

**SCB**SHINKIN  
CENTRAL  
BANK

信金中央金庫

SCB

総合研究所

経済見通し

No. 19-2

(2007.8.15)

〒104-0031 東京都中央区京橋 3-8-1  
TEL.03-3563-7541 FAX.03-3563-7551  
URL <http://www.scbri.jp>**実質成長率は07年度2.3%、08年度1.4%と予測**

- 民需主導で息の長い景気回復が続く -

## &lt; 要旨 &gt;

**1. 07年4～6月の実質成長率は前期比0.1%～前期に比べて回復テンポは鈍化**

個人消費は前期比0.4%増と堅調を維持し、設備投資は1.2%増と前期から伸びを高めた。一方、米景気の減速を受けて輸出の増勢が鈍化したため、1～3月の成長率を0.4ポイント押し上げた純輸出は、4～6月には寄与度ゼロに縮小した。

**2. 景気は引き続き回復基調を維持するが、08年度下期には軽い調整局面へ**

景気の成熟化で設備投資の増勢は緩やかに鈍化しようが、景気回復の恩恵は着実に家計部門に波及していくとみられ、個人消費は今後も底堅く推移しよう。07年度も民需主導で景気の自律回復が続き、北京五輪が開催される08年夏頃まで景気は回復基調を維持するとみられる。ただ、08年度下期には、北京五輪効果の反動からシリコンサイクルがピークアウトし、在庫調整と海外経済の減速で日本経済は軽い調整局面を迎えると予想される。

**3. 実質成長率は07年度2.3%、08年度1.4%と予測**

賃金の回復テンポが想定を下回っているものの、民需主導による自律回復の動きが崩れていないことから、前回見通しをほぼ踏襲し、07年度の実質成長率を2.3%と予測した。08年度についても、シリコンサイクルのピークアウトをきっかけに下期に調整局面に入るが、構造調整を終えた日本経済の基盤は底堅く、調整は比較的短期間で終息するとの見方を維持している。08年度の実質成長率は前回予測を据え置き1.4%と予測した。

**4. 景気回復の持続とデフレ脱却でコールレートは07年度中に1.0%へ上昇へ**

日本経済は民需主導の自律回復局面が続き、デフレ脱却への動きは緩やかながら着実に進展しよう。GDPデフレーターは、07年度下期に前年比プラスへ転じると予想される。日銀は、07年度中に2回の追加利上げを実施し、無担保コールレートの誘導目標を1.0%まで引き上げよう。ただ、08年度は景気の調整局面入りで、0.25%の小幅利下げが実施されると想定した。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位：%)

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	前回(07年5月)	
	実績	実績	実績	予測	予測	07年度(予)	08年度(予)
<b>実質GDP</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.4</b>	2.2	1.4
個人消費	1.3	1.9	0.7	1.9	2.0	1.8	2.0
住宅投資	1.7	1.0	0.4	2.1	0.7	0.6	0.7
設備投資	6.3	5.8	8.0	4.8	0.7	4.0	0.6
公共投資	12.7	1.4	9.6	4.4	2.5	4.0	2.7
純輸出(寄与度)	(0.5)	(0.5)	(0.8)	(0.7)	(0.2)	(0.6)	(0.2)
<b>名目GDP</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>2.3</b>	<b>1.6</b>	2.2	1.6

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金総合研究所

1. 07年4～6月の実質成長率は前期比0.1%～前期に比べて回復テンポは鈍化

07年4～6月の実質成長率は、前期比0.1%、年率に換算すると0.5%と、1～3月(0.8%、年率3.2%)に比べて減速した。純輸出の寄与度が前期のプラス0.4%からゼロに縮小したことや、在庫投資が減少したことが影響した。景気の実感に近い名目成長率は、前期比0.3%と2期ぶりに実質の伸びを上回った(図表2)。

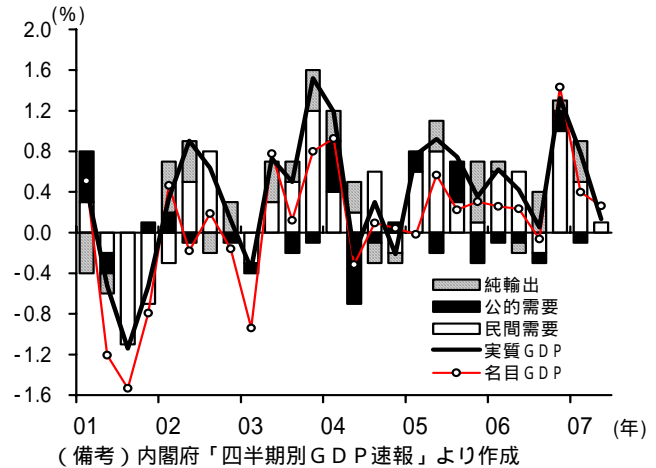
4～6月の動きを需要項目別(実質)にみると、実質GDPの6割弱を占める個人消費は、前期比0.4%増と前2四半期に比べると増勢は鈍化した。引き続き

底堅い動きを維持した。1人当たり賃金は伸び悩んでいるものの、雇用者数の増加で家計の賃金総額にほぼ相当する雇用者報酬は回復を続けており、これが個人消費を下支える要因になった。商品別では、薄型テレビなどのデジタル家電をけん引役に耐久財が好調だったほか、百貨店が夏物セールを前倒したことも4～6月の消費を押し上げる要因となった(図表3)。設備投資は、前期比1.2%増と前期(0.3%増)から伸びを高めた。輸出が好調な製造業に加え、運輸や小売など非製造業でも前向きな投資が増えるなど、設備投資のすそ野が広がっている。なお、IT関連を中心とした在庫調整が続いたため、4～6月の在庫投資は実質成長率を0.1ポイント押し下げた。

一方、前期の高成長をけん引した輸出は、前期比0.9%増と増勢が鈍化した。中国を中心としたアジア向けは引き続き堅調ながら、米国の景気減速による対米輸出の減少が影響した。輸入が1～3月とほぼ同じ伸びとなった結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は、前期のプラス0.4ポイントからゼロへ縮小した。

4～6月のGDPデフレーターは前年比0.3%の下落と1～3月(0.3%下落)から変化はなかったが、国内需要デフレーターは1～3月の0.1%の下落から4～6月には0.2%の上昇に転じた。

(図表2) 実質GDP前期比と寄与度



(図表3) 個人消費関連指標(前年比増減率)

(単位: %)

	06年				07年								
	7~9月	10-12月	1~3月	4~6月	06年 10月	11月	12月	07年 1月	2月	3月	4月	5月	6月
全世帯実質消費	3.9	1.7	0.6	0.6	2.4	0.7	1.9	0.6	1.3	0.1	1.1	0.4	0.1
平均消費性向(勤労者)	70.2	71.3	72.3	72.2	73.1	73.0	70.0	74.8	70.5	71.3	73.2	74.6	70.4
乗用車販売	4.5	1.0	5.8	6.8	3.6	0.9	1.6	5.3	4.2	7.1	7.3	4.8	8.0
(普通+小型乗用車)	9.4	6.8	10.5	8.4	7.2	6.1	7.3	10.1	7.7	12.4	8.6	7.0	9.5
(軽乗用車)	7.5	12.8	4.8	3.6	4.7	11.5	23.3	5.5	3.6	5.3	4.8	0.6	5.1
百貨店販売額	0.4	1.6	0.1	1.0	2.0	0.3	2.2	0.0	1.5	1.5	1.4	0.7	5.1
スーパー販売額	0.1	1.8	0.7	1.6	1.4	1.2	2.6	0.9	0.2	0.9	2.0	0.9	1.9
商業販売・小売業	0.5	0.2	0.6	0.3	0.1	0.3	0.2	0.9	0.2	0.7	0.7	0.1	0.4
(衣類・身の回り品)	1.7	2.9	2.6	1.0	3.4	1.1	4.1	6.2	0.1	0.7	1.3	0.8	0.8
(飲料・食料品)	1.0	0.2	2.0	0.6	1.5	1.4	0.5	0.7	1.5	3.5	1.2	1.3	0.7
(自動車)	3.9	1.3	5.6	6.2	1.6	0.9	1.3	3.6	5.1	7.1	7.3	4.2	7.1
(家庭用機械)	2.1	3.1	0.5	1.6	5.8	1.6	2.4	1.9	1.4	0.8	1.5	2.4	1.0
(燃料)	8.4	3.5	4.8	0.2	7.0	5.2	0.7	5.0	5.6	3.9	1.1	0.3	2.2
(その他)	0.5	0.0	1.5	0.8	0.0	0.9	0.7	1.1	1.7	1.6	0.7	1.2	0.6
外食産業売上高	-	-	-	-	0.9	1.0	0.3	1.9	2.7	2.0	2.4	0.2	4.6

(備考) 1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパー、外食産業売上高は既存店ベース

2. 総務省「家計調査報告」、経済産業省「商業販売統計」などより作成

## 2. 景気は引き続き回復基調を維持するが、08年度下期には軽い調整局面へ

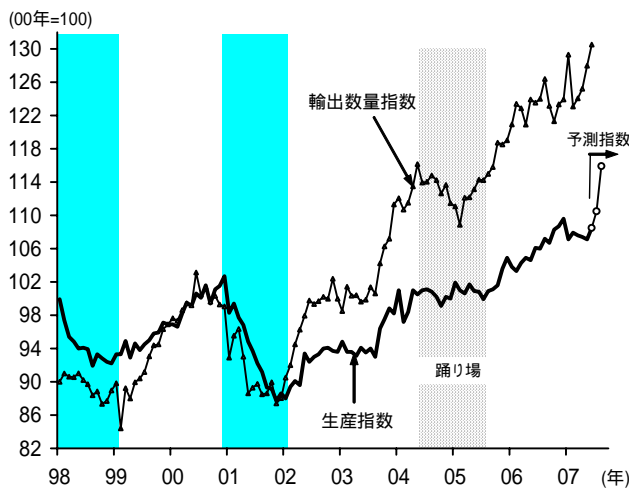
### (1) 07年度も民需主導で景気の自律回復が続く

4～6月の実質成長率は前期比0.1%となり、前2四半期に比べて回復テンポは大幅に鈍化した格好だが、個人消費は底堅く、設備投資の拡大基調も維持されるなど、民需主導による自律回復の動きは崩れていない。

企業活動（製造業）の代表的な指標である鉱工業生産指数（00年=100）は、IT関連の在庫調整の影響もあって07年1～3月に前期比1.3%減と6四半期ぶりのマイナスとなったが、4～6月は前期比0.2%増と底堅い動きを示した（図表4）。先行き見通しの参考となる製造工業生産予測指数も、7月1.8%増、8月4.9%増と高い伸びが見込まれている。7月16日に発生した新潟県中越沖地震による一部工場の操業停止など不透明要因もあるが、IT関連の在庫調整の進展や堅調な内外需を支えに、生産活動は今後徐々に勢いを取り戻そう。

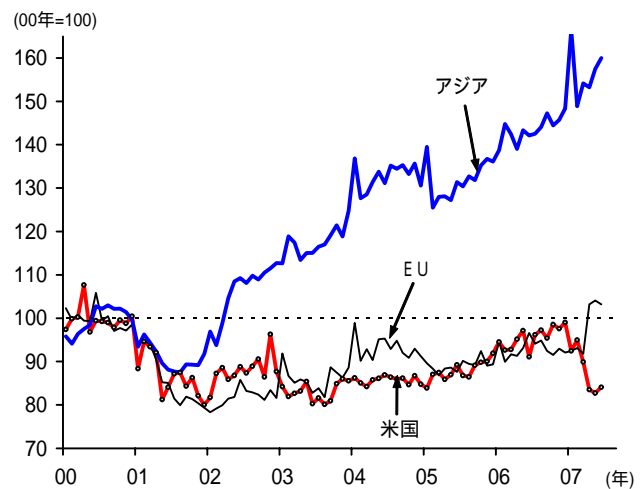
生産活動に影響を与える輸出は、中国を中心としたアジア向けが好調を維持しており、米国向けの減速をカバーして、全体としては底堅く推移している（図表5）。当面も対米輸出の足踏みが続くことがマイナス要因だが、米景気がソフトランディングに成功する可能性は高く、年度下期には輸出の伸びが再加速すると予想される。

（図表4）鉱工業生産指数と輸出数量指数の推移



（備考）1. シャドー部分は景気後退期。予測指数は製造工業  
2. 財務省、経済産業省、内閣府資料より作成

（図表5）地域別輸出数量指数の推移



（備考）季節調整済み指数。内閣府資料より作成

設備投資関連指標は、07年1～3月に相次いで低調な動きを示したが、4～6月には再び上向きの動きとなり、設備投資に対する先行き不透明感はやや薄らいだ。1～3月に4期ぶりの前期比マイナスとなった資本財（除く輸送機械）の生産は、4～6月には前期比0.8%増とプラスに転じたほか、1～3月に6期ぶりに前年比マイナスとなった民間非居住用着工床面積（ビル、工場など）は4～6月に15.9%増と高い伸びを示した。

設備投資の先行指標として注目されている機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月（前期比0.7%減）に続いて4～6月も2.4%減とマイナスになったが、5月に発表された受注見通し（11.8%減）を大幅に上回った。7～9月の受注見通しが3期ぶりに増加（3.7%増）に転じる見込みとなったことも明るい材料である（図表6）。

日銀短観（6月調査）の07年度設備投資計画をみても、大企業は前年比7.7%増、全規模ベースでも3.1%増と5年連続の増加が見込まれている。前年6月調査の06年度計画（大企業11.6%増、全規模6.2%増）に比べると伸びは鈍化する見込みだが、企業の旺盛な投資意欲に変化はみられない。07年度の設備投資は増勢こそ鈍化するものの、引き続き景気回復のけん引役となる。

持続的な景気回復に伴って企業収益の拡大が続いているものの、企業の人件費抑制スタンスは根強く、賃金の回復テ

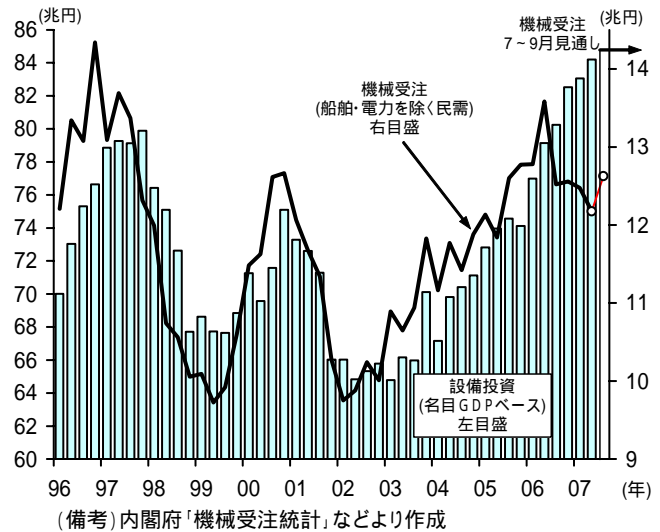
ンポには弾みが見つからない。07年4～6月の現金給与総額（1人当たり平均賃金）は前年比0.7%減（速報値）と1～3月に続いて前年水準を下回った。一方、企業の採用意欲は依然として旺盛で、4～6月の雇用者数は前年比1.1%増と7四半期連続で1%を超える増加となった。この結果、家計の賃金総額にほぼ相当する雇用者報酬は、4～6月も前年比0.2%増とプラスを維持した。好調が続く企業業績と比較すると家計の所得回復テンポは緩慢ながら、景気回復の恩恵は着実に家計に波及しつつある。

短期的にみると、定率減税の廃止と税源移譲に伴って6月から住民税が増税となったことが底堅い個人消費に水を差す恐れがある。ただ、07年度の所得税や年金保険料などを含めた家計の税・社会保障負担の増加額は1.6兆円程度と、06年度の増加額（2.5兆円の増加）に比べて縮小すると試算される。家計の可処分所得は06年度に比べて伸びを高めるとみられ、個人消費は引き続き底堅く推移しよう。日本経済は07年度も民需主導の景気回復が続くと予想される。

## （2）シリコンサイクルのピークアウトで08年度下期には軽い調整局面へ

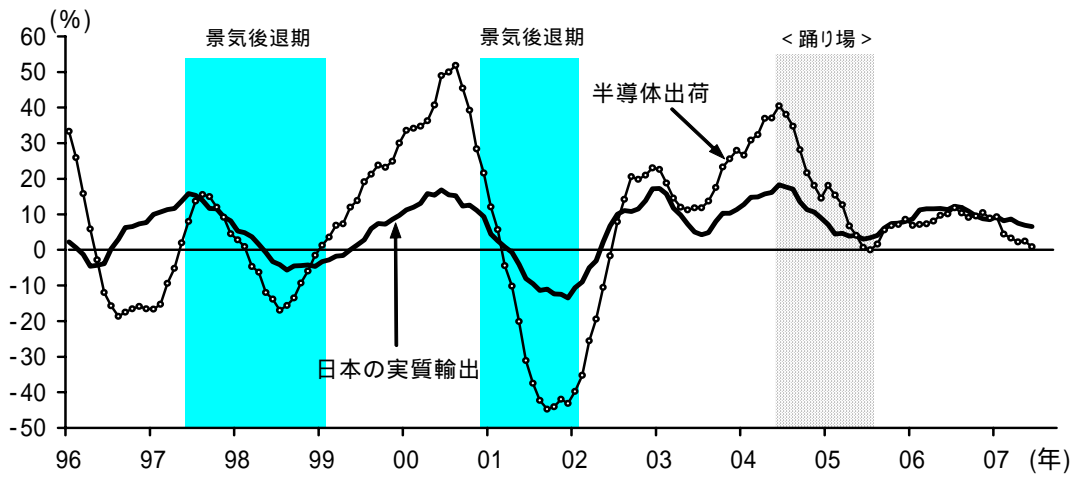
日本経済は民需主導で息の長い景気回復が見込まれるものの、北京オリンピック（08年8月8日～24日）が開催される08年夏場を境にシリコンサイクルが下降局面に転じ、IT関連の本格的な在庫調整と海外経済の減速をきっかけに、08年度下期には軽い調整局面を迎えると予想される。日本経済は内需主導型の景気回復へ移行しつつあるとはいえ、依然として輸出依存度は高く、前2回のオリンピック後と同様にシリコンサイクルの下降の影響を受ける格好となろう（図表7）。ただ、構造調整を終えた日本経済の基盤は底堅く、01年のような深刻な不況に陥る可能性は小さい。家計部門については、「団塊の世代」の定年退職による自然減で労働需給のひっ迫が続くとみられ、幅広い業種で賃金上昇圧力が強まる可能性もある。定率減税廃止による下押し圧力の一巡で、家計の税・社会保障負担増が一段と縮小することも所得面での下支え要因となり、08年度も個人消費は堅調に推移すると予想される。底堅い個人消費が下支え役となり、景気の調整局面は比較的短期間で終息しよう。

（図表6）名目設備投資と機械受注の推移（年率換算）





(図表7) 世界半導体出荷額(シリコンサイクル)と日本の実質輸出の前年比



(備考) 1. シャドー部分は日本の景気後退期  
2. Semiconductor Industry Association 資料などより作成

### 3. 実質成長率は07年度2.3%、08年度1.4%と予測

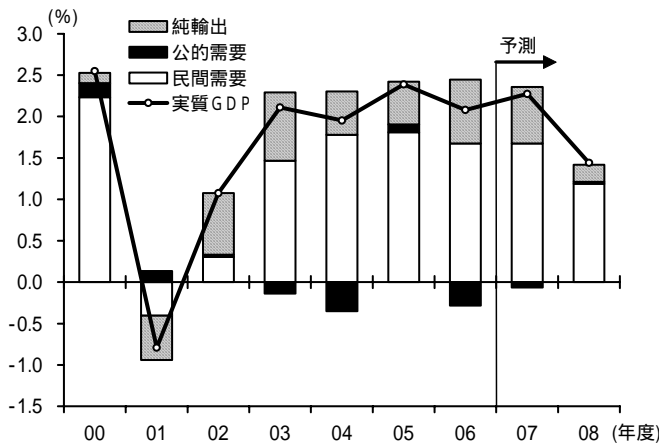
実質成長率は07年度2.3%、08年度1.4%と前回予想(07年度2.2%、08年度1.4%)をほぼ据え置いた。景気は民需主導の自律回復局面に入り、北京オリンピックが開催される08年夏頃まで回復が続いた後、シリコンサイクルのピークアウトに伴って軽い調整局面を迎えるとの見方を維持している(図表8)。

足元では賃金の回復テンポに弾みがつかないものの、雇用者数の増加で、家計全体でみた賃金総額は増加傾向を維持している。また、07年度は、「団塊の世代」の定年退職に伴う退職所得(退職一時金は雇主帰属社会負担としてGDPベースの雇用者報酬に計上される)の増加や、利子・配当所得の増加が見込まれるうえ、税・社会保障負担増が縮小することで、家計の可処分所得は06年度に比べて伸びを高めると予想される。07年度の実質個人消費は、06年度に冷夏や暖冬で落ち込んだ反動もあって、前年比1.9%増へ伸びを高めると予測した。

設備投資は、06年度に高い伸び(実質8.0%増)となったこともあって、07年度は増勢が鈍化しよう。06年度の設備投資を押し上げたデジタル関連投資の一巡が影響する。

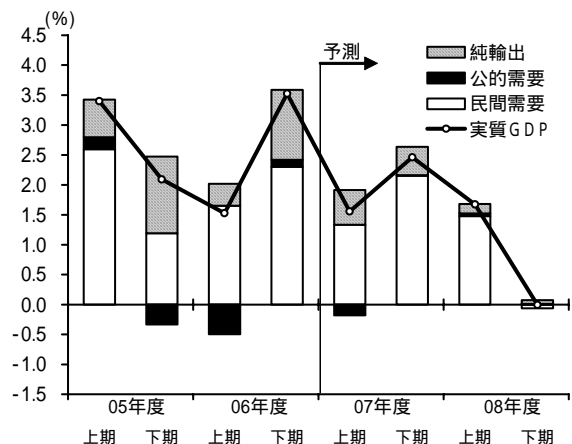
(図表8) 実質GDP成長率(前年度比、前期比年率)の推移と予測

<年度ベース>



(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金総合研究所

<半期ベース、年率>



ただ、内外需の堅調が続くことで企業収益は高水準を維持するとみられ、設備投資が失速する可能性は小さい。投資のすそ野が非製造業に広がっていることも設備投資を下支えする要因となる。実質設備投資は前年比 4.8% 増と予測した。

設備投資と並んで景気をけん引してきた輸出は、米景気減速の影響で米国向けが伸び悩むとみられる。ただ、高成長を続ける中国をけん引役にアジア地域の景気は堅調を続ける公算が大きく、対アジア輸出は増加傾向を維持しよう。07 年度の実質輸出は、前年比 7.8% 増と 06 年度 (8.2% 増) に比べて伸びはやや鈍化するものの、引き続き景気回復に寄与すると予想される。

08 年度は北京オリンピックが開催される夏場を境に、世界的なデジタル家電の需要拡大が一服するとみられ、シリコンサイクルはピークアウトしよう。中国経済はオリンピック効果で押し上げられた反動、米国経済は IT 投資の減速が予想され、日本の輸出拡大にブレーキがかかろう。国内外の需要鈍化で生産活動は在庫調整局面に入るため、企業収益は年度下期に減益に転じると予想される。設備投資は 03 年度から 07 年度まで 5 年連続の増加が見込まれるため、08 年度には循環的にも下押し圧力が強まる可能性が大きい。もっとも過剰設備の調整が必要となるような状況には至らず、調整は一時的となるろう。08 年度の実質設備投資は前年比 0.7% 増と減速するが、01~02 年度のように大きく落ち込む可能性は小さいと予測した。

一方、生産調整に伴う家計への影響は限定的にとどまろう。むしろ、「団塊の世代」の定年退職による自然減で労働需給のひっ迫が続くとみられ、幅広い業種で賃金の上昇圧力が強まる可能性がある。家計の税・社会保障負担増が一段と縮小することも所得面で下支え要因となる。08 年度の実質個人消費は、夏頃までの北京オリンピック効果が寄与し前年比 2.0% 増と堅調を維持すると予測した。底堅い個人消費が下支え役となり、景気の調整局面は比較的短期で終息しよう。

### **(1) 前提条件~為替相場、原油価格、財政政策、海外経済** **(為替相場)**

日本と欧米の金利差に着目した円売りを背景に、円は対ドルで 6 月 22 日に 124 円台に下落 (4 年半ぶりの安値)、対ユーロでは 7 月 9 日に 168 円台を付け、99 年 1 月のユーロ導入以来の安値を更新した。しかし、7 月中旬以降は、サブプライム住宅ローン問題の再燃で、ヘッジファンドを中心に円キャリー取引を解消する動きが広がり、8 月 1 日には 1 ドル 117 円台まで円が買い戻された。足元でも、サブプライム問題への懸念は根強く、円高への警戒感は払拭されていないが、金利差狙いの円キャリー取引に対する需要は根強く、当面は不安定な相場展開が続くと予想される。ただ、日米欧の金融政策に焦点を当てると、日銀は超低金利の是正を目指して、景気と物価動向を確認しながら利上げを継続する一方、米国の政策金利は当面据え置かれると想定している。ECB による利上げも最終局面にある。サブプライム問題に対する各国中央銀行の対応は読みきれないが、先行きの方向として、日本と欧米との金利差は縮小する可能性が高い。やや長めの視点で見ると、対ドル、対ユーロともに円安是正の方向に向かうと予想される。今回の経済見通しでは、08 年度下期にかけて世界的に景気は調整局面を迎え、日米とも利

下げに転じると想定しているが、その場合、米国の利下げ幅が日本の利下げ幅を上回るとみられる。08年度も日米金利差は縮小傾向で推移しよう。年度平均の為替レートは07年度118.5円、08年度115.0円と想定した。

### (原油価格)

原油価格(WTI)は、1月18日の取引時間中に1バレル49.90ドルと一時50ドルを割り込んだものの、2月下旬には1バレル60ドル台、3月下旬には65ドル台まで買い戻された。その後しばらくは一進一退で推移したが、産油国の政情不安や夏場のガソリン需要への期待から6月下旬には70ドルに達し、8月1日には一時78.77ドルと昨年7月に付けた取引時間中の最高値(78.40ドル)を更新した。足元では高値警戒感から反落しているが、中国などアジアを中心とした原油需要が旺盛なうえ、今年はハリケーンが活発になるとの予報もあり、当面は高値圏での取引が続く可能性がある。ただ、高値長期化による需要減退を警戒するOPECが増産に動く可能性があるうえ、米国のドライブシーズンが終わる8月末には需給が緩和するとみられ、1バレル70ドルを上回る高値が定着する可能性は低い。07年度下期は1バレル60~70ドル程度の範囲で推移しよう。08年度下期には世界景気の調整局面入りで需給がやや緩和すると予想される。経済見通しの前提となる原油価格(通関ベース)は、07年度1バレル67.5ドル、08年度65.0ドルと想定した。

### (財政政策)

07年度予算によると、公共事業関係費は6兆9,473億円、前年度当初予算比3.5%減と、06年度(同4.4%減)に比べると削減率は縮小したが、02年度から6年連続の減少となっている。能登半島地震(3月25日発生)や新潟県中越沖地震(7月16日発生)に伴う復旧工事も規模が小さく、07年度も公共投資の減少は避けられない。政府は、2011年度の基礎的財政収支<sup>1</sup>(プライマリー・バランス)の均衡を目標に歳出削減路線を維持しており、08年度の概算要求基準でも公共事業関係費は前年度比3%減が継続されることとなった。中期的にも緊縮型の財政運営が継続されよう。

### (海外経済)

<米国>…4~6月の実質成長率は前期比年率3.4%(事前推定値)と、5四半期ぶりに潜在成長率(年率3%程度)を上回った。設備投資が前期比年率8.1%増と伸びを高めたほか、輸出の増加に伴う純輸出の改善が成長率を押し上げる要因となった。一方、米景気の拡大をけん引してきた個人消費が1.3%増と伸び悩んだ。ただ、雇用・所得環境は引き続き良好に推移しており、個人消費の伸び悩みが続く可能性は小さい。足踏みが続いていた生産活動も上向きつつあり、設備投資は今後も堅調を維持しよう。住宅市場の調整一巡にはなお時間を要すると考えられるが、年後半も前期比年率で3%程度の成長率を確保できると予想される。08年については、年後半にシリコンサイクルが下降局面に入ると想定しており、IT関連投資の減速などで、米国経済も一時的な調整局面を迎えると予測した。実質成長率は07年2.0%、08年3.0%と予測した。

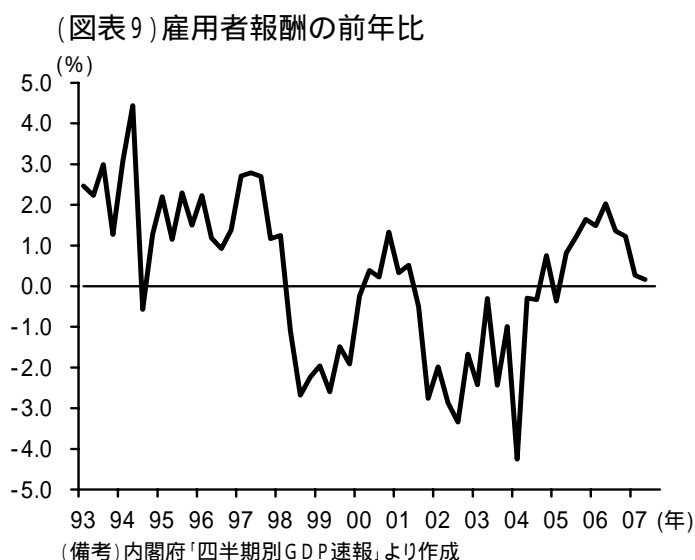
<sup>1</sup>国債発行を除いた歳入から、国債の元利払いを除いた歳出を差し引いた収支。単年度の歳出を税収で賄えるかどうかの指標である。

<欧州>…ドイツ経済は輸出がけん引役となり、企業収益や設備投資の増加が雇用情勢の改善に結び付くという好循環メカニズムが維持されている。07年1月に付加価値税率が引き上げられたものの(16% 19%)、雇用情勢の改善が下支え要因となって、個人消費も改善基調にある。07年後半もドイツ経済は堅調に推移しよう。もっとも累積的な利上げやユーロ高の影響が時間の経過とともに徐々に効いてくるとみられ、先行きの景気は緩やかに減速しよう。ドイツの実質成長率は06年に3.0%と高い伸びとなったが、07年は2.5%、08年は2.4%と緩やかに減速しよう。ユーロ圏の実質成長率は07年2.6%、08年2.3%と予測した。

<中国>…政府による継続的な金融引締め策にもかかわらず、固定資産投資の拡大基調に変化はみられない。所得の増加を背景に個人消費も好調に推移しており、中国経済の成長テンポは一段と加速している。世界経済の堅調を背景に輸出も高い伸びを維持しており、08年夏の北京オリンピックに向けて、中国経済は高成長を続ける公算が大きい。実質成長率は、07年10.9%、08年10.0%と高めの成長が続くと予測した。

## (2) 景気回復の恩恵は家計にも着実に波及～07年度には個人消費が緩やかに加速

持続的な景気回復に伴って企業収益の拡大が続いているものの、企業の人件費抑制スタンスは根強く、賃金の回復テンポには弾みがつかない。07年4～6月の現金給与総額(1人当たり平均賃金)は、前年比0.7%減(速報値)と1～3月に続いて前年水準を下回った。一方、企業の採用意欲は依然として旺盛で、4～6月の雇用者数は前年比1.1%増と7四半期連続で1%を超える増加となった。この結果、家計の賃金総額にはほぼ相当する雇用者報酬は、4～6月



も前年比0.2%増とプラスを維持した(図表9)。好調が続く企業業績と比較すると家計の所得回復テンポは緩慢ながら、景気回復の恩恵は着実に家計に波及しつつある。

短期的にみると、税源移譲に伴って6月から住民税が増税となったことが消費マインドに水を差す恐れがある。住民税増税は所得税の減税で相殺される仕組みではあるが、07年1月から定率減税が廃止されたことで、前年に比した税負担は増加する。

ただ、07年4月からは雇用保険料率が引き下げられ、乳幼児手当が増額された。06年度に実施された介護保険料率の引上げやたばこ税の増税の影響も一巡するため、07年度の家計の税・社会保障負担の増加額は1.6兆円程度と06年度(2.5兆円増)に比べて縮小すると試算される(図表10)。利子・配当所得の増加も見込まれ、家計の可処分所得は06年度に比べて伸びを高めるとみられる。07年度の実質個人消費は、06年度に冷夏や暖冬で落ち込んだ反動もあって、前年比1.9%増へ伸びを高めると予測した。



(図表 10) 05 年度以降の税・社会保障制度の変更に伴う家計の負担増減額

実施年月	ポイント	負担増減額	( )年度計
05 年 4 月	国民年金保険料の引上げ(月 280 円) 月 1 万 3,300 円 2017 年度・月 1 万 6,900 円	700 億円	05 年度計 1.2 兆円
"	雇用保険料引上げ(1.4% 1.6%労使折半)	1,500 億円	
6 月	配偶者特別控除・上乘せ分控除廃止(住民税)	1,700 億円	
9 月	厚生年金保険料の引上げ(毎年 0.354%労使折半)	4,000 億円	
06 年 1 月	定率減税の縮小(半減) 全廃で国税 2 兆 5,000 億円、住民税 8,000 億円の負担増	1,800 億円	
06 年 4 月	国民年金保険料の引上げ(月 280 円)	700 億円	06 年度計 2.5 兆円
"	介護保険料の引上げ	2,600 億円	
"	児童手当の支給対象拡大(小学 3 年 小学 6 年)と 所得制限の緩和	2,600 億円 (受取り増)	
6 月	住民税の定率減税縮小	3,300 億円	
"	高齢者への所得課税強化(住民税)	1,200 億円	
7 月	たばこ税の増税(年間 1,800 億円)	1,400 億円	
9 月	厚生年金保険料の引上げ(毎年 0.354%労使折半)	4,000 億円	
10 月	70 歳以上の高所得者の医療費窓口負担引上げ	800 億円	
07 年 1 月	定率減税の廃止	1,800 億円	
07 年 4 月	国民年金保険料の引上げ(月 280 円)	700 億円	
"	雇用保険料率の引下げ(労使合計 1.6% 1.2%)	3,000 億円 (負担減)	
"	乳幼児手当での増額 (3歳未満の乳幼児に対する月額支給額 5,000 10,000 円)	1,650 億円 (受取り増)	
9 月	厚生年金保険料の引上げ(毎年 0.354%労使折半)	4,000 億円	
08 年度	年金保険料の引上げなど		08 年度計 0.5 兆円

(備考) 1. ( )年度計には、制度変更の平年度化に伴う負担増を含むため、内訳の合計とは一致しない。  
2. 信金中金総合研究所作成

08 年度は、下期にかけて景気が軽い調整局面を迎えると予想しているが、家計への影響は限定的にとどまろう。むしろ、「団塊の世代」の定年退職による自然減で労働需給のひっ迫が続くとみられ、幅広い業種で賃金の上昇圧力が強まる可能性がある。家計の税・社会保障負担増が 0.5 兆円程度と大幅に縮小することも所得面で下支え要因となる。個人消費は、北京オリンピックが開催される夏場にかけて、薄型テレビや DVD レコーダーなどデジタル家電をけん引役に増勢を高めるとみられる。08 年度の実質個人消費は前年比 2.0% 増と予測した。

### (3) 付加価値の高い持家の低迷で、07 年度の実質住宅投資は再び減少へ

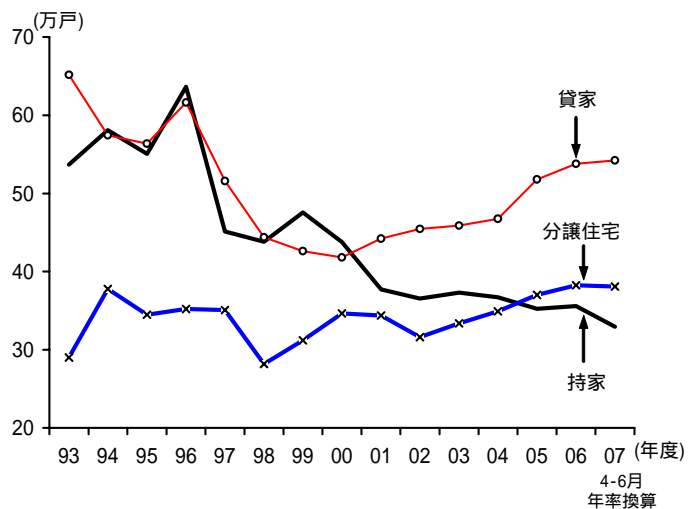
雇用・所得環境の改善で将来不安が後退したことに加え、1970 年代前半に生まれた団塊ジュニア世代が住宅を取得する年齢に達しており、マンションを中心に住宅需要は底堅い。中長期的な金利の先高観が根強いことも住宅取得意欲を高める要因になっている。ただ、都市部の地価高騰で建設用地の確保が難しくなっており、マンション建設の増勢は鈍化している。また、郊外に戸建て住宅を保有しているシニア層を中心に、既存住宅の建替えよりも都市部のマンションへの住替えを選択するケースが増えており、持家建

設には回復の兆しがみられない(図表 11)。投資用物件を中心に賃貸住宅の建設は引き続き増加傾向ながら、1戸当たりの面積は小さく、住宅投資をけん引するには力不足である。付加価値の高い持家建設の低迷で、07年度の実質住宅投資は、前年比で2.1%減少すると予測した。

08年度は、住宅ローン減税適用の最終年(08年末までの入居)となるため、年度上期にかけて持家や分譲住宅の建設が増えると予想される。ただ、投資用賃貸住宅はこれまでの

供給増の影響で一段の増加は期待できない。実質住宅投資は前年比0.7%増と横ばい圏の動きにとどまろう。なお、新設住宅着工戸数は、07年度、08年度とも128万戸と予測した。

(図表 11) 住宅着工戸数の推移



(備考) 国土交通省「住宅着工統計」より作成

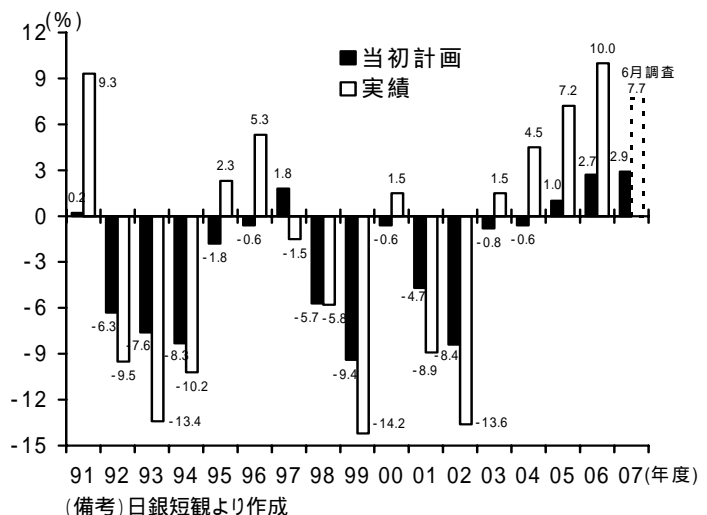
**(4) 企業の投資意欲は依然として旺盛で、設備投資は07年度も増勢を維持**

設備投資は、06年度に高い伸びとなったこともあって、07年度は増勢が鈍化しよう。北京オリンピック特需を見込む薄型テレビやその周辺部品メーカーは、07年度下期までに量産体制を整備する目的で、06年度から新工場建設や大規模な能力増強投資を進めてきたが、07年度はそうしたデジタル関連投資が一巡する。ただ、内外需の堅調が続くことで企業収益は高水準を維持するとみられ、設備投資が失速する可能性は小さい。投資のすそ野が非製造業に広がっていることも設備投資を下支えする要因となる。

日銀短観(6月調査)の07年度設備投資計画によると、大企業は前年比7.7%増、全規模ベースでは3.1%増と5年連続の増加が見込まれている(図表 12)。前年6月調査の06年度計画(大企業11.6%増、全規模6.2%増)に比べると伸びは鈍化する見込みだが、企業の旺盛な投資意欲に変化はみられない。07年度の実質設備投資は4.8%増と引き続き景気回復をけん引すると予測した。

08年度は、下期にかけて生産活動が調整局面に入り、企業収益も減益に転じると予想される。設備投資は03年度から07年度まで5年連続の増加が予想されるため、08年度

(図表 12) 日銀短観の設備投資計画(前年比、大企業)

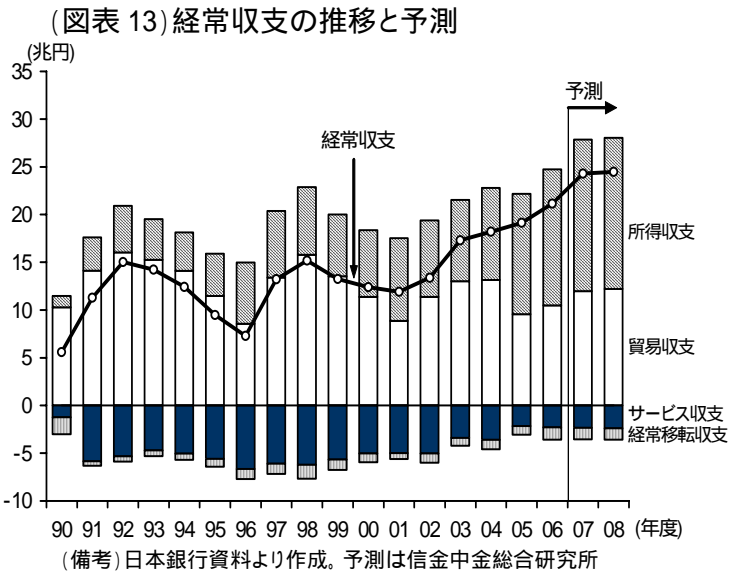


(備考) 日銀短観より作成

には循環的にも下押し圧力が強まる可能性が大きい。一方、企業は設備投資と並行して不採算設備の廃棄を続けており、設備投資の拡大が続いているにもかかわらずストックの伸びは低い。このため、過剰設備の調整が必要となるような状況には至らず、調整は一時的なものにとどまろう。08年度の実質設備投資は前年比0.7%増と減速するが、01~02年度のように大きく落ち込む可能性は小さいと予測した。

**(5) 08年度も高水準の経常黒字が続く**

07年度の輸出は、米景気の減速などが影響し増勢が鈍化しよう。ただ、中国を中心としたアジア地域の景気は堅調を維持しているうえ、円安が輸出金額を押し上げる要因となろう。輸入も堅調な内需を反映して増加傾向を維持するとみられるが、原油価格の前年比上昇率は06年度に比べて鈍化すると想定しており、金額ベースでみると輸入の伸びは輸出を下回ると予想される。07年度の貿易黒字は前年比14.3%増と予測した。



07年度も所得収支黒字の拡大が続こう。好業績で配当を増やす日本企業が増えており、海外投資家への配当増という形で所得収支の支払いが増加するが、海外からの利子収入や海外現地生産子会社からの配当収入は引き続き増加すると予想される。07年度の経常黒字は、前年比14.9%増の24.3兆円と予測した(図表13)。

08年度はシリコンサイクルのピークアウトと、世界景気の調整局面入りで下期にかけて日本の輸出拡大にブレーキがかかろうが、国内の在庫調整などの影響で輸入の伸びも鈍化しよう。海外からの利子・配当の受取も伸び悩むとみられるが、経常収支の黒字は24.5兆円、前年比0.7%増と小幅ながら7年連続で増加すると予測した。

**4. 景気回復の持続とデフレ脱却でコールレートは07年度中に1.0%程度へ上昇へ**

**(1) GDPデフレーターは07年度下期に前年比プラスへ転じると予測**

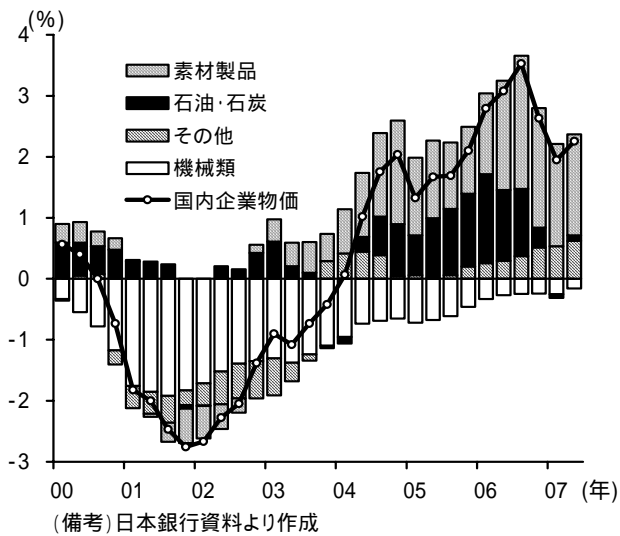
07年度の国内企業物価は、前年比1.9%の上昇と06年度(2.8%上昇)に比べると鈍化するが、4年連続で前年水準を上回ると予測した。06年度に大幅に上昇した石油製品や非鉄の押し上げ効果が縮小することが全体の伸びを抑制する要因となるが、これまでの原材料価格の上昇分を製品価格に転嫁する動きが続き、鉄鋼、化学、プラスチック、繊維、紙などの素材価格は引き続き上昇傾向で推移しよう(図表14)。

08年度も製品価格の引上げが継続すると予想されるが、下期にかけて景気が調整局面

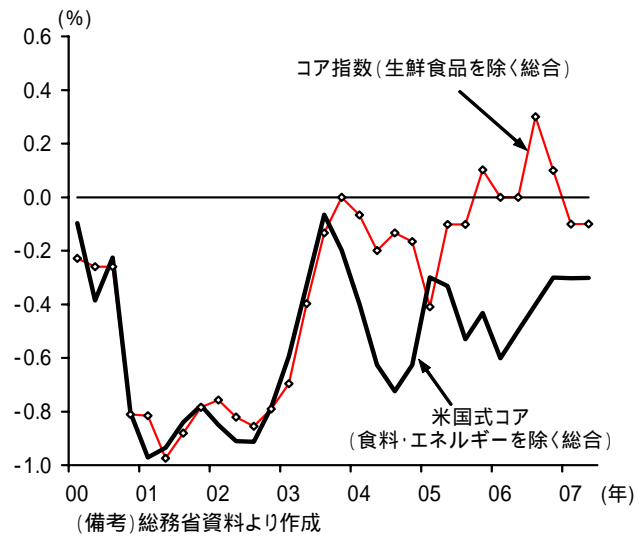
を迎えることで、素材を中心とした値上げの動きは一服しよう。08年度の国内企業物価は、前年比0.9%の上昇と騰勢は一段と鈍化すると予測した。

コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は、07年1～3月に前年比でマイナスに転じ、4～6月も0.1%下落した。昨年に比べてエネルギー価格の押し上げ効果が縮小していることが一因であるが、携帯電話料金の値下げ競争の激化や、パソコン、薄型テレビの下落率拡大も影響しており、いわゆる実力ベースに近い食料・エネルギーを除く米国式コア指数も引き続きマイナス圏で推移している（図表15）。

（図表14）国内企業物価の前年比と寄与度



（図表15）消費者物価の前年比



今後も、携帯電話料金、パソコンや薄型テレビなどが物価の押し下げ要因になるほか、昨年7月のたばこ税増税の影響一巡もマイナス要因となる。底堅い個人消費を反映して、日用品や衣料品などで値上げの動きがみられるが、全体への影響は限られよう。07年度の米国式コア指数は前年比0.2%の下落と、06年度（0.4%下落）に比べてマイナス幅は縮小するものの引き続き水面下の動きとなろう。ただ、食料品の値上げが相次いでいることに加え、ガソリンや電気料金などエネルギー価格が押し上げ要因になることから、コア消費者物価は前年比0.1%の上昇と小幅ながらプラスを維持しよう。

08年度は下期にかけて景気が調整局面を迎えるが、個人消費が堅調を維持すると想定しており、消費者物価は緩やかな上昇が続くと予想される。08年度は米国式コア指数、コア消費者物価ともに前年比0.4%の上昇と予測した。

07年4～6月のGDPデフレーターは、前年比0.3%の下落と1～3月（0.3%下落）から変化はなかったが、国内需要デフレーターは1～3月の0.1%の下落から4～6月には0.2%の上昇に転じた。足元ではガソリンの小売価格が上昇しているほか、10月からは電力料金が引き上げられる。原材料価格の上昇による最終財への価格転嫁は徐々に進もう。活発な設備投資を背景に設備投資デフレーターも上昇傾向で推移するとみられ、GDPデフレーターは、07年度下期には前年比プラスへ転じると予想される。年度ベースのGDPデフレーターは、07年度が前年比横ばい、08年度が0.2%の上昇と予測した。

## (2) コールレートは07年度中に1.0%程度へ上昇へ

日銀は、07年2月20～21日の金融政策決定会合で、操作目標である無担保コールレート（翌日物）の誘導目標を0.25%から0.50%へ引き上げたが、その後は、政策金利の据置きを続けている。7月11～12日の金融政策決定会合では、水野審議委員が利上げを提案したものの、「多数の意見はまだ政策措置の変更に結びつけるまで確信が深まっていない」（福井日銀総裁）として、賛成8反対1で政策金利の据置きを決定した。ただ、「経済の見方は後退より前進の方向」として、景気・物価指標を見極めながら、利上げ時期を模索するスタンスを示した。

今回発表された4～6月のGDP統計では、実質成長率が0.1%に鈍化したものの、個人消費と設備投資の底堅さは確認された。8月8日に発表された機械受注は4～6月が前期比で減少したものの、7～9月はプラスに転じる見通しで、設備投資の先行き不安もやや薄らいた。物価面については、コア消費者物価が今年2月以降前年比マイナスで推移しているが、日銀は「当面はゼロ近傍の動きが続く」とみており、追加利上げの決定的な障害にはならないとみられる。サブプライム問題に端を発した信用収縮懸念や世界経済の先行き不透明感が残るが、追加利上げの実施に向けた条件は整いつつある。日銀は、早ければ、8月22～23日の金融政策決定会合で追加利上げに踏み切ると予想される。

そもそも、福井総裁は「現在の政策金利の水準は極めて低い」と指摘しており、経済・物価情勢が大きく下振れるような事態に陥らない限り、半年に1度程度のペースで利上げを進めていくと考えられる。日本経済が民需主導で着実な回復を続けるとした今回の経済見通しを前提にすると、07年度中に2回の追加利上げが実施され、無担保コールレートの誘導目標は1.0%まで引き上げられよう。

なお、08年度は消費者物価やGDPデフレーターなどの物価指標は上昇傾向を維持するものの、下期にかけて世界的に景気が調整局面を迎えると予測しており、0.25%の小幅利下げが実施されると想定した。

以上  
(角田 匠)

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。



<07年度、08年度の日本経済予測（前年度比、前期比年率）>

（単位：％、10億円）

	05年度	06年度	07年度	08年度	07年度		08年度	
	<実績>	<実績>	<予測>	<予測>	上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
名目GDP	1.0	1.4	2.3	1.6	1.6	2.7	1.8	0.3
実質GDP	2.4	2.1	2.3	1.4	1.6	2.5	1.7	0.0
国内需要	1.9	1.3	1.7	1.3	1.2	2.2	1.6	0.1
民間部門	2.4	2.1	2.2	1.6	1.8	2.8	1.9	0.1
民間最終消費支出	1.9	0.7	1.9	2.0	1.8	1.9	2.6	0.9
民間住宅投資	1.0	0.4	2.1	0.7	6.9	3.0	1.6	3.5
民間企業設備	5.8	8.0	4.8	0.7	4.2	3.6	0.5	1.4
民間在庫品増加	1,189	1,424	1,145	849	773	1,499	1,153	527
政府部門	0.4	1.3	0.3	0.1	0.8	0.0	0.2	0.1
政府最終消費支出	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
公的固定資本形成	1.4	9.6	4.4	2.5	7.1	3.6	1.9	2.9
財・サービスの純輸出	17,043	21,324	25,306	26,780	24,439	26,187	26,989	26,590
財・サービスの輸出	9.0	8.2	7.8	3.7	6.8	9.9	5.5	5.3
財・サービスの輸入	6.0	3.3	4.0	2.8	3.8	7.9	5.1	6.3
	前年度比				前期比年率			

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実績。予測は信金中金総合研究所

<実質成長率の需要項目別寄与度>

（単位：％）

	05年度	06年度	07年度	08年度	07年度		08年度	
	<実績>	<実績>	<予測>	<予測>	上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
実質GDP	2.4	2.1	2.3	1.4	1.6	2.5	1.7	0.0
国内需要	1.9	1.3	1.6	1.2	1.1	2.1	1.5	0.1
民間部門	1.8	1.6	1.7	1.2	1.2	2.1	1.5	0.1
民間最終消費支出	1.1	0.4	1.1	1.1	1.0	1.0	1.5	0.5
民間住宅投資	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	0.8	1.2	0.8	0.1	0.7	0.6	0.1	0.2
民間在庫品増加	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2
政府部門	0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	0.1	0.5	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1
財・サービスの純輸出	0.5	0.8	0.7	0.2	0.6	0.5	0.2	0.1
財貨・サービスの輸出	1.2	1.2	1.3	0.7	1.1	1.8	1.0	1.0
財貨・サービスの輸入	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6	1.3	0.9	1.1
	前年度比				前期比年率			

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金総合研究所

<前提条件>

	05年度	06年度	07年度	08年度	07年度		08年度	
	<実績>	<実績>	<予測>	<予測>	上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
為替レート(円/ドル)	113.3	116.9	118.5	115.0	120.0	117.0	116.0	114.0
原油価格(CIF, ドル/バレル)	56.0	63.5	67.5	65.0	67.5	67.5	67.0	63.0
（前年比、％）	44.7	13.3	6.3	3.7	0.6	14.2	0.7	6.7
公定歩合（％）	0.10	0.10～0.75	0.75～1.25	1.00～1.25	0.75～1.00	1.00～1.25	1.25	1.00～1.25
無担保コール翌日物（％）	0.00～0.05	0.00～0.50	0.50～1.00	0.75～1.00	0.50～0.75	0.75～1.00	1.00	0.75～1.00
春闘賃上げ（％）	1.71	1.79	1.90	2.00	-	-	-	-

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金総合研究所

<主要経済指標の推移と予測>

	05年度	06年度	07年度	08年度	07年度		08年度	
	<実績>	<実績>	<予測>	<予測>	上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
鉱工業生産指数 (前年比、%)	102.1 1.6	107.0 4.8	110.1 2.9	111.8 1.5	107.4 2.4	112.8 3.4	111.2 3.6	112.3 0.4
第3次産業活動指数 (前年比、%)	107.2 2.3	109.0 1.7	111.0 1.8	112.9 1.7	109.7 1.6	112.3 2.1	112.0 2.1	113.8 1.3
完全失業率(季調済、%)	4.3	4.1	3.7	3.6	3.8	3.7	3.6	3.7
企業物価指数(国内) (前年比、%)	98.4 2.1	101.2 2.8	103.1 1.9	104.0 0.9	103.2 2.1	103.0 1.7	104.4 1.2	103.7 0.7
消費者物価指数 (前年比、%)	100.0 0.1	100.2 0.2	100.3 0.1	100.7 0.4	100.3 0.1	100.3 0.3	100.6 0.3	100.7 0.4
(除く生鮮食品) (前年比、%)	100.0 0.1	100.1 0.1	100.2 0.1	100.6 0.4	100.1 0.1	100.2 0.3	100.5 0.4	100.6 0.4

(備考) 経済産業省、総務省資料などより作成。予測は信金中金総合研究所

<経常収支>

(単位: 億円、%)

	03年度 <実績>	04年度 <実績>	05年度 <実績>	06年度 <実績>	07年度 <予測>	08年度 <予測>
経常収支	172,972	182,096	191,233	211,538	243,041	244,668
前年差	39,100	9,124	9,136	20,305	31,503	1,626
名目GDP比(%)	3.5	3.7	3.8	4.1	4.7	4.6
貿易・サービス収支	96,053	95,624	74,072	81,860	96,468	98,195
前年差	32,446	429	21,553	7,787	14,608	1,728
貿易収支	130,115	131,571	95,633	104,839	119,832	122,060
前年差	16,376	1,458	35,938	9,206	14,993	2,228
サービス収支	34,062	35,947	21,560	22,978	23,365	23,865
前年差	16,069	1,886	14,387	1,417	387	500
所得収支	85,120	96,441	126,094	142,484	158,690	158,369
前年差	4,914	11,320	29,653	16,390	16,206	321
経常移転収支	8,201	9,969	8,934	12,806	12,117	11,897
前年差	1,740	1,768	1,035	3,873	689	220

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金総合研究所

<主要国の実質成長率の推移と予測>

(単位: 前年比、%)

国名	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年(予)	08年(予)
米 国	0.8	1.6	2.5	3.6	3.1	2.9	2.0	3.0
ユ ー ロ 圏	1.9	0.9	0.8	1.8	1.6	2.9	2.6	2.3
ドイツ	1.4	0.0	0.2	0.8	1.1	3.0	2.5	2.4
フランス	1.8	1.1	1.1	2.3	1.7	2.2	2.0	2.1
イギリス	2.4	2.1	2.8	3.3	1.8	2.8	2.8	2.6
韓 国	3.8	7.0	3.1	4.7	4.2	5.0	4.4	4.8
台 湾	2.2	4.2	3.4	6.1	4.0	4.6	4.3	4.5
香 港	0.6	1.8	3.2	8.6	7.5	6.9	5.5	5.2
シンガポール	2.4	4.2	3.1	8.8	6.6	7.9	5.7	6.6
タ イ	2.2	5.3	7.1	6.3	4.5	5.0	4.0	5.9
マレーシア	0.3	4.4	5.5	7.2	5.2	5.9	5.3	5.7
インドネシア	3.6	4.5	4.8	5.0	5.7	5.5	6.0	6.3
フィリピン	1.8	4.4	4.9	6.2	5.0	5.4	5.8	5.6
中 国	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7	10.9	10.0

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金総合研究所