

# 2008年度の内外経済金融の展望

世界経済の成長減速のもと、回復感なき展開が継続

## 〔要 旨〕

- 1 2007年後半に世界の経済・金融を不安定化させた米国の「サブプライム問題」と「石油市況の高騰」は08年年明け以降も不安定要因として注意が必要である。
- 2 米政府はサブプライム・ローン借入者の救済策を発表したが、延滞率の改善見通しは不透明である。企業活動が慎重化し雇用の拡大意欲が阻害されるとともに、設備投資が抑制される可能性がある。このため不況入りには至らないものの、08年の米国経済は2%割れの低成長にとどまると予測する。特に08年前半は1%程度の低成長になると見込む。
- 3 EUは27か国に拡大し統合効果により成長が底上げされるようになってきている。しかし、08年にかけては成長がやや減速に向かうと予想される。また、北京五輪を迎える中国は08年については10%台に小幅ながら減速するとの見通しが多いが、一方でバブル化と景気過熱の抑制のため、金融引き締め強化が予想される。08年の国際商品市況については、最も注目される石油は需給のタイト感が残ることから08年に世界経済の成長が減速しても下値は70ドル台までで、暴落の可能性は低いと予測する。
- 4 日本経済は輸出主導型の景気拡大を続けてきたが、「企業から家計への波及」が進展しないなか、世界経済の成長鈍化懸念に直面している。加えて改正建築基準法の施行に伴う建築着工の激減の悪影響も景気の足かせになる可能性がある。景気後退の可能性は小さいとみているが、08年度の日本経済は回復感がない状態で推移する可能性が高いだろう。
- 5 08年前半にかけて食料品・エネルギーなどの値上げが本格化し、消費者物価上昇率はやや加速がみられるものの、米サブプライム問題による実体経済・金融市場などへの悪影響の度合いを見極めなくてはならないこともあり、第3次利上げに向けた環境は早くとも7～9月期までは整わないものと予想する。金融市場では「質への逃避」が強まっており、長期金利は06年3月に実施された量的緩和政策解除前の水準にまで低下している。08年度もおおむね2%以下の水準での展開が続くだろう。
- 6 所得格差や地方経済の疲弊など格差問題に注目が集まっているが、政府の経済政策が、どのように成長・効率と調和・公平の両立をはかっていくかも、重要なポイントである。

## 目次

### はじめに

#### 1 リスク対応力が試される世界経済

- (1) サブプライム問題と米国の不況リスク
- (2) 統合効果が下支えするEUと五輪を迎える新体制下の中国経済
- (3) 世界経済の成長持続と原油等商品市況の動向

#### 2 景気後退は回避できるが、低迷する国内景気

- (1) 生産・所得・支出の循環メカニズムに目詰まり

- (2) 景気の後導役を果たした企業部門に息切れの兆し

- (3) 08年度を通じて需給ギャップは縮小せず

- (4) 注目される格差問題への対応

- (5) 08年前半に物価上昇率は上昇へ

#### 3 低金利状態は長期化

- (1) 利上げペースは緩やかなまま

- (2) 金融機関の経営動向と郵貯民営化

- (3) フラット化が続くイールドカーブ

おわりに

## はじめに

世界は激動の連続であり、常に不安定要因が存在する。しかし、2007年後半には、米国の低所得者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」が深刻化するとともに、「石油市況が高騰」し、ニューヨーク原油先物は100ドルに接近。加えて米国ドル資産離れ観測から「ドルの独歩安」が生じた。これらが絡み合いながら、世界と日本を覆う経済・金融の複合的な不安定要因として鮮明化し強く意識されるようになったことは、特徴的なことと思われる。

これらの3つの不安定要因は、主要先進国の信用収縮や株価調整を起こす一方、安全資産へのシフトに伴い国債の長期金利の低下などをもたらすなど金融マーケットに影響を与えた。先進国の株価は6月から1割程度下落するとともに、米国・財務省証

券10年物利回りは4%割れとなった。

12月6日に、ブッシュ米大統領がサブプライム・ローン借入者の救済策を発表したこともあり、金融市場には安心感が戻った。石油市況は反落し、為替相場も小康状態となった。しかし、3つの不安定要因が去ったというわけではない。再び動きが強まる可能性と、先行きの経済・金融への不透明感・不安感が残っている。

わが国の景気拡大は長期化しているが、輸出依存と大都市圏への成長傾斜の強まりがその実態である。景気拡大の果実の家計への流れが増しているわけではないことから消費活動は盛り上がりせず、家計心理は悪化をたどっている。また、様々な制度改正が実施に移された年であったが、6月の改正建築基準法の施行に関する行政の対応は、現場に大きな混乱を招くとともに経済・金融活動への悪影響を与えたという点で特筆されるものであった。

以上を踏まえ、不安定要因の状況と景気

の実態を検討した上で、08年度の経済・金融の先行きを考えることとしたい。

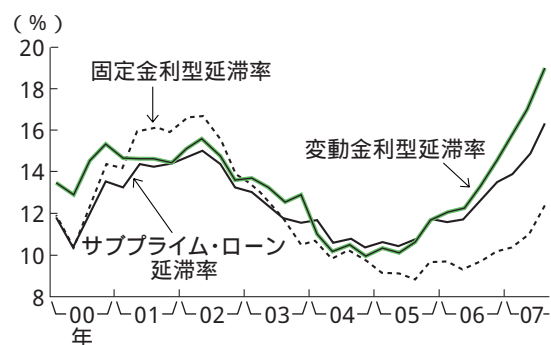
## 1 リスク対応力が試される 世界経済

### (1) サブプライム問題と米国の不況 リスク

米国において、「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、直近までは他部門への波及は強く現れていない。しかし、「サブプライム」問題の先行きはみえておらず、波及の拡大が懸念される所である。

住宅ローン全体の延滞率は7月末の5.1%から9月末には5.6%（以下「季調値」という）へ上昇した。ローン種類別では、第1図のとおり注目のサブプライム・ローンが同じく16.3%へ上昇した。内訳をみると、元利返済条件の優遇期間が終わる「リセット」に加え金利上昇に伴う負担増加を被る変動金利型サブプライム・ローンの延滞

第1図 米国サブプライム・ローンの延滞率動向



資料 Datastreamデータ(米モーゲージ銀行協会)より作成

率が18.8%へ上昇するとともに、固定金利型同ローンの延滞率も12.4%へ上昇した。

これに対し、ブッシュ大統領は12月6日に今後2年間に前述のリセットを迎える推定180万人の救済策を発表した。05年1月から07年7月までに融資を受け、08年1月から10年7月までの間のリセット到来者が借換え対象で、米連邦住宅局の保証を利用した固定金利ローンへの借換えを促進したうえで、借換えができない借り手は5年間の金利凍結措置を受けられるものである。

これにより、米国経済への過度の悲観視は後退すると思われるが、住宅市場の調整は08年年明け後も続く予測している。住宅投資は7四半期にわたり減少が継続しているが、住宅在庫が歴史的な高水準で住宅価格の先安感が強いなか、貸出態度も厳しさを増していることから、住宅需要の低迷が続こう。住宅投資の底入れも08年4～6月期以降にずれ込むと予測する。

また、9月末にはプライム・ローンの延滞率も3.1%へ上昇するなど、サブプライム・ローン以外の住宅ローンの延滞率もじりじりと上昇していることに注意が必要だ。住宅ローン債権の質の低下と投資家の信頼失墜を防ぎ米国の住宅金融の機能を維持するためには、いかに景気の悪化を食い止めることができるかにかかっている。

また、景気面で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「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」という連鎖が働き、企

第1表 米国経済見通し(2007～08年)

	単位	06年実績	07			08		
			通期予想	上半期(1～6月)速報値	下半期(7～12)予想	通期予想	上半期(1～6)予想	下半期(7～12)予想
実質GDP	%	2.9	2.2	1.8	3.6	1.9	1.1	1.9
個人消費	%	3.1	2.9	3.2	2.2	2.0	1.8	2.1
設備投資	%	6.6	4.4	3.4	7.8	2.1	0.7	2.6
住宅投資	%	4.6	16.2	15.5	16.4	7.3	6.4	1.2
在庫投資	10億ドル	40.3	12.7	3.0	22.5	10.8	8.0	13.5
純輸出	10億ドル	624.5	563.2	593.0	533.4	542.8	535.9	549.7
輸出等	%	8.4	8.0	5.9	12.3	6.6	4.8	4.6
輸入等	%	5.9	2.2	1.6	2.3	3.7	3.8	4.8
政府支出	%	5.9	2.2	1.6	3.3	1.7	1.3	1.1

資料 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12月10日。07年7-9月については改定値。  
 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。

業活動が慎重化するリスクである。それにより、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がある。

7～11月の非農業部門雇用者数は月平均10万人割れ(9.8万人)となっており、07年前半(1～6月)の月平均15万人超の増加ペースからの鈍化は否めない。

今後も製造業の雇用者減少が継続するとともに、これまで雇用者増加を支えてきた民間サービス部門にもサブプライム問題の深刻化や景況感の悪化が波及し、雇用者増加にブレーキがかかるだろう。雇用者の増加は一段と落ち込み、07年11月には4.7%だった失業率が5%台前半に上昇すると予想する。これに伴い労働需給が緩和し、時間当たり賃金上昇率も3%台に鈍化することなどから家計の名目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(1.5～2.0%)にとどまることか

ら、実質個人消費は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「独立投資」のウェイトが増大しているという側

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。先行指標となる非国防資本財受注(実質ベース)は07年4～6月期に前期比7.9%の増加に転じたが、7～9月期には再び同0.9%の減少、10月も前月比2.0%の減少となった。ソフトウェア投資も先送りが予想され、08年年明け以後、一時的にはあるが停滞感が強まると考える。

しかし、外需(=輸出等-輸入等)については、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基本的構図は変わらない。世界貿易数量も07年に続き6%台の伸びを持続すると、IMFなどにより予想されている。この世界貿易量の伸び率の予想にはやや楽観的という見方もあるが、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。なお、08年後半には「北京五輪」に伴う様々な需要の一巡から、輸出の伸びが一

時低下するリスクがある。一方、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、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、前述の景気の抑制要因が作用し2%割れの低成長にとどまると予測する。特に08年前半は07年10~12月期の成長減速を受け継ぎ1%程度の低成長となると見込む。ただし、不況突入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、商品市況の上昇などに伴うコスト・プッシュの転嫁から、全体的物価指数は高止まりするが、食料品とエネルギーを除くベースのコア個人消費デフレーターは、景気減速に伴う需給の弛緩や賃金上昇率の鈍化などから安定的に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、おおむ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。

こうした景気・物価情勢のもと、サブプライム問題に伴う信用収縮による米国経済への悪影響を考慮すれば、利下げ継続によって金融システムをサポートする対応も求められる。12月11日にも0.25%の利下げが行われ、政策金利(フェデラルファンド・

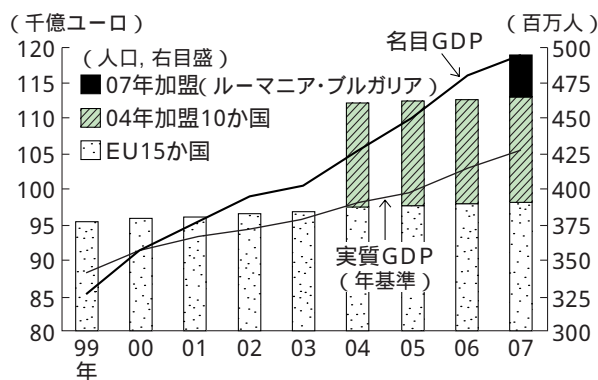
レート)水準は4.25%となったが、少なくとも08年の春先までは利下げが継続されていくものと予測する。

## (2) 統合効果が下支えするEUと五輪を迎える新体制下の中国经济

EU(欧州連合)は、04年に10か国が加盟したのに続き、07年1月にもブルガリア、ルーマニアの2か国を加え、27か国になった。第2図のように、総人口は4.9億人余りとなり、そのGDPは米国を上回る規模となった。この巨大でかつ安定した購買力を持つ広域経済圏の国は、13か国がユーロに参加しているほか、その他も為替を何らかの形でユーロに連動させており、ユーロ通貨圏を形成している。

独・仏・蘭・英・伊などのEUコア国および日・米などの大企業を中心に東欧へ直接投資が増大し、旧EU加盟国との生産ネットワークの形成が進んだ。この結果、EU域内の貿易・物流が活発化するとともに、米国・日本などの域外への輸出も増加した。直接投資による生産移転に伴う雇用

第2図 EU(27か国)の拡大(人口とGDP)動向



資料 Datastream(Eurostat)データより作成

流出の時期を経過し、今や生産ネットワークと広域販売市場の形成という統合効果が、成長を底上げするようになっている。

しかし、08年にかけては、成長がやや減速に向かう状態が予想される。11月に入り欧州委員会がユーロ参加13か国の08年の成長見通しを2.5%から2.2%へ下方修正したことが示すように、予測機関を含めユーロ圏の成長見通しは下方修正傾向にある。これはEU全体でも同様である。

第2表のように、コア諸国の成長が減速することに伴い、ユーロ参加13か国の成長率は07年の2.6%から08年は2.0%へ、EU全体では同じく2.9%から2.4%へ低下すると予想される。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せる動きとなっている。

一方、欧州中央銀行（ECB）関係者もユーロ高の進行、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

第2表 EU・新興国の実質GDPの成長率  
(前年比)

(単位 %)

	04年	05	06	見通し	
				07	08
EU(25か国)	2.4	1.8	3.0	2.9	2.4
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	2.1
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	1.3
英国	3.3	1.8	2.8	3.0	1.9
B R I C S					
中国	9.8	10.4	10.7	11.3	10.5
ロシア	7.1	6.4	6.7	7.4	6.6
インド	8.4	8.3	9.2	8.6	8.2
ブラジル	5.7	2.9	3.7	4.8	4.5

資料 Datastream(各国GDP統計)データより作成、見通しはCEBS社、EU社データによる。

とを指摘している。

よって、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にらみする形で金融政策運営を続けると予想する。サブプライム問題に伴う金融市場の動揺が収まったと判断できない当面の間、追加利上げの可能性は低くなった。

ただし、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、ユーロ参加13か国の基準消費者物価指数の全体指数は11月前年同月比3.1%まで上昇している。コア指数は前年同月比1.9%の上昇にとどまっているが、インフレ警戒感は強い。先行きインフレが落ち着かない場合、サブプライム問題の収束後、利上げ再開となる公算が大きいだらう。

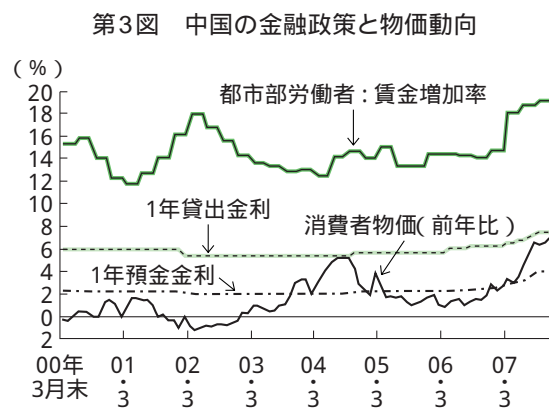
中国の07年7～9月期の実質GDPは前年同期比11.5%となり、7四半期連続の2けた成長となった。これを受けて国家情報センターは、07年通年の成長率予想を前年比11.4%と発表した。一般のエコノミストも07年は11%台半ばになると見込んでいるが、08年については10%台に小幅ながら減速するとの見通しが多い。

07年10月に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党規則に盛り込まれた。胡錦濤体制が固まるとともに次回共産党大会後の権力継承もみえてきたといわれるが、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のかじ取りがどのように進むかが注目される。

その点でも景気過熱とインフレの防止は08年の経済政策の課題となる。不動産や株価がバブル懸念も大きいことから、当局はマクロ・コントロールを強化する姿勢である。第3図は中国の金利、消費者物価および賃金増加率の推移である。中国人民銀行は、07年に入って6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7.47%としたほか、預金準備率（11月26日に13.5%の最高水準へ）や1年物預金利率を引き上げた。

しかし、11月の消費者物価上昇率は前年同月比6.9%と11年ぶりの高さとなり上昇傾向が強まっており、利上げ継続が必要な環境である。しかし、10%超の成長が続き都市部労働者の収入が2割も増加して、需要拡大ペースが急速ななかでは、1%に満たない実質金利水準ではインフレ抑制の実効力は限定的だ。

一方、輸出は前年比20%台前半の高い伸びが続いている。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。なお、米国などからの大幅切り上げの圧力を回避するためにも、人民元は緩

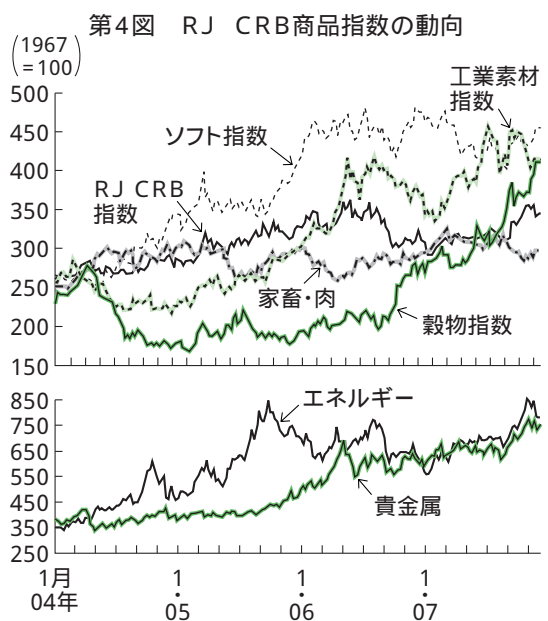


やかに上昇が続くと予想する。

一方、2割以上の伸びが続く固定資産投資は、年明け後も08年8月の北京五輪に向けて高い伸びが継続するとみられるが、08年後半以降は、固定資産投資の伸びが一時的に鈍化する可能性もあろう。

### (3) 世界経済の成長持続と原油等商品市況の動向

国際商品市況は、サブプライム問題に伴う国際金融市場の動揺を受け、8月に下落した後、上昇に転じた。第4図のようにロイター・ジェフリーズCRB指数（1967年=100）は、8月下旬に半年ぶりに300ポイント割れとなったが、原油高騰、小麦・トウモロコシなどの穀物やコーヒー・ココアなどソフト商品のジリ高から11月初旬には年初来高値となる355ポイントまで上昇した。その後は、08年の世界経済の成長減速観測から非鉄などの工業素材の下落が影響し頭



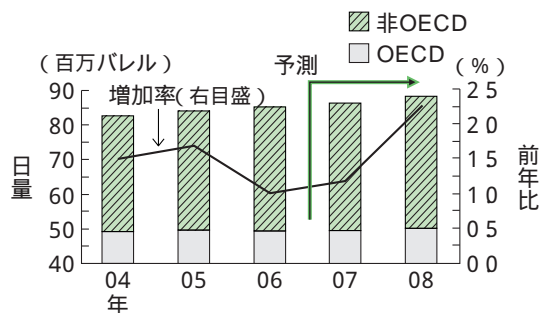
打ちとなっているが、依然高止まり状態である。

最も注目される石油は需給のタイト感が残ることから08年に世界経済の成長が減速しても下値は70ドル台までとみられ、暴落の可能性は低いだろう。

世界の石油需要は、中国など非OECDの新興国の高成長に伴う需要の増加に牽引され、順調に伸びている。第5図の世界エネルギー機関の予測によれば、世界の石油需要が06年の前年比1.0%に続き、07年が1.2%、08年は2.3%と増加していく見通しである。これに対し、世界の石油生産は米国や北海エリアなどを中心とする先進国が減少基調に入っている一方、4割強を生産する石油輸出国機構はサウジアラビアを除き生産余力が十分でないことや高価格維持派の主張も強いことから増産について消極的である。WTIが100ドルに接近した後反落していたこともあるが、12月5日のOPEC総会で増産は見送られた。

08年は軟調の可能性も大きいですが、中期的にも堅調な石油需要が続くとみられることから、世界経済の成長が再加速し始めれば

第5図 IEAによる世界の石油需要動向



資料 国際エネルギー機関(IEA)データより作成

石油市況も再上昇することを視野に置くべきではないかと考える。また、高騰過程では、サブプライム問題の深刻化に伴って投資資金が株式などのリスク金融資産から原油取引市場にシフトしているという観測も強かったが、前述の需給状況を背景にファンドなどの投資意欲は引き続き強いだろう。

このような需給のタイト感は新興国の需要増大に加え、バイオエネルギー向け需要が予想される穀物でも同様である。米国農務省の推計によれば、世界の穀物在庫率は70年代初頭以来の低水準に落ち込んでいる。景気の影響を受けやすい非鉄を除けば、08年の商品市況の反落の程度はそれほど大きくないとみている。

## 2 景気後退は回避できるが、低迷する国内景気

### (1) 生産・所得・支出の循環メカニズムに目詰まり

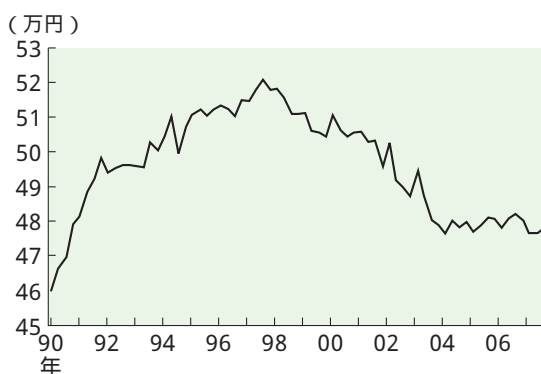
02年2月から始まった日本の景気拡大も満6年を迎えようとしているが、過去の景気循環と比較して輸出への依存度の高さは特筆される。そして、この輸出増勢の裏づけとなっているのが中国など新興国の高成長であるといっても過言ではない。新興国の多くは輸出促進型の経済発展を模索してきたが、過去数年間の高成長により、それらの国々の市場規模も大きく拡大し、自律性を高めている。逆に、日本をはじめとする先進国経済は、こうした新興国経済の成長への依存度を高めているといえるのでは

ないだろうか。

輸出・生産動向をみると、07年前半には一時的に勢いがやや衰えた場面もあったが、夏場以降は改善の動きがみられた。問題は、景気拡大が長期化してもそこから先に波及効果が浸透しない状態が長期化していることである。「輸出製造業から非製造業へ」「企業部門から家計部門へ」「大都市圏から地方圏へ」などといったルートは機能不全となって久しく、様々な格差問題の一因となっている。そして、この背景には02年2月以来の景気拡大を通じて、年率1.3%のペースでしか増加していない民間消費の低迷と、そして第6図に示すように年率0.3%と微増にとどまった雇用者報酬(いずれも実質ベース)の存在がある。

03年以降、雇用環境は改善が続いており、失業率は一時3%台半ばまで低下、有効求人倍率も1倍を上回って推移しており、雇用者数は増加傾向にある。しかし、団塊世代が60歳を迎えるなど、雇用者の年齢構成が大きく変化している影響を受けて、第6図が示すように、一人当たり雇用者報酬は

第6図 なかなか増加しない一人当たり雇用者報酬



資料 内閣府、厚生労働省資料より作成

抑制された状態が続いており、それが賃金・賞与などを通じた家計部門への波及を阻害する状況となっている。

もちろん、一部のパートタイム労働者の労働需給逼迫や新卒予定者の就職市場では「売り手市場化」という指摘もされている。高齢化に伴う人手不足社会への移行は、一人当たり賃金上昇率の上昇をもたらす可能性をうかがわせる。ただし、そうした状況に至るまでには今しばらく時間がかかるだろう。

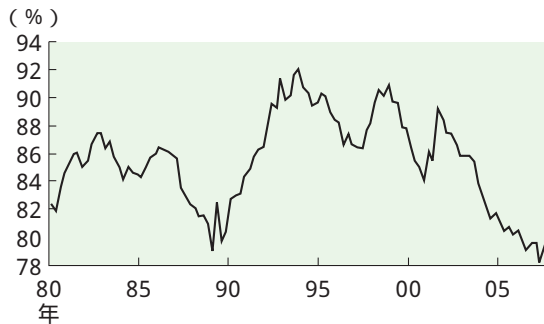
## (2) 景気の後導役を果たした企業部門に息切れの兆し

企業部門は、今回の景気拡大期間を通じて、いわゆる「3つの過剰(雇用・債務・資本設備)」をリストラで克服し、逆に高収益体質を作り上げた。しかし、その企業部門を取り巻く環境も大きく変化してきており、正念場を迎えつつある。

既にリストラ効果が一巡していることは言うまでもないが、国際商品市況の高騰などにより変動費が上昇しているほか、製造業を中心に人件費が高まりつつあるなど、固定費も上昇する傾向にある。一方で、素材関連以外の製・商品価格はなかなか下げ止まる兆しもみえず、価格転嫁が十分に実施できていない。

それでも企業が高収益を計上できた背景には、世界経済の成長継続による数量効果に加え、本来ならば労働者にも還元すべき労働生産性の上昇分が投入価格変動(上昇)を吸収するバッファとして企業内に留保

第7図 損益分岐点(対売上高, 全規模・全産業)



資料 財務省データより作成  
 (注) 損益分岐点比率=固定費/(1-変動費/売上高)  
 /売上高  
 固定費=人件費+減価償却費+支払利息,  
 変動費=売上高-経常利益-固定費

されたこともあげられる。しかし、前述の通り、労働需給は徐々に逼迫する傾向にある。そのため、企業の人件費抑制姿勢は修正を余儀なくされつつあり、結果的にさらに固定費負担が増加していくことも想定され始めている。第7図では、損益分岐点比率(対売上高)が下げ止まりから上昇に転じる可能性が示されている。こうしたなかでの、世界経済の成長減速は企業部門にとって大きな試練となるものと思われる。

(3) 08年度を通じて需給ギャップは縮小せず

サブプライム問題の広がりに伴い、景気の牽引役である輸出の裏づけとなる世界経済動向に先行き不透明感が強まっている。もちろん、前節で述べたように、世界経済全体が景気後退に陥るような状況は想定しないが、日本の輸出は緩やかな増加にとどまり、それが民間企業設備投資の増加テンポの抑制に働くなど、経済成長の牽引力が衰える可能性が高いだろう。

さらに07年夏場以降、新たな景気下押し

要因が浮上してきている。改正建築基準法の施行により、建築確認業務が混乱するなど、住宅・非住宅を問わず、建築着工が激減する事態に陥っている。国土交通省によれば、混乱は徐々に収束しつつあるとのことであるが、07年度下期にかけて、民間住宅投資・民間企業設備投資などへの悪影響が懸念され始めている。民間住宅投資はGDPの約3%に過ぎないが、中小建築業者の企業倒産急増や住宅新築時の耐久消費財購入の先延ばしなど、景気に対する下押し圧力が発生していることは否定できない。

08年度の日本経済は、民間消費など国内需要が低調に推移するなか、頼みの綱となる輸出に景気を浮遊させる力に欠ける状況が続くことから、総じて景気回復感のない

第3表 2007～08年度 国内経済見通し総括表 (前年比)

	単位	06年度 (実績)	07 (予測)	08 (予測)
名目GDP	%	1.6	0.8	1.7
実質GDP (民間住宅投資を除くベース)	%	2.3	1.2	1.7
	%	-	1.8	1.4
内需寄与度	ポイント	1.5	0.2	1.2
民間需要寄与度	ポイント	1.9	0.2	1.2
公的需要寄与度	ポイント	0.4	0.0	0.1
外需寄与度	ポイント	0.8	1.0	0.6
GDPデフレーター	%	0.8	0.4	0.0
鉱工業生産	%	4.7	2.9	2.7
国内企業物価	%	2.0	2.1	2.1
全国消費者物価	%	0.1	0.1	0.5
完全失業率	%	4.1	3.9	3.8
住宅着工戸数	千戸	1,285	946	1,166
経常収支	兆円	0.0	4.6	4.8
対GDP比率	%	4.0	4.8	4.4
為替レート	円/ドル	116.9	114.6	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.22	0.50	0.75
長期金利(10年国債利回り)	%	1.76	1.66	1.85
通関輸入原油価格	ドル/バレル	63.6	75.0	75.0

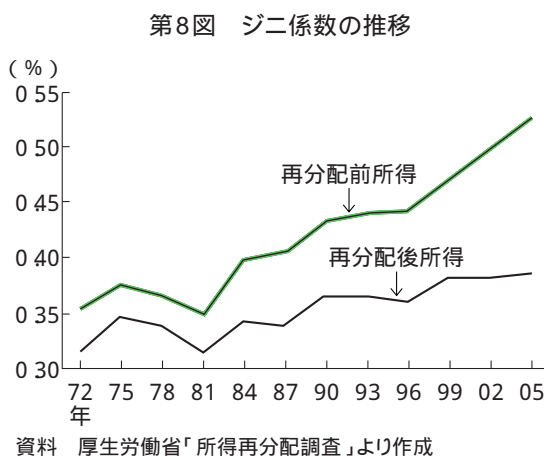
資料 実績値は内閣府「国民所得統計速報」など。全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は農中総研による。  
 (注) 無担保コールレートの予測値は年度末の見通し。

まま推移する可能性が高いだろう。

以上を踏まえ、08年度の実質GDP成長率を1.7%と予測する。07年度(1.2%)からはやや高まるものの、2%前後とされる潜在成長率と比較すれば物足りなさが残る。さらに、07年度下期に大幅減が見込まれる民間住宅投資が08年度にかけて本来の水準に戻ることに影響を除けば、実質的には08年度は07年度よりも成長率は減速することになる。08年度は景気回復感を伴わない展開が続くものと予想される。一方、GDPデフレーターは前年比 0.0%と、プラス転換は09年度以降へ持ち越しとなると予想する。ちなみに、名目GDP成長率は1.7%の予想である。

#### (4) 注目される格差問題への対応

小泉政権末期から、所得格差や資産保有の偏在、企業規模の違いによる景況感や企業活動の温度差、景気改善の恩恵を受ける大都市部と疲弊する地方経済、などといったように様々な格差問題に注目が集まっている。例えば、第8図はジニ係数による所



得格差の推移をみたものであるが、永らく平等社会と評価されてきた日本における所得格差の拡大が確認できる。

格差問題の主因は、前述した生産・所得・支出メカニズムの目詰まりにあるが、いまだに抜け出せないデフレ経済の長期化といったことも遠因として働いている。加えて、財政システムに所得再分配機能の低下も指摘されている。日本では、80年代後半以降、直間比率の適正化という名のもと、所得税の税率構造のフラット化と消費税の導入・税率引上げが行われてきたほか、定額納付である国民年金保険料率の引上げなども断続的に実施してきた。

さらに給付サイドについても、家族給付・低所得者向けの給付が少なく、むしろ中所得者向けに手厚いシステムとなっている、などと指摘されることが多い。90年代以降は財政政策の三大機能の1つである所得再分配機能を低下させる方向で政策が進められてきたが、このあたりでもう一度再分配機能の復活を含めた再検討が不可欠である。

一方、地方経済対策として、政府・与党では最大で6倍超の税収格差がみられる地方法人2税(法人事業税、法人住民税)の一部を地方に配分する案を検討しているが、税収を奪われる自治体などからの不満が強かったが、東京都などは容認の方向に転換した。しかし、そもそも地方が活性化に向けて努力するインセンティブが働かなくなると懸念する指摘も少なくない。財源さえ平等化すれば、この種の問題が解決するわ

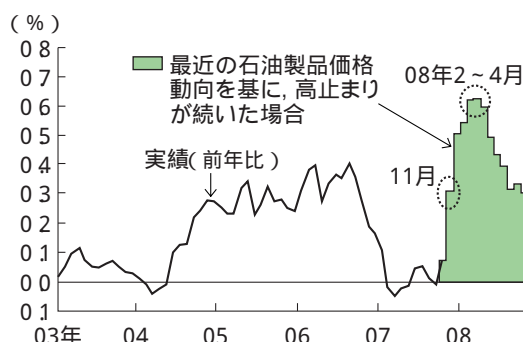
けではなく、地域経済を活性化する手立てがあるのか、それをどう具体化するか、といった議論が求められる。

#### (5) 08年前半に物価上昇率は上昇へ

07年2月から9月にかけて、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下「コアCPI」という)は小幅ながらも前年比マイナスの状態が続いた。この数年の物価変動の主役であった石油製品価格が、06年秋から07年初頭まで下落したことも影響したが、基本的には本格的な回復が遅れている民間消費の低調さが物価下落の主因であり、消費財・サービスに関する需給改善テンポが鈍い状況が反映されている。実際、欧米でのコアインフレ率に近い概念に近い食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合でみた場合、物価上昇率は前年比 0.3%前後での推移となっている。

しかし、07年夏場以降、国際原油市況は上昇傾向を強め、さらには穀物価格の上昇を受けた食品メーカーの値上げの動きも重なり、エネルギーや食料品の価格が上昇し始めている。その結果、10月のコアCPIは前年比0.1%と10か月ぶりにプラスに転じた。なお、現在(07年12月時点)のガソリンなど石油製品価格が当面維持されると仮定すれば、第9図にみるように、08年2~4月にかけて消費者物価全体を0.6ポイント程度押し上げることが予想される。このため、08年前半にかけては、約12年ぶりとなる「高めの」物価上昇率が継続する可能性が高いだろう。

第9図 石油製品価格の消費者物価上昇率への影響



資料 総務省資料より作成  
(注) 石油製品価格の消費者物価前年比に対する寄与度。

### 3 低金利状態は長期化

#### (1) 利上げペースは緩やかなまま

日本銀行は、07年2月に実施した第2次利上げの後も、0.5%という政策金利水準は「極めて緩和的」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方針を示してきた。その結果、5月中旬以降、夏場にかけて第3次利上げが行われるとの見方が浮上し長期金利が急上昇する場面もあった。

しかし、8月になると、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し、世界的に金融資本市場が大きく混乱した。これに対し各国中央銀行は金融不安の解消に向けて大量の流動性供給を続けている。政策金利についても、日銀と同様、追加利上げ意欲を示してきた欧州中央銀行は金利据え置きを余儀なくされたほか、FRBは政策金利であるFFレートの誘導目標を12月までに5.25%から4.25%へ、累計1.00%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。こうした金融情勢を受けて、日本でも利上げ判断が見送られ続けられている。

08年も、日銀は「金融政策の正常化」に向けて、利上げ時期を模索し続けられるが、実際の利上げ判断には最低でも、以下の3つの条件を満たす必要があるだろう。1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確度が高い状況であること、2つめは世界的な金融市場の混乱が沈静化に向かうこと、そして3つめは、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の調整は当面続き、その影響もあって米国の成長率も08年前半は減速した状態が続くことが見込まれることから、日銀にとって利上げ環境が整うのは早くとも08年7～9月期になるとと思われる。

## (2) 金融機関の経営動向と郵貯民営化

07年3月期決算では、償却・債権売却の実施に、貸出先の業況が改善したことも加わり、各業態ともに不良債権比率の改善が持続した。主要銀行および地銀データでみる限り、07年中間決算でも改善が続いている模様であるが、07年度下期以降、地方圏を中心に倒産増加の可能性を指摘する地銀等地域金融機関も多いことには注意が必要だろう。

07年3月期決算から導入されたバーゼルによって、運用・調達のリスク管理とそ

れに基づく自己資本のマネジメントがさらに意識されるようになってきた。貸出を念頭におけば、改正建築基準法の施行に伴う住宅着工の激減という当面の事情にとどまらず、中期的に住宅ローン新規貸出の減少傾向が鮮明になることも予想されることから、小口分散と信用リスク評価のモデル化（精緻化）によるリスク管理を充実したうえでビジネス・マッチングなどの営業支援を行いながら、中小企業向け貸出を伸ばす方向に改めて注力する地銀がみられる。

ただし、収益的には2次にわたる政策金利引上げに伴う金利更改が浸透する方向にあるものの、金利競争は依然厳しく、利ざや拡大の傾向が定着する状況とはいえない。なお、本邦金融機関のサブプライム関連の証券化商品の保有は全体的な証券ポートフォリオのなかで小さい割合を占めるにとどまったことから、その損失の経営への影響は評価損を含め限定的である。

07年10月の郵政民営化により、金融業務は(株)ゆうちょ銀行が担い、郵便局(株)の全国の2万局の窓口ネットワーク(簡易郵便局を含めず)は、ゆうちょ銀行の銀行代理店として金融サービスを提供することとなった。個人リテール業務において、スルガ銀行との間で個人向けローンの代理業務の提携協議に入るとともに、12月には貯金推進で金利優遇(今年12月から定期貯金<1年>の店頭表示金利に0.20%上乘せ)を打ち出しており、積極路線を明確にしている。08年年明け以降の郵政民営化委員会への規制緩和の申請に注意を払うとともに、中期的

にはゆうちょ銀行のリテール業務の規制緩和をにらみながら，一層の態勢強化が必要となっている。

また，10月1日には金融商品取引法の完全施行に伴い金融商品の販売に当たっての説明義務がより厳格化された。その事前準備は金融機関が模索を重ねたものであったが，多くの金融機関がシステム・チェックも強化し，顧客への情報提供の向上と適切な販売対応を一層推進する契機となったと思われる。

### (3) フラット化が続くイールドカーブ

07年中，国内長期金利（新発10年物国債利回り）は追加利上げの可能性を織り込む形で夏場にかけて2%近くまで上昇する場面もあった。しかし，その後はサブプライム問題の拡大により，リスク回避的な行動が強まり，年末にかけては量的緩和政策解除直前（06年3月）の水準である1%台前半（1.4%割れ）まで低下した。

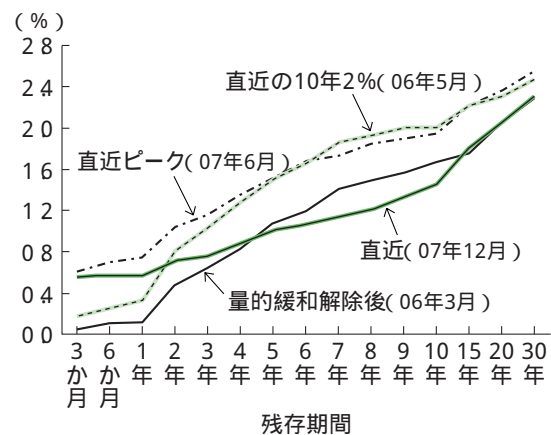
しかし，上述のとおり現行の政策金利水準（0.5%）を「極めて緩和的」とする日銀は，いずれは利上げを再開することを考慮すれば，1%台前半での展開が長期間続くことは考えづらい。中期的に妥当な長期金利水準を考えた場合，「潜在成長率」プラス「中期的なインフレ率」プラス（財政リスクなど）と置くことが可能と思われる。この基準からみれば，現状水準はあまりに低すぎる。それゆえ，「質への逃避」の一巡，過度の景気先行き懸念の後退などに伴い，長期金利は上昇するとみるのが妥当で

あろう。ただし，08年度の経済情勢は景気回復感が伴わずに推移し，長期金利も大きく上昇することはないと思われる。

国債の主要な需要者である国内機関投資家の動向としても，直近で銀行貸出金残高が増加しているとはいえ，預貯金として受け入れる資金量の増加ペースに比べて貸出金の増加幅が大きくなっているわけではない。近い将来にわたって投資家の国債投資姿勢が大きく変化することはないだろう。なお，08年度予算における国債の新規発行額は07年度分とほぼ同額程度に抑制されることから，需給環境は決して悪化することはないだろう。

第10図は量的緩和解除後のイールドカーブの推移であるが，08年度内に利上げが実施され，中短期ゾーンの金利水準が上昇したとしても，長期金利への波及は限定的であろう。長期金利が上昇局面入りする可能性は薄く，08年度も引き続き2%を下回る水準での推移が予想される。中期的にみても，これまでと同様に，イールドカーブは

第10図 最近のイールドカーブ変化



資料 Bloombergより作成

フラット化しやすいものと思われる。

## おわりに

08年2月で景気拡大は7年目に入る。

減速しながらも欧州が安定成長を維持しBRICsなど新興国が引き続き海外からの投資を呼び水として高い成長を持続することにより、米国発の世界不況は回避できると期待している。

しかし、「サブプライム問題」と「石油高騰」などの不安定要因は世界景気の足かせとなり、当面、国内の景況感を低迷させることになる。また、建築確認事務の混

乱の長期化は、住宅・非住宅を問わず建築関連の需要を減退させ、景気の悪化要因になりかねない。

そのようななかで、追加利上げ時期も後ずれし08年後半以降になると予想しているが、日銀の「金利正常化」姿勢を前提に考えれば、長期金利の低位状況は過渡期的なものにとらえるべきだろう。一方で政治においては場合によって解散・総選挙もありうる。その結果、政策の方向がどのように動くかということも変動リスクとして念頭に置くべきと思われる。(07年12月20日現在)  
(調査第二部副部長 渡部喜智・わたなべのぶとも  
主任研究員 南 武志・みなみたけし)

