

HAMAGINSOUKEN NEWS

2008年2月20日

2008年度の景気予測（2008年2月改訂） －米国経済の低迷や内需の伸び悩みにより08年度は2年連続の1%台成長へ－

要 旨

- 2007年10～12月期の実質GDPは前期比+0.9%と2四半期連続のプラス成長となった。住宅投資は引き続き大幅に落ち込んだものの、新興国・資源国向けを中心とする輸出の堅調な伸びや設備投資の増加が続き、企業部門が景気をけん引した。
- もっとも、先行きについては当面、景気の調整色が強まる可能性が高い。輸出のカギを握る米国経済は10～12月期に急減速しており、住宅市場の調整継続や雇用情勢の弱含みなどにより、2008年前半まで家計部門を中心に低迷が続くと予想される。ただ、年後半には米政府の景気対策などを受けて、米景気は持ち直しに向かう。
- 米国景気の低迷を受けて、わが国では輸出の増勢が鈍化し、企業の生産活動も2008年前半に踊り場的な局面を迎えると見込まれる。企業の設備投資意欲は根強いものの、生産の足踏みを背景に設備投資も勢いが鈍ろう。もっとも、企業の在庫率の水準は低く、大幅な生産・在庫調整が生じる可能性は低い。米国景気がリセッションを回避するとみられることから、輸出を起点とする企業部門の回復基調は維持されよう。
- 一方、家計部門では、賃金が弱含むなかで、身近な商品の値上がりなどにより消費マインドが悪化しており、今後もこうした点が個人消費の下押し要因になると予想される。ただ、企業の人手不足感は依然として強く、雇用者数の増加が引き続き期待できることなどから、個人消費が腰折れする可能性は低い。
- 以上を踏まえると、米国経済の低迷などにより、わが国の景気は2008年度前半にかけて減速基調で推移しよう。年度後半には米国経済が持ち直しに向かうものの、北京五輪の反動により中国経済が減速するため、わが国の輸出・生産の戻りは鈍いものとなろう。内需も伸び悩むことから、景気の回復力は弱いものととどまると見込まれる。2007年度の実質GDP成長率を+1.6%、2008年度も+1.6%と予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)			前回2007年12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	2.4	1.6	1.6	1.3	2.0
民間需要寄与度	2.0	0.4	1.2	0.3	1.4
公的需要寄与度	▲0.4	0.0	0.0	▲0.1	▲0.0
海外需要寄与度	0.8	1.1	0.4	1.0	0.6
名目GDP	1.6	0.7	1.5	0.9	2.1

【本件に関するお問い合わせ先】 (株)浜銀総合研究所 調査部 小泉 TEL 045-225-2375

浜銀総合研究所

(2007年10～12月期の実質GDPは2四半期連続のプラス成長)

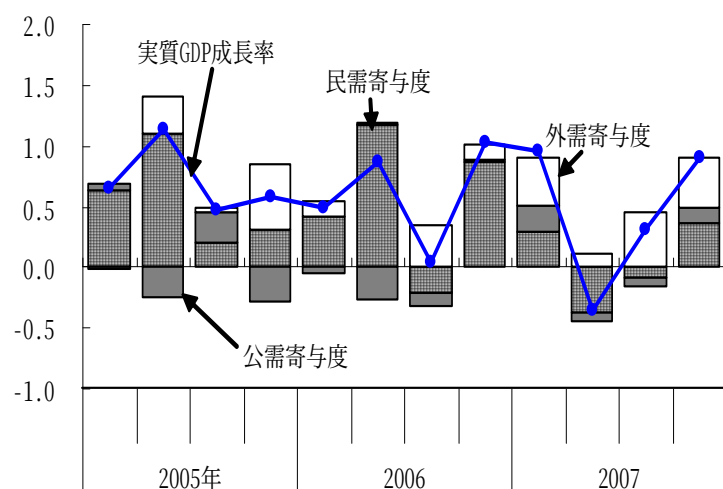
2007年10～12月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.9%(年率+3.7%)と、7～9月期(前期比+0.3%)から伸びが高まった(図表1)。これで実質GDPの増加は2四半期連続となり、わが国の景気が回復基調を維持していることが示された。

実質GDPの内訳をみると、内需では、個人消費が前期比+0.2%と7～9月期(同+0.1%)に続いて底堅く推移した。形態別には、耐久財消費が同+2.9%と前期(同+1.0%)より増勢が拡大し、個人消費を下支えした。薄型テレビなどデジタル家電関連への支出が好調に推移したほか、秋口の自動車販売の持ち直しなどが支出を押し上げたとみられる。また、設備投資は前期比+2.9%と2四半期連続で増加した。キャッシュフローが高水準で推移するなか、生産活動が堅調となったことから企業の投資が拡大した。一方で、住宅投資は建築基準法改正による建築確認の厳格化の影響が残り、前期比-9.1%と7～9月期(同-8.3%)に続き大幅な減少となった。また、公共投資も同-0.7%と3四半期連続で減少した。他方、外需に関しては、輸出が前期比+2.9%と7～9月期(同+2.9%)に続き高い伸びとなった。米国向けが低迷したものの、アジアやEU(欧州連合)向けが増勢を維持し、中東などの資源国向けも大幅に増加した。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、前期(同+0.5%ポイント)に続き大きなものとなった。

なお、10～12月期の名目GDPは前期比+0.3%と、7～9月期(同+0.1%)に続いて増加したが、名目GDPの伸びが実質GDPの伸びを下回る名実逆転が続いた。その結果、総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターは前年比-1.3%と、前期(同-0.6%)からマイナス幅が拡大した。消費デフレーターの下落幅が縮小したことなどから国内需要デフレーターが前年比+0.1%と前期(同-0.2%)からプラスに転じたものの、GDPの控除項目である輸入デフレーターの影響などにより拡大し、GDPデフレーターを押し下げた。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

季節調整済、前期比、%



(季節調整済、前期比、%)

	2007年		
	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	-0.4	0.3	0.9
個人消費	0.2	0.1	0.2
住宅投資	-4.4	-8.3	-9.1
設備投資	-1.5	1.1	2.9
公共投資	-4.2	-1.9	-0.7
輸出	1.1	2.9	2.9
輸入	0.5	-0.1	0.5

内需寄与度	-0.5	-0.2	0.5
民間需要	-0.4	-0.1	0.3
うち在庫	-0.1	-0.1	0.1
公的需要	-0.1	-0.1	0.1
外需寄与度	0.1	0.5	0.4

名目GDP	-0.5	0.1	0.3
-------	------	-----	-----

(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」)

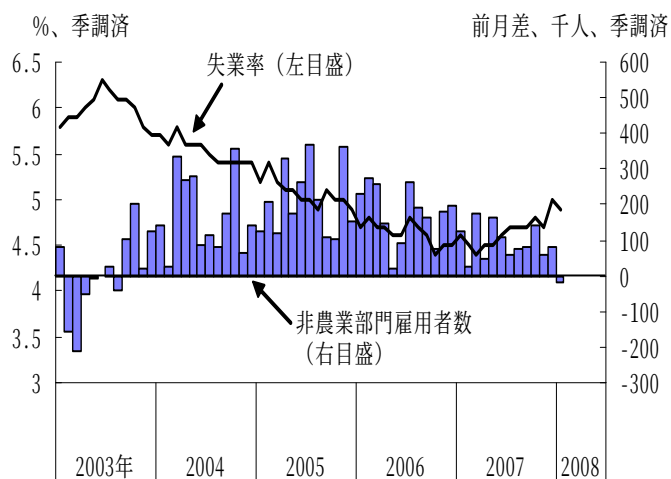
(米国経済は2008年前半まで低迷)

以上のように、2007年10～12月期の実質GDPは企業部門をけん引役にプラス成長を維持したものの、先行きについては楽観を許さない状況となりつつある。

輸出のカギを握る米国経済をみると、10～12月期の米実質GDPは、前期比年率+0.6%と7～9月期(同+4.9%)から急減速した。サブプライムローン問題の影響で住宅投資が同-23.9%と1981年以来の大幅な減少となったほか、個人消費も同+2.0%(前期は同+2.8%)の伸びにとどまり、家計部門は総じて弱めの動きとなった。一方、企業部門をみると、ドル安効果などから輸出が同+3.9%(前期は同+19.1%)と底堅く推移し、設備投資も同+7.5%(前期は同+9.3%)と好調さを維持した。

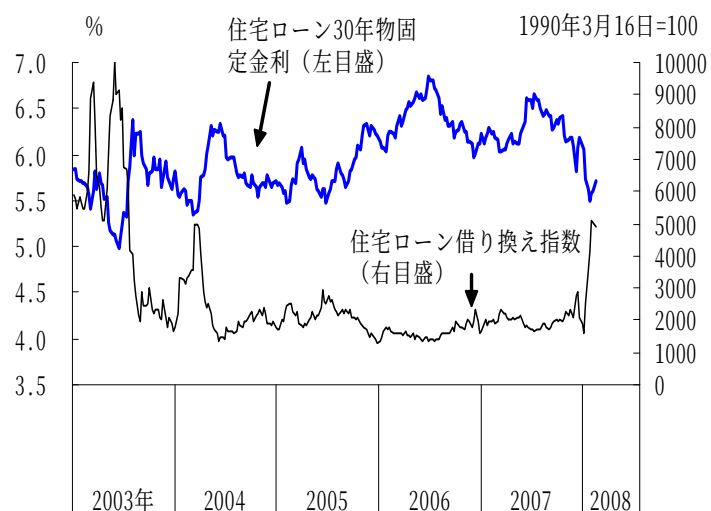
年明け以降、米住宅市場の調整が長引くなかで、2008年1月の非農業部門雇用者数が前月比1.7万人減と2003年8月以来の減少に転じるなど、米個人消費を取り巻く環境が厳しくなっている(図表2)。米国の個人消費を支えてきた雇用増加のペースが急速に落ちていることから、当面個人消費は弱含むと見込まれる。もっとも、今年の5月頃から総額で約1,100億ドルの所得税還付(戻し減税)が実施されることから、減税による消費押し上げ効果が現れる4～6月期後半からは個人消費が持ち直すことが期待される。また、FRBの利下げを受けて長期金利が低下し、低金利の住宅ローンへの借り換えが進むことも家計にとって下支えとなろう(図表3)。一方、企業部門については、既往のドル安の効果により輸出が底堅く推移することや、企業の設備投資を優遇する減税の効果により下支えされることなどから底堅い推移が見込まれる。この結果、米国の実質GDP成長率は2008年前半に家計部門の低迷を受けて年率1%を下回る低成長となるものの、年後半には年率2%台前半まで成長率が戻ると見込まれる。

図表2 米国の雇用者数は弱含む



(米労働省)

図表3 住宅ローンの借り換え申請が増加



(全米抵当貸付銀行協会)

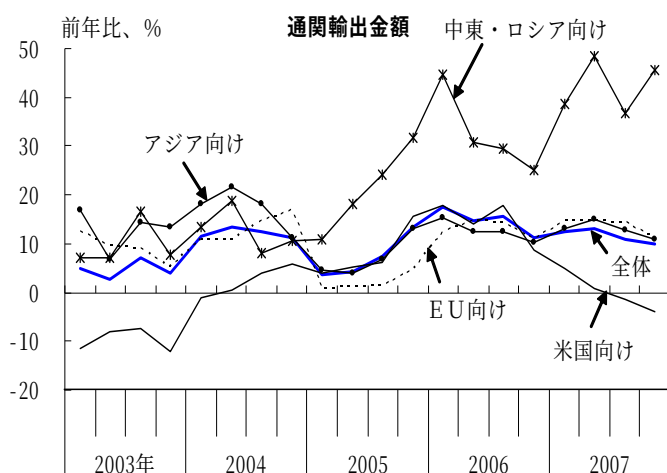
(輸出の景気けん引力は低下へ)

2007年10～12月期の実質輸出は前期比+2.9%と7～9月期(同+2.9%)に続き高い伸びとなった。貿易統計を用いて地域別の輸出動向(金額ベース)をみると、10～12月期は米国向けが景気減速を受けて前年比-4.1%と減少したものの、EU向けが同+11.3%、アジア向けも同+11.0%と好調を維持している(図表4)。さらに中東

向けが同+45.1%、ロシア向けが同+46.8%となるなど、資源国・新興国向け輸出が大幅に増加している。わが国の輸出に占める地域別シェアをみると、2000年から2007年にかけて北米向けが9.7%ポイント低下する一方で、中国向けが9.0%ポイント上昇しており、また中東向け（1.6%ポイント上昇）やロシア向け（1.4%ポイント上昇）もシェアを伸ばすなど、輸出先の多様化が進んでいる（図表5）。

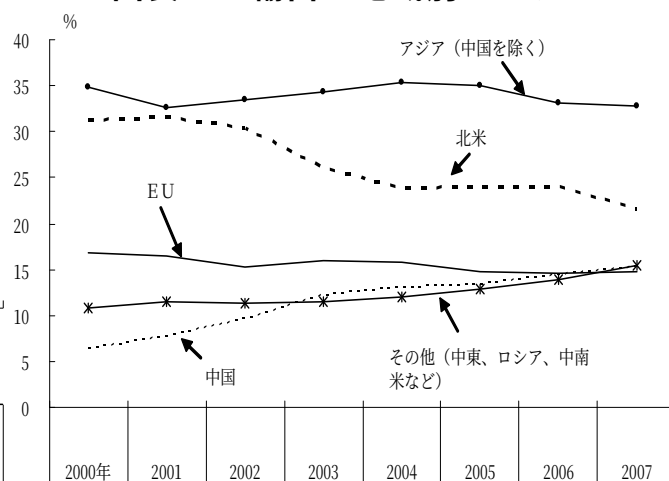
先行きの輸出を展望すると、米国景気が2008年前半まで低迷するなかで、対米輸出が一段と弱含むと見込まれる。また、欧州景気にも減速の兆しが現れており、EU向け輸出も徐々に増勢が鈍化しよう。アジア諸国など新興国の高成長は続くと思われるが、米国景気の減速を受けて成長率は鈍化し、わが国の新興国向け輸出にも下押し圧力がかかるとみられる。対米輸出の不振を新興国・資源国向け輸出が補うという構図に変わりはないものの、2008年前半は輸出の景気けん引力が低下すると見込まれる。ただ、米国景気がリセッション（景気後退）を回避するとみられることから、わが国の輸出は増加基調を維持しよう。2008年後半には米国景気が持ち直しに向かうことが輸出の下支え要因となるが、北京五輪需要のはく落によって中国向け輸出が減速するため、輸出全体の戻りは鈍いものにとどまると見込まれる。

図表4 資源国向けなどが好調



（財務省「貿易統計」）

図表5 輸出の地域別シェア



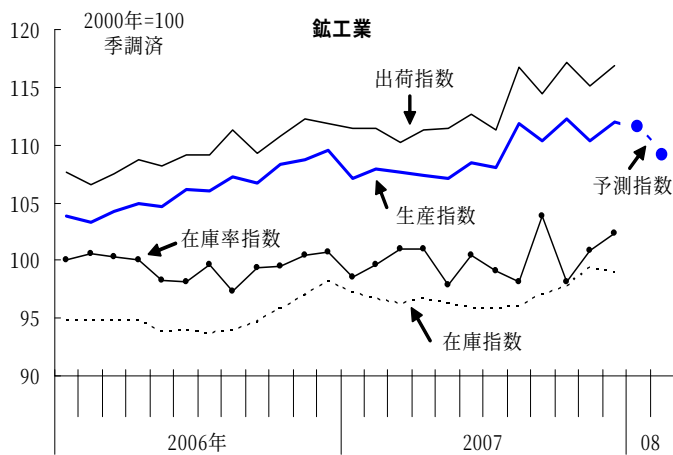
（財務省「貿易統計」より作成）

（生産は2008年前半に踊り場的な局面を迎える）

輸出の鈍化は生産にも影響を及ぼすこととなろう。生産の先行きを示唆する製造工業生産予測指数をみると、2008年1月（前月比-0.4%）、2月（同-2.2%）と2か月連続の低下が見込まれている（図表6）。業種別には米国の景気減速を受けて輸送機械が減産を見込むほか、電子部品・デバイスの生産も頭打ちとなる見通しである。2008年前半に生産は今回の景気回復において3度目となる踊り場的な局面を迎える可能性が高まっている。

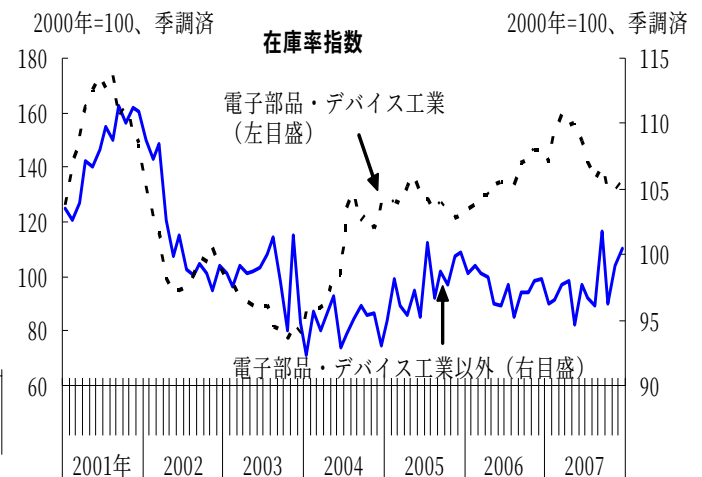
もっとも、企業が抱えている在庫は、出荷と概ねバランスのとれた状態にある。鉱工業全体の12月の出荷指数は前年比+3.1%と増加基調を維持する一方、在庫指数の伸びは同+0.8%にとどまっている。鉱工業の在庫率指数をみると、電子部品などIT関連財ではこのところ低下基調にあり、また、非IT関連財では低水準にとどまっている（図表7）。こうした点から、大幅な生産・在庫調整が生じるリスクは小さいと考えられる。

図表6 生産予測指数は低下



(注) 生産指数の2008年1、2月は製造工業生産予測指数による先伸ばし。
(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」)

図表7 在庫調整圧力は小さい



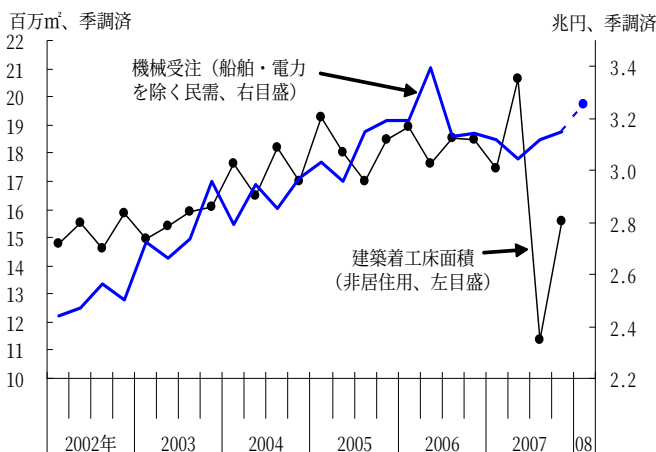
(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」より作成)

(設備投資は先行き増勢が鈍化)

2007年10～12月期の実質設備投資は前期比+2.9%と増加したものの、先行きについては、生産活動の足踏みなどから増勢の鈍化が見込まれる。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、10～12月期には前期比+0.9%と小幅ながら2四半期連続で増加した（図表8）。ただ、月次ベースでは、11月（前月比-2.8%）、12月（同-3.2%）と2か月連続で減少している。続く1～3月期の受注見通しは前期比+3.5%と増加基調の維持が見込まれているものの、米国景気の低迷などにより生産の調整が予想されることに加えて、原材料コストの上昇が企業収益を圧迫することから、投資を先送りする動きが出てくるとみられる。

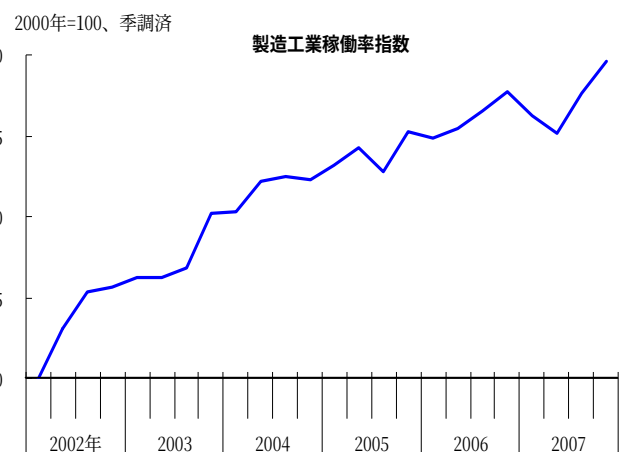
もっとも、製造業の設備稼働率が高水準で推移していることや（図表9）、企業間競争が厳しくなるなかで競争力の維持・強化のための投資が企業の生き残りのために不可欠であることなどから、企業の設備投資意欲は根強いと考えられる。また、企業の収益体質はこれまでの合理化によって強固となっており、設備投資の源泉となる企業のキャッシュフローの水準は設備投資額を大きく上回っている。これらのことから、設備投資は伸びが鈍化しながらも増加基調を維持すると見込まれる。

図表8 機械受注は増加基調を維持



(注) 機械受注の2008年1～3月期は企業の見通し。
(内閣府「機械受注統計」。国土交通省「建築着工統計」より作成)

図表9 上昇する製造業の稼働率



(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」)

（個人消費は緩やかな増加が続く）

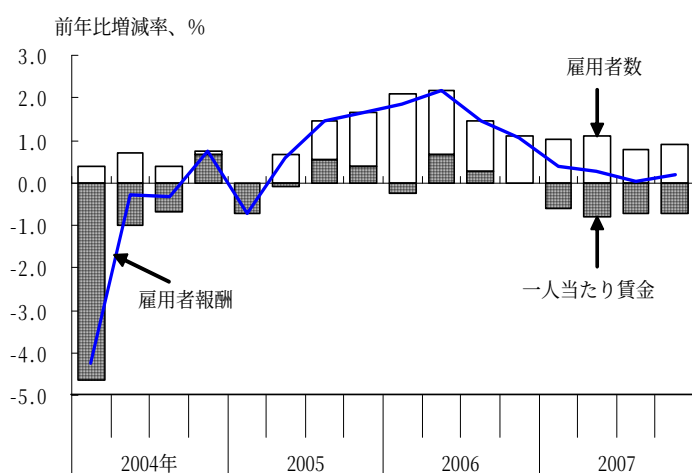
一方、家計部門をみると、2007年10～12月期の実質個人消費は前期比+0.2%と3四半期連続で小幅な伸びにとどまった。この背景には、家計所得の伸び悩みと消費者心理の悪化があげられる。

まず、家計所得をみると、10～12月期の雇用者報酬は前年比+0.2%と11四半期連続で増加したものの、ここ4四半期は微増にとどまっている（図表10）。これは、雇用者数の増加が続く一方で、雇用者一人あたりの平均賃金が減少しているためである。一人当たりの賃金が低迷している背景には、①企業の根強い人件費抑制スタンスや、②相対的に賃金水準の高い団塊世代の退職などがあげられる。

他方、消費マインドをみると、食品やガソリン、灯油など身近な商品の値上がりが続いていることに加えて、国内株価の下落などもあり、このところ悪化が鮮明となっている。12月の消費者態度指数（季調値）は38.9と4四半期連続で低下し、2003年6月（36.0）以来の水準まで落ち込んだ（図表11）。また、街角の声を反映した景気ウォッチャー調査でも2008年1月の家計動向関連の現状判断DIは31.5と2001年10月（29.0）以来の水準まで低下した。

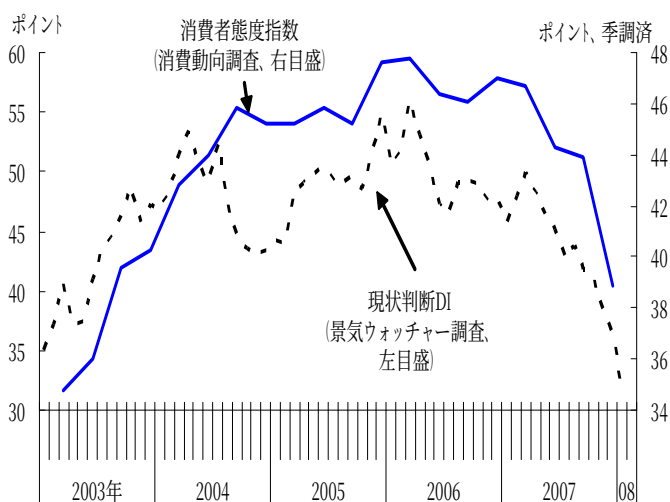
今後についても、企業が収益性重視の観点から人件費抑制スタンスを維持すると見込まれることから賃金の本格的な上昇は期待しにくい。また、身近な商品の値上がりが消費者心理を下押しする構図も続くと思われる。しかしながら、企業の人手不足感は依然として強い。「日銀短観（2007年12月調査）」によると、全規模・全産業ベースの雇用人員判断DI（「過剰」－「不足」）は-10と前回9月調査から1ポイント低下（「不足」超幅拡大）した。先行きについても-12と12月比2ポイントの低下が見込まれており、雇用不足感が一段と強まる見通しである。雇用者数の増加は今後も続くことから、個人消費が腰折れする可能性は低く、消費は緩やかな増加基調を維持すると見込まれる。

図表10 雇用者報酬は伸び悩み



（内閣府「四半期別GDP速報」などより作成）

図表11 消費マインドの悪化が鮮明



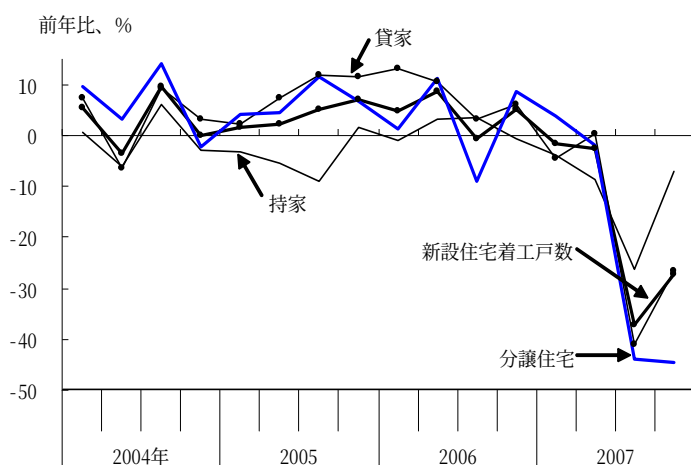
（内閣府「消費動向調査」、「景気ウォッチャー調査」）

（住宅投資は反動増の見込み）

10～12月期の実質住宅投資は前期比-9.1%と引き続き大幅に落ち込んだが、先行指標の住宅着工には持ち直しの動きが現れている（図表12）。すなわち、10～12月期の新設住宅着工戸数は前年比-27.3%と前期（同-37.1%）から減少幅が縮小した。

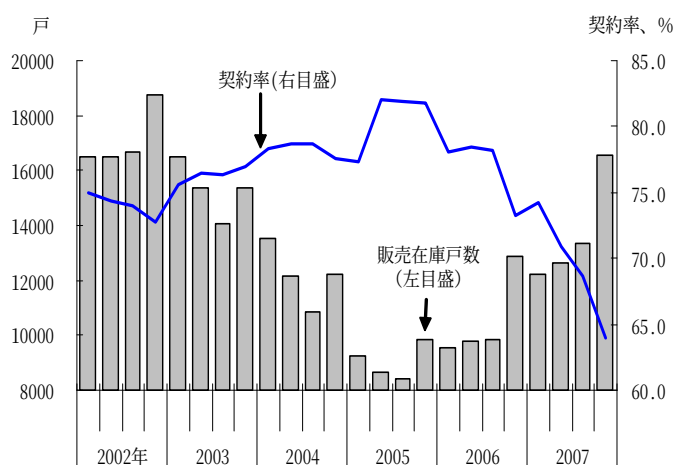
これを利用関係別に確認すると、同法改正の影響が比較的小さい持家については前年比-7.2%と7～9月期（同-26.3%）に比べて持ち直しの動きが鮮明となった。また、貸家（7～9月期：前年比-41.0%→10～12月期：同-26.5%）や戸建分譲（同-25.5%→同-12.2%）にも持ち直しの動きがみられる。半面、分譲マンション（同-55.4%→同-61.9%）については依然として落ち込みが目立つ。マンションの落ち込みについては、建築確認に時間を要するという側面だけでなく、販売面でも弱い動きがみられることが影響していると考えられる。不動産経済研究所によると、首都圏と近畿圏の10～12月期のマンション契約率は63.9%と7～9月期（68.6%）から一段と低下し、販売在庫も約5年ぶりの水準に積みあがっている（図表13）。マンション価格が上昇していることなどを背景に家計の住宅取得意欲が低下しているものとみられる。今後、建築基準法改正に伴う混乱が収まるにつれて、進ちょくベースで計上されるGDPベースの住宅投資も増加傾向に転じると見込まれる。住宅ローン減税の適用切れ（2008年中の入居分まで）を控えていることも、住宅投資の下支え要因となろう。ただ、分譲マンションの在庫調整圧力が高まっていることから、住宅投資の戻りは総じて鈍いものととどまるものと予想される。

図表12 住宅着工は持ち直しの動き



（国土交通省「建築着工統計」より作成）

図表13 マンション販売は不振



（注）首都圏と近畿圏の合計
（不動産経済研究所「マンション市場動向」より作成）

（実質経済成長率は2007、2008年度ともに+1.6%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、輸出の増勢鈍化や、それに伴う生産調整などにより、2008年度前半にかけて景気は減速基調で推移すると見込まれる。生産が足踏みすることにより、設備投資も小幅な伸びにとどまろう。ただ、企業の在庫率の水準は低く、大幅な生産・在庫調整が生じる可能性は低い。米国景気がリセッションを回避するとみられることから、輸出を起点とする企業部門の回復基調は維持されると見込まれる。一方、家計部門では、住宅投資の反動増が期待できるものの、賃金が弱含むなかで個人消費は引き続き緩やかな増加となろう。2008年度後半は、米国景気が持ち直しに向かう半面で、中国景気に北京五輪後の反動が生じるため、わが国の輸出・生産の戻りは鈍いものとなろう。個人消費や設備投資など国内需要も伸び悩むことから、景気の回復力は弱いものととどまると予想される。

この結果、実質GDP成長率は2007年度が+1.6%、2008年度も+1.6%と7年連続

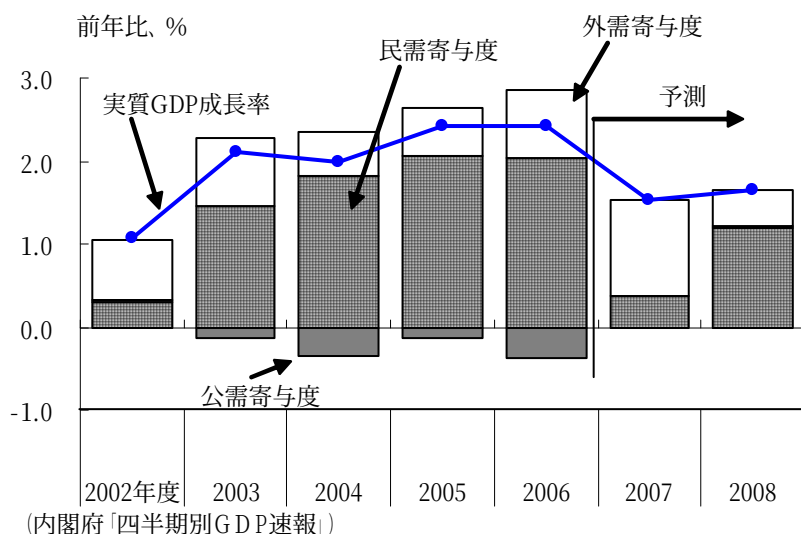
のプラス成長ながらも、2年続けて1%台の成長にとどまると予測した^(注)。先日発表された2007年10～12月期の実質GDP成長率が予想以上に高めの伸びとなったことを受けて、当社が昨年12月に発表した2007年度の前回予測値(+1.3%)を上方修正する一方、2008年度については米国経済の減速度合いが強まることなどから前回予測値(+2.0%)を下方修正した。2007年度と2008年度の成長率が等しくなるものの、GDP成長率に対する住宅投資の寄与度が2007年度は前年比-0.4%となる一方、2008年度は同+0.1%となるため、住宅投資の影響を除けば2008年度に向けて景気回復のペースが鈍化することになる。

また、名目ベースの経済成長率は2007年度が+0.7%、2008年度が+1.5%と6年連続のプラス成長を予測した。GDPデフレーターに関しては、国内需要の伸び悩みにより2007年度が前年比-0.8%、2008年度も同-0.1%と低下基調が続くと予測した。GDPデフレーターは1998年度以降11年連続でマイナスの伸びとなり、予測期間中に経済成長率の名実逆転は解消されないと見込まれる。

なお、景気のリスク要因としては、米国経済の大幅な下振れがあげられる。今回の予測では、米国経済については減税効果などにより2008年後半に持ち直しに向かうと見込んだが、減税が行われるまで個人消費が底堅さを維持できるかどうか焦点となる。サブプライム住宅ローン問題に端を発した米国の金融不安は、金融保証会社(モノライン)の経営問題へと波及しており、今後さらに金融不安が拡大する恐れもある。仮に信用収縮などによって米個人消費が底割れすると、米国景気は2001年以来となるリセッション入りするものとみられ、世界経済の調整度合いも深まろう。その場合、輸出の減少などを通じて、わが国の景気も後退局面入りする可能性が高まるといえる。

(注) 本予測では、①2008年度の対ドル円レートの平均は1ドル=109.5円、②日銀は予測期間中(2008年度末まで)政策金利の現状維持を継続する、③消費税率の引き上げは見込まない、などを前提としている。

図表14 実質GDP成長率は1%台へ



図表15 2007年度・2008年度のわが国経済の見通し（2008年2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 実績	2007年度 見通し	2007年度		2008年度 見通し	2008年度	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート(円／ドル)	116.9	114.4	119.3	109.6	109.5	107.5	111.5
米国実質GDP（暦年）	2.9	2.2	[1.8]	[3.6]	1.7	[0.7]	[2.1]

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 G D P		2. 4	1. 6	[0. 3]	[1. 2]	1. 6	[0. 6]	[0. 9]
	個人消費	1. 7	1. 2	[0. 5]	[0. 3]	1. 0	[0. 4]	[0. 7]
	住宅投資	0. 2	▲13. 4	[▲ 8. 9]	[▲ 11. 5]	4. 8	[8. 0]	[6. 6]
	設備投資	5. 7	1. 5	[▲ 1. 2]	[3. 6]	3. 1	[0. 6]	[1. 3]
	政府消費	0. 1	0. 9	[0. 5]	[0. 9]	0. 7	[0. 2]	[0. 2]
	公共投資	▲ 9. 1	▲ 3. 9	[▲ 2. 7]	[▲ 2. 1]	▲ 3. 3	[▲ 2. 7]	[▲ 2. 0]
	輸 出	8. 4	8. 8	[4. 4]	[4. 7]	3. 8	[0. 8]	[1. 4]
	輸 入	3. 1	1. 5	[1. 0]	[0. 6]	1. 5	[0. 6]	[1. 3]
寄与度	国内需要	1. 6	0. 4	[▲ 0. 3]	[0. 5]	1. 2	[0. 5]	[0. 7]
	民間需要	2. 0	0. 4	[▲ 0. 3]	[0. 4]	1. 2	[0. 6]	[0. 8]
	公的需要	▲ 0. 4	0. 0	[▲ 0. 0]	[0. 1]	0. 0	[▲ 0. 1]	[▲ 0. 0]
	海外需要	0. 8	1. 1	[0. 5]	[0. 7]	0. 4	[0. 1]	[0. 1]
名 目 G D P		1. 6	0. 7	[▲ 0. 1]	[0. 4]	1. 5	[0. 8]	[1. 0]
新設住宅着工戸数（万戸） （前年比増減率、％）		128. 5 2. 9	102. 2 ▲20. 5	53. 3 ▲19. 7	48. 9 ▲21. 3	118. 7 16. 1	62. 4 17. 1	56. 2 15. 0
鉱 工 業 生 産		4. 8	2. 8	[0. 6]	[2. 3]	2. 2	[0. 3]	[1. 6]
国 内 企 業 物 価		2. 1	2. 0	1. 6	2. 4	1. 6	1. 9	1. 3
消 費 者 物 価		0. 2	0. 2	▲ 0. 1	0. 6	0. 4	0. 6	0. 3
完 全 失 業 率 （ ％ ）		4. 1	3. 8	3. 8	3. 9	3. 8	3. 9	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