



〈 2008～09年度見通し 〉

調整色深まるわが国経済

～ 資源価格の高騰で内需下振れ～

2008年6月16日

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/thinktank/research/>

< 目 次 >

1 . 現状	1
2 . 海外経済	2
(1) 欧米経済	
(2) 新興国経済	
(3) 円高ドル安の影響	
(4) 輸出の展望	
3 . カギを握る資源価格	6
(1) 資源価格の見方	
(2) 資源国への所得流出	
4 . 国内経済	8
(1) 企業部門	
(2) 消費者物価	
(3) 家計部門	
5 . 景気のコース	11
(1) メインシナリオ	
(2) 弱まる景気循環メカニズム	
(3) サブシナリオ	

本資料は金融記者クラブ、経済研究会、財政研究会、経済産業記者会にて配布しております。

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：1,800名 連結4,700名

社 長：木本 泰行

理事長：門脇 英晴

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番

TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号

TEL 06-6534-5111 (代)

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・森村 秀樹 宛てにお願い致します。

電話番号：03-3288-4524

メール：matsumura.hideki@jri.co.jp

< 要 約 >

1. わが国経済は、内需は回復感に乏しい状態が続いているものの、外需主導による成長が持続。もっとも、足元の経済指標は景気減速を示す内容のものが大半であり、実質成長率が示すほどの「堅調さ」は実感できないのが実状。今後を展望しても、サブプライム問題の長期化による世界経済の減速、資源価格の高騰とその影響、が懸念されており、景気の下振れリスクが強まっている状況。
2. まず、海外経済を展望すると、欧米では、サブプライム問題の長期化や資源価格の高騰による物価上昇などを背景に、景気低迷が長期化する見通し。とりわけ米国では、当面は「小数点成長」が続く公算。一方、新興国では、固定資本投資などの内需に牽引されて、基本的に高めの成長が持続する見通し。わが国輸出も、新興国・資源国向けに支えられて、ペースは鈍化しながらも増勢を持続する見込み。
3. 次に、資源価格を展望すると、新興国などでの需要増、供給制約、投機資金の流入といった要因に加え、米国経済の先行き不透明感を背景とするドル安の進行も予想されることから、今後も上昇傾向をたどる見通し。これが、わが国経済に与える影響を整理すると、以下の通り。
 - イ) マクロ的な影響
資源価格が上昇すると、輸入支払額の増加を通じて、国内から資源国への所得移転が発生。2008年度の所得流出額を試算すると、17兆円に達する見込み。この結果、貿易収支の黒字は急速に縮小し、2010年入り後に赤字に転落する可能性。また、最終製品・サービス価格への転嫁が困難なため、GDPデフレーターの下落幅も一段と拡大。
 - ロ) 企業部門への影響
売上高の伸びが鈍化するなか、原材料コストの増大により、経常利益の減少幅が拡大。キャッシュフローの減少が設備投資の下振れ圧力を高めるほか、利益率の急低下により中小企業の倒産件数が増加。
 - ハ) 消費者物価への影響
消費者物価（除く生鮮食品）は上昇ペースがさらに拡大し、2008年度は+1.6%に。企業のコスト吸収が限界に達しつつあるなかで、ガソリン・光熱費だけでなく、食料品などにも値上げの動きが広がる見込み。もっとも、企業収益の悪化により賃金抑制圧力が強まるため、賃金と相乗的にインフレが加速していく懸念は小。
 - ニ) 個人消費への影響
企業収益に下振れ圧力が強まるなか、ボーナスを中心に人件費抑制の動きが強まる見通し。また、物価上昇によって2008年度には4.3兆円の負担増。この結果、家計の購買力は1%以上低下する見通し。とりわけ低所得世帯や地方の世帯へのマイナス影響が大。
4. 以上を踏まえ、2008年度のわが国経済を展望すると、輸出の増勢鈍化、資源価格の高騰による企業収益圧迫、などを背景に、調整色が強まる展開。もっとも、資源国・新興国向け輸出が堅調を維持するため、景気後退局面入りは回避。

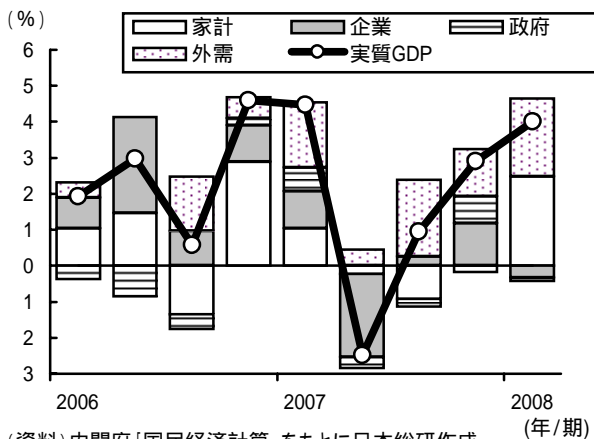
2009年度入り後も、企業収益の減少が続くなか、設備投資が押し下げられるほか、雇用者所得の抑制、物価上昇による家計負担増も残るため、内需を中心に景気回復ペースはさらに鈍化する見通し。

また、GDPデフレーターの下落幅は一段と拡大し、名目成長率はほぼゼロにとどまる公算。「実感景気」は一段と厳しさを増す見通し。
5. 当面のわが国経済は、「生産 所得 支出」という景気循環メカニズムにおいて、出発点の「生産」は外需の下支えにより堅調ながら、次の段階の「所得」が資源価格の高騰により大きく下振れる構図。いわば「繁盛貧乏」の様相。足元の所得流出の規模は、石油ショック時を上回っていること、高い資源輸入依存度を背景に他国を大きく上回っていること、という点を勘案すれば、今後のわが国経済を展望するうえでは、資源価格の動向が最大のポイント。

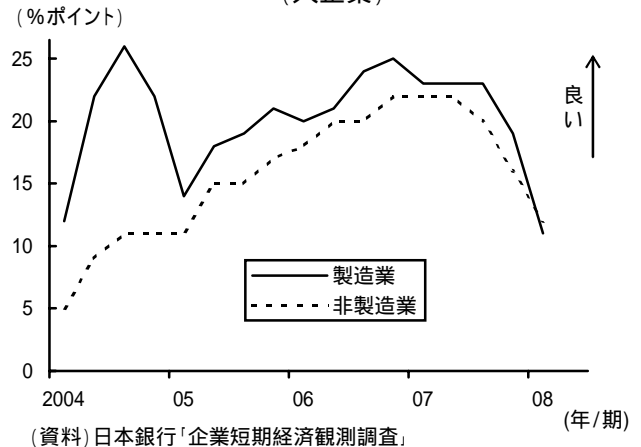
実質成長率は堅調ながら、先行きは不安材料が山積み

- (1) わが国経済は、内需は回復感に乏しい状態が続いているものの、外需主導で緩やかなペースの成長が持続。2008年1～3月期には前期比年率+4.0%と高めの成長を達成(図表1-1)。
- (2) もっとも、足元の経済指標をみると、景気の減速を示す内容のものが大半。2008年3月以降、鉱工業生産が水準を大きく落としているほか、失業率・有効求人倍率など雇用関連指標も悪化傾向。さらに、日銀短観・景気ウォッチャー調査などにおける企業・消費者マインドも大幅に悪化(図表1-2、1-3)。実質成長率が示すほどの「堅調さ」は実感できないのが実状。
- (3) 今後を展望しても、以下のようなマイナス要因が懸念されており、景気の下振れリスクが強まっている状況。
 サプライム問題の長期化による世界経済の減速。OECD景気先行指数が大きく落ち込むなど(図表1-4)、欧米景気の先行きに不透明感が残っているだけでなく、新興国へのマイナス影響の波及を懸念する見方も。
 資源価格の高騰とその影響。原油価格(WTI先物)は6月上旬に一時1バレル=130ドル台後半にまで上昇。国内でもガソリン販売価格が1リットル=170円を超過。穀物価格の高騰により、食料品などでも値上げの動きが相次ぐ。
- (4) 以上を踏まえ、本レポートでは、上記2要因がわが国経済に与える影響を中心に分析したうえで、2008～09年度のわが国景気を展望した。

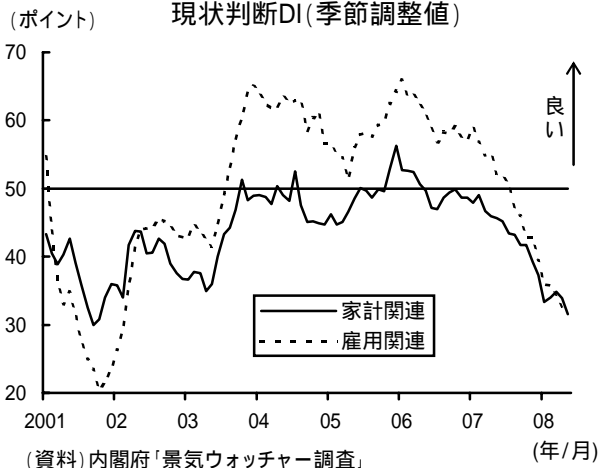
(図表1-1) 実質GDP成長率(前期比年率)



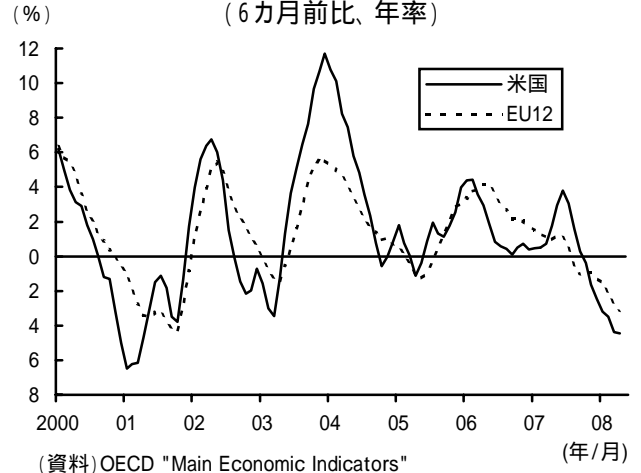
(図表1-2) 日銀短観の業況判断DI (大企業)



(図表1-3) 景気ウォッチャー調査の現状判断DI(季節調整値)



(図表1-4) OECD景気先行指数 (6カ月前比、年率)



欧米は景気低迷が長期化

- (1) 欧米では、サブプライム問題の長期化や資源価格の高騰による物価上昇などを背景に、景気低迷が長期化する見通し。とりわけ米国では、当面は成長率が大幅に鈍化する公算。
- (2) 米国経済は、新興国の高成長、ドル安の持続を背景とする輸出の堅調が景気下支えに作用するものの、原油価格高騰による企業収益悪化や家計の実質購買力の低下(図表2-1)、住宅投資の減少や住宅価格調整に伴う逆資産効果、金融機関の貸出態度厳格化による設備投資抑制(図表2-2)、などの要因を通じて、企業・家計ともに極めて停滞感の強い状況が続く見込み。
夏場にかけては、景気対策効果の顕在化が期待されるものの、逆資産効果が続かなか力強い回復には至らず、2007年秋以降の「小数点成長」が長引く公算。2008年通年では1%前半の成長にとどまる見通し(図表2-3)。
2009年入り後も、住宅市場の調整持続、資源価格の上昇、金融不安などのマイナス要因が残存するなか、少なくとも年央ごろまではゼロ%台の成長が続く見通し。こうした状況を受け、FRBも利下げ再開を迫られる見込み。その後、住宅市場の底打ちなどを背景に若干成長率は持ち直すと思われるものの、景気回復に加速感を生じず、2009年通年では1%を下回る公算。
- (3) ユーロ圏は、不安定な金融資本市場を背景とする投資活動の慎重化、インフレ率の上振れを背景とする個人消費の鈍化、などから当面減速基調が続く見通し。もっとも、新興国向け輸出に下支えられ、2008年通年で1%台後半と、米国に比べ高めの成長ペースは維持。ただし、国別にみると、域外需要の恩恵を受けるドイツでは底堅さを維持するのに対し、フランス・スペイン・イタリアでは景況感が大きく悪化するなど、好不調の格差が鮮明に。

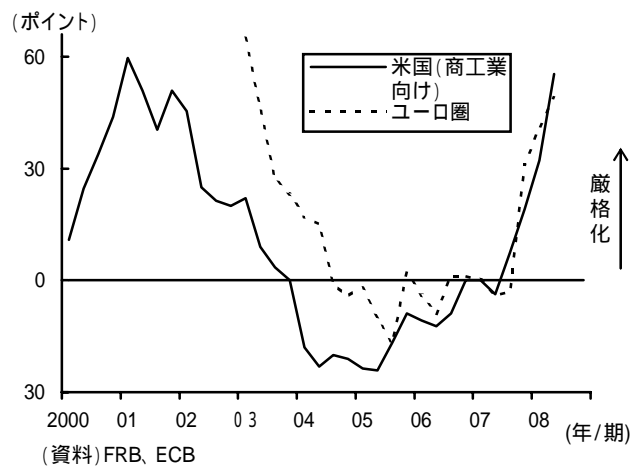
(図表2-1)原油価格の上昇が米国経済に与える影響

原油価格(1年先のWTI平均価格、ドル/バレル)	120	130	140	150
企業収益	2.4	5.4	8.1	10.6
実質GDP	0.4	0.8	1.2	1.6
個人消費	0.4	0.9	1.4	1.8
設備投資	0.7	1.5	2.4	3.2

(資料)米商務省データをもとに日本総研作成

(注)個人消費は物価上昇による直接的な影響のみ。

(図表2-2)欧米金融機関の貸出態度DI



(資料)FRB、ECB

(図表2-3)欧米経済の見通し

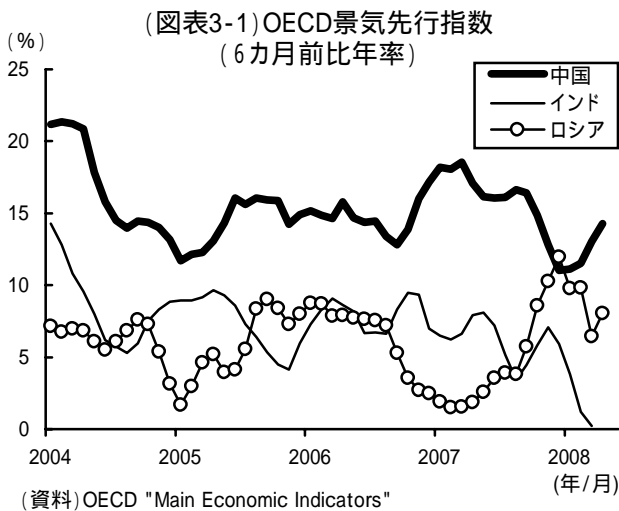
		2007年	2008年				2009年	
			1~3	4~6	7~9	10~12		
実質GDP (前期比年率)	米国	2.2	0.9	0.2	0.5	0.0	1.3	0.9
	ユーロ圏	2.6	3.2	0.1	1.4	1.1	1.7	1.2
	英国	3.0	1.6	1.3	1.1	1.0	1.8	1.2
CPI (前年同期比)	米国	2.3	2.4	2.4	2.2	2.1	2.3	2.2
	ユーロ圏	2.1	3.4	3.6	3.6	3.1	3.4	2.3
	英国	2.3	2.4	3.1	3.5	3.4	3.1	2.4

(資料)各国統計をもとに日本総研作成

(注)米国のCPIはコア。

新興国は高めの成長が持続

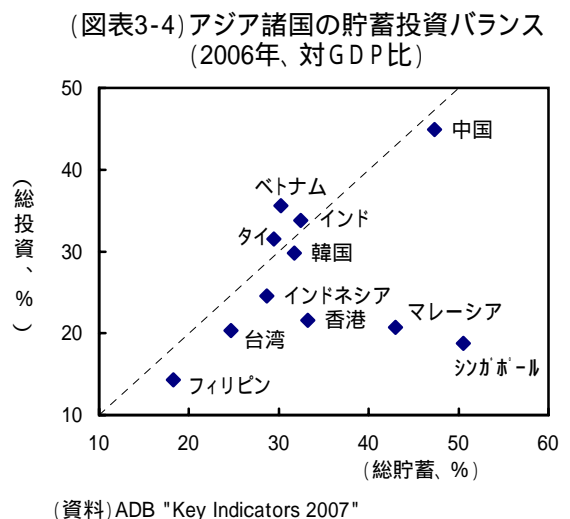
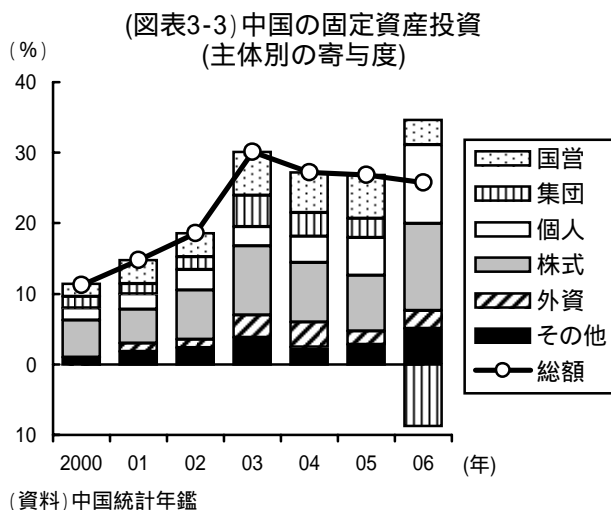
- (1) 新興国では、基本的に高めの成長が持続する見通し。先進国の景気減速により輸出の牽引力は低下すると見込まれるものの、景気を失速させるには至らない見込み。OECD景気先行指数も、先進国が悪化に転じているのに対して、プラス基調を維持しており(図表3-1)、堅調な成長持続を示唆。
- (2) 新興国景気の牽引役は、輸出から国内需要に徐々にシフト。とりわけ、インフラ関連投資や(図表3-2)、輸出品目の多様化・高付加価値化に誘発された民間投資(図表3-3)が中心。所得水準の向上により、個人消費の牽引力も強まる方向。
- (3) 今後を展望しても、以下の3点を背景に、新興国での固定資本投資は高い伸びが続く見込み。
 旺盛なインフラ需要。急速な経済発展の結果、発電・物流施設などの産業基盤は依然として不十分な水準であり、投資計画も目白押し。
 高い国内貯蓄率による潤沢な国内資金(図表3-4)。1990年代後半のアジア通貨危機のように、国際的な金融不安が流動性危機につながるリスクは小。
 高い投資収益率。低い実質金利水準に加え、工業部門を中心に新たな高付加価値産業が次々と立ち上がり。
- (4) リスク要因はインフレの加速。もっとも、中央銀行による適切な引き締め政策の発動や、実質所得が増加しているため個人消費へのマイナス影響も深刻化しないとみられる点などを勘案すれば、景気を腰折れさせるほどのインパクトにはならない見込み。



(図表3-2) インドのインフラ投資計画
(第11次5カ年計画、2007~11年度)
(億ルピー、%)

	投資額		GDP比
		シェア	
投資総額	201,621	100.0	44.4
電力	103,160	51.2	22.7
鉄道	25,100	12.4	5.5
水道	23,180	11.5	5.1
空港	13,311	6.6	2.9
道路	12,176	6.0	2.7
電話	12,163	6.0	2.7
港湾	6,897	3.4	1.5
天然ガス	3,934	2.0	0.9
都市開発	1,366	0.7	0.3
石炭採掘	334	0.2	0.1

(資料) Government of India, Planning Commission等
(注) GDP比は、最新の2007年GDPに対する比率。



円高ドル安は日本経済にプラス影響

(1) 円高ドル安は、 輸出入価格の変化を通じた影響、 輸出入数量の変化を通じた影響、 の 2 ルートを通じて波及。

輸出入価格の変化を通じた影響

為替変動に伴う支払・受取額の増減を通じて企業収益に影響。輸出依存度が高い業種では為替差損が発生する一方、輸入依存度が高い業種では為替差益が発生(図表4-1)。両者を合計すると、円高ドル安が進むほど、企業収益を改善させる方向に作用。この背景として、新興国向け輸出の拡大による円建て輸出比率の上昇、一次産品価格の上昇に伴うドル建て輸入比率の上昇(図表4-2)、といった貿易構造の変化を受けて、輸入のドル建て決済額が輸出のドル建て決済額を大きく上回っていることを指摘可能(図表4-3)。

輸出入数量の変化を通じた影響

わが国製品の競争力低下による輸出数量の減少、購買力上昇による輸入数量の増加。もっとも、新興国・資源国向け輸出シェアの上昇に伴い、輸出先が多様化していること、2007年夏以降の為替変動は円高よりもドル安という側面が強く、ドル以外の通貨に対しては著しい円高が進んでいるわけではないことから、価格競争力の低下は限定的。また、わが国の物価は諸外国に比べて上昇幅が小さいため、輸出製品価格も相対的に割安な水準。この結果、実質実効為替レートは、若干円高が進んでいるとはいえ、依然として歴史的な円安値圏(図表4-4)。

(2) 以上を総合すれば、円高ドル安は、産業によって大きな違いがあるものの、国全体で見ればマイナス影響よりもプラス影響が上回る公算大。

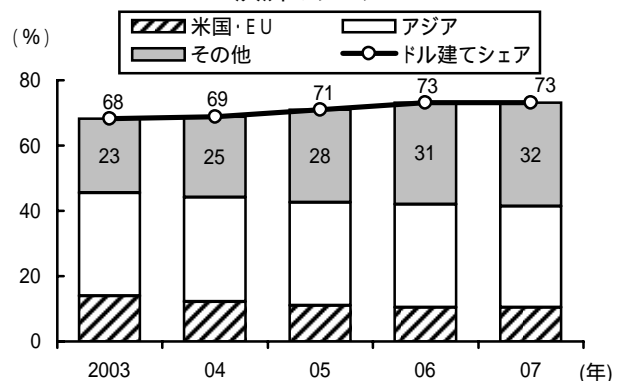
(図表4-1) 10%の円高ドル安が2008年度の
経常利益に与える影響

	増減率(%)	増減額(億円)
合計	1.2	6,672
輸出額の減少	9.7	52,535
輸入額の減少		
(除く資源)	4.4	23,833
(資源)	6.5	35,375
産業別		
加工業種・機械類	13.7	15,934
加工業種・除く機械	8.8	6,988
素材業種	16.2	6,331
非製造業	3.2	9,287

(資料) 財務省・経済産業省データをもとに日本総研作成

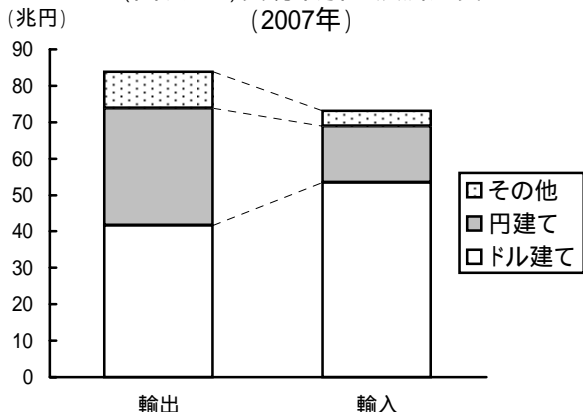
(注) 2007年度水準(1ドル=114.2円)を維持した場合との比較。

(図表4-2) 輸入に占めるドル建て
決済のシェア



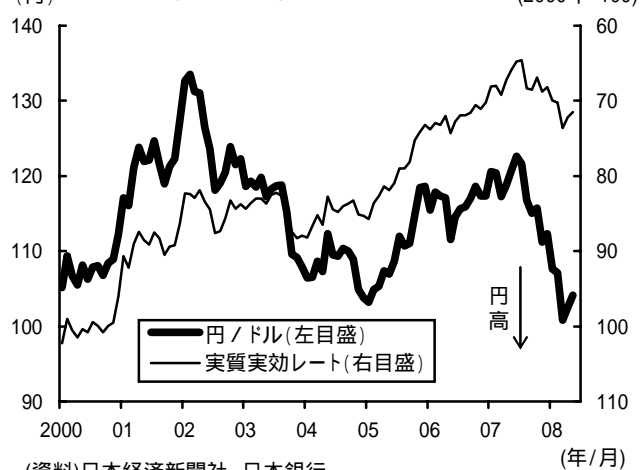
(資料) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨別比率」をもとに日本総研作成

(図表4-3) 貿易取引の決済通貨
(2007年)



(資料) 財務省「外国貿易概況」、「貿易取引通貨別比率」をもとに日本総研作成

(図表4-4) 為替相場の推移 (2000年=100)



(資料) 日本経済新聞社、日本銀行

輸出は鈍化しつつもプラス基調を維持

(1) 足元の輸出は減速傾向。3カ月移動平均値で見ると、2008年4月の前期比伸び率は約3年ぶりとなる大幅な低下(図表5-1)。米国・NIEs向けの落ち込みが主因であり、サプライム問題がわが国輸出にマイナス影響を及ぼし始めた可能性も。

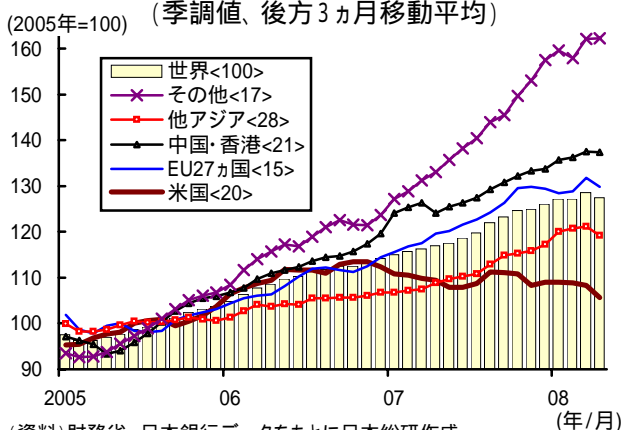
(2) もっとも、今後を展望すると、以下の3点を理由に、輸出が大きく崩れることはなく、プラス基調は持続する見通し。

中東・ロシアなど資源国向けの高い伸びが持続。伸びの約7割は自動車牽引(図表5-2)。今後も、資源価格の上昇持続により、資源国での需要拡大が期待可能。

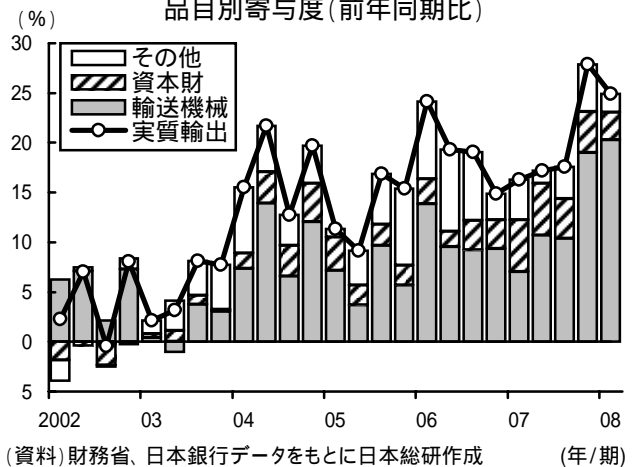
アジアなど新興国の国内需要向けの輸出が拡大。とりわけ、固定資本投資向けを中心とした機械需要が拡大。中国の製造業購買担当者指数をみると、輸出向けは弱含み傾向が明確化しているものの、全体では高い水準を維持しており、国内向けの強さが輸出向けの弱さを十分に補っていることを示唆(図表5-3)。

素材製品の国内需要減少分を輸出に振り替える動き。素材価格の上昇により国内需要が減少しても、需要が旺盛なアジア地域向けに出荷することで、稼働率を維持することが可能に。石油製品が代表例(図表5-4)。2008年1~4月の「鉱物性燃料」輸出の伸び率は前年同期比+96%。

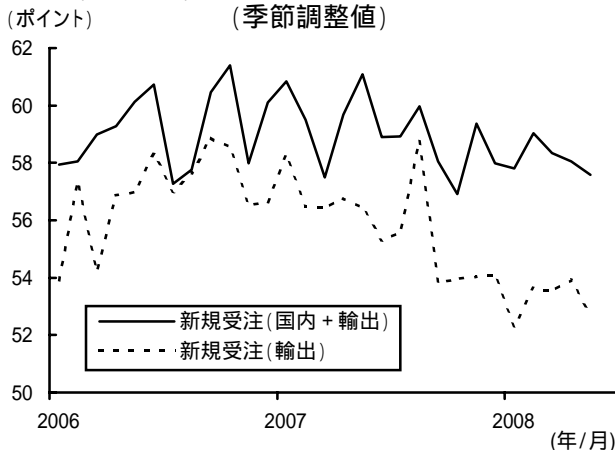
(図表5-1) 地域別実質輸出の推移



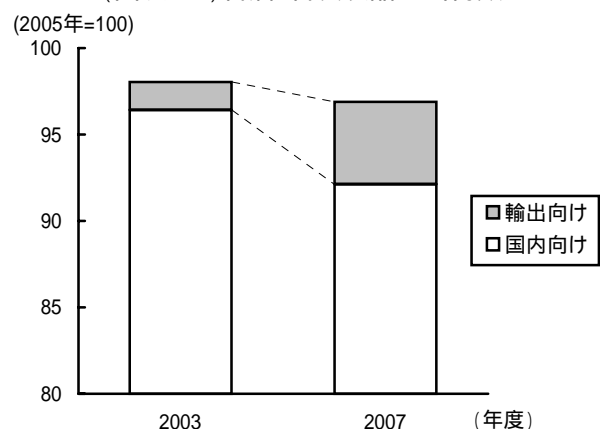
(図表5-2) その他地域向け実質輸出の品目別寄与度(前年同期比)



(図表5-3) 中国の製造業購買担当者指数



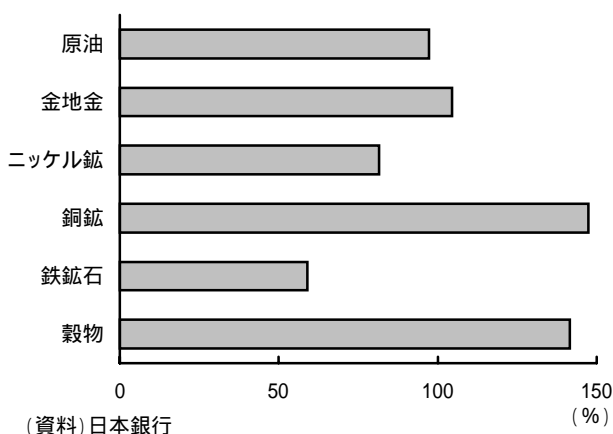
(図表5-4) 石油・石炭製品の出荷数量



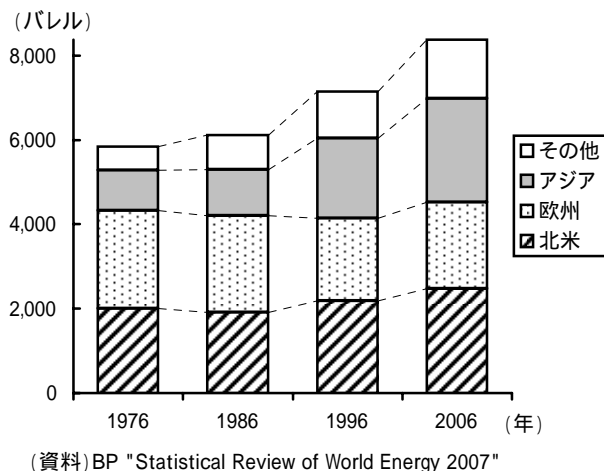
今後もドル安・資源価格高が進行

- (1) 資源価格の高騰に歯止めがかからず。とりわけ、2007年後半以降は、先進国の景気が減速するなかで、原油をはじめとする様々な資源価格でむしろ上昇に拍車がかかっている状況。2005年を基準にみると、穀物や銅鉱では原油以上に価格が上昇(図表6-1)。
- (2) この背景には、新興国などでの需要増(図表6-2)、供給制約、投機資金の流入、など様々な要因が指摘されているものの、根因は表示通貨としての米ドルの減価。実際、ドル実効為替レートと原油価格はかなり高い正の相関関係が看取可能(図表6-3)。需給要因に加えて、ドル安が資源価格の上昇に拍車をかけているかたち。
- (3) 今後の資源価格もドル相場の動向が大きなカギ。そこで、ドル相場を展望すると、米国での金融不安の残存、米国経済の低迷持続、FRBによる低金利政策の長期化の可能性、などから、今後もドル安傾向が持続する見通し。もっとも、米国当局が踏み込んだ金融安定化策を講じてきたことにより、2007年後半のような急激なドル安は避けられる公算。緩やかなペースでドル安が進行し、2009年末には1ドル=90円台前半の水準に(図表6-4)。
- (4) ドル安に連動するかたちで、資源価格も上昇傾向をたどる見通し。短期的には大きな振れが予想されるものの、趨勢としては原油価格(入着CIFベース)は2009年末に1バレル=150ドル近くへ。

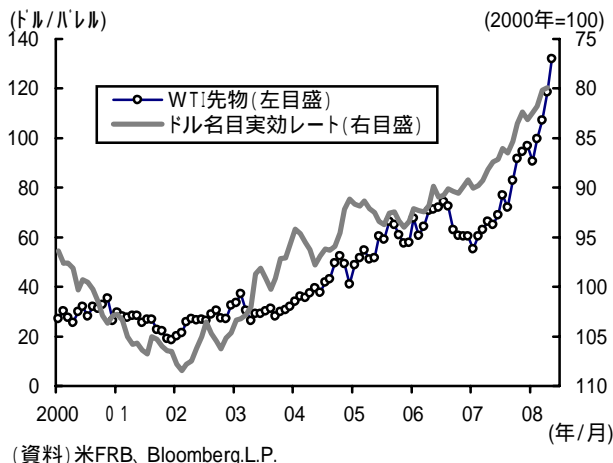
(図表6-1)2005年からの輸入物価上昇率
(契約通貨ベース、2008年4月時点)



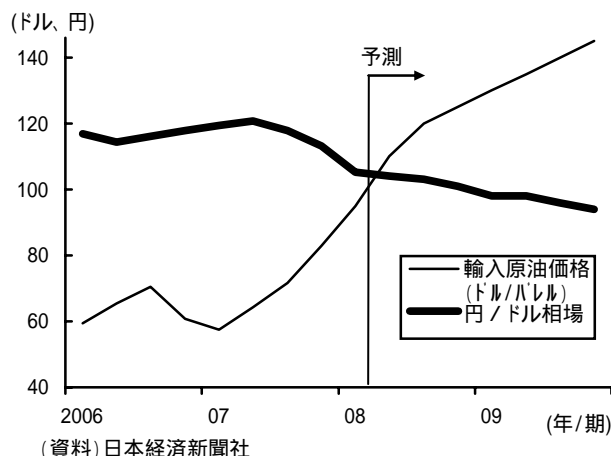
(図表6-2)一日当たりの石油消費量



(図表6-3)ドル実効レートと原油価格



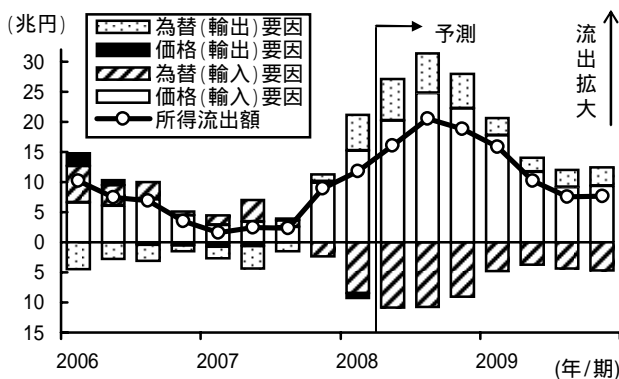
(図表6-4)原油価格と円ドル相場



資源国への所得流出は2008年度に17兆円

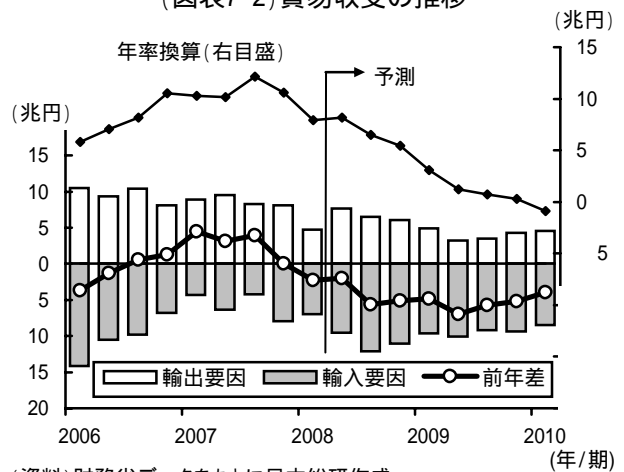
- (1) 資源価格が上昇すると、輸入支払額の増加を通じて、国内から資源国への所得移転が発生。2007年央からの資源価格の高騰により、わが国から海外への所得流出は拡大傾向。2008年1～3月期には年率12兆円の規模に(図表7-1)。
- (2) 今後も資源価格の上昇が続くという見通しに立てば、高水準の所得流出が続く見通し。所得流出額は、2008年度に17兆円、2009年度は9兆円に達する見込み。
- (3) この結果、貿易収支の黒字が急速に縮小(図表7-2)。輸入価格上昇による押し下げ効果が、輸出数量の増加による貿易黒字拡大効果を上回ることが主因。今後も資源価格の上昇が続くことを織り込んで試算すると、2010年入り後、貿易収支は構造的に赤字転落の見込み。経常収支の黒字も縮小傾向をたどる公算。ISバランスでみた国内貯蓄も急速に縮小。
- (4) さらに、国内経済に与えるマイナス影響も甚大。資源国への流出により減少した国内所得は、最終的には企業が家計が負担することに。わが国では、最終製品・サービス価格への転嫁が困難ななか、その大部分(約8割)は企業がコストとして負担(図表7-3)。この結果、国内で生み出される(名目)付加価値が減少し、GDPデフレーターの下落幅が拡大(図表7-4)。「実感景気」といわれる名目GDPの低迷により、企業・消費者マインドも悪化。

(図表7-1) 価格・為替変動による所得流出(前年同期差、年率換算)



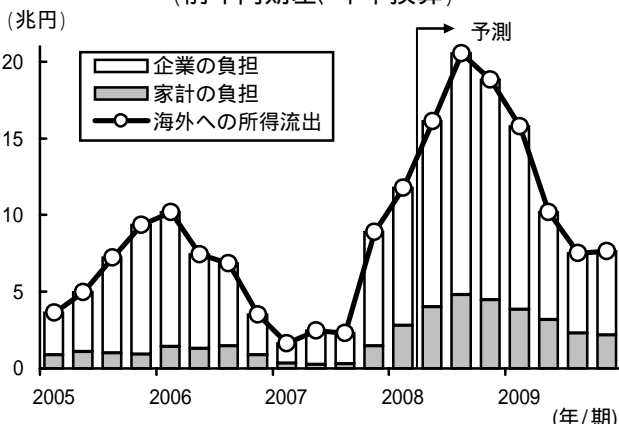
(資料)財務省、日本銀行データをもとに日本総研作成
(注)価格要因は契約通貨ベース。

(図表7-2) 貿易収支の推移



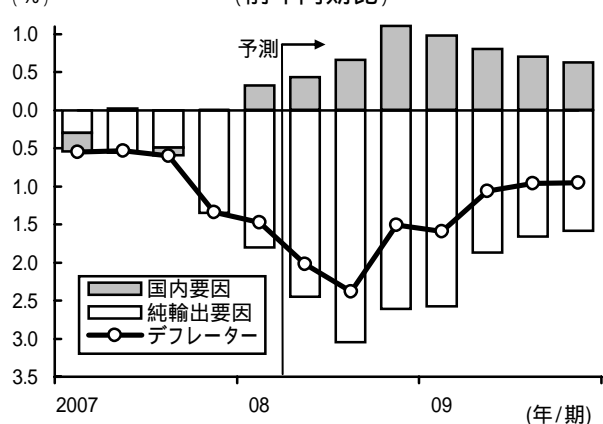
(資料)財務省データをもとに日本総研作成

(図表7-3) 所得流出の負担内訳(前年同期差、年率換算)



(資料)財務省、日本銀行、総務省データをもとに日本総研作成

(図表7-4) GDPデフレーターの変動(前年同期比)



(資料)内閣府データをもとに日本総研作成

コスト増による減益で、設備投資も減少局面に

(1) 原材料価格の上昇によるコスト増、売上高の鈍化などにより、経常利益の減少傾向が続く見通し。法人企業統計ベースでみると、経常利益はすでに2008年1～3月期に前年同期比17.5%と落ち込みが拡大。今後を展望しても、原材料コストが一段と増大する展開が見込まれることから、経常利益は前年比20%前後の減少が続く見通し(図表8-1)。

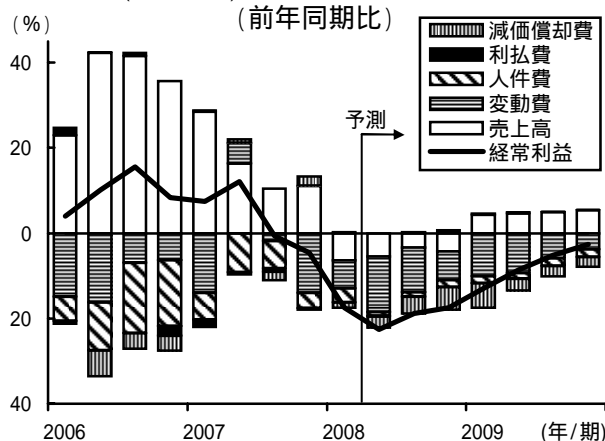
(2) この結果、企業活動にも二つの面からマイナス影響。

設備投資が減少局面へ。経常利益と設備投資はおおむね連動しているため、キャッシュフローの減少により設備投資への下振れ圧力が高まる見通し(図表8-2)。ただし、輸出増により稼働率はそれほど落ち込まないため、設備投資が大きく落ち込む事態は回避される公算。

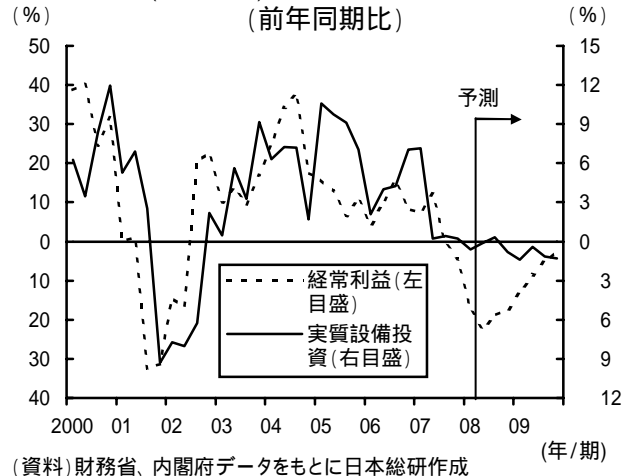
中小企業を中心に倒産件数が増加。中小企業の売上高経常利益率と倒産件数には緩やかな相関関係(図表8-3)。原材料価格の上昇により今後利益率が急低下することが見込まれるため、倒産件数は2003年初ごろの水準に近づく見通し。

(3) さらに、原油価格が想定以上に急騰すれば、マイナス影響は一段と深刻化。価格上昇分の大半を企業部門が吸収するとの前提を置いて試算すると、1バレル=150ドル水準が定着すれば2008年度の経常利益は半減する可能性(図表8-4)。

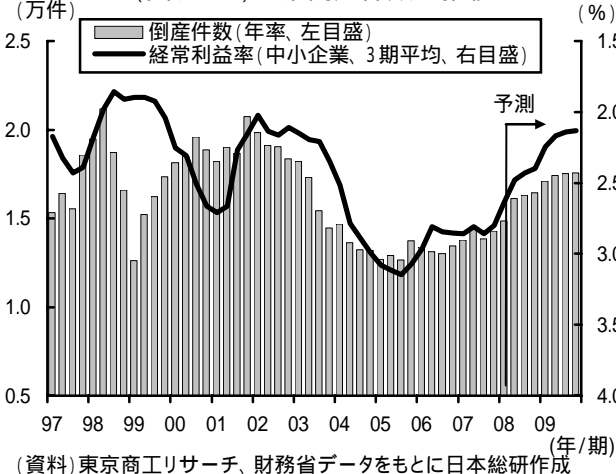
(図表8-1) 経常利益の寄与度分解



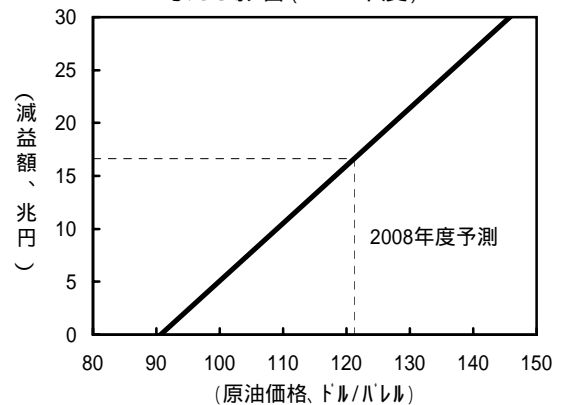
(図表8-2) 経常利益と設備投資



(図表8-3) 企業倒産件数の推移



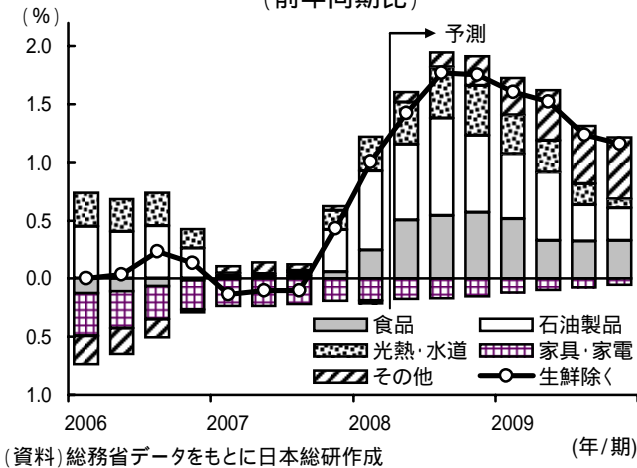
(図表8-4) 原油価格上昇が経常利益に与える影響(2008年度)



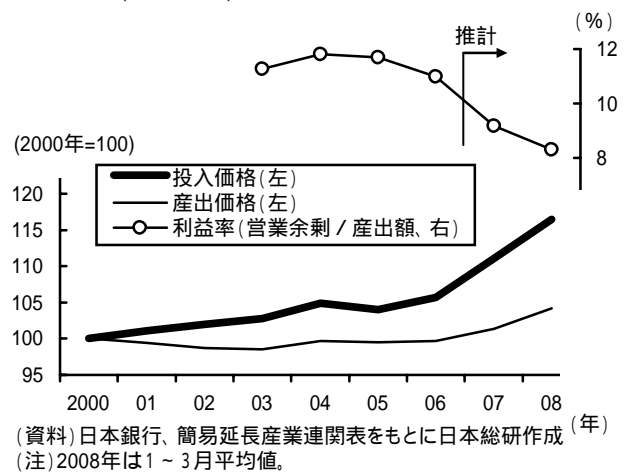
消費者物価はさらに上振れ

- (1) 資源価格の高騰を背景に消費者物価にもコストプッシュ圧力。ガソリンなどの価格上昇を主因に、2008年1～3月期の消費者物価指数(除く生鮮)は前年同期比+1.0%(図表9-1)。ガソリン価格が急上昇していることから、原油価格の上昇が消費者物価を押し上げる力はさらに強まる見通し。
- (2) さらに、他の製品・サービスにも値上げの動きが広がっていることも最近の特徴。とりわけ、穀物価格などの高騰を受け、2007年末から食料品の寄与が高まる傾向。さらに、生活雑貨・クリーニング代などでも値上げの動き。
- (3) この背景には、企業によるコスト吸収が限界に達しつつあることを指摘可能。食料品産業では2年間で利益率が3%ポイント近く低下しているため、販売数量の減少を覚悟のうえで、原材料価格の上昇分を販売価格に転嫁せざるを得ない状況(図表9-2)。原材料価格の上昇が続けば、他の製品・産業でも同様の状況に陥ることになるため、様々な製品・サービスで値上げの動きが出てくる可能性。
- (4) もっとも、本格的なインフレに変わっていく公算は小。企業収益の悪化により賃金抑制圧力が強まるため、「物価 賃金 物価」という連鎖的な物価上昇の動きは生じない見込み。とりわけ、人件費比率が高いサービス産業では、価格上昇圧力は限定的(図表9-3)。技術革新・生産性向上が急速に進展している電気機械などではコスト吸収に余力があるため(図表9-4)、今後も価格下落傾向が持続。

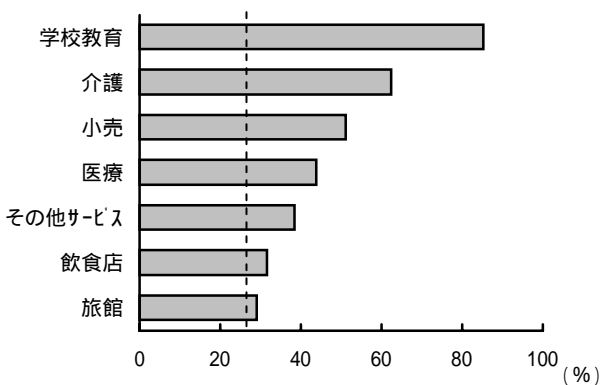
(図表9-1) 消費者物価の予測
(前年同期比)



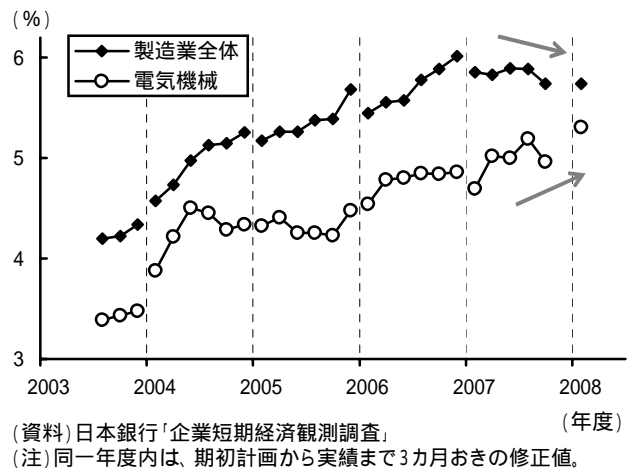
(図表9-2) 食料品産業の収益環境



(図表9-3) 個人消費関連の人件費比率
(雇業者所得 / 国内生産額)



(図表9-4) 売上高経常利益率の修正状況



所得低迷、物価上昇により、個人消費は低空飛行

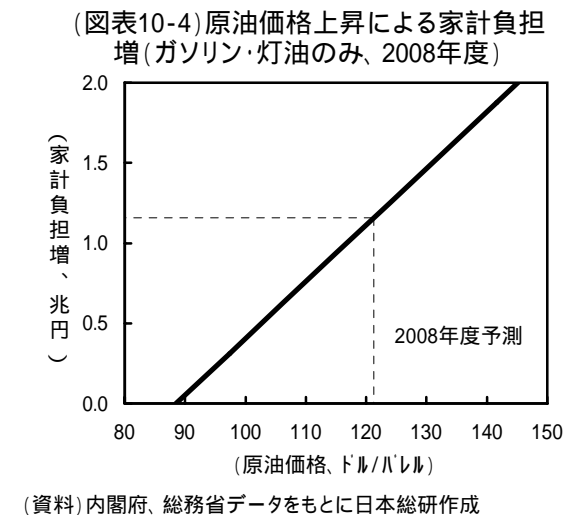
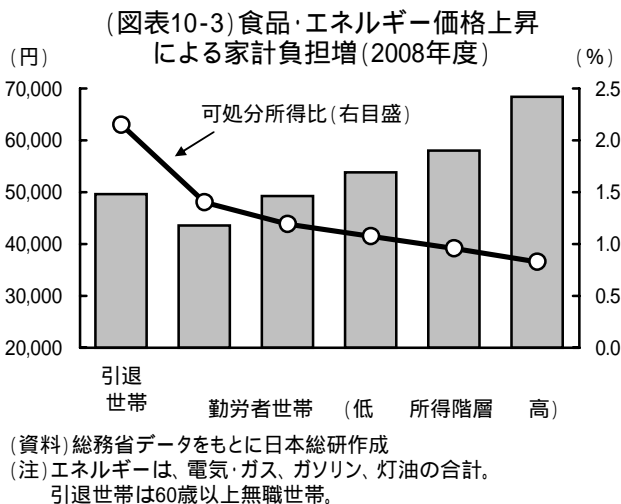
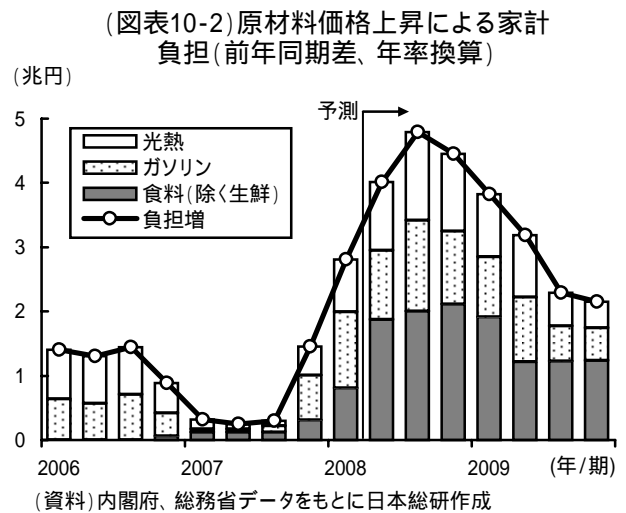
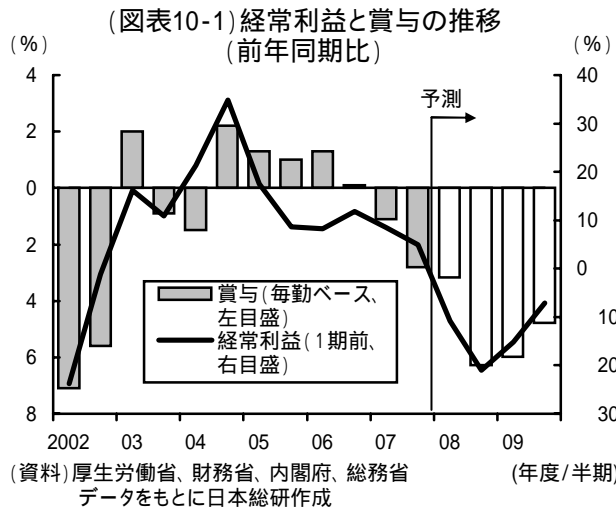
(1) 資源価格の上昇は、以下の2ルートを通じて家計にマイナス影響。

雇用者所得の下振れ。収益悪化により労働分配率が2007年央から上昇に転じているため、人件費削減の動きが強まる見通し。とりわけ、ボーナスは企業収益に若干のラグを伴って連動しているため、足元の企業収益の急減により、今冬以降のボーナスが大幅に減少する見通し(図表10-1)。

消費者物価の上昇による支出面での負担増。ガソリンだけでなく、食料品による負担も増加傾向。マクロでみると、2008年1~3月期には年率2.8兆円の負担増に(図表10-2)。消費者物価の上昇により負担増はさらに拡大し、2008年7~9月期には年率4.8兆円に達する見込み。年度全体では、2008年度に4.3兆円、2009年度に2.5兆円の負担増。

(2) 所得の低迷に加え、物価上昇による負担増もあるため、2008年度全体では、家計の購買力は1%以上低下する見通し。物価上昇は生活必需品に集中しているため、高所得世帯に比べ低所得世帯へのマイナス影響が大きくなる見通し(図表10-3)。また、ガソリン消費量の多い地方の世帯の方が相対的にマイナス影響が大きくなる見通し。

(3) 資源価格がさらに上昇すれば、家計負担は一段と拡大。原油価格のみに焦点を当てて分析すると、1バレル=150ドル水準のもとでは、2008年度の家計負担増は2兆円に達する見込み(図表10-4)。



内需を中心に調整色が強まる方向

(1) 以上の分析を踏まえ、わが国景気を展望すると、以下の2要因により、当面は調整色が強まる展開。

原油、鉄鉱石、小麦など原材料価格の上昇。所得が低迷するなかでガソリン・食料品価格などの上昇により家計の購買力が低下するほか、販売価格への転嫁が困難な企業の収益を圧迫するため設備投資も減少。

米サブプライム問題の長期化を背景とする世界景気の減速により、輸出全体の増勢が鈍化するほか、不安定な金融・資本市場動向を受けて企業マインドも悪化。

(2) もっとも、以下の2点を背景に、景気後退局面入りは回避される見込み。

資源国・新興国向け輸出の拡大、内需低迷による輸入の伸び鈍化を背景に、純輸出のプラス寄与が持続。

住宅着工が元の水準に回復する動きを受けて、2008年度前半を中心に、住宅投資の前期比増加が成長率を押し上げ。

(3) この結果、2008年度中は前期比年率1%台の小幅プラス成長軌道をたどる見通し。もっとも、輸入原材料価格の上昇を主因とするGDPデフレーターの下落幅拡大により、名目GDPは小幅なマイナス成長に陥るとみられるため、回復感に乏しい状況が続く見通し。

(4) 2009年度入り後、景気回復ペースは一段と鈍化。新興国・資源国経済は堅調を維持するとみられるものの、原材料価格の上昇傾向が続くなか、企業収益の減少傾向が持続。このため、資金制約が設備投資押し下げに作用する見通し。また、雇用者所得を抑制する動きが広がり、ガソリン・食料品を中心に物価上昇も続くため、個人消費も浮揚感に乏しい状態が持続。GDPデフレーターの下落傾向も続き、名目GDP成長率は+0.4%と2年連続でゼロ近辺に停滞する見通し。

(図表11-1)わが国の経済成長率・物価見通し

	2008年									2009年									2010年								
	1~3			4~6			7~9			10~12			1~3			4~6			7~9			10~12			1~3		
	(実績)			(予測)			(予測)			(予測)			(予測)			(予測)			(予測)			(予測)					
実質GDP	4.0	0.3	1.5	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	1.6	1.7	1.4	1.6	1.7	1.4	1.6	1.7	1.4									
個人消費	3.3	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	1.4	0.9	0.7	1.4	0.9	0.7	1.4	0.9	0.7									
住宅投資	19.5	18.3	11.7	4.1	1.2	0.3	0.6	1.2	0.8	13.3	3.0	1.3	13.3	3.0	1.3	13.3	3.0	1.3									
設備投資	0.7	4.8	0.9	0.5	0.8	1.2	2.1	1.4	0.9	0.0	0.3	1.1	0.0	0.3	1.1	0.0	0.3	1.1									
在庫投資 (寄与度)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)									
政府消費	1.7	1.2	1.0	0.9	0.3	0.8	0.3	0.4	0.3	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6									
公共投資	5.5	5.5	4.5	3.8	2.0	1.5	0.9	1.1	0.5	1.8	2.2	1.7	1.8	2.2	1.7	1.8	2.2	1.7									
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)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)									
輸出	17.1	4.2	6.5	5.3	6.2	6.5	6.9	7.1	7.0	9.5	8.5	6.5	9.5	8.5	6.5	9.5	8.5	6.5									
輸入	5.6	1.3	0.4	0.9	0.5	0.8	0.7	0.5	0.6	2.1	2.0	0.7	2.1	2.0	0.7	2.1	2.0	0.7									
国内民需 (寄与度)	(2.1)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.6)	(0.3)									
官公需 (寄与度)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)									
純輸出 (寄与度)	(2.0)	(0.5)	(1.0)	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(1.0)	(1.2)	(1.1)	(1.0)	(1.2)	(1.1)	(1.0)									

(前年同期比、%)

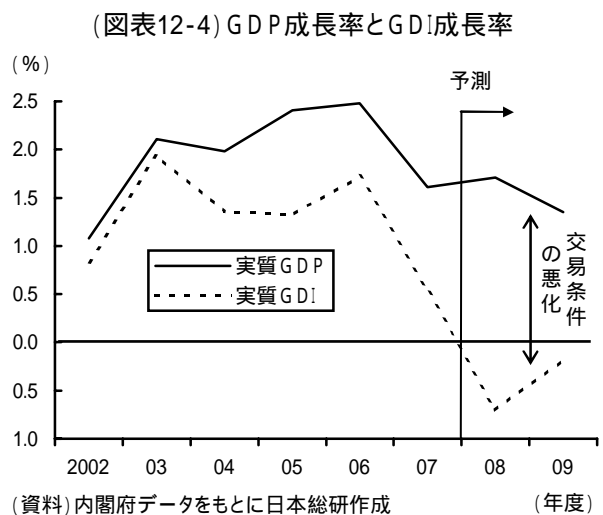
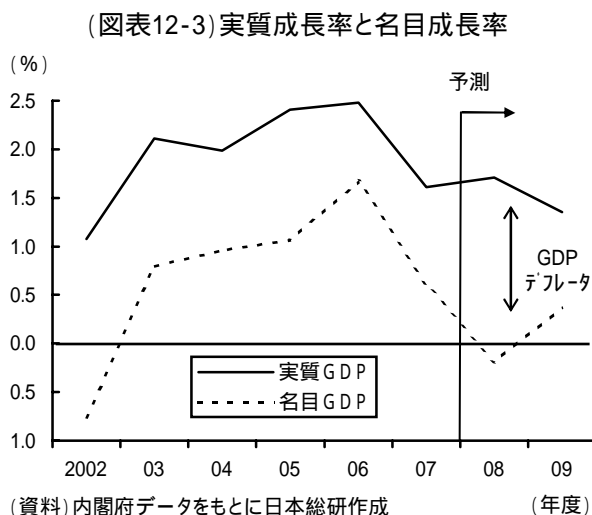
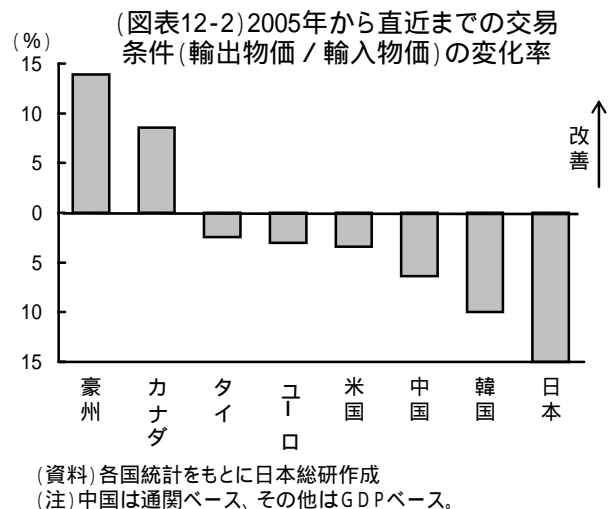
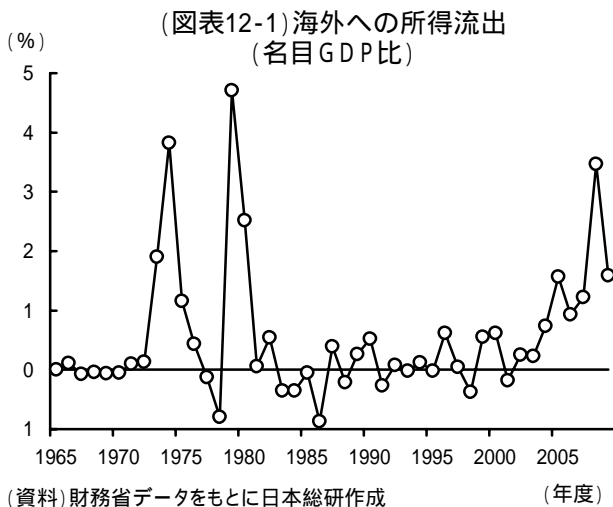
実質GDP	1.3	2.0	2.1	1.6	1.1	1.3	1.3	1.4	1.4	1.6	1.7	1.4
名目GDP	0.2	0.1	0.3	0.1	0.5	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.2	0.4
GDPデフレーター	1.5	2.0	2.4	1.5	1.6	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0	1.9	1.0
消費者物価(除く生鮮)	1.0	1.4	1.8	1.8	1.6	1.5	1.2	1.2	1.2	0.3	1.6	1.3

円ドル相場(円/ドル)	105	104	103	101	98	98	96	94	92	114	102	95
原油輸入価格(ドル/バレル)	95	110	120	125	130	135	140	145	150	78	121	143

(資料) 内閣府「国民経済計算」などをもとに日本総研作成

弱まる景気拡大メカニズム

- (1) 「生産 所得 支出」という拡大メカニズムにおいて、出発点の「生産」は外需の下支えにより堅調ながら、次の段階の「所得」が資源価格の高騰により大きく下振れ。さらに「所得」の下振れが、設備投資・個人消費などの「支出」を抑制する構図。このように、当面のわが国経済は、資源価格の高騰の影響により、国内の景気拡大メカニズムが働きにくくなる公算大。
- (2) 以下の2点を勘案しても、今後のわが国経済を展望するうえでは、資源価格の動向が最大の焦点。
2005～09年度の所得流出額を名目GDP比で見ると、第1次、第2次オイルショックを上回るインパクト(図表12-1)。
わが国では資源の輸入依存度が高いため、他の先進諸国に比べ、資源価格の高騰による交易条件の悪化が著しく(図表12-2)、国内経済に及ぼすマイナス影響も大。
- (3) したがって、マクロ指標でも、数量ベース概念で堅調を維持する実質GDPだけでなく、資源価格高騰の影響が直接現れる以下のような指標に着目することが必要。
名目GDP
輸入デフレーターの上昇を主因とするGDPデフレーター的大幅下落を背景に、ほぼゼロ成長の見込み(図表12-3)。
実質GDI(国内総所得)
実質GDPから交易利得(交易条件の変化に伴う所得増減)を差し引いた実質GDIはマイナス成長に転じる見通し(図表12-4)。



原油価格の急騰が続けば、国内経済は深刻な状況に

(1) 当面のわが国経済は、資源価格の動向に大きく依存。さらに、資源価格はドル相場や投機資金の動き次第で大きく変動する可能性。そこで、メインシナリオとは異なる二通りの原油価格を想定し、サブシナリオを検討(図表13-1、13-2)。

急騰シナリオ

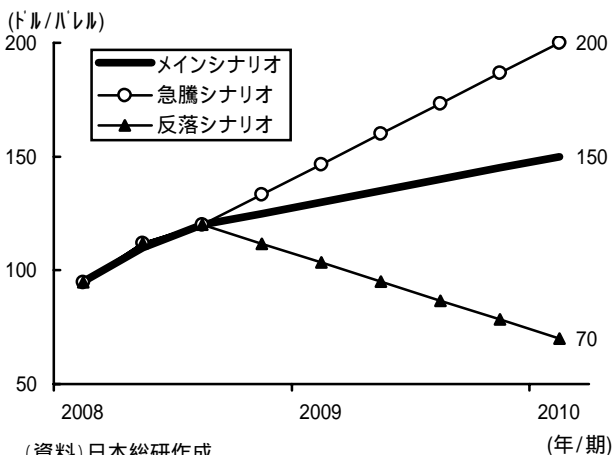
原油価格の急騰に歯止めがかからず、2010年初に1バレル=200ドルに達するケース。この場合、海外への所得流出額は年20兆円(名目GDPの4%)のペースが持続(図表13-3)。一部は消費者物価に転嫁されるものの、大半は企業部門がコストとして吸収するため、企業収益が2年連続の2割減に(図表13-4)。この結果、設備投資が大幅に減少するほか、雇用者所得も減少に転じ個人消費が一段と弱含むため、2009年度はゼロ成長に。さらに、GDPデフレーターの下落率も拡大するため、名目GDP・実質GDIの伸びは3%に。

反落シナリオ

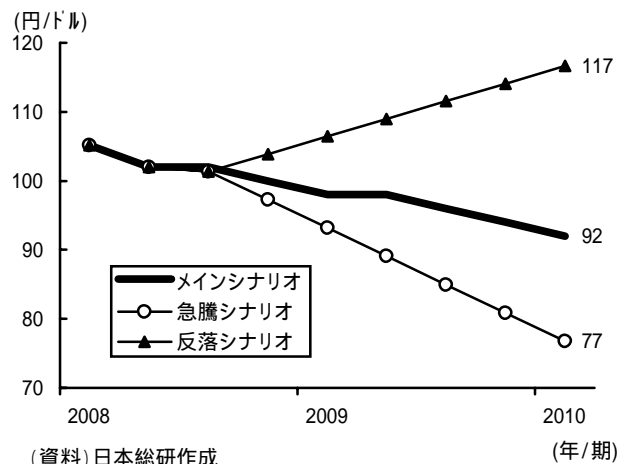
投機資金の流出により原油価格が急落し、ファンダメンタル価格(エネルギー白書など)といわれる水準にまで下落するケースを想定。この場合、前期比でみると2008年度後半から所得流出から所得流入に転化。収益体質が過去最高水準にある企業部門では、原材料コストの急減に伴い、2009年度の企業収益が急速に回復。前向きな設備投資が広がるほか、家計への所得分配も拡大。実質成長率が高まるだけでなく、名目成長率も2009年度には5%台に。

(2) 今後の景気低迷は資源価格の高騰による所得減少に起因するだけに、即効性のある政策対応は困難。中長期的な対策としては、強力な成長促進政策の推進、エネルギー面での技術革新促進、低所得者層への所得再分配などが必要。

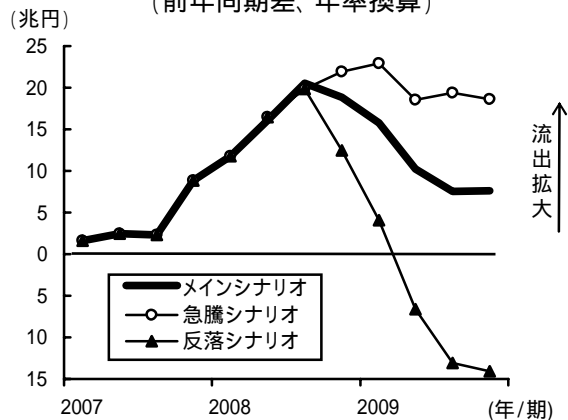
(図表13-1)原油価格の想定



(図表13-2)円ドル相場の想定



(図表13-3)海外への所得流出額
(前年同期差、年率換算)



(図表13-4)シナリオの比較

	急騰シナリオ		メインシナリオ		反落シナリオ	
	FY08	FY09	FY08	FY09	FY08	FY09
原油価格(ドル)	128	180	121	143	112	83
円/ドル	98	83	101	95	103	113
実質GDP	1.2	0.3	1.7	1.4	1.9	2.4
名目GDP	1.2	2.9	0.2	0.4	0.6	5.1
GDPデフレーター	2.4	3.2	1.9	1.0	1.2	2.6
実質GDI	1.7	3.1	0.7	0.2	0.0	4.3
経常利益	24.3	24.9	19.2	4.8	15.1	23.4
消費者物価	1.7	1.6	1.6	1.3	1.5	0.5

(資料)日本総研作成