

明治安田生命
2007－2008年度経済見通しについて
 ～海外景気が持ち直す2007年度後半から回復ペース向上～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2006年10－12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2007－2008年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	<u>2007年度</u>	<u>2. 0%</u>	<u>2008年度</u>	<u>2. 7%</u>
名目GDP成長率：	<u>2007年度</u>	<u>2. 2%</u>	<u>2008年度</u>	<u>3. 2%</u>

2. 要 点

- ①日本経済は、これまでのリストラを通じて企業部門の基礎体力が向上していること、雇用・所得環境が緩やかながらも改善していることなどから、引き続き回復基調をたどろう。ただ、2007年度前半は、海外景気鈍化の影響から回復ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。
- ②海外景気が徐々に持ち直すとみられる2007年度後半以降は、回復ペースが徐々に速まる展開を予想する。企業の雇用不足感が徐々に高まっていることなどから、企業部門から家計部門への所得分配が緩やかながらも進み、内需も次第に力強さを増そう。
- ③日銀は、超緩和的な金融政策が続くことによる景気上振れリスクを警戒している。2007年度後半から2008年度にかけては、景気回復に歩調を合わせる形で段階的に追加利上げを実施しよう。コールレートは、2007年度末に1.00%、2008年度末に1.75%に達すると予想する。

〈主要計数表〉

	2006年度		2007年度		2008年度
		2006/11時点		2006/11時点	
実質成長率	2. 0%	2. 5%	2. 0%	2. 3%	2. 7%
成長率寄与度・内需	1. 3%	1. 8%	1. 6%	2. 0%	2. 1%
・外需	0. 7%	0. 7%	0. 4%	0. 3%	0. 6%
名目成長率	1. 3%	1. 7%	2. 2%	2. 6%	3. 2%

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2006年度	2007年度	2008年度	2006年度		2007年度				2008年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.0%	2.0%	2.7%	1.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
民間最終消費支出	0.9%	1.6%	2.1%	1.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%	1.1%
民間住宅投資	0.5%	1.8%	2.0%	2.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	0.5%	0.0%
民間設備投資	7.6%	3.7%	6.5%	2.2%	0.5%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.7%
政府最終消費支出	0.9%	0.5%	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
公的固定資本形成	-10.0%	-2.5%	-5.7%	2.7%	-0.5%	0.0%	-1.0%	-2.0%	-2.0%	-1.5%	-1.2%	-0.8%	-1.0%
財貨・サービスの輸出	7.6%	4.8%	7.9%	1.1%	0.5%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%	2.2%	1.8%
財貨・サービスの輸入	3.3%	2.9%	5.2%	0.0%	0.5%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.3%
名目GDP	1.3%	2.2%	3.2%	1.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
GDPデフレーター	-0.7%	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2006年度	2007年度	2008年度	2006年度		2007年度				2008年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.0%	2.0%	2.7%	1.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
民間最終消費支出	0.5%	0.9%	1.2%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
民間住宅投資	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	1.2%	0.6%	1.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
政府最終消費支出	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	-0.4%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
純輸出	0.7%	0.4%	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
財貨・サービスの輸出	1.1%	0.7%	1.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-0.4%	-0.3%	-0.6%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2006年度	2007年度	2008年度	2006年度		2007年度				2008年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	4.0%	1.3%	3.6%	5.7%	1.9%	1.6%	1.4%	-0.3%	2.7%	3.0%	3.2%	3.6%	4.5%
消費者物価指数(前年比)	0.3%	0.1%	0.6%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
除く生鮮食品(前年比)	0.1%	0.2%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
国内企業物価指数(前年比)	2.9%	0.8%	2.0%	2.7%	2.2%	1.1%	0.1%	0.7%	1.2%	1.6%	1.9%	2.1%	2.3%
完全失業率(季調済:平均)	4.1%	3.9%	3.7%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.6%
無担保コール翌日物(期末値)	0.25%	1.00%	1.75%	0.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	1.75%
為替レート(円/ドル:平均値)	117円	121円	114円	118円	121円	122円	122円	120円	118円	116円	114円	112円	112円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2007 年度前半の日本経済は、米国をはじめ海外景気が足踏みすると予想されることから、回復ペースは鈍化しよう。ただ、国内に目を向けると、長年のリストラを経て企業部門の基礎体力が向上しているほか、雇用・所得環境が緩やかながらも改善している。海外景気が徐々に持ち直すとみられる 2007 年度後半以降は、日本経済の回復テンポも再び速まる可能性が高い。

2008 年度後半にかけては、景気回復のペースが徐々に速まる展開を予想する。焦点は、企業部門の堅調さが家計部門に波及していくかどうかであるが、企業の雇用不足感は高まっており、最近の有効求人倍率が 1 倍を超えて推移するなど、労働需給は徐々に逼迫方向へ向かいつつある。このため、企業部門から家計部門への所得分配が緩やかながらも進み、内需は次第に力強さを増すと考える。

また、消費税率の引き上げもポイントだ。今回の予測では 2009 年 4 月に 2%の税率アップを織り込んだ。個人消費や住宅投資などを中心に駆け込み需要が発生し、2008 年度後半の景気を押し上げよう。

日銀は、超緩和的な金融政策が続くことによる将来的な景気過熱リスクを警戒している。2008 年度にかけては、景気の回復基調が続き、物価が次第に上昇することが予想されるため、日銀は追加利上げを粛々と行ってこよう。2008年度末のコールレートは1.75%に達すると予想する。

(1) 2007年度も家計負担が増加

2006年10－12月期の実質GDP成長率は前期比1.2%増（年率4.8%増）と、8四半期連続でプラス成長を記録した。2006年度は、4－6月期、7－9月期と低成長が続いたが、10－12月期は高めの成長率が実現したことで、国内景気が引き続き回復基調をたどる姿が改めて確認されたといえる。しかしながら、期待された個人消費は前期比1.1%増と、天候不順等の影響で低迷した7－9月期の落ち込みをカバーするにとどまった。暖冬で季節商品の売れ行きがおもわしくなかったことなどが一因になったと考える。GDPベースの個人消費に連動する傾向が見られる消費支出総合指数をみると、2006年12月の値は4－6月期の水準を下回っており、昨年半ば以降、個人消費が頭打ちとなっている様子がうかがえる。日銀は企業部門の好調さが家計部門へ徐々に波及していく見通しを描いているが、現段階ではそうした動きは強まっていないようだ。

足元の個人消費の下押し材料として各種制度変更に伴う家計負担の増加があげられるが、2007年度も様々な制度改正によって家計負担が増加する(図表1-1)。

影響が大きい変更の一つが定率減税の廃止だ。定率減

(図表1-1) 今後の家計負担増加額(単位: 億円)

実施年月	内容	負担増額
06年度	4月	国民年金保険料の引上げ
		410
		介護保険料の引上げ
		2,300
		定率減税の半減・廃止(所得税)
		12,640
		老年者控除の廃止等
		2,000
		児童手当の支給対象拡大
		▲ 2,650
07年度	6月	定率減税の半減(住民税)
		3,300
	7月	たばこ税の引上げ
		1,350
	9月	厚生・共済年金保険料の引上げ
		3,060
	1月	税源移譲(所得税)
		▲ 4,000
		合計
		18,410
08年度	4月	国民年金保険料の引上げ
		350
		定率減税の廃止(所得税)
		10,510
		税源移譲(所得税)
		▲ 26,000
		たばこ税の引上げ
		450
		雇用保険料の引下げ
		▲ 3,400
09年度	6月	乳幼児加算の拡大
		▲ 1,650
		定率減税の半減・廃止(住民税)
		4,000
		税源移譲(住民税)
		25,000
	9月	厚生・共済年金保険料の引上げ
		3,060
		合計
		12,320
09年度	4月	国民年金保険料の引上げ
		410
		定率減税の廃止(住民税)
		700
		税源移譲(住民税)
		5,000
	9月	厚生・共済年金保険料の引上げ
		3,060
		合計
		9,170
09年度	4月	消費税率の引上げ?(2%)
		50,000
		国民年金保険料の引上げ
		410
	9月	厚生・共済年金保険料の引上げ
		3,060
		合計
		53,470

(出所)財務省資料等から明治安田生命作成

税の規模は金額にしておよそ3.3兆円（所得税2.5兆円、住民税0.8兆円）にのぼる模様であり、2006年にそのうちの半分がカットされ、残りの半分が2007年に縮減されて廃止となる。2007年分に関しては、既に今年の1月から所得税減税分の縮減が始まっているほか、6月には住民税が増税となる。

また、年金保険料も引上げられる。4月から国民年金保険料が1ヶ月あたり240円上昇するほか、厚生年金についても、2017年まで毎年、保険料率が労使合計で0.354%引き上げられることとなっている。加えて、たばこ税引き上げの影響も残る。2006年7月からたばこ1本あたり約1円の値上げが実施されているが、家計負担を前年同月と比較した場合、2007年6月まで負担の増加が続くこととなる。たばこ税の増税によって家計負担は1年間で約1,800億円増える模様だ。

一方、家計負担を和らげる材料もある。雇用情勢の改善を背景に雇用保険収支が大きく好転したことから、雇用保険料が労使あわせて約6,800億円引き下げられる見込みだ。加えて、少子化対策の目玉として児童手当の乳幼児加算（0-2歳）が1,650億円程度増額される模様であり、乳幼児のいる家庭に恩恵が及ぶ。

（2）三位一体改革に伴う税源移譲の影響も受ける

さらに、三位一体改革に伴う国から地方への税源移譲によって、所得税と住民税の税率が変更となる影響を受ける。2007年からは、国税である所得税の税率が、従来の4段階（10・20・30・37%）から6段階（5・10・20・23・33・40%）に細分化されるほか、地方税である住民税の税率が、従来の3段階（5・10・13%）から一律10%に統一される。これによって、家計が納める所得税が減額となる一方、住民税が増額となり、差引き約3兆円の税源が国から地方へ移管されることになる。ただ、この変更によって家計が支払う「住民税＋所得税」の合計額は増えないこととなっている。

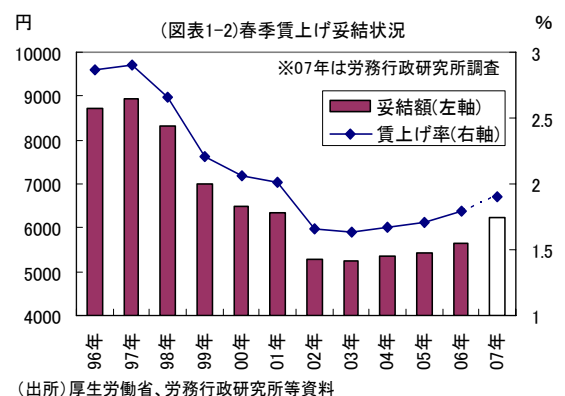
しかし、所得税率の変更は2007年1月からであるのに対し、住民税率の変更は6月からであり、家計負担が表面化する時期が異なる。この結果、税源移譲の影響だけを考えてみれば、2007年1-5月の家計負担は前年に比べると軽減されるが、6月以降は減税・増税分が概ね相殺され、2008年1月以降は増加することになる。ただ、税源移譲の影響のみならず、定率減税の廃止や年金保険料の引き上げなど、その他の制度変更の影響も全て含めて考えれば、2007年4-5月は家計負担が減少すると考えられるものの、1-3月および6月以降は増加する可能性が高い。また、時間が経過するにつれて負担が重くなると見込まれ、個人消費にとっては徐々に重石が増えることになる。

（3）但し、所得増で個人消費は緩やかに増加

こうした様々な制度変更によって、2007年度の家計負担の増加額は約1.2兆円に達する見込みだ。2006年度に比べると負担の増加額は小幅にとどまる見込みだが、個人消費の下押し材料となることに変わりはない。家計負担の増加によって、2007年度の個人消費は0.1%ほど下押しされると予想する。

ただ、こうした負担額の増加分を上回って所得が増加することで、個人消費は緩やかながらも増加基調を

たどると予想する。日銀短観が示すとおり、企業の雇用不足感は徐々に高まっており、今後も雇用者数の増加基調が続く可能性が高い。加えて、労務行政研究所の2007年賃上げ調査によれば、賃上げ率は1.90%と小幅ながら2006年の1.79%を上回る見通しであり（図表1-2）、1人当たり賃金の伸びも拡大することが予想される。マクロ所得を表す雇用者報酬はこのところ、前年比で1%



台半ばの伸びが続いているが(図表 1-3)、2007 年度も同程度の伸びが続く可能性が高い。この場合、雇用者報酬は前年度比で約 4 兆円近く増加することとなり、家計負担の増加分を除いても約 2.7 兆円の所得増となる。家計負担の増加によって個人消費の伸びは緩やかなものにとどまるだろうが、所得の増加がカバーする形で個人消費は底堅く推移すると予想する。

なお、今回の予測では、2009 年 4 月に消費税率が 7% に引き上げられるとの前提を置いている。このため、2008 年度後半には駆け込み需要で個人消費が強含む展開を想定している。

前年同月比(%) (図表1-3)雇用者報酬の伸び



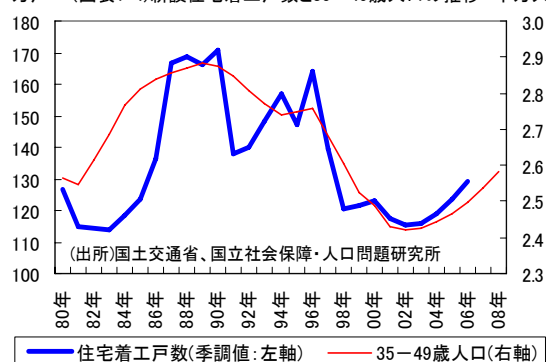
(4) 住宅投資も増加傾向を持続

2006 年の新設住宅着工戸数は 129 万戸と 1998 年以降で最も高い数値を記録した。2002 年を底に着工戸数は持ち直しており、4 年連続で増加している。地価が下げ止まりつつあること、利上げ観測の高まりから金利の先高感が生じやすくなっていることなどを踏まえると、今後も住宅投資の増加基調が続く可能性が高い。

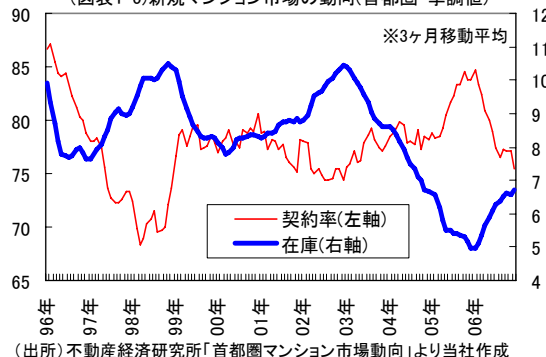
また、住宅取得適齢期の人口が増加している影響も大きい。図表 1-4 を見ると、住宅着工戸数と 35-49 歳人口は連動する傾向が見られる。国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、今後、団塊ジュニア世代の流入などから、35-49 歳人口は増加傾向をたどる見通しであり、住宅投資の下支えとなろう。

しかし、ここ数年、住宅投資を牽引してきた分譲住宅の牽引力は、これまでの大量供給の反動もあって低下しそうだ。新規マンション契約率(=売却戸数/発売戸数)は好不調の境目とされる 70%を上回って推移しているものの、昨年末をピークに低下傾向にある(図表 1-5)。在庫水準を見ても、過去と比べれば依然として低位で推移しているが、こここのところ上昇傾向にある点も懸念材料だ。分譲住宅の牽引力は昨年度より弱まる可能性が高く、住宅投資の伸びは緩やかなものにとどまると予想する。

万戸 (図表1-4)新設住宅着工戸数と35-49歳人口の推移 千万人



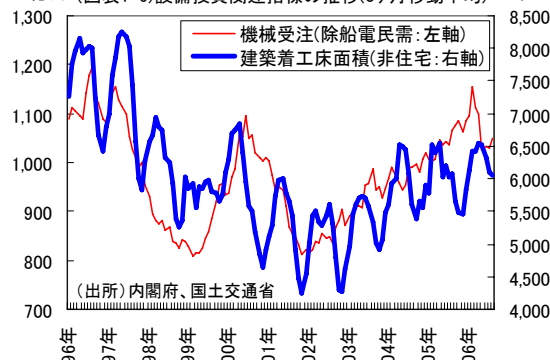
% (図表1-5)新規マンション市場の動向(首都圏・季調値) 千戸



(5) 設備投資の増勢は鈍化

設備投資の動きに半年程度先行するとされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は、2006 年 10-12 月期に 2 四半期ぶりに増加したものの、7-9 月期に落ち込んだ分をカバーできておらず、足元ではやや弱めの推移が続いている(図表 1-6)。また、工場建設などの設備投資をあらわす建築着工床面積(非居住用)もこのところ頭打ちとなっており、設備投資は先行き増勢の

10億円 (図表1-6)設備投資関連指標の推移(3ヶ月移動平均) 千㎡



鈍化が見込まれる。

ただ、デフレからの脱却が視野に入りつつある中、企業の期待成長率が今後も上昇していくと考えられることから、設備投資は引き続き増加基調をたどる可能性が高い。また、2007年度税制改正で減価償却制度の見直しが決まったことも設備投資の押し上げ要因として考えられる（図表1-7）。2007年度予算では、減価償却制度の見直しによる減税規模が初年度で約4,000億円と見積もられており、小幅ながら設備投資の押し上げ要因として寄与しそうだ。2008年度にかけての設備投資は、これまでと比較すればペースは鈍るものの、増加基調が続くと予想する。

（図表1-7）2007年度税制改正の概要（抜粋）

- 平成19年4月1日以後に取得をする減価償却資産については、償却可能限度額（取得価額の95%）及び残存価額を廃止し、耐用年数経過時点に1円（備忘価額）まで償却できることとするとともに、250%定率法を導入する。
- 平成19年3月31日以前に取得をした減価償却資産については、償却可能限度額まで償却した後、5年間で1円まで均等償却ができることとする。
- フラットパネルディスプレイ製造設備等の法定耐用年数を短縮する。

（出所）財務省資料より明治安田生命作成

（6）補正予算が2007年度前半の景気を小幅押し上げ

2月6日、参院本会議で総額3兆7,723億円にのぼる2006年度補正予算が可決、成立した（図表1-8）。今回の補正予算には、国債の償還などで9,009億円、税収の増加に伴う地方交付税交付金の追加として2兆1,425億円、社会保障関係費の膨張に伴う義務的経費の追加などで2,140億円が盛り込まれたほか、2006年に発生した集中豪雨などの被害や学校等耐震化への緊急対応として災害対策費が8,784億円計上された。

補正予算の項目のうち、実際に公共投資として景気を押し上げる、いわゆる「真水」と言われる部分にあたるのが災害対策費である。また、その他の経費のうち、刑事施設等緊急整備費や燃料購入費なども真水としてカウントすべき項目と考えられ、総額にして1兆円超が見込まれる。

真水部分による景気浮揚効果を試算すると、2007年度の実質GDPは0.2%ほど押し上げられる見込みだ。浮揚効果自体はさほど大きくないものの、補正予算は即時実行されることから、2007年度前半の景気を小幅ながら押し上げると予想する。

（図表1-8）2006年度補正予算

項目	補正額
災害対策費	8,784
義務的経費の追加	2,140
その他の経費	7,736
国債整理基金特別会計へ繰入	9,009
地方交付税交付金	21,425
既定経費の節減等	▲ 11,372
合計	37,723

（出所）財務省資料より明治安田生命作成

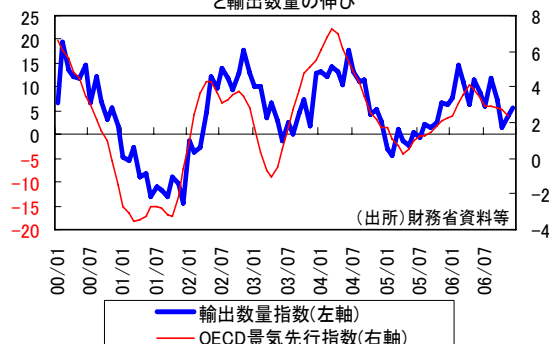
（単位：億円）

（7）輸出は2007年度後半以降持ち直し

足元では、米国景気が鈍化していることなどから輸出の増勢が弱まっている。財務省の貿易統計で輸出数量指数の推移を見ると、2006年2月に前年同月比で14.6%増を記録したのをピークに、足元では1桁台前半まで伸び率が縮小している。同指数の動きに先行する傾向があるOECD景気先行指数の増勢が弱まっていることを考えれば、輸出の伸びは今後も伸び悩む可能性が高い（図表1-9）。

ただ、米国景気は今は底との認識であり、4-6月期以降は徐々に持ち直してくると思っている。EU景気や中国をはじめとするアジア景気が底堅く推移していることもあって、2007年度後半あたりからは輸出の増加ペースが徐々に速まると考える。

前年同月比(%) （図表1-9）OECD景気先行指数と輸出数量の伸び



（８）コアCPI上昇率は2007年秋口にかけて徐々に鈍化

2006年のコアCPI上昇率は10年ぶりに前年水準を上回ったが、原油高騰によるエネルギー価格上昇の影響を受けた面が大きい。ただ、足元のWTIは、2006年8月のピークから下落しており、今後は高水準で推移していた前年との比較になるため、同上昇率の下押し圧力になると考えられる。

原油価格の変動によって、今後コアCPI上昇率がどの程度影響を受けるのか、以下の3つの場合に分けて考えてみた。なおここでは、原油価格と、電気、ガス、灯油、ガソリンの各価格指数との過去10年間の関係をもとに、WTIが今後下記3通りの水準で推移した場合の影響を試算した。

- ・シナリオ①：WTIが60ドル／バレルで推移

→1月末のWTIは約58ドル／バレル。今後60ドル／バレル近辺で推移。

- ・シナリオ②：WTIが50ドル／バレルで推移

→海外景気の減速、中東情勢の緊張緩和などにより、WTIは足元的水準からさらに低下。

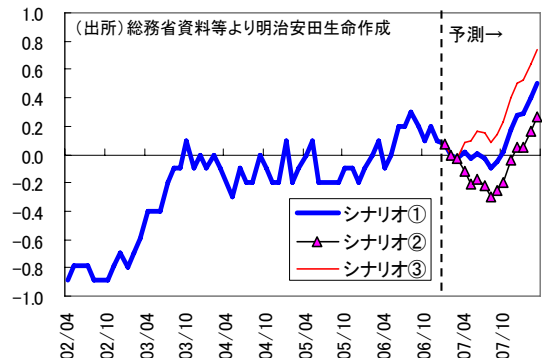
- ・シナリオ③：WTIが70ドル／バレルで推移

→原油市場における需給逼迫という構造的な問題は解決しておらず、WTIは再び上昇。

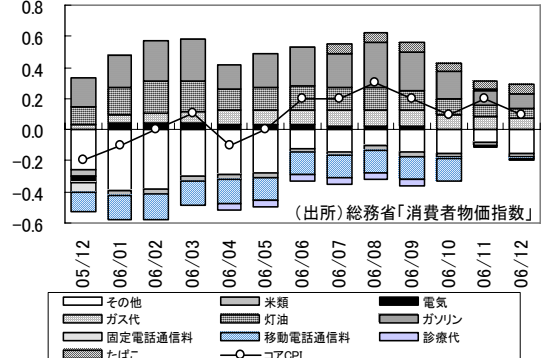
結果は図表1-10のとおりである。シナリオ①、②の場合、コアCPI上昇率は、エネルギー価格による下押し圧力が最も高くなるとみられる2007年秋頃にかけて鈍化する可能性が高い。仮に原油価格が60ドル／バレルで推移した場合でも、コアCPI上昇率が一時的にマイナス圏へ逆戻りしてしまう局面もありそうだ。シナリオ③の場合も、同上昇率は秋頃まで足元的水準で横ばい推移が続く見込みであり、原油要因による下押し圧力はくすぶり続けるとみる。

ただ、いずれのシナリオでも、2006年の原油高騰の影響が一巡した後は、同上昇率のプラス幅が徐々に拡大していく見通しだ。一般物価全体のトレンドを捉えるために、エネルギー価格などの特殊要因を除いた「その他」項目の動きをみると、昨年1月から徐々にマイナス幅が縮小している（図表1-11）。今後も景気の回復基調が続くと予想されることから、「その他」は徐々に上昇し、コアCPIを押し上げよう。

前年同月比(%) (図表1-10)コアCPI上昇率の推移



% (図表1-11)全国コアCPIの推移(前年同月比寄与度)



（９）金融政策見通し

日銀は、超緩和的な金融環境が持続することによる将来的な景気過熱リスクを警戒しており、今後は段階的に利上げを行ってこよう。ネックは足元の景気動向だ。日銀は、景気の先行きについては、「生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで「見通し」に概ね沿って推移する」と見ているが、足元に関しては、個人消費や消費者物価が想定よりもやや弱めに推移しているとの認識を示している。1月の利上げが見送られたのも、足元の経済指標が足踏み状態を示しているためだ。ただ、ここにきて、米国景気が底堅さを増している点は好材料だ。後述のとおり、米国景気は今が底であり、春先以降は拡大ペースが徐々に速まると予想している。このため、国内景気についても今以上に悪くなる可能性は低そうだ。無担保コールレート（翌日物）は、2007年度末に1.00%、2008年度末に1.75%まで引上げられると予想する。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

2007 年前半の米国経済は、住宅市場の減速と製造業の在庫調整を主因とした、拡大ペースの鈍化傾向が続くが、年後半には住宅市場の底打ちと在庫調整の一巡により、再度持ち直すと予想する。2008 年前半には利上げが再開され、その後年末には成長率はゆっくりと鈍化に向かう展開となろう。

住宅投資は、販売在庫が依然高水準のため、2007 年前半は減速基調が続くとみている。ただし、人口増加や良好な雇用・所得環境から実需は底堅く、割高感が薄れるとともに在庫削減が進み、底打ちから回復に向かおう。

個人消費は、住宅市場の減速により資産効果が弱まるものの、良好な雇用・所得環境、堅調な株価などに支えられ、引き続き堅調に推移すると予測する。ただし、家計の債務返済負担が増していることは、個人消費の拡大ペースを緩やかなものととどめよう。

設備投資は、企業景況感低下から足元では抑制の動きが出ている。しかし、設備稼働率は高水準であり、増益基調も続くと考えられるため、期待成長率の高まりを背景に底堅く推移しよう。

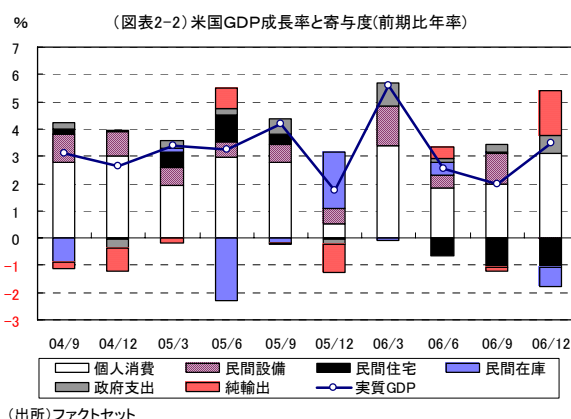
景気が緩やかな拡大に向かい、インフレ圧力については足元で抑制される一方、FRB は引き締めバイアスを残しており、金融政策はしばらく据え置きが続くと予想する。FRB の次の一手は、経済成長が再び潜在成長率を上回る 2008 年に入ってから利上げとみている。

(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2006年	2007年				2008年			
	2006年	2007年	2008年	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	07/3	07/6	07/9	07/12
実質GDP	3.4%	2.7%	3.2%	3.5%	2.5%	2.7%	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%	3.5%	3.0%
個人消費支出	3.2%	3.2%	3.1%	4.4%	3.2%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.0%
民間住宅投資	-4.2%	-9.9%	2.0%	-19.2%	-9.0%	-3.8%	0.0%	1.5%	2.2%	3.4%	4.3%	3.7%
民間設備投資	7.4%	4.3%	6.3%	-0.4%	3.4%	5.2%	5.8%	6.2%	6.4%	6.5%	7.0%	5.8%
民間在庫(寄与度)	0.2%	-0.2%	0.1%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.1%
純輸出(寄与度)	0.0%	0.4%	-0.1%	1.7%	0.3%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
輸出	8.9%	6.8%	6.7%	10.0%	5.4%	5.9%	6.4%	6.5%	6.7%	7.0%	7.5%	6.6%
輸入	5.8%	2.2%	5.6%	-3.2%	2.2%	3.1%	4.6%	5.2%	5.8%	6.6%	6.7%	5.5%
政府支出	2.1%	1.7%	1.2%	3.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
内需(寄与度)	3.5%	2.4%	3.4%	2.0%	2.2%	2.5%	3.0%	3.2%	3.4%	3.7%	3.7%	3.1%
最終需要(寄与度)	3.2%	2.6%	3.2%	2.7%	2.5%	2.6%	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%	3.2%

(1) 景気はソフトランディングから緩やかな拡大へ

2006 年 10－12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率 3.5%増と、前期の 2.0%増から持ち直し、高めの成長率となった（図表 2-2）。住宅投資と設備投資の落ち込みを、個人消費と純輸出がカバーした形だ。2007 年前半は、ガソリン価格低下による押し上げ効果などがなくなる上、住宅市場の減速や製造業の在庫調整が続くと考えられることから、成長率は年率 2%台半ばから後半に鈍化すると予想する。ただ、年後半には住宅市場の底打ちと在庫調整の一巡により、米国経済は失速を免れ、再び拡大



ペースは上がってこよう。2008 年前半には利上げが再開され、その後年末には成長率はゆっくりと鈍化に向かう展開を予想している。

（２）住宅市場の減速には底打ちの兆しも

昨年来、景気減速の主要因となっている住宅市場に目を向けると、住宅着工件数や新築・中古住宅販売件数、販売業者の景況感を表す住宅市場指数、住宅ローン申請件数など、足元では底打ちから改善を示す指標が増えてきている。

住宅販売価格が前年比マイナスまで低下し、割高状態からの調整が進んできたことで、賃貸住宅市場にシフトしていた購入控え組が、購入に動き始めたものと考えられる。図表 2-3 は中古住宅販売価格（中央値）を 1 人当たり可処分所得で割った比率の推移であるが、所得から見た割高度合いもピークを打ち、低下の方向に向かっていることがわかる。

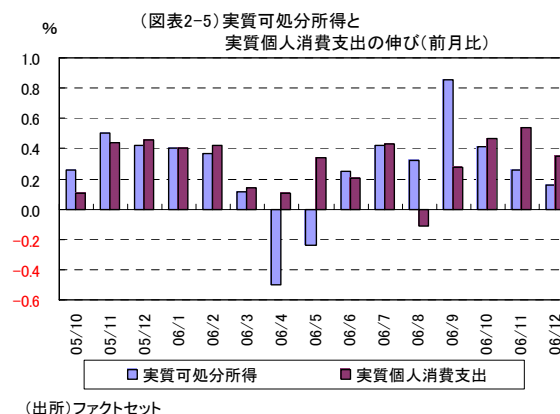
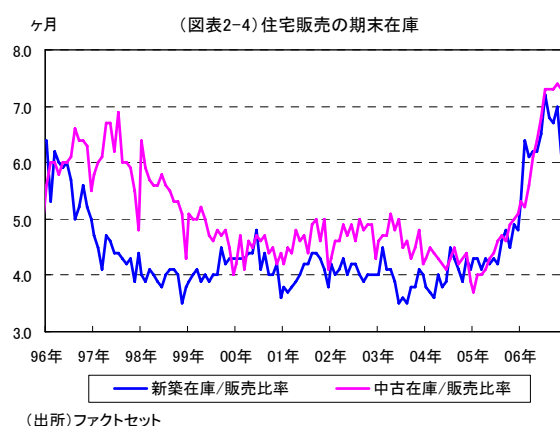
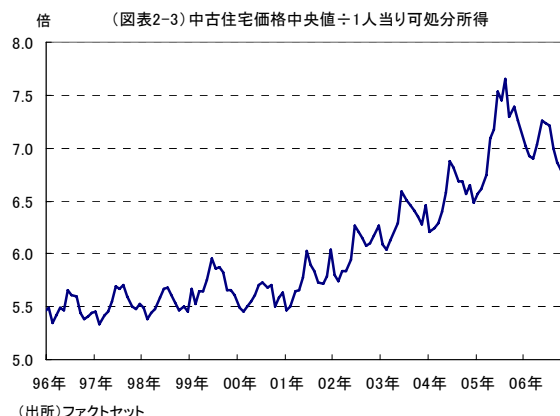
割高状態から調整が進んだ背景には、積み上がった在庫を削減すべく、住宅販売業者が着工を控えつつ積極的な販促活動を行ってきたこともある。販売件数に対する在庫比率は、新築・中古とも低下に転じている（図表 2-4）。ただ在庫水準自体は依然として高く、これが過去と同じ 4-5 ヶ月分というレベルまで調整が進まないことには、新規の住宅着工が安定的に増加基調に転じるのは難しい。

記録的な暖冬という特殊要因によって押し上げられている部分を割り引いて考える必要があるが、一時減速ペースを速めた住宅市場も最悪期は脱しつつあり、底打ちの兆しが見え始めている。今年前半はまだ減速基調が続くとみるが、人口増加や良好な雇用・所得環境から住宅の実需は底堅い。割高感が是正されるにつれ、年後半以降は住宅販売、住宅着工という順で底打ちから回復に向かうと予想する。

（３）資産効果は弱まるが個人消費は堅調に推移

好調だった年末商戦にみられるとおり、個人消費は堅調に推移している（図表 2-5）。住宅市場の減速によって資産効果が弱まっているのは確かだが、良好な雇用・所得環境、堅調な株価、原油価格の落ち着きなどがカバーしている。

先行きの個人消費については、住宅価格低下からの資産効果剥落の影響を懸念する声も多く、既に住宅販売価格は前年比マイナスまで低下している。ただし、この販売価格は販売された物件の価格構成の影響も受けることに注意したい。足元では高額物件の販売比率低下によって、販売価格に下方バイアスがかかっていると考えられる。この点、OFHEO（連邦住宅事業監督局）住宅価格指数は、四半



期統計で発表も遅いが、購入分だけでなく既存住宅の担保としての評価額まで含んでおり、資産効果を推測するのに適している。7-9月期の同価格指数は、前年比 7.7%の伸びに鈍化した程度である（図表 2-6）。資金循環統計から推計すると、住宅資産からのキャッシュの引き出しは、伸びが鈍化こそしているが、引き出し額自体はプラスであり、資産効果が完全になくなっているわけではない。住宅からの資産効果が弱まった分は、堅調な株価からのキャピタルゲインなどによってもカバーされていると考えられる。今後は、住宅市場が底打ちに向かう上、良好な雇用・所得環境も続くと考えられることから、個人消費は引き続き堅調に推移すると予想する。

ただし、家計の債務返済負担が増していることには注意が必要だ。2007 年には、2004 年から急速に普及したインタレスト・オンリー・ローンなどの初期返済負担軽減期間が徐々に切り換え時期を迎えるため、先送りしてきた家計の返済負担の増加が新たな消費の抑制要因となってくる。今のところ、借換えで負担をさらに先延ばしにするケースも多いとみられ、また、一部の層で増加している延滞も全体でみれば深刻なものではないため、個人消費の拡大ペースを緩やかに抑える程度にとどまりそうだ。

（4）設備投資は抑制されながらも底堅く推移

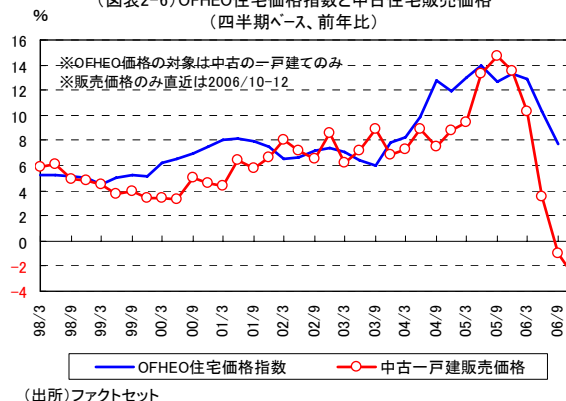
民間設備投資の先行指標である非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、2005 年から 2006 年半ばにかけての前年比 10%前後の堅調な伸びから鈍化している（図表 2-7）。企業の景況感は低下しており、設備投資を抑制する動きが出ていると考えられる。

ただ、これまでの景気拡大の影響で設備稼働率はじわじわと上昇し、90 年代の平均に近い 82%レベルで推移している。企業収益は今後伸び率が鈍化しながらも増益基調が続くと予想する。自動車や住宅関連の産業を中心に在庫調整が進み、生産は弱含んでいるが、在庫水準自体は過去に比べれば低く、調整は 2007 年前半で一巡するとみている。消費も堅調を維持する見込みで、年後半以降は、企業の期待成長率の高まりを背景に、設備投資は底堅く推移しよう。

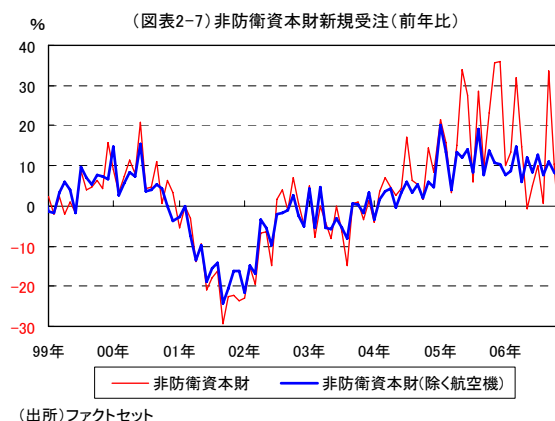
（5）純輸出の寄与度はプラスから再びマイナスへ

足元では、輸出が海外景気の拡大を受けて堅調に推移する一方、輸入は企業部門の減速に伴って緩やかな増加にとどまり、純輸出の赤字幅は縮小している（図表 2-8）。2007 年前半は純輸出の GDP 成長率へのプラス寄与が続くとみるが、その後は内需が拡大することで輸入が膨らみ、寄与度は再びマイナスに転じると予想する。

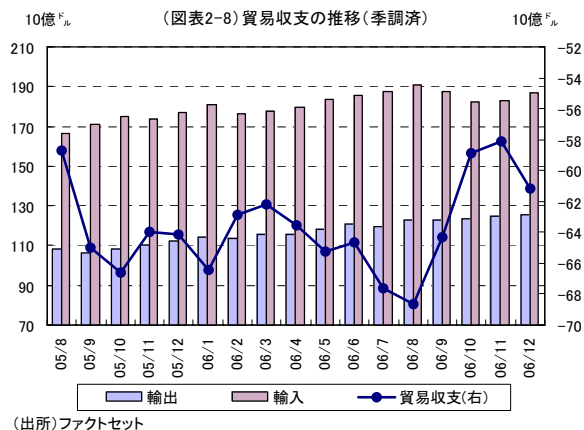
（図表2-6）OFHEO住宅価格指数と中古住宅販売価格
（四半期ベース、前年比）



（図表2-7）非防衛資本財新規受注（前年比）



（図表2-8）貿易収支の推移（季調済）



（６）金融政策はしばらく据え置きの後、2008 年に利上げへ

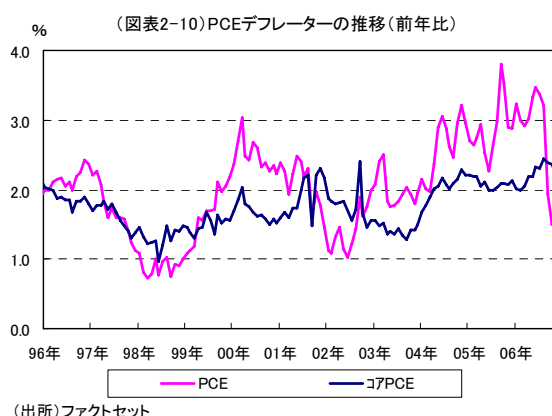
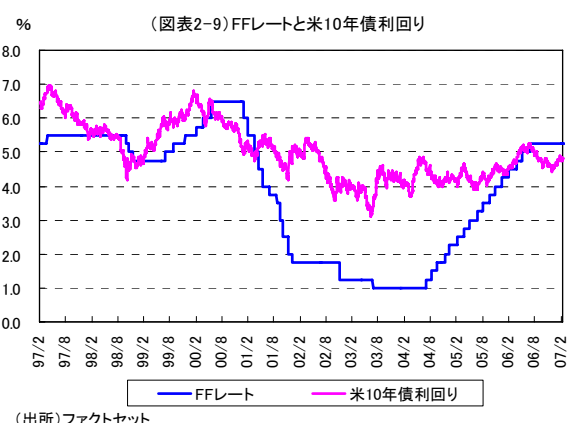
1 月 30－31 日に開催された FOMC（米連邦公開市場委員会）において、FF レートは市場の予想通り 5.25% に据え置かれた（図表 2-9）。昨年 6 月の利上げを最後に、これで 5 回連続の据え置きとなる。会合後の声明文では、景気に対する認識を上方修正し、同時に最近のコアインフレ数値の改善に触れている。今後の金融政策の方向性については、引き続き引き締めバイアスを残す点で前回 12 月の声明文とほぼ同内容だった。前回からの主な変更点として次の 2 点を確認しておきたい。

1 点目は、景気に関する部分である。変更は 2 箇所、「住宅市場の大幅な冷え込みを一部反映して経済成長は減速した」から「住宅市場にいくつかの安定化の兆しが見られる」へ、「最近の経済指標はまちまち」から「最近の経済指標はいくらか堅調な経済成長を示唆」へと変更された。「今後数四半期にわたって緩やかなペースで拡大すると思われる」との表現はそのまま残った。

2 点目は、インフレに関する部分で、「コアインフレ数値が高まってきた」から「コアインフレ数値はここ数ヶ月緩やかに改善してきた」へと変更され、その後に続く文章では、「高水準の資源利用率はインフレ圧力を持続させる潜在性がある。しかしながら、今後インフレ圧力は鈍化すると思われる」となっていたものが、「今後インフレ圧力は鈍化すると思われる。しかしながら、高水準の資源利用率はインフレ圧力を持続させる潜在性がある」というように、「しかしながら（However）」の前後で文章が前回と逆になっている。確かに、FRB（米連邦準備制度理事会）が重視するコア PCE デフレーターは、12 月に前年比 2.2% で抑制されたものの、依然として FRB が想定している 1－2% というレンジは超えている（図表 2-10）。おそらく失業率が依然として低水準であることを意識して、インフレ圧力が残るという後半部分を強調したかったと思われる。

今後の政策スタンスについては、「それでもいくつかのインフレリスクは残存し、必要となるかもしれない引き締めの度合いとタイミングは、今後のインフレと経済成長双方のデータしだい」とこれまで通りに締めくくり、引き続き引き締めバイアスを残している。

このように、景気について上方修正しながら、インフレについては抑制方向を認識する一方で警戒を怠らず、ということになると、ますます利上げも利下げもなく、しばらく FF レートは 5.25% で据え置きが続くものと思われる。FRB の次の一手は、経済成長が再び潜在成長率を上回ると予想される 2008 年に入ってから利上げとみている。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏の2006年10-12月期のGDP成長率は前期比0.9%増となった。通年では前年比2.7%増と、6年ぶりとなる高成長を達成した。2007年のユーロ圏経済は、設備投資や個人消費などの内需は底堅く推移するものの、2007年1月からドイツで付加価値税（VAT）が引き上げられたことによる駆け込み需要の反動や、2005年末から実施された利上げ、ユーロ高、米国景気鈍化の影響などで、前半は景気拡大ペースがやや鈍化しよう。2007年後半から2008年にかけては米国景気の拡大に支えられ、緩やかに回復すると予想する。欧州中央銀行（ECB）は3月に利上げを行い、政策金利を3.75%とした後、当面金利を据置き、2008年以降に利上げを再開すると予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP（前期比、06/12期は合計のみ実績）

注：① 国実質GDP（前期比、06/2期は日計06/2実績）												
（前期比）	暦年ベース			2006年	2007年				2008年			
	2006年	2007年	2008年	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12
ユーロ圏GDP	2.7%	2.2%	2.1%	0.9%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
家計消費	1.9%	1.9%	1.9%	0.6%	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
政府消費	2.2%	1.4%	1.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	4.7%	2.8%	2.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%
純輸出（寄与度）	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%

ドイツ実質GDP（前期比、06/12期は合計のみ実績）

(前期比)	暦年ベース			2006年	2007年				2008年			
	2006年	2007年	2008年	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12
ドイツGDP	2.9%	2.2%	2.0%	1.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
家計消費	1.1%	0.9%	1.5%	0.5%	-0.5%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
政府消費	1.1%	0.4%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
固定投資	6.0%	3.5%	2.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
純輸出(寄与度)	0.8%	0.9%	0.5%	0.8%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%

英国実質GDP（前期比、06/12期まで実績）

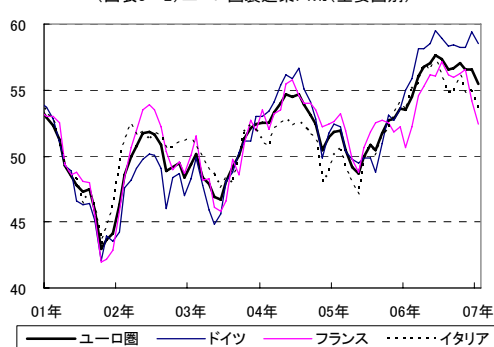
(前期比)	暦年ベース			2006年	2007年					2008年			
	2006年	2007年	2008年	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12	
英国GDP	2.7%	2.3%	2.1%	0.8%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	

（1）ユーロ圏景気は2007年に一旦鈍化

ユーロ圏の10-12月期実質GDP成長率（速報値）は、前期比0.9%の伸びとなった。2006年通年では前年比2.7%と、2000年以来、6年ぶりの高い伸びを記録した。

1月製造業PMIは前月比1.1ポイント減の55.5ポイントと、2006年2月以来の水準に低下した（図表3-2）。拡大と縮小を分ける50ポイントを19ヶ月連続で上回っているものの、拡大ペースは2006年半ばをピークとして、緩やかに減速していることが確認できる。2005年12月からの計6回、累計1.5%の利上げや、ユーロ高、米国景気鈍化の影響が表れている可能性が高い。国別で見ると、ドイツは好調を維持しているのに対し、フランス、イタリアでは足元での鈍化傾向が鮮明となっている。

ポイント （図表3-2）ユーロ圏製造業PMI（主要国別）



（出所）ファクトセット

ユーロ圏の2007年前半の景気拡大ペースはやや鈍化しようが、2007年後半から2008年にかけては、米国景気の拡大ペースが緩やかに加速することで、ユーロ圏景気も押上げられると見ている。内需は、年を通じて底堅く推移すると見ており、年率で2%程度と言われる潜在成長率近辺での成長を2008年にかけて続けると予想する。

ユーロ圏の設備稼働率は、生産活動の好調を反映して上昇を続けている（図表3-3）。10-12月期はユーロ圏で83.9%と、2001年1-3月期以来の高水準となった。また、ドイツでは86.8%と、2000年に記録した直近の最高水準に並んだ。高水準の設備稼働率と企業業績の好調を背景に、更新や能力増強のための設備投資は堅調に推移すると見込まれる。

また、失業率の改善傾向も続いている。12月ユーロ圏失業率は7.5%に低下した（図表3-4）。失業率は2007年前半まで改善傾向が続いた後、潜在成長率近辺への景気鈍化を受けて横ばいに近い推移になると予想する。雇用環境の改善に支えられ、個人消費は底堅く推移しよう。

外需は、米国景気鈍化の影響で一旦増勢が弱まるものの、2007年後半以降は、米国景気の拡大ペースが再び上がると考えられることから、2008年に向け再び堅調に推移しよう。

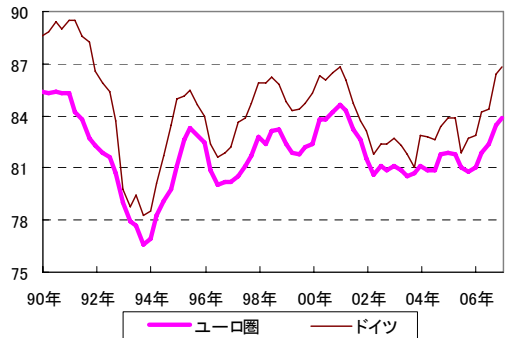
（2）ドイツでのVAT引上げによる影響は限定的

ドイツで2007年1月からVATが16%から19%へ3%ポイント引上げられたが、景気、インフレへの影響は、いずれも限定的なものにとどまろう。

ドイツ新車登録台数の推移を見ると、11月が前年比18.1%増、12月が同17.4%増と大幅に増加した後、1月は前年比10.1%減と大きく落ち込んでおり、駆け込み需要とその反動減が如実に表れている。ただ、1月ドイツIfo景況指数は107.9ポイントと、前月の108.7ポイントからは低下したものの、依然高水準を維持している。内訳では、現況指数が前月比2.5ポイント減の112.8ポイントとなったが、期待指数は前月比0.7ポイント増の103.2ポイントと、4ヶ月連続で上昇しており（図表3-5）、VAT引上げによる景気への影響が一時的であることを示唆している。

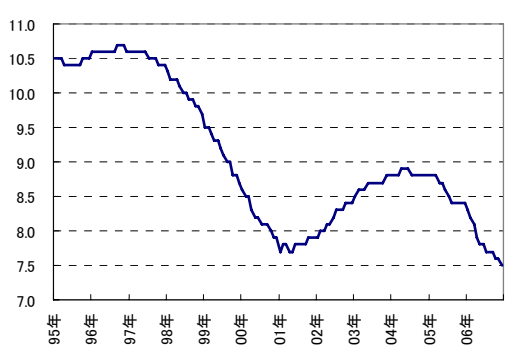
また、ドイツCPIは、12月の前年比1.4%増に対し、1月（速報値）は前月比0.2%減、前年比1.8%増と、VAT引上げに伴う価格転嫁の影響はまだ表れていない。1月にドイツでセールが行われている影響もあると考えられ、2月以降、徐々に価格転嫁が進むと見ている。ただし、個人消費回復の足どりが鈍く、価格競争が激しいことから、完全には転嫁されず、ドイツCPIには1%ポイント程度、ユーロ圏CPIには0.3%ポイント程度の押し上げ効果にとどまろう。

（図表3-3）ユーロ圏設備稼働率(季調済)



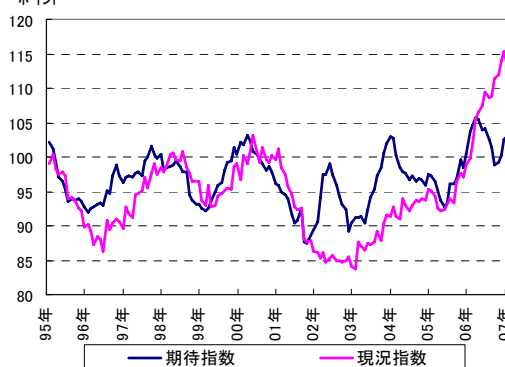
（出所）ファクトセット

（図表3-4）ユーロ圏失業率(季調済)



（出所）ファクトセット

（図表3-5）独Ifo期待指数と現況指数



（出所）ファクトセット

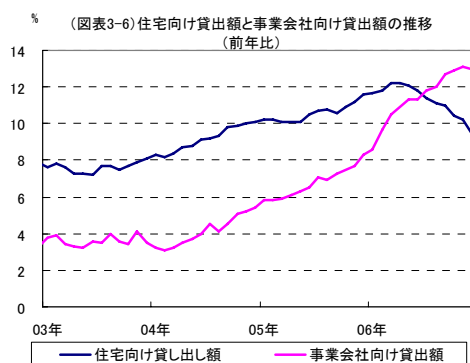
（３）ECB はあと一回の利上げ後、政策金利を当面据置くと予想

12月ユーロ圏 M3 は前年比 9.7%増と、11月の同 9.3%増から一段と加速した。3ヶ月移動平均の伸び率は 9.2%に加速し、16年ぶりの高水準となった。ただし、足元での M3 の伸びは、主に 2 年未満の定期預金や短期債の増加が原因であり、利上げによる長短金利差縮小で資金シフトが起こっている影響と考えられる。ECB がより注目している民間部門貸出額の伸びを見ると、12 月は前年比 10.7%増と、9 月に記録した同 11.5%増をピークに緩やかな鈍化傾向が続いており、利上げの影響が表れているといえる。内訳を見ると、住宅向け貸出額の伸びは同 9.5%増と、2004 年 10 月以来となる一桁の伸びとなっており、鈍化傾向が鮮明となっている（図表 3-6）。事業会社向け貸出額は伸び加速が続いていたが、12 月には前年比 13.0%と、11 月の同 13.1%から 15 ヶ月ぶりに伸びが鈍化した。民間部門向け貸出額の鈍化傾向が続くことで、過剰流動性からのインフレ懸念は徐々に薄れよう。

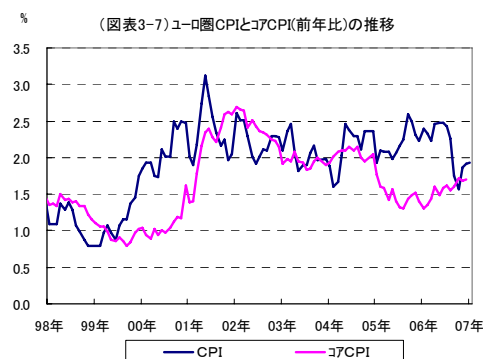
1 月ユーロ圏 CPI（速報値）は、前年比 1.9%増と、ECB が参照値とする 2.0%を 5 ヶ月連続で下回った（図表 3-7）。

前述の通り、ドイツの VAT 引上げの影響で CPI は 0.3%ポイント程度押し上げられると見ているが、景気拡大ペースの鈍化に加え、EU 拡大の影響で、1 人当り賃金の伸びが抑えられるという構造的要因が働き続けることから、物価上昇圧力は強くないと考えられる。CPI は前年比 2.0%近辺で推移しよう。

ECB は、3 月の理事会で 0.25%の利上げを行い、政策金利を 3.75%としよう。その後は、過剰流動性や賃金交渉の行方に警戒を払いながらも、CPI の落ち着きや、成長率の鈍化を考慮し、当面政策金利を据置こう。ECB の次の一手は、ユーロ圏景気が再び勢いを増す 2008 年以降の利上げと予想している。



(出所) ファクトセット

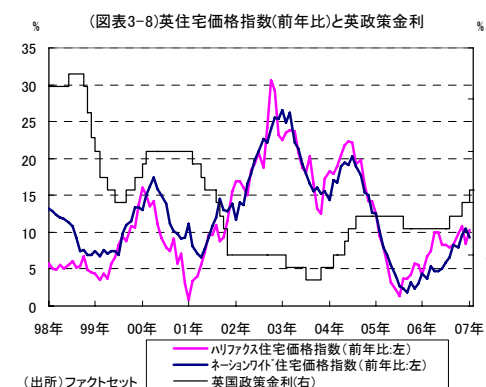


(出所) ファクトセット

（４）英国景気の拡大ペースは 2007 年には鈍化

英国の 10-12 月期実質 GDP 成長率は、前期比 0.9%増、前年比は 7-9 月期の 2.9%増から 3.0%増と、年率で 2.5-3.0%と言われる潜在成長率近辺での成長を続けている。ただ、2007 年は、主要貿易相手国であるユーロ圏の景気鈍化や、2006 年 8 月から実施された計 3 回、0.75%の利上げの効果によって、英国景気の拡大ペースは鈍化しよう。12 月に前年比 3.0%に達した CPI は、原油価格の落ち着き

により、2007 年半ばには 2.0%近辺まで低下すると予想する。また、住宅価格の伸びは足元で高水準となっているが、利上げの影響で、先行き鈍化が見込まれる（図表 3-8）。2007 年にかけて住宅価格の伸びは鈍化し、資産効果の弱まりによって個人消費に下押し圧力がかかることとなろう。イングランド銀行（BOE）は CPI の落ち着きと景気の鈍化から、2007 年後半、おそらく 10-12 月期に利下げを行うと予想する。2008 年には再び潜在成長率近辺の成長に回復しよう。



(出所) ファクトセット

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は、米国景気の拡大ペース鈍化や、政府の投資抑制策・金融引締め政策の効果の浸透などを受け、2007 年はやや減速気味の推移を予想する。固定資産投資の伸びは、前年比 20%前後まで鈍化しよう。個人消費は、前年比 10%を超える堅調な伸びを続けるとみるが、医療や年金などの社会保障制度の遅れなどから、一段の加速は難しく、政府が目指す消費主導経済への転換はなかなか進まない状況が続く。2007 年の実質 GDP 成長率はいったん前年比 10%を割り込むとみるが、2008 年は、米国景気の持ち直し等を受け、再度加速を予想する。

人民元レートは、金融システムの安定などを背景に、やや元高への調整ペースを早めよう。

(1) 2006 年後半の成長率は鈍化

中国の 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 10.4%の伸び、2006 年通年では同 10.7%と、4 年連続の 2 桁成長となった。ただ、四半期別の推移を見ると、4-6 月期をピークにやや鈍化傾向にある（図表 4-2）。

成長の牽引役となっているのは、引き続き固定資産投資である。2006 年の全社会固定資産投資は前年比 24.0%増となった（図表 4-3）。ただし、伸び率は 1-6 月期の同 29.8%をピークに鈍化しており、一連の投資抑制策、金融引締め政策の効果が現れつつある可能性が高い。

(2) 投資抑制策の効果が徐々に浸透

政府当局はこれまで、固定資産投資の高い伸びが続いている背景として、通貨供給量と貸出の伸びが大きいこと、地方政府による過剰投資が減らないこと、土地供給の抑制が十分でなかったことなどを挙げてきた。

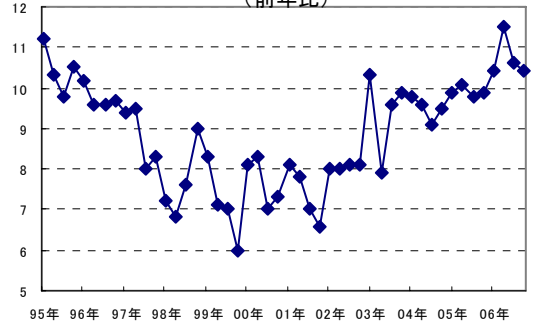
2006 年は、国内産業を奨励・制限・淘汰・その他の 4 つのランクに分類し、下のランクほど投資基準を厳しくする策を推進してきたが、12 月にはこれに関連し、「土地使用制限プロジェクト目録」を發布している。これは、「制限」「淘汰」産業中心に、土地の使用を厳しく制限するというものだ。また、地方政府が住民から不当に低い価格で土地を収用し企業誘致のために廉価で販売するという行為を防止するため、年明け 1 月に、工業用地の最低価格基準を定めた。さらに、2 月からは、不動産開発業者に対する土地増値税の課税の徹底を実施している。土地増値税とは、不動産の譲渡利益への課税で、課税率は最低 30%から最高 60%までの 4 段階の累進課税で決められる。1993 年に制定されたが、これまで厳格な実施が見送られてきたものだ。

当局の人民元売り介入が過剰流動性の発生要因になっていることや、2008 年の北京オリンピックを見据えた公共投資などは引き続き下支え要因となるが、政府が引き続き投資抑制策を強化してくると思われること、金融引き締めも進むと考えられることから、2007 年から 2008 年にかけての

(図表4-1)中国実質GDP予測

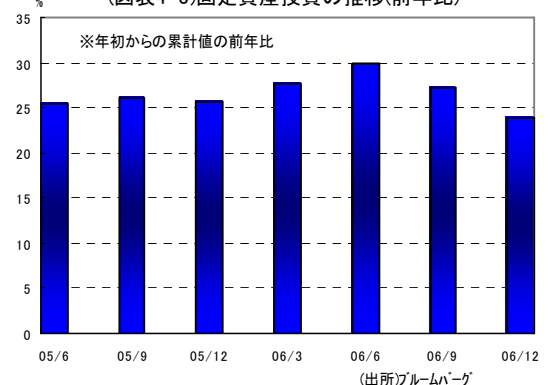
前年比(%)	2005年	2006年	2007年 (予測)	2008年 (予測)
実質GDP	10.4	10.7	9.8	10.2

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(出所)ブルームバーグ

(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



(出所)ブルームバーグ

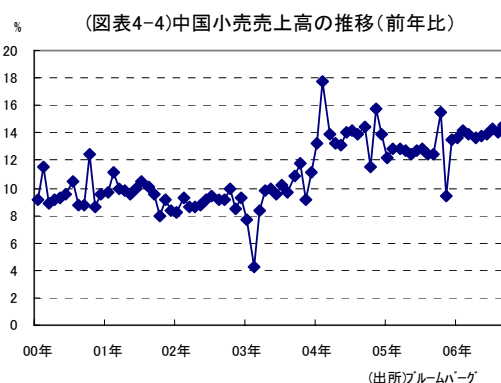
固定資産投資は緩やかに減速に向かう可能性が大きい。それでも、前年比で 20%前後の伸びは確保するものと見込まれる。

(3) 社会保障制度の立ち遅れが消費拡大のネック

12 月の消費財小売総額は、前年同期比 14.6%増となった(図表 4-4)。夏場は 13%台の推移が続いていたが、10 月からは 3 ヶ月連続の 14%台となり、伸び率が緩やかではあるが徐々に高まっている様子を示している。

2006 年の都市部住民 1 人当たりの可処分所得は、前年比 10.4%増と、前年から 0.8%ポイント拡大した。一方、農村部住民の 1 人当たり純収入は同 7.4%増で、前年より 1.2%ポイント拡大している。ただし、絶対額では都市部の 11,759 元に対し農村部は 3,587 元と、両者の収入格差に顕著な改善は見られない。また、同じ都市部でも、上海市と甘粛省では 2 倍強の格差が開いている。中国青年報や大手ポータルサイトが行ったアンケートでは、約 9 割が「中国では現在、貧富の格差が極めて深刻だ」と答えており、所得格差は、依然として社会不安につながりかねない深刻な問題となっている。

政府は、「農業の振興」、「農村の経済成長」、「農民の所得増と負担減」を目指すとする、いわゆる三農問題の解決を再重点課題と位置付けている。2007 年から 2008 年にかけての個人消費は、最低賃金水準の引き上げや、税金の減免などの政府の所得改善策、北京オリンピックを控えた家電需要などを背景に、10%台半ばの堅調な伸びを続けよう。しかし、農村では、医療保険や年金制度などの社会保障制度がまだ立ち遅れており、将来に向け貯蓄を確保する必要性があることから、個人消費の伸びの一段の加速は期待しにくい。政府が目指す投資主導経済から消費主導経済への移行はなかなか進まない状況が続こう。

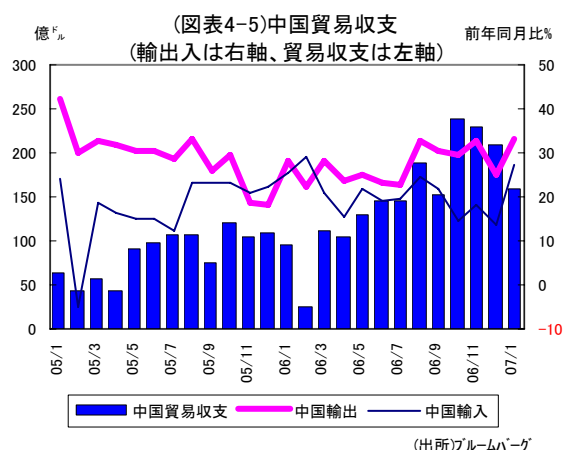


(4) 外需は引き続き景気の牽引役

輸出の伸びは 11 月の前年比 32.8 %増をピークに、足元ではやや鈍化しつつある(図表 4-5)。もっとも、2006 年はすべての月で伸び率が 20%を越え、通年でも前年比 27.2%の伸びを確保した。輸入も通年で同 20.0%伸びたが、輸出の伸びが上回った結果、2006 年の貿易黒字は 1,775 億ドルと、2005 年から 755 億ドル拡大した。

2007 年前半は、米国景気の減速に伴い、輸出の勢いは鈍化すると見ているが、2007 年後半から 2008 年にかけては米国景気とともに持ち直し、景気を牽引しよう。海外からの黒字削減圧力を受け、政府は輸出時に適用される増徴税の還付率の引き下げなど、追加的な貿易黒字縮小策を打ち出してくることが予想される。

また、巨額の貿易黒字は、政府による外貨強制決済制度を通じ、過剰流動性の増加要因のひとつとなっている。巨額の人民元売り介入の影響も加わって外貨準備は膨張の一途を辿っており、2006 年はついに 1 兆ドルを超えた。一国全体の資金の有効活用という観点からは、決して好ましい姿で



はないことは政府も認識しており、今後は民間の外貨保有の規制緩和、外貨準備の効率的運用、為替介入を緩めることによる元高への誘導など、金融面の改革を強化してくることが予想される。

（５）インフレ、デフレ両にらみの政策が必要

2006 年通年の CPI（消費者物価指数）上昇率は、前年同月比 1.5% となり、前年から伸びが 0.3% ポイント低下した（図表 4-6）。ただし、12 月、1 月と 2 ヶ月連続で 2% を超えるなど、足元では伸びが加速しつつある。食料品価格上昇の影響が大きい、過剰流動性によるインフレ圧力が顕在化しつつある可能性も否定できない。政府としては基本的に引き締め政策を維持しつつ、過剰投資がもたらすデフレリスクにも注意が必要という、難しい舵取りを余儀なくされる状況が続こう。

（６）当局は金融引き締め策を強化

金融当局は 4 月以降、金融引き締め策を次々に打ち出している。昨年は、市中銀行が企業に融資する際の基準金利が、4 月と 8 月にそれぞれ 0.27% ずつ引き上げられた。法定預金準備率は、7 月に 7.5% から 8.0% に 0.5% 引き上げられたのを皮切りに、以降、8 月、11 月、1 月にそれぞれ 0.5% ずつ引き上げられ、9.5% に達している（図表 4-7）。0.5% のたびに、約 1,500 億円の資金が、民間銀行から人民銀行に吸い上げられる計算だ。合わせて、商業銀行向けの手形発行や、窓口指導の強化なども実施している。人民銀行の周小川総裁は 1 月 8 日、スイスのバーゼルにおいて、過剰流動性を抑制するため、金融引き締めの追加措置を取る可能性がある」と述べている。2007 年も複数回の引き締めが実施される可能性が大きい。

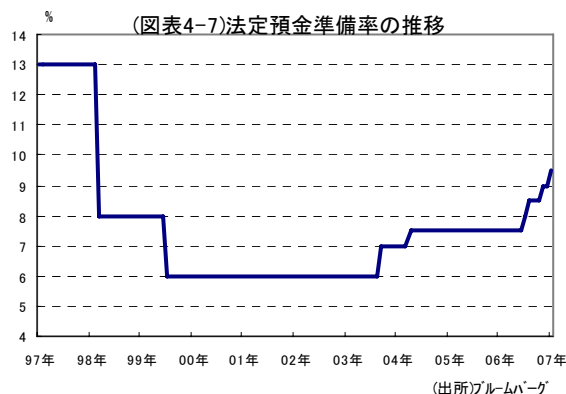
（７）元高への調整が進む見通し

昨年後半以降、元高の進行ペースは早まっているが（図表 4-8）、人民銀行は 2007 年の主要任務として「人民元の為替レート決定システムを改善し、レートの柔軟性を大きくする」ことを目標として掲げている。国内経済、金融システムへのショックを最小限にとどめることが課題となるが、カギとなる国有企業改革と、銀行の不良債権問題は、いずれも緩やかではあるが改善に向かっているようだ。中国当局の発表によれば、国有四大商業銀行の平均不良債権比率は既に 10% 前後にまで改善されている。また周総裁は、「貿易黒字が拡大を続けるならば、人民元の為替レートの変動幅は更に弾力的なものになる」とも述べている。市場を驚かすような大幅な切上げが実施される可能性は低いものの、国内経済の安定、国有銀行の経営改善の状況を見極めつつ、今後は変動許容幅の拡大などを通じて、元高への調整ペースをさらに早めていくものと考えられる。

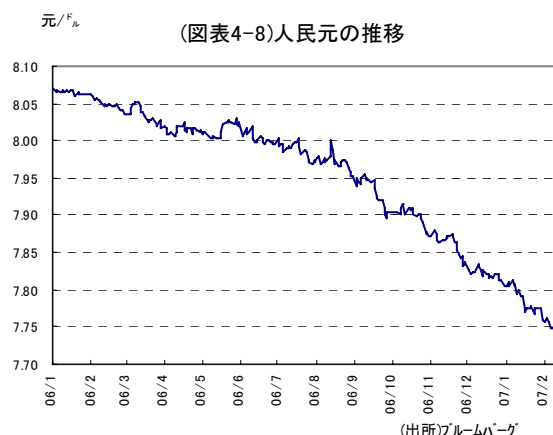
（図表 4-6）中国消費者物価指数の推移（前年比）



（図表 4-7）法定預金準備率の推移



（図表 4-8）人民元の推移

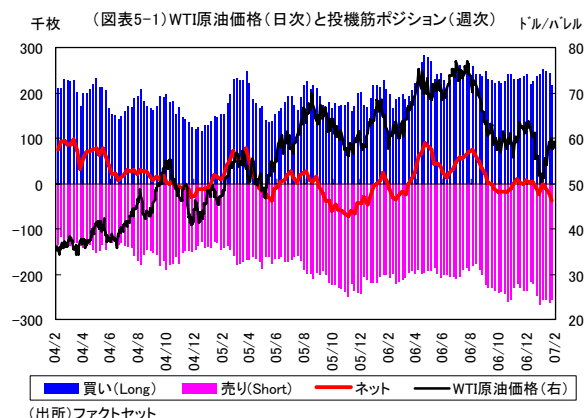


5. 原油相場見通し

(1) 記録的な暖冬で価格は一時 50 ドルまで低下

米国産標準油種 WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）先物は、米国景気減速からの需要減退観測に加え、ヒーティングオイルの最大需要地である米北東部の記録的な暖冬により、1 月中旬には一時 1 バレル 50 ドル近くまで低下した。しかし 1 月後半からの寒波到来とともに上昇に転じ、2 月は 60 ドル弱といった水準で推移している（図表 5-1）。

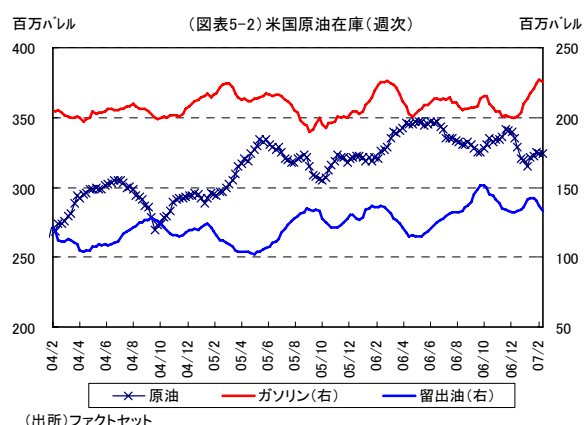
投機筋のポジションを見ると、昨年秋以降売り買いがほぼ均衡し、足元では若干の売り超となっている。現在の原油相場は、過度な投機性が剥落した形で、実需に基づいた価格で推移しているといえる。



(2) 注目はしだいにヒーティングオイルからガソリンへ

米国の在庫状況を見ると（図表 5-2）、原油はやや水準が下がっている。ヒーティングオイルなど留出油に余裕はあるが、昨年秋以降積み上がりは見られず、足元では減少方向だ。ガソリンは例年同様に積み上げの季節となってきている。現状ではいずれの在庫も前年とほぼ同水準にある。

現在は冬場のヒーティングオイルの需給に注目が集まっているが、暖房需要が終わる春先には一旦需給が緩む。その後、4 月頃からは米国のドライブシーズンに入ること、注目はガソリン需給に移って



いこう。地政学リスクについては、最近が目立った進展が見られないことから、ややトーンダウンしている状況だ。イランが核開発問題に関する強硬手段として石油輸出を停止することは、自国の主たる収入源を断つことになるため、現実的ではないと考えられるものの、強気な姿勢は崩しておらず、しばらくは膠着状態が続く可能性が高い。ナイジェリアでの武装勢力による石油関連施設攻撃についても、緊迫した状況が続く。中東情勢は引き続き価格上昇要因として燃り続けよう。

(3) 需要堅調な一方で供給不安は残る

今後、米国景気は底打ちから緩やかな拡大に向かう可能性が高い。成長著しい中国やインドといった新興国を含め、世界の原油需要はこの先も堅調に増加を続けると予想される。一方供給面では、過去の過剰投資によって価格が低迷した苦い経験などを背景に、産油国での増産投資は慎重な姿勢が続こう。また、米国の製油所不足から、石油関連施設でトラブルが起きる度に需給逼迫懸念が台頭するといった状況は変わらない。OPEC の減産実施には懐疑的な見方があるが、1 バレル 50 ドル台半ばの価格水準は維持したいという意向がうかがえる。今後の原油価格は緩やかに上昇に向かうと見ており、WTI（年平均）で 2007 年に 1 バレル 62 ドル、2008 年に 64 ドルと予想する。