

2008年5月16日
株式会社富士通総研
経済研究所

2008・2009 年度経済見通し(2008年5月改訂)

～日本経済は減速続くも底堅さは維持～

1～3月期のGDP統計(1次速報)の発表を受け、経済見通しの改訂を行った。世界経済は、金融市場の混乱は落ち着いたものの、インフレ懸念の台頭が先行きの重しとなり始めている。今後は、金融引き締めに伴い、新興国の景気も減速傾向を強めていく。日本経済は、資源価格高騰の持続や、これまで輸出を下支えしてきた新興国の景気減速を受け、やはり減速傾向を強めていくが、雇用、設備、在庫の調整圧力は軽微であるため、底堅く推移していくと見込まれる。

実質成長率： 2008年度1.3%(前回予測1.7%)、2009年度1.6%(前回予測2.0%)

【世界経済】

金融市場が落ち着きを取り戻したことにより、米経済も混乱の最悪期を脱したが、代わって、世界的なインフレ懸念の台頭が世界経済の重しとなり始めている。新興国の需要増加と投機マネー流入に伴う資源・食糧価格の高騰がインフレの背景にあるが、結局、新興国の需要を抑制する方向に向かうまで、原油・穀物相場の上昇が続いてきたことになる。

先行きの世界経済は減速感を強めていくものの、世界的なスタグフレーションに陥る可能性は低い。ただ、資源・食糧価格はこの先も高止まることが予想され、世界経済はこうした資源・食糧の新しい価格体系を前提とした、構造調整を迫られることになる。これは、短期的には景気を減速させるが、長い目で見れば、経済の効率化を促し、新興国がより高度な経済構造に移行する契機となる。

【日本経済】

日本経済は、1～3月期までは高い成長を維持したが、今後は、資源価格の高騰持続や新興国の景気減速の影響を受け、減速傾向を強めていくと予想される。現状で、企業、消費者は、不要不急のものを先送りしたり取りやめることで景気減速に対応している。これは、サービス消費の減速や、当面、急ぐもの以外の設備投資の先送りという形で現れている。

ただし、企業、消費者の活動のベースとなる部分は維持されている上、現在の日本経済が直面する調整圧力は、雇用、設備、在庫のいずれの面でも軽微なものであるため、景気は減速しつつも底堅く推移していくと予想される。足踏みまたは踊り場といった状況は、少なくとも年内は続くと思込まれる。

* 本資料は内閣府記者クラブ、日銀記者クラブにて配布いたしております。

2008・2009年度経済見通し(2008年5月改訂)

2008年5月16日
株式会社富士通総研
経済研究所

1. 世界経済—インフレが促す構造調整の過程へ

世界的なインフレ懸念の台頭

金融市場が落ち着きを取り戻したことにより、米経済も混乱の最悪期を脱したとみられているが、代わって、世界的なインフレ懸念の台頭が世界経済の重しとなり始めている。近年は4%以下に収まっていた世界の消費者物価上昇率も、ここに来て5%台半ばまで高まっている（IMF「World Economic Outlook」）。とりわけ、新興国・途上国のインフレ懸念は強く、消費者物価指数上昇率は、従来の6%前後から、最近では8%近くまで高まっている。アジアでは中国、インドなどがすでに金融引き締めへ転じており、欧米でもインフレを警戒し、ECB、FRBは景気と物価の両にらみの政策姿勢に転じている。

世界的にインフレ懸念が台頭している直接的な要因は、原油などの資源価格や小麦などの食糧価格の高騰である。近年の新興国の著しい経済成長は、需要増加による資源・食糧価格の上昇をもたらす要因となってきた。資源・食糧の価格高騰は、投機マネーの流入も一因となっているが、最近の投機マネーの動きについては、米金融危機に伴うドル資産離れという要因もあった。ただし、投機マネーの流入は、ベースとしての先行きの需要増をにらんだ動きであり、投機によって価格高騰に拍車がかかったことは事実だとしても、価格高騰自体が、ファンダメンタルズと全くかけ離れた動きであったとは思われない。

それでも原油価格が1バレル100ドルを超えても、世界経済は減速には至らず、資源・食糧価格の高騰と世界経済の成長が両立されてきたのが、これまでの動きであった。このことは、新興国も現在までのところは資源・食糧価格の高騰には耐え、成長を持続してきたということを意味する。逆にいえば、資源・食糧価格が高騰しても、新興国の経済が腰折れしないことが、さらなる原油・穀物相場の高騰と、新たな投機マネーの流入を招く要因となってきたといえる。

しかし、こうした状況が続いたことで、世界的なインフレ懸念が高まるに至り、これまで高成長を持続してきた新興国も、引き締めへ転じざるを得なくなっている。これは、先行きの世界経済を減速させる要因となるが、こうしたこれまでの経緯は、資源・食糧価格の高騰が、結局のところ、需要増の要因となってきた新興国の経済成長を減速させるに至るまで続いてきたということになる。より端的に言えば、資源・食糧価格の高騰は、価格メカニズムを通じ、資源・食糧の供給量に対し過熱気味だった需要を抑制するまで続いてきたということになる。もちろん、この調整はまだ

完全とはいえないため、この先も高価格は維持される可能性が高い。

インフレと景気後退が同時並行で起こる状況はスタグフレーションであり、世界経済は、かつて二度の石油危機を経て、70年代にスタグフレーションに見舞われた過去がある。当時の石油危機は、産油国の人為的な供給削減による供給ショックであり、現在の原油高騰は、主な原因が需要側にあるという違いはあるが、世界経済は久しく忘れ去られていたスタグフレーションに陥るのではないかという懸念も生じている。

しかし、今回については、新興国が適切な引き締め政策によって、需要の抑制に成功すれば、ソフトランディングできる可能性が大きいと思われる。新興国にとっては、インフレの加速は、貧困層の不満の増大を通じて、社会の不安定要因となりかねないため、インフレ抑制は切実な課題となる。金融引き締めのほか、自国通貨の切り上げがインフレ抑制の手段となるが、こうした政策は、短期的には景気を減速させても、より長い目で見れば、経済の効率化を促し、新興国がより高度な経済構造に移行し得る契機ともなる。このように、インフレに伴って経済の調整が行われれば、これは将来的には、世界経済が持続的に成長するための力ともなり得る。

近年、資源価格の高騰と世界経済の成長が両立してきたことについては、新興国が資源価格の高騰に耐えてなお成長を持続できていたという要因のほかに、産油国など資源国が経済的に潤うことで購買力を増大させ、先進国からの輸入を増やし、世界経済の成長に貢献したという要因も大きい。例えば、近年、日本からの中東、ロシア向けの自動車輸出が増加したことはその一端を示している。さらには、資源国などの政府系ファンドは、各国に投資することを通じてマネーを世界に還流させ、さらには危機に瀕した米金融機関の増資にも応じるなど、世界経済の危機を救う一助となる働きもみせた。

つまり、資源価格の高騰は確かに、資源輸入国から資源国に所得を移転させることにはなったが、そうして生じた資源国の余剰資金の一部は、世界に還流していたことになる。こうして、資源国の潤沢なマネーが還流したことが、資源価格高騰と世界経済成長を両立させる要因の一因ともなった。こうした形のマネーの循環が生じたことは、近年の資源価格の高騰に伴い、新たに生じた現象であった。

この先、資源価格は、新興国のさらなる経済調整を促すまで、高騰を維持する可能性が高いと考えられるため、こうした現象は、なおしばらくは続く可能性が高い。また、これに伴い、新興国の成長は次第に鈍化していくと考えられるが、鈍化するといっても、成長率自体は先進国に比べればはるかに高いため、この先、例えば、世界経済の成長率が3%以下になるという世界同時不況に至る可能性は現時点では低いと考えられる。

新価格体系への移行

最近の世界経済の変化の背景には、端的に言えば、アメリカの没落と新興国の台頭という現象がセットで存在する。アメリカのバブル崩壊は、これまでの過剰消費体質を是正すること、つまりは米経済が身の丈にあった水準への調整を余儀なくされていることを意味する。それはドルの価値低下と表裏一体をなす。また、新興国の著しい成長は、資源・食糧価格の高騰をもたらすと同時に、

投機マネーのドル資産から原油、商品相場への移転をもたらすこととなった。現在、原油、商品相場の高騰が、世界的なインフレ懸念を高める要因となっているのは、新興国の台頭に伴い、これまでの世界の価格体系、ひいては各国通貨の交換価値が、根本的に見直される段階に入っていることを意味する。

このことは、資源・食糧価格の面では、新興国の経済成長に伴い、従来以上に希少性を増したために価格が高騰するという現象を通じ、また、通貨価値の面では、世界経済への影響力を低下させたドルの価値の低下と、それ以外の通貨の価値の上昇という現象を通じて現れている。さらに付け加えれば、食糧価格高騰には、とうもろこし、小麦などが新たなエネルギー源であるバイオエタノールの原料としても注目され、その価値が再評価されていることとも関係がある。また、バイオエタノールが注目されていることは、原油価格が高騰しその希少性が高まっていることとも関係がある。

このように、最近の世界経済の変化には、新興国の台頭に伴い、それまでの価格体系が再構築されざるを得なくなっているという事情が密接に関連している。もとよりこうした動きが急激に進めば、世界経済にはかなりのショックを伴うことは避けられなくなるが、これまでのところは、原油先物相場が1バレル120ドルを突破するなど資源価格の高騰は目立つものの、それに伴う経済の調整は、比較的緩やかな形で生じているとみることができる。したがって、この先、世界経済は減速傾向を強めるものの、各国の引き締め政策が適切に行われる限りにおいて、スタグフレーションに陥る可能性は低いと判断される。

迅速な対応が奏功した米経済

米経済は昨年10～12月期、今年1～3月期と2四半期連続で前期比1%以下の低水準とはいえ、プラス成長を維持し、4～6月期もマイナス成長は回避できるとの見方も出ており、当初心配されたような、深刻な景気後退に陥る可能性は低くなっている。

これは、政策当局による迅速な対応が奏功したことと、金融機関の一部は整理・淘汰されたものの、毀損した資本の増強を比較的速やかに実現できたことによる。政策面では、思い切った利下げ、新たな流動性の供給、特別融資などが効果を発揮した。金融機関の資本増強については、日本では公的資金投入論が必要との論調が強かったが、中東やアジアなどの政府系ファンドの出資をも仰ぐことで実現された。金融市場の回復はなお完全とはいえ、FRBは流動性の供給をさらに増やすことも検討しているが、最悪期はほぼ脱したと思われる。ただし、米経済は、個人消費が落ち込むなど、実体面の回復力はなお乏しいため、この先、さらに大きく落ち込む可能性は低いにしろ、先行きの回復のペースは鈍いものになると考えられる。4月下旬から始まった小切手による個人向け所得税の還付は、個人消費をある程度は下支えする要因となる。

一時は、急激なドル安の進展により、基軸通貨としての地位も心配する見方も出たほどのドルであったが、最近は行き過ぎた変動をやや戻すなど、落ち着きを取り戻している。ユーロは経済規模でアメリカに近くなったものの、域外への広がりはおお小さく、ユーロがすぐにドルにとって代わるという状況にはない。かつての基軸通貨の移行に関しては、ポンドからドルに移行する際、第一次大戦と第二次大戦を挟む両大戦間期に、両者が並存する状況があったが、敢えて言えば、現在は

それに近い状況と考えられる。ただし、当時とは異なり、いずれ完全にユーロがドルにとって代わる状況になるというよりは、ドル、ユーロ、その他通貨が並存する状況が今後も長く続いていく可能性が高いのではないかとと思われる。

なお、ドルの価値の低下は、アメリカにとっては価格競争力を回復させる要因にもなる。例えば、これまで競争力を喪失していたアメリカの化学工場が、アジア向け輸出で息を吹き返す動きをみせている例がある。景気が減速して国内需要が低下する一方、新興国が旺盛な需要を維持していることも、アメリカの競争力回復を支える一因となっている。

このように、世界的な資源、通貨の新価格体系への移行は、これまでの競争条件を変えることを通じ、国内で成り立つ産業を変える契機となり得るもので、新価格体系がこの先も定着することがより明確になれば、それぞれの国の経済に、様々な変化が生じることになる。新興国にとっては、資源価格が高騰することは、資源節約的な経済に移行せざるを得ない契機となる。価格メカニズムが、各経済主体の行動を変えることを通じ、経済構造を変えつつあるという、ある意味教科書的な動きが現れているのが、現在の世界経済の状況と捉えることができよう。

2. 日本経済—減速続くも底堅さは維持

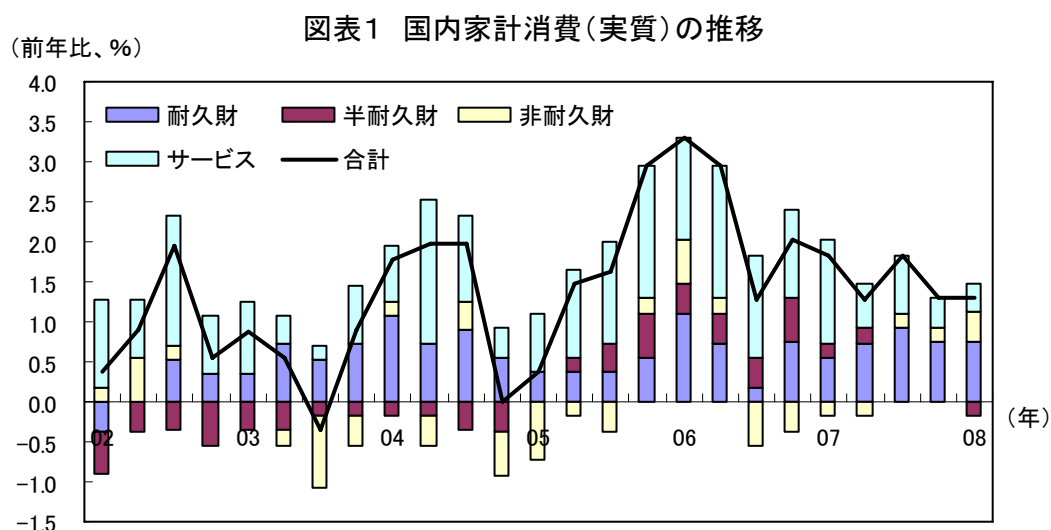
ベースとなる経済活動は維持

日本経済は昨年10～12月期、今年1～3月期と高い成長を維持し、企業収益も08年3月期までは増益を維持した。しかしこの先は、資源価格の高騰持続や新興国の景気減速などの影響を受け、減速傾向が強まっていくと考えられる。

企業、消費者とも不要不急のものは先送りする、あるいは取りやめるということで、景気減速に対応している。このことは個人消費の面では、耐久財消費は堅調に推移しているものの、サービス消費の伸びが鈍化するという形で現れている（図表1）。サービス消費の中でも、教養・娯楽費などが抑制されている。食料品については、価格高騰が消費者マインドを悪化させているものの、必需品であり節約するにも限度があるため、消費者は安売りの時にまとめ買いする、より価格の安い商品の購入に移行するなどの形で生活防衛を行っている。今後も消費のベースは維持されていくと考えられるため、消費は底堅く推移していくと考えられる。

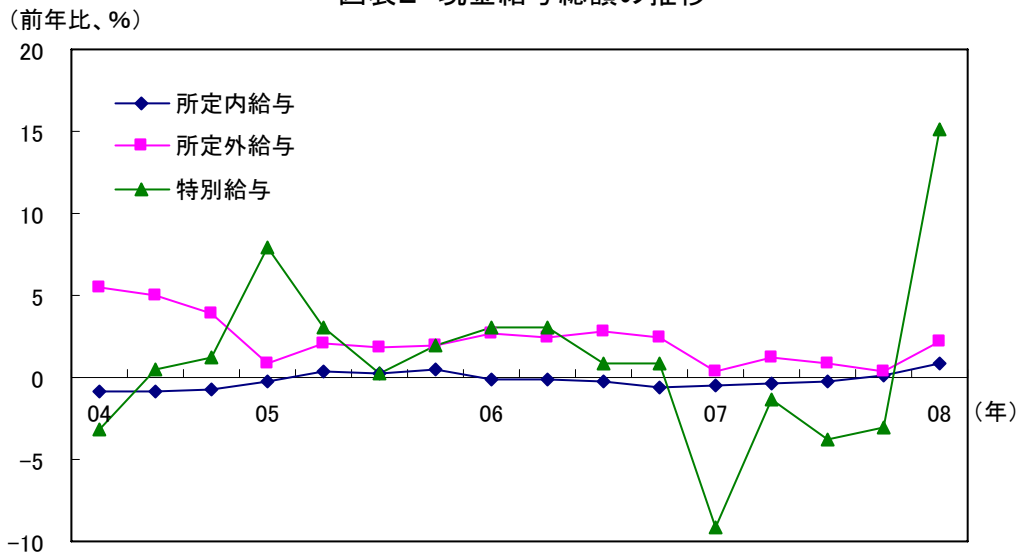
賃金面では、所定内給与が、正社員への切り替えが進んだことや、団塊世代退職に伴う賃金下押し圧力が一巡したことなどにより、最近ではわずかな上昇に転じている（図表2）。企業収益の悪化により、この先の特別給与（ボーナス）の伸びは期待しにくくなっているとはいえ、賃金のベースの部分については、緩やかではあるが改善していくことが見込まれる。

また、企業の採用活動の面では、主要企業の09年春の新卒の採用計画は、6年連続で前年を上回るなど（日本経済新聞「採用計画調査」最終集計）、新卒の採用意欲は依然強く、継続的に人材を確保していくというベースの部分には損なわれていない。しかし、中途採用のペースは鈍化する見込みで、企業は人材確保面では、こうした形で不要のものを取りやめていることになる。



(出所) 内閣府「国民経済計算」

図表2 現金給与総額の推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

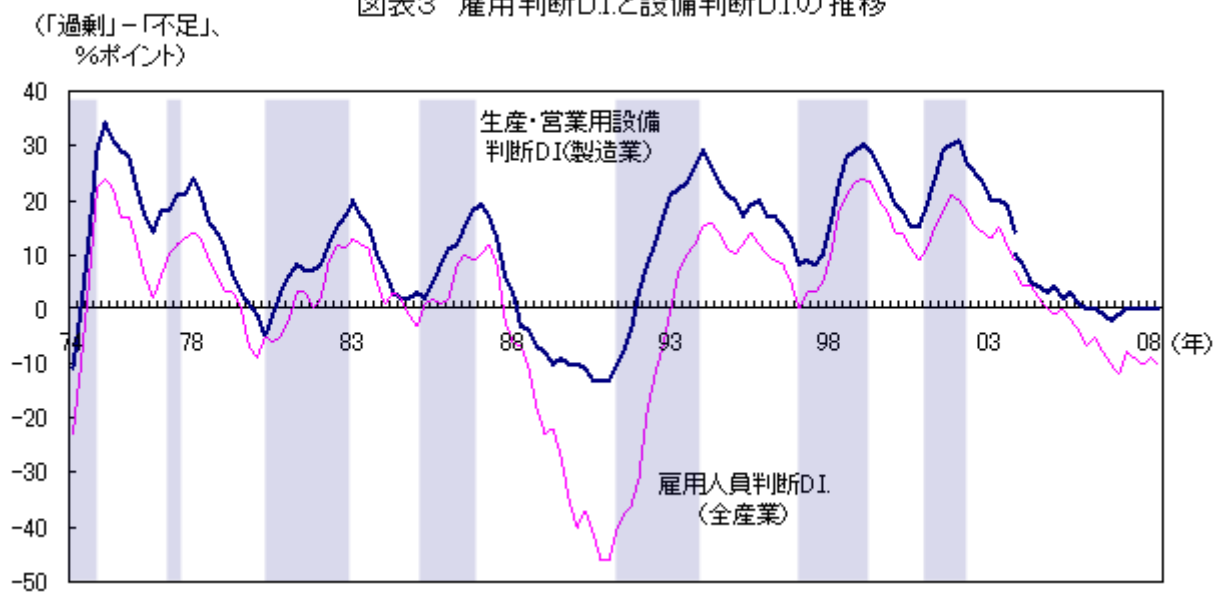
(注) 08年1～3月期は速報値

設備投資の面では、企業にとっては、当面は世界経済が減速するにしても、先行きの新興国の需要拡大を見込んだ設備投資意欲には、なお根強いものがあると考えられる。キャッシュフローが潤沢であることも、こうした企業の投資意欲を支えている。しかし、最近の世界経済の不透明感の高まりを受け、現時点において企業は、当面、急ぐ投資以外については、様子を見て先送りする行動に出る可能性が高まっている。3月短観の設備投資計画（08年度）が、年度当初としても慎重な計画に留まっているのは、そのことを示す一つの証左である。

低い雇用、設備、在庫の調整圧力

このように企業、消費者の経済活動は、当面、不要不急なものは削るという傾向が強まっているが、こうした形の調整が今後さらに深まっていくかといえば、現時点ではそのような可能性は低いと思われる。3月短観の雇用人員判断D.I.（「過剰」－「不足」）はマイナスの領域（「不足」超の状態）にあり、企業はなお人手不足の状態にある（図表3）。また、生産・営業用設備判断D.I.（「過剰」－「不足」）はほぼゼロであり、企業は設備の過剰感を抱いていない（図表3）。過去の景気後退局面では、雇用、設備の過剰感が大きく高まったが、現在はこうした状況にはなく、今回の景気調整が比較的軽微なもので済む可能性を示している。また、生産については、最近は横ばい圏内で推移し、在庫率がわずかに上昇しているが、出荷・在庫バランス（出荷の伸び－在庫の伸び）は悪化しておらず（図表4）、在庫面での調整圧力も現時点では弱いものに留まっている。

図表3 雇用判断DIと設備判断DIの推移

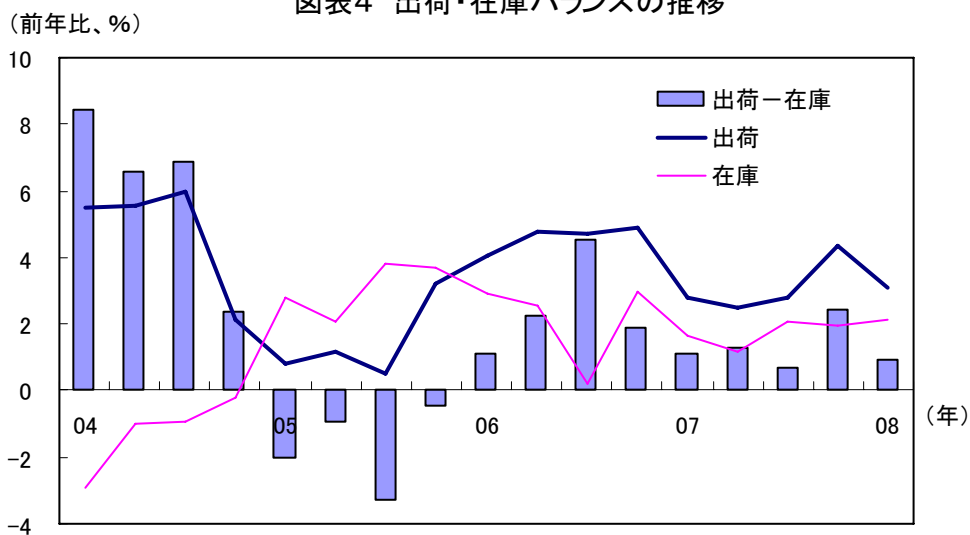


(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(注) 1. 08年3月(直近時点)は予測値

2. シャドー部分は景気後退期

図表4 出荷・在庫バランスの推移



(出所) 経済産業省「鉱工業指数統計」

このように内需に関しては、減速傾向を強めているものの、各経済主体のベースとなる部分まで損なわれているわけではなく、今後も底堅く推移していく可能性が高い。ただし、住宅投資については、建築基準法改正による確認申請の厳格化で、着工が大きく落ち込む状況からは脱却したものの、その後の戻りが鈍く、厳格化以前の年間120万戸台の着工ペースにまで回復する可能性が低くなっている。マンションの売れ行きが鈍り、在庫が増加していることが影響している。今年度について、住宅着工が元のペースに戻る過程で、景気を下支えするという役割は、当初期待されていたよりは小さくなる可能性が高まっている。

外需は新興国の下支えが低下

一方、外需については、1～3月期までは、米国向けの輸出減少を、新興国向けがかなりの程度カバーしたものの、先行き新興国の経済成長が鈍化していくことを踏まえれば、新興国の輸出下支え効果も低下していくと見込まれる。なお、一時は急速に円高が進んだことが心配されたが、円高というよりはドルがあらゆる通貨に対し下げたということで、実質実効為替レートでみて大幅な円安という状況に変化があったわけではない。また、企業の採算レートは直近では104.7円（08年1月調査、07年1月調査では106.6円、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」）であり、現状の為替レートは、輸出企業が十分対応できる範囲にあると考えられる。一時期の為替レートの急速な変動が日本企業に与えた影響は、総じてみれば軽微なものであったと思われる。

このように景気を取り巻く環境は、新興国の景気減速などの形で、前回見通しを発表した3月時点より悪化しているが、日本経済は大きくは崩れることなく、一定の底堅さを持って推移するとの認識には、基本的には変化はない。足踏みまたは踊り場といった状況は、少なくとも年内は続くと思われる。その先は、米経済が持ち直し、世界経済も減速ペースが鈍化していけば、徐々に日本経済も持ち直していくものと思われる。ただし、持ち直しのペースは緩やかなものに留まると見込まれる。08、09年度の成長率は、1.5%程度といわれる潜在成長率かそれをやや上回る程度に留まると予想する。

日本における新価格体系への対応

先に、世界経済において、資源・食糧の新価格体系に伴う変化がみられることを指摘したが、日本においてもいくらかの変化が見られるようになっている。

輸入石炭価格の高騰に伴い、相対的に割安になった国産の石炭に対する需要の増加や、新興国の需要増加に伴い価格が上昇した輸入木材に対し、国産材が価格競争力回復したことによる林業の復活の兆しはその一例である。石炭に関しては、国内の炭鉱は北海道に3カ所を残すのみとなっているが、最近ではその増産や新しい炭鉱の開発も検討されるようになっている。このほか、小麦価格の高騰に対応して、パンを作るときに使う小麦粉の代替品として、米粉が注目されるようになっている。米粉の原料となるコメ生産農家に対し、補助金を出すことも検討されている。さらに、食品価格高騰に応じ、スーパーは自社開発の割安なPB商品の販売に力を入れるようになっており、これが食品の流通再編につながる可能性も生まれている。

これらはまさに、新価格体系が日本経済にもたらしている変化である。従来は国内で成り立たなかった産業が復活したり、代用品が注目されたり、あるいは産業の調整を迫るという動きである。先にも述べたが、新価格体系が一時的なものではなく、今後も長く続くという期待が高まっていけば、こうした動きにはさらに拍車がかかっていくと考えられる。

また、先に指摘したように、世界経済が新価格体系に移行していく過程では、新興国は資源節約的な経済に移行していかざるを得ないが、省エネ・環境技術は日本の得意分野の一つである。当面の日本経済にとっては、資源価格の高騰や新興国の景気減速は試練となるが、同時に日本にとっては、大きなビジネスチャンスが生まれつつあることを意味する。

予測表

年度	2007	2008	2009	2007	→予測 2008				2009				2010
	実績	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP	1.5	1.3	1.6	0.6	0.8	-0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.5	0.8	0.8
民間消費	1.4	0.8	1.5	0.4	0.8	-0.5	0.4	0.1	0.4	0.2	0.5	0.6	0.7
住宅投資	-13.3	3.5	4.1	-9.2	4.6	4.0	2.7	2.1	1.0	0.7	0.5	0.5	1.2
設備投資	-0.5	0.3	2.3	0.9	-0.9	-0.3	0.3	0.5	0.5	0.3	0.4	1.1	1.7
政府消費	0.6	0.2	0.6	0.8	-0.8	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.3	0.1
公共投資	-1.7	-0.5	-0.7	0.6	1.5	-0.6	-0.7	-0.9	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.6
輸出	9.7	6.5	2.8	2.6	4.5	0.9	0.2	0.0	0.2	0.5	1.1	1.9	1.2
輸入	2.3	3.2	2.5	1.0	2.0	0.9	0.5	-0.2	0.2	0.9	0.8	1.1	0.9
名目 GDP	0.6	0.7	1.9										
GDP デフレーター	-1.0	-0.5	0.3										

[実質 GDP 寄与度]

内需	0.3	0.6	1.4
外需	1.2	0.7	0.2

鉱工業生産	2.6	1.5	2.9
CPI(除く生鮮)	0.3	1.1	1.0
失業率	3.8	3.7	3.5
経常収支	24.6	25.7	26.3
円ドルレート	114	103	104

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《お問い合わせ先》

主任研究員 米山秀隆

電話: 03-5401-8392

E-mail: yoneyama.hide@jp.fujitsu.com