

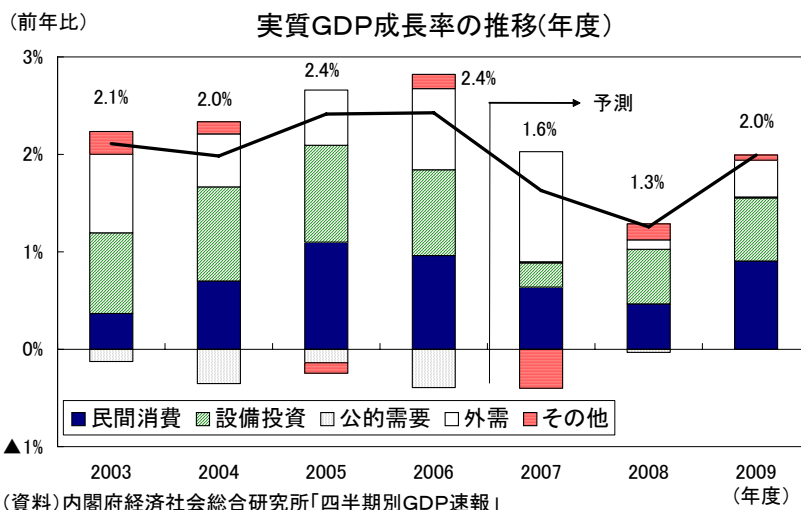
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2008・2009年度経済見通し～戦後最長の景気回復局面に終止符

＜実質成長率：2008年度1.3%、2009年度2.0%を予想＞

1. 2007年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率3.7%の高成長となったが、米国の景気後退に伴い輸出が急減速することから、2008年前半はほぼゼロ成長にとどまろう。
2. 輸出の影響を受けやすい鉱工業生産指数は2008年入り後、低下傾向が続き、2002年2月から続いてきた戦後最長の景気回復は途切れる可能性が高い。
3. バブル崩壊以降、長期にわたり日本経済の重しとなっていた過剰問題（債務、設備、雇用）は基本的に解消されているため、米国の景気後退が予想以上の厳しいものとならない限り、日本の景気後退もそれほど深刻なものとはならないだろう。
4. 実質GDP成長率は2008年度1.3%、2009年度は2.0%と予想する。
5. 今後、米国の景気後退が明確となり、日本の経済指標も景気の悪化を示すものが増えてくる公算が大きい。日銀は、4月末の展望レポートで、景気判断の大幅な下方修正を余儀なくされる可能性が高く、2008年中は政策金利の据え置きが続くだろう。



経済調査部門

(03)3512-1884

シニアエコノミスト 斎藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL : (03)3512-1800

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

戦後最長の景気回復局面に終止符

1. 外需依存の成長に限界

(2007年10-12月期は年率3.7%の高成長)

2/14に公表された2007年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報)は、前期比0.9%(年率3.7%)と2四半期連続のプラス成長となり、7-9月期の前期比0.3%(年率1.3%)から大きく加速した。

住宅投資は前期比▲9.1%と7-9月期の同▲8.3%に続き大幅な減少となったが、輸出が前期比2.9%の高い伸びとなったことで外需が大幅な増加となり、これに加えて設備投資の伸びが前期比2.9%と急加速したことが成長率を大きく押し上げた。10-12月期の実質成長率に対する国内需要の寄与度は0.5%、外需の寄与度は0.4%となり、表面的に見れば内外需のバランスが取れた成長となった。

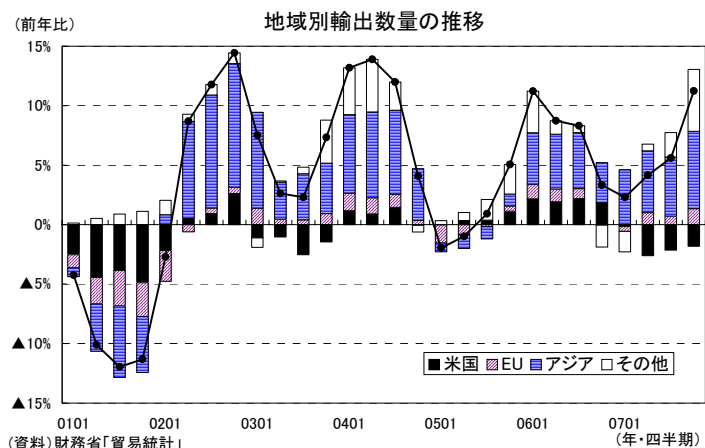
ただし、設備投資の高い伸びは、企業収益の頭打ち、景況感の悪化、建築基準法改正に伴う建設投資の落ち込みなどからすると、やや違和感のある数字とも言える。10-12月期の法人企業統計の結果が反映される2次速報(3/12公表予定)では、設備投資の伸びが下方修正される可能性があることも念頭に置いておく必要がある。

2007年(暦年)の実質GDP成長率は2.1%となったが、このうち外需の寄与度が1.2%と全体の6割近くを占めた。一時的に国内需要が盛り上がる局面はあったものの、年間を通して見れば、日本経済が外需依存で成長を続けてきたことは明らかだ。

(急減速が見込まれる輸出)

輸出は、米国向けの落ち込みをEU向けの堅調、中国をはじめとしたアジア、中東、ロシアなどの新興国向けの高い伸びがそれをカバーする形で、全体として高い伸びを続けてきたが、このような構図は今後崩れる可能性が高い。

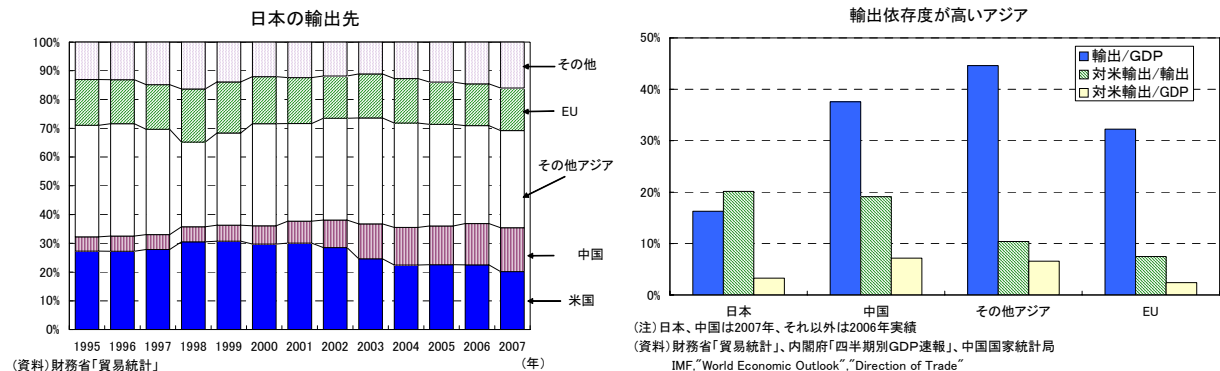
2007年10-12月期の米国の実質GDP成長率は、7-9月期の前期比年率4.9%から同0.6%へと急低下した。サブプライムローン問題の拡大に伴う住宅市場の悪化やガソリン価格高騰の影響が、個人消費に波及し始めている。また、1月の雇用統計では、非農業部門の雇用者数が2003年8月以来の減少となるなど、堅調な雇用所得が個人消費を下支えするという構図は崩れつつある。米



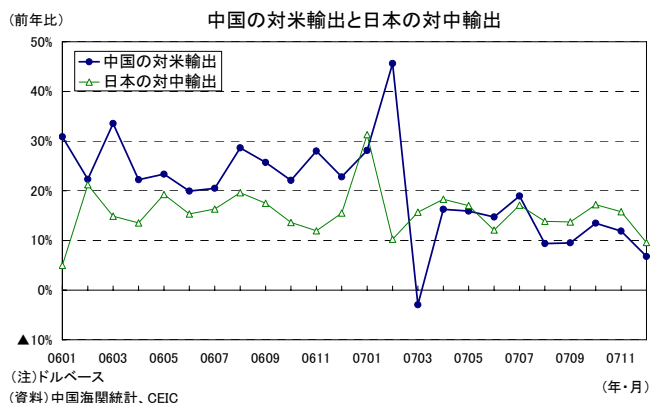
国経済は住宅投資の大幅な落ち込みが続く中、個人消費のさらなる減速もあって2008年1-3月期にはマイナス成長に転じ、景気後退局面入りすることが予想される。米国経済がマイナス成長を脱するのは、2007年9月からの累計で2.25%幅となった利下げや、総額1500億ドルの景気対策の効果が表れる2008年後半となるだろう。年間の成長率は2007年の2.2%から2008年には1.1%へと大きく減速した後、住宅投資の調整に目処がつく2009年には2.0%に持ち直すと予想する。

日本の貿易面での米国への依存度は大きく低下しており、日本の輸入相手国としてはすでに2002年の時点で中国が米国を上回っている。輸出相手国としては引き続き米国が最大だが、中国との差は急速に縮小しており、中国向けの再輸出製品を多く含む香港向けとの合計では2007年に米国を上回った。対米輸出依存度の低下は、日本にとどまらず、欧州、アジアなどでも同様に見られる現象であり、世界経済における米国の相対的な地位が低下しつつあることは確かだろう。

しかし、それでもなお米国は世界最大の輸入国で、米国の国内需要が大きく落ち込めば、これまで高成長を続けてきた新興国の減速は不可避と考えられる。特に、日本の輸出の5割近くを占めるアジアは、GDPに対する輸出の比率が4割程度と非常に高い。対米輸出依存度が低下したとはいえ、GDPに対する対米輸出の比率は高いため、米国向け輸出の減少による影響を大きく受けやすい構造となっている。



また、日本の輸出相手国が米国から中国へシフトしている一因として、国内から中国への生産拠点の移行が進んだため、日本から中国へ生産財を輸出し、それを現地で組み立てた後、米国向けに再輸出するという三角貿易の割合が高まっていることが挙げられる。このため、米国の国内需要の低迷に伴い中国から米国への輸出が減少すれば、日本から中国への輸出の減少にもつながりやすい。足もとで中国から米国向けの輸出の伸びが鈍化し、それとともに日本から中国向けの輸出も鈍化していることは、好調が続いてきた新興国向け輸出の変調の兆し



と捉えることも可能だろう。

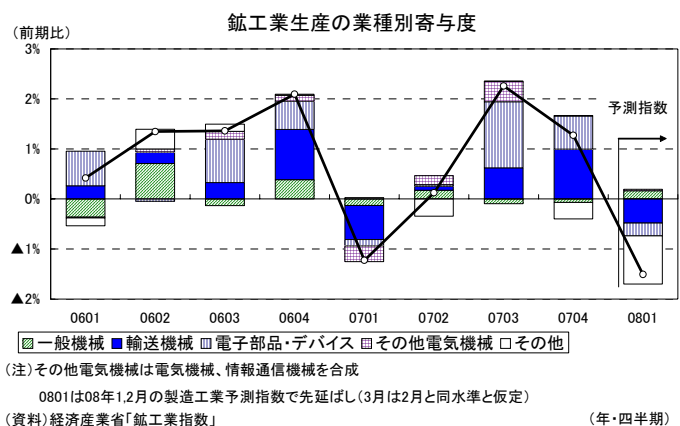
また、これまで輸出の追い風となってきた為替レートがここに来て円高方向に振れていることも、輸出にとってはマイナス材料である。年明け以降、米国経済の先行き不透明感が高まったことから対ドルで円高が進むとともに、ECBの利上げ観測が後退したことなどから、対ユーロでも円高が進んでいる。

2008年1-3月期以降、米国の景気後退に伴い、米国向け輸出の減少幅はさらに拡大することに加え、EU向け、新興国向け輸出の伸びも鈍化する可能性が高い。GDPベースの実質輸出は、2007年7-9月期、10-12月期ともに前期比2.9%の高い伸びとなったが、2008年1-3月期には伸びが急低下し、4-6月期には前期比でマイナスに転じると予想する。外需は景気の牽引役の座を降りることになるだろう。

(1-3月期の鉱工業生産は4四半期ぶりの減産へ)

10-12月期の鉱工業生産は前期比1.3%となり、7-9月期の同2.2%からは鈍化したものの、比較的高めの伸びを維持した。業種別には、在庫調整がほぼ終了したと見られる電子部品・デバイス、新興国を中心とした輸出の好調が続く輸送機械がそれぞれ前期比4.0%、6.6%の高い伸びとなり、この2業種だけで10-12月期の生産指数を前期比2%近く押し上げる形となった。

しかし、12月速報と同時に公表された製造工業生産予測指数は、1月が前月比▲0.4%、2月が同▲2.2%と弱めの数字となった。業種別には輸出ウエイトの高い電気機械、輸送機械の減産計画が目立っている(電気機械:1月:▲1.1%、2月:▲8.9%、輸送機械:1月:▲2.7%、2月:▲0.8%)。米国経済の先行き不透明感の高まり、年初からの株安などをを受けて企業心理が大きく冷え込んでいることが、生産計画の抑制につながったものと考えられる。



12月の鉱工業生産指数を、1月、2月の予測指数で先延ばし(3月は横ばいと仮定)すると、08年1-3月期は前期比▲1.4%の低下となる。最近の鉱工業生産の実績値は予測指数の伸びを下回る傾向があることを考慮すれば、1-3月期の鉱工業生産は4四半期ぶりの減産となる可能性が高いだろう。鉱工業生産は輸出の動向に左右される側面が強いため、米国の景気後退を背景とした輸出の低迷が続く2008年度前半までは低下傾向が続くだろう。

(景気の山は2007年10月頃の可能性)

日本の景気基準日付は、主として景気動向指数(一致指数)のヒストリカルDIを用いて決定される。具体的には、景気動向指数の一致指数11系列のうち6系列以上がピークアウトした時点が景気の山となる。一致指数の構成指標のうち、製造業に関するものが6系列と過半数を占めて

おり、これらの指標は鉱工業生産指数との連動性が非常に高い。したがって、鉱工業生産指数が2008年1月以降低下傾向を続ければ、関連性の高い指標も同様の動きとなり、鉱工業生産指数がピークの2007年10月頃が景気の山ということになる¹。

2002年1月を底に6年近くという戦後最長の景気回復を続けてきた日本経済だが、7年目を迎える直前の2007年終り頃を境に、景気後退局面入りしている可能性が高い。

景気動向指数一致系列の推移

年 月	2007											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
生産指数(鉱工業)	107.1	107.9	107.6	107.4	107.1	108.5	108.1	111.9	110.3	112.2	110.4	112.0
鉱工業生産財出荷指数	119.3	119.7	120.6	121.2	121.3	122.5	122.3	128.5	127.8	129.6	127.0	129.7
大口電力使用量<100万KW>	24120	24227	24625	24366	24445	24583	24219	25134	25199	24900	24865	25109
稼働率指数(製造業)	105.9	106.3	106.3	104.6	105.0	105.8	104.4	109.7	108.6	110.2	108.4	110.2
所定外労働時間指数(製造業)	103.9	105.0	103.3	103.6	102.2	103.7	103.7	103.8	104.0	105.4	106.8	105.1
投資財出荷指数(除輸送機械)	98.8	99.5	93.1	99.2	98.4	97.1	100.4	101.0	94.8	98.6	95.4	96.6
商業販売額(小売業)<前年同月比>	-0.9	-0.2	-0.7	-0.7	0.1	-0.4	-2.3	0.5	0.5	0.8	1.6	0.2
商業販売額(卸売業)<前年同月比>	3.3	3.9	1.9	5.8	7.7	5.4	5.9	3.8	1.2	5.4	4.8	2.8
営業利益(全産業)<億円>	138820			146942			143095					
中小企業売上高(製造業)	104.7	103.8	104.5	104.8	105.6	106.5	105.1	108.3	106.4	109.3	107.8	109.8
有効求人倍率(除学卒)	1.06	1.05	1.03	1.05	1.06	1.07	1.07	1.06	1.05	1.02	0.99	0.98

(注) ○ は個別系列の直近のピーク。商業販売額(小売業)、商業販売額(卸売業)、有効求人倍率のピークはそれぞれ04年2月、06年5月、06年7月

2. 力不足の国内需要

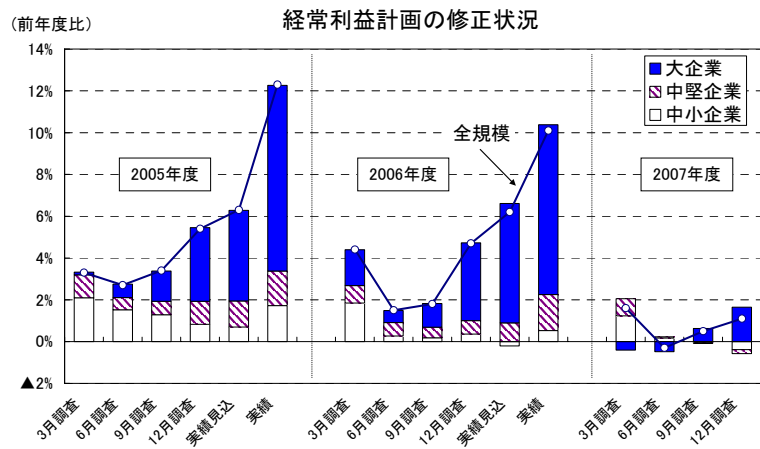
外需の悪化が予想される中、期待される国内需要だが、企業部門、家計部門ともに景気の牽引役となるには力不足と考えられる。

(企業収益の伸びは頭打ちに)

これまで好調を続けてきた企業収益だが、円高の進展や原油価格高騰の影響などから、ここに来て変調の兆しが見られる。

日銀短観12月調査では、2007年度の経常利益計画が前回9月調査から0.5%上方修正され、前年度比1.1%(全規模・全産業)となったが、2006年12月調査時点の2007年度計画の伸び(4.7%)

は大きく下回った。企業規模別に見ると、大企業の経常利益計画は当初計画から着実に上方修正されているが、中堅企業では9月調査、12月調査と2期連続、中小企業では3月の当初計画から3期連続で計画が下方修正されている。原材料費の高騰を販売価格に転嫁しにくい中小企業では、収益環境が非常に厳しくなっていることが読み取れる。



¹ただし、鉱工業指数は4月中旬公表予定の2007年年間補正、基準改定(2000年基準→2005年基準)により、過去の計数が遡及改定されるため、それぞれの指標のピークは若干前後する可能性がある。

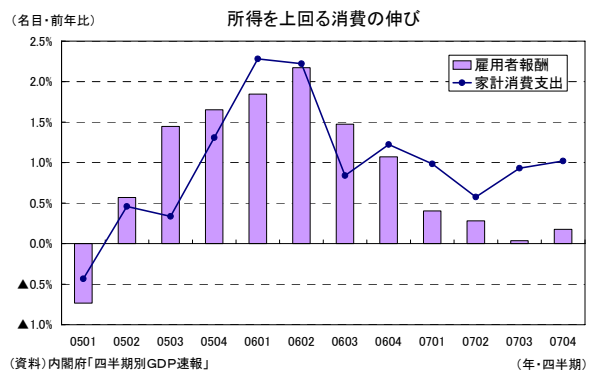
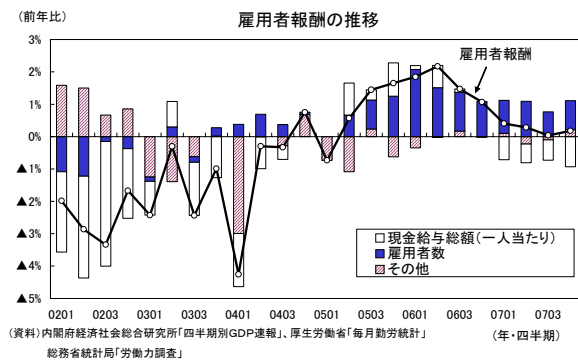
また、これまでは為替レートが企業の想定よりも円安に振れ続けてきたことが、経常利益計画の上方修正要因となってきたが、米国の景気後退観測が徐々に強まる中、円高・ドル安が進展し、年明け以降は1ドル=110円を割り込む水準で推移している。

日銀短観12月調査によれば、2007年度下期の企業の想定為替レートは113.56円（全規模・全産業）と、足もとの水準よりも5円以上の円安となっている。輸出企業の多くは為替変動のリスクを回避するための為替予約を取っているため、足もとの円高が即座に企業収益の悪化につながるわけではないが、これまでのような円安による企業収益の上方修正の余地が小さくなっていることは確かだろう。2007年度の経常利益は2006年度までの前年比二桁の伸びから大きく鈍化する可能性が高く、輸出の減速に伴う売上の伸び鈍化が見込まれる2008年度前半は減益となる可能性が高いだろう。

（厳しさを増す個人消費を取り巻く環境）

10-12月期の民間消費は前期比0.2%と、緩やかながらも増加傾向を維持したが、個人消費を取り巻く環境は厳しさを増している。

失業率は3%台後半で推移し、雇用者数の伸びも前年比で1%程度（労働力調査ベース）の高い伸びを続けているが、一人当たり賃金は依然低迷している。所定内給与は2007年11月に前年比0.2%と1年8ヵ月ぶりに増加に転じ、12月も同0.5%となったが、年末賞与にあたる12月の特別給与は前年比▲3.6%の大幅減少となった。10-12月期の現金給与総額（一人当たり）は前年比▲0.9%と4四半期連続のマイナスとなり、7-9月期の同▲0.6%から減少幅が拡大した。



GDP統計の雇用者報酬は2006年4-6月期の前年比2.2%をピークに伸び率が徐々に鈍化し、2007年に入ってから前年比でゼロ%台の低い伸びとなっている。こうした中、家計消費支出の伸びは雇用者報酬の伸びを大きく上回る状況が続いている。もちろん、足もとの家計の可処分所得は雇用者報酬（労働所得）以外に利子、配当などの財産所得により押し上げられている面もあるが、その一方で定率減税廃止や住民税増税による負担増もあるため、家計が所得の伸びを上回る消費を続けていることは確実であり、このような状況が今後も継続することは考えにくい。

さらに、消費者心理が悪化を続けていることも懸念材料である。内閣府「消費動向調査」によれば、消費者の購買意欲を示す消費者態度指数は2007年春以降、急速に低下している。消費者態

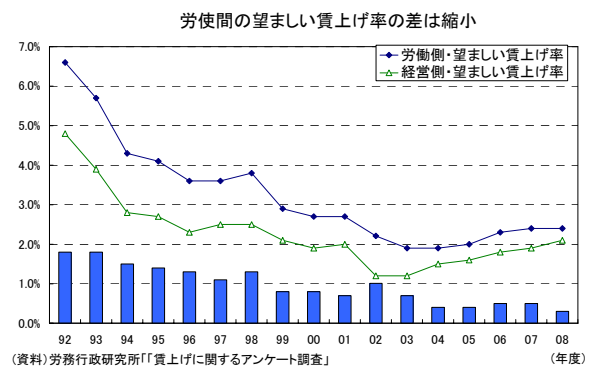
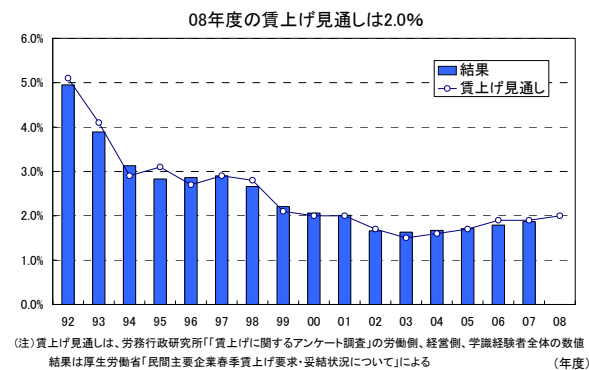
度指数の構成項目を見ると、「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」のいずれもが大きく悪化している。ガソリン、灯油価格の高騰、株安なども足もとの消費者心理の悪化に拍車をかけていると見られる。

所得の低迷、消費者心理の悪化が続く中、健闘を続けてきた個人消費だが、今後は弱含みとなる可能性が高い。

数少ない明るい材料としては、これまで賃上げに慎重だった日本経団連が、2008年春闘では賃上げ容認の姿勢を打ち出していることが挙げられる。

労務行政研究所の「賃上げに関するアンケート調査」によれば、2008年度の賃上げ見通しは、2007年度実績の1.87%（厚生労働省、民間主要企業）を若干上回る2.0%（労働側、経営側、学識経験者の平均）となった。同調査によれば、労働側が望ましいと考える賃上げ率は、経営側が望ましいと考える賃上げ率を上回っているが、このところ両者の差が縮小しており、2008年度は0.3ポイントと、1992年の調査開始以来最も小幅となった。

海外経済の不透明感が強まる中、個人消費を中心とした国内需要の拡大が景気回復持続に不可欠との認識が経営側にも強くなっていることを表したものと言えよう。このところの物価上昇分がある程度反映されることもあって、2008年度の春季賃上げ率は2007年度に比べれば高まることだろう。しかし、その一方で経営環境は昨年よりも厳しさを増しており、業績連動の割合が高いボーナスについては2007年度以上の厳しさとなることが予想される。このような点もあわせて考えれば、2008年度中は個人消費が景気の牽引役となることは期待しづらいだろう。



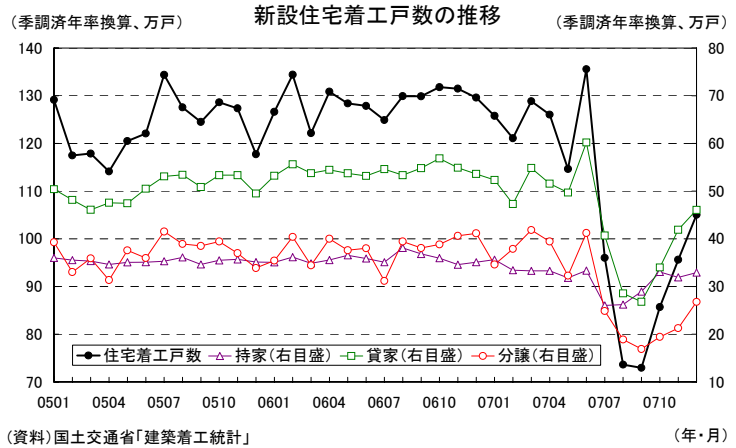
(建築基準法改正の影響①：住宅投資は1-3月期には増加に転じる見込み)

2007年6月20日に施行された改正建築基準法の影響で、住宅着工戸数は7月以降、急速に落ち込み8月、9月には前年比で40%を超える減少となった。その後、国土交通省が、改正建築基準法の円滑な施行に向けて、周知徹底のための説明会の開催、アドバイザーの派遣、運用面の改善等の対策を相次いで打ち出したこともあり、10月以降は持ち直しの動きが見られる。2007年10-12月期の新設住宅着工戸数（季節調整済・年率換算値）は、95.5万戸となり7-9月期の80.9万戸から回復した。

利用関係別には、小規模物件の多い持家はほぼ6月以前の水準にまで戻っている一方、規模の

大きなものが多い貸家、分譲では回復が遅れている。1/21 に国土交通省は新たな構造計算プログラムソフトを仮認定し、2 月中にも正式な認定を予定している。大臣認定のプログラムを用いれば、建築確認申請から確認完了まで最大で 70 日程度かかる審査が半分程度に短縮できるため、今後、審査手続きの円滑化が期待できるだろう。住宅着工戸数は 2008 年 4-6 月期には改正建築基準法施工前の水準である 120 万戸台にまで回復すると予想する。

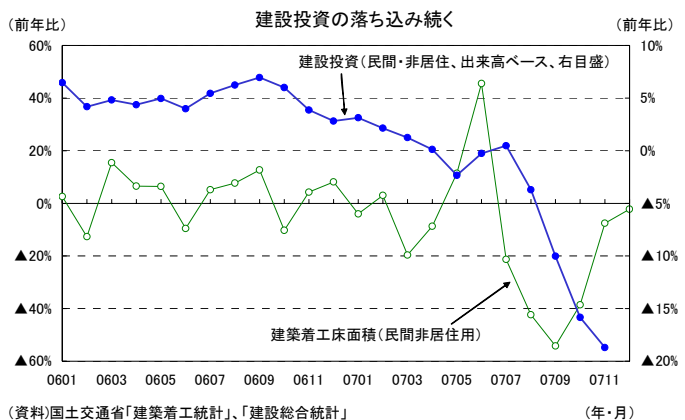
工事の進捗ベースで計上される GDP 統計の住宅投資は、着工の落ち込みがやや遅れる形で顕在化するため、10-12 月期も大幅な減少となったが、2008 年 1-3 月期以降は増加に転じ、成長率を押し上げる方向に働くことになるだろう。



(建築基準法改正の影響②)：企業の建設投資は減少継続

一方、企業の建設投資は大幅な落ち込みが続いている。建設投資の先行指標である建築着工床面積(民間非居住)は、2007 年 9 月を底に持ち直しているが、GDP 統計と同様に進捗ベースで計上される出来高統計では、依然大幅な減少が続いている。企業の建設投資は着工から完成までの工期が長いから、2007 年夏場以降の着工の落ち込みの影響は 2008 年中頃まで残るものと考えられる。

設備投資のうち、機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、2007 年 10-12 月期に前期比 0.9%と 2 四半期連続の増加となった後、2008 年 1-3 月期の機械製造業者の受注見通し(過去 3 四半期の平均達成率を乗じて計算)も前期比 3.5%となっており、機械投資は堅調を維持する公算が大きい。しかし、建設投資の下押し圧力が続くことから、設備投資全体としては当面低調な推移が予想される。さらに、設備投資拡大の主因となっていた企業収益の悪化が明確となれば、設備投資が減少に転じるリスクが高まるだろう。



3. 2008年度1.3%成長、2009年度2.0%成長

(2008年前半はほぼゼロ成長)

2007年度の実質GDP成長率は1.6%となり、2006年度の2.4%から減速することが見込まれる。建築基準法改正に伴い住宅投資が前年比▲13.1%の大幅減少となり、2007年度の成長率を▲0.4%押し下げる一方、外需寄与度は2006年度の0.8%から1.1%へと拡大するだろう。

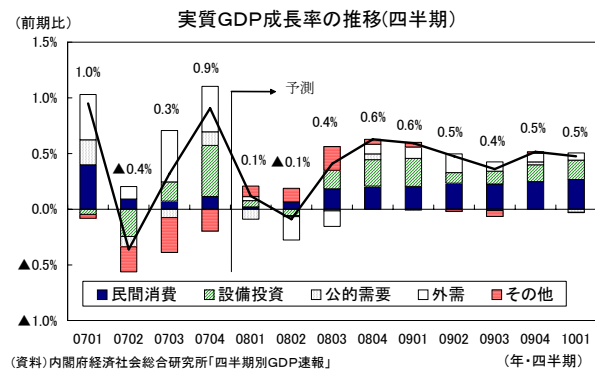
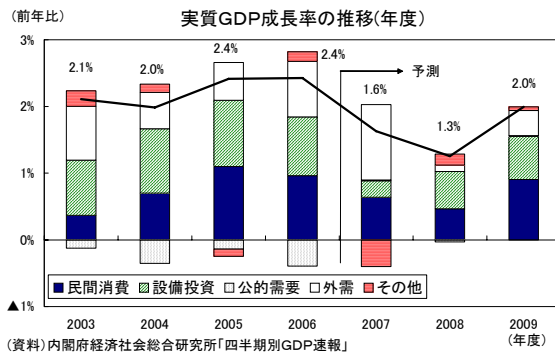
米国の景気後退に伴い、輸出が急減速することから、2008年1-3月期の成長率は2007年10-12月期の前期比年率3.7%の高成長から、同0.5%へと急減速し、4-6月期には同▲0.4%と小幅ながらもマイナス成長になると予想する。米国経済が持ち直しに向かう2008年度下期には輸出が再び増加に転じ、成長率も上向くだろう。2008年度の実質成長率は1.3%と潜在成長率を下回るが、2009年度には2.0%にまで回復すると予想する。

需要項目別には、民間消費は所得の低迷を主因として2008年度は0.8%という低い伸びにとどまるが、賃金上昇が見込まれる2009年度には1.6%と伸びが高まるだろう。

住宅投資は、建築基準法改正に伴う落ち込みの反動で2008年度に10.3%と急増した後、2009年度も4.8%の増加となるだろう。

設備投資は2007年度の1.6%から2008年度が3.5%、2009年度が4.0%と徐々に伸びが高まると予想する。

外需寄与度は輸出の伸びが低下することにより、2007年度の1.1%から2008年度には0.1%へと大幅に縮小するが、海外経済の持ち直しから輸出の伸びが高まる2009年度には0.4%へと改善するだろう。



(現時点では深刻な景気後退は回避される見通し)

日本経済は、ITバブル崩壊(2000年11月~2002年1月)以来の景気後退局面に入る可能性が高いが、1990年代初頭のバブル崩壊以降の近年の後退局面に比べれば、調整の度合いは軽微にとどまる可能性が高い。

過去3回の景気後退は、いずれも年度ベースでマイナス成長に陥るという深刻なものだった(1993年度:▲1.0%、1998年度:▲1.5%、2001年度:▲0.8%)。しかし、当時と比べ国内の経済状況は大きく改善している。たとえば、バブル崩壊以降、長期にわたり日本経済の重しとな

っていた債務、設備、雇用の過剰問題は現時点ではほぼ完全に解消されている。特に雇用については、団塊世代の大量退職、若年労働力の減少を背景に企業の人手不足感が非常に強い状態が続いているため、景気が多少低迷したとしても雇用情勢が急速に悪化するリスクは低いだろう。

また、短期的な景気循環を大きく左右するのは製造業の在庫循環だが、2002年以降の回復局面では企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢をとり続けてきたため、在庫の積み上がり幅はそれほど大きなものとはなっていない。

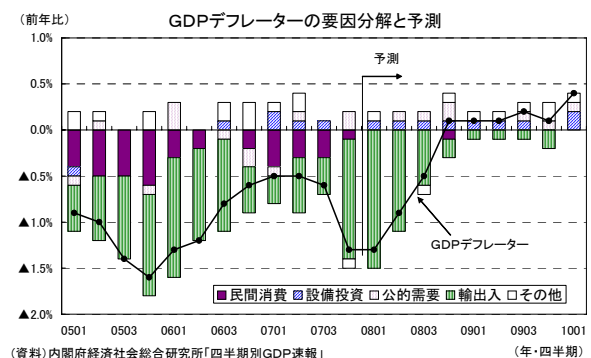
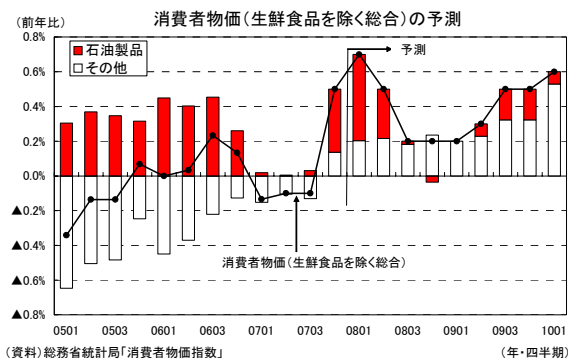
現時点では、米国は2008年1-3月期から2四半期連続で小幅なマイナス成長となるが、その後プラス成長に復帰するというマイルドリセッションを想定している。米国の景気後退がこの程度にとどまれば、日本の景気後退が深刻的なものとなることは避けられるだろう。

(物価、金融政策の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、2007年10月に10ヵ月ぶりにプラスとなった後、12月には0.8%にまで上昇幅が拡大した。上昇率急拡大の主因は原油価格高騰に伴う石油製品価格の上昇だが、石油製品を除いたベースでも足もとではプラスに転じている。原材料の高騰に対応するための値上げは、今後も食料品を中心に多くの企業で予定されており、2006年にいったんプラスとなった後、石油製品の下落に伴い再びマイナスに転じた頃とは状況は大きく異なっている。

原油価格(WTI先物)は、2008年に入って一時100ドル/バレルをつけたが、米国の景気後退観測の高まりなどもあり、足もとでは90ドル台前半で推移している。また、円高/ドル安が進んだこともあり、ガソリン店頭価格はすでに低下し始めている。世界経済の減速に伴い原油価格は今後緩やかな低下傾向が続き、石油製品による押し上げ寄与は今後剥落するため、コアCPIの上昇幅は2008年春以降縮小に向かうだろう。しかし、物価上昇の裾野は着実に広がっているため、マイナスに転じる可能性は低いと見る。

景気後退に伴う需給緩和の影響もあり、2008年度のコアCPIは0.3%にとどまるが、2009年度には景気回復に伴う労働需給の逼迫→賃金上昇→サービス価格の上昇というルートを通じて物価上昇率が再び高まるだろう。2009年度のコアCPIは0.5%と予想する。



2007年10-12月期のGDPデフレーターは前年比▲1.3%と7-9月期の同▲0.6%からマイナス



幅が大きく拡大した。国内需要デフレーターは前年比 0.1% (7-9 月期: 同▲0.2%) とプラスに転じたが、輸出デフレーターがマイナスに転じ(7-9 月期: 前年比 1.9%→10-12 月期: 同▲0.5%)、原油価格高騰に伴い輸入デフレーターの上昇率が高まった(7-9 月期: 前年比 5.1%→10-12 月期: 同 8.5%) ことが GDP デフレーターを大きく押し下げた。

GDP デフレータープラス転化は、国内需要デフレーターの上昇が続く中、輸入デフレーターによる押し下げ圧力が緩やかとなる 2008 年 10-12 月期と予想する。ただし、年度ベースで名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転」が解消されるのは 2009 年度までずれ込むだろう。

日銀は、昨年 12 月の「金融経済月報」で、住宅投資の落ち込みを理由に景気判断を若干下方修正したが、先行きについては「当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる」とした。1 月には、昨年 10 月の展望レポートに対する中間評価が示されたが、「生産・所得・支出の好循環メカニズムは基本的に維持されており住宅投資が次第に回復に向かうことから、2008 年度の成長率は、「見通し」に概ね沿って、潜在成長率をやや上回る水準になると予想される」とし、従来からの基本的なスタンスは変えなかった。しかし、今後数ヶ月のうちに、米国の景気後退が明確となり、日本の経済指標も景気の悪化を示すものが増えてくる公算が大きい。4 月末に公表予定の展望レポートでは、景気判断の大幅な下方修正を余儀なくされるだろう。

2008 年中は政策金利の据え置きが続く可能性が高く、利上げの再開は日米の景気持ち直しが確認される 2009 年前半となろう。

(3 月 12 日に予定されている 10-12 月期 2 次 QE の発表を受けた経済見通しの修正は 3 月 13 日、欧米見通しの詳細は 3 月 14 日発行の Weekly エコノミスト・レターに掲載予定です。)

米国経済の見通し

		2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	2.2	1.1	2.0	4.9	0.6	▲0.6	▲0.3	2.1	1.9	1.8	2.3	2.5	2.7
FFレイト誘導目標	期末、%	4.25	2.25	3.50	4.75	4.25	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	3.00	3.50
国債10年金利	平均、%	4.6	3.7	4.1	4.7	4.3	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9	4.0	4.2	4.4

欧州（ユーロ圏）経済の見通し

	単位	2007年	2008年	2009年	2007年		2008年				2009年			
		(予)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.7	1.8	2.1	2.7	2.3	1.8	1.9	1.6	1.7	1.9	2.1	2.1	2.2
	前期比年率%	2.7	1.8	2.1	3.1	1.6	1.3	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3
ECB市場介入金利	期末、%	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
対ドル為替相場	平均、ドル	1.37	1.45	1.43	1.38	1.45	1.47	1.45	1.45	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43



日本経済の見通し (2007年10-12月期1次QE(2/14発表)反映後)

(単位、%) 前予測 (2007.12)

	2007年度 見込	2008年度 予測	2009年度 予測	07/10-12 実績	08/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	09/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	10/1-3 予測	2007年度	2008年度
実質GDP	1.6	1.3	2.0	0.9	0.1	▲0.1	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	1.1	2.0
内需寄与度	(0.4)	(1.2)	(1.6)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(1.7)
内、民需	(0.4)	(1.2)	(1.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(1.7)
内、公需	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)
外需寄与度	(1.1)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.9)	(0.3)
民間最終消費支出	1.1	0.8	1.6	0.2	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	1.4	1.5
民間住宅投資	▲13.1	10.3	4.8	▲9.1	5.1	5.6	7.3	3.4	2.6	▲0.5	▲0.0	0.1	▲0.3	▲13.2	9.6
民間企業設備投資	1.6	3.5	4.0	2.9	0.3	▲0.3	1.0	1.5	1.5	0.6	0.7	0.9	1.0	0.4	5.2
政府最終消費支出	0.8	0.6	0.7	0.8	▲0.3	0.1	0.0	0.4	0.3	0.1	▲0.0	0.2	0.2	0.6	0.6
公的固定資本形成	▲3.0	▲3.4	▲3.1	▲0.7	▲1.0	▲0.8	▲0.5	▲0.6	▲1.8	▲0.8	▲0.1	▲0.1	▲1.9	▲4.1	▲4.4
輸出	8.7	2.0	4.7	2.9	0.5	▲0.9	▲0.4	1.0	0.9	1.4	1.4	1.3	1.5	7.4	4.4
輸入	1.5	2.1	3.4	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7	0.4	0.5	1.2	1.3	1.6	1.7	4.0
名目GDP	0.7	0.9	2.2	0.3	▲0.1	0.0	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.3	0.7	0.6	2.1

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位、%)

	2007年度	2008年度	2009年度	07/10-12	08/1-3	4-6	7-9	10-12	09/1-3	4-6	7-9	10-12	10/1-3	2007年度	2008年度
鉱工業生産 (前期比)	2.6	▲1.0	3.4	1.3	▲1.2	▲1.7	▲0.4	0.8	1.2	0.8	1.0	0.9	0.8	2.7	2.9
国内企業物価 (前年比)	2.2	0.5	0.5	2.3	3.1	1.8	0.7	▲0.2	▲0.4	▲0.0	0.4	1.0	0.8	1.8	0.5
消費者物価 (前年比)	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	0.1	0.4
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.7	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6	0.1	0.4
経常収支 (兆円)	24.8	21.9	22.9	26.3	21.9	22.1	22.7	22.9	19.9	22.2	23.7	23.8	22.1	24.7	23.4
(名目GDP比)	(4.8)	(4.2)	(4.3)	(5.1)	(4.2)	(4.3)	(4.4)	(4.4)	(3.8)	(4.2)	(4.5)	(4.5)	(4.1)	(4.8)	(4.5)
失業率 (%)	3.9	3.8	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.8	3.6
住宅着工戸数(万戸)	103	120	118	95	111	125	120	116	117	117	117	118	118	103	120
コールレート (無担保・翌日物)	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	0.50	1.00
10年国債利回り (店頭基準配)	1.6	1.5	2.1	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7	1.8	2.1	2.2	2.3	1.7	1.8
為替 (円/ドル)	115	103	105	113	107	102	102	102	105	105	105	105	105	114	110
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	75	85	89	83	84	84	84	84	87	87	89	89	91	78	84
経常利益 (前年比)	2.7	0.3	3.5	1.5	▲1.4	▲1.5	▲0.6	0.9	2.4	2.3	2.0	3.9	5.5	3.3	3.2

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値、経常利益の07/10-12は予測値。

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(総括)															
経済調査部長	樋 浩一	(はじ こういち)	(03) 3512-1830	haji@nli-research.co.jp											
(日本経済担当)															
シニアエコノミスト	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp											
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp											
(金融・為替担当)															
シニアエコノミスト	矢嶋 康次	(やじま やすひで)	(03) 3512-1837	yyajima@nli-research.co.jp											
(米国経済担当)															
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doihara@nli-research.co.jp											
(欧州経済担当)															
主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp											

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)