

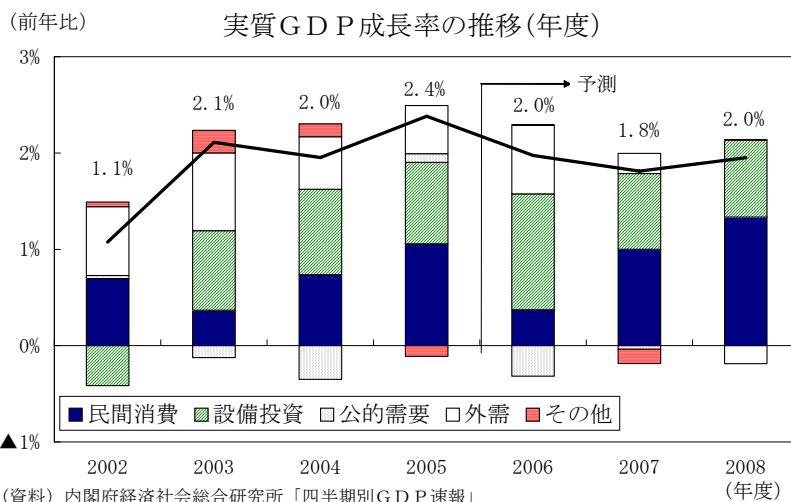
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

不均衡上で安定する経済～2007・2008年度経済見通し

<2007年度 1.8%、2008年度は 2.0%成長>

1. 景気は2006年11月に「いざなぎ景気」を超えた後も拡大を続けている。10-12月期の実質経済成長率は前期比1.2%という高いものになった。
2. 2007年度は国内景気拡大による輸入増加などから外需の寄与度が縮小し、経済成長率は2006年度の2.0%から1.8%へと若干低下するだろう。労働需給の改善はいずれ賃金の上昇に結びつき、2008年度は円高による外需の悪化を賃金上昇による家計消費の拡大が補って、実質2.0%成長となると予想する。
3. 世界経済は米国の経常収支赤字の拡大という不均衡の上で安定している。日本経済も企業部門が好調な一方で消費の改善が遅れるという、不均衡の上で拡大を続けている。こうした状況は長期には維持できず、ドルの大幅下落、企業部門の資金余剰の解消が課題となっていっくだろう。



経済調査部門

(03)3512-1884

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち)

(03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7

TEL : (03)3512-1800

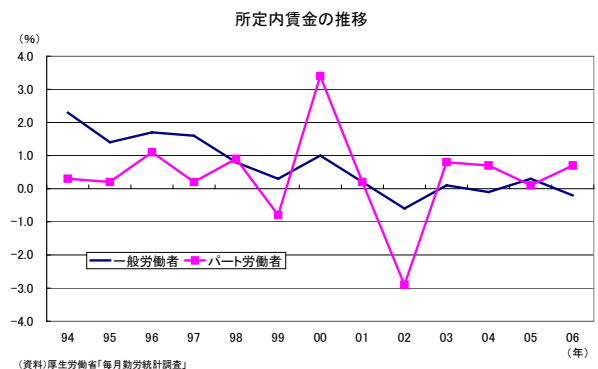
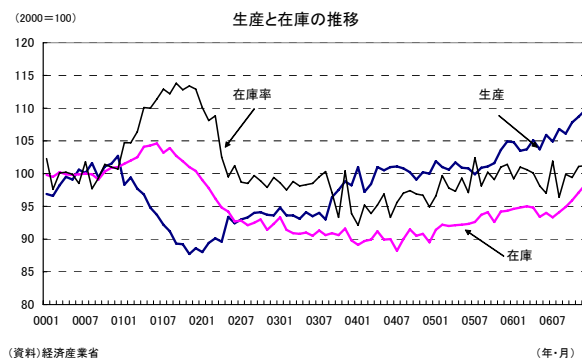
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

不均衡上で安定する経済

1. 2007年度 1.8%成長～2008年度は 2.0%成長

(拡大が続く景気)

今回の景気回復は2006年11月にこれまで戦後最長であった「いざなぎ景気」の57ヶ月を超え、さらに拡大を続けている。景気動向に最も敏感に反応する指標のひとつである鉱工業生産指数は、10-12月期は前期比2.6%の上昇となった。IT関連業種など在庫の増加が懸念されている業種もあるものの、新製品発売等に関係した一時的な在庫の積み増しである可能性も高い。全体としても在庫指数の上昇は見られるものの、出荷との関係を加味した在庫率指数で見ればそれほど上昇しているわけではなく、在庫調整の発生が広範な業種にわたって懸念されるという状況ではない。もっとも製造工業生産予測指数は、1月が前月比▲2.8%の低下の後、2月も0.1%の上昇の予測にとどまっており、2007年初には景気のもたつきが生じる懸念もある。



15日に発表された10-12月期の実質経済成長率(一次速報)は、前期比1.2%(年率4.8%)で、7-9月期の0.1%から大きく伸びが高まり、8四半期連続のプラス成長となった。内容的にも、7-9月期が外需主導の成長であったものから、民間消費が7-9月期の前期比▲1.1%の減少から1.1%の増加となり、設備投資も7-9月期の0.8%の増加から2.2%へと拡大ペースが加速し、国内の民需中心の成長となった。外需の寄与度は7-9月期の0.4%から0.2%に縮小したものの、内需と外需がともに増加するというバランスのとれた成長となった。

GDPデフレーターは依然として前年同期比でマイナスが続いているものの、10-12月期は前年同期比▲0.5%となって緩やかながらマイナス幅は縮小傾向にある。しかし、これまで消費者物価を押し上げてきたガソリンなどの石油製品の価格が原油価格の下落によって低下しているため、消費者物価の上昇率は縮小気味で再びマイナスとなる可能性もある。失業率の低下や有効求人倍率の上昇など労働市場の需給が改善してきたにも関わらず賃金の上昇率が依然として低水準であることが、サービス価格を安定させて消費者物価の上昇率が高まらない原因となっており、また

消費の回復が緩やかである原因ともなっている。

(好調な海外経済)

米国の10-12月期の実質経済成長率は、消費が堅調であったことから7-9月期の年率2.0%から3.5%へと高まった。高騰を続けてきた原油価格がやや落ち着きを取り戻したことでガソリン価格が下落に転じているという、プラス要因が消費への懸念を緩和したこともあって、クリスマス商戦は堅調であった。2月末に発表される改定値では、10-12月期の経済成長率はかなりの下方修正になる可能性が高いが、米国経済の減速は懸念されていたような大幅なものとはならなかったことは明らかだ。米国の実質経済成長率は、2006年の3.4%から2007年は2.7%、2008年は2.9%と潜在成長率をやや下回る程度の速度にソフトランディングすることになる可能性が高い。欧州経済も、10-12月期はユーロ圏の実質経済成長率が前期比0.9%（前年比3.3%）に達したなど好調が続いている。ドイツの付加価値税増税前の駆け込み需要の発生という要因も加わっているとみられ、これが剥落する2007年は2006年の2.7%成長からは減速するものの、2007年は2.3%、2008年も2.1%と安定した成長が続くだろう。

(賃金上昇から消費の拡大へ)

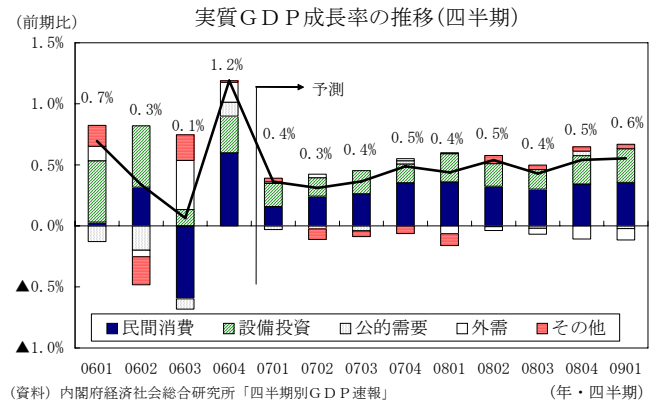
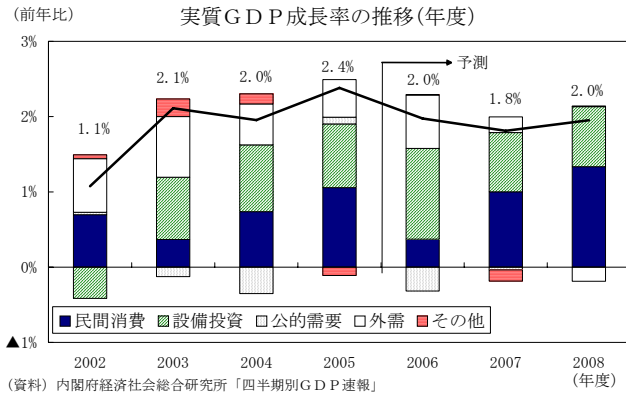
景気回復が続く労働市場の需給は改善して賃金は上昇しやすくなっているはずであるが、逆に若年層や女性など相対的に賃金水準の低い雇用者が増加していることなどから、毎月勤労統計で見ると一般労働者（いわゆるフルタイムの雇用者）の所定内賃金の上昇率は2006年に入ってむしろ低下している。これには団塊世代が年功序列型賃金のピークを超える年齢に達したという人口構造要因も押し下げの原因となっているとみられる。しかし若年労働力の減少は初任給の上昇率を高めつつあり、労働市場の需給改善によってパートやアルバイトの賃金上昇率も高まる動きを見せている。

企業は国際競争力の維持の観点から、依然として人件費負担の増加を抑制しようとしており、賃金の引き上げには慎重である。しかし、団塊世代の定年退職開始を控えて高卒、大卒の新卒採用は困難となっており、初任給の大幅な引き上げを計画している企業も少なくないことが報道されていように、2007年度の初任給は上昇速度を高めるだろう。労働組合の要求は雇用の安定から賃上げに軸足を移しつつあり、2007年度は賃金上昇率がやや高まるだろう。このような家計の所得増加から、消費は、2006年度の実質0.7%の増加から2007年度は1.8%増へと伸びを高める見通しである。

設備投資は、好調な企業収益の伸びを背景に増加を続けるものの、景気回復が長期に続き設備投資の増加も続いてきたことから、2006年度の実質7.9%の増加から2007年度は4.9%増へと伸びが鈍化すると見込まれる。2007年度予算でも公共事業関係費は前年度比で3.5%削減されていることなどから、公的固定資本形成は▲4.6%の減少となるが、政府消費の増加のため公的需要の寄与はほぼゼロとなるだろう。輸出の伸びは続くものの、国内需要の増加から輸入も伸びを高めるため、外需の寄与度は2006年度の0.7%から2007年度は0.2%に縮小すると予想される。この

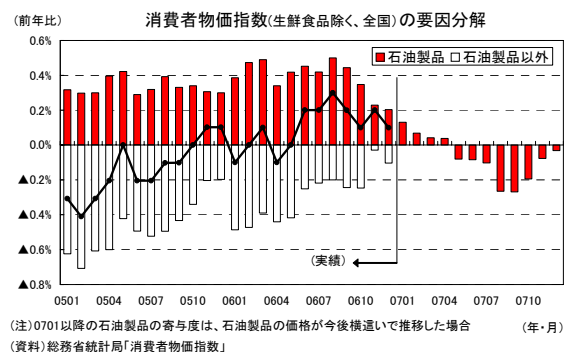
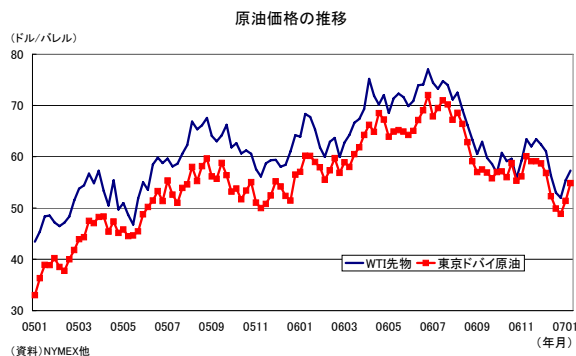
ため実質経済成長率は、2006年度の2.0%から2007年度は1.8%に若干減速すると見込まれる。

2008年度は、日本の金融政策が正常化に向かうため金利が徐々に上昇し、為替レートが円高方向に推移することもあるとあって、外需の寄与度は▲0.2%とマイナスになると予想される。その一方で、賃金上昇の加速や金利上昇による財産所得の増加などから家計の所得が拡大し、民間最終消費支出の伸びが2007年度の実質1.8%から2.4%へと加速することから、実質成長率は2.0%へとやや高まることになるだろう。



(政策金利は緩やかに上昇)

原油価格は、2006年夏頃には米国市場の指標となっているWTI(期近もの)が1バレル80ドル近くにまで上昇していたが、米国経済の減速や世界的な暖冬によって50ドル台に下落している。これまでは原油価格上昇によって国内でもガソリンなど石油製品の価格が上昇し、消費者物価を押し上げる要因となってきたが、石油製品の消費者物価指数押し上げ効果は2006年夏頃に0.5%近くに達したのをピークに縮小しており、現在の水準で石油製品の価格が推移すれば、2007年夏頃には逆に物価を押し下げる方向に働くことが予想される。



8月末に行われた消費者物価指数の基準改定によって、消費者物価上昇率は2006年初に遡って0.5%程度下方修正された。基準改定前の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の上昇率は、今年に入ってから0.5~0.6%程度が続いていた。しかし、基準改定によってゼロ%台前

半での推移となり、2006年12月の上昇率は0.1%となった。石油製品の価格動向いかによっては一時的に前年比の消費者物価上昇率はマイナスとなる可能性もある。

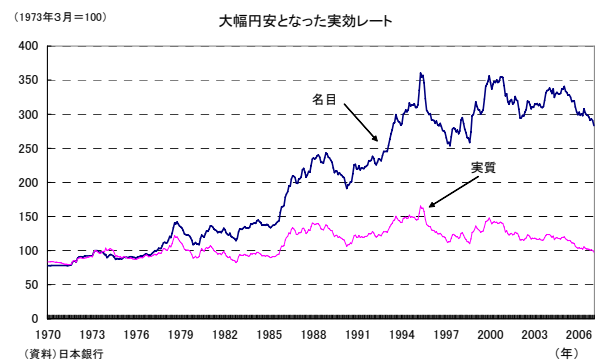
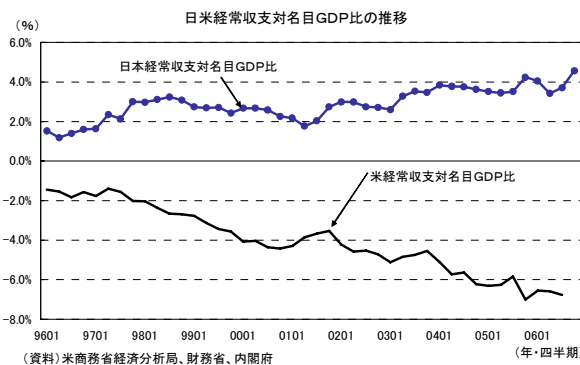
2006年10-12月期の実質経済成長率が年率で5%近い高いものとなったことや、7-9月期に大きく落ち込んだ消費が持ち直したことで、日銀は経済が予想に沿った回復経路に戻ったとして2月20、21日の金融政策決定会合での利上げに動くだろう。2006年3月に量的緩和政策を解除したことによって、日銀としては金融政策は消費者物価指数の上昇率に縛られないという考えである。しかし、今後の物価上昇率が低いものにとどまる見込みであることを考えれば、2007年中の利上げペースはゆっくりとしたものにならざるを得ず、年末のコールレートの水準は0.5%に留まると予想される。2008年度に入ると、景気回復持続による労働市場の需給改善や団塊世代の定年退職にともなう若年労働力の不足が賃金上昇の加速に繋がっていくと考えられ、利上げのペースは徐々に加速していくことになるだろう。

2. 不均衡上の安定にある世界経済

(円安が増幅する国際収支の不均衡)

米国経済は住宅投資減速の影響を乗り切りソフトランディングに向かっており、中国やインドなどの新興経済は高成長を続けている。2006年の世界経済は予想を上回る成長を達成したが、一方で米国の経常収支の大幅赤字という不均衡はさらに拡大している。金融市場は、ドルやそれを支える米国経済、最終的には外交や軍事という米国の力を信認しており、米国への資金流入が続き米国の経常収支赤字の拡大と米国への輸出増加による世界経済の拡大が続くという、不均衡の拡大による世界経済の安定的な成長が実現している。

米国の経常収支赤字拡大の最も大きな要因となっているのは、中国からの輸入の増大であり、その背景には割安に据え置かれたままの元の存在がある。米国の貿易収支の赤字は連続で過去最大を更新し、2006年は前年比6.5%増の7636億ドルとなった。この中で、国別の財貿易収支を見ると、対中赤字は2325億ドルで赤字全体の30%近くを占めて最大であり、米国の経常収支赤字縮小のためには中国元の大幅な増価が必要なことは明らかである。

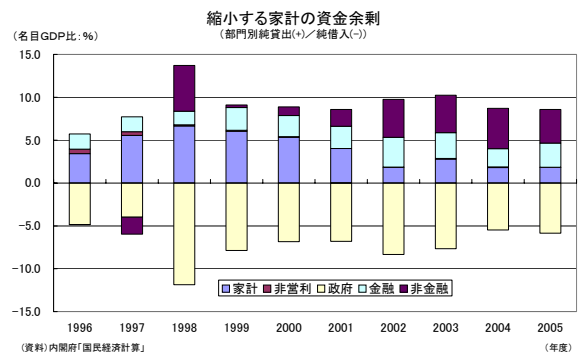
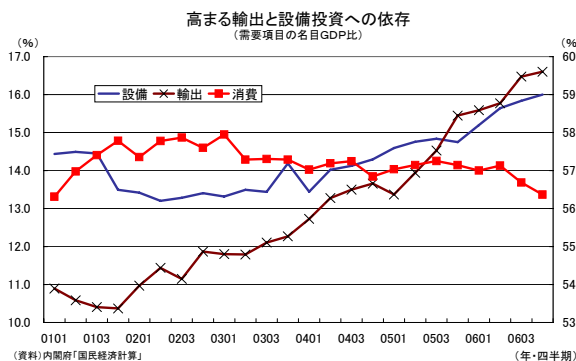


ただし、対日赤字も 884 億ドルで国別第二位となっており、前年比でも 7.2%の増加となっている。米国の大幅な経常収支赤字の縮小という不均衡改善のためには、特定通貨の切り上げでは不十分でドルの下落が必要であり、日本経済も大きな影響を受けることは避けられない。日米、日欧金利差の拡大を背景に、円は対ドルでも対ユーロでも軟調を続けてきた。特に、対ユーロでは 1 ユーロ 160 円近くにまで下落しており、欧州向け輸出の促進要因となっている。円安は輸出の伸びを支えるとともに、輸出採算性の向上から企業収益の増加に寄与してきた。内外物価上昇率の差を考慮した実質でみた実効レートでは、最近の為替レート水準は 1985 年のプラザ合意以前の水準にまで低下しており、円安が輸出の伸びを支えていることが見て取れる。

日本の 06 年の経常収支の黒字幅は前年比 8.7%増加の 19.8 兆円となった。貿易・サービス収支の黒字は 7.3 兆円、所得収支の黒字は 13.7 兆円で、2005 年に続いて所得収支の黒字が貿易・サービス収支の黒字を上回っており、日本の経常収支黒字幅の縮小のためには、かつてに比べてより大幅な円の上昇が必要になる恐れもある。中国は元の急速な上昇を回避しようとしており、日本と欧米との金利差の縮小速度も緩やかなものに留まる可能性が高い。こうした中では、当面急激な円高は起こらないと予想される。しかし、2008 年の米国大統領選挙をにらんで、ユーロ高に苦しんでいる欧州だけでなく、米国でも円安批判が強まる恐れがあるというリスク要因は念頭に置いておかねばならない。

(家計と企業の不均衡)

10-12 月期の民間最終消費支出は前期比実質 1.1%増という高い伸びとなったもの、これは 7-9 月期に前期比▲1.1%減と大きく落込んだ分を埋めたに過ぎない。失業率の低下や有効求人倍率の上昇など雇用市場の需給改善は明らかであるものの、依然として賃金の増加幅は小さい。日本経済は長期回復を続けているものの、企業収益の改善が顕著な一方、これまでのところ家計は景気回復の恩恵をあまり受けていないという、家計部門と企業部門の不均衡の上にある。



かつて国内の大幅な貯蓄超過を生み出す原因となっていた家計部門の資金余剰は、2005 年度には名目 GDP 比で 1.8%に縮小した。一方で金融機関と非金融法人を合わせた企業部門はかつての



資金不足から資金余剰が発生するようになっており、その幅は名目GDP比で6.7%に達している。企業部門が資金余剰となるという現象は、新興経済諸国への対外直接投資が拡大したことによって、先進工業国に広く見られることではあるが、日本の余剰幅はかなり大きい。これまでは過剰債務や不良債権処理のために、企業部門は大幅な資金余剰を生み出す必要性があったが、景気回復が続くためには、この大幅な資金余剰という不均衡がなんらかの形で解消されて行かなくてはならない。

企業部門に偏った景気回復の結果、名目GDPに占める輸出と設備投資の割合が顕著に上昇し、消費のウエイトは低下している。輸出の名目GDPに対する割合は2001年10-12月期には10.4%であったが、2006年10-12月期には16.6%に上昇し、設備投資の割合は2002年4-6月期の13.2%から、2006年10-12月期には16.0%に上昇した。一方、民間最終消費支出のウエイトは、2002年7-9月期には57.9%であったが、2006年10-12月期には56.4%にまで低下している。不況期に設備投資が抑制されて名目GDPに占める割合が低下し、好況期には設備投資が拡大する一方消費の割合が低下することは通常の景気循環でも見られる。しかし、今後もさらに輸出と設備投資の伸びに依存した経済成長を続けければ、企業部門と家計部門の不均衡が拡大してしまい、どこかで過剰設備や外需依存のツケが発生する。

日本経済が抱えているこうした不均衡を解消し、息の長い景気拡大を実現するためには、企業部門が抱えている大幅な資金余剰を、賃金や配当・利子などの財産所得の増加という形で家計の所得につなげていく必要がある。バブル崩壊後の日本経済では、不良債権処理や企業の過剰債務縮小が経済政策の主要課題となってきたが、政策の転換が必要な時期に至ったと考えられる。

(3月12日に予定されている10-12月期第2次QEの発表を受けた見通しの修正は3月14日、欧米の見通しの詳細は3月16日発行予定のWeeklyエコノミスト・レターに掲載予定です。)

米国経済の見通し

		2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(速)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.4	2.7	2.9	2.0	3.5	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0	3.1
FFレイト誘導目標	期末、%	5.25	5.00	5.00	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
国債10年金利	平均、%	4.8	4.8	5.0	4.9	4.6	4.8	4.8	4.9	4.9	4.9	5.0	5.1	5.1

欧州（ユーロ圏）経済の見通し

	単位	2006年	2007年	2008年	2006年		2007年				2008年			
		(予)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	2.7	2.3	2.1	2.7	3.3	2.8	2.3	2.2	1.7	1.9	2.0	2.1	2.3
対ドル為替相場	平均、ドル	1.26	1.29	1.28	1.27	1.29	1.29	1.29	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28	1.28



日本経済の見通し (2006年10-12月期QE(2/15発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2006.12)

	2006年度 見込	2007年度 予測	2008年度 予測	06/10-12 実績	07/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	08/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	09/1-3 予測	2006年度	2007年度
実質GDP	2.0	1.8	2.0	1.2	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	1.8	1.6
内需寄与度	(1.3)	(1.6)	(2.1)	(1.0)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(1.3)	(1.6)
内、民需	(1.6)	(1.6)	(2.1)	(0.9)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(1.7)	(1.7)
内、公需	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.4)	(▲0.0)
外需寄与度	(0.7)	(0.2)	(▲0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(▲0.0)
民間最終消費支出	0.7	1.8	2.4	1.1	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.9	2.2
民間住宅投資	0.7	1.4	0.1	2.0	1.1	▲0.2	▲0.4	0.2	▲0.6	0.1	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2
民間企業設備投資	7.9	4.9	4.8	2.2	1.2	0.9	1.2	0.9	1.4	1.1	0.9	1.4	1.6	7.9	3.8
政府最終消費支出	0.9	0.9	0.9	0.0	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.1	0.9	0.9
公的固定資本形成	▲10.1	▲4.6	▲4.2	2.7	▲0.8	▲1.8	▲2.0	▲0.8	▲1.0	▲1.0	▲1.3	▲0.7	▲1.2	▲11.7	▲4.0
輸出	7.9	4.8	2.9	1.1	1.3	1.3	0.9	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	7.4	3.0
輸入	3.6	4.6	5.6	▲0.0	1.6	1.6	1.2	1.2	1.6	1.3	1.2	1.6	1.4	4.7	4.0
名目GDP	1.4	1.9	2.1	1.2	0.6	0.2	0.5	0.2	0.5	0.5	0.7	0.5	0.7	1.3	1.9

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位、%)

	2006年度	2007年度	2008年度	06/10-12	07/1-3	4-6	7-9	10-12	08/1-3	4-6	7-9	10-12	09/1-3	2006年度	2007年度
鉱工業生産 (前期比)	4.7	2.8	2.3	2.6	0.0	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6	0.4	0.8	0.7	3.9	2.3
国内企業物価 (前年比)	2.8	▲0.2	▲0.1	2.6	2.0	1.0	▲0.5	▲0.7	▲0.7	▲0.7	▲0.2	0.1	0.4	2.9	0.0
消費者物価 (前年比)	0.3	0.2	0.6	0.3	0.0	▲0.0	0.0	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.3	0.3
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.3	0.6	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.2	0.5
経常収支 (兆円)	21.0	23.4	20.7	23.4	24.5	23.8	22.5	24.0	23.1	21.1	20.3	21.6	19.8	19.0	18.8
(名目GDP比)	(4.1)	(4.5)	(3.9)	(4.6)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(4.6)	(4.4)	(4.0)	(3.8)	(4.1)	(3.7)	(3.7)	(3.6)
失業率 (%)	4.1	3.9	3.8	4.1	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	4.0	3.9
住宅着工戸数(万戸)	130	128	127	131	130	129	128	128	127	127	127	127	127	128	127
コールレート (無担保・翌日物)	0.50	0.75	1.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	0.50	0.75
10年国債利回り (店頭基準配)	1.8	2.0	2.5	1.7	1.8	1.8	1.9	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	1.8	2.1
為替 (円/ドル)	117	115	108	118	119	119	115	115	110	110	110	105	105	115	106
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	64	61	63	61	58	58	61	61	63	63	63	63	63	63	61
経常利益 (前年比)	10.6	5.5	2.8	9.8	8.1	6.2	5.2	6.5	4.1	2.8	3.0	2.9	2.6	9.1	2.2

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値。経常利益の06/10-12は予測値。

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(日本経済担当)					
シニアエコノミスト	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp	
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp	
(金融・為替担当)					
シニアエコノミスト	矢嶋 康次	(やじま やすひで)	(03) 3512-1837	yyajima@nli-research.co.jp	
(米国経済担当)					
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doi-hara@nli-research.co.jp	
(欧州経済担当)					
主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp	

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)