

まばゆい市場の落とし穴

常務取締役 岡山 信夫

太陽が西に沈み、空が群青色に変わるころ、一つひとつ星が煌めきはじめる。そして夜の闇が濃くなるにつれて、さらに多くの星たちが見えてくる。サブプライムローンに端を発する問題の見え方は、そんな夜の光景を思い浮かばせる。

通常感覚では出せないローン、流動性確保の必要性と限界、不透明なCDO組成、格付けの信頼性、あやしいフェアバリュー、景気への波及・・・時を経るに従って、はっきり見えてくるものもあれば、チラチラしていてまだよく見えないものもある。

しかし、夜空に星を見つけるわくわくした感じは微塵もなく、見えてくるものがひとつずつ増えてきても、なんだかつまらない、がっかりする感覚にとらわれる。

ここ数年、金融機関はリスクマネジメントやガバナンスの向上にむけ、リスク計量の高度化やSOX法対応等に取り組み、データの正確性を黙々と検証し、業務プロセスを明確化・文書化するなど膨大な作業を積み重ねる実務（結構なストレスがかかっている）を強いられてきた。まさにその同じ時期に、フェアバリューさえない商品に把握できない商品がさほどの疑いもなく世界中にいと簡単にばら撒かれ、突然巨額損失を被る機関が続出、あげくの果てには、本来あってしかるべき政策の足かせにもなっているという一種滑稽な事態を現出しているのだから、脱力感もやむをえない。想像力を欠く狭量な教条主義の陥穽。そして、いびつな金融政策は新たな歪みを生むことになる。

そもそも、オリジネーターが有した原資産のリスクの合計は、証券化・複合商品化されても、変わらない。そのリスクは過小に評価されるべきでなく、逆に過大に評価する必要もない。今回の動揺で、MBSのみならずクレジット投資のマーケットは一様に収縮方向（スプレッドは拡大）に向かった。「買われすぎの修正」とどまらず、冷静な計算の世界の境界も定かでないような状況になっている。

ポートフォリオを構築している投資家にとって、重要なことはポートフォリオ全体の健全性と収益性である。冷静かつ合理的な視点でリスクリターンを慎重に計算した上で、将来にわたってポートフォリオの健全性確保・収益力アップに寄与すると判断される投資はどのような時期においても必要であり、それは今この時点でも変わらない。

雲が月や星を隠していても、我々は雲に隠れた月や星が空にあることを認識している。しかし、明るい太陽の光のもとでは、月や星は我々の目に捉えられないばかりか、天空に存在することすら忘れられている。

まばゆい明るさの中で見えないものは、雲に隠れたものよりも、存在そのものに関心が向かないという意味でたちが悪い。まばゆい市場の落とし穴は、落ちてみてはじめてその存在と大きさに気づくものなのだろう。

情勢判断

国内経済金融

2008 年 7 ~ 9 月期まで利上げ環境は整わないと予想

～ 物価はプラスに転じるが、国内経済は景気回復感なき展開が継続 ～

南 武志

要旨

夏場以降、景気の牽引役である輸出・生産動向に改善の動きが見られるが、米サブプライム問題の影響により、10～12月期以降は世界経済の成長減速が目立ち始めるものと予想される。加えて、日本では改正建築基準法に伴う建築確認業務の混乱もあり、住宅着工の大幅減が当面の景気の下押し要因として作用し続けるだろう。物価は食料品、エネルギーを中心に値上げの動きが強まっており、近々コアCPIが前年比プラスに転じると予想されるが、国内景気は当面の間は改善テンポが鈍い状態が続くだろう。

内外の金融市場は、世界経済の減速懸念もあり、「質への逃避」的な動きが強まっており、「株安・金利低下・円高」が進行している。こうした情勢を受けて、日銀の追加利上げ時期は大幅に後ずれすると予想する。利上げ判断のためには、少なくとも米国経済の調整に一定の目処が立つ必要があるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2007年		2008年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.499	0.50	0.50	0.50	0.75
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.846	0.80～0.95	0.80～0.95	0.85～1.00	0.95～1.20
短期プライムレート (%)		1.875	1.875	1.875	1.875	2.125
新発10年国債利回り (%)		1.415	1.40～1.75	1.50～1.80	1.60～1.90	1.75～2.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.8	105～115	103～113	100～110	100～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.6	157～167	155～165	150～160	150～160
日経平均株価 (円)		14,888	16,000±1,000	16,250±1,000	16,500±1,000	17,000±1,000

(資料)NEEDS・FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成

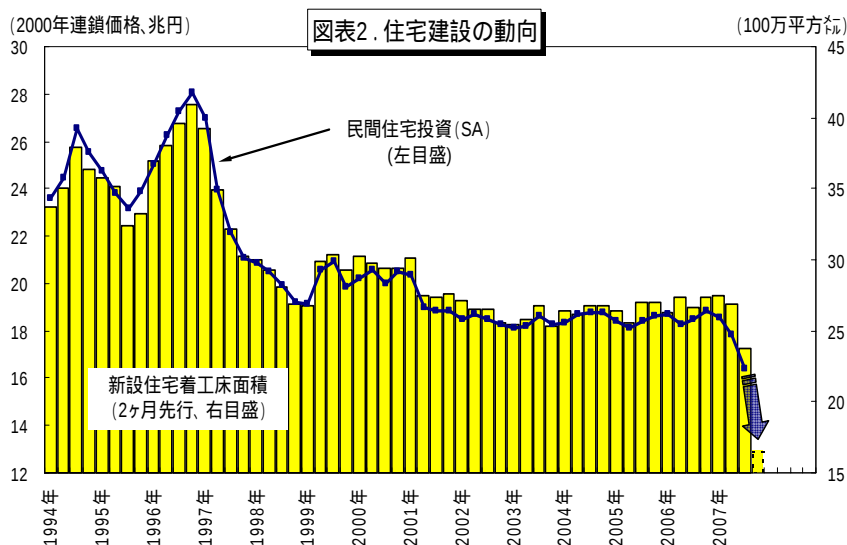
(注)無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は2007年11月22日時点。

国内景気・現状・展望

米国ではサブプライム住宅ローン問題に伴う流動性逼迫や主要金融機関による多額の損失計上などによって、個人消費など实体经济に対する悪影響が懸念される状態が続いている。一方、国内でも改正建築基準法の施行による建築確認業務の混乱もあって新設住宅着工がマンションなどを中心に大幅な落ち込みを見せるなど、07年下期になって内外の経済動向は「住宅市場の調整」に頭を悩ませる状況となっている。さりと

て、夏場以降の国内景気は、年前半に見られた足踏み状態から脱却する動きが続いており、これまでのところ、「住宅市場の調整」が景気悪化をもたらしていることを示唆する経済指標はあまり散見されていない。

10月の貿易統計によれば、対米輸出は金額ベースでは前年比▲1.5%と2ヶ月連続、数量ベースでは同▲3.2%と8ヶ月連続で、ともにマイナス状態となっている。しかし、水準としては9月に大幅に落ち込んだ後に持ち直す動きを見せるなど、米国経済が一



(資料) 国土交通省、内閣府

(注) 着工床面積は「着工」と「進捗」の時間差を考慮、着工床面積の07年10～12月期は当総研予測。

方的に落ち込んでいるというわけもない。また、それを補う格好で、EU・アジア向けの輸出が堅調に推移しているため、全体としての輸出増勢は維持されている。つまり、輸出依存の高い経済成長を続ける日本経済にとって、好環境が保たれているといえる。

もちろん、こうした環境が将来的にも保証されているわけではない。米国の住宅市場の調整は年明け以降も継続する可能性があるほか、このところ消費者マインドの悪化の度合いが強まるなど、米国経済の先行き減速懸念は根強い。その影響を受けて、足許で増加基調にある輸出・生産動向も、今後は勢いがかなり抑えられたものになると予想される。賃金を通じた「企業から家計への波及」、さらには「生産・所得・支出の循環」が目詰まりを起こしている日本経済にとっては、08年度上期を中心に景気回復感がなかなか伴わない展開が続くだろう。

当総研では、11月16日に公表されたGDP第一次速報を受けて、日本経済見通しの改訂を行った。なお、従来の見通しと比較すると、住宅投資の落ち込みと世界経済の成

長減速の可能性を加え、07年度の実質成長率を前年度比+1.4%、08年度を+1.8%と、いずれも下方修正した（後掲「2007～08年度改訂日本経済見通し」を参照のこと）。

一方、物価面では、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は9月ま

で7ヶ月連続での前年比下落となっているが、今秋以降、国際商品市況高騰の影響もあり、食料品・エネルギーを中心に値上げが本格化し始めている。こうした動きを受けて、11月分以降のコアCPI上昇率は再び前年比プラスに転じてくる可能性が高い。しかしながら、低調な民間消費動向を考慮すれば、マクロ的な需給環境の大幅な改善が当面は見込めず、ベース部分のインフレ率が徐々に高まっていく姿を見通すことは依然困難な状況である。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、10月31日に、当面の金融政策運営の基礎資料となる「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」を公表した。内容的には、米サブプライム問題に伴う世界経済減速といった下振れリスクにふれながらも、それらが日本を含むその他地域へ及ぼす悪影響は限定的であり、日本経済の成長シナリオは依然崩れていないとの見方を維持している。また、経済・物価情勢の改善の度合いに応じた金利調整が必要との認

識を示すなど、引き続き追加利上げ時期を模索していることも再確認された。

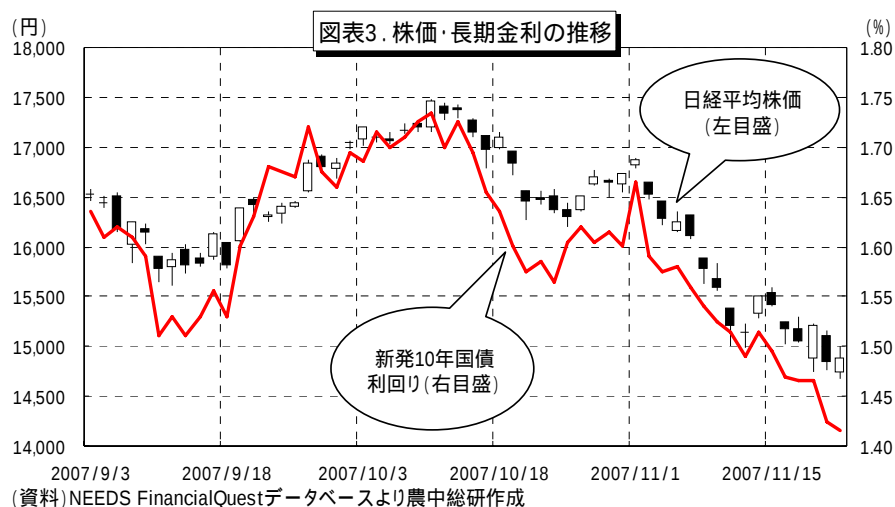
しかし、バーナンキ米 FRB 議長は、10～12 月期以降、米国経済は顕著に減速し、それが 08 年前半ま

で続くとの見方を示すなど、米国経済の先行きを懸念する意見は根強い。また、内外の主要金融機関でのサブプライム問題に伴う損失見込み額が膨張する傾向にあることも、世界的な信用収縮が本格化し、ひいては実体経済へ悪影響を及ぼすのではないかと、といった悲観的な見方を強めることにつながっている。

欧米中央銀行がインフレ警戒姿勢を続けながらも、信用秩序維持や景気悪化の阻止に本腰を入れ始めている以上、日銀が独自判断で利上げを決断できる状況にはないと見るのが妥当であろう。少なくとも米国経済の調整に一定の目処が立つまでは利上げ判断は見送られる公算が強いと思われる。次回の利上げは早くても「08 年 7～9 月期」へと、これまでの「08 年 1～3 月期」から予想時期を半年ほど後方に予想を変更する。

市場動向：現状・見通し・注目点 債券市場

10 月下旬にかけて一旦は上昇する動きを見せた長期金利（新発 10 年国債利回り）であるが、傾向的には、6 月 13 日につけた 1.985% をピークにほぼ一貫した低下局面



が続いている。特に、11 月に入ってから、米サブプライム問題に対する懸念が強まった結果、「質への逃避」的な様相を強め、22 日には一時、05 年 9 月以来となる 1.4% 割れとなるなど、金利低下傾向に拍車がかかっている。

日銀による追加利上げ観測は大幅に後退したとはいえ、長期金利が量的緩和政策解除前の水準で定着するには、先行き日本経済が失速し、利下げ観測が浮上する必要があると考えられるが、実際にはそこまで想定している市場参加者はほとんどいないのではないだろうか。つまり、現状の 10 年 1.5% 割れという金利水準は、標準的な経済・物価シナリオに対して下振れしている可能性が高い。それゆえ、いずれ、景気に対する過度の悲観論が後退する過程で、長期金利は上昇するものと予想するが、米サブプライム問題の根は深いことから、今しばらくは変動を伴いながらも総じて低水準の金利環境が続くだろう。

株式市場

10 月後半には米国での連続利下げの期待感を背景に、日本株は持ち直す動きが見ら

れ、日経平均株価は 17,000 円に迫る状況であった。しかし、11 月に入ると米サブプライム問題に伴う海外金融機関の損失懸念が再燃したこと、円高ドル安が進行したこと、建設・建築関連指標の悪化傾向が強まっていることなどが、株価下落要因として作用し始めている。その結果、日経平均株価は年初来安値となる 15,000 円割れとなるなど、冴えない展開となっている。

ただし、現状はかなり悲観的な見方が市場全体を覆っている状態であり、今後も円高傾向が続いたとしても、「国内景気は失速せずに持ち堪える」との景気シナリオに立てば、割安感も醸成されつつある日本株に対する再評価が出てくるものと考えられる。もちろん、米サブプライム問題が再び注目されることで、年明け後に再び下落する可能性は否定できないが、年末にかけて一旦は持ち直す動きも出てくると予想する。

外国為替市場

外国為替市場は、米国経済の減速懸念やそれに伴う利下げ観測の強まりを受けて、ドルの全面安といった様相が強まっている。10 月中旬には「米サブプライム問題は峠を越えた」との観測も浮上するなど、株価の戻りに歩調を合わせて再び円安方向に向かう動きも見られたものの、その後は米サブプライム問題の深刻さへの認識が再び強まり、11 月下旬にかけて 05 年 6 月以来の水準となる 1 ドル = 108 円台まで円高

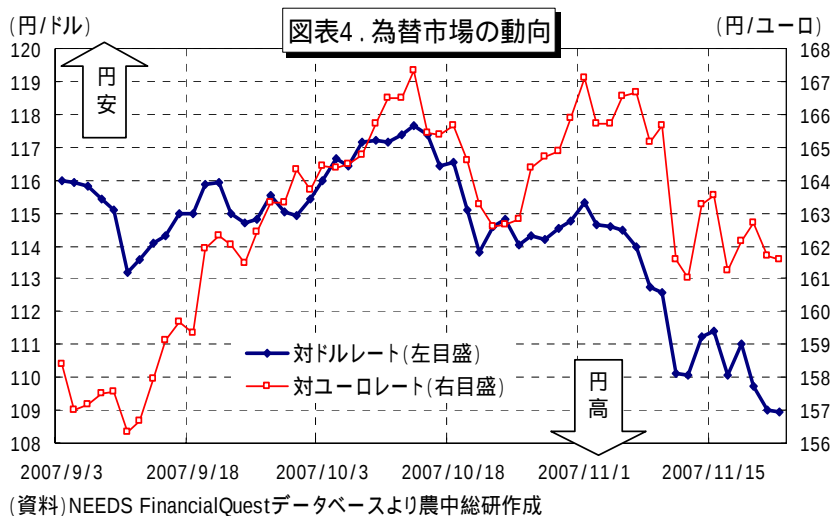
が進行した。

先行きについては、これまでの為替レート変動の主要因であった「金利格差」要因を基に考えるのが引き続き有効であると思われる。以下、各国の金融政策の現状および先行きの方向性に対する思惑についてふれながら為替レートの見通しをしてみたい。

まず、米国では原油高などインフレ懸念が残るものの、金融システム不安や景気減速に対する懸念も根強く、市場では来年初頭にかけて漸次利下げを実施することを視野に入れている。日本では、昨今の金融情勢から、市場の日銀による追加利上げの予想時期は大幅に後ろ倒しされている。欧州中央銀行 (ECB) もインフレ警戒から利上げの意思を示しつつも、景気減速懸念もあり、今しばらく利上げは困難と受け止められている。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは日米金利差が縮小する可能性を織り込みながら、円高基調が続くと予想する。一方、対ユーロでは、ECB による追加利上げの可能性を見極めつつ、現状の 1 ユーロ = 160 円台前半を中心とした展開が続くと思われる。

(2007.11.22 現在)



サブプライム問題と成長減速から F R B は利下げ継続と予想

要 旨

渡部 喜智

10 月末の F O M C 声明文で追加利下げに慎重な文言が加わり利下げ観測は一旦、後退した。しかし、F O M C 参加者の成長下振れ懸念が明らかになるとともに、サブプライム問題の実態経済や金融市場への波及リスクが高まりを見せているかなで、利下げ観測が再び強まっている。インフレ・リスクが残り、モラルハザード助長への批判もあるものの、金融市場を安定化させ景気失速を予防する観点から、F R B は利下げを継続的に行うと予想する。

1 2 月 利 下 げ 観 測 が 再 台 頭

10 月 31 日に F O M C (連邦公開市場委員会) は市場の大勢が予想・期待していたとおり、政策金利であるフェデラル・ファンドレート(以下 F F レート)を 0.25% 引下げ、4.50% とすることを決定(投票メンバー 10 名中、1 名が反対)。これにより直後の金融市場はサポートされた。

ただし、その際の声明文には、「今回の措置を講じた後のインフレ率上昇リスクと成長下振れリスクがおおむね均衡すると判断した」との文言が盛り込まれ、F R B の追加利下げへの姿勢が慎重であることが示された。この後、世界的な株価下落やサブプライム関連損失の増大など金融市場の動揺が続いたにもかかわらず、連銀関係者からは追加利下げに否定的な発言が多く、次回 12 月 11 日の F O M C では利下げは見送られるという見方が多くを占めたまま推移した。

しかし、11 月 20 日に、10 月末の F O M C 議事録と一緒に公表された F R B 理事と地区連銀総裁による改訂経済見通しでは、6 月時点の見

通しに比べ、実質 GDP 成長率の低下や失業率の小幅悪化に加え、コア個人消費(PCE)デフレーター上昇率も小幅引き下げられた。これにより、F O M C 参加者が先行きの景気減速リスクをにらみつつ、コア物価上昇率の低下の可能性を見ていることが示された(第 1 表)。

直近公表の経済指標を見る限りにおいて、「サブプライム問題」の実体経済への影響は、住宅投資・住宅取引の減少や住宅価格の低下など住宅市場の調整を長期化させてはいるものの、他部門への波及は強く現れていない。

しかし、バーナンキ F R B 議長も先述の改訂経済見通しの公表に先立つ 11 月 8 日の議会証言で、07 年 10 ~ 12 月期から成長が急速に鈍化する見通しを述べている。

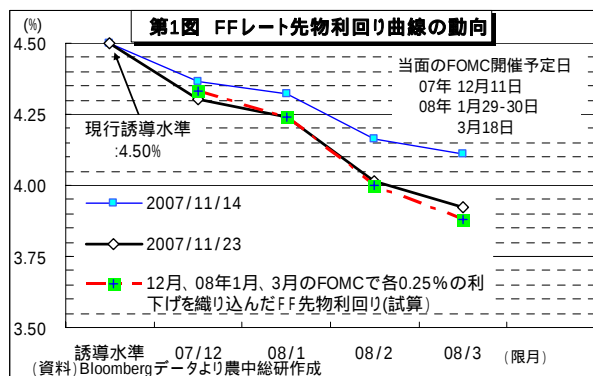
当総研の米国経済見通し(本誌後添: 11 月 16 日公表)でも 10 ~ 12 月期に成長が急減速(前期比年率+1.4%と予測)した後も、少なくとも 08 年前半はサブプライム問題に端を発した景気抑制要因が作用して、2% 割れの低成長にとどまると予測している。特に年明け 1 ~ 3 月期は 1% 割れとなると見込んでいる。

また、10 月中旬からムーディーズや S & P などによるサブプライム関連の証券化商品の大量格下げは、従来の高格付け債にも波及し、証券化商品の価格下落を一段と深めた。これを受け金融機関の損失拡大の可能性が高まり、格下げの連鎖が起こっている。

第 1 表 F R B 理事・地区連銀総裁による改訂経済見通し (%)
(各項目の上段: 6 月 F O M C 時点 下段: 10 月 F O M C 時点)

年 次 項 目	2007 (見通し)		2008 (見通し)	
	範囲	中心帯	範囲	中心帯
実質 GDP	2.00 ~ 2.75 2.20 ~ 2.70	2.25 ~ 2.50 2.40 ~ 2.50	2.50 ~ 3.00 1.60 ~ 2.60	2.50 ~ 2.75 1.80 ~ 2.50
P C E コア・ デフレーター	2.00 ~ 2.25 1.80 ~ 2.10	2.00 ~ 2.25 1.80 ~ 1.90	1.75 ~ 2.00 1.70 ~ 2.00	1.75 ~ 2.00 1.70 ~ 2.00
失業率	4.50 ~ 4.75 4.70 ~ 4.80	4.50 ~ 4.75 4.70 ~ 4.80	4.50 ~ 5.00 4.60 ~ 5.00	約 4.75 4.80 ~ 4.90

F R B '10 月 F O M C の経済見通し概要: 資料から農中総研作成



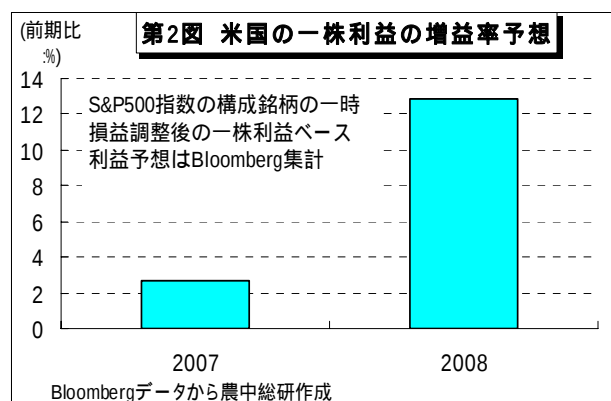
このような金融不安から後述するように株価下落が止まらず、消費者センチメントへの悪影響が懸念される状況になっている。

以上から、12月のFOMCでの利下げ観測が強まっている。FFレート先物の利回りから見ると、12月FOMCでの利下げに続き、年明け後も1月、3月と各0.25%ずつの利下げを織り込む動きとなっている(第1図)。また、Bloomberg社のエコノミスト予想集計では11月23日現在、現状維持派がやや優勢ではあるが、利下げ予想派が直近増加し、ほぼ拮抗するまでになっている。

株価低迷が継続する可能性

ダウ平均株価が8月半ば以来の13000ドル割れとなるなど、米国株式相場の軟調が続いている。

米国の代表的企業500社からなるS & P 500指数の7~9月期の純利益(株式加重平均)は11月21日時点で前年同期比▲2.6%のマイナスとなっており、最終的にも減益となるも可能性が強まっている。サブプライム問題の直撃を受けた金融セクターに加え、コスト高を吸収できていないエネルギーや小売の減益が響いている。



Bloomberg社が集計したS & P 500指数の07年一株当たり営業利益の予想増益率は3%を切っており、10~12月の業況次第ではさらに業績の伸び悩むことが懸念される(第2図)。

08年の一株当たり営業利益の予想増益率は二桁増益を保っている。現在のところ、減益業種の広がりも限られているが、前述のように08年前半にかけて米国の成長減速が続く可能性が強まるなかで、下方修正は避けられない。株価の軟調が続くと考えるのが妥当だろう。

サブプライム問題好転見えず

OECDは11月21日発表のレポートで、サブプライム・ローンの元金返済猶予・金利優遇適用の条件が改定され借入者の負担が増加する「リセット」金額が、07年の7500億ドルから08年には8900億ドルに増加すると予測している。このため、借換えや条件緩和が急務であり、官民の取組みが始まっているが、果たしてどこまでサブプライム・ローン借入者の破綻を抑制できるかは不透明だ。

さらに、投資目的の不動産物件の購入などに使われプライムとサブプライムの中間の信用リスクに位置づけられる「オルトA」ローンの存在もあり、これらを合わせると08年には最大3000億ドル(33兆円)の損失の可能性があるという。

貸手、借手の双方についてのモラルハザードに関する批判はあるものの、利下げ継続によって可能な限り、金融システムをサポートする対応が必要な状況になっていると思われる。

原油など商品市況の高騰・高止まりによるコスト・プッシュに伴うインフレ・リスクは残るものの、08年年明け以降、成長鈍化など実体経済の悪化が鮮明化するなかで、引き続き政策金利の引き下げが行われると予測する。

原油市況

原油市況は、ドル安回避の代替投資マネーの流入や米国の原油・ガソリン在庫が2年ぶりの低水準に減少したことに加え、中東情勢の悪化懸念などから夏場以降、上昇基調が続いている。11月に入ってから是一段と騰勢を強め、11月21日には一時99.29ドル/バレル(WTI期近)の最高値をつけ、100ドルの大台も目前となった。一方、OPECは11月18日の首脳会議で、投機マネーへの懸念と価格安定を目指す姿勢を盛り込んだ「リヤド宣言」を採択。次回12月のOPEC総会で追加増産を決定する可能性が高いが、原油市況を抑制できるほどの増産は期待できないとの見方もある。当面は高値圏で推移すると予想される。

米国経済

米国では、バーナンキFRB議長が11月8日に「米景気は減速し来年半ばまで低成長が続く」と議会証言したことや20日発表のFRB経済見通しを下方修正したことなど、FRB関係者が景気の下振れリスクを意識していることが窺える。また金融面では、主要金融機関でサブプライム・ローン関連の損失額が拡大していることから信用収縮不安が再燃した。すでに米政策当局は、この問題に対応するため8月上旬に公定歩合の緊急引き下げを実施したほか、政策金利(FF金利)を9月、10月と連続して引き下げ4.5%としたが、依然として不安感が根強い。米長期金利は利下げにより景況悪化懸念が後退し一時上昇する局面もあったが、株安やサブプライム問題への懸念などから低下傾向が続き、11月21日には一時4.0%割れと2年半ぶりの低水準となった。

国内経済

わが国の07年7～9月期の実質GDP成長率(第1次速報)は前期比+0.6%(同年率+2.6%)と、2四半期ぶりのプラス成長に転じた。輸出、民間消費、設備投資が増加した一方、民間住宅が大幅減(前期比▲7.8%)となった。一方、9月の鉱工業生産は前月比▲1.4%と、8月の大幅増(同+3.5%)の反動もあり2ヶ月ぶりに減少。ただし、電子部品・デバイス工業は、生産が増加傾向を示し在庫調整が進展している。また、設備投資の先行指標となる機械受注(船舶・電力を除く民需)の9月は前月比▲7.6%と2ヶ月連続で減少。先行きは世界経済の減速から輸出が弱含むほか、相次ぐ生活必需品の値上げにより消費者センチメントが悪化していることや、改正建築基準法施行の影響で住宅関連産業が年明け以降も低迷することなど、懸念材料が多い。

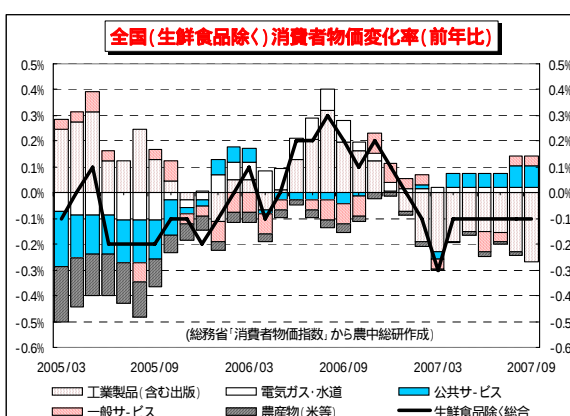
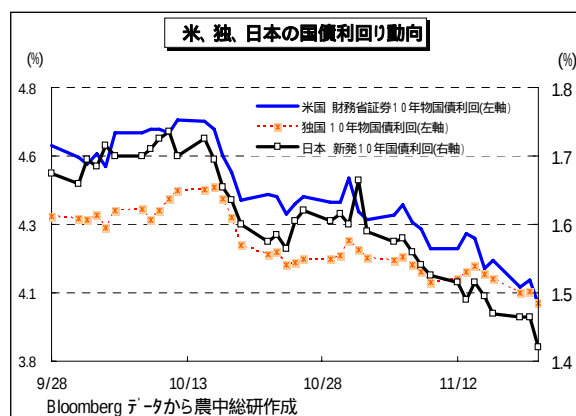
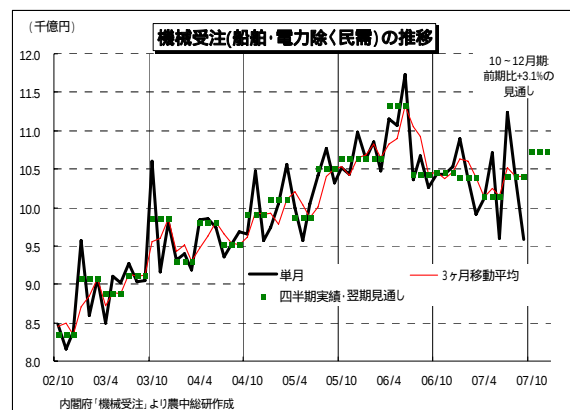
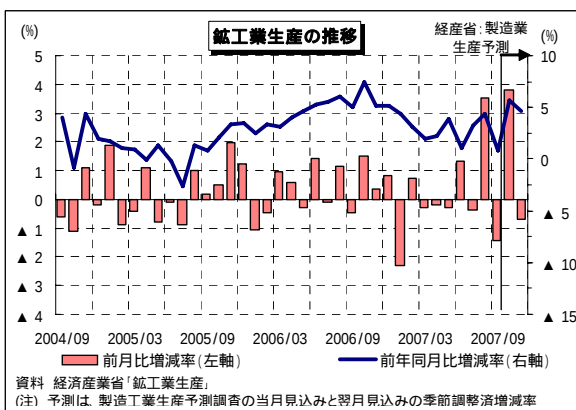
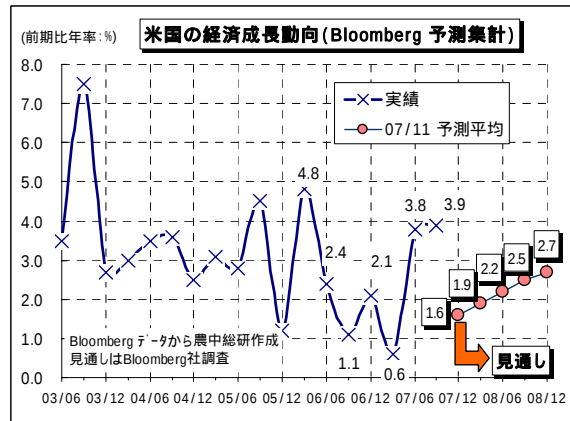
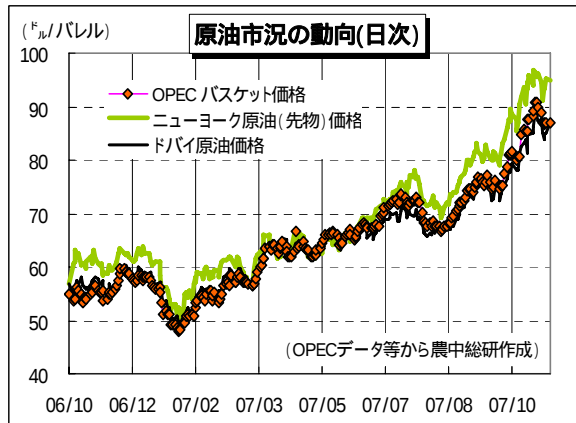
金利・株価・為替

外為市場では、11月下旬にユーロ・ドル相場でユーロ史上初となる1ユーロ=1.48ドル台に乗せるなど、ユーロ独歩高の様相を呈している。ドル円相場は米国経済の先行き懸念からドル安・円高方向で推移し、11月21日には一時1ドル=108.8円と2年半ぶりの高値となった。一方、日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは10月上旬に1.7%台となったが、日銀の追加利上げ時期が不透明ななか米国の長期金利低下などを受け低下し、直近では1.4%をはさむ低水準で推移している。日経平均株価は10月に一時1万7,000円台前半に反発した後は下落が続き、11月下旬には年初来安値となる1万5,000円を割り込んだ。

政府・日銀の景況判断

政府は10月の「月例経済報告」で景気判断を「一部に弱さがみられるものの、回復している」と据え置いた。日銀は11月の景況判断を「緩やかに拡大」と16ヶ月連続で据え置いたが、サブプライム問題の米景気への影響などを警戒して、11月も利上げを見送った。(07.11.22現在)

内外の経済金融データ



(詳しくは、ホームページ-トピックス-(今月の経済・金融情勢) <http://www.nochuri.co.jp> へ)

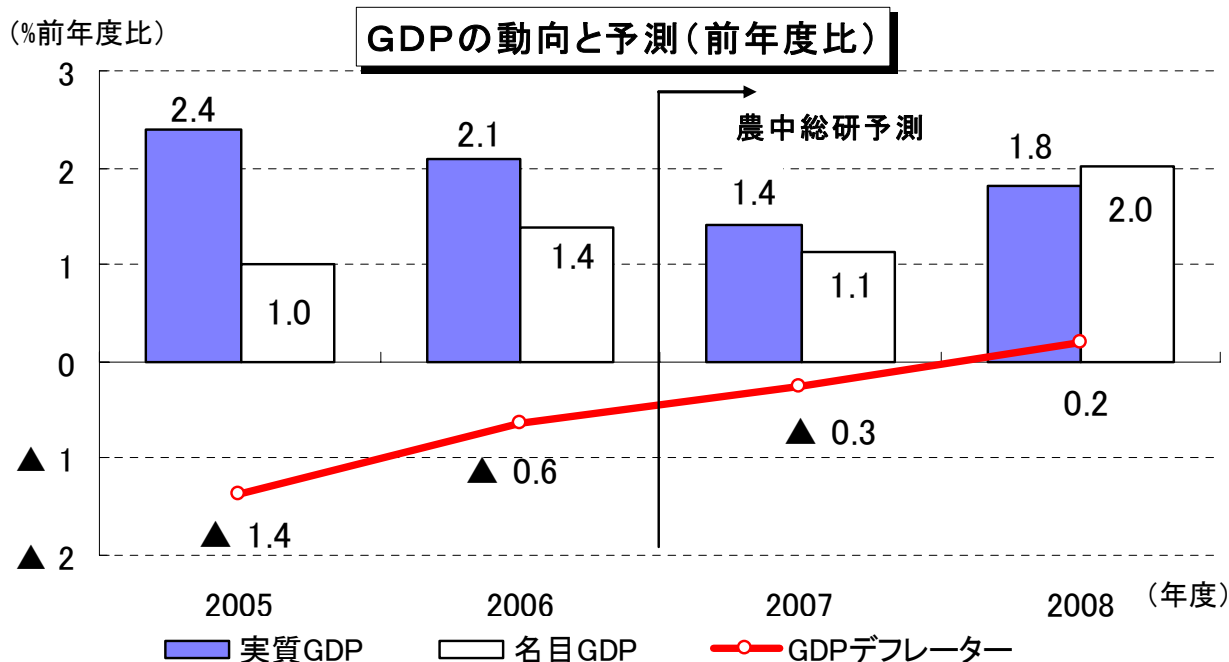


2007～08 年度改訂経済見通し

07 年度は実質+1.4%, 08 年度は+1.8%の成長と予測 ～景気回復感なき展開が継続～

2007 年夏場以降、生産・輸出動向に再び改善の動きが見られており、国内経済面では足踏み状態からの脱却も窺われる。一方で、長引く米国住宅市場の調整、米サブプライム問題の表面化に伴う金融資本市場の動揺など、輸出依存度の高い経済成長を続けている日本経済にとっては不安材料が多い。加えて、改正建築基準法の施行に伴う混乱により、激減している住宅着工の影響もあり、07 年度の経済成長率は下押しされる見通しである。先行きは、米サブプライム問題の影響により、実際に世界経済の成長減速が見込まれ、日本の輸出は緩やかな増加に留まることから、国内景気も明確な改善が見られない展開が続くだろう。なお、08 年前半にかけては原油などの商品市況の上昇を受けて消費者物価上昇率が高まることが予想されるが、所得の伸び悩みに直面する家計にとっては消費抑制効果が働く可能性が高い。

金融政策については、米サブプライム問題の行方を慎重に見極めなくてはならず、07 年度内の利上げは困難になったと思われる。追加利上げ判断は、少なくとも米国経済の調整にメドがつくことが条件であり、08 年 7～9 月期まで利上げ時期は後ずれするものと予想する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

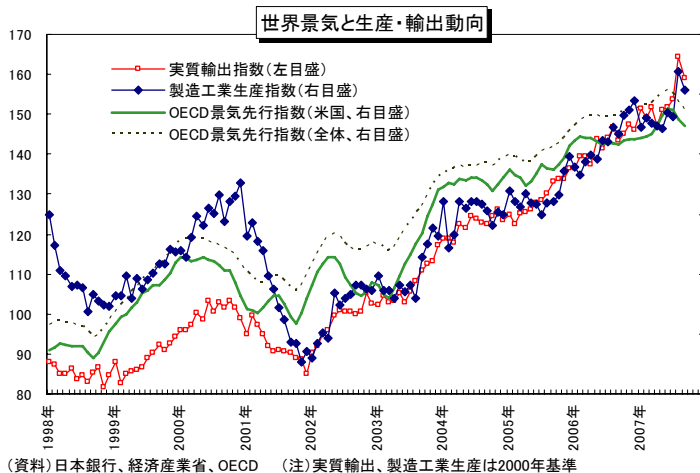


1. 景気の現状:

(1) 07年の景気・物価情勢を振り返って

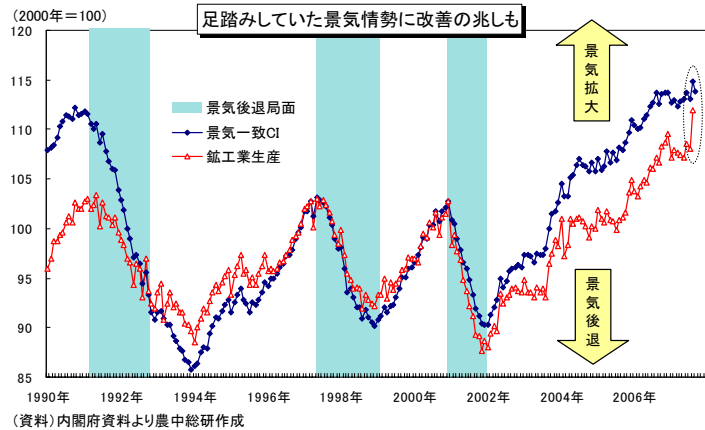
07年に入ってから日本経済は、06年末まで堅調だった輸出の増加テンポが鈍化したこと、大きく積み上がったIT関連財の生産・在庫調整的な動きを受けた生産の低迷もあって、足踏みに近い状況となった。このように、牽引役となっていた企業活動がやや停滞気味に推移したこともあり、「企業から家計への波及」は相変わらず進展せず、毎月勤労統計：現金給与総額は06年12月以降、傾向的に前年比割れの状態が続いた。

そうした中、国際商品市況が高騰した影響により、食料品やエネルギー（ガソリン・灯油などの石油製品、電気・ガスなど）を中心に値上げの動きが本格化し始めているが、前述のように所得が伸び悩む中で、家計は実質購買力が低下する状況に直面し始めた。その結果、消費者マインドは悪化傾向を辿るなど、民間消費は低調な状況から抜け出す兆しが見えなかった。

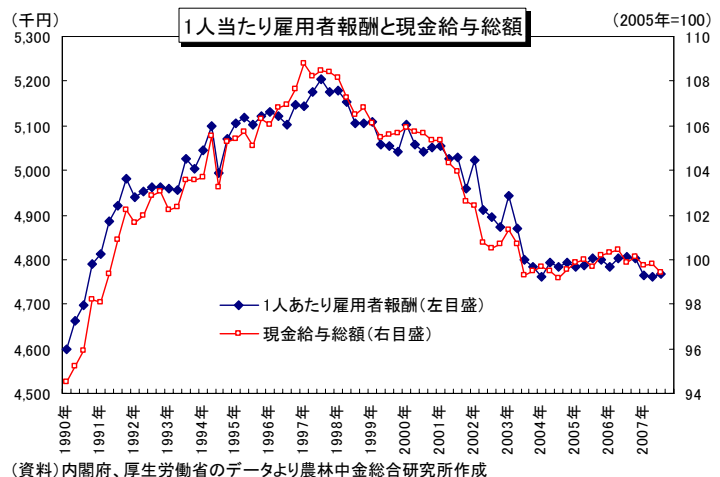


出指数は、4～6月期には前期比▲0.4%と足踏みしたが、7～9月期には同+6.0%と大幅な改善が見られた。また、景気実勢に最も近い経済指標とされる鉱工業生産指数も、4～6月期の同+0.2%から、7～9月期には同+2.2%へと伸び率が高まったほか、8月には8ヶ月ぶりに統計開始以来最高を更新している。このように、少なくとも国内経済を見渡す限りにおいては、07年前半の踊り場に近い状態から改善する力が強まっていると判断できる。

しかしながら、家計所得の持続的な増加といった第2エンジンがなかなか点火せず、景気拡大の波及効果が経済の隅々にまで行き渡らないという状況には改善が見られない。

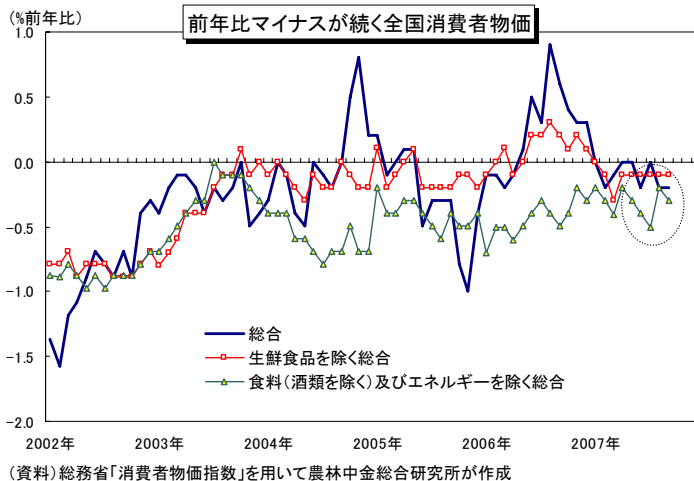


しかし、夏場以降、景気の起点となる輸出・生産動向に変化が見られ始めた。中越沖地震の影響により、7～8月にかけて自動車・同部品の生産や輸出に不規則な変動が見られたものの、そうした要因を除いても、明確な改善傾向が強まっていることが確認できる。日本銀行：実質輸出





「企業から家計への波及」というルートは依然として有効だと考えるが、団塊世代が60歳を迎えようとするなど、労働力人口の年齢構成が近年大きく変化しつつあることや、正社員の代わりに雇用コストが低いパートタイム労働者らをより多く雇用しようとするなど、企業側の人件費抑制姿勢が依然として根強いこと、などがあるために、このルートがうまく働かなくなっていると考えられる。しかしながら、パートタイム労働者に対する需給も一部ではかなりの逼迫が見られており、全般的に平均時給が上昇傾向にあるほか、新卒予定者の就職市場は完全に「売り手市場」化していると報じられるなど、限界的な労働市場では徐々に人手不足感が強まる傾向にある。



一方、物価面では、07年2月以降、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比マイナス状態が継続するなど、デフレ脱却がなかなか実現できない状態が続いている。ただし、秋口以降、穀物や原油など国際商品市況の高騰により、食料品やエネルギー商品を中心に本格的な値上げの動きが始まっている。需給環境をより反映するという意味で真のコア部分に当たる「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」では依然として前年比マイナスの状態が続いており、消費財・サービスに

関する需給バランスの改善テンポが遅れているといえる。しかし、前述の食料品・エネルギー価格値上げによる消費者物価押し上げ効果により、07年11月以降、コアCPIは前年比プラスになることが確実視され始めている。

(2)2007年7～9月期GDPとそれに対する評価

こうしたなか、11月13日に07年7～9月期のGDP第1次速報が発表されたが、実質経済成長率は前期比+0.6%、同年率換算+2.6%と、2四半期ぶりのプラス成長となった。この+2.6%という成長率は、年率+2%程度と推測される潜在成長率を上回っており、(1)でも触れたように、表面的には景気が持ち直しの動きを強めたと見られなくもない。しかし、内容的には、輸出増勢が強まったことで外需寄与度が高まった上に、プラスに転じた民間設備投資が成長率を牽引するという、ここ数年の成長パターンが続いている傾向に変わりはなく、民間消費が低調なほか、民間住宅投資が大きく減少するなど、家計部門の需要の弱さが目立つ結果であった。

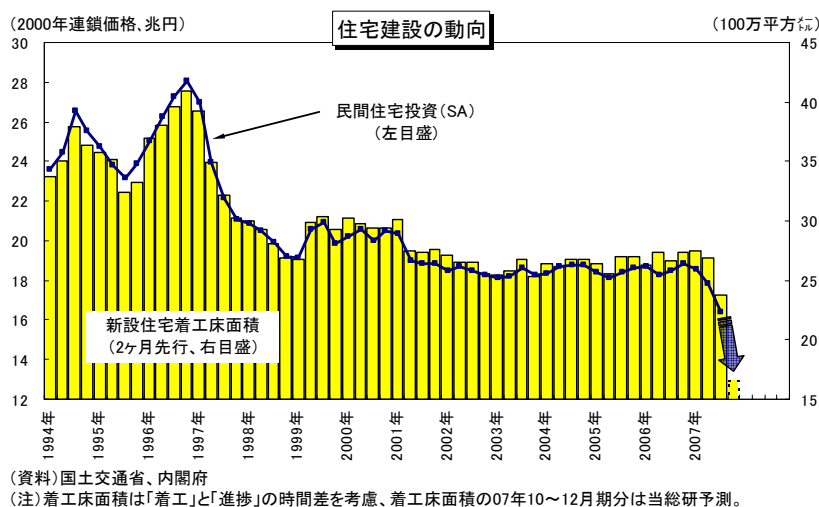
需要項目の内訳を見ると、民間消費は前期比+0.3%(寄与度は+0.2%pt)と、4四半期連続のプラスとなった。しかし、06年夏場の落ち込みからのリバウンドという側面があったとはいえ、前期比+1%のペースで増加した06年度下期と比べると、07年度に入ってから低調さは否めない。家計消費を財・サービス別に見ると、耐久財・サービスは堅調だったが、相変わらず半耐久財・非耐久財は低調な状態が続いていることが見て取れる。しかしながら、耐久財に関しては、後述する住宅建設の低調さが長期化する可能性を考慮すると、先行き落ち込むリスクも浮上している。また、賃金など所得が伸び悩む中で、食料品、エネルギーといった生活必需品的な財・サービス価格が上昇しており、消費者マインドは徐々に悪化する傾向にある。

改正建築基準法の施行により、マンションなどを中心に新設住宅着工が激減している民



間住宅については同 ▲

7.8%と、3 四半期連続かつ大幅な下落率となった(寄与度 ▲0.3%pt)。今回の7～9 月期には、改正前の駆け込み申請分によるものも含まれていると思われ、着工床面積の減少率(7～9 月期:前期比 ▲33.8%)ほどの落ち込みは回避されたが、ボトルネックとなっている建築確認業務が元のペースに回復する兆しは未だに見えてこない。

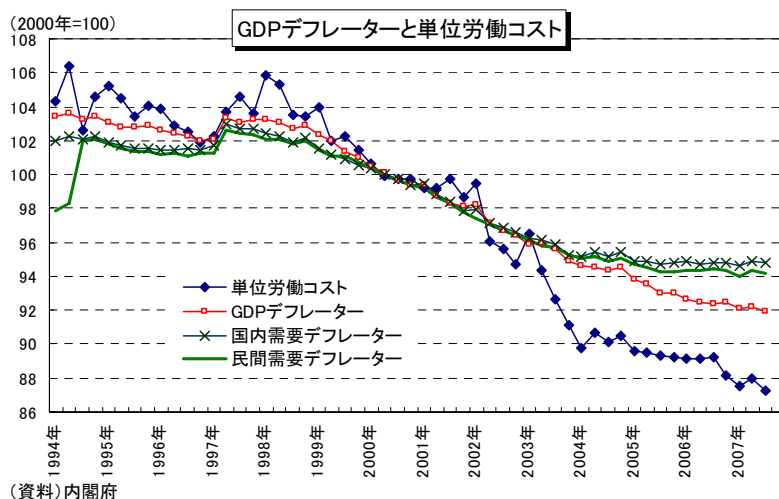


また、2 四半期連続のマイナスとなっていた民間設備投資は、前期比+1.7%とプラスに転じた(寄与度は+0.3%pt)。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)や、一致指標である鉱工業統計:資本財出荷にこのところ見られている改善を反映したものとなった。なお、日銀短観(9 月調査)での07 年度設備投資計画調査でも、世界経済減速懸念が浮上する環境下で、先行き設備不足感が強まるとの予想も手伝って全般的に上方修正されるなど、企業の設備投資意欲は底堅いことを示す内容であった。

その他、民間在庫投資は4 四半期ぶりに前期比成長率に対してプラス寄与(+0.1%pt)となっている。これら民間需要全体としては前期比 0.4%と2 四半期ぶりのプラス(寄与度は+0.3%pt)となったが、06 年度下期の水準を回復するには至らなかった。

公的需要に関しては、政府消費が前期比+0.3%と2 四半期連続のプラスだったが、公共投資は同 ▲2.6%と3 四半期連続のマイナスであり、これらに公的在庫品増加を加えた公的需要全体でも前期比 ▲0.3%(寄与度は ▲0.1%pt)と、3 四半期連続のマイナスとなった。

輸出については前期比+2.9%と、10 四半期連続のプラスで、かつ4～6 月期(同+0.9%)から伸び率を回復させた。一方、輸入も同+0.5%と3 四半期連続のプラスだったが、国内総需要の低調さもあって、低い伸びに留まった。この結果、外需寄与度は+0.4%pt と、4～6 月期(+0.0%pt)から大きく高まった。なお、経常収支の対名目 GDP 比率は4.81%と、4～6 月期(5.09%)から小幅低下したものの、依然として高水準の対外黒字を続けている。



一方、一国のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターは前年比では ▲0.3%と、1～3 月期以降、下落幅に変化は見られていない。季節調整後の前期比でも ▲0.3%(当社試算)と、再び下落に転じており、なかなか上昇が継続する様子が窺えない。内容的には、円高や輸入原材料価格の上昇一服を受けて、これまでGDPデフレーターを押下げ要因であった輸入デフレーターの上



昇幅は縮小したものの、輸出デフレーター伸びも鈍化している。また、民間消費デフレーターの下落率も拡大したほか、建築着工の落ち込みから住宅投資デフレーターの上昇率が縮小するなど、価格転嫁がうまく進展しているわけではないことも窺える。注目の単位労働コストも前年比▲1.9%へと再び下落率を拡大させている。

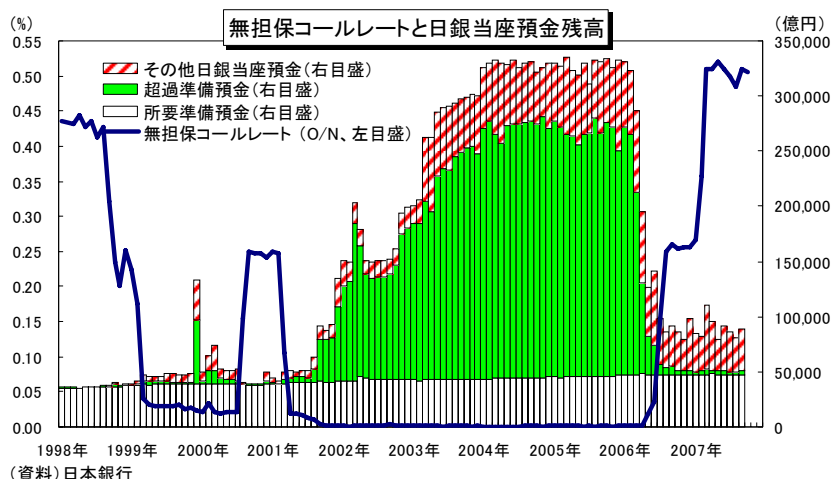
この7～9月期 GDP 統計の評価としては、4～6月期のマイナス成長からプラスに転じ、しかも潜在成長率を上回る前期比年率+2.6%成長という数字になったことは、表面的には、生産・輸出などの月次指標と同様に、景気の改善基調を示すものといえるだろう。実際、9月短観における雇用人員・設備判断の加重平均 DI でも、企業にとって生産要素の稼働率がやや高まっていることが確認できるほか、景気動向指数・一致 CI、鉱工業生産も8月には過去最高を更新している。しかし、景気牽引役として輸出に多くを頼っており、万一輸出が激減した場合には、経済成長率が低迷してしまうリスクを抱えていることも再認識させられるものでもあった。07年4～6月期、7～9月期と年率+4%近い経済成長率となった米国経済ではあるが、バーナンキ FRB 議長が懸念するように、足許 10～12 月期以降、米国経済が顕著に減速し、それが 08 年前半までは続くのでは、との懸念は根強く、予断を許さない。また、米サブプライム問題が世界的なリスクマネーの供給停止という事態につながれば、新興国経済の成長率減速といった事態につながる可能性もある。以上が現実化した場合には、日本経済に対して多大な影響が及ぶことが予想される。

(3) 利上げ観測が後退する金融政策

07年5月下旬以降、金融市場では夏場に日銀が追加利上げを実施するとの観測が強まり、長短の金利水準にそれを織り込む動きが強まった。しかし、8月中旬に表面化した米サブプライム問題の影響により、世界的に金融資本市場の混乱が生じたことで各国中央銀行がその収拾に追われる中で、日銀は利上げ断念に追い込まれてしまった。それでも、公式的には、日銀は依然として、「現状の 0.5%という政策金利水準は極めて緩和的」であり、「この状態が長期化すれば、日本経済が物価安定下での持続的な成長経路から乖離するリスクがある」ため、「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行っていく」とのスタンスを維持している。

10月31日に公表した日本銀行「展望レポート」によれば、国内経済については「緩やかに拡大している」との景気の現状判断の下で、先行きについても「緩やかな拡大を続ける」としている。また、物価見通しについては、「消費者物価指数(除く生鮮食品)は前年比ゼロ%近傍で推移している。先行きについては、前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大する」との予想を示している。前述したような日銀の政策運営方針を考慮すれば、引き続き日銀は追加利上げのタイミングを模索していると考えられる。

しかし、11月に入ってから、米サブプライム問題は深刻さが浮き彫りになるなど、事態は収束する兆しが見えず、沈静化に向かう気配はない。市場参加者の間でも、年度内の利上げ予想の可能性が低下したとの見方が増している。





2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

安倍首相の突然の辞任を受け、9月26日に福田内閣が発足した。安倍内閣では成長促進を中心に据えた経済政策運営(いわゆる「上げ潮戦略」)にやや傾斜していた印象が強く、「小さな政府」の実現と高めの名目経済成長を達成することなどで、財政再建を推進し、その成果によって格差是正などの問題解決につなげようという基本方針であった。しかし、参院選惨敗を受けた格好でのスタートとなった福田内閣においては、「安定した成長」と「増税も視野に入れた財政再建」の両方をすすめていく方針に軌道修正されたほか、疲弊する地方経済対策や格差社会の修正など、バランスを重視した経済政策も取り入れられる方向である。自民党内でも、小泉・安倍政権時には事実上封印されていた消費税率引き上げを主眼に入れた税制改革論議が復活するなど、「痛みを伴う」形での財政再建路線が選択されつつあるように思われる。

一方、参院で大きく躍進し、次の総選挙で政権獲得を狙う民主党は、消費税率の凍結を訴えるなど、独自の財政再建プランを提示し、政府与党との対決姿勢を明確にしている。「国会のねじれ現象」という政治環境下ということもあり、自民党では民主党との政策協議や連立政権を模索する動きを見せたが、民主党ではあくまで総選挙を通じた政権獲得にこだわり、政策協議も国民生活に関連するものに限定する姿勢を示している。なお、与党は衆院の3分の2以上の議席を確保しているため、憲法に規定された衆院再可決権を保有しているが、それを行使すれば野党側が参院において問責決議案を提出・可決させる姿勢を見せるなど、国会運営が一層困難となり、政治空白が発生する可能性もある。

福田首相は、中長期的な視点からは、消費税率引き上げについては理解を示しているが、早期引き上げには慎重な姿勢を見せており、09年度からの消費税率引き上げは困難な状況といってもよいだろう。今回の経済見通しにおいても、09年度内の消費税率引き上げは想定していない。

一方、歳出面では、引き続き削減路線が継続されるものと想定している。07年度一般会計予算は『基本方針 2006』に定められた中期的な歳出改革計画に沿って編成されており、具体的には、公共事業関係費を前年度当初比▲3.5%、ODA(政府開発援助)を同▲4.0%、防衛関係費を同▲0.3%等を削減し、急速な高齢化の進展で増加傾向にある社会保障関係費を同+2.8%の伸びに留める、といった内容になっている。また、公務員人件費についても定員純減と官民給与格差の是正により削減が見込まれている。なお、アフガニスタン・パキスタン支援や08年度分の肝炎治療費支援、品目横断的対策の見直しに伴う小規模農家への補助金拡充、地震・台風などの災害復旧費などを捻出するため、政府与党では補正予算編成を検討しているようである。

また、現在編成作業中である08年度予算も歳出抑制路線は継続される見通しである。既に、①08年度予算の一般歳出の上限を47.3兆円程度(07年度当初比0.3兆円増)、②公共事業関係費、ODAともに07年度当初比▲3%、③「成長力強化」「地域の活性化」「環境立国戦略」「教育再生」「生活の安全・安心」の5項目を重点施策として0.6兆円の特別要望枠を設ける、などを柱とする概算要求基準(シーリング)が安倍内閣当時に閣議決定されているが、福田内閣でもそれに基づいた予算案が策定される見込みである。

中期的な観点からも、2011年度までに国・地方を合わせたプライマリー・バランス(基礎的財政収支)を黒字化させ、更には2010年代半ばにかけて債務残高の対GDP比率の発散を止め、安定的に引き下げるという目標に沿った歳出改革・税制改革が実施される可能性が高いが、「国会のねじれ現象」の下で、実質的な政策論議は進展していない。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

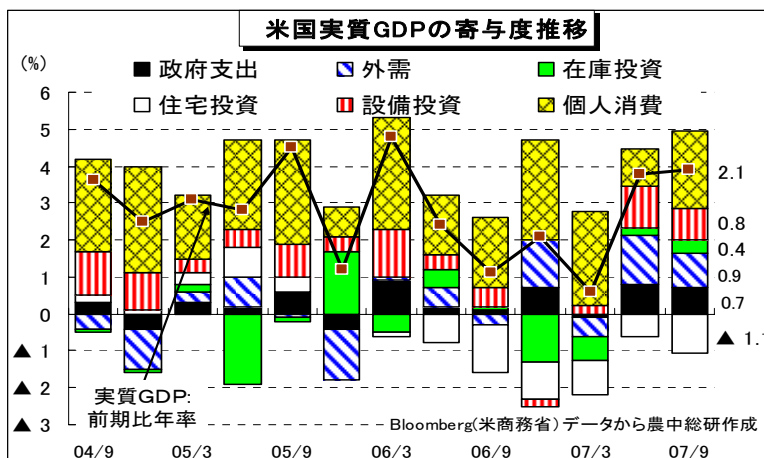
低所得層向け住宅ローンの延滞率上昇に端を発した「サブプライム問題」の実体経済への影響は、住宅投資・住宅取引の減少や住宅価格の低下など住宅市場の調整を長期化させてはいるものの、直近までは他部門への波及は強く現れておらず、経済成長が減速するという状況には至っていない。

米国の実質 GDP 成長率は 07 年 4～6 月期の前期比年率+3.8%に続き、7～9 月期も同+3.9%という潜在成長力を上回るペースを持続した。7～9 月期の需要項目別の実質 GDP 成長寄与度の変化を見ると、個人消費は前期比年率+3.0%増加し、+2.1%pt の寄与度となったほか、設備投資や外需（輸出等－輸入等）が堅調を維持し、国防支出を中心とする政府支出も増加が続いた。一方、住宅投資は新築住宅着工戸数の減少継続に伴い、06 年 1～3 月期以降、7 四半期連続の減少となり、▲1.1%pt のマイナス寄与度となった。

先行き懸念されるのは、サブプライム問題の悪化に伴って企業活動が慎重化し、民間雇用の拡大意欲が阻害されるとともに、設備投資が抑制・先送りされる可能性である。

実効性のある借換え対策が早期に進められるなどにより、サブプライム・ローンの延滞状況について 08 年年明け以降も目立った改善の見込みが立たないならば、「金融機関の収益悪化⇒与信態度の厳格化⇒高リスク先を中心とする資金調達難・信用収縮と金利コストの上昇」という連鎖のなかで、企業活動が慎重化するリスクは大きい。

非農業部門雇用者数は 10 月に前月比 16.6 万人（速報）と 5 ヶ月ぶりに 15 万人を上回



2007-08年米国経済見通し

	単位	2006年	2007年		2008年				
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
		実績	予想	(1～6月) 実績	(7～12月) 予想	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想	
実質GDP	%	2.9	2.1	1.8	3.2	1.9	1.2	1.9	
個人消費	%	3.1	2.9	3.2	2.4	2.0	1.8	2.1	
設備投資	%	6.6	4.2	3.4	7.0	2.0	▲ 0.7	2.6	
住宅投資	%	▲ 4.6	▲ 16.3	▲ 15.5	▲ 16.6	▲ 7.4	▲ 6.4	1.2	
在庫投資	10億ドル	40.3	8.4	3.0	13.9	10.8	8.0	13.5	
純輸出	10億ドル	▲ 624.5	▲ 569.7	▲ 593.0	▲ 546.3	▲ 554.9	▲ 548.2	▲ 561.6	
輸出等	%	8.4	7.6	5.9	11.0	6.4	5.0	4.7	
輸入等	%	5.9	2.3	1.6	2.8	3.8	3.8	4.8	
政府支出	%	5.9	2.3	1.6	3.3	1.7	1.3	1.1	
参考	コアPCEデフレーター	%	2.2	2.0	2.2	1.8	1.5	1.6	1.5
	FFレート誘導水準	%	5.25	4.25	5.25	4.25	3.25	3.25	3.25
	10年国債利回り	%	4.79	4.65	4.76	4.54	4.43	4.28	4.58

実績値は米商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

（注）1. 予想策定時点は2007年11月。07年7-9月については速報値。

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

4. PCEデフレーターは期中平均前年比、FFレートは期末、10年債利回りは期中平均値

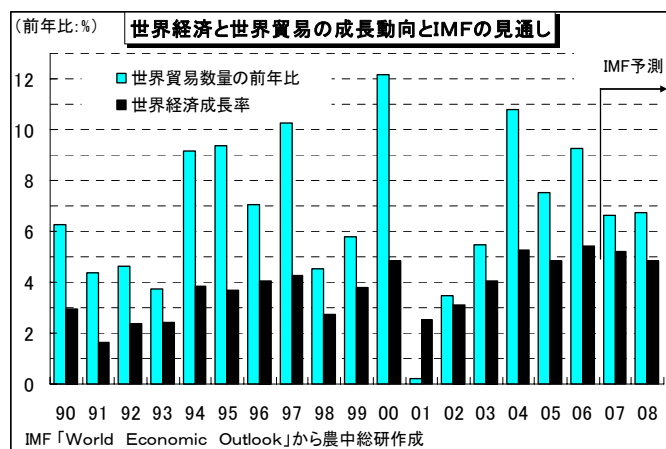


ったが、6月から9月までの10万人割れの増加ペースの鈍化から反転したとは判断しにくい。サブプライム問題の深刻化と成長鈍化に伴い、今後、雇用者増加の太宗を占める民間サービス部門も含め雇用者増加ペースにブレーキがかかると予想する。08年前半は月平均10万人以下の水準に落ち着き、失業率は5%台前半に上昇する。これに伴い労働需給は緩和し、時間当たり賃金上昇率も+3%台に鈍化すると予測する。この結果、07年後半から08年にかけて、可処分所得の増加率は4%台前半に低下する。ただし、個人消費(PCE)デフレーターなどの物価上昇率も+2%割れにとどまることから、個人消費は08年通年では辛うじて2%台の増加ペースを維持すると予測する。

企業の設備投資は、海外景気に支えられるところや競争力強化・技術革新対応を目的とする「独立的投資」のウェイトの増大という側面はあるものの、前述のような資金調達環境の悪化と景気不透明感の強まりから、抑制される可能性がある。企業設備投資は07年7～9月期において前期比年率+7.9%と引き続き堅調を持続した。しかし、先行指標となる非国防資本財受注(実質ベース)が07年4～6月期に増加(前期比+7.2%)に転じた後、7～9月期には再び▲0.8%の減少となっている。設備投資の16%を占めるソフトウェア関連も先送りが予想され、08年年明け以後、一時的にはあるが設備投資は停滞すると考える。

住宅投資については、先行する住宅建築許可件数の動向や住宅(新築・中古ともに)の在庫水準、貸出基準の厳格化、住宅価格下落のもとでの住宅取得の繰り延べから勘案すると、着工件数は08年年明け以降も120万戸前後の低水準で推移すると予想する。このため、住宅投資の底入れは08年4～6月期以降にずれ込むと予測する。サブプライム問題に伴う住宅ローン貸出基準の引き上げや住宅価格の先高感が乏しいもとでは、住宅需要が低迷を脱却するには時間を要することになる。

また、外需(=輸出等－輸入等)については、先進国、新興国ともに05、06年に比べ経済成長率の鈍化が予想されるものの、新興国が世界経済を牽引する構図は変わらず、世界貿易数量も07年に続き、+6%台後半の伸びを持続すると、IMFなどにより予想されている。このような状況・環境を背景に、米国からの輸出も好調を持続すると予想する。しかし、08年後半は「北京オリンピック」に伴う様々な需要の一巡から、輸出の伸びが低下すると見込む。景気減速とドル安に伴い輸入の伸びも抑制されることから、輸出等－輸入等である外需は08年も引き続きGDP成長に対し小幅プラスの寄与となると予測する。



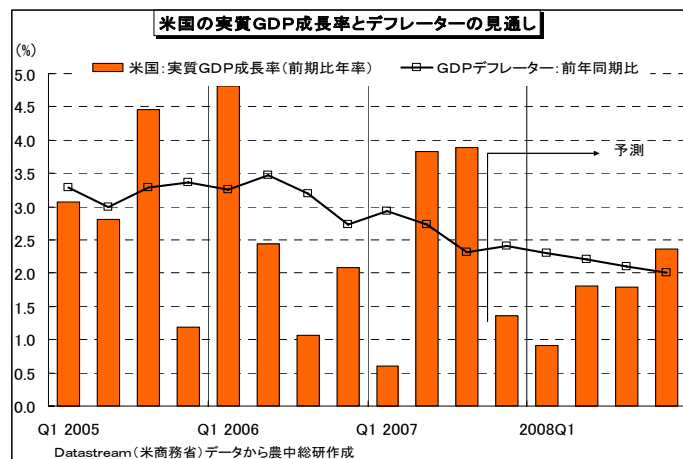
以上から、08年の米国経済は、07年10～12月期の急減速を受け継ぎ、年前半はサブプライム問題に端を発した景気の抑制要因が作用して、+2%割れの低成長にとどまると予測する。特に1～3月期は+1%割れとなると見込む。ただし、不況突入(マイナス成長の継続)という見方はしておらず、世界経済の成長継続と後述のような利下げ効果の浸透に支えられて、低位ながら成長を持続すると考える。

インフレに関しては、これまでの商品市況の上昇などに伴うコスト・プッシュの転嫁から、全体的物価指標は高止まりする可能性はあるが、食料品とエネルギーを除くベースのコア個人消費(PCE)デフレーターは、景気減速に伴う需給弛緩や賃金上昇率の鈍化などから安定的推移すると予想する。原油や穀物などには高止まりないし上昇リスクが残るが、概ね国



際商品市況は世界経済の成長鈍化に伴い少なくとも年前半は反落基調をたどると考える。したがって、前述のコア PCE デフレーターは、08 年は+1%台半ばの伸びにとどまると予測する。このため、FRB の利下げ継続の障害とはならないだろう。

景気への影響以上に憂慮されるのは、「サブプライム」問題の国際的な金融不安への波及と信用収縮による米国景気への悪影響である。貸出から 2～3 年を経て元金返済猶予や金利低減などの適用期間を終了し貸出条件がサブプライム・ローン等の「リセット」金額が 08 年も増加することから、実効性のある借換え対策を官民が総力をあげて取ることがまずは重要だが、それとともに貸手責任・貸手のモラルハザードに関する批判はあるものの、利下げ継続によって可能な限り、金融システムをサポートする対応も求められている。景気実態が 08 年年明け以降も悪化するなかで、引き続き政策金利の引き下げが行われると予測する。



②欧州経済

07 年 7～9 月期のユーロ圏経済成長率は前期比+0.7%と表面的には成長再加速という形となったが、11 月に入り欧州委員会 (EU) が 08 年成長見通しを+2.5%から+2.2%に引き下げたことに示されるように、予測機関のユーロ圏成長見通しは下方修正傾向にある。CEBS 社のエコノミスト予測集計によれば、ユーロ圏の成長率は 07 年の+2.6%から 08 年は+2.0%へ減速すると予想される。実際、直近の様々な景況感指数や景気先行指数は先行きの成長鈍化を予想される動きとなっている。

欧州中央銀行 (ECB) 関係者も、商品市況の高騰に加え労働需給のタイト化や設備稼働率の上昇などを背景に EU 基準消費者物価指数 (HICP) が直近 10 月には前年同月比+2.6%まで高まっていることを警戒しながらも、1 ユーロ=1.47 円へのユーロ高の進行、サブプライム問題の影響による企業の資金調達コストの上昇、原油・食料品の価格上昇に伴う家計消費の圧迫などから、景気の不透明感が強まっていることを指摘している。

ECB は当面、インフレの上振れリスクと成長の下振れリスクを両睨みする形で金融政策運営を続けると予想する。よって、サブプライム問題に伴う国際金融市場の動揺、ドル安進行リスクという要因も加わっていることから、当面、追加利上げの可能性は低くなったと考える。

③中国経済

中国の 07 年 7～9 月期の実質 GDP は前年同期比+11.5%と、前期 (同+11.9%) から伸びがやや低下したものの 7 四半期連続の 2 桁成長となった。これを受けて中国政府系シンクタンクである国家情報センターは、07 年通年の成長率予想を前年比+11.4% (10～12 期は前年同期比+11.2%) と発表した。一般のエコノミストも 07 年は+11%台半ばになると見込んでいるが、08 年については+10%台前半に減速するとの見通しが多い。

中国当局は景気過熱に伴い不動産や株価がバブル化するリスクを懸念し、引き続きマクロ・コントロールを強化する姿勢である。中央銀行である中国人民銀行は、今年に入ってから 5 回の利上げで 1 年物貸出金利を 9 年ぶりの高水準となる 7.29%としたほか、預金準備

率の引き上げ(11月26日に13.5%に引き上げ、史上最高水準へ)や国債発行などで流動性の吸収に努めている。しかし、10月の消費者物価上昇率が11年ぶりとなる前年比+6.5%となり上昇傾向が強まっていることから、追加利上げが前倒しされるとの見方が強まっている。ドル安進行のなかで中国による引き締め政策が継続することは、人民元の上昇のみならず、世界の外国為替相場変動に影響する可能性がある。

一方、中国の輸出は足元で前年比+20%台前半の高い伸びが続いている。貿易黒字の不均衡是正や人民元の切り上げ回避という課題はあるが、世界貿易が拡大するなか中国の輸出は引き続き堅調に推移すると予測する。また、成長の牽引役である固定資産投資も08年8月の北京五輪開催に向けて高い伸びが続くと見られるが、北京五輪後となる08年後半以降は、固定資産投資の一時的な足踏みのほか観光収入の減少などもあり、反動的な成長の落ち込みが懸念される。

なお、10月15日には5年に一度の中国共産党大会が開かれ、「科学的発展観」に基づく調和の取れた高成長と国民生活の改善を目指すことが正式に党規則に盛り込まれた。北京五輪(08年8月)や上海万博(10年5月～10月)といったビッグイベントが控えているが、これまでの成長一辺倒から農村・経済・環境とのバランスを配慮した経済発展へと舵取りが進むことが注目される。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は、サブプライム問題に伴う景気減速懸念などから8月に一時下落したものの、その後は上昇基調に転じた。代表的なロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967年=100)は、8月下旬に約半年ぶりに一時300ポイント割れとなったが、その後の原油高などを受け11月初旬には年初来高値となる355ポイントまで上昇し、史上最高値(06年5月の360ポイント)に迫る高水準となった。

足もとでは金相場が約28年ぶりに史上最高値を更新するなど貴金属価格が上昇しているほか、エネルギー価格や穀物価格も高値圏で取引されており、商品市況は上昇基調が続いている。ただし、先行きは米国をはじめ世界経済の成長テンポが緩やかになることに伴って需給緩和感が出てくると予想されることから、商品市況も先行き弱含むと予測する。

なかでもインフレの面から最も注目される原油価格(WTI、期近物)は夏場以降、大幅な上昇となり、10月下旬には史上初の90ドル/バレルに到達し、11月に入ってから最高値更新を続けている。またOPECバスケット価格も90ドル/バレル前後の高水準の動きとなっている。こうした原油相場の押し上げ要因は、①米国の原油在庫が2年ぶりの低水準となり、冬場を迎え暖房油を中心に需給逼迫懸念が強まったこと、②米FRB利下げ後のドル安を背景に、資金の逃避先として実物資産への資金流入が続いていること、③トルコによるイラクのクルド人武装勢力への攻撃やイランの核開発問題など、中東情勢における緊張の高まりから地政学的リスクが解消されていないこと等である。

米エネルギー情報局(EIA)は11月のエネルギー見通しで、世界の石油需給の引き締めを予想。また、国際エネルギー機関(IEA)の直近のレポートによれば、主要国の原油在庫減少が示されている。一方、OPECは11月から日量50万バレルの増産を実施し、追加増産の可能性も取り沙汰されているが、原油市況を抑制できるほどの増産は期待できないとの見方が強い。

原油価格は当面、高値圏での推移が予想されるが、先述のとおり、世界経済の成長テンポが緩やかになることから上伸することは想定しづらい。以上から7～9月期に約72ドル/バレルと試算される日本の原油入着価格(CIFベース)は、10～12月期に82ドルに上昇し08年1～3月期までは80ドルとなるが、その後は小幅下落して70ドル台半ばになると予想する。

2007～08年度 日本経済見通し (年度)

	単位	2006年度 (実績)	2007年度 (予測)	2008年度 (予測)
名目GDP	%	1.4	1.1	2.0
実質GDP	%	2.1	1.4	1.8
民間需要	%	2.1	0.8	1.6
民間最終消費支出	%	0.7	1.7	0.9
民間住宅	%	0.4	▲ 17.0	12.1
民間企業設備	%	8.0	0.5	3.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	0.0	▲ 0.2
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.4	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	1.1
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 5.5	▲ 3.3
輸出	%	8.2	8.0	6.3
輸入	%	3.3	2.3	4.3
国内需要寄与度	%pt	1.3	0.5	1.3
民間需要寄与度	%pt	1.6	0.6	1.2
(民間住宅寄与度)	%pt	(0.0)	(▲ 0.6)	(0.3)
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.8	0.9	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.6	▲ 0.3	0.2
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	2.4	2.0
全国消費者物価 (")	%	0.1	0.0	0.4
完全失業率	%	4.1	3.9	3.7
鉱工業生産(前期比)	%	4.7	2.9	2.7
経常収支(季節調整値)	兆円	20.7	24.5	22.2
名目GDP比率	%	4.0	4.8	4.2
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	114.6	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.25	0.50	0.75
10年国債利回り	%	1.76	1.68	1.90
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	74.5	75.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2006年				2007年				2008年				2009年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.2	0.3	▲ 0.2	1.4	0.3	▲ 0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
実質GDP	%	0.6	0.5	▲ 0.0	1.3	0.7	▲ 0.4	0.6	0.1	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
(年率換算)	%	2.2	2.1	▲ 0.2	5.5	2.6	▲ 1.6	2.6	0.2	1.8	2.0	2.2	1.7	2.0
民間需要	%	0.7	1.0	▲ 0.4	1.3	0.4	▲ 0.5	0.4	▲ 0.1	0.3	0.5	0.6	0.4	0.5
民間最終消費支出	%	▲ 0.0	0.5	▲ 1.0	1.1	0.8	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	0.2	▲ 2.1	0.8	2.2	▲ 1.4	▲ 4.1	▲ 7.8	▲ 20.0	8.0	15.0	8.0	▲ 0.5	0.0
民間企業設備	%	3.4	3.7	0.9	2.3	▲ 0.3	▲ 2.1	1.7	0.9	0.4	0.4	0.8	0.9	1.3
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	0.7	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2
政府最終消費支出	%	▲ 0.1	0.8	0.6	0.1	▲ 0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	▲ 6.0	▲ 4.9	3.7	▲ 1.1	▲ 2.7	▲ 2.6	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.3
輸出	%	2.3	0.6	2.3	1.0	3.4	0.9	2.9	1.5	1.6	1.2	1.4	1.6	1.8
輸入	%	1.9	1.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.9	0.8	0.5	0.8	0.9	1.0	1.3	1.4	1.5
国内需要寄与度	%pt	0.4	0.6	▲ 0.4	1.1	0.2	▲ 0.4	0.2	▲ 0.1	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4
民間需要寄与度	%pt	0.6	0.7	▲ 0.3	1.0	0.3	▲ 0.4	0.3	▲ 0.1	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
(民間住宅寄与度)	%pt	(0.0)	(▲ 0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(▲ 0.6)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(▲ 0.0)	(0.0)
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.0	0.4	0.2	0.4	0.0	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	3.1	3.6	2.6	2.0	2.4	2.0	2.4	3.0	2.2	2.5	2.0	1.5
全国消費者物価 (")	%	0.0	0.0	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
完全失業率	%	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6
鉱工業生産(前期比)	%	0.4	1.3	1.3	2.2	▲ 1.3	0.2	2.2	1.0	0.2	0.3	1.0	0.7	0.4
経常収支(季節調整値)	兆円	4.9	4.6	4.8	5.7	5.6	6.5	6.2	6.0	5.8	5.8	5.6	5.5	5.3
名目GDP比率	%	3.9	3.6	3.8	4.5	4.4	5.1	4.8	4.7	4.5	4.4	4.3	4.2	4.0
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	114.4	116.2	117.8	119.4	120.7	117.8	112.0	108.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.002	0.25	0.25	0.38	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75
新発10年物国債利回り(%)	%	1.57	1.89	1.79	1.69	1.67	1.74	1.72	1.60	1.65	1.75	1.90	1.95	2.00
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	59.5	65.3	70.5	60.9	57.6	64.2	71.6	82.0	80.0	75.0	75.0	75.0	75.0

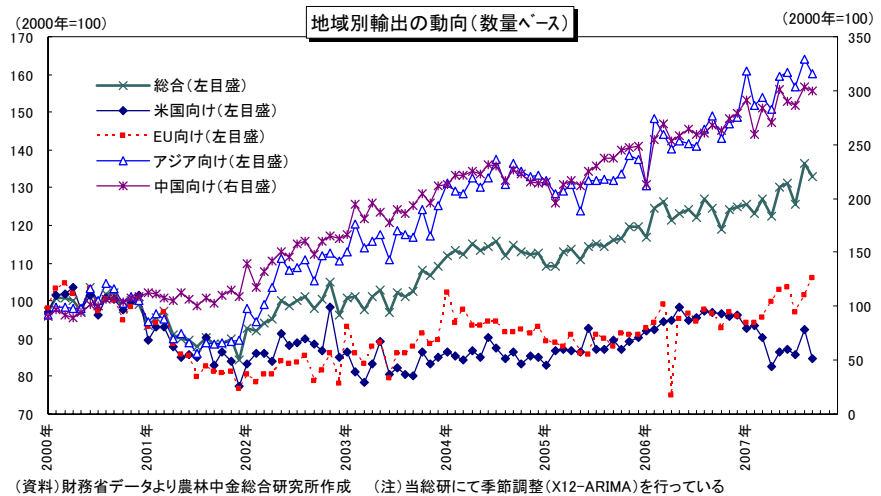
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



3. 2007～08年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

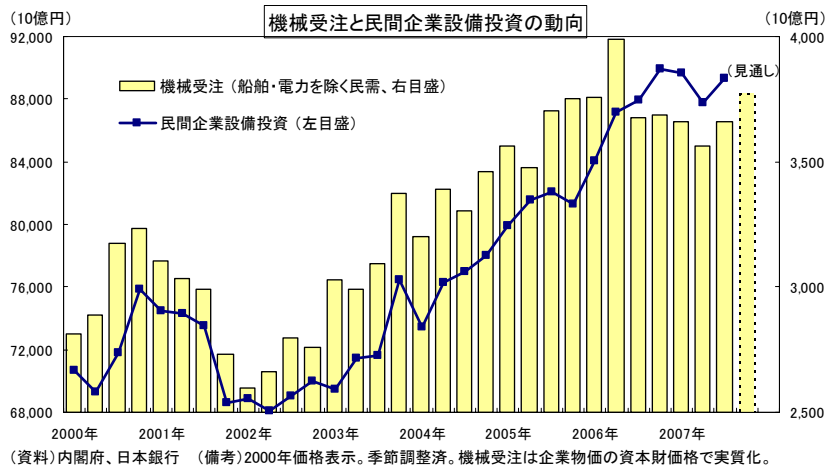
冒頭で述べたように、07年夏場に入ってから、輸出・生産の好循環から、国内経済面では改善する動きが見られた。9月の鉱工業生産と同時に発表された製造工業生産予測指数によれば、10～11月にかけて生産水準はもう一段高まり、過去最高レベルでの推移となる見通しである。先行きについては、まず、サブプライム問題の波及と世界経済の動きがポイントとなるが、米国など世界経済の動向に影響を受けやすいとはいえ、10年近くに渡って中国など東アジア経済が高成長を続けてきたこともあり、市場規模も拡大するなど、自律性を強めてきているのは間違いない。また、先進国経済が新興国の経済成長に支えられる面が強まっているのに反して、新興国経済は米国経済などへの依存度は小さくなっている可能性も否定できない。とはいえ、世界経済の約3割を占める米国が08年前半中は低成長に甘んじるとの見通しを考慮すれば、世界経済全体も成長率が減速してしまうことは不可避であろう。



また、住宅着工の激減といったもう一つの景気下押し要因が注目される。05年秋に発覚したマンション等の耐震強度偽装事件を契機に、国土交通省では再発防止策を検討した結果、構造計算適合性判定制度(ピア・チェック)の創設など、着工前の建築確認を厳格化する内容を盛り込んだ改正建築基準法が6月20日から施行されている。この改正で盛り込まれた新基準では、一定規模以上の建築物に対して、専門家による耐震強度などの再審査を義務付けているが、詳細な改正内容の公表の遅れから、それに対応した構造計算ソフトの開発が遅れ、解説書の発行が施行後2ヵ月後となったことが大きく影響している。また、確認・検査の厳格化に伴う手続きの見直しによって、特定行政庁や指定確認検査機関に混乱も生じるなど、建築確認業務そのものも大幅に遅れており、新設住宅着工はマンションを中心に大幅に減少している。

このように、日本の住宅市場の悪化は、基本的には行政サイドの不手際といった側面が強く、住宅需要の減退が主因ではないと思われる。そのため、今後、建築確認業務が円滑化し、着工戸数が本来のペースに戻る過程では、リバウンドが観察される可能性が高い。しかし、本来のペースに戻るまでには、今しばらく時間がかかる見込みであり、08年半ばまではその影響が残ると思われる。なお、民間住宅投資がGDPに占めるウェイトは足許で3%程度と比較的小さいこともあり、直接的な景気への影響度はかなり小さい。しかしながら、本来ならば売れていたはずの住宅まわりの耐久消費財が販売不振になり、更には、中小建築業者の業績不振や資金繰りの悪化を招くことも予想され、景気に対してマイナスの影響が出ることは間違いない。

また、GDP統計上は底堅く推移した民間設備投資であるが、9月の設備投資関連指標が再び低調さを示すものであっただけに、先行きの設備投資への懸念が浮上している。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は8月(前月比▲7.7%)に続き、9月も同▲7.6%と減少し、05年5月の水準まで落ち込んでいる。内閣府が集計した見込み額に対



し、過去3四半期の達成率（97.2%）で評価した10～12月期見通しは前期比+3.1%と2四半期連続での増加予想ながらも、その達成には毎月+5.68%の伸びが必要である。前期比プラスになるためでも同じく+4.13%のペースで増加しなくてはならないといった具合に、ハードルは高く、現時点では再び前期比マイナスとなる可能性もある。また、一致指標で

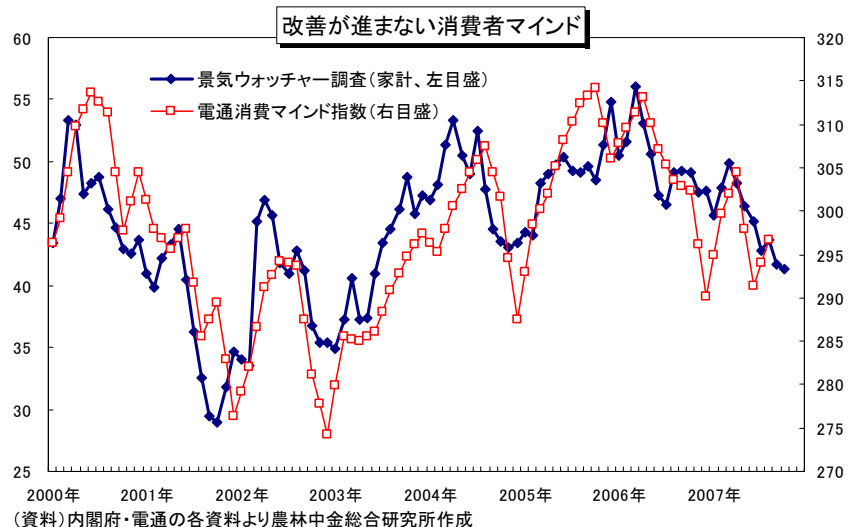
ある鉱工業統計：資本財出荷も9月は前期比▲7.0%と大幅に低下している。

なお、前述の改正建築基準法の施行に伴う混乱は、個人住宅以外の生産・営業用構築物（ビル・工場・店舗など）の建築確認業務にも一部影響して着工が減少しており、設備投資の下押し要因として考慮に入れる必要がある。

とはいえ、先行き世界経済の成長減速が見込まれるものの、リセッション入りするほどの大きな調整には至らないとの想定の下で、先行き企業の設備投資意欲が大きく減退してしまう可能性は小さいものと考えている。足許はやや落ち着いているとはいえ、企業の人員・設備不足感は先行き強まるとの予想が多く、設備投資意欲は根強い。先行きも輸出の増加テンポに概ね沿ったペースでの増加基調が続くものと予想される。

一方で、最近では大企業と中小企業との間の企業活動の温度差や景況感の乖離が拡大する傾向にあることも注目されている。中小企業の景況感がなかなか改善しない理由は、民間消費の低調さに原因があるが、もとを質せば「企業から家計への波及」の遅れに帰着する。つまりは、「生産・所得・支出の循環メカニズム」に目詰まりが起きていることが主因といえるだろう。

家計消費・所得環境に目を転じると、毎月勤労統計：現金給与総額は8月に9ヶ月ぶりの前年比プラスに転じた後、9月には再びマイナスとなっている。国民所得統計：雇用者報酬も7～9月期は前期比マイナスとなっている（名目・実質ベースとも▲0.2%）。もちろん、1人あたり賃金もしくは雇用者報酬全体といったマクロ指標で改善が見られていないからといって、一人一人の労働者の賃金も上がっていないわけではない。年功賃金カーブ（賃金プロフィール）は、依然として50歳前後までは右上がりの形状となっていることを踏まえれば、足許の新卒予定者に対する求人難やそれに対応した給与水準引き上げや、徐々に低下傾向を辿る失業率などからは、先行き、賃金・賞与を通じた企業から家計への波及が徐々に強まる可能性は残されている。経験的には、



失業率が3%台前半まで低下すれば、賃金上昇率が高まり始めることから、「企業から家計への波及」が本格化するためには、景気拡大が今しばらく継続し、マクロ的な需給環境がさらに改善する必要があるように思われる。このように雇用環境が持続的に改善していけば、低調な消費者マインドが徐々に好転していくものと思われる。

足許 10～12 月期については、牽引役として期待される輸出は、米国向けは低調ながらも、それ以外の地域向け輸出が堅調さを維持することが見込まれ、全体としてみれば輸出増勢は保たれる可能性がある。一方で、民間消費、民間設備投資に弱さが残るほか、民間住宅投資の大幅減が見込まれることもあり、国内需要には低迷するものと思われる。これらを総合してみれば、10～12

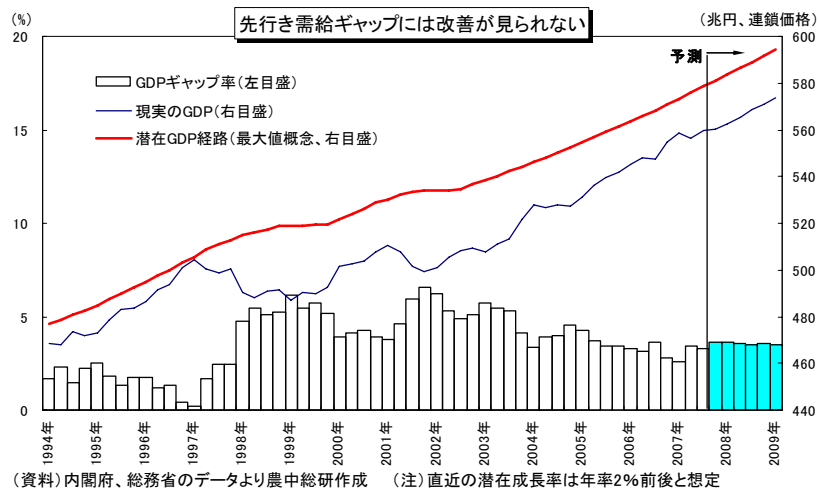
月期の GDP 成長率は前期比+0.1% (同年率+0.2%) と、再び潜在成長率以下に減速するものと思われる。なお、年度内を見通すと、08 年 1～3 月期には住宅投資のリバウンドが観察されることを見込むものの、民間消費の低調さは続く可能性があり、景況感が目立って改善しないまま推移するものと思われる。

また、08 年度の日本経済については、米国経済の低成長の影響もあり、輸出の勢いがやや弱まるほか、民間企業設備投資も加速することなく緩やかな増加に留まるものと思われる。民間住宅投資は徐々に本来の水準まで戻っていくものと思われるが、そもそもウェイトが低く、住宅市場が活性化するわけでもないことから景気刺激効果はほとんどない。

ここで、改めて先行きの懸念材料を指摘してみたい。まずは、米サブプライム問題に端を発した金融機能低下によって、国際的な資金フローに少なからず影響が出るリスクである。また、それに関連して、米住宅市場が大きく調整し続けており、それが個人消費など実体経済に影響が出る可能性についても注意する必要があるだろう。国内経済面では、改正建築基準法の影響で激減している住宅着工の影響であり、建築確認作業の円滑化がなかなか進展しないリスクもあるが、更に金利先高感や団塊ジュニアなど取得可能世代によって刺激されてきた住宅需要が一服している可能性も考慮すべきであろう。最後に、多くの労働者が所得の伸び悩みを感じる中で、食料品・エネルギー価格の上昇が続くことで、消費抑制効果が発生するリスクである。これらのリスクがすべて顕在化し、日本経済の停滞につながることは想定しないが、08 年度の日本経済は景気回復感を実感できないほどの低成長に留まる可能性は高いだろう。

以上のような見通しを踏まえて、**実質経済成長率は 07 年度を+1.4%、08 年度を同+1.8%**と予測する。これらは、前回予測 (07 年 9 月時点では 07 年度:+1.7%、08 年度:+2.1%) からの下方修正であり、その主因は民間住宅投資を中心とした民間最終需要の下方修正である。また、注意しておきたいのは、民間住宅投資を除いたベースでの経済成長率としては、07 年度:+2.0%から、08 年度:+1.5%へ減速することであり、上述の予測値とイメージが変わる。決して、08 年度に景気が再加速するというわけではない。

また、**名目成長率は 07 年度+1.1%、08 年度+2.0%**としたが、こちらも前回予測 (同:07 年度+1.7%成長、08 年度+2.5%成長) からの小幅下方修正である。**GDP デフレーターは、07 年度は前年度比▲0.3%、08 年度は同+0.2%** (同じく下方修正) としており、年度を通じ





ての名実逆転は 08 年度に持ち越されるものと予想する(四半期ベースでは 08 年 7～9 月期まで GDP デフレーターの前年比プラス転換が後ズレすると想定。なお、前回予測では 08 年 1～3 月期から前年比プラスに転換するとしていた)。

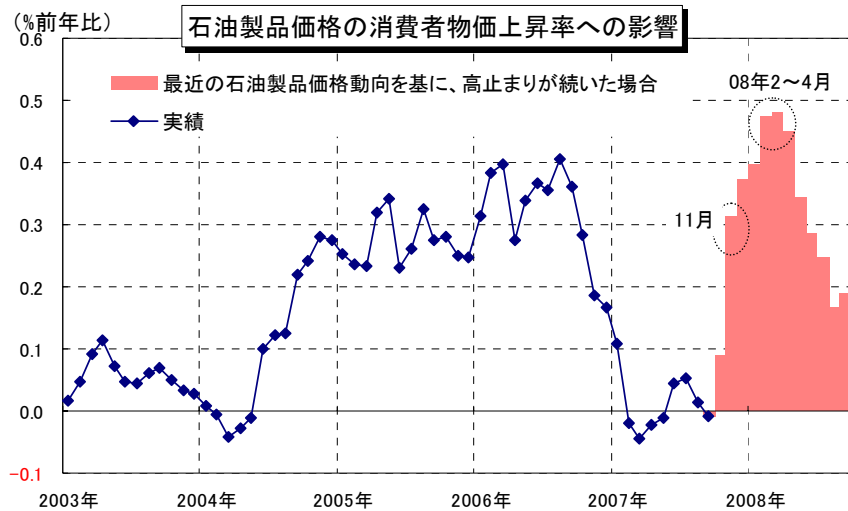
(2)物価見通し

国際商品市況の高騰を受けて、様々な食料品が値上げされているほか、ガソリン・灯油など石油製品や電気・ガス料金など光熱費といったエネルギー価格も上昇傾向を強めている。石油情報センターによれば、11 月 12 日時点のレギュラーガソリンの小売価格は全国平均で約 150 円と、統計開始以来の最高を更新した。11 月に入ってから国際原油市況は 1 バレル＝90 ドル台と、史上最高値圏での展開となっており、12 月もガソリン価格は更に値上がりする可能性が高い。仮に、現状水準の石油製品価格が当面維持されるとすれば、06 年秋から 07 年春まで、石油製品価格の下落が続いていたこともあり、08 年初頭にかけて消費者物価の上昇率を大きく押し上げることが予想される。これらの動きを踏まえれば、07 年 2 月以降、前年比マイナス状態が続いてきたコア CPI も 10 月にはそこから脱し、11 月には水面上に浮上、その後しばらくは高めの上昇率が続く可能性が高い。

一方で、こうした食料品・エネルギーを除いた、より需給関係を反映しやすい部分については、民間消費の低調さを反映して、前年比 ▲0.3% 程度のマイナスがなかなか消えない可能性もある。前述の食料品の値上げも、消費者に受け入れられなければ、今後の価格転嫁が難航する可能性がある。また、石油製

品価格も、さらに国際商品市況が高騰し続けなければ、08 年夏場には物価押し上げ効果が剥落してくる。逆に、世界経済の成長減速を受けて、国際原油市況が調整することになれば、逆に物価押し下げ要因に転じることも十分ありうる。その他、総務省統計局は、携帯電話各社の新料金プランは現行消費者物価へは当面反映を見合わせることを発表した。今後の展開次第では物価押し下げ要因になってくる可能性もないわけではない。消費者物価：財価格の上流に位置する企業物価：消費財動向を見ても、上昇圧力は乏しい状態であり、低調な民間消費動向を前にして、企業サイドの値上げ行動が持続性を伴ったものなのか、注意する必要があるだろう。

なお、07 年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率は+0.0%、08 年度は同+0.4%と予測している。なお、今後とも景気が失速することなく、緩やかながらも失業率が低下していけば、それに反応して賃金・物価が徐々に上昇し始める可能性が高いだろう。



(資料)総務省資料より農中総研作成

(注)石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度



4. 金融政策・金融市場の見通し:

(1) 金融政策

07年2月に実施された第2次利上げの後も、日本銀行は現在の0.50%という政策金利水準は極めて緩和的な状態であるとの認識を表明し、経済・物価情勢の改善の度合いに合わせて利上げしていく政策運営方針を示してきた。その結果、5月中旬以降、金融市場では、8月頃に第3次利上げが行われるとの見方が浮上し、それを意識した金利形成が行われた。

しかしながら、8月には、それまで強く意識されてこなかった米サブプライム問題が表面化、サブプライム住宅ローンを組み込んだ証券化商品市場を中心に、世界的に金融市場の機能が大きく低下した。そうした証券化商品を多く保有していた欧米金融機関では流動性逼迫懸念が発生し、各国中央銀行は大量の流動性供給を続けて不安解消に努めた。政策金利についても、追加利上げ意欲を示してきた欧州中央銀行(ECB)は金利据え置きを余儀なくされ、米連邦準備制度(FRB)では公定歩合のみならず、政策金利であるFFレートの誘導目標をこれまでに0.75%引き下げるなど、金融危機の発生や景気悪化に対する対応策に迫られている。日本では、国内金融機関やマクロ経済への影響度は欧米ほど大きくないと考えられているが、このような金融情勢を受けて、日銀も利上げ判断を見送る姿勢を続けている。

日銀は07年10月31日に「経済・物価情勢と展望(展望レポート)」を公表したが、そこでは、米サブプライム問題などが実体経済へ及ぼす悪影響を懸念しつつも、基本的には、米国以外の国・地域の経済成長が続くことで、そうした影響は限定的なものに留まると

の見方を提示している。その上で、「日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長軌道を辿る」との見解を示すなど、経済・物価見通しは以前のものから変更はほとんどない。また、金融政策についても、これまでと同様に、「リスク要因を点検しながら、経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」との姿勢を維持している。

ただし、利上げ判断には、少なくとも以下の3つの条件をクリアする必要があるだろう。一つめは、国内経済・物価情勢が明確に改善し、先行きもそれが続くという蓋然性が強い状況であること、である。二つめは、世界的な金融市場の混乱が沈静化に向かうこと、である。最後に、米サブプライム問題が米個人消費などへ与える悪影響は限定的であり、米景気が失速しないとの確信が強まることである。米サブプライム問題の震源である米住宅市場は少なくとも08年前半まで調整が続くことが見込まれるほか、経済成長率も08年前半は減速した状態が続くだろう。なお、08年半ばには、輸出・設備投資が徐々に回復し、米国経済の調整にも一定のメドがつくものと思われ、ようやく利上げ環境が整うことになるだろう。次回利上げは08年7~9月期と予想する。

なお、08年3月19日には、福井・武藤・岩田の両副総裁の任期が切れることから、08年度以降の金融政策の行方を占う上で、焦点の次期日銀総裁人事が注目されている。

展望レポート:2007~08年度の政策委員の大勢見通し(07年10月)

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価 (除く生鮮食品)
2007年度	+1.7~+1.8 <+1.8>	+1.9~+2.1 <+2.0>	0.0~+0.1 <0.0>
4月時点の見通し	+2.0~+2.1 <+2.1>	+0.7~+0.8 <+0.7>	0.0~+0.2 <+0.1>
2008年度	+1.9~+2.3 <+2.1>	+0.9~+1.2 <+1.0>	+0.2~+0.4 <+0.4>
4月時点の見通し	+2.0~+2.3 <+2.1>	+0.8~+1.0 <+1.0>	+0.4~+0.6 <+0.5>

(資料)日本銀行

(注)対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

日銀法第23条では「総裁及び副総裁は、両議院の同意を得て、内閣が任命する」とあり、総裁人事は衆参両院で賛成多数を得る必要がある。長らく日銀総裁人事は、内部からの昇進か、大蔵省（現・財務省）事務次官からの転進が、主なルートであった。最近では、速水・前総裁、福井・現総裁と、2代続けて日銀出身者が総裁に就任しているが、現・副総裁の武藤氏は、5年後の総裁就任含みで日銀入りしたと受け止められてきた。大物財務次官でもあった武藤氏の組織運営能力などの評価は無難なものであり、順当に行けば武藤氏になる可能性が高いが、民主党は審議会委員など衆参両院の同意が必要な人事案件に対して、官僚出身者が就任することに対して反対する姿勢を強めており、不透明な情勢となっている。

ただし、小沢民主党代表は、官僚出身者はすべてだめ、というわけではないと表明しており、かつ、日銀総裁・副総裁が不在な状況は好ましくないと言及していることから、今後、与野党での協議が行われるものと思われる。参考までに、諸外国の例を見ると、米FRBのバーナンキ議長、イングランド銀行（BOE）のキング総裁、イスラエル中央銀行のフィッシャー総裁と、金融論に通じた著名な経済学者出身者も少なくない。日本でも、かつて日銀審議会委員を務めていた植田和男氏や経済財政諮問会議の民間議員を務めている伊藤隆敏氏ら経済学者出身者が日銀総裁としてふさわしいのではないかと、という意見が根強い。今後の日銀の利上げスケジュールにとっても重要な意味を持つだけに、総裁人事の行方には十分注意しておく必要がある。

(2) 金融市場の見通し

8月中旬以降、米サブプライム問題が表面化し、金融資本市場では、「株安・金利低下・円高」の動きが急速に進んだ。この動きは一旦鎮静化し、10月中旬には米サブプライム問題は峠を越えたのではないかと、との楽観論も浮上した。しかし、主要格付機関の大量格下げを受けて証券化商品の価格下落が進み、内外金融機関の損失見込み額が当初予想よりも膨らむ可能性が高まったことを受け、リスクマネーの供給がストップし、实体经济に悪影響が及ぶのではないかと、との懸念が高まった。その結果、11月に入ってから金融市場は、8月の「株安・金利低下・円高」が再現されている。このように、足許の米サブプライム問題に起因する金融市場の混乱は一旦沈静化したとしても、折りに触れて表面化する可能性が今後も残っている。しかしながら、これが本格的な金融危機につながる可能性は依然として薄く、实体经济への影響も景気失速をもたらすほどのものにはならないと考える。こうした認識や、上述してきたような景気・物価見通しと金融政策の見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようなシナリオが見込まれる。

まず、株価であるが、日経平均株価は一時、年初来安値となる15,000円割れとなるなど、冴えない展開が続いている。当面は円高による輸出企業の収益圧迫予想に加え、世界経済の減速懸念が強まることから、株価の上値を抑制するものと思われるが、日本を含む世

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2007年		2008年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.491	0.50	0.50	0.50	0.75
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.846	0.80～0.95	0.80～0.95	0.85～1.00	0.95～1.20
短期プライムレート	(%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り	(%)	1.495	1.45～1.75	1.50～1.80	1.60～1.90	1.75～2.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	111.4	105～115	103～113	100～110	100～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.5	157～167	155～165	150～160	150～160
日経平均株価	(円)	15,396	16,000±1,000	16,250±1,000	16,500±1,000	17,000±1,000

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成

(注) 無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は2007年11月15日時点。

界経済全体が失速してしまう可能性は依然として小さいとの前提の下では、多少の上下動を伴いながらも、徐々に下値を固め、戻り基調が強まることが予想される。

長期金利(新発 10 年国債利回り)は、量的緩和政策解除前の 06 年 2 月以来の 1.5% 割れとなるなど、低下傾向を強めている。米サブプライム問題の広がりから「質への逃避」状態が強まっている上に、景気減速懸念から欧米長期金利が低下していることが、国内長期金利の上昇を阻害している。ただし、この 1.5% 割れが常態化するには、日本経済が景気後退入りし、日銀が利下げを行うなどの条件が必要であろう。長期金利は徐々に金利水準は 1% 台後半へ戻るものと思われる。ただし、利上げ時期が大きく後ずれし、利上げペースも非常に緩やかなものになっている可能性が高く、2% に到達するには今しばらく時間がかかるだろう。

最後に、為替レートであるが、全般的に円高方向への動きが明確になるものと予想される。対ドルレートについては日本銀行が引き続き利上げ願望を保持し続けている一方で、米国 FRB の政策金利引き下げが継続し、3% 台まで引き下げていく可能性がある。先行きの日米金利差の縮小予想から、徐々に円高が進行していくものと予想する。一方、対ユーロレートはユーロ圏経済にやや減速する兆しが出ていることや、ユーロ高を懸念する意見も根強い。ECB もまた、インフレ懸念が残っていることから追加利上げ意欲はあるが、米サブプライム問題に伴う信用収縮懸念への対応に追われるなど、利上げは当面困難な状況である。対ユーロレートは、当面 1 ユーロ=160 円前後での展開となることが予想される。



2007～08年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2006年度 通期	2007年度			2008年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	2.1	1.4	0.2	0.9	1.8	1.0	1.2
民間需要	%	2.1	0.8	▲ 0.1	0.4	1.6	1.0	1.2
民間最終消費支出	%	0.7	1.7	0.8	0.5	0.9	0.4	0.7
民間住宅	%	0.4	▲ 17.0	▲ 8.5	▲ 23.3	12.1	24.2	7.5
民間企業設備	%	8.0	0.5	▲ 1.4	2.8	3.0	1.0	2.4
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.0	0.3	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.4	0.8	1.1	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 5.5	▲ 4.5	▲ 3.6	▲ 3.3	▲ 1.6	▲ 1.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	26.5	25.3	27.7	29.4	28.8	30.0
輸出	%	8.2	8.0	4.0	5.3	6.3	2.7	3.9
輸入	%	3.3	2.3	1.5	1.8	4.3	2.1	3.5
内需寄与度 (前期比)	%	1.3	0.5	▲ 0.2	0.2	1.3	0.8	0.7
民間需要 (")	%	1.6	0.6	▲ 0.1	0.2	1.2	0.8	0.7
公的需要 (")	%	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
外需寄与度 (")	%	0.8	0.9	0.4	0.4	0.5	0.2	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	0.1	0.2

(前年同期比)

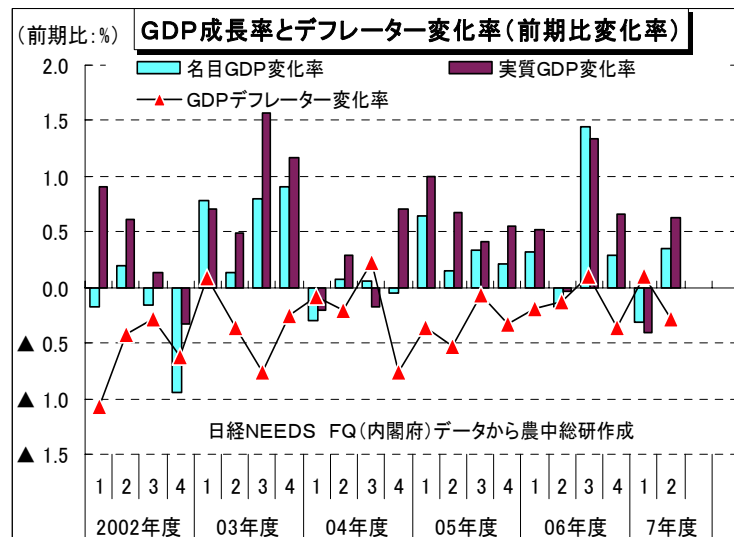
	単位	2006年度 通期	2007年度			2008年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.4	1.1	1.5	0.6	2.0	1.7	2.2
実質GDP	%	2.1	1.4	1.9	0.8	1.8	1.6	1.9
民間需要	%	2.1	0.8	1.2	0.1	1.6	1.2	2.0
民間最終消費支出	%	0.7	1.7	1.8	1.2	0.9	0.8	1.0
民間住宅	%	0.4	▲ 17.0	▲ 6.8	▲ 27.0	12.1	▲ 0.9	28.3
民間企業設備	%	8.0	0.5	1.1	0.5	3.0	3.0	3.0
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.4	0.3	0.3	0.4
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.7	1.0	1.1	1.1	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 5.5	▲ 4.1	▲ 6.8	▲ 3.3	▲ 3.9	▲ 2.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	26.5	25.3	27.7	29.4	28.8	30.0
輸出	%	8.2	8.0	8.0	8.0	6.3	6.6	6.0
輸入	%	3.3	2.3	1.7	3.0	4.3	3.6	5.0

国内企業物価 (前年比)	%	2.8	2.4	2.2	2.7	2.0	2.4	1.7
全国消費者物価 (")	%	0.1	0.0	▲ 0.1	0.2	0.4	0.5	0.4
完全失業率	%	4.1	3.9	3.8	3.9	3.7	3.8	3.7
鉱工業生産(前年比)	%	4.7	2.9	2.8	2.9	2.7	3.1	2.3
住宅着工戸数	千戸	1,285	946	498	448	1,166	586	580
経常収支	兆円	20.7	24.5	12.7	11.8	22.2	11.4	10.8
貿易収支	兆円	10.2	12.4	6.3	6.1	11.0	5.7	5.3
為替レート(前提)	$F_{\$/\text{円}}$	116.9	114.6	119.3	110.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格(前提)	$F_{\$/\text{バレル}}$	63.6	74.5	67.9	81.0	75.0	75.0	75.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

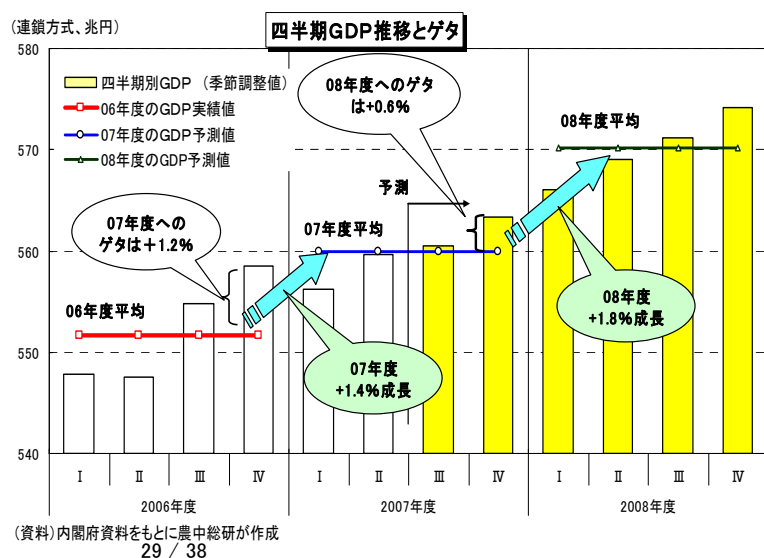
【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」となっており、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ GDP デフレーターは 07 年 4～6 月期に 3 期ぶりに前期比 +0.1% のプラスとなったが、7～9 月期は再び▲0.3% のマイナスに転じた。この動きから見て、デフレ脱却の動きが順調には進んでいないことは確かであるものの、国内的に再びデフレ圧力が強まっていると判断するのは早計だろう。
- ◆ GDP デフレーターがマイナスに転じた要因としては、7～9 月期に円高進行と原油を除く商品市況の反落で、輸出物価の下落を主因に外需部分のデフレーターが押し下げられたことや、民間在庫投資デフレーターも下落したことが主に影響していると考えられる。
- ◆ 最大の需要項目である民間消費支出デフレーターは前期比 ▲0.0% と若干のマイナスとなったが、他の内需項目では民間住宅投資デフレーターや民間企業設備投資デフレーターなどの上昇傾向が継続している。緩やかではあるがデフレ脱却に向けた動きが進展しているといえるだろう



【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」は各年度最終四半期(1～3 月期)の GDP が当該年度(4 月～翌年 3 月)の GDP をどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と考えられる。つまり、ある年度の 4 四半期とも横ばいのゼロ成長が続いた場合でも、当年度の前年比成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。
- ◆ 07 年度に関しては、06 年度からのゲタが +1.2% であった。当総研の 07 年度下半期の GDP 成長率見通しを前提にすれば、年度内の成長は 4～6 月期のマイナス成長が響き、わずかに +0.2% にとどまると試算される。
- ◆ また、同じく当総研の 07 年度下半期の GDP 成長率見通しを前提にすれば、08 年度に向けた成長率のゲタは、+0.6% となる。08 年度の成長率を +1.8% と予測しているが、これは、08 年度内に +1.2% の、07 年度に比べて順調な経済成長の動きを見込んでいることを意味する。



付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

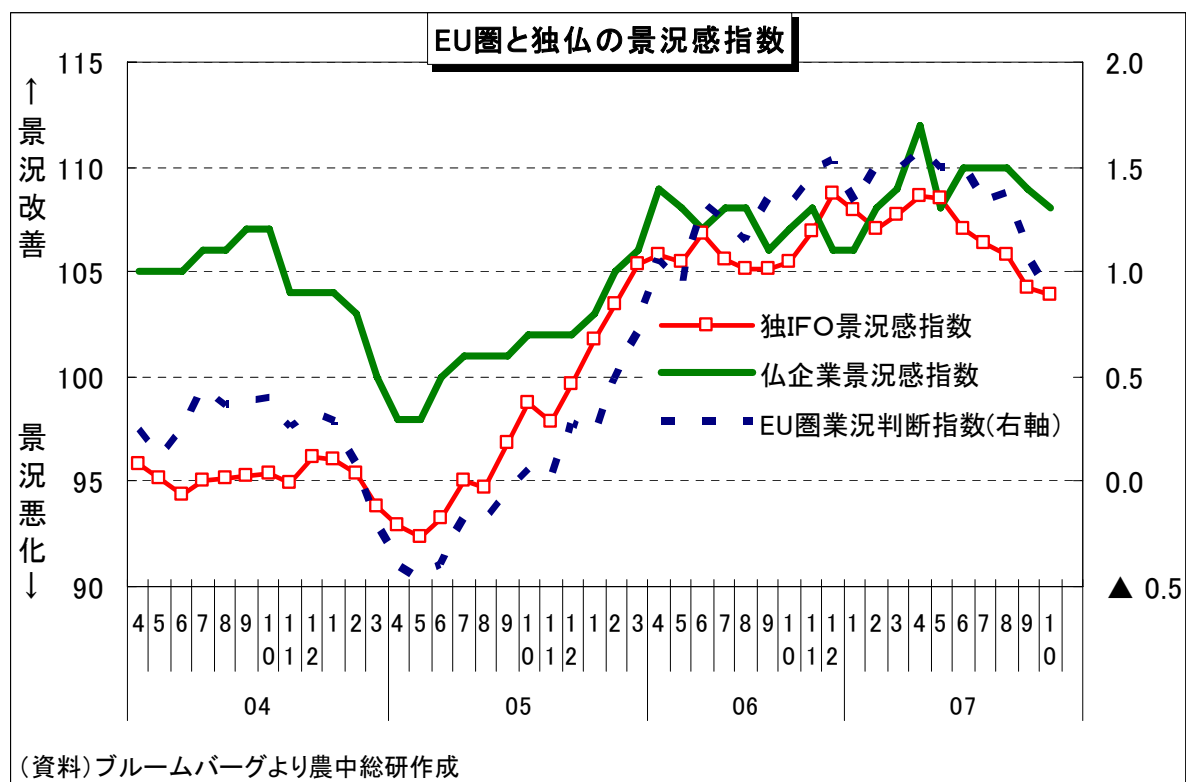
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

見通し
(前年比:%)

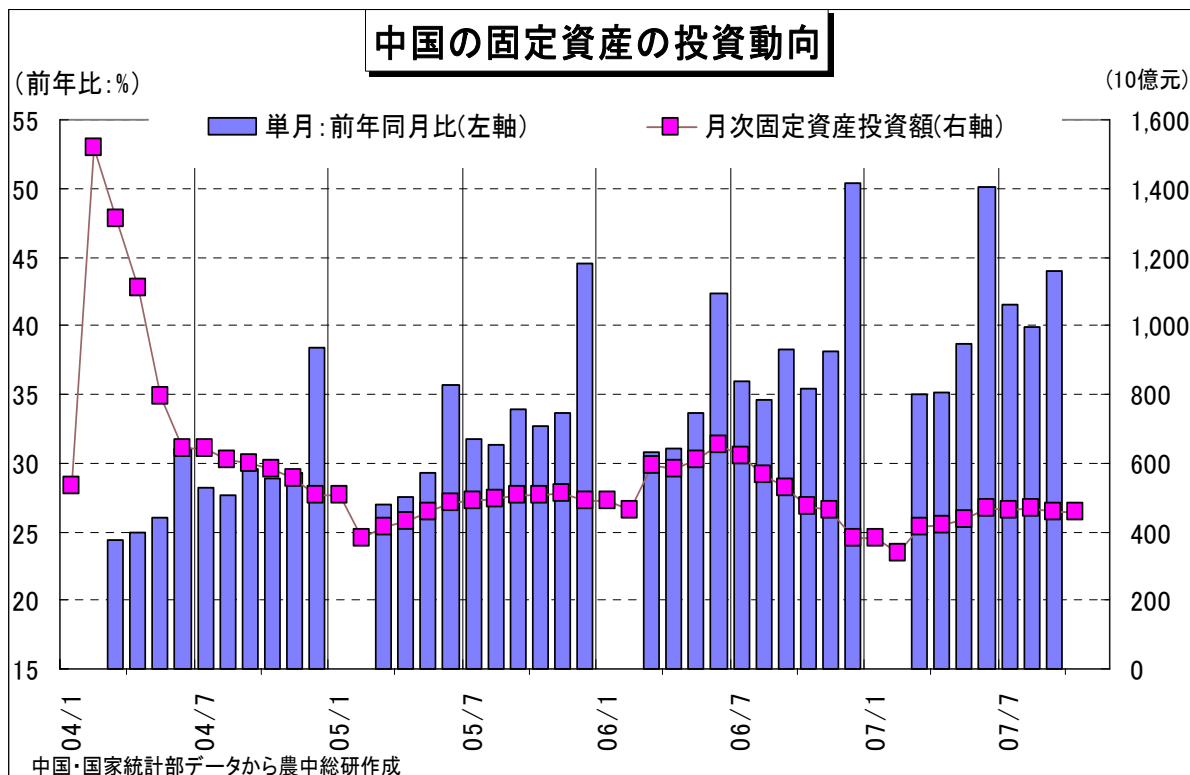
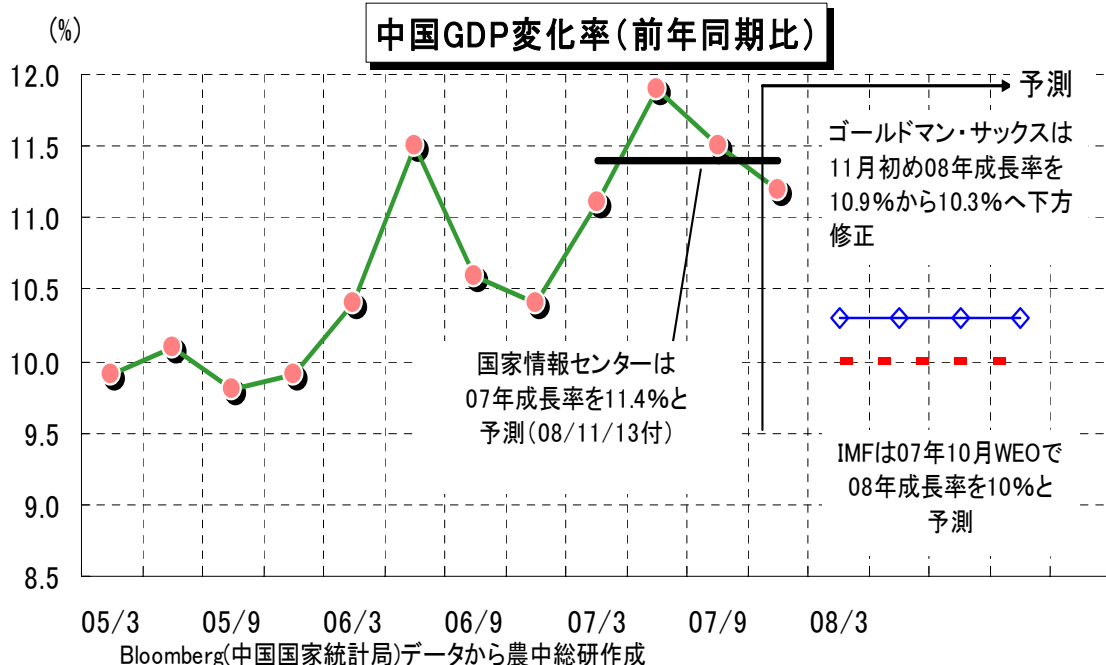
	2004	2005	2006	2007	2008
ユーロ・ゾーン	1.8	1.6	2.7	2.6	2.0
ドイツ	2.4	0.8	2.9	2.6	2.2
フランス	2.3	1.7	2.2	1.8	1.9
イタリア	1.0	0.2	1.9	1.8	1.4
英 国	3.3	1.8	2.8	2.9	2.0
B R I C S					
中国	9.8	10.4	10.7	11.4	10.7
ロシア	7.1	6.4	6.7	7.4	6.7
インド	8.4	8.3	9.2	8.5	8.2
ブラジル	5.7	2.9	3.7	4.8	4.5
南アフリカ	4.8	5.1	4.9	5.0	5.1

Datastream(各国GDP統計等)データから農中総研作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社(CEBS)データによる



中国経済の状況(予測の前提)



賃貸住宅建設会社の経営戦略と賃貸住宅経営

古江 晋也

- ・貸家着工戸数は 2007 年 6 月の改正建築基準法の施行によって大きな落ち込みを見せているが、それ以前は堅調に推移してきた。賃貸住宅建設を専業としている建設会社もこの間に営業拠点を拡大し、企業業績を大きく拡大させた。
- ・90 年代以降、大手ハウスメーカー等は、節税対策や資産活用に意欲はあるが、賃貸住宅経営に不慣れな土地所有者のニーズを取り込むため、「サブリース方式」に積極的に取り組むようになった。そのため、賃貸住宅建設は、世帯数の増加などに伴う実需に加えて、節税対策や資産活用という実需以外の要因によって促進されることもある。
- ・しかし、サブリース方式は賃貸住宅の供給過剰を生み出し、家賃相場を下落させる大きな原因にもなる。賃貸住宅建設が大量供給されてきた近年、家賃下落を危惧する金融機関もあり、建設会社、土地所有者等は今一度、既存の賃貸住宅における収支計画の見直しをも含めたより慎重な対応を検討する必要がある。

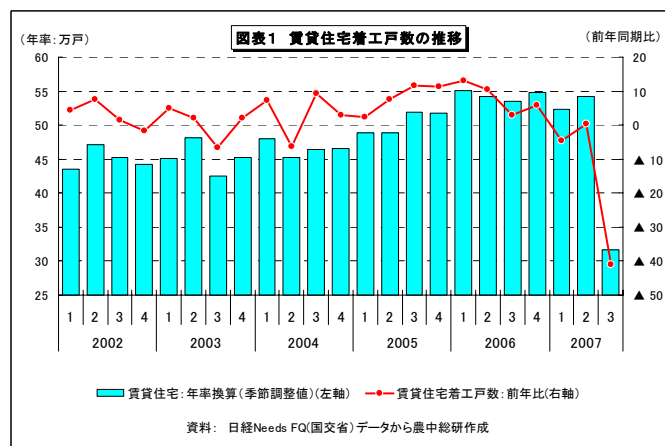
近年の賃貸住宅建設市場の概要

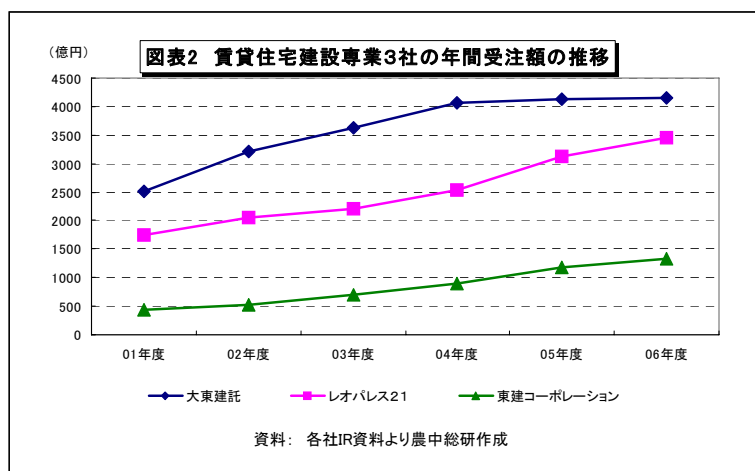
図表 1 は最近の賃貸住宅着工戸数の動向と前年比の推移を表したものである。この図表によれば、貸家着工戸数は、改正建築業法が施行される 07 年 6 月まで堅調に推移していることがわかる。このような貸家着工戸数の増加を受けて、賃貸住宅建設を専業としている建設会社大手 3 社（大東建託、レオパレス 21、東建コーポレーション）も順調に業績を拡大してきた（図表 2）。

賃貸住宅建設市場は、貸家住宅建設を専業とした建設会社に加え、ハウスメーカーや地域の建設会社・工務店が競合している。この市場のなかで市場シェアトップの 9.62%（06 年 3 月期）を誇るのが大東建託である。また、業界第 2 位のレオパレス 21 はワンルームマンションに焦点を絞った経営戦略

を展開しており、30 m²以下の貸家新設着工では 43.8%と高いシェア（07 年 3 月期）を占めている（注¹）。

近年、賃貸住宅が大量供給された背景には、核家族化・晩婚化による世帯数の増加や景気回復が相対的に進んだ大都市への人口流入といった実需のほかに、節税対策や資産活用という実需以外の要因で賃貸住宅の建設が行われていることも指摘できる。





(注1) 大東建託(2007年3月期決算説明資料)、レオパレス21(2007年3月期決算説明会資料)より。

賃貸住宅建設会社の営業スタンスの変遷

1980年代後半以降、賃貸住宅建設は上昇する地価への節税対策の一手段として注目された。当時の賃貸住宅建設を勧誘する営業スタイルは、いわゆる「飛び込み営業」が多く、空地利用がメインであったともいわれている。

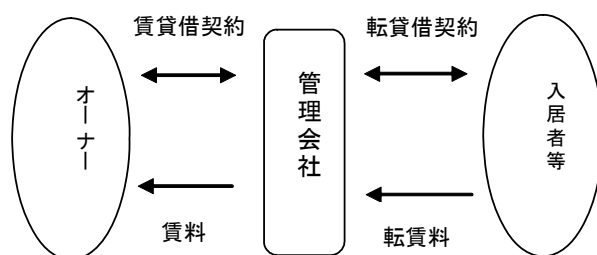
92年、農地の宅地並み課税が導入されたことで賃貸住宅経営のニーズは大きく高まった。同時にバブル崩壊後の建設需要の低迷もあり、建設会社のなかには事業戦略を事業用・商業用建物建設から賃貸住宅建設にシフトし始めるところもあった。さらに

大手ハウスメーカー各社は、「サブリース方式」に取組むことで、節税対策や資産活用には意欲はあるが、賃貸住宅経営に自信が持てない土地所有者のニーズに積極的に対応し始めた。

サブリース方式とは、管理会社はオーナーと賃貸借契約、入居者等と転貸借契

約を結ぶことで入居者等は管理会社に転賃料を、管理会社はオーナーに賃料を支払う仕組みであり(図表3)、この仕組みをベースに建設会社各社は「家賃保証」や「一括借上げ」等の賃貸経営支援サービスを付加する。一般的に家賃保証は、家賃収入の85%から90%程度を保証しており、オーナーは煩雑な賃貸住宅管理業務を行う必要はない。このような賃貸住宅経営の簡便化が、土地所有者に賃貸住宅建設を促す大きな原動力となり、現在、市場シェアが6割とも言われている地域の建設会社や工務店との差異化を図る手段にもなった。さらに大手賃貸住宅建設会社は、サブリース方式による新規顧客の開拓に加えて、既存顧客に対しては「オーナー会」を組織することでリピート率を高めていった。

図表3 サブリース方式の概略図



出所：三井不動産編著[2001]『これからの賃貸住宅ビジネス・改訂新版』ダイヤモンド社、p.273。

図表4は賃貸住宅建設専門会社3社の建設営業店舗数と従業員数を示したものであり、90年代末から積極的な営業展開を図ることが今日の企業業績の拡大を支えてきた要因の一つであると考えられる。

賃貸住宅建設専門会社の営業店は大別して、受注・建設・仲介業務を行う「三部店」と入居者を斡旋する「仲介

店」という二種類の店舗がある。大東建託は、人口 30 万人を有する都市に営業拠点を築いているのに対して、東海地方を拠点に展開している東建コーポレーションは郊外への出店に重点を置くなど、各社とも独自の店舗戦略を展開している。一

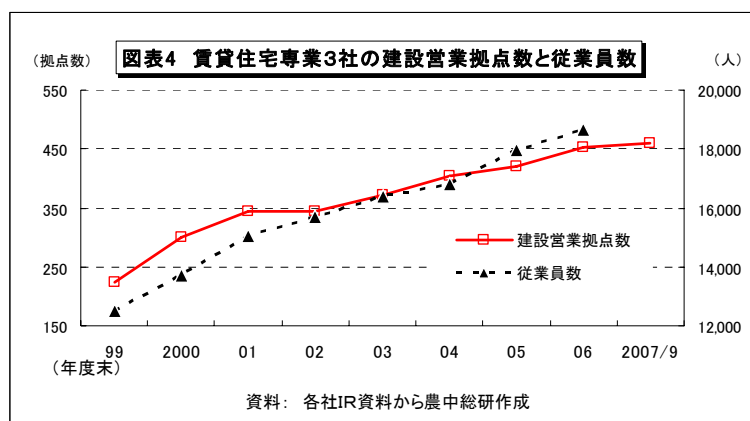
方、入居者の募集や斡旋を行う仲介店は一般的に駅前など人通りの多い地域に出店することで入居率の向上に努めている。

さらに、近年では営業体制も従来の「飛び込み営業」から組織営業へと変更することで、営業スキルやノウハウの共有と営業員の定着率を高めている建築会社もあり、競争優位を確保するうえで営業活動の質的向上を図ることがますます重要になりつつある。

06 年 4 月、改正保険業法が施行されたことを受けて、大東建託は 30 年一括借上による「賃貸経営受託システム」を導入（06 年 7 月）。大東共済会が行ってきた賃料収入保証事業は、大東建物管理と合併（08 年 4 月を予定）することで実質的に履行を行うこととしている。また、東建コーポレーションも 07 年 5 月から「サブリース・経営代行システム」の導入を開始しており、各社とも営業戦略の観点から賃貸経営支援サービスをいかに重視しているか、がわかる。

賃貸住宅経営における課題

サブリース方式は、賃貸住宅経営を簡便化し、賃貸住宅建設を促進した。近年では営業力の強化に加えて、「30 年一括借上」を掲げる建設会社の中堅クラスを含めて増



加しており、さらなる賃貸住宅建設へのインセンティブを高めている。

しかし前述のような賃貸経営支援サービスの向上・多様化は、賃貸住宅経営への参入障壁を低くするため、賃貸住宅の供給過剰を生み出し、家賃相場を下落させる大きな要因となっている。

家賃相場が下落すれば、管理会社は収益を確保するためオーナーに支払う賃料の引き下げを求めることになる。なかには 2 年ごとに家賃の見直しを行うこととしている契約もあり、供給過剰による家賃相場の下落は、賃貸住宅経営のリスクとなっている。さらに 30 年一括借上制度には、築 10 年を目途に大規模修繕・改修を要件としたり、築 10 年目以降の賃貸住宅については、契約を年度更新（または、2 年更新）とすることで最長 30 年という内容もある。大規模修繕・改修に応じない場合は、契約の更新を行わないケースもあり、賃貸住宅の建設を計画する際にはリスクを十分に把握し、大規模改修・修繕等に備えることができる収益確保が可能かどうか、という収支計画（シミュレーション）を策定することが不可欠である。しかし、この収支計画も建設会社と金融機関各社によって大きく異なることが少なくない。例えば、予定収益率につい

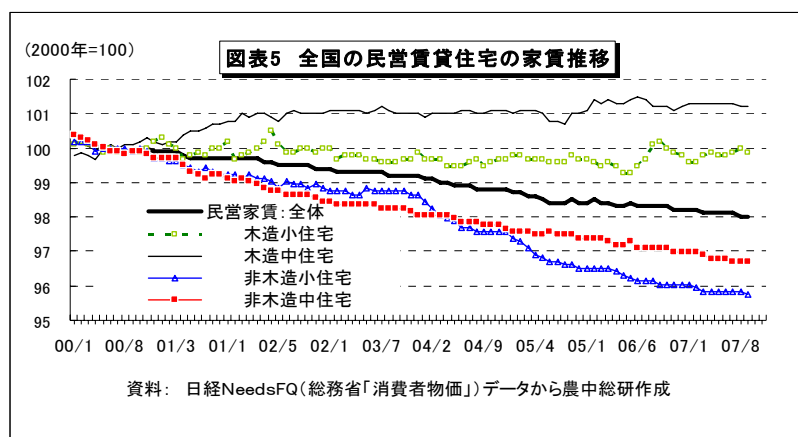
でも、ヒアリングベースでは 2～10%と各企業によって大きく異なっている。この原因については立地条件、顧客層の違いなどが考えられるが、なかには「建設会社の収支計画はやや楽観的である」と述べる金融機関の担当者

もいる。とりわけ、最近の賃貸住宅経営は低金利のために短期的に利益を確保しやすい環境となっている。そのため、この現状を長期収支計画にどう反映させるのか、ということも重要な課題になるであろう。

おわりに

建設会社のなかには、入居率を確保する観点から賃貸住宅建設を抑制する社内組織を設けているところもある。また、40～50歳代のファミリー層や高齢者層など今後需要が見込まれると期待されるセグメント向けの賃貸住宅建設に積極的に取組もうとしている建設会社もある。このような取組みは、家賃下落を回避する手段の一つとして注目できる。しかし、これらの社内組織による牽制が有効に機能するのか、新たなコンセプトを持った賃貸住宅が長期的な競争優位性を有しているかどうか、については検討の余地がある。

一方、オーナー側の観点から賃貸住宅経営を考慮すれば、供給過剰に伴う家賃下落は、今後も大きなリスク要因の一つとなるであろう。東京近郊のある都市では、供給過剰によってここ数年家賃下落が続き、収益確保が困難になりつつあるという。図表



5 は全国の民営賃貸住宅の家賃推移を表したものであるが、この図表においても全体的に家賃は下落傾向にあることがわかる。賃貸住宅経営で収益が確保できなければ、家賃下落を防止するために不可欠となる物件管理費が捻出できず、さらに家賃が下落するという「負のサイクル」に陥ることになる。

本稿では、サブリース方式を中心に賃貸住宅建設会社の経営戦略と賃貸住宅経営双方の立場から検討してきた。サブリース方式は、賃貸住宅経営を行ううえでの強いインセンティブとなっている。しかし、その一方でサブリース方式は供給過多による家賃下落という現象を生み出す要因にもなる。賃貸住宅建設が大量供給されてきた近年、家賃下落を危惧する金融機関もあり、建設会社、土地所有者等は今一度、既存の賃貸住宅における収支計画の見直しをも含めたより慎重な対応を検討する必要がある。

【参考文献・資料】

- ・古江晋也[2005]「賃貸住宅ローンの現状と課題」『農林金融』4月。
- ・三井不動産編著[2001]『これからの賃貸住宅ビジネス改訂新版』ダイヤモンド社。
- ・大東建託、レオパレス 21、東建コーポレーションのホームページ及び IR 資料。国土交通省ホームページ。

高齢者雇用への企業の対応

～改正高齢者雇用安定法施行から1年半経て～

田口 さつき

雇用確保措置義務化から1年半

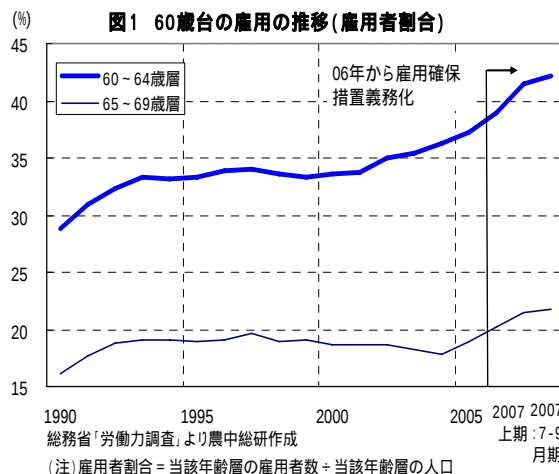
改正高齢者雇用安定法（以下、高雇法）により 65 歳までの雇用確保措置を講じることが 06 年 4 月に企業に義務化され、約 1 年半が経過した。

定年制は、従来、中高年従業員の雇用や賃金の調整手段としての役割も果たしてきた。そのため、高齢者の雇用を確保する際に、単に定年の延長や定年制の撤廃をするだけでは、賃金の高止まりや人事の硬直化など問題が生じる恐れがあった^{（注 1）}。このような状況を避け、高雇法の要件を満たすために、企業はどのような対応をしているのか、最新の報告などからみていきたい。
（注 1）田口（2005）「高齢化と雇用・賃金の展望」、
「農林金融」2005 年 11 月号

60 歳台の雇用が改善

高齢者の雇用の動向を振り返ると、60 歳台の雇用者が人口に占める割合（以下、雇用者割合）は、60～64 歳層において 93 年から 01 年まで 33% 近辺を、65～69 歳層でも 92 年から 04 年まで 18% 前後で推移していた（図 1）。

しかし、このところ、60 歳台の雇用割合は上昇傾向を示している。60～64 歳層では、02 年以降再び上昇し、07 年 7～9 月期には 42.2% となった。また年金が満額で受給できる 65～69 歳層も、04 年の 17.8% を底に反転し、07 年 7～9 月期には 21.7% となった。



そして雇用者数では、07 年 7～9 月期現在、60～64 歳層が 355 万人、65～69 歳層が 170 万人と、対 2000 年比でそれぞれ、1.4 倍、1.3 倍となっている。

この背景の一つとして、この雇用者割合の上昇が 02 年以降であることから、景気回復が高齢者の雇用に波及してきたことが考えられる。また、65 歳までの雇用を確保するよう努力義務を課した高雇法の対応のための措置を実施する企業が増えたことも、高齢者、特に 60～64 歳層の就業を後押ししたとみられる。

企業の対応

高雇法は、事業主に毎年 6 月 1 日時点の定年及び継続雇用制度の状況などを厚生労働大臣に報告することを求めている。この報告を集計した厚生労働省「高年齢者の雇用状況報告」（以下、高雇法報告）が 10 月に発表された。報告した企業は、51 人以上の従業員がいる全国の企業 8 万 8000 社余り

で、うち中小企業（従業員数 51～300 人規模）は 84.9%を占め、残りは大企業（同 301 人以上）である。

これによると、雇用確保措置を講じた企業は、06 年には報告企業の 84.0%であったが、中小企業での取り組みの進展により、07 年には 92.7%に上昇した。

雇用確保措置とは、継続雇用 定年の引き上げ 定年制の廃止を指すが、この中で圧倒的に多い（全体の 85.8%）のが 継続雇用制度の導入である。これは、企業は人事や賃金水準の調整といった面での柔軟性を維持するため、従来からの定年という区切りを残しているとみられる。

補足として、常用労働者（注 2）が 30 人以上の民営企業から、一定の方法により抽出した 5300 社を対象に調査した、厚生労働省「就労条件総合調査」（2007 年）（以下、就労調査とする）から企業の対応を見よう。

これによると、定年制を定めている企業の割合は 93.2%となっており、そのうち「一律に定めている」企業の割合は 98.4%と圧倒的多数である。

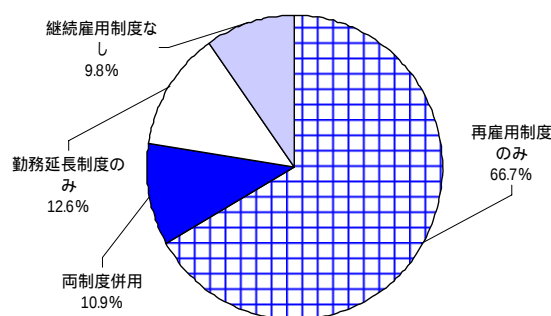
また定年制を一律に定めている企業における定年の年齢は 60 歳が最も多く、全体の 86.6%を占める。

ところで、継続雇用制度には、次の 2 つの「勤務延長制度」「再雇用制度」がある。の「勤務延長制度」とは、定年年齢が設定されたまま、その定年年齢に到達した者を退職させることなく引き続き雇用する制度をいう。一方、の「再雇用制度」とは、定年年齢に到達した者をいったん退職させた後、再び雇用する制度をいう。

一律定年制を採用している企業の 90.2%が「勤務延長制度及び再雇用制度のどちら

か又は両方の制度がある」と答えている（図 2）。うち、「再雇用制度のみ」の企業が最も多く 66.7%を占めている。「両制度併用」の企業（10.9%）まで含めると、従来の定年制を残す再雇用制度を採用している企業は全体の約 8 割である。このように就労調査からも、企業は継続雇用する際も 60 歳定年を維持していることがうかがえる。

図2 継続雇用制度別企業割合
（一律定年制を定めている企業 = 100）



厚生労働省「就労条件総合調査」（2007 年）

さらに、企業は、高齢の従業員に 60 歳を過ぎても働き続ける道を開く一方で、様々な歯止めも設けている。

例えば、継続雇用制度の対象となる雇用者の範囲である。高雇法報告によると、継続雇用制度を導入した企業で、制度の対象となる雇用者の範囲を希望者全員としたのは 4 割程度にとどまる。

また、少なからぬ企業が継続雇用の最高年齢を定めている。就労調査において、一律定年制採用企業の半数以上が、最高雇用年齢を定めていた（再雇用制度のある企業で 76.6%）。その最高年齢は、65 歳が最も多く、7 割以上となっている（同 87.7%）。このように、60 歳定年、65 歳引退という形態をとる企業が多いとみられる。

（注 2）「常用労働者」は、次のいずれかに該当する者をいう。 期間を定めずに雇われている労働者 1 か月を

超える期間を定めて雇われている労働者 1か月以内の
期間を定めて雇われている労働者又は日々雇われている
労働者で、平成 18 年 11 月及び 12 月の各月にそれぞれ
18 日以上雇用された者

継続雇用制度導入の課題

以上、現状の高雇法に対する企業の対応を見てきた。その結果、企業が従来の定年制の枠組みを残しつつ、高齢者の雇用の延長を図っていることがわかった。しかし、高齢者の雇用継続のためには継続雇用制度を導入するだけでなく、より幅広い対応が必要と思われる。

就労調査によると、一律定年制かつ継続雇用制度を採用している企業において、「制度の導入の課題があった」と答えた企業は 6 割以上もあった（表 1）。そして、課題となったことの内訳（複数回答）をみると、再雇用制度、勤務延長制度ともに「給与体系の見直し」とする企業の割合が、最も多かった。次いで「健康面への配慮」となっている。また、「処遇、ポスト等人事管理の

見直し」、「勤務時間、勤務形態の見直し」、「職務内容、作業環境の見直し」も回答が多い。

これらだけでなく、過去に年功賃金制度の色合いが強かった企業で働いてきた高齢の従業員には、意識改革なども必要になるだろう。企業は、「後進の指導・助言的役割」、「専門知識・ノウハウの提供」など職務を明確に指示することも求められる。また、賃金や処遇以外で、意欲的に働き続けるためのインセンティブをどのように与えるのか検討が必要だろう。雇用者が長期的に働くために「専門性」を高めるなどのキャリア形成を計画的に行う仕組みをつくることも重要である。

高齢者の雇用機会を拡大させつつ、労働生産性も向上させるためには、試行錯誤をいとわず、雇用制度や職場環境の見直しを絶えず行なわなければならないだろう。

表 1 継続雇用制度導入の課題の有無、課題の内訳別企業数割合

定年後の措置		再雇用制度 2)	勤務延長制度 2)
一律定年制で定年後の制度がある企業 1)		[77.6]	[23.5]
課題となったことがある		79.7	67.2
課題となつたことの内訳 (複数回答)	給与体系の見直し	66.0	44.4
	健康面への配慮	38.9	34.4
	処遇、ポスト等人事管理の見直し	31.4	19.1
	勤務時間、勤務形態の見直し	30.7	23.2
	職務内容、作業環境の見直し	30.1	19.2
	作業能率の維持	17.8	22.1
	本人の自己啓発の促進	7.7	7.3
	退職給付制度の見直し	6.3	7.9
	再教育	2.4	1.1
	その他	1.2	1.2
特になし		20.3	32.8

注：1) []内の数値は、一律定年制を定めている企業のうち、勤務延長制度又は再雇用制度がある（両制度併用を含む。）企業数割合である。

2) 「勤務延長制度」、「再雇用制度」には、「両制度併用」を含む。
厚生労働省「就労条件総合調査」（2007年）