



8 月 17 日の米公定歩合引き下げ、23 日の日銀の利上げ見送り、および金融市場の動揺などを受け、16 日の報道発表に必要な修正を行いました。

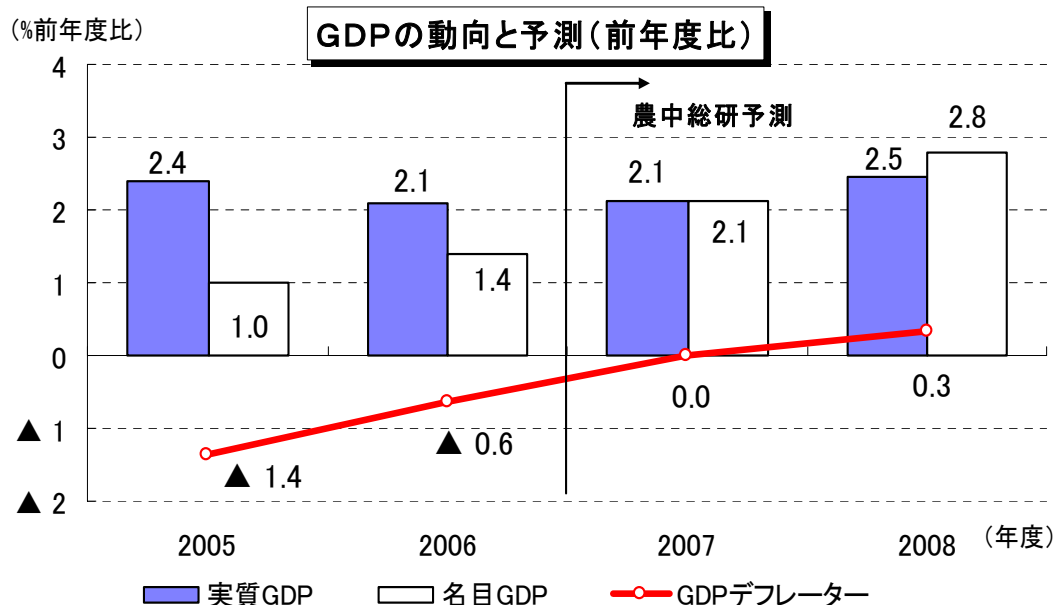
2007～08 年度改定経済見通し

07 年度は実質+2.1%、08 年度は+2.5%の成長と予測 ～07 年度後半には景気・物価情勢の改善が始まる～

2007 年に入ってから鉱工業生産が足踏みを続けているほか、07 年 2 月以降消費者物価が前年比下落を続けるなど、最近の経済・物価情勢には明確な改善が見られない。4～6 月期の GDP 統計でも、民間消費・輸出の減速から、潜在成長率を割り込む低成長に陥ったことが確認でき、景気は足踏みしていると判断できる。

一方、先行きは、4 月に大きく落ち込んだ対米輸出に弱いながらも持ち直しの動きが見られるほか、対アジア・対 EU の輸出が底堅く推移しており、07 年後半も堅調に推移すると想定される米国経済を考慮すれば、再び輸出増勢が強まり、景気は再加速すると予測する。こうした動きは 08 年度前半にかけても持続し、デフレ脱却の動きは緩やかながらも進行するだろう。

金融政策については、上述の通り、前回利上げ以降の経済・物価情勢に進展が見られなかったことや米「サブプライム問題」に伴う国際金融情勢への懸念などもあり、07 年度上期中の追加利上げは困難と予想する。ただし、年度下期に環境が整い次第、利上げ実施に踏み切るものと想定する(07 年度末の政策金利水準は 0.75%)。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測



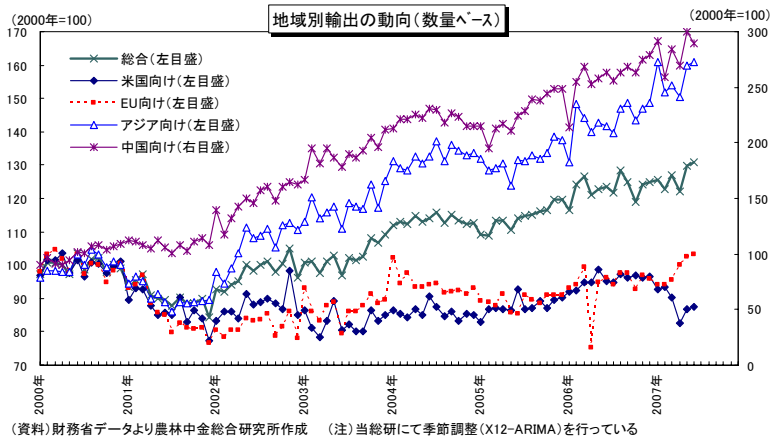
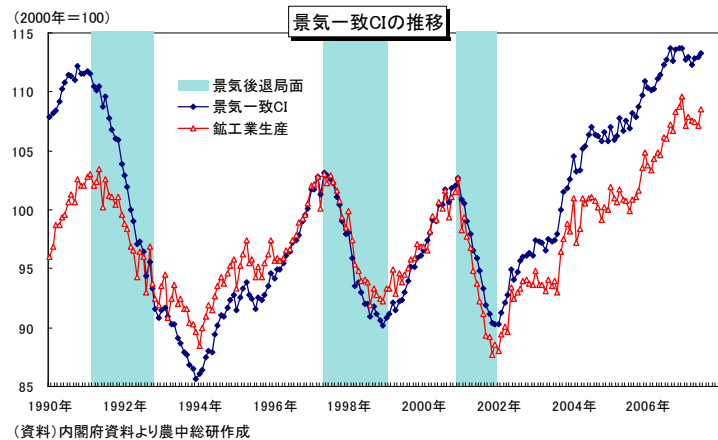
1. 景気の現状:

(1) 最近の景気・物価情勢

日本経済は、引き続き景気拡大局面を辿っており、拡張期間(07年8月時点で67ヶ月)としては戦後最長を更新し続けているものと判断しているが、07年に入ってから生産面に足踏みが見られるなど、拡大テンポ自体は「非常に緩やか」なものに留まっている。

日本の景気循環は、生産動向(特に鉱工業生産)を重視する傾向が強いことが知られてい

るが、鉱工業生産は07年1~3月期に前期比▲1.2%と6四半期ぶりのマイナスとなった後、4~6月期は同+0.2%の微増に留まっている上に、06年11~12月の水準を上回ることができない状況にある。電子部品・デバイス工業で製品在庫が大幅に積み上がったことから軽微な在庫調整が発生している可能性が高いほか、4月に対米輸出数量が大幅に落ち込んだ影響によって輸出型製造業への生産抑制効果が働いたことも考えられる。



もちろん、世界的にみればハイテク関連財に対する需要は根強く、高水準の出荷の伸びが継続しているほか、景気拡大や通貨高となっているEU向けや、成長著しい中国など東アジア向けの輸出が堅調に推移していることもあり、上述の影響は景気の方角性を下向きにさせるまでには至っていない。ただし、①これまでの一本調子だったユーロ高が修正され、かつ先行きの成

長減速も予想される中で、EU向け輸出が4~6月期の勢いを維持し続けることは困難と見られること、②06年後半以降の電子部品・デバイス工業における生産能力の増加スピードがあまりに速すぎること、等を考慮すれば、生産活動に対するネガティブな材料は残っていると判断せざるを得ない。

また、賃金・賞与などを通じた「企業部門から家計部門への波及」は依然として遅れており、06年度下期には高い伸びを確保した民間消費には足許で減速感も出てきている。そもそも、雇用者報酬自体が、就業者の年齢構成の変化などもあり、なかなか増加しない状況が続いており、民間消費全体を押し上げる力が不足しているほか、足許のガソリン価格の高騰が、ガソリン以外の消費を抑制する可能性も懸念されている。また、最近では消費者マインドにも陰りが見え始めている。小渕内閣で導入された定率減税の全廃と、国から地方への税源移譲(三位一体改革の一環)に伴って所得税の一部が住民税へ振り替わった影響(以下、「住民税ショック」)も出ている可能性があるだろう。

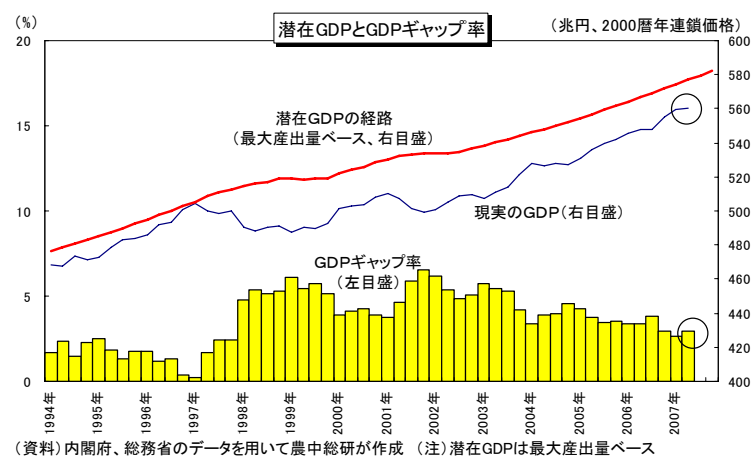
一方、物価面では、07年2月以降、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コ



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でいる。穀物や原油など国際商品市況高騰を受けて、食料品やエネルギー商品には値上げの動きが見られるが、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」では前年比マイナスの状態が続いている。端的に言えば、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うことである。政府・日本銀行は、マクロ的に見れば現実のGDPが過去の平均的なGDP水準(潜在GDP)を上回り、インフレ・ギャップが発生しているとの試算を公表しているが、これに疑問を呈する意見も少なくない。なお、この数年の消費者物価の主要な変動要因であった石油製品価格が足許で再び上昇しており、現状水準での高止まりが続けば、11月あたりからコアCPIが再び前年比プラスに転じる可能性が高い。

(2)2007年4～6月期GDPとそれに対する評価

こうした中、8月13日に発表された07年4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質経済成長率は前期比+0.1%、同年率換算+0.5%と、10四半期連続のプラス成長となった。ただし、均すと年率+4.3%という高めの成長率を達成した06年度下期の2四半期(06年10～12月期、07年1～3月期)と比較すると、成長率は大幅に減速しており、かつ年率+2%前後と推測される潜在成長率を割り込むなど、景気の実勢は足踏みしていることが確認できた。



以下、主要な需要項目の内訳を見ると、民間消費は前期比+0.4%と、3四半期連続でプラスとなった(寄与度は+0.2%pt)。06年度下期の民間消費は高めのGDP成長率の原動力ではあったが、06年夏場に落ち込んだ分のリバウンドであった側面が強く、一時的な現象であったと見てよいだろう。なお、家計消費を財・サービス別に見ると、半耐久財・非耐久財は相変わらず低調であるほか、06年度下期の牽引役であった耐久財は減速傾向にある。一方、今年も夏場にかけてガソリン価格が急騰しており、昨年同様に消費抑制効果が懸念され始めている。加えて、「住民税ショック」も消費に対してマイナスインパクトがあったものと考えられる。

一方、民間設備投資は同+1.2%と、6四半期連続のプラスとなった(寄与度は+0.2%pt)。06年夏場以降、機械受注(船舶・電力を除く民需)の調整が続いているが、4～6月期の資本財出荷に回復の動きが見られたことなどが民間設備投資の底堅さにつながったものと見られる。日銀短観などの07年度設備投資計画調査は、05、06年度ほどの力強さはないが、先行き設備不足感が強まるとの予想も手伝って堅調な内容となっている。一方で、06年3月以降の金融政策の転換によって貸出金利が引き上げられており、銀行借入依存度の高い中小企業などを中心に今後の設備投資行動に悪影響が出てくる可能性もある。

また、輸出は前期比+0.9%と、9四半期連続のプラスとなったが、1～3月期(同+3.4%)から大きく減速している。一方、輸入は同0.8%と2四半期連続のプラスであり、この結果、外需寄与度は0.0%ptと、1～3月期(+0.4%pt)から大きく低下している。

このように、民間企業設備投資は1～3月期(前期比+0.3%)から伸び率を高めた一方、

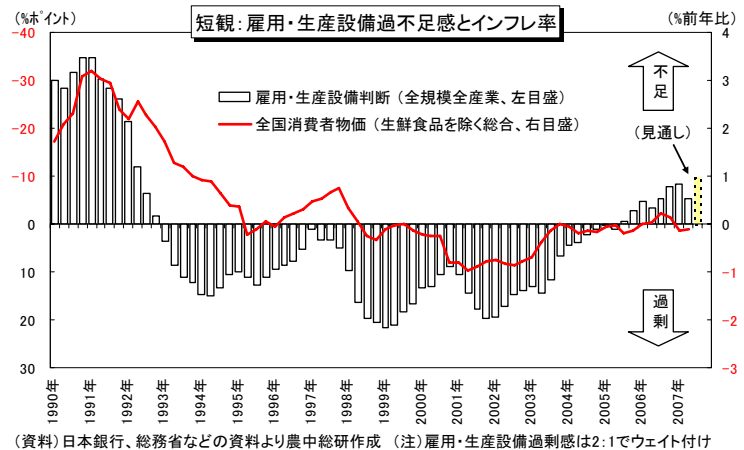


(株)農林中金総合研究所

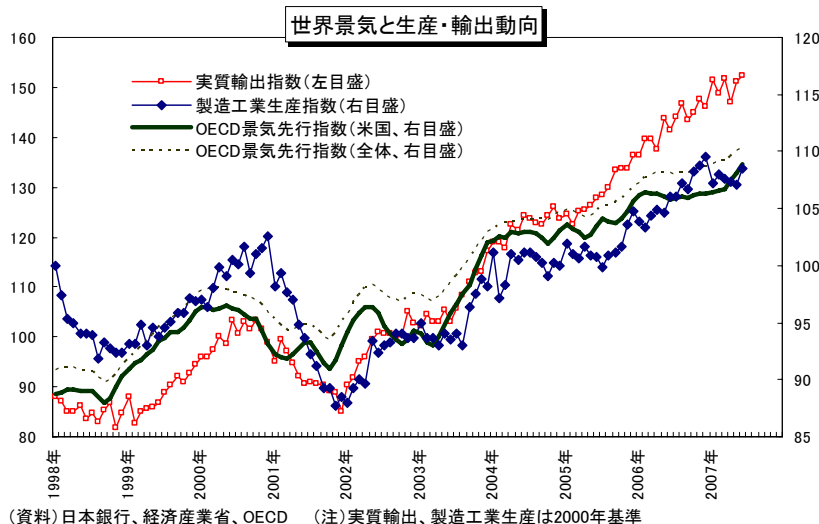
民間消費、輸出が大きく減速した上、更に民間住宅投資、民間在庫投資、公共投資などが軒並みマイナスとなったことが成長率を低調なものにさせている。特に、輸出から民間消費などの国内需要へ、景気牽引役のバトンタッチがなかなか進まない中では、輸出の減速が直接的に低成長をもたらしやすくなっている。

一方、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、前年比で▲0.3%と、1～3 月期（同 ▲0.3%）から変化はなかったが、下落幅は縮小傾向を続けているといってもよいだろう。実際のところ、季節調整後の前期比で見ると+0.1%（当社試算）と、2 四半期ぶりに上昇しており、下げ止まり感も出始めている。4～6 月期にかけては素原材料価格の高騰や円安進展により、輸入デフレーターは上昇が続いていることもあり、付加価値生産セクターである企業部門では、それに応じて最終財・サービス価格へ価格転嫁する動きが徐々に強まってきている。また、注目の単位労働コストも前年比では▲2.1%と大きめのマイナスが残っているが、前期比ベースでは下げ止まり感も出始めている（▲0.0%）。ただし、前年比ベースでプラスに転じてくるまでにはもう数四半期かかるものと思われる。

この 4～6 月期 GDP 速報の評価としては、前期比年率+0.5%という数字は明らかに潜在成長率を下回っていることから、GDP 統計からも 4～6 月期は日本経済が足踏みしたと判断され、景気動向指数（一致 CI）や鉱工業生産などの月次経済指標の動きと整合的である。また、日銀短観から試算される雇用人員 DI・設備判断 DI を加重平均した指標からも、6 月時点では企業から見た雇用人員・資本ストック不足感の低下が見られるなど、需給バランスの改善が一服しており、GDP 統計と平仄が合っている。



もちろん、国民生活と密接な関係がある雇用環境は改善が続いており、失業率は約 9 年ぶりの水準まで低下するなど、景気実態が悪化しているわけではなく、総合的に見れば「緩やかな景気拡大」の範疇にあるとの判断は可能である。ただし、7～9 月期には、成長率を低迷させかねない「原因」が存在していることも事実である。賃金の伸びが低いなかで、上述のようにガソリン価格が高騰していることは民間消費を抑制する可能性は否定できない。



また、設備投資の先行指標とされる機械受注はまだ回復が始まっておらず、先行きの民間設備投資にとっては懸念材料である。更に、米国経済についても住宅市場での調整のほか、信用収縮による欧米金融機関のリスクテイク能力の低下が懸念されるなど、不透明感はまだ払拭されておらず、4～6 月期に落ち込んだ輸出が先行き順調に回復するかは予断を許さない。仮に、米国経済の調整が長引け



ば、依然として輸出主導型の景気拡大を続ける日本経済への悪影響は不可避であろう。

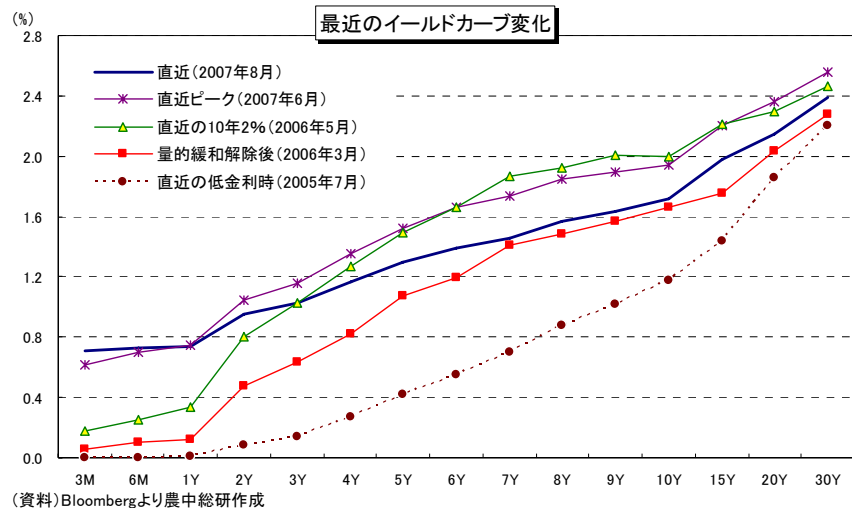
(3) 金融市場の混乱で8月利上げは見送り

5月下旬以降、金融市場では8月頃に追加利上げが実施され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。

日本銀行「展望レポート」の経済見通しによれば、「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。一方で、物価見通しについては、「代表的な全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)の前年比は、ゼロ%近傍で推移しており、目先、その状況が継続するとみるが、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていく」との予想を示している。こうした認識に基づき、日銀は「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」との運営方針を示し、追加利上げ時期を模索する動きを続けている。

しかしながら、こうした景気・物価の現状認識は、(1)、(2)で述べてきた「景気は足踏みに近い、物価は小幅下落」という当総研による判断よりも楽観的であり、インフレ率が「中長期的な物価安定の理解」として示される消費者物価上昇率(0~2%)を下振れて推移している状況下で、利上げを実施するとすれば、その判断のハードルはかなり低いように思われる。

上述の通り、このような日銀のスタンスを受けて、金融市場では早期利上げ観測とその後の利上げテンポの加速予想が高まったが、必ずしも明確な改善を示さない経済・物価指標の発表や、米サブプライム問題に伴って世界的にリスクテイク能力が低下するのではとの懸念が急浮上したこともあり、8月利上げ観測は大きく後退した。実際に、8月22~23日に開催された金融政策決定会合では、8対1の賛成多数で現状維持が決定されている。会合後に発表された8月の金融経済月報や、福井日銀総裁の定例記者会見では、「景気・物価は先行き改善する」との見通しを示し、今後とも利上げが必要との見解を示しながらも、金融市場が落ち着くまでには数週間以上かかる可能性を指摘しており、年度内は利上げ見送りと意見も急浮上してきている。



2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

安倍政権は、小泉前政権の財政再建路線を踏襲しており、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いる。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。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。

また、08年度についても歳出抑制路線は継続される見通しである。政府は、8月10日の閣議で、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)を了解している。

こうした中、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。

ただし、7月に行われた参院選で与党が惨敗した結果、参院では与党の議席数が過半数を割り込む一方で、格差是正や消費税率の当面据え置きなどを訴えてきた民主党が第一党となった。かねてから政府サイドでは、安倍政権の経済政策の柱である成長促進策を支えるために法人税減税(税率引き下げ)を検討する一方で、09年度までに実施予定の基礎年金の国庫負担引き上げ(現状の1/3から1/2へ)の財源として消費税増税(税率引き上げ)を見込んでいた節があるが、いずれの税制変更も困難を増した感が強い。政府や与党の税制調査会では07年秋以降に抜本的な税制改革論議を行う方針であるが、少なくとも09年度に消費税率を引き上げる可能性は低下したものと考えられる。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

米国の実質GDP成長率は、07年1～3月期の前期比年率+0.6%の低水準の成長から4～6月期には同+3.4%へ回復した。

1～3月期から4～6月期への需要項目別のGDP成長寄与度の変化を見ると、成長率の上昇に影響した主因は、設備投資の大幅増加や外需(輸出等－輸入等)の復調、国防支出を中心とする政府支出の増加および在庫調整の終了であった。しかし、住宅投資は新築住宅着工戸数の150万戸割れ定着に示されるように引き続き低迷し、前期比年率では▲9.2%の大幅減少となった。

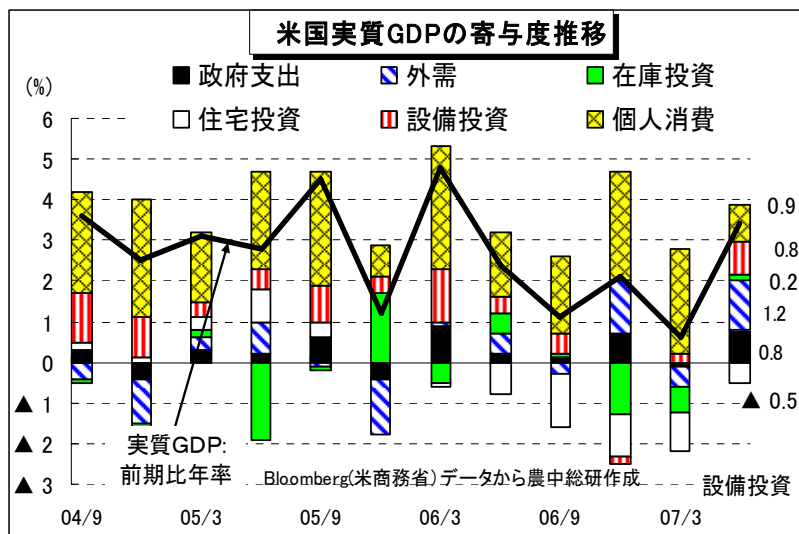
07年後半の米国の実質GDP成長率は、金融市場の動揺の悪影響はあるものの、+2%台後半を持続し、景気は底堅く推移するものと予測する。しかし、「サブプライム問題」に伴う住宅金融の機能低下が続く可能性が懸念され、価格・需要の両面にわたり住宅市場の調整が相当程度の大きさと続くことに加え、金融機関の貸出態度の厳格化や信用リスクの比較的高い対象への投資の慎重化などから消費や投資にかかる資金供給・流動性の低下が成長の抑制要因となり、再加速感はきわめて緩やかなものにとどまろう。

08 年も前述のような景気の抑制要因が米国経済に残り、成長鈍化に作用すると予測する。住宅投資は一応底入れするが、低位のまま推移する。08 年の世界経済の成長は底堅いが、米国経済の成長自体は 2% 台前半に鈍化すると見込んでいる。

また、労働力人口の伸びの鈍化傾向（OECD の推計では 90 年代後半は +1% 台前半の +1.2~+1.3% であったのが、足許では

+0.9% に低下）などから議会予算局（CBO）の潜在成長力推計などでも +3% を下回り鈍化している。よって、北京オリンピックが終了する 08 年後半は特需的な動きも消え、個人消費、設備投資、輸出ともに成長は続くが増加率は低下すると予測する。以下、個別需要項目について説明を行う。

まず、個人消費の前提となる雇用環境は基本的には良好な状態を持続しよう。しかし、インターネット求人指数が頭打ちし、人員削減計画者数も金融などで増加する傾向がある。「信用収縮」不安の深まりによっては雇用環境は予断を許さない。したがって、非農業部門雇用者（NFPR）の増加数や時間当たり賃金上昇率は鈍化すると予測する。たとえば、NFPR は 05 年：227 万人、06 年：248 万人と 200 万人以上の増加が続き、07 年 1~7 月も月平均 13.6 万人の増加となっているが、今後は年間ベースで 120~150 万人（月平均 10~12 万人）前後に落ち着いてくる。労働需給もやや緩和するが、失業率上昇は小幅に止まるだろう。また、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



2007-08年米国経済見通し

	単位	2006年	2007年			2008年		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
		実績	予想	(1～6月) 実績	(7～12月) 予想	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想
実質GDP	%	2.9	2.0	1.7	3.0	2.7	2.8	2.4
個人消費	%	3.1	2.9	3.1	2.2	2.5	2.7	2.5
設備投資	%	6.6	3.2	2.7	4.1	4.2	4.3	4.1
住宅投資	%	▲ 4.6	▲ 13.2	▲ 14.9	▲ 4.6	▲ 0.5	0.6	1.7
在庫投資	10億ドル	40.3	6.7	1.9	11.5	19.4	18.8	20.0
純輸出	10億ドル	▲ 624.5	▲ 588.4	▲ 595.0	▲ 581.9	▲ 594.4	▲ 587.8	▲ 601.1
輸出等	%	8.4	6.3	5.6	6.1	5.8	6.0	5.2
輸入等	%	5.9	2.4	1.6	2.9	4.4	4.8	5.0
政府支出	%	5.9	2.4	1.7	2.9	1.8	1.4	1.4
参考	コアPCEデフレーター	%	2.2	2.1	2.2	1.9	1.5	1.6
	FFレート誘導水準	%	5.25	5.00	5.25	5.00	4.50	4.75
	10年国債利回り	%	4.79	4.83	4.76	4.90	4.80	4.88

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8月。07年4-6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



(株)農林中金総合研究所

後半から 08 年にかけて、可処分所得の増加率は直近の+5%台後半から+4%台に低下するものの、個人消費 (PCE) デフレーターなどの物価上昇率も+1%台に低下すると見込まれることから、実質可処分所得の伸びの低下は小幅なものに留まる。ただし、株価や住宅価格の軟調はセンチメント(消費意欲)の低迷などを通じ、「逆資産効果」として消費に対してマイナスの影響を与える懸念も残る。個人消費は 07 年後半以降、3%を若干下回る水準の巡航速度で推移すると予測する。

一方、住宅投資は 07 年 4~6 月期まで 7 四半期連続の減少が続いている。住宅建築に先行する住宅建築許可件数は直近データの 7 月に 97 年 1 月以来の 140 万戸割れ(138.9 万戸)となっている。信用収縮不安のなかで住宅金融会社の資金調達の困難化に伴う住宅金融の機能低下、住宅(新築・中古ともに)の高水準の在庫率、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年後半も住宅着工の低迷、住宅投資の減少が続くと予測する。08 年 1~3 月期以降は後述のような金利の低下もあり、底入れし低位状態で推移すると予測する。とはいえ、サブプライム問題に伴う住宅ローン貸出基準の見直し・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しばらく要することになるだろう。

07 年 4~6 月期の企業設備投資は、1~3 月期に続き増加し、前期比年率+8.1%に増加率も高まった。先行指標となる非国防資本財受注(実質ベース)が 4~6 月期に増加(前期比+5.6%)に転じており、07 年後半も自動車関連の底打ちやエレクトロニクス関連の増加、「情報機器+ソフトウェア」投資の堅調などから、企業設備投資は緩やかな成長が続けると予測する。08 年も設備投資の増加基調は、世界経済の成長や競争力強化の投資の必要性などに支えられて続くものの、資本ストックの積み上がりや強気の成長戦略の後退などから緩やかなペースとなるだろう。

民間在庫投資については、在庫調整に伴って 06 年 10~12 月期、07 年 1~3 月期と 2 四半期連続して減少したが、4~6 月期には小幅増加に転じた。各段階の在庫水準も出荷・販売や在庫率の低下などの状況に照らして在庫調整を終了したと考えられるが、今後の在庫積み増しペースは 07 年後半から 08 年にかけて緩やかないし慎重なものとなるだろう。

「信用収縮」不安からの立ち直り、世界的な資金フローの円滑化などの懸念は残るものの、世界経済は 07 年に続き 08 年も新興国を中心に堅調で+5%程度の成長を持続し、世界貿易数量も+7%台の増加を持続することが、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が、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。輸入の伸びも抑制されるが、輸出等-輸入等である外需は 08 年に GDP に対し小幅マイナス寄与となるだろう。

以上から、07 年後半の米国経済の成長率は潜在成長力水準といわれる+3%弱(議会予算局の最新の潜在成長力推計は+2.8%)の程度で推移した後、08 年後半からそれを下回る水準に鈍化すると見込む。

インフレについては、これまでの商品市況や賃金の上昇に伴うコスト増加の転嫁から、一般的に物価指標は小幅ながらも再上昇している。これに対し、FRB が重視している食料品とエネルギーを除くベースのコア個人消費 (PCE) デフレーターは安定的に推移しているが、現状は物価安定の目安の上限とされる+2%を直近データでは下回っていない。しかし、今後も商品市況の高止まりが予想されるものの、成長鈍化から国内的なインフレ圧力が後退し、前述の PCE デフレーターは年末までには前年比+2%割れが定着し、年明け以降は更に+1%台前半の伸びに低下していくと予測する。

また、FRB は金融市場の混乱が続けば 9 月中に利下げに踏み切る可能性はあるものの、景気鈍化リスクと PCE デフレーターの落ち着きを見ながら、通常の金融政策判断の枠内で年末までには利下げを行うと予想する。また、コア PCE デフレーターの+1.5%台半ば水準へ



(株)農林中金総合研究所

の定着と成長鈍化に示されるインフレ圧力の緩和を受けて8年年明け以降、追加利下げの実施も行われると予想する。

なお、「サブプライム」問題は相次ぐファンドの解約停止の発表に伴い金融機関に資金調達の流動性懸念を引き起こしており、これに対し日米欧の中央銀行は短期金融市場への資金供給の対応を行っている。これにより、金融市場の混乱はひとまず鎮静化に向っており、緊急利下げに踏み切る可能性は小さいと思われる。とはいえ、米国の5年にわたる住宅ブームのなかで「サブプライムローン」が増大した結果、蓄積された住宅金融の歪みは大きく、収束には時間を要する。FRBは8月17日の公定歩合の引き下げ時の声明に示したように「動向を注視」しながら適時、政策を総動員し必要な対応を取っていくと予想され、金融危機が大きな経済混乱に結びつく可能性は小さいだろう。

②欧州経済

ユーロ圏経済の07年の成長見通しは年央以降も公的機関、民間エコノミストを問わず上方修正されている。欧州中央銀行(ECB)は8月月報でユーロ圏の07年の成長率見通しを+2.7%に引き上げた(3ヵ月前の見通しでは+2.5%)。また、エコノミストの予想コンセンサスも同様に+2.4%から+2.7%に上方修正されている。更に、08年の成長見通しはECB、エコノミストの予想コンセンサスともに+2.3%となっており、来年にかけて成長率は鈍化すると予測されている。

また、ECBは8月月報でインフレ見通しを+2%としており、潜在成長率を上回る成長が続くなかでインフレへの警戒感を崩しておらず、追加利上げも示唆している。「サブプライム問題」に伴う国際的な金融市場の混乱で9月の利上げ実施は難しくなったという見方もあるが、動揺が収まった後には利上げシナリオが再浮上する可能性は残る。

世界経済が堅調ななか、EU拡大に伴う市場と交易・交流の拡大に伴う統合効果も景気を後押ししているが、ユーロ高や今年6月に4%にまで引き上げられた政策金利の引き上げ効果も景気を抑制する方向に浸透していると考えられる。ユーロ圏のGDP成長率は1~3月期の前期比+0.7%から4~6月期には同+0.3%に減速した。また、OECD景気先行指数や独ZEW景況感(期待)指数の動向は、先行きの成長鈍化の継続を予想させる。

サブプライム問題が欧州金融機関への飛び火したことを受け、慎重な金融政策が必要になっていることは間違いなく、先行きユーロ圏の景気に急速なブレーキがかかり可能性も一定程度想定する必要もある。金融政策が急速に利下げ方向に変っていく可能性は当面は低いが、金利引き上げ局面が終局に入った可能性も大きい。

③中国経済

中国の07年4~6月期の実質GDPは前年同期比+11.9%と伸びが拡大した。これを受けて、中国国家情報センターは07年通年の成長率予想をそれまでの10%台から11%台前半に上方修正したほか、民間エコノミストも成長率見通しを引き上げた。

中国当局は景気過熱に伴う不動産や株価のバブル化リスクを懸念し、引き続き預金準備率の引き上げ(利上げ)などマクロ・コントロールを強化する姿勢である。中国当局は今年に入ってから3回利上げを実施していたが、7月の消費者物価上昇率が前年比+5.6%と、約3年ぶりに+5%超となり上昇傾向が強まったことなどを受け、8月21日に貸出基準金利の0.18%引き上げなどの追加利上げを行った。ただし、今年秋には5年に一度の中国共産党大会を控えている。農村と都市の格差問題など「三農問題」の是正のためのインフラ整備や資産バブルの軟着陸に向けて、過度な引き締めは事実上、難しいのが実情である。また、各地で最低賃金の引き上げも行われており、引き締め効果は限定的だろう。

一方、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



の拡大のなかで中国の輸出は引き続き高い伸びを持続すると予測される。07年1～7月累計の中国の輸出額は前年同期比+28%となり、貿易収支も同+81%の1368億ドルと黒字幅が拡大している。また、成長の牽引役である固定資産投資は、08年8月の北京五輪開催に向けて2割台後半の伸びを継続すると予想する。ただし、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や観光収入の減少など、反動的な成長の落ち込みが懸念される。

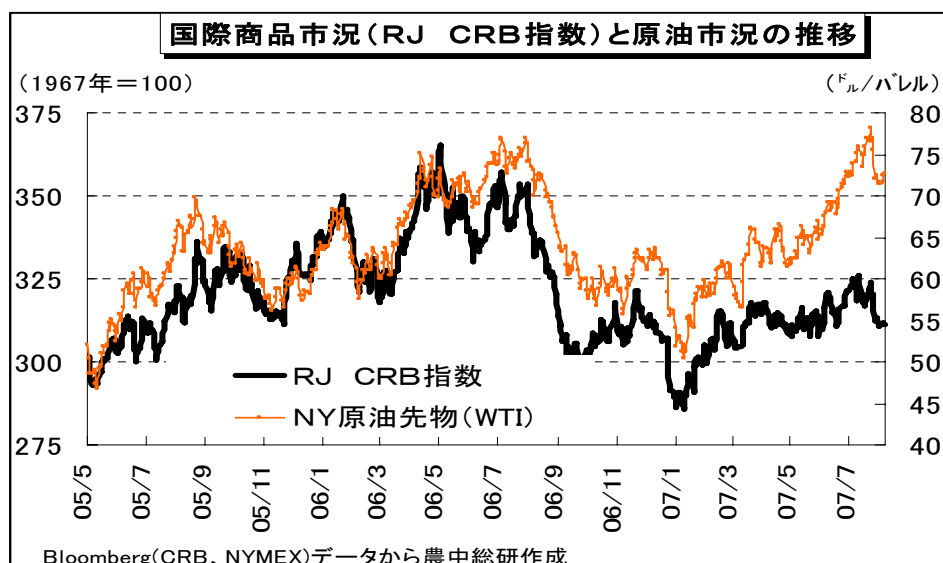
④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は06年後半から下落基調が続いたが、07年初頭には調整局面を脱し、その後は需給逼迫懸念などから再び上昇傾向で推移している。1月中旬に285ポイントと約2年ぶりの低水準となったロイター・ジェフリーズ CRB 指数(1967年=100)は、8月初旬には320ポイント台まで回復している。史上最高値となった昨年5月の360ポイントからは1割強ほど低い水準であるが、過去5年で6割弱上昇している。

こうした近年の商品市況高騰の背景には、世界経済の成長、とりわけ中国をはじめとする新興国が本格的な工業化の過程に入り、急成長していることから石油等エネルギー資源や金属鉱物資源の需要を急増させていること、および所得の増加に伴い穀物など食料需要が増大していることが挙げられる。したがって、短期的には昨年後半のような調整局面があってもトレンドに変わりはなく、国際商品市況の長期上昇基調は当面続く可能性が高い。

最も注目される国際商品であり、国内のインフレへの影響も大きい原油価格(WTI、期近物)は、米国の夏の行楽シーズン到来後の原油在庫の減少継続、北海油田のパイプライン停止、各国製油所の相次ぐ閉鎖・停止によるガソリン需給の逼迫懸念などから7月31日に終値で78.21ドル/バレルと過去最高値をつけた。しかし、8月以降は「サブプライム」問題に伴う株安、景気不透明感から手仕舞い売りがかさみ一時70ドル割れとなった。またOPECバスケット価格も70ドル/バレルを下回る動きとなっている。

当面は世界景気の先行きを見定める動きとなろうが、OPECによる高値維持スタンスのほか、新興国の高成長による原油需要増加が持続していること(国際エネルギー機関は08年も+2.5%増を予測)を背景に、原油価格の下値は限定的と予想される。日本の原油入着価格(CIFベース)は、07年を通じて60ドル/バレル台後半で推移することを見込むが、年後半にかけて徐々に上昇し、08年には世界景気の回復に伴って70ドル/バレル台に達すると想定する。





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	2.1	2.8
実質GDP	%	2.1	2.1	2.5
民間需要	%	2.1	2.2	2.8
民間最終消費支出	%	0.7	1.9	1.6
民間住宅	%	0.4	▲ 4.0	▲ 1.2
民間企業設備	%	8.0	4.5	7.4
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.1	0.4
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 3.6	▲ 2.0
輸出	%	8.2	6.6	6.0
輸入	%	3.3	3.3	6.2
国内需要寄与度	%	1.3	1.6	2.2
民間需要寄与度	%	1.6	1.6	2.1
公的需要寄与度	%	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1
海外需要寄与度	%	0.8	0.6	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.6	0.0	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	2.2	1.5
全国消費者物価 (")	%	0.1	0.0	0.5
完全失業率	%	4.1	3.8	3.6
鉱工業生産(前期比)	%	4.7	2.4	4.0
経常収支(季節調整値)	兆円	20.7	24.2	22.3
名目GDP比率	%	4.0	4.6	4.2
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	116.6	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.25	0.75	1.50
10年国債利回り	%	1.76	1.86	2.18
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	66.7	68.8

(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)

	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	0.3	0.2	▲ 0.1	1.4	0.4	0.3	0.5	0.7	0.6	0.9	0.8	0.6	0.6
実質GDP	0.6	0.4	0.1	1.3	0.8	0.1	0.4	0.5	0.6	0.8	0.7	0.5	0.4
(年率換算)	2.5	1.7	0.2	5.4	3.2	0.5	1.6	2.1	2.4	3.1	2.8	1.8	1.8
民間需要	0.8	0.8	▲ 0.3	1.3	0.6	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9	0.9	0.5	0.5
民間最終消費支出	▲ 0.0	0.4	▲ 0.9	1.1	0.8	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
民間住宅	0.6	▲ 1.5	0.1	1.7	▲ 0.8	▲ 3.5	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.6
民間企業設備	3.9	2.9	1.1	2.8	0.3	1.2	0.5	1.2	1.6	2.4	2.1	1.8	1.6
公的需要	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	0.8	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	▲ 0.0	0.8	0.5	0.1	▲ 0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 2.2	▲ 5.9	▲ 4.9	3.7	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	2.4	0.7	2.2	0.9	3.4	0.9	1.2	1.6	1.5	1.7	1.5	1.2	1.0
輸入	1.9	1.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.9	0.8	1.1	1.4	1.6	1.6	1.8	1.3	1.0
国内需要寄与度	0.5	0.5	▲ 0.3	1.2	0.4	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.4	0.4
民間需要寄与度	0.6	0.6	▲ 0.2	1.0	0.5	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7	0.6	0.4	0.4
公的需要寄与度	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	0.1	▲ 0.0	0.4	0.1	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
国内企業物価 (前年比)	2.8	3.1	3.6	2.6	1.9	2.3	2.1	2.1	2.4	1.8	1.5	1.5	1.4
全国消費者物価 (")	0.0	0.0	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
完全失業率	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6	3.6	3.5
鉱工業生産(前期比)	0.4	1.3	1.3	2.2	▲ 1.3	0.2	1.0	1.3	1.3	1.0	0.8	0.7	0.5
経常収支(季節調整値)	4.9	4.6	4.8	5.7	5.6	6.6	5.8	6.0	5.8	5.9	5.6	5.5	5.3
名目GDP比率	3.9	3.6	3.8	4.5	4.4	5.1	4.5	4.6	4.4	4.5	4.2	4.1	3.9
為替レート(前提)	116.9	114.4	116.2	117.8	119.4	120.7	118.0	115.0	112.5	110.0	110.0	110.0	110.0
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	0.75	0.75	1.00	1.25	1.25	1.50
新発10年物国債利回り(%)	1.57	1.89	1.79	1.69	1.67	1.74	1.80	1.90	2.00	2.10	2.15	2.20	2.25
通関輸入原油価格(前提)	59.5	65.3	70.5	60.9	57.6	64.2	67.5	67.5	67.5	70.0	70.0	67.5	67.5

(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:

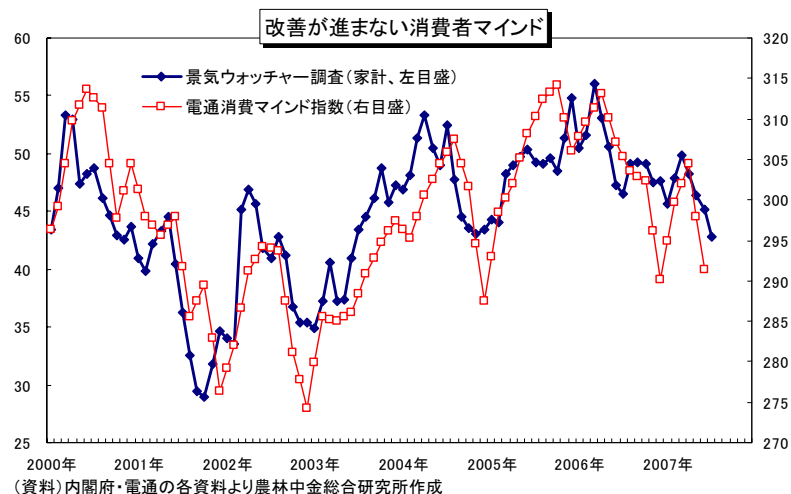
(1) 経済見通し

冒頭で述べたように、2007年に入ってからからの景気展開は足踏みに近い状況となっており、特に鉱工業生産などは06年末の水準を上回ることができない状況にある。6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、7、8月と生産水準は大きく上昇し、7月にも過去最高を更新するとの見通しである。しかし、7月の中越沖地震の影響により、10万台超の自動車生産がストップしたと報じられており、前年比▲10%超のマイナスとなっている可能性が高い。自動車生産の裾野の広さ(生産波及効果)を考慮すれば、生産水準の足踏み状態は今しばらく続く可能性もある。

また、GDP統計上は底堅く推移した民間設備投資であるが、機械受注(船舶・電力を除く民需)はまだ不安定な動きが続くなど、先行きの設備投資への懸念が残る。内閣府が集計した見込み額に対し、過去3四半期の達成率(97.2%)で評価した7～9月期見通しは前期比+3.7%と3四半期ぶりに増加する見込みながらも、上振れる傾向が強い4～6月期に対し、7～9月期は過去3四半期と比べて下振れることが多い点には注意が必要である。また、企業金融面でもやや気掛かりな点がない

わけではない。金融機関借入依存度の高い中小企業などでは借入金利の上昇に直面し、資金需要が減退するなど、徐々に利上げの影響も出てきている可能性がある。

ただし、先行き企業の設備投資意欲が減退し、調整局面入りするとの見方をする必要もないだろう。全般的に見て、企業を取り巻く設備投資環境が様変わりするほど変化しているわけではない。日銀短観などからは、足許は一服したものの、企業の人員・設備不足感は先行き強まるとの予想が多いほか、各調査機関が集計した07年度設備投資計画も05、06年度ほどではないが、底堅く推移する可能性を示唆している。もちろん、今後の景気展



開などに依存する面は大きい。減速が続く米国経済も07年後半から08年前半にかけて景気改善が予想されることもあり、計画が示すとおり、設備投資は増加基調を続ける可能性が高いだろう。

一方、この数四半期の懸念材料であった民間消費の先行きに関しては、賃金上昇率は相変わらず伸び悩んでいることもあり、06年度下期に見られたような

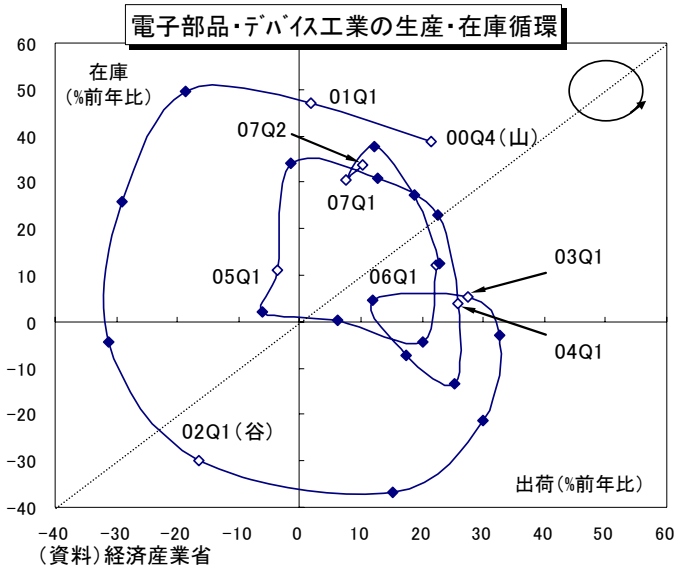


高い伸び率に戻ることは当面見込みがたい。また、8月に入ってガソリン価格が今年のピークを上回っているが、所得がそれほど増加していない中で代替品が見当たらない財・サービスの価格上昇は、消費抑制効果を引き起こす可能性が高いと思われる。更に、6月から実施されている住民税増税（定率減税全廃効果＋三位一体改革に伴う税源委譲により措置）が消費マインドを悪化させている面も否定できない。

一方で、雇用者報酬全体（もしくは雇用者1人あたり所得）というマクロ的な指標で見れば賃金は上昇していないが、それは比較的に高い賃金を得てきた年齢層の就労者が減少し、賃金水準の低い若年層、パートタイム労働者、再雇用される高齢者などが増加傾向にあることの影響が強いと思われる。年功賃金カーブ（賃金プロファイル）は50歳あたりまで右上がり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

求人増やそれに対応した給与水準引き上げ、更には07年4月以降3%台後半で推移する失業率などからは、今後、徐々に賃金・賞与を通じた企業から家計への波及が強まっていく可能性はある。90年代後半以降の経験からは、失業率が3%台前半まで低下してくると、賃金上昇率が高まる可能性が示される。こうした雇用環境の持続的な改善が、やや低調だった消費者マインドを徐々に好転させていく可能性が高い。

以上のように、足許については、民間消費、民間設備投資に弱さが残ることもあり、国内需要には景気を再加速するほどの力は期待できない。一方、輸出については、米国向け輸出に緩やかながらも持ち直しの兆しが見られること、アジア向け・EU向け輸出が底堅く推移していること、などを考慮すれば、再び輸出増勢が強まってくる可能性がある。これらを総合してみれば、7～9月期のGDP成長率は潜在成長率並みに戻る可能性があると思われる。ただし、景気拡大局面では持続的に潜在成長率を上回る成長が達成されていることを考慮すれば、景況感が大きく改善するわけではないだろう。



ここで、改めて懸念材料をピックアップすると、冒頭でも触れたように、電子部品・デバイス工業など一部ハイテク業種においては、最近はやや減少したとはいえ、依然として在庫残高が極めて高水準で推移しているほか、急速に生産能力が拡大したこともあり、何らかのはずみで生産・在庫調整的な動きが始まる可能性は否定しがたい。また、米サブプライム問題が世界的な信用収縮につながるリスクにも注意する必要があるほか、その流れの一環としての円高リスクも警戒



すべきであろう。

一方、07年度後半には、景気情勢はこうした足踏み状態から脱却できるものと思われる。米国経済では焦点の住宅市場の調整は継続するものの、そこから最大の需要項目である民間消費への悪影響は限定的なものに留まると予測されるほか、設備投資・輸出などが底堅く推移する可能性が高い。このように、徐々に回復プロセスが始まることによって、世界経済の成長テンポもやや加速することが想定される。それに伴って、日本では再び輸出増勢が強まり、それが民間企業設備投資に波及、更には「企業から家計への波及」を通じて民間消費を刺激するなど、民間需要全体の伸びが高まっていくものと予想する。

こうした状況は基本的に08年度上期までは持続するものと思われる。なお、北京五輪後には中国において高水準で推移してきた固定資産投資が一時的に減速する可能性があるほか、米国経済も08年度下期には再び減速感が出始めるものと想定しており、日本の輸出もやや鈍化してくる可能性がある。

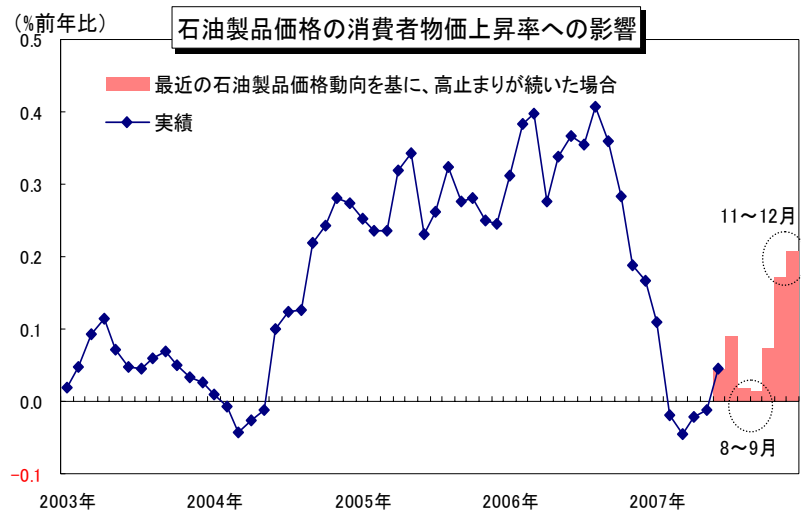
以上のような見通しを踏まえて、**実質経済成長率は07年度を+2.1%、08年度を同+2.5%**と予測する。これらは、前回予測(07年6月時点)から変更はない。一方、**名目成長率は07年度+2.1%、08年度+2.8%**としたが、こちらは前回予測(同:07年度+2.2%成長、08年度+2.9%成長)から07、08年度とも小幅下方修正を行っている。**GDPデフレーターは、07年度は前年度比+0.0%、08年度は同+0.3%**としており、年度を通じての名実逆転は08年度に持ち越されるものと予想する(四半期ベースでは08年1~3月期にGDPデフレーターの前年比プラス展開が実現すると想定する。なお、前回予測では07年10~12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

繰り返しになるが、航空運賃や外国パック旅行などに加え、最近では、果汁、小麦など食料品価格に上昇の動きも見られるほか、タクシー料金やクリーニング代なども値上げが見られる。また、7月には値下がりした電気・ガス料金など光熱費も、10月には燃料費調整制度によって再び値上げが予定されている。更に、石油製品価格は上昇傾向を強めており、石油元売り各社によれば当面は高止まる可能性が高い、とのことである。8月上旬

現在の石油製品価格のまま高止まりが続けば、上述の商品・サービスの値上げの動きと合わさって、11月以降コアCPIが再び前年比プラスとなる可能性もあるだろう。

一方で、携帯電話各社の競争が激化しており、この要因によって消費者物価全体が▲0.1%ptほど押し下げられているが、今後もそうした要因が残る可能性もある。また、パソコン、デジタルカメラなど技術進歩の激しい商品価格を筆頭に耐久財などでの価格下落が続いている。こうした要因もあって、コアCPIは07年2月以降前年比下落状態が続いているが、これまで述べてきたように国内のマクロ需給環境の改善テンポがあまり強くないことが主因と



(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

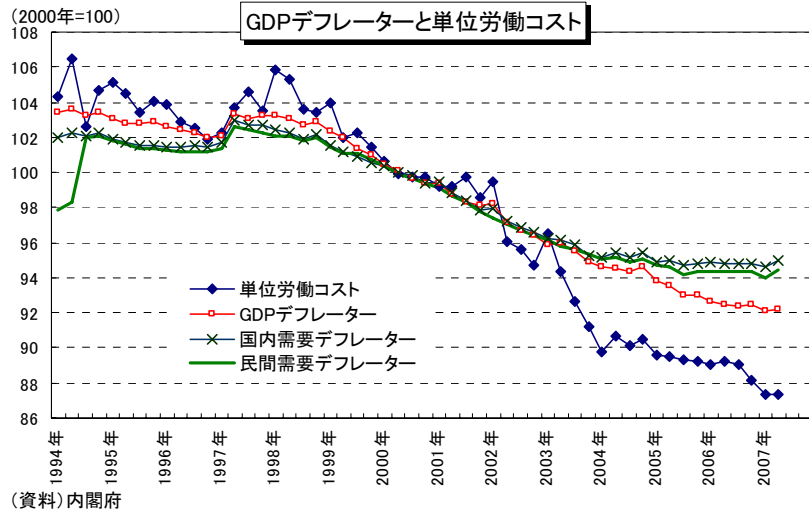


(株)農林中金総合研究所

いえるだろう。物価を巡る環境として、素原材料価格の高騰や円安進展、失業率低下、低水準の政策金利などがあり、いずれも物価上昇を引き起こしやすいと思われるが、実際にはそうした環境下でも物価上昇圧力が高まりを見せなかったことを考慮すれば、経済成長率がもう一段加速しなければ、デフレからの完全脱却をもたらすような物価上昇は困難ように思われる。

一方、4～6月期のGDPデフレーターが再び前期比上昇に転じたほか、前年比でも下落幅の縮小傾向が続いている。単位労働コストも前年比で見れば▲2.1%と下落率は大きいですが、前期比では▲0.0%と下げ止まり感も出てきている。前年比でも下げ止まるまでにもう少し時間が必要ではあるが、今後とも景気拡大が継続することで、失業率が

緩やかに低下していけば、それに反応して賃金・物価が上昇し始める可能性が高い。このように、労働需給も引き締まっていくことから、08年度には賃金・物価も徐々に上昇率を高めていこう。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+0.5%と予測している。





2007～08年度 日本経済見通し
(前期比)

	単位	2006年度 通期	2007年度			2008年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	2.1	2.1	0.7	1.2	2.5	1.4	1.4
民間需要	%	2.1	2.2	0.7	1.3	2.8	1.7	1.6
民間最終消費支出	%	0.7	1.9	0.8	0.7	1.6	0.8	1.2
民間住宅	%	0.4	▲ 4.0	▲ 4.1	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 0.4	▲ 0.8
民間企業設備	%	8.0	4.5	1.6	2.5	7.4	4.3	4.8
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	0.4	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.3	0.6	1.0	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 3.6	▲ 3.2	▲ 1.6	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 1.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	24.8	24.3	25.2	26.1	25.9	26.4
輸出	%	8.2	6.6	3.2	3.6	6.0	3.2	3.2
輸入	%	3.3	3.3	1.8	3.3	6.2	3.3	3.6
内需寄与度 (前期比)	%	1.3	1.6	0.5	0.9	2.2	1.4	1.0
民間需要 (")	%	1.6	1.6	0.5	0.8	2.1	1.3	0.9
公的需要 (")	%	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	0.8	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.6	0.0	▲ 0.1	0.2	0.3	0.3	0.4

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

	単位	2006年度 通期	2007年度			2008年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.4	2.1	2.3	1.9	2.8	2.7	2.9
実質GDP	%	2.1	2.1	2.5	1.7	2.5	2.4	2.5
民間需要	%	2.1	2.2	2.2	1.8	2.8	2.8	2.9
民間最終消費支出	%	0.7	1.9	1.9	1.5	1.6	1.4	1.8
民間住宅	%	0.4	▲ 4.0	▲ 2.9	▲ 5.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.1
民間企業設備	%	8.0	4.5	5.2	3.9	7.4	6.7	8.1
公的需要	%	▲ 1.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	0.4	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.6	0.8	1.0	1.0	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 9.6	▲ 3.6	▲ 2.7	▲ 4.3	▲ 2.0	▲ 2.2	▲ 1.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	24.8	24.3	25.2	26.1	25.9	26.4
輸出	%	8.2	6.6	7.0	6.2	6.0	6.2	5.7
輸入	%	3.3	3.3	2.0	4.6	6.2	6.2	6.1

国内企業物価 (前年比)	%	2.8	2.2	2.2	2.2	1.5	1.6	1.4
総合消費者物価 (")	%	0.1	0.0	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4	0.5
完全失業率	%	4.1	3.8	3.8	3.9	3.6	3.7	3.6
鉱工業生産(前年比)	%	4.7	2.4	2.2	2.5	4.0	4.6	3.4
住宅着工戸数	千戸	1285	1250	626	624	1240	622	618
経常収支	兆円	20.7	24.2	12.4	11.8	22.3	11.5	10.8
貿易収支	兆円	10.2	11.6	5.8	5.8	10.3	5.4	4.9
為替レート(前提)	ドル/円	116.9	116.6	119.4	113.8	110.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	66.7	65.8	67.5	68.8	70.0	67.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。