

## 2008・2009年度日米経済見通し

### I. 日本経済見通し ～2008年4－6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年度が+0.5%（前回2008年1－3月期2次速報後予測：+1.6%）、2009年度が+1.5%（同+1.8%）である。下方修正の主な要因は、①個人消費の失速、②輸出の減速、③住宅投資の頭打ち、である。資源価格が08年前半に予想以上の急騰をみせた結果、交易条件が大幅に悪化し、海外への所得流出が急拡大した。このことが予想以上に内需を抑制している。08年4－6月期の大幅マイナスに続き、7－9月期の実質GDPも低成長にとどまるだろう。
- 原油価格下落を背景として、10－12月期には景況感の悪化に歯止めがかかる可能性がある。交易損失は、前年差でみると7－9月期をピークに縮小に向かう。企業収益への下押し圧力は軽減し、収益の悪化傾向に歯止めがかかり始める。家計への実質購買力縮小圧力も若干和らいでくると予想される。
- もっとも、①輸出の減速が続くこと、②物価の鈍化ペースが緩やかにとどまること、③収益下げ止まりから投資増加にはタイムラグがあること、といった理由から、景況感の改善がすぐには支出の増加には繋がらず、08年度後半も低成長にとどまる。この時期には、「持ち直す景況感」と「停滞が続く実質GDP」という状況が生じる可能性が高い。
- 景気が回復局面に戻る時期は2009年4－6月期を想定している。原油価格下落に伴う交易損失の縮小の好影響が徐々に波及してくることが背景にある。実質GDPもこの時期には持ち直し、潜在成長率を上回る成長が実現すると予想される。消費者物価指数の鈍化ペースが4－6月期以降に速まることで個人消費が緩やかに持ち直すと考えられることに加え、設備投資も、企業収益の持ち直しから徐々に増加に向かい始める。また、インフレ率の低下からアジア諸国の内需悪化に歯止めがかかることが、輸出にとっての追い風になる。
- 戦後の景気後退期間の平均は約16ヵ月であるが、仮に2009年4－6月から景気が回復局面に復帰すれば、今回の景気後退期間も16ヵ月程度になる。過去平均並みの後退期間になる可能性が高い。

#### 1. 見通しを大幅に下方修正

2008年4－6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+0.5%（前回2008年1－3月期2次速報後予測：+1.6%）、2009年度+1.5%（同+1.8%）と大幅な下方修正となった。

見通し下方修正の主な要因は、①個人消費の失速、②輸出の減速、③住宅投資の頭打ち、である。特に①の影響が大きい。原油を中心とした資源価格が08年前半に予想以上の急騰をみせ

た結果、交易条件が大幅に悪化し、海外への所得流出が急拡大した。このことは、企業にとっては輸入コスト負担増による収益減少、家計にとっては物価上昇を通じた実質購買力の縮小をもたらした。この結果、企業、家計の景況感も大幅に悪化し、支出が抑制されている。前回見通し（6月公表）では、資源価格高騰の悪影響度を過小評価していたといわざるを得ない。

9月12日に公表された2008年4－6月期の実質GDP2次速報（前期比年率▲3.0%）は、日本が現在置かれた状況を如実に示す結果とな

った。06年7-9月期以来のマイナスとなった個人消費のほか、設備投資も停滞、住宅投資や公共投資も落ち込むなど、内需の弱さが鮮明になっている。こうした内需低迷に加え、輸出が遂にマイナスに転じるなど、足元の日本経済は牽引役不在の状態にある。

日本経済は2007年10-12月期をピークとして景気後退局面入りしている可能性が高いが、このきっかけを作ったのは、サブプライム問題を発端とした原油価格高騰による需要下押しと、建築基準法改正による住宅投資急減だった。足元で原油価格高騰の悪影響が一段と強まっていることに加え、1-3月期まで好調だった輸出にも変調がみられており、景気後退色は足元でさらに強まっている。

## 2. 7-9月期も低成長にとどまる見込み

7-9月期については、4-6月期の大幅減少の反動により2四半期連続でのマイナス成長は回避できると見込まれるものの、低成長にとどまると予想される。4-6月期の大幅マイナス成長の後にもかかわらず1%台後半とされる潜在成長率を下回することで、景気の弱さが再確認されるだろう。

7月上旬までの原油価格急騰に伴う所得流出が最も強まるのが7-9月期であり、内需が強くと下押しされることが、低成長の最大の要因である。消費者物価指数は7-9月期に前年比+2.3%に上昇すると予想され、4-6月期の同+1.4%から上昇率が大幅に拡大する。所得環境が厳しい中での物価上昇は、消費を引き続き抑制するだろう。設備投資についても、企業収益が落ち込むなかで増加は期待できず、今後も横ばい圏内の動きにとどまる見込みだ。また、海外経済の減速が続くことを考えると、輸出も鈍化を続けると予想される。

## 3. 10-12月期に景況感の下げ止まりも

こうした状況に変化の兆しが現れるのが10-12月期と考えられる。そのきっかけは、原油価格の下落だ。原油価格が下落することにより、所得の海外流出分を表す交易損失は、前年差で

みると7-9月期をピークに急速に縮小に向かう。企業収益への下押し圧力は大幅に軽減し、収益の悪化傾向に歯止めがかかり始めることになるだろう。また、エネルギー価格の鈍化が見込まれることから、消費者物価についても10-12月期以降は緩やかに鈍化していく可能性が高い。実質購買力縮小圧力も若干和らいでくると予想される。

今回の景気後退をもたらした最大の要因は、原油価格を中心とする資源価格の高騰と、それに伴う交易損失の急拡大である。この景気下押し要因が縮小していくことにより、家計や企業の景況感の下げ止まりに向かうことが予想される。足元では、景気についての悪材料ばかりが目立っているが、この時期になると、潮目の変化が多少意識されてくるのではないだろうか。

## 4. 「持ち直す景況感」と「停滞が続く実質GDP」

もっとも、①輸出の減速が続くこと、②物価の鈍化ペースが緩やかにとどまること、③収益下げ止まりから投資増加にはタイムラグがあること、といった理由から、景況感の改善がすぐには支出の増加には繋がらず、08年度後半も低成長にとどまると予想される。なお、電気・ガス代や小麦価格など一部の品目については、原材料価格の変化が実際の小売価格に反映されるまでにかかなりのタイムラグが存在することが②の理由である。

思い返せば、07年10-12月期と08年1-3月期には、景況感が大幅に悪化する一方で、GDPは比較的高い伸びが続いていた。これは、資源価格高騰に伴う海外への所得流出によって企業収益や家計の実質所得が圧迫される一方、こうした悪影響が支出面に波及するにはタイムラグがあることが理由だったと考えられる。このことは、国内経済の動向を所得面から把握した実質GDI（国内総所得）の悪化と、支出面から把握する実質GDP（国内総支出）の強さの乖離としても観察できた。08年10-12月期から09年1-3月期にかけては、これとは逆に、「持ち直す景況感」と「停滞が続く実質GDP」

という状況が生じる可能性が高いだろう。原油価格下落によって所得流出圧力が和らぐことで景況感の下げ止まり（実質GDPの持ち直し）が予想される一方、前述の理由から実質GDPは低成長にとどまることがその理由だ。

## 5. 景気持ち直しは2009年4-6月期以降

景気が回復局面に戻る時期は2009年4-6月期を想定している。原油価格下落に伴う取引損失の縮小の好影響が、徐々に波及してくることが背景にある。実質GDPもこの時期には持ち直し、潜在成長率を上回る成長が実現すると予想される。消費者物価指数の鈍化ペースが4-6月期以降に速まることで個人消費が緩やかに持ち直すと考えられることに加え、設備投資も、企業収益の持ち直しから徐々に増加に向かい始めると予想される。また、インフレ率が低下に向かうことを背景としてアジア諸国の内需悪化

に歯止めがかかることも、輸出にとっての追い風になる。

戦後の景気後退期間の平均は約16ヵ月であるが、仮に2009年4-6月期から景気が回復局面に復帰すれば、今回の景気後退期間も16ヵ月程度になる。過去平均並みの後退期間になる可能性が高い。

また、景気後退の深度については、相対的に浅めなものになると予想している。雇用や設備、在庫に関する過剰感に乏しいことがその根拠である。外部からのショックが大きいものにならなければ、悪影響はある程度吸収可能とみられ、深刻な調整には至らないと予想される。

このように、今回の景気後退は、期間は「過去平均並み」、深度は「浅め」になるだろう。

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】

日本経済	（%）			
	2006年度 実績	2007年度 実績	2008年度 予測	2009年度 予測
実質GDP	2.5	1.6	0.5	1.5
（内需寄与度）	1.6	0.3	▲0.1	1.1
（うち民需）	2.0	0.3	▲0.0	1.0
（うち公需）	▲0.4	0.1	▲0.1	0.1
（外需寄与度）	0.8	1.3	0.5	0.4
民間最終消費支出	1.8	1.4	0.3	0.9
民間住宅	0.2	▲13.3	▲4.3	0.8
民間企業設備	5.6	▲0.1	▲0.1	2.7
民間在庫品増加	0.2	0.0	▲0.1	0.0
政府最終消費支出	0.1	0.7	0.4	0.8
公的固定資本形成	▲9.1	▲1.8	▲4.3	▲0.6
財貨・サービスの輸出	8.4	9.5	2.6	3.8
財貨・サービスの輸入	3.1	2.0	▲0.9	1.6
GDPデフレーター	▲0.8	▲1.0	▲0.6	0.3
名目GDP	1.7	0.6	▲0.1	1.8
鉱工業生産	4.6	2.6	▲1.5	2.1
完全失業率	4.1	3.8	4.2	4.2
雇用者報酬	1.3	0.4	0.2	0.9
新設住宅着工戸数(万戸)	128.5	103.6	113.7	113.3
経常収支(10億円)	21,154	24,550	19,621	23,284
名目GDP比率	4.1	4.8	3.8	4.4
国内企業物価	2.0	2.3	5.4	0.8
消費者物価(生鮮除く総合)	0.1	0.3	1.9	0.7
長期金利	1.76	1.60	1.59	1.75
為替レート(円/ドル)	117.1	114.3	106.1	107.0
原油価格(ドル/バレル)	64.9	82.2	111.8	110.0
米国実質成長率(暦年)	2.8	2.0	1.8	1.3

【6月予測】

（%）	
2008年度 予測	2009年度 予測
1.6	1.8
0.8	1.4
0.8	1.4
▲0.0	0.0
0.7	0.4
0.8	1.4
7.2	1.4
1.3	3.9
▲0.1	▲0.0
0.6	0.8
▲2.9	▲3.4
5.9	5.0
1.8	3.8
▲0.6	0.2
0.9	2.1
1.4	3.0
3.8	3.7
1.1	1.6
118.0	115.3
20,400	23,791
3.9	4.5
4.0	1.0
1.5	0.7
1.85	1.95
103.0	103.0
118.2	115.0
1.5	1.7

（出所） 内閣府等より、第一生命経済研究所作成

（注） 1. 為替レートは円/ドルで年度平均

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

3. 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

4. 長期金利は10年債流通利回り

5. 民間在庫品増加は寄与度

6. 2008年9月公表の2008年4-6月期GDP（2次速報）後の予測値（9月12日現在）