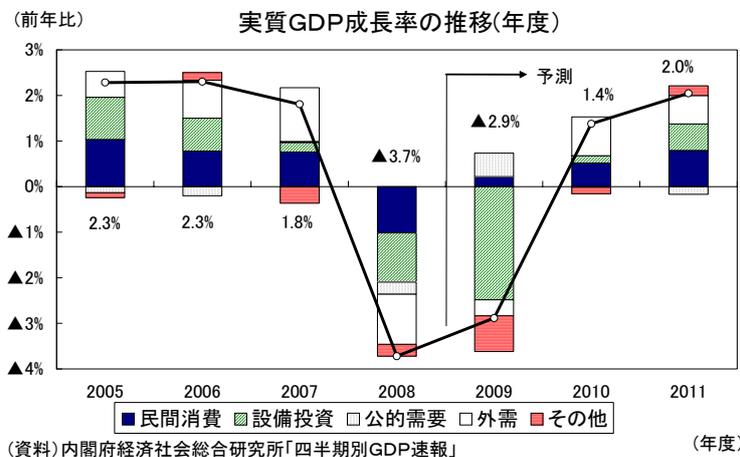


Weekly  
エコノミスト・  
レター2009～2011 年度経済見通し  
～09年7-9月期GDP2次速報後改定

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:2009年度▲2.9%、2010年度1.4%、2011年度2.0%を予想>

1. 2009年7-9月期のGDP2次速報は、設備投資、民間在庫の下方修正などから、実質GDP成長率が1次速報の前期比1.2%（年率4.8%）から前期比0.3%（年率1.3%）へと大幅に下方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、11月に発表した経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2009年度が▲2.9%、2010年度が1.4%、2011年度が2.0%と予想する。足もとの実績値が大幅に下方修正されたことを主因に、2009年度の成長率見通しを▲0.3%下方修正した。
3. 景気は個人消費の息切れや公共事業の大幅減少などから2010年前半にかけて減速することが見込まれるが、海外経済の回復を背景とした輸出の下支えが続くため、景気腰折れは回避されるだろう。
4. 日本経済は2009年4-6月期以降、3年間にわたりプラス成長を続けると予想しているが、それまでの落ち込み幅があまりに大きかったため、2011年度末の実質GDPはピーク時よりも3%以上低い水準にとどまる。実質GDPが元の水準に戻るのは2012年度以降となるだろう。



# 1. 7-9 月期の成長率は前期比年率 1.3%へ大幅下方修正

(設備投資が大幅下方修正)

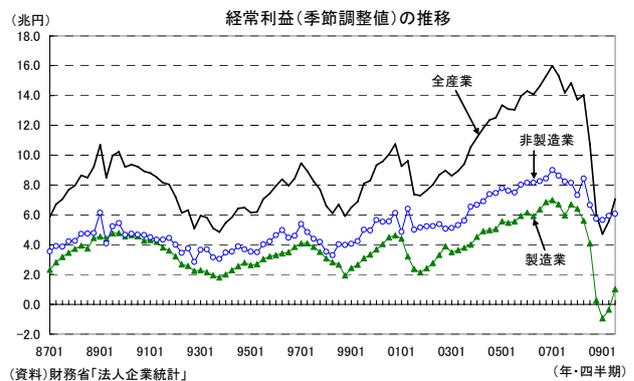
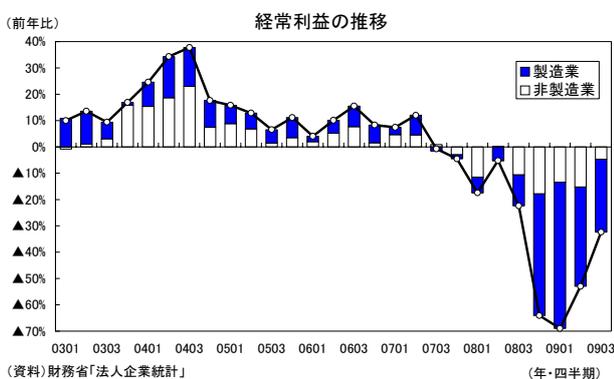
12/9 に内閣府が公表した 2009 年 7-9 月期の GDP 2 次速報は、実質 GDP 成長率が前期比 0.3% (年率 1.3%) となり、11/16 に公表された 1 次速報 (前期比 1.2%、年率 4.8%) から大幅に下方修正された。民間消費は前期比 0.7% から同 0.9% へと上方修正されたものの、1 次速報時点で未公表だった 7-9 月期の法人企業統計の結果が反映されたことなどから、設備投資が前期比 1.6% から同▲2.8% へ、民間在庫が前期比 0.4% (寄与度) から同 0.1% へと大幅に下方修正された。

また、1 次速報では GDP デフレーターは 2008 年 10-12 月期から 2009 年 7-9 月期まで 1 年間にわたり前年比でプラスが続いていたが、2 次速報では 2009 年 4-6 月期に前年比▲0.5% とマイナスに転じた後、7-9 月期も同▲0.5% となった。

なお、12/2 に内閣府から 2008 年度の GDP 確報が公表され、2008 年度の実質 GDP 成長率は▲3.2% から▲3.7% へと下方改定された。これに伴い 2008 年度中の四半期毎の成長率も改定され、2008 年 4-6 月期の成長率が前期比年率▲2.9% から同▲8.1% へと大幅に下方修正される一方、2008 年 7-9 月期以降の成長率は上方修正された (2008 年 7-9 月期: 前期比年率▲6.5% → 同▲4.0%、10-12 月期: 前期比年率▲11.5% → 同▲10.2%、2009 年 1-3 月期: 前期比年率▲12.2% → 同▲11.9%)。この結果、2008 年度から 2009 年度へのゲタ (発射台) は 1 次速報時点の▲4.2% から▲3.8% へとマイナス幅が縮小した。

(企業収益は持ち直すも設備投資は依然低調)

12/3 に財務省から公表された 7-9 月期の法人企業統計では、全産業 (金融業、保険業を除く) の経常利益が前年比▲32.4% (4-6 月期: 同▲53.0%) と 9 四半期連続の減少となった。引き続き大幅な減益となったが、コストの大幅な削減が続く中、輸出の持ち直しに伴い売上高の減少ペースが緩やかとなった (4-6 月期: 前年比▲17.0% → 7-9 月期: 同▲15.7%) ため、減益幅は 2 四半期連続で縮小した。

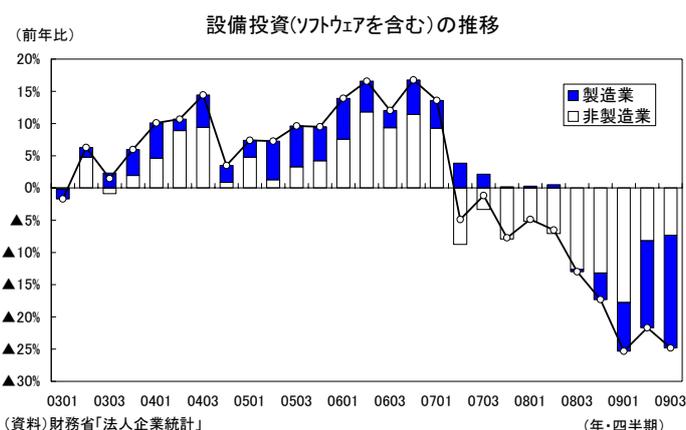


季節調整済の経常利益は 7.1 兆円 (製造業: 1.0 兆円、非製造業: 6.1 兆円) となり、2 四半期連続して前期比で増加した (4-6 月期は 5.6 兆円)。経常利益の水準は 1-3 月期には直近のピーク時 (07

年1-3月期の16.0兆円)の3割程度にまで落ち込んだが、7-9月期には4割強まで回復した。製造業の経常利益(季節調整値)は3四半期ぶりに黒字となった。

企業収益が持ち直しに向かう一方、設備投資は低調な動きが続いている。法人企業統計の設備投資(ソフトウェアを含む)は4-6月期の前年比▲21.7%から7-9月期には同▲24.8%とマイナス幅が拡大した。非製造業は前年比▲12.9%(4-6月期:同▲14.2%)と減少幅が若干縮小したが、製造業は前年比▲40.7%(4-6月期:同▲32.0%)と減少ペースが加速した。

設備投資の先行指標である機械受注統計(船舶・電力を除く民需)は7-9月期に前期比▲0.9%と4-6月期の同▲4.9%から減少幅が大きく縮小した後、10-12月期は前期比1.0%と7四半期ぶりに増加に転じる見通しとなっており、設備投資は今後下げ止まりに向かうことが予想される。しかし、設備投資は企業収益に遅れて動く傾向があるため、本格回復までにはかなりの時間を要するだろう。また、製造業は企業収益の悪化度合いが非製造業よりも大きくなっていることに加え、昨年秋以降の大幅減産により生産設備の稼働率が大きく落ち込んでいるため、非製造業に比べ回復が遅れる可能性が高い。



## 2. 2011年度までの経済見通し

(経済対策の効果は限定的)

政府は、厳しい経済・雇用状況、直面する円高・デフレ状況を踏まえ、景気回復を確かなものとするための経済対策(「明日の安心と成長のための緊急経済対策」)を12/8に閣議決定した。今回の対策は事業費24.4兆円、国費7.2兆円と規模としては比較的大きなものとなったが、従来型の公共事業を極力排除したこともあり、直接的な景気浮揚効果は限定的と考えられる。

当研究所では、今回の対策によるGDPの押し上げ効果は0.3%程度と試算しているが、そのほとんどが2010年度に入ってから顕在化することになる。

「明日の安心と成長のための緊急経済対策」の規模		
	(単位:兆円)	
	国費	事業費
<b>1.雇用</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
<緊急対応>	0.3	0.3
<成長戦略への布石>	0.4	0.4
<b>2.環境</b>	<b>0.8</b>	<b>4.1</b>
<「エコ消費3本柱」の推進>	0.6	3.9
<成長戦略への布石>	0.2	0.2
<b>3.景気</b>	<b>1.7</b>	<b>18.6</b>
<金融対策>	1.2	10.4
<住宅投資>	0.5	8.2
<b>4.生活の安心確保</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>
<b>5.地方支援</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
<きめ細かなインフラ整備支援の交付金>	0.5	0.5
<交付税減少額の補てん等>	3.0	3.0
<b>6.「国民潜在力」の発揮</b>	—	—
合計	7.2	24.4

経済対策の策定と並行して来年度の予算編成に向けた動きも本格化している。2010度以降の政策に関しては現時点では流動的な部分が多いが、今回の予測は実現可能性が高いと考えられる政策を

織り込んだ上で策定した。

具体的には、家計の負担減、可処分所得の増加につながる政策として、2010年度から子ども手当（2.7兆円、2011年度には5.5兆円に拡大）、暫定税率の廃止（2.5兆円）、公立高校の実質無償化（0.5兆円）が実施されると想定した。一方、家計の負担増につながる政策としては、たばこ税の引き上げ（2010年度：1箱300円→360円、2011年度：1箱360円→420円）、一般の扶養控除廃止（所得税0.8兆円：2011年1月～、住民税0.6兆円：2012年1月～）、環境税の創設（2兆円、2011年度～）を想定した。

これらの政策とは別に、新政権は「コンクリートから人へ」という基本方針に基づき、公共事業を大幅に削減することが予想される。今回の予測では、名目ベースの公的固定資本形成は2010年度が前年比▲8.8%、2011年度が同▲7.6%と2年連続で大幅に減少すると想定した。

主な経済政策の前提

	2010年度	2011年度
子ども手当・出産支援	2.7兆円	5.5兆円
暫定税率の廃止	2.5兆円	
公立高校の実質無償化	0.5兆円	
たばこ税引き上げ	1箱300円→360円	360円→420円
一般の扶養控除廃止	0.8兆円(所得税、2011年1月～)	
	0.6兆円(住民税、2012年1月～)	
環境税創設	—	2兆円

(注)各種資料からニッセイ基礎研究所作成

(2010年前半は景気の停滞色が強まるが、腰折れは回避)

2009年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/18に発表した2009～2011年度経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2009年度が▲2.9%、2010年度が1.4%、2011年度が2.0%と予想する(11/18時点ではそれぞれ▲2.6%、1.4%、2.0%)。

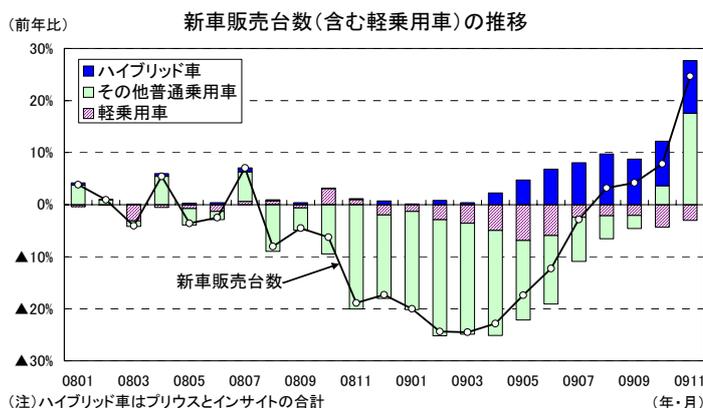
2009年度の下修正は、2009年7-9月期の成長率が大幅に下方修正されたことが主因である。2009年10-12月期以降の成長のパスはほとんど変更していない。

民間消費は2009年度入り後、2四半期続けて高めの伸びとなったが、政策効果によるところが大きく、消費を取り巻く環境は厳しさを増している。緊急経済対策によってエコカー補助金、エコポイント制度は延長されることになったが、政策効果が徐々に弱まることには変わりがなく、個人消費は雇用・所得環境の悪化を主因として年度末にかけて息切れする可能性が高い。また、2009年度補正予算の一部執行停止に加え、経済対策でも公共事業の大幅な積み増しが行われなかったことから、公的固定資本形成の減少幅は今後拡大することが見込まれる。

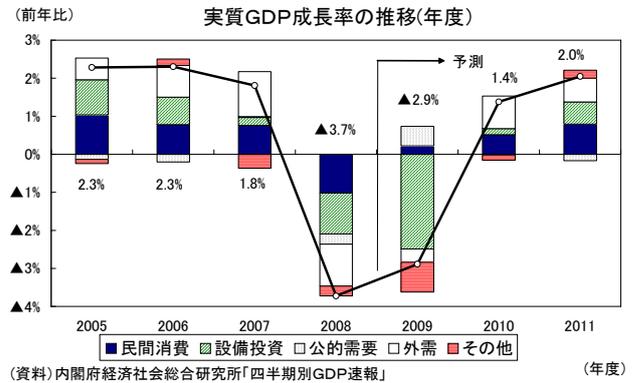
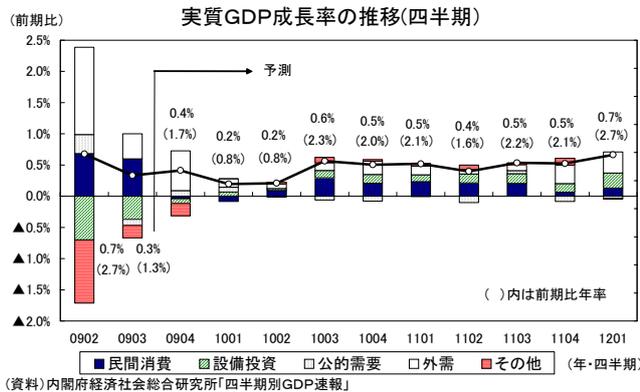
2010年前半は年率1%を割り込む水準

まで成長率が低下し、景気の停滞色が強まる可能性が高い。ただし、海外経済の回復を背景とした輸出の下支えが続くため、景気腰折れは回避されるだろう。

2010年半ば以降は、子ども手当、暫定税率廃止などによって、個人消費が緩やかながら回復に向



かうこと、設備投資の増加基調が明確となることなどから、成長率は徐々に高まっていくだろう。



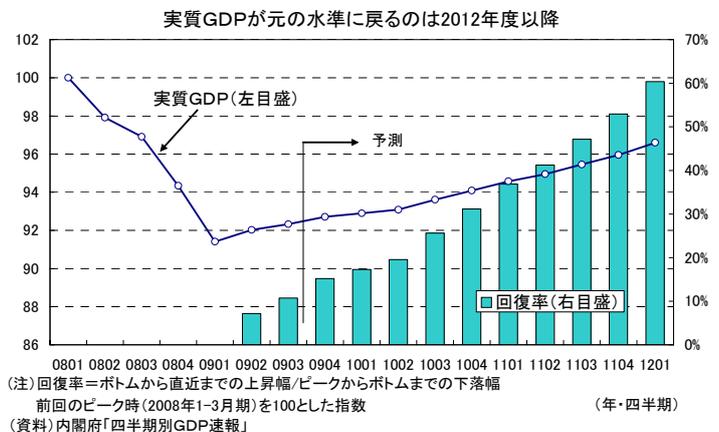
実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は政策効果による押し上げ効果はあるものの、雇用・所得環境の悪化が響き、2009年度は前年比0.4%の低い伸びにとどまるだろう。2010年度以降は、雇用・所得環境の悪化が緩やかとなる中、子ども手当、暫定税率廃止、公立高校の無償化といった家計支援策の効果が扶養控除廃止、環境税創設などによるマイナスの影響を上回るため、2010年度が前年比0.9%、2011年度が同1.4%と徐々に伸びを高めるだろう。

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▲3.7%から2009年度は同▲18.0%とマイナス幅が大きく拡大するだろう。2010年度には前年比1.1%と6年ぶりの増加となった後、2011年度も2.9%の増加を予想する。

設備投資は、2009年度は前年比▲16.4%と過去最大の落ち込みとなるが、企業収益の回復を受けて2010年度に前年比1.2%と3年ぶりの増加となった後、2011年度は同4.5%とさらに伸びを高めるだろう。

外需寄与度は、2009年度は2008年度下期の急速な落ち込みが響き、前年比▲0.4%のマイナス寄与となるが、海外経済の回復を背景とした輸出の増加が続くことから、2010年度に前年比0.9%と3年ぶりに成長率の押し上げ要因になった後、2011年度も同0.6%とプラス寄与が続くだろう。

今回の見通しでは2009年4-6月期以降、3年間にわたってプラス成長を続けると予想しているが、前回の景気後退局面における落ち込み幅があまりに大きかったため、2011年度末の実質GDPは直近のピーク時(2008年1-3月期)よりも3%以上低い水準にとどまる。2008年4-6月期からの1年間で実質GDPは8.6%減少したが、3年かけてその6割程度を取り戻すにすぎないということになる。実質GDPが元の水準に戻るのには2012年度以降となるだろう。



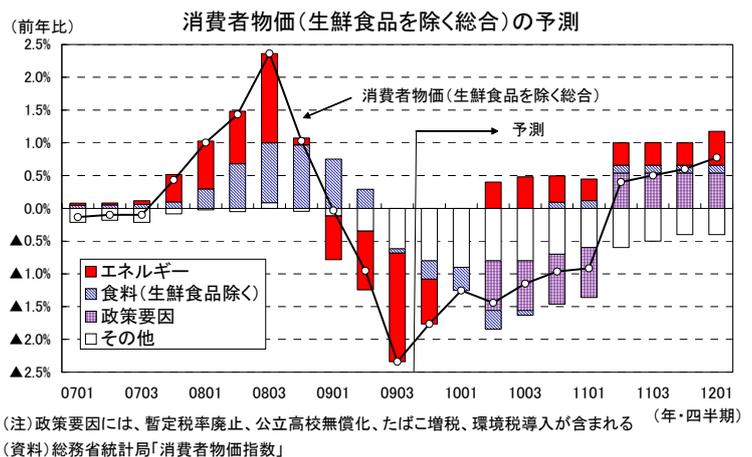
(物価、金融政策の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI)は、2009年7月以降、前年比で2%台の下落が続いている。エネルギー価格低下の影響が一巡することにより、マイナス幅は今後縮小に向かうが、需給バランスの悪化に伴う物価下落圧力は当面高い状態が続くことが見込まれる。

2010年度入り後は、税制を中心とした政策変更の影響が物価動向を大きく左右することが予想される。今回の予測では、消費者物価に影響を及ぼす政策変更として、暫定税率の廃止(2010年度)、公立高校の実質無償化(2010年度)、たばこ税の引き上げ(2010年度、2011年度)、環境税の導入(2011年度)を想定した。コア CPI 上昇率への影響は暫定税率の廃止が▲0.5%、公立高校の実質無償化が▲0.4%、たばこ税の引き上げが各年+0.1%、環境税の導入が+0.4%と試算した。年度ベースでは政策変更によりコア CPI 上昇率は2010年度に▲0.8%程度押し下げられる一方、2011年度は0.5%押し上げられることになる。

2010年度は基調的な物価下落に政策変更による押し下げが加わるため、マイナス圏での推移が続くが、2011年度入り後には、環境税の導入に伴いコア CPI 上昇率はプラスに転じるだろう。税制変更に伴う物価上昇は基調的なものとはいえないが、景気回復に伴い需給面からの物価下落圧力が弱まる中、世界経済の回復を背景とした原油価格の上昇が続くことにより、2011年度中には政策変更の影響を除いても、コア CPI 上昇率は小幅ながらもプラスとなるだろう。

コア CPI 上昇率は、2009年度に▲1.6%と過去最大の下落率となった後、2010年度には▲1.1%と下落幅が縮小し、2011年度には0.6%と3年ぶりに上昇すると予想する。



日銀は10月末の金融政策決定会合で、政策金利(無担保コールレート、翌日物)を0.1%で据え置く一方、CP・社債の買い取りを年末で打ち切ること、企業金融支援特別オペを来年3月末まで延長した上で完了することを決めた。しかし、ドバイ・ショックをきっかけに円高、株安が急進するなど経済環境が大きく変化したことを受けて、12/1に臨時の金融政策決定会合を開催し、新しい資金供給手段の導入を決めた。内容としては、0.1%の固定金利で3ヵ月の資金を供給するもので、担保は国債、社債、CPなど全ての日銀適格担保、供給額は10兆円程度とした。白川日銀総裁は金融政策決定会合後の記者会見において、新しい資金供給手段の導入について広い意味での量的緩和であると述べている。

政策金利は当面据え置きを続けるとみられるが、経済・金融情勢次第ではさらなる緩和措置を講じることを余儀なくされる可能性もあるだろう。日銀が利上げに踏み切るための条件のひとつは、米国経済が順調に回復しFRBが利上げを再開することである。今回の見通しでは、米国経済はバラ

ンスシート問題を抱えながらも緩やかな回復が続き、2010年7-9月期以降は継続的な利上げが実施されると予想している。

米国の利上げが現実のものとなれば、日銀も利上げ時期を模索することになるだろう。内外の景気回復が明確なものとなり、コアCPI上昇率が政策変更の要因を除いてもプラスに転じることが確認される2011年7-9月期に利上げに踏み切ると予想する。

## 日本経済の見通し (2009年7-9月期2次QE(12/9発表)反映後)

	2008年度				2009年度				2010年度				2011年度				(単位, %)				前回予測 (2009.11)		
	実績	千割	千割	千割	09/4-6 実績	7-9 実績	10-12 千割	10/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	11/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	12/1-3 千割	2009年度	2010年度	2011年度				
実質GDP	▲3.7	▲2.9	1.4	2.0	0.7	0.3	0.4	0.2	0.2	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.7	▲2.6	1.4	2.0				
内需寄与度	(▲2.6)	(▲2.5)	(0.6)	(1.4)	(▲0.7)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(▲2.0)	(0.6)	(1.4)				
内、民需	(▲2.3)	(▲3.0)	(0.6)	(1.6)	(▲1.0)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.1)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(▲2.6)	(0.8)	(1.6)				
内、公需	(▲0.3)	(0.5)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.3)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.6)	(▲0.2)	(▲0.2)				
外需寄与度	(▲1.1)	(▲0.4)	(0.9)	(0.6)	(1.4)	(0.4)	(0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(▲0.6)	(0.8)	(0.6)				
民間最終消費支出	▲1.8	0.4	0.9	1.4	1.2	0.9	▲0.1	▲0.1	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.1	0.2	0.2	0.9	1.5				
民間住宅投資	▲3.7	▲18.0	1.1	2.9	▲9.4	▲7.9	▲3.0	3.5	0.5	1.3	1.5	▲0.5	1.1	1.0	0.5	0.4	▲17.6	3.6	2.4				
民間企業設備投資	▲6.8	▲16.4	1.2	4.5	▲4.6	▲2.8	▲0.6	0.5	0.2	0.9	1.1	0.8	1.1	1.2	1.0	1.8	▲13.4	2.5	3.8				
政府最終消費支出	▲0.1	1.7	1.5	0.5	0.3	▲0.1	0.6	0.6	0.5	0.1	0.4	0.1	▲0.2	0.4	0.1	▲0.1	1.4	1.0	0.4				
公的固定資本形成	▲6.6	7.4	▲8.3	▲7.4	6.3	▲1.6	▲0.8	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲4.5	▲0.9	▲2.1	▲0.8	▲3.2	▲0.5	9.8	▲9.5	▲7.5				
輸出	▲10.4	▲11.9	10.9	9.7	6.5	6.5	6.0	2.2	1.2	1.7	2.6	2.3	1.8	2.3	3.0	3.5	▲13.0	10.3	9.7				
輸入	▲4.4	▲12.1	6.2	7.7	▲3.4	3.3	1.6	1.7	1.0	1.2	1.7	1.9	1.8	2.4	1.6	2.0	▲11.6	5.6	7.5				
名目GDP	▲4.2	▲3.8	▲0.2	1.9	▲0.7	▲0.9	1.5	▲0.2	▲1.5	0.0	1.5	0.4	▲0.1	0.1	1.4	0.7	▲3.2	▲0.2	1.7				

(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				2011年度				(単位, %)				前回予測 (2009.11)		
	実績	千割	千割	千割	09/4-6 実績	7-9 実績	10-12 千割	10/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	11/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	12/1-3 千割	2009年度	2010年度	2011年度				
鉱工業生産 (前期比)	▲12.7	▲10.1	7.3	6.3	8.3	7.4	5.0	0.6	0.3	1.3	1.7	1.4	1.4	1.8	1.5	1.6	▲10.1	7.1	5.7				
国内企業物価 (前年比)	3.2	▲5.4	▲1.0	0.6	▲5.4	▲8.3	▲5.3	▲2.3	▲1.5	▲1.4	▲0.7	▲0.3	0.3	0.6	0.7	0.8	▲5.1	▲0.4	0.6				
消費者物価 (前年比)	1.1	▲1.6	▲1.1	0.5	▲1.0	▲2.2	▲1.8	▲1.2	▲1.4	▲1.1	▲1.0	▲0.8	0.3	0.5	0.6	0.8	▲1.5	▲0.6	0.4				
消費者物価 (生鮮食品除き)	1.2	▲1.6	▲1.1	0.6	▲1.0	▲2.3	▲1.8	▲1.3	▲1.4	▲1.1	▲1.0	▲0.9	0.4	0.5	0.6	0.8	▲1.5	▲0.6	0.5				
経常収支 (兆円)	12.3	15.7	17.1	20.8	15.8	14.9	17.2	14.9	14.7	19.3	18.2	16.3	18.1	23.3	21.3	20.4	14.9	15.7	19.3				
(名目GDP比)	(2.5)	(3.3)	(3.6)	(4.3)	(3.3)	(3.2)	(3.6)	(3.1)	(3.1)	(4.1)	(3.8)	(3.4)	(3.8)	(4.9)	(4.4)	(4.2)	(3.1)	(3.3)	(4.0)				
失業率 (%)	4.1	5.5	5.5	4.9	5.2	5.5	5.5	5.8	5.7	5.6	5.5	5.3	5.1	5.0	4.8	4.7	5.6	5.6	4.9				
住宅着工戸数(万戸)	104	75	77	85	76	71	75	79	77	76	78	78	81	84	86	88	74	76	85				
コールレート (無担保・翌日物)	0.10	0.10	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50	0.10	0.10	0.50				
10年国債利回り (店頭基準年割)	1.5	1.3	1.6	2.0	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9	2.1	2.1	1.4	1.6	2.0				
為替 (円/ドル)	100	92	95	100	97	94	89	90	90	95	98	98	98	98	100	105	93	95	100				
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	90	68	84	90	53	71	75	75	80	85	85	85	85	90	90	95	68	84	90				
経常利益 (前年比)	▲39.0	▲14.8	49.0	18.5	▲53.0	▲32.4	34.1	107.0	105.2	39.7	31.4	24.1	33.1	20.0	7.3	6.6	▲14.2	50.7	18.3				

(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

(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

(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。