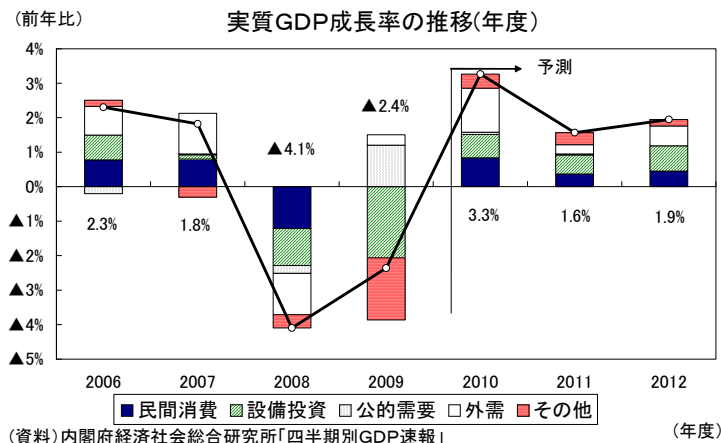


Weekly
エコノミスト・
レター2010～2012 年度経済見通し
～10年7-9月期GDP2次速報後改定

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:2010年度3.3%、2011年度1.6%、2012年度1.9%を予想＞

1. 2010年7-9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0.9%（年率3.9%）から前期比1.1%（年率4.5%）へと上方修正された。
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2010年度が3.3%、2011年度が1.6%、2012年度が1.9%と予想する。成長率の遡及改定に伴い2009年度から2010年度へのゲタが上がったこと、2010年度前半の成長率が上方修正されたことを要因として、2010年度の見通しを0.6%上方修正した。
3. 2010年10-12月期は輸出の低迷が続く中、駆け込み需要の反動により個人消費が大きく落ち込むため、5四半期ぶりのマイナス成長がほぼ確実である。足もとの景気は足踏み状態にあるが、海外経済の回復や円高の是正に伴い輸出の伸びが高まること、反動減の影響一巡により個人消費が持ち直すことから、2011年1-3月期はプラス成長に復帰し、景気後退局面入りは回避されるだろう。
4. 直近の実質GDPはピーク時（2008年1-3月期）に比べると3%以上低い水準にある。実質GDPが元の水準に戻るのには2012年度末となるだろう。

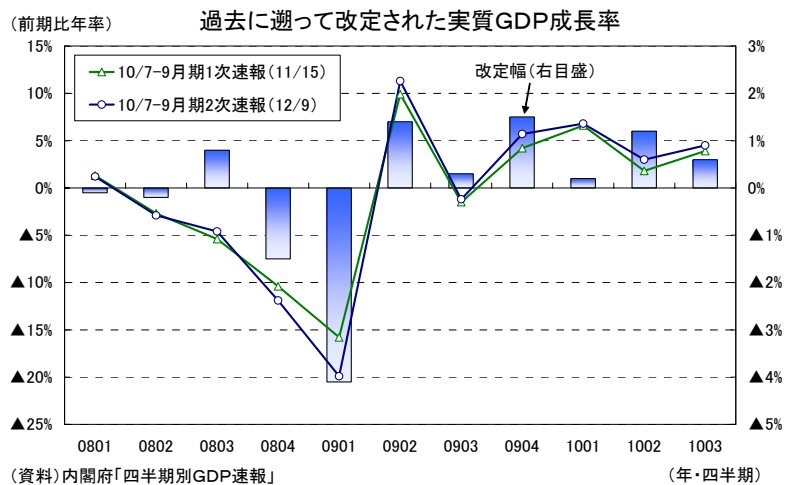


1. 7-9 月期の成長率は前期比年率 4.5%に上方修正

(設備投資、民間在庫を中心に成長率が上方修正)

12/9に内閣府が公表した2010年7-9月期のGDP2次速報は、実質GDP成長率が前期比1.1% (年率4.5%)となり、11/15に公表された1次速報(前期比0.9%、年率3.9%)から上方修正された。民間消費が前期比1.1%から同1.2%に上方修正されたことに加え、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0.8%から同1.3%へ、民間在庫が前期比0.1%(寄与度)から同0.2%へと上方修正された。一方、1次速報では前期比+0.0%(寄与度)ところうじてプラスとなっていた外需は、輸入が上方修正されたことから同▲0.0%となり、小幅ながら6四半期ぶりのマイナスとなった。

なお、7-9月期の2次速報と同時に2008年度の確々報値、2009年度の確報値が公表され、実質GDP成長率は2008年度が▲3.8%から▲4.1%へ、2009年度が▲1.8%から▲2.4%へといずれも下方修正された。四半期毎の成長率も過去に遡って改定され、リーマン・ショック後の落ち込みがより大きくなる(2008年10-12月期:前期比年率▲10.4%→同▲11.9%、2009年1-3月期:前期比年率▲15.8%→同▲19.9%)一方、2009年4-6月期以降の成長率はいずれも上方修正された。この結果、2009年度から2010年度へのゲタ(発射台)は1次速報時点の1.6%から1.9%へと拡大した。



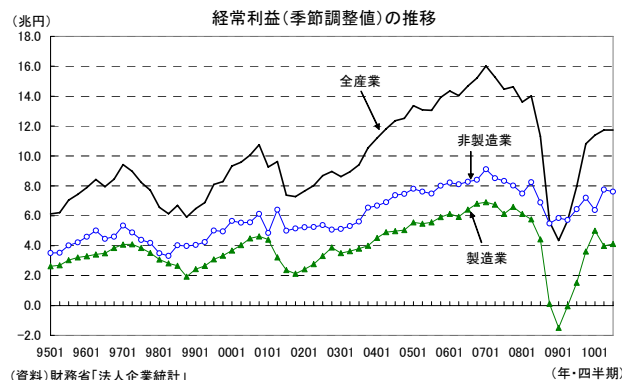
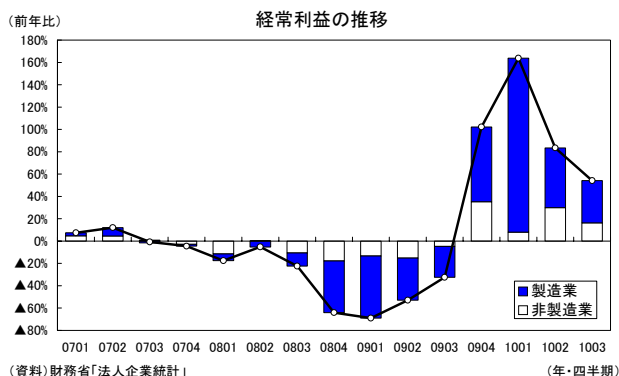
(企業収益の回復ペースは大きく鈍化)

12/2に財務省から公表された法人企業統計では、2010年7-9月期の全産業(金融業、保険業を除く、以下同じ)の経常利益は前年比54.1%(4-6月期:同83.4%)と4四半期連続の増加となった。増収増益は3四半期連続だが、売上高の伸びが4-6月期の前年比20.3%から同6.5%へと大きく鈍化したことを主因として、増益率は2四半期続けて低下した。売上高は製造業(前年比25.9%→同12.2%)、非製造業(前年比18.1%→同4.1%)ともに伸びが鈍化した。製造業は円高の進展、海外経済の減速を背景として、それまで好調だった輸出が大きく減速したことが響いた。

季節調整済の経常利益は前期比+0.0%(製造業:前期比3.3%、非製造業:同▲1.6%)となった。ころうじて6四半期連続の増加となったが、伸び率は2009年7-9月期の前期比40.4%をピークに低下傾向が続いている(2009年10-12月期:前期比35.8%→2010年1-3月期:同5.3%→4-6月期:同3.0%)。経常利益(季節調整値)は最悪期(2009年1-3月期)からは3倍近い水準にまで回復しているが、ピーク時(2007年1-3月期の16.0兆円)に比べれば7割強にとどまっている。

企業収益は回復を続けているが、輸出の減速を主因とした売上高の伸び悩みなどからここに来てそのテンポは緩やかになっている。2010年度下期は輸出の減速傾向がさらに強まることに加え、エ

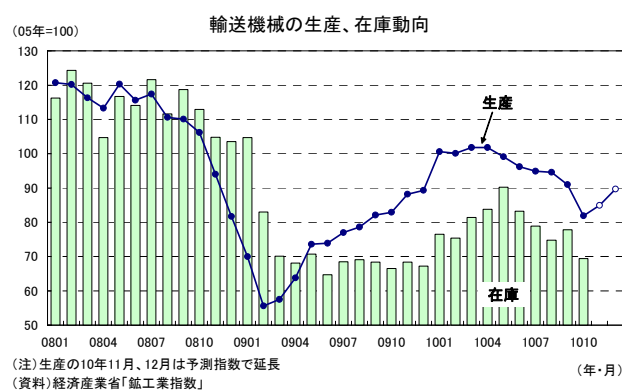
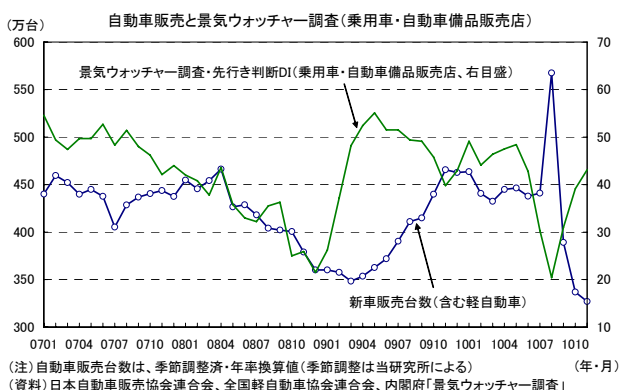
コカー補助金終了後の自動車の反動減など国内需要も低迷が見込まれることから、企業収益の減速傾向はさらに強まることが予想される。10-12月期の経常利益は前年比ではプラスを維持するものの、前期比では7四半期ぶりにマイナスとなる可能性が高いだろう。



(自動車は販売の低迷が続くが、11月、12月は増産計画に)

自動車販売台数は、エコカー補助金終了前の駆け込み需要で8月に前月比28.7%（季節調整は当研究所による）と急増した後、9月以降はその反動から大きく落ち込んでいる（9月：前月比▲31.4%、10月：同▲13.4%、11月：▲2.9%）が、減少テンポは徐々に緩やかになっている。

自動車は、約1年半という長期間にわたって需要喚起策を講じてきたことから、大規模な需要の先食いが発生していると考えられる。このため、自動車販売台数は反動減の影響が一巡した後もしばらくは伸び悩みが続き、2012年度末でもリーマン・ショック以前の水準を取り戻すまでには至らないだろう。ただし、反動減の影響が最も強く表れるのは足もとの2010年10-12月期であり、2011年1-3月期以降は水準的には低いものの方向としては改善に向かうことが見込まれる。



自動車販売の底打ちを示唆する指標としては、内閣府の「景気ウォッチャー調査」が挙げられる。同調査における乗用車・自動車備品販売店の先行き判断DIは8月に20.4と過去最低水準を記録した後、9月31.0、10月39.1、11月43.1と大幅な改善が続いている。同業種の現状判断DIは引き続き低迷しており、先行き判断DIの改善には期待先行の面も強いと考えられるが、先行き判断DIは実際の販売台数に先行して動く傾向がある。反動の影響一巡により比較的早い段階で自動車

販売が持ち直す可能性があることを示唆する動きとして注目される。

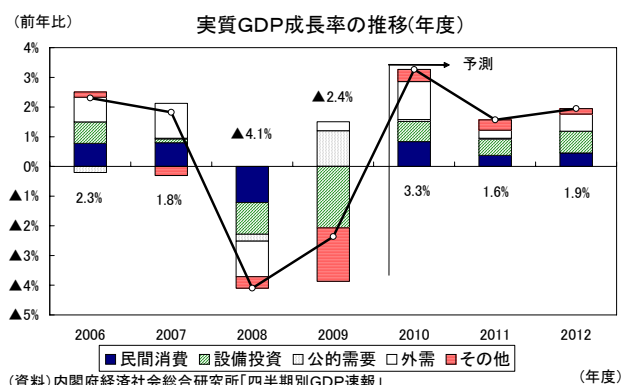
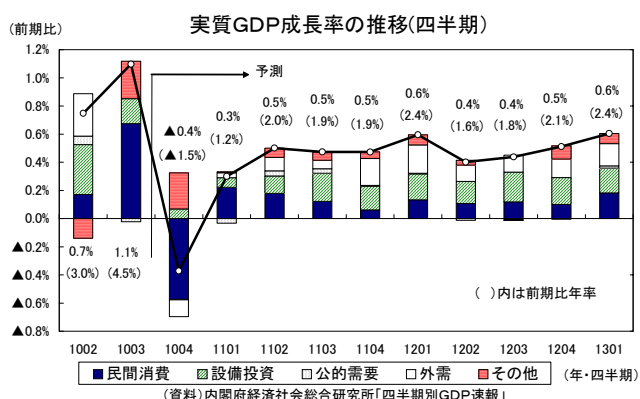
鉱工業指数における輸送機械の生産は5月から10月まで6ヵ月連続して前月比で減少し、この間の減産幅は約2割に達したが、製造工業生産予測指数によれば、11月に前月比3.7%と7ヵ月ぶりに増加に転じた後、12月も同5.6%の増産計画となっている。自動車販売の低迷が長引けば、生産計画が下方修正される可能性もあるが、遅くとも2011年初め頃には販売、生産ともに最悪期を脱するだろう。

2. 実質成長率は2010年度3.3%、2011年度1.6%、2012年度1.9%

2010年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/17に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2010年度が3.3%、2011年度が1.6%、2012年度が1.9%と予想する（11/17時点ではそれぞれ2.7%、1.6%、1.9%）。2010年度の見通しを0.6%上方修正したが、これは2009年度から2010年度へのゲタが上がった（1.6%→1.9%）こと、2010年4-6月期、7-9月期の成長率が上方修正されたことによる。2010年10-12月期以降の成長のパスは大きく変更していない。なお、2010年度の成長率が3%台となればバブル崩壊後初ということになる。

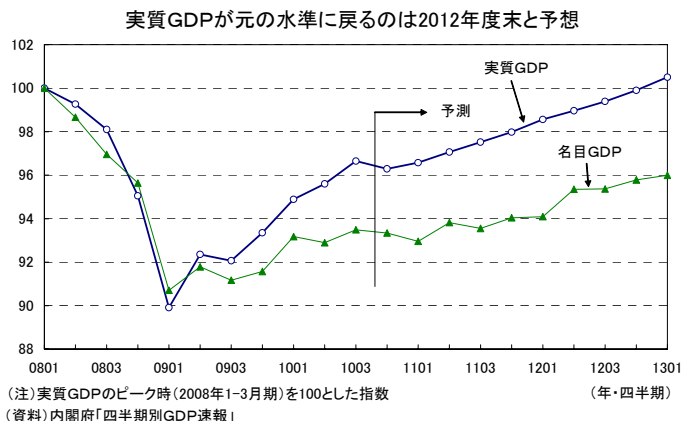
（2010年10-12月期は駆け込み需要の反動減でマイナス成長に）

2010年7-9月期は前期比年率4.5%の高成長となったが、駆け込み需要という一時的な要因によるところが大きく、景気は実勢としては足踏み状態となっている。2010年10-12月期は、輸出の低迷が続く中、反動減を主因として個人消費が大きく落ち込むため、前期比▲0.4%（年率▲1.5%）と5四半期ぶりのマイナス成長となるだろう。しかし、2011年1-3月期には、反動減の影響一巡により個人消費が増加に転じること、円高の是正などに伴い輸出が持ち直すことから、前期比0.3%（年率1.2%）とプラス成長に復帰し、景気後退局面入りは回避されるだろう。

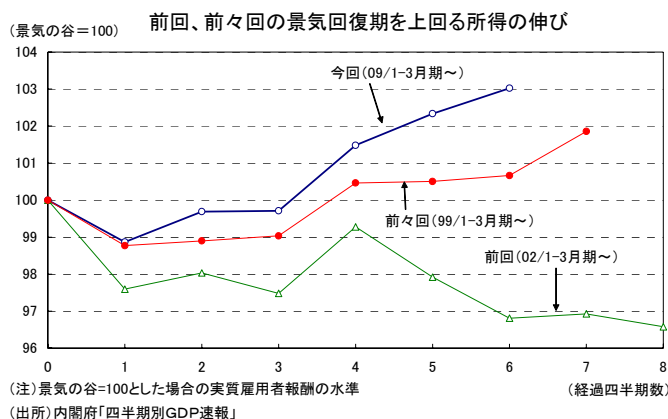


実質GDPは2008年4-6月期から2009年1-3月期までの1年間で約10%落ち込んだ後、順調な回復を続けてきたが、依然としてピーク時（2008年1-3月期）よりも3%以上低い水準にとどまっている（2010年7-9月期）。今回の見通しでは2010年10-12月期にマイナス成長となった後、2011

年1-3月期以降は高めの成長を続けるが、実質GDPが元の水準に戻るのには2012年度末になると予想している。また、GDPデフレーターは2012年度まで下落が続き（2010年度：前年比▲1.9%、2011年度：同▲0.8%、2012年度：同▲0.1%と予想）、名目GDPの回復テンポは極めて緩やかなものにとどまるため、2012年度中に名目GDPが元の水準に戻ることはないだろう。



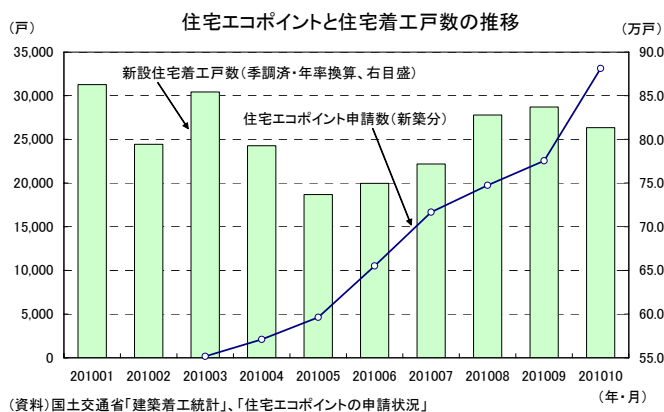
実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は複数の駆け込み需要と反動減によって大きく左右される展開が続くことが見込まれるが、年度ベースでは2010年度1.5%、2011年度0.7%、2012年度0.8%と緩やかな回復が続くだろう。足もとの個人消費は駆け込み需要と反動減によって基調が見極めにくくなっているが、そうした中、雇用・所得環境が持ち直しを続けていることは個人消費の先行きを占う上で明るい材料と言える。GDP統計の実質雇用者報酬は景気の底である2009年1-3月期に比べ3%増えており、前回、前々回の景気回復局面を上回る回復ペースとなっている。2011年度はエコポイント制度終了、地上デジタル放送への移行完了後にテレビを中心とした家電の反動減が懸念されるが、雇用・所得環境の改善による下支えが続くため、個人消費の腰折れは避けられるだろう。



住宅投資は、2010年度は前年比▲0.7%と6年連続の減少となるが、2011年度に同5.1%と7年ぶりの増加となった後、2012年度も同1.4%の増加となろう。住宅投資は長期にわたり低迷が続いてきたが、住宅エコポイント制度や住宅ローン金利優遇策といった住宅購入支援策の効果から、このところ持ち直しの動きとなっている。

特に効果が大きいと考えられるのは、2010年3月に始まった住宅版エコポイント制度で、同制度の申請数は着実な増加を続けており、新築分の2010年3月から10月までの累計は10.9万戸となった。これは2009年度の新設住宅着工戸数(77.5万戸)の15%程度に相当する。住宅版エコポイント制度は当初予定の2010年末から2011年末まで延長されることとなったため、当面の住宅投資を下支えすることが期待される。

設備投資は2010年度に前年比5.0%と3年ぶ



りに増加に転じた後、2011年度が同4.0%、2012年度が同5.2%と回復が続くと予想する。設備投資は2009年10-12月期以降、4四半期連続して前期比で増加しているが、円高の進展、輸出の減速に伴い景気の先行きに対する企業の見方が慎重化しているため、2010年度下期にはいったん伸びが鈍化する可能性が高い。2011年度に入り景気が足踏み状態を脱した後は、企業の設備投資意欲も徐々に高まっていくだろう。

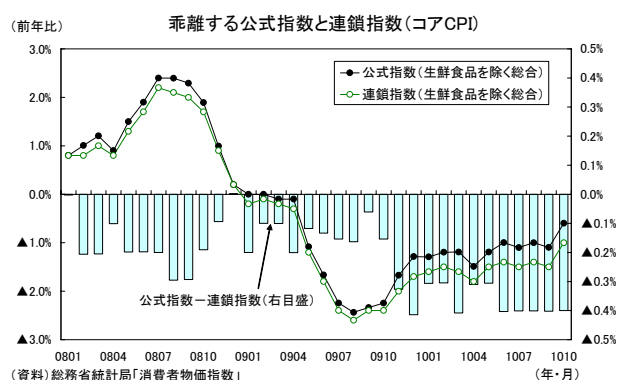
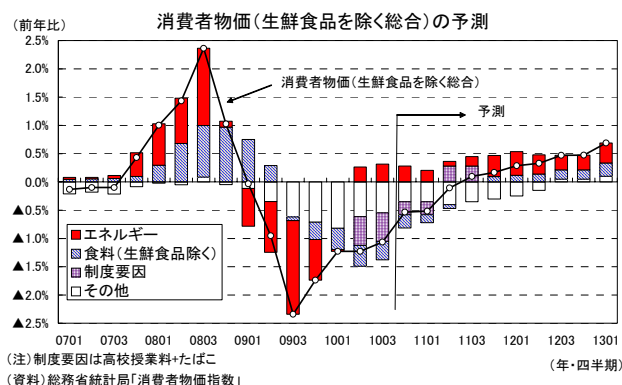
公的固定資本形成は2010年度が前年比▲6.2%、2011年度が同▲1.8%、2012年度が同▲1.8%と予想する。民主党政権が初めて編成した2010年度予算では、公共事業関係費を過去最大の削減幅（当初予算ベースで前年比▲18.3%）としたが、2011年度以降は景気への配慮から削減幅を圧縮するだろう。

（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、マイナス幅の縮小傾向が続いており、2010年7-9月期に前年比▲1.0%となった後、10月にはたばこ、傷害保険料の値上げ（それぞれコアCPIを0.28ポイント、0.15ポイント押し上げ）などから下落幅は前年比▲0.5%まで縮小した。しかし、先行きは円高や景気足踏みの影響からマイナス幅の縮小傾向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、景気が足踏み状態を脱し、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、円安の進展に伴う輸入物価の上昇が国内物価に波及する2011年半ば以降となろう。コアCPIは2010年度の前年比▲0.8%の後、2011年度が同0.1%、2012年度が同0.5%と予想する。

なお、今回の消費者物価の予測は現在公表されている2005年基準の指数をもとに策定しているが、消費者物価指数は2011年8月（2011年7月分公表時）には2010年基準への切り替えが予定されている。前回の基準改定（2000年基準→2005年基準）ではコアCPIの上昇率が▲0.5%ポイント程度下方改定されたが、総務省が参考指数として公表している連鎖指数（毎年ウエイトを前年の消費構造に基づいたものに改めて計算した指数）によるコアCPIの上昇率は足もとでは公式指数よりも▲0.4%ポイント程度低く、今回の基準改定でも前回と同程度の下方改定になる可能性がある。

今回の予測では、コアCPIの上昇率が前年比で1%に近づく2012年度末に政策金利（無担保コールレート、翌日物）を0.25%へと引き上げることを想定しているが、基準改定による下方改定幅が大きかった場合には利上げの時期が後ずれする可能性が高くなるだろう。



日本経済の見通し (2010年7-9月期2次QE(12/9発表)反映後)

(単位: %) 前回予測(2010.11)

	2009年度 実績	2010年度 予測	2011年度 予測	2012年度 予測	10/4-6 実績	7-9 実績	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	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	13/1-3 予測	2010年度	2011年度	2012年度
実質GDP	▲2.4	3.3	1.6	1.9	0.7 3.0 3.5	1.1 4.5 5.3	▲0.4 ▲1.5 2.8	0.3 1.2 1.6	0.5 2.0 1.7	0.5 1.9 0.8	0.5 1.9 1.7	0.6 2.4 2.1	0.4 1.6 1.9	0.4 1.8 1.9	0.5 2.1 1.9	0.6 2.4 2.0	2.7	1.6	1.9
内需寄与度	(▲2.7)	(2.0)	(1.3)	(1.4)	(0.5)	(1.1)	(▲0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(1.4)	(1.3)	(1.5)
内、民需	(▲3.9)	(1.9)	(1.3)	(1.4)	(0.4)	(1.1)	(▲0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(1.4)	(1.2)	(1.4)
内、公需	(1.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)
外需寄与度	(0.3)	(1.3)	(0.3)	(0.6)	(0.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(1.3)	(0.3)	(0.4)
民間最終消費支出	0.0	1.5	0.7	0.8	0.3	1.2	▲1.0	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	1.5	0.8	1.0
民間住宅投資	▲18.2	▲0.7	5.1	1.4	▲0.8	1.2	2.3	1.9	1.1	0.5	0.4	1.9	▲0.9	▲0.3	0.9	1.5	▲0.5	5.2	1.4
民間企業設備投資	▲13.6	5.0	4.0	5.2	2.7	1.3	0.5	0.5	0.9	1.5	1.2	1.3	1.1	1.5	1.3	1.2	4.0	4.3	5.3
政府最終消費支出	3.4	1.8	0.6	0.3	1.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	▲0.1	0.2	1.2	0.9	0.5
公的固定資本形成	14.2	▲6.2	▲1.8	▲1.8	▲3.0	▲1.0	▲2.1	▲1.6	0.4	0.3	0.0	▲1.0	▲1.0	▲0.3	0.5	▲0.5	▲5.3	▲1.7	▲2.2
輸出	▲9.6	18.6	5.3	7.5	5.6	2.5	0.1	0.8	1.1	1.5	2.3	2.0	1.6	1.6	1.9	2.0	18.6	5.2	7.3
輸入	▲11.0	12.0	5.3	5.8	4.2	3.0	1.3	0.9	0.7	1.7	1.6	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7	11.5	5.1	7.0
名目GDP	▲3.7	1.3	0.8	1.9	▲0.3	0.6	▲0.2	▲0.4	0.9	▲0.3	0.5	0.1	1.3	0.0	0.4	0.2	1.0	0.9	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: %)

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	10/4-6	7-9	10-12	11/1-3	4-6	7-9	10-12	12/1-3	4-6	7-9	10-12	13/1-3	2010年度	2011年度	2012年度
鉱工業生産(前期比)	▲8.9	8.9	3.5	6.2	1.5	▲1.8	▲2.4	2.5	1.3	1.3	1.5	1.4	1.4	1.3	2.3	1.5	8.2	2.9	6.7
国内企業物価(前年比)	▲5.2	0.5	0.9	1.3	0.2	▲0.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	1.0	1.0	1.3	1.4	1.3	0.6	1.0	1.1
消費者物価(前年比)	▲1.7	▲0.5	0.0	0.5	▲0.9	▲0.8	0.1	▲0.5	▲0.1	0.1	▲0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7	▲0.8	0.1	0.5
消費者物価(生鮮食品除き)	▲1.6	▲0.8	0.1	0.5	▲1.2	▲1.0	▲0.5	▲0.5	▲0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7	▲0.9	0.1	0.5
経常収支(兆円)	15.8	15.9	15.8	18.6	15.1	17.2	16.4	14.9	15.8	15.4	16.5	15.6	18.7	19.2	18.6	18.0	16.5	16.9	18.5
(名目GDP比)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.8)	(3.2)	(3.6)	(3.4)	(3.1)	(3.3)	(3.2)	(3.4)	(3.2)	(3.8)	(3.9)	(3.8)	(3.6)	(3.4)	(3.5)	(3.7)
失業率(%)	5.2	5.1	4.8	4.4	5.2	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.2	5.1	4.8	4.4
住宅着工戸数(万戸)	78	82	87	89	76	81	84	86	87	87	87	89	88	88	89	91	82	87	89
コールレート(無担保・翌日物)	0.10	0.10	0.10	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.10	0.10	0.25
10年国債利回り(店頭基準支配)	1.4	1.1	1.2	1.4	1.3	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.6	1.1	1.2	1.4
為替(円/ドル)	93	86	90	94	92	86	82	85	87	90	90	93	93	93	95	95	86	90	94
原油価格(CIF,ドル/バレル)	69	83	91	100	82	77	85	87	87	90	90	95	95	100	100	105	83	91	100
経常利益(前年比)	2.1	34.5	7.3	8.1	83.4	54.1	15.8	8.1	5.9	8.9	7.3	7.5	4.1	6.0	10.3	12.1	39.4	5.8	7.8

(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「法人企業統計手帳」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。