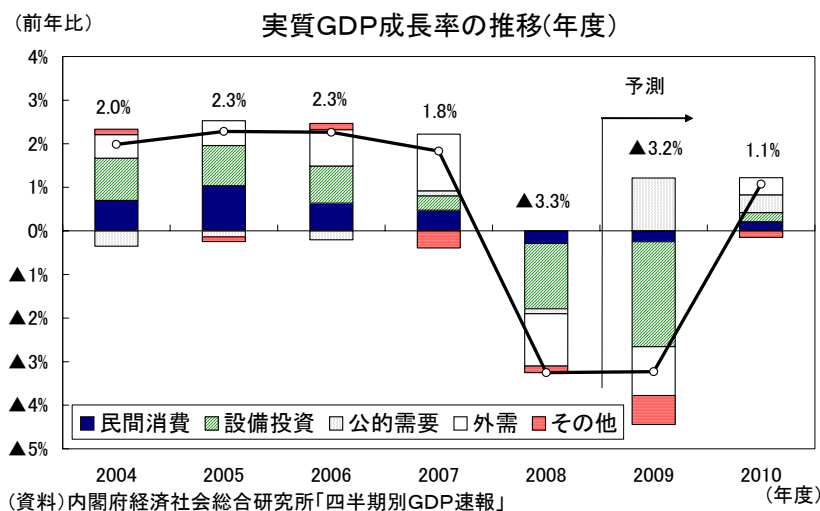


Weekly
エコノミスト・
レター2009・2010 年度経済見通し
～09年1-3月期GDP2次速報後改定

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▲3.2%、2010年度1.1%を予想>

1. 2009年1-3月期のGDP2次速報は、設備投資、民間在庫の上方修正などから、実質GDP成長率が1次速報の前期比▲4.0%（年率▲15.2%）から前期比▲3.8%（年率▲14.2%）へと上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、5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▲3.2%、2010年度が1.1%と予想する（前回見通しは2009年度が▲3.8%、2010年度が1.2%）。
3. 2009年度の上方修正は、2008年度後半の成長率の実績値が上方修正されたことにより、2008年度から2009年度へのゲタ（発射台）が上がったこと（▲4.9%→▲4.6%）、足もとの経済指標が想定よりも上振れしていることを受けて、2009年4-6月期の成長率見通しを上方修正したことによるものである。
4. 輸出の下げ止まり、在庫調整の進展などから、景気はすでに回復局面に入っており、過去最大規模の経済対策の効果が顕在化する2009年度前半は潜在成長率を大きく上回る高成長が見込まれる。ただし、個人消費、設備投資の基調は引き続き弱く、経済対策の効果が剥落する2010年度入り後には景気の停滞色が強まる可能性が高いだろう。



1. 景気の谷は 2009 年 1-3 月期の公算

(1-3 月期の成長率は小幅上方修正)

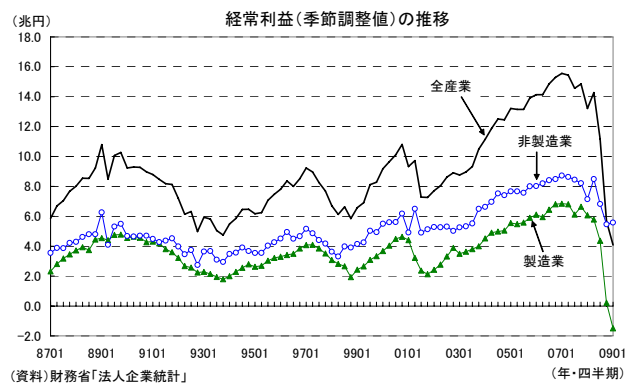
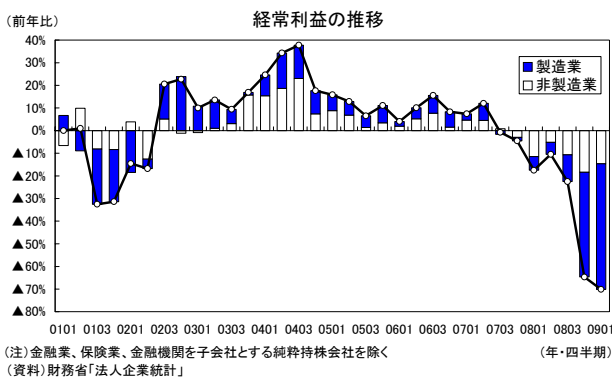
6/11に内閣府が公表した2009年1-3月期のGDP2次速報は、実質GDP成長率が前期比▲3.8% (年率▲14.2%) となり、5/20に公表された1次速報(前期比▲4.0%、年率▲15.2%)から上方修正された。1次速報時点では未公表だった1-3月期の法人企業統計などの結果が反映されたことにより、設備投資が前期比▲10.4%から同▲8.9%へ、民間在庫が前期比▲0.3%(寄与度)から同▲0.2%へ上方修正されたことが、成長率の上方修正に寄与した。また、2008年10-12月期の成長率も前期比▲3.8%(年率▲14.4%)から前期比▲3.6%(年率▲13.5%)へと上方修正された。

ただし、2008年度後半の日本経済がフリーフォール状態にあったこと、特に2009年1-3月期については、輸出の落ち込みが国内需要に本格的に波及し、内外需総崩れの状態となったことは1次速報時点と変わらない。

(製造業が初の赤字に)

6/4に財務省から公表された1-3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▲70.1%(10-12月期:同▲64.6%)と7四半期連続の減少となった。資源価格の下落により変動費の減少幅が拡大(10-12月期:前年比▲10.5%→1-3月期:同▲20.4%)し、人件費などの固定費も前年比▲8.1%(10-12月期:同▲4.9%)と大幅に減少した。しかし、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減少ペースが加速(10-12月期:前年比▲11.6%→1-3月期:同▲20.4%)したため、減益幅は前期よりも拡大した。特に悪化が顕著だった製造業の経常利益は▲2.2兆円となり、1954年4-6月期の統計開始以来、初の赤字となった。

季節調整済の経常利益は、全産業が4.1兆円(製造業:▲1.5兆円、非製造業:5.6兆円)となった。全産業の経常利益は、季節調整値が公表されている1985年4-6月期以降では最低、ピーク時(07年1-3月期の15.6兆円)に比べると約4分の1の水準となった。



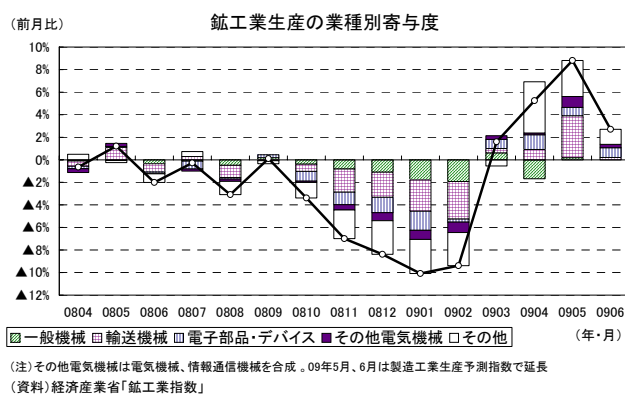
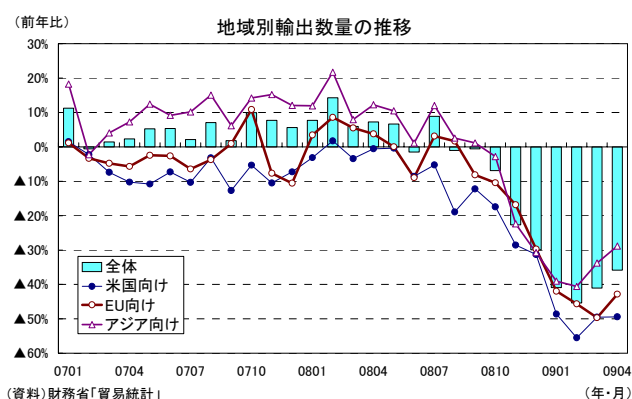
(4-6月期は5四半期ぶりのプラス成長へ)

このように、昨年秋のリーマン・ショック以降、景気は急速な悪化を続けてきたが、足もとではすでに下げ止まりの動きが顕著となっている。

鉱工業生産は3月に前月比1.6%と6ヵ月ぶりに増加に転じた後、4月には同5.2%（速報値）と増産ペースが加速した。輸出の下げ止まりとそれに伴う在庫調整の進展が生産の回復をもたらしている。輸出数量指数は2009年2月には前年比▲45.4%まで落ち込んだが、4月には同▲35.9%まで減少幅が縮小した。欧米向けの輸出は低迷が続いているが、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輸出が持ち直している。4月の輸出数量指数を季節調整値（当研究所による試算値）で見ると、1-3月期よりも5.8%高い水準となっており、4-6月期は前期比で高めの伸びとなる公算が大きい。

企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数は、5月が前月比8.8%、6月が同2.7%となっている。4月の生産指数を5月、6月の予測指数で先延ばしすると、4-6月期は前期比9.8%の上昇となる。鉱工業生産が5四半期ぶりに増加することは確実であり、生産計画の下方修正の動きが止まっていることを考慮すれば、前期比で二桁の高い伸びとなる可能性もあるだろう。

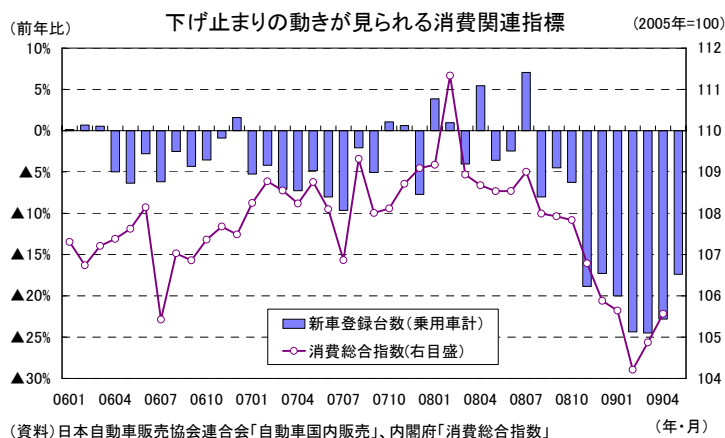
景気基準日付は景気動向一致指数のヒストリカルDIをもとに決定されるが、一致指数11系列のうち過半数が製造業に関するものとなっており、これらは鉱工業生産との連動性が非常に高い。このため、鉱工業生産指数が底となる2009年1-3月期が景気の谷となる可能性が高い。



1-3月期の民間消費は、雇用・所得環境の悪化を主因として前期比▲1.1%と大きく落ち込んだが、一部の消費関連指標には持ち直しの動きが見られる。急速な落ち込みが続いてきた自動車販売は依然低迷しているものの、4月に始まった環境対応車に対する減税（取得税、重量税）の効果もあって、このところ減少幅は縮小している。

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8月以降低下が続いていたが、2009年3月に前月比0.6%と8ヵ月ぶりに上昇に転じた後、4月も同0.7%の上昇となった。

失業率が5.0%まで悪化するなど雇用・所得環境が一段と厳しさを増していることから、回復の持続力には疑問が残るものの、定額給付金、自動車購入促進策の効果



などにより、4-6月期の民間消費は3四半期振りの増加となることが見込まれる。

日本経済は2008年度に入りマイナス成長を続けてきたが、輸出の持ち直し、政策効果による民間消費の増加などから2009年4-6月期は5四半期ぶりのプラス成長となるだろう。

2. 2009年度▲3.2%成長、2010年度1.1%成長

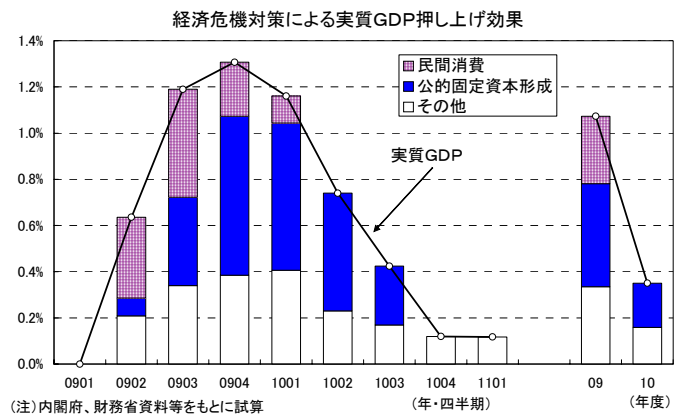
(2009年度前半は潜在成長率を大きく上回る高成長へ)

2009年1-3月期のGDP2次速報を受けて、5/22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▲3.2%、2010年度が1.1%と予想する(5/22時点ではそれぞれ▲3.8%、1.2%)。

2009年度の上昇修正は、2008年度後半の成長率の実績値が上方修正されたことにより、2008年度から2009年度へのゲタ(発射台)が上がった(1次速報:▲4.9%→2次速報:▲4.6%)こと、足もとの経済指標(輸出、鉱工業生産等)が想定よりも上振れしていることを受けて、2009年4-6月期の成長率見通しを前期比0.3%(年率1.1%)から前期比0.7%(年率2.9%)へ上方修正したことによるものである。

横ばい圏で推移してきた公的固定資本形成は、2008年度補正予算の執行などから2009年4-6月期には比較的高めの伸びとなることが見込まれる。さらに、4月に策定された過去最大規模の「経済危機対策」の影響が本格的に現れる7-9月期は前期比で10%近い伸びとなることが予想される。この結果、7-9月期の実質GDPは前期比0.9%(年率3.7%)と、4-6月期をさらに上回る高い伸びとなる。

今回の予測では、経済危機対策により実質GDPは2009年度が1.1%、2010年度が0.4%押し上げられると試算しているが、四半期毎の押し上げ幅は2009年10-12月期が最大となり、2010年1-3月期以降は縮小に向かうことが見込まれる。このため、前期比ベースの成長率への影響は2010年に入るとマイナスに働くことになる。



(経済対策の効果剥落後は景気の停滞色が強まる可能性)

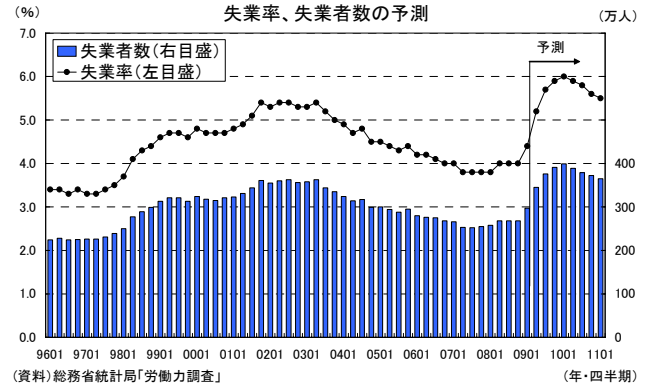
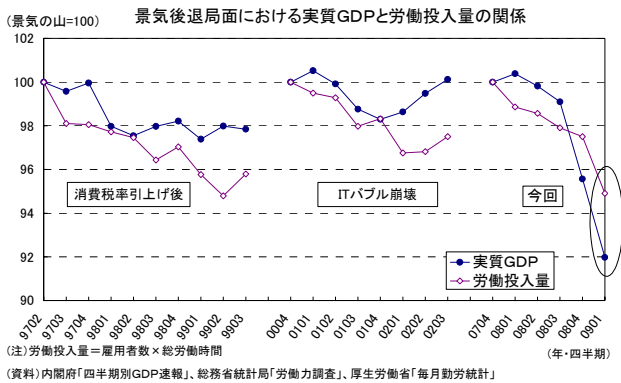
日本経済は2009年度に入りプラス成長を続けることが予想されるが、かなりの部分が経済対策の効果によるものであり、国内需要の柱である個人消費、設備投資の基調は引き続き弱い。

失業率は2月からの3ヵ月間で0.9%ポイントの急上昇となり、4月には5.0%と5年5ヵ月ぶりの5%台となった。ただし、これまでの実質GDPの落ち込みに比べれば、現時点の雇用の減少幅は小さい。雇用調整のスピードは今後さらに加速する可能性が高く、失業率は2009年後半に過去最悪の5.5%を超えた後、2010年初め頃には6%台に達すると予想する。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なると予想する。

また、一人当たり賃金はすでに減少しているが、2008年度下期以降の企業収益の急速な悪化が反映されるボーナスの落ち込みなどから、2009年度には減少幅が大きく拡大するだろう。

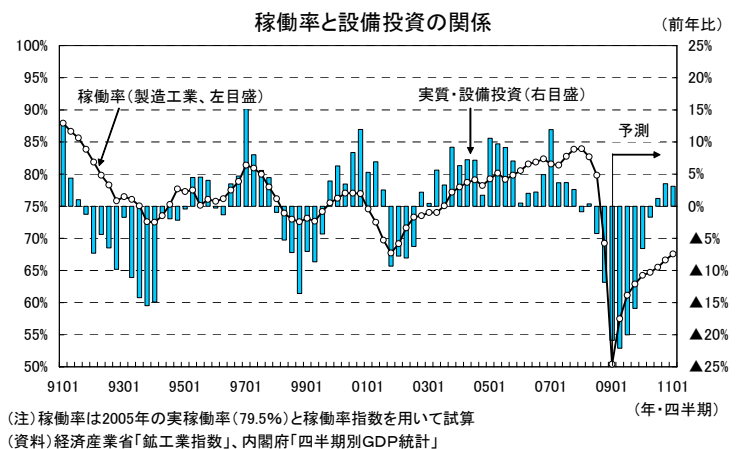
雇用者数、一人当たり賃金がともに大きく落ち込むことから、2009年度の雇用者報酬は前年比▲4.1%と過去最大の減少率となることが予想される。経済対策による一定の下支えは見込まれるものの、雇用・所得環境の悪化を主因とした個人消費の低迷は長期化する可能性が高い。



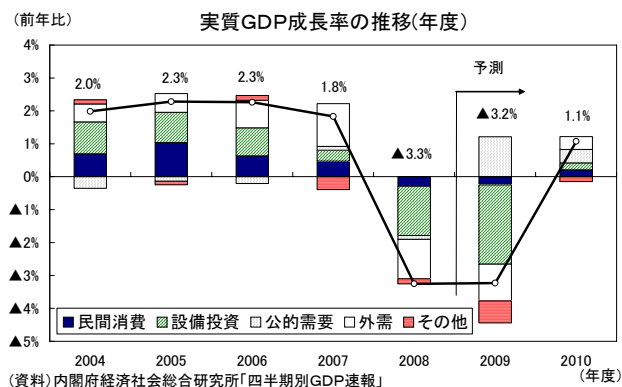
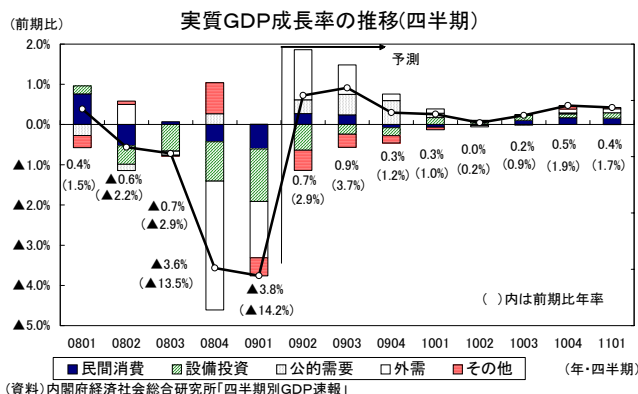
企業収益は、輸出の下げ止まり、交易条件の改善、人件費を中心としたコスト削減などによって、2009年4-6月期以降、回復に向かうことが予想される。しかし、設備投資の回復は企業収益の改善よりもかなり遅れる可能性が高い。前回の景気回復局面においても、企業は設備投資の水準をキャッシュフローの範囲内に抑えるという慎重な姿勢を崩さなかったが、企業収益の急速な落ち込みからキャッシュフローの水準が大きく切り下がったため、設備投資の水準は一段の低下が避けられないだろう。

また、昨年秋以降の大幅減産を受けて、製造業の稼働率はピーク時の6割程度まで落ち込んでいます。経済産業省が公表している2005年の実稼働率（79.5%）と月次ベースの稼働率指数（2005年=100）を用いて試算した2009年1-3月期の実稼働率は50.4%となる。4-6月期以降の増産に伴い稼働率も上昇に転じることが見込まれるが、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%弱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りそう。



当面は、民需主導の自律的回復が期待できないため、経済対策の効果が剥落する2010年度入り後には景気の停滞色が強まる可能性が高いだろう。



実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は、定額給付金、環境対応車やグリーン家電に対する購入促進策による押し上げ効果はあるものの、雇用・所得環境の急速な悪化が響き、2008年度の前年比▲0.5%に続き、2009年度も同▲0.4%の減少となるだろう。2010年度は雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかることから、前年比0.4%と小幅ながらも増加に転じるだろう。

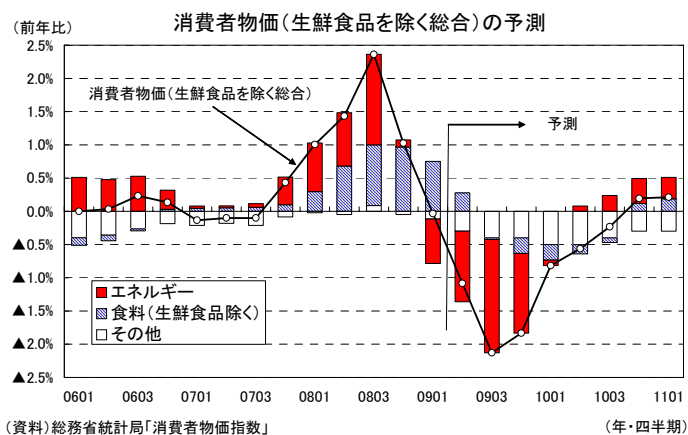
公的固定資本形成は、経済対策による公共事業の大幅な積み増しから2009年度は前年比17.0%の大幅増加となろう。なお、一般会計の公共事業関係費は小泉政権下の2002年度に10%以上削減された後、2003年度以降は概ね3%程度の減少が続いてきた。しかし、2009年度は追加経済対策によって補正予算で公共事業が大幅に積み増されたため、これまでと同様に前年度の当初予算を基準に2010年度予算が組まれた場合、実質的な公共事業は急激に落ち込んでしまうことになる。

今回の予測では、2010年度の公的固定資本形成は前年比▲1.6%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%に続き、2009年度も同▲1.1%の大幅マイナスとなろう。内需低迷を反映し輸入は前年比▲13.6%と大きく落ち込むが、輸出の減少幅が前年比▲17.6%とそれを上回るためである。2010年度は海外経済の回復に伴い輸出が前年比5.4%と増加に転じることから、外需寄与度は0.4%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、2008年夏には前年比2%台の高い伸びとなったが、その後の原油価格急落に伴うガソリン価格の急低下などから、2009年3月には前年比▲0.1%と1年半ぶりに下落に転じた。5月以降、電気代、ガス代が大幅に値下げされることに加え、消費者物価の押し上げ要因となってきた食料品(生鮮食品を除く)も夏頃には前年比でマイナスに転じるが見込まれる。



コア CPI の下落率は夏場にかけて 2%程度まで拡大するだろう。2009 年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ことが見込まれるが、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だろう。

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、景気回復に伴う需給ギャップの縮小、世界経済の持ち直しから原油価格の上昇が予想される 2010 年度後半となろう。

日本経済の見通し (2009 年 1-3 月期 2 次 QE(6/11 発表)反映後)

	2008年度			08/10-12		4-6				7-9				10-12				11/1-3	
	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	2009年度	2010年度	
実質 GDP	▲3.3	▲3.2	1.1	▲3.6	▲3.8	0.7	0.9	0.3	0.3	0.0	0.2	0.5	0.4	▲3.8	1.2				
内需寄与度	(▲2.0)	(▲2.3)	(0.7)	(▲0.3)	(▲2.3)	(▲0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(▲2.4)	(0.8)				
内、民需	(▲1.9)	(▲3.5)	(0.3)	(▲0.6)	(▲2.3)	(▲0.9)	(▲0.3)	(▲0.5)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(▲3.8)	(0.4)				
内、公需	(▲0.1)	(1.2)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(1.3)	(0.4)				
外需寄与度	(▲1.2)	(▲1.1)	(0.4)	(▲3.2)	(▲1.4)	(1.2)	(0.7)	(0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲1.6)	(0.4)				
民間最終消費支出	▲0.5	▲0.4	0.4	▲0.8	▲1.1	0.5	0.4	▲0.1	▲0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	▲0.5	0.4				
民間住宅投資	▲3.1	▲12.8	1.8	5.3	▲5.5	▲9.2	▲4.7	0.5	1.1	1.4	▲0.7	1.5	1.0	▲10.7	1.4				
民間企業設備投資	▲9.8	▲16.2	1.6	▲6.4	▲8.9	▲4.6	▲1.8	▲1.5	1.4	0.4	1.0	0.7	1.1	▲18.5	1.3				
政府最終消費支出	0.3	3.4	2.5	1.6	0.0	1.1	0.8	1.3	0.7	0.5	0.3	0.6	0.1	4.0	2.4				
公的固定資本形成	▲4.4	17.0	▲1.6	▲0.1	0.1	3.5	9.4	8.4	▲0.7	▲2.9	▲1.8	▲2.2	▲0.8	16.5	▲1.6				
輸出	▲10.2	▲17.6	5.4	▲14.7	▲26.0	8.8	4.1	1.4	1.1	0.7	1.3	1.4	1.8	▲21.0	5.2				
輸入	▲3.5	▲13.6	3.0	3.1	▲15.0	▲2.4	▲2.3	0.1	0.3	1.3	1.6	0.9	1.3	▲14.2	2.6				
名目 GDP	▲3.6	▲3.1	0.2	▲1.3	▲2.7	▲0.7	0.8	0.2	0.0	▲0.3	▲0.1	0.5	0.4	▲3.7	0.0				

(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			10-12		4-6				7-9				10-12				11/1-3	
	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	2009年度	2010年度		
鉱工業生産 (前期比)	▲12.7	▲11.1	4.5	▲11.3	▲22.1	10.3	5.5	1.8	1.1	▲0.3	0.9	1.2	1.7	▲14.0	4.2				
国内企業物価 (前年比)	3.2	▲6.2	▲0.3	2.6	▲1.8	▲5.3	▲9.9	▲6.3	▲2.7	▲1.8	▲0.1	0.3	0.3	▲6.9	▲0.2				
消費者物価 (前年比)	1.1	▲1.4	▲0.1	1.1	▲0.1	▲1.0	▲2.0	▲1.8	▲0.8	▲0.6	▲0.2	0.2	0.2	▲1.4	▲0.2				
消費者物価 (生鮮食品除き)	1.2	▲1.4	▲0.1	1.0	▲0.1	▲1.1	▲2.1	▲1.8	▲0.8	▲0.6	▲0.2	0.2	0.2	▲1.4	▲0.2				
経常収支 (兆円)	12.2	13.6	14.9	8.4	6.8	10.8	15.5	15.5	12.4	14.9	16.5	15.4	12.6	11.2	11.4				
(名目 GDP 比)	(2.5)	(2.8)	(3.1)	(1.7)	(1.4)	(2.3)	(3.2)	(3.2)	(2.6)	(3.1)	(3.4)	(3.2)	(2.6)	(2.3)	(2.4)				
失業率 (%)	4.1	5.7	5.7	4.0	4.4	5.2	5.7	5.9	6.0	5.9	5.8	5.6	5.5	5.7	5.7				
住宅着工戸数 (万戸)	104	91	109	101	90	82	88	94	100	105	107	111	114	101	113				
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 (店頭基準気配)	1.5	1.4	1.6	1.4	1.3	1.5	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	95	96	94	98	92	90	95	95	95	95	95	94	95				
原油価格 (CIF、ドル/バレル)	90	65	73	79	44	65	65	65	65	70	70	75	75	62	73				
経常利益 (前年比)	▲40.9	▲19.2	39.3	▲64.6	▲70.1	▲62.7	▲37.4	34.3	115.1	77.5	47.1	27.7	19.2	▲13.6	48.0				

(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。

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半別 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。