

平成22年11月18日

2010年度・2011年度 日本経済の見通し（改訂）

～足元の景気は足踏み、10～12月期は大幅なマイナス成長に～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2010・2011年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2010年度 +2.2%（前回+1.9%）、2011年度 +1.5%（前回+1.6%）

○ 駆け込み需要や猛暑などにより、一時的に成長率は高い伸びに

7～9月期の実質GDP成長率は、個人消費の大幅増などにより、前期比年率+3.9%と高い伸びとなった。しかし、それは自動車、タバコの駆け込み需要や猛暑効果による一時的な要因にすぎず、これまで牽引していた外需にも陰りがみられる。生産動向をみても、6四半期振りに前期比マイナスに転じるなど、足元の景気は足踏みしている。

○ 10～12月期は大幅なマイナス成長に

2010年度の成長率予測は、年度上期の実績を踏まえて前回（8月時点）より0.3ポイント上方修正したが、下期の見方は下方修正している。10～12月期は、個人消費が前期に嵩上げされた分、その反動減が大きくなると見込んでいる。また、海外需要についても、金利引上げなどにより中国経済の減速が続き、米国経済は、厳しい雇用環境の下、力強さを欠く動きになるだろう。それを映して、わが国の輸出は減少に転じると見込んでいる。ただし、海外経済が緩やかなスローダウンにとどまり、消費以外の民間需要が底堅く推移することで、景気の腰折れには至らないと考えている。中国が再び上向くと見込む2011年度入り後、外需の持ち直しと相俟って、民間部門の前向きな動きが続くと想定している。

○ 金融危機の再燃やインフレ進行がリスク要因

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。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576 (090) 6493-3334

<http://www.fukoku-life.co.jp>

junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2010年度・2011年度 経済見通し

(前年比、%)

	2009 年度 実績	2010年度予測				2011年度予測		
		480.3	前期 (前期比)		479.3	484.9	前期 (前期比)	
			上期	下期			上期	下期
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	488.5 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 要	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	2.7	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（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算したもの

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）

◇日本経済の現状と見通し

○7～9月期の実質GDP

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、前期の伸びからプラス幅が拡大した。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なっている。また、名目成長率については同+0.7%（年率換算+2.9%）と、名目消費が増加したことなどで2四半期振りのプラス成長となった。

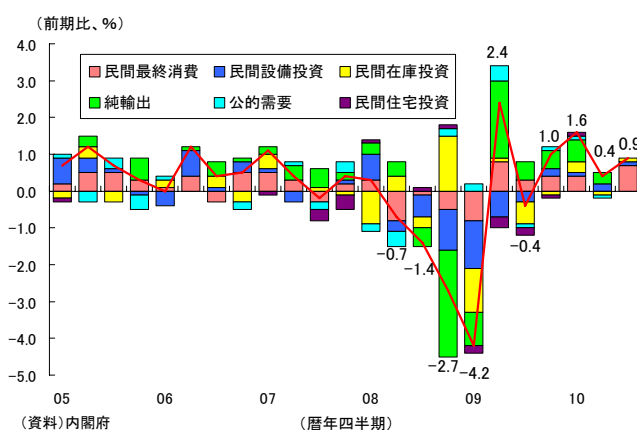
実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同1.1%増となった。エコカー補助金の期限終了前の自動車や増税を控えたタバコにおける駆け込み需要、また、猛暑によるエアコンなどの販売増などが押し上げ要因となった。また、民間設備投資は、これまでの業績回復を受けて、同0.8%増と4四半期連続でプラスとなり、住宅投資も住宅取得に対する様々な優遇策が追い風となり、同1.3%増と2四半期振りにプラスとなった。一方、公的固定資本形成は、公共投資予算の削減の影響が続いており、同0.6%減と5四半期連続で前期を下回っている。外需については、海外需要の減退を映して、輸出は同2.4%増と前期に比べて伸びが鈍化する一方で、輸入が輸出の伸びを上回り、純輸出の寄与度は+0.0ポイントにとどまった。

○実質GDPの結果が示すほど強くない足元の实体经济

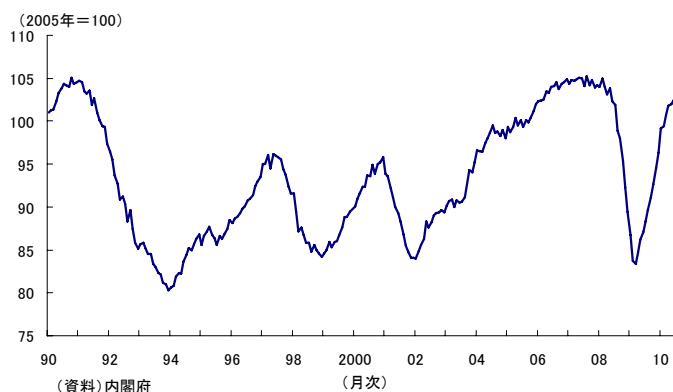
このように実質GDP成長率は年率4%に近い高成長となったが、足元の实体经济はそれほど良好とは言えない。7～9月期の成長率を牽引した個人消費の増加は、持続性のあるものではなく駆け込み需要や猛暑といった一時的な要因によるものにすぎない。

また、月次ベースの動向をみると、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。例えば、9月の景気動向一致CIをみると、前月差▲1.2ポイントと1年半振りにマイナスに転じている（図表3）。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。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



図表3. 景気動向一致CIの推移



○外需は減速傾向を辿る

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ている。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。わが国の輸出動向と関係が強い OECD 景気先行指数は、前年比プラス幅が縮小傾向になっている。こうした動きはわが国の輸出動向とリンクすることから、当面の間、輸出は緩やかに減少すると見込まれる。

海外経済の動向については、総じてみれば、年度下期に緩やかにスローダウンし、その後上向きの動きになると見込んでいる。わが国輸出への影響が大きい米中経済は後述するが、欧州経済は、財政問題を抱える南欧諸国に厳しさが残るものの、独仏などの主要国に支えられる展開を見込んでいる。ドイツなどの輸出競争力のある国は、ユーロ安が追い風となり、底堅さを維持すると見込んでいる。政策効果が薄れて欧州の成長テンポは既に鈍化傾向にあり、2011年には財政再建に向けた動きが強まること重しになる。しかし、金融危機が顕在化しなければ、企業収益の回復や雇用環境の改善を背景に、企業、家計部門における自律的な前向きな動きが続き、低成長ながらもプラスで推移すると見込んでいる。一方、金融を引き締めている多くの新興国は、その影響で一時スローダウンするものの、所得向上によって中間層が台頭する中、国全体の豊かになりたいというモメンタムは強く、再び上向きの動きになると想定している。

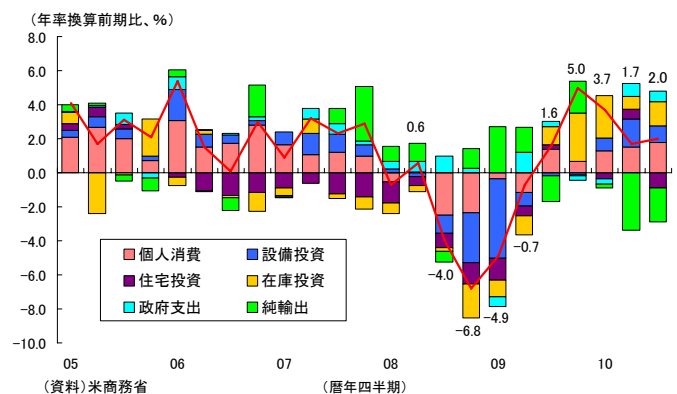
(米国経済)

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5四半期連続でプラスとなった(図表4)。臨時雇用の削減で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、個人消費は高い伸びではないが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く、11月上旬には、FRB(米連邦準備制度)は大規模な量的緩和策を発表している。

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は弱まる中、民間部門の自律的な回復の動きが続くと見込んでいる。継続している民間部門の雇用増や量的緩和策などが下支え要因になるだろう。個人消費は、その雇用増と所得の増加が相俟って、力強さは欠けるものの安定した推移になると見込んでいる。なお、消費への影響の大きい2010年末に期限を迎えるブッシュ減税は、高所得者層も含めて時限的な延長が図られると想定している。また、企業部門についても、既往の業績改善を映して、概ね

図表4. 米国実質GDPの寄与度分解



底堅く推移するだろう。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、依然としてバブル崩壊の後遺症が色濃く残っている。需給ギャップがある中、賃金上昇も限定的なものとなり、当面、デスインフレの色彩が強まるだろう。景気回復の足取りは緩やかなものにとどまることで、実質 GDP 成長率は 2010 年は前年比 +2.6% と予測している。

(中国経済)

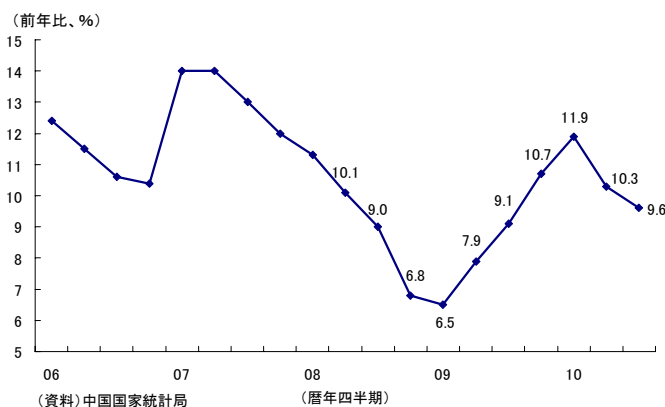
中国経済は高成長を続けているものの、政府の引き締め策などにより、景気の過熱感は弱まっている。7~9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +9.6% と 2 四半期連続で前期の伸びを下回った (図表 5)。ただし、大型の景気対策によって投資が急拡大した昨年のような勢いを持続するのは無理があり、この鈍化は政府の計画通りに推移しているとみられる。主な項目をみると、消費財小売総額は二桁の伸びが続き、また、4 月の不動産に対する規制強化によって低迷した不動産取引も夏場以降、回復に転じる動きがみられる。一方、都市部の固定資産完成額も高い伸びは続けているが、前年の伸びを下回っている。また、生産活動は、2010 年までの 5 ヶ年計画の環境目標達成のために、一部では生産が抑制されているケースもあり、伸び率が低下している。こうした中、不動産バブル懸念の高まりや物価上昇を受けて、10 月には利上げが実施されている。

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、中国は持続的な安定成長に向けた調整が続くだろう。個人消費は、モータリゼーション化の進展、最低賃金の引上げ、消費刺激策などにより二桁の伸びが続くだろう。一方、固定資産投資は社会インフラ整備が進捗することで高水準ではあるが、利上げなどの影響が徐々に顕在化し、民間部門を中心に伸びが鈍化すると見込んでいる。また、一部地域では不動産取引に関する規制が強化されたことで、再び不動産取引が停滞し、足元では回復したマネーサプライの伸びも一転低下傾向になるだろう。ただし、2011 年以降、第 12 次 5 ヶ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。

○自動車、電子部品の調整で生産活動は足踏みが続く

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。数量ベースの輸出は減少傾向にあり、それに伴い生産財を中心に弱含みとなっている。中でも電子部品・デバイスは各国メーカーが供給能力を高める一方で、最終製品の需要が伸び悩んだことで、

図表 5. 中国実質 GDP の推移

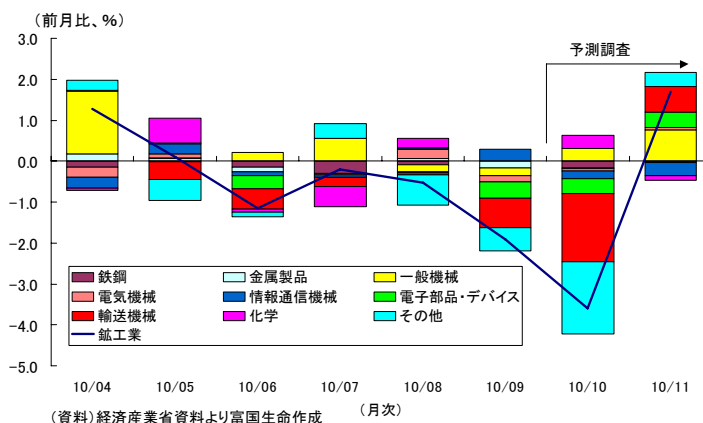


在庫調整局面入りしている。経験的には日本より先んじて動く韓国の出荷・在庫バランスをみると、既に底打ちの兆しがみられる。世界的な IT、家電製品の在庫の積み上がりも、米国のクリスマス商戦、中国の春節等を経て、今後 2 四半期程度で調整が終わると見込んでいる。

また、10月の予測調査では前月比▲3.6%となっているが、その下げの主因となっているのが自動車で、補助金政策の打ち切りにより生産の大幅減が見込まれている(図表6)。また、関連産業のすそ野が広い自動車の需要減は素材メーカーなどの他の業種にも負の影響を与えるとみられる。ただし、各メーカーが反動減を見込んで対応してきたことで、足元の在庫の積み上がりが限定的となる中、独自の割引制度や人気車種の投入など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が、前期比では10~12月期に大幅減となるものの、その後はプラス化が見込まれる。

国内外からの受注が増加している一般機械が下支え要因となるものの、10~12月期を中心に年度下期の生産は低迷すると見込まれる。上向きの動きがはっきりするのは輸出が増加に転じる2011年度入り後と見込んでいる。

図表6. 鉱工業生産の寄与度分解

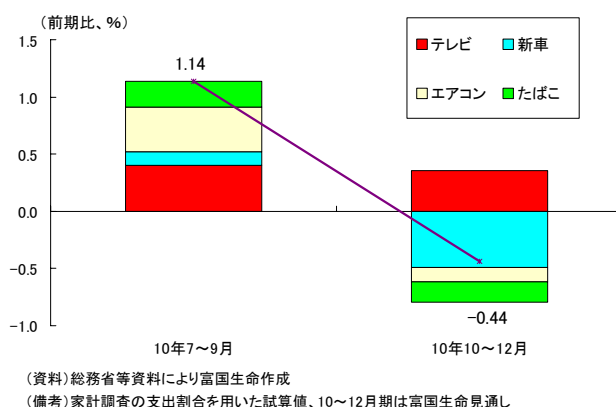


○反動減が顕在化する局面で大幅減が見込まれる個人消費

7~9月期に高い伸びとなった個人消費であるが、今後はその増加の反動減などで弱含むと想定している。そもそも高い伸びとなったのは、薄型テレビの販売好調を除くと、7~9月期に限った要因である。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好調だった。

当社の試算では、その三製品に薄型テレビを加えた押し上げ効果は個人消費の伸びに対して1.1ポイントに及び、7~9月期の個人消費の伸びに匹敵している。今後については、猛暑の効果が剥落し、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がプラス要因になるだろう。しかし、その薄型テレビも2011年4~6月

図表7. 個人消費の主な特殊要因の寄与度



期には落ち込むことが想定される。

最近の消費は政策効果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。9月の失業率は5.0%と、女性に牽引される形でこれまで改善してきたが、今後は一時足踏みする可能性が出てきている。残業時間も頭打ちとなっており、踊り場局面において、企業は採用意欲が低下するだろう。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。冬の賞与も通年ベースで決定されることが多く、夏のような前年比増加を見込むが、小幅な伸びにとどまるだろう。このような雇用・所得環境においては、個人消費は7～9月期の高い伸びを維持できず、年度下期は猛暑などの特殊要因の剥落や反動減の顕在化によって低迷すると見込まれる。

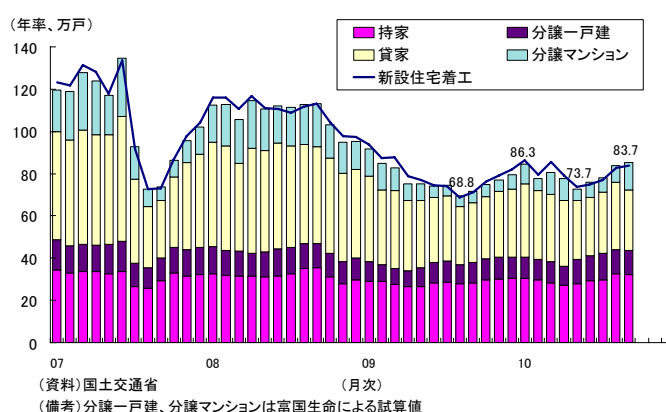
○住宅投資、設備投資は景気底割れに歯止めをかける要因に

年度下期に外需や個人消費が低迷する中、景気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。住宅投資は様々な優遇策による後押しが、また、企業収益の改善とのタイムラグがみられる設備投資は、企業の成長期待が屈折しなければ、既往の業績回復がプラスに働くと見込んでいる。

まず、住宅投資であるが、水準は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（図表8）。こうした動きは、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。今後についても、緩やかながらも総じて上向きの動きが続くと見込んでいる。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る。このように住宅取得者に対する優遇策は手厚く、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により、首都圏のマンション在庫は減少傾向にある。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の期限を前に駆け込み的な動きもあったことから、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。

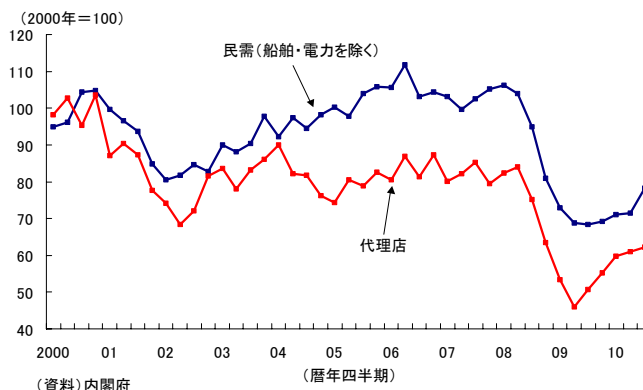
設備投資は水準が低いものの、引き続き持ち直している。7～9月期の設備投資は、4四半期連続でプラスとなった。既往の企業収益の改善や設備の過剰感の弱まりがその背景にあるとみられる。今後についても、緩やかな増加基調が続くと見込んでいる。先行指標である機械受注をみると、船舶・電力を除く民需は、7～9月期に前期比9.6%増と高い伸びとなり、これで4四半期連続のプラスである（図表9）。この受注がタイムラグを持って今後顕在化することになる。また、各種アンケートの設備投資計画調査では、概ね前年比プラスの計画となっており、設備投資の3年振りの増加

図表8．住宅着工戸数の寄与度分解



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、今後の需要増の中心は新興国と見込まれる中、企業は国内への投資に対しては様子見姿勢を強めており、年度下期の設備投資はわずかな伸びにとどまるだろう。

図表 9. 機械受注の推移



○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。年度上期の実績を踏まえて上方修正したが、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って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、軽微なリセッション入り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るとみており、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、輸出は再び増加基調になると見込んでいる。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。

○リスク要因

景気の踊り場局面を脱した後、再び上向いていく上でのリスク要因としては、欧米発で金融危機が再燃することである。海外要因であるが、外需に依存する日本にとっては大きな悪影響を及ぼすだろう。アイルランドの財政問題で一時市場が動揺したように、依然として金融危機に通じる火種が燻っている状況に変化はない。南欧やアイルランドの対独スプレッドが拡大し、総じて5月のギリシャ危機の水準を上回っている。財政再建の道のは険しく、ある悪材料をきっかけに負の連鎖が拡大する可能性がある。それ以外では、米国の大規模な量的緩和に伴うインフレリスクである。世界的な過剰流動性により中国などの新興国はインフレ懸念が高まり、不動産バブルへの懸念も抱える地域が増えるだろう。それにより新興国の政策対応が困難になるとみられる。また、米国においては将来的にインフレを加速するリスクもあろう。それぞれ海外要因であるが、日本の外需の下押し要因になる可能性があるだろう。

以上

図表10. デフレーター伸び率(2000暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
国内総支出	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 1.8	▲ 1.4	▲ 0.5
民間最終消費	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 2.4	▲ 1.7	▲ 0.6
民間住宅投資	2.2	2.3	2.6	▲ 3.9	0.3	0.6
民間設備投資	0.5	0.6	1.2	▲ 3.6	▲ 0.8	▲ 0.3
政府最終消費	▲ 0.7	0.6	0.8	▲ 1.3	▲ 0.2	0.1
公的固定資本形成	1.3	2.4	3.3	▲ 4.8	0.6	0.3
財貨・サービスの輸出	3.4	0.6	▲ 5.2	▲ 9.4	▲ 0.9	1.6
財貨・サービスの輸入	8.8	7.7	▲ 1.0	▲ 14.6	2.0	2.1

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
実質国内総支出	2.3	1.8	▲ 3.8	▲ 1.8	2.2	1.5
民間需要	1.7	0.5	▲ 2.3	▲ 3.0	1.2	0.8
民間最終消費	0.8	0.8	▲ 1.0	0.4	0.8	0.1
民間住宅投資	▲ 0.0	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.6	0.0	0.1
民間設備投資	0.7	0.2	▲ 1.0	▲ 2.3	0.5	0.6
公的需要	▲ 0.2	0.0	▲ 0.3	0.7	▲ 0.0	0.2
政府最終消費	0.2	0.3	▲ 0.0	0.3	0.2	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	0.4	▲ 0.2	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.8	1.2	▲ 1.2	0.5	1.0	0.5
財貨・サービスの輸出	1.2	1.5	▲ 1.8	▲ 1.5	2.3	1.1
財貨・サービスの輸入	▲ 0.4	▲ 0.3	0.6	2.0	▲ 1.2	▲ 0.6

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない