

# 2008 / 2009 年度経済見通し(2008年5月)

～インフレ圧力の広がりの中で試される景気回復の持続性～

## <要 旨>

今年1～3月期は高い経済成長を記録したが、景気の先行きに対する懸念は続いている。新興国や資源国を中心とする世界経済の成長に支えられた外需主導の景気回復は、うるう年による個人消費の拡大や、改正建築基準法施行後の混乱の落ち着きによる住宅投資の持ち直しによって一時的に加速している。しかし、米国経済の減速や原材料価格の高騰といった企業の収益環境を悪化させる要因が広がっており、物価上昇による個人所得の目減りなど家計を取り巻く環境も厳しくなっている。

2008年度は、先行きに懸念が残るものの、景気は緩やかな回復を続ける。経済成長率は、実質で+1.8%、名目で+1.6%を予想する。米国をはじめとして世界経済は減速するが拡大基調は続く。輸出の拡大が続くので、生産は踊り場を挟みながらも増加していく。原油価格の高止まりが影響して収益環境は厳しさを増すが、設備投資が減少基調に転じるような厳しい調整にはならない。労働需給の引き締まりを反映して賃金は緩やかながら増加し、個人消費も拡大が見込まれるが、物価の上昇が消費の拡大ペースを抑える。改正建築基準法施行の影響が薄れて住宅投資は持ち直すが、住宅市場は調整しており、前年の大幅な減少に比べると小幅な増加にとどまる。

2009年度は実質で+1.6%、名目で+2.3%を見込む。世界経済の拡大基調が続き、輸出の増加に支えられて日本経済も回復を続ける。ただ、川上からのインフレ圧力が引き続き企業収益を圧迫し、さらに価格転嫁を通して川下の消費段階に広がり、個人消費を中心に景気回復の頭を抑えてくる。日本経済の潜在的な成長力に大きな変化はないが、実質成長率はやや低い伸びとなる。一方、名目成長率は、資源価格の高騰による名目輸入の増加が一服してくるため、比較的高い成長が予想される。

日本経済は、世界経済の減速と資源価格の高騰という二つの問題に直面しており、その舵取りは難しい。もっとも、米国経済の停滞が続く一方で、新興国や資源国の高成長が世界経済の減速を緩やかなものにして、日本からの輸出は増加が続きそうだ。しかし、その新興国の成長が資源価格の上昇をもたらし、世界的なインフレ圧力を拡大させている。コストの上昇で収益が圧迫される企業、消費者物価の上昇で実質所得が目減りする家計、二つの経済主体がインフレ圧力の広がりの中でどのように行動するかによって景気回復の持続性が試されてくる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

E-mail: s.kobayashi@murc.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

-目次-

1 . 2008/2009年度の日本経済	
~ インフレ圧力の広がりの中で試される景気回復の持続性 ~	
(1)景気の現状	1 ~ 2
(2)2008 / 2009年度の経済見通し	2 ~ 4
(3)インフレ圧力の広がりの中で試される景気回復の持続性	4 ~ 8
2 . 経済活動からみた予測	
(1)企業	9 ~ 12
生産と在庫	
企業収益	
設備投資	
(2)家計	13 ~ 17
雇用	
所得・賃金	
個人消費	
住宅投資	
(3)政府	18 ~ 20
公共投資	
政府最終消費支出	
(4)海外	21 ~ 25
米国	
欧州	
アジア	
輸出入	
3 . 物価と金融市場の予測	
(1)物価	26 ~ 28
原油価格	
国内企業物価と消費者物価	
(2)金融政策	29
(3)金融市場	30 ~ 32
金利	
株価	
為替	
日本経済予測総括表	33 ~ 36

## 1 . 2008 / 2009 年度の日本経済

～ インフレ圧力の広がりの中で試される景気回復の持続性 ～

### ( 1 ) 景気の現状

日本経済や世界経済の先行きに対する懸念は相変わらず強いが、2007 年度後半の日本経済は比較的高めの経済成長ペースを維持した。16 日に発表された今年 1～3 月期の GDP (国内総生産) は実質で前期比 +0.8% (年率 +3.3%)、名目で同 +0.4% (同 +1.5%) とともにプラス成長を記録した。実質成長率のプラスは 3 期連続であり、サブプライムローン問題や原油など原燃料価格の高騰など懸念材料が多い中であっても、景気が回復基調を続けていると推測できる。2007 年度の成長率は前年度よりも減速したが、実質で +1.5% と 6 年連続の、また名目でも +0.6% と 5 年連続のプラス成長を記録した。

景気回復の原動力は相変わらず外需である。内・外需別に見ると、外需寄与度は前期比 +0.5% (実質ベース、以下同じ) とプラス寄与が続いている。景気が減速している米国向け輸出が低調であるが、中国など新興国や中東・ロシアなど資源国向けの輸出が好調で、全体の輸出は +4.5% と高い伸びを示した。

一方、内需寄与度も同 +0.3% と前期に続いて成長に寄与しており、一見したところ内・外需のバランスが取れた成長となっている。しかし、内需の成長は特殊要因で押し上げられている。まず、個人消費は同 +0.8% と高い伸びを記録し、経済成長率を 0.5% ポイント押し上げたが、うるう年のため例年より日数が一日多かったことが、日々消費する非耐久財を中心に消費をかさ上げした可能性がある。この反動で、4～6 月期の個人消費の前期比伸び率は下押しされる可能性がある。

また、住宅投資は同 +4.6% と 5 四半期ぶりに増加したが、これは昨年 6 月の改正建築基準法施行による住宅投資の大幅減少がようやく落ち着き、その反動が出てきたものと考えられる。4～6 月期以降も住宅投資の反動増が続くと見込まれるものの、特殊要因による押し上げ効果はしだいに剥落してくるだろう。

個人消費や住宅投資が一時的な要因で押し上げられる中で、設備投資は同 -0.9% と小幅ながらも減少した。米国の景気減速や原油など原燃料価格の高騰が企業収益を圧迫しており、世界経済の先行き不透明感と相俟って、企業の設備投資姿勢が慎重になっている。特に、企業規模の小さい企業は、投入コストの増加を販売価格に転嫁するのが難しく、収益環境の悪化が設備投資を一段と抑制している可能性がある。

なお、政府部門では、公共投資が同 +1.5% と 2 期連続で増加したが、政府最終消費は前期の大幅な増加の反動もあって同 -0.8% と大きく減少した。公的需要全体でみた寄与度は同 -0.1% とほぼ中立となった。

GDP デフレーターは、控除項目である輸入物価が原油価格の高騰などにより上昇したため、前年同期比 -1.4% と前期に続いて大幅なマイナスとなった。しかし、輸出入物価を除いた国内需要デフレーターは同 +0.5% と 2 期連続で上昇し、プラス幅も拡大した。川上

での原材料価格の高騰が続く一方で、国内でも価格転嫁によってインフレの動きが広がっており、日本経済の物価環境はデフレからインフレに大きく変わってきている。

## ( 2 ) 2008 / 2009 年度の経済見通し

**2008 年度**もサブプライムローン問題や原油価格の高騰など景気の先行きに対する懸念が残るが、景気は緩やかな回復を続けるだろう。実質成長率は +1.8% と 7 年連続の、また名目成長率も同じく +1.6% と 6 年連続のプラス成長を予想する。

住宅投資の大幅な減少を主因に減速している米国経済は 2008 年も低い成長が予想されるが、個人消費や設備投資の底堅い推移が続く。年末に向けて住宅投資の減少ペースが緩やかになるにつれて成長率が加速し、2008 年の成長率は 2007 年 ( +2.2% ) よりも減速するものの +1.5% を予想する。欧州や中国などアジアも 2008 年は成長ペースが鈍化し、世界経済全体でも成長率は低下するだろう。もっとも、世界経済の拡大基調が維持されるため、日本からの輸出は増加が続き、生産水準は踊り場を挟みながらも徐々に上がっていくだろう。

一方、経済成長が続くものの、原油価格の高止まりが影響して収益環境は依然として厳しく、設備投資の伸びを抑制する要因となる。もっとも、キャッシュフローに対する設備投資の比率はまだかなり低く、設備投資が減少基調に入るような厳しい調整にはならないと予想する。

労働需給の引き締まりを反映して賃金は緩やかながら増加し、個人消費は拡大が見込まれる。しかし、物価の上昇によって実質所得が目減りするため、消費の伸びは 2007 年度に続き小幅にとどまるだろう。2007 年度に大幅に減少した住宅投資は、改正建築基準法の施行に伴う混乱が落ち着いてきたため、反動による増加が見込まれる。もっとも、住宅価格の上昇によって住宅の購入意欲は減退しているため、住宅投資の増加は前年の大幅な減少に比べると小幅にとどまる。

**2009 年度**は、海外のサブプライムローン問題、国内の改正建築基準法施行の影響とその反動といった、前年まで景気をかき乱していた要因が落ち着いてくる。一方、資源価格の高騰など川上からのインフレ圧力が川下の消費段階に広がり、個人消費を中心に景気回復の頭を抑えてくる。日本経済の潜在的な成長力に大きな変化はないが、実質成長率は +1.6% とやや低い成長を予想する。

GDP デフレーターは輸入価格の大幅な上昇が落ち着いてくるため、前年比上昇に転じる見込みである。このため、名目輸入の増加によって低く抑えられていた名目成長率は、2009 年度には +2.3% と比較的高い成長が見込まれる。

しかし、急速な上昇は一服するものの、新興国を中心とした需要の拡大を背景に原材料価格の高止まりが続き、さらに上昇する可能性もある。世界的なインフレ圧力が続く中で

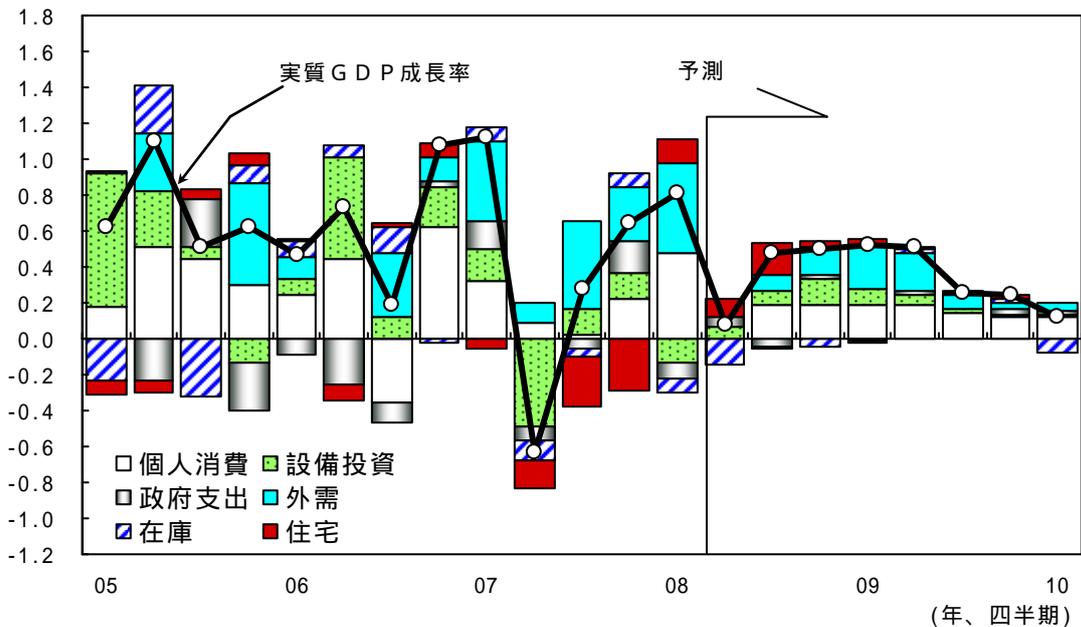
世界経済の成長率は2009年度後半になると再び減速して、日本からの輸出にもその影響が出てくる。また、収益環境が厳しく、景気の先行きに懸念が残る中で設備投資の増加ペースは緩やかなものにとどまる。

消費者物価は小幅ながら上昇が続き、個人消費の増加ペースが鈍ってくる。消費者物価の上昇は労使交渉において、労働側の賃金引き上げの論拠となるだろうが、実際には実質賃金の引き上げは難しいだろう。もっとも、労働需給は引き締まった状況が続き、名目ペースでは緩やかながら所得の増加が続く。このため、個人消費は底堅さを維持し、景気を下支えすると見込まれる。

図表1 GDP成長率の見通し

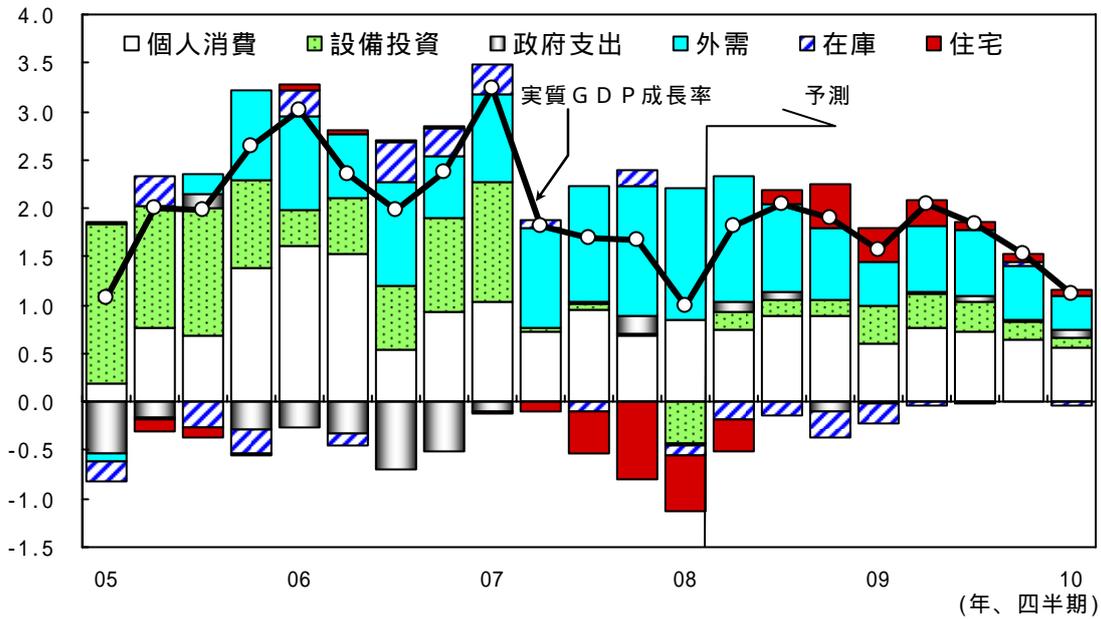
	予測												2006年度 (実績)	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)
	2007年度				2008年度				2009年度							
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
名目GDP	-0.8	0.1	-0.1	0.4	-0.1	1.0	1.0	0.8	0.4	0.5	0.4	0.2	1.7	0.6	1.6	2.3
実質GDP	-0.6	0.3	0.6	0.8	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1	2.5	1.5	1.8	1.6
デフレーター	-0.5	-0.6	-1.3	-1.4	-1.6	-0.8	0.3	1.1	1.1	0.8	0.4	0.3	-0.8	-1.0	-0.2	0.6

図表2 実質GDP成長率(前期比)の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

図表3 実質GDP成長率（前年比）の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

### (3) インフレ圧力の広がりの中で試される景気回復の持続性

今年1～3月期は高い経済成長を記録したが、景気の先行きに対する懸念は続いている。新興国や資源国を中心とする世界経済の成長に支えられた外需主導の景気回復は、うるう年による個人消費の拡大や改正建築基準法施行後の混乱の落ち着きによる住宅投資の持ち直しによって、一時的に加速している。しかし、米国経済の減速や原材料価格の高騰といった企業の収益環境を悪化させる要因が広がっており、物価上昇による個人所得の目減りなど家計を取り巻く環境も厳しくなっている。

日本経済は、米国経済の停滞が引き起こす世界経済の減速と、資源価格の高騰に端を発する世界的なインフレの広がりという二つの問題に直面している。景気減速とインフレ圧力が並存するスタグフレーションは極めて厄介な経済現象であり、日本経済の舵取りはたしかに難しい局面を迎えているようだ。

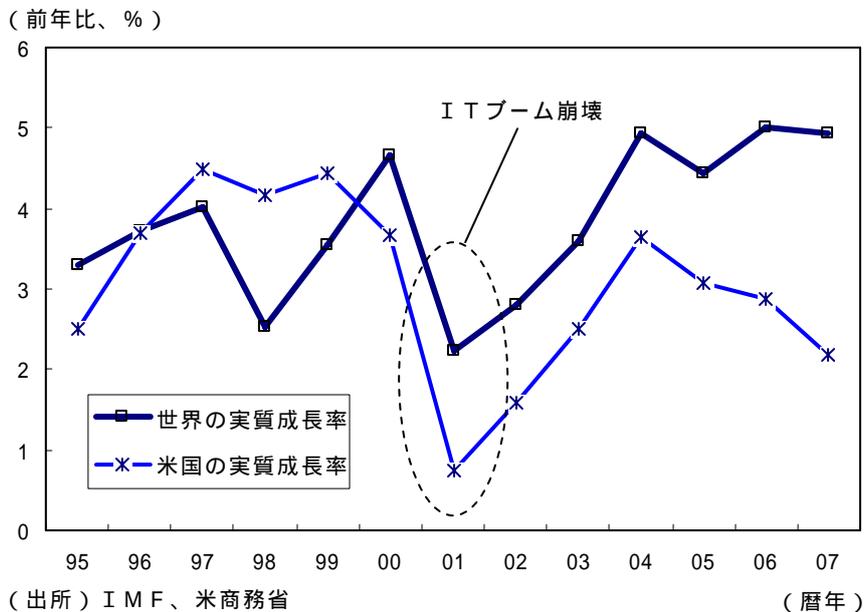
#### 世界経済の減速

世界経済は2007年までの高成長から減速してくる。中でも米国の減速は一段と強まっており、日本からの輸出も減少が続いている。米国経済の停滞はしばらく続きそうだが、サブプライムローン問題による金融市場の混乱が最悪期を脱してきたとの見方が出てくる中、米国経済がさらに悪化するとの懸念はやや弱まっている。ITブームが崩壊した2001年は米国景気が後退するとともに、世界経済の成長率は2%台前半にまで減速したが、今回はそこまで世界経済は減速しないと想定した(図表4)。

2001年当時と違って中国などの新興国や資源国が高い成長を遂げている。米国が減速し

でもその他の国々が成長を続けるというデカップリング論は評判が悪いが、米国一極集中ではなく多極化が進んだ世界経済は、相互に依存しつつも米国経済の減速による影響を緩和する力をつけてきていると考えられる。

図表4 ITブーム崩壊時ほどには減速しない世界経済



### 交易条件の悪化

世界経済の減速が緩やかなものにとどまれば、日本からの輸出に与える影響も限定的となる。しかし、世界経済の成長を支える新興国の高い成長が四半世紀ぶりと言える原材料価格の高騰をもたらしている。原材料を輸入に依存する日本の交易条件（輸出物価指数 / 輸入物価指数）は悪化しており、所得が資源輸出国に移転している。所得移転の重荷を負うのは、まず収益が圧迫される企業であり、収益環境の悪化は設備投資を抑制する要因となる。

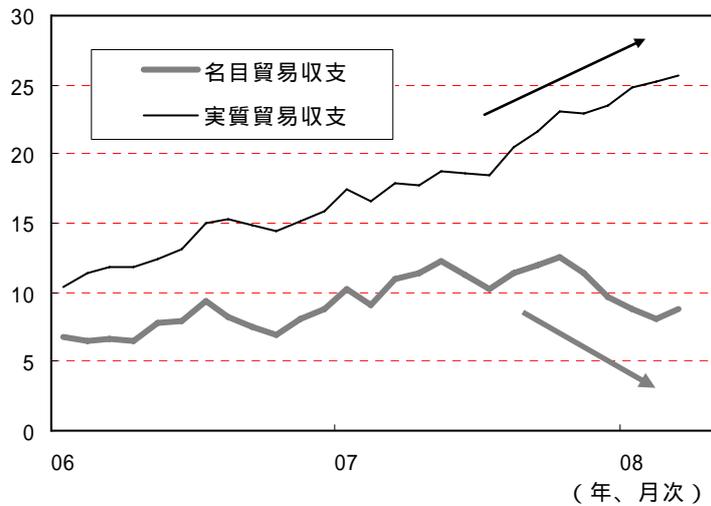
80年前後の第2次石油ショックのときは、原油産出国による需給関係からかけ離れた価格の引き上げが行われ、世界経済を後退させる要因となった。需要の減少を背景に原油価格が低下し、80年代半ば以降は低水準の原油価格が続くこととなった。しかし、今回の原油価格高騰は投機的資金の流入によって押し上げられている面があるものの、基本的には新興国を中心とした原油需要の拡大が価格上昇をもたらしている。このため、供給能力の拡大が進むまで、原油価格の高止まりはしばらく続きそうだ。

交易条件が悪化すると、日本は海外から値上がりした輸入品を購入して、かわりに安い輸出品を売ることになる。世界経済が成長して日本がより多くのものを売ることができても、交易条件が悪化していると利益を確保するのが難しくなる。日本経済は外需主導で経済成長を遂げているが、それは実質ベースで見た話だ。名目の外需寄与度は最近では、資

源価格高騰による名目輸入の拡大によって、成長率を押し下げる要因となっている（図表5）。

交易条件の悪化による所得移転と川上からのインフレ圧力を緩和する方法は、地道な省資源、省エネルギーの積み重ねであろう。環境問題の観点からもそれが日本経済にとって取り組むべき重要な課題となる。もっとも、この課題を達成するには時間を要する。その間にも川上からのインフレ圧力が川下に広がり、経済全体に影響を及ぼすようになっている。

図表5 実質で増えるが、名目で減少する貿易黒字  
（年率、兆円）



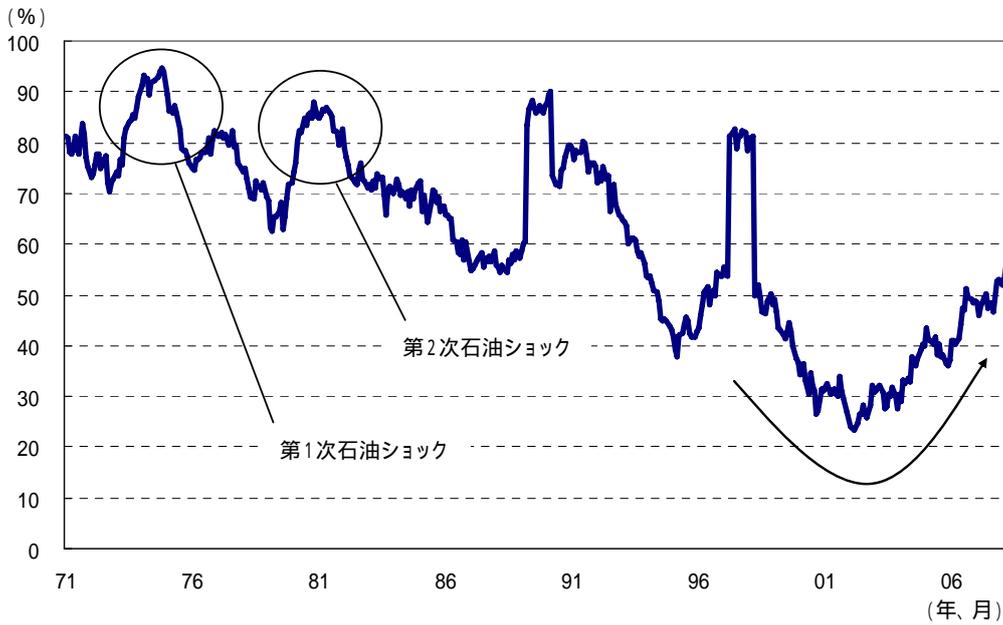
（注）3ヶ月移動平均値。実質値は2005年価格。  
（出所）財務省「貿易統計」、日本銀行「金融経済統計月報」

## インフレの広がり

川上の資源価格の高騰は日本の輸入物価を上昇させ、経済活動に必要な原材料や燃料の価格が大幅に上昇している。さらに中間財から最終財へと価格の転嫁が進んでおり、国内企業物価は第2次石油ショックの時から高い上昇となっている。多くの企業が投入コストの上昇に直面し、販売価格への価格転嫁が課題となっているが、消費段階に近い企業ほど価格転嫁が難しく、収益が圧迫される。

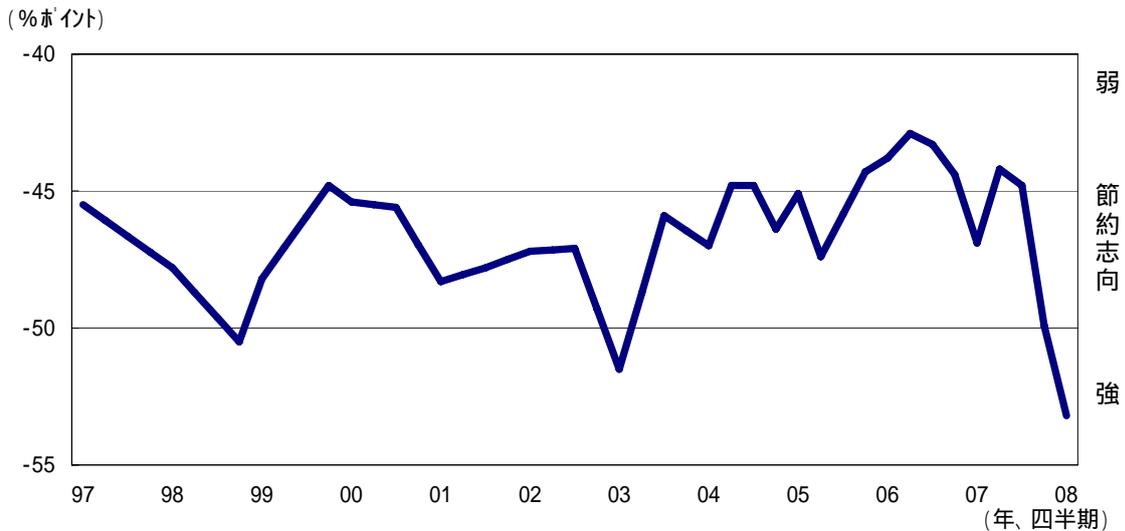
しかし、価格転嫁が難しいといっても、企業の収益環境の悪化は、人件費の圧縮や消費者への販売価格の引き上げを通してしだいに家計の実質所得を目減りさせる。実質所得の減少は消費者マインドの悪化を伴って個人消費の頭を抑える。第1次、第2次石油ショックのころに比べれば、消費者物価は落ち着いているが、所得の伸びが緩やかな中で、小幅な物価上昇でも個人消費を抑制する恐れがある。消費者物価の調査対象品目のうち前年に比べて価格が上昇している品目は、すでに全体の5割を超えている（図表6）。最近のようにガソリン価格や食品価格など身近な商品の価格が大きく上がってくると、全体の物価の伸びが小幅であっても、消費者の節約志向が強まり、個人消費は抑えられるので注意が必要だ（図表7）。

図表6 消費者物価における上昇品目割合は上昇



- (注1) 消費者物価の調査対象品目のうち、1年前に比べて価格が上昇した品目の割合。  
 (注2) 消費税導入及び消費税率引き上げの影響で、1989年度及び1997年度中の上昇品目割合は大きく上昇している。  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」

図表7 支出DI(「増やす」-「減らす」)の推移  
 ~急速に強まる節約志向~



- (注1) 支出DIは、1年後の支出を「増やす」と答えた人の割合から「減らす」と答えた人の割合を引いたもの。  
 (注2) 2006年6月調査よりアンケート方法が変更されたため、前後の系列にギャップがある。上グラフはその段差を調整している。  
 (出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

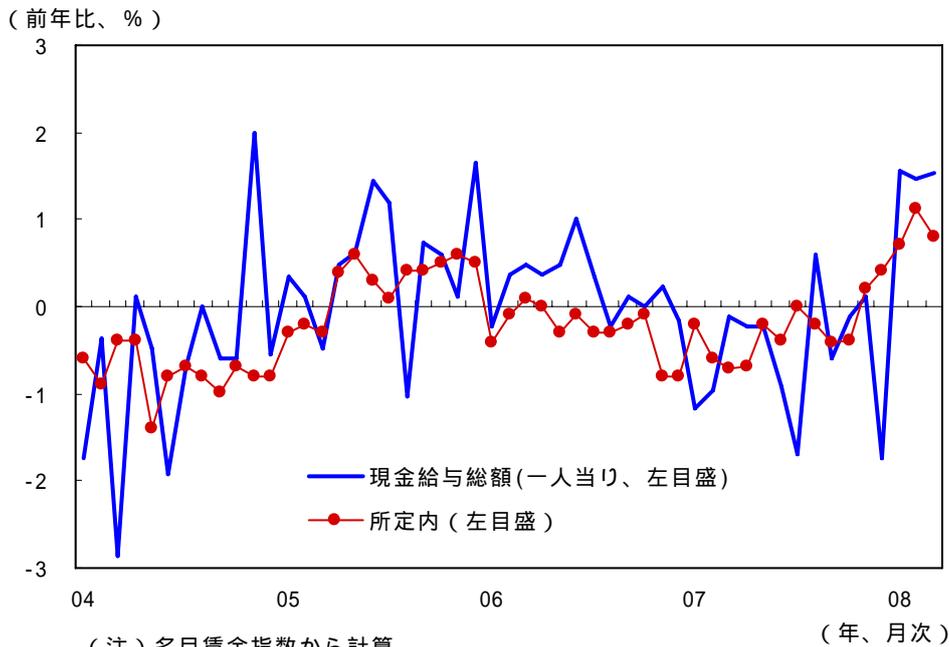
## 雇用者報酬の増加

消費者物価の上昇はすでに個人消費を抑制する要因となっているようだが、一方で消費を取り巻く環境に明るい動きも出てきている。1~3月期の雇用者報酬（名目）は前年同期比+1.4%と最近では高い伸びを記録した。賃金の中核をなす所定内給与は昨年11月から5ヶ月連続で増加している。ボーナスは減少が続いているが、ボーナスや時間外給与を含めた一人当たり賃金（現金給与総額）も3ヶ月連続で増加している（図表8）。

賃金が上昇している理由としては、団塊世代の引退とその後の雇用延長が影響したパート比率の上昇が一巡してきたこと、あるいは改正パートタイム労働法の施行を先取りしたパートの正社員化が挙げられる。もっとも、そうした特殊要因を除いても、若年を中心とした労働力の減少によって労働需給は引き締まっており、徐々に賃金を上昇させる圧力が出てきているようだ。

賃金の増加幅は小幅であり、最近の消費者物価の上昇を考えれば、実質所得はあまり増えていないということになる。しかし、名目賃金や雇用者報酬が緩やかながらも増加することは個人消費を下支えする要因となり、景気に底堅さをもたらすことになろう。

図表8 現金給与総額と所定内給与は上昇に転じる



## 2. 経済活動からみた予測

### (1) 企業

バブル崩壊の負の遺産を解消し、企業は財務体質と収益力を大きく改善させた。生産や設備投資など企業活動が大きく下振れするリスクは後退しており、生産力拡大など前向きな動きが広がっている。

生産は、自動車やデジタル関連財（半導体や液晶など）などの輸出と、設備投資を中心とした内需の拡大を背景に増加基調にある。出荷の拡大に伴い、在庫も増加してきているが、企業は在庫の積み増しには慎重であり、増加ペースは緩やかである。

海外経済の減速やデジタル関連財の在庫調整によって生産が一時的に踊り場局面に入ることがあり、企業収益の伸びが鈍ってくると、設備投資の拡大が抑制される。足元でもそうした調整の動きが出ているが、中期的には生産の増加トレンドが続いており、更新投資や競争力を高めるための高付加価値化投資が必要である。このため、設備投資の減速は軽微にとどまり、増加基調が続く。

企業の収益力の改善と景気の回復によって、経常利益はバブル期やITブーム期のピークを越え、史上最高を更新してきた。原材料価格の高騰、人件費や減価償却費の増加といった収益環境を悪化させる要因も出てきたが、輸出など内外の売上の増加が増益を可能にしてきた。しかし、原材料価格の上昇が激しさを増す一方で、世界経済の減速の動きが広がり、増益基調を維持するのが難しくなっている。

図表9 企業部門の見通し一覧

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2007年度				2008年度				2009年度				2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
鉱工業生産指数	0.6	1.7	0.9	-0.7	-1.1	0.7	1.0	0.8	0.6	0.4	0.1	-0.5	4.6	2.6	0.5	2.1
	2.3	2.6	3.3	2.3	0.7	-0.4	0.2	1.3	3.1	2.8	2.1	0.6				
在庫指数	-0.2	1.1	1.2	0.0	-0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	-0.1	1.6	2.1	0.2	0.8
	1.0	2.4	1.3	2.1	2.0	1.1	0.1	0.2	0.7	0.9	1.1	0.8				
売上高	3.3	2.0	2.3	2.5	2.3	2.7	2.4	3.2	3.4	3.1	2.1	1.2	7.3	2.5	2.7	2.4
経常利益	12.0	-0.7	-4.5	-6.3	-10.9	-3.9	2.6	5.6	5.2	3.6	1.5	-0.6	10.0	-0.1	-1.8	2.3
売上高経常利益率	4.23	3.96	3.71	3.63	3.67	3.71	3.72	3.73	3.72	3.72	3.70	3.67	3.98	3.87	3.71	3.70
設備投資	-3.1	0.9	0.9	-0.9	0.4	0.5	0.9	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1	5.7	-0.5	1.5	1.5
	0.2	0.4	0.2	-2.4	1.3	1.0	1.1	2.3	2.3	2.0	1.2	0.6				
在庫投資	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.0	-0.2	0.0

(注1) 売上高、経常利益、経常利益率は法人企業統計季報ベース、設備投資、在庫投資はSNAベース  
 (注2) 売上高、経常利益、売上高経常利益率の予測は1~3月期以降  
 (注3) 売上高、経常利益は前年同期比%、在庫投資は前期比寄与度  
 (注4) 売上高経常利益率の四半期は季節調整値

## 生産と在庫

### a. 現状

生産は踊り場の状態にあり、2008年1~3月期は前期比-0.7%と4四半期ぶりに減少に転じた。中でも、設備投資の減速を反映した一般機械、輸出が伸び悩んできた自動車、世界的に需要が弱まっているデジタル関連財(半導体や液晶など)などの生産が鈍っている。

在庫は2四半期連続で前期比増加となった後、1~3月期は横ばいにとどまった。ただし、業種ごとで見ると、自動車、電気機械、精密機械などの業種で在庫が増加しているほか、デジタル関連財でも在庫増加の動きが出ている。

### b. 見通し

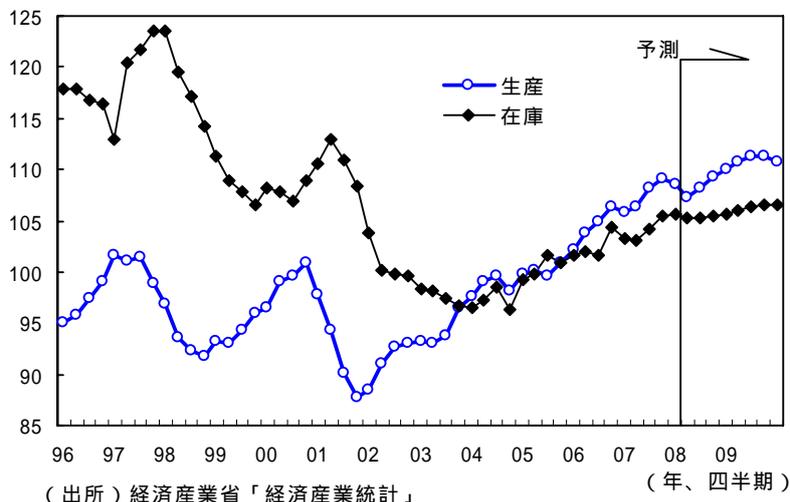
生産予測調査では2008年4月が前月比-0.3%と減少した後、5月は同+3.4%と堅調な伸びが見込まれている。ただし、実績が予測を下回る傾向が続いており、4~6月期は2四半期連続で前期比マイナスとなると考えられる。中でも、一般機械や自動車などの輸出が伸び悩む可能性があり、在庫がやや積み上がっているデジタル関連財でも在庫調整の動きが出る可能性がある。

生産が上向いてくるのは、世界経済が持ち直し輸出の伸びが高まってくる2008年後半からとなる。その後も輸出の拡大を背景に増加基調が続き、デジタル関連財の需要も持ち直してくることから増加基調が続く。

2009年度も生産は増加基調を続ける。しかし、年度後半には海外景気の減速によって輸出の伸びが鈍り、設備投資の伸びが鈍化するなど内需の伸びも鈍ってくる。このため生産の増加ペースが鈍化し、年度末にかけては減少に転じる可能性がある。

在庫は、デジタル関連財などで軽い調整の動きが出る可能性があるものの、全体の水準はそれほど高いわけではなく、大きな調整圧力は生じない。2008年後半以降は、予測期間を通じて、出荷の拡大に伴って緩やかに在庫を積み増していく動きが続こう。

図表 10 生産・在庫指数の見通し  
(2005年 = 100)



## 企業収益

### a. 現状

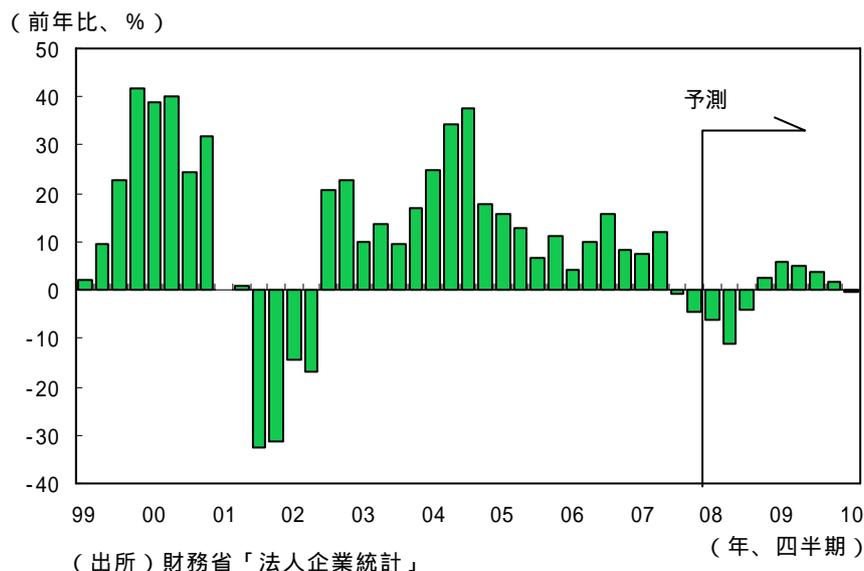
企業の経常利益は、売上高の増加を主因として 2006 年度までは 4 年連続で過去最高水準を更新してきた。しかし、徐々に増益幅は縮小し、2007 年 10～12 月期の経常利益は前期比 - 4.9%と 2 四半期連続で減少した。原材料価格の高騰に加え、人件費、支払利息などの固定費の増加が続き、売上高の伸びも鈍化している。2007 年度全体でも 6 年ぶりに減益に転じた可能性がある。

### b. 見通し

2008 年度も企業収益を取り巻く環境はさらに厳しさを増していこう。固定費を中心にコスト増加が続くことに加え、夏ごろまでは輸出が伸び悩む可能性があり、売上数量の増加ペースも鈍ってくる。原材料の値上がりを徐々に販売価格に転嫁する動きが広がっているが、消費者の所得の伸びが鈍い状況においては十分な価格転嫁ができず、限界利益率の低下が続くと見込まれ、経常利益は 2 年連続で減少する可能性がある。

2009 年度は、原材料価格の上昇が一巡してくることや、販売価格の引き上げが浸透してくるため限界利益率の悪化ペースが緩やかとなり、また輸出が増加することから、年度前半は収益に持ち直しの動きが出てこよう。しかし、年度後半になると、海外経済の減速から輸出の伸びが鈍り、国内でも販売価格の引き上げが販売数量の増加を抑制する要因となるなど、売上高の伸びが弱まってくる。このため経常利益の増加幅が縮小し、再び減益となる可能性もある。

図表 11 企業利益（経常利益）の見通し



## 設備投資

### a. 現状

企業の設備投資は2008年1～3月期に3四半期ぶりに前期比減少するなど弱い動きが続いており、2007年度全体でも5年ぶりに減少した。企業の収益環境が厳しくなっていることを背景に、企業が設備投資を絞り込んでいる可能性がある。

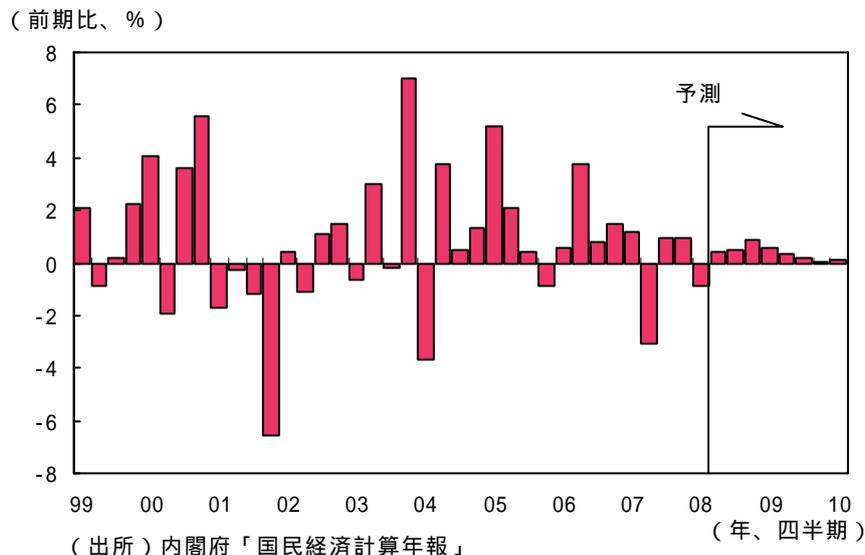
設備投資の先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）は、2008年1～3月期まで3四半期連続で前期比プラスを維持しているが、4～6月期の見通し調査では同-10.3%と大幅な減少が見込まれている。一方、建築基準法改正の影響で遅れていた建設工事を伴う設備投資では、持ち直しの動きが出てきている。

### b. 見通し

投資環境は厳しさを増していこうが、競争力を維持していくために、省力化・合理化投資、情報化投資、研究開発投資といった付加価値を高め採算性を向上させる投資が必要になっており、これら企業業績に左右されにくい設備投資が増えていることは、設備投資を下支えする要因となる。また、過剰設備を抱えている状況にはなく、企業の設備不足感も引き続き強い。このため、設備投資は2008年度、2009年度とも増加基調を維持しよう。

もっとも、世界景気の先行き不透明感が高まるなど企業マインドが慎重になりつつあり、伸び率は小幅にとどまる可能性がある。また、企業の収益環境がさらに悪化してくることも、引き続き設備投資を抑制する要因となろう。2008年度中は緩やかな増加ペースが続くが、企業収益の状況が厳しさを増す2009年度末にかけては、設備投資の伸びがさらに鈍化していく可能性がある。

図表 12 民間企業設備（実質）の見通し



## (2) 家計

家計所得は増加が続いているものの、そのペースは基調としては緩やかなものにとどまる一方で、物価が上昇し、家計の負担感は増している。個人消費は増加基調が続く、景気を下支えしているが、牽引するまでの力強さはない。

景気回復や団塊世代の引退と若年労働力の減少を背景に改善してきた雇用環境は、2007年後半以降、改善がみられていない。今後、労働力人口の伸びが頭打ちになることから、就業者数も伸び悩んでくる。雇用環境は大きく改善するとは考えにくい。

低迷が続いていた賃金は、正社員の増加、労働需給の引き締めや消費者物価の上昇幅拡大などを反映して小幅ながら増加が続く。所得の増加を背景に、個人消費も緩やかな拡大が続く。

住宅投資は、団塊ジュニア世代の住宅一次取得需要が続いてきたが、中期的には世帯数の伸びの鈍化が続くことに加えて、昨年6月施行の改正建築基準法の影響で着工に遅れが生じていたことや、都市圏での地価上昇で物件価格が上がっていることなどが投資抑制要因となる。

図表 13 家計部門総括表

予測

	2007年度				2008年度				2009年度				2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(前年比)	-0.6	-0.6	-0.9	1.6	0.3	0.4	0.3	0.6	0.8	0.9	1.0	0.9	0.1	-0.3	0.4	0.9
所定内給与	-0.4	-0.2	0.1	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9	-0.4	0.1	0.6	0.9
所定外給与	1.0	1.2	0.1	2.2	1.1	0.5	1.0	1.4	2.3	2.2	1.8	0.7	1.4	1.1	1.0	1.7
雇業者数(前年比)	1.1	0.8	0.9	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	1.2	0.7	0.4	0.5
雇業者報酬(前年比)	0.3	0.0	0.2	1.4	0.5	0.8	0.8	1.1	1.4	1.5	1.5	1.3	1.3	0.4	0.8	1.4
完全失業率(季調値)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.1	3.8	3.8	3.8
春闘賃上げ率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.79	1.87	1.92	2.30
個人消費(前期比)	0.2	0.0	0.4	0.8	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	1.8	1.4	1.4	1.2
(前年比)	1.3	1.7	1.2	1.5	1.3	1.6	1.6	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0				
可処分所得(前年比)	0.2	-0.1	0.0	1.1	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.3	1.4	1.2	0.9	0.3	0.7	1.3
消費性向	96.9	97.2	97.4	97.6	98.0	98.4	98.8	99.0	99.2	99.4	99.4	99.6	96.8	97.6	99.0	99.6

(注1) 一人当たり所得は「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース、雇業者数は「労働力調査」ベース  
 (注2) 雇業者報酬はSNAベースで名目値  
 (注3) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」のペース  
 (注4) 可処分所得と消費性向は推計値。消費性向=(1-貯蓄率)で、4四半期移動平均値  
 (注5) 単位はすべて%

予測

	2007年度				2008年度				2009年度				2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
住宅投資	-4.5	-8.0	-9.2	4.6	3.5	5.9	1.0	0.8	0.4	0.2	0.8	0.2	0.2	-13.3	4.9	3.5
	-2.9	-11.5	-21.7	-16.6	-9.4	4.1	15.7	11.6	8.3	2.4	2.1	1.6				
新設住宅着工戸数	125.4	80.9	95.5	114.2	109.3	112.3	111.3	115.6	112.9	115.1	113.7	116.8	128.5	103.6	111.8	114.4
	-2.6	-37.1	-27.3	-9.0	-12.8	38.7	16.4	1.2	3.4	2.4	2.1	1.0				
持家	32.8	27.1	32.6	32.7	31.5	33.0	33.6	33.0	32.1	33.6	34.1	33.4	35.6	31.2	32.7	33.3
	-8.8	-26.3	-7.2	-4.2	-4.0	22.0	3.0	1.0	2.0	1.8	1.5	1.0				
貸家	53.8	32.0	40.7	46.4	44.1	44.8	44.4	46.8	45.8	46.0	45.3	47.3	53.8	43.1	45.0	46.1
	0.3	-41.0	-26.5	-9.6	-18.0	40.0	9.0	1.0	4.0	2.7	2.0	1.0				
分譲	37.7	20.2	22.5	33.0	32.7	33.0	33.7	33.5	34.0	34.1	34.5	33.8	38.3	28.3	33.2	34.1
	-2.0	-44.1	-44.4	-13.3	-12.9	63.6	49.4	1.4	4.0	3.2	2.1	1.0				

(注1) 住宅投資はSNAベースで上段が前期比、下段が前年同期比、いずれも実質値  
 (注2) 新設住宅着工戸数は、上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

## 雇用

### a. 現状

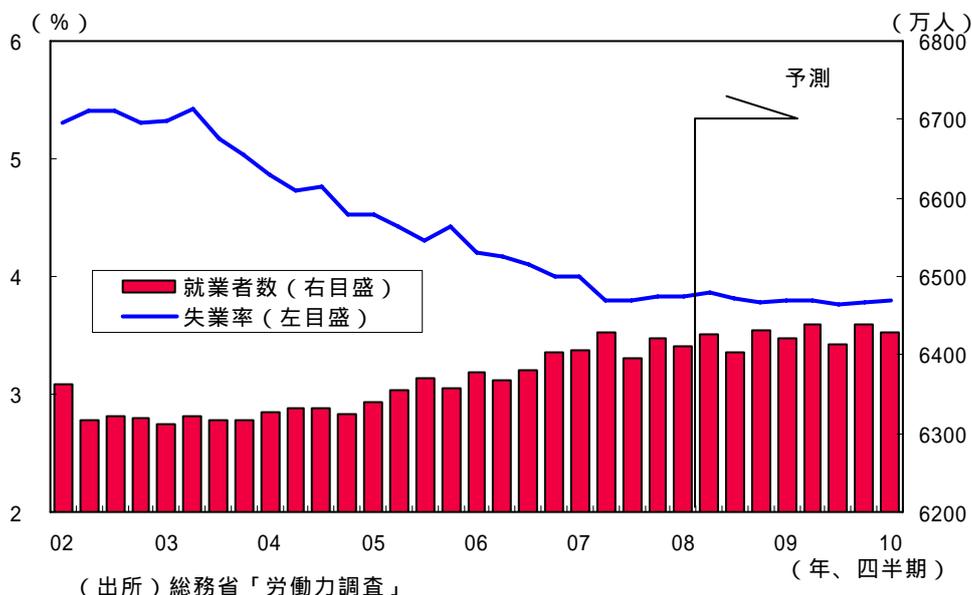
景気回復などを背景とした企業の人手不足感の強まりから、雇用環境の改善が続いていたが、2007年後半以降、改善の動きがみられなくなっている。新規求人の減少が続いており、有効求人倍率は2008年3月には0.95倍まで低下している。就業者は、月ごとに変動はあるものの、均してみると横ばいで推移している。就業者のうち雇用者は、規模別には小規模企業、業種別には製造業などで減少したことから、2008年1～3月期は前年比+0.0%と増加幅が大きく縮小した。完全失業率は、1～3月期平均では3.8%となり、2007年度平均では1997年度以来10年ぶりに4%を下回り、3.8%となった。

### b. 見通し

今後、労働力人口の増加が鈍化するなか、就業者の伸びも鈍ってくると考えられる。就業者の内訳をみると、雇用者は緩やかに増加するものの、自営業などの就業者は減少が続くと見込まれる。2008年4月の改正パートタイム労働法の施行を背景に、小売業などを中心に、パートタイム労働者の正社員化が進み、正社員が増加することとなる。

予測期間を通じて、労働力人口、就業者ともほとんど伸びないなかで、失業率は、おおむね横ばいで推移すると見込まれる。

図表 14 雇用の見通し



## 所得・賃金

### a. 現状

一人当たり賃金は、2007年1～3月期以降、前年比で減少が続いたが、2008年1～3月期は前年比+1.6%と増加に転じた。所定内給与は、2007年10～12月期に前年比+0.1%と増加に転じた後、2008年1～3月期は同+0.9%と増加幅が拡大した。正社員などの一般労働者、パートタイム労働者とも所定内給与が増加しているが、パートタイム労働者と比較して賃金の高い一般労働者の増加率が高まっており、賃金を押し上げている。

一人当たり賃金の低迷を反映して増加ペースが落ちていた雇用者報酬は、2008年1～3月期には、雇用者数は伸びなかったものの、一人当たり賃金の伸びが高まったことから、前年比+1.4%となった。

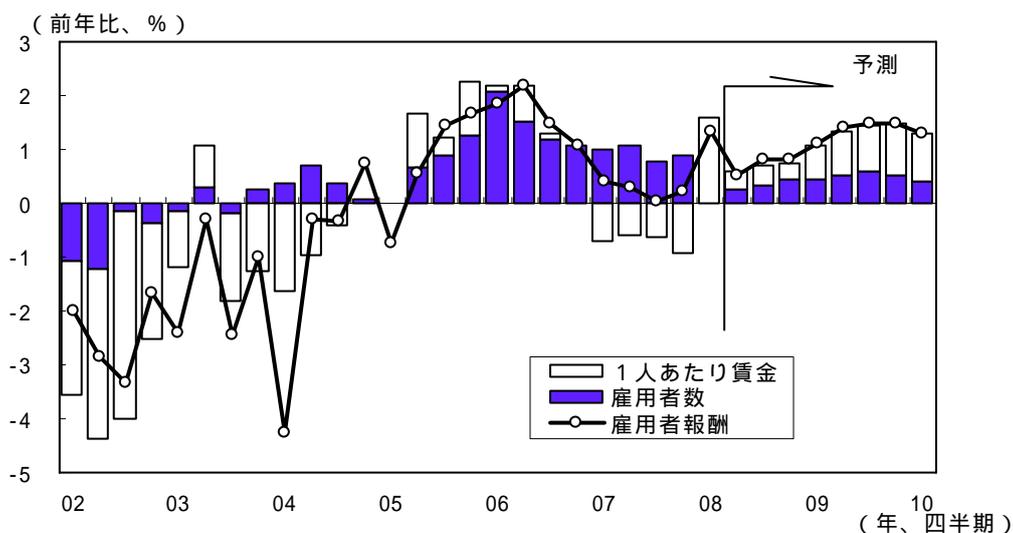
### b. 見通し

今後も、正社員の増加や労働需給の引き締まりを背景に、所定内給与は増加が続くと考えられる。一方、企業業績の低迷により、2008年夏のボーナスは前年比で減少すると見込まれる。このため、一人当たり賃金は増加が続くものの、当面は小幅な増加にとどまるだろう。

2009年の春闘では消費者物価の上昇が賃上げ率を押し上げ、一人当たり賃金の増加ペースの拡大につながると考えられる。

予測期間を通じて、家計部門全体の所得は、一人当たり賃金の伸びが加速していくことから、緩やかな増加が続くと見込まれる。

図表 15 所得の見通し



(注) 1人あたり賃金は従業員5人以上ベース、雇用者報酬はSNAベース  
 (出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、内閣府「四半期別GDP速報」

## 個人消費

### a. 現状

個人消費は、緩やかな増加基調にある。GDP統計の民間最終消費支出(実質)は、2008年1~3月期は前期比+0.8%となった。内訳をみると、耐久財が前期比+2.8%と増加が続いているほか、非耐久財が同+1.2%と高い伸びとなった。うるう年のため2月が例年よりも1日多かったことが、消費の伸びを押し上げたと見込まれる。さらには、2007年以降、伸びが鈍化していた雇用者報酬が2008年1~3月期に前年比+1.4%と最近では高い伸びとなったことも消費の増加に寄与したと考えられる。

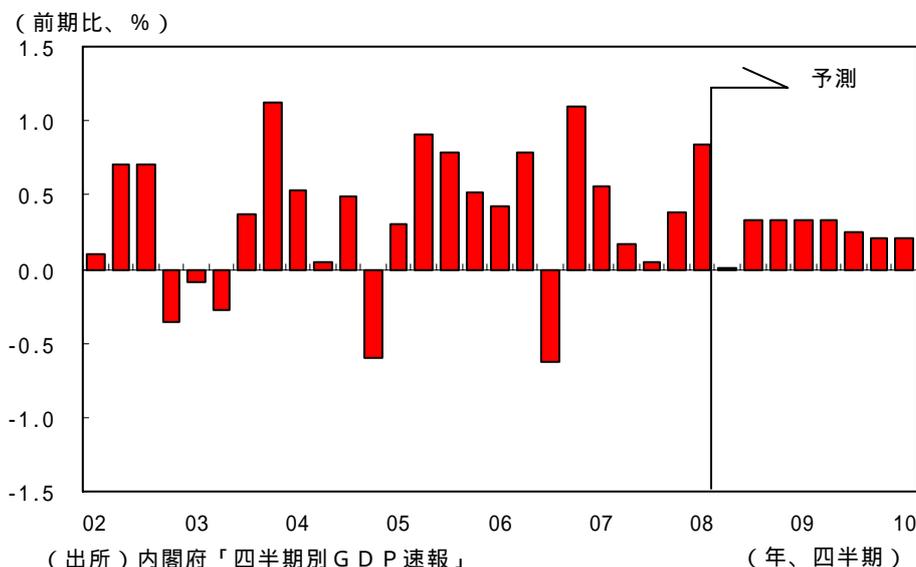
### b. 見通し

食料品などの生活必需品の相次ぐ値上げにより、消費者物価の上昇が続いている。このため、家計の負担感は高まっており、消費者マインドは悪化している。さらに、消費の基調を決める雇用・所得などの改善速度が今後急速に高まって、速いテンポで消費の拡大が続くとは考えにくい。

個人消費は、2008年4~6月期は、うるう年の影響で高い伸びとなった1~3月期と比較すると横ばい程度と、伸びが鈍化すると見込まれる。しかし、一人当たり賃金の増加など所得環境の緩やかな改善が続くことを背景に、7~9月期以降、個人消費は持ち直してこよう。2009年度も所得の増加に支えられ、個人消費は拡大が続くが、物価上昇が実質ベースの伸びを抑制するようになってくるだろう。

少子高齢化という構造要因や耐久財の普及がすでに進んでいることを考慮すると、消費全体が大幅に増加するとは考えにくい。薄型テレビなど消費者にアピールする製品は好調を持続するであろう。

図表 16 民間最終消費支出(実質)の見通し



## 住宅投資

### a. 現状

昨年6月に施行された改正建築基準法の影響で、2007年度の住宅着工件数は103.6万戸（前年比-19.4%）と大きく水準を下げた。年度の着工件数が110万戸を下回るのは1967年度以来である。7月以降、前年比2桁減を続けてきた着工件数は、今年に入り1桁減となり、次第に減少幅が縮小してきたが、3月に再び2桁減となり減少幅が拡大した。

### b. 見通し

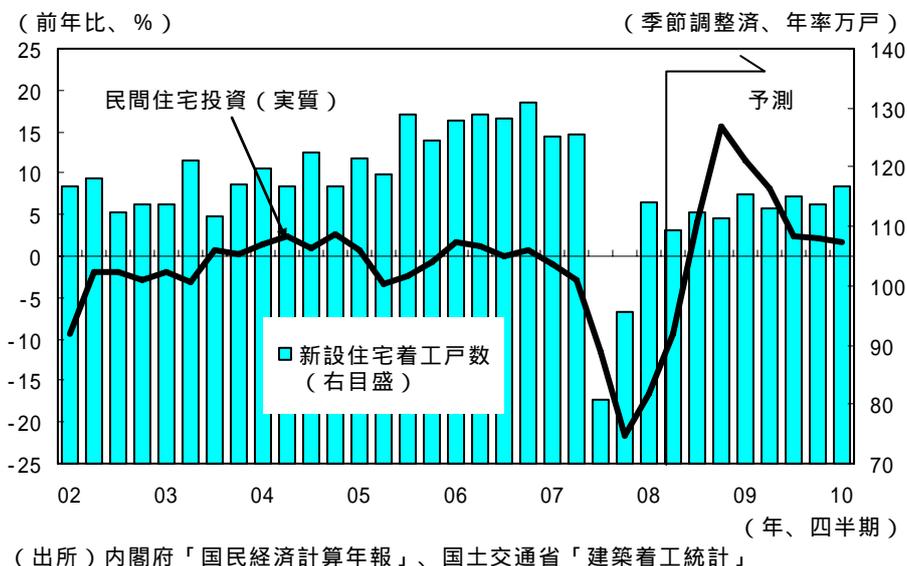
制度改正による混乱は足下ではかなり収束し、落ち着きを取り戻しつつある。しかし、審査手続き厳格化による申請側・審査側の負担増は、今後も幾分かは着工の下押し要因となると思われる。

さらに、改正建築基準法施行による混乱の影で、住宅投資をめぐる環境が悪化していることが先行きの懸念材料となる。首都圏などでは物件価格の上昇により販売が鈍化していること、金利の先高感が薄れて買い急ぎの動きが止んでいること、サブプライムローン問題の影響で不動産市場に投資資金が入りにくくなり、以前のような貸家の大幅増が期待できないことなどから、新規着工に関し楽観的な展望は持ちにくい。

2008年度以降も、法改正前の着工水準の年率125万戸超まで戻るには至らず、年率換算で110万戸台での推移が予想される。2008年度の着工は111.8万戸、2009年度は、114.4万戸を見込む。

着工の低迷に連動して住宅投資も低調となる。2008年度は比較対象となる前年の水準が低いため増加となるが、増加幅は+4.9%と比較的小幅に留まると予想する。2009年度も+3.5%と小幅の増加に留まろう。

図表 17 新設住宅着工戸数と民間住宅投資（実質）の見通し



### (3) 政府

バブル崩壊を境に財政構造が急速に悪化し、国債の大量発行が続いている。名目成長率の低下に加え、大型減税が実施されて税収が減少した。また、歳出面では、人口の高齢化を背景に社会保障支出が拡大を続け、90年代は景気刺激のための大型経済対策によって公共工事支出が増加した。

2000年代になって、財政構造改革を実現するために景気刺激を目的とした大型の経済対策を実施せずに公共投資を減少させた。また、地方でも財政事情が厳しく、公共工事の減少が続いた。景気の回復に伴って税収が再び拡大しているが、財政構造改革路線は基本的には維持されている。公共投資は、年度ベースでは、国、地方ともに削減が続くと見込まれる。

財政赤字削減のために、社会保障支出など政府最終消費支出の増加も制度改革によって抑制が図られている。しかし、改革が実施されても拡大スピードが抑制される程度であり、また福田政権下では一部に歳出削減の手をゆるめる動きも出てきており、社会保障給付を中心に政府最終消費支出の拡大は続くだろう。

国と地方の公共投資の削減が続き、GDPに対する公共投資の比率はかなり低下してきている。このため、公共投資の削減を続けていては、必要な社会資本が維持できないという意見も強まっている。国、地方ともに財政構造は依然として厳しく、公共投資の減少基調が続くであろうが、減少ペースは緩やかになる可能性がある。

図表 18 政府部門総括表

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2007年度				2008年度				2009年度				2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
政府支出	-0.4	-0.2	0.8	-0.4	0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	-1.8	0.2	0.1	0.2
	0.0	0.1	0.8	-0.1	0.4	0.4	-0.4	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.3				
公共投資	-3.7	-1.4	0.6	1.5	-1.9	-2.3	-1.8	-1.3	-0.7	-0.2	-0.2	-0.4	-9.1	-1.7	-4.1	-3.1
	-2.8	-0.5	-1.8	-1.8	-1.3	-2.7	-4.6	-6.5	-6.0	-4.2	-2.4	-1.1				
政府最終消費	0.1	0.2	0.8	-0.8	0.6	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.6	1.1	1.0
	0.5	0.4	1.4	0.2	0.8	1.0	0.7	1.7	1.3	1.1	0.8	0.7				

## 公共投資

### a. 現状

福田政権においても、2011年度のプライマリーバランス黒字化を目指して、引き続き抑制的な財政運営を行う方針が示されており、公共投資の減少が続く見込みである。2008年度の国の一般会計予算では、公共事業関係費が前年比 - 3.1%、地方財政計画の投資的経費（単独事業分）が前年比 - 3.0%となっており、2008年度の公共投資（公的固定資本形成）も引き続き抑制的に運営されている。

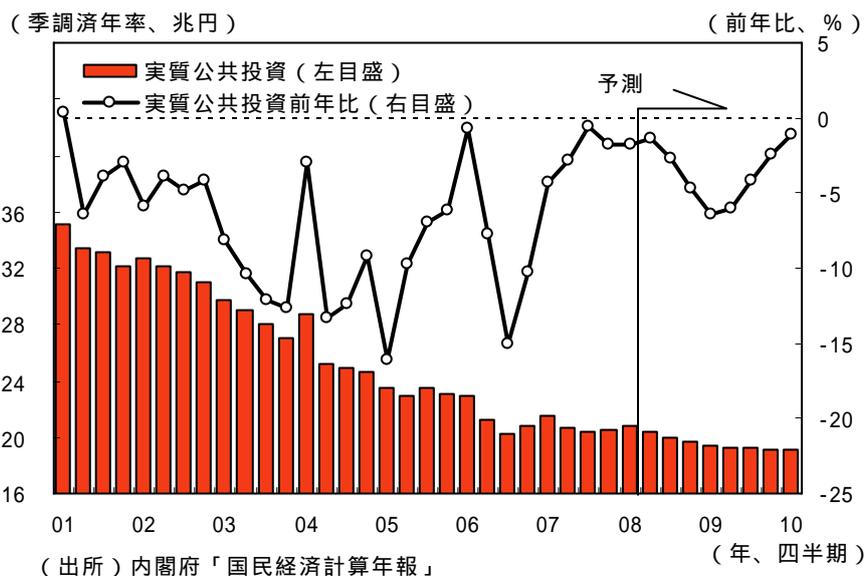
2008年1～3月期の実質公共投資は、前期比 + 1.5%と2四半期連続で増加した。ただし、上期に抑制的に運用されていたものが下期になって執行されたためと考えられ、減少基調に変化はない。

### b. 見通し

2008年度の実質公共投資は、2007年度の前年比 - 1.7%から同 - 4.1%までマイナス幅が拡大する見込みである。工事単価が上昇しており、公共工事予算よりも実質ベースでの公共投資の落ち込みがやや大きくなると考えられる。

2009年度は、国、地方の予算ともに前年比 - 3.0%程度と抑制的な財政運営が続くと予想され、実質公共投資は前年比 - 3.1%とマイナス幅の縮小は小幅にとどまろう。なお、2009年度より道路特定財源を一般財源化することが検討されており、道路建設以外の目的などでの使用が拡大すれば公共投資の減少要因となってくる可能性がある。

図表 19 公共投資（実質）の見通し



## 政府最終消費支出

### a. 現状

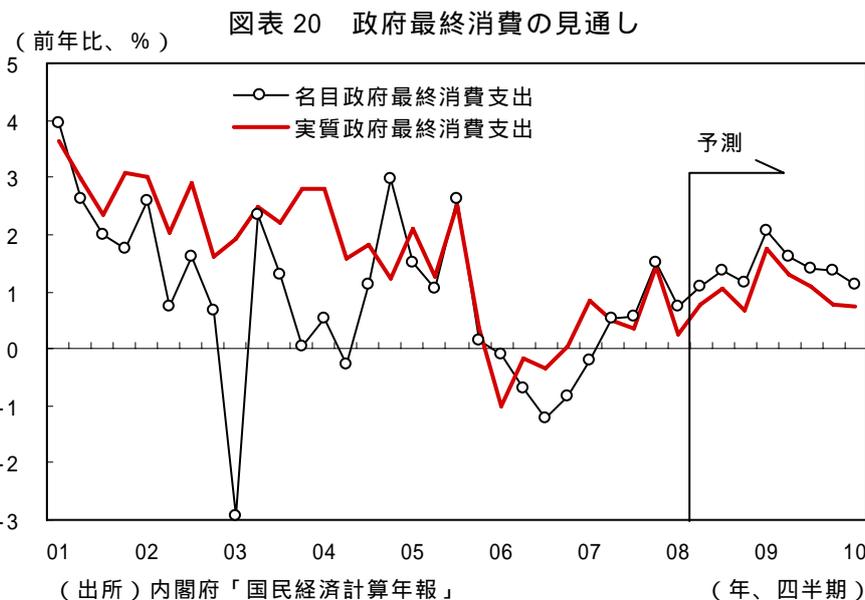
減少基調で推移する公共投資とは対照的に政府最終消費支出（以下、政府消費）は増加基調にある。2008年1～3月期の政府最終消費支出（実質）は前期比-0.8%と2007年10～12月期に増加した反動もあって5四半期ぶりに前期比マイナスに転じたが、医療費や介護費などの現物社会給付の増加基調は続いており、一時的な減少であると考えられる。

### b. 見通し

高齢化を背景に社会保障給付の拡大が続くため、政府消費の増加は今後も続く予想される。政府消費の増加の主な原因である現物社会給付については、医療制度改革<sup>1</sup>による高齢者の自己負担の引き上げなどにより自然増が抑制される方向にある。また、政府消費の中で最大のシェアを占める雇用者報酬（公務員の給与）についても削減が図られている。

しかし、高齢者が増え続ける状況に変化はなく、介護保険のように公的負担の増加が続いている分野があることを考えると、現物社会給付の増加ペースが高まってくる可能性が高い。また、75歳以上が加入する後期高齢者医療制度（2008年4月施行）において、低所得者層の保険料負担の軽減が検討されており、制度の見直しが行われれば、政府の負担が増す可能性がある。

政府消費は当面緩やかに増加し、2007年度の実質前年比+0.6%に対し、2008年度は同+1.1%、2009年度は同+1.0%が見込まれる。



<sup>1</sup> 高齢者の医療費の自己負担割合について、70～74歳では2008年4月から1割から2割に負担を引き上げる計画（75歳以上の1割負担は変更なし）であったが、これが1年間凍結されている。また、75歳以上の高齢者では、新制度への移行によって新規に発生する保険料負担を6ヶ月間の凍結、その後の6ヶ月間は9割を軽減する措置が講じられている。

#### (4) 海外

世界経済は拡大基調が続いている。米欧では景気が一時的に減速しているが、世界景気は新興国の高成長により押し上げられている。米欧で金融機関の経営への懸念が再燃し、ドル暴落といったハードランディングの形で世界経済全体が腰折れするリスクは小さい。もっとも、中国など新興国経済の過熱や原油価格の上昇などの懸念材料があり、各国における消費者の物価の上昇が景気抑制要因になってくる可能性もある。

一時的な減速があっても世界経済の拡大は続き、基調としては、日本からの輸出は増加が続く。日系企業の現地生産の拡大は輸出を抑制する要因となってくるが、世界的な自動車需要の拡大、新興国や資源国の高成長、アジアを中心とした電子部品の需要の拡大などを背景に、日本の輸出品への需要は拡大する。

輸入は、対アジアを中心に製品・部品の輸入が増加を続ける。日本の国内需要の増加テンポが緩やかなものの、中国など新興国の工業生産力が拡大し、日本企業の国際分業体制が進んでいることも輸入を促進する要因となる。また、一次産品価格が高止まりし、輸入金額を押し上げる。

今後も輸出、輸入ともに増加が見込まれ、日本経済の貿易依存度は高まっていく。純輸出が実質成長率にプラスに寄与する基調も続くであろう。また、企業の海外展開を反映して現地法人からの配当などが増加し、海外に保有する金融資産からの収益も増えているため、所得収支黒字の規模が貿易収支黒字を上回ってきている。

図表 21 海外部門総括表

	2007年度				2008年度				2009年度				2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
米国実質GDP	1.9	2.8	2.5	2.5	1.7	0.8	1.1	1.6	2.0	2.4	2.3	2.2	2.9	2.2	1.5	2.1
(前期比年率)	3.8	4.9	0.6	0.6	0.8	1.1	1.9	2.4	2.7	2.3	1.9	1.9	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	2.5	2.7	2.2	2.2	1.9	1.2	1.3	1.3	2.0	2.5	2.4	1.9	2.9	2.6	1.6	2.1
(前期比年率)	1.3	2.9	1.4	3.0	0.3	0.1	1.8	3.0	3.1	2.1	1.4	1.0	-	-	-	-
アジア実質GDP	8.8	8.9	8.7	8.4	7.9	7.3	7.2	7.5	7.6	7.8	7.4	7.2	8.3	8.7	7.7	7.6
(うち中国実質GDP)	11.9	11.5	11.2	10.6	10.0	9.7	9.5	10.0	10.5	9.0	8.5	8.0	11.6	11.9	10.0	9.5
経常収支(兆円)	6.4	6.3	6.2	5.6	5.4	5.9	7.1	6.6	7.2	7.0	7.7	6.9	21.2	24.6	25.2	28.9
貿易収支(兆円)	3.1	3.3	3.0	2.4	1.5	2.3	2.6	3.5	2.6	2.9	3.0	2.8	10.5	11.7	9.8	12.1
サービス収支(兆円)	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.6	-0.7	-0.8	-2.3	-2.6	-2.4	-2.5
所得収支(兆円)	4.3	4.0	4.2	4.3	5.1	4.9	4.7	4.9	5.6	5.3	5.0	5.3	14.2	16.8	19.0	20.5
輸出額(前年比)	13.2	10.7	10.0	6.0	3.7	4.4	6.2	8.2	10.1	10.0	8.8	6.3	13.4	9.9	5.6	8.8
輸出数量(前年比)	4.2	5.7	11.2	9.8	8.1	5.9	4.4	5.0	6.1	6.5	5.1	3.2	5.6	7.7	5.8	5.2
輸入額(前年比)	9.8	6.3	11.4	10.2	13.2	11.9	5.9	7.8	4.0	6.0	7.3	6.7	13.1	9.4	9.6	6.0
輸入数量(前年比)	-3.9	-4.9	-2.1	-1.6	0.6	1.8	-0.9	1.2	2.2	2.6	1.9	1.1	3.0	-3.1	0.6	2.0
原油相場(WTI,ドル/バレル)	65.0	75.4	90.7	97.9	121.5	121.0	114.0	118.0	122.0	126.0	128.0	126.0	64.9	82.2	118.6	125.5
原油相場(ドバイ,ドル/バレル)	64.8	70.0	83.3	91.2	114.5	115.0	109.0	113.5	118.0	122.0	124.0	122.0	60.9	77.3	113.0	121.5
ドル円相場(円/ドル)	120.7	117.8	113.1	105.2	103.5	104.5	105.8	107.0	107.8	108.8	109.8	110.0	116.9	114.2	105.2	109.1

(注1) 米国、ユーロ圏、アジア、中国の実質GDPは、四半期が前年同期比、年度は暦年の成長率の数値

(注2) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の四半期は季節調整値

(注3) 輸入額、輸出額は通関統計ベース

(注4) 前期比年率、前年比の単位は%

## 米国

### a. 現状

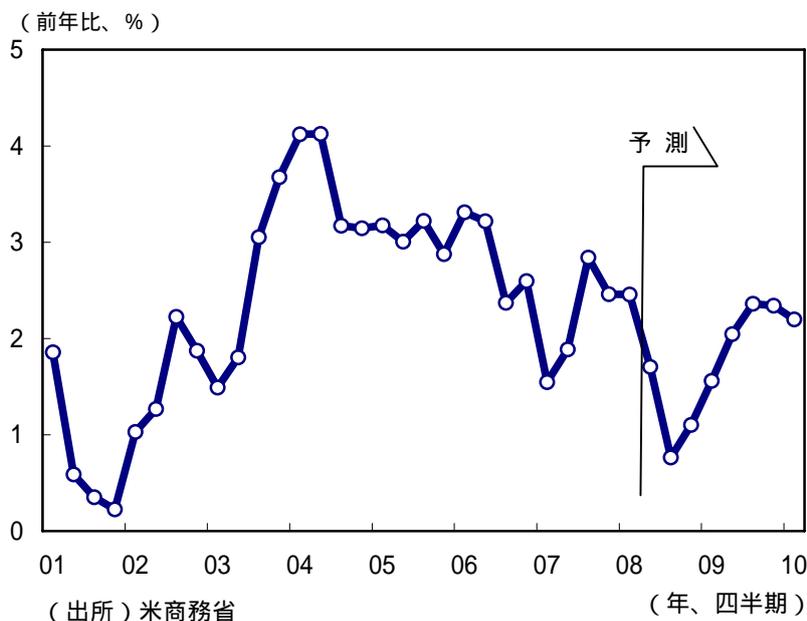
米国の2008年1~3月期の実質GDPは前期比年率+0.6%（前年比+2.5%）と低迷した。個人消費が同+1.0%増と7年ぶりの低い伸びにとどまり、住宅投資の大幅な減少が続いた。物価については、FRB（連邦準備制度理事会）が重視する個人消費価格指数（コアベース）上昇率が前年比+2.1%（3月）と、物価安定の目安である1~2%を上回った。もっとも、FRBは金融市場の混乱に対処するため、政策金利であるFF金利を昨年9月以降7回にわたり計3.25%引き下げ2%とした。また、政府は所得減税を柱とする総額1,680億ドルの景気対策を決定し、4月下旬より小切手送付による税還付が始まった。

### b. 見通し

2008年の米国経済は、住宅投資の減少や個人消費の伸び悩みにより、1%前後の低成長が続く見通しである。住宅投資のマイナス幅は縮小に向かうことや、減税の効果、世界経済の好調による輸出拡大などが下支えとなり、年後半の成長率は徐々に高まるものの、2%台後半とされる潜在成長率を下回る推移が続くとみられる。

2009年前半には、住宅部門に起因する調整圧力は徐々に解消され、潜在成長率ペースに回復する見込みである。もっとも、エネルギー価格の上昇が個人消費の抑制要因となり、米国の輸出や企業収益を下支えする新興国や資源国の経済も、金利上昇や資源高の一服により景気拡大テンポが鈍化するであろう。2009年後半の米国の成長率は緩やかに低下する見通しである。FRBは、2008年中は政策金利を据え置くものの、2009年には利上げに転じ、FF金利は3%まで引き上げられる見通しである。

図表 22 米国の実質GDP成長率の推移



## 欧州

### a. 現状

欧州（ユーロ圏）の2008年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+2.2%と、潜在成長率とされる2%を上回った。もっとも、景気拡大のけん引役である企業部門に息切れがみられ、一頃の勢いはピークアウトしている。サブプライムローン問題の影響が懸念される中、ECB（欧州中央銀行）はインフレへの警戒感を示し、昨夏以降、政策金利である短期レポ金利を4%に据え置いている。

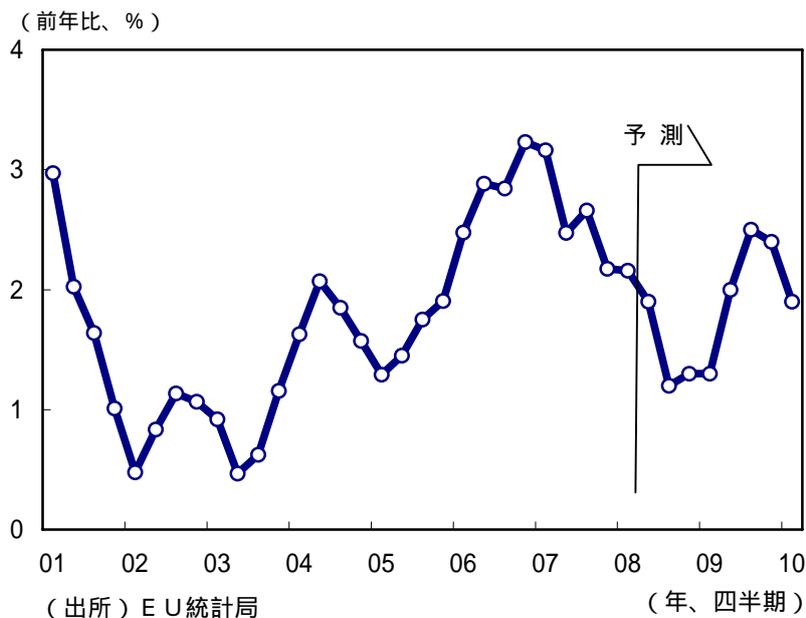
### b. 見通し

2008年の欧州の実質GDP成長率は+1.6%と2007年の+2.6%から低下し、潜在成長率とされる2%を3年ぶりに下回る。もっとも、新興国向け輸出などが下支えとなり景気の減速は小幅にとどまり、2009年には+2.1%に回復する見通しである。

家計部門では良好な雇用所得環境が続くものの、エネルギー・食料品価格の上昇により、消費者マインドは悪化しており、個人消費は力強さを欠く推移が続く。また、企業部門では、金融機関の融資姿勢が厳格化している影響などから、設備投資の鈍化が見込まれる。もっとも、これまでの景気拡大で家計や企業に過熱感がなかったことに加え、地理的に近い中東欧、ロシア、中東や、中国など新興国向け輸出が景気を下支えする見通しである。

ECBは、景気が減速する2008年もインフレ警戒的な姿勢を維持するとみられ、サブプライムローン問題の混乱が改善に向かう2009年には、利上げを再開する見通しである。

図表 23 ユーロ圏の実質GDP成長率の推移



## アジア

### a. 現状

中国の2008年1~3月期の実質GDP成長率は、前年比+10.6%と9四半期連続で2桁成長となった。成長のけん引役である輸出と固定資産投資の好調が続いている。中国政府は投資抑制策を継続しており、金利や預金準備率が引き上げられた。

一方、世界のデジタル関連需要の動向と関係が深い韓国、台湾など中国以外のアジア地域の実質GDP成長率は、2007年から2008年初めにかけて拡大が続いた。もっとも、足元では米国向け輸出の鈍化による景気減速懸念が生じている。

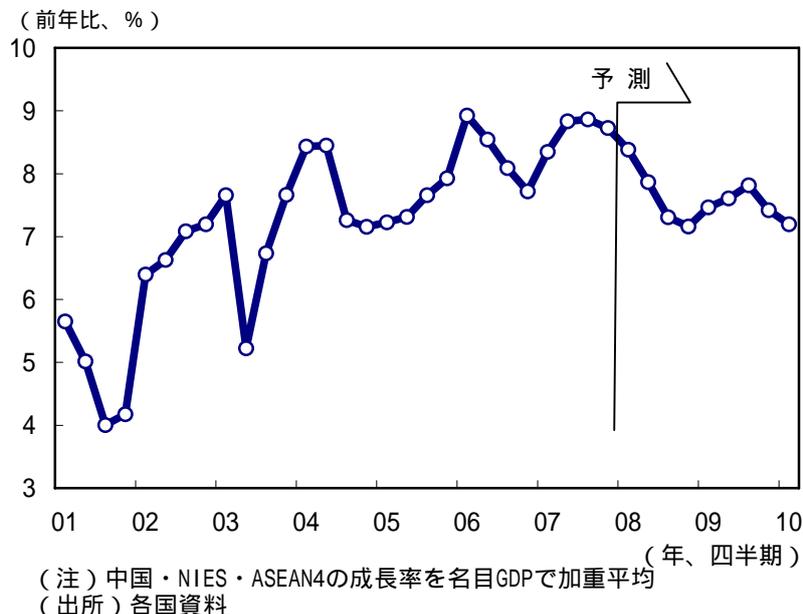
### b. 見通し

2008年の中国の実質GDP成長率は+10.0%と、2007年の+11.9%から低下するものの6年連続で2桁の成長率を達成し、北京五輪後の2009年についても+9.5%の高成長が続く見通しである。

成長のけん引役のうち、輸出については米国向けを中心に鈍化が見込まれるものの、自動車や携帯電話など耐久財消費の拡大が続き、インフラ整備など固定資産投資も堅調な推移が見込まれ、内需が成長率を下支えし、巡航速度での持続的な経済成長が続く見通しである。人民元については、米国からの保護主義圧力の回避や輸入物価抑制のため、現状のテンポでの人民元高誘導が続くとみられる。

韓国、台湾など中国以外のアジア地域の成長率は、2008年は米国経済の伸び悩みなどにより、デジタル関連部門を中心に減速が見込まれる。もっとも調整は軽微にとどまるとみられ、2009年にかけて再び回復に転じる見通しである。

図表 24 アジアの実質GDP成長率の推移



## 輸出入

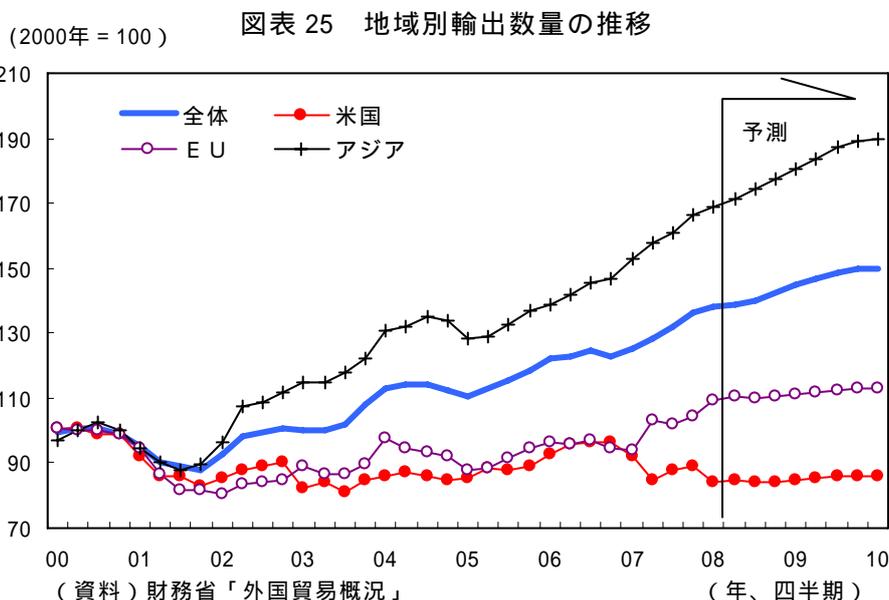
### a. 現状

輸出が増加基調で推移している。実質輸出は 2008 年 1～3 月期に前期比 +4.5% と大幅に増加し、実質輸入の伸び(+2.0%) を上回った。1～3 月期の外需(=輸出-輸入)の寄与度は前期比 +0.5% ポイントとなり、実質 GDP 成長率を押し上げた。米国向け輸出は鈍化しているが、欧州向けは底堅く推移している。また、中東やロシアなど資源国向けが好調を維持しており、主力のアジア向けも素材製品や資本財を中心に増加している。

### b. 見通し

目先は、米欧の景気が減速するため、実質輸出の伸びが抑制されるであろう。もっとも、中国は固定資産投資をけん引役とした高度成長を維持し、石油・金属・農産物の市況高の恩恵を受ける資源国経済の好調も続くだろう。2009 年度半ばにかけて、米欧の景気が底堅さを取り戻すこともあり、実質輸出は増加基調が強まるであろう。北京五輪関連の特需は、2008 年前半に景気の不透明感が残る影響と相殺されて目立ったものにはならず、五輪後の反動減もあまり見られないであろう。もっとも、2009 年度後半には、商品市況高による購買力の伸び悩みや米欧での利上げの影響により世界景気が減速し、実質輸出の伸びが鈍ってくる可能性がある。

実質輸入は対アジアを中心に増加が続くが、伸びは国内の最終需要や生産活動に見合っ  
て緩やかにとどまろう。しかし、原油など一次産品価格の上昇によって名目輸入金額は大幅に押し上げられる。このため、2008 年度の名目貿易収支黒字は縮小するが、一次産品価格の上昇が緩やかになる 2009 年度の貿易収支黒字は再び拡大するだろう。また、外国証券や海外法人への対外投資の増加を背景とした所得収支黒字の拡大基調は続き、経常収支黒字の水準を押し上げるだろう。



### 3. 物価と金融市場の予測

原油や金属をはじめとした原材料価格は、過去と比べて高い水準での推移が続いている。一方、中国など新興国の供給力の拡大によって、工業製品の価格は抑制されており、川上のインフレ圧力、川下のデフレ圧力が続いている。

原材料価格の上昇は日本の国内物価にも影響している。素材産業を中心にコスト上昇分を販売価格へ転嫁する動きがみられ、国内企業物価の上昇率は高まっている。エネルギーや食料品を中心に消費者への転嫁もみられ、消費者物価はプラス基調で推移している。

金融政策では、2006年3月に量的緩和政策が、7月にゼロ金利政策が解除され、2007年2月に追加利上げが実施された。金利メカニズムが十分に働くように、低すぎる金利水準を引き上げていくという金融政策の正常化のプロセスが始まったが、サブプライムローン問題による金融市場の混乱により、政策金利は据え置きが続いている。混乱が収まってくれば、小幅な利上げが再開されるだろう。

長期金利は景気回復と政策金利の再引き上げを背景に緩やかに上昇していく。株価は割安な状態にあり、金融市場が安定してくれば上昇が続く。為替は、2007年後半以降、米国の大幅利下げや市場の不安心理によってドル安・円高が進んだ。しかし、長期的にみれば、日本の経常黒字の拡大にもかかわらず、あまり円高は進んでいない。また、資源国や新興国の通貨は、ドルや円に対して緩やかな上昇基調が続いている。日米欧の景気は連動していることもあり、三極通貨は基本的に安定した推移になるだろう。

図表 26 物価・金融市場総括表

	2007年度				2008年度				2009年度				2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	65.0	75.4	90.7	97.9	121.5	121.0	114.0	118.0	122.0	126.0	128.0	126.0	64.9	82.2	118.6	125.5
原油価格 (Dバイ、ドル/バレル)	64.8	70.0	83.3	91.2	114.5	115.0	109.0	113.5	118.0	122.0	124.0	122.0	60.9	77.3	113.0	121.5
国内企業物価	1.7	1.6	2.3	3.5	3.9	4.1	3.3	2.9	2.7	1.3	1.3	1.2	2.0	2.2	3.5	1.7
消費者物価 (総合)	-0.1	-0.2	0.5	0.9	1.5	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.3	0.2	1.4	0.8
生鮮食品を除く総合	-0.1	-0.1	0.5	1.0	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.1	0.3	1.4	0.8
無担保コール翌日物 (%)	0.514	0.497	0.493	0.506	0.500	0.500	0.500	0.500	0.750	0.750	1.000	1.000	0.209	0.502	0.500	1.000
TIBOR 3ヶ月 (%)	0.667	0.795	0.852	0.849	0.846	0.850	0.900	0.983	1.000	1.133	1.200	1.200	0.423	0.791	0.895	1.133
新発10年国債 (%)	1.74	1.72	1.56	1.39	1.59	1.72	1.75	1.80	1.83	1.85	1.75	1.65	1.77	1.60	1.71	1.77
日経平均株価 (円)	17692	16908	16027	13294	13869	14750	15500	16000	16500	16000	15500	15000	16407	15980	15030	15750
TOPIX (ポイント)	1736	1646	1547	1298	1355	1450	1525	1575	1625	1575	1525	1475	1644	1557	1476	1550
ドル円相場 (円/ドル)	120.7	117.8	113.1	105.2	103.5	104.5	105.8	107.0	107.8	108.8	109.8	110.0	116.9	114.2	105.2	109.1
ユーロ円相場 (円/ユーロ)	162.8	162.0	163.9	157.7	161.1	160.4	160.7	163.2	165.4	167.7	169.6	170.0	150.0	161.6	161.4	168.2

(注1) 原油価格、金利、株価、為替は期中平均値、ただし無担保コール翌日物の予測値は期末値  
 (注2) 物価は全て前年比で単位は%

## (1) 物価

### 原油価格

#### a. 現状

原油相場（WTI、期近物）は、2008年に入って最初の取引日である1月2日に1バレル＝100ドルの取引が成立した。米景気悪化観測に伴って、2月はじめにはいったん90ドル割れまで下落したものの、その後は2007年後半と同様にドル安がドル建て原油価格の押し上げ要因になるとの思惑などを背景に、原油相場は上昇基調をたどった。

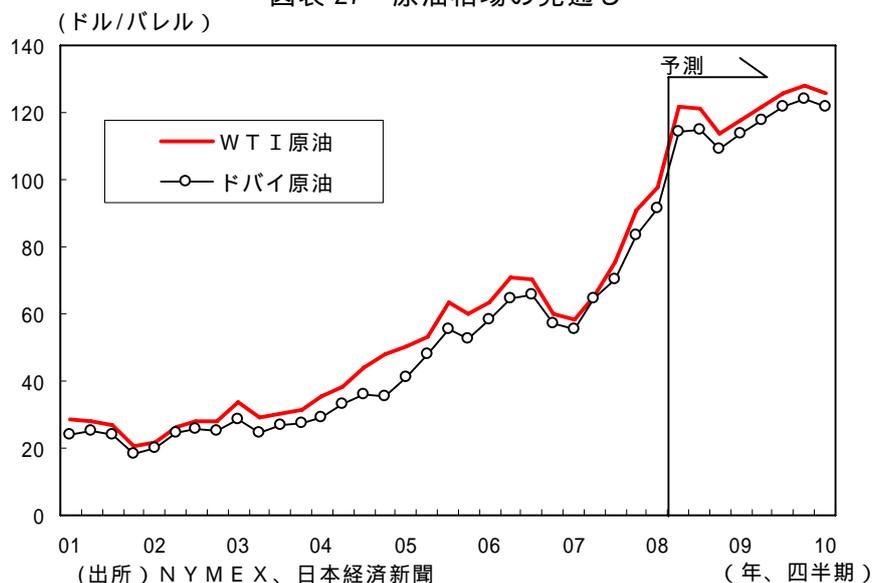
4月になると、ナイジェリアでストライキやテロリストの攻撃による生産障害が拡大したことや、米国景気の後退観測が和らいで需要増加観測が強まったことが相場上昇の材料となった。足元は、120ドル台後半まで相場は上昇してきている。

#### b. 見通し

懸念されていた米国経済は底堅さを維持し、中国をはじめとした新興国の石油需要はさらに増加していくであろう。夏場にかけて、北米を中心にガソリンの需要期を迎えることもあって、投資対象として原油が注目されやすく、目先、原油相場は高値更新を続ける可能性がある。

もっとも、2007年後半からの相場上昇が急であったため、原油消費国では原油高の負担感が強まり、原油需要は抑制されやすくなっている。季節的なガソリン需要が一服すると、需要全般に伸び悩み傾向が出てきて、2008年末にかけて相場は一旦調整する可能性がある。しかし、国際商品市況の上昇局面は続いており、2009年にかけて米欧景気の底堅さが増してくる中で、新興国を中心とした需要増加観測が強まり、原油相場は再び上昇すると考えられる。

図表 27 原油相場の見通し



## 国内企業物価と消費者物価

### a. 現状

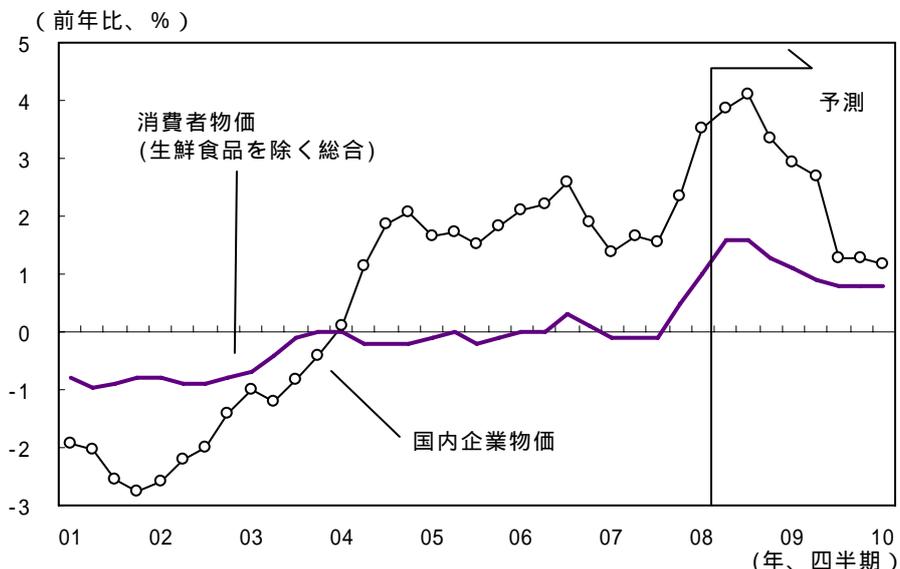
原油、金属、穀物など国際商品市況の上昇が続き、物価の押し上げ要因になっている。4月の国内企業物価は前年比+3.7%と、鉄鋼や石油製品を中心に上昇傾向が続いている。なお、4月は暫定税率の期限切れによりガソリン価格上昇が抑制されたが、5月以降の税率はもとの水準に引き上げられており、ガソリン価格が大幅に上昇する。3月の消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）は同+1.2%と、昨年10月にプラスに転じた後、伸び率が高まっている。2007年半ばまでは、商品市況が大幅に上昇しても消費者物価上昇率はゼロ前後に抑制されていたが、足元では石油製品に加えて、食料品や日用品の値上げも相次ぎ、物価全体を押し上げている。

### b. 見通し

新興国や資源国を中心とした世界需要の増加を背景に国際商品市況の上昇局面は続き、2009年度にかけて物価の押し上げ圧力となるだろう。原材料や容器の値上がりを受けて食料品の値上げは今後も続き、金属を使用している機械類などへのコスト上昇圧力も強まっていくとみられる。2008年度の国内企業物価上昇率は3.5%と1980年度以来の水準となり、国際商品市況の上昇が落ち着いてくる2009年度も1.7%と上昇が続く見込みである。

企業は、エネルギーや原材料価格の上昇分を消費者への販売価格に転嫁する動きを継続することに加え、外食などサービス分野では人件費の上昇も値上げの要因になると考えられる。デジタル家電などでは技術革新を背景とした価格下押し圧力はあるものの、消費者物価上昇率は2008年度中、1%を超える水準で推移し、2009年度も1%弱の水準が続く見通しである。

図表 28 国内企業物価と消費者物価の見通し



## (2) 金融政策

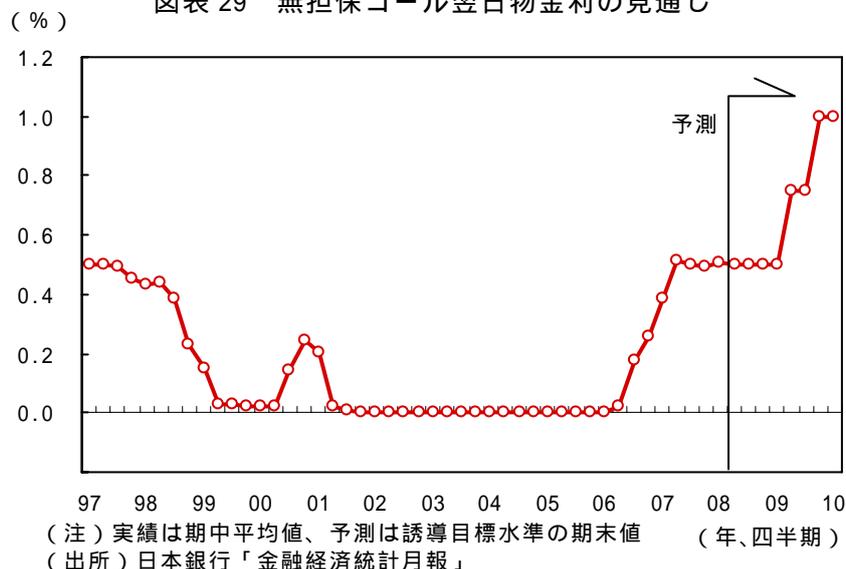
日本銀行は2007年2月21日に無担保コール翌日物金利(政策金利)の誘導目標を0.25%から0.50%に、基準貸付利率(旧公定歩合)を0.4%から0.75%に引き上げた後は追加利上げを見送っている。

日本銀行は、4月の金融経済月報で国内景気に対する基本的見解を「住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速しているが、基調としては緩やかに拡大している」から「エネルギー・原材料価格高の影響などから減速している」に下方修正した。また、4月末に発表された経済・物価情勢の展望(展望レポート)でも、「海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響など景気の下振れリスクがある」と指摘している。

4月の展望レポートでは「現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない」とし、景気の下振れリスクをにらみながら慎重な政策運営を行うスタンスが示された。また、各審議委員の2008～2009年度の消費者物価指数の見通しは前年比1%程度と「中長期的な物価安定の理解」(0～2%程度)の範囲内に収まっており、短期的(第1の柱)には早期の利上げが必要となる状況にはないと判断している。一方、より長期的な視点(第2の柱)からは、「海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などの景気下振れリスクが薄れれば、緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクがある」とされ、将来的な物価上昇のリスクが指摘されている。

このため、無担保コール翌日物金利の誘導目標は当面の間、現行の水準で据え置かれるだろう。サブプライムローン問題で混乱した内外の金融市場が安定してくれば利上げが再開できる環境が整ってくるが、次回の利上げは2009年度に持ち越される可能性がある。無担保コール翌日物金利の水準は2008年度末に0.50%、2009年度末に1.00%程度を想定する。

図表 29 無担保コール翌日物金利の見通し



### (3) 金融市場

#### 金利

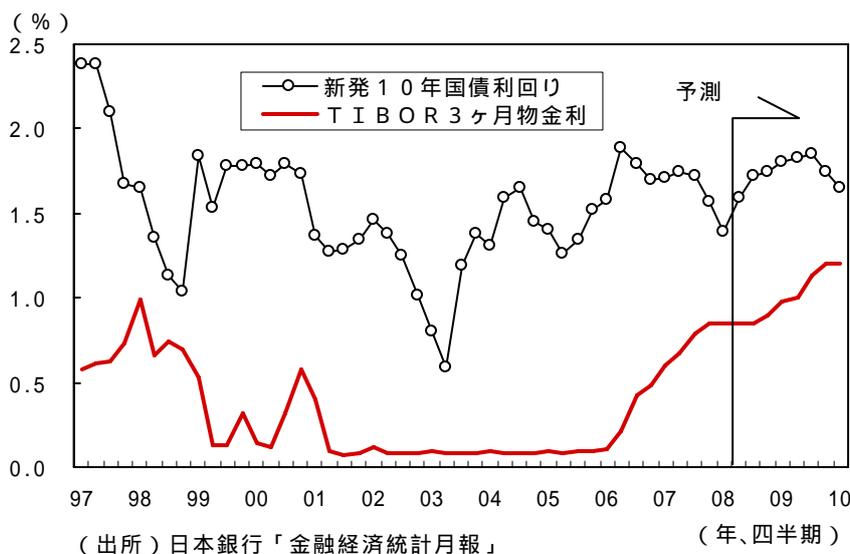
利上げが見送られる中、3ヶ月、6ヶ月といったターム物金利は、長めの期間の資金調達圧力が強いこともあって、翌日物金利の水準と比べるとやや高い水準での推移が続いている。当面は追加利上げが行われるまでは現状水準レベルで推移し、利上げ後は次回の利上げのタイミングを探りながら緩やかに上昇していくと考えられる。TIBOR3ヶ月物金利は利上げのタイミングをにらんで2008年度末にかけて小幅上昇後、2009年度中の利上げを受けて年度末には1.2%程度まで上昇しよう。

長期金利は、世界的な金融市場の混乱に対する懸念、内外株価の下落、米国の長期金利の急低下などに加え、内外景気の先行きに対する不安感が高まったことから、2007年度末にかけて一時1.2%台まで低下した。しかし、その後、金融市場が次第に落ち着きを取り戻し内外株価が反発したことや、一次産品価格の上昇を背景としてインフレ懸念が強まったことを受けて上昇に転じ、1.7%近辺まで上昇している。

物価上昇率が高まっていることは長期金利の上昇要因であるが、内外景気の先行きに対する懸念は根強く、金利が一方的に上昇することは考えづらい。金融市場の動揺が収まってきたとはいえ引き続き不透明感が強いこと、短期金利の上昇ペースが緩やかにとどまることを勘案すると、長期金利の上昇幅はそれほど大きくはならない見込みであり、2008年度末で1.8%程度の水準にとどまると考えられる。

2009年度後半には景気の拡大テンポが再び鈍化してくるため、長期金利は低下基調に転じると思われ、年度末には1.6%台まで緩やかに低下しよう。

図表 30 長短金利の見通し



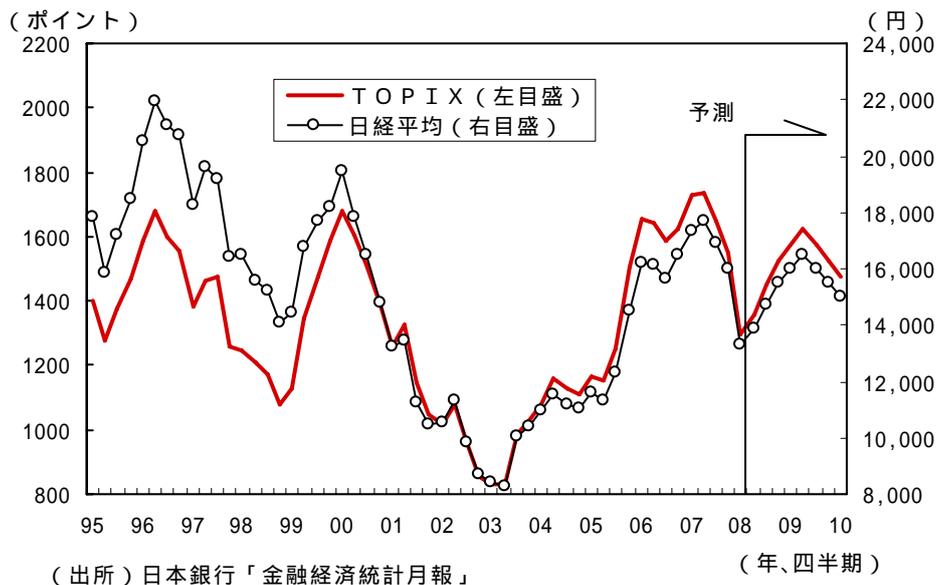
## 株価

株価は、米国のサブプライムローン問題を受けて海外株価が下落したことや、為替が円高に振れたこと、海外景気の失速懸念の高まりなどを背景に下落が続き、2008年3月には日経平均株価で一時1万2,000円を割り込む水準にまで下落した。日本株の買い越しを続けてきた外国人投資家が、売り越しに転じていることも下落に拍車をかけた。ただし、その後はサブプライムローン問題による金融市場の混乱が落ち着き、海外株式市場が反発に転じたことや為替円高が一服したことを受けて、日経平均株価も1万4,000円台まで持ち直している。

現状の株価水準は企業の収益力から判断しても割安な水準にあり、金融市場の安定が続けば、さらに買戻しの動きが続く可能性がある。海外株式市場の動向に左右されながらも、日経平均株価は2008年度末にかけて1万7,000円程度まで反発しよう。

ただし、2009年度には株価の上昇も頭打ちとなり、次第に下落圧力が強まってくる。コスト上昇による企業業績の悪化懸念が高まってくるためであり、サブプライムローン問題による落ち込みと比べると軽微にとどまるものの、調整局面入りする可能性がある。

図表 31 株価の見通し



## 為替

2007 年後半からサブプライムローン問題によって金融機関の経営状況への懸念が深まり、米国景気の減速観測も強まる中、F R B は大幅な金融緩和を進め、ドル相場は主要通貨に対して大幅に下落し、米国の大手証券会社の経営悪化が懸念された 3 月中旬にドル円相場は 95 円台の円高・ドル安水準をつけた。

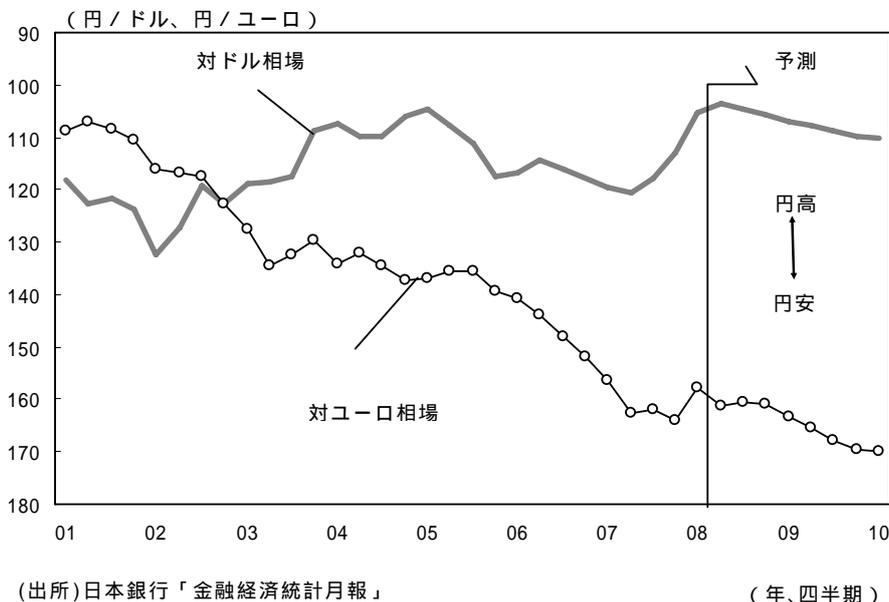
もっとも、その経営危機に陥った大手証券会社は救済買収され、その後、各金融機関の資本増強策などが相次いで発表されたことから、急速な金融収縮が起こることへの懸念は後退し、ドル安には歯止めがかかった。米国の金融政策については、4 月 30 日の F O M C (米公開市場委員会) を最後に利下げは打ち止めになるとの観測が主流になり、ドルが買い戻され、対円では 105 円台まで戻している。

3 月に米国で金融不安が強まった際には、ユーロ圏など他の先進国についても利下げ観測が広まった。利下げ余地の小さい円は相対的に魅力が増しやすく、円はドル以外の通貨に対しても上昇し、対ユーロでは一時 152 円割れまで買われた。逆に、4 月にかけて金融不安が後退してくると、円は対ユーロでも下落し下旬には 165 円に迫った。

先行きについて考えると、米国では、2008 年後半に景気の底堅さが確認されると、利上げ機運が高まると予測される。2009 年には合計 1% 程度の利上げが行われ、ドルは円に対して緩やかに上昇するであろう。

欧州は、2008 年中、景気が減速気味に推移するため、ユーロは弱含みに推移するであろう。もっとも、2009 年になると、景気は底堅さを増し、インフレ警戒的な利上げが行われる可能性があり、ユーロはドルや円に対して上昇基調に転じるであろう。低金利の円は相対的に投資対象としての魅力を欠くとの評価が再び出てくるが、日米欧の景気は基本的に連動しており、三極通貨の為替相場は比較的安定した推移が見込まれる。

図表 32 円の対ドル、対ユーロ相場の推移



**図表 33 日本経済予測総括表**

	予測								上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度		2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
名目GDP	0.5 1.1	1.6 2.2	-0.3 1.2	0.1 0.0	0.6 0.7	1.9 2.4	1.0 2.9	0.7 1.7	1.7	0.6	1.6	2.3
実質GDP	1.1 2.2	1.7 2.8	0.1 1.8	1.2 1.3	0.7 1.9	1.0 1.7	0.9 1.9	0.4 1.3	2.5	1.5	1.8	1.6
内需寄与度(注1)	0.8	1.2	-0.5	0.4	0.4	0.7	0.5	0.3	1.7	0.3	1.0	1.1
個人消費	0.7 1.8	1.1 1.7	0.5 1.5	0.8 1.3	0.6 1.4	0.7 1.3	0.6 1.3	0.4 1.1	1.8	1.4	1.4	1.2
住宅投資	-2.0 0.6	1.9 -0.2	-9.1 -7.3	-11.0 -19.2	9.0 -2.7	4.3 13.6	0.9 5.2	1.0 1.9	0.2	-13.3	4.9	3.5
設備投資	4.5 4.1	2.5 7.1	-2.1 0.3	0.9 -1.2	0.2 1.1	1.5 1.7	0.7 2.1	0.2 0.9	5.7	-0.5	1.5	1.5
民間在庫(注1)	0.2	0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0
政府支出	-1.6 -2.3	0.3 -1.3	-0.2 0.0	0.5 0.4	-0.1 0.4	0.0 -0.3	0.1 0.2	0.2 0.2	-1.8	0.2	0.1	0.2
公共投資	-9.9 -11.7	2.0 -7.3	-2.9 -1.6	0.7 -1.8	-2.3 -2.0	-3.6 -5.6	-1.4 -5.0	-0.5 -1.8	-9.1	-1.7	-4.1	-3.1
政府最終消費	0.5 -0.3	0.0 0.4	0.4 0.4	0.5 0.8	0.4 0.9	0.8 1.2	0.4 1.2	0.4 0.7	0.1	0.6	1.1	1.0
外需寄与度(注1)	0.2	0.5	0.6	0.8	0.3	0.3	0.4	0.1	0.8	1.2	0.8	0.6
輸出	3.2 9.8	3.8 7.1	4.4 8.3	6.4 11.0	3.1 9.7	2.8 6.1	4.0 7.0	1.7 5.8	8.4	9.7	7.8	6.4
輸入	1.8 4.0	0.5 2.2	1.0 1.5	2.0 3.0	1.8 3.8	1.3 3.1	2.2 3.6	1.4 3.7	3.1	2.3	3.4	3.6
GDPデフレーター(注2)	-1.0	-0.6	-0.6	-1.4	-1.2	0.7	0.9	0.3	-0.8	-1.0	-0.2	0.6

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

	予測								前年同期比%			
	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度		2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
経常収支(兆円)(注1)	9.3	11.7	12.7	11.9	11.3	13.7	14.3	14.6	21.2	24.6	25.2	28.9
貿易収支(兆円)	4.3	6.0	6.3	5.4	3.8	6.0	5.5	5.8	10.5	11.7	9.8	12.1
サービス収支(兆円)	-1.2	-1.1	-1.2	-1.4	-1.2	-1.2	-1.0	-1.5	-2.3	-2.6	-2.4	-2.5
所得収支(兆円)	6.8	7.5	8.2	8.5	10.0	9.6	10.9	10.3	14.2	16.8	19.0	20.5
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	3.0 4.7	1.5 4.5	1.1 2.4	1.4 2.8	-1.1 0.1	1.8 0.7	1.2 2.9	0.1 1.3	4.6	2.6	0.5	2.1
経常利益(法人企業統計、前年比%)	12.6	7.9	5.9	-5.5	-7.8	4.2	4.4	0.4	10.0	-0.1	-1.8	2.3
国内企業物価	2.4	1.7	1.7	2.9	3.9	3.1	2.0	1.2	2.0	2.2	3.5	1.7
消費者物価	0.4	0.1	-0.2	0.7	1.6	1.2	0.8	0.8	0.3	0.2	1.4	0.8
生鮮食品を除く総合	0.1	0.0	-0.1	0.8	1.6	1.2	0.9	0.8	0.1	0.3	1.4	0.8
ドル円相場(円/ドル)	115.3	118.6	119.3	109.2	104.0	106.4	108.3	109.9	116.9	114.2	105.2	109.1
無担コール翌日物(%) (注2)	0.098	0.319	0.505	0.499	0.500	0.500	0.750	1.000	0.209	0.502	0.500	1.000
TIBOR3ヶ月	0.306	0.540	0.731	0.851	0.848	0.942	1.067	1.200	0.423	0.791	0.895	1.133
長期金利(新発10年国債)	1.84	1.70	1.73	1.48	1.65	1.78	1.84	1.70	1.77	1.60	1.71	1.77
日経平均株価	15,887	16,926	17,300	14,660	14,310	15,750	16,250	15,250	16,407	15,980	15,030	15,750
原油価格(WTI、ドル/バレル)	70.6	59.2	70.2	94.3	121.2	116.0	124.0	127.0	64.9	82.2	118.6	125.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	65.4	56.3	67.4	87.3	114.7	111.3	120.0	123.0	60.9	77.3	113.0	121.5
春闘賃上げ率(%) (注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.79	1.87	1.92	2.30

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の半期値は季節調整値

(注2) 無担保コール翌日物金利は実績値は期中平均、予測値は誘導目標水準の末値

(注3) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」のベースで2007年度は実績

**図表 34 日本経済予測総括表**
**【輸出入（通関ベース）】**

	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度		2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
	前年同期比%											
輸出額(円ベース)	15.2	11.8	11.9	8.0	4.1	7.2	10.1	7.6	13.4	9.9	5.6	8.8
数量	8.5	2.8	4.9	10.5	7.0	4.7	6.3	4.2	5.6	7.7	5.8	5.2
輸入額(円ベース)	18.0	8.8	8.0	10.8	12.6	6.8	5.0	7.0	13.1	9.4	9.6	6.0
数量	3.8	2.3	-4.4	-1.9	1.2	0.1	2.4	1.5	3.0	-3.1	0.6	2.0
輸出超過額(兆円)	3.8	5.2	5.6	4.6	2.7	5.1	5.1	5.7	9.0	10.2	7.8	10.8

**【所得・雇用】**

	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度		2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
	前年同期比%											
一人当たり所得(注1)	0.4	-0.3	-0.6	0.1	0.3	0.4	0.8	0.9	0.1	-0.3	0.4	0.9
所定内給与	-0.2	-0.6	-0.3	0.5	0.7	0.6	0.8	0.9	-0.4	0.1	0.6	0.9
所定外給与	1.2	1.5	1.1	1.2	0.8	1.2	2.3	1.3	1.4	1.1	1.0	1.7
雇用者数	1.4	1.1	0.9	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5	1.2	0.7	0.4	0.5
雇用者報酬	1.8	0.8	0.2	0.7	0.6	0.9	1.4	1.4	1.3	0.4	0.8	1.4
完全失業率(季調値)	4.1	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	4.1	3.8	3.8	3.8

(注1)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

**【新設住宅着工】**

	2006年度		2007年度		2008年度		2009年度		2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
	上段は万戸、下段は前年同期比%											
新設住宅着工戸数	128.6	128.1	103.1	104.8	110.8	113.4	114.0	115.3	128.5	103.6	111.8	114.4
	3.8	1.9	-19.7	-19.1	7.3	8.7	2.9	1.6	2.9	-19.4	8.0	2.3
持家	36.3	34.7	29.9	32.7	32.3	33.3	32.9	33.7	35.6	31.2	32.7	33.3
	3.4	-2.0	-17.5	-5.9	7.6	2.1	1.9	1.3	0.9	-12.3	5.0	1.6
貸家	54.0	53.3	42.9	43.5	44.5	45.6	45.9	46.3	53.8	43.1	45.0	46.1
	6.7	1.1	-20.6	-19.2	3.7	5.1	3.3	1.5	3.9	-19.9	4.4	2.4
分譲	37.4	39.2	28.9	27.8	32.9	33.6	34.1	34.2	38.3	28.3	33.2	34.1
	0.4	6.3	-22.3	-29.8	13.8	21.5	3.6	1.6	3.3	-26.1	17.5	2.6

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

**図表 35 前々回見通し(2008年2月1次QE時点)との比較**

2008年度	前々回	修正幅	前年比%		2009年度	前々回	修正幅	前年比%	
			今回	前回				今回	前回
名目GDP	1.9	-0.3	1.6	1.8	1.7	+0.6	2.3	1.6	
実質GDP	1.9	-0.1	1.8	1.8	1.8	-0.2	1.6	1.6	
個人消費	1.1	+0.3	1.4	1.4	1.3	-0.1	1.2	1.2	
住宅投資	5.4	-0.5	4.9	4.9	2.5	+1.0	3.5	3.5	
設備投資	4.3	-2.8	1.5	1.5	2.2	-0.7	1.5	1.5	
公共投資	-3.0	-1.1	-4.1	-4.1	-2.8	-0.3	-3.1	-3.1	
外需寄与度	0.6	+0.2	0.8	0.8	0.6	0.0	0.6	0.6	
デフレーター	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	+0.7	0.6	0.6	
鉱工業生産	1.5	-1.0	0.5	0.5	2.4	-0.3	2.1	2.1	

**図表 36 前回見通し(2008年3月2次QE時点)との比較**

2008年度	前回	修正幅	前年比%		2009年度	前回	修正幅	前年比%	
			今回	前回				今回	前回
名目GDP	1.9	-0.3	1.6	1.8	1.9	+0.4	2.3	1.6	
実質GDP	1.9	-0.1	1.8	1.8	1.8	-0.2	1.6	1.6	
個人消費	1.2	+0.2	1.4	1.4	1.3	-0.1	1.2	1.2	
住宅投資	6.2	-1.3	4.9	4.9	2.2	+1.3	3.5	3.5	
設備投資	4.1	-2.6	1.5	1.5	2.1	-0.6	1.5	1.5	
公共投資	-3.2	-0.9	-4.1	-4.1	-2.9	-0.2	-3.1	-3.1	
外需寄与度	0.6	+0.2	0.8	0.8	0.6	0.0	0.6	0.6	
デフレーター	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	+0.5	0.6	0.6	
鉱工業生産	1.0	-0.5	0.5	0.5	2.8	-0.7	2.1	2.1	

**図表 37 日本経済予測総括表(四半期ベース)**

	予測															
	2006年度				2007年度				2008年度				2009年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目GDP	0.3	0.2	1.1	0.8	-0.8	0.1	-0.1	0.4	-0.1	1.0	1.0	0.8	0.4	0.5	0.4	0.2
実質GDP	1.1	1.2	1.7	2.6	1.3	1.1	0.3	-0.4	0.2	1.2	2.2	2.7	3.1	2.6	1.9	1.4
内需寄与度(注1)	0.7	0.2	1.1	1.1	-0.6	0.3	0.6	0.8	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1
個人消費	2.3	2.0	2.4	3.2	1.8	1.7	1.7	1.0	1.8	2.0	1.9	1.6	2.0	1.8	1.5	1.1
住宅投資	0.7	-0.2	1.0	0.7	-0.7	-0.2	0.3	0.3	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
設備投資	0.8	-0.6	1.1	0.6	0.2	0.0	0.4	0.8	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
民間在庫(注1)	2.7	0.9	1.6	1.8	1.3	1.7	1.2	1.5	1.3	1.6	1.6	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0
政府支出	-2.4	0.7	2.4	-1.6	-4.5	-8.0	-9.2	4.6	3.5	5.9	1.0	0.8	0.4	0.2	0.8	0.2
公共投資	1.2	0.1	0.6	-1.0	-2.9	-11.5	-21.7	-16.6	-9.4	4.1	15.7	11.6	8.3	2.4	2.1	1.6
政府最終消費	3.8	0.8	1.5	1.2	-3.1	0.9	0.9	-0.9	0.4	0.5	0.9	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1
輸出	4.0	4.2	7.0	7.2	0.2	0.4	0.2	-2.4	1.3	1.0	1.1	2.3	2.3	2.0	1.2	0.6
輸入	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
GDPデフレーター(注2)	-1.2	-0.5	0.2	0.7	-0.4	-0.2	0.8	-0.4	0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.1
	-1.5	-3.1	-2.3	-0.4	0.0	0.1	0.8	-0.1	0.4	0.4	-0.4	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.3
	-7.6	-4.4	2.7	3.2	-3.7	-1.4	0.6	1.5	-1.9	-2.3	-1.8	-1.3	-0.7	-0.2	-0.2	-0.4
	-7.7	-15.1	-10.2	-4.3	-2.8	-0.5	-1.8	-1.8	-1.3	-2.7	-4.6	-6.5	-6.0	-4.2	-2.4	-1.1
	0.4	0.4	-0.4	0.3	0.1	0.2	0.8	-0.8	0.6	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
	-0.2	-0.3	0.0	0.8	0.5	0.4	1.4	0.2	0.8	1.0	0.7	1.7	1.3	1.1	0.8	0.7
輸出	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.5	0.3	0.5	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
輸入	0.9	2.2	1.0	3.3	1.2	2.9	2.6	4.5	0.4	0.9	1.2	2.4	2.1	1.4	0.8	0.6
	10.2	9.4	6.6	7.6	7.8	8.7	10.4	11.7	10.8	8.6	7.2	5.0	6.7	7.2	6.8	4.8
	1.1	-0.2	0.2	0.7	0.7	0.0	1.0	2.0	0.5	0.5	0.5	1.2	1.1	1.1	0.7	0.4
	6.1	2.1	2.6	1.9	1.4	1.5	2.3	3.8	3.5	4.1	3.5	2.7	3.3	3.9	4.1	3.2

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度  
(注2) GDPデフレーターは前年比

	予測															
	2006年度				2007年度				2008年度				2009年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
経常収支(兆円)	4.5	4.8	5.6	6.0	6.4	6.3	6.2	5.6	5.4	5.9	7.1	6.6	7.2	7.0	7.7	6.9
貿易収支(兆円)	2.2	2.1	2.9	3.1	3.1	3.3	3.0	2.4	1.5	2.3	2.6	3.5	2.6	2.9	3.0	2.8
サービス収支(兆円)	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.6	-0.7	-0.8
所得収支(兆円)	3.2	3.6	3.6	3.9	4.3	4.0	4.2	4.3	5.1	4.9	4.7	4.9	5.6	5.3	5.0	5.3
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	1.8	1.1	1.2	-0.5	0.6	1.7	0.9	-0.7	-1.1	0.7	1.0	0.8	0.6	0.4	0.1	-0.5
経常利益(法人企業統計、前年比%)	4.2	5.1	6.0	3.1	2.3	2.6	3.3	2.3	0.7	-0.4	0.2	1.3	3.1	2.8	2.1	0.6
国内企業物価	10.1	15.5	8.3	7.4	12.0	-0.7	-4.5	-6.3	-10.9	-3.9	2.6	5.6	5.2	3.6	1.5	-0.6
消費者物価	2.2	2.6	1.9	1.4	1.7	1.6	2.3	3.5	3.9	4.1	3.3	2.9	2.7	1.3	1.3	1.2
生鮮食品を除く総合	0.2	0.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.5	0.9	1.5	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
ドル円相場(円/ドル)	0.0	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.5	1.0	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
ドル円相場(円/ドル)	114.4	116.2	117.8	119.4	120.7	117.8	113.1	105.2	103.5	104.5	105.8	107.0	107.8	108.8	109.8	110.0
無担保コール翌日物(%) (注3)	0.020	0.223	0.255	0.382	0.514	0.497	0.493	0.506	0.500	0.500	0.500	0.500	0.750	0.750	1.000	1.000
TIBOR3ヶ月	0.215	0.397	0.482	0.599	0.667	0.795	0.852	0.849	0.846	0.850	0.900	0.983	1.000	1.133	1.200	1.200
長期金利(新発10年国債)	1.89	1.79	1.69	1.71	1.74	1.72	1.56	1.39	1.59	1.72	1.75	1.80	1.83	1.85	1.75	1.65
日経平均株価	16,143	15,631	16,476	17,377	17,692	16,908	16,027	13,294	13,869	14,750	15,500	16,000	16,500	16,000	15,500	15,000
原油価格(WTI、ドル/バレル)	70.7	70.5	60.2	58.2	65.0	75.4	90.7	97.9	121.5	121.0	114.0	118.0	122.0	126.0	128.0	126.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	64.8	66.0	57.4	55.3	64.8	70.0	83.3	91.2	114.5	115.0	109.0	113.5	118.0	122.0	124.0	122.0

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支は季節調整値  
(注2) 経常利益の予測は2008年1-3月期以降  
(注3) 無担保コール翌日物金利は実績値は期中平均、予測値は誘導目標水準の未値

**図表 38 日本経済予測総括表(四半期ベース)**
**【輸出入(通関ベース)】**

	2006年度				2007年度				2008年度				2009年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース)	14.7	15.6	11.2	12.5	13.2	10.7	10.0	6.0	3.7	4.4	6.2	8.2	10.1	10.0	8.8	6.3
数量	8.8	8.3	3.3	2.3	4.2	5.7	11.2	9.8	8.1	5.9	4.4	5.0	6.1	6.5	5.1	3.2
輸入額(円ベース)	19.4	16.7	10.8	6.8	9.8	6.3	11.4	10.2	13.2	11.9	5.9	7.8	4.0	6.0	7.3	6.7
数量	4.6	3.0	4.9	-0.4	-3.9	-4.9	-2.1	-1.6	0.6	1.8	-0.9	1.2	2.2	2.6	1.9	1.1
輸出超過額(兆円)	1.8	2.0	2.6	2.6	2.5	3.0	2.7	2.0	0.9	1.8	2.9	2.2	2.3	2.8	3.4	2.3

**【所得・雇用】**

	2006年度				2007年度				2008年度				2009年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり所得(注)	0.7	0.1	0.0	-0.7	-0.6	-0.6	-0.9	1.6	0.3	0.4	0.3	0.6	0.8	0.9	1.0	0.9
所定内給与	-0.1	-0.3	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9
所定外給与	1.3	1.1	3.5	-0.5	1.0	1.2	0.1	2.2	1.1	0.5	1.0	1.4	2.3	2.2	1.8	0.7
雇用者数	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	0.8	0.9	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
雇用者報酬	2.2	1.5	1.1	0.4	0.3	0.0	0.2	1.4	0.5	0.8	0.8	1.1	1.4	1.5	1.5	1.3
完全失業率(季調値)	4.2	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8

(注)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

**【新設住宅着工】**

	2006年度				2007年度				2008年度				2009年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	129.0	128.2	131.0	125.3	125.4	80.9	95.5	114.2	109.3	112.3	111.3	115.6	112.9	115.1	113.7	116.8
持家	8.6	-0.7	5.2	-1.8	-2.6	-37.1	-27.3	-9.0	-12.8	38.7	16.4	1.2	3.4	2.4	2.1	1.0
貸家	36.0	36.7	35.2	34.1	32.8	27.1	32.6	32.7	31.5	33.0	33.6	33.0	32.1	33.6	34.1	33.4
分譲	3.1	3.6	-0.5	-3.7	-8.8	-26.3	-7.2	-4.2	-4.0	22.0	3.0	1.0	2.0	1.8	1.5	1.0
	53.8	54.3	55.1	51.5	53.8	32.0	40.7	46.4	44.1	44.8	44.4	46.8	45.8	46.0	45.3	47.3
	10.6	3.1	5.9	-4.6	0.3	-41.0	-26.5	-9.6	-18.0	40.0	9.0	1.0	4.0	2.7	2.0	1.0
	38.5	36.2	40.2	38.1	37.7	20.2	22.5	33.0	32.7	33.0	33.7	33.5	34.0	34.1	34.5	33.8
	11.1	-9.0	8.7	3.8	-2.0	-44.1	-44.4	-13.3	-12.9	63.6	49.4	1.4	4.0	3.2	2.1	1.0

(注)上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

**< 経済見通し担当者 >**

鈴木 明彦	主席研究員	総括	akihiko.suzuki@murc.jp
小林 真一郎	主任研究員	企業・政府部門, 金融	s.kobayashi@murc.jp
塚田 裕昭	主任研究員	住宅	htsukada@murc.jp
芥田 知至	主任研究員	外需・物価・為替	tomomichi.akuta@murc.jp
中田 一良	研究員	家計部門	kazuyoshi.nakata@murc.jp
鶴田 零	研究員	物価	rei.tsuruta@murc.jp
新川 真吾	研究員	企業部門	shinkawa@murc.jp
細尾 忠生	研究員	海外経済	hosoo@murc.jp