

2008年度経済見通し

# 年後半の持ち直しが期待される2008年

—2007年度は1.5%、2008年度は2.1%成長—

日本経済は、指標上は息の長い景気拡大局面にある。しかし、住宅着工の急落、原材料価格上昇による中小企業の業況感の悪化、個人消費の出遅れなどから、内需を中心に足踏み状態となっている。2007年度後半は、米国経済の減速が確実視されており、2007年度は1.5%と低めの成長となる。

2008年度も前半は足踏み状態が続くものの、後半には、米国経済の持ち直し、住宅着工の反動増もあり、2008年度通算では2.1%成長と低いながらも景気拡大が続くだろう。

下振れリスクが増大するなか、2008年は日本経済の耐久力が試される年になる。

2007年12月



## 株式会社 旭リサーチセンター

東京都千代田区内幸町1-1-1 (帝国ホテルタワー)

電話 (03) 3507-2406 (代)

このレポートの担当

常務取締役

研究員

お問い合わせ先

E-mail matsuo.tf@om.asahi-kasei.co.jp

imamura.hb@om.asahi-kasei.co.jp

松尾 隆

今村 弘史

03-3507-2406

<本レポートのキーワード>

経済見通し、世界経済、日本経済、景気拡大、サブプライムローン、金融市場、原油価格

(注)本レポートは、ARCホームページ (<http://www.asahikasei.co.jp/arc/index.html>) から検索できます。

このレポートの担当

常務取締役 松尾 隆

研究員 今村 弘史

お問い合わせ先 03-3507-2406

E-mail [matsuo.tf@om.asahi-kasei.co.jp](mailto:matsuo.tf@om.asahi-kasei.co.jp)

[imamura.hb@om.asahi-kasei.co.jp](mailto:imamura.hb@om.asahi-kasei.co.jp)

## まとめ

### 1．世界経済の現状と展望：底堅い成長が続くものの、先行き不透明感広がる

IMFの予測では、2007年の世界経済は5.2%成長と、金融市場の混乱があったにもかかわらず、順調な成長が見込まれている。

2008年も、若干減速するものの4.8%の安定成長を予測している。減速の主因は、米国経済の見通しが大幅に下方修正（0.9%）されたことだが、他の先進国、新興国の修正幅は小幅に止まっている。果たして、米国の落込みをどの程度、新興国、資源国が補えるか、世界経済の先行きに不透明感が広がりつつある。

### 2．日本経済の現状と展望：遅れる家計への波及、高まる下振れリスク

日本経済は、指標上は2002年1月を底とする戦後最長の景気上昇局面にある。しかし景気拡大を主導しているのは専ら外需であり、家計部門への波及は力強さに欠ける状況が続いている。これに、2007年度後半は、金融市場の混乱による株価の下落・円高進展、建築基準法改正に伴う審査手続き厳格化による住宅着工の急落、原油価格の高騰による原材料価格の上昇などが加わり、景気は足踏み状態となっている。救いは、東アジア、新興国、資源国向け輸出に支えられ、生産、設備投資が堅調を保っていることだ。

先行きについては、米国の減速が確実視されており、2008年前半は、足踏み状態が続く。しかし、年後半には住宅着工が元の水準に持ち直すことに個人消費の回復が加わり足踏み状態を脱していくことが期待される。ただ、米国経済の回復テンポ、原油価格の動向など下振れリスクは確実に高まっており、先行きについては楽観できない。

### 3．2008年世界経済の攪乱要因：サブプライムローン問題

2007年夏に発生した、米国サブプライムローン問題による金融市場の混乱は、米国から欧州、日本へと飛び火したが、各国中央銀行の早急な対応もあり、一先ず鎮静化している。今回の問題は、世界的な過剰流動性から生じたリスク選好型投資が混乱を大きくしており、今後はリスクの再評価と金融市場の正常化が進んでいくであろう。

サブプライムローン問題の実体経済への影響は、今のところ軽微であるものの、今後は様々な経路を通して悪影響を及ぼす可能性があり、2008年の世界経済にとって大きな攪乱要因となってくる。

# 目 次

はじめに：下振れリスク増幅の中、外需頼み続く日本経済	1
1．世界経済の現状と展望 景気減速懸念強まる	2
(1) 世界経済の現状 - 安定成長も先行きは下方修正相次ぐ	2
(2) 米国経済 - 住宅市場の調整が消費に波及し景気減速へ	2
(3) 欧州経済 - 2008年は拡大ペースが鈍化	3
(4) 中国経済 - 10%超の高成長が続く	4
(5) N I E S、A S E A N 経済 輸出は増加基調を維持	5
2．日本経済の現状 景気拡大が続く中、先行き不透明感広がる	6
(1) 景気の状態 内需は低迷、輸出頼みの成長続く	6
(2) 2007年7～9月期は前期比0.4%成長	6
(3) 主要経済指標の動向	7
生産関連指標 増加傾向続くが、海外経済がリスク要因	7
物価関連指標 消費者物価はマイナス基調続く	8
個人消費関連指標 調査により内容は異なるが、勢いは感じられず	8
投資関連指標 設備投資は緩やかに増加、住宅投資は大幅減少	9
雇用関連指標 改善傾向は頭打ち状態	9
輸出入関連指標 輸出は増加傾向、輸入は減少傾向	9
金融関連指標 米国経済減速懸念から円高進む	10
企業関連指標 売上高は増加も伸び率鈍化、経常利益は減益に	10
景気ウォッチャー調査 家計、企業、雇用すべてが弱含み	10

3 . 世界経済の攪乱要因となる金融市場の混乱	12
( 1 ) 2007 年の世界経済を動揺させた金融市場の混乱	12
( 2 ) サブプライムローンの概要と問題点	12
サブプライムローンの特徴：借り手側から見た特徴	12
サブプライムローンの特徴：投資家から見た特徴	13
サブプライムローン問題拡大の背景	13
( 3 ) 金融市場混乱はリスク再評価の始まり	14
( 4 ) 2008 年の世界経済に与える影響	15
4 . 2008 年度経済見通し　リスク増大の中、景気拡大は持続	16
( 1 ) 前提条件	16
米国経済は減速するも景気後退には陥らず	16
金融政策は、2008 年度中に 2 回の利上げ	16
原油価格は 80 ドル/バレル前後で推移	16
為替相場は年度平均で 100～120 円/ドル	16
( 2 ) 2008 年度経済見通し　下振れリスクはあるが、景気拡大は維持	17
2007 年度は 1.5% 成長　景気拡大の踊り場状態続く	17
2008 年度は 2.1% 成長　踊り場を脱し、緩やかな景気拡大が続く	17
( 3 ) 2008 年の日本経済にとっての 6 つのリスク	18
米国経済減速の長期化・深刻化	18
住宅投資減少の長期化	18
原油価格の動向	19
賃金減少幅の拡大	19
金融市場動揺の再燃	20
「ねじれ国会」の下での経済政策の停滞	20

## はじめに：下振れリスク増幅の中、外需頼み続く日本経済

2007年は予想外の出来事が続いた1年だった。

7月の参議院選挙で与党が勝利していれば、年度後半には、消費税率引上げなど抜本的な税制改革に取り組むはずであったが、与党の大敗によるねじれ国会の誕生で立法機能はマヒ状態だ。2008年には、総選挙により改めて民意を問う機会が訪れると思われるが、その結果、ねじれ状況が解消する保証はない。

景気も予想外の展開だ。年度後半には、景気回復が個人消費に波及し前半の足踏み状態を脱するはずだったが、輸出頼みの状況が続き、米国の状況によっては、年度後半はさらに減速する可能性が高まっている。金融の正常化も遅れている。年度内に2回程度の引上げがあると予想されていたが、世界的な金融市場の混乱もあり、金利上げのメドは立たない。さらに、耐震偽装問題から建築基準法が改正されたが、準備不足から、住宅着工が大幅に落ち込んでいる。原油価格も予想外に高騰しており100ドル/バレルも目前となっている。原材料価格上昇は中小企業の収益を圧迫しており、ガソリン、食品価格など必需的な消費財の値上がりも消費者マインドを悪化させている。

2008年の日本経済の最大のポイントは、前半に確実視される米国の減速に代わって、新興国・資源国がどの程度世界的な需要の下支えできるかであり、輸出頼みの状況が続く。輸出頼みの景気は、大企業製造業中心であり、07年の参議院選挙の勝敗を分けた格差問題是正には効果が薄い。景気回復の実感が乏しいなか、ねじれ国会で行財政改革の先送り、選挙対策のバラマキが行われるなら、日本経済への失望が高まり、株式市場、為替などの混乱も予想される。

2008年は、こうした逆風の中、戦後最長の景気拡張期間をさらに更新することができるのか、日本経済の実力が試される年になる。政治的にも、予想される総選挙の実施、北海道洞爺湖サミットの開催、ポスト京都議定書に向けた地球温暖化対策の新たな枠組みの構築などこれからの日本の進路を左右し、グローバル化した世界での日本の経済社会のあり方が問い直される年となる。

I M F の経済予測 ( 2007年10月 )

実質経済成長率

(%)

	実績見込 予測				修正幅(2007.4予測)	
	2005	2006	2007	2008	2007	2008
世界計	4.8	5.4	5.2	4.8	-	-0.4
先進国計	2.5	2.9	2.5	2.2	-0.1	-0.6
米国	3.1	2.9	1.9	1.9	-0.1	-0.9
日本	1.9	2.2	2.0	1.7	-0.6	-0.3
EU	2.0	3.2	3.0	2.5	-0.1	-0.3
ドイツ	0.8	2.9	2.4	2.0	-0.2	-0.4
フランス	1.7	2.0	1.9	2.0	-0.3	-0.3
イタリア	0.1	1.9	1.7	1.3	-0.1	-0.4
英国	1.8	2.8	3.1	2.3	0.2	-0.4
アジアNIEs	4.7	5.3	4.9	4.4	0.1	-0.4
発展途上国計	7.5	8.1	8.1	7.4	0.1	-0.2
中国	10.4	11.1	11.5	10.0	0.3	-0.5
ASEAN 4	5.1	5.4	5.6	5.6	0.2	-0.1
インド	9.0	9.7	8.9	8.4	-0.1	-
ロシア	6.4	6.7	7.0	6.5	-	-0.3
ブラジル	2.9	3.7	4.4	4.0	-	-0.2

( 出所 ) IMF World Economic Outlook 2007.10

O E C D の経済予測

経済成長率 ( 実質 GDP )	前年比 ( % )		
	2007	2008	2009
米国	2.2	2.0	2.2
日本	1.9	1.6	1.8
ユーロ圏	2.6	1.9	2.0
O E C D 全体	2.7	2.3	2.4

( 出所 ) OECD Economic Outlook No.82 2007.12

## 1 . 世界経済の現状と展望 - 景気減速懸念強まる

### ( 1 ) 世界経済の現状 - 安定成長も先行きは下方修正相次ぐ

2007年の世界経済は、米国のサブプライムローン問題に端を発した金融市場動揺などの逆風の中、堅調な成長が続いている。

10月に発表されたIMFの経済予測によると、2007年の世界経済は、5.2%の順調な成長が見込まれている。07年後半はサブプライムローン問題による金融市場の動揺といったマイナス要因があったものの、新興国の高成長にも導かれて、世界経済は安定成長を達成する見込みである。08年についても、世界全体の成長率は4.8%と減速するものの順調に成長する予測となっている。

今回のIMFの予測で注目されるのが、米国の成長率が07年、08年とも1.9%に止まることを始め、先進国・途上国とも軒並み下方修正されているにもかかわらず世界全体では5%前後の成長は維持できるとしている点だ。新興国・資源国の需要が米国の減速を補うことができるかが、08年世界経済の注目点だ。

### ( 2 ) 米国経済 - 住宅市場の調整が消費に波及し景気減速へ

GDPベースで見ると、2007年7～9月期の米国経済は予想外の堅調な成長となったものの、住宅市場の調整の長期化が徐々に個人消費に暗い影を落とし始めている。こうした状況を受け、FRB（連邦準備制度理事会）は、2007年9月に4年ぶりとなるFFレートの引下げを実施した。引下げ幅を、市場予測の0.25%を上回る0.5%としたところに、景気減速を食い止めるFRBの強い決意が窺えるが、原油価格高騰が景気減速に拍車をかけ、10月、12月と0.25%の再利下げを実施している。

2007年に入ってから米国経済の推移をGDP統計でみると、2007年1～3月期は、個人消費は好調だったものの、住宅投資が大幅に落ち込み、更に輸出も大幅に減速した結果、年率0.6%の低成長となった。しかし4～6月期に入ると、個人消費の減速を設備投資の大幅な伸びがカバーし、輸出の増加・輸入の減少により外需の寄与度が高まった結果、年率3.8%の高成長に復帰した。7～9月期は、住宅投資のマイナス幅が拡大し6



### 米国実質GDPの推移

	2006年 2007年							(改定値)	(速報値)
	2004年	2005年	2006年	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月		
実質GDP成長率	3.6	3.1	2.9	2.1	0.6	3.8	4.9	3.9	
個人消費	3.6	3.2	3.1	3.9	3.7	1.4	2.7	3.0	
民間住宅投資	10.0	6.6	4.6	17.2	16.3	11.8	19.7	20.1	
民間設備投資	5.8	7.1	6.6	1.4	2.1	11.0	9.4	7.9	
民間在庫投資	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(1.3)	(0.7)	(0.2)	(1.0)	(0.4)	
政府支出	1.4	0.7	1.8	3.5	0.5	4.1	3.9	3.7	
純輸出	(0.7)	(0.2)	(0.1)	(1.3)	(0.5)	(1.3)	(1.4)	(0.9)	
輸出	9.7	6.9	8.4	14.3	1.1	7.5	18.9	16.2	
輸入	11.3	5.9	5.9	1.6	3.9	2.7	4.3	5.2	

(注) 暦年は前年比。四半期は前期比年率。2007年7~9月期は改定値。( )は寄与度。  
(出所) 米国商務省

### 米国主要経済指標

	2006年 2007年							2007年		
	2004年	2005年	2006年	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	8月	9月	10月
鉱工業生産(前期比%)	2.5	3.2	3.9	0.4	0.3	0.9	1.0	0.1	0.2	0.5
設備稼働率(%)	78.1	80.2	81.7	81.5	81.3	81.7	82.1	82.2	82.2	81.7
小売売上高(前期比%)	6.1	6.6	6.2	0.2	1.5	1.3	1.0	0.1	0.7	0.2
乗用車販売(年率万台)	751	767	778	762	758	768	734	736	746	752
住宅着工(年率千戸)	1,950	2,073	1,818	1,555	1,461	1,465	1,296	1,347	1,193	1,229
失業率(%)	5.5	5.1	4.6	4.5	4.5	4.5	4.7	4.6	4.7	4.7
雇用者増加数(千人) (非農業部門)	124	179	209	170	165	139	99	93	96	166
卸売物価上昇率	3.6	4.8	3.0	0.3	1.9	3.5	3.5	2.2	4.4	6.1
消費者物価上昇率	2.7	3.4	3.2	1.9	2.5	2.7	2.4	2.0	2.8	3.5
金利(FFレート) %	1.35	3.21	4.96	5.25	5.26	5.25	5.07	5.02	4.94	4.76
"(政府10年債) %	4.27	4.29	4.79	4.63	4.68	4.85	4.73	4.67	4.52	4.53
貿易収支(季調)億ドル	6654	7816	8360	2046	1997	2045	2022	674	665	
対日収支(季調前) "	752	827	884	236	206	196	209	67	62	

各指標の数字は、2007年12月7日時点で入手可能なデータに基づく。

四半期連続の二桁減となったものの、個人消費は堅調さを保ち、輸出の大幅な増加もあって、年率4.9%と2四半期連続で3%超の高い成長を達成している。

最近発表された主要経済指標を見ると、10月の鉱工業生産は、金融不安が生産活動に影響を与えた結果、前月比 0.5%減と9ヵ月ぶりの大幅な落ち込みとなった。小売売上高は4ヵ月連続で増加したものの伸びは大きく鈍化し、年末商戦を前にして個人消費の減速傾向が鮮明になってきている。またガソリン価格の上昇や住宅市場の不振などから新車販売も低迷し、2007年の販売台数は10年ぶりの最低水準になると見られており、2008年はさらに落ち込むものと予想されている。ガソリン価格高騰や乱高下する株価は消費者心理も冷やしており、消費者信頼感指数は過去2年で最低水準にまで悪化している。住宅市場については、住宅着工戸数の減少が続き、住宅在庫も過去40年間で最大規模にまで達するなど不振が続いている。一方、雇用情勢は悪化傾向に歯止めがかかっており、消費の減速を下支えするものと期待されている。

こうしたことから、2007年後半から2008年にかけての米国経済は、個人消費の低迷から景気が減速していくことが確実視されている。再び安定成長に戻るのは、住宅市場の調整が一段落する2008年後半以降と見られるが、原油価格の更なる高騰、サブプライム問題にからむ米国金融機関の巨額損失、住宅市場正常化の遅れなどのリスク要因が顕在化すれば、米国経済の回復は2009年以降に後ずれする可能性もある。

### (3) 欧州経済 - 2008年は拡大ペースが鈍化

欧州経済は堅調な景気拡大が続いている。ユーロ圏の2007年7～9月期の実質成長率は0.7%（年率2.6%）と4～6月期を上回る成長となった。中東欧のEU新規加盟国向けの輸出や活発な設備投資が景気を主導し、雇用情勢の好転を背景に個人消費も緩やかに拡大を続けている。

一方、2007年夏に発生した、米国サブプライムローン問題による金融市場の動揺は、欧州の金融機関にも影響を及ぼし、収益の低下や破綻、取り付け騒ぎなどにまで発展した。こうした混乱の中、ECB（欧州中央銀行）は9月に予定されていた利上げを見送り、10、12月にも金利据置きを決定している。

## 欧州委員会の経済見通し

(実質GDP成長率、単位：%、2006年までは実績)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ドイツ	0.2	1.1	0.8	2.9	2.5	2.1
フランス	1.1	2.5	1.7	2.0	1.9	2.0
イタリア	0.0	1.2	0.1	1.9	1.9	2.0
ユーロ圏	0.8	2.0	1.5	2.8	2.6	2.2
イギリス	2.8	3.3	1.8	2.8	3.1	2.2
EU-27	1.3	2.5	1.8	3.0	2.9	2.4

(出所) European Commission 「Economic Forecast Autumn 2007」 (2007.11)

2008年は、世界経済の減速やユーロ高などから、輸出の伸びが鈍化していくものと見込まれる。また米国経済の先行きに対する不透明感から、企業の設備投資も慎重になると見られ、2008年の欧州経済は、2%前後の成長率にまで減速していくであろう。もっとも雇用環境の改善が進んでいることから、個人消費は底堅く推移するものと見られ、金融市場の更なる混乱がなければ、潜在成長率を大きく下回る成長にまで減速する可能性は少ないであろう。

#### (4) 中国経済 - 10%超の高成長が続く

中国経済は、2007年1～9月期の実質成長率が11.5%となった結果、2007年も10%超の高成長となることが確実となった。これで2003年から5年連続で二桁成長を記録したことになる。

高成長の原動力は引続き輸出と設備投資である。1～9月の貿易黒字額は、過去最高を記録した2006年を既に上回り、急速な伸びを続けている。また1～9月の固定資産投資も前年同期比26.7%増と大幅に増加している。

一方、最近では急激な物価上昇が問題になりつつある。2007年9月の消費者物価指数は前年同月比6.2%増と、2ヵ月連続で6%超の上昇となった。現在のところ物価上昇は食料品に限られているものの、都市と農村の経済格差が広がる中で、貧困層の消費支出の大きな部分を占める食料品価格の値上がりは、中国社会の不安定要因になりかねず注意が必要である。

2008年の中国経済は、8月に北京五輪があることもあり、年前半は固定資産投資を中心に過熱気味に推移するであろう。北京五輪後は、投資はさすがにピークアウトするものと考えられるが、年後半には米国経済の回復が見込めることから、輸出の増勢が再び強まり、2008年通算では6年連続で10%超の成長は達成するものとする。

2008年の中国にとっての課題は、世界で広がっている中国製品の安全性への不安にどう対処していくかである。これについての対応を誤ると、米中貿易摩擦が米国大統領選挙での主な争点になる可能性もあり、輸出規制や元切上げ圧力の高まり、中国製品回避の動き(チャイナ・フリー)が進む恐れがある。

## A D B ( アジア開発銀行 ) の経済見通し

( 実質 G D P 成長率、単位：%、2006年までは実績 )

	2004	2005	2006	2007	2008
東アジア	8.4	8.3	9.0	8.9	8.7
中国	10.1	10.4	11.1	11.2	10.8
香港	8.6	7.5	6.9	6.0	5.4
台湾	6.2	4.1	4.7	4.6	4.5
韓国	4.7	4.2	5.0	4.6	5.0
東南アジア	6.4	5.6	6.0	6.1	6.1
シンガポール	8.8	6.6	7.9	7.5	6.0
マレーシア	6.8	5.0	5.9	5.6	5.7
タイ	6.3	4.5	5.0	4.0	5.0
インドネシア	5.0	5.7	5.5	6.2	6.4
フィリピン	6.4	4.9	5.4	6.6	6.0
ベトナム	7.8	8.4	8.2	8.3	8.5

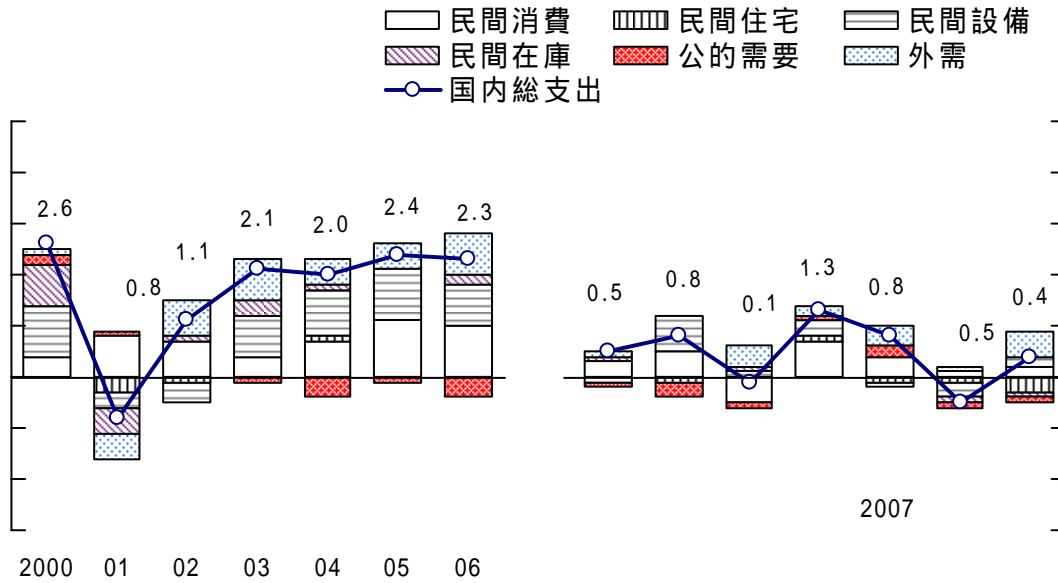
( 出所 ) A D B 「Asian Development Outlook 2007 Update」 ( 2007.11 )

( 5 ) N I E s、 A S E A N 経済 - 輸出は増加基調を維持

N I E s、 A S E A N 諸国では、2006年半ばから2007年前半にかけては I T 関連品の世界的な在庫調整の影響で輸出が伸び悩んだが、在庫調整の終息に伴い2007年半ば以降は輸出の回復が見られる。2007年初のWindows Vista発売は、発売直後は想定していた程の需要増には繋がらなかったが、その後は徐々にではあるが買い換え需要が見られ、 I T 関連品の輸出拡大に寄与している。

2008年は、米国を始めとする先進国経済の減速といったマイナス要因はあるものの、新興国向け輸出や北京五輪開催によるテレビ買い替え需要などが下支えすることにより、大きな輸出鈍化にはならない見込みである。

実質国内総支出と内外需別寄与度の推移（前期比）



GDP実績・伸び率（前期比、%）

	2005年度 実績		2006年度 実績		2006/ 7-9	10-12	2007/ 1-3	4-6	7-9
	兆円								
名目GDP	493.5	1.0	1.6	0.1	1.3	0.5	0.5	0.2	
実質GDP	540.8	2.4	2.3	0.1	1.3	0.8	0.5	0.4	
民間消費	302.5	1.9	1.7	0.9	1.2	0.6	0.2	0.3	
民間住宅	18.4	1.2	0.2	0.9	1.9	1.6	3.8	7.9	
民間設備	83.6	6.7	5.6	0.4	1.9	0.4	1.7	1.1	
民間在庫	1.5	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	
政府消費	94.6	0.8	0.1	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	
公共投資	23.2	5.6	9.2	5.0	3.0	4.9	4.6	2.3	
輸出	75.8	9.0	8.2	2.2	1.0	3.2	1.0	2.6	
輸入	58.7	5.8	3.0	0.2	0.3	1.0	0.7	0.2	
国内需要	523.7	(1.9)	(1.5)	(0.5)	(1.1)	(0.4)	(0.5)	(0.1)	
民需	405.7	(2.0)	(1.9)	(0.3)	(1.0)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	
外需	17.1	(0.5)	(0.8)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	

注：（ ）内は対前期寄与度  
出所：内閣府「四半期別GDP速報」

## 2 . 日本経済の現状 - 景気拡大が続く中、先行き不透明感広がる

### ( 1 ) 景気の現状 - 内需は低迷、輸出頼みの成長続く

日本経済は息の長い景気拡大局面が続いているが、景気の上昇速度としては、時々一時停止しながら緩々と拡大しているような状況であり、加速感が感じられない状況が続いている。

景気拡大が長期に渡る割には好景気の実感が感じられないのは、今回の景気拡大が主に外需主導の拡大であることが大きな理由としてある。特に2007年度に入ってからはその傾向が強まり、内需の伸びは鈍化し輸出頼みの成長の構図が鮮明となっている。

内需が伸び悩んでいる要因としては、雇用の大半を占める内需型の中小企業の業況が、原材料価格上昇による中小企業の収益悪化 従業員一人当りの給与所得の低迷 国内の個人消費不振 中小企業の収益悪化、といった負のスパイラルに陥っていることが大きい。さらに、耐震偽装問題を起因とする建築基準法の申請手続き厳格化による住宅投資の急激な落ち込み、海外経済不透明感増大による企業の設備投資の鈍化、といった要因が加わり、内需に勢いがいない状況が続いている。

この一方、旺盛な新興国需要を背景に輸出は順調に拡大している。GDPベースで見ると、輸出は10四半期連続で前期比プラスで推移しており、今回の景気拡大局面が外需主導によるものであることを示している。

### ( 2 ) 2007年7～9月期は前期比0.4%成長

2006年度の日本経済は、個人消費、設備投資、輸出が順調に増加した結果、実質成長率2.3%と堅調な成長となり、2005年度の2.4%成長からは若干鈍化したものの、4年連続で2%超の成長を達成した。

2007年に入ってから状況を四半期別のGDPで見ると、1～3月期は、個人消費が0.6%増と堅調に増加したほか、輸出も急増し、住宅投資や設備投資のマイナス分を補って、前期比0.8%(年率3.3%)の高成長となった。4～6月期は、個人消費が0.2%増と大幅に減速し、住宅投資と設備投資もマイナス幅を拡大した結果、前期比 0.5%(年



率 1.8%)のマイナス成長へと転落した。その後7～9月期は、個人消費は微増(0.3%)に留まり、住宅投資は大幅な減少となったものの、設備投資がプラスに反転し、また外需の寄与度も高まりもあって、前期比0.4%(年率1.5%)のプラス成長に回復した。このように2007年に入ってから、四半期ごとにプラス成長とマイナス成長を繰り返している。

需要項目別にみると、個人消費は2006年末から2007年初には比較的高い伸びを示していたものの、2007年4～6月期以降は伸び悩みを見せている。これは、一人当りの給与所得が伸びていない状況に加え、6月からの住民税負担増の影響により可処分所得が減少したこと、猛暑や新潟中越沖地震などの季節的・一時的要因などが指摘されている。

住宅投資は2006年後半には増加傾向が続いていたが、2007年に入ってから、東京都心部での地価上昇を背景にマンションの売り惜しみ・買い控え現象が見られ、さらには6月に建築基準法が厳格化されたことによる混乱により、大幅な減少となっている。

設備投資については、2007年に入ってからマイナスで推移し減速懸念が出ていたが、7～9月期には1.1%とプラスに反転し、減速懸念は薄らぎつつある。しかし海外経済の先行き不透明感の広がりや建築基準法改正の影響による工場建設の遅れなど不安材料が存在することから、先行き大きな伸びは期待できない。

輸出は、四半期ごとのブレはあるものの、概ね順調に推移し、10四半期連続のプラスとなっている。一方、輸入は内需の伸び悩みを背景に弱含みで推移している。

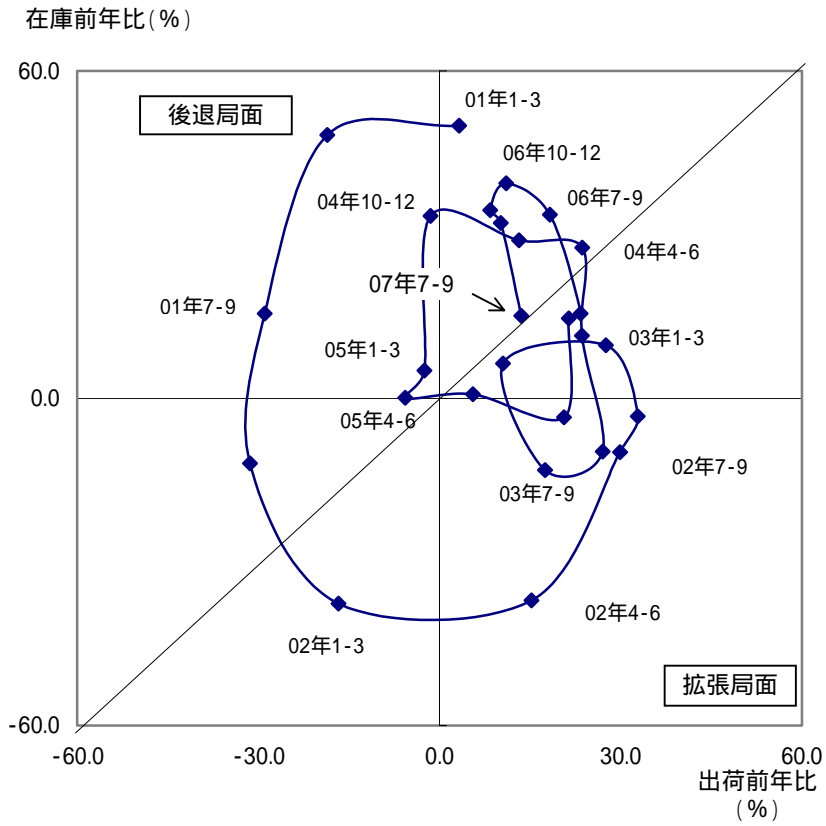
以上、最近のGDP統計から見た日本経済の現状をまとめると、個人消費はプラス基調を維持も伸び悩み、住宅投資は大幅なマイナス、設備投資は緩やかな回復、外需は好調を維持、となる。このように外需に大きく依存するという一本足打法の成長が日本経済の不安定感を増大させていることは確かである。

### (3) 主要経済指標の動向

生産関連指標 - 増加傾向続くが、海外経済がリスク要因

鉱工業生産は2007年1～3月期には前期比マイナスとなったが、その後は増加基調を

## 在庫循環図（電子部品・デバイス工業）



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

維持し、7～9月期には現行基準での過去最高を達成している。懸念されていた電子部品・デバイス関連の在庫調整も解消に向かっている。生産予測指数でも、10月には大幅なプラスを予測しており、当面は緩やかな増加傾向が続く可能性が高い。しかし、米国を中心とした海外経済の減速が想定以上に大きいようであると、鉱工業生産もある程度の鈍化は避けられないであろう。

物価関連指標 - 消費者物価はマイナス基調続く

企業物価指数は、原油価格の高止まりや需給逼迫による素材関連の価格上昇などにより、2007年に入って前年比1%台後半～2%台の伸びで推移している。2006年には3%台の上昇も見られたことと比べると、物価上昇ペースは落ち着いている。

消費者物価（総合）は、2007年に入り前年比マイナス基調で推移していた。しかし、10月にはガソリン価格や食料品価格など一部の商品で、コストアップが価格転嫁されプラスに転じた。消費に力強さが見られない状況の中で、物価上昇が消費にどのような影響を及ぼすかが注目される。

地価については、東京など大都市で上昇が続いているほか、最近では、札幌、仙台、広島、福岡など地方の主要都市にも地価上昇の波が広がっている。もっとも地方圏には依然として下落が続いている所も多く、地価の二極化現象は解消には向かっていない。

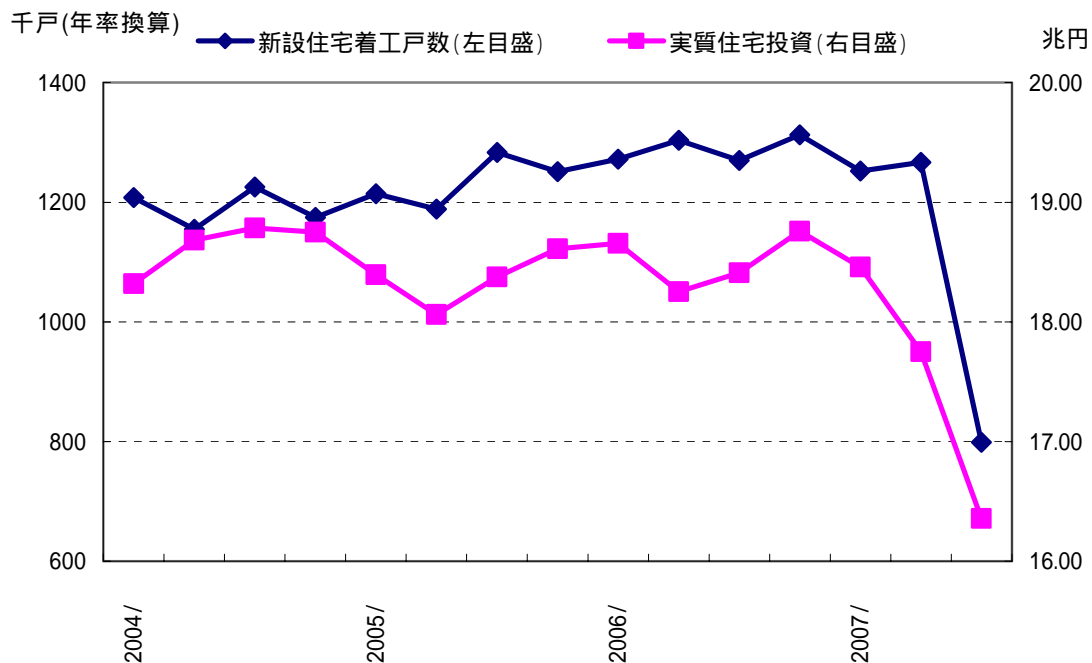
物価の先行きについて、10月の日銀の展望レポートでは、消費者物価指数（生鮮食品を除く）の2007年度の上昇率が0.0%～0.1%、2008年度が0.2%～0.4%と、2008年度には緩やかなプラス基調になると予測している。

個人消費関連指標 - 調査により内容は異なるが、勢いは感じられず

総務省の家計実質消費支出を見ると、2006年は前年比マイナス基調で推移してきた消費支出が、2007年に入ってプラス基調に反転し、回復傾向にある。しかし、内閣府の消費動向調査を見ると、消費者態度指数は前年比マイナスで推移し悪化幅が拡大傾向にある。実際の支出行動と消費マインドで対照的な結果となっている。

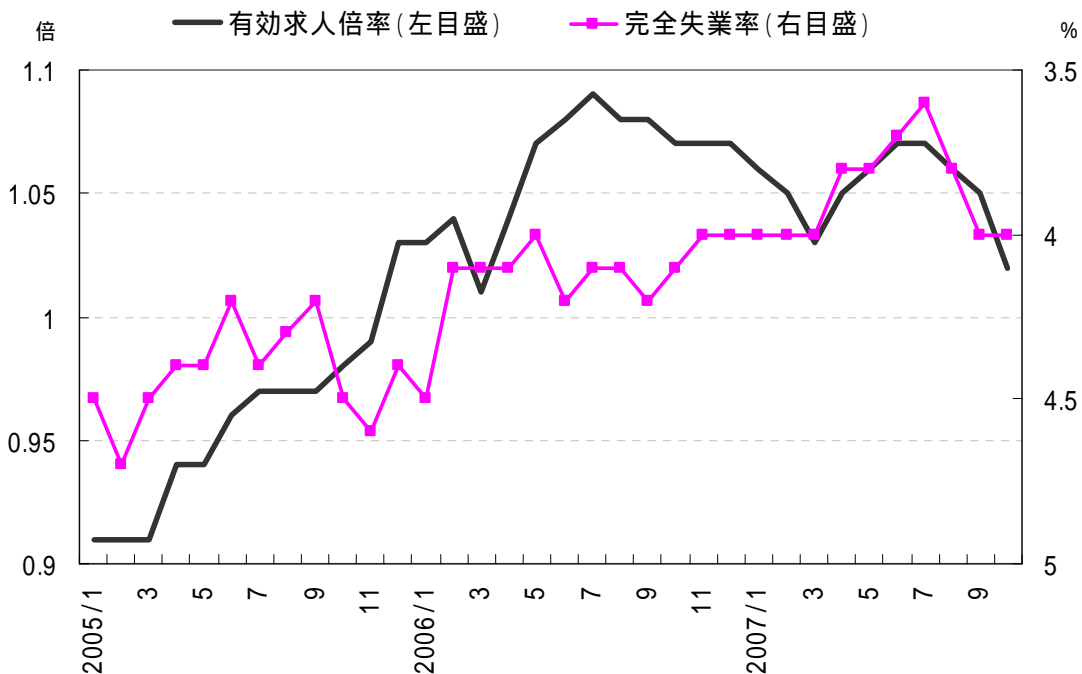
ガソリンや食料といった必需品の価格上昇により、マインドとは裏腹に支出が増加していることも考えられる。賃金の伸び悩みが続く中、最近では雇用情勢の改善も頭打ち状態になっており、今後も個人消費の増加ペースは遅々としたものとなるであろう。

### 住宅投資の落ち込み



(出所) 国土交通省「建築着工統計調査報告」、内閣府「四半期別GDP速報」

### 雇用関連指標



(出所) 厚生労働省、総務省統計局

投資関連指標 - 設備投資は緩やかに増加、住宅投資は大幅減少

企業の設備投資は、IT関連品の在庫の積み上がりや2005年～06年に大きな伸びを示した反動などから、2007年前半は弱含みで推移したが、7～9月期になって回復の兆しが見られる。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）も、7～9月期は前期比2.5%増と3四半期ぶりにプラスとなり、10～12月期も引続き増加する見通しになっている。一方で、海外経済に対する不透明感が高まっていることや企業収益の伸びも鈍化する見込みであることなどから、設備投資の先行きについては、拡大基調を維持しながらも増加ペースは緩やかなものに留まるであろう。

新設住宅着工戸数は、低金利を背景に2006年までは増加基調を維持してきたが、2007年に入ってマイナスに反転している。特に6月に建築基準法が厳格化されると、確認申請許可の遅滞や現場の混乱などから住宅投資は一気に減少し、7～9月期の新設住宅着工戸数は前年比 37.1%減にまで落ち込みを見せている。

雇用関連指標 - 改善傾向は頭打ち状態

2007年に入ってから改善傾向が続いていた雇用情勢だが、ここにきて改善傾向が頭打ち状態にある。有効求人倍率は2007年3月、完全失業率は7月をピークに指標が悪化に転じている。少子化時代を迎えて、中長期的に見れば企業の人手不足感が高まるのは確実視されているものの、短期的には先行き不透明感の高まりや原料価格高騰の影響による収益悪化懸念などから、新規採用に慎重になる面もあると見られる。このため米国経済の回復が鮮明になると見られる2008年半ばまでは、雇用情勢は横這い傾向で推移するであろう。

輸出入関連指標 - 輸出は増加傾向、輸入は減少傾向

輸出は円安を背景に順調な伸びを続けている。輸出先別に見ると、米国向けは弱含みで推移しているものの、成長著しいアジアや、ユーロ高の続く欧州向けがこれを補っている。

輸入については、日本経済の内需低迷と円安傾向を反映して減少傾向が続いている。輸入数量指数で見ると、四半期ベースでは2007年に入ってから前年比 2.8% 3.5% 4.9%とマイナス幅も拡大している。

国内主要経済指標

		2006/		2007/		2007/				
		2005年度	2006年度	10-12	1-3	4-6	7-9	8月	9月	10月
(1) *	鉱工業生産指数	102.1	107.0	108.9	107.5	107.7	110.1	111.9	110.3	112.1
	(同 前年比) %	1.6	4.8	6.0	3.1	2.4	2.7	4.4	0.8	4.7
	* 製品在庫率指数	99.7	99.3	100.2	99.7	99.8	100.4	98.2	103.8	98.5
	* 稼働率指数	104.1	106.3	107.7	106.2	105.1	107.6	109.7	108.6	
	(同 前年比) %	1.8	2.1	3.1	0.8	0.2	0.4	2.3	0.3	
	粗鋼生産 %	0.2	4.4	8.1	5.3	3.2	2.7	3.6	3.3	2.7
	エチレン生産 %	0.1	1.5	0.3	7.4	7.7	1.6	0.9	6.2	2.1
	半導体生産金額 %	3.6	8.8	8.2	1.7	2.9	5.8	4.7	4.6	6.7
	乗用車生産 %	3.8	6.9	11.2	1.3	0.9	0.5	7.8	2.3	10.2
(2)	企業物価指数(国内) %	2.1	2.8	2.6	1.9	2.5	2.1	2.0	1.7	2.4
	消費者物価指数 %	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
(3)	家計実質消費支出 %	1.4	1.2	1.4	0.4	0.2	3.1	1.0	2.9	0.5
	同 勤労者世帯 %	1.5	2.0	2.3	0.7	0.1	1.3	3.0	5.8	2.4
	大型小売店販売額 %	1.8	0.8	1.6	0.4	0.6	2.0	0.1	2.0	1.8
	新車販売台数 %	0.3	4.2	1.0	5.8	6.8	5.9	2.0	5.1	1.0
	旅行取扱額 %	2.0	2.2	2.8	4.2	0.8	3.1	4.5	5.1	
(4) *	新設住宅着工戸数	1,249	1,284	1,313	1,252	1,267	799	729	720	851
	(同前年比) %	4.7	2.9	5.3	1.8	2.6	37.1	43.4	44.0	35.0
	* 首都圏マンション契約率 %	83.2	77.7	74.9	77.4	73.0	68.5	65.6	65.9	62.5
	* 機械受注:10億円	12,490	12,741	1,047	1,040	1,015	1,040	1,038	959	
	(同前年比) %	5.6	2.0	1.6	3.3	10.8	1.4	2.6	7.0	
	公共工事請負額 %	5.6	5.2	3.1	7.6	0.7	7.3	5.1	12.1	3.2
	公共工事受注額 %	10.3	12.8	12.5	6.7	0.0	8.5	9.1	11.8	
(5)	所定外労働時間 %	1.1	2.8	1.6	1.1	0.5	0.5	0.6	1.2	2.8
	* 有効求人倍率	0.99	1.06	1.07	1.05	1.06	1.06	1.06	1.05	1.02
	* 完全失業率 %	4.4	4.1	4.0	4.0	3.8	3.8	3.8	4.0	4.0
(6)	輸出数量指数 %	3.9	5.5	3.3	2.3	4.1	5.7	8.2	6.5	14.9
	輸入数量指数 %	3.4	2.4	4.9	2.8	3.5	4.9	5.6	8.9	2.4
	* 通関収支:10億円	7,779	9,047	2,311	2,763	2,713	2,979	1,133	1,051	1,073
	(前年比) %	31.4	16.3	17.9	45.1	46.3	56.6	276.5	62.1	66.1
	経常収支:10億円	18,921	21,253	5,058	6,929	5,640	6,820	2,081	2,883	
	原油価格(ドル/バレル)	55.5	63.5	60.8	57.5	64.1	71.6	73.6	71.1	76.2
(7)	円相場(円/ドル)	113.3	116.9	117.8	119.4	120.7	117.8	116.7	115.0	115.7
	M2 + CD(平残) %	1.8	0.9	0.7	1.0	1.5	1.8	1.8	1.7	2.0
	コール無担保・翌日 %	0.001	0.219	0.255	0.377	0.514	0.498	0.485	0.510	0.506
	国債応募者利回り %	1.40	1.80	1.70	1.70	1.71	1.78	1.810	1.645	1.681
	製造業経常利益率 %	5.0	5.3	6.1	5.5	6.6	4.7	----	----	----

注: \*の指標は季節調整値。指数は2000年=100。

大型小売店販売額は店舗調整後。旅行取扱額は主要50社の数字。機械受注は船舶・電力除く民需。

企業物価指数、消費者物価指数、大型小売店販売額、新車販売台数、旅行取扱額、家計実質消費支出、公共工事請負額、所定外労働時間(製造業規模30人以上)、輸出数量指数、輸入数量指数は前年比。

新設住宅着工戸数の単位は千戸。首都圏マンション契約率は新規契約率(単位:%)。

新設住宅着工戸数、通関収支、経常収支は年率換算。国債応募者利回りは利付き10年債。

各指標の数字は、2007年12月7日時点で入手可能なデータに基づく。

#### 金融関連指標 - 米国経済減速懸念から円高進む

為替相場は、2007年春頃には米国経済悲観論後退により円安傾向となり、6月に124円台/ドルを突破した。しかしその後は、米国経済の先行きに対する不安感が高まるに連れて円高傾向が進み、最近では110円/ドルを下回る水準で推移している。

株価は、企業の収益拡大期待などから、6～7月には日経平均株価で18,000円を超える水準にまで上昇した。しかし世界的な金融市場の混乱、景気減速懸念などからその後、下降傾向となり、一時は14,000円台まで下落した。

長期金利は、円安と株価上昇が進んだ6～7月には1.8%を超える水準にまで上昇したが、最近では概ね1.5～1.7%の範囲で推移している。

#### 企業関連指標 - 売上高は増加も伸び率鈍化、経常利益は減益に

法人企業統計調査を見ると、7～9月期の全産業の売上高は対前年比2.0%増と増加基調は続いているものの、2006年から徐々に伸び率は鈍化してきている。業種別に見ると、製造業が7.6%増と高い伸びを示したのに対し、非製造業は0.5%減と逆に売上高が減少に転じている。これは、今回の外需中心の景気拡大が、輸出型製造業には恩恵をもたらしているものの、内需中心の非製造業には景気の波及効果が小さいことを示す結果となっている。一方経常利益を見ると、全産業で前年同期比0.7%減（製造業：3.6%減、非製造業：1.5%増）と、売上高の増加に反して減益に転じている。

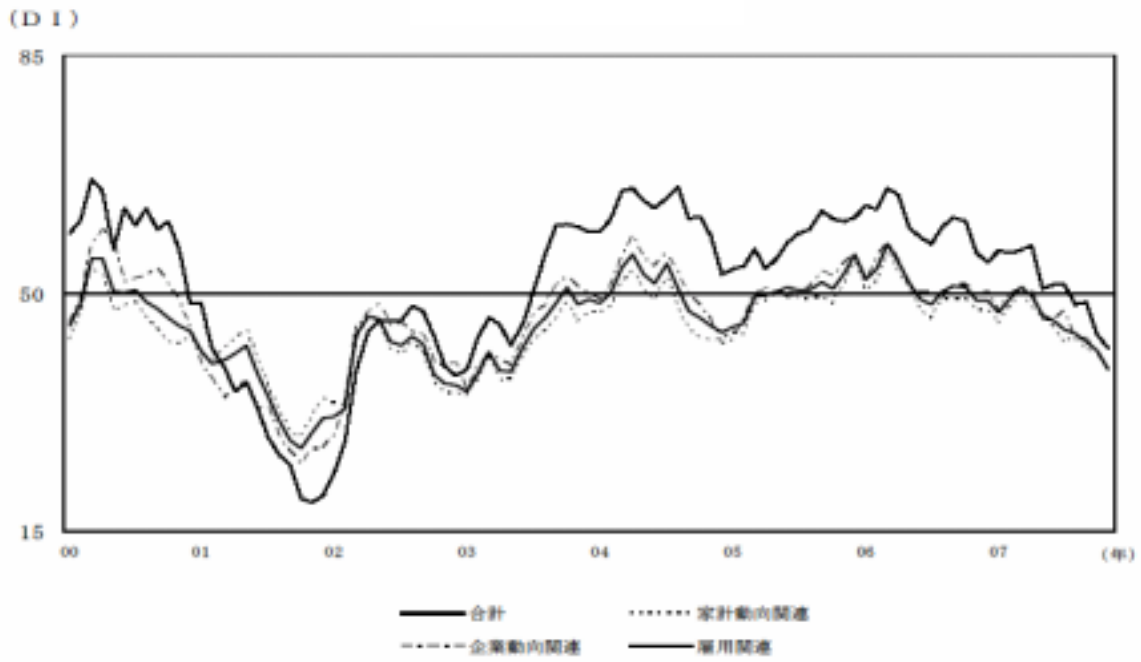
#### 景気ウォッチャー調査 - 家計、企業、雇用すべてが弱含み

街角景気の実感を反映しているといわれる景気ウォッチャー調査をみると、現状判断DIは7ヵ月連続で低下し、景況感の横這いを示す50を8ヵ月連続で下回っている。内閣府も景気判断を「景気回復の実感は極めて弱くなっている」としている。

内訳をみると、家計関連動向DIは2006年6月以降18ヵ月連続で50を下回っており、弱い状態が続いている。一方、企業関連動向DIが50を下回ったのは2007年5月以降、雇用関連動向DIは2007年8月以降となっており、企業、雇用動向からも2007年後半になって景気減速が鮮明になってきたことが窺える。

以上のように、企業部門は、生産、輸出、設備投資とも増加基調を維持している。こ

図表3 景気の現状判断D I



(出所) 内閣府 景気ウォッチャー調査 平成19年11月調査結果



れに対し、家計部門は、消費マインドが落ち込んでおり、雇用情勢についても、2007年後半になって改善傾向が止まっている。こうしたなか、消費者物価にも原材料価格コストアップの影響が及び始めており、個人消費への影響が懸念される。企業物価は2006年よりは落ち着いているものの、原料価格高騰などから上昇が続いており、製品価格への転嫁が遅れている中小企業の収益を圧迫し始めている。

個人消費の回復ペースは引続き緩やかなものとなっており、米国を中心とした世界経済の減速懸念などから先行き不透明感が広がっており、今後はこれまで堅調だった企業部門の増勢鈍化が想定される。

サブプライムローン関連の金融市場の混乱（2007年8～9月）

8月9日	仏BNPパリバ傘下のファンドの解約停止
	ECBが950億ユーロの資金を短期金融市場に供給
	FRBが240億ドルの資金を短期金融市場に供給
8月10日	ゴールドマンの旗艦ファンド「グローバル・アルファ」が年初来26%の損失を発表
	日銀が1兆円の資金を短期金融市場に供給
8月13日	ゴールドマン、傘下のヘッジファンドに30億ドルの資金注入を発表
	カナダの投資銀行コベントリーが資産担保付CPの借換不能に
8月14日	欧州系銀行のドル資金調達に上乗せ金利適用
8月15日	メリルリンチ、住宅ローン最大手のカントリーワイドの投資判断引下げ
8月17日	カントリーワイド経営危機、信用供与枠から115億ドル引出し
	FRBが公定歩合引下げ(6.25% 5.75%)
8月20日	独ザクセン州立銀行が資金繰り難により公的金融機関に緊急資金援助を求める
8月21日	バーナンキ議長、ドッド上院委員長、ポールソン財務長官が緊急会談
8月22日	米銀大手4行が公定歩合で資金借入れ
8月23日	日銀が利上げ見送り
8月24日	FRBが公定歩合貸出しについて、サブプライム債券も適格担保であると通達
	中国銀行がサブプライム債券に関して11億元の引当金を計上
8月25日	独州立銀行最大手がザクセン州立銀行の救済合併を発表
8月31日	ブッシュ大統領が借り手救済策を発表
9月6日	ECBが利上げ見送り
9月14日	英国中央銀行がノーザンロック銀行に緊急資金支援を実施
9月18日	カントリーワイドがサブプライムローンからの撤退を表明
	FRBが4年3ヵ月ぶりにFFレート引下げ(5.25% 4.75%)
9月19日	日銀が利上げ見送り
9月20日	米証券大手6～8月期決算、ベアスターンズは61%減益
9月24日	IMFの金融報告で、サブプライム関連評価損失が2000億ドルと発表

### 3 . 世界経済の攪乱要因となる金融市場の混乱

#### ( 1 ) 2007年の世界経済を動揺させた金融市場の混乱

2007年は、サブプライムローン（米国の信用力の低い借り手向け住宅ローン）問題による金融市場の混乱が、世界経済に大きな動揺を与えた一年であった。

2007年春から夏にかけて、サブプライムローンにからむヘッジファンドの損失や証券の格下げが相次いでいたが、この問題が大きな広がりを見せたのは、8月9日にフランスのBNPパリバグループ傘下の三つのヘッジファンドが、ファンドの解約停止を発表したことに始まる（通称：パリバショック）。これを契機に金融不安が一気に表面化し、世界的な株価の暴落、信用収縮、流動性の低下など金融市場は大きな混乱に陥った。

こうした混乱を鎮静化するため、ECB（欧州中央銀行）が950億ユーロの資金を短期金融市場に供給したのを始め、FRB（米連邦準備制度理事会）も240億ドル、日銀も1兆円の資金供給を行なった。さらに、8月17日にFRBが公定歩合の引下げ（9月、10月にはFFレートの引下げ）を行なったほか、ECBも9月に予定されていた金利引上げを見送り、日銀も金利据置きを決定している。

こうした各国中央銀行の早急な対応にも関わらず、金融市場の混乱は拡大し、ドイツのザクセン州立銀行の巨額損失、イギリスのノーザンロック銀行の取り付け騒ぎなど、米国のサブプライムローン問題に端を発した金融混乱は欧州に飛び火している。

当初は、日本の金融機関への影響は軽微であるとされていた。しかし、野村証券の巨額損失を始め、大手銀行グループが中間決算で大幅な減益となるなど、最近になって、日本もこの問題とは無関係ではいられないことが判明してきている。

2007年末になって、金融市場はやや落ち着きを取り戻しているが、相変わらず株式市場は弱含みで推移しており、投資家の不信感は拭いきれていない。

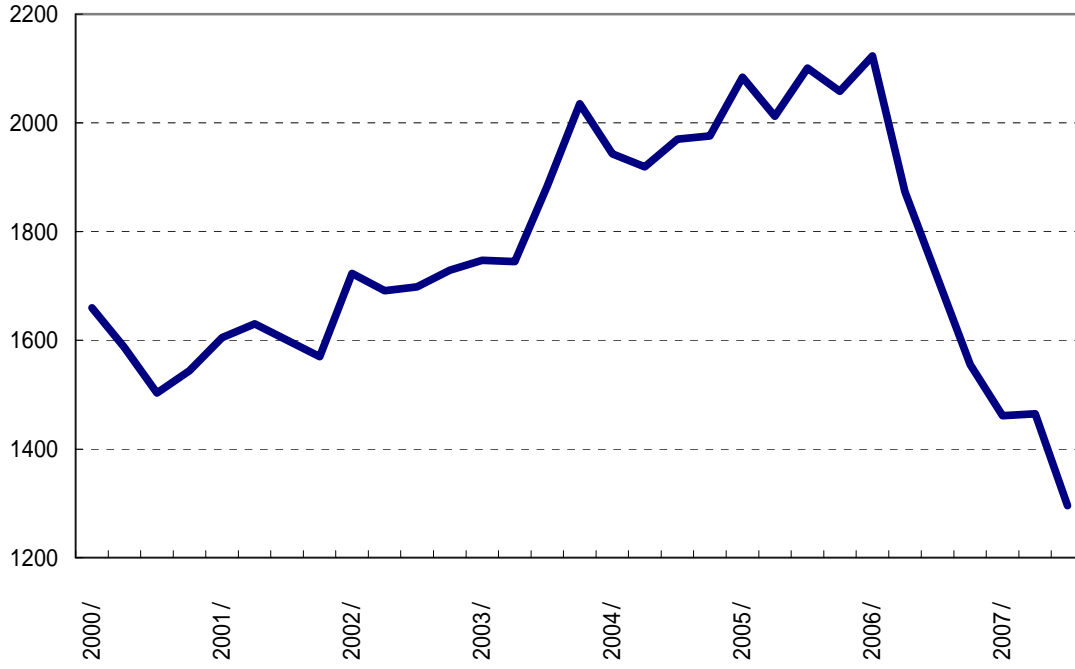
#### ( 2 ) サブプライムローンの概要と問題点

サブプライムローンの特徴：借り手側から見た特徴

サブプライムローンとは、信用力の低い借り手を対象とした住宅ローンで、貸し出し

# 米国住宅着工戸数

年率千戸



(出所) US Census Bureau

基準が緩い代わりに、金利は高めに設定されている。サブプライムローンの借り手としては、所得の低いマイノリティー層が多いというイメージがあるが、住宅価格の値上がりを背景に、投機目的で二軒目の家を買う中所得者が4割を占めており、サブプライムローンの借り手の平均年収は6.8万ドルと決して低くはない。

サブプライムローンは、こうした投機目的の借り入れ者のために、返済開始後2～3年間の金利を低く設定してあることが多い。住宅価格値上がり局面では、金利上昇前に住宅を売却すれば収益を得ることができるが、一旦値下がりが始まると、住宅も売却できず、金利も上昇し、ローン返済が滞ることとなる。

米国の住宅ローンに占めるサブプライムローンの比率は、2003年頃までは約1割であったが、2004年以降は比率が急増している。その背景としては、低金利が続きローンを借りやすくなったこと、住宅価格の値上がり局面が続いていたこと、低所得の移民流入によるローン需要の拡大、などが指摘されている。

#### サブプライムローンの特徴：投資家から見た特徴

米国では、住宅金融会社は住宅ローン債権を担保にR M B S (Residential Mortgage Backed Securities：住宅ローン担保証券)と呼ばれる証券を発行する。米国住宅ローン残高10兆ドルのうち、約60%が証券化されているといわれる。

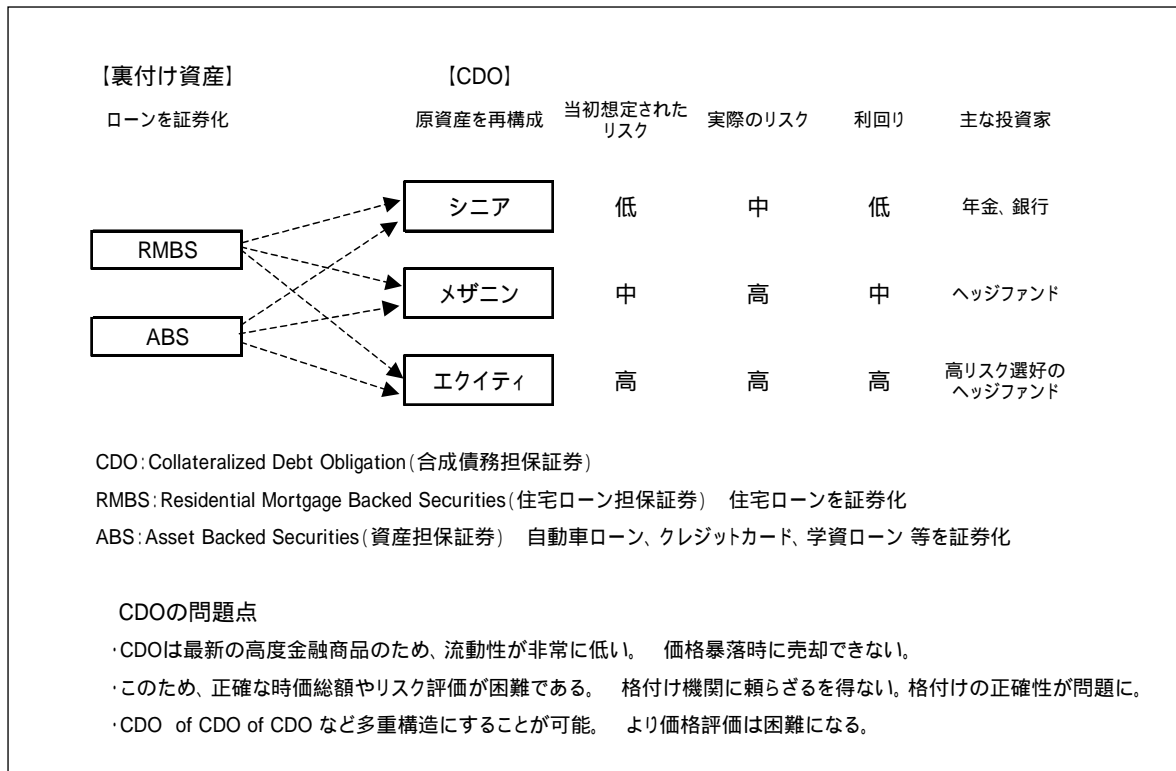
R M B Sはリスク度合いによって3つに分類され、自動車ローンやクレジットカードローンを担保としたA B S (Asset Backed Securities：資産担保証券)と合成され、C D O (Collateralized Debt Obligation：合成債務担保証券)となって、投資家に販売される。

このC D Oの特徴としては、いくつもの債券を合成しているため、高リスクのサブプライムローンが組み込まれていても、リスク分散が可能というメリットがある。さらには、合成する債券の組み合わせ方により、高リスクから低リスクまで投資家の幅広い需要に対応できる債券が作れるという利点もある。このため近年では発行額が急増し、2007年には6,000億ドルを超えている。

#### サブプライムローン問題拡大の背景

ところが、一旦サブプライムローンの延滞率が悪化すると、リスクを分散させるた

## CDO（合成債務担保証券）の商品特性



めに、サブプライムローンが広く薄くCDOに組み込まれていたことが却って災いし、CDOに対するリスク認識が急速に広まった。CDOは、新しい金融商品であるため流通市場が未整備であり、また商品設計が複雑なため価格評価がしにくく、投資家がCDOを売却しようとしても、全く買い手がつかないという状態が発生した。CDOは米国だけではなく、欧州を中心とした海外の投資家・金融機関も購入していたため、金融市場の混乱は世界中に広がっていった。

またヘッジファンドは、銀行などから借入れをし、投資家からの出資金を上回る資金で運用していた。しかし保有するCDOの価値が値下がりすると、銀行から追加担保を求められ、優良資産の売却を余儀なくされた。これがサブプライム問題とあまり関係がない日本の株式市場が下落した要因の一つでもある。

### (3) 金融市場混乱はリスク再評価の始まり

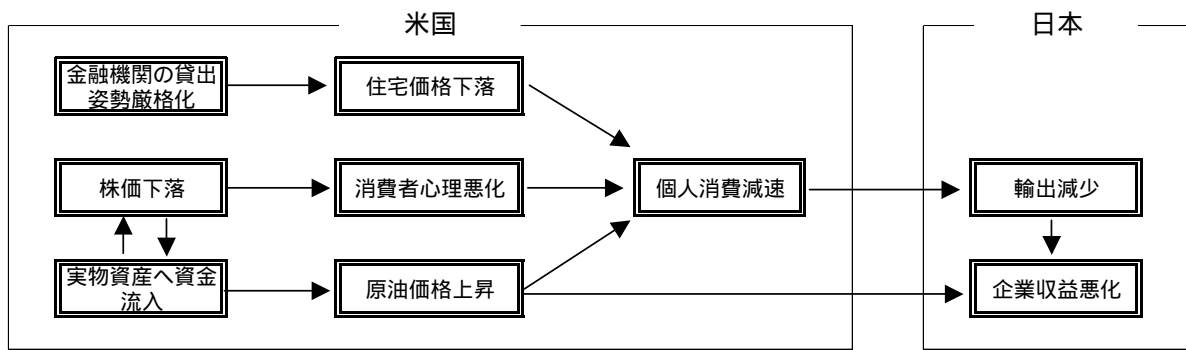
サブプライムローン問題に端を発した金融市場混乱の背景を見ると、その根元には世界的な過剰流動性がある。

2001年のITバブル崩壊後、先進国を中心に世界的な低金利状態に突入した。さらには、企業のキャッシュフロー増加による資金需要の低下、各国の財政赤字の縮小などから、世界中の資金は有利な運用先を失い、いわゆる「金余り」状態となった。この間、世界経済が堅調に成長したこともあり、投資家はハイリスク・ハイリターン金融商品に積極的に投資し、リスクに対して極度に鈍感な傾向を強めていった。

今回の金融市場の混乱は、こうした投資家の慢心に警告を与えるものとなったが、これはリスクの再評価を通じた金融正常化の始まりとも捉えることができる。

歴史を振り返って見ても、1987年にはブラックマンデーと呼ばれる世界的な株価暴落、1997年にはアジア通貨危機と、10年毎に行き過ぎた金融市場の揺り戻しが起きている。サブプライムローン問題は、世界の投資家にとって、10年毎に支払う手痛い授業料といった側面があるのかもしれない。

# サブプライム問題の実態経済への影響フロー





#### ( 4 ) 2008年の世界経済に与える影響

今のところ、サブプライムローン問題の実体経済への影響は顕在化していない。しかし今後は、 ) 投資資金の「質」への回避による実物資産(原油・資源)への流入による資源価格の上昇、 ) 金融機関の貸し出し姿勢の厳格化による米国住宅投資のさらなる落ち込み、個人消費への波及、 ) 株価下落を通じた消費者心理の冷え込み、などを通して実体経済への悪影響が想定される。

また今回の問題に関連した損失について、IMF(国際通貨基金)は、ローン債権回収不能額:1,700億ドル、証券化商品の評価損:2,000億ドルと試算している。しかし、影響範囲が他の商品にも及んでいることから、今後金融機関の損失がさらに拡大していくことも十分考えられる。特にヘッジファンドは、その経営・投資の不透明性から経営破綻直前まで損失が明らかにならないケースもあり、今後も大型の経営破綻が生じる可能性も否定できない。

2008年の世界経済は、米国経済の減速に引きずられて緩やかな減速は避けられないものの、新興国の高成長に支えられた底堅い成長を達成する見込みである。しかし先の見えないサブプライムローン問題が、2008年の世界経済の順調な成長にとって大きな攪乱要因になる可能性が高いといえるだろう。

## 4 . 2008年度経済見通し - リスク増大の中、景気拡大は持続

### ( 1 ) 前提条件

2008年度の経済見通しを考えるにあたり、前提条件を以下の通りとした。

米国経済は減速するも景気後退には陥らず

米国経済は、住宅市場の調整が個人消費にも波及しつつあり、減速傾向が鮮明になっている。このため2007年後半から2008年前半にかけては1%台後半～2%台前半の低い成長率で推移する可能性が高い。しかしドル安による輸出の好調が下支えすることにより、深刻な景気後退にはならず、2008年通算では2%台の成長は確保できると見る。

中国経済は、2008年前半は北京五輪に向けて景気過熱気味で推移するものと見られる。五輪後はさすがにピークアウトするものの、米国経済回復による輸出の持ち直しなどにより大きな景気減速にはならず、2008年も11%を超える成長を達成するであろう。

金融政策は、2008年度中に2回の利上げ

2007年は金融市場の動揺から、夏に予想されていた利上げが延期となった。その後も米国経済の先行きが不透明化するなど、日銀の利上げのチャンスが遠のいている。

2008年の景気情勢を展望すると、次に利上げのタイミングが巡ってくるのは、金融市場も落ち着き、米国経済の底入れも見られる2008年夏頃になるものと考えられる。その後、約半年経った2008年末もしくは2009年初に、更なる利上げがあると考ええる。

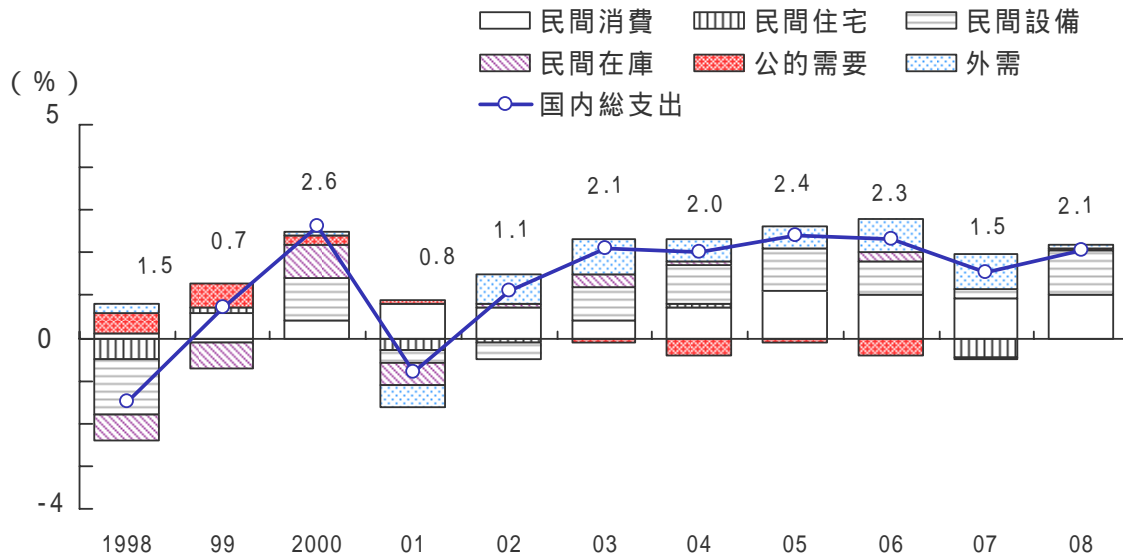
原油価格は80ドル/バレル前後で推移

最近の原油価格は、投機資金が流入し90ドル/バレルを超える水準にまで上昇している。2008年も、米国経済の不透明感や金融市場への不信感などから、高止まり傾向で推移するものと見られる。しかし米国経済の回復が確認される2008年後半からは、徐々に投機資金が株式市場へと流れていくことから原油価格も若干低下し、2008年通算では平均80ドル/バレル前後で推移するであろう。

為替相場は年度平均で100～120円/ドル

米国経済の先行き不安から、最近の為替相場は円高傾向にある。しかし、依然として日米金利水準に絶対的な差があることから、2008年に一方的に円高が進むことは考えに

実質国内総支出と内外需別寄与度の推移（前期比）



2008年度経済予測

単位：対前年度比伸び率、( )内寄与度、%

	2006年度	2007年度 見込み	2008年度 予測
名目GDP	1.6	1.1	2.1
実質GDP	2.3	1.5	2.1
民間消費	1.7	1.7	1.6
民間住宅	0.2	11.3	2.2
民間設備	5.6	1.3	6.2
民間在庫	(0.2)	(0.0)	(0.0)
政府消費	0.1	0.9	1.5
公共投資	9.2	6.0	3.2
輸出	8.2	8.0	6.9
輸入	3.0	2.0	3.0
(寄与度)			
国内需要	(1.5)	(0.7)	(2.0)
民需	(1.9)	(0.8)	(2.0)
外需	(0.8)	(0.8)	(0.1)
鉱工業生産	4.8	3.0	3.0
国内企業物価	2.8	2.5	2.0
消費者物価	0.1	0.0	0.1
経常収支(10億円)	21,150	25,000	25,000

〔前提条件〕 米国経済は2%台の成長、中国は11%台を確保  
 2008年度中に2回の利上げ  
 原油価格：年平均80ドル/バーレル前後  
 為替レート：年度平均100円～120円/ドル

くく、年度平均では100円～120円／ドルの間での推移となる。

## ( 2 ) 2008年度経済見通し - 下振れリスクはあるが、景気拡大は維持

2007年度は1.5%成長 - 景気拡大の踊り場状態続く

2007年度の実績見通しは、実質GDP成長率が1.5%と、景気拡大基調は維持するものの、2006年度の2.3%からは大きく減速する。

需要項目別の内訳では、個人消費は、雇用情勢の改善が頭打ちになっていることなどから、年度後半も高い伸びは期待ないものの、緩やかな増加傾向を維持する。住宅投資は、2007年度末には建築確認申請の混乱も収まると見られるが、それまでの落ち込みが響き大幅な減少となる。設備投資は、景気の先行き不透明感から企業の慎重姿勢は崩れず、緩やかな伸びに留まる。公共投資は9年連続の減少となるが、マイナス幅は縮小する。輸出は米国経済の減速から年度後半は減速するものの、新興国向け輸出がこれを補い底堅く推移する。

この結果、内需の寄与度は0.7%と2006年度から低下する。民需も、住宅投資の大幅な落ち込みや設備投資の鈍化などから0.8%と前年度を下回る寄与度となる。外需の寄与度は0.8%と、前年度と同様に成長に大きく貢献する。

2008年度は2.1%成長 - 踊り場を脱し、緩やかな景気拡大が続く

2008年度は、米国経済の減速等のマイナス要因はあるものの、北京五輪を迎えて中国が高成長を維持する見込みであること、IT関連部品の在庫調整の終了に伴い生産や設備投資も増加基調を維持することなどから、年後半には企業部門を中心に踊り場脱却が見込まれる。こうしたことから、2008年度通算の実質GDP成長率は2.1%と2007年度から上昇し、7年連続のプラス成長は達成できるであろう。

内訳では、個人消費は、賃金の上昇は見込めないものの、北京五輪に向けたデジタル家電買い替えなどが進むことにより、夏場にかけて緩やかな増勢が見込める。住宅は、建築確認申請の混乱から抜け出し正常化するものの、地価の上昇が続くことなどから、増加テンポは緩やかなものとなる。設備投資は、2007年度に低迷した反動や年度後半に米国経済の回復が鮮明となることにより、前年度から伸びを高める。こうしたことから、

民間需要の寄与度は2.0%と上昇する。

政府支出は、2008年度も引続き低水準の伸びで推移する。公共投資は、マイナス傾向は続くものの、2007年夏の参議院選挙で自民党が大敗したことにより削減方針の見直しが図られ、マイナス幅は縮小していく。

輸出については、米国経済の減速傾向から伸びの鈍化は避けられないが、新興国向けが下支えすることにより、大きな失速にはならない見込みである。

### ( 3 ) 2008年の日本経済にとっての6つのリスク

景気の踊り場状態が続いている日本経済であるが、標準シナリオでは、2008年後半になって米国経済の回復に伴い再加速することが見込まれる。一方で、日本経済にとっての下振れリスクは確実に高まっており、先行きについてそれ程楽観視は出来ない状況である。最後に、2008年の日本経済を取り巻くリスクについて検討しておきたい。

#### 米国経済減速の長期化・深刻化

米国経済の成長率が再び高まってくるのは、住宅市場の調整が一段落する2008年後半と見られるが、住宅市場の調整時期の後ずれや金融機関の貸出姿勢の厳格化が進むようであると、債務拡大を前提とした米国消費者の消費行動は修正を余儀なくされ、個人消費の大幅な落ち込みや回復の遅れに繋がりがかねない。

現在、世界経済における米国の占める重要度は低下傾向にあるとはいえ、新興国向け輸出の最終消費地は米国であることも多く、米国経済の不振は、輸出に大きく依存する日本経済に多大な影響を及ぼす可能性を秘めている。米国経済の動向は依然最大のリスク要因だ。

#### 住宅投資減少の長期化

耐震偽装問題に起因した建築確認申請の厳格化は、予想以上に日本の住宅投資に負の影響を及ぼしている。6月に建築基準法が改正される前までは、新設住宅着工戸数は年率120万戸前後で推移していたが、7月以降は急減し、最近では70万戸程度にまで落ち込みを見せている。さらに建築確認申請の厳格化は、住宅投資への影響だけではなく、工場建設の遅れなどにより、企業の設備投資の鈍化にも影響を与えている。

問題は、こうした建築確認申請関連の混乱がいつまで続くかである。一部には、2008年初には混乱は終息し、反動による増加が見られるとの予測もある。

ただ、建築確認申請厳格化前までも住宅投資は弱含み（2007年1～3月期：前期比1.6%減、4～6月期：前期比3.8%減）であったことを考慮すると、一時的な反動増はあったとしても、その後の高い伸びは見込めないであろう。

逆に混乱が予想より長期化し、中小建設業の業績悪化や建材の需要鈍化に伴う生産抑制などの悪影響が広がれば、景気への大きなダメージになりかねない。

#### 原油価格の動向

原油価格は、2007年春頃までは比較的安定的に推移してきたが、その後徐々に上昇を始め、11月には99ドル/バレルを超え、100ドル/バレルの大台も見え始めている。

こうした価格高騰の背景には、基礎的要因として、新興国成長による実需の増加がある。さらに、（ ）米国経済減速懸念、金融市場動揺、インフレ懸念などにより投機資金が安定的な実物資産に流入したこと、（ ）ドル安により、他通貨でみて原油・一次産品価格に割安感が出たこと、（ ）トルコによるクルド人攻撃、米国による対イラン経済制裁など中東情勢の緊迫化、（ ）冬の暖房用オイル需要期に向うにあたり、米国の原油在庫が減少していること、などの一時的な要因も加わり、複合的な背景を持っている。

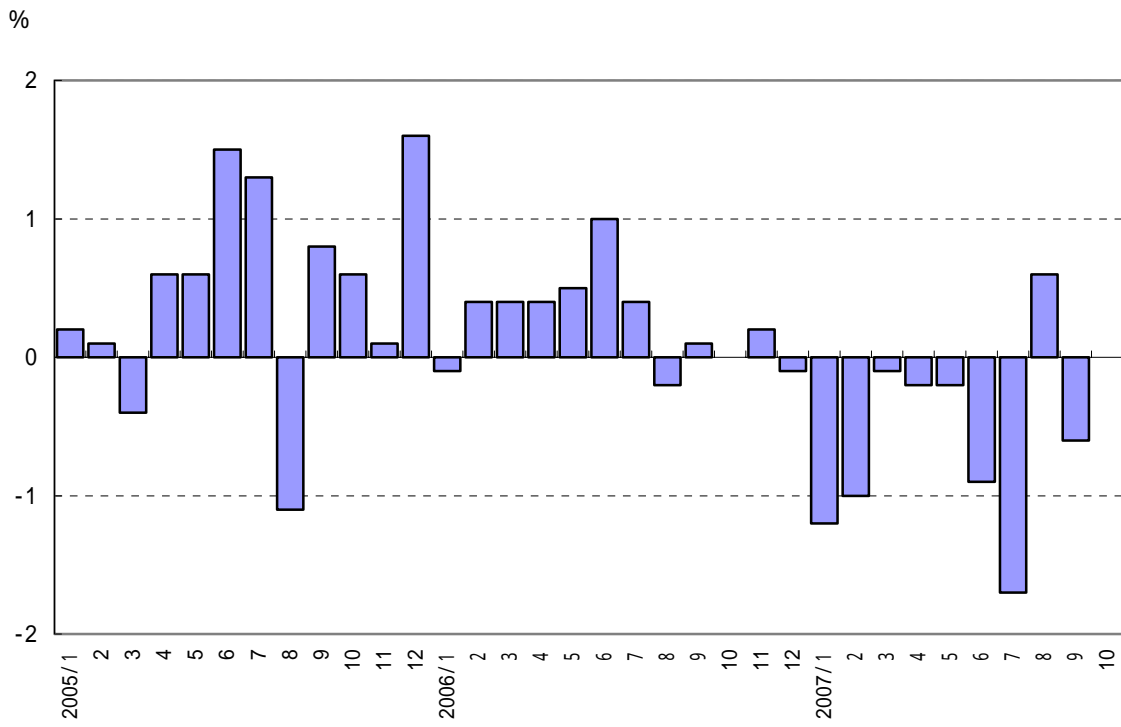
原油は今や完全に投機商品化しているため、2008年の原油価格の動向を読むのは難しいが、90ドル/バレルを超える水準とまではいかないまでも、高止まり傾向で推移するものと思われる。こうした原油価格の高止まりは、（ ）ガソリン支出割合の多い米国の消費低迷 米国経済減速 輸出鈍化、（ ）日本企業（特に中小企業）の原料価格上昇による収益悪化 賃金の減少 消費の減速、という二つのルートを辿って、日本経済にマイナス影響を及ぼしてくるであろう。

#### 賃金減少幅の拡大

製造業大企業を中心に、企業業績の好調が伝えられているが、従業員一人当り賃金は減少傾向にある。2007年夏のボーナスも3年ぶりの前年比マイナスとなり、冬のボーナスも減少が予想されている。

一人当り賃金が伸びない理由としては、原材料コスト高を価格転嫁できない中小企業

### 現金給与総額（前年比）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

の業績悪化が背景にある。2008年も原材料コストの上昇は続くと見込まれ、一人当り賃金の上昇は期待できないであろう。

もっとも、一人当り賃金が伸びていない割には、個人消費は微増状態（2007年4～6月期：前期比0.2%増、7～9月期：前期比0.3%増）にあり、消費はそこそこの健闘を見せているともいえる。しかし賃金の減少幅がさらに拡大していくようであると、消費への悪影響拡大は避けられず、日本経済のリスク要因の一つとなっている。

#### 金融市場動揺の再燃

2007年夏には、サブプライムローン問題に対する懸念から金融市場に動揺が走り、先進国を中心に株価の暴落、金融機関の損失拡大による信用不安や流動化懸念に発展した。その後、金融市場は小康状態を保っているものの、投資家の不信感は拭いきれていない。

この問題が2008年に再燃するかは予測不可能だが、米国の住宅市場の調整が続いている限り、金融市場の混乱が再び発生する可能性は十分考えられる。もしそうした事態が発生すれば、株価下落による消費者心理の悪化、金融機関の損失拡大、円高進行による輸出の鈍化、など様々な影響が想定され、金融市場に留まらず実体経済への深刻な影響も与えかねない。

#### 「ねじれ国会」の下での経済政策の停滞

以上のように、今後の日本経済を取り巻く環境は厳しさを増している。こうした中で、将来に渡り景気拡大を持続させていくためには、外需に頼るだけでなく、政府が率先して経済活性化策を講じていく必要がある。

2007年秋にスタートした福田政権にとって、2008年は実質上のスタートの年となる。しかし「ねじれ国会」という難しい政治情勢の下で、野党との調整に手間取り、経済面の政策が後回しになることが危惧される。政府には、短期的な選挙対策や政権抗争ではなく、中長期的な日本経済の姿を見据えて、諸外国との経済連携協定締結の推進、税制改革、規制緩和、官業の民間開放など、各種経済活性化策を積極的に進めていくことが求められる。

こうしたリスク要因を克服し、新興国・資源国向け輸出の好調を、内需、特に個人消



費の回復につなげ、2%台の潜在成長力に見合った成長軌道に復帰できるか、2008年は日本経済の底力が試される年ともいえよう。

(参考) 主要機関の2008年度経済見通し

主要機関の2008年度経済予測(前年度比伸び率, %) A R C作成(2007/12)

名目	06実績	平均		11月16日		11月15日		12月7日		12月7日		12月10日		12月11日		12月12日		12月11日				
		2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
名目GDP	1.6	1.0	2.3	1.8	2.7	1.5	2.5	1.2	2.9	0.7	2.5	1.0	2.2	0.6	2.1	0.6	1.8	0.9	2.0	0.7	2.1	
実質GDP	2.3	1.4	2.1	2.0	2.5	1.6	2.3	1.6	2.3	1.3	2.2	1.5	2.0	1.1	2.0	1.0	2.0	1.5	1.9	1.3	1.9	
民間消費	1.7	1.6	1.6	1.8	2.0	1.6	2.3	2.0	2.1	1.6	1.5	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5	1.0	1.5	1.2	1.4	1.2	
民間住宅	0.2	12.8	7.1	9.1	8.6	10.8	4.3	11.8	3.8	15.2	12.4	13.3	12.8	13.2	9.6	17.5	11.4	11.3	10.1	11.8	7.0	
民間設備	5.6	1.0	4.2	2.9	3.6	1.3	5.4	1.3	5.6	0.2	4.7	1.2	1.9	0.4	5.2	0.8	2.0	1.8	5.6	0.6	2.7	
政府消費	0.1	0.8	0.9	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	1.9	
公的固定資本形成	9.2	4.2	4.3	5.0	4.8	6.3	3.3	5.6	4.1	3.9	3.7	2.7	4.7	4.1	4.4	4.2	5.1	3.6	4.4	4.3	4.9	
輸出等	8.2	7.4	5.9	7.3	6.4	7.5	5.3	7.3	7.8	7.4	5.3	7.6	4.2	7.4	7.4	7.4	5.9	7.5	7.4	7.6	6.1	
輸入等	3.0	1.8	4.6	2.7	4.0	2.0	6.9	2.4	6.4	1.0	4.2	2.0	2.8	1.7	4.0	0.9	1.5	2.4	7.1	1.6	3.1	
鉱工業生産	4.8	2.9	3.2	3.3	3.6	3.2	4.4	3.1	4.7	3.1	2.3	2.5	2.7	2.7	2.9		2.7	2.5	2.8	2.8	2.8	
国内企業物価	2.8	2.4	1.4	2.5	3.0	2.9	1.3	2.4	0.5			2.3	1.6	2.3	0.9	1.8	0.5	2.5	1.3	2.2	2.4	
消費者物価	0.1	0.1	0.4	0.0	0.5	0.1	0.4	0.2	0.6	0.2	0.3	0.0	0.3	0.1	0.4	0.1	0.3	0.1	0.5	0.1	0.3	
公定歩合(年度末)	0.75	1.13	1.50					1.00	1.50			1.25	1.50									
長期金利	1.73	1.7	1.8					1.7	1.9	1.6	1.9	1.7	2.0	1.7	1.8	1.7	1.8	1.6	1.7	1.6	1.8	
春闘賃上率	1.79	1.87	1.95									1.87	1.95					1.87	1.95			
雇用者報酬	1.3	0.2	1.3					0.5	0.9	0.4	1.6			0.5	1.4			0.4	1.2			
失業率	4.1	3.8	3.6	3.7	3.5	3.8	3.5	3.7	3.5	3.9	3.7	3.8	3.8	3.8	3.7	3.8	3.6	3.8	3.8	3.9	3.7	
新設住宅着工(万戸)	128.5	104.5	122.2	112.3	126.1					102.8	125.2	99.7	128.6	103.1	112.1	103.0	120.0	106.1	120.9			
経常収支(10億円)	21,154	25,089	25,873	24,700	26,200	26,400	24,400	26,200	31,300	25,143	26,398	24,504	22,827	24,240	24,630	24,700	23,400	25,500	27,100	24,500	26,600	
円レートの対米	117.0	115.6	111.4	115.6	110.0	117.2	115.0	116.1	107.6	115.9	109.1	115.7	112.0	115.9	110.8	114.0	110.0	115.8	117.0	114.0	111.0	
原油価格(D/M/B)	64.9	76.8	80.8	74.2	80.0	76.8	86.6	71.6	75.2	78.8	80.0	79.8	80.8	78.9	82.7	78.0	84.0	78.1	83.5	75.2	74.3	
米国の実質成長率(前年)	2.9	2.2	2.4	2.2	2.5	2.2	2.8	2.4	2.2	2.2	2.6	2.2	2.4	2.5	2.4	2.1	2.0	2.1	2.4	2.2	2.4	
企業部門の好循環が続く																						
回復動向を速める																						
外需主導で息の長い景気拡大が継続																						
景気の勢いは緩やかに鈍化																						
足踏み状態長引く																						
景気下振れリスク増幅																						
回復トレンドも原油価格や建設投資が鈍化																						
緩やかな景気拡大が続ける																						
外需依存の成長が続く																						

注) 原油価格: みずほ総研はWT I先物期近、日経センター、第一生命経済研、三菱UFJ総研はWT I原油価格、野村證券は原油入庫価格、フコク生命、三菱総研、大和総研はC I F輸入価格。