

第 部

世界経済の見通し

第 11 部のポイント

2008 年の世界経済は、07 年をやや下回る成長が見込まれるが下振れのおそれも

- 世界経済（日本に關係の深い 29 か国・地域）は回復している。これら 29 か国・地域の 07 年の経済成長率は 06 年を下回る 3.6%程度と減速が見込まれる。
- 08 年は 07 年をやや下回る 3.4%程度の成長が見込まれる。これは、アメリカ経済の成長が引き続き緩やかなものにとどまるとともに、高成長を続けるアジアがやや減速し、ヨーロッパでも成長が緩やかになることによる。世界経済全体として景気のリスクは下向きのものが中心であるため、経済成長率はこうした見通しより下振れするおそれもあり、注視が必要である。

1 . アメリカ経済は、08 年は緩やかな成長が見込まれるものの下振れリスクも

- アメリカ経済は、住宅建設の減少等により、引き続き景気回復が緩やかなものとなっている。07 年 7 ~ 9 月期までの足元 2 四半期における経済成長率は高くなっているが、国内民間最終需要は引き続き緩やかな伸びとなっており、07 年通年では 2.1%程度と見込まれる。
- 08 年は、住宅投資のマイナスの寄与が徐々に縮小していく一方で、政策金利の引き下げが遅行的に現れることなどから、07 年をやや上回る 2.4%程度の緩やかな成長となることが見込まれる。しかしながら、こうした見通しに対しては、住宅市場の調整の深刻化や金融資本市場におけるさらなる変動の可能性など、実体経済への下方リスクが高まっており、これが現実のものとなる場合には、景気が一層減速するおそれもある。

2 . アジア経済は、08 年はやや減速する国もあるが、全体として堅調に推移

- アジアでは、ヨーロッパや新興国向け等の輸出が好調に推移しているほか、内需も堅調を維持し、07 年の経済成長率は北東アジアで 9.0%程度（中国は 11.3%程度）、ASEAN では 5.8%程度と見込まれ、中国を中心に景気拡大が続いている。
- 08 年は、中国の経済成長率は 10.3%程度と 6 年連続で二桁の高い成長を維持すると見込まれる。しかし、投資や消費の高い伸びが続けば上振れする可能性があり、また、今後の景気過熱を十分に抑制できない場合には、超過供給の発生等により、中国経済が調整局面を迎え、結果として成長率が減速するおそれがある。アジア経済全体では、世界経済の減速の影響等からやや減速する国もあるものの、引き続き堅調に推移すると見込まれる。

3 . ヨーロッパ経済は、08 年は成長が緩やかになるが、総じて景気回復が続く

- ヨーロッパでは、07 年の経済成長率がユーロ圏で 2.6%程度と減速する一方、英国は 3.0%程度と前年よりやや高い伸びとなり、総じて内需中心の景気回復が続いている。
- 08 年の経済成長率は、ユーロ圏で 2.1%程度、英国で 2.3%程度へといずれも減速し、成長が緩やかになるものの、景気は回復を続ける見通しである。ただし、07 年央以降の金融資本市場の変動の影響等により景気は下振れリスクを高めており、注視していく必要がある。

4 . 世界経済のリスク要因

- 以上の中心シナリオに対しては、(1)アメリカ経済の一層の減速、(2)国際金融資本市場のさらなる変動、(3)高騰する原油・各種商品価格全般の継続上昇や高値持続、(4)高成長を続ける中国経済の一段の過熱と調整といった下方リスクがあり、世界経済のリスクは下向きのものが中心である。

第II部 世界経済の見通し

世界経済（日本と関係が深い29か国・地域¹）は回復している。アメリカでは、住宅建設の減少等により引き続き景気回復は緩やかなものとなっている。中国では、経済成長率が2007年1～9月期前年同期比で11.5%と二桁成長となっており、投資と輸出にけん引された景気拡大が続いている。ヨーロッパでは、ユーロ圏の経済成長率が07年前半に伸びがやや鈍化する一方、英国の成長率は高い伸びが続くなど違いがみられたが、全体としては内需中心の景気回復が続いている。総じて、これら29か国・地域の07年の経済成長率は06年（4.0%）を下回る3.6%程度と減速が見込まれる。世界経済全体として景気のリスクは下向きのものが中心であるため、経済成長率はこうした見通しより下振れするおそれもあり、注視が必要である。

こうした現状を踏まえ、以下では、08年の世界経済の見通し及び今後のリスクポイントを整理することとしたい。なお、各国別のリスクについては第1章で世界経済見通しと併せて記述し、世界経済全体に波及し得るリスクについては章を改め第2章で記述する。

第1章 2008年の経済見通し

2008年の世界経済は全体として07年をやや下回る3.4%程度の成長が見込まれている。これは、アメリカ経済の成長が引き続き緩やかなものにとどまるとともに、高成長を続けるアジアがやや減速し、ヨーロッパでも成長が緩やかになることによる。本章では、08年の経済見通しのポイントを地域別に検討する。検討に当たっては民間機関の平均的な見方（10月30日までの公表分²）を参考とした（第1-1表）。

¹ 日本と貿易関係が深く、経済規模が大きい国・地域で、かつ民間機関の定期的な見通しが利用可能な29か国・地域について世界計として集計している。対象国への輸出総額は06年の日本の財の輸出額の89%、対象国のGDPは世界計の77%を占める。

² “Blue Chip Economic Indicators”についてのみ07年11月10日公表分を集計の対象としている。

第1-1表 民間機関による主要地域別経済見通し

実質GDP成長率

(前年比、%)

国/地域名		2005年 (実績)	2006年 (実績)	2007年 (見通し)	2008年 (見通し)
世界経済(29か国・地域)		3.4	4.0	3.6	3.4
アメリカ		3.1	2.9	2.1	2.4
アジア	北東アジア	8.4	9.0	9.0	8.4
	うち中国	10.4	11.1	11.3	10.3
	A S E A N	5.4	5.8	5.8	5.6
ヨーロッパ	ヨーロッパ4	1.2	2.5	2.4	2.0
	ユーロ圏	1.6	2.9	2.6	2.1
(参考)日本		1.9	2.2	2.0	1.8

- (備考) 1. 日本を除く各国の実績は各国統計、見通しは民間機関見通し(07年6~11月発表)の平均値による。民間機関は、BLUE CHIP(07年、08年各48社)、CREDIT SUISSE、Economist Intelligence Unit、OXFORD ECONOMICS、J P Morgan、Morgan Stanley、三菱東京UFJ銀行、野村證券、三菱総研、みずほ総研、国際金融情報センター。日本の実績は内閣府国民経済計算部公表値(07年9月)、見通しは社団法人経済企画協会「ESPフォーキャスト調査(07年11月)」の歴年予測値。
2. 「世界経済」に含まれる国・地域については別表参照。「北東アジア」は、中国、韓国、台湾、香港。「ASEAN」は、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。「ヨーロッパ4」は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。「ユーロ圏」はスロベニア(07年1月加入)を除く12か国。
3. 「北東アジア」、「ASEAN」、「ヨーロッパ4」は地域対象国の実績、見通しに06年の名目GDPのウェイト(別表参照)を乗じて算出した値の合計値。

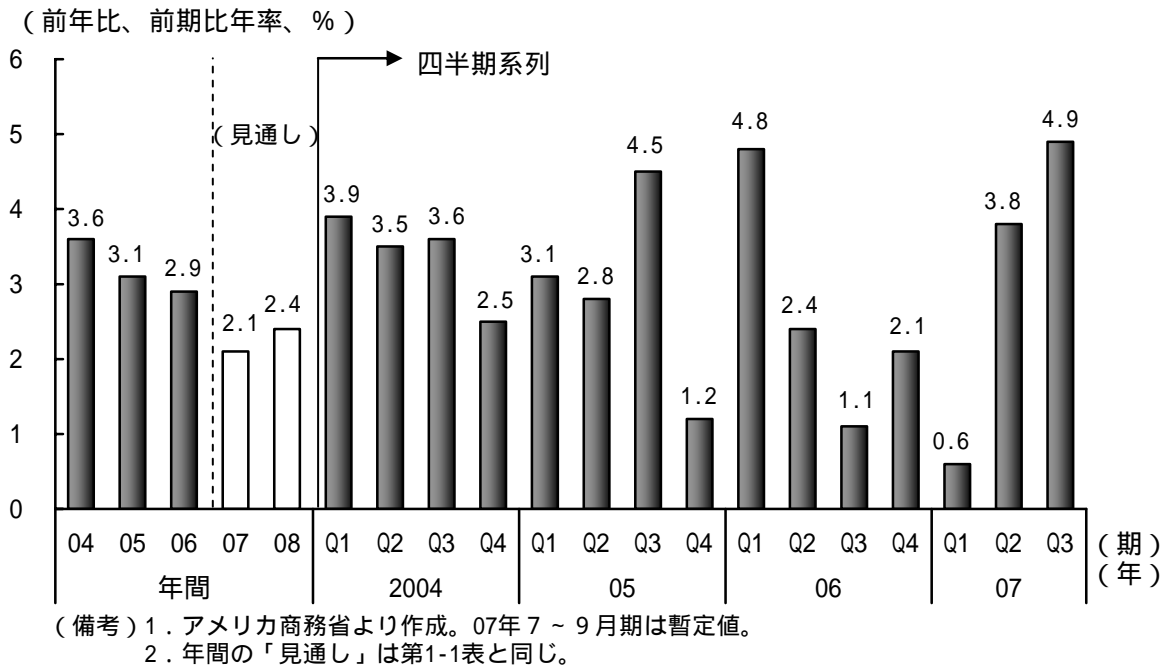
1. アメリカ

住宅建設の減少等により、景気回復は緩やか

アメリカ経済は、住宅建設の減少等により、引き続き景気回復は緩やかなものとなっている。経済成長率は、07年1~3月期には住宅投資の減少に加え、設備投資も弱い動きとなったことから前期比年率0.6%と低い伸びとなった。4~6月期には設備投資の増加幅が拡大したことや、外需の寄与が大幅な増加に転じたことなどから同3.8%となり、7~9月期には住宅投資の減少幅が拡大したものの、個人消費の伸びが高まるとともに、外需の寄与が引き続き大幅なプラスであったことなどから、同4.9%(暫定値)となった(第1-2図)。足元2四半期における成長率は高い伸びとなったが、

国内民間最終需要は引き続き緩やかな伸び³ となっている。

第1-2図 アメリカ：実質GDP成長率の推移



減少傾向が続いている住宅投資

アメリカにおける住宅投資は、第I部第1章でもみたように長期間にわたりほぼ一貫して増加傾向が続いていたが、06年に入ると住宅着工件数が減少傾向に転じ、住宅価格の上昇も鈍化し、住宅市場はピークアウトした(前掲第1-1-6図)。

住宅着工件数は、06年3月には年率200万件を割り込み、その後も減少傾向で推移し、07年9月には約14年半ぶりの低水準となる同119.1万件まで低下した。これに伴いGDPベースの住宅投資は、06年4～6月期以降、6四半期連続で前期比二桁のマイナスが続いており、アメリカの経済成長率が減速した最大の要因となっている。

今後については、住宅投資の大幅な減少が続いているにもかかわらず、住宅在庫は依然高い水準となっており(前掲第1-2-10図)、住宅市場の調整は当面の間続く可能性がある。また、サブプライム住宅ローン問題を背景に金融機関が融資基準を厳格化する動きがみられていることから(前掲第

³ 国内民間最終需要は、06年4～6月期以降、前期比年率寄与度1%ポイント台が続いており、07年4～9月期は同1.5%ポイント、7～9月は同1.8%ポイントとなっている。

1-2-12図)、住宅需要のさらなる減少も考えられる。住宅市場の動向については、個人消費等ほかの部門への波及や経済全体への影響も含めて引き続き注視が必要である。

増加傾向に鈍化がみられる雇用者数と緩やかに増加する消費

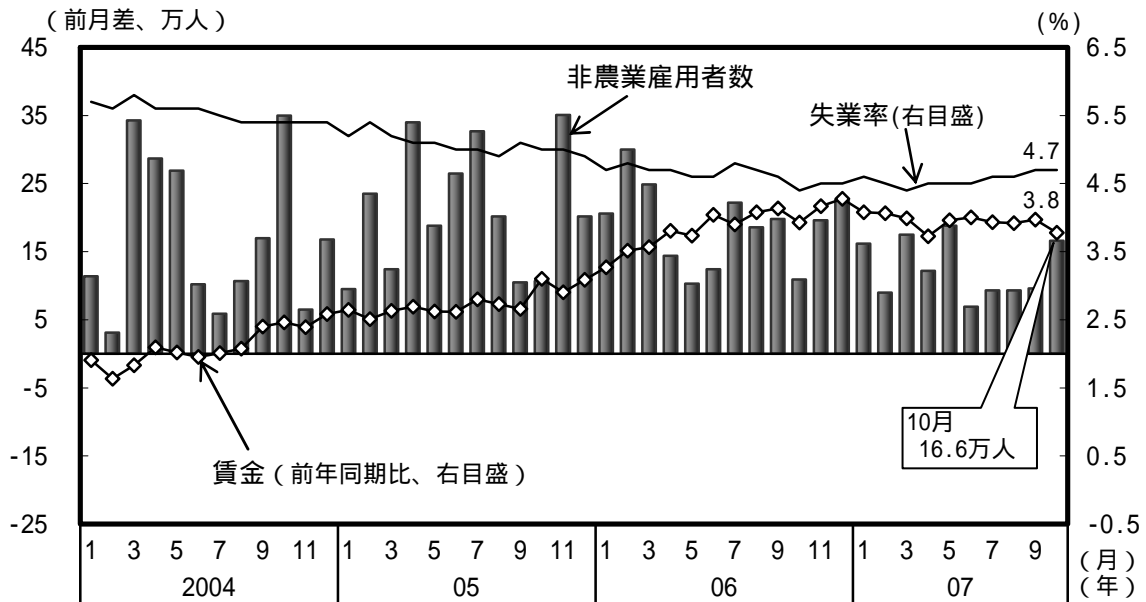
雇用者数（非農業部門。以下同じ。）は、07年半ば以降、増加テンポが緩やかになっている（第1-3図）。雇用者数の月平均増加数の推移をみると、05年には21.2万人、06年には18.9万人と堅調に増加していたが、07年に入ってから上半期の増加数が13.4万人、7～10月が11.2万人と増加幅は縮小している。雇用者数の動きを産業別にみると、サービス業では引き続き堅調な増加が続いている一方、06年後半以降に生産調整を行っていた製造業や、住宅市場の調整が長期化している建設業では減少傾向が続いている。

失業率については、06年までの低下傾向から07年以降は緩やかに上昇しつつあるが、10月時点では4.7%と依然低い水準にある。また、時間当たり賃金は、前年同月比3.8%増（10月）と比較的高い伸びが続いている。こうした雇用環境は、家計に安定した所得の増加をもたらす一方、物価面では物価上昇の潜在的圧力ともなっている。

個人消費については、一時、ガソリン価格の上昇等の影響がみられたものの、比較的良好な所得環境の中で緩やかに増加している。今後については、住宅価格の下落による逆資産効果等の影響や原油価格の高騰、消費者心理の悪化等の影響が懸念されるが、雇用情勢に大きな変動がなければ、良好な所得環境が引き続き個人消費を下支えすると考えられる。

しかし、これまでアメリカ経済の減速に比べて雇用者数の増加テンポがそれほど減速していなかったが、足元増加幅が縮小傾向にあるなど、景気減速の影響が雇用情勢に遅行的に現れてきた可能性もあることから、個人消費への影響も含め、雇用情勢の先行きが注目される。

第1-3図 アメリカ：雇用者数、失業率及び賃金動向の推移



(備考) アメリカ労働省より作成。

底堅く推移する生産、増加基調を回復した設備投資

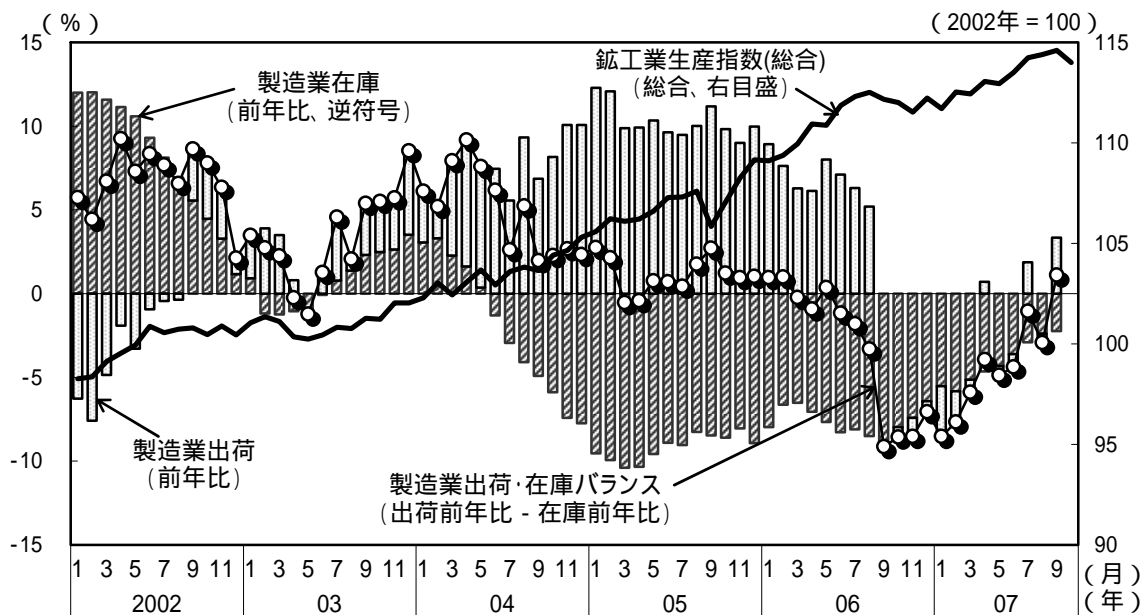
生産については、06年後半から07年初めにかけて鉱工業生産指数はおおむね横ばいの動きが続いていたが、4～6月期以降やや上昇し、底堅く推移している。この背景としては、製造業の在庫調整が進展していることが挙げられる。製造業の出荷・在庫バランス（出荷の前年比 - 在庫の前年比）をみると、06年後半には在庫の高い伸びが続く一方、出荷の伸びも鈍化し、06年9月以降は出荷が前年水準割れとなるなど調整局面が続いていたが、その後、在庫の伸びが低下傾向となる中で出荷・在庫バランスは改善の動きが続いている（第1-4図）。

また、設備投資については、GDPベースでみると06年10～12月期にはマイナスとなるなど、06年の終わりから07年の初めにかけて弱い動きとなっていたが、07年4～6月期には前期比年率11.0%増、7～9月期には同9.4%増と再び増加基調となった。設備投資の内訳をみると、構築物投資が2四半期続けて二桁増となり大きく寄与しているとともに、輸送機器を中心に減少または低い伸びとなっていた機械設備・ソフトウェア投資も4～6月期より回復をみせている。

このように、企業部門には回復の動きが続いているが、サブプライム住宅ローン問題等に端を発する金融資本市場の変動等によってアメリカ経済

の先行きに不透明感がみられる中で、格付けの低い社債市場等一部の信用市場が引き締まっていることや、一部企業の業績悪化や企業マインドの低下といった動きもみられていることから、企業部門の回復が今後も継続していくか、その動向が注目される。

第1-4図 アメリカ：出荷・在庫バランス（製造業）と鉱工業生産指数



(備考) 1. アメリカ商務省、連邦準備制度理事会より作成。
2. 在庫の前年比については符号を逆にして表示。

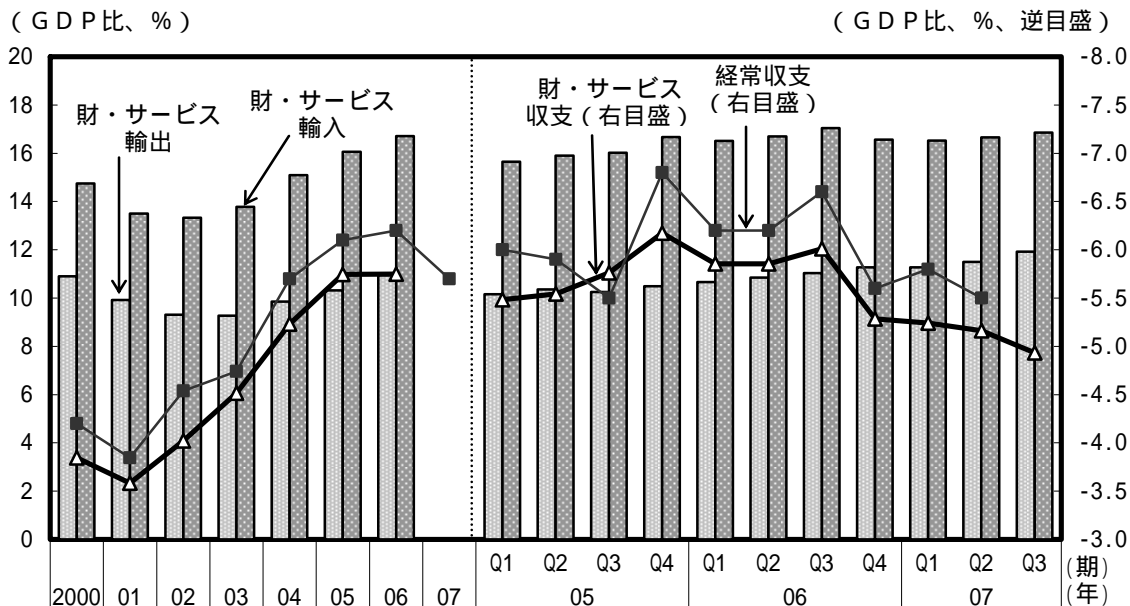
緩やかな縮小傾向がみられる財・サービス収支赤字

アメリカにおける財・サービス収支の赤字額は近年拡大する傾向にあったが、最近の動きをみると06年10～12月期以降GDP比では緩やかな縮小傾向がみられる⁴(第1-5図)。この背景には、06年半ば以降、アメリカ経済が減速してきたことにより、国内需要の伸びが緩やかになっている一方で、海外経済が堅調に推移していることがある。また、GDPベースの純輸出をみると、07年4～6月期には輸出が前期比年率7.5%増と1～3月期の同1.1%増からプラス幅が拡大している一方、輸入は同3.2%減と03年1～3月期以来のマイナスとなったことから、前期比年率寄与度1.3%ポイントと実質GDP成長率を押し上げる要因となった。7～9月期においても同

⁴ 名目ベースの財・サービス収支(GDP比)は06年7～9月期の6.0%から07年7～9月期には4.9%となっている。

1.4%ポイントと引き続き押し上げ要因になっている。

第1-5図 アメリカ：財・サービス収支（名目、季節調整値）の推移



(備考) 1. アメリカ商務省、国際通貨基金 (IMF) より作成。
 2. 07年の経常収支 (GDP比) はIMFによる予測。
 3. 貿易収支は国際収支ベース。

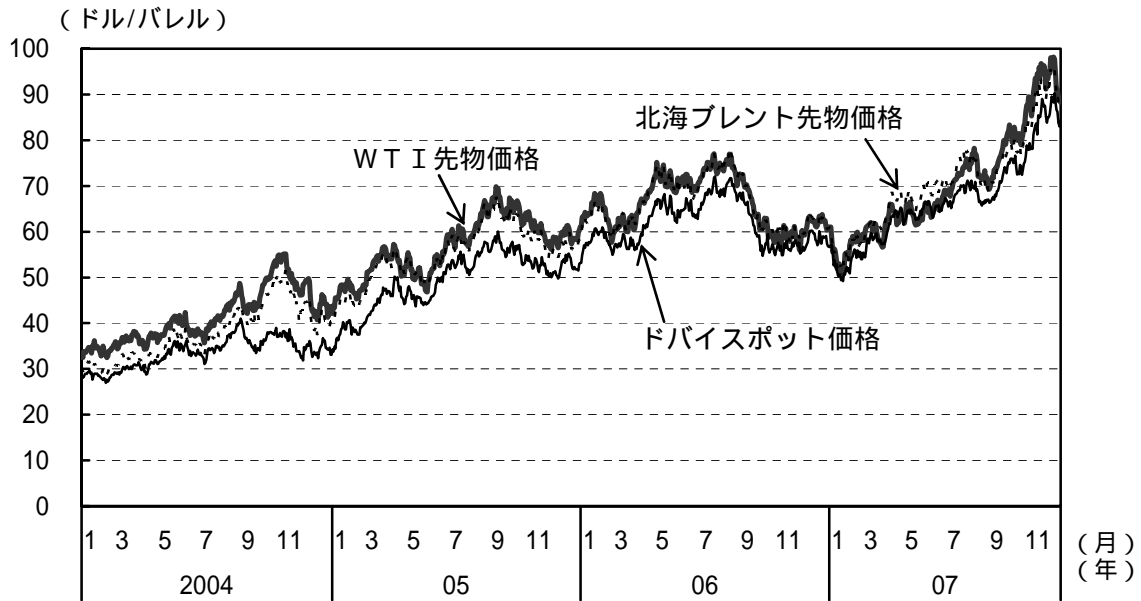
史上最高水準に上昇した原油価格と落ち着きがみられるコア物価

原油価格の動向をWTI (ウエスト・テキサス・インターメディアイト) 先物価格で見ると(第1-6図)、近年、ドライブシーズン入りに伴うガソリン需要等を反映して夏場に上昇した後、9月頃には落ち着いてくるという季節変動がみられたが、07年は9月以降も上昇が続き、10月下旬には90ドルに達し、11月下旬には史上最高水準となる98.18ドル(終値ベース)を記録した。

こうした07年春先以降の原油やその他の金属や穀物の価格上昇等により、消費者物価や生産者物価の上昇率は、振れがあるもののやや高い水準で推移している。一方、エネルギー価格等を除いたコア物価の上昇率として個人消費支出 (PCE) コアデフレーターをみると、6月以降、FRBが望ましい物価状態の上限としているとされる前年比2%を下回る水準で推移するなど落ち着きがみられ(第1-7図)、原油価格等の上昇のコア物価への波及は明確にはみられていない。06年秋以降の原油価格の下落は、ガソリン価格の下落や消費マインドの改善等によって個人消費をある程度押し上げ

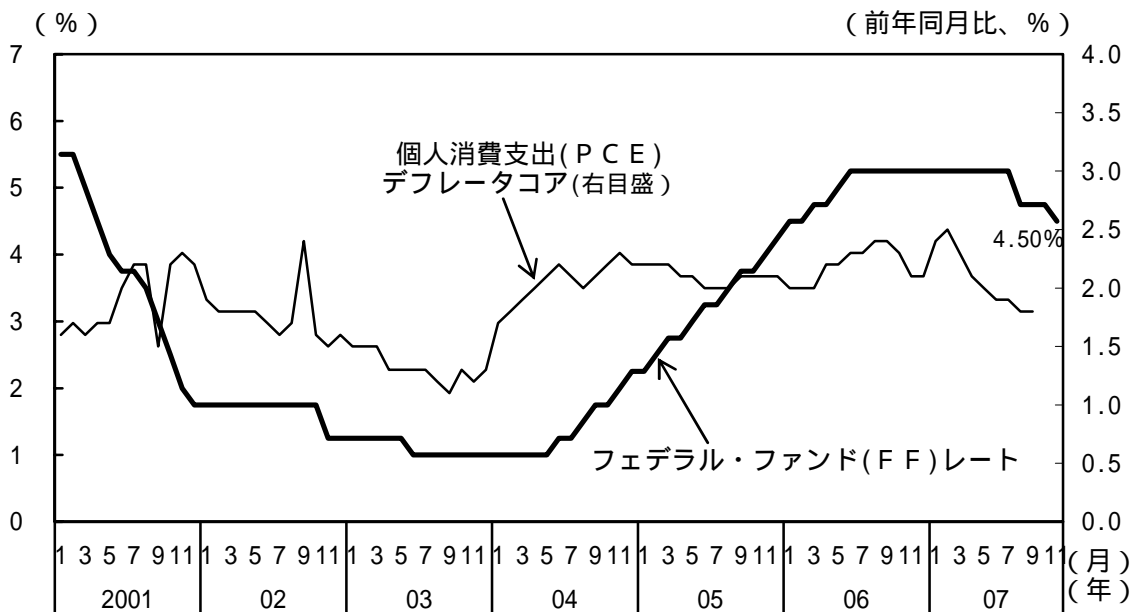
たとえ考えられるが、07年は原油価格の高騰が続いていることに加え、その他の要因として金属や穀物の価格上昇や労働市場からの物価上昇圧力も依然として残っていることから、消費等への影響も含め今後の物価動向には引き続き注視が必要である。

第1-6図 原油価格の推移



(備考) ブルームバーグより作成。

第1-7図 アメリカ：物価動向と金融政策



(備考) 連邦準備制度理事会(FRB)、アメリカ商務省より作成。

F R B は政策金利の利下げを実施

アメリカでは06年半ばまで利上げ局面が続いていたが、F R B は、06年8月のF O M Cにおいて政策金利（フェデラル・ファンド・レート（F F 金利））の誘導目標水準を据え置く決定を行い、以後、据置が続いた（第1-7図）。

しかし、07年7月下旬からサブプライム住宅ローン問題への懸念等による金融資本市場の変動がみられたことから、8月17日に「成長の下振れリスクが目に見える形で高まった」として、F R B は、それまで政策金利より1.0%ポイント高い水準に保たれていた公定歩合を0.5%ポイント引下げ5.75%にするなどの政策変更を行い、市場への流動性供給を強化した。

さらに、9月に開催されたF O M Cでは、「金融市場の混乱により生じ得る経済全般への悪影響の一部を未然に防ぎ、長期的に緩やかな成長を促す」として、景気の下方リスクが高まったことに対して予防的な対応をとる姿勢を示し、政策金利の誘導目標水準を0.5%ポイント引下げ、4.75%とすることを決定した（公定歩合も0.5%ポイント引下げ）。さらに、10月に開催されたF O M Cにおいても、同様の判断から政策金利の誘導目標水準を0.25%ポイント引下げ、4.50%とすることを決定した（公定歩合も同様に0.25%ポイント引下げ）。

今後について、F O M C は、10月の会合後の声明において「今回の措置の実施後は、インフレの上振れリスクと経済成長の下振れリスクはおおむね均衡すると判断」しているが、市場や民間エコノミストの一部には、景気の減速懸念から、さらなる利下げを予測する見方もみられる。

08年は緩やかな成長が見込まれるものの、下方リスクが高まっている

今後のアメリカ経済については、サブプライム住宅ローン問題に端を発した金融資本市場の変動等により先行き不透明感がみられる中で、住宅市場の減速が続いていることや、原油価格の高騰が続いていることの影響等から、07年10～12月期も引き続き緩やかな成長になるとみられている。07年通年では、実質経済成長率は潜在成長率を下回る2.1%程度の緩やかな成長になると見込まれる。

08年の実質経済成長率は、住宅投資のマイナスの寄与が徐々に縮小していく一方で、F R B による政策金利の引下げの効果が遅行的に現れるとみられることなどから、07年をやや上回る2.4%程度の緩やかな成長になると

見込まれる。しかしながら、こうした見方に対しては、住宅市場の調整の深刻化や金融資本市場におけるさらなる変動の可能性など実体経済への下方リスクが高まっており、これらが現実のものとなる場合には景気が一層減速するおそれもある（第2章参照）。

2 . アジア

2007年は、ヨーロッパや新興国向け等の輸出が好調に推移したほか、内需も堅調を維持し、中国を中心に景気拡大が続いた。08年は、世界経済の減速等からやや減速する国もあるものの、アジア経済全体では引き続き堅調に推移すると見込まれる。

（1）北東アジア（中国、韓国、台湾、香港）

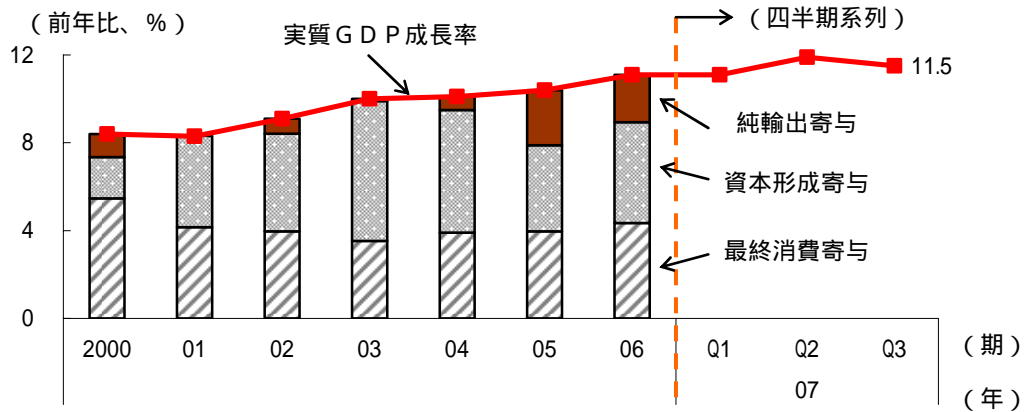
07年の北東アジアの経済成長率は9.0%程度と見込まれる。引き続き中国を中心に景気は拡大し、韓国及び台湾ではIT関連財等の製造業の在庫調整が進んだ。

08年は世界経済の減速の影響等があるものの、民間部門を中心に内需が堅調に推移し、8.4%程度の成長になると見込まれる。

投資と輸出を中心に高成長が続く中国

中国の07年の成長率は、11.3%程度と5年連続二桁の高成長となる見込みである。内需、外需ともに拡大し、1～9月期は前年比11.5%の高成長となった。引き続き投資と輸出が景気のけん引役となっている（第1-8図）。

第1-8図 中国:実質GDP成長率と需要項目別寄与度



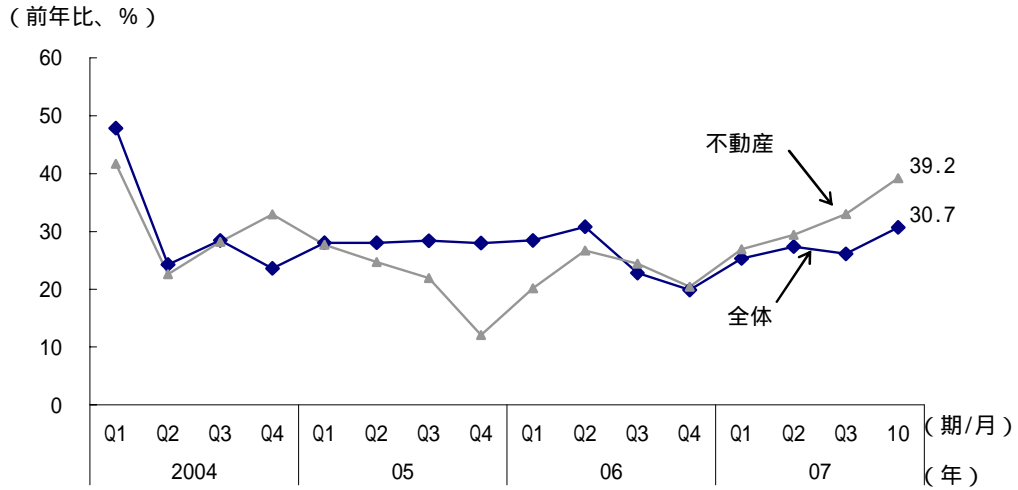
(備考) 中国国家统计局より作成。

固定資産投資(都市部、名目値)は、06年前半に前年比30%前後の伸びが続き、投資過熱感が高まった。そのため、直接規制や金利引上げ等の「マクロコントロール」が強化され、06年後半以降やや伸びが鈍化したものの、過剰流動性や地方政府の旺盛な投資意欲等を背景に07年に入り再び伸びを高めた(第1-9図(1))。ここで中国の資本ストック循環をGDPベースの固定資産投資額を活用して推計してみると⁵(一定の前提を置いた試算であり、幅をもってみる必要がある)、03~07年にかけて、過去のすう勢と比較してもかなり高い期待成長率に対応した水準で推移しており、過熱が懸念される(第1-9図(2))。また限界資本係数でも、90年代に傾向的に上昇した後、2000年以降ほぼ横ばいで推移している(第1-9図(3))。このため、一たび経済が減速した場合には、過剰資本の問題が顕在化するおそれもあり、引き続き注視する必要がある。

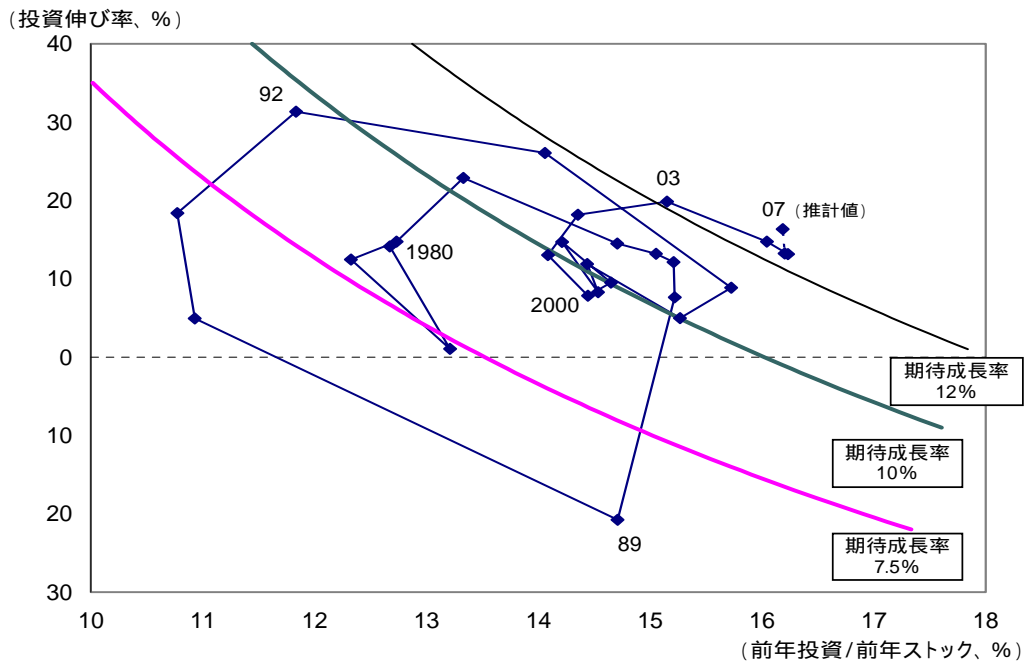
⁵ 内閣府『2006年秋 世界経済の潮流』第I部第2章第1節「2. 高成長の一方で拡大する不均衡」も参照されたい。

第1-9図 中国：固定資産投資の推移

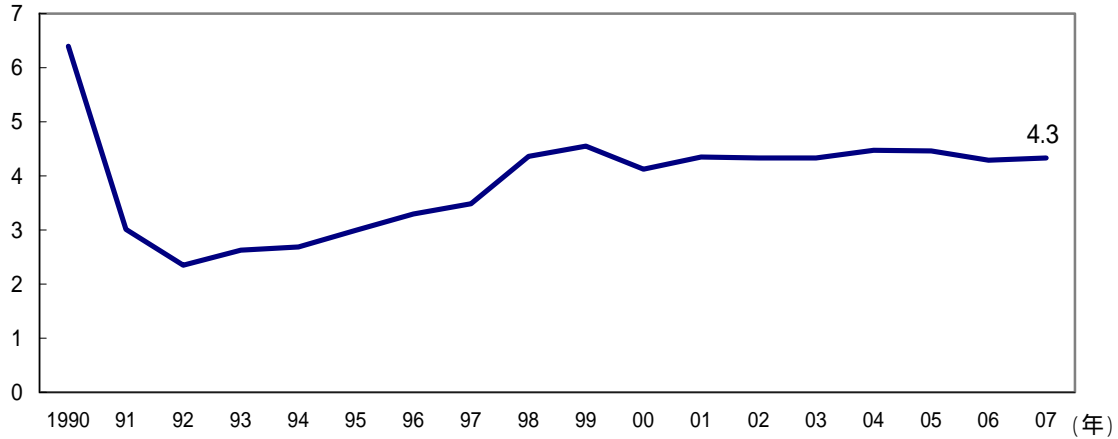
(1) 都市部固定資産投資の伸び



(2) 資本ストック循環



(3) 限界資本係数の推移



(備考) 1. 中国国家統計局より作成。

2. (1)の数値は内閣府推計値。

3. (2)の推計方法は以下のとおり。

- ・07年は1～9月期のデータによる推計値。固定資本形成(名目)の伸び率は、過去4年間の「全社会固定資産投資」と「固定資本形成」の前年比の平均の差を求め、その差を1～9月期の「全社会固定資産投資」の前年比から差し引いたものとし、さらにPPI(総合)デフレートすることにより実質の伸び率を導出した。
- ・毎年の固定資本形成は、1979年まではGDPデフレーター、80年以降はPPI(総合)を用いて実質化。
- ・資本ストックは53年の固定資産投資額をベンチマークとし、除却率5%と仮定し、ベンチマークイヤー法により算出。
- ・双曲線の引き方については、内閣府「平成13年度年次経済財政報告」付注1-1参照。
なお、導出に必要な資本ストック・所得比(K/Y)の変化率の期待値は96年以降の平均値とした。

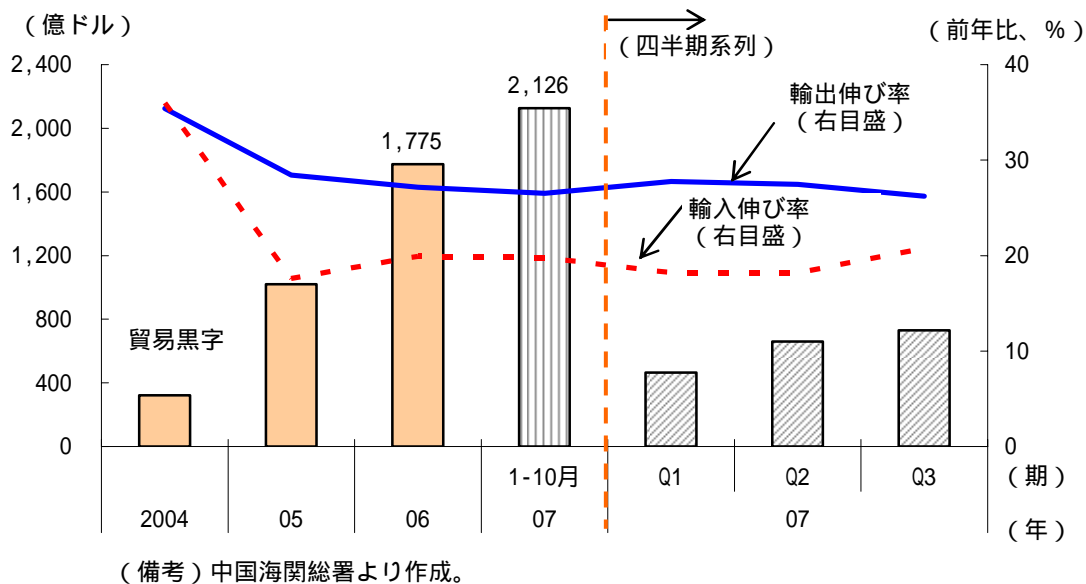
4. (3)の限界資本係数は、投資額をGDPの増分で除して算出(/ Y)。

輸出額は前年比20%台の高い伸びが続き、鋼材等の一部品目に対する輸出増値税還付率の調整⁶や輸出暫定税率⁷の引上げ等の輸出抑制策を実施しているものの、貿易黒字は06年通年(約1,775億ドル)に続き、07年1～10月期で既に約2,126億ドルと過去最高額を更新している(第1-10図)。

⁶ 政府は物品の輸入や国内販売等に課す17%の増値税(一種の付加価値税)について、輸出時に品目に応じて一定割合を還付しているが、06年後半以降、貿易黒字の抑制や省エネルギー、環境保全、製品の高付加価値化を通じた産業高度化等を目的として、貿易黒字が懸念される品目や生産時のエネルギー多消費・環境汚染品目、低付加価値製品等を対象に還付率の引下げや還付自体の取りやめ等の調整を行い、輸出抑制を強化している。

⁷ 暫定税率が設定されると、基本関税によらず、暫定税率が適用税率となる。

第1-10図 中国：貿易黒字と輸出入の伸び



これまで低位安定していた消費者物価上昇率は、食品価格の上昇により06年後半から上昇がみられ、07年3月より政府目標⁸の前年比3%以内を超えて、8月以降は同6%台で推移している。一方、非食品価格は低水準で安定した動きとなっている(第1-11図)。また、平均賃金上昇率が07年1~9月期で前年比18.8%と高い伸びとなっており、これを背景に消費の増加率(1~10月期同16.1%増)も高まってきている。

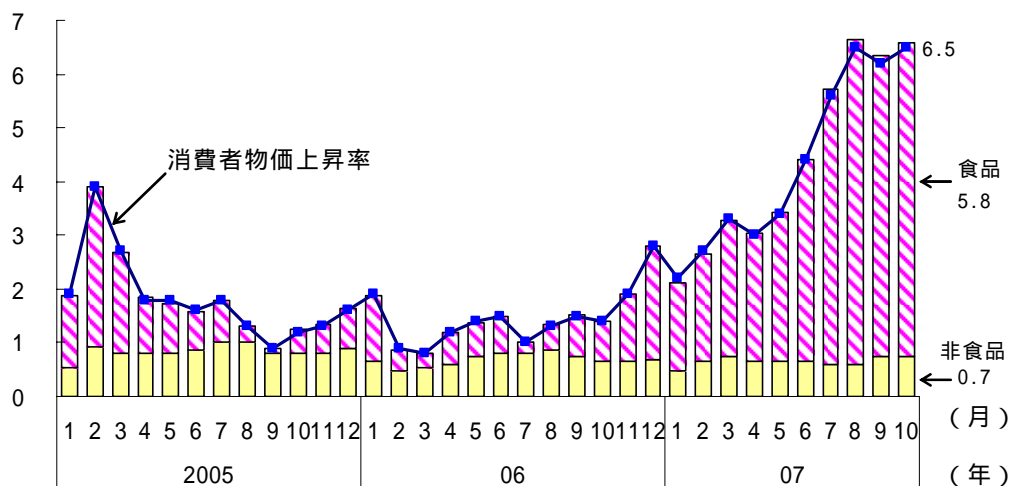
資産価格をみると、株価(上海総合指数)は06年初頃より上昇し始め、07年10月末は06年初に比べ約5倍となり、不動産価格⁹も07年1~10月の平均伸び率は前年比7.0%と上昇している。

⁸ 07年3月の全国人民代表大会時。

⁹ 全国70大中都市建物販売価格指数。

第1-11図 中国：消費者物価上昇率と項目別寄与度

(前年同月比、%)



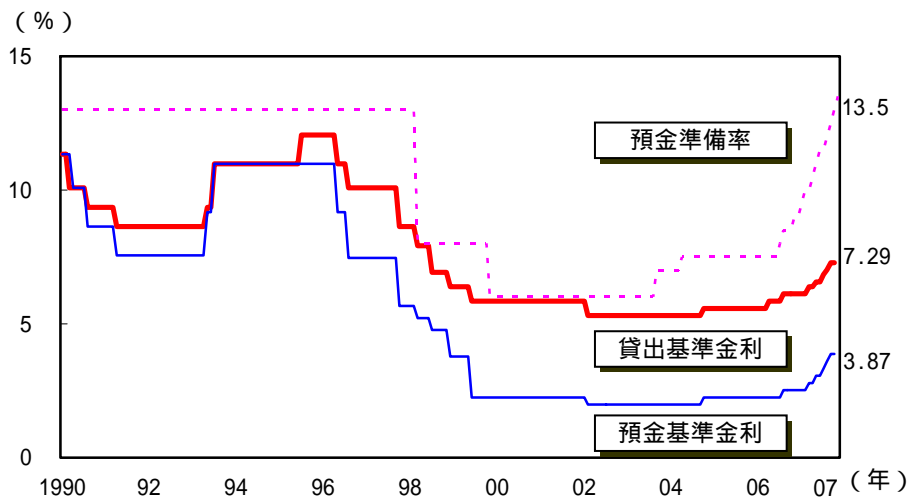
(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
2. 項目別寄与度は内閣府推計値。

こうした状況の下、金融政策においては、流動性管理の強化、固定資産投資の伸びの抑制、物価の安定維持等を目的として07年は一層の金融引締めが実施され、貸出・預金基準金利は5回、預金準備率は9回引き上げられた(第1-12図)。しかし、マネーサプライ(M2)や銀行貸出残高の伸びをみても、引き続き高い伸びが続いている。

なお、外貨準備を効率的に運用するため、07年9月に中国投資有限責任会社が設立された。中国人民銀行(中央銀行)が保有する外貨準備をその資本金とするため、財政部が特別国債(総額1.55兆元、約2,000億ドル)の発行を一部開始した¹⁰。これまで発行された特別国債の多くは中央銀行に買い取られており、公開市場操作に活用することとされているため、流動性の吸収に寄与する面もあると考えられるが、これまでのところこうした効果は限定的とみられる。

¹⁰ 中国では外貨準備を中央銀行が保有しているため、政府は中国投資有限責任会社に出資するための資金を特別国債の発行により調達し、この特別国債を中央銀行が買い取ることによって、結果的に外貨準備が資本金として活用されることとなる。8月の第1期発行(6,000億元)に際しては、この特別国債はいったん国内商業銀行が引き受けた後、同日中央銀行が全て公開市場操作により買い取っている。したがって、この段階では市中のマネーサプライに対しては影響は生じていないことになるが、中央銀行は、その後公開市場操作でその買取り分の一部を活用することとしている。第2期発行(2,000億元)に際しては、入札方式で市中銀行が引き受け、市中での流通が可能となっている。うち約1,000億元は9~10月に3回に分けて既に発行され、残りの1,000億元は債券市場の状況を鑑み、07年10~12月期に発行を完了するとされている。

第1-12図 中国：政策金利の推移



(備考) 1. 中国人民銀行より作成。
2. 貸出・預金基準金利は1年物。

08年については、中国当局によるマクロコントロールの引締め効果、世界経済の減速の影響等から、成長率は07年よりやや鈍化するものの、10.3%程度と6年連続で二桁台を維持すると見込まれている。しかし、投資や消費の高い伸びが続けば上振れする可能性があると考えられる。また、今後の景気過熱を十分に抑制できない場合には、超過供給の発生等により、中国経済が調整局面を迎え、結果的に成長率が減速するおそれがあると考えられる。

緩やかな景気拡大が続く韓国、台湾、香港

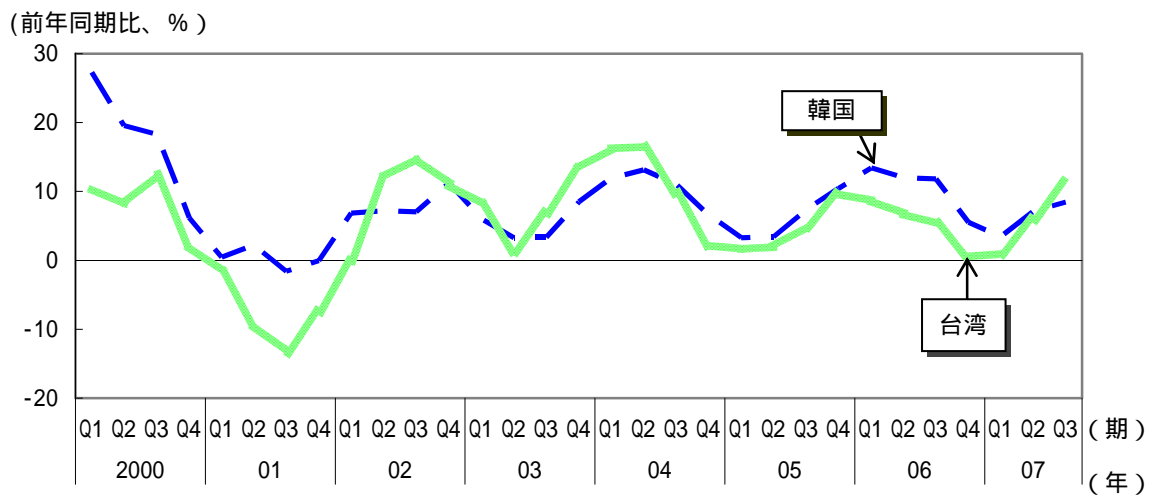
韓国では、ウォンの増価にもかかわらず堅調な海外需要等を背景に、IT関連財や船舶、自動車等を中心に輸出が拡大した。IT関連財の生産も増加しており、IT部品における出荷・在庫バランス（出荷の前年比 - 在庫の前年比）をみると、07年に入り出荷の伸びが在庫の伸びを上回るなど改善がみられている（第1-13図）。また、民間消費や設備投資等の内需も比較的堅調に推移していることなどから、07年には4.8%程度の成長が見込まれる。08年は、引き続き好調な輸出と堅調な民間消費によって5.0%程度の成長になると見込まれる。

台湾は、IT関連財等の輸出の緩やかな増加と、民間投資等の内需の堅調な伸びに支えられてきた。07年に入ると、IT関連財の在庫調整が進み

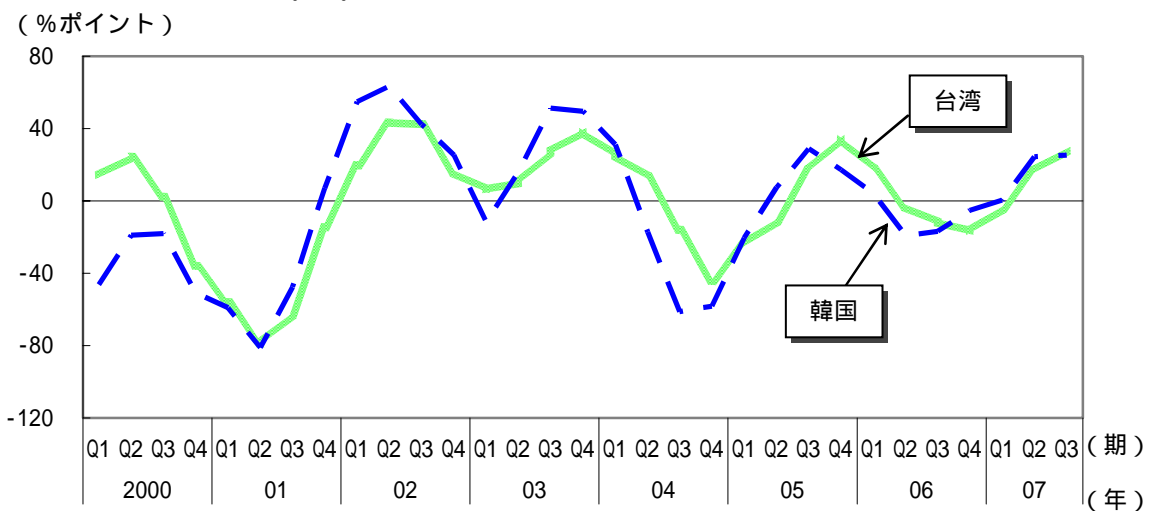
生産が回復しており、さらに年後半からは輸出の伸びも高まっていることなどから、07年の成長率は4.4%程度になると見込まれる。08年には、輸出がけん引し、内需が下支えすることなどから、4.4%程度の成長が見込まれる。

第1-13図 韓国、台湾の生産動向

(1) 製造業生産の推移



(2) IT部品における出荷・在庫バランス



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。
2. 出荷・在庫バランス = 出荷前年比 - 在庫前年比。

香港では、外需がアメリカ向けの輸出の伸び悩みから低調に推移したものの、民間消費の好調等を受けて内需が拡大したことから、07年の成長率は5.6%程度と見込まれる。08年は5.3%程度の成長になると見込まれる。

(2) ASEAN：シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン

ASEAN各国は、ヨーロッパ向け等の輸出が比較的堅調に推移したことなどから、07年の成長率は5.8%程度になると見込まれる。また、08年は世界経済の減速等があるものの、成長率は5.6%程度と見込まれる。

景気は総じて拡大している

シンガポールでは、IT関連財の輸出の伸びが緩やかとなったものの、医薬品を始めとした非IT関連財の輸出が力強い伸びをみせた。また、民間消費や建設投資、設備投資等の内需も拡大し、07年の成長率は7.1%程度になると見込まれる。08年の成長率は5.8%程度と見込まれる。

タイでは、民間消費や民間投資等の内需は政情不安等から停滞しているものの、政府支出と輸出が景気を下支えし、07年の成長率は4.3%程度と見込まれる。08年は、内需の回復から、4.8%程度の成長が見込まれる。

マレーシアでは、内需を中心に景気が拡大しており、07年は5.7%程度の成長が見込まれている。08年にも5.7%程度の成長が見込まれる。

フィリピンでは、好調な輸出等により、07年の成長率は6.4%程度と見込まれる。08年の成長率は5.6%程度と見込まれる。

インドネシアでは、民間消費等の内需が景気をけん引し、07年の成長率は6.0%程度と見込まれる。08年には内需が引き続き堅調に推移するとみられることなどから、成長率は5.9%程度と見込まれる。

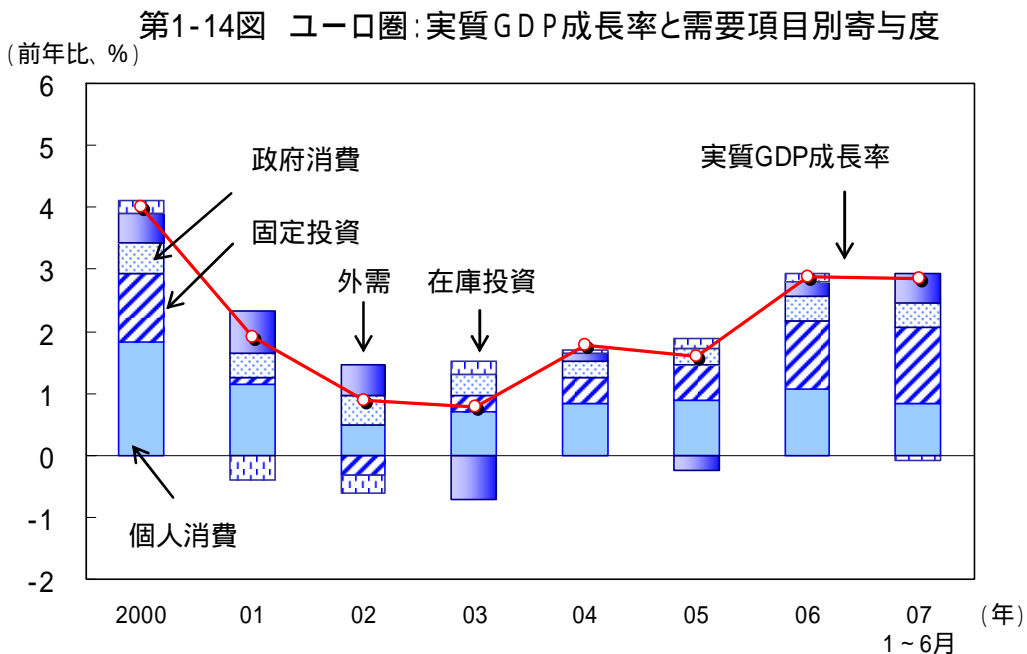
3. ユーロ圏、英国

ヨーロッパの景気は2006年に力強く回復した後、07年に入り、ユーロ圏では経済成長率がやや鈍化する一方で、英国では引き続き高い伸びを続けるなどやや違いがみられるが、総じて景気回復が続いている。08年には、ヨーロッパの成長は緩やかになるが、内需を中心に底堅い景気回復が続くとみられる。

(1) ユーロ圏

景気回復が続くユーロ圏

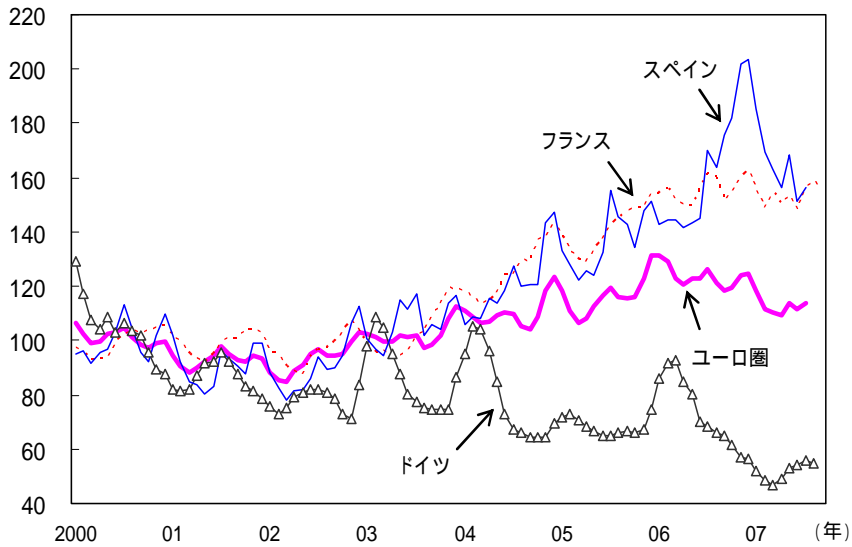
ユーロ圏の主要国における07年の経済成長率は、ドイツが付加価値税引上げ¹¹の影響もあって2.6%程度へと減速するほか、フランスでは1.9%程度へ、イタリアでも1.8%程度へ、ともに減速すると見込まれる。このため、ユーロ圏全体の経済成長率も06年の2.9%の高い伸びから2.6%程度へと減速が見込まれる。機械設備を中心とした固定投資の好調、ドイツを除く国々での個人消費の堅調な増加等、内需にけん引された景気回復が続いている(第1-14図)。ユーロ圏の住宅市場では90年代から多くの国で価格上昇が続き、住宅価格が賃貸料や可処分所得との関係でみて長期的なトレンドから乖離する(前掲第1-3-4図)など過熱感がみられる国もあるが、金融引締め(05年12月2.0% 07年6月4.0%)等を背景に一部に調整の動きもみられる(第1-15図及び第I部第1章第3節参照)。景気回復を反映して雇用情勢も改善を続け、ユーロ圏の失業率は07年9月に7.3%と99年のユーロ誕生以降で最低水準にまで低下している。



¹¹ 07年1月より付加価値税(VAT)の一般税率が16%から19%へと引き上げられた。引上げによる歳入の一部は雇用保険料引下げに充てられた。

(2000年 = 100、
3か月移動平均)

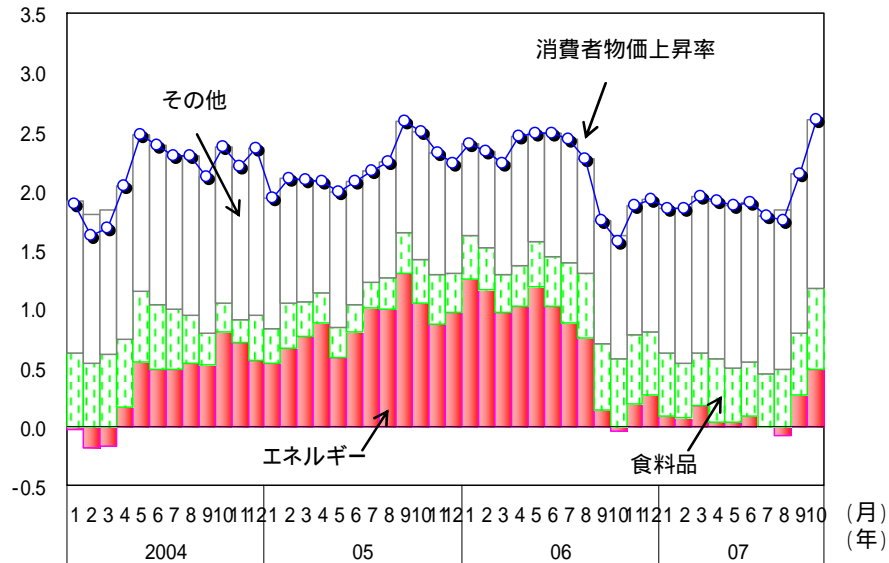
第1-15図 ユーロ圏:新築住宅建設許可指数



(備考)ユーロスタットより作成。

消費者物価上昇率は、06年9月以降、石油価格の低下等を反映して欧州中央銀行（ECB）の参照値（2%を下回りかつ2%近傍）を下回る水準で安定的に推移した（第1-16図）。しかし、07年9月以降、石油価格や食品価格等の上昇によって、消費者物価上昇率は前年同月比で2%を上回って推移しており、年間では2.0%程度になると見込まれる。

第1-16図 ユーロ圏:消費者物価上昇率と主な項目の寄与度
(前年比、%)



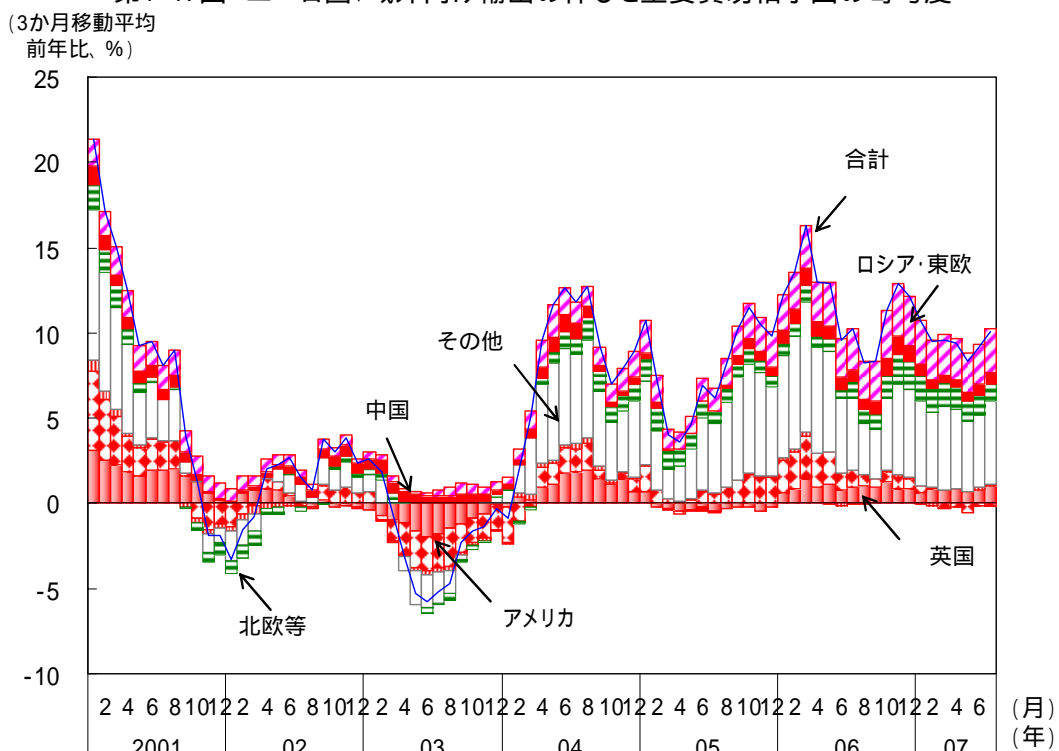
(備考)ユーロスタットより作成。

新興国及び産油国向け輸出がユーロ圏の景気回復を下支え

ユーロ圏の域外輸出は、アメリカ向けがアメリカ景気の減速もあって07年に入り前年同期比で若干減少しているが、新興国や産油国向けを中心に全体として順調に増加している（第1-17図）。

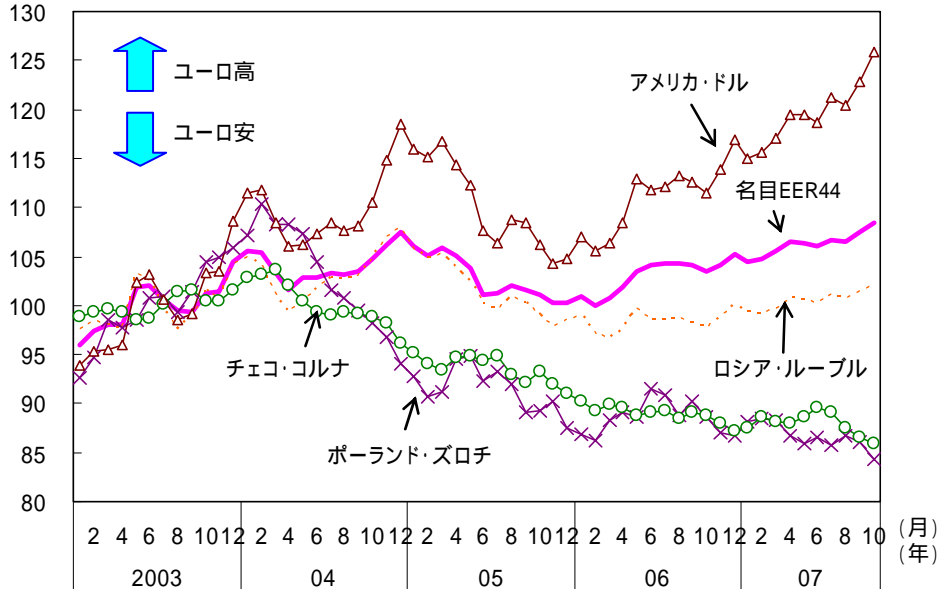
ユーロ相場はドルや円に対しては05年央頃から増価傾向にあり、最近ではユーロ導入以来の最高水準となっており、これがアメリカ向け等の輸出を抑制する一因となっていると考えられる。しかし、EU新規加盟国やロシアの通貨に対してユーロは横ばいないし減価しており、これら地域に対する輸出増の一因となっていると考えられる（第1-18図）。ユーロの名目実効為替レートでみると、05年以降増価傾向にあるものの、ドルレート等と比べると緩やかな上昇となっている。さらに、石油価格の高騰で潤うロシア等の旧ソ連圏諸国や中東産油国は経済開発を促進させるためユーロ圏からの輸入を増やし、結果的に石油代金が還流しており、こうした動きがユーロ圏の景気回復を下支えしているとみられる。

第1-17図 ユーロ圏：域外向け輸出の伸びと主要貿易相手国の寄与度



(備考) ユーロスタットより作成。

第1-18図 ユーロの名目実効為替レートと
主要通貨に対する相場の推移
(2003年=100)



(備考) 1. E C Bより作成。
2. 名目E E R (Effective Exchange Rate)44は、E C Bがユーロ圏主要貿易相手国44か国との為替レートに基づき算出している名目実効為替レート。

08年は堅調な回復が続く見通しだが、下方リスクに注意が必要

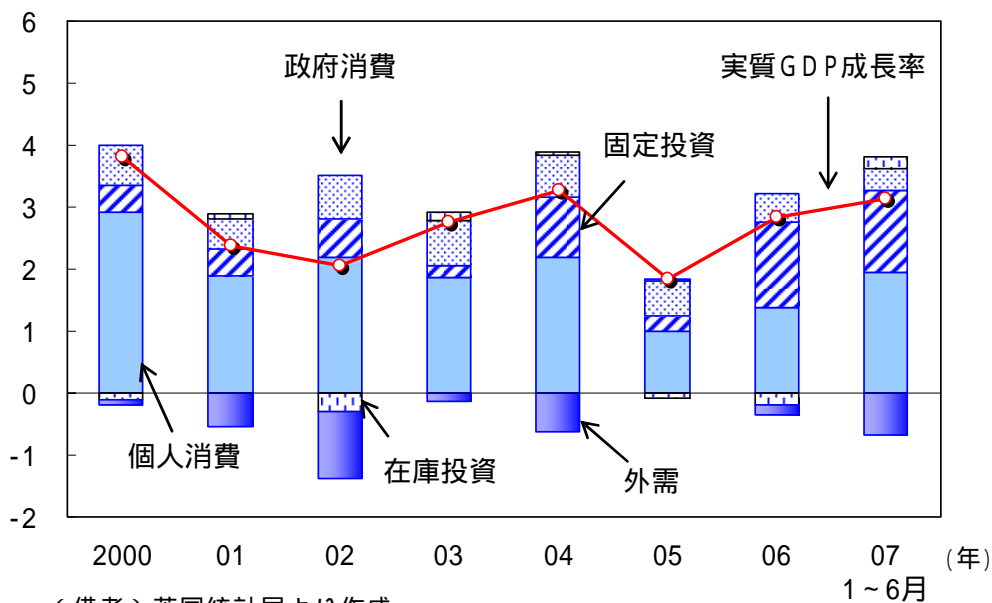
08年のユーロ圏の経済成長率は07年からやや減速するものの、2.1%程度と潜在成長率(O E C D推計08年1.9%)を若干上回り、堅調な回復が続く見通しである。雇用・所得環境、企業収益等、ユーロ圏経済のファンダメンタルズは良好であり、個人消費と設備投資の内需にけん引された景気回復が続くと予測される。しかし、07年央以降の金融資本市場の変動により、一部金融機関の経営破綻、銀行融資基準の厳格化¹²、コンフィデンスの低下等の影響が徐々に明らかになってきており、実体経済に広範な影響が及ぶリスクがある。また、住宅市場の調整が深まるおそれもあり、こうした下方リスクに注視していく必要がある。なお、消費者物価上昇率は、08年前半は2%台半ばで推移するとみられるが、年間平均では2.1%程度となる見通しである。

¹² E C B “The Euro Area Bank Lending Survey,” October 2007を参照。

(2) 英国

英国では、07年の経済成長率は3.0%程度と06年よりやや高い成長が見込まれる。個人消費や設備投資等、内需の好調により景気は堅調な回復が続いている（第1-19図）。生産面では、製造業はおおむね横ばいとなっているものの、金融やビジネス・サービス等のサービス産業が好調に拡大しており、英国の長期にわたる安定成長を主導している。07年央以降の金融資本市場の変動の影響は容易には見極め難いが、一部の住宅金融機関の経営破綻に止まらず金融活動全般にわたり影響するようになれば、景気が下振れするリスクも考えられる。住宅市場は、累次の政策金利の引上げ（06年8月4.50% 07年7月5.75%）もあって、緩やかに調整している。今後、住宅市場で急激な調整が進むようなことがあれば、個人消費を抑制するリスクがある（第 部第1章第3節参照）。雇用面では、EU拡大による新規加盟国からの労働者流入が目立つ一方、女性・高齢者を中心に高まりをみせていた労働参加率がこのところ頭打ちになっており、失業率も横ばい状態になっている。

(前年比、%) 第1-19図 英国: 実質GDP成長率と需要項目別寄与度



消費者物価の前年同月比上昇率は、エネルギー価格の上昇を背景に05年半ば頃よりイングランド銀行のインフレ目標の2%を上回って推移する傾

向がみられ、07年3月には3%を超えた¹³。その後、電力・ガス料金の値下げ等から消費者物価上昇率は鈍化して2%を下回っていたが、10月には再び2%を上回り、07年通年では前年比2.3%程度になる見込みである。

08年の英国経済は、金融資本市場の変動の影響や金融政策の動向等により不透明さを増しており、個人消費や設備投資等、内需の拡大によって景気回復は続くものの、経済成長率は2.3%程度へと減速し、消費者物価上昇率は2.0%程度と見込まれる。

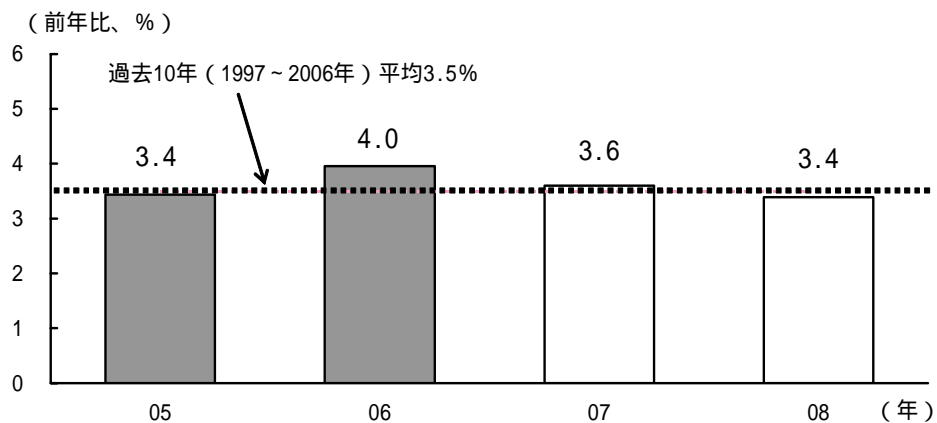
¹³ イングランド銀行は、消費者物価上昇率がインフレ目標から上下1%乖離した場合には、財務大臣に理由と対策等を示した公開書簡を提出することとされており、イングランド銀行の独立性が強化された97年以降で初の同書簡が07年4月（3月の消費者物価統計公表日）に提出された。

4 . 世界経済の概観

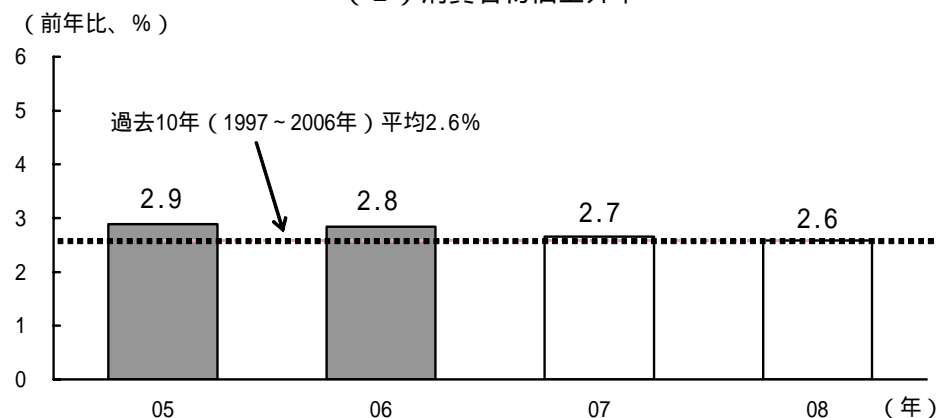
以上を総合すると、日本にとって関係の深い世界経済全体では、2007年の経済成長率は3.6%程度と前年を下回ると見込まれ、08年はさらに07年をやや下回る見通しである（第1-20(1)図）。また、消費者物価上昇率は07年には2.7%程度と、06年とほぼ同水準の伸びが見込まれるほか、08年も2.6%程度と過去10年間平均とほとんど同程度で推移するものと見込まれる（第1-20(2)図）。

第1-20図 世界経済（29か国・地域）の見通し

（1）実質GDP成長率



（2）消費者物価上昇率



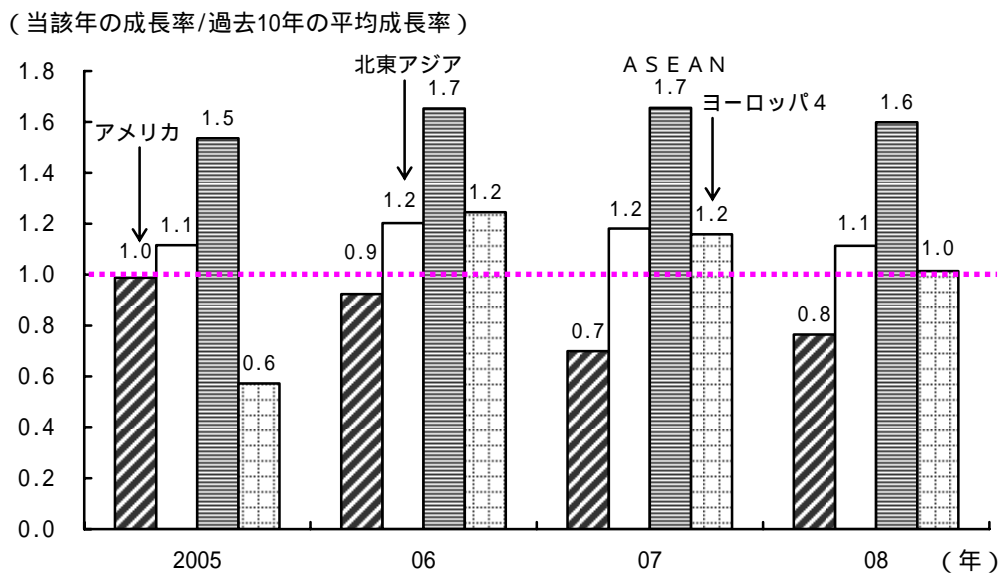
（備考）1．実績について第1-1表と同じ。

2．（1）、（2）は、それぞれ「世界経済」に含まれる国・地域の実質GDP成長率及び消費者物価上昇率に06年の名目GDPのウェイトを乗じて算出した。

3．「世界経済」に含まれる国・地域については別表参照。

地域別に過去10年間の経済成長率のすう勢と08年の経済成長率を比較してみると、成長達成度（08年の成長率/過去10年の平均成長率）はアメリカでは0.8程度と過去のすう勢を下回る状態が続くが、北東アジア、ヨーロッパ4では1程度と、過去のトレンドに沿った経済成長率を達成すると見込まれる（第1-21図）。

第1-21図 世界経済の成長達成度



- (備考) 1. 実績、地域対象国について第1-1表と同じ。
 2. 「世界経済」に含まれる国・地域については別表参照。
 3. 各国・地域の数値は小数点第二位を四捨五入した値。

別表 過去10年の実質GDP成長率と消費者物価上昇率

国/地域名	1997～2006年		参考
	実質GDP 平均成長率 (%)	消費者物価 平均上昇率 (%)	名目GDPの ウエイト (2006年)
(1) アメリカ	3.1	2.5	35.8
(2) カナダ	3.5	2.1	3.4
(3) メキシコ	3.6	9.1	2.3
(4) ブラジル	2.5	7.0	2.9
(5) 北東アジア	7.5	1.4	11.0
(6) 中国	9.2	0.9	7.1
(7) 韓国	4.4	3.4	2.4
(8) 台湾	4.4	0.8	1.0
(9) 香港	4.2	0.4	0.5
(10) ASEAN	3.5	7.4	2.6
(11) シンガポール	5.2	0.7	0.4
(12) インドネシア	2.6	14.9	1.0
(13) タイ	2.8	3.2	0.6
(14) マレーシア	4.4	2.5	0.4
(15) フィリピン	4.2	5.9	0.3
(16) インド	6.5	5.7	2.4
(17) ヨーロッパ4	2.0	1.6	25.3
(18) ドイツ	1.5	1.5	7.8
(19) フランス	2.3	1.5	6.0
(20) イタリア	1.4	2.2	5.0
(21) 英国	2.8	1.6	6.4
(22) ユーロ圏	2.2	1.9	28.5
(23) ロシア	5.0	22.9	2.6
(24) オーストラリア	3.5	2.6	2.0
世界経済(上記29か国・地域)	3.5	2.6	100.0

(備考) 1. 実績、地域対象国について第1-1表と同じ。

2. 「世界経済」の実質GDP平均成長率は、(1)～(5)、(10)、(16)、(21)～(24)、消費者物価平均上昇率は、(1)～(5)、(10)、(16)、(21)、(22)、(24)の国・地域(ロシアは含まれない)の数値に06年の名目GDPのウエイトを乗じて算出した値の合計値。名目GDPのウエイトは、上記29か国・地域の名目GDP総額に占める各国・地域の割合。