

2008 / 2009 年度経済見通し(2008年8月)

～回復か、後退か、それは問題ではない～

<要旨>

景気はすでに後退しているとの見方が広がっており、先行きに対する懸念が強まっている。今年4～6月期のGDPは実質・名目ともにマイナス成長となり、エネルギー・原材料価格の上昇や欧米経済の減速が、国内の企業・家計部門の経済活動へ広く悪影響を及ぼしてきていることを示す結果となった。

2008年度は、世界経済の減速と原油価格の高騰という二つの外的ショックが影響して、1年ぶりのマイナス成長で幕を開けたが、今年度中はこれらのショックを吸収していく過程が続くだろう。実質成長率は+1.2%とプラス成長が続くが、改正建築基準法施行によって住宅投資が大幅に減少した2007年度よりもさらに低い成長となる。名目成長率も+0.9%とプラス成長が続くが、小幅な成長にとどまる。

2009年度は、減速していた欧米景気が持ち直してくる一方で、調整していた原油価格も上昇してくる。もっとも、比較的しっかりした世界経済の成長と高水準の資源価格という基本構図は2008年度と変わらない。成長率が大きく低下することもないと同時に、高まっていく材料も見つけにくい。実質成長率は+1.3%と2008年度とほぼ同じ水準を予測する。

その後も日本経済を取り巻く環境に大きな変化はなく、**2010年度**の実質成長率は+1.4%、名目成長率は+2.4%と予測した。個人消費と設備投資という内需の柱が緩やかな増加を続け、輸出も世界経済の成長を背景に堅調に増加すると予想した。

景気が後退しているとの見方が広がり、次はいつボトムをつけて回復してくるのかという点に関心が集まっている。しかし、実際の景気はピーク、ボトムがはっきりしない状況が続くのではないか。日本経済は減速しながらも何とか成長を維持するだろうが、交易条件の悪化によって所得が海外に移転し、企業にとっては儲けにくい、個人にとっては稼ぎにくい状況が続く。経済成長に力強さが出てこない中で、日本経済の先行きに対する閉塞感が広がることが今一番の問題であろう。

閉塞感を打ち破るのは個々の民間企業の知恵と活力である。そうした民間の動きが広がりやすい環境を整えること、同時に経済構造の変化に伴う痛みを強く受けるところに最低限必要な対策を打つことが、政府に求められている役割だろう。



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

小林 真一郎 (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

～回復か、後退か、それは問題ではない～

(1)景気の現状	1 ~ 2
(2)日本経済を取り巻く環境の変化	2 ~ 4
(3)日本経済の展望	4 ~ 7
(4)回復か、後退か、それは問題ではない	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

～回復か、後退か、それは問題ではない～

(1) 景気の現状

景気の悪化を示した4～6月期のGDP

景気はすでに後退しているとの見方が広がっており、先行きに対する懸念が強まっている。2008年4～6月期のGDPは景気の悪化を示す内容であった。実質成長率は前期比-0.6%(年率-2.4%)と1年ぶりのマイナス成長となり、名目でも同-0.7%(同-2.7%)と再びマイナス成長を記録した。

個人消費、設備投資、住宅投資と内需が軒並み減少し、内需寄与度は前期比-0.6%と大きく成長率を押し下げた。個人消費は、1～3月期がうるう年の関係で伸び率が高くなった反動も影響しているが、物価の上昇などによる実質所得の伸び悩みが消費の不振を招いている。設備投資は、原材料価格の高騰や海外景気の減速による収益の悪化がマイナス要因となっている可能性がある。住宅投資は、改正建築基準法施行の影響による大幅な減少は一巡しているが、販売価格の上昇による住宅市場の低迷が重石となっている。

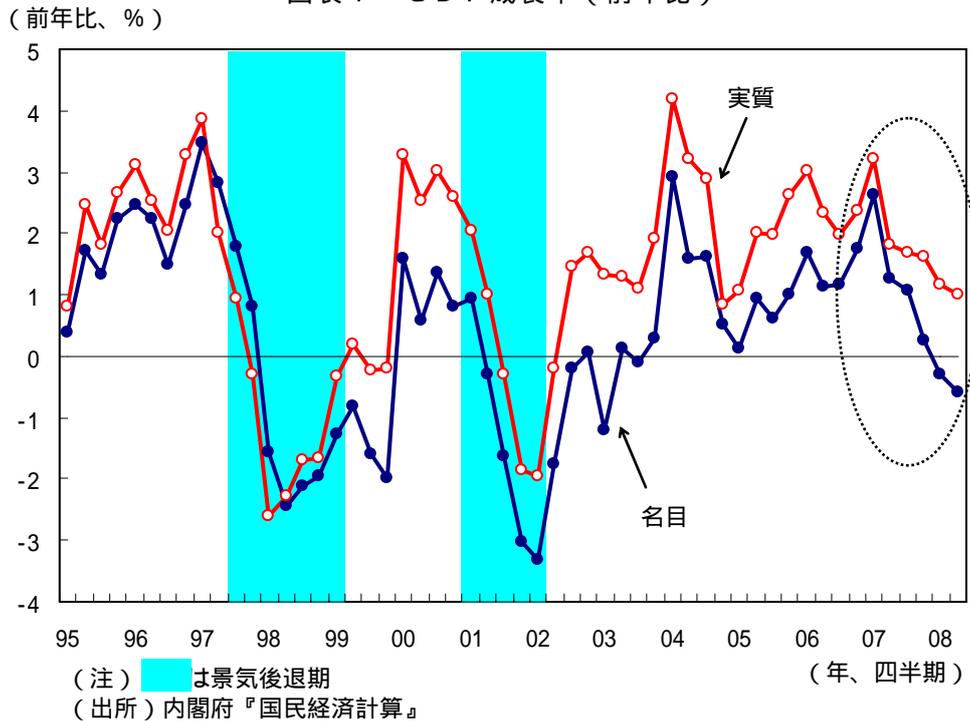
一方、プラス寄与が続いていた外需であるが、4～6月期は前期比0.0%とプラス幅が大きく縮小し中立となった。欧米を中心とした世界経済の減速によって輸出が13四半期ぶりに減少した。

経済全体の物価の動きを示すGDPデフレーターは前年比-1.6%と、原油などの輸入価格の大幅な上昇が影響して低下が続いているが、輸出入価格の影響を除いた国内需要デフレーターは+0.6%と上昇が続いており、国内でのインフレ圧力の広がりが確認できる。

回復から後退へ

景気のトレンドがよりはっきり現れる前年同期比の成長率の推移を見ると、景気の減速が1年以上にわたって続いていたことがわかる(図表1)。米国を中心とした世界経済の減速によって輸出の増加ペースが鈍り、企業収益の悪化にも影響されて設備投資が停滞したためだ。そして、企業部門の減速の動きが、人件費の抑制や販売価格の引き上げを通して個人部門にまで広がろうとしている。また、名目成長率は2四半期連続でマイナス成長となっており、実質成長率よりも伸び悩みが顕著だが、これは原油など資源価格高騰による輸入の拡大が影響している。

図表1 GDP成長率（前年比）



景気動向をより敏感に映す鉱工業生産指数や景気動向指数にも景気後退のサインが出ている。4～6月期の鉱工業生産は前期比 - 0.8%と小幅ながら2四半期連続で減少した。過去の例では、2四半期連続で生産が減少するのは景気後退期であり、今回もすでに景気は後退しているとの見方を強めている。また、景気全体の動きを示す景気動向指数（一致指数、CI）は昨年秋ごろから下降基調になっており、政府の景気判断も後退の可能性を示唆するようになってきている。

もっとも、景気が後退しているとしても、積みあがった在庫の調整、過剰になった資本ストックの調整、あるいは景気の過熱によるインフレの高進など、かつて景気後退をもたらしていた要因によって起こったものではない。このため、調整の進展によって急速に景気が後退するということは起こりにくいかわりに、調整が終了すれば景気が回復してくるという目処も立ちにくい。

（2）日本経済を取り巻く環境の変化

中期的な成長メカニズムに変調

景気の先行きに対する不安が高まっている。それは景気が回復から後退に転じたということが影響しているかもしれないが、むしろ日本経済や世界経済の中期的な成長メカニズムに変化が生じているのではないかという懸念が広がっている。

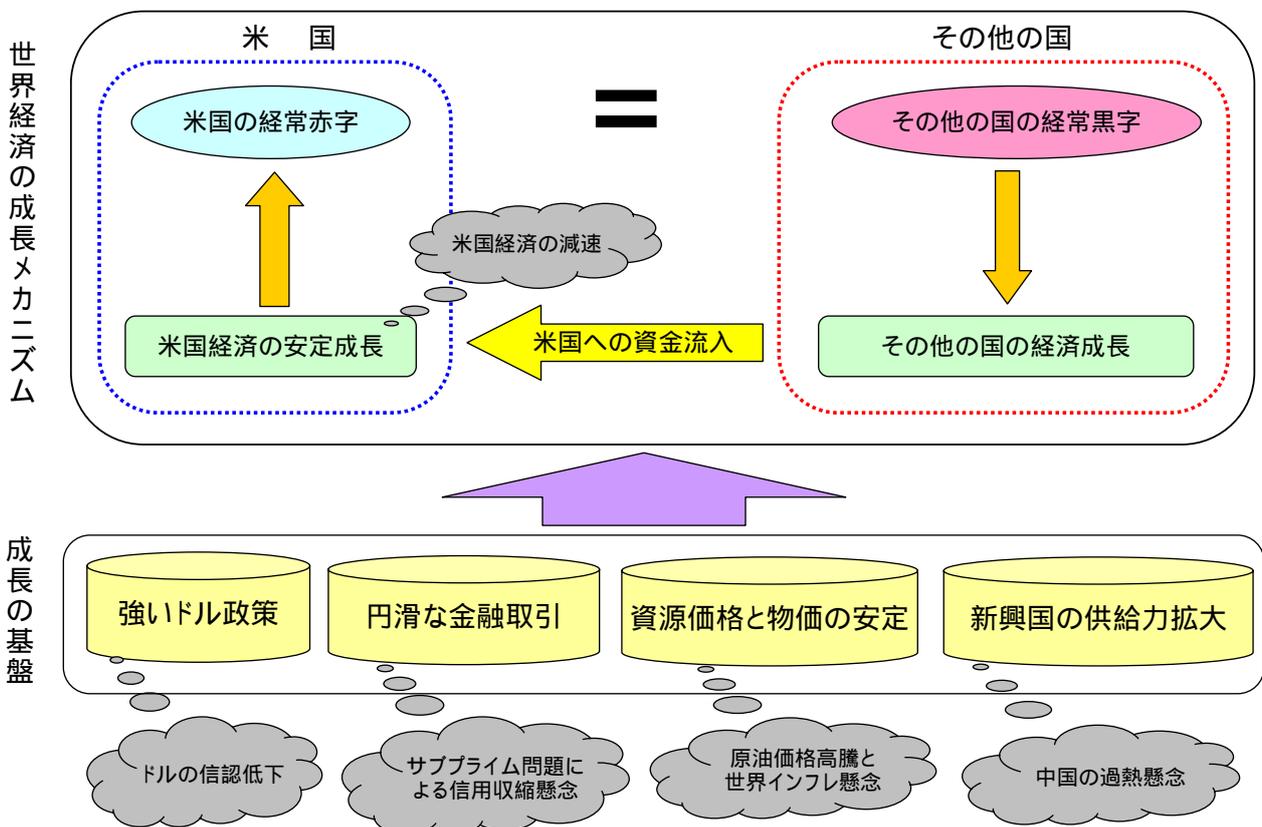
これまでの世界経済の高い成長を支えてきた要因としては、まず、米国における需要の

堅調な拡大が挙げられる。米国では移民の流入もあって人口が毎年1%程度の増加を続け、一人当たりの所得も増えて個人消費の拡大が成長を牽引してきた。需要の拡大を満たすためには国内での供給だけでは間に合わず、海外からの輸入が必要となる。こうしたニーズを満たしたのが中国など新興国における工業化の進展である。世界経済全体で見れば、米国の需要の拡大を新興国を中心とした供給力の拡大によって満たしていったことになる。結果として世界経済全体が高い成長を遂げると同時に、米国の経常赤字は拡大を続け、米国以外の国・地域では経常黒字が拡大することになった。

こうした経常収支の不均衡は長くは続かないと指摘されていたが、強いドル政策を背景に米国の国債や株式への海外からの投資によって米国への資金還流が続き、世界経済の成長メカニズムが支えられた。また、2000年代前半は原油をはじめとする資源価格が比較的 low水準で推移しており、資源価格が上昇し始めてからも新興国の供給力の拡大を背景に工業製品の価格は安定が続いていた。物価の安定やそれが影響した低金利は持続的な世界経済の高成長を可能にしたと考えられる。

このような世界経済の成長メカニズムにかげりやひずみが生じてきている。米国を中心とする世界経済の減速、原油を初めとする資源価格の高騰と世界的なインフレ懸念、サブプライムローン問題による世界の金融市場の混乱など、多くの出来事がこれまで可能であった世界経済の成長を阻害する要因として懸念されるようになった(図表2)。

図表2 世界経済の成長メカニズムとその変調



儲けにくく、稼ぎにくい日本経済

世界経済の成長メカニズムが変わってくると、日本経済の成長の姿にも影響してくる。まず、欧米を中心に世界経済がスローダウンしてきたため、これまで景気回復を支えてきた輸出が減速し、さらに生産が伸び悩んできている。

同時に、原油など原材料価格の高騰によって交易条件が悪化して、企業収益が圧迫されている。加えて、こうした変化が急速に起きていることは、企業経営者にとっての先行きの不透明感を強める結果となった。企業収益の悪化と先行きの不確定要因の広がり、ともに企業の設備投資意欲を抑制する要因となる。

さらに、収益環境が厳しくなってくると、企業は賃金など人件費を抑制しようとする一方で、消費者に対する販売価格にコストの増加を転嫁しようとする。結果として、所得と物価両面から個人の実質購買力が低下することになる。消費者の節約志向が高まってくるため個人消費が一段と抑えられる。

もっとも、企業収益が悪化しても、競争力を高めるために不可欠な投資はあり、設備投資は底堅さを見せている。また、消費者物価の上昇が緩やかであり、個人所得もわずかではあるが増えており、個人消費も大きく減少しているわけではない。

海外経済の減速や原材料価格の高騰といった変調は、海外への所得移転に拍車をかけ、日本の企業や個人が儲けたり稼いだりすることを難しくする。企業にとっては「利益なき繁忙」であり、個人にとっては「働けど働けどなお我がくらし楽にならざり」といった状況である。そうした中でもかろうじて設備投資は底堅さを維持し、個人消費も現状の水準を維持しているというのが、今の日本経済の姿である。

(3) 日本経済の展望

日本経済の先行きを決める経済環境の変化

企業や個人が苦しいながらも何とかしのいで、日本経済が成長している状況はこれからも続くのだろうか。それは、今すでに現れている世界経済の環境変化が今後どうなるかということに大きく依存する。

まず、世界経済の成長率は2007年まで続いた5%という高成長からは減速してきている。今後もその水準まで戻るのは難しいだろう。しかし、減速しながらも新興国や資源国の成長は高い水準を維持しており、世界全体でも4%程度の成長は続けると想定した。ITブームが崩壊した2001年の世界経済の成長率は2%台前半まで減速したが、そうした大幅な減速となる可能性は小さいと見る。世界経済の環境は日本経済にとっては引き続き恵まれたものとなるだろう。

また、資源価格は今後も高水準で推移するだろう。原油(WTI)価格は110~130ドル程度の水準での推移が続くため、前年比で見た上昇率は低下してくると想定される。川

上の資源価格の上昇が落ち着いても、川下での価格転嫁の動きはまだ続く。新価格体系へのシフトは、川上の企業にとっては産出価格の上昇が収益を改善させる要因となるが、川下の企業にとっては投入価格の上昇を意味し企業収益を圧迫する要因になる。

企業にとっては厳しい収益環境が続くが、減益になっても利益は比較的高い水準が続く。また、設備や雇用の過剰が解消されていることは企業活動に底堅さをもたらす。日本企業は、高度成長期が終わった70年代半ば以降、バブル期を除けばほぼ恒常的に過剰な設備や雇を抱えていたが、バブル崩壊後3度目の景気回復でようやく過剰感が解消されてきた。足元では景気の減速に影響されて中小企業を中心にやや過剰感が出てきているが、それでもかつてに比べれば過剰の程度は小さい。収益環境が多少厳しくなっても、過剰問題によって設備投資が大きく減ってしまう状況ではなさそうだ。

川下企業への価格転嫁が進むにつれて、消費者物価への転嫁もひろがって個人の実質所得が目減りする。消費段階でのインフレが加速すると消費行動に大きな影響が出てくる。しかし、消費者物価の前年比上昇幅は2%を超えてさらに高まることはなく、原油価格の落ち着きとともに、1%台の緩やかな上昇が続くと想定した。消費者物価の上昇は名目賃金を引き上げる材料となるが、第1次石油ショックの時のように、物価上昇率を大きく上回って賃金が引き上げられ、それがさらに新たな物価上昇をもたらすといったインフレスパイラルの状況には陥らないだろう。物価上昇に見合った賃金の引き上げであれば、企業の収益を過度に圧迫することなく、また消費者にとっては実質賃金の目減りを防ぐことになり、消費の底堅さが増すことになる。

2008 / 2009 年度の見通し

2008 年度は、世界経済の減速と原油価格の高騰という二つの外的ショックが影響して、1年ぶりのマイナス成長で幕を開けたが、今年度中はこれらのショックを吸収していく過程が続くだろう。実質成長率は+1.2%とプラス成長が続くが、改正建築基準法施行によって住宅投資が大幅に減少した2007年度よりもさらに低い成長となる。名目成長率も+0.9%とプラス成長が続くが、小幅な成長にとどまる。

世界経済は減速するものの、中国など新興国を中心に4%程度の成長を維持する。また、原油価格は高水準での推移が続くが、急速な上昇は一服する。このため、追加的なショックで日本経済の成長が下押しされることはなく、外需の寄与はプラス基調を続け、日本経済は底堅さを維持するだろう。

それでも、企業の収益環境が厳しく、個人の所得もなかなか伸びない状況が続くため、設備投資や個人消費の伸びは限定的である。また、これまでの資源価格の上昇が今後も川下に転嫁されて消費者物価の上昇が続くため、実質所得の目減りによって個人消費の伸びが抑えられる。

住宅投資は、改正建築基準法施行の影響が薄れているものの、住宅価格の上昇を背景に

住宅市場が冷え込んでおり、マンション業者など供給サイドの姿勢も慎重になっている。このため、2007年度に大幅に減少した反動の増加はあまり期待できない。また、公共投資は財政再建の観点から、削減基調が続くと推測される。

2009年度は、減速していた欧米景気が持ち直してくる一方で、調整していた原油価格も上昇してくる。もっとも、比較的しっかりした世界経済の成長と高水準の資源価格という基本構図は2008年度と変わらない。成長率が大きく低下することもないと同時に、高まっていく材料も見つけにくい。実質成長率は+1.3%と2008年度とほぼ同じ水準を予測する。

なお、原油価格高騰による輸入価格の上昇が一巡するため、GDPデフレーターはプラスに転じてくる。同時に、名目輸入の増加が落ち着いてくるため、名目成長率は+2.5%と高めになると予想した。

高水準ながら原材料価格が落ち着き、輸出の増加ペースもやや高まるため、企業収益は持ち直してくる。もっとも、設備投資は企業収益の変動にあまり影響されることなく、緩やかな増加を続けるだろう。一方、消費者物価の上昇は1%程度のペースに落ち着いてくるが、賃金の上昇も緩やかなものにとどまる。実質所得はあまり変わらないため、個人消費の高い伸びは期待できないが、小幅な増加は維持するだろう。

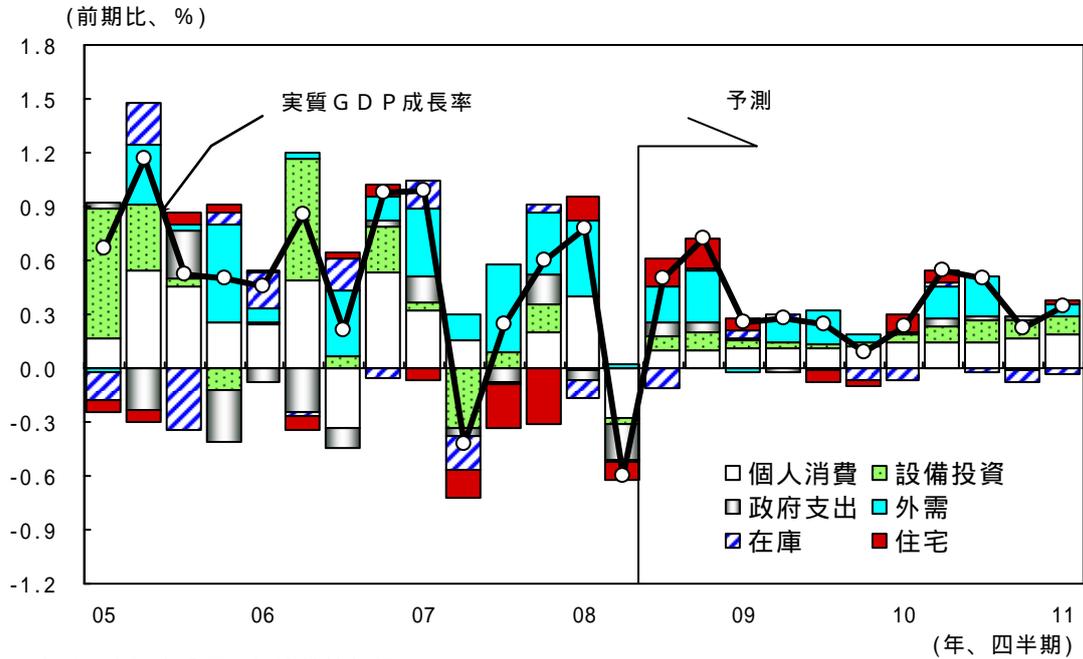
その後も日本経済を取り巻く環境に大きな変化はなく、**2010年度**の実質成長率は+1.4%、名目成長率は+2.4%と予測した。個人消費と設備投資という内需の柱が緩やかな増加を続け、輸出も世界経済の成長を背景に堅調に増加すると予想した。

図表3 GDP成長率の見通し

予測
上段は前期比%、下段、GDPデフレーターは前年同期比%

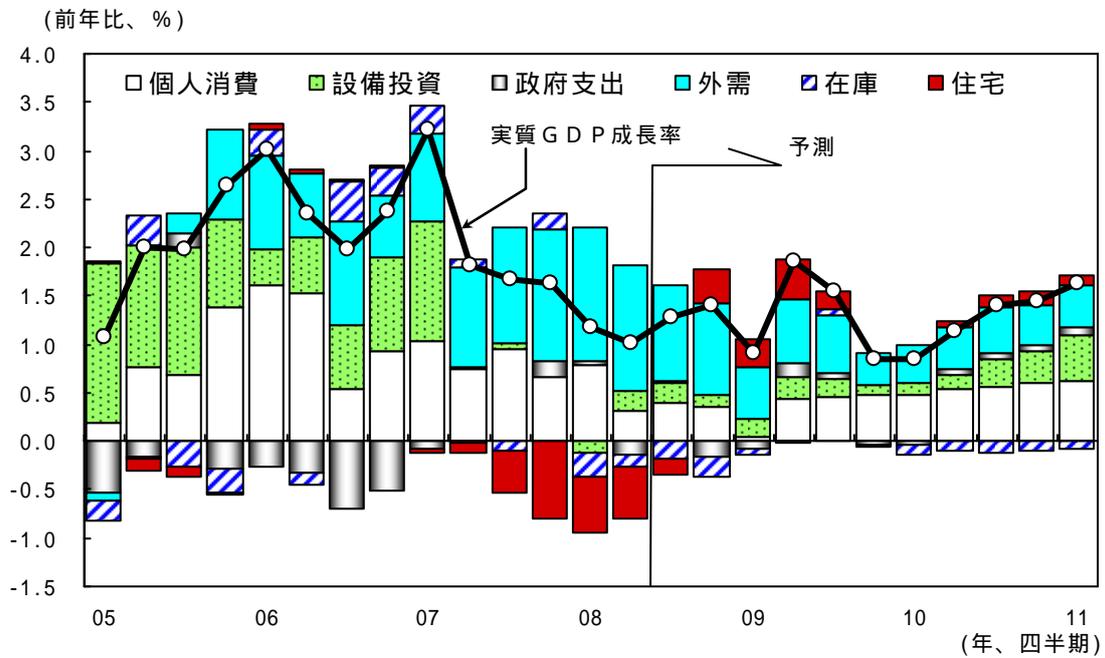
	2007年度				2008年度				2009年度				2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
名目GDP	-0.5	0.0	-0.1	0.2	-0.7	0.8	1.4	0.9	0.4	0.5	0.1	0.5	0.6	0.9	2.5	2.4
	1.3	1.1	0.3	-0.3	-0.6	0.1	1.6	2.4	3.5	3.3	1.9	1.5				
実質GDP	-0.4	0.2	0.6	0.8	-0.6	0.5	0.7	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	1.6	1.2	1.3	1.4
	1.8	1.7	1.6	1.2	1.0	1.3	1.4	0.9	1.9	1.5	0.9	0.8				
デフレーター	-0.5	-0.6	-1.3	-1.5	-1.6	-1.1	0.2	1.5	1.6	1.7	1.0	0.7	-1.0	-0.2	1.2	1.0

図表4 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5 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」

(4) 回復か、後退か、それは問題ではない

昨年10～12月期に「山(ピーク)」をつけて、景気は後退局面に入ったとの見方が強まっている。そこで、景気はいつ「谷(ボトム)」をつけて回復してくるのかということが次の関心事となってくる。しかし、実際の景気はピーク、ボトムがはっきりしない状況が続くのではないだろうか。

世界経済が減速しながらも比較的高いレベルの成長率を維持する。資源価格は高止まりするものの急激な上昇は一服する。また、消費者物価は上昇を続けるが、インフレが高進することはない。こうした、前提に立てば、日本経済は減速しながらも何とか成長を維持するだろう。また、企業の財務体質や収益構造がかつてに比べて改善していることを考えれば、景気が後退しているとしても深い調整にはならず、底堅さを維持するだろう。

同時に、何とか成長が続いても、企業は利益をあげるのが難しい状況が続き、インフレ時代を迎えて個人の実質所得は伸び悩みが続くだろう。儲けにくく、稼ぎにくい日本経済はこれからも続きそうだ。

一方、経済成長率があまり高くない中で弱さが出てくるところもある。自営業者や無職の年金世帯の消費は将来に対する不安も強く、一般の勤労者世帯よりも消費の落ち込みが激しいようだ。また、バブル崩壊後に比べて企業の財務体質や収益力は大きく改善したと言われるが、それはリストラの余地があった大企業中心であって、中小・零細企業は最近の景気減速や原材料価格の上昇に対する抵抗力はあまり大きくないだろう。また、輸出の増加で全体の成長率が高まっても、めぼしい輸出産業のない地方の成長は難しい。

こうした問題は、景気が回復しているか後退しているかということよりも、輸出が牽引してきた中期的な成長が変調をきたしているのではないか、あるいは資源価格の高騰による交易条件の悪化に直面して日本経済は儲けたり稼いだりすることが一段と難しくなるのではないか、といった日本経済の構造的問題と言えるだろう。今までと同じやり方では道が開けてこないという閉塞感が広がってきている。

景気が後退しているから経済対策が必要だという発想では、こうした問題への解決策は出てこないだろう。日本経済の閉塞感を打ち破るのは、やはり個々の民間企業の知恵と活力である。そうした民間の動きが広がりやすい環境を整えることと、同時に経済構造の変化に伴う痛みを強く受けるところに最低限必要な対策を打つことが、政府に求められている役割だろう。

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。このため、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いる。

足元では、自動車やデジタル関連財（半導体や液晶など）などの輸出の伸び悩みや設備投資の低迷により生産が弱含みに転じている。内外の需要の弱さを背景に出荷も弱含みに転じ、一部の業種では在庫が増加してきている。しかし、企業は以前に比べて在庫管理が徹底しており、大幅な生産調整が必要なほど水準は高まっていない。

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低迷することがあり、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。このところ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っており収益は減少に転じているが、そうした動きが落ち着けば再び増益基調に転じよう。

図表6 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	-0.8	-1.0	0.9	0.5	0.1	0.2	0.0	0.2	4.6	2.6	-0.6	0.9
	2.3	2.6	3.3	2.3	1.0	-1.9	-1.4	-0.5	0.6	1.6	1.0	0.5				
在庫指数	-0.2	1.1	1.2	0.0	0.4	-0.2	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	1.6	2.1	0.0	1.0
	1.0	2.4	1.3	2.1	2.7	1.4	0.0	0.0	-0.3	0.2	0.8	1.0				
売上高	3.3	2.0	2.3	-1.5	-0.1	1.4	1.8	4.5	4.2	3.4	3.5	3.7	7.3	1.5	1.9	3.7
経常利益	12.0	-0.7	-4.5	-17.5	-22.0	-14.0	-6.5	4.5	10.2	8.8	9.2	6.5	10.0	-3.3	-10.0	8.6
売上高経常利益率	4.22	3.95	3.65	3.39	3.28	3.34	3.36	3.41	3.46	3.52	3.53	3.52	3.98	3.79	3.35	3.51
設備投資	-2.1	0.6	1.1	-0.1	-0.2	0.5	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	5.6	-0.1	1.2	1.0
	0.1	0.3	0.0	-0.7	1.3	1.3	1.0	1.1	1.5	1.1	0.8	0.7				
在庫投資	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.0	-0.1	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4~6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

国内需要の不振に加え、輸出の伸びの鈍化によって生産は2008年1～3月期、4～6月期と2四半期連続で前期比減少している。中でも、設備投資の減速を反映した一般機械、輸出が伸び悩んでいる自動車、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）などの生産が減少している。

在庫は低水準ながらも、化学などの一部の素材業種やデジタル関連財などの業種で積み上がっている。

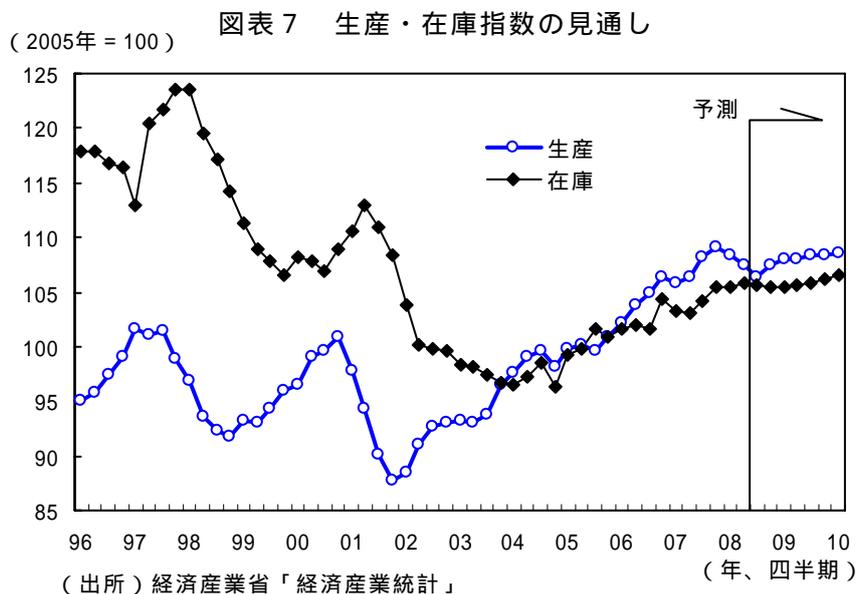
b. 見通し

生産予測調査では小幅ながらも2008年7、8月とも前月比マイナスが見込まれており、7～9月期も前期比でマイナスとなる可能性が高い。中でも、一般機械や自動車などの輸出の伸び悩みが続き、在庫が積み上がっているデジタル関連財で在庫調整が続くことが生産を抑制する。

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年度後半からとなろう。その後は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。もっとも、内需が力強さに欠けるため増加ペースは緩やかにとどまる可能性が高い。

2009年度も外需が堅調な一方で内需の伸びが鈍い状況に変化はなく、生産は緩やかな増加基調にとどまるだろう。

在庫は、デジタル関連財などで調整が続くが、全体の水準はそれほど高いわけではないため大きな調整圧力は生じない。2009年以降は、出荷の拡大に伴って緩やかに在庫が積み増されていく見込みである。



企業収益

a. 現状

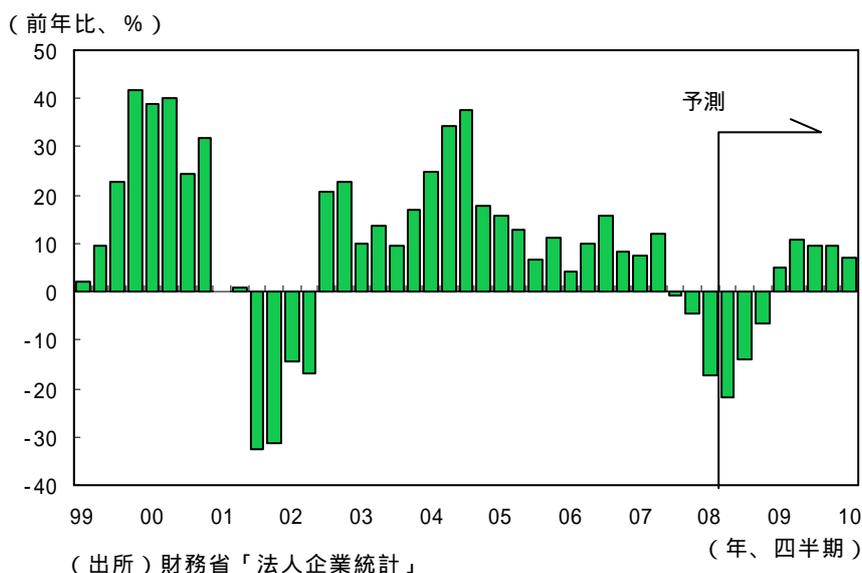
企業の経常利益は、売上高の増加を主因として2006年度までは4年連続で過去最高水準を更新してきたが、徐々に増益幅は縮小し、2007年度は6年ぶりに減益に転じた。四半期ごとの動きでも、2007年7～9月期に前期比でマイナスに転じた後、3期連続でマイナスとなり、マイナス幅も拡大している。内外需要の弱含みによって売上高が低迷しているうえ、原材料価格の高騰によって限界利益率の低下が続いている。さらに、人件費、支払利息などの固定費も増加が続き、経常利益を押し下げている。

b. 見通し

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。内外需要の弱さが続き売上高が伸び悩むうえ、固定費を中心にコスト増加が続く。原材料価格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、2008年度の経常利益は2年連続で減少しよう。もっとも、海外経済の回復により売上高が持ち直してくることに加え、国際商品市況の上昇が一服して限界利益率の悪化に歯止めがかかってくるため、四半期で見ると経常利益の減少幅は徐々に縮小していく。

2009年度は、販売価格の引き上げが浸透してくることや輸出の増加が続くことから、売上高の増加を主因として経常利益は増加に転じよう。しかし、原材料価格が再び上昇してくることや、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可能性があり、増益に転じたとしても大幅な増加は望めない。

図表8 企業利益（経常利益）の見通し



設備投資

a. 現状

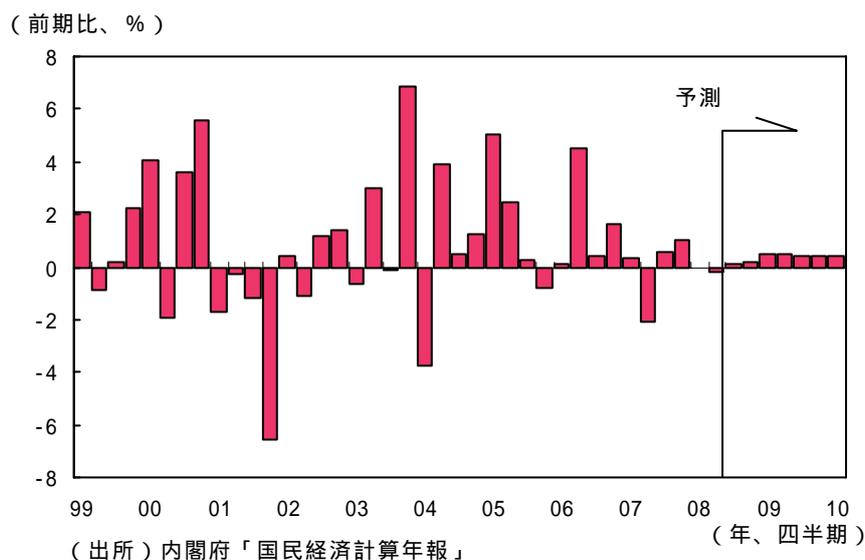
企業の実質設備投資は、2008年1～3月期の前期比 - 0.1%に対し4～6月期は同 - 0.2%とほぼ横ばいでの推移が続いている。もっとも、企業の収益環境が厳しくなっていることを勘案すると、設備投資は底堅く推移しているといえる。先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）も、2008年4～6月期まで4四半期連続で前期比プラスを維持しており、設備投資は今後も大きく落ち込むことはなさそうだ。

b. 見通し

企業収益の悪化が見込まれるなど投資環境は厳しさを増していこうが、設備投資は底堅さを維持する見込みである。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、このところソフトウェアなど機械以外の投資が増えていることや、過剰設備を抱えている状況にないことも、設備投資を押し上げよう。このため、設備投資は2008年後半には増加基調に転じ、2009年度中も増加基調を維持しよう。

もっとも、企業収益が悪化する中で企業マインドは慎重になっており、不要不急の投資については先送りされる可能性がある。このため、設備投資の伸び率は小幅にとどまると考えられ、景気全体を牽引するには力不足である。また、資本財価格の上昇の動きが広がっており、実質での設備投資額を抑制する要因として効いてこよう。

図表9 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、物価上昇率が高まり、家計の負担感は増している。このため、個人消費は増加が一服している。

景気回復や団塊世代の引退などを背景に改善していた雇用環境は、失業率が上昇するなど弱含んでいる。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。雇用者数の伸びも鈍化傾向にあり、雇用環境は徐々に厳しくなると見込まれる。

低迷が続いていた賃金は、消費者物価の上昇を反映して所定内給与を中心に小幅ながら増加が続く。しかし、物価上昇による家計の購買力低下のため、個人消費の伸びは抑制されると見込まれる。

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マンションなど大型物件で着工に遅れが生じていることや、都市圏での地価上昇や資材価格の高騰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 10 家計部門総括表

	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)
一人当たり所得(前年比)	-0.6	-0.6	-0.9	1.6	0.2	0.3	0.3	0.2	0.7	0.8	0.9	1.0	0.1	-0.3	0.3	0.8
所定内給与	-0.4	-0.2	0.1	0.9	0.4	0.6	0.6	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9	-0.4	0.1	0.5	0.9
所定外給与	1.0	1.2	0.1	2.2	0.4	-0.7	-0.1	-0.8	0.3	0.6	0.5	0.9	1.4	1.1	-0.3	0.6
雇用者数(前年比)	1.1	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	1.2	0.7	0.0	0.3
雇用者報酬(前年比)	0.3	0.0	0.2	1.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3	0.4	0.4	1.1
完全失業率(季調値)	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1	4.2	4.1	3.8	4.1	4.2
春闘賃上げ率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.79	1.87	1.92	2.30
個人消費(前期比)	0.3	0.0	0.3	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3				
(前年比)	1.3	1.7	1.2	1.4	0.6	0.7	0.6	0.1	0.8	0.8	0.8	0.9	1.8	1.4	0.5	0.8
可処分所得(前年比)	0.2	-0.1	0.0	1.2	0.3	0.7	0.4	0.4	0.7	1.3	1.3	1.3	0.9	0.3	0.5	1.1
消費性向	96.9	97.2	97.4	97.5	97.7	97.9	98.1	98.2	98.4	98.4	98.4	98.4	96.8	97.5	98.2	98.4

(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、雇用者数は「労働力調査」ベース
 (注2) 雇用者報酬は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」のベース
 (注4) 可処分所得と消費性向は2006年度以外は推計値。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%

	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	-4.3	-7.3	-9.8	4.3	-3.4	5.3	5.4	2.0	0.0	-2.0	-1.0	2.9	0.2	-13.3	-0.5	4.2
新設住宅着工戸数	125.4	80.9	95.5	114.2	111.7	110.6	110.4	114.7	113.5	112.2	112.6	115.6	128.5	103.6	111.5	113.1
持家	32.8	27.1	32.6	32.7	30.6	31.7	34.9	32.8	31.2	32.0	35.5	33.0	35.6	31.2	32.4	32.8
貸家	53.8	32.0	40.7	46.4	48.5	45.5	44.4	46.7	49.3	46.7	45.5	46.9	53.8	43.1	46.2	47.1
分譲	37.7	20.2	22.5	33.0	32.2	32.1	31.6	33.1	32.5	32.3	31.9	33.3	38.3	28.3	32.2	32.4

(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

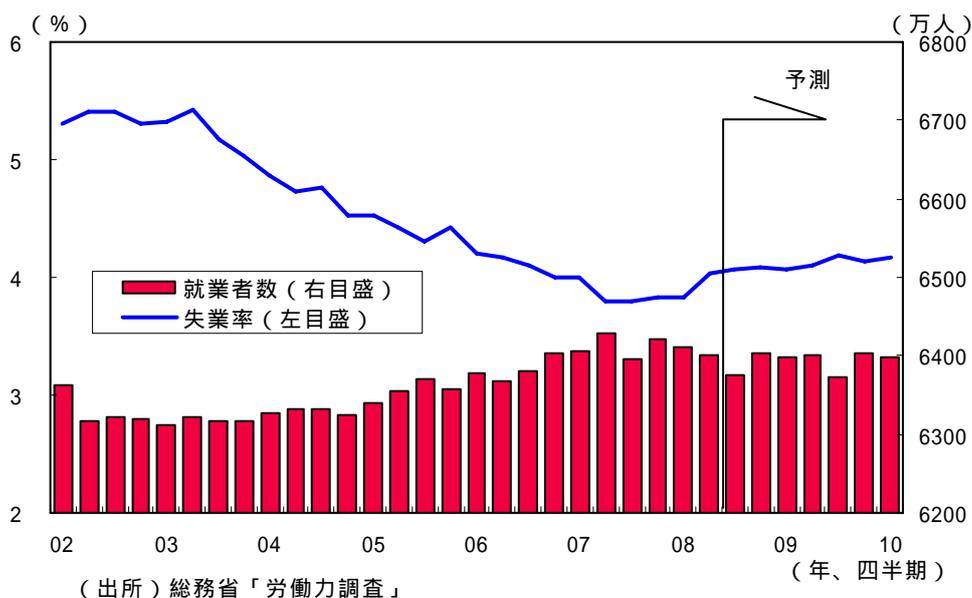
景気回復などを背景とした企業の人手不足感の強まりから、雇用環境の改善が続いていた。しかし、2007年後半以降、改善の動きがみられなくなり、足もとでは弱い動きとなっている。新規求人は減少が続いており、有効求人倍率は2008年6月には0.91倍まで低下している。就業者は、月ごとに変動はあるものの、均してみると2四半期連続で減少しており、就業者のうち雇用者はおおむね横ばいで推移している。完全失業率は、6月は4.1%と前月比で上昇した。4～6月期平均では4.0%となり、2007年1～3月期以来の4%台となった。

b. 見通し

今後、労働力人口の増加が鈍化するなか、就業者の伸びもさらに鈍ってくると考えられるが、予測期間中の就業者は、おおむね横ばいで推移する見込みである。就業者の内訳をみると、雇用者は、企業の収益環境の悪化を反映して、当面、横ばいで推移すると考えられる。2009年に入ると雇用者数は増加してくるものの、伸びは小幅にとどまると見込まれる。一方、自営業などの就業者は減少が続くだろう。

景気低迷を反映して、収入を得るために職を探す人も増加すると予想されるが、それに見合う雇用拡大は見込みにくい。失業率は、企業に雇用過剰感が広がっていないため、大幅に悪化することはないと考えられるものの、じわじわと上昇していくと見込まれる。

図表 11 雇用の見通し



所得・賃金

a. 現状

一人当たり賃金は、2007年以降、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、4～6月期も同+0.2%と増加が続いた。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4～6月期は同+0.4%と増加が続いている。一方、賞与などの特別給与は、6月に前年比-1.5%と減少したため、4～6月期では前年比-0.9%と減少に転じた。夏の賞与は前年比で減少したと見込まれる。

2008年1～3月期に前年比+1.4%と6四半期ぶりの高い伸びを示した雇用者報酬は、4～6月期には前年比+0.5%と増加が続いたが、伸びは鈍化した。

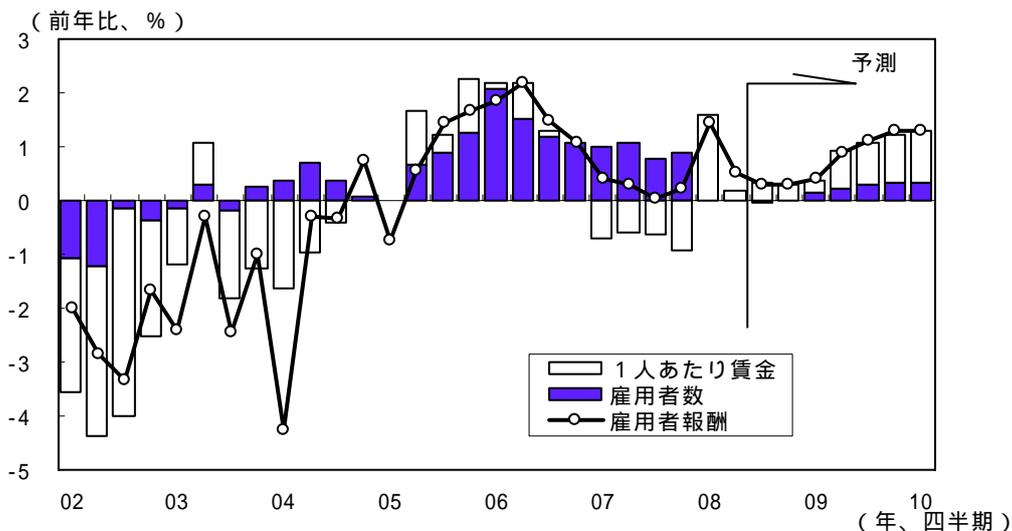
b. 見通し

今後も、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年冬のボーナスは前年比で減少するだろう。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。

家計部門全体の所得は、2008年度中は低い伸びにとどまると予想される。しかし、2009年度には、雇用者の伸びがわずかながらもち直すとともに、一人当たり賃金の伸びが高まることから、所得の増加幅は拡大していこう。

図表 12 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

GDP統計の民間最終消費支出(実質)は、2008年1~3月期はうるう年の影響もあり、前期比+0.7%と増加した後、4~6月期は同-0.5%と7四半期ぶりに減少した。内訳をみると、耐久財は前期比+2.8%と増加が続いているものの、非耐久財、半耐久財、サービスが減少した。特に、非耐久財は、1~3月期にうるう年の影響で増加した反動や価格上昇を反映して、前期比-1.9%と大幅な減少となった。

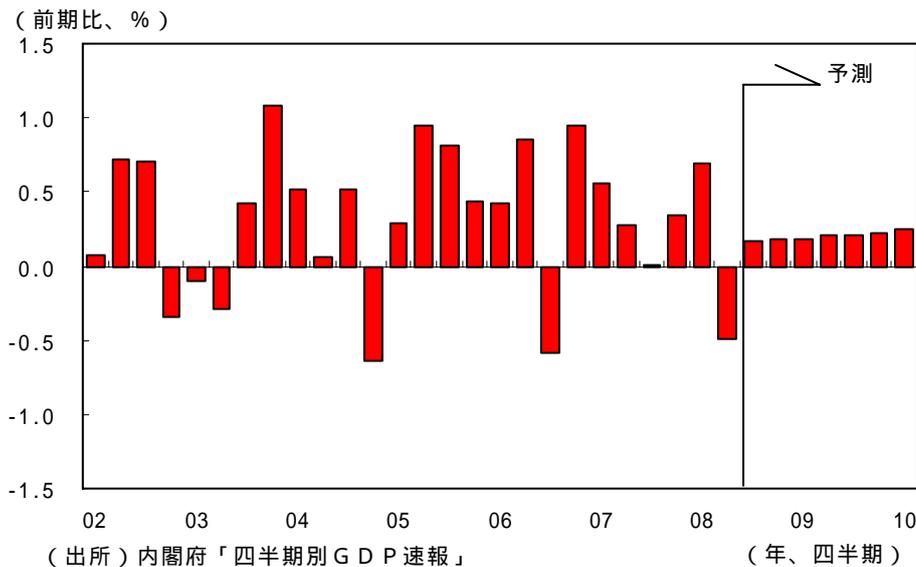
b. 見通し

食料品などの生活必需品の相次ぐ値上げにより、消費者物価上昇率が高まっている。このため、家計の負担感は重くなっており、消費者マインドは悪化が続いている。さらに、企業の収益環境が厳しいなか、消費の基調を決める所得の改善速度が、今後急速に高まって、速いテンポで消費が増加するとは考えにくい。

2008年7~9月期は、北京オリンピックや猛暑の影響で薄型テレビ、エアコンなどの耐久財の消費は増加すると考えられる。しかし、生活必需品の価格上昇により家計の購買力は低下し、節約志向が高まっていることから、個人消費は2008年度を通じて低い伸びにとどまると見込まれる。2009年度も、所得が緩やかに増加することから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 13 民間最終消費支出(実質)の見通し



住宅投資

a. 現状

昨年6月の改正建築基準法の施行以降、極端に低迷していた着工件数は、次第に水準を上げてきたが、このところ回復の動きが一服している。2008年4~6月期の新設住宅着工戸数は前期比 - 2.1%減の111.7万戸となり、同期の実質住宅投資は前期比 - 3.4%（前年比 - 15.6%）と減少した。

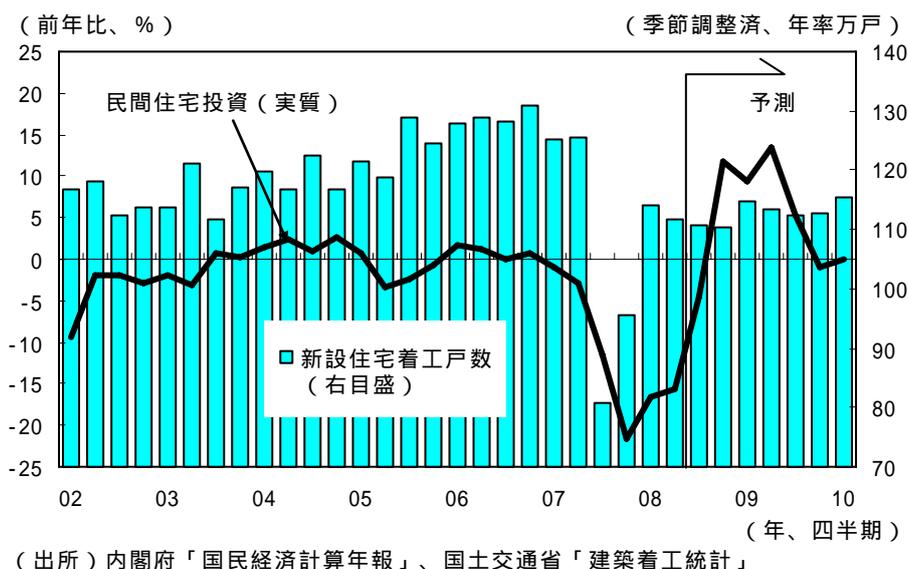
b. 見通し

住宅投資をめぐる環境は、改正建築基準法の影響を除いたとしても、このところかなり厳しいものになってきている。首都圏などでは物件価格の上昇によりマンションなどの販売が大幅に鈍化していること、景気の悪化観測から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、新設住宅着工に関し楽観的な展望は持ちにくく、当面、改正建築基準法前の水準に戻ることは期待し難い。

とは言え、改正建築基準法の影響で、足下の着工水準は過去と比較してもかなりの低水準となっているため、今後の住宅着工は、環境が悪い中、緩やかに上昇していくものと予想される。

今後の住宅投資は緩やかな増加基調を辿るものの2007年度の大幅な減少に比べると回復力は弱く、2008年度の住宅投資は - 0.5%と小幅ながら減少すると見込まれる。2009年度の住宅投資は、前年度の増加基調が続くため + 4.2%の増加が見込まれる。

図表 14 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、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拡大したが、財政構造改革路線は基本的には維持されてきた。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 15 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	-0.2	-0.4	0.8	-0.2	-0.9	0.4	0.2	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-1.8	0.2	-0.4	0.1
公共投資	0.0	0.1	0.8	0.1	-0.7	0.0	-0.7	-0.3	0.6	0.3	-0.1	-0.2	-9.1	-1.8	-5.3	-3.1
政府最終消費	-2.6	-2.0	0.1	1.0	-5.2	0.2	-0.5	-0.6	-0.9	-0.9	-1.2	-0.7	0.1	0.7	0.7	0.9
	-2.8	-0.5	-1.8	-2.0	-6.9	-4.6	-4.8	-5.4	-2.2	-3.1	-3.6	-3.2	0.4	0.3	1.4	0.6
	0.2	0.1	0.9	-0.5	0.1	0.5	0.3	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	1.0	0.4	1.1
	0.4	0.3	1.4	0.6	0.5	1.0	0.4	1.1	1.1	0.9	0.8	0.6	1.1	0.9	0.8	0.6

公共投資

a. 現状

政府は、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を示しており、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。

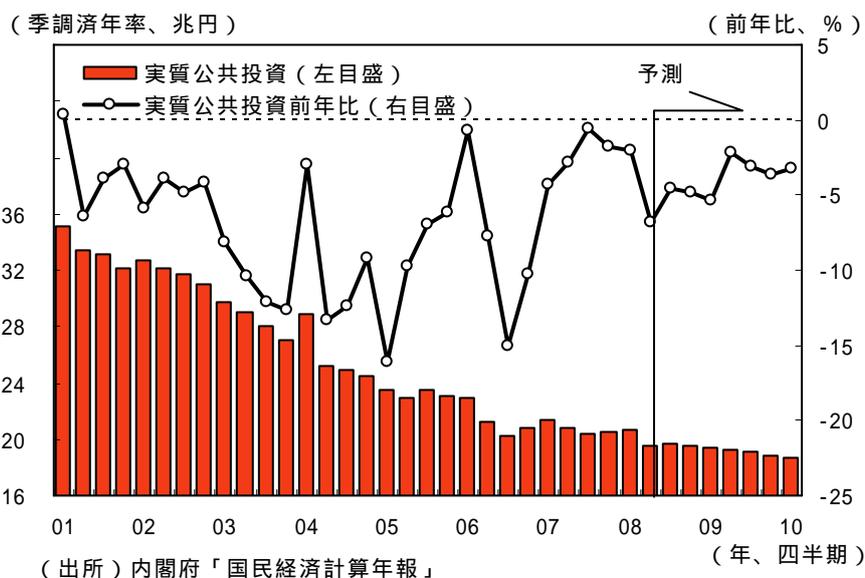
2008年4～6月期の実質公共投資は前期比 - 5.2%と大幅に減少した。これまで2四半期連続で増加していた反動もあるが、減少傾向が続いていることが示された。

b. 見通し

2008年度の実質公共投資は、2007年度の前年比 - 1.8%から同 - 5.3%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%と今年度よりやや小幅な減少が見込まれる。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 16 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4～6月期の政府消費（実質）は前期比+0.1%と小幅の増加にとどまっているが、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、一時的な動き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と予想される。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大きな変化はなく、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+0.7%に対し、2008年度は同+0.7%、2009年度は同+0.9%が見込まれる。

図表 17 政府最終消費の見通し



(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再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。

実質輸入は、実質輸出に比べ伸びが小さいが、基調としては増加している。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ため、対アジアを中心に製品・部品の輸入が拡大する。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いる。

図表 18 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	1.8	2.8	2.3	2.5	1.8	0.8	1.2	1.5	1.6	2.0	2.3	2.5	2.8	2.0	1.6	1.9
(前期比年率)	4.8	4.8	-0.2	0.9	1.9	0.5	1.5	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	2.6	2.7	2.2	2.1	1.5	1.0	0.7	0.3	1.0	1.3	1.8	2.1	2.9	2.7	1.3	1.1
(前期比年率)	1.4	2.6	1.5	2.9	-0.9	0.6	0.3	1.3	1.7	2.1	2.2	2.3	-	-	-	-
アジア実質GDP	9.2	8.9	8.8	8.4	7.7	7.0	7.3	7.5	7.5	7.9	7.9	8.4	8.3	8.8	7.6	7.7
(うち中国実質GDP)	12.6	11.5	11.3	10.6	10.1	9.1	10.1	10.5	10.0	10.5	10.0	10.5	11.6	11.9	10.0	10.3
経常収支(兆円)	6.4	6.3	6.2	5.6	4.8	4.8	6.2	6.7	7.5	7.0	7.3	7.3	21.2	24.5	22.5	28.7
貿易収支(兆円)	3.1	3.3	3.0	2.3	1.7	1.8	2.5	3.4	3.4	3.5	4.0	3.8	10.5	11.7	9.8	14.6
サービス収支(兆円)	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.5	-0.5	-0.7	-0.7	-2.3	-2.6	-2.3	-2.5
所得収支(兆円)	4.3	4.0	4.2	4.3	4.0	4.3	3.8	4.4	5.1	4.8	4.2	4.8	14.2	16.8	16.2	17.8
輸出額(前年比)	13.2	10.7	10.0	6.0	1.8	3.5	6.3	7.9	10.9	8.1	6.0	5.8	13.4	9.9	4.9	7.6
輸出数量(前年比)	4.2	5.7	11.2	9.8	4.7	3.9	3.0	3.2	7.4	6.1	4.9	4.8	5.6	7.7	3.7	5.8
輸入額(前年比)	9.8	6.3	11.4	10.2	10.9	14.1	6.4	3.9	2.2	-1.9	1.6	4.2	13.1	9.4	8.7	1.5
輸入数量(前年比)	-3.9	-4.9	-2.1	-1.6	-1.0	-1.1	-3.4	-1.6	0.9	2.2	1.2	1.2	3.0	-3.1	-1.8	1.4
原油相場(WTI、ドル/バレル)	65.0	75.4	90.7	97.9	124.0	123.0	112.0	110.0	112.0	115.0	118.0	120.0	64.9	82.2	117.2	116.3
原油相場(ドバイ、ドル/バレル)	64.8	70.0	83.3	91.2	116.9	119.0	108.0	106.5	108.5	111.5	114.5	116.5	60.9	77.3	112.6	112.8
ドル円相場(円/ドル)	120.7	117.8	113.1	105.2	104.5	108.3	109.5	110.3	111.3	112.0	112.8	113.0	116.9	114.2	108.1	112.3

(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

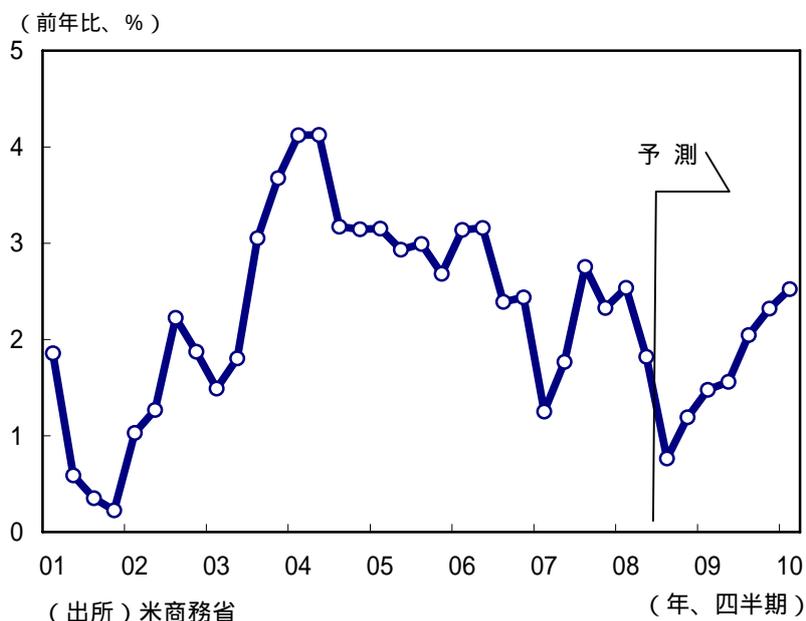
米国の4~6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%(前年比+1.8%)であった。輸出の好調と輸入の減少により、成長率に対する純輸出(輸出-輸入)寄与度が+2.4%と、およそ30年ぶりの高さとなったことが下支えした。一方、住宅市場の調整とガソリン価格の上昇が続き内需は総じて低迷した。物価については、FRB(連邦準備制度理事会)が重視する個人消費価格指数(コアベース)上昇率が前年比+2.4%(6月)と、物価安定の目安である1~2%を上回っている。このため、FRBは昨秋からの連続利下げを4月を最後に休止し、政策金利のFF金利を2%に据え置いている。また、総額1,680億ドルの景気対策の柱となる所得減税については、4~6月期に税還付が実施され個人消費を下支えした。

b . 見通し

2008年後半の米国経済は、住宅投資の減少や個人消費の伸び悩みにより、1%程度の低成長が続く見通しである。世界経済の好調による輸出の拡大に加え、原油価格の下落が鮮明となっていることが個人消費の下支えとなりマイナス成長は回避するものの、2%台後半とされる潜在成長率を大幅に下回る推移が続く見通しである。

2009年には、住宅市場での在庫調整が進展し、住宅価格の下落にも歯止めがかかる見通しである。このため、住宅部門に起因する調整圧力が徐々に解消されるほか、自動車を中心とする製造業の在庫調整圧力も一巡するとみられ、成長率は徐々に巡航速度に回復する見込みである。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、2010年初めにかけてFF金利は3.5%まで引き上げられる見通しである。

図表 19 米国の実質GDP成長率の推移



欧州

a. 現状

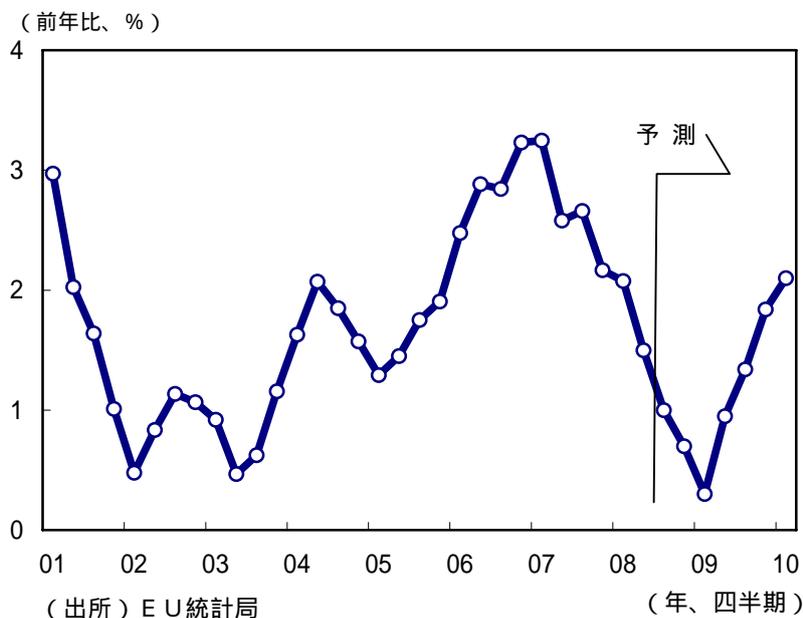
欧州（ユーロ圏）の2008年4～6月期の実質GDP成長率は前年比+1.5%と、潜在成長率とされる2%を下回り、3年ぶりの低成長となった。これまで景気拡大のけん引役であった企業部門に息切れがみられるほか、インフレ率の上昇により個人消費が鈍化している。また、スペインやアイルランドなど住宅価格が急速に上昇していた一部の国々では、米国と同様に住宅市場の調整が深刻化していることも景気を下押ししている。景気の減速傾向とサブプライムローン問題の影響が懸念される中、ECB（欧州中央銀行）はインフレへの強い警戒感を示し、政策金利である短期レポ金利を7月に4.25%に引き上げ昨夏以来となる利上げを実施した。

b. 見通し

2008年の欧州の実質GDP成長率は+1.3%と2007年の+2.7%から低下し、潜在成長率とされる2%を3年ぶりに下回る。地理的に近い中東欧、ロシア、中東や、中国などの新興国向け輸出が景気の下支えとなるものの、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。

2009年は年初まで景気の減速が続くことから、成長率は+1.1%に低下する見通しである。もっとも、物価上昇が一服するほか住宅市場の調整も底打ちするとみられることから、成長率は持ち直してくる見通しである。ECBは、サブプライムローン問題の混乱が改善に向かう2009年に追加利上げを実施する見通しである。

図表 20 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4~6月期の実質GDP成長率は、前年比+10.1%と10四半期連続で2桁成長を記録した。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ほか、個人消費も力強さを増している。足元では、人民元相場の上昇による繊維など輸出産業の業績低迷や、北京オリンピック後の景気減速が懸念されており、中国政府は金融機関の融資総量を抑制する政策を一部緩和すると発表し景気への配慮をみせている。

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成長率は2008年初めにかけて拡大が続いたが、足元ではインフレ圧力の高まりや米国向け輸出の鈍化などから減速の動きがみられる。

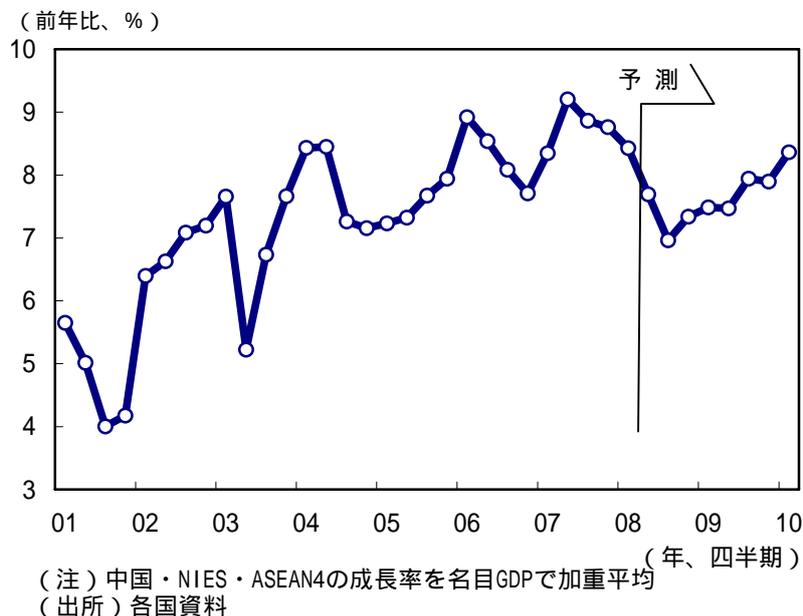
b. 見通し

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、北京オリンピック後の2009年についても+10.3%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予想されるものの、自動車や携帯電話などの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る。人民元については、急速な相場上昇ペースは徐々に落ち着き、小幅なテンポでの人民元高誘導に転じる見通しである。

韓国、台湾など中国以外のアジア地域の成長率は、2008年は米国経済の低迷により、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年には再び加速してくる見通しである。

図表 21 アジアの実質GDP成長率の推移



輸出入

a. 現状

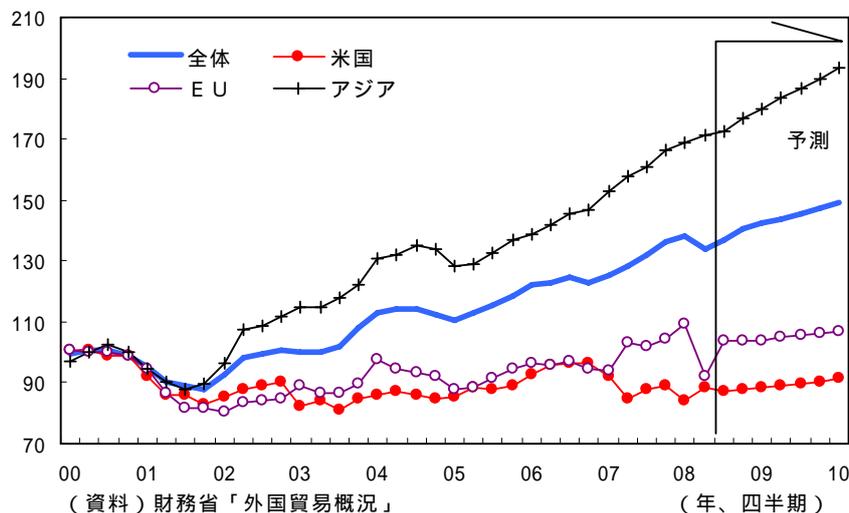
輸出は鈍化している。実質輸出は2008年4～6月期に前期比 - 2.3%と、2005年1～3月期以来の減少を記録した。一方、実質輸入も減少（同 - 2.8%）したため、4～6月期の外需（＝輸出－輸入）の実質GDP成長率への寄与度は前期比ゼロであった。中東やロシアなど資源国向けは底堅く推移しているものの、米国向け輸出の減少が続いたことに加えて、これまで堅調であった欧州向けやアジア向けが勢いを欠いた。

b. 見通し

目先、実質輸出は勢いを欠くであろう。米欧の景気が減速しているほか、中国では金融引き締めや、オリンピック開催を優先し産業活動が制約された影響もあるとみられる。もっとも、それらの結果として、2008年前半に北京オリンピック関連の特需はあまりみられず、オリンピック後の反動減も限定的であろう。また、基調として中国は固定資産投資を中心とした高成長を持続しており、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。新興国や資源国向けに牽引されて、実質輸出は緩やかに増加するであろう。2009年度には、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。

実質輸入は、国内の最終需要や生産活動に見合って伸び悩みが続くであろう。このため、実質GDP成長率に対する外需の寄与度は、2008年度に0.9ポイント、2009年度に0.5ポイントと大きなものになる。一方で、2008年度は原油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、企業収益と関連が深い名目貿易収支黒字は縮小する。2009年度は、輸出品の値上げが緩やかに進むことや、原油価格がそれほど上昇しないこともあり、名目黒字は再び拡大するだろう。また、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。

図表 22 地域別輸出数量の推移
(2000年 = 100)



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、足元で上昇が一服しているが、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、内外経済の下振れリスクにより、政策金利は据え置きが続いている。金融市場の混乱は収まりつつあり、内外経済の先行き不透明感が後退す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、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。ユーロ高には歯止めがかかり、資源国通貨は資源価格と連動した動きがみられる。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 23 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	124.0	123.0	112.0	110.0	112.0	115.0	118.0	120.0	64.9	82.2	117.2	116.3
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	64.8	70.0	83.3	91.2	116.9	119.0	108.0	106.5	108.5	111.5	114.5	116.5	60.9	77.3	112.6	112.8
国内企業物価	1.7	1.6	2.3	3.4	4.8	7.1	4.9	3.1	2.4	1.8	1.8	2.0	2.0	2.2	5.0	2.0
消費者物価(総合)	-0.1	-0.2	0.5	0.9	1.4	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	0.3	0.2	1.5	1.1
生鮮食品を除く総合	-0.1	-0.1	0.5	1.0	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	0.1	0.3	1.5	1.1
無担保コール翌日物(%)	0.514	0.498	0.493	0.506	0.507	0.500	0.500	0.500	0.500	0.750	0.750	1.000	0.209	0.502	0.500	1.000
TIBOR3ヶ月(%)	0.667	0.795	0.852	0.849	0.840	0.838	0.900	0.950	0.950	1.000	1.000	1.133	0.423	0.791	0.882	1.021
新発10年国債(%)	1.74	1.72	1.56	1.39	1.61	1.55	1.55	1.60	1.60	1.70	1.75	1.75	1.77	1.60	1.58	1.70
日経平均株価(円)	17692	16908	16027	13294	13813	13290	14000	14500	15000	15000	15500	15500	16407	15980	13901	15250
TOPIX(ポイント)	1736	1646	1547	1298	1350	1287	1360	1420	1470	1470	1520	1520	1644	1557	1354	1495
ドル円相場(円/ドル)	120.7	117.8	113.1	105.2	104.5	108.3	109.5	110.3	111.3	112.0	112.8	113.0	116.9	114.2	108.1	112.3
ユーロ円相場(円/ユーロ)	162.8	162.0	163.9	157.7	163.3	165.1	163.2	163.7	164.1	163.5	164.1	164.4	150.0	161.6	163.8	164.0

(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

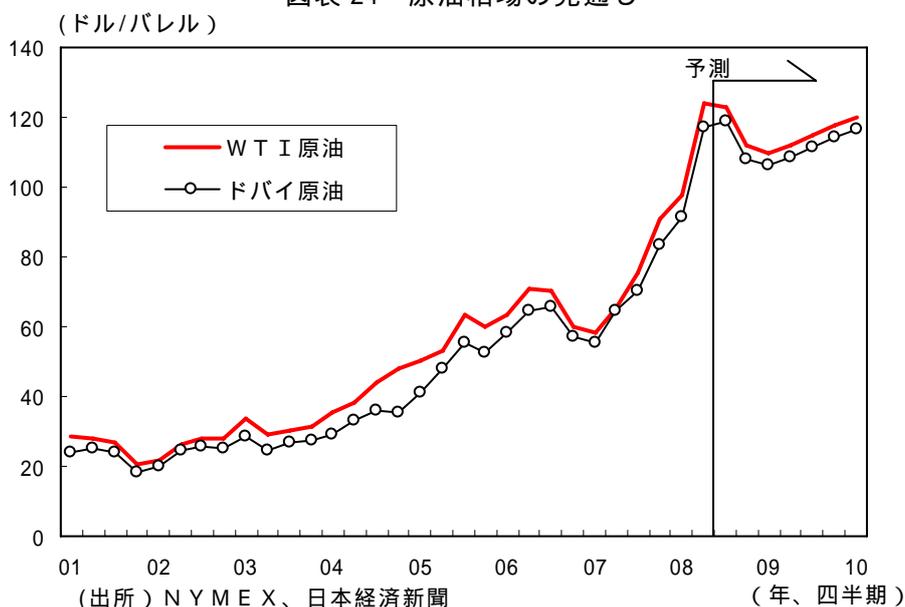
原油相場（WTI、期近物）は、2008年1月2日に史上初の1バレル＝100ドルの取引が成立した。2月にいったん90ドル割れまで下落したものの、金融市場が不安定な中で原油を有望な投資対象とする見方も広がった。7月に入ると、欧州の利上げ観測を背景としたドル相場の下落、イランとイスラエルの間における軍事的な緊張、ナイジェリアの治安情勢やブラジルの石油会社でのストライキへの懸念により、11日には一時147.27ドルの史上最高値をつけた。もっとも、その後、ドル相場は上昇に転じ、景気減速による石油需要の鈍化が懸念されて、8月半ばには原油相場は110ドル台前半まで下落した。当局による投機抑制が検討されていることも、相場の抑制要因とみられている。

b. 見通し

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、足元の景気減速の大きな要因になっている。欧州や日本に加えて、米国でもガソリン需要が減退している。また、需要が旺盛な中国でも、オリンピック後には石油製品価格の引き上げが進められるとみられ、需要の伸びが抑制されてくるであろう。需要全般の伸び悩み傾向を受けて、2008年末にかけて原油相場は下落傾向が続く可能性がある。

しかし、2009年には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。中国やインドにおいて、モータリゼーションを背景とした石油の需要が本格化するのはまだこれからであり、引き続き需給逼迫観測は生じやすいだろう。

図表 24 原油相場の見通し



国内企業物価と消費者物価

a. 現状

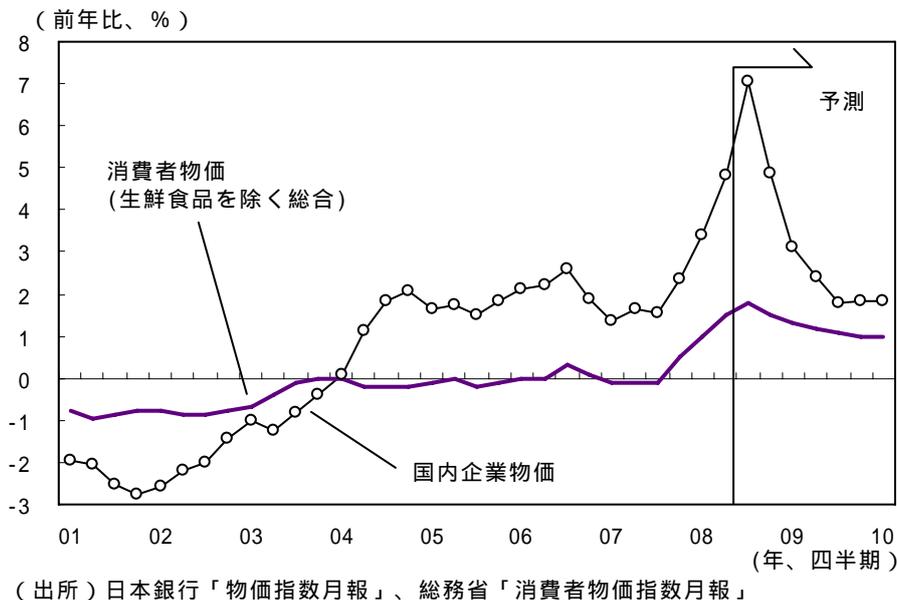
原油、金属、穀物など国際商品市況の上昇が続き、物価の押し上げ要因になっている。7月の国内企業物価は前年比+7.1%と1981年1月以来の高い伸びとなった。鉄鋼や石油製品などのほか、一部の輸送機械や工作機械などの加工製品にも価格上昇が及んできている。6月の消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）は同+1.9%と、昨年10月にプラスに転じた後、伸び率が徐々に高まっている。2007年半ばまでは、商品市況が大幅に上昇しても消費者物価上昇率はゼロ前後に抑制されていたが、足元ではガソリンや電気代などのエネルギー関連に加えて、食料品や日用品の値上げも相次ぎ、物価全体を押し上げている。

b. 見通し

急な上昇は一服するものの、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価格は高止まりすると見込まれる。鉄鋼、石油製品、食料品など素材製品への価格転嫁が続くのに加え、素材製品を使用している機械製品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5.0%と1980年度以来の高い水準となり、国際商品市況の上昇が落ち着いてくる2009年度も2.0%と上昇が続く見込みである。

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、企業は資材価格の上昇分を最終消費者への販売価格に転嫁する動きを継続するほか、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ってくる。賃金の上昇率は小幅にとどまるため1970～80年代のような高インフレになる可能性は小さいが、消費者物価上昇率は2008年度に1.5%にまで拡大し、2009年度も1.1%と上昇が続く見通しである。

図表 25 国内企業物価と消費者物価の見通し



(2) 金融政策

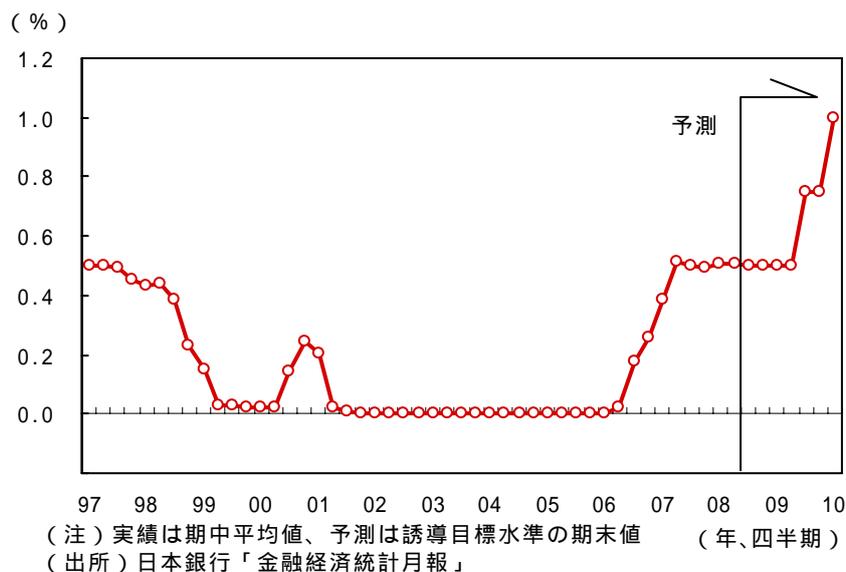
日本銀行は2007年2月21日に無担保コール翌日物金利(政策金利)の誘導目標を0.25%から0.50%に、基準貸付利率(旧公定歩合)を0.4%から0.75%に引き上げた後は追加利上げを見送っている。

日本銀行は、4月の展望レポートでは国内景気に対する基本的見解を「エネルギー・原材料価格高の影響などから減速している」としていたが、7月の中間評価において「エネルギー・原材料価格高を背景に、設備投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、さらに減速している」に下方修正し、景気の先行きに対する懸念を強めている。また、具体的な成長率、物価の見通しについても、「2008年度を中心に、成長率は幾分下振れる一方、物価は、国内企業物価・消費者物価(除く生鮮食品)とも上振れる」と予想を修正している。

金融政策については、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が、その当時と比べて足元ではさらに慎重になっていると考えられる。

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。日本銀行が指摘している、国際金融資本市場の不安定さ、米国経済など世界経済の下振れリスク、国際商品市況の高騰に伴う国内民間需要の下振れリスクが弱まっ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年の夏場以降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 26 無担保コール翌日物金利の見通し



(3) 金融市場

金利

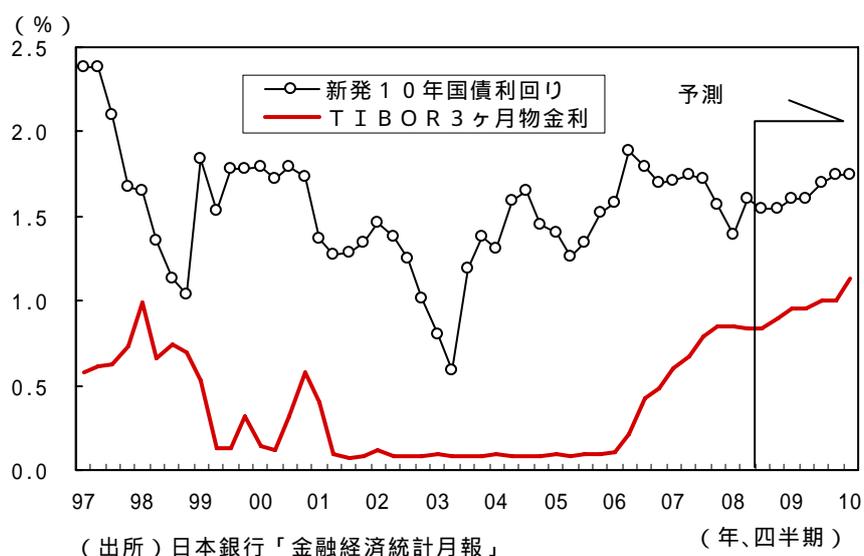
利上げが見送られる中、3ヶ月、6ヶ月といったターム物金利は、長めの期間の資金調達圧力が強いこともあって、翌日物金利の水準と比べるとやや高い水準での推移が続いている。当面は追加利上げが行われるまでは現状水準レベルで推移し、利上げ後は次回の利上げのタイミングを探りながら緩やかに上昇していくと考えられる。TIBOR3ヶ月物金利は利上げのタイミングをにらんで2008年度末にかけて小幅上昇後、2009年度中の利上げを受けて年度末には1.2%程度まで上昇しよう。

長期金利(10年物国債利回り)は、世界的な金融市場の混乱に対する懸念が後退し内外の株価が反発したことや、米国の長期金利が上昇したことなどから、2008年3月の1.2%台を底にして上昇に転じた。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が金利の上昇を加速させ、6月には一時1.8%台に達した。その後、内外経済の先行き懸念が強まったことや株価が軟調となったことから低下に転じ、8月には1.4%台まで低下した。

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、内外経済の先行きに対する懸念は根強く、金利が一方向的に上昇することは考えづらい。国際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残っていること、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1.6%程度の水準にとどまると考えられる。

2009年度には海外経済の回復や短期金利の上昇によって長期金利にも上昇圧力がかけられると思われ、年度末には1.8%程度まで緩やかに上昇しよう。

図表 27 長短金利の見通し



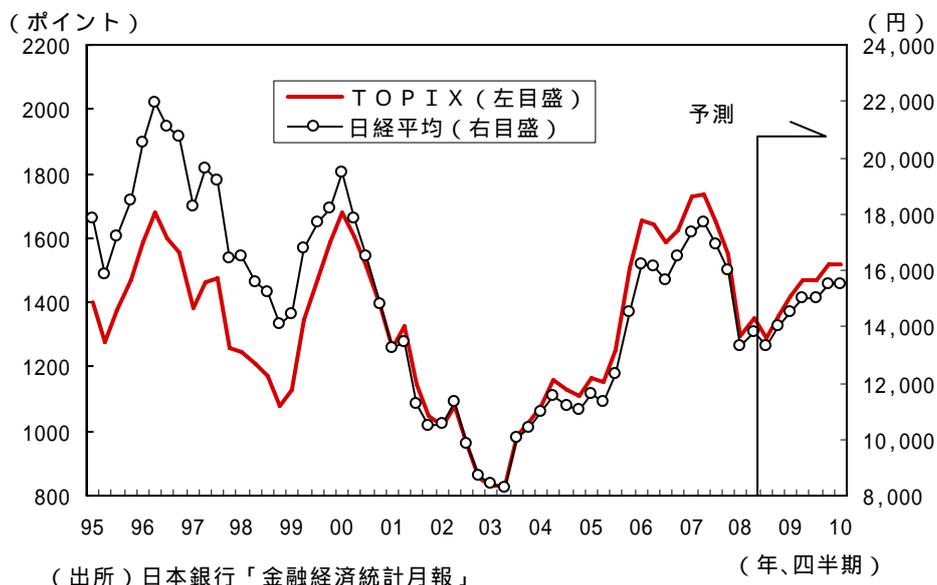
株価

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。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いて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、5月には1万4,000円台まで持ち直した。しかしその後は、内外経済の先行き懸念や米国株価の下落を受けて軟調な展開となり、8月には1万2,000円台まで下落した。

現状の株価水準は企業の収益力から判断すると割安な水準にあるものの、企業利益の減少から割安感が薄らぎつつある。このため、海外株式市場の動向次第では再び上昇基調に転じる可能性があるが、その場合でも大きな上昇は期待できない。日経平均株価は企業業績がしだいに持ち直してくる2008年度末にかけて反発すると予想されるが、それでも1万5,000円を大きく越えていくことは難しいであろう。

2009年度には企業業績の持ち直しが続くことや海外経済の改善によって株価は緩やかに上昇する。ただし、再び国際商品市況が上昇するなど厳しい収益環境が続くため、株価の上昇は小幅にとどまろう。

図表 28 株価の見通し



為替

2007年後半からサブプライムローンを中心に金融情勢が悪化し、米国景気の減速観測が強まる中で、FRB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。しかし、大手証券会社の救済買収や各金融機関の資本増強策により金融情勢への懸念は後退し、ドル安には歯止めがかかった。

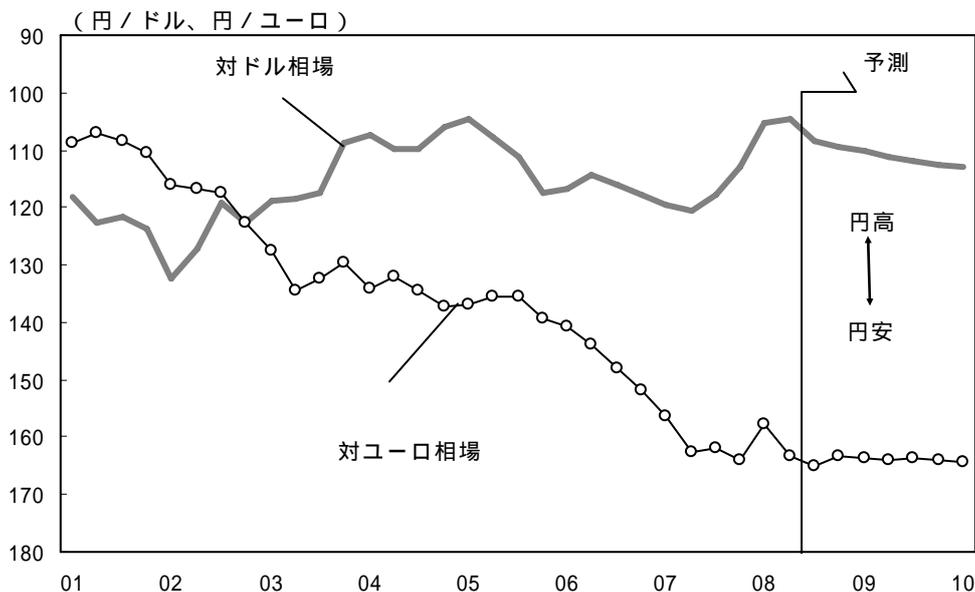
一方、日米に比べて景気が底堅く推移してきた欧州では、ECBによる利上げ観測が強まり、ユーロは高値圏で推移した。7月中旬には、米政府系住宅金融会社の経営不安がドル安・ユーロ高要因になった。ユーロは対円でも上昇し、7月下旬には170円に迫り、最高値を更新した。

もっともその後は、米政府系住宅金融会社の経営不安は当局の対応により後退し、欧州では景気減速観測が強まっている。8月中旬にかけて、ドルは上昇傾向、ユーロは下落傾向で推移し、対円ではドルが110円前後、ユーロが163円前後で推移している。

先行きについて考えると、米国では、2009年に入って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。2010年はじめにかけて、合計1.5%程度の利上げが行われ、ドルは円やユーロに対して緩やかに上昇するであろう。

欧州は、2009年に景気が持ち直してくると、インフレ警戒的な利上げが行われる可能性があるが、景気回復力はそれほど強くないだろう。日銀も小幅利上げを行うとみられるが、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生じやすい状況が続く。ユーロ・円相場はほぼ横ばいでの推移が続くだろう。基本的には、日米欧の景気は連動しており、3極通貨の為替相場は総じて安定した推移が見込まれる。

図表 29 円の対ドル、対ユーロ相場の推移



(出所)日本銀行「金融経済統計月報」

(年、四半期)

図表 30 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%

	2007年度		2008年度		2009年度		2010年度		2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)	2010年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
名目GDP	-0.2 1.2	0.0 0.0	-0.2 -0.2	2.2 2.0	1.2 3.4	0.6 1.7	1.6 2.2	1.0 2.6	0.6	0.9	2.5	2.4
実質GDP	0.2 1.7	1.1 1.4	0.0 1.1	1.1 1.2	0.5 1.7	0.3 0.9	0.9 1.3	0.6 1.5	1.6	1.2	1.3	1.4
内需寄与度(注1)	-0.4	0.3	-0.3	0.7	0.3	0.2	0.6	0.5	0.3	0.2	0.8	1.0
個人消費	0.6 1.5	0.7 1.3	-0.1 0.6	0.4 0.3	0.4 0.8	0.4 0.8	0.5 1.0	0.6 1.1	1.4	0.5	0.8	1.0
住宅投資	-8.7 -7.3	-11.4 -19.2	1.2 -10.0	9.2 10.5	0.0 9.2	-0.5 -0.5	3.3 2.8	0.5 3.9	-13.3	-0.5	4.2	3.3
設備投資	-1.7 0.2	1.3 -0.4	0.0 1.3	1.0 1.0	0.4 1.3	0.3 0.7	1.1 1.5	1.3 2.4	-0.1	1.2	1.0	2.0
民間在庫(注1)	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1
政府支出	-0.1 0.0	0.5 0.4	-0.9 -0.3	0.5 -0.5	0.0 0.4	0.0 -0.2	0.2 0.3	0.2 0.3	0.2	-0.4	0.1	0.3
公共投資	-2.1 -1.6	-0.4 -1.9	-4.7 -5.7	-0.7 -5.1	-1.6 -2.7	-1.9 -3.4	-1.2 -3.2	-1.7 -2.8	-1.8	-5.3	-3.1	-3.0
政府最終消費	0.4 0.4	0.7 1.0	0.1 0.7	0.7 0.7	0.3 1.0	0.4 0.7	0.6 0.9	0.5 1.1	0.7	0.7	0.9	1.0
外需寄与度(注1)	0.6	0.8	0.3	0.4	0.2	0.1	0.3	0.1	1.2	0.9	0.5	0.4
輸出	4.7 8.2	5.8 10.7	-0.2 5.5	2.5 2.2	2.4 5.0	2.2 4.7	2.4 4.6	1.1 3.5	9.5	3.8	4.8	4.0
輸入	1.3 1.5	1.2 2.7	-2.4 -1.2	0.4 -2.0	1.4 1.7	1.6 3.0	1.0 2.6	0.6 1.5	2.1	-1.6	2.4	2.0
GDPデフレーター(注2)	-0.6	-1.4	-1.4	0.8	1.7	0.9	0.9	1.1	-1.0	-0.2	1.2	1.0

(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%

	2007年度		2008年度		2009年度		2010年度		2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)	2010年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
経常収支(兆円)(注1)	12.7	11.8	9.7	12.8	14.5	14.6	16.6	16.7	24.5	22.5	28.7	32.9
貿易収支(兆円)	6.3	5.4	3.5	5.9	7.0	7.8	8.3	9.5	11.7	9.8	14.6	17.8
サービス収支(兆円)	-1.2	-1.4	-1.2	-1.1	-1.0	-1.4	-1.4	-1.8	-2.6	-2.3	-2.5	-3.0
所得収支(兆円)	8.2	8.5	8.4	8.2	9.8	8.9	10.7	9.7	16.8	16.2	17.8	19.3
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	1.1 2.4	1.4 2.8	-1.7 -0.6	0.7 -0.9	0.5 1.1	0.2 0.7	0.6 0.8	0.5 1.2	2.6	-0.6	0.8	1.0
経常利益(法人企業統計、前年比%)	5.9	-11.4	-18.4	-1.1	9.5	7.8	4.5	3.2	-3.3	-10.0	8.6	3.8
国内企業物価	1.7	2.8	6.0	4.0	2.1	1.9	2.3	2.1	2.2	5.0	2.0	2.2
消費者物価	-0.2	0.7	1.6	1.4	1.2	1.0	1.1	1.3	0.2	1.5	1.1	1.2
生鮮食品を除く総合	-0.1	0.8	1.7	1.4	1.1	1.0	1.2	1.3	0.3	1.5	1.1	1.2
ドル円相場(円/ドル)	119.3	109.2	106.4	109.9	111.6	112.9	113.3	114.6	114.2	108.1	112.3	113.9
無担コール翌日物(%) (注2)	0.505	0.499	0.500	0.500	0.750	1.000	1.250	1.500	0.502	0.500	1.000	1.500
TIBOR3ヶ月	0.731	0.851	0.839	0.925	0.975	1.067	1.467	1.717	0.791	0.882	1.021	1.592
長期金利(新発10年国債)	1.73	1.48	1.58	1.58	1.65	1.75	1.85	1.95	1.60	1.58	1.70	1.90
日経平均株価	17,300	14,660	13,551	14,250	15,000	15,500	15,500	16,000	15,980	13,901	15,250	15,750
原油価格(WTI、ドル/バレル)	70.2	94.3	123.5	111.0	113.5	119.0	123.0	126.0	82.2	117.2	116.3	124.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	67.4	87.3	117.9	107.3	110.0	115.5	119.5	122.5	77.3	112.6	112.8	121.0
春闘賃上げ率(%) (注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.87	1.92	2.30	2.20

(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

(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

図表 31 日本経済予測総括表
【輸出入（通関ベース）】

	予測								前年同期比%			
	2007年度		2008年度		2009年度		2010年度		2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
輸出額(円ベース)	11.9	8.0	2.7	7.1	9.5	5.9	8.0	6.8	9.9	4.9	7.6	7.4
数量	4.9	10.5	4.3	3.1	6.7	4.9	4.8	3.5	7.7	3.7	5.8	4.1
輸入額(円ベース)	8.0	10.8	12.5	5.1	0.1	2.9	4.7	3.1	9.4	8.7	1.5	3.9
数量	-4.4	-1.9	-1.1	-2.5	1.6	1.2	1.4	1.4	-3.1	-1.8	1.4	1.4
輸出超過額(兆円)	5.6	4.6	2.2	5.7	6.2	7.3	8.0	9.3	10.2	7.9	13.5	17.3

【所得・雇用】

	予測								前年同期比%			
	2007年度		2008年度		2009年度		2010年度		2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(注1)	-0.6	0.1	0.3	0.3	0.7	0.9	1.0	1.0	-0.3	0.3	0.8	1.0
所定内給与	-0.3	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	0.1	0.5	0.9	1.0
所定外給与	1.1	1.2	-0.2	-0.4	0.4	0.7	0.6	1.0	1.1	-0.3	0.6	0.8
雇用者数	0.9	0.5	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.7	0.0	0.3	0.2
雇用者報酬	0.2	0.7	0.4	0.3	1.0	1.3	1.3	1.3	0.4	0.4	1.1	1.3
完全失業率(季調値)	3.8	3.8	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.3	3.8	4.1	4.2	4.3

(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】

	予測								上段は万戸、下段は前年同期比%			
	2007年度		2008年度		2009年度		2010年度		2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	103.1	104.8	111.2	112.6	112.9	114.1	113.7	115.2	103.6	111.5	113.1	114.1
持家	29.9	32.7	31.1	33.9	31.6	34.3	31.8	34.7	31.2	32.4	32.8	33.1
貸家	42.9	43.5	47.0	45.5	48.0	46.2	48.4	46.6	43.1	46.2	47.1	47.4
分譲	28.9	27.8	32.1	32.3	32.4	32.6	33.0	32.6	28.3	32.2	32.4	32.6
	-19.7	-19.1	7.5	7.9	1.5	1.3	0.7	0.9	-19.4	7.7	1.4	0.8
	-17.5	-5.9	3.9	3.8	1.5	1.2	0.7	1.2	-12.3	3.9	1.4	0.9
	-20.6	-19.2	9.4	5.0	2.1	1.6	0.8	0.9	-19.9	7.2	1.9	0.8
	-22.3	-29.8	11.0	16.9	0.8	0.8	0.7	0.6	-26.1	13.8	0.8	0.6

(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 32 前々回見直し(2008年5月1次QE時点)との比較

2008年度	前々回		修正幅	前年比% 今回	2009年度	前々回		修正幅	前年比% 今回
	前々回	修正幅				前々回	修正幅		
名目GDP	1.6	-0.7	-0.7	0.9	名目GDP	2.3	+0.2	+0.2	2.5
実質GDP	1.8	-0.6	-0.6	1.2	実質GDP	1.6	-0.3	-0.3	1.3
個人消費	1.4	-0.9	-0.9	0.5	個人消費	1.2	-0.4	-0.4	0.8
住宅投資	4.9	-5.4	-5.4	-0.5	住宅投資	3.5	+0.7	+0.7	4.2
設備投資	1.5	-0.3	-0.3	1.2	設備投資	1.5	-0.5	-0.5	1.0
公共投資	-4.1	-1.2	-1.2	-5.3	公共投資	-3.1	0.0	0.0	-3.1
外需寄与度	0.8	+0.1	+0.1	0.9	外需寄与度	0.6	-0.1	-0.1	0.5
デフレーター	-0.2	0.0	0.0	-0.2	デフレーター	0.6	+0.6	+0.6	1.2
鉱工業生産	0.5	-1.1	-1.1	-0.6	鉱工業生産	2.1	-1.2	-1.2	0.9

図表 33 前回見直し(2008年6月2次QE時点)との比較

2008年度	前回		修正幅	前年比% 今回	2009年度	前回		修正幅	前年比% 今回
	前回	修正幅				前回	修正幅		
名目GDP	1.6	-0.7	-0.7	0.9	名目GDP	2.3	+0.2	+0.2	2.5
実質GDP	1.8	-0.6	-0.6	1.2	実質GDP	1.6	-0.3	-0.3	1.3
個人消費	1.3	-0.8	-0.8	0.5	個人消費	1.2	-0.4	-0.4	0.8
住宅投資	4.9	-5.4	-5.4	-0.5	住宅投資	3.5	+0.7	+0.7	4.2
設備投資	1.3	-0.1	-0.1	1.2	設備投資	1.5	-0.5	-0.5	1.0
公共投資	-4.1	-1.2	-1.2	-5.3	公共投資	-3.1	0.0	0.0	-3.1
外需寄与度	0.8	+0.1	+0.1	0.9	外需寄与度	0.6	-0.1	-0.1	0.5
デフレーター	-0.2	0.0	0.0	-0.2	デフレーター	0.6	+0.6	+0.6	1.2
鉱工業生産	0.5	-1.1	-1.1	-0.6	鉱工業生産	2.1	-1.2	-1.2	0.9

図表 34 日本経済予測総括表(四半期ベース)

	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	-0.5 1.3	0.0 1.1	-0.1 0.3	0.2 -0.3	-0.7 -0.6	0.8 0.1	1.4 1.6	0.9 2.4	0.4 3.5	0.5 3.3	0.1 1.9	0.5 1.5
実質GDP	-0.4 1.8	0.2 1.7	0.6 1.6	0.8 1.2	-0.6 1.0	0.5 1.3	0.7 1.4	0.3 0.9	0.3 1.9	0.2 1.5	0.1 0.9	0.2 0.8
内需寄与度(注1)	-0.6	-0.2	0.3	0.3	-0.6	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2
個人消費	0.3 1.3	0.0 1.7	0.3 1.2	0.7 1.4	-0.5 0.6	0.2 0.7	0.2 0.6	0.2 0.1	0.2 0.8	0.2 0.8	0.2 0.8	0.3 0.9
住宅投資	-4.3 -2.9	-7.3 -11.5	-9.8 -21.7	4.3 -16.6	-3.4 -15.6	5.3 -4.5	5.4 11.7	2.0 9.4	0.0 13.4	-2.0 5.4	-1.0 -1.0	2.9 0.0
設備投資	-2.1 0.1	0.6 0.3	1.1 0.0	-0.1 -0.7	-0.2 1.3	0.5 1.3	0.6 1.0	0.3 1.1	0.2 1.5	0.1 1.1	0.1 0.8	0.3 0.7
民間在庫(注1)	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
政府支出	-0.2 0.0	-0.4 0.1	0.8 0.8	-0.2 0.1	-0.9 -0.7	0.4 0.0	0.2 -0.7	0.1 -0.3	-0.1 0.6	0.0 0.3	0.0 -0.1	0.0 -0.2
公共投資	-2.6 -2.8	-2.0 -0.5	0.1 -1.8	1.0 -2.0	-5.2 -6.9	0.2 -4.6	-0.5 -4.8	-0.6 -5.4	-0.9 -2.2	-0.9 -3.1	-1.2 -3.6	-0.7 -3.2
政府最終消費	0.2 0.4	0.1 0.3	0.9 1.4	-0.5 0.6	0.1 0.5	0.5 1.0	0.3 0.4	0.3 1.1	0.1 1.1	0.2 0.9	0.2 0.8	0.2 0.6
外需寄与度(注1)	0.1	0.5	0.3	0.4	0.0	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
輸出	1.9 7.8	2.6 8.6	2.7 10.4	3.4 11.1	-2.3 6.4	0.9 4.6	1.7 3.6	0.7 0.9	1.4 4.8	1.4 5.3	1.0 4.6	0.9 4.8
輸入	1.2 1.4	-0.3 1.5	0.8 2.3	1.2 3.1	-2.8 -1.3	-0.2 -1.1	0.1 -1.8	0.8 -2.1	0.8 1.1	0.5 2.2	0.9 3.0	0.9 3.1
GDPデフレーター(注2)	-0.5	-0.6	-1.3	-1.5	-1.6	-1.1	0.2	1.5	1.6	1.7	1.0	0.7

(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

	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
経常収支(兆円)(注1)	6.4	6.3	6.2	5.6	4.8	4.8	6.2	6.7	7.5	7.0	7.3	7.3
貿易収支(兆円)	3.1	3.3	3.0	2.3	1.7	1.8	2.5	3.4	3.4	3.5	4.0	3.8
サービス収支(兆円)	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.5	-0.5	-0.7	-0.7
所得収支(兆円)	4.3	4.0	4.2	4.3	4.0	4.3	3.8	4.4	5.1	4.8	4.2	4.8
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	0.6 2.3	1.7 2.6	0.9 3.3	-0.7 2.3	-0.8 1.0	-1.0 -1.9	0.9 -1.4	0.5 -0.5	0.1 0.6	0.2 1.6	0.0 1.0	0.2 0.5
経常利益(法人企業統計、前年比%)	12.0	-0.7	-4.5	-17.5	-22.0	-14.0	-6.5	4.5	10.2	8.8	9.2	6.5
国内企業物価	1.7	1.6	2.3	3.4	4.8	7.1	4.9	3.1	2.4	1.8	1.8	2.0
消費者物価	-0.1	-0.2	0.5	0.9	1.4	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
生鮮食品を除く総合	-0.1	-0.1	0.5	1.0	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
ドル円相場(円/ドル)	120.7	117.8	113.1	105.2	104.5	108.3	109.5	110.3	111.3	112.0	112.8	113.0
無担保コール翌日物(%) (注3)	0.514	0.497	0.493	0.506	0.507	0.500	0.500	0.500	0.500	0.750	0.750	1.000
TIBOR3ヶ月	0.667	0.795	0.852	0.849	0.840	0.838	0.900	0.950	0.950	1.000	1.000	1.133
長期金利(新発10年国債)	1.74	1.72	1.56	1.39	1.61	1.55	1.55	1.60	1.60	1.70	1.75	1.75
日経平均株価	17,692	16,908	16,027	13,294	13,813	13,290	14,000	14,500	15,000	15,000	15,500	15,500
原油価格(WTI、ドル/バレル)	65.0	75.4	90.7	97.9	124.0	123.0	112.0	110.0	112.0	115.0	118.0	120.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	64.8	70.0	83.3	91.2	116.9	119.0	108.0	106.5	108.5	111.5	114.5	116.5

(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4-6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 35 日本経済予測総括表(四半期ベース)
【輸出入(通関ベース)】

	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
輸出額(円ベース)	13.2	10.7	10.0	6.0	1.8	3.5	6.3	7.9	10.9	8.1	6.0	5.8
数量	4.2	5.7	11.2	9.8	4.7	3.9	3.0	3.2	7.4	6.1	4.9	4.8
輸入額(円ベース)	9.8	6.3	11.4	10.2	10.9	14.1	6.4	3.9	2.2	-1.9	1.6	4.2
数量	-3.9	-4.9	-2.1	-1.6	-1.0	-1.1	-3.4	-1.6	0.9	2.2	1.2	1.2
輸出超過額(兆円)	2.5	3.0	2.7	2.0	1.0	1.2	2.8	2.9	2.8	3.4	3.9	3.4

【所得・雇用】

	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
一人当たり所得(注)	-0.6	-0.6	-0.9	1.6	0.2	0.3	0.3	0.2	0.7	0.8	0.9	1.0
所定内給与	-0.4	-0.2	0.1	0.9	0.4	0.6	0.6	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9
所定外給与	1.0	1.2	0.1	2.2	0.4	-0.7	-0.1	-0.8	0.3	0.6	0.5	0.9
雇用者数	1.1	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
雇用者報酬	0.3	0.0	0.2	1.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.9	1.1	1.3	1.3
完全失業率(季調値)	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1	4.2

(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】

	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
新設住宅着工戸数	125.4	80.9	95.5	114.2	111.7	110.6	110.4	114.7	113.5	112.2	112.6	115.6
持家	-2.6	-37.1	-27.3	-9.0	-11.0	36.6	15.5	0.4	1.5	1.5	1.9	0.7
貸家	32.8	27.1	32.6	32.7	30.6	31.7	34.9	32.8	31.2	32.0	35.5	33.0
分譲	-8.8	-26.3	-7.2	-4.2	-6.7	17.0	7.0	0.2	2.0	1.0	1.8	0.5
	53.8	32.0	40.7	46.4	48.5	45.5	44.4	46.7	49.3	46.7	45.5	46.9
	0.3	-41.0	-26.5	-9.6	-10.1	42.0	9.0	0.6	1.6	2.7	2.4	0.7
	37.7	20.2	22.5	33.0	32.2	32.1	31.6	33.1	32.5	32.3	31.9	33.3
	-2.0	-44.1	-44.4	-13.3	-14.5	58.8	40.0	0.2	0.9	0.7	0.8	0.7

(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	家計部門	shinkawa@murc.jp
細尾 忠生	研究員	海外経済	hosoo@murc.jp