

## 民間調査機関の経済見通し（2009年5月）

～輸出持ち直しや追加経済対策などから、4－6月期以降、プラス成長がコンセンサスに～

経済調査部 齋藤 俊輔

### （要旨）

- 民間調査機関 22 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2009 年度が▲4.0%と前回予測時点（2月）から上方修正となった。また、2010 年度は+1.0%となった。
- 2008 年度後半の大幅な落ち込みによって、2009 年度に向けた発射台（成長率のゲタ）が極めて低くなったことが下方修正要因となった一方、①4－6月期の実質 GDP 成長率がプラスに転じる可能性が高まったことや②過去最大規模の追加経済対策（「経済危機対策」、国費 15.4 兆円）の効果などが上方修正要因となった機関が多い。多くの機関では、年度ベースでは大幅なマイナス成長を予想しているが、年度内成長率は上方修正されたようだ。現時点の平均的な見方は「在庫調整の進展による生産、輸出の持ち直しや公共投資を中心とした追加経済対策の効果などを背景として、4－6月期以降はプラス成長に転じる」というものだ。
- 2010 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は+1.0%となった。2010 年度については、プラス成長に復帰する見込みだが、景気対策の効果が息切れする一方、民需の回復が緩慢なものであることなどから、緩やかな回復に留まるとの見方がコンセンサスだ。
- \* なお予測については、2009 年 5 月公表の 2009 年 1－3 月期 GDP（1 次速報）後の予測値（5 月 25 日現在）。6 月公表の 2 次速報値等を受けての予測値修正については反映していない。

### 1. 2009 年度は▲4.0%、2010 年度は+1.0%を予想

民間調査機関による改訂経済見通しが出揃った。以下では、現段階で集計した民間調査機関の見通しの動向を概観する（5 月 25 日時点 22 社）。民間調査機関 22 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2009 年度が▲4.0%と前回予測時点（2 月<sup>1</sup>）から上方修正となった。また、2010 年度は+1.0%となった。

### 2. 2009 年度 ～輸出持ち直しや追加景気対策などが上方修正要因に～

<sup>1</sup> 追加経済対策の策定を背景として、臨時改定を行った機関もあるが、本稿では定期的な比較を行っているため、2 月時点を比較対象としていることに留意を要する。なお、3 月予測時点（▲4.3%）からの上方修正幅は大きめとなっている。

2009 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率（5/20 公表）は、前期比年率▲15.2%と 2 四半期連続で年率 2 桁の大幅な落ち込みとなった。需要項目別にみると、引き続き輸出が大幅な減少になったことに加え、設備投資や個人消費といった内需も減少ペースが加速している。輸出減少が内需のさらなる悪化へ繋がっており、内外需ともに総崩れといった状態であった。もっとも、生産関連指標などが底を打った可能性が高いことなどを踏まえれば、2009 年 1－3 月期を底として、既に足元では景気回復局面になっているとの見方が強まっている。①在庫調整の進展による生産、輸出の持ち直しが見込まれること、②定額給付金や高速道路料金の値下げなどによる個人消費の押し上げなどを背景として、4－6 月期の実質 GDP 成長率は 5 四半期ぶりにプラスになるとの見方がコンセンサスとなった。

2008 年度後半が大幅な落ち込みとなったことから、2009 年度に向けた発射台（成長率のゲタ）が極めて低くなったことが下方修正要因となった一方、①前述の通り 4－6 月期の実質 GDP 成長率がプラスに転じる可能性が高まったこと、②過去最大規模の追加経済対策（「経済危機対策」、国費 15.4 兆円）の効果が上方修正要因となった機関が多い。多くの機関では、年度ベースでは大幅なマイナス成長を予想しているが、2009 年度内成長率は上方修正されたようだ。現時点の平均的な見方は「在庫調整の進展による生産、輸出の持ち直しや公共投資を中心とした追加経済対策の効果などを背景として、4－6 月期以降はプラス成長に転じる」というものだ。多数の機関で、年度前半を中心におおむね 1% 台半ばから後半と考えられる潜在成長率を上回るペースで持ち直すことを想定している。ただし、追加経済対策の効果が、どの程度のモメンタムで、いつまで続くかなどの見方に違いがみられ、各機関の四半期ごとの成長パスに影響を及ぼしている。また、追加景気対策の効果で、四半期ベースでプラス成長がしばらく続いても、年度内に再びマイナス成長へ陥るといった慎重な見方もある。こうした見方は、前述の通り追加経済対策の効果に対する見方の違いに加え、輸出の先行きや設備・雇用調整圧力の高まりを背景として、設備投資や個人消費の先行きを相対的に慎重にみているようだ。

今回見通しの下振れ要因としては、①米国など海外経済の底打ちの後ズレ、②欧米における金融混乱の再燃、③設備・雇用調整の長期化による設備投資、個人消費の下振れ、④円高、⑤長期金利の上昇、⑥新型インフルエンザの流行、⑦原油価格の再高騰などが挙げられた一方、上振れ要因としては、①国内外における追加的な金融・財政政策、②海外経済の動向などが挙げられていた。

今回の予測の主な上方修正要因として、①輸出の持ち直し、②追加経済対策などの効果などが挙げられる。以下では、上記を中心にエコノミストの見方を整理していく。

## （1）輸出の持ち直し

①世界的な在庫調整の進展、②海外経済の景気刺激策の効果などを背景として、年度半ばにかけて輸出は高めの伸びが続くとの見方が多い。もっとも、世界的に在庫復元の動きが一巡した後も、米国など海外経済の需要回復は緩慢なものに留まることが想定されており、年度後半にかけて再び輸出の増加ペースは鈍るとの見方が多くなっている。

輸出の前提となる 2009 年の海外経済見通しをみると、米国経済については、年後半以降、公共投資など景気刺激策の効果が本格化することから、景気は底入れするとの見方が多い。もっとも、雇用環境の悪化持続や家計のバランスシート調整などが重石となり、個人消費の回復は緩やかとの見方でほぼ一致している。金融機関の不良債権処理にしばらく時間がかかることも、景気持ち直しの足枷になるとみているようだ。欧州経済については、雇用・所得環境の悪化持続や財政政策の効果が比較的小さいこと、金融システムの安定化への取り組みが遅れていることなどから、景気の底入れは日本、米国などよりも遅れるとの厳しい見方が多い。一方、中国経済に関しては、大型景気刺激策による内需拡大の効果が出ていることから、足元で既に景気は持ち直しているとの見方が多く、「家電下郷」による耐久消費財の需要回復、インフラ投資なども今後の成長率を押し上げると予想されている。ただし、「中国経済だけに日本のみならず世界経済の行方を委ねるのは困難であり、幻想だった「デカップリング論」の二の舞を演じることになりかねない（農林中金総合研究所）」、「中国の最終需要増が日本の輸出に及ぼすインパクトは小さく、日本の輸出回復には結びつきにくいとみている（みずほ総合研究所）」などの見方が多い。

## （2）追加景気対策などの効果

2009 年度本予算の前倒し執行などに加え、追加景気対策（「経済危機対策」、国費：15.4 兆円）の効果から、年度半ば頃から公共投資は大幅に増加するとの見方がコンセンサスだ。加えて、

①定額給付金の支給（「生活対策」）、②エコカー減税（「平成 21 年度税制改正」）、スクラップインセンティブ、③エコポイントによる省エネ家電（テレビ、冷蔵庫、エアコン）の購入促進が、個人消費を下支えするとみている。また、住宅ローン減税（「平成 21 年度税制改正」）、住宅取得目的の贈与税非課税枠拡大も、住宅投資の減少をある程度緩和させるとみているようだ。

2009 年度公的固定資本形成の平均値は、前年度比+12.8%と 2 桁の大幅増加となり、2009 年度の成長率を大きく押し上げる見込みだ。2008 年度補正予算の積み残し、2009 年度本予算の前倒し執行（年度上期の政府目標は契約率 80%）に加え、2009 年度補正予算執行が、次第に顕在化するとみている。ただし、予算執行ペースや事業規模などの想定の違いによって、各機関で四半期ごとのモメンタムにはややばらつきがあった。平均的にみれば、増加率が大幅に高まるのは、7-9 月期から 10-12 月期頃となっている。

足元では、景気ウォッチャー調査や消費動向調査などマインド指標の持ち直しが続いており、定額給付金支給（総額 2 兆円）、エコカー減税、スクラップインセンティブ、エコ家電の購入促進などに対する期待が出ていると考えられる。各機関では特に定額給付金支給による押し上げが見込まれることから、4-6 月期の個人消費は、前期比ベースで増加（平均的には 0.5%程度）を予想している。しかしながら、こうしたモメンタムは一時的との見方がコンセンサスとなっている。これは個人消費の前提となる雇用・所得環境は引き続き厳しさが続くとの見方で一致しているからだ。失業率の上昇は、雇用調整助成金の拡充を背景として、ある程度緩和することが見込まれるものの、年度後半には過去最高となる 5.5%を超えてくるとの見方が引き続き根強い。また、賃金に関しても、物価下落は実質所得を押し上げるものの、①企業収益の大幅悪化を背景として、夏季ボーナスの大幅な減少が見込まれること、②春闘賃上げ率は低下する見込みであることなどから、大幅な減少が続くとの見方がコンセンサスだ。

このように各種政策は個人消費の下支え要因にはなるものの、定額給付金支給でかさ上げされた 4-6 月期の反動減があること、雇用・所得環境の厳しさが続くことなどから、年度内の個人消費はおおむね横ばいもしくは、やや持ち直す程度で推移するとの見方が多いようだ。

2009 年度の民間住宅投資の平均値は、前年度比▲5.2%となっている。こちらも住宅ローン減税、住宅取得時の贈与税軽減措置などは住宅投資をある程度は下支えするものの、雇用・所得環境の悪化が続くことから、効果は限定的と想定する機関が多いようだ。

以上のような景気対策について、2009 年度の成長率を押し上げるという効果は、各機関ともにそれなりのインパクトがあると想定している。しかしながら、「経済対策はいかに大型であっても、それだけでは経済を持続的に成長させる力は持たず、一時的な需要の拡大とその後の反動をもたらすかく乱要因と考えるべきだろう（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」、「経済対策の効果が剥落する 2010 年度入り後には、景気の停滞色が強まる可能性が高いだろう（ニッセイ基礎研究所）」など 2010 年度への反動を懸念する見方が目立った。

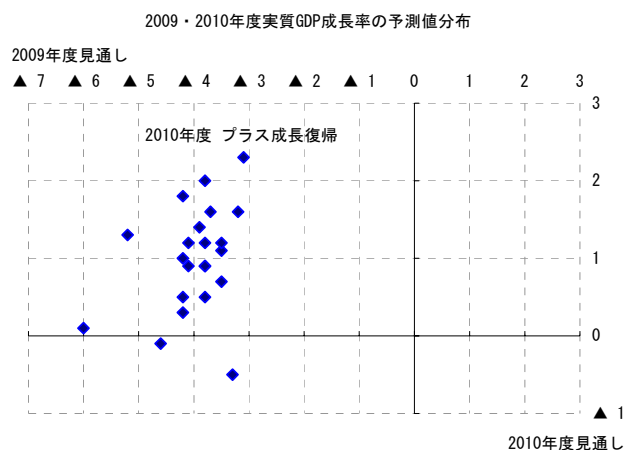
### 3. 2010 年度 ~プラス成長へ復帰するものの、緩やかな回復に留まる~

2010 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は+1.0%となった。2010 年度については、プラス成長に復帰する見込みだが、景気対策の効果が息切れする一方、民需の回復が緩慢なものであることなどから、緩やかな回復に留まるとの見方がコンセンサスだ。また、持続的に成長率が高まっていくのは、2010 年度後半以降との予測が多数だ。

2010 年度入り後、景気対策効果が剥落していくなか、米国における家計のバランスシート調整に時間がかかることなどから、頼みの綱である輸出の回復ペースは当面は緩やかであるうえ、設備投資や個人消費の持ち直しも緩慢といった見方が多い。また、2010 年度は、2009 年度に比べて、景気の本質的な弱まり、年度

後半頃には再び前期比ベースでマイナス成長に転じるとの見方も数機関で出ていた。つまり、2010年度に向けてはプラスのゲタにもかかわらず、2010年度の景気は停滞感を強め、年度内成長率は横ばいから小幅なマイナスになるとの見方だ。こうした見方は、①追加経済対策の効果が剥落する影響が相対的に大きめであること、②景気刺激策の効果が次第に剥落していく米国経済においては、依然として回復に力強さはなく、年度下期にかけて輸出が伸び悩むことなどを想定しているようだ。

資料1 民間調査機関の経済見通し分布



(出所) 各社公表資料より第一生命経済研究所集計

#### 4. 2年連続で物価は下落との見方がコンセンサス

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）予測の平均値は、2009年度が同▲1.3%、2010年度が同▲0.5%と2年連続の下落がコンセンサスだ。平均的な見方は、前回予測時点とあまり変化はなく、「夏場にかけて石油製品価格における前年の反動減、電気・ガス料金の値下げ、食料品価格の値上げ一巡、景気悪化による需給ギャップの拡大を背景に、消費者物価は下落基調を強める」というものだ。2009年の秋以降は、石油製品価格の下落幅が縮小することから、消費者物価の下落幅も次第に縮小するものの、需給ギャップの大幅な拡大が下押し圧力として根強いことから、2010年度ベースでも物価下落が続くと予想する機関がほとんどだった。

2009年度のGDPデフレーターはプラスに転じるとの見方がコンセンサスとなっている。資源価格の下落や円高などを背景とした輸入デフレーター的大幅な低下が押し上げ圧力となる。ただし、次第に輸入デフレーターの下落幅が縮小する一方、景気悪化に伴う国内需要デフレーターの下押し圧力が残存することから、2009年度の上昇は一時的なものとなり、2010年度には再び低下に転じるとの見方が多い。

さいとう しゅんすけ（副主任エコノミスト）

資料2 民間調査機関の経済見通し集計値

【2009年度】							（%）			
	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP	
	個人消費	住宅	設備投資	輸出	輸入					
平均	▲ 4.0	▲ 0.5	▲ 5.2	▲ 15.8	▲ 22.7	▲ 12.0	▲ 3.5	▲ 16.8	▲ 1.3	▲ 2.8
最大	▲ 3.1	0.7	0.7	▲ 10.4	▲ 13.7	▲ 4.0	▲ 1.9	▲ 11.7	▲ 0.9	▲ 1.6
最小	▲ 6.0	▲ 1.7	▲ 10.7	▲ 21.4	▲ 27.8	▲ 17.2	▲ 5.3	▲ 22.2	▲ 1.8	▲ 3.7
前回（2月）予測	▲ 4.1	▲ 0.3	▲ 1.6	▲ 13.1	▲ 18.4	▲ 7.7	▲ 3.8	▲ 21.6	▲ 1.3	▲ 2.0
第一生命経済研究所	▲ 3.5	▲ 0.9	▲ 6.7	▲ 16.2	▲ 17.5	▲ 8.5	▲ 3.2	▲ 15.9	▲ 1.4	▲ 2.8

【2010年度】							（%）			
	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP	
	個人消費	住宅	設備投資	輸出	輸入					
平均	1.0	0.2	1.3	1.5	5.4	2.1	0.3	5.7	▲ 0.5	1.5
最大	2.3	1.5	5.8	5.3	9.4	8.3	2.9	13.5	0.3	2.5
最小	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 3.5	▲ 2.7	▲ 0.8	▲ 2.6	▲ 1.3	▲ 0.6	▲ 1.4	▲ 0.2
前回（2月）予測	0.9	0.4	0.6	0.7	3.9	1.5	0.3	4.2	▲ 0.3	1.5
第一生命経済研究所	1.1	0.4	5.8	4.2	6.8	3.4	0.2	4.7	▲ 0.8	1.7

(出所) 各社公表資料より第一生命経済研究所集計

(注) 2009年5月公表の2009年1-3月期GDP（1次速報）後の予測値集計（5月25日現在22機関）。6月11日公表の2次速報値を受けての予測値修正については反映していない。そのため、各予測機関の最新の見通しとは数値が異なる場合がある。