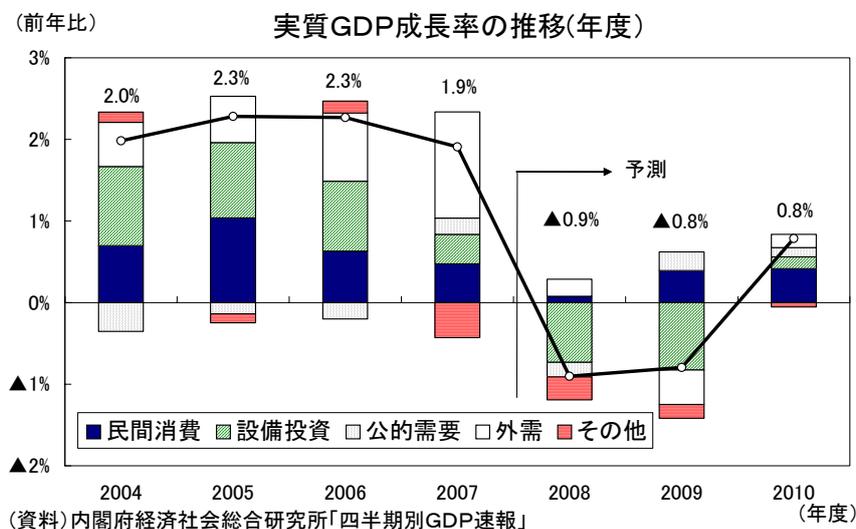


Weekly
エコノミスト・
レター2008～2010 年度経済見通し
～08年7-9月期GDP2次速報後改定

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

＜実質成長率:2008年度▲0.9%、2009年度▲0.8%、2010年度0.8%を予想＞

1. 2008年7-9月期のGDP2次速報は、設備投資、民間在庫、政府消費の下方修正などから、実質GDP成長率が1次速報の前期比▲0.1%（年率▲0.4%）から前期比▲0.5%（年率▲1.8%）へと下方修正された。
2. 実質GDP成長率は2008年度が▲0.9%、2009年度が▲0.8%、2010年度が0.8%と予想する。海外経済の悪化とそれに伴う輸出の落ち込みが想定以上となっていることを踏まえ、前回見通し（11月時点）から2008年度、2009年度の成長率をそれぞれ▲0.5%、▲0.3%下方修正した。
3. 日本の景気は2009年度下期に底打ちすると予想するが、米国をはじめとした海外経済の低成長が長期化する可能性が高いため、前回の景気回復期のような輸出の高い伸びは当面期待できない。2010年度も潜在成長率を下回る低い成長が続くだろう。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、2008年度は1.3%となるが、ガソリンをはじめとしたエネルギー価格の急落を主因として2009年度には▲0.5%とマイナスに転じるだろう。



1. 7-9 月期の成長率は年率▲1.8%へ下方修正

(2 四半期連続の大幅マイナス成長)

12/9に内閣府が公表した2008年7-9月期のGDP2次速報は、実質GDP成長率が前期比▲0.5% (年率▲1.8%) となり、11/17に公表された1次速報(前期比▲0.1%、年率▲0.4%) から大幅な下方修正となった。設備投資が前期比▲1.7%から同▲2.0%へ、民間在庫が前期比0.0%(寄与度) から同▲0.2%へ、政府消費が前期比0.1%から同▲0.3%へと下方修正されたことから、国内需要の伸びが1次速報の前期比0.1%のプラスから同▲0.3%のマイナスへと下方修正された。外需寄与度は前期比▲0.2%で1次速報から変わらなかった。

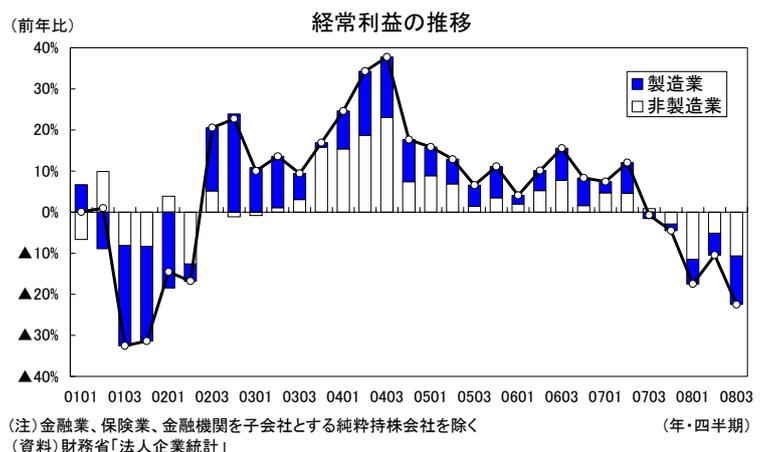
日本経済は、4-6月期の前期比▲1.0%(年率▲3.7%) に続き2四半期連続で大幅なマイナス成長となったが、ともに設備投資と外需が成長率の押し下げ要因となっている。輸出を起点とした企業部門の改善が完全に途切れてしまったことが改めて示される形となった。

(経常利益の減少幅が拡大)

12/4に財務省から公表された7-9月期の法人企業統計では、全産業(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)の経常利益が前年比▲22.5%と5四半期連続の減少となり、4-6月期の同▲10.5%から減益幅が拡大した。売上高の減少が続いた(4-6月期:前年比▲0.9%→7-9月期:同▲0.2%) ことに加え、原材料価格高騰により利益率の悪化幅が拡大した。

製造業は、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低迷が収益の圧迫要因となっている。貿易統計の輸出数量指数は、08年1-3月期の前年比9.6%から4-6月期が同5.3%、7-9月期が同2.6%と伸び率が急速に低下し、10月には前年比▲6.4%と大幅なマイナスとなった。製造業の売上高は輸出減速に歩調を合わせる形で、08年1-3月期の前年比5.9%から4-6月期に同1.4%へと伸びが鈍化した後、7-9月期は同▲1.5%と6年ぶりに減少に転じた。

原油などの国際商品市況はこのところ大幅に下落しているため、コスト増による収益の下押し圧力は10-12月期以降、解消される公算が大きい。一方、海外経済の減速に伴う輸出の減少、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減少は今後も継続することが見込まれる。当面は、交易条件の改善によるプラス効果を売上減少によるマイナス効果が上回る形で、企業収益は大幅な減少が続くだろう。



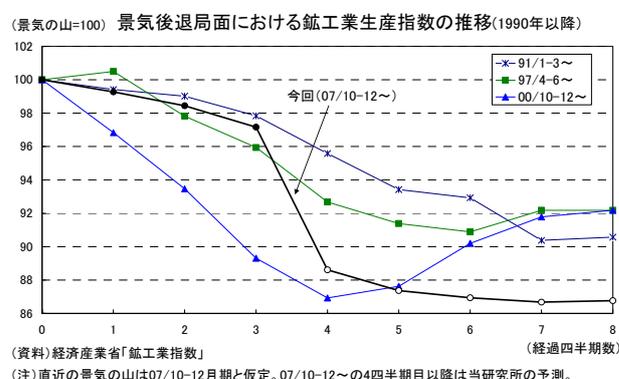
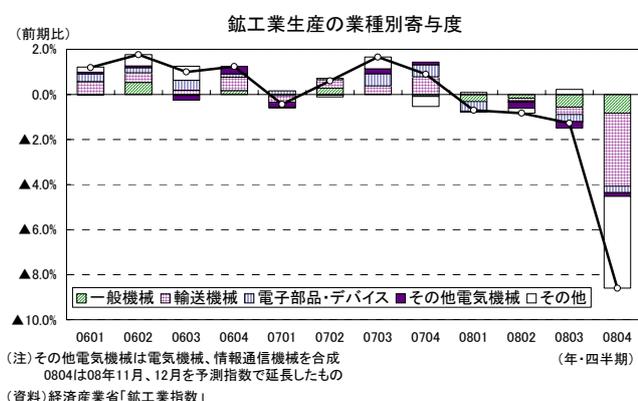
(IT バブル崩壊時を上回る生産の調整ペース)

鉱工業生産は、2007年10-12月期をピークに減少しているが、2008年度前半までの減少ペースは景気後退期としては比較的緩やかなものにとどまっていた(2008年1-3月期:前期比▲0.7%、

4-6 月期：同▲0.8%、7-9 月期：同▲1.3%)。

しかし、10 月の鉱工業生産は前月比▲3.1%と急速に落ち込み、企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数も 11 月が前月比▲6.4%、12 月が同▲2.9%減となった。業種別には欧米向けを中心に輸出の不振が続く輸送機械が大幅な減産を続ける計画(11 月：前月比▲12.4%、12 月：同▲12.1%)となっている。自動車の減産は他産業への波及も大きいと見られ、生産調整は今後より広範化することになるだろう。

10 月の生産指数を 11 月、12 月の予測指数で先延ばしすると、10-12 月期の生産指数は前期比▲8.6%の大幅低下となる。10-12 月期の減産ペースが一気に加速することは確実であり、四半期ベースで見た生産の落ち込み幅は IT バブル崩壊時の前期比▲4.4% (01 年 7-9 月期) を超え、現行統計が存在する 1978 年以降では最大となることが見込まれる。景気の山からの生産の調整幅で見ても、IT バブル崩壊に匹敵するものとなる可能性が高いだろう。



2. 2010 年度までの経済見通し

(2009 年度半ばまではマイナス成長が継続)

2008 年 7-9 月期の GDP 2 次速報を受けて、11/19 に発表した 2008~2010 年度経済見通しを改定した。実質 GDP 成長率は 2008 年度が▲0.9%、2009 年度が▲0.8%、2010 年度が 0.8%と予想する(11/19 時点ではそれぞれ▲0.4%、▲0.5%、0.8%)。

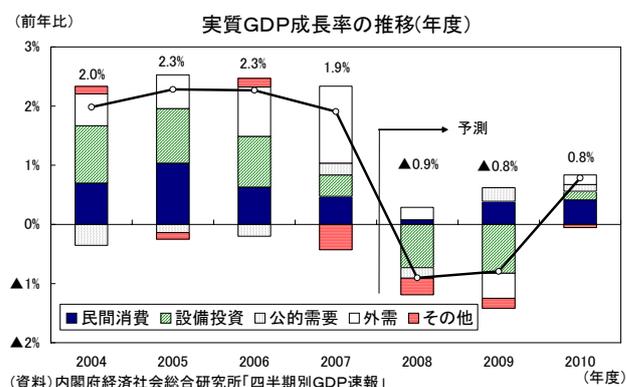
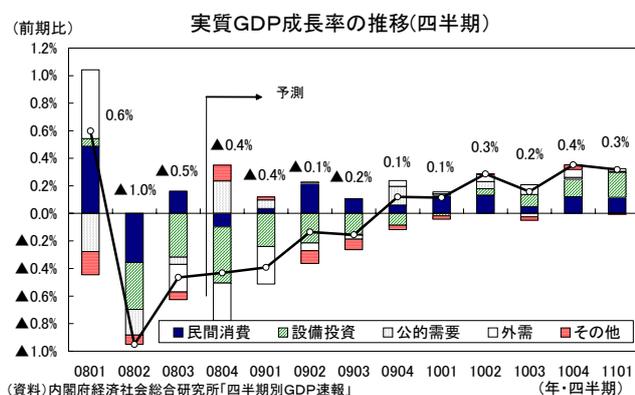
2008 年度の下修正は、2008 年 7-9 月期の成長率が大幅に下方修正されたことに加え、海外経済の悪化とそれに伴う輸出の減少が想定以上となっていることを踏まえ、2008 年度下期の成長率を引き下げたことによる。日本経済はすでに 2 四半期連続でマイナス成長となっているが、輸出、設備投資の減少を主因として 2008 年 10-12 月期、2009 年 1-3 月期も前期比年率 1%を超えるマイナス成長になると予想する。この結果、2008 年度の実質 GDP 成長率は▲0.9%となり、2001 年度(▲0.8%)以来のマイナス成長となることが見込まれる。

家計部門は、現時点では比較的底堅さを維持しているが、輸出の減少を起点とした企業部門の悪化は「売上の減少→企業収益の悪化→生産・設備投資の抑制→雇用、賃金の調整」という形で家計部門にまで及ぶ可能性が高い。雇用者数は今のところ前年比で増加を維持している(労働力調査ベース)が、すでに多くの企業で人員削減の動きが見られるようになっており、失業率は直近(08

年 10 月) の 3.7% から 2009 年度末には 5% 近くまで上昇するだろう。企業部門の悪化を家計部門がカバーすることは期待できない状況にある。

今回の予測では、足もと急速に悪化している米欧経済は、大幅な利下げ、大型景気対策の効果などから 2009 年後半には持ち直しに向かうと想定している。ただし、米国では住宅価格、株価の下落に伴いバランスシートが大きく悪化しており、負債圧縮のために消費の抑制が必要な状況となっている。バランスシート調整に目処がつくまでには時間を要するため、米国はリセッション終了後も個人消費の低迷が続く可能性が高く、しばらくは低成長を余儀なくされよう。

日本の景気底打ちは 2009 年度下期と予想するが、米国をはじめとした海外経済の低成長が長期化する可能性が高いため、2002 年以降の景気回復局面のような輸出の高い伸びは期待できない。2009 年度下期にはマイナス成長を脱するものの、当面は 1% 台半ばから後半とされる潜在成長率を下回る伸びが続くだろう。このため、実質 GDP は 2009 年度も ▲0.8% とマイナス成長が続き、2010 年度も 0.8% と景気回復期としては低い伸びにとどまるだろう。



実質 GDP 成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は雇用・所得環境の悪化に加え、物価上昇による実質購買力の低下が響き、2008 年度は前年比 0.1% とほぼ横ばいにとどまるだろう。2009 年度は定額給付金、物価下落に伴う実質所得の押し上げ効果が期待できるものの、企業収益の悪化を背景とした雇用、賃金調整の本格化がその効果を相殺するため、0.7% の低い伸びにとどまり、2010 年度も 0.7% と低調な動きが続くだろう。

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 ▲13.0%）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 年度も前年比 ▲2.0% と予想される。2009 年度には住宅ローン減税拡充の効果もあって、前年比 2.0% と 5 年ぶりに増加した後、2010 年度は前年比 0.3% とほぼ横ばいを予想する。

設備投資は企業収益の悪化を主因に、2008 年度に前年比 ▲4.6% と 6 年ぶりに減少した後、2009 年度は ▲5.4% と減少幅が拡大するだろう。2010 年度には企業収益の回復に伴い前年比 1.0% へと持ち直すだろう。

2008 年度の外需寄与度は、2007 年度の 1.3% から 0.2% へと縮小するだろう。輸出の伸びは、海外景気の悪化を反映し、2007 年度の 9.3% から 2008 年度には 0.3% へと急減速し、2009 年度には ▲4.5% と 8 年ぶりに減少に転じると予想する。2009 年度の外需寄与度は ▲0.4% となり、成長率の

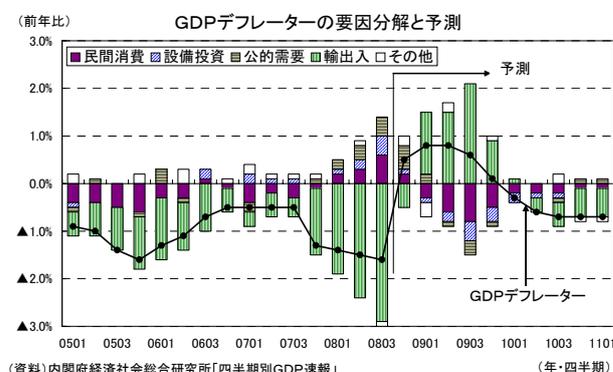
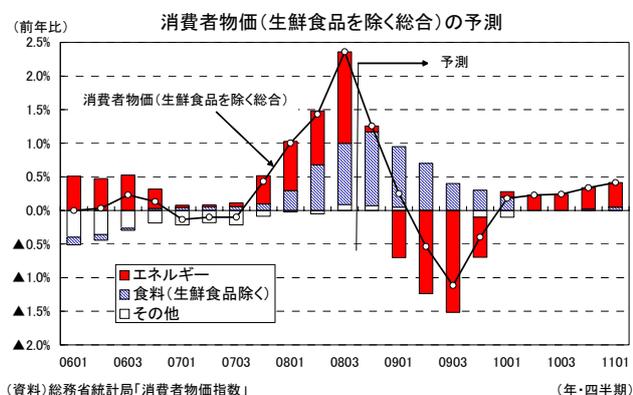
押し下げ要因となるだろう。2010年度は、海外経済の回復に伴い輸出が前年比3.0%の増加となることから、外需寄与度は0.2%と再びプラスになると予想する。

(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、8月に2.4%まで上昇率が高まった後、10月には1.9%まで伸びが鈍化した。

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先物)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40ドル台で推移している。ガソリン店頭価格(レギュラーガソリン、石油情報センター調べ)はピーク時の185円程度から120円程度にまで下落しているが、最近の円高の進展も加わって、値下げの動きは今後も続くことが予想される。これまで物価上昇の主因となっていたエネルギー価格は今後下落に転じ、2009年度入り後はコアCPIを1%以上押し下げることが見込まれる。また、物価上昇のもうひとつの柱である食料品の値上げの動きは継続しているものの、景気低迷に伴う需給の緩和を受けて、値上げを続けることが難しくなっていくだろう。

コアCPI上昇率は、エネルギー価格の下落を主因として2009年度入り後にはマイナスに転じ、2009年7-9月期には1%程度までマイナス幅が拡大するだろう。コアCPI上昇率は2007年度の前年比0.3%から2008年度には1.3%へと高まるが、2009年度には▲0.5%と5年ぶりのマイナスとなり、2010年度も0.3%の低い伸びにとどまると予想する。



GDPデフレーターは2008年4-6月期の前年比▲1.5%に続き、7-9月期も同▲1.6%の大幅低下となった。消費者物価上昇率が2%を超えるなど、輸入品から国内品への価格転嫁が進んだことにより国内需要デフレーターの上昇率は4-6月期の前年比0.9%から同1.4%へと拡大したが、輸入デフレーターの上昇幅拡大(4-6月期:前年比11.0%→7-9月期:同17.5%)がGDPデフレーターを大きく押し下げた。

GDPデフレーターは1998年4-6月期以降、10年以上にわたり下落を続けてきたが、2008年10-12月期には一気にプラス圏に浮上する可能性が出てきた。これまでは輸入デフレーター的大幅上昇がGDPデフレーターを大きく押し下げてきたが、原材料価格の下落、円高の進展に伴い輸入デフレーターの上昇率がマイナスに転じ、このことがGDPデフレーターの押し上げ要因となるためである。

る。もちろん、輸入物価の下落により国内物価も下がりやすくなるが、100%価格転嫁されるわけではないことや、転嫁にはある程度のタイムラグが生じることなどから、国内物価上昇率の低下幅は輸入物価に比べれば緩やかなものにとどまると見られる。

GDPデフレーターは2008年10-12月期には前年比0.5%とプラスに転じると予想する。ただし、景気低迷による需給ギャップの拡大に伴い国内物価の下落圧力が高まること、2010年度には世界経済の回復に伴い原油価格が上昇し、輸入デフレーターも上昇に転じることが見込まれるため上昇は長続きしないだろう。GDPデフレーター上昇率は2010年1-3月期には再びマイナスに転じると予想する。GDPデフレーターの上昇率は2008年度が前年比▲0.4%、2009年度が0.3%、2010年度が▲0.7%と予想する。

ここに来て、リーマン・ブラザーズの破綻をきっかけとした金融危機の実体経済への影響が広がりつつあり、消費動向調査、景気ウォッチャー調査に見られるように、特にマインド面の悪化が顕著となっている。12/15公表予定の日銀短観12月調査では、企業の景況感の急速な悪化が確認されることになろう。

日銀短観の結果などを受けて、日銀は景気の基調判断をさらに下方修正する可能性が高く、2008年度内には追加利下げが実施されると予想する（2009年1-3月期に無担保コールレートを0.3%から0.1%へ引き下げ）。次回の金融政策決定会合（12/18, 19）前に円高の加速、株安の進展などがあった場合には前倒しで利下げを実施する可能性もあるだろう。

（米国、欧州の経済見通しは12/12（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7-9月期2次QE(12/9発表)反映後)

	2007年度				2008年度				2009年度				2010年度				(単位、%)				前回予測 (2008.11)		
	実績	千割	千割	千割	08/4-6 実績	7-9 実績	10-12 千割	09/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	10/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	11/1-3 千割	2008年度	2009年度	2010年度				
実質GDP	1.9	▲0.9	▲0.8	0.8	▲1.0	▲0.5	▲0.4	▲0.4	▲0.1	▲0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3	▲0.4	▲0.5	0.8				
内需寄与度	(0.7)	(▲1.1)	(▲0.3)	(0.6)	(▲0.9)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.5)				
内、民需	(0.5)	(▲0.9)	(▲0.6)	(0.5)	(▲0.7)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(▲0.6)	(▲0.3)	(0.4)				
内、公需	(0.2)	(▲0.2)	(0.2)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)				
外需寄与度	(1.3)	(0.2)	(▲0.4)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(▲0.4)	(0.3)				
民間最終消費支出	0.9	0.1	0.7	0.7	▲0.7	0.3	▲0.2	0.1	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.6				
民間住宅投資	▲13.0	▲2.0	2.0	0.3	▲2.6	3.9	3.9	0.2	▲0.8	▲0.7	0.4	0.6	▲0.2	▲0.5	0.6	0.1	▲1.7	1.4	0.1				
民間企業設備投資	2.3	▲4.6	▲5.4	1.0	▲2.1	▲2.0	▲2.6	▲1.6	▲1.4	▲1.0	▲0.6	▲0.1	0.3	0.6	0.9	1.2	▲3.3	▲4.6	1.1				
政府最終消費支出	2.2	0.1	1.5	1.0	▲0.9	▲0.3	1.1	0.5	0.2	0.0	0.7	0.1	0.4	▲0.0	0.2	0.1	0.4	1.3	1.2				
公的固定資本形成	▲5.8	▲4.3	▲1.1	▲1.9	▲1.2	0.4	1.3	▲0.6	▲0.9	▲0.4	0.1	▲0.2	▲0.8	▲0.6	▲0.6	▲0.3	▲4.1	▲2.0	▲2.8				
輸出	9.3	0.3	▲4.5	3.0	▲2.6	0.8	▲2.8	▲2.6	▲1.2	▲0.7	0.4	0.5	0.9	1.2	1.1	0.9	1.0	▲3.2	4.3				
輸入	1.8	▲1.4	▲2.8	2.8	▲3.0	2.3	▲1.7	▲1.3	▲1.2	▲0.7	0.2	0.6	0.9	1.1	1.1	1.1	▲0.9	▲1.6	3.3				
名目GDP	1.0	▲1.3	▲0.5	0.1	▲1.4	▲0.7	0.7	0.2	▲0.9	▲0.4	0.6	0.3	▲0.8	▲0.1	0.7	0.6	▲1.0	▲0.2	0.3				

(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>

	2007年度				2008年度				2009年度				2010年度				(単位、%)				前回予測 (2008.11)		
	実績	千割	千割	千割	08/4-6 実績	7-9 実績	10-12 千割	09/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	10/1-3 千割	4-6 千割	7-9 千割	10-12 千割	11/1-3 千割	2008年度	2009年度	2010年度				
鉱工業生産 (前期比)	2.6	▲6.1	▲6.5	1.5	▲0.8	▲1.3	▲8.8	▲1.4	▲0.5	▲0.3	0.1	0.2	0.5	0.5	0.7	0.7	▲2.6	▲2.6	1.7				
国内企業物価 (前年比)	2.3	3.9	▲3.6	0.6	4.9	7.1	2.8	0.9	▲2.7	▲6.1	▲3.3	▲2.1	▲0.6	0.3	1.2	1.4	4.5	▲2.6	0.4				
消費者物価 (前年比)	0.4	1.3	▲0.4	0.3	1.4	2.2	1.3	0.3	▲0.5	▲1.1	▲0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	1.4	▲0.1	0.3				
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.3	1.3	▲0.5	0.3	1.5	2.3	1.3	0.2	▲0.5	▲1.1	▲0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	1.4	▲0.1	0.3				
経常収支 (兆円)	24.5	19.3	22.0	20.9	19.2	13.7	20.8	23.4	22.3	19.0	23.3	23.4	21.5	18.5	21.7	21.8	18.8	21.0	21.4				
↓ (名目GDP比)	(4.8)	(3.8)	(4.3)	(4.1)	(3.8)	(2.7)	(4.1)	(4.6)	(4.4)	(3.8)	(4.6)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(4.3)	(4.3)	(3.7)	(4.1)	(4.2)				
失業率 (%)	3.8	4.1	4.7	4.7	4.0	4.1	4.0	4.3	4.5	4.7	4.8	4.9	4.9	4.8	4.7	4.6	4.2	4.5	4.5				
住宅着工戸数(万戸)	104	110	116	115	112	113	107	107	112	117	117	117	116	115	115	115	113	116	117				
コールレート (無担保・翌日物)	0.50	0.10	0.10	0.10	0.50	0.50	0.30	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10				
10年国債利回り (店頭基準気配)	1.6	1.5	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7	1.5	1.4	1.6				
為替 (円/ドル)	114	98	89	93	105	108	96	85	85	90	90	90	90	93	95	95	98	89	93				
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	78	89	50	65	109	130	63	53	50	50	50	50	60	60	70	70	94	65	69				
経常利益 (前年比)	▲3.3	▲15.8	▲4.5	3.4	▲10.5	▲22.4	▲17.8	▲13.7	▲10.2	▲6.1	▲2.3	1.8	2.4	3.5	3.3	4.5	▲13.3	▲3.6	3.6				

(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株式会社」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
研究員	桑 昌 滋 (くわはた しげる)	(03) 3512-1838	kuwahata@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もありません。