

2007・2008 年度日本経済見通し

～景気減速は軽微にとどまる。2007 年度後半には消費の回復も鮮明に～

第一生命保険相互会社（社長 斎藤 勝利）のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所（社長 石嶺 幸男）では、2007・2008 年度日本経済見通しを取りまとめましたので、ご報告いたします。

日本国内総生産（GDP）成長率

2006年度予測	実質 + 2.0% (前回 + 1.9%)	
	名目 + 1.3% (前回 + 1.3%)	
2007年度予測	実質 + 2.2% (前回 + 1.9%)	
	名目 + 2.5% (前回 + 2.2%)	
2008年度予測	実質 + 2.7%	
	名目 + 3.1%	
	(前回は 2006 年 7～9 月期 GDP 2 次速報後の弊社予測値)	

【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所 経済調査部
 主任エコノミスト 永濱 利廣
 お問い合わせは
 経済調査部 日本経済短期予測チーム
 新家 義貴 まで
 TEL 03-5221-4528
 E-Mail shinke@dlri.dai-ichi-life.co.jp
 (詳細は次頁以降をご覧ください)

＜ 要 旨 ＞

- 実質 GDP 成長率の見通しは、2006 年度が+2.0% (前回7-9月期2次速報後予測: +1.9%)、2007 年度が+2.2% (同+1.9%)、2008 年度が+2.7%、名目 GDP 成長率の見通しは 2006 年度が+1.3% (同+1.3%)、2007 年度が+2.5% (同+2.2%)、2008 年度が+3.1%である。なお、本予測では 2009 年4月に消費税が引き上げられると想定している。仮に引き上げを想定しない場合には駆け込み需要が発生しないため、2008 年度の成長率予測値は、実質 GDP が+2.4%、名目 GDP が+2.7%となる。
- 足元で、先行きの景気減速を示唆する経済指標も増えているが、2007 年前半にかけて想定される景気減速は軽微なものにとどまり、景気の回復基調は崩れない。
- 海外景気の減速やIT部門の調整は軽微なものにとどまるとみられることに加え、設備投資も若干減速するものの底堅く推移する。また、個人消費は力強さには欠けるものの、緩やかな増加基調は維持できる見通しである。こうしたことから、景気が失速する可能性は小さいと思われる。2004 年後半から 2005 年前半の景気の踊り場局面では、鉱工業生産指数の2四半期連続減少や実質GDPの前期比マイナスが実現するなど、景気の停滞感はかなり強まった。しかし、今回予測期間中に景気がそうした状態に陥る見込みは小さく、「踊り場」とすら認識されない可能性もある。
- 外部環境では、米国経済のソフトランディングの可能性が高まってきたことに加え、当面は円安による押し上げ効果が見込めることもあり、輸出の減速は軽微なものにとどまる。
- IT部門における足元の在庫増加にも、需要の伸びに裏付けられた前向きなものも多く含まれていることに加え、在庫調整が必要な品目も一部に限られており、全面的な調整にはならない可能性が高い。IT需要も引き続き旺盛であり、足元の在庫は今後速やかに減少していくと予想される。IT部門の調整を過度に強調する必要はない。また、IT以外の部門が好調に推移していることも好材料。製造業全体として在庫調整が懸念される状況ではない。
- 設備投資は引き続き堅調さを保つ。円安や原油価格下落といった要因も企業収益を押し上げ、設備投資を後押しする。資本ストック循環の観点から、2007 年度には製造業を中心に緩やかに伸びを鈍化させるとみられるが、全体としてみればストック調整圧力はかなり限定的である。
- 2007 年後半以降には、米国景気を中心とする海外経済の持ち直しが予想されることから、輸出の伸びは再び拡大する。加えて、IT部門の調整も一巡することもあって、わが国の景気回復テンポは再び高まる。
- 低迷している所得動向についても徐々に上昇圧力がかかり始める。企業の人手不足感はかなり強まっており、雇用需要は強いことに加え、2007 年以降本格化する団塊世代退職の影響によって労働供給に下押し圧力がかかってくることもあって、失業率は着実に低下を続ける見込みである。こうした労働需給の引き締まりが賃金にも好影響を与える。賃金上昇率は徐々に拡大していき、2007 年度後半には前年比1%程度にまで上昇、雇用者数の増加を加味した雇用者報酬で見れば2%程度に達することが予想される。
- 所得の改善を受け、2007 年度後半以降、個人消費も伸びを高め、内外需のバランスが取れた成長が実現することになる。消費が回復することによって景気は安定度を増し、より力強さも感じられるようになるだろう。
- 2002 年1月を谷とする今回の景気回復局面は、2009 年3月までは持続すると見込まれる。その後は、消費税率引き上げの影響から後退局面入りする公算が高い。景気回復の継続期間は 86 ヶ月と、いざなぎ景気(57 ヶ月)を大幅に上回る空前の長期回復ということになる。
- 消費者物価指数(生鮮食品除く総合)は、2006 年度が前年度比+0.1%、2007 年度が同+0.2%と前回見通しからそれぞれ下方修正した。原油価格の落ち着きを背景に、石油製品価格の上昇寄与が予想以上に縮小していることが下方修正の主因である。2007 年7-9月期頃までは、消費者物価指数はほぼゼロ%での超低空飛行を続けるとみられる。また、2008 年度については同+0.6%を予想している。

以上

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

日本経済	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	実績	実績	予測	予測	予測
実質GDP	2.0	2.4	2.0	2.2	2.7
(内需寄与度)	1.4	1.9	1.3	1.8	2.5
(外需寄与度)	0.5	0.5	0.7	0.5	0.2
民間最終消費支出	1.3	1.9	0.6	1.3	2.4
民間住宅	1.7	▲ 1.0	0.6	2.9	4.6
民間企業設備	6.3	5.7	8.0	5.1	5.6
民間在庫品増加	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
政府最終消費支出	1.7	0.9	0.9	1.1	1.0
公的固定資本形成	▲ 12.7	▲ 1.4	▲ 9.9	▲ 1.8	▲ 3.4
財貨・サービスの輸出	11.4	9.0	7.7	5.6	6.4
財貨・サービスの輸入	8.4	6.0	3.2	3.3	6.8
GDPデフレーター	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 0.6	0.2	0.4
名目GDP	0.9	1.0	1.3	2.5	3.1
鉱工業生産	4.0	1.6	4.7	2.3	3.7
経常利益	24.6	8.4	11.1	8.5	13.9
完全失業率	4.6	4.3	4.1	3.8	3.5
雇用者報酬	0.0	1.3	1.5	1.9	3.1
新設住宅着工戸数(万戸)	119.3	124.9	129.4	130.5	134.9
経常収支(10億円)	18,210	19,123	19,565	20,938	21,338
名目GDP比率	3.7	3.8	3.8	4.0	4.0
国内企業物価	1.5	2.1	2.8	0.2	1.0
消費者物価(生鮮除く総合)	▲ 0.1	0.1	0.1	0.2	0.6
長期金利	1.53	1.43	1.77	2.08	2.54
為替レート(円/ドル)	107.3	113.2	117.1	113.0	112.5
原油価格(ドル/バレル)	45.1	60.0	64.6	63.8	63.3
米国実質成長率(暦年)	3.9	3.2	3.4	2.7	3.1
中国実質成長率(暦年)	10.1	10.4	10.7	9.6	9.8

【12月予測】

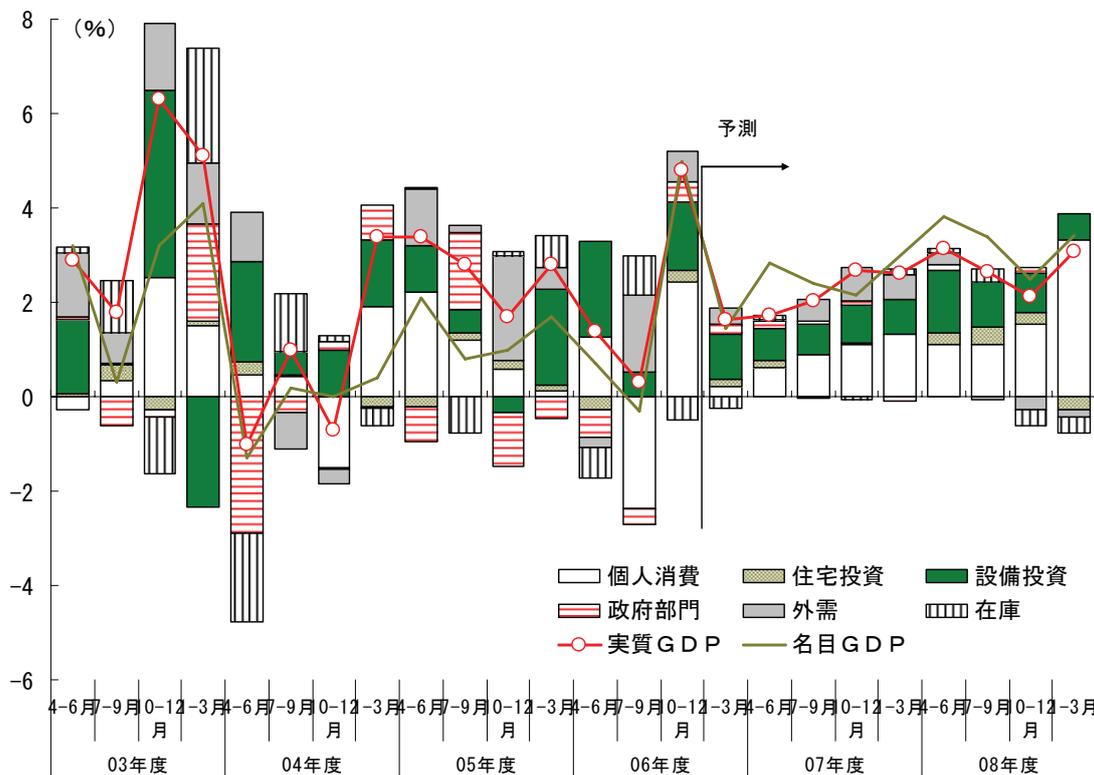
(%)

	2006年度	2007年度
	予測	予測
実質GDP	1.9	1.9
(内需寄与度)	1.2	1.6
(外需寄与度)	0.7	0.3
民間最終消費支出	0.7	1.5
民間住宅	0.2	2.3
民間企業設備	8.1	3.8
民間在庫品増加	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	1.1	1.3
公的固定資本形成	▲ 12.0	▲ 2.9
財貨・サービスの輸出	7.5	4.6
財貨・サービスの輸入	3.6	3.7
GDPデフレーター	▲ 0.5	0.3
名目GDP	1.3	2.2
鉱工業生産	4.0	3.1
経常利益	13.9	7.7
完全失業率	4.0	3.8
雇用者報酬	1.9	2.4
新設住宅着工戸数(万戸)	128.0	129.1
経常収支(10億円)	19,469	20,783
名目GDP比率	3.8	4.0
国内企業物価	2.5	0.9
消費者物価(生鮮除く総合)	0.2	0.3
長期金利	1.79	2.19
為替レート(円/ドル)	116.5	113.5
原油価格(ドル/バレル)	65.3	64.3
米国実質成長率(暦年)	3.3	2.7
中国実質成長率(暦年)	10.5	9.4

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注)
1. 経常利益は法人企業統計季報ベース
 2. 為替レートは円/ドルで年度平均
 3. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格
 4. 失業率、経常収支の名目GDP比、長期金利以外の単位の無い項目は前年比
 5. 長期金利は10年債流通利回り
 6. 民間在庫品増加は寄与度

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



2007・2008年度日本経済見通し

○ 2007・2008年度の日本経済見通し(概略)

2006年10-12月期GDP統計の公表を受けて、2006・2007年度日本経済見通しの改訂を行い、新たに2008年度の見通しを作成した。実質GDP成長率の見通しは、2006年度が+2.0% (前回2006年7-9月期2次速報後予測: +1.9%)、2007年度が+2.2% (同+1.9%)、2008年度が+2.7%、名目GDP成長率の見通しは2006年度が+1.3% (同+1.3%)、2007年度が+2.5% (同+2.2%)、2008年度が+3.1%である。先日公表された2006年10-12月期GDPの結果が想定以上に好調だったことに加え、輸出の減速が当初想定していたよりも軽微なものにとどまる可能性が高まっていることが上方修正の背景である。

なお、本予測では2009年4月に消費税が引き上げられることを想定している。そのため、2008年度後半には個人消費や住宅投資を中心とする駆け込み需要が発生し、2008年度の成長率を押し上げる形になっている。仮に消費税率の引上げを想定しなかった場合には、2008年度の成長率予測値は、実質GDPが+2.4%、名目GDPが+2.7%になる。

当研究所ではかねてから、2007年前半には海外景気の減速やIT部門の調整などを背景として景気回復の勢いが一時的に弱まるものの、景気の回復基調は維持されると考えてきた。後述の通り、このところ一部で弱めの経済指標もみられるが、想定範囲内であり、今回の予測改訂においてもこれまでの見方を変更していない。景気減速をもたらす主因である海外景気の減速やIT部門の調整は軽微なものにとどまるとみられることに加え、設備投資も若干減速はするものの底堅く推移する。また、個人消費は力強さには欠けるものの、緩やかな増加基調は維持できる見通しである。こうしたことから、景気が失速する可能性は小さいと思われる。また、2007年後半以降には、海外経済の持ち直しやIT部門の調整一巡等を背景に再び成長率は高まってくる。所得の増加を背景として個人消費も伸びを高めることもあって、景気は徐々に力強さを増していくと考えている。

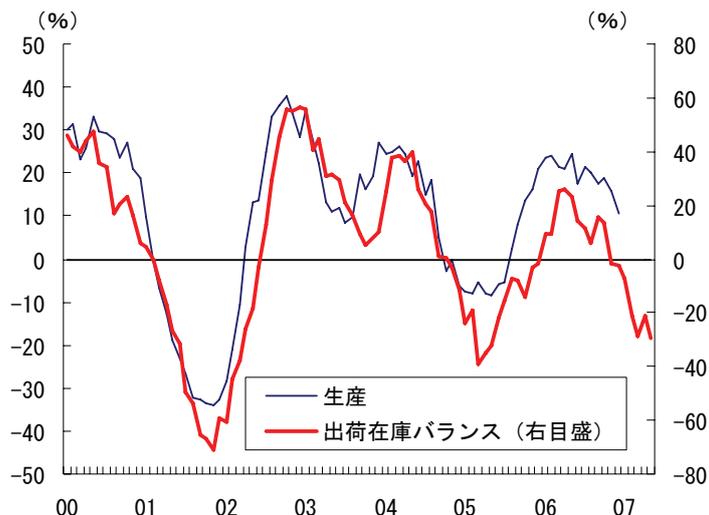
2002年1月を谷とする今回の景気回復局面は、2006年11月でいざなぎ景気を抜き、戦後最長の景気回復になったとみられる。2009年3月までこの景気回復局面は続くと考えられ、回復期間は86ヵ月になる。空前の長期回復だ。

○ 2007年前半の景気減速を示唆する指標も

足元で、先行きの景気減速を示唆する経済指標がいくつか見られるようになっている。例えば鉱工業生産指数では、1月の予測指数が大幅に落ち込んでおり、2007年1-3月期の生産は前期比でマイナスに転じる可能性が高い。さらにIT部門では、在庫の増加にはまだ歯止めがかかっていないことから出荷在庫バランスが悪化しており、先行きの在庫調整が懸念されているところである。輸出についても、海外経済の減速に伴う悪影響が今後顕在化してくる結果、減速が明確になってくるとの声も多い。また、景気に6ヵ月程度先行すると言われていた景気動向指数の先行DIは、昨年7月以来50%割れ傾向が続いており、2007年以降の景気減速が示唆されている。

過去、輸出やIT分野の動向が日本の景気循環に大きな影響を与えてきたことを考えれば、今後、景気に対してある程度の下押し圧力がかかってくることは避けられない。2007年前半には、景気回復の勢いは一時的に弱まってくる可能性が高い。

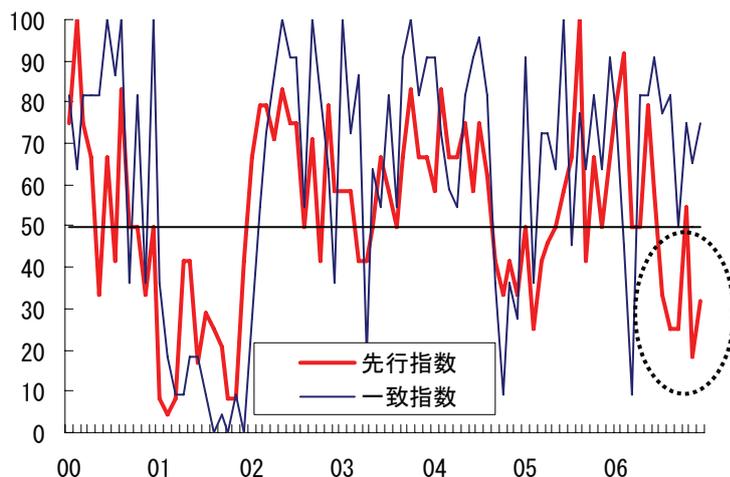
資料1 電子部品・デバイスの動向（前年比）



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

（注）1. 出荷在庫バランス＝出荷前年比－在庫前年比
2. 出荷在庫バランスは5ヵ月先行

資料2 景気動向指数・DI



（出所）内閣府「景気動向指数」

○ 景気失速に至らない理由

当研究所では、こうした減速は軽微なものにとどまり、景気の回復基調は崩れることはないと予想している。以下でその理由を述べる。

① 輸出の減速は軽微

前述の通り、海外需要の減速を背景として、輸出はこの先減速してくると思われるが、その鈍化ペースはかなり緩慢なものになることが予想される。

最大の要因は、今後の鍵を握る米国経済について、ソフトランディングに向かう可能性が高いことである。現在、米国経済は住宅投資の減少を主因として減速傾向にあるが、そのペースはかなり緩やかなものにとどまっている。住宅部門からの資金調達が増加することにより個人消費が落ち込むとの見方も以前はあったが、今のところそうした兆候は現れていない。雇用・所得は引き続き着実に増加しており、消費を支えている。また、株高による資産効果に加え、ガソリン価格の下落が実質所得を下支えしたことも消費の増加を後押ししている。個人消費は2006年10-12月期に続いて2007年1-3月期も堅調に推移するとみられ、個人消費が失速するリスクはかなり小さくなっていると考えられる。また、大幅な落ち込みが続いていた住宅市場は改善し、住宅販売は明確に底打ちしている。在庫水準が高いため、着工ペースでみれば振れを伴いながらしばらく減少は続くと思われるが、減少ペースは着実に縮小してくるだろう。米国経済最大の下押し要因だった住宅市場の底打ちは、先行きの景気失速リスクを大幅に低下させるものである。こうした状況を受けて、米国では先行きの利下げ観測は後退している。米製造業部門に関しては、自動車関連や住宅関連部門での調整を背景として現在在庫調整局面にあるが、こうした底堅い最終需要を受けて、調整は短期間かつ軽微に終了する可能性が高いと予想される。このように、米国経済の下振れリスクが低下している点は、前回予測時点との大きな違いである。

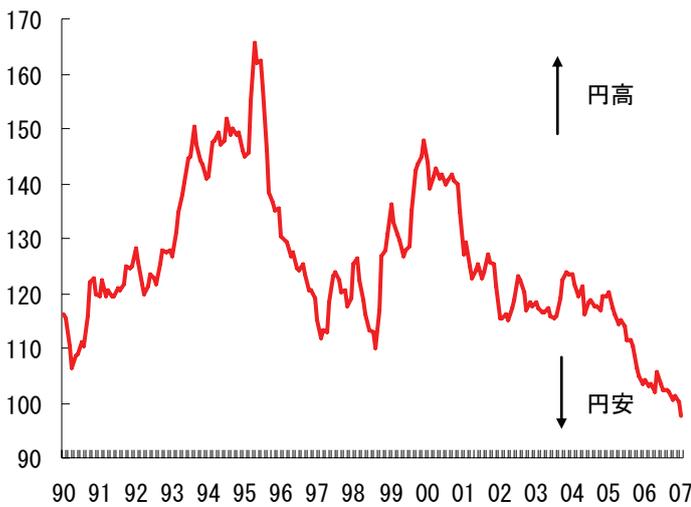
米国以外についても下振れリスクは小さい。欧州では、ドイツでの付加価値税引き上げの反動減が懸念されていたが、今のところ深刻な影響は現れていないようだ。また、アジア向け輸出についても底堅く推移する見込みである。2004年後半から2005年前半にかけて、わが国の景気踊り場局面が長引いた理由の一つとして、2004年前半まで極めて好調に推移していた中国向け輸出が急激に鈍化したことにより、非IT部門の生産が落ち込んだことが挙げられる。中国国内で在庫が大幅に積み上がっていたことがその背景にあった。しかし、中国では現在、在庫の積み上がりは特に見られておらず、引き続き高成長を続けている。現在も投資加熱の抑制等を目的とした引き締め政策がとられていることから緩やかに減速するとはみられるが、中国向け輸出は先行きも底堅く推移する可能性

が高い。こうした輸出の動向は、前回の踊り場局面とは大きく異なる点だ。

円安効果も大きい。足元まで輸出は予想以上に堅調に推移しているが、そこには円安効果もあると考えられる。為替レートの変化から輸出数量へ影響する時間的ラグを考えると、足元までの円安は少なくとも2007年秋頃までは輸出を下支えることになる。

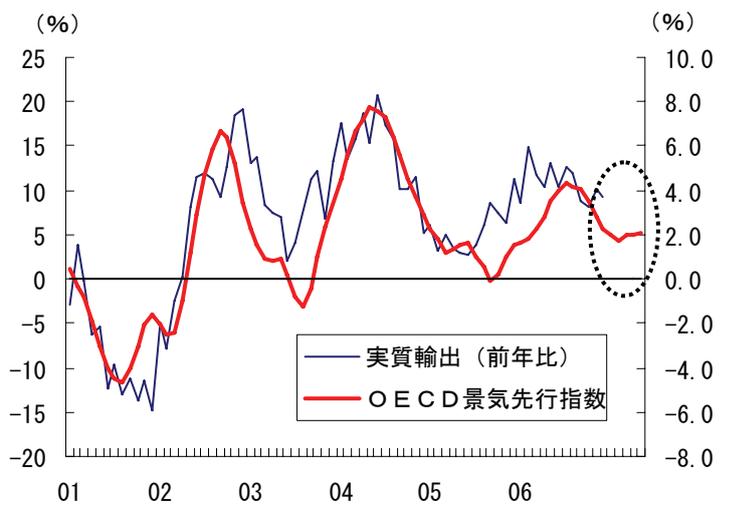
既に、輸出減速が軽微なものにとどまることを示唆する経済指標も出始めている。平均的にみて日本からの輸出に5ヵ月程度先行するOECD景気先行指数(6ヵ月前比年率)は、昨年春をピークに低下を続けていたが、9月以降、低下に歯止めがかかっている。同指数は過去の輸出動向に対してかなり安定的に先行しており、明るいニュースである。同指数の上昇幅は小さく、まだ底打ちしたと判断するには早いですが、少なくとも輸出の減速が先行き極めて軽微なものにとどまる可能性は高まっている。

資料3 実質実効為替レートの推移



(出所) 日本銀行

資料4 実質輸出とOECD景気先行指数



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、OECD

(注) OECD景気先行指数は6ヵ月前比年率。5ヵ月先行

② 生産の減速も限定的

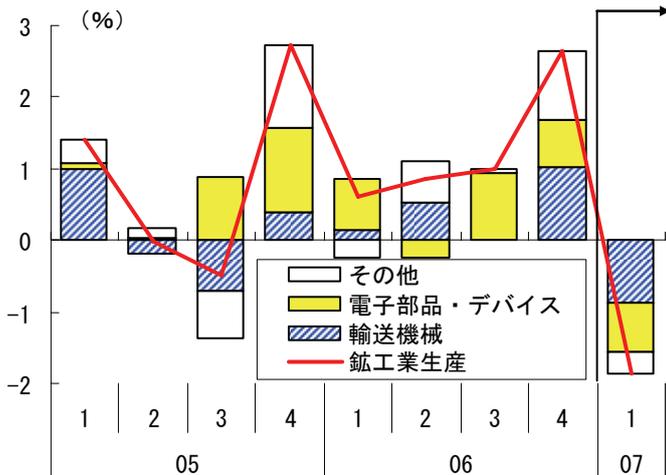
製造工業生産予測調査をみると、1月は前月比▲2.8%、2月は同+0.1%が見込まれている。1、2月が予測指数通り、3月を横ばいと仮定すると、1-3月期の生産は前期比▲1.8%となる。生産は6四半期ぶりに前期比マイナスに転じる可能性が高いだろう。もっとも、この減少はさほど懸念する必要はない。

予測指数をみると、1-3月期の落ち込みの多くは輸送用機械と電子部品・デバイスによって説明できる。このうち、輸送機械については、10-12月期に新車投入等もあって前倒しで増産を行った反動の面もあるため、特に問題はないだろう。12月、1月の実現率、予測修正率もプラスであることから、減産は意図したものであるとみられる。自動車輸出が好調に推移するなど需要も好調であり、減少は一時的なものにとどまるだろう。

また、在庫が高止まりしているIT部門についても、先行き深刻な生産調整が生じる可能性は低いと判断する。足元の在庫増には、前向きな在庫積み増しの面も大きいと考えられるためだ。

電子部品・デバイスの動向を確認すると、前回2004年における在庫増加局面では、出荷の伸びが縮小するなかで在庫が増加していたのに対して、現在は、出荷がかなり増加するなかでの在庫増となっているという違いがみられる。また、日銀短観における電気機械の在庫判断DIの上昇幅も限定的であり、在庫過剰感が足元で大きく強まっている状況でもない。足元の在庫増加には、先行きの需要増加を睨んだ前向きな在庫積み増しがかなりの程度含まれている可能性が高い。

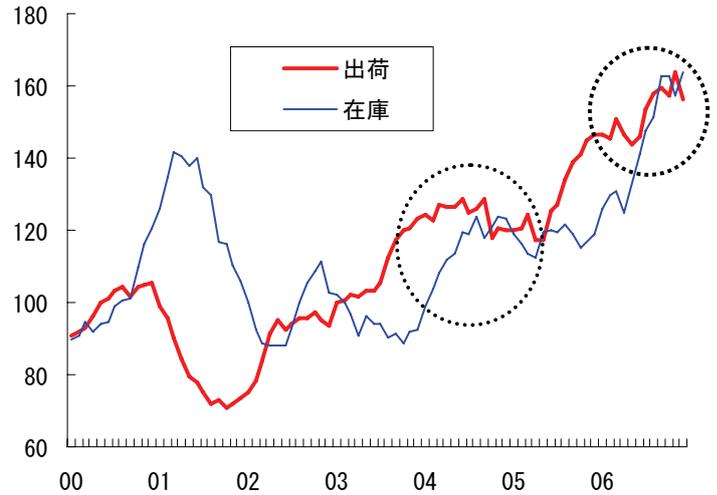
資料5 鉱工業生産指数の推移（前期比）



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

（注）07年1、2月は予測指数通り、3月は横這いと仮定

資料6 電子部品・デバイスの出荷と在庫



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

在庫増加の内訳を、2006年9月時点と12月時点で比較してみよう。資料7は、IT関連品目の、電子部品・デバイスの在庫増加に対する寄与度をそれぞれみたものである。これをみると、9月時点で大幅に増加していた半導体関連品目の在庫は、足元で伸び率を低下させている。昨年10月24日に始まったナンバーポータビリティに伴う携帯電話の新機種生産増加に備えて部品メーカーが部品を大量に積み増していたことや、新型ゲーム機発売に向けた作り込み等の特殊要因もあって9月時点で半導体関連在庫が大幅に増加していたのだが、こうした要因が剥落したことで、在庫は縮小に向かっていると思われる。

一方、足元で増加が著しいのが、アクティブ型液晶素子(大型)、アクティブ型液晶素子(中・小型)といった液晶関連在庫である。アクティブ型液晶素子(大型)については大きな調整が必要となる可能性は小さいと思われる。需要面をみても、薄型テレビを中心としたデジタル家電の普及率にはまだ上昇余地があり、今後も旺盛な需要が見込める。実際、売れ行きが懸念されていた年末商戦においても、内外ともにデジタル家電販売は非常に好調だった模様である。パソコンについても、ウィンドウズビスタ関連需要の動向は不透明だが、買い控えがみられた2006年と比較すれば需要は伸びる。また、内外での情報化投資需要は依然根強いこと等、好材料がそろっている。アクティブ型液晶素子(大型)の在庫増加はむしろ前向きな在庫積み増しである可能性が高いだろう。一方、アクティブ型液晶素子(中・小型)については、ある程度の在庫調整が必要とみられるが、携帯ゲーム機向けの需要が好調なこと等もあり、調整は深刻なものにはならないだろう。

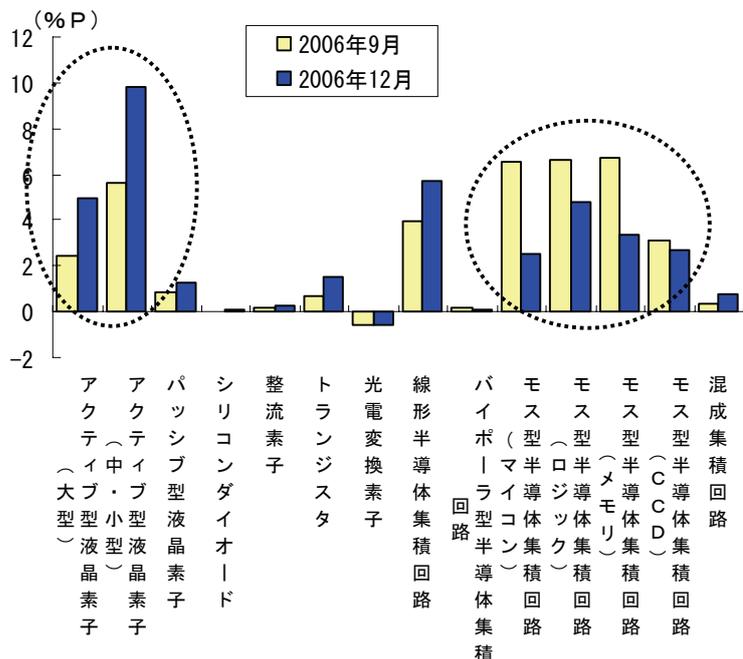
このように、足元の在庫増には需要の伸びに裏付けられた前向きなものも多く含まれていることに加え、在庫調整が必要な品目も一部に限られており、全面的な調整にはならない可能性が高い。IT部門の在庫は今後比較的速やかに減少していくと予想される。IT部門の生産調整を過度に不安視する必要はないだろう。

IT以外の部門が好調に推移していることも好材料だ。鉄鋼、化学等の素材関連業種や、一般機械といった加工業種の生産は引き続き堅調だ。1月に減少が予想される輸送用機械も前述の通り一時的なものであり、好調さは持続するとみられる。なお、IT部門の調整が非IT部門に波及することを懸念する声もあるが、その可能性も小さい。一般に、乗用車等、川下に位置する最終製品は、川上財を幅広く投入して生産しているため、需要が落ち込んだ場合には広く川上の財にも悪影響が及ぶ傾向がある。一方、生産財が大半であるIT部門は、輸入比率が高いこともあって他部門への波及は小さいという特徴を持つことから、非IT部門への波及はかなり限定的だろう。当面、非IT部門の回復基調は続きそうだ。今のところ、製造業全体として在庫調整が懸念される状況ではない。

以上の通り、①IT需要は引き続き堅調であり、IT部門の在庫増加には需要の裏づけのある前向きなものがかな

り含まれていること、②調整が必要なIT品目も一部にとどまること、③非IT部門の好調さが続くこと、などを理由に、先行きの生産減速は軽微なものにとどまると予想する。

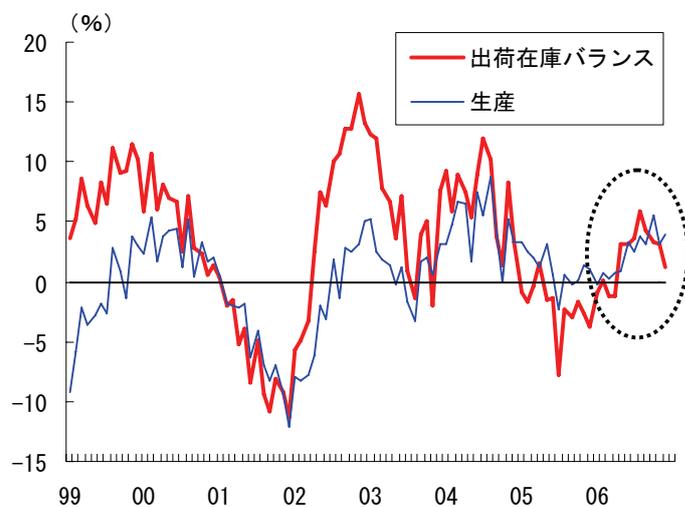
資料7 IT部門の在庫状況



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

(注) 各品目の、電子部品デバイスの在庫増加に対する寄与度

資料8 非IT部門の動向(前年比)



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

(注) 非ITは生産全体から情報化関連資本財、消費財、生産財を除いたもの

③ 底堅い内需

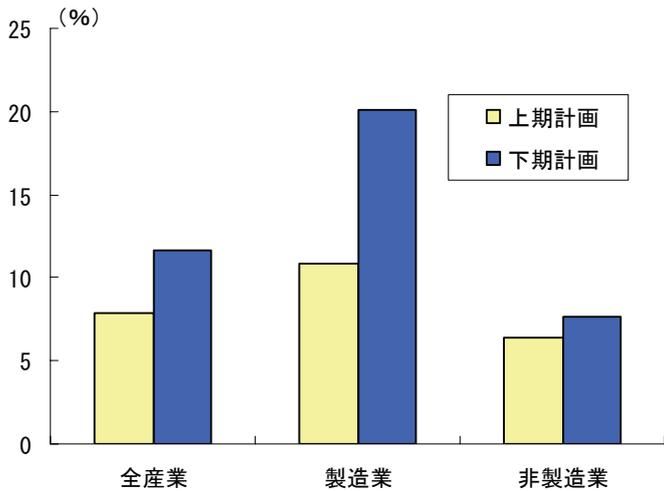
設備投資は引き続き堅調さを保つと予想する。日銀短観(12月調査)の設備投資計画(ソフトウェア含む、土地除く)も2006年度下期は前年比+11.7%と極めて高い伸びとなっており、少なくとも年度内はかなり高い伸びが見込める。また、2006年7-9月期の機械受注は大幅に落ち込んだが、携帯電話の落ち込みによる部分も大きかった。10-12月期には前期比で増加したことに加え、2007年1-3月期についても、達成率の動向を加味しない単純集計値ベースで前期比+4.0%が見込まれるなど、設備投資の増加基調は崩れていない。

こうした設備投資の好調さを支えているのが企業収益の増加だ。前述したとおり生産の減速がかなり軽微なものにとどまることから、売り上げの鈍化も限定的であることに加え、足元まで円安が続いていることも収益を押し上げる。原油価格が一時期に比べて落ち着いていることも、企業収益にとっては大いにプラスである。加えて、設備投資に先行する傾向のある稼働率も足元ではかなりの高水準となっており、今後の投資増加が示唆されている。

その他にも、①これまでの景気回復の持続やリストラの進展により過剰設備、過剰債務の調整が一巡していること、②景気回復に伴う期待成長率の改善、③設備の老朽化対応や新製品開発のための投資など競争力維持のための投資意欲が引き続き根強いこと、といった構造的な要因も投資を後押しする。このように、設備投資を取り巻く環境は引き続き良好である。

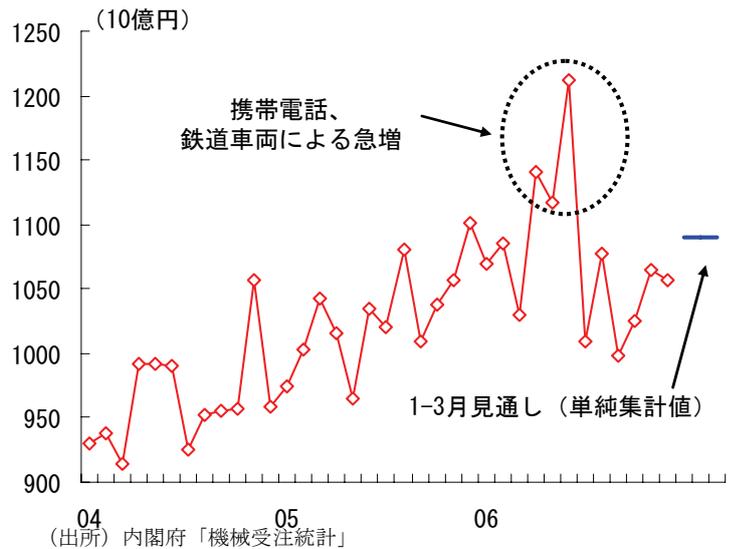
資本ストック循環の観点から、設備投資は2007年度には製造業を中心として緩やかに伸びを鈍化させてくると予想される。しかし、製造業のストック上昇率も過去と比較してそれほど高まっていないことに加え、非製造業についてはストックの伸びはかなり低い。全体としてみれば、ストック調整圧力はかなり限定的である。多少の鈍化こそすれ、設備投資の増加基調は続くだろう。

資料9 2006年度設備投資計画（2006年12月調査）



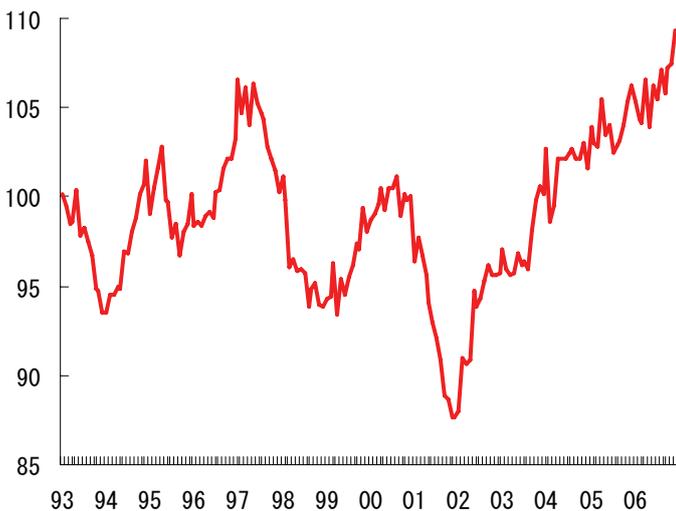
(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
 (注) 全規模全産業。土地投資額を含み、ソフトウェアを除く

資料10 機械受注（船舶電力除く民需）



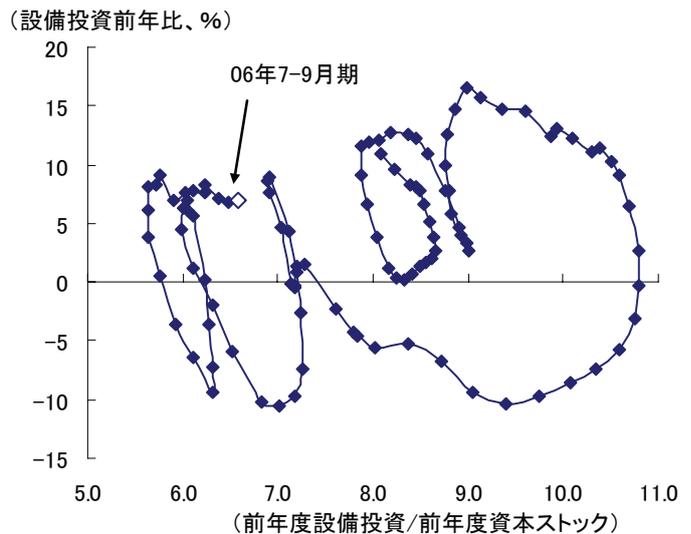
(出所) 内閣府「機械受注統計」

資料11 稼働率の推移



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

資料12 資本ストック循環図



(出所) 内閣府「民間企業資本ストック」

個人消費については、当面は緩やかな増加にとどまるとみられる。2006年10-12月期GDPでは、個人消費は前期比+1.1%と高い伸びを見せたが、これは7-9月期の同▲1.1%の反動増の側面も大きく、落ち込み分をようやく取り戻したに過ぎない。また、7-9月、10-12月におけるGDP個人消費の激しい変動には家計調査のサンプル要因による攪乱もあるとみられ、今回の結果をもって個人消費の回復を強調することは適当ではないだろう。実際、月次の消費関連諸指標をみると、昨年秋以降、緩やかに持ち直しているものが多かったが、12月は全般的に低調だった。また、年が明けた後の1月に関しても芳しくなかったとの見方が多い。こうしたことから、2007年1-3月期には、個人消費の伸びは再び鈍化するとみられる。結局のところ、個人消費については「夏場の消費不振の状況からは緩やかに持ち直しつつあるが、力強さはまだ感じられない」といった程度の評価が妥当であるように思われる。賃金の回復が未だ限定的であることに加え、各種公的負担の増加等もあって所得の伸びが小幅にとどまっていることが、こうした消費の回復力の弱さに繋がっていると考えられる。

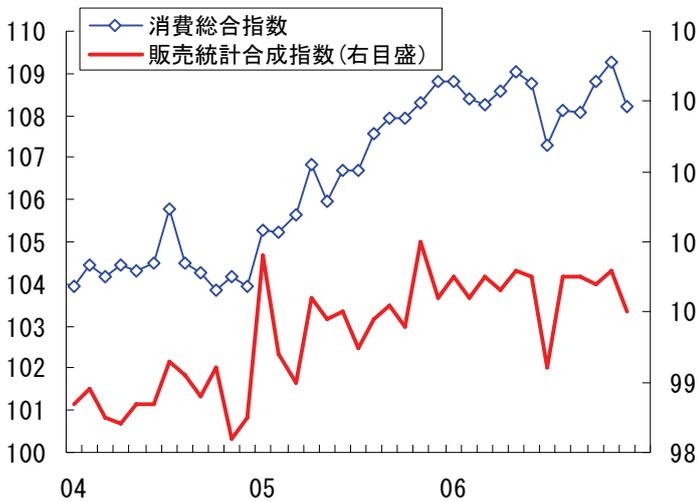
もっとも、所得の回復の鈍さについては、やや誇張され過ぎの感もある。一人当たり賃金については前年比ゼロ近傍の推移が続いているが、これはサンプル要因によって2006年以降若干下振れている可能性もある。また、雇

用者数については、景気回復の持続を背景として着実に増加を続けており、雇用者報酬でみれば、加速感こそないものの安定して増加している。当面、個人消費は力強さには欠けるものの失速は避けられ、所得の増加に見合った程度の緩やかな増加基調で推移すると予想する。

以上の通り、輸出の減速やIT部門の調整は軽微なものにとどまるとみられることに加え、設備投資も若干減速はするものの底堅く推移し、景気を下支えすると予想される。また、個人消費も、力強さには欠けるものの、緩やかな増加基調は維持できる見通しである。こうしたことから、2007年前半に想定される景気減速は軽微なものにとどまるとみられる。

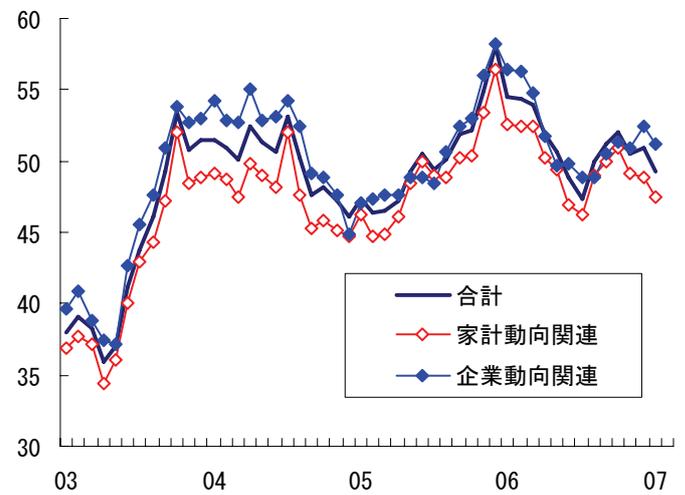
2004年後半から2005年前半にかけて生じた景気の踊り場局面では、鉱工業生産指数の2四半期連続減少（2004年7-9月期～10-12月期）や、実質GDPの前期比マイナスが実現するなど、景気の停滞感はかなり強まった。しかし、今回はそうした状況に陥る可能性は低い。減速は、前回の踊り場局面と比べてかなり軽微であると予想される。減速するとはいっても足元1%台半ばとされる潜在成長率程度の成長率は維持することから、「踊り場」とすら認識されない可能性は十分あるだろう。

資料 13 個人消費の動向



(出所) 日本銀行「販売統計合成指数」、内閣府「総合指数」

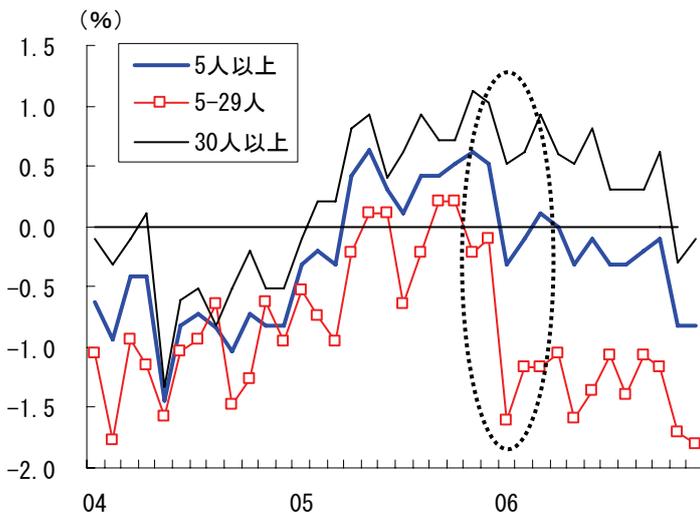
資料 14 景気ウォッチャー調査



(出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」

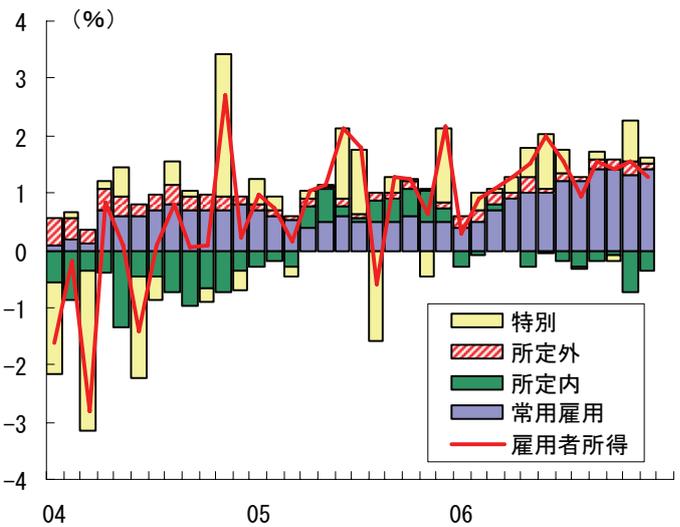
(注) 季節調整は第一生命経済研究所による

資料 15 所定内給与の推移（事業所規模別、前年比）



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

資料 16 雇用者所得の推移（前年比）



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

○ 2007年後半以降の景気動向

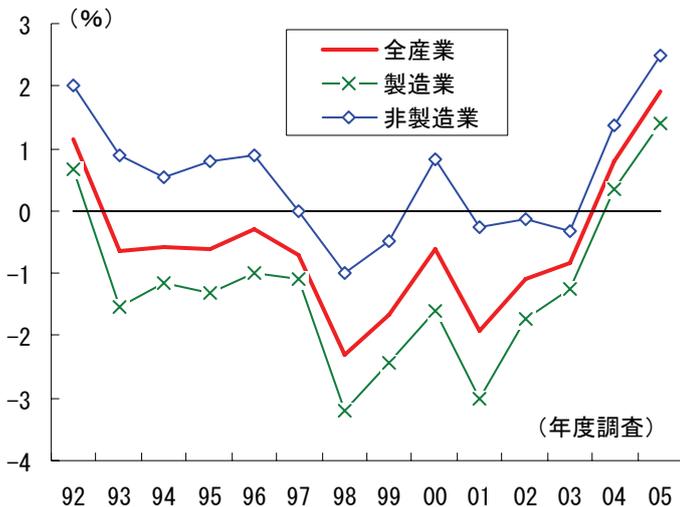
2007年後半以降には、米国景気の持ち直しが予想される。落ち込みが続いていた住宅部門もようやく底打ちすることに加え、製造業部門の在庫調整にも目処がつくとみられる。下押し材料がなくなるなか、個人消費、設備投資は引き続き堅調に推移するとみられることから、米国経済は次第に成長率を高めてくると予想される。こうした米国経済の動向は、アジア、欧州といったその他の地域にも好影響を及ぼす。日本からの輸出も減速に歯止めがかかり、伸びは再び高まってくると予想される。加えて、IT部門の調整も一巡することもあって、わが国の景気回復テンポは再び高まり、潜在成長率を上回る高い成長が実現する。また、2008年前半には、2008年8月に行われる北京オリンピックを前に、内外でIT関連需要が盛り上がると予想されることも景気の押し上げ要因となる。

低迷している所得動向についても徐々に上昇圧力がかけられ始める。今年の春闘についても、企業の人件費抑制姿勢には未だ根強いものがみられるが、労働需給の改善や企業収益の好調さを背景に、昨年と比較して賃上げ率は拡大する見込みである。雇用者数についても増加傾向は続く。足元でも既に企業の人手不足感はかなり強まっており、企業は今春の新卒採用について大幅増の計画を立てている。また、内閣府が公表している「企業行動に関するアンケート調査」でも、今後3年間の雇用者数変化見通しは高い伸びになっており、企業は新規採用に積極的になっている。2007年前半に予想される景気減速が軽微なこともあって、雇用需要は今後も衰えを見せないとと思われる。

こうした雇用需要の強さに加え、2007年以降本格化する団塊世代退職の影響によって労働供給に下押し圧力が加わってくることもあって、失業率は着実に低下を続ける見込みである。こうした労働需給の引き締まりが賃金にも好影響を与えることになる。賃金上昇率は徐々に拡大していき、2007年度後半には前年比1%程度にまで上昇、雇用者数の増加を加味した雇用者報酬で見れば2%程度に達することが予想される。

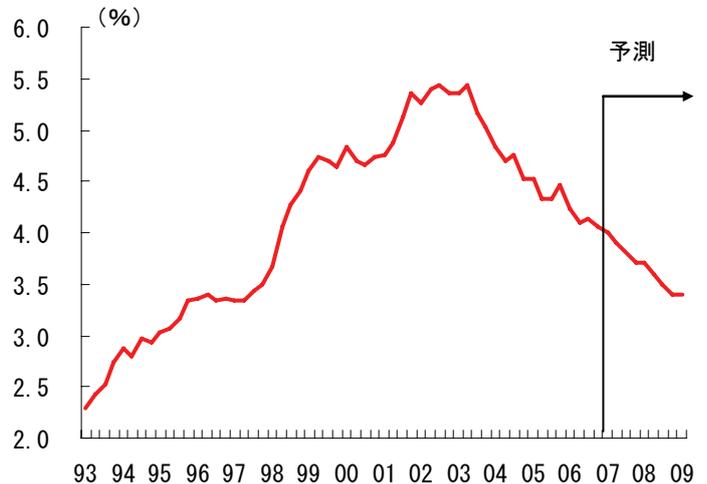
こうした所得の改善を受けて、2007年度後半以降、個人消費も伸びを高めてくる。今回の景気回復局面は、輸出と設備投資が主導する形での回復となっており、個人消費の回復はこれまで限定的だった。しかし、2007年度後半以降には、ようやく個人消費もそろった形で、内外需バランスの取れた成長が実現することになる。消費が回復することによって景気は安定度を増し、より力強さも感じられるようになるだろう。

資料 17 今後3年間の雇用者数の増減見通し



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

資料 18 完全失業率の推移



(出所) 総務省「労働力調査」

2008年後半以降については、北京五輪終了に伴う反動減から中国向け輸出が減速することに加え、IT関連財においても調整リスクが生じてくると思われる。過去の経験からみて、こうした大イベントの前後では供給過剰を主因とするIT部門の在庫調整が生じやすい。輸出は再度減速に向かうと予想する。一方、2009年4月に実施されるとみられる消費税引き上げを前にして、国内では個人消費、住宅投資を中心に2008年度後半に駆け込み需要が発生する。こうした押し上げ要因もあって、景気には目立った減速感はないだろう。なお、消費税引き上げを想

定しない場合には、2008年後半以降、景気モメンタムは緩やかに鈍化すると考えられる。

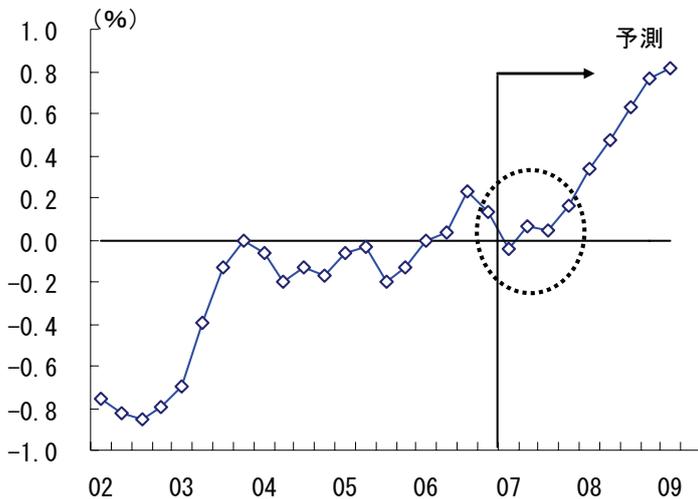
2002年1月を谷とする今回の景気回復局面は、2009年3月までは持続すると見込まれる。その後は、消費税率引き上げに伴う駆け込みの反動と輸出の減速から後退局面入りする公算が高い。景気回復の継続期間は86ヵ月と、いざなぎ景気(57ヵ月)を大幅に上回る空前の長期回復ということになる。

○ 物価見通し

消費者物価指数(生鮮食品除く総合)は、2006年度が前年度比+0.1%、2007年度が同+0.2%と前回見通しからそれぞれ下方修正した。原油価格の落ち着きを背景に、石油製品価格の上昇寄与が予想以上に縮小していることが下方修正の主因である。また、2008年度については同+0.6%を予想している。

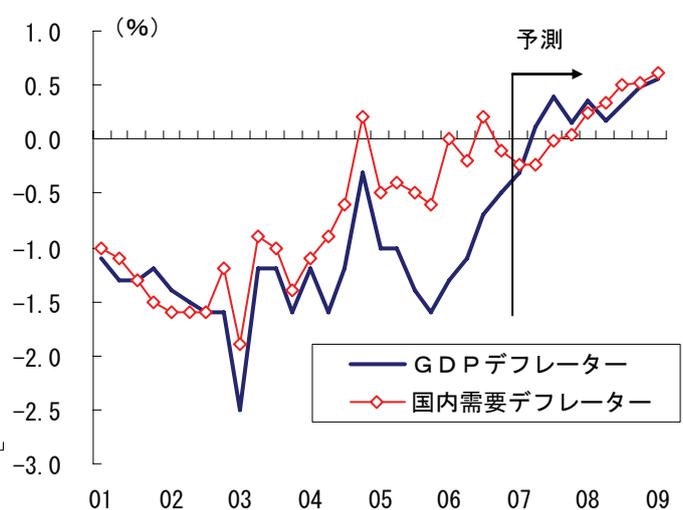
消費者物価の伸びは当面高まらず、むしろ一時的にマイナス転化するリスクも高まっている。石油製品価格については、当面CPIの伸びを抑制する要因になりそうだ。原油価格動向を踏まえると、12月時点で前年比+0.20ポイント(対CPIコア)ある石油製品のプラス寄与は、昨年の水準が非常に高かったこともありこの先徐々に縮小していく。加えて、川上からの物価上昇圧力も弱いことから、石油製品以外の品目についても物価を大きく押し上げる要因にはなりそうにない。2007年7-9月期頃までは、消費者物価指数はほぼゼロ%での超低空飛行を続けるとみられる。

資料 19 消費者物価指数(生鮮除く総合)の推移



(出所) 総務省「消費者物価指数」

資料 20 デフレーターの変動(前年比)



(出所) 内閣府「国民経済計算」

○ 金融政策の想定

金融政策については、2007年2月に0.25%ポイントの利上げを行うと想定した。その後については、2007年10-12月期、2008年1-3月期、4-6月期、7-9月期と四半期に一度のペースでそれぞれ0.25%ポイントの利上げを実施すると想定した。2007年末以降の利上げペースはやや速いが、物価が緩やかに上昇してくることや、輸出、ITの持ち直しに伴う景気回復テンポの高まり、個人消費の増加等、これまで利上げを抑制してきた要因が上向きに転じることから、経済環境的にも利上げは行いやすくなるとみられる。

以上

< 日本経済短期チーム >

新家 義貴 (shinke@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

長谷山則昭 (haseyama@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

徳永 香奈 (tokunaga@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

結城 良彦 (yuki@dlri.dai-ichi-life.co.jp)