

民間調査機関の経済見通し（2010年5月）

発表日：2010年5月26日（水）

～景気はすでに自律的回復の成否を問う段階に～

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 柵山 順子
TEL:03-5221-4524

（要旨）

- 民間調査機関 21 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2010 年度が前年度比+2.3%、11 年度が同+1.9%となった。
- 2010 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は前年度比+2.3%と前回（同+1.6%）から大幅に上方修正された。10 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率（5/20 発表）が上振れたことに加え、雇用所得環境の回復を背景に消費に対する見方を強めた機関が増えたことなどが上方修正の理由である。
- 景気の波についても見方が変わったようだ。2 月予測では、2010 年前半から景気は一旦減速するとの見方が多かった。しかし、今回は輸出は海外経済の拡大を背景に当面堅調に推移し、設備投資、個人消費も緩やかに回復するというのがコンセンサスだ。景気拡大ペースの鈍化が見込まれる時期は 2010 年度後半にずれこんでいる。
- 2010 年度前半の日本経済は、輸出が堅調さを維持するもと、設備投資や個人消費といった内需が緩やかに回復し、高めの成長が続く。ただし、2010 年秋以降には、米国、中国をはじめとする世界経済の拡大ペースが鈍化することから、日本景気も鈍化が予想されている。
- 2011 年度の実質 GDP 成長率の平均値は前年度比+1.9%と高い成長が見込まれている。輸出の増勢が強まるもと、内需への波及が続き、設備投資、個人消費の回復が続くという見方がコンセンサスだ。2011 年度の日本経済については、自律的成長にまで至るかどうかは論点となっている。

○ 10 年度が+2.3%、11 年度が+1.9%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、5 月 25 日までに集計した民間調査機関 21 社の見通しの動向を概観する。民間調査機関の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2010 年度が前年度比+2.3%と前回予測時点（2 月¹、同+1.6%）から大幅な上方修正となった。一方、2011 年度は同+1.9%と前回（同+1.9%）から変わらなかった。

【2010年度】

	実質 GDP							名目 GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国暦年 GDP
	個人消費	住宅	設備投資	公共投資	輸出	輸入					
平均	2.3	1.3	2.1	4.0	▲ 9.6	16.4	8.9	1.2	14.5	▲ 0.9	3.1
最大	3.0	1.6	10.3	6.5	▲ 2.2	19.9	14.5	2.6	17.8	▲ 0.4	3.7
最小	1.7	0.9	▲ 2.3	1.8	▲ 16.0	13.4	4.7	0.3	8.6	▲ 1.3	2.7
前回（2 月）予測	1.6	1.1	1.7	2.8	▲ 10.8	11.5	6.9	0.4	10.1	▲ 0.9	2.8
第一生命経済研究所	2.7	1.2	3.2	5.7	▲ 10.7	17.3	8.8	1.9	16.1	▲ 0.8	2.9

（出所）民間調査機関21社の資料より当社作成（5月25日時点）

【2011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	公共投資	輸出	輸入					
平均	1.9	0.9	3.8	5.5	▲ 5.4	7.5	5.9	1.4	5.0	▲ 0.0	2.8
最大	2.6	1.6	8.3	9.1	2.4	14.1	10.4	2.4	11.5	0.3	3.7
最小	1.1	0.2	▲ 6.9	1.7	▲ 10.7	3.4	▲ 0.7	0.0	1.1	▲ 0.6	1.9
前回（2 月）予測	1.9	0.9	4.5	5.1	▲ 5.1	7.4	5.3	1.4	5.3	▲ 0.2	2.6
第一生命経済研究所	1.4	1.1	8.3	4.5	▲ 6.4	4.6	5.2	1.2	4.4	▲ 0.1	1.9

（出所）民間調査機関21社の資料より当社作成（5月25日時点）

¹ 3 月に予測を改定した機関も多いが、比較対象をあわせるため、2 月時点を比較対象としていることに留意を要する。

○ トーンが明るくなった 2010 年度見通し

2010 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は前年度比 +2.3% と前回（同 +1.6%）から大幅に上方修正された。上方修正の理由として、①10 年 1-3 月期の GDP 成長率が、海外経済の持ち直しによる輸出の高い伸び、個人消費、設備投資、住宅投資といった民間内需の回復、を背景として前期比年率 +4.9% と高い成長になったこと、②消費の回復が政策効果だけでなく、その他の分野にも徐々に広がりつつあるとの見方が増えたこと、などがあげられる。

上方修正の要因としては、10 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率が高かった影響で、2010 年度のゲタが高まった影響が大きいようだ。一方で、各社の見通しレポートを読むと、数字の改定だけでなく、全体のトーンがかなり明るくなっている。前回予測時には、2010 年前半からの景気はいったん減速が見込まれており、景気後退には陥らないとしながらも、その道のりについては不安感が残っていた。しかし、今回発表されたレポートでは、すでに議論の軸は、景気回復が続くか否かではなく、景気回復が続くことは前提として、その景気回復が自律的なものになるかどうか、に移っている。強気な機関では、足元の景気回復について自律的な否かを問うているほどであり、各機関の景気に対する見方は前回対比かなり強いものとなっている。こうした見方の変更の背景には、消費に対する見方の変化が挙げられる。

個人消費については、これまでエコカー減税・補助金、エコポイント制度などの政策効果に押し上げられる形で 2009 年 4-6 月期以降プラス成長が続いてきた。1-3 月期 GDP でも実質消費は前期比 +0.3% と低い伸びに止まり、中身をみても政策対象である耐久消費財の伸びに支えられたもので、その他の財は弱いなど、決して強い内容ではなかった。ただし、雇用者報酬が高い伸びとなるなど消費を取り巻く環境は改善してきていることが確認された。実際に、月次の経済統計では衣料品など政策対象外の支出の増加も散見されており、雇用所得環境に回復が見られ始めたことも相俟って、先行きも消費は緩やかな回復が続くという見方が増えてきた。

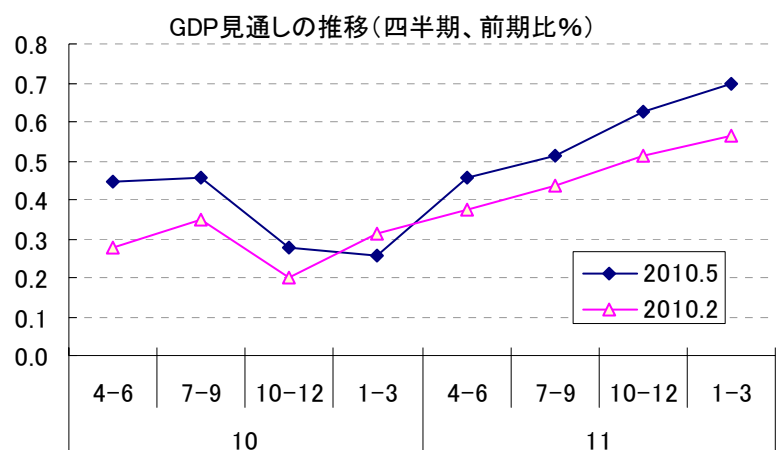
このように個人消費に政策の影響を直接受ける財以外でも回復の兆しが見え始めたこと、設備投資についても生産の拡大を背景に回復が続くとみられることなど、内需に対する見方が前回対比強まった。一方で、景気のエンジンである輸出については引き続き堅調さが見込まれることから、見通しの注目点は外需から内需への波及がどの程度進むのか、2011 年度内に自律的回復に至るか否かに移ったようだ。

○ 景気の波も変化

今回の見通しでもう 1 点大きく変わったのが先行きの景気の波である。右図は四半期ごとの予測値を公表している 9 機関の平均をとったものであるが、2 月時点の見通しでは、輸出の鈍化や消費の減速を背景に 2010 年内低成長が続くものの、2010 年度後半からは海外経済の回復ペースが再び速まることに伴い、日本経済の成長率も徐々に高まってくるとの見通しが多かった。一方、今回の見通しでは、足元までの輸出の堅調さ、前述の通りの消費の回復を背景に、

2010 年度前半の成長率見通しが上方修正されている。景気回復ペースの鈍化が想定されているのは世界経済の鈍化が見込まれる 2010 年度後半となっており、前回見通しと比べると後ずれした。

こうした見方の変更が 2011 年度にかけての成長率のゲタ低下につながり、全体の景気見通し自体は強まっ



たにもかかわらず、2011年度の成長率が前年比+1.9%と前回予測（同+1.9%）から据え置かれることとなった。このように、2011年度の景気の見方についても変わっていないわけではなく、2010年度、2011年度を通して日本景気の先行きに対する見方は強まっている。

○ 2010年度の各需要項目

2010年度の成長率予測をみると、すべての需要項目が上方修正されている。具体的には、個人消費（前回：+1.1%→今回：+1.3%）、住宅投資（前回：+1.7%→今回：+2.1%）、設備投資（前回：+2.8%→今回：+4.0%）、公的固定資本形成（前回：▲10.8%→今回：▲9.6%）、輸出（前回：+11.5%→今回：+16.4%）である。以下では、需要項目別にエコノミストの見方を整理していく。

（１）輸出

輸出の前提となる海外経済の見通しをみると、米国経済については、足元までの雇用の改善などを受けて見方が上方修正されている。「かつてほどの勢いは見られないが、雇用改善が個人消費の底堅さをもたらすものと思われる」（農林中金総合研究所）、「今年後半からは景気対策の下支え効果が落ちてくるというマイナス要因もあるが、この先も新興国を中心とした世界経済の回復が続くとすれば、企業の設備投資意欲が高まっていくことにより、景気対策剥落のマイナスはある程度カバーできる可能性も出てきている。」（富士通総研）のように、2010年後半に鈍化する可能性は指摘されているものの、内需の回復を受けて調整も軽微なものに止まるとの見方が多くなっている。

欧州経済については、ギリシャ問題の指摘が多かった。実体経済については、同問題を発端とした財政支出の縮小というマイナス要因、ユーロ安による輸出拡大というプラス要因が指摘された。ただ総じて見れば、「全体に雇用調整が遅れていることから、個人消費などの内需が力強く回復することは期待できない」（みずほ総合研究所）、「輸出についても、6割のシェアを持つEU域内の回復の遅れから、回復テンポは緩慢なものに止まる」（三菱総合研究所）など、景気回復は続くものの弱いとの見方が多かった。

中国経済については、不動産投資の加熱を懸念した当局の引き締め策の影響や上海万博の閉幕を背景に固定資産投資の拡大ペース鈍化が見込まれ、成長率も緩やかに鈍化するものの、個人消費が下支えすることから高い成長は維持されるとの見方がコンセンサスである。

このことから輸出は、世界経済の緩やかな成長を背景に当面は堅調さを維持する。2010年度後半以降は中国、米国の拡大ペースの鈍化に伴い輸出もいったん伸びが弱まるものの、2011年度には再び高い伸びとなる見方が多くなっている。

（２）設備投資

設備投資は、先行する機械受注統計でも持ち直しの動きが続いていることから回復が続くとの見方がコンセンサスとなっている。ただし見方については、「鉱工業生産が急回復を続けたことで予想外に早い段階で調整の目処が見えてきた」（ニッセイ基礎研究所）から「設備過剰感はなかなか払拭されないため、設備投資の低迷が持続」（日本総合研究所）まで強弱さまざまである。

（３）個人消費

個人消費については前述の通り見方が強まっている。雇用所得環境が最悪期を脱したとみられること、子ども手当などの所得支援策の下支えが期待されることなどを背景に、「雇用情勢に厳しさが残る中でも所得が上向くことを受け、個人消費は回復基調が維持され、回復の裾野も今後広がっていくだろう」（みずほ総合研究所）、「子ども手当の支給開始、賞与の小幅増加、人々の節約疲れ等を背景に、増加基調が続

く」（東レ経営研究所）など、政策効果による上下はあるが基調としては緩やかな回復が続くとみている。

（４）住宅

住宅投資は、①住宅ローン減税や贈与税の非課税枠拡大、住宅版エコポイント制度などの政策がプラス要因となること、②住宅の在庫調整もほぼ一巡したこと、③景気の悪化を背景にこれまで見送ってきた住宅需要が顕在化すること、などの理由から、回復が続くとの見方がコンセンサスとなっている。もっとも、雇用所得環境の回復が緩慢であることを背景として、回復テンポは緩やかなものに留まるとの見方となっている。

（５）公的固定資本形成

2010年度当初予算の公共事業関係費は2009年度2次補正後予算対比大幅に削減されており、公共投資の大幅な減少は避けられないとの見方が多い。

○ 2011年度も景気回復は持続、自律的成長につながるか否かが焦点

2011年度の実質GDP成長率の平均値は前年度比+1.9%と、高い伸びが続くとの見通しが多い。2010年後半に拡大ペースが若干鈍化していた世界経済の持ち直しを背景に、輸出の増勢が強まるとの見方が目立つ。外需の回復による企業収益の改善が続いていくことで、景気回復の恩恵が内需へと波及し、成長率を高めていくというのがコンセンサスだ。個人消費は、子ども手当の全額支給によって家計の可処分所得が下支えされることに加え、雇用所得環境が緩やかに改善していくことから、緩やかな回復が続くとの見方が多い。設備投資も、企業収益の改善により設備過剰感が徐々に弱まってくることから、幾分増勢が強まってくるとみている。

こうした動きについては多くの機関で共有されているものの、その温度感には若干の差がある。強めの見方をする機関では、「内需と外需、企業と家計のバランスの取れた自律回復軌道に復帰」（信金中央金庫）、「2011年度は、個人消費と設備投資の両輪に加えて住宅投資や輸出の拡大も揃い、内外需のバランスある経済成長になる」（帝国データバンク）、のように自律的成長をイメージしている機関が多い。一方で、弱めの見方をする機関では、「国内の経済主体の基本的な支出姿勢に弾みはつかない」（日本経済研究センター）、のように外需をけん引役として景気回復は続くものの自律的成長にまでは達しないとの見方が多く、想定する内需の回復ペースには差が出ているようだ。

なお、今回の予測ではリスク要因として、ほぼ全ての機関でギリシャ問題が指摘された。ただし、「欧州向け輸出のシェアはもともと小さく、（中略）国内景気への直接的な影響はさほど大きくないと見ている」（住友信託銀行）のように、現段階ではその影響は小さいとみる機関がほとんどだ。一方で、「欧州への輸出依存度が高い中国経済の大幅減速や、円高・ユーロ安に伴う日本企業の価格競争力の低下によって、日本から中国向けの輸出が伸び悩む」（ニッセイ基礎研究所）というように波及的な経路を通じて日本経済に悪影響を及ぼす可能性、日本の株価の急落や長期金利の急騰につながる可能性、「新興市場からの資金流出や株価の調整などを通じた世界経済の下振れや一層の円高進行」（三菱総合研究所）のように、今後も混乱が長期化、深刻化するようであれば、様々な経路から影響を及ぼしうるとの指摘が目立った。

○ 消費者物価のプラス転化は2011年度後半以降

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の予測の平均値は、2010年度が前年度比▲0.9%、2011年度が▲0.0%と下落が続くとの見方がコンセンサスとなっている。もっとも、11年度については、プラス転化すると予測する機関とマイナスが続くとする機関が半々程度となっている。

2010 年度については、大幅に拡大している需給ギャップの影響など物価押し下げ圧力は根強く残るとの見方で一致している。加えて、高校授業料の実質無償化などの政策要因によっても、物価は押し下げられることから、すべての機関がマイナスを見込んでいる。

2011 年度については、前述の政策要因が剥落することに加え、景気回復の持続によって需要面からの物価下落圧力が徐々に弱まってくることから、2010 年度と比較してマイナス幅を縮小させるとの見方がコンセンサスである。年度後半でのプラス転化を見込む機関も多く、消費者物価の下落もようやく歯止めがかかりそうだ。

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「2009～2011 年度日本経済見通し～2010 年度後半の一時的な減速を挟み、景気の回復傾向が続く～」(5 月 21 日発表)をご参照ください。