

2009～2011 年度日米経済見通し

I. 日本経済見通し ～輸出主導の景気回復が続く。10 年度後半は踊り場へ～

経済調査部 新家 義貴

(要旨)

- 実質GDP成長率の見通しは、09 年度が▲2.6%（9 月時点予測：▲2.9%）、10 年度が+1.4%（同+1.4%）、11 年度が+1.1%である。
- 09 年4－6 月期、7－9 月期の実質GDPは緩やかな伸びにとどまっており、回復力は弱い。脆弱な景気回復という状況下で、これまで景気を支えてきた政策効果が今後弱まることで、景気が「二番底」に陥るとの懸念はあるが、その可能性は低い。
- 個人消費や公共投資は政策効果の弱まりから先行き停滞する一方で、アジア向けを中心として輸出が高い伸びを続けることが景気を支える。減少が続いている設備投資についても、徐々に下げ止まる。これらにより緩やかな景気回復局面が持続する可能性が高く、「二番底」は避けられるだろう。
- もっとも、こうした景気回復はあくまで輸出の増加に主導されたものであり、内需の基盤は脆弱なままである。10 年度後半には、景気対策効果の弱まりから米国景気が減速することや、中国で上海万博後の景気減速が見込まれることにより、輸出が減速する。国内景気も減速する可能性が高く、景気は踊り場局面入りする。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 年後半から国内景気は上向いていく見込みである。
- 予測期間中、景気回復が続くものの、回復力は脆弱である。実質GDPの水準はリーマン・ショック以前の水準を取り戻せず、低水準にとどまる。また、名目GDPは、物価下落の影響により、実質GDP以上に弱い回復にとどまる見込みである。家計や企業は、景気回復の実感を受けにくい状況が続くだろう。

1. 緩やかな回復

09 年7－9 月期GDP統計（2 次速報）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、09 年度が▲2.6%（前回 09 年4－6 月期2 次速報後予測：▲2.9%）、10 年度が+1.4%（同+1.4%）、11 年度が+1.1%である。

09 年7－9 月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.3%にとどまった。4－6 月期の同+2.7%に続き、2 四半期連続でプラス成長となっ
てはいるが、08 年10－12 月期に同▲10.2%、09 年1－3 月期に同▲11.9%と大幅に落ち込んだ後にしては、持ち直し度合いはかなり弱い。また、09 年度上半期のGDPの内容をみても、プラスに寄与しているのは、アジア向けの好調か

ら輸出が増加している外需、経済対策による公共事業積み増し効果が出た公共投資、エコカー減税・補助金やエコポイント制度導入に伴い耐久財販売が好調だった個人消費に限られている。その他の項目をみると、設備投資は減少が続いているほか、耐久財以外の消費も低調、住宅投資も低迷が続いている。このように、09 年度上半期の成長は、もっぱら海外要因と政策効果に依存しており、民間内需の自律的回復には程遠い状況である。

2. 「二番底」は回避

こうした脆弱な景気回復という状況下で、これまで景気を支えてきた政策効果が今後弱まることで、景気が「二番底」に陥ると懸念する見

方が強まっている。

しかし当社では、景気が先行き後退局面に舞い戻る可能性は低いと考えている。4－6月期、7－9月期に大きく増加した個人消費については、エコカー減税やエコポイント制度といった政策要因が消費を追加的に押し上げる力が弱まってくることや冬季賞与の大幅減によって減速する可能性が高いものの、アジア向けを中心として輸出が高い伸びを続けることが景気を支えるだろう。中国を始めとするアジア諸国は予想以上に堅調に推移しており、今後も輸出を押し上げる。米国経済が、様々な調整圧力を抱えながらも緩やかに持ち直していることも好材料である。また、7－9月期まで減少が続いている設備投資についても、先行指標である機械受注の動向や企業収益の底打ちなどを踏まえると、徐々に下げ止まってくる可能性が高いだろう。

また、10年1－3月期には、消費低迷に加えて、09年度補正予算の執行停止の影響が顕在化することから公共投資が大幅減少に転じることによって成長率は鈍化するとみられるが、やはり輸出の増加が下支えする形でプラス成長が確保できるだろう。当社では、09年10－12月期を前期比年率+2.3%、10年1－3月期を同+1.3%と予想している。緩やかな景気回復局面が持続する可能性が高く、「二番底」は避けられるだろう。

3. 10年度後半に踊り場入りの可能性

もっとも、こうした景気回復は、あくまで輸出の増加に主導されたものであり、内需の基盤は脆弱なままである。リーマン・ショック後の景気の急激な悪化により生じた大幅な需給ギャップは、09年度の景気回復によっても埋めることは不可能であり、10年度の段階でも雇用・設備の過剰感は強いままだろう。雇用・賃金や設備投資の回復は限定的なものにとどまる。

こうしたなか、10年度後半には、輸出の減速を背景として景気はいったん踊り場を迎えると予測している。米国では、これまでの過剰消費の調整圧力が残存することに加え、金融機関の体力も10年の段階では回復しきれていないこと

が予想され、経済対策効果を除いた真の実力の部分では力強い回復は見込めない。こうした状況下で、10年度後半以降、景気対策の支出ペースが鈍化するため、米国景気は減速するだろう。中国において、上海万博終了後に景気が鈍化する可能性があることも懸念材料である。結果として、日本からの輸出も鈍化する可能性が高く、景気は減速に向かうだろう。

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年度後半はほぼゼロ成長にとどまり、景気は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年後半から国内景気は上向いていくと考えられる。

4. 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、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4.3%低い水準にとどまる。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、さらに数年の年月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7－9月期の名目GDPの水準は、1991年7－9月期の水準に逆戻りしている。持続する物価下落により、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

感は極めて乏しいものになるだろう。

5. リスク要因

最大のリスクは円高である。足元の円高水準で既に日本経済に悪影響が及んでいるが、今後さらに円高が進行した場合には、輸出の下振れを通じて景気後退も視野に入る。また、海外経済の動向にも注意が必要である。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ことや、地銀やヘッジファンドの破綻などにより信用不安が再燃するリスクがある一方、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。

新興国経済については、今後も堅調な推移が続くことを想定しているが、先進国の金融緩和を背景とした資本流入が進むことでバブル的な動きが生じ、景気が一段と上振れる可能性がある

る。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、エネルギー効率が低い新興国主導の世界景気回復にな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。また、資源価格高騰に伴ってインフレ圧力が強まった場合、各国中央銀行による金融政策の舵取りは困難さを増す。仮に引き締め姿勢が行き過ぎる場合、世界景気の下振れリスクがある。

国内要因では、期待成長率の低下が企業の行動を一層慎重化させるリスクに注意したい。この場合、設備投資の抑制姿勢が一段と強まるほか、雇用の下振れにも繋がるだろう。

本予測では、今後も緩やかな景気回復が続くと想定しているが、リスクは総じて下振れ方向にある。こうしたリスクの顕在化には細心の注意を図る必要があるだろう。

しんけ よしき（主任エコノミスト）

日本経済予測総括表

【今回予測】

日本経済	（%）			
	2008年度 実績	2009年度 予測	2010年度 予測	2011年度 予測
実質GDP	▲ 3.7	▲ 2.6	1.4	1.1
（内需寄与度）	▲ 2.6	▲ 2.3	0.7	1.1
（うち民需）	▲ 2.3	▲ 3.0	1.1	1.0
（うち公需）	▲ 0.3	0.6	▲ 0.3	0.1
（外需寄与度）	▲ 1.1	▲ 0.4	0.7	0.1
民間最終消費支出	▲ 1.8	0.5	1.1	1.2
民間住宅	▲ 3.7	▲ 18.1	2.4	5.7
民間企業設備	▲ 6.8	▲ 16.0	2.5	1.1
民間在庫品増加	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1	0.0
政府最終消費支出	▲ 0.1	1.4	0.8	0.8
公的固定資本形成	▲ 6.6	7.4	▲ 13.4	▲ 2.6
財貨・サービスの輸出	▲ 10.4	▲ 12.5	8.7	1.2
財貨・サービスの輸入	▲ 4.4	▲ 12.3	4.4	1.2
GDPデフレーター	▲ 0.5	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.4
名目GDP	▲ 4.2	▲ 3.9	0.4	0.7
鉱工業生産	▲ 12.7	▲ 9.7	8.5	2.3
完全失業率	4.1	5.3	5.4	5.3
新設住宅着工戸数(万戸)	103.9	73.5	79.4	84.8
経常収支(兆円)	12.2	15.3	16.8	18.1
名目GDP比率	2.5	3.2	3.5	3.8
国内企業物価	3.2	▲ 5.1	▲ 1.2	▲ 0.2
消費者物価(生鮮除く総合)	1.2	▲ 1.5	▲ 1.1	▲ 0.5
為替レート(円/ドル)	100.5	92.7	90.0	90.0
原油価格(ドル/バレル)	86.6	73.3	73.8	73.0
米国実質成長率(暦年)	0.4	▲ 2.4	2.4	1.6

【9月予測値】

（%）	
2009年度 予測	2010年度 予測
▲ 2.9	1.4
▲ 2.6	0.7
▲ 3.3	1.2
0.7	▲ 0.4
▲ 0.4	0.8
▲ 0.2	1.1
▲ 16.0	3.4
▲ 15.5	3.4
▲ 0.5	0.1
0.8	0.7
13.8	▲ 13.6
▲ 13.0	9.8
▲ 13.8	3.5
▲ 0.5	▲ 0.8
▲ 3.4	0.7
▲ 9.8	6.8
5.7	6.0
81.7	89.5
15.0	18.5
3.1	3.8
▲ 4.8	▲ 0.8
▲ 1.6	▲ 1.6
95.5	95.0
70.5	65.0
▲ 2.6	2.2

（出所） 内閣府等より、第一生命経済研究所作成

（注） 1. 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

2. 民間在庫品増加は寄与度

3. 2009年12月公表の2009年7-9月期GDP（2次速報）後の予測値（12月9日現在）