

**民間調査機関の経済見通し（2010年8月）**  
 ～消費を中心に内需の下方修正が目立つ～

発表日：2010年8月19日（木）

 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 15 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2010 年度が前年度比+1.9%、11 年度が同+1.5%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+1.9%と前回（同+2.4%）から大幅に下方修正された。10 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（8/16 発表）が下振れたことに加え、雇用環境の回復の遅れなどを背景に消費を初めとする内需に対する見方を弱めた機関が増えたことなどが下方修正の理由である。
- 2010 年度の日本経済は、設備投資や個人消費といった内需の回復が弱いもと、輸出の減速を背景に景気は減速する。エコポイントの期限切れに伴う反動減により、2011 年 1-3 月期にはマイナス成長を見込む機関もあり、年度末には踊り場入りの可能性が指摘されている。しかし、中国をはじめとする新興国をけん引役にした世界経済の拡大持続を前提に景気回復は途絶えないというのが現時点でのコンセンサスであり、景気後退まで見込む機関はない。
- 2011 年度の実質 GDP 成長率の平均値も前年度比+1.5%と下方修正された。輸出の増勢が強まるもと成長率は加速してくるとというのがコンセンサスであるが、内需への波及力については見方に強弱差が出ている。

**○ 10 年度が+1.9%、11 年度が+1.5%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、8 月 18 日までに集計した民間調査機関 15 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+1.9%と前回予測時点（5 月<sup>1</sup>、同+2.4%）から大幅な下方修正となった。2011 年度についても、同+1.5%と前回（同+1.8%）から大きく下方修正されている。

**【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	1.9	1.2	▲ 2.4	2.8	▲ 10.6	18.8	10.7	0.5	11.7	▲ 0.9	2.8
最大	2.2	1.6	0.1	4.1	▲ 7.9	22.1	13.0	1.0	13.8	▲ 0.8	3.0
最小	1.7	0.7	▲ 4.9	1.7	▲ 16.4	16.6	8.6	0.0	10.3	▲ 1.0	2.6
前回（5月）平均	2.4	1.3	2.1	4.0	▲ 10.0	16.1	8.6	1.2	14.3	▲ 0.9	3.1
第一生命経済研究所	1.8	1.2	▲ 1.0	3.1	▲ 9.4	16.6	9.7	0.5	11.0	▲ 0.9	2.9

**【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	1.5	0.4	5.3	4.9	▲ 5.5	6.3	4.6	1.1	3.9	▲ 0.1	2.5
最大	2.5	1.3	8.3	8.9	▲ 1.2	9.2	7.5	2.2	9.0	0.2	3.5
最小	0.6	▲ 1.0	2.0	3.1	▲ 9.6	4.2	2.8	0.5	1.7	▲ 0.2	1.9
前回（5月）平均	1.8	0.9	4.1	5.3	▲ 5.6	7.1	5.7	1.4	4.9	▲ 0.0	2.8
第一生命経済研究所	1.1	0.1	7.7	4.2	▲ 6.5	4.2	3.1	1.0	3.4	▲ 0.2	1.9

（出所）民間調査機関15社の資料より当社作成（8月18日時点）

<sup>1</sup> 6 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、5 月時点を比較対象としていることに留意を要する。

## ○ 大幅に下方修正された経済見通し

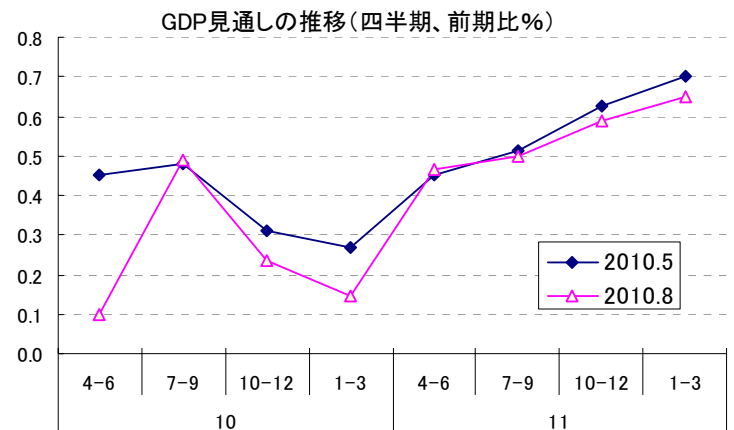
2010年度の実質GDP成長率予測の平均値は前年度比+1.9%と前回(同+2.4%)から大幅に下方修正された。下方修正の理由として、①10年4-6月期のGDP成長率が前期比年率+0.4%と非常に低い成長になったこと、②過去の数値が遡及改定され2010年度のゲタが下方修正されたこと、③足元の景気回復が想定よりも弱かったこと、などがあげられる。

8月16日に発表された2010年4-6月期実質GDPは前期比年率+0.4%と事前予想(同+2.3%)を大きく下回った。3月に生じた薄型テレビへの駆け込み需要の反動減もあって個人消費が前期比+0.0%と横ばいにとどまったことや在庫投資が大幅なマイナス寄与となったことなど、各需要項目が事前予想対比弱めの結果となった。4-6月期については、5月時点では前期比+0.5%の高成長が想定されていたこともあり(四半期予想を公表したシンクタンクに限った平均値)、見直し下方修正の要因となった。また、過去の数値が遡及改定され下方修正されたことにより、2010年度のゲタが低下したことも下方修正の要因である。

しかし、今回の下方修正について言えば、こうした過去のGDP成長率の改定および4-6月期の下振れだけが要因ではない。各社の見直しレポートを読むと、先行きに対する見方が弱まっていることを強く感じる。月次の統計で輸出鈍化が顕在化してきたこと、5月予測時点では垣間見えていた消費の回復力が足元ではみられないことなど、足元で景気回復に弱さが見えはじめたことが、各社の成長率見直し引き下げにつながったようだ。

5月予測時点では、各社のレポートはかなり明るく、日本経済の自律的回復力について問うレポートが多かったが、今回は2010年度後半について踊り場入りを想定する機関もあり、マイナス成長の可能性、場合によっては景気後退局面入りとの指摘もあった。メインシナリオで景気後退を見込む機関はなく、緩やかながらも景気回復は続くという見方が引き続きコンセンサスではあるが、綱渡りの景気回復が想定されている。

一方で、2011年度については四半期ベースで見れば修正は小幅に留まっており、2010年度後半の低成長による成長率のゲタ低下が見直し下方修正の主因である。



## ○ 2010年度末には日本経済は踊り場局面入りか

2010年度の成長率予測をみると、すべての国内需要項目が下方修正されている。具体的には、個人消費(前回:+1.3%→今回:+1.2%)、住宅投資(前回:+2.1%→今回:▲2.4%)、設備投資(前回:+4.0%→今回:+2.8%)、公的固定資本形成(前回:▲10.0%→今回:▲10.6%)である。一方、輸出(前回:+16.1%→今回:+18.8%)は引き続き上方修正となった。

2010年度については、先行き米国経済、中国経済の減速を見込む機関が多く、それに伴ってこれまで日本の成長を牽引してきた輸出減速が想定されている。一方で、企業の慎重姿勢が強く企業収益の改善が雇用や設備投資の改善に結びつきにくくなっているため、内需の回復力は弱い。そのため、輸出減速がそのまま成長率減速につながり、先行き景気は減速が見込まれるというのがコンセンサスだ。四半期ごとの成長率で見ると、9月末のエコカー補助金打ち切り、10月のタバコ値上げ、12月末のエコポイント打ち切りによる駆け込み需要と反動減により個人消費がかく乱されるため、成長率も上下する。7-9月期には一旦成長加速が見込まれているが、こうした制度要因によるものであり、実力ベースでは減速が続く。すべての支援策が期限

切れとなる 2011 年 1-3 月期には個人消費の減少により、GDP 成長率自体もマイナスを見込む機関も多く、踊り場入りを指摘する機関も多かった。それでも、新興国経済をけん引役にした世界経済の拡大持続を背景に、景気後退には陥らず、弱いながらも景気回復が続くというのがコンセンサスだ。

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。

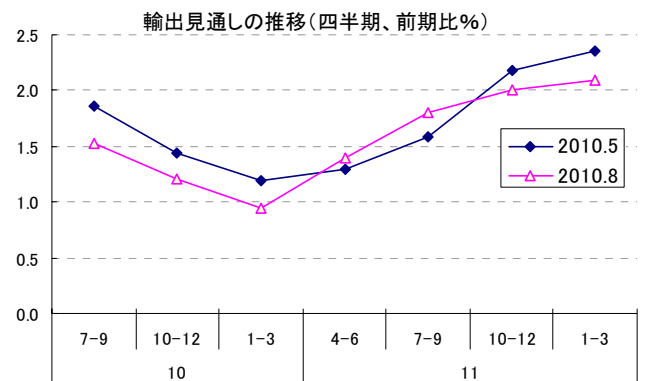
### (1) 輸出

輸出の前提となる海外経済の見通しをみると、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により成長率が緩やかに鈍化するとの見方が多い。ただし、「生産性上昇などに支えられた将来の所得拡大見通しが消費を押し上げる基本的な流れは今後も続くだろう（三菱総合研究所）」のような内需の強さ、「12 年には政治の年を迎えるため、いずれ景気重視の政策へ舵を切る（日本経済研究センター）」のような政策要因を背景に、成長テンポは鈍化するが堅調な成長が続くと予想されている。

米国経済については、雇用の回復が想定を下回っていること、GDP の遡及改定により過去の消費が下方修正されたことなどを背景に、見通しを下方修正する機関が多かった。景気対策効果の剥落や雇用回復の遅れにより低成長が続くが、「在庫率を参考にすれば在庫の過剰感は乏しく、この先、在庫調整圧力が生産活動を抑制する可能性は限定的（みずほ証券リサーチ&コンサルティング）」や、「投資減税の後押しもあり、企業の投資活動はしばらく堅調に推移するだろう（みずほ総合研究所）」など、新興国を中心とした世界経済の回復基調が続くという前提のもとでは米国も景気回復が続くという見方がほとんどだ。欧州経済については、ユーロ安の恩恵もあり、緊縮財政のもと低成長ながらも景気回復が続くとの見方が多い。

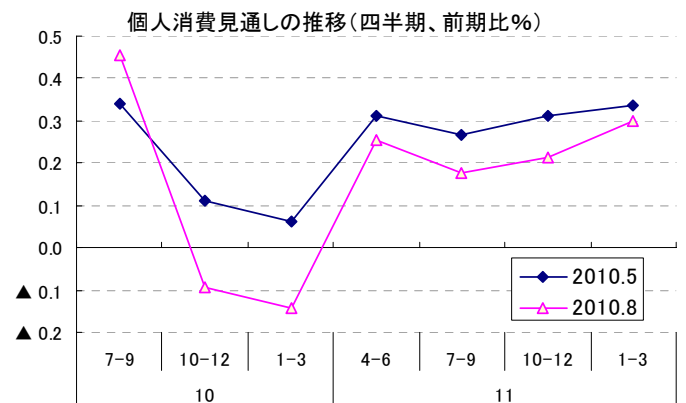
総じて見れば、「各国の景気対策効果が剥落することが押し下げ要因となる中でも、世界経済の回復基調は崩れない（みずほ総合研究所）」、「アジア経済をけん引役に、世界経済は今後も回復基調を維持する（信金中央金庫）」など、予測期間中は世界経済の回復基調が続くとみている。若干の強弱の差はあっても、中国をはじめとする新興国経済が堅調さを維持するため、先進諸国も低成長ながらも景気回復が続くという見方は共通であった。

このことから輸出は、世界経済の減速を背景に年内は減速が続くものの、増加基調は崩れず、2011 年度には伸びが高まってくるとの見方がコンセンサスだ。こうした見方は前回からほとんど変わらない。米国経済の見直し下方修正の影響で、2010 年度の輸出は若干下方修正されているが、シナリオ自体に大きな変更は見られなかった。



### (2) 個人消費

消費はエコカー補助金（9 月末終了）やタバコ値上げ（10 月）の駆け込み需要が見込まれる 7-9 月期が上方修正されたものの、残りは全期間において下方修正されている。こうした修正の背景にあるのは、雇用回復の遅れだ。5 月時点では改善基調にあるとみられた失業率はその後連月で悪化するなど、雇用環境の回復は各社の想定よりも弱かった。5 月時点では雇用所得環境の回復を背景にエコカー補助金やエコポイント



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。見直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。

といった消費刺激策の効果以外にも消費の回復が広がりつつあるという見方が増えていたが、そうした見方は下方修正された。また、消費の実力が下方修正されたことを受けて、各種支援制度の期限切れやタバコの値上げを挟む駆け込み需要と反動減の影響が前回よりも強く意識されるようになった。各社のレポートを見ても、各制度からみこまれる駆け込み需要と反動減の時期や効果の整理を取り上げるところが目立った。

先行きの消費については、「所得の持ち直しを背景に回復基調を維持しよう（信金中央金庫）」と強めの見方をする機関もあるが、政策効果による上下を除くと「賃金の持続的な増加が期待しづらい状況下では、個人消費の伸び悩みが続く可能性が高い（みずほ証券リサーチ&コンサルティング）」のように消費は伸び悩むというのがコンセンサスだ。

### （３）設備投資

設備投資は、先行する機械受注統計で弱いながら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、「設備投資は底入れこそしたものの、本格的な投資再開に企業が二の足を踏んでいるため、その増勢に勢いはみられない（伊藤忠商事）」や、「大幅なGDPギャップが残るほか、資源価格上昇による交易条件悪化の影響も徐々に現れるため、設備投資と所得環境の回復力は脆弱（日本総合研究所）」のように、かなり弱い。また、足元までの円高を受けて、「円高傾向が定着すれば、ますます海外に設備を移す動きに拍車がかかっている可能性がある（富士通総研）」のように、企業の海外シフトの影響を指摘する機関もあった。

### （４）住宅

住宅投資は、「世帯数がまだ増加していること、一定割合の建て替えは常に存在することなどを考えると一段の下押し圧力が持続するとは考えにくい（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」のように、すでに相当低い水準にあることからこれ以上切り下がることはないが、回復は弱いとの見方が多い。

### （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年度には世界経済の再加速を背景に景気拡大ペースは加速

2011年度の実質GDP成長率の平均値は前年度比+1.5%と、下方修正されたが、これは2010年度末の成長率が下がったことによるゲタの低下が主因である。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ことは前回から変わらない。外需の回復による景気回復の恩恵が内需へと波及してくるという見方にも変わりはないが、その波及については前回よりも若干弱まっているようだ。

強めの見方をする機関では、「輸出の伸びが再加速し、設備投資の回復も本格化する（ニッセイ基礎研究所）」、「企業業績の改善が続く、それに伴って雇用・所得情勢も改善が続くため、個人消費、設備投資など民需の動きが活発化（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」のように、内需への波及を見込んでいる。一方で、弱めの見方をする機関では、「輸出の回復を織り込んでも、内需にスイッチングしていく訳でもなく、国内経済主体の基本的な支出姿勢は慎重なまま変わらない（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。

## ○ 予測期間中の消費者物価はプラス転化ならずがコンセンサス

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▲0.1%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もある。

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。さらに、高校授業料の実質無償化などの政策要因によっても、物価が押し下げられていることから、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あるが、そうした見方は前回よりも減っており、デフレ脱却にはまだ時間がかかりそうだ。

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「2010・2011年度日本経済見通し～2010年度後半に踊り場入りも、景気後退は避けられる～」(8月17日発表)をご参照ください。