

2007・08年度内外経済見通し

2007年11月15日

調査本部

TEL.03-3201-0541

2007年7～9月期GDP統計の公表などを受け、みずほ総合研究所は2007・08年度の内外経済見通しを改訂した。概要は以下の通り。

< 海外経済 >

- 米国経済 : 住宅・サブプライム問題が個人消費等に波及し、減速
2007年：前回+1.9% 今回+2.1%
2008年：前回+2.4% 今回+2.4%
(2008年の期中成長率：前回+2.6% 今回+2.2%)
- 欧州経済 : 2008年上期にかけて景気は弱含み
2007年：前回+2.6% 今回+2.6%
2008年：前回+2.3% 今回+2.0%
- アジア経済 : NIEs・ASEANは堅調、中国も高成長維持
2007年：前回+9.5% 今回+9.6%
2008年：前回+9.2% 今回+9.1%

< 日本経済 >

- 2007年度 : 下期は外需・投資がけん引役。家計部門の低迷が重石
実質 : 前回+1.9% 今回+1.5%
名目 : 前回+1.7% 今回+1.0%
- 2008年度 : 引き続き外需中心の成長。家計部門は下期に持ち直し
実質 : 前回+2.0% 今回+2.0%
名目 : 前回+2.5% 今回+2.2%

(注) 期中成長率 = 当該年(度)最終四半期実質GDPの前年比上昇率

以上

みずほ総合研究所

世界経済の概観

金融市場の動揺と資源高が続く世界経済

前回見通し(9/12)以降、サブプライム問題が国際金融市場を揺り動かし続けると共に、原油をはじめとする資源価格の上昇も止むところを知らない。

本見通しでは、サブプライム問題や実体経済の動向を踏まえ、米国経済とユーロ圏経済に関するシナリオを下方修正するとともに、原油価格の見通しを上方修正した(図表 1)。しかし、中国を中心とするアジア経済が引き続き堅調さを維持し、世界経済は5%近傍の高い成長を続けるとみられる。

図表 1 世界経済総括表

		2006 実績	2007 予測	2008 予測	概要
原油	前回	66.2	65.4	63.9	2007年：地政学リスクの高まり、金融市場の混乱を受けたグローバル・マネーフローの変化が油価を押し上げ 2008年：暦年ベースでは上方修正だが、年初以降、油価は緩やかに下落
	今回	66.2	71.4	76.3	
米国	前回	2.9	1.9	2.4	2007年：2007年7～9月期の高成長を反映し、上方修正。 2008年：成長率は変わらないが、2007年10～12月期及び2008年前半に一段の減速を見込み、シナリオを下方修正。
	今回	2.9	2.1	2.4	
ユーロ圏	前回	2.9	2.6	2.3	2007年：10～12月期成長率を下方修正 2008年：上期を下方修正 07年末～08年初にかけて、設備投資と在庫投資が従来比下ぶれ
	今回	2.9	2.6	2.0	
アジア	前回	9.3	9.5	9.2	<コメントはNIEs、ASEAN> 2007年：NIEsは足もとの堅調さを踏まえ小幅上方修正。ASEANは据え置き。 2008年：NIEsは小幅上方修正。輸出と消費がけん引。設備投資は07年後半の高い伸びの反動が08年前半に表れるが増加基調を維持。実質的なシナリオは据え置き。
	今回	9.3	9.6	9.1	
中国	前回	11.1	11.2	10.7	2007年：小幅上方修正。足もとまでの堅調さを反映 2008年：小幅下方修正。消費、投資とも小幅下方修正。2008年7～9月期を成長率のピークとするシナリオは変わらず。
	今回	11.1	11.3	10.6	
世界経済	前回	5.4	5.1	5.0	デカップリングが続き、5%台の高成長が持続。
	今回	5.4	5.2	4.9	

(注) 前回は07/9/12公表(原油のみ8/15)。世界経済成長率は予測対象国・地域の成長率を2006年購買力平価基準GDP(IMF)で加重平均。

(資料) IMF、みずほ総合研究所。

高騰が続く原油価格

WTI(ウェスト・テキサス・インターメディアイト) 最期近物は史上最高値を更新し続け、1バレル当たり90ドル台の高値圏で推移している。米国における原油在庫の減少、冬場の暖房油が不足するのではないかと懸念、OPEC生産量の不足、などの需給逼迫懸念に加えて、トルコ、イラン、ナイジェリアなどにおける地政学的リスクの高まりがみられることから、投資マネーが原油市場に流入し、価格を押し上げている模様である。欧米金融市場の混乱に伴う「資源」への逃避や、ドル安に伴う「資源」の割安化も、原油市場が投資マネーを惹きつける要因になっているとみられる。

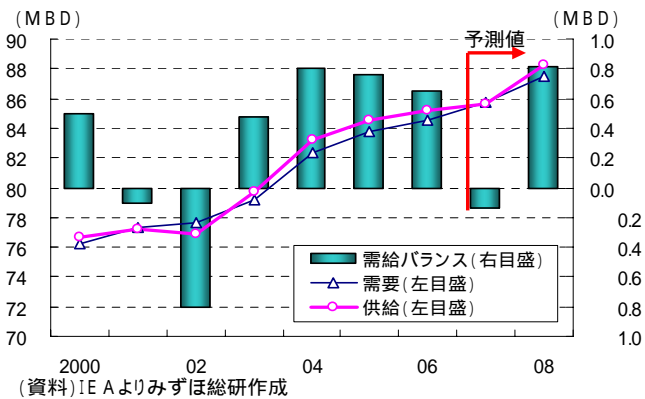
原油需要は拡大基調を辿るが、供給の伸びも高まる公算。原油価格は高値維持も緩やかに低下へ

2008年の原油需要は、中国、産油国など新興国を中心として前年比+2.0%と2007年(同+1.4%)から加速するが、供給も2007年の横ばい(同+0.5%)から2008年には同+3.1%へと伸びを高め、油価の一段高を抑制する要因となるだろう(図表2)。今後の原油価格は高値を維持しつつも、2008年入り後は緩やかに低下に向かうと予想される(図表3)。

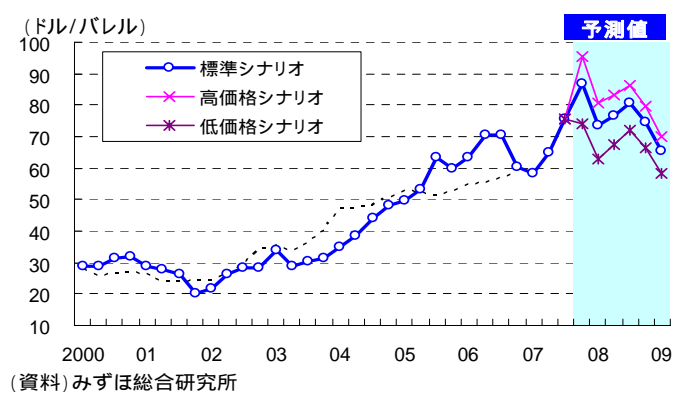
原油需要をけん引する新興国では、国内補助金によって油価上昇が抑えられ、当面、油価高騰が原油需要を大きく抑制する要因にはならない見込みだ。一方、供給面ではOPEC、非OPEC諸国ともに増産が見込まれる。日量180万バレル程度の需要拡大に対し、非OPEC諸国についてはロシアやカスピ海沿岸地域を中心に日量100万バレル程度の拡大が予想される。OPECにおける既存の供給余力と追加供給

力を踏まえ、原油の需給バランスは2008年に緩和しよう。

図表 2 原油需給



図表 3 原油価格



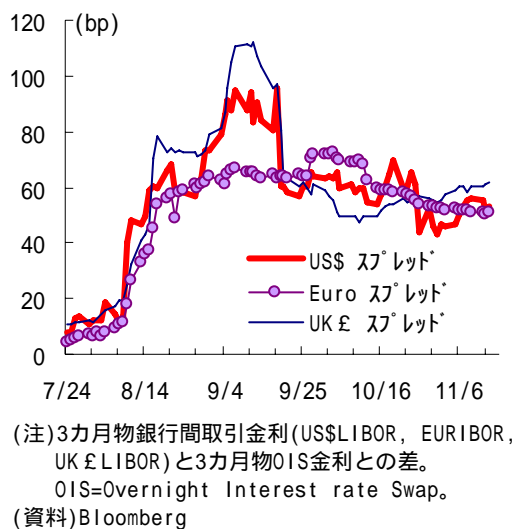
主要国を揺るがすサブプライム問題

2007年夏場に国際金融市場の混乱を招いたサブプライム問題は、依然としてその火種が燻り続けている。欧米を中心とする金融機関は、相次いで多額の損失や引当等を発表しており、銀行間取引金利には高水準のリスク・プレミアムが残ったままである(図表4)。

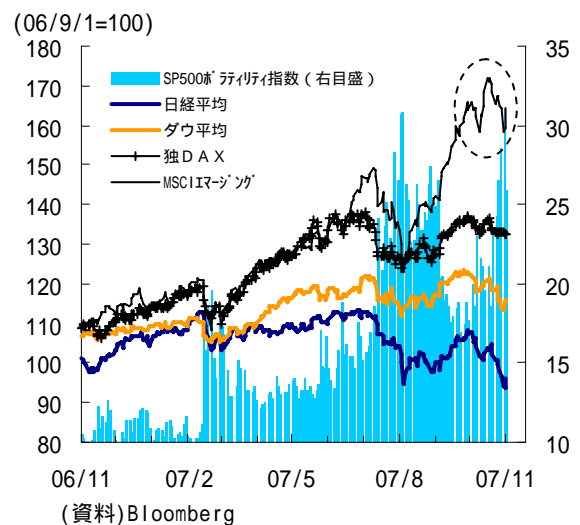
サブプライム問題の震源地である米国では、依然として実体経済への波及が明確には確認されていない。しかし、金融機関の業績悪化を背景に株価が大きく下落しており、住宅価格の下落と相まった“資産の目減り”が、今後の米国経済にとっての大きな懸念材料である。欧州ではすでに企業景況感等が下振れしており、主要先進国経済は2008年前半にかけて減速局面を迎えるだろう。

中国を中心とするアジア経済もこれらの影響を受けるとみられるが、投資を中心とする中国の内需の強さが大きなバッファとなり、アジア経済が腰折れする可能性は今のところ小さい。もっとも、一部は「ドル資産離れ」(ドル安)の動きを映じていると解される新興国の株高が著しく(図表5)、その反動と新興国の実体経済に影響が表れるリスクにも注意が必要と思われる。

図表 4 銀行間取引金利のリスク・プレミアム



図表 5 世界の株価動向



海外経済

(1) 米国経済

住宅投資の削減が続く中、
2007年7～9月期の米国経済は
前期に続き高成長

物価情勢は安定もエネルギー高が
金融政策当局の懸念材料に

見通しシナリオを下方修正

2007年7～9月期の実質GDP成長率(速報値、10/31公表)は、前期比年率+3.9%と、前期(同+3.8%)に続き高い水準となり、米国経済は予想を上回る堅調さを維持した(図表6)。住宅投資は削減テンポを速めたが(同-20.1%)、個人消費(同+3.0%)、設備投資(同+7.9%)という内需の二本柱がしっかりとした成長を遂げたほか、海外経済の拡大を映じた輸出(同+16.2%)の伸長や、国防費が押し上げた政府支出(同+3.7%)が追い風となった。もっとも、国内最終需要をみると同+2.5%で、減速基調にあることは間違いない。

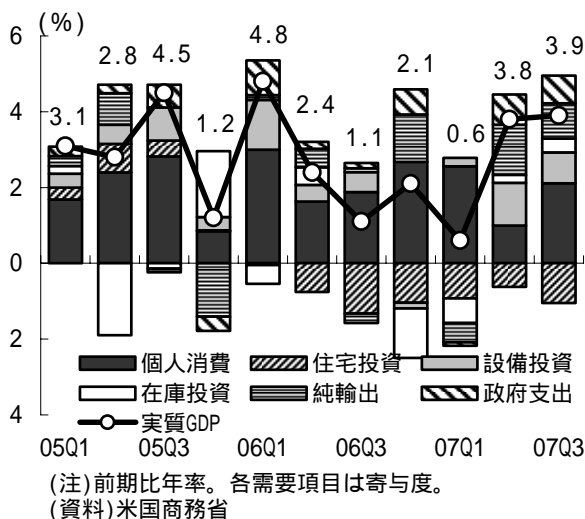
こうした足もとまでの強さとは裏腹に、今後の米国経済は減速局面を迎えるとみられる。住宅市場の調整が続く中、金融市場では2007年夏に見られた“混迷”が再び生じており、米国経済全体に下押し圧力が強まるとみられる。

なお、GDP速報値の発表後に改めて明らかになった各種指標の7～9月実績値に基づくと、純輸出や在庫投資が上方修正され、実質GDP成長率は前期比年率+5.0%となる見込みである(暫定値は11/29公表予定で、12月見通しに反映)。

一方、米国の物価情勢をみると、コア個人消費支出(PCE)デフレーター上昇率は前年比+1.9%(7～9月期)と1～3月期の同+2.4%から大きく低下し、いわゆる物価安定圏(+1.0%～+2.0%)入りしている。しかし、エネルギーや商品市況が高騰しており、金融政策当局にはインフレに対する警戒感も燻っている状況である。

本見通しでは前々回(5月21日公表)示した「住宅市場の調整が長期化し、米国経済の本格的回復が遅れる」という見方を維持しつつ、主として以下三点の修正を加え、実質的にシナリオを下方修正した。第一に、足もとまでの堅調さは「調整が後ずれしているだけ」と考え、従来「2007年下期」と考えていた成長率のボトムを「2008年上期」に変更した。第二に、住宅価格の推移は緩慢なものと考えてきたが、足もとの動きを踏まえ、本見通しでは住宅価格が従来想定以上に下落するとし、過大評価分(バブル)が修正されていくとした。こうした動きが金融機関による貸出姿勢の厳格化

図表6 実質GDP成長率の推移



前期比年率%	2007.Q3	寄与度	2007.Q2
実質GDP	+3.9	-	+3.8
個人消費	+3.0	+2.11	+1.4
住宅投資	20.1	1.05	11.8
設備投資	+7.9	+0.82	+11.0
在庫投資	+15.7	+0.36	+5.8
純輸出	546.2	+0.93	573.9
輸出	+16.2	+1.79	+7.5
輸入	+5.2	0.86	2.7
政府支出	+3.7	+0.73	+4.1
国内最終需要	+2.5	-	+2.1

(注) 在庫投資、純輸出の前期比年率の欄は水準を表し、単位は10億ドル。

と相まって、個人消費を抑制する要因になるだろう。第三に、原油価格見通しの上方修正を踏まえ、家計の実質購買力は従来想定以上に鈍化する。

2007年の成長率は概ね前回と同じ+2.1%。2008年は前回同様の+2.4%だが、最終四半期ベースでは下方修正

こうした修正を行った上で、2007年、2008年の成長率はそれぞれ前年比+2.1%(前回+1.9%)、+2.4%(前回と同じ)とした(図表7)。2007年の上方修正は、7~9月期までの堅調な拡大を踏まえたものである。2008年の成長率は暦年ベースで変更がないが、10~12月期実質GDPの前年比上昇率でみた場合、同+2.6%から同+2.2%と下方修正している。米国経済は2008年上期に年率+2%を下回る停滞局面を迎えるだろう。

図表7 米国経済見通し総括表

(単位: %)

	2006年 (実績)	2007年 (予測)	2008年 (予測)	2006年		2007年(予測)		2008年(予測)	
				上期	下期	上期	下期	上期	下期
GDP	2.9	2.1	2.4	3.3	1.7	1.8	3.3	1.8	2.4
個人消費	3.1	2.9	2.1	3.1	2.9	3.2	2.2	2.1	1.9
住宅投資	4.6	16.9	15.9	3.3	17.5	15.5	19.3	18.7	5.9
設備投資	6.6	4.5	4.4	8.5	3.2	3.4	8.2	3.0	3.7
在庫投資(億ドル)	403	98	208	449	357	30	166	110	305
政府支出	1.8	2.0	3.0	2.2	1.5	1.6	3.4	2.7	3.0
財・サービスの純輸出(億ドル)	6,245	5,643	5,113	6,334	6,156	5,930	5,356	5,113	5,113
財・サービスの輸出	8.4	7.8	7.8	9.8	7.8	5.9	11.8	6.9	5.7
財・サービスの輸入	5.9	2.2	2.8	7.6	3.3	1.6	2.1	2.5	4.2
国内最終需要	2.7	1.8	1.8	3.1	1.5	1.9	2.0	1.5	2.0
コア個人消費支出デフレーター<前年比>	2.2	2.0	1.8	2.1	2.3	2.2	1.9	1.8	1.8
経常収支 (億ドル)	8,115	7,514	6,575	4,062	4,053	3,879	3,635	3,375	3,200
<対名目GDP比>	6.2	5.4	4.5	6.2	6.1	5.7	5.2	4.7	4.3

(注)暦年の値は前年比、半期の値は前期比年率の各伸び率。網掛けは予測。
経常収支は、半期が季節調整値、暦年はその合計。対名目GDP比は年率。
(資料)米国商務省、米国労働省

住宅在庫率は高止まり。住宅投資の削減は2008年を通じて持続。

米国の住宅市場は従来のシナリオ通り、調整過程を辿っている。住宅投資は2008年を通じて削減が続くだろう。

住宅在庫は、1960年代半ば以降で最大規模に膨らんでいる。米国商務省によれば、2007年9月末時点で、売却を目的とした空き家の数は207万戸に達した。販売戸数との対比でみた在庫率(=住宅在庫件数÷一カ月当たり販売件数)は高水準で、新築住宅が8カ月超、中古住宅が10カ月超に達している。需要面をみると、新築戸建て住宅の場合、販売件数は住宅ブームが起きる以前の1997年平均の水準まで減少している。一方、供給面をみると、新築戸建て住宅の着工件数は年率100万件を割り込み、90年代初頭の水準に落ち込んでいる。住宅建設業者の景況感は80年代半ば以降で最悪の状況にある。

在庫率の推移に関するシミュレーション結果は、足もとまでの動向を踏まえても前回から変化がない(図表8)。販売・着工の低迷が続くと想定した場合、在庫率が適正水準に到達するのは2008年後半(図中の)となる。金融機関による住宅ローンの貸出姿勢が厳しくなっていると、こうしたシナリオの蓋然性は高く、住宅投資の調整は2008年を通じて続くだろう。

金融機関の貸出姿勢厳格化はプライム層にも波及しており、調整が後ずれする可能性も

しかし、住宅市場の調整に目処が立つ時期は後ずれする可能性も高い。連邦準備制度理事会(FRB)の調査(シニア・ローン・オフィサー・サーベイ)によれば、サブプライム問題の深刻化を映じてサブプライム・ローンや非伝統的ローンは言うまでもなく、健全な借り手(プライム層)に対しても金融機関の貸出姿勢が大きく厳格化している。簡単な比較はできないが、プライム層向けに貸出姿勢を厳格化したと答えた金融

住宅価格の下落が加速し、家計のキャッシュフローを下押し。個人消費は減速

機関の割合は、クレジット・クランチを伴う景気後退がみられた90年代初頭の水準(ただし借り手がプライム層か否かを問わず)をも大きく上回っている。

金融機関による貸出姿勢の厳格化と住宅価格の下落スピードの加速が相まって、債務拡大を前提とする家計の支出活動は大きな修正を余儀なくされよう。

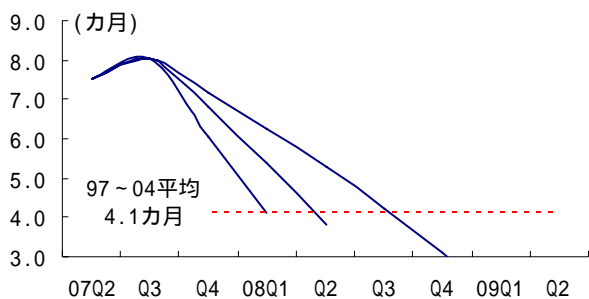
連邦準備制度理事会(FRB)エコノミストによれば、個人消費や住宅リフォームなどの支出に向けられた住宅関連借り入れ(ホームエクイティ・ローンやリファイナンス等)は2006年時点で3,343億ドルにのぼった。このうち個人消費に向かった資金だけをみても、個人消費の2%近傍に達する。

みずほ総合研究所の試算では、住宅価格は2007年央時点で16%ほど過大評価されている。先物市場でも10%程度下落が織り込まれている。本見通しでは、予測期間内に住宅価格の下落が続き、こうした過大評価分が調整されていくとした上で、上述した支出を賄う住宅金融がほとんど縮減してしまうと予想した。

この結果、家計のキャッシュフロー(個人所得+支出を賄う住宅金融)の伸びは2007年前年比+5.5%から2008年同+3.7%に大きく減速するだろう(図表9)。原油価格見通しの上方修正を踏まえると、実質ベースでは+1%台半ばまで低下するため、個人消費は大きな下押し圧力を受けると考えられる。

もっとも、原油価格は2008年4~6月期以降、前期比で下落に転じると予想していることや、家計の支出活動を支えるもう一つの要素である金融資産の動向を踏まえると、個人消費が前期比マイナスとなる事態は避けられるだろう。

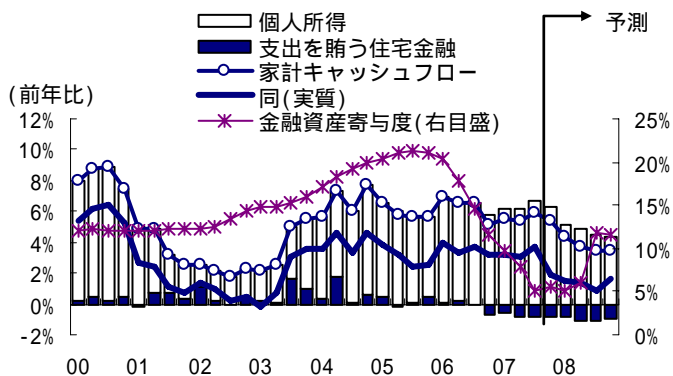
図表8 住宅在庫率のシミュレーション



年内回復ケース
(着工横ばい・販売+50%, or 販売横ばい・着工 55%)
販売横ばい/着工大幅減(20%)ケース
販売・着工ともに緩やかに減少(10%)

(注)各ケースの販売・着工の変化率は前期比年率。
(資料)みずほ総合研究所

図表9 家計のキャッシュフロー



(注)支出を賄う住宅金融=現金化された住宅含み益のうち住宅修繕もしくは消費に充当された分。(なお、残りは住宅ローン以外の債務返済に充当。)

金融資産寄与度=金融資産前年差÷家計キャッシュフロー(1年前)

(資料)米国商務省、FRB、みずほ総合研究所

設備投資活動は減速方向。先行き不透明感の高まりを受け「先送り」されるリスクあり

設備投資は減速基調を辿るとみられる。金融機関の貸出姿勢の高まりや先行き不透明感の高まりによって、設備投資が予想以上に「先送り」されるリスクもある。

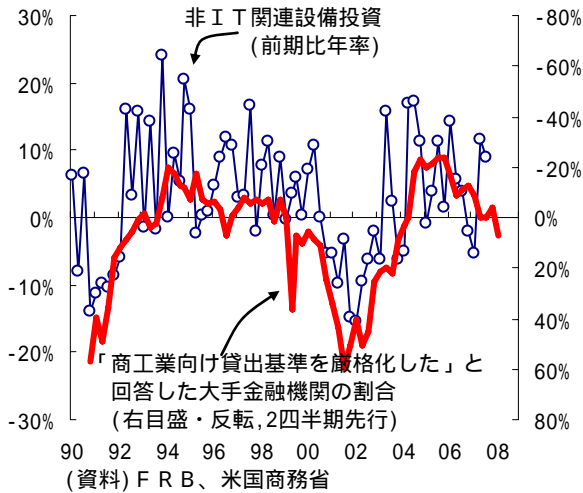
米国の設備投資は、エネルギー高を映じた石油・天然ガス掘削施設の建設、空室率の低さを背景としたオフィス建設、個人消費の堅調を映じたホテル建設などによってけん引されており、概ねファンダメンタルズに沿った動きであると判断できる。

しかし、設備投資循環の観点から見た場合、これ以上の伸びはむしろバブルの要素を含む可能性が示唆され、今後は減速基調を辿ると考えられる。注目されるのは、金融機関の動向だ。これまでの動きをみると、戦略的な投資といえるIT投資を除く非IT関連設備投資は、金融機関の貸出姿勢に強く連動し、貸出姿勢が非IT関連設備

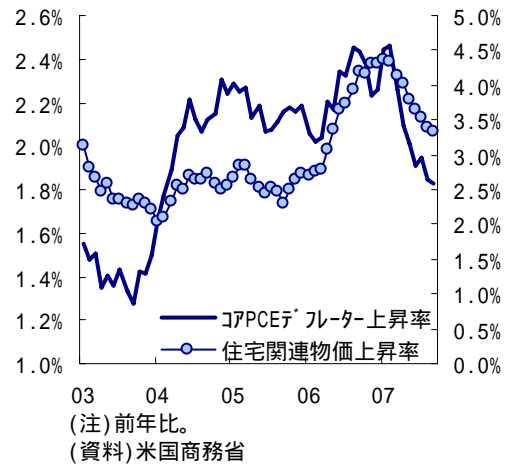
投資に対して2四半期ほど先行している(図表 10)。

金融機関は2007年夏場に商工業向け貸出について貸出基準を「緩和モード」から「引き締めモード」に転換させていることを踏まえると、これまで堅調に推移してきた非IT関連設備投資も減速に転じることが示唆されるのである。

図表 10 非IT投資と金融機関の貸出姿勢



図表 11 住宅関連物価とコア・インフレ率



需給ギャップの緩みや住宅価格下落の中、コア・インフレ率は物価安定圏で推移する公算

今後、米国経済が減速基調を辿り、需給ギャップが緩むと予想される中、コア・インフレ率は物価安定圏での推移が見込まれる。総合的なインフレ率も、原油価格の下落が見込まれることから、緩やかに低下していくだろう。総合的なインフレ率は2007年10~12月期に前年比+3.4%に上昇するが、2008年10~12月期には同+1.8%まで低下すると予想する。

足もとでは、原油価格や商品市況の高騰によるインフレ圧力の高まりが懸念されているが、相対価格という点からみれば、コア・インフレ率の構成要素でもある住宅関連物価の影響は無視できない。住宅関連物価上昇率は住宅市場の調整を背景として鈍化しており、コア・インフレ率の低下要因となってきた(図表 11)。

すでに述べたように先行きは住宅価格の下落基調が続くと予想されることから、コア・インフレ率には一段の低下圧力が加わることになる。一方のエネルギー高はホテル料金や交通・運輸価格の上昇を通じてコア・インフレ率を押し上げるが、ネットでみればコア・インフレ率は安定推移が見込まれる。

こうした財・サービス別の物価動向以上に重要なのは、需給ギャップとインフレ期待の動向である。米国経済が減速基調を辿ると予想されることから需給ギャップが緩み、コア・インフレ率に対する低下圧力が強まるだろう。

一方、インフレ期待に関しては不安材料がある。バーナンキFRB議長は上下両院合同経済委員会における証言(11/8)の中で、次のように述べている。「原油やその他商品価格がここ数週間急上昇しており、ドルも弱まっている。これらの要因によって、短期的には総合的なインフレ率が高まるほか、もしインフレ期待が不安定化すれば、長期的にもインフレ率を高める可能性がある。」

資源高とドル安の中、インフレ期待が不安定になれば、景気減速下のインフレが進むことになり、物価動向のみならず金融市場全般に大きな影響を及ぼすことになる。物価安定が本見通しのメインシナリオではあるが、インフレ期待の不安定化やインフレの上振れリスクについては、当面、目が離せない状況が続くだろう。

資源高とドル安の中、インフレ期待の不安定化が懸念材料

(2) 欧州経済

2007年7～9月期のユーロ圏景気は4～6月期から持ち直すも、緩やかに減速

見通しを下方修正、2007年末にかけた在庫調整の度合いがやや深まる見通し

7～9月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.7%(速報値)と、4～6月期から持ち直した。しかし、2007年に入り景気拡大ペースが緩やかに減速しているとの評価は変わらない。

需要項目は未発表だが、内需が牽引したとみられる。個人消費については、主要各国における雇用情勢の改善を背景に、前期に続き堅調な増加ペースとなった見込みである。ユーロ圏景気の拡大を引っ張ってきた固定資本投資も前期のマイナス成長からプラスに転じた様子である。しかし、建設投資に先行する着工統計が既にピークアウトしており、固定資本投資の増加ペースは緩やかに減速しているとみられる。

本見通しでは前回(9月12日公表)からシナリオを下方修正した。2008年に向けて、足元のユーロ圏景気が在庫調整局面にあるとの見方は不変だが、従来予想よりも調整度合いがやや深まるとのシナリオに変更した。実質GDP成長率は2007年を前年比+2.6%(前回同様)、2008年を前年比+2.0%(前回同+2.3%)と予測した(図表12)。以下、その背景を詳述する。

図表 12 欧州経済見通し

(単位：%)

	2006年 (実績)	2007年 (予測)	2008年 (予測)	2007年		2008年	
				上期(実)	下期(予)	上期(予)	下期(予)
実質GDP	2.9	2.6	2.0	2.7	2.1	1.8	2.2
民間消費	1.9	1.5	2.1	1.0	2.1	2.0	2.1
政府消費	1.9	1.8	1.7	2.2	1.3	1.9	1.8
固定資本形成	5.3	4.8	2.5	5.4	2.5	2.4	2.8
外需(寄与度)	0.3	0.3	0.1	0.6	0.0	0.1	0.0
輸出	8.2	5.6	4.6	5.5	4.3	4.4	5.2
輸入	7.8	4.9	4.8	4.2	4.4	4.8	5.4
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.0
内需	2.7	2.3	2.0	2.1	2.1	1.9	2.2
消費者物価	2.2	2.0	2.0	1.9	2.2	2.1	1.9

(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。
06年の成長率(2.9%)は稼働日数調整後(調整前は2.7%)

(資料) Eurostat

設備需要の高まり、雇用情勢の改善など、ユーロ圏景気の足腰には強さがうかがわれるところ

ユーロ圏のファンダメンタルズから見ていくと、景気の足腰の強さが示唆される。これにはまず、外需の好調さが挙げられる。2004年以降EUに新規加盟した諸国や中国等の新興国、ロシア等の産油国の好調な景気がユーロ圏輸出を支えている。これが生産活動の活発化につながり、2001年以降抑制されてきた設備投資の更新需要を促した。加えて、サーベイ調査では生産設備の不足感の高止まりが示されており、外需の高まりに対応した設備拡張投資も出ているとみられる。また、企業の雇用不足感も強い状況である。特に、2001年以降、雇用リストラを続けてきた鉱工業が雇用増に転じるなど、ユーロ圏景気を牽引する製造業セクターの回復を映じている。こうした企業部門の好調さが家計部門にも波及しており、個人消費を下支えする要因となっている。ユーロ圏の失業率は1980年代前半以来の低水準にあり、主要国の改善に加え、スペインなど周縁国のキャッチアップが進んだ結果と言える。

サブプライム・ローン問題によって金融機関の融資姿勢が厳格化

前回予測時点では、こうしたファンダメンタルズの強さに裏打ちされ、在庫調整は比較的軽微に留まり、景気の堅調さは続くとのシナリオであった。しかし、8月以降のサブプライム・ローン問題に起因した欧州金融市場の混乱が、実体景気に影響し始めた兆候が出ている。一点目が金融機関の融資姿勢厳格化である。ECBの金融

秋口以降、受注や生産活動に変調の兆し。高まる在庫調整圧力

2008年半ば以降持ち直し見込みだが、下振れリスクも看過できず

ユーロ導入後最高値圏まで達したユーロ高は輸出への下押し要因

油価高騰を背景にインフレ率の高止まりが続く一方、基調的なインフレ率は安定推移となる見込み

機関融資担当者調査(Bank Lending Survey)によれば、7~9月期の金融機関の融資姿勢は大幅に厳格化し、かつ10~12月期も厳格化姿勢であることが示された(図表13)。加えて、同調査では、7~9月期の設備投資や在庫・運転資金目的の借入需要が鈍化したことが示されており、企業行動の慎重化も示唆される。過去の利上げによる金利上昇に加え、金融状況のタイト化は景気への下押し圧力を高めることになる。

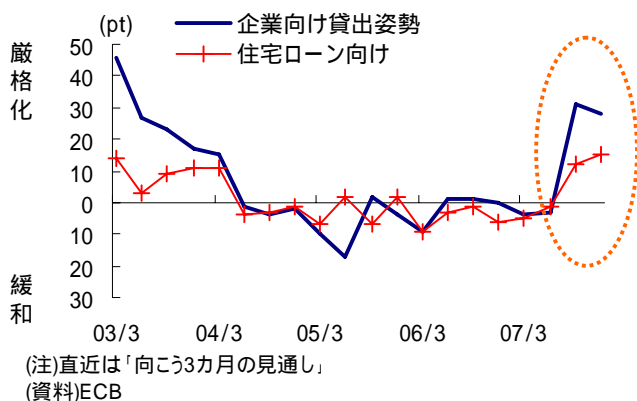
二点目が、一点目に関連するとみられることだが、企業活動の減速の兆しである。景気動向と一致した推移が見られるユーロ圏合成PMIは9月に2001年米同時多発テロ事件以来の低下幅となった。ユーロ圏景気の牽引役であった製造業では、PMI指数の内訳である新規受注が9月に急低下、10月には生産も急落した。実際、9月のドイツ製造業国内受注指数は約2年ぶりの前年比マイナスとなった。製造業PMIの各指数から「受注 - 在庫バランス」を作成すると、足元では調整圧力が深まる方向に向かっており、先行きのユーロ圏景気に停滞感が出る前兆とみている(図表14)。

以上を踏まえ、前回と比較し、年末から年明けにかけてのユーロ圏の在庫調整度合いが深まるとのシナリオに変更した。生産が弱含むため、設備投資と在庫投資を中心に下方修正している。2008年半ば以降は持ち直しに向かう見込みだが、金融市場の混乱による影響がどこまで深刻化するか未知数なだけに、調整が短期に留まらないという下振れリスクも排除できない。

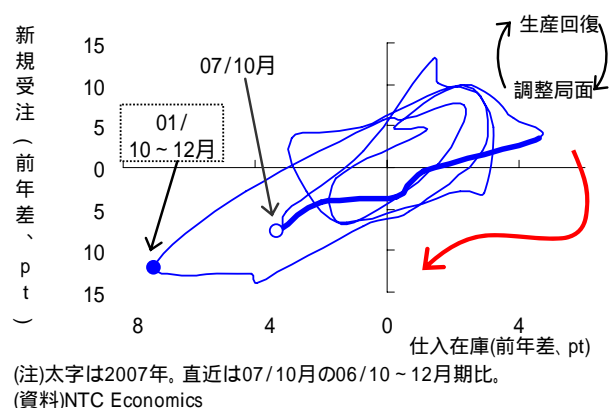
ユーロ導入後、過去最高値圏まで達したユーロ高も景気への懸念材料である。ユーロ圏輸出の約15%を占める米国向け輸出を推計すると、1%のユーロ高ドル安によって、ユーロ圏の対米輸出数量は2年間でおおよそ1.1%押し下げられるとの試算が得られた。対ドル相場の上昇、米景気の減速によって米国向けは当面弱含むだろう。前述したように、EU新規加盟諸国など高成長を続ける地域がユーロ圏輸出を下支えすると見込まれるものの、輸出への逆風が強まりつつある状況となってきた。

ユーロ圏インフレ率(HICP前年比上昇率)は10月が+2.6%(速報値)と2005年9月以来の高水準となった。要因はエネルギーや食品物価の上昇とみられる。今後も原油価格の高値推移が見込まれることから、2008年前半にかけてのインフレ率はエネルギー物価に押し上げられる形で2%を超過する見通しである。一方、基調的なインフレ率は落ち着いた推移と見込んでいる。ドイツのVAT引き上げ効果の剥落(ユーロ圏インフレ率をおおよそ0.3%pt押し下げの見通し)というテクニカル要因に加え、ユーロ高や景気減速による需給ギャップの緩みによって、コアインフレ率は安定的となる。インフレ率は2007年+2.0%、2008年+2.0%と予測した。

図表 13 金融機関の融資姿勢の変化



図表 14 ユーロ圏の「受注 - 在庫バランス」



(3) アジア経済

7～9月期のアジア経済は堅調な成長テンポを維持

2007年、2008年の成長率を小幅修正

中国経済は2008年にかけて前年比+10%台の高成長が持続

投資の伸びは低下していくが、高水準を維持

2007年7～9月期は、中国の実質GDP成長率が前年比+11.5%、NIEsでは、韓国の成長率が前期比年率+5.7%、シンガポールの成長率が同+6.4%といずれも大幅な伸びを維持した。ASEANの成長率は未発表であるが、平均すると前年比5%台後半となった模様である。

本見通しでは、2007年のアジア圏の平均成長率を+9.6%(前回+9.5%)に上方修正し、2008年は+9.1%(前回+9.2%)に下方修正した。米国経済は2007年末から2008年前半にかけて減速していくが、新興地域を始め、米国以外の地域の景気が堅調に拡大し輸出の底堅さが維持されること、アジア域内でも内需の安定的な成長が見込まれることから、見通しの修正は小幅にとどめている。

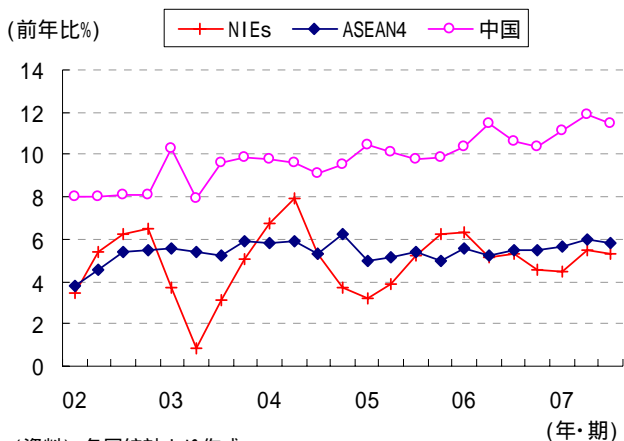
中国の成長率は、2007年+11.3%(前回+11.2%)、2008年+10.6%(前回+10.7%)と小幅に修正したが、高水準の投資が続く中、前年比+10%台の高成長が持続するとの見方は変えていない。北京五輪が開催される2008年7～9月期を過ぎると景気にはややピークアウト感が出てくるが、大幅な減速は見込んでいない。

7～9月期の名目全社会固定資産投資(1～9月及び1～6月の公表実績値から推定)は前年比+25.3%(前期は同+28.1%)、生産者物価指数を用いて算出した実質伸び率は前年比+22.3%で(前期は同+25.3%)、共に小幅鈍化した。もっとも、株価・不動産価格の高騰に伴う企業収益の押し上げ、地方開発及び新産業育成策などを背景とする投資マインドの強さは変わっていない。今後は、輸出の増勢が鈍化すること、資産価格高騰などによる企業収益の押し上げ効果が徐々に剥落すること、2008年後半にかけて五輪関連投資が一巡することから投資の伸びは低下していくが、中西部振興など地方開発による下支えが強く、大幅な減速には至らないだろう。

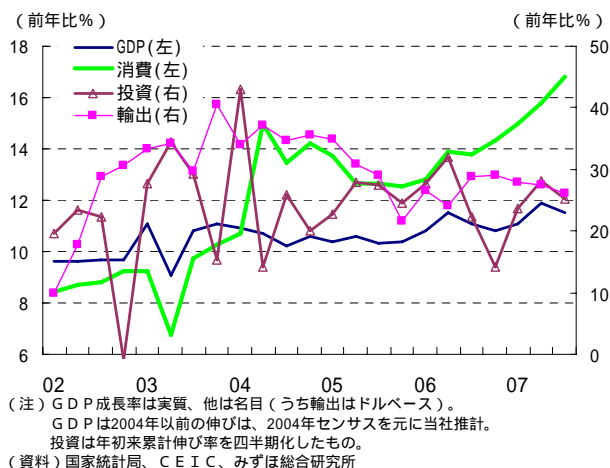
輸出は、足もとまで米国向けを中心とする鈍化が続いている。予測期間内は米国経済減速の影響を他地域の堅調でカバーする構図が続くため、輸出環境が大きく悪化することはないとみられるが、安全性が疑わしい中国製品に対する敬遠の動き、通商摩擦回避のための付加価値税還付率引き下げといった輸出抑制策、人民元高傾向などの抑制要因があり、輸出は全体として鈍化傾向を辿ると予想する。

個人消費については、食品・石油価格の上昇による購買力の下押しが懸念されるが、五輪開催に向けては堅調な伸びが続く見通しである。

図表 15 アジア各地域成長率



図表 16 中国:主要経済指標



NIEs、ASEANの輸出は増加基調を維持

IT分野は、米国の個人消費減速の影響はあるものの、2008年に向けて増勢維持の見込み

内需は、NIEs、ASEANとも安定的な拡大が持続する見通し

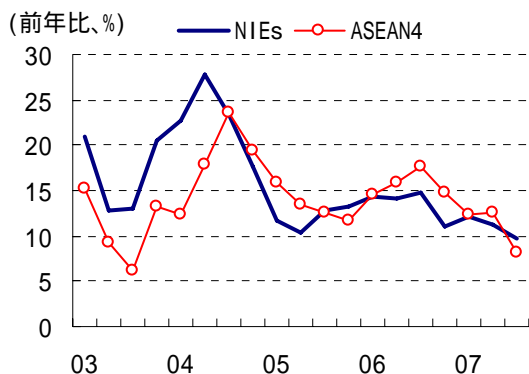
NIEs、ASEANの輸出は、秋口に向けて鈍化した。但し、NIEsの輸出の鈍化は、韓国の9月の輸出が下旬の旧盆連休の影響で前年比マイナスとなったことが大きく影響している。韓国の10月の輸出は前年比+24.2%と大幅なプラスに転じており、実勢は引き続き堅調である。一方、ASEANでは、米国向け輸出の落ち込みが大きく、7~9月期の輸出は前年比1桁台に減速した。韓国、台湾では、世界的なIT分野の在庫調整が終了したことで半導体・液晶パネル等電子デバイスの輸出が持ち直している。また、米国向け輸出の不振を他地域向け輸出の好調で補う構図も続いている。2007年末以降、米国経済は減速基調を強めるとみられるが、BRICs・中東欧・中東など新興地域の景気拡大が下支えになるほか、下記の通りIT関連財需要の拡大が続くとみられることから、輸出は全体として増加基調を維持しよう。

2007年半ばにかけてIT分野の在庫調整が終息に向かったことから、夏場にはIT関連財の需要が急速に回復した。年初の新OS投入効果は、立ち上がりこそ鈍かったものの、その後はコンシューマー向け市場を中心にPC買い替えや搭載メモリの増設といった形で効果が徐々に顕在化しており、DRAMやPC用液晶パネルの出荷増に寄与している。米国では2008年に個人消費が減速に向かうが、IT投資は底堅く推移するだろう。北京五輪開催によるデジタル製品需要の拡大も見込まれ、IT関連財需要は増加基調を維持すると予想する。

NIEs、ASEANの内需は、年末から2008年にかけて堅調な拡大を続けるとみられる。まず個人消費は、NIEs、ASEAN全体で企業活動の拡大に伴う雇用・所得環境の改善が見込まれ、増加傾向をたどろう。足もとで個人消費が堅調に拡大している韓国やASEAN諸国では、サービス部門の雇用環境改善が先行きの消費の拡大をサポートしよう。次に設備投資は、米国のサブプライムローン問題の影響の広がりに対する懸念が企業の投資マインドをやや抑制するものの、新興地域向け輸出の拡大やアジア域内の個人消費の増加を受けて増勢を維持するだろう。ただし、IT分野では、韓国、台湾の主要メーカーが2007年に高水準の設備投資を行ったため、2008年の設備投資はやや勢いを欠くものとなる。このほか、「国土均衡開発計画」に基づく大規模都市開発事業の実施が予定される韓国や中期インフラ整備計画の執行率が上昇しているASEAN諸国では、公共投資が景気の下支えになるとみられる。

以上を踏まえ、2007年の実質GDP成長率は、NIEsが+5.1%(前回+4.9%)、アセアンが+5.8%(前回から変わらず)と予測した。2008年は、NIEsが+5.0%(前回+4.9%)、アセアンが+5.8%(前回から変わらず)と予測した(図表18)。

図表 17 NIEs、ASEANの輸出動向



(注) 名目輸出(ドルベース)。
(資料) 各国統計、CEIC Data

図表 18 アジア経済見通し

	2006年 (実績)	2007年 (予測)	2008年 (予測)
アジア域内平均	9.3	9.6	9.1
NIEs平均	5.3	5.1	5.0
韓国	5.0	4.8	4.9
台湾	4.7	4.9	4.6
香港	6.9	5.8	5.8
シンガポール	7.9	7.8	6.1
アセアン4平均	5.4	5.8	5.8
タイ	5.0	4.3	4.8
マレーシア	5.9	5.7	5.8
インドネシア	5.5	6.1	6.2
フィリピン	5.4	6.9	6.0
中国	11.1	11.3	10.6

(注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。網掛けは予測値。
2. 平均値はIMFによる2005年GDPシェア(PPP)により計算。
(資料) 各国政府資料により作成

日本経済

(1) 景気の現状

7～9月期は外需中心の成長

7～9月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%(同年率+2.6%)と2四半期ぶりのプラス成長に転じ、2%弱とみられる潜在成長率を上回った(図表19)。国内需要は小幅ながら増加に転じたほか、外需寄与度のプラス幅が拡大した。

需要項目別に見ると、個人消費(前期比+0.3%)は4～6月期(同+0.2%)に続いて低い伸びにとどまった。もっとも、6月から住民税負担増の影響で可処分所得が押し下げられていた割には底堅い結果だったともいえる。薄型TVを始めとするデジタル家電の販売好調が続いていることなどが、耐久財消費が安定的に拡大する要因となっている。建築基準法改正の影響で住宅投資は同7.8%の大幅減となった。個人消費と住宅投資を合わせた家計部門の成長率に対する寄与度は0.1%Ptとなった。設備投資は前期比+1.7%と3四半期ぶりに増加に転じた。民間在庫投資(前期比寄与度+0.1%Pt)の積み増し幅が拡大したこともあり、国内民間需要の寄与度は+0.3%Ptとなった。政府消費は緩やかな拡大が続いたが、公共投資の減少が続いたため、公的需要の寄与度は0.1%Ptと3四半期連続のマイナス寄与となった。官民需を合計した国内需要の寄与度は+0.2%Ptだった。一方、輸出の伸びが前期比+2.9%に高まり、輸入の伸び(同+0.5%)を上回ったことから、外需寄与度が+0.4%Ptと成長率を大きく押し上げた。以上のように、7～9月期は潜在成長率を上回る成長となったものの、内需の伸びは低く、外需への依存が強まる結果となった。

名目GDPは前期比+0.3%

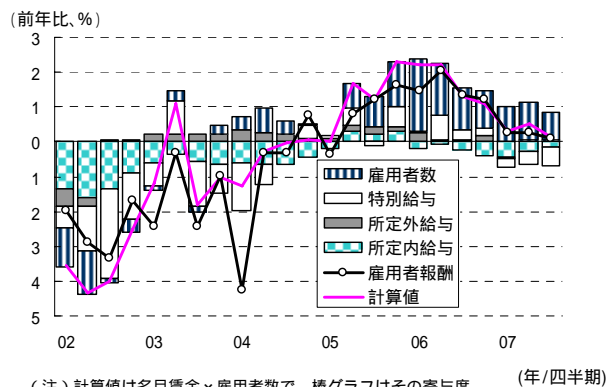
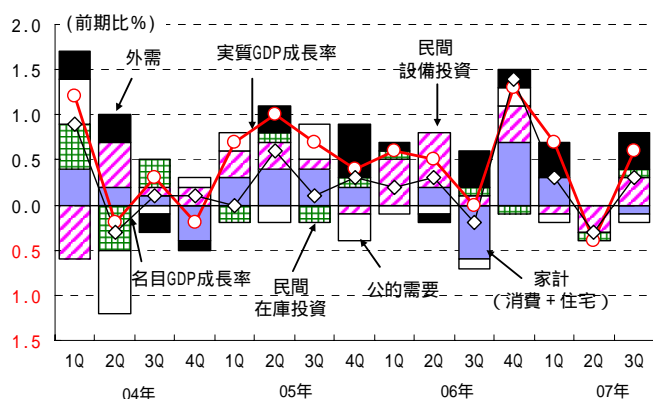
GDPデフレーターは、前年比0.3%と前期並みのマイナス幅となり、名目GDP成長率は前期比+0.3%(同年率+1.4%)と2四半期ぶりに実質成長率を下回った。

雇用者報酬は引き続き低迷

GDPと同時に発表された7～9月期の雇用者報酬は前年比+0.1%(4～6月期同+0.3%)と伸びが低下した(図表20)。雇用者報酬の伸びは2006年初をピークに鈍化傾向が続いている。雇用者数が前年比で増加を維持しているのに対し、名目賃金の低下が続いているためである。足元ではまた、夏のボーナスが中小企業を中心に3年ぶりに前年割れとなったことも響いた。個人消費を巡っては、こうした所得環境の軟調さに加え、ガソリンや食料品価格の上昇、株価の低迷など、下振れリスクが強まっている。

図表 19 GDP成長率の四半期推移

図表 20 雇用者報酬の推移



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

(注) 計算値は名目賃金×雇用者数で、棒グラフはその寄与度
(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
内閣府「国民経済計算」

外需依存の成長が続くシナリオに変更

輸出への依存度が高まる日本経済

従来、みずほ総合研究所では2007年度下期から2008年度上期の日本経済について、「内需の伸びが高まり、自律回復軌道に乗る」との見方をとっていた。しかし、今回見通しでは「内需が伸び悩み、外需依存の成長が続く」とのシナリオに変更した。それは、「中小企業の業績低迷 賃金低下 個人消費低迷（さらなる中小企業の業績低迷）」という負のスパイラルが働き、企業部門から家計部門への回復の波及という日銀や政府が描くメカニズムが足元で機能していないとみられるためである。

また、建築基準法改正の影響による住宅着工減少の影響についても今回の見通しで織り込んだ。この2点のシナリオ変更について、以下に詳述する。

7～9月期の成長率からもわかる通り、日本経済は輸出への依存度が強まっている。日銀短観(9月調査)では、大企業・製造業の業況判断DIは横ばいだったが、大企業・非製造業や中堅・中小企業の景況感は悪化した。この差は売上に占める輸出のウェイトの違いから生じたと考えられる。2006年度の売上に占める内需と輸出の比率を日銀短観の財務データで確認すると、非製造業では企業規模を問わずほとんどが内需向けとなっており、輸出比率(輸出額/総売上高)は3.2%に過ぎない。一方、製造業の輸出比率は時系列でみると2003年度の18.6%から2006年度には22.2%に高まっているが、企業規模間の格差が大きい。大企業・製造業では2006年度売上の約3割を輸出が占めるのに対し、中小企業・製造業ではおよそ7%に過ぎない(図表21)。これが景況感の格差になって表れたものとみられる。また、大企業・製造業の中でも輸出比率の高い業種ほど業況判断DIの水準が高いという関係がみられる(図表22)。全体として輸出比率の高いセクターほど業況が良いという関係になっており、日本経済が外需依存度を強めている様子がうかがえる。

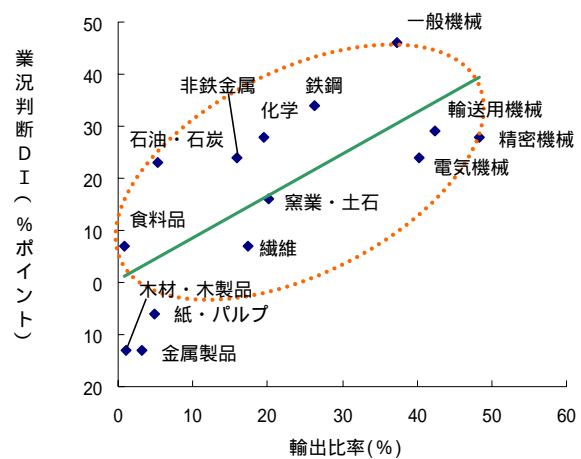
図表 21 製造業の輸出比率

(単位: %)

	全規模			
	大企業	中堅企業	中小企業	
製造業	22.2	28.5	11.3	6.7
素材業種	13.7	16.6	10.7	3.7
紙・パルプ	3.6	4.9	4.4	0.7
化学	18.0	19.5	12.7	11.1
石油・石炭製品	5.3	5.4	4.6	3.7
窯業・土石製品	12.1	20.0	5.7	0.9
鉄鋼	20.9	26.3	17.2	1.5
非鉄金属	13.8	15.8	12.2	3.7
加工業種	25.9	33.9	11.6	7.9
一般機械	28.4	37.3	23.1	13.8
電気機械	34.2	40.3	14.4	9.9
輸送用機械	37.1	42.4	15.8	9.4
精密機械	40.7	48.4	21.2	39.8

(注)輸出比率 = 輸出 / 総売上高 (2006年度)
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表 22 輸出比率と景況感(大企業・製造業)



(注)輸出比率 = 輸出額 / 総売上高 (2006年度)
業況判断DIは2007年9月調査の水準
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

内需の低調で中小企業の増収ペースが鈍化

個人消費を始めとする内需が伸び悩んでいることを受けて、内需比率の高い中小企業の増収ペースは2007年度に入って大きく鈍化している。日銀短観(9月調査)によれば、中小企業の2007年度上期売上高は前年比+0.9%(2006年度は同+2.9%)と伸びが大きく鈍化する計画となっている(図表23)。大企業の2007年度上期売上高が同+4.2%(2006年度は同+5.2%)の計画となっているのに比べると、増収ペースの鈍化が著しい。

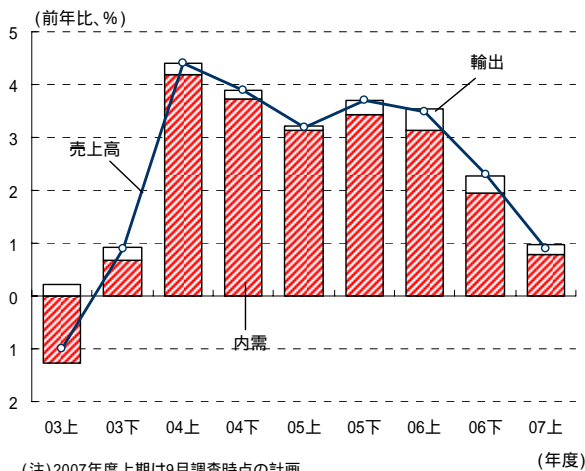
大企業ほど価格転嫁が進まなかった中小企業

人件費増で中小企業の労働分配率が上昇

中小企業では、大企業に比べて、原油や金属市況高騰に伴う原材料価格の上昇を製品価格に転嫁することができていないことも景況感悪化の要因になっているとみられる。規模別企業物価指数(工業製品)の動きを確認すると、2005年度後半から2006年度にかけて大企業性製品の価格上昇率が中小企業性製品を上回っている(図表24)。この間、中小企業では大企業ほど価格転嫁が進んでいなかった可能性を示している。

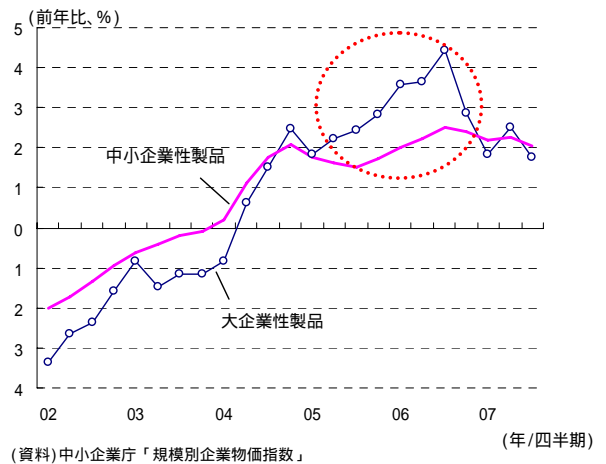
さらに、中小企業では大企業に比べて人件費負担が高まっており、収益を圧迫している。法人企業統計で確認すると、大企業では人件費の減少が続いているのに対し、中小企業では2006年度から人員増を主因とする人件費の増加が顕著になっている。大企業と中小企業の営業利益率(営業利益/売上高)を比較すると、大企業では2006年度まで上昇が続いているのに対し、中小企業では2005年度から低下に転じている(図表25)。この間、原材料コスト上昇などに起因する付加価値率の低下は、大企業・中小企業ともに生じている。一方で、労働分配率は大企業で低下が続く一方、中小企業では2005年度から上昇に転じている。これが大企業と中小企業の利益率の動きの違いを生んでいることがわかる。大企業に比べて労働集約度の高い中小企業では、将来の業容拡大や人手不足に備えて人員増に踏み切ったものの、足元では(内需中心の)売上が伸び悩み、原材料コストが上昇する中で、一人当たり賃金の抑制で対応しているというのが現状であるとみられる。

図表 23 売上高(日銀短観・中小企業)の推移



(注)2007年度上期は9月調査時点の計画
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表 24 輸出比率と景況感(大企業・製造業)



(資料)中小企業庁「規模別企業物価指数」

図表 25 大企業と中小企業の財務比率

(単位:%)

	大企業			中小企業		
	04年度	05年度	06年度	04年度	05年度	06年度
営業利益率(営業利益/売上高)	4.79	4.81	5.07	3.01	2.83	2.72
付加価値率(付加価値/売上高)	18.7	17.9	17.5	21.2	20.6	20.7
労働分配率(人件費/付加価値)	50.0	49.2	47.4	77.0	77.9	78.0

(注)大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1000万円以上1億円未満

付加価値 = 営業利益 + 人件費 + 減価償却費として計算

(資料)財務省「法人企業統計季報」

小規模事業所の所定内賃金は消費関連業種以外でも減少

収益環境が厳しくなった中小企業が人件費抑制姿勢を強めていることが、足元の賃金低迷の要因となっている。事業所規模別の所定内賃金の動きをみると、2006年以降、5~29人の小規模事業所での下落が顕著になっている(図表26)。

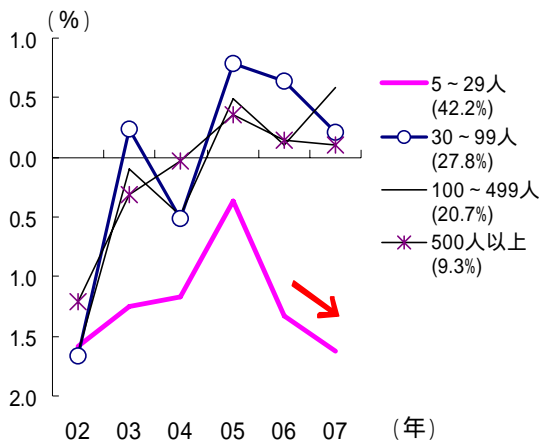
みずほ総合研究所では5月の経済見通し(『2007・08年度内外経済見通し』2007年5月21日発表)において、2006年の小規模事業所の賃金低下は卸・小売業、飲食店・宿泊業、サービス業という消費関連3業種が中心であることを示した。そして、それは2006年夏場の個人消費低迷による業績悪化に起因する一時的なものである可能性が高いと指摘した。

2007年に入っても小規模事業所の所定内給与と減少は続いているが、改めて業種別の内訳を確認したものが(図表27)である。2006年中の所定内給与と低下をもたらしていた消費関連3業種のマイナス幅は縮小し、小規模事業所全体の所定内給与と前年比に対するマイナス寄与は2006年の0.54%Ptから0.15%Ptに縮小している。一方で、製造業や情報通信業、運輸業、医療・福祉といった業種のマイナス寄与が大きくなっていることがわかる。従来の消費関連業種だけでなく、多くの業種で中小企業の業況が悪化し、賃金低下業種が広がっている可能性がある。

所定内給与の低下傾向が続いていることに加え、夏季賞与も中堅・中小企業を中心に減少した。今夏の賞与は全体で前年比1.1%と3年ぶりの減少に転じた。毎月勤労統計の6～8月の特別給与(主に夏季賞与)を内閣府が事業所規模別に再集計した結果によれば、前年比で増加したのは事業所規模500人以上の製造業だけである(図表28)。他のカテゴリーの夏季賞与はすべて前年割れとなっており、輸出拡大で業績改善が続く大企業・製造業とそれ以外との格差が鮮明になっている。

夏季賞与も中堅・中小企業
を中心に減少

図表 26 所定内給与の推移(事業所規模別)



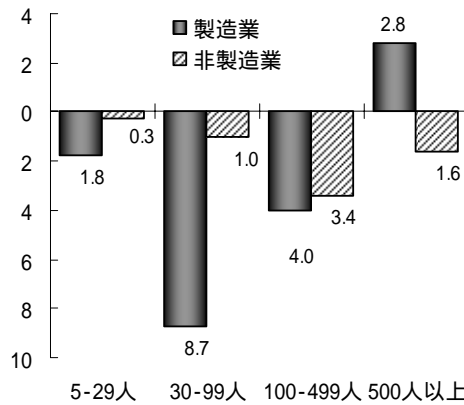
(注) 07年は1～8月平均の前年比。
凡例の()内は雇用者に占めるシェア。
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

図表 27 小規模事業所所定内給与と前年比の業種別内訳

	07年 所定内 前年比 (%)	労働者数 (万人)	全体に占 める割合 (%)	07年 寄与度 (%PT)	[参考] 06年 寄与度 (%PT)
調査産業計	1.4	1867	42.2	0.60	0.53
鉱業	6.0	2	0.1	0.00	0.00
建設業	0.9	202	4.6	0.04	0.02
製造業	0.8	233	5.3	0.04	0.01
電気・ガス・水道業	1.3	6	0.1	0.00	0.01
情報通信業	5.3	37	0.8	0.04	0.02
運輸業	4.5	78	1.8	0.08	0.01
卸売・小売業	0.7	509	11.5	0.08	0.21
金融・保険業	2.0	58	1.3	0.03	0.02
不動産業	2.3	21	0.5	0.01	0.04
飲食店、宿泊業	0.5	198	4.5	0.02	0.21
医療、福祉	3.0	160	3.6	0.11	0.03
教育、学習支援業	5.2	116	2.6	0.14	0.12
複合サービス事業	2.7	24	0.5	0.01	0.00
サービス業	0.8	221	5.0	0.04	0.13
消費関連3業種	0.7	929	21.0	0.15	0.54

(注) 2007年は1～8月平均の前年比。
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

図表 28 従業員規模別の特別給与 (2007年6～8月)



(注) 内閣府が厚生労働省「毎月勤労統計」より作成
 (資料) 内閣府月例経済報告資料(10月)

賃金・個人消費を下方修正

以上みてきたように、日本経済は「中小企業の業績低迷 賃金低下 個人消費低迷 (さらなる中小企業の業績低迷)」という負のスパイラルに陥りつつある。そして、こうした状況は原油価格が高止まりを続け、中小企業を中心に企業収益の伸びが鈍化傾向をたどる 2008 年度前半まで続く可能性が高い。2008 年度後半になると原油価格が低下方向に転じることなどから企業業績の悪化に歯止めがかかると予想しているが、2008 年度中は個人消費の本格的な回復は見込み難い。

こうした現状認識を踏まえ、今回の見通しでは 2007・08 年度の賃金の見通しを下方修正し、2008 年度の個人消費を下方修正した。また、内需の低調が続くことを踏まえて輸入を下方修正し、外需寄与度を上方修正した。日本経済は 2007・08 年度にわたって外需に依存した成長が続くとみられる。

建築基準法改正の影響は
 2007 年度の成長率を
 0.37%Pt押し下げ

また、今回の見通しでは建築基準法改正の影響による住宅着工減少の影響を織り込んだ。9 月時点で住宅着工は前年から約 4 割減少している。10 月から着工戸数の水準は徐々に回復していくとみられるが、2007 年度下期を中心に住宅投資の減少が成長率を押し下げる要因となることは避けられない。みずほ総合研究所では、2007 年度トータルでみた住宅投資(名目)の減少幅が約 10%になると予想している。建設部門産業用連関表を用いた試算では、住宅投資減少による直接的な成長率押し下げ効果は 0.34%Pt となる。また、住宅入居に伴う耐久財消費等の減少による波及効果による押し下げは 0.03%Pt と小さい。

なお、2008 年前半には着工戸数が正常水準に戻るとみられ、2008 年度は 2007 年度の反動で名目住宅投資が約 10%増加するとみられる。2007 年度の押し下げ分とほぼ同等の押し上げ効果が 2008 年度には生じるであろう。

図表 29 名目住宅投資10%減少の経済効果

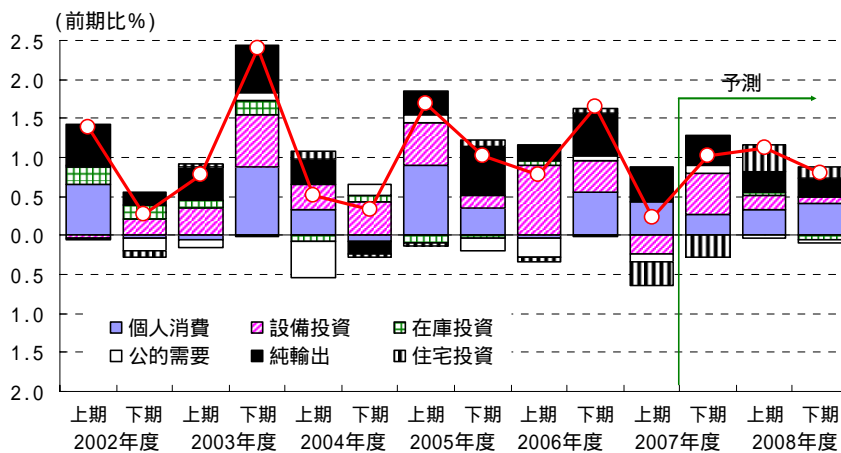
	単位	住宅建設の 経済効果	住宅入居に伴う 消費支出	合計
建設投資額	(億円)	1,890	166	2,057
生産減少額	(億円)	3,637	290	3,927
生産誘発係数		1.9237	1.7439	1.9092
粗付加価値減少額	(億円)	1,742	146	1,888
GDP比	(%)	0.34	0.03	0.37

(資料) 国土交通省「平成12年建設部門分析用産業連関表」を用いて試算

(2) 2007・08 年度見通しの概要

2007年度後半は家計部門の需要が低迷	2007 年度下期の日本経済は、外需と設備投資が成長率を押し上げるものの、家計部門の需要は低迷するとみられる(図表 30)。米国経済は2007年10～12月期以降、減速感が強まることが予想されるが、アジア向けを中心に輸出は堅調に推移し、外需が景気を牽引する構図が続くとみられる。生産活動はIT関連を中心に増産が続く、設備投資も2007年度上期の一時的減少から持ち直すともみられる。一方、中小企業を中心に収益環境が厳しくなっていることから、冬季賞与も前年割れが見込まれる。ガソリンや食料品価格の上昇、株価低迷の影響などから消費者マインドも悪化しており、個人消費は伸び悩みが続くとみられる。また、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る。2007年度下期の成長率は年率+2.1%に高まるが、外需と設備投資に依存した成長となる。
2007年度の実質成長率は+1.5%	その結果、2007年度の実質GDP成長率は+1.5%(前回見通し+1.9%)にとどまる。2007年度のGDPデフレーターは前年比-0.5%と10年連続のマイナスとなり、名目成長率は+1.0%(前回見通し+1.4%)と実質成長率を下回ると予想する。
2008年度前半も外需依存の景気拡大	2008年度上期は住宅投資の反動増が成長率を押し上げる要因となる。一方で、春闘賃上げ率は前年並みにとどまるほか、夏季賞与も前年割れが続く、家計所得の伸び悩みが予想される。個人消費は引き続き低い伸びにとどまるとみられる。内需が盛り上がりを欠き、原油価格も高止まる中、中小企業を中心に収益環境は厳しい状況が続く。半面、世界経済は若干減速しつつも高成長を維持し、輸出は堅調が続く。日本経済は2008年度上期も外需頼みの成長を続ける。北京五輪前には内外のデジタル家電需要増加も予想され、供給面ではIT部門を中心とした増産が続くであろう。2008年度上期の成長率は住宅投資の反動増の影響もあって年率+2.3%に高まると予想される。
2008年度下期は輸出・生産活動が減速	2008年度下期になると原油価格が低下に向かい、企業収益に対するコスト上昇圧力は一服するとみられる。賃金も小幅ながら前年比上昇に転じ、個人消費の伸びは若干高まるであろう。一方で、北京五輪後にはIT製品・部品の需給が緩むことが予想され、生産・輸出の伸びは鈍化するとみられる。生産活動の減速を受けて、設備投資の拡大ペースも鈍化するとみられる。2008年度下期の成長率は年率+1.6%に鈍化しよう。
自律回復は見込みがたい 2008年度	通年でみた2008年度の実質GDP成長率は+2.0%(前回見通し+2.0%)に高まるであろう。しかし、+0.3%Ptは住宅投資の反動増によるものである。外需寄与度は+0.6%Pt(2007年度の外需寄与度は+0.9%Pt、みずほ総合研究所見込み)と高く、自律回復とは言いがたい状況が続く見込みである。なお、名目GDP成長率は+2.2%(前回見通し+2.5%)と11年ぶりに実質成長率を上回るとみられる。

図表 30 実質GDP成長率の見通し



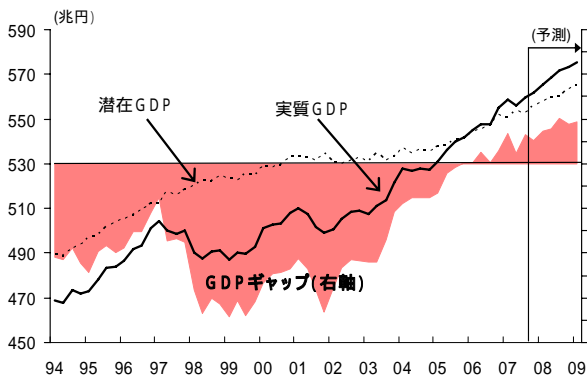
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

需給ギャップのプラス幅は2008年度前半にかけて拡大

みずほ総合研究所で試算しているGDPギャップ(需要 - 供給能力)は、2007年7~9月期時点で+1.3%となっている(図表 31)。本予測通りに日本経済の成長率が推移すれば、2008年度前半には需給ギャップのプラス幅は+2%程度まで拡大するとみられる。もっとも、94年度以降の需給ギャップとコアCPI上昇率との相関はそれほど強いとはいえない(図表 32)。コアCPI上昇率は2007年度+0.1%、2008年度+0.3%と予想しているが、専ら原油価格変動に伴うエネルギー価格の動向に左右され、その他のセクターの物価上昇率はあまり高まらないと予想している。

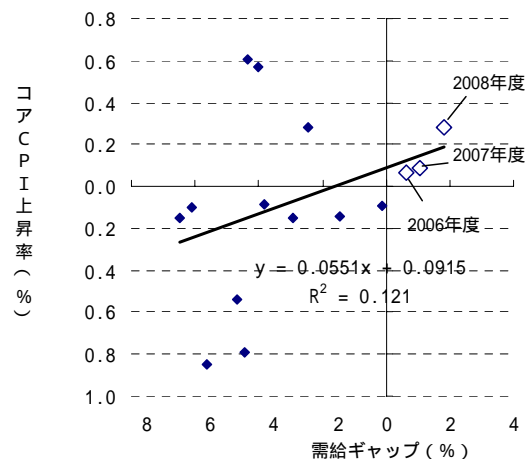
需給ギャップとコアCPI上昇率の関係が薄れていることについては、グローバル化など何か他の要因が物価の押し下げ圧力として働いている可能性や、そもそも需給ギャップの推計に誤差がある可能性などが考えられる。今後はこうした要因を分析の上、推計精度の向上にも努めたい。

図表 31 需給ギャップの推移



(注)みずほ総合研究所推計。
(資料)内閣府、経済産業省、総務省ほか

図表 32 需給ギャップとコアCPI上昇率



(注)94年度以降のコアCPI上昇率と需給ギャップ(みずほ総合研究所推計値)をプロット。2007年度以降は予測値
(資料)総務省「消費者物価指数」等よりみずほ総研作成

図表 33 日本経済の見通し

(単位: %)

	2006年度 (実績)	2007年度 (予測)	2008年度 (予測)	2007年度		2008年度		2007年度	2008年度
				上期 (実績)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)	(寄与度)	(寄与度)
								(予測)	(予測)
実質GDP	2.0	1.5	2.0	0.5	2.1	2.3	1.6	-	-
国内需要	1.3	0.6	1.5	0.4	1.3	1.8	1.2	0.6	1.4
国内民間需要	2.1	0.9	1.9	0.3	1.4	2.4	1.6	0.7	1.4
個人消費	0.7	1.5	1.2	1.6	1.0	1.2	1.5	0.8	0.7
住宅投資	0.4	11.8	9.8	16.3	16.8	25.9	10.1	0.4	0.3
設備投資	7.7	1.5	2.9	2.8	6.6	2.2	1.1	0.2	0.5
国内公的需要	1.4	0.2	0.0	1.0	1.0	0.2	0.4	0.0	0.0
政府消費	0.9	0.8	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5	0.1	0.1
公共投資	9.6	4.1	3.0	8.9	1.2	3.9	4.6	0.2	0.1
純輸出(寄与度)	0.8	0.9	0.6	0.9	0.8	0.5	0.5	0.9	0.6
輸出	8.2	7.9	6.1	8.2	7.3	6.1	5.0	1.2	1.0
輸入	3.4	2.4	3.5	3.0	3.1	4.0	2.9	0.3	0.4
名目GDP	1.3	1.0	2.2	0.0	1.2	2.9	2.1		
GDPデフレーター	0.6	0.5	0.2	0.3	0.7	0.2	0.5		
鉱工業生産	4.8	2.9	3.0	1.5	2.4	1.0	0.4		
完全失業率	4.1	3.9	3.7	3.8	3.9	3.8	3.6		
経常収支(兆円)	21.2	24.2	26.0	25.4	22.4	26.2	25.0		
対名目GDP比	4.1	4.7	4.9	4.9	4.3	5.0	4.7		
国内企業物価	2.8	2.1	1.9	2.2	2.1	2.0	1.8		
消費者物価	0.1	0.1	0.3	0.1	0.3	0.4	0.2		
長期金利(%)	1.75	1.65	1.88	1.70	1.61	1.80	1.95		
日経平均株価(円)	16,450	17,000	17,600	17,300	16,700	17,300	17,900		
為替相場(円/ドル)	117.0	116	114	119	114	113	115		
原油価格(WTI)	64.9	75.2	74.3	70.2	80.1	78.7	69.8		

- (注) 1. 年度は前年比変化率、GDPの半期は前期比年率(GDPデフレーターは前年比変化率)。
 2. 国内企業物価、消費者物価の半期は前年比変化率。消費者物価は、全国・除く生鮮食品。
 3. 鉱工業生産の半期は前期比。完全失業率、経常収支の半期は季調値で、経常収支は年率換算。
 4. 原油価格はWTI先物期近、長期金利は新発10年国債。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「生産・出荷・在庫指数」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、財務省「国際収支統計」、日本銀行「企業物価指数」

(3) 外需

7～9月期は外需が成長率を押し上げ

米国向け輸出が3四半期ぶりに増加

EU向け、アジア向けの好調が続く

2008年度は中国向け輸出が鈍化

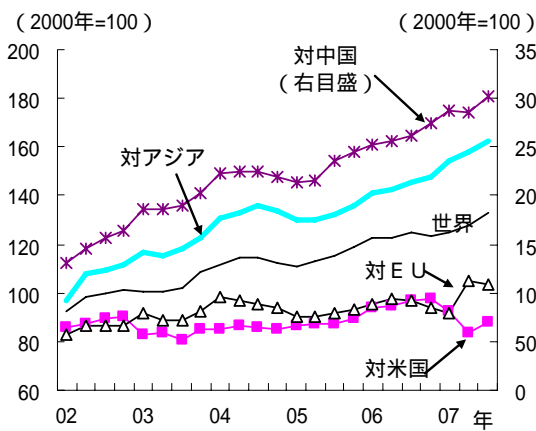
7～9月期の実質輸出(SNAベース)は前期比+2.9%と、4～6月期の+0.9%から伸びが高まった。実質輸入は同+0.5%(4～6月期同+0.8%)と伸びが縮小し、実質GDP成長率に対する外需の寄与度は0.4Ptと、成長率を大きく押し上げた。

地域別の輸出数量指数(みずほ総合研究所による季節調整値)でみると、7～9月期の米国向け輸出は前期比+5.5%(4～6月期同+9.8%)と3四半期ぶりにプラスに転じたほか、アジア向けが同+2.4%(4～6月期同+2.5%)と続伸した。EU向けは同1.3%と、4～6月期の大幅増(同+14.0%)からの反動が予想された割には小幅な減少にとどまった。

米国向け輸出数量は7～9月期に持ち直したとはいえ、米国経済の減速が明確になる前の昨年後半と比べて低い水準になっている。2007年4～9月では前期比9.8%と大幅に減少した。その落ち込みを補ったのが、EUや、中国をはじめとする新興国向け輸出の増加である。輸出金額でみると、これまで米国向けのシェアが高かった輸送用機械、一般機械でこれらの国々の台頭が顕著である。米国向け輸出が約4割を占める輸送用機器では、4～9月期の米国向けが前年比1.6%(2006年度は同+21.0%)と減少に転じる一方、EU向け(同+23.2%)、アジア向け(同+20.6%)、中東向け(同+33.9%)、ロシア向け(同+62.3%)が大幅に増加した。米国向けが2割の一般機械でも、米国向けが同1.1%と減少する一方、EU(同+20.7%)、アジア(同+11.8%)、中東(同+63.7%)、ロシア(同+85.4%)の好調により、全体の伸び率は前年を上回る勢いだ。

米国向け輸出の回復が本格化するのはまだ先になりそうだが、中国をはじめとする新興国向け輸出の好調がカバーする構図が続くとみられる。実質輸出(SNAベース)は2008年度上期にかけて堅調に推移するとみられる。2008年度下期には、北京五輪需要にらみで生産を拡大していたIT関連の需給が緩むと予想されることから、アジア向け輸出の伸びが鈍化し、実質輸出の伸びはやや抑えられよう。2008年度通年の実質輸出は、同+6.1%と2007年度(同+7.9%)より鈍化するとみられる。

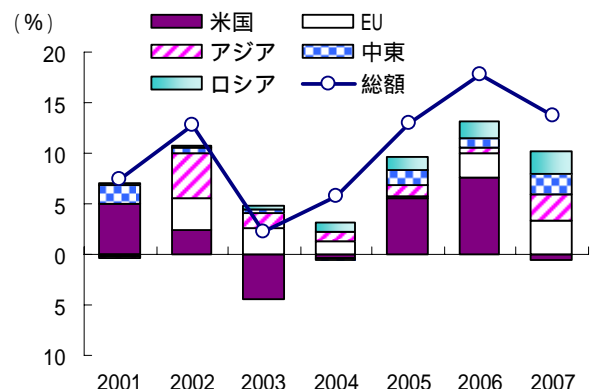
図表 34 地域別輸出数量指数の推移



(注) 季節調整値
(資料) 財務省「貿易統計」

価格要因・内需弱含みから輸入は低調

図表 35 輸送用機器輸出金額の国別内訳



(注) 07年度は4～9月平均の前年同期比。(年度)
(資料) 財務省「貿易統計」

7～9月期の輸入数量指数(みずほ総合研究所による季節調整値)は、前期比0.4%(4～6月期同-2.2%)と3期連続で低下した。2004年度から続く輸入価格の上昇によって相対価格(輸入品価格/国内品価格)が上昇した影響が徐々に顕在化し

たことに加えて、内需が弱含んだことが重なったためとみられる。今後は、2008 年前半にかけて北京五輪需要に向けた生産増などから内需が持ち直し、輸入数量はプラスに転じる見込みである。しかし消費は力強さに欠ける状態が続くとみられ、輸入数量の伸び率は低位で推移すると予想する。実質輸入(SNAベース)は、2007年度+2.4%、2008年度+3.5%となる見通しだ。

2008年度まで輸出の伸びが輸入を上回る状態が続くことから、純輸出の黒字幅が拡大し、外需の追い風が続くだろう。実質GDP成長率に対する外需寄与度は、通年では2007年度+0.9%Pt、2008年度+0.6%Ptになる見込みである。

2007年度上半期(4~9月)の経常黒字額は12.4兆円(年換算24.8兆円、06年度は21.2兆円)と過去最高を更新した。内訳をみると、貿易黒字が6.3兆円(前年比+40.9%)と大幅に増加したことに加え、所得収支の黒字が8.2兆円(同+22.5%)と9期連続の2桁増となっている。所得収支の内訳では、直接投資収益(同+19.3%)、証券投資収益(同+21.4%)ともに高い伸びをみせた。

これまで所得収支黒字拡大をもたらしていた 対外資産の累増、海外経済の高成長による海外資産の収益率の上昇、円安による受取額増加のうち、は今後も所得収支の拡大要因となるが、の収益率は徐々に鈍化すると見込まれる。海外経済については、米国サブプライムローン問題の広がりが懸念される。これまでのところ实体经济への影響は限定的であり、新興国をはじめ海外経済の高成長は続くと思われる。しかし2007年7月以降、直接投資収益のうち配当金・配分済支店収益、再投資収益の黒字幅が縮小したことから、7~9月期の直接投資収益の黒字は縮小している。現時点では同時期の海外支店売上や直投残高等のデータが未公表のため確認できないが、欧米を中心に日本企業の海外拠点の収益が鈍化している可能性も考えられる。今後の動向に注目したい。為替については2008年度前半まで円高の進行が予想されることから、所得収支黒字の拡大テンポはやや鈍るとみられる。

一方、貿易黒字は、内需の弱含みから輸入の伸びが輸出を下回る状態が続き、2008年度にかけて拡大傾向が鮮明になるとみられる。

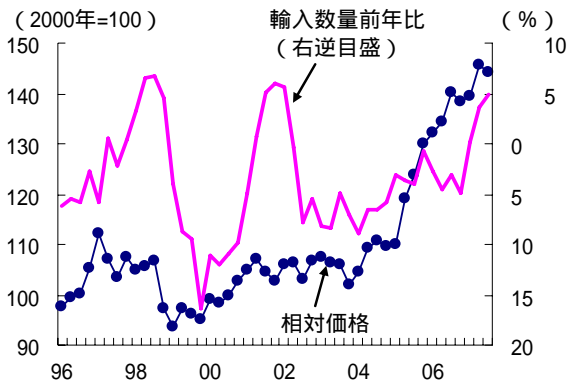
経常黒字は、2007年度24.2兆円、2008年度26.0兆円と、緩やかに拡大が続くとみられる。2007年度は貿易黒字・所得収支黒字の双方が経常黒字拡大の要因となる。2008年度には円高から所得収支黒字の伸びがやや鈍化するも、貿易黒字の拡大が牽引する見込みである。

2007年度上半期の経常黒字は過去最高を更新

対外資産の累増、海外の高成長、円安が所得収支黒字拡大の背景

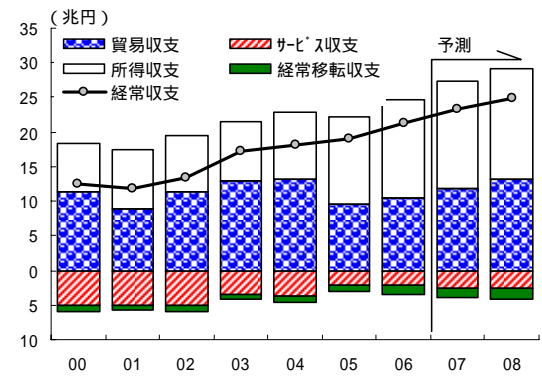
経常黒字の拡大が続く

図表 36 相対価格の推移



(注) 相対価格 = 輸入品価格 / 国内品価格
(資料) 日本銀行「企業物価指数」

図表 37 経常収支の予測



(資料) 日本銀行「国際収支統計」

(年度)

(4) 企業部門

7～9月期の鉱工業生産は
前期比+2.2%の増産

7～9月期の鉱工業生産は前期比+2.2%（4～6月期同+0.3%）と伸びが高まった。中越沖地震の影響で自動車生産が7月に大きく減少したが、8月から生産ラインは正常化し、結局7～9月期の輸送機械工業の生産は前期比+4.2%もの大幅増となった。また、2007年前半に生産活動停滞の要因となったIT部門の在庫調整も、夏場までにほぼ終了した模様である。IT関連業種（情報通信機械工業+電子部品・デバイス工業）の出荷在庫バランス（出荷前年比-在庫前年比）は9月時点で2.1%ポイントまでマイナス幅が縮小し、プラスに転じるのも間近になっている（図表38）。7～9月期の情報通信機械工業は前期比+6.1%、電子部品・デバイス工業は同+8.4%もの大幅増産となった。

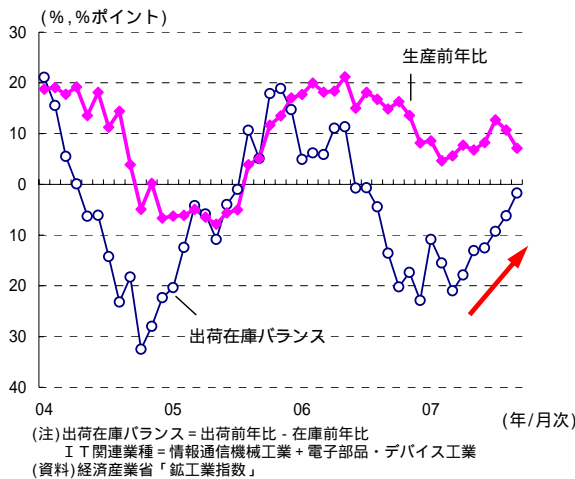
輸出関連業種を牽引役と
する増産が続く見通し

予測指数（10月：前月比+3.8%、11月：同0.7%）も強めで、電子部品・デバイス工業、輸送機械工業、一般機械工業などを中心に増産傾向が続く計画となっている（図表39）。こうした業種に共通しているのは、出荷に占める輸出の比率が高いことだ。2007年度下期の鉱工業生産は輸出関連業種を牽引役とした増産が続くと予想される。下期の持ち直しにより、2007年度の鉱工業生産は前年比+2.9%と6年連続で拡大しよう。

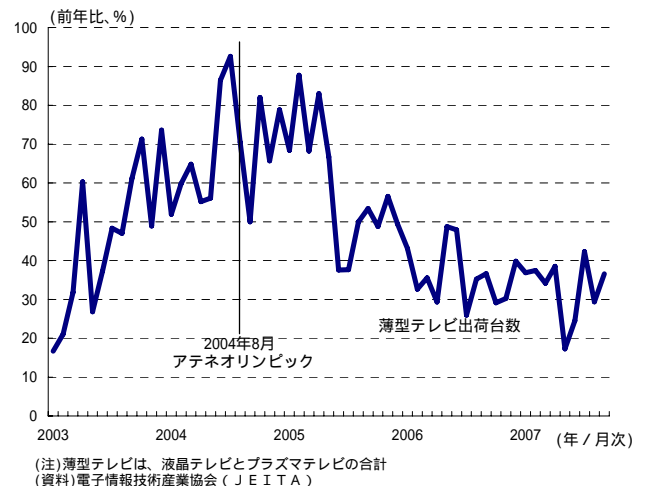
北京五輪後の生産活動はIT
部門の調整により減速

北京五輪が開催される2008年夏にかけて、薄型TVを始めとするデジタル家電の需要は強まるとみられる。2004年8月のアテネ五輪直前には、薄型TVの出荷台数が前年比でほぼ倍増した。薄型TVの世帯普及率は2007年3月時点で29.4%となっているが、ここ2年は年に10%程度のペースで上昇している。ブラウン管から薄型TVへの潜在的な買い替えニーズは強く、アテネ五輪の時ほどではなくとも北京五輪を機に相応の需要増が発生するであろう。ただし、2008年度下期にはその反動でIT関連の需要が弱含み、IT部門は再び調整局面に入ることが予想される。牽引役であるIT部門の生産調整を受けて、鉱工業生産も2008年度下期には減速を余儀なくされよう。2008年度も鉱工業生産の拡大は続くが、下期の減速により前年比+3.0%と2007年度並みの伸びにとどまるであろう。

図表 38 IT関連業種の出荷在庫バランス



図表 39 薄型TV出荷台数の推移



中小企業の景況感が悪化

夏場になって生産活動が持ち直す一方で、企業の景況感は悪化傾向が続いている。日銀短観(9月調査)では、大企業・製造業の業況判断DIは横ばいだったが、大

企業・非製造業や中小企業の業況判断DIは悪化した。その他のサーベイ調査をみても、中小企業の景況感は足元で悪化傾向にある。この背景には、中小企業を巡る収益環境が厳しさを増していることがある。

内需低迷で増収ペースが鈍化

中小企業の収益環境悪化をもたらしているのは、第一に最近の内需低調による増収ペースの鈍化である。大企業に比べて輸出比率の低い中小企業では、国内需要変動の影響を受けやすい。日銀短観(9月調査)によれば、2007年度上期の中小企業の売上高の伸びは前年比+0.9%(2006年度:同+2.9%)に鈍化することが見込まれている。

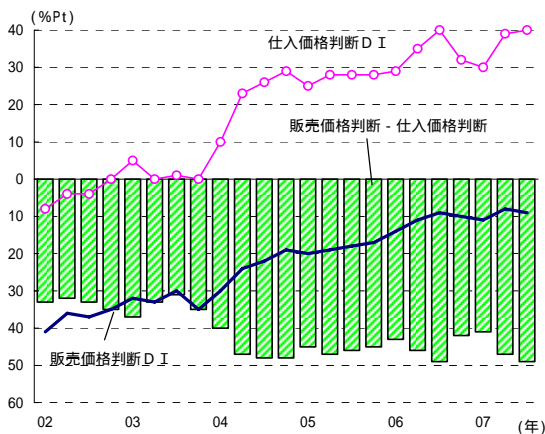
原材料価格の上昇が収益を圧迫

第二に、原油を始めとする商品市況の高騰を受けて、原材料価格や燃料コストの上昇が収益を圧迫する度合いが強まっている。中小企業の仕入価格判断DI(日銀短観9月調査)は+40%Ptまで上昇する一方、販売価格判断DIは9%Ptと依然としてマイナス圏にあり、中小企業の採算が悪化している様子がかがえる(図表40)。

人員増で人件費負担が増加

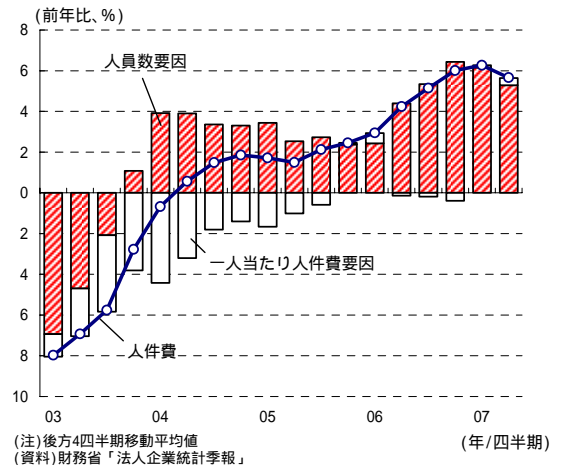
第三の要因は、人員増に伴う人件費負担の増加である。法人企業統計(財務省)で中小企業の人件費の現状をみると、2006年度から人員数の増加により人件費の伸びが高まっていることがわかる(図表41)。その結果、大企業では労働分配率(法人企業統計ベース)の低下が続いているのに対し、中小企業では2006年度から上昇に転じた。

図表 40 価格判断DI(中小企業)



(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表 41 人件費の要因分解(中小企業)



(注)後方4四半期移動平均値
(資料)財務省「法人企業統計季報」

2007・08年度とも増益率は1桁にとどまる見通し

内需の低迷と原材料価格上昇を背景とした増益率の鈍化傾向は、2008年度上期にかけて続くとみられる。また、2007年度下期から2008年度上期は為替レートが円高方向で推移するとみられることから、為替差益の剥落により大企業・製造業の増益率も鈍化を余儀なくされよう。2008年度下期には原油価格が低下に向かうとみられることなどから、収益環境の悪化には歯止めがかかるとみられる。しかし、通年でみた経常利益(法人企業統計ベース)は2007・08年度とも一桁の伸びにとどまる見通しである。

機械受注は持ち直し

7~9月期の設備投資(SNAベース)は前期比+1.7%(4~6月期同2.1%)と3四半期ぶりに増加に転じた。先行指標の機械受注(船舶・電力を除く民需)は7~9月期に前期比+2.5%(4~6月期同2.4%)と増加に転じ、10~12月期も同+3.1%の増加見通しとなっている。7~9月期に増加に転じた設備投資は、2007年度下期以降も増加基調が続くようだ。

IT関連製造業の設備投資が弱含み

能力増強投資が活発化しているのはIT関連製造業のみ

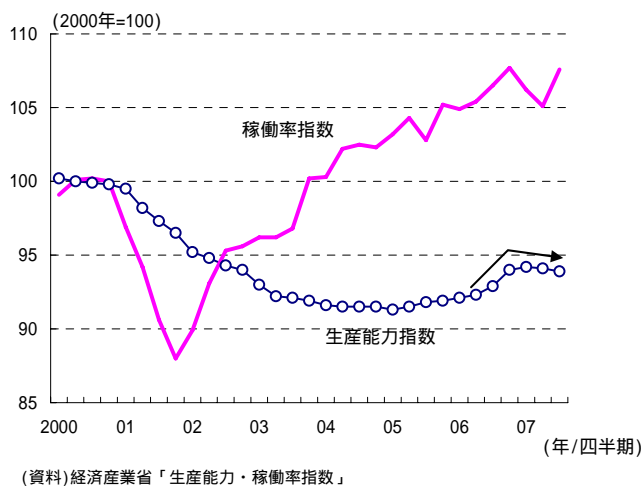
しかし、2007 年前半の設備投資が一時的に弱含んだ影響もあって、2007 年度の設備投資(SNAベース)は前年比+1.5%(2006 年度:同+7.7%)と低い伸びにとどまる見込みである。業種別にみると、2007 年度の設備投資の伸びが鈍化するの、IT関連の製造業の投資が減少している影響が大きい。2006 年末にかけて、電子部品やデジタル家電の生産ライン・工場が相次いで立ち上がった反動による一時的なものであるとみられるが、機械受注統計では持ち直しの兆しがみられない(図表 42)。

製造業の生産能力は2006 年末にかけて上昇した後、2007 年に入ってから若干低下している(図表 43)。IT関連製造業(電子部品・デバイス工業と情報通信機械工業)の生産能力増が一服したためである。これまでのところ、生産能力増強投資はIT関連業種以外では活発化していない。製造業の稼働率は、IT部門の在庫調整により2007 年前半は低下傾向にあったが、夏場になって持ち直している。2007 年度下期以降、IT関連製造業の設備投資は持ち直してくるとみられるが、一部は2008 年度に先送りされるとみられる。

図表 42 機械受注(電気機械)の推移



図表 43 生産能力と稼働率の推移



2008年度は非製造業の設備投資が伸び悩み

2007 年度に先送りされたIT関連製造業の設備投資が実行されることもあり、2008 年度の設備投資は伸びを高めることが予想される。ただし、国内需要の伸び悩みが予想される中、非製造業や中小企業の業績改善ペースは鈍く、これらのセクターの設備投資は盛り上がりを欠くと予想される。2008 年度の設備投資(SNAベース)は2007 年度から伸びを高めて6 年連続で拡大するものの、前年比+2.9%の伸びにとどまるであろう。

(5) 家計部門

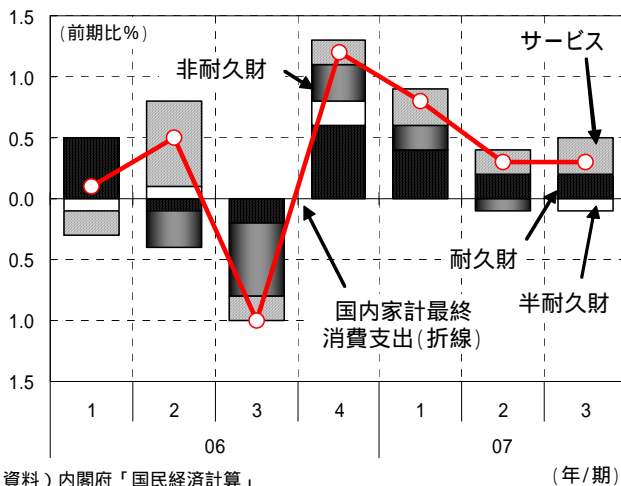
2007年7～9月期の個人消費は低い伸び

消費伸び悩みの主因は所得の低迷

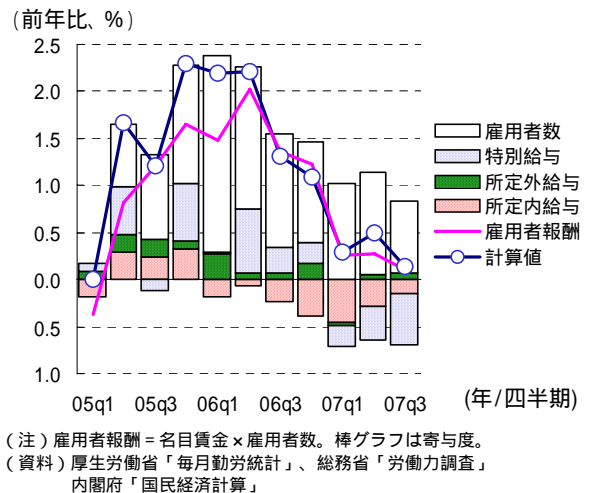
2007年7～9月期の個人消費は前期比+0.3%と低い伸びにとどまった。6月から住民税負担増の影響で可処分所得が押し下げられた割には底堅い結果とも評価できるが、力強さに欠ける状況であることに変わりはない。形態別で見ると、耐久財(前期比+1.6%)、サービス(同+0.5%)が堅調だったが、半耐久財(同-1.1%)と非耐久財(同-0.0%)が減少した(図表44)。耐久財は薄型TVなどデジタル家電の販売増が引き続きプラスに寄与した模様である。サービス消費は鉄道旅客輸送や宿泊施設サービスが伸びており、国内旅行が好調だったようだ。一方、半耐久消費財は天候要因による衣料品(季節商品)販売の不振が影響した。

個人消費は2006年度下期に大きく増加した後、2四半期連続で小幅の伸びにとどまったが、その原因は雇用者報酬の伸び悩みにある。7～9月期の雇用者報酬の伸びは、前年比+0.1%まで鈍化した(図表45)。雇用者数は増勢を維持したものの、特別給与(主に夏季賞与)が大幅に減少し、一人当たり賃金の減少幅が拡大したためである。

図表 44 形態別個人消費の推移



図表 45 雇用者報酬の寄与度分解



雇用環境に変調。2008年度前半にかけて雇用者数の増勢は鈍化

7～9月期の雇用者数は前年比+0.8%と底堅く推移したが、9月に限れば同+0.2%と約2年ぶりの低い伸びにとどまった。9月は失業率、有効求人倍率とも2カ月連続で悪化しており、これまで改善傾向を示してきた雇用環境に変調がうかがえる。また、企業の採用意欲を示す新規求人数は、9月に前年差118万人と大きく減少した。昨年末以来、「水増し求人」是正の影響で前年差30～50万人程度減少していたが、足元で減少幅を拡大させた格好だ。景気ウォッチャー調査(雇用関連DI)や消費動向調査(雇用環境に対する意識指標)などその他の経済指標も雇用情勢の軟化を示唆しており、企業の労働需要は足元で弱含んでいる。

雇用情勢軟化の一因として、中小企業における人手不足感の緩和があげられる。日銀短観(9月調査)によると、中小企業の雇用人員判断DIのマイナス幅は2四半期連続で縮小した。中小企業は人手不足感の高まりを背景に、昨年来雇用者数を大幅に増加させたが、原材料価格の高騰や内需の伸び悩みで人件費負担が増大、採用の見直し(抑制)を迫られる企業が増えたようだ。このような状況は原油価格高止まりなどによって企業収益の伸びが鈍化する2008年度上期にかけて続くと思われる。雇用者数の増勢が再び加速するのは企業収益が改善に向かう2008年度下期に入って

雇用情勢の軟化を受けて
賃金の伸び悩みが続く

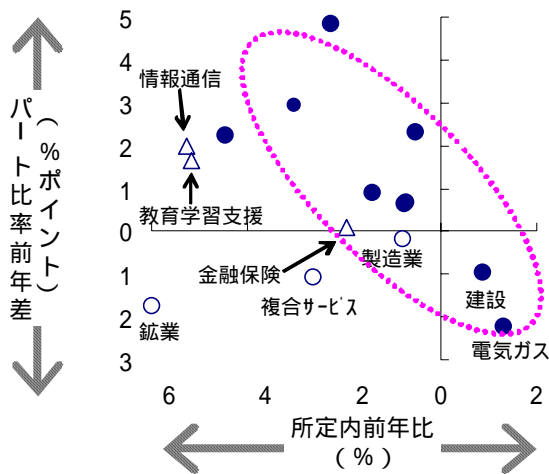
10～12月期の個人消費は
再び減速。年度下期は力
強さに欠ける状況

からとなる。

雇用情勢の軟化を受けて、その間の賃金上昇ペースは緩慢なものにとどまるとみている。また中小企業では人件費を抑制するために、パート労働者や派遣労働者など非正規雇用の活用を積極的に進めており、今後も賃金の下押し要因として作用する可能性が高い。実際、5～29 人事業所の所定内給与とパート比率の関係を業種別にみると、両者には概ね負の相関が確認できた(図表 46)。パート比率が上昇していない業種では一般労働者の所定内給与が減少しており、賃金水準の低い派遣労働者や嘱託社員の比率を高めることで総人件費の抑制を図ったとみられる(図表 47)。一方、中小企業の非正規比率は既に高水準にあるため、賃金抑制の余地が限られるのも事実である。そのため、今後は押し下げ圧力が徐々に弱まるとみられるが、中小企業の厳しい収益状況を考えると企業の賃金抑制姿勢が急に緩むとも考え難く、2008 年度半ばまでは賃金の下押し要因として作用するとみている。

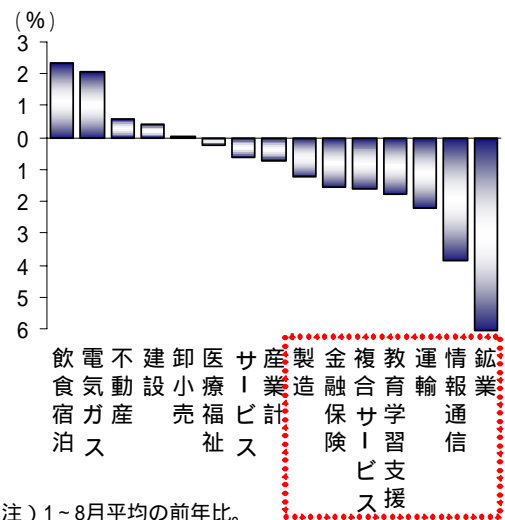
以上より、2007 年度下期の雇用・所得環境は総じて低調に推移する見通しである。また、収益環境の悪化から冬季賞与が4年ぶりに減少するとみられるため、10～12月期の雇用者報酬は 11 四半期ぶりの前年割れを見込んでいる。その結果、同期の個人消費は横ばい圏での推移が続くと予測している。2007 年度下期の実質消費支出は前期比年率 + 1.0%と上期の同 + 1.6%から減速する見込みである。

図表 46 パート比率と所定内給与の関係



(注) 1～8月平均の前年比。
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

図表 47 一般労働者の所定内給与前年比



(注) 1～8月平均の前年比。
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

2008年度の個人消費は前
年の伸びを下回る見通し

2008 年度上期は引き続き賃金がゼロ近傍の低い伸びにとどまることから、個人消費は低調に推移する見通しだ。個人消費の増勢が強まるのは、賃金が増加に転じる年度後半となる。2008 年度の個人消費は年度上期の伸び悩みが影響し、前年比 + 1.2%と 2007 年度の伸びを下回るとみている。最後に、貯蓄率は可処分所得の増加を受けて上昇すると予測している。ただし、所得の伸びが弱いこと、退職に伴う無職高齢世帯が増加することなどから、その上昇テンポは緩やかなものにとどまる公算だ。

図表 48 雇用・賃金の見通し

(前年比%)	Fy04	Fy05	Fy06	Fy07	Fy08
15歳以上人口	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
労働力人口	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0
労働力率 %	60.4	60.4	60.4	60.4	60.3
就業者	0.2	0.5	0.4	0.3	0.1
雇用者	0.3	1.2	1.2	0.7	0.6
その他	0.4	3.3	4.4	2.5	3.3
完全失業率 %	4.6	4.4	4.1	3.9	3.8
名目賃金総額	0.3	0.7	0.0	0.5	0.1
定期	0.4	0.4	0.2	0.1	0.3
所定内	0.7	0.3	0.4	0.2	0.2
所定外	3.2	2.4	1.7	1.2	1.6
特別	0.0	1.8	1.1	2.3	0.6
春闘賃上げ率	1.67	1.71	1.79	1.87	1.89

(注)2007年度以降はみずほ総研予測。
指数に基づく試算値であり公表値とは異なる場合がある。
(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

図表 49 個人消費の見通し

(前年比, %)	Fy04	Fy05	Fy06	Fy07	Fy08
雇用者報酬	0.0	1.3	1.5	1.0	1.6
雇用者数	0.3	1.2	1.2	0.7	0.6
一人当り名賃	0.3	0.7	0.0	0.5	0.1
名目可処分所得	0.4	0.7	1.8	1.3	2.1
名目消費支出	0.6	1.1	0.4	1.3	1.4
消費性向	96.5	96.8	95.5	95.3	94.6
消費性向(前年差)	0.2	0.3	1.3	0.2	0.7
貯蓄率	3.4	3.1	4.5	4.6	5.3
消費支出デフレーター	0.6	0.8	0.3	0.2	0.2
実質消費支出	1.3	1.9	0.7	1.5	1.2

(注) シャドー部は予測。
消費支出は家計最終。雇用者数は労働力調査ベース
(資料)内閣府「国民経済計算」

住宅着工は建築基準法改正の影響で大幅減

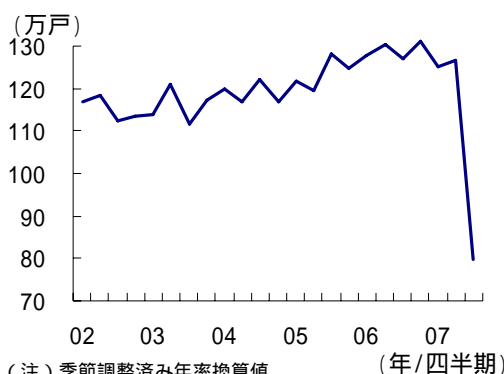
2007年7~9月期の住宅着工戸数は前期比 36.9%と大幅に減少し、年率換算値で 79.9 万戸と統計開始以来の最低を記録した(図表 50)。耐震偽装問題の再発防止を目的とした改正建築基準法が6月に施行されたが、周知徹底の遅れ、行政実例の蓄積不足などから、着工申請の手控えや審査手続きの遅延を招き、着工戸数の大幅減少につながった。

利用関係別では、分譲が半減、貸家が4割減となったほか、当初影響が限定的とみられていた持家も2割程度減少した(図表 51)。木造3階建てやコンクリート住宅で耐震性のチェック項目が増えたほか、審査機関の慎重姿勢が影響したとみられる。なお、持家については足元で前月比プラスに転じており、制度改正に伴う混乱は収束しつつあるようだ。

貸家・分譲マンションへの影響は年末まで残存

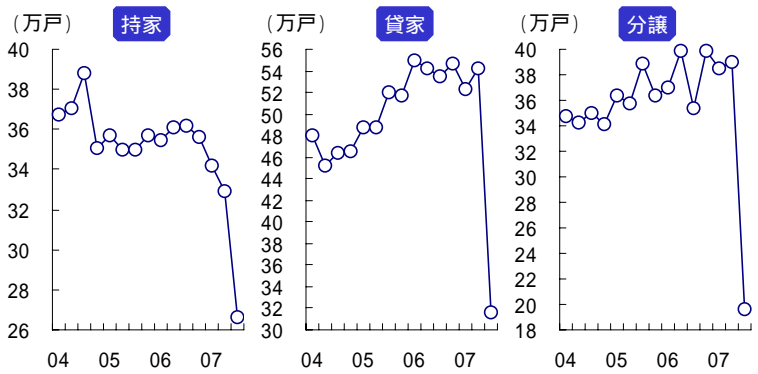
一方、分譲(主にマンション)、貸家への影響は年末まで残存の可能性が高い。国土交通省は審査手続きの円滑化を図るため、建築確認後の設計変更を一部認めるなど建築基準法施行規則を一部改正する方針だが、耐震偽造問題で批判の矢面に立たされた自治体を中心に安易な基準緩和には慎重なところも多く、目立った効果は見込めないとみている。また、そもそも審査の厳格化で審査に費やす時間が大幅に増えており、制度改正の影響が剥落するまでにはもうしばらく時間がかかるだろう。10~12月期の住宅着工戸数は、年率換算値で98万戸と2四半期連続で100万戸の大台を割り込む見通しだ。

図表 50 住宅着工戸数の推移



(注) 季節調整済み年率換算値。
(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

図表 51 利用関係別着工戸数の推移



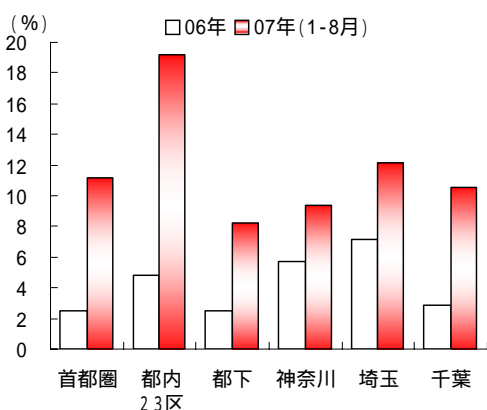
(注) 季節調整済み年率換算値。
(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

2008年入り後は堅調に推移するも、年央以降は再び弱含み

2008年入り後は審査を終えた物件が急増し、住宅着工戸数は120万戸を越える水準まで回復するだろう。もっとも、(前年)下期急減の反動という側面が強く、年央には再び減少基調に転じるとみている。これまで住宅着工を牽引してきた分譲ならびに貸家を取り巻く事業環境が急速に悪化しており、在庫調整圧力が徐々に高まると予想されることが理由である。

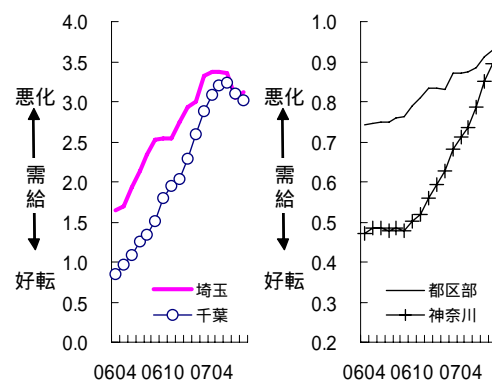
実際、分譲マンションの主要市場である首都圏・近畿圏の販売動向をみると、新規販売戸数が減少しているにもかかわらず契約率が低下するなど、需給環境の悪化が鮮明となっている。地価上昇を受けてマンション販売業者は分譲価格の値上げに踏み切ったが、それがかえって消費者の需要を抑制したようだ(図表52)。販売ペースの鈍化で埼玉や千葉など郊外物件はもとより、好調が伝えられていた都区部でも在庫率が上昇しており、分譲住宅の潮目は変わったと判断してよいだろう(図表53)。

図表 52 首都圏の分譲価格上昇率



(資料)長谷工総合研究所「CRI」

図表 53 首都圏の地域別マンション在庫率

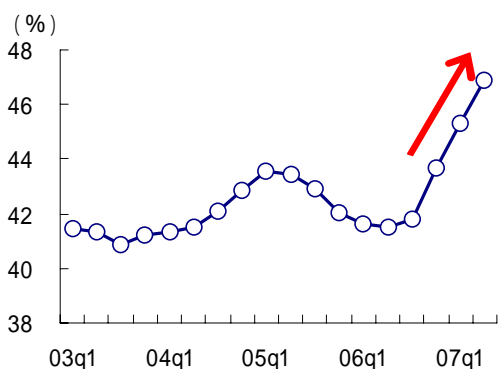


(注)在庫率 = 在庫水準 ÷ 販売戸数。後方12カ月移動平均値。
(資料)不動産経済研究所

今後、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期を迎えることから、マンションを中心に住宅需要は底堅いとする強気の見方もあるが、40歳未満世帯の持家比率は足元で大幅に上昇しており、既に需要を先食いした可能性が高い(図表54)。年収・金融資産の減少で同世帯の住宅取得能力が低下していることを考慮すれば過大な期待は禁物だ(図表55)。

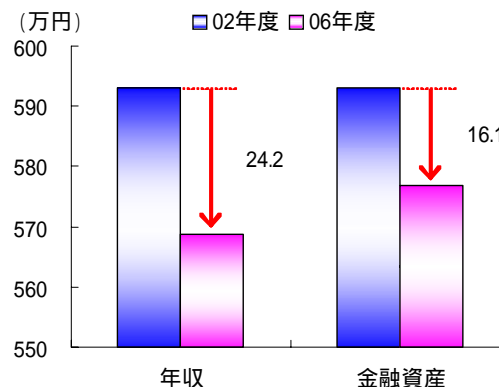
貸家でも過去の着工急増でストック調整圧力が高まっている。新築ブームにもかかわらず、民営家賃の下落が続いているのは、まさに貸家市場が供給過剰であることの証左といえよう。家賃下落に加え、建築資材高騰や金利上昇から貸家の投資妙味は低下しており、建て替え需要を中心に当面は低調に推移すると見込まれる。

図表 54 40歳未満世帯の持家比率



(注)勤労者世帯。後方4四半期移動平均値。
(資料)総務省「家計調査」

図表 55 40歳未満世帯の年収ならびに金融資産の状況



(注)勤労者世帯の年度平均値。
(資料)総務省「家計調査」

実質住宅投資額は変動が大きいものの、基調としては弱含み

以上より、2007年度、2008年度の新設住宅着工戸数をそれぞれ前年比 18.7%、同 +17.2%と予測した。建築基準法改定の影響で前年比が大きくぶれているが、上述の通り基調としては弱含みとの見方を維持している。

実質住宅投資額(着工戸数×床面積)は、住宅着工戸数と同様、前年比が大きくぶれると予想されるが、床面積の小さい貸家が着工全体の4割をしめることから、変動幅は着工戸数に比べて小幅にとどまろう。2007年度が前年比 11.8%、2008年度が同 +9.8%と見込んでいる(図表 56)。

図表 56 住宅投資の見通し

	2004年度 (実績)	2005年度 (実績)	2006年度 (実績)	2007年度 (予測)	2008年度 (予測)
新設住宅着工戸数 (万戸)	119.3	124.9	128.5	104.5	122.4
(前年比・%)	1.7	4.7	2.9	18.7	17.2
持家 (万戸)	36.7	35.3	35.6	31.5	32.7
(前年比・%)	1.6	4.0	0.9	11.4	3.9
貸家 (万戸)	46.7	51.8	53.8	42.1	50.2
(前年比・%)	1.9	10.8	3.9	21.8	19.5
分譲 (万戸)	34.9	37.0	38.3	29.8	38.3
(前年比・%)	4.6	6.1	3.3	22.1	28.4
名目民間住宅投資(前年比・%)	2.7	0.1	2.6	10.2	11.7
デフレーター (前年比・%)	0.9	1.1	2.2	1.8	1.7
実質民間住宅投資(前年比・%)	1.7	1.0	0.4	11.8	9.8

(資料)国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

(6) 政府部門

財政課題の着地点に不透明感

参院選後に実現した「ねじれ国会」によって政治的な混迷が深まり、それと共に財政上の諸課題についても不透明感が高まっている。 地方税収格差の是正問題、高齢者の医療費負担引き上げの凍結問題、道路特定財源の問題、基礎年金の政府負担割合引き上げと消費増税の問題、証券優遇税制の延長問題、などの様々な論点については、政府・与党内の意見集約が徐々に始まっているが、民主党の対応は依然として読み難く、どのような着地を迎えるのかは予断を許さない情勢だ。

国税収入は伸び悩み

かかる状況下、今年度当初予算として約 55.1 兆円(昨年度補正後予算比 0.8% 減)が計上された租税・印紙収入(国税合計ベース)は、足元で伸び悩みが目立っている。9月末現在の当初予算に対する進捗率は26.6%であり、これは1990年度以降では1998年度の同26.3%に次いで低い進捗率となっている(図表57)。1998年度の税込決算は結局当初予算比84.8%に止まった。今年度は所得税の定率減税廃止等の増収要因も存するものの、賃金や消費の低迷を背景に進捗は総じて芳しくない。円高の進行等もあって企業業績の伸びにも翳りがみえ、下期の法人税収に期待を掛けるのも容易でない。場合によっては補正予算で税収見通しの下方修正もあるだろう。

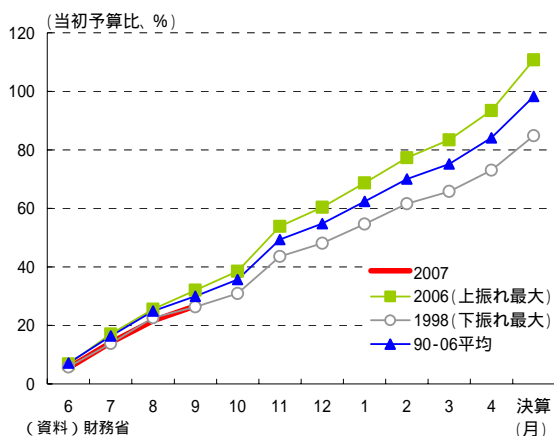
SNAベースの公共投資は減少基調

SNAベースの実質公共投資に関して、7~9月期は前期比2.6%(4~6月期は同2.7%)と大幅な減少が続いた。7月に発生した中越沖地震や大型台風に対応する災害復旧がスタートしており、公共投資を幾分押し上げる要因になった模様だが、これまでのところは公共投資の縮小基調に変化はみられない。今後に関しては、来年度予算のシーリングで「公共事業関係費の3%削減」方針が維持されたこともあり、引き続き縮小傾向が続くものと考えられる。しかし、既に公共投資がピーク時から半減しており一段の大幅削減が困難になりつつあることや、参院選後の政治的環境変化を踏まえれば、その減少幅は徐々に縮小していくだろう。SNA公共投資は2007年度が前年度比4.0%、2008年度が同2.8%と予想している。

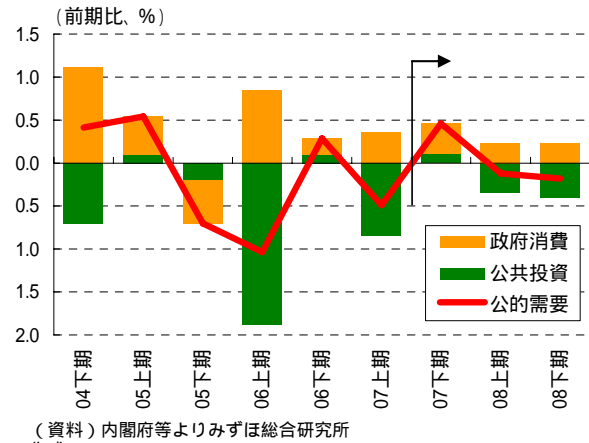
政府消費は増加基調が続く

一方、7~9月期の実質政府消費は前期比+0.3%となった。高齢化を背景とした医療費の自然増など、政府消費の増勢は続いている。今後についても、人事院勧告(給与+0.35%、賞与+0.05カ月)がほぼ完全実施される見通しであることや、高齢者医療費負担の引き上げが当面凍結される可能性が高いことなどもあり、政府消費の増加基調は続くだろう。SNAベースでは2007年度が前年度比+0.8%、2008年度が同+0.6%と予想している。

図表 57 国税収入の進捗率



図表 58 公需(実質季調値)の推移と見通し



(7) 物価

2007年7～9月期の国内企業物価は前年比上昇幅が縮小

企業物価は上昇幅を縮小させつつも高止まり

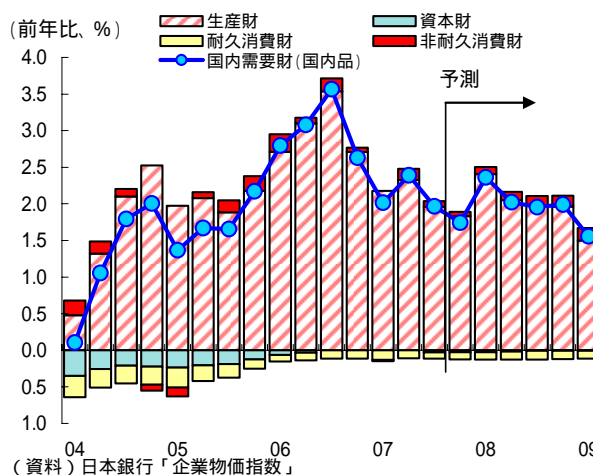
12月公表分から企業物価指数は2005年基準に改定

2007年7～9月期の国内企業物価指数は前年同期比+2.0%上昇し、4～6月期の同+2.4%から上昇幅が縮小した。需要段階別にみると、生産財は前年比+3.2%(4～6月期は同+3.8%)となった。上昇率は依然として高水準だが、一時に比べて非鉄金属などの市況が緩んだことや、石油関連財の上昇率が前年比でみると鈍化したことが影響し、上昇幅は縮小した。一方、最終財は前年比0.1%(4～6月期は同+0.3%)と再びデフレ圏に逆戻りした。最終財の内訳をみると、資本財が前年比0.1%、耐久消費財が同1.3%、非耐久消費財が同+0.4%となっており、非耐久消費財のみ水面上にある。しかし、その非耐久消費財もガソリンや一部の食料品の値上がり分を除くと弱含んでおり、全体としてみれば、川下分野に基調的な物価上昇圧力が加わっている様子は殆ど感じることができない。

国内企業物価の今後に関しては、2007年度が前年度比+2.1%、2008年度が同+1.9%上昇すると予想している(図表59)。原油価格の一段の高騰を受け、石油関連財が秋以降の企業物価を押し上げるものとみられる。とはいえ、企業部門の設備投資は徐々に減速し、家計部門も賃金が伸び悩む中で消費活動を活発化させる状況にはない。従って、コストプッシュで川上の物価は上がっても、川下に向かうに従って価格転嫁が困難になるというこれまでの傾向は今後も続くことが予想される。

なお、国内企業物価指数は12月公表分から2005年基準に改定される。改定により、全体に占める石油関連財や金属素材等のウエイトが増加することから、国内企業物価指数は益々国際商品市況との連動性が強まっていくことになるだろう。

図表 59 国内企業物価指数の推移と見通し



消費者物価は三四半期連続で前年比下落

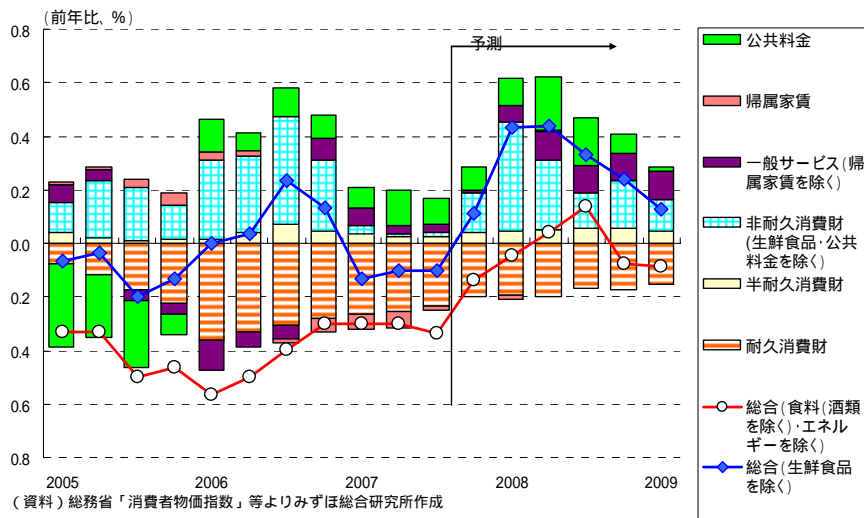
石油関連財が主導してコアCPI前年比は水面上に浮上へ

2007年7～9月期の消費者物価指数(生鮮食品を除く。以下、コアCPI)は前年同期比0.1%となり、1～3月期から三四半期連続して下落した。物価が上昇しているのは食料品やガソリンなど一部であり、多くの財・サービス物価は引き続き弱含んでいる。

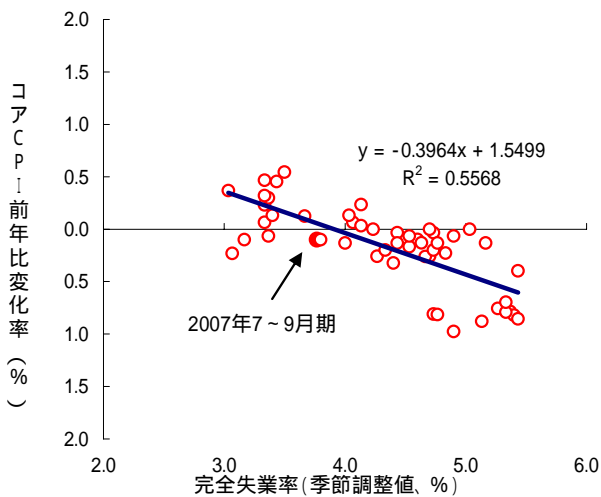
今後のコアCPIについては、2007年度が前年度比+0.1%、2008年度が同+0.3%と予想している。これは専ら石油関連財の価格が原油価格の高騰を背景に上昇すると考えられるからであり、食料(酒類を除く)・エネルギーを除く米国基準では、2007年度が前年度比0.2%、2008年度が同±0.0%とデフレ色を払拭できない状

況が続くと予想している。国内企業物価同様、賃金・消費が伸び悩む中で需要サイドからCPIに上昇圧力が加わっていくにはまだまだ時間がかかるだろうし、仮に需要が強まったとしても、近年のフィリップスカーブの傾きが極めて緩やかであること(図表 61)や、時系列的にみてもその傾向が強まっていること(図表 62)等を踏まえれば、マクロ的な需給と物価の関係が希薄化している様子が窺われ、それがそのままコアCPIの上昇圧力になると考えるのも妥当ではないだろう。アジア等からの輸入品の流入や規制緩和の進展を背景とする競争激化で企業は容易に価格転嫁が出来ないこと、耐久財の多くは技術革新による高付加価値化と低価格化の同時進行を続けていること、ここ数年の増収増益で企業部門には「利益の糊代」がありコスト高を内部吸収する余力があること、等々、引き続き物価上昇を抑制する要因は数多く存在しているのである。

図表 60 消費者物価指数の推移と見通し

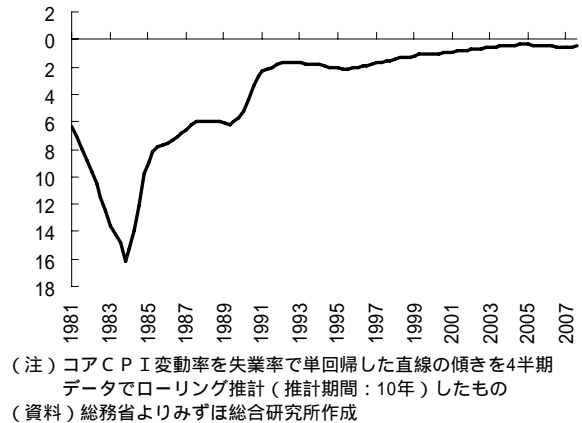


図表 61 近年のフィリップスカーブ



(注) 推計期間は1995年1~3月期から2007年7~9月期
(資料) 総務省よりみずほ総合研究所作成

図表 62 フィリップスカーブの傾きの変化



(注) コアCPI変動率を失業率で単回帰した直線の傾きを4半期データでローリング推計(推計期間:10年)したもの
(資料) 総務省よりみずほ総合研究所作成

(8) 金融市場

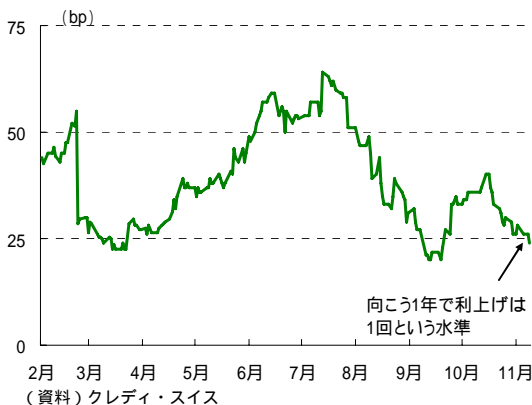
金融市場の混乱や内需の伸び悩みなどを背景に日銀の利上げは先送り

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ほぼ確実視されていた8月の利上げを見送って以降、日銀は金融政策の据え置きを続けている。サブプライム・ローン問題は証券化商品を通じて世界に拡散され、金融機関の損失拡大による信用不安や流動性懸念にまで発展した。こうした状況を受けて、欧米を中心に各国中央銀行は大量の資金供給を実施し、金融政策に関してもFRBは利下げに踏み切り、利上げ姿勢を示していたECBも据え置きに転じた。各国中銀の緩和姿勢などが好感され、株式市場を中心に一時アク抜け期待が広がったものの、足元では再び金融機関の損失拡大が相次いでおり、問題の根深さが再認識されてきている。一時年度内2回の利上げを織り込んでいた市場も、足元では向こう1年間で1回という水準まで利上げ期待が後退している(図表63)。

一方、日銀は利上げに対する前向きな姿勢を崩していない。福井日銀総裁は「しばらく頭を空っぽにして待つという態度は将来の大きな失敗に繋がる」、「(金利調整の必要性を言い続けるばかりで行動を起こさない)オオカミ少年のような言い方で信用を失うということはある得ない」などと発言(11/5)しており、市場で極端に利上げ期待が後退することを防ごうとしている。10月の展望レポートにおいても、足元までの状況に合わせて景気や物価の見通しは下方修正したものの、標準シナリオについては維持した格好である。ただし、下振れリスクの記述が増えていることから、日銀内でも先行きの景気に対して不透明感の高まりが意識されていることがうかがわれる。

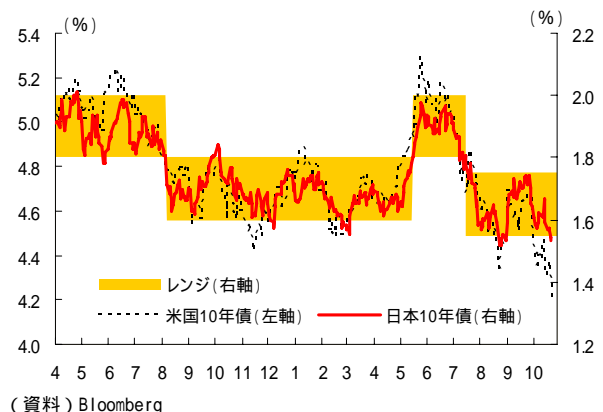
金融市場の混乱は早期に収束するとは考え難いことから、少なくとも年度内の利上げの可能性はかなり低くなったと考えられる。また、国内景気に目を転じて、所得の低迷を背景に個人消費の伸び悩みが続き、「企業収益の増大が家計に波及する」といった日銀の描くシナリオとは掛け離れた状況である。バーナンキ議長も来年前半の成長は緩慢なものにとどまると述べており、外需依存の日本経済にも相応の影響がみられると想定されることから、次の利上げは2008年7～9月期あたりまで先延ばしとなる可能性が高いとみている。

図表 63 OIS市場の読む向こう1年の利上げ幅



長期金利は目先低下バイアスが掛かり易いが、日銀の利上げ観測再開と共に緩やかに上昇

図表 64 日米10年国債利回りの推移



クレジット市場への不安を背景とした「質への逃避」や米国の利下げ観測などを背景に米金利が低下する中、日本の長期金利も低下基調を辿った。長期金利の指標である10年国債利回りは、夏場以降概ね1.55%～1.75%のレンジで推移してきたが、足元とは株価下落や米長期金利の低下基調の強まり、日銀の利上げ観測の後退などを映じて、1.5%前後まで水準を切り下げている(図表64)。

当面は、サブプライム問題が意識される中で金融市場の混乱が続くとみられることから、安全資産である国債市場に資金が流入しやすく、長期金利には低下バイアスがかかり易い公算である。ただし、足元の長期金利をインフレ連動債を使って分解してみると、実質金利は1.1%台、期待インフレ率は0.4%台と、日本の潜在成長率やインフレ期待と比較してやや低すぎる面は否めないであろう。したがって、株価や米金利の動向によって短期的なオーバーシュートはあるとしても、更なる金利低下余地は限定的であり、現状の金利水準が長く定着するとも考え難い。金融市場の混乱が落ち着き、再び日銀の利上げが意識されるようになれば、長期金利は上昇基調を辿っていくことになる。ただし、生保や年金資金といった投資家の長期債需要が根強いことから、長期金利の上昇ペースは緩やかなものにとどまろう。

株価は当面神経質、先行きは戻り試す見通しながら、上値の重さは払拭されず

8月の世界同時株安によって日本株価も大きく水準を切り下げた。その後、米利下げ期待などから各国株価が戻りを試す中であっても日本株の戻りは鈍く、世界株に対するアンダーパフォームが続いた。足元は、欧米金融機関の損失拡大などを背景とした米株下落、円高進行を受けて年初来安値を更新する展開となっている。

今後についても、当面はサブプライム問題への懸念が根強く残ることが見込まれ、下値リスクを伴った神経質な展開が続くそうである。ただし、企業の増益基調が続く中で足元の水準は売られ過ぎの感があり、市場心理が落ち着けば相応のリバウンドが見込まれよう。来年度にかけて株価は徐々に戻りを試す展開となるが、国内景気の鈍化や為替の円高シフトによる企業収益の伸び、海外投資家の日本株に対する慎重スタンスなどを背景に上値は当面重そうである。

為替は来年前半まではドル安傾向が続く

米利下げ期待やドル離れの動きから各国通貨に対するドル安が進む中、ドル円相場は一時的な株価の戻りを映じたキャリー取引再開の思惑などもあって一進一退の展開が続いた。足元はサブプライム問題に対する懸念が再び強まったことで、投資家のリスク回避姿勢から円高が進行している。

当面のドル円相場は、米利下げ期待を背景にドル安圧力が掛かり易いことから、円高水準での推移を見込んでいる。ただし、米国の利下げは既に十分に織り込まれていることを考慮すれば、更なる円高進行はオーバーシュートとみており、来年後半にはドルがやや水準を戻す展開を予想している。

図表 65 各市場の見通し

	2007/ 1-3	4-6	7-9	10-12	2008/ 1-3	4-6	7-9	10-12	2009/ 1-3
無担保コール0/N (末値、%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
1-3ヶ月円TIBOR (3か月、%)	0.60	0.67	0.80	0.85	0.85	0.90	0.95	0.95	1.20
金利スワップ (5年、%)	1.35	1.48	1.48	1.37	1.41	1.61	1.76	1.86	1.96
新発国債 (10年、%)	1.67	1.74	1.72	1.62	1.60	1.70	1.80	1.85	1.90
日経平均株価 (円)	17,400	17,700	16,900	16,100	16,500	17,000	17,500	17,800	18,000
ドル・円 (円/ドル)	119	121	118	112	107	109	111	113	115

(注) シャドーは実績。無担保コールは誘導目標の期末値、その他は期中平均。

経済予測チーム

全体総括・米国経済:	小野亮	03(3201)0544	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
欧州経済:	中村正嗣	03(3201)0549	masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp
アジア経済:	平塚宏和 (総括)	03(3201)0586	hiroказu.hiratsuka@mizuho-ri.co.jp
	伊藤信悟	03(3201)0588	shingo.ito@mizuho-ri.co.jp
	鈴木貴元 (中国)	03(3201)0515	takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp
日本経済:	山本康雄 (総括・企業)	03(3201)0541	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
	太田智之 (住宅)	03(3201)0283	tomoyuki.ohta@mizuho-ri.co.jp
	大和香織 (外需)	03(3201)0531	kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp
	松村 隆 (雇用・消費)	03(3201)0256	takashi.matsumura@mizuho-ri.co.jp
	草場洋方 (政府・物価)	03(3201)0536	hirokata.kusaba@mizuho-ri.co.jp
原油・商品市況:	吉田健一郎	03(3201)0505	kenichiro.yoshida@mizuho-ri.co.jp
計量分析:	高林祐子	03(3201)0292	yuko.takabayashi@mizuho-ri.co.jp
金融市場総括:	武内浩二	03(3201)0543	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

MIZUHO

The logo for Mizuho, featuring the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M', goes under the 'I', 'Z', 'U', and 'H', and ends under the 'O'.