

2007 / 2008 年度経済見通し(2007年11月)

～サブプライムローン問題では変わらない中期的な安定成長軌道～

<要旨>

景気は緩やかな拡大を続けている。7～9月期のGDP成長率は、実質で前期比+0.6%（年率+2.6%）、名目で同+0.3%（同+1.4%）と、ともに前期のマイナス成長からプラス成長に戻った。前期の成長を減速させた設備投資と輸出が持ち直し、個人消費は緩やかな増加を維持した。一方、住宅投資は、6月20日の改正建築基準法施行後の住宅着工の急減が影響して大幅な減少となり、成長率を押し下げた。

先行きについての懸念材料はあるが、景気は緩やかな拡大を続ける。米国経済は2%程度の成長ペースに減速するが、新興国や資源国を含めた世界経済全体では堅調な成長が続き、日本からの輸出環境は恵まれた状態が続く。踊り場を脱し増加してきた生産は、輸出の拡大に支えられて、今後も増加基調を続ける。生産の増加は、企業収益の改善を伴い、設備投資も拡大基調を続ける。2007年度の実質経済成長率は、+1.7%と前年より鈍化するものの6年連続のプラス成長を達成するだろう。

2008年度も緩やかな成長軌道が続く。金融市場の混乱も落ち着き、世界経済は成長を続ける。輸出の拡大が生産を増加させ、さらに企業収益の改善を背景に設備投資が増加するという成長メカニズムが続く。加えて、雇用所得環境の改善が続き、個人消費は緩やかに増加して成長を下支えする。公共投資は減少が続くが、住宅投資は今年度の大幅減少の反動が出て大きく増加し成長率を押し上げる。年度後半には、海外景気が減速し輸出を中心に景気が減速するものの、2008年度の実質成長率は+2.2%と2%程度の成長軌道を維持する。また、GDPデフレーターは消費税率の引き上げがあった97年度以来11年ぶりにプラスに転じ、名目成長率は+2.4%と高めの成長となる。日本経済の先行きについては、サブプライムローン問題、原油価格の高騰、改正建築基準法施行の影響、改善の動きが一服してきた雇用環境など、さまざまな懸念が指摘されている。それぞれある程度のマイナス効果を景気に与えることになるため、今年度後半に景気拡大ペースが加速するというシナリオはあまり期待できなくなってきた。しかし、足元で続いている景気拡大のトレンドが変わることはなく、2%程度の中期的な安定成長軌道が続くだろう。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

E mail: s.kobayashi@murc.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

-目次-

1 . 2007/2008年度の日本経済 ～サブプライムローン問題では変わらない中期的な安定成長軌道～	
(1)景気の現状	1
(2)2007 / 2008年度の経済見通し	1 ~ 3
(3)景気の先行き懸念を高める四つの要因	4 ~ 10
2 . 経済活動からみた予測	
(1)企業 生産と在庫 企業収益 設備投資	11 ~ 14
(2)家計 雇用 所得・賃金 個人消費 住宅投資	15 ~ 19
(3)政府 公共投資 政府最終消費支出	20 ~ 22
(4)海外 米国 欧州 アジア 輸出入	23 ~ 27
3 . 物価と金融市場の予測	
(1)物価 原油価格 国内企業物価と消費者物価	28 ~ 30
(2)金融政策	31
(3)金融市場 金利 株価 為替	32 ~ 34
日本経済予測総括表	35 ~ 38

1 . 2007 / 2008 年度の日本経済

～サブプライムローン問題では変わらない中期的な安定成長軌道～

(1) 景気の現状

景気は緩やかな拡大を続けている。13日に発表された7～9月期のGDP(国内総生産)は実質では前期比+0.6%(年率+2.6%)、名目では同+0.3%(同1.4%)とともに4～6月期のマイナス成長からプラス成長に戻った。GDPデフレーターは、控除項目である輸入価格の上昇が影響して、前年同期比-0.3%と低下が続いているが、輸出入価格を除いた国内需要デフレーターは+0.0%と極めて小幅だがプラスを維持しており、デフレ圧力の後退を示している。

需要項目別にみると、4～6月期に成長を減速させる要因となった設備投資と輸出が持ち直した。まず、設備投資は前期比+1.7%と3四半期ぶりに増加した。今年初めから踊り場を続けていた生産に再び増加の動きが出てきており、高水準の企業収益にも支えられて設備投資は再び増加している。また、輸出は減速していた米国向けがやや持ち直したことに加えて、中国など新興国や資源国への輸出が好調で、7～9月期は増加幅が拡大した。外需寄与度は前期比+0.4%と比較的高い水準となっている。

GDPの過半を占める個人消費は前期比+0.3%と06年度後半の高い伸びからは減速しているが、所得の増加に見合った緩やかな増加を維持している。個人消費が成長の下支えを続ける中、前期減速していた設備投資と輸出が加速してきたことが、7～9月期の高めの成長を実現した。

一方、今年に入って戸建建築を中心に減少が続いていた住宅投資は、6月20日の改正建築基準法施行後の住宅着工の大幅減少が影響して、前期比-7.8%と3四半期連続の減少となり、減少幅も広がった。もっとも、これは法改正による事務手続きの停滞による一時的な混乱が影響しており、住宅投資の基調が変化したわけではない。

政府最終消費は増加(前期比+0.3%)基調が続く一方で、公共投資は減少(同-2.6%)が続き、公的需要全体でも小幅な減少が続いている。民間需要とあわせた内需の寄与度は+0.2%とプラスに転じたものの増加幅は小幅にとどまった。

(2) 2007 / 2008 年度の経済見通し

サブプライムローン問題の影響など先行きについての懸念材料はあるが、景気は緩やかな拡大を続けるだろう。米国経済は2%程度の成長ペースに減速するが、新興国や資源国を含めた世界経済全体は堅調な成長を続け、日本からの輸出環境は恵まれた状態が続く。踊り場を脱し増加してきた生産は、輸出の拡大に支えられて、今後も増加基調を続けるだろう。生産の増加は、企業収益の改善を伴い、設備投資も拡大基調を続けるものと予想される。

もっとも、成長のメカニズムは維持されているものの、今年度下期の成長率が一段と加速するという状況ではない。世界経済は堅調であるが、成長率はこれまでの水準を維持する程度であり、米国経済の減速などにより若干下がる可能性がある。また、雇用の改善が一服しており、賃金の伸び悩みが多少改善されるとしても、個人消費の回復は緩やかなものにとどまる。さらに、改正建築基準法施行後の住宅市場の混乱により、住宅投資の大幅な減少が成長率を押し下げる。

2007年度の経済成長率は、実質+1.7%と6年連続のプラス成長を達成するものの、成長ペースは前年度より低くなる。また、名目ベースでは+1.2%と5年連続のプラス成長となるが、成長率はあまり高まらない。

2008年度も緩やかな成長軌道が続く。サブプライムローン問題がもたらしていた金融市場の混乱も落ち着き、世界経済は成長を続ける。輸出の拡大が生産を増加させ、さらに企業収益の改善を背景に設備投資が増加するという成長メカニズムが2008年度も続くだろう。雇用所得環境が改善していく方向に変わりはなく、個人消費は緩やかに増加して成長を下支えする。公共投資は減少が続くが、住宅投資は今年度の大幅減少の反動が出て大きく増加し成長率を押し上げるであろう。

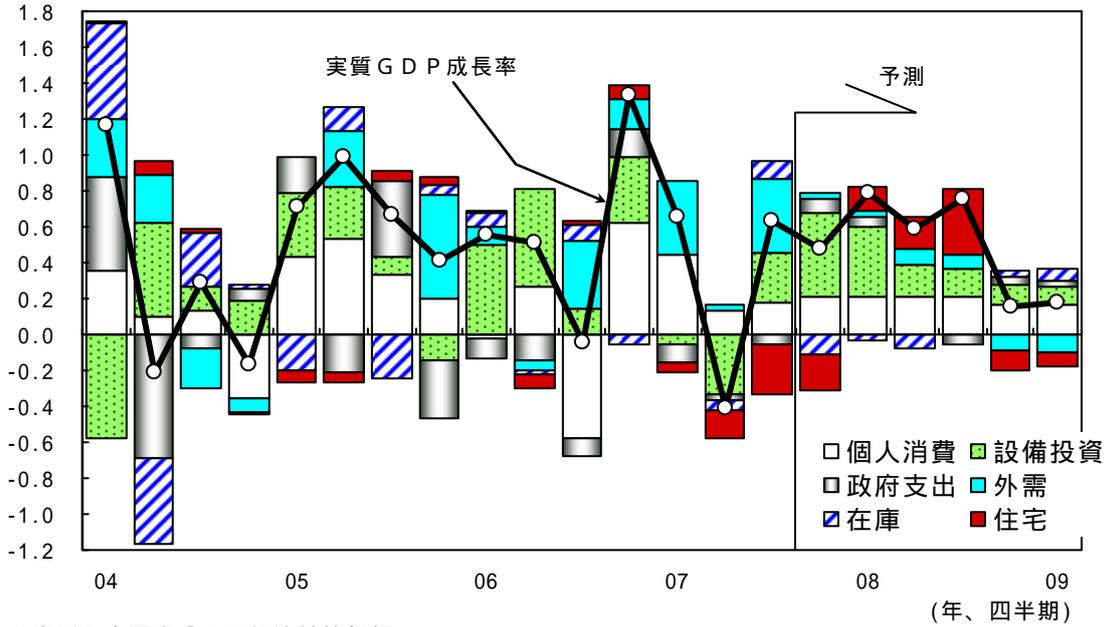
年度後半には、海外景気が減速しデジタル関連財の需要の伸びも一服してくるため、輸出を中心に景気の減速が見込まれる。しかし、年度を通してみると2008年度の実質成長率は+2.2%と2%程度の成長軌道を維持する見込みである。また、GDPデフレーターは消費税率の引き上げがあった97年度以来11年ぶりにプラスに転じ、名目成長率は+2.4%と高めの成長が予想される。

図表1 GDP成長率の見通し

予測 上段は前期比%、下段、GDPデフレーターは前年同期比%

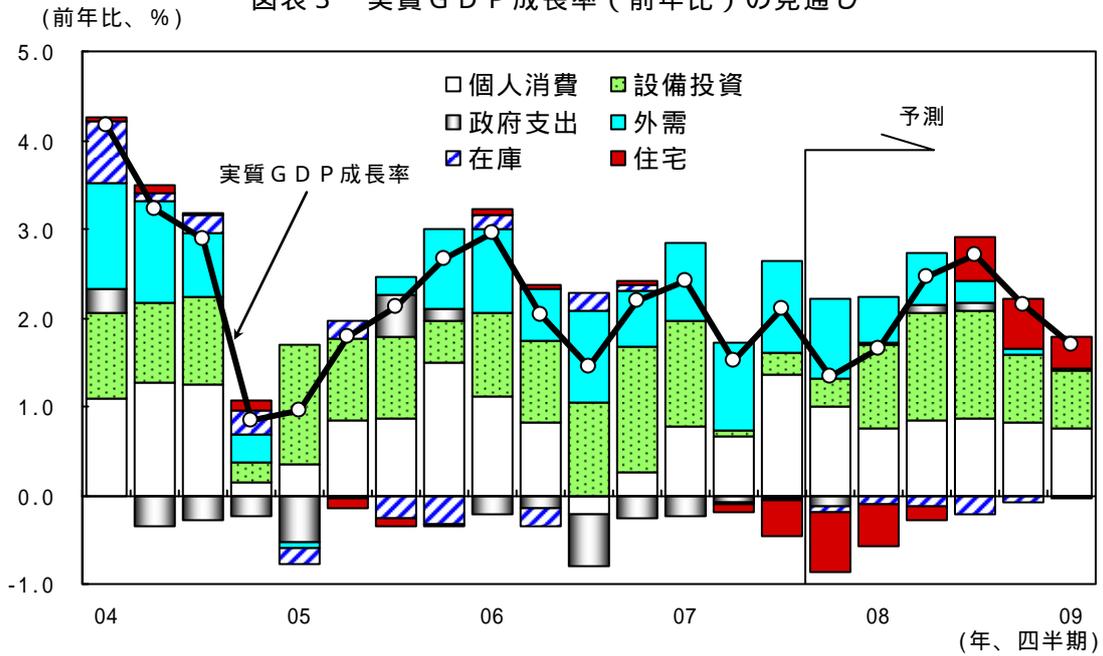
	2006年度				2007年度				2008年度				2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
名目GDP	0.3	-0.2	1.4	0.3	-0.3	0.3	0.7	0.1	0.7	1.1	0.7	-0.1	1.0	1.3	1.2	2.4
	0.9	0.7	1.6	2.1	1.2	1.8	0.9	1.0	1.8	2.8	2.5	2.5				
実質GDP	0.5	0.0	1.3	0.7	-0.4	0.6	0.5	0.8	0.6	0.8	0.2	0.2	2.4	2.0	1.7	2.2
	2.0	1.5	2.2	2.4	1.5	2.1	1.3	1.7	2.5	2.7	2.1	1.7				
デフレーター	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.7	-0.7	0.1	0.4	0.8	-1.3	-0.7	-0.4	0.2

図表2 実質GDP成長率（前期比）の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

図表3 実質GDP成長率（前年比）の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

(3) 景気の先行き懸念を高める四つの要因

日本経済の先行きについては、サブプライムローン問題、原油価格の高騰、改正建築基準法施行の影響、改善の動きが一服してきた雇用環境など、さまざまな懸念が指摘されている。それぞれある程度のマイナス効果を景気に与えることになるため、今年度後半に景気拡大ペースが加速するというシナリオはあまり期待できなくなってきた。しかし、足元で続いている景気拡大のトレンドが変わることはなく、2%程度の中期的な安定成長軌道が続くだろう。

サブプライムローン問題

景気の先行き懸念を高める要因のうちもっとも注目を集めているのがサブプライムローン問題であろう。サブプライムローンを組み込んだ金融商品は日本の金融機関も保有しており、そうした機関は損失を計上しているが、幸いにして日本の金融市場においては機能不全といった問題は生じていない。この問題が日本経済に影響を及ぼすルートは、米国を中心に世界経済の変調をもたらし、それが日本からの輸出に影響するというものが中心となる。

a. 逆資産効果による消費の低迷

サブプライムローン問題は二つのルートで米国経済に悪影響を与えると懸念されている。一つは、住宅価格の下落が逆資産効果を通して個人消費を減少させるルートである。住宅価格が上昇しているうちは、担保価値の拡大に合わせて借入を増やして、消費を増やすことが可能であったが、そうした資産効果が逆回転を始めると消費にマイナスの効果が出てくることになる。今のところ、逆資産効果によって個人消費にまで減速の動きが広がっているとは言えないが、住宅ブームの崩壊による住宅投資の大幅減少が当初予想されていた以上に長期化しており、住宅価格の下落による逆資産効果への懸念は強まっている。

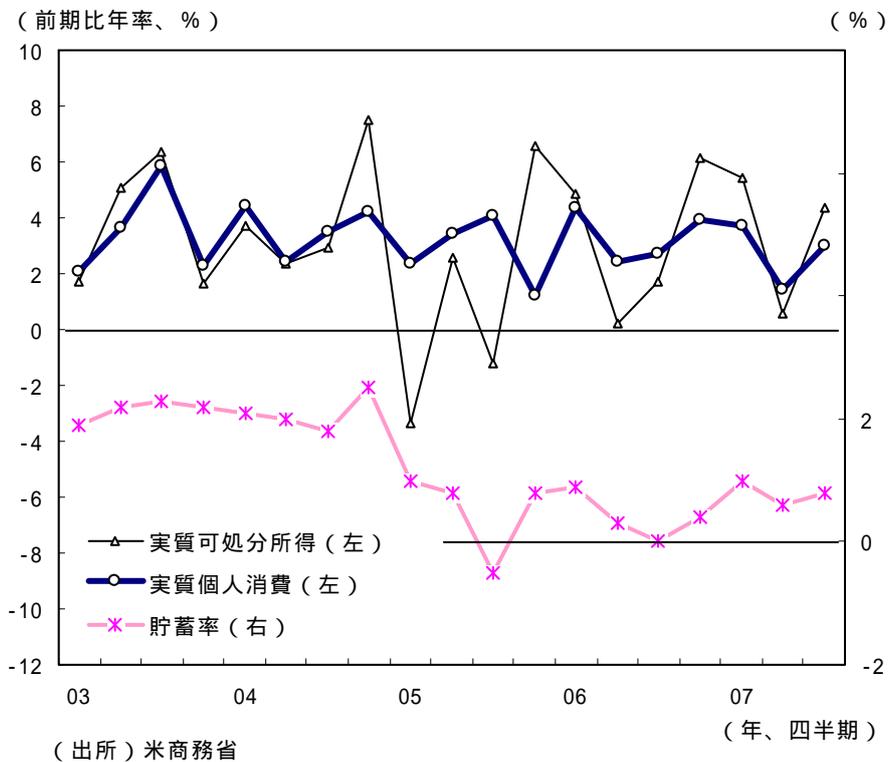
ところで、資産効果は米国の個人消費を実際にどの程度拡大させたのか。資産効果については、グリンスパン前FRB議長が行った試算があり、米国の家計は住宅価格の上昇により2004年1年間で約6000億ドルのお金を調達できたとされている。しかし、そうして手にしたお金を実際に消費に回したかどうかは定かではない。担保付ローンによって低コストで調達した資金を消費に回すのではなく、すでに借りている高金利の消費者ローンの返済に充当するのは極めて合理的な行動であろう。

消費の拡大は、所得環境が中期的に改善し将来所得の見通しが高まることによってもたらされるものであり、借り入れによって一時的にキャッシュフローが増えても消費は拡大しない。経済成長によって所得の拡大が続いていることが消費の増加にとって重要であり、資産価格の変動は消費水準そのものには直接影響しないのではないかと。

図表4は、米国の可処分所得、個人消費、貯蓄率の推移を比べたものである。これを見ると、可処分所得の伸びが変動する中であっても個人消費は比較的安定した伸びを続けて

いたことが分かる。そして、貯蓄率は所得の変化率に合わせるかのように変動している。つまり、所得の変動に合わせて貯蓄の取り崩しや積み増しが行われ、消費の原資となるキャッシュフローの平準化が図られたと推測できる。

図表4 米国の所得、消費、貯蓄率の推移



ここから類推すると、資産効果によって得られたお金は消費を増やすためというよりは、平準化した消費の原資として使われたということができよう。つまり、資産効果や逆資産効果で消費が増えたり減ったりするのではなく、資産の活用によって資金調達力が増した消費者は、借入れを通してキャッシュフローを安定させ、生涯賃金にあわせた消費を安定的に行えるようになったとも考えられる。住宅価格の下落に伴う逆資産効果による個人消費の減少は限定的ではないだろうか。

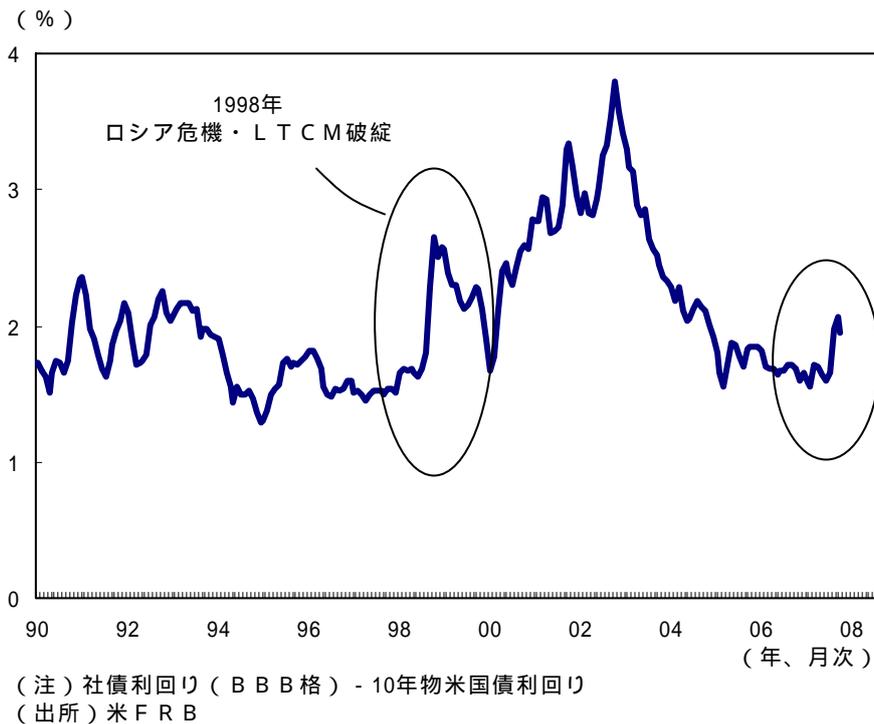
b. 信用収縮によるマイナス効果

サブプライムローン問題の影響が懸念される二つ目のルートは金融市場の混乱を通じた信用収縮が経済活動全般を低調にするというものだ。実際、サブプライムローンを組み入れた証券化商品は価格がつかず流動性が著しく低下している。関連する金融商品の市場機能は低下し、お金の流れが悪くなっている。資金調達に支障をきたす企業も出ており、影響はすでに現れている。

問題は、こうした金融資本市場の機能低下が、金融市場全体にどの程度広がっており、経済全体のお金のめぐりをどの程度悪くしているのか、ということだ。資金調達の動向を

見る指標として、社債利回り（BBB格）と10年物米国債利回りの信用スプレッドの推移をみると、サブプライムローン問題を契機に信用スプレッドが広がり、企業の資金調達が難しくなっていることが分かる（図表5）。ただ、過去の信用スプレッドの水準と比べてみると極端な広がりを見せておらず、企業の資金調達が著しく難しくなっているとは言えない。サブプライムローン問題による信用収縮が米国経済の成長を阻害するといった事態はこれまでのところ回避されている。

図表5 信用スプレッド



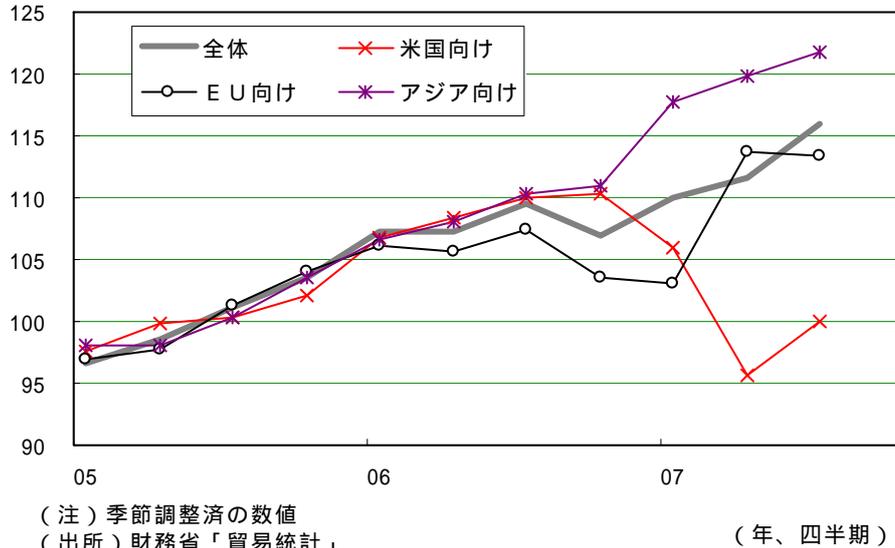
c. 米国経済の変調が日本の景気に及ぼす影響

以上の二つのルートで米国経済が変調をきたした場合に、日本経済にどの程度の影響があるのか。その影響は従来よりも弱まっていると考えられる。米国の個人消費など需要の拡大は、米国以外の地域から米国への輸出を拡大させることによって、世界経済のエンジンの役割を果たしているが、中国など新興国や資源国が高成長を遂げることによって、世界経済の牽引役を米国に大きく依存する構図が変わってきている。また、日本の輸出に占める相手国先別シェアをみると、米国の割合が低下して中国を中心とするアジアのシェアが高まっている。

日本からの輸出の推移を地域別にみると、米国向け輸出が米国経済の減速を反映して今年に入って減速している一方で、アジア向け輸出やその他資源国向け輸出が増加を続けたため、日本全体の輸出は増加基調を続けて成長を牽引している（図表6）。日本を含めた世界各国の景気動向と米国の景気動向との連動がこれまでよりも薄れていると推測できる。

こうしたデカップリングの動きがずっと続くというのは現実的ではないかもしれないが、米国の減速が一時的なものであり、いずれ加速してくるならば、日本経済に与える影響は限定的なものにとどまるだろう。

図表6 地域別輸出数量の推移
(2005年 = 100)

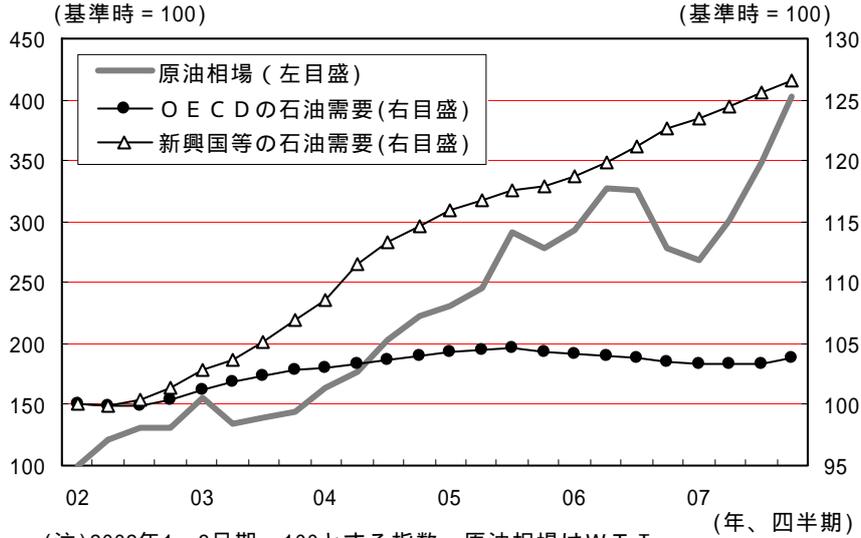


原油価格の高騰

06年の夏をピークに落ちていた原油価格が再び高騰して、WTI価格で一時1バレル=100ドル近くまで上昇した。これまでのところ原油価格が上昇しても、川下の最終財の急激なインフレをもたらすことなく、世界経済は堅調な拡大を続けている。川下の物価が安定している要因としては、第1次、第2次石油ショックのころに比べて経済成長に必要な原油の量(原油原単位)が低下して原油価格上昇に対する世界経済の抵抗力が向上していることや、世界的な工業生産力の拡大が最終財価格の安定をもたらしていることが挙げられる。こうした構図は今も崩れていないが、原油価格がこのまま上昇を続けると、いつかは世界経済の成長を阻害する要因になるのではないかと不安は高まっている。

世界経済の減速懸念が強まっている中での原油価格の高騰は、中東地域の地政学的リスクの高まりや、世界の金融市場の混乱を背景にした投機資金の流入が影響していると言われている。しかし、こうした波乱要因の影響は一時的であり、基本的には原油価格は需給関係を反映して決まってくるはずだ。ここ数年の原油価格の上昇トレンドは、中国をはじめとする新興国の需要の拡大が背景にある(図表7)。需給関係とかけ離れた価格水準が続けば、世界経済に与える悪影響が拡大するが、世界経済が本当に減速してくるのであれば、原油価格もそれに見合った水準に落ち着いてくることになる。産油国の供給力を長期的に下げようとする地政学的リスクが生じない限りは、原油価格の高騰が世界経済を腰折れさせる可能性は小さいだろう。

図表7 原油相場と石油需要の推移

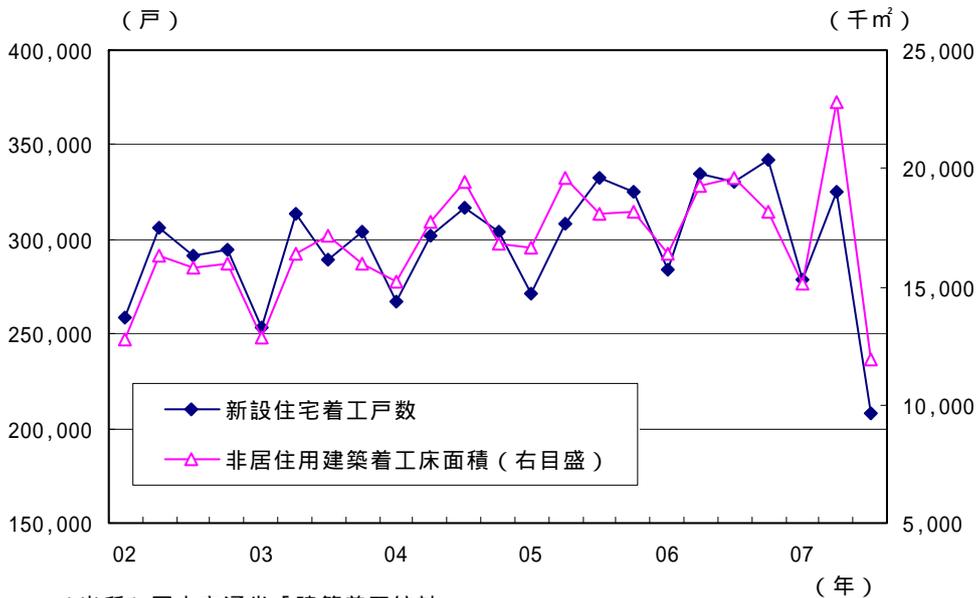


(注)2002年1～3月期 = 100とする指数。原油相場はWTI。
石油需要は4四半期移動平均値。2007年10～12月期は見込み値。
新興国等の石油需要は非OECDの需要。
(出所)IEA

改正建築基準法施行の影響

6月20日の改正建築基準法の施行後に建築確認申請事務の混乱が生じ、住宅やオフィスビルの着工が大幅に減少している(図表8)。すでに、住宅投資は7～9月期のGDPで大幅に減少しており、今年度下半期も低水準での推移が予想される。住宅投資の減少は、建築資材、家具、家電などの関連需要にも影響して、成長率を押し下げる要因となる。ただ、この混乱は法律改正に伴う一時的なものであり、08年度に向けて正常なレベルに戻ってくるであろう。本見通しでは、07年度の住宅投資は前年比 - 11.5%と大幅に減少するが、08年度は同 + 9.9%と反動増を見込んでいる。

図表8 新設住宅着工件数と非居住用建築着工床面積の推移



(出所)国土交通省「建築着工統計」

もっとも、今回の混乱が起こる前から、住宅投資は地価や建築コストの上昇が影響して調整が始まっていた。7～9月期の大幅減少もすべてが法律改正に伴う混乱によるものではなく、その前から続いていた住宅市場の調整も影響していると考えられる。住宅ストックが世帯数を大きく上回り、世帯数の増加が緩やかになり、住宅の耐用年数が向上している環境下で、住宅投資は中期的に減少するトレンドにあると考えられる。一時的な混乱が収まれば住宅着工は正常化してくるが、混乱前の水準まで戻すのは難しいであろう。

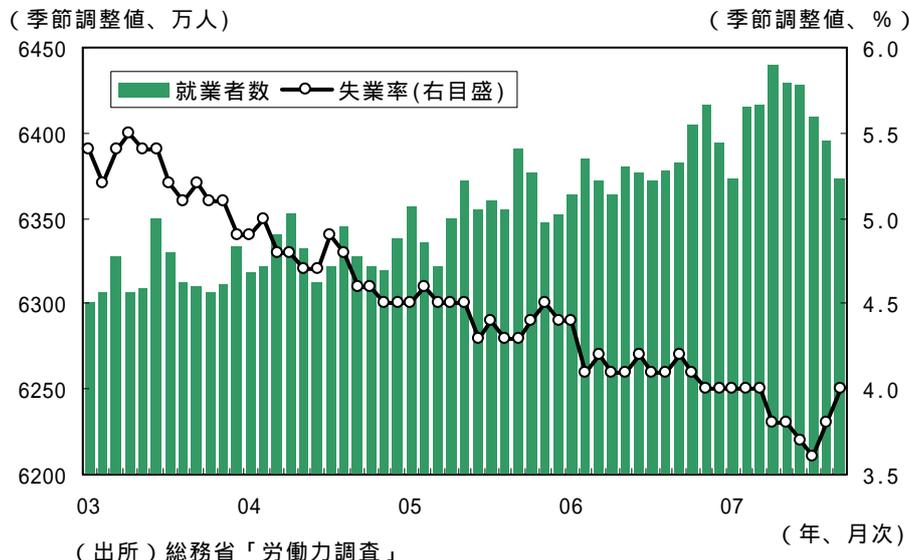
建築着工の減少は、工場、オフィスビル、店舗といった住宅以外の建築でも生じている。建築投資の減少はそれ自体設備投資の減少となり、工場に設置する機械の投資も影響を受けることになる。もっとも建築着工の遅れが設備投資に与える影響は、住宅投資に与える影響ほど直接的ではない。

7～9月期の非居住用の着工床面積は前年同期比39.4%減少している。しかし、改正法施行前には駆け込みの着工もあり、すでに着工している建築は工事がそのまま続いており、7月以降の着工面積の大幅な減少で受ける印象ほど混乱が生じているわけではない。また、設備投資のうち工場などの建設投資を伴うものは一部である。建築された工場に設置される機械投資を含めても建築着工の停滞が設備投資に与える影響は限定的であろう。設備投資の先行きは、企業の生産活動や収益動向、そして中期的には競争力向上のための投資の必要性によって決まってくる。景気の緩やかな拡大が続く中で設備投資も比較的安定した増加基調を続けると予想される。

雇用環境における変調

一人当たりの賃金が伸び悩んでいるが、雇用環境の改善によって経済全体でみた雇用者報酬が緩やかながら増加し、個人消費の回復を支えてきた。しかし、就業者数が5ヶ月連続で減少して、4月のピークに比べて66万人減少している（図表9）。自営業者などを除

図表9 就業者数と失業率の推移



いた雇用者数は大きくは減少していないが、それでもここ数ヶ月は伸び悩み傾向が強まっている。低下を続けていた失業率も足元でやや上昇するなど、雇用環境の改善に変化が生じており、個人消費の先行きに懸念材料が生まれている。

もっとも、団塊世代が60歳代に入る一方、若年人口が減少している環境下で、就業者や雇用者の数が増加基調をずっと続けるのはそもそも難しい。これに対して、一人当たり賃金はやや上昇してくる可能性がある。失業率が足元で上昇したといってもまだ低水準であり、労働市場の逼迫は続いている。団塊世代の引退と再雇用による賃金低下、新卒採用の増加、そしてパート比率の上昇といった要因が、ここ1年ほど一人当たり賃金を押し下げていたが、こうした影響は一巡して、そろそろ労働市場の引き締まりを背景にして賃金が上昇してくると見込まれる。

働いている人の数はあまり伸びないが、これまで伸び悩んでいた賃金がやや改善してくる。結果として、これまでと同様、雇用者報酬の増加を背景に個人消費は緩やかな増加を続けると予想される。

2. 経済活動からみた予測

(1) 企業

バブルの負の遺産の処理は完了し財務体質と収益力が回復している。生産や設備投資など企業活動が大きく下振れするリスクは後退しており、生産力拡大など前向きな動きが広がっている。

生産は、自動車やデジタル関連財（半導体や液晶など）などの輸出と、設備投資を中心とした内需の拡大を背景に増加基調にある。出荷の拡大に伴い、在庫も増加してきているが、企業は在庫の積み増しには慎重であり、増加ペースは緩やかである。

企業の収益力の改善と景気の回復によって、経常利益はバブル期やITブーム期のピークを越え、史上最高を更新している。原材料価格の高騰、人件費や減価償却費の増加、さらに金利上昇による利払い費の増加といった収益環境を悪化させる要因も出てきているが、輸出など内外の売上の増加が増益を可能にしている。

海外経済の減速やデジタル関連財の在庫調整によって生産が一時的に踊り場局面に入ることがあり、企業収益の伸びが鈍ってくると、設備投資の拡大が抑制される。しかし、中期的には生産の増加トレンドが続いており、更新投資や競争力を高めるための高付加価値化投資が必要である。このため、設備投資の減速は軽微にとどまり、増加基調が続く。

図表 10 企業部門の見通し一覧

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2006年度				2007年度				2008年度				2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
鉱工業生産 指数	1.3	1.3	2.2	-1.3	0.2	2.2	1.4	0.6	0.5	0.4	0.1	0.1	1.6	4.8	3.0	2.5
	4.7	5.6	6.0	3.1	2.4	2.7	2.8	4.2	4.7	2.5	1.7	0.9				
在庫指数	-0.8	0.7	3.8	-2.0	-0.3	1.3	-0.5	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.2	3.0	1.7	0.8	0.2
	1.6	0.7	4.2	1.7	2.1	2.6	-1.6	0.8	1.0	-0.3	0.3	0.2				
売上高	8.6	7.3	7.0	6.3	3.3	2.9	2.3	2.6	2.5	2.6	2.4	2.2	4.6	7.3	2.8	2.4
経常利益	10.1	15.5	8.3	7.4	12.0	6.0	7.6	8.0	1.9	3.8	3.5	3.3	8.4	10.0	8.5	3.1
売上高経常利益率	4.16	4.11	3.91	3.76	4.49	4.22	4.13	3.98	4.45	4.26	4.17	4.04	3.87	3.98	4.19	4.22
設備投資	3.7	0.9	2.3	-0.3	-2.1	1.7	2.9	2.4	1.1	0.9	0.7	0.6	5.7	7.7	2.5	5.9
	6.8	6.9	10.6	6.9	0.5	1.5	2.2	5.1	8.3	7.4	5.1	3.3				
在庫投資	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1

(注1) 売上高、経常利益、経常利益率は法人企業統計季報ベース、設備投資、在庫投資はSNAベース

(注2) 売上高、経常利益、売上高経常利益率の予測は4-6月期以降

(注3) 売上高、経常利益は前年同期比%、在庫投資は前期比寄与度

(注4) 売上高経常利益率の四半期は季節調整値

生産と在庫

a. 現状

生産は、2007年7～9月期に前期比+2.2%と堅調に増加した。今年に入って横ばい圏内で推移していたが、8月にはこれまでのピークであった2006年12月の水準を上回った。生産が抑制されていたデジタル関連財（半導体や液晶など）が増加に転じたことや、輸出が堅調であることなどが原因である。

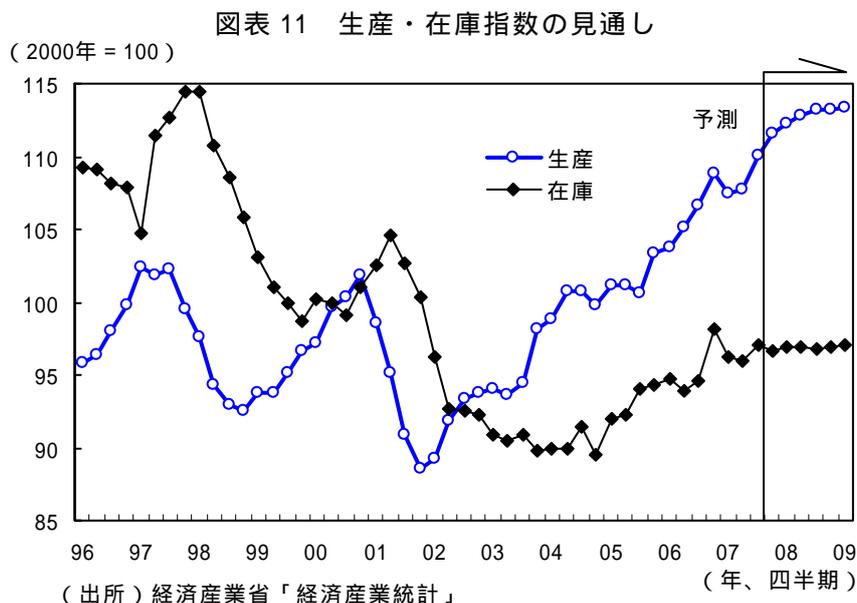
在庫は、7～9月期に前期比+1.3%と3四半期ぶりに増加した。もっとも、デジタル関連財では在庫率が低下傾向にあるなど在庫調整がほぼ完了したとみられる。また、その他の業種でも低水準であり、在庫の増加が生産を抑制する懸念は小さい。

b. 見通し

10月以降は、中越沖地震の影響で7月に一時的に生産を停止していた自動車が増産されること、デジタル関連財の需要が拡大していることなどから増加基調が続くと考えられる。足元で設備投資の伸びが鈍化しているが、2008年度にかけて再び増加ペースが高まってくると予想されることや、輸出が増加を維持することも生産を押し上げる。また、生産に占める建築関連財のシェアが比較的小さいため、住宅着工件数の減少の影響は小幅にとどまろう。

2008年夏までは、北京オリンピックなどのイベントを控えて輸出が好調に増加するため、生産の拡大基調は維持されると見込まれる。もっとも、年度後半には輸出の増加が一服するため、伸びは鈍化する見込みである。

在庫は、2007年度前半に調整の動きが終了しており、後半以降は予測期間を通じて出荷の拡大に伴って小幅ではあるが積み増しの動きが広がってこよう。



設備投資

a. 現状

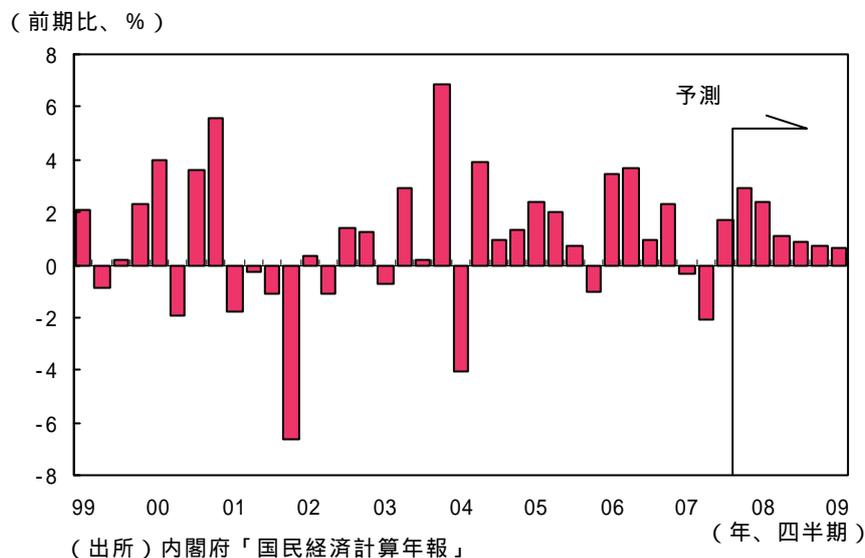
企業の設備投資は2007年1～3月期、4～6月期と2四半期連続で前期比減少した後、7～9月期は増加に転じたが、増加幅は前期比+1.7%と小幅にとどまった。必要な投資がおおむね一巡してきたことに加え、2006年度後半に企業利益の伸びが鈍ったことから、企業が投資に慎重になっている可能性がある。

b. 見通し

今後も生産や販売の増加が続くため、企業の生産設備や営業設備の不足感がしだいに高まってくると考えられ、2007年度後半から設備投資は徐々に持ち直してくる見込みである。株価の下落など金融市場の混乱によって企業マインドが慎重になる可能性があり、改正建築基準法施行の影響で建設を伴う設備投資が減少する懸念があるが、これらの影響は一時的にとどまろう。競争力を維持していくために、省力化・合理化投資、情報化投資、研究開発投資といった付加価値を高め採算性を向上させる投資が必要になっており、これら企業業績に左右されにくい設備投資が増えていることは、設備投資を下支えする要因となる。投資の採算性に注意しながら設備投資を選別する姿勢に変化はないが、企業収益の持ち直しにともなって増加ペースが高まってこよう。設備投資の先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）は、4～6月期に減少した後、7～9月期は前期比+2.5%と増加に転じ、10～12月期の見通し調査でも同+3.1%と増加が見込まれている。

2008年度も、企業の設備投資ニーズに変わりはなく、好業績を背景に設備投資の増加基調が続く見込みである。ただし、2008年度後半になると、輸出の伸びが鈍化することから、設備投資の伸びも緩やかになってくる可能性がある。

図表 13 民間企業設備（実質）の見通し



(2) 家計

家計所得は回復を続けているが、そのペースは緩やかであり、景気拡大の恩恵が企業部門から家計部門に広がりにくい。個人消費は増加基調が続き、景気を下支えしているが、牽引するまでの力強さはない。

バブル崩壊後の過剰雇用を減らすために企業が行った厳しいリストラは一服している。景気回復の持続や2007年から本格化した団塊世代の引退と若年労働力の減少を背景に、企業の採用意欲が増している。雇用・所得環境は今後も緩やかながら改善基調が続く。もっとも、企業は、依然として賃金の引き上げには慎重な姿勢を崩していない。また、減税廃止や社会保障負担の増加は現役世代を中心に可処分所得を下押しする要因となる。所得の緩やかな増加を背景に、個人消費の増加は緩やかなものにとどまる。

住宅投資は、団塊ジュニア世代の住宅一次取得需要が続くものの、中期的には世帯数の伸び鈍化が続くことに加えて、6月施行の改正建築基準法の影響で着工に遅れが生じていることや、都市圏での地価上昇で物件価格が上がっていることなどが投資抑制要因となる。

図表 14 家計部門総括表

	2006年度				2007年度				2008年度				2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(前年比)	0.7	0.1	0.0	-0.7	-0.6	-0.6	-0.1	0.4	0.7	0.7	0.9	0.6	0.7	0.1	-0.2	0.7
所定内給与	-0.1	-0.3	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	-0.4	-0.1	0.5
所定外給与	1.3	1.1	3.5	-0.5	1.0	1.2	1.4	2.0	2.4	1.8	1.2	1.0	3.1	1.4	1.4	1.6
雇用者数(前年比)	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.3	1.2	1.2	0.8	0.5
雇用者報酬(前年比)	2.0	1.4	1.2	0.3	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.2	1.3	0.9	1.3	1.3	0.5	1.2
完全失業率(季調値)	4.1	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.7	4.4	4.1	3.8	3.8
春闘賃上げ率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.71	1.79	1.87	1.95
個人消費(前期比)	0.5	-1.0	1.1	0.8	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	1.9	0.7	1.7	1.5
(前年比)	1.4	-0.4	0.5	1.4	1.2	2.4	1.8	1.3	1.5	1.5	1.5	1.4				
可処分所得(前年比)	2.1	1.1	0.9	0.7	0.5	-0.2	0.2	0.6	1.0	1.1	1.3	0.8	0.7	1.2	0.3	1.1
消費性向	96.6	96.2	96.0	96.0	96.0	96.5	96.8	97.0	97.1	97.3	97.4	97.7	96.9	96.0	97.0	97.7

(注1) 一人当たり所得は「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース、雇用者数は「労働力調査」ベース
 (注2) 雇用者報酬はSNAベースで名目値
 (注3) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・受給状況について」のベースで2007年度は実績
 (注4) 可処分所得と消費性向は推計値。消費性向=(1-貯蓄率)で、4四半期移動平均値
 (注5) 単位はすべて%

	2006年度				2007年度				2008年度				2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
住宅投資	-2.1	0.8	2.2	-1.4	-4.1	-7.8	-6.3	4.4	5.9	11.0	-3.0	-2.0	-1.0	0.4	-11.5	9.9
	1.2	-0.1	0.9	-0.4	-2.4	-11.1	-18.4	-13.4	-4.5	14.8	18.8	11.7				
新設住宅着工戸数	130.2	127.0	131.3	125.2	126.7	79.9	102.1	117.5	122.1	121.1	119.0	121.2	124.9	128.5	106.1	120.9
	8.6	-0.7	5.2	-1.8	-2.6	-37.1	-22.3	-6.1	-3.5	51.5	16.5	3.2				
持家	36.1	36.2	35.6	34.2	32.9	26.7	34.2	32.9	31.9	34.1	35.5	34.0	35.3	35.6	31.5	33.8
	3.1	3.6	-0.5	-3.7	-8.8	-26.3	-4.0	-4.0	-3.0	28.0	3.8	3.2				
貸家	54.2	53.5	54.7	52.4	54.2	31.6	36.1	48.1	52.0	49.3	47.0	50.0	51.8	53.8	42.1	49.6
	10.6	3.1	5.9	-4.6	0.3	-41.0	-34.0	-8.0	-4.0	56.0	30.0	4.0				
分譲	39.8	35.4	39.8	38.5	39.0	19.6	31.7	36.5	37.6	35.2	36.1	37.3	37.0	38.3	31.4	36.5
	11.1	-9.0	8.7	3.8	-2.0	-44.1	-20.7	-5.5	-3.6	80.6	13.4	2.2				

(注1) 住宅投資はSNAベースで上段が前期比、下段が前年同期比、いずれも実質値
 (注2) 新設住宅着工戸数は、上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

雇用

a. 現状

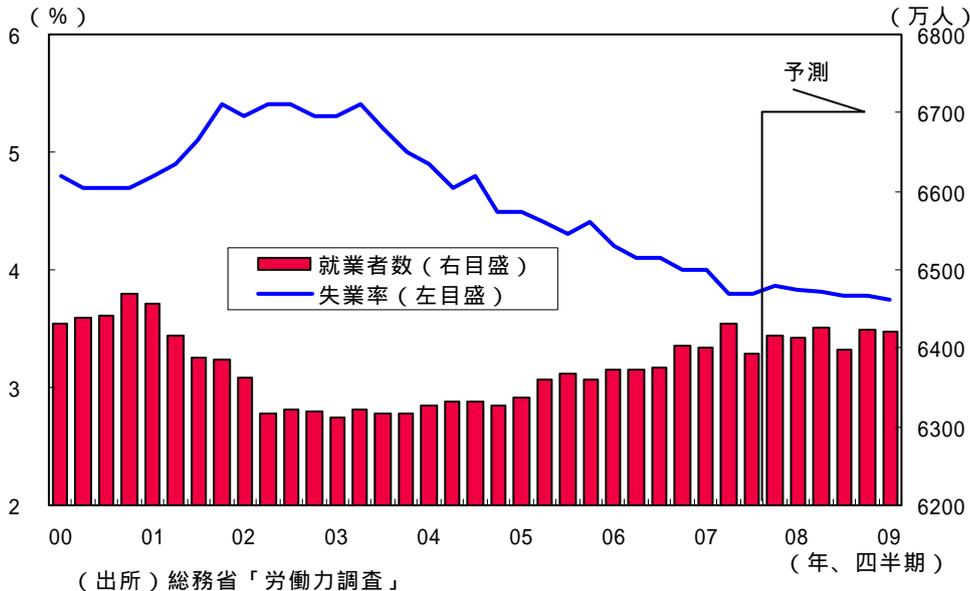
景気回復などを背景とした企業の人手不足感の強まりから、雇用環境の改善が続いていたが、足元では改善の動きが一服している。就業者は、2007年2月から3か月連続で前月比で増加したものの、その後5か月連続で減少している。就業者のうち雇用者は、9月に前月比で減少したが、企業規模別に見ると中小企業の雇用者が減少している。完全失業率は、2007年7月に1998年2月以来の低水準となる3.6%まで低下したものの、その後、2か月連続で前月比0.2%ポイント上昇し、9月には半年振りの水準である4.0%となった。

b. 見通し

雇用環境は、足元では改善の動きが一服しているものの、今後は、景気回復の持続、企業の人手不足感を背景に、改善が続くと考えられる。ただし、就業者数の増加のペースはこれまでよりも緩やかなものとなる。就業者の内訳をみると、雇用者は増加が続くものの、自営業などの就業者は減少が続くと見込まれる。

失業率も足元では上昇しているが、今後も景気回復が続くため、基調としては低下していくと考えられる。もっとも、雇用環境の改善は緩やかなものであるため、失業率の低下ペースも緩やかなものとなるだろう。

図表 15 雇用の見通し



所得・賃金

a. 現状

1人当たり賃金は、2006年に入ってから増加ペースが鈍り、2007年1～3月期に前年比-0.7%と減少に転じた後、7～9月期も同-0.6%と減少が続いている。コストの増加に慎重な企業の姿勢を反映して所定内給与は7～9月期は前年比-0.2%と、減少幅は縮小してきているものの、7四半期連続で減少した。夏の1人当たりボーナスはパートタイム労働者の増加などを反映して前年比-1.1%と3年ぶりに減少するなど、特別給与も2007年に入って減少基調となっており、賃金水準全体を押し下げている。

雇用者数の増加によって家計部門全体の所得は2005年度に入ってから増加しているが、1人当たり賃金の低迷を反映して2006年度に入ってから増加ペースが落ちている。景気拡大の恩恵が企業部門から家計部門に広がりにくい状態が続いている。

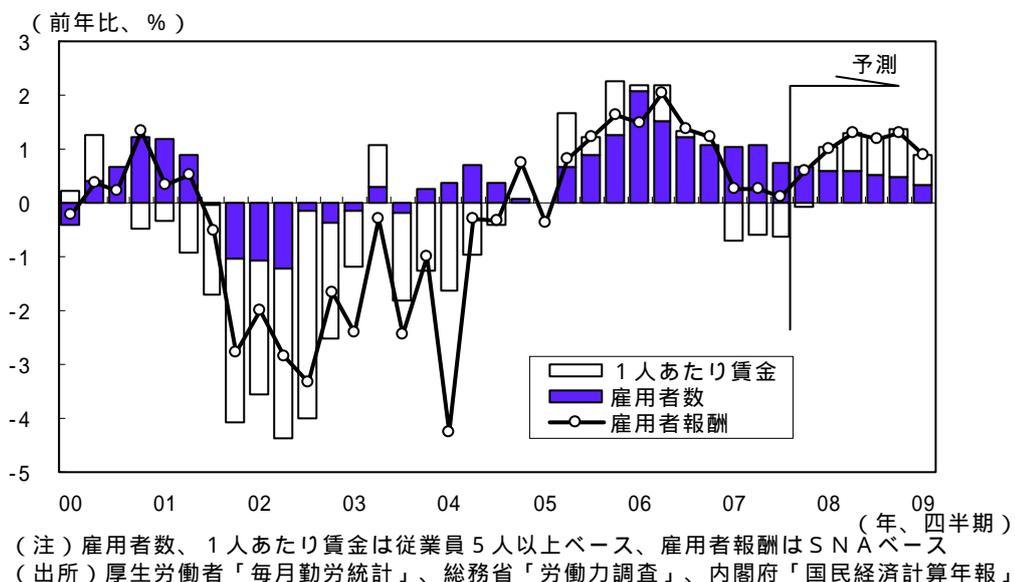
b. 見通し

1人当たり賃金は、2007年度中に増加に転じると期待される。減少が続いている所定内給与は、今後、労働需給の逼迫を背景に上昇傾向へと転じていくと考えられる。また、景気回復を反映して、所定外給与は引き続き増加すると見込まれる。

2008年の春闘については、企業業績の拡大が続くことを背景に賃上げ率の伸びが小幅ながら拡大し、1人当たり賃金の増加ペース拡大に寄与する見込みである。

家計部門全体の所得は、2007、2008年度とも増加が続こう。もっとも、1人当たり賃金の伸びが持ち直してくる半面、雇用者の増加ペースが鈍化するため、所得の増加ペースは緩やかなものにとどまろう。

図表 16 所得の見通し



個人消費

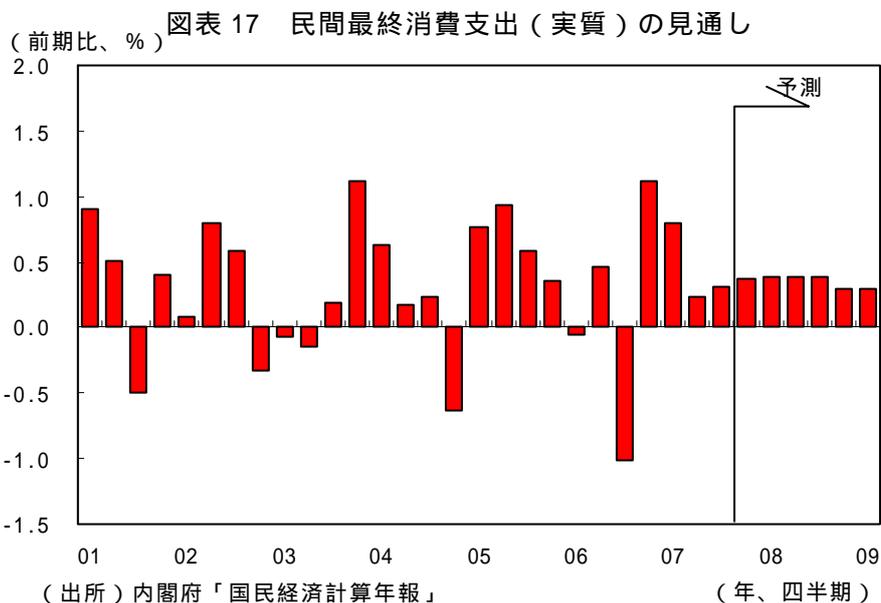
a. 現状

個人消費は、緩やかな増加基調にある。GDP統計の民間最終消費支出（実質）は2006年度後半に高い伸びを記録した後、2007年7～9月期には前期比+0.3%となり、緩やかに4四半期連続で増加した。内訳を見ると耐久財やサービスで増加が続いており、8月、9月は気温が高かったためビールなどのアルコール飲料も増加に寄与した。消費の基調を決める雇用・所得などの改善速度はゆっくりしたものであり、速いテンポで消費の拡大が続くとは考えにくい。

b. 見通し

2007年6月より住民税（地方税）の定率減税が完全廃止され、所得税（国税）から住民税へと税源移譲された分の徴収が始まった。厚生年金保険料の引き上げ（10月）も続き、家計負担が増加する。一方で、2007年に入ってから減少が続いている賃金は労働需給の逼迫とともに今後は上昇傾向へと転じていくとともに、雇用者数も緩やかに増加すると見込まれることから、家計の可処分所得は緩やかに増加するであろう。2008年には減税廃止による負担増が一巡してくるが、所得の増加基調が緩やかなことは変わらないであろう。また、予測期間を通して、消費者物価上昇率は高まっていくものの1%未満にとどまり、物価上昇により消費が大きく落ち込むようなことはないと思われる。

少子高齢化という構造要因や耐久財の普及がすでに進んでいることを考慮すると、消費全体が大幅に増加するとは考えにくい。薄型テレビ、クッキングヒーターや家庭用ゲーム機など消費者にアピールする製品は好調を持続するであろう。また、携帯電話通話料やインターネット接続料などの通信費を含むサービスへの支出の増加も続くと思われる。個人消費は緩やかな増加基調が続くと予想される。



住宅投資

a. 現状

6月に施行された改正建築基準法の影響により、足下の住宅着工は大幅に減少している。耐震強度構造計算書偽装問題の再発を防ぐべく建築確認手続きが厳格化されたが、事前の周知が、申請側、審査側双方に対し十分でなかったことや、審査期間の短縮に必要な大臣認定プログラムが完成していないことなどが原因で建築確認の手続きが滞っている。7～9月期の住宅着工戸数は前年同期比 - 37.1%と大幅に減少しており、利用関係別に見ると、複雑な構造計算が必要な貸家、マンションの落ち込みが大きく、それぞれ前年同期比で - 41.0%、 - 55.4%の大幅減となっている。

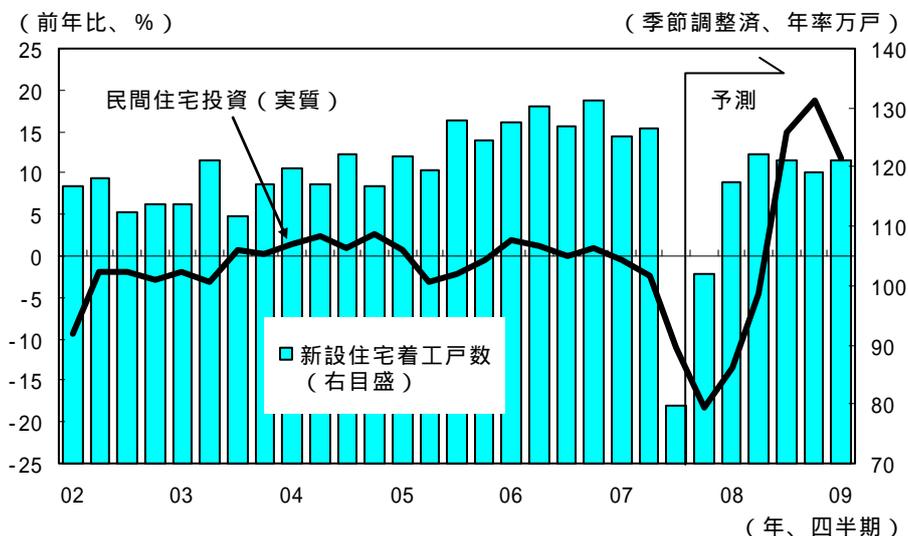
b. 見通し

国土交通省は建築確認手続きの円滑化に向けた諸施策を打ち出しているが、確認手続きを遅らせる問題点の全面的な解消にはまだ時間を要する見込みである。手続きの停滞は、貸家、マンションなどを中心に、少なくとも年内は続く予想される。

年明け以降には、手続き上の混乱は概ね収束していくことが期待されるが、法改正前の着工水準の年率125万戸超まで戻るには至らず、年率換算で120万戸前後での推移が予想される。設計段階を含めた工期がある程度長期化すると考えられること、首都圏などでは住宅価格の上昇により売れゆきの鈍化が見込まれること、金利の先高感が薄れて買い急ぎの動きが一服していること、などが下押し要因となる。

住宅投資は、工事の進捗に応じて計算されるため、2007年7～9月期の着工急減が、しばらくは住宅投資の水準の下押し圧力として効いてくる。2007年度の住宅投資(実質)は、前年比 - 11.5%と大幅な減少が見込まれる。ただ、2007年度の水準が低くなるため、2008年度の住宅投資の伸びは、同 + 9.9%と高くなる。

図表 18 新設住宅着工戸数と民間住宅投資(実質)の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、国土交通省「建築着工統計」

(3) 政府

バブル崩壊を境に財政構造が急速に悪化し、国債の大量発行が続いている。名目成長率の低下に加え、大型減税が実施されて税収が減少した。また、歳出面では、人口の高齢化を背景に社会保障支出が拡大を続け、90年代は景気刺激のための大型経済対策によって公共工事支出が増加した。

小泉政権は、財政構造改革を実現するために、景気刺激を目的とした大型の経済対策を実施せずに、公共投資を減少させた。また、地方でも財政事情が厳しく、公共工事の減少が続いた。景気の回復に伴って税収が再び拡大しているが、財政構造改革路線はその後の政権でも維持されている。公共投資は、年度ベースでは、国、地方ともに削減が続くと見込まれる。

財政赤字削減のためには政府最終消費支出も抑制しようというのが政府の基本方針である。社会保障支出の増加も制度改革によって抑制しようとしている。しかし、改革が実施されても、拡大スピードが抑制される程度であり、社会保障給付を中心に政府最終消費支出の拡大は続くだろう。

国と地方の公共投資の削減が続き、GDPに対する公共投資の比率はかなり低下してきている。このため、公共投資の削減を続けていては、必要な社会資本が維持できないという意見も強まっている。国、地方ともに財政構造は依然として厳しく、公共投資の減少基調が続くであろうが、減少ペースは緩やかになる可能性がある。

図表 19 政府部門総括表

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2006年度				2007年度				2008年度				2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
政府支出	-0.6	-0.5	0.7	-0.4	-0.2	-0.3	0.4	0.2	0.0	-0.3	0.2	0.1	0.4	-1.4	-0.2	0.2
公共投資	-6.0	-4.9	3.7	-1.1	-2.7	-2.6	-0.7	-0.3	-1.1	-2.1	-0.6	-0.3	-1.4	-9.6	-5.6	-4.2
政府最終消費	0.8	0.6	0.1	-0.2	0.4	0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.9	0.9	1.0	1.2
	0.6	0.4	1.3	1.2	0.8	0.7	1.0	1.6	1.4	1.4	1.1	1.0				

公共投資

a. 現状

2007年度の国の一般会計予算では公共事業関係費は前年比 - 3.5%、地方財政計画の投資的経費（単独事業分）では同 - 3.0%となっており、2007年度の公共投資（公的固定資本形成）も引き続き抑制的に運営される計画である。

2007年7～9月期の実質公共投資は、前期比 - 2.6%、前年比 - 3.2%となり、引き続き減少基調で推移している。国の投資はおおむね計画にそって執行されていると考えられるが、地方が計画を大きく下回っている可能性が高い。

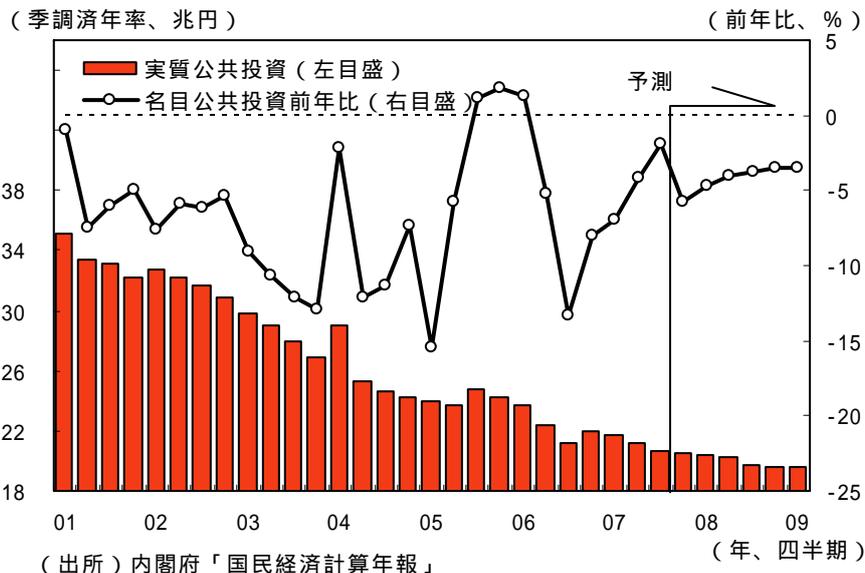
名目ベースでは、7～9月期は前年比 - 1.9%とマイナス幅はかなり縮小してきている。ただし、同時期のデフレーターが前年比 + 1.4%と、資材価格や建設業の人件費が上昇している影響で高い伸びが続いており、実質の公共投資との乖離が広がっている。

b. 見通し

2007年度の実質公共投資は、2006年度の前年比 - 9.6%からはマイナス幅が縮小する見込みであるが、それでも同 - 5.6%と落ち込みが続く。

2008年度については、2007年6月に公表された「骨太の方針2007」において、2011年度のプライマリーバランス黒字化を目指して、引き続き抑制的な財政運営を行う方針が示されており、国の一般会計予算の公共事業関係費、地方財政計画の投資的経費（単独事業分）とも前年比 - 3.0%を見込む。名目の公共投資は前年比 - 3.6%を予想するが、資材価格や人件費の上昇が続くため、実質では同 - 4.2%と名目以上の落ち込みが続くと考えられる。

図表 20 公共投資（実質）の見通し



政府最終消費支出

a. 現状

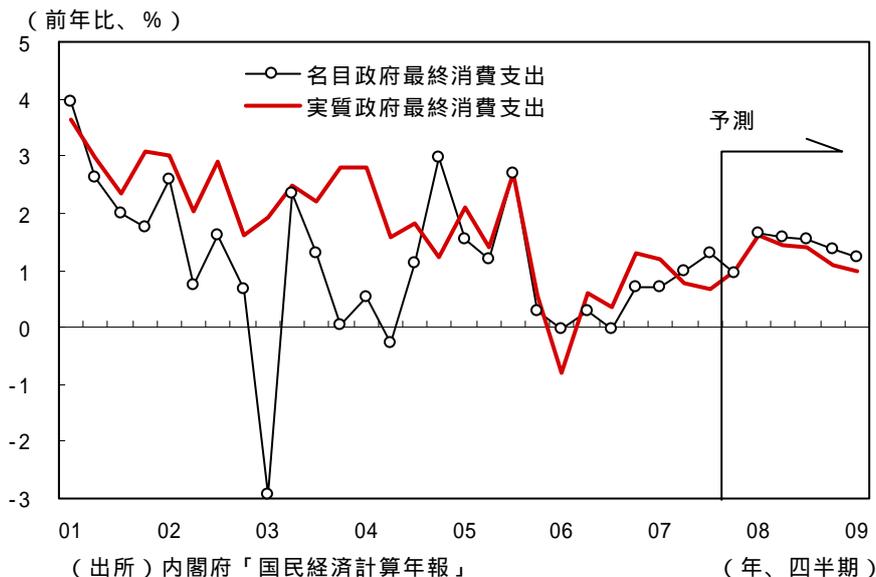
減少基調で推移する公共投資とは対照的に政府最終消費支出（以下、政府消費）は増加基調にあるが、このところの増加幅は以前に比べれば小さくなってきている。2007年7～9月期の政府最終消費支出（実質）は前年比+1.3%、前期比+0.3%と小幅の増加にとどまった。

b. 見通し

高齢化を背景に社会保障給付の拡大が続くため、政府消費の増加は今後も続くと予想される。政府消費の増加の主な原因である現物社会給付については、医療制度改革（2006年6月成立）による高齢者の自己負担の引き上げなどにより、自然増は抑制されてきている。また、政府消費の中で最大のシェアを占める雇用者報酬（公務員の給与）についても、国家公務員の定員の純減目標（5年間で5%以上純減）を定めた「総人件費改革基本指針（2005年11月）」、「行政改革推進法（2006年5月成立）」などに基づき、削減が図られている。これらの施策の効果もあって、足下の政府消費の増加ペースは以前に比べれば抑えられてきている。ただし、公共投資のように減少基調となるには至らず、いかに増加のペースを抑えていくかが今後の改革推進の課題となる。

政府消費は、当面緩やかに増加していくと見込まれ、2007年度の実質前年比+1.0%に対し、2008年度も同+1.2%となる見込みである。

図表 21 政府最終消費の見通し



(4) 海外

世界経済は拡大基調が続いている。米国のサブプライムローン問題の米国景気や世界の金融市場への影響、中国の景気過熱、原油価格の上昇などの懸念材料を抱えており、世界経済が一時的に減速する可能性はある。しかし、ドル暴落といったハードランディングの形で世界経済全体が腰折れしてしまうリスクは今のところ小さい。

世界経済減速によって日本の輸出が一時的に調整する可能性はあるが、基調としては日本からの輸出拡大が続く。日系企業の現地生産が拡大していることは、輸出を抑制する要因となってくる。しかし、世界的に自動車需要が急拡大を遂げ、新興国や資源国の高成長が続き、アジアを中心に電子部品の需要が拡大する中で、日本からの輸出拡大が見込まれる。

輸入は、中国など新興国の工業生産力が急速に拡大し、日本企業の国際分業体制が進む中で、対アジアを中心に製品・部品の輸入が増加を続ける。また、一次産品価格の高止まりによって、金額ベースでは原材料の輸入も高い水準が続く。

今後も輸出、輸入ともに増加が見込まれ、日本経済の貿易依存度は高まっていく。純輸出が成長率にプラスに寄与する基調も続くであろう。また、企業の海外展開を反映して現地法人からの配当などが増加し、海外に保有する金融資産からの収益も増えているため、所得収支黒字の規模が貿易収支黒字を上回ってきている。

図表 22 海外部門総括表

	2006年度				2007年度				2008年度				2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
米国実質GDP	3.2	2.4	2.6	1.5	1.9	2.6	2.5	2.8	2.5	2.1	2.4	2.6	3.1	2.9	2.1	2.4
(前期比年率)	2.4	1.1	2.1	0.6	3.8	3.9	1.6	2.0	2.4	2.6	2.7	2.8	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	2.9	2.8	3.3	3.1	2.5	2.6	2.0	2.1	2.4	2.5	2.5	2.3	1.6	2.9	2.6	2.4
(前期比年率)	3.7	2.3	3.6	2.8	1.4	2.6	1.2	3.2	2.6	3.0	1.2	2.4	-	-	-	-
アジア実質GDP	8.4	8.0	7.7	8.0	8.8	8.7	8.4	8.3	8.6	8.0	7.5	7.3	7.4	8.1	8.5	8.1
(うち中国実質GDP)	11.5	10.6	10.4	11.1	11.9	11.5	10.5	10.0	10.5	10.0	9.5	9.5	10.4	10.7	11.3	10.0
経常収支(兆円)	4.6	4.8	5.7	5.6	6.5	6.2	6.9	6.0	6.3	6.5	7.3	6.9	19.1	21.2	25.5	27.1
貿易収支(兆円)	2.1	2.1	2.9	3.0	3.0	3.4	3.0	3.4	2.7	3.0	3.1	3.1	9.6	10.5	12.5	12.5
サービス収支(兆円)	-0.7	-0.7	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-1.1	-1.2	-1.0	-0.9	-1.1	-2.2	-2.3	-3.3	-4.3
所得収支(兆円)	3.4	3.5	3.6	3.6	4.5	3.8	4.4	4.6	5.4	5.3	4.9	5.3	12.6	14.2	17.4	20.1
輸出額(前年比)	14.7	15.6	11.2	12.5	13.1	10.7	12.0	11.2	11.2	9.5	8.4	7.7	10.6	13.4	11.7	9.2
輸出数量(前年比)	8.8	8.3	3.3	2.3	4.1	5.7	9.0	6.0	6.9	5.2	4.0	3.1	3.9	5.6	6.2	4.8
輸入額(前年比)	19.4	16.7	10.8	6.6	9.9	6.3	11.1	16.2	14.8	13.5	8.2	6.4	20.1	13.1	10.9	10.6
輸入数量(前年比)	4.6	3.0	4.9	-0.1	-3.6	-4.9	-2.7	1.4	4.2	6.7	4.0	3.5	2.7	3.1	-2.5	4.6
原油相場(WTI、ドル/バレル)	70.7	70.5	60.2	58.2	65.0	75.4	87.0	85.0	82.0	84.0	84.0	84.0	60.0	64.9	78.1	83.5
原油相場(ドバイ、ドル/バレル)	64.8	66.0	57.4	55.3	64.8	70.0	81.5	80.0	77.5	79.5	79.5	80.0	53.7	60.9	74.1	79.1
ドル円相場(円/ドル)	114.4	116.2	117.8	119.4	120.7	117.8	113.6	115.0	117.0	118.0	119.0	120.0	113.3	116.9	116.8	118.5

(注1) 米国、ユーロ圏、アジア、中国の実質GDPは、四半期が前年同期比、年度は暦年の成長率の数値

(注2) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の四半期は季節調整値

(注3) 輸入額、輸出額は通関統計ベース

(注4) 前期比年率、前年比の単位は%

米国

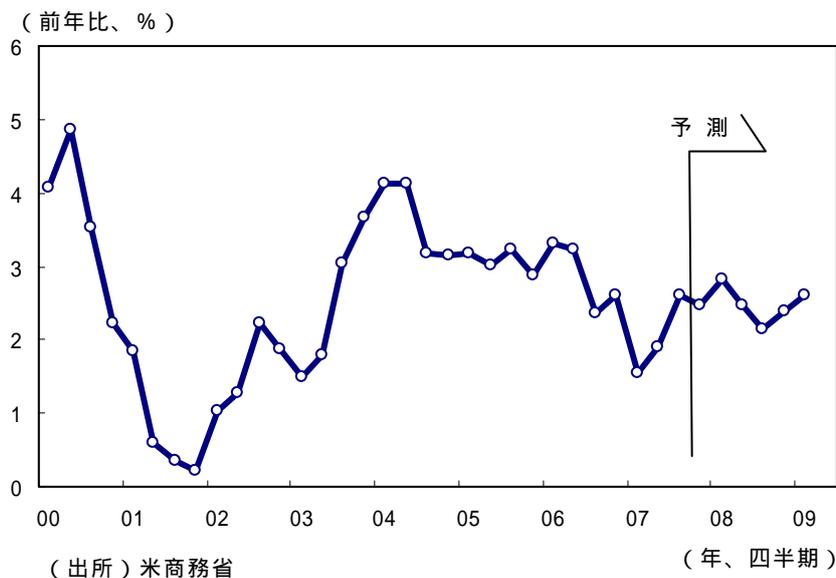
a. 現状

米国の 2007 年 7 ~ 9 月期の実質 GDP は前期比年率 + 3.9% (前年比 + 2.6%) の高成長であった。サブプライムローン問題の影響が懸念されたものの、個人消費や設備投資は堅調に推移し、住宅部門を除くとこれまでのところ景気への影響は限定的である。もっとも原油価格が急騰した影響により、足元 10 ~ 12 月期の個人消費は鈍化する見通しである。物価については、FRB (連邦準備制度理事会) が重視する個人消費支出価格指数 (コアベース) の上昇率が、物価安定の目安とされる 1 ~ 2% の範囲内で推移している (9 月は前年比 + 1.8%)。FRB はサブプライム問題への予防的対処として、政策金利である FF レートを 9、10 月に合計 0.75% 引き下げ 4.5% とした。

b. 見通し

2008 年の米国経済は、年前半はサブプライムローン問題の影響により成長率は鈍化するものの、年央以降は 2% 台後半の潜在成長率ペースに回帰する見通しである。住宅市場の調整や消費者マインドの悪化が個人消費の抑制要因になる。もっとも、堅調なサービス部門を中心に雇用、所得の拡大が続くことから、消費の大幅な減速は回避される。企業部門では、金融セクターの低迷により企業収益や設備投資は鈍化するものの、2007 年央にかけて在庫調整が進展したことや、新興国経済の好調を背景に輸出の拡大が見込まれることなどから製造業部門を中心に底堅い推移が見込まれる。サブプライム問題の影響は残る可能性があるものの、インフレへの懸念もあり FRB は金利を据え置くとみられる。2008 年の実質 GDP 成長率は + 2.4% と 2007 年の + 2.1% から小幅拡大する見通しである。

図表 23 米国の実質 GDP 成長率の推移



欧州

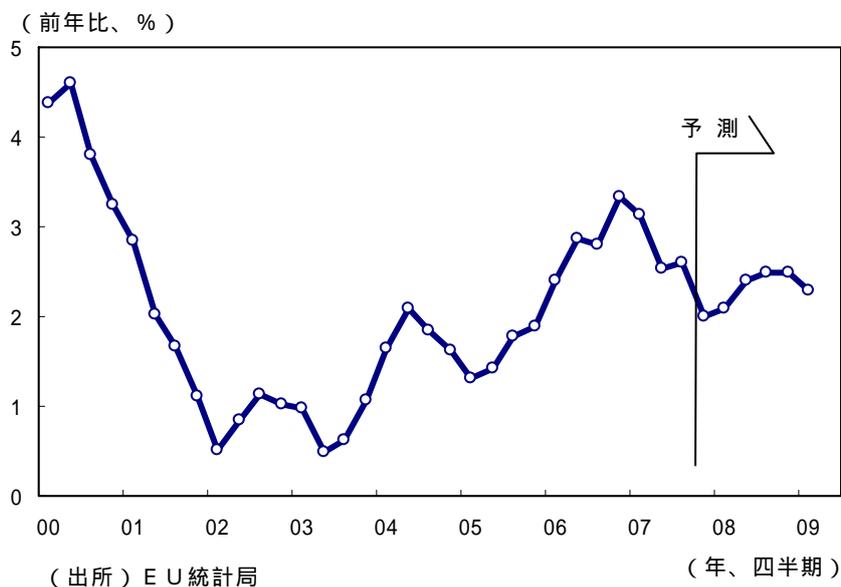
a. 現状

欧州（ユーロ圏）の2007年7～9月期の実質GDP成長率は前年比+2.6%となった。サブプライムローン問題の影響が懸念されたものの、潜在成長率とされる2%を上回り景気は堅調に推移している。輸出と設備投資の好調が成長のけん引役となっている。輸出は高成長が続く東欧・ロシア向けや中国向けを中心に拡大しており、輸出の好調を背景に設備投資も高水準の推移が続いている。一方、個人消費は賃金の伸びが抑制されていることや、ドイツが年初に付加価値税率を引き上げた影響などから拡大ペースは緩やかにとどまっている。ECB（欧州中央銀行）はインフレへの強い警戒感などから2005年末以降8回の利上げを実施し、政策金利である短期レポ金利を4%に引き上げた。しかしサブプライムローン問題の混乱が拡大したことにより、2007年7月以降金利を据え置いている。

b. 見通し

2008年の欧州の実質GDP成長率は+2.4%と、2007年の+2.6%から小幅低下するものの、潜在成長率とされる2%を3年連続で上回る見通しである。輸出については、ロシア、東欧、中国など新興国向けに好調が持続する見込みであるが、2008年後半には勢いがやや鈍化するとみられる。設備投資については、名目GDP比がIT景気のピークを上回る高水準に達しており、今後の投資余力は限定的で伸びは鈍化する可能性がある。一方で失業率が過去最低を更新するなど良好な雇用環境を背景に、個人消費の成長率への寄与拡大が見込まれる。サブプライムローン問題の影響による金融市場の混乱が一服すると、景気の堅調さとインフレへの懸念から、ECBによる利上げ観測が強まり、為替相場はユーロ高基調の持続が見込まれる。

図表 24 ユーロ圏の実質GDP成長率の推移



アジア

a. 現状

中国の2007年7～9月期の実質GDP成長率は、前年比+11.5%と7期連続で2桁成長となった。成長のけん引役である輸出と固定資産投資の伸びはわずかに鈍化したものの、依然として高い伸びが続いている。中国政府は、景気過熱と過剰設備の回避をめざし投資抑制策を継続しており、2006年以降貸出基準金利や預金準備率が引き上げられている。

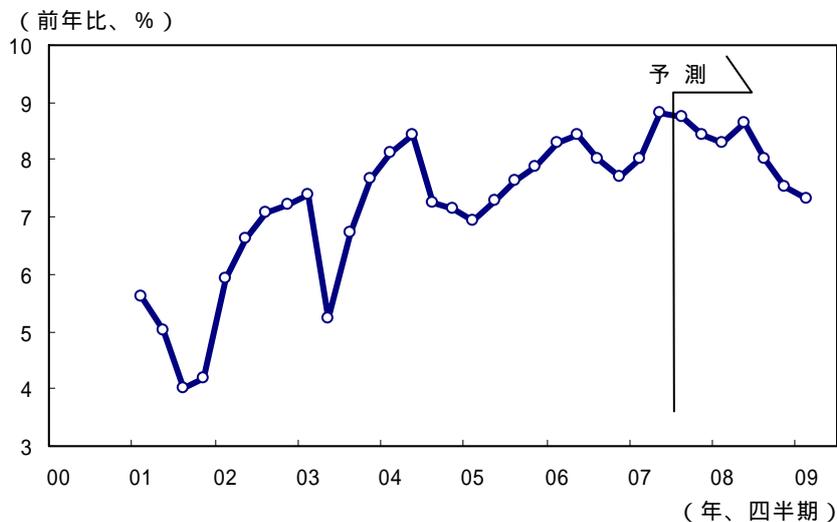
一方、世界のデジタル関連需要の動向と関係が深い韓国、台湾の実質GDP成長率は2006年中は減速が続いたものの、半導体、液晶などのデジタル関連財の在庫調整が一巡したことにより、2007年4～6月期に再び加速に転じた。

b. 見通し

2008年の中国の実質GDP成長率は+10.0%と、2007年の+11.3%から低下するものの、6年連続で2ケタ成長を達成する見通しである。固定資産投資は2008年の北京五輪を控え高速鉄道網などのインフラ整備が続くほか、民間や地方政府による積極的な投資拡大が続くとみられる。急速に進む耐久消費財の普及や都市部でのサービス消費が個人消費を押し上げる。輸出については一時に比べ増加テンポが鈍化しているとはいえ、高水準の伸びを持続する見通しである。もっとも年後半については、五輪関連需要のはく落や輸出の鈍化が見込まれ、成長率は小幅低下する見通しである。人民元については、大統領選挙を控える米国からの保護主義圧力や、一次産品価格の上昇による輸入物価抑制のため、緩やかな人民元高誘導が続く見通しである。

韓国、台湾の成長率は堅調が見込まれるが、2年周期の変動パターンがみられるデジタル関連需要の動向にあわせて2008年後半の成長率は緩やかに低下しよう。

図表 25 アジアの実質GDP成長率の推移



(注) 中国・NIES・ASEAN4の成長率を名目GDPで加重平均
(出所) 各国資料

輸出入

a. 現状

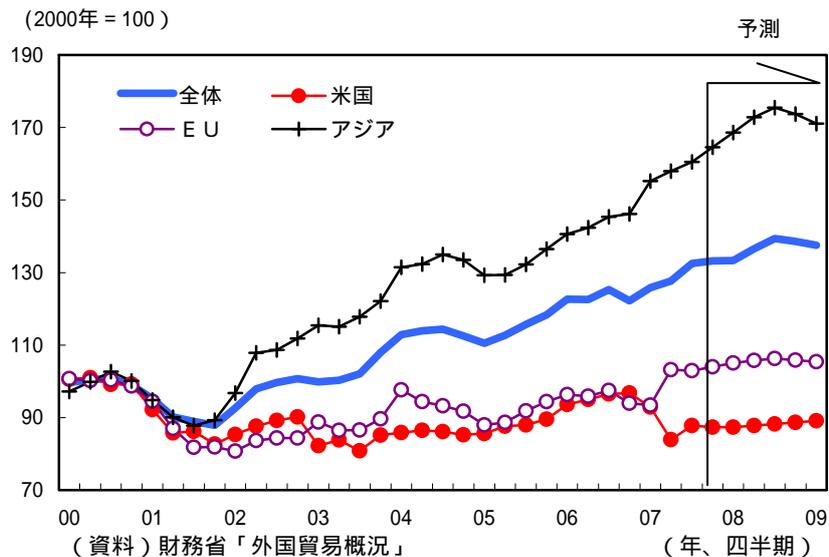
輸出が増加基調で推移している。実質輸出は2007年4～6月期に前期比+0.9%と伸びが鈍化していたが、7～9月期には+2.9%と高い伸びを示した。一方、実質輸入は+0.5%にとどまったため、7～9月期の外需(=輸出-輸入)の寄与度は前期比+0.4%ポイントとなり、GDP成長率を押し上げた。米国向け輸出は鈍化しているが、欧州は底堅く推移している。また、中東やロシアなど資源国向けが好調を継続しており、アジアを中心に電子部品の輸出も回復している。

b. 見通し

足元では米国景気の減速観測が出ており、世界経済への悪影響も懸念されているが、米国経済は新興国向け輸出の好調や、家計の所得環境が良好なことを背景に底堅い推移が見込める。また、中国や資源国の景気が好調を継続し、欧州景気も底堅いと見込まれ、2008度にかけて日本の輸出は増加基調で推移すると予想される。なお、2008年に開催される北京五輪関連の特需が剥落する2008年度後半は輸出が一時的に減速するであろうが、中国や資源国でのインフラ投資は増加基調が見込まれ、輸出全体が大幅に落ち込む可能性は小さい。一方で、輸入は、国内の最終需要や生産活動が拡大するのに伴って、2008年度も対アジアを中心に増加が続くと見込まれる。

原油や金属など一次産品価格が高止まりして輸入金額を押し上げるため、貿易黒字はさほど拡大しないであろう。ただし、外国証券や海外法人への対外投資の増加を背景とした所得収支黒字の拡大基調は続き、経常収支黒字は高水準となろう。

図表 26 地域別輸出数量の推移



3. 物価と金融市場の予測

原油をはじめとした原材料価格は、過去と比べて高い水準での推移が続いている。一方、中国などの新興国の供給力が拡大していることもあり、工業製品の価格は安定している。このため、川上のインフレ圧力、川下のデフレ圧力を背景に世界の価格体系は大きく変化した。

こうした状況は日本の国内物価にも影響しており、国内企業物価が上昇を続ける一方で、消費者物価は下げ止まりつつあるものの、なかなか上昇幅が広がらない。

金融政策では、2006年3月に量的緩和政策が、7月にゼロ金利政策が解除され、2007年2月に追加利上げが実施された。金利メカニズムが十分に働くように、低すぎる金利水準を引き上げていくという金融政策の正常化のプロセスが始まっている。今後も、景気の持続的な回復と、物価の安定を確認しながら、ゆっくりとしたペースで何回かの小幅な引き上げが行われるだろう。

長期金利は景気回復と政策金利の引き上げを背景に緩やかな上昇トレンドが続く。株価は国内のみならず海外での事業も含めた日本企業の収益力の向上を反映しながら、上昇基調が続く。為替は、日本の経常黒字の拡大にもかかわらず、あまり円高は進んでいない。国際通貨としての信認が強まっているユーロや資源国通貨は、ドルや円に対して緩やかな上昇が続いている。景況感の違い、金利差、金融政策の動向などを反映して、強い国の通貨が買われるようになっているが、日米欧の景気の方に大きな違いはなく、比較的安定した推移が続くだろう。

図表 27 物価・金融市場総括表

	2006年度				2007年度				2008年度				2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	70.7	70.5	60.2	58.2	65.0	75.4	87.0	85.0	82.0	84.0	84.0	84.0	60.0	64.9	78.1	83.5
原油価格 (ドバイ、ドル/バレル)	64.8	66.0	57.4	55.3	64.8	70.0	81.5	80.0	77.5	79.5	79.5	80.0	53.7	60.9	74.1	79.1
企業物価総合	5.0	5.7	3.7	3.3	4.2	2.4	3.6	4.4	3.0	2.5	1.9	1.6	4.1	4.4	3.7	2.3
国内企業物価	3.1	3.6	2.6	2.0	2.4	2.0	2.7	2.9	1.8	1.4	0.9	1.0	2.1	2.8	2.5	1.3
消費者物価 (総合)	0.2	0.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	-0.3	0.3	0.1	0.5
生鮮食品を除く総合	0.0	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	-0.1	0.1	0.1	0.5
無担保コール翌日物 (%)	0.020	0.223	0.255	0.382	0.514	0.500	0.500	0.750	0.750	1.000	1.000	1.250	0.001	0.220	0.750	1.250
TIBOR 3ヶ月 (%)	0.215	0.425	0.482	0.599	0.667	0.840	0.848	0.883	0.917	1.067	1.167	1.300	0.092	0.430	0.810	1.113
新発10年国債 (%)	1.89	1.79	1.69	1.71	1.74	1.72	1.58	1.65	1.73	1.78	1.83	1.83	1.43	1.77	1.67	1.80
日経平均株価 (円)	16143	15631	16476	17377	17692	16908	16100	16000	16500	17500	18000	18000	13572	16407	16675	17500
TOPIX (ポイント)	1641	1584	1621	1728	1736	1646	1560	1550	1600	1700	1750	1750	1393	1644	1623	1700
ドル円相場 (円/ドル)	114.4	116.2	117.8	119.4	120.7	117.8	113.6	115.0	117.0	118.0	119.0	120.0	113.3	116.9	116.8	118.5
ユーロ円相場 (円/ユーロ)	143.7	148.0	151.9	156.5	162.8	162.0	164.0	166.2	170.8	172.3	172.6	172.8	137.8	150.0	163.7	172.1

(注1) 原油価格、金利、株価、為替は期中平均値、ただし無担保コール翌日物の予測値は期末値
 (注2) 企業物価総合は、国内企業物価、輸出物価、輸入物価の加重平均
 (注3) 物価は全て前年比で単位は%

(1) 物価

原油価格

a. 現状

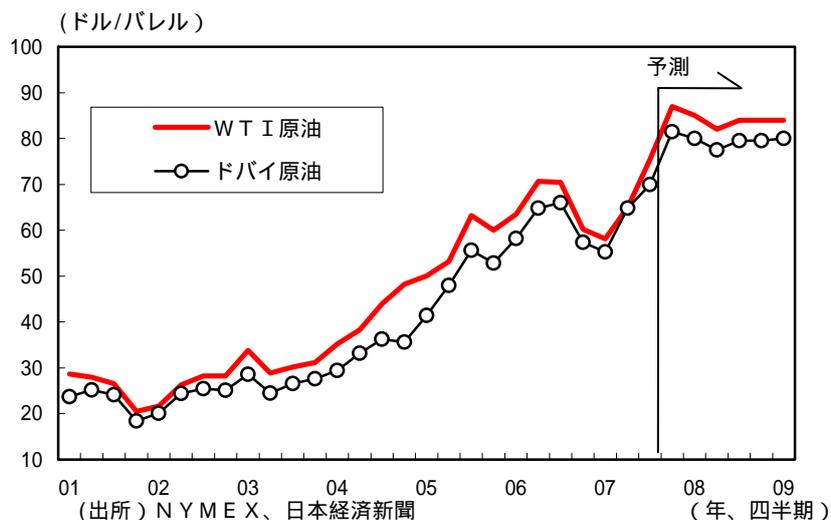
原油相場(WTI、期近物)は2007年1月には1バレル=50ドルまで下落していたが、その後は上昇基調を続け、11月7日の取引では一時98.86ドルの最高値をつけた。夏場までの原油相場の上昇は米国のガソリン需給の逼迫観測が主因であった。年後半には、ガソリン需給への懸念一服、OPEC(石油輸出国機構)の増産決定、サブプライムローン問題による景気先行き懸念といった相場の下押し材料がでた。しかし、先進国における原油在庫の減少、トルコやイランでの地政学リスク、ドル安による原油相場(ドル建て)押し上げ効果、投機的要因により、相場の騰勢は強まった。

b. 見通し

2008年初めにかけて、原油相場は一旦調整すると予想される。行き過ぎた投機のやり戻しや、製油所の採算悪化に伴う製油活動(=原油需要)の鈍化、今後需要が本格化する暖房油などの石油製品高による景気減速懸念、ドル安の一巡などが、原油相場の下押し要因になってくる可能性がある。

もっとも、その後は、原油相場は再び上昇に向かうと予想される。サブプライムローン問題の影響が懸念されている米国経済は底堅さを回復してくるとみられ、中国をはじめとした新興国や欧州の景気も堅調を維持し、石油需要増加観測が強まるであろう。また、製油所能力の拡大が遅れていることもあり、夏場になるとガソリン需給逼迫への懸念が再び原油相場を押し上げる可能性もある。

図表 28 原油相場の見通し



国内企業物価と消費者物価

a. 現状

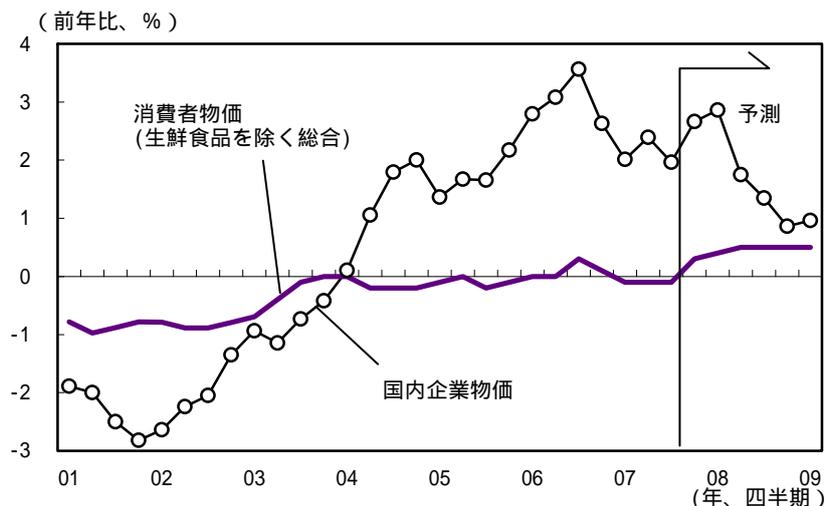
国際商品市況の上昇は引き続き、物価の押し上げ要因になっている。景気減速観測を背景に銅や亜鉛の市況は頭打ちになっているが、原油は11月にかけて大幅に上昇し、農産物も上昇基調を続けている。石油製品、金属を中心に国内の素材価格も高止まりしており、10月の国内企業物価の前年比上昇率は+2.4%に再び高まっている。もっとも、消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）の上昇率は、携帯電話料金の引き下げやテレビなど耐久消費財の価格下落により今年2月から小幅マイナスが続いている。

b. 見通し

2008年度にかけて、先進国の景気が底堅く推移し、新興国や資源国の高成長が持続すると、需要の増加観測を背景に原油や金属の市況は緩やかに上昇すると予想される。また、需給の改善によってハイテク製品価格の下落率が縮小し、金属を多量に使う機械類などへのコスト上昇圧力もあり、2008年度の国内企業物価は緩やかに上昇するであろう。

なお、2007年度後半にかけて、食料品や輸送費を中心に原材料高やエネルギー高を消費者に価格転嫁する動きが一部に出ている。このため、年内にも、消費者物価上昇率が小幅プラスに戻る可能性が高まっている。もっとも、一次産品価格や素材製品価格の上昇は、大部分が製造段階や流通段階で吸収され、消費者への価格転嫁は限定的であろう。2008年度にかけて、消費者物価上昇率は緩やかに高まるが、1%未満の上昇にとどまろう。

図表 29 国内企業物価と消費者物価の見通し



(出所) 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」

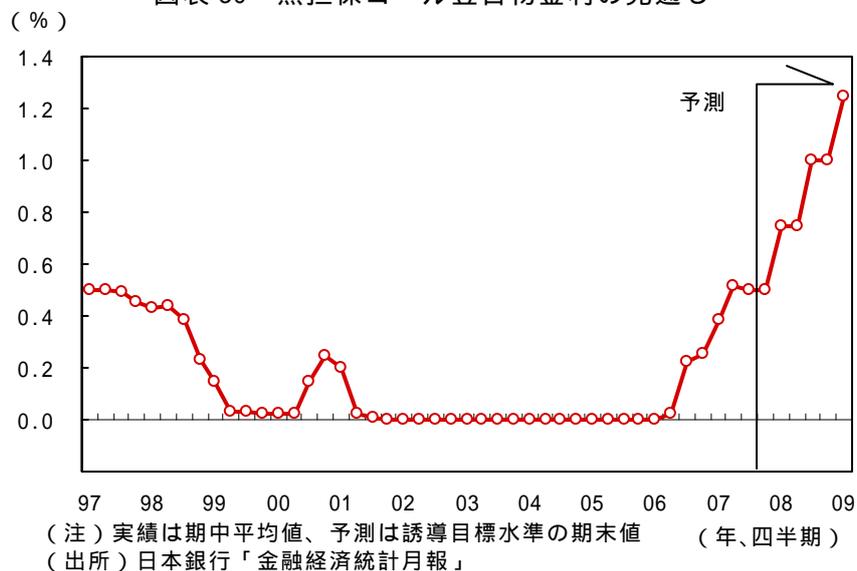
(2) 金融政策

日本銀行は2007年2月21日に無担保コール翌日物金利(政策金利)の誘導目標を0.25%から0.50%に、基準貸付利率(旧公定歩合)を0.4%から0.75%に引き上げた後は追加利上げを見送っている。しかし、足元でも景気の拡大が続いており、実質ベースの政策金利(無担保コール翌日物金利から消費者物価の前年比上昇率を引いたもの)は足元で0.6%程度と、依然として緩和的な金融環境が続いている。このため、サブプライムローン問題で一時的に混乱した内外の金融市場が安定してくれば、今年度中の金融政策決定会合で小幅な利上げが決定される環境が整ってくる。

日銀の基本的な政策スタンスは、景気の波を小さくし、息の長い景気拡大を実現するためには、実際に物価上昇率が大きく変動する前に徐々に金利を引き上げていくというものである。10月に発表された経済・物価情勢の展望の中でも、「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蓋然性が高いことを確認し、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ことになると考えられる」と従来の見方を継続し、経済活動の振幅が大きくなり、物価上昇率が大きく変動する前に、早めに対応していく姿勢を示している。

2008年度においても、内外景気の拡大が続き、インフレ予想も引き続き高まってくると見込まれる。このため、半年に1度程度のペースで小幅な利上げが継続されるだろう。

図表 30 無担保コール翌日物金利の見通し



(3) 金融市場

金利

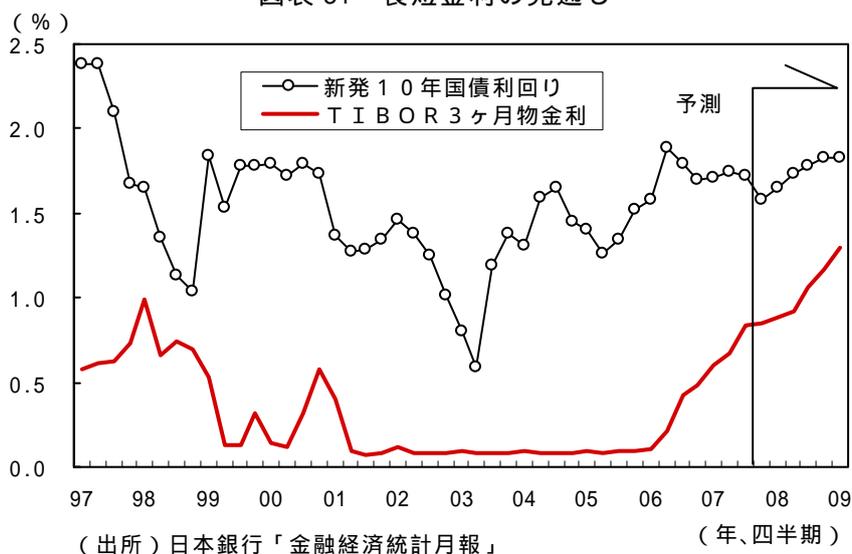
利上げが見送られる中、3ヶ月、6ヶ月といったターム物金利は、長めの期間の資金調達圧力が強いこともあって、翌日物金利の水準と比べると高い水準で推移している。今後高止まりでの推移が続き、実際に追加利上げが行われた後は次回の利上げのタイミングを探りながら緩やかに上昇していくと考えられる。TIBOR 3ヶ月物金利は利上げとともに上昇し、2007年度末には1.0%程度、2008年度末には1.4%程度まで上昇しよう。

長期金利は、早期に利上げが行われるとの観測が高まったため6月から7月にかけて上昇圧力が高まり、一時は2%近辺まで上昇した。しかし、株価の下落や米国の長期金利が急低下したことを受けて低下に転じ、1.5%程度まで低下している。

今後も利上げが継続して行われ短期金利が上昇を続けるため、予測期間中は長期金利にも上昇圧力がかかりやすい。このため、株式市場が下げ止まってくれば長期金利は再び上昇に転じると考えられる。もっとも、金利上昇に伴って運用資金の流入が見込まれることなどから長期金利の上昇速度は緩やかであろう。2007年度末で1.7%、2008年度末で1.8%程度にとどまると考えられ、イールドカーブはさらにフラット化しよう。

財政赤字拡大による国債需給の悪化懸念は常に金利急上昇をもたらすリスク要因である。ただし2007、2008年度については、景気回復を背景とした税収増と歳出削減努力の継続によって新規国債の発行額が抑制される見通しであり、金利を急上昇させる要因にはならないと考えられる。

図表 31 長短金利の見通し



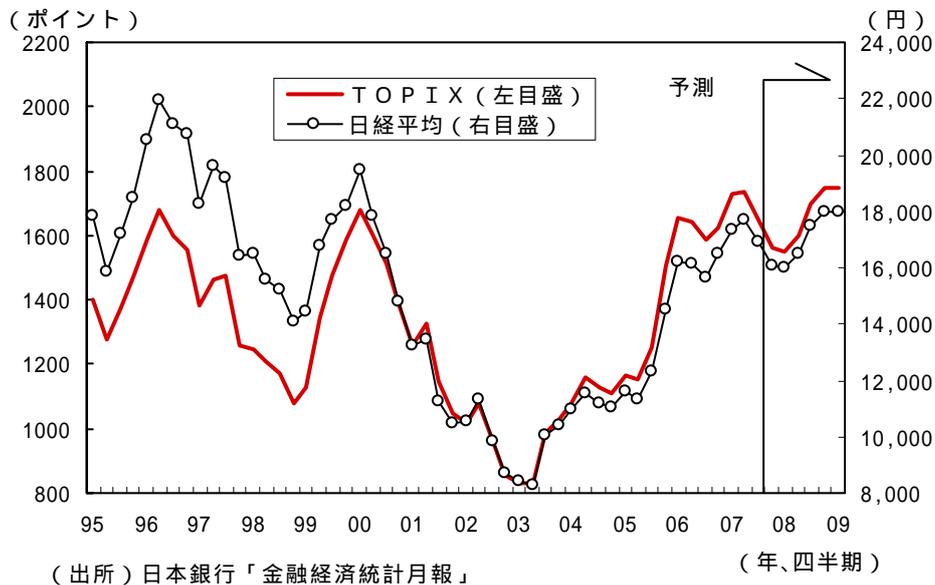
株価

株価は、景気の回復や海外株式市場の上昇などを背景に堅調に推移し、2007年7月には日経平均株価で1万8,200円台と2000年5月以来の水準まで上昇した。しかし、米国のサブプライムローン問題を受けて海外株価が下落したことや、為替が円高に振れたことなどによって、11月には1万5,000円近辺まで急落した。

海外の株式市場で不安定な動きが続いており、金融市場の混乱が实体经济にも影響を及ぼすとの懸念が高まってくれば、今後も一時的に下落圧力がかかる局面がありそう。もっとも、緩やかながらも景気拡大が続くと予想されることや、企業業績の改善が続くことから、海外株式、特に米国株式市場が安定してくるにつれて反発に転じると考えられる。企業業績は、諸コストの増加が引き続き利益を圧迫する材料となるが、輸出が再び拡大してくるなど売上数量の拡大を主因にして持ち直してくる。

2008年度も景気と企業業績の回復が続くため、株価の上昇が期待される。ただし、年度後半については、輸出の減少などを受けて景気の伸びが鈍化すると予想され、軽い調整局面に入る可能性もある。もっとも、企業の収益力が高まっていることなどから下落幅は限られよう。

図表 32 株価の見通し



為替

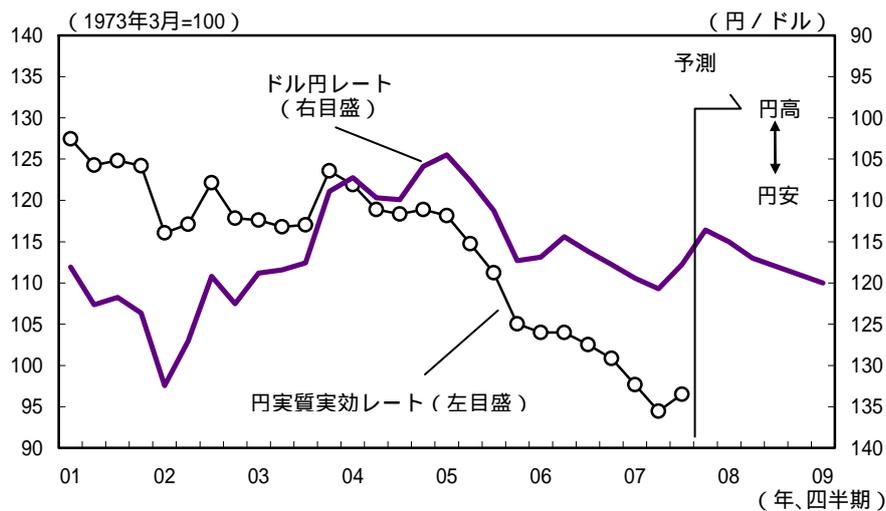
ドル・円相場は、2007 年半ばには米国景気の減速観測が後退して円安・ドル高が進み 1 ドル = 124 円台に乗せた。一方、対ユーロでは、7 月には E C B の利上げ観測を材料に 1 ユーロ = 169 円台まで円安・ユーロ高が進んでいた。

しかし、8 月半ばにかけて米国のサブプライムローン問題が欧米金融機関に及ぼす悪影響が懸念され、円相場は上昇し、対ドルでは一時 111 円台、対ユーロは一時 150 円台まで円高が進んだ。また、10 月 19 日の G 7 会合の結果はドル相場下落の容認と受け止められ、ドルは主要通貨に対して下落した。そうした中で、円は金利水準の低さが売り材料視される状況が続き、ドル・円相場の変動は限定的であったが、11 月に入り米景気の減速観測が強まると、一時 110 円割れまでドル安・円高が進んだ。

今後も主要国の金利動向や景気動向に注目する相場展開が続くであろう。当面、米景気の先行き不透明感が残り、ドル相場の下押し要因になるとみられるが、金融市場が不安定な間は、欧州や日本の利上げは見送られるとみられ、3 極通貨の相場に方向感はいにくいであろう。

2008 年に入り、景気が堅調な欧州では利上げ観測が出やすく、ユーロ高基調が持続する可能性がある。日本の利上げ観測が強まる局面や人民元切り上げ観測に伴うアジア通貨高の思惑により円高圧力がかかる局面もあるだろうが、米国景気の底堅さが確認されるとドル買い材料になるであろう。もっとも、日米欧ともに景気は底堅い推移が見込まれ、3 極通貨の為替相場は比較的安定した推移が見込まれる。

図表 33 ドル円相場と円実質実効レート推移



(出所)日本銀行「金融経済統計月報」

図表 34 日本経済予測総括表

名目	予測								上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2005年度		2006年度		2007年度		2008年度		2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
名目 GDP	0.7	0.5	0.3	1.5	0.0	0.9	1.3	1.2	1.0	1.3	1.2	2.4
	0.7	1.3	0.8	1.8	1.5	1.0	2.3	2.5				
実質 GDP	1.7	1.0	0.8	1.6	0.2	1.2	1.4	0.6	2.4	2.0	1.7	2.2
	2.0	2.8	1.7	2.3	1.8	1.5	2.6	1.9				
内需寄与度(注1)	1.4	0.4	0.6	1.1	-0.2	1.0	1.2	0.7	1.9	1.3	0.8	2.1
個人消費	1.6	0.6	-0.1	1.0	0.8	0.7	0.8	0.6	1.9	0.7	1.7	1.5
	1.5	2.3	0.5	0.9	1.8	1.6	1.5	1.4				
住宅投資	-1.6	2.3	-1.6	1.9	-8.5	-8.1	14.0	1.0	-1.0	0.4	-11.5	9.9
	-2.6	0.6	0.5	0.3	-6.9	-16.0	5.1	15.3				
設備投資	3.6	1.0	5.9	2.6	-1.4	5.1	2.7	1.4	5.7	7.7	2.5	5.9
	6.8	4.8	6.9	8.5	1.0	3.8	7.8	4.1				
民間在庫(注1)	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
政府支出	0.4	-0.7	-1.1	0.3	-0.5	0.3	0.0	0.1	0.4	-1.4	-0.2	0.2
	1.0	-0.2	-1.7	-1.0	-0.2	-0.2	0.5	0.0				
公共投資	0.4	-1.0	-9.3	0.5	-4.5	-2.1	-2.3	-1.8	-1.4	-9.6	-5.6	-4.2
	-3.3	0.0	-11.1	-8.5	-4.3	-6.4	-4.6	-4.0				
政府最終消費	0.6	-0.6	1.1	0.2	0.4	0.9	0.5	0.5	0.9	0.9	1.0	1.2
	2.0	-0.1	0.5	1.2	0.7	1.3	1.4	1.0				
外需寄与度(注1)	0.3	0.6	0.2	0.6	0.4	0.3	0.1	-0.1	0.5	0.8	0.9	0.2
輸出	4.7	6.6	2.9	3.8	4.0	3.2	4.6	2.1	9.0	8.2	7.7	7.3
	6.3	11.6	9.7	6.9	8.0	7.4	7.9	6.7				
輸入	2.8	2.4	2.0	0.2	1.5	1.9	4.2	3.0	6.0	3.4	2.6	6.9
	6.6	5.3	4.5	2.2	1.7	3.4	6.2	7.5				
GDPデフレーター(注2)	-1.2	-1.5	-0.9	-0.5	-0.3	-0.5	-0.3	0.6	-1.3	-0.7	-0.4	0.2

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度
 (注2) GDPデフレーターは前年比

名目	予測								前年同期比%			
	2005年度		2006年度		2007年度		2008年度		2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
経常収支(兆円)(注1)	8.9	10.1	9.3	11.3	12.7	12.9	12.8	14.2	19.1	21.2	25.5	27.1
貿易収支(兆円)	4.8	4.6	4.3	6.0	6.3	6.4	5.6	6.2	9.6	10.5	12.5	12.5
サービス収支(兆円)	-1.5	-0.7	-1.4	-0.9	-1.4	-1.8	-2.2	-2.0	-2.2	-2.3	-3.3	-4.3
所得収支(兆円)	5.8	6.8	6.9	7.2	8.3	9.1	10.6	10.2	12.6	14.2	17.4	20.1
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	0.4	2.7	2.2	2.2	0.6	2.8	1.0	0.3	1.6	4.8	3.0	2.5
	0.1	3.0	5.1	4.5	2.6	3.5	3.5	1.2				
経常利益(法人企業統計、前年比%)	9.8	7.3	12.6	7.9	9.2	7.8	2.7	3.4	8.4	10.0	8.5	3.1
企業物価(国内・輸出・輸入の平均)	2.9	5.2	5.4	3.5	3.3	4.0	2.7	1.7	4.1	4.4	3.7	2.3
国内企業物価	1.7	2.5	3.4	2.3	2.2	2.8	1.5	0.9	2.1	2.8	2.5	1.3
消費者物価	-0.2	-0.4	0.4	0.1	-0.2	0.3	0.6	0.5	-0.3	0.3	0.1	0.5
生鮮食品を除く総合	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.4	0.5	0.5	-0.1	0.1	0.1	0.5
ドル円相場(円/ドル)	109.4	117.1	115.3	118.6	119.3	114.3	117.5	119.5	113.3	116.9	116.8	118.5
無担コール翌日物(%) (注2)	0.001	0.001	0.121	0.319	0.500	0.750	1.000	1.250	0.001	0.220	0.750	1.250
長期金利(新発10年国債)	1.31	1.55	1.84	1.70	1.73	1.61	1.76	1.83	1.43	1.77	1.67	1.80
原油価格(WTI、ドル/バレル)	58.2	61.7	70.6	59.2	70.2	86.0	83.0	84.0	60.0	64.9	78.1	83.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	51.8	55.5	65.4	56.3	67.4	80.8	78.5	79.8	53.7	60.9	74.1	79.1
春闘賃上げ率(%) (注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.71	1.79	1.87	1.95

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の半期値は季節調整値
 (注2) 無担保コール翌日物金利は実績値は期中平均、予測値は誘導目標水準の末値
 (注3) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」のベースで2007年度は実績

図表 35 日本経済予測総括表
【輸出入（通関ベース）】

	予測								前年同期比%			
	2005年度		2006年度		2007年度		2008年度		2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
輸出額(円ベース)	5.9	15.4	15.2	11.8	11.2	12.4	11.1	3.9	10.6	13.4	11.8	7.4
数量	-0.1	8.0	8.5	2.8	3.8	6.9	6.4	3.0	3.9	5.6	5.3	4.7
輸入額(円ベース)	15.7	24.3	18.0	8.7	10.0	16.0	13.0	2.6	20.1	13.1	13.1	7.5
数量	3.8	1.7	3.8	2.4	-2.2	3.0	7.2	3.1	2.7	3.1	0.4	5.1
輸出超過額(兆円)	4.0	3.8	3.8	5.2	4.6	4.6	4.4	5.4	7.8	9.0	9.3	9.8

【所得・雇用】

	予測								前年同期比%			
	2005年度		2006年度		2007年度		2008年度		2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(注1)	0.7	0.6	0.4	-0.3	-0.6	0.1	0.7	0.8	0.7	0.1	-0.2	0.7
所定内給与	0.4	0.2	-0.2	-0.6	-0.3	0.2	0.5	0.5	0.3	-0.4	-0.1	0.5
所定外給与	3.3	3.0	1.2	1.5	1.1	1.7	2.1	1.1	3.1	1.4	1.4	1.6
雇用者数	0.8	1.7	1.4	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4	1.2	1.2	0.8	0.5
雇用者報酬	1.0	1.6	1.7	0.8	0.2	0.8	1.3	1.1	1.3	1.3	0.5	1.2
完全失業率(季調値)	4.4	4.3	4.1	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8	4.4	4.1	3.8	3.8

(注1)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

	予測								上段は戸数、下段は前年同期比%			
	2005年度		2006年度		2007年度		2008年度		2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	123.8	126.1	128.6	128.2	103.3	109.8	121.6	120.1	124.9	128.5	106.1	120.9
持家	3.5	6.0	3.8	1.9	-19.7	-15.0	17.9	9.9	4.7	2.9	-17.5	13.9
貸家	35.0	35.6	36.2	34.9	29.8	33.6	33.0	34.8	35.3	35.6	31.5	33.8
分譲	-7.4	0.3	3.4	-2.0	-17.5	-4.0	10.8	3.5	-4.0	0.9	-11.5	7.3
持家	50.4	53.4	53.9	53.5	42.9	42.1	50.6	48.5	51.8	53.8	42.1	49.6
貸家	9.6	12.1	6.7	1.1	-20.6	-22.8	18.5	16.7	10.8	3.9	-21.7	17.6
分譲	37.3	36.7	37.6	39.2	29.3	34.1	36.4	36.7	37.0	38.3	31.4	36.5
分譲	8.1	4.1	0.4	6.3	-22.3	-13.5	25.8	7.6	6.1	3.3	-17.8	16.1

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

図表 36 前々回見直し(2007年8月1次QE時点)との比較

2007年度	前々回		修正幅	前年比%	
	前々回	修正幅		今回	修正幅
名目GDP	2.1	-0.9		1.2	
実質GDP	2.2	-0.5		1.7	
個人消費	1.9	-0.2		1.7	
住宅投資	-2.6	-8.9		-11.5	
設備投資	4.7	-2.2		2.5	
公共投資	-4.4	-1.2		-5.6	
外需寄与度	0.7	+0.2		0.9	
デフレーター	-0.1	-0.3		-0.4	
鉱工業生産	3.1	-0.1		3.0	

2008年度	前々回		修正幅	前年比%	
	前々回	修正幅		今回	修正幅
名目GDP	2.3	+0.1		2.4	
実質GDP	2.1	+0.1		2.2	
個人消費	1.9	-0.4		1.5	
住宅投資	-1.4	+11.3		9.9	
設備投資	4.9	+1.0		5.9	
公共投資	-3.8	-0.4		-4.2	
外需寄与度	0.3	-0.1		0.2	
デフレーター	0.2	0.0		0.2	
鉱工業生産	2.5	0.0		2.5	

図表 37 前回見直し(2007年9月2次QE時点)との比較

2007年度	前回		修正幅	前年比%	
	前回	修正幅		今回	修正幅
名目GDP	1.8	-0.6		1.2	
実質GDP	1.9	-0.2		1.7	
個人消費	1.8	-0.1		1.7	
住宅投資	-11.1	-0.4		-11.5	
設備投資	3.6	-1.1		2.5	
公共投資	-4.5	-1.1		-5.6	
外需寄与度	0.7	+0.2		0.9	
デフレーター	-0.1	-0.3		-0.4	
鉱工業生産	2.9	+0.1		3.0	

2008年度	前回		修正幅	前年比%	
	前回	修正幅		今回	修正幅
名目GDP	2.4	0.0		2.4	
実質GDP	2.2	0.0		2.2	
個人消費	1.8	-0.3		1.5	
住宅投資	8.3	+1.6		9.9	
設備投資	4.5	+1.4		5.9	
公共投資	-3.7	-0.5		-4.2	
外需寄与度	0.3	-0.1		0.2	
デフレーター	0.2	0.0		0.2	
鉱工業生産	2.5	0.0		2.5	

図表 38 日本経済予測総括表(四半期ベース)

	予測															
	2005年度				2006年度				2007年度				2008年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目GDP	0.6	0.1	0.3	0.2	0.3	-0.2	1.4	0.3	-0.3	0.3	0.7	0.1	0.7	1.1	0.7	-0.1
実質GDP	1.0	0.7	0.4	0.6	0.5	0.0	1.3	0.7	-0.4	0.6	0.5	0.8	0.6	0.8	0.2	0.2
内需寄与度(注1)	0.7	0.7	-0.2	0.5	0.6	-0.4	1.2	0.2	-0.4	0.2	0.4	0.8	0.5	0.7	0.2	0.3
個人消費	0.9	0.6	0.4	0.0	0.5	-1.0	1.1	0.8	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
住宅投資	-1.6	1.8	1.2	0.2	-2.1	0.8	2.2	-1.4	-4.1	-7.8	-6.3	4.4	5.9	11.0	-3.0	-2.0
設備投資	2.0	0.7	-1.0	3.4	3.7	0.9	2.3	-0.3	-2.1	1.7	2.9	2.4	1.1	0.9	0.7	0.6
民間在庫(注1)	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1
政府支出	-0.9	1.9	-1.4	-0.5	-0.6	-0.5	0.7	-0.4	-0.2	-0.3	0.4	0.2	0.0	-0.3	0.2	0.1
公共投資	-1.2	4.6	-2.1	-2.0	-6.0	-4.9	3.7	-1.1	-2.7	-2.6	-0.7	-0.3	-1.1	-2.1	-0.6	-0.3
政府最終消費	-0.7	1.1	-1.1	-0.1	0.8	0.6	0.1	-0.2	0.4	0.3	0.5	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
外需寄与度(注1)	0.3	0.0	0.6	0.1	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.0	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.1
輸出	3.3	3.0	3.9	2.3	0.6	2.3	1.0	3.4	0.9	2.9	1.2	1.0	2.8	2.4	0.6	0.5
輸入	1.2	3.5	-0.3	1.9	1.2	-0.2	-0.2	0.9	0.8	0.5	1.2	1.0	2.6	2.2	1.2	1.2
GDPデフレーター(注2)	-1.0	-1.4	-1.6	-1.3	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.7	-0.7	0.1	0.4	0.8

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

	予測															
	2005年度				2006年度				2007年度				2008年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
経常収支(兆円)	4.5	4.5	5.2	4.9	4.6	4.8	5.7	5.6	6.5	6.2	6.9	6.0	6.3	6.5	7.3	6.9
貿易収支(兆円)	2.5	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1	2.9	3.0	3.0	3.4	3.0	3.4	2.7	3.0	3.1	3.1
サービス収支(兆円)	-0.7	-0.8	-0.3	-0.4	-0.7	-0.7	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-1.1	-1.2	-1.0	-0.9	-1.1
所得収支(兆円)	2.9	3.0	3.3	3.5	3.4	3.5	3.6	3.6	4.5	3.8	4.4	4.6	5.4	5.3	4.9	5.3
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	-0.1	-0.5	2.8	0.4	1.3	1.3	2.2	-1.3	0.2	2.2	1.4	0.6	0.5	0.4	0.1	0.1
経常利益(法人企業統計、前年比%)	12.9	6.6	11.1	4.1	10.1	15.5	8.3	7.4	12.0	6.0	7.6	8.0	1.9	3.8	3.5	3.3
企業物価(国内・輸出・輸入の平均)	2.7	3.1	4.9	5.6	5.0	5.7	3.7	3.3	4.2	2.4	3.6	4.4	3.0	2.5	1.9	1.6
国内企業物価	1.7	1.7	2.2	2.8	3.1	3.6	2.6	2.0	2.4	2.0	2.7	2.9	1.8	1.4	0.9	1.0
消費者物価	-0.1	-0.3	-0.7	-0.1	0.2	0.6	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
生鮮食品を除く総合	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
ドル円相場(円/ドル)	107.6	111.2	117.3	116.9	114.4	116.2	117.8	119.4	120.7	117.8	113.6	115.0	117.0	118.0	119.0	120.0
無担保コール翌日物(%) (注3)	0.001	0.001	0.001	0.002	0.020	0.223	0.255	0.382	0.514	0.500	0.500	0.750	0.750	1.000	1.000	1.250
長期金利(新発10年国債)	1.27	1.34	1.52	1.58	1.89	1.79	1.69	1.71	1.74	1.72	1.58	1.65	1.73	1.78	1.83	1.83
原油価格(WTI、ドル/バレル)	53.2	63.2	60.0	63.5	70.7	70.5	60.2	58.2	65.0	75.4	87.0	85.0	82.0	84.0	84.0	84.0
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	47.9	55.6	52.9	58.2	64.8	66.0	57.4	55.3	64.8	70.0	81.5	80.0	77.5	79.5	79.5	80.0

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支は季節調整値

(注2) 経常利益の予想は2007年4-6月期から

(注3) 無担保コール翌日物金利は実績値は期中平均、予測値は誘導目標水準の未値

図表 39 日本経済予測総括表(四半期ベース)
【輸出入(通関ベース)】

	2005年度				2006年度				2007年度				2008年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース)	4.3	7.4	13.4	17.5	14.7	15.6	11.2	12.5	13.1	10.7	12.0	11.2	11.2	9.5	8.4	7.7
数量	-1.0	0.9	5.0	11.2	8.8	8.3	3.3	2.3	4.1	5.7	9.0	6.0	6.9	5.2	4.0	3.1
輸入額(円ベース)	14.3	17.0	20.6	28.2	19.4	16.7	10.8	6.6	9.9	6.3	11.1	16.2	14.8	13.5	8.2	6.4
数量	3.6	4.1	0.7	2.7	4.6	3.0	4.9	-0.1	-3.6	-4.9	-2.7	1.4	4.2	6.7	4.0	3.5
輸出超過額(兆円)	2.1	1.9	2.3	1.5	1.8	2.0	2.6	2.6	2.5	3.0	3.1	2.0	2.2	2.6	3.4	2.4

【所得・雇用】

	2005年度				2006年度				2007年度				2008年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり所得(注)	1.0	0.3	1.0	0.1	0.7	0.1	0.0	-0.7	-0.6	-0.6	-0.1	0.4	0.7	0.7	0.9	0.6
所定内給与	0.4	0.3	0.5	-0.2	-0.1	-0.3	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
所定外給与	3.3	3.3	1.9	4.1	1.3	1.1	3.5	-0.5	1.0	1.2	1.4	2.0	2.4	1.8	1.2	1.0
雇用者数	0.7	0.9	1.2	2.1	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.3
雇用者報酬	0.8	1.2	1.6	1.5	2.0	1.4	1.2	0.3	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.2	1.3	0.9
完全失業率(季調値)	4.4	4.3	4.4	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.7

(注)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

	2005年度				2006年度				2007年度				2008年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	119.6	128.0	124.6	127.7	130.2	127.0	131.3	125.2	126.7	79.9	102.1	117.5	122.1	121.1	119.0	121.2
持家	2.0	5.0	7.0	4.9	8.6	-0.7	5.2	-1.8	-2.6	-37.1	-22.3	-6.1	-3.5	51.5	16.5	3.2
貸家	35.0	35.0	35.7	35.5	36.1	36.2	35.6	34.2	32.9	26.7	34.2	32.9	31.9	34.1	35.5	34.0
分譲	48.8	52.0	51.7	55.0	54.2	53.5	54.7	52.4	54.2	31.6	36.1	48.1	52.0	49.3	47.0	50.0
	7.4	11.7	11.3	13.0	10.6	3.1	5.9	-4.6	0.3	-41.0	-34.0	-8.0	-4.0	56.0	30.0	4.0
	35.7	38.9	36.4	37.0	39.8	35.4	39.8	38.5	39.0	19.6	31.7	36.5	37.6	35.2	36.1	37.3
	4.4	11.5	6.8	1.4	11.1	-9.0	8.7	3.8	-2.0	-44.1	-20.7	-5.5	-3.6	80.6	13.4	2.2

(注)上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

< 経済見通し担当者 >

鈴木 明彦	首席研究員	総括	akihiko.suzuki@murc.jp
小林 真一郎	主任研究員	企業・政府部門, 金融	s.kobayashi@murc.jp
塚田 裕昭	主任研究員	住宅	htsukada@murc.jp
芥田 知至	主任研究員	外需・物価・為替	tomomichi.akuta@murc.jp
中田 一良	研究員	家計部門	kazuyoshi.nakata@murc.jp
鶴田 零	研究員	企業部門	rei.tsuruta@murc.jp
細尾 忠生	研究員	海外経済	hosoo@murc.jp