
2008年度 日本経済の見通し(改訂)

～2009年度入り後は再び景気拡大局面に～

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+1.0%、景気後退は軽微に

4～6月期の実質GDP成長率は年率換算で▲2.4%と4四半期振りにマイナス成長となり、閏年要因で押し上げられた前期の反動減などもあるが、景気後退入りした日本経済の姿を映し出した。前回予測（5月時点）では、日本経済は年度前半の踊り場を抜けて徐々に上向く展開を見込んでいたが、原油をはじめ資源価格が前提を上回って高騰したことが、想定以上に景気に悪影響を及ぼし、年度内は後退局面が続くというシナリオに修正した。交易条件の悪化による収益力の低下によって企業マインドは停滞、個人消費も実質購買力の低下などでやや弱含むだろう。ただし、今回の景気後退は軽微なものにとどまると考えている。過去の後退局面と比較すると、大企業の収益力は高く、設備・雇用の過剰感が乏しいことでその調整圧力は限定的である。また、わが国経済の牽引役である外需は、欧米経済の低成長が続くと見込まれる一方、多少伸び率は鈍化するものの、資源国・新興国が高成長を辿ることで下支え役になり、一定水準を確保できると見込んでいる。それにより大幅な失速は避けられ、2008年度の実質GDP成長率は+1.0%と予測した。

○2009年度入り後は回復に転じ、年度の成長率は+2.1%を見込む

景気悪化を引き起こした資源価格の高騰は既にピークアウトしたと考えている。価格の落ち着きがタイムラグを伴って効いてくることで、2009年度入り後の日本経済は再び回復過程を辿るだろう。原油価格については、規制強化への動きなどを受けた投機資金の流出で実需面とかけ離れた価格水準が修正される中、世界的な需要の鈍化もみられることから、年度を通じて足元の水準で推移すると想定している。原油高の影響が薄れるにつれてコスト高の重しが緩和され、企業は収益性が改善し、不安感が払拭されるなどマインド面も好転してくるだろう。また、家計においては生活防衛意識が緩むと見込まれる。一方、海外経済についても、新興国を中心にみられたこれまでの金融引き締め動きがインフレ圧力の低下で一服し、ガソリン価格下落によって米国の消費が緩やかに持ち直すなど、徐々に上向く展開を見込んでいる。景気回復に転じる2009年度の実質成長率は+2.1%と、3年振りの2%台成長を予想している。

○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5月 時点	上期 (前期比)	下期 (前期比)		
名目国内総生産(兆円)	515.1 0.6	516.7 0.3	513.7 ▲ 0.2	520.8 1.4	523.8 1.7	529.6 2.5	525.9 1.0	534.5 1.6
実質国内総生産(兆円)	562.8 1.6	568.5 1.0	568.1 0.3	574.5 1.1	573.0 1.8	580.2 2.1	580.9 1.1	586.6 1.0
内 需	0.3	0.3	0.2	1.0	1.2	1.4	0.7	0.6
民間需要	0.3	0.3	0.3	0.9	1.1	1.3	0.7	0.6
民間最終消費	1.4	0.6	▲ 0.0	0.5	1.3	1.4	0.8	0.7
民間住宅投資	▲ 13.3	▲ 0.9	0.9	9.1	5.0	1.9	▲ 0.7	▲ 3.4
民間設備投資	▲ 0.1	0.6	▲ 0.2	0.5	1.2	3.1	1.6	2.2
公的需要	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0
政府最終消費	0.7	0.8	0.1	0.7	1.0	1.1	0.5	0.5
公的固定資本形成	▲ 1.8	▲ 3.8	▲ 3.6	0.2	▲ 3.0	▲ 2.8	▲ 1.1	▲ 2.9
財貨・サービスの純輸出	1.2	0.6	0.2	0.2	0.6	0.7	0.4	0.3
財貨・サービスの輸出	9.5	4.2	▲ 0.1	3.0	5.9	6.9	3.8	3.0
財貨・サービスの輸入	2.1	0.4	▲ 1.7	2.9	2.8	4.1	1.8	1.6

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	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.8	1.7	4.6	4.5	4.6
国内企業物価指数※	2.3	5.8	5.8	5.9	3.1	1.9	2.7	1.1
消費者物価指数※	0.4	1.9	1.8	2.0	1.1	1.2	1.4	0.9
消費者物価(除く生鮮)※	0.3	1.8	1.8	1.9	1.1	1.1	1.3	0.9
貿易収支(兆円)	11.7	7.4	3.5	3.9	12.3	10.0	4.5	5.5
経常収支(兆円)	24.6	21.2	10.0	11.2	25.5	24.6	11.7	12.9
名目賃金指数※	▲ 0.3	0.2	0.4	0.0	0.5	0.8	0.5	1.1
完全失業率(%)	3.8	4.0	4.0	4.0	3.7	3.8	3.9	3.7
住宅着工戸数(万戸)	103.6	110.1	111.1	109.3	118.7	110.7	110.0	111.7
為替レート(¥/\$)	114.2	105.4	105.6	105.2	104.7	105.0	105.0	105.0
原油価格(\$/b)	78.5	112.8	115.8	110.0	115.9	110.0	110.0	110.0
米国実質成長率(年率)	2.0	1.6	0.9	1.0	1.5	1.3	1.1	1.9
中国実質成長率※	11.9	10.2	10.4	10.0	10.8	10.0	10.0	10.0

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

8月13日に発表された2008年4～6月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比▲0.6%（年率換算▲2.4%）と、輸出が減少したことに加えて、1～3月期に閏年による影響で大きく伸びた個人消費が、その反動減もあって大幅減になるなど、政府消費を除く主要項目で前期を下回り、4四半期振りにマイナス成長となった（図表2）。成長率を内外需にわけ

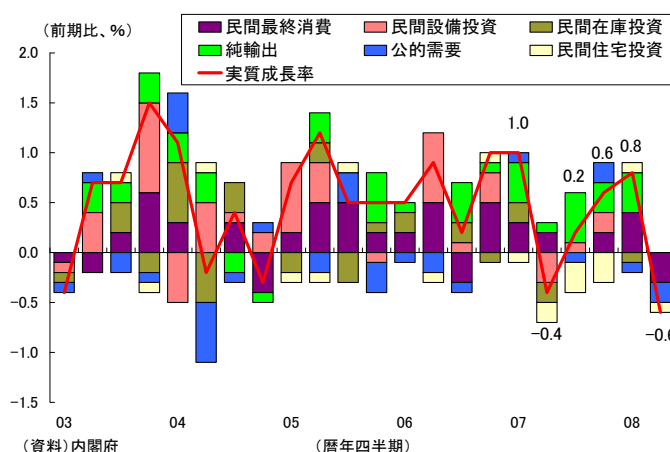
てみると、外需が0.0ポイントと8四半期振りにプラス寄与がなくなり、内需は▲0.6ポイントとなった。なお、名目成長率は前期比▲0.7%（年率換算▲2.7%）と、名目輸入金額が大幅増となったことで、実質成長率を下回るマイナス幅となった。デフレーターについては、国内需要デフレーターが原油などの原材料や食料品の価格上昇が続いて、前年比0.6%上昇と前期（同0.4%上昇）に比べてプラス幅が拡大した一方、GDPデフレーターは同▲1.6%と前期に比べてマイナス幅が拡大した。

実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は前期比0.5%減と2006年7～9月期以来となる大幅減となった。1～3月期が閏年の影響で大幅増となった反動減という要因もあるものの、ガソリンや食料品などの身近な製品の値上がりで消費者は生活防衛意識を高めており、高額品や衣料品などへの消費が不振であった。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が実需の減速により一服しており、同3.4%減と再びマイナスに転じた。さらに、設備投資は、一段の原材料高などで収益環境が悪化したことなどもあって、同0.2%減と2四半期連続で前期を下回った。一方、外需については、実質輸出が欧米向けを中心に減少したことで同2.3%減と2005年1～3月期以来となるマイナスに転じ、▲0.4ポイントと大幅に成長率を押し下げたものの、内需の低迷などを背景に、実質輸入が同2.8%減と実質輸出を上回る落ち込みとなったことで、純輸出の寄与度は0.0ポイントとなった。

このように当期の成長率は、日本経済が（今後正式な判定がされる）景気後退局面入りした姿を映す結果となった。原油をはじめ資源価格の高騰が続いたことが戦後最長の景気回復局面が途切れた最大の要因であり、交易条件が一段と悪化したことで多くの企業は減益に転じている。また、世界経済が原油高によるインフレ圧力などで減速し、その影響からわが国の輸出の伸びが鈍化して、生産活動も弱含んでいる。

原油価格については、7月上旬にWTI（先物）で1バレル145ドルをつけた後は下落に転じている。新興国による需要の大幅な増加が見込まれる中、サブプライム問題を発端として、世界の投機資金が商品市場に流入したことで原油が金融商品化し、需給面からみた適正価格を大きく上回る水準まで上昇することになった。ただし、米国の金融政策の転換観測やそれに伴うドル安の修正、また、米国におけるファンドを規制する動きによって、これまでの一方的な上昇局面からは潮目が変わったとみられる。その中、米国のガソリン在庫が増加するなど需要の鈍化もあって、足元では1バレル110ドル強の水準まで価格が低下している。今後についても、世界経済の成長率は前

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



年度に比べて減速することが見込まれることから、原油価格が再び急騰する事態は避けられ、1バレル110ドル程度の水準で推移すると想定している。

世界経済を国、地域別にみると、米国については、4～6月期の実質成長率（速報）が前期比年率+1.9%と輸出に牽引されて伸び率は高まったものの、住宅投資のマイナスが続き、個人消費の伸びも限定的であった。景気を押し上げると見込んでいた戻し減税も、ガソリン価格の高騰や雇用環境の悪化に相殺されて、その効果は乏しいものにとどまっている。輸出や設備投資等の企業部門は底堅さを維持していることで米国経済の失速は避けられるだろうが、金融・住宅部門の調整が続き、当面低成長が続くとみられる。ただし、実質金利が水面下で推移するなど金融緩和の状態が続いていることやガソリン価格の沈静化による消費の持ち直しによって、来年1～3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だろう。

また、欧州経済についても、当面、減速傾向を辿るだろう。4～6月期の実質成長率が前期比マイナスに転じるなど減速感が強まり、内需の鈍化に加えて、外需も低迷している。原油高による足枷は軽減していくとみられるものの、各国の景況感にバラツキがある中でのこれまでの金融引き締めの影響が残るだろう。

一方、中国経済については、輸出が弱含んでいるものの、インフラ投資は依然活発で、個人消費も好調さを維持しており、今後も前年比10%前後の成長が継続すると予測している。北京オリンピック後の大幅な減速を懸念する見方もあるが、そもそも北京におけるGDPシェアは小さく、東京オリンピック当時のように一極集中されていない。また、輸出の減速を受けて、銀行への貸出総量規制を緩和するなど既に金融引き締め政策を修正する動きがみられ、経済の大幅な減速が想定される事態になれば、雇用確保が命題である政府は財政支出を拡大すると見込まれる。加えて、5月に発生した四川大地震の復興需要も下支え要因になるだろう。

次に、海外経済に左右される日本の輸出動向について通関輸出金額をみると、6月が前年比1.8%減と55ヵ月振りに前年割れとなった。地域別にみると、中東・ロシアなどの資源国向けは堅調さを維持したものの、欧米向けについては減少が続き、アジア向けは伸びが鈍化している。原油をはじめ資源価格の高騰により資源国の経済は好調さを維持する一方で、非資源国は国毎に濃淡はあるものの総じてみれば減速傾向となっている。今後のわが国輸出については、当面、欧米向けが減速するものの、今や軽視できない規模にまで拡大した中国向けや、資源国向けが下支え役となって、一定水準を確保すると見込んでいる。

輸出の減速や原油高など原材料価格の高騰によって収益環境は悪化しており、設備投資は足踏み状態となっている。先行指標の動向をみると、見通しでは大幅減が見込まれていた4～6月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前期比0.6%増で着地し、その伸び率は小さく力強さは欠くものの4四半期連続のプラスと安定して推移している。また、中小企業の設備投資にあたる代理店の動向をみても、4～6月期が同3.2%増と2四半期連続で増加し、年度半ばから後半の設備投資が、底堅く推移する可能性を示唆している。

また、各種調査の設備投資計画をみても、大企業については前年度比プラスの計画値になっている。日本政策投資銀行の設備投資計画調査をみると、企業の期待成長率の高さを映して、中長期的な視点にたった投資を計画する業種が多い。今後も続く新興国の需要拡大を見込んだ投資や原材料高に対応するための省エネ投資、また、太陽

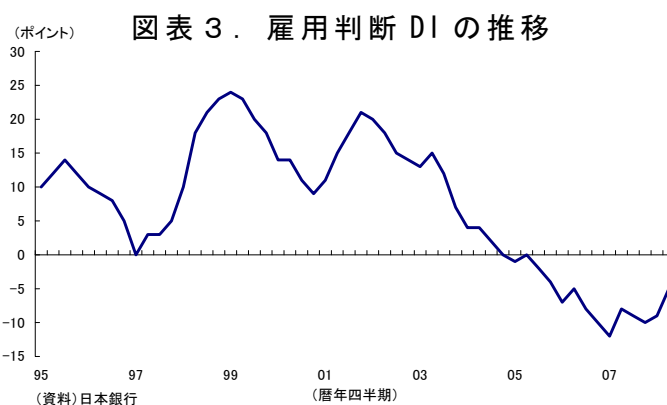
電池など新技術や液晶関連といった次世代製品への投資は継続する見込みである。企業収益はこれまでの原材料高による交易条件の悪化の影響が残り、年度内は前年を下回って推移するだろうが、前年度まで続いた増益により大企業を中心に手元資金は潤沢にある。そのため、中長期的な視点にたった投資を引き続き実施する十分な余力があり、大企業製造業を中心に前年を上回る投資が見込まれる。一方、非製造業についても、投資規模の大きな業種が前年を上回る投資を計画し、電力では老朽化した送配電設備への投資が継続され、通信・情報では次世代ネットワーク環境に対応した投資の増加が見込まれている。このような投資は景気動向に左右されにくく、設備投資全体を下支えすると期待できる。

過去の景気後退局面においては、設備投資が大幅減になることが多かったが、新興国の需要増を背景とした中長期的な成長期待が高まっていることや、上記のような景気動向に左右されにくい投資計画が見込まれていることで、設備投資は高水準を維持すると見込んでいる。

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で大きく落ち込んだ水準から持ち直していたが、思うように回復していない。団塊ジュニアなど潜在的な需要はあるものの、建設資材の高騰や地価の上昇からマンション価格が値上がりしたことで、都心部を中心にマンション在庫が積み上がっている。これまで新設住宅着工件数（季節調整済）は増加基調であったが、こうした調整を映して4～6月期は前期比2.1%減とマイナスに転じている。今後についても、供給側の抑制する動きに加え、足元の雇用環境が悪化していることで需要サイドが慎重になっていることから、住宅投資は盛り上がりや欠く展開となり、住宅投資は前年度を下回ると予測している。

個人消費についても足元やや弱含んでいる。ガソリンや食料品などの生活に身近なモノが値上がりしていることで、家計は消費に対する行動を変化させている。6月の百貨店売上高が前年比7.6%減と高額品や衣料品などの消費が落ち込み、また、外食売上高（既存店ベース）も前年割れが続いている。一方、薄型テレビや食料品などは売れ行きが堅調であり、物価高を受けて生活防衛意識を高めた消費者は選別した消費行動をしているようだ。

足元の雇用環境をみると、6月の有効求人倍率は0.91倍と前月比0.01ポイント低下し、完全失業率も4.1%と同0.1ポイント悪化している。このように企業の採用意欲が減退して雇用環境はやや弱含んでおり、年度内はこうした状況が続く見込みである。ただし、この状況下においても、日銀短観の雇用人員判断DIが水面下で推移していることが示すように企業は雇用の不足



感を抱いており、大規模な人員調整は避けられるだろう。また、中期的には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くなる中、企業において層が薄い若年者への採用意欲は底堅いだろう。所得面では、これまで所定内給与が前年を上回るなど良好であったが、6月の現金給与総額が前年割れとなり、また、4～6月期の名目雇用者報酬をみても、前年比0.5%増とプラス幅が縮小し、前

期比ではマイナスに転じている。前年までの良好な収益環境を映して底堅かった所得も徐々に弱含んでいくと見込まれる。

今後の個人消費については、雇用環境が大幅に悪化するという状況は避けられようが、所得面での押し上げ効果が乏しい中、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となり、伸び率が前年を大きく下回るだろう。

◇今後の伸び率などについて

2008年度の実質 GDP 成長率は+1.0%と予測した。年度を通じて原油高の影響が残って景気後退局面が続くものの、極端な落ち込みはないと見込んでいる。これまでの景気後退局面に比べて生産設備や雇用人員に対する過剰感は乏しく、それに対する大規模な調整には至らないと見込んでいる。そのため、バブル崩壊後に抱えた3つの過剰（雇用、設備、負債）に苦しんだ「失われた10年」のような大幅な構造転換を迫られることはないだろう。需要の先行きをみても、外需主導の日本経済にとって重要な海外経済は、欧米経済の低成長で鈍化するものの、資源国や中国などが高成長を維持することが下支えとなり、また、これにより利益水準が高い大企業は、中長期的な視点で設備投資を継続すると考えている。

需要項目別にみると、実質民間最終消費は前年比 0.6%増と予測した。雇用環境がやや悪化する中、食料品を中心とした物価上昇で実質的な購買力が低下することで、前年度の伸びを大きく下回るだろう。また、住宅投資については、在庫の調整や雇用環境の悪化などを背景に伸び悩むことで同 0.9%減と予測した。一方、実質民間設備投資は、新興国の需要増や新技術対応などの中期的な視点による設備投資が下支えし、同 0.6%増と微増を見込んでいる。外需については、欧米経済が低成長となるものの、新興国経済の需要拡大が続いて輸出は再び緩やかな増加基調となり、輸入は内需の低迷を映して減速することから、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+0.3%、下期が同+1.1%と4~6月期のマイナス成長によって上期は低成長、下期も浮揚感に乏しいものになるだろう。

一方、名目成長率は+0.3%と実質成長率を大きく下回ると予測した。原油などの輸入物価上昇の影響が残って名目純輸出が大幅に落ち込み、名目成長率を押し下げる。

2009年度の実質 GDP 成長率は+2.1%と2%台成長を予測した。原油価格が足元の水準で推移することによって徐々に影響が薄れ、減益要因であったコスト高の重しが緩和されることで、2009年度入り後は再び景気回復局面に転じると見込んでいる。また、その安定した推移によって、企業・家計の両面にプラスの効果をもたらすだろう。企業部門にとっては、企業の収益性が改善し増益に転じる中、先行きの不安感が払拭されることで、様子見していた設備投資も実施されることになろう。また、外需についても、非資源国を中心に交易条件が改善することなどで、緩やかな需要増が見込まれる。一方、個人消費については、ガソリン価格のピークアウトなどによって生活防衛意識が和らぐ中、雇用・所得環境の回復によって持ち直していくと見込んでいる。

一方、名目成長率は+2.5%と実質成長率を上回ると予測した。物価上昇を映して国内需要デフレーターがプラスを維持し、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。

リスク要因は、この予測の前提となる原油価格動向である。再び急騰することになれば、日本経済が立ち直る時期が後ずれする可能性が高くなる。また、わが国の輸出

動向に影響を与える海外経済にも注意が必要である。米国経済は、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だろう。中国経済については、政情不安の広がりや外需の一段の低迷で成長率が大幅に低下するリスクもある。このように米中経済が相俟って失速する事態になれば、日本の輸出が落ち込み、景気の牽引役が不在になってしまう。

他の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年度半ばに25bpの幅で1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。なお、政府で検討されている景気対策は、現段階では内容・規模ともに未確定であるが、実施見込みの案件などを考慮すると、景気の押し上げ効果は殆どないと考えている。

(需要項目のポイント)

【個人消費】

雇用・所得環境がやや悪化する中、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が抑制され、個人消費はやや弱含んで推移すると見込んでいる。2008年度の実質民間最終消費は前年比0.6%増、2009年度が同1.4%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が見込まれるものの、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110.1万戸、2009年度が110.7万戸と予測した。

【設備投資】

減益に転じたものの企業の手元資金は潤沢である中、企業の中期的な成長期待は高いことから、大企業などの戦略的な投資を中心に、設備投資は高水準を維持するだろう。実質民間設備投資は2008年度が同0.6%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3.8%減、2009年度は同2.8%減と予測した。

【純輸出】

輸出は、欧米向けが鈍化するものの、中国や資源国への輸出が引き続き増加することが見込まれ、緩やかに増加するだろう。一方、輸入は内需の低迷を映して、殆ど伸びない見込みである。純輸出は、2008年度が0.6ポイント、2009年度が0.7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	▲ 0.7	0.4
民間最終消費	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.3	0.5	0.4
民間住宅投資	1.0	1.1	2.2	1.7	1.7	1.6
民間設備投資	▲ 0.7	▲ 0.1	0.5	0.4	0.9	0.6
政府最終消費	▲ 0.4	0.1	▲ 0.8	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
公的固定資本形成	1.4	1.4	1.2	1.7	2.9	1.7
財貨・サービスの輸出	▲ 0.4	2.5	3.3	0.4	▲ 2.0	▲ 0.1
財貨・サービスの輸入	4.7	11.2	8.8	7.5	5.8	▲ 0.7

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	1.6	1.0	2.1
民間需要	1.8	2.0	2.0	0.3	0.3	1.3
民間最終消費	0.7	1.1	1.0	0.8	0.3	0.8
民間住宅投資	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.5	▲ 0.0	0.1
民間設備投資	0.9	1.0	0.8	▲ 0.0	0.1	0.5
公的需要	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1	▲ 0.0	0.1
政府最終消費	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	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	0.7
財貨・サービスの輸出	1.4	1.2	1.2	1.6	0.7	1.1
財貨・サービスの輸入	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.4

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