

2007・2008 年度日米経済見通し

I. 日本経済見通し ～景気回復は持続も、二つの要因が下押し～

経済調査部 新家 義貴

(要旨)

- 実質GDP成長率の見通しは、2007年度+1.3%（前回4-6月期2次速報後予測：+1.9%）、2008年度+2.2%（同+2.2%）である。①改正建築基準法の施行に伴う混乱によって住宅投資が急減し、建設投資（非住宅）も下押しされること、②先行きの米国景気に不透明感が強く、輸出の伸びが今後抑制されること、③2007年7-9月期GDP（2次速報）が前期比年率+1.5%と潜在成長率並みの成長にとどまったことなどを反映させたため、2007年度を大幅に下方修正した。
- 2008年度の数值については前回見通しから変わっていないが、住宅投資や建設投資（非住宅）で反動増が見込まれ、成長率が押し上げられていることを踏まえると、実質的には下方修正である。この背景としては、米国経済の回復テンポが以前の想定よりも弱いものにとどまると予想されることや、原油価格の高止まりが企業収益を押し下げ、設備投資を抑制するといったことが挙げられる。
- 「米国経済の減速」と「改正建築基準法施行に伴う建設現場の混乱」の二つの要因が2007年度下期の景気を大きく抑制する。好調な新興国経済やIT部門の在庫調整終了などの下支え要因があることから景気後退には陥らないと考えられるが、今後の景気回復ペースはかなり緩やかなものにとどまる可能性が高い。
- 2008年度以降については景気モメンタムが徐々に持ち直してくる。住宅投資の落ち込みについては年明け以降に歯止めがかかり、前期比で見ると反動増が予想される。建設投資（非住宅）については4-6月期頃まで押し下げが続くが、こちらも年後半には反動増が見込める。2008年度には、改正建築基準法による悪影響は終息すると考えられる。北京オリンピックを前に内外でIT関連需要が盛り上がることや、米国経済の減速に歯止めがかかってくることなども好材料である。
- 原油価格が高止まりすることで企業収益が押し下げられ、設備投資が抑制されることや、米国景気回復が緩やかなことから輸出の増加ペースもさほど高まらないこともあって、景気に加速感が出ることは想定しがたいが、2008年度の日本経済は緩やかな回復基調が続くと思われる。
- もっとも、米国経済失速の可能性、改正建築基準法に伴う混乱の長期化、原油価格の高騰持続や株価の下落、過度の円高進行など、リスク要因は非常に多い。日本経済は綱渡り状態が続くだろう。

1. 日本経済見通し（概観）

2007年7-9月期GDP統計（2次速報）の公表を受けて、2007・2008年度日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2007年度+1.3%（前回4-6月期2次速報後予測：+1.9%）、2008年度+2.2%（同+2.2%）である。

2007年度について比較的大きな下方修正にな

っているが、これは、①改正建築基準法の施行に伴う混乱によって住宅投資が急減し、建設投資（非住宅）も下押しされること、②先行きの米国景気に不透明感が強く、輸出の伸びが今後抑制されること、③2007年7-9月期GDP（2次速報）が前期比年率+1.5%と潜在成長率並みの成長にとどまったこと、などを反映させたためである。特に①の要因が大きい。

2008年度の数值については前回見通しから変わっていないが、住宅投資や建設投資（非住宅）で2007年度の減少からの反動増が見込まれ、成長率が押し上げられていることを踏まえると、実質的には下方修正である。この背景としては、米国経済の回復テンポが以前の想定よりも弱いものにとどまると予想されることや、原油価格の高止まりが企業収益を押し下げ、設備投資を抑制するといったことが挙げられる。

2007・2008年度を通じて景気後退局面に陥ることは想定していないが、下振れ要因が増えてきたことは間違いない。景気の回復ペースはかなり緩やかなものにとどまるだろう。

2. 二つの景気下押し要因

日本経済の先行き不透明感が強まっている。懸念材料は多く存在するが、そのうち特に影響が大きいと思われるのが、「米国経済の減速」と「改正建築基準法施行に伴う建設現場の混乱」の二つである。この二つの要因が今後の景気回復力を鈍いものにする。

(1) 米国経済の減速

米国経済の景気減速懸念が強まりつつある。7-9月期のGDPこそ前期比年率+4.9%と2四半期連続で高い伸びとなり、夏場までの米国経済が好調に推移していたことが示されたものの、10-12月期には成長率が大幅に鈍化すると予想されている。融資基準の厳格化に伴って住宅投資の一段の悪化が予想されることに加え、底堅い推移が続いている個人消費についても、エネルギー価格の上昇や住宅価格の下落、消費者マインドの低下などを背景として減速が見込まれている。また、企業部門についても、先行き不透明感の強まりから企業経営者の慎重度合いが増し、支出が抑制される可能性がある。こうした米国景気減速が、日本からの輸出の伸びを抑制することになるだろう。加えて、これまで好調だった欧州経済についてもこのところ悪化する指標が目立ち始めており、欧州向け輸出が減速する可能性も出てきている。米ISM製造業新規受注やOECD景気先行指数など、日本

の輸出に先行する傾向のある諸指標がこのところ減速傾向を示していることも、輸出の伸びが当面鈍化することを示唆している。

(2) 改正建築基準法施行に伴う建設現場の混乱

建築基準法の改正がもたらしている建設現場の混乱も、日本経済に大きなダメージを与えている。7-9月期のGDPベース民間住宅投資は前期比▲7.9%と急減し、GDPを大きく押し下げたが、10-12月期についてもかなりの景気抑制要因になることが予想される。

今後、着工が緩やかに持ち直し、08年4-6月期以降に混乱発生以前と同程度の水準に正常化する（07年10-12月期90万戸、08年1-3月期110万戸、4-6月期以降120万戸）という仮定を置いて試算すると、2007年10-12月期の住宅投資は前期比二桁のマイナス、GDPへの寄与度も前期比年率▲2%ポイント程度という大幅な落ち込みとなる。2008年1-3月期には下げ止まるが、元の水準に戻るにはかなりの時間を要するだろう。

なお、今回の混乱によって影響を受けるのは住宅投資だけにとどまらない。非居住用建築物の工事費予定額も7月以降大幅に落ち込んでいることから、建設投資（非住宅）にも下押し圧力がかかることが予想される。建設投資（非住宅）は住宅投資に比べて工期が長いので、7-9月期にはあまり悪影響は顕在化しなかったが、10-12月期には下押し圧力が生じてくるだろう。建設投資は設備投資の約4分の1を占めるため、影響は決して小さくない。住宅投資が10-12月期にマイナス幅を拡大させることと合わせ、改正建築基準法の悪影響はむしろこれから本格化する。当初の予想をはるかに上回るマイナスインパクトが日本経済を襲っている。

既に建設財の出荷や生産は大幅に落ち込んでおり、在庫も急速に積みあがっている。今後悪影響が増すなか、建設財の在庫調整が本格化する可能性も否定できないだろう。建設財が鉱工業全体に占めるウェイトは大きくないが、今回に関しては落ち込み幅がかなり大きくなる可能性が高いため注意が必要である。また、建設・

不動産関連の雇用者数削減に繋がるリスクなども懸念されるところだ。

このように、2007年10-12月期については、「米国経済の減速」と「改正建築基準法による建設現場の混乱」が景気に悪影響を与える。7-9月期GDP（2次速報値）は前期比年率+1.5%と辛うじて潜在成長並みの成長を確保したが、その成長に寄与したのは輸出と設備投資だった。牽引役であった2つの需要項目がそれぞれ鈍化することに加え、住宅投資の落ち込みが拡大することで、成長率全体も減速は不可避である。10-12月期の成長率は潜在成長率を明確に下回る低成長になることが予想される。

好調な新興国経済に支えられて輸出は減速するものの増加基調を保つことや、IT部門の在庫調整終了が生産を押し上げることなどの下支え要因があることから辛うじて景気後退には陥らないと考えられるが、今後の景気回復ペースはかなり緩やかなものにとどまる可能性が高い。2007年10-12月から2008年1-3月にかけての半年間は、日本経済にとって正念場である。

3. 2008年度以降の動向

このように、当面、景気の減速が予想されるが、2008年度以降については徐々に持ち直してくると考えている。

今後の着工の回復度合い次第ではあるが、住宅投資の落ち込みについては年明け以降に歯止めがかかり、1-3月期（遅くとも4-6月期）には前期比で見ると反動増が予想される。建設投資（非住宅）については4-6月期頃まで押し下げが続くとみられるが、こちらも08年後半には前期比ベースで反動増が見込めるだろう。このように、2008年度については、改正建築基準法による悪影響は終息すると考えられる。

2008年8月に行われる北京オリンピックを前に内外でIT関連需要が盛り上がると予想され

ることも景気の押し上げ要因になる。日本から地理的にも近く、輸出に占める割合も大きい中国において一大イベントが行われることは、日本の輸出にとってかなりの支援材料である。

また、米国経済の減速にも徐々に歯止めがかかってくると予想されることも好材料である。住宅部門に関しては大幅な落ち込みが続くとみられるが、マイナス幅自体は08年半ば以降、徐々に縮小に向かうと思われる。利下げの効果が顕在化することも景気を押し上げることになるだろう。

原油価格が高止まりすることで企業収益が押し下げられ設備投資が抑制されることや、米国景気の回復が緩やかなことから輸出の増加ペースもさほど高まらないこともあって、景気に加速感が出ることは予想しがたいが、2008年度の日本経済は緩やかな回復基調が続くと思われる。

もっとも、米国経済失速の可能性、建築基準法改正に伴う混乱の長期化、原油価格の高騰持続や株価の下落、過度の円高進行など、リスク要因は非常に多い。日本経済は綱渡り状態が続くだろう。

4. 物価動向

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）は、2007年度が前年度比+0.2%、2008年度が+0.3%を予想する。2007年度について+0.1%ポイント上方修正した。消費者物価指数は2007年10月にプラス転化したが、石油製品価格上昇の影響を受け、今後2008年春にかけて伸び率が比較的速いペースで拡大する見込みだ。もっとも、景気回復ペースが非常に緩やかなこともあり、石油製品を除いた部分では物価上昇率は高まらない。石油製品価格上昇の影響が一巡するにつれ、消費者物価指数の上昇率も鈍化に向かうと予想する。

しんけ よしき（主任エコノミスト）

日本経済予測総括表

【今回予測】	（％）				【9月予測】	（％）	
	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度		2007年度	2008年度
日本経済	実績	実績	予測	予測	予測	予測	
実質GDP	2.4	2.3	1.3	2.2	1.9	2.2	
（内需寄与度）	1.9	1.5	0.2	1.8	1.2	2.0	
（うち民需）	2.0	1.9	0.3	1.8	1.2	2.0	
（うち公需）	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	
（外需寄与度）	0.5	0.8	1.0	0.4	0.7	0.2	
民間最終消費支出	1.9	1.7	1.6	1.5	1.6	1.8	
民間住宅	▲ 1.2	0.2	▲ 15.2	12.4	▲ 4.2	1.5	
民間企業設備	6.7	5.6	0.2	4.7	3.6	5.9	
民間在庫品増加	0.0	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	
政府最終消費支出	0.8	0.1	0.8	0.7	0.8	0.8	
公的固定資本形成	▲ 5.6	▲ 9.2	▲ 3.9	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.9	
財貨・サービスの輸出	9.0	8.2	7.4	5.3	7.3	5.6	
財貨・サービスの輸入	5.8	3.0	1.0	4.2	3.8	6.1	
GDPデフレーター	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.5	0.3	▲ 0.1	0.3	
名目GDP	1.1	1.6	0.7	2.5	1.8	2.5	
鉱工業生産	1.6	4.8	3.1	2.3	3.3	2.7	
経常利益	8.4	11.5	4.0	2.6	7.8	7.4	
完全失業率	4.3	4.1	3.9	3.7	3.7	3.6	
雇用者報酬	1.4	1.3	0.4	1.6	1.2	2.1	
新設住宅着工戸数(万戸)	124.9	128.5	102.8	125.2	124.5	127.9	
経常収支(10億円)	19,123	21,154	25,143	26,398	24,933	25,848	
名目GDP比率	3.8	4.1	4.9	5.0	4.8	4.9	
消費者物価(生鮮除く総合)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.0	0.4	
長期金利	1.43	1.76	1.64	1.85	1.73	2.12	
為替レート(円/ドル)	113.2	117.1	115.9	109.1	116.2	111.8	
原油価格(ドル/バレル)	60.0	64.9	78.8	80.0	65.0	63.3	
米国実質成長率(暦年)	3.1	2.9	2.2	2.6	2.0	3.0	

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成

- (注) 1. 経常利益は法人企業統計季報ベース
 2. 為替レートは円/ドルで年度平均
 3. 原油価格は、米 WTI(West Texas Intermediate) 価格
 4. 失業率、経常収支の名目GDP比、長期金利以外の単位の無い項目は前年比
 5. 長期金利は10年債流通利回り
 6. 民間在庫品増加は寄与度
 7. 2007年12月公表の2007年7-9月期GDP(2次速報)後の予測値(12月11日現在)