

2009 / 2010 年度経済見通し(2009年2月)

～夜が明けてもまだ暗い2009年～

<要旨>

景気が急速に悪化している。2008年10～12月期の実質GDP成長率は前期比-3.3%（年率-12.7%）と3四半期連続のマイナス成長となり、マイナス幅は第1次石油ショック時の74年1～3月期（前期比-3.4%、年率-13.1%）以来の大きさを記録した。輸出や生産の動きを見ると、世界経済バブルの崩壊とともに日本経済が急速に縮小していることが読み取れる。

2008年度は、年度前半は原油価格の高騰そして後半は世界経済の減速という二つの外的ショックが影響してマイナス成長が続いた。1～3月期も厳しい調整が続くため2008年度の実質成長率は-3.2%と7年ぶりの、名目成長率も同じく-3.2%と6年ぶりのマイナス成長を予測する。

2009年度も、設備投資や雇用の厳しい調整が続き、景気回復の動きは広がらない。実質成長率は-4.3%、名目成長率も-4.6%と2年連続で大幅なマイナス成長を予想する。在庫調整の進展、各国の経済対策の効果、交易条件の改善などを受けて今年後半には下げ止まりの動きが出てこよう。しかし、輸出の拡大とそれに伴う生産の増加に牽引されて成長してきた日本経済が、輸出の減少を背景に設備稼働率6割程度の生産水準で落ち着けば、設備投資は2008年度に続いて2009年度も大幅な減少が避けられない。また、雇用調整が加速するため個人消費も減少が続く。

2010年度になると、各国の経済対策の効果もある程度現れ、減速していた世界経済の成長率が拡大する。輸出の増加によって日本経済にも持ち直しの動きが出て、個人消費や設備投資も緩やかながら拡大してくる。もっとも、世界経済の成長率は2000年代半ばの5%成長に比べれば低水準にとどまる。このため日本が2%成長軌道に戻るのには難しく、実質成長率は+1.1%、名目成長率は+0.4%を予測する。

民間でも必要な経済対策の議論が活発になることは間違いない。経済対策というと、乗数効果による経済成長率の押し上げ効果が政策判断の基準になりやすいが、真に日本に必要な対策は短期的な需要創出効果とは別の、長期的な経済成長と国民の生活水準を向上させるための社会基盤を作るといった観点から考えていく必要があるだろう。



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

E mail: s.kobayashi@murc.jp

-目次-

1 . 2009 / 2010年度の日本経済	~ 夜が明けてもまだ暗い2009年 ~
(1) 景気の現状	1 ~ 2
(2) 2009年前半は厳しい調整が続く	2 ~ 4
(3) 輸入が減少するのか	4 ~ 5
(4) 夜明けは必ず来る	5 ~ 6
(5) 夜が明けても続く調整	6 ~ 8
(6) 大型の政策対応の機運が広がる	8 ~ 10
2 . 経済活動からみた予測	
(1) 企業	11 ~ 14
生産と在庫	
企業収益	
設備投資	
(2) 家計	15 ~ 19
雇用	
所得・賃金	
個人消費	
住宅投資	
(3) 政府	20 ~ 22
公共投資	
政府最終消費支出	
(4) 海外	23 ~ 27
米国	
欧州	
アジア	
輸出入	
3 . 物価と金融市場の予測	
(1) 物価	28 ~ 30
原油価格	
国内企業物価と消費者物価	
(2) 金融政策	31
(3) 金融市場	32 ~ 33
金利	
為替	
日本経済予測総括表	34 ~ 37

1 . 2008 / 2009 年度の日本経済 ~ 夜が明けてもまだ暗い 2009 年 ~

(1) 景気の現状

景気が急速に悪化している。2008年10～12月期の実質GDP成長率は前期比 - 3.3%(年率 - 12.7%) と3四半期連続のマイナス成長となり、マイナス幅は第1次石油ショック時の74年1～3月期(前期比 - 3.4%、年率 - 13.1%)以来の大きさを記録した。もっとも、実質成長率の数字がほぼ同じであっても、二つの大幅マイナス成長の中身はだいぶ異なる。74年の時は、物価の高騰によって実質成長率が大幅に押し下げられており、名目成長率は大きく低下したもののプラス成長を維持していた。これに対して今回は名目成長率も同 - 1.7%(同 - 6.6%) とマイナス成長が続いた(図表1)。

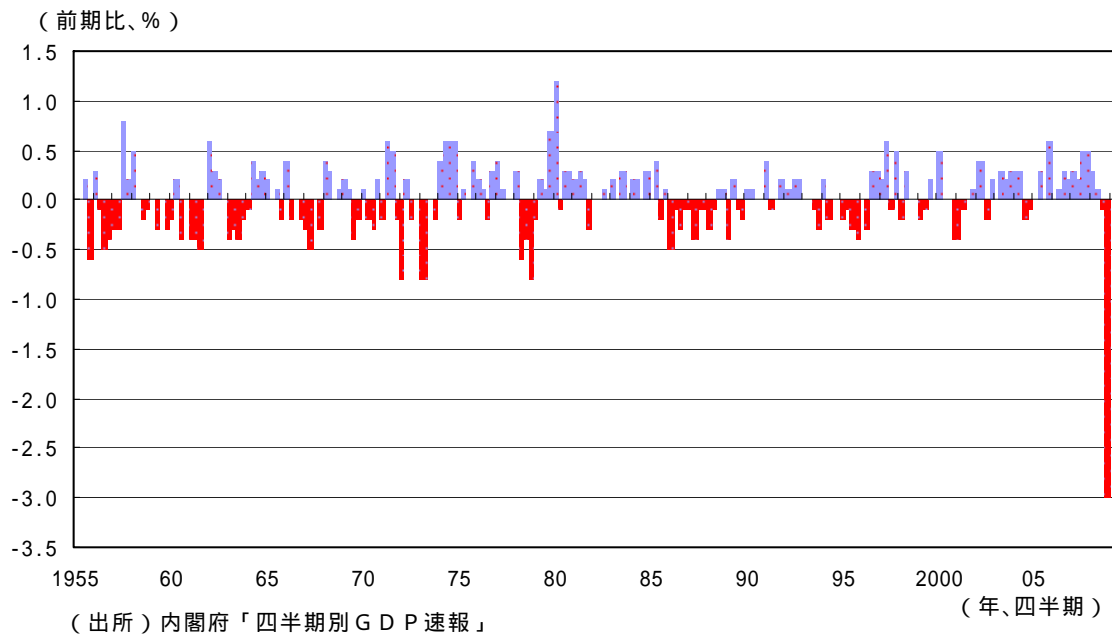
図表1 2008年10～12月期と1974年1～3月期との比較

	2008年 10-12月期	1974年 1-3月期
名目GDP	-1.7	1.3
実質GDP	-3.3	-3.4
国内需要	-0.3	-3.7
個人消費	-0.4	-6.0
住宅投資	5.7	-7.5
設備投資	-5.3	-4.5
民間在庫 (*)	0.4	2.9
政府最終消費	1.2	-5.2
公共投資	-0.6	-14.5
外需寄与度 (*)	-3.0	0.4
輸出	-13.9	5.7
輸入	2.9	-0.5

(注) 民間在庫、外需寄与度は実質GDPに対する寄与度
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

また、74年当時は物価高騰による実質成長率の低下が内需を中心に成長率を押し下げたのに対して、今回は過去に例がない外需(輸出 - 輸入)寄与度の大幅なマイナス(前期比 - 3.0%)が成長率を大きく押し下げることになった(図表2)。世界経済の急速な悪化を背景に、輸出が前期比 - 13.9%と過去最大の減少を記録する一方で、輸入が小幅ながら増加(同 + 2.9%)を維持したことが、外需寄与度の大幅なマイナスをもたらしている。

図表2 外需寄与度（実質）の推移



もっとも、内需の寄与度も前期比 - 0.3%と外需ほどではないが、成長率を押し下げる要因となっている。個別にみると、輸出や生産が減少した影響を受けやすい設備投資が、先行きの不透明感や収益悪化の影響を受けて、同 - 5.3%と3四半期連続の減少となり、減少幅も拡大した。個人消費は、企業の急速な生産調整に影響された雇用や所得環境の悪化を背景に、同 - 0.4%と減少に転じた。

一方、住宅投資は改正建築基準法施行後の大幅減少の反動もあって、同 + 5.7%と2四半期連続で増加した。また、在庫の積み上がりによって民間在庫投資の実質GDPに対する寄与度は同 + 0.4%と大きくなった。さらに、公的需要では、政府最終消費支出が同 + 1.2%、公共投資が同 - 0.6%となり、全体では同 + 0.9%と小幅に増加した。

経済全体の総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは、原油などの輸入価格が急速に低下した影響を受けて前年同期比 + 0.9%とプラスに転じた。一方、輸出入価格の影響を除いた国内需要デフレーターは、同 + 0.4%と伸びが大きく鈍化した。輸入価格の下落が国内物価に浸透してきているのに加え、国内景気の急速な悪化も物価の押し下げ要因となっているとみられる。

(2) 2009年前半は厳しい調整が続く

大幅なマイナス成長に象徴される経済規模の縮小は、輸出や生産の活動によりはっきり現れている。世界経済バブルの崩壊はまず日本からの輸出に影響を与え、生産は輸出の動向に深く連動しているからだ。

昨年12月の輸出は前年比 - 35.0%と大幅に減少しており、10~12月期の鉱工業生産も前期比 - 12.0%と急減している。輸出や生産の失速がマイナス成長の大きな要因となって

いるわけだが、今年に入って状況はさらに悪化しているようだ。今年1月の輸出は上中旬で前年同期比 - 46.1%と大幅に減少しており、1月全体では5割程度の減少となる恐れがでている。また、1~3月期の生産は前期比2割程度の減少になる可能性が強まっている。

1~3月期の経済成長率は10~12月期をさらに上回る大幅なマイナス成長になりそうだ。

この戦後最大・最速とも言うべき調整の背景にあるものは何か。まず、世界経済バブルの崩壊である。2000年代半ばに続いた世界経済の5%成長を背景に、日本からの輸出は急速に拡大した。2007年度の輸出は2001年度に比べて1.8倍に拡大しており、経済成長への寄与率は50%を超えた。しかし、2007年をピークに世界経済の成長率は急低下して、2009年はゼロ成長になると予想される。

もっとも、製造工業生産予測調査から推測される2月の生産は80年代半ばの水準まで低下することになる。2000年代半ばの世界経済バブルの崩壊という言葉で説明できるレベルを超えて調整が進展しているようだ。

その背景として、ここ数年間で、個人消費を中心とする内需の伸び悩みが続く一方で、日本経済の輸出依存度が高まっていたことが挙げられる。特に、自動車のようにローンを組んで購入することが多い製品の販売は信用収縮の影響を受けやすく、世界全体で大幅に減少している。自動車など特定の輸出業種や関連業種への依存度が高まっていた日本経済は、世界経済バブル崩壊のダメージを強く受けたと考えられる。

加えて、生産性を向上させるためにスリムな企業経営がなされるようになり、需要の減少がさまざまな経済活動にすぐに影響するようになってきていることも、景気の悪化に拍車をかける要因となっている。在庫の積み上がりを防ぐために企業が生産を圧縮し、設備や雇用の過剰を防ぐために設備投資や雇用に圧縮する動きが、これまで以上に時をおかず、かつ広範に顕在化しやすくなっているようだ。

2008年度は、年度前半は原油価格の高騰そして後半は世界経済の減速という二つの外的ショックが影響してマイナス成長が続いた。2009年1~3月期も厳しい調整が続くため2008年度の実質成長率は - 3.2%と7年ぶりの、名目成長率も同じく - 3.2%と6年ぶりのマイナス成長を予測する。

高騰していた原油価格は夏をピークに下落に転じたが、景気減速の動きは、サブプライムローン問題の震源地であった米国から、同様に住宅バブルの問題を抱えていた欧州に広がり、さらに中国など新興国にも及んでいる。こうして世界同時不況の様相が強まる中で、上述のとおり日本からの輸出は大幅な減少を余儀なくされ、輸出の減少に合わせて生産も急減している。2008年度の実質生産は7年ぶりに大きく減少する見込みである。

企業収益は、原油など資源価格が大きく下落してきていることがプラス材料だが、輸出をはじめとする売上の急速な調整が影響して2008年度は2年連続の減益が見込まれ、減益幅も大幅になることが不可避な状況である。設備投資は、収益の悪化と先行き不透明感の

広がりから計画の見直しが広がっており、2008年度は大幅に減少するだろう。

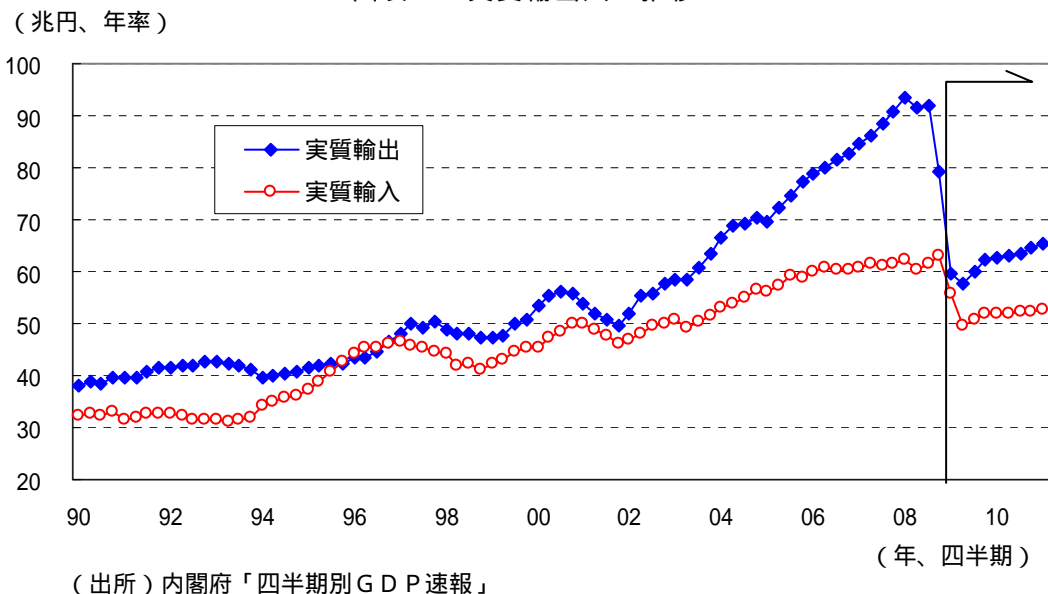
企業の業況が悪化する中で就業者数の減少が続き、失業率も上昇に転じている。小幅ながら増加を続けていた賃金も昨年終わりごろから減少に転じ、所得環境は厳しさを増している。消費者物価の上昇率が低下していることは消費にとってプラス材料だが、名目所得の伸び悩みが続くため個人消費は減少に転じている。2008年度は消費税率の引き上げがあった97年度以来11年ぶりの個人消費の減少が予想される。住宅投資は2008年度も減少が続く見込みである。改正建築基準法施行の影響は薄れたが、景気の急速な悪化や住宅価格の先安観測を背景に住宅市場が冷え込んでいる。購入意欲の減退に加えてマンション業者など供給業者の姿勢も慎重になっている。

(3) 輸入が減少するのか

2008年10~12月期の二桁マイナス成長は外需寄与の大幅なマイナスによってもたらされた。これは輸出の急速な落ち込みが主たる要因であるが、同時に輸入が増加を続けたことも外需寄与のマイナス幅拡大に影響している。今年1~3月期も輸出が一段と減少しそうであるが、その時輸入がどうなるのかが成長率に大きく影響しそうだ。

輸入には二つのタイプがある。一つは輸出と連動して動くというものだ。輸出製品を製造するには海外から原材料を輸入しなければならない。この場合、輸出が減少すれば輸入も連動して減少する。輸出と輸入の増減を過去に遡ってみてみると、両者が概ね連動していることがわかる(図表3)。

図表3 実質輸出入の推移



これに対して、個人消費や住宅投資など国内の需要を満たすために輸入されるものは、輸出の動向に直接には影響されない。これが二つ目のタイプの輸入だ。安価な輸入品への

シフトは中期的に続いており、短期的には円高の進展が輸入を増加させる要因ともなる。

昨年、10～12月期に輸出が大幅に減少したにもかかわらず、輸入が増加したのはなぜか。輸出とは連動しない二つ目のタイプが増えてきていることがその理由であれば、1～3月期以降も輸入は輸出のように大幅に減少しないことになる。この場合、1～3月期のGDP成長率は年率20%以上のマイナスになってもおかしくない。

これに対して、輸入は一つ目のタイプが中心であり、基本的に輸出に連動するという立場に立てば、10～12月期の輸入の増加はあまりに急激な輸出の減少に追いついていないだけであって、1～3月以降は輸入が大きく減少してくることが予想される。この場合でも、GDP成長率はかなり大幅なマイナスになるであろうが、それでも輸入が減少しない場合に比べれば、マイナス成長の程度は軽減されてくる。

本見通しでは、1～3月期の輸入は輸出の減少ほどではないが、それでも前期比10%強減少すると想定し、同期の実質GDP成長率は前期比-3.6%(年率-13.6%)と予想した。

(4) 夜明けは必ず来る

景気の急速な悪化が続き、「100年に一度」、「未曾有」といった言葉が枕詞のように使われ、永久に夜明けが来ないかのようなムードが広がっている。たしかに、さまざまな要因が重なって輸出や生産はこれまで経験したことのないような勢いで縮小している。あまりに急激な変化に直面して底が見えない状況となっているが、夜明けが来ない夜はない。

生産の急減に示される景気の急速な悪化は、回復に向けての迅速な調整と捉えることもできる。底が見えないといっても、ピークから3～4割も減少して調整が進めば、生産は底に近づいてくるだろう。今の勢いで景気が悪化を続けるということは考えにくい。

急速な需要の減少で内外の在庫が拡大している自動車、電子部品などの輸出業種では足元の1～3月期を目途に在庫を適正なレベルに落とそうと努力している。4～6月期まで調整がずれ込む可能性は否定できないが、今年の半ばには在庫調整のための生産調整は一服してくるのではないかと見られる。

また、米国、中国、欧州、さらに日本も含めて、世界各国で策定されている経済対策が経済成長にプラスに作用するだろう。中国の4兆元の経済対策は既存の対策も含まれ、すでに実施に移されているものもあるようだ。また、米国や日本の経済対策の効果も今年の後半になると出てくることになる。各国ともに景気の減速は急激であり、経済対策の効果で成長率が大きく押し上げられるという甘い期待はあまり持たない方がよいが、今年後半の景気の持ち直しの一要因にはなってくるだろう。

さらに、原油など原材料輸入価格の下落によって日本の交易条件が改善している。売上の減少が企業収益を強烈に圧迫しており、変動費の減少による限界利益の増加が企業収益に与えるプラス効果はあまり表に出てこない。しかし、景気が後退してくると需給が緩み原材料などの投入価格が産出価格に対して相対的に下がって交易条件が改善する。これは、

景気が回復に向かうときの一般的なパターンである。交易条件の改善は日本企業の収益環境を良くして、景気を回復に向かわせる一要因となる。

2009年度は、設備投資や雇用の厳しい調整が続き、景気回復の動きは広がらない。実質成長率は - 4.3%、名目成長率も - 4.6%と2年連続で大幅なマイナス成長を予想する。

世界の金融市場の混乱は各国の協調した政策対応もあり、2010年に向けて徐々に落ち着くことを想定しているが、世界経済の成長率はゼロ成長が見込まれる。日本からの輸出は大幅な減少が避けられない。輸入も減少が予想されるが、外需寄与は2008年度に続いて大幅なマイナスとなるだろう。

輸出の大幅な減少を背景に生産も2年連続の大幅な減少が見込まれる。企業の収益環境は極めて厳しく、経常利益は3年連続の減益が見込まれる。生産の減少基調が続き収益環境も厳しいため、設備投資は2年連続で大幅な減少が避けられないだろう。

総額2兆円の定額給付金が給付され、過去最大規模の住宅ローン減税も始まる見込みだが、個人消費や住宅投資の押し上げ効果は限定的であろう。企業の収益環境の厳しさを背景に、雇用環境は悪化が続き、賃金やボーナスの減少幅が拡大する。所得環境は一段と厳しさを増し、個人消費は減少する。また、住宅購入意欲の低迷と住宅供給業者の慎重な姿勢が続き、住宅投資は3年連続の減少が予想される。

(5) 夜が明けても続く調整

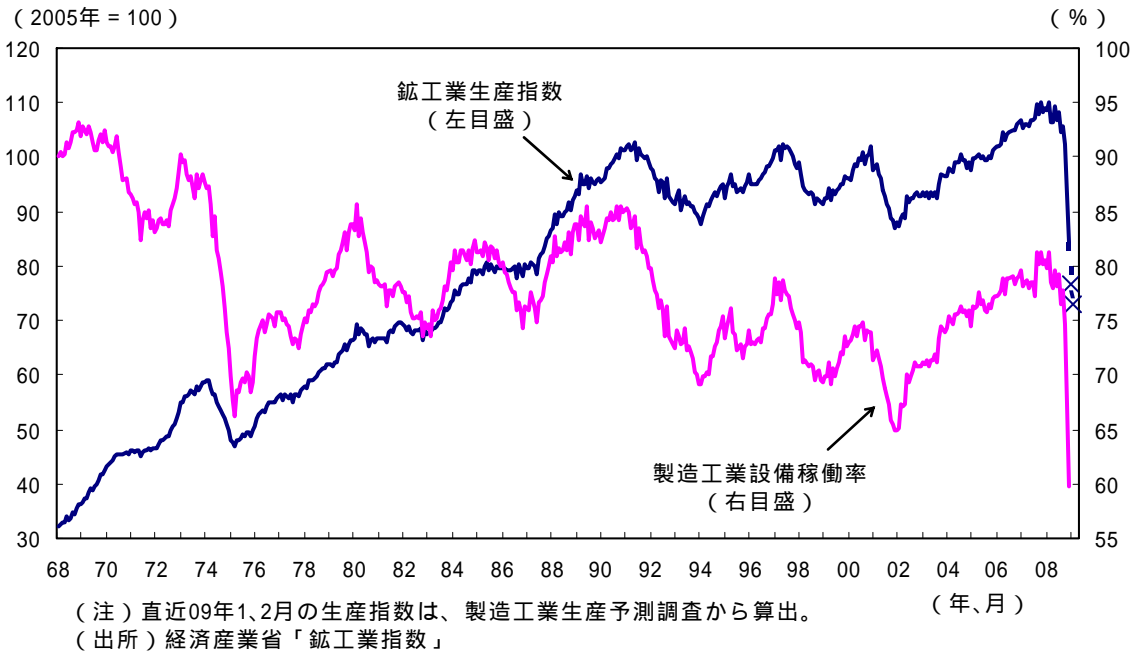
今年の後半になると景気の急速な悪化は一服し、下げ止まりの動きが出てくるとしても、景気の本格的な回復を期待するのは難しいだろう。夜明けが来ないのではないかと過度に悲観的になる必要はないが、夜明けが来たから順調に回復すると考えるのは楽観的過ぎる。世界経済の成長率は2010年以降になると持ち直してくるが、2000年代半ばの5%成長に戻ることはなく、せいぜい2.5~3%程度の成長ペースにとどまるだろう。輸出の急速な減少が下げ止まってきてもそのまま堅調に拡大していくわけではない。

これまでのように輸出の拡大によって成長率が大きく押し上げられることが期待しにくい一方で、成熟経済となった日本において内需の拡大のみで経済成長が牽引されるとするのも現実的ではない。日本の経済成長率が安定的に2%前後を維持するのは難しくなってきた。現在進行している生産の急速な調整が今年中ごろに一服しても、その後の生産の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

製造工業生産予測調査によると2月の生産水準はピークの2008年2月と比べると34%低下し、80年代半ばの水準まで落ち込む見込みである。四半世紀かけて拡大してきた生産が1年間で消えてしまうわけで、そのインパクトは甚大である。また、この間生産能力が拡大していることもあり、設備稼働率の推移を見ると、昨年12月時点で6割弱まで低下しており、統計が遡れる68年以降で最低水準となっている。1月以降の生産がさらに大幅に

減少する見込みであることを考えると、設備稼働率もさらに低下することになる(図表4)。

図表4 鉱工業生産指数と設備稼働率の推移(季節調整値)



生産の急速な減少が一服して多少は持ち直すとしても、ピーク時に比べるとかなり低い水準での推移が続くことになろう。その場合、新たな生産水準に見合った設備や雇用のレベルへの調整が必要となってくる。90年代初めのバブル崩壊の教訓から学んでいる日本企業は、過剰な設備や雇を抱えないように、これまでにない速さで設備投資の圧縮や雇用の調整を行なってくる可能性がある。

永久に夜明けが来ないことはなく、今年の中ごろには夜明けがきそうだが、夜明けの暗さを前提した調整がその後の重石になる可能性がある。輸出の拡大とそれに伴う生産の増加に牽引されて成長してきた日本経済が、輸出の減少を背景に設備稼働率6割程度の生産水準で落ち着けば、設備投資は2008年度に続いて2009年度も大幅な減少が避けられない。

また、すでに始まっている雇用の調整は2009年度に向けて厳しさを増すだろう。2009年度の就業者の減少は157万人を見込み、完全失業率は6%台まで上昇する可能性がある。一人当たり賃金は所定外給与、ボーナスを中心に大きな減少が見込まれ、雇用者報酬は前年比-4.6%と大幅に減少するだろう。物価の下落が実質所得を押し上げるものの、雇用・所得環境の急速な悪化に直面して、2009年度の個人消費は2年連続で前年比減少が予想される。景気が後退しても個人消費は底堅く推移して景気を下支えするという構図は想定しにくくなっている。

2010年度になると、各国の経済対策の効果もある程度現れ、減速していた世界経済の成長率が回復してくる。輸出の増加によって日本経済にも持ち直しの動きが出て、個人消費

や設備投資も緩やかながら拡大してくる。もっとも、世界経済の成長率は2000年代半ばの5%成長に比べれば低水準にとどまる。日本が2%成長軌道に戻るのには難しく、実質成長率は+1.1%、名目成長率は+0.4%を予測する。

(6) 大型の政策対応の機運が広がる

昨年秋からの景気の急速な悪化は、世界経済バブルの崩壊が影響しているが、同時に戦後の日本経済の成長スタイルがこのまま持続できるのかという点で問題提起をする出来事でもある。2008年度は戦後最大のマイナス成長が確実であり、2009年度はそれをさらに上回る可能性がある。本見通しの予測に基づけば、2年間で日本のGDPは1割近く減少することになる。40兆円程度の需要の減少を穴埋めすべく大型の経済対策の期待が盛り上がるのは当然のことかもしれない。

たしかに、雇用環境が急速に悪化することは社会不安も伴い、政府としても緊急の対策が必要になってこよう。ただ、単年度の需要不足を補っても翌年また同じ問題が続くという点を認識しなければならない。第1次石油ショックを経て日本の高度成長が終わり、日本の成長構造は大きな転換点を迎えた。それまでの需要が拡大して供給力が不足する経済から、供給力が余って需要が不足する経済構造に変わったからである。前者の経済であれば設備投資の拡大が新たな投資を生み、所得の拡大が消費需要を増加させて経済が成長するが、後者の経済になると設備投資が過剰設備を生み出すようになってきた。

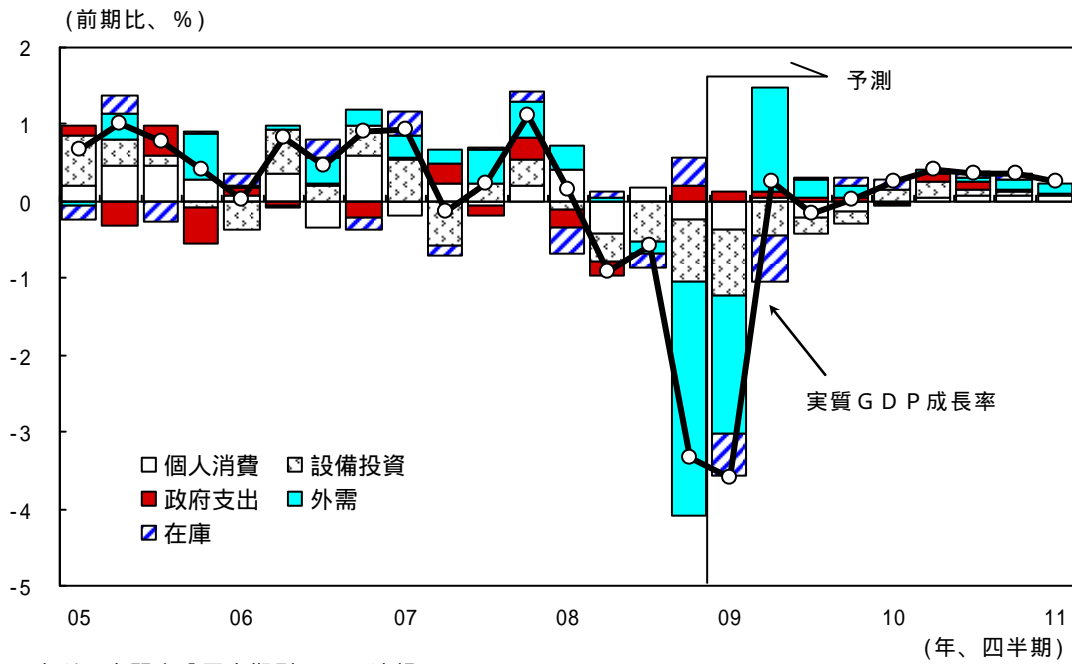
需要の不足を補う方策としては、財政支出の拡大、低金利政策というものもあったが、一番効果があったのは世界経済の成長に裏打ちされた輸出の拡大であろう。2002年初から始まった戦後最長の景気回復は輸出の拡大に大きく支えられ、「世界経済バブル景気」とも呼ぶべきものであった。しかし、今起こっている世界経済の急減速が落ち着いてきても、その後は2000年代の半ばの高成長にもどることが期待できないとなると、日本の成長戦略は大きく変わらざるを得ないだろう。

「100年に一度」、「未曾有」という言葉がよく使われるが、新たな長期的な日本の成長戦略を打ち出すことはなかなか難しそう。しかし、これから政府でも民間でも必要な経済対策の議論が活発になることは間違いない。長期的な戦略には目先の成長率を押し上げる効果は期待できない。経済対策というと乗数効果による経済成長率の押し上げ効果が政策判断の基準になりやすいが、真に日本に必要な対策は短期的な需要創出効果とは別の、長期的な経済成長と国民の生活水準を向上させるための社会基盤を作るという観点から考えていく必要があるだろう。

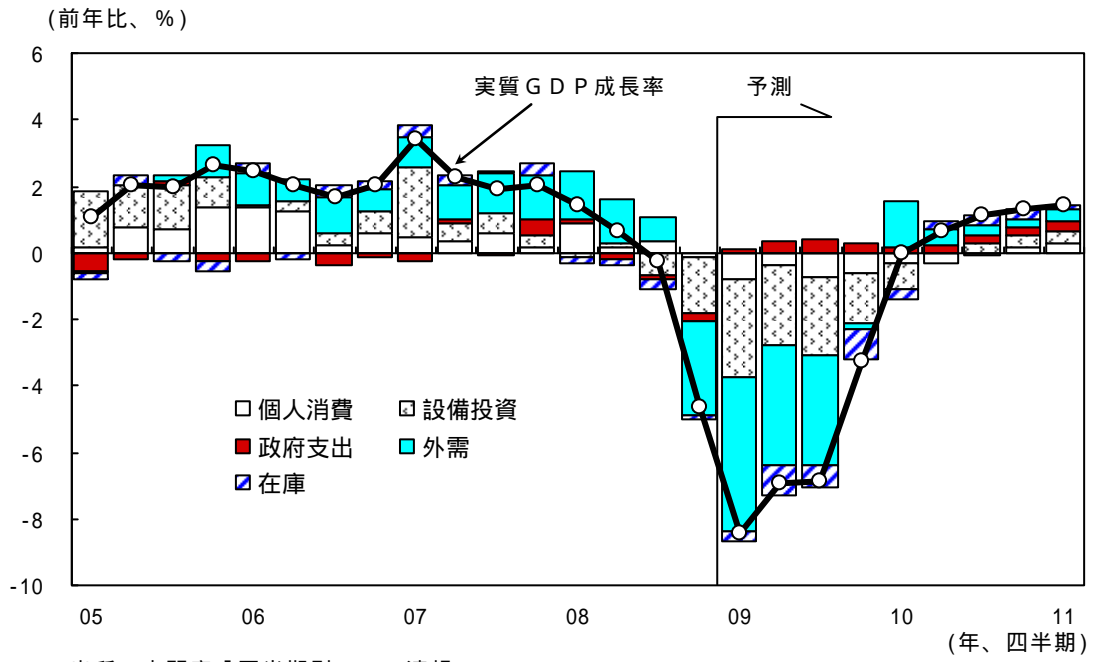
図表5 GDP成長率の見通し

	2008年度				2009年度				2010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	-1.4	-0.7	-1.7	-2.4	-1.3	-0.6	-0.7	0.5	0.1	0.4	-0.2	0.7	1.0	-3.2	-4.6	0.4
実質GDP	-0.9	-1.8	-3.8	-6.4	-5.6	-6.0	-4.6	-2.2	-0.6	0.3	0.7	1.1	1.9	-3.2	-4.3	1.1
デフレーター	-1.5	-1.6	0.9	2.2	1.4	0.9	-1.4	-2.1	-1.2	-0.8	-0.6	-0.3	-0.9	0.0	-0.3	-0.8

図表6 実質GDP成長率(前期比)の見通し



図表7 実質GDP成長率（前年比）の見通し



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、2000年代に入って企業は、堅調な輸出を背景に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た。

しかし、足元では、自動車、デジタル関連財（半導体や液晶など）、一般機械などの輸出の急減や設備投資の減少により生産は急ピッチで減少している。内外の需要の落ち込みを背景に出荷も急減しており、幅広い業種で在庫が急増している。このため大幅な生産調整が行われており、生産の減少に一層拍車がかかっている。

内外経済の悪化により企業利益が急減しており、設備投資が減少している。更新投資や競争力を高めるための高付加価値化投資は必要であるが、需要の落ち込みから設備過剰感が急速に広まっており、設備投資の調整が長引く可能性がある。

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が、原材料価格の高騰、人件費や減価償却費の増加といったコスト増要因に加えて、世界経済の悪化による輸出など内外の売上の減少を背景に利益は急減している。原材料価格が下落に転じ、交易条件が改善していることは企業の利益にとってはプラス材料であるが、世界経済が回復に転じるまで、本格的な増益基調に転じるのは難しいだろう。

図表8 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%			
	2008年度				2009年度				2010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)
鉱工業生産指数	-0.8	-1.3	-12.0	-21.1	-3.7	3.0	2.0	-0.4	-0.1	0.2	0.3	0.2	2.6	-12.0	-22.9	1.6
	1.0	-1.4	-14.8	-32.1	-34.0	-30.9	-20.3	0.7	4.4	1.8	-0.1	0.6				
在庫指数	0.4	1.6	2.7	-1.4	-4.8	-3.6	-2.6	-2.1	-0.1	0.2	0.5	0.5	2.1	3.3	-12.5	1.1
	2.7	3.2	4.7	3.3	-2.1	-7.1	-11.8	-12.5	-8.2	-4.6	-1.6	1.1				
売上高	-0.7	-0.2	-5.4	-12.2	-15.2	-15.4	-10.8	-1.3	2.0	2.2	1.8	1.6	1.5	-4.7	-10.8	1.9
経常利益	-5.2	-22.4	-30.8	-30.5	-38.1	-22.9	-2.7	7.4	13.0	13.1	8.8	5.3	-3.3	-21.6	-17.2	9.8
売上高経常利益率	3.85	3.11	2.71	2.76	2.79	2.84	2.94	3.03	3.07	3.15	3.15	3.14	3.79	3.12	2.90	3.12
設備投資	-2.3	-3.4	-5.3	-5.7	-3.0	-1.5	-1.0	1.0	1.5	0.5	0.3	0.1	2.3	-8.1	-11.6	1.8
	0.7	-4.0	-11.6	-15.6	-16.3	-14.6	-11.1	-4.5	-0.1	1.9	3.1	2.3				
在庫投資	0.1	-0.2	0.4	-0.5	-0.6	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.2	-0.7	0.2

(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10~12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

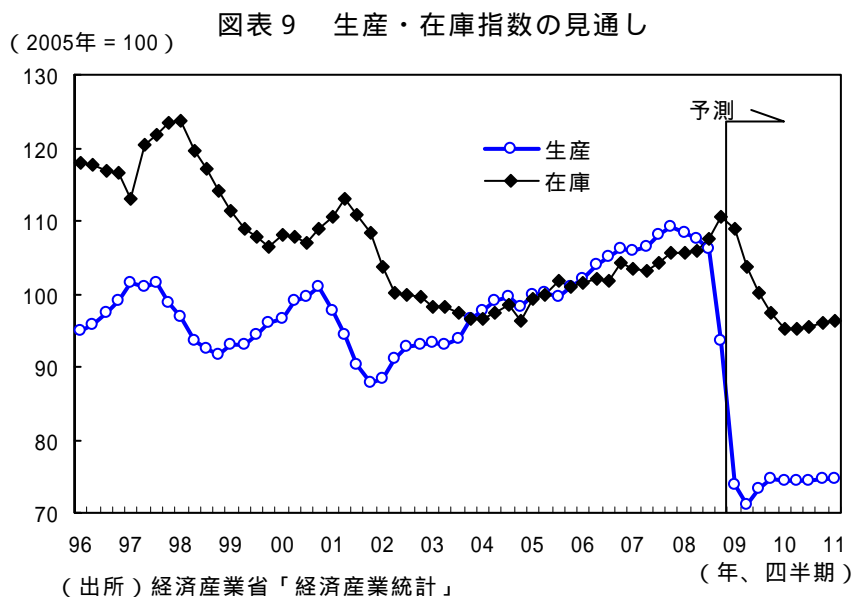
a. 現状

輸出の急減が原因で生産は2008年10～12月期に1955年の統計開始以来最大の落ち込み幅である前期比-12.0%を記録した(前期比でのマイナスは4四半期連続)。輸出の主力品目である輸送機械工業、電子部品・デバイス工業、一般機械工業などで特に落ち込み幅が大きいほか、鉄鋼業や化学工業などの素材業種にも減産の動きが広がっている。

在庫は、出荷の急減を反映して急増している。各業種とも生産を抑制しているが、それ以上のペースで出荷が落ち込んでおり在庫が減っていない。中でも電子部品・デバイス工業、化学工業、鉄鋼業などで在庫水準が高く、これらの業種を中心に在庫調整圧力が一段と強まっている。

b. 見通し

製造工業生産予測調査では2009年1、2月の生産も大幅な減少が見込まれており、1～3月期の減少幅は前期比2割程度まで拡大する可能性がある。輸出の低迷が続いている一般機械、輸送機械で減産の動きが強化され、在庫が積み上がっている素材業種やデジタル関連財でも生産抑制の動きが続く見込みである。もっとも、各業種とも過去に例のない減産ペースであり、急速に在庫調整が進む見込みである。このため、4～6月期には生産抑制のペースが鈍化し、7～9月期以降は急速な在庫圧縮の反動から生産がいったんは増加に転じる可能性がある。しかし、輸出が2009年半ばから持ち直してくるとはいえ力強さに欠けること、内需の低迷が続くことから生産は本格的な回復には至らず、2009年度中は低迷が続く。2010年度には生産は回復してくるものの、内外需要の伸びが緩やかであるため、増加ペースは小幅にとどまるだろう。



企業収益

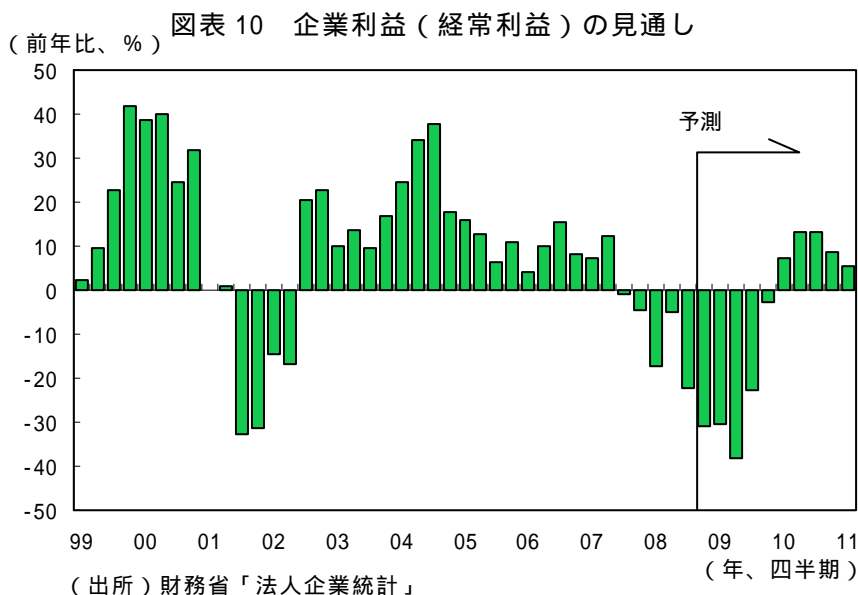
a. 現状

企業の経常利益は、2006年度までに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、2008年7～9月期までに5四半期連続で減少し、減少幅も前年比 -22.4%と拡大している。内外需要の低迷により製造業を中心に売上高が伸び悩んでいることに加え、原材料価格上昇と価格転嫁の遅れによる利益率の悪化が利益を押し下げている。人件費の削減などのリストラ策も今のところ目立った効果はあがっていない。

b. 見通し

企業収益を取り巻く環境は一段と厳しさを増していこう。中でも、輸出の急減によって製造業の売上高が大きく落ち込んでおり、輸出への依存度が高い自動車、電気機械、一般機械といった業種では、為替円高の影響も加わって収益が急速に悪化している。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る。2008年度の経常利益は2年連続で減少し、減少幅も2007年度の前年比 -3.3%から同 -21.6%に拡大しよう。

2009年度に入ると、国際商品市況の下落によって交易条件の改善が進んでいることが、限界利益率を上昇させ企業利益を押し上げる要因となる。また、人件費削減を中心としたリストラ効果の浸透も見込まれる。しかし、これらの利益押し上げ要因を上回って売上高が落ち込むことから経常利益は前年比 -17.2%と、2年連続で2桁の減収となる見込みである。2010年度には内外需要の持ち直しを背景に、経常利益は4年ぶりに増加に転じよう。



設備投資

a. 現状

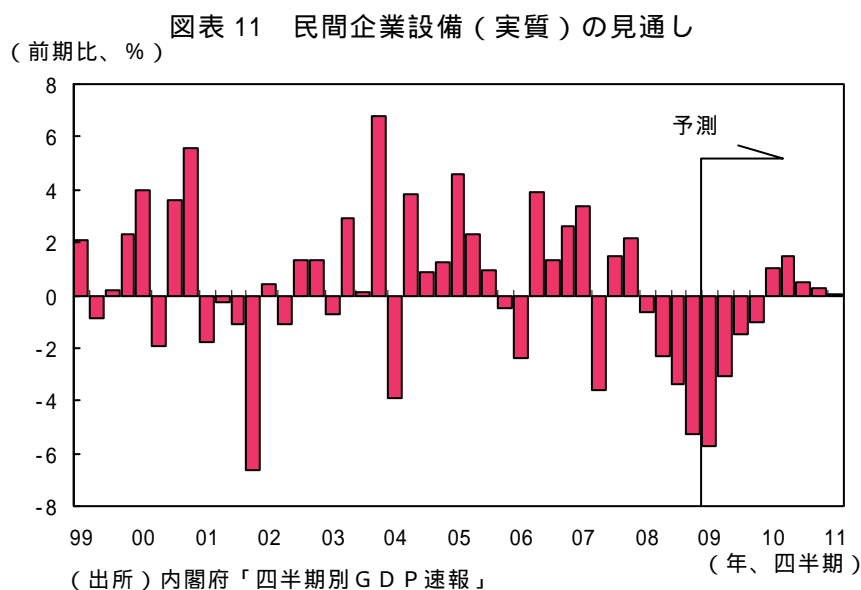
企業の実質設備投資は、2008年1～3月期以降、4四半期連続で減少し、10～12月期は前期比 - 5.3%とマイナス幅も拡大傾向にある。企業業績の悪化に加え、内外景気の先行き不透明感の高まりを受けて企業マインドは慎重になっており、設備投資を抑制する動きが急速に広がっている。先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）も、2008年7～9月期に前期比 - 10.4%、10～12月期に同 - 16.7%と急減が続いている。

b. 見通し

企業収益の悪化が見込まれるうえ、資金調達が難しくなるなど投資環境は厳しさを増してきている。このため、設備投資を抑制する姿勢がさらに強まる可能性があり、2008年度の実質設備投資は2年連続で減少する見込みである。

2009年度についても、企業業績の悪化が続くうえ、内外需要が力強さに欠けるため、年度を通じて設備投資が明確な増加傾向に転じることは難しいと思われ、実質設備投資は3年連続で減少しよう。中でも製造業では、生産の急減により設備稼働率が大きく低下しており、生産設備の過剰感が一気に増している。生産活動が順調に回復することが難しいため設備稼働率は低水準で推移すると予想され、設備投資を抑制する要因となろう。ただし、情報化投資や研究開発投資など競争力を維持していくために必要な投資や新規事業のための先行投資については、企業業績が悪化する中においても継続されると予想され、年度末にかけては徐々に減少幅が縮小してこよう。

設備投資が増加に転じてくるのは企業業績が持ち直してくる2010年度以降になろうが、増加ペースは緩やかである。



(2) 家計

減速しながらも増加が続いていた雇用者報酬が足もとでは前年比で減少に転じるなど所得環境が厳しくなる中、個人消費は弱い動きとなっている。

昨年秋以降、需要の大幅な減少に直面した企業は景気回復期に増やした非正規労働者の削減を中心とする人員削減を進めており、雇用環境は一段と悪化している。企業の雇用調整は急速かつ大規模になると見込まれ、今後、失業率は大幅に上昇すると予想される。

伸び悩みが続いた賃金は、企業業績の悪化に伴うボーナスの減少などにより今後、大きく減少する可能性が高い。今後、物価は下落へ転じるものの、雇用調整の進展に伴って所得環境が厳しさを増すことから、個人消費は減少傾向で推移するだろう。

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、2007年6月の改正建築基準法施行以降、低迷を余儀なくされてきた。法改正の影響が和らいだ後も、物件価格の低下期待や景気の先行き不透明感から住宅販売は低調なままである。また、中期的には世帯数の伸びの鈍化が続くことが抑制要因となる。

 図表 12 家計部門総括表
 予測

	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)
	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(前年比)	0.7	0.2	-0.5	-2.6	-3.5	-2.7	-3.9	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3	0.0	-0.3	-0.5	-2.9	-0.3
所定内給与	0.4	0.6	0.2	-0.9	-0.5	-0.6	-0.7	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.6	-0.1
所定外給与	1.3	-0.8	-7.4	-16.0	-20.0	-14.0	-10.0	-2.0	1.0	1.0	0.6	0.6	1.1	-5.8	-11.9	0.8
雇用者数(前年比)	0.0	0.1	0.0	-0.8	-1.5	-2.0	-2.0	-1.6	-0.9	-0.4	-0.2	-0.1	0.7	-0.2	-1.8	-0.4
雇用者報酬(前年比)	0.8	0.2	-0.4	-3.3	-5.0	-4.6	-5.8	-2.3	-1.4	-0.8	-0.5	0.0	0.5	-0.6	-4.6	-0.7
完全失業率(季調値)	4.0	4.1	4.0	4.8	5.4	5.8	6.0	6.2	6.1	6.2	6.1	6.1	3.8	4.2	5.8	6.1
春闘賃上げ率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.87	1.99	1.58	1.54
個人消費(前期比)	-0.7	0.3	-0.4	-0.6	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	-0.2	-0.9	0.0
(前年比)	0.3	0.6	-0.3	-1.5	-0.6	-1.3	-1.0	-0.5	-0.5	-0.1	0.3	0.5				
可処分所得(前年比)	0.6	0.3	-0.5	-3.2	-2.2	-4.5	-5.5	-2.4	-4.0	-1.0	-0.8	-0.1	-0.9	-0.5	-3.8	-1.6
消費性向	97.9	98.2	98.3	98.4	98.4	98.3	99.0	98.9	99.6	99.5	99.6	99.5	97.8	98.4	98.9	99.5

(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・受給状況について」のベースで2008年度は実績
 (注4) 可処分所得と消費性向は2007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%

	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)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
住宅投資	-1.9	4.0	5.7	-4.1	-5.3	-1.5	0.4	1.0	0.2	-0.9	-0.1	0.9	-13.0	-1.9	-5.6	0.2
	-15.9	-4.7	12.6	3.4	-0.2	-5.6	-10.3	-5.5	0.1	0.6	0.1	0.1				
新設住宅着工戸数	112.0	110.2	101.0	103.2	102.1	101.1	101.2	102.9	101.8	100.9	102.2	103.6	103.6	106.7	101.8	102.1
	-11.0	40.2	4.1	-10.3	-8.8	-8.3	0.3	-0.4	-0.2	-0.2	1.0	0.6				
持家	31.0	34.0	30.1	31.5	30.4	31.7	30.1	31.3	30.5	31.9	31.0	31.2	31.2	31.7	30.9	31.2
	-6.7	26.0	-7.7	-2.0	-2.0	-7.0	0.2	-0.6	0.5	0.6	3.0	-0.5				
貸家	48.6	47.0	43.7	45.2	46.0	45.7	43.5	44.6	45.6	45.2	43.6	44.9	43.1	46.2	45.0	44.8
	-10.1	45.9	9.3	-3.0	-5.5	-3.0	-0.3	-1.2	-1.0	-1.2	0.2	0.5				
分譲	31.5	30.9	25.6	23.2	24.8	25.5	25.8	23.4	24.8	25.6	25.8	23.9	28.3	27.9	24.9	25.1
	-14.5	50.9	9.4	-27.1	-21.1	-17.1	0.6	1.2	0.1	0.4	0.1	2.0				

(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

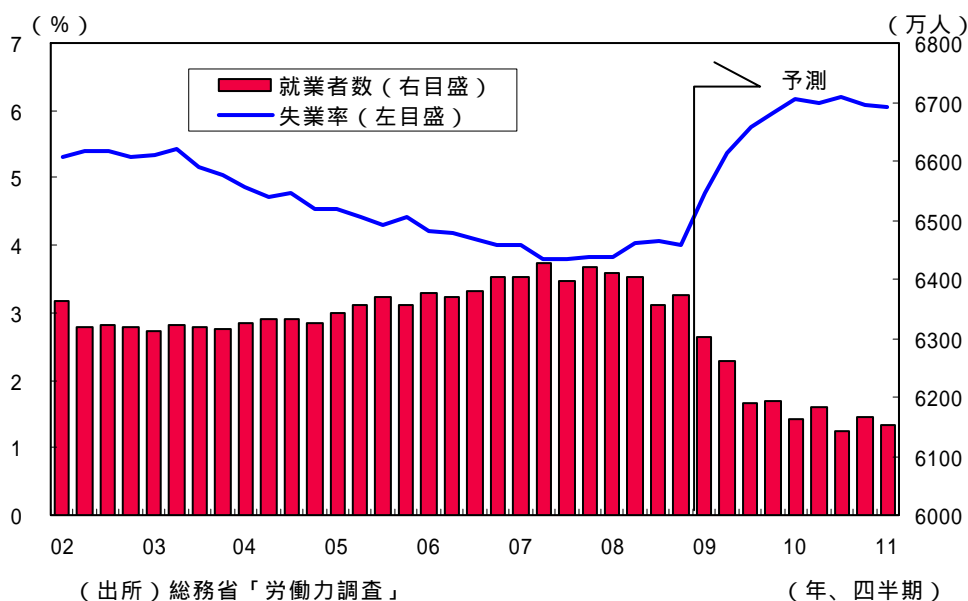
雇用環境は、景気の急速な悪化を反映して 2008 年末に一段と悪化した。新規求人は前年比で減少が続いており、有効求人倍率は 2008 年 12 月には 0.72 倍まで低下している。就業者は 2008 年 10～12 月期平均で自営業者を中心に前年比で -48 万人と大幅に減少した。雇用者は 12 月まではおおむね横ばいで推移しているが、雇用過剰感が高まっている製造業では前年比で減少が続いている。失業率は、10～12 月期平均では 4.0%と前期比ではほぼ横ばいである。ただし、12 月には企業の人員削減による非自発的な離職者が増加し、失業率は 4.4%と前月比で +0.5%ポイントと急速に上昇した。

b. 見通し

生産が減少している製造業では、有期雇用者の契約更新を見送るなど非正規労働者を中心とした人員削減が広がっている。生産は今後も減少が続くと見込まれており、人員削減の対象は正社員まで広がる可能性がある。こうしたことから、2009 年度は雇用者数は大幅に減少すると見込まれる。また、自営業者・家族従業者の減少も続くことから就業者数は急速に減少するだろう。2010 年度には企業の雇用調整も一段落すると考えられることから、就業者の減少は緩やかになる。

今回の景気悪化局面では、非正規労働者の削減を中心とする企業の雇用調整のスピードが速いため、非自発的失業者の増加が続き、失業率は 2009 年前半に急速に上昇すると予想される。2009 年度平均では 5.8%と 2008 年度平均の 4.2%から大幅に上昇し、2002 年度平均の 5.4%を上回って過去最高となるだろう。2010 年度も就業者数は減少が続くことから、失業率は高止まりすると予想される。

図表 13 雇用の見通し



所得・賃金

a. 現状

一人当たり賃金は、2008年10～12月期に前年比 - 0.5%と1年ぶりに減少に転じた。内訳をみると、所定内給与は前年比でみた伸びが鈍化している。生産活動の大幅な落ち込みを背景として製造業を中心に所定外労働時間が減少しており、所定外給与は前年を大きく下回った。特別給与は前年比で減少が続いており、冬のボーナスは前年を下回ったと考えられる。

雇用者数が横ばいで推移し、一人当たり賃金が減少したことから、雇用者報酬も10～12月期には前年比 - 0.4%と5四半期ぶりにマイナスに転じた。

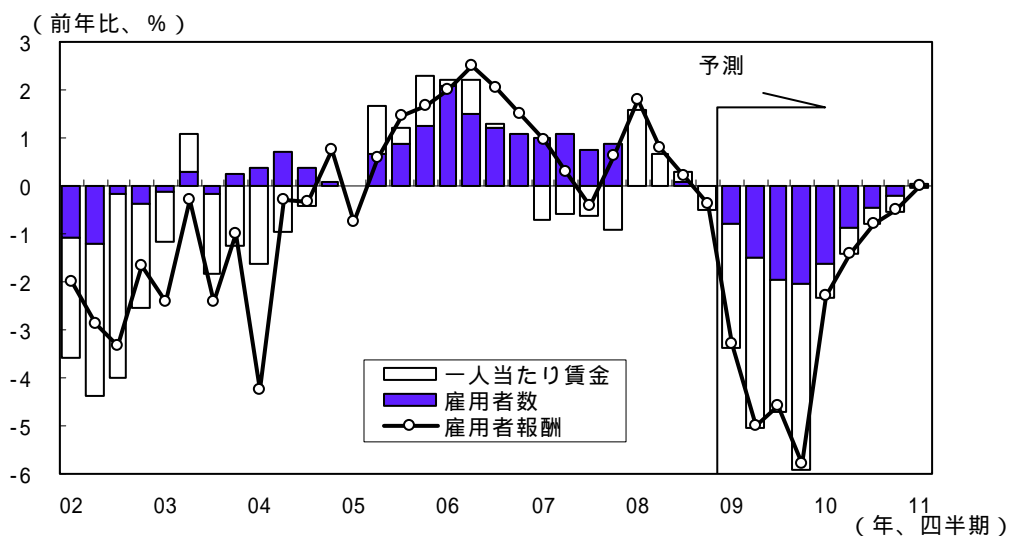
b. 見通し

家計を取り巻く所得環境は2009年度にかけて厳しさをさらに増していくと考えられる。今後も生産活動は低迷が続くと見込まれるため、所定外給与は前年比で減少が続くだろう。また、2009年度のボーナスも、悪化が続く企業業績の動向を反映して前年比で大幅に減少する可能性が高い。さらに、需要の大幅な減少に対応して製造業では休業日を増加させる企業もあることなどから所定内給与も減少し、一人当たり賃金は減少すると見込まれる。

2009年の春闘を取り巻く環境をみると、収益環境が厳しい中で企業はコスト抑制姿勢を強めている。このため、賃上げ率は6年ぶりに前年を下回るだろう。

今後、雇用者数、一人当たり賃金とも減少が続くため、雇用者報酬は2008年度に4年ぶりに減少し、2009年度は減少幅が拡大すると予想される。2010年度は、雇用者数、一人当たり賃金とも減少幅が縮小するため、雇用者報酬の減少のペースも緩やかになるだろう。

図表 14 所得の見通し



(注) 一人当たり賃金は従業員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

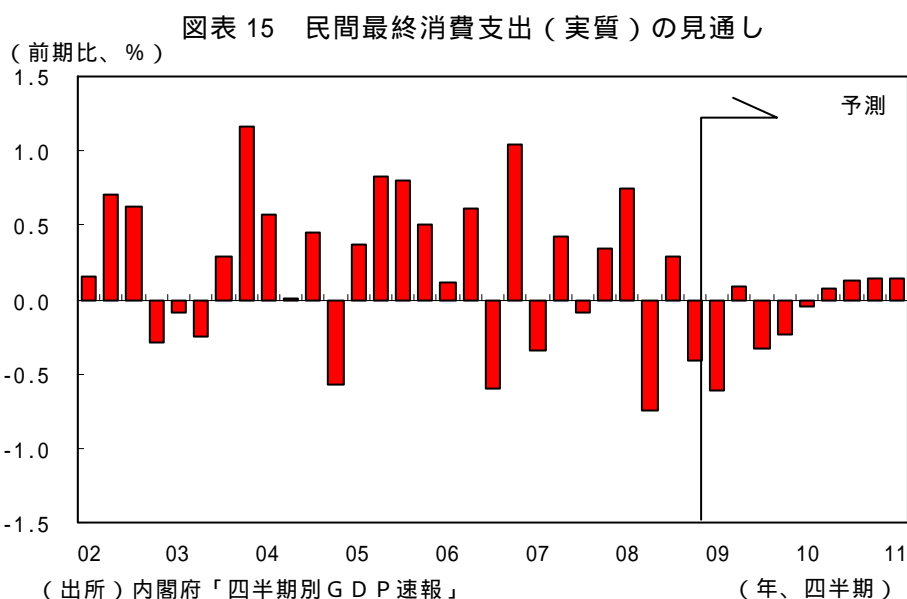
GDP統計の民間最終消費支出(実質)は、2008年10~12月期に前期比-0.4%と減少した。内訳をみると、サービス支出は増加したものの、半耐久財、非耐久財への支出がともに減少した。さらに、増加が続いていた耐久財への支出が前期比-3.2%と5四半期ぶりに減少した。新車(除く軽自動車)販売台数が2008年11月以降、前年比2~3割減と大幅に落ち込んでいることなどが影響したとみられる。

b. 見通し

これまでは景気が後退しても個人消費は比較的底堅く推移してきた。しかし、少子高齢化という構造要因などから個人消費の伸びが中長期的にみて低下傾向にある中、景気後退局面で個人消費が景気を下支えする力はかつてよりも弱くなっていると考えられる。

所得環境の悪化などを背景に、2009年に入っても新車販売が前年比で大幅な減少が続いており、個人消費は2009年1~3月期も前期比で減少する可能性がある。景気の悪化を受けて、政府は総額約2兆円の定額給付金を支給する方針である。定額給付金は、雇用者報酬が大幅に減少する中で家計の可処分所得の減少をいくらか緩和することになる。その効果は4~6月期以降に出てくると考えられるが、消費者マインドが低迷していることもあり、個人消費を押し上げる効果は限定的であろう。

2009年度は、2008年に上昇した物価は下落していくものの、所得環境が大幅に悪化するため、個人消費は減少傾向で推移すると予想される。2010年度は、所得の減少が緩やかになってくことや物価の下落などにより個人消費はおおむね横ばいで推移するだろう。



住宅投資

a. 現状

2007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新設住宅着工戸数は次第に水準を上げ、施行前と比べれば低調ながら、2008年1～3月期から7～9月期までは年率換算で110万戸の水準を維持してきた。ところが、2008年10～12月期に入り、景気後退色が強まる中で住宅着工も更に手控えられるようになり、着工水準は年率換算で101万戸まで低下した。前年の水準が低いため、前年比では4.1%の増加であるが、前期比では3四半期連続で減少が続いている。

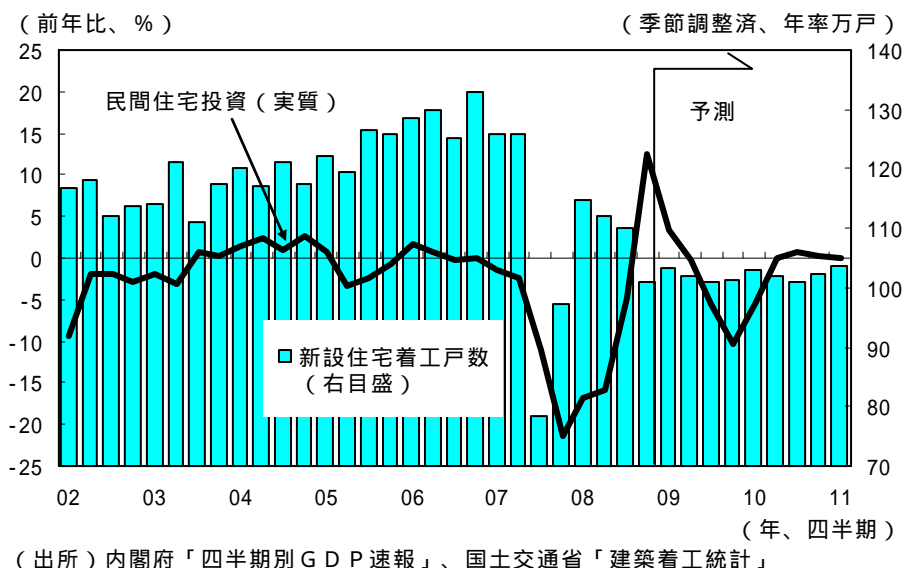
b. 見通し

住宅投資をめぐる環境は厳しい状況が続いている。景気の低迷で住宅ローン金利に先高感がなく、また、地価の下落や住宅在庫の増加を背景に物件価格に先安感があるため、購入者層の取得意欲が後退している。不動産経済研究所の調査によると、首都圏のマンション在庫戸数は昨年12月以降1万戸を超える状態が続いている。また、実際にはまだ販売を開始していないためこの数字に含まれてこない在庫も存在していると言われており、景気対策として大型の住宅ローン減税が実施される方向であるが、住宅取得意欲が後退している中での効果は限定的であろう。

貸家に関しても、サブプライムローン問題以降の金融市場混乱の影響で不動産市場に投資資金が入らなくなっており、以前のような大型物件着工による増加は期待できない。

2008、2009年度の住宅投資（実質）は、前年比でそれぞれ-1.9%、-5.6%とマイナスが続くと見込まれる。2010年度も停滞から脱するには至らず、前年比+0.2%と横ばいにとどまるだろう。

図表 16 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た。90年代は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、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は実施されず、公共投資は一段と減少した。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。

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きた。もっとも、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、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、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。国と地方の公共投資の削減が続く、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。加えて世界的な景気後退が深刻化する中で、大型の経済対策など財政支出拡大の動きが再び強まってきている。

図表 17 政府部門総括表

	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)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
政府支出	-0.9	0.0	0.9	0.5	0.3	0.2	0.2	-0.1	0.4	0.5	0.1	0.1	0.7	-0.5	1.3	1.0
公共投資	-0.8	1.0	-0.6	0.9	1.0	0.2	-1.1	-1.4	0.3	0.2	-0.4	-0.8	-5.8	-4.2	0.6	-1.6
政府最終消費	-0.9	-0.2	1.2	0.4	0.1	0.3	0.5	0.2	0.4	0.6	0.2	0.2	2.2	0.3	1.5	1.5
	0.2	0.5	0.0	0.5	1.6	2.0	1.4	1.1	1.4	1.7	1.4	1.5				

公共投資

a. 現状

2008年10～12月期の実質公共投資は前期比 - 0.6%と小幅減少に転じ、減少基調が続いている。景気後退を受けて第1次・第2次補正予算が組まれ、公共投資が増額されており、その効果も一部に現れ始めているとみられるが、景気の押し上げ効果は極めて限定的である。

b. 見通し

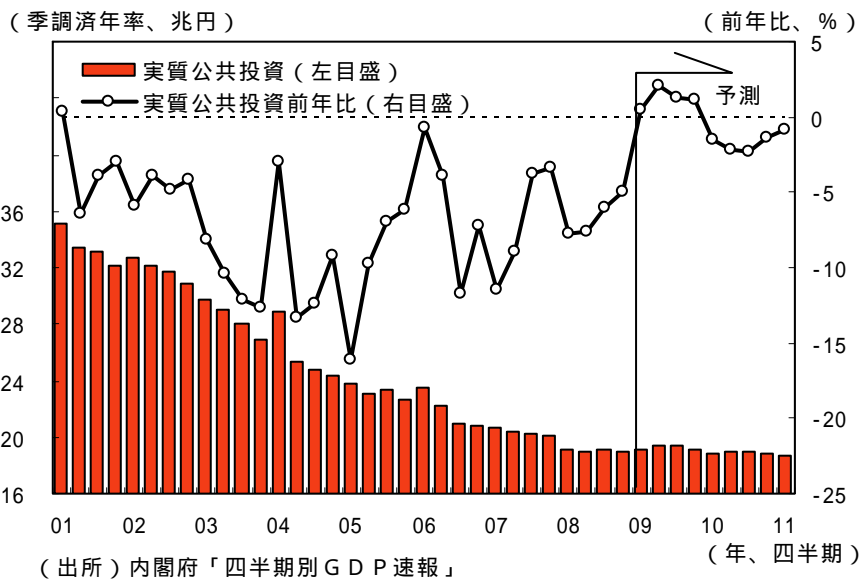
2008年度の実質公共投資は、第1次・第2次補正予算による追加経済対策の効果が発現することも影響して、2007年度の前年比 - 5.8%から同 - 4.2%とマイナス幅が縮小する見込みである。

2009年度の政府予算案では、公共工事費が道路特定財源の一般財源化の影響を除いたベースで前年比 - 5.2%、地方財政計画においても投資的経費（単独事業分）が同 - 3.0%となる見込みで、公共投資の減少基調は続くだろう。しかし、経済緊急対策予備費による支出（1兆円のうち5,000億円が公共事業関係費に回るものと想定）、建設用資材価格の下落などにより、2009年度の実質公共投資は前年比 + 0.6%とプラスに転じる見込みである。

景気悪化を受けて、大規模な経済対策が検討されると予想され、実施されれば2009年度、2010年度の公共投資の増加要因になる。

もっとも、2011年度のプライマリーバランスの黒字化が困難になるなど財政構造は厳しく、大型の経済対策の迅速な実現には困難も伴う。

図表 18 公共投資（実質）の見通し



政府最終消費支出

a. 現状

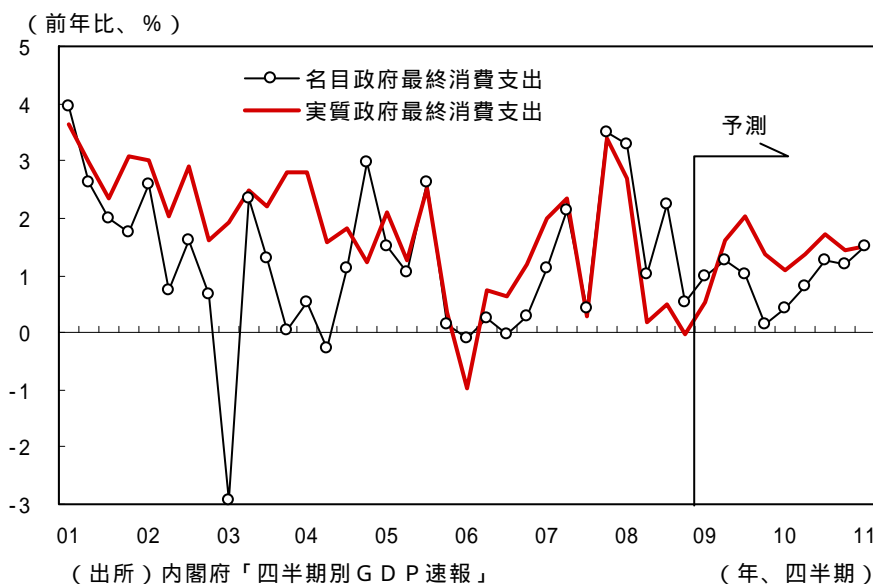
政府最終消費支出（以下、政府消費）は均してみれば増加基調にあり、2008年10～12月期の実質政府消費は前期比+1.2%と増加に転じた。減少基調にある公共投資とは対照的に、医療費や介護費などの現物社会給付の増加により、政府消費は緩やかに増加している。

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、政府支出は今後も増加が予想される。政府支出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。また政府支出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が続く可能性が高い。また、現在審議中の2009年度予算案においても、重点課題推進枠により社会保障関連費が拡充される見込みであり、2009年度の政府消費を押し上げる可能性がある。

政府支出は今後も緩やかに増加し、2008年度は前年比+0.3%、2009年度、2010年度はともに同+1.5%で推移することが見込まれる。

図表 19 政府最終消費の見通し



(4) 海外

世界経済は同時不況の様相が強まっている。米国、欧州は昨年10～12月期に大幅なマイナス成長を記録したほか、中国をはじめ新興国でも成長率の鈍化が鮮明となった。2009年の世界経済は一段と悪化する見通しである。世界経済のけん引役となってきた米国の個人消費は、家計部門の債務調整を背景にマイナス成長が続こう。欧米金融機関の不良債権処理の遅れによる金融システム不安が続き、世界的に雇用調整の動きが加速しよう。2010年にかけては、景気の悪化に徐々に歯止めがかかることが見込まれるものの、回復テンポは緩慢であり低成長が続く公算である。

世界的な不況の広がりを受けて日本の輸出は過去最大の落ち込みを示している。日本では、世界経済の高成長を背景とした輸出の増加が経済成長のけん引役となってきたため、輸出の急減が国内景気に与える影響は非常に大きい。世界経済がかつての高成長へと回帰するのは当分見込みがたく、輸出がもとの水準に戻るには長期間を要するだろう。

輸出の水準が大きく落ち込むため、貿易収支は今後概ねゼロ近傍での推移が続くと見込まれ、日本企業は貿易を通じて利益をあげることが難しくなってくる。対外純資産が生み出す所得収支は今後も総じて底堅く推移するとみられるものの、経常収支黒字は2007年度の水準から半減した状態がしばらく続く見通しである。

図表 20 海外部門総括表

予測

	2008年度				2009年度				2010年度				2007年 (実績)	2008年 (予測)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
米国実質GDP	2.1	0.7	-0.2	-1.3	-2.2	-2.5	-1.9	-0.6	0.0	0.8	1.7	1.8	2.0	1.3	-2.0	0.5
(前期比年率)	2.8	-0.5	-3.8	-3.7	-0.9	-1.6	-1.1	1.2	1.5	1.9	2.2	1.7	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	1.5	0.7	-1.2	-2.8	-2.7	-2.6	-1.7	-1.0	-0.6	-0.3	0.0	0.5	2.7	0.8	-2.5	-0.5
(前期比年率)	-0.7	-0.7	-5.7	-4.0	-0.3	-0.3	-2.2	-1.2	1.4	0.9	-1.0	0.8	-	-	-	-
アジア実質GDP	7.6	6.1	2.8	2.1	3.7	4.5	5.0	5.5	5.9	6.3	6.6	6.8	9.4	6.2	3.8	6.1
(うち中国実質GDP)	10.1	9.0	6.8	6.1	7.2	7.5	7.8	8.0	8.1	8.3	8.4	8.5	13.0	9.0	7.2	8.2
													2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)	2010年度 (予測)
経常収支(兆円)	4.8	3.6	2.3	1.9	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	24.5	12.4	10.6	11.2
貿易収支(兆円)	1.6	0.3	-0.4	-0.6	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	11.7	1.1	0.5	-0.2
サービス収支(兆円)	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-2.6	-2.2	-2.2	-1.9
所得収支(兆円)	4.0	4.1	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.7	3.8	3.8	16.8	14.9	13.8	14.7
輸出額(前年比)	1.8	3.2	-23.1	-48.6	-49.8	-47.3	-27.7	10.1	16.8	15.0	11.2	9.9	9.9	-16.8	-34.5	13.1
輸出数量(前年比)	5.3	2.6	-19.5	-44.2	-44.5	-40.8	-23.7	7.4	11.2	6.5	2.5	3.6	6.3	-14.3	-29.7	5.8
輸入額(前年比)	10.9	21.2	-9.5	-38.0	-46.3	-46.9	-29.5	3.8	18.3	16.5	13.2	11.1	9.4	-4.4	-34.0	14.6
輸入数量(前年比)	2.2	1.3	-6.6	-18.4	-27.2	-25.1	-20.3	-6.9	5.6	4.1	2.6	2.1	0.0	-5.5	-20.5	3.6
原油相場(WTI、ドル/バレル)	124.0	118.0	58.7	42.0	48.0	52.0	55.0	58.0	60.0	62.0	64.0	66.0	82.2	85.7	53.3	63.0
原油相場(ドバイ、ドル/バレル)	116.9	113.8	53.3	44.5	47.0	48.5	51.0	54.5	56.5	58.5	60.5	62.5	77.3	82.1	50.3	59.5
ドル円相場(円/ドル)	104.5	107.6	96.1	90.5	89.5	88.0	86.5	87.5	88.8	89.8	90.5	90.5	114.2	99.7	87.9	89.9

(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

米国の昨年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 -3.8%（前年比 -0.2%）と 27 年ぶりの低成長となった。家計の債務調整が個人消費を下押ししたほか、政府支出を除く内外需が総じて低迷した。年明け以降も雇用調整が強まる中、需要の減少が続いている。

物価については、景気の低迷と商品市況の下落により、消費者物価上昇率は前年比ほぼゼロ%に低下し、金融政策運営の指標となるコア物価（食料品とエネルギーを除く物価）上昇率も低下傾向が鮮明となった。FRB（連邦準備制度理事会）は流動性供給に政策の軸足をおき、政策金利である FF 金利をゼロ近辺に引き下げたほか、住宅、消費者、中小企業金融などの信用市場に対して直接資金供給を行う信用緩和政策を実施している。

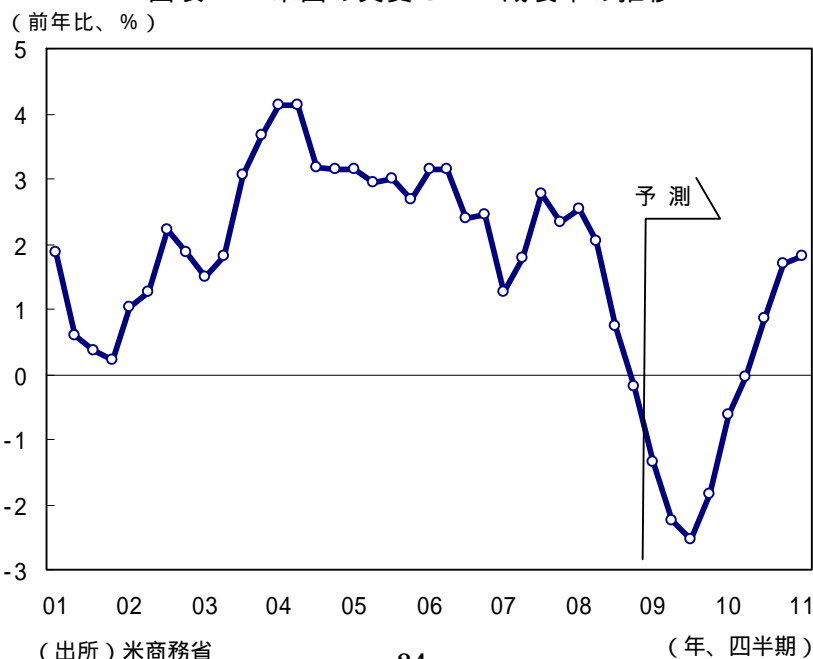
b. 見通し

2009 年の実質 GDP 成長率は -2.0%に低下し、2010 年についても +0.5%と回復力は鈍い。2007 年末から始まった景気後退局面は、過去最長の 1 年 4 ヶ月を上回る公算である。

家計部門では債務調整が一層強まる中、失業率も 2009 年中に 10%台に悪化するとみられ、個人消費は 2009～10 年にかけて、大恐慌時以来およそ 80 年ぶりに 2 年連続で減少する見通しである。内需低迷を背景に輸入減少が鮮明となり、貿易赤字は過去最大を記録した 2006 年の 8000 億ドルから半減し、外需（輸出 - 輸入）が成長率を下支えしよう。政府支出はいつもの拡大が見込まれるものの、景気悪化のテンポを緩和する程度の効果にとどまる。2009 年の名目成長率は 1949 年以来 60 年ぶりにマイナスに転じる見通しである。

物価は総じて低迷しデフレ懸念が強まる公算である。FRB はゼロ金利と信用緩和政策を継続し、政府支出拡大にともない長期金利が上昇に転じる場合には、市場で国債買い切りオペを実施する可能性がある。

図表 21 米国の実質 GDP 成長率の推移



欧州

a. 現状

欧州（ユーロ圏）の昨年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率 - 5.7%（前年比 - 1.2%）と3期連続でマイナス成長となり、1999年のユーロ発足以来最大の落ち込みを記録した。ドイツが同 - 8.2%となるなど、ロシア、東欧向け輸出が減少し、けん引役の企業部門で生産や設備投資が低迷した。スペインやアイルランドなどでは、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。

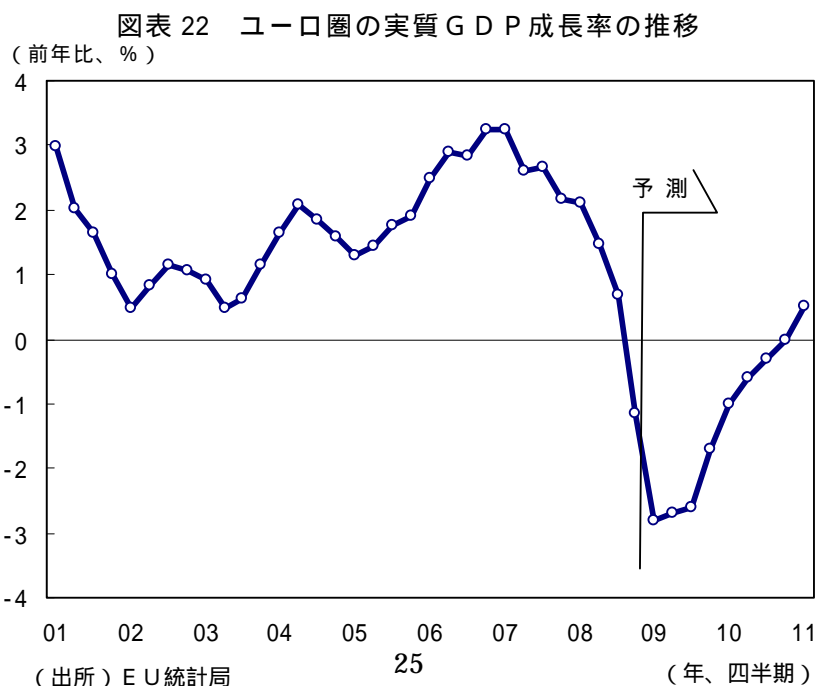
消費者物価上昇率は、政策運営の目安とされる2%を大きく下回っている。ECB（欧州中央銀行）はおよそ5年ぶりの利下げとなった昨年10月から年明けにかけて、政策金利である短期レポ金利を2%まで引き下げた。

b. 見通し

2009年の欧州の実質GDP成長率は - 2.5%と、米国を上回る落ち込みとなり、2010年についても - 0.5%と、回復の遅れにより2年連続でマイナス成長にとどまる見通しである。

各国では雇用環境の悪化が鮮明となり、失業率は10%超に悪化する見通しである。特に、スペイン、アイルランドなど住宅不況が深刻化している国々の失業率は、20%近くに上昇する。債務調整は米国と比べ軽微なものの、間接型金融システムにより家計や企業向け貸し出しが減少し、個人消費や設備投資を抑制しよう。財政安定化協定は弾力的な運用が見込まれるものの、政府支出による景気下支え効果は限定的にとどまる見通しである。

2009年後半以降、成長率は徐々に持ち直すものの回復力は弱く、潜在成長率とされる2%前後を大幅に下回って推移する見通しである。このため、消費者物価の下落圧力が高まり、2%の物価目標水準を大幅に下回る公算である。ECBは利下げを継続するものの、金利の低下余地が狭まる中で、非伝統的な金融政策への移行が焦点となるとみられる。



アジア

a. 現状

中国の昨年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +6.8%と、ITバブル崩壊により輸出が低迷した 2001 年以来 7 年ぶりの低成長となった。小売売上高や固定資産投資は拡大が続いたものの輸出が低迷し、沿岸都市部では輸出企業の業績悪化にともない失業増大が懸念されている。政府は昨年 11 月に総額 4 兆元（約 56 兆円）の景気対策を取りまとめ、その後も銀行融資の拡大や不動産市場の支援策など、景気刺激策を相次いで打ち出した。

一方、中国以外のアジア地域の成長率は、2008 年初めにかけて加速したものの、その後デジタル関連需要の拡大一服などから減速し、秋以降は一段と低下した。

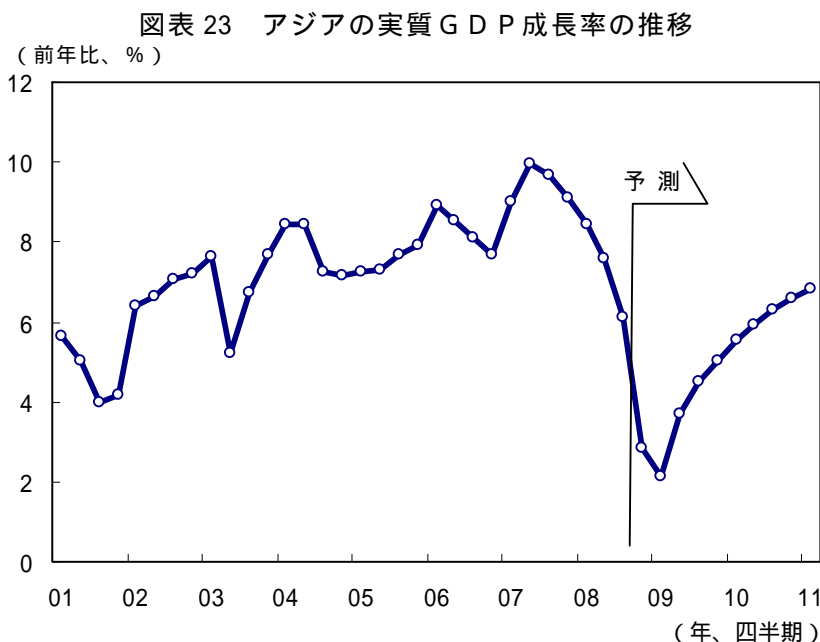
b. 見通し

2009 年の中国の実質 GDP 成長率は +7.2%と、2008 年の +9.0%から一段と減速し、2010 年は +8.2%と、雇用維持の下限とされる政府目標の水準にとどまる見通しである。

輸出は今後も一段と減少するとみられ、企業の設備投資が低迷し成長率を抑制する。輸出産業の低迷にともない、2000 万人の失業者が発生すると予想されており、失業率は政府目標の 4.6%を上回る見通しである。

建国 60 周年の節目の年を迎える中、政府は政策面からの下支えを強化するとみられる。2010 年には上海万博が開催され、関連インフラの整備など政策面からの下支えが期待されよう。もっとも、成長のけん引役であった輸出の回復が見込めない中、中国の成長率は 2007 年 4～6 月期に記録した 14%から半減し、成長の勢いはピークアウト傾向が鮮明となる。

中国以外のアジア地域の成長率は 2009 年の前半は低迷が続くものの、世界景気の急速な悪化が落ち着きを取り戻すにつれて緩やかに回復する見通しである。



(注) 中国・NIES・ASEAN4の成長率を名目GDPで加重平均
(出所) 各国資料

輸出入

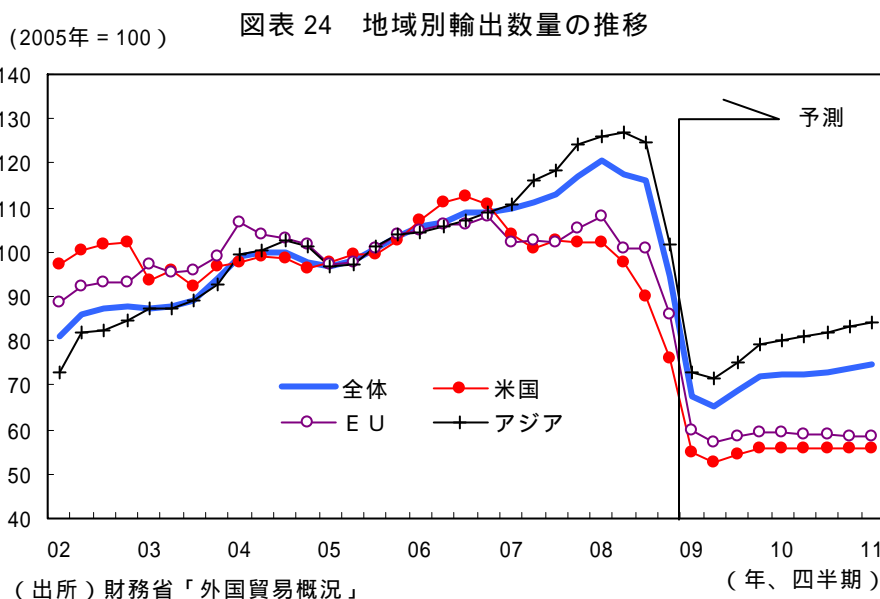
a. 現状

輸出は大幅に減少し、国内景気全般を急速に冷え込ませている。昨年 10～12 月期の実質輸出は、欧米向けの減少幅が拡大したのに加え、アジアなどの新興国やロシア、中東などの資源国向けも減少に転じたため、前期比 - 13.9%と過去最大の落ち込みとなった。一方、実質輸入は一次産品を中心に同 + 2.9%と増加したため、10～12 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 - 3.0%ポイントとなった。

b. 見通し

実質輸出は 1～3 月期に減少率がさらに拡大したのち、2009 年半ば頃には底打ちの動きが出てくるだろう。世界経済が下げ止まってくるのに合わせて、このところ急速に進んでいる在庫調整の動きがおさまってくるとみられ、輸出は、それまでの大幅減少の反動もあって増加に転じると見込まれる。その後は、世界経済の成長率はあまり高まらないため、輸出の増加は緩やかなものに止まる見通しである。実質輸入は、国内景気の悪化や輸出の減少に伴い今後は減少に転じると見込まれる。実質 GDP 成長率に対する外需の寄与度は、2008 年度に - 1.5%ポイントとなった後、2009 年度も - 1.4%ポイントとマイナス寄与が続き、2010 年度は + 0.4%ポイントの小幅なプラスに止まるだろう。

一方、名目貿易収支は、2008 年度は、年度前半の資源価格の上昇と年度後半の輸出の急減によって前年の約 12 兆円から 1 兆円程度にまで大きく減少し、2009 年度以降も、輸出と輸入がほぼ同じような推移を辿るためゼロ近傍に止まるとみられる。所得収支黒字は、円高や海外経済の減速の影響を受けて 2008 年度、2009 年度と拡大基調にブレーキがかかるだろう。経常収支黒字は、2008 年度に 12 兆円程度と前年比でほぼ半減した後、2009 年度、2010 年度ともに 11 兆円程度に止まる見通しである。



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、2008年後半になって大幅に下落しており、川上におけるインフレ圧力はいったん弱まっている。もっとも、中期的に見た中国など新興国の供給力と需要の拡大を背景に、資源など川上のインフレ圧力、工業品など川下のデフレ圧力が続くだろう。

原材料価格の下落は日本の物価にも波及している。国際商品市況に連動しやすい石油製品や非鉄金属製品などに加えて鉄鋼や化学製品も下落基調となり、足元の国内企業物価はおよそ5年ぶりに前年比でマイナスとなった。消費者物価も、エネルギー価格の低下や国内景気の悪化により、伸び率は今後マイナス基調へと転じていくと見込まれる。

金融政策では、2006年3月の量的緩和政策の解除以降、低過ぎる金利水準を引き上げるといふ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、2008年10月に欧米各国と強調する形で利下げが行われ、12月にも追加利下げが行われた。金融市場の混乱が収まり、内外経済の先行き不透明感が後退するまでの間、日本銀行の緩和的なスタンスは継続されるであろう。

景気の後退が続き、物価の上昇率も低下してくるため、長期金利は低水準での推移が続く。ただし、大型の経済対策による世界的な財政構造の悪化が、長期金利の上昇圧力となる可能性がある。為替は、2008年後半に国際金融市場の混乱によって資本取引が急速に縮小する中で、対ユーロを中心にドル高圧力が強まった。資源国通貨は資源安とともに下落した。円は、消去法的に買われる動きが続いたが、足元では輸出減少による日本の景気悪化が円相場の上値を抑えている。こうした中で、各国の金利差や経常収支の不均衡は小さくなる方向にあり、各国の政策や中長期的な経済展望が為替相場の動向を考えるうえで重要になるだろう。

図表 25 物価・金融市場総括表

→ 予測

	2008年度				2009年度				2010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)
原油価格(WTI、ドル/バレル)	124.0	118.0	58.7	42.0	48.0	52.0	55.0	58.0	60.0	62.0	64.0	66.0	82.2	85.7	53.3	63.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	116.9	113.8	53.3	44.5	47.0	48.5	51.0	54.5	56.5	58.5	60.5	62.5	77.3	82.1	50.3	59.5
国内企業物価	4.9	7.1	2.9	-1.8	-5.8	-9.3	-6.5	-2.9	-0.8	0.7	1.7	2.3	2.2	3.2	-6.1	0.9
消費者物価(総合)	1.4	2.2	1.1	-0.1	-0.7	-1.9	-1.4	-0.7	-0.4	-0.2	0.0	0.3	0.2	1.2	-1.2	-0.1
生鮮食品を除く総合	1.5	2.3	1.0	-0.1	-0.8	-2.0	-1.4	-0.8	-0.4	-0.2	0.0	0.3	0.3	1.2	-1.3	-0.1
無担保コール翌日物(%)	0.507	0.501	0.333	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.505	0.100	0.100	0.100
TIBOR3ヶ月(%)	0.840	0.850	0.826	0.750	0.750	0.800	0.800	0.800	0.750	0.800	0.800	0.800	0.791	0.813	0.725	0.800
新発10年国債(%)	1.61	1.51	1.43	1.25	1.30	1.30	1.35	1.40	1.40	1.40	1.45	1.45	1.60	1.45	1.34	1.43
ドル円相場(円/ドル)	104.5	107.6	96.1	90.5	89.5	88.0	86.5	87.5	88.8	89.8	90.5	90.5	114.2	99.7	87.9	89.9
ユーロ円相場(円/ユーロ)	163.3	161.6	126.6	117.6	116.8	115.3	112.9	113.1	113.4	113.3	113.8	113.8	161.6	142.3	114.5	113.6

(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

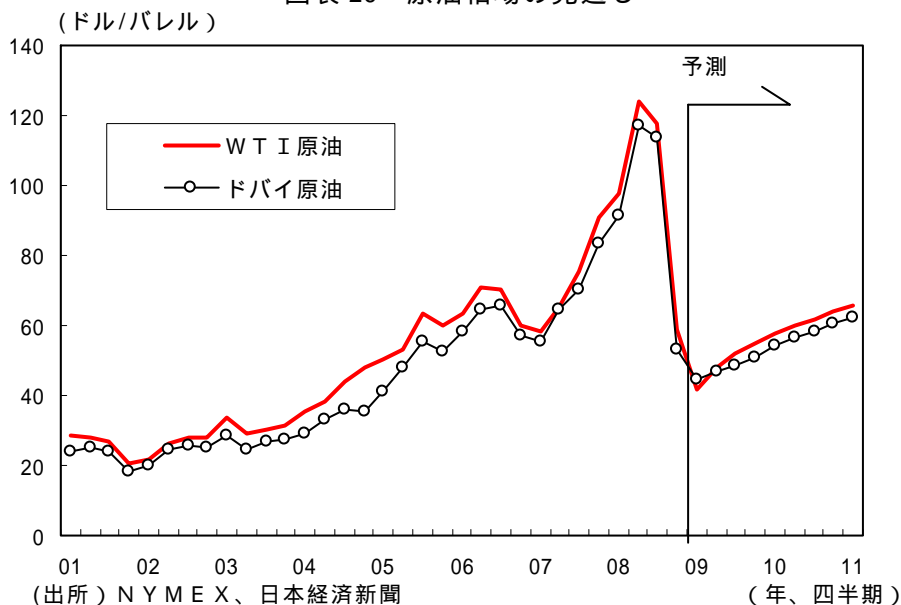
原油相場（WTI、期近物）は、2008年7月11日に1バレル＝147.27ドルの最高値をつけた後、世界景気の減速懸念を背景に12月19日には32.40ドルと5年ぶりの安値まで下落した。欧米を中心に先進国の石油需要は大幅に減少し、新興国の需要も鈍化している。こうした中、OPEC（石油輸出国機構）は、2008年9月に生産枠超過分である日量50万バレルの実質減産、10月に150万バレルの生産枠引き下げ、12月に220万バレルの生産枠引き下げを発表した。累計420万バレルの減産は、ほぼ発表通りに実施されているようだ。

b. 見通し

OPECは3月15日の総会において追加減産を決定する可能性にも言及している。減産によって原油在庫の増加に歯止めがかかると、現物需給の緩和感は徐々に後退するだろう。また、最近数ヶ月の石油需要は価格の先安感や景気の不透明感によって実勢以上に抑制されている可能性があり、在庫確保や値ごろ感による買いが起りやすくなっている。

一方、当面、世界景気の悪化を背景とした原油需要の鈍化観測は続き、原油価格の抑制要因になるだろう。また、各国における省エネルギー・代替エネルギーの促進策によって、原油需要が抑制されるとの見方が出てくる可能性もある。もっとも、省エネルギーや代替エネルギーは、エネルギーコストを押し上げる面もあり、原油価格を押し下げるとは限らない。現在の原油価格の水準では、オイルサンドや大水深などコスト高の開発案件が進まなくなり、中長期的には、新興国の需要の増加に比べ、供給力の拡大が不十分にとどまる懸念されている。景気の下げとまりとともに、原油相場は緩やかに上昇するだろう。

図表 26 原油相場の見通し



国内企業物価と消費者物価

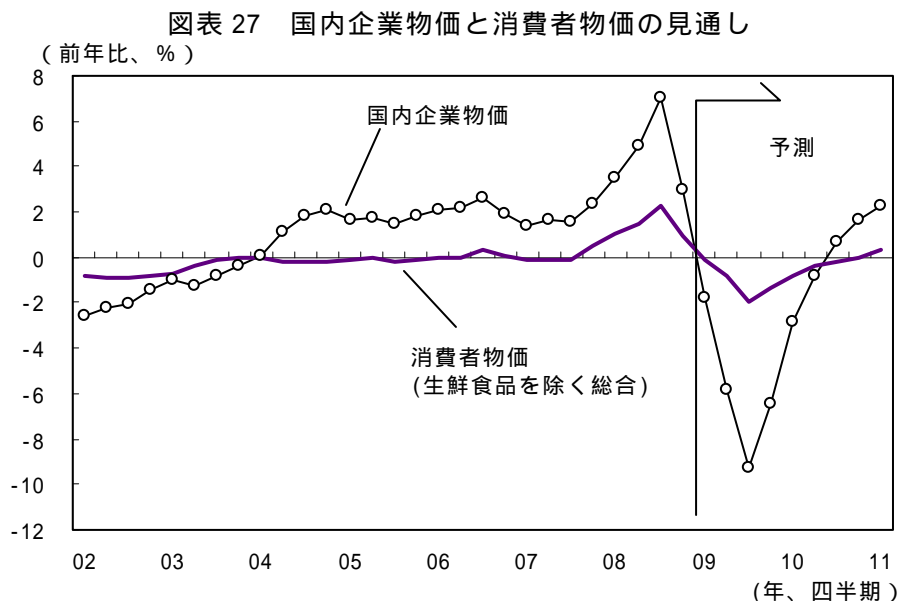
a. 現状

原油などの国際商品市況の下落や景気の悪化を受けて物価は低下基調となっている。1月の国内企業物価は前年比 - 0.2%と、2003年12月以来およそ5年ぶりに前年比でマイナスに転じた。国際商品市況に連動しやすい石油製品や非鉄金属などの価格下落が続いたほか、鉄鋼や化学製品などの伸び率も鈍化傾向が鮮明になっている。昨年12月の消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）は同 + 0.2%と、ガソリン価格の下落などにより伸び率が4ヶ月連続で鈍化した。

b. 見通し

減産による在庫調整の進展や世界経済の下げ止まりなどを背景に、2009年1~3月期をボトムに国際商品市況は徐々に持ち直していくと見込まれるが、その後の伸びは緩やかなものに止まると見込まれる。国内景気が2009年中は低迷を続けることも影響し、国内企業物価は、石油や金属、化学などの素材製品価格は2009年の終わり頃まで下落基調が続き、輸送機械や一般機械などの加工製品は、素材製品にやや遅れて2010年半ばまでは下落基調が続くと見込まれる。2008年度の国内企業物価は前年比 + 3.2%と、年度前半の資源価格高騰の影響で1980年度以来の高い伸びとなるが、2009年度は一転して同 - 6.1%と大幅な下落へと転じ、2010年度も同 + 0.9%と小幅な伸びに止まると見込まれる。

国内景気の急速な悪化を背景に、企業がこれまでの仕入価格上昇分を最終消費者への販売価格に転嫁する動きは急速に弱まっていくと考えられる。消費者物価は、ガソリンなどの石油製品価格の下落に加え、その他の財やサービス価格も下落基調へ転じていくと見込まれる。消費者物価上昇率は2008年度に + 1.2%となった後、2009年度には - 1.3%と大幅な下落に転じ、2010年度もほぼ横ばいに止まる見通しである。



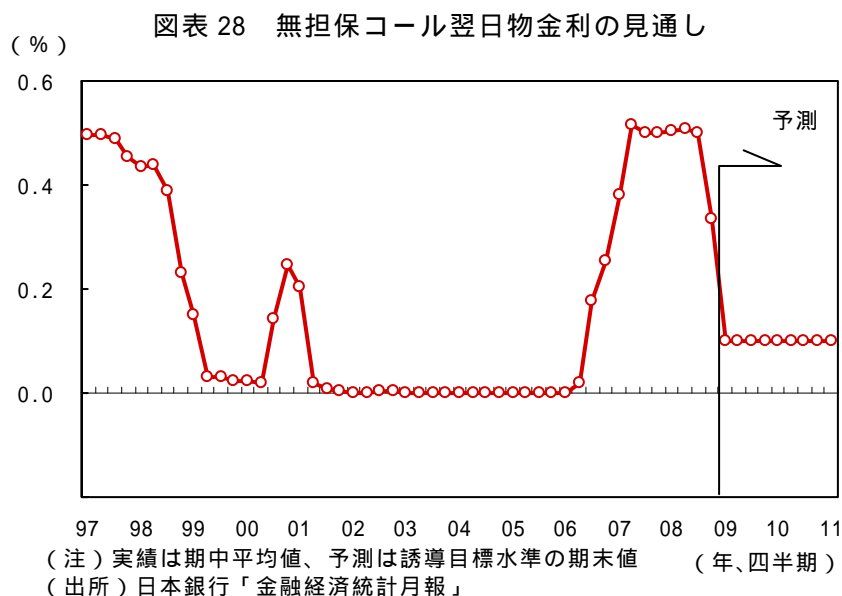
(2) 金融政策

日本銀行は2008年12月19日に無担保コール翌日物金利(政策金利)の誘導目標を0.30%から0.10%に、基準貸付利率(旧公定歩合)を0.50%から0.30%に引き下げた。今回の利下げについて日本銀行は、「わが国の景気は悪化しており、当面、厳しさを増す可能性が高い」こと、また「米欧の金融情勢や世界経済の動向次第では、わが国の景気が更に下振れるリスクがある」ことを指摘したうえで、「わが国経済が、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため」の措置であると説明している。

その後、展望レポートの中間レビュー(2009年1月22日発表)において、昨年10月の展望レポートにおける「2008年度、2009年度の成長率は、それぞれ0.1%、0.6%」との見通しを「それぞれ-1.8%、-2.0%」と大幅に下方修正している。

さらに、日本銀行は、積極的な流動性供給や企業金融の円滑化に向けた様々な措置を実施し、金融システムの安定化をはかっている。たとえば、民間企業債務の適格担保の基準を「A格相当以上」から「BBB格相当以上」へ緩和する(2008年12月2日)、CPおよびABC Pの買入れを通じて民間企業への信用供与を直接日本銀行が行う(2009年1月22日)、金融機関保有株式買入れを再開する(同2月3日)などの政策を打ち出しており、残存期間1年以内の社債の買入れについても検討されている。

以上のような日本銀行の現状のスタンスおよび景気の先行きを勘案すると、政策金利の誘導目標は、内外景気が持ち直し、金融システムの混乱の懸念が払拭されるまでは、現行の水準で据え置かれる可能性が高い。政策金利の引き上げは、2011年度以降となろう。



(3) 金融市場

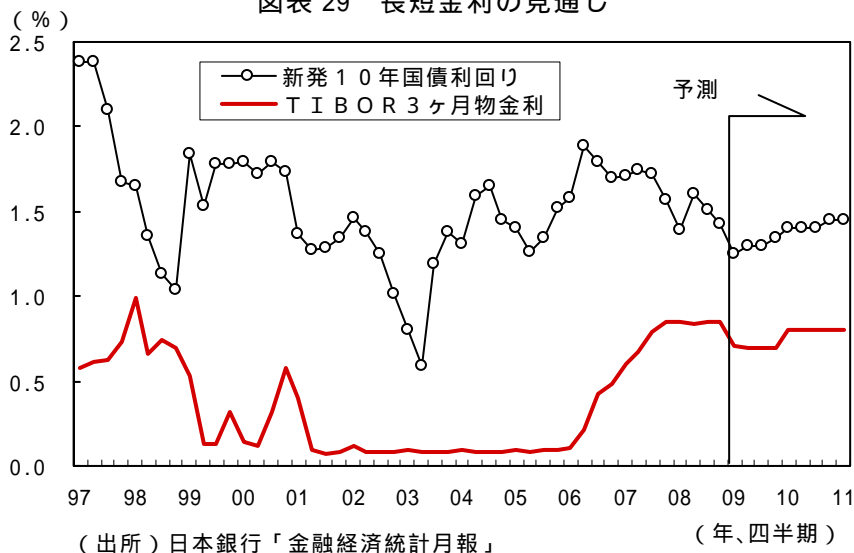
金利

12月19日の利下げ後にターム物金利は若干低下したものの、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。当面は現状水準レベルで推移する可能性が高く、TIBOR3ヶ月物金利は、2009年度中は0.70%近辺での推移が続こう。2010年度に入って景気が回復してくると若干水準が高まる可能性はあるが、政策金利が現状に維持されることから大きな動きにはならない。

長期金利(10年物国債利回り)は、内外の株価の動向に左右される神経質な動きが続いているが、おおむね1.3%を中心としたレンジ内での動きにとどまっている。景気低迷の長期化の観測が強まっていること、短期金利が当分の間、現状の水準で推移する可能性が強いこと、物価の上昇懸念が一服していることから、金利が大きく上昇することは考えづらい。株価の動きに振られながらも、基本的には小動きが続くと予想され、2009年度中は1.30%台を中心とした小動きにとどまると予想される。2010年度に入って景気が持ち直してくると一時的に金利上昇圧力がかかる局面もあるものの、景気の回復力が弱いこと、短期金利が低水準にとどまることから、1.40%台を中心とした推移が続くと考えられる。

景気対策のために国債が増発されるリスクや、景気後退による税収減から財政状況が悪化するといった需給要因については、今のところ金利の上昇要因とはされていないが、今後の政策しだいで需給悪化懸念が高まる可能性は残る。

図表 29 長短金利の見通し



為替

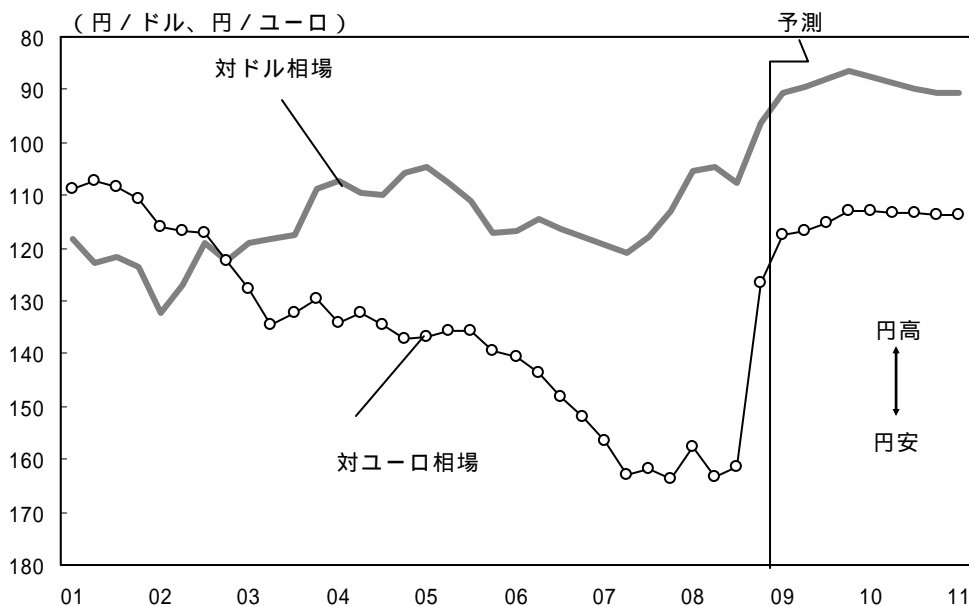
2008 年後半以降、米国では大手投資銀行の倒産など金融危機の様相が強まるとともに、大幅な金融緩和が行われた。金融危機が世界的な広がりを見せる中、国際決済通貨であるドルには不足感が生じたことや、欧州の経済・金融情勢への懸念や利下げ観測が強まったことを背景に、ドルは欧州通貨に対して大幅に上昇した。一方、日本は欧米に比べて金融危機の直接的な影響が少ないという消去法的な理由で円は買われる流れが続き、12 月～1 月には 1 ドル = 87 円近くまで円高・ドル安が進んだ。

目先は、米国の経済対策や金融対策への期待感がやや失望へと振れやすいことや、巨額の財政赤字への懸念がドル安圧力とみなされる可能性があり、円高・ドル安圧力が続くであろう。もっとも、金融市場の混乱や実体経済の悪化は世界的に広がっており、輸出の減速により日本の景気先行き懸念も強まっている。日米の景況格差や日本の経常収支黒字を円買い要因とみることが難しくなっており、円高圧力は限定的だろう。

欧州では利下げが継続すると見込まれ、日米との金利差縮小を背景に、ユーロは対円、対ドルともに下落傾向で推移するだろう。

もっとも、日米欧ともに経済が縮小均衡の動きを見せる中、景況格差、金利差、貿易収支の不均衡といった要因は為替を大きく動かす要因にはなりにくくなっている。相対的に、各国における政策対応の動きや中長期的な経済動向への思惑が、為替相場に及ぼす影響が強まる可能性がある。

図表 30 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 31 日本経済予測総括表

名目	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	0.5	-1.8	-3.2	-2.8	-0.7	0.5	0.4	1.0	-3.2	-4.6	0.4
	1.6	0.4	-1.3	-5.1	-5.8	-3.5	-0.2	0.9				
実質 GDP	0.5	1.3	-1.1	-5.3	-1.7	0.1	0.7	0.7	1.9	-3.2	-4.3	1.1
	2.1	1.7	0.2	-6.5	-6.9	-1.7	0.9	1.4				
内需寄与度(注1)	-0.1	0.5	-1.3	-1.4	-2.2	-0.2	0.6	0.4	0.7	-1.8	-2.9	0.8
個人消費	0.2	0.7	-0.2	-0.6	-0.4	-0.4	0.1	0.3	0.8	-0.2	-0.9	0.0
	0.8	0.9	0.5	-0.9	-1.0	-0.8	-0.3	0.4				
住宅投資	-7.5	-12.6	2.3	5.5	-8.0	0.1	0.2	-0.1	-13.0	-1.9	-5.6	0.2
	-6.9	-19.2	-10.4	8.0	-3.1	-8.0	0.4	0.1				
設備投資	-1.3	2.6	-4.2	-9.6	-6.6	-1.3	2.2	0.5	2.3	-8.1	-11.6	1.8
	3.8	0.9	-1.8	-13.8	-15.4	-7.5	1.0	2.7				
民間在庫(注1)	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.8	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.7	0.2
政府支出	0.9	0.5	-1.4	1.1	0.7	0.3	0.6	0.4	0.7	-0.5	1.3	1.0
	0.1	1.3	-0.8	-0.3	1.8	0.9	1.0	1.0				
公共投資	-2.1	-3.8	-2.8	0.3	1.5	-1.8	-0.4	-0.7	-5.8	-4.2	0.6	-1.6
	-6.3	-5.5	-6.8	-2.4	1.6	-0.2	-2.2	-1.1				
政府最終消費	1.5	1.5	-1.1	1.3	0.5	0.7	0.8	0.6	2.2	0.3	1.5	1.5
	1.3	3.0	0.3	0.3	1.8	1.2	1.5	1.5				
外需寄与度(注1)	0.6	0.8	0.1	-4.0	0.5	0.3	0.1	0.2	1.3	-1.5	-1.4	0.4
輸出	4.5	5.7	-0.6	-24.3	-15.3	6.4	1.2	2.7	9.3	-10.3	-24.7	5.8
	8.0	10.5	5.1	-24.6	-35.9	-10.2	7.7	4.0				
輸入	1.3	1.0	-1.5	-2.5	-15.6	3.4	0.5	0.8	1.8	-2.3	-15.2	2.6
	1.2	2.4	-0.7	-3.9	-17.7	-12.7	4.0	1.4				
GDPデフレーター(注2)	-0.5	-1.3	-1.5	1.6	1.1	-1.8	-1.0	-0.5	-0.9	0.0	-0.3	-0.8

(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

名目	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	8.4	4.1	5.3	5.3	5.6	5.6	24.5	12.4	10.6	11.2
貿易収支(兆円)	6.3	5.4	1.9	-1.0	0.3	0.1	0.0	-0.4	11.7	1.1	0.5	-0.2
サービス収支(兆円)	-1.2	-1.4	-0.9	-1.3	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9	-2.6	-2.2	-2.2	-1.9
所得収支(兆円)	8.2	8.5	8.1	7.1	6.9	7.0	7.3	7.6	16.8	14.9	13.8	14.7
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	1.1	1.4	-1.8	-21.7	-13.8	3.2	-0.1	0.4	2.6	-12.0	-22.9	1.6
	2.4	2.8	-0.3	-23.3	-32.4	-11.1	3.1	0.3				
経常利益(法人企業統計、前年比%)	5.9	-11.4	-12.9	-30.6	-32.0	2.3	13.1	7.0	-3.3	-21.6	-17.2	9.8
国内企業物価	1.7	2.9	6.0	0.6	-7.5	-4.7	-0.1	2.0	2.2	3.2	-6.1	0.9
消費者物価	-0.2	0.7	1.8	0.5	-1.3	-1.1	-0.3	0.2	0.2	1.2	-1.2	-0.1
生鮮食品を除く総合	-0.1	0.8	1.9	0.4	-1.4	-1.1	-0.3	0.2	0.3	1.2	-1.3	-0.1
ドル円相場(円/ドル)	119.3	109.2	106.1	93.3	88.8	87.0	89.3	90.5	114.2	99.7	87.9	89.9
無担保コール翌日物(%) (注2)	0.506	0.503	0.501	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.505	0.100	0.100	0.100
TIBOR3ヶ月	0.731	0.851	0.845	0.780	0.700	0.750	0.800	0.800	0.791	0.813	0.725	0.800
長期金利(新発10年国債)	1.73	1.48	1.56	1.34	1.30	1.38	1.40	1.45	1.60	1.45	1.34	1.43
原油価格(WTI、ドル/バレル)	70.2	94.3	121.0	50.4	50.0	56.5	61.0	65.0	82.2	85.7	53.3	63.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	67.4	87.3	115.3	48.9	47.8	52.8	57.5	61.5	77.3	82.1	50.3	59.5
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	1.6	3.5	1.1	-0.5	-3.0	-1.3	-0.7	1.9	2.0	1.3	-2.0	0.5
春闘賃上げ率(%) (注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.87	1.99	1.58	1.54

(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2008年度は実績

図表 32 日本経済予測総括表

【輸出入（通関ベース）】

	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)
	前年同期比%											
輸出額(円ベース)	11.9	8.0	2.5	-35.5	-48.5	-13.0	15.8	10.5	9.9	-16.8	-34.5	13.1
数量	3.9	8.6	3.9	-31.6	-42.6	-11.3	8.8	3.1	6.3	-14.3	-29.7	5.8
輸入額(円ベース)	8.0	10.8	16.1	-23.6	-46.6	-16.1	17.4	12.2	9.4	-4.4	-34.0	14.6
数量	-1.5	1.4	1.7	-12.4	-26.2	-14.2	4.8	2.4	0.0	-5.5	-20.5	3.6
輸出超過額(兆円)	5.6	4.6	0.8	-1.6	-0.4	-0.5	-0.8	-0.9	10.2	-0.8	-0.9	-1.8

【所得・雇用】

	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)
	前年同期比%											
一人当たり所得(注)	-0.6	0.1	0.5	-1.4	-3.1	-2.6	-0.4	-0.2	-0.3	-0.5	-2.9	-0.3
所定内給与	-0.3	0.5	0.5	-0.4	-0.5	-0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.1	-0.6	-0.1
所定外給与	1.1	1.2	0.2	-11.7	-17.1	-6.2	1.0	0.6	1.1	-5.8	-11.9	0.8
雇用者数	0.9	0.5	0.0	-0.4	-1.7	-1.8	-0.7	-0.1	0.7	-0.2	-1.8	-0.4
雇用者報酬	-0.1	1.1	0.5	-1.6	-4.8	-4.4	-1.1	-0.3	0.5	-0.6	-4.6	-0.7
完全失業率(季調値)	3.8	3.8	4.1	4.4	5.6	6.1	6.2	6.1	3.8	4.2	5.8	6.1

(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		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)
	上段は万戸、下段は前年同期比%											
新設住宅着工戸数	102.2	106.1	111.1	102.1	101.6	102.1	101.4	102.9	103.6	106.7	101.8	102.1
持家	-19.7	-19.1	8.9	-3.1	-8.5	0.0	-0.2	0.8	-19.4	3.1	-4.7	0.3
貸家	30.1	32.4	32.5	30.8	31.0	30.7	31.2	31.1	31.2	31.7	30.9	31.2
分譲	-17.5	-5.9	7.9	-5.1	-4.6	-0.2	0.6	1.3	-12.3	1.7	-2.6	0.9
持家	43.0	43.4	47.8	44.5	45.9	44.1	45.4	44.2	43.1	46.2	45.0	44.8
貸家	-20.6	-19.2	10.9	3.4	-4.3	-0.7	-1.1	0.3	-19.9	7.2	-2.6	-0.4
分譲	28.8	27.6	31.2	24.4	25.2	24.6	24.1	25.2	28.3	27.9	24.9	25.1
分譲	-22.3	-29.8	8.3	-11.8	-19.2	0.9	0.2	1.0	-26.1	-1.4	-10.5	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 33 前々回見直し(2008年11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%	2010年度	前々回		修正幅	前年比%
	前回	修正幅	今回		前回	修正幅	今回			前回	修正幅	今回		
名目GDP	-1.3	-1.9	-3.2		1.1	-5.7	-4.6			0.6	-0.2	0.4		
実質GDP	-0.6	-2.6	-3.2		-0.3	-4.0	-4.3			1.1	0.0	1.1		
個人消費	0.2	-0.4	-0.2		0.2	-1.1	-0.9			0.6	-0.6	0.0		
住宅投資	-2.7	+0.8	-1.9		-0.7	-4.9	-5.6			0.5	-0.3	0.2		
設備投資	-4.2	-3.9	-8.1		-3.3	-8.3	-11.6			2.1	-0.3	1.8		
公共投資	-5.6	+1.4	-4.2		-2.4	+3.0	0.6			-3.5	+1.9	-1.6		
外需寄与度	0.5	-2.0	-1.5		0.1	-1.5	-1.4			0.4	0.0	0.4		
デフレーター	-0.7	+0.7	-0.0		1.4	-1.7	-0.3			-0.6	-0.2	-0.8		
鉱工業生産	-3.7	-8.3	-12.0		-4.2	-18.7	-22.9			1.2	+0.4	1.6		

図表 34 前回見直し(2008年12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%	2010年度	前回		修正幅	前年比%
	前回	修正幅	今回		前回	修正幅	今回			前回	修正幅	今回		
名目GDP	-1.3	-1.9	-3.2		0.7	-5.3	-4.6			0.6	-0.2	0.4		
実質GDP	-1.1	-2.1	-3.2		-0.9	-3.4	-4.3			1.1	0.0	1.1		
個人消費	0.2	-0.4	-0.2		0.2	-1.1	-0.9			0.6	-0.6	0.0		
住宅投資	-2.9	+1.0	-1.9		-0.7	-4.9	-5.6			0.5	-0.3	0.2		
設備投資	-4.9	-3.2	-8.1		-4.1	-7.5	-11.6			3.0	-1.2	1.8		
公共投資	-5.7	+1.5	-4.2		-2.6	+3.2	0.6			-3.5	+1.9	-1.6		
外需寄与度	0.2	-1.7	-1.5		-0.4	-1.0	-1.4			0.1	+0.3	0.4		
デフレーター	-0.2	+0.2	-0.0		1.5	-1.8	-0.3			-0.5	-0.3	-0.8		
鉱工業生産	-6.5	-5.5	-12.0		-6.6	-16.3	-22.9			2.8	-1.2	1.6		

図表 35 日本経済予測総括表(四半期ベース)

	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	4-6	7-9	10-12	1-3
名目GDP	-0.5	0.1	0.5	-0.1	-1.4	-0.7	-1.7	-2.4	-1.3	-0.6	-0.7	0.5	0.1	0.4	-0.2	0.7
実質GDP	-0.1	0.2	1.1	0.2	-0.9	-0.6	-3.3	-3.6	0.3	-0.2	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2
内需寄与度(注1)	-0.3	-0.2	0.6	-0.2	-1.0	-0.4	-0.3	-1.8	-1.1	-0.4	-0.1	0.2	0.4	0.3	0.2	0.1
個人消費	0.4	-0.1	0.3	0.7	-0.7	0.3	-0.4	-0.6	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
住宅投資	-2.9	-8.3	-10.7	4.6	-1.9	4.0	5.7	-4.1	-5.3	-1.5	0.4	1.0	0.2	-0.9	-0.1	0.9
設備投資	-3.6	1.4	2.2	-0.6	-2.3	-3.4	-5.3	-5.7	-3.0	-1.5	-1.0	1.0	1.5	0.5	0.3	0.1
民間在庫(注1)	-0.1	0.0	0.1	-0.3	0.1	-0.2	0.4	-0.5	-0.6	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
政府支出	1.2	-0.6	1.4	-1.1	-0.9	0.0	0.9	0.5	0.3	0.2	0.2	-0.1	0.4	0.5	0.1	0.1
公共投資	-1.2	-0.8	-0.9	-4.9	-0.8	1.0	-0.6	0.9	1.0	0.2	-1.1	-1.4	0.3	0.2	-0.4	-0.8
政府最終消費	1.5	-0.5	1.8	-0.2	-0.9	-0.2	1.2	0.4	0.1	0.3	0.5	0.2	0.4	0.6	0.2	0.2
外需寄与度(注1)	0.2	0.4	0.5	0.3	0.1	-0.1	-3.0	-1.8	1.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
輸出	2.1	2.4	3.0	3.0	-2.3	0.6	-13.9	-24.8	-3.4	4.3	3.9	0.5	0.6	0.8	1.5	1.6
輸入	1.1	-0.3	0.4	1.5	-3.1	1.7	2.9	-12.0	-10.7	2.0	2.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
GDPデフレーター(注2)	-0.5	-0.5	-1.3	-1.4	-1.5	-1.6	0.9	2.2	1.4	0.9	-1.4	-2.1	-1.2	-0.8	-0.6	-0.3

(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				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	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	3.6	2.3	1.9	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9
貿易収支(兆円)	3.1	3.3	3.0	2.3	1.6	0.3	-0.4	-0.6	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.2
サービス収支(兆円)	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4
所得収支(兆円)	4.3	4.0	4.2	4.3	4.0	4.1	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.7	3.8	3.8
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	-1.3	-12.0	-21.1	-3.7	3.0	2.0	-0.4	-0.1	0.2	0.3	0.2
経常利益(法人企業統計、前年比%)	12.0	-0.7	-4.5	-17.5	-5.2	-22.4	-30.8	-30.5	-38.1	-22.9	-2.7	7.4	13.0	13.1	8.8	5.3
国内企業物価	1.7	1.6	2.3	3.5	4.9	7.1	2.9	-1.8	-5.8	-9.3	-6.5	-2.9	-0.8	0.7	1.7	2.3
消費者物価	-0.1	-0.2	0.5	0.9	1.4	2.2	1.1	-0.1	-0.7	-1.9	-1.4	-0.7	-0.4	-0.2	0.0	0.3
生鮮食品を除く総合	-0.1	-0.1	0.5	1.0	1.5	2.3	1.0	-0.1	-0.8	-2.0	-1.4	-0.8	-0.4	-0.2	0.0	0.3
ドル円相場(円/ドル)	120.7	117.8	113.1	105.2	104.5	107.6	96.1	90.5	89.5	88.0	86.5	87.5	88.8	89.8	90.5	90.5
無担保コール翌日物(%) (注2)	0.514	0.498	0.501	0.506	0.507	0.501	0.333	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
TIBOR3ヶ月	0.667	0.795	0.852	0.849	0.840	0.850	0.852	0.709	0.700	0.700	0.700	0.800	0.800	0.800	0.800	0.800
長期金利(新発10年国債)	1.74	1.72	1.56	1.39	1.61	1.51	1.43	1.25	1.30	1.30	1.35	1.40	1.40	1.40	1.45	1.45
原油価格(WTI、ドル/バレル)	65.0	75.4	90.7	97.9	124.0	118.0	58.7	42.0	48.0	52.0	55.0	58.0	60.0	62.0	64.0	66.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	64.8	70.0	83.3	91.2	116.9	113.8	53.3	44.5	47.0	48.5	51.0	54.5	56.5	58.5	60.5	62.5
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	4.8	4.8	-0.2	0.9	2.8	-0.5	-3.8	-3.7	-0.9	-1.6	-1.1	1.2	1.5	1.9	2.2	1.7

(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10-12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末値

図表 36 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				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	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	3.2	-23.1	-48.6	-49.8	-47.3	-27.7	10.1	16.8	15.0	11.2	9.9
数量	4.3	3.6	7.7	9.6	5.3	2.6	-19.5	-44.2	-44.5	-40.8	-23.7	7.4	11.2	6.5	2.5	3.6
輸入額(円ベース)	9.8	6.3	11.4	10.2	10.9	21.2	-9.5	-38.0	-46.3	-46.9	-29.5	3.8	18.3	16.5	13.2	11.1
数量	-1.4	-1.6	1.4	1.4	2.2	1.3	-6.6	-18.4	-27.2	-25.1	-20.3	-6.9	5.6	4.1	2.6	2.1
輸出超過額(兆円)	2.5	3.0	2.7	2.0	1.0	-0.2	-0.6	-1.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.6

【所得・雇用】

	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	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	0.2	-0.5	-2.6	-3.5	-2.7	-3.9	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3	0.0
所定内給与	-0.4	-0.2	0.1	0.9	0.4	0.6	0.2	-0.9	-0.5	-0.6	-0.7	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1	0.0
所定外給与	1.0	1.2	0.1	2.2	1.3	-0.8	-7.4	-16.0	-20.0	-14.0	-10.0	-2.0	1.0	1.0	0.6	0.6
雇用者数	1.1	0.8	0.9	0.0	0.0	0.1	0.0	-0.8	-1.5	-2.0	-2.0	-1.6	-0.9	-0.4	-0.2	-0.1
雇用者報酬	0.3	-0.4	0.6	1.8	0.8	0.2	-0.4	-3.3	-5.0	-4.6	-5.8	-2.3	-1.4	-0.8	-0.5	0.0
完全失業率(季調値)	3.8	3.8	3.8	3.8	4.0	4.1	4.0	4.8	5.4	5.8	6.0	6.2	6.1	6.2	6.1	6.1

(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				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	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	125.9	78.5	97.3	114.9	112.0	110.2	101.0	103.2	102.1	101.1	101.2	102.9	101.8	100.9	102.2	103.6
持家	33.2	27.0	32.7	32.2	31.0	34.0	30.1	31.5	30.4	31.7	30.1	31.3	30.5	31.9	31.0	31.2
貸家	54.0	32.1	40.2	46.6	48.6	47.0	43.7	45.2	46.0	45.7	43.5	44.6	45.6	45.2	43.6	44.9
分譲	37.1	20.5	23.4	31.9	31.5	30.9	25.6	23.2	24.8	25.5	25.8	23.4	24.8	25.6	25.8	23.9
	-2.0	-44.1	-44.4	-13.3	-14.5	50.9	9.4	-27.1	-21.1	-17.1	0.6	1.2	0.1	0.4	0.1	2.0

(注)上段が季節調整済率換算値、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	海外経済・原油・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	外需・物価	rei.tsuruta@murc.jp
新川 真吾	研究員	企業・政府部門, 金融	shinkawa@murc.jp
細尾 忠生	研究員	海外経済	hosoo@murc.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。