

## 民間調査機関の経済見通し（2008年11月）

～2年連続のマイナス成長がコンセンサス～

経済調査部 齋藤 俊輔

### （要旨）

- 民間調査機関 24 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は 2008 年度が▲0.5%、2009 年度が▲0.4%とともに前回予測時点（8月）から大幅に下方修正された。また、2010 年度については+1.3%となっている。2008、2009 年度と 2 年連続のマイナス見込みとなっており、エコノミストの景況感は総じて厳しいものに修正されている。
  - 現時点の平均的な見方は、「世界的な金融危機による実体経済への悪影響は免れず、欧米経済を中心とした海外経済の悪化を背景に、日本経済は 2008、2009 年度ともにマイナス成長に陥っていく」というものだ。
  - 見通しの主な下方修正要因としては、①輸出の大幅減速、②企業収益のさらなる悪化、③設備投資の減少加速、④個人消費の低迷などが挙げられる。
  - 全体的に 2009 年度についても、景気低迷が続き、2 年連続のマイナス成長を見込む機関が大勢だ。こうした見方の多くは、米国経済などに改善がみられず、引き続き海外経済の低迷が続くことを前提している。これに伴い、輸出減少、設備投資減少など企業部門の調整が長引くとみているようだ。また、同様に個人消費も雇用・所得環境や消費マインドの悪化などを背景として不振が続くことから、内外需ともに低迷が続くと認識が多い。本格的な景気回復は 2010 年度以降に後ずれすると見方が広がっている。
- \* なお予測については、2008 年 11 月公表の 2008 年 7－9 月期 GDP（1 次速報）後の予測値（11 月 25 日現在）。12 月公表の 2 次速報値等を受けての予測値修正については反映していない。

### 1. 2008 年度は▲0.5%、2009 年度は▲0.4%を予想

民間調査機関による改訂経済見通しが出揃った。以下では、現段階で集計した民間調査機関の見通しの動向を概観する（11 月 25 日時点 24 社）。

民間調査機関 24 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は 2008 年度が▲0.5%、2009 年度が▲0.4%とともに前回予測時点（8月<sup>1</sup>）から大幅

に下方修正された。また、2010 年度<sup>2</sup>については+1.3%となっている。2008、2009 年度と 2 年連続のマイナス見込みとなっており、エコノミストの景況感は総じて厳しいものに修正されている。前回予測時点（8月）では、景気後退の要因として、原油など資源価格高騰による交易損失の拡大や欧米経済の減速などを指摘する機関が多かった。もっとも、新興国が一定の下支えの役割を担うこと、在庫・設備・雇用の過剰感が小さいことなどから、日本経済は比較的軽微な景気後退にとどまり、原油価格下落による交易損失の縮小や米国経済の持ち直しなどに伴って、2009 年度前半頃には回復基調に戻って

<sup>1</sup> リーマン・ブラザーズ破綻後の金融市場の混乱を背景に、10 月に見通し改定を行った機関も多いが、本稿では定期的な比較を行っているため、8 月時点を比較対象としていることに留意。

<sup>2</sup> 見通しを公表している 11 機関のみ集計。

いくとの見方がコンセンサスだった。しかし、こうした見方はリーマン・ブラザーズ破綻後の世界的な金融危機で大幅な修正を余儀なくされた。現時点の平均的な見方は、「世界的な金融危機による実体経済への悪影響は免れず、欧米経済を中心とした海外経済の悪化を背景に、日本経済は2008、2009年度ともにマイナス成長に陥っていく」というものだ。

7－9月期実質GDP成長率（11/17公表）は、企業収益の悪化による設備投資減少や輸出減速による外需のマイナス寄与などを背景に、前期比▲0.1%（前期比年率▲0.4%）と2四半期連続のマイナス成長となった。エコノミストの評価は、輸出や設備投資が悪化しており、これまでの牽引役が既に不在となっていることの再確認といったものが多い。さらにリーマン・ブラザーズ破綻後の金融危機による実体経済への悪影響が本格化するの、これからが本番との見方が共通認識である。

経済見通しの前提となる原油価格<sup>3</sup>は、想定以上の価格下落などを背景に2008年度の平均は、前回予測と比べて1バレル当たり20～30ドル程度の方修正がされている。こうした原油価格下落は、交易条件を改善させることから、数少ないプラス材料となる。ただし、こうした景気押し上げ効果よりも、海外経済の悪化など需要減少による負のインパクトの方が大きいといった見方が大勢だ。こうしたことから、輸出など需要面の大幅減少を背景に、生産、企業収益見通しが下方修正され、設備投資見通しも押し下げられた。さらに企業収益の減少による影響が波及することで、雇用・所得環境が悪化して、個人消費も低迷が続くとの指摘が多くなっている。定額給付金の効果については、景気低迷が続くなか、相当部分は貯蓄されることが見込まれるなど、多くは期待できないとの見方がコンセンサスだ。住宅投資については、住宅ローン減税の拡充などが想定されるものの、前述の雇用・所得環境の悪化などを理由に、低調な推移が続くとの見方だ。

<sup>3</sup> 原油価格については、年度平均値を公表している機関のみを集計。

以上のように、企業部門を中心とした大幅な下振れを主因として、2008、2009年度の実質GDP成長率予測の平均値はマイナスへと下方修正されている。全体として悲観的な見方がコンセンサスであるが、リスク要因としては、金融危機の長期化による欧米経済のさらなる悪化、新興国経済の想定以上の減速、円高、改正建築士法などが挙げられた。一方、数少ない上振れ要因としては、世界的な金融緩和・財政拡張などが挙げられている。

## 2. 2008年度～輸出・設備投資下振れなどを背景に大幅な下方修正～

2008年度については、欧米経済を中心とした世界経済の低迷などを背景に、集計したほとんどの機関がマイナス成長へと下方修正している。

見通しの主な下方修正要因としては、①輸出の大幅減速、②企業収益のさらなる悪化、③設備投資の減少加速、④個人消費の低迷などが挙げられる。以下では、各項目ごとにエコノミストの見方を整理していく。

### （1）輸出の大幅減速

年度後半から金融危機による実体経済への悪影響が本格化してくることから、輸出環境は悪化していくとの指摘がほとんどの機関でされており、2008年度の輸出の伸び率は大幅鈍化が予想されている。こうした見方は、米国、欧州やアジア経済見通しなどの下振れに伴っている。米国経済については、住宅市場における調整の長期化、雇用環境の悪化や家計のバランスシート調整による個人消費の落ち込みなどを背景に、実体経済がさらに悪化するとの悲観的な見方が多い。加えて、欧州経済についても、金融危機の深刻化などから、急速な悪化が指摘されている。頼みのアジア経済などについては、欧米経済悪化の影響を避けられないものの、中国では景気刺激策による下支え効果などにより、大幅な景気減速は回避できるといった見方が多かった。大局的には、欧米経済は悪化、アジアなど新興国経済も減速感が強まるといった見方であったものの、特にアジアなど新興国経済の減速

の度合いに関しては、各社によって多少の違いがみられた。こうした海外経済の悪化に対する見方の微妙な違いが、輸出、企業収益や設備投資、ひいては実質GDP成長率見通しにも繋がっており、海外経済見通しを背景とした輸出に対する見方が今回の重要な焦点となった。

## （２）企業収益のさらなる悪化

企業収益に関しては、押し上げ要因と押し下げ要因が入り混じっているが、押し下げ要因のインパクトが勝るといった見方が強い。押し上げ要因は、想定以上の原油価格下落に伴う交易条件の改善が見込まれることだ。一方で、押し下げ要因は、輸出など需要面の下振れ、円高、株安などが指摘されている。トータルで見れば、原油価格下落によって交易条件の改善が見込まれるものの、輸出など需要面の減少、円高などによる負の影響がこれを上回るとの見方がコンセンサスのようだ。

## （３）設備投資の減少加速

海外経済の失速は、企業収益の悪化や投資意欲減退に繋がり、設備投資を押し下げることになる。足元で機械受注など先行指標が急速に悪化していることなどから、2008年度の設備投資は明確に減少するといった見方がコンセンサスだ。「需要減、収益悪化で、設備投資の落ち込みが続くことになろう（三菱UFJ証券景気循環研究所）」など、企業収益の下振れが下方修正の主因である指摘が多い。加えて、「今後期待成長率の低下を伴いつつ、一段と調整色が強まっていくとみられる（新光総合研究所）」など、期待成長率の低下を背景に調整の深刻化を懸念する見方が広がっている。

## （４）個人消費の低迷

企業部門の悪化による影響が、雇用・所得環境へ波及していくとの見方が強い。企業収益の減少傾向などから、ボーナスなど賃金の低迷は避けられないと想定する機関が多くなっている。こうしたことから、物価上昇率の鈍化によるプラス効果に対しても、「家計の実質購買力の持

ち直しは限られたものにとどまる可能性が高い（明治安田生命）」との見方が広がった。加えて、株安を背景とした逆資産効果による消費押し下げなども指摘されている。このように個人消費に関しては、物価上昇率の鈍化による実質購買力の持ち直しが見込まれるものの、雇用・所得環境や消費マインドの悪化がこれを打ち消してしまうとの慎重な見方が多い。

以上のような海外経済の下振れを主因とした、①輸出の大幅減速、②企業収益のさらなる悪化、③設備投資の減少加速、④個人消費の低迷などを理由として、見通しの大幅な下方修正に繋がっている。こうしたことから、前回予測時点（8月）よりも、「深い」、「長い」景気後退に陥っていくとの見方が広がっており、2008年度は悲観的な見通し一辺倒になったといえる。

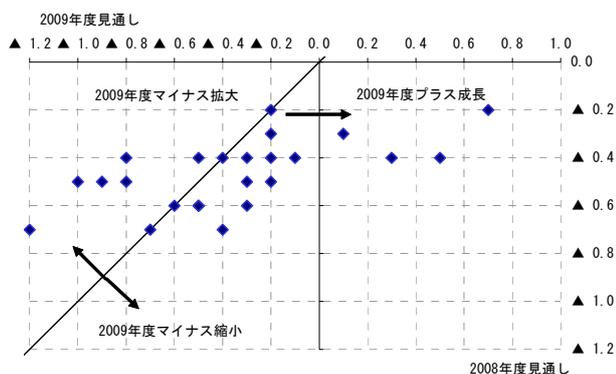
## 3. 2009年度 ～年度を通じて景気の低迷が続くと見方が広がる～

2009年度の実質GDP成長率予測の平均値は▲0.4%（8月予測時点：+1.3%）となった。全体的に2009年度についても、景気低迷が続く、2年連続のマイナス成長を見込む機関が大勢だ。こうした見方の多くは、米国経済などに改善がみられず、引き続き海外経済の低迷が続くことを前提している。これに伴い、輸出減少、設備投資減少など企業部門の調整が長引くとみているようだ。また、同様に個人消費も雇用・所得環境や消費マインドの悪化などを背景として不振が続くことから、内外需ともに低迷が続くとの認識が多い。なお、2009年度の実質GDP成長率は、2008年度に比べてマイナス幅が拡大する見方と縮小する見方に分かれた。こうした違いは、主に海外経済見通し、個人消費の動向、追加景気対策、原油価格・為替相場といった様々な想定の違いなどに起因している。景気低迷が続くといった基本的なシナリオ自体に大きな違いはないものの、2009年度をさらに慎重にみる見方は、特に米国経済など海外経済見通しを厳しくみているようだ。

一方、2009年度のプラス成長を予想する見方

は、世界的な追加金融緩和や財政政策などによって、世界経済が早めに持ち直すことを想定し、輸出が回復していくとの予想だ。また、原油価格下落による交易条件の改善効果や日本の構造的な調整圧力は大きくないことなどが指摘されていた。

資料1 民間調査機関の経済見通し分布



(出所) 各社公表資料より第一生命経済研究所集計

定額給付金（総額2兆円）については、支給想定時期を2009年1-3月期に想定する機関が多かった。平均的な効果は、実質GDP成長率を+0.1%~+0.3%程度押し上げるとの見方であったが、「家計の可処分所得の下支えとなるが、消費マインドが悪化している中で個人消費を押し上げる効果は限定的であると考えられる（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」など、あくまで一時的な下支え程度に留まり、消費を回復基調にまでは至らせないと見方がコンセンサスだ。

景気が底打ちしてくる時期については、海外経済見通しの違いなどによって、各機関でばらつきがみられている。現時点では実質GDP成長率(四半期ベース)がプラスに転じる時期は、2009年度後半以降の予想が多くなっており、本格的な景気回復は2010年度以降に後ずれするとの見方が広がっている。

資料2 民間調査機関の経済見通し集計値

【2008年度】

	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出					
平均	▲ 0.5	0.3	▲ 3.4	▲ 3.4	0.9	▲ 1.3	▲ 3.4	1.5	1.4
最大	▲ 0.2	0.5	▲ 1.0	▲ 2.2	1.8	▲ 0.6	▲ 1.8	1.7	1.5
最小	▲ 0.7	0.1	▲ 4.8	▲ 4.4	0.1	▲ 2.0	▲ 4.6	1.3	1.1
前回(8月)予測	0.7	0.5	▲ 4.7	0.3	2.9	▲ 0.1	▲ 1.0	1.9	1.6
第一生命経済研究所	▲ 0.6	0.2	▲ 2.9	▲ 3.7	0.1	▲ 1.2	▲ 3.8	1.3	1.3

【2009年度】

	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出					
平均	▲ 0.4	0.5	0.6	▲ 3.4	▲ 2.4	▲ 0.2	▲ 4.0	▲ 0.2	▲ 0.6
最大	0.7	1.3	3.0	▲ 0.1	3.3	1.1	0.2	0.3	0.1
最小	▲ 1.2	▲ 0.1	▲ 1.8	▲ 6.7	▲ 5.2	▲ 1.5	▲ 7.5	▲ 1.2	▲ 1.6
前回(8月)予測	1.3	1.0	1.2	1.4	4.0	1.6	1.4	1.1	1.4
第一生命経済研究所	▲ 0.5	0.5	0.5	▲ 4.5	▲ 5.0	▲ 0.6	▲ 4.0	▲ 0.8	▲ 0.5

【2010年度】

	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出					
平均	1.3	0.8	1.8	2.4	4.2	1.1	2.0	0.3	1.6
最大	2.1	1.6	3.6	3.8	7.9	2.7	4.7	0.8	2.5
最小	0.8	0.4	0.1	0.3	2.2	0.3	▲ 0.6	▲ 0.4	0.8
第一生命経済研究所	1.2	0.7	3.2	2.3	2.8	0.9	1.3	0.2	1.8

(出所) 各社公表資料より第一生命経済研究所集計

(注) 2008年11月公表の2008年7-9月期GDP(1次速報)後の予測値集計(11月25日現在24機関)。12月9日公表の2次速報値を受けての予測値修正については反映していない。そのため、各予測機関の最新の見通しとは数値が異なる場合がある。

#### **4. 2010 年度 ～プラス成長に復帰する 見込みだが、回復テンポは緩やかに 留まるとの見方～**

今回から数機関で新たに追加された 2010 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は +1.3% となっている。2010 年度については、輸出の回復に伴って、緩やかな景気回復を予想する機関が多かった。もっとも、マイナス成長からは脱する見込みではあるものの、回復テンポは緩やかなものに留まり、年度では 1% 台半ばから後半と考えられる潜在成長率を下回るとの見方が現時点ではコンセンサスのようだ。

#### **5. 物価は既にピークアウト、2009 年度 には再びマイナスに転じるとの見方 も**

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）予測の平均値は、2008 年度が前年度比 +1.5%、2009 年度が同▲0.2%といずれも前回予測（2008 年度：同 +1.9%、2009 年度：同 +1.1%）から下方修正されている。足元の原油価格の下落を背景に物価上昇率は既にピークアウトしており、今後の上昇率は鈍化していくという見方がコンセンサスである。加えて、「需給ギャップの拡大を背景に、デフレ色が強まる展開（日本総研）」など、需給緩和に伴う物価下押し圧力を想定する機関が多い。このため 2009 年度については、ガソリンなど石油製品価格の前年高の反動に加え、需給ギャップの拡大などから、物価上昇率が再びマイナスに転じると予想する機関が半数程度を占めた。プラスを予想する機関もほぼゼロ%近傍であり、こうした違いは、原油価格、為替相場の前提値、景気の底入れ時期や価格転嫁に対する想定などによるものとみられる。

GDP デフレーターについても、2009 年度はプラスとマイナスを予想する見方に分かれた。ただし、プラスを見込んでいる機関は、主に輸入デフレーターの低下による一時的なもので、国内需要低迷が続くことなどを背景に、プラス基調は定着しないとの見方が多いようだ。

さいとう しゅんすけ（副主任エコノミスト）