

平成20年5月21日

2008年度 日本経済の見通し(改訂)

～年度前半の踊り場局面を抜けて再び拡大へ～

富国生命保険相互会社（社長 秋山 智史）は、2008年度の経済見通しをまとめました。

【ポイント】

○2008年度の実質GDP成長率は+1.8%と住宅投資の反動増で前年を上回る伸びに

輸出の好調により外需が成長率を押し上げ、また、内需も家計部門に牽引されて堅調に推移したことから、1～3月期の実質GDP成長率は年率換算で+3.3%と高い伸びとなった。しかし、この高成長は、閏年の影響で個人消費の伸びが高まったことなどによる一時的なもので、2008年度前半は、米国経済の減速を映して輸出の伸びが鈍化することで力強さを欠き、景気の踊り場局面が続くと見込んでいる。同時に、円高水準での推移や原油価格の更なる高騰などを背景に、企業は設備投資に対する慎重な姿勢を維持すると想定している。ただし、中国などの新興国経済の高成長が続くという見方に変化はなく、米国経済については、7～9月期には減税効果などで最悪期を脱し回復していくとみており、それに伴ってわが国の企業部門も上向き、成長率を押し上げる展開を見込んでいる。一方、家計部門については、食料価格の上昇継続が足かせとなるものの、安定した雇用・所得環境を映して、個人消費は概ね底堅く推移し、住宅投資も水準を戻す動きが続くだろう。住宅投資の反動増が加わることで前年度の伸びを上回り、2008年度の実質GDP成長率は+1.8%を見込んでいる。

○2009年度も回復基調が続いて+2.1%成長を見込む

2009年度も、企業・家計部門ともに安定して推移する展開を想定している。新興国・資源国の高成長が続く中、日本経済との連動性を強める世界経済が、米国経済の回復などで前年度に比べて成長率が上昇することに伴い、日本のそれも伸びが高まると見込んでいる。2009年度の実質成長率は+2.1%と3年振りに2%台成長に戻ると見込んでいる。なお、リスク要因は、回復を見込む米国経済が金融・住宅分野における調整が長引くことで失速してしまうことや、高成長が続く新興国もインフレが波及して成長テンポが鈍化することである。特に、わが国経済への影響が無視できない中国経済の動向には注意が必要である。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576 (090) 6493-3334

<http://www.fukoku-life.co.jp>

junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2008・2009年度 経済見通し

(前年比、%)

	2007 年度 実績	2008年度予測				2009年度予測		
		上期 (前期比)	下期 (前期比)	前回 2008年2月 時点	上期 (前期比)	下期 (前期比)		
名目国内総生産(兆円)	515.1	523.8	522.2	527.0	526.2	537.2	534.6	540.0
	0.6	1.7	1.4	0.9	1.9	2.6	1.5	1.0
実質国内総生産(兆円)	562.7	573.0	573.7	579.0	575.2	585.0	585.2	590.9
	1.5	1.8	1.3	0.9	2.1	2.1	1.1	1.0
内 需	0.3	1.2	1.3	0.6	1.5	1.4	0.5	0.9
民間需要	0.3	1.1	1.2	0.6	1.4	1.3	0.4	0.8
民間最終消費	1.4	1.3	0.6	0.5	1.3	1.5	0.6	1.2
民間住宅投資	▲ 13.3	5.0	9.0	4.4	6.7	2.0	0.1	▲ 0.4
民間設備投資	▲ 0.5	1.2	0.1	1.2	3.7	3.1	1.8	1.5
公的需要	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	0.6	1.0	0.5	0.5	1.1	1.1	0.6	0.6
公的固定資本形成	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 2.1	▲ 1.9	▲ 3.5	▲ 2.7	▲ 1.4	▲ 0.9
財貨・サービスの純輸出	1.2	0.6	0.1	0.3	0.6	0.8	0.6	0.1
財貨・サービスの輸出	9.7	5.9	1.5	2.4	5.3	7.8	5.1	2.7
財貨・サービスの輸入	2.3	2.8	1.5	0.6	2.5	4.7	2.6	3.4

注1. 実質値は2000暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	2.6	1.7	▲ 0.4	2.7	3.0	3.3	1.4	1.1
国内企業物価指数※	2.3	3.1	3.2	3.0	2.0	2.0	2.5	1.6
消費者物価指数※	0.4	1.1	1.1	1.0	0.7	1.0	1.0	1.0
消費者物価(除く生鮮)※	0.3	1.1	1.1	1.1	0.7	1.0	1.0	1.0
貿易収支(兆円)	11.7	12.3	6.7	5.7	12.8	12.8	8.6	7.6
経常収支(兆円)	24.6	25.5	12.7	12.8	25.6	29.7	14.9	14.8
名目賃金指数※	▲ 0.3	0.5	0.5	0.5	0.2	0.8	0.8	0.8
完全失業率(%)	3.8	3.7	3.8	3.6	3.6	3.4	3.5	3.4
住宅着工戸数(万戸)	103.6	118.7	118.4	119.2	118.5	117.9	118.6	117.3
為替レート(¥/\$)	114.2	104.7	104.4	105.0	105.5	108.5	107.0	110.0
原油価格(\$/b)	78.5	115.9	111.8	120.0	87.1	120.0	120.0	120.0
米国実質成長率(年率)	2.2	1.5	0.6	1.5	1.8	1.8	1.7	2.2
中国実質成長率※	11.9	10.8	10.7	10.9	10.8	10.5	10.8	10.3

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算したもの

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

5月16日に発表された2008年1～3月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.8%（年率換算+3.3%）と、輸出が堅調に推移したことに加えて、閏年による影響もあって家計部門が高い伸びとなったことで、前期を上回る高成長となった（図表2）。成長率を内外需にわけてみると、内需が+0.3ポイントとなる一方で、外需が+0.5ポイントと引き続き

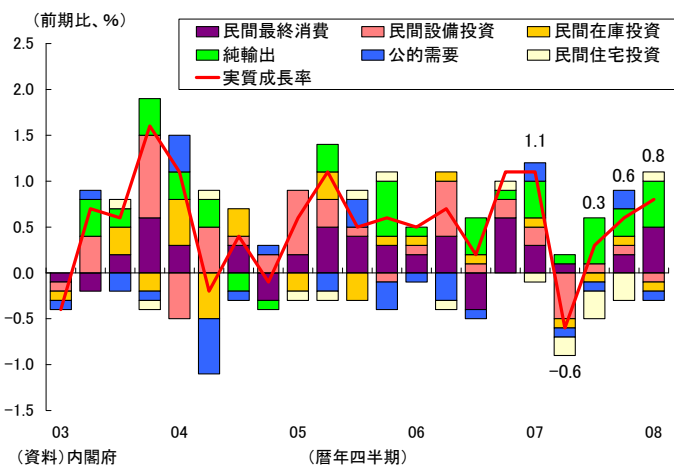
成長を牽引している。当期は高い伸びとなったが、住宅投資が大幅減（前年比13.3%減）となるなど内需が低迷したことで、2007年度は同+1.5%と5年振りに2%割れとなった。なお、名目成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.5%）と実質成長率の伸びを下回った。デフレーターについては、国内需要デフレーターが、物価上昇を映して前年比0.5%上昇と前期（同0.1%上昇）に比べてプラス幅が拡大したものの、輸出デフレーターがマイナス幅を拡大させ、控除項目である輸入デフレーターが引き続き大幅なプラスとなったことで、同▲1.4%と前期に比べてマイナス幅が拡大した。

実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.8%増と名目雇用者報酬が同0.6%増となるなど、良好な雇用・所得環境を映して堅調に推移した。しかし、当期は閏年で1日多いことから数字が押し上げられており、実勢より高い伸びとなっていることを考慮する必要がある。また、住宅投資は、法改正による大幅減からの持ち直しの動きにより同4.6%増と5四半期振りにプラスに転じた。純輸出は、実質輸出が引き続きアジアやロシア・中東などの資源国向けを中心に同4.5%増と前期から伸びが加速し、実質輸入の伸びを大きく上回ったことで、0.5ポイントのプラス寄与となった。一方、設備投資は、収益環境の急変などで先行き不透明感が広がり、同0.9%減と3四半期振りにマイナスに転じた。

高成長となった1～3月期であるが、鉱工業生産指数が同0.7%低下と4四半期振りにマイナスに転じるなど生産活動は停滞し、また、米国経済の減速懸念の高まりにより株安、円高が進行し、原油が更に高騰するなど交易条件が悪化した。2008年度入り後は、米国のサブプライムローン問題に対する懸念もひとまず沈静化しマーケット動向には落ち着きがみられるが、原油高騰といった状況には変化がみられない。

このような状況下、手元資金が潤沢で旺盛な投資意欲を示していた企業は、円高、株安、原材料高といった収益環境の急激な変化によって、設備投資に対して慎重な姿勢を示している。日銀短観（3月調査）をみると、2008年度の設備投資計画（全規模全産業）は、この時期の調査は通常マイナス計画でスタートするとは言え、▲5.3%とそのマイナス幅は前年（▲0.3%）を上回っている。また、先行指標の動向をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月期が同2.2%増と3四半期連続でプラスとなったものの、4～6月期の見通しが、同10.3%減と大幅減となった。過去の推移をみると、4～6月期の見通しに対して実績が上振れる傾向にあるが、そのマイナス幅が大きく実績がプラスで着地するのは難しそうである。年度前半の増加が期待され

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



た機械受注については、一服する可能性がでてきている。

ただし、今年度に入って発表された大企業各社の設備投資計画をみると、業種によって濃淡はあるものの、製造業については、グローバル競争が激しくなる中、高付加価値製品向けを中心とした戦略的な投資計画を立てており、前年度を上回る計画を見込む業種が多い。一方、非製造業についても、電力や鉄道各社などでは、安全対策を講じる投資を拡大する見込みである。また、中小企業についても、中小企業金融公庫の設備投資実施割合の推移をみると、依然として水準は低いものの1~3月期が前期の水準から持ち直すなど、設備投資は下げ止まりつつある。設備投資は、企業の慎重姿勢を映して年度前半は足踏みするものの、輸出の足取りがしっかりする年度後半には堅調に推移し、年度では建設投資が低迷した前年度の伸びを上回ると見込んでいる。

輸出動向については、通関輸出をみると、1~3月期は前年比6.0%増とこれまでの二桁の伸びからプラス幅は縮小している。地域別では、伸び率は鈍化しているもののアジアや中東・ロシアなどの産油国向けがプラスを維持する一方で、米国向けが前年割れとなっている。今後については、高度成長期にある新興国や原油価格高騰という追い風のある資源国については需要拡大が続き、輸出は全体としては増加傾向を維持すると見込んでいる。

わが国輸出への影響が無視できない中国経済については、輸出の伸びが鈍化する一方で、旺盛な投資や個人消費は好調さを維持しており、今後も高成長が継続すると見込んでいる。なお、先週発生した四川大地震の影響については、被災規模の拡大継続、二次災害の発生リスク、インフレ懸念等、不透明であるが、四川省のGDP規模が全体の4%程度にとどまり、二桁成長を続ける中国経済にとっては景気の大きな下押し要因にならないだろう。また、政府は当地の復興に注力するとみられ、それが成長率を押し上げる方向に働こう。

その一方、米国経済については、住宅価格の下落が続き、個人消費も鈍化していることから、減速感が強まっている。1~3月期の実質成長率(速報)は前期比年率+0.6%と2四半期連続で低成長にとどまり、足元の経済指標をみても、非農業雇用者数の前期比マイナスが続いている。ただし、米国経済は、小切手の送付が既に始まっている戻し減税の効果が顕在化することやこれまでの累積的な金融緩和の効果によって、7~9月期には回復の足取りは重いながら、最悪期を脱していくと見込んでいる。

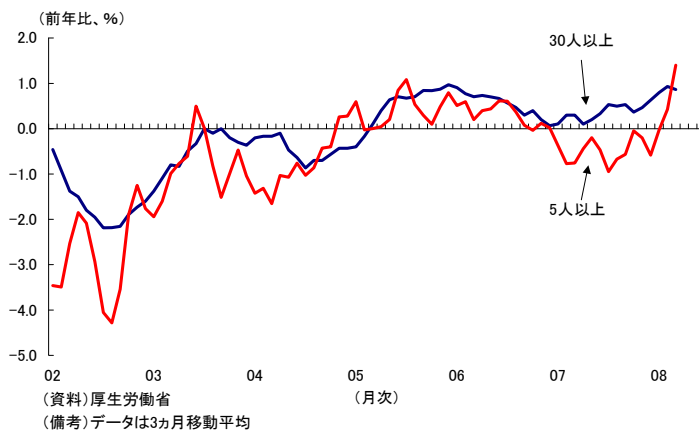
その結果、わが国輸出は、当面、米国向けが前年割れとなる一方で、今や軽視できない規模にまで拡大した新興国・資源国向けがプラスで推移し、年度後半には、米国向けが持ち直して輸出の伸びが加速すると見込んでいる。

一方、家計部門については、住宅投資は、改正建築基準法施行の影響から住宅着工件数は前年割れが続いているものの、10~12月期以降、着工件数(季節調整済、年率)は前期比ベースでプラスに転じている。これまで成長率の下押し要因だった住宅投資は1~3月期には持ち直し、今後も水準を戻す動きが続くと見込んでいる。

また、個人消費については、食料品を中心とした物価上昇が続く中、概ね底堅く推移している。足元の雇用環境をみると、3月の有効求人倍率が0.95倍と4ヵ月連続で1倍を下回るなど弱含んでいる部分も確認できるが、完全失業率が3.8%と前月比0.1ポイント改善するなど、総じて良好さを維持している。改正高齢者雇用安定法の施行によって、60歳代前半の高齢者が労働市場に残りやすい環境となる中で、企業における雇用者の年齢構成は、90年代後半の採用抑制によって若年層が薄くなっており、構

造的には高齢者と若年者の雇用者が増加しやすい環境にある。この構造要因が下支えする中、当面、景気の踊り場局面を映した循環面でのマイナス要因があるが、年度後半には生産の持ち直しなどに伴って、雇用環境は改善傾向を辿ると想定している。一方、所得面でも、今春の改正パートタイム労働法の施行を見据えたパートタイマーを正社員化させる動きもあって、給与水準の高い層の厚み

図表 3 . 所定内給与の推移



が増しており、図表 3 のように所定内給与も前年を上回って推移している。また、1～3 月期の名目雇用者報酬をみても、前年比 1.4% 増と増加幅が拡大している。このように良好な雇用情勢が続く中、所得環境も改善しつつある。

今後についても、構造的な雇用増という下支えもあって、良好な雇用・所得環境は維持されると見込んでいる。それを映して、個人消費は概ね底堅く推移するだろう。ただし、食料品などの生活必需品を中心とした物価上昇による実質購買力の低下が重しになり、個人消費の伸び率は前年を下回ると見込んでいる。

◇今後の伸び率などについて

2008 年度の実質 GDP 成長率は+1.8%と予測した。米国経済の減速を背景に輸出の伸びが鈍化するなど、企業部門の低迷によって年度前半は踊り場局面が続くと見込んでいる。しかし、年度後半には、米国の持ち直しや建設投資の改善に伴って企業部門が上向き展開を想定している。

需要項目別にみると、実質民間最終消費は、前年比 1.3% 増と予測した。雇用・所得環境の安定を背景に概ね底堅く推移するものの、食料品を中心とした物価上昇が実質的な購買力を押し下げることで、前年度の伸びを下回るだろう。また、実質民間設備投資は、年度後半の持ち直しにより前年度のマイナスからプラスに転じる同 1.2% 増と予測した。さらに、前年度の成長率を 0.5 ポイント押し下げた住宅投資については、法改正の影響で大幅減となった局面から水準を戻す動きが続き、同 5.0% 増を見込んでいる。一方、外需については、新興国経済の需要拡大が見込まれる中、米国経済も 7～9 月期には持ち直していくことで、年度後半には輸出が高い伸びとなり、外需は+0.6 ポイントのプラス寄与を見込んでいる。

なお、半期毎の成長率は、上期が前期比+1.3%、下期が同+0.9%と上期の伸びが上回る。しかし、それは成長率のゲタを 1% 履いているためであり、実力ベースでは踊り場局面を抜けた年度後半の方が高い伸びとなっている。

一方、名目成長率は+1.7%と実質成長率を下回ると予測した。前年に比べて円高水準で推移し、原油などの輸入物価が上昇していることから、名目純輸出が伸び悩み、名目成長率は実質の伸びを下回るだろう。

2009 年度の実質 GDP 成長率は+2.1%と 2% 台成長を予測した。日本経済は GDP 成長に占める輸出依存度が高まっていることで、世界経済との連動性が強まっている。その世界経済は、米国の持ち直しを映して前年度に比べて成長率が上昇すると見込ま

れ、それに伴って日本経済も、企業部門を中心とした堅調な推移が期待できるだろう。ただし、リスク要因としては、米国経済については、住宅価格の大幅下落が続くことになれば、金融・住宅分野における調整圧力が一段と強まり、景気が腰折れする可能性が高まる。また、食料を中心としたインフレが新興国の政情不安や需要低迷へと繋がることになれば、わが国経済を牽引している新興国の成長テンポにも影響を及ぼそう。とりわけ中国経済の動向には注意が必要である。

一方、名目成長率は+2.6%と実質成長率を上回ると予測した。食料や原材料価格の物価上昇を映して国内需要デフレーターの前年比プラス幅が拡大し、GDPデフレーターも、消費税率が引き上げられた1997年度以来となるプラスに転じるだろう。

主な前提条件であるが、政策金利については、2008年度中は据え置き、2009年度は25bpの幅で2回引き上げると想定している。また、消費税率の引き上げについては、現段階では導入時期が不透明であり、今予測には織り込んでいない。

(需要項目のポイント)

【個人消費】

食料品を中心とした物価上昇が実質購買力を押し下げることで伸びを抑制するが、良好な雇用・所得環境が継続することを映して、個人消費は底堅い動きになると見込んでいる。2008年度の実質民間最終消費は前年比1.3%増、2009年度が同1.5%増と予測した。

【住宅投資】

改正建築基準法の施行により、前年度大幅減となった反動もあり、今年度は反動増となるだろう。ただし、分譲マンションを中心とした住宅価格の上昇により、住宅販売が伸び悩むことで、住宅投資は基調としては力強さに欠けると考えている。着工戸数は、2008年度が118.7万戸、2009年度が117.9万戸と予測した。

【設備投資】

年度前半は、企業の投資に対する慎重な姿勢から伸び悩むものの、輸出の持ち直しが明確となる年度後半は、大企業などの戦略的な投資を中心に、設備投資は堅調に推移するだろう。実質民間設備投資は2008年度が同1.2%増、2009年度が同3.1%増と予測した。

【公共投資】

政府の歳出抑制姿勢が続いていることから、公共投資は水面下で推移するだろう。2008年度の実質公的固定資本形成は同3.0%減、2009年度は同2.7%減と予測した。

【純輸出】

輸出は、米国向けが鈍化するものの、中国などの新興国への輸出が引き続き拡大することが見込まれ、増加基調が続くだろう。一方、輸入も内需の堅調さに支えられ、緩やかに増加する見込みである。純輸出は、2008年度が0.6ポイント、2009年度が0.8ポイント、成長率を押し上げると予測した。

以上

図表4. デフレーター伸び率(2000暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
国内総支出	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.1	0.5
民間最終消費	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.3	0.5	0.5
民間住宅投資	1.0	1.1	2.2	1.7	1.4	1.7
民間設備投資	▲ 0.7	▲ 0.1	0.5	0.4	0.3	0.7
政府最終消費	▲ 0.4	0.1	▲ 0.8	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
公的固定資本形成	1.4	1.4	1.2	1.7	2.0	2.2
財貨・サービスの輸出	▲ 0.4	2.5	3.3	0.4	▲ 1.1	4.4
財貨・サービスの輸入	4.7	11.2	8.8	7.5	1.8	5.3

予測

図表5. 需要項目別の寄与度

(%)

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
実質国内総支出	2.0	2.4	2.5	1.5	1.8	2.1
民間需要	1.8	2.0	2.1	0.3	1.1	1.3
民間最終消費	0.7	1.1	1.0	0.8	0.7	0.8
民間住宅投資	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.5	0.1	0.1
民間設備投資	0.9	1.0	0.9	▲ 0.1	0.2	0.5
公的需要	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.4	0.0	0.1	0.1
政府最終消費	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
財貨・サービスの純輸出	0.5	0.5	0.8	1.2	0.6	0.8
財貨・サービスの輸出	1.4	1.2	1.2	1.6	0.9	1.3
財貨・サービスの輸入	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.5

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない