(株)農林中金総合研究所

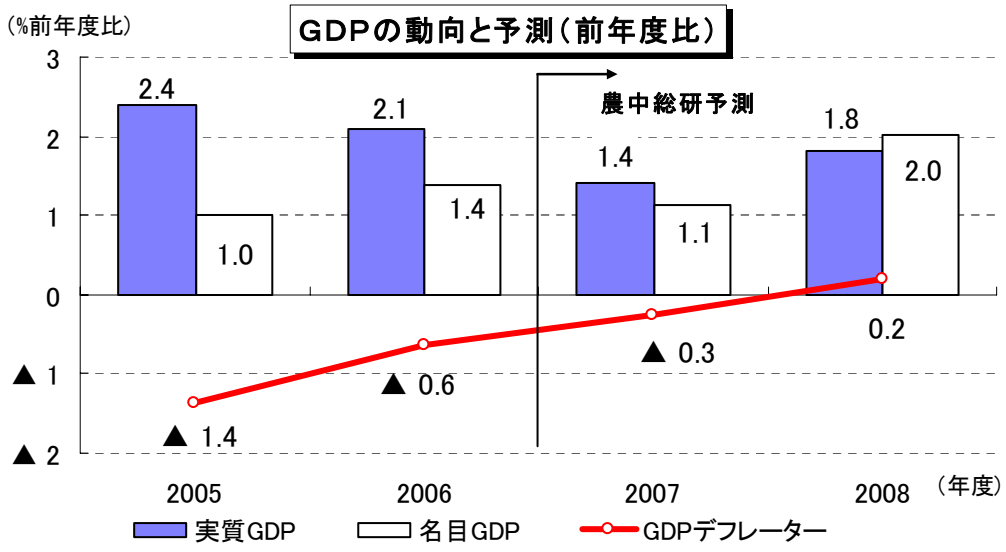
2007 年 11 月 16 日

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

＜目次＞

総論	P．1～18
参考	P．19
付表	P．20～21

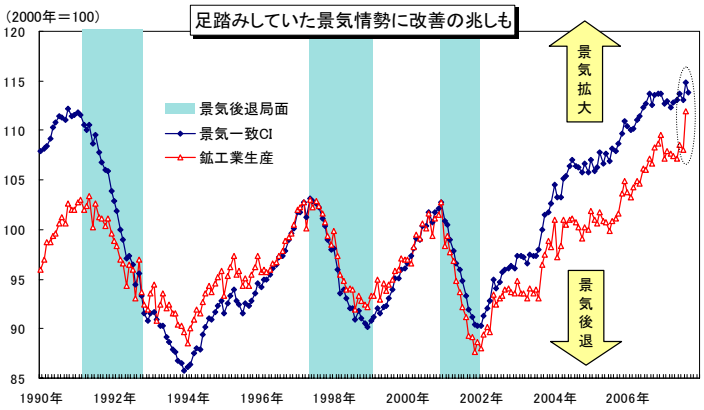
お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所　調査第二部　03-3243-7369

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

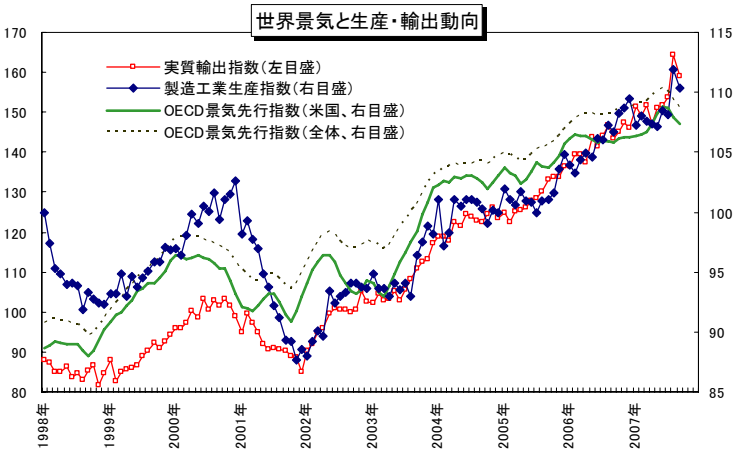
1. 景気の現状：

(1)07 年の景気・物価情勢を振り返って

07 年に入ってからの日本経済は、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。

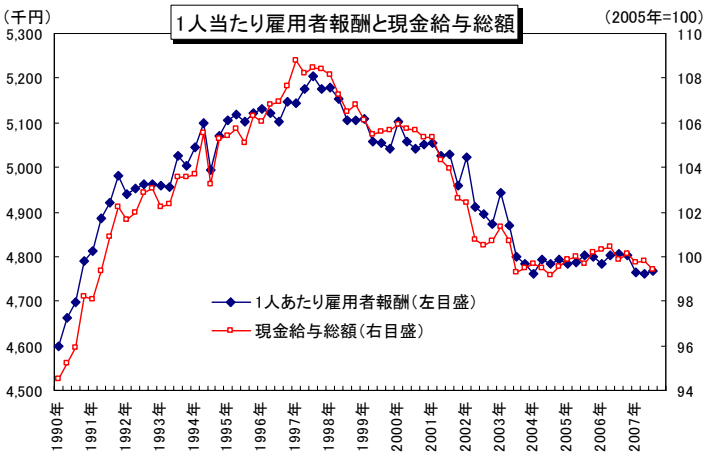


(資料)内閣府資料より農中総研作成



(資料)日本銀行、経済産業省、OECD　(注)実質輸出、製造工業生産は2000年基準

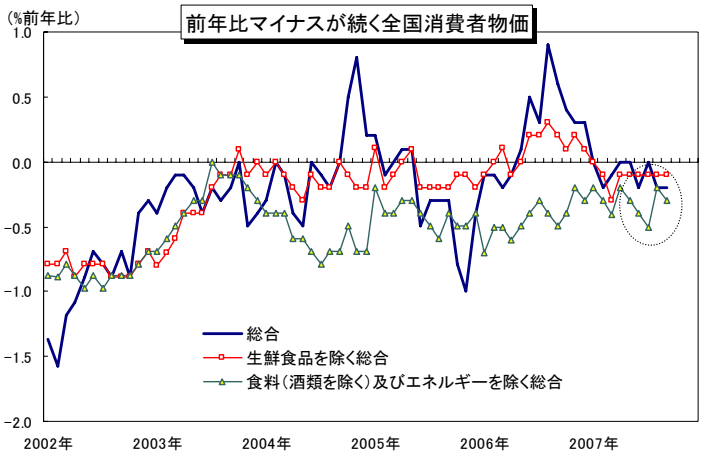
しかし、夏場以降、景気の起点となる輸出・生産動向に変化が見られ始めた。中越沖地震の影響により、7～8 月にかけて自動車・同部品の生産や輸出に不規則な変動が見られたものの、そうした要因を除いても、明確な改善傾向が強まっていることが確認できる。日本銀行：実質輸出指数は、4～6 月期には前期比▲0.4%と足踏みしたが、7～9 月期には同+6.0%と大幅な改善が見られた。また、景気実勢に最も近い経済指標とされる鉱工業生産指数も、4～6 月期の同+0.2%から、7～9 月期には同+2.2%へと伸び率が高まったほか、8 月には 8 ヶ月ぶりに統計開始以来最高を更新している。このように、少なくとも国内経済を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。



(資料)内閣府、厚生労働省のデータより農林中金総合研究所作成

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。

「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。



(資料)総務省「消費者物価指数」を用いて農林中金総合研究所が作成

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。

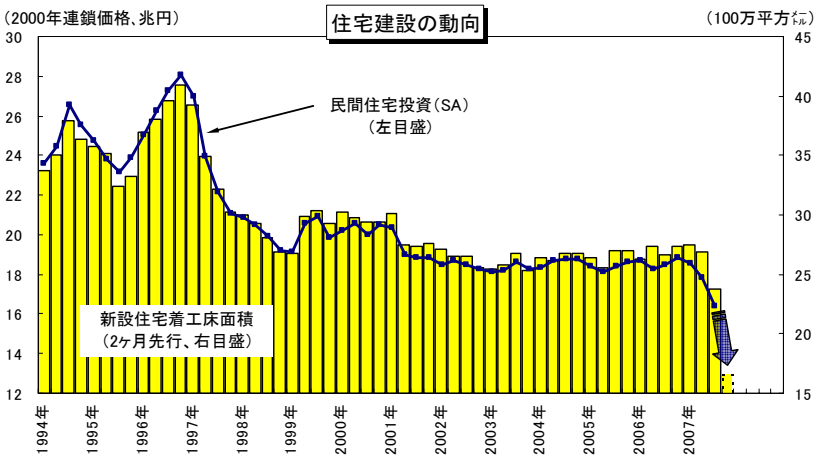
(2)2007年 7～9月期 GDPとそれに対する評価

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年度に入ってからの低調さは否めない。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。



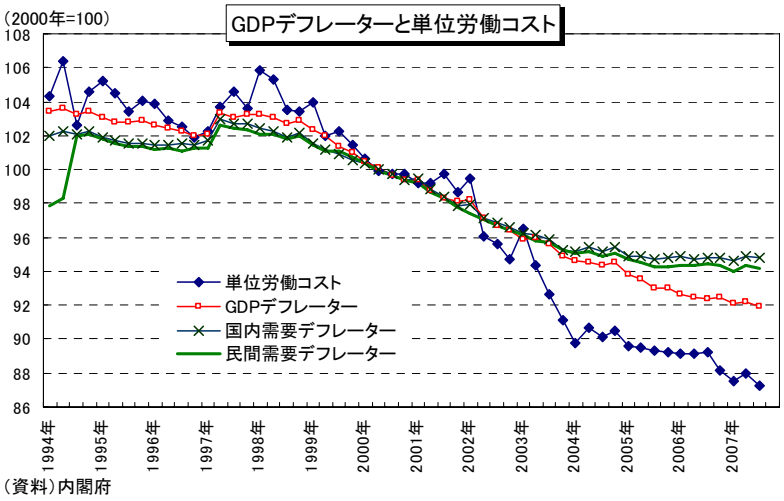
(資料)国土交通省、内閣府
(注)着工床面積は「着工」と「進捗」の時間差を考慮、着工床面積の07年10～12月期分は当総研予測。

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。



(資料)内閣府

一方、一国のホームメードインフレを表す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デフレーターの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、輸出デフレーターの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。

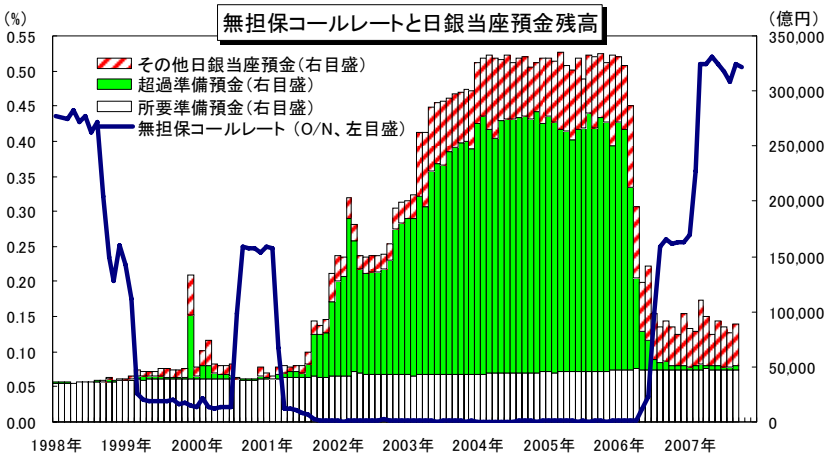
この7～9月期GDP統計の評価としては、4～6月期のマイナス成長からプラスに転じ、しかも潜在成長率を上回る前期比年率+2.6%成長という数字になったことは、表面的には、生産・輸出などの月次指標と同様に、景気の改善基調を示すものといえるだろう。実際、9月短観における雇用人員・設備判断の加重平均DIでも、企業にとって生産要素の稼働率がやや高まっていることが確認できるほか、景気動向指数・一致CI、鉱工業生産も8月には過去最高を更新している。しかし、景気牽引役として輸出に多くを頼っており、万一輸出が激減した場合には、経済成長率が低迷してしまうリスクを抱えていることも再認識させられるものでもあった。07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ってくれば、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月に入ってからも、米サブプライム問題はその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。



(資料)日本銀行

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。

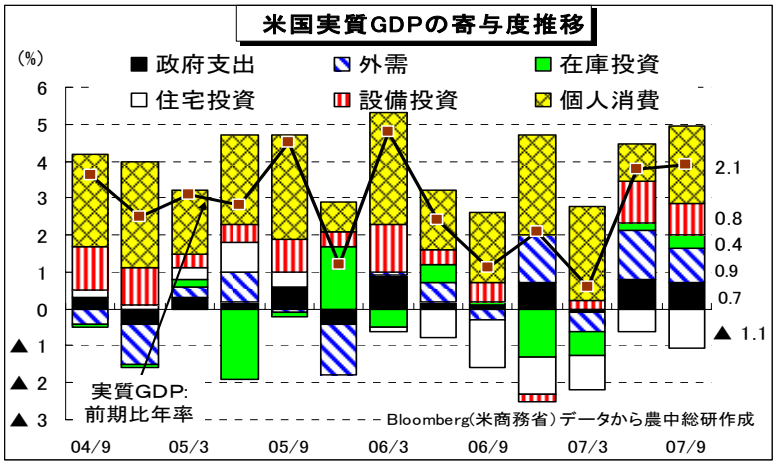
一方、歳出面では、引き続き削減路線が継続されるものと想定している。07年度一般会計予算は『基本方針 2006』に定められた中期的な歳出改革計画に沿って編成されており、具体的には、公共事業関係費を前年度当初比▲3.5%、ODA(政府開発援助)を同▲4.0%、防衛関係費を同▲0.3%等を削減し、急速な高齢化の進展で増加傾向にある社会保障関係費を同+2.8%の伸びに留める、といった内容になっている。また、公務員人件費についても定員純減と官民給与格差の是正により削減が見込まれている。なお、アフガニスタン・パキスタン支援や08年度分の肝炎治療費支援、品目横断的対策の見直しに伴う小規模農家への補助金拡充、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 ヵ月ぶりに 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 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)
			実績	予想	実績	予想	予想	予想	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

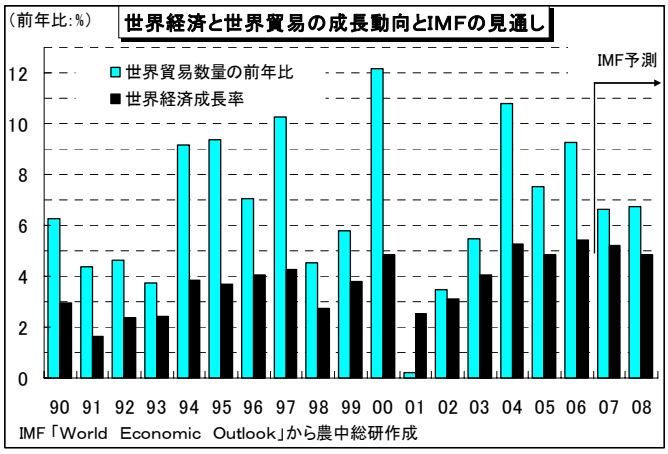
実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(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、一時的にで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ろう。



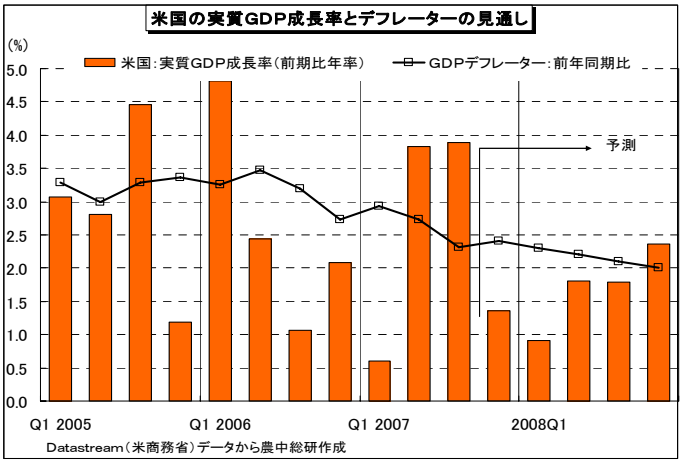
また、外需(＝輸出等－輸入等)については、先進国、新興国ともに 05、06 年に比べ経済成長率の鈍化が予想されるものの、新興国が世界経済を牽引する構図は変わらず、世界貿易数量も 07 年に続き、+6%台後半の伸びを持続すると、IMF などにより予想されている。このような状況・環境を背景に、米国からの輸出も好調を持続すると予想する。しかし、08 年後半は「北京オリンピック」に伴う様々な需要の一巡から、輸出の伸びが低下すると見込む。景気減速とドル安に伴い輸入の伸びも抑制されることから、輸出等-輸入等である外需は 08 年も引き続き GDP 成長に対し小幅プラスの寄与となると予測する。

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ドル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継続すると見られるが、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ドル台/バレルに到達し、11 月に入ってからも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継続していること、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まり継続を予想。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)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	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）

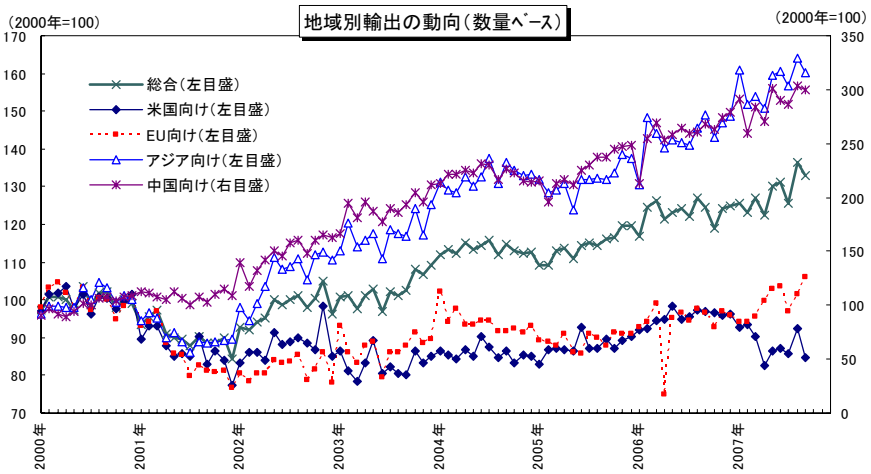
	単位	2006年				2007年				2008年				2009年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.2	0.3	▲ 0.2	1.4	0.3	▲ 0.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
実質GDP	%	0.6	0.5	▲ 0.0	1.3	0.7	▲ 0.4	0.6	0.1	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
（年率換算）	%	2.2	2.1	▲ 0.2	5.5	2.6	▲ 1.6	2.6	0.2	1.8	2.0	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)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	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。

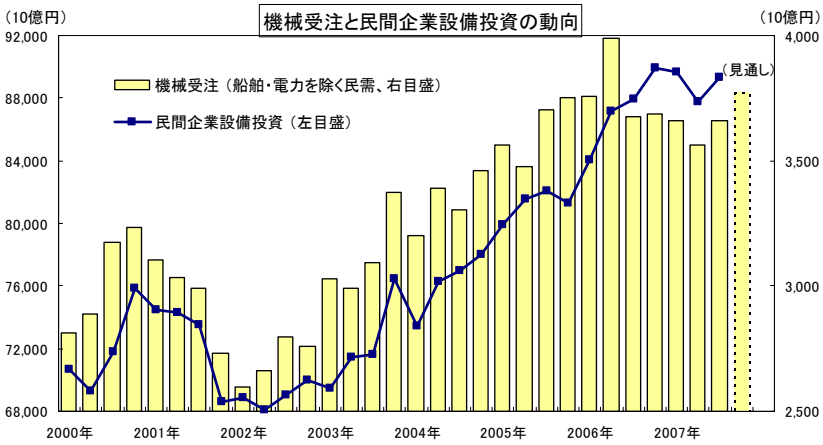


(資料)財務省データより農林中金総合研究所作成　(注)当総研にて季節調整(X12-ARIMA)を行っている

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



(資料)内閣府、日本銀行　(備考)2000年価格表示。季節調整済。機械受注は企業物価の資本財価格で実質化。

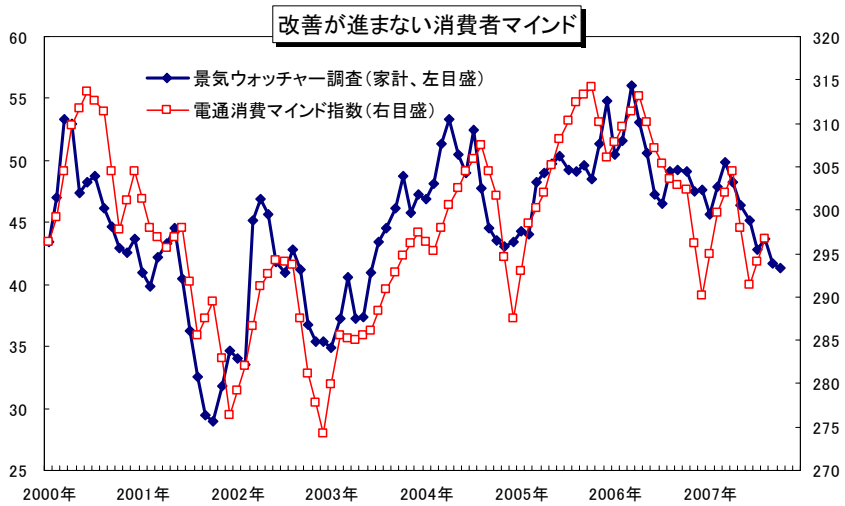
し、過去3四半期の達成率(97.2%)で評価した10～12月期見通しは前期比+3.1%と2四半期連続での増加予想ながらも、その達成には毎月+5.68%の伸びが必要である。前期比プラスになるためでも同じく+4.13%のペースで増加しなくてはならないといった具合に、ハードルは高く、現時点では再び前期比マイナスとなる可能性もある。また、一致指標である鉱工業統計:資本財出荷も9月は前期比▲7.0%と大幅に低下している。

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。

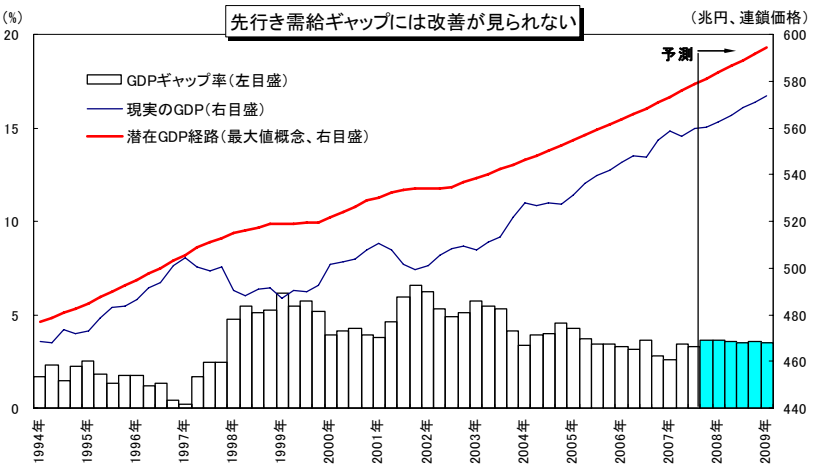
家計消費・所得環境に目を転じると、毎月勤労統計:現金給与総額は8月に9ヶ月ぶりの前年比プラスに転じた後、9月には再びマイナスとなっている。国民所得統計:雇用者報酬も7～9月期は前期比マイナスとなっている(名目・実質ベースとも▲0.2%)。もちろん、1人あたり賃金もしくは雇用者報酬全体といったマクロ指標で改善が見られていないからといって、一人一人の労働者の賃金も上がっていないわけではない。年功賃金カーブ(賃金プロファイル)は、依然として50歳前後までは右上がりの形状となっていることを踏まえれば、足許の新卒予定者に対する求人難やそれに対応した給与水準引き上げや、徐々に低下傾向を辿る失業率などからは、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



(資料)内閣府・電通の各資料より農林中金総合研究所作成

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。



(資料)内閣府、総務省のデータより農中総研作成　(注)直近の潜在成長率は年率2%前後と想定

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。

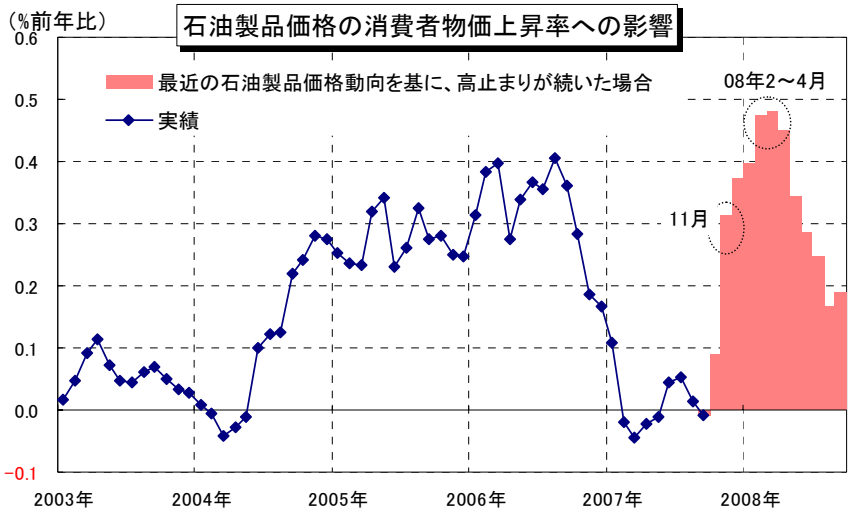
以上のような見通しを踏まえて、**実質経済成長率は07年度を+1.4%、08年度を同+1.8%**と予測する。これらは、前回予測(07年9月時点では07年度:+1.7%、08年度:+2.1%)からの下方修正であり、その主因は民間住宅投資を中心とした民間最終需要の下方修正である。また、注意しておきたいのは、民間住宅投資を除いたベースでの経済成長率としては、07年度:+2.0%から、08年度:+1.5%へ減速することであり、上述の予測値とイメージが変わる。決して、08年度に景気が再加速するということではない。

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。



(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

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が、今後の展開次第では物価押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、<u>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%</u>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。

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追われている。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。

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。

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。

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、実体経済に悪影響が及ぶのではないか、との懸念が高まった。その結果、11月に入ってからの金融市場は、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、実体経済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

項目 ＼ 年／月			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	2007年度			2008年度		
		通期	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	2007年度			2008年度		
		通期	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)	ドル/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)	ドル／バレル	63.6	74.5	67.9	81.0	75.0	75.0	75.0

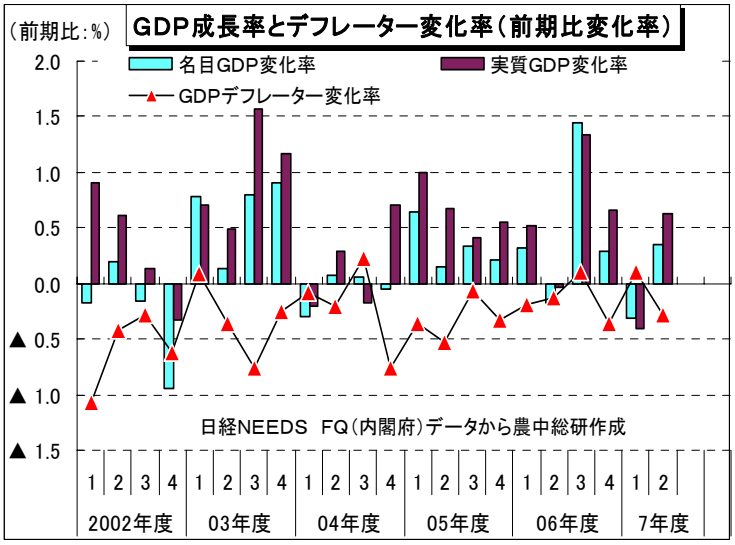
(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

【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。



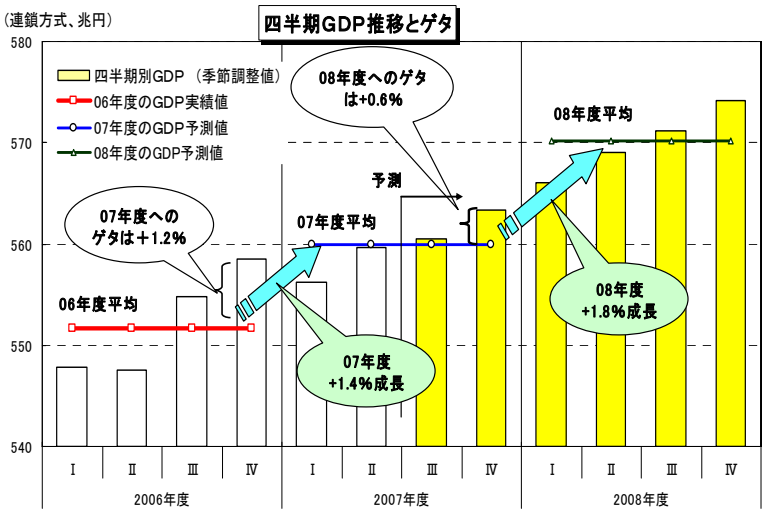
◆ 最大の需要項目である民間消費支出デフレーターは前期比▲0.0％と若干のマイナスとなったが、他の内需項目では民間住宅投資デフレーターや民間企業設備投資デフレーターなどの上昇傾向が継続している。緩やかではあるがデフレ脱却に向けた動きが進展しているといえるだろう

【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+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。



（資料）内閣府資料をもとに農中総研が作成

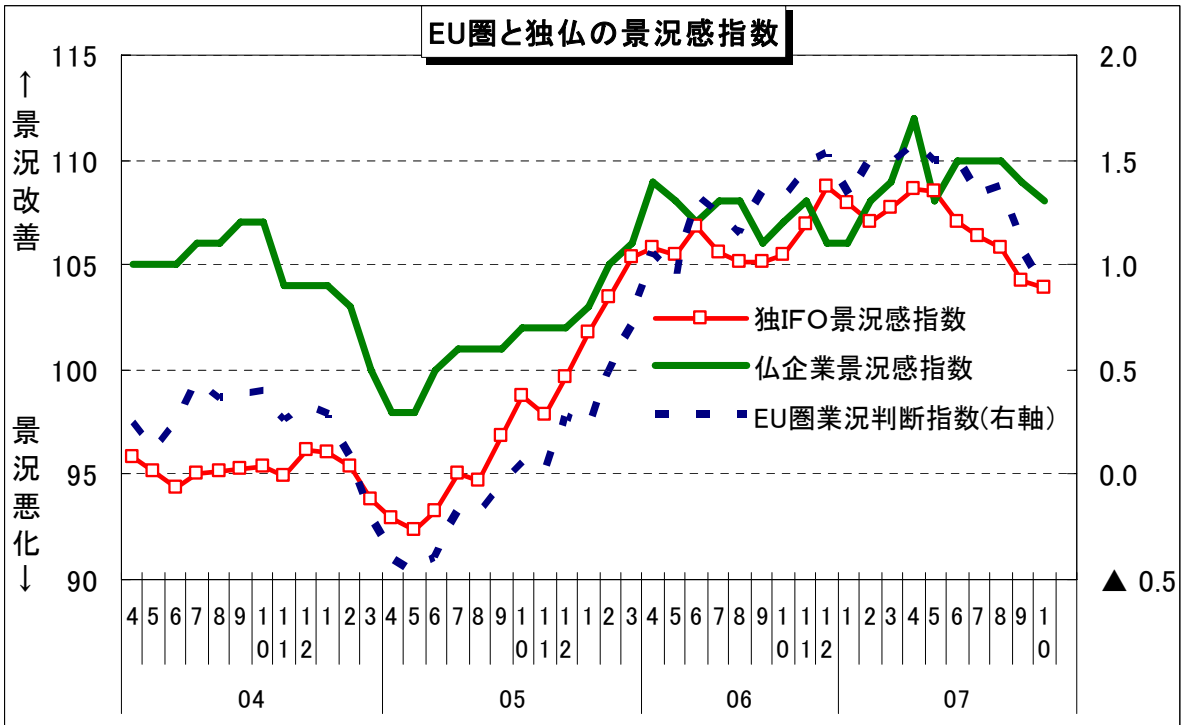
付　表　1

欧州経済の状況(予測の前提)

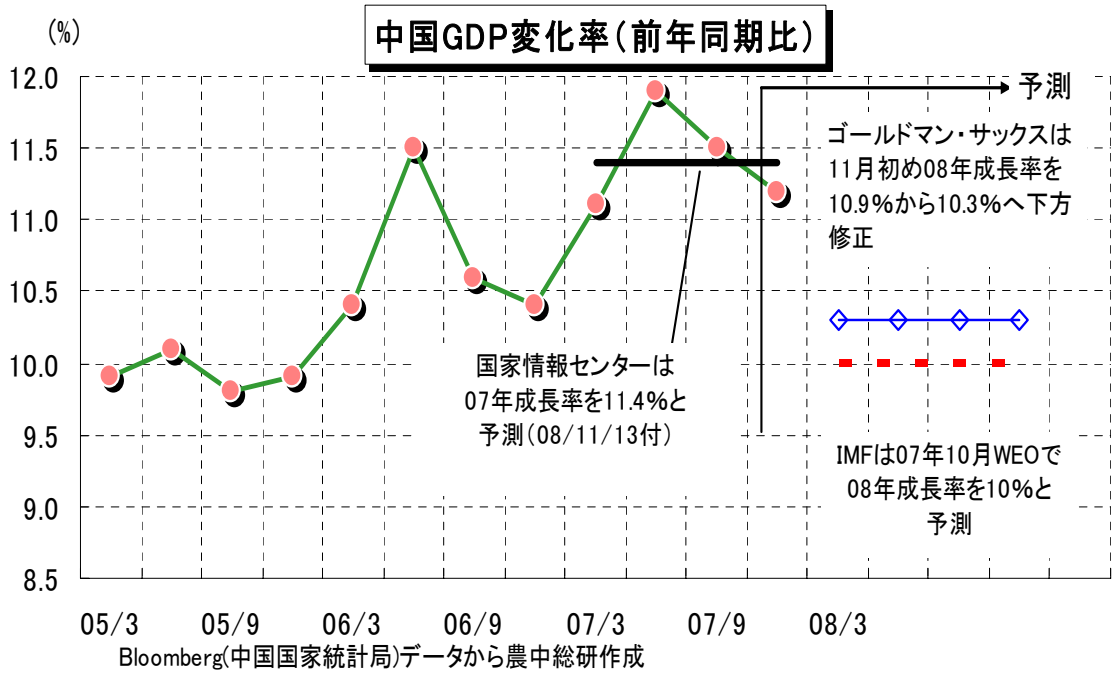
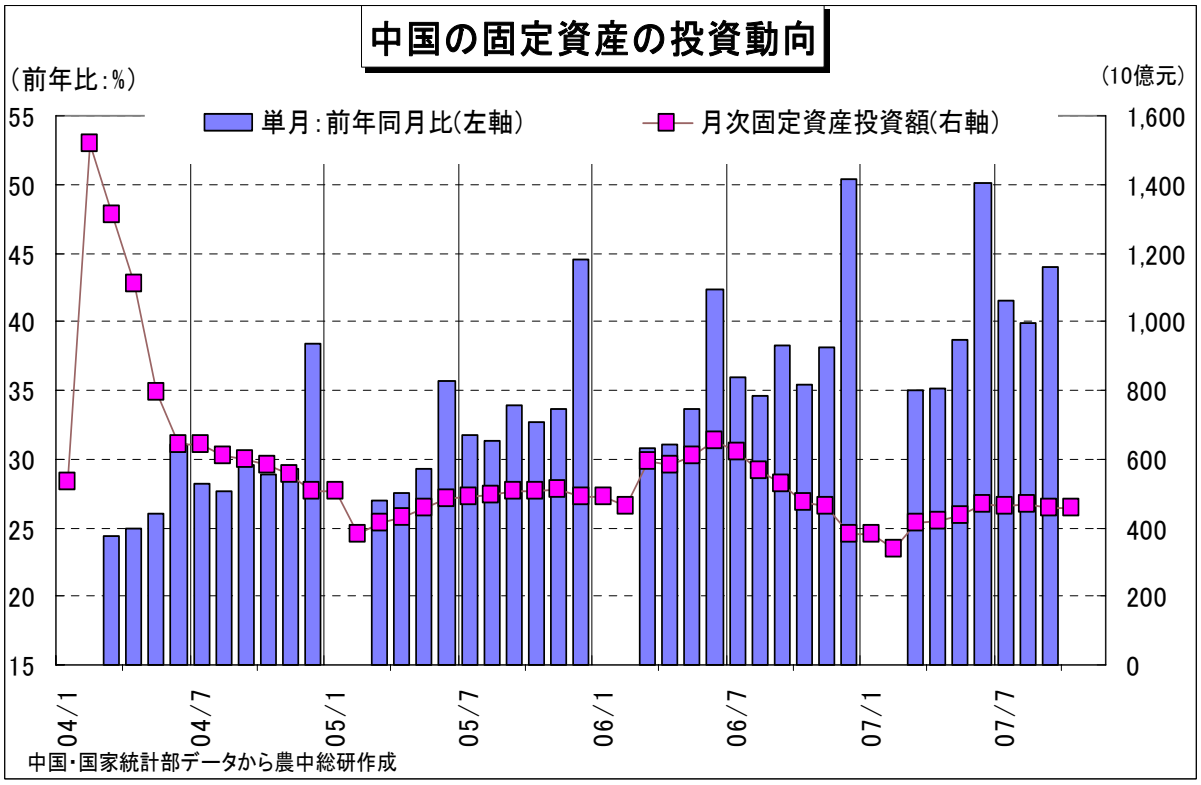
主要国の実質GDP成長率の実績と見通し　　見通し　(前年比:%)

		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
BRICs	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



(資料)ブルームバーグより農中総研作成

付　表　２

中国経済の状況(予測の前提)