

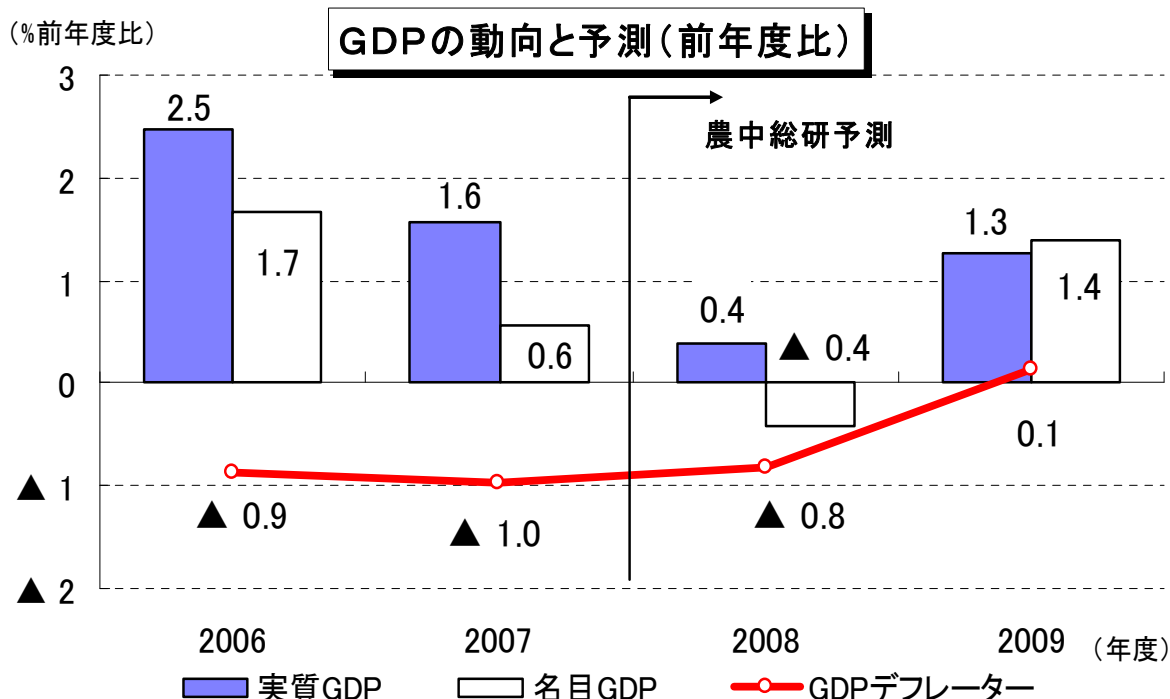


# 2008～09 年度改訂経済見通し

## 08 年度は 0.4%, 09 年度は 1.3%と予測 ～景気後退は 09 年半ばまで続くが、落ち込みの程度は軽微～

最近発表になった多くの経済指標は、日本経済が既に景気後退入りしていることを示している。米国・欧州など先進国・地域の景気悪化に伴って輸出が減少しているほか、この数年の原油・穀物など資源高騰による資源国への実質購買力の漏出などで国内需要は減退を余儀なくされている。7 月中旬以降、国際商品市況は調整色の強い展開となっているが、価格水準は依然として高く、企業や家計がこれらへの適応力をつけていくためには今しばらく時間がかかるだろう。また、輸出に経済成長の 6 割近くを依存する日本経済にとっては、海外経済の持ち直しが景気回復の前提となる。米国経済が 09 年前半に景気が持ち直し始める可能性を考慮すれば、少なくとも 09 年前半まで日本経済は厳しい展開が続くことが予想される。なお、景気回復下でも慎重だった企業部門に「過剰感」は存在しておらず、景気悪化の程度は軽微だろう。

金融政策については、消費者物価が 08 年夏から秋にかけて「中長期的な物価安定の理解」の上限である 2%を上回って推移することが確実視される中、日本銀行は景気下振れリスクを重視する姿勢を強めており、早期に利上げに動く様子は窺えない。一方、現行の政策金利水準は極めて緩和的と評価していることもあり、利下げに動くこともないだろう。利上げ再開は 09 年 10～12 月期以降と予想する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

## 1. 景気の現状:

### (1) 景気の現状認識について

2002年1月を「景気の谷」として始まった景気拡大局面は既にピークアウトし、景気後退期に入っている可能性が強いと考えられる。つまり、景気は既に下り坂を辿り続けているということである。

最近発表された経済指標によれば、景気動向指数の一致系列を構成する11の指標のうち、直近6月分まで利用可能な指標は10あるが、いずれもピークアウトしたような格好となっている。

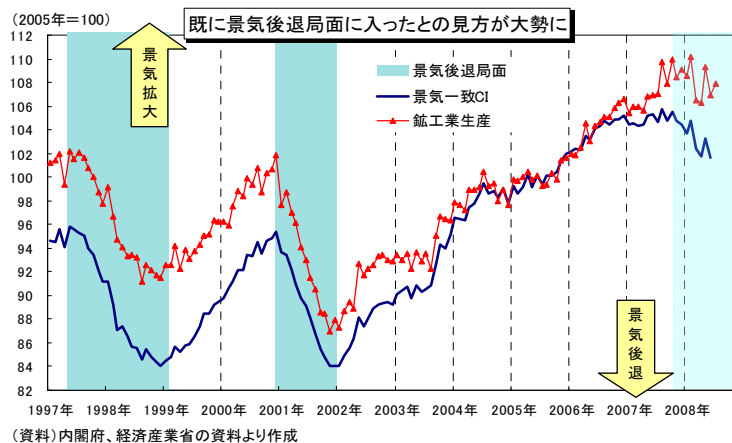
また、現時点では3月分までしか入手できない営業利益(全産業)についても、既に07年6月にはピークアウトした可能性が高い。このように、景気とほぼ一致して動くと考えられている経済指標はいずれも悪化傾向を示している。

こうした情勢を受けて、政府も08年8月の月例経済報告において、景気の基調判断から『景気回復』という文言を削り、「このところ弱含んでいる」と下方修正するなど、事実上の景気後退宣言を行っており、先行きについても「当面、弱い動きが続く」、「景気がさらに下振れするリスクが存在する」としている。日本銀行もこれに先立つ7月の金融経済月報では「景気は(中略)さらに減速している」と、実質的に基調判断の下方修正を行うなど、政策当局でも景気の先行きに対する警戒感を強めている。

このように既に景気後退に入ったとの見方が有力な日本経済だが、決して国内要因から自律的に景気がピークアウトしたわけではなく、原油など資源高に伴う実質購買力の漏出や米国経済の減速といった外部要因によって引き起こされたと考えるのが妥当と思われる。この見方が正しければ、日本経済は設備ストックの積み上がりや在庫投資の過剰などの「景気の成熟化」に至る以前の段階で失速してしまったということになる。拡大期間こそ戦後最長ではあったが、景気の足腰は脆弱なものであったと評価せざるを得ない。今回の景気拡大局面では2回の「景気の踊り場」が発生したが、それらはいずれも「世界的なハイテク財のストック調整」、「中国経済の一時的なスローダウン」といった外的要因によってもたらされたことも、こうした見方を裏付けるように思われる。

さて、今回の景気悪化の主因の一つとして、前述の通り、原油・穀物などの資源高騰が挙げられることが多いが、企業部門から見れば現在の需要が弱い中、投入コストの上昇分を不十分な形でしか価格転嫁することができないために、収益が大幅に圧迫される事態となっている。その結果、これまでのように人件費を極力抑制する姿勢を継続している。この結果、家計部門から見れば、賃金が伸び悩む中で、ガソリン・灯油・光熱費などのエネルギー、パン・麺類などの小麦製品や食用油などの食料品といった生活に密接な商品などの値上げが本格化するなど、消費マインドが大幅に悪化する事態となっている。これが消費抑制につながり、値上げしても企業にとっては売上が思うように伸びない、それゆえ人件費などのコスト抑制を続けざるを得ない、といった悪循環が発生し始めている。

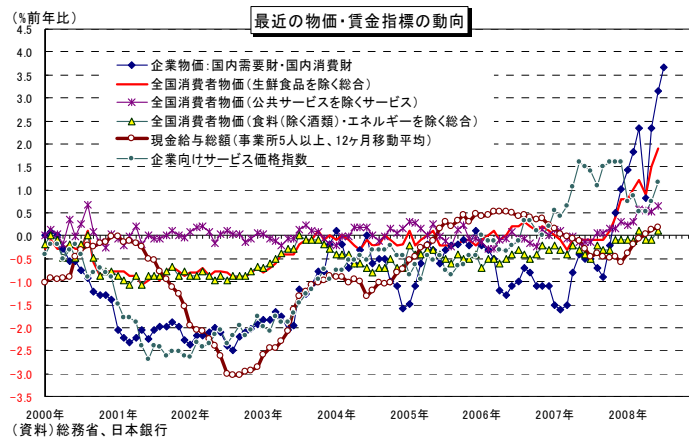
一方、金融面でも、07年に表面化した米サブプライム問題は、08年度に入っても更なる損失拡大が報告され、そのたびに信用不安が意識される状況となっている。しかし、その後





の米政策当局の対応によってひとまず金融不安は後退しているが、その根源である米サブプライム住宅ローンの延滞率の上昇にはまだ歯止めがかかっておらず、金融機関の損失はまだまだ高水準で推移する可能性は高い。さらには、米景気の悪化と相俟って、消費性ローンや事業ローン、商業用不動産ローンなどといった他の分野への波及も懸念されるなど、米金融システムに対する不安感は根強く、金融機関の新たな損失発覚といったニュースによって、信用不安が高まりやすい地合いが残っている。その結果、株式市場、債券・金利市場、為替市場なども不安定な状況が続いている。

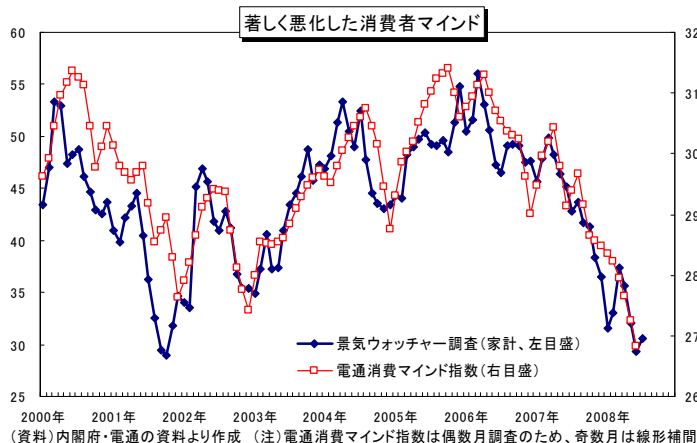
物価面に目を転じると、07年10月に前年比プラスに転じた消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、その後もじりじりと上昇率を高め、直近発表分の6月には同1.9%まで上昇している。物価上昇の牽引役は、前述したような国際商品市況の高騰を背景とした石油製品、電気・ガス料金などのエネルギーや航空運賃・パック旅行などの周辺の財・サービス、小麦製品や食用油などの食料であるが、それ以外の分野への波及度はまだ強いわけではない。むしろ、マクロ的な需給環境をより反映する「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」は概ね横ばい圏内での推移が続く(6月:前年比0.1%)など、上昇圧力は極めて弱い状況である。ちなみに、毎年ウェイトを変更する連鎖方式では同▲0.2%と、依然マイナス状態である。消費財・サービスに関する需給バランスの改善テンポがかなり鈍いことが反映されていると思われる。なお、7月中旬をピークに原油など国際商品市況は調整する動きを続けており、こうした資源価格の高騰一服は、企業・家計のマインド悪化に歯止めをかける可能性もあるだろう。



## (2)2008 年 4～6 月期 GDP とその評価

こうしたなか、8月13日に4～6月期のGDP第1次速報が発表され、実質経済成長率が前期比年率▲2.4%と、4四半期ぶりのマイナス成長となったことが明らかとなった。07年度下期にかけて1%台後半と推測される潜在成長率を上回る底堅い成長を達成したものの、4～6月期についてはその状況が一変し、景気を牽引してきた輸出(前期比▲2.3%)や、最大の需要項目である民間消費(同▲0.5%)がマイナスに転じたほか、民間企業設備投資(同▲0.2%)も2四半期連続での減少となるなど、内外需とも弱い内容となっている。

このうち、民間消費については、雇用環境の悪化から再び賃金が伸び悩む中、ガソリン



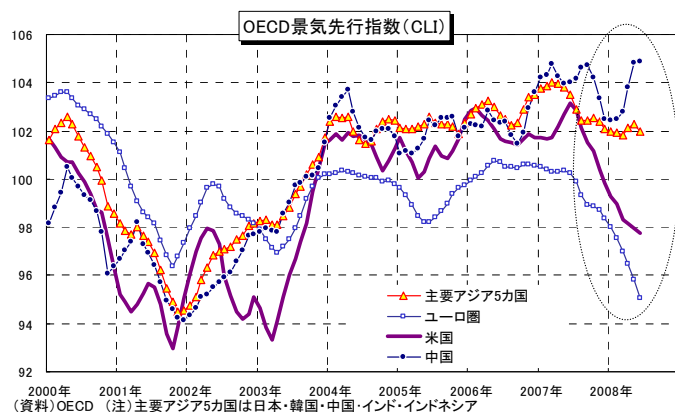
や食料品など生活必需品の値上げが本格化しており、消費マインドは著しい悪化を示している。さらに、1～3月期の民間消費(前期比0.7%)を持ち上げた閏年効果(0.2～0.3%pt)が剥落したことも、民間消費のマイナスに働いたものと思われる。なお、家計消費を財・サービス別に見ると、価格低下した財の消費を増やすパーシェ効果が発生しやすい耐久財は前期比2.8%と、堅調な伸びが続いている



が、半耐久財は同▲2.3%と2四半期連続、非耐久財も同▲1.9%と4四半期ぶり、サービスも同▲0.1%と2四半期ぶり、いずれもマイナスとなっている。一方、雇用者報酬は名目ベースで前期比▲0.2%、実質ベースで同▲0.5%と、再び頭打ち感が強まっている。「賃金の伸び悩み・生活必需品の値上がり・雇用環境の悪化」といった状況は当面は続くものと思われることから、今後も消費動向には警戒が必要であろう。

また、民間設備投資については、一致指標である資本財出荷（輸送機械を除く）などは07年度下期から前期比マイナスの基調が続いているほか、日銀短観（6月調査）においても設備投資計画の上方修正幅は限定的なものに留まっていたが、GDP統計上でも企業の設備投資意欲が減退していることを裏付けた。

このように主要な民間需要が弱い動きとなるなか、輸出も13四半期ぶりのマイナスとなっており、日本経済は牽引役不在の事態に陥っている。既に07年から落ち込んでいる米国向け輸出の減少分を補ってきた欧州向け輸出が大幅に減少し、底割れとも言えるような状況になっているのが影響したほか、東アジアの新興国向けも勢いが弱まりつつある。この結果、外需寄与度は0.0%ptと、1～3月期（0.4%pt）から大きく縮小する結果となっている。



一方、企業物価、消費者物価の上昇率は加速する動きを続けているが、一国のホームメードインフレを表すGDPデフレーターは前年比では▲1.6%と、4四半期連続で下落幅が拡大する結果となった。季節調整後の前期比でも▲0.1%（当社試算）と6四半期連続で下落が続いている。中身を見ると、民間消費デフレーターが2四半期連続の前年比プラスとなるなど、国内需要デフレーターはプラス傾向となっており、徐々に価格転嫁の動きが進展していることは確認できるが、国際商品市況の高騰に伴って大きく上昇した輸入デフレーター（前年比10.0%）の動きには追いついておらず、結局のところ、価格転嫁はいまだ不十分ということも示す結果であった。ただし、注目の単位労働コストは前年比▲0.5%と、再びマイナスに転じた。基調としては依然として下向きであるが、下げ止まり感も醸成されつつある。とはいえ、昨今の雇用環境悪化は単位労働コストの上昇を抑制する可能性が高い。

### (3) 景気悪化に対して懸念を示し始めた日本銀行

白川総裁就任後、初となった4月8～9日の金融政策決定会合では、景気の基調判断をそれまでの「緩やかに拡大」から「減速している」へ下方修正し、同月30日に公表した『経済・物価情勢の展望（以下、展望レポート）』でも、金融政策のスタンスを「利上げ志向」から、明確に「中立」へと変更するなど、景気の下振れリスクに対しても慎重に見極める姿勢を示した。その後、7月14～15日に開催された金融政策決定会合では、冒頭でも触れたように、景気の基調判断をさらに下方修正したほか、同時に公表した『展望レポート』の中間評価でも、4月の展望レポートで示した見通しよりも、08年度を中心に成長率は幾分下振れるとし、景気の下振れリスクに注意する必要があるとしている。一方で、物価については見通しより上振れているとするなど、先行きの上振れリスクを指摘している。ただし、結論的には「わが国経済は、物価安定の下で持続的な成長を続ける可能性が相対的に高い」とし、当面は「景気下振れリスク」と「物価上振れリスク」の両睨みの姿勢を続けていく構えを示した。

## **2. 予測の前提条件:**

### (1) 財政政策

2008年度一般会計予算は、『基本方針 2006』に定められた中期的な歳出改革計画、それを踏襲した『同 2007』における歳出・歳入一体改革の基本路線に沿って編成されており、総額 83 兆 613 億円（前年度当初予算比 0.2%）と、前年度並みに抑制された規模である。歳出面では、国債費や地方交付税等といった義務的・制度的経費を除いた一般歳出は 47 兆 2,845 億円（同 0.7%）と、小幅ながら増額されたが、このなかには 09 年度までに引き上げることが既に決まっている基礎年金の国庫負担割合の引き上げ分（1,365 億円）も含まれている。高齢化の進展などを受けて社会保障関係費は同 3.0%、教育改革の推進から文教・科振費も同 0.3%、中小企業対策費も同 0.4%などとなっているが、公共事業費（同 ▲3.1%）、防衛関係費（同 ▲0.5%）、経済協力費（同 ▲4.0%）などは引き続き圧縮されている。なお、大都市部と地方との格差対策という面から、地方法人税特別税を創設するなどに伴い、地方交付税交付金は同 4.6%増額されている。

また、歳入面は、名目成長率の低調さが反映された内容となっている。前年度予算では定率減税の全廃などで大幅増収が見込まれていた税収は、同 0.2%と横ばい見通しである。その他収入としては同 3.7%の増加を見込んでいるが、これらだけでは歳出を賄うことができず、新たに 25 兆 3,480 億円分の国債を発行して財源を賄うことになっている。

一方、政府は 7 月 29 日に、一般歳出の上限を 08 年度当初予算から 5,600 億円増の 47 兆 8,400 億円とする 09 年度予算の概算要求基準（シーリング）を閣議了解した。この増額の背景には、高齢化に伴う年金・医療など社会保障関係費の自然増があることはいうまでもないが、この 8,700 億円と想定される自然増を、制度・施策の見直しによって 6,500 億円程度に抑えることとしている。一方、歳出を抑制するばかりではなく、成長力強化や医師不足対策など福田政権が重要課題と設定した分野に対して予算を重点配分するために 3,300 億円の「重要課題推進枠」を創設するなど、歳出にメリハリをつける工夫も施されている。景気後退の中、総選挙の時期は着実に近づいており、歳出増の圧力は徐々に高まりつつあるが、基本的には 09 年度も、歳出抑制的な予算案が編成されるものと想定した。

一方、「2011 年度までの国と地方を合わせた基礎的財政収支（プライマリーバランス）黒字化目標」の達成には黄信号どころか、赤信号が点りつつある状況となってきた。7 月 22 日の経済財政諮問会議で示された試算によれば、最近の景気悪化や税収の下方修正を受けて、2011 年度のプライマリーバランスは、1 月に示された当初試算での 7,000 億円程度（対 GDP 比 ▲0.1%）から 3.9 兆円程度（同 ▲0.7%）へと赤字が更に拡大する見通しになるなど、状況は一段と厳しくなっている。財政再建を優先すべきとの立場からは、早い段階での消費税率引上げを核とした税制改正を行うべきと主張する意見も聞かれる。実際のところ、福田首相以下、多くの政治家は中長期的な観点からの消費税率の引き上げは不可避と考えているものと思われる。07 年夏の参院選では消費税率凍結を訴えていた民主党ですら、選挙後に発表した『税制改革大綱』では、抜本的な社会保障制度改革の過程では消費税率引き上げもやむを得ないとの姿勢を示している。にもかかわらず、早期の消費税率引き上げは極めて困難といわざるを得ない。09 年 9 月までには総選挙が実施されるものの、年金問題・後期高齢者医療制度問題などに対する批判が強いこともあり、あえて消費税増税の是非を訴えて国政選挙を行うのは得策ではないとの判断が働く可能性が高い。それゆえ、09 年度のみならず、10 年度の消費税率引き上げも事実上困難といえるだろう。今回の経済見通しでも消費税率の引き上げは想定しない。

なお、8 月末までに取りまとめられる予定の総合経済対策は、追加的な財政支出を伴う内容となることでほぼ合意が得られているが、あくまで必要最低限の補正編成になるとの想



定をおいた。なお、与党(自民党)からは 2~3 兆円規模の補正編成を求める声も出ており、今後の議論の行方には注意が必要である。

## (2) 世界経済の見通し

### ① 米国経済

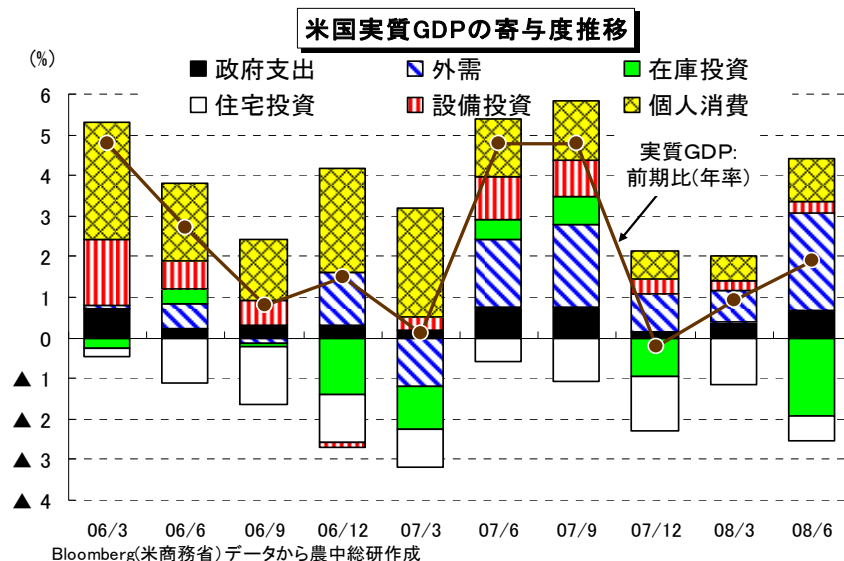
サブプライム問題に伴う財務悪化の懸念から、7 月上旬以降、住宅ローンの証券化を行う政府支援機関のファニーメイ(連邦住宅抵当金庫)とフレディマック(連邦住宅貸付公社)の信用不安が高まった。両社は併せて米国の住宅ローン残高 12.1 兆ドルのうち 5.2 兆ドルを保証ないし保有しており、住宅金融の中核に位置する。米国・財務省は議会に対し両社に対する政府出資などの支援強化を要請し 7 月 30 日に法案が成立した。同時にサブプライム・ローン借入者の FHA 保険ローンなどへの借換え枠を拡大する法案も成立した。これらにより信用不安は一旦後退した。しかし、両社を含め大手金融機関の評価損失の計上が今後も高水準で続く見込みから信用不安は引き続き残ると思われ、小康を得る見通しは見えていない。

また、貸倒損失が増加し信用リスクへの警戒感が一段と高まっていることを反映し、銀行など金融機関の貸出態度は厳しさを増している。FRB による 7 月調査によれば、個人向けの住宅ローンや消費性ローン、大企業・中小企業向けの企業融資、不動産融資貸出など広い分野にわたり貸出基準をさらに厳格化した銀行が増えており、資金調達難が経済活動の阻害要因となる懸念がある。

08 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.9%と前期より成長率が高まる格好となった。しかし、純輸出(外需 = 輸出等 - 輸入等)を除く国内民需の成長寄与度は▲1.2%のマイナス成長となった。これは在庫投資が減少し▲1.9%のマイナス成長寄与度になったところも大きい。米国経済の前

向きな好循環の力が弱まり、企業や家計の慎重姿勢が強まっていることを表している。米国経済は表面的には景気後退に陥っていないように見えるが、潜在成長力(議会予算局(CBO)08 年推計:2.8%)を大きく下回り、1%超の潜在的労働力人口の増加を雇用吸収するには経済成長の力不足感が否めない。

4~6 月期の個人消費支出の前期比年率 1.5%の増加は、4 月末から還付の始まった所得税の戻し減税(規模は約 1120 億ドル:12 兆円)実施によるところが大きい。しかし、これは一時的な底上げとも言えるものである。7 月の小売売上が前月比▲0.9%の減少に転じ、実質ベースの小売売上は▲0.4%程度の 2 ヶ月連続の減少になったことで減税効果も息切れとなったことが明らかになった。8 月に入っても、9 月の新学期に向けた「Back-to-school」商戦は消費者の節約ムードが強く盛り上がりには欠ける模様である。戻し税の底上げ効果の息切れが明らかになった 7~9 月期の個人消費は、ミシガン大学消費者センチメント指数



などが示す消費者心理指標の悪化傾向がそのまま反映された形となり、低迷は不可避と思われる前期比マイナスを予測する。

また、個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況についても、非農業部門雇用者数が08年1月から7月まで7ヵ月連続の減少（累計で▲46.3万人の減少）となり、失業率も5.7%へ上昇した。しかし、雇用状況は先行きさらなる悪化が予想される。たとえば、7月の雇用削減計画者数（チャレンジャー社集計）が3ヵ月連続で増加し前年同月比4割超の増加になっているとともに、オンライン・インターネット求人指数（モンスター・ワールドワイド社）も5月から3ヵ月連続で低下している。これらから見て企業の雇用意欲が後退していることは明かだ。経済の不透明感が強いなかで早期の雇用改善は期待しにくく、雇用指標の悪化が続く可能性が高い。したがって、08年後半の個人消費は減少が続くリスクをはらんでいる。とはいえ、09年年明け以降は個人消費も回復に向かい、2%台の増加ペースが維持されると予測する。

住宅投資が08年4～6月期まで10四半期連続の減少となり、成長の下押し要因となっている。7～9月期も住宅着工の先行指数である住宅許可件数、特に一戸建ての低迷から見て減少が続くと予測する。しかし、その後は低迷の状況に変わりはないものの、08年末からは底入れの兆しも出て、09年からは緩やかな増加傾向に転じると見ている。なお、新築、中古を併せた住宅販売は、景気低迷に伴う所得の伸び悩み、住宅価格の先安感、住宅ローンの貸出基準の厳格化などから09年に入っても低迷が続く、住宅市場に底打ち感が出るのは09年の年央まで待たなければならないだろう。

在庫投資は前期の▲102億ドルの減少に続き、08年4～6月期に▲622億ドルの大幅減少となった。これは、卸売段階を中心に景気悪化に備えた予防的な「意図した在庫削減」の側面が大きいと思われる。7～9月期も景気停滞色が強まることで小幅な在庫削減を見込むが、その後は増加に転じると予測する。すでに企業の在庫率は低位にあることから在庫調整の長期化による景気悪化への影響は限られるだろう。

資本財出荷が堅調推移するとともにソフトウェア等のシステム投資の底固さから、08年4～6月期の民間設備投資は小幅増加となった。しかし、設備投資の6割程度を占める機械等の投資の先行指標である非国防・資本財受注（実質ベース）が08年4～6月期に2

### 2008-09年 米国経済見通し（08年8月18日改訂）

項目	単位	2007年		2008年		2009年		
		通期実績	通期予想	上半期（1～6月）予想	下半期（7～12月）予想	通期予想	上半期（1～6月）予想	下半期（7～12月）予想
実質GDP	%	2.0	1.5	0.9	0.9	2.1	2.3	3.0
個人消費	%	2.8	0.9	1.1	▲ 0.4	1.1	1.3	2.3
設備投資	%	4.9	3.2	2.6	0.0	2.8	3.0	5.0
住宅投資	%	▲ 17.9	▲ 18.6	▲ 23.4	▲ 6.2	0.9	3.0	4.0
在庫投資	10億ドル	▲ 2.5	▲ 20.1	▲ 36.2	▲ 4.0	18.8	▲ 4.0	8.8
純輸出	10億ドル	▲ 546.5	▲ 416.7	▲ 428.6	▲ 404.8	▲ 398.1	▲ 404.8	▲ 202.7
輸出等	%	7.8	7.8	5.9	5.3	5.6	5.3	6.6
輸入等	%	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 2.7	1.6	3.5	4.1	4.0
政府支出	%	2.3	2.3	2.0	2.2	2.0	1.9	1.8
参考								
コアPCEデフレーター	%	2.2	2.2	2.2	2.3	1.7	2.1	2.0
GDPデフレーター	%	2.7	2.5	2.4	2.5	1.9	2.2	2.2
FFレート誘導水準	%	4.25	2.00	2.00	2.00	2.50	2.00	2.50
10年国債利回り	%	4.63	3.80	3.70	3.90	4.15	3.98	4.33

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

（注）1. 予想策定時点は2008年8月。08年4～6月期については速報値。

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

4. PCEデフレーターは期中平均前年比、FFレートは期末、10年債利回りは期中平均値



## (株)農林中金総合研究所

四半期連続のマイナスとなったことなどを踏まえ、7～9月期の設備投資は減少すると見込む。ただし、08年景気刺激法(Economic Stimulus Act of 2008)における初年度投資額の最高50%までの割増償却を認める減税効果もあり、減少は一時的なものにとどまり反転すると予測する。ただし、金融機関の貸出態度が厳しいこともあり、増加率は小幅にとどまろう。09年は緩やかながら増加基調を予測する。

純輸出(=輸出等－輸入等)については、世界経済が08年後半にかけて一段と減速(IMFが7月に公表した改定世界経済見通しでは08年10～12月期は3%程度まで減速)することによる影響は避けられず、米国の輸出の増勢も弱まる。ただし、米国の輸入も景気低迷により抑えられるため、純輸出の赤字拡大も限定的である。また、09年は世界経済の成長回復に伴い、再び純輸出は輸出の伸びの高まりから成長にプラス寄与しよう。

住宅ローンの延滞率上昇は少なくとも09年はじめまでは続く予想する。このため、銀行の不良債権が増加をたどるとともに、サブプライム関連の証券化商品の評価損計上も引き続き金融機関の業績の圧迫材料となる。金融システムへの安心感が広がるにはまだ先のことになるろう。

インフレに関しては、個人消費(PCE)デフレーター(全体)が、08年6月に前年同月比4.1%と91年5月以来となる4%台に乗り、インフレ予想も高まりを見せている。FRBが政策の重要な判断指標としている食料品とエネルギーを除いたコア・ベースでも直近(08年6月)2.3%と物価安定の目安である2%を超えている。当面は物価安定を上回るインフレ警戒感の残る状況が続こうが、原油など商品市況の下落・軟調が続けば、年末近くにはインフレ懸念が後退に向かうことが期待できよう。

政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は08年4月末から2.00%に据え置かれている。平常時であれば、インフレ懸念が強く、FFレート誘導目標と物価(コアPCEデフレーター)上昇率の差がマイナスとなっている状態はインフレ刺激的であり、早期利上げが政策方向として強く認識される。しかし、サブプライム問題の波及の目途が見えず、金融システムの不安定化のリスクが大きい現状では、FRBは危機管理的な対応として現行の金利水準を維持せざるを得ない。なお、先行き商品市況の軟調が続くインフレ懸念が後退する一方、さらなる景気悪化が明らかになれば、追加利下げ可能性も残ると考える。

### ②欧州経済

ユーロ圏の08年4～6月期の経済成長率は、1～3月期の前期比+0.7%から急減速し、同▲0.2%のマイナス成長となった。前年同期比は+1.5%と、減速しつつもプラスを保ったものの、前期比でのマイナス成長は1995年の統計開始以降初めて。国別に見るとドイツ、フランス、イタリアが前期比マイナス成長だったが、この3カ国でユーロ圏15ヶ国のGDPの3分の2(06年)を占めるため、全体の成長率へ影響を及ぼした。

欧州中央銀行(ECB)月報の08年8月号に発表された専門家調査(四半期ごと)においては、08年の経済成長見通しは1.6%と前回のまま据え置かれたが、09年は1.6%から1.3%へ下方修正されている。なお、09年の見通しの下方修正は3四半期連続である。ユーロ圏の6月の鉱工業生産は前年比▲0.5%と2ヶ月連続のマイナスとなり、ユーロ圏においても景気後退入りの可能性が強く意識されてきている。

一方、7月のEU基準消費者物価指数(HICP)は前年同月比4.0%で前月と変わらず高い水準にとどまった。これはECBが物価安定の目安としている2%を大きく超過している。また、前述の専門家調査では08年のHICP見通しが3.0%から3.6%へ、09年は2.2%から2.6%へそれぞれ上方修正されている。しかし、この専門家調査は7月中旬に実施されたものであり、その後の原油価格の急落を十分に織り込んでいないと考えられるほか、経済成長の鈍化自体がインフレ圧力を抑制する可能性もある。

8月12日にはECB理事会のメンバーであるウェーバー独連銀総裁が、ユーロ圏インフレが09年までに安定水準以下まで低下する可能性は極めて低く、見通しが悲観的である旨の発言をおこなった。同時に、インフレ期待の高まりが賃金交渉に影響し、単位労働コストが上昇することによって、一層のインフレと景気悪化というスタグフレーションへの連鎖を招く「二次的影響」を防ぐことの重要性を強調した。ECBはこうしたメッセージの発出によりインフレ期待を抑制しつつ景気が回復軌道に回帰するまで金利を据え置く、辛抱強い金融政策を迫られよう。また、既に外国為替市場では従来のユーロ高の流れが一転して7月中旬より対ドルでのユーロ安が急速に進行し、8月中旬以降は1ユーロ=1.5ドルを割り込む動きが続いている。これはユーロ圏の金利先高感が後退している動きの一つと言えよう。

### ③中国経済

中国の実質GDP成長率は、08年4～6月期に前年同期比10.1%へ小幅鈍化したが、10四半期連続の二桁成長が継続している。このような高成長に伴う国内要因によるインフレ圧力が強いなか、国際商品市況の高騰による輸入インフレの影響も受けている。消費者物価の上昇率(前年同月比)は今冬2月に寒波による野菜など生鮮食品の需給逼迫から8.7%まで高まった後低下したが、原油高などの転嫁に伴い自動車燃料や光熱費が政策的に引き上げられたことから、直近の6月でも同6.3%と高水準の上昇が続いている。また、住宅販売価格など不動産価格も引き続き前年比10%前後の上昇を見せている。

長期的な成長経路からの逸脱リスクとなりかねない、このような景気過熱とバブル的な投資行動の抑制は重要な政策問題となってきた。中央銀行である中国人民銀行は景気の過熱抑制と不動産や株価のバブルを懸念し、マクロ・コントロールの強化を主張。年初来6回にわたる預金準備率の引上げ(0.5%×6回=3%引上げ17.5%へ)を行いながら、金融機関間の調達金利の上昇を通じた金融引き締め効果の浸透を進めてきた。

しかし、日・米・欧の景気後退の可能性が強まる中、先進国向けを中心に輸出が鈍化するリスクに加え、北京五輪後の特需の剥落もあり、成長の急減速への警戒感が広がっている。また、株価(上海総合指数)は五輪開催中も下落が続き、昨年高値(10月16日:6,092ポイント)から直近は2,500ポイント割れまで下落するなど、累計の下落率は6割に達した。

従来から中国政府部内には金融引き締めペースについて異論があったが、前述のように景気の先行き懸念が強まるなか、共産党中央政治局は7月25日に、成長維持が困難に直面しつつあると指摘し、これまでの景気の過熱抑制に焦点を置いた姿勢からの変化が示された。このため、今後の金融政策は景気動向にも配慮した慎重なものとなる。

人民元の為替相場については、2月のG7声明が、より早いペースでの人民元相場の上昇を求めたこともあり、人民元の上昇ペースは前年同期比で7%台から9%台に加速し、7月16日には1ドル=6.81元を付けた。しかし、中国・人民元の上昇ペースの速さについて輸出業者への影響を懸念する声が政府部内で強まった。中国の輸出は人民元の上昇のもとでも08年1～7月累計で2割を超す増加を見せたが、石油・穀物・鉄鉱石などの商品市況の大幅上昇で輸入額の増加が加速し、貿易黒字は5月から7月にかけて3ヵ月連続の前年同月比減少に転じた。今後も中期的に人民元の上昇傾向に変わりはないと思われるが、その上昇ペースは当面かなり減速すると考える。

また、成長の牽引役である固定資産投資は四川大地震の復興需要も重なり、北京五輪の直前の7月には前年同月比27.3%に伸び率が高まった。北京五輪後の08年後半は一時的に伸びが鈍化するという観測もあるが、2010年5月には上海万博が予定されており、基本的には間断無い投資需要の増加が見込まれる。

以上から、中国の経済成長は08年後半から09年半ばにかけて減速することは避けられず、9%台の成長に留まると見るのが妥当であろう。

#### ④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

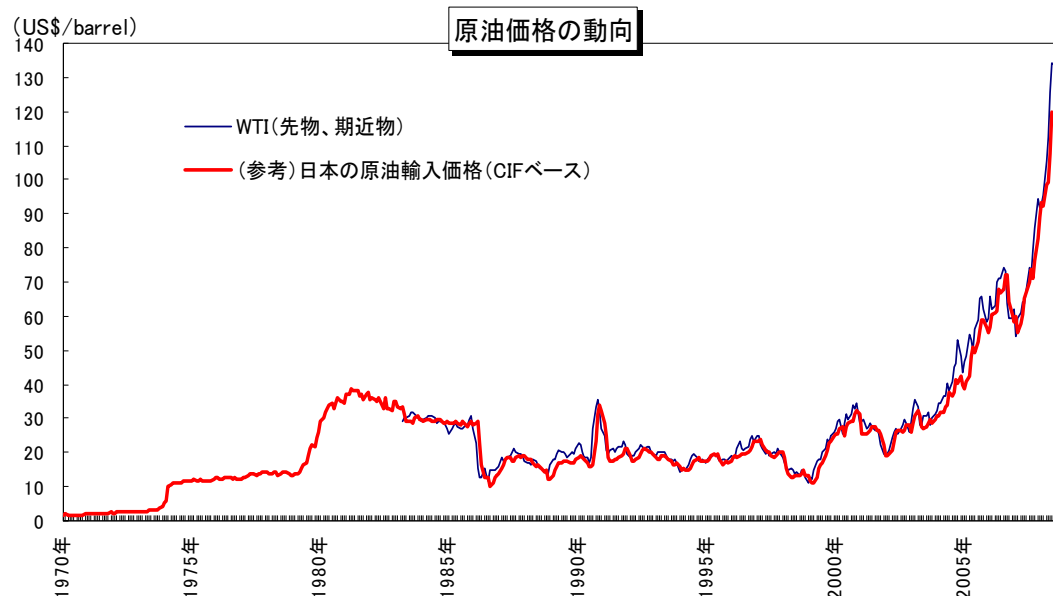
世界経済の成長鈍化にもかかわらず、最近まで国際商品市況は堅調な動きが続いてきたが、日・米・欧の先進国の景気悪化が明らかになるなかで、ようやく反落基調が鮮明になってきた。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967 年=100)は 7 月 2 日に年初来 31.8% 上昇しピークを付けた後、直近ではピークから 2 割近い下落となっている。

原油価格(WTI 先物の期近物・終値、1 バレル当たり)は 7 月 3 日に 1 バレル 145 ドルを付けた後 7 月中旬までは高値もみ合い状態が続いたが、その後軟調となり 8 月中旬には同 115 バレル前後の動きとなっている。また、穀物相場も 7 月から軟調が続き、トウモロコシは 3 割程度下落となっている。景気悪化の影響を最も受けやすい非鉄などで、銅やアルミ、スズなどが 1~2 割反落している。また、金相場も 7 月中旬に 1 オンス 978 ドルまで上昇した後、直近では同 808 ドルまで反落した。

このような反落基調となっている背景には、世界的な景気鈍化に伴い需給が緩む期待感がある。たとえば、国際エネルギー機関(IEA)の直近 8 月の需給見通しでは、原油価格の急激な上昇によって需要が抑制されており、これまで順調な伸びを示した新興諸国の成長鈍化も手伝い、需給緩和が見られるとしている。しかし、需要見通しは数年来の増加傾向を下回っているものの、08 年が前年比 1.0%(日量 90 万バレル)増、09 年も前年比 1.0%(日量 90 万バレル)増と、1%の増加を持続する見通しであり、生産余力が急拡大するわけではない。

先行き需要の下方修正がさらに行われる可能性はあるが、OPEC の慎重な生産姿勢や紛争・ストライキ・テロ攻撃などの供給不安材料から、需給緩和感の広がりは一時的であると見ており、暴落シナリオは想定しない。WTI ベースでは 08 年 10~12 月(平均)は 1 バレル 115 ドル、09 年 1~9 月期は同 110 ドルに下落するが、09 年度下期(09 年 10 月~10 年 3 月)は同 115 ドル程度で推移すると予想する。

前述の WTI の動きを前提にすれば、わが国の輸入原油価格は 08 年 7~9 月期に 1 バレル 128 ドル程度(CIF ベース)に高止まりすると予想しているが、10 月以降は下落し 09 年 1~9 月期は同 110 ドルで推移した後、09 年度下期(09 年 10 月~10 年 3 月)は同 115 ドル程度で推移すると予想する。



(資料)財務省資料より農中総研作成

# 2008～09年度 日本経済見通し (年度)

	単位	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)
名目GDP	%	0.6	▲ 0.4	1.4
実質GDP	%	1.6	0.4	1.3
民間需要	%	0.4	▲ 0.2	1.0
民間最終消費支出	%	1.4	0.1	0.3
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 7.0	0.4
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.1	3.3
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	0.2	0.2	0.6
政府最終消費支出	%	0.7	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 2.2	▲ 1.2
輸出	%	9.5	1.7	4.1
輸入	%	2.1	▲ 2.0	2.1
国内需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.1	0.9
民間需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.1	0.7
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	1.2	0.5	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.8	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	5.7	3.6
全国消費者物価 ( " )	%	0.3	2.0	1.5
完全失業率	%	3.8	4.2	4.4
鉱工業生産 (前年比)	%	2.7	▲ 0.8	1.6
経常収支(季節調整値)	兆円	24.5	18.1	18.4
名目GDP比率	%	4.8	3.5	3.5
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	106.9	109.4
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.50	0.75
10年国債利回り	%	1.60	1.56	1.76
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	116.0	112.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2008年				2009年				2010年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.2	▲ 0.7	▲ 0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.6	0.7
実質GDP	%	0.8	▲ 0.6	▲ 0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
(年率換算)	%	3.2	▲ 2.4	▲ 0.6	0.7	1.1	1.3	1.6	1.8	2.2
民間需要	%	0.5	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5
民間最終消費支出	%	0.7	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
民間住宅	%	4.3	▲ 3.4	0.9	▲ 0.8	0.5	▲ 0.1	0.0	0.3	0.6
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 1.0	0.2	0.5	1.0	1.2	1.5	1.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.2	▲ 0.9	0.7	0.6	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.5	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	1.0	▲ 5.2	2.0	2.0	1.5	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.5
輸出	%	3.4	▲ 2.3	▲ 1.0	0.3	0.8	1.2	1.5	1.6	1.8
輸入	%	1.2	▲ 2.8	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.6	0.7	1.0	1.2
国内需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
民間需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2
国内企業物価 (前年比)	%	3.4	4.8	7.0	5.8	5.2	4.6	3.5	3.0	3.2
全国消費者物価 ( " )	%	1.0	1.5	2.3	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4	1.4
完全失業率	%	3.8	4.0	4.1	4.3	4.4	4.5	4.5	4.4	4.4
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.5	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	1.5	1.0	1.2
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	4.8	4.5	4.5	4.3	4.5	4.4	4.6	4.9
名目GDP比率	%	4.3	3.8	3.5	3.5	3.3	3.5	3.4	3.5	3.7
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	108.0	107.5	107.5	107.5	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75
新発10年物国債利回り(%)	%	1.39	1.61	1.50	1.55	1.60	1.65	1.75	1.80	1.85
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	94.9	109.0	128.0	117.0	110.0	110.0	110.0	115.0	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

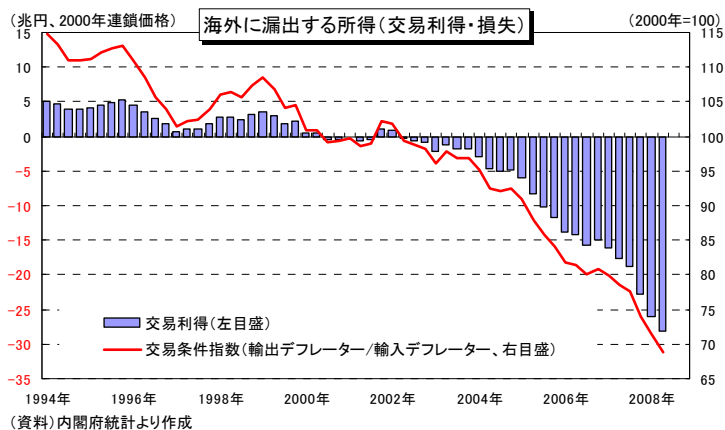


### 3. 2008～09年度の日本経済・物価見通し:

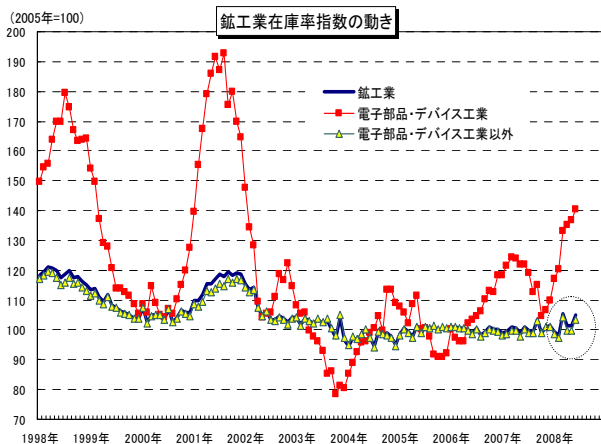
#### (1) 景気後退の行方

冒頭でも述べたが、2002年2月から始まった景気拡大も既にピークアウトし、景気後退期に入っているとの認識が強まっており、注目点は「景気はいつ頃底入れし、持ち直し始めるのか」「景気悪化は深刻なものか、軽微なものか」「景気底入れの条件は何か」ということであろう。

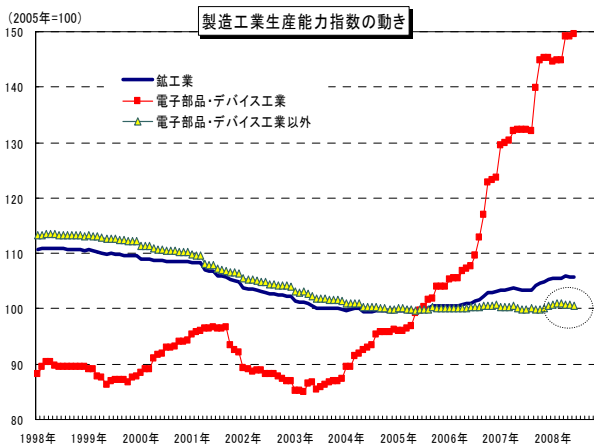
1990年代以降の日本の経済成長は、外需(もしくは輸出)によって牽引され、それが輸出製造業の業績押し上げにつながり、そこからその他セクターに波及していく、という様相を強めていったが、基本的には家計への波及力が弱く、民間消費などは弱いままの推移を余儀なくされた。今次の景気拡大でもこのような展開にあまり変化が見られなかった。それゆえ、景気拡大の起点となる輸出が減少に転じてしまうと、日本経済全体の停滞感が強まってしまうのは否めない。さらに、今回は原油・穀物など資源高によって、国内の実質購買力が資源国に漏出してしまおうという状況が発生している。4～6月期については、実にGDP比で5.0%もの所得が交易条件の悪化に伴って海外に漏出している。こうした資源高によって、長らくデフレ状態にあった消費者物価は前年比プラスに転じ、その後もプラス幅を拡大させるなど、表面上はインフレ気味の展開となっているが、そもそも国内需給の改善を伴ったものではない点に留意する必要がある。



次に、今後予想される景気の落ち込みはどの程度になるか、という点について考えてみたい。内生的な要因だけで発生するような景気循環では、景気が「天井(＝完全雇用GDP、もしくは最大産出量ベースでの潜在GDP)」に接近するにつれて、労働力や資本設備など生産要素の稼働率が高まり、そうした要素価格が上昇傾向を強めるとともに、需給改善を通じて物価も上昇率が高まっていく。中央銀行はその状態が続けば、いずれインフレが加速するような状況となることから、予見的に政策金利を引き上げるなどして、経済成長率を潜在成長率程度に落ち着かせようとする。しかし、経済を完全雇用状態に保ち続けるのは至難の業であり、いずれ均衡状態(総需要と総供給の成長速度が等しい状態)は崩れ、景気は後退し始める。その過程では、完全雇用状態であった生産要素、つまり雇用、資本設



(資料)経済産業省



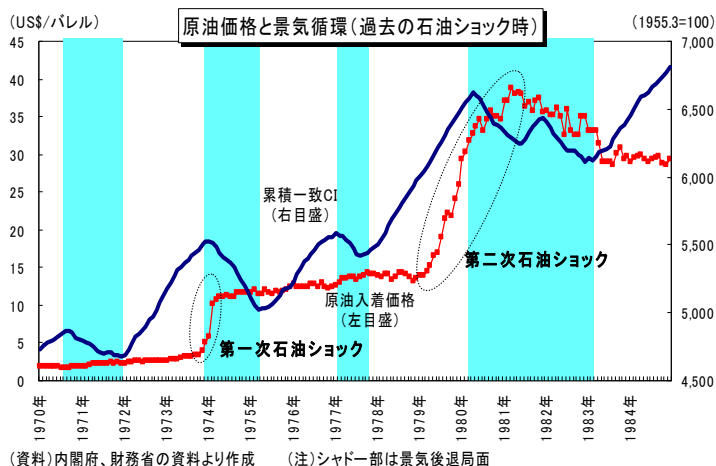
(資料)経済産業省



備には過剰感が強まり、非自発的な失業や資本ストック調整が発生する。こうした過程では景気後退そのものが厳しいものとなる可能性が高い。

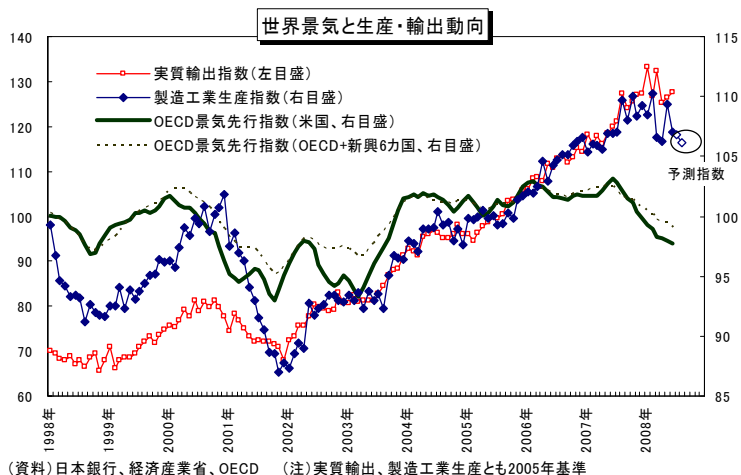
しかし、今回の景気後退は、そもそも経済が完全雇用状態に到達する以前に、海外経済の悪化や資源高などといった外的ショックが加わったことで、景気が途中で屈折してしまったために発生していると見るべきであり、景気循環の中心に位置する企業部門には、一部ハイテク業種を除けば、これまでのところ過剰感が強まったという状況にはない。今後の景気悪化により、在庫率の上昇が発生する可能性は否定できないが、企業部門全体を見渡しても調整を迫られているような項目はあまり見当たらないというのが実際のところである。それゆえ、先行き景気後退が進行することに伴って発生する下押し圧力は小さいと考えられる。それゆえ、今回の景気後退の程度は「軽微」なものに留まる可能性が高い。

なお、景気が回復するにあたっての条件としては、①原油など資源高騰が一服して、ひとまず落ち着くこと、②海外経済（特に米国経済）の下げ止まり、ということに尽きるだろう。そもそも、外部要因によって景気悪化が進行していることを考慮すれば、その原因が取り除かれず日本経済の回復は難しい。なお、過去の石油ショック時も、原油高騰が止まってから約1年から1年半ほど後に景気の谷をつけているが、それだけ企業・家計が対応力をつけるには時間がかかることは避けられないだろう。



## (2) 経済見通し

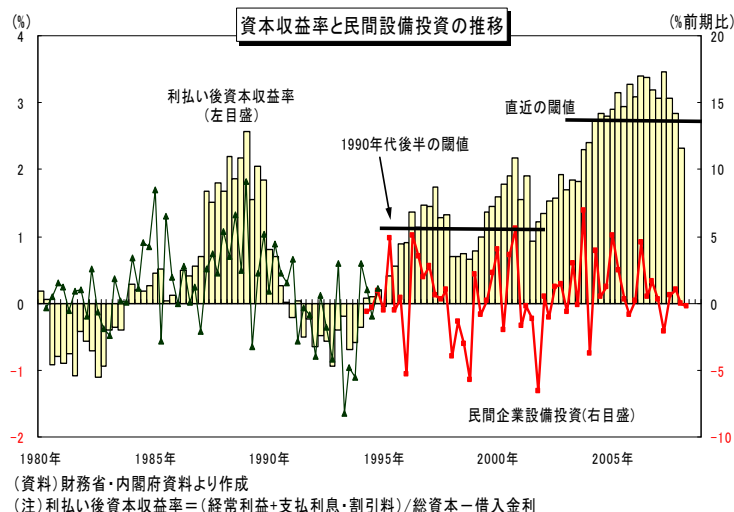
経済成長(寄与度ベース)の6割近くを輸出増に依存する日本経済は、海外経済動向、特に主要な輸出相手先である米国や東アジア諸国の景気動向から多大な影響を受けることは想像に難くない。このところ日本からの輸出金額は伸び悩んでおり、6月分は前年比▲1.8%と、55ヶ月ぶりの減少となった。もちろん、輸出物価の下落傾向を考慮すれば、実質(輸出数量)ベースでは前年比6~7%前後で増加しているのだが、それでも伸び率が鈍化していることは否定できない。既に07年中から不振となっていた米国向け輸出に加えて、それを補完してきた欧州向けが「底割れ」とも言っているほどの落ち込みとなっているほか、比較的底堅いアジア向けや資源国向けもやや勢いが失われつつある。いくら、新興国経済の



自律性が強まったとはいえ、①米国経済が世界全体のGDPの約3割を占めており、しかも約2割が米国の個人消費であり、新興国全体の市場規模と比べて明らかに大きいこと、②日本と密接な関係にある中国など東アジア諸国は、押しなべて輸出促進型の経済発展を続けており、特にその輸出先として欧米や日本などの先進国向けのシェアが大きいこと、などを考慮すれば、日米欧といった先進国経済の失速は、



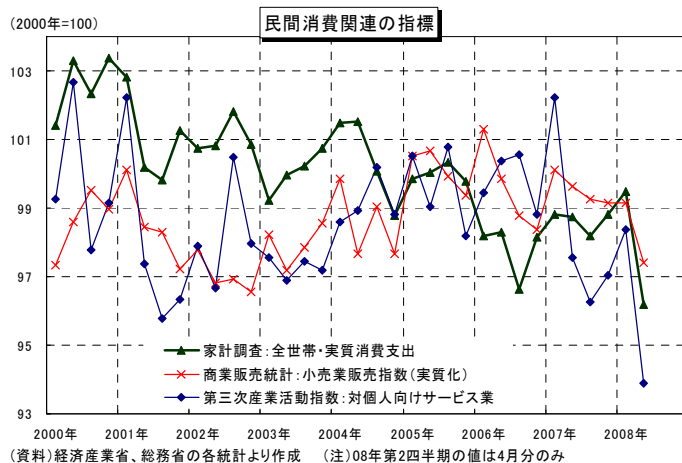
先行き新興国経済にも時間差を伴いながら悪影響が及ぶ可能性も考慮すべきであろう。とはいえ、世界同時不況といった具合に、世界経済全体が大きく悪化するという事態には至らないと思われる。なお、今回の景気拡大局面においては、輸出増が継続したことで徐々に国内需要にもやや薄日が指す場面もあったが、外需という牽引役にあまり期待できない事態となれば、企業業績の悪化を通じて民間企業の様々な行動に悪影響が出てくる可能性が高い。



働く可能性は高いだろう。

一方、民間消費については、このところ大幅な悪化を示す月次指標が多い(家計調査: 全世帯・実質消費支出、商業販売統計: 小売販売額(消費者物価指数の財価格指数で実質化)、第三次産業活動指数: 対個人向けサービス業など)。ガソリンや食料品など、相次ぐ生活必需品の値上げによ

って、消費全体が抑制される事態となっている。日銀: 販売統計合成指数などからは、4月以降の小売販売が大きく悪化していることが示されている。この背景には、繰り返しになるが、所得が伸び悩む中で、生活必需品の値上げが相次ぐなど、家計部門の実質購買力が低下している可能性が指摘できる。また、年金問題や後期高齢者医療制度などを巡る混迷、さらには先行きの雇用悪化懸念が消費者マインドの悪化につながっている可能性は高い。



なお、資源高など投入コストの上昇や円高ドル安の進展などにより、企業収益が圧迫されており、企業の求人意欲は足許でやや減退している可能性はあるものの、従業員の高齢化が進むなど、潜在的には企業の雇用意欲は根強いものがあるものと思われる。実際、新卒予定者に対する求人難やそれに対応した給与水準引き上げ、一部のパートタイム労働者の需給逼迫や彼らの正社員としての雇用機会の増加など、企業は着実に人材確保に乗り出している。こうした状況を踏まえれば、失業率が今後大幅に悪化することや、賃金・賞与なども90年代後半以降に経験したような調整を示すことは考えづらい。とはいえ、当面は雇用環境の悪化が続くことから、賃金は上昇しにくい状況は継続するだろう。

以上から、足許の7～9月期についても、輸出、国内需要とも弱い状況が続くものと思われる、4～6月期(前期比▲0.6%)ほどではないにしても、同▲0.1%と2四半期連続のマイナス成長になる公算が強いものと予想する。その後、10～12月期以降はプラスに転じるものと思われるが、国内需要の弱さが残ることもあり、海外経済が持ち直してくるまでは、潜在成長率を上回することは期待薄であろう。

なお、米国経済は、09年前半にはこれまでの大幅な利下げ効果や住宅市場の調整の緩和・底入れなどによって、景気底入れを探る展開が始まることが予想され、徐々にではあるが日本経済の頼みの綱である輸出への下押し圧力も解消していくことが期待される。企業の景況感を悪化させ、収益を圧迫してきた資源高騰も、上昇さえ止まれば、あたかも円高に対する適応力をつけていくのと同じようなプロセスで、国内企業は徐々に抵抗力をつけていくだろう。また、家計部門についてもガソリン・灯油など石油製品の価格がこの先やや下落することが想定されることから、同様に適応力を備えてくるものと思われる。

その結果、08年度の実質GDP成長率は0.4%と、7年ぶりの低成長が見込まれる。これは、前回予測(08年6月時点:1.7%)からは▲1.3%ptの大幅下方修正である。前回までは、①日本経済はぎりぎり景気後退に陥らない程度の成長を続ける、②08年度下期には再び輸出に勢いが戻り、足踏み状態だった景気の再浮上が始まる、と見方であったが、それらを大幅に変更したことにより、成長率見通しの大幅下方修正を余儀なくされた。また、名目GDP成長率は▲0.4%と、同様に前回予測(0.7%)から▲1.1%ptの下方修正である。なお、名目成長率がマイナスとなるのは、02年度(▲0.8%)以来である。なお、GDPデフレーターについては、08年度中は前年比マイナス状態が続くと思われ、年度を通じても前年度比▲0.8%が見込まれる。

一方、09年度については、年前半までは景気の低調が続くが、その後は世界経済に持ち直しが見られると予想されることから、年度下期以降は、景気再加速の動きが徐々に強まると思われる。しかし、年度を通じては、実質GDP成長率で同1.3%と、2年続けて潜在成長率を下回るなど、景況感の改善はあまり見込まれないものと思われる。また、名目GDP成長率は1.4%と、11年ぶりの名実逆転(消費税要因を除けば15年ぶり)を予想する。GDPデフレーターは、輸入デフレーターの上昇一服と国内需要デフレーターの上昇継続から、09年4～6月期には小幅ながらも前年比プラスに転じることを想定しており、GDPデフレーターは前年度比0.1%を見込んでいる。

### (3)物価見通し

これまでの国際商品市況の高騰を受けて、ガソリン・灯油など石油製品や電気・ガス料金など光熱費といったエネルギー価格が継続的に上昇しているほか、パン・麺類など小麦製品や食用油などを筆頭に様々な食料品の値上げが本格化している。6月のコアCPIの前年比上昇率は1.9%であったが、総務省統計局の試算によれば、そのうちエネルギーの寄与度は1.09%pt、食料品(除く生鮮食品)は0.76%ptとなっており、この両方で足許の物価上昇率の大部分を説明することができる状況である。特に、原油高騰を背景とした石油製品の持続的上昇が最近の物価変動の主因となっており、今後の動向に注目する必要がある。



代表的な石油製品であるレギュラ

一・ガソリンは、4月に一時的に失効したガソリン税の暫定税率が5月に復活した後、一時140ドル/バレル台まで上昇した原油市況の影響もあり、レギュラー・ガソリンの小売価格は大幅に上昇、7月以降は全国平均で180円台の推移となっている。なお、7月中旬以降、国際原油市況は調整色の強い展開となっており、秋以降ガソリンなどの石油製品価格が下落する可能性が高い。7～9月にかけて石油製品価格は消費者物価を押し上げる方向に働くが、10月以降はそれが一服し、物価加速にも歯止めがかかるものと思われる。とはいえ、電気・ガス料金については燃料・原料費調整制度に基づき、年内は値上げの動きが続くことが予想されるほか、今まで遅れ気味であったそれ以外の商品・サービス価格、特に継続的に値下がりしてきた耐久消費財などへの価格転嫁の動きはしばらく続く可能性がある。

一方、所得が伸び悩む中での物価上昇は、実質可処分所得の低下と消費者マインドの悪化をもたらしており、それが需要減退につながっているため、供給者サイドではなかなか価格転嫁を進めることができない状況にある。そのしわ寄せが賃金抑制などにつながり続ける可能性が高く、マクロ的な需給バランスが改善していくことはほとんど期待できない状況である。そういう面からも、金融が緩和していると言い難い状況下で、所得の裏付けのないまま、物価だけが加速し続けるということは考えづらい。

以上から、08、09年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)上昇率はそれぞれ2.0%、1.5%と見込まれる。7月には7%台まで上昇率が高まった国内企業物価も、今秋以降は徐々に上昇率が落ち着いてくるものと思われる。



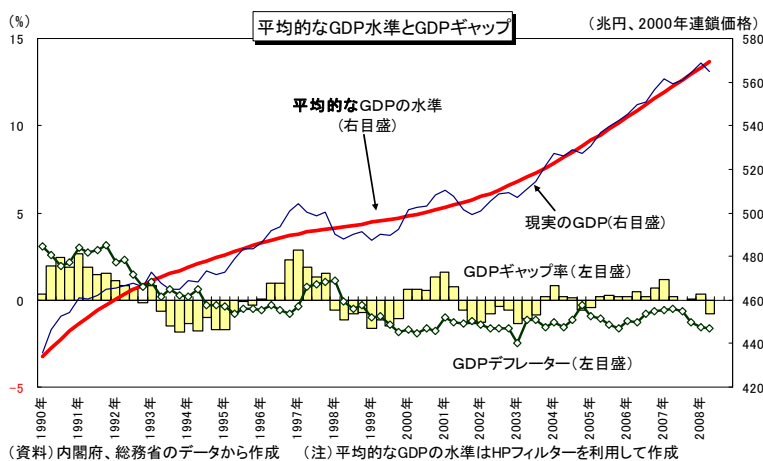
## 4. 当面の金融政策・金融市場動向：

### (1) 金融政策

最近の日銀関係者の発言を見ると、タカ派と見なされていた政策委員ですら景気動向に対しては相当慎重な姿勢を示しているのが特徴的である。そもそも、現在の物価上昇は、前述のように輸入原材料価格の上昇を主因とするものであり、日銀の利上げによって解決できるものではないため、

消費者物価上昇率は7月にも「中長期的な物価安定の理解」として設定した上限の前年比2%を超え、その後の数ヶ月間は2%台半ばあたりでの推移となることが確実視される状況ではあるが、日銀が利上げに動くことはないだろう。今回のGDP発表を受けて、「平均的なGDP水準」の試算を行ってみたが、4～6月期のGDPはその値を下回っており、デフレギャップが発生している可能性もある。先行きも潜在成長力を下回る成長率が続く可能性が高いことを考慮すれば、日銀は予見的に利下げをしてもいいような状況である。とはいえ、現在の政策金利水準を「極めて緩和的」と評価する日銀が、実際に利下げに動き可能性はかなり低いだろう。

一方日銀が利上げを再開するには、①国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況である、②世界的な金融市場の混乱が沈静化する、③米サブプライム問題が米個人消費などへ与える悪影響が限定的であるとの確信が強まる、といった条件が満たされる必要があることには変わりはない。現時点で、米国経済の回復やサブプライム問題が収束する兆しが出てくる目処は立っておらず、市場参加者の次回利上げ予想時期は09年後半以降まで後ずれしている(経済企画協会『ESPフォーキャスト調査』などより)。米国経済の持ち直しの時期が09年前半までずれ込む可能性を考慮すれば、次回利上げは早くても「09年10～12月期」と予想され、まだ1年くらいは現状の政策金利水準が続くだろう。



### (2) 金融市場の見通し

米サブプライム問題の広がりに伴って信用収縮が強まっており、特に証券化商品の価格付けなど金融資本市場の機能は大きく低下したままである。金融機関の追加的な損失計上といったニュースが流れるたびに金融市場には動揺が広がるなど、いまだ不安定な状況が続いている。これらの震源である米サブプライム住宅ローンの延滞率上昇にはまだ歯止めがかかっていないことから、当面は金融システムへの不安感が高いまま推移する可能性は高いだろう。米FRBは、インフレ懸念が高まる中で、景気下振れリスクなどへの警戒感もあり、4月以降は政策金利水準を2.0%に据え置くなど、大幅な金融緩和による景気刺激策を

展望レポート:2008～09年度の政策委員の大勢見通し(08年7月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2008年度	+1.2～+1.4 <+1.2>	+4.7～+5.0 <+4.8>	+1.7～+1.9 <+1.8>
4月時点の見通し	+1.4～+1.6 <+1.5>	+2.4～+2.8 <+2.5>	+0.9～+1.1 <+1.1>
2009年度	+1.4～+1.6 <+1.5>	+1.8～+2.0 <+1.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>
4月時点の見通し	+1.6～+1.8 <+1.7>	+1.3～+1.8 <+1.5>	+0.8～+1.0 <+1.0>

(資料)日本銀行  
(注)対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。



## (株)農林中金総合研究所

続けている。なお、米国内では、景気悪化によるインフレ抑制効果も意識され始めるなど、FRBの利上げ転換時期は09年年明け後まで後退した格好となっている。こうした前提条件や、これまで述べてきたような景気・物価見通しと日銀の金融政策見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようなシナリオが見込まれる。

まず、株価であるが、08年年明け以降、米国経済指標の悪化や米主要金融機関の損失額の更なる拡大などを受けて、日経平均株価は昨年来安値を更新する状況となり、一時05年8月以来の12,000円台割れとなるなど、軟調な展開が続いた。その後は、持ち直しの動きも始まったものの、内外の景気悪化懸念が株価の上値を抑える状況が続いている。今回の景気悪化の程度は軽微との想定からすれば、株価の調整余地もまた大きくはないと見られるが、かといって上昇要因も見あらず、引き続き、上値が重い展開が続くだろう。

また、長期金利(新発10年国債利回り)も、米サブプライム問題の広がりから「質への逃避」的行動が強まり、3月下旬には一時1.2%台前半にまで低下する場面もあったが、その後は利下げ観測の後退、世界的な株価持ち直しやインフレ懸念の高まりなどもあり、長期金利は上昇に転じ、6月中旬には1.9%に迫るなど、上昇傾向が続いた。しかし、その後は再び米サブプライム問題の根の深さ、さらには国内景気の悪さへの認識が強まり、長期金利は再び低下し、1.4%台での推移となっている(8月中旬現在)。日銀の利下げ観測が強まれば更なる低下もありうると思われるが、現段階での利下げの可能性は薄く、低下余地には限度があるものと思われる。一方で、大型補正の編成や2011年度の財政再建目標の放棄など、財政規律の喪失につながるような政策転換があれば、長期金利にも上昇圧力がじわじわとかかることも予想されるが、その可能性は大きくはないと思われる。以上から、当面は1.4～1.6%を中心レンジとする展開が続くだろう。

最後に、為替レートであるが、多少の変動を伴いながらも、全般的に方向感乏しい展開が予想される。対ドルレートについては日本銀行が当面は政策金利水準を据え置く一方で、米FRBも当面は金融政策を動かさないと思われることから、日米金利格差の縮小余地はなくなっていると見られる。米サブプライム問題に絡んだ思惑で、多少円高に振れる場面もありうるが、一方的に円高方向、もしくは円安方向に進むということは現時点では考えにくい。また、対ユーロレートはユーロ圏経済に減速する兆しが出ていることや、欧州の政府サイドにはユーロ高を懸念する意見も多い。ECBとしては、インフレ懸念が根強く残っていることから利上げの必要性を意識しているだろうが、現実問題として利上げ実施はしばらく困難と見られる。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2008年			2009年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.504	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.845	0.80～0.90	0.80～0.90	0.80～0.90	0.85～0.95
短期プライムレート	(%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り	(%)	1.455	1.35～1.65	1.35～1.70	1.35～1.75	1.40～1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.3	103～115	103～115	103～117	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	162.6	158～170	155～175	155～175	160～180
日経平均株価	(円)	13,019	13,000±1,000	13,000±1,000	13,250±1,000	13,750±1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は2008年8月15日時点。予想値は各月末時点。



2008～09年度 日本経済見通し  
(前期比)

	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.6	0.4	▲ 0.3	0.2	1.3	0.7	1.1
民間需要	%	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	0.0	1.0	0.5	1.0
民間最終消費支出	%	1.4	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.3	0.2	0.5
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 7.0	▲ 1.0	0.3	0.4	0.1	0.6
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.6	3.3	1.9	3.6
公的需要	%	0.2	0.2	▲ 0.7	1.6	0.6	0.1	▲ 0.3
政府最終消費支出	%	0.7	0.7	0.0	0.9	1.0	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 2.2	▲ 3.8	4.8	▲ 1.2	▲ 1.5	▲ 3.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.1	30.9	30.7	31.0	33.4	32.5	34.4
輸出	%	9.5	1.7	▲ 1.2	▲ 0.3	4.1	2.4	4.1
輸入	%	2.1	▲ 2.0	▲ 2.5	▲ 0.5	2.1	1.2	2.3
内需寄与度 (前期比)	%	0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.9	0.4	0.6
民間需要 ( " )	%	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.7	0.4	0.6
公的需要 ( " )	%	0.0	0.0	▲ 0.1	0.3	0.1	0.0	▲ 0.1
外需寄与度 ( " )	%	1.2	0.5	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 1.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1

(前年同期比)

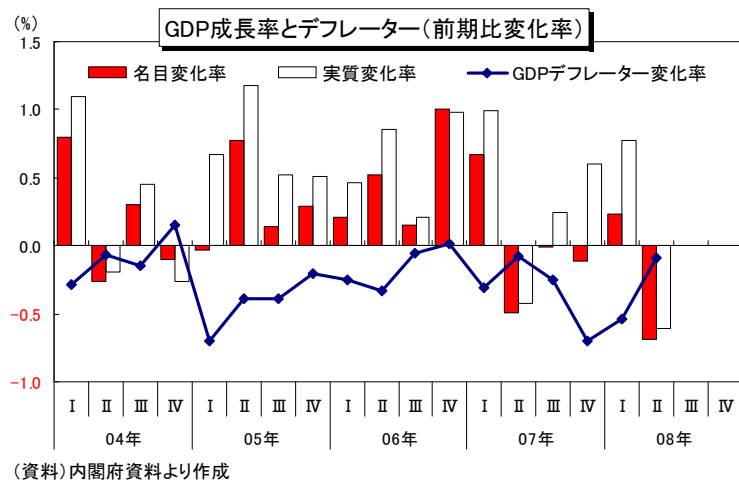
	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.6	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.4	1.0	1.8
実質GDP	%	1.6	0.4	0.8	▲ 0.0	1.3	0.9	1.6
民間需要	%	0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	1.0	0.6	1.4
民間最終消費支出	%	1.4	0.1	0.5	▲ 0.3	0.3	0.0	0.6
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 7.0	▲ 12.2	▲ 1.1	0.4	0.0	0.8
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 0.1	0.6	▲ 0.8	3.3	1.8	4.9
公的需要	%	0.2	0.2	▲ 0.2	0.6	0.6	1.4	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	1.2	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 2.2	▲ 4.2	▲ 0.2	▲ 1.2	2.2	▲ 4.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.1	30.9	30.7	31.0	33.4	32.5	34.4
輸出	%	9.5	1.7	4.5	▲ 1.0	4.1	2.6	5.7
輸入	%	2.1	▲ 2.0	▲ 1.3	▲ 2.7	2.1	1.0	3.2

国内企業物価 (前年比)	%	2.3	5.7	5.9	5.5	3.6	4.0	3.1
全国消費者物価 ( " )	%	0.3	2.0	1.9	2.2	1.5	1.7	1.4
完全失業率	%	3.8	4.2	4.1	4.4	4.4	4.5	4.4
鉱工業生産(前年比)	%	2.7	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 1.4	1.6	0.4	2.8
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,096	549	547	1,100	550	550
経常収支	兆円	24.5	18.1	9.3	8.8	18.4	8.9	9.5
貿易収支	兆円	11.7	6.3	3.1	3.2	6.7	3.2	3.5
為替レート(前提)	円/円	114.2	106.9	106.3	107.5	109.4	108.8	110.0
通関輸入原油価格(前提)	円/バレル	78.5	116.0	118.5	113.5	112.5	110.0	115.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

## 【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」となっており、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ 90年代半ば以降、下落傾向が続いてきた GDP デフレーターは、06年10～12月期には前期比横ばいとなるなど一時下げ止まり感も出る時期があったが、その後は再び水面下での推移となっており、08年4～6月期は同▲0.1%であった。
- ◆ 足許の状況としては、国際商品市況の高騰によって輸入デフレーターの高い上昇率が続いている一方で、国内でも価格転嫁の動きが強まっており、国内需要デフレーターは前期比で0.5%と3四半期連続のプラスとなった他、前年比でも0.6%と上昇率を高めている。しかし、依然として国内での価格転嫁は不十分であり、前述のように前期比マイナスの状態が続いている。
- ◆ なお、最近では国際商品市況が調整する動きを見せており、これまで不十分だった価格転嫁の動きが続けば、GDP デフレーターも上昇に転じる動きが始まる可能性もある。



## 【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度の最終四半期(1～3月期)の GDP が当該年度(4月～翌年3月)の GDP をどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と捉えることができる。つまり、ある年度の4四半期とも横ばい(ゼロ成長)が続いた場合でも、当年度の前期比成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。
- ◆ 07年度に関しては06年度からのゲタが1.4%あったが、07年度を通じての成長率は1.6%に留まっており、年度内の成長はほぼゼロ(0.2%)であったと試算される。一方、08年度に向けてのゲタは1.0%あるものの、当総研の08年度見通し(0.4%成長)を前提にすれば、08年度内は実質的には▲0.6%のマイナス成長ということになる。
- ◆ また、09年度に向けてのゲタは0.3%が見込まれるが、09年度の成長率見通し(1.3%)を考慮すれば、09年度内の成長率は1.0%となる。

