

# 2008・09・10年度内外経済見通し

(2008年10～12月期2次QE後改訂)

2009年3月13日

調査本部

TEL. 03-3591-1243

2008年10～12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・10年度の内外経済見通しを改訂しました。概要は以下の通りです。

## <海外経済>

- 米国経済 : 民需が落ち込み、景気対策後の回復も脆弱  
2009年 : ▲2.5% (前回▲2.4%)  
2010年 : +1.3% (前回+1.3%)
- 欧州経済 : 信用収縮で民需が落ち込み、2009年はマイナス成長  
2009年 : ▲2.6% (前回▲2.5%)  
2010年 : +0.5% (前回+0.5%)
- アジア経済 : 輸出減の影響で2009年は失速  
2009年 : +3.4% (前回+3.7%)  
2010年 : +6.4% (前回+6.4%)

## <日本経済>

- 2008年度 : ▲3.1% (前回▲2.8%)  
年度後半にかけ、輸出・設備投資の減少幅が拡大
- 2009年度 : ▲4.9% (前回▲4.6%)  
国内需要・輸出とも落ち込み、デフレリスクが増大
- 2010年度 : +0.9% (前回+0.8%)  
回復ペースは鈍く、デフレリスクが残存

以上

## 1. 景気の現状

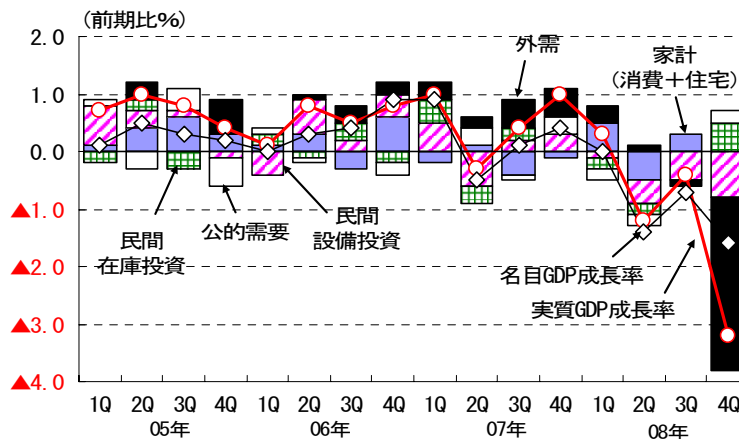
10～12月期の実質GDP2次速報は在庫投資を中心に小幅上方修正

2008年10～12月期の実質GDP成長率2次速報値は、前期比▲3.2%（年率▲12.1%）となり、1次速報の前期比▲3.3%（年率▲12.7%）から小幅上方修正された（図表1）。国内需要が上方修正されたが、「意図せざる在庫増」の性格が強い民間在庫投資の上振れによるものであり、ポジティブに評価することはできない。

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は1次速報の前期比▲5.3%から同▲5.4%にわずかに下方修正された。在庫投資は仕掛品の積み増し幅拡大などにより、実質GDP前期比に対する寄与度は+0.4%Ptから+0.5%Ptに上方修正された。その結果、国内民間需要の実質GDP前期比に対する寄与度は▲0.5%Ptから▲0.4%Ptに上方修正となった。また、政府最終消費支出（前期比+1.2%⇒同+1.4%）と公的固定資本形成（同▲0.6%⇒同+0.1%）はいずれも上方修正となったが、公的需要の寄与度は+0.2%Ptで変わっていない。民間需要と公的需要を合わせた国内需要の寄与度は▲0.3%Ptから▲0.1%Ptに上方修正された。輸出（前期比▲13.9%⇒同▲13.8%）と輸入（同+2.9%⇒同+3.0%）はわずかの修正にとどまり、外需寄与度は▲3.0%Ptで1次速報から変わらなかった。

GDPデフレーターは前年比+0.9%から同+0.7%に下方修正された。また、名目GDP成長率は前期比▲1.6%（年率▲6.4%）と1次速報（前期比▲1.7%、年率▲6.6%）からわずかながら上方修正された。

図表1 10～12月期2次QE結果



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

1～3月期も年率2ケタのマイナス成長が濃厚

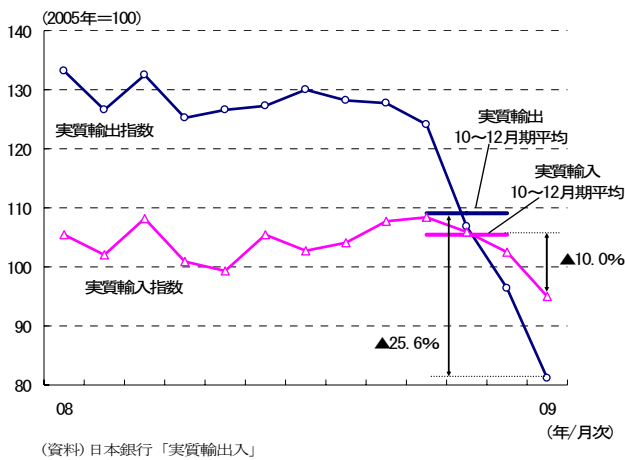
2009年1～3月期も、国内需要・外需ともに厳しい状況が続いている。特に、輸出は過去最大の減少だった昨年10～12月期をも上回るマイナスとなることが予想される。1月時点の実質輸出（日銀発表ベース）は、昨年10～12月期平均に比べて▲25.6%も低い水準となっており、実質輸入の▲10.0%に比べて落ち込みが大きい（図表2）。さらに、先行指標である機械受注（外需）の動きをみても、1月時点で下げ止まりの動きはみられていない（図表3）。1～3月期のGDPベース実質輸出は前期比で2割を超える減少となりそうだ。輸入も減少に転じるため、外需寄与度は昨年10～12月期の▲3.0%Ptよりは小さくなる見込みだが、引き続き実質GDP前期比を▲2%前後押し下げる要因となりそうである。

国内需要については、昨年10～12月期よりマイナス幅が拡大するとみられる。所得環境の悪化を受けて、自動車や衣料品を中心に消費者の買い控え傾向が強まっ

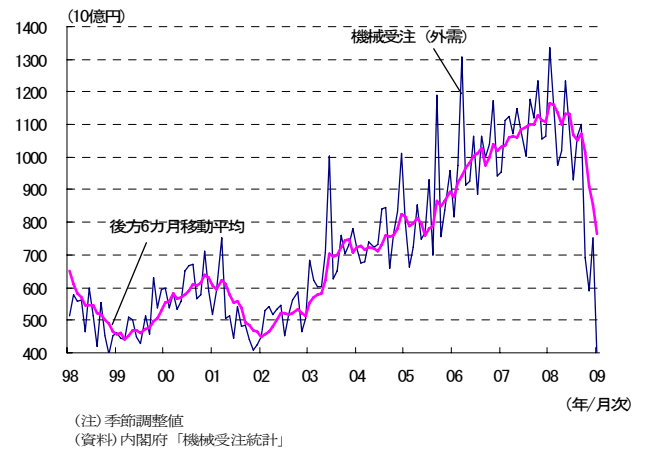
ている。大幅減産に伴う残業代の減少を主因に、名目賃金は足元で減少幅を拡大している(図表 4)。自動車や百貨店販売は前年比マイナス幅が拡大しており(図表 5)、個人消費は1~3月期も前期比で減少しそうだ。定額給付金については、3月中に支給する自治体が少ないことから、1~3月期にはほとんど効果は現れないだろう。また、機械受注などの先行指標からみて、設備投資の減少幅はさらに拡大すると予想される。大幅減産などによって在庫投資はマイナス寄与に転じるとみられ、そのことも成長率を押し下げる要因となる。

以上の需要動向を踏まえると、1~3月期の実質GDPは、外需が大きく足を引っ張る状況が続く中で国内需要の落ち込みが深まり、2四半期連続で年率2ケタのマイナス成長となる可能性が高い。その結果、2008年度の実質GDP成長率は▲3.1%(前回:▲2.8%)まで落ち込む見込みである。

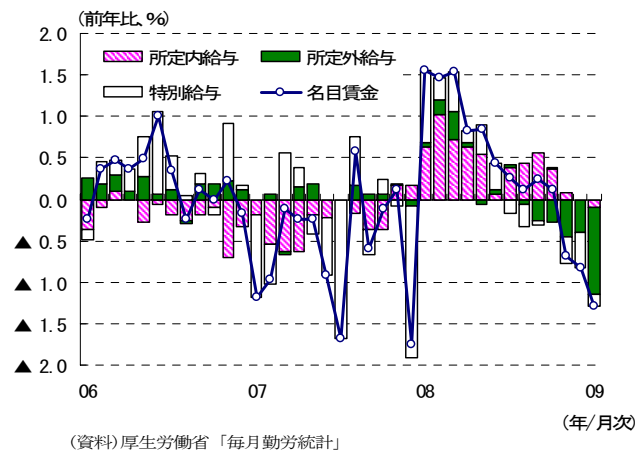
図表 2 実質輸出入



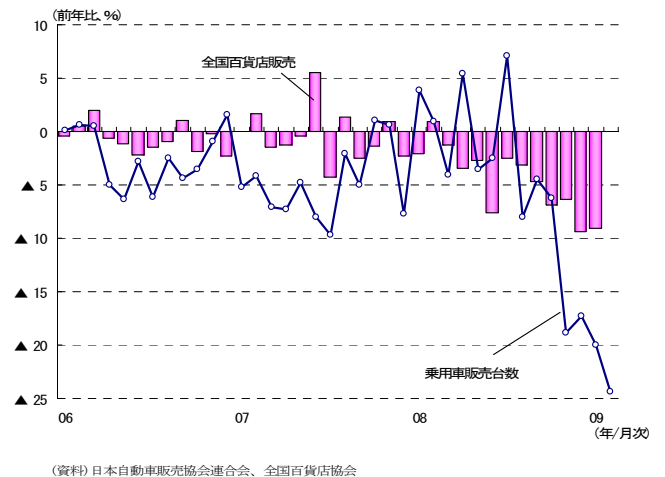
図表 3 機械受注(外需)



図表 4 名目賃金



図表 5 乗用車・百貨店販売



## 2. 2009・10 年度の日本経済見通し

製造業を中心とした大幅減益が2009年度も続く見込み

2009年度の成長率予測を▲4.9%に下方修正

需給ギャップのマイナス幅は▲8%台まで拡大

早急にデフレ回避のための内需刺激策を

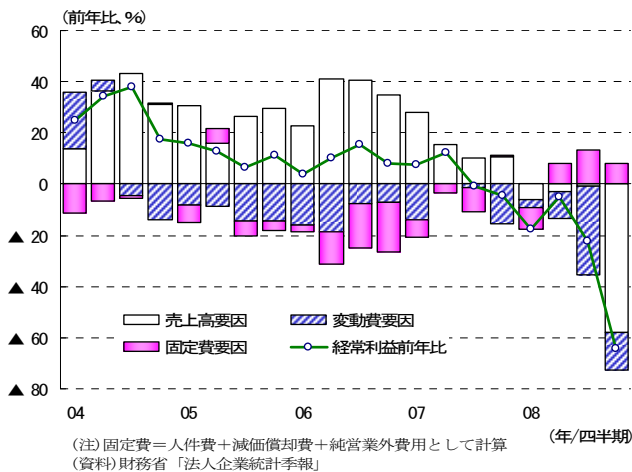
昨年 10～12 月期の法人企業統計は売上高が前年比▲11.6%、経常利益が同▲64.1%と大幅な減収減益となった。経常利益の要因分解図をみると、売上の急減が固定費削減の効果打ち消して大幅減益となっていることがわかる(図表 6)。特に、需要減と円高の影響で製造業の経常利益は同▲94.3%減とほぼ利益がゼロの状況に陥っており、輸出ウエイトの高い輸送機械や電気機械はすでに赤字に転落している。2009 年度にかけて、エネルギー価格低下による交易条件の改善効果がある程度見込めるものの、需要減による減収の影響が大きく、製造業を中心に大幅な減益局面が続くことは避けられないだろう(図表 7)。なお、2010 年度は需要の下げ止まりを受けて増益に転じるものの、低い利益水準にとどまると予想している。

2008 年度後半の急激な実質GDPの落ち込みを受けて、2009 年度は大幅なマイナスのゲタ(▲4.4%と予測)をはいてのスタートとなる。今回の改訂では日本経済の2009 年度実質GDP成長率を▲4.9%(前回▲4.6%)に下方修正した(図表 8)。なお、2009 年後半、海外経済の底入れとともに日本経済も下げ止まり、2010 年には脆弱ながらも景気が回復に向かうとの見方は前回予測から変えていない。2010 年度の実質GDP成長率は+0.9%(前回+0.8%)と予想している。

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 10～12 月期時点で▲4.0%となっている(図表 9)。本予測通りに日本経済の成長率が推移すれば、GDPギャップのマイナス幅は2009 年度にかけて▲8%台程度まで拡大する。また、2010 年度にかけてもGDPギャップのマイナス幅はあまり縮小せず、2010 年度末時点でも▲6%を超えるデフレギャップが残存する。食品・エネルギーを除く消費者物価(コアコアCPI)は、2010 年度を通じて下落傾向を強めていくであろう。

以上のように、日本経済は 2 年連続の大幅マイナス成長に陥る中で、再び深刻なデフレリスクに直面することになる。2009 年中に海外経済が底入れするという見方に対しても下振れリスクは大きく、2009 年中に輸出減に歯止めがかかるとの保証があるわけでもない。日本としては拡大したGDPギャップのマイナスを少しでも自力で埋めるべく、内需刺激のための追加経済対策を早急に講じる必要がある。

図表 6 経常利益の要因分解



図表 7 企業収益の予測

(前年比, %)		07年度	08年度 (予測)	09年度 (予測)	10年度 (予測)	
全産業	売上高	1.5	▲ 6.4	▲ 8.4	0.2	
	経常利益	▲ 3.3	▲ 37.7	▲ 43.6	15.7	
	製造業		6.7	▲ 10.9	▲ 20.0	3.4
	経常利益	▲ 1.4	▲ 58.4	▲ 86.1	201.3	
非製造業		▲ 0.8	▲ 4.3	▲ 3.5	▲ 0.9	
経常利益		▲ 4.7	▲ 21.3	▲ 25.7	1.1	
大企業	売上高	4.0	▲ 4.2	▲ 13.6	0.6	
	経常利益	▲ 0.7	▲ 40.9	▲ 47.2	23.0	
	製造業		5.1	▲ 9.2	▲ 24.1	4.3
	経常利益	▲ 2.2	▲ 60.7	▲ 83.0	184.5	
非製造業		3.1	▲ 0.2	▲ 5.9	▲ 1.6	
経常利益		1.0	▲ 18.7	▲ 27.9	2.3	
中堅中小	売上高	▲ 0.3	▲ 8.0	▲ 4.5	▲ 0.1	
	経常利益	▲ 6.6	▲ 33.3	▲ 39.1	8.0	

(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

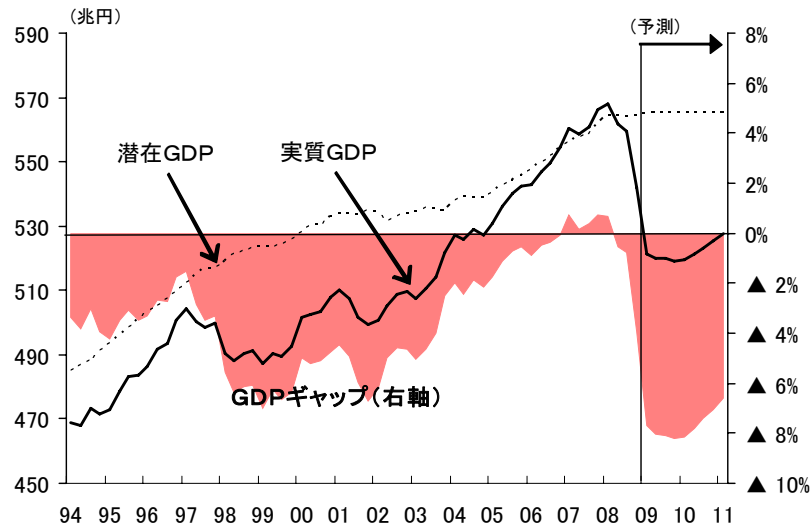
図表 8 日本経済の見通し

(単位:%)

	2007年度 (実績)	2008年度 (予測)	2009年度 (予測)	2010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)	2010年度 (寄与度) (予測)
					上期 (実績)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)				
実質GDP	1.9	▲3.1	▲4.9	0.9	▲2.3	▲10.1	▲4.4	▲0.3	-	-	-	-
国内需要	0.7	▲1.8	▲2.7	0.4	▲2.7	▲2.4	▲3.5	▲1.1	0.6	▲1.7	▲2.6	0.4
国内民間需要	0.6	▲2.2	▲4.2	0.3	▲2.6	▲4.0	▲5.6	▲1.6	0.5	▲1.7	▲3.1	0.2
個人消費	0.8	▲0.2	▲0.5	0.3	▲0.5	▲1.0	▲0.5	▲0.3	0.5	▲0.1	▲0.3	0.2
住宅投資	▲13.0	▲2.2	▲3.1	1.2	4.6	9.7	▲9.5	▲1.6	▲0.4	▲0.1	▲0.1	0.0
設備投資	2.3	▲8.7	▲16.5	▲0.8	▲8.3	▲20.3	▲19.2	▲7.3	0.4	▲1.4	▲2.5	▲0.1
国内公的需要	0.7	▲0.3	2.6	0.8	▲2.7	3.2	3.5	0.4	0.1	▲0.1	0.6	0.2
政府消費	2.2	0.5	2.6	1.6	▲2.2	3.5	2.8	1.4	0.4	0.1	0.5	0.3
公共投資	▲5.8	▲3.8	2.5	▲3.2	▲5.2	1.8	7.0	▲4.3	▲0.2	▲0.1	0.1	▲0.1
純輸出(寄与度)	1.2	▲1.3	▲2.1	0.5	0.1	▲7.1	▲0.9	0.8	1.2	▲1.3	▲2.1	0.5
輸出	9.3	▲9.8	▲23.6	7.1	▲1.1	▲41.5	▲24.7	6.1	1.4	▲1.6	▲3.5	0.8
輸入	1.8	▲2.5	▲13.2	3.2	▲3.0	▲5.8	▲21.8	▲1.3	▲0.2	0.3	1.5	▲0.3
名目GDP	1.0	▲3.3	▲3.9	▲0.0	▲3.4	▲6.7	▲3.6	▲1.9				
GDPデフレーター	▲0.9	▲0.3	1.0	▲0.9	▲1.5	1.1	2.3	▲0.4				
鉱工業生産	2.6	▲12.2	▲23.9	3.6	▲1.8	▲22.3	▲13.8	1.7				
完全失業率	3.8	4.1	5.3	5.5	4.0	4.2	5.0	5.5				
経常収支(兆円)	24.5	12.3	14.8	18.0	17.5	8.8	13.4	15.9				
対名目GDP比	4.7	2.5	3.1	3.8	3.4	1.8	2.8	3.3				
国内企業物価	2.3	3.7	▲5.7	0.8	6.0	1.3	▲6.8	▲4.5				
消費者物価	0.3	1.3	▲1.4	▲0.1	1.9	0.7	▲1.5	▲1.3				
長期金利(%)	1.59	1.47	1.19	1.38	1.60	1.33	1.20	1.18				
日経平均株価(円)	16,000	10,800	7,800	9,000	13,300	8,300	7,500	8,100				
為替相場(円/ドル)	114.2	100	98	102	106	95	97	99				
原油価格(WTI)	82.2	86	45	61	121.0	51	42	49				

(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 9 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 10 米国経済予測総括表

(単位: %)

	2008年	2009年 (予測)	2010年 (予測)	2008年		2009年(予測)		2010年(予測)	
				上期	下期	上期	下期	上期	下期
GDP	1.1	▲2.5	1.3	1.1	▲1.2	▲4.3	▲0.0	1.6	1.9
個人消費	0.2	▲2.3	0.4	1.0	▲2.7	▲2.8	▲1.0	0.7	1.0
住宅投資	▲20.7	▲23.4	▲12.0	▲22.9	▲16.9	▲26.9	▲22.7	▲11.5	0.0
設備投資	1.7	▲12.2	1.6	2.7	▲5.9	▲17.9	▲6.1	4.2	4.5
在庫投資(億ドル)	▲276	▲153	▲158	▲304	▲248	▲335	30	▲80	▲235
政府支出	2.9	4.0	5.9	2.1	4.3	3.1	5.6	6.1	5.9
財・サービスの純輸出(億ドル)	▲3,923	▲3,793	▲3,980	▲4,217	▲3,630	▲3,786	▲3,799	▲3,903	▲4,058
財・サービスの輸出	6.2	▲10.5	1.6	6.7	▲2.2	▲17.8	▲2.8	3.2	3.0
財・サービスの輸入	▲3.4	▲9.0	2.4	▲2.8	▲7.7	▲12.9	▲2.1	3.7	4.1
国内最終需要	▲0.0	▲2.6	1.4	0.4	▲2.2	▲3.8	▲0.6	2.0	2.4
失業率	5.8	9.4	9.1	5.2	6.5	8.9	9.8	9.2	9.0
非農業部門雇用者数(1カ月当たり,千人)	▲187	▲238	▲13	▲82	▲291	▲380	▲95	▲38	13
個人消費支出デフレーター<前年比>	3.3	0.7	1.5	3.6	3.1	0.9	0.5	1.4	1.5
コア個人消費支出デフレーター<前年比>	2.2	0.7	0.8	2.2	2.1	1.1	0.4	0.6	1.1
経常収支 (億ドル)	▲6,761	▲4,335	▲4,612	▲3,566	▲3,195	▲2,247	▲2,088	▲2,281	▲2,331
<対名目GDP比>	▲4.7	▲3.0	▲3.1	▲5.0	▲4.5	▲3.2	▲2.9	▲3.1	▲3.1

(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 11 ユーロ圏経済予測総括表

(単位: %)

	2007年 (実績)	2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)	2008年		2009年	
					上期	下期	上期(予)	下期(予)
実質GDP	2.6	0.7	▲2.6	0.5	1.6	▲2.2	▲4.1	0.1
民間消費	1.6	0.6	▲0.2	0.4	0.5	▲0.7	▲0.4	0.5
政府消費	2.4	2.0	1.3	1.6	2.3	1.9	0.7	1.8
固定資本形成	4.3	0.6	▲7.5	▲1.3	2.3	▲5.0	▲10.4	▲3.9
外需(寄与度)	0.3	0.0	▲0.4	0.1	0.8	▲1.8	0.1	0.0
輸出	6.1	1.8	▲8.7	2.5	4.4	▲7.2	▲13.7	0.8
輸入	5.5	1.8	▲8.0	2.3	2.6	▲3.1	▲14.4	0.7
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.1	▲0.1	▲0.7	0.1	▲0.5	0.7	▲1.9	0.3
内需	2.4	0.7	▲2.2	0.4	0.8	▲0.4	▲4.3	0.1
消費者物価	2.1	3.3	0.7	1.5	3.5	3.1	0.7	0.8
コア・インフレ率	1.9	1.8	1.7	1.0	1.8	1.9	1.8	1.6

(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、みずほ総合研究所

図表 12 アジア経済予測総括表

(単位：%)

	2008年	2009年		2010年	
			前回	前回	前回
アジア	6.7	3.4	3.7	6.4	6.4
NIEs	1.7	-4.8	-4.5	2.4	2.4
韓国	2.5	-4.9	-4.9	2.7	2.7
台湾	0.1	-5.0	-4.4	2.1	2.4
香港	2.5	-3.3	-3.1	2.4	2.2
シンガポール	1.1	-5.5	-4.5	2.0	1.5
ASEAN4	4.7	0.0	1.1	2.6	2.6
タイ	2.6	-3.5	-0.5	2.3	2.3
マレーシア	4.6	-3.0	-1.0	2.4	2.5
インドネシア	6.1	2.8	2.8	3.0	3.0
フィリピン	4.6	1.8	1.8	2.4	2.4
中国	9.0	7.0	7.0	8.5	8.5

(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
	下園瑞穂	03(3591)1248	mizuho.shimozono@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:	内藤啓介(総括)	03(3591)1418	keisuke.naitou@mizuho-ri.co.jp
	山本康雄(総括)	03(3591)1243	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
	井上淳(政府)	03(3591)1298	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
	大和香織(雇用・消費)	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(物価)	03(3591)1294	tamai.chino@mizuho-ri.co.jp
	市川雄介(住宅)	03(3591)1416	yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp
	松本惇(外需)	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.