

2008～2010 年度日本経済見通し ～輸出急減を受けて見通しを大幅下方修正～

第一生命保険相互会社（社長 斎藤 勝利）のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所（社長 小山 正之）では、2008～2010 年度日本経済見通しを取りまとめましたので、ご報告いたします。

日本国内総生産（GDP）成長率

2008年度予測	実質▲3.2%（前回 ▲2.3%） 名目▲3.4%（前回 ▲2.9%）
2009年度予測	実質▲4.5%（前回 ▲2.7%） 名目▲4.5%（前回 ▲2.7%）
2010年度予測	実質+1.4%（前回 +1.3%） 名目▲0.2%（前回 +0.9%）

※前回は 2009 年 1 月 22 日時点の弊社予測値

【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所
経済調査部長 有働 洋

お問い合わせは
経済調査部 日本経済短期予測チーム
新家 義貴 まで

TEL 03-5221-4528

（詳細は次頁以降をご覧ください）

< 要 旨 >

- 実質 GDP 成長率の見通しは、2008 年度が▲3.2% (1月時点予測:▲2.3%)、2009 年度が▲4.5% (同▲2.7%)、2010 年度が+1.4% (同+1.3%)である。暦年では、2009 年が▲6.6% (同▲4.1%)、2010 年が+1.1% (同+1.1%)となる。ここにきて政府・与党内で追加経済対策の議論が活発化しているが、その規模や内容が決まっていないことから、今回の予測の前提とはしていない。
- 08 年 10-12 月期の実質GDPは前期比年率▲12.7%と急激に落ち込んだが、09 年1-3月期もそれに匹敵する悪化が予想される(当社予想:前期比年率▲13.4%)。1月上中旬分の輸出が大幅に落ち込んでいることや先行指標の動向からみて、輸出の大幅悪化が見込まれることに加え、設備投資も大幅減が続く。在庫削減の動きが強まることから在庫投資もマイナスに寄与するだろう。
- GDPが2四半期連続二桁減となることで、08 年度の経済成長率が大幅に低下するだけでなく、09 年度にかけての発射台(成長率のゲタ)が極めて低くなる。当社の見通しを前提とすれば、仮に 2009 年4-6月期以降ゼロ%成長が続いた場合でも、2009 年度平均の実質GDP成長率は▲4.5%となる。
- 景気悪化を受けて失業率は急速に上昇に向かう。08 年 12 月時点で 4.4%となっている完全失業率は 09 年夏場には5%台に乗るだろう。これまで失業率が最も高まったのは03 年4月に記録した 5.5%であるが、09 年末にはこの水準を上回り、6%に達すると予想している。雇用の悪化はこれから本番である。
- 物価の下落も進む。景気の急激な悪化を受けて需給ギャップが大きく拡大していくにつれて、物価への下押し圧力が強まっていくことに加え、資源価格下落の影響が出ることから、消費者物価のマイナス幅は急速に拡大する。09 年夏場には前年比▲3%近くまでマイナス幅が拡大する可能性がある。
- 急激な減産によって在庫調整が徐々に進むことや、経済対策の効果から海外経済の持ち直しが予想されることから、09 年後半にはプラス成長に復帰することが予想される。もともと、回復ペースは鈍いことから年前半の落ち込みを取り戻すことはできず、2009 年度平均の成長率は▲4.5%と大きなマイナスになる。2010 年度についても、海外経済の回復ペースが緩慢なものにとどまると予想されることから、実質GDP成長率+1.4%と緩やかな持ち直しにとどまる。
- リスク要因は、①海外経済動向、②円高、③資源価格高騰、④設備投資調整の深刻化、⑤在庫調整の遅れなどである。上振れ要因には、①在庫復元による生産拡大、②追加経済対策などが挙げられる。

以上

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

日本経済	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
	実績	予測	予測	予測
実質GDP	1.9	▲ 3.2	▲ 4.5	1.4
(内需寄与度)	0.7	▲ 1.6	▲ 2.6	0.8
(うち民需)	0.5	▲ 1.5	▲ 2.8	0.6
(うち公需)	0.2	▲ 0.1	0.2	0.2
(外需寄与度)	1.3	▲ 1.4	▲ 1.7	0.7
民間最終消費支出	0.8	▲ 0.0	▲ 0.4	0.2
民間住宅	▲ 13.0	▲ 2.1	▲ 6.7	3.9
民間企業設備	2.3	▲ 8.2	▲ 16.6	2.3
民間在庫品増加	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	2.2	0.2	0.9	0.7
公的固定資本形成	▲ 5.8	▲ 4.6	1.6	1.0
財貨・サービスの輸出	9.3	▲ 9.2	▲ 22.2	6.4
財貨・サービスの輸入	1.8	▲ 0.8	▲ 14.6	1.2
GDPデフレーター	▲ 0.9	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 1.6
名目GDP	1.0	▲ 3.4	▲ 4.5	▲ 0.2
鉱工業生産	2.6	▲ 12.2	▲ 24.4	4.5
完全失業率	3.8	4.2	5.5	6.0
経常収支(10億円)	24,550	11,323	7,978	7,350
名目GDP比率	4.8	2.3	1.7	1.5
国内企業物価	2.3	3.4	▲ 6.1	▲ 0.3
消費者物価(生鮮除く総合)	0.3	1.1	▲ 1.9	▲ 0.6
為替レート(円/ドル)	114.3	99.6	87.0	93.0
原油価格(ドル/バレル)	82.2	85.3	47.3	56.3
米国実質成長率(暦年)	2.0	1.3	▲ 1.9	1.7

【1月予測】

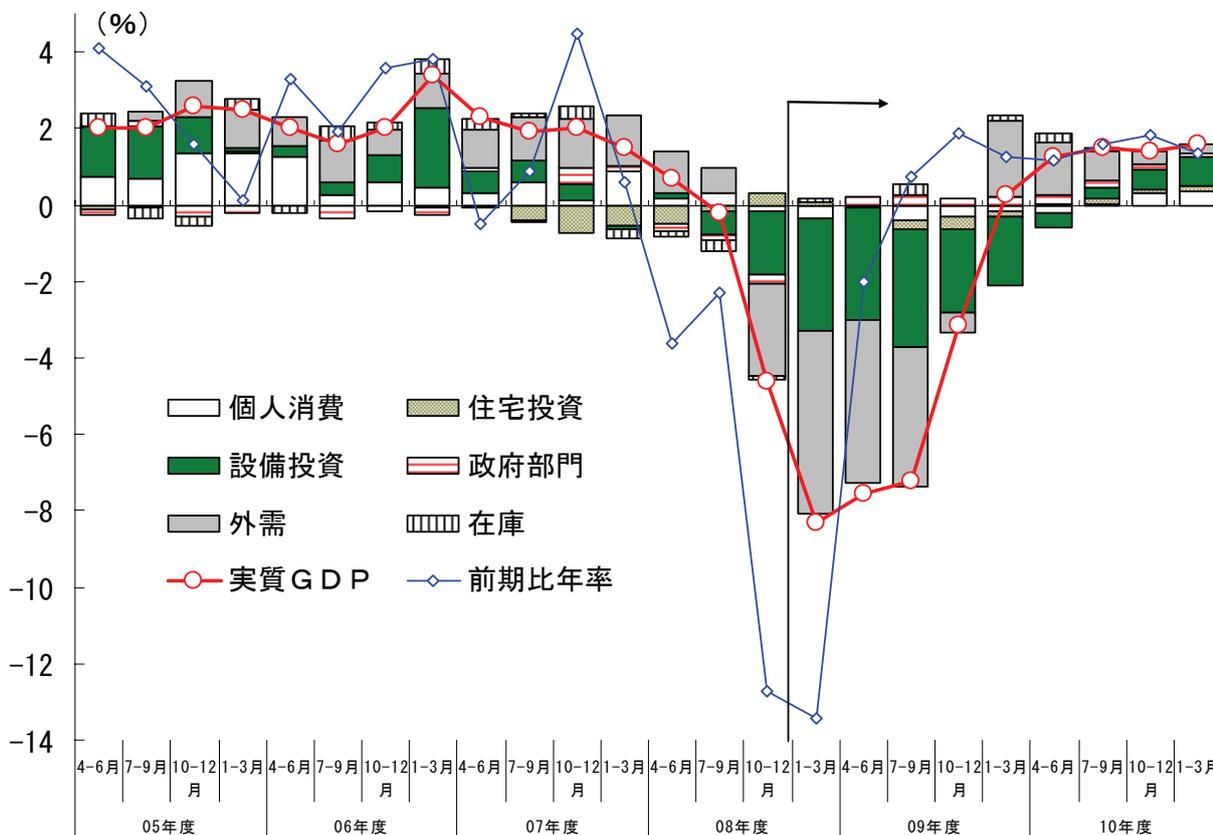
(%)

2008年度	2009年度	2010年度
予測	予測	予測
▲ 2.3	▲ 2.7	1.3
▲ 1.4	▲ 1.1	0.9
▲ 1.1	▲ 1.2	0.8
▲ 0.3	0.2	0.1
▲ 0.9	▲ 1.6	0.5
0.1	0.2	0.7
▲ 2.4	▲ 1.9	3.4
▲ 5.7	▲ 8.5	2.0
▲ 0.2	0.0	▲ 0.0
▲ 0.5	0.5	0.5
▲ 5.2	1.6	1.0
▲ 6.0	▲ 14.7	4.1
▲ 0.7	▲ 6.3	1.0
▲ 0.7	0.0	▲ 0.5
▲ 2.9	▲ 2.7	0.9
▲ 10.6	▲ 18.7	1.9
4.1	5.1	5.4
14,200	11,820	13,560
2.8	2.4	2.8
3.6	▲ 6.2	▲ 0.4
1.2	▲ 1.6	▲ 0.3
99.8	90.0	93.0
85.3	47.3	56.3
1.3	▲ 0.9	1.7

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注)
1. 為替レートは円/ドルで年度平均
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate) 価格
 3. 失業率、経常収支の名目GDP比、長期金利以外の単位の無い項目は前年比
 4. 民間在庫品増加は寄与度

【実質GDP成長率の予測(前年比、寄与度)】



2008～2010年度日本経済見通し

○ 見通しを大幅に下方修正

2008年10-12月期GDP統計の公表を受けて、2008～2010年度日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2008年度が▲3.2% (1月時点予測: ▲2.3%)、2009年度が▲4.5% (同▲2.7%)、2010年度が+1.4% (同+1.3%)である。暦年では、2009年が▲6.6% (同▲4.1%)、2010年が+1.1% (同+1.1%)となる。当社では、昨年12月に2008年7-9月期GDP統計2次速報の公表を受けて経済見通しを公表(2008年度▲1.1%、2009年度▲1.1%)した後、今年1月に見通しを大幅下方修正(2008年度▲2.3%、2009年度▲2.7%)していたが、今回の改訂では、そこからさらに大幅な下方修正を行った。輸出急減を背景として2008年10-12月期に前期比年率▲12.7%と戦後二番目の落ち込みとなった実質GDPは、2009年1-3月期にも前期比年率二桁の減少を続ける見込みである。2008年度下期の景気悪化が極めて大きいことにより、2009年度にかけての発射台(いわゆる「成長率のゲタ」)が大幅に低下することが、見直し下方修正の主因である。

なお、ここにきて政府・与党内で追加経済対策の議論が活発化しているが、その規模や内容が決まっていないことから、今回の予測の前提とはしていない。

○ 1-3月期も二桁マイナスの可能性大

2月16日に公表された2008年10-12月期の実質GDPは、昨秋以降に生じた景気調整圧力の激しさをまざまざと見せつける結果となった。特に落ち込みが大きかったのは輸出であり、落ち込み幅は前期比▲13.9% (同年率▲45.0%)と過去最大である。海外経済の悪化度合いは当社が以前想定していたよりも遥かに大きかった。米欧向けのみならず、アジア・新興国向け輸出もここにきて急減するなど、地域を問わず落ち込んでいる。また、こうした輸出激減に伴って収益や景況感が大幅に悪化したことで設備投資が大きく落ち込んだほか、雇用所得環境の悪化や消費マインドの低下を受けて個人消費も減少に転じるなど内需も悪化が目立っており、日本経済は総崩れ状態にある。こうしたなか、在庫投資は前期比寄与度が+0.4%ポイントと成長率を押し上げているが、これは急減する需要に減産が追いつかず、意図せざる在庫増加が生じたに過ぎず、先行きの景気にとってはむしろマイナスである。在庫の要因を除けば10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲14.0%となる。

こうした景気の急速な悪化は2009年1-3月期にも持続する。2月6日に公表された1月上中旬分の輸出金額は前年比▲46.1%と12月の同▲35.0%からマイナス幅を拡大させており、輸出の激減に歯止めがかかっていないことが示された。ここで、1月分の輸出金額が上中旬分と同じ前年比▲46.1%になったと仮定してGDPベースの実質財輸出を推計すると、前月比で▲12.7%、1月の値の10-12月期比は▲21.9%になる。2008年10-12月期の前期比▲14.5%から悪化ペースは加速しており、1-3月期はさらに落ち込み幅が大きくなる可能性がある。同様に実質財輸入について推計すると、1月の値の10-12月期比は▲2.3%となる。内需の悪化を背景に弱含みつつはあるものの、輸出の減少ペースと比較すればマイナス幅は小幅なものにとどまっている。ここで仮に、1-3月期の実質輸出が前期比▲22%、輸入が同▲2%となった場合には、外需寄与度は前期比年率▲11.0%ポイントにも達する。輸入前期比▲10%と大幅に減少した場合でも、外需寄与度は前期比年率▲8.0%ポイントになる。いずれにしても、外需要因で1-3月期のGDPは相当押し下げられそうだ。

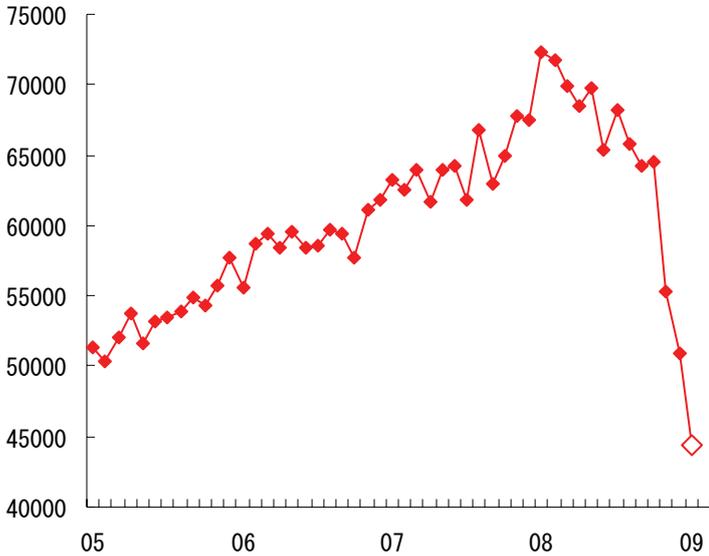
加えて、先行指標である機械受注や工作機械受注が大幅に減少していることや稼働率の急低下などを踏まえると、設備投資も10-12月期を上回る大幅な減少となる可能性が高い。個人消費についても、雇用・所得環境が急速に悪化するなかでは下支え役は期待しがたい上、10-12月期に増加した住宅投資も1-3月期には大幅減に転じる可能性が高い。また、在庫削減の動きが加速することから、在庫投資が成長率の押し下げ要因になるだろう。

以上から、1-3月期についても前期比年率二桁減となる可能性は高いと言えるだろう。生産予測指数からみて、1-3月期の鉱工業生産が前期比▲20%程度の落ち込みが予想されることも整合的である。当社では、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲13.4%と、過去最大の減少になると予想している。

2008年10-12月、2009年1-3月期にGDPが2四半期連続二桁減となることで、08年度の経済成長率が大幅に低下するだけでなく、09年度にかけての発射台(成長率のゲタ)が極めて低くなる。当社の見通しを前提とすれ

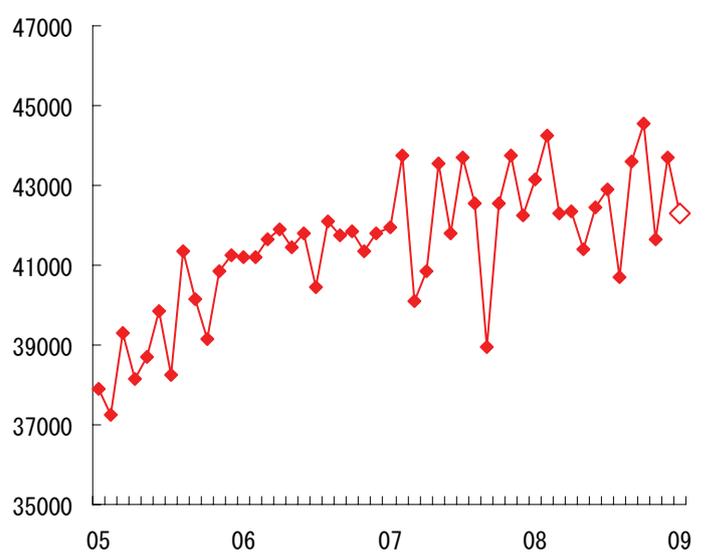
ば、仮に2009年4-6月期以降ゼロ%の成長が続いた場合でも、2009年度平均の実質GDP成長率は▲4.5%となる。1月22日に日本銀行から出された展望レポート中間評価では、政策委員の2009年度実質GDP成長率大勢見通しが▲2.0%となっていたが、見通しの実現は極めて厳しい状況である。

資料1 実質財輸出（季節調整値）



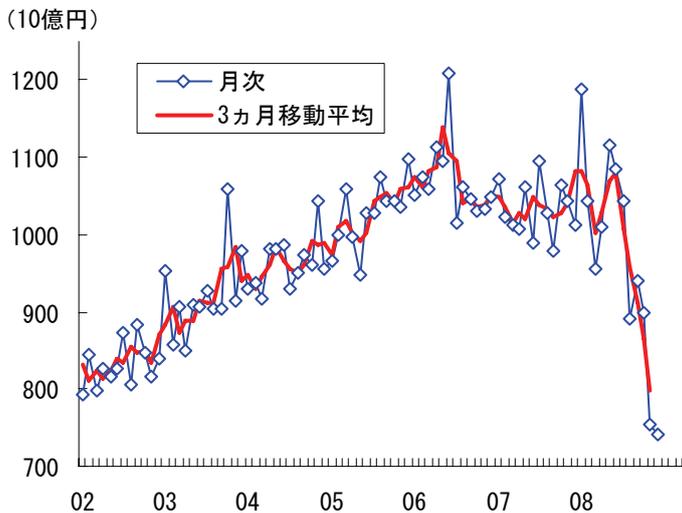
（出所）内閣府「国民経済計算」、財務省「貿易統計」等より作成
 （注）直近は輸出金額を前年比▲46.1%と仮定して試算した値

資料2 実質財輸入（季節調整値）



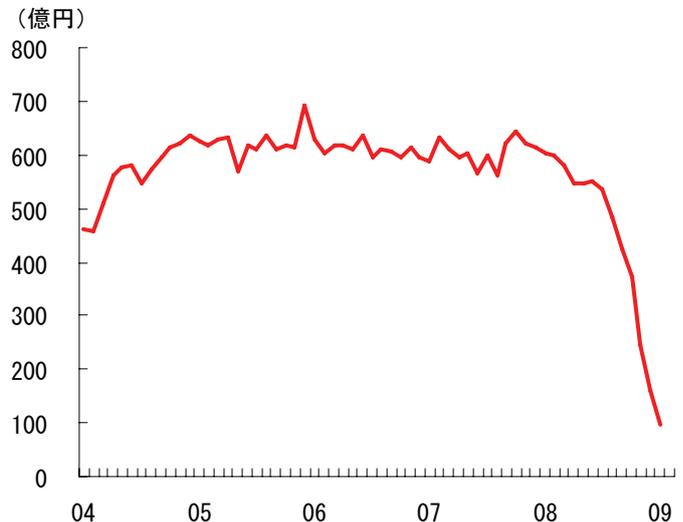
（出所）内閣府「国民経済計算」、財務省「貿易統計」等より作成
 （注）直近は輸入金額を前年比▲25.5%と仮定して試算した値

資料3 機械受注（船舶・電力除く民需）



（出所）内閣府「機械受注統計」

資料4 工作機械受注（内需、季節調整値）



（出所）日本工作機械工業会
 （注）季節調整は第一生命経済研究所

○ 失業率は今後急上昇

こうした景気悪化は、雇用に対して深刻な影響をもたらす。「派遣切り」が話題になるなど、雇用環境は足元で既に悪化しているが、雇用は景気動向に3ヵ月から半年程度遅れて動く傾向があることを踏まえると、08年10-12月期以降の景気の急激な悪化の影響はこれから本格化すると考える必要がある。今後は、非正規雇用の削減が一層加速すると見込まれることに加え、企業が正規雇用の本格的な削減に着手するも時間の問題だろう。当社の経

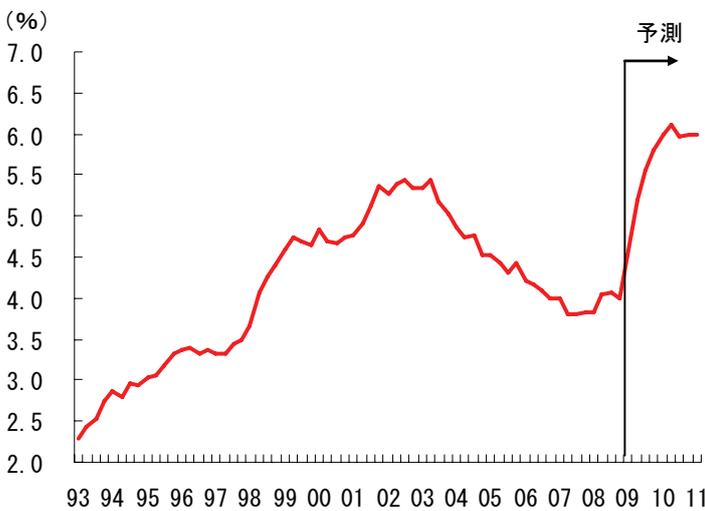
済予測を前提にすると、08年12月時点で4.4%となっている完全失業率は今後急速に上昇すると考えられ、09年夏場には5%台に乗るだろう。これまで失業率が最も高まったのは03年4月に記録した5.5%であるが、09年末にはこの水準を上回り、6%に達すると予想している。雇用の悪化はこれからが本番だ。

こうした雇用の大幅減少に加え、09年は賃金も大幅に減少することが予想される。賃金の原資となる企業収益が急減しており、ボーナスを中心に削減が進むだろう。物価が大幅に下落する見込みであることや、定額給付金の支給、雇用保険料の引き下げなど家計にとってのプラス材料もあるが、トータルで見れば所得は減少が避けられないだろう。個人消費には下押し圧力がかかり続けると予想される。

○ 物価は大幅な下落へ

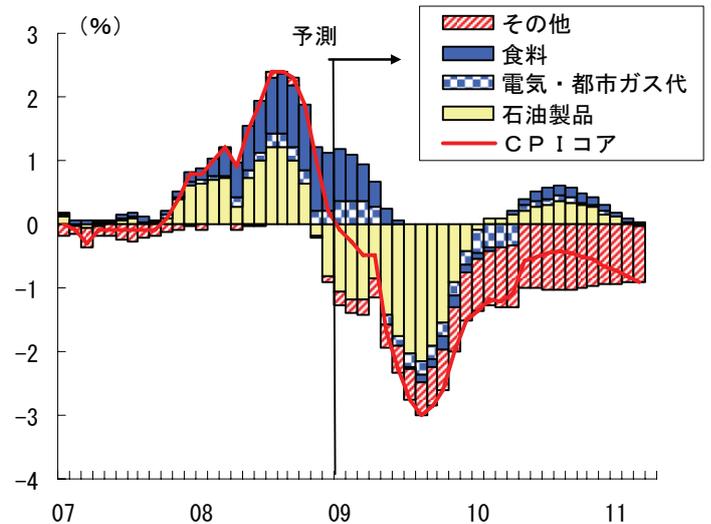
物価についても下落が確実である。景気の急激な悪化を受けて需給ギャップが大きく拡大していくにつれて、物価への下押し圧力は強まっていく。2008年12月のエネルギーと食料品除くCPIは前年比0.0%となっているが、これは今後大幅なマイナスに転じてくるだろう。1月の東京都区部ではエネルギーと食料品除くCPIが同▲0.3%（12月同+0.2%）と下落しており、既にその兆しは出始めている。加えて、石油製品の前年比マイナス幅が急速に拡大していくことや食料品のプラス寄与縮小なども影響し、消費者物価のマイナス幅は急速に拡大する。マイナス幅が最も大きくなると予想される09年夏場には、前年比で▲3%近いマイナスになると考えられる。物価下落は、一般に思われている以上のペースで進む可能性が高く、09年にはデフレ色がかなり強まるだろう。2010年に関しても、需給ギャップの明確な縮小が見込めないことから、物価下落が続くと予想している。消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通しは、2008年度が前年度比+1.1%（1月時点予測：+1.2%）、2009年度が同▲1.9%（同▲1.6%）、2010年度は▲0.6%（同▲0.3%）である。

資料5 完全失業率（季節調整値）



（出所）総務省「労働力調査」

資料6 消費者物価指数の推移（前年比）



（出所）総務省「消費者物価指数」

（注）予測は第一生命経済研究所

○ 2009年後半に景気は底を打つが、回復力は弱い

このように足元では景気の急速な悪化が続いている一方で、ここに来て先行きの景気悪化ペース鈍化を示唆する経済指標も散見されるようになってきている。米ISM景気指数が1月の製造業が小幅改善、非製造業は2ヵ月連続の改善となっていることに加え、1月の小売売上高も上昇に転じた。中国でもPMIが2ヵ月連続で上昇するといった動きが出ている。これらの指標改善は、昨年末までの悪化が急だったことの反動の側面が大きく、下げ止まりに至るにはまだ時間がかかると考えられるが、悪化ペースが徐々に鈍化しつつある可能性も無視はできない。また、商

品市況においても、在庫調整の進捗等から価格下落ペースが鈍化、あるいは上昇に転じるものも出始めている。こうした諸指標は日本からの輸出に先行する傾向があるため、今後も動向を注視していく必要がある。

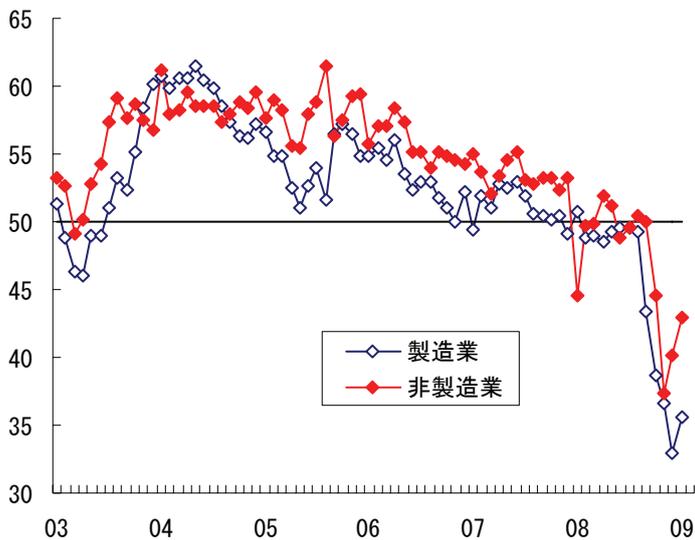
加えて、巨額の経済対策の効果から米国経済の下げ止まりが予想される。金融不安がこれ以上急速に拡大しないという条件付きではあるが、年後半には米国経済はプラス成長に復帰する可能性が高いだろう。米国以外についても、中国を始め、世界各国で積極的な財政・金融政策が発動されている効果が現れてくることもあって、日本からの輸出も7-9月期には前期比でプラスに転じると予想している。

在庫調整の進捗が予想されることも好材料である。1-3月期の鉱工業生産は前期比▲20%程度もの急激な減産が予想されており、企業は昨秋以降の需要減によって積み上がった過剰在庫の削減にやっきになっている。こうした在庫調整が1-3月期の成長率を押し下げ一方で、在庫水準の適正化への動きは、先行きの生産の悪化ペースを弱める効果を持つ。急激な減産の効果によって在庫調整が進捗すれば、少なくとも需要見合い程度には生産の悪化ペースが鈍化するだろう。実際、大手自動車会社において、在庫調整にある程度目処がついたことから5月に増産を行うとの報道も出ている。こうした動きが今後広がっていけば、生産底打ちに向けての条件が整ってくる。当社では、鉱工業生産は2009年1-3月期が前期比▲21.8%、4-6月期が同▲3.0%、7-9月期が同+0.8%と、7-9月期にプラスに転じると予想している。景気の転換点と鉱工業生産の動きは関係が深いため、景気基準日付上は、2009年7-9月期から景気回復局面と認定される可能性があるだろう。

もっとも、海外経済の持ち直しペースはかなり緩慢なものにとどまるとみられることから、輸出の伸びは限定的である。また、企業収益が最悪期を脱したとしても、そこから設備投資の改善や雇用の増加に繋がるにはタイムラグがあることも重要である。成長率の加速は期待できず、回復感に乏しい状況になると考えられる。GDP成長率を2009年度平均でみると、2008年度からのマイナスのゲタの影響と年度前半の悪化が響き、▲4.5%という大幅なマイナスが予想される。

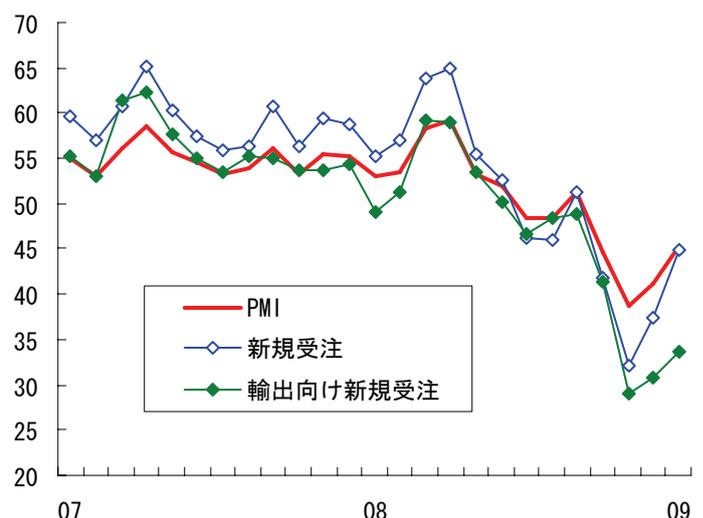
過去において実質GDPが最大の落ち込みとなったのは、98年度の前年比▲1.5%だった。98年度は、アジア通貨危機に伴う輸出の急減や金融不安に伴う消費マインドの急低下、貸し渋りによる設備投資の急減など様々な悪条件が重なった年だったが、それを遥かに上回る落ち込みが08年度、09年度と2年間続く。戦後最悪の景気後退であることは間違いない。

資料7 ISM景気指数



(出所) ISM

資料8 中国PMI製造業指数の推移



(出所) 中国物流・購買連合会

○ 2010年度は緩やかな成長に

2010年度の実質GDP成長率は+1.4%を予想する。2年連続の大幅マイナス成長の後には回復感に欠ける年になるだろう。輸出の回復に大きな期待ができないことがその理由である。過去、1999年～2000年にかけての景気回復局面ではITブームによって輸出が大幅に押し上げられ、2002年以降の回復局面では、アメリカの景気回復が順調に進んだことや新興国景気の好調さが輸出を後押しするという好条件に恵まれていた。しかし今回に関しては、外部条件が以前と比較して格段に厳しい。2010年の米国経済は、これまでの過剰消費の調整が続くとみられることに加え、金融機関の体力も完全に回復しきれていないなかでの回復になる。回復ペースは緩やかなものにならざるを得ないだろう。また、新興諸国についても、いわゆる新興国バブル崩壊の傷跡が簡単に癒えるとは思えず、以前のようなハイペースでの経済成長に戻る可能性は低いだろう。結果的に、日本からの輸出の伸びも緩やかなものにとどまり、成長率もそれほど高まることはないと予想している。

○ リスク要因

リスク要因としては、①海外経済動向、②円高、③資源価格高騰、④設備投資調整の深刻化、⑤在庫調整の遅れなどが挙げられる。まず①については、本予測では09年後半の世界経済底打ちを前提としているが、この点に関しては非常に不確実性が高い。金融不安対策の効果が思ったように出ない場合、信用不安が再燃し、景気が大きく下押しされる可能性があるだろう。また、仮に上手く景気底打ちが実現したとしても、投機資金の再流入によって資源価格が経済実態を越えて再び急騰する可能性もあり、景気回復が損なわれるリスクもある。国内要因では、設備投資動向が最も懸念される。今回の景気の急激な悪化を受けて、企業の期待成長率が大幅に下方にシフトしてしまった場合には、設備投資の調整が深刻化・長期化することになる。⑤の在庫調整の遅れも重要だ。本予測では、1-3月期の急減産によって在庫には徐々にピークアウト感が出てくると予想しているが、仮にこうした減産にもかかわらず更に在庫が積み上がり続けた場合には、景気調整は深くなり、底打ちの時期も遅れることになるだろう。

一方、上振れ要因としては、①在庫復元、②追加経済対策の二つを挙げたい。前述の通り、企業は在庫水準適正化へ向けての減産を続けているが、こうした状況下で輸出の悪化ペースが鈍化した場合、想定以上に在庫が減少する可能性もある。この場合、需要の回復に在庫復元の動きが加わることで、生産の回復ペースが速まる可能性がある。②の追加経済対策については、本予測では前提としていないが、GDPの急減等を受けて追加対策への機運は高まっている。政治情勢が一段と混迷を深めているため不透明感は強いものの、仮に大規模な対策が策定された場合には、一時的とはいえ、景気にとっては押し上げ要因になるだろう。

以上

新家 義貴 (主任エコノミスト)
齋藤 俊輔 (副主任エコノミスト)
小杉 晃子 (エコノミスト)
中本 泰輔 (エコノミスト)
岩田 陽之助 (エコノミスト)