

## 2009～2011 年度日本経済見通し ～輸出主導の景気回復が続くが、10年度後半に減速へ～

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、2009～2011 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▲2.2% (前回 ▲2.6%) 名目▲3.9% (前回 ▲3.9%)
2010年度予測	実質+1.8% (前回 +1.4%) 名目+0.6% (前回 +0.4%)
2011年度予測	実質+1.1% (前回 +1.1%) 名目+0.7% (前回 +0.7%)

※前回は2009年12月9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▲2.2% (12 月時点予測: ▲2.6%)、2010 年度が+1.8% (同+1.4%)、2011 年度が+1.1% (同+1.1%)である。暦年では、2010 年が+2.2% (同+1.6%)、2011 年が+1.0% (同+0.9%)となる。09 年 10-12 月期実績値が上振れたことと、それに伴って 10 年度にかけての成長率のゲタが上がったことから、09 年度、10 年度について成長率を上方修正した。
- 政策効果の一巡を背景に個人消費が減速することや、公共投資が大幅に減少する可能性が高いといった下押し材料がある一方で、海外景気の回復を背景とする輸出の高い伸びが景気を牽引する。輸出関連製造業における投資意欲が回復することで、設備投資の増加が予想されることも好材料である。成長ペースは 10-12 月期からはさすがに鈍化するが、景気のリバウンドは当面崩れないだろう。ESPフォーキャストによるコンセンサスでは、10 年 1-3 月期が前期比年率+0.80%、4-6 月期が+0.75%と、成長率がゼロ%台に向かって鈍化すると予想されており、マイナス成長を見込む機関もあるが、当社では、10 年 1-3 月期が同+1.9%、4-6 月期が+2.1%、7-9 月期が+1.7%と、年度前半までについてはコンセンサスを上回る成長を見込んでいる。
- もっとも、こうした好調さは長続きしない。10 年度後半には、景気対策効果が剥落することに加え、在庫復元に伴う生産押し上げ効果が一巡することで、米国景気は減速するだろう。また中国では、今後断続的に行われるとみられる預金準備率の引き上げや利上げ、人民元の緩やかな上昇容認といった引き締め措置の影響が 10 年度後半以降に徐々に出てくることで、景気は緩やかに減速するだろう。上海万博終了後に、それまでの反動が出る可能性があることも懸念材料である。さらに、10 年度後半以降、IT サイクルが下降局面に入ると予想されることも、IT を主力輸出製品とする日本にとってマイナスポイントである。こうした世界景気の緩やかな減速に伴って輸出が減速する結果、国内景気も減速する可能性が高い。10 年度後半の成長率は前期比ゼロ%近くまで減速し、景気は軽い踊り場状態になると予想している。その後、米国において政策効果剥落の影響が一巡することや在庫調整が進展することで、再び輸出が持ち直し、11 年半ばから国内景気は上向いていくと考えられる。
- 消費者物価指数は 09 年度が▲1.6%、10 年度が▲1.3%、11 年度が▲0.4%を予想する。依然として大きな需給ギャップが残存するなかで、需給バランスの崩れに由来する物価下落圧力は根強く残ることが予想される。10 年度、11 年度を通じて消費者物価指数のプラス転化は見込み難く、デフレは長期化が予想される。また、GDP デフレーターも 09 年度が▲1.8%、10 年度が▲1.2%、11 年度が▲0.4%と下落が続く見込みであり、成長率の名実逆転状態は引き続き解消できない。

以上

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

日本経済	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
	実績	予測	予測	予測
実質GDP	▲ 3.7	▲ 2.2	1.8	1.1
(内需寄与度)	▲ 2.5	▲ 2.1	0.9	1.0
(うち民需)	▲ 2.3	▲ 2.7	1.2	1.1
(うち公需)	▲ 0.3	0.6	▲ 0.2	▲ 0.0
(外需寄与度)	▲ 1.2	▲ 0.1	0.9	0.1
民間最終消費支出	▲ 1.8	0.5	1.1	1.0
民間住宅	▲ 3.7	▲ 19.0	1.0	7.1
民間企業設備	▲ 6.8	▲ 15.3	4.4	2.4
民間在庫品増加	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	▲ 0.1	1.9	1.1	0.7
公的固定資本形成	▲ 6.6	6.0	▲ 12.0	▲ 5.2
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4	▲ 10.6	11.4	2.4
財貨・サービスの輸入	▲ 4.2	▲ 12.3	6.0	2.8
GDPデフレーター	▲ 0.5	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 0.4
名目GDP	▲ 4.2	▲ 3.9	0.6	0.7
鉱工業生産	▲ 12.7	▲ 9.8	10.0	2.3
完全失業率	4.1	5.2	5.1	5.0
新設住宅着工戸数(万戸)	103.9	77.0	85.2	90.7
経常収支(兆円)	12.2	15.2	18.2	19.9
名目GDP比率	2.5	3.2	3.8	4.1
国内企業物価	3.2	▲ 5.3	▲ 0.9	▲ 0.2
消費者物価(生鮮除く総合)	1.2	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.4
為替レート(円/ドル)	100.5	93.0	90.0	90.0
原油価格(ドル/バレル)	86.6	70.0	73.8	73.0
米国実質成長率(暦年)	0.4	▲ 2.4	2.9	1.7

【前回予測値(12月9日公表)】

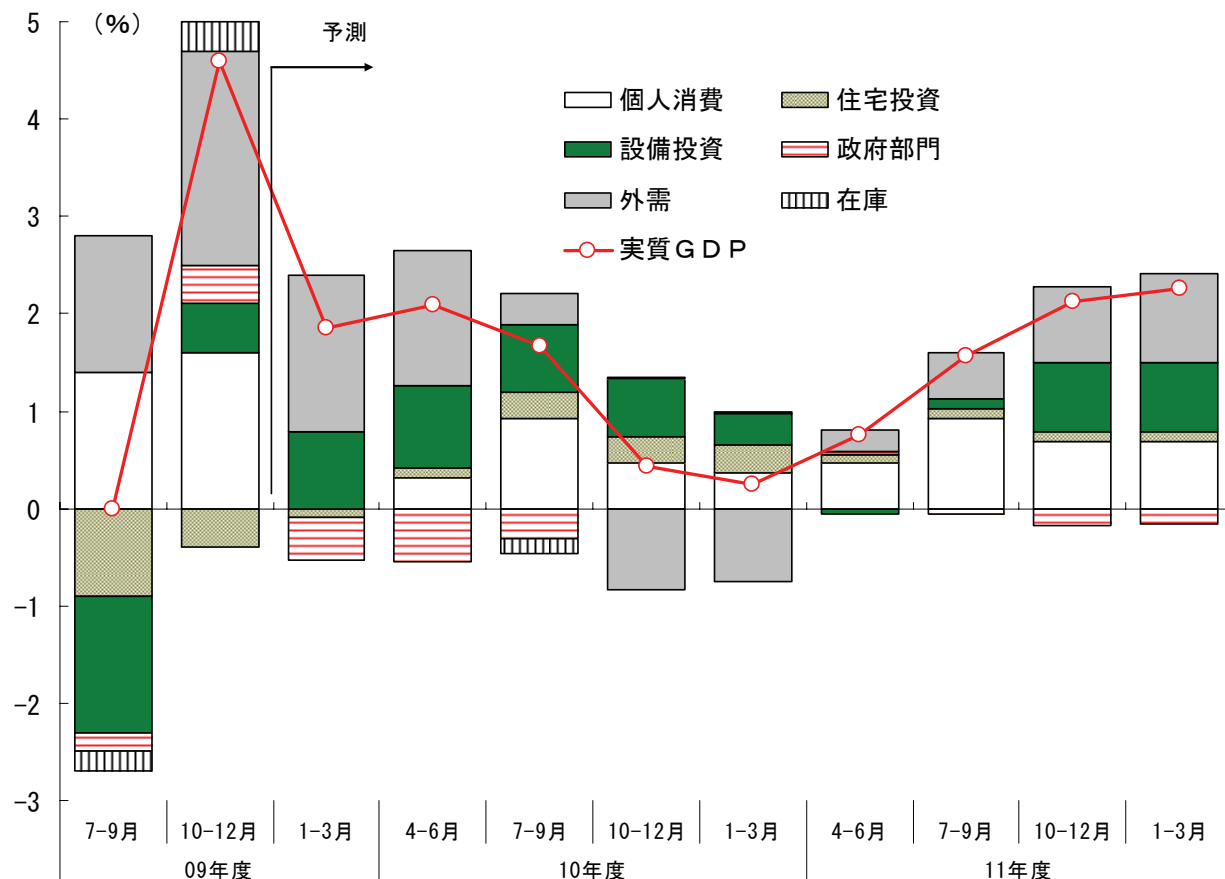
(%)

2009年度	2010年度	2011年度
予測	予測	予測
▲ 2.6	1.4	1.1
▲ 2.3	0.7	1.1
▲ 3.0	1.1	1.0
0.6	▲ 0.3	0.1
▲ 0.4	0.7	0.1
0.5	1.1	1.2
▲ 18.1	2.4	5.7
▲ 16.0	2.5	1.1
▲ 0.4	0.1	0.0
1.4	0.8	0.8
7.4	▲ 13.4	▲ 2.6
▲ 12.5	8.7	1.2
▲ 12.3	4.4	1.2
▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.4
▲ 3.9	0.4	0.7
▲ 9.7	8.5	2.3
5.3	5.4	5.3
73.5	79.4	84.8
15.3	16.8	18.1
3.2	3.5	3.8
▲ 5.1	▲ 1.2	▲ 0.2
▲ 1.5	▲ 1.1	▲ 0.5
92.7	90.0	90.0
73.3	73.8	73.0
▲ 2.4	2.4	1.6

(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)】



## 2009～2011年度日本経済見通し

### ○ 輸出に牽引され、景気回復が持続

2009年10-12月期GDP統計の公表を受けて、2009～2011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▲2.2% (12月時点予測: ▲2.6%)、2010年度が+1.8% (同+1.4%)、2011年度が+1.1% (同+1.1%)である。暦年では、2010年が+2.2% (同+1.6%)、2011年が+1.0% (同+0.9%)となる。

2月15日に公表された09年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.6%と、1%未満とされる潜在成長率を大幅に上回る高い伸びとなった。①海外景気の持ち直しに伴って輸出の高い伸びが続いたこと、②輸出の増加に伴って設備投資が増加に転じたこと、③政策効果の持続から個人消費の増加が続いたこと、などが高成長の背景にある。また、4-6月期、7-9月期は、外需が成長率を押し上げる一方で、内需は落ち込みが続いていたが、10-12月期は7四半期ぶりに内需が増加に転じており、成長の内容も改善している。この10-12月期実績値の上振れにより、09年度の成長率見通しを上方修正した。また、10年度にかけての成長率のゲタが上がったことから、10年度についても上方修正となっている。先行きの景気シナリオについては、前回見通しから大きな変更は無い。

先行きについては、政策効果の一巡を背景に個人消費が減速することや、公共投資が大幅に減少する可能性が高いといった下押し材料がある一方で、海外景気回復を背景に輸出の高い伸びが続くことが景気を牽引する。輸出関連製造業における投資意欲が回復することで、設備投資の増加が予想されることも好材料である。成長ペースは10-12月期からはさすがに鈍化するが、潜在成長率を上回る成長が実現する可能性が高く、景気回復基調は当面崩れないだろう。その後、10年度後半に海外経済の減速を受けて景気は一時的に停滞するが、11年半ば以降は再び成長率が高まると予想している。

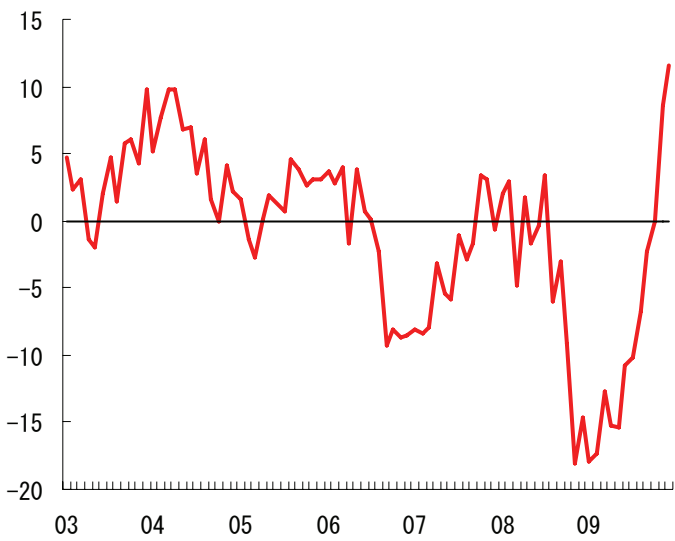
#### (1) 輸出は高い伸びが続く

輸出については、10年1-3月期以降も高い伸びが続く、景気を牽引すると予想している。アジア経済の堅調な回復が続いていることに加え、世界経済のメインエンジンである米国経済が回復に向かっていることが輸出を押し上げている。アジア各国では景気対策が依然効果を発揮していることに加え、先進国からの資本流入によって金融環境も極めて緩和的であり、景気回復が鮮明化している。特に中国経済は、好調な内需を背景に予想を上回るペースで回復しており、NIEs、ASEAN諸国も中国需要の回復から高い成長を実現している。アジア向け輸出のウェイトが近年一段と高まるなか、アジア経済の高成長は、日本経済に多大な恩恵をもたらすだろう。なお、中国における金融引き締めによる景気悪化がこのところ懸念されているが、今のところ、過剰に供給された流動性を多少吸収する程度にとどまっており、金融環境は依然緩和的である。先行きも、景気が失速するほどの急激な引き締め措置は回避される可能性が高いだろう。

米国では、政府による各種経済対策効果が残存していることや、在庫調整の進展による循環的な生産回復圧力の強まり、企業収益の回復を背景とした設備投資の持ち直し、輸出の増加といった要因から、景気が持ち直している。また、雇用も1-3月期に増加に転じる可能性が高く、個人消費回復の基盤も次第に整ってくるだろう。先行きもこうした動きが持続すると見込まれることから、景気回復傾向が続くとみられる。米国経済の回復は中国を始めとするアジア諸国にも好影響を与えるとみられ、日本からのアジア向け輸出の増加にも繋がるだろう。日本からの輸出動向に先行する傾向があるOECD景気先行指数(6ヵ月前比年率)や米ISM製造業景気指数(新規受注)といった経済指標が引き続き好調に推移していることも、先行きの輸出回復の持続を示唆している。

こうした輸出の増加に伴って、生産の回復も続いている。鉱工業生産は09年10-12月期に前期比+4.5%と3四半期連続で増加したことに加え、予測指数を前提にすると、10年1-3月期も同+3.6%と増産見込みとなっている。09年4-6月期、7-9月期と比べると伸びは鈍化しているが、増加幅自体はかなり大きい。IT関連財の予測指数が1、2月にやや弱めだったことを懸念する向きもあるが、好調な新興国需要や新型OSの発売などによって世界的にIT需要は旺盛であり、半導体価格も堅調に推移している。IT製品の供給拠点である韓国、台湾において、出荷・在庫バランスが改善を続けていることも、先行きのIT生産が好調に推移することを示唆している。今後も、鉱工業生産は増加基調が続くとみられる。

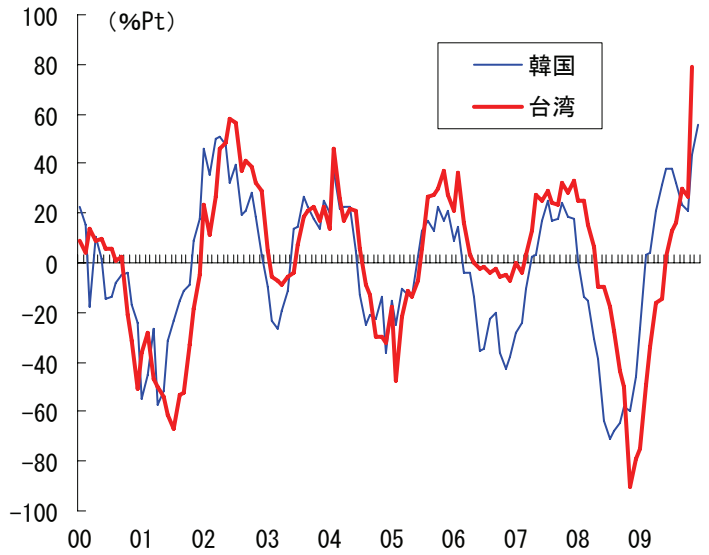
資料1 米国・出荷在庫バランス (%Pt)



(出所) 米商務省

(注) 出荷在庫バランス=出荷前年比-在庫前年比

資料2 韓国、台湾におけるIT関連財の出荷在庫バランス (%Pt)



(出所) C E I C

(注) 出荷在庫バランス=出荷前年比-在庫前年比

### (2) 製造業主導で設備投資は緩やかに増加

09月10-12月期のGDPで最も注目されたのは、設備投資が7四半期ぶりに増加に転じたことである。法人企業統計の結果が反映されるGDP2次速報で下方修正されるリスクは残るが、輸出増に伴う企業収益の明確な改善や企業マインドの持ち直しといった外部環境の改善度合いから考えても、設備投資が下げ止まりつつあることは間違いないだろう。先行指標である機械受注を見ても、09年7-9月期が前期比▲0.9%、10-12月期が同+0.5%と、既に下げ止まっており、10年1-3月期の内閣府見通しも前期比+2.0%と増加が見込まれている。なお、この内閣府見通しは、過去の達成率が低かったことにより低めに算出されている面があり、企業の見通しをそのまま集計した単純集計値でみると前期比+13.6%になる。

こうした状況を踏まえると、設備投資は先行きも増加していく可能性が高いと思われる。こうしたなか、特に期待されるのが輸出関連の製造業である。09年4-6月期以降の輸出回復を受けて、輸出関連製造業の収益、生産活動は急速に持ち直しており、リーマン・ショック以降冷え込んでいた投資意欲が持ち直しに転じている。今後は製造業主導での設備投資回復が期待できるだろう。増産投資に期待できず、更新投資中心になることに加え、非製造業の投資停滞や建設投資の減少が足を引っ張ることから、過去の景気回復局面と比べて増加ペースは緩やかなものになることは否めないが、09年7-9月期までの景気を大きく下押ししてきた設備投資が増加基調に転換することの意味は非常に大きい。

### (3) 個人消費は今後減速

このように、輸出の高い伸びが続くことと、それを受けた製造業設備投資の持ち直しが景気を牽引すると予想しているが、内需の柱とも言える個人消費については慎重な見方をしている。

09年10-12月期の個人消費は前期比+0.7%と、三四半期連続で高い伸びとなり、成長に貢献した。所得の減少が続くなかで意外な健闘を見せているとあって良いだろう。もっとも、その内訳をみると、エコカー減税・補助金とエコポイント制度の恩恵を受けた耐久財消費が前期比+8.9%と非常に高い伸びとなる一方、その他の財・サービスはほぼ横ばいである。これまでの消費増は、もっぱら政策効果に由来するものと言えるだろう。

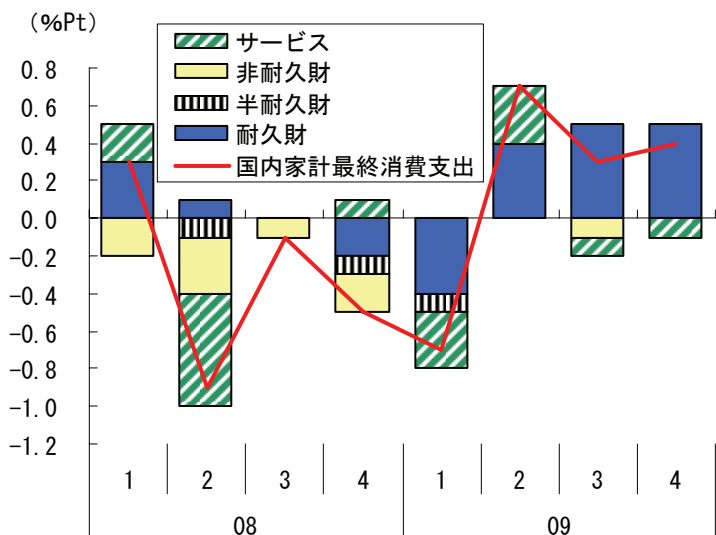
これらの政策の延長が決定されたこともあり、今後も耐久財消費は高水準で推移すると思われるが、購入が既にある程度進んだなか、この先更に水準が大幅に切り上がっていく可能性は低いと思われる。消費動向調査における「耐久消費財の買い時判断」の改善に足踏み感が出ていることから分かる通り、政策要因が消費を追加的に

押し上げる力は今後徐々に弱まっていくだろう。結果として個人消費は減速し、10年前半はほぼ横ばいにとどまると予想している(10年1-3月期:前期比横ばい、4-6月期:同+0.1%を予想)。

子ども手当(10年6月開始)や公立高校授業料実質無償化(10年4月開始)など、10年度には政府による所得移転政策が消費を下支えすることから、個人消費は10年7-9月期以降に緩やかな持ち直しに向かうと予想しているが、厳しい雇用・所得環境が持続し、将来不安も強いなか、支給された子ども手当の多くの部分は貯蓄に向かう可能性が高いだろう。消費の回復はあくまで緩やかなものにとどまる。

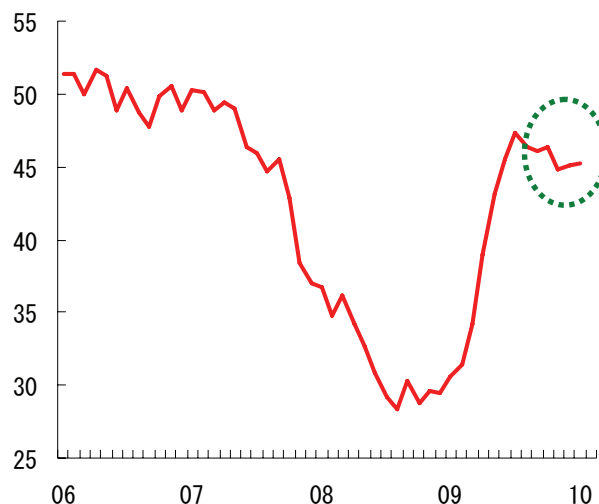
なお、今回の予測ではエコポイント制度、エコカー補助金については再度の延長が実施されるとの前提を置いており、制度の期限切れによる明確な反動減は想定していない。

資料3 実質個人消費の動向



(出所) 内閣府「国民経済計算」  
(注) 実質GDPに対する寄与度。

資料4 耐久消費財の買い時判断D I



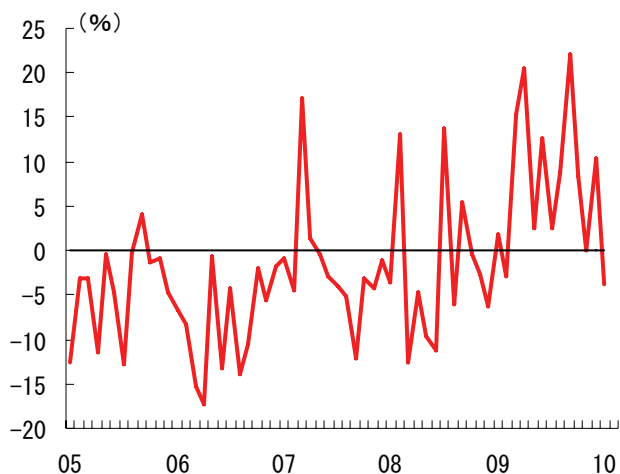
(出所) 内閣府「消費動向調査」

#### (4) 公共投資は減少へ

公共投資は減少ペースが加速することが予想される。09年10-12月期については、補正予算の執行停止前に発注された工事が進捗することで減少幅は小幅なものにとどまったが、10年1-3月期以降は、執行停止の影響が本格的に出ることに加え、本予算前倒し執行の反動が出ることから、大幅に減少するだろう。公共投資の動きに先行する前払金保証統計も10年1月に前年比マイナスに転じており、そうした兆しは既に窺える。公共投資は、前期比年率の対GDP寄与度でみて、10年1-3月が▲0.6%ポイント、4-6月が▲0.7%ポイント、7-9月が▲0.5%ポイントと、景気の大きな下押し要因になると予想している。

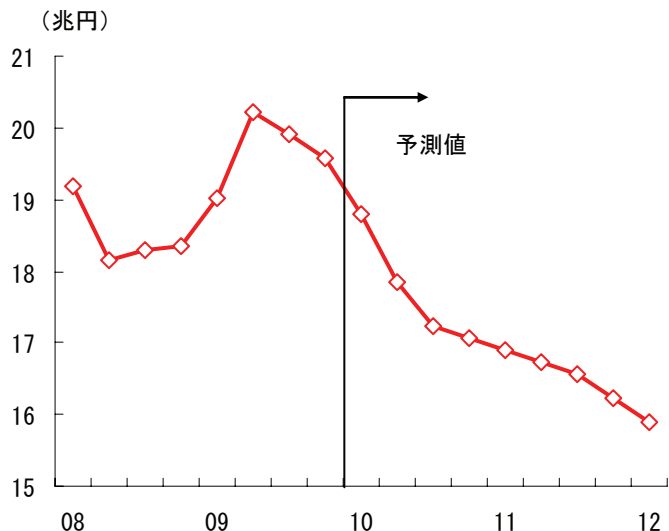
政府は、公共投資を削減する一方で、10年度には子ども手当の支給等の家計支援を行う方針である。もっとも、政策実施のタイミングとしては、公共投資の減少が家計所得増に先行することから、政策効果の端境期となる10年前半には、政策要因による下押し圧力が強くなるだろう。

資料5 公共工事請負金額（前年比）



（出所）公共工事前払金保証統計

資料6 実質公的固定資本形成（季節調整値）



（出所）内閣府「国民経済計算」

（注）季節調整値（年率換算値）。先行きは第一生命経済研究所予測値。

このように、政策効果の一巡から個人消費が減速感を強める可能性が高いことや、公共投資が大幅に減少する可能性が高いといった下押し要因はあるが、海外経済の順調な回復から輸出が高い伸びを続けることが景気を牽引する。製造業に牽引される形で設備投資が増加することも好材料である。GDPの伸び率は10-12月期からはさすがに鈍化するだろうが、景気の回復基調は当面崩れないだろう。生産予測指数からみて、1-3月期の鉱工業生産も4四半期連続で大幅な増産になるとみられることも、こうした見方をサポートする。ESPフォーキャストによるコンセンサスでは、10年1-3月期が前期比年率+0.80%、4-6月期が+0.75%と、成長率がゼロ%台に向かって鈍化すると予想されており、マイナス成長を見込む機関もあるが、当社では、10年1-3月期が同+1.9%、4-6月期が+2.1%、7-9月期が+1.7%と、コンセンサスを上回る成長を見込んでいる。

## ○ 10年度後半に景気は減速

もっとも、こうした順調な景気回復は長くは続かず、10年度後半には、輸出の鈍化を背景として景気は減速すると予測している。

米国では、経済対策効果の持続や在庫調整の進捗に伴う生産拡大といった要因に、雇用回復に伴う消費の拡大や設備投資の持ち直しといった要因が加わることから、当面回復傾向が続くと考えられる。もっとも、これまでの過剰消費の調整圧力が残存するなか、最終需要の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。こうした状況下、10年度後半以降には景気対策効果が剥落することに加え、在庫復元に伴う生産押し上げ効果が一巡することで、米国景気は減速するだろう。また、好調が続く中国では、今後断続的に行われるとみられる預金準備率の引き上げや利上げ、人民元の緩やかな上昇容認といった引き締め措置の影響が10年度後半以降に徐々に出てくることで、景気は緩やかに減速するだろう。上海万博終了後に、それまでの反動が出る可能性があることも懸念材料である。さらに、10年度後半以降、ITサイクルが下降局面に入ると予想されることも、ITを主力輸出製品とする日本にとってマイナスポイントである。過去においても、冬季五輪やサッカーワールドカップといったスポーツイベントが続いた後に、IT関連財の在庫積みあがりとその後の在庫調整が生じていることが多いため、注意が必要だろう。

こうした要因が重なることから、輸出は減速に向かうことが予想され、一時的に減少する可能性もあるだろう。また、設備投資についても、輸出の減速にやや遅れる形で鈍化に向かう可能性が高い。設備投資の増加はあくまで輸出の回復によってもたらされたものであるため、輸出の牽引力が弱まれば、投資も鈍化せざるを得ない。

海外景気の減速が緩やかなものにとどまることや、国内では子ども手当の支給等により消費が緩やかに持ち直

すという下支え要因もあるため、景気が後退局面入りするとはみていないが、10年度後半の成長率はゼロ%近くまで減速し、景気は軽い踊り場状態になると予想している。その後、米国において政策効果剥落の影響が一巡することや在庫調整が進展することで、再び輸出が持ち直し、11年半ばから国内景気は上向いていくと考えられる。

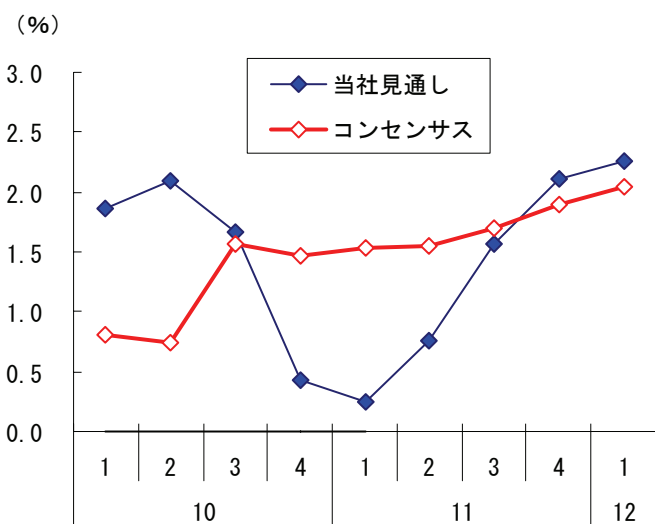
### ○ コンセンサスとの比較

民間エコノミスト41名(機関)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:1月26日~2月2日)によれば、10年前半に、政策効果の剥落や輸出の鈍化から景気は減速し、10年後半以降に成長率が再び高まっていくとの見方が多いようだ。アジア経済の予想以上の好調さを受けて、一時期多かった「二番底」シナリオは姿を消しつつあるが、年前半に景気が明確に減速すると見込む向きが多い状況は変わっていない。一方当社の見通しは、10年度前半までの景気についてはコンセンサス対比で高めの成長を見込むものの、10年10-12月期以降については低めの成長を予想している。

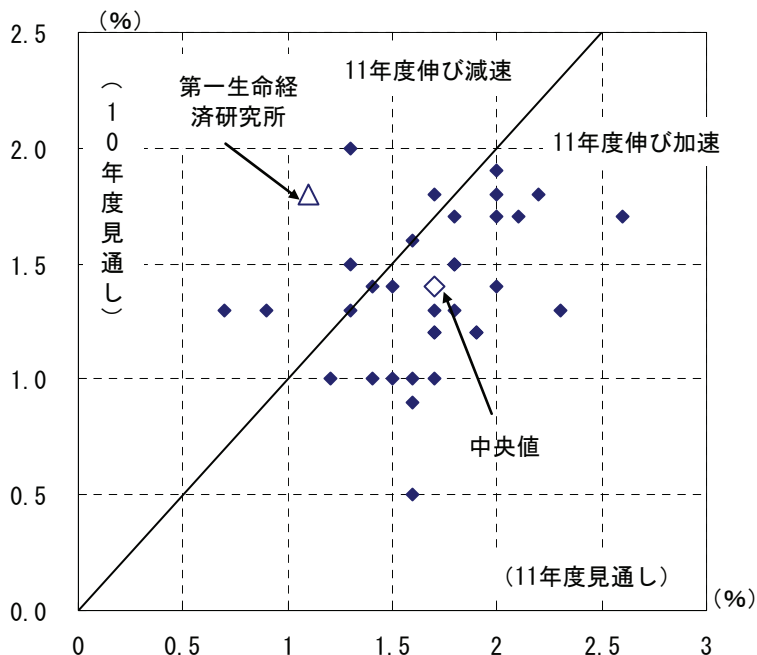
これは、コンセンサスでは、在庫調整の進展による急激なリバウンド局面が一巡していくなか、米国など海外需要の回復が限定的であることから、輸出の増勢が今後明確に鈍化することを見込んでいる一方、当社は、海外景気が堅調に推移することを見込んでいるほか、在庫サイクル面からの増産圧力は弱まりながらも当面残存するとみていることから、輸出の伸びを比較的高めに予想していることが影響している。また、当社では製造業を中心に設備投資の回復を見込んでいることも影響しているとみられる。政策効果の剥落から10年前半の内需(個人消費、公共投資)に下押し圧力がかかるという点については、見方に大きな違いはない。

10年度後半以降については、コンセンサスでは、米国経済のバランスシート調整が進展することで世界経済の回復力が増すことに加え、輸出を起点とする企業部門の好転が家計部門に波及してくること、子ども手当の支給などの効果もあって成長率が上向いていくことなどを想定しているのに対して、当社では、景気回復の家計への波及が限定的なものにとどまるなか、10年度後半以降の海外景気の減速から国内外で軽い在庫調整が生じるとみている。結果として、年度の成長率見通しにも違いが出ている。コンセンサスでは、11年度の成長率は10年度と比べて高まるとみているが、当社の見通しでは、10年度後半の景気減速により、11年度にかけての成長率の発射台(ゲタ)が低くなることから、11年度の成長率は10年度と比べて低くなると予想している。

資料7 コンセンサスとの比較



資料8 民間調査機関による予測値の分布



(出所) ESPフォーキャスト (2月調査)

(注) 調査期間は1月26日~2月2日。当社以外については、その後に行われた見直し変更は反映していない。



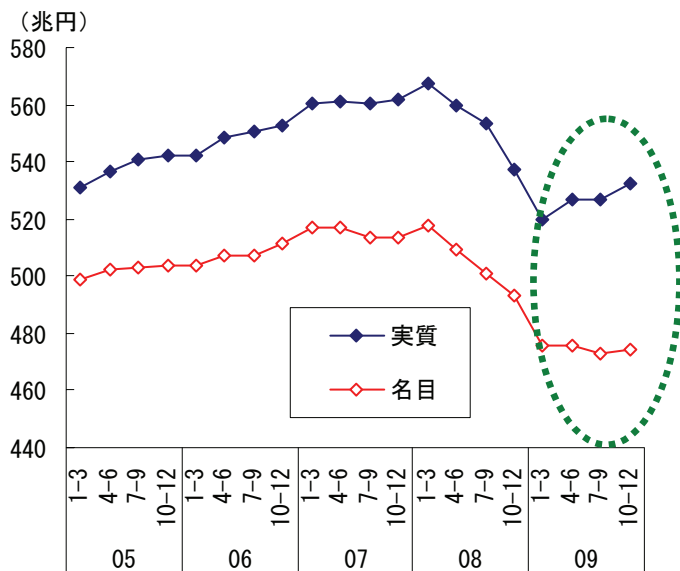
## ○ 回復の実感は乏しい

今回の経済見通しでは、09年4-6月期に始まった景気回復が、一時的な減速を挟みながらも予測期間内(12年1-3月期まで)は持続すると予想している。もっとも、予測期間の最終四半期である12年1-3月期に予想される実質GDPの水準は、直近のピークだった08年1-3月期と比べて3.1%低い水準にとどまる(季節調整済み年率換算値で約17兆円)。今後予想される景気回復は、あくまで緩やかなものにとどまるため、リーマン・ショック後の景気の落ち込みを取り戻すには、さらに時間が必要になるだろう。

名目GDPの低迷も大きな問題である。09年10-12月期の名目GDPは7四半期ぶりに増加に転じたが、その増加率は前期比年率でわずか+0.9%にとどまっており、実質GDPの伸びと比べて回復の遅れが際立っている。水準でも、1991年7-9月期以来の低水準となっており、持続する物価下落による名目GDPの長期停滞が鮮明である。先行きについても、大幅な需給ギャップの残存から物価下落が続くと予想されるため、名目GDPの回復は極めて限定的なものにとどまるだろう。

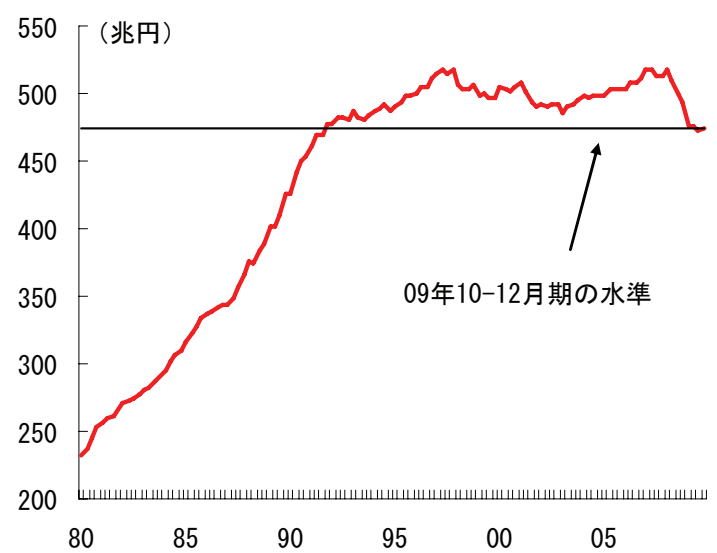
このように、そもそも景気回復ペースが緩やかで実質GDPの水準が低いものにとどまることに加え、物価下落の影響から名目GDPが低迷することにより、家計や企業の景気回復の実感は乏しいものになるだろう。

資料9 GDPの推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」  
(注) 季節調整値 (年率換算値)

資料10 名目GDPの長期推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」  
(注) 季節調整値 (年率換算値)

## ○ リスク要因

リスク要因としては、海外経済動向が挙げられる。米国経済については、バランスシート調整圧力の残存から個人消費や設備投資が予想以上に抑制される可能性がある一方、これまで過度に抑制されていた需要がペントアップ需要として顕在化する場合には予想以上に景気回復ペースが強まる可能性があるなど、下振れ・上振れどちらも想定可能である。また、今後予想される景気回復の下、早い段階での利上げ開始や、財政再建に向けた歳出抑制など、早過ぎる政策変更が行われた場合には、景気下押し圧力が強まるだろう。米国の景気動向は、米国向け輸出のみならず、アジアを通じたルートでも日本経済に影響を及ぼすためインパクトが大きい。

新興国経済については、先進国の金融緩和を背景とした資本流入が進んだことで、一部では過熱感も出始めている。こうしたなか、引き締めが遅れた場合、景気が一段と上振れる可能性があり、短期的には日本からの輸出が押し上げられるだろう。もっともこの場合、後々の景気急失速リスクは強まる。また、エネルギー効率が相対的に低い新興国が世界景気を牽引することで資源需給の逼迫が意識され、投機資金の流入を伴う形で資源価格が高騰するリスクがあるだろう。資源の大半を輸入に頼る日本にとって影響は大きい。

為替レートの動向にも注意が必要である。当社は、需給ギャップの残存や物価の落ち着き等を背景に、FRBは2010年を通じて事実上のゼロ金利政策を維持すると想定しており、米国の利上げ時期は2011年後半にずれ込むと予想している。市場では2010年後半の利上げを見込む向きが多いため、今後、低金利の長期化観測が強まる場合、ドル安・円高が進行する可能性がある。この場合、輸出や企業収益の下振れが景気の下振れをもたらす可能性が高まるだろう。

国内では、政策要因が重要だろう。今回の予測の作成に際しては、10年6月からの子供手当半額支給に加え、11年度からの全額支給を想定している。そのほか、09年度末で期限切れとなるエコポイント制度やエコカーの購入補助金制度については、予測期間内は延長されると想定している。

もっとも、今後実際にどのような政策が実行されていくかという点に関しては非常に不透明感が強く、当社が予測の前提にしたものよりも増税色の強い政策が実施される可能性がある。11年度からの子ども手当の全額支給が見送られる可能性や、所得制限をつける可能性があるほか、環境税の導入といった措置がとられる可能性も否定できない。また、今回の見通しでは、所得移転策によって押し上げられる所得のうち、新たに消費に向かう割合は3割程度と想定しているが、厳しい所得環境と将来不安の高まりを反映して貯蓄性向が一段と高まる可能性がある一方、子ども手当が恒久措置であることを好感して多くの部分が消費に回る可能性があるなど、消費押し上げ効果をどの程度見積もるかという点については非常に不確実性が高いことに注意が必要である。また、エコポイント、エコカー補助金については、仮に期限の延長がなされない場合には、期限切れ後の消費落ち込みが大きくなるだろう。

## ○ デフレは長期化

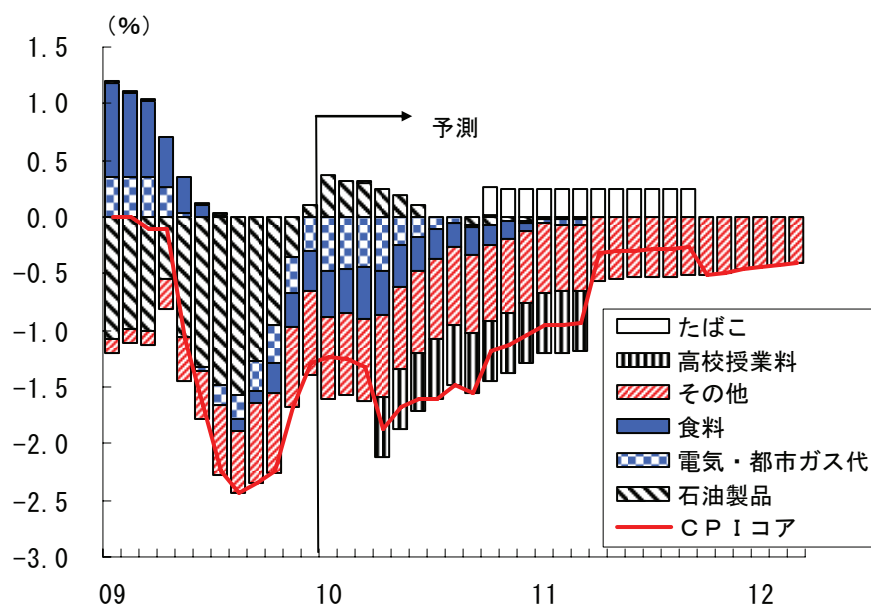
物価は下落が続くとみられる。消費者物価指数(生鮮食品除く総合)の見通しは、09年度が前年度比▲1.6%、10年度が同▲1.3%、11年度が同▲0.4%である。

全国消費者物価指数(生鮮食品除く総合)は、09年8月の前年比▲2.4%をボトムとして下落幅が縮小しているが、これは、前年の同時期(リーマンショック後)に原油価格が急落した裏が出たことから石油製品価格の低下幅が急速に縮小したことが影響している。もっとも、こうした要因は今後一巡するため、下落幅の縮小傾向には歯止めがかかるだろう。

依然として大きな需給ギャップが残存するなかで、需給バランスの崩れに由来する物価下落圧力は根強く残ることが予想される。10年度、11年度を通じて消費者物価指数のプラス転化は見込み難く、デフレは長期化が予想される。また、GDPデフレーターも09年度が▲1.8%、10年度が▲1.2%、11年度が▲0.4%と下落が続く見込みであり、成長率の名実逆転状態は引き続き解消できない。

見通し作成にあたっては、10年4月からの高校授業料実質無償化と、10年10月からのたばこ価格値上げの影響を考慮している。前者は消費者物価指数を▲0.56%ポイント押し下げ、後者は+0.24%ポイント押し上げる効果がある。なお、高校授業料実質無償化については、これを授業料の引き下げとは見なさないとも考えることも可能であり、消費者物価指数へ反映されるかどうかはまだ決まっていないが、今回は影響が出るものとして予測値を作成した。

資料 11 消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の予測（前年比）



(出所) 総務省統計局「消費者物価指数」より作成。予測部分は第一生命経済研究所試算。

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)