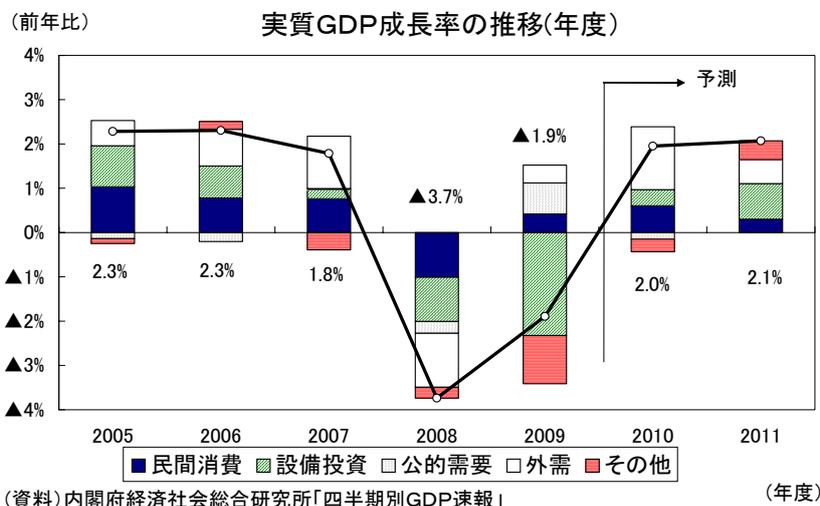


Weekly  
エコノミスト・  
レター2010・2011 年度経済見通し  
～輸出減速下で正念場を迎える日本経済

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：2010年度2.0%、2011年度2.1%を予想>

- 2010年4-6月期の実質GDPは、前期比0.1%（年率0.4%）と3四半期連続のプラス成長となったものの、国内需要が3四半期ぶりに減少したことに加え、外需の押し上げ幅が縮小したため、1-3月期の前期比1.1%（年率4.4%）から急減速した。
- 米国をはじめとした海外経済の回復ペースが鈍化する中、円高が進展していることもあり、景気の牽引役となってきた輸出は減速し始めている。ただし、海外経済の回復基調は維持されているため、輸出の腰折れは回避されるだろう。
- 2010年7-9月期以降は、駆け込み需要とその後の反動減が成長率を大きく左右することとなる。7-9月期はエコカー補助制度終了、たばこ値上げ前の駆け込み需要によって個人消費が大きく押し上げられるため、前期比年率2%台と比較的高めの成長となることが予想される。しかし、10-12月期にはその反動から個人消費が大きく落ち込み、年率0%台の低成長となろう。
- 2011年度に入ると、米国をはじめとした海外経済の回復や円高の修正に伴い輸出が再加速し、設備投資の回復も本格化することなどから、年率2%台の成長が続くだろう。実質GDP成長率は2010年度が2.0%、2011年度が2.1%と予想する。



## 1. 4-6 月期は前期比年率 0.4%の低成長

8/16 に公表された 2010 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報）は、前期比 0.1%（前期比年率 0.4%）と 3 四半期連続のプラス成長となったが、1-3 月期の前期比 1.1%（前期比年率 4.4%）からは急減速した。

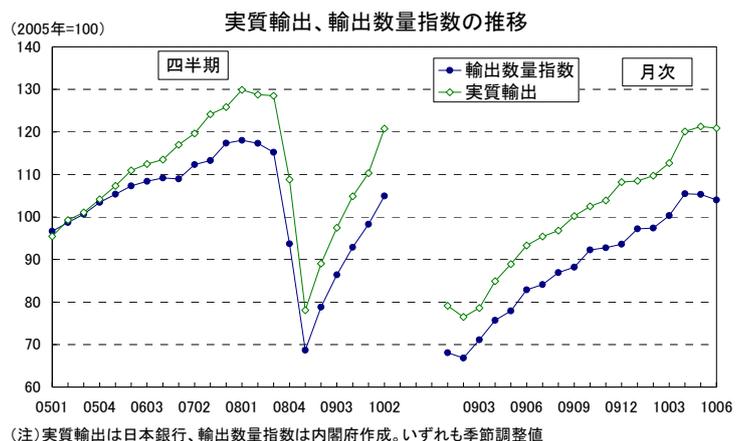
設備投資は 3 四半期連続で増加したが、政策効果を主因としてこれまで高い伸びを続けてきた民間消費が前期比 0.0%と横ばいにとどまり、公的固定資本形成の減少幅が拡大したことなどから、国内需要は前期比▲0.2%と 3 四半期ぶりの減少となった。

外需は引き続き成長率を押し上げたものの、輸出の伸びが低下する一方、輸入の伸びが高まったため、寄与度は 1-3 月期の前期比 0.6%から同 0.3%へと縮小した。

（輸出は減速局面へ）

これまで景気を牽引してきたのは、言うまでもなく海外経済の回復を背景とした輸出の大幅な増加だが、足もとではすでに減速の動きが見られる。

内閣府が作成している輸出数量指数、日本銀行が作成している実質輸出の動きを見ると、4-6 月期はそれぞれ前期比 6.7%、9.5%となっており、四半期ベースでは 1-3 月期（輸出数量指数：前期比 5.9%、実質輸出：前期比 5.2%）から伸びが加速する形となっている。しかし、月次ベースで見ると輸出数量指数は 5 月に前月比▲0.2%と 15 ヶ月ぶりに低下した後、6 月は同▲1.3%と低下幅が拡大し、実質輸出も 6 月には前月比▲0.3%と 16 ヶ月ぶりのマイナスとなるなど、輸出がここにきて減速し始めていることを示唆するものとなっている。



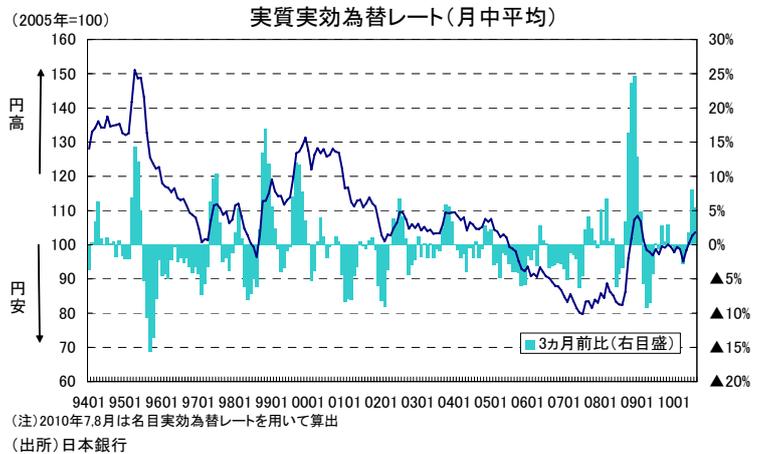
米国経済は春先までは順調な回復を見せていたが、5 月以降は民間部門の雇用増が大幅に縮小するなど、主要経済指標は軒並み悪化している。4-6 月期の実質経済成長率は前期比年率 2.4%となり、1-3 月期の同 3.7%から大きく減速した。雇用の回復が遅れる中、個人消費が伸び悩んでおり、7-9 月期以降は個人消費の停滞を主因として年率 1%台の低成長が続くことが予想される。また、中国経済は高成長を続けているものの、4-6 月期の実質成長率は 1-3 月期の前年同期比 11.9%から同 10.3%へと鈍化しており、先行きはさらなる減速が見込まれている。

しかし、世界経済の回復基調が途切れてしまったわけではない。米国の ISM（サプライマネジメント協会）指数は足もと弱含んでいるが、その水準は製造業、非製造業ともに拡大・縮小の分かれ目となる 50 を上回っており、中国経済も減速しているとはいえ成長率は高水準を維持している。また、欧州経済は南欧の立ち遅れが目立つものの、ドイツを中心にユーロ安による輸出拡大効果が見込まれるため、景気の腰折れは回避される可能性が高い。

米国経済の先行き不透明感などから、このところ円高・ドル安が進んでおり、一時1995年以来となる84円台まで円が上昇した。しかし、実質実効為替レートで見れば足もとの水準は1995年当時よりも3割以上も円安で、リーマン・ショック後の円高局面時（2008年末頃から2009年初め頃にかけて）の水準にも達していない。また、

リーマン・ショック後には3カ月前比で20%以上という急ピッチで円高が進んだが、足もとの円高のスピードは限定的にとどまっている。

円高基調が定着してきたことが日本の輸出にとって逆風であることは確かだが、現状程度の水準を前提にすれば円高を主因として輸出が腰折れする可能性は低いと考えられる。輸出の減速は不可避だが、海外経済の回復を背景とした増加基調は維持されるだろう。

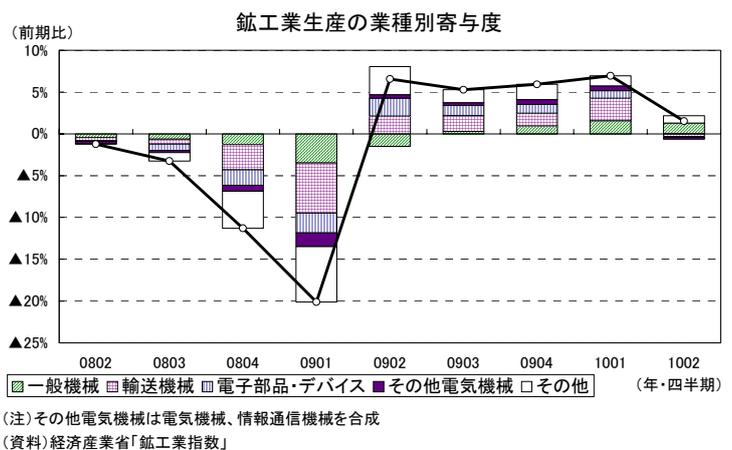


#### (鉱工業生産は足踏み)

4-6月期の鉱工業生産指数は前期比1.5%と5四半期連続で上昇したが、1-3月期の同7.0%からは伸びが大きく低下した。業種別には設備投資の持ち直しを反映し、一般機械が前期比12.4%と1-3月期の同16.6%に続き高い伸びとなり、4-6月期の生産増のほとんどが一般機械によるものとなった。一方、それまで生産の牽引役となっていた輸送機械が前期比▲1.8%と5四半期ぶりに低下したほか、液晶テレビなど在庫積み上がりに伴い在庫調整の動きが見られた情報通信機械が前期比▲7.3%と大きく落ち込んだ。

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▲0.2%、8月が同2.0%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月期の生産指数は前期比0.4%の上昇となる。

7-9月期の鉱工業生産は輸出の減速を主因として前期比ほぼ横ばいにとどまった後、10-12月期はエコカー補助終了に伴う輸送機械の生産調整などから7四半期ぶりの減産となる可能性が高い。ただし、設備投資の回復を背景とした一般機械の増産が継続することが見込まれるため、鉱工業全体の本格的な生産調整は回避されるだろう。



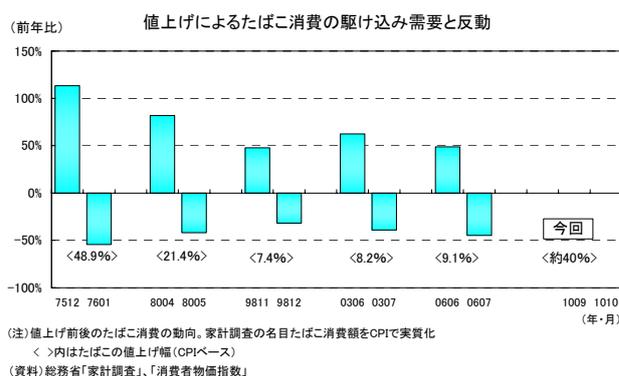
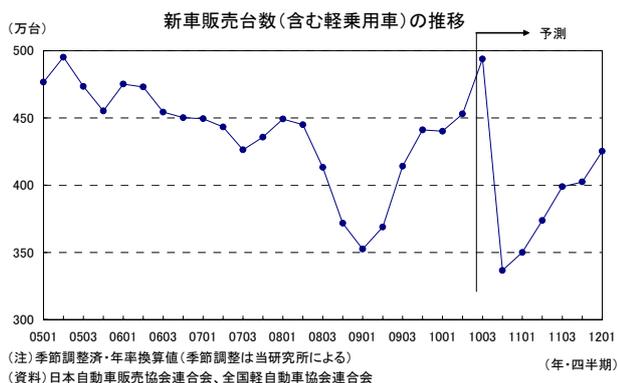
## 2. 駆け込み需要と反動減に攪乱される個人消費の先行き

景気の回復ペースは基調としては輸出の減速を主因として緩やかとなりつつあるが、7-9 月期以降は複数の駆け込み需要とその反動減により個人消費が大きく変動し、それによって成長率も左右されることが見込まれる。このため、表面的な成長率の動きだけでは景気の実勢が見極めにくくなることには留意が必要だ。

まず、9 月末にはこれまで自動車販売を大きく押し上げてきたエコカー減税・補助金のうち、エコカー補助制度が期限切れを迎える。2009 年度の自動車販売台数（軽を含む乗用車）は前年比 6.8% の 418 万台となったが、当研究所の試算によればこのうち 57 万台程度がエコカー減税・補助金によるものとみられる。

同制度による追加的な押し上げ効果はすでに弱まっているが、9 月末にかけては補助金制度終了前の駆け込み需要が発生し、10 月以降はその反動で自動車販売が大きく落ち込むことが見込まれる。7-9 月期の自動車販売台数は一時的に 500 万台（季節調整済・年率換算値）近くまで増加した後、10-12 月期には一気に 350 万台程度まで急減することが予想される。自動車販売の急増と急減により個人消費は 7-9 月期に前期比 0.2% 程度押し上げられた後、10-12 月期には同▲0.6% 程度押し下げられると試算される。駆け込み需要の反動減は一時的なものだが、2009 年度入り後、大規模な需要の先食いが発生しているため、反動減の影響が剥落した後も自動車販売台数は伸び悩みが続くだろう。なお、エコカー減税は 2012 年 3 月末で終了するため、2011 年度末にかけては駆け込み需要が発生することが想定される。

また、エコポイント制度は 12 月末に終了するため、同様にその前後でエコ家電の駆け込み需要と反動減が生じることが想定される。ただし、テレビについてはエコポイント制度終了後も 2011 年 7 月までは地上デジタルテレビ放送対応需要が残るため、自動車に比べれば制度終了後の落ち込みは小幅にとどまるだろう。



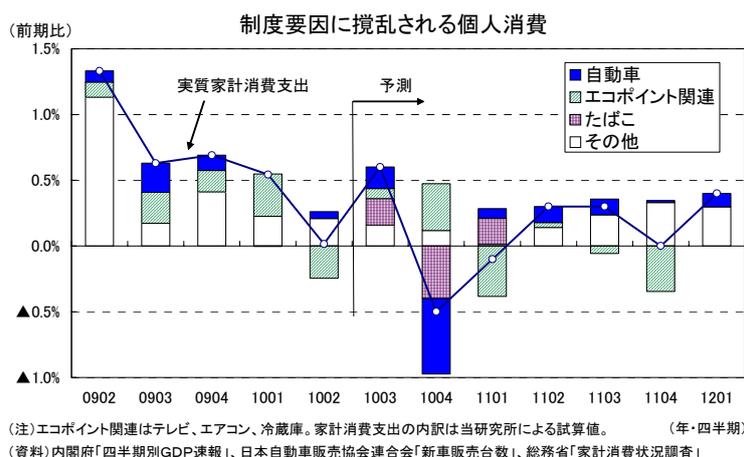
さらに、10 月からたばこの値上げが実施されることも個人消費の攪乱要因だ。たばこはある程度の買いためがきくことから、値上げ前に相当規模の駆け込み需要が発生し、値上げ直後にはその反動で需要が大きく落ち込むことになる。過去のたばこ値上げ前後の駆け込み需要と反動減の状況を家計調査で確認すると、値上げ直前月にはたばこの販売量が急増し、値上げ月には急減しているこ

と分かる。最近3回の値上げ率は10%以下（値上げ幅は1箱10～30円程度）であったが、今回の値上げは約40%（値上げ幅は1箱100円以上）と1970年代以来の大きさとなっている。このため、駆け込み需要と反動減の規模は過去3回の値上げ時を大きく上回る可能性が高い。

個人消費に占めるたばこのウェイトはそれほど大きくないが、駆け込み需要とその反動減の規模が非常に大きいため、個人消費全体に及ぼす影響は無視できないものとなる。たばこの駆け込み需要により7-9月期の個人消費は前期比0.2%程度押し上げられ、10-12月期にはその反動で同▲0.4%程度押し下げられると試算される。

自動車、エコ家電（テレビ、エアコン、冷蔵庫）、たばこの5品目による個人消費（GDPベース）への影響を試算すると、7-9月期の個人消費は前期比0.4%程度押し上げられる一方、10-12月期は同▲0.6%程度押し下げられる。この結果、個人消費は7-9月期に前期比0.6%と比較的高い伸びとなった後、10-12月期には同▲0.5%と落ち込むことが予想される。10-12月期はエコポイント制度終了前の家電の駆け込み需要という押し上げ要因もあるが、自動車、たばこの落ち込み幅がそれを大きく上回ることになるだろう。

このように、先行きの個人消費は駆け込み需要とその反動減によって四半期毎に大きく変動する可能性が高いため、基調が見極めにくい状況が続くだろう。



### 3. 実質成長率は2010年度2.0%、2011年度2.1%

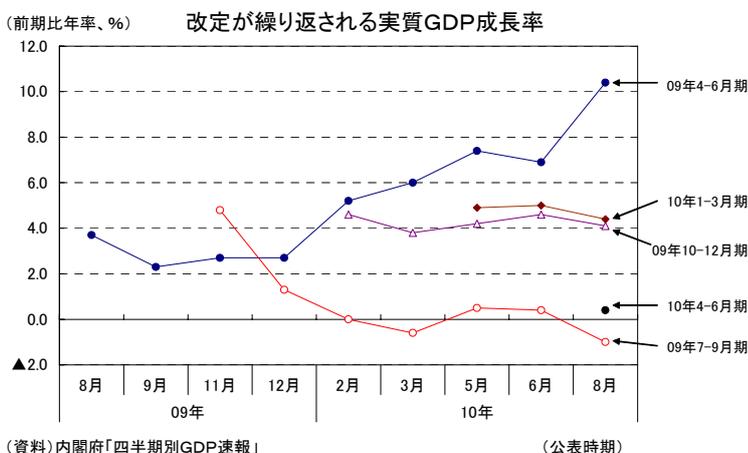
(2010年度の成長率見通しを大幅に下方修正)

実質GDP成長率は2010年度が2.0%、2011年度が2.1%と予想する。2010年度の成長率見通しを前回(6/11)の3.0%から大幅に下方修正した。米国経済の回復ペースが想定よりも弱くなっていることや円高の進展を考慮し、先行きの輸出の伸びを下方修正したこともあるが、下方修正の最も大きな要因は足もと(2010年4-6月期)の成長率の実績値が6月時点の予想(年率2.9%)を大きく下回り、2010年度のスタートが大きく下がったことである。

ただし、2010年4-6月期の前期比年率0.4%という実績値はあくまでも1次速報時点のものであり、9/10公表予定の2次速報で改定されることに加え、来期(2010年7-9月期)以降の実績値が

公表される際にも遡って改定されることになる。ちなみに2009年4-6月期の実質GDP成長率は当初公表された2009年8月17日時点では前期比年率3.7%だったが、2010年8月16日に公表された最新の実績値は同10.4%まで上方修正されている。また、2009年7-9月期は当初公表値の前期比年率4.8%が直近では同▲1.0%となっている。

やや技術的な話だが、経済見通しを策定する際には、四半期毎の実質GDP成長率の予測を前期比ベースで行い各四半期の実質GDPを計算し、これを4四半期分まとめたものを年度ベースの実質GDP（成長率）の予測値とすることが一般的である。このため、年度の第1四半期（4-6月期）の実質GDP

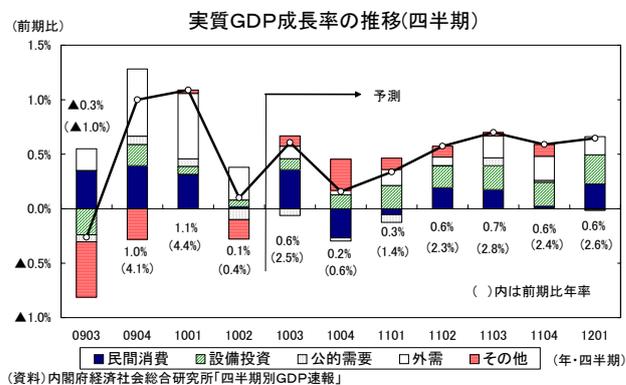
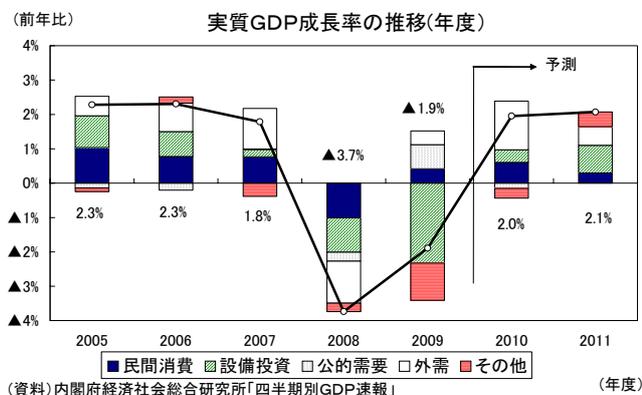


（成長率）が年度全体の実質GDP（成長率）に及ぼす影響は他の四半期よりも大きくなる。

今回は、2010年度の第1四半期である2010年4-6月期の成長率が想定を大きく下回ったことにより、2010年度全体の成長率を大幅に下方修正したが、仮に同期の実績値が今後大きく改定されるようなことがあれば、2010年度見通しを再度大きく見直すことが必要となるだろう。

（成長率は2010年度後半に低下した後、2011年度入り後に再加速）

成長率の見通しを四半期毎に見ると、2010年7-9月期は輸出の減速に伴い外需寄与度は縮小するものの、エコカー補助終了とたばこ値上げ前の駆け込み需要によって個人消費が大きく押し上げられるため、前期比年率2.5%と比較的高めの成長が見込めるだろう。しかし、10-12月期にはその反動から個人消費が大きく落ち込むため、成長率は再び年率1%を割り込んだ後、2011年1-3月期もエコポイント制度終了後の反動減の影響から個人消費が停滞し、年率1%台の低成長が続くだろう。2011年度に入ると、米国をはじめとした海外経済の回復ペースが再び高まること、円高の修正が見込まれることなどから、輸出の伸びが再加速し、設備投資の回復も本格化することから、年率2%台の成長が続くと予想する。



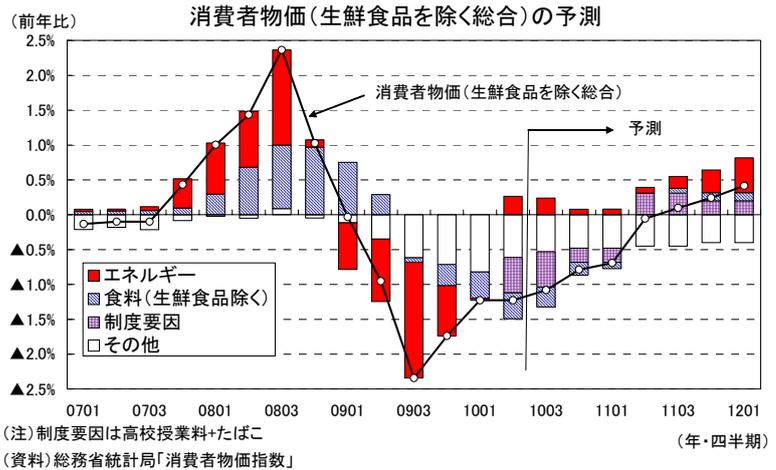
(物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI)は、前年比で1%台のマイナスが続いているが、高校授業料の無償化により2010年4月以降、0.5%ポイント程度押し下げられており、この影響を除いて考えれば下落幅は徐々に縮小している。しかし、ここに来て円高が進んでいるため、輸入物価の上昇が国内物価に徐々に波及するという動きはいったん足踏みとなる可能性が高い。

コア CPI の上昇率がプラスに転じるのは、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、世界経済の回復に伴い原油価格が再び上昇し始める2011年半ば以降となろう。

コア CPI は2009年度の▲1.6%から2010年度には▲0.9%まで下落幅が縮小し、2011年度には0.2%と3年ぶりに上昇すると予想する。

なお、2010年10月にはたばこの値上げ(1箱100円強)が予定されており、これによりコア CPI は0.3%程度押し上げられると見込まれる。今回の予測では、2011年度にも2010年度と同額の値上げ(1箱100円程度)が実施されると想定した。



(9/10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9/13、欧米見通しの詳細は9/10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 (2010年4-6月期1次QE(8/16発表)反映後)

(単位、%) 前回予測(2010.6)

	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	2010年度	2011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	予測	予測
実質GDP	▲1.9	2.0	2.1	1.0	1.1	0.1	0.6	0.2	0.3	0.6	0.7	0.6	0.6	3.0	2.1
内需寄与度	(▲2.3)	(0.6)	(1.5)	(0.4)	(0.5)	(▲0.2)	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(1.3)	(1.5)
内、内需	(▲3.0)	(0.9)	(1.5)	(0.3)	(0.4)	(▲0.1)	(0.6)	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(1.3)	(1.7)
内、公需	(0.7)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.2)
外需寄与度	(0.4)	(1.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(1.7)	(0.6)
民間最終消費支出	0.7	1.0	0.5	0.7	0.5	0.0	0.6	▲0.5	▲0.1	0.3	0.3	0.0	0.4	1.0	0.7
民間住宅投資	▲18.5	▲1.6	4.7	▲2.9	0.3	▲1.3	1.9	2.2	1.0	0.7	1.2	1.1	0.7	2.3	4.2
民間企業設備投資	▲15.3	2.8	6.1	1.5	0.6	0.5	0.8	1.0	1.6	1.5	1.6	1.6	1.9	4.7	7.9
政府最終消費支出	1.7	1.5	0.9	0.7	0.6	0.2	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	1.9	0.6
公的固定資本形成	9.3	▲10.0	▲5.3	▲1.3	▲1.2	▲3.4	▲2.8	▲3.6	▲3.5	▲1.1	1.3	▲0.8	▲0.5	▲10.2	▲7.9
輸出	▲9.5	18.4	6.4	5.7	7.0	5.9	1.3	0.7	1.2	1.3	2.1	2.3	2.4	19.0	8.5
輸入	▲11.8	10.3	4.5	1.5	3.0	4.3	0.9	0.7	0.5	1.2	1.3	1.5	2.2	9.5	7.1
名目GDP	▲3.6	0.2	1.0	0.4	1.4	▲0.9	0.1	▲0.0	0.4	0.2	▲0.0	0.5	0.9	1.0	1.5

(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>

	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	2010年度	2011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	予測	予測
鉱工業生産(前期比)	▲8.9	11.4	5.5	5.9	7.0	1.5	0.2	▲0.5	1.6	1.6	2.1	1.7	1.5	14.4	5.7
国内企業物価(前年比)	▲5.3	▲0.1	0.7	▲5.2	▲1.7	0.2	▲0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.7	1.0	1.0	0.7	1.1
消費者物価(前年比)	▲1.7	▲0.9	0.2	▲2.1	▲1.2	▲0.9	▲1.1	▲0.8	▲0.7	▲0.1	0.1	0.2	0.4	▲0.8	0.3
消費者物価(生鮮食品除き)	▲1.6	▲0.9	0.2	▲1.8	▲1.2	▲1.2	▲1.1	▲0.8	▲0.7	▲0.1	0.1	0.2	0.4	▲0.8	0.3
経常収支(兆円)	15.8	16.9	16.5	15.9	18.6	14.6	17.2	17.5	18.5	14.1	16.2	17.0	18.6	18.9	21.1
(名目GDP比)	(3.3)	(3.6)	(3.4)	(3.3)	(3.9)	(3.1)	(3.6)	(3.7)	(3.9)	(2.9)	(3.4)	(3.5)	(3.8)	(3.9)	(4.3)
失業率(%)	5.2	5.1	4.7	5.2	4.9	5.2	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	4.7	4.5	4.9	4.5
住宅着工戸数(万戸)	78	79	83	79	84	76	78	80	81	82	83	83	84	90	94
コールレート(無担保・翌日物)	0.10	0.10	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.10	0.50
10年国債利回り(店頭基準無配)	1.4	1.2	1.5	1.3	1.3	1.3	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4	1.6	1.6	1.5	2.0
為替(円/ドル)	93	87	93	90	91	92	86	85	85	90	90	95	95	95	99
原油価格(CIF,ドル/バレル)	69	82	90	75	78	82	80	80	85	85	90	90	95	83	90
経常利益(前年比)	2.1	49.2	8.5	102.2	163.8	127.1	61.3	21.6	16.9	12.1	9.7	7.5	4.1	51.5	11.1

(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。経常利益の10/4-6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

		2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	▲2.6	2.7	1.9	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	2.4	1.6	1.9	1.5	2.0	2.5	2.8
FFレイト誘導目標	期末、上限、%	0.25	0.25	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50
国債10年金利	平均、%	3.2	3.2	3.2	2.7	3.3	3.5	3.4	3.7	3.5	2.9	2.8	2.9	3.1	3.3	3.5

## 欧州(ユーロ圏)経済の見通し

	単位	2009年	2010年	2011年	2009年				2010年				2011年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	▲4.1	1.4	1.0	▲5.2	▲4.9	▲4.1	▲2.1	0.6	1.7	1.6	1.7	1.6	0.8	0.8	0.7
	前期比年率%	▲4.1	1.4	1.0	▲9.8	▲0.3	1.6	0.5	0.8	3.9	1.2	0.9	0.4	0.8	1.0	0.8
ECB市場介入金利	期末、%	1.00	1.00	1.00	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
対ドル為替相場	平均、ドル	1.39	1.31	1.30	1.30	1.36	1.43	1.48	1.38	1.27	1.30	1.30	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はありません。