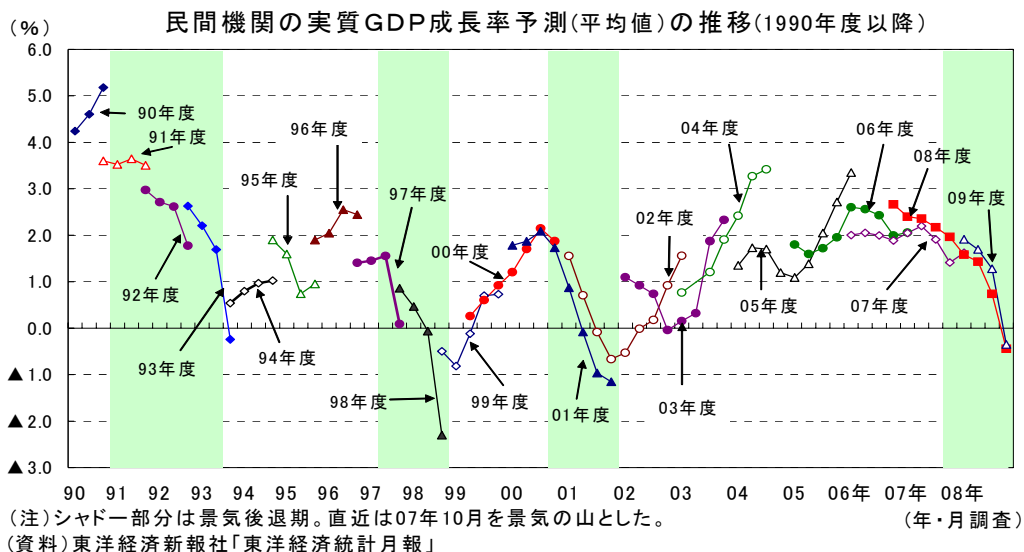


Weekly エコノミスト・ レター

景気後退と経済見通しの下方修正

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

1. 2008年7-9月期のGDP2次速報を受けて、民間調査機関が発表した経済見通しによれば、実質GDP成長率の予測値（平均）は2008年度が前年比▲1.0%、2009年度が前年比▲0.9%と2年連続でマイナス成長となった。
2. 経済情勢が想定を上回るペースで悪化していることを反映し、このところ経済見通しの下方修正が続いている。
3. 経済見通し（実質GDP成長率の予測値）は、景気回復局面では上方修正、景気後退局面では下方修正が続く傾向があるが、景気が転換点を迎えた後、比較的早い段階で修正が始まることが多い。
4. 一方、景気の転換点に関するエコノミストの判断は遅れる傾向がある。直近の景気の山は2007年末頃と見られるが、「ESPフォーキャスト調査」によれば、全てのエコノミストが景気の山を過ぎたと判断したのは、実際に景気がピークアウトしてから1年近くが経過した2008年9月であった。
5. 景気の底打ち時期を探る上で注目されるのは、エコノミストによる景気の転換点に関する判断よりも、経済見通しの修正方向が反転するかどうかである。



●民間調査機関は2年連続のマイナス成長を予想

内閣府が12/9に発表した2008年7-9月期GDP2次速報を受けて、民間調査機関は2008年度・2009年度の経済見通しを改定した。QUICK社の集計によれば、実質GDP成長率の予測値は2008年度が▲1.0%、2009年度が▲0.9%と2年連続のマイナス成長となった(25社の平均値、12/18時点)。

2008年度は、民間消費は前年比0.2%とかなり増加を維持するものの、設備投資が前年比▲4.3%、住宅投資が前年比▲4.0%と大きく落ち込むことから、内需寄与度が前年比▲1.1%と成長率を大きく押し下げることが見込まれている。また、海外経済の急減速を背景に輸出の伸びが2007年度の前年比9.3%から同0.0%へと急低下し、外需寄与度は2007年度の1.3%から同0.1%へと急速に縮小する。

2009年度は、設備投資が前年比▲4.6%と大幅な減少が続くことに加え、輸出が前年比▲3.9%と8年ぶりに減少することから、外需寄与度が前年比▲0.4%と経済成長の足を大きく引っ張る形となっている。2009年度は内外需ともに低調な姿となることが予想されている。

また、名目GDP成長率は、2008年度が前年比▲1.7%、2009年度が前年比▲0.7%と2年連続のマイナスが予想されているが、2009年度は実質の伸びを若干上回り、「名実逆転現象」はかろうじて解消される形となっている。

民間調査機関の2008・2009年度経済見通し(2008年12月時点)

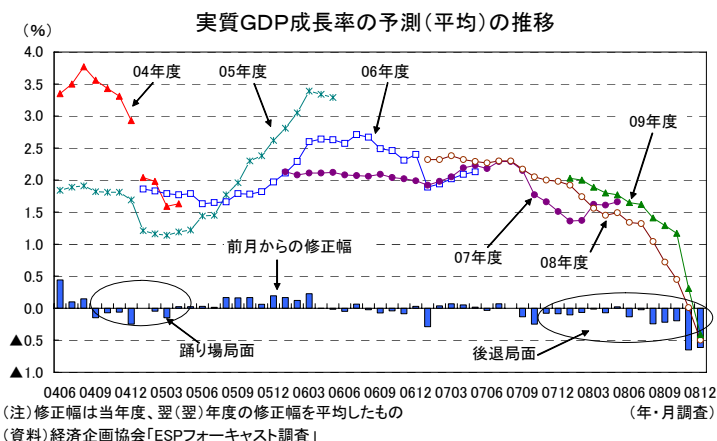
| | (前年比) | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| | 2008年度 | | | 2009年度 | | |
| | 平均 | 最大 | 最小 | 平均 | 最大 | 最小 |
| 実質GDP | ▲1.0% | ▲0.5% | ▲1.5% | ▲0.9% | 0.2% | ▲2.1% |
| 内需<寄与度> | <▲1.1%> | <▲1.4%> | <▲0.7%> | <▲0.4%> | <0.5%> | <▲1.1%> |
| 民間消費 | 0.2% | 0.5% | ▲0.9% | 0.4% | 0.9% | ▲0.2% |
| 民間住宅投資 | ▲4.0% | ▲0.9% | ▲6.1% | 0.2% | 3.3% | ▲2.2% |
| 民間設備投資 | ▲4.3% | ▲3.0% | ▲5.3% | ▲4.6% | ▲0.3% | ▲7.8% |
| 民間在庫<寄与度> | <▲0.2%> | <0.0%> | <▲0.5%> | <0.0%> | <0.4%> | <▲0.5%> |
| 政府消費 | ▲0.1% | 2.1% | ▲0.5% | 0.8% | 1.5% | 0.3% |
| 公的固定資本形成 | ▲4.5% | ▲0.0% | ▲8.3% | ▲0.2% | 7.2% | ▲4.7% |
| 外需<寄与度> | <0.1%> | <0.3%> | <▲0.3%> | <▲0.4%> | <0.0%> | <▲1.0%> |
| 財貨・サービスの輸出 | 0.0% | 1.9% | ▲1.8% | ▲3.9% | 1.6% | ▲8.8% |
| 財貨・サービスの輸入 | ▲1.0% | 1.5% | ▲2.6% | ▲1.8% | 1.6% | ▲6.9% |
| 名目GDP | ▲1.7% | ▲1.1% | ▲2.7% | ▲0.7% | 0.7% | ▲2.1% |

(出所)QUICK

●下方修正が続く経済見通し

このように、日本経済は今年度から来年度にかけて非常に厳しい状況が続くことが予想されている。現時点では2008年度、2009年度の成長率の落ち込み幅は1998年度の▲1.5%に比べれば小さなものにとどまると見られているが、予測値は今後さらに下方修正される可能性があることには留意が必要だ。

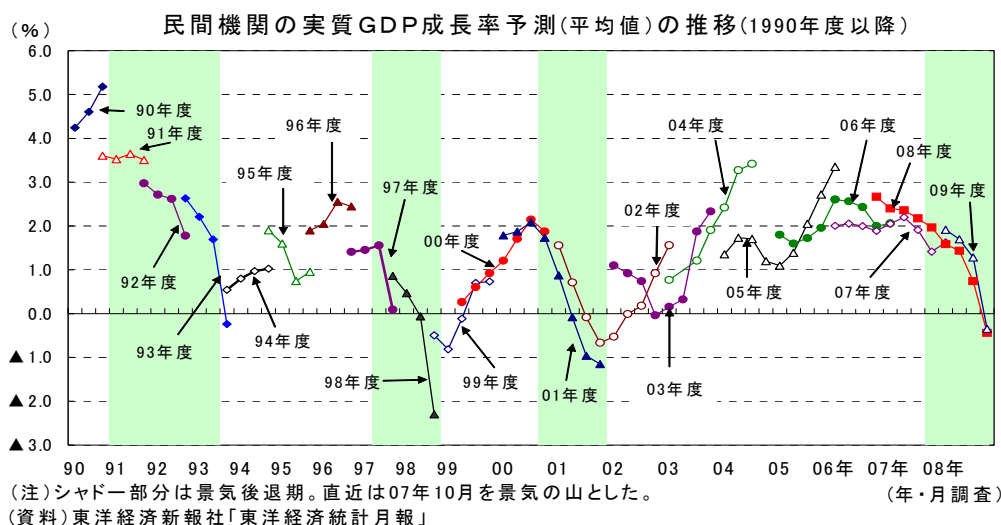
経済企画協会が毎月約40人のエコノミスト・調査機関を対象に集計している「ESPフォーキャスト調査」によれば、実質GDP成長率の予測値は、2008年度が2008年6月以降、7ヵ月連続、2009年度が2008年2月以降、11ヵ月連続で下方修正されている。この間の修正幅は2008年度が1.8ポイント、2009年度が2.4ポイントと大きなものとなっているが、直近の調査(2008年12月調査)は調査時点が12/2となっているため、12/9に内閣府が公表した2008年7-9月期GDP2次速報で、実質GDP成長率が前期比年率▲1.8%と1次速報の同▲0.4%から大幅に下方修正されたことが織り込まれていない。7-9月期2次速報の結果を反映した次回の2009年1月調査では、成長率予測のさらなる下方修正が見込まれる。



● 予測値の修正方向と景気循環の関係

ESPフォーキャスト調査で過去の成長率予測の推移を振り返ってみると、2004年後半から2005年半ばにかけての景気の踊り場局面、2007年末以降の景気後退局面で、予測値の下方修正が続いていることが分かる。

同調査は調査開始が2004年5月と歴史が浅いため、この結果だけで成長率予測の修正方向と景気との間に強い関係があるとは言いきれないが、「東洋経済統計月報」(東洋経済新報社)では1990年以降、年3~4回程度経済見通しの集計が行われている(1989年以前も年1~2回程度集計)。この調査を用いて1990年以降の両者の関係を見ると、民間調査機関の経済見通しは、景気が回復局面にある時には予測値が上方修正され、景気が後退局面にある時には予測値が下方修正される傾向があることが読み取れる。



たとえば、2001年度の実質GDP成長率の予測値は、2000年9月調査では2.1%となっていたが、2000年12月調査以降、下方修正が続き2001年12月調査では▲1.2%となった（2001年度の実績値は▲0.8%）。景気の山は2000年11月であり、成長率の予測値は景気がピークアウトした直後から下方修正が始まったということになる。

また、2002年度の実質GDP成長率の予測値は、2001年12月時点では▲0.7%だったが、景気底打ち（2002年1月）直後の2002年3月調査から上方修正が始まり、2002年12月時点では0.9%となった（2002年度の実績値は1.1%）。

予測値の修正テンポは緩慢であるが、その一方で比較的早い段階で正しい方向への修正を始めていると見ることもできるだろう。

このように経済見通しが、同一方向に続けて修正される理由としては、景気が良くなる時には、人々（エコノミスト）の予想を上回るスピードで経済活動が拡大し、逆に景気が悪くなる時には、予想を上回るスピードで経済活動が縮小することが多いことが挙げられる。また、経済情勢が大きく変化したことが分かったとしても、経済見通しの作成者は過去の見通しに引きずられて修正を小幅にとどめる傾向があるため、結果的に同一方向への修正が繰り返されやすくなるとも考えられる。

●景気の転換点に関する判断は遅れがち

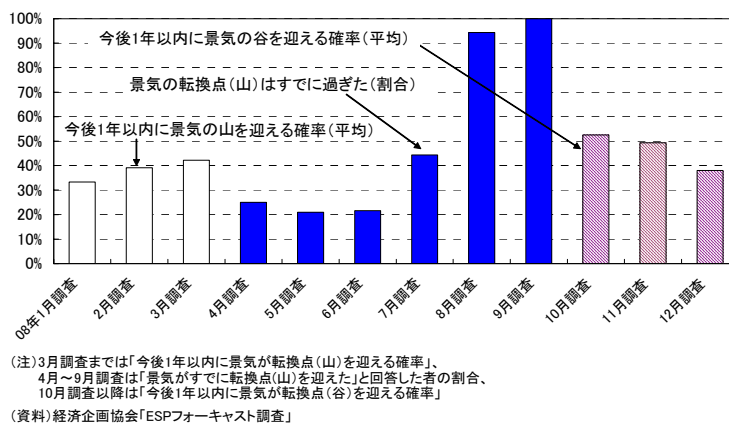
景気は2007年末頃をピークに後退局面に入っている¹が、9月中旬のリーマンブラザーズ破綻をきっかけとした金融危機以降、景気の調整スピードは急加速しており、今回の景気後退は深く、長いものになる可能性が高くなっている。

「ESPフォーキャスト調査」によれば、2008年10月調査時点では1年以内に景気が底を打つ確率が52.5%（平均値）と50%を超えていたが、11月調査で49.3%と50%を割り込んだ後、12月調査では38.0%へと急低下している。今回の景気後退が過去の平均的な後退期間である16ヵ月を大きく上回るという見方が大勢となりつつある。

景気後退が続く間は見通しの下方修正が続く傾向があるため、現時点で▲0.9%となっている2009年度の実質GDP成長率は、最終的には1998年度の▲1.5%を超えるマイナス幅となる可能性も否定できない。

ただし、エコノミストによる景気の転換点の判断は遅れがちであることは念頭に置いておく必要がある。たとえば、直近の景気の山は2007年末頃と見られるが、景気が後退局面入りしてから半

エコノミストによる景気の転換点に関する判断



¹ 正式な景気基準日付は、景気動向指数研究会での議論を経た後、内閣府経済社会総合研究所長が決定する。次回の景気動向指数研究会は来年1月29日に開催される予定となっており、この場で景気の山が決定される見込みとなっている。

年以上が経過した 2008 年 7 月時点でも半数以上の人景気はまだ転換点を迎えていないと判断しており、全てのエコノミストが転換点を過ぎたと回答したのは 9 月になってからだった。

成長率の予測値は小刻み（0.1%ポイント刻み）に動かすことができるため、足もとの経済情勢の変化に応じて比較的柔軟に修正しやすい。これに対し、景気の局面判断は「拡張（回復）」か「後退」の二者択一であるため、判断の変更に踏み切るのが難しいという側面がある。この結果、成長率の予測値の修正に比べて、景気の転換点の判断は遅れがちになるのではないだろうか。

最近の経済情勢の急速な悪化を受けて、1 年以内に景気が底打つと予想するエコノミストの割合は今後さらに低下する可能性が高い。しかし、景気底打ちの時期を探る上で注目されるのは、エコノミストによる景気の転換点に関する判断よりも、経済見通し（実質 GDP 成長率の予測値）の修正方向だろう。景気が底を打って回復に転じたとしても、エコノミストの多くは景気後退が続いているとの判断をしばらく続ける可能性が高いが、景気が転換点を迎えてから比較的早い段階で、経済見通しは上方修正に転じることが予想されるためである。

● 月次 GDP の動向

<10 月、11 月>

10 月の月次 GDP は、民間消費、設備投資の減少などから、前月比▲0.6%と 2 ヶ月ぶりの減少となった。

11 月の月次 GDP は、輸出の大幅減少を主因として、前月比▲0.4%の減少を予測する。

日本・月次GDP 予測結果

| | [月次] →実績値による推計 | | | | | | [四半期] | | |
|-------------------|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|------------|
| | 2008/6 | 2008/7 | 2008/8 | 2008/9 | 2008/10 | 2008/11 | 2008/4-6 | 2008/7-9 | 2008/10-12 |
| 実質GDP | 559,032 | 562,906 | 557,483 | 559,526 | 556,226 | 554,082 | 562,618 | 560,003 | 560,003 |
| 前期比年率 | | | | | | | ▲3.7% | ▲1.8% | ▲2.5% |
| 前期比 | ▲0.9% | 0.7% | ▲1.0% | 0.4% | ▲0.6% | ▲0.4% | ▲1.0% | ▲0.5% | ▲0.6% |
| 前年同期比 | ▲0.6% | 1.3% | ▲2.2% | ▲0.6% | ▲2.1% | ▲2.0% | 0.7% | ▲0.5% | ▲1.6% |
| 内需（寄与度） | 528,466 | 531,888 | 525,786 | 529,463 | 526,864 | 527,523 | 530,464 | 529,077 | 527,065 |
| 前期比 | ▲0.3% | 0.6% | ▲1.1% | 0.7% | ▲0.5% | 0.1% | ▲0.9% | ▲0.3% | ▲0.4% |
| 前年同期比 | ▲0.7% | ▲0.3% | ▲2.6% | ▲0.2% | ▲1.2% | ▲1.6% | ▲0.6% | ▲1.0% | ▲1.5% |
| 民需（寄与度） | 412,282 | 416,318 | 409,365 | 413,552 | 410,283 | 410,095 | 414,172 | 413,078 | 409,778 |
| 前期比 | ▲0.3% | 0.7% | ▲1.2% | 0.8% | ▲0.6% | ▲0.6% | ▲0.7% | ▲0.2% | ▲0.6% |
| 前年同期比 | ▲0.4% | ▲0.1% | ▲2.4% | ▲0.2% | ▲0.9% | ▲1.2% | ▲0.4% | ▲0.9% | ▲1.1% |
| 民間消費 | 308,134 | 313,030 | 306,334 | 309,904 | 308,353 | 308,578 | 308,847 | 309,756 | 308,371 |
| 前期比 | 0.1% | 1.6% | ▲2.1% | 1.2% | ▲0.5% | 0.1% | ▲0.7% | 0.3% | ▲0.4% |
| 前年同期比 | 0.3% | 1.9% | ▲1.6% | 1.1% | 0.6% | ▲0.2% | 0.3% | 0.5% | 0.1% |
| 民間住宅投資 | 15,018 | 15,107 | 15,489 | 15,926 | 16,132 | 16,139 | 14,926 | 15,507 | 16,118 |
| 前期比 | 1.6% | 0.6% | 2.5% | 2.8% | 1.3% | 0.0% | ▲2.6% | 3.9% | 3.9% |
| 前年同期比 | ▲15.0% | ▲13.1% | ▲4.2% | 4.3% | 13.0% | 11.0% | ▲15.9% | ▲4.7% | 10.0% |
| 民間設備投資 | 87,488 | 87,252 | 86,613 | 86,742 | 84,804 | 84,383 | 88,655 | 86,869 | 84,277 |
| 前期比 | ▲2.1% | ▲0.3% | ▲0.7% | 0.1% | ▲2.2% | ▲0.5% | ▲2.1% | ▲2.0% | ▲3.0% |
| 前年同期比 | 0.2% | ▲2.2% | ▲6.6% | ▲3.0% | ▲7.0% | ▲6.4% | 0.8% | ▲3.9% | ▲6.6% |
| 民間在庫（寄与度） | 2,455 | 1,685 | 1,685 | 1,736 | 1,751 | 1,751 | 2,558 | 1,702 | 1,768 |
| 前期比 | ▲0.0% | ▲0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | ▲0.2% | 0.0% |
| 前年同期比 | ▲0.1% | ▲0.3% | ▲0.3% | ▲0.3% | ▲0.3% | ▲0.3% | ▲0.1% | ▲0.3% | ▲0.3% |
| 公需（寄与度） | 116,333 | 115,719 | 116,570 | 116,059 | 116,730 | 117,576 | 116,441 | 116,147 | 117,436 |
| 前期比 | ▲0.0% | ▲0.1% | 0.2% | ▲0.1% | 0.1% | 0.2% | ▲0.2% | ▲0.1% | 0.2% |
| 前年同期比 | ▲0.2% | ▲0.2% | ▲0.2% | ▲0.0% | ▲0.4% | ▲0.4% | ▲0.2% | ▲0.1% | ▲0.4% |
| 政府消費 | 97,083 | 97,164 | 97,128 | 97,141 | 97,674 | 98,022 | 97,466 | 97,144 | 98,116 |
| 前期比 | ▲0.5% | 0.1% | ▲0.0% | 0.0% | 0.5% | 0.4% | ▲0.9% | ▲0.3% | 1.0% |
| 前年同期比 | ▲0.1% | 0.2% | ▲0.2% | 1.1% | ▲0.6% | ▲0.6% | 0.2% | 0.4% | ▲0.6% |
| 公的固定資本形成 | 19,170 | 18,520 | 19,407 | 18,884 | 18,971 | 19,469 | 18,862 | 18,937 | 19,236 |
| 前期比 | 2.4% | ▲3.4% | 4.8% | ▲2.7% | 0.5% | 2.6% | ▲1.2% | 0.4% | 1.6% |
| 前年同期比 | ▲6.5% | ▲7.3% | ▲5.0% | ▲5.7% | ▲4.4% | ▲4.5% | ▲7.6% | ▲5.9% | ▲4.4% |
| 外需（寄与度） | 29,371 | 30,412 | 31,091 | 29,457 | 28,756 | 25,953 | 30,959 | 30,320 | 28,790 |
| 前期比 | ▲0.7% | 0.2% | 0.1% | ▲0.3% | ▲0.1% | ▲0.5% | ▲0.0% | ▲0.2% | ▲0.3% |
| 前年同期比 | ▲0.1% | 1.7% | 0.4% | ▲0.4% | ▲0.8% | ▲0.3% | 1.1% | 0.6% | ▲0.0% |
| 財貨・サービスの輸出 | 89,847 | 92,837 | 92,042 | 91,545 | 91,268 | 87,262 | 91,385 | 92,141 | 89,425 |
| 前期比 | ▲2.8% | 3.3% | ▲0.9% | ▲0.5% | ▲0.3% | ▲4.4% | ▲2.6% | 0.8% | ▲2.9% |
| 前年同期比 | 1.9% | 8.9% | 1.6% | 2.5% | 1.8% | ▲6.2% | 6.0% | 4.3% | ▲1.4% |
| 財貨・サービスの輸入 | 60,476 | 62,425 | 60,952 | 62,087 | 62,512 | 61,309 | 60,426 | 61,821 | 60,635 |
| 前期比 | 1.9% | 3.2% | ▲2.4% | 1.9% | 0.7% | ▲1.9% | ▲3.0% | 2.3% | ▲1.9% |
| 前年同期比 | 3.4% | ▲2.1% | ▲1.7% | 7.8% | 10.1% | ▲6.1% | ▲1.7% | 1.1% | ▲1.7% |

<民間消費の内訳>

| | | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 家計消費（除く帰属家賃） | 251,340 | 254,144 | 251,249 | 253,728 | 252,328 | 252,552 | 252,342 | 253,041 | 251,668 |
| 前期比 | ▲0.2% | 1.1% | ▲1.1% | 1.0% | ▲0.6% | 0.1% | ▲0.9% | 0.3% | ▲0.5% |
| 前年同期比 | 0.1% | 1.7% | ▲1.8% | 0.9% | 0.3% | ▲0.4% | 0.1% | 0.3% | ▲0.2% |
| 需要側推計 | ▲0.2% | 0.4% | 0.3% | 1.4% | ▲1.0% | 0.4% | ▲1.8% | 0.5% | 0.2% |
| 前期比 | ▲1.6% | ▲1.0% | ▲1.5% | ▲0.5% | ▲0.7% | ▲0.7% | ▲1.1% | ▲1.0% | ▲0.3% |
| 前年同期比 | ▲0.3% | 1.7% | ▲3.0% | 0.3% | ▲1.3% | ▲0.4% | 0.6% | ▲0.2% | ▲2.1% |
| 供給側推計 | 1.6% | 5.1% | 0.5% | 3.4% | 1.4% | 0.6% | 2.0% | 3.0% | 0.9% |
| 前期比 | | | | | | | | | |
| 前年同期比 | | | | | | | | | |
| 帰属家賃 | 4,170 | 4,181 | 4,185 | 4,189 | 4,196 | 4,200 | 50,021 | 50,227 | 50,394 |
| 前期比 | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.4% | 0.4% | 0.3% |
| 前年同期比 | 1.4% | 1.5% | 1.5% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.5% | 1.6% | 1.6% |

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(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。