

## II. 日本経済見通し

### 1. 日本経済…2年連続のマイナス成長

#### (1) 景気の現状

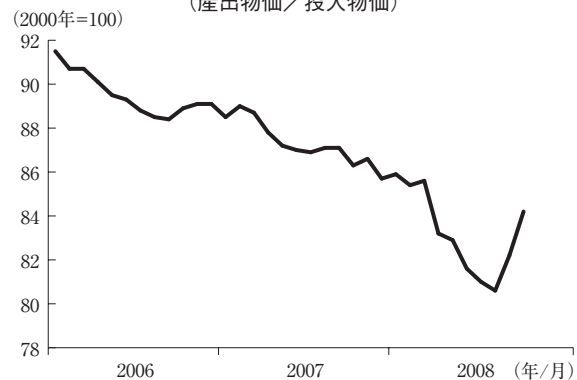
2007年末に後退局面入りしたわが国経済は、足元で景況感が一段と悪化している。7～9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%と、2四半期連続のマイナス成長になった。製造業生産も10～12月期に大幅減産の計画で、2008年入り後の減少傾向が一段と明確化している。さらに、景気ウォッチャー調査、日銀短観などのマインド指標も急速に悪化している。

もっとも、景気悪化の原因は夏場ごろから大きく変わってきた。それまでは資源価格の急騰による交易条件の悪化が景気後退の主因であった。企業部門では、原材料コストの増大により、2007年半ばから経常利益が減益に転じた。また、2007年秋以降の消費者物価の上昇により、家計の購買力が低下し、実質消費支出が減少に転じた。

こうした構図は、7月以降の資源価格の下落で状況が一変した。原油価格の急落を受けて、ガソリン販売価格は毎週のように引き下げが行われている。製造業の交易条件は8月に悪化傾向に歯止めがかかり、9月以降は急速に改善している(図表1)。景気後退の引き金となった資源価格要因は、今後はプラス材料として働く可能性が高い。

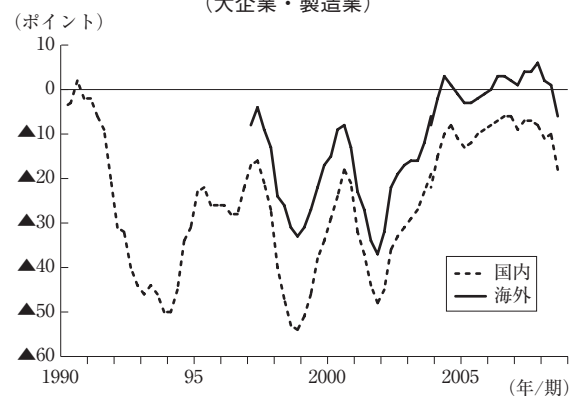
代わってマイナス要因として浮上してきたのは、最終需要の減少である。日銀短観(9月調査)の需給判断DIは、国内・海外ともに大幅に悪化した(図表2)。この主因は、金融不安の深刻化に伴う世界景気の減速により、輸出が減少に転じたことである。アメリ

(図表1) 製造業の交易条件  
(産出物価/投入物価)



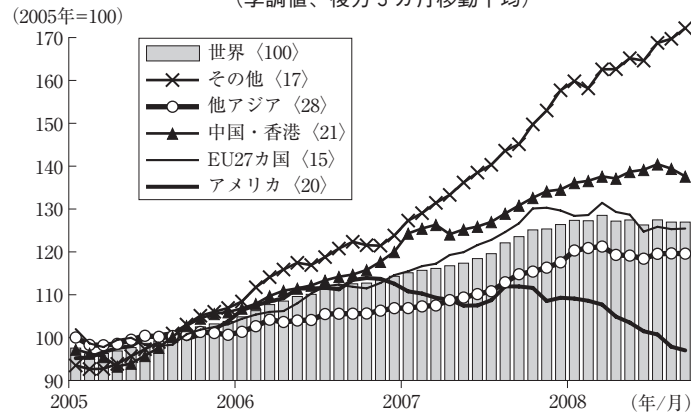
(資料) 日本銀行「投入産出物価」

(図表2) 製商品の需給判断DI  
(大企業・製造業)



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

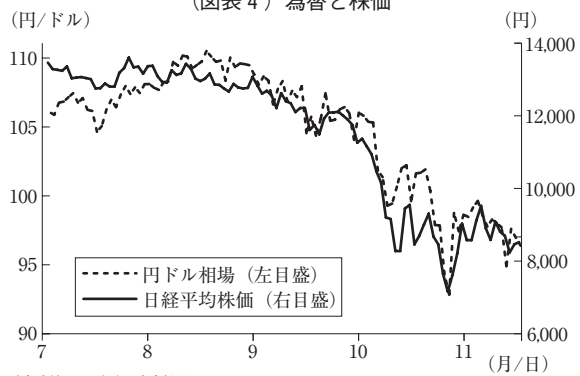
(図表3) 地域別実質輸出の推移  
(季調値、後方3カ月移動平均)



(資料) 財務省、日本銀行データをもとに日本総合研究所作成  
(注) その他は中東・ロシア・豪州・中南米など。〈 〉は2007年度のシェア。

カ向け輸出は2007年終わりがろから減少に転じ、2008年半ばにかけて減少ペースが一段と強まっている(図表3)。さらに、これまでわが国輸出の牽引役だった、中国など新興国向けにも減速感が始めている。これが、国内経済にも波及して、製造業を中心に設備投資の落ち込みを誘発するようになった。

(図表4) 為替と株価



(資料) 日本経済新聞

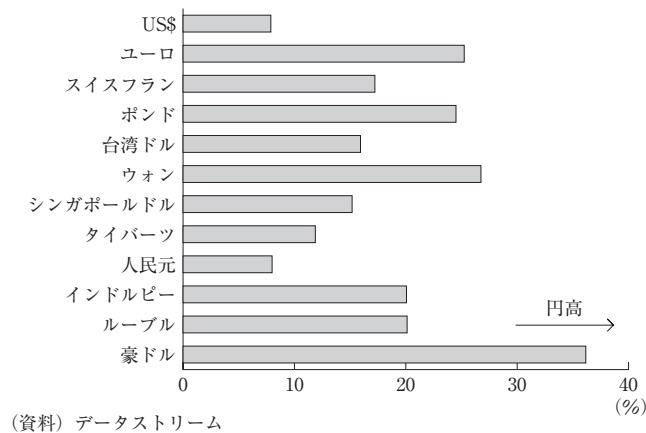
さらに、こうした実需の悪化に加え、9月下旬から円高・株安も進行した(図表4)。7月平均値と10月末値を比べると、日経平均株価は約4割下落したほか、円ドル相場も約1割円高になっている。今後のわが国経済を展望する際には、これらマーケット変動が实体经济に与えるマイナス影響も考慮に入れる必要がある。

以上の現状認識を踏まえると、今後を見通すうえでのポイントは、①マーケット変動の影響、②海外経済の行方と輸出の牽引力、③資源価格下落の影響、の3点に整理できる。そこで以下では、まず、この三つのポイントに関して分析を行った。それをもとに企業部門・家計部門を展望した後、2008~2009年度のわが国経済のシナリオを提示する。

(2) マーケット変動の影響

まず、9月以降のマーケット変動の影響である。以下では、為替相場と株価を対象に、わが国経済に与える影響を分析した。

(図表5) 2008年7月平均からの為替変動率 (10月末時点)



## a. 為替相場

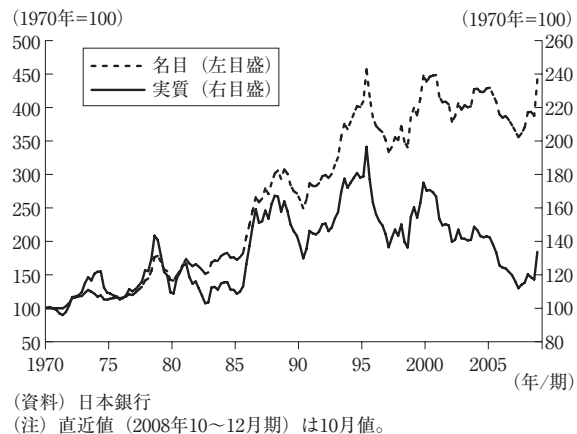
サブプライム問題顕在化直後の2007年後半に起きた為替変動は、円高というよりもドル安という側面が大きかった。しかし、2008年夏場以降の為替変動は、対ドルでの増価にとどまらず、ドル以外の通貨に対して大きく増価するなど、円独歩高の様相である(図表5)。この結果、実効為替レートが急上昇している(図表6)。こうした円高の背景として、欧米での金融危機の深刻化、円キャリー取引の解消、内外金利差の縮小などを指摘できる。

今後の為替相場を展望すると、円全面高の局面は一段落する見通しである。ただし、対ドルでは、アメリカでの金融不安が長引くなか、基本的に緩やかな円高ドル安傾向が続くと予想される。この結果、2009年度にかけての実効為替レートは、2008年の夏前に比べ約2割ほど円高水準で推移すると考えられる。

こうした円高は、二つのルートからわが国経済に対してマイナス影響を及ぼす。

一つめは、価格を通じた影響である。ドルに対する増価は、輸入サイドの為替差益(4.5兆円)が輸出サイドの為替差損(3.2兆円)を上回るため、ネットで1.2兆円のプラス影響となる(図表7)。しかし、他通貨に対する増価は、為替差損が為替差益を上回るため、ネットでマイナス影響となる。とりわけ、対ユーロでの円高に伴う為替差損の規模が大きくなるとみられる。全体で見ても、ユーロ建て・その他通貨建てにおける為替差損を主因に、若干のマイナス影響になると判断される。業種別にみると、

(図表6) 実効為替レートの推移



輸入依存度が高い企業では収益を押し上げる効果が期待できるが、輸出企業では2008年度下期の業績が大きく下振れする公算が大きい。

二つめは、数量を通じた影響である。円高は、輸出数量の減少、輸入数量の増加を通じて、国内生産を押し下げることに繋がる。

円高のマイナス影響が顕在化するまで1年程度のラグがあるため、マイナス影響は即座に現れないが、2009年半ばごろから輸出を押し下げる力が強まり始めると予想される。

#### b. 株価

海外諸国での株安、円高に連動するかたちで、9月下旬以降、国内の株価も急落した。10月27日には、26年ぶりの安値水準を記録した。時価総額（東証一部）の対GNI比でも、過去20年における最低水準レベルにある（図表8）。

今後を展望しても、次の2点を背景に、株価は低水準で推移する見通しである。第1に、欧米・新興国で実体経済の悪化が進み、世界的に株価低迷が続くと予想されることである。海外での株価下落に連動して、わが国株価も下振れしやすい状況が続く公算が大きい。第2に、円高ドル安傾向が続き、輸出企業の業績に対する先行き懸念が強まることである。図表4からみられるように、わが国の株価は円ドル相場に連動する傾向が強い。

株価の下落は、三つのルートを通じてマイナス影響をもたらし、2009年度にかけてわが国景気を下押しすると見込まれる。第1に、景気の先行き懸念の強まりにより、消費者・企業マインドが悪化し、個人消費・設備投資が抑制されることである。第2に、株式保有残高の多い高所得・高齢者世帯（図表9、10）を中心に、逆資産効果によって個人消費が押し下げられることである。第3に、企業セクターでも、保有株式の含み損に伴う収益悪化が、設備投資マインドを押し下げることである。

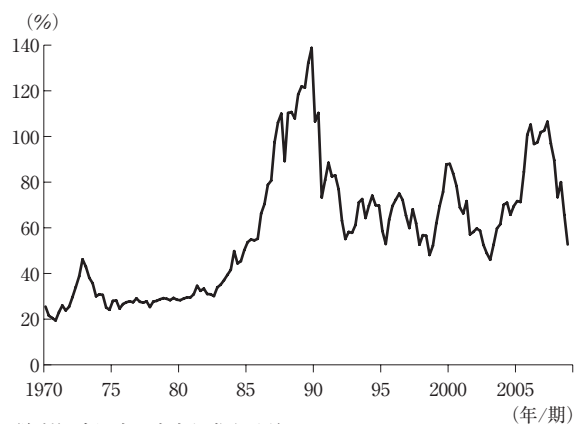
ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれば、日経平均株価が今後も

(図表7) 為替差損益の試算  
(2008年7月平均→10月末、年率換算)

	ネット		
		輸出	輸入
合計	▲3,645	▲57,482	53,836
ドル建て	12,562	▲32,200	44,763
ユーロ建て	▲11,552	▲18,343	6,791
ポンド建て	▲1,111	▲1,676	565
その他	▲3,545	▲5,262	1,717

(資料) 財務省「外国貿易概況」「貿易取引通貨別比率」をもとに日本総合研究所作成

(図表8) 株式時価総額のGNI比



(資料) 内閣府、東京証券取引所  
(注) 2008年10～12月期は2008年10月値。

8,000円前後で推移した場合、それだけで実質成長率を0.5%押し下げるとの試算結果が得られる(図表11)。為替相場の影響を合わせて考えると、日経平均株価8,000円、円ドル相場1ドル=95円のケースでは、成長率押し下げは0.9%ポイントに達する。

(3) 海外経済の行方と輸出の展望

次に、海外経済の展望をもとに、わが国の輸出を分析する。結論を先取りすれば、世界景気の減速を主因に、輸出の減少傾向が長期化すると判断される。

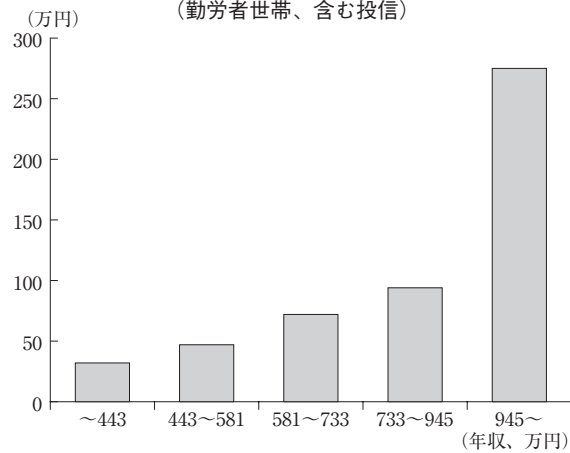
a. 欧米向け

まず、欧米向け輸出は、景気低迷の長期化を受けて、これまでの減少傾向が今後も持続すると予想される。

第Ⅲ部で詳述する通り、アメリカ経済は「金融市場の混乱」と「実体経済の悪化」の負の連鎖が作動し始めている。とりわけ、政権交代の端境期の2009年春ごろまでは、雇用状況が急速に悪化するなか、金融市場の混乱に伴う資金制約も強まるため、個人消費・企業活動への下振れ圧力が強まると見込まれる。2009年4～6月期には、新政権によって打ち出される景気対策により、かろうじてマイナス成長は脱すると予想される。

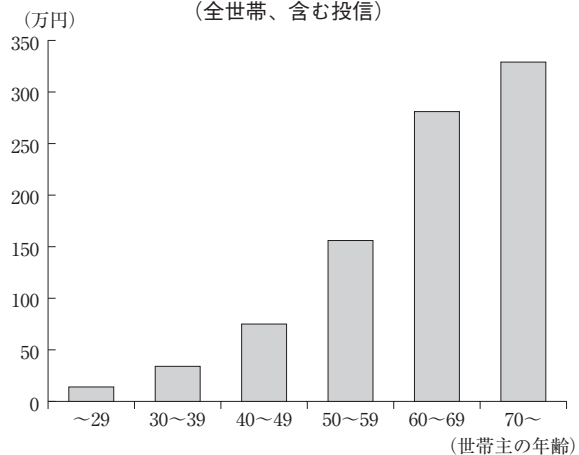
もっとも、金融不安の根因である

(図表9) 一世帯当たりの株式保有残高  
(勤労者世帯、含む投信)



(資料) 総務省「家計調査年報」2007年

(図表10) 一世帯当たりの株式保有残高  
(全世帯、含む投信)



(資料) 総務省「家計調査年報」2007年

(図表11) 株価・為替相場の変動が日本の成長率に与える影響 (2008年10月からの1年間)

(%ポイント)

		円ドル相場				
		110	105	100	95	90
日経平均株価	14,000	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.4	▲0.5
	13,000	▲0.0	▲0.2	▲0.3	▲0.5	▲0.6
	12,000	▲0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.5	▲0.7
	11,000	▲0.2	▲0.3	▲0.5	▲0.6	▲0.8
	10,000	▲0.3	▲0.4	▲0.6	▲0.7	▲0.9
	9,000	▲0.4	▲0.5	▲0.7	▲0.8	▲1.0
	8,000	▲0.5	▲0.6	▲0.8	▲0.9	▲1.1
	7,000	▲0.6	▲0.7	▲0.9	▲1.0	▲1.1

(資料) 日本総合研究所作成

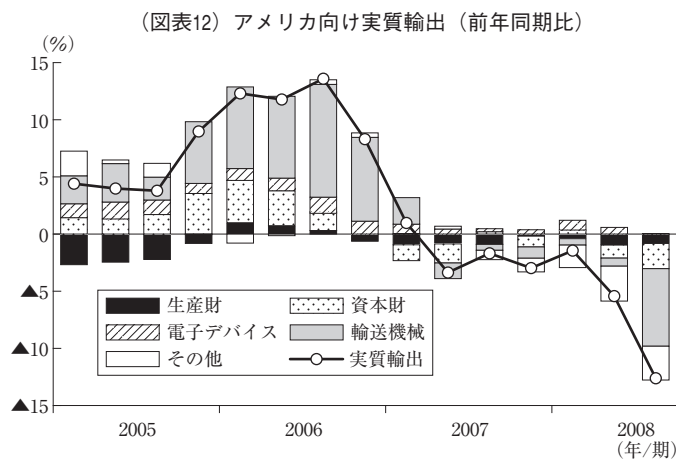
(注1) マクロモデル・シミュレーションによる試算。

(注2) 2008年9月までの1年間との比較。

住宅市場の調整終了が2010年以降にズレ込むとみられるため、回復ペースの加速は期待しにくい。したがって、2009年いっぱい、極めて停滞感の強い状況が続く見通しである。

欧州経済も、①雇用環境の悪化、住宅価格の調整本格化による個人消費の低迷、②景気悪化・金融不安が深刻化するなかでの設備投資の減少、などを背景に、2009年半ばまでマイナス成長が持続するとみられる。金融当局による大幅利下げや、各国政府による景気刺激策を受け、アメリカ同様、2009年央にはマイナス成長にいったんは歯止めがかかるとみられる。ただし、その後も、①家計の債務返済圧力の強まり、②中東欧向け輸出の減速による景気牽引力の低下、などを背景に、年後半も景気が下振れしやすい状況が続く公算が大きい。

こうした予想を踏まえれば、2009年度末までに欧米向け輸出が回復に転じるのは難しいと判断される。品目別にみると、所得環境の悪化、個人向け与信収縮の影響により、乗用車販売が急速に冷え込むため、自動車輸出の減少幅が一段と拡大すると予想される（図表12）。また、企業向け貸出態度の厳格化により、設備投資も落ち込みが明確化するとみられるため、産業機械・工作機械などもマイナス寄与が拡大していくと予想される。



## b. 中国向け

次に、アメリカに次ぐ大きなシェアを持つ中国経済を展望すると（第IV部で詳述）、欧米景気の減速に連動して、成長ペースの鈍化は避けられそうにない。とりわけ、中国の輸出全体の4割を占める欧米向け輸出は、増勢鈍化が明確化すると見込まれる。実際、製造業購買担当者指数（PMI）の国内・国外からの新規受注が悪化傾向にあることを勘案すれば、製造業生産は当面ペースダウンする公算が大きい。

もっとも、中国経済については、大幅な景気悪化に陥ることはなく、相対的に底堅

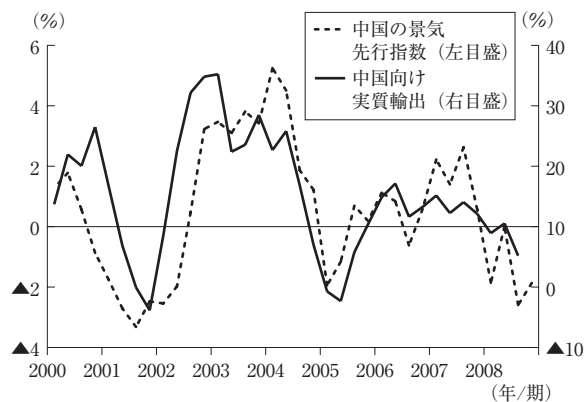
さを維持すると見込まれる。その大きな理由として、当局による金融・財政両面からの積極的な政策対応が挙げられる。インフレ圧力の低下に伴い金融緩和に転じたほか、11月9日には総額4兆元（名目GDPの約15%）にのぼる景気刺激策を打ち出し、公共投資を大幅に積み上げた。こうした景気刺激策が、これから徐々に顕在化することが期待できる。また、地方などでのインフラ需要が旺盛なことも、底堅さを維持する理由として挙げられる。沿海部では不動産市場の調整が強まる可能性があるものの、全体的に固定資産投資の増勢が急失速するリスクは小さいと判断される。さらに、個人消費の景気牽引力が高まっていることも注目される。賃金が堅調な伸びを続けるなか、消費者物価の騰勢鈍化もあって、実質小売売上高は夏場以降、むしろ増勢が加速している。地域別にみると、都市部よりも地方での伸びが高まる傾向がみられる。今後も、所得水準の向上に伴い、輸出・投資主導型の成長パターンから、消費主導の成長パターンに徐々にシフトしていくことが期待される。これらの要因を背景に、中国経済は、2009年も内需を牽引役に8%を上回る成長は維持できると予想される。

こうした見通しをもとに中国向け輸出を展望すると、製造業向けの生産財・資本財は今後減少する可能性が高いものの、国内需要を対象とした資本財・消費財などが下支えとなることが期待できる。し

たがって、欧米向け輸出とは異なり、中国向け輸出が大幅に減少する事態は避けられる公算が大きい。

ただし、製造業関連の輸出が減少するインパクトは確実に現れるため、中国向け輸出にこれまでのような高い伸びは期待できず、当面は弱含み傾向をたどるとみられる。ちなみに、OECD景気先行指数との相関関係から判断すると、伸び率がマイナスに転じる可能性もある（図表13）。

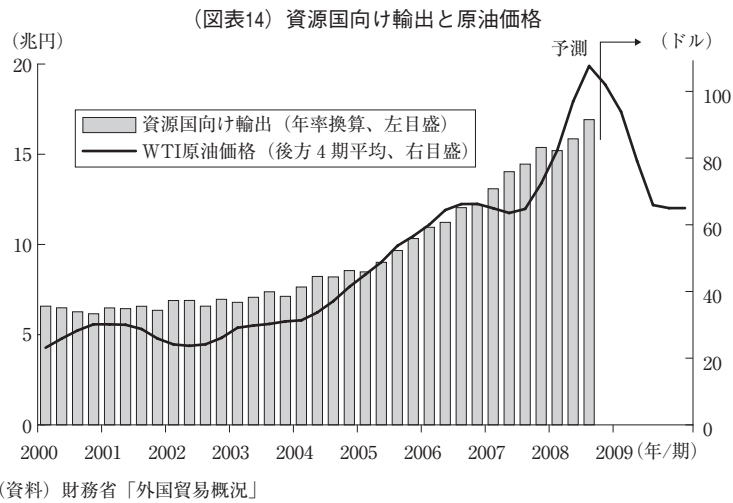
（図表13）中国景気先行指数と実質輸出（前年同期比）



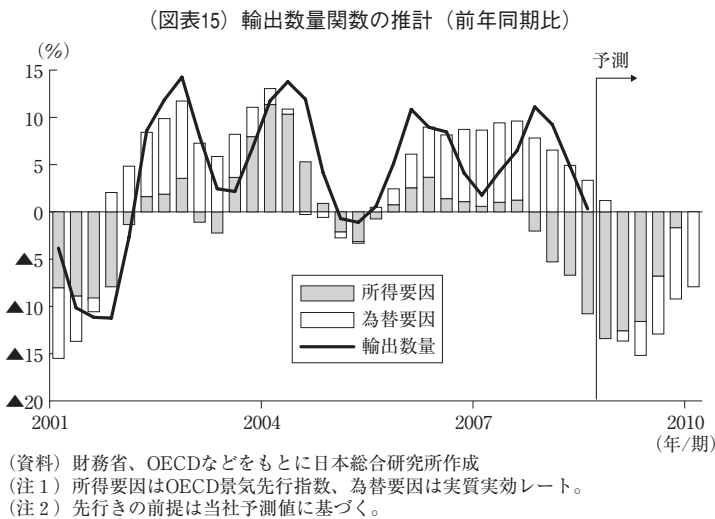
（資料）OECD、財務省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成  
（注）景気先行指数の2008年10～12月期は直近値で横ばいと仮定。

### c. 資源国向け

さらに、これまでのところ急増が続いている資源国向け輸出についても注意を要する状況になりつつある。夏場以降の資源価格の急落により、資源国の国民所得は大幅に減少しているとみられるため、資源国向け輸出も今後減少に転じる公算が大きい（図表14）。国別にみると中東・ロシア向け、財別にみると自動車輸出の減少によるインパクトが大きくなるとみられる。



このような海外での所得悪化によるマイナス影響が強まるだけでなく、2009年度入り後には、円高のマイナス影響も顕在化することが予想される。実際に、輸出数量関数を推計してみると、当面は海外所得の悪化がわが国輸出の押し下げに働き、2009年度入り後はさらに円高によるマイナス寄与も加わってくるという姿を描くことができる(図表15)。



以上を踏まえると、輸出の低迷は長期化する公算が大きいと判断せざるを得ない。少なくとも2009年度末までは輸出の減少基調が続くと予想される。

#### (4) 資源価格下落の影響

三つめのポイントの資源価格の下落については、これまでに説明してきた二つのポイントとは異なり、わが国経済へのプラス効果が期待できる。

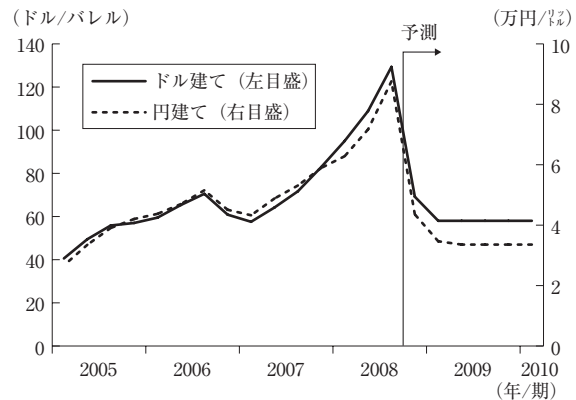


まず、前提となる資源価格を展望すると、世界景気の大減速を背景に、当面は低水準で推移する見通しである。本稿では、原油価格を入着CIFベースで50ドル台と仮定した(図表16)。非鉄金属、穀物など他の資源についても同様に、価格水準は大幅に下方シフトすると見込まれる。さらに、9月以降の円高が、円ベースの輸入支払額を押し下げる効果も期待できる。これらの結果、円建て輸入物価は今後急低下し、2009年には2005年ごろの水準まで下がっていくと予想される。

資源価格の下落がわが国経済に与える影響を、まずマクロ的な側面から捉えてみたい。資源価格が変化すると、輸入物価および輸入支払額の変動を通じて、わが国と資源国との間で所得が移転する。2008年7～9月期までは、資源価格の急騰によって輸入支払額が急増したため、わが国から資源国に対して大規模な所得流出が生じた(図表17)。しかし、2008年10～12月期以降は、資源価格の急落を主因に輸入支払額が急減するとみられるため、逆に、資源国からわが国への所得流入が発生する見通しである。具体的に試算してみると、所得流入額は、2009暦年で10兆円、2009年度で8兆円の規模に達するとみられる。

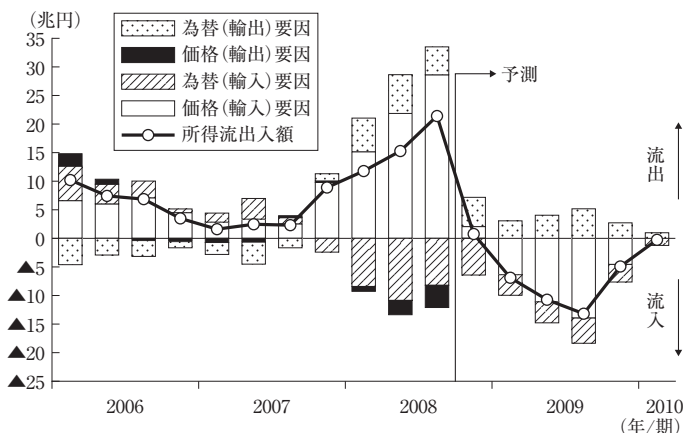
この結果、名目指標や所得指標は大幅に改善すると予想される。象徴的な指標は、実質GDPに「交易利得・損失」を加えた実質GDIである。内外景気の悪化により実質

(図表16) 原油価格(入着CIF)の推移



(資料) 財務省「外国貿易概況」

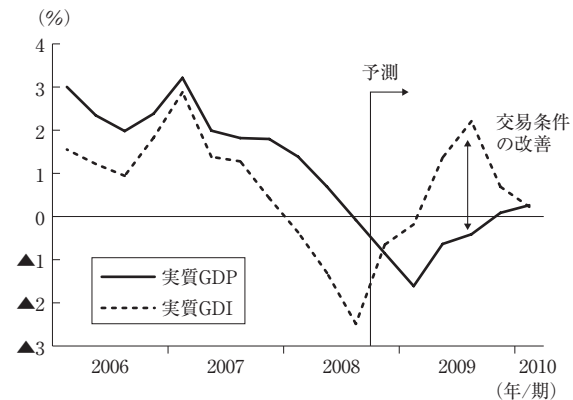
(図表17) 価格・為替変動による所得の流出入(前年同期差、年率換算)



(資料) 財務省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成  
(注) 価格要因は契約通貨ベース。

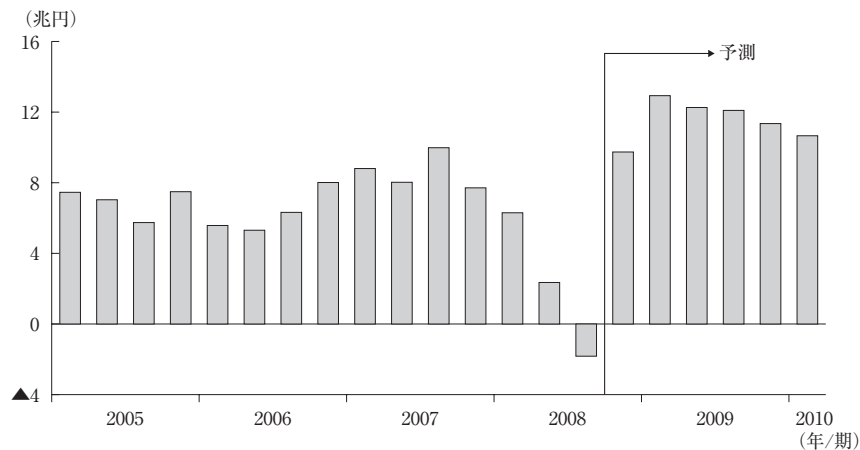
GDPは減少傾向を続けると予想されるものの、海外からの所得流入拡大を主因に、実質GDIは実質GDPの伸びを大きく上回り、プラス基調を続けると予想される(図表18)。また、輸入支払額の増加により急速に縮小していた貿易収支と経常収支の黒字幅も再び拡大すると見込まれる。2008年7～9月期に赤字に転じたGDPベースの財・サービスの純輸出も、10～12月以降は黒字が急増すると予想される(図表19)。

(図表18) 実質GDPと実質GDI (前年同期比)



(資料) 内閣府をもとに日本総合研究所作成

(図表19) 財・サービスの純輸出 (名目、季調値、年率換算)



(資料) 内閣府「国民経済計算」をもとに日本総合研究所作成

資源価格の下落に伴う所得流入の拡大は、どのようなルートを通じてわが国経済にプラスの影響をもたらすだろうか。議論を単純化すれば、資源国から流入した所得は、最終的に企業と家計に分配されることになる。企業への分配は、輸入原材料コストの減少によって、企業収益が拡大するというかたちで行われる。一方、家計への分配は、企業が、輸入原材料コストの減少を原資に販売価格を引き下げることによって、消費者物価の下落、購買力の向上というかたちで実現する。

では、企業と家計は、どのような割合で所得流入の恩恵を分配するのか。これを決めるのは、企業の価格設定行動である。企業が販売価格をより大きく引き下げれば、物価下落を通じて、家計の取り分が増える。逆に、企業が販売価格をあまり引き下げ

なければ、収益拡大を通じて、企業の取り分が増える。

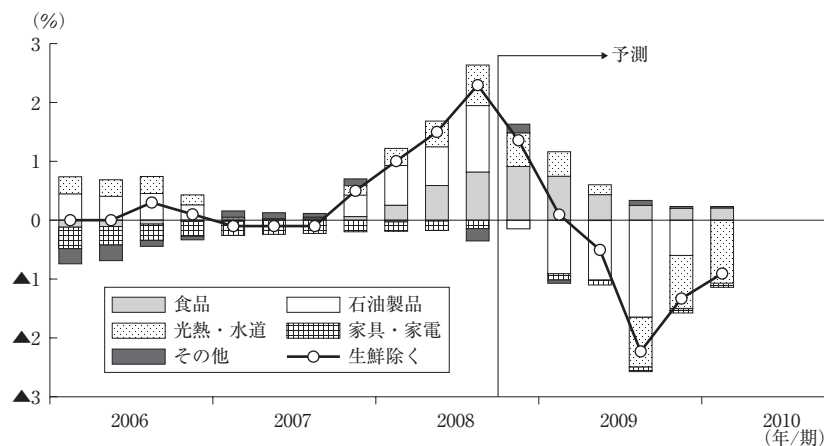
企業の価格設定行動を予測するうえで重要なポイントとなるのは、国内の需要動向である。内需が堅調であれば、価格引き下げを行わなくてすむが、内需が減少する場合、価格引き下げに迫られることになる。

こうした観点から国内経済の現状をみると、すでに国内の販売数量は減少し始めており、企業の間で、低価格競争が強まり始めている。ガソリン・灯油など輸入コストに連動しやすい品目で値下げが始まっているだけでなく、円高還元セールなどの名目で、衣料・日用品などでも販売価格の引き下げに踏み切る販売店が増えつつある。こうした動きは、今後、景気後退の深刻化により消費者の低価格志向が一段と強まると予想されるため、さらに拡大していくと予想される。したがって、消費者物価には強い低下圧力がかかってくると判断される。

ただし、いくつかの理由から、消費者物価の下落は資源価格の下落に対して若干の遅れが生じると見込まれる。まず、国際商品市場での価格下落が国内販売価格に反映されるまでに、輸入・加工・流通などの段階を経るため、数カ月のラグが生じることである。また、食料品では、安全志向の強まりを映じて、低価格品を避ける消費行動が根強く残っている。さらに、売上減による収益下振れ圧力が強まるなか、一部の企業では、急上昇した売上高原材料比率の引き下げを通じて、収益を確保しようとする動きも顕在化するとみられる。

以上の諸点を踏まえて消費者物価を展望すると、2008年度後半はガソリン価格の低下を主因に、前年比プラス幅が急速に縮小するとみられる（図表20）。ただし、価格転嫁に遅れが生じる食品などでは依然として高止まりする公算が大きい。しかし、2009年度入り後は、需給ギャップの拡大を背景に、デフレ色が一段と強まる展開になると予想される。様々な製品・サービスで値下げの動きが現れるほか、食料品価格の

（図表20）消費者物価の予測（前年同期比）

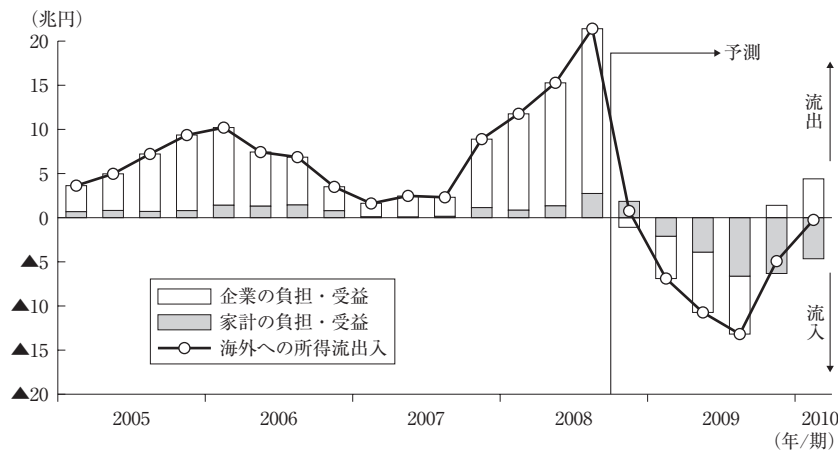


（資料）総務省「消費者物価」をもとに日本総合研究所作成

騰勢もペースダウンしていく。2009年の夏ごろには前年比▲2%前後の大幅なマイナスになると予想され、最終的に、2009年度末の消費者物価は2007年度の水準まで低下する見通しである。

この結果、資源価格の下落による所得流入は、当面、企業の取り分が相対的に大きくなるとみられる（図表21）。この期間は、企業収益の押し上げ効果が顕在化することになる。もっとも、2009年入り後は、販売数量の拡大を狙った値下げの動きが広がり、徐々に家計への還元が大きくなっていく。2009年度下期になると、低価格競争が一段と強まるなか、所得流入の大半が販売価格引き下げの原資として使われ、企業の取り分はゼロに近づくと予想される。

（図表21）所得流入に対する企業と家計の分担（前年同期差、年率換算）



（資料）財務省、日本銀行、内閣府をもとに日本総合研究所作成

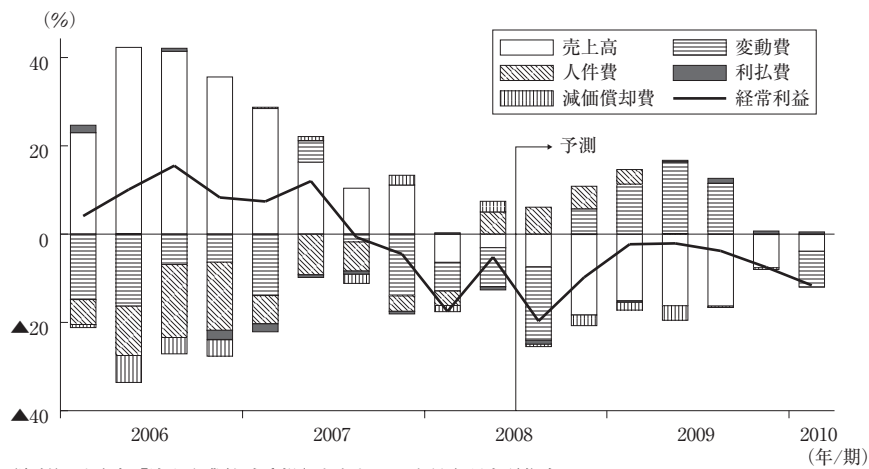
#### （5）企業部門の展望

以上、三つのポイントを踏まえたうえで、国内経済の動向を展望したい。まずは企業部門である。

企業収益を展望すると、内外景気の悪化を主因に、売上減による収益下押し圧力が強まる方向にある（図表22）。このため、2008年後半は二桁減益が持続すると予想される。一方、資源価格下落による変動費比率の低下が、徐々に収益押し上げに寄与し始めるため、減益幅は縮小していくと見込まれる。もっとも、低価格競争の強まりにより販売価格も下落に転じるため、変動費比率の引き下げによる収益押し上げ効果だけで、売上減のマイナス影響を相殺するには力不足である。さらに、変動費比率の引き下げ効果が一巡する2009年半ば以降は、売上減のマイナス影響の方が大きくなるため、減益幅は再び拡大に向かうと予想される。

設備投資は減少幅が拡大する見通しである（図表23）。収益に半年程度のラグで連

(図表22) 経常利益の寄与度分解 (前年同期比)



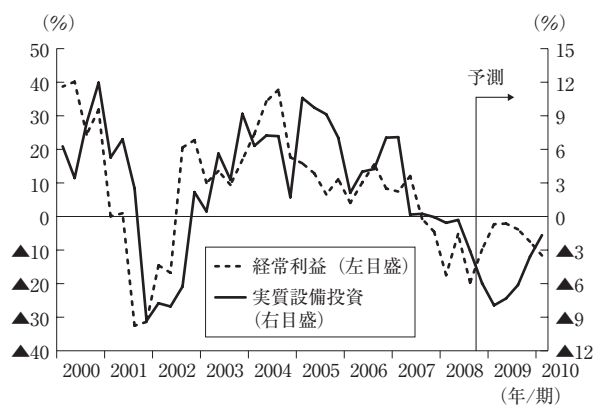
(資料) 財務省「法人企業統計季報」をもとに日本総合研究所作成

動しているため、当面は資源価格高騰のマイナス影響が残って、設備投資押し下げとして働く。収益の減少幅は次第に縮小するものの、①内外需要の減少による設備過剰感の高まり、②株価下落や景気の先行き不透明感による企業マインドの悪化、などにより設備投資マインドはさらに弱含むと予想される。

業種別にみると、製造業での設備投資が大きく減少する見通しである。輸出の減少に伴い、鉱工業生産は今後落ち込みが拡大すると見込まれる(図表24)。これにより設備稼働率が急低下するため、製造業の投資需要が急速に冷え込むと予想される。とりわけ、輸出が大きく落ち込む電子部品・デバイスや輸送機械で設備投資が急減する公算が大きい。

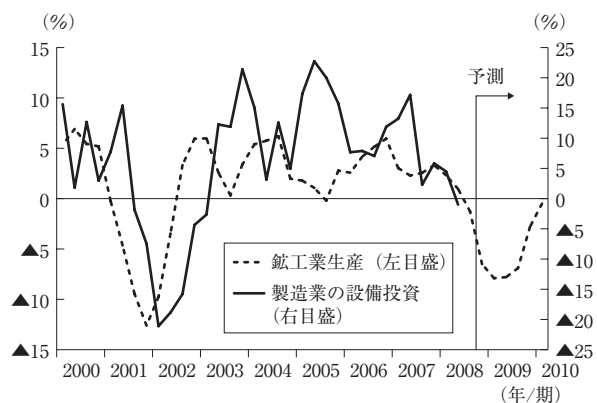
ただし、過去の景気後退局面と比べると、企業部門の調整圧力は

(図表23) 経常利益と設備投資 (前年同期比)



(資料) 財務省、内閣府をもとに日本総合研究所作成

(図表24) 鉱工業生産と製造業の設備投資 (前年同期比)



(資料) 経済産業省、内閣府をもとに日本総合研究所作成

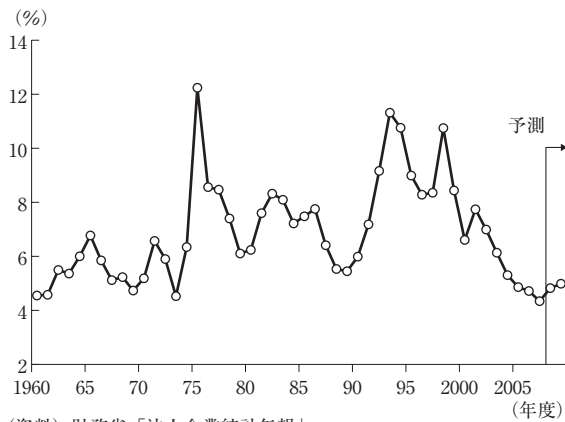
それほど強まらないと考えられる。この背景として、収益体質の改善が挙げられる。実際、リストラによる固定費の削減、生産・経営効率の改善による変動費の圧縮により、売上減が収益に与えるマイナス影響はバブル期よりも下回っている（図表25）。そのため、減益傾向が続くなかでも、利益水準（利益率）は歴史的にみても高いレベルを維持できるとみられる。

次に、産業別の経営環境を展望してみたい。2009年度には様々なマイナス要因・プラス要因が存在するため、各業界に与える影響も大きな違いが生じると見込まれる。そこで、①輸出の減少、②円高、③原油価格の下落、の3要因を対象に、企業の利益率に与える影響を試算してみた。

まず、輸出減少によるマイナス影響は、輸出依存度が高い加工型製造業で大きくなるとみられる（図表26）。とりわけ、欧米景気の減速の影響を最も強く受けるとみられる輸送機械や電子デバイスでは、生産が10%程度減少する可能性がある。非製造業でも、輸出依存度が高い運輸・卸売・対事業所サービスなどでマイナス影響が相対的に大きくなるとみられる。

次に、円高については、輸出比率が高い加工型製造業と鉄鋼でマイナス影響が大きくなるとみられる。一方、繊維・非鉄金属・食料品など輸入比率の高い産業では、為替差益が収益を押し上げる効果が期待できる。

（図表25）売上が1%減少したときの経常利益の減少率



（資料）財務省「法人企業統計年報」

（図表26）輸出減少・円高・原油価格下落の影響（2009年）  
（%ポイント）

		利益率に与える影響			
		輸出減少	円高	原油下落	
製造業	食料品	2.2	▲0.0	1.2	1.0
	繊維	7.5	▲0.4	6.5	1.4
	紙パルプ	1.9	▲0.5	0.3	2.0
	化学	4.8	▲0.7	0.1	5.4
	石油・石炭	19.6	▲0.5	1.0	19.1
	窯業・土石	0.8	▲1.1	0.0	1.9
	鉄鋼	▲0.6	▲1.7	▲0.5	1.6
	非鉄金属	2.9	▲1.0	1.9	2.0
	金属製品	0.3	▲0.9	0.2	1.0
	一般機械	▲2.2	▲1.8	▲1.2	0.8
	電気機械	▲1.5	▲1.3	▲1.2	1.1
	情報通信機械	0.6	▲0.6	0.4	0.8
	電子部品・デバイス	▲2.2	▲2.6	▲0.6	1.0
	輸送機械	▲2.7	▲2.0	▲1.6	0.9
	精密機械	0.8	▲0.9	0.9	0.7
	その他製造業	3.5	▲1.1	3.3	1.3
	非製造業	農林水産業	2.7	▲0.1	1.4
建設		1.0	▲0.1	0.0	1.1
電力・ガス		6.5	▲0.7	▲0.0	7.3
水道		0.7	▲0.4	▲0.0	1.1
卸・小売		▲0.8	▲1.0	▲0.4	0.6
金融・保険		▲0.5	▲0.8	0.0	0.3
運輸		1.2	▲0.9	▲0.2	2.4
通信		▲0.0	▲0.5	0.0	0.4
公務		0.7	▲0.0	0.0	0.7
サービス		0.2	▲0.6	0.2	0.6

（資料）総務省、財務省、経済産業省、日本銀行をもとに日本総合研究所作成

（注1）輸出減少は「海外での製商品需給判断DI」などを参考に推計。

（注2）為替レートは全通貨に対して1割円高になると想定。

（注3）原油価格の下落率49%、価格転嫁率3割と想定。

最後に、原油価格の下落は、全産業にわたってプラス影響が現れるとみられる。なかでも、川上産業では大幅な増益になる可能性もある。

以上三つの影響を総合すると、好不調の違いが鮮明になってくる。輸出減少と円高の影響が大きい加工型製造業でマイナス影響が深刻になると予想される。非製造業でも、輸出依存度が高く、原油依存度が低い卸売・金融などではマイナスの影響が現れる。一方、大半の非製造業や素材型製造業では、輸入面での為替差益や原油価格下落の影響が大きく現れるため、増益となる業種も出てくると考えられる。

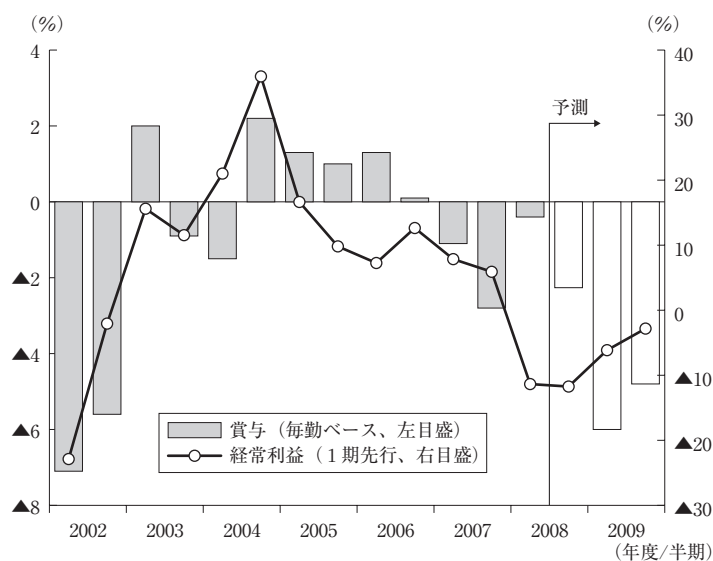
#### (6) 家計部門の展望

家計部門に関しては、三つのマイナス要因と、二つのプラス要因が考えられる。

第1のマイナス要因は、雇用環境の悪化である。景気悪化に伴い、就業者数は減少傾向が明確化すると予想される。これまで団塊世代の退職をにらんだ採用増が続いてきたが、内外景気の不透明感の高まりを背景に、企業の採用姿勢が急速に慎重化している。また、企業倒産の増加などに伴い、失業者数も徐々に増加し始めている。このため、今後も雇用環境は悪化傾向をたどる見通しである。もっとも、労働力人口が長期トレンドで減少しているため、企業が正社員的大幅削減に踏み切るリスクは小さいと判断される。就業者数の減少ペースも、過去の景気後退局面よりも緩やかにとどまるとみられる。

第2のマイナス要因は、賃金の下落である。今後の企業収益の悪化、労働需給の緩和を背景に、現金給与総額が下落していくと予想される。雇用調整がパート中心で行

(図表27) 経常利益と賞与 (前年同期比)



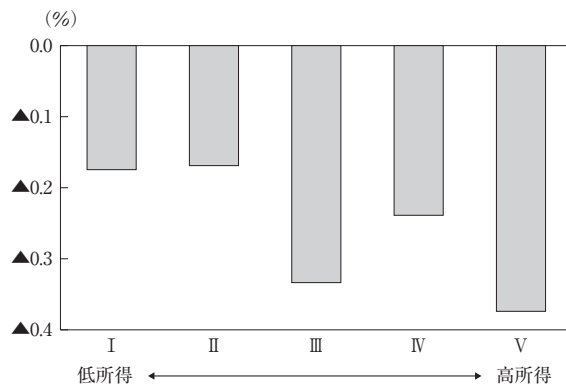
(資料) 財務省、厚生労働省をもとに日本総合研究所作成

われるため、所定内給与の下落幅が急拡大する公算は小さい。もっとも、生産活動に連動する時間外給与や、収益に連動するボーナスが大きく落ち込む見通しである。2009年度のボーナスは、足元の収益大幅減を受けて、2002年度並の5～6%減になると予想される（図表27）。

以上の雇用・賃金情勢を勘案すれば、家計の所得環境は悪化に向かうと予想される。雇用者報酬（名目）は、2008年度、2009年度に2年連続のマイナスとなると見込まれる。

加えて、第3のマイナス要因として、株価下落による逆資産効果も顕在化するとみられる。家計が保有する株式関連資産は、日本銀行の『資金循環統計』ベースで、2007年度に42兆円の評価損失を計上した。今後も日経平均株価が8,000円程度で低迷すると仮定すれば、2008年度の評価損失も36兆円に達する見通しである。とりわけ、高所得世帯、高齢者世帯など、金融資産が多い世帯を中心に、個人消費が下振れる見通しである。ちなみに、消費関数による推計式に基づけば、株価が10%下落すると、個人消費を0.3%下押しするとの結果が得られる（図表28）。そのなかでも、上位20%の高所得世帯では、消費下押しが0.4%に達すると見込まれる。

（図表28） 株価の10%下落が個人消費に与える影響（勤労者世帯）



（資料）総務省データをもとに日本総合研究所作成  
 （注）消費関数は以下の通り（推計期間は1990～2008年の四半期ベース）  
 $\ln(\text{消費支出}) = \text{定数項} + \alpha * \ln(\text{実収入}) + \beta * \ln(\text{株価})$

一方で、個人消費を下支えする要因として、以下の二つが挙げられる。

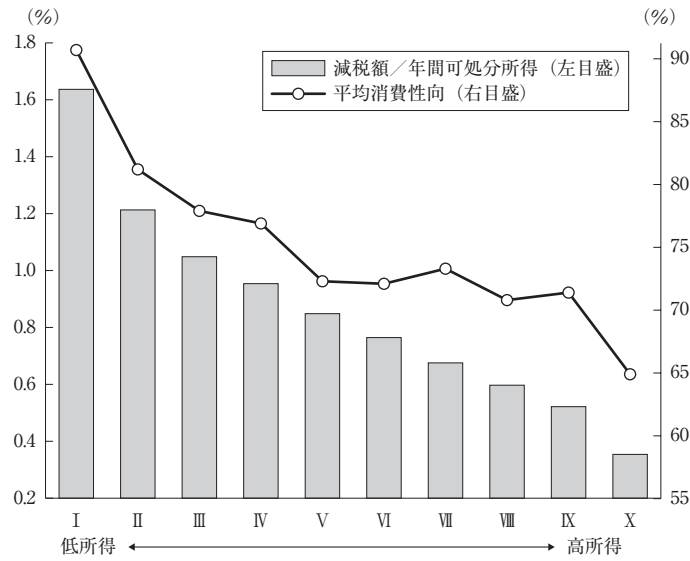
第1は、2兆円規模の定額給付金による所得押し上げ効果である。1999年の地域振興券における限界消費性向が0.4程度だったことを考慮すれば、マクロ的な押し上げ効果は限定的との見方もできる。とはいえ、所得環境が悪化するなかで、消費支出比0.6%という所得の増分は決して無視できない。世帯タイプ別にみると、所得対比の減税規模が大きく、消費性向の高い低所得世帯に対するプラス効果が相対的に大きくなると見込まれる（図表29）。

第2は、物価下落による購買力の向上である。2009年度には消費者物価が下落すると予想されるため、その分だけ実質所得が拡大し、実質消費を押し上げる効果が見込まれる。世帯タイプ別にみると、低所得世帯、地方の世帯、引退世帯での購買力が相対的に大きく改善すると予想される（図表30）。

以上、五つの要因を総合して、2009年度の個人消費の姿を展望してみたい。まず所

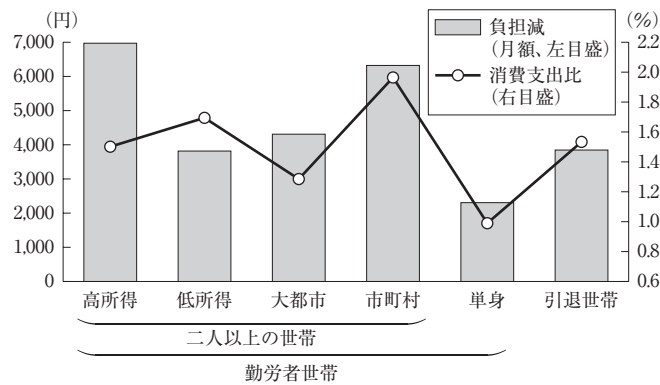


(図表29) 年収階級別の減税規模（勤労者世帯）



(資料) 総務省「家計調査年報」2007年

(図表30) 物価下落に伴う負担減



(資料) 総務省データをもとに日本総合研究所作成  
 (注) 高所得は上位20%、低所得は下位20%。大都市は政令指定都市、市町村は人口5万人以下。単身は34歳以下。引退は60歳以上無職。

得面では、景気後退による所得減少（▲1.2%）を、定額給付金（0.7%）が一部埋め合わせるため（図表31）、可処分所得は小幅減少にとどまる見通しである。一方、支出面では、雇用・所得環境の不透明感などから消費マインドが慎重化するほか、株価下落による逆資産効果が働くため、消費性向は低下する。これが名目個人消費を0.5%ポイント押し下げるとみられる。これらの結果、名目個人消費は前年度比▲1.0%と、6年ぶりに減少に転じる見通しである。

もっとも、消費者物価の下落により個人消費デフレーターが1.9%下落すると予想されるため、家計の購買力は大きく改善する。名目消費はマイナスとなるものの、実質消費は0.9%の増加となり、成長率の下支え役を果たすことになる。こうした名目

消費、実質消費の動きは、2000年代前半のデフレ期と同じパターンである（図表32）。

### (7) 景気のコース

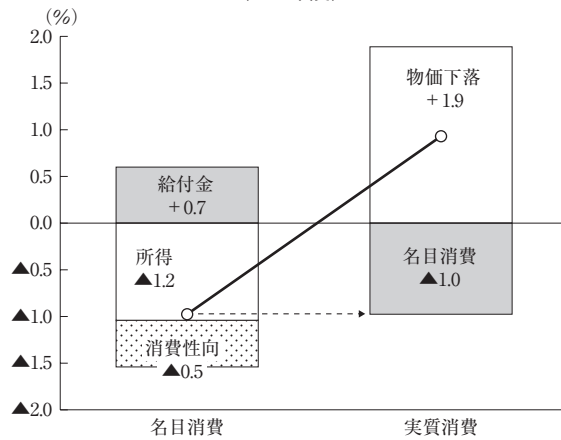
以上の分析を踏まえ、わが国の景気コースを展望すると、欧米景気の低迷長期化、マーケットの混乱などを背景に、景気後退局面が長期化すると予想される（図表33）。2008年度は4四半期連続のマイナス成長になるほか、その後も潜在成長率を大幅に下回るペースでの成長が持続する見通しである。年度ベースでも、2008年度▲1.1%、2009年度▲0.7%と、2年連続のマイナス成長に陥る。

景気後退の主因は企業部門の悪化である。まず、景気牽引役であった輸出は、金融不安による欧米景気の低迷長期化、新興国・資源国向けの牽引力低下に加え、円高の影響も徐々に顕在化してくるため、減少に歯止めがかからない見通しである。2009年度の輸出は前年度比▲6.1%と、大幅な減少に転じる見込みである。設備稼働率の低下、企業収益の悪化などを背景に、自動車・電子デバイスなどの輸出企業を中心に、設備投資も減少傾向が明確化すると予想される。設備投資は、2008年度に前年度比▲4.9%、2009年度に同▲5.0%と、2年連続の減少になると予想される。また、生産減少に起因する在庫調整も成長率を押し下げるとみられる。

一方、家計部門では、所得環境の低迷、株価下落による逆資産効果などにより、基本的には低空飛行が持続する。名目ベースの個人消費は2009年度に前年度比▲1.0%と、6年ぶりの前年割れとなる。もっとも、消費者物価の下落による購買力向上を背景に、実質個人消費は2008年度に比べて増勢が高まると予想される。

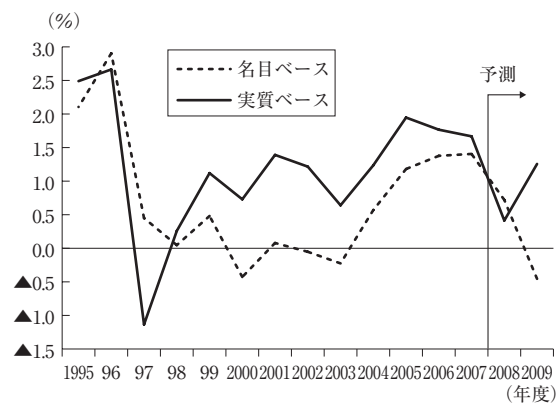
以上のような、企業部門の低迷深刻化、家計部門の下支えという構図は、2001年の景気後退局面と同様の姿である。ちなみに、2001年度には、純輸出の寄与度が▲0.5%、

(図表31) 個人消費の変動要因  
(2009年度)



(資料) 内閣府、総務省などをもとに日本総合研究所作成

(図表32) 個人消費の推移 (前年度比)



(資料) 内閣府「国民経済計算」

(図表33) わが国の経済成長率・物価見通し

(四半期・半期は前期比年率、%)

	2008年				2009年				2010年	2007年度	2008年度	2009年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)				(予測)							
実質GDP	2.4	▲3.7	▲1.8	▲3.8	▲1.2	0.0	0.3	0.2	0.2	1.9	▲1.1	▲0.7
個人消費	3.6	▲2.6	1.2	▲0.2	1.0	1.1	1.2	1.1	0.9	0.9	0.3	0.9
住宅投資	19.9	▲10.1	16.5	10.6	▲3.0	▲2.0	▲0.6	1.2	0.8	▲13.0	▲2.9	1.2
設備投資	1.4	▲8.3	▲7.8	▲10.8	▲8.7	▲4.3	▲1.2	▲1.5	▲1.0	2.3	▲4.9	▲5.0
在庫投資 (寄与度)	(▲1.0)	(0.1)	(▲0.6)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)
政府消費	▲1.5	▲3.5	▲1.3	1.1	0.6	0.2	0.4	0.3	0.1	2.2	▲0.4	0.3
公共投資	▲19.6	▲4.7	1.6	4.2	▲2.0	0.3	▲0.9	▲1.1	▲0.5	▲5.8	▲4.4	▲0.2
公的在庫 (寄与度)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
輸出	14.5	▲10.1	3.4	▲18.8	▲9.2	▲4.9	▲2.8	▲2.0	▲0.9	9.3	▲0.8	▲6.1
輸入	4.1	▲11.5	9.6	▲3.5	▲12.2	▲8.1	▲4.2	0.8	1.3	1.8	▲1.5	▲5.0
国内民需 (寄与度)	(1.8)	(▲3.0)	(▲0.7)	(▲1.4)	(▲1.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(▲0.9)	(▲0.3)
官公需 (寄与度)	(▲1.1)	(▲0.8)	(▲0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.2)	(▲0.2)	(0.1)
純輸出 (寄与度)	(1.8)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲2.9)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.4)	(▲0.3)	(1.2)	(0.0)	(▲0.4)
	(前年同期比、%)											
実質GDP	1.4	0.7	▲0.5	▲1.9	▲2.6	▲1.7	▲1.2	▲0.1	0.2	1.9	▲1.1	▲0.7
名目GDP	0.0	▲0.8	▲2.1	▲0.9	▲1.7	▲0.3	▲0.2	▲0.5	▲0.7	1.0	▲1.4	▲0.4
GDPデフレーター	▲1.4	▲1.5	▲1.6	1.0	0.9	1.4	1.1	▲0.4	▲0.9	▲0.9	▲0.3	0.3
実質GDI	▲0.4	▲1.4	▲2.7	▲1.6	▲1.2	0.3	1.5	0.5	0.2	0.8	▲1.8	0.7
消費者物価 (除く生鮮)	1.0	1.5	2.3	1.4	0.2	▲0.8	▲1.9	▲1.2	▲0.9	0.3	1.3	▲1.2
円ドル相場 (円/ドル)	105	105	108	97	94	92	92	90	90	114	101	91
原油輸入価格 (ドル/バレル)	95	109	129	72	51	51	51	51	51	78	90	51

(資料) 内閣府、総務省資料などをもとに日本総合研究所作成

企業部門の寄与度が▲0.9%とマイナスに働くなか、家計部門の寄与度が+0.5%であった。2009年度も、純輸出の寄与度が▲0.4%、企業部門の寄与度が▲0.9%、家計部門の寄与度が+0.6%と、成長率への寄与が2001年度とよく似たかたちになると見込まれる。消費デフレーターの高騰が2001年度よりも2009年度の方が大きくなるため、2009年度の個人消費の押し上げ効果は2001年度を上回ると予想される。

一方、夏場以降の資源価格の下落により、資源国への所得流出には歯止めがかかり、逆に所得流入に転化する。この結果、実質GDIなどの所得指標や名目GDPなどは改善すると予想される。とりわけ、2009年度の実質GDIは、前年度比+1.2%になると見込まれる。これが、企業収益の押し上げ要因として働くほか、消費者物価の下落を通じて家計の購買力の引き上げ要因として働く。

総じて、2009年度の日本経済は厳しい下押し圧力に晒されながらも、資源安の恩恵を主因に、一方的な悪化には至らないと予想される。もっとも、それは外生変数の乱高下に翻弄された結果であり、その先の回復を保証するものではない。

調査部 マクロ経済研究センター 主任研究員 忒村 季樹

(2008. 11. 26)