

# HAMAGINSOUKEN NEWS

2007年11月21日

## 2007年度・2008年度の景気予測（2007年11月改訂）

- 住宅投資の振れがかく乱要因となるものの、景気は自律回復の動きを維持 -

### 要 旨

2007年7～9月期の実質GDPは前期比+0.6%と2四半期ぶりのプラス成長となった。内訳をみると、輸出や設備投資など企業関連の需要が7～9月期の成長をけん引した。一方、家計部門では、住民税の負担増などを受けて個人消費が小幅な伸びにとどまり、また住宅投資は建築基準法改正の影響で大幅に落ち込んだ。

今後を展望すると、2007年度下期は住宅投資の減少が成長率を押し下げよう。米国景気の減速を受けて対米輸出も弱含むと見込まれる。ただ、新興国・資源国向けの輸出が好調に推移し、輸出全体としては増加基調を維持する公算が大きい。また、設備投資は潤沢なキャッシュフローなどを背景に増加基調で推移し、個人消費は雇用情勢の改善を受けて緩やかに増加するとみられ、景気は民需主導の自律回復の動きを維持すると見込まれる。2007年度の実質GDP成長率は+1.4%と、住宅投資の減少が響くことから、5年ぶりに1%台の成長率にとどまると予測した。

2008年度は住宅投資の反動増が見込まれる。設備投資も企業収益が総じて底堅く推移するなかで増加基調を維持しよう。また個人消費は賃金の伸びが鈍いなかで力強い回復を期待できないものの、雇用情勢の改善を背景に引き続き緩やかに増加するとみられ、自律的な景気回復局面が続くと見込まれる。ただ、北京五輪終了後に中国向け輸出が減速するとみられることから、2008年度後半には景気の回復テンポがやや弱まると予想される。2008年度の実質GDP成長率は+2.0%と予測した。

日銀は米サブプライムローン問題による金融市場の混乱を受けて政策金利を据え置いている。金融市場ではFRBの利下げは2008年1～3月期まで続くとの観測が強く、2007年度内に日銀が追加利上げに踏み切る可能性はかなり低くなっている。

### 予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回9月予測	
	2006年度 実績	2007年度 見通し	2008年度 見通し	2007年度 見通し	2008年度 見通し
実質GDP	2.0	1.4	2.0	1.6	1.9
民間需要寄与度	1.5	0.5	1.4	1.1	1.6
公的需要寄与度	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0
海外需要寄与度	0.8	1.0	0.6	0.6	0.3
名目GDP	1.3	1.1	2.1	1.5	2.2

【本件に関するお問い合わせ先】 (株) 浜銀総合研究所 調査部 北田、祝 <sup>いわい</sup> TEL 045-225-2375

浜銀総合研究所

## 景気の現状と展望

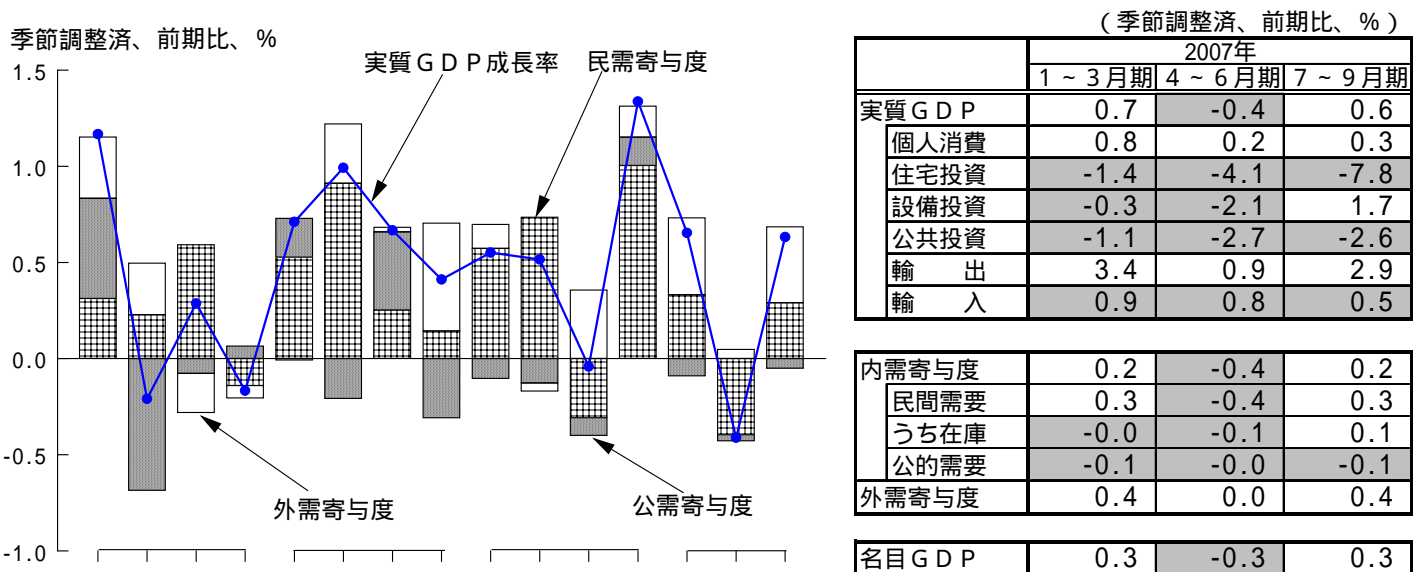
### (2007年7～9月期の実質GDPは2四半期ぶりにプラス成長)

2007年7～9月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.6%(年率+2.6%)と2四半期ぶりのプラス成長となった(図表1)。ただ、これには4～6月期のマイナス成長(前期比-0.4%、年率-1.6%)の反動という側面もあり、2007年度上期(4～9月)でならしてみると年率+0.5%の低成長にとどまる。わが国の景気は引き続き緩やかな回復軌道をたどっているといえよう。

実質GDPの内訳をみると、個人消費は前期比+0.3%と4四半期連続で増加したものの、前期(同+0.2%)に続いて小幅な伸びにとどまった。家計所得が伸び悩んだことに加えて、定率減税の廃止と国から地方への税源移譲によって6月から住民税の負担が増したことが消費を下押ししたとみられる。また、住宅投資は建築基準法改正に伴う建築確認審査の厳格化の影響によって前期比-7.8%と大幅な減少となり、実質GDP成長率を0.3%ポイント押し下げた。一方、設備投資は前期比+1.7%と、高水準の企業収益を背景に3四半期ぶりに増加に転じ、7～9月期の成長をけん引した。他方、外需に関しては、輸出が前期比+2.9%と4～6月期(同+0.9%)から増勢が強まった。アジア向け輸出が中国向けを中心に堅調に推移するとともに、4～6月期に大きく落ち込んだ米国向け輸出もやや持ち直した。輸入が前期比+0.5%と小幅な伸びにとどまったこともあり、外需(輸出-輸入)の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比+0.4%ポイントと、4～6月期(同+0.0%ポイント)から大きく高まった。

なお、7～9月期の名目GDPは前期比+0.3%と、マイナス成長となった4～6月期(同-0.3%)から再びプラス成長に転じた。総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターは前年比-0.3%と3四半期連続で同じ下落率となった。ただ、輸出入デフレーターの影響を除いた国内需要デフレーターは前年比横ばいと4～6月期(同+0.2%)から上昇幅が縮小した。これは消費支出デフレーターが前年比-0.6%と前期(同-0.5%)から下落幅が拡大したことに加えて、設備投資デフレーターが前年比+0.6%(前期は同+0.9%)、住宅投資デフレーターが前年比+1.6%(前期は同+2.3%)と、いずれも上昇幅が縮小したことなどによるものである。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



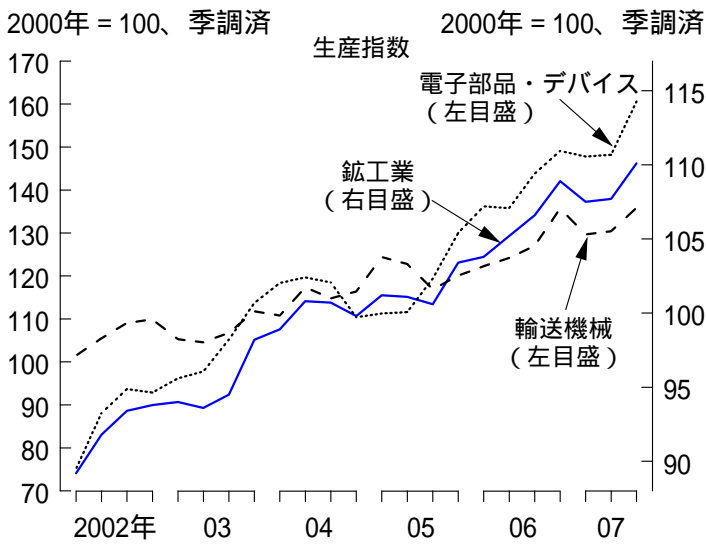
(シャドーは伸び率がマイナスの部分。  
ただし、輸入はプラスの部分。)  
(内閣府「四半期別GDP速報」)

**（企業の生産活動は踊り場的な状況を脱する）**

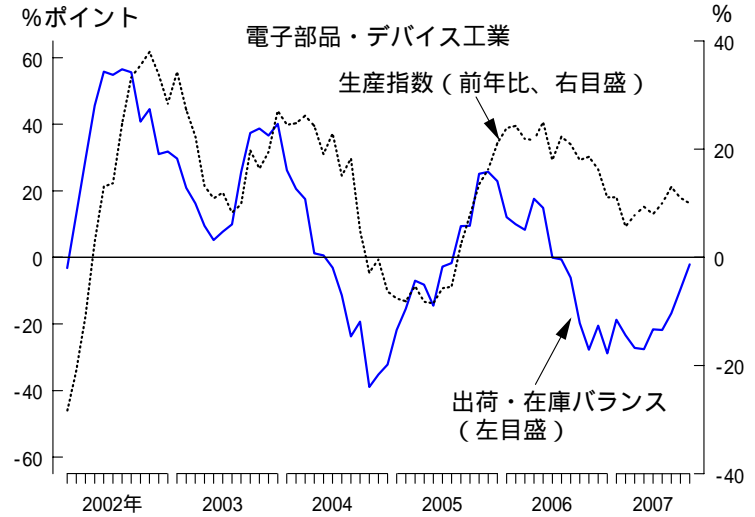
7～9月期の鉱工業生産指数は前期比+2.2%と4～6月期（同+0.2%）から伸びが高まり、2四半期続いた踊り場的な状況から脱する形となった（図表2）。業種別には、輸送機械の生産が新潟県中越沖地震の影響で7月に一時落ち込んだものの、生産が再開された8月には急伸し、7～9月期を通してみると前期比+4.2%と増勢を維持した。また、在庫増が懸念された電子部品・デバイスの生産も7～9月期には前期比+8.4%と高い伸びを示した。電子部品・デバイスでは9月の出荷指数が前年比+13.0%と堅調に推移する一方で、在庫指数が前年比+15.1%と8月（同+22.8%）より伸びが鈍化しており、出荷・在庫バランス（出荷指数前年比 - 在庫指数前年比）が大きく改善している（図表3）。同時に発表された製造工業生産予測指数は10月が前月比+3.8%、11月が同-0.7%と引き続き強めの計画となっており、10～12月期の鉱工業生産も増加基調で推移する可能性が高いといえよう。

ただ、建築基準法の改正を背景とする建築着工の落ち込みの影響が、企業の生産活動にも及びつつある。建設財の生産指数は9月に前月比-3.9%と4か月連続で低下し、また四半期ベースでは7～9月期に前期比-4.1%と1～3月期以来の低下に転じた。建設財の出荷・在庫バランスをみると、9月は出荷指数が前年比-8.6%と8月（同-6.1%）より低下幅が拡大する一方で、在庫指数が前年比+5.1%と8月（同+3.4%）より伸びが高まっており、在庫調整圧力が高まりつつある。電子部品などIT（情報技術）関連財に代わって建設財の在庫調整リスクに注意が必要である。

**図表2 生産指数は踊り場の状況を脱出**



**図表3 IT関連財の在庫調整が進展**



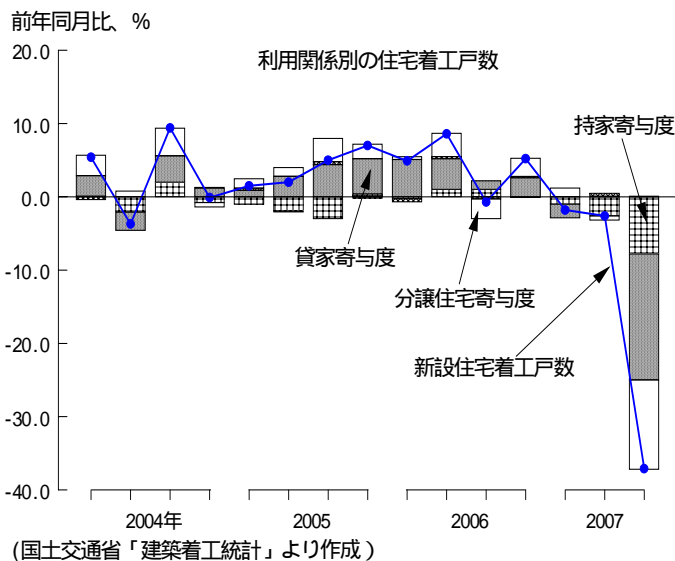
(注) 出荷・在庫バランスは出荷指数前年比マイナス在庫指数前年比。  
(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」より作成)

**(住宅投資の減少が2007年度の成長率を0.4%ポイント押し下げ)**

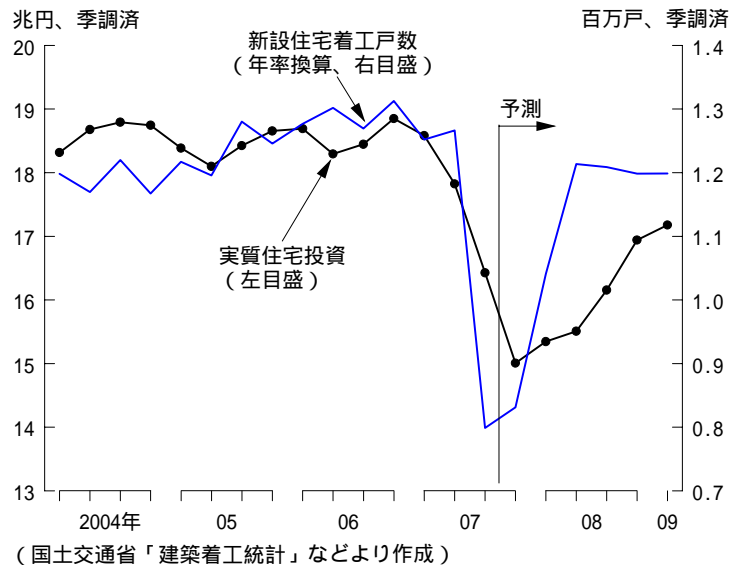
建築基準法改正(2007年6月20日施行)に伴う建築確認審査の厳格化の影響によって、住宅着工が大幅に減少している(図表4)。7~9月期の新設住宅着工戸数は前年比-37.1%と大幅に落ち込んだ。これを利用関係別にみると、持家が前年比-26.3%、貸家が同-41.0%、分譲住宅が同-44.1%(マンションが同-55.4%、一戸建てが同-25.5%)と、なかでも比較的規模の大きい貸家と分譲マンションで大幅に減少している。こうしたなか、国土交通省は10月下旬に建築確認の手続きを円滑にする指針を出すなど対応策を打ち出しているものの、今後、どの時点で建築基準法改正を巡る混乱が収まるのかは不透明である。

そこで今回の予測では、持家と分譲一戸建てに関しては2007年10~12月期から2008年1~3月期にかけて着工が持ち直し、また建築確認により時間がかかるとみられる貸家と分譲マンションに関しては2008年1~3月期から4~6月期にかけて着工が持ち直すというシナリオを想定した。その結果、2007年度の新設住宅着工戸数は前年比-23.6%の98.2万戸と大きく落ち込む一方で、その反動から2008年度は前年比+22.8%の120.6万戸と大幅に増加すると見込んだ(図表5)。また、進ちょくベースで計上される実質住宅投資は2007年度が前年比-13.0%(実質GDP成長率に対する寄与度が-0.4%ポイント)、2008年度が前年比+1.9%(寄与度が+0.1%ポイント)と予測した。

図表4 貸家と分譲住宅の落ち込みが目立つ住宅着工



図表5 住宅着工戸数と住宅投資



**(個人消費は緩やかな回復が続く)**

7~9月期の実質個人消費は前期比+0.3%と4~6月期(同+0.2%)に続いて小幅な伸びにとどまった。これを形態別にみると、7~9月期にはサービス消費が前期比+0.5%と堅調に推移したほか、耐久財消費も同+1.6%と高めの伸びを維持した(図表6)。記録的な猛暑がエアコンなど夏物関連商品やレジャーへの支出を押し上げたとみられる。ただその一方で、半耐久財が前期比-1.1%と減少に転じ、また非耐久財が同-0.0%と2四半期連続で減少した。ガソリンや食品、日用品など生活に身近な商品の価格上昇が消費者心理の悪化を通じて、消費を抑制した可能性が考えられる。

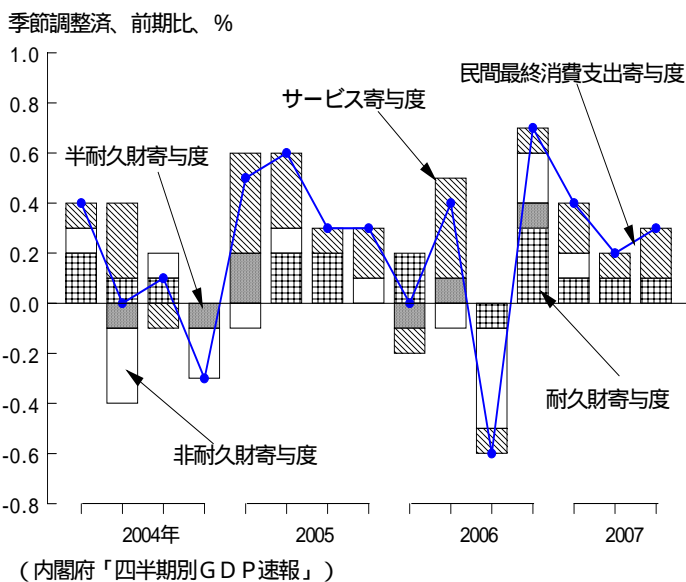


個人消費が力強さを欠いている主因は、消費の源泉となる家計所得の伸び悩みにある。7～9月期の雇用者報酬は前年比+0.1%と10四半期連続で前年水準を上回ったものの、伸び率が4～6月期（同+0.3%）から一段と鈍化した（図表7）。7～9月期の雇用者数は前年比+0.8%と10四半期連続で増加したものの、その一方で同期の一人当たり平均賃金（現金給与総額）は夏のボーナスの減少などによって前年比-0.6%と3四半期連続で前年水準を下回っており、賃金の低迷によって家計所得の回復テンポが緩やかにとどまっていることがわかる。この背景には、企業の根強い人件費抑制スタンス、相対的に賃金水準の高い団塊世代の退職、パートタイム労働者比率の再上昇などがあげられる。

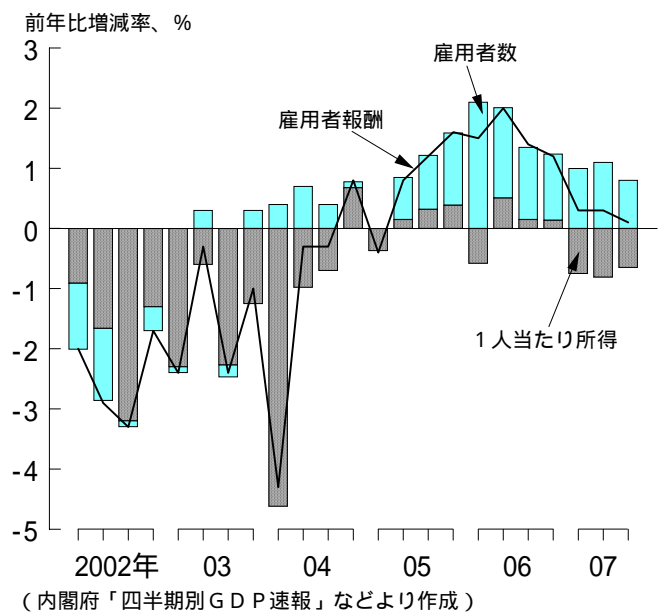
グローバルな競争が激化するなかで、今後も企業が収益性重視の観点から人件費抑制スタンスを維持すると見込まれることから、賃金の本格的な上昇は期待しにくいといえよう。しかしながら、企業の人手不足感は依然として強い。「日銀短観（2007年9月調査）」によると、全規模・全産業ベースの雇用人員判断DI（「過剰」-「不足」）は-9と前回6月調査から1ポイント低下（「不足」超幅拡大）した。先行きについても-13と9月比4ポイントの低下が見込まれており、雇用不足感が一段と強まる見通しである。こうした点から今後も雇用者数の増加基調は続くと思われる。雇用者報酬も緩やかながら改善基調を維持すると見込まれる。

また、近年、企業が株主への利益還元を強化するなかで、家計の財産所得が増加している。企業収益増加の恩恵は雇用者報酬の増加という経路だけでなく、財産所得の増加という経路でも家計部門に波及している。さらに、団塊世代の退職金一時金も個人消費の追い風となろう。雇用者報酬の改善が緩やかであることから、個人消費の回復力は高まりにくいものの、配当収入など財産所得の増加や団塊世代の退職一時金が個人消費を支える点なども勘案すれば、先行き個人消費は緩やかな増加基調が続くと見込まれる。

図表6 GDP成長率に対する形態別消費支出の寄与度



図表7 雇用者報酬の伸びが鈍化



**(企業の設備投資は増加基調を維持)**

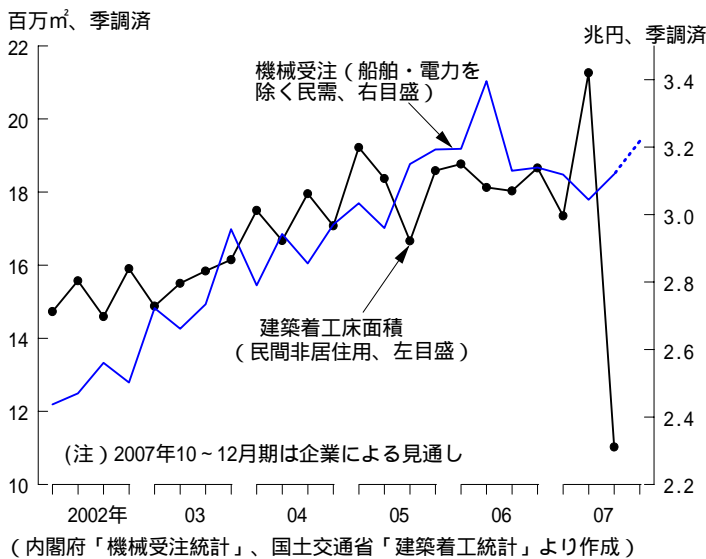
7～9月期の実質設備投資は前期比+1.7%と3四半期ぶりの増加に転じた。企業収益が高水準で推移するなかで、IT関連財の在庫調整の進展などにより7～9月期の生産活動が踊り場の状況を脱したことが、設備投資の持ち直しにつながったとみられる。

ただ、建築基準法改正に伴う建築確認審査厳格化の影響は、企業の設備投資にも及びつつある。建築投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）をみると、7～9月期は建築確認審査の厳格化の影響により前期比-48.2%と大幅に減少した（図表8）。建築投資が設備投資に占める割合は1割程度に過ぎないものの、今後、建設活動の停滞が設備投資の押し下げ要因となる点に注意が必要である。

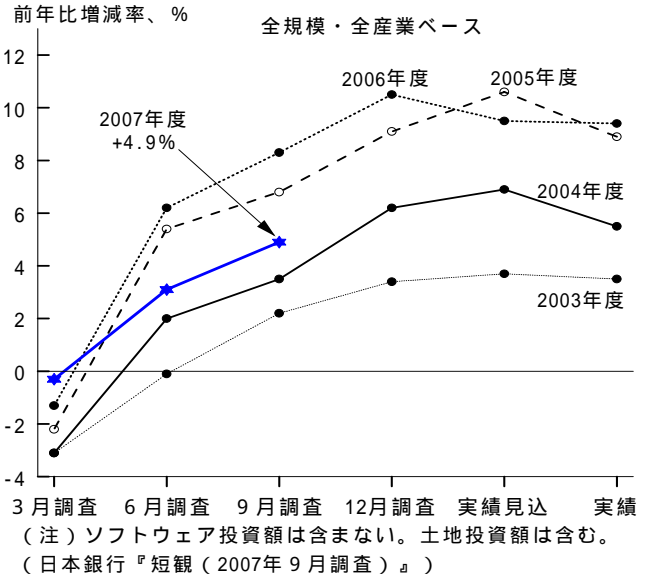
しかしその一方で、設備投資のうち機械投資は、今後も底堅く推移すると見込まれる。機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、7～9月期には前期比+2.5%と3四半期ぶりの増加に転じた。続く10～12月期の受注見通しも前期比+3.1%と2四半期連続の増加が見込まれており、企業の設備投資に対する意欲が依然旺盛であることがうかがえる。こうした企業の設備投資意欲の堅調さは、「日銀短観（2007年9月調査）」において2007年度の設備投資計画が全規模・全産業ベースで前年比+4.9%と前回6月調査から1.7%上方修正されたことから確認できる（図表9）。

原油高などによる原材料コストの上昇などにより先行き企業の増益率が低下すると見込まれることや、前述のような建築基準法改正に伴う建築投資の落ち込みにより、設備投資の拡大テンポは当面高まりにくい。ただ、企業のキャッシュフローの水準が引き続き設備投資を大幅に上回っていることや、企業間競争が厳しくなるなかで競争力の維持・強化のための設備投資が企業の生き残りに不可欠となっていることなどを踏まえると、設備投資は今後も増加基調を維持する可能性が高いと考えられる。

図表8 設備投資の先行指標



図表9 設備投資計画の推移



**(輸出はアジア向けなどを中心に総じて堅調に推移)**

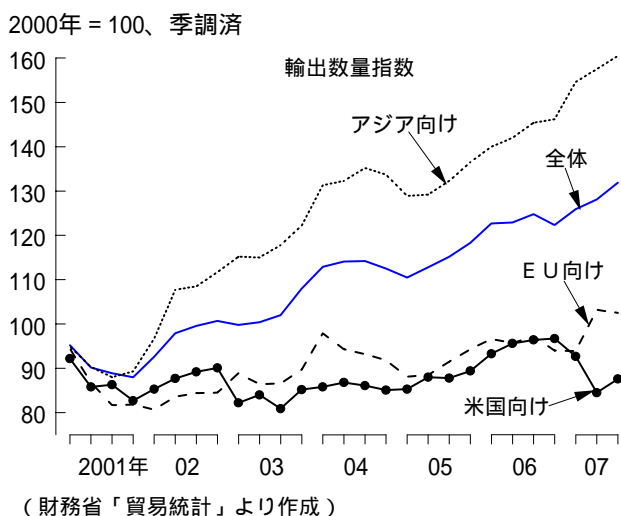
7～9月期の実質輸出は前期比+2.9%と4～6月期(同+0.9%)から伸びが加速し、10四半期連続で増加した。実質GDP成長率に対する寄与度は前期比+0.5%ポイントと、景気を大きくけん引している。

貿易統計を用いて地域別の輸出数量指数(季調値)をみると、7～9月期はアジア向け輸出が前期比+1.9%と4～6月期(同+1.9%)に続いて堅調に推移した(図表10)。また、米国向け輸出は4～6月期に前期比-8.8%と大きく落ち込んだ反動もあり、7～9月期には同+3.7%とやや持ち直した。さらに金額ベースで国・地域別の輸出動向をみると、7～9月期は中東向け輸出が前年比+30.6%、東欧・ロシア向け輸出が同+41.6%となるなど、資源国・新興国向けの輸出が引き続き大幅に増加している。

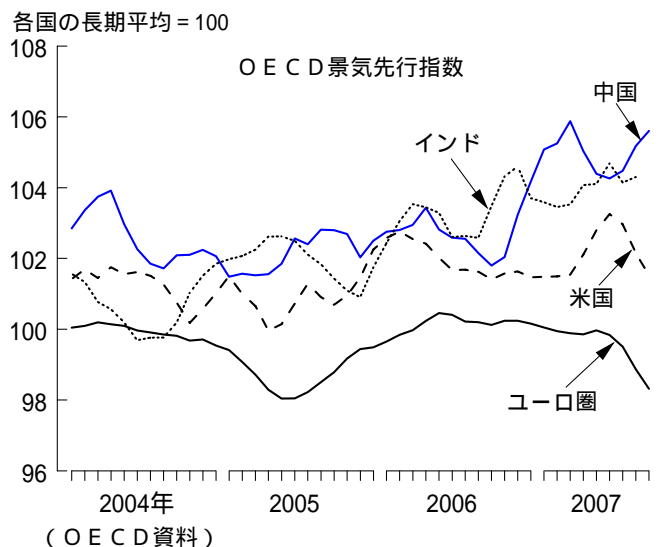
先行きに関しては、当面、米国向け輸出が弱含むと予想される。米国経済をみると、7～9月期の米実質GDPは前期比年率+3.9%と4～6月期(同+3.8%)に続いて4%弱の高めの成長率となった。しかし、サブプライム(信用力の低い個人向け)住宅ローン問題を受けて販売住宅の在庫率が急上昇するなど米住宅市場は調整長期化の様相を呈しており、また消費者心理にはかげりがみられる。米住宅価格の下落に伴う家計の資産効果はく落なども勘案すると、先行き家計部門が弱めの動きとなる可能性が高い。ただ、米国の雇用者数がすう勢としては減速しながらも増加基調を維持していること、ドル安の効果などから米国の輸出が堅調に推移すると予想されること、FRB(米連邦準備理事会)による連続的な利下げの効果が景気を下支えすることなどから、米国景気の大幅な調整は避けられると見込まれる。

こうした米国景気の動きを受けて、わが国の対米輸出は2007年10～12月期以降、再び減速しよう。ただ、中国をはじめとする新興国や中東諸国など資源国の高成長が続くとみられることから(図表11)、新興国・資源国向けの輸出が好調に推移し、輸出全体としては増加基調を維持すると見込まれる。なお、2008年度下期には北京五輪需要のはく落によって中国向け輸出が減速し、輸出全体の伸びも鈍化すると予想される。

図表10 輸出はアジア向けをけん引役に増勢を維持



図表11 新興国の景気は拡大基調が続く



(実質経済成長率は2007年度が+1.4%、2008年度が+2.0%と予測)

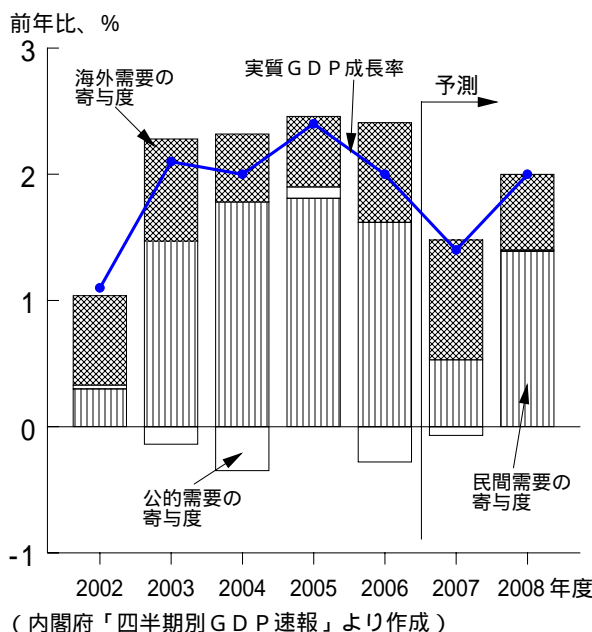
以上のような要因を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、2007年度下期は建築基準法改正の影響による住宅投資の減少が成長率を押し下げよう。一方、米国景気の減速により対米輸出は弱含むが、中国などアジア向けを中心に輸出は総じて堅調に推移し、景気をけん引すると見込まれる。また、企業の設備投資も建築基準法改正の影響を受けてやや減速するが、潤沢なキャッシュフローなどを背景に、増加基調で推移する公算が大きい。個人消費に関しては、賃金が伸び悩むものの、雇用情勢の改善や配当収入など財産所得の増加が続くなかで、緩やかに増加するとみられる。このように個人消費と設備投資の内需の両輪が増勢を保ち、景気は自律回復の動きを維持すると見込まれる。住宅投資の減少が響くことから、2007年度の実質GDP成長率は+1.4%と、2002年度以来5年ぶりに1%台の成長率にとどまると予測した(図表12)。

2008年度は住宅投資の反動増が見込まれる。個人消費は賃金の伸びが鈍いなかで力強い回復を期待できないものの、雇用情勢の改善を背景に引き続き緩やかに増加しよう。8月の北京オリンピックを前に、薄型テレビなどデジタル家電の需要が盛り上がることも想定される。また、設備投資は企業収益が総じて底堅く推移するなかで、増加基調を維持しよう。ただ、北京オリンピック終了後にはデジタル家電の需要が一巡し、また中国向けの輸出が減速すると見込まれる。2008年度後半には、景気の回復テンポがやや弱まると予想される。2008年度の実質GDP成長率は+2.0%と、7年連続でプラス成長を確保すると予測した(注)。こうした当社の予測を前提とすれば、住宅投資の振れというかく乱要因がありながらも景気は緩やかな回復基調を維持し、2002年2月から始まった今回の回復局面が戦後最長記録を更新する展開になるとみられる。

なお、名目ベースの経済成長率は2007年度が+1.1%、2008年度が+2.1%と、6年連続のプラス成長になると予測した。また、GDPデフレーターに関しては、2007年度が前年比-0.3%、2008年度が前年比+0.1%と予測しており、2008年度には1997年度以来、11年ぶりに伸びがプラスに転じると見込まれる。

(注) なお、今回の予測には織り込んでいないが、仮に2009年4月に消費税率が5%から7%に引き上げられれば、2008年度後半に個人消費を中心に約2兆円の駆け込み的な需要が発生すると見込まれる。これは2008年度の実質GDP成長率を約0.4%ポイント押し上げると試算される。

図表12 実質では7年連続のプラス成長を見込む



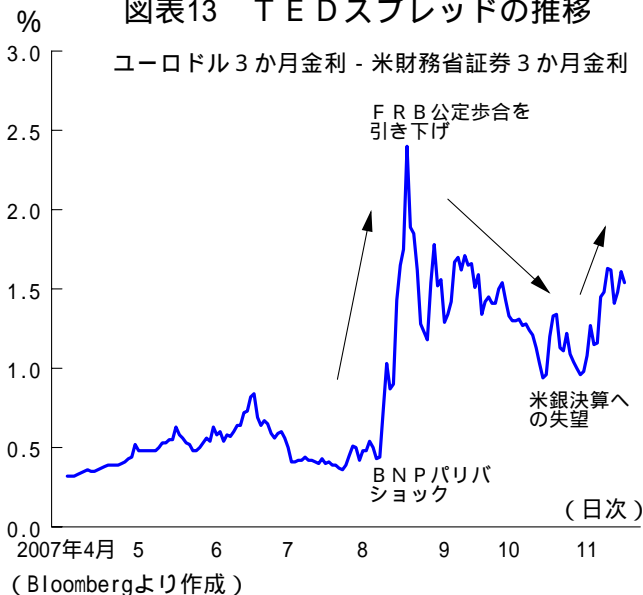


(日銀の2007年度内の追加利上げは厳しい状況に)

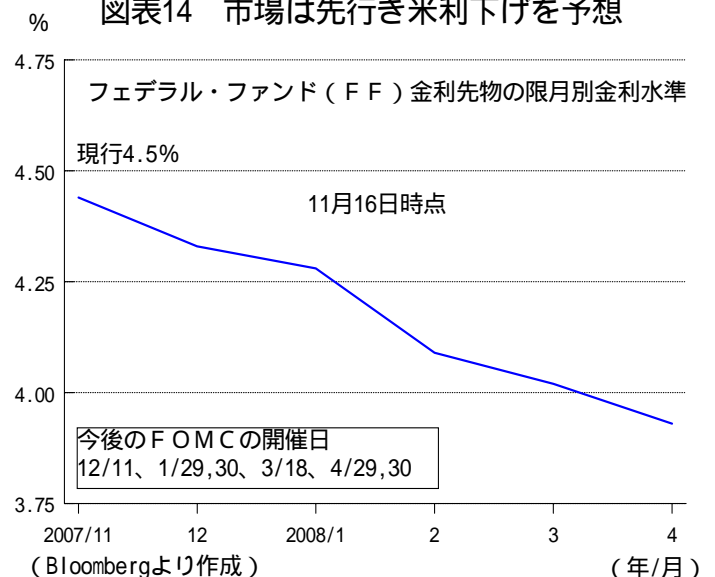
日本銀行は今年8月にも利上げを行うとみられていたが、米サブプライムローン問題による金融市場の混乱を受けて8月の金融政策決定会合では利上げを見送り、その後も政策金利を据え置いている。日銀の福井総裁は11月の金融政策決定会合後の記者会見で、政策金利を据え置いた理由として「米国経済の先行きに関する下振れリスクが引き続き存在することもあり、国際金融市場や海外経済の動向を引き続き注視していく必要があると判断した」などと述べた。ただ、総裁は会見で「経済見通しあるいは物価見通しの基本シナリオや政策の基本スタンスを持ち続けていくということで間違いないと確信している」とも発言しており、10月末の展望レポートで示されたように「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」方針に変わりがないことを示した。

今後の金融政策のカギを握る国際金融市場は依然として混乱が続いている。金融市場の信用不安を計る指標としてTEDスプレッド(ユーロドル3か月金利 - 米財務省証券3か月金利)をみると、8月中旬にかけて一時急拡大し、その後FRBによる公定歩合の引き下げや政策金利(FF金利)の引き下げなどを受けて縮小に向かったが、10月中旬からは米金融機関のサブプライムローン関連の損失拡大が懸念され、再びスプレッドが拡大している(図表13)。こうしたなかでFRBの追加利下げ観測は強まっており、FF金利の先物市場では2008年3月までに0.25%の利下げが2回行われる可能性をほぼ完全に織り込んでいる(図表14)。米国が利下げを続ける状況のなかで日銀が利上げを行うことは難しいと考えられることから、少なくとも2007年度内に日銀が追加利上げに踏み切る可能性はかなり低くなったといえよう。

図表13 TEDスプレッドの推移



図表14 市場は先行き米利下げを予想



図表15 2007年度・2008年度のわが国経済の見通し（2007年11月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2006年度	2007年度		2008年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート(円/ドル)	116.9	116.1	119.3	113.0	115.5	114.5	116.5
米国実質GDP(暦年)	2.9	2.2	[ 1.8 ]	[ 3.4 ]	2.4	[ 2.0 ]	[ 2.3 ]

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2006年度	2007年度		2008年度			
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	2.0	1.4	[ 0.3 ]	[ 0.9 ]	2.0	[ 1.0 ]	[ 0.8 ]
個人消費	0.7	1.6	[ 0.8 ]	[ 0.7 ]	1.5	[ 0.8 ]	[ 0.6 ]
住宅投資	0.4	13.0	[ 8.5 ]	[ 11.4 ]	1.9	[ 4.3 ]	[ 7.8 ]
設備投資	7.7	0.9	[ 1.4 ]	[ 2.3 ]	3.3	[ 1.4 ]	[ 1.0 ]
政府消費	0.9	1.1	[ 0.4 ]	[ 0.9 ]	0.8	[ 0.4 ]	[ 0.2 ]
公共投資	9.6	5.9	[ 4.5 ]	[ 2.0 ]	3.3	[ 2.3 ]	[ 1.6 ]
輸出	8.2	8.0	[ 4.0 ]	[ 3.8 ]	5.3	[ 2.8 ]	[ 1.0 ]
輸入	3.4	2.1	[ 1.5 ]	[ 1.0 ]	2.3	[ 1.3 ]	[ 0.9 ]
寄与度							
国内需要	1.2	0.5	[ 0.2 ]	[ 0.4 ]	1.4	[ 0.7 ]	[ 0.7 ]
民間需要	1.5	0.5	[ 0.1 ]	[ 0.4 ]	1.4	[ 0.8 ]	[ 0.8 ]
公的需要	0.3	0.1	[ 0.1 ]	[ 0.1 ]	0.0	[ 0.0 ]	[ 0.0 ]
海外需要	0.8	1.0	[ 0.4 ]	[ 0.5 ]	0.6	[ 0.3 ]	[ 0.1 ]
名目GDP	1.3	1.1	[ 0.0 ]	[ 0.9 ]	2.1	[ 1.1 ]	[ 0.9 ]
新設住宅着工戸数(万戸)	128.5	98.2	53.3	44.8	120.6	62.7	57.9
(前年比増減率、%)	2.9	23.6	19.7	27.8	22.8	17.6	29.1
鉱工業生産	4.8	3.0	[ 0.6 ]	[ 2.6 ]	4.3	[ 2.2 ]	[ 1.4 ]
国内企業物価	2.8	2.0	2.2	1.9	1.2	1.3	1.1
消費者物価	0.2	0.0	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5
完全失業率(%)	4.1	3.8	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8

(注) 民間需要 = 個人消費 + 住宅投資 + 設備投資 + 民間在庫投資、 公的需要 = 政府消費 + 公共投資 + 公の在庫投資  
 国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入