

民間調査機関の経済見通し（2009年2月）

発表日：2009年2月23日（月）

～2年連続で戦後最悪のマイナス成長との見方がコンセンサス～

第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 副主任エコノミスト 齋藤 俊輔
 TEL:03-5221-4524

（要旨）

- 民間調査機関 25 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2008 年度が▲2.9%、2009 年度が▲4.1%と前回予測時点（11 月）から大幅な下方修正となった。また、2010 年度も+0.9%と下方修正された。
- 2008 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は▲2.9%と前回（同▲0.5%）から大幅な下方修正となった。下方修正の要因としては、①10-12 月期の実質 GDP 成長率（2/16 公表）の実績を反映したこと、②2009 年 1-3 月期も大幅なマイナスとなる可能性が高いことを受けたものである。
- 2009 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値も▲4.1%と前回（同▲0.4%）から大幅な下方修正となっている。前述の通り 2008 年度後半は急激な落ち込みが見込まれる。このため 2009 年度に向けた発射台（成長率のゲタ）がかなり低くなることで、多くの機関で大幅に下方修正された要因となったようだ。加えて、海外経済の見通しを一段と厳しくしたことに伴って、輸出や設備投資を中心に大幅な下方修正を行っている。実質 GDP 成長率（前期比ベース）でプラスに転じる時期は年度半ばから後半との見方が多い。こうした見方は米国、中国など海外経済における財政政策の効果が顕在化してくることから、輸出が下げ止まってくることなどを想定している。
- 2010 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は+0.9%と前回（同+1.3%）から下方修正されている。2010 年度については、マイナス成長からは脱する見込みだが、緩やかな回復にとどまるとの見方がコンセンサスだ。

○ 2008 年度は▲2.9%、2009 年度は▲4.1%、2010 年度は+0.9%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（2月23日時点 25社）。民間調査機関 25 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2008 年度が▲2.9%、2009 年度が▲4.1%と前回予測時点（11 月¹）から大幅な下方修正となった。また、2010 年度も+0.9%と下方修正された²。

○ 2008 年度 ～10-12 月期の実績などを受けて大幅な下方修正～

【2008年度】

	実質GDP						名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)
	個人消費	住宅	設備投資	輸出	輸入				
平均	▲ 2.9	▲ 0.1	▲ 1.8	▲ 8.0	▲ 7.8	▲ 0.7	▲ 3.2	▲ 11.4	1.2
最大	▲ 2.4	0.1	▲ 0.7	▲ 7.2	▲ 5.7	1.0	▲ 2.7	▲ 8.8	1.3
最小	▲ 3.5	▲ 0.2	▲ 3.6	▲ 8.9	▲ 10.3	▲ 4.4	▲ 3.5	▲ 12.2	1.0
前回 (11月) 予測	▲ 0.5	0.3	▲ 3.6	▲ 3.4	0.9	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 3.5	1.5
第一生命経済研究所	▲ 3.2	▲ 0.0	▲ 2.1	▲ 8.2	▲ 9.2	▲ 0.8	▲ 3.4	▲ 12.2	1.1

（出所）民間調査機関25社の資料より当社作成（2月23日現在）

¹ 輸出の急減などを背景として、年初以降に見通しの臨時改定を行った機関も多いが、本稿では定期的な比較を行っているため、11月時点と比較対象としていることに留意を要する。

² 今回から 2010 年度見通しを公表した機関もあることから、厳密な比較となっていないことに留意を要する。

2008年度の実質GDP成長率予測の平均値は▲2.9%と前回（同▲0.5%）から大幅な下方修正となった。下方修正の要因としては、①10-12月期の実質GDP成長率（2/16公表）の実績を反映したこと、②2009年1-3月期も大幅なマイナスとなる可能性が高いことを受けたものである。

10-12月期の実質GDP成長率は、前期比▲3.3%（前期比年率▲12.7%）と第1次オイルショック後の1974年1-3月期（同▲13.1%）以来の大幅なマイナスとなった。需要項目別にみると、輸出急減による外需の大幅なマイナス寄与に加え、設備投資や個人消費など内需も悪化が顕著となった。エコノミストの評価をみると、①リーマン・ショック後の世界的な金融危機の悪影響が本格的に実体経済に波及して、景気が急速に悪化している、②日本が主要国で最も大きな落ち込みとなったことから、外需依存度が高い日本経済の脆弱性が示された、などといったものが多い。さらに1月上中旬の貿易統計、鉱工業生産の先行きなどを考慮すると、1-3月期の実質GDP成長率も前期比年率で2桁程度のマイナスになるとの見方が強い。

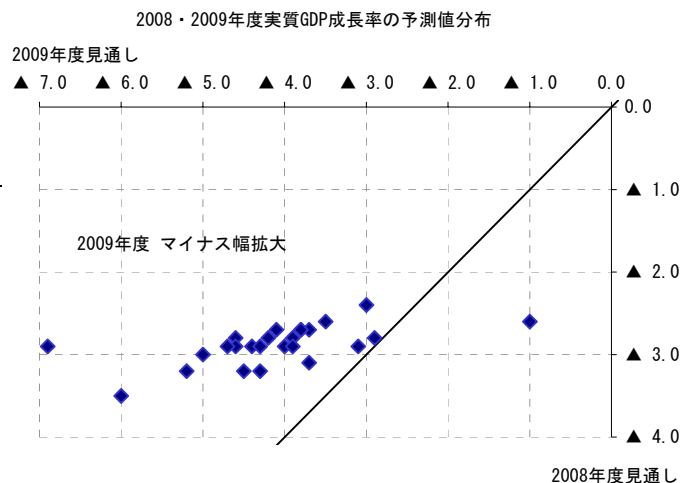
○ 2009年度 ～輸出や設備投資の落ち込みなどを背景に大幅な下方修正～

【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	▲ 4.1	▲ 0.3	▲ 1.5	▲ 13.2	▲ 18.5	▲ 8.0	▲ 3.8	▲ 22.2	▲ 1.2	▲ 2.0
最大	▲ 1.0	0.6	6.7	▲ 3.4	▲ 7.9	1.5	▲ 0.9	▲ 15.7	▲ 0.5	▲ 1.2
最小	▲ 6.9	▲ 1.7	▲ 8.5	▲ 18.2	▲ 27.0	▲ 18.3	▲ 6.0	▲ 26.3	▲ 1.9	▲ 2.7
前回 (11月) 予測	▲ 0.4	0.5	0.5	▲ 3.4	▲ 2.5	▲ 1.8	▲ 0.3	▲ 3.9	▲ 0.2	▲ 0.6
第一生命経済研究所	▲ 4.5	▲ 0.4	▲ 6.7	▲ 16.6	▲ 22.2	▲ 14.6	▲ 4.5	▲ 24.4	▲ 1.9	▲ 1.9

（出所）民間調査機関25社の資料より当社作成（2月23日現在）

2009年度の実質GDP成長率予測の平均値も▲4.1%と前回（同▲0.4%）から大幅な下方修正となっている。前述の通り2008年度後半は急激な落ち込みが見込まれる。このため2009年度に向けた発射台（成長率のゲタ）がかなり低くなること、多くの機関で大幅に下方修正された要因となったようだ（どの程度マイナスのゲタを履いたかで、年度ベースでの各機関の成長率予測にも影響を及ぼしている）。加えて、多くの機関で海外経済の見通しを一段と厳しくしたことに伴って、輸出や設備投資を中心に大幅な下方修正を行っている。現時点の平均的な見方は「海外経済の悪化を背景とした輸出の大幅な減少に加え、設備投資が落ち



（出所）民間調査機関25社の資料より当社作成（2月23日現在）

込むこと、雇用・所得環境の一段の悪化が個人消費を低迷させることから、2009年度の成長率も大幅なマイナスとなる」というものだ。実質GDP成長率（前期比ベース）でプラスに転じる時期は、年度半ばから後半との見方が多い。こうした見方は、①米国、中国など海外経済における財政政策の効果が顕在化してくることから、輸出が下げ止まってくること、②急激な減産に伴って在庫調整の目処がつくこと、③交易条件の改善効果の顕在化、などを想定している。もっとも、2009年中に一旦は四半期ベースでマイナス成長から脱しても、プラス成長が定着するのはさらに後ズレする、もしくは2010年度以降にマイナス成長を脱するといった慎重な予想も少なくない。こうした見方の多くは、①期待成長率の下方シフトによる設備投資調整の長期化、②雇用調整の長期化に伴う個人消費の低迷持続、などを予想しているようだ。いずれにしても、外需依存度の高い日本経済において、景気の底打ちは海外経済の持ち直し、端的に言えば米国の景気刺激策の効果にかかっているとの見方でほぼ一致している。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今回見通しの下振れ要因としては、①海外経済のさらなる悪化や底打ちの後ズレ、②設備・雇用調整のさらなる長期化、③個人消費の下振れ、④円高、⑤財政悪化に伴う長期金利の上昇、⑥保護主義などが挙げられた一方、上振れ要因としては、国内外における追加的な財政政策などが挙げられている。

今回の予測の主な下方修正要因として、①輸出の急激な減少、②設備投資の大幅な減少、③雇用・所得環境の本格的な悪化による個人消費の低迷などが挙げられる。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) 輸出の急激な減少

欧米に加え、アジアなど新興国も含めた海外経済における一段の悪化を背景に、年前半の輸出は大幅に減少することから、2009年度の輸出は2割近い落ち込みになるとの見方がコンセンサスである。また、年度半ばから後半以降、海外経済における経済刺激策の効果が顕在化してくることから、輸出は下げ止まっていく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は各機関とも一段と厳しいものに修正している。まず、米国経済については、年前半は雇用環境の悪化などを背景とした個人消費の落ち込み、住宅投資、設備投資の大幅な減少などを背景に厳しい情勢が続くとみている。年後半以降は総額7,872億ドルに及ぶ景気刺激策の効果が顕在化し始めることから、景気は底入れしていくとの見方が有力だ。もともと、2009年中は減税による押し上げ効果が中心となることから、「民需の悪化を食い止めるには、2010年度以降本格化するとみられる公共事業等を待つ必要があると考えられる（みずほ総合研究所）」など、2009年中の勢いはかなり弱いと予想する慎重な見方も少なくない。

欧州経済に関しても、金融危機による実体経済へのダメージは大きく、2009年前半は輸出、設備投資を中心に落ち込むことに加え、雇用環境の悪化から個人消費にも下押し圧力がかかることから、深刻な経済情勢が続くと予想されている。また、年後半以降、各国の景気刺激策の効果が始まるが、米国に比べて効果が小さいと見込まれることなどから、極めて緩やかなペースでの持ち直しに留まる、もしくは底入れが遅れるとの見方も浮上している。

アジアなど新興国経済も想定以上の大幅な減速が見込まれ、下方修正を余儀なくされたようだ。特に外需急減の直撃を受けてNIEs諸国などの見方が厳しくなっている。中国に関しては、年前半は大幅な減速は避けられないものの、次第に大型の景気刺激策（総額4兆元）の効果が出てくることから、「大幅な景気の悪化は食い止められるであろう（三菱総合研究所）」、「景気がこのまま失速に向かう可能性は低い（明治安田生命）」などの見方が強い。

(2) 設備投資の大幅な減少

2009年度の設備投資は2桁の大幅な落ち込みを予想する機関が大半だ。企業収益の落ち込みに加え、大幅な減産による稼働率の急低下などもあり、設備投資は大幅な調整局面を避けられないとの見方がコンセンサスとなっている。設備投資の動向に影響を与える企業収益に関しては、交易条件の改善はプラス材料であるものの、内外需要の急減、円高などによる売上高の大幅減少を背景に、2009年度も大幅な減益を予想している機関が多い。また、景気の急激な悪化に伴った期待成長率の低下によって、ストック調整の深刻化を懸念する見方も強まっている。「設備稼働率が急低下するため、輸出企業を中心に、設備投資も減少幅が拡大（日本総研）」など、設備投資に対しては厳しい見方が急速に強まった。

(3) 雇用・所得環境の本格的な悪化による個人消費の低迷

企業収益の大幅な減少などを背景として、雇用・所得環境は本格的に悪化していくとの見方がコンセンサスだ。多くの機関では、雇用調整圧力は製造業を中心に強まっていくとみている。また、足元で非正規雇用者を中心とした調整が進んでいるが、こうした動きが正規雇用者へ波及していくと予想している。このため失業率は大幅な上昇傾向を辿り、2009年後半には過去最悪（2003年4月の5.5%）を超える5%台後半に達するとの見方も広がっており、雇用環境は総じて厳しさが増していくとみている。賃金についても同様だ。今後は企業収益の落ち込みを背景にボーナスの大幅減少は避けられないうえ、さらに所定内給与にも悪影響は及ぶとの予想が多い。今年の春闘賃上げ率に関しても、「2009年度は伸び率が大幅に低下する可能性が高い（ニッセイ基礎研究所）」など慎重な見方が多い。こうしたことから、2009年の名目雇用者報酬はマイナス幅を拡大させると予想されている。また、定額給付金に関しては、一時的に個人消費を押し上げるものの、効果は限定的であるとの見方がコンセンサスだ。以上のことから、物価下落が実質購買力を押し上げる一方、その効果を大きく上回る雇用・所得環境の本格的な悪化を背景に、個人消費は低迷していくとの見方がコンセンサスである。

その他の需要項目をみると、住宅投資も総じて厳しい状況が続くとの見方が多数となっている。その理由として、消費マインドの落ち込みに加え、前述の通り景気悪化に伴う雇用・所得環境の本格的な悪化によって購買力が低下することが指摘されている。このため大型の住宅ローン減税が予定されているものの、「住宅取得意欲が後退している中での効果は限定的であろう（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」など慎重な見方が多い。公共投資に関しては、予想レンジがプラスからマイナスまでばらつきがみられている。これは各機関ごとで、財政政策（追加を含む）の効果が出る時期、規模の想定が違うことなどに起因していると考えられる。少なくともこれまでに打ち出された経済対策だけでは、景気浮揚の効果としては多くは期待できず、悪化を緩和させる程度との見方が多いようだ。このため追加的な財政政策等の実施を求める見解が広がっている。

○ 2010年度 ～プラス成長に復帰する見込みだが、年度前半の回復感は乏しい～

【2010年度】

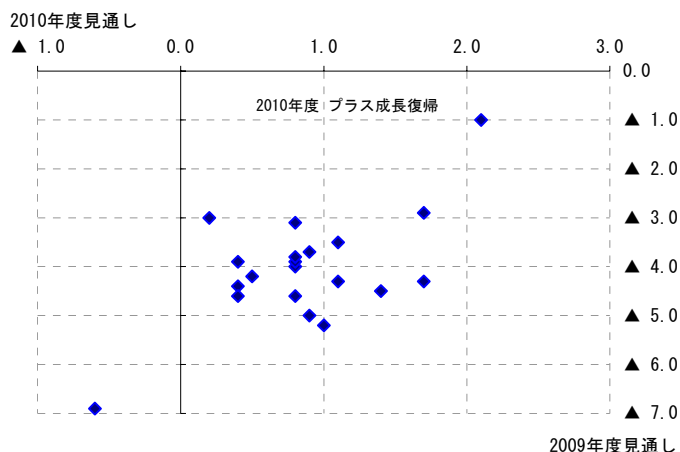
	実質GDP					名目GDP		鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出	輸入					
平均	0.9	0.4	0.6	0.5	3.9	1.5	0.1	3.0	▲ 0.3	1.6
最大	2.1	1.6	3.9	5.5	9.0	5.8	2.2	9.2	0.5	2.2
最小	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 6.1	▲ 0.5	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 0.2	▲ 1.0	0.5
前回(11月)予測	1.3	0.8	1.8	2.4	4.2	3.2	1.1	2.0	0.3	1.6
第一生命経済研究所	1.4	0.2	3.9	2.3	6.4	1.2	▲ 0.2	4.5	▲ 0.6	1.7

(出所) 民間調査機関20社の資料より当社作成 (2月23日現在)

2010年度の実質GDP成長率予測の平均値は+0.9%と前回(同+1.3%)から下方修正されている。2010年度については、マイナス成長からは脱する見込みだが、緩やかな回復にとどまるとの見方がコンセンサスだ。2010年度入り後もしばらくは回復感の乏しい展開が見込まれ、年度ベースでは1%台半ばから後半と考えられる潜在成長率を下回るとの見方で一致している。

こうした理由として最も多いのは、米国など海外経済の持ち直しが緩やかなものにとどまり、輸出に大きな伸びを期待できないといった見方であ

2009・2010年度実質GDP成長率の予測値分布



(出所) 民間調査機関20社の資料より当社作成 (2月23日現在)

る。多くの機関では2009年後半以降、米国経済は景気刺激策によって底入れするものの、家計のバランスシート調整が長引くことなどから、当面は高い成長を期待することが難しいとみている。さらに、こうした外部要因に加え、国内の設備投資や雇用調整が長引くと予想する厳しい見方もある。こうした機関では景気の急激な悪化に伴う期待成長率の大幅な下方シフトなどを背景に資本ストックの調整が長引くことから、2010年度の設備投資もマイナスが続くと予想している。

○ 物価は下落に転じ、デフレ懸念が強まる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、2008年度が前年度比+1.2%、2009年度が同▲1.2%、2010年度が同▲0.3%となった。2010年度は下落幅は縮小するものの、引き続きマイナスを予想する機関と小幅ながらプラスを予想する機関に分かれた³。平均的な見方は、夏場にかけてガソリンなどエネルギー価格における前年の反動減に加え、急激な景気悪化による需給ギャップの拡大から、消費者物価は下落基調を強めるというものだ。物価に大きな影響を与える原油価格は昨年と比べて大幅に下落している。このため年度前半にかけて石油製品や電気・ガス料金などによる物価下押し圧力が強まるとみている。また、食料品価格についても、値上げに一服感が出ているとみる向きが多い。そこへ急激な景気悪化を受けた需給ギャップの拡大が物価下押し圧力として強まっていく。このため2009年度はデフレ懸念が強まるといった見方がコンセンサスとなっている。

2009年度のGDPデフレーターは、1997年度以来のプラスに転じると予想する機関が多くなった。主因は原油価格下落や円高などを背景とした輸入デフレーター的大幅低下が押し上げ圧力となることである。もっとも、次第に輸入デフレーターの下幅が縮小する一方、景気悪化に伴う国内需要デフレーターの下押し圧力が続くことから、2010年度には再びマイナスに転じるとの見方が強いようだ。

第一生命経済研究所の見通しについては、プレスリリース「2008～2010年度日本経済見通し～輸出急減を受けて見通しを大幅下方修正～」(2月18日発表)をご参照ください。

³ 消費者物価やGDPデフレーターにおける各機関の予測値の違いは、原油価格、為替相場の前提値、景気の底入れ時期の想定の違いなどによるものと考えられる。