

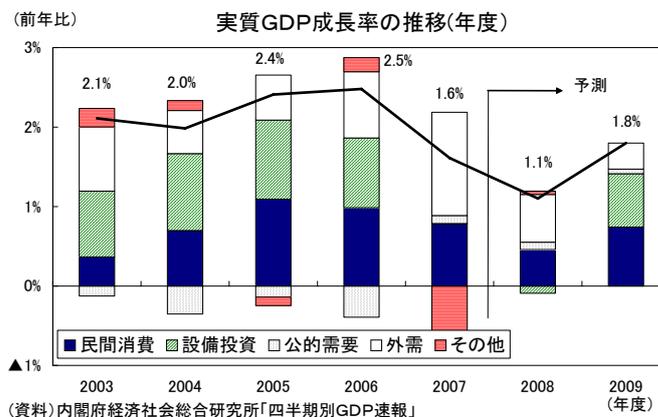
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 2008・2009 年度経済見通し～1-3 月期 2 次QE後改定

＜実質成長率：2008 年度 1.1%、2009 年度は 1.8%を予想＞

- 1-3 月期の GDP 2 次速報は、設備投資の上方修正を主因として、実質 GDP 成長率が 1 次速報の前期比 0.8%（年率 3.3%）から前期比 1.0%（年率 4.0%）に上方修正された。
- GDP 2 次速報の結果を受けて、5 月に発表した 2008・2009 年度経済見通しの改定を行った。実質 GDP 成長率は 2008 年度が 1.1%、2009 年度が 1.8%と予想する（前回見通しから変更なし）。
- 日本経済は 2 四半期続けて潜在成長率を大幅に上回る高成長となったが、原材料高などから企業収益は大幅に減少しており、設備投資も減速している。これまで景気を牽引してきた企業部門の改善は途切れており、景気は 2007 年終わり頃をピークに後退局面入りしている可能性が高い。景気の底打ちは米国経済の持ち直しや原材料高に伴う企業収益の下押し圧力が緩和される 2008 年度下期となる。
- 消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、石油製品価格の大幅上昇や食料品の相次ぐ値上げなどから、2008 年度は 1.4%まで上昇率が高まると予想する。2009 年度は石油製品による押し上げ寄与は縮小するものの、価格転嫁の動きがより広範化することから、1.1%と高止まりが続くだろう。



経済調査部門

(03) 3512-1884

主任研究員 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/>

## 1-3 月期 2 次 QE 後経済見通し

### 1. 年率 4%成長でも景気は後退局面入りか

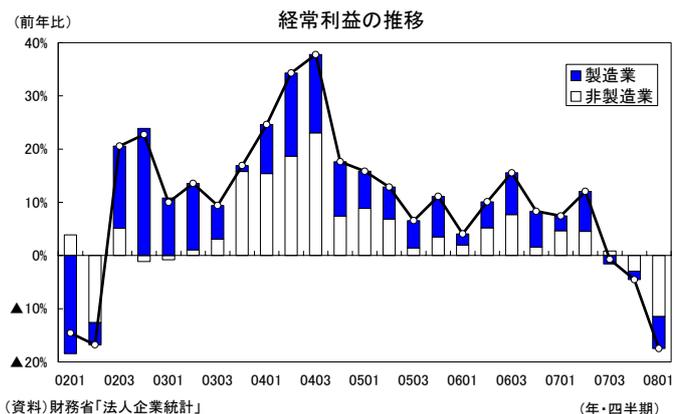
(2 四半期連続で潜在成長率を上回る高成長)

6/11 に内閣府が公表した 2008 年 1-3 月期の GDP 2 次速報 (2 次 QE) は、実質 GDP 成長率が前期比 1.0% (年率 4.0%) となり、5/16 に公表された 1 次速報 (前期比 0.8%、年率 3.3%) から上方修正された。また 2007 年 10-12 月期の成長率も前期比 0.6% (年率 2.6%) から前期比 0.7% (年率 2.9%) へと上方修正された。

1-3 月期の成長率が上方修正された主因は、1 次速報で前期比▲0.9%の減少となっていた設備投資が、法人企業統計の結果を反映したことなどにより、同 0.2%の増加へと上方修正されたことである。ただし、設備投資の基調は決して強いものとは言えない。GDP 統計の設備投資は 2007 年 4-6 月期に前期比▲2.5%の大幅減少となった後、7-9 月期以降 3 四半期連続で増加したが、伸びは緩やかにとどまっておき、2007 年度末 (2008 年 1-3 月期) の水準は 2006 年度末 (2007 年 1-3 月期) を下回っている。設備投資は 2003 年度から 4 年連続で 5%を超える伸びを続けていたが、2007 年度は前年比 0.0%へと急減速した。

6/4 に財務省から公表された 1-3 月期の法人企業統計では、経常利益が前年比▲17.5%と 3 四半期連続の減益となった。原材料高などによる利益率の悪化に加え、売上高が 2003 年 1-3 月期以来、20 四半期ぶりに減少したことで、減益幅は 10-12 月期の前年比▲4.5%から急拡大した。減収減益となったのは 2002 年 4-6 月期以来、23 四半期ぶりである。この結果、2007 年度の経常利益は前年比▲3.3%となり、2001 年度以来 6 年ぶりの減益となった。

2002 年初に始まった景気回復局面では、輸出の増加が企業収益の改善をもたらし、それが設備投資の拡大につながってきた。輸出は新興国向けを中心に増加基調を維持しているものの、交易条件の悪化による悪影響が輸出増によるプラス効果を上回り、ここに来て企業収益の悪化は鮮明となっている。これまで景気を牽引してきた企業部門の改善はすでに途切れてしまったと考えられる。



(景気動向指数はC I 中心に)

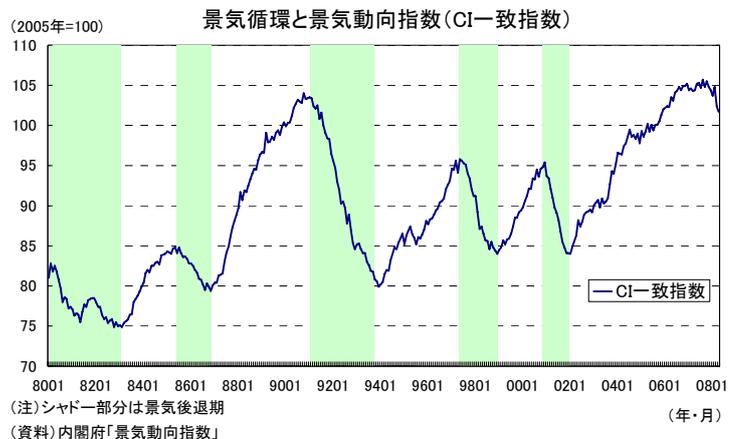
景気動向指数は、これまではD I (ディフュージョン・インデックス) が中心とされていたが、08 年 4 月分 (6/9 公表) からC I (コンポジット・インデックス) を中心とした公表に切り替えられた。

D Iは採用系列のうち3ヵ月前に比べて改善している指標の割合を示すものであり、主として景気の転換点の判定に用いられる。ただし、D Iは変化率を合成したものではないため、その水準自体は景気変動の大きさや振幅を表さない。これに対し、C Iは採用系列の変化率を合成したもので、景気変動の大きさやテンポ（量感）を定量的に把握することが可能であり、国際的にはC Iが標準的な指標となっている。

4月の景気動向指数（速報）は、C I一致指数が101.7（2005年=100）となり、前月に比べ0.7ポイント下降した。過去の景気循環とC I一致指数の関係をみると、両者は概ね連動しているが、4月のC Iの水準は直近のピーク（2007年8月の105.7）から4ポイントも低下している。2002年初に始まった今回の景気回復期においては、2度の踊り場と呼ばれる局面（2002年後半～2003年前半、2004年後半～2005年央）があったが、その際、C I一致指数はほぼ横ばい圏で推移していた。政府は月例経済報告において、景気の基調判断を「回復は足踏み状態にある」とし、大田経済財政担当大臣は「景気は踊り場的な状況にある」と述べているが、最近の景気指標の動きは当時の踊り場局面とは大きく異なっている。

今回から内閣府が公表を開始したC I一致指数による景気の基調判断は「景気はその局面が変化している可能性もあるとみられる」であり、前月の「弱含み」（ただし、非公式な基調判断）から下方修正された。内閣府の定義によれば、「局面変化」とは『事後的に判定される景気の山・谷が、それ以前の数ヵ月にあった可能性が高いことを暫定的に示す』となっており、景気がすでに後退局面に入っている可能性が高いことを示唆している。

6月下旬から7月初めにかけて公表される5月分の経済指標の結果次第では、5月の景気動向指数（7/4公表予定）で、C I一致指数による景気の基調判断が「悪化」（景気後退の可能性が高いことを暫定的に示す）へとさらに下方修正される可能性もあるだろう。



なお、正式な景気基準日付は、従来どおり一致指数の各採用系列から作られるヒストリカルD Iに基づき決定されるが、一致指数11系列のうち過半数が2007年内にピークアウトしていると思われるため、景気の山は2007年終わり頃と認定される可能性が高い。

## 2. 2008年度1.1%成長、2009年度1.8%成長

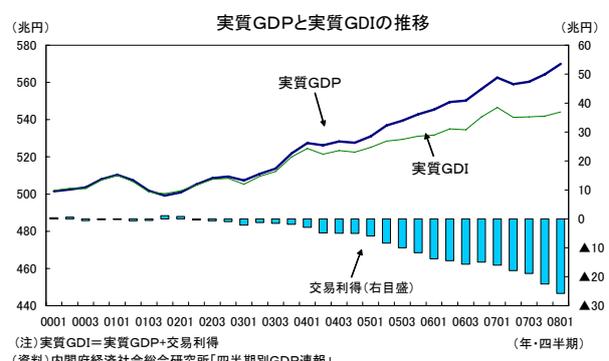
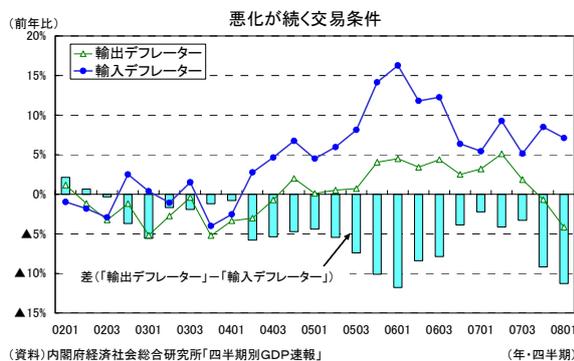
（2008年4-6月期はマイナス成長へ）

1-3月期のGDP2次速報を受けて、5/21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、実質GDP成長率の見通しは5月時点から変更していない。ただし、2008年

度の設備投資については、前回見通しでは前年比 0.5%の小幅増加を予想していたが、1-3 月期の法人企業統計で経常利益が前年比で二桁の減益となるなど、企業部門の悪化が想定以上に進んでいることが確認されたことを受けて、前年比▲0.6%の減少へと下方修正した。

日本経済は 2007 年 10-12 月期（前期比年率 2.9%）、2008 年 1-3 月期（前期比年率 4.0%）と 2 四半期連続で潜在成長率を大きく上回る高成長となった。しかし、原材料高を主因とした交易条件の悪化に伴う海外への所得移転によって、国内の景気実態は悪化しており、このことは実質 GDP の高い伸びからは読み取ることができない。

輸出デフレーターと輸入デフレーター乖離によって生じる「交易利得」のマイナス幅はこのところ急拡大しており、1-3 月期の交易利得は▲25.8 兆円、GDP 比で▲4.5%という高水準に達した。実質 GDP に交易利得を加えた実質国内総所得（GDI）は 10-12 月期が前期比 0.1%（年率 0.3%）、1-3 月期が前期比 0.4%（年率 1.7%）と実質 GDP を大きく下回る伸びにとどまっている。特にここ 2 四半期は輸出の拡大による外需の増加幅を交易利得の減少幅が上回っており、このことが企業収益の悪化をもたらしている。2008 年度入り後、原油価格の上昇テンポはさらに加速しているため、当面はコスト増により企業収益が大きく圧迫されるという状況から抜け出せないだろう。設備投資拡大を支えてきた企業収益の悪化が続くことで、2008 年度入り後、設備投資は減少に転じる可能性が高い。



また、1-3 月期の民間消費は前期比 0.8%の高い伸びとなり、高成長の一因となったが、名目賃金の伸びが緩やかにとどまる中、物価上昇率が加速しているため、家計の実質購買力は低下している。1-3 月期が閏年に伴う日数増によりかさ上げされていることもあり、4-6 月期の民間消費は前期比で減少に転じる公算が大きい。

国内需要の柱である民間消費、設備投資がともに減少することにより、4-6 月期の実質 GDP は前期比▲0.2%（年率▲0.7%）とマイナス成長に転じる可能性が高く、7-9 月期も前期比 0.1%（年率 0.4%）の低成長にとどまると予想する。景気はすでに後退局面入りしていると見られるが、ほぼゼロ成長が続く 2008 年度上期には景気の停滞感がより強まることとなるだろう。

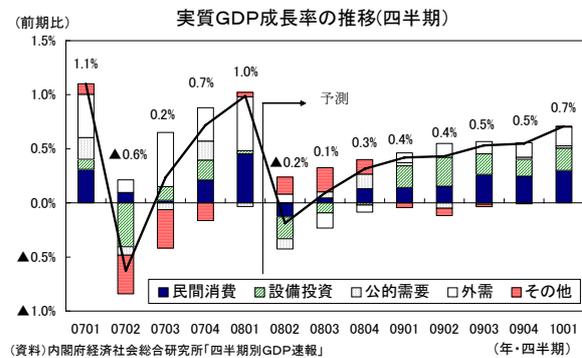
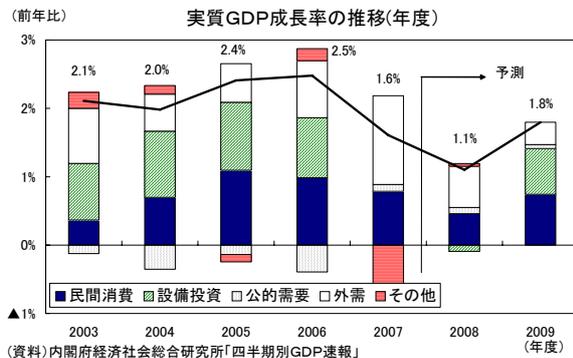
景気の底打ちは、米国経済が減税や累積的な利下げの効果などから持ち直すことや、原材料高に伴う企業収益の下押し圧力が緩和される 2008 年度下期となるだろう。

2008年度の実質GDP成長率は2007年度の1.6%から1.1%へと低下するだろう。1%台半ばから後半とされる潜在成長率は下回るが、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1.8%へと回復するだろう。

需要項目別には、民間消費は実質購買力の低下を主因として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1.3%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年度は前年比6.5%の増加となろう。ただし、価格上昇によるマンション販売の減少が続いていることなどから、2007年度の減少分（前年比▲13.3%）を取り戻すまでには至らない。2009年度は3.5%の増加を予想する。

2008年度の設備投資は前年比▲0.6%と6年ぶりの減少となる。2009年度には企業収益の回復とともに拡大基調を取り戻し、前年比4.4%となるだろう。

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1.3%から2008年度が0.6%、2009年度が0.3%と縮小傾向が続くだろう。



(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)上昇率は、2008年3月に前年比1.2%となった後、4月には暫定税率期限切れに伴うガソリン値下げの影響で0.9%と上昇幅がいったん縮小した。しかし、暫定税率の復活によりガソリン店頭価格はすでに値下げ前の水準を大きく超えている。5月のコアCPI上昇率は1%台半ばまで高まることが見込まれ、夏場にかけては2%に近づく可能性が高いだろう。

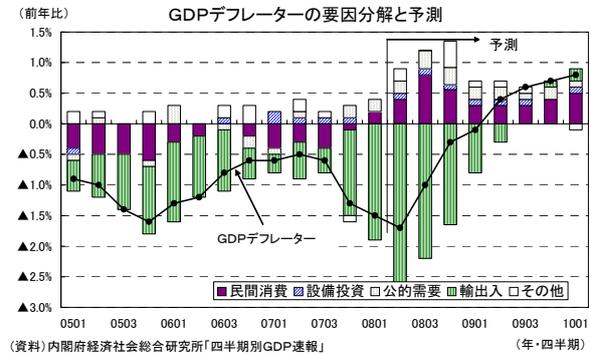
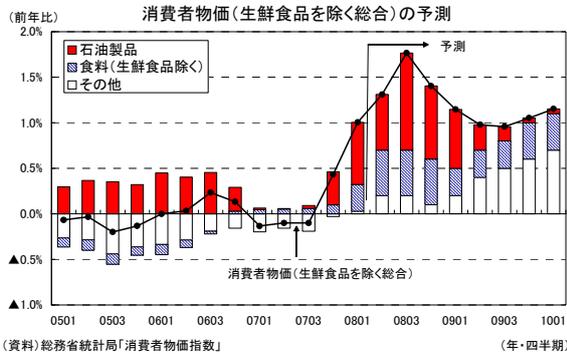
石油製品と食料品が物価上昇率拡大の主因であることは言うまでもないが、ここきて原材料高の影響を直接受けない財やサービスについても値上げの動きが散見されるようになっている。

本予測では、原油価格(WTI先物)は1バレル=130ドル程度での推移が続くことを想定(5月時点の120ドル程度から上方修正)しており、石油製品によるコアCPIの押し上げ寄与は2008年7-9月期に1%を超える水準にまで拡大した後は、徐々に縮小に向かい、2009年度には原油価格上昇による直接的な影響はほぼ剥落する。

しかし、物価上昇がある程度定着してきたことで、企業の値上げに対する抵抗感はかなり薄れてきており、これまで価格転嫁を控えてきた企業が様々な製品で値上げに踏み切ることが予想される。また、2008年度の物価上昇率が1%を超えるようになれば、2009年度の賃上げに物価上昇

分がある程度反映されることになる可能性が高く、賃金上昇からサービス価格上昇というルートも加わることで物価上昇の裾野はさらに広がることになるだろう。

コア CPI の上昇率は 2008 年度が 1.4%、2009 年度が 1.1%と予想する。



GDPデフレーターは2007年10-12月期の前年比▲1.3%に続き、2008年1-3月期も同▲1.5%の大幅な低下となった。消費者物価の大幅上昇などを受けて、国内需要デフレーターは前年比0.4% (10-12月期:同0.1%)と上昇率が加速したが、輸入デフレーターの高止まり (10-12月期:前年比8.5%→1-3月期:同7.1%)が続く中、円高の進展に伴う輸出デフレーターの低下幅が拡大 (10-12月期:前年比▲0.7%→1-3月期:同▲4.2%)したことが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4-6月期と予想する。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。名目GDP成長率は2008年度が0.3%、2009年度が2.5%と予想する。

ここきて原油価格の上昇ペースが加速しており、物価上昇率は日銀が4月末に公表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」における見通し(2008年度の政策委員見通しの中央値は消費者物価指数(除く生鮮食品)が前年度比1.1%、国内企業物価指数が同2.5%)から上振れる公算が大きくなっている。しかし、その一方で景気の下振れリスクも高まっているため、当面は政策金利の据え置きを続けざるをえないだろう。利上げの再開は日米の景気持ち直しが確認される2009年度前半と予想する。

(米国、欧州の経済見通しは6月13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 (2008年1-3月期2次QE(6/11発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2008.5)

	2007年度 実績	2008年度 予測	2009年度 予測	07/10-12 実績	08/1-3 実績	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	1.1	1.8	0.7	1.0	▲0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	1.1	1.8
内需寄与度	(0.4)	(0.5)	(1.5)	(0.4)	(0.5)	(▲0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(1.4)
内、民需	(0.3)	(0.4)	(1.4)	(0.2)	(0.5)	(▲0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(1.4)
内、公需	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
外需寄与度	(1.3)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.6)	(0.3)
民間最終消費支出	1.4	0.8	1.3	0.4	0.8	▲0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.5	0.8	1.3
民間住宅投資	▲13.3	6.5	3.5	▲9.2	4.6	3.9	5.5	4.6	▲0.5	▲0.4	0.3	0.7	0.7	6.5	3.5
民間企業設備投資	0.0	▲0.6	4.4	1.2	0.2	▲1.3	▲0.6	▲0.1	1.3	1.7	1.2	1.0	1.3	0.5	4.3
政府最終消費支出	0.7	1.0	1.0	0.8	▲0.4	0.0	0.4	0.9	0.3	▲0.1	0.1	0.3	0.3	0.7	0.9
公的固定資本形成	▲1.8	▲2.7	▲3.1	0.6	1.3	▲2.9	▲0.2	▲0.6	▲0.4	▲1.1	▲0.7	▲0.8	▲1.0	▲4.1	▲3.1
輸出	9.5	5.8	3.9	2.6	4.0	1.0	▲0.6	▲0.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	5.9	3.6
輸入	2.1	2.9	2.9	0.9	1.4	0.8	0.3	0.4	0.8	0.7	0.9	0.9	0.7	3.1	2.3
名目GDP	0.6	0.3	2.5	▲0.1	0.5	▲0.7	0.7	0.0	0.4	0.5	1.4	0.4	0.8	0.4	2.4

(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)	2.6	▲0.3	2.3	0.9	▲0.7	▲0.3	▲0.9	0.2	1.0	0.6	0.7	0.6	0.8	▲0.4	2.2
国内企業物価 (前年比)	2.3	3.6	0.9	2.4	3.4	4.4	3.9	3.5	2.8	0.8	0.8	0.9	1.1	3.0	0.8
消費者物価 (前年比)	0.4	1.4	1.1	0.5	0.9	1.2	1.8	1.5	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.0
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.3	1.4	1.1	0.5	1.0	1.3	1.8	1.4	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.0
経常収支 (兆円)	24.6	18.5	20.4	24.9	22.5	19.7	18.9	18.3	17.3	18.4	20.3	21.5	21.2	20.0	22.2
(名目GDP比)	(4.8)	(3.6)	(3.8)	(4.8)	(4.4)	(3.8)	(3.7)	(3.5)	(3.3)	(3.5)	(3.8)	(4.1)	(4.0)	(3.9)	(4.2)
失業率 (%)	3.8	3.9	3.7	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	3.7	3.6	3.5	3.9	3.6
住宅着工戸数(万戸)	104	116	119	95	114	118	115	115	115	116	118	119	121	116	119
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	1.8	2.1	1.6	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	2.1	2.2	2.3	1.7	2.1
為替 (円/ドル)	114	106	107	113	105	105	105	105	107	107	107	107	107	103	105
原油価格 (CIF, トル/バレル)	78	127	129	83	95	121	129	129	129	129	129	129	129	119	119
経常利益 (前年比)	▲3.3	▲2.1	5.7	▲4.5	▲17.5	▲8.0	▲5.6	▲0.1	6.2	3.1	4.3	5.2	10.2	▲1.1	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	樋 浩一	(はじ こういち)	(03) 3512-1830	haji@nli-research.co.jp											
(日本経済担当)															
主任研究員	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp											
シニアエコノミスト	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp											
(金融・為替担当)															
主任研究員	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はありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)