

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK



信金中央金庫

SCB

総合研究所

〒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>

経済見通し

No. 19-3

(2007.11.15)

実質成長率は07年度1.8%、08年度1.5%と予測

- 米景気減速による影響は限定的で、日本経済は民需主導の回復基調を維持 -

< 要旨 >

1. 07年7～9月の実質成長率は前期比0.6%～2四半期ぶりのプラス成長

建築基準法改正に伴う建築確認審査の厳格化が影響し、住宅投資が前期比7.8%減と落ち込んだが、個人消費は0.3%増と底堅く、設備投資は1.7%増と3期ぶりのプラスとなった。輸出の好調を受けて、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.4ポイント押し上げた。

2. 景気は今後も民需主導で回復基調を維持～米景気減速の影響は軽微

米景気の減速による世界経済への影響は限定的とみられ、輸出は今後も欧州・アジア向けを中心に増加傾向で推移しよう。設備投資は増勢こそ鈍化するものの底堅く、緩やかながらも所得の回復が続いていることで個人消費も回復基調を維持する公算が大きい。景気は今後も自律回復の動きを維持しよう。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、在庫調整と輸出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1.8%、08年度1.5%と予測

建築確認審査の厳格化に伴って住宅着工が大幅に遅れていることなどから、07年度の実質成長率を1.8%（前回予測は2.3%）に下方修正したが、日本経済は民需主導の自律回復局面にあるとの見方に変化はない。08年度については、北京五輪が開催される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。08年度の実質成長率は1.5%と前回予測をほぼ据え置いた。

4. 底堅い国内景気を背景に、日銀は金利正常化に向けた姿勢を維持

米住宅市場の一段の悪化やサブプライム問題の深刻化から世界経済の先行き不透明感が強まっているが、日本経済への影響は限定的とみられる。日銀は08年の年央までにコールレートの誘導目標を1.0%まで引き上げることは十分可能と考えられる。ただ、08年度下期にかけて景気は調整局面を迎えると予測しており、年度末にかけて小幅利下げが実施される可能性がある。

(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8月)	
	実績	実績	実績	予測	予測	07年度(予)	08年度(予)
実質GDP	2.0	2.4	2.0	1.8	1.5	2.3	1.4
個人消費	1.3	1.9	0.7	1.8	1.9	1.9	2.0
住宅投資	1.7	1.0	0.4	13.1	6.6	2.1	0.7
設備投資	6.3	5.7	7.7	2.7	1.3	4.8	0.7
公共投資	12.7	1.4	9.6	5.5	2.7	4.4	2.5
純輸出(寄与度)	(0.5)	(0.5)	(0.8)	(0.9)	(0.1)	(0.7)	(0.2)
名目GDP	0.9	1.0	1.3	1.5	1.7	2.3	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7～9月の実質成長率は前期比0.6%～2四半期ぶりのプラス成長

07年7～9月の実質成長率は、前期比0.6%、年率に換算すると2.6%と、マイナス成長となった4～6月(0.4%減、年率1.6%減)から再びプラス成長に転じた。景気の実感に近い名目成長率も、前期比0.3%と2期ぶりに増加した(図表2)。

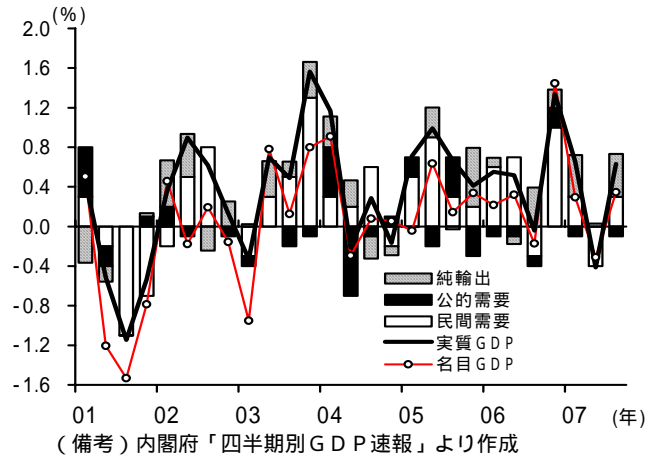
7～9月の動きを需要項目別(実質)にみると、実質GDPの6割弱を占める個人消費は、前期比0.3%増となった。長梅雨で7月の消費は低調だったが、8～9月は猛暑効果でエアコンなど夏物関連消費が好調だったほか、天候に恵まれた

ことでサービス消費も上向き、7～9月全体でみると底堅い動きを示した(図表3)。一方、住宅投資は7～9月のGDPを大きく押し下げる要因になった。建築基準法改正(6月20日施行)に伴う建築確認審査の厳格化が影響し、住宅投資は前期比7.8%減と大きく落ち込み、実質成長率を0.3ポイント押し下げた。設備投資は、前期比1.7%増と3期ぶりのプラスとなった。工場や店舗などの建設投資は低調だったが、製造業の生産設備関連の投資が増加した。

輸出は4～6月に前期比0.9%増に鈍化したものの、7～9月は2.9%増と再び加速した。4～6月に大きく落ち込んだ米国向けがやや持ち直したうえ、中国を中心としたアジア向けが引き続き堅調に推移した。一方、輸入は、IT関連の在庫調整や原油輸入量の減少などで、前期比0.5%増にとどまった。この結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.4ポイント押し上げる要因となった。

7～9月のGDPデフレーターは前年比0.3%の下落と4～6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、4～6月の0.2%の上昇から7～9月には前年比横ばいへ鈍化した。住宅投資の急減で建設資材の価格が弱含みで推移したことで、住宅投資デフレーターの上昇率が縮小した。

(図表2) 実質GDP前期比と寄与度



(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成

(図表3) 個人消費関連指標(前年比増減率)

(単位: %)

	06年				07年								
	10-12月	1~3月	4~6月	7~9月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全世帯実質消費	1.7	0.6	0.6	1.5	0.6	1.3	0.1	1.1	0.4	0.1	0.1	1.6	3.2
平均消費性向(勤労者)	71.3	72.3	72.2	74.3	74.8	70.5	71.3	73.2	74.6	70.4	72.4	75.1	74.5
乗用車販売	1.0	5.8	6.8	5.9	5.3	4.2	7.1	7.3	4.8	8.0	9.7	2.1	5.0
(普通+小型乗用車)	6.8	10.5	8.4	4.8	10.1	7.7	12.4	8.6	7.0	9.5	8.6	0.8	4.9
(軽乗用車)	12.8	4.8	3.6	8.3	5.5	3.6	5.3	4.8	0.6	5.1	11.9	7.9	5.4
百貨店販売額	1.6	0.1	1.0	2.3	0.0	1.5	1.5	1.4	0.7	5.1	4.4	1.1	2.7
スーパー販売額	1.8	0.7	1.6	1.9	0.9	0.2	0.9	2.0	0.9	1.9	3.3	0.8	1.5
商業販売・小売業	0.2	0.6	0.3	0.5	0.9	0.2	0.7	0.7	0.1	0.4	2.3	0.5	0.5
(衣類・身の回り品)	2.9	2.6	1.0	4.1	6.2	0.1	0.7	1.3	0.8	0.8	9.8	1.0	1.6
(飲料・食料品)	0.2	2.0	0.6	0.4	0.7	1.5	3.5	1.2	1.3	0.7	0.9	0.8	0.7
(自動車)	1.3	5.6	6.2	1.4	3.6	5.1	7.1	7.3	4.2	7.1	4.8	1.0	0.1
(家庭用機械)	3.1	0.5	1.6	0.2	1.9	1.4	0.8	1.5	2.4	1.0	4.9	2.8	2.6
(燃料)	3.5	4.8	0.2	1.1	5.0	5.6	3.9	1.1	0.3	2.2	0.1	2.0	1.2
(その他)	0.0	1.5	0.8	0.2	1.1	1.7	1.6	0.7	1.2	0.6	1.0	0.1	0.6
外食産業売上高	-	-	-	-	1.9	2.7	2.0	2.4	0.2	4.6	2.3	1.7	3.1

(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. 景気は今後も民需主導で回復基調を維持～米景気減速の影響は軽微

(1) 輸出はアジア向けをけん引役に拡大が続き、設備投資と消費も堅調を維持

7～9月の実質成長率は前期比0.6%と4～6月のマイナス成長から再びプラスに転じ、景気が緩やかながらも回復基調を維持していることが改めて確認された。

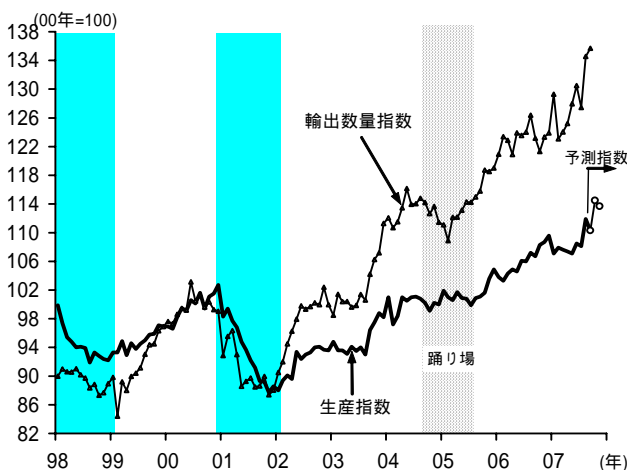
企業活動（製造業）の代表的な指標である鉱工業生産指数（00年=100）は、07年1～3月に前期比1.3%減と6四半期ぶりのマイナスとなり、4～6月も0.2%増と足踏みしたが、7～9月には2.2%増と持ち直した（図表4）。7～9月の生産を業種別にみると、IT関連の在庫調整の進展から電子部品・デバイスが8.4%増、情報通信機械が6.1%増と高い伸びとなったほか、国際競争力の高い輸送機械も4.2%増と堅調に推移した。先行き見通しの参考となる製造工業生産予測指数も、10月3.8%増、11月0.7%減と堅調な動きが見込まれている。

底堅い生産活動を支えているのが世界経済の拡大を背景に増加が続く輸出である。米国経済は住宅市場の悪化の影響などで減速傾向にあり、対米輸出は伸び悩んでいるが、欧州や中国を中心としたアジア向け輸出は好調を維持しており、輸出全体としては底堅く推移している。仕向け地別の輸出数量指数（季節調整値）をみると、対米輸出は07年に入ってから低調な動きを続ける一方、対アジア輸出は06年7～9月から5四半期連続の前期比プラスと輸出全体をけん引している（図表5）。

米国住宅市場の下振れに伴う米景気の減速で、今後も対米輸出の足踏みが続くとみられるが、欧州やアジア向け輸出は引き続き堅調に推移しよう。米景気の減速が世界経済に波及することも考えられるが、中国経済は個人消費やインフラ投資といった内需をけん引役に成長テンポを高めている。欧州景気についても域内貿易や新興国向け輸出を中心に底堅く、雇用情勢も改善傾向にある。米景気の減速による世界経済への影響は限定的で、日本の輸出環境が大きく悪化する可能性は低い。年度下期の輸出も欧州・アジア向けを中心に堅調に推移する公算が大きい。

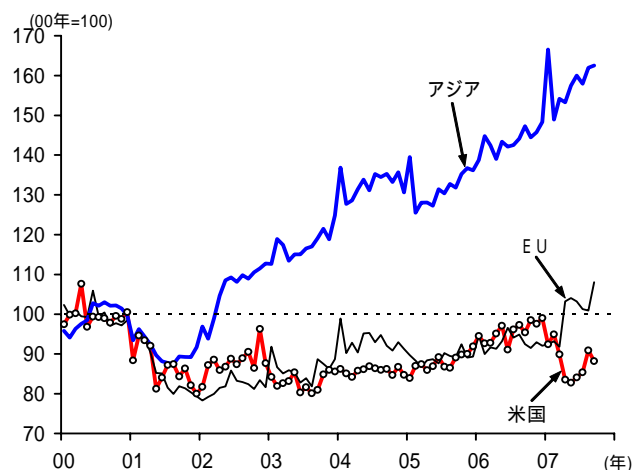
景気のけん引役であった設備投資は、07年前半に弱含んだが、関連指標は増加トレンドを維持している。例えば、1～3月に前期比マイナスとなった資本財（除く輸送機械）

(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

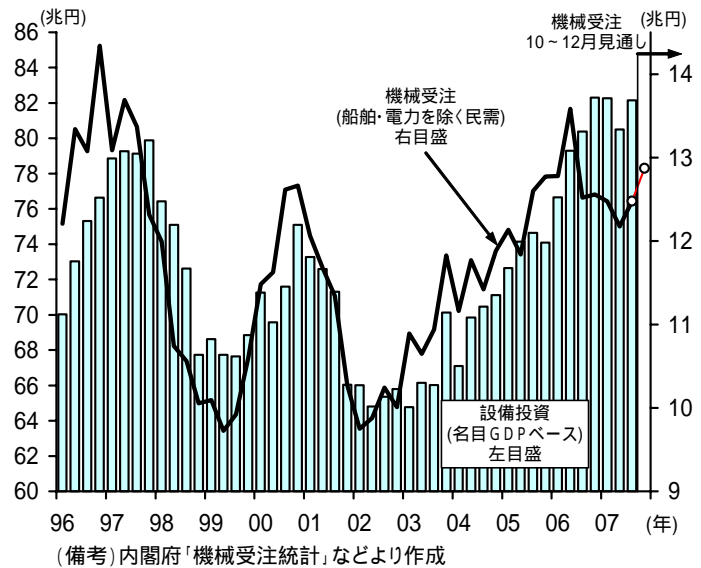
(図表5) 地域別輸出数量指数の推移



(備考) 季節調整済み指数。内閣府資料より作成

出荷は、4～6月には前期比2.1%増とプラスに転じ、7～9月は2.3%増と伸びを高めた。また、設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1～3月（前期比0.7%減）、4～6月（2.4%減）と前期比マイナスとなったものの、7～9月は2.5%増と3期ぶりのプラスに転じた。また、先行きを占ううえで注目されていた10～12月の受注見通しも3.1%増と2期連続の増加が見込まれている（図表6）。

（図表6）名目設備投資と機械受注の推移（年率換算）



日銀短観（9月調査）の07年度設

備投資計画をみても、大企業は前年比8.7%増と強気の投資計画が維持され、全規模ベースでも4.9%増と5年連続の増加が見込まれている。前年9月調査の06年度計画（大企業11.5%増、全規模8.3%増）に比べると伸びは鈍化しているが、企業の旺盛な投資意欲に変化はみられない。サブプライム住宅ローン（米国の信用力の低い個人向け住宅融資）問題に端を発した世界的な金融・資本市場の混乱や米国の住宅市場の一段の悪化などが、投資マインドを慎重化させる恐れもあるが、企業収益は引き続き高水準を維持しており、設備投資が急速に失速する可能性は小さい。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を果たそう。

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、賃金の回復には弾みが見つからない。07年7～9月の現金給与総額（1人当たり平均賃金）は前年比0.6%減（速報値）と三四半期連続で前年同期の水準を下回った。ただ、雇用環境は良好な状態が続いており、家計の賃金総額にほぼ相当する雇用者報酬は、7～9月も前年比0.1%増と小幅ながらプラスを維持した。今後も賃金の本格回復は期待できないが、雇用情勢の改善基調に変化はないとみられ、家計全体の所得は緩やかながら改善傾向を維持しよう。

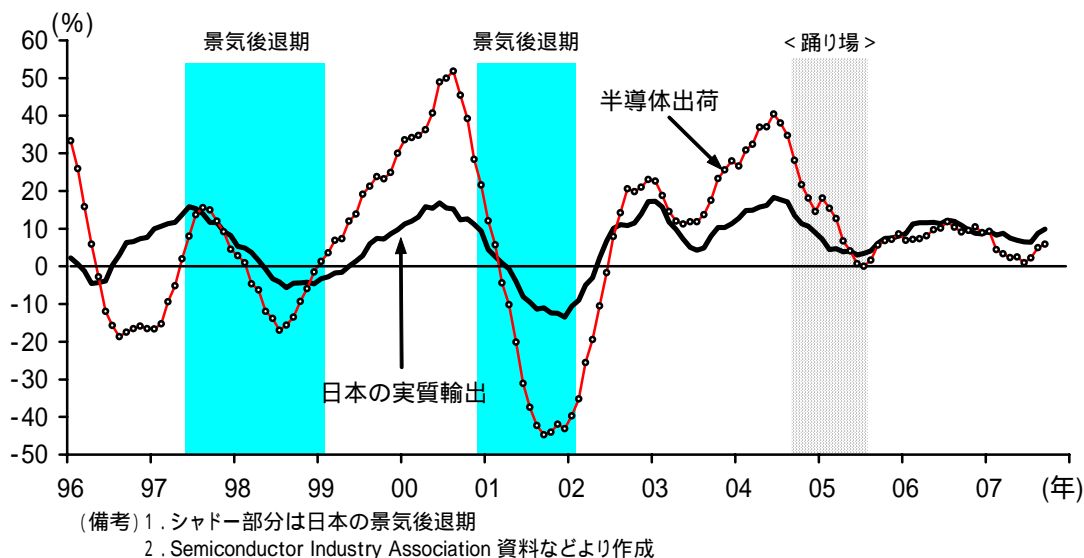
ガソリン・灯油価格が高騰していることや住宅着工急減に伴う関連消費の低迷が、当面の個人消費を押し下げる要因ではあるが、緩やかながらも所得の回復傾向が維持されていることで、個人消費の回復基調が大きく崩れる可能性は小さいと考えられる。

（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輸出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



3. 実質成長率は07年度1.8%、08年度1.5%と予測

実質成長率は07年度1.8%、08年度1.5%と予測した。改正建築基準法の施行による建築確認審査の厳格化に伴って住宅着工が大幅に遅れていることなどから、07年度の成長率を前回予測(07年8月時点)の2.3%から下方修正したが、日本経済は民需主導の自律回復局面にあるとの見方に変化はない。08年度については、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も維持している(図表8)。

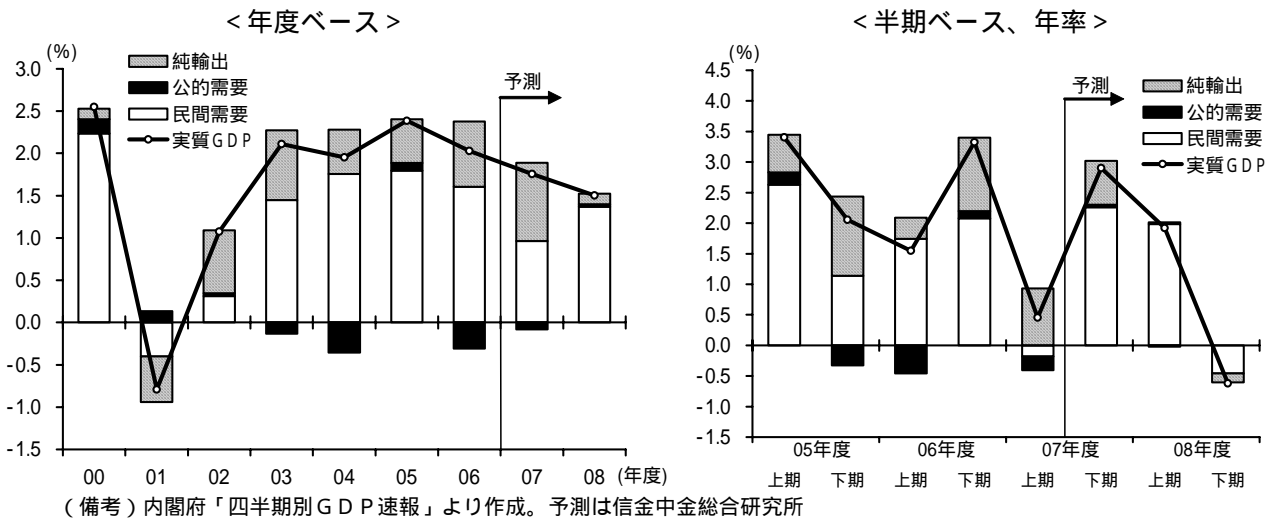
足元では賃金の回復テンポに弾みが見つからないものの、雇用者数の増加で、家計全体でみた所得は小幅ながら増加傾向を維持している。また、07年度は、「団塊の世代」の定年退職に伴う退職所得(退職一時金は雇主帰属社会負担としてGDPベースの雇用者報酬に計上される)の増加や、利子・配当所得の増加が見込まれる。税源移譲に伴って6月から住民税が増税となったが、年度全体でみた家計の税・社会保障負担の増加額は06年度に比べると縮小する見込みで、家計の可処分所得は引き続き増加しよう。07年度の実質個人消費は、06年度に冷夏や暖冬で落ち込んだ反動もあって、前年比1.8%増と堅調な結果が予想される。

一方、07年度の実質成長率を押し下げるのが住宅投資である。建築確認審査の遅れはなお尾を引いており、改正建築基準法を巡る混乱が収束するのは08年以降となろう。進捗ペースで計上される実質住宅投資は、10~12月も減少が避けられず、07年度合計では前年比13.1%減、実質成長率を0.5ポイント押し下げると予測した。

07年度の設備投資は、06年度に高い伸びとなったデジタル関連投資の一巡で増勢が鈍化するものの、投資のすそ野が非製造業に広がっていることが下支えしよう。なお、07年度の実質設備投資は前年比2.7%増と、06年度(7.7%増)から大幅に鈍化すると予測しているが、これは基礎統計である法人企業統計季報のサンプル替えによる下振れを反映した予測値であり、実勢ベースでは底堅い動きを維持すると予想される。

設備投資と並んで景気をけん引してきた輸出は、米国向けが伸び悩んでいるが、高成長を続ける中国をけん引役にアジア向けは好調が続いている。今後も中国経済の高成長持続が見込まれることもあって、07年度下期の輸出も中国を中心としたアジア向けをけん引役に増勢を維持しよう。07年度の実質輸出は、前年比8.4%増と06年度(8.2%増)に続いて高めの伸びとなり、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、07年度の実質成長率を0.9ポイント押し上げると予測した。

(図表8) 実質GDP成長率(前年度比、前期比年率)の推移と予測



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、調整は一時的となろう。08年度の実質設備投資は前年比1.3%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1.9%増と堅調を維持すると予測した。また、建築確認審査が軌道に乗ることで実質住宅投資は6.6%増とプラスに転じよう。08年度は家計部門が景気の下支え役となり、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）

7月中旬頃から再燃したサブプライム住宅ローン問題によって、世界の金融・資本市場は大きく揺れた。為替市場では、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17日に円は対ドルで一時111円台まで買い戻された。その後は、Fedが公定歩合の引下げに踏み切ったことで、市場は一時的に落ち着きを取り戻し、1ドル116円台へ戻したものの、9月には再び1ドル112円台を付けるなど円ドル相場は乱高下した。10月も1ドル113～117円台と不安定な動きが続いた。足元では、米金融機関が相次いでサブプライム関連の損失を計上したことなどから、ドルは売り優勢の展開となり、11月12日には一時1ドル110円を割り込んだ。サブプライム問題に端を発した信用収縮懸念などから米国では2度の利下げ（FFレート、9月18日5.25%→4.75%、10月31日4.75%→4.50%）が実施されたが、市場ではもう一段の利下げが実施されるとの観測もあり、当面、ドル売り圧力の強い相場展開となろう。先行きサブプライム問題が収束に向かえば、金利差に着目した円キャリー取引が再開される可能性もあるが、その場合、超低金利の是正を目指す日銀は利上げを再開するとみられ、日米金利差は縮小する可能性が高い。絶対的な金利差は大きい状態が続くものの、円は対ドルで下値の堅い展開が予想される。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、日米とも利下げが実施され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117.0円、08年度113.0円と想定した。

（原油価格）

原油価格（WTI）は、8月1日に一時78.77ドルと06年7月に付けた取引時間中の最高値（78.40ドル）を更新した後、一時的な調整を挟んで8月下旬からほぼ一本調子で上昇した。9月12日には80ドルに乗せ、10月19日に90ドル台、10月31日に95ドル台へ達した。中国やインドなどの需要増に加え、米国の原油在庫の減少や産油国の政情不安などが原油高騰の背景であるが、このところの急騰は、サブプライム問題の再燃で株式・債券市場から流出した投機資金が原油市場に大量に流入していることが影響している。金融市場の先行き不透明感はなお根強いだけに、当面も原油市場が投機資金のターゲットになる可能性がある。ただ、現状の価格水準は実需から考えられる価格を大幅に上回っているとみられ、1バレル90ドルを上回る高値が定着する可能性は小さい。金融市場が安定性を取り戻すにつれて、原油価格の高値修正が進むと予想される。08年度下期には世界景気の調整局面入りで実際の需給も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75.0ドル、08年度72.0ドルと想定した。

（財政政策）

07年度予算で、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¹（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%減と削減継続の方向性が示されている。地方経済への配慮といった観点から、道路整備などの公共事業の上積みを求める動きもみられるが、政府は予算編成までに基準内に収める方針である。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>…7～9月の実質成長率は前期比年率3.9%（事前推定値）と、4～6月（3.8%）に続いて潜在成長率（年率3%程度）を上回った。4～6月に伸び悩んだ個人消費が前期比年率3.0%増となったほか、設備投資も7.9%増と増勢を維持した。一方、住宅投資は4～6月の11.8%減から7～9月には20.1%減と再び減少幅が拡大し、住宅市場の冷え込みを改めて確認する結果となった。住宅市場の調整一巡にはなお時間を要するとみられるうえ、悪影響が個人消費へ波及する恐れもあるだけに、先行きの景気失速リスクは小さくない。ただ、雇用情勢や企業活動の底堅さは維持されており、金融市場の動揺が早期で収束すれば、米国経済のリセッションは回避され、前期比年率2%台の成長軌道にソフトランディングすると予想される。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の回復テンポは緩やかにとどまろう。実質成長率は07年2.1%、08年2.4%と予測した。

<欧州>…ドイツ経済は、米景気の減速やユーロ高にもかかわらず、輸出が好調に推移している。輸出の拡大を背景に生産は底堅く、雇用情勢の改善で個人消費も回復基調にある。07年後半も底堅いペースでの成長が続く可能性が大きい。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、07年2.6%、08年2.3%、ユーロ圏の実質成長率は07年2.6%、08年2.4%と予測した。

<中国>…7～9月の実質成長率は前年比11.5%増と好調を維持している。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ず、所得の増加を背景に個人消費の増勢も加速している。米景気の減速で、今後は輸出の増勢が鈍化すると予想されるが、08年の北京オリンピックに向けて、中国経済は内需主導で高成長を維持すると予想される。実質成長率は、07年11.5%、08年10.6%と高めの成長が続くと予測した。

（2）家計の可処分所得は緩やかな回復が続き、個人消費は今後も回復傾向を維持へ

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、賃金の回復には弾みが見つからない。07年7～9月の現金給与総額（1人当たり平均賃金）は、前年比0.6%減（速報値）と三四半期連続で前年同期の水準を下回った。ただ、企業の採用意欲は依然として旺盛で、7～9月の雇用者数は前年比0.8%増と底堅い動きを続けている。このため、家計の賃金総額にほぼ相当する雇用者報酬は、7～9月も前年比0.1%増と小幅ながらプラスを維持した（図表9）。今後も賃金の本

¹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。

格回復は期待できないが、雇用情勢の改善基調に変化はないとみられ、家計全体の所得は緩やかながらも改善傾向を維持しよう。

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。税源移譲に伴って6月から住民税が増税となったが、年度全体でみた家計の税・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（2.5兆円程度）に比べると縮小する見込みで（図表10）、家計の可処分所得は引き続き増加しよう。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1.8%増と堅調な結果が予想される。



(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

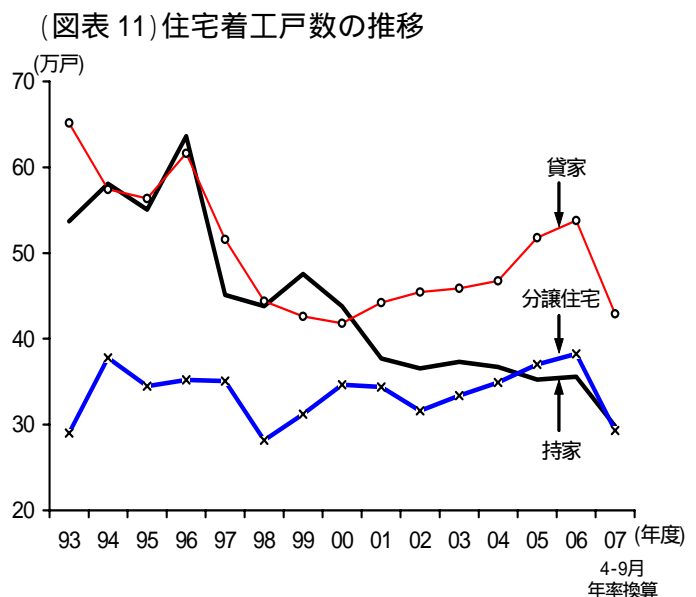
実施年月	ポイント	負担増減額	()年度計
05年4月	国民年金保険料の引上げ(月280円) 月1万3,300円 2017年度・月1万6,900円	700億円	05年度計 1.2兆円
"	雇用保険料引上げ(1.4% 1.6%労使折半)	1,500億円	
6月	配偶者特別控除・上乘せ分控除廃止(住民税)	1,700億円	
9月	厚生年金保険料の引上げ(毎年0.354%労使折半)	4,000億円	
06年1月	定率減税の縮小(半減) 全廃で国税2兆5,000億円、住民税8,000億円の負担増	1,800億円	
06年4月	国民年金保険料の引上げ(月280円)	700億円	06年度計 2.5兆円
"	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1.9%増と予測した。

(3) 建築確認審査の厳格化が影響し、07年度の実質住宅投資は大幅減

建築基準法改正(6月20日施行)による建築確認審査の厳格化に伴って住宅着工が大幅に遅れている。7~9月の住宅着工は、戸数ベースで前年比37.1%減、床面積ベースで34.5%減と大幅に落ち込んだ(図表11)。こうしたなか国土交通省では建築確認審査を一部緩和することを決めたが、審査基準が厳格化されたことには変わりはなく、着工件数は当面低水準で推移する可能性が大きい。進捗ベースで計上される実質住宅投資は、10~12月も減少が避けられず、07年度合計では前年比13.1%減、実質成長率を0.5ポイント押し下げると予測した。



もっとも、好調を続けてきたマンション販売が伸び悩むなど実勢ベースの住宅需要にも陰りがみられる。都市部を中心とした地価高騰を反映して分譲価格が上昇しているうえ、好立地の建設用地の確保が難しくなっており、一次取得者の購入意欲は後退している。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、付加価値の高い持家建設に回復の兆しはみられない。

08年度は、改正法を巡る混乱が収束することで住宅投資は持ち直すとみられる。また、住宅ローン減税適用の最終年(08年末までの入居)となることも住宅建設を促す誘因となる。ただ、前述したように、好立地の分譲マンションの供給には限界があるうえ、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。07年度に落ち込んだ反動増が見込まれるものの、08年度の実質住宅投資は前年比6.6%増にとどまろう。なお、新設住宅着工戸数は、07年度109万戸(前年比15.1%減)、08年度117万戸(前年比7.3%増)と予測した。

(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

07年度の設備投資は、06年度に高い伸びとなったデジタル関連投資の一巡で増勢が鈍化するものの、投資のすそ野が非製造業に広がっていることが下支えしよう。サブプライム住宅ローン問題に端を発した世界的な金融・資本市場の不安定化や米国の住宅市場の一段の悪化などが、投資マインドを慎重化させる恐れもあるが、企業収益は引き続き高水準を維持しており、設備投資が急速に失速する可能性は小さい。

日銀短観(9月調査)の07年度設備投資計画によると、大企業は前年比8.7%増、全規模ベースでは4.9%増と5年連続の増加が見込まれている(図表12)。前年9月調査の06年度計画(大企業11.5%増、全規模8.3%増)に比べると伸びは鈍化しているが、企業の旺盛な投資意欲に変化はみられない。

なお、07年度の実質設備投資は前年比2.7%増と、06年度(7.7%増)から大幅に鈍化すると予測しているが、これは基礎統計である法人企業統計季報のサンプル替えによる下振れを反映した予測値であり、実勢ベースでは底堅い動きを維持すると予想される。

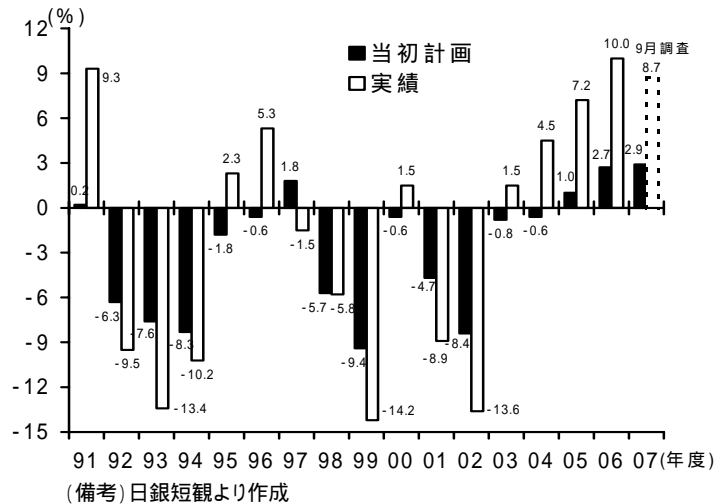
08年度は、下期にかけて生産活動が調整局面に入り、企業収益も減益に転じると予想される。設備投資は03年度から07年度まで5年連続の増加が見込まれるため、08年度には循環的にも下押し圧力が強まる可能性が大きい。一方、企業は設備投資と並行して不採算設備の廃棄を続けており、設備投資の拡大が続いているにもかかわらずストックの伸びは低い。このため、過剰設備の調整が必要となるような状況には至らず、調整は一時的なものにとどまろう。08年度の実質設備投資は前年比1.3%増と減速するが、01~02年度のように大きく落ち込む可能性は小さいと予測した。

(5) 08年度も高水準の経常黒字が続く

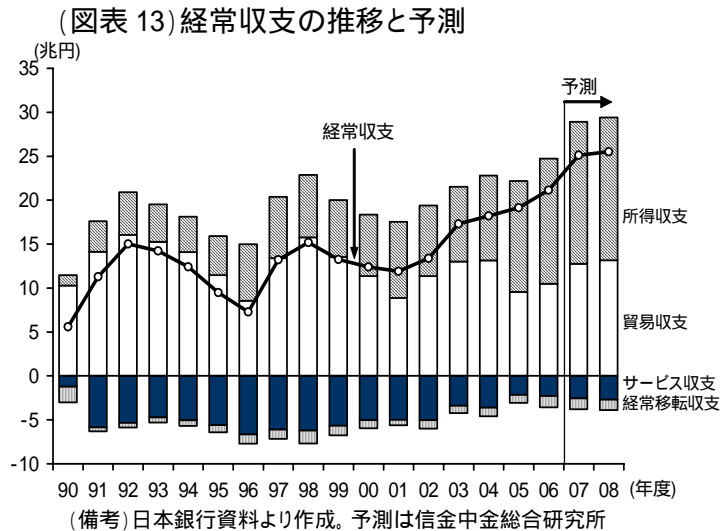
07年度上期の経常黒字は12.4兆円、前年比34.1%増と大幅に増加した。アジア向け輸出の好調で貿易黒字が40.9%増と拡大したことに加え、所得収支黒字が前年比22.5%増の8.2兆円に達したことが経常黒字を大きく押し上げる要因となった。年度下期も対米輸出の減速をアジア向け輸出がカバーして、輸出は高めの伸びを続けると予想される。ただ、年度下期は原油価格の高騰で輸入の伸びが高まると予想される。また、前年同期に比べて為替レートが円高になると想定しており、所得収支黒字の拡大ペースは鈍化しよう。07年度合計では、貿易黒字が前年比21.6%増の12.7兆円、所得収支黒字が13.4%増の16.2兆円、経常黒字が18.7%増の25.1兆円と予測した(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

(図表12) 日銀短観の設備投資計画(前年比、大企業)



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するとみられ、貿易黒字は引き続き増加しよう。所得収支については、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ものの、対外資産の積上がりで受取りの増加も続き、黒字額は高水準を維持すると予想される。経常収支の黒字は25.5兆円、前年比1.6%増と小幅ながら7年連続で増加すると予測した。



4. 底堅い国内景気を背景に、日銀は金利正常化に向けた姿勢を維持

(1) コア消費者物価は07年度下期に前年比プラスへ転じる見通し

07年度の国内企業物価は、前年比2.4%の上昇と予測した。06年度に大幅に上昇した非鉄金属の押し上げ効果が縮小することで、全体の上昇率は06年度(2.8%上昇)に比べると鈍化すると予想されるが、これまでの原材料高の転嫁を進める動きは一段と広がっており、幅広い業種で値上げの動きが継続しよう(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1.1%の上昇と騰勢は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月にマイナスに転じ、7~9月も0.1%下落した(図表15)。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。

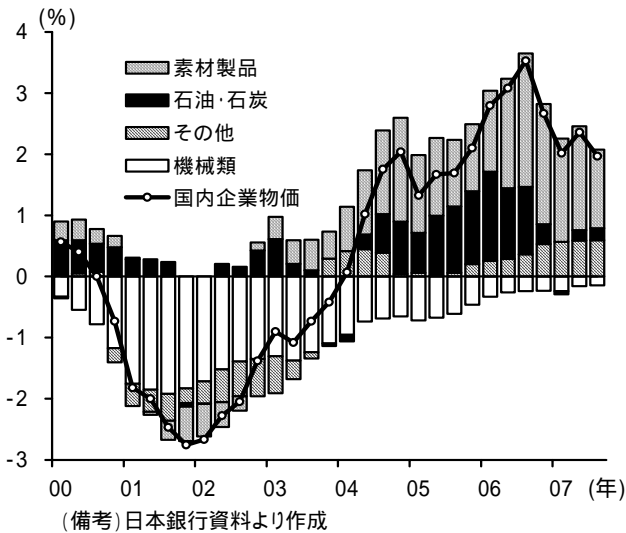
ただ、原油価格の高騰で、11月にはガソリンの小売価格が大幅に引き上げられたほか、電力料金も10~12月に続いて08年1~3月も値上げとなる。12月からは東京都内・横浜市でタクシー運賃が引き上げられるほか、食品や日用品、クリーニング料金など生活関連の値上げも相次いでいる。コア消費者物価は、10~12月には前年比で上昇に転じると予想され、07年度平均では前年比0.1%の上昇と小幅ながらプラスを維持しよう。もっとも薄型テレビやパソコンを中心とした耐久財物価は引き続き下落するとみられ、食料・エネルギーを除く米国式コア指数は、07年度も前年比0.3%の下落と水面下の動きが続こう。

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、幅広い分野で原材料高を転嫁する動きが広がると予想される。携帯電話料金

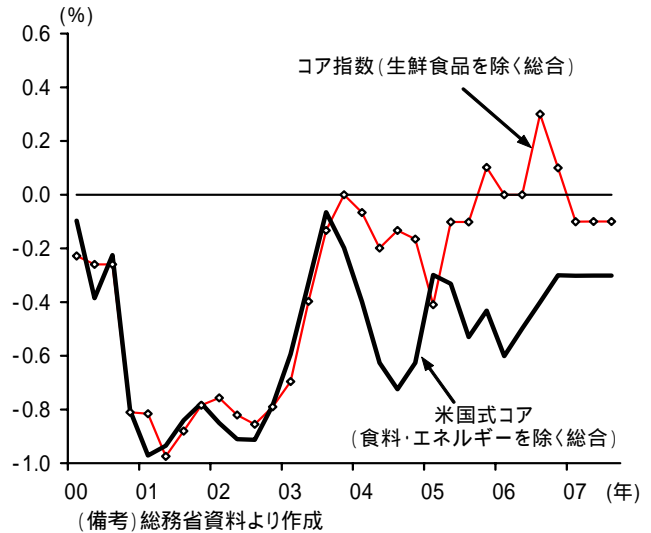
の値下げの影響が一巡することもあって、米国式コア指数は前年比 0.2%の上昇とプラスに転じよう。原油価格の高値修正などからエネルギー関連による押し上げ効果が縮小するとみられるが、コア消費者物価の前年比上昇率は 0.4%に高まると予測した。

07年7～9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前年比横ばいと4～6月(0.2%上昇)から鈍化した。年度下期は、原油価格高騰の影響で控除項目である輸入デフレーターの上昇率が高まるとみられる。原油価格の上昇を転嫁する形でガソリンや電力料金も値上げされるが、最終財全体への転嫁が不十分なため、製品一単位当たりの付加価値を示すGDPデフレーターは下押しされる。07年度のGDPデフレーターは前年比0.3%の下落と水面下の動きが続くと予想される。GDPデフレーターがプラスに転じるのは、原油価格の上昇に歯止めがかかり、最終財への価格転嫁が進む08年度(前年比0.2%上昇)と予測した。

(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



(2) コールレートは08年の年央までに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%へ引き上げたものの、その後は政策金利の据置きを続けている。11月12～13日の金融政策決定会合では、水野審議委員が6会合連続で利上げを提案したが、「米住宅市場の一段の悪化やサブプライム問題に端を発した金融・資本市場の調整などの影響で、米国経済の下振れリスクがなお存在することもあって、国際金融市場や世界経済の動向を引き続き注視していく必要がある」などの理由から、賛成8反対1で政策金利の据置きを決定した。実際、米金融機関が相次いでサブプライム関連の多額の損失を計上するなど、金融・資本市場の不透明感は払拭されず、2度の利下げが実施された米国では、もう一段の利下げが実施されるとの見方も根強い。

一方、10月31日に発表された「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)によると、米国のサブプライム問題の日本経済に与える影響は限定的で、国内景気は緩やかな回復

(実質成長率予測の中央値は07年度が1.8%、08年度が2.1%)を続け、コア消費者物価は、07年度0.0%、08年度0.4%上昇と再び水面下を脱するとの見通しを示した。07年4月の見通しからは下振れしているが、「日本経済は、物価安定の下で持続的な成長を実現していく可能性が高い」との判断は維持している。また、福井総裁は、「経済・物価の改善の度合いに応じたペースで徐々に金利水準の調整を行う」と繰り返し述べてきたが、11月13日の定例会見でも「日銀の基本的なシナリオと金融政策についての基本的な考え方は、揺るぎなく持ち続けていく」と語るなど、金利の正常化を目指す姿勢も崩していない。

足元の景気動向をみても、建築確認審査の厳格化に伴う住宅投資の落ち込み以外は、想定通り堅調な動きを続けており、国内的には利上げの条件は整いつつある。市場では利上げ観測が大きく後退し、一部では08年度中の利上げも微妙な情勢との見方もあるが、金融・資本市場が落ち着きを取り戻し、米景気の底堅さが確認されれば、日銀は利上げに踏み切ると予想される。

当研究所の見通しでは、米景気の減速に伴う日本経済への影響は限定的であり、日本経済は民需主導で着実な回復を続けると予測している。コア消費者物価は07年10~12月から前年比でプラスに転じる見通しで、この見方を前提にすれば、日銀は08年の年末までに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%まで引き上げることは十分可能と考えられる。

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、年度末にかけて0.25%の小幅利下げが実施される可能性があるとして想定した。

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 <実績>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
名目GDP	1.0	1.3	1.5	1.7	0.0	2.9	2.4	0.7
実質GDP	2.4	2.0	1.8	1.5	0.5	2.9	1.9	0.6
国内需要	1.9	1.3	1.0	1.4	0.4	2.7	1.9	0.5
民間部門	2.4	2.1	1.3	1.8	0.3	3.3	2.4	0.6
民間最終消費支出	1.9	0.7	1.8	1.9	1.6	1.9	2.1	1.3
民間住宅投資	1.0	0.4	13.1	6.6	16.3	22.2	31.0	3.1
民間企業設備	5.7	7.7	2.7	1.3	2.8	11.4	0.1	5.3
民間在庫品増加	1,193	1,316	1,412	838	1,237	1,598	1,154	527
政府部門	0.4	1.4	0.3	0.2	1.0	0.4	0.2	0.0
政府最終消費支出	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	1.1	0.7	0.6
公的固定資本形成	1.4	9.6	5.5	2.7	8.9	4.5	1.9	2.9
財・サービスの純輸出	17,042	21,325	26,376	27,455	25,290	27,454	27,918	26,992
財・サービスの輸出	9.0	8.2	8.4	3.0	8.2	9.1	4.9	6.1
財・サービスの輸入	6.0	3.4	3.0	2.6	3.0	5.6	5.6	5.9
	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 <実績>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
実質GDP	2.4	2.0	1.8	1.5	0.5	2.9	1.9	0.6
国内需要	1.9	1.2	0.9	1.4	0.4	2.3	2.0	0.5
民間部門	1.8	1.5	1.0	1.4	0.2	2.3	2.0	0.5
民間最終消費支出	1.1	0.4	1.0	1.1	0.9	1.1	1.2	0.7
民間住宅投資	0.0	0.0	0.5	0.2	0.6	0.8	0.9	0.1
民間企業設備	0.8	1.1	0.4	0.2	0.4	1.8	0.0	0.9
民間在庫品増加	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	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	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
公的固定資本形成	0.1	0.5	0.2	0.1	0.4	0.2	0.1	0.1
財・サービスの純輸出	0.5	0.8	0.9	0.1	0.9	0.7	0.0	0.1
財貨・サービスの輸出	1.2	1.2	1.4	0.5	1.4	1.6	0.9	1.1
財貨・サービスの輸入	0.7	0.5	0.4	0.4	0.5	0.9	0.9	1.0
	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 <実績>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
為替レート(円/ドル)	113.3	116.9	117.0	113.0	119.3	114.7	114.0	112.0
原油価格(CIF, ドル/バレル)	56.0	63.5	75.0	72.0	67.8	82.2	76.0	68.0
（前年比、％）	44.7	13.3	18.1	4.0	0.2	39.1	12.2	17.3
公定歩合（％）	0.10	0.10～0.75	0.75～1.25	1.00～1.25	0.75	0.75～1.25	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	0.50～1.00	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 <実績>	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	110.6 3.4	112.7 1.9	107.6 2.6	113.6 4.1	112.2 4.3	113.1 0.4
第3次産業活動指数 (前年比、%)	107.2 2.3	109.0 1.7	110.8 1.7	112.4 1.4	109.6 1.5	112.0 1.8	111.8 2.0	112.9 0.8
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	103.6 2.4	104.7 1.1	103.3 2.2	104.0 2.6	104.8 1.5	104.6 0.6
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 0.2	100.3 0.2	100.7 0.4	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) 07年度上期の第3次産業活動指数は推定値。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	251,138	255,123
前年差	39,100	9,124	9,136	20,305	39,600	3,985
名目GDP比(%)	3.5	3.7	3.8	4.1	4.9	4.8
貿易・サービス収支	96,053	95,624	74,072	81,860	102,131	104,823
前年差	32,446	429	21,553	7,787	20,271	2,692
貿易収支	130,115	131,571	95,633	104,839	127,468	131,717
前年差	16,376	1,458	35,938	9,206	22,629	4,249
サービス収支	34,062	35,947	21,560	22,978	25,337	26,894
前年差	16,069	1,886	14,387	1,417	2,358	1,557
所得収支	85,120	96,441	126,094	142,484	161,563	162,198
前年差	4,914	11,320	29,653	16,390	19,079	635
経常移転収支	8,201	9,969	8,934	12,806	12,556	11,897
前年差	1,740	1,768	1,035	3,873	250	659

(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	2.1	2.4
ユ ー ロ 圏	1.9	0.9	0.8	1.8	1.6	2.9	2.6	2.4
ドイツ	1.4	0.0	0.2	0.8	1.1	3.0	2.6	2.3
フランス	1.8	1.1	1.1	2.3	1.7	2.2	1.9	2.0
イギリス	2.4	2.1	2.8	3.3	1.8	2.8	3.1	2.3
韓 国	3.8	7.0	3.1	4.7	4.2	5.0	5.1	4.8
台 湾	2.2	4.2	3.4	6.1	4.0	4.6	4.1	4.5
香 港	0.6	1.8	3.2	8.6	7.5	6.9	6.5	6.2
シンガポール	2.4	4.2	3.1	8.8	6.6	7.9	7.7	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	6.1
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	6.2	5.8
中 国	8.3	9.1	10.0	10.1	10.4	10.7	11.5	10.6

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金総合研究所