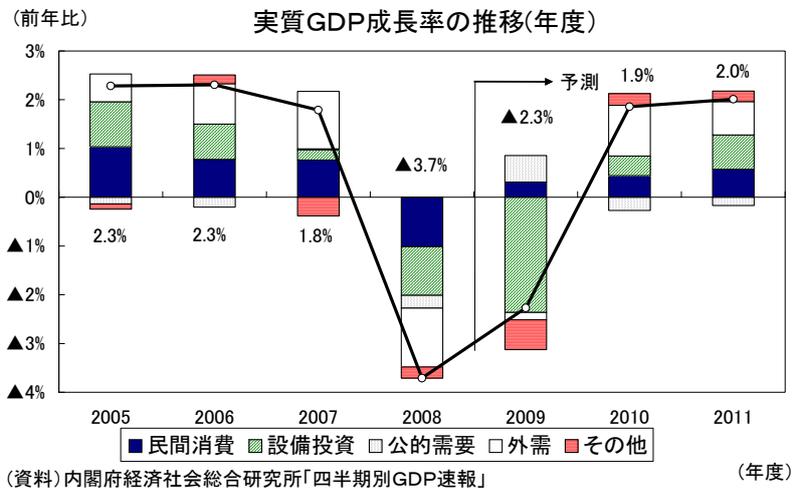


Weekly
エコノミスト・
レター2010・2011 年度経済見通し
～09年10-12月期GDP2次速報後改定

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:2009年度▲2.3%、2010年度1.9%、2011年度2.0%を予想>

1. 2009年10-12月期のGDP2次速報は、民間在庫の下方修正を主因として、実質GDP成長率が1次速報の前期比1.1%（年率4.6%）から前期比0.9%（年率3.8%）へと下方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、2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▲2.3%、2010年度が1.9%、2011年度が2.0%と予想する。足もとの実績値が下方修正されたことを主因に、2009年度の見通しを▲0.2%下方修正した。
3. 日本経済は、個人消費の低迷や公共事業の大幅減少などから2010年半ばにかけて減速することが見込まれる。ただし、海外経済の回復を背景とした輸出の増加や企業収益の改善に伴う設備投資の持ち直しが続くため、景気腰折れは回避されるだろう。
4. 景気のリスク要因のひとつは、公共事業の大幅削減である。2010年度の政府予算案では公共事業関係費が2009年度2次補正後と比べ30%以上の大幅減少となっているが、これは小泉政権が5年間かけて行った削減幅にほぼ匹敵する大きさである。経済情勢次第では補正予算で公共事業の積み増しを余儀なくされる可能性もあるだろう。



1. 10-12 月期の成長率は前期比年率 3.8%へ小幅下方修正

(民間在庫が下方修正)

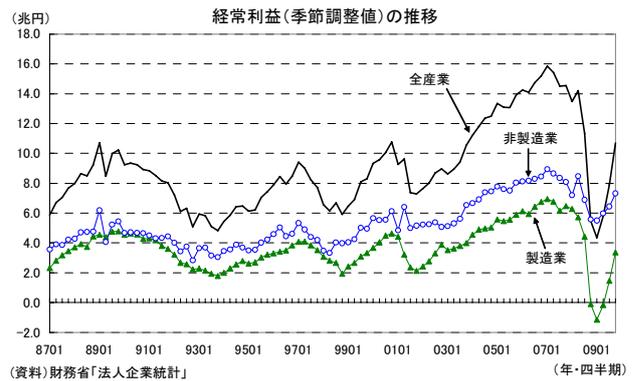
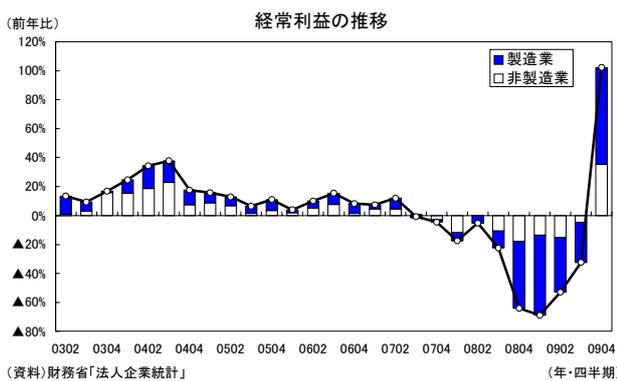
3/11 に内閣府が公表した 2009 年 10-12 月期の GDP 2 次速報は、実質 GDP 成長率が前期比 0.9% (年率 3.8%) となり、2/15 に公表された 1 次速報 (前期比 1.1%、年率 4.6%) から下方修正された。

下方修正の主因は、1 次速報で前期比 0.1% (寄与度) のプラスだった民間在庫が、法人企業統計の原材料在庫、仕掛品在庫の結果が反映されたことにより、前期比▲0.1% (寄与度) と逆に成長率の押し下げ要因となったことである。2008 年 4-6 月期から減少が続いていた設備投資は前期比 0.9%と 7 四半期ぶりの増加となった。1 次速報の同 1.0%から若干下方修正されたものの、企業収益の回復を受けた設備投資の下げ止まりが再確認された。

10-12 月期の 2 次速報と同時に 7-9 月期以前の計数も遡及改定され、7-9 月期の実質 GDP 成長率は季節調整のかけなおしを主因として前期比 0.0% (年率 0.0%) から前期比▲0.1% (年率▲0.6%) へと下方修正された。7-9 月期は昨年 11 月の 1 次速報では年率 4.8%の高成長だったが、4 ヶ月の間に年率 5%以上下方修正されたことになる。GDP 速報の推計精度の問題が改めてクローズアップされる可能性があるだろう。

(企業収益の回復基調が鮮明に)

3/4 に財務省から公表された 2009 年 10-12 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 102.2% (7-9 月期: 同▲32.4%) と 10 四半期ぶりの増加となった。コスト削減の動きが続く中、輸出の回復を主因として売上高の減少幅が急速に縮小した (7-9 月期: 前年比▲15.7%→10-12 月期: 同▲3.1%) ことが収益の高い伸びにつながった。製造業が前年比 864.7% (7-9 月期: 同▲69.3%)、非製造業が前年比 38.1% (7-9 月期: 同▲7.8%) であった。



経常利益が前年比で非常に高い伸びとなったのは、リーマン・ショック後の急速な落ち込みにより前年の水準が極めて低かったこともあるが、季節調整済前期比で見ても 4-6 月期から 3 四半期続けて 30%台の高い伸びとなった。経常利益 (季節調整値) の水準は 09 年 1-3 月期には直近のピーク時 (07 年 1-3 月期の 15.9 兆円) の 3 割弱 (27.5%) まで落ち込んだが、10-12 月期 (10.7 兆円)

には7割弱（67.4%）まで回復した。

輸出は2009年7-9月期の前年比▲34.4%から10-12月期に同▲8.0%へと減少幅が大きく縮小した後、2010年1月は同40.8%の大幅増加となった。1-3月期は輸出の増加を主因として売上が前年比で増加に転じるだろう。10-12月期は減収増益だったが、1-3月期は2007年4-6月期以来の増収増益となることが予想される。

企業収益の着実な回復を受けて設備投資の減少にはようやく歯止めがかかった。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は10-12月期に前期比0.5%と7四半期ぶりに増加に転じた後、2010年1-3月期も前期比2.0%と増加が続く見通しとなっており、設備投資の回復は先行きも継続することが見込まれる。輸出の増加を起点とした企業部門の改善傾向はここにきてははっきりとしてきた。ただし、生産設備の稼働率が引き続き低水準にとどまっていることや、企業の設備過剰感が高止まりしていることなどから、設備投資の回復ペースは当面緩やかなものにとどまる可能性が高い。

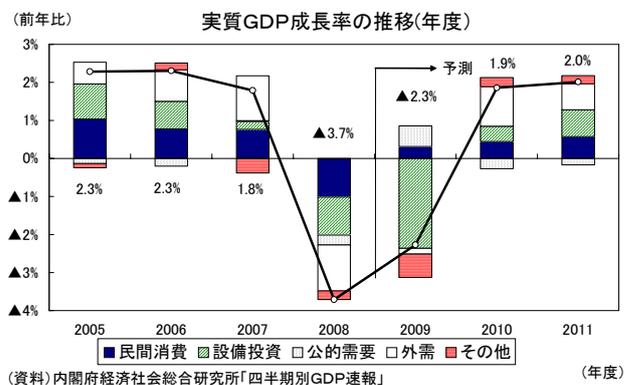
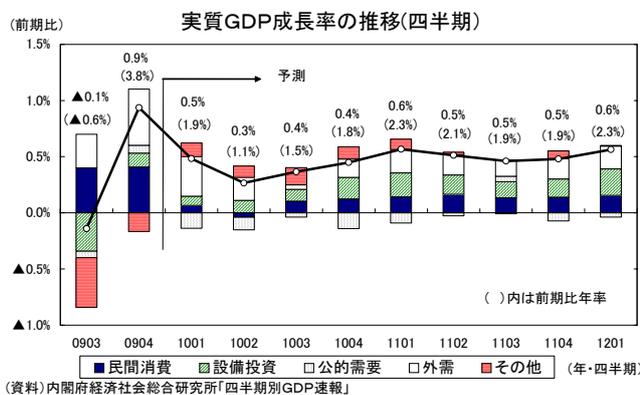
2. 2011年度までの経済見通し

（2010年前半は減速するも、景気腰折れは回避）

2009年10-12月期のGDP2次速報を受けて、2/17に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2009年度が▲2.3%、2010年度が1.9%、2011年度が2.0%と予想する（2/17時点ではそれぞれ▲2.1%、1.9%、2.0%）。2009年度の方修正は、2009年7-9月期、10-12月期の成長率の実績値が下方改定されたことによるものである。2010年度、2011年度の成長率の予測値は変えていない。

日本経済は2010年1-3月期以降もプラス成長を続けるが、政策効果の一巡などから個人消費が低迷することに加え、公的固定資本形成の減少ペースが加速することが見込まれるため、2010年半ばにかけて減速することが予想される。ただし、海外経済の回復を背景とした輸出の増加、企業収益の改善に伴う設備投資の持ち直しが続くことから、景気腰折れは回避されるだろう。

2010年半ば以降は、子ども手当の支給に伴い個人消費が緩やかながら回復に向かうこと、設備投資の増加ペースが加速することなどから、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、民間消費は雇用・所得環境の悪化が緩やかとなる中、子ども手当、高校の無償化といった家計支援策が実施されることにより、2010年度が前年比0.8%、2011年度が同1.0%と緩やかな回復が続くだろう。

住宅投資は、2009年度は同▲18.2%の大幅減少となるが、2010年度は住宅版エコポイント制度の効果もあり、前年比2.5%と6年ぶりの増加となった後、2011年度も3.5%の増加を予想する。

設備投資は、2009年度は前年比▲15.5%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3.1%と3年ぶりの増加となった後、2011年度は同5.3%とさらに伸びを高めるだろう。

公的固定資本形成は、2009年度は旧政権下における経済対策の効果などから、前年比6.1%の増加となるが、新政権の「コンクリートから人へ」の基本方針を反映し、2010年度が前年比▲13.6%、2011年度が同▲7.5%と大幅な減少が続くと予想する。

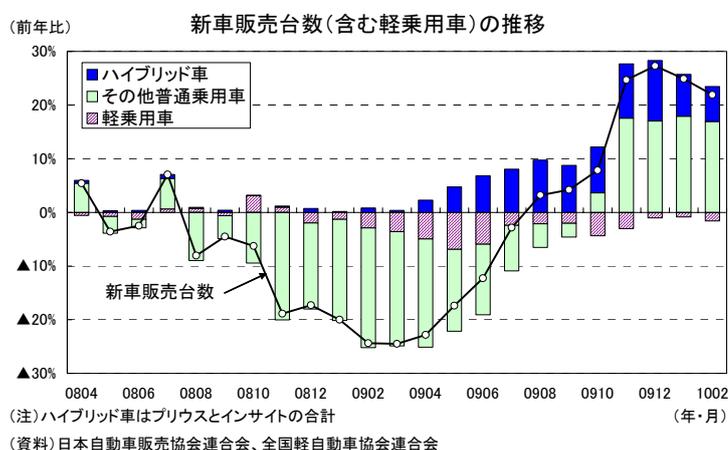
外需寄与度は、2009年度は2008年度下期の急速な落ち込みが響き、前年比▲0.2%のマイナス寄与となるが、海外経済の回復を背景とした輸出の増加が続くことから、2010年度に前年比1.0%と3年ぶりに成長率の押し上げ要因になった後、2011年度も同0.7%とプラス寄与が続くだろう。

(景気のリスク要因)

景気の牽引役となっている輸出は先行きも好調が持続する見込みだが、国内にはリスク要因が少なくない。

個人消費は厳しい雇用・所得環境が続く中、健闘を続けてきたが、これまで個人消費を押し上げてきた政策効果はここにきて一巡の兆しが見られる。自動車販売台数は、エコカー減税・補助金の効果で2009年春頃から急回復を続けてきたが、2010年に入ってから伸び率がやや鈍化している。

エコカー減税は2010年9月まで、エコポイント制度は2010年12月まで延長されており、引き続き消費の下支え要因にはなるものの、さらなる押し上げ効果は期待できない。政策効果が弱まるにつれ個人消費は息切れのリスクが高まるだろう。

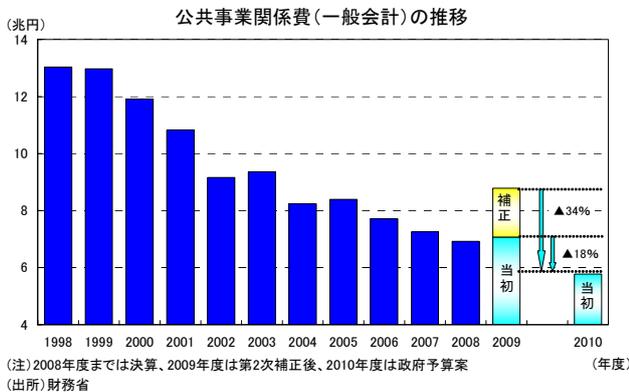


もうひとつのリスク要因は公共事業の大幅削減である。

鳩山新政権下で初の予算となる2010年度予算案では、一般会計の歳出総額が92.3兆円と前年度から3.8兆円増加し、過去最大規模となった。ただし、2009年度は2度の補正予算が組まれており、2009年度第2次補正予算後の102.6兆円と比べると一般会計歳出総額は約10兆円の減少となる。2010年度の当初予算はある意味では緊縮的ともいえる。

特に景気への影響で無視できないのは公共事業関係費の削減幅の大きさである。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、社会保障関係費を大幅に増やす一方、公共事業関係費を前年よりも▲1.3兆円（前年比▲18.3%）削減したが、これはあくまでも2009年度当初予算と比べた数字である。2009年度2次補正予算後と比較すると、削減幅は▲3.0兆円（前年比▲34.3%）にもなる。



小泉政権5年間に匹敵する公共事業の削減幅

	小泉政権 01年度→06年度	鳩山政権 09年度→10年度
公共事業関係費	削減幅(兆円) ▲3.1	削減幅(兆円) ▲3.0
	削減率(%) ▲28.8%	削減率(%) ▲34.3%
公的固定資本形成	削減幅(兆円) ▲10.9	?
	削減率(%) ▲33.8%	?

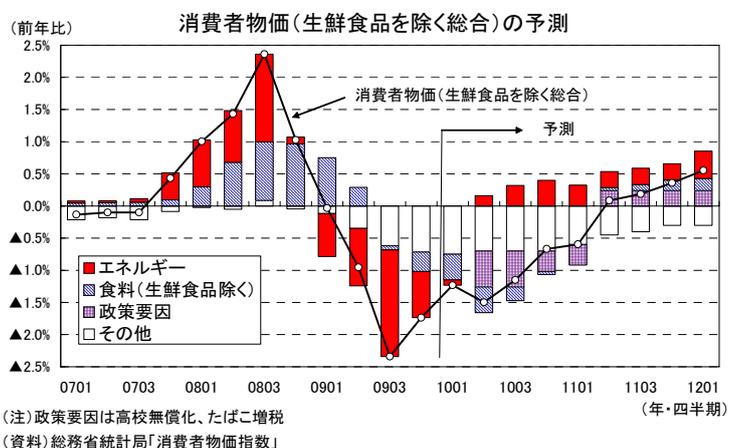
(注)公共事業関係費の01年度→06年度は決算ベース、09年度→10年度は09年度2次補正後に対する10年度当初予算

3兆円という削減幅は一貫して公共事業の削減を続けた小泉政権が5年間かけて行った規模に匹敵する。2009年度予算の執行後ずれの影響や、地方の公共事業の削減幅はこれほど大きくならない可能性が高いことを考えれば、GDPベースの公的固定資本形成の減少幅は一般会計に比べれば小幅にとどまるとみられる。また、GDPに占める公的固定資本形成の割合は4%程度まで低下しており、かつてに比べれば公共事業の変動が景気に与える影響は小さくなっている。ただし、景気が弱含んだ場合などには、公共事業の大幅減少による下押し圧力が無視できないものとなり、2010年度の補正予算で公共事業の積み増しを余儀なくされる可能性もあるだろう。

(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7月から10月にかけて前年比で▲2%台の下落を続けたが、エネルギー価格低下の影響一巡に伴い足もとではマイナス幅が1%前半まで縮小している。エネルギー価格は2010年度入り後には上昇に転じることが見込まれるが、当面は需給バランスの悪化に伴う物価下落圧力が強い状態が続くだろう。

2010年度は政策変更が物価動向を左右することになる。消費者物価に影響を及ぼす政策変更としては、2010年4月から高校の実質無償化、2010年10月からのたばこ税の引き上げが挙げられる。コアCPI上昇率への影響は高校の実質無償化が▲0.6%弱、たばこ税の引き上げが0.2%強と試算される、なお、今回の予測ではたばこ税の引き上げは2011年度にも2010年度と同額（1本5円の値上げ）実



施されると想定した。

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、コアCPI上昇率はマイナス圏での推移が続くが、景気回復の持続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年度にはプラスに転じる可能性が高い。

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▲1.0%と下落幅が縮小し、2011年度には0.3%と3年ぶりに上昇すると予想する。

日本経済の見通し(2009年10-12月期2次QE(3/11発表)反映後)

(単位、%) 前回予測(2010.2)

	2008年度 実績	2009年度 予測	2010年度 予測	2011年度 予測	10-12 実績	10/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	11/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	12/1-3 予測	2009年度	2010年度	2011年度
実質GDP	▲3.7	▲2.3	1.9	2.0	0.9 3.8 ▲1.0	0.5 1.9 3.1	0.3 1.1 1.8	0.4 1.5 2.6	0.4 1.8 1.4	0.6 2.3 1.7	0.5 2.1 1.9	0.5 1.9 2.1	0.5 1.9 2.0	0.6 2.3 2.1	▲2.1	1.9	2.0
内需需与度	(▲2.5)	(▲2.2)	(0.8)	(1.3)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(▲2.0)	(0.8)	(1.3)
内、民需	(▲2.3)	(▲2.7)	(1.1)	(1.5)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(▲2.5)	(1.0)	(1.4)
内、公需	(▲0.3)	(0.5)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.6)	(▲0.3)	(▲0.2)
外需需与度	(▲1.2)	(▲0.2)	(1.0)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(▲0.2)	(1.1)	(0.7)
民間最終消費支出	▲1.8	0.6	0.8	1.0	0.7	0.1	▲0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.9	1.1
民間住宅投資	▲3.7	▲18.2	2.5	3.5	▲3.3	2.8	2.0	1.4	1.7	0.8	0.9	0.7	0.2	0.4	▲18.2	1.9	3.4
民間企業設備投資	▲6.8	▲15.5	3.1	5.3	0.9	0.6	0.9	0.8	1.5	1.6	1.3	1.0	1.2	1.7	▲15.5	3.1	5.2
政府最終消費支出	▲0.1	1.8	0.9	0.4	0.6	0.2	0.1	0.4	0.0	0.1	0.0	0.3	▲0.1	0.1	2.0	1.0	0.4
公的固定資本形成	▲6.6	6.1	▲13.6	▲7.5	▲1.3	▲4.7	▲4.0	▲3.2	▲4.5	▲3.4	▲0.9	▲0.3	▲1.8	▲1.7	5.7	▲13.7	▲7.5
輸出	▲10.4	▲10.6	12.8	8.9	5.0	4.2	2.5	1.1	1.9	2.2	2.1	2.0	2.7	2.8	▲10.8	12.3	9.1
輸入	▲4.2	▲12.1	7.1	6.3	1.3	2.4	1.5	1.2	1.1	1.2	1.4	1.7	2.4	2.3	▲12.4	5.9	6.3
名目GDP	▲4.2	▲4.1	▲0.1	1.6	0.1	0.4	▲0.4	▲0.5	0.6	0.8	0.5	▲0.3	0.7	0.8	▲3.9	▲0.1	1.6

(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、%)

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	10-12	10/1-3	4-6	7-9	10-12	11/1-3	4-6	7-9	10-12	12/1-3	2009年度	2010年度	2011年度
鉱工業生産(前期比)	▲12.7	▲9.7	10.2	7.0	4.5	3.6	0.7	1.5	1.8	2.1	1.4	1.5	1.5	2.7	▲9.8	9.2	7.1
国内企業物価(前年比)	3.1	▲5.2	0.1	1.0	▲5.2	▲1.7	▲0.3	0.2	0.3	0.3	0.8	1.0	1.3	1.1	▲5.2	0.3	1.0
消費者物価(前年比)	1.1	▲1.6	▲1.0	0.3	▲2.1	▲1.1	▲1.4	▲1.2	▲0.7	▲0.6	0.0	0.2	0.4	0.6	▲1.6	▲1.0	0.3
消費者物価(生鮮食品除き)	1.2	▲1.6	▲1.0	0.3	▲1.8	▲1.2	▲1.5	▲1.2	▲0.7	▲0.6	0.0	0.2	0.4	0.6	▲1.6	▲1.0	0.3
経常収支(兆円)	12.3	14.8	16.0	20.1	16.2	15.1	15.1	14.1	17.0	17.8	18.7	18.9	21.3	21.3	15.2	16.7	20.8
(名目GDP比)	(2.5)	(3.1)	(3.4)	(4.2)	(3.4)	(3.2)	(3.2)	(3.0)	(3.6)	(3.7)	(3.9)	(4.0)	(4.4)	(4.4)	(3.2)	(3.5)	(4.3)
失業率(%)	4.1	5.2	5.0	4.7	5.2	5.1	5.1	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.7	4.6	5.3	5.1	4.7
住宅着工戸数(万戸)	104	78	90	93	79	85	88	89	91	92	93	93	93	94	77	87	92
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	0.25	0.25	0.50	0.10	0.10	0.50
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.5	1.3	1.6	2.0	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9	2.1	2.1	1.3	1.6	2.0
為替(円/ドル)	100	93	95	100	90	90	90	95	98	98	98	98	100	105	93	95	100
原油価格(CIF,ドル/バレル)	90	69	84	90	75	78	80	85	85	85	85	90	90	95	68	84	90
経常利益(前年比)	▲39.0	2.1	50.9	11.5	102.2	163.9	125.0	65.0	27.6	16.0	18.9	13.7	7.2	4.6	▲14.9	50.9	20.1

(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。