

## 2008・2009年度日米経済見通し

### I. 日本経済見通し ～2008年1-3月期GDP統計2次速報後改訂～

経済調査部 新家 義貴

#### (要旨)

- 実質GDP成長率の見通しは、2008年度+1.6%（前回10-12月期2次速報後予測：+1.8%）、2009年度+1.8%（同+1.9%）である。原油を中心とした資源価格の高騰から交易条件が大幅に悪化し、海外への所得流出が拡大しているため、今後家計や企業の支出が抑制される可能性が高まっていることが下方修正の要因である。
- 2008年1-3月期の実質GDPは前期比年率+4.0%と高い伸びになったが、先行きについては悪材料が目立つ。1-3月期の成長率を牽引した輸出と個人消費がともに悪化することで、4-6月期の成長率はいったん前期比でマイナスに転じると予想される。7-9月期も資源価格上昇の影響に伴う企業収益の圧迫や実質所得の押し下げ等を背景として、潜在成長率を下回る見込みである。年度前半は景気の停滞感が強まると予想される。
- もっとも、こうした景気減速が長期化し、深刻な調整に陥る可能性は低いと予想している。①米国の減税・利下げ効果や旺盛なアジア・新興国需要を下支えとして輸出の減速が限定的なものにとどまること、②雇用や設備の調整圧力が軽微であり、個人消費、設備投資の失速は避けられること、③資源価格高騰の悪影響が次第に和らいでいくこと、④住宅投資の回復が見込まれることなどがその要因として挙げられる。

#### 1. 日本経済見通し（概観）

2008年1-3月期GDP統計（2次速報）の公表を受けて、日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2008年度+1.6%（前回2007年10-12月期2次速報後予測：+1.8%）、2009年度+1.8%（同+1.9%）である。

原油を中心とした資源価格の高騰から交易条件が大幅に悪化し、海外への所得流出が拡大しているため、今後家計や企業の支出が抑制される可能性が高まっていることが下方修正の要因である。

2007年度後半に関しては、米国経済の急減速というマイナス要因があったにもかかわらず高めの成長率が続いたものの、先行きについては悪材料が目立つ。1-3月期の成長率を牽引した輸出と個人消費がともに悪化することで、8月に公表予定の4-6月期の成長率はいったん前

期比でマイナスに転じると予想される。また、7-9月期もこれまでの資源価格上昇の影響に伴う企業収益の更なる悪化や実質所得の押し下げ等を背景として設備投資、個人消費が低い伸びにとどまることに加え、輸出の高い伸びも見込み難いことから、1%半ばから後半とされる潜在成長率を若干下回る見込みである。年度前半は景気の停滞感が強まると予想される。

#### 2. 減速は深刻化せず

もっとも、こうした景気減速が長期化し、深刻な調整に陥る可能性は低いと予想している。①米国の減税・利下げ効果や旺盛なアジア・新興国需要を下支えとして輸出の減速が限定的なものにとどまること、②雇用や設備の調整圧力が軽微であり、個人消費、設備投資の失速は避けられること、③資源価格高騰の悪影響が次第

に和らいでくること、④住宅投資の回復が見込まれることなどがその要因として挙げられる。

### ① 輸出の減速は限定的

海外経済の減速を背景に、輸出の伸びは今後鈍化する可能性が高いが、その度合いは限定的なものにとどまると予想される。まず、足元で減速感が強まっている米国経済については、財政・金融政策による景気下支え効果が今後顕在化してくることから、一時期懸念されていたような深刻な調整局面入りは避けられる可能性が高いとみている。

アジアや新興国・資源国向け輸出の下支えも重要である。もちろん、米国経済減速や足元の資源価格高騰の影響を受けることから、こうした国々においても景気減速は見込まれるが、引き続き高い成長が維持できる可能性が高い。米国景気の調整が想定範囲内に収まるようであれば、他地域の高成長がある程度カバーするため、世界全体でみれば調整が深まることは避けられるとみる。

この結果、先行き予想される輸出の減速は限定的なものにとどまる見込みである。均してみれば、輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想する。

### ② 雇用や設備の調整圧力が軽微

物価上昇に伴う実質所得の抑制や原材料高を主因とした企業収益の悪化を背景に、2008年度前半の個人消費と設備投資は減速を余儀なくされるが、減少基調に転じる可能性は低いだろう。

その理由の一つとして挙げられるのが、雇用や設備、在庫に関する過剰感が乏しいことである。日銀短観（3月調査）の雇用判断DIは依然としてマイナス圏にあり、企業の人手不足感は強いことに加え、生産・営業用設備判断DIもゼロ近傍で安定しており、設備の過剰感も強まっていない。また、在庫判断DIも高まっておらず、在庫調整圧力も強くない状況である。過去の景気後退局面では、雇用や設備、在庫の過剰感が急速に高まる傾向があるが、現在は雇用・設備・在庫の調整圧力は軽微であり、過去

の状況とは一線を画している。

### ③ 資源価格高騰の悪影響は次第に低下

資源価格高騰に伴う企業収益の押し下げや消費者物価指数の上昇の悪影響が最も強まるのは2008年4-6月から7-9月期にかけてであり、その先については悪影響が限界的に小さくなる。今回の見通しは、2008年度平均原油価格の前提を1バレル当たり118ドルとの想定で作成しているが、この前提に従えば、10-12月期以降輸入物価のプラス幅は比較的早いペースで縮小に向かい、企業収益の押し下げ圧力も小さくなっていく。消費者物価指数の上昇ペースも次第に鈍化するだろう。もちろん原油価格の前提によって状況は大きく変化するが、これまでの価格上昇ペースの速さから考えて、原油価格がこの先さらなる急上昇を示すようなことがなければ、限界的な悪影響の度合いは年度後半から小さくなっていく。

輸出の緩やかな増加傾向が持続するなかで、資源価格高騰に伴う海外への所得流出ペースが和らげば、企業収益も次第に回復に向かうと予想される。家計や企業のマインド落ち込みや、支出の抑制傾向にも徐々に歯止めがかかっていくだろう。

### ④ 住宅投資の持ち直し

1-3月期のGDPベース住宅投資は前期比+4.6%とプラスに転じた。改正建築基準法の具体的な運用指針が次第に明確化されてきたことや基準が緩和されたことなどから昨年10-12月期以降着工が持ち直したことが背景にある。マンション販売の大幅減少と在庫の増加にみられるように住宅需要が予想以上に弱いことは懸念材料だが、今後も住宅投資は緩やかに増加していくと考えられる。

以上の通り、2008年度前半に景気の停滞が予想されるが、こうした停滞が長期化・深刻化する可能性は低いと考えられる。年度後半には、資源価格上昇の悪影響の度合いが徐々に小さくなっていくことなどを背景に、景気は緩やかに

持ち直していく。また、現在みられている生産や設備投資減速の背景には、景気の先行き不透明感の強まりから足元で企業行動が慎重化していることがあると考えられるが、企業の中期的な雇用・設備投資拡大意欲自体は根強いものがある。この先、米国を中心とした景気の下振れ懸念が和らぎ、不透明感が小さくなってくれば、企業行動にも変化がみられ始めると予想してい

る。

過去の景気後退局面では、鉱工業生産指数の大幅低下や、実質GDPの前期比マイナスが続くといった状況が観察されるが、今回はそうした状況に陥る可能性は低い。あくまで、「後退」ではなく「踊り場」程度の減速で済むと予想する。

しんけ よしき（主任エコノミスト）

日本経済予測総括表

【今回予測】	2006年度				2007年度		2008年度		2009年度	
	実績	実績	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	
日本経済										
実質GDP	2.5	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
(内需寄与度)	1.6	0.4	0.8	0.8	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
(うち民需)	2.0	0.3	0.8	0.8	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
(うち公需)	▲ 0.4	0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(外需寄与度)	0.8	1.3	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
民間最終消費支出	1.8	1.4	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
民間住宅	0.2	▲ 13.3	7.2	7.2	1.4	1.4	12.9	1.2	1.2	1.2
民間企業設備	5.7	0.0	1.3	1.3	3.9	3.9	2.4	4.1	4.1	4.1
民間在庫品増加	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.1	0.7	0.6	0.6	0.8	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
公的固定資本形成	▲ 9.1	▲ 1.8	▲ 2.9	▲ 3.4	▲ 3.4	▲ 3.4	▲ 3.4	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.7
財貨・サービスの輸出	8.4	9.5	5.9	5.9	5.0	5.0	4.8	5.3	5.3	5.3
財貨・サービスの輸入	3.1	2.1	1.8	1.8	3.8	3.8	3.5	4.2	4.2	4.2
GDPデフレーター	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.6	0.2	0.2	0.2	▲ 0.6	0.1	0.1	0.1
名目GDP	1.7	0.6	0.9	2.1	2.1	2.1	1.3	2.0	2.0	2.0
鉱工業生産	4.6	2.6	1.4	3.0	3.0	3.0	1.4	3.2	3.2	3.2
経常利益	10.0	0.9	▲ 5.8	5.6	5.6	5.6	▲ 1.9	5.1	5.1	5.1
完全失業率	4.1	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6
雇用者報酬	1.3	0.4	1.1	1.6	1.6	1.6	0.8	1.3	1.3	1.3
新設住宅着工数(万戸)	128.5	103.6	118.0	115.3	115.3	115.3	124.0	117.0	117.0	117.0
経常収支(10億円)	21,154	24,550	20,400	23,791	23,791	23,791	25,154	26,261	26,261	26,261
名目GDP比率	4.1	4.8	3.9	4.5	4.5	4.5	4.8	4.9	4.9	4.9
国内企業物価	2.0	2.3	4.0	1.0	1.0	1.0	1.9	1.0	1.0	1.0
消費者物価(生鮮除く総合)	0.1	0.3	1.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
長期金利	1.76	1.60	1.85	1.95	1.95	1.95	1.62	1.85	1.85	1.85
為替レート(円/ドル)	117.1	114.3	103.0	103.0	103.0	103.0	103.0	103.0	103.0	103.0
原油価格(ドル/バレル)	64.9	82.2	118.2	115.0	115.0	115.0	100.0	100.0	100.0	100.0
米国実質成長率(暦年)	2.9	2.2	1.5	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成

(注) 1. 経常利益は法人企業統計季報ベース

2. 為替レートは円/ドルで年度平均

3. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate) 価格

4. 失業率、経常収支の名目GDP比、長期金利以外の単位の無い項目は前年比

5. 長期金利は10年債流通利回り

6. 民間在庫品増加は寄与度

7. 2008年6月公表の2008年1-3月期GDP(2次速報)後の予測値(6月11日現在)