

## 2010・2011年度日本経済見通し ～2010年度後半の一時的な減速を挟み、景気の回復傾向が続く～

第一生命保険株式会社（社長 渡邊 光一郎）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、2010・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

2010年度予測	実質+2.7%（前回 +2.0%）	
	名目+1.9%（前回 +0.8%）	

2011年度予測	実質+1.4%（前回 +1.1%）	
	名目+1.2%（前回 +0.6%）	

※前回は2010年3月11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、2010 年度が+2.7% (3月時点予測: +2.0%)、2011 年度が+1.4% (同+1.1%)である。暦年では、2010年が+3.4% (同+2.5%)、2011年が+1.4% (同+1.0%)となる。10年1-3月期実績値が上振れたことで10年度にかけての成長率のゲタが上がったことや、内需の回復が予想以上に進んだことから、成長率を上方修正した。
- 公共投資の大幅減少やエコ関連消費の政策効果の弱まり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。また、企業業績の回復や稼働率水準の上昇等に伴い、製造業主導で設備投資が増加することも押し上げ要因になる。ボーナスの増加が予想されるなど、雇用・所得の下げ止まりが今後はっきりすることや消費者マインドの改善により、個人消費の下振れリスクが小さくなっていることも好材料である。GDPの伸び率は10年1-3月期からは鈍化するが、景気の回復基調は当面崩れない。ESPフォーキャストによるコンセンサスでは、実質GDP伸び率(前期比年率)は10年4-6月期が+1.44%、7-9月期が+1.62%が予想されているが、当社では、10年4-6月期が+2.7%、7-9月期が+2.4%と、コンセンサスを上回る成長を見込んでいる。
- もっとも、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、これまで実施されている不動産融資規制強化や預金準備率の引き上げ、今後の実施が予想される利上げや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、徐々に出てくる。経済対策効果が徐々に弱まってくることも懸念材料である。今後も中国経済の高成長は続くだろうが、成長ペースは緩やかに減速する可能性が高い。さらに、10年度後半以降、IT部門の牽引力が弱まってく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。こうした要因が重なることから、年度後半以降、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。これまでの景気回復は輸出に牽引されたものであるため、輸出の牽引力が弱まれば、景気は減速せざるを得ない。
- 海外景気の減速が緩やかなものにとどまることに加え、国内では設備投資の増加や個人消費の緩やかな回復が予想されるといった下支え要因もあるため、景気が後退局面入りする可能性は低い。あくまで一時的かつ軽微な調整にとどまるだろう。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。
- 欧州の財政不安問題については、日本からの輸出減少を通じた直接的な影響は軽微とみている。財政危機がギリシャ以外の国々にも波及し、それらの国の債務が実際に焦げ付くことで欧州の金融機関に問題が飛び火し、世界的な金融危機に発展するといった事態が生じた場合には話は別だが、問題が一部の国の財政不安にとどまっている限り、ユーロ圏全体の景気失速により日本の輸出が落ち込むという状況は避けられるとみている。もっとも、金融市場を通じた悪影響については、決して無視できない。今後さらなる株価の下落等が続く場合には、消費者や企業のマインド悪化による内需の下押し等を通じて、景気に悪影響が及ぶだろう。円高進行による収益圧迫も懸念される。足元で個人消費が回復の兆しを見せている大きな要因が消費者心理の改善であるだけに、下振れリスクとして注意が必要である。

以上

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

【前回予測値(3月11日公表)】

(%)

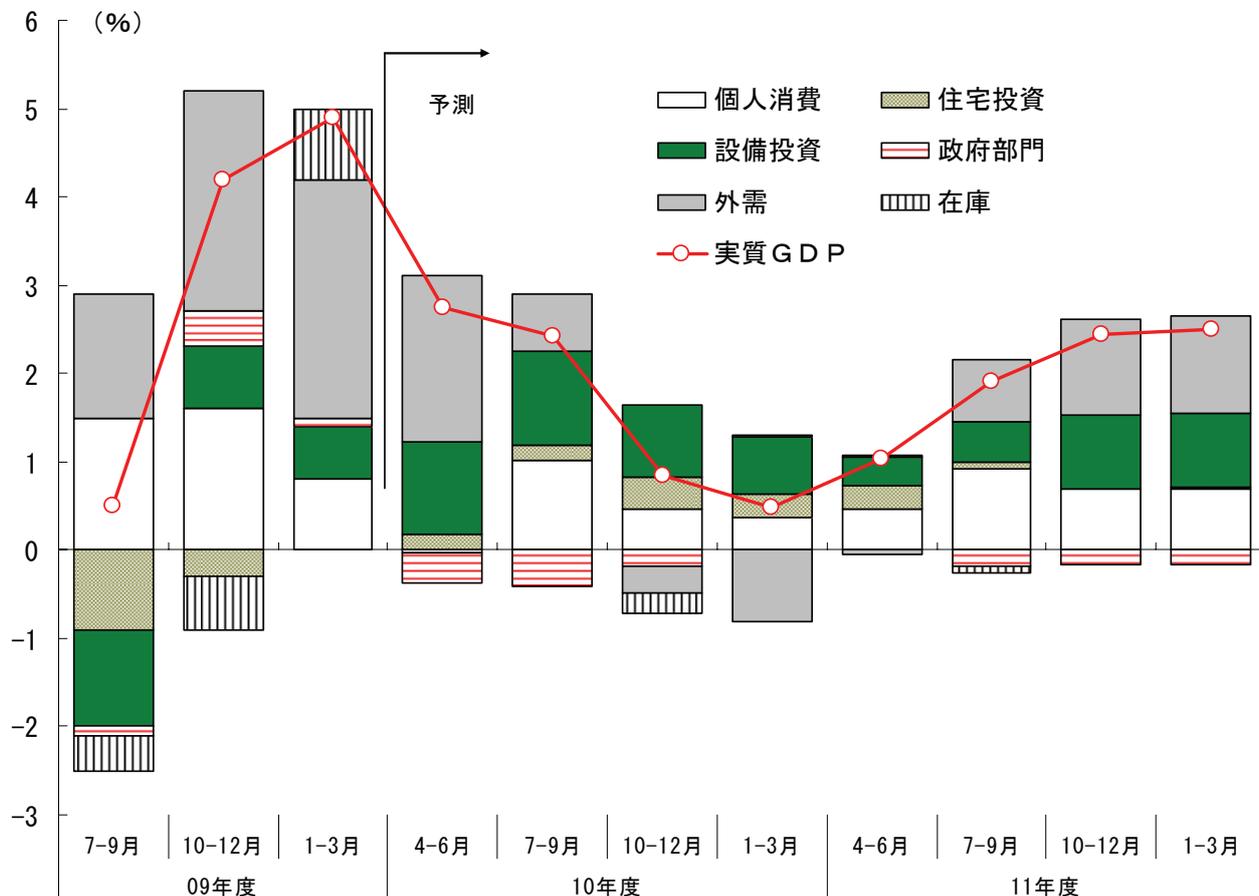
日本経済	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
	実績	実績	予測	予測
実質GDP	▲ 3.7	▲ 1.9	2.7	1.4
(内需寄与度)	▲ 2.5	▲ 2.4	1.4	1.3
(うち民需)	▲ 2.3	▲ 3.0	1.5	1.4
(うち公需)	▲ 0.3	0.7	▲ 0.1	▲ 0.1
(外需寄与度)	▲ 1.2	0.4	1.4	0.2
民間最終消費支出	▲ 1.8	0.6	1.2	1.1
民間住宅	▲ 3.7	▲ 18.5	3.2	8.3
民間企業設備	▲ 6.8	▲ 15.1	5.7	4.5
民間在庫品増加	▲ 0.1	▲ 0.5	0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	▲ 0.1	1.8	1.4	0.6
公的固定資本形成	▲ 6.6	8.7	▲ 10.7	▲ 6.4
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4	▲ 9.6	17.3	4.6
財貨・サービスの輸入	▲ 4.0	▲ 11.8	8.8	5.2
GDPデフレーター	▲ 0.4	▲ 1.8	▲ 0.7	▲ 0.2
名目GDP	▲ 4.2	▲ 3.7	1.9	1.2
鉱工業生産	▲ 12.7	▲ 9.5	16.1	4.4
完全失業率	4.1	5.2	4.7	4.6
新設住宅着工戸数(万戸)	103.9	77.5	87.0	91.5
経常収支(兆円)	12.2	15.7	17.2	18.5
名目GDP比率	2.5	3.3	3.6	3.8
国内企業物価	3.2	▲ 5.2	1.1	0.3
消費者物価(生鮮除く総合)	1.2	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.1
為替レート(円/ドル)	100.5	93.1	91.0	91.0
原油価格(ドル/バレル)	86.6	70.7	74.8	74.3
米国実質成長率(暦年)	0.4	▲ 2.4	2.9	1.9

	2009年度	2010年度	2011年度
	予測	予測	予測
実質GDP	▲ 2.2	2.0	1.1
(内需寄与度)	▲ 2.3	1.0	1.0
(うち民需)	▲ 2.8	1.2	1.1
(うち公需)	0.6	▲ 0.3	▲ 0.0
(外需寄与度)	0.0	1.1	0.1
民間最終消費支出	0.6	1.1	1.0
民間住宅	▲ 18.4	3.0	7.1
民間企業設備	▲ 15.3	4.4	2.4
民間在庫品増加	▲ 0.6	▲ 0.1	0.0
政府最終消費支出	1.8	1.0	0.7
公的固定資本形成	6.4	▲ 11.9	▲ 5.2
財貨・サービスの輸出	▲ 9.8	15.2	2.4
財貨・サービスの輸入	▲ 11.5	9.7	2.9
GDPデフレーター	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 0.5
名目GDP	▲ 3.9	0.8	0.6
鉱工業生産	▲ 9.5	11.2	2.3
完全失業率	5.2	4.7	4.6
新設住宅着工戸数(万戸)	77.4	87.0	91.2
経常収支(兆円)	15.2	18.2	19.9
名目GDP比率	3.2	3.8	4.1
国内企業物価	▲ 5.2	▲ 0.5	0.0
消費者物価(生鮮除く総合)	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 0.4
為替レート(円/ドル)	93.0	90.0	90.0
原油価格(ドル/バレル)	70.7	77.0	77.0
米国実質成長率(暦年)	▲ 2.4	2.9	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)】



## 2010・2011年度日本経済見通し

### ○ 成長率を上方修正

2010年1-3月期GDP統計の公表を受けて、2010・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、2010年度が+2.7% (3月時点予測: +2.0%)、2011年度が+1.4% (同+1.1%)である。暦年では、2010年が+3.4% (同+2.5%)、2011年が+1.4% (同+1.0%)となる。

5月20日に公表された10年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.9%と、高成長だった2009年10-12月期(前期比年率+4.2%)をさらに上回る高い伸びとなった。回復を主導したのは引き続き外需であるが、公共投資以外の需要項目がすべてプラスになるなど、回復に広がりが見られ始めている。また、雇用者報酬が増加するなど、雇用・所得環境が最悪期を脱したことが確認された点も重要である。輸出の回復が、内需へ徐々に波及していることが窺える結果と言えるだろう。このように、1-3月期は、単に高成長だっただけでなく、成長の内容も改善している。

この1-3月期実績値の上振れにより、10年度にかけての成長率のゲタが上がったことを主因に、10年度の成長率見通しを大幅に上方修正した。また、11年度についても、内需の回復力を前回予測と比べて強く見たことから、若干の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、公共投資の大幅減少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に輸出の高い伸びが続くことに加え、輸出関連製造業における投資意欲が高まっていることを背景に設備投資が増加することが景気を牽引する。個人消費についても、エコカー減税・補助金、エコポイントの政策効果が限界的に弱まる一方、雇用や賃金の緩やかな回復が予想されることや、子ども手当等により所得が下支えされる面もあるため、緩やかな増加が続くだろう。10年度前半の景気は、引き続き順調な回復が見込まれる。その後、10年度後半に海外経済の鈍化を受けて景気は一時的に減速するが、11年半ば以降は再び成長率が高まっていくと予想している。

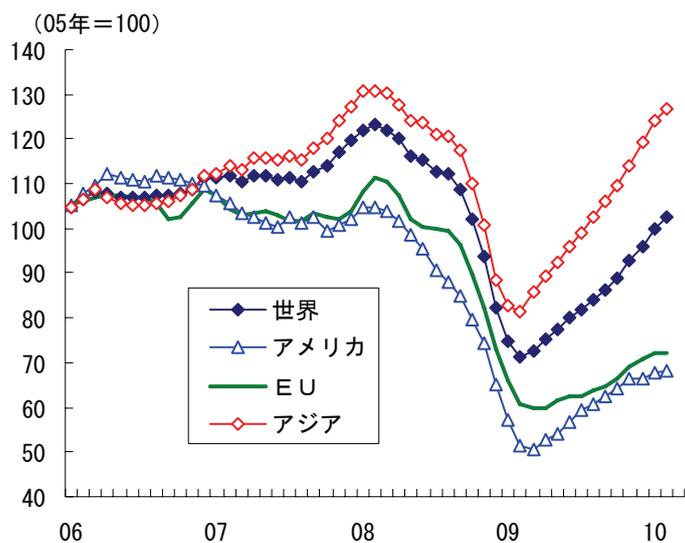
#### (1) 輸出は増加が続く

輸出については、当面高い伸びが続き、景気を牽引すると予想している。1-3月期の実質輸出は前期比+6.9%と大幅に増加したが、先日公表された4月上中旬の輸出金額も高い伸びとなっており、4月以降も輸出の回復が続くことが示唆されている。アジア経済の堅調な回復が続いていることが、輸出の好調を支えている。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力強い成長を続けており、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。アジア向けの輸出数量は既にリーマン・ショック以前の水準を回復しているが、今後もさらなる増加が見込める。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。

米国においても、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、企業業績の回復を背景とした設備投資の底打ち、輸出の増加といった要因から、景気が持ち直している。回復が遅れていた雇用についても1-3月期には明確な増加に転じており、個人消費回復の基盤も整いつつある。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。

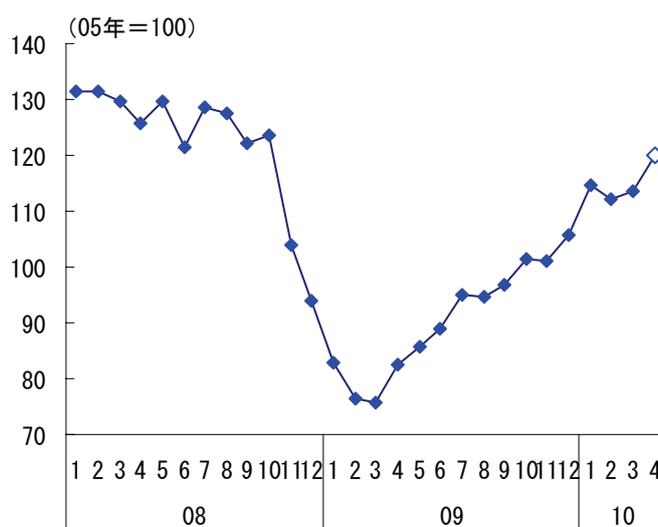
こうした輸出の増加に伴って、生産の回復も続いている。鉱工業生産は10年1-3月期に前期比+7.0%と4四半期連続で大幅に増加したことに加え、予測指数を前提にすると、10年4-6月期も同+4.0%と増産見込みとなっている。伸びはさすがに鈍化しているが、増加幅自体はかなり大きく、生産が今後も速いペースで拡大していくことが示唆されている。リーマン・ショック以降の急激な落ち込みからのリバウンド効果については既に剥落しつつあるが、アジア向けを中心とする輸出の増加が生産を押し上げている。今後も、鉱工業生産は増加基調が続くだろう。

資料1 輸出数量指数の推移



(出所) 財務省「貿易統計」  
 (注) 季節調整値。3ヶ月移動平均。

資料2 財貨の輸出(季節調整値)



(出所) 内閣府「国民経済計算」、財務省「貿易統計」より第一生命経済研究所試算

(注) 直近の値は、4月上中旬の値から試算

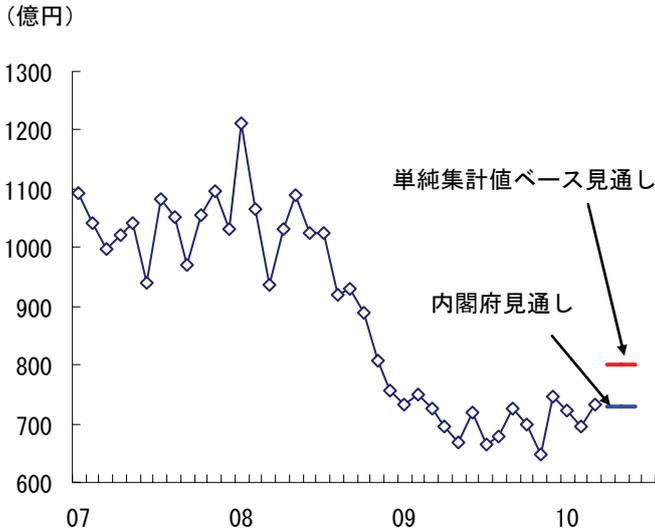
## (2) 製造業主導で設備投資は増加

こうした輸出の増加が好影響を与える形で、設備投資は2四半期連続で増加している。牽引役となっているのは、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。生産回復を受けて、業種によっては、稼働率が増産投資を促す水準にまで上昇してきたことも好材料である。今後も、製造業主導での設備投資回復が期待できるだろう。

一方で回復が遅れているのが非製造業である。製造業部門が外需回復の恩恵を受けている一方、内需の弱さの影響を大きく受ける非製造業部門では、なかなか回復の糸口がつかめない。少子高齢化が今後ますます進展することが確実視されるなか、内需の先行きに対する長期的な成長期待が低下していることも、非製造業の投資抑制に繋がっていると考えられる。もっとも、非製造業においても足元では収益回復が実現しており、製造業に遅れる形で回復が徐々に波及することで、次第に下げ止まりに向かうと思われる。今後も非製造業からの投資回復に大きな期待はできないが、これまで設備投資を大きく押し下げていた非製造業が持ち直せば、設備投資の抑制要因が一つ解消することになる。同様に、不振を極めていた建設投資についても、先行指標である建築着工床面積が足元で緩やかに持ち直していることを踏まえると、今後は下げ止まりが期待できるだろう。

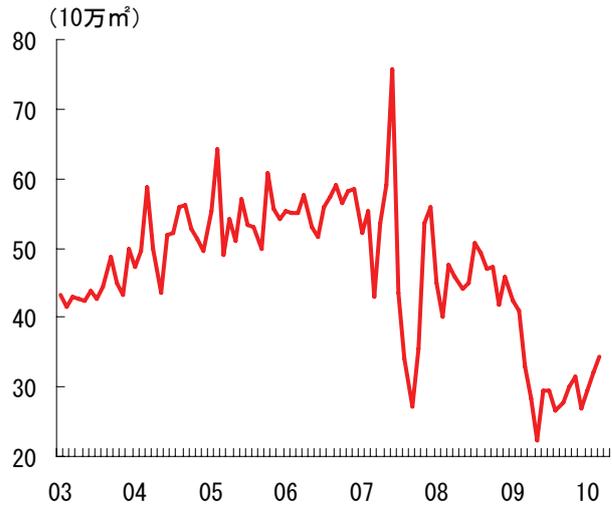
このように、輸出関連製造業の設備投資増加が続くことに加え、非製造業の設備投資が下げ止まることで、設備投資は回復感を徐々に強めていくと考えられる。先行指標である機械受注を見ても、09年10-12月期が前期比+1.1%、10年1-3月期が同+2.9%と、2四半期連続で増加していることに加え、10年4-6月期の内閣府見通しも前期比+1.6%と増加が見込まれている。なお、この内閣府見通しは、過去の達成率が低かったことにより低めに算出されている面があり、企業の見通しをそのまま集計した単純集計値で見ると前期比+11.7%になる。輸出と並んで、設備投資の増加が当面の景気を牽引すると考えられる。

資料3 機械受注の推移（季節調整値）



（出所）内閣府「機械受注統計」

資料4 建築物着工床面積（非居住用、季節調整値）



（出所）国土交通省「建築物着工統計」

（注）季節調整は第一生命経済研究所

### （3）個人消費は緩やかに改善

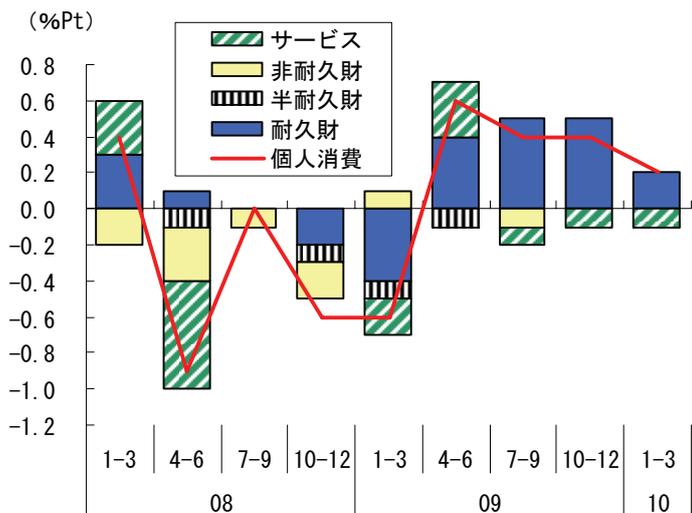
10年1-3月期の個人消費は前期比+0.3%と4四半期連続で増加したが、09年10-12月期（同+0.7%）から伸びは鈍化した。形態別にみると、耐久財は前期比+4.2%と高い伸びを続けたが、半耐久財（同+0.1%）や非耐久財（同+0.2%）、サービス（同▲0.3%）は横ばい圏内にとどまっている。耐久財消費の増加は、エコポイントやエコカー減税・補助金といった政策効果に支えられたものであり、個人消費の自律的回復にはまだ至っていない。今後も耐久財消費は高水準で推移すると思われるが、購入が既にある程度進んだなか、この先更に水準が大幅に切り上がっていく可能性は低いと思われ、政策要因が消費を追加的に押し上げる力は今後徐々に弱まっていくだろう。既に自動車については、販売が頭打ちになっている。薄型テレビについても、1-3月期は、4月からのエコポイント制度改定に伴う駆け込み需要によって押し上げられた面もあるため、4月以降の反動減が懸念される。耐久財消費については今後伸びが鈍化する可能性が高いだろう。

もっとも、足元では明るい動きも見られている。2009年7月に5.6%まで上昇した失業率は、その後緩やかに低下し、足元では5%程度になっていることに加え、求人件数も増加に転じている。また、大幅な減少が続いていた賃金についても、生産活動の回復を受けて製造業の残業代が増加に転じたことにより、足元で減少幅が縮小している。また、2009年にはボーナスが二桁の減少となっていたが、企業収益の持ち直しを受けて、今年の夏・冬のボーナスは前年水準を上回るだろう。雇用・所得環境が依然厳しい状態にあることは確かだが、徐々に持ち直しつつあることは間違いなさそうだ。実際、10年1-3月期の実質雇用者報酬は前年比+2.1%、前期比+1.9%と増加に転じている。こうした状況を受け、消費者心理も改善している。「派遣切り」等の言葉が盛んに報道されたことなどもあり、リーマン・ショック以降、多くの人が失職リスクを意識し消費マインドが冷え込んでいたが、足元ではそうした過度の不安感も和らいでいる。また、景気の回復傾向がはっきりしてきたことも、消費意欲の持ち直しに繋がっていると考えられる。

こうした、所得面、マインド面での改善が、今後消費に繋がってくることが予想される。4月から始まった高校授業料の実質無償化、6月から始まる子ども手当の支給といった所得支援策も下支えになるだろう。エコ関連の政策効果の弱まりから耐久財消費が減速する一方、その他の消費が持ち直すことで、消費は広がりを見せながら緩やかに増加していくことが予想される。

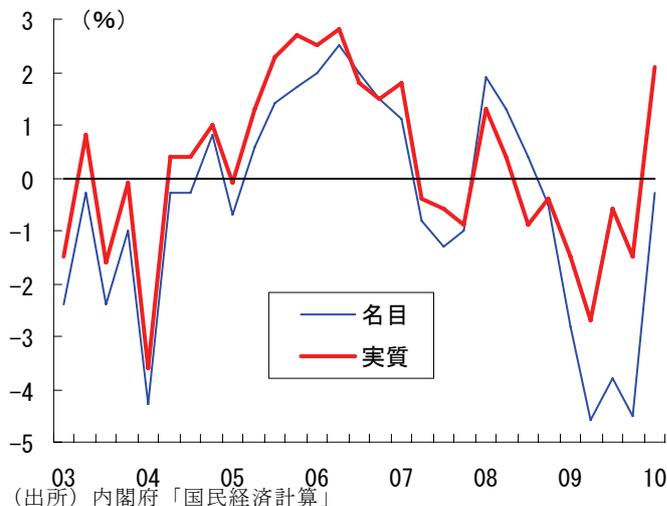
なお、今回の予測ではエコポイント制度、エコカー補助金については、規模を縮小しての延長が実施されるとの前提を置いており、制度の期限切れによる明確な反動減は想定していない。

資料5 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6 雇用者報酬の推移 (前年比)

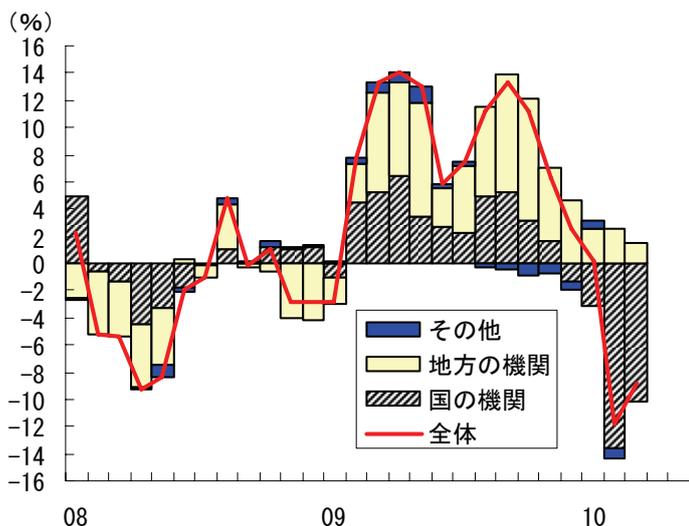


(出所) 内閣府「国民経済計算」

(4) 公共投資は減少ペース加速

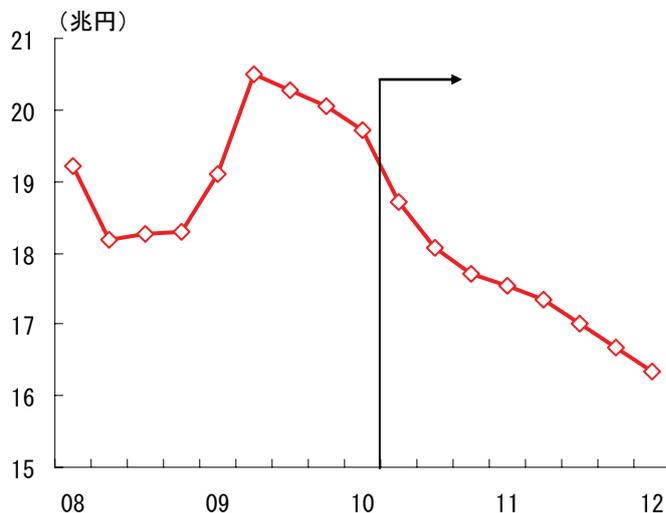
10年1-3月期の公共投資は前期比▲1.7%と3四半期連続で減少した。09年度1次補正予算が執行停止された影響が出ていると考えられる。公共投資の動きに先行する前払金保証統計も足元でマイナス幅が拡大傾向にあることに加え、10年度予算で公共事業関係費が大幅に削減されていることを踏まえると、4-6月期以降は公共投資の減少ペースが加速する可能性が高いだろう。公共投資は、前期比年率の対GDP寄与度でみて、10年4-6月期が▲0.7%ポイント、7-9月期が▲0.5%ポイント、10-12月期が▲0.3%ポイントと、景気の下押し要因になると予想している。

資料7 公共工事前払金保証金額 (前年比、3ヶ月移動平均)



(出所) 公共工事前払金保証統計

資料8 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、公共投資の大幅減少やエコ関連消費の政策効果の弱まり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や、製造業に牽引される形で設備投資が増加することが景気を牽引する。雇用・所得の下げ止まりやマインドの改善により、個人消費の下振れリスクが小さくなっていることも好材料

である。GDPの伸び率は10年1-3月期からは鈍化するだろうが、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、4-6月期の鉱工業生産も5四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、実質GDPの伸び率(前期比年率)は、10年4-6月期が+1.44%、7-9月期が+1.62%が予想されているが、当社では、10年4-6月期が+2.7%、7-9月期が+2.4%と、コンセンサスを上回る成長を見込んでいる。

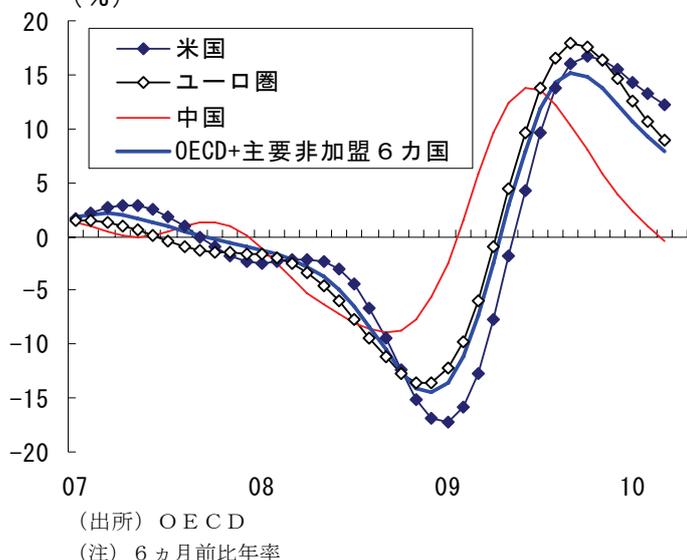
### ○ 10年度後半に景気は一時的に減速

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一時的に減速すると予測している。

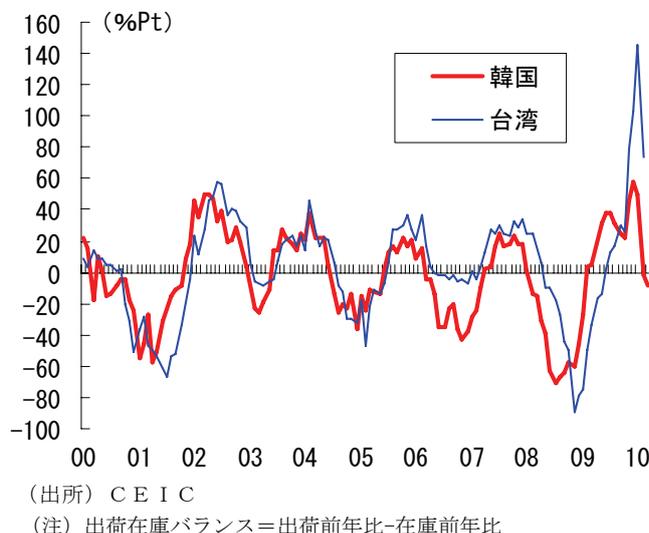
米国では、経済対策効果の持続や在庫調整の進捗に伴う生産拡大といった要因に、雇用回復に伴う消費の拡大や設備投資の持ち直しといった要因が加わっていることから、当面回復傾向が続くと考えられる。もっとも、これまでの過剰消費の調整圧力が残存するなか、最終需要の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。こうした状況下、10年度後半以降には景気対策効果が剥落することに加え、在庫復元に伴う生産押し上げ効果が一巡することで、米国景気は減速するだろう。また、好調が続く中国では、既に実施されている不動産融資規制強化や預金準備率の引き上げ、今後の実施が予想される利上げや人民元の緩やかな上昇容認といった引き締め措置の影響が10年度後半以降、徐々に出てくる。経済対策効果が徐々に弱まってくることも懸念材料である。今後も中国経済の高成長は続くだろうが、成長ペースは緩やかに減速する可能性が高い。さらに、10年度後半以降、IT部門の牽引力が弱まってく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。世界的なIT製品の供給拠点である韓国、台湾において、出荷・在庫バランスがピークアウトしていることも気がかりである。韓国では、出荷自体は依然好調だが、足元では在庫が徐々に増加しており、在庫復元に伴う押し上げ効果が一巡し始めている可能性があるだろう。当面、IT部門の輸出は好調さを保つと予想されるが、年度後半には、減速感が出る可能性が高いと予想される。過去において、IT部門の動向は日本経済に大きな影響を与えてきただけに、注意が必要だろう。こうした要因が重なることから、年度後半以降、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。これまでの景気回復は、輸出に牽引されたものであるため、輸出の牽引力が弱まれば、景気は減速せざるを得ない。

もっとも、海外景気の減速が緩やかなものにとどまることに加え、国内では設備投資の増加や個人消費の緩やかな回復が予想されるといった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。あくまで一時的かつ軽微な調整と見ている。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。

資料9 OECD景気先行指数の推移 (%)



資料10 韓国、台湾におけるIT関連財の出荷在庫バランス



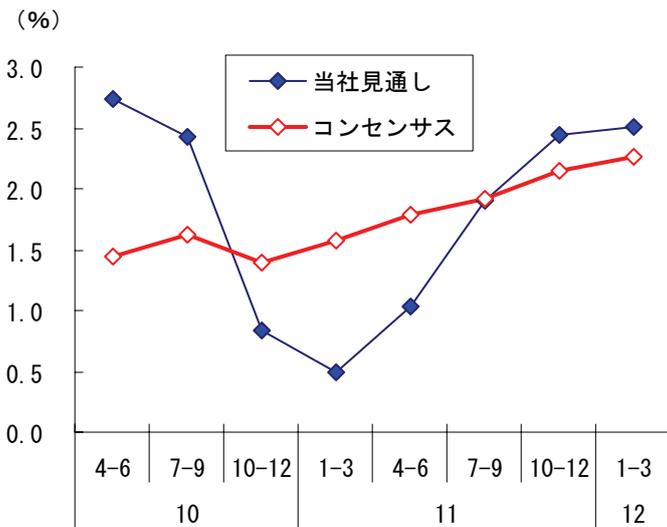
○ コンセンサスとの比較

民間エコノミスト42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:4月23日~5月6日)によれば、実質GDP成長率(前期比年率)のコンセンサスは、10年4-6月期に+1.44%と伸びが減速した後、7-9月期が+1.62%、10-12月期が+1.39%、11年1-3月期が+1.58%、4-6月期が+1.79%、7-9月期が+1.91%、10-12月期が+2.15%と、緩やかに成長率が高まっていく形になっている。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年度後半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、10年度後半以降について、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、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可能性を重視していることが影響している。過去においても、海外での製造業部門の在庫サイクルが日本からの輸出に影響を与えており、在庫循環の視点を軽視すべきではないと考える。

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(前年比+1.8%)は10年度(+2.2%)から若干伸びが低下する程度とみているが、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(+1.4%)は10年度(+2.7%)と比べて比較的大きく低下すると予想している。

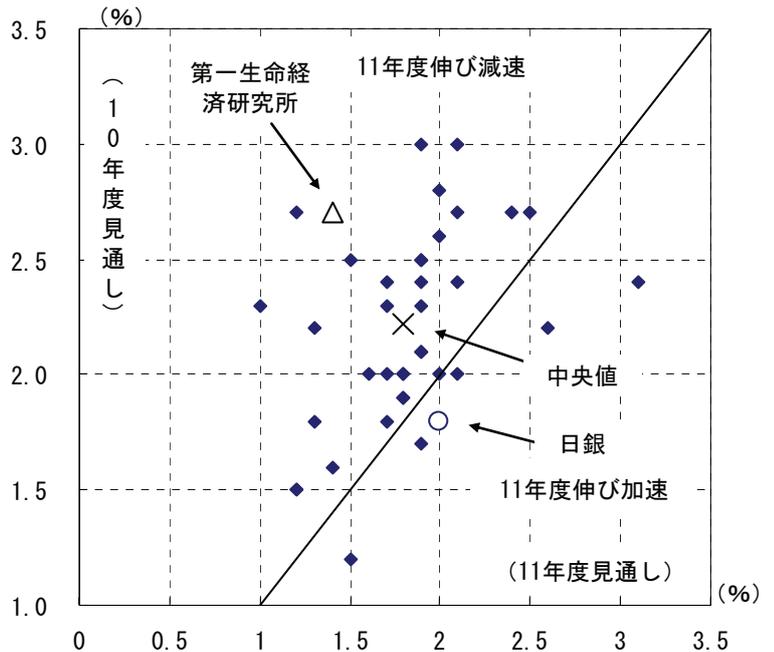
資料 11 コンセンサスとの比較  
(実質GDP、前期比年率)



(出所) ESPフォーキャスト (5月調査)

(注) 調査期間は4月23日~5月6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。

資料 12 民間調査機関による予測値の分布



○ 回復が遅れる名目GDP

09年4-6月期以降、比較的早いペースで景気回復が進んだものの、リーマン・ショック以降の落ち込みがあまりに大きかったことから、実質GDPは未だに以前の水準を取り戻せていない。直近のピークだった08年1-3月期と比較すると、10年1-3月期は4.7%低い水準にある。

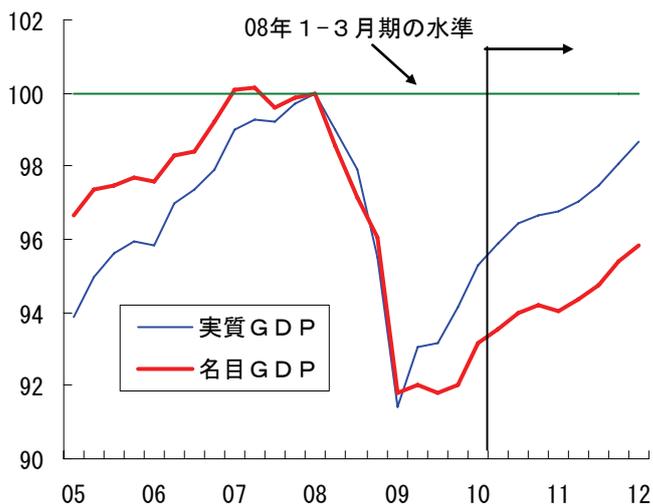
もともと、今回の経済見通しでは、景気回復局面が、一時的な減速を挟みながらも持続すると予想しており、水準の回復も徐々に進んでいくと考えられる。当社の見通しを前提にすると、予測期間の最終四半期である12年1-3月期に予想される実質GDPは、リーマン・ショック直前である08年7-9月期の水準を上回り、直近のピークだった

08年1-3月期と比べても98.7%の水準にまで回復する。2012年度には、水準的な回復も実現するだろう。

一方、名目GDPについては依然として厳しい状況が続いており、10年1-3月期の水準は1992年10-12月期とほぼ同じである。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、デフレからの完全な脱却は見込み難いことから、名目GDPの改善は遅れる。予測期間の最終四半期である12年1-3月期においても、名目GDPの水準は08年1-3月期を4.2%下回る。

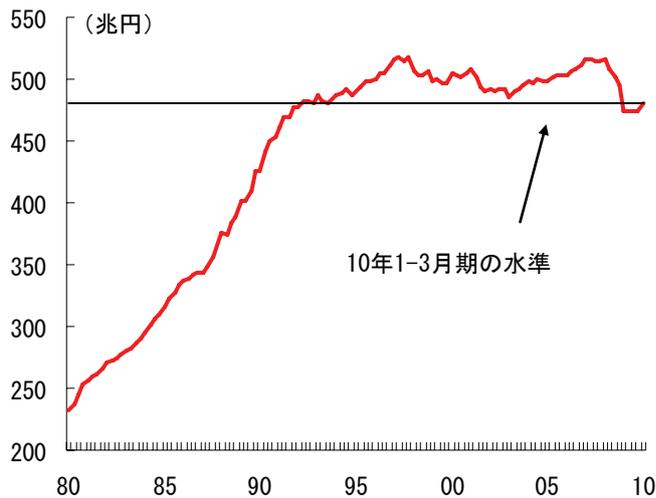
このように、名目GDPが低迷することにより、家計や企業の景気回復の実感は乏しいものになるだろう。また、名目GDPの改善なくして税収の増加は見込めないことから、財政状況の顕著な改善は期待しがたい。

資料 13 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)  
 08年1-3月期=100としている

資料 14 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

欧州の財政不安問題については、日本からの輸出減少を通じた直接的な影響は軽微とみている。そもそも、問題となっている南欧諸国(ギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランド、イタリア)向けの輸出が日本からの輸出全体に占める割合は僅か1.5%にとどまる。また、ドイツ、フランスといった中核国については、南欧諸国と異なり金利が低下していることに加え、ユーロ安による輸出競争力の改善も期待できることから、大幅な景気の落ち込みは避けられる可能性が高いだろう。財政危機がギリシャ以外の国々にも波及し、それらの国の債務が実際に焦げ付くことで欧州の金融機関に問題が飛び火し、世界的な金融危機に発展するといった事態が生じた場合には話は根本から変わってくるが、問題が一部の国の財政不安にとどまっている限り、ユーロ圏全体の景気失速により日本の輸出が落ち込むという状況は避けられるとみている。

もともと、金融市場を通じた悪影響については、決して無視できない。足元では、欧州問題をきっかけとして株価の大幅な下落や円高の進展が生じている。今後さらなる株価の下落等が続く場合には、消費者や企業のマインド悪化による内需の下押し等を通じて、景気に悪影響が及ぶだろう。円高進行による収益圧迫も懸念される。足元で、個人消費が回復の兆しを見せている理由の一つが消費者心理の改善であるだけに、下振れリスクとして注意が必要である。

米国経済についても不確実性は大きい。バランスシート調整圧力の残存により、金融面から経済活動の下押しが続く、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。仮に、経済対策効果の剥落や在庫サイクル面からの下押し圧力を上回るほどの

最終需要の回復があれば、当社が予想している年度後半以降の減速シナリオは修整する必要が出てくる。一方、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。

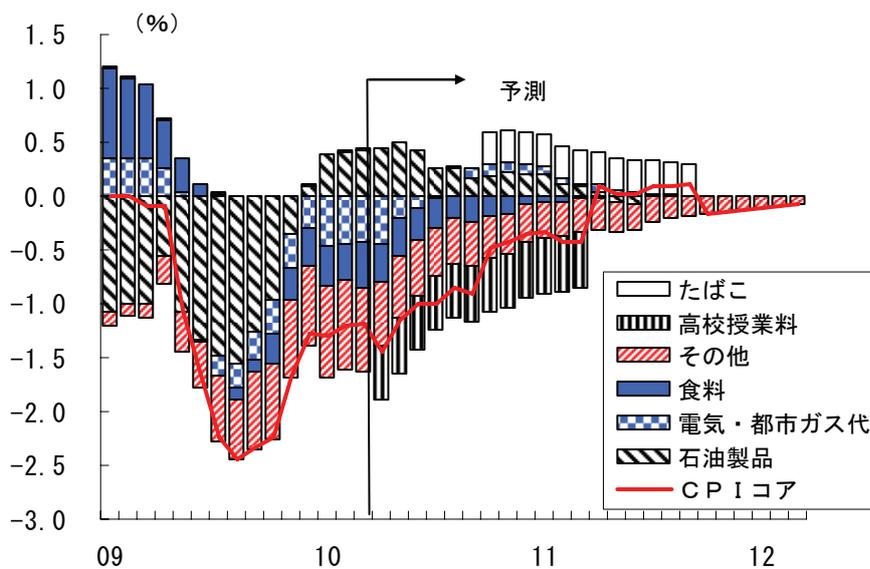
新興国経済については、先進国の金融緩和を背景とした資本流入が進んだことで、一部では過熱感も出始めている。こうしたなか、一部の国では引き締め政策を開始しているが、これが行き過ぎた場合には、先行きの景気減速度合いが大きくなる可能性がある。一方、先進諸国の経済状況に不透明感が強いことなどを懸念して引き締めが遅れた場合には過熱感が強まり、景気が一段と上振れる可能性がある。この場合には、短期的には日本からの輸出が押し上げられることになり、国内景気はいったん上振れるが、後々の景気急失速リスクが強まる。また、エネルギー効率が相対的に低い新興国が世界景気を牽引することで資源需給の逼迫が意識され、投機資金の流入を伴う形で資源価格が高騰するリスクがあるだろう。このように、各国の中央銀行は、今後極めて難しい金融政策の舵取りを迫られる。

○ デフレ圧力は徐々に和らぐも、プラス転化は2012年度に持ち越し

消費者物価指数(生鮮食品除く総合)の見通しは、10年度が前年度比▲0.8% (3月時点予測: ▲1.2%)、11年度が同▲0.1% (同▲0.4%)である。足元の消費者物価指数では、デフレ圧力が限界的に緩和していることが示されている。09年春以降の景気回復持続によって、需給バランスが徐々に改善していることが背景にあると考えられる。先行きについても、10年度後半の緩やかな景気減速を挟みながらも景気回復基調は途切れないとみられることから、消費者物価指数の下落幅は縮小することが予想される。もっとも、縮小ペース自体はかなり緩やかなものにとどまることが予想されるため、2011年度内でのプラス転化は見込み難い。デフレ状態からの脱却には2012年度まで待つ必要がある。

GDPデフレーターは10年度が▲0.7%、11年度が▲0.2%を予想する。消費者物価指数と同様、下落幅は縮小するものの、安定的にプラス圏で推移する状況には至らない。結果として、名目GDPの伸びが実質GDPの伸びを下回る状態は引き続き解消できない。

資料 15 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。