

テーマ：3Q決算とGDPから見た日本経済 2010年3月5日(金)

～景気は輸出・景気刺激策頼み、回復ペース鈍化の兆し～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

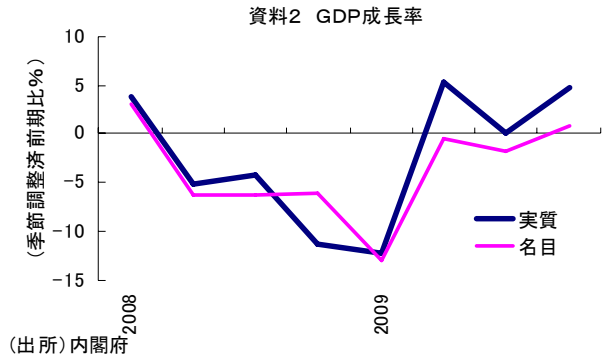
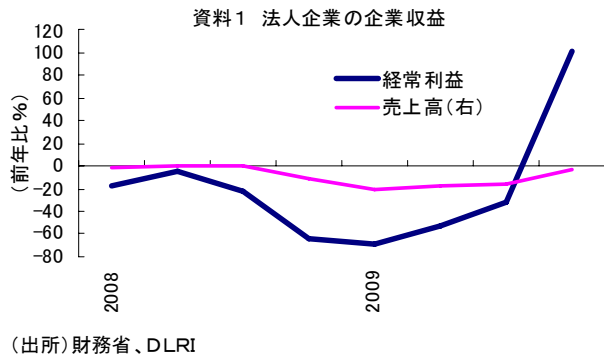
(要旨)

- 2009年10-12月期の法人企業統計季報では、日本企業の利益水準は依然として低いものの回復基調は続き、国内企業の業績が最悪期を脱したことを示す結果となった。また、物価変動の影響を除いた実質GDPも3四半期連続のプラス成長となり、景気の二番底懸念を後退させる内容となった。
- 結果、10-12月期決算でも輸送用機械や電気機器、鉄鋼、化学等の輸出関連企業や大手商社を含む卸売業では、旺盛な新興国需要と各国の景気刺激策の後押しを受けて業績が大きく改善した企業が目立った。
- 一方、価格下落による売上高の抑制というデフレの構造は変わっておらず、小売や住宅・不動産のほか、旅客数が大きく落ち込んだ空運、建設需要が低迷している建設や石油・石炭製品、電気・ガスなども減益となり、内需頼みの業界は苦戦が続いている。
- 企業の人件費削減に歯止めがかかっておらず、景気持ち直しの家計部門への波及は見られていない。売上高が低迷するなか、リストラによって利益を生み出している企業の決算状況からも裏付けられる。
- 供給側の月次GDPとされる12月の全産業供給指数でも前月比横ばいとなり、輸出が7カ月連続のプラスを確保したものの、個人消費、公共投資が前月比マイナスとなるなど内需の低迷が目立つ。これは、10-12月実質GDP1次速報値の高成長は10月の「貯金」によってもたらされたもので、1-3月以降の実質GDPは経済対策効果の一巡やデフレ加速で外需依存が強まり、回復ペースが鈍化することを示唆する。
- 日本経済は景気の2番底は回避するものの、10年度初頭にかけて経済対策効果の息切れなどから踊り場を迎える可能性がある。中国の金融引き締め懸念や米国の金融規制導入懸念、欧州の財政不安などにより、円高が進行してデフレを深刻化させるグローバルな景気下振れリスクが存在することにも注意が必要。

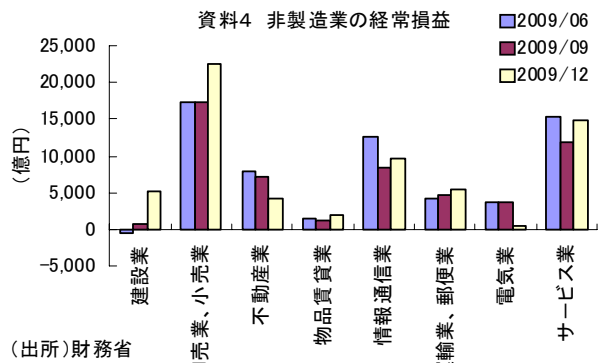
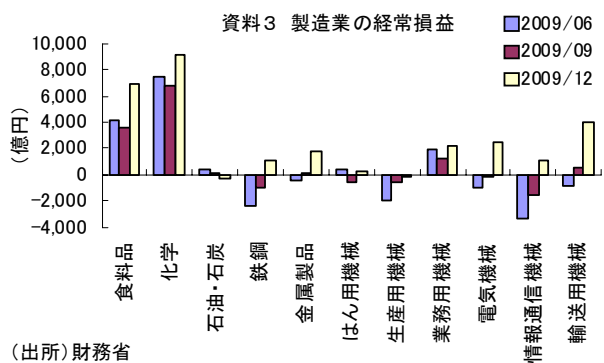
※本レポートは、週刊エコノミスト（2010年2月23日・3月9日号）に寄稿した論文を基に作成した。

● 内需業界は苦戦続く

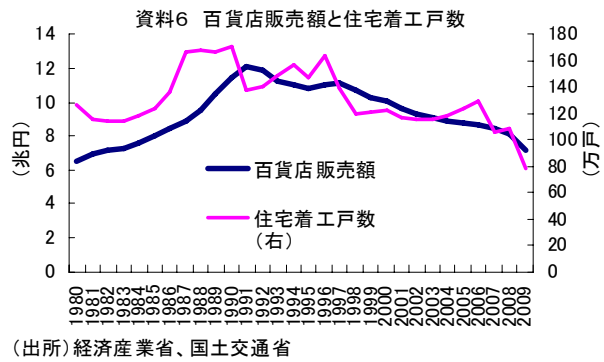
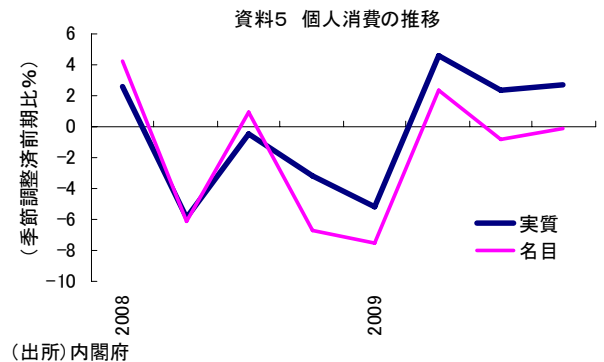
2009年10-12月期の法人企業統計季報では、大企業全産業の経常損益ベースで増益を確保した（資料1）。日本企業の利益水準は依然として低いものの、回復基調は続き、国内企業の業績が最悪期を脱したことを示す結果となった。また、同期において、物価変動の影響を除いた実質国内総生産（GDP、季節調整済み）も前期比年率で4.6%増と、4-6月期から3四半期連続のプラス成長となり、景気の二番底懸念を後退させる内容となった（資料2）。



これは、新興国需要の高まりや欧米などの経済対策効果に牽引されて輸出が増加を続けたことや、設備投資が増加に転じたことが背景にある。また、個人消費がエコポイント制度やエコカー減税を中心とした景気対策効果により増加を続けたことも成長に貢献した。結果、10-12月期決算でも輸送用機械や電気機器、鉄鋼、化学等の輸出関連企業や大手商社を含む卸売業では、旺盛な新興国需要と各国の景気刺激策の後押しを受けて業績が大きく改善した企業が目立った(資料3, 4)。

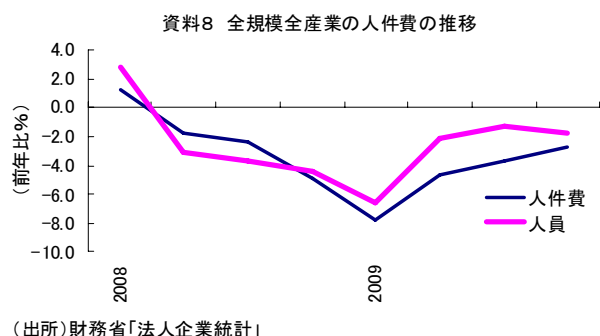
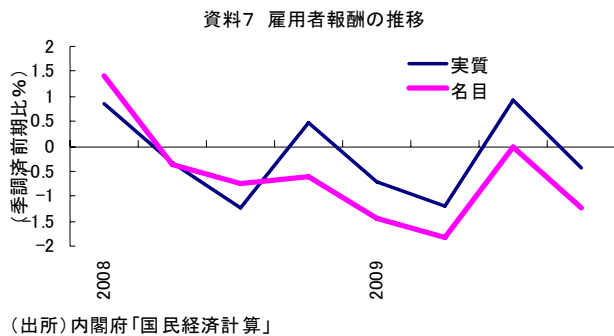


もっとも、今回は名目GDPも0.2%増(年率換算で0.9%増)と7四半期ぶりのプラスとなったが、名目の個人消費は減少を続けている(資料5)。物価の下落が実質成長率を押し上げた面もあり、価格下落による売上高の抑制というデフレの構造は変わっていないことを示している。それは小売りや住宅・不動産といった内需頼みの業界で厳しい決算が相次いでいることから裏付けられる。09年の全国百貨店の売上高は1980年代の水準まで落ち込んでおり、歯止めがかかっていない(資料6)。また、住宅業界でも09年の新設住宅着工戸数が45年ぶりに年間80万戸を割り、不振を極めている。旅客数が大きく落ち込んだ空運も赤字に転落し、建設需要が低迷している建設や石油・石炭製品、電気・ガスなども減益となり、内需頼みの業界は苦戦が続いている。



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。

こうした背景の1つには、名目GDP成長率がプラスに転化しても雇用者報酬が減少していることがある(資料7)。これは、企業の人件費削減に歯止めがかかっておらず、景気持ち直しの家計部門への波及は見られていないことを意味している。売上高が低迷するなか、リストラによって利益を生み出している企業の決算状況からも裏付けられる(資料8)。



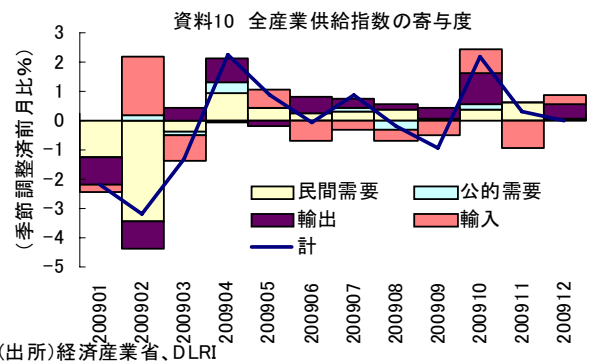
●個人消費と公共投資の息切れ

一方、経済産業省が2月19日に公表した12月の全産業供給指数は前月比横ばいとなった(資料9、10)。同指数は消費や設備投資など経済活動全体の動向を生産者など供給側から見た統計で、鉱工業出荷はじめ供給側の指標を指数化し、項目別に組み替えた統計である。財やサービスを売る側の動きを総合的に示すことから「供給側GDP」とも呼ばれる。これは需要統計からも推計されるGDP統計と連動性があるが、四半期ごとに公表されるGDPに比べ、毎月公表される全産業供給指数のほうが、より景気動向を先行して示す特性がある。

資料9 全産業供給指数の動き(前期比伸び率%)

	10月	11月	12月
最終需要部門計	2.2	0.3	0.0
個人消費	0.3	0.7	▲0.1
公共投資	1.4	▲0.9	▲0.1
民間住宅	▲2.2	3.0	0.8
民間企業設備	2.0	0.7	0.5
輸出	8.5	0.4	3.3
輸入	▲6.4	8.4	▲3.0

(出所)経済産業省、DLRI



内訳を見ると、輸出が7カ月連続のプラスを確保したものの、個人消費、公共投資が前月比マイナスとなるなど内需の低迷が目立った。個人消費は前月に比べ▲0.1%低下し、10カ月ぶりのマイナスとなった。09年10-12月期実質GDP1次速報値では個人消費が3四半期連続の増加となったが、月次の供給側統計では鈍化の兆しがうかがえる。

需要側の基礎統計である家計調査の実質消費支出(除く住居など)も1月は減少を続けている。マインド面でも12月は消費者態度指数が大きく落ち込んだ。失業率の高止まりや冬のボーナス減額など雇用・所得環境が厳しいなかで政府のデフレ宣言もあり、消費刺激策の効果が弱まったことが響いたようだ。公共投資も前月の水準を下回り、経済対策の恩恵を受けた項目が揃って落ち込んだ。

一方、民間企業設備は資本財出荷が好調だったことから前月比で0.5%上昇し、4カ月連続でプラ

スとなった。ただ、設備過剰感が引き続き強いことなどから昨年10月をピークに伸びは鈍化しており、企業の設備投資計画は依然慎重とみられる。なお、10-12月期GDP1次速報値では住宅投資が4四半期連続の大幅減となったが、12月の全産業供給指数では民間住宅が0.8%増と2カ月連続の増加となっており、下げ止まりの兆しがみられる。

輸出は前月比3.3%上昇し、11月の0.4%増から伸びを拡大させた。中国向けを中心に輸出が増え、中国の大規模な財政出動を背景にインフラ投資や耐久消費財購入支援策の効果による恩恵の波及が底堅く持続しているようだ。

●グローバルな下振れリスクも

このように全産業供給指数からは、10-12月実質GDP1次速報値の前期比年率+4.6%という高成長は10月の「貯金」によってもたらされたもので、足元では経済対策効果の一巡やデフレ加速で外需依存が強まり、内需の先行き不透明感が強まっていることが確認できる（資料11）。これは1～3月以降の実質GDPの回復ペースが鈍化することを示唆し、1月以降の全産業供給指数の動向が注目される。

10年度以降も、海外景気の拡大が輸出の増加を通じて国内景気を押し上げる構図は持続し、輸出産業を中心に上場企業も増益基調を維持することが期待される。だが、政策措置効果の弱まりや円高、海外の景気対策効果一巡を背景とする輸出の鈍化を背景にGDP成長率は減速すると予想される。つまり、日本経済は景気の2番底は回避するものの、10年度初頭にかけて経済対策効果の息切れなどから踊り場を迎える可能性があるといえよう。

さらに、今後の日本経済を見るうえで、中国の金融引き締め懸念や米国の金融規制導入懸念、欧州の財政不安などにより、円高が進行してデフレを深刻化させるグローバルな景気下振れリスクが存在することにも注意が必要だ。

