

農林中金総合研究所レポート

2008～09 年度改訂経済見通し(2次 QE 後の改訂、2008年12月9日策定)

農林中金総合研究所 調査第二部
お問い合わせ先:03-3243-7369 南

12月9日に、2008年7～9月期のGDP第二次速報(2次QE)が発表された。これを受け、当総研では11月20日に作成した「2008～09年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

改めて、7～9月にかけての内外経済金融情勢を振り返ってみると、米サブプライム問題により米証券大手のリーマン・ブラザーズが経営破綻に追い込まれ、それをきっかけに世界的に金融市場が大混乱するなど、金融危機が勃発し、それが及ぼす実体経済への悪影響が意識された期間であった。すでに、米住宅バブルの崩壊を契機に、米国経済は07年末以降、景気後退局面に入ったが、日本でもほぼ同時期に6年近く続いた景気拡大が終焉を迎えるなど、08年に入ってから日米欧といった先進国経済の景気悪化が進行していた。それが中国など新興国経済にも徐々に悪影響が波及し始めていたが、こうした実体経済の悪化傾向に、世界的な金融危機が襲いかかったといえるだろう。なお、世界経済の成長鈍化を受けて、高騰を続けていた国際商品市況も夏場以降は下落が始まるなど、高まっていた世界的なインフレ懸念にも沈静化の動きが見られ始めた。

こうした情勢の下、11月17日に発表された1次QEでは、4～6月期に前期比マイナスに陥った民間消費・輸出は同プラスとなったものの、民間企業設備投資が大きく減少したことを主因に2四半期連続のマイナス成長に陥った姿が確認できた(実質成長率は前期比▲0.1%(同年率▲0.4%)。今回の2次QEは、毎年恒例の年次改定(06年度確々報、07年度確報)を受けてのものであり、単純に1次QEとの比較はできないが、民間在庫投資が大きく下方修正されたことなどにより、実質成長率は前期比▲0.5%(同年率▲1.8%)へ大幅下方修正されるなど、景気悪化がより鮮明となったことが見て取れる。また、名目GDPも前期比▲0.7%(1次QE:▲0.5%)へ下方修正された。

以下では、09年度に向けての見通しについて述べていきたい。経済成長の約6割を輸出増に依存してきた日本経済を展望する上で、その輸出に大きな影響を与える世界経済動向が大きな鍵を握っている状況には変わりはないだろう。前述の通り、世界経済は急速な需要減退が進んでおり、同時不況的な様相が強まっている。各国政策当局は金融システムの安定化を確保すべく、公的資金を金融機関に対して資本注入することを決断・実施しており、これらの手厚い政策対応によって経済が恐慌状態に陥ることは回避されるものと思われる。さらに、世界主要国は景気下支えに向けて、積極的な財政金融政策の発動を行っている。とはいえ、民間部門のマインドが極度に冷え込ん

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 | % | 1.0 | ▲1.9 | ▲1.6 |
| 実質GDP | % | 1.9 | ▲0.8 | ▲0.9 |
| 民間需要 | % | 0.6 | ▲1.2 | ▲0.8 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.9 | 0.2 | 0.3 |
| 民間住宅 | % | ▲13.0 | ▲5.6 | ▲1.2 |
| 民間企業設備 | % | 2.3 | ▲4.6 | ▲5.3 |
| 民間在庫品增加(寄与度) | %pt | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.0 |
| 公的需要 | % | 0.7 | ▲0.5 | 1.0 |
| 政府最終消費支出 | % | 2.2 | 0.3 | 0.9 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲5.8 | ▲4.5 | 1.4 |
| 輸出 | % | 9.3 | 0.7 | ▲3.8 |
| 輸入 | % | 1.8 | ▲1.2 | ▲2.6 |
| 国内需要寄与度 | %pt | 0.6 | ▲1.0 | ▲0.4 |
| 民間需要寄与度 | %pt | 0.5 | ▲0.9 | ▲0.6 |
| 公的需要寄与度 | %pt | 0.1 | ▲0.1 | 0.2 |
| 海外需要寄与度 | %pt | 1.2 | 0.2 | ▲0.3 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | ▲0.9 | ▲1.2 | ▲0.7 |
| 国内企業物価(前年比) | % | 2.3 | 3.8 | ▲2.1 |
| 全国消費者物価(〃) | % | 0.3 | 1.4 | ▲0.4 |
| 完全失業率 | % | 3.8 | 4.1 | 4.7 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | 2.6 | ▲6.0 | ▲6.4 |
| 経常収支(季節調整値) | 兆円 | 24.5 | 13.7 | 11.9 |
| 名目GDP比率 | % | 4.8 | 2.7 | 2.4 |
| 為替レート(前提) | 円/ドル | 114.2 | 99.3 | 93.8 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | 0.51 | 0.10 | 0.10 |
| 10年国債利回り | % | 1.60 | 1.48 | 1.38 |
| 通関輸入原油價格(前提) | ㌦/バレル | 78.5 | 93.5 | 58.8 |

(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。

だ状況が回復されるには相当の時間がかかることが予想され、なかなか持ち直すきっかけを掴むことはできな
いだろう。こうした情勢を受けて、頼みの綱である輸出は停滞気味に推移する可能性が高い。

一方、国内に目を転じても、家計部門では、これまで消費者マインドを大幅悪化させてきた生活必需品の値
上げ圧力は解消していくものと思われるが、かわって雇用情勢が急速に悪化し始めるなど、家計を取り巻く所
得環境は厳しさを増しており、引き続き、消費支出は抑制気味に推移するものと思われる。また、これまでの投
入コストの上昇により収益が大きく圧迫されていた企業部門でも、最近の原油などの資源価格下落により交易
条件改善効果が期待されるが、急ピッチな需要減退がその効果を打ち消してしまう可能性が高く、設備投資意
欲の慎重姿勢は続くものと考えられる。このように、国内需要もかなり厳しい状況が続くと思われる。

以上を踏まえれば、当総研が 11 月に公表した「2008~09 年度経済見通し」を再度下方修正せざるをえない
ものと判断した。民間需要の悪化や輸出減少により、10~12 月期は前期比▲0.5%（同年率▲1.9%）と 3 四
半期連続のマイナス成長となることが見込まれる。年度内に総額 2 兆円の定額給付金が全世帯に配布され
ば、4~6 月期にはその効果によって多少なりとも民間消費が刺激される可能性はあるが、それが呼び水となる
ことはなく、経済成長率のマイナス基調は 09 年度半ばまでは継続するものと思われる。全般的に、景気牽引
役が不在であり、09 年度いっぱいは年率 1% 台半ばとされる潜在成長率を下回る成長が続くだろう。その結果、
08 年度の経済成長率は実質:▲0.8%、名目:▲1.9%と、前回見通し(11 月時点:それぞれ▲0.3%、▲1.8%)から下方修正した。09 年度も実質:▲0.9%、名目:▲1.6%と同じく下方修正(前回:それぞれ▲0.2%、▲1.5%)した。なお、数字の上では 09 年度の方がマイナス幅は大きいが、実際の景気悪化の度合いは 09 年
度よりもむしろ 08 年度の方が激しい。また、7~8 月には前年比 2.4%まで上昇した消費者物価上昇率につい
ては 08 年度後半にかけて急速に沈静化し、09 年度は逆に前年度比▲0.4%と再び下落に転じると予想する。

最後に金融政策については、日本銀行は 10 月末に利下げに踏み切っており、現在その効果を見極めている
と思われる。多くの中央銀行がさらなる金融緩和を強化する態度を表明している反面、日銀は追加利下げに
ついて慎重な態度を崩していない。とはいえ、今後発表される経済指標が大幅に悪化する可能性を考慮すれ
ば、09 年 1~3 月期には追加利下げに踏み切る、と予想する。

(四半期)

| 項目 | 単位 | (→予測) | | | | 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 | % | 0.4 | ▲1.4 | ▲0.7 | ▲0.4 | ▲0.4 | ▲0.5 | ▲0.4 | ▲0.2 | 0.1 |
| 実質GDP (年率換算) | % | 0.6 | ▲1.0 | ▲0.5 | ▲0.5 | ▲0.4 | 0.0 | ▲0.4 | 0.1 | 0.1 |
| | % | 2.4 | ▲3.7 | ▲1.8 | ▲1.9 | ▲1.4 | 0.0 | ▲1.6 | 0.5 | 0.2 |
| 民間需要 | % | 0.6 | ▲1.0 | ▲0.3 | ▲0.5 | ▲0.3 | 0.1 | ▲0.5 | 0.0 | 0.0 |
| 民間最終消費支出 | % | 0.9 | ▲0.7 | 0.3 | ▲0.2 | 0.0 | 0.5 | ▲0.4 | 0.2 | 0.2 |
| 民間住宅 | % | 4.7 | ▲2.6 | 3.9 | ▲3.0 | ▲0.5 | ▲0.6 | 0.5 | 0.0 | ▲0.2 |
| 民間企業設備 | % | 0.3 | ▲2.1 | ▲2.0 | ▲3.0 | ▲2.0 | ▲1.0 | ▲0.8 | ▲0.5 | 0.0 |
| 民間在庫品増加(寄与度) | %pt | ▲0.2 | 0.0 | ▲0.2 | 0.1 | 0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.0 | ▲0.1 |
| 公的需要 | % | ▲1.3 | ▲0.9 | ▲0.3 | 1.8 | ▲0.1 | 0.2 | ▲0.1 | 0.2 | 0.1 |
| 政府最終消費支出 | % | ▲0.4 | ▲0.9 | ▲0.3 | 1.8 | ▲0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲5.3 | ▲1.2 | 0.4 | 0.8 | 1.0 | 0.0 | ▲0.5 | 1.0 | 0.3 |
| 輸出 | % | 3.4 | ▲2.6 | 0.8 | ▲2.5 | ▲1.9 | ▲1.2 | ▲0.5 | 0.2 | 0.4 |
| 輸入 | % | 1.0 | ▲3.0 | 2.3 | ▲1.2 | ▲1.4 | ▲1.1 | ▲0.8 | 0.0 | 0.5 |
| 国内需要寄与度 | %pt | 0.1 | ▲0.9 | ▲0.2 | ▲0.0 | ▲0.2 | 0.1 | ▲0.4 | 0.1 | 0.0 |
| 民間需要寄与度 | %pt | 0.4 | ▲0.7 | ▲0.2 | ▲0.4 | ▲0.2 | 0.0 | ▲0.4 | 0.0 | 0.0 |
| 公的需要寄与度 | %pt | ▲0.3 | ▲0.2 | ▲0.1 | 0.4 | ▲0.0 | 0.0 | ▲0.0 | 0.1 | 0.0 |
| 海外需要寄与度 | %pt | 0.4 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.3 | ▲0.2 | ▲0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | ▲1.3 | ▲1.5 | ▲1.6 | ▲0.8 | ▲0.6 | ▲0.7 | ▲0.5 | ▲0.9 | ▲0.8 |
| 国内企業物価(前年比) | % | 3.5 | 4.9 | 7.1 | 3.5 | ▲0.4 | ▲2.0 | ▲3.9 | ▲1.8 | ▲0.8 |
| 全国消費者物価(〃) | % | 1.0 | 1.5 | 2.3 | 1.4 | 0.6 | ▲0.1 | ▲0.6 | ▲0.5 | ▲0.4 |
| 完全失業率 | % | 3.8 | 4.0 | 4.1 | 3.9 | 4.3 | 4.5 | 4.6 | 4.7 | 4.8 |
| 鉱工業生産(前期比) | % | ▲0.7 | ▲0.8 | ▲1.3 | ▲9.0 | ▲0.5 | 0.2 | ▲1.5 | ▲1.0 | 1.5 |
| 經常収支(季節調整値) | 兆円 | 5.6 | 4.8 | 3.4 | 2.8 | 2.7 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 3.1 |
| 名目GDP比率 | % | 4.3 | 3.8 | 2.7 | 2.2 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 為替レート(前提) | 円/ドル | 105.2 | 104.5 | 107.6 | 95.0 | 90.0 | 90.0 | 90.0 | 95.0 | 100.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | 0.51 | 0.50 | 0.50 | 0.30 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 新発10年物国債利回り(%) | % | 1.39 | 1.61 | 1.51 | 1.45 | 1.35 | 1.30 | 1.30 | 1.40 | 1.50 |
| 通関輸入原油価格(前提) | ㌦/バレル | 94.9 | 109.1 | 129.4 | 83.0 | 52.5 | 52.5 | 57.5 | 57.5 | 67.5 |

(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、前期比。