



2008～09 年度改訂経済見通し

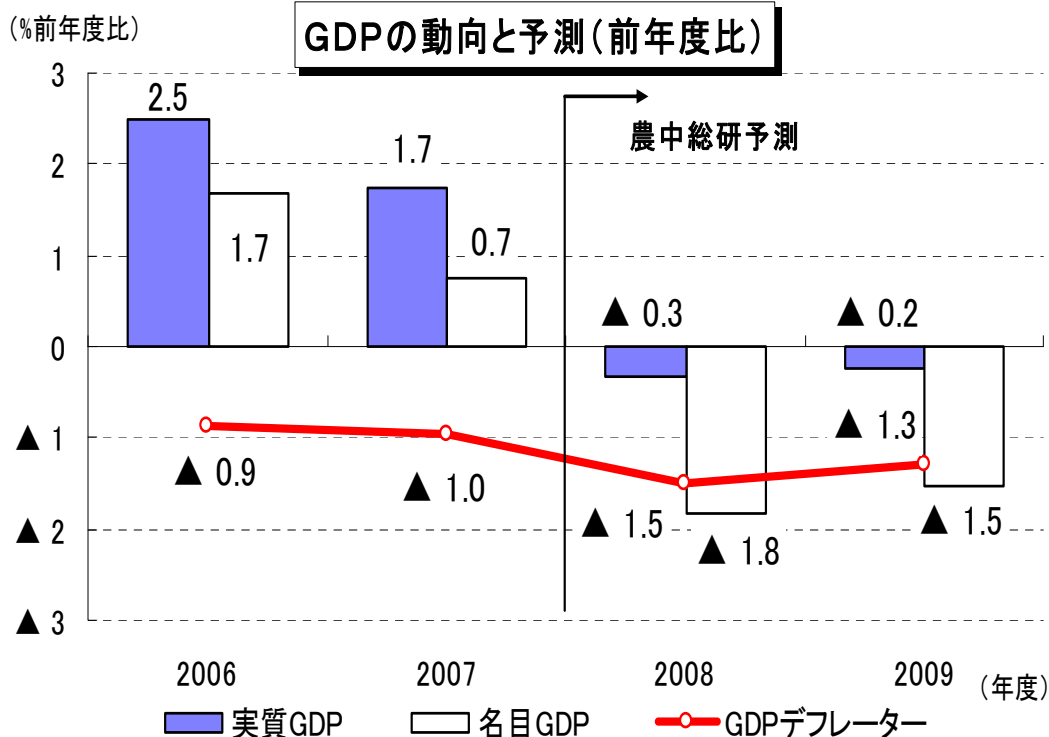
2008年度は▲0.3%、09年度は▲0.2%と、マイナス成長を予測

～景気回復は2010年度以降へ持ち越し～

米国・欧州など先進国・地域の景気悪化が新興国経済にも波及しており、さながら世界同時不況の様相が強まっている。加えて、リーマン・ショックを契機に勃発した金融危機により、リスクマネーの供給が途絶える事態に陥った。世界経済の悪化と金融危機に伴い、輸出環境は今後さらに悪化していくものと思われる。こうした状況を受けて、企業は設備投資を削減し始めているほか、物価上昇や雇用悪化を受けた消費マインドの大幅悪化により、民間消費も停滞気味に推移している。景気牽引役が不在の日本経済は、08～09年度にかけて景気悪化が続くことになる。景気持ち直しは2010年度以降に持ち越されるだろう。

また、エネルギー・食料品の値上がりにより、08年度前半までは物価上昇率が緩やかながらも加速的に高まっていく状況であったが、国際商品市況の大幅下落や景気悪化に伴い、今後インフレは沈静化するだろう。逆に09年夏にかけては再び物価下落(＝デフレ)に陥る可能性を指摘したい。

金融政策については、景気は今後とも更に悪化し、消費者物価も先行き下落に転じる可能性を考慮すれば、09年入り後に追加利下げ(0.20%の利下げ)に踏み切る可能性が高いと予想する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



1. 景気の現状:

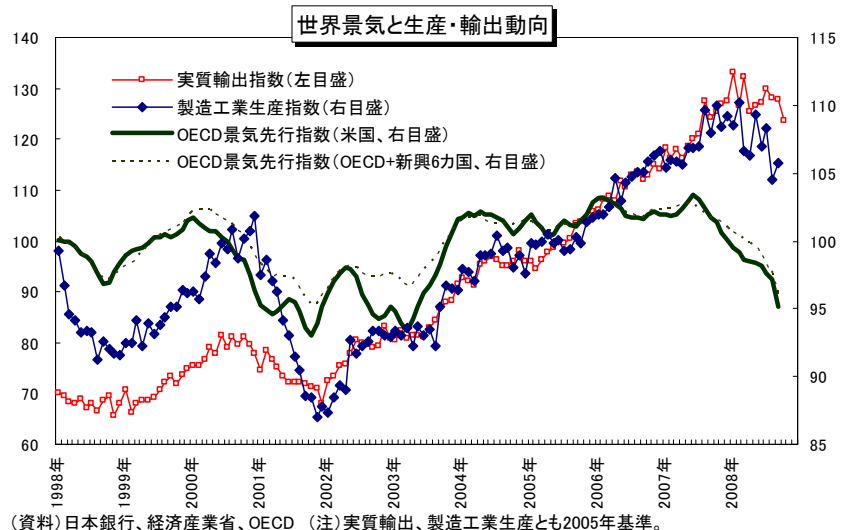
(1) 世界的な金融危機の発生とその対応

米サブプライム問題は、「住宅ローンの焦げ付き拡大⇒欧米の主要金融機関の損失拡大⇒信用収縮懸念の高まり⇒政策当局の対応⇒信用不安の一時的後退」というサイクルを繰り返した後、08年9月中旬に大手証券リーマン・ブラザーズが経営破綻するという米国の金融地図を大きく塗り替えるような事態にまで至った。このリーマン・ショック以降、米サブプライム問題は、世界的な金融危機の発生という新たなフェーズに突入したようである。08年3月に起きた証券大手ベアー・スターンズの実質上の経営破綻の際には、救済合併の意思を表明した米大手銀行JPモルガン・チェースを通じて、米FRBは最大300億ドルに及ぶ特別融資を行う構えを示すなど、金融システム危機に対して公的に関与する姿勢を見せたが、リーマン破綻に対して米金融当局は支援を拒んだ。しかし、これによって世界的に金融市場は大混乱に陥るなど、対応策は裏目に出た。そのため、米金融当局は、同様に経営悪化が懸念されていた証券大手メリルリンチの大手銀行バンク・オブ・アメリカによる買収を側面支援したほか、保険最大手AIGの救済などを矢継ぎ早にまとめたが、「次のリーマンはどこか」と疑心暗鬼になった市場参加者を鎮静化することはできず、金融危機は世界中に伝播し始めた。欧州でも同じように大手金融機関の経営危機が噂され、金融機能が不全となる事態となるなど、世界規模でリスクマネーの供給が途絶えたため、一部の国では通貨危機が発生し、近隣諸国やIMFなど国際機関からの経済支援を受ける事態に陥った。

その後、欧米先進諸国の政策当局は、金融機関が保有する不良資産の買取機関設立や公的資金の資本注入などを決定・実行に移すなど、金融システムの崩壊を未然に防ぐべく対応に追われたほか、各国中央銀行も足許のインフレ率はまだ高いものの、早晚落ち着くことを見込んで協調利下げに踏み切った。11月14～15日に開催した先進7ヶ国と新興国の計20ヶ国の首脳による「金融サミット」でも、金融・財政政策による金融システム安定化や景気刺激策を続けていく方針が確認された。こうした手厚い政策発動により、世界的に金融システムが崩壊し、経済が恐慌状態に陥るような事態は回避されると思われるが、今回の衝撃があまりに大きかっただけに、経済活動が元の状態まで回復するのに相当程度の時間がかかることが見込まれる。

(2) 景気の現状

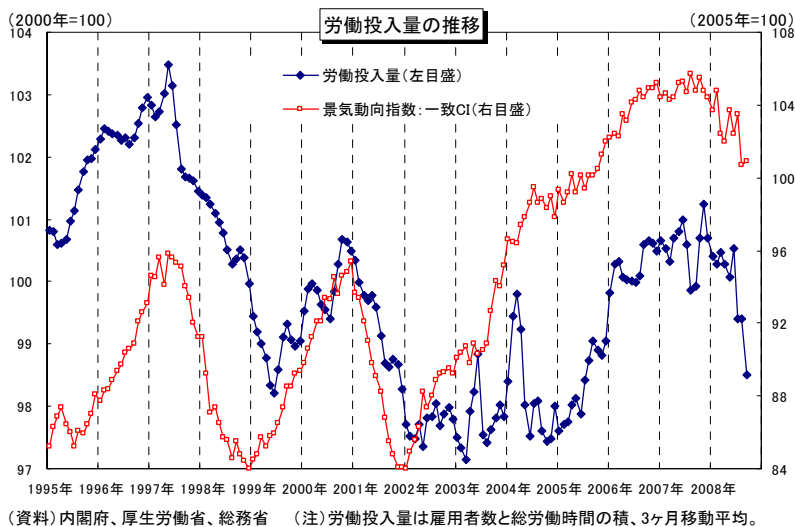
こうした金融面の動揺は、直接的にはもちろんのこと、間接的にも着実に日本経済に悪影響を及ぼしていることが、最近発表された経済指標から読み取れる。これまで国内の景気回復の起点として機能してきた輸出は、先進国経済の悪化が新興国経済にも波及し始めたことで、頭打ち状態だったものが徐々に減少傾向を強めつつある。こうした世界的な需要減退によって輸出製造業の生産活動は低下しており、さらに円高進行により企業業





績の大幅な下方修正を余儀なくされている。

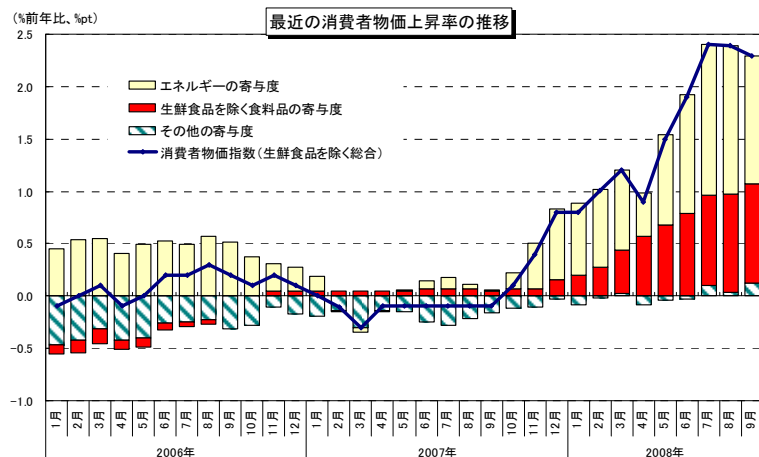
また、設備投資関連指標も大きく悪化している。一致指数とされる鉱工業統計：資本財出荷（除く輸送機械）の7～9月期分は前期比▲5.7%と、4四半期連続のマイナスであった。これに対して、先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は4～6月期まで4四半期連続での増加となるなど、やや底堅さも見られていたが、7～9月期分は同▲10.4%と一転して大幅な減少率を記録した。日銀短観（9月調査）からも、企業の設備不足感は既に解消し、むしろ過剰感が意識される状況となっているほか、大企業・中堅企業では08年度設備投資計画が下方修正されるなど、設備投資に対する慎重姿勢が強まっていることが窺える。



さらに、家計部門でも消費を取り巻く環境の悪化は深刻である。すでにガソリン価格は値下がりしたものの、食料品価格の断続的な値上げは続いており、消費者物価の前年比上昇率は高めに推移してきた。一方、消費の源泉となる所得を見ると、賃金は頭打ち状態が続いているため、物価変動を考慮すれば実質的には目減りしている。また、株価の大幅下落や円高進展などにより、保有する金融資産も含み損を抱えた状況となっている家計

が多いと思われる。さらに、昨今の雇用情勢の悪化（有効求人倍率は1倍を大きく下回って推移）により、就業者数は08年2月以降、前年比マイナスが続いている。この結果、内閣府：消費者態度指数を代表とする消費者マインドを示す指標は軒並み大幅な悪化を示すなど、「財布の紐はきつく締められた」状況といえる。

このような国内需要の低調さは物価指標にも反映されている。確かに、原油・穀物などの資源高騰は国内企業物価や消費者物価といった物価指数を表面上押し上げたものの、エネルギーや食料品などを除けば、商品・サービス価格は安定的に推移しており、「物価の二次的波及」は全く観察されなかった。消費者物価に関しては、需要の価格弾性値が低い生活必需品を中心とした値上げにより、その他の商品・サービスへの支出が抑制されるなど、そもそも民間消費の弱さに原因があると思われる。一方で、企業（もしくは生産者）サイドから見れば、消費者の購入意欲が弱く、値上げに対して強い拒絶反応を示す中、投入コストの上昇分を不十分な形でしか価格転嫁することができないために、収益が大幅に圧迫される事態となっている。その結果、多くの企業の固定費のうち最も高い比重を占める人件費を極力抑制する姿勢が継続される、といった悪循環が発生しているのである。

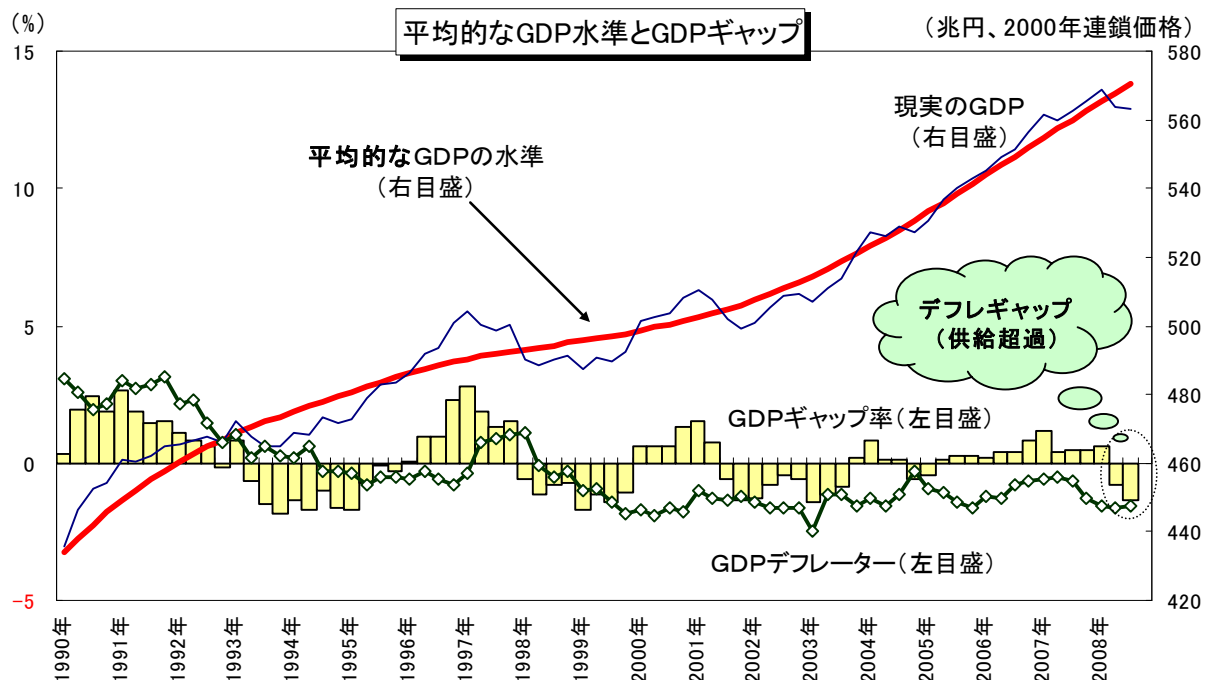




なお、夏場以降の国際商品市況の反落により、物価指数の動きもこれまでとは変化の兆しが見えつつある。07年10月に前年比プラスに転じた消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、その後もじりじりと上昇率を高め、08年7～8月は同2.4%まで上昇したが、9月分ではエネルギー価格上昇が一段と悪化したことで、同2.3%とやや上昇率の縮小が見られている。同様に、国内企業物価・企業サービス価格指数なども、上昇率の縮小が始まっている。

(3)2008年7～9月期 GDP とその評価

こうしたなか、17日に公表された7～9月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比▲0.1%(同年率換算▲0.4%)と2四半期連続のマイナス成長となったことが判明した。連続でマイナス成長となるのは、01年4～6月期から10～12月期にかけて3四半期連続でマイナス成長となって以来である。さらに、前年比成長率も▲0.1%と02年4～6月期以来のマイナスに陥っている。なお、今回マイナス成長に陥った最大の原因は、民間企業設備投資が一段と悪化したことが大きい。



(資料)内閣府、総務省のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターを利用して作成

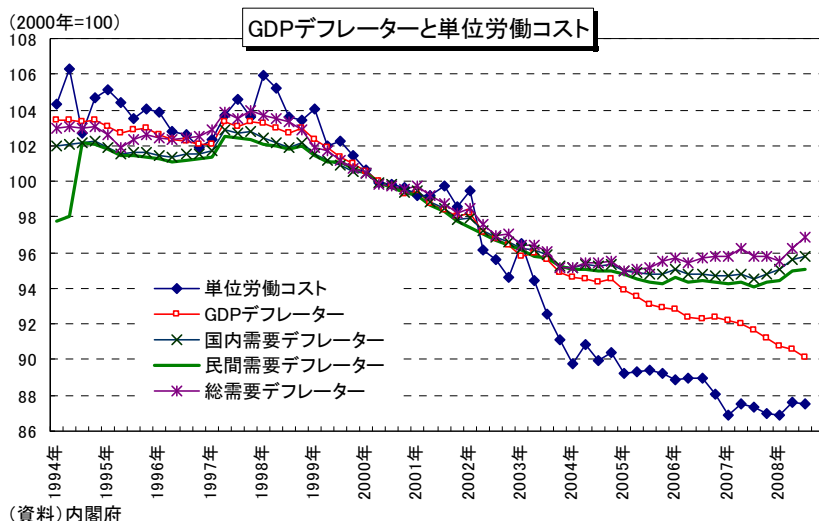
簡単に主な需要項目の内訳を見てみると、民間消費は前期比0.3%(前期比成長率に対する寄与度は0.1%pt)と、2四半期ぶりのプラスとなった。有効求人倍率が1倍を大きく下回った状況が続く、賃金が伸び悩むなど、雇用環境は悪化状態が続いており、加えてガソリンや電気・ガスなどエネルギー、小麦製品や食用油などの食料品といった生活に密接な商品・サービスの価格が前年比で高い状態が続いたこともあり、消費マインドは大幅な悪化を続けていた。ただし、4～6月期(同▲0.6%)からの反動増が多少みられたほか、北京五輪需要や猛暑効果などによって耐久消費財需要が盛り上がったことが消費増加につながったと考えられる。とはいえ、実質雇用者報酬は前期比▲0.2%と2四半期連続のマイナスとなるなど、むしろ所得は消費の足枷となっている面が強い。

一方、民間設備投資は前期比▲1.7%と、3四半期連続でのマイナス(寄与度は▲0.3%pt)となるなど、企業の設備投資意欲が大幅に減退していることが確認できた。既に公表されている日銀短観(9月調査)でも、大企業・中堅企業の08年度設備投資計画が

下方修正されていることが判明していたが、日増しに強まる世界景気の悪化に伴って輸出企業を中心とする業績見通しの大幅下方修正が相次いでいることを考慮すれば、当面は企業設備投資の調整局面が続く可能性は高いだろう。

また、国内景気情勢の鍵を握る輸出は前期比 0.7%と2 四半期ぶりにプラスに転じた(寄与度は 0.1%pt)ものの、景気牽引役としては弱い内容であった。先進国向けの輸出は引き続き低調に推移している上に、中国などの新興国に対する資本財・生産財の輸出も鈍化傾向が強まっている。この先、世界同時不況の様相が強まっていくにつれて、多少の底堅さもある新興国向けの消費財輸出にも悪影響が波及してくるものと思われる。また、輸入も同 1.9%と2 四半期ぶりにプラス(寄与度 ▲0.3%pt)に転じ、輸出の伸びを大きく上回った。この結果、前期比成長率に対する外需寄与度は▲0.2%pt と、4～6 月期(▲0.0pt)に続いてマイナス寄与となった。

最後に、国内のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは前年比 ▲1.6%と下落し続けており、下落幅が縮小する兆しは一向に窺えない。季節調整後の前期比でも▲0.4%(当社試算)と7 四半期連続で下落が続いている。輸入デフレーター的大幅な上昇(同 17.5%)を受けて、民間消費デフレーターが同 1.0%、民間企業設備投資も同 1.7%となるなど、国内需要デフレーター全体としても同 1.4%と上昇傾向が強まっており、国内での価格転嫁の動きが進展しているのは確かである。しかし、それでもなお GDP デフレーターが大幅に下落し続けているのは、輸出デフレーターが前年比マイナス状態であることもさることながら、価格転嫁そのものが不十分であるからに他ならない。なお、注目の単位労働コストは前年比 0.3%と、3 四半期連続のプラスとなったものの、雇用コストの変動は景気に対して遅行することを考慮すれば、企業が賃上げに前向きになったと判断するのは早計であろう。むしろ、先行き単位労働コストが再低下する可能性は高い。



今回の GDP を見ても、国内需要に自律的な動きがほとんど見ることができない日本経済にとっての頼みの綱である輸出が停滞気味に動いており、そこを起点とする景気回復プロセスがほとんど機能しなくなっていることが確認できた。今後予想される世界経済の更なる落ち込みにより、輸出環境の悪化やそれに伴う輸出製造業の業績悪化を考慮すれば、今後、日本経済は相当厳しい状況に陥っていく可能性が高いと思われる。もちろん、7 月中旬以降、原油・穀物など資源価格が下落に転じたこともあり、足許で GDP 比 5.6%にも達した海外への所得漏出(交易損失)は今後縮小して行くと思われるが、それ以上に世界経済全体の需要減退の影響の方が、輸出依存度の高い日本経済にとっては深刻と思われる。

(4) 利下げに転じた日本銀行

日本銀行は、2006 年 3 月に量的緩和政策を解除し、同年 7 月、07 年 2 月と 2 度の利上げを行ったが、その後はなかなか利上げのタイミングが掴めないまま、政策金利を 0.5%で据え置いてきた。08 年に入ると、エネルギーや食料品の本格的な値上げにより、消費者物



価上昇率が徐々に加速する状況となり、日銀自らが望ましい物価上昇率と提示した「中長期的な物価安定の理解」の上限である前年比 2%を超える事態となったが、この物価上昇は国内の需給環境の改善に伴うものではなく、仮に利上げで対応すれば国内景気の失速を招く恐れがあったことから、利上げ判断は見送られた。

一方で、米サブプライム問題に端を発した世界的な金融危機が勃発し、各国の中央銀行がインフレ懸念がまだ残る中で、続々と利下げに踏み切ったが、日銀は 0.5%という政策金利水準は極めて緩和的な水準であると主張し続け、国際協調利下げの枠組みに半ば背を向けた姿勢を続けてきた。

しかし、10月31日に開催した金融政策決定会合において、①無担保コールレート(O/N物)の誘導目標を 0.2%引き下げ、0.3%前後に誘導、②基準貸付利率を 0.25%引き下げ、0.5%にする、③補完当座預金制度の導入により、超過準備に対する付利(0.1%)を臨時に導入(11月積み期～来年3月積み期まで)、といった金融緩和措置を導入することを決定した。金融緩和措置が実施されるのは、04年1月19～20日の当座預金残高目標を 30～35兆円に引き上げて以来(4年9ヶ月ぶり)、また金融緩和政策に転じるのは、01年2月に量的緩和政策を導入して以来(7年8ヶ月ぶり)である。

決定会合直前に日銀の金融緩和観測(当座預金に対する付利や利下げ)が流れ、それを一つの契機として金融市場が持ち直しに転じるなど、外堀を埋められ、かつややタイミングが遅すぎたとの印象は拭えないが、利下げの決断自体は十分評価できるものであろう。ただし、相変わらず「市場との対話」は不十分であり、今後とも大きな課題として残ったのも実際のところである。

なお、同日に公表した展望レポートの通り、先行き内外の景気悪化は強まり、物価上昇率も低下することから、これまで日銀が利上げの根拠としてきた需給ギャップも緩和方向に向かうことが十分想定される状況であった。06年3月の量的緩和政策解除後に日銀が導入したはずのフォワードルッキング的手法を適用すれば、おのずと出てくる結論は「利下げ」と見るのが妥当であろう。



2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

福田首相の突然の辞意表明後に実施された自由民主党総裁選を経て、9月に麻生政権が発足した。発足当初は、総裁選の勢いのまま、早期の衆議院解散・総選挙に踏み切るものと見られていたが、首相就任と同時に強まった景気悪化に対応するため、景気対策を取りまとめ、緊急安心実現総合対策費 1.8 兆円余りを盛り込んだ補正予算（08 年度第 1 次）の編成を行った。なお、補正予算の財源としては、前年度剰余金や経費節減などで賄い、国債の追加発行は 3,950 億円に抑えている。さらに、麻生内閣は総額 2 兆円の「生活支援定額給付金」を年度内に全世帯に対して配布することを決定、第 2 次補正予算の編成を急いでいる。このように、麻生内閣の財政運営は、財政健全化目標を表面上尊重しつつも、これまでの内閣が維持してきた財政再建路線からは多少の軌道修正を予感させるものとなっている。

一方、2009 年度一般会計予算については、既に福田前内閣当時の 7 月 29 日に、一般歳出の上限を 08 年度当初予算から 5,600 億円増の 47 兆 8,400 億円とする 09 年度予算の概算要求基準（シーリング）を閣議了解しており、麻生内閣も当初予算案はこの線に沿った歳出抑制的な予算編成となるものと思われる。

その後、解散・総選挙の時期がいつになるのかといった問題はあるものの、景気悪化がさらに進行するようであれば、総選挙後に発足する新内閣は新年度入り直後にでも、即座に補正編成を意識した追加的な経済対策を策定する可能性があると思われる。また、昨今の景気悪化を考慮すれば、08 年度には法人税などの税収が大幅に減少することで歳入欠陥が発生するリスクがある上に、09 年度についても歳出増加圧力の一方で、税収の減少傾向が続く可能性が高い（08 年度は約 6 兆円の税収不足が発生する見通しであるとの報道もある）。もはや、「2011 年度までに国と地方を合わせた基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字にする」ことは不可能といってもいいだろう。

焦点の消費税率引き上げについては、麻生首相は生活支援のために導入する総額 2 兆円の定額給付金と引き換えに、3 年後の消費税率引き上げについて国民に理解を求めた。一方、自由民主党税制調査会の柳沢伯夫小委員長は消費税率引き上げについて「日本の潜在成長力に見合った成長を安定的に実現できるようになった暁にお願いしたい」と述べ、その目安として名目成長率が 3% に達することを挙げた。これらを考慮すれば、消費税率の引き上げ時期は 2011 年度以降になるものと思われる。それゆえ、今回の経済見通しでも消費税率の引き上げは想定しない。ちなみに、自民党税調では、将来的な税制抜本改革の方向性を示す「中期プログラム」の検討を急いでいるが、将来的な消費税増税のほか、所得税の最高税率の引き上げ、相続税の基礎控除削減、法人税減税などが取り上げられるものと見られている。

(2) 世界経済の見通し ～金融危機から先進国・同時不況へ進行

米国の「サブプライム・ローン（信用力が低い借り手向け住宅ローン）」の証券化商品に投資していたファンドの破綻が 07 年 7 月に表面化し、サブプライム・ローンの信用リスクの悪化が金融機関の経営を大きく揺るがす事態が強く認識されるようになった。その後もサブプライム・ローンの延滞率が全体の 2 割近くまで上昇したことから、同ローンとその証券化商品の信用リスクの評価は悪化をたどり、市場の評価価額は下落。かつ、サブプライム・ローンを組み入れた証券化商品は世界中に拡散していたことから、米国のみならず世界の金融機関は保有する証券化商品の評価損失などの関連損失の高水準の計上を余儀なくされた。

ブルームバーグ社によれば、国際的に経営展開する銀行・証券・保険会社等の金融機関の損失累計は、直近で9,665億ドルと1兆ドル(1ドル100円換算で約97兆円、以下換算は同じ)に迫っている。

サブプライム問題悪化に伴う世界の金融機関損失 (10億ドル)

地域 四半期		世界 合計		米州		欧州		アジア	
		損失	資本調達	損失	資本調達	損失	資本調達	損失	資本調達
2007	1								
	2	8.3	0.0	5.3	0.0	2.9		0.0	
	3	58.5	13.8	43.4	3.1	14.5	10.7	0.6	0.0
	4	213.2	62.5	124.2	47.1	77.3	15.3	11.6	0.0
2008	1	216.9	87.4	128.8	62.6	77.4	21.1	10.7	3.7
	2	163.7	192.8	108.6	103.2	50.9	76.2	4.1	13.4
	3	240.7	95.9	189.2	43.9	49.4	43.7	2.1	8.4
	4	65.2	375.0	64.8	223.1	0.4	136.4	0.0	15.4
累計		966.5	827.4	664.3	483.0	272.8	303.4	29.1	40.9

Bloomberg集計データより作成(08.11.14現在)

しかし、損失計上の目途が見えず、金融機関の経営不安が継続しているのが現状だ。国際通貨基金(IMF)の10月時点の損失推計は1兆4050億ドル(約140兆円)であるが、世界的な景気の悪化に伴い、一段の損失拡大は予断を許さない。

米国では五大証券会社のうち三社が破綻あるいは救済対象となるとともに、今年に入ってから預金保険公社により業務停止・預金保護の措置を受けた金融機関は、住宅金融大手のワシントン・ミュージアムなど18行にのぼっている(11月7日現在)。欧州でも金融機関の破綻が相次ぎ、公的資金の投入が行なわれてきた。

これにより、金融機関の経営への目が一段と厳しくなり、金融機関間の資金融通・調達が極めて困難な状態になり短期市場金利が跳ね上がる「流動性危機」が10月半ばにかけ極端な形にまで進んだ。これに対し市場のパニックを収束させるべく、日・米・欧の先進国の中央銀行は潤沢な資金供給を行い、資金融通・調達を中央銀行が保証する形になったことなどから、とりあえず当面の流動性危機の最悪期は脱したかに見える。

米国では10月3日に「金融安定化法」が成立。最大7千億ドルの規模で、金融機関等への公的資金の資本注入や不良債権の買取りを行なう道が開かれた。欧州でも、英国に続き、ドイツ、フランス、イタリアなどユーロ通貨圏・主要国が資本注入枠の設定を決めた。さらに、11月15日に、先進主要7カ国に加え韓国、中国、ブラジル、インド、ロシアなど新興国の世界20カ国の首脳による「金融サミット」も開催された。ただし、途上国・新興国の資金調達支援やIMF、世界銀行など国際金融機関の資金基盤の拡充、時価会計の見直し・調整など、早急に具体化すべき事案の内容はまだ不透明である。また、米国の金融安定化法の資金使途についても、ポールソン財務長官が不良債権の買取りに消極的な発言を行なったことから、不良債権処理(切り離し)が遅れる懸念が浮上している。

以上のような、「金融危機」の進行により、世界的に資金調達環境の悪化も進んでいる。世界的なマネーフローの不活発化・回収に伴う影響は大きい。新興国・発展途上国でも資金流入が滞ることは、海外からの投資資金を活用した経済成長の流れを弱め、官民両面の投資活動を抑制させる。また、株価や不動産などの資産価格の下落による「逆資産」効果のリスクが米国だけでなく、世界的に強まっている。

日・米・欧の先進国経済の3局はすでに同時に景気後退局面に入ったが、IMFなどの国際機関の09年の経済見通しに示されるように、先行き見通しも厳しい。以下で、米国、欧州、中国に景気分析と国際商品市況の予測を行う。

①米国経済

08年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.3%となった。内訳を見ると、外需（純輸出＝輸出等－輸入等）が引き続きGDPの下支え役をはたしているが、個人消費が同▲2.3%、住宅投資が同▲0.7%と減少したのに加え、民間設備投資も同▲0.1%の減少となり、米国の企業や家計の慎重姿勢がさらに強まったことを示している。その結果、それらを合わせた国内民需の成長寄与度は▲2.5%ptの大幅なマイナスとなった。民間需要と政府需要を合わせた内需全体の寄与度も▲1.4%ptと2四半期連続のマイナスとなった。米国経済は内需の減少傾向が明確になり景気後退に陥ったと判断される。1%超の潜在的労働力人口の増加があるなかで、逆に雇用削減が進められる厳しい局面となっている。

米国のGDP成長率(前期比年率)とその寄与度 (%)

項目 \ 時期	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9
内需寄与度	1.3	3.1	2.8	▲ 1.1	0.1	▲ 0.1	▲ 1.4
うち民需寄与度	1.1	2.4	2.0	▲ 1.3	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 2.5
うち政府需要寄与度	0.2	0.8	0.8	0.2	0.4	0.8	1.2
外需寄与度	▲ 1.2	1.7	2.0	0.9	0.8	2.9	1.1
全体成長率	0.1	4.8	4.8	▲ 0.2	0.9	2.8	▲ 0.3

Bloomberg(米商務省)データより作成

また、個人消費の重要なバックボーンとなる雇用状況は、非農業部門雇用者数が08年1月から10月まで10ヵ月連続で減少（累計減少者数は▲117.9万人）となり、失業率も6.5%へ上昇した。しかし、雇用の先行き悪化が予想される。たとえば、雇用削減計画者数（チャレンジャー社集計）は前年同月に比べ8ヵ月連続の増加が続いているが、この先も高水準の雇用削減が予想される。オンライン・インターネット求人指数（モンスター・ワールドワイド社）も8,9月は特殊要因もありやや持ち直しを見せたが、10月は再び前月比▲6.3%の大幅減少となっており、企業の雇用意欲の後退は止まっていない。

消費者心理の悪化は深刻であり、ミシガン大学消費者信頼感指数などの指標は1990年代初めと並ぶ歴史的な低さである。ガソリン価格がピークに比べ半値以下となったことなど物価の落ち着きはプラス要因だが、前述の雇用悪化に加え、株価の下落などによる逆資産効果、借入拡大の難しさなどから、家計の守りの姿勢は強い。感謝祭の週末からホリデーショッピングが本格化するが、年末のホリデーシーズン・セールスは消費者の節約ムードが強く、小売側は前倒しで値引きを行なうことで消費を喚起する姿勢だが、不振の見通しは覆せまい。年明け09年1～3月期も個人消費は減少が続くと予測する。新政権と議会の間で総額5,000億ドルとも言われる景気刺激策が見込まれている。減税などの家計への給付がどの程度になるかは不確定だが、予測では4～6月期の本格実施（規模は1500億ドル以上）と見ている。ただし、一定の底上げ効果は期待できようが、それが持続的な景気回復の呼び水になるかは不透明という見方である。

住宅投資は08年7～9月期まで11四半期連続の減少となり、成長の下押し要因となっている。住宅着工の先行指数である住宅許可件数の大幅減少、特に一戸建てが低迷していることから見て、年明け以降も09年4～6月期まで連続減少が続くと予測する。新築、中古を併せた住宅販売は所得・雇用環境の悪化、住宅価格の先安感、住宅ローンの貸出基準の厳格化、住宅ローン金利の予想外の高止まりなどから、09年に入っても低迷が続く、少なからず底入れ感が出るのは09年の年央まで待たなければならないだろう。

なお、住宅ローンの延滞率上昇は借換えや金利条件の変更停止などの救済策により一服した感もあるが、問題は差押え開始の増加継続であり、今後も増加は続く予想する。このため、銀行等の不良債権が増加をたどるとともに、サブプライム関連の証券化商品の評価も低迷が続き、住宅市況も09年中、下落傾向が続く。

民間設備投資は08年7～9月期に7四半期ぶりに前期比年率▲1%の小幅減少となった。設備投資の6割程度を占める機械等の投資の先行指標である非国防・資本財受注(実質ベース)が08年7～9月期も3四半期連続のマイナスとなっている。代表的な企業の景況感指数であるISM(全米供給管理協会)の景況指数は製造業、非製造業ともに大きく低下しており、景気悪化のもとで企業家心理は厳しい。成長投資であるIT関連投資の分野でさえ複数の専門調査会社の見通しはわずか1%～2%にとどまる。金融機関の貸出基準が厳しさを増し、調達コストが大きく上昇していることも踏まえ、10～12月期以降も設備投資は減少が継続し、09年半ばまで続く予測する。

純輸出(＝輸出等－輸入等)については、世界経済が09年に2%程度へ減速(IMFの11月の改訂世界経済見通し)することによる影響は避けられず、米国の輸出の増勢も弱まる。ただし、米国の輸入も景気低迷により抑えられるため、純輸出の赤字拡大とはならない。

以上から、08年下半期は2四半期連続でマイナス成長となり、上半期期に対し▲0.4%成長となる。さらに、年明け後の09年第1半期もマイナス成長が続き、09年上半期通算でも08年下半期比▲1.9%成長と予測する。09年下半期はプラス成長に転じるが、09年を通じては▲0.6%のマイナス成長と見込む。

2008-09年 米国経済見通し(08年11月20日改訂)

時期		単位	2007年	2008年		2009年			
項目	通期		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
	実績	予想	実績	予想	実績	予想	実績	予想	
実質GDP	%	2.0	1.3	1.1	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 1.9	1.8	
個人消費	%	2.8	0.3	1.0	▲ 2.3	▲ 1.2	▲ 1.7	0.9	
設備投資	%	4.9	2.9	2.7	▲ 1.3	▲ 3.0	▲ 5.9	1.2	
住宅投資	%	▲ 17.9	▲ 20.4	▲ 22.9	▲ 15.4	▲ 6.5	▲ 5.9	2.5	
在庫投資	10億ドル	▲ 2.5	▲ 34.8	▲ 30.4	▲ 39.3	▲ 12.5	▲ 39.3	▲ 17.5	
純輸出	10億ドル	▲ 546.5	▲ 385.8	▲ 421.7	▲ 349.9	▲ 362.4	▲ 349.9	▲ 178.2	
輸出等	%	8.5	8.5	6.7	6.5	3.3	2.0	2.6	
輸入等	%	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.8	▲ 2.4	1.4	2.6	2.9	
政府支出	%	2.9	2.9	2.1	4.2	2.5	1.8	2.0	
参考	コアPCEデフレーター	%	2.2	2.1	2.2	2.1	1.6	1.4	1.5
	GDPデフレーター	%	2.7	2.2	2.1	2.4	1.7	1.8	1.9
	FFレート誘導水準	%	4.25	0.75	2.00	0.75	0.50	0.50	0.50
	10年国債利回り	%	4.63	3.69	3.70	3.69	3.65	3.60	3.70

実績値は米商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2008年11月。08年7～9月期については速報値。

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

4. PCEデフレーターは期中平均前年比、FFレートは期末、10年債利回りは期中平均値

インフレに関しては、個人消費(PCE)デフレーターの全体、食料品とエネルギーを除いたコア・ベースともに上昇率が縮小しているものの、まだ高い水準にある。FRBが政策の重要な判断指標としているコア・ベースは直近(08年9月)で前年同月比2.4%と物価安定の目安である2%を超えている。しかし、商品市況の急落と景気悪化に伴う需要減退で09年年明けには1%台前半へ急低下することが期待できよう。

政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は10月末に1.0%に引き下げられ史上最低に並んだが、景気悪化や金融システムの安定化への危機管理対応として利下げが継続されると見込む。前述のようにインフレ率も順調に低下すると予想され、政策金利がゼロ金利の水準まで下がる可能性もあると考える。

②欧州経済

ユーロ圏15カ国の08年7～9月期の経済成長率は、4～6月期と同じ前期比▲0.2%と、2四半期連続のマイナス成長となった。通貨統合以来初の「景気後退入り」が現実になったと判断されよう。なお前年同期比では0.7%であった。国別に見ると、ドイツ、イタリアが各々前期比▲0.4%から▲0.5%へと、マイナス幅を拡大する一方、フランスは▲0.3%から0.1%へとかろうじてプラス成長に転じたが、スペインは0.1%から▲0.2%へとマイナス成長に陥った。また、イギリスも0.0%から▲0.5%へとマイナス成長に転じており、総じて域内主要国経済の後退ぶりが著しい。

欧州中央銀行(ECB)の08年11月月報に発表された、専門家調査(四半期ごと)においても、08年の経済成長見通しは1.2%と前回より0.4ポイントの下方修正、09年は0.3%と1.0ポイントの大幅下方修正となった。09年の見通しの下方修正は4四半期連続となっている。同調査は50名前後の経済専門家からの回答をまとめたものだが、09年の見通しについては標準偏差が0.4ポイント、つまり0.3%を中心に回答値のばらつきが平均して上下に0.4ポイント幅で存在し、マイナス成長を予測した専門家もかなりの割合でいたことをうかがわせる。なお同調査の実施時期は10月中旬であったが、その後も景況感は悪化を続けている。IMFが11月6日に発表した改訂世界経済見通しによれば、09年のユーロ圏は▲0.5%のマイナス成長になると予測されている。

一方、10月のEU基準消費者物価指数(HICP)は前年同月比3.2%で、6、7月と2ヶ月連続で4.0%を記録してから、3ヶ月連続で下落している。前述の専門家調査では08年のHICP見通しが3.6%から3.4%へ、09年は2.6%から2.2%へ下方修正されている。商品市況の下落と総需要の弱まりが、下方修正の理由とされる一方、ユーロ安の進行と労働コストの高止まりが上方要因として存在すると、ECBでは分析している。

従来、物価安定を重視して金融を引き締めてきたECBも、10月8日の世界6中銀による協調利下げに続き、11月6日には欧州各国の中央銀行と連携した協調利下げを実施し、金融危機と景気後退に立ち向かう姿勢を鮮明にしている。しかし、前述のIMFの改訂経済見通しでも述べられているように、信用収縮と、個人消費・設備投資面でのマインドの悪化は、欧州経済全体にも強い打撃を与えている。各国とも財政出動による景気対策を相次いで発表しており、ユーロ圏15ヶ国は、単年度の各国財政赤字を2010年までにゼロとする財政均衡の中期目標について、断念することに合意した。財政健全化のプロセスが後退したことで、ユーロが国際基軸通貨としての役割を担うには時期尚早との見方も強まりつつある。

③中国経済

中国経済も、日・米・欧など先進国経済の同時景気後退の影響を受けている例に漏れない。実質GDP成長率は08年4～6月期まで10四半期連続で前年同期比二桁成長を継続してきたが、直近の7～9月期には9.0%へ鈍化した。

中国経済にも変調の段階にとどまらず、すでに景気悪化の動きが現れ始めている。たとえば、自動車生産や鉄鋼の粗鋼生産が直近データで前年比減少になっていることは、二桁成長を誇った中国においても極めて深刻な経済状況に立ち至っていることを示している。また、電気機器においてもコンピューターやエアコンの生産は前年同月比で減少が続いている。

また、不動産市況も明らかに警戒を要すべき状況となっている。国務院・国家發展改革委員会の調べによる主要 70 都市の住宅価格は、08 年 10 月まで 3 ヶ月連続で前月比低下、前年比上昇率も 1.6%まで縮小している。不動産の先高観の後退により住宅購入が手控えられており、住宅投資の減退やローン債権の悪化に向かうことが懸念される。株式相場は直近で反発傾向を見せているものの、世界同時株安のなかで下落が止まらず、代表的な株価指数である上海総合指数は 9 月以降も直近安値の時点まで 25%近く下げ、昨年 10 月 16 日の高値 (6,092 ポイント)からの下落率は 7 割となっている。

消費者物価の前年同月比上昇率は 08 年 2 月には 8.7%まで高まったが、その後上昇率は縮小に向かい、直近 10 月時点では同 4.0%となっている。

共産党中央政治局は 7 月 25 日に成長維持が困難に直面しつつあることを指摘し、これまでの景気の過熱抑制に焦点を置いた金融政策からの転換を求めているが、前述の経済環境の悪化を受け、中国人民銀行は 9 月 16 日に政策金利である 1 年物貸出金利を 7.47%から 7.20%へ 0.27%ポイント引下げた後、10 月 8 日と 10 月 29 日も利下げを行い、累計の利下げ幅は 0.81%となっている。

人民元の為替相場については、前年同月比 9%前後に元の上昇(元高)ペースが高まり、7 月 16 日に 1 ドル=6.81 元まで上昇した後、人民銀行は中国政府の輸出業者への影響を懸念する声を背景に元の上昇を抑える姿勢に転じており、その後は 1 ドル=6.8 元半ばを中心に横ばい推移している。ただし、中国の景気不安が強まる可能性があるなかで、元安政策をあからさまにすることは海外資金の流出リスクを高めかねないこともあり、人民銀行は当面、対ドルでの安定化に注力すると思われる。なお、中国元の対円レートは、8 月中旬に一時 1 元=16 円台に円が下落することもあったが、11 月に入り同 14 円前後での小幅円高の動きとなっており、最大輸入国である中国からの円建て輸入価格を低くする形に働く。

これに対し、11 月 9 日に中国・国務院は、経済成長の促進を目的とした 4 兆元 (1 元=14 円換算で 56 兆円)規模の景気刺激策を発表した。これは 07 年の国内総生産 (GDP) のほぼ 5 分の 1 に相当し、2010 年末までを実施期間とする。刺激策のうち 1,000 億元分は 08 年 10~12 月期に割り当てられ、低家賃住宅の建設や地方の社会資本整備のほか、道路や鉄道、空港の整備、四川大震災の復興支援などに充当される。

また、設備資を後押しするため、機械などの固定資産購入に対して税控除を認める。これにより、企業側のコストが約 1,200 億元減る見通しという。加えて、農家向け対策として穀物買い入れ価格と補助金を引き上げ、さらに市部の低所得層への手当を増額する。小規模企業への融資拡大のために、ローン制限を撤廃する。

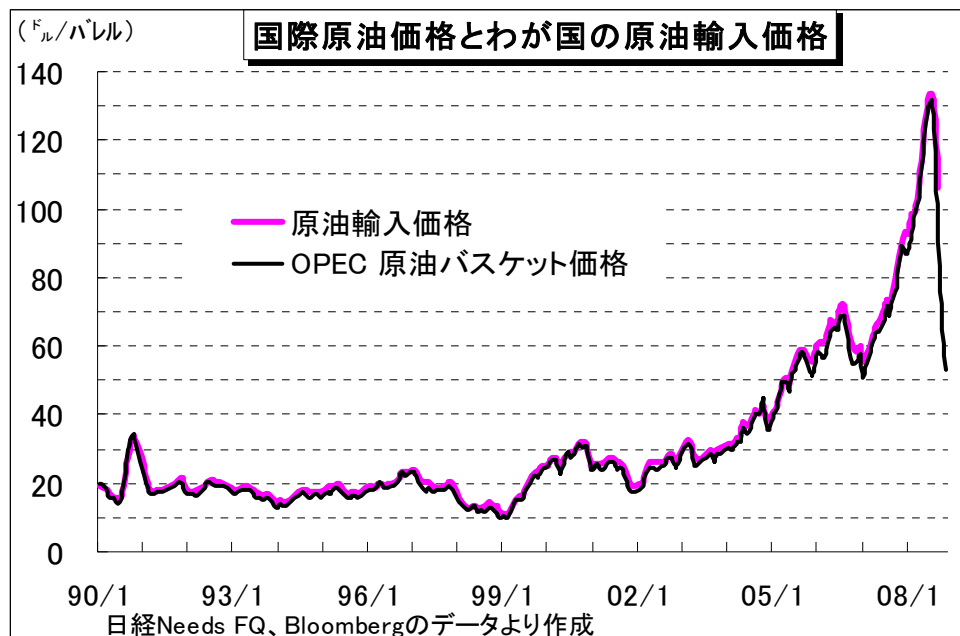
④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

日・米・欧の先進国経済の景気悪化が進むとともに、国際的信用収縮のなかで商品市場から投資資金が回収・引き揚げられたことから、国際商品市況は夏場をピークに急落している。代表的な国際商品指数であるロイター・ジェフリーズ CRB 指数 (1967 年=100) は 7 月初めのピークから 11 月第 2 週末までに 5 割近く下落した。

特に、原油価格 (WTI 先物の期近物・終値、1 バレル当たり) は 7 月 3 日に 1 バレル 145 ドルを付けた後、需要減速から需給が緩むとともに市場からの資金流出などにより下落。これを受け、OPEC (石油輸出国機構) は 10 月 24 日の総会で 11 月からイラクを除く 11 ヶ国ベースで日量 150 万バレルの減産を決定したが、直近で需要の減少傾向が続いている現状では需給改善の効果は不透明だ。国際エネルギー機関 (IEA) などの需要予測も下方修正が続いている。IEA の 11 月時点の 09 年需要見通しでは、08 年に比べ日量 35 万バレルの需要増加を見込んでいるが、今後、需要量予測が減少に転じる可能性も大きい。

直近では WTI (先物期近物・終値、以下同じ) が 11 月第 3 週には 1 バレル 55 ドル割れ、

日本の原油輸入の指標となるドバイ原油先物も同 50 ドル割れとなっている。この水準では、石油輸出国の貿易収支も切迫してくることから、価格下支えのため、12 月総会での再減産は必至と見ておくべきだろう。



また、穀物相場も 7 月以降軟調が続き、7 月の高値に比べトウモロコシ(先物・期近物)で 5 割、大豆で約 45% 下がり、小麦でも 4 割の下落となっている。世界景気の悪化に伴う需要減退の影響を受けやすい非鉄でも、銅やアルミ、鉛、錫などが 7 月に比べ 4~6 割反落している。また、金相場(スポット価格)も 7 月中旬に 1 オンス 983 ドルまで上昇した後、直近 10 月 24 日には同 700 ドル割れ(695 ドル)近くまで反落し、その後は同 700~750 ドルのレンジで推移している。

日・米・欧の先進国経済がすでに「景気後退」入りし、この先もさらに景気悪化が進む懸念が強まっていることに加え、投資資金の退出傾向が引き続き予想される。このため、12 月に OPEC が再減産を 100 万バレル規模以上で行なったとしても反発は限定的で、WTI は 08 年 10~12 月(平均)は 1 バレル 63.5 ドル程度、09 年 1~6 月期は同 50~55 ドル、09 年度下期(09 年 07 月~12 月)55~60 ドル、10 年前半は 65~70 ドル程度と予想する。加えて、タンカー運賃の下落も輸入価格の引下げ要因となる。このような動きを前提にすれば、わが国の輸入原油価格は 08 年第 7~9 月期に 1 バレル 130 ドル弱(CIF ベース)まで上昇したが、10~12 月期は同 80 ドル台に下落した後、09 年 1~6 月は同 50~55 ドル、09 年 7~12 月は 55~60 ドル、10 年前半は 65~70 ドル程度と予想する。

以上のように、広範な国際商品市況の急落により、日本の輸入物価は円高効果も加わって 09 年年明け以降は一転して下落に転じ、09 年度を通じて物価を下押しする効果を持つと考えられる。

2008～09年度 日本経済見通し (年度)

	単位	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)
名目GDP	%	0.7	▲ 1.8	▲ 1.5
実質GDP	%	1.7	▲ 0.3	▲ 0.2
民間需要	%	0.6	▲ 0.8	▲ 0.3
民間最終消費支出	%	1.7	0.3	0.5
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 4.8	▲ 0.6
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 3.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
公的需要	%	0.2	▲ 0.4	0.7
政府最終消費支出	%	0.7	0.4	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 3.9	0.0
輸出	%	9.5	1.0	▲ 2.4
輸入	%	2.0	▲ 1.7	▲ 2.8
国内需要寄与度	%pt	0.5	▲ 0.7	▲ 0.1
民間需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.6	▲ 0.2
公的需要寄与度	%pt	0.0	▲ 0.1	0.2
海外需要寄与度	%pt	1.2	0.3	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.3	4.2	▲ 1.5
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.6	▲ 0.2
完全失業率	%	3.8	4.2	4.7
鉱工業生産 (前年比)	%	2.6	▲ 3.4	▲ 2.6
経常収支(季節調整値)	兆円	24.5	16.0	17.1
名目GDP比率	%	4.8	3.2	3.4
為替レート(前提)	円/ドル	114.2	99.3	93.8
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.60	1.51	1.38
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	93.5	58.8

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2008年				2009年				2010年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.2	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0
実質GDP	%	0.6	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.3
(年率換算)	%	2.5	▲ 3.7	▲ 0.4	▲ 1.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.5	0.2	1.1
民間需要	%	0.3	▲ 0.9	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.3
民間最終消費支出	%	0.6	▲ 0.6	0.3	▲ 0.1	0.1	0.4	▲ 0.1	0.1	0.2
民間住宅	%	5.1	▲ 3.1	4.0	▲ 2.3	1.2	▲ 1.2	0.3	▲ 0.6	0.0
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 1.7	▲ 2.4	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.2	1.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.2	▲ 1.1	0.1	0.7	0.7	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.5	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	1.0	▲ 5.5	0.4	1.0	2.1	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	3.4	▲ 2.6	0.7	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	0.2	0.8
輸入	%	1.2	▲ 3.0	1.9	▲ 2.2	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	0.0	0.5
国内需要寄与度	%pt	0.2	▲ 0.9	0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.2
民間需要寄与度	%pt	0.2	▲ 0.7	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	▲ 0.2	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.2
国内企業物価 (前年比)	%	3.5	4.9	7.1	4.0	0.7	▲ 1.0	▲ 3.0	▲ 1.5	▲ 0.5
全国消費者物価 (")	%	1.0	1.5	2.3	1.8	1.0	0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3
完全失業率	%	3.8	4.0	4.1	4.3	4.5	4.6	4.7	4.7	4.6
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 1.3	▲ 3.5	▲ 1.0	0.6	▲ 1.0	0.3	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	4.8	3.4	3.7	4.1	4.1	4.2	4.3	4.5
名目GDP比率	%	4.3	3.8	2.7	2.9	3.3	3.3	3.4	3.5	3.6
為替レート(前提)	円/ドル	105.2	104.5	107.6	95.0	90.0	90.0	90.0	95.0	100.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.51	0.50	0.50	0.30	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新発10年物国債利回り(%)	%	1.39	1.61	1.51	1.50	1.40	1.30	1.30	1.40	1.50
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	94.9	109.1	129.4	83.0	52.5	52.5	57.5	57.5	67.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



3. 2008～09年度の日本経済・物価見通し:

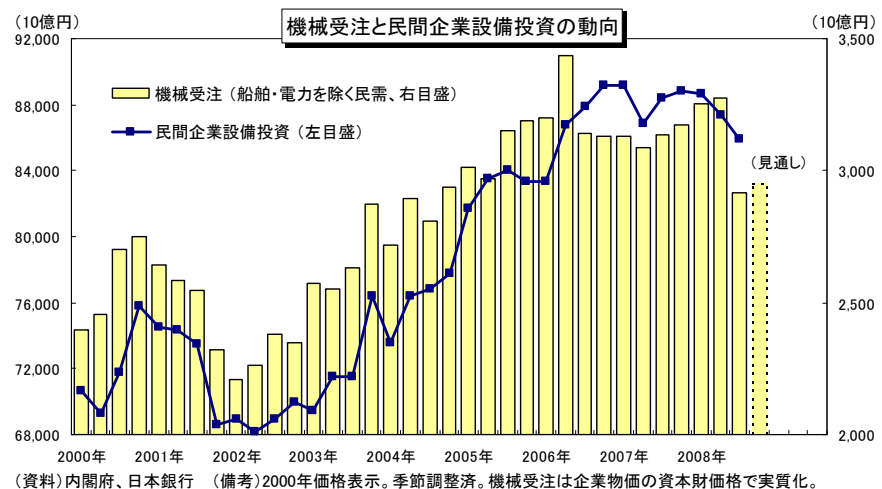
(1) 経済見通し

前回発表した経済見通しでは、最近の景気悪化は、「景気が成熟した結果、資本設備・在庫・雇用人員などが過剰となり、自律的に反転した」というものではなく、資源高騰による国内の実質購買力が海外漏出し、かつ欧米経済の成長鈍化に伴って輸出の伸びがストップした、というように海外要因によって発生したと捉えた。その結果、一部セクターを除けば大幅な調整を必要とするような過剰な在庫残高や生産能力、過大な雇用コストは存在しておらず、そのため自ずと景気悪化の程度は軽微である、とした。

景気が途中で腰折れしたために、国内要因による調整余地が小さいのは間違いないが、今回の経済見通しを策定するにあたって、景気シナリオを修正する必要がある。一つは、世界同時不況的な状況が強まっており、輸出減少を通じた生産調整が強まる可能性が高いこと、である。夏場以降、世界経済情勢は深刻さを強めてきた。米住宅市場の長引く調整は、いよいよ米 GDP の 7 割、世界 GDP の 2 割を占める米個人消費の減少を引き起こし、それに伴って新興国経済を含めた世界経済が同時に悪化するという事態を引き起こしている。底堅さもあつた新興国経済であるが、リスクマネーの供給遮断や先進国経済の景気悪化に伴う輸出の落ち込みが、成長率の押下げにつながりつつある。

もう一つは、それまでは電子部品・デバイスを中心としたハイテク業種の調整がメインと見ていたが、米国を代表とする世界的な自動車市場の不振の影響が事前の想定以上に大きく、裾野が広く生産波及効果の大きい自動車製造業の本格的な生産調整にまで発展するリスクも見えておく必要がある、ということである。米国最大の自動車メーカーであるゼネラル・モーターズ(GM)の資金繰り悪化や経営危機が報じられているほか、国内でも自動車的大幅減産は免れないとの見方が強まっている。自動車製造業は裾野が広い業種として知られており、自動車減産は企業部門にとって決して無視できない。ちなみに、経済産業省「平成 18 年簡易延長産業連関表」によれば、乗用車の生産波及力(ある部門に対する最終需要が 1 単位増加した時に、当該部門を含めた全部門の生産の増加分を示したもの)は 3.0213、乗用車以外の自動車で 2.6711 となっており、平均(1.9033)を大幅に上回っている。これだけ、生産波及力の大きい部門が本格的に調整入りした際の影響度はかなり大きいことが予想される。先行き、全般的に在庫率が急速に上昇する可能性があることを考慮すれば、調整の大きさも「軽微」というよりは「やや深刻」とみるべきであろう。

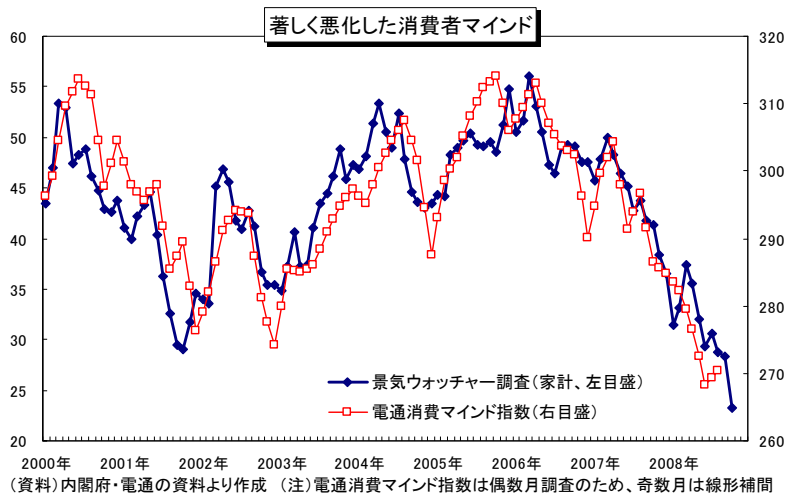
なお、先行きの景気回復の条件としては、国内景気の悪化が専ら海外要因で引き起こされていることから、海外経済の底入れということになる。特に、米国では長引く住宅市場の調整が個人消費を圧迫している状況であり、いつ米住宅価格が下げ止まり、市場全体が底入れをするのが重要であろう。なお、米国発の金融危機に対しては政策当局ができる限りの対応策を講じているほか、次期大統領に選出されたオバマ氏は、低所得者向けに手厚い財政支援を実施することを表明しており、米国





経済が恐慌状態に陥る事態は免れるだろうが、今後打ち出される対策が効果を発揮するにはまだ時間がかかるものと思われる。つまり、輸出の減少傾向は当面続くと思われ、それが生産活動の停滞を招き、企業設備投資の更なる調整につながる可能性が高い。

前述の通り、企業設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は7～9月期に前期比▲10.4%と大幅に落ち込んだものの、内閣府が集計した10～12月期見通しによれば前期比1.2%と再びプラスに転じるとの予想となっている(毎月1.52%のペースで増加すれば達成可能)。ただし、企業業績見通しが大幅な下方修正を余儀なくされており、企業経営者が当面、需要回復は望めないことと見込んでいるのであれば、不要不急の設備投資は先送りされる可能性が高いことから、機械受注は計画を下振れする可能性も十分あるだろう。



一方、民間消費については、これまで消費マインドの大幅悪化を引き起こしてきたガソリンなど石油製品価格が値下がりしていること自体は一息つける状況であるように思われるが、そもそも数年前と比較すれば価格水準が確実に上昇したことは確かであり、消費に対する抑制効果は残るものと思われる。さらに、年金問題や後期高齢者医療制度などを巡る混迷、さらには先行きの雇用環境の更なる

悪化懸念が消費行動に抑制的に働き続ける可能性は高い。

以上から、10～12月期については、輸出が再び落ち込むことに加え、企業設備投資の調整色が強まるなど、内外需とも弱い状況が続くことが想定される。7～9月期(前期比▲0.1%)からマイナス幅が拡大し、同▲0.3%と3四半期連続のマイナス成長になるものと予想する。その後、09年度前半までは基調としてはマイナス成長気味の推移が続くものと考ええる。

その結果、08年度の実質GDP成長率は▲0.3%と、7年ぶりのマイナス成長になることが見込まれる。これは、前回予測(08年9月時点:0.4%)からは▲0.7%ptの大幅下方修正である。前回までは、景気の落ち込みの程度は「軽微」としてきたが、それを「やや深刻」へと変更したことに伴うものである。また、名目GDP成長率は▲1.8%と、同様に前回予測(▲0.4%)から▲1.4%ptの大幅下方修正である。なお、名目成長率がマイナスとなるのは、02年度(▲0.8%)以来である。なお、GDPデフレーターについては前年度比▲1.5%と見込んでおり、下落幅が解消方向に向かうことはないと見る。

一方、09年度については、前述の通り、年前半まではマイナス調整が残るが、後半以降は米国での景気下支え策の効果が始まることから、景気悪化のテンポが若干弱まる動きが見られると思われる。とはいえ、09年度中は潜在成長率(年率1%台半ば)には届かず、景況感の改善は10年度以降に持ち越されることとなるだろう。年度を通じては、実質GDP成長率で同▲0.2%(前回予測では1.3%)と、2年続けてのマイナス成長が予想される。ちなみに、2年連続のマイナス成長は、消費税増税に伴う景気悪化やアジア通貨危機、日本版の金融システム危機勃発が重なった97～98年度以来。また、名目GDP成長率も▲1.5%(前回予測は1.4%と名実逆転を想定)と、2年連続のマイナス成長を予想する。GDPデフレーターは、輸入デフレーターが下落に転じるものの、国内需要の不振を受けて



企業の価格転嫁力は高まらないことが見込まれ、前年度比▲1.3%と大幅下落状態が継続すると予想する。

(2)物価見通し

7月上旬まで国際商品市況は高騰を続け、日本のみならず世界各国のインフレ懸念を高めてきたが、同中旬以降の市況反落、さらには悪化傾向を強める世界経済動向などにより、物価を取り巻く環境は一変したと言っても過言ではない。9月のコアCPIの前年比上昇率は2.3%であったが、総務省統計局の試算によれば、そ

のうちエネルギーの寄与度は1.17%pt、食料品(除く生鮮食品)は0.91%ptであったが、エネルギーの物価押し上げ効果は既にピークアウトしており、先行き急速に物価押し上げ効果が剥落していくことが見込まれる。

エネルギーの中でも代表的なレギュラー・ガソリン価格は、8月初旬に185円/ℓをつけた後大幅に値下がりし、08年11月17日時点で132円/ℓとなるなど、前年比ではすでに下落に転じており、物価全体を押下げ始めている。一方、09年1月以降、電気料金の算定基準を変更することに伴う値上げが予定されているほか、一部の食料品にはまだ値上げされる可能性も残ってはいるが、商品市況の下落と景気悪化が強まる中、物価上昇圧力が解消方向にあることは間違いないだろう。

こうした個別の商品・サービスの動きに加え、経済全体が冷え込む中で、企業の価格転嫁の動きが弱ることも十分予想される。先行きを見通してみると、10～12月期には同2%台を割り、09年夏場には再び前年比マイナスとなる可能性が強まっている。



(資料)総務省資料より農中総研作成

(注)石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度

以上から、08年度の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)上昇率は1.6%と2年連続のプラスとなるが、09年度は▲0.2%と再び物価下落状態に戻ることが見込まれる。国内企業物価についても、09年度は前年比下落となると予想している。

4. 当面の金融政策・金融市場動向:

(1) 金融政策

日本銀行は10月末に0.2%の利下げを行い、現在はその効果を見極めている状況と見られるが、11月14～15日に開催されたG20首脳による金融サミットにおいて、今後とも各国政策当局は金融財政政策を積極的に発動していく方針を確認した。今後とも景気悪化が懸念される欧米諸国の中央

銀行は更なる利下げに踏み切る公算が高いだろう。日本も、先行きインフレが沈静化し、09年夏には物価下落に転じる可能性が急浮上するなど再びデフレ懸念が強まる方向性にあることや、過去2回の利上げの背景として説明してきた需給ギャップ(GDPギャップ)がすでに大幅な供給超過になっていること(実際のGDPをHPフィルターにより試算される「平均的なGDP水準」と比較すると、1.3%程度のデフレギャップが発生していることが試算される)、さらには内外金利差の縮小予想に伴う円高進行リスクへの対応という面からも、利下げを行う余地はほとんどないとはいえ、日銀も追加利下げを行うべきであることは明らかだろう。早ければ、09年年明け後にも第2次の利下げ(0.20%引き下げ)が実施されるものと予想する。

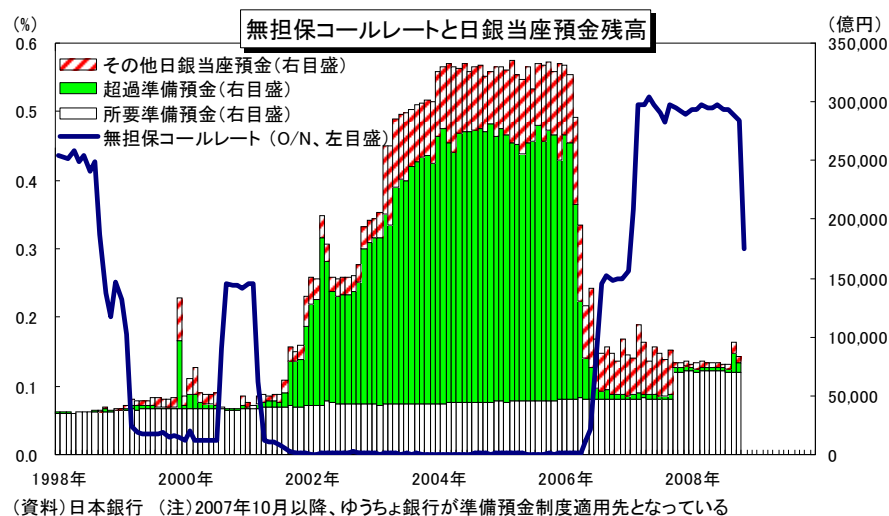
一方、日銀が将来利上げを再開するには、①国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況である、②世界的な金融市場の混乱が沈静化する、③米住宅市場の調整が終了し、米個人消費などへの下押し圧力が解消する確信が強まる、といった条件が満たされる必要があることには変わりはない。現時点で、米国経済の回復やサブプライム問題が収束する兆しが出てくる目処は立っていない上、日銀の政策委員自身が予想する経済・物価見通しも、09年度まで悪化傾向が続くとの見方が大勢であり、利上げ転換は10年度以降と思われる。そういう面からも、ひとたびゼロ金利政策を採用してしまうと、そこから容易に脱却できないことが想定されることもあり、日銀は第3次利下げ(ゼロ金利政策への復帰)については躊躇する可能性が高い。

展望レポート:2008～10年度の政策委員の大勢見通し(08年10月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2008年度	+0.1～+0.2 <+0.1>	+4.3～+4.8 <+4.6>	+1.5～+1.6 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.2>	+4.7～+5.0 <+4.8>	+1.7～+1.9 <+1.8>
2009年度	+0.3～+0.7 <+0.6>	▲1.4～▲0.4 <▲0.8>	▲0.2～+0.2 <0.0>
7月時点の見通し	+1.4～+1.6 <+1.5>	+1.8～+2.0 <+1.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>
2010年度	+1.5～+1.9 <+1.7>	▲0.3～+0.5 <+0.3>	+0.1～+0.5 <+0.3>

(資料)日本銀行

(注)対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。



(2) 金融市場の見通し

9月中旬のリーマン・ショックにより、世界中の金融市場は大混乱に陥った。市場参加者は欧米金融機関の経営危機を強く意識し、挙って流動性確保に動いたため、短期金利は異常な跳ね上がりを示した。また、株式市場なども大幅な下落を続けた。欧米の政策当局は信用秩序維持に向け、特に極度の流動性不足に陥ったドル資金の潤沢供給、公的資金による金融機関保有資産の買取機関設立などを打ち出したが、金融市場は更なる政策発動を催促するかのように混乱を続けた。転機が訪れたのは、米国・欧州各国が公的資金の銀行への資本注入を決断し、被害が少ないとされる日本もまた金融機関への資本注入を可能にする金融機能強化法の復活を検討し始め、かつ各国中央銀行が協調利下げに踏み切ってからである。これにより、先進国の政策当局が責任を持って金融システムの崩壊を食い止める姿勢を明確にしたことで、ようやく金融市場のパニック的な動きは沈静化に向かった。

もちろん、実際に資本注入が実施されたからといって、金融機関のリスク回避的な行動が修正されることは期待薄であり、融資態度の厳格化は継続される可能性が強い。つまり、リスクマネーの供給については慎重な姿勢が続くことは必至であろう。こうした金融市場の現状や、これまで述べてきたような景気・物価見通しと日銀の金融政策見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようなシナリオが見込まれる。

まず、株価については、日経平均株価は一時バブル崩壊後最安値となる6,000円台まで暴落したが、この水準は世界経済の悪化や企業業績の下方修正を想定しても、かなり割安な状況であると見られる。最近の原油など資源価格の大幅下落は、これまで収益を圧迫してきた変動費の大幅圧縮につながることへの期待感もあるが、投資家のリスクテイク能力は大幅に低下しているなかで、更なる景気下振れリスクは無視することができない。基本的に、株価の本格的な回復には相当程度の時間がかかるだろう。

長期金利(新発10年国債利回り)は、景気悪化や利下げにもかかわらず、1.5%前後で方向感なくもみ合うなど、下げ渋る展開が続いている。いずれも先進国も金融システム安定化や景気底割れの阻止に向けて、財政発動をする方向に向かっており、財政赤字拡大による需給悪化懸念が長期金利の低下に歯止めをかけているものと思われる。政策金利の更なる引き下げにより、多少の低下余地が生じる可能性はあるものの、基本的には「景気悪化・短期金利低下」と「財政赤字拡大」の両者が牽制しあう格好で、今後も長期金利は明確な動きが見られぬままの展開が予想される。

為替レートについては、09年前半にかけて円高圧力が根強い状況が続くものと予想する。各国中央銀行とも既に利下げフェーズに突入しているが、日銀は利下げ余地も乏しく、しかも追加利下げに対して慎重な姿勢を続けている一方で、欧米中央銀行(FRB・ECB・BOE)では必要とあれば一段の利下げを行う構えを示している。この結果、将来的に内外金利差はさらに縮小する可能性が高く、目先は円高に振れやすい展開が続くと思われる。

金利・為替・株価の予想水準

年/月		2008年		2009年		
項 目		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.303	0.30	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.824	0.70~0.85	0.55~0.70	0.55~0.70	0.55~0.70
短期プライムレート (%)		1.675	1.675	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	1.470	1.25~1.60	1.25~1.65	1.30~1.70	1.30~1.70
	5年債 (%)	0.880	0.80~1.00	0.60~0.90	0.60~0.90	0.60~0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	96.7	80~105	80~105	85~110	90~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	122.3	100~130	100~130	100~130	105~135
日経平均株価	(円)	8,273	8,500±1,000	9,000±1,000	9,250±1,000	9,500±1,000

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注) 無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2008年11月19日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。



2008～09年度 日本経済見通し
(前期比)

	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.7	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
民間需要	%	0.6	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0
民間最終消費支出	%	1.7	0.3	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4	0.1
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 4.8	1.3	2.2	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 2.4	▲ 4.8	▲ 3.7	▲ 2.0	0.2
公的需要	%	0.2	▲ 0.4	▲ 1.2	1.1	0.7	0.2	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.4	▲ 0.3	0.8	0.8	0.4	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 3.9	▲ 4.8	2.4	0.0	▲ 0.5	▲ 1.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	30.1	30.6	29.7	29.6	29.4	29.8
輸出	%	9.5	1.0	▲ 0.7	▲ 1.8	▲ 2.4	▲ 1.5	0.1
輸入	%	2.0	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 2.8	▲ 1.8	▲ 0.5
内需寄与度 (前期比)	%	0.5	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
民間需要 (")	%	0.4	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
公的需要 (")	%	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2	0.2	0.1	▲ 0.0
外需寄与度 (")	%	1.2	0.3	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.2

(前年同期比)

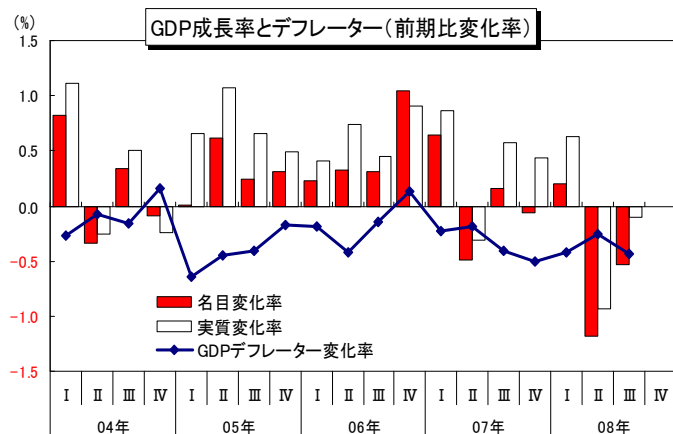
	単位	2007年度 通期	2008年度			2009年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.7	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 2.4	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.2
実質GDP	%	1.7	▲ 0.3	0.4	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.0
民間需要	%	0.6	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1
民間最終消費支出	%	1.7	0.3	0.5	▲ 0.0	0.5	0.5	0.5
民間住宅	%	▲ 13.3	▲ 4.8	▲ 10.4	1.5	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.9
民間企業設備	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 1.1	▲ 6.3	▲ 3.7	▲ 5.9	▲ 1.5
公的需要	%	0.2	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.1	0.7	1.3	0.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.4	0.4	0.4	0.8	1.1	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 1.8	▲ 3.9	▲ 5.1	▲ 2.7	0.0	1.8	▲ 1.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	28.2	30.1	30.6	29.7	29.6	29.4	29.8
輸出	%	9.5	1.0	5.1	▲ 2.8	▲ 2.4	▲ 3.7	▲ 1.2
輸入	%	2.0	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 3.2	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 1.9

国内企業物価 (前年比)	%	2.3	4.2	6.0	2.3	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 1.0
全国消費者物価 (")	%	0.3	1.6	1.9	1.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.4
完全失業率	%	3.8	4.2	4.1	4.4	4.7	4.7	4.7
鉱工業生産 (前年比)	%	2.6	▲ 3.4	▲ 0.5	▲ 6.4	▲ 2.6	▲ 5.0	▲ 0.1
住宅着工戸数	千戸	1,051	1,119	563	556	1,125	563	563
経常収支	兆円	24.5	16.0	8.2	7.8	17.1	8.3	8.8
貿易収支	兆円	11.7	4.2	1.7	2.5	6.4	3.0	3.4
為替レート(前提)	ドル/円	114.2	99.3	106.1	92.5	93.8	90.0	97.5
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	78.5	93.5	119.2	67.8	58.8	55.0	62.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

【参考1】 GDP デフレーターについて

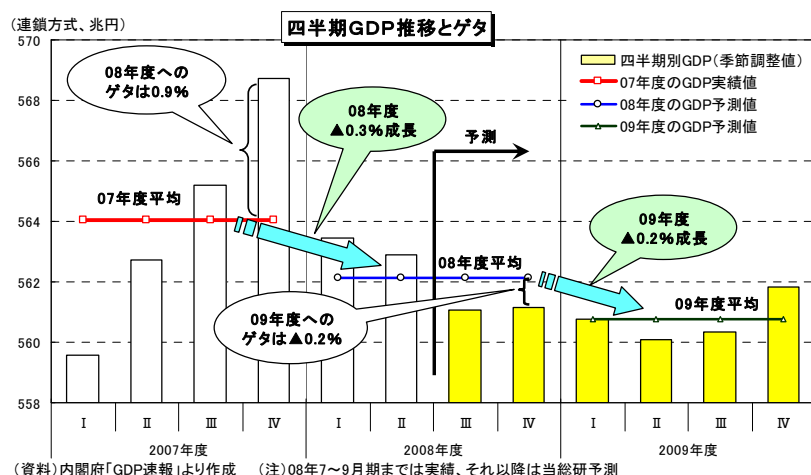
- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」となっており、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ 90年代半ば以降、下落傾向が続いてきた GDP デフレーターは、06年10～12月期には前期比0.1%とプラスに転じるなど、一時的に下げ止まった時期もあったが、その後は再び水面下での推移となっており、08年7～9月期は同▲0.4%の下落であった。
- ◆ 足許の状況としては、輸入物価の上昇を受けて、国内でも価格転嫁の動きが強まっており、国内需要デフレーターは前期比で0.2%と4四半期連続のプラスとなった他、前年比でも1.4%にまで上昇率を高めている。しかし、輸入デフレーターの上昇(前期比5.9%、前年比17.5%)に比べれば依然として国内での価格転嫁は不十分であり、前述のように前期比マイナスの状態が続いている。
- ◆ 景気悪化を受けて、再びマクロ的な需給バランスは緩和方向に推移し始めている。需要減退を受けて、生産者・企業の価格転嫁の動きが鈍る可能性が高く、GDP デフレーターは当面の間下落が続くものと思われる。



(資料)内閣府資料より作成

【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度の最終四半期(1～3月期)のGDPが当該年度(4月～翌年3月)のGDPをどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と捉えることができる。つまり、ある年度の4四半期とも横ばい(ゼロ成長)が続いた場合でも、当年度の前期比成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。
- ◆ 07年度に関しては06年度からのゲタが1.4%あったが、07年度を通じての成長率は1.7%に留まっており、年度内の成長はほぼゼロ(0.3%)と見なすことができる。また、08年度に向けてのゲタは0.9%であるが、当総研の08年度見通し(▲0.3%成長)を前提にすれば、08年度内は実質的には▲1.2%という大幅なマイナス成長ということになる。
- ◆ さらに、09年度に向けてのゲタは▲0.2%が見込まれるが、09年度の成長率見通し(▲0.2%)を考慮すれば、09年度内の成長率はゼロ%と考えていることになる。



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)08年7～9月期までは実績、それ以降は当総研予測

欧州経済の状況(予測の前提)

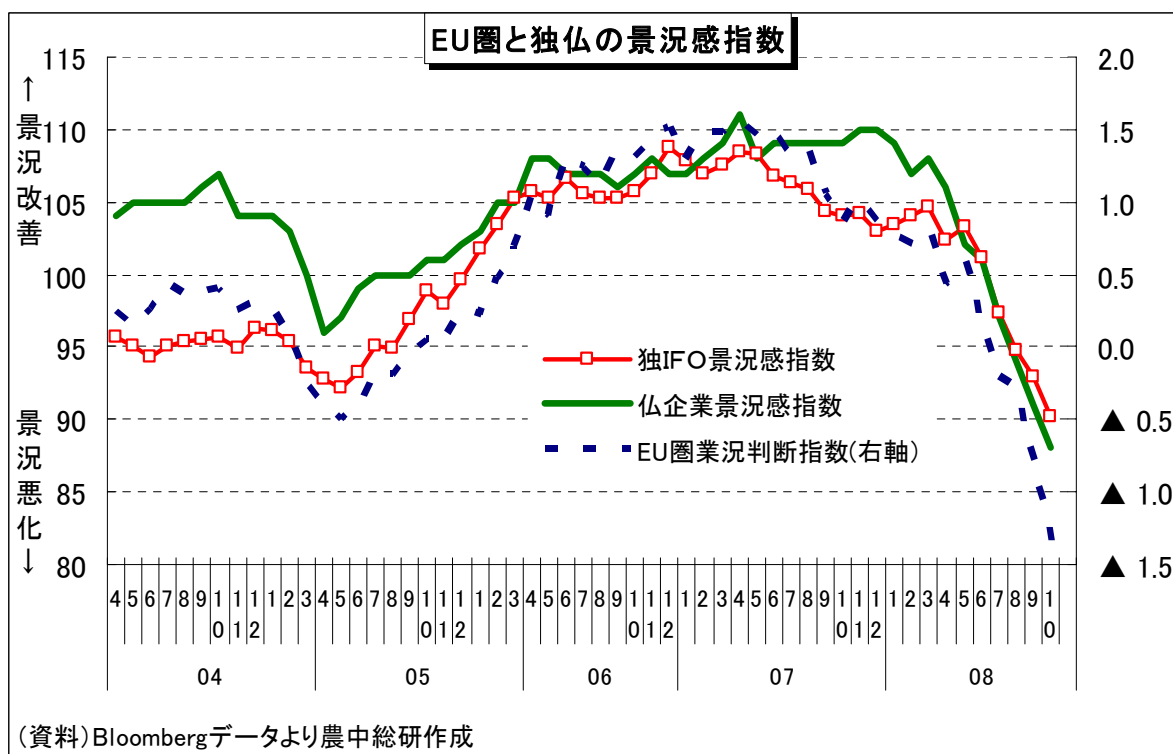
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

見通し
(前年比:%)

	2006	2007	2008	2009
ユーロ・ゾーン	3.0	2.7	1.2	0.5
ドイツ	3.0	2.5	1.7	0.3
フランス	2.4	2.1	0.9	0.5
イタリア	1.9	1.4	▲ 0.0	0.0
英 国	2.8	3.0	1.1	▲ 0.2
B R I C s				
中国	11.7	11.9	9.8	8.8
ロシア	7.3	8.1	7.0	4.9
インド	9.8	9.3	7.3	7.2
ブラジル	3.7	5.4	5.2	3.1
南アフリカ	5.3	5.1	3.7	3.7

Datastream(各国GDP統計等)データより作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社データによる(08.11.18現在)



中国経済の状況(予測の前提)

