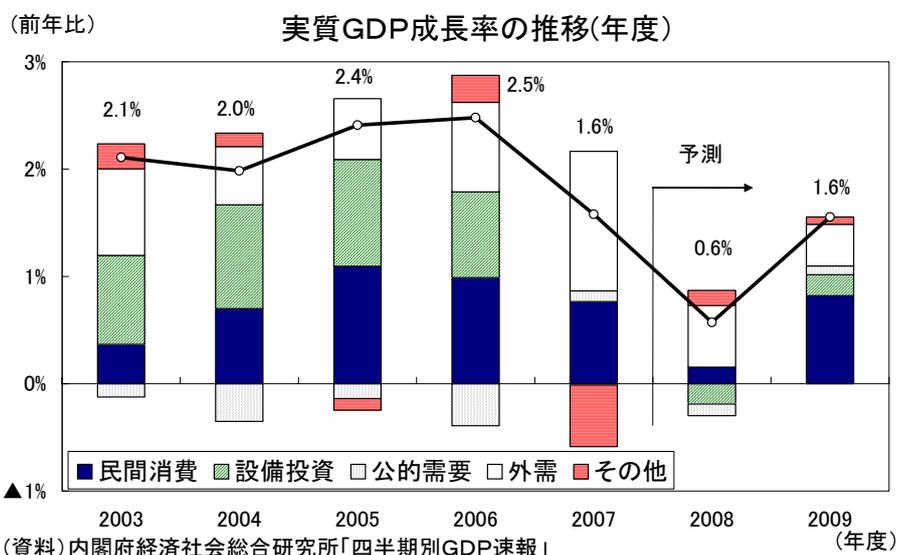


Weekly  
エコノミスト・  
レター2008・2009 年度経済見通し  
～08 年 4-6 月期 2 次 QE 後改定

経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

### <実質成長率：2008 年度 0.6%、2009 年度 1.6%を予想>

1. 4-6 月期の GDP 2 次速報は、設備投資、外需の下方修正から、実質 GDP 成長率が 1 次速報の前期比▲0.6%（年率▲2.4%）から前期比▲0.7%（年率▲3.0%）へと下方修正された。
2. 実質 GDP 成長率は 2008 年度が 0.6%、2009 年度が 1.6%と予想する。前回見通し（8 月時点）と比べて 2009 年度の成長率を 0.1%上方修正した、これは 8 月末に発表された経済対策で定額減税の実施が盛り込まれたことを反映したものである（今回の予測では 2 兆円規模の所得減税を想定）。
3. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は 2008 年度が 1.7%、2009 年度が 1.0%と予想する。足もとの原油価格下落、円高の進展を反映し、前回見通しと比べて 2008 年度、2009 年度ともに上昇率を 0.2%下方修正した。
4. 景気の底打ちは 2009 年度初め頃と予想するが、交易条件の悪化に歯止めがかかり企業収益の下押し圧力が緩和されること、米国をはじめとした海外経済が持ち直すことが条件である。



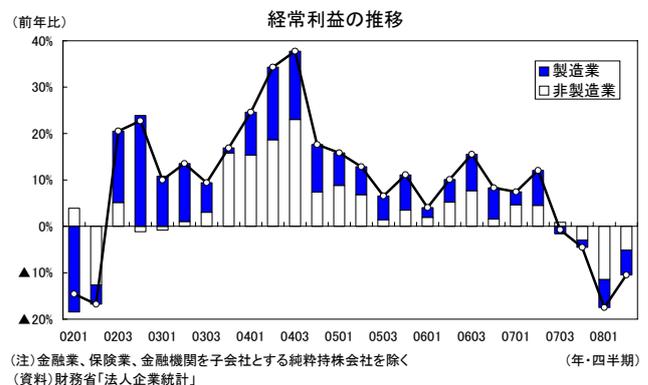
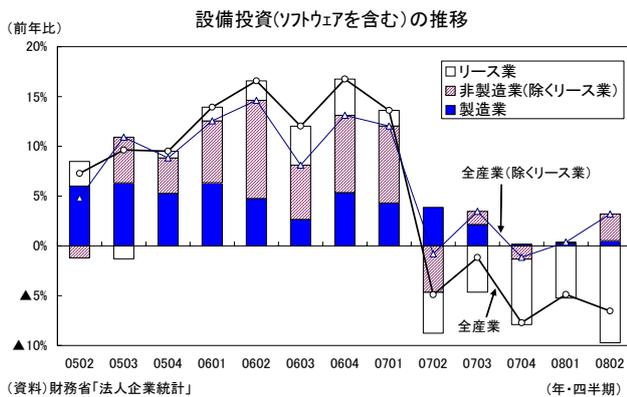
# 1. 4-6 月期の成長率は年率▲3.0%へ下方修正

(設備投資が下方修正)

9/12 に内閣府が公表した 2008 年 4-6 月期の GDP 2 次速報 (2 次 QE) は、実質 GDP 成長率が前期比▲0.7% (年率▲3.0%) となり、8/13 に公表された 1 次速報 (前期比▲0.6%、年率▲2.4%) から小幅下方修正となった。設備投資が前期比▲0.2%から同▲0.5%へ、輸出の下方修正、輸入の上方修正により外需寄与度が+0.0%から▲0.1%へと下方修正された。外需寄与度がマイナスとなったのは、2005 年 1-3 月期以来、13 四半期ぶりである。

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。

9/5 に財務省から公表された 4-6 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▲6.5%となり、1-3 月期の同▲4.9%からマイナス幅が拡大した。従来の推計方法に従えば、設備投資の下方修正幅は非常に大きなものとなることが予想された。しかし、4-6 月期の法人企業統計の結果は、リース取引に関する会計基準変更<sup>1</sup>の影響を受けている可能性が高いため、内閣府では会計基準変更の影響を除去するため、リース業の設備投資の推計方法を変更した。この結果、設備投資の下方修正は小幅にとどまったが、2008 年入り後、設備投資が低調に推移していることには変わりがない。



4-6 月期の経常利益は前年比▲10.5% (金融業、保険業、金融機関を子会社とする純粋持株会社を除く) と、1-3 月期の前年比▲17.5%に続き二桁減益となった。

製造業では、原材料高によるコスト増に加え、輸出減速に伴う売上高の伸び悩みが収益の圧迫要因となっている。貿易統計の輸出金額は、07 年 10-12 月期の前年比 10.0%から 08 年 1-3 月期が同 6.0%、4-6 月期が同 1.8%と伸び率が急速に低下しているが、製造業の売上高も 07 年 10-12 月期の前年比 6.5%から 08 年 1-3 月期が同 5.9%、4-6 月期が同 1.4%と減速傾向が鮮明となっている。

原油をはじめとした国際商品市況が下落に転じたことで、コスト増による収益の下押し圧力は

<sup>1</sup> これまで、ファイナンス・リースにおけるリース物件については、貸し手側では固定資産として計上され、借り手側ではオフバランス処理されることが多かったが、「リース取引に関する会計基準」の適用により、貸し手側では流動資産、借り手側では固定資産に計上されることとなった。しかし、実際には、借り手側でリース取引に関する会計基準を適用していない企業が多いとみられるため、設備投資全体が過小となっている可能性が高い。

徐々に縮小に向かう可能性が高い。一方、海外経済の減速に伴う輸出の停滞、個人消費を中心とした内需の低迷から、製造業、非製造業ともに売上高の伸び悩みは今後も継続することが見込まれる。このため、企業収益の回復は2009年入り後となる可能性が高い。

## 2. 経済対策の効果は限定的

政府は、景気後退が確実となったことを受けて、8月29日に「安心実現のための緊急総合対策」と名づけた経済対策を決定した。財政支出を伴う経済対策は2002年の小泉内閣以来であるが、その規模は1.8兆円とそれほど大きなものではないため、景気浮揚効果は限定的と考えられる。

一定の景気浮揚効果が見込まれるのは、定額減税の実施である。現時点では1.8兆円の財政支出に含まれていないが、物価高、原油高の経済環境の変化に対応するため、家計への緊急支援として、2008年度内に定額減税を実施することが明記された。規模、実施方式については、年末の税制抜本改革の議論に併せて引き続き検討することとなっている。

今回の予測では、2兆円規模の定額減税(所得減税)が2008年度内に実施されることを想定した。ただし、経済対策を策定した福田首相は直後に辞任を表明したため、経済対策を実施するための補正予算の策定、執行は次期内閣に委ねられることになる。また、9月下旬に予定されている臨時国会召集後、早い段階で解散総選挙となる可能性もあるため、選挙の結果次第では今回決定された対策が必ずしも実現しないこともありうるだろう。

当研究所のマクロモデルによれば、2兆円の所得減税によって民間消費は0.2%程度、実質GDPは0.1%程度押し上げられる(いずれも年間ベース)。減税の実施は2008年度中としたが、年度末に近いと、GDPの押し上げ効果は2009年度のほうが大きくなるだろう。2兆円の所得減税による実質GDPの押し上げ幅は2008年度が0.04%、2009年度が0.09%となる。なお、2兆円という減税規模はGDP比で約0.4%だが、GDP押し上げ効果がこれを大きく下回るのは、減税により増加する可処分所得のかなりの部分は貯蓄にまわると見られるためである。

### 「安心実現のための緊急総合対策」の規模

	(単位:兆円)	
	国費	事業費
生活者の不安解消 ・高齢者医療対策等	0.4	0.4
「持続可能社会」への変革加速 ・省エネ、強い農林水産業 ・学校耐震、防災等	0.9	1.9
新価格体系への移行と成長力強化 ・中小企業資金繰り対策等	0.4	9.1
その他(地方)	0.1	0.1
合計	1.8	11.5

(注) 定額減税は08年度内の実施に向けて検討

### 定額減税による押し上げ効果 (減税規模2兆円の場合)

	実質GDP	
		民間消費
2008年度	0.04%	0.07%
2009年度	0.09% (0.05%)	0.21% (0.14%)

(注) 減税は09年1-3月期に実施されるとした  
( )内は前年度と比べた押し上げ効果

### 3. 2008 年度 0.6% 成長、2009 年度 1.6% 成長

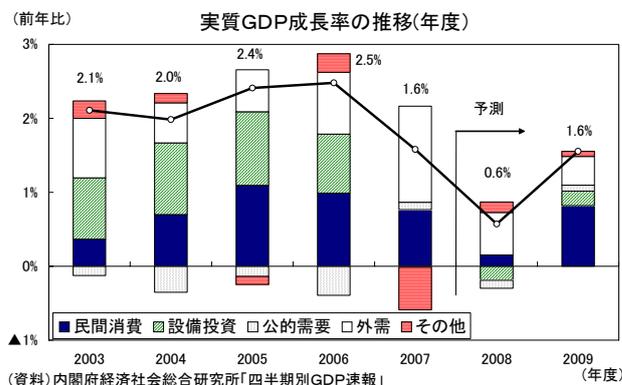
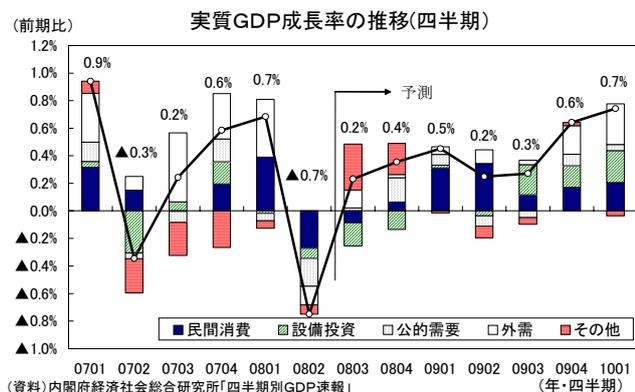
(2008 年中は潜在成長率を下回る低成長が続く見込み)

2008 年 4-6 月期の GDP 2 次速報を受けて、2008・2009 年度経済見通しを改定した。実質 GDP 成長率は 2008 年度が 0.6%、2009 年度が 1.6% と予想する。前回予測の 8/15 時点と比べて 2009 年度の成長率を 0.1% 上方修正した。

年度の第 1 四半期に当たる 4-6 月期の成長率が下方修正されたことは、2008 年度の成長率の下方修正要因だが、年度末にかけて実施される減税による民間消費の押し上げ効果がそれを相殺する。2009 年度の上方修正は、定額減税を織り込んだことにより、民間消費の伸びを（8 月時点：前年比 1.3% → 今回：同 1.5%）上方修正したことが主因である。

4-6 月期の大幅マイナス成長の反動もあり、7-9 月期のマイナス成長は回避されると予想するが、物価高に伴う実質購買力の低下を主因とした個人消費の低迷、企業収益の悪化を背景とした設備投資の減少が続き、内需は引き続き低迷することが見込まれる。また、海外経済の減速により外需の大幅な押し上げも期待できないため、2008 年は牽引役不在の状況が続く中、年率 1% 台半ばから後半（四半期ベースでは前期比 0.4~0.5% 程度）とされる潜在成長率を下回る低い伸びが続くだろう。

景気の底打ちは 2009 年度初め頃と予想するが、交易条件の悪化に歯止めがかかり企業収益の下押し圧力が緩和されること、米国をはじめとした海外経済が持ち直すことが条件である。



実質 GDP 成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は、減税効果はあるものの、実質購買力の低下を主因として 2008 年度は 0.3% の低い伸びとなるだろう。2009 年度は減税効果に加え、ある程度の賃金上昇も見込まれるため、1.5% へと持ち直すだろう。

住宅投資は、2007 年度の建築基準法改正に伴う急速な落ち込み（前年比 ▲13.3%）の反動が見込まれるものの、マンション販売を中心としてすでに実勢が弱まっているため、2008 年度は前年比 0.1% とほぼ横ばいにとどまろう。2009 年度は 3.6% の増加を予想する。

設備投資は 2007 年度の前年比 ▲0.1% から、2008 年度には前年比 ▲1.2% へと減少幅が拡大した後、2009 年度は企業収益の回復に伴い、前年比 1.3% へと持ち直すだろう。

2008 年度の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 0.6% へと縮小するだろう。2009 年度は海外経済の回復により輸出の伸びが高まる一方、内需の増加に伴い輸入

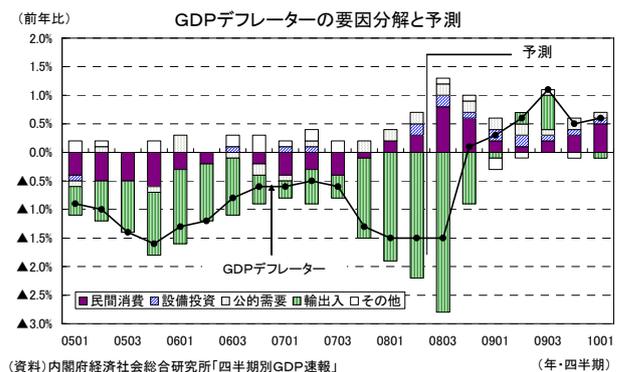
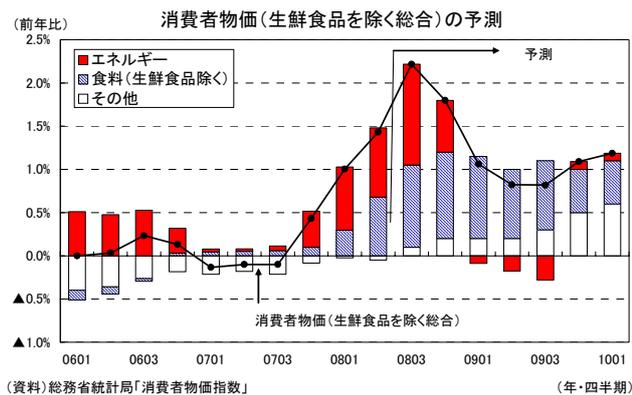
の伸びも高まることから、外需寄与度は0.4%とさらに縮小することが予想される。

(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、エネルギー価格の大幅上昇、食料品の相次ぐ値上げを主因として2008年7月には2.4%にまで上昇率が高まった。しかし、7月中旬に1バレル=140ドル台後半まで上昇した原油価格(WTI)は、米国をはじめとした世界経済の減速に伴う需要減退観測の高まりなどから、その後急速に低下し、足もとでは100ドルを大きく割り込んでいる。

ガソリン店頭価格はピーク時の185円程度から直近では175円程度(9/8時点、石油情報センター調べ)まで下落しており、今後も下落が続くことが予想される。コア CPI 上昇率は2008年7-9月期の前年比2.2%がピークでその後縮小に向かい、原油価格の前年比がマイナスとなる2009年には1%を割り込む局面もあるだろう。

ただし、食料品値上げの動きは今後も継続する可能性が高いこと、物価上昇が定着してきたことで、これまで値上げを控えてい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ため、物価上昇の動きはさらに広範化する可能性が高い。原油価格が現状程度(WTIで1バレル=95ドル程度)で推移すれば、2007年のようにコア CPI 上昇率がマイナスに転じる可能性は低いと考えられる。コア CPI の上昇率は2008年度が1.7%、2009年度が1.0%と予想する。



GDPデフレーターは、前年比で1%台半ばの大幅下落が続いているが、原油価格の下落を反映し、輸入デフレーターの上昇率は10-12月期以降、急速に縮小することが見込まれる。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月期にはGDPデフレーターはプラスに転じると予想する。ただし、年度ベースで名目成長率が実質成長率を上回るのは2009年度までずれ込むだろう。名目GDP成長率は2008年度に▲0.1%と6年ぶりのマイナスとなった後、2009年度には2.3%となり、12年ぶりに名目成長率が実質成長率を上回ると予想する。

物価の高止まり、景気の下振れリスクが高い中、日銀は当面の間、政策金利の据え置きを続ける可能性が高い。利上げの再開は日米の景気持ち直しが確認される2009年10-12月期と予想する。

(米国、欧州の経済見通しは9/19(金)発行のWeeklyエコノミスト・レターに掲載予定です)

# 日本経済の見通し (2008年4-6月期2次QE(9/12発表)反映後)

(単位, %) 前回予測 (2008.8)

	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 実績	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	0.6	1.6	0.6	0.7	▲0.7	0.2	0.4	0.5	0.2	0.3	0.6	0.7	0.6	1.5
内需寄与度	(0.3)	(▲0.1)	(1.2)	(0.2)	(0.3)	(▲0.7)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(▲0.1)	(1.1)
内、民需	(0.3)	(0.0)	(1.1)	(0.1)	(0.3)	(▲0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(1.0)
内、公需	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(0.1)
外需寄与度	(1.3)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(0.5)
民間最終消費支出	1.4	0.3	1.5	0.4	0.7	▲0.5	▲0.2	0.1	0.6	0.6	0.2	0.3	0.4	0.2	1.3
民間住宅投資	▲13.3	0.1	3.6	▲9.8	4.3	▲3.5	6.4	6.0	0.3	▲1.2	▲0.6	0.9	1.0	0.1	3.9
民間企業設備投資	▲0.1	▲1.2	1.3	1.0	▲0.1	▲0.5	▲1.1	▲0.9	0.1	▲0.2	1.4	1.0	1.5	▲1.1	1.3
政府最終消費支出	0.7	0.7	1.1	0.9	▲0.5	▲0.0	0.2	0.9	0.4	▲0.1	▲0.1	0.6	0.5	0.5	1.2
公的固定資本形成	▲1.8	▲4.5	▲2.9	0.2	1.0	▲5.1	▲0.2	0.7	0.3	▲1.8	▲1.0	▲0.6	▲1.0	▲4.9	▲3.2
輸出	9.5	3.0	4.7	2.6	3.4	▲2.5	1.5	▲0.1	0.5	1.3	1.6	1.7	2.0	3.5	5.0
輸入	2.0	▲0.8	3.5	0.8	1.2	▲2.6	1.0	▲0.4	0.3	1.1	2.2	0.8	0.4	▲0.2	3.0
名目GDP	0.6	▲0.1	2.3	▲0.1	0.2	▲0.8	0.1	1.2	0.4	0.3	0.6	0.8	0.8	▲0.3	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	2008年度	2009年度
鉱工業生産 (前期比)	2.6	▲1.3	1.1	0.9	▲0.7	▲0.8	▲0.9	▲0.2	▲0.1	0.1	0.5	1.3	1.4	▲1.6	0.9
国内企業物価 (前年比)	2.3	6.2	1.3	2.4	3.4	4.8	7.2	6.7	5.9	3.5	0.5	0.5	0.8	6.2	1.4
消費者物価 (前年比)	0.4	1.7	1.0	0.5	0.9	1.4	2.2	1.8	1.1	0.8	0.8	1.1	1.2	1.9	1.2
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.3	1.7	1.0	0.5	1.0	1.5	2.2	1.8	1.1	0.8	0.8	1.1	1.2	1.9	1.2
経常収支 (兆円)	24.5	19.2	22.6	24.9	22.4	19.3	15.1	21.1	21.3	22.2	19.9	23.4	24.8	16.9	19.0
(名目GDP比)	(4.8)	(3.7)	(4.3)	(4.9)	(4.3)	(3.8)	(3.0)	(4.1)	(4.1)	(4.3)	(3.8)	(4.4)	(4.7)	(3.3)	(3.6)
失業率 (%)	3.8	4.1	4.0	3.8	3.8	4.0	4.1	4.1	4.2	4.1	4.1	4.0	3.9	4.1	4.1
住宅着工戸数(万戸)	104	112	116	95	114	112	110	112	112	113	114	117	119	112	116
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	0.50	0.50	0.75	1.00	0.50	1.00
10年国債利回り (店頭基準気配)	1.6	1.5	1.8	1.6	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7	2.0	2.0	1.6	2.1
為替 (円/ドル)	114	104	105	113	105	105	107	103	103	103	105	105	107	107	107
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	78	101	92	83	95	109	112	92	92	92	92	92	92	115	117
経常利益 (前年比)	▲3.3	▲7.3	6.4	▲4.5	▲17.5	▲10.5	▲13.4	▲5.5	0.6	2.8	6.0	6.2	10.6	▲8.5	5.3

(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。経常利益は「金融機関を子会社とする純粋持株会社」を除く

(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
(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もありません。