

2009・2010年度日本経済見通し
 ～4-6月期から景気回復局面に。2010年後半には再び息切れ～

第一生命保険相互会社（社長 斎藤 勝利）のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所（社長 小山 正之）では、2009・2010年度日本経済見通しを取りまとめましたので、ご報告いたします。

日本国内総生産（GDP）成長率

2009年度予測	実質▲3.5%（前回 ▲4.5%）
	名目▲3.2%（前回 ▲4.6%）
2010年度予測	実質+1.1%（前回 +1.4%）
	名目+0.2%（前回 ▲0.1%）

※前回は2009年3月12日時点の弊社予測値

【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所
 経済調査部長 有働 洋

お問い合わせは
 経済調査部 日本経済短期予測チーム
 新家 義貴 まで
 TEL 03-5221-4528

（詳細は次頁以降をご覧ください）

< 要 旨 >

- 実質 GDP 成長率の見通しは、2009 年度が▲3.5% (3月時点予測: ▲4.5%)、2010 年度が+1.1% (同+1.4%)である。暦年では、2009 年が▲6.5% (同▲6.6%)、2010 年が+1.9% (同+1.1%)となる。①2009 年度補正予算による経済対策の効果を新たに織り込んだこと、②前回見通しでは 2009 年7-9月期と想定していた景気持ち直しの時期を、2009 年4-6月期に前倒ししたこと、③在庫調整終了に伴い、輸出、生産の回復ペースが前回想定よりも速いとみられることなどが上方修正の理由である。
- 09 年1-3月期の実質GDP成長率は過去最大の落ち込みになったが、この1-3月期が景気の底になるとみられ、足元では既に景気回復局面に入っていると考えられる。
- 在庫調整が進んだ結果、最終需要に見合う水準にまで生産水準が引き上げられつつあり、生産は2月をボトムとして持ち直しに向かっている。在庫投資は1-3月期にGDPを押し下げた一方、4-6月期にはプラス寄与が予想される。海外でも在庫調整に目処がたちつつあり、日本からの輸出も持ち直す可能性が高い。生産や輸出は、コンセンサスと比べて高めの伸びとすることが予想される。
- 政府による経済対策の効果が今後出てくることも、景気の押し上げ要因になる。2008 年度補正予算や2009 年度当初予算の前倒し執行、2009 年度補正予算の効果が現れるため、今後、公共投資は大幅に増加する。公共投資の他にも、定額給付金の支給やエコカー減税、エコポイントの導入等が実施されており、個人消費の下支えとなる。個人消費は、雇用・所得環境の悪化を背景として1-3月期に大幅に悪化した。4-6月期は増加に転じる可能性が高い。
- もっとも、今後予想される景気回復は、経済対策効果に支えられる面が大きい。経済対策効果は 2010 年前半までに出尽くすとみられ、2010 年後半には効果が剥落する。景気は再び減速すると考えられ、場合によっては後退局面入りしてしまう可能性がある。
- リスク要因は、①世界的な金融混乱の再燃、②原油価格の高騰、③新型インフルエンザの流行、④円高、⑤個人消費の悪化である。上振れ要因には、①在庫復元による生産拡大が予想以上に大きくなること、②09 年秋に再び追加経済対策が策定されることなどが挙げられる。

以上

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

日本経済	(%)			
	2007年度 実績	2008年度 実績	2009年度 予測	2010年度 予測
実質GDP	1.8	▲ 3.5	▲ 3.5	1.1
(内需寄与度)	0.6	▲ 2.2	▲ 1.9	0.6
(うち民需)	0.4	▲ 2.1	▲ 2.9	1.0
(うち公需)	0.1	▲ 0.1	1.0	▲ 0.3
(外需寄与度)	1.3	▲ 1.2	▲ 1.7	0.5
民間最終消費支出	0.9	▲ 0.5	▲ 0.9	0.4
民間住宅	▲ 13.5	▲ 3.0	▲ 6.7	5.8
民間企業設備	2.1	▲ 10.3	▲ 16.2	4.2
民間在庫品増加	0.1	▲ 0.1	0.2	0.0
政府最終消費支出	2.1	0.4	1.8	1.0
公的固定資本形成	▲ 6.3	▲ 4.5	20.9	▲ 11.8
財貨・サービスの輸出	9.3	▲ 10.2	▲ 17.5	6.8
財貨・サービスの輸入	1.7	▲ 3.5	▲ 8.5	3.4
GDPデフレーター	▲ 0.9	▲ 0.3	0.3	▲ 0.9
名目GDP	1.0	▲ 3.7	▲ 3.2	0.2
鉱工業生産	2.7	▲ 12.7	▲ 15.9	4.7
完全失業率	3.8	4.1	5.5	5.7
新設住宅着工戸数(万戸)	103.6	103.9	97.4	103.0
経常収支(10億円)	24,544	12,229	10,037	13,118
名目GDP比率	4.8	2.5	2.1	2.7
国内企業物価	2.3	3.2	▲ 5.0	▲ 0.3
消費者物価(生鮮除く総合)	0.3	1.2	▲ 1.4	▲ 0.8
為替レート(円/ドル)	114.2	100.5	95.3	95.0
原油価格(ドル/バレル)	82.0	86.6	60.3	60.0
米国実質成長率(暦年)	2.0	1.1	▲ 2.8	1.7

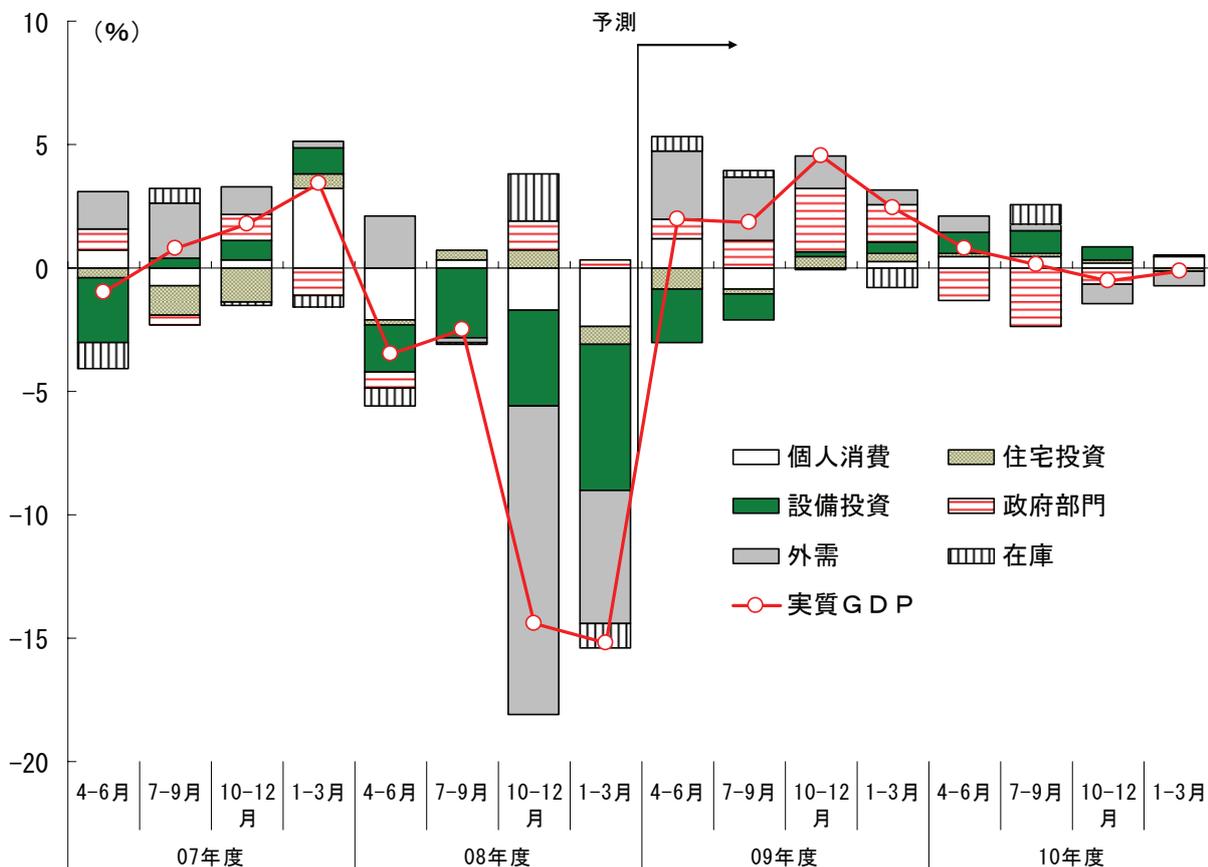
【3月予測】

(%)	
2009年度 予測	2010年度 予測
▲ 4.5	1.4
▲ 2.8	0.8
▲ 3.1	0.6
0.2	0.2
▲ 1.4	0.7
▲ 0.7	0.2
▲ 6.7	3.9
▲ 16.9	2.3
0.0	0.1
0.9	0.7
2.0	1.0
▲ 22.9	6.4
▲ 18.0	1.2
▲ 0.1	▲ 1.5
▲ 4.6	▲ 0.1
▲ 23.9	4.7
5.5	6.0
100.3	108.4
8,850	10,280
1.9	2.2
▲ 5.5	▲ 0.3
▲ 1.9	▲ 0.6
87.0	93.0
47.3	56.3
▲ 2.5	1.7

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注)
1. 為替レートは円/ドルで年度平均
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格
 3. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比
 4. 民間在庫品増加は寄与度

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



2009・2010年度日本経済見通し

○ 見通しの概観

2009年1-3月期GDP統計の公表を受けて、2009・2010年度日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2009年度が▲3.5% (3月時点予測: ▲4.5%)、2010年度が+1.1% (同+1.4%)である。暦年では、2009年が▲6.5% (同▲6.6%)、2010年が+1.9% (同+1.1%)となる。①現在審議中である2009年度補正予算による経済対策の効果を新たに織り込んだこと、②前回見通しでは2009年7-9月期と想定していた景気持ち直しの時期を、今回見通しでは2009年4-6月期に前倒したこと、③在庫調整終了に伴い、輸出、生産の回復ペースが前回想定よりも速いとみられることなどが上方修正の理由である。一方で、2010年度については、対策効果の剥落が予想されることから、成長率を下方修正した。

1-3月期の成長率は戦後最悪となったが、内外において在庫調整が進捗していることを背景に、輸出や生産は足元で既に持ち直しつつある。加えて、政府による経済対策の効果が今後出てくることもあり、GDP成長率は4-6月期以降、プラスに転じることが予想される。09年度内については潜在成長率とされる1%程度を上回る成長が続くと見込まれ、特に、経済対策効果が最大となる09年10-12月期には年率+4%を超える成長が予想される。景気は定義上、09年1-3月期をボトムとして回復局面に入っている可能性が高い。

もともと、景気が底を打った可能性が高いとはいっても、経済対策効果に支えられる面が大きい。経済対策効果は2010年前半までに出尽くすとみられ、2010年後半には効果が剥落する。景気は再び減速すると考えられ、場合によっては後退局面入りしてしまう可能性がある。

○ 景気は既に回復局面

5月20日に公表された09年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲15.2%と大幅な減少となった。2四半期連続で二桁の減少である上、減少幅も戦後最大である。大幅に悪化することは事前にある程度予想されていたとはいえ、08年度後半の景気の落ち込みがいかに激しいものであったかを改めて確認させる結果だった。最も特徴的だったのは、内需が大幅に落ち込んだことである。08年10-12月期は、GDPの落ち込みのほとんどが外需の悪化によるものだったが、1-3月期は、GDPが年率▲15.2%減少したうち▲9.8%ポイントが内需の落ち込みによるものであり、外需よりもマイナス寄与が大きい。昨秋のリーマン・ショック以降、世界経済の急失速を背景に輸出は激減したが、こうした輸出の悪化が内需に波及していることが窺える。

このように1-3月期の成長率は戦後最大の落ち込みになったが、景気は既に大底をつけ、回復局面に入っていると考えられる。4-6月期以降にはプラス成長に転じるだろう。背景には、①在庫調整の進展に伴う生産回復、②輸出の持ち直し、③経済対策の効果がある。以下、順に説明する。

(1) 在庫調整の進展に伴う生産回復

昨年秋以降、鉱工業生産は急減を続けてきたが、3月は6ヵ月ぶりに前月比上昇に転じており、4、5月の生産予測指数もそれぞれ上昇が見込まれている。4-6月期の生産は前期比大幅なプラスに転じる可能性が高いだろう。

背景にあるのは在庫調整の進展である。輸出の急減によって大幅に積みあがった在庫を減らすため、企業は1-3月期に在庫減らしに邁進し、最終需要を大幅に下回る水準に生産を抑制していた。この急減産が功を奏し、在庫は適正水準近くまで減少している。在庫調整に目処がついたことで、企業はこれまで極度に抑制していた生産水準を徐々に需要見合いの水準にまで戻し始めているのである。

こうした在庫の動きは、GDPにも影響を与える。企業が行った在庫投資の削減によって、1-3月期のGDPは前期比年率で▲1.0%ポイント押し下げられたが、4-6月期については逆に、在庫投資は成長率に対してプラスに寄与する可能性が高いだろう。GDP成長率に影響するのは「在庫水準の増減額の前期差」であるため、在庫水準の低下ペースが前期より緩やかになるだけでもGDPは押し上げられる。



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

（注）白抜きは予測指数



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

（2）輸出の回復

在庫調整の進展と生産持ち直しの動きは、日本だけでなく多くの国々で起こっている。このことは、日本からの輸出回復を後押しするだろう。また、日本からの輸出には、現地子会社向けへの製品・部品輸出が多いことも重要である。現地子会社において在庫が急激に積みあがった場合、現地生産を減らすだけでなく、日本からの輸出も最終需要見合い以下の水準に抑制する。特に今回の局面では、企業が過去よりも早く、急激に在庫調整を進めたため、輸出の減少ペースは極めて大きくなっていった。実際、過去においては、日本からの輸出と、海外のGDPや米ISM景気指数などとの相関は極めて高かった一方、今回の輸出急減期では、海外の需要動向等から想定される水準を遥かに下回る水準の輸出しかなされなかった。

在庫が適正水準近くにまで減少すれば、こうした最終需要水準以下への輸出抑制は必要なくなる。この場合、仮に輸出先の国の最終需要が持ち直していなかったとしても、輸出は回復する。これまでの抑制幅が極めて大きかっただけに、在庫調整の重石がとれた輸出は、目先、かなり高い伸びとなる可能性が高いのではないだろうか。

海外の最終需要に持ち直しの兆しが窺える点も重要である。中国では、巨額の経済対策の効果から1-3月期には既に景気が持ち直し局面に入っており、製造業PMIや電力使用量等、様々な経済指標でそのことが確認できる。中国以外のアジア諸国についても、国によっては持ち直しの動きが既に出始めている。また、米国でも、このところ悪化ペースの鈍化を示す経済指標が増えている。経済対策の効果本格化してくることも考えると、4-6月期にはGDPの減少幅が大幅に縮小し、7-9月期にはプラス転化する可能性が高いと考えられる。

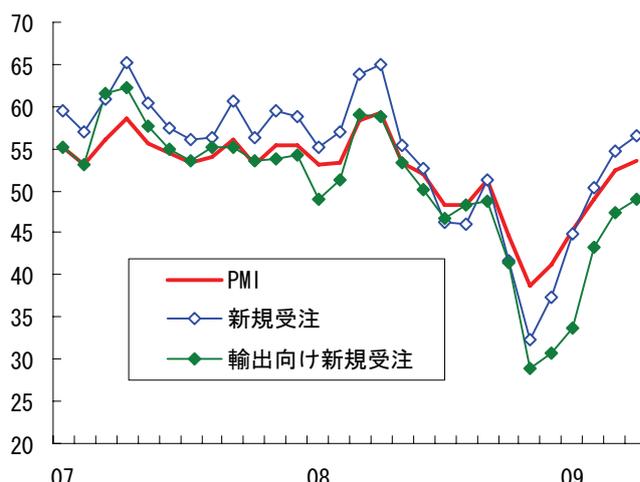
在庫調整の進展に需要の持ち直しの動きが加わる結果、輸出は当面高い伸びになることが見込まれる。当社では、2009年4-6月期の実質輸出は前期比+5.0%、7-9月期は+7.0%を予想している。

資料3 輸出数量指数と米ISM製造業新規受注



(出所) 財務省「貿易統計」、米サプライマネジメント協会
 (注) ISM製造業新規受注は5ヵ月先行

資料4 中国PMI製造業指数の推移



(出所) 中国物流・購買連合会

(3) 経済対策の効果

政府による経済対策の効果が今後出てくることも、景気の押し上げ要因になる。

2008年度補正予算において公共事業が積み増されたことから、公共工事請負金額は3月に前年比+15.3%、4月に+20.5%と大幅に増加している。また、こうした補正予算の効果に加え、2009年度当初予算の効果も今後出てくることが予想される。09年度当初予算では、特殊要因を除いた公共事業関係費は▲5.2%と抑制されているが、景気のさらなる落ち込みを避けるため事業の前倒し執行を行うとされており、予算の契約率は上半期に8割を目指すことになっている。1-3月期のGDPベース公共投資は前期比横ばいとなったが、こうした状況を踏まえると、4-6月期から7-9月期にかけて増加に転じる可能性が高い。

年度下期には、現在審議中の09年度補正予算の効果が現れるため、さらなる公共投資の増加が予想される。09年度補正予算では、公共事業関係費が約2.4兆円積み増されているほか、その他施設費として計上されている学校の校舎、病院などの耐震化や公共施設への太陽光発電の設置なども公共投資に該当する。また、地方の厳しい財政状況を考慮して、公共事業にかかわる地方負担分を軽減するために1.4兆円分の交付金が新設されているが、これも公共投資の押し上げに繋がるだろう。これらを合計すると約4.7兆円となり、名目GDP比で0.9%もの規模に達する。

過去のパターンをみると、補正予算の成立から2~3四半期後に公共投資が大幅に増加しているため、今回の場合、2009年10-12月期から2010年1-3月期にかけて対策効果が最も大きくなることが予想される。2009年10-12月期にはGDPベースの公共投資が前期比で14%増加すると当社は予測しており、同期のGDPは前期比年率で+2.3%ポイント押し上げられるとみている。景気への影響はかなり大きい。

公共投資の他にも、定額給付金の支給やエコカー減税、エコポイントの導入等が実施されており、個人消費を下支えるだろう。消費動向調査や景気ウォッチャー調査が改善傾向にあるなど、消費者マインドの持ち直しがこのところ明確化しているが、これは各種政策効果による影響が大きいだろう。個人消費は、雇用・所得環境の悪化を背景として1-3月期に大幅に悪化した。4-6月期はいったん増加に転じることが予想される。

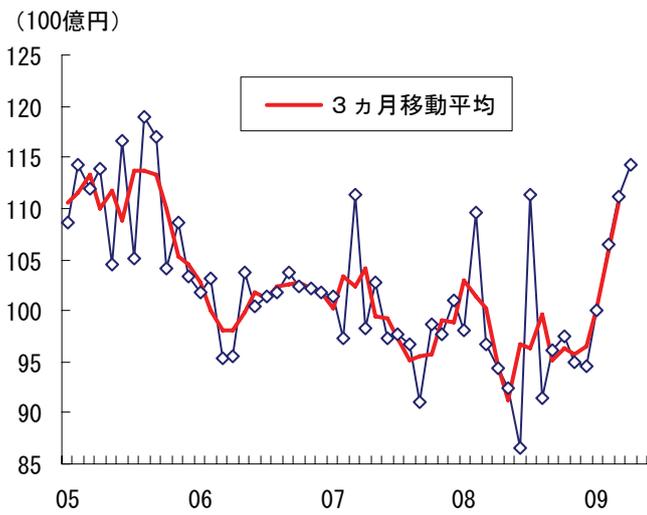
以上の通り、在庫調整の進展と輸出の回復、経済対策効果などが重なる結果、景気は1-3月期を底として回復局面に入っている可能性が高い。4-6月期以降の成長パスも、多くのエコノミストが主張する「L字型」にはならず、潜在成長率を上回る回復が当面見込めると考えている。

前回の経済見通しでは、景気の上振れシナリオとして、在庫調整の進展と生産のリバウンドと、追加経済対策の

策定の二つを挙げていた。この二つの要因は現在ともに実現していることから、これらを上振れシナリオではなく、メインシナリオに組み入れることにした。結果として、前回2009年7-9月期以降とみていた景気の回復時期を4-6月期に前倒しし、その後の回復ペースも前回予測比で強いものを想定している。

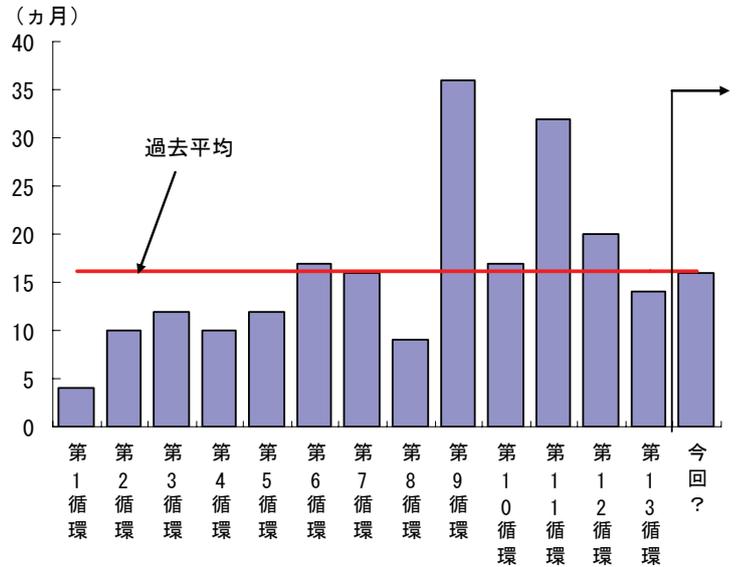
仮に1-3月期が景気の底だとすれば、07年11月から続いていた景気後退局面は16ヵ月前後で終了したことになる。これは、戦後の景気後退期間の平均である16ヵ月とほぼ一致する。今回の景気後退局面は、調整の深さについては戦後最大だったが、期間でみると過去平均並みになる可能性が高いだろう。

資料5 公共工事請負金額（季調値）



(出所) 公共工事前払金保証統計
(注) 季節調整は当社

資料6 過去の景気後退期間



(出所) 内閣府「景気動向指数」

○ 2010年後半には再び減速

もともと、対策効果は長くは続かない。経済対策効果は2010年前半までに出尽くすとみられ、新たな追加対策が策定されない限り、2010年後半には効果が剥落する。2010年度には、対策効果の剥落に伴って、公共投資は景気を押し下げる方向に働かざるを得ない。当社では、GDPベースの公的固定資本形成は2009年度に前年比+20.9%と大幅に増加するものの、2010年度には▲11.8%減少すると予想している。

輸出も減速が予想される。前述した、在庫調整圧力の緩和に伴う輸出のリバウンドについては2四半期程度で終息するとみられ、その後は海外の最終需要次第になる。その最終需要については、経済対策効果によって2009年後半以降持ち直しが予想されるのだが、日本と同様、対策効果は2010年には剥落に向かう。米国では、これまでの過剰消費の調整圧力が残存することに加え、金融機関の体力も2010年の段階では回復しきれていないことが予想され、経済対策効果を除いた真の実力の部分では、力強い回復は見込めない。また、新興諸国についても、新興国バブル崩壊の傷跡が簡単に癒えるとは思えず、以前のようなハイペースでの経済成長に戻る可能性は低いだろう。こうした状況下で経済対策効果が減衰するため、世界経済は2010年後半には減速に向かうだろう。

民間内需についても、雇用の回復がさほど見込めないなかでは個人消費の回復も限定的なものにとどまることに加え、2010年後半においても稼働率がかなりの低水準に位置すると見込まれることから設備投資の増加テンポも緩やかにとどまると予想されるため、力強い回復は望めないだろう。

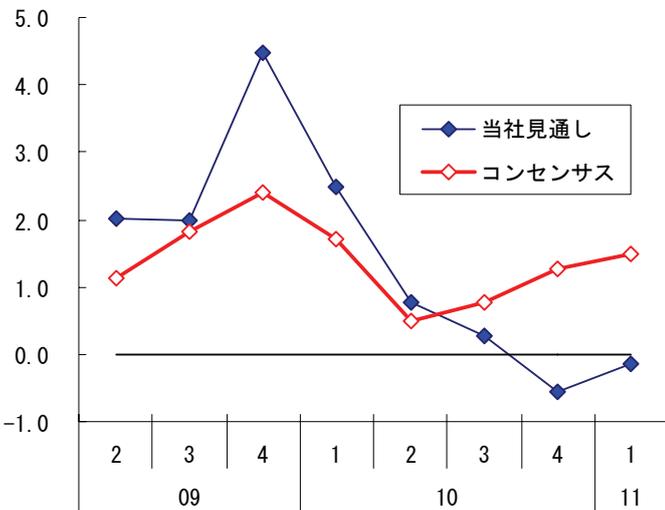
内外需とも目立った回復が期待できないなかで公的需要が大幅に減少すれば、景気にとって大きなダメージになることは避けられない。再び景気が弱まり、後退局面入りしてしまう可能性もあるだろう。この場合、景気回復期間は1年超にとどまり、戦後最短を記録することになる。

○ コンセンサスとの比較

民間エコノミスト37名による予測値を集計しているESPフォーキャスト調査(調査期間:4月30日～5月12日)によれば、2009年4-6月期以降、2010年にかけて緩やかな回復が続いていくという見通しがコンセンサスである。一方当社の見通しは、2009年度についてはコンセンサスと比べて高めの成長を見込む一方で、2010年後半以降についてはコンセンサス対比で低めの成長を予想している。これは、当社が、2009年度について輸出と生産のリバウンドを強めに予想していることや公共投資の増加を比較的大きめに見込んでいる一方で、2010年後半以降は経済対策効果の剥落による影響を大きめに見込んでいることが理由とみられる。

なお、当社は、2009年度の成長率を▲3.5%、2010年度を+1.1%を予測している。一見、2010年度の方が回復力が強いように思えるが、これは成長率のゲタの影響が大きい。年度内成長率でみれば2009年度は+1.4%とプラスである一方で、2010年度は▲0.1%となっている。景気のパターンは2009年度の方が強く、2010年度は後半を中心として減速感が強まることになるだろう。

資料7 コンセンサスとの比較



(出所) 経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

○ 物価は大幅に下落

消費者物価指数(生鮮食品除く総合)の見通しは、2009年度が前年度比▲1.4%(3月時点予測:▲1.9%)、2010年度が同▲0.8%(同▲0.6%)である。原油価格の想定を引き上げたことから、前回見通しと比べて09年度を上方修正しているが、この先、物価が大幅に下落していくというシナリオには変化がない。

石油製品の前年比マイナス幅が急速に拡大していくことや食料品のプラス寄与縮小が予想されることから、消費者物価のマイナス幅は急速に拡大する。また、大幅に拡大した需給ギャップの存在が物価への下押し圧力を強めていくだろう。マイナス幅が最も大きくなると予想される2009年夏場には、前年比で▲2%半ばのマイナスになると考えられる。デフレ色がかなり強まるだろう。

2009年秋以降には、石油製品価格の低下幅が縮小することから消費者物価全体でもマイナス幅が徐々に縮小していくだろう。もっとも、需給面からの物価下落圧力は根強く残ることが予想され、2010年度に関しても消費者物価指数のプラス転化は望めない。

○ リスク要因

リスク要因としては、①世界的な金融混乱の再燃、②原油価格の高騰、③新型インフルエンザの流行、④円高、⑤個人消費の悪化などが挙げられる。足元では一時と比べると金融不安は和らいでいるが、再び緊張が高まる可能性は否定できない。この場合、海外景気の下振れや株価の動揺等を通じて日本経済に悪影響が及ぶ。また、

世界景気が持ち直しに向かうなかで、投機資金の再流入によって資源価格が経済実態を越えて再び急騰する場合には、景気の回復力が弱まる可能性があるだろう。③の新型インフルエンザについては、感染の拡大が進み、不安が広がることで経済活動が萎縮し、個人消費等が落ち込む可能性に留意しておく必要がある。また、ボーナスの大幅減少など、この先雇用・所得環境の悪化が予想されるなかで、家計の将来不安が増し、個人消費が大幅に落ち込む可能性に注意する必要があるだろう。

一方、上振れ要因としては、①在庫復元、②追加経済対策の二つを挙げたい。前述の通り、企業はこれまで極度に抑制していた生産水準を徐々に需要見合いの水準にまで戻し始めているが、生産回復の度合いやペースについては不透明感が強い。生産や輸出の回復を比較的強めに見込んでいる当社の見通し以上に、一時的に回復感が強まっていく可能性も否定できない。②の追加経済対策については、本予測では前提としていないが、2010年に対策効果の剥落が予想されるなか、2009年秋に追加補正予算が策定される可能性も考慮しておく必要があるだろう。仮に大規模な対策が再び策定された場合には、2010年後半に目立った減速がみられなくなる可能性がある。

以上

新家 義貴 (主任エコノミスト)
齋藤 俊輔 (副主任エコノミスト)
小杉 晃子 (エコノミスト)
中本 泰輔 (エコノミスト)
岩田 陽之助 (エコノミスト)