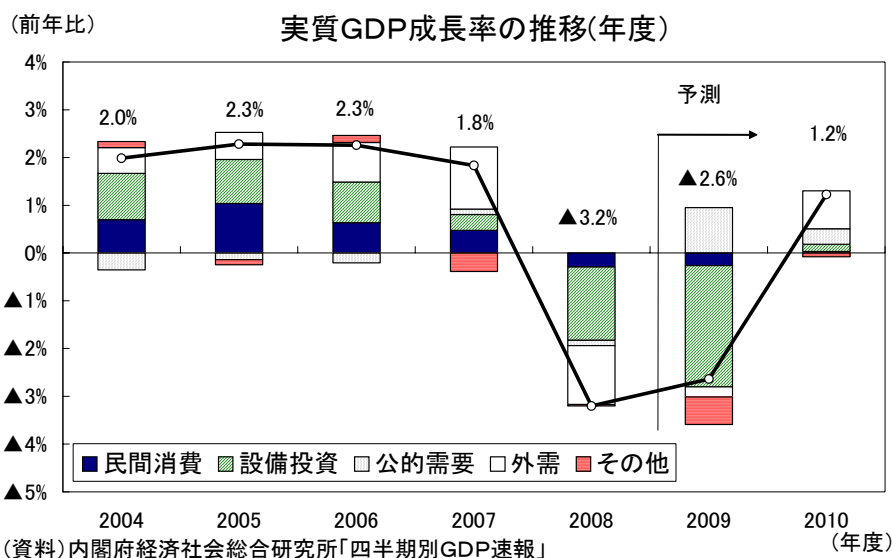


Weekly
エコノミスト・
レター2009・2010 年度経済見通し
～険しい自律回復への道のり

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

＜実質成長率：2009 年度▲2.6%、2010 年度 1.2%を予想＞

1. 2009 年 4-6 月期の実質 GDP は、海外経済の持ち直しを背景とした輸出の増加、経済対策の効果による公的固定資本形成、民間消費の増加などから、前期比 0.9%（前期比年率 3.7%）と 5 四半期ぶりのプラス成長となった。
2. 輸出は 7-9 月期以降も増加が見込まれるが、米国、欧州経済はリセッション終了後もしばらくは低成長が続くことが予想されるため、2010 年度末になっても金融危機以前の水準を取り戻すまでには至らないだろう。
3. 輸出の水準が低い中では生産の回復も限定的にとどまり、設備投資、雇用の本格回復は期待できない。民需主導の自律回復が実現するのは 2011 年度以降になるだろう。
4. 実質 GDP 成長率は 2009 年度が▲2.6%、2010 年度が 1.2%と予想する。雇用・所得環境のさらなる悪化から個人消費は年末にかけて息切れし、経済対策による公共事業の押し上げ効果も年明け以降は剥落する。2010 年前半はほぼゼロ成長となり、景気の停滞色が強まる可能性が高いだろう。

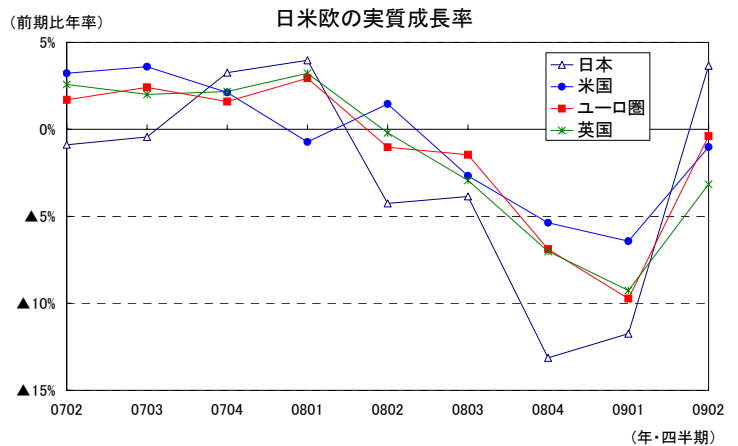


1. 4-6 月期は実質 GDP、生産ともに高い伸びに

8/17 に公表された 2009 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報）は、前期比 0.9%（前期比年率 3.7%）と 5 四半期ぶりのプラス成長となった。

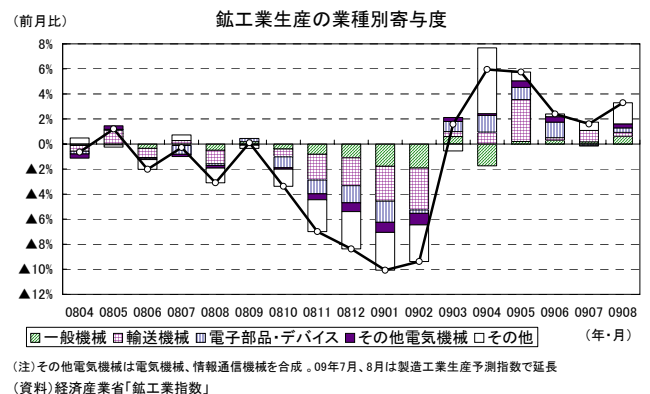
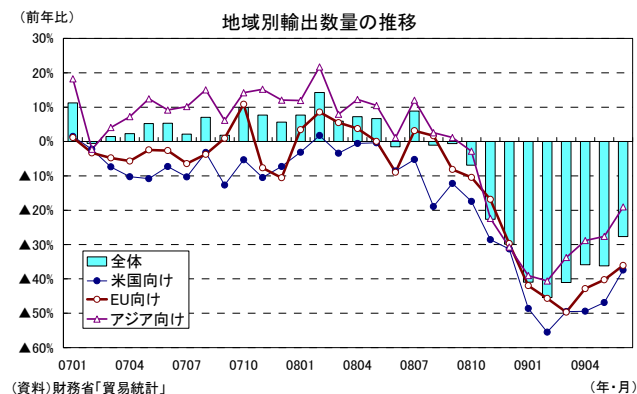
急激な落ち込みが続いていた輸出が増加に転じ、外需寄与度が前期比 1.6%と大幅なプラスとなったこと、経済対策の効果から公的固定資本形成が大幅に増加したことが成長率を押し上げた。一方、民間消費は 3 四半期ぶりに増加したものの、住宅投資、設備投資の大幅な減少が続いたことから、国内民間需要は 5 四半期連続の減少となった。

4-6 月期の主要国・地域の経済成長率を確認すると、米国が前期比年率▲1.0%、ユーロ圏が同▲0.4%、英国が同▲3.2%といずれもマイナス成長が継続した。昨年秋のリーマン・ショックに端を発する世界的な金融危機以降、日本経済は先進国の中で最も大幅なマイナス成長を記録してきたが、最も早くマイナス成長、景気後退を脱することとなった。



景気底打ちの主因は昨年秋以降急速に落ち込んだ輸出が持ち直していることである。輸出数量指数は 2 月には前年比▲45.4%まで落ち込んだが、6 月には同▲27.6%まで減少幅が縮小した。地域別には、大規模な景気刺激策の効果が顕在化している中国を中心としたアジア向けの減少幅が大きく縮小しているほか、欧米向けもここにきて下げ止まりつつある。

輸出の持ち直しを背景に、鉱工業生産は増加基調が鮮明となっている。鉱工業生産は 1-3 月期には前期比▲22.1%と過去最大の落ち込みを記録したが、4-6 月期には同 8.3%と 5 四半期ぶりの増加となった。業種別には、輸出の下げ止まりやエコカー減税・補助金による国内販売の持ち直しを受けて輸送機械が前期比 17.6%、在庫調整の進展を反映し電子部品・デバイスが前期比 36.4%と特に高い伸びとなり、4-6 月期の生産増の 6 割以上がこの 2 業種によるものとなった。



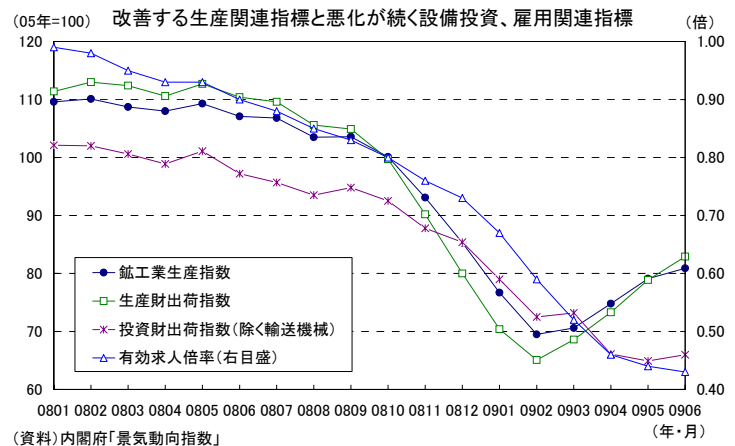
企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数は、7 月が前月比 1.6%、8 月が同 3.3%となってい

る。6月の生産指数を7月、8月の予測指数で先延ばし（9月は横ばいと仮定）すると、7-9月期は前期比7.3%の上昇となる。鉱工業生産は4-6月期に続き7-9月期も高めの伸びとなることが見込まれる。

2. 険しい自律回復への道のり

（悪化が続く設備投資、雇用関連指標）

景気は1-3月期を底に回復局面入りしているとみられるが、現時点では裾野の広がりには欠けるものとなっており、悪化を続けている経済指標も少なくない。たとえば、景気動向指数の一致系列に採用されている11指標の動きを確認すると、鉱工業生産指数、生産財出荷指数などの生産関連指標は上昇傾向が鮮明となっている一方、投資財出荷指数（除く輸送機械）、有効求人倍率といった設備投資、雇用関連指標は引き続き悪化している。



このように、一部の指標に下げ止まりの兆しが見られないひとつの理由は、昨年秋のリーマン・ショック以降、鉱工業生産を中心に経済活動の水準が大きく下がってしまったことである。鉱工業生産指数は2009年2月を底に4ヵ月連続で上昇し、その間の上昇幅は16.4%に達している。しかし、それまでの落ち込みがあまりにも急激であったため、足もとの生産指数はピーク時（2008年2月）に比べると依然として26.5%も低い水準にある。鉱工業生産がある程度水準まで戻らなければ、設備投資、雇用の回復は期待できないだろう。

（設備投資の本格回復は2011年度以降）

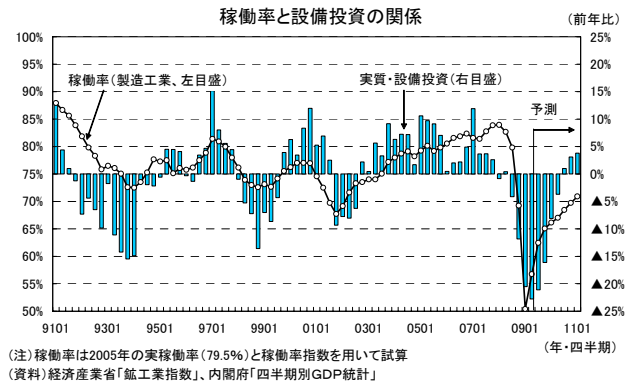
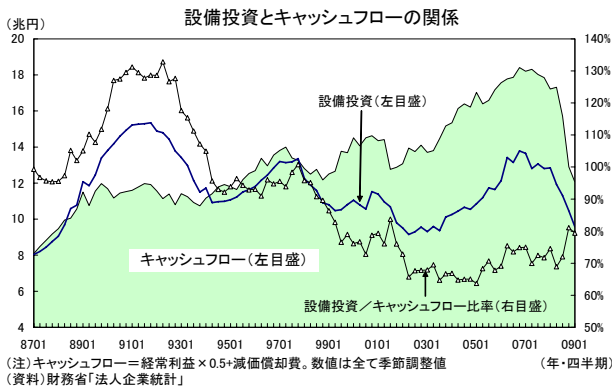
2008年度末にかけて急速に落ち込んだ企業収益は、輸出の下げ止まり、交易条件の改善、人件費を中心としたコスト削減などによって、2009年度入り後、徐々に持ち直しに向かい2009年10-12月期には前年比でプラスに転じることが予想される。しかし、2009年1-3月期の経常利益の水準は2007年1-3月期のピーク時と比べると4分の1程度にまで落ち込んでいる。今後の回復局面では、経常利益の伸び率は非常に高いものとなる可能性が高いが、水準としては2010年度末でもピーク時の7割程度にとどまるだろう。

設備投資の回復は企業収益の改善よりも遅れることが予想される。設備投資は大幅な減少が続いているが、企業収益の急速な落ち込みからキャッシュフローの水準が大きく下がったため、キャッシュフローに対する設備投資の水準は上昇している。設備投資の一段の調整は不可避と言えるだろう。

また、生産設備の稼働率が大幅に低下していることも、設備投資の回復を遅らせる一因と考えられる。昨年秋以降の大幅減産に伴い、製造業の稼働率は1-3月期には50.4%まで落ち込んだ。4-6

月期は生産の回復に伴い 56.8%まで上昇したが、依然として歴史的低水準にある。当面は生産能力の増強をせずに既存の生産設備の稼働率を上げることで増産に対応することが可能である。

過去の設備投資と稼働率の関係をみると、稼働率が 75%を上回るようになると、設備投資の回復が本格化する傾向がある。稼働率の水準は 2010 年度末でも 70%程度にとどまることが見込まれるため、設備投資の本格回復は 2011 年度までずれ込むことになるだろう。

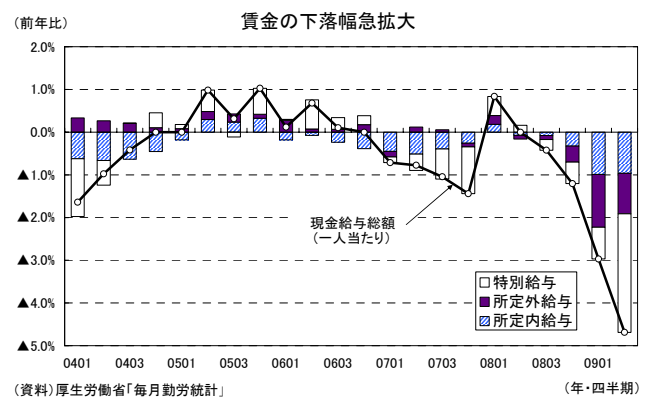
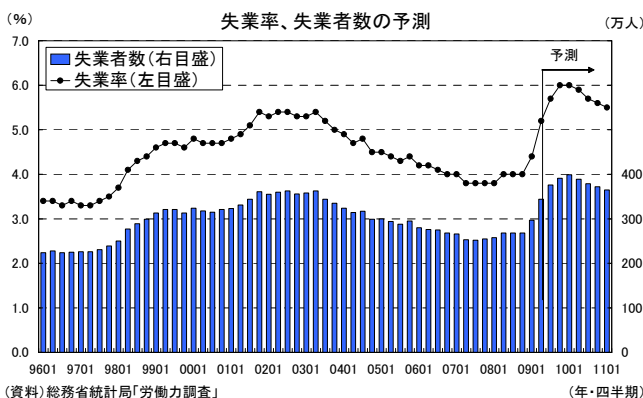


(急速に悪化する雇用・所得環境)

4-6 月期の民間消費は 3 四半期ぶりに増加したが、定額給付金、エコカー減税・補助金、エコポイント制度といった政策効果によるところが大きい。雇用・所得環境はここに来て一段と悪化しており、消費回復の持続力には疑問が残る。

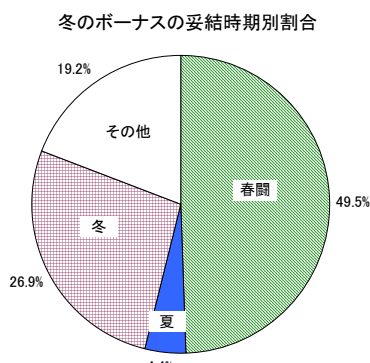
失業率は 2009 年に入ってから上昇テンポが加速し、6 月には 5.4%と過去最悪の 5.5%に迫る水準となった。4-6 月期の雇用者数は前年比▲1.7%となり、1-3 月期の同▲0.3%から減少幅が急拡大した。失業率が過去最悪を超えるのは時間の問題で、2009 年末頃には 6%に達するだろう。失業率が低下し始めるのは、景気後退局面終了から 1 年が経過する 2010 年度に入ってからと予想する。

雇用者数の減少に加え、一人当たり賃金も大幅に下落している。4-6 月期の現金給与総額（一人当たり）は前年比▲4.7%と 1-3 月期の同▲3.0%から下落幅が大きく拡大した。所定内給与、所定外給与が減少を続ける中、ボーナスの支給月にあたる 6 月の特別給与が前年比▲13.9%と大幅に落ち込んだことが響いた。

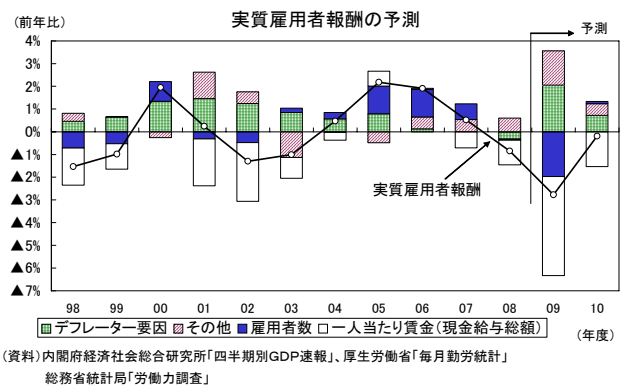


足もとの企業収益は持ち直しに向かっているとみられるが、日本経済新聞社のアンケート調査によれば、約半数の企業が春闘で夏と冬のボーナスを同時に決定している。今年の春闘は経済情勢が最も厳しかった時期に行われたため、冬のボーナスも夏に続いて大幅な減少となる可能性が高いだろう。

雇用者数、一人当たり賃金がともに大きく落ち込むことから、2009年度の名目・雇用者報酬は前年比▲4.8%と過去最大の減少率となることが予想される。消費者物価下落に伴い実質ベースの落ち込みはある程度緩和されるものの、実質の伸びも前年比▲2.8%となり、過去最大の落ち込みとなった1998年度の同▲1.5%を超えるマイナス幅となろう。



(注)日本経済新聞・ボーナス調査(2008年冬)をもとに作成



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、厚生労働省「毎月勤労統計」
総務省統計局「労働力調査」

3. 実質成長率は2009年度▲2.6%、2010年度1.2%

(2010年に入り景気の停滞色が強まる可能性)

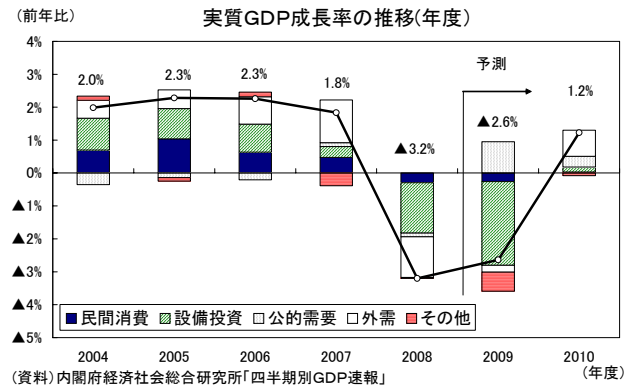
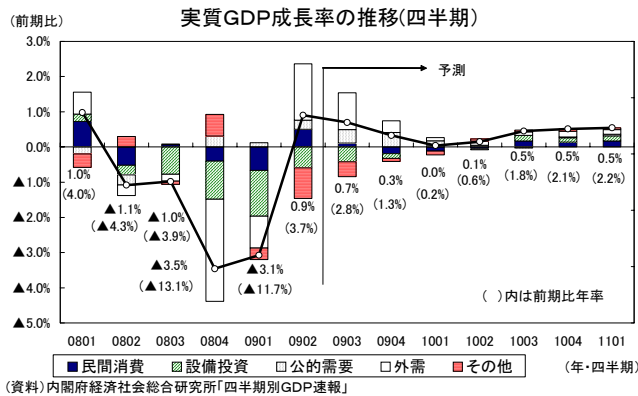
アジア経済は中国を中心に持ち直しの動きが広がっている。米国、欧州経済は引き続き悪化しているものの、悪化のテンポはこのところ緩やかとなっており、米国は2009年中、欧州も2010年入り後にはリセッションが終了することが見込まれる。このため、日本の輸出は7-9月期以降も増加を続けるだろう。しかし、米国では家計のバランスシート調整が続くこと、欧州では金融システム問題の長期化などから、リセッション終了後もしばらくは低成長が続くことが予想され、日本の輸出は2010年度末になっても金融危機以前の水準を取り戻すまでには至らないだろう。

輸出の水準が低い中では生産の回復も限定的にとどまり、設備投資、雇用の本格回復は期待できない。個人消費、設備投資を中心とした民需主導の自律回復が実現するのは2011年度以降になるだろう。

実質GDPは輸出の増加、経済対策の効果が続くことから、4-6月期の前期比年率3.7%に続き、7-9月期も同2.8%と高めの伸びを維持するだろう。しかし、雇用・所得環境のさらなる悪化から個人消費は年末にかけて息切れする可能性が高く、経済対策による公共事業の押し上げ効果も年明け以降は剥落することが見込まれる。2010年前半はほぼゼロ成長となり、景気の停滞色が強まる可能性が高いだろう。年度ベースの成長率は2009年度が▲2.6%、2010年度が1.2%と予想する。

なお、8/30に衆議院選挙が実施されるが、マスコミ各社の世論調査では民主党の支持率が自民党

の支持率を大きく上回っており、政権交代の可能性が高まっている。今回の予測は現政権が維持されることを前提として作成したが、政権交代が実現した場合には経済政策も大きく変わることになる。たとえば、民主党は2010年度に2.7兆円規模（2011年度以降は5.5兆円）の子ども手当を実施するとしており、これが実現した場合には個人消費が押し上げられることになる。しかし、その一方で所得税の配偶者控除、扶養控除の廃止、公務員人件費の削減、公共事業見直しなどの方針も打ち出しているため、現時点では政権交代に伴う2010年度のGDPへの影響は限定的と考えられる。



実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は、定額給付金、エコカー減税・補助金、エコポイント制度といった政策効果による押し上げ効果はあるものの、雇用・所得環境の悪化が響き、2009年度に前年比▲0.5%と2年連続の減少となった後、2010年度も前年比0.1%とほぼ横ばいにとどまるだろう。

住宅投資は、雇用・所得環境の悪化を主因として、2008年度の前年比▲3.1%から2009年度は同▲17.1%とマイナス幅が大きく拡大するだろう。2010年度は0.6%と5年ぶりの増加を予想する。

設備投資は企業収益の悪化や稼働率の急低下を背景に、2009年度は同▲17.1%と過去最大の落ち込みとなるだろう。2010年度は前年比1.2%と3年ぶりの増加となるが、本格回復は2011年度にずれ込むことになるだろう。

公的固定資本形成は、経済対策による公共事業の大幅な積み増しから2009年度は前年比21.0%の大幅増加となるだろう。今回の予測では、2010年度の公的固定資本形成は前年比▲2.2%と小幅な減少になると想定したが、2010年度当初予算で公共事業関係費の削減を続けるというこれまでの方針を修正するか、2010年度補正予算で公共事業が追加されることが前提となっている。

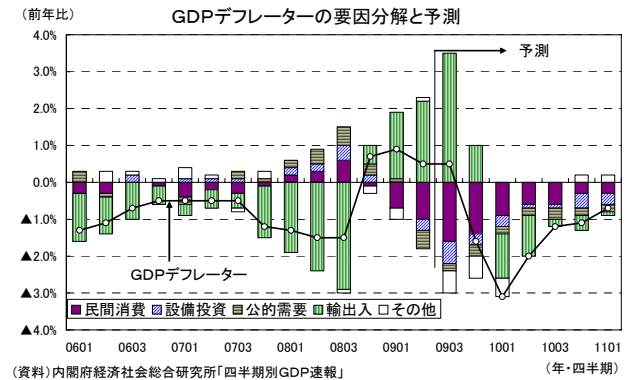
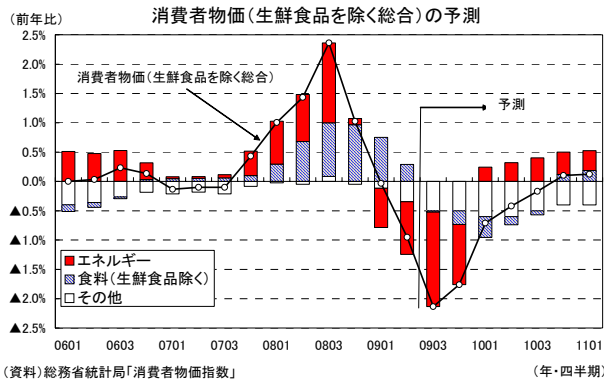
外需寄与度は2008年度の前年比▲1.2%から2009年度は同▲0.2%へとマイナス幅が縮小するだろう。2010年度は海外経済の回復に伴い輸出が前年比8.7%と増加に転じることから、外需寄与度は0.8%となり、3年ぶりに成長率の押し上げ要因になると予想する。

(物価の見通し)

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、2009年3月に1年半ぶりに前年比で下落に転じた後、原油価格下落を主因としたエネルギー価格の低下、食料品（生鮮食品を除く）価格の頭打ちなどから、6月には前年比▲1.7%まで下落幅が拡大した。コアCPIは7月以降、前年比で2%

台のマイナスが続くだろう。秋以降はエネルギー価格低下の影響が一巡することによりマイナス幅は縮小に向かうが、需給バランスの悪化に伴う物価下落圧力が高まるため、当面はマイナス圏での推移が続くことが見込まれる。

コア CPI 上昇率は、2008 年度の 1.2% の後、2009 年度が▲1.4%、2010 年度が▲0.1% と予想する。上昇率が再びプラスに転じるのは 2010 年度後半となるだろう。



4-6月期のGDPデフレーターは前年比0.5%となり、1-3月期の同0.9%から上昇幅が縮小した。輸入デフレーターは前年比▲25.2%と引き続き大幅なマイナスとなり、GDPデフレーターの上押し要因となっているが、国内需要デフレーターが前年比▲1.7% (1-3月期:同▲1.0%)と下落幅が大きく拡大した。

輸入デフレーターは7-9月期までは前年比▲20%台の下落が続くが、原油価格下落の影響が一巡する10-12月期にはマイナス幅が縮小し、2010年にはプラスに転じるだろう。一方、国内需要デフレーターは輸入物価下落の波及や国内需給緩和を反映し、大幅な下落が続くことが見込まれる。この結果、GDPデフレーター上昇率は2009年10-12月期にはマイナスに転じるだろう。年度ベースでは、2009年度が前年比▲0.9%、2010年度が▲1.3%と予想する。

(9/11に予定されている4-6月期2次QEの発表を受けた経済見通しの修正は9/14、欧米見通しの詳細は9/18発行のWeeklyエコノミスト・レターに掲載予定です)

日本経済の見通し (2009年4-6月期1次QE(8/17発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2009.6)

	2008年度	2009年度	2010年度	08/10-12	09/1-3	4-6	7-9	10-12	10/1-3	4-6	7-9	10-12	11/1-3	2009年度	2010年度
	実績	予測	予測	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	(2009.6)	
実質GDP	▲3.2	▲2.6	1.2	▲3.5	▲3.1	0.9	0.7	0.3	0.0	0.1	0.5	0.5	0.5	▲3.2	1.1
内需寄与度	(▲2.0)	(▲2.5)	(0.4)	(▲0.6)	(▲2.2)	(▲0.7)	(▲0.3)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(▲2.3)	(0.7)
内、民需	(▲1.9)	(▲3.4)	(0.1)	(▲0.9)	(▲2.3)	(▲1.0)	(▲0.7)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(▲3.5)	(0.3)
内、公需	(▲0.1)	(1.0)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(1.2)	(0.4)
外需寄与度	(▲1.2)	(▲0.2)	(0.8)	(▲2.9)	(▲0.9)	(1.6)	(1.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲1.1)	(0.4)
民間最終消費支出	▲0.5	▲0.5	0.1	▲0.7	▲1.2	0.8	0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.3	0.2	0.3	▲0.4	0.4
民間住宅投資	▲3.1	▲17.1	0.6	2.6	▲5.7	▲9.5	▲9.6	2.4	0.7	0.8	▲0.5	1.1	1.7	▲12.8	1.8
民間企業設備投資	▲9.6	▲17.1	1.2	▲7.1	▲8.5	▲4.3	▲3.2	▲1.1	0.4	0.4	1.3	1.0	1.1	▲16.2	1.6
政府最終消費支出	0.3	1.5	2.2	1.3	0.1	▲0.3	0.6	1.1	0.8	0.2	0.4	0.6	0.4	3.4	2.5
公的固定資本形成	▲4.4	21.0	▲2.2	2.2	2.6	8.1	6.9	4.9	▲0.6	▲1.7	▲2.4	▲2.2	▲0.6	17.0	▲1.6
輸出	▲10.2	▲13.3	8.7	▲13.6	▲22.5	6.3	7.6	3.0	1.7	1.7	1.4	1.6	1.9	▲17.6	5.4
輸入	▲3.7	▲15.2	3.8	2.5	▲14.9	▲5.1	▲1.1	0.6	1.4	1.2	0.9	0.7	1.4	▲13.6	3.0
名目GDP	▲3.5	▲3.5	▲0.1	▲1.3	▲2.6	▲0.2	▲0.2	▲0.0	▲0.3	▲0.2	0.3	0.3	0.8	▲3.1	0.2

(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>

	2008年度	2009年度	2010年度	10-12	09/1-3	4-6	7-9	10-12	10/1-3	4-6	7-9	10-12	11/1-3	2009年度	2010年度
	実績	予測	予測	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	(2009.6)	
鉱工業生産 (前期比)	▲12.7	▲9.8	7.3	▲11.3	▲22.1	8.3	9.1	3.3	0.6	0.4	1.8	1.4	1.9	▲11.1	4.5
国内企業物価 (前年比)	3.2	▲5.2	▲0.1	2.6	▲1.8	▲5.4	▲8.5	▲5.0	▲1.8	▲0.5	▲0.3	0.1	0.1	▲6.2	▲0.3
消費者物価 (前年比)	1.1	▲1.3	▲0.1	1.1	▲0.1	▲1.0	▲1.8	▲1.7	▲0.7	▲0.3	▲0.3	0.1	0.1	▲1.4	▲0.1
消費者物価 (生鮮食品除き)	1.2	▲1.4	▲0.1	1.0	▲0.1	▲1.0	▲2.1	▲1.8	▲0.7	▲0.4	▲0.2	0.1	0.1	▲1.4	▲0.1
経常収支 (兆円)	12.3	16.4	18.0	8.4	7.2	15.1	18.8	17.4	14.2	17.4	20.6	17.5	16.6	13.6	14.9
(名目GDP比)	(2.5)	(3.4)	(3.8)	(1.7)	(1.5)	(3.1)	(3.9)	(3.6)	(3.0)	(3.6)	(4.3)	(3.6)	(3.4)	(2.8)	(3.1)
失業率 (%)	4.1	5.7	5.7	4.0	4.4	5.2	5.7	6.0	6.0	5.9	5.7	5.6	5.5	5.7	5.7
住宅着工戸数(万戸)	104	82	88	101	90	76	78	85	88	88	87	88	90	91	109
コールレート (無担保・翌日物)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り (店頭基準配)	1.5	1.4	1.6	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7	1.4	1.6
為替 (円/ドル)	100	94	97	96	94	97	94	90	95	95	95	98	98	94	95
原油価格 (CIF, トルコ/バレル)	90	69	84	79	44	53	68	75	80	80	85	85	85	65	73
経常利益 (前年比)	▲40.9	▲18.3	42.9	▲64.6	▲70.1	▲64.1	▲36.8	36.7	122.5	75.3	53.4	35.2	22.7	▲19.2	39.3

(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「金融機関を子会社とする純粋持株会社」を除く。経常利益の09/4-6は予測値。
(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

米国経済の見通し

	2008年	2009年	2010年	2008年		2009年				2010年			
	(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	0.4	▲2.7	1.9	▲2.7	▲5.4	▲6.4	▲1.0	2.0	1.7	2.1	2.2	2.5	2.6
FFレート誘導目標	0.25	0.25	1.00	2.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00
国債10年金利	3.7	3.5	4.3	3.8	3.2	2.7	3.3	3.8	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4

欧州 (ユーロ圏) 経済の見通し

	単位	2008年	2009年	2010年	2008年		2009年				2010年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	前年比%	0.7	▲4.2	0.4	0.5	▲1.7	▲4.9	▲4.6	▲4.3	▲2.6	0.1	0.3	0.5	0.7
	前期比年率%	0.7	▲4.2	0.4	▲1.5	▲6.9	▲9.7	▲0.4	0.2	0.0	0.4	0.6	0.8	1.0
ECB市場介入金利	期末、%	2.50	1.00	1.00	4.25	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
対ドル為替相場	平均、ドル	1.47	1.35	1.30	1.50	1.32	1.30	1.36	1.40	1.35	1.30	1.30	1.30	1.30

(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。