



〔 2008年度見通し 〕

# 調整色が深まるわが国経済

( 2 次 Q E 後 修 正 )

2007年12月11日

株式会社 日本総合研究所  
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp>

## < 目 次 >

1 . 現状	1
2 . 海外経済	2
( 1 ) 欧米経済	
( 2 ) 新興国経済	
( 3 ) 輸出の展望	
3 . 高まる下振れ圧力	5
( 1 ) サブプライム問題	
( 2 ) 原油価格の上昇	
( 3 ) 住宅投資・建築投資の減少	
( 4 ) 建築から個人消費への波及	
4 . 国内経済	9
( 1 ) 企業業績と設備投資	
( 2 ) 経営体質は強固	
( 3 ) 家計の所得環境	
( 4 ) 消費者物価	
5 . 景気のコース	13
6 . 政策課題	14

**本資料は内閣府記者クラブ、金融記者クラブにて配布しております。**

### ( 会社概要 )

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

### ( ご案内 )

当社は、主として三井住友フィナンシャルグループ関連企業以外のお客さまに向けたITソリューション提供力の一層の強化を図るため、「お客さま向けIT事業」に特化する100%子会社「株式会社日本総研ソリューションズ」を、会社分割により2006年7月に設立いたしました。

名 称：株式会社 日本総合研究所 ( <http://www.jri.co.jp/> )

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：1,700名      連結4,400名

社 長：木本 泰行

理事長：門脇 英晴

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番

TEL 03-3288-4700 ( 代 )

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号

TEL 06-6534-5111 ( 代 )

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・忝村 秀樹 宛てにお願い致します。

電話番号：03-3288-4524

メール：[matsumura.hideki@jri.co.jp](mailto:matsumura.hideki@jri.co.jp)

＜ 要 約 ＞

1. わが国経済は、家計部門の低迷が続くなか、新興国・資源国向けに牽引された輸出と前向きな設備投資スタンスを背景に、企業部門主導の緩やかなペースの回復基調が持続。もっとも、2007年夏ごろから、米サブプライム問題、原油など一次産品価格の高騰、建築基準法改正による建築着工の大幅減少、といったマイナス要因が台頭し、景気の下振れ圧力が強まりつつある状況。
2. 前提としての海外経済を展望すると、米サブプライム問題の影響を受け、世界的に景気は徐々に減速する方向。とりわけ米国では、家計・企業ともマインドが冷え始めており、サブプライム問題が実体経済に与えるマイナス影響は長期化の様相。もっとも、新興国・資源国では基本的に高成長が持続して、世界経済を牽引する構図が持続。わが国輸出も、新興国・資源国向けに支えられて、ペースは鈍化しながらも増勢は持続する見通し。
3. このように外需は堅調を維持するものの、三つのマイナス要因がわが国の企業部門・家計部門を大きく下押しする見通し。
  - イ) サブプライム問題に端を発した株価下落により、消費・企業マインドが悪化、成長率を押し下げ。
  - ロ) 原油価格上昇の大半は企業部門のコストとして吸収されるため、経常利益が2.9兆円減少。また、ガソリン・灯油価格の上昇を通じて家計負担は0.7兆円増加。
  - ハ) 建築着工の減少が、以下の3ルートを通じて景気にマイナス影響。
    - 住宅投資の大幅減少。
    - 企業の建築投資が減少。工場の着工減により、機械受注も減少する恐れ。
    - 耐久財の購入減、建設関連産業の業績悪化に伴う所得環境の悪化により、個人消費が下振れ。
4. 2008年いっぱい、これら3要因がわが国成長率を攪乱し、経済の成長パスをファンダメンタルズの実勢から大きく乖離して下押す公算。
  - イ) 2007年度下期は、住宅投資と企業の建築投資の減少を主因に、景気に調整色が強まる見込み。企業収益・雇用者報酬も前年比減少に転じる公算。この結果、2007年度の成長率は、政府・日本銀行の見通しを大きく下回る1.0%に。
  - ロ) 2008年度入り後は、建築着工が回復するという前提に立てば、2008年夏ごろにかけ住宅投資、企業の建築投資の増勢が強まり、成長率を押し上げる見通し。2008年度の成長率も2.0%と堅調な数値に回復。
  - ハ) ただし、2008年度の堅調さは、大幅に落ち込んだ水準からの「揺り戻し」にすぎず、ポジティブに捉えるべき動きとはみなせず。建築投資のペントアップ・デマンドを除外した成長率には脆弱さが残る見込み。
  - ニ) また、一次産品価格が上昇するなか、最終製品・サービスへの価格転嫁が進まないため、GDPデフレーターの下落傾向も持続する見通し。名実逆転の解消は当面見込み薄。
5. 以上のように、わが国経済が厳しい状況に陥る可能性が高いことを踏まえれば、当面は、景気下振れを意識した政策運営に重心を移すことが必要。とりわけ、建築確認の明確化・迅速化が最優先課題。また、日銀も景気下振れリスクへの警戒に重心を置いた金融政策スタンスに転換すべき。
6. 中長期的な視点で考えると、内需による景気牽引力を高めることが課題。グローバル化が進展するなか、海外景気の減速、海外株価の下落、信用不安の波及など様々なルートを通じて、外的ショックに翻弄される局面が増加。これは、将来不安によるマインド悪化、様々な分野での二極化の拡大などを背景に、わが国の内需が脆弱で、経済全体として、外的ショックに対する抵抗力が弱まる方向にあることが主因。強力な成長戦略を断行することにより、所得低迷、格差問題などを乗り越えていくことが必要。

## 企業部門は堅調ながら、徐々に下振れ圧力が強まる

(1) わが国経済は、家計部門の低迷が続くなか、新興国・資源国向けに牽引された輸出と前向きな設備投資スタンスを背景に、企業部門主導の緩やかなペースの回復基調が持続。2007年4～6月期には設備投資の減少を主因にマイナス成長になったものの、7～9月期には生産・輸出の増加を背景に前期比年率+1.5%とプラス成長に回復。

(2) もっとも、2007年夏ごろから以下のようなマイナス要因が台頭し、景気の下振れ圧力が強まっている状況。

### 米サブプライム問題

米国景気に対する懸念が強まり、わが国経済を牽引してきた外需の先行きに不透明感。さらに、欧米での市場動揺がわが国の株式・金融市場にも伝播し、それが実体経済に与えるマイナス影響も強まっている。

### 一次産品価格の高騰

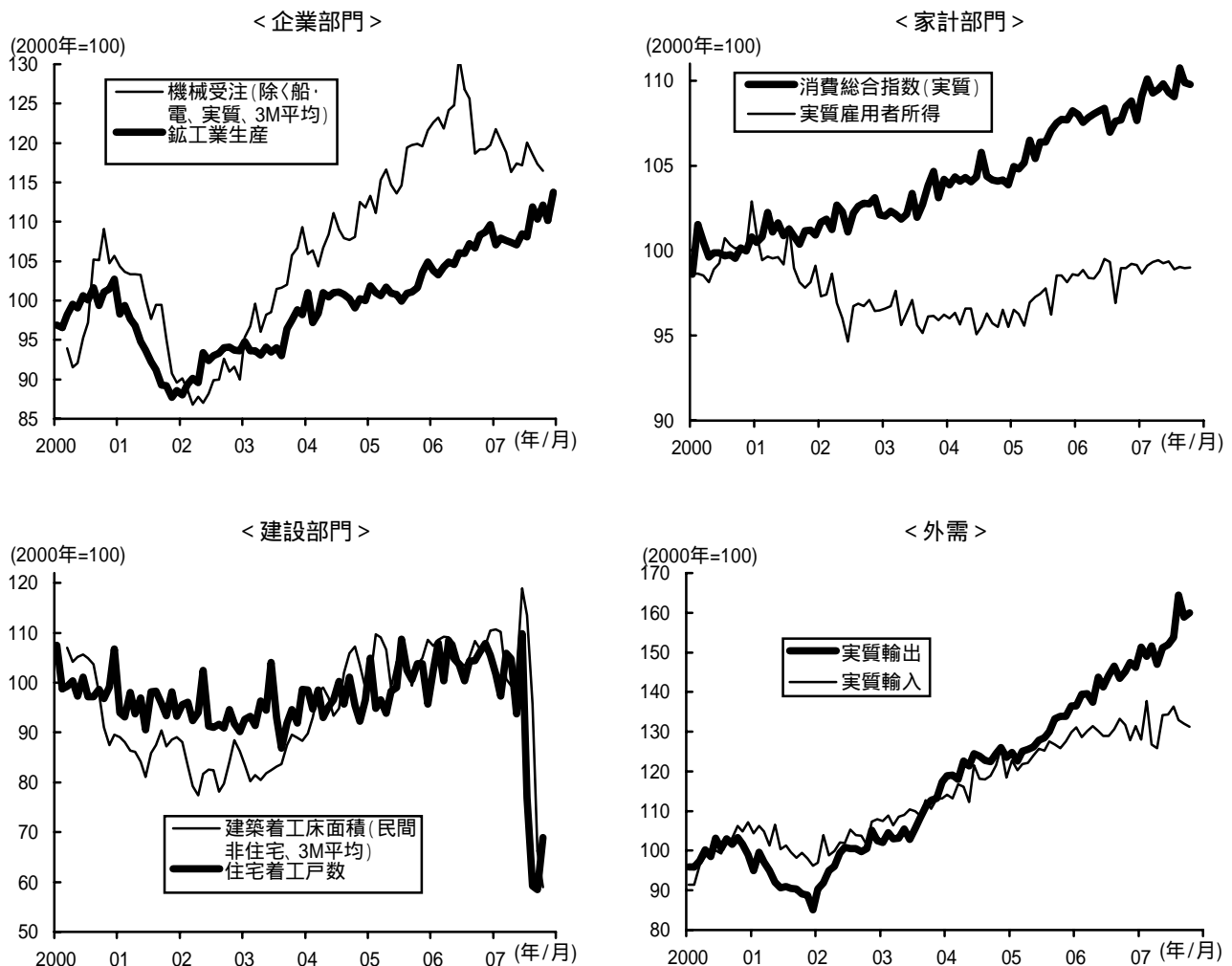
原油価格が急騰し、1バレル=100ドル台に迫ったほか、小麦などの穀物価格も高騰して、企業収益を圧迫。また、コスト吸収が限界に達した企業を中心に、食料品などに値上げの動きも広がる。

### 建築着工の大幅減少

6月20日の改正建築基準法の施行により、7月以降の住宅着工戸数、建築着工床面積（民間非居住）が大幅に減少。脆弱な内需を一段と落ち込ませる恐れ。

(3) 本レポートでは、上記3要因がわが国経済に与える影響を中心に分析したうえで、2008年度のわが国景気を展望した。

(図表1-1) 主要景気指標の推移



(資料) 経済産業省、内閣府、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、  
(注) 鉱工業生産の直近2ヵ月(2007年11～12月)は予測指数をもとに先延ばし。

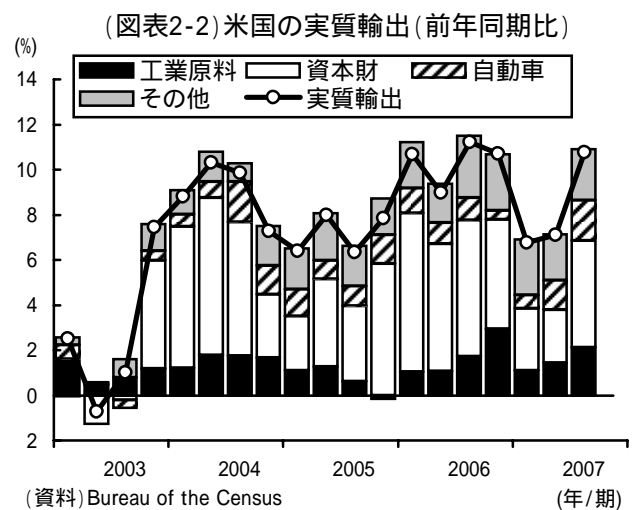
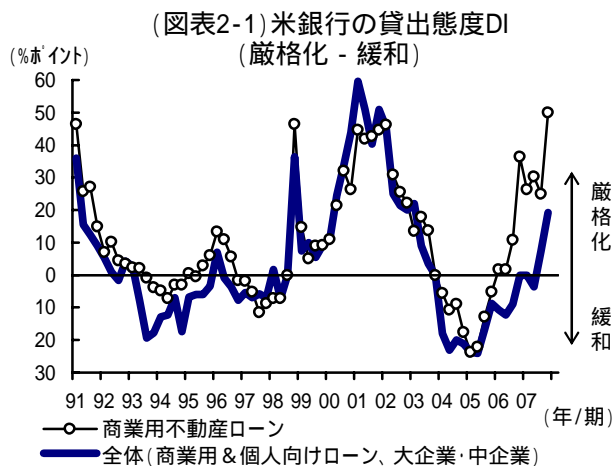
## 欧米：減速が長期化するものの、後退局面入りは回避

(1) 米国では、家計・企業ともにマインドが冷え始めており、サブプライム問題が实体经济に与えるマイナス影響は長期化の様相。住宅市場は新築・中古ともに販売戸数が急減しており、在庫率は急上昇。住宅価格の下落による逆資産効果、住宅ローン金利見直しによる延滞増加などを通じて個人消費を押し下げる見込み。さらに、金融機関の貸出態度が急速に厳格化していること(図表2-1)、消費減速下で一次産品価格の上昇分を完全に価格転嫁できず収益が圧迫されること、などを背景に、企業活動にもマイナス影響が及ぶ公算。

(2) ただし、輸出が下支えしているため景気の底割れには至らず(図表2-2)。とりわけ航空機関連輸出が高い伸びを記録。航空機受注が好調であること、ドル安が進んでいることなどを勘案すれば、輸出は当面堅調が持続する見通し。

(3) 今後の米国景気は、当面は、住宅投資の減少持続、住宅価格下落に伴う逆資産効果による消費減速、など家計部門で弱めの動きが持続(図表2-3)。もっとも、新興国の高成長とドル安に支えられた輸出の堅調、Fedによる金融緩和などが景気を下支えするため、2%前後の成長は維持。2008年中ごろから住宅市場の調整圧力が弱まり、成長率は徐々に持ち直す見通し。もっとも、個人消費の回復に力強さを欠くため、成長率は2%台半ば程度にとどまる公算。

(4) 欧州でも、景況感がピークアウトしており、今後も、サブプライム問題の広がり、ユーロ高などによる米国向け輸出の減速などを背景に、景気は減速の方向。もっとも、雇用環境が底堅さを維持していること、中東欧・ロシア向け輸出の好調が続いていること、などを背景に、緩やかなペースでの回復傾向が持続する見通し。



(図表2-3) 米国の経済成長率・物価見通し

(前期比年率、%)											
		2007年					2008年				
		1～3	4～6	7～9	10～12	2.2	1～3	4～6	7～9	10～12	2.4
		(実績)			(予測)		(予測)				
実質GDP		0.6	3.8	4.9	1.4	2.2	2.0	1.9	2.3	2.5	2.4
個人消費		3.7	1.4	2.7	1.2	2.8	2.0	1.5	2.0	2.2	1.8
住宅投資		16.3	11.8	19.7	18.1	16.4	13.4	11.2	7.8	0.9	13.2
設備投資		2.1	11.0	9.4	2.4	4.5	3.1	2.5	1.1	2.9	3.8
在庫投資		0.6	0.2	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0
政府支出		0.5	4.1	3.8	2.2	2.1	2.4	2.5	2.6	2.4	2.7
純輸出		0.5	1.3	1.4	0.9	0.6	0.5	0.7	0.4	0.0	0.7
輸出		1.1	7.5	18.9	10.6	8.3	10.0	9.8	8.5	6.4	10.5
輸入		3.9	2.7	4.2	2.4	2.1	4.2	3.2	3.9	4.9	3.2
実質最終需要		1.4	3.8	4.2	1.6	2.7	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4
消費者物価		2.4	2.7	2.4	3.9	2.8	3.7	2.9	2.9	2.5	3.0
除く食料・エネルギー		2.6	2.3	2.2	2.1	2.3	2.0	1.9	1.8	2.0	1.9

(資料) 米国商務省

(注) 在庫投資、純輸出は前期比年率寄与度、消費者物価は前年同期比。

## 新興国：中国などでは高成長が持続

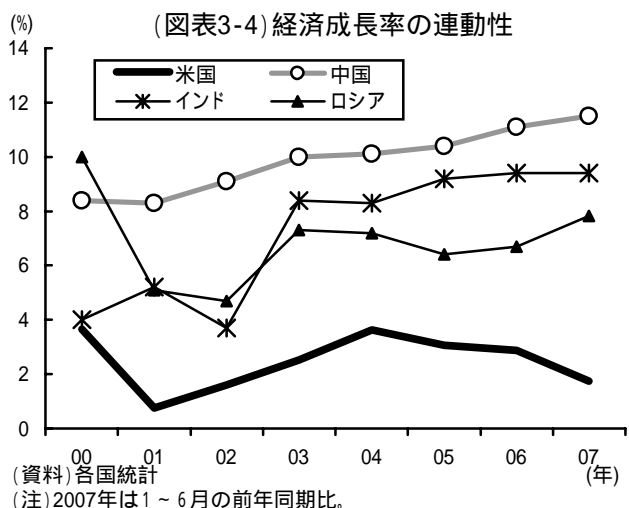
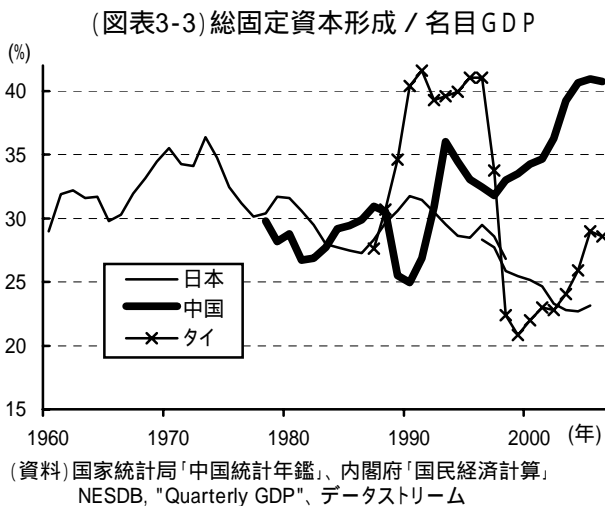
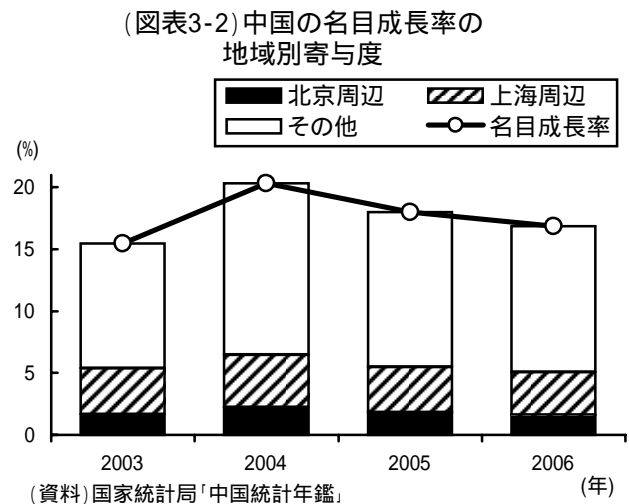
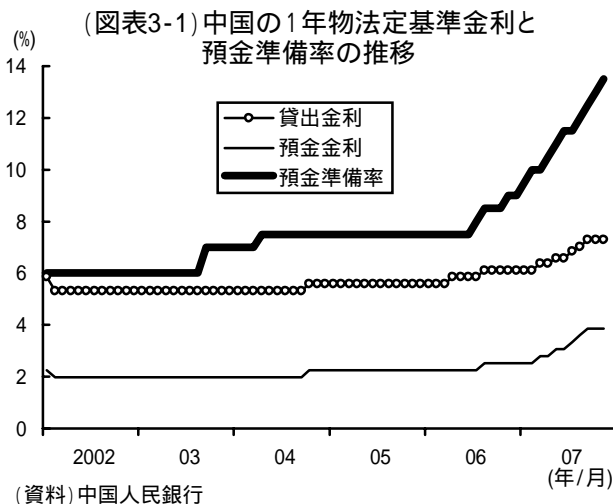
(1) 中国では、当局が過熱気味の経済に対して、預金準備率・基準金利の引き上げ（図表3-1）や不動産融資規制の強化など、持続可能なペースに引き下げる政策を相次いで打ち出しているため、成長率は今後やや鈍化するものの、それでも10%台の高成長が持続する見通し。五輪後に景気が減速するという見方もあるが、固定資産投資に占める五輪関連投資のシェアは必ずしも大きくないため、景気が大幅に鈍化する公算は小（図表3-2）。減速するとしても短期間にとどまり、その後は、再び堅調な成長トレンドに復帰する見通し。

(2) もっとも、以下のような懸念材料も存在。

現在の固定資本投資比率（対GDP）は、不動産バブルを経験したタイのピークと同水準（図表3-3）。都市部を中心に不動産開発が過熱しているほか、中央のコントロールが効かない地方でも固定資産投資が急拡大。不動産バブルがはじけることになれば、金融システムの頑健性に不安があるだけに、米国以上に深刻な状態に陥る恐れも。

外資系企業に対する優遇税制縮小を内容とする企業所得税法が2008年1月に施行予定。外資が直接投資先を中国からベトナム・インドなどにシフトする動きを強めることになれば、景気牽引力が低下する可能性も。

(3) 新興国の景気は、米国経済との連動性が薄れる傾向。2005～2007年の間、米国の景気が緩やかに減速するなかで、中国・インド・ロシアなどの諸国の景気はむしろ拡大（図表3-4）。個人消費や固定資本投資などの内需の景気牽引力が高まっていることが背景。したがって、今後も、米国経済の減速の影響がある程度波及するとしても、成長ペースを大きく鈍化させるほどのインパクトにはならない見通し。日米欧の景気が減速するなかで、新興国・資源国が世界経済を牽引する構図が持続する見通し。



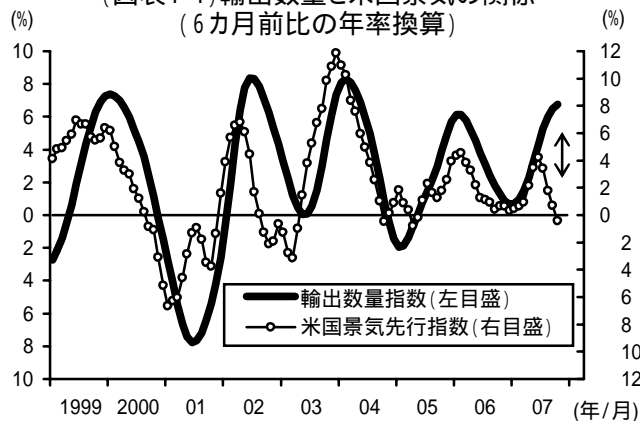
## 輸出は鈍化するものの、新興国向けに牽引され堅調持続

(1) わが国輸出と米国景気との連動性は薄れる傾向。従来は、米国景気先行指数に数カ月のラグを置いてわが国輸出が変動するという関係が看取可能(図表4-1)。しかし、2004年ごろから、ラグを持った連動性が薄れてきたほか、足元では米国景気先行指数が急低下する一方で、わが国輸出はむしろ拡大するという逆方向の動き。

(2) この背景には、新興国の経済発展に伴うわが国輸出先の多様化。すなわち、2000年度から2006年度までの変化をみると、北米向けのシェアが7.3%ポイント低下する一方、新興国のシェアは9.7%ポイント上昇(図表4-2)。とりわけ、中国のシェアが8.2%ポイントも上昇したほか、中東・ロシア・東欧なども小幅上昇。なお、中国向け輸出は部品、設備機械、基礎原料と幅広い品目にわたっているのに対し、中東・ロシア向けは自動車の寄与度が高いことが特徴(図表4-3)。

(3) 今後を展望すると、依然として米国向け輸出は4分の1のシェアを占めているため、サブプライム問題に端を発した米国景気の減速がわが国輸出に与えるマイナス影響は不可避。とりわけ、米国景気の調整色が強まる2008年前半は、わが国輸出へのマイナス影響が強まる見通し。もっとも、新興国・資源国向け、欧州向けは引き続き高い伸びが続くとみられるため、わが国輸出への下押し圧力は2001年ほどには深刻化しない公算。また、為替相場も円高傾向が続くとみられるものの(図表4-4)、そのペースは緩やかであるため、わが国輸出へのマイナス影響も限定的。総じて、輸出の増加傾向は維持される見通しで、わが国景気の下支え役として期待可能。

(図表4-1) 輸出数量と米国景気の関係  
(6カ月前比の年率換算)



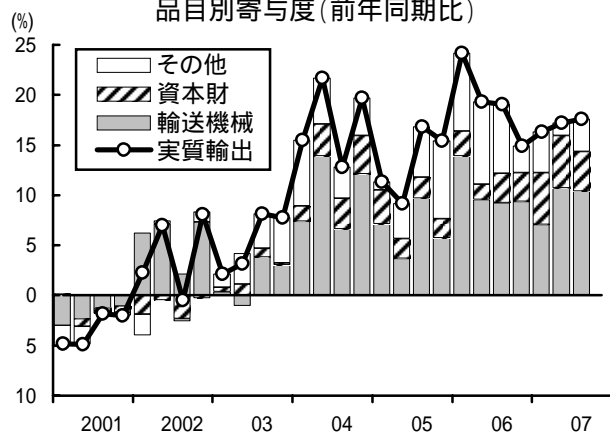
(資料) 財務省「外国貿易概況」、OECD "Main Economic Indicators"  
(注) 輸出数量は当季季節調整による趨勢循環成分。

(図表4-2) 輸出の地域別シェア

	1990年度	2000年度	2006年度
北米	33.3	31.6	24.3
E U	19.3	16.4	15.0
新興国・資源国	41.9	50.3	60.0
アジア	31.1	41.1	47.5
中国	2.2	6.8	15.0
中東	3.0	2.0	3.0
ロシア・東欧	1.1	0.5	2.4
中南米	3.6	4.4	4.7
オセアニア	3.1	2.1	2.4

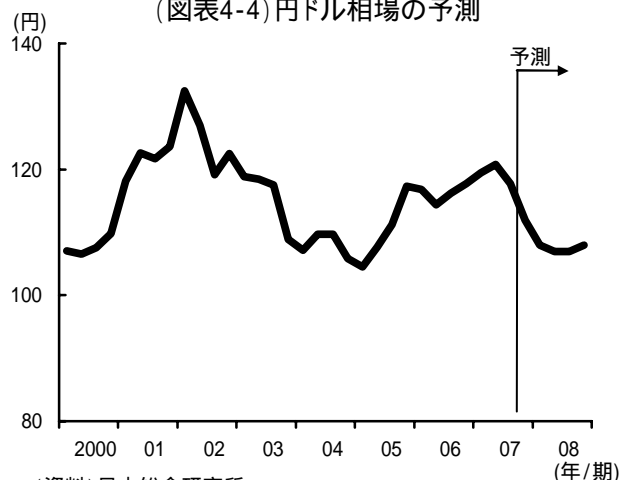
(資料) 財務省「外国貿易概況」

(図表4-3) その他地域向け実質輸出の  
品目別寄与度(前年同期比)



(資料) 財務省、日本銀行をもとに作成

(図表4-4) 円ドル相場の予測



(資料) 日本総合研究所



## サブプライム問題：直接的影響は限られるも、市場経由で下振れ圧力

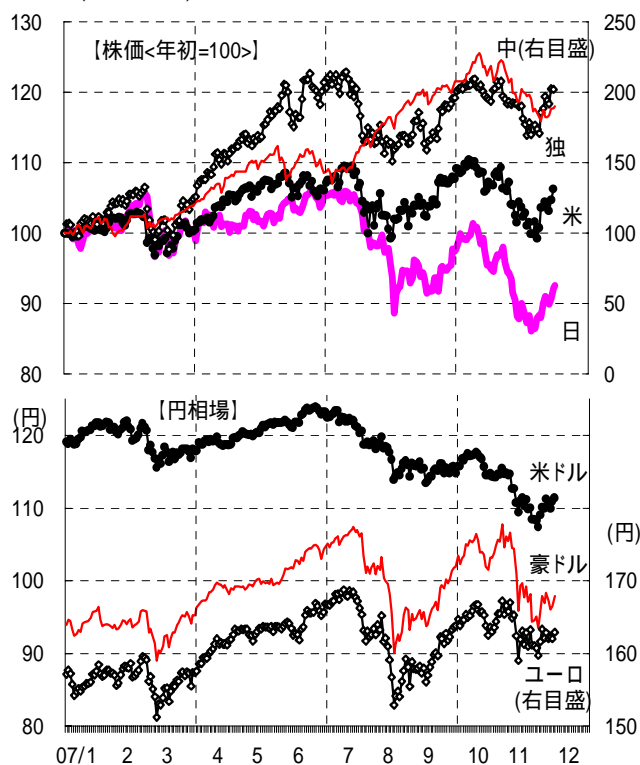
(1) 夏場以降、米国サブプライム問題の拡大を背景に、世界的に金融・資本市場が不安定化。各国で株価・為替の乱高下が続いているほか、金融機関やファンドの損失が相次いだことを受けて、欧米を中心に短期金融市場で信用リスク警戒感が高まり、資金逼迫懸念が強まっている状況(図表5-1、5-2)。

(2) わが国金融界では、サブプライム関連商品への関わりが相対的に浅かったことが幸いし、金融市場への悪影響は相対的に軽微。もっとも、代表的な株価指数の値動きを混乱発生前の高値との対比でみると、わが国株価の下落率は欧米の倍以上になるなど、弱さが鮮明。この背景として、株安と同時進行した円高が輸出セクターの業績懸念を強めたこと、内需が力強さを欠くもとで関連セクターが先導する株高を展望できないこと、秋以降の国内政局混乱を嫌気する動き、などが指摘可能。図らずも、「自律成長力の乏しさ」というわが国経済・市場が抱える問題が露呈したかたち。

(3) ちなみに、マクロモデル・シミュレーションによれば、サブプライム問題発生前の水準を基準とした場合、足元の日経平均株価(16,000円)と対ドル為替レート(110円)水準では成長率は年間で0.5%押し下げられるという結果に(図表5-3、注)。株価14,000円・為替105円となった場合、成長率押し下げは1%近くに達する見込み。

(注) ただし、輸入価格下落によるコスト減というプラス効果があること、輸出面でも高付加価値化により非価格競争力が強まっていること、実質実効ベースの円相場は歴史的な円安圏にあること、といった情勢変化を踏まえれば、単純にモデルから導かれる数値を懸念視するのは適当でない面もある。

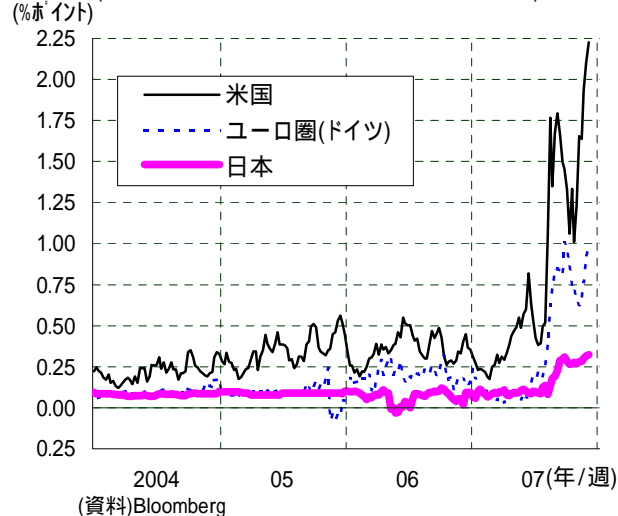
(図表5-1) 年初来の各国株価・円相場の推移



(資料)Bloomberg

(注)株価は、中国：上海総合、独：DAX30、米：S&P500、日：日経平均。

(図表5-2) 日米欧短期金利の官民スプレッドの推移  
(インターバンク3ヵ月金利 - 国債3ヵ月利回り)



(図表5-3) 株価・為替相場の変動が日本の成長率に与える影響(2007年7月からの1年間)

(%ポイント)

		円ドル相場				
		120	115	110	105	100
日 経 平 均 株 価	18,000	0.0	0.1	0.3	0.4	0.6
	17,000	0.1	0.3	0.4	0.6	0.7
	16,000	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8
	15,000	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0
	14,000	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1
	13,000	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2
	12,000	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3
	11,000	0.8	1.0	1.1	1.3	1.4

(資料)日本総合研究所作成

(注1) マクロモデル・シミュレーションによる試算。

(注2) 2007年6月の水準が1年間続いた場合との比較。



## 原油価格の高騰が企業・家計にマイナス影響

(1) 原油価格上昇は、その大半が企業部門のコストとして吸収されるほか(図表6-1)、一部がガソリン・灯油価格などのかたちで最終価格に転嫁され、個人消費を下押しする見通し。

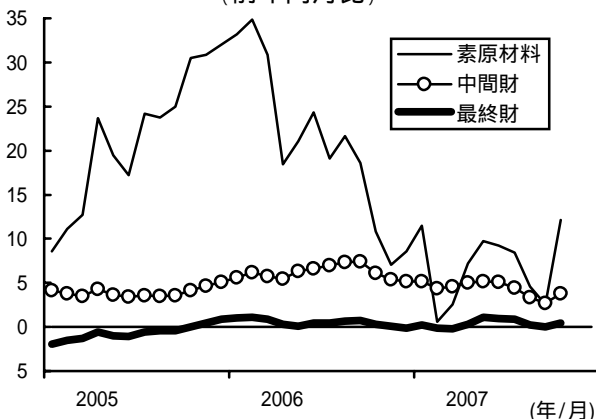
(2) 原油価格が1バレル=90ドルで高止まりし、ガソリン・灯油価格に転嫁される分以外は全て企業部門で吸収されるという前提で試算すると、企業部門全体の経常利益は年間2.9兆円減少する見込み(図表6-2)。これは2006年度の経常利益の5.4%に相当する規模。売上高が0.9%増加すれば収益下押し影響は相殺されるが、景気減速により売上高が鈍化する可能性が高いことを勘案すれば、経常利益へのマイナス影響は不可避。

とりわけ、中小企業では、売上高の増加に勢いがみられないこと、収益体質の改善が遅れていること、の2点を背景に、大企業よりも企業収益への下押し圧力が高まる公算大。原油価格がさらに上昇することになれば、中小企業の倒産増、コストアップ吸収のための人件費削減などの動きが広がり、回復感に乏しい状況が続く個人消費をさらに下押しするリスクに注意が必要。

(3) さらに、為替相場の動向も重要。11月以降の円高により円建て輸入原材料価格が下落したため、原油価格上昇によるマイナス影響は縮小したものの、今後、円安が進めばマイナス影響は拡大することに。

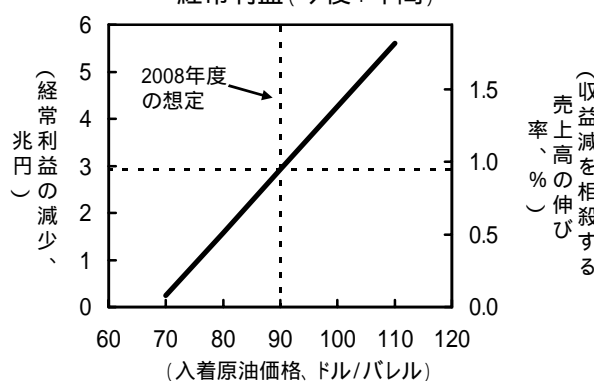
(4) 家計部門では、ガソリン・灯油の価格弾力性が小さいため、価格が上昇しても短期的には需要量は大きく変わらない見通し(図表6-3)。そこで、企業部門と同様の前提でインパクト試算をしてみると、石油製品などの価格上昇を通じて、家計負担は年間0.7兆円増加する見込み(図表6-4、個人消費の0.3%)。所得が伸びないなかでトータルの予算制約が厳しくなっていることを勘案すれば、ガソリン・灯油価格上昇に伴う支出増は、他の品目の消費を減少させる見通し。

(図表6-1) 需要段階別の企業物価指数  
(前年同月比)



(資料) 日本銀行「企業物価指数」

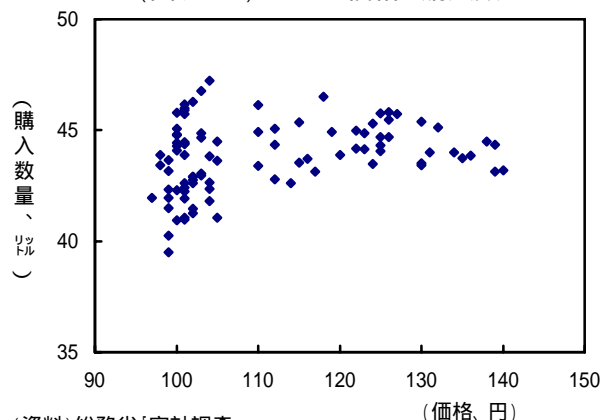
(図表6-2) 原油価格の上昇で減少する  
経常利益(今後1年間)



(資料) 財務省データをもとに日本総合研究所作成

(注) ガソリン・灯油以外は全て企業部門で吸収されると仮定。

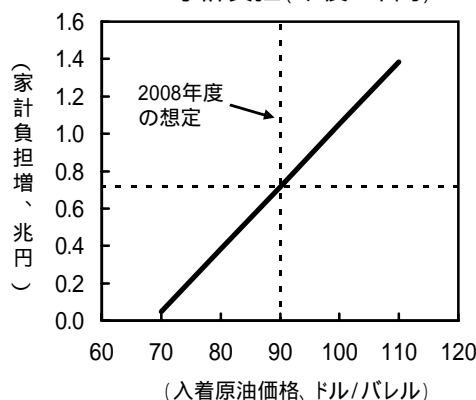
(図表6-3) ガソリン価格と購入数量



(資料) 総務省「家計調査」

(注) 2000年1月～2007年10月の月次データ。購入数量は季調値。

(図表6-4) 原油価格の上昇で増加する  
家計負担(今後1年間)



(資料) 財務省などをもとに日本総合研究所作成

## 住宅投資と建築投資は大幅に減少

(1) 当面の国内経済は、建築着工がどのようなペースで回復していくかに大きく左右される。ただし、着工減少は制度要因によるものであり、今後の展開は不透明。そこで、本レポートでは、建築着工が2008年央にかけて緩やかに持ち直していくという前提を置き、それによって引き起こされる影響を予測に織り込んだ。

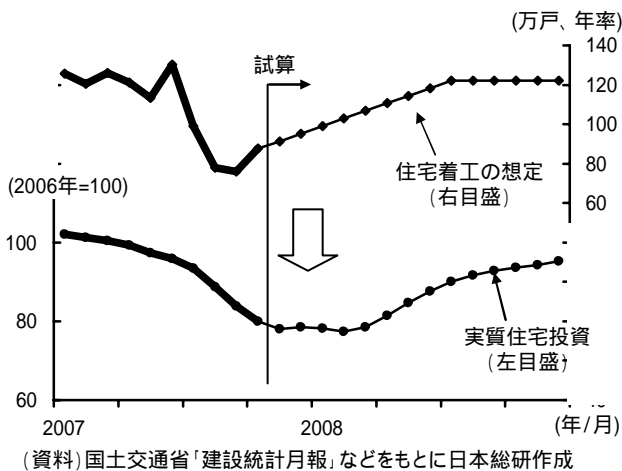
(2) まず、住宅投資は、2008年1～3月期まで大幅減少を続け、成長率へのマイナス寄与度も、同期までの3四半期平均で、前期比年率 1.0%に達する見込み(図表7-1)。住宅投資は2008年4～6月期ごろに回復に転じるものの、潜在的な投資水準に戻るのは2008年末までズレ込む公算。なお、投資水準が回復する過程で、見かけ上は住宅投資の大幅増加が続くことになるため、成長率寄与度が大きく押し上げられることになる。

(3) 企業の建築投資は、住宅着工からやや遅れ、2007年10～12月期から2008年4～6月期にかけて大幅な落ち込みになる見通し(図表7-2)。成長率へのマイナス寄与度は2007年10～12月期から2008年4～6月期までの3四半期平均で、前期比年率 0.6%に達する見込み。企業の建築投資の規模は住宅投資の半分程度にすぎないものの(図表7-3)、以下のような間接的なマイナス影響も考慮すれば、企業部門に対するインパクトは無視できない大きさ。

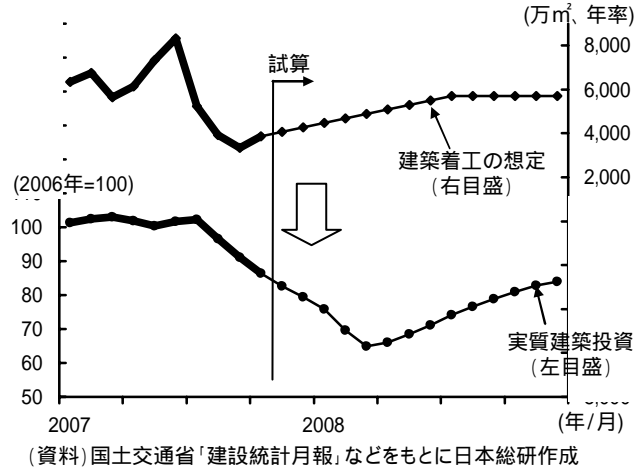
事業計画通りに着工・完成が進まないと、ビジネス・チャンス逃すことになるほか、金利負担も増加するため、企業業績が下振れする可能性があること。

建築投資に付随する機械・設備の購入も減少するため、機械投資も連動して減少する可能性があること。工場の着工減が長引けば、機械受注も大きく落ち込んでいく恐れ(図表7-4)。さらに、工場建設の遅延が生産能力不足を招き、将来の生産・輸出の足かせになるという二次的なマイナス影響も。

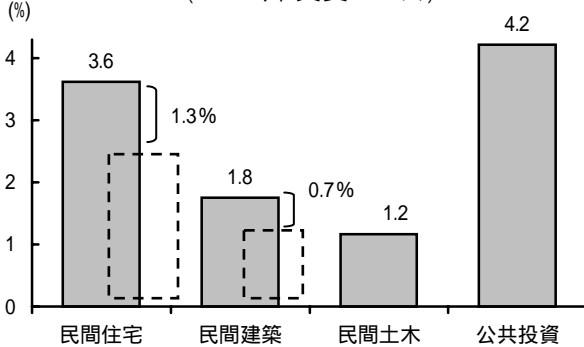
(図表7-1) 住宅投資の予測



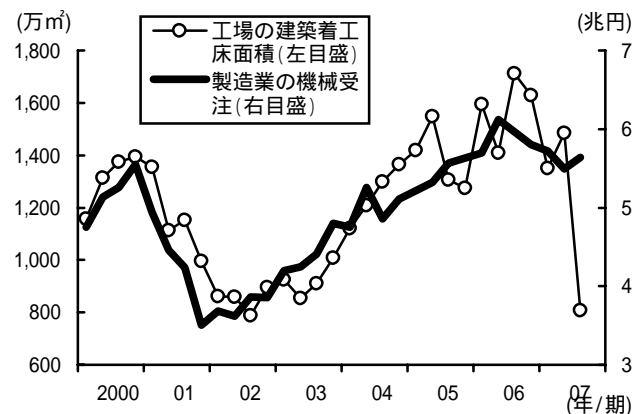
(図表7-2) 企業の建築投資の予測



(図表7-3) 建設投資の対GDPシェア  
(2005年、実質ベース)



(図表7-4) 工場建築と機械受注の関係



## 建築投資の減少が個人部門にも波及

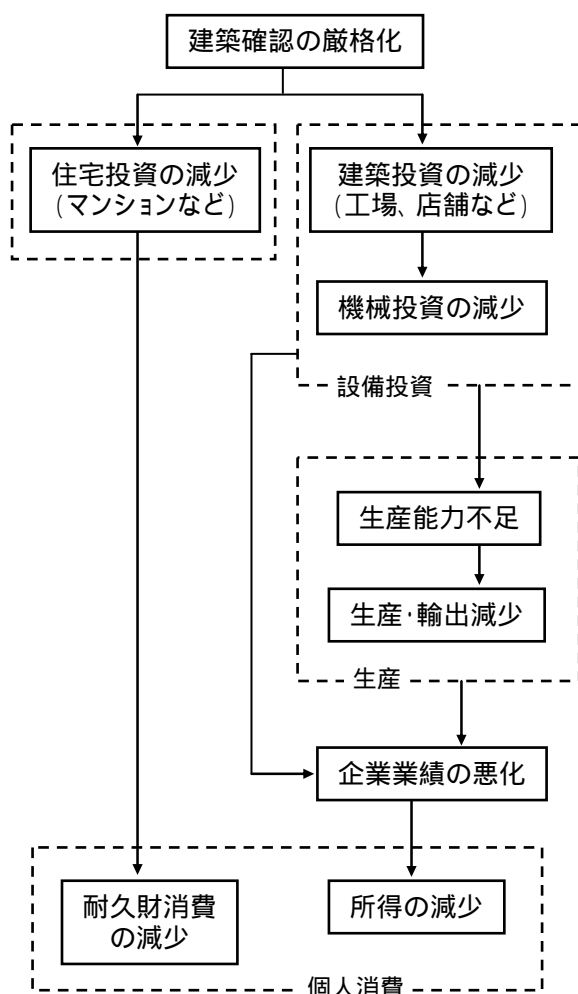
(1) さらに、建築着工の減少は、以下の二つのルートを通じて、個人消費の下振れにつながる見通し(図表8-1)。

(2) 住宅着工の増加から一定のラグを経て耐久消費財出荷を誘発するという関係がみられる(図表8-2)。2007年7月に始まった住宅着工の減少は、同年11月以降の完成・入居の減少につながることを踏まえると、今冬以降、耐久財消費の減少が個人消費の下振れ要因として働く見通し。過去の関係から推測すると耐久財消費は5%程度減少する可能性があること、耐久財(自動車等を除く)は家計消費の4%程度を占めること、などから計算すると、個人消費は約0.2%押し下げられる可能性。なお、現在の着工が遅れているのは平均工期の長いマンションが中心であるため、耐久財需要の減少が最も顕在化するのは2008年夏ごろになる見通し。

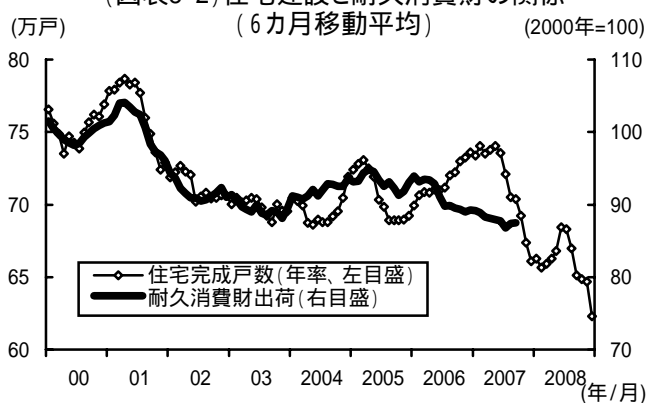
(3) 業績悪化が予想される建設関連業界では、今後、賃金の引き下げ、雇用の削減などの動きが広がる恐れ。とりわけ、住宅業界は中小の工務店が占めるシェアが高いため、建設業の企業倒産が増加する可能性。建設業は全就業者の8.8%(2005年の国勢調査)を占めるため、建設業で賃下げ・雇用削減・倒産が増加した場合、マクロ全体の雇用者所得に与えるマイナス影響は大。

ちなみに当社シナリオでは、2007年7～12月に住宅着工は前年比で23万戸減少すると仮定しているが、国土交通省『建設部門分析用産業連関表』に基づけば、これは57万人の就業機会が失われるインパクト(全就業者の約1%、図表8-3)。これに、企業の建築投資減少によるマイナス影響も加わることから、家計の所得環境は厳しさが増していく見通し。

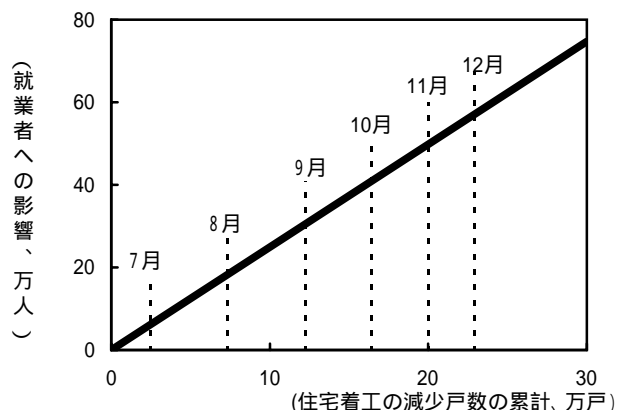
(図表8-1) 建築基準法改正が実体経済に与える影響



(図表8-2) 住宅建設と耐久消費財の関係



(図表8-3) 住宅着工減少が雇用に与える影響



## 企業部門：増収ペースは大幅に鈍化、設備投資も調整局面へ

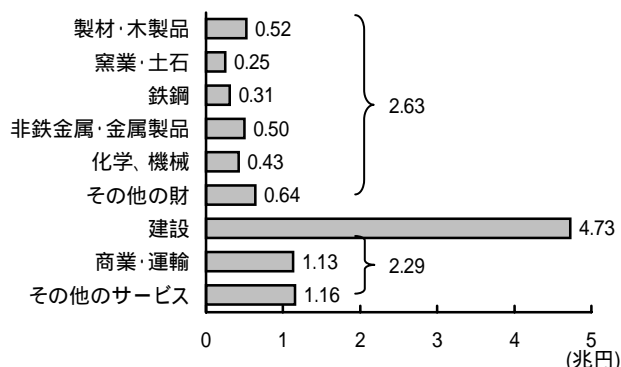
(1) 売上高は、サブプライム問題などを背景に輸出が鈍化すること、建築着工の減少が、建設業界だけにとどまらず、建設資材（鉄、木材、セメント）や室内設備（水回り、空調、照明）など多くの業種にマイナス影響を波及させることから（図表9-1）、増勢が鈍化する見通し。

(2) 一方、原材料価格の上昇を背景とするコストアップにより利益率にも低下圧力。過去3年間の原材料価格の上昇によって、売上高経常利益率は年平均1%近く押し下げられたと試算される（図表9-2）。足元でも一次産品価格の上昇が続いていることを踏まえると、今後も利益率押し下げ圧力は払拭できない見通し。

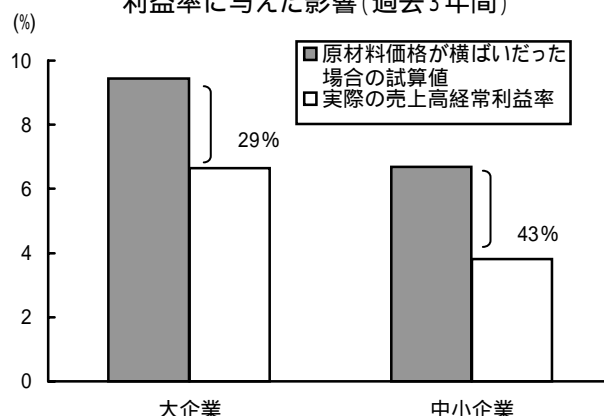
(3) これまでは、売上高が順調に伸びてきたため、なんとかコストアップを吸収し、増収増益を実現。しかし、今後は、原材料価格の上昇が続くなか、売上高が鈍化に向かうと予想されるため、コストアップを吸収することが困難な状況に。全規模全産業ベースでは、売上高とコストへのマイナス影響が強まる2007年後半から2008年前半にかけて、経常利益が前年割れに陥る公算が大（図表9-3）。とりわけ、収益体質が相対的に脆弱な中小企業では収益が大きく落ち込むとみられ、人件費の削減、企業倒産の増加などが広がる可能性も（図表9-4）。

(4) 設備投資は、キャッシュフローの増勢鈍化、建築投資の大幅減少、工場の建築遅延による機械投資の減少、などを背景に当面は調整色が強まり、2007年10～12月期と2008年1～3月期には前期比減少となる見込み。2008年入り後に建築着工が持ち直していくという前提に立てば、2008年央以降、建築投資のペントアップ・デマンド顕在化により、設備投資の増勢が強まっていく公算。

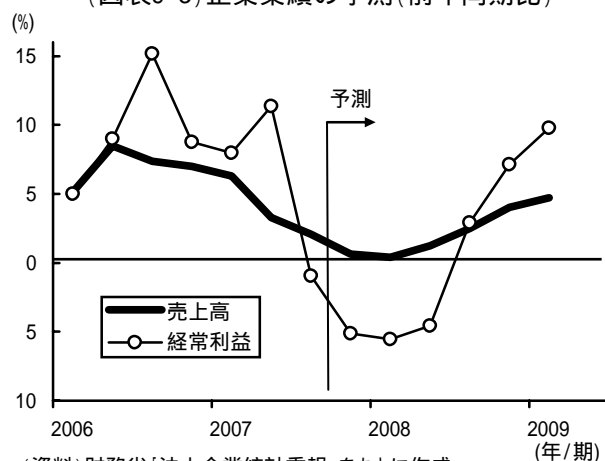
(図表9-1) 住宅着工減少による  
生産押し下げの影響



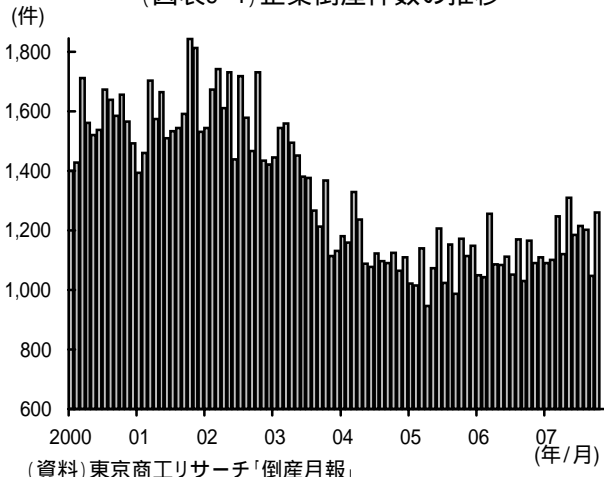
(図表9-2) 原材料価格の上昇が製造業の  
利益率に与えた影響（過去3年間）



(図表9-3) 企業業績の予測（前年同期比）



(図表9-4) 企業倒産件数の推移



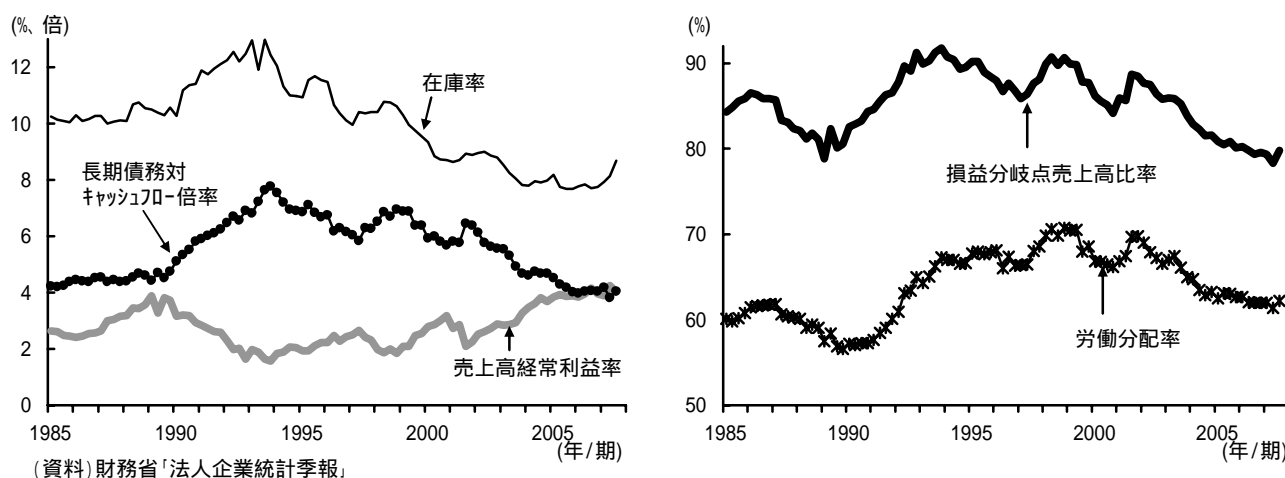
## 企業部門：収益・財務体質の改善により基礎体力は強固

(1) このように、当面は企業部門に下押し圧力が強まるものの、収益・財務体質が改善を続けていること、前向きな設備投資スタンスが維持されていることを踏まえれば、企業部門がスパイラル的に落ち込んでいく懸念は小。米サブプライム問題、建築ショックといったマイナス要因が剥落すれば、企業部門の牽引力は回復していく見通し。

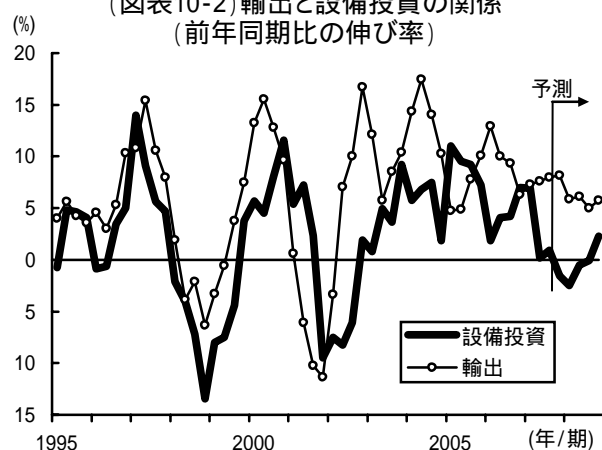
(2) 企業の収益体質、財務体質が過去最高レベルにまで改善しているため、マクロでみる限り、外的ショックに対してある程度の抵抗力は保持(図表10-1)。過去20年間の長期でみると、生産・流通システムの効率化などを背景に在庫率が大幅に低下しているほか、人件費を中心としたコスト削減を進めた結果、売上高経常利益率は過去最高の水準。損益分岐点売上高比率も低下しており、売上高が鈍化しても大幅減益に陥りにくい収益体質に転換。また、余剰キャッシュフローを負債返済に充ててきたため、長期債務対キャッシュフロー倍率も1985年を下回るレベルにまで低下するなど、債務負担も軽減。

(3) また、設備投資も、新興国向けを中心に輸出の増勢持続が期待できるため、基調としては、製造業を中心に底堅さが維持される見通し(図表10-2、ただし工場の着工減というリスク要因は存在)。趨勢的な輸出依存度(輸出/GDP)の高まりに連動して、製造業の設備投資がGDPに占めるシェアも上昇傾向にあり(図表10-3)、製造業の設備投資がわが国景気を牽引する力は強まる方向。一方、非製造業でも、バブル崩壊後の設備投資抑制を背景にヴィンテージが大きく上昇したため、幅広い業種で更新投資需要が存在。こうした状況を勘案すれば、企業の設備投資スタンスは総じて積極さが維持されており、2007～2008年度の調整局面が終息すれば、設備投資は再び増勢が明確化する見通し。

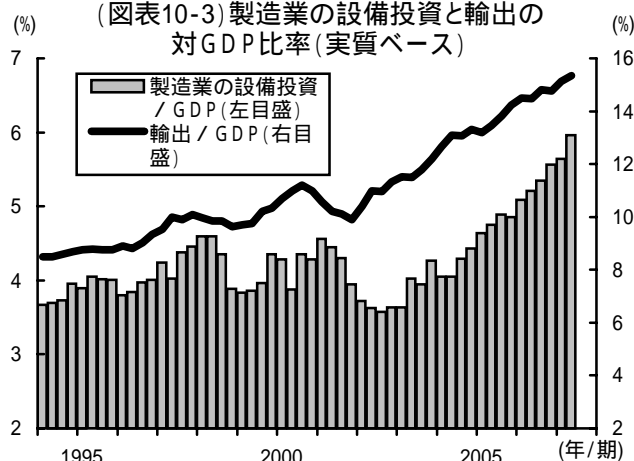
(図表10-1) 主要財務・収益指標の推移(全規模全産業、季節調整値)



(図表10-2) 輸出と設備投資の関係  
(前年同期比の伸び率)



(図表10-3) 製造業の設備投資と輸出の  
対GDP比率(実質ベース)

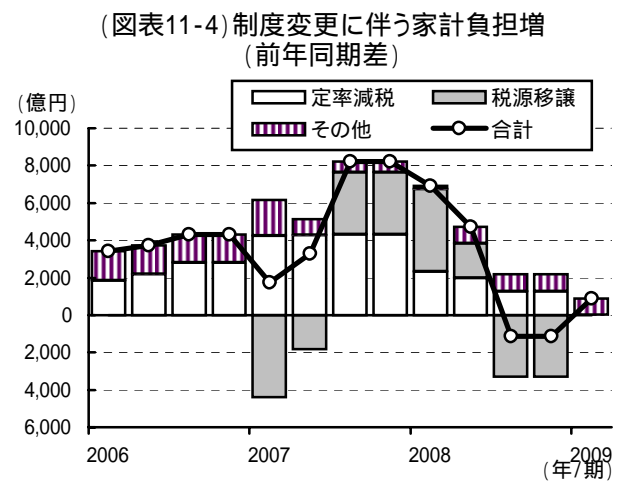
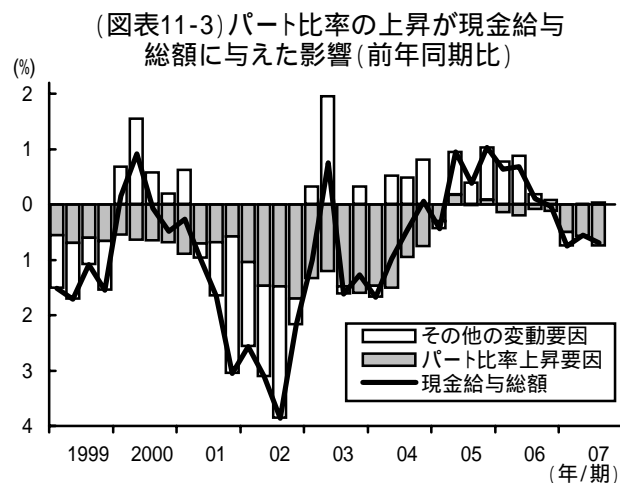
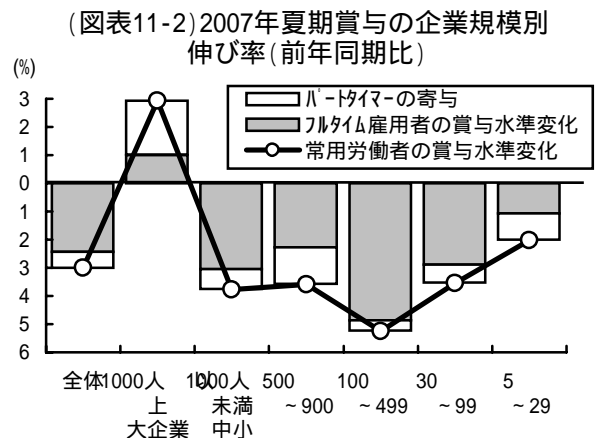
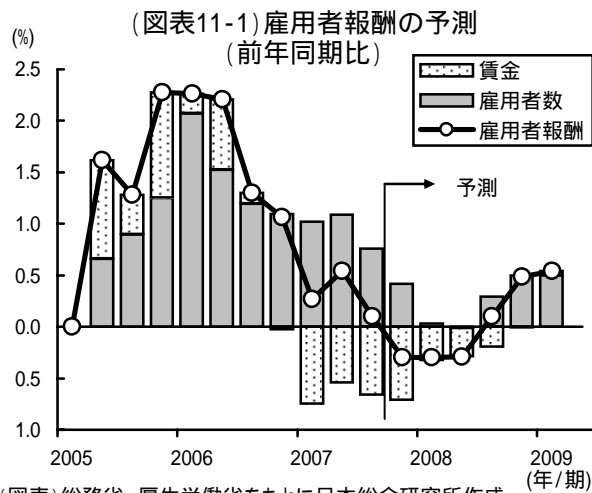


## 家計部門：所得環境は弱含みへ

(1) 2007年入り後、雇用者報酬の伸びが大きく鈍化(図表11-1)。これは、原材料価格の上昇により利益率に下振れ圧力が強まった中小企業を中心に、人件費負担を軽減しようとする動きが再び強まったことが背景。実際、2007年夏期ボーナスの伸び率を企業規模別にみると、従業員数1,000人以上の企業では前年同期比+2.9%の伸びになったのに対し、中小企業では同2～5%の減少と対照的な動き(図表11-2)。雇用者報酬の動きを要因分解すると、雇用者数は堅調に増加する一方、賃金が大きく減少していることから、収益に連動させやすいボーナスの削減、給与水準の低いパートタイム比率の引き上げ(図表11-3)、などを通じて人件費を抑制した可能性。

(2) 今後を展望すると、景気に調整色が強まるにしたいがい、人件費削減の動きが一段と強まるため、2008年前半を中心に雇用者報酬は減少に転じる見通し。これは当面、パートタイム労働者の削減、賃金の引き下げというかたちで行われる公算が大。このため雇用者数は、パートタイム労働者の減少に加えて、建設業での失業増加も見込まれることから、2008年入り後から増勢が大幅に鈍化する見通し。一方、現金給与総額は、賃金引き下げの動きが強まるものの、パートタイム比率の低下による平均給与額押し上げ効果が働くため、下落傾向が続くものの、そのペースは鈍化。

(3) こうした所得環境の悪化に加え、制度変更に伴う家計負担増も引き続き重石となることから(図表11-4)、個人消費の回復力は低下する公算大。もっとも、雇用・所得環境の影響が小さい高齢者世帯の比率が高まっているため、雇用者報酬の落ち込みに連動して個人消費が減少に転じる公算は小。総じて、前期比年率1%程度の低空飛行が続く見通し。





## 物価：コストプッシュ要因で当面はプラス局面へ

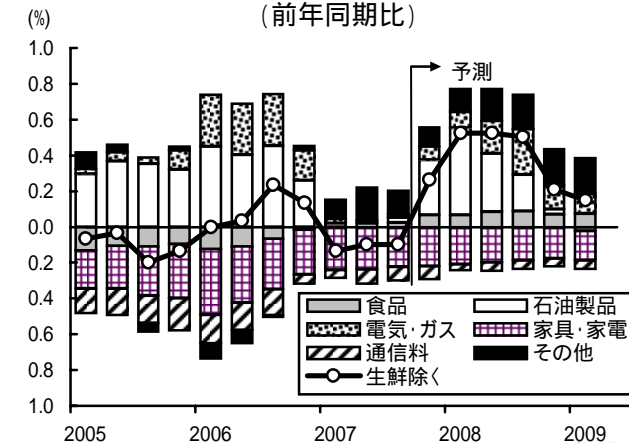
(1) 消費者物価はガソリン・灯油・食料品などの値上げにより、2007年10～12月期以降、プラス転換の見通し(図表12-1)。原油価格が1バレル＝90ドルを維持するという前提で推計すると、石油製品と電気・ガス代の上昇により、消費者物価は2007年度下期に0.48%ポイント、2008年度に0.22%ポイント押し上げられる。また、食品価格の上昇は、消費者物価を2007年度下期に0.08%ポイント、2008年度に0.09%ポイント押し上げる見通し。

(2) ただし、値上げの動きが他の製品・サービスにまで広がり、インフレが加速していく公算は小。所得環境の低迷により内需に力強さがみられないなか、物価上昇による購入数量の減少、建設業の業績悪化を通じた所得押し下げ、といった要因も加わるため、デマンドプル型の物価上昇圧力はむしろ減退の方向。単位労働コストも下落傾向が続いており(図表12-2)、今後も中小企業を中心に賃金抑制姿勢が強まると予想されるなか、当面は消費者物価の上昇圧力として働く公算は小。

(3) 以上を踏まえれば、今後予想される消費者物価の上昇はコストプッシュ要因によるものであり、この要因を除けば、基調としては総じて弱含み傾向が続く見通し。消費者物価上昇率は、ピークとなる2008年1～3月期でも0.5%にとどまるとみられ、原油価格が再急騰しないという前提のもとでは、コストアップ要因が剥落する2008年度末に再びゼロ近傍へ。

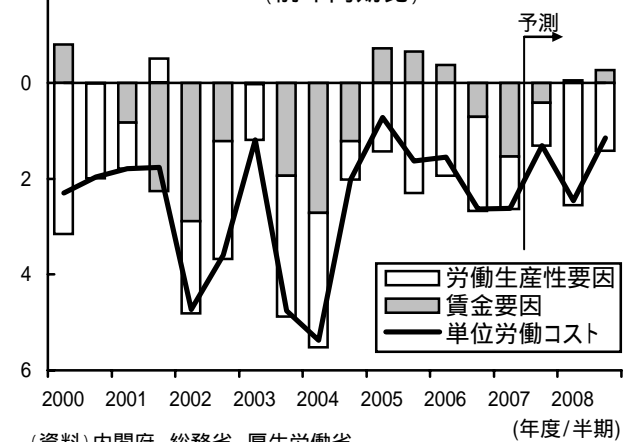
(4) 物価上昇が小幅にとどまるため、実質個人消費を下押しする力も限定的にとどまる見込み。ただし、低所得世帯や、ガソリン支出比率が高い地方居住世帯では、消費支出が相対的に大きく減少する見通し(図表12-3)。

(図表12-1) 消費者物価の予測  
(前年同期比)



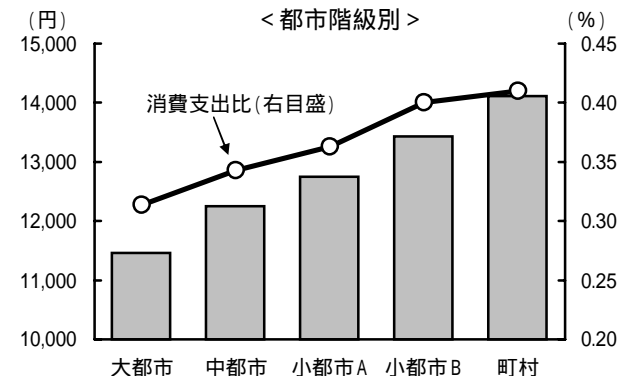
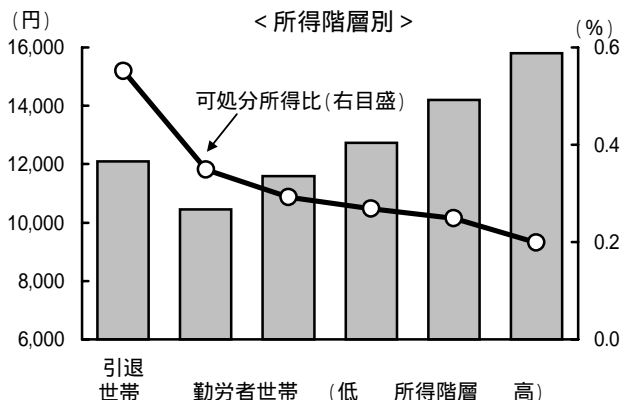
(資料) 総務省「消費者物価」をもとに日本総合研究所作成

(図表12-2) 単位労働コストの要因分解  
(前年同期比)



(資料) 内閣府、総務省、厚生労働省

(図表12-3) 食品・エネルギー価格上昇による家計負担増(2008年度、推計値)



(資料) 総務省「家計調査報告」「消費者物価」などをもとに日本総合研究所作成

(注1) エネルギーは、ガソリン、灯油、電気・ガスの合計。

(注2) 引退世帯は60歳以上の無職世帯。小都市Aは人口5万人以上、小都市Bは人口5万人未満。



## 当面は調整色が強まる方向

(1) わが国経済の基調は、家計部門の回復が遅れるなか、新興国・資源国向けに牽引される輸出と前向きな設備投資スタンスを背景に、企業部門主導の緩やかなペースの回復トレンドが持続するという見方は変わらず。もっとも、2008年中は、建設投資の変動や原油価格の上昇が成長率を攪乱し、わが国経済の成長パスをファンダメンタルズの実勢から大きく乖離して下押す公算。

(2) 住宅投資と企業の建築投資の減少により、2007年10～12月期はマイナス成長、2008年1～3月期は小幅なプラス成長と、2007年度下期のわが国経済は調整色が強まる見込み。この結果、2007年度の成長率も、当社の従来見通し(1.7%)を大幅に下回る1.0%にとどまる公算。

(3) 2008年4～6月期以降、住宅投資・建築投資が潜在的な水準に戻っていくと前提すれば、成長率へのプラス寄与度が急上昇。とりわけ、2008年7～9月期、10～12月期は前期比年率3%を超える高めの成長になる見通し。この結果、2008年度の成長率は2.0%と堅調な数値に。

(4) ただし、2008年後半に予想される高成長と2008年度全体の堅調さは、大幅に落ち込んだ水準からの「揺り戻し」にすぎず、ポジティブに捉えるべき動きとはいえない。高成長を続けた後でも、建設需要の大幅減少により引き起こされた企業倒産、失業、賃金下落は容易には回復しない公算が大きく、2008年以降のわが国経済に大きな傷跡として残っていく可能性。

(5) また、一次産品価格が上昇するなか、最終製品・サービスへの価格転嫁が進まないため、GDPデフレーターの下落傾向も持続する見通し。名実逆転の解消は当面見込み薄。

(6) さらに、想定されるリスクとして、建築着工の大幅減少の長期化、一次産品価格の高騰持続、米サブプライム問題の深刻化、新興国でのバブル崩壊、など様々な要因があり、当面、わが国経済は下振れしやすい環境が続く見通し。

(図表13-1) わが国の経済成長率・物価見通し

(四半期・半年は前期比年率、%)

	2007年				2008年				2009年	2007年度	2008年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3		
	(実績)				(予測)				(予測)		
実質GDP	3.3	1.8	1.5	0.3	0.4	2.4	3.4	3.5	2.2	1.0	2.0
個人消費	2.6	0.8	1.2	1.1	0.9	0.7	1.0	1.1	1.2	1.5	1.0
住宅投資	6.2	14.5	27.9	51.6	13.6	49.9	69.7	51.3	2.1	17.5	11.4
設備投資	1.6	6.7	4.6	2.3	5.3	1.2	6.6	7.1	7.6	0.8	2.0
在庫投資 (寄与度)	(0.0)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)
政府消費	0.7	1.1	0.7	1.2	1.0	1.0	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9
公共投資	21.0	17.1	9.0	6.0	5.0	5.5	4.5	4.0	4.0	4.2	5.1
公的在庫 (寄与度)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
輸出	13.3	3.9	11.0	4.8	3.9	5.1	6.3	7.8	7.5	7.4	5.9
輸入	3.9	2.8	0.8	1.4	0.8	1.2	3.5	4.9	5.2	0.9	1.5
国内民需 (寄与度)	(1.0)	(1.5)	(0.0)	(1.2)	(0.2)	(1.8)	(2.9)	(2.9)	(1.6)	(0.1)	(1.3)
官公需 (寄与度)	(0.8)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
純輸出 (寄与度)	(1.5)	(0.3)	(1.7)	(0.9)	(0.7)	(0.7)	(0.6)	(0.7)	(0.6)	(1.0)	(0.8)
(前年同期比、%)											
実質GDP	2.8	1.6	1.9	0.5	0.0	1.0	1.5	2.4	3.0	1.0	2.0
名目GDP	2.4	1.2	1.4	0.1	0.3	0.9	1.4	2.2	2.8	0.6	1.8
GDPデフレーター	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.1
消費者物価 (除く生鮮)	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.2	0.1	0.1	0.3

### 住宅投資・建築投資等の変動分を除いた実質GDP

前期比年率	3.3	1.8	2.5	2.4	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3		
前年同期比	2.8	1.6	2.1	1.4	1.4	2.1	1.9	1.6	1.5	1.6	1.8

(資料) 内閣府「国民経済計算」などをもとに日本総合研究所作成

(注) 予測における前提は以下の通り。

原油輸入価格(入着CIF)は2007年度1バレル=80ドル、2008年度90ドル。

円ドル相場は2007年度115円、2008年度108円。

日銀は当面利上げを見送り。

## 当面は景気下振れを意識した政策運営を

### (1) 当面の政策運営

わが国経済は、米サブプライム問題、一次産品価格の高騰という「外的ショック」と、建築着工の減少という「政策ショック」が原因で、政府・日本銀行などの見方に比べ下振れ気味に推移する見通し。わが国の鉱工業生産に先行している日本景気先行指数（OECD）も、2001年以来の景気後退局面入りの可能性を示唆（図表14-1）。こうした状況を踏まえれば、当面は、景気下振れを意識した政策運営に重心を移すことが必要。

#### イ）建築確認の明確化・迅速化

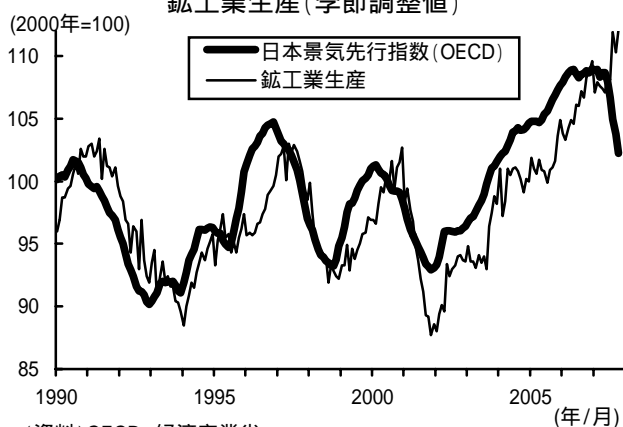
建築確認審査の障害を取り除き、建築着工水準を回復させることが最も優先される課題。

法改正の本来の目的である「耐震偽造の防止」ではなく「無差別の企業淘汰」という側面が強まりつつあること、建築着工の減少はその後1年にわたって様々なルートから景気にマイナス影響を及ぼすこと、などを勘案すれば、迅速な対応が不可欠。具体的には、運用方法の明確化、検査作業の迅速化、不要書類の軽減などの負担軽減、などが必要。ちなみに、政策対応が遅れ、建築着工の回復が2008年末までずれ込むと仮定すれば、2008年度は2年連続の1%成長にとどまるとの試算結果（図表14-2）。

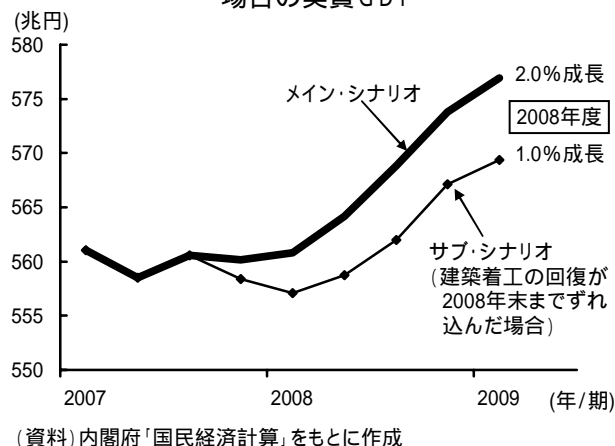
#### ロ）金融政策

緩やかな景気拡大を前提に「金利正常化」を目指す姿勢から、「景気下振れリスク」への警戒に重心を置いた金融政策スタンスに転換すべき。今後の景気調整局面では中小企業へのマイナス影響が相対的に強まると予想されること、中小企業の利払い負担は大企業に比べて大きいこと（図表14-3）、などを勘案すれば、実体経済が想定以上に悪化する場合には、利下げの可能性も排除しない柔軟な政策運営が必要。

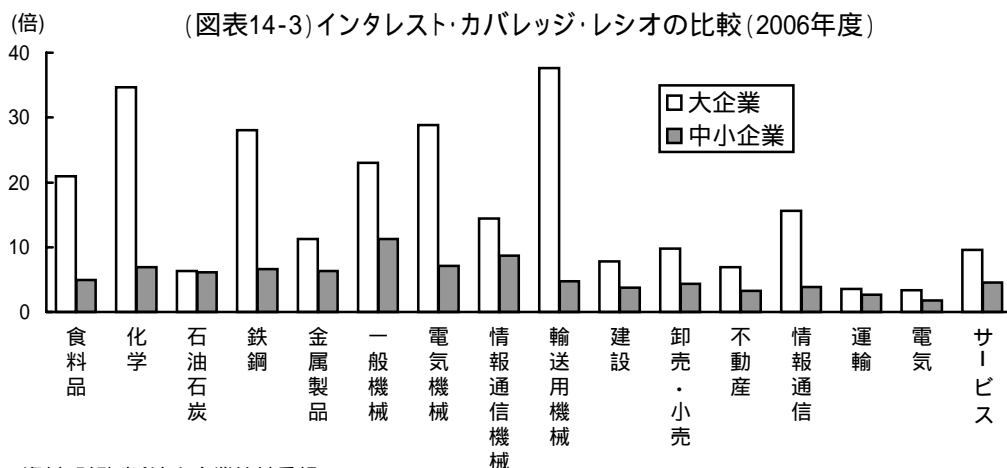
(図表14-1) 日本景気先行指数と  
鉱工業生産(季節調整値)



(図表14-2) 建築着工の回復が遅れた  
場合の実質GDP



(図表14-3) インタレスト・カバレッジ・レシオの比較(2006年度)



## 中長期的には成長戦略の推進が課題

### (2) 中長期的な課題

一方、中長期的な視点で考えると、内需による景気牽引力を高めることが課題。グローバル化が進展するなか、海外景気の減速、海外株価の下落、信用不安の波及など様々なルートを通じて、外的ショックに翻弄される局面が増加。これは、将来不安によるマインド悪化、様々な分野での二極化の拡大などを背景に、わが国の内需が脆弱で、経済全体として、外的ショックに対する抵抗力が弱まる方向にあることが主因。強力な成長戦略を断行することにより、所得低迷、格差問題などを乗り越えていくことが必要。具体的な内容としては以下の5点。

#### 社会保障・税制の一体改革を通じた消費者の不安払拭

年金など社会保障制度の長期的な改革の道筋を明示し、それに整合的な増税計画を打ち出すことが不可欠。ただし、財政収支均衡を重視して増税を前倒しで行った場合、1997年の橋本政権の二の舞になる恐れ。企業から家計への所得分配が進まず（図表15-1）、家計の所得環境が1997年以上に低迷していることを踏まえれば、当面は、成長促進政策の推進による所得環境の回復、パラマキ抑制などによる歳出の効率化を優先し、消費税の引き上げには慎重な姿勢が必要。

#### 地域活性化

大都市圏では、地方に比べて生産性（一人当たり付加価値額）が高く、人口集中が進んでいることを踏まえ、都市基盤整備の促進などを通じて景気牽引力を一段と強化。一方、地方圏では、各地域の産業構造や地理的特性などを生かした高付加価値産業の拡大が重要。例えば、新興国での富裕層拡大といった国際環境の変化を生かし、農業や国際観光などを活性化させることも一例。

#### 中小企業対策

中小企業向けの租税特別措置の延長、高度技術に対する研究開発支援や中小企業技術革新制度（SBI R）の拡充、非上場株式の相続税軽減による事業承継支援などを通じ、中小企業の競争力強化と負担軽減。

#### 高齢者や女性の就業促進

中長期的に予想される人材不足問題に対して、専門知識・技術を持つ高齢者や女性の就業を促進・拡大し、国全体の労働力の質を向上。

#### 法人課税の見直し

実効税率の引き下げや研究開発投資減税の拡大を通じた企業部門の競争力強化、および対内直接投資の促進。

(3) 現在、わが国経済の牽引役は新興国向けの輸出であるが、新興国がいつまでも高成長を続けるとは限らない。例えば、わが国からの輸出が急増している中国では、不動産バブル崩壊が懸念されているだけでなく、人口増加ペースの鈍化により成長力が低下するとの見方も。新興国の経済発展がわが国経済の下支え役として期待できる今後数年の間に、成長促進を軸とした構造改革に今一度本格的に取り組み、国内部門の強化を図ることが重要。

(図表15-1) 景気回復局面における経常利益と人件費の関係  
(景気の底 = 100)

