

2010・2011年度経済見通し

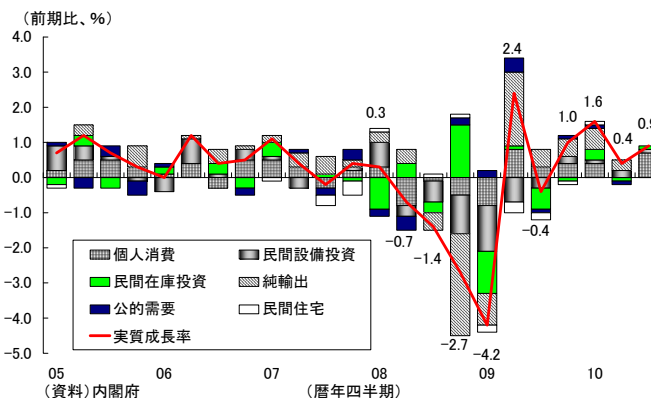
- 【ポイント】
1. 2010年度のわが国の実質 GDP 成長率は+2.2%、2011年度は+1.5%と予測した。
 2. 民間調査機関 11 機関の実質 GDP 成長率予測の平均は、2010年度が+2.5%、2011年度が+1.1%となった。上期実績が前回の予想（8月時点）より上振れたことで、2010年度の予測値は0.6ポイント上方修正された。

当部では2010年7～9月期のGDP統計の発表を受けて、2010・2011年度経済見通しを改訂しました（11月18日公表）。

1. 日本経済の現状と見通し

11月15日に発表された2010年7～9月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.9%（年率換算+3.9%）と4四半期連続のプラス成長となった（図表1）。すべての民間需要項目が押し上げ要因になり、中でも個人消費が高い伸びとなった。一方、これまで成長を牽引していた外需はほぼ横ばいにとどまっている。

図表1. 実質GDP成長率の寄与度分解



このように実質GDP成長率は高成長

となったが、足元の实体经济はそれほど良好とは言えない。7～9月期の成長率を牽引した個人消費の増加は、持続性のあるものではなく駆け込み需要や猛暑といった一時的な要因が大きく寄与している。また、月次ベースでは秋口から、景気の足踏みを示す経済指標が増えてきている。円高水準での推移が続く中、これまで成長を支えていた外需が減速し、これに加え、関連産業のすそ野が広い自動車や電子部品の調整もあって生産活動が停滞している。また、個人消費の反動減が顕在化するなど、悪材料が揃っている。

(1) 海外需要の動向

7～9月期の実質輸出の伸びが鈍化するなど、外需は減速している。輸出数量指数ベースでは、既に前期比マイナスに転じ、地域別にみると、景気対策の効果が薄れた欧米向け、インフレ懸念などで金融を引き締めている中国などのアジア向け、ともに低下傾向となっている。わが国の輸出に影響を与える海外経済については、総じてみれば年度下期は緩やかなスローダウンが続き、その後上向きの動きになると見込んでいる。

米国経済は足元では緩やかな回復が続いている。7～9月期の実質成長率（速報）は前期比年率+2.0%となった。雇用者数は減少したものの、株高や名目所得の増加などにより、個人消費は安定的に推移している。また、コストカットや新興国の需要拡大を背景に、企業収益が改善し、設備投資も増加傾向となっている。ただし、失業率が高止まりと雇用情勢が楽観できないなど、景気の足取りは決して磐石ではない。

今後の各四半期の成長率は、当面2%台にとどまるものの、徐々に伸び率を高める展開を見込んでいる。既往の景気対策の押し上げ効果が弱まる中、民間部門の自律的な回復の

動きが続くと見込んでいる。しかしながら、家計は過剰消費の調整過程にあり、住宅市場も持ち直しつつあるも、バブル崩壊の後遺症が色濃く残っている。需給ギャップが残る中、賃金上昇も限定的となり、当面、デフインフレの色彩が強まるだろう。

中国経済は高成長が続いているものの、政府の引き締め策などにより、景気の過熱感は弱まっている。7～9月期の実質GDP成長率は前年比+9.6%と2四半期連続で前期の伸びを下回った。大型の景気対策によって投資が急拡大した昨年のような勢いを持続するのは無理があり、この鈍化は政府の計画通りに推移しているとみられる。

今後については、高成長ながらも年度下期に前年比伸び率が縮小し、中国経済は持続的な安定成長に向けた調整が続くだろう。ただし、2011年以降、第12次5ヵ年計画がスタートすることで、環境目標を意識し制限されていた生産活動も再び上向き、新規融資が年前半に拡大することもプラス材料になる。前年比でみた実質成長率は、2011年1～3月期を底に歯止めが掛かると見込んでいる。再度の利上げに繋がるインフレ懸念の高まりには注意が必要であるが、景気、物価のバランスを図りながらの政府のコントロールが機能すると見込んでいる。

(2) 国内需要の動向

実体経済の足踏みを象徴しているのが、生産活動である。7～9月の鉱工業生産指数は、前期比▲1.8%と6四半期振りにマイナスに転じている。生産財を中心に弱含みとなっており、中でも電子部品・デバイスは在庫調整局面入りしている。ただし、経験的には日本より先んじて動く韓国の出荷・在庫バランスは既に底打ちの兆しがみられ、米国のクリスマス商戦、中国の春節等を経て、今後2四半期程度で調整が終わると見込んでいる。また、自動車は補助金政策の打ち切りにより水準は落ち込んでいる。その中、各メーカーが反動減を見込んで対応し、独自の割引制度や人気車種の投入などで需要を喚起している。補助金制度による需要の先食いの影響は大きく当面の水準回復は難しいものの、前期比では10～12月期に大幅減となった後はプラスに転じるだろう。年度下期の生産活動は低迷するが、輸出が増加に転じる2011年度入り後は上向きの動きになると見込んでいる。

個人消費は、7～9月期に高い伸びとなったものの、今後はその増加の反動減などで弱含むと想定している。薄型テレビの販売好調を除くと、高い伸びとなった要因は7～9月期に限ったものである。エコカー補助金の期限切れを前に乗用車販売が急増し、また、10月の増税を控えてタバコを買い溜めする動きが広がったことによる。両者は駆け込み需要であり、需要の先食いにすぎない。また、記録的な猛暑によりエアコンも売れ行きが好調だった。今後については、猛暑効果が無くなり、自動車、タバコは駆け込み需要からの大きな反動減が見込まれる。その一方で、唯一のプラス効果は家電エコポイント制度である。当初の制度では2010年末が期限であったが、2011年3月末まで延長され、その間、ポイント数や対象製品が変更されることになる。11月末のポイント数変更を前にした薄型テレビの駆け込み需要などがプラス要因になるだろう。

最近の消費は補助金制度などに左右されている側面が強いが、消費に影響を与える雇用・所得環境も緩やかながら改善傾向になっている。しかし、今後は一時足踏みする可能性が出てきている。残業時間が頭打ちとなる中、踊り場局面において、企業の採用意欲は弱含むだろう。また、所得も時間外労働の回復による残業代の増加に支えられていたこともあり伸びが鈍化すると見込んでいる。このように雇用・所得環境が安定さを欠く状況においては、個人消費は、特殊要因の剥落をカバーできずに低迷すると見込まれる。

一方、年度下期に景気の底割れに歯止めをかけると見込むのが、住宅投資と設備投資である。住宅投資は水準が低いものの持ち直している。9月の新設住宅着工戸数（年率換算）

をみると、83.7万戸と4ヵ月連続で増加している。雇用環境が改善傾向となる中、フラット35Sの金利引下げや住宅エコポイントなどの優遇策が追い風になっているとみられる。今後も、前述した優遇策はともに期限が1年延長され、住宅ローン減税や贈与税の特例も来年に規模が縮小するものの継続され、住宅ローン金利も低位推移していることから、需要者の購入意欲が強い状況が続くだろう。また、分譲マンションの販売好調で首都圏のマンション在庫は減少傾向にあり、供給者側であるデベロッパーも都市部を中心に供給意欲を高めると見込む。新規着工戸数は従来のエコポイント期限前の駆け込み的な動きで10～12月に高い伸びとなり、やや一服した後、再び上向いていく展開を想定している。

また、設備投資も水準が低いものの、引き続き持ち直している。既往の企業収益の改善や設備の過剰感の弱まりを背景に、7～9月期の設備投資は、4四半期連続でプラスとなった。今後についても、緩やかな増加基調が継続すると見込んでいる。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は四半期連続のプラスであり、この受注がタイムラグを伴って今後顕在化することになる。また、各種アンケート調査では、概ね前年比プラスの計画となっており、設備投資の3年振りの増加は視野に入っている。製造業では環境関連や製品高度化に向けた投資を中心に、非製造業では、電力や通信などの投資規模の大きい業種で増える見込みである。しかしながら、踊り場局面となる中、企業は国内における投資に対して様子見姿勢を強めており、年度下期の設備投資は僅かな伸びにとどまるだろう。

図表2. 2010・2011年度経済見通し

	2009 年度 実績	2010年度予測				2011年度予測				
		上期		下期		前回 2010年8月 時点	上期		下期	
		(前期比)		(前期比)			(前期比)		(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	476.4 ▲ 3.6	480.3 0.8	481.2 0.5	479.5 ▲ 0.4	479.3 0.6	484.9 0.9	482.3 0.6	488.6 1.3		
実質国内総生産(兆円)	531.2 ▲ 1.8	543.0 2.2	544.7 1.7	541.5 ▲ 0.6	541.1 1.9	551.0 1.5	547.7 1.1	554.4 1.2		
内 需	▲ 2.3	1.2	1.1	0.1	0.7	1.0	0.5	0.9		
民間需要	▲ 3.0	1.2	1.1	0.2	0.9	0.8	0.3	0.9		
民間最終消費	0.8	1.4	1.0	▲ 0.5	1.1	0.2	▲ 0.0	0.9		
民間住宅投資	▲ 18.4	1.6	0.9	8.5	3.8	4.6	2.8	▲ 4.3		
民間設備投資	▲ 15.3	4.0	2.7	1.2	3.7	4.7	2.4	3.0		
公的需	0.7	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.2	0.2	▲ 0.0		
政府最終消費	1.7	1.2	0.5	0.3	1.2	0.6	0.3	0.3		
公的固定資本形成	9.3	▲ 5.7	▲ 2.9	▲ 3.6	▲ 8.2	1.3	3.9	▲ 1.8		
財貨・サービスの純輸出	0.5	1.0	0.8	▲ 0.6	1.1	0.5	0.7	0.3		
財貨・サービスの輸出	▲ 9.5	16.9	10.6	▲ 1.1	16.1	7.0	3.7	7.3		
財貨・サービスの輸入	▲ 12.2	12.2	7.1	3.9	10.4	5.4	▲ 0.7	8.3		

注1. 実質値は2000暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 8.9	6.9	3.9	▲ 5.8	12.3	1.9	3.0	3.8
国内企業物価指数※	▲ 5.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.4	0.3	0.0	▲ 0.9	0.9
消費者物価指数※	▲ 1.7	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.8	0.0	0.0	0.1
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.9	0.0	0.0	0.1
貿易収支(兆円)	6.6	7.9	4.1	3.8	9.2	9.2	3.8	5.4
経常収支(兆円)	15.7	16.4	8.4	8.0	16.7	18.3	8.0	10.3
名目賃金指数※	▲ 3.3	2.2	4.0	0.4	1.4	▲ 1.7	▲ 3.3	0.0
完全失業率(%)	5.2	5.1	5.2	5.0	5.0	4.6	4.7	4.5
住宅着工戸数(万戸)	77.5	83.5	78.6	88.9	82.8	87.1	86.6	87.2
為替レート(¥/\$)	92.8	85.8	88.9	82.7	89.1	88.5	86.0	91.0
原油価格(\$/b)	69.1	78.7	79.0	78.3	80.4	84.3	82.0	86.5
米国実質成長率(年率)	▲ 2.6	2.6	3.5	1.9	2.9	2.2	2.2	2.6
中国実質成長率※	9.1	10.1	11.1	9.0	10.3	9.5	8.8	10.3

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

2. 今後の伸び率などについて

2010年度の実質成長率予測は+2.2%と8月時点から0.3ポイント上方修正した。これは年度上期の実績を踏まえたもので、下期の見方は下方修正している。個人消費が7~9月期に一時的な要因で急増した分、10~12月期に急減すると見込んでいる。また、海外経済の緩やかな鈍化によって輸出が減少傾向となる中、自動車などの生産調整もあり生産活動は弱含むだろう。10~12月期は大幅なマイナス成長を見込んでおり、軽微なりセッションのような動きとなるだろう。ただし、1~3月期にはプラス成長に転じ、2四半期連続のマイナス成長は避けられ、総じてみれば年度下期は踊り場局面と判断できるだろう。

2011年度の実質GDP成長率は、2年連続のプラスとなる+1.5%と予測した。海外経済が上向きに転じることで輸出は再び増加に転じ、外需の増加を基点とした前向きの動きが徐々に強まっていく展開を想定している。四半期ごとの成長率は、4~6月に薄型テレビ需要の反動減などの影響がでるが、総じて高い伸びが続くと想定している。

日本経済が腰折れするリスク要因としては、金融危機の再燃や米国の大規模な量的緩和に伴うインフレの進行などである。前者は、欧州を中心に依然問題が燻っており、負の連鎖が拡大する可能性がある。また、後者は、世界的な過剰流動性による資産バブルやインフレ圧力の高まりなどで、新興国の金融政策の舵取りを困難にし、米国においても、将来的にはインフレ率が急速に高まる可能性がある。それが、日本の外需の下押し要因になるだろう。

3. 民間調査機関の2010・2011年度経済見通し

民間調査機関11機関の経済見通しによると、実質GDP成長率の平均値は、2010年度が+2.5%、2011年度が+1.1%となった。8月時点と比較すると、7~9月期が高成長となるなど上期実績が前回予測時点より上振れしたことで、2010年度予測は0.6ポイントの上方修正となった。ただし、先行きについては、慎重な見方となっており、年度下期は踊り場、軽い調整局面という見方がコンセンサスとなっている。特に、2010年10~12月期は、個人消費が猛暑や政策効果の剥落などによって反動減が見込まれることや輸出の減速が顕在化することで、一機関を除くとマイナス成長の予測となっている。現時点では、本格的な景気後退局面入りは避けられるとの見方がコンセンサスとなっているが、日本経済が回復基調に復する時期については、見方が分かれている。多くの機関が2011年7~9月期とみているが、同年4~6月期や年度下期との見方もある。再び回復基調になる要因としては、大半の機関が、中国などの海外経済が再び持ち直すことを映して、わが国の輸出が増加基調に転じることを挙げている。なお、2011年度の実質GDP成長率については、前回予測より0.4ポイント下方修正されており、最大で+1.6%、最小で+0.2%と機関ごとの差は開いている。

図表3. 民間調査機関の2010・2011年度予測値

	富国生命		平均		最大		最小	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
名目国内総生産	0.8	0.9	0.8	0.5	1.2	1.5	0.2	▲0.6
実質国内総生産	2.2	1.5	2.5	1.1	2.7	1.6	2.0	0.2
民間最終消費	1.4	0.2	1.6	0.2	2.1	0.9	1.3	▲1.3
民間住宅投資	1.6	4.6	▲1.1	4.9	1.6	8.1	▲2.0	2.2
民間企業設備投資	4.0	4.7	4.0	3.6	4.3	4.7	3.2	1.5
政府最終消費支出	1.2	0.6	1.2	0.8	1.3	1.1	0.8	0.5
公的固定資本形成	▲5.7	1.3	▲5.7	▲3.4	▲4.5	1.3	▲7.6	▲9.7
財貨・サービスの輸出	16.9	7.0	18.2	4.7	19.3	7.0	16.9	2.4
財貨・サービスの輸入	12.2	5.4	11.4	4.1	12.2	5.8	10.1	0.6
鉱工業生産指数	6.9	1.9	7.9	1.2	8.7	2.9	6.9	▲0.8
国内企業物価指数	▲0.2	0.0	0.3	0.4	0.6	1.0	▲0.2	▲0.2
消費者物価指数(注1)	▲1.0	0.0	▲0.9	▲0.1	▲0.8	0.1	▲1.0	▲0.5
為替レート(円/ドル)	85.8	88.5	85.5	85.0	86.7	90.0	85.0	80.0
米国実質成長率(暦年)	2.7	2.2	2.7	2.2	2.7	2.5	2.6	1.8

(資料)各社公表資料より富国生命集計、注1:消費者物価指数は生鮮食品を除く総合
 (備考)11機関は、第一生命経済研究所、大和総研、ニッセイ基礎研究所、日本経済研究センター
 農林中金総合研究所、野村證券金融経済研究所、みずほ総合研究所、三菱総合研究所
 三菱UFJモルガン・スタンレー証券、日本総合研究所、富国生命

(財務企画部 森実 潤也)