

# 2008・09年度内外経済見通し

(2008年7~9月期2次QE後改訂)

2008年12月11日

調査本部

TEL. 03-3591-1243

2008年7~9月期GDP統計2次速報の公表などを受け、みずほ総合研究所は2008・09年度の内外経済見通しを改訂した。概要は以下の通り。

## <海外経済>

- 米国経済 : 家計のバランスシート調整が進み、マイナス成長に  
2008年 : 前回+1.3%→今回+1.3%  
2009年 : 前回▲0.8%→今回▲1.0%
- 欧州経済 : 輸出減と信用収縮の影響でマイナス成長  
2008年 : 前回+1.0%→今回+1.0%  
2009年 : 前回▲0.6%→今回▲0.7%
- アジア経済 : 輸出環境の悪化を主因に大幅に減速  
2008年 : 前回+7.6%→今回+7.4%  
2009年 : 前回+6.1%→今回+6.0%

## <日本経済>

- 2008年度 : 年度後半にかけ、輸出・設備投資の減少幅が拡大  
実質 : 前回▲0.5%→今回▲0.8%  
名目 : 前回▲1.2%→今回▲1.6%
- 2009年度 : 世界経済失速の影響受け、マイナス成長は不可避  
実質 : 前回▲0.9%→今回▲1.0%  
名目 : 前回+0.1%→今回▲0.5%

以上

# 1. 景気の現状

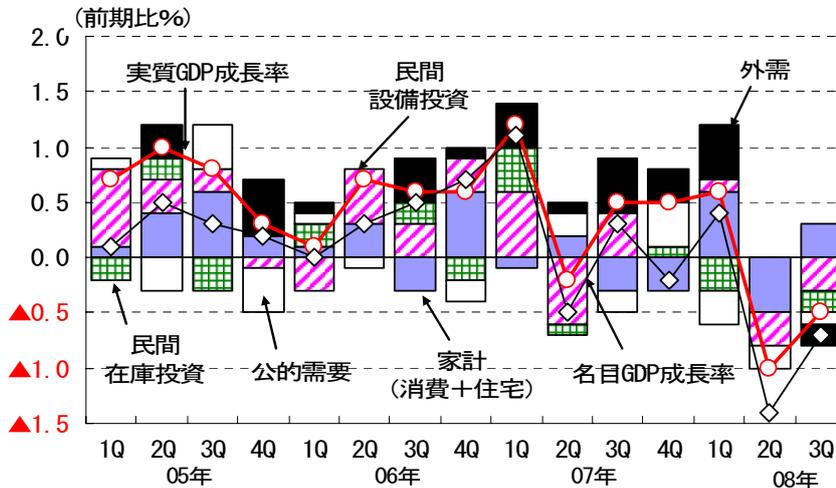
## 7～9月期の実質GDP2次速報は下方修正

7～9月期の実質GDP成長率2次速報値は、前期比▲0.5%（年率▲1.8%）となり、1次速報の前期比▲0.1%（年率▲0.4%）から下方修正された（図表1）。1次速報段階ではプラスだった国内需要の寄与度がマイナスに修正され、日本経済が厳しい局面にあることがより鮮明になった。

需要項目別にみると、法人企業統計の結果を受けて設備投資が1次速報の前期比▲1.7%から同▲2.0%に下方修正された。在庫投資も下方修正（前期比寄与度0.0%Pt⇒▲0.2%Pt）されたため、国内民間需要の実質GDP前期比に対する寄与度は+0.1%Ptから▲0.2%Ptに大きく下方修正された。政府消費の下方修正（前期比+0.1%⇒同▲0.3%）により、公的需要の寄与度も0.0%Ptから▲0.1%Ptに修正された。民間需要と公的需要を合わせた国内需要の寄与度は+0.1%Ptから▲0.3%Ptに下方修正されている。輸出（前期比+0.7%⇒同+0.8%）と輸入（同+1.9%⇒同+2.3%）はそれぞれ小幅上方修正され、外需寄与度は▲0.2%Ptで1次速報値から変わらなかった。

GDPデフレーターは前年比▲1.6%で1次速報値から変わらず、名目GDP成長率は1次速報の前期比▲0.5%（年率▲2.1%）から同▲0.7%（年率▲2.7%）に下方修正された。また、交易条件の変化による交易利得を加味した実質国内総所得（GDI）は前年比▲2.5%から同▲2.9%に下方修正されている。実質GDIのマイナス幅は4～6月期の同▲1.4%から大きく広がっており、7～9月期時点で交易条件悪化による交易利得減少が景気を押し下げていることを示している。

図表1 7～9月期2次QE結果



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

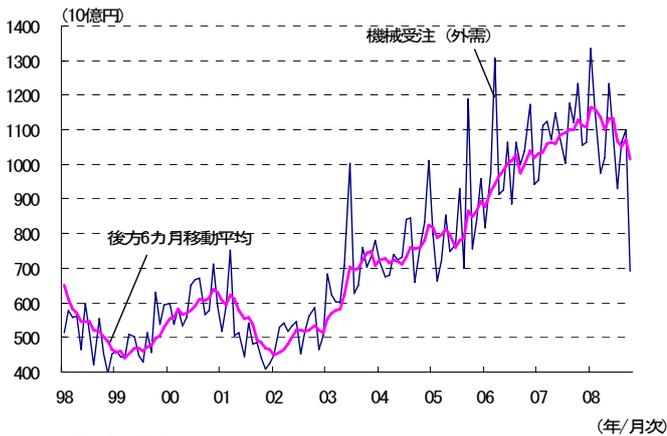
## 深まる生産調整

10～12月期以降、景気低迷の主因は交易条件の悪化から需要減退に完全にシフトした。金融危機による海外経済の急失速を受け、輸出の減少とそれに伴う減産が足元の景気悪化の主因となっている。10月の輸出数量は前年比▲6.4%（9月同▲0.2%）とマイナス幅が拡大した。先行指標の機械受注（外需）が10月に前月比▲37.2%と急減していることを踏まえると、11月以降の輸出数量がさらに落ち込んでいくことは確実な情勢である（図表2）。

輸出の減少に伴い、製造業の減産幅が急拡大している。10月の鉱工業生産は前

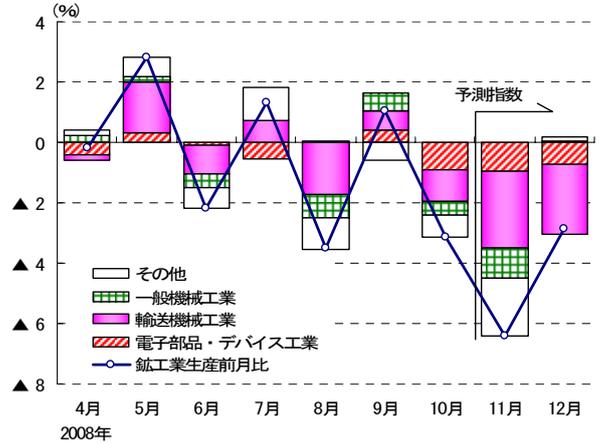
月比▲3.1%の減産となり、予測指数(11月:前月比▲6.4%、12月:同▲2.9%)から計算した10~12月期の鉱工業生産は前期比▲8.6%と四半期ベースでは統計開始(1955年)以来最大の減産が計画されている。業種別の内訳をみると、世界的な自動車販売の減少を受けて、大幅減産に転換した輸送機械が全体を大きく押し下げている(図表3)。ほかにも一般機械、電子部品・デバイス工業といった輸出ウエイトの高い加工業種が軒並み減産に転じる中で、鉄鋼・化学など川上の素材業種も全般に減産幅を拡大している。

図表2 機械受注(外需)の推移



(注) 季節調整値  
(資料) 内閣府「機械受注統計」

図表3 鉱工業生産(前月比)の寄与度分解

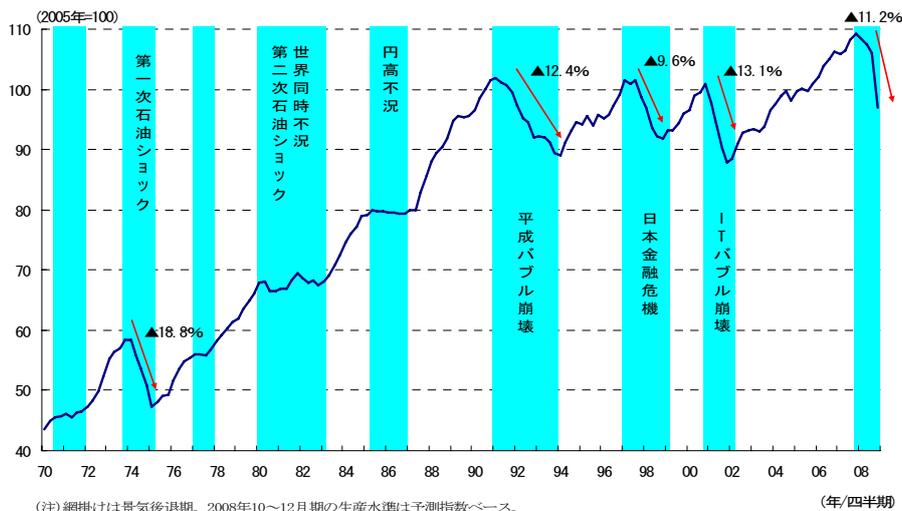


(資料) 経済産業省「鉱工業指数」「製造工業生産予測調査」

第一次石油ショック以来の  
大幅減産が視野に

10~12月期の鉱工業生産が予測指数通りの減産幅になった場合、直近ピーク(2007年10~12月期)からの減産幅は▲11.2%に達する(図表4)。その減産幅は90年代前半の平成バブル崩壊後の▲12.4%、2001年のITバブル崩壊後の▲13.1%に匹敵するものである。1955年以降でもっとも減産幅が大きかったのは第一次石油ショック後(1974~75年)の▲18.8%であるが、それ以来の大幅減産となる可能性が浮上している。

図表4 鉱工業生産の長期推移



(注) 網掛けは景気後退期。2008年10~12月期の生産水準は予測指数ベース。  
足元の景気後退期は2007年10~12月期を「景気の山」と仮定  
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」、内閣府

## 2. 2008・09 年度の日本経済見通し

2009年度も減益が続く見込み

2008年度の成長率を▲0.8%、2009年度の成長率を▲1.0%にそれぞれ下方修正

需給ギャップのマイナス幅は▲2%台後半まで拡大

高まる雇用不安への対策が必要

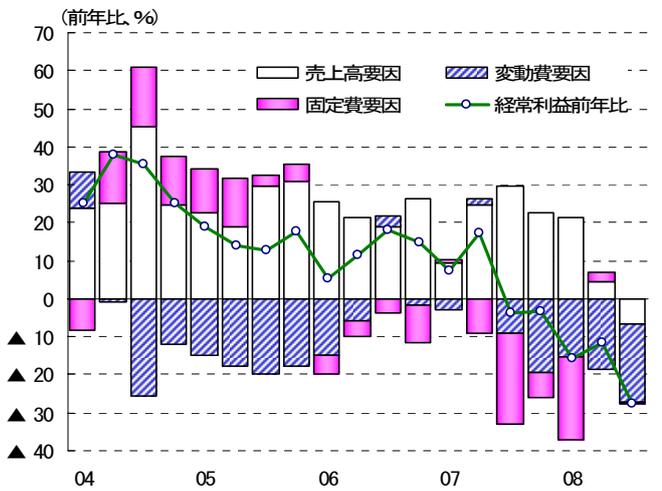
7～9 月期の法人企業統計は売上高が前年比▲0.2%、経常利益が同▲22.4%（今年度から調査対象に加わった金融持株会社を除くと同▲22.5%）と3 四半期連続の減収減益となった。製造業の経常利益の要因分解図をみると、売上が減少に転じたことと、交易条件悪化による変動費負担増が大幅減益の要因となっていることがわかる（図表 5）。2008 年度後半からは交易条件が改善に転じるため、変動費増による収益押し下げ幅は小さくなる。一方、輸出減などによって減収幅が拡大するため、2009 年度も減益局面が続くであろう。前半は交易条件悪化、後半は減収が響く2008 年度の企業業績は2 桁の減益がほぼ確実である（図表 6）。2009 年度は内外需要低迷による減収が響いて3 年連続の減益となろうが、原材料・燃料コストの低下などから減益幅は2008 年度に比べて縮小すると予想される。

今回の改訂では日本経済の2008 年度実質GDP成長率を▲0.8%（前回▲0.5%）、2009 年度実質GDP成長率を▲1.0%（前回▲0.9%）と、それぞれ前回予測（11 月19 日時点）から下方修正した（図表 7）。2008 年度の下方修正はGDP統計が過去に遡って修正されたという要因もあるが、2008 年度後半から2009 年度前半にかけては最近の情勢を踏まえて輸出・設備投資の予測をやや下方修正した。

みずほ総合研究所で試算しているGDPギャップ（需要－供給能力）は2008 年7～9 月期時点で▲0.5%となっている（図表 8）。本予測通りに日本経済の成長率が推移すれば、需給ギャップのマイナス幅は2009 年度にかけて▲2%台後半まで拡大する。消費者物価には、資源価格下落の要因に加え、需給が緩和することによる下落圧力も加わってくるであろう。

以上のように世界経済が失速する中で、日本経済も2 年連続のマイナス成長となることは免れないと予想している。足元では減産幅の拡大を受けて、製造業の非正規労働者を中心に調整圧力が強まっている。雇用不安の高まりは個人消費をさらに下振れさせる要因となる。非正規労働者については景気拡大期間中から所得格差の問題が指摘されてきたところでもあり、失業給付の要件緩和や給付期間延長といった雇用対策を講じて不安を和らげることが緊急に求められよう。

図表 5 製造業経常利益の要因分解



(注) 固定費＝人件費＋減価償却費＋純営業外費用として計算  
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

図表 6 企業収益の予測

		(単位:前年比%)				
		06年度	07年度	08年度 (予測)	09年度 (予測)	
全産業	売上高	7.3	1.5	▲1.7	▲1.0	
	経常利益	10.0	▲3.3	▲17.2	▲5.5	
	製造業	売上高	4.8	6.7	▲2.6	▲1.7
	経常利益	12.7	▲1.4	▲18.9	▲10.0	
非製造業	売上高	8.4	▲0.8	▲1.3	▲0.6	
	経常利益	8.1	▲4.7	▲15.9	▲2.0	
大企業	売上高	5.0	4.0	1.9	▲1.3	
	経常利益	12.8	▲0.7	▲12.9	▲1.9	
	製造業	売上高	6.5	5.1	0.7	▲1.9
	経常利益	13.7	▲2.2	▲17.1	▲9.4	
非製造業	売上高	3.8	3.1	2.8	▲0.8	
	経常利益	11.7	1.0	▲8.1	5.7	
中堅中小	売上高	8.9	▲0.3	▲4.2	▲0.7	
	経常利益	6.7	▲6.6	▲23.2	▲11.0	

(注) 2008年度より大企業・非製造業に金融持株会社を含む  
(資料) 財務省「法人企業統計季報」よりみずほ総合研究所作成

図表 7 日本経済の見通し

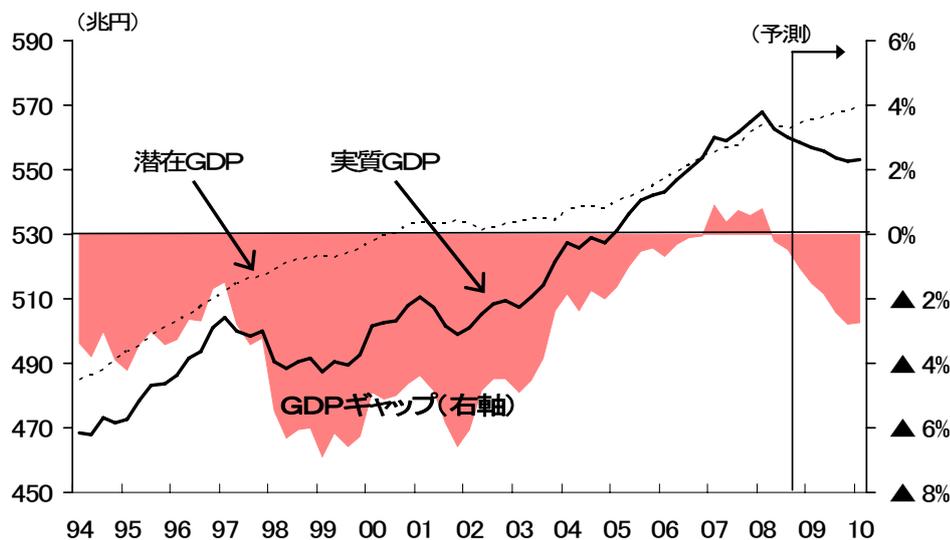
(単位:%)

	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)	2008年度		2009年度		2007年度 (寄与度) (実績)	2008年度 (寄与度) (予測)	2009年度 (寄与度) (予測)
				上期 (実績)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)			
				(実績)	(予測)	(予測)	(予測)			
実質GDP	1.9	▲0.8	▲1.0	▲1.8	▲1.4	▲1.0	▲0.7	-	-	-
国内需要	0.7	▲1.1	▲0.5	▲2.1	▲0.5	▲0.4	▲0.7	0.6	▲1.0	▲0.5
国内民間需要	0.6	▲1.2	▲1.1	▲1.7	▲1.3	▲1.0	▲1.1	0.5	▲0.9	▲0.8
個人消費	0.9	0.3	0.3	▲0.1	0.4	0.5	▲0.3	0.5	0.1	0.2
住宅投資	▲13.0	▲2.4	▲1.5	3.1	10.6	▲4.4	▲7.0	▲0.4	▲0.1	▲0.0
設備投資	2.3	▲4.5	▲4.9	▲5.8	▲8.3	▲3.9	▲3.5	0.4	▲0.7	▲0.7
国内公的需要	0.7	▲0.7	1.5	▲3.3	2.3	1.5	0.7	0.1	▲0.1	0.3
政府消費	2.2	0.1	1.6	▲2.5	2.2	1.6	0.9	0.4	0.0	0.3
公共投資	▲5.8	▲4.1	1.0	▲7.3	3.1	1.0	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.0
純輸出(寄与度)	1.2	0.2	▲0.5	0.1	▲0.8	▲0.6	▲0.0	1.2	0.2	▲0.5
輸出	9.3	0.4	▲4.8	▲1.1	▲7.0	▲5.9	▲0.1	1.4	0.1	▲0.8
輸入	1.8	▲1.7	▲2.6	▲2.8	▲3.2	▲3.6	▲0.1	▲0.2	0.2	0.3
名目GDP	1.0	▲1.6	▲0.5	▲3.1	▲0.2	▲0.0	▲1.9			
GDPデフレーター	▲0.9	▲0.9	0.5	▲1.5	▲0.2	1.1	▲0.2			
鉱工業生産	2.6	▲6.9	▲7.1	▲1.8	▲11.6	▲0.9	▲0.2			
完全失業率	3.8	4.2	4.6	4.1	4.3	4.5	4.7			
経常収支(兆円)	24.6	16.0	18.8	16.5	15.9	19.1	18.5			
対名目GDP比	4.8	3.2	3.7	3.2	3.1	3.8	3.7			
国内企業物価	2.3	4.0	▲2.3	6.0	2.0	▲3.0	▲1.6			
消費者物価	0.3	1.4	▲0.4	1.9	1.0	▲0.6	▲0.3			
長期金利(%)	1.59	1.49	1.35	1.60	1.39	1.30	1.40			
日経平均株価(円)	16,000	10,900	8,800	13,300	8,500	8,500	9,100			
為替相場(円/ドル)	114.2	101	96	106	95	94	97			
原油価格(WTI)	82.2	88.1	50.6	121.0	55.2	47.2	54.0			

(注) 1. 年度は前年比変化率、GDPの半期は前期比年率(GDPデフレーターは前年比変化率)。  
 2. 国内企業物価、消費者物価の半期は前年比変化率。消費者物価は、全国・除く生鮮食品。  
 3. 鉱工業生産の半期は前期比。完全失業率、経常収支の半期は季調値で、経常収支は年率換算。  
 4. 原油価格はWTI先物期近、長期金利は新発10年国債。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「生産・出荷・在庫指数」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」  
 日本銀行「国際収支統計」、「国内企業物価指数」

図表 8 GDPギャップの推移



(注) みずほ総合研究所推計。  
 (資料) 内閣府、経済産業省、総務省ほか

図表 9 米国経済予測総括表

(単位: %)

	2007年	2008年 (予測)	2009年 (予測)	2008年(予測)		2009年(予測)	
				上期	下期	上期	下期
GDP	2.0	1.3	▲1.0	1.1	▲0.5	▲2.1	0.9
個人消費	2.8	0.2	▲1.7	1.0	▲2.7	▲2.4	0.7
住宅投資	▲17.9	▲20.7	▲16.2	▲22.9	▲16.9	▲18.5	▲10.1
設備投資	4.9	2.9	▲5.5	2.7	▲1.4	▲8.3	▲4.1
在庫投資(億ドル)	▲25	▲345	7	▲304	▲386	▲174	189
政府支出	2.1	3.0	3.8	2.1	4.5	3.5	3.5
財・サービスの純輸出(億ドル)	▲5,465	▲3,877	▲3,644	▲4,217	▲3,538	▲3,597	▲3,692
財・サービスの輸出	8.4	7.5	▲5.2	6.7	2.5	▲9.0	▲5.0
財・サービスの輸入	2.2	▲2.7	▲5.4	▲2.8	▲5.0	▲6.8	▲3.0
国内最終需要	1.8	0.1	▲1.5	0.4	▲1.7	▲2.3	0.5
失業率	4.6	5.7	7.7	5.1	6.3	7.4	8.0
非農業部門雇用者数(1カ月当たり,千人)	127	▲156	▲164	▲55	▲256	▲260	▲69
個人消費支出デフレーター<前年比>	2.6	3.4	1.4	3.6	3.2	1.5	1.4
コア個人消費支出デフレーター<前年比>	2.2	2.2	1.5	2.2	2.1	1.6	1.4
経常収支 (億ドル)	▲7,312	▲6,929	▲5,842	▲3,588	▲3,341	▲2,878	▲2,964
<対名目GDP比>	▲5.3	▲4.8	▲4.0	▲5.0	▲4.7	▲4.0	▲4.1

(注) 暦年の値は前年比、半期の値は前期比年率の各伸び率。網掛けは予測。経常収支は、半期が季節調整値、暦年はその合計。対名目GDP比は年率。  
(資料) 米国商務省、米国労働省、みずほ総合研究所

図表 10 ユーロ圏経済予測総括表

(単位: %)

	2007年 (実績)	2008年 (予測)	2009年 (予測)	2008年		2009年	
				上期(予)	下期(予)	上期(予)	下期(予)
実質GDP	2.6	1.0	▲0.7	1.5	▲1.1	▲1.1	0.5
民間消費	1.6	0.3	0.2	▲0.1	▲0.1	0.1	0.6
政府消費	2.3	2.0	1.8	1.8	2.9	1.5	1.4
固定資本形成	4.2	1.4	▲3.3	3.0	▲3.3	▲4.5	▲0.7
外需(寄与度)	0.3	0.2	0.2	0.6	▲0.8	0.7	0.0
輸出	5.9	3.1	▲0.5	3.8	▲0.4	▲1.8	1.8
輸入	5.4	2.8	▲1.0	2.4	1.6	▲3.6	1.8
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.0	▲0.1	▲0.6	▲0.1	▲0.1	▲1.1	0.0
内需	2.4	0.8	▲0.9	0.9	▲0.3	▲1.8	0.4
消費者物価	2.1	3.4	1.3	3.5	3.2	1.6	1.1

(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。  
成長率は稼働日数調整後。

(資料) Eurostat

図表 11 アジア経済予測総括表

(単位：%)

	2007年	2008年		2009年	
			前回	前回	前回
アジア	9.5	7.4	7.6	6.0	6.1
N I E s	5.6	3.1	3.5	1.3	1.3
韓国	5.0	4.0	4.0	2.0	2.0
台湾	5.7	1.7	3.1	0.1	0.3
香港	6.4	3.2	3.2	1.2	1.2
シンガポール	7.7	2.1	2.9	1.0	1.0
ASEAN 4	6.1	5.2	5.3	3.4	3.6
タイ	4.9	4.5	4.7	2.8	3.3
マレーシア	6.3	5.5	5.5	3.4	3.4
インドネシア	6.3	5.9	5.9	4.0	4.0
フィリピン	7.2	4.2	4.1	2.9	2.9
中国	11.9	9.6	9.6	8.3	8.3

(注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。網掛けは予測値。

2. 平均値はIMFによる2007年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。  
(資料) 各国統計、みずほ総合研究所

### 経済予測チーム

全体総括:	矢野和彦	03(3591)1192	kazuhiko.yano@mizuho-ri.co.jp
米国経済:	小野亮	03(3591)1219	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
欧州経済:	中村正嗣	03(3591)1265	masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp
アジア経済:	平塚宏和(総括)	03(3591)1369	hiroказu.hiratsuka@mizuho-ri.co.jp
	伊藤信悟	03(3591)1378	shingo.ito@mizuho-ri.co.jp
	細川美穂子(中国)	03(3591)1376	mihoko.hosokawa@mizuho-ri.co.jp
日本経済:	山本康雄(総括)	03(3591)1243	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
	井上淳(雇用・消費)	03(3591)1298	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
	大和香織(外需)	03(3591)1284	kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp
	草場洋方(企業)	03(3591)1249	hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp
	千野珠衣(住宅)	03(3591)1294	tamai.chino@mizuho-ri.o.jp
	市川雄介(政府)	03(3591)1416	yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp
	松本惇(物価)	03(3591)1414	atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp
計量分析:	高林祐子	03(3591)1283	yuko.takabayashi@mizuho-ri.co.jp
金融市場総括:	武内浩二	03(3591)1244	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

※ 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

**MIZUHO**

The logo for Mizuho, featuring the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M' and ends under the 'O', arching slightly upwards in the middle.