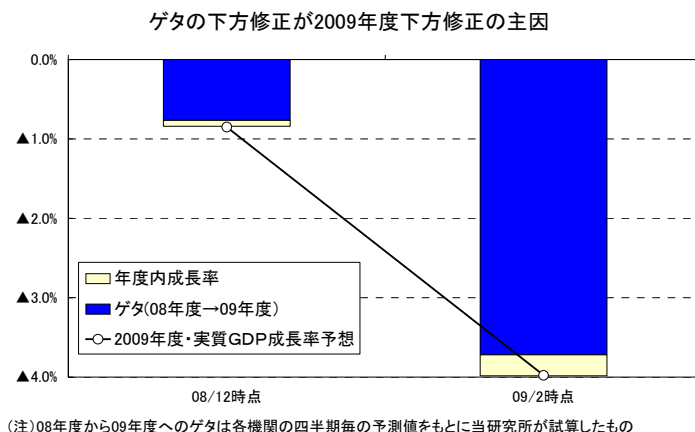
## ●GDPデフレーター、失業率の見方

実質GDP成長率以外では、GDPデフレーター、失業率も比較の見方が分かれた項目である。

2008年10-12月期のGDPデフレーターは前年比0.9%と1998年1-3月期以来の上昇となった。国内需要デフレーターは7-9月期の前年比1.4%から同0.4%へと上昇幅が縮小したが、輸入デフレーターの上昇率が7-9月期の前年比17.4%から同▲11.7%へと急落したことがGDPデフレーターを大きく押し上げた。輸入デフレーターの下落率はさらに拡大し、引き続きGDPデフレーターの押し上げ要因となることが見込まれるが、輸入物価下落の影響はすでに国内物価にも波及している。今後は国内需要デフレーターの下落と輸入デフレーターの下落が綱引きする形となるだろう。

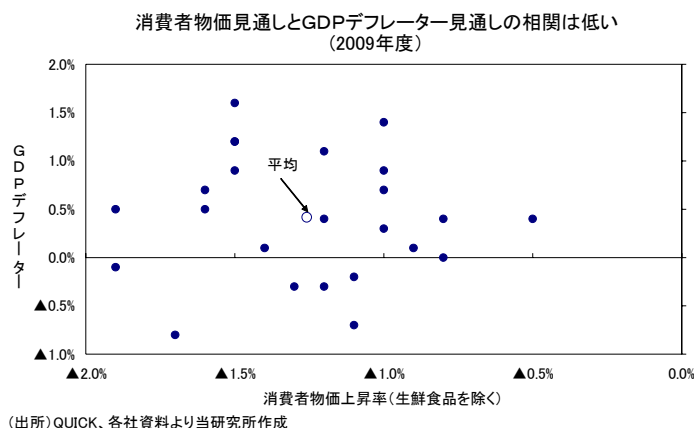
GDPデフレーターは2009年度に前年比0.4%（平均値）と12年ぶりに上昇に転じるという予想がコンセンサスとなったが、24機関中6機関は下落が続くと予想している。

GDPデフレーターの見通しを国内需要デフレーターと輸出入デフレーターに分けて公表して



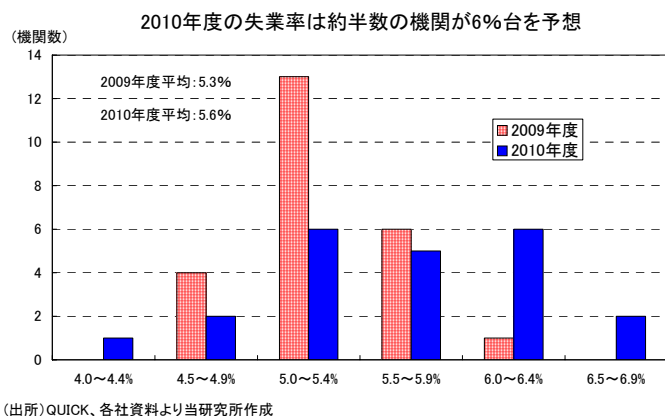
いる機関はほとんどないが、国内物価の代表的な指標である消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、全ての機関が2009年度にマイナスに転じると見ている。

各機関の消費者物価の予測値とGDPデフレーターの見通しの関係を見ると、両者の相関は低く、必ずしも消費者物価上昇率が低い機関がGDPデフレーター上昇率のマイナスを予測しているわけではない。2009年度のGDPデフレーターの見通しは国内物価よりも為替、原油価格の想定などによる輸入デフレーターの下落率の違いによって左右されることが推察される。



失業率は、今後上昇することが不可避という見方は一致しているが、上昇のスピード、幅には差が見られた。平均的な見方は、2009年度中に過去最悪の5.5%を突破し、2010年度は5%台後半で推移するというものであるが、最も楽観的な見方では5%に達する前に低下し始めると予想されている一方、最も悲観的な見方では2010年度には6%台後半まで上昇すると予想されている。年度ベースの失業率が最も高かったのは2002年度の5.4%であるが、半数以上の機関は2010年度の水準がそれを上回るとしており、6%台を予測する機関も全体の4割近くを占めた。

景気は2010年度には底を打ち、実質GDP成長率もプラスに転じると見る機関がほとんどだが、失業率は景気の遅行指標ということもあり、大半の機関は2009年度よりも2010年度の失業率が高くなると予想している。



昨年秋以降の景気の急速な悪化は、主として海外経済の悪化を背景とした輸出の急減少とそれに伴う設備投資の大幅な落ち込みであり、個人消費は比較的緩やかな減少にとどまっていた。しかし、失業率が今後急上昇するようなことがあれば、GDPの6割近くを占める個人消費が一段と落ち込み、景気後退がより深く、長いものとなる恐れが高まるだろう。

## 月次GDPの動向

<2008年12月、2009年1月>

2008年12月の月次GDPは、外需の急速な悪化、民間消費、設備投資の減少などから、前月比▲2.4%の大幅減少となった。

2009年1月の月次GDPは、外需の悪化などから引き続き前月比▲3.4%の大幅減少を予測する。



# 日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2008/8	2008/9	2008/10	2008/11	2008/12	2009/1	2008/7-9	2008/10-12	2009/1-3
<b>実質GDP</b>	556,474	558,893	559,100	537,489	524,586	506,827	559,071	540,392	526,672
前期比年率							▲2.3%	▲12.7%	▲9.8%
前期比	▲1.0%	0.4%	0.0%	▲3.9%	▲2.4%	▲3.4%	▲0.6%	▲3.3%	▲2.5%
前年同期比	▲2.0%	▲0.3%	▲2.3%	▲5.2%	▲6.3%	▲10.1%	▲0.2%	▲4.6%	▲7.1%
<b>内需（寄与度）</b>	524,376	528,326	532,499	524,877	521,004	516,340	527,737	526,127	519,749
前期比	▲1.1%	0.7%	0.7%	▲1.4%	▲0.7%	▲0.9%	▲0.4%	▲0.3%	▲1.2%
前年同期比	▲2.5%	▲0.1%	▲0.3%	▲2.3%	▲2.7%	▲3.0%	▲0.9%	▲1.8%	▲2.7%
<b>民需（寄与度）</b>	407,567	412,031	415,365	407,528	403,270	398,533	411,386	408,721	402,041
前期比	▲1.2%	0.8%	0.6%	▲1.4%	▲0.8%	▲0.9%	▲0.4%	▲0.5%	▲1.2%
前年同期比	▲2.4%	▲0.1%	▲0.2%	▲2.0%	▲2.5%	▲3.1%	▲0.8%	▲1.6%	▲2.7%
<b>民間消費</b>	306,015	309,790	312,435	307,820	304,456	302,980	309,506	308,237	306,384
前期比	▲2.1%	1.2%	0.9%	▲1.5%	▲1.1%	▲0.5%	0.3%	▲0.4%	▲0.6%
前年同期比	▲1.5%	1.3%	1.6%	▲0.7%	▲1.7%	▲2.1%	0.6%	▲0.3%	▲1.4%
<b>民間住宅投資</b>	15,553	15,992	16,694	16,504	16,159	15,792	15,572	16,452	15,606
前期比	2.5%	2.8%	4.4%	▲1.1%	▲2.1%	▲2.3%	4.0%	5.7%	▲5.1%
前年同期比	▲4.3%	4.3%	17.2%	13.8%	6.9%	3.2%	▲4.7%	12.6%	2.3%
<b>民間設備投資</b>	85,287	85,492	83,608	80,265	79,302	77,746	85,581	81,059	78,033
前期比	▲0.8%	0.2%	▲2.2%	▲4.0%	▲1.2%	▲2.0%	▲3.4%	▲5.3%	▲3.7%
前年同期比	▲6.7%	▲3.1%	▲9.8%	▲13.2%	▲11.9%	▲14.5%	▲4.0%	▲11.6%	▲13.8%
<b>民間在庫（寄与度）</b>	1,492	1,537	3,101	3,411	3,824	2,487	1,507	3,445	2,490
前期比	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	▲0.3%	▲0.2%	0.3%	▲0.2%
前年同期比	▲0.3%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	▲0.3%	▲0.1%	0.1%
<b>公需（寄与度）</b>	116,942	116,427	117,238	117,454	117,838	117,911	116,484	117,510	117,812
前期比	0.2%	▲0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	▲0.0%	0.2%	0.1%
前年同期比	▲0.2%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.3%	▲0.2%	0.1%	▲0.1%	▲0.2%	0.1%
<b>政府消費</b>	97,295	97,308	98,359	98,451	98,656	98,909	97,311	98,489	98,843
前期比	▲0.0%	0.0%	1.1%	0.1%	0.2%	0.3%	▲0.2%	1.2%	0.4%
前年同期比	▲0.1%	1.2%	0.3%	▲0.3%	▲0.1%	0.5%	0.5%	▲0.0%	0.5%
<b>公的固定資本形成</b>	19,570	19,042	18,835	18,958	19,138	18,936	19,096	18,977	18,903
前期比	4.8%	▲2.7%	▲1.1%	0.7%	0.9%	▲1.1%	1.0%	▲0.6%	▲0.4%
前年同期比	▲5.0%	▲5.8%	▲4.4%	▲6.3%	▲4.3%	▲0.2%	▲6.0%	▲5.0%	▲0.9%
<b>外需（寄与度）</b>	31,335	29,804	28,355	14,367	5,337	-7,758	30,571	16,019	8,678
前期比	0.1%	▲0.3%	▲0.3%	▲2.5%	▲1.7%	▲2.5%	▲0.1%	▲3.0%	▲1.4%
前年同期比	0.5%	▲0.3%	▲1.6%	▲2.4%	▲3.2%	▲6.6%	0.7%	▲2.4%	▲4.0%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	91,785	91,484	92,822	78,124	66,819	54,287	92,035	79,255	70,372
前期比	▲1.1%	▲0.3%	1.5%	▲15.8%	▲14.5%	▲18.8%	0.6%	▲13.9%	▲11.2%
前年同期比	1.5%	2.5%	3.2%	▲16.3%	▲25.8%	▲42.6%	4.4%	▲12.9%	▲24.8%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	60,450	61,680	64,467	63,757	61,482	62,046	61,465	63,235	61,695
前期比	▲2.9%	2.0%	4.5%	▲1.1%	▲3.6%	0.9%	1.7%	2.9%	▲2.4%
前年同期比	▲2.7%	6.9%	18.8%	▲2.0%	▲8.2%	▲1.5%	0.3%	3.0%	▲1.1%

## <民間消費の内訳>

<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>	250,951	253,599	255,446	251,712	246,884	245,520	252,801	251,348	249,320
前期比	▲1.1%	1.1%	0.7%	▲1.5%	▲1.9%	▲0.6%	0.3%	▲0.6%	▲0.8%
前年同期比	▲1.6%	1.1%	1.2%	▲1.1%	▲2.1%	▲2.7%	0.4%	▲0.7%	▲2.0%
<b>需要側推計</b>	0.3%	1.4%	0.3%	0.2%	▲1.4%	▲1.0%	0.8%	1.0%	1.0%
前年同期比	▲1.2%	▲0.2%	0.9%	2.2%	▲0.7%	0.5%	▲0.7%	0.7%	3.8%
<b>供給側推計</b>	▲3.0%	0.5%	0.6%	▲1.4%	▲2.8%	0.9%	0.4%	▲2.0%	▲1.7%
前年同期比	0.8%	3.9%	3.0%	▲1.0%	▲0.7%	▲2.2%	3.3%	0.4%	▲2.6%
<b>帰属家賃</b>	4,185	4,189	4,197	4,200	4,204	4,210	50,216	50,397	50,585
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
前年同期比	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。