

# 2008 / 2009 年度経済見通し (2008年9月)

(2次QE反映後)

～ 浅いかもしれないが、長いかもしれない景気の調整～

< 要 旨 >

9月12日に発表された4～6月期のGDP(2次速報)は1次速報に比べて下方修正されたが、これまでの景気の見方を大きく変えるものではなかった。「2008/2009年度経済見通し」(8月15日発表)の見直しを行った結果、実質成長率は2008年度+1.0%、2009年度+1.3%と、2008年度を若干下方修正した。

エネルギーや原材料の価格高騰は四半世紀ぶりの構造変化と言えるものだ。加えて、欧米を中心に世界経済が減速してきたため、企業の収益環境の厳しさが一段と増している。また、個人の所得の伸びもあまり期待できない中で消費者物価が上昇に転じ、実質所得が目減りが個人消費を下押ししている。

景気は昨年10～12月期をピークに後退局面に入ったとの見方が増えているが、深い調整にはならないだろう。世界経済は新興国を中心に拡大基調を維持し、輸出は再び増加する。大企業を中心に財務体質が改善し、原油価格も高値から下落しており、設備投資は底堅い推移が見込まれる。また、所得の伸びはあまり期待できないが、消費者物価の上昇は今後落ち着き、家計の実質所得が大きく減少する可能性は小さい。

しかし、景気の調整が浅くても資源価格の高止まりが続き、状況はなかなか改善しない。この閉塞感を打ち破るには、省エネ・省資源の進展や産業・経済構造の変化が必要となり、時間を要する。今回の景気後退は浅いかもしれないが、長いかもしれない。

(前年比、%)

	実質GDP		名目GDP		デフレーター	
	2008年度	2009年度	2008年度	2009年度	2008年度	2009年度
8月15日時点	1.2	1.3	0.9	2.5	-0.2	1.2
今回	1.0	1.3	0.8	2.6	-0.2	1.2



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

鈴木 明彦 (akihiko.suzuki@murc.jp)

小林 真一郎 (s.kobayashi@murc.jp)

9月12日に発表された2008年4～6月期のGDP（2次速報）と、前回経済見通し（8月15日発表）以降に発表された各種経済指標の動向を踏まえて、2008/2009年度の経済見通しの見直しを行った。

## 1．2008年4～6月期のGDP（2次速報）の結果

2008年4～6月期の実質GDP（2次速報）は前期比-0.7%（同年率-3.0%）と1次速報の同-0.6%（同年率-2.4%）から下方修正され、名目成長率も、同-0.8%と1次速報の同-0.7%から下方修正された。いずれも小幅な修正であり、需要項目別にみても大きな変更はなかった。

法人企業統計調査の結果が反映された設備投資は前期比-0.5%と、1次速報（同-0.2%）に比べて減少幅がやや拡大した。また、公共投資はわずかに上方修正されたものの、住宅投資と政府最終消費支出が小幅に下方修正され、内需寄与度のマイナス幅は同-0.7%（1次速報は同-0.6%）に拡大した。

個人消費は同-0.5%と1次速報から変わらず大幅な減少であった。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。設備投資の減少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。住宅投資は同-3.5%と、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、外需については国際収支統計を反映して輸出が下方修正され、輸入は上方修正された結果、外需の前期比寄与度は+0.0%から-0.1%へわずかに下方修正された。前期までプラス寄与が続いていた外需であるが、欧米を中心に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ことが影響して、14四半期ぶりにマイナス寄与となった。

経済全体の物価の動きを示すGDPデフレーターは前年同期比-1.5%と、1次速報から0.1%ポイント上方修正されたが、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。しかし、輸出入価格の影響を除いた国内需要デフレーターは同+0.7%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。

## 2．2008/2009年度の経済見通し

**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。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+1.0%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+0.8%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、北京オリンピック後に中国の成長率が一段と低下するとい

ったこともなく、新興国を中心に 4%程度の成長を維持するだろう。また、原油価格は高水準での推移が続くが、急速な上昇は一服して高値からはかなり下落している。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増加は限定的である。欧米景気の減速が続く中で原油高がピークをつけた 7~9 月期の企業収益は一段と悪化している可能性がある。もっとも、その後は原油をはじめとする資源価格は下落しており、変動費の減少によって利益をやや改善させる要因となる。

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。足元では消費者物価の前年比の上昇率が 2%を超えており、消費者の節約志向が強まっていることに注意が必要だ。ただ、原油価格は 7 月をピークに下落してきており、消費者物価の上昇も今後落ち着いてくると予想される。

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、自民党総裁選や年内に実施されるであろう衆議院選挙での政策議論の過程で、財政支出を伴う景気対策への期待が高まってくるが、財政再建の基本方針に基づく公共投資の削減基調が大きく変わることはないだろう。

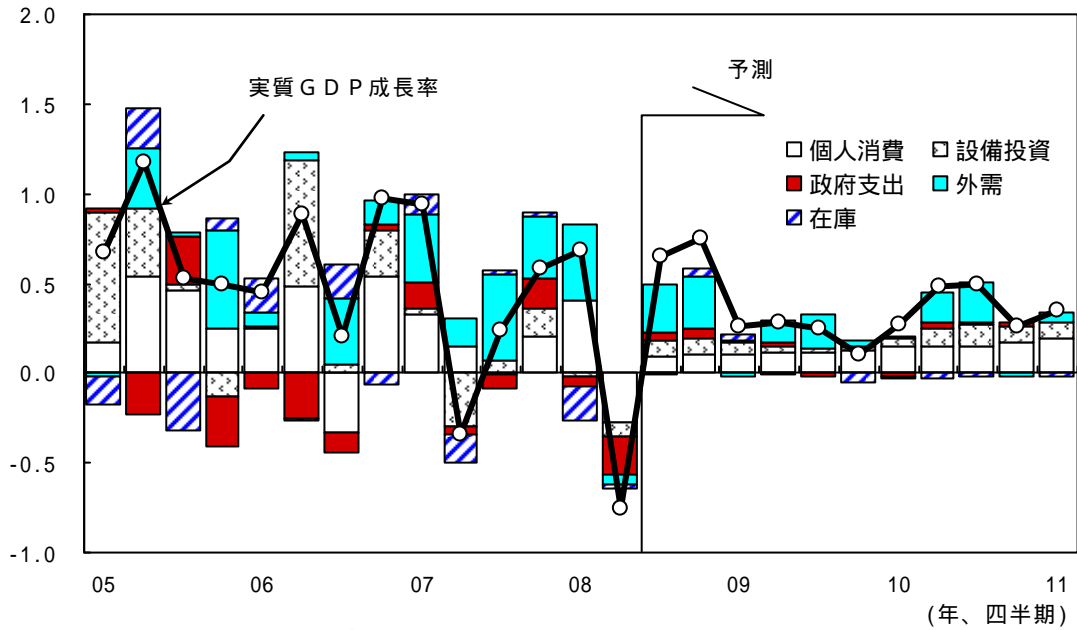
**2009 年度**は、減速していた欧米景気が持ち直してくる一方で、調整していた原油価格も上昇してくる。もっとも、比較的しっかりした世界経済の成長と高水準の資源価格という基本構図は 2008 年度と変わらない。成長率が大きく低下することもないと同時に、高まっていく材料も見つけにくい。実質成長率は +1.3%と 2008 年度とほぼ同じ水準を予測する。

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 デフレーターは前年比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 +2.6%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。実質所得の増加はあまり期待できないため、個人消費の増加は小幅にとどまるだろう。

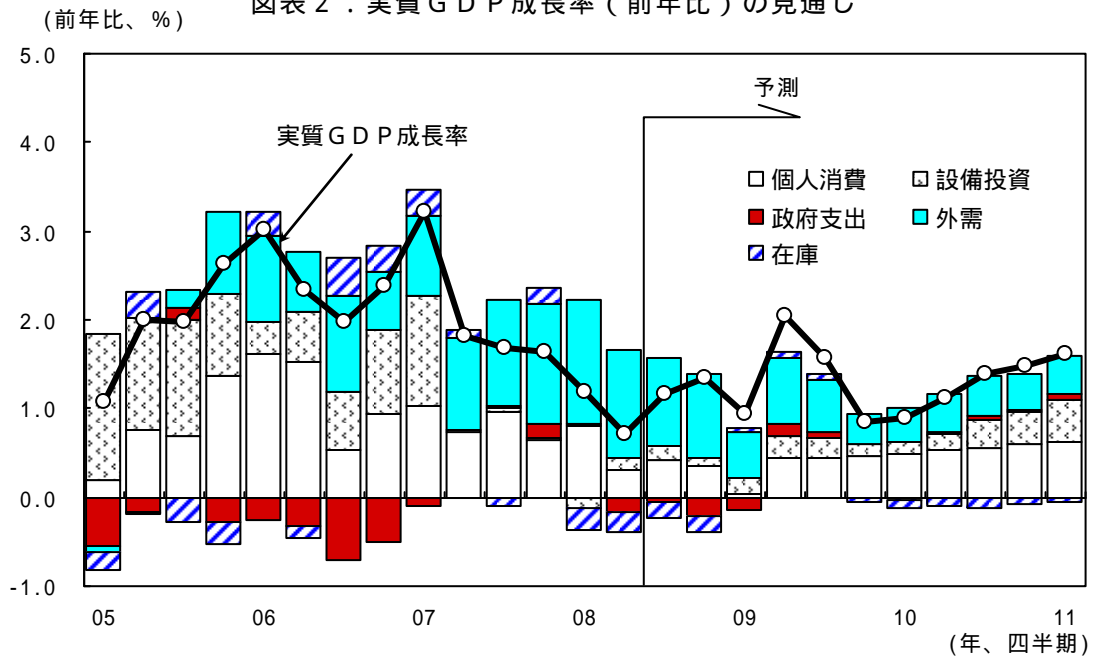
その後も日本経済を取り巻く環境に大きな変化はなく、**2010 年度**の実質成長率は +1.4%、名目成長率は +2.4%と予測した。個人消費と設備投資という内需の柱が緩やかな増加を続け、輸出も世界経済の成長を背景に堅調に増加すると予想した。

図表1. 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2. 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. 浅いかもしれないが、長いかもしれない景気の調整

#### (1) 景気後退は4年に一度は起こるもの

景気は昨年10～12月ごろをピークに後退局面に入っているようだ。そうであれば、1951年以降で14回目の景気後退ということになる。平均すればオリンピックのように4年に一度は景気の後退が始まっていたことになるが、いつも同じような調整過程であったわけではない。政策対応による治療が必要なバブル崩壊後のような厳しい調整もあれば、自然治癒に任せれば良い風邪をひいた程度の軽い調整もあった。

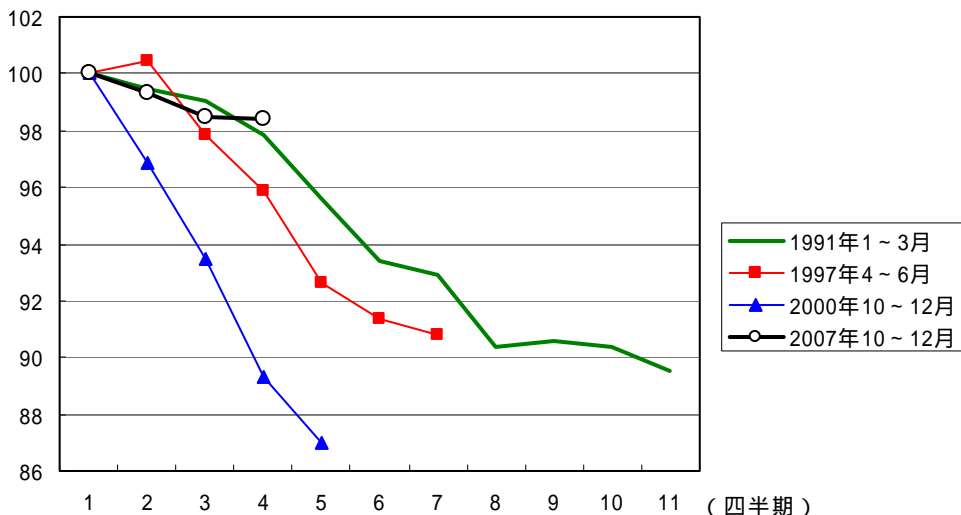
足元で始まったと思われる景気後退は、在庫の積み上がり、過剰な生産設備の増加、あるいはインフレの急進といった一般に想定される景気後退要因によってもたらされているわけではない。半導体や液晶などデジタル関連財の一部で在庫が増えているが、製造業全体では在庫が積み上がっていない。景気の減速によって、中小企業を中心に設備の過剰感が増してきているところもあるが、バブル崩壊後長らく設備投資を抑制させてきた設備過剰問題は今のところ日本経済全体では再燃していない。川上の価格高騰が川下の消費者物価上昇率を押し上げていることには注意が必要だが、第1次石油ショック後のように物価が急速かつ大幅に上昇して景気に悪影響を及ぼしている状況とは異なっている。

足元の景気後退は、景気が急速に悪化するショック性のもではなさそうだ。景気の動きに敏感な生産は2008年に入って減少トレンドに入っているが、過去の景気後退局面に比べて減少ペースはむしろ緩やかである(図表3)。

もっとも、生産の減少が緩やかだからといって安心して良いわけではない。バブル崩壊後の景気後退の時も、最初のうちは生産の減少ペースが緩やかであった。今回は、バブル崩壊後のように過剰設備が拡大してしまうことはないと思うが、それとはまた別の問題を抱えているかもしれない。

図表3. 過去の景気後退局面に比べて生産の減少は緩やか

(景気の山 = 100)

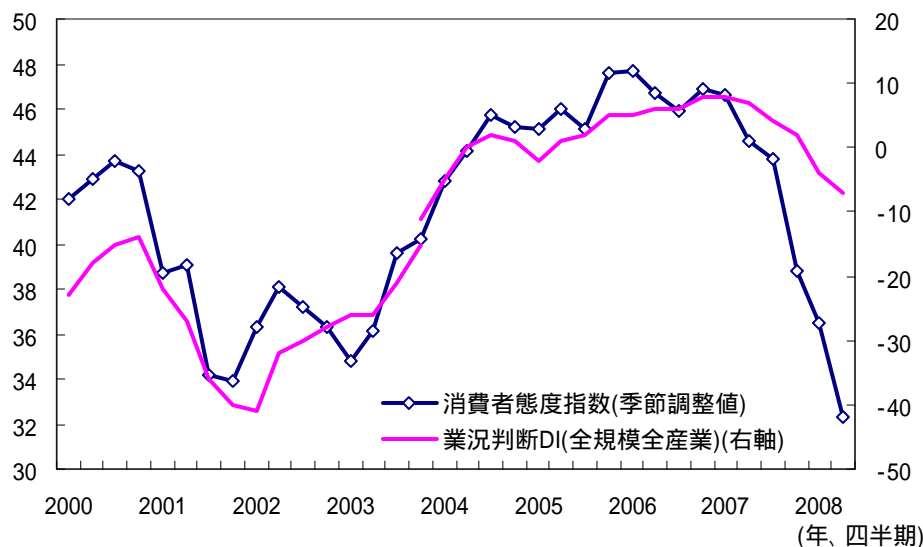


(注) 直近2008年7～9月期の8,9月は、製造工業生産予測調査結果から試算した予測値  
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

## (2) 景気に先んじて悪化したマインド

企業や個人の日本経済に対する見方は、景気が後退に転じる前から悲観的になっている。企業経営者のマインドを示す日銀短観の業況判断は2007年初めをピークにすでに悪化してきていた。また、消費者のマインドを示す内閣府発表の消費者態度指数はさらに早く2006年初めをピークに悪化が始まり、統計が遡れる82年度以降で最低の水準まで悪化している(図表4)。

図表4. 景気後退に先んじてマインドは悪化



(出所)内閣府「消費動向調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

企業経営者や消費者が感じる不安感は、景気が回復から後退に転じたという従来からある循環的な問題に対するものではなく、何か構造的な変化を感じ取ってのものではないだろうか。

四半世紀ぶりともいえる原油など資源価格の高騰は構造変化と言えるだろう。日本の交易条件は第2次石油ショックの時のレベルまで悪化している。交易条件の悪化は日本から資源輸出国に対する所得移転となって、日本経済の体力を弱める。そこに欧米を中心とした世界経済の減速が加わると、企業の収益環境は売上とコストの両方向から締め付けられることになる。

企業の収益環境が悪化すれば、個人の暮らし向きも厳しくなる。賃金の上昇があまり期待できないところに、購入する財・サービスへの価格転嫁が進めば、消費者の購買力はスタグフレーションの波にもまれて低下する。企業や消費者のマインド悪化にはそれなりの理由がある。

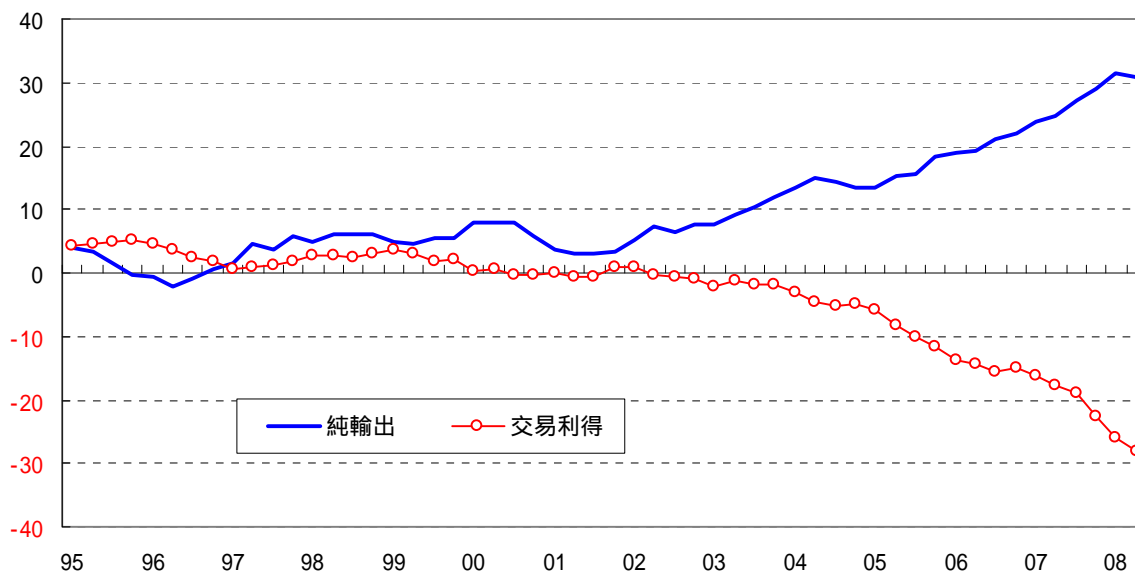
### (3) 限界に近づく薄利多売戦略

原油価格が高騰しても世界経済が高い成長を遂げていれば、日本経済は何とかしのいでいける。日本経済全体で見ると、交易条件の悪化によって所得が海外に流出していくが(交易損失の拡大)純輸出の拡大によって黒字を稼いで所得を取り戻すということになる。また、企業収益の観点に置き換えると、原材料コストなど変動費の増加によって限界利益率(限界利益/売上高。限界利益=売上高-変動費)は低下を続けるが、一方で売上数量が増加していれば、経常利益率(経常利益/売上高)は上昇する、あるいは高水準を維持することになる。原油など原材料価格が高騰する中、企業は薄利多売戦略で利益を確保し、日本経済は外需主導で成長を続けてきた。

しかし、薄利多売戦略は、世界経済が減速してくると成り立たなくなる。日本経済全体では、純輸出による所得流入が交易条件の悪化による所得流出を補いきれなくなってくる。今や、交易損失の規模と純輸出の大きさはほとんど同じになっている(図表5)。また、企業レベルでは売上数量の増加が難しくなり、経常利益率が悪化してくる。原油価格が高止まりを続ける中で、世界経済が減速してきたため、経常利益率はすでに低下してきている(図表6)。

図表5 . 純輸出の黒字規模に近づく交易損失

(兆円、年率換算)

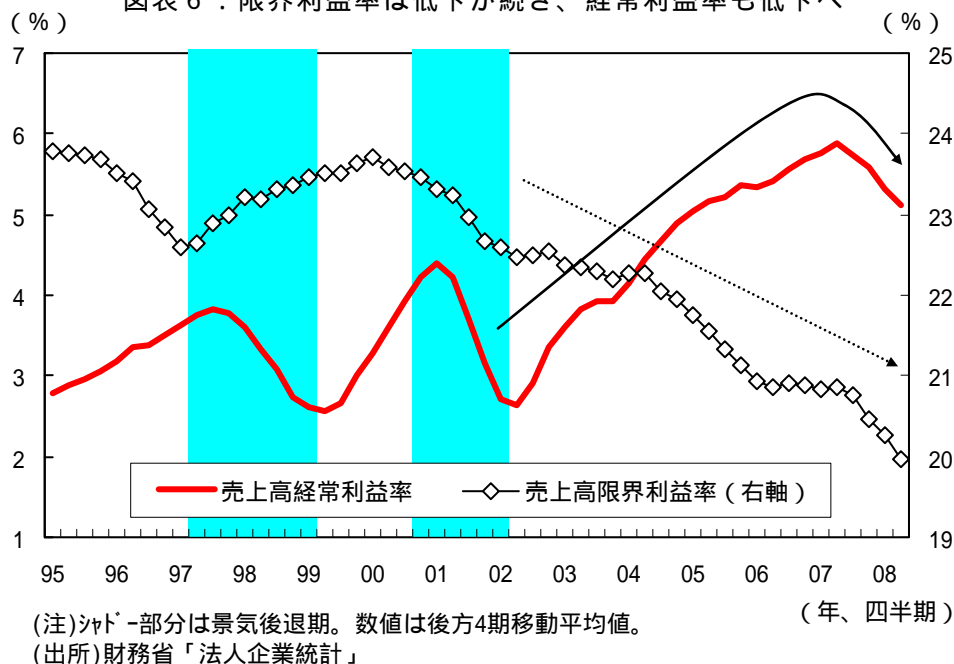


(注) 純輸出(輸出-輸入)は実質。交易利得は交易条件が変化することによって生じる貿易の利益・損失。

(年、四半期)

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

図表6．限界利益率は低下が続き、経常利益率も低下へ



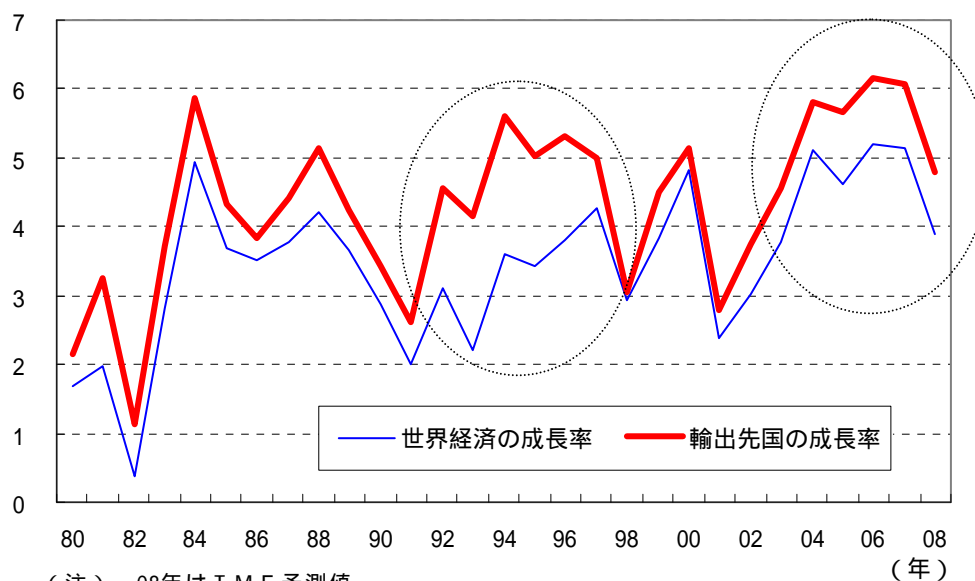
#### (4) 原油価格の下落はプラス材料だが問題は残る

7月半ばをピークに原油価格は大幅に下落してきている。原油だけではなく商品市況全般に高値からの調整が進んでいる。資源価格の落ち着きが続けば、企業の収益環境が改善すると同時に、消費者物価の上昇率も落ち着いて個人消費にプラスに作用するはずだ。当社も含めて、経済成長が持続する要件として、原油など資源価格の落ち着きと世界経済の成長持続を挙げている調査機関は多い。このうちの一つが満たされることは先行きの見通しを明るくする材料だ。

ただし、原油価格の下落は諸刃の剣でもある。原油価格が下落している理由は、世界景気の減速による需要見通しの下方修正と、流入していた投機資金の回収だ。後者による価格下落は世界経済の成長にプラスかもしれないが、前者については原油価格下落による交易条件の改善(企業にとっての限界利益率の上昇)が、世界経済減速による輸出環境の悪化(企業にとっての売上の伸び悩み)によって減殺されてしまうことを意味する。

日本経済の先行きは、新興国を中心とする世界経済の動向に大きく依存していることになる。図表7は、日本を除く世界経済の成長率と日本の輸出先国の成長率(輸出シェアで加重平均)を比較したものである。輸出先国の成長率が世界経済の成長率を上回っているということは、成長率の高い中国などアジア諸国や中東・ロシアなど資源国への輸出が拡大しているためと推察できる。90年代も同じように成長率の高いアジア地域への輸出拡大が日本の経済成長にプラスに寄与していたが、この時のアジアの高成長はアジア金融危機の発生によって大きく調整し、日本経済にもマイナスに作用した。アジアを中心とする新興国の高成長に大きく依存した今の日本の経済成長は、アジア金融危機当時と同じリスクを抱えていることには注意が必要だ。



図表7．高成長国への依存を強める日本の輸出  
 (前年比、%)


(注) 08年はIMF予測値  
 「世界経済の成長率」は日本を除く世界の成長率  
 「輸出先国の成長率」は、日本の輸出先国の成長率を輸出シェアで加重平均したもの  
 (出所) IMF 財務省「外国貿易概況」

### (5) 深い景気の後退は回避する見込み

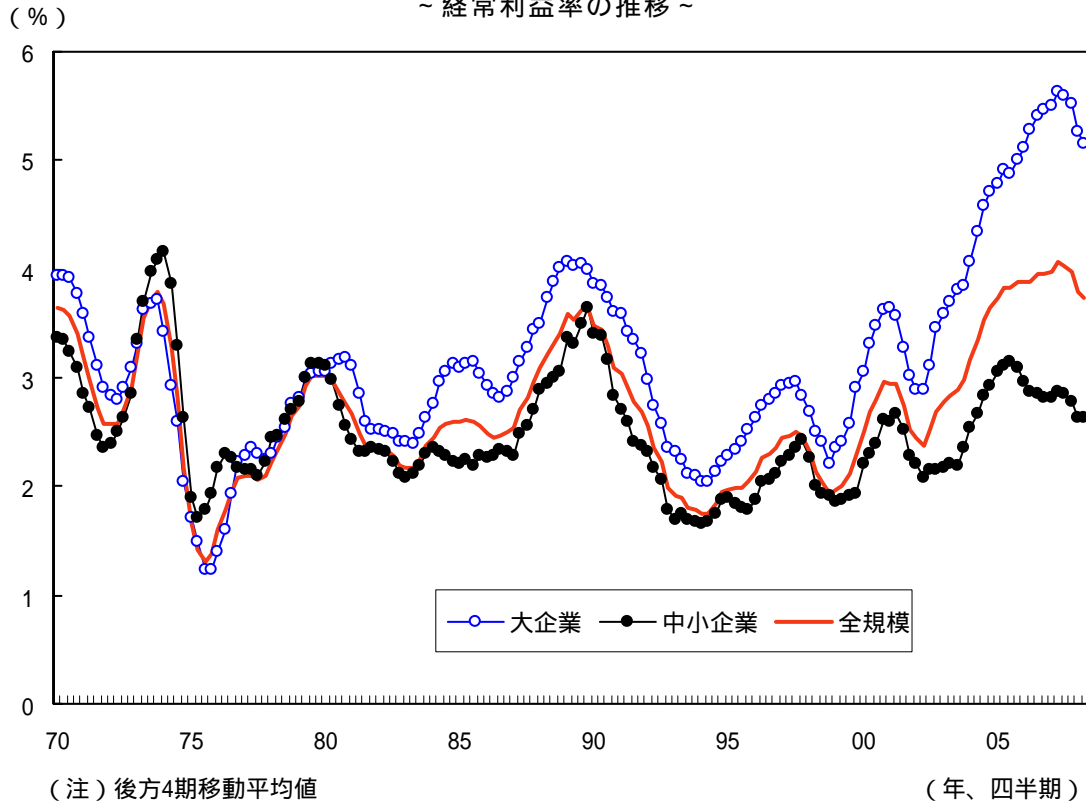
90年代終わりごろから企業の財務体質や収益力の改善が進んでおり、企業の収益環境が厳しくなっても、設備投資などの企業活動を大きく抑制することはないだろう。ただ、こうした企業の体質改善は、リストラの余地があり、輸出による売り上げの増加が可能であった大企業が中心のようだ。中小企業の財務指標は2000年代になって以降も足元までほとんど改善していない(図表8)。原材料価格の高騰、固定費の増加、売上の伸び悩みといった収益環境の悪化に対する抵抗力は、規模の小さな企業ではあまり期待できない。収益環境の悪化に耐えられない企業が出てくることが予想される。

個人消費は低調ながらも安定的な状態が続くと考えられる。第一次石油ショックのころの急激な上昇に比べれば消費者物価の上昇は小幅であり、実質所得の大幅な減少は起こらないだろう。ただ、日本の消費者にとって久方ぶりのインフレが個人消費を失速させてしまうリスクがある。

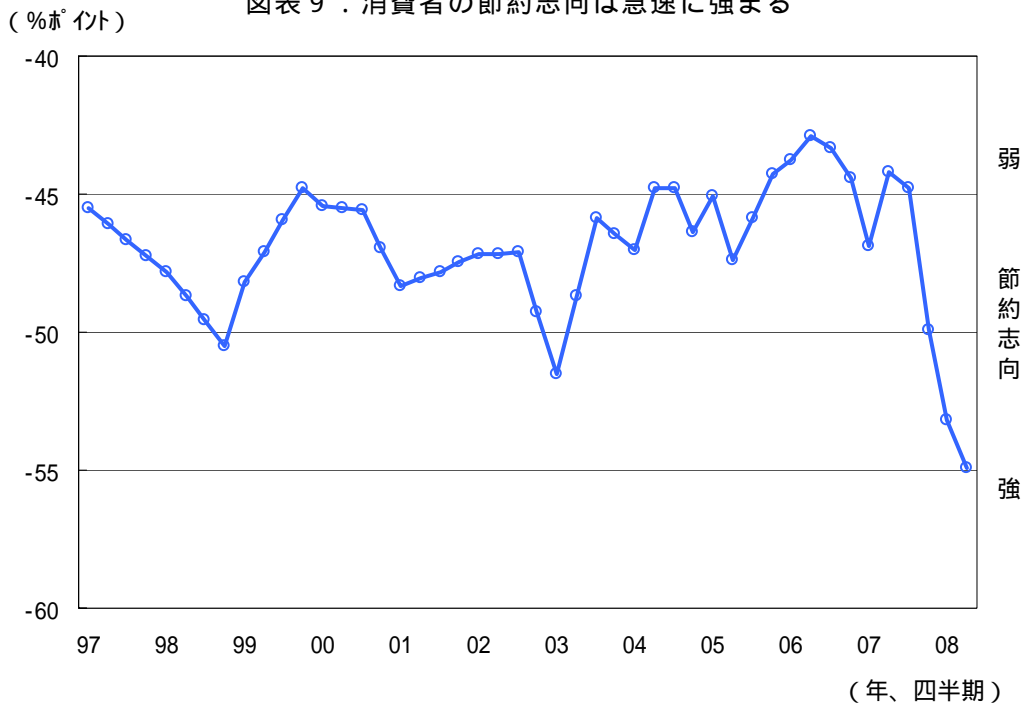
図表9は、現在と比べて一年後の支出を「増やす」と回答した人の割合から「減らす」と回答した割合を引いた値をグラフにしたものである。この値が小さくなるほど人々の節約志向が高まっていることになるが、2007年終わりごろから、ガソリンや食料品など身の回りの物価の上昇に合わせて節約志向が急速に高まっていることがわかる。所得が伸び悩んでいること、長い間デフレが続いたあとの物価上昇であることなどを考えると、小幅な物価上昇であっても消費者の節約意識が急速に高まって、個人消費が大きく減速するリスクは残る。

図表8．大企業を中心に改善していた収益力

～ 経常利益率の推移～



図表9．消費者の節約志向は急速に強まる



(注1) 節約志向は、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」

## (6) 浅いかもしれないが、長いかもしれない景気の調整

今回の景気後退は、今のところ生産の減少も小幅であり、深い調整とはなっていない。日本経済はプラス成長を続けるだろう。しかし、それでも日本経済を取り巻く環境が厳しいことに変わりはない。資源価格の高止まりが続く中で、頑張っても頑張っても状況は改善しないという悲観的な見方が強まっている。たとえ工場がフル稼働していても利益がなかなか出てこないところに今の日本経済の問題がある。今までと同じやり方ではいくら頑張っても展望が開けてこないのではないかという閉塞感が広がっている。

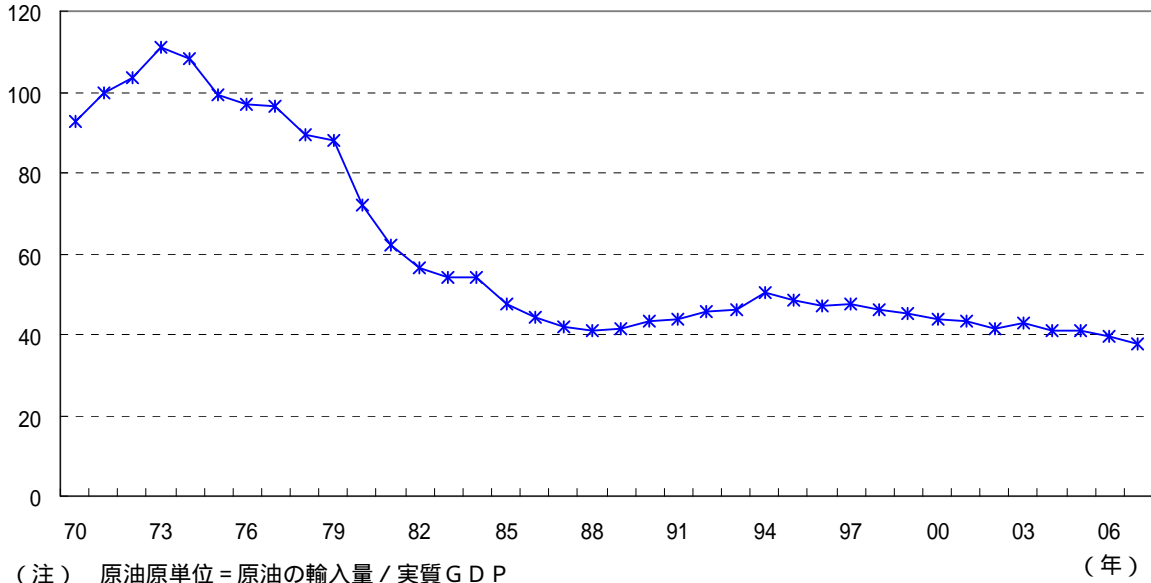
この閉塞感は、薄利多売戦略を必死に続けていてもなかなか抜け出せないだろう。日本が輸入する資源と輸出する製品との相対価格が大きく変化してしまったからだ。投機資金の流入による資源価格の高騰はいつか修正される。今その調整が起こっていると考えられるが、新興国の高成長が続き資源に対する需要が拡大していることを考えれば、資源価格の高止まりはこれからも続く。日本経済はそれを前提にした価格体系に移行していかなければならない

ただ、単純にコストの上昇分を製品価格に転嫁するのでは需要が減ってしまうだけである。一方で、省エネ・省資源を推進してコストを抑える「出を制す」ことが必要であり、同時に製品やサービスの価値を高めたり、新製品を開発したりして、付加価値の上昇を価格に反映させて交易条件を改善していく必要がある。どちらも戦略的な投資による新しい技術の開発とその導入が必要である。そうした企業の努力の成果がそこで働く人々の賃金の上昇にもつながってくるだろう。

日本経済がかつて第1次、第2次石油ショックを克服していく過程では、省エネ努力によって原油原単位の低下を実現し(図表10)、産業構造や輸出構造を変えていった(図表11)。今回も同じような努力が必要であろう。このプロセスには時間がかかる。今回の景気後退は浅いかもしれないが、長いかもしれない。

図表 10 . 第 1 次、第 2 次石油ショック時に低下した原油原単位

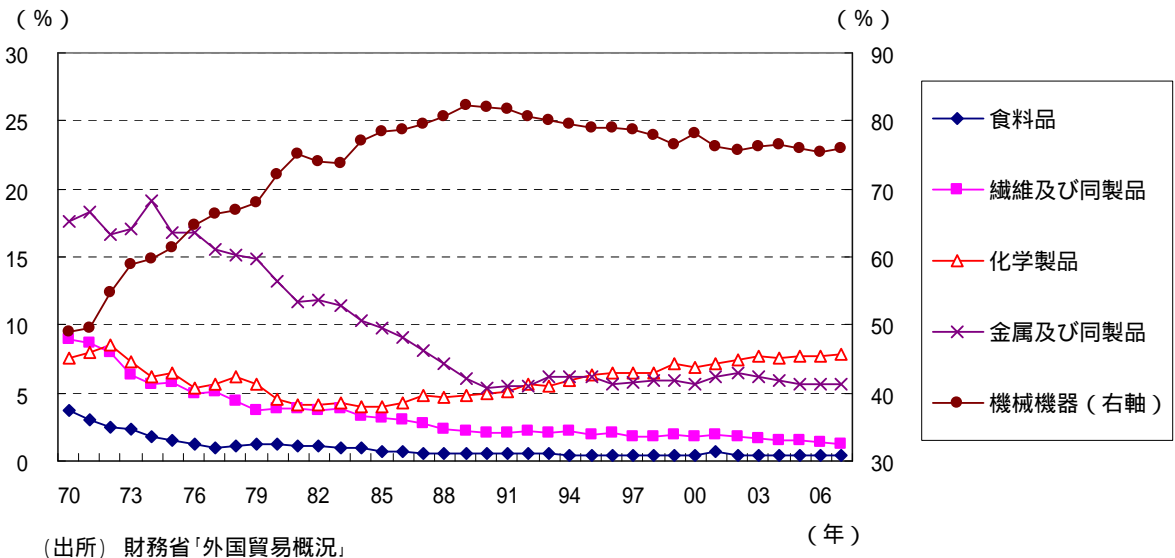
(1971年=100)



(注) 原油原単位 = 原油の輸入量 / 実質 GDP

(出所) 内閣府「四半期別 GDP 速報」 財務省「外国貿易概況」

図表 11 . 石油ショックを契機に変わった輸出構造



(出所) 財務省「外国貿易概況」

図表 12 . 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	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)
名目GDP	-0.1 1.2	0.0 0.0	-0.3 -0.4	2.3 2.0	1.1 3.5	0.6 1.7	1.5 2.2	1.1 2.6	0.6	0.8	2.6	2.4
実質GDP	0.2 1.7	1.1 1.4	-0.1 0.9	1.2 1.1	0.5 1.8	0.4 0.9	0.9 1.3	0.7 1.6	1.6	1.0	1.3	1.4
内需寄与度(注1)	-0.3	0.2	-0.4	0.8	0.3	0.2	0.6	0.6	0.3	0.1	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 -10.1	9.3 10.5	0.0 9.2	-0.5 -0.5	3.2 2.8	0.6 3.9	-13.3	-0.5	4.2	3.3
設備投資	-1.6 0.2	1.2 -0.4	-0.3 0.9	1.1 0.9	0.5 1.5	0.3 0.9	1.2 1.6	1.3 2.5	-0.1	0.9	1.2	2.0
民間在庫(注1)	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1
政府支出	-0.1 0.0	0.5 0.4	-1.0 -0.5	0.4 -0.8	0.1 0.4	-0.1 -0.1	0.2 0.2	0.1 0.2	0.2	-0.6	0.2	0.2
公共投資	-2.1 -1.6	-0.4 -1.9	-4.7 -5.6	-0.7 -5.1	-1.6 -2.7	-2.0 -3.4	-1.1 -3.2	-1.8 -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 0.5	0.6 0.4	0.5 1.0	0.3 0.8	0.5 0.8	0.5 1.0	0.7	0.5	0.9	0.9
外需寄与度(注1)	0.6	0.8	0.3	0.4	0.2	0.1	0.3	0.1	1.3	0.9	0.5	0.4
輸出	4.7 8.3	5.7 10.7	-0.3 5.3	2.6 2.2	2.4 5.2	2.2 4.7	2.4 4.6	1.1 3.5	9.5	3.7	4.9	4.0
輸入	1.3 1.4	1.2 2.6	-2.2 -1.1	0.3 -1.9	1.4 1.6	1.6 3.0	1.0 2.6	0.6 1.5	2.0	-1.5	2.3	2.0
GDPデフレーター(注2)	-0.6	-1.4	-1.3	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	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)
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	-6.5	0.6	-0.1	9.7	7.7	5.3	-3.3	-3.0	4.9	6.5
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	1.8	1.6	1.2	1.1	1.1	1.2	0.2	1.7	1.2	1.2
生鮮食品を除く総合	-0.1	0.8	1.8	1.6	1.2	1.1	1.2	1.2	0.3	1.7	1.1	1.3
ドル円相場(円/ドル)	119.3	109.2	106.3	108.1	109.6	110.9	113.3	114.6	114.2	107.2	110.3	113.9
無担保コール翌日物(%) (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	1.56	1.58	1.65	1.75	1.85	1.95	1.60	1.57	1.70	1.90
日経平均株価	17,300	14,660	13,316	12,517	13,250	13,900	14,000	14,000	15,980	12,916	13,575	14,000
原油価格(WTI、ドル/バレル)	70.2	94.3	121.2	100.0	106.5	115.0	121.0	124.0	82.2	110.6	110.8	122.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	67.4	87.3	115.6	96.3	103.0	111.5	117.5	120.5	77.3	105.9	107.3	119.0
春闘賃上げ率(%) (注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.87	1.99	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  
(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2008年度は実績

**図表 13 . 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	0.5	0.3	0.7	0.9	1.0	1.0	-0.3	0.4	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	0.0	-0.4	0.4	0.7	0.6	1.0	1.1	-0.2	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	0.5	0.3	1.0	1.3	1.3	1.3	0.5	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	-19.7	-19.1	7.5	7.9	1.5	1.3	0.7	0.9	-19.4	7.7	1.4	0.8
貸家	29.9	32.7	31.1	33.9	31.6	34.3	31.8	34.7	31.2	32.4	32.8	33.1
分譲	-17.5	-5.9	3.9	3.8	1.5	1.2	0.7	1.2	-12.3	3.9	1.4	0.9
	42.9	43.5	47.0	45.5	48.0	46.2	48.4	46.6	43.1	46.2	47.1	47.4
	-20.6	-19.2	9.4	5.0	2.1	1.6	0.8	0.9	-19.9	7.2	1.9	0.8
	28.9	27.8	32.1	32.3	32.4	32.6	33.0	32.6	28.3	32.2	32.4	32.6
	-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 14 . 前回見通し(8月)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	0.9	-0.1			0.8	2.5	+0.1				2.6
実質GDP	1.2	-0.2			1.0	1.3	0.0				1.3
個人消費	0.5	0.0			0.5	0.8	0.0				0.8
住宅投資	-0.5	0.0			-0.5	4.2	0.0				4.2
設備投資	1.2	-0.3			0.9	1.0	+0.2				1.2
公共投資	-5.3	0.0			-5.3	-3.1	0.0				-3.1
外需寄与度	0.9	0.0			0.9	0.5	0.0				0.5
デフレーター	-0.2	0.0			-0.2	1.2	0.0				1.2
鉱工業生産	-0.6	0.0			-0.6	0.8	0.0				0.8

図表 15 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

	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	-0.4	0.0	-0.1	0.2	-0.8	0.8	1.4	0.9	0.4	0.5	0.1	0.5
	1.3	1.1	0.3	-0.3	-0.8	0.0	1.6	2.4	3.6	3.3	1.9	1.6
実質GDP	-0.3	0.2	0.6	0.7	-0.7	0.6	0.8	0.3	0.3	0.2	0.1	0.3
	1.8	1.7	1.6	1.2	0.7	1.2	1.3	0.9	2.0	1.6	0.9	0.9
内需寄与度(注1)	-0.5	-0.2	0.2	0.3	-0.7	0.4	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3
個人消費	0.3	0.0	0.4	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
	1.3	1.7	1.2	1.4	0.6	0.7	0.6	0.1	0.8	0.8	0.8	0.9
住宅投資	-4.3	-7.3	-9.8	4.3	-3.5	5.4	5.4	2.0	-0.0	-1.9	-1.0	2.9
	-2.9	-11.5	-21.7	-16.6	-15.7	-4.5	11.7	9.4	13.4	5.4	-1.0	0.0
設備投資	-1.9	0.4	1.0	-0.1	-0.5	0.5	0.6	0.4	0.2	0.1	0.1	0.3
	0.1	0.3	0.0	-0.7	0.8	1.0	0.7	1.0	1.7	1.3	1.0	0.8
民間在庫(注1)	-0.2	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0
政府支出	-0.2	-0.4	0.8	-0.3	-1.0	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1
	0.0	0.1	0.8	0.1	-0.8	-0.2	-1.0	-0.6	0.6	0.3	-0.1	-0.1
公共投資	-2.6	-2.0	0.2	1.0	-5.1	0.0	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-0.7
	-2.8	-0.5	-1.8	-2.0	-6.7	-4.6	-4.8	-5.4	-2.2	-3.1	-3.6	-3.2
政府最終消費	0.2	0.1	0.9	-0.5	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
	0.4	0.3	1.4	0.6	0.4	0.7	0.0	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7
外需寄与度(注1)	0.1	0.5	0.3	0.4	-0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0
輸出	2.0	2.6	2.6	3.4	-2.5	1.1	1.7	0.7	1.4	1.4	1.0	0.9
	7.8	8.7	10.4	11.1	6.1	4.6	3.6	0.8	5.1	5.3	4.6	4.8
輸入	1.2	-0.3	0.8	1.2	-2.6	-0.4	0.1	0.8	0.8	0.5	0.9	0.9
	1.4	1.4	2.2	3.0	-1.0	-1.1	-1.8	-2.0	0.9	2.2	3.0	3.1
GDPデフレーター(注2)	-0.5	-0.6	-1.3	-1.5	-1.5	-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

	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
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	1.7	0.9	-0.7	-0.8	-1.0	0.9	0.5	0.1	0.2	0.0	0.2
	2.3	2.6	3.3	2.3	1.0	-1.9	-1.4	-0.5	0.6	1.6	1.0	0.5
経常利益(法人企業統計、前年比%)	12.0	-0.7	-4.5	-17.5	-5.2	-8.1	-4.3	5.8	-3.5	4.2	9.8	9.7
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	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1	1.1	1.1
生鮮食品を除く総合	-0.1	-0.1	0.5	1.0	1.5	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1	1.1	1.1
ドル円相場(円/ドル)	120.7	117.8	113.1	105.2	104.5	108.0	108.0	108.3	109.3	110.0	110.8	111.0
無担コール翌日物(%) (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	1.52	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	12,819	12,367	12,667	13,000	13,500	13,800	14,000
原油価格(WTI、ドル/バレル)	65.0	75.4	90.7	97.9	124.0	118.4	100.0	100.0	104.0	109.0	113.0	117.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	64.8	70.0	83.3	91.2	116.9	114.4	96.0	96.5	100.5	105.5	109.5	113.5

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

予測

前年同期比%

	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
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】**

予測

前年同期比%

	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
一人当たり所得(注)	-0.6	-0.6	-0.9	1.6	0.7	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	0.7	-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	0.1	0.2	1.5	0.7	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】**

予測

上段は万戸、下段は前年同期比%

	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
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
	-2.6	-37.1	-27.3	-9.0	-11.0	36.6	15.5	0.4	1.5	1.5	1.9	0.7
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
	-8.8	-26.3	-7.2	-4.2	-6.7	17.0	7.0	0.2	2.0	1.0	1.8	0.5
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
	0.3	-41.0	-26.5	-9.6	-10.1	42.0	9.0	0.6	1.6	2.7	2.4	0.7
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
	-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

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