

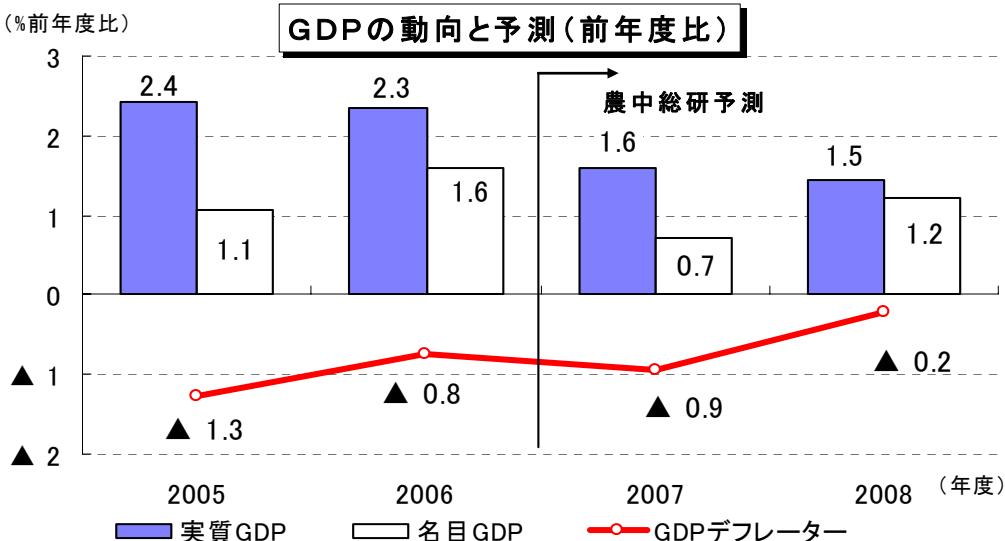


2008年度改訂経済見通し

**07年度は+1.6%, 08年度は+1.5%の成長と予測
～08年度上期中は景気減速感が強まる展開～**

2007年の日本経済は、生産・輸出の牽引により、堅調に推移したものの、米国経済の減速感が強まっていること、米サブプライム問題に伴う金融資本市場の動搖に収束の兆しが見られないことなど、主動力である輸出にとっての不安材料が多い。一方で、07年後半にかけて大幅に減少した民間住宅投資は下げ止まりから持ち直しの動きも始まる可能性があるが、少なくとも08年度前半の日本経済は厳しい展開が続くことが予想される。また、消費者物価も08年前半中は商品市況の高騰に伴うコスト転嫁により上昇率が高まることが予想される。これに伴い、所得の伸び悩みに直面する家計は消費抑制を強める可能性が高い。

金融政策については、日本銀行が先行きの景気改善シナリオを保持し続けている以上、方向性としては引き続き利上げを考えていると判断せざるを得ない。とはいえ、米サブプライム問題などの行方を慎重に見極めなくてはならず、当面はそれに時間を費やすことになるだろう。追加利上げ判断は、米国経済の調整にメドがつくことが条件であり、早くとも09年1~3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. 1~17
参考	P. 18
付表	P. 19~20

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

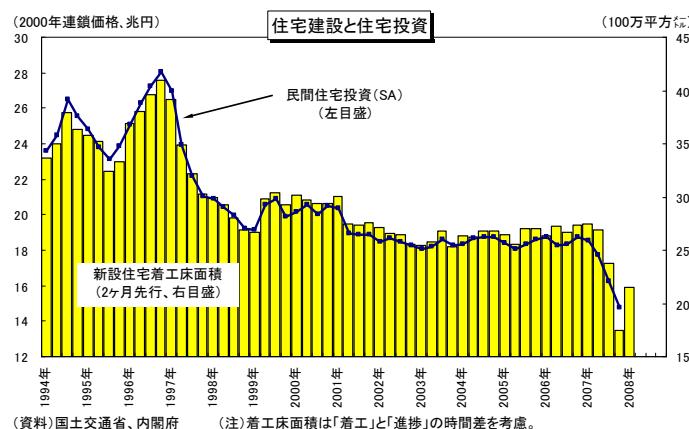
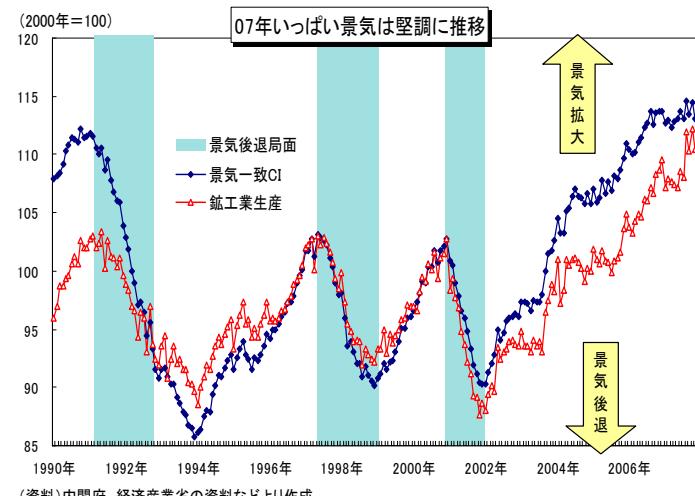
1. 景気の現状:

(1) 2007 年後半の景気・物価情勢を振り返って

2007 年前半の実体経済は、在庫水準が大幅に積み上がったハイテク業種での生産調整的な動きもあり、やや足踏みに近い状況に陥っていたが、夏以降は輸出・生産動向に再び増勢が強まる動きが見られた。この動きは 07 年年末にかけても継続しており、景気動向指数:一致 CI や鉱工業生産指数は高水準での推移となつた。

一方で、日本経済にとってはいくつかの懸念材料も同時に浮上してきた。まず、米「サブプライム問題」の広がりである。07 年に入っ

てから米国で信用力の低い低所得者層向け住宅ローンの延滞率が高まったが、それが夏場にかけて世界的な金融資本市場の混乱を引き起こし、サブプライム住宅ローンの証券化商品やそれを組み込んだ証券化商品を保有する金融機関など投資家の損失が拡大した。この結果、信用収縮懸念が高まり、国債など「質への逃避」的な様相が強まるなど、リスクマネーの供給が遮断されてしまうのではないかといった懸念や、サブプライム住宅ローンに限らず、金融システム全体に悪影響が及ぶとの不安が高まってきた。こうした金融面での現象に加え、震源である米住宅市場の調整の長期化が、米個人消費などへ波及などといった実体経済への悪影響が警戒されている。実際に、07 年末以降の米国経済指標は景気減速傾向が強まっていることを示す内容のものが多くなり始めている。

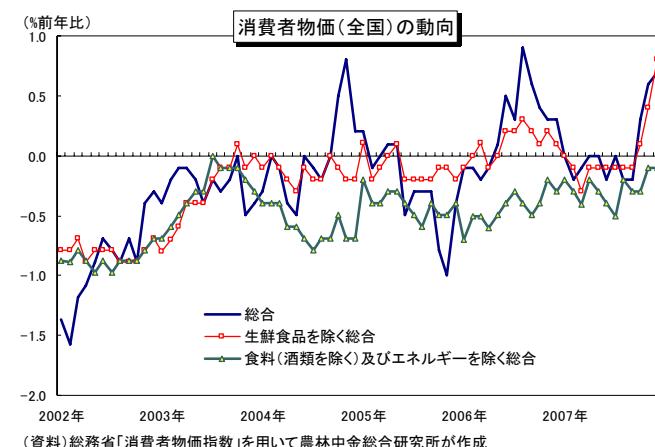


ドの混乱などにより、新設住宅着工など建築受注が大幅に激減したため、民間住宅投資とともに商業テナントビル・工場など民間企業設備投資などへの下押し懸念が強まった。そもそも住宅投資の GDP に占めるウェイトは 3% 弱と低いものの、07 年 7~9 月期、10~12 月期の 2 四半期では、前期比成長率に対していずれも ▲0.3%pt の押下げ効果が発生している。

一目を民間消費関連に転じてみると、企業側の人件費抑制姿勢の継続(パートタイム労働者比率の上昇など)や団塊世代が 60 歳を迎つつあるなど、労働力人口の年齢構成の変化に伴って、雇用者報酬(もしくは 1 人当たり賃金)といった賃金関連指標は伸び悩む状況が続いている。将来的には、労働力が不足していくことがほぼ確実視されており、いずれ賃金は上昇が始まるものと思われるが、足許で素原材料などのコスト高による収益圧迫に直面し始めた企業が、賃金を引き上げる余力は乏しくなりつつある。

また、建築確認の厳格化を盛り込んだ改正建築基準法の施行(07 年 6 月 20 日施行)に伴う行政サイ

また、物価面では、07年10月に消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)が前年比+0.1%と、10ヶ月ぶりにプラスに転じた。その後も上昇率を高めて、12月には同+0.8%まで上昇している。なお、物価上昇の牽引役は、前述したように国際商品市況の高騰を背景とした石油製品、電気・ガス料金などのエネルギーや航空運賃・パック旅行などの周辺の財・サービス、小麦製品や食用油などの食料である。実際のところマクロ的な需給環境をより反映する「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」は、だいぶ解消されてきたとはいえ、依然として前年比マイナス状態は継続している。つまりは、消費財・サービスに関する需給バランスの改善テンポが鈍いことの証拠である。

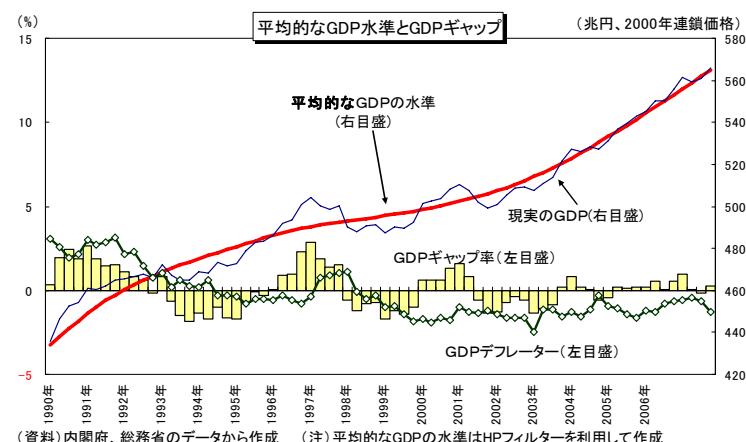


年末にかけても、原油・穀物・貴金属など国際商品市況が高騰を続けたが、こうした素原材料価格の上昇が、企業収益面などを筆頭に、様々な悪影響を及ぼし始めている。後述の通り、エネルギー・食料品では値上げの動きが本格化しているが、それ以外の財・サービスでは価格転嫁の進展は遅れているのが実際のところである。こうした交易条件の悪化は、企業収益に対して悪影響を与えていている。また、賃金が伸び悩む消費者にとっても、購入頻度が高く、生活必需品的な性格を持つ財・サービス価格の値上がりは、消費マインドを悪化させており、支出抑制効果が徐々に働き始めている。

(2) 2007年10~12月期 GDPとその評価

こうしたなか、2月14日に07年10~12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+0.9%、同年率換算+3.7%と、2四半期連続のプラス成長となった。この+3.7%という数字は1%台後半と推測される潜在成長率を大きく上回っており、同じく高成長だった06年度下期に匹敵する伸び率である。住宅着工の大幅な落ち込みや米サブプライム問題の広がりなどで景気減速懸念が強まった時期ではあったが、07年いっぱい景気は堅調に推移したという評価もできるだろう。7~9月期に續いて住宅投資が激減し、加えて民間消費も低調な状態であったものの、輸出の堅調さが継続したことや、外需が経済成長に大きく寄与したほか、民間設備投資の増勢が強まり、成長率を大きく押し上げた格好となっている。

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▲1.3%と、2四半期連続で下落幅が拡大した。同じく季節調整後の前期比も▲0.6%(当総研試算)と下落幅が拡大するなど、なかなか下げ止まり感が出てこない。国際商品市況の高騰に伴って輸入デフレーターが大きく上昇するなか、民間消費デフレーターの下落幅は縮小するなど、価格転嫁の動きが始まっていることは確かで



あるが、その動きは相変わらず弱い。また、民間企業設備投資や民間住宅投資のデフレーターでは上昇率が縮小する動きも見られた。注目の単位労働コストも前年比▲1.8%へと下落率の拡大が続いている、デフレ脱却の実現にはまだ時間がかかりそうである。

繰り返しになるが、前期比年率+3.7%成長という数字は、冒頭で示した生産や貿易統計などと同様、07年中はまだ景気が拡大経路を辿っていたことを示すものといえるが、果たして07年末にかけて景気が加速したと積極的に評価できるかといえば、それは難しいのが実情であろう。一方、先行きに関しては、一転して成長減速感が強まっていくものと予想する。冬季賞与は期待はずれとなるなど、「企業から家計への波及」があまり進おらず、家計所得が伸び悩むなかで、食料品・エネルギー価格は徐々に上昇傾向を強めており、消費者マインドの悪化から見て、先行き消費支出を抑制すると見られる。また、米国経済は07年12月以降、景気減速が鮮明になっているが、時間差を伴って日本の輸出に下押し圧力がかかることも十分予想される。今回の景気回復局面における輸出の成長率に対する寄与率は6割に迫っており、輸出減速はそのまま成長鈍化につながることは確実である。また、輸出鈍化が懸念される中では、積極的に設備投資を行おうとする企業がなかなか出てこないことも予想される。米国経済の低迷が続く限り、日本経済の先行き不透明感が払拭されることはないだろう。

(3)利上げ観測が大幅に後退した金融政策

07年2月に日本銀行が政策金利を0.5%に引き上げてから、1年が経過した。当初は「半年に1度、0.25%ずつの利上げペースにより、07年度末には政策金利は1%まで引き上げられる」というのが市場関係者を含めた一般的なシナリオであったと思われるが、①米サブプライム問題による世界的な金融資本市場の混乱が継続していること、②米国経済が減速し始めていること、などもあり、足許では物価上昇率が徐々に高まりつつあるものの、市場での利上げ観測は大幅に後退している。

市場では、一部には利下げを織り込む動きも散見されているが、1月に示した展望レポート(07年10月)の中間評価や、政策委員の発言内容を考慮すれば、依然として日銀は日本経済は底堅いという見方を維持していると思われる。つまりは、米サブプライム問題や米国の実体経済の動向を見極め、当面は現行の政策金利水準を維持しつつも、「次の一手」として利上げ環境が整うことを窺うスタンスは続けていくと見られる。

2. 予測の前提条件:

(1)財政政策

07年末に閣議決定され、現在審議中の08年度一般会計予算案は、『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、総額83兆613億円（前年度当初予算比+0.2%）と、前年度並みに抑制された規模となっている。歳出面では、国債費や地方交付税等といった義務的・制度的経費を除いた一般歳出は47兆2,845億円（同+0.7%）と、小幅ながら増額されている。なお、このなかには09年度までに引き上げることが既に決まっている基礎年金国庫負担割合の引き上げ分（1,365億円）も含まれている。高齢化の進展などを受けて社会保障関係費は同+3.0%、教育改革の推進から文教・科振費も同+0.3%、中小企業対策費も同+0.4%などとなっているが、公共事業費（同▲3.1%）、防衛関係費（同▲0.5%）、経済協力費（同▲4.0%）などは引き続き圧縮されている。07年夏の参院選での与党惨敗を受けての予算編成であり、次期総選挙に向けて様々な歳出増圧力がかかる中で、一般歳出の抑制姿勢はかろうじて守られたといえるだろう。なお、国債費は、「埋蔵金」とも称される財政融資資金特別会計から9.8兆円繰り入れて、既発国債を買入消却して発行残高を減らすことで、同▲4.0%と圧縮した。一方、大都市部と地方との格差対策という面から、地方法人税特別税を創設するなどに伴い、地方交付税交付金は同+4.6%増額されている。

一方、歳入面は、名目GDPの低調さが反映された内容となっている。前年度予算では定率減税の全廃などで大幅増収が見込まれていた税収は、同+0.2%と横ばい見通しである。その他収入としては同+3.7%の増加を見込んでいるが、これらだけでは歳出を賄うことができない状況に変わりはない。そのため、新たに25兆3,480億円分の国債を発行して財源を賄うことになっている。なお、公債依存度は30.5%と僅かながら低下する見込みである。

08年度国債発行計画については総額126兆2,900億円で、このうち市中発行分が108兆6,677億円と、いずれも前年度よりも減額されることになっている。この数年間に実施された前倒し債発行などによって、借換債発行額が圧縮されているほか、2001年度に実施に移された財政投融資改革に伴って発行され、郵便貯金・簡易保険で吸収されていた経過措置分の財投債発行が終了することに伴ったものである。なお、低金利環境が継続する中、投資家のニーズを踏まえ、15年変動利付債・5年債・短期国債を減額する結果（それ以外の年限は変わらず）、カレンダーベース市中発行分の平均償還年限は7年4ヶ月へと長期化されることになる。

一方で、一般会計で見たプライマリーバランスは5年ぶりに悪化する見通しであることが注目される。07年度当初ベースでは4兆4,330億円の赤字であったが、08年度は5兆1,848億円の赤字に膨らむ見込みであり、税収の伸び悩みと社会保障費などの増加圧力などが影響している。なお、公約となっている「2011年度までの黒字化目標」の対象となっているのは国・地方を合わせたもので、そもそも地方は黒字状態ではあるが、消費税率引き上げには大きなハードルが待ち構えるなか、税収に影響を与える名目成長率も当初前提とされた+3%になかなか到達しないこともあり、上述の目標達成には黄信号が点りつつあるといえるだろう。そのため、政府・与党サイドには早い段階での消費税率引上げを核とした税制改正を行いたいとする勢力もある。一方、07年夏の参院選では消費税率凍結を訴えていた民主党も、その後に発表した『税制改革大綱』では、抜本的な社会保障制度改革の過程では消費税率引上げもやむを得ないと姿勢を示している。

しかし、福田首相は、中長期的な視点からは、消費税率引上げについては理解を示しつつも、早期引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上げは依然として困難といつてもよいだろう。今回の経済見通しにおいても、09年度内の消費税

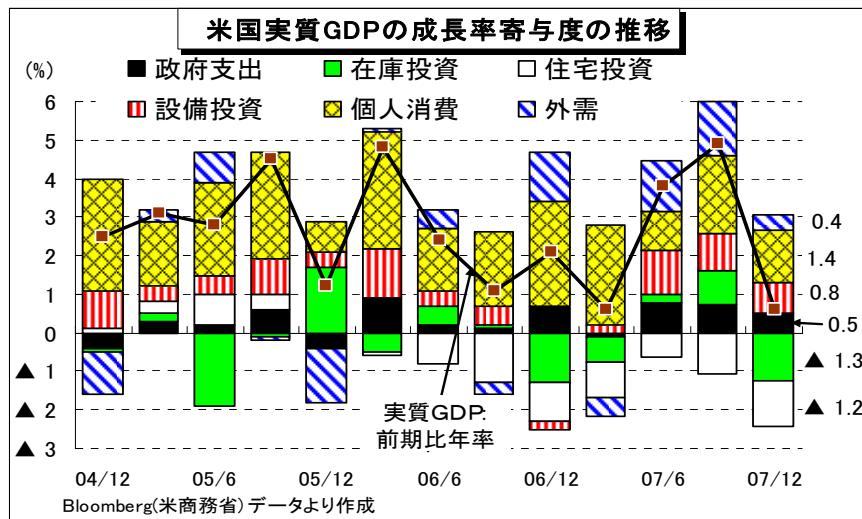
率引き上げは想定していない。

(2)世界経済の見通し

①米国経済

年明け以降に発表された経済指標は景気悪化の懸念を強めるものが多い。延滞率上昇に端を発した「サブプライム問題」は、住宅投資や住宅取引の減少、住宅価格の低下など住宅市場の調整から、雇用の停滞や個人消費の抑制などの実体経済へ波及、さらには企業の経営者心理の後退へと広がりを見せている。

07年10～12月期の米国の実質GDP成長率は前期比年率+0.6%へ減速した。住宅投資が8四半期の減少となり米国経済の下押し要因となつたほか、在庫投資も3四半期ぶりの減少となつた。この在庫減少について本格的な在庫調整局面入りと見るのは早計ながら、景気悪化に備えた動きと捉えられる。



また、過去2四半期の潜在成長率を上回る高い成長の牽引役の一つとなつた外需(輸出等－輸入等)も、輸出が前期に大きく伸びた反動もあり伸び率が低下したことから成長寄与度は縮小した。10～12月期には、実質GDPの7割を占める個人消費や設備投資も成長ペースを落としたが、先行きの悪化リスクが高まっていると思われる。

個人消費の重要なバックボートとなる非農業部門雇用者数が、08年1月に前月比▲1.7万人(速報)と小幅ながらも、03年8月以来の減少となつた。インターネット求人指数が2ヶ月連続で低下するとともに、雇用削減者数が前年比増加に転じており、先行きの雇用情勢の悪化リスクは高い。08年1月に4.9%である失業率は早期に5%台前半に上昇するとともに、労働需給の緩和から時間当たり賃金上昇率(名目)も+3%台前半に鈍化すると予測する。この結果、可処分所得の増加率も低下し、個人消費にはブレーキがかかろう。特に、08年1～3月期の個人消費は雇用悪化とエネルギー価格の値上がりなどに、消費者心理の後退が重なり、前期比マイナスとなろう。ただし、現在のところは、4～6月期には後述のように所得税還付による収入増加がほぼ消費に回る効果などから増加に転じよう。

設備投資の先行指標である実質資本財受注は07年10～12月期に小幅減少に転じた。また、ISM(全米供給管理協会)景況感指数、特に同非製造業指数の急低下など、企業心理の後退をうかがわせるものが散見される。金融機関の貸出態度も引き締め姿勢が強まっている。このため、景況感の悪化に伴い、景気動向の影響が比較的小さくといわれるソフトウェア・情報投資関連も含めて設備投資は抑制・先送りされ、08年前半は減少すると予測する。

住宅投資については、先行指標である住宅建築許可件数の落ち込みの状況から見て、

08年1~3月期の着工件数は前期比二桁の減少となり、大幅減少が継続する。4~6月期以降も、高水準の住宅(新築・中古)在庫、住宅ローン貸出基準の厳格化、住宅価格下落見通しのもとで、住宅需要の底打ち感は乏しいものの、4~6月期以降は底堅め傾向が見られるようになってくると見込む。

外需(=輸出等－輸入等)については、北京五輪前の特需、産油国の旺盛な輸入などのプラス要因はあるが、世界経済の成長減速(08年1月改訂のIMFの08年世界経済見通しでは+4.9%から+4.1%に下方修正)により、世界貿易数量も前回の見通しの+6%台前半の伸びから鈍化すると考えられる。このため、米国の輸出の増勢もやや弱まる予測する。

しかし、2月13日に予算規模が1,520億ドルにのぼる景気対策法案が成立したことは、景気の下支えとなろう。128百万世帯を対象とする年収7.5万ドル以下の課税者一人当たり600ドルと子供一人に付き300ドルを加算する所得税還付が戻し税方式で5月中に小切手送付される予定であることや、投資額の最高50%まで追加償却を認める企業減税が行われる。

また、昨年12月に官民一体で打ち出されたサブプライム借入者救済策「HOPE NOW」プランに基づき、連邦住宅局(FHA)保証ローンへの借り換え促進や5年間の金利条件の変更停止の対応が進められているが、今回の景気対策法の関連ではフレディマックなど住宅ローン証券化の政府支援機関の1件当たり買い取り貸出限度額の引き上げ、3カ月以上延滞者に対する30日の差し押さえ猶予の措置なども盛り込まれた。

これらのサブプライム借入者対策が進められるが、サブプライム・ローンを中心とする住宅ローンの延滞については少なくとも08年前半は上昇が続こう。このため、金融機関の収益悪化懸念は残る。大規模な公的資金の投入を回避し、信用システム不安を引き起こさないという点から、米国金融機関の資本増強や再編・合併などが今後も重要なよう。また、金融機関の体力減退に付随した投融資態度の厳格化⇒高リスク先を中心とする資金調達難・信用収縮のなかで、企業活動が慎重化するリスクは大きい。

以上から、08年の米国経済は、08年1~3月期はマイナス成長となろう。4~6月期には所得税減税の効果などにより辛うじてプラス成長となると予測するが、依然景気低迷であることに変わりはない。ただし、長期不況への突入(マイナス成長の継続)という見方はしておらず、サブプライム問題の一定の落ちつき、世界経済の成長継続と後述のような利下げ効

2007-08年米国経済見通し

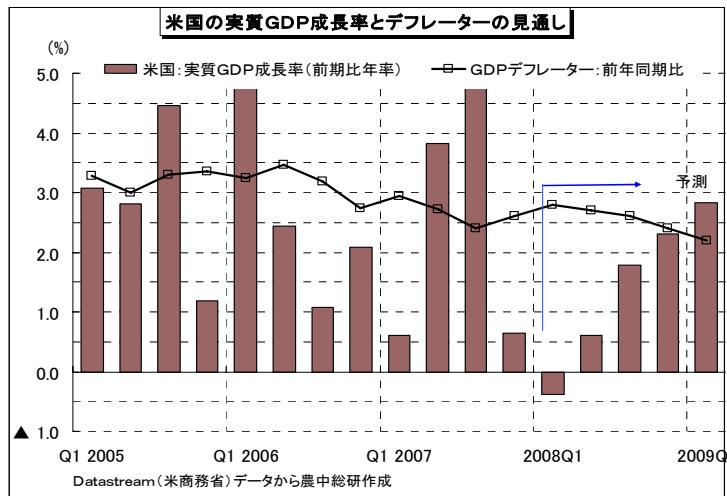
単位	2006年 実績	2007年 通期 実績	2007年 上半期 (1~6月) 実績		2007年 下半期 (7~12月) 予想	2008年 通期 予想	2008年 上半期 (1~6月) 予想		2008年 下半期 (7~12月) 予想
			上半期 (1~6月) 実績	下半期 (7~12月) 予想			上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想	
実質GDP	%	2.9	2.2	1.8	3.6	1.3	0.1	1.6	
個人消費	%	3.1	2.9	3.2	2.3	1.3	0.8	1.3	
設備投資	%	6.6	4.4	3.4	7.7	1.0	▲ 2.6	2.0	
住宅投資	%	▲ 4.6	▲ 16.3	▲ 15.5	▲ 16.8	▲ 8.9	▲ 9.9	2.2	
在庫投資	10億ドル	40.3	12.1	3.0	21.3	9.3	7.0	11.5	
純輸出	10億ドル	▲ 624.5	▲ 563.1	▲ 593.0	▲ 533.1	▲ 534.8	▲ 531.9	▲ 537.7	
輸出等	%	8.4	8.0	5.9	12.4	6.2	4.2	4.2	
輸入等	%	5.9	2.2	1.6	2.3	3.0	3.0	3.7	
政府支出	%	5.9	2.2	1.6	3.3	2.2	1.8	1.8	

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ペーラ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

果の浸透に支えられて、08年後半には景気は底を打ち、緩やかながらも成長軌道へ復帰していくと予測する。

インフレに関しては、個人消費(PCE)デフレーターが07年12月に前年同月比+3.5%に上昇していくとともに、FRBが政策の重要な判断指標としている食料品とエネルギーを除くコア・ベースでも+2.2%と、2%を超えている。データの上では、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)誘導目標とコアPCEデフレーターの差はすでに1%を切っている。これについてはインフレ刺激的という見方もあるが、直近の物価上昇は商品市況の上昇などに伴うコスト・プッシュの転嫁によるところが主であり、需給逼迫によるものではなく、特段に直近でインフレ予想が高まっているというわけではない。FRBにとって当面は不況リスクを重視し、成長軌道に戻すため、利下げ継続の大前提となろう。景気の底打ち感が生じるまで、ドル為替相場の動向に注意しながら、利下げが行なわれ、2月中旬現在3%である政策金利は08年前半中に2%を割り込んでいくと想定する。ただし、これは「緊急避難的」利下げであり、08年末ごろに成長軌道への戻りが体感されるようになれば、市場は利下げモードからの修正を意識した動きとなっていくと予想する。



②欧州経済

ユーロ圏の07年10~12月期成長率は、7~9月期の前期比+0.8%から同+0.4%へ減速した。前年同期比では+2.3%となっており、07年末時点では巡航速度の軌道から外れているわけではない。

欧州中央銀行(ECB)はユーロ圏の経済的基礎条件は歴史的に見て低い失業率(7%台前半)や高い水準の企業収益など引き続き健全であるとしている。しかし、欧州の金融機関にもサブプライム証券化商品などの大規模な投資損失が発生しており、信用収縮懸念は根強く、07年末にかけて金利スプレッドが拡大した。

2月14日に発表されたECBによる専門家調査(四半期ごと)において、08年の経済成長見通しは、前回の+2.1%から+1.8%へ下方修正されるとともに、失業率見通しは前回の6.7%から7.1%に上昇した。実際、直近の様々な景況感指数や景気先行指数は低下傾向にあり、先行きの景気下降を示す動きとなっている。

一方、石油や穀物など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08年1月には前年同月比+3.2%まで高まっている。前述の専門家調査でも上方修正されている。

ECBは当面、成長の下振れリスクとインフレ・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。当面、追加利上げは無いと見込むが、利下げに踏み切る可能性は依然低いと考える。

③中国経済

中国の07年10~12月期の実質GDPは前年同期比+11.2%となり、8四半期連続の

二桁台の成長となった。この結果、07年の経済成長率は+11.4%となった。08年の成長見通しについては、昨年末まで+10%台前半との見通しが多かったが、年明け以降はIMFが+10.0%、世界銀行が+9.6%と、成長率予測は下方修正される傾向にある。なお、大寒波・大雪により中国各地で大規模な生産活動への障害が出ており、短期的に成長の阻害要因となる懸念も出ている。

しかし、インフレが鎮静化しないことは依然重要な問題ある。08年1月は前述の雪害による供給障害もあり、+7%台半ばに消費者物価が高まる可能性がある。野菜など農産物価格の上昇の影響も強く、+7%台の上昇率は一時的という見方もあるが、1月のマネーサプライが前年比+18.9%へ増加率が上昇し伸びは加速しており、インフレ圧力は強まっている。中央銀行である中国人民銀行は景気過熱に伴う不動産や株価のバブル化を懸念し、昨年12月に1年物貸出金利を7.47%としたほか、1月16日に昨年来11回目となる預金準備率の引き上げを行い15%としたが、早期に追加引き締めが行われるという見方が強い。ただし、政府部内的一部には企業の資金調達の困難化を問題視する向きもあり、マクロ・コントロールの強化、金融引き締めのペースには意見の食い違いも生じている。

人民元の為替相場については、管理変動相場制のもと、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、緩やかな上昇が続くと予想する。市場の観測では、07年に+6.5%だった人民元の上昇率は08年には+8%程度になるという観測が多いが、2月のG7声明で貿易不均衡の是正のため、より早いペースでの人民元相場の上昇を改めて促しており、米国の利下げ継続に伴う米中の金利差縮小もあり、人民元の上昇ペースが速まる可能性もある。

一方、中国の輸出は07年も前年比+25.7%の高い伸びを記録した。08年は世界経済の成長鈍化に伴い伸びが小幅低下することが見込まれるが、世界貿易が拡大するなか、中国の輸出は2割以上の伸びを確保し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の07年の伸び率は+25.8%であったが、08年も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。ただし、北京五輪後となる08年後半以降は反動で一時的に伸びが鈍化することが懸念される。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

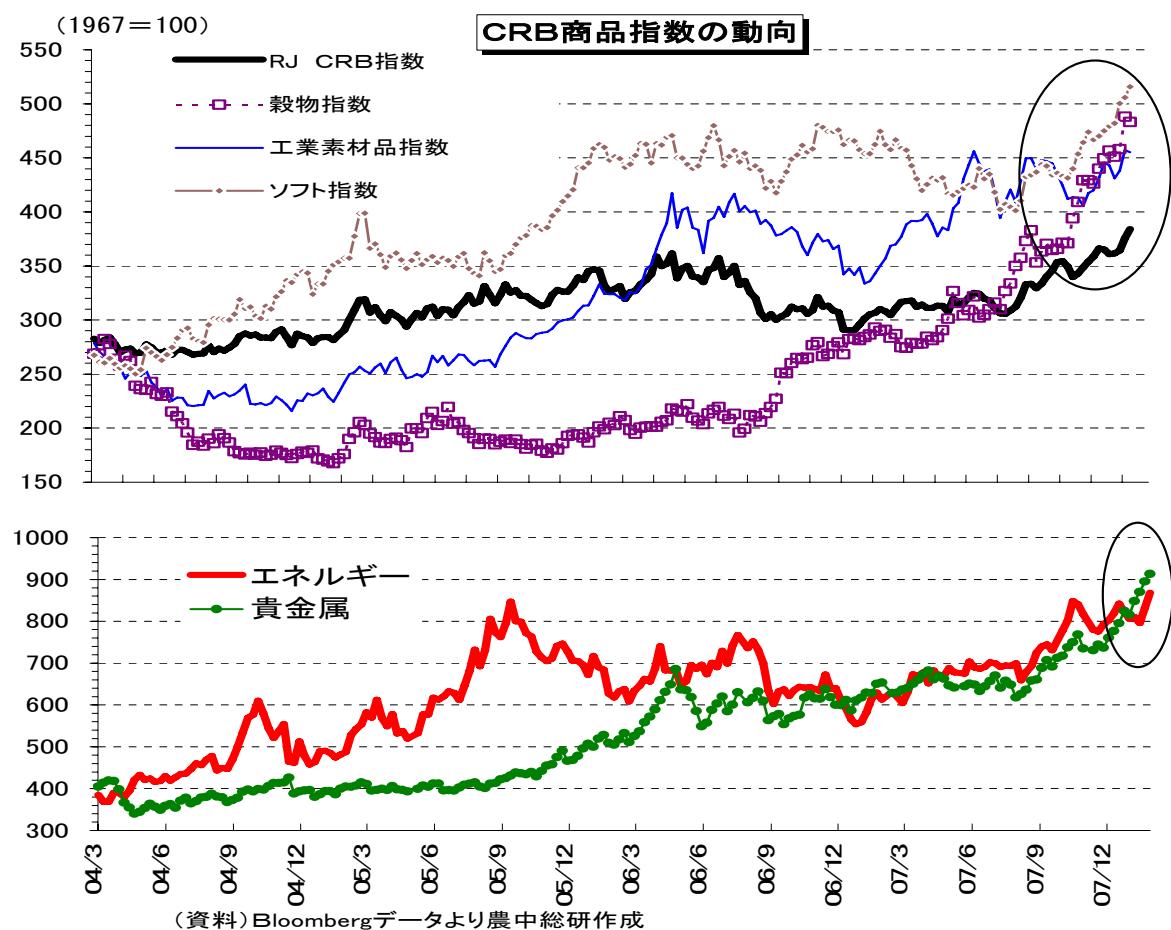
世界経済の成長鈍化の観測が強まり需要見通しなど相場環境は決して良好ではないにもかかわらず、国際商品市況は底堅く堅調な動きを見せている。代表的な商品指数であるロイター・ジェフリーズCRB指数(1967年=100)は、1月20日過ぎに原油が弱含んだことを主因に一服気味となった後、反発に転じ、史上最高値の更新の動きが続いた。2月14日には384.2ポイントまで上昇し、07年末に比べて+7%の上昇となっている。

まず、原油価格(WTI先物の期近物・終値、1バレル当たり)は年明けに100ドル乗せとなった後、1月23日に86.99ドルまで下落したが、その後は国際エネルギー機関(IEA)などのエネルギー調査機関が相次いで08年需要見通しの下方修正を行っているにもかかわらず、90ドル台を維持している。これは、新興国を中心とする需要の基調が強い半面、北海油田などの減産リスク、ナイジェリアの製油施設の損傷など供給面での減少要因が出ていることがあげられる。今後も、①中東情勢の緊張など地政学的リスクが解消されていないなかで、石油輸出国機構(OPEC)が3月総会での減産協議を示唆するなど、需給逼迫懸念が残ること、②信用収縮懸念のなかで金融資産からシフトした資金が、商品市場に流入していくことなどから、相場の高止まりが続き、下値は70ドル台にとどまる予想する。

また、小麦、トウモロコシ、大豆などの穀物相場は、1970年代初めを下回る低水準の在庫率見通しなどが買い材料となり、高値更新が続いている。旺盛な食料向け需要に、バイオ燃料生産向けの需要の増大が加わっており、需給の引き締まり感が簡単に解消することは期待薄だ。

本来なら景気悪化の影響を最も受けやすい非鉄なども、供給サイドの様々な要因から逼迫懸念が残り、アルミやスチールなどで高値が続いている。また、金相場も金融資産の代替投資やインフレヘッジの性格を評価され上昇してきた。直近はやや調整気味だが、1 オンス 900 ドル台の高値圏にある。

以上、商品市況は、世界経済の成長鈍化に伴う需要の下方修正は強まる可能性があるが、供給サイドの不安もあり需給緩和感の広がりは限定的で、信用収縮のもとで金融証券市場から商品市場への資金シフトの継続が見込まれることが下支え要因となり、高止まりすると予測する。



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	%	1.6	0.7	1.2
実質GDP	%	2.4	1.6	1.5
民間需要	%	2.6	0.6	1.1
民間最終消費支出	%	1.7	1.3	0.4
民間住宅	%	0.2	▲ 14.2	6.1
民間企業設備	%	5.7	1.5	3.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 1.8	0.1	0.3
政府最終消費支出	%	0.1	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 9.1	▲ 3.0	▲ 2.7
輸出	%	8.4	8.8	5.1
輸入	%	3.1	1.5	1.6
国内需要寄与度	%pt	1.6	0.4	0.9
民間需要寄与度 (民間住宅寄与度)	%pt	2.0	0.4	0.9
公的需要寄与度	%pt	(0.0)	(▲ 0.5)	(0.2)
海外需要寄与度	%pt	1.4	1.1	0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.2
国内企業物価(前年比)	%	2.0	2.1	2.1
全国消費者物価(〃)	%	0.1	0.3	0.7
完全失業率	%	4.1	3.8	3.8
鉱工業生産(前期比)	%	4.7	2.7	1.4
経常収支(季節調整値)	兆円	20.7	25.3	23.1
名目GDP比率	%	4.0	4.9	4.4
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	114.7	103.8
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	1.61	1.55
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	75.9	82.5

(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)

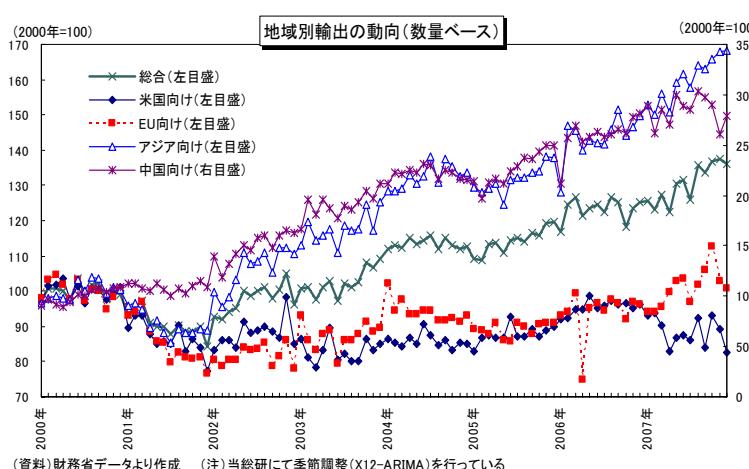
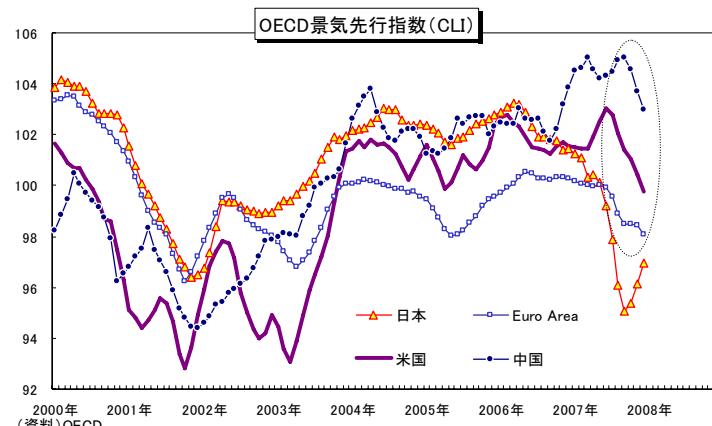
	単位	2007年				2008年				2009年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	
名目GDP	%	0.7	▲ 0.5	0.1	0.3	▲ 0.1	0.2	0.6	0.5	0.7
実質GDP	%	1.0	▲ 0.4	0.3	0.9	0.0	0.2	0.4	0.5	0.7
(年率換算)	%	3.9	▲ 1.4	1.3	3.7	0.2	0.6	1.7	1.9	2.7
民間需要	%	0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.2	0.1	0.4	0.4	0.7
民間最終消費支出	%	0.6	0.2	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
民間住宅	%	▲ 1.3	▲ 4.4	▲ 8.3	▲ 9.1	▲ 0.5	8.0	6.0	3.0	▲ 0.5
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 1.5	1.1	2.9	0.4	▲ 0.5	0.5	1.2	2.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
公的需要	%	1.1	▲ 0.4	▲ 0.4	0.6	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.2	0.3	0.1	0.8	▲ 0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	5.2	▲ 4.2	▲ 1.9	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.3
輸出	%	3.5	1.1	2.9	2.9	0.9	0.4	1.0	1.4	1.6
輸入	%	1.0	0.5	▲ 0.1	0.5	0.2	0.1	0.5	0.8	1.2
国内需要寄与度	%pt	0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.1	0.1	0.3	0.3	0.5
民間需要寄与度 (民間住宅寄与度)	%pt	0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.5
公的需要寄与度	%pt	(▲ 0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(▲ 0.3)	(▲ 0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(▲ 0.0)
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	0.5	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.5	0.2	0.3
国内企業物価(前年比)	%	1.4	1.7	1.6	2.3	3.0	2.8	2.3	1.9	1.6
全国消費者物価(〃)	%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.9	0.9	0.7	0.6	0.5
完全失業率	%	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.9	3.8	3.8	3.7
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 1.3	0.2	2.2	1.3	▲ 0.9	0.5	▲ 0.3	1.0	0.6
経常収支(季節調整値)	兆円	5.6	6.5	6.2	6.6	6.0	5.9	5.8	5.8	5.6
名目GDP比率	%	4.4	5.1	4.8	5.1	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3
為替レート(前提)	円/ドル	119.4	120.7	117.8	113.1	107.0	102.5	102.5	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.38	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
新発10年国債利回り(%)	%	1.67	1.74	1.72	1.56	1.40	1.40	1.50	1.60	1.70
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	57.6	64.2	71.7	82.8	85.0	85.0	80.0	80.0	85.0

(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. 2008年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

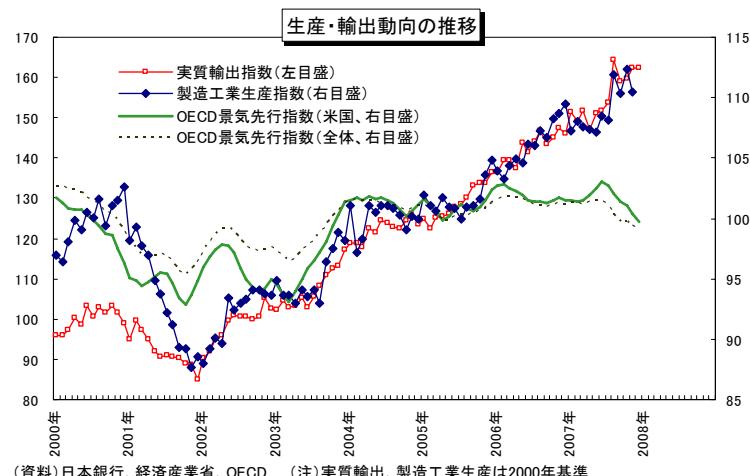
冒頭で述べたように、07年いっぱいの国内景気は堅調に推移したと評価できるものの、その前途には大きな懸念材料が立ちはだかっている。経済成長の6割近くを輸出増に依存する日本経済は、海外経済動向、特に主要な輸出相手先である米国や東アジア諸国の景気動向に少なからぬ影響を受けることは想像に難くない。1、2月の鉱工業統計：製造工業生産予測指数を考慮すれば、1～3月期の生産は4四半期ぶりの前期比マイナスとなる可能性が高く、特に輸出製造業における先行き懸念が表れている可能性がある。



一時期は、新興国経済はそれまでの高成長の結果、自国の市場規模も拡大して自律性を高めていることから、米国経済が減速したとしても、その影響はそれほど受けず、力強い成長を保つことができるとする「デカッピング論」が有力視されていた。しかし、①米国経済が世界全体のGDPの約3割を占めており、しかも約2割が米国の個人消費であり、新興国の市場規模と比べて明らかに大きいこと、②日本と密接な関係にある中国など東アジア諸国は、押しなべて輸出促進型の経済発展を続けており、特にその輸出先として欧米や日本などの先進国向けのシェアが大きいこと、などを考慮すれば、「デカッピング論」が単純に成立することは考えづらい。

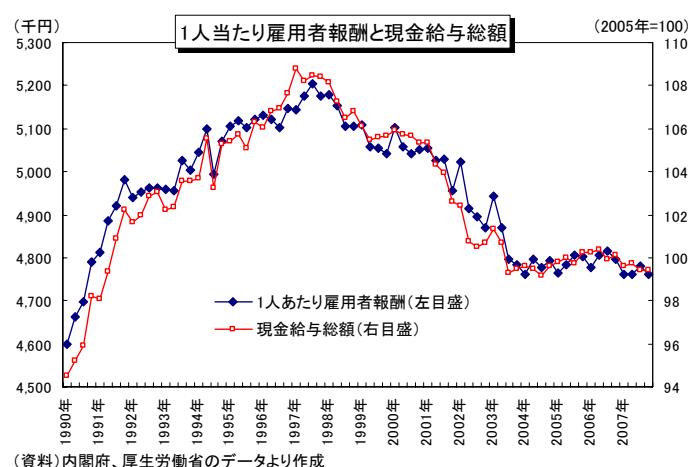
なお、07年12月から、米国経済指標は景気減速を示唆するものが増えており、住宅市場の調整やサブプライム問題が、個人消費や雇用などへ悪影響を及ぼし始めたとの見方が大勢となっており、IMFなどの国際機関や民間エコノミストらによる経済見通しは、米国を中心に先進国地域では下方修正が相次いでいる。米国経済の景気減

速化は、これまでの高成長の結果、自国の市場規模も拡大して自律性を高めていることから、米国経済が減速したとしても、その影響はそれほど受けず、力強い成長を保つことができるとする「デカッピング論」が有力視されていた。しかし、①米国経済が世界全体のGDPの約3割を占めており、しかも約2割が米国の個人消費であり、新興国の市場規模と比べて明らかに大きいこと、②日本と密接な関係にある



速は、直接的・間接的に日本の輸出を鈍化させるリスクが高い。加えて、潜在的な円高懸念も根強く、輸出企業の収益圧迫が現実化する可能性もある。08年度前半にかけて日本経済には外需という牽引役が不在となる可能性があり、それが民間企業設備投資に対する慎重姿勢を強まることになる。

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、11、12月と前月比マイナスは続いているが、06年夏場以降の調整局面を完全に脱しているわけではない。内閣府が集計した1~3月期見通しでは前期比+3.5%と3四半期連続のプラス予想となっているが、状況次第では前期比マイナスになる可能性もないわけではない(ちなみに、1~3月にかけて前月比+1.58%のペースで増加し続けなければ、前期比プラスは達成できない)。

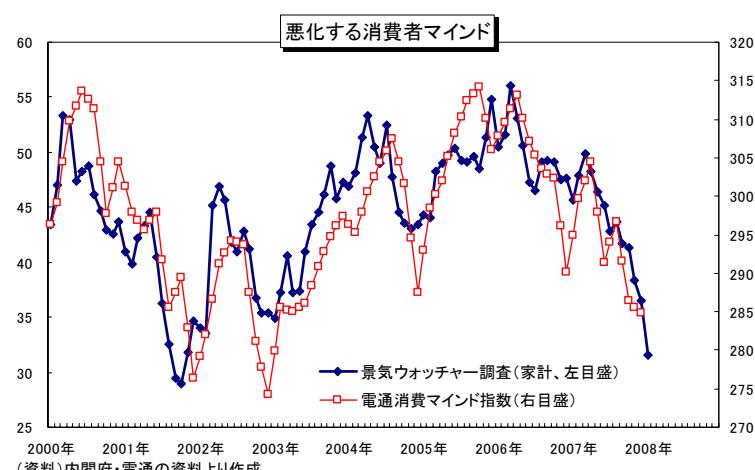


トタイム労働者比率の上昇が相殺てしまっているのである。とはいっても、新卒予定者に対する求人難やそれに対応した給与水準引き上げ、一部のパートタイム労働者の需給逼迫などを考慮すれば、先行き、賃金・賞与を通じた「企業から家計への波及」が徐々に強まる可能性はないわけではない。経験的には、失業率が3%台前半まで低下すれば、賃金上昇率が高まり始める可能性がある。ただし、そうした状況に至るまでには今しばらく時間が必要であろう。

また、最近の消費マインドの悪化は顕著であり、水準的に今回の景気回復局面の初期の状態にまで逆戻りしている。繰り返しになるが、購入頻度の高い生活必需品的な財・サービス価格の上昇が、賃金など所得が伸び悩む消費者のマインドに悪影響を及ぼしていることが推察される。また、米サブプライム問題の広がりに伴う世界的な株安も、マインド面の悪化につながった可能性もあるだろう。こうした消費マインドの悪化は、先行きの民間消費支出の抑制につながりやすい。

その反面、07年7~9月期以降、大幅減が続いた民間住宅投資には今後下げ止まりから持ち直しに転じる可能性がある。新設住宅着工戸数は07年6月までの半年間、年率125.9万戸のペースで推移してきたが、改正建築基準法施行後は、建築確認が厳格化し

一方、家計消費・所得環境は、12月の毎月勤労統計:現金給与総額が前年比▲1.7%と再びマイナスに転じるなど、依然として「企業から家計への波及」が進展していないことが示されている。同様に、10~12月期の国民所得統計:雇用者報酬も増加が見られなかった(実質ベースで前期比▲0.2%)。50歳前後までの年功賃金カーブは依然として右上がりの曲線を描いているように、一人一人の労働者の賃金も上がっていかないわけではないが、それを、労働力人口の高齢化やペー



たマンションなどを中心に激減し、8～9月には同70万戸弱まで落ち込んだ。なお、それ以降は、緩やかに回復が始まり、12月時点で同105万戸まで戻っている。進捗ベースでカウントするGDP統計では、着工統計とは多少の時間差を伴うものの、08年1～3月期の民間住宅投資は一定の下げ止まり感が醸成される可能性もある。ただし、落ち込む前の水準まで戻るには時間がかかる見込みであるほか、その間に住宅関連の耐久消費財の売れ行きが鈍る可能性もある。また、前述の改正建築基準法の施行に伴う混乱は、民間住宅以外の生産・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が出て着工が減少しており、先行きの設備投資の下押し要因として考慮に入れる必要があるだろう。

以上から、07年10～12月期の前期比+0.9%という高めの成長の後となる08年1～3月期は、これまでの牽引役であった輸出や設備投資の減速、民間消費の低迷継続などが見込まれ、「生産・所得・支出の循環メカニズム」の目詰まりが強まる結果、1～3月期のGDP成長率は前期比+0.1%(同年率+0.2%)と、潜在成長率を大きく下回る状態にまで減速するものと思われる。07年度の実質GDP成長率は+1.6%が見込まれる。これは、前回予測(07年12月時点では+1.2%)からは+0.4%ptの上方修正であり、今回の10～12月期の高成長に押し上げられた格好となる。また、08年1～3月期のGDPデフレーターは引き続き前期比マイナス状態が続くものと予想され、07年度としては前年比▲0.9%となる。名目GDP成長率は+0.7%と、06年度(+1.6%)から大きく鈍化する。こちらは前回予測(+0.8%)からは▲0.1%ptの下方修正となる。

08年度に入っても、日本経済は米国を中心とする海外経済の成長減速の影響を強く受ける状況には変わりはないだろう。とはいって、これまでの6年近くに及んだ景気拡大を原因に生じた歪みは、それほど大きいわけではない。一部ハイテク業種での在庫水準はやや過剰感はあるものの、現段階での企業の人員・設備不足感は先行き強まるとの予想は依然多く、潜在的な設備投資意欲は根強い。世界同時不況に陥るわけでもなく、輸出も増加テンポはかなり弱まるものの、前期比マイナス状態が数四半期続くということまでは想定していない。それを受け、民間企業設備投資も減少とはならず、緩やかながらも増加傾向は維持できるものと思われる。一方、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。

以上から、08年度の実質GDP成長率は同+1.5%と予測する。これらは、前回予測(07年12月時点で+1.7%)から▲0.2%ptの下方修正であり、かつ07年度見通しの数値を下回ることになる(なお、参考までに、民間住宅投資を除いたベースでの経済成長率を試算すると、07年度:+2.1%から08年度:+1.3%へ大きく減速することになる)。また、名目GDP成長率は+1.2%としたが、こちらも前回予測(+1.7%)から▲0.5%ptの下方修正である。GDPデフレーターは前年度比▲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09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10～12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想定)。

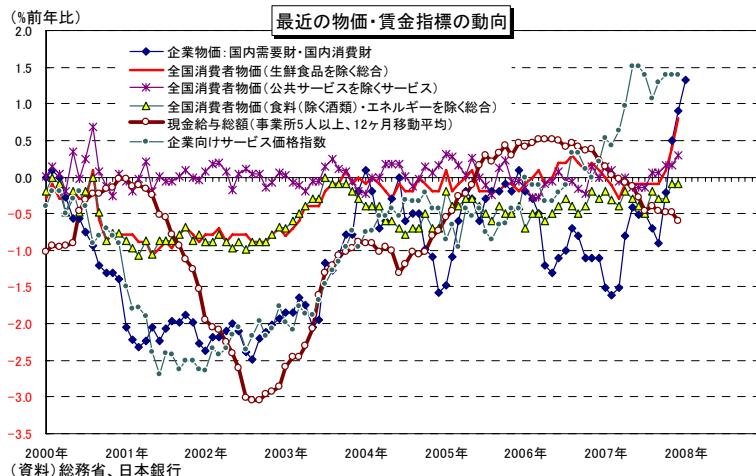
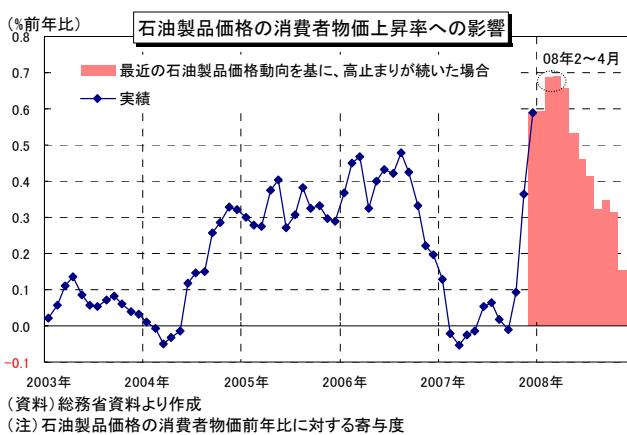
(2)物価見通し

国際商品市況の高騰を受けて、パン・麺類など小麦製品や食用油などを筆頭に、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が上昇傾向を強めてきた。特に、石油製品が最近の物価上昇の主因であり、今後の動向に注目する必要があるだろ。石油情報センターによれば、2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152.3円と、直近ピーク(07年12月10日:155.5円)から若干値下がりしたものの、水準自体はまだ高い。とはいって、石油元売り各社からガソリンスタンドへの卸値が引き上げられても、小売価格には下落圧力がかかっており、ガソリン高が需要減退を引き起こしている可能性は高い。なお、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、08年2~3月にかけて消費者物価の上昇率を更に+0.1%ptほど押し上げるが、その後は徐々にその効果が剥落していくことが予想される。

一方で、電気・ガス料金は4月には燃料・原料費調整制度に基づき、更に引き上げられることになっている。食料品についても、4月以降、政府の小麦売り渡し価格は+30%引き上げられることになっており、小麦製品は更に引き上げられることが濃厚である。これ以外にも、徐々に価格転嫁の動きが出てくる可能性もある。ただし、ハイテク家電など家庭用耐久財の価格下落圧力が根強いほか、そもそも民間消費の勢いが弱く、需給改善テンポが鈍いこともあり、物価押上げ効果は全体としてはそれほど高まらないだろう。

この動きを踏まえれば、08年2~3月にかけてコアCPIは前年比+1%程度まで上昇した後、年央・年末にかけてやや上昇率が縮小する可能性が高いだろう。07年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率は+0.3%、08年度は同+0.7%と予測する。



4. 金融政策・金融市場の見通し:

(1) 金融政策

市場参加者の利上げ観測は大幅に後退しており、一部には利下げを織り込む動きも散見されている。とはいっても現状では利下げを実施する可能性は決して大きくはないだろう。というのは、フォワード・ルッキング的手法(予見に基づく政策運営)を用いる日銀は、展望レポートとその中間評価で示す日銀独自の景気・物価見通しを基に、政策判断を行うことになっているが、依然として日銀は先行きの景気を楽観視するスタンス 자체は崩していないからである。

2月の金融経済月報では、「わが国の景気は、住宅投資の落ち込みなどから減速しているとみられるが、基調としては緩やかに拡大している。(中略)景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる。」との基調判断を示している。利下げに踏み切るためには、このシナリオ自体が軌道修正される必要があるが、そのためにはかなり大きなマイナス・ショックが日本経済に加わることなどが必要であろう。もちろん、日本経済が本格的に景気後退局面入りすれば、日銀も利下げに追い込まれる可能性があるが、これまで述べてきたとおり、当総研では「日本経済は厳しい状況が続くものの、なんとか景気後退は免れる」と考えており、利下げはない見通し。とはいっても実際に世界経済の減速傾向が強まり、日本の輸出が落ち込む事態も十分警戒すべきであり、いざというときには利下げ判断も躊躇するべきではないだろう。

なお、利上げに向けても、いくつものハードルをクリアする必要があるのはいうまでもない。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などによる米個人消費などへの悪影響が限定的となり、米国景気が徐々に持ち直していくとの確信が強まることがある。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年前半は大きく減速した状態が続くと見られる。また、金融資本市場の混乱や金融システム不安もその収束にはかなりの時間を要すると思われる。ただし、08年末にかけて、海外経済の悪化懸念が徐々に払拭され、日本の輸出・設備投資も徐々に回復に向かい始めれば、第3次利上げにむけた環境が整い始めるだろう。それゆえ、早くとも次回利上げは09年1~3月期と予想する。

なお、08年3月19日には、福井総裁、武藤・岩田の両副総裁の任期が切れることから、焦点の次期日銀総裁人事が注目されている。報道などでは、武藤副総裁の昇格の可能性が強まっているが、仮にそうなったとすれば、これまでの福井路線から大きく路線変更することはないだろう。つまりは、物価上昇率が低くとも、他に支障がなければ「金利の正常化」を優先する姿勢は受け継がれるということである。しかし、金融政策はあくまで「日本経済が物価安定下での安定的成長経路を辿る」ための手段であることを忘れるべきではない。「金利の正常化」を目指すのであれば、先に「経済・物価の正常化」を確保する必要がある。毎年の課題である「デフレからの完全脱却」を最優先する政策運営が望まれるところである。

(2) 金融市場の見通し

07年夏場以降、米サブプライム問題が広がりを見せ、世界的に「質への逃避」といったリスク回避的な様相が強まっている。こうした動きは、欧米当局による政策発動といったニュースで一旦は鎮静化するものの、震源である米サブプライム住宅ローンの延滞率上昇に歯止めがかかっていないこともあり、折りに触れて表面化する可能性が残っており、更なる金融機関の損失の拡大も十分想定される。

こうした事態を受けて、インフレ懸念が残る中、米 FRB は 07 年 9 月から 08 年 1 月までの約 4 ヶ月の短期間に合計 2.25% の政策金利引き下げを決定するといった大胆な金融緩和措置に乗り出している。バーナンキ FRB 議長は、必要があれば更なる利下げも検討することを示唆しており、当総研では 08 年半ばにかけて更に 1% 強の利下げも予想されている。こうした前提条件や、これまで述べてきたような景気・物価見通しと日銀の金融政策見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようないシナリオが見込まれる。

まず、株価であるが、08 年明け後は、米国経済指標の悪化や米主要金融機関の損失見込み額の更なる拡大などを受けて、日経平均株価は昨年来安値を更新し続け、一時 12,500 円台まで下落するなど、軟調な展開が続いた。その後、米政権による減税など景気刺激策の公表や米 FRB による大幅利下げなど、一連の政策発動により、世界的な株価の下落が食い止められ、2 月にかけて株価が持ち直す場面も見られた。なお、当面は、金融市場が不安定な状況が続く可能性があり、再び下値を模索する場面も十分考えられる。また、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も、株価抑制要因となるだろう。徐々に下値を固める動きが出てくるだろうが、その後も上値が重い展開が続く可能性が高い。

長期金利(新発 10 年国債利回り)は、08 年明け後は 1.5% 割れが常態化するなど、低金利状態が続いている。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。イールドカーブも 2 年ゾーンまでは政策金利水準とほぼ等しい 0.5% 台となるなど、次回利上げ時期が大きく後ずれし、かつその後の利上げペースも非常に緩やかなものと市場参加者が認識している可能性が高く、その認識を打ち崩すようなサプライズがない限り、長期金利水準が上昇を開始することはないと予想される。

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と予想される。対ドルレートについては日本銀行が当面は政策金利水準を据え置くとしても、08 年前半は米 FRB の利下げフェースが継続し、最終的に 1.75% 程度まで引き下げるものと予想している。このような日米金利格差の大幅縮小見通しから、年央にかけて円高が進行していくものと予想する。1 ドル = 100 円割れとなる事態もありうるだろう。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、欧州の政府サイドにはユーロ高を懸念する意見も多い。一方で、ECB としては、インフレ懸念が根強く残っていることから追加利上げ意欲はあるものの、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。ただし、これまでのユーロ高を多少修正する可能性もあり、対ユーロレートは 1 ユーロ = 150 円前後での展開が予想される。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2008年				
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.505	0.50	0.50	0.50	0.50
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.847	0.80～0.95	0.80～0.95	0.85～1.00	0.90～1.10
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 (%)	1.455	1.25～1.55	1.30～1.60	1.35～1.65	1.45～1.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.3	95～110	95～110	95～110
	対ユーロ (円/ユーロ)	158.2	147～162	145～160	145～160
日経平均株価 (円)	13,622	13,000±1,000	13,500±1,000	13,750±1,000	14,500±1,000

(資料) NEEDS-FinancialQuest データベース、Bloomberg より作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注) 無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は 2008 年 2 月 15 日時点。予想値は各月末時点。

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	%	2.4	1.6	0.3	1.3	1.5	0.4	1.2
民間需要	%	2.6	0.6	▲ 0.4	0.4	1.1	0.4	1.1
民間最終消費支出	%	1.7	1.3	0.5	0.3	0.4	0.1	0.5
民間住宅	%	0.2	▲ 14.2	▲ 8.9	▲ 16.9	6.1	11.0	8.9
民間企業設備	%	5.7	1.5	▲ 1.2	4.2	3.0	▲ 0.1	2.7
公的需要	%	▲ 1.8	0.1	▲ 0.1	0.1	0.3	▲ 0.0	0.3
政府最終消費支出	%	0.1	0.8	0.5	0.7	0.8	0.2	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 9.1	▲ 3.0	▲ 2.7	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 1.3	▲ 1.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.6	27.9	26.0	29.9	31.5	30.8	32.3
輸出	%	8.4	8.8	4.4	6.3	5.1	1.3	3.2
輸入	%	3.1	1.5	1.0	0.4	1.6	0.5	1.9
内需寄与度 (前期比)	%	1.6	0.4	▲ 0.3	0.4	0.9	0.3	0.8
民間需要 (〃)	%	2.0	0.4	▲ 0.3	0.4	0.9	0.3	0.7
公的需要 (〃)	%	▲ 0.4	0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1
外需寄与度 (〃)	%	1.4	1.1	0.5	0.7	0.6	0.2	0.3
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.7	0.2

(前年同期比)

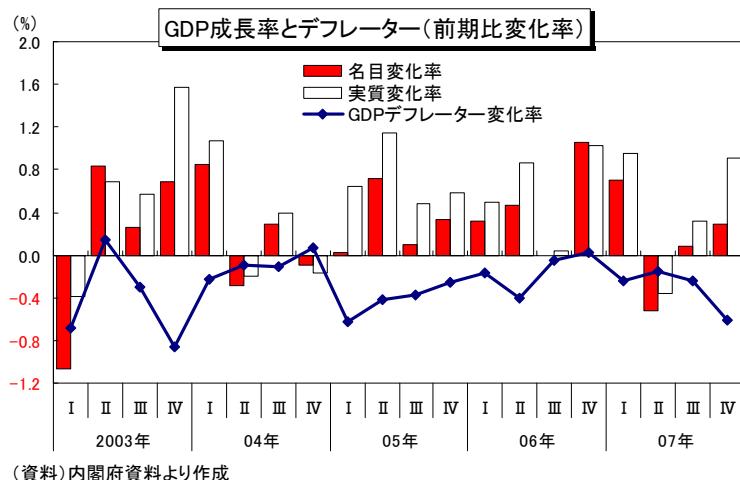
	単位	2006年度 通期	2007年度			2008年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.6	0.7	1.3	0.2	1.2	0.8	1.7
実質GDP	%	2.4	1.6	1.8	1.4	1.5	1.5	1.4
民間需要	%	2.6	0.6	0.8	0.1	1.1	0.9	1.4
民間最終消費支出	%	1.7	1.3	1.5	0.8	0.4	0.3	0.5
民間住宅	%	0.2	▲ 14.2	▲ 7.2	▲ 21.0	6.1	▲ 3.7	17.3
民間企業設備	%	5.7	1.5	0.5	2.5	3.0	3.6	2.4
公的需要	%	▲ 1.8	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	0.1	0.8	0.5	1.2	0.8	0.9	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 9.1	▲ 3.0	▲ 0.5	▲ 4.5	▲ 2.7	▲ 3.1	▲ 2.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.6	27.9	26.0	29.9	31.5	30.8	32.3
輸出	%	8.4	8.8	8.2	9.4	5.1	6.2	4.1
輸入	%	3.1	1.5	1.5	1.5	1.6	1.0	2.1

国内企業物価 (前年比)	%	2.0	2.1	1.6	2.7	2.1	2.5	1.7
全国消費者物価 (〃)	%	0.1	0.3	▲ 0.1	0.7	0.7	0.8	0.6
完全失業率	%	4.1	3.8	3.8	3.9	3.8	3.9	3.8
鉱工業生産 (前年比)	%	4.7	2.7	2.8	2.6	1.4	1.8	1.0
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	25.3	12.7	12.6	23.1	11.7	11.4
貿易収支	兆円	10.2	12.5	6.3	6.2	11.0	5.7	5.3
為替レート(前提)	ドル/円	116.9	114.7	119.3	110.1	103.8	102.5	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	75.9	67.9	83.9	82.5	82.5	82.5

(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

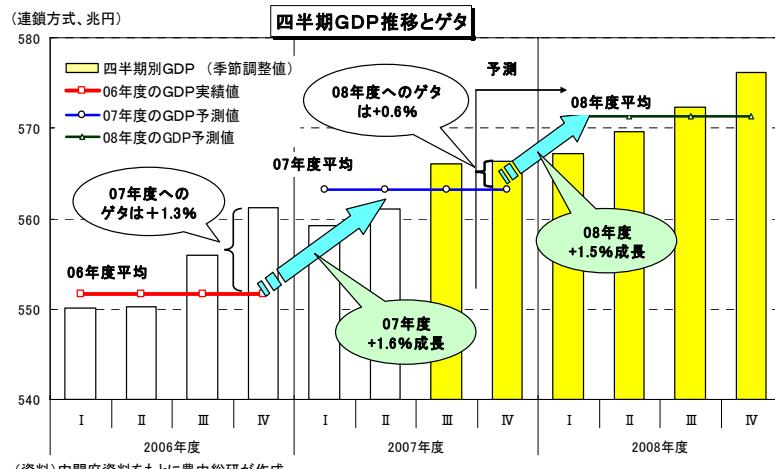
- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値 ÷ 物価指数（デフレーター）= 実質値」となっており、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ GDP デフレーターは、06年10～12月期に前期比横ばいと、一時マイナスが消えたものの、その後は再び水面下での推移となり、07年10～12月期は同▲0.6%とマイナス幅が拡大した。この動きから見て、デフレ脱却の動きが順調には進んでいないことは確かであるものの、国内的に再びデフレ圧力が強まっていると判断するのは早計だろう。
- ◆ 10～12月期には円高進行などもあり、輸出デフレーターの下落率が拡大した一方で、国際商品市況の再騰により輸入デフレーターの上昇率が再び高まっている。これを受けて、徐々に価格転嫁の動きが強まっている民間消費デフレーターは前期比+0.2%と、プラスに転じたものの、建築着工の激減の影響を受けた民間住宅や民間設備投資のデフレーターは、それまでのプラス基調だったものが、一転マイナスとなってしまった（前期比でいずれも▲0.2%）。なお、これらのデフレーターの下落幅拡大は一時的な特殊要因によるものと考えられる。建築着工は徐々に持ち直しの動きが見られており、今後はGDP デフレーターも下げ止まりの動きが強まるものと思われる。



(資料)内閣府資料より作成

【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+1.3%であった。当総研の08年1～3月期のGDP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+0.3%にとどまる予測される。
- ◆ また、同じく当総研の07年度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+1.5%と予測しているが、これは、08年度内に+0.9%成長すること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

欧洲経済の状況(予測の前提)

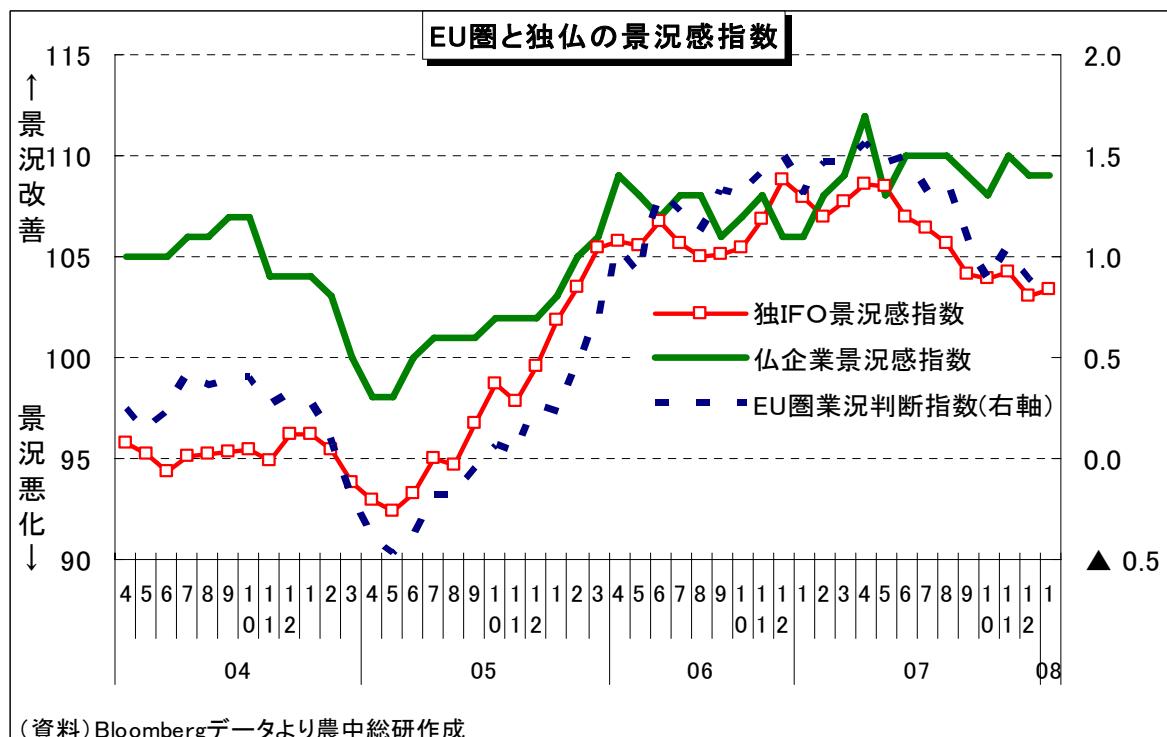
→ 見通し
(前年比:%)

主要国実質GDP成長率の実績と見通し

	2004	2005	2006	2007	2008
ユーロ・ゾーン	2.1	1.7	2.9	2.7	1.8
	ドイツ	2.4	0.8	2.9	2.5
	フランス	2.3	1.7	2.2	1.8
	イタリア	1.0	0.2	1.9	1.8
英 国	3.3	1.8	2.9	3.1	1.8
B R I C s	中国	9.8	10.4	10.7	11.4
	ロシア	7.2	6.4	6.7	7.5
	インド	8.4	8.3	9.2	8.6
	ブラジル	5.7	3.1	3.7	5.2
南アフリカ	4.9	5.0	5.3	4.8	4.6

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



付表2

中国経済の状況(予測の前提)

