

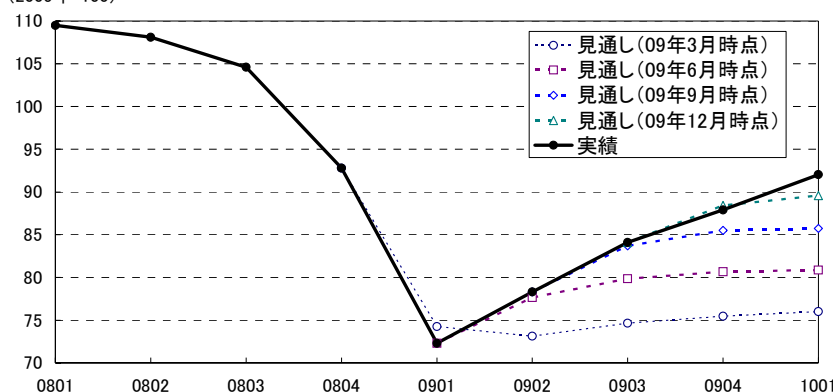
Weekly エコノミスト・ レター

上振れる景気と下振れる物価 ～先行きの消費者物価は上振れの可能性も

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

1. 景気が2009年春に底打ちしてからほぼ1年が経過した。この間、鉱工業生産を中心とした景気関連指標の多くは見通しよりも上振れて推移している。
2. 直近(2009年10-12月期)の実質GDPの水準は1年前の見通しに比べると2%以上高く、輸出回復の恩恵をより強く受ける鉱工業生産の水準(2010年1-3月期)は1年前の見通しから20%以上上振れしている。
3. 実績値の上振れが続く一方、景気の先行きについては引き続き慎重な見方が多く、先行きの成長率見通しは景気の見方が最も厳しかった1年前とあまり変わっていない。2009年度の実質GDP成長率の見通しが1年間で2%以上上方修正されたのは実績の上振れによるところが大きい。また、2010年度の見通しも上方修正されているが、その主因は2009年度(実績見込み)の上振れに伴い2009年度から2010年度へのゲタ(発射台)が上がったことである。
4. 景気関連指標の多くが上振れする一方、消費者物価は実績、見通しともに下方修正が続いている。ただし、景気の上振れは予想を上回るペースで需給バランスが改善していることを意味すること、原油をはじめとした国際商品市況が想定を上回るペースで上昇していることなどから、消費者物価の見通しは今後上方修正される可能性がある。

(2005年=100) 鉱工業生産の水準は1年前(09年3月時点)の見通しから約20%上振れ



(注)見通しは各社資料をもとに当研究所が集計した平均値

1001の実績は10年1月、2月の実績を3月の予測指数で先延ばした見込値

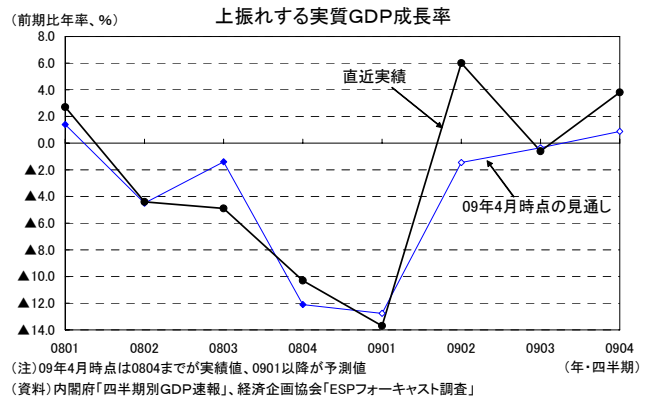
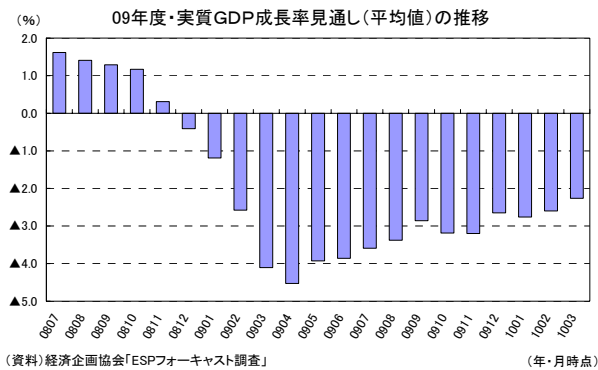
(資料)経済産業省「鉱工業指数」

●上振れが続く景気

景気が2009年春に底打ちしてからほぼ1年が経過した¹。当初、今回の景気回復は底入れ後も横ばい状態が長く続くL字型になるとの見方も少なくなかったが、実際には鉱工業生産を中心とした景気関連指標は予想を上回るペースで回復を続けている。振り返ってみると、1年前は2008年9月のリーマン・ショック以降、景気がフリーフォール状態に陥ったことを示す指標が次々と発表され、多くのエコノミストが景気の現状、先行きを最も悲観的に見ていた時期であった。

(2009年度の実質成長率の見通しは2%以上の上方修正)

経済企画協会が毎月約40人のエコノミスト・調査機関を対象に調査している「ESPフォーキャスト調査」によれば、2009年度の実質GDP成長率の予測値は、2008年10月調査までは1%台のプラス(平均値、以下同じ)となっていたが、その後大幅な下方修正が続き、12月調査でマイナスに転じた後、2009年4月調査ではマイナス幅が▲4.53%まで拡大した。5月調査以降は上方修正が繰り返され、直近の2010年3月調査では▲2.26%となっている。2009年度の成長率見通しはこの1年間で2%以上上方修正されたことになる。



1年前の2009年4月調査における四半期毎の成長率の予想を見てみると、当時は2008年10-12月期が約35年ぶりに前期比年率二桁のマイナス成長となったことが発表された後で、2009年1-3月期も年率二桁の大幅マイナス成長が続くことが見込まれていた。マイナス成長は7-9月期まで続き、10-12月期に7四半期ぶりにプラス成長に転化するものの、年率1%以下の低い伸びにとどまるという見通しがコンセンサスとなっていた。

しかし、実際には2009年1-3月期は予想通り年率二桁のマイナス成長となったものの、予想よりも2四半期早い4-6月期にはプラス成長に転じ、伸び率も年率6.0%(当初公表値は年率3.7%)という非常に高いものとなった。7-9月期は小幅なマイナス成長(年率▲0.6%)となったものの(当初公表値は年率4.8%)、10-12月期には再び高い伸び(年率3.8%)となった。GDP統計の遡及

¹ 正式な景気の谷は景気動向指数研究会の議論を経た後、内閣府経済社会総合研究所所長が設定する。現時点の経済データに基づけば景気動向指数の一致指数11系列の過半数が底をつけた2009年3月が景気の谷となる可能性が高い。ただし、4/15公表予定の鉱工業指数の2009年年間補正により過去の計数が遡及改定されるため、その結果次第で景気の谷は若干前後する可能性がある。

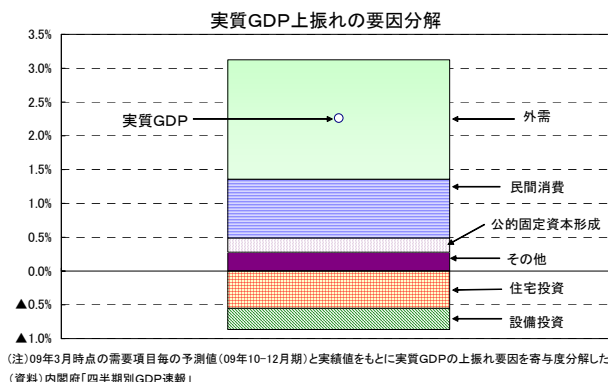
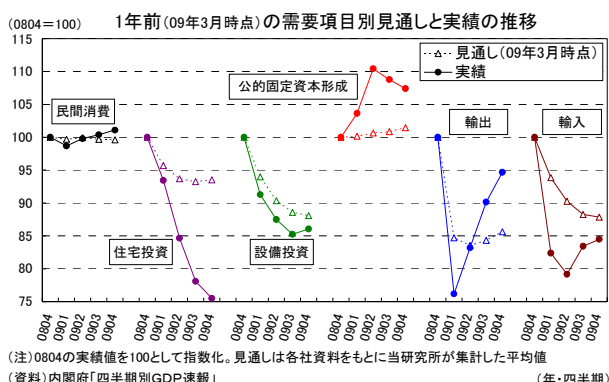
改定により、7-9月期の実績値は当時の予測を若干下回る結果となっているが、総じて見ればこの1年間の成長率は1年前の見通しよりも上振れしてきたとみることができるだろう。

2009年10-12月期の実質GDPについて、1年前の見通し（2008年10-12月期の実績値を2009年1-3月期以降の成長率の予測値で先延ばしすることにより計算）と直近の実績値を比較すると、実績値が当時の見通しを2.3%上回っている。直近の実質GDPの水準は1年前に予想されていた水準よりも2%以上上振れていることになる。

需要項目別には²、民間消費、公的固定資本形成、輸出は1年前（2009年3月時点）の見通しから上振れしている一方、住宅投資、設備投資は見通しから下振れしている。それぞれの上振れ（下振れ）幅は、民間消費が1.5%、公的固定資本形成が5.9%、輸出が10.6%、住宅投資が▲19.3%、設備投資が▲2.3%、輸入が▲3.8%である。

民間消費、公的固定資本形成が上振れした理由としては、2009年4月に策定された過去最大規模の経済対策（公共事業の積み増し、エコカー補助金、エコポイント制度の導入など）の効果が当時の見通しには織り込まれていなかったことが挙げられる。また、輸出の上振れは、中国をはじめとした新興国の経済が想定以上に好調となったことによってもたらされたものと考えられる。一方、住宅投資は期待されていた減税効果はみられず1年間を通して予想を大きく上回る落ち込みを続け、設備投資は底打ちの時期こそ見通しよりも早かったが、それまでの減少幅が大きかったため、1年間を通じた伸びは予想を下回る形となった。

実質GDP上振れの要因を需要項目別の寄与度で見ると³、外需（輸出－輸入）による寄与が1.8%と最も大きく、GDP全体の上振れの8割近くを占めている。それに続くのが、民間消費の0.9%、公的固定資本形成の0.2%で、住宅投資、設備投資は実質GDPをそれぞれ▲0.6%、▲0.3%押し下げる要因となっている。



² ESPフォーキャスト調査で四半期毎の予想が継続的に調査されているのは、実質GDP成長率、消費者物価、失業率である（2009年6月調査からは民間消費、設備投資、輸出入などが追加）。本稿では上記3指標についてはESPフォーキャスト調査、それ以外の指標（実質GDPの需要項目別内訳、鉱工業生産、国内企業物価）についてはGDP速報公表後（2月、3月、5月、6月、8月、11月、12月）に各社が発表する経済見通しを当研究所が集計したものをを用いた。

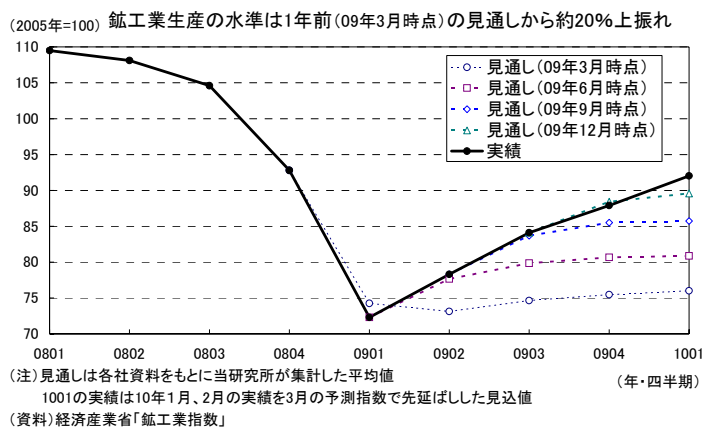
³ 実質GDPの見通しはESPフォーキャスト調査、需要項目別の見通しは各社の見通しを当研究所が集計したものをを用いているため、厳密には需要項目別の振れ（寄与度）の合計が実質GDPの上振れ幅と一致しない。

(鉱工業生産は見通しから 20%上振れ)

鉱工業生産は輸出回復の恩恵をより強く受けるため、上振れ傾向がより顕著となる。約 1 年前の 2009 年 3 月時点では、2008 年 10-12 月期の鉱工業生産が前期比で二桁の減少となった後、2009 年 1-3 月期はそれをさらに上回る過去最大の減産が見込まれていた。減産は 2009 年 4-6 月期まで継続し、7-9 月期には 6 四半期ぶりに前期比で増加に転じるものの、増加テンポは緩やかなものにとどまるとの見方が一般的となっていた。

しかし、実際には生産はコンセンサスより早い 2009 年 4-6 月期には反転、しかも前期比 8.3%という非常に高い伸びとなり、7-9 月期以降も急回復が続いた(7-9 月期:前期比 7.4%、10-12 月期:前期比 4.5%)。月次ベースでは 2010 年 2 月に 12 ヶ月ぶりに前月比で減少に転じたものの、2010 年 1-3 月期も前期比で 5%近い伸びが見込まれている(2010 年 1 月、2 月の実績値を 3 月の予測指数で先延ばしすると 1-3 月期の生産は前期比 4.7%となる)。3 ヶ月毎の見通しを実績値と比較すると、鉱工業生産は 1 年間を通して大幅な上振れが繰り返されてきたことが分かる。

1 年前の見通しでは 2009 年 1-3 月期から 2010 年 1-3 月期までの鉱工業生産の上昇率は 2.3%という非常に低いものだったが、実際には 30%近い急上昇となり、直近の鉱工業生産の水準は 1 年前の見通しに比べ 20%以上上振れしている。また、1 年前には 2010 年 1-3 月期の鉱工業生産はピーク時(2008 年 1-3 月期)の 7 割弱の水準にとどまるとい見通しとなっていたが、実際には 8 割強の水準にまで回復している。

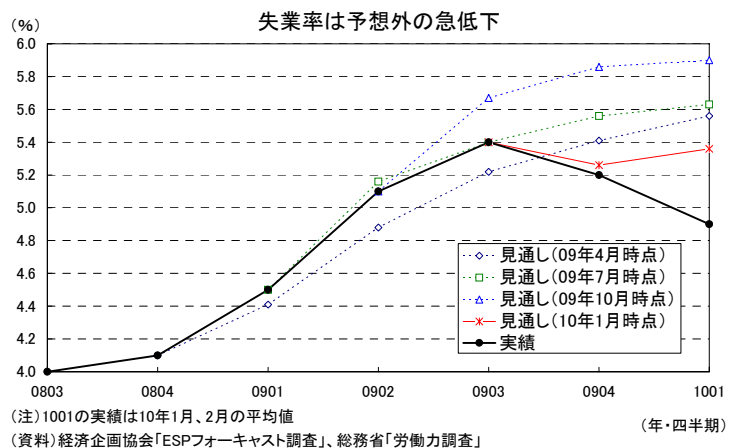


(失業率は予想外の急低下)

リーマン・ショック以降の景気悪化局面で最も懸念されたことのひとつが、失業率の急上昇であり、実際に 2009 年 7 月には過去最悪の 5.6%を記録した。しかし、失業率はその後予想外に低下し、2010 年 1 月、2 月には 4.9%と 5%を割り込む水準にまで改善した。

1 年前(2009 年 1-3 月期)の失業率は 4%台半ばだったが、その後、1 年間かけて 5%台半ばまで上昇するという予想がコンセンサスであった。2009 年前半は予想を上回るペースで失業率が上昇したため、2009 年 10 月時点では最悪期(2010 年 1-3 月期)の水準が 5.9%という予想となった。

実際には、景気回復の持続に加え、雇用調整助成金の支給要件緩和といった雇用対策の効果もあり、2009 年夏場以降失業率

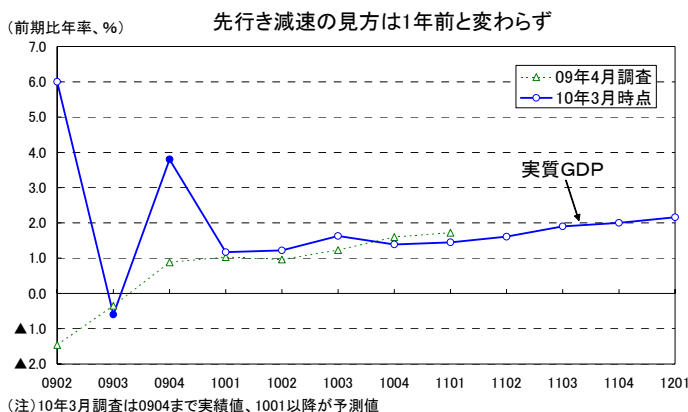


は低下に転じ、足もとの失業率の水準（4.9%）は半年前の予想を1%下回る結果となった。

（引き続き慎重な見方が多い景気の先行き）

このように景気は上振れが続いているが、先行きについては引き続き慎重な見方が多い。

2010年3月のESPフォーキャスト調査によれば、2010年1-3月期の成長率は2009年10-12月期の前期比年率3.8%から同1.17%へと大きく減速した後、しばらくは年率1%台の成長が続き、2011年度の後半になってようやく年率2%台まで回復するという見通しとなっている。2010年1-3月期から2011年1-3月期までの成長率の予測値は、景気の見方が最も悲観的であった1年前の予測とほとんど変わっていない。



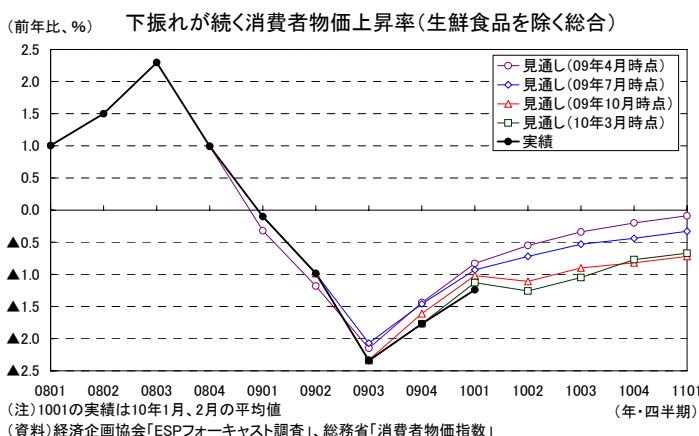
2009年春以降の景気回復は、海外経済の好転という外部要因や公共事業の積み増しやエコカー減税などの政策効果によるところが大きいため、政策効果一巡後には景気が低迷するという懸念がなかなか払拭されないものと考えられる。

2009年度の実質GDP成長率の見通しは1年前の▲4.53%から▲2.26%まで2%以上上方修正されたが、あくまでも実績値が上振れしたことによる影響が大きく、先行きの見通しに大きな変化があったわけではない。また、2010年度の見通しも2009年4月調査の1.05%から直近では1.66%まで上方修正されているが、その主因は2009年度中（2009年10-12月期まで）の成長率が見通しから上振れしたことにより、2009年度から2010年度へのゲタ（発射台）が上がったことである。

このように、景気の先行きに対する慎重な見方は崩れていないが、この1年間を振り返ってみるとエコノミストの景気見通しは総じて悲観的すぎたことも事実である。景気の上振れ傾向が今後も続くかどうか注目される。

●下振れる消費者物価

多くの経済指標が見通しから上振れて推移してきたのとは対照的に、消費者物価は実績の下振れ、見通しの下方修正が続いている。1年前の時点ですでに2009年夏頃の消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は2%台のマイナスとなることが見込まれていたが、その後マイナス幅が縮小し、2010年1-3月期には下落率が1%を割り込むと予想されていた。



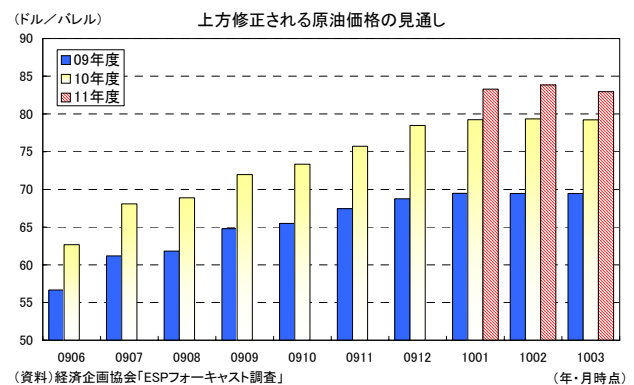
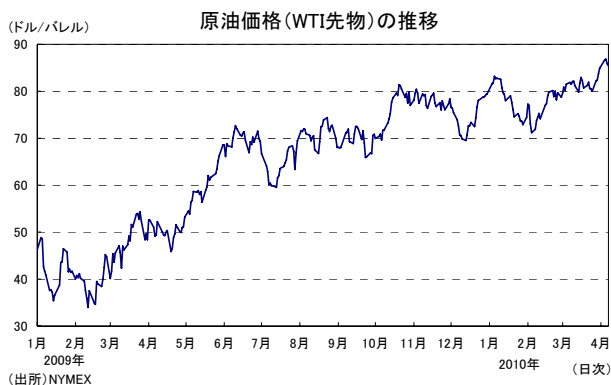
しかし、実際には下落率の縮小ペースは鈍く、足もとでも1%台前半のマイナスが続いている。実績の下振れとともに、先行きの見通しも下方修正が続いている。1年前の見通しではコアCPIの下落率は2011年1-3月期にはほぼゼロ（前年比▲0.09%）まで縮小するというのがコンセンサスとなっていたが、直近の2010年3月調査では2011年1-3月期の予測値が前年比▲0.67%まで下方修正された。年度平均では2009年度が前年比▲1.58%、2010年度が同▲0.94%、2011年度が同▲0.27%と3年連続のマイナスが予想されている。

総務省は3/26に2010年4月から実施される高校授業料の無償化が消費者物価指数に反映されることを発表した。直近(2010年3月調査)のESPフォーキャスト調査は3月初旬に集計されており、この影響を反映していない機関もあるとみられるため、4月調査以降、2010年度入り後の消費者物価の見通しが下方修正される可能性が高い。ただし、これはあくまでも制度要因によるもので、物価の基調を判断するためには、この影響を除いて考える必要がある。

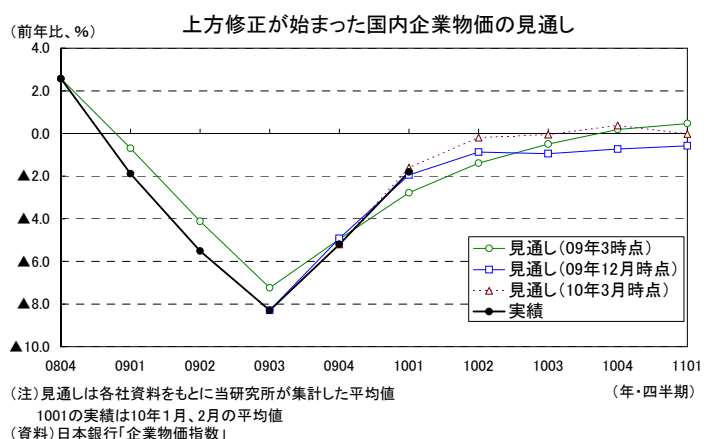
(消費者物価の見通しは今後上方修正の可能性も)

先行きの消費者物価を大きく左右しそうなのが、原油価格の動向だ。2009年初め頃には1バレル＝30ドル台まで下落した原油価格(WTI先物)は、各国の金融緩和継続に伴う投資マネーの流入や新興国を中心とした世界経済の回復を反映し、足もとでは80ドル台半ばまで上昇している。

ESPフォーキャスト調査では2009年6月調査以降、原油価格の予想が調査されている。2010年度(平均)の原油価格の予測値は2009年6月調査では60ドル台前半だったが、その後じわじわ上昇し、直近の2010年3月調査では79.21ドル/バレルとなっている。しかし、足もとの原油価格はそれを上回る水準で推移しているため、原油価格の見通しは今後さらに上方修正される公算が大きい。



すでに、消費者物価よりも川上段階の物価動向を表す国内企業物価指数の見通しは、輸入物価の上昇を反映し、このところ上方修正されている。これまでのように景気の上振れ、原油価格をはじめとした国際商品市況の上昇が続けば、仕入れ価格の上昇を最終製品に価格転嫁する動きが徐々に広がり、消費者物価の実績、見通しともに上振れする可能性が



高まるだろう。

また、消費者物価の動向に大きな影響を与える需給ギャップは引き続き大幅なマイナスが続いているとみられるが、成長率の上振れが続いていることは予想を上回るペースで需給バランスが改善していることを意味している。今後、景気の上振れに続き、消費者物価も上振れし始める可能性がある。

ちなみに当研究所では、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と予想している（2009年度：前年比▲1.6%、2010年度：前年比▲1.0%、2011年度：前年比0.3%）。

月次GDPの動向

<2010年1月、2月>

2010年1月の月次GDPは、民間消費、外需の増加などから前月比0.1%と2ヵ月連続の増加となった。

2月の月次GDPは、外需はマイナスとなったものの、民間消費、設備投資が増加したことから、前月比0.1%と3ヵ月連続の増加となった。

日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績← →予測

	2009/9	2009/10	2009/11	2009/12	2010/1	2010/2	2009/7-9	2009/10-12	2010/1-3
実質GDP	527,507	529,694	529,314	533,184	533,901	534,329	525,809	530,730	534,462
前期比	0.1%	0.4%	▲0.1%	0.7%	0.1%	0.1%	▲0.6%	3.8%	2.8%
前期比	▲4.4%	▲3.3%	▲1.6%	1.7%	4.0%	4.2%	▲0.1%	0.9%	0.7%
前年同期比	▲4.4%	▲3.3%	▲1.6%	1.7%	4.0%	4.2%	▲5.2%	▲1.0%	3.6%
内需（寄与度）	505,118	505,588	504,966	508,158	507,881	508,790	504,299	506,237	507,803
前期比	0.2%	0.1%	▲0.1%	0.6%	▲0.1%	0.2%	▲0.5%	0.4%	0.3%
前年同期比	▲3.3%	▲4.3%	▲3.2%	▲1.2%	0.1%	1.2%	▲3.7%	▲2.9%	0.3%
民需（寄与度）	386,706	387,029	386,009	388,683	388,720	390,450	385,665	387,241	389,379
前期比	0.2%	0.1%	▲0.2%	0.5%	0.0%	0.3%	▲0.4%	0.3%	0.4%
前年同期比	▲4.1%	▲5.0%	▲3.7%	▲1.9%	▲0.8%	1.2%	▲4.4%	▲3.5%	0.0%
民間消費	307,390	308,878	308,040	308,817	309,330	309,862	306,431	308,578	309,708
前期比	0.2%	0.5%	▲0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	0.4%
前年同期比	0.3%	▲0.6%	1.1%	2.8%	2.8%	3.8%	▲0.4%	1.1%	2.8%
民間住宅投資	12,311	12,103	11,900	12,006	12,260	12,300	12,412	12,003	12,253
前期比	▲1.0%	▲1.7%	▲1.7%	0.9%	2.1%	0.3%	▲7.8%	▲3.3%	2.1%
前年同期比	▲23.0%	▲25.4%	▲25.2%	▲22.4%	▲19.1%	▲16.8%	▲20.3%	▲24.4%	▲17.4%
民間設備投資	69,101	68,255	68,907	70,488	69,623	70,558	68,566	69,217	69,690
前期比	1.1%	▲1.2%	1.0%	2.3%	▲1.2%	1.3%	▲2.6%	0.9%	0.7%
前年同期比	▲20.0%	▲16.6%	▲14.2%	▲10.1%	▲9.9%	▲1.4%	▲21.1%	▲13.7%	▲5.1%
民間在庫（寄与度）	-1,054	-1,050	-1,679	-1,469	-1,335	-1,112	-703	-1,399	-1,113
前期比	▲0.1%	0.0%	▲0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%
前年同期比	▲0.2%	▲1.5%	▲1.5%	▲1.5%	▲0.6%	▲0.6%	▲0.2%	▲1.5%	▲0.5%
公需（寄与度）	118,289	118,437	118,836	119,353	119,040	118,219	118,511	118,875	118,302
前期比	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.9%	0.0%	0.7%	0.6%	0.3%
政府消費	98,263	98,652	98,987	99,546	99,394	99,245	98,442	99,062	99,240
前期比	▲0.3%	0.4%	0.3%	0.6%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%	0.6%	0.2%
前年同期比	2.5%	2.4%	1.1%	2.0%	1.8%	0.9%	2.2%	1.8%	1.2%
公的固定資本形成	19,902	19,665	19,729	19,686	19,522	18,850	19,945	19,693	18,938
前期比	1.6%	▲1.2%	0.3%	▲0.2%	▲0.8%	▲3.4%	▲1.5%	▲1.3%	▲3.8%
前年同期比	9.4%	6.6%	7.8%	6.7%	12.8%	▲5.4%	9.4%	7.0%	▲0.8%
外需（寄与度）	19,517	21,144	21,385	22,064	23,058	22,576	18,637	21,531	23,697
前期比	▲0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	▲0.1%	0.3%	0.5%	0.4%
前年同期比	▲1.5%	0.2%	0.8%	2.1%	3.7%	2.8%	▲2.0%	1.0%	3.1%
財貨・サービスの輸出	72,999	73,449	73,804	75,125	77,760	78,989	70,578	74,126	79,421
前期比	2.5%	0.6%	0.5%	1.8%	3.5%	1.6%	8.4%	5.0%	7.1%
前年同期比	▲17.8%	▲21.4%	▲3.8%	16.5%	31.6%	39.6%	▲22.7%	▲5.0%	35.0%
財貨・サービスの輸入	53,482	52,305	52,419	53,061	54,702	56,412	51,941	52,595	55,724
前期比	4.3%	▲2.2%	0.2%	1.2%	3.1%	3.1%	5.4%	1.3%	5.9%
前年同期比	▲13.0%	▲29.6%	▲11.9%	▲0.4%	▲1.0%	17.5%	▲16.5%	▲15.4%	8.7%

<民間消費の内訳>

	2009/9	2009/10	2009/11	2009/12	2010/1	2010/2	2009/7-9	2009/10-12	2010/1-3
家計消費（除く帰属家賃）	249,829	251,023	250,391	251,614	251,887	252,159	248,988	251,009	252,001
前期比	0.3%	0.5%	▲0.3%	0.5%	0.1%	0.1%	0.7%	0.8%	0.4%
前年同期比	0.0%	▲0.5%	1.2%	2.9%	3.2%	4.2%	▲0.7%	1.2%	3.2%
需要側推計	1.0%	0.2%	▲0.9%	0.2%	▲0.9%	0.2%	0.5%	0.6%	▲1.5%
前年同期比	5.2%	4.2%	1.7%	2.7%	2.3%	0.7%	4.5%	2.9%	0.2%
供給側推計	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	▲0.8%	0.4%	0.9%	1.5%	0.4%
前年同期比	▲3.7%	▲4.4%	▲1.5%	1.7%	2.2%	5.3%	▲4.9%	▲1.4%	3.9%
帰属家賃	4,236	4,244	4,247	4,250	4,251	4,253	50,798	50,937	51,075
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
前年同期比	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(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。