

民間調査機関の経済見通し（2010年11月）

発表日：2010年11月22日（月）

～景気の見方に大きな変化はなし。ただし景気後退リスクは高まっている。～

 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+2.5%、11 年度が同+1.2%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+2.5%と前回（同+1.9%）から大幅に上方修正された。ただし、その主因は過去の数値の遡及改定によるもので、景気に対する見方は前回から変わっていない。
- 2010 年度後半の日本経済は、輸出の減速やエコカー補助金の終了などを背景に景気は減速する。特に 10-12 月期については、エコカー補助金制度や猛暑の影響で高成長となった 7-9 月期個人消費の反動で、ほとんどの機関がマイナス成長を見込んでいる。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るが、景気が後退局面入りする可能性は前回より高まっているようだ。
- 世界経済の再加速を背景に、2011 年度、2012 年度については、輸出の増勢が強まるもと成長率は加速してくるというのがコンセンサスである。
- 物価については、景気回復の持続を背景にコア CPI のマイナス幅縮小は続くが、大幅な需給ギャップなどを背景にデフレ脱却は難しいという見方がコンセンサスだ。

○ 10 年度が+2.5%、11 年度が+1.2%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、11 月 19 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+2.5%と前回予測時点（8 月¹、同+1.9%）から大幅な上方修正となった。一方で、2011 年度については同+1.2%と前回（同+1.6%）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	2.5	1.5	▲ 1.2	4.1	▲ 5.7	18.5	11.4	0.8	8.0	▲ 0.9	2.7
最大	2.7	2.1	1.6	4.7	▲ 3.9	19.3	12.5	1.2	9.2	▲ 0.6	2.7
最小	2.0	1.1	▲ 2.0	3.2	▲ 7.6	16.9	10.1	0.2	6.9	▲ 1.0	2.6
前回（8月）平均	1.9	1.2	▲ 2.2	2.8	▲ 9.9	18.5	10.8	0.6	11.8	▲ 0.9	2.8
第一生命経済研究所	2.6	1.5	▲ 0.7	4.3	▲ 5.0	18.5	11.7	0.9	7.9	▲ 0.8	2.7

【2011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	1.2	0.2	5.2	4.1	▲ 3.2	5.5	4.6	0.6	1.8	▲ 0.1	2.2
最大	1.8	1.0	8.1	7.9	1.3	8.2	6.7	1.5	5.4	0.1	2.7
最小	0.2	▲ 1.6	2.2	1.5	▲ 9.7	2.4	0.6	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.5	1.8
前回（8月）平均	1.6	0.4	4.8	5.0	▲ 5.3	6.4	4.8	1.2	4.0	▲ 0.1	2.4
第一生命経済研究所	1.0	▲ 0.1	8.1	3.5	▲ 2.8	5.4	5.0	0.3	0.1	▲ 0.1	1.9

(出所) 民間調査機関21社の資料より当社作成 (11月19日時点)

¹ 9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、8月時点を比較対象としていることに留意を要する。

○ 高成長となった7-9月期GDP

11月15日に発表された2010年7-9月期実質GDPは前期比年率+3.9%と高成長になった。エコカー補助金打ち切りを前にした自動車への駆け込み需要や、猛暑に伴うエアコンの販売好調などを背景に耐久財消費が前期比+11.1%と1989年以来の高い伸びとなり、個人消費が前期比+1.1%と高い伸びを示した影響が大きい。こうした個人消費の伸びだけで実質GDP成長率を前期比年率で+2.7%p押し上げており、高成長のほとんどを説明できる。その他の需要項目については、世界経済の減速を背景に輸出が減速したため、外需寄与度は前期比+0.0%pと大幅に低下した。内需については、支援策の影響もあり住宅投資が増加したほか、設備投資もプラスの伸びを維持した。政府部門については、政府消費は拡大が続いたが、公共工事の削減により公的資本形成が引き続きマイナスとなった。

こうした7-9月期のGDPについては、「全体としてみれば民間最終需要の堅調さも見て取れる（農林中金総合研究所）」など前向きに評価する機関も見られたが、「景気の実勢は、世界的な在庫復元の一服に伴う輸出の増勢鈍化などから減速傾向にある（信金中央金庫）」、「海外景気の減速を受けた製造業の生産鈍化等を背景に、夏場以降踊り場入りした状態にある（明治安田生命）」などのように、消費が一時的要因により押し上げられたために高成長にはなったものの、景気は7-9月期にすでに踊り場局面にあったとする機関も多かった。

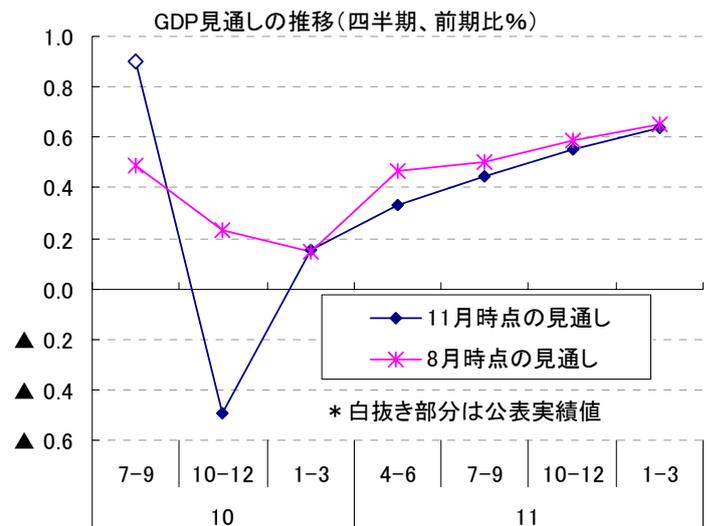
○ 2010年度成長率は大幅上方修正も強まる景気後退懸念

こうした中、2010年度の実質GDP成長率予測の平均値は前年度比+2.5%と前回（同+1.9%）から大幅に上方修正された。しかし、上方修正の理由は、10年7-9月期のGDP成長率が前期比年率+3.9%と非常に高い成長になったことではなく、①過去の数値が遡及改定され2010年度にかけてのゲタが上方修正されたこと、②9月の2次QE公表時点で上方修正された10年4-6月期のGDP成長率が反映されたこと、など過去の数値改定によるものである。

7-9月期の高成長に関しては前述の通り一時的要因による消費の高い伸びが想定以上のものであったことによるものであり、「その反動を見込む形で、10年10-12月期の予測を下方修正した（みずほ証券リサーチ&コンサルティング）」ため、結果として年度の成長率予想の改定に与えた影響は小さかった。

むしろ、8月時点では年度後半と予想されていた踊り場入りについて、すでに7-9月期に踊り場入りしていたとする機関があるなど、景気に対する見方はより慎重なものになっている。また、もとより世界経済の減速を背景に景気減速感が強まると想定されていた10-12月期は、前回想定以上の反動減が織り込まれた結果、ほぼすべての機関でマイナス成長が予想されている。さらに、続く11年1-3月期については弱いなりにもプラス成長が想定されているが、ゼロ近辺の成長を見込む機関が多く、仮に2四半期連続でマイナスとなった場合には定義上は景気後退局面と判断される可能性があるという指摘する機関もあった。

現時点では景気後退は回避できるとの見方がコンセンサスではあるものの、「単に『足踏み≒踊り場』で済むのか、軽度とはいえ後退局面入りするのか、微妙な状況となりつつあると思われる（農林中金）」のように、景気後退の可能性は前回よりも確実に高まっているとエコノミストは判断しているようだ。



○ 2010 年度後半の日本経済は減速感が強まる見通し

2010 年度の成長率予測をみると、すべての国内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：+1.2%→今回：+1.5%）、住宅投資（前回：▲2.2%→今回：▲1.2%）、設備投資（前回：+2.8%→今回：+4.1%）、公的固定資本形成（前回：▲9.9%→今回：▲5.7%）である。一方、輸出は（前回：+18.5%→今回：+18.5%）と変化がなかった。

2010 年度後半については、先行き米国経済をはじめとした世界経済の減速を見込む機関が多く、足元までの円高もあいまって、日本の成長を牽引してきた輸出は減速が想定されている。こうした外需の伸び悩みに加えて、エコカー補助金制度終了に伴う自動車の減産、世界的な I T 関連財の在庫調整などを背景に生産も減速が続く。さらに、これまで消費を支えてきた支援策が終了、縮小するため、景気は減速感が強まる見通しだ。しかし、世界経済は減速するものの景気拡大自体は続くとみられること、設備投資や実勢としての個人消費が底堅く推移すること、補正予算により 1-3 月期の公共投資が増加することを背景に景気後退はどうか避けられるとの見方がコンセンサスだ。

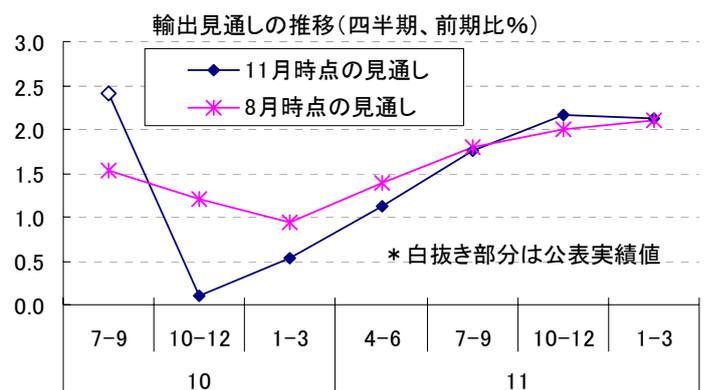
以下では、需要項目別にエコノミストの見方を整理していく。

（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、インフレ率の上昇を懸念した当局の引き締め策の影響により引き続き成長率が緩やかに鈍化するとの見方が多い。ただし、前回予測時点で懸念されていた金融引き締めによる中国失速懸念はほぼ無くなっており、「中国景気には既に復調の兆しが見え始めており（明治安田生命）」のような見方をする機関も出始めるなど、想定される減速はあくまでも「持続的な安定成長に向けた調整（浜銀総研）」である。こうした中、「12 年秋以降の指導部交代に向け、来年中央までに景気は再加速に向かう（日本経済研究センター）」のような政策要因を背景に、2011 年入り後は時期に若干の差はあるものの、成長テンポが加速すると予想されている。

米国経済については、景気減速によりデフレに陥ることを避けるために F R B が採用した追加金融策に対しては「少なくともインフレ期待の醸成や株価の上昇を通じて米経済を支える形となっている（富士通総研）」など、効果は限定的だがプラスとの評価が多い。景気については、2010 年中は景気減速が予想されているが、世界経済の再加速を背景に来年には弱いながらも景気拡大ペースが上昇してくる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、若干の強弱の差や想定される再加速の時期に差はあっても、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、世界経済は景気拡大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。ただし、足元までの円高の影響がラグをおいて顕在化してくると予想されており、輸出の見通しは 2010 年度後半を中心に下方修正された。

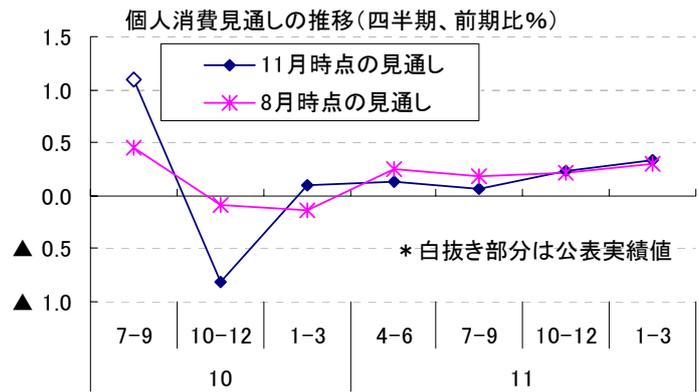


(2) 個人消費

消費は前述の通り 10-12 月期の反動減が前回想定以上になるとの見方から下方修正された。一方で、家電エコポイント制度の期間が延長された影響もあり、2011 年 1-3 月期が小幅上方修正されている。政策要因により、10-12 月期はマイナスの伸びとなるものの、2011 年 1-3 月期には小幅プラスに持ちなおすという見方がコンセンサスだ。

ただし、こうした駆け込み需要、その反動減といった上下動を除いた消費の実態について

てみると、「エコカー補助金やエコポイント制度で前倒しされた需要の反動も前年対比の伸び率を押し下げる要因となる（信金中金）」のように、これまでの需要の先食いが今後も消費の伸びを抑制するといった見方がある一方で、「雇用・所得環境が持ち直しを続けていることは個人消費の先行きを占う上で明るい材料といえる（ニッセイ基礎研究所）」のように一定の底堅さを期待する見方もある。こうした見方の差は 2010 年度については政策の影響が大きいために目立たないが、2011 年度の消費については一定の堅調さを見込む機関と弱さが残るとする機関で差が出ている。



(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、「企業の期待成長率の低下を背景に設備の維持・更新を目的とする投資の割合が過去と比べても高いことから、回復力は弱く低水準での推移となろう（みずほ総合研究所）」のように、回復力は脆弱との見方が大勢を占めている。また、足元までの円高を受けて企業の海外シフトの影響を指摘する機関があった。

(4) 住宅

住宅投資は、「雇用環境が改善傾向となる中、フラット 35 S の金利引下げや住宅エコポイントなどの優遇策が追い風になっている（富国生命）」のように、さまざまな優遇策の後押しを受けて、足元では回復してきており、先行きも雇用所得環境の改善や優遇策を背景に回復がつづくとする見方が多い。

(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。ただし、2010 年度補正予算を受けて、一部公共事業が実施される影響で 2011 年 1-3 月期を上方修正した機関が目立つ。年度後半は景気停滞感が強まると予想される中、1-3 月期の公共事業拡大に景気の底割れを防ぐとの期待もみられた。

○ 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 +1.2% 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、輸出が再加速するとの見方がコンセンサスだ。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、想定される内需の回復力については差が見られる。

強めの見方をとる機関では、「設備投資も輸出の回復によって2011年度から回復ペースを速める（明治安田生命）」や「雇用者報酬の増加が続くことから、政策効果剥落による影響は一時的にとどまり、個人消費は増加基調で推移するだろう（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、弱めの見方をとる機関では、「円高の進展で海外の生産拠点の拡充の必要性が高まる中では、国内投資はなかなか停滞から脱却することは難しい状況にある（富士通総研）」、「所得環境の回復も遅れるため、個人消費や住宅投資の本格回復も期待薄（日本総研）」などのように内需の回復力は弱く、自立的成長に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。

なお、2012年度予測を公表した9機関の平均値をみると、2012年度は11年半ばより持ち直しに転じた世界経済の拡大を受けて、好調な推移が続くと予想されている。

【2012年度】

	実質GDP							名目GDP				(%)
	個人消費	住宅	設備投資	公共投資	輸出	輸入	名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP		
平均	2.2	1.1	3.0	5.6	▲ 3.8	8.4	6.7	1.9	5.7	0.2	2.8	
最大	2.8	1.9	6.9	7.0	▲ 0.5	11.9	11.6	3.3	7.0	0.7	3.3	
最小	1.8	0.8	▲ 2.3	4.1	▲ 7.8	6.0	3.9	1.4	3.6	▲ 0.3	2.3	
第一生命経済研究所	2.4	1.2	4.5	6.0	▲ 7.1	7.8	3.9	2.0	4.3	0.2	2.6	

(出所) 民間調査機関9社の資料より当社作成 (11月19日時点)

○ 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年度が同▲0.1%と前回から変わりはなく、下落が続くとの見方がコンセンサスとなっている。

2010年度については、足元ではタバコ増税や傷害保険料の引き上げなどが物価を押し上げているものの、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おり、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、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いくことから、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、消費者物価指数については2011年夏に2010年基準への基準改定が予定されており、

「改定により0.4%Pt程度の下方修正が予想されており、基準改定後で見れば2012年度もデフレ脱却には至らない（伊藤忠商事）」などの指摘が目立つ。基準改定による下方修正幅は0.4~0.5%Pt程度とみる向きが多いことから考えると、2011年度については基準改定後でのデフレ脱却を想定している機関はない。2012年度についても、デフレが続くとする機関が多く、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、Economic Trends「2010~2012年度日本経済見通し~景気停滞感が強まるも、2011年後半から持ち直し~」（11月16日発表）をご参照ください。