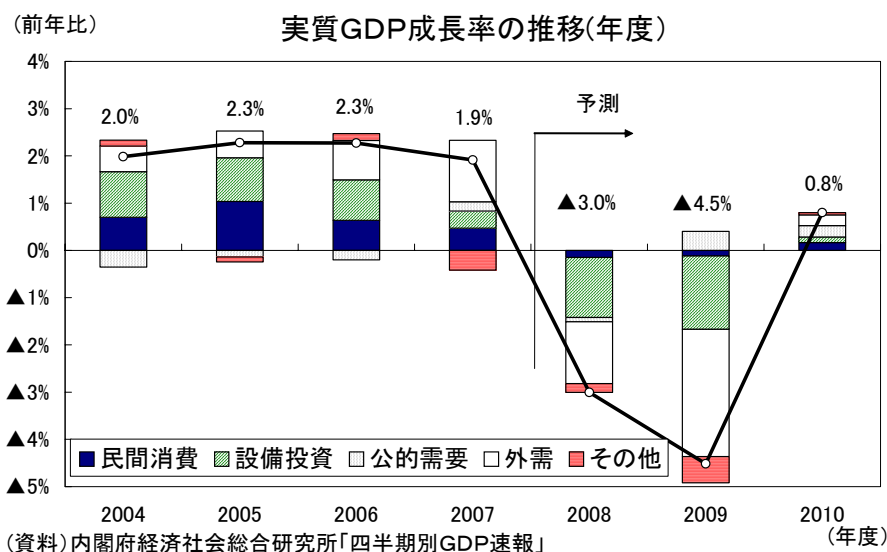


Weekly  
エコノミスト・  
レター2009・2010 年度経済見通し  
～08年10-12月期GDP2次速報後改定

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

＜実質成長率:2008年度▲3.0%、2009年度▲4.5%、2010年度0.8%を予想＞

1. 2008年10-12月期のGDP2次速報は、民間在庫の上方修正を主因として、実質GDP成長率が1次速報の前期比▲3.3%（年率▲12.7%）から前期比▲3.2%（年率▲12.1%）へと上方修正された。
2. 実質GDP成長率は2008年度が▲3.0%、2009年度が▲4.5%、2010年度が0.8%と予想する。前回見通し（2月時点）から2008年度、2009年度の成長率をそれぞれ▲0.1%、▲0.6%下方修正した。2009年度の下方修正は、2008年度の最終四半期にあたる2009年1-3月期の予測を下方修正したことにより、2008年度から2009年度へのゲタ（発射台）が大幅に下がったことが主因である。
3. 景気は2010年初め頃に底打ちすると予想するが、米国をはじめとした海外経済の低成長が長期化する可能性が高いため、前回の回復局面のような輸出の高い伸びは当面期待できない。2010年度中は前期比年率1%前後の低成長が続くだろう。
4. 景気の急速な悪化を受けて、失業率の上昇ペースは今後加速する可能性が高く、2009年後半に過去最悪の5.5%を超えた後、2010年には6%台に達すると予想する。



## 1. 2 四半期連続で年率二桁のマイナス成長の公算

(在庫の積み上がり幅が拡大)

3/12 に内閣府が公表した 2008 年 10-12 月期の GDP 2 次速報は、実質 GDP 成長率が前期比▲3.2% (年率▲12.1%) となり、2/16 に公表された 1 次速報 (前期比▲3.3%、年率▲12.7%) から小幅な上方修正となった。設備投資は前期比▲5.3%から同▲5.4%へと若干下方修正されたが、民間在庫が前期比 0.4% (寄与度) から同 0.5%へ、公的固定資本形成が前期比▲0.6%から同 0.1%へ上方修正されたことなどから、成長率のマイナス幅は小幅ながら縮小した。

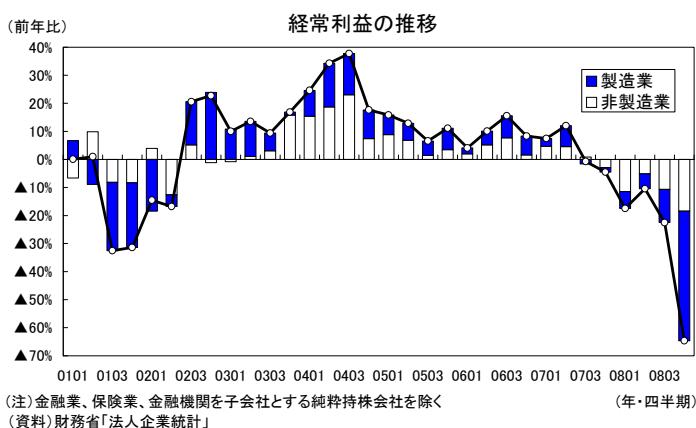
ただし、1974 年 1-3 月期 (前期比年率▲13.1%) 以来の年率二桁マイナス成長であることは 1 次速報時点と変わりがなく、上方修正の主因となった民間在庫の増加は、最終需要の落ち込みによる在庫の積み上りを意味しており、前向きの評価はできない。10-12 月期の GDP 統計は、昨年秋以降、輸出の大幅な落ち込みを主因として日本経済が急速に悪化していることをあらためて裏づけるものとなった。

(大企業・製造業が初の赤字に)

3/5 に財務省から公表された 10-12 月期の法人企業統計では、全産業 (金融業、保険業、金融機関を子会社とする純粋持株会社を除く) の経常利益が前年比▲64.6% (7-9 月期: 同▲22.5%) と 6 四半期連続の減少となった。資源価格の下落により変動費は減少に転じたが、海外経済の悪化を背景とした輸出の急減を主因に売上高の落ち込みが 7-9 月期の前年比▲0.2%から同▲11.6%へと加速したため、減益幅は前期から急拡大した。

経常利益の内訳を業種別に見ると、製造業が前年比▲94.3%、非製造業が前年比▲36.1%と、製造業の落ち込みが特に大きくなっている。製造業では全ての業種が減益となり、18 業種中 6 業種は赤字となった (赤字業種: 輸送機械、電気機械、石油・石炭、非鉄金属、情報通信、精密機械)。また、製造業のうち資本金 10 億円以上の大企業は、1954 年の統計開始以来初の赤字となった。

7-9 月期までは原材料高に伴う交易条件の悪化が収益圧迫要因となっていたが、昨年夏場以降、原油などの国際商品市況は急速に低下し、交易条件は 6 年ぶりに改善に転じた。しかし、輸出急減を主因とした売上高の大幅な落ち込みがその効果を完全に打ち消してしまっている。輸出の減少ペースは年明け以降さらに加速しているため、製造業の経常利益は 1-3 月期には赤字に転落する可能性が高いだろう。



(2009 年 1-3 月期は過去最大のマイナス成長を予想)

景気の急速な悪化は年明け以降も歯止めがかかっていない。貿易統計の輸出額は 2008 年 10 月に前年比▲7.9%と減少に転じた後、11 月が同▲26.8%、12 月が同▲35.0%、2009 年 1 月が同▲45.7%

と減少幅の急拡大が続いてきたが、すでに発表されている2月上中旬の輸出額は同▲46.5%と引き続き大幅な減少となっている。

GDP統計の実質輸出(財・サービス)は、10-12月期の前期比▲13.8%から1-3月期には同▲19.0%へと減少幅が拡大するだろう。国内需要低迷に伴い輸入が減少に転じることが、外需の悪化をある程度緩和するものの、1-3月期の外需寄与度は前期比▲1.9%となり、10-12月期の前期比▲3.0%に続き、成長率を大きく押し下げることが見込まれる。

鉱工業生産は、2008年10-12月期に前期比▲12.0%と過去最大の落ち込みとなった後、2009年1月も前月比▲10.0%（速報値）となった。景気の山（2007年10月）を起点とした生産の落ち込み幅はすでに過去最大となっているが、企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数は、2月が前月比▲8.3%、3月が同2.8%となっている。1月の生産指数を2月、3月の予測指数で先延ばしすると、2009年1-3月期の鉱工業生産は前期比▲22.4%の大幅減少となる。生産計画が下方修正される動きが続いていることを合わせて考えれば、1-3月期の減産幅が10-12月期よりも拡大することはほぼ確実とみられる。1月の在庫指数が5ヵ月ぶりに前月比で低下したことや、3月の予測指数が6ヵ月ぶりに上昇したことなど、一部に明るい兆しが見られるが、生産が底を打って反転するまでには時間を要するだろう。

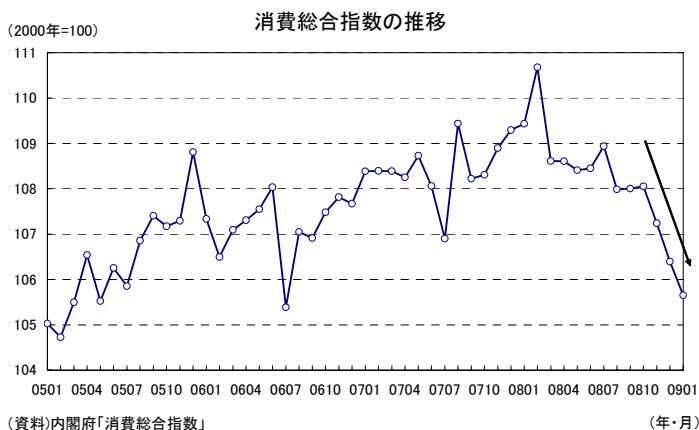
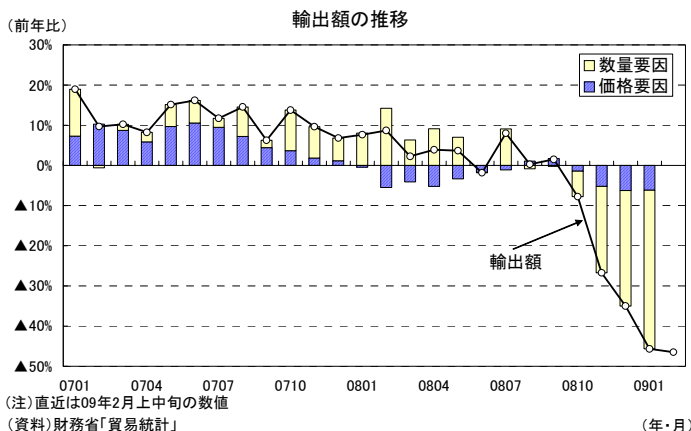
10-12月期は外需の急速な悪化が大幅マイナス成長の主因だったが、1-3月期は外需のマイナス幅が若干縮小する一方で、国内需要の悪化がより鮮明となる可能性が高い。

企業収益の急速な悪化を背景に設備投資はすでに大きく落ち込んでいるが、雇用・所得環境が厳しさを増す中、ここに来て個人消費の減少が顕著となっている。

GDP統計の家計消費支出との連動性が高い内閣府の消費総合指数は、2008年11月以降、3ヵ月連続で大幅に低下しており、2009年1月の指数は2008年10-12月期より▲1.8%も低い水準にある。1-3月期の民間消費は減少幅が大きく拡大する可能性が高い。

また、2008年7-9月期、10-12月期と2四半期続けて高い伸びとなった住宅投資だが、住宅着工戸数は7-9月期までの110万戸台から足もとでは100万戸を割り込む水準にまで落ち込んでいる（2009年1月：季調済・年率換算値で95.7万戸）。GDPベースの住宅投資は1-3月期には大幅な減少に転じるだろう。

このように、外需が引き続き成長率を大きく押し下げることに加え、国内需要の減少幅



が拡大することから、2009年1-3月期の実質GDPは前期比年率▲13.6%となり、1974年1-3月期（前期比年率▲13.1%）を超える過去最大のマイナス成長になると予測する。この結果、2008年度の実質GDP成長率は▲3.0%となることが見込まれる。マイナス成長は2001年度（▲0.8%）以来だが、マイナス幅は過去最大だった1998年度の▲1.5%を大きく上回るだろう。

## 2. 2009年度▲4.5%成長、2010年度0.8%成長

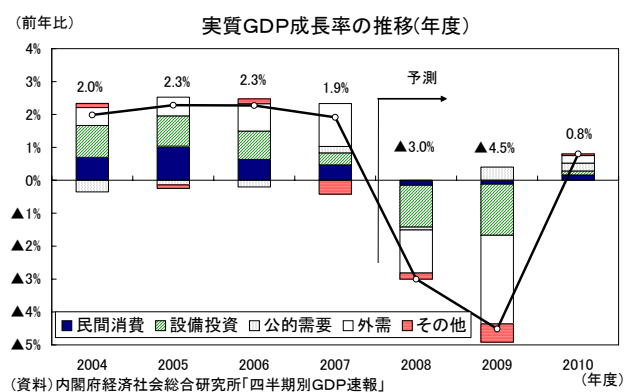
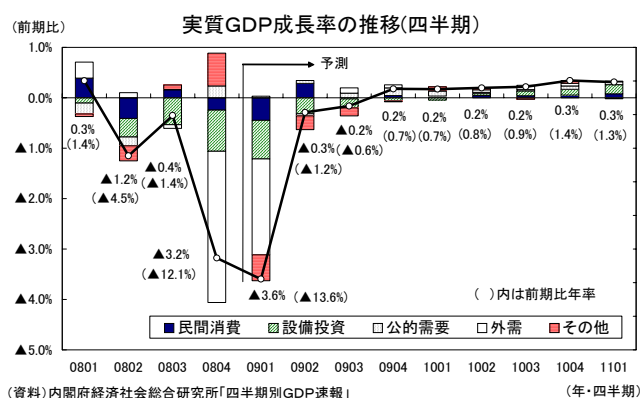
（2009年度半ばまではマイナス成長が継続、景気底打ちは2010年初め頃）

2008年10-12月期のGDP2次速報を受けて、2/18に発表した2009・2010年度経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2009年度が▲4.5%、2010年度が0.8%と予想する（2/18時点ではそれぞれ▲3.9%、0.8%）。

基本的なシナリオは2月時点から変更していないが、2008年度の最終四半期にあたる2009年1-3月期の実質成長率の予測を前期比年率▲9.8%から同▲13.6%へ下方修正したため、2008年度から2009年度へのゲタ（発射台）が前回予測の▲3.7%から▲4.3%に低下した。このことが2009年度見通しの下方修正の主因である。

米国経済は、インフラ整備、減税などを柱とした景気対策の効果などから2009年末までには回復に向かうことが予想される。ただし、住宅価格、株価の下落に伴い家計のバランスシートが大きく悪化しており、負債圧縮のために消費の抑制が必要な状況が続いている。このため、米国はリセッション終了後も個人消費の低迷が続く可能性が高く、しばらくは低成長を余儀なくされよう。

日本の景気底打ちは、米国をはじめとした海外経済が持ち直し、日本の輸出も増加に転じる2010年初め頃と予想するが、海外経済の低成長が長期化する可能性が高いため、2002年以降の景気回復局面のような輸出の高い伸びは当面期待できない。2009年10-12月期にはマイナス成長を脱することが見込まれるが、2010年度中は前期比年率1%前後の低成長が続くだろう。



実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は、2兆円の定額給付金による押し上げ効果（2009年度の民間消費を0.2%程度押し上げ）はあるものの、雇用・所得環境の急速な悪化が響き、2008年度の前年比▲0.3%（見込値）に続き、2009年度も同▲0.2%と低迷が続くだろう。2010年度は景気持ち直しに伴い、雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかることから、前年比0.3%

と小幅な増加となるだろう。

住宅投資は、雇用・所得環境の悪化を主因として、2008年度が前年比▲2.5%（見込値）、2009年度が同▲4.1%と減少が続くだろう。2010年度は住宅ローン減税の効果もあって2.4%と6年ぶりの増加を予想する。

設備投資は企業収益の急速な悪化を背景に、2008年度の前年比▲8.0%（見込値）の後、2009年度は同▲10.2%と減少幅がさらに拡大するだろう。2010年度は海外経済の持ち直しに伴い輸出が増加し、企業収益も回復に転じることから、前年比0.8%と3年ぶりの増加となるだろう。

外需寄与度は2008年度の前年比▲1.3%（見込値）から2009年度は同▲2.7%へとマイナス幅が拡大するだろう。内需低迷を反映し、輸入は前年比▲8.4%の大幅減少となるが、海外経済の急速な悪化や円高の進展により、輸出が前年比▲24.2%と過去最大の落ち込みとなろう。2010年度は輸出が前年比2.6%と増加に転じることから、外需寄与度は0.2%となり、3年ぶりに成長率の押し上げ要因になると予想する。

（失業率は過去最悪を更新する公算）

失業率は4%前後での推移が続いており、景気後退局面入りから1年以上が経過した現時点でもそれほど大きく悪化していない。しかし、失業率は景気の遅行指標であり、本格的な上昇はこれから始まるとみるべきだろう。

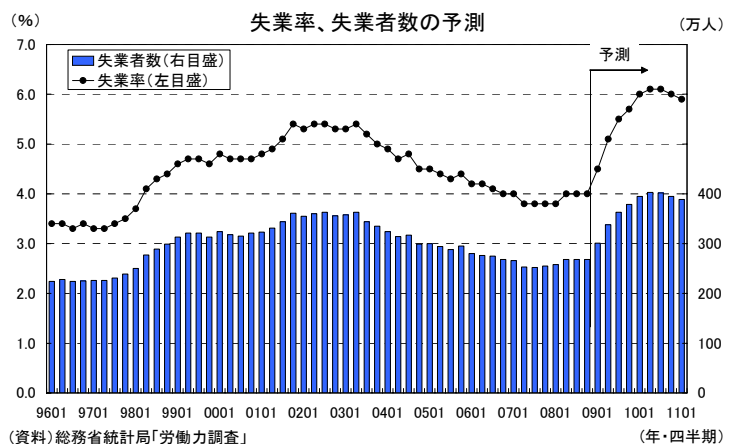
過去の景気後退局面においては、労働投入量（雇用者数×総労働時間）の削減幅が実質GDPの落ち込み幅と同程度かそれを上回るものとなっている。2009年4-6月期から10-12月期までの実質GDPの落ち込み幅は▲4.6%だが、2009年7-9月期までマイナス成長が続くことにより、累積的な落ち込み幅は▲8.5%に達することが見込まれる。

一方、景気の山（2007年10-12月期）から2008年10-12月期までの労働投入量の削減幅は▲2.2%で、実質GDPの落ち込み幅の半分にも達していない。今後削減ペースが加速することは必至とみられる。また、これまでは労働投入量の削減のほとんど全てが労働時間の短縮によって行われてきたが、労働時間による調整はすでに限界を迎えているため、これからは雇用の削減に重点が置かれることになるだろう。

失業率の上昇ペースは今後加速し、2009年後半に過去最悪の5.5%を超えた後、2010年には6%台となることが予想される。270万人程度で推移してきた失業者数は2010年には400万人を超えるだろう。

（物価、金融政策の見通し）

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、ガソリンをはじめとしたエネルギー価格の急上昇、食料品の相次ぐ値上げなどから2008年7月、8月には前年比2.4%まで上昇率が高まった。しかし、昨年夏場以降は原油価格急落などにより上昇率が急低下し、2009年1月には前年比0.0%の横ばいとなった。物価上昇のもうひとつ

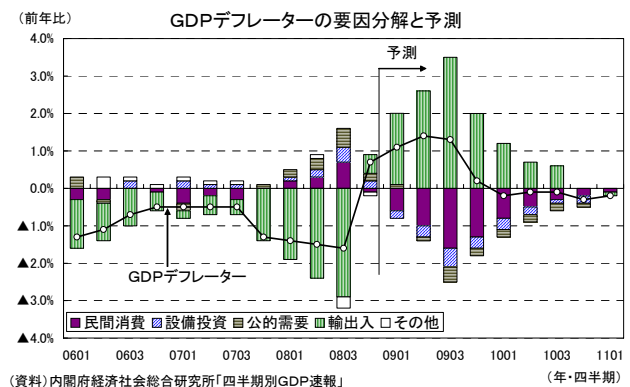
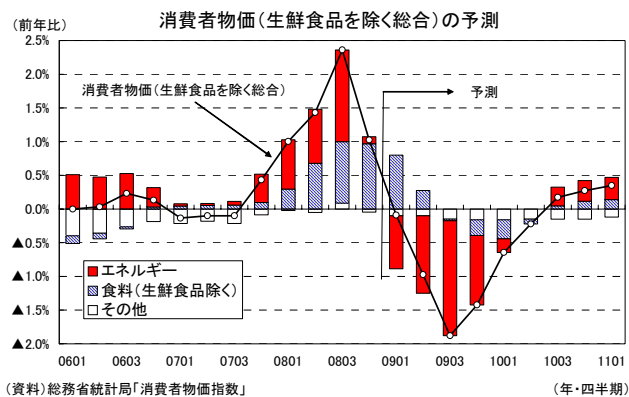


の柱であった食料品（生鮮食品を除く）についても、上昇は続いているもののここにきて伸びは頭打ちとなっている。

コア CPI は 2009 年 1-3 月期に前年比でマイナスに転じた後、夏場にかけてマイナス幅は 2% 近くまで拡大するだろう。エネルギー価格の大幅低下が物価下落の主因となるが、景気悪化に伴う需給緩和も物価下落圧力となろう。コア CPI 上昇率は、2008 年度の 1.2%（見込値）の後、2009 年度が ▲1.3%、2010 年度が 0.1% と予想する。

2008 年 10-12 月期の GDP デフレーターは前年比 0.7% と、消費税率引き上げの影響があった 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 0.3% へと伸びが低下したが、原油価格急落、円高の進展に伴い輸入デフレーターが 7-9 月期の前年比 17.4% から同 ▲11.8% 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 2009 年 1-3 月期以降さらに拡大し、引き続き GDP デフレーターの上昇要因となるだろう。一方、国内需要デフレーターは 2009 年 1-3 月期には前年比でマイナスに転じることが予想される。GDP デフレーターは、2009 年中は輸入デフレーターの大規模下落を主因として上昇が続くが、輸入デフレーターの下落幅が縮小する 2010 年入り後には下落に転じるだろう。GDP デフレーター上昇率は 2009 年度が前年比 0.7%、2010 年度が ▲0.2% と予想する。



日銀は1月の金融政策決定会合で、昨年10月末に公表した展望レポートの中間評価を行い、経済成長率、物価見通しを大幅に下方修正した。実質GDP成長率の見通しは2008年度が▲1.8%、2009年度が▲2.0%、2010年度が1.5%（いずれも政策委員見通しの中央値）となったが、足もとの景気悪化はすでに日銀の想定を大きく超えるものとなっており、先行きの下振れリスクも一段と高まっている。4月末に公表予定の展望レポートでは、成長率の見通しが大幅に下方修正されるだろう。日銀は2009年度初め頃には量的金融緩和政策に踏み込むことになると予想する。

# 日本経済の見通し (2008年10-12月期2次QE(3/12発表)反映後)

(単位: %)

前回予測  
(2009.2)

	2007年度 実績	2008年度 見込	2009年度 予測	2010年度 予測	08/4-6 実績	7-9 実績	10-12 実績	09/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	10/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	11/1-3 予測	2008年度	2009年度	2010年度
実質GDP	1.9	▲3.0	▲4.5	0.8	▲1.2	▲0.4	▲3.2	▲3.6	▲0.3	▲0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	▲2.9	▲3.9	0.8
内需寄与度	(0.7)	(▲1.5)	(▲1.6)	(0.6)	(▲1.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲1.7)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(▲1.5)	(▲1.3)	(0.6)
内、民需	(0.5)	(▲1.4)	(▲2.0)	(0.3)	(▲1.0)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲1.7)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(▲1.4)	(▲1.6)	(0.4)
内、公需	(0.2)	(▲0.1)	(0.4)	(0.2)	(▲0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.3)	(0.2)
外需寄与度	(1.3)	(▲1.3)	(▲2.7)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲3.0)	(▲1.9)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲1.2)	(▲2.4)	(0.2)
民間最終消費支出	0.8	▲0.3	▲0.2	0.3	▲0.8	0.3	▲0.4	▲0.8	0.5	▲0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.2	▲0.1	0.4
民間住宅投資	▲13.0	▲2.5	▲4.1	2.4	▲1.9	4.0	5.7	▲6.7	▲3.1	▲0.6	0.7	2.5	0.3	▲0.7	0.5	0.8	▲2.1	▲2.0	0.6
民間企業設備投資	2.3	▲8.0	▲10.2	0.8	▲2.3	▲3.4	▲5.4	▲5.1	▲2.2	▲1.2	▲0.4	▲0.3	0.3	0.7	0.8	1.3	▲7.6	▲9.3	1.0
政府最終消費支出	2.2	0.4	2.1	1.5	▲0.9	▲0.1	1.4	0.3	0.4	0.4	0.7	0.5	0.3	0.2	0.5	▲0.1	0.3	1.8	1.5
公的固定資本形成	▲5.8	▲4.1	▲0.2	▲1.3	▲0.8	1.1	0.1	▲0.8	▲0.4	0.3	0.4	▲0.1	▲0.7	▲0.4	▲0.9	0.1	▲4.6	▲0.3	▲1.6
輸出	9.3	▲9.0	▲24.2	2.6	▲2.3	0.6	▲13.8	▲19.0	▲2.6	▲1.2	▲0.3	0.5	0.9	1.0	1.3	1.4	▲7.2	▲18.5	2.3
輸入	1.8	▲1.1	▲8.4	0.7	▲3.1	1.7	▲3.6	▲7.5	▲2.5	▲2.3	▲0.9	0.3	0.5	0.3	1.1	1.0	0.2	▲4.0	1.0
名目GDP	1.0	▲3.3	▲3.9	0.6	▲1.4	▲0.7	▲1.6	▲3.0	▲0.8	▲0.3	0.3	0.6	▲0.3	0.1	0.2	0.9	▲3.2	▲3.2	0.5

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

## <主要経済指標>

(単位: %)

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	08/4-6	7-9	10-12	09/1-3	4-6	7-9	10-12	10/1-3	4-6	7-9	10-12	11/1-3	2008年度	2009年度	2010年度
鉱工業生産 (前期比)	2.6	▲12.4	▲25.7	1.8	▲0.8	▲1.3	▲12.0	▲23.3	▲1.4	▲0.5	▲0.2	0.3	0.4	0.8	1.0	1.2	▲12.1	▲25.4	1.4
国内企業物価 (前年比)	2.3	3.5	▲7.1	0.3	4.9	7.1	2.9	▲0.9	▲5.8	▲10.3	▲7.7	▲4.7	▲1.6	0.6	1.1	1.2	3.5	▲7.2	0.2
消費者物価 (前年比)	0.4	1.2	▲1.2	0.1	1.4	2.2	1.1	▲0.0	▲1.0	▲1.9	▲1.5	▲0.6	▲0.2	0.2	0.3	0.3	1.2	▲1.0	0.1
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.3	1.2	▲1.3	0.1	1.5	2.3	1.0	▲0.1	▲1.0	▲1.9	▲1.4	▲0.6	▲0.2	0.2	0.3	0.3	1.2	▲1.0	0.1
経常収支 (兆円)	24.5	11.8	6.2	8.8	19.8	15.2	9.2	3.1	4.7	5.0	7.1	7.9	8.7	8.6	8.8	9.0	12.2	8.2	11.4
(名目GDP比)	(4.8)	(2.4)	(1.3)	(1.8)	(3.9)	(3.0)	(1.8)	(0.6)	(1.0)	(1.0)	(1.5)	(1.6)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.9)	(2.4)	(1.7)	(2.3)
失業率 (%)	3.8	4.1	5.6	6.0	4.0	4.0	4.0	4.5	5.1	5.5	5.7	6.0	6.1	6.1	6.0	5.9	4.2	5.7	6.1
住宅着工戸数(万戸)	104	105	103	110	112	110	101	97	100	103	103	107	109	109	110	112	105	105	110
コールレート (無担保・翌日物)	0.50	0.10	0.00	0.00	0.50	0.50	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
10年国債利回り (店頭基準年換)	1.6	1.5	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7	1.5	1.3	1.6
為替 (円/ドル)	114	101	90	93	105	108	96	95	90	90	90	90	90	93	95	95	100	88	93
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	78	93	46	48	109	130	79	55	50	45	45	45	45	47	47	52	93	46	48
経常利益 (前年比)	▲3.3	▲44.9	▲26.2	9.7	▲10.5	▲22.5	▲64.6	▲86.8	▲43.5	▲21.5	1.9	8.3	6.4	9.5	13.7	13.8	▲40.9	▲25.0	7.8

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値。経常利益は「金融機関の子会社とする純粋持株会社」を除く。

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(総括)

経済調査部長

樋 浩一

(はじ こういち)

(03) 3512-1830

haji@nli-research.co.jp

(日本経済担当)

主任研究員

斎藤 太郎

(さいとう たろう)

(03) 3512-1836

tsaito@nli-research.co.jp

研究員

桑 昌 滋

(くわはた しげる)

(03) 3512-1838

kuwahata@nli-research.co.jp

(金融・為替担当)

主任研究員

矢嶋 康次

(やじま やすひで)

(03) 3512-1837

yyajima@nli-research.co.jp

(米国経済担当)

主任研究員

土肥原 晋

(どいはら すずむ)

(03) 3512-1835

doihara@nli-research.co.jp

(欧州経済担当)

主任研究員

伊藤 さゆり

(いとう さゆり)

(03) 3512-1832

ito@nli-research.co.jp

(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もありません。