

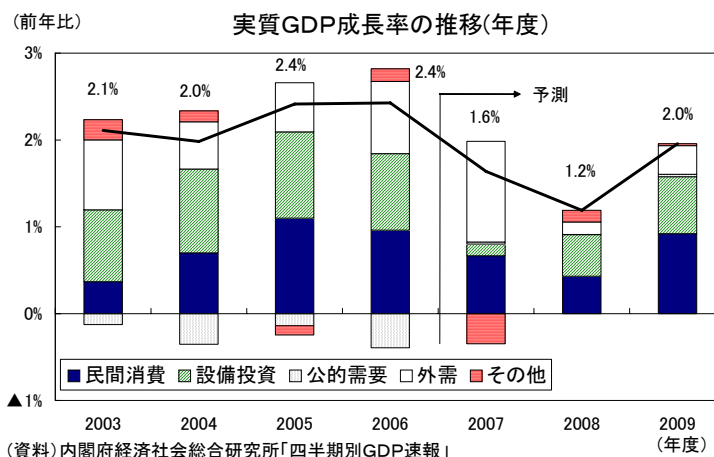
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 2008・2009年度経済見通し～10-12月期2次QE後改定

＜実質成長率：2008年度1.2%、2009年度は2.0%を予想＞

1. 2007年10-12月期のGDP2次速報は、設備投資の下方修正を主因として、実質GDP成長率が1次速報の前期比0.9%（年率3.7%）から前期比0.9%（年率3.5%）へと若干下方修正された。
2. 10-12月期の2次速報の結果を受けて、2008年度の実質GDP成長率の見通しを2月時点の1.3%から1.2%へと若干下方修正した。2009年度は前回通り2.0%と予想する。
3. 1-3月期の鉱工業生産は大幅な減産が不可避であるが、米国の景気後退に伴う輸出の急減速が見込まれる2008年度前半は、生産の低下傾向が続くだろう。2002年2月から続いてきた戦後最長の景気回復はすでに途切れている可能性が高い。
4. 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に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。
5. 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/>

## 10-12 月期 2 次 QE 後経済見通し

### 1. 10-12 月期の成長率は小幅下方修正

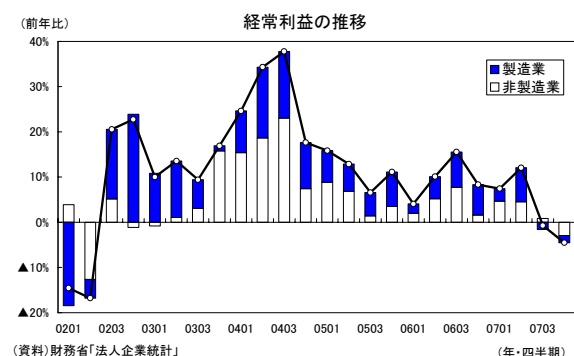
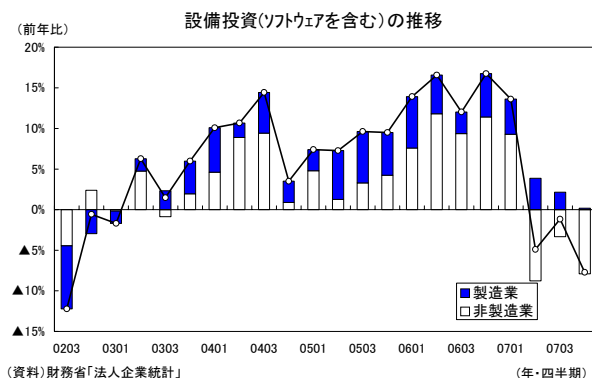
(設備投資が下方修正)

3/12 に内閣府が公表した 2007 年 10-12 月期の GDP 2 次速報 (2 次 QE) は、実質 GDP 成長率が前期比 0.9% (年率 3.5%) となり、2/14 に公表された 1 次速報 (前期比 0.9%、年率 3.7%) から若干下方修正された。

外需寄与度が前期比 0.4% から同 0.5% へ、政府消費、公的固定資本形成も小幅上方修正されたが、1 次速報で前期比 2.9% の高い伸びとなっていた設備投資が同 2.0% へと下方修正されたことが成長率を押し下げた。事前の市場予想では、前期比年率 2% 台半ばへの大幅下方修正が見込まれていたが、設備投資の下方修正幅が予想よりも小さかったため、年率 3% 台の高成長という姿は 1 次速報から変わらなかった。

設備投資の下方修正は、1 次速報で推計の基礎統計として用いられていた生産動態統計などの供給側のデータに、需要側のデータである法人企業統計を加えて推計し直したことによるものである。3/5 に財務省から公表された 10-12 月期の法人企業統計では、設備投資 (ソフトウェアを含む) が前年比▲7.7% と 3 四半期連続の減少となり、7-9 月期の同▲1.2% からマイナス幅が拡大した。製造業は前年比 0.5% とかろうじて増加を維持したものの、7-9 月期の同 6.1% から伸びは大きく鈍化し、非製造業は前年比▲12.0% と 7-9 月期の同▲5.1% から減少幅が拡大した。

また、10-12 月期の経常利益は前年比▲4.5% と 2 四半期連続の減益 (7-9 月期は同▲0.7%) となった。製造業、非製造業ともに原材料価格高騰に伴い利益率が悪化し、企業収益を大きく下押しする結果となった。景気回復を主導してきた企業部門の悪化が鮮明となってきたことは、日本経済の先行きを見る上で大きな懸念材料と言えよう。



名目 GDP 成長率は、前期比 0.3% (年率 1.2%) から前期比 0.2% (年率 0.8%) へと下方修正された。GDP デフレーターは 1 次速報と変わらずの前年比▲1.3% だった。

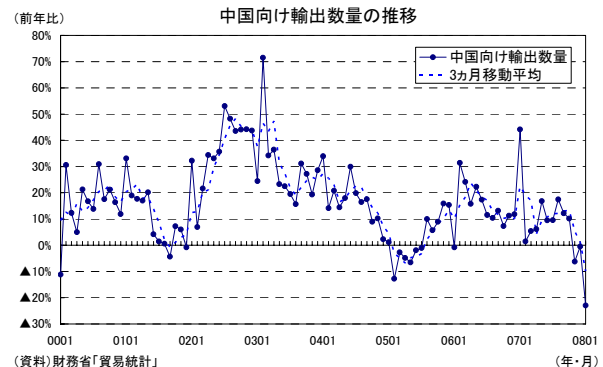
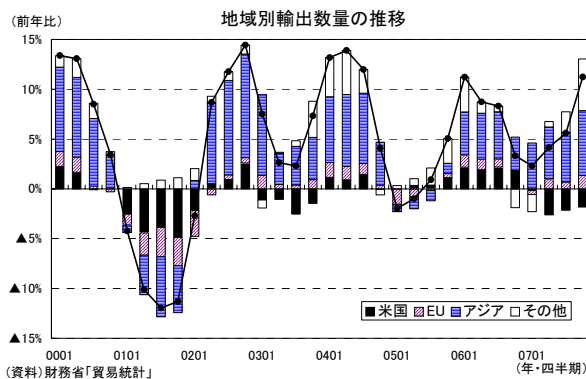
## 2. 2008 年度 1.2%成長、2009 年度 2.0%成長

(景気は 2007 年末頃をピークに後退局面入り)

10-12 月期の GDP 2 次速報を受けて、2/18 に発表した 2008・2009 年度経済見通しを改定した。

基本的なシナリオは 2 月時点から変更していない。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。米国の景気後退はこれまで高成長を続けてきた新興国の減速につながるだろう。米国向けの落ち込みをそれ以外の地域向けがカバーする形で、日本の輸出は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。すでに中国向けの輸出数量は 3 ヶ月連続で前年比マイナスとなっており、好調が続いてきた新興国向け輸出に変調の兆しが表れていると見ることも可能だろう。これまで輸出の追い風となってきた為替レートが、2008 年初から 10 円程度の円高・ドル安となっていることも、輸出にとってはマイナス材料である。

GDP ベースの実質輸出は、2007 年 10-12 月期は前期比 3.1% という高い伸びとなったが、2008 年 1-3 月期には伸びが鈍化し、4-6 月期には前期比でマイナスに転じると予想する。

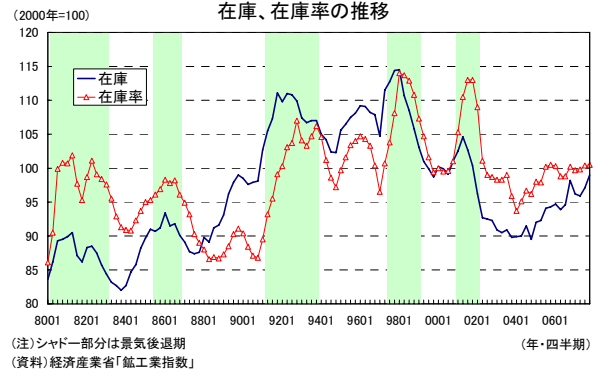
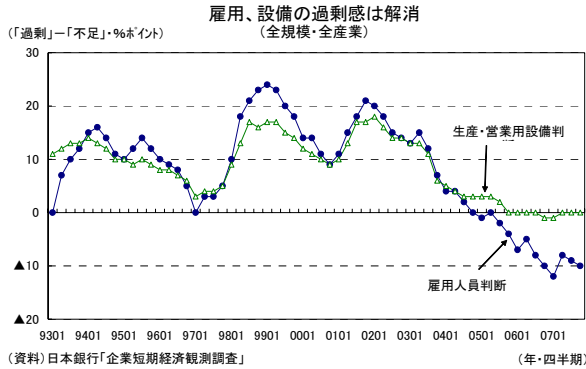


2008 年 1 月の鉱工業生産指数は、前月比▲2.2%と大幅に低下し、企業の生産計画を示す製造工業生産予測指数は 2 月が前月比▲2.9%、3 月が同 2.8%となっている。1 月の生産指数を 2 月、3 月の予測指数で先延ばしすると、2008 年 1-3 月期の生産指数は前期比▲2.8%の低下となる。1-3 月期の鉱工業生産が 4 四半期ぶりの減産となることは確実で、輸出の停滞感が強まる 2008 年度前半は低下傾向が続くだろう。鉱工業生産の動きは、景気循環とほぼ一致するため、2002 年 1 月を底として戦後最長の景気回復を続けてきた日本経済は、2007 年末頃をピークにすでに後退局面入りしている可能性が高い。

(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っていると考えられるが、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。また、2002 年以降の景気回復局面において、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、現時点では在庫の積み上がり幅は小さい。このため、米国の景

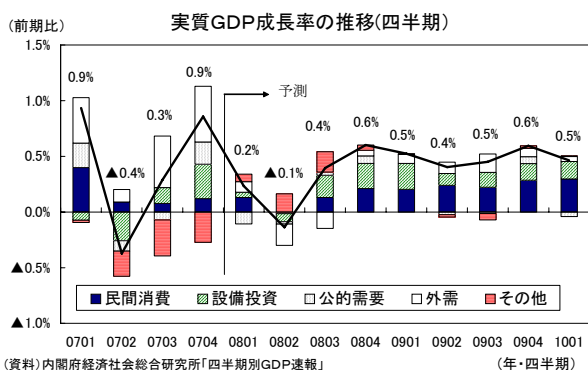
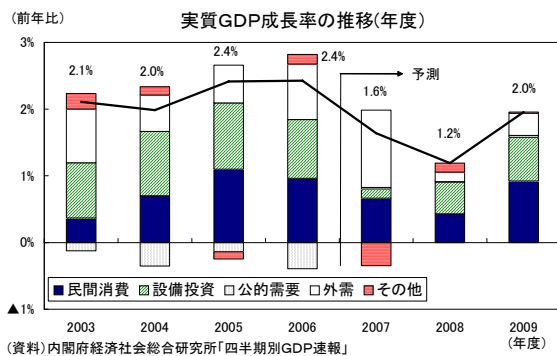
気後退が予想以上に厳しいものとならなければ、今回の景気後退局面における調整は、深さ、長さともに軽微にとどまる可能性が高い。



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、減税や累積的な利下げの効果もあって、その後は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。米国経済が持ち直しに向かう2008年度下期には輸出が増加に転じ、日本の成長率も再び上向くだろう。

2008年度の実質GDP成長率は1.2%と予想する。1%台半ばから後半とされる潜在成長率は下回るものの、年度ベースでマイナス成長に陥ったバブル崩壊以降の過去3回の景気後退局面に比べれば落ち込みは小さく、2009年度には2.0%へと回復するだろう(2/18時点の実質GDP成長率の予想は2008年度が1.3%、2009年度が2.0%)。

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1.7%と伸びが高まるだろう。住宅投資は、建築基準法改正の影響で2007年度に▲13.0%と大きく落ち込む反動から、2008年度に10.2%と急増した後、2009年度も3.8%の増加となろう。設備投資は2007年度の0.9%から2008年度が3.0%、2009年度が4.1%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1.2%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0.3%へと改善するだろう。



(物価、金融政策の見通し)

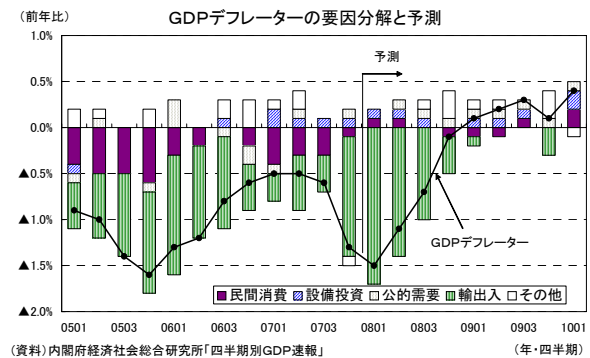
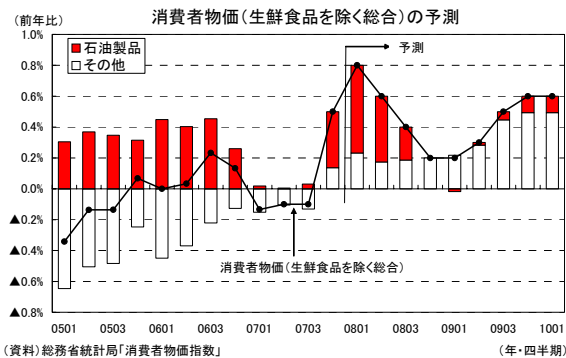
消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI) は、2007年10月に10ヵ月ぶりにプラスとなった後、足もとでは0.8%にまで上昇幅が拡大している。原油価格高騰に伴う石油製品の上昇に加え、ここにきて原材料価格の上昇を価格転嫁する動きが続く食料品の上昇が目立っている。

原油価格(WTI先物)は、2008年初に100ドル/バレルをつけた後、米国の景気後退観測の高まりから、一時90ドルを割り込む水準にまで下落した。しかし、石油輸出国機構(OPEC)が3月の総会で増産を見送ったことや、米国の原油在庫が予想外に減少したことなどをを受けて、再び急上昇し、連日で最高値を更新している(3/12時点:109.92ドル)。今後は、世界経済の減速に伴い若干の調整が見込まれ、2009年度までの予測期間中は90ドル台での推移が続くだろう。

コア CPI は、景気後退に伴う需給緩和の影響や、前年比で見た石油製品による押し上げ要因の剥落から、2008年度後半にはいったん0.2%程度まで縮小するが、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上昇率が再び高まるだろう。コア CPI の上昇率は2008年度が0.4%、2009年度が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、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デフレーターのプラス転化は、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2009年1-3月期と予想する。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月以降、足もとの景気判断を徐々に下方修正しているが、今後、米国の景気後退が明確になるとともに、日本の景気指標もこれまで以上に悪化を示すものが増えてくる可能性が高い。4月末に公表予定の展望レポートでは、先行きも含めた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、利下げの再開は日米の景気持ち直しが明確となる2009年前半となろう。

(米国、欧州の経済見通しは3月14日(金)発行のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します)



# 日本経済の見通し (2007年10-12月期2次QE(3/12発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2008.2)

	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	2008年度	2009年度
実質GDP	1.6	1.2	2.0	0.9	0.2	▲0.1	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	1.3	2.0
内需寄与度	(0.4)	(1.1)	(1.6)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.5)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(1.2)	(1.6)
内、民需	(0.4)	(1.1)	(1.6)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(1.2)	(1.6)
内、公需	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
外需寄与度	(1.2)	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.4)
民間最終消費支出	1.2	0.8	1.7	0.2	0.2	▲0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.8	1.6
民間住宅投資	▲13.0	10.2	3.8	▲9.3	6.1	6.2	6.0	3.4	1.5	▲0.4	▲0.0	0.2	▲0.3	10.3	4.8
民間企業設備投資	0.9	3.0	4.1	2.0	0.3	▲0.5	1.3	1.4	1.4	0.7	0.8	0.9	1.0	3.5	4.0
政府最終消費支出	0.9	0.8	0.8	0.9	▲0.4	0.0	0.3	0.5	0.4	0.0	▲0.0	0.4	0.1	0.6	0.7
公的固定資本形成	▲2.9	▲3.4	▲3.2	▲0.4	▲1.2	▲0.8	▲0.5	▲0.5	▲1.8	▲0.8	▲0.2	▲0.3	▲1.9	▲3.4	▲3.1
輸出	9.0	2.4	4.6	3.1	0.9	▲0.9	▲0.3	0.9	1.1	1.2	1.6	1.3	1.2	2.0	4.7
輸入	1.6	2.2	3.7	0.6	0.5	0.3	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	1.2	1.4	2.1	3.4
名目GDP	0.6	0.7	2.2	0.2	▲0.1	▲0.0	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7	0.2	0.6	0.9	2.2

(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	2008年度	2009年度
鉱工業生産 (前期比)	2.4	▲1.0	3.2	1.3	▲2.1	▲0.7	▲0.7	0.9	1.0	0.6	1.1	0.9	0.8	▲1.0	3.4
国内企業物価 (前年比)	2.2	0.9	0.5	2.3	3.3	2.2	1.2	0.3	0.1	0.1	0.4	0.9	0.8	0.5	0.5
消費者物価 (前年比)	0.2	0.4	0.5	0.5	0.8	0.6	0.5	0.3	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.3	0.5
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.8	0.6	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.3	0.5
経常収支 (兆円)	24.7	21.5	22.9	25.8	21.9	22.2	22.0	22.0	20.0	22.5	23.8	23.3	22.2	21.9	22.9
(名目GDP比)	(4.8)	(4.1)	(4.3)	(5.0)	(4.3)	(4.3)	(4.2)	(4.2)	(3.8)	(4.3)	(4.5)	(4.4)	(4.1)	(4.2)	(4.3)
失業率 (%)	3.8	3.9	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.8	3.6
住宅着工戸数(万戸)	105	119	117	95	120	124	118	117	116	116	117	118	118	120	118
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 (店頭基準気配)	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	1.5	2.1
為替 (円/ドル)	114	103	105	113	106	102	102	102	105	105	105	105	105	103	105
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	77	92	94	83	91	93	94	91	91	91	94	94	96	85	89
経常利益 (前年比)	1.4	0.1	3.0	▲4.5	▲0.8	▲1.4	▲0.8	1.0	1.7	1.6	3.6	3.3	3.6	0.3	3.5

(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

(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	榎 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	(どいはらすすむ)	(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はありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)