

戦後最長となった日本の景気回復は、力強い企業部門の活動に主導され依然として継続しているが、賃金の低迷により、その恩恵はこれまでのところ家計部門へは十分に波及していない。労働市場が更に逼迫することにより、2007～2008 年にかけて賃金の上昇が予想され、その結果、個人消費が拡大し、物価上昇率もプラスに転じると見込まれる。

日銀は、物価上昇率がはっきりとプラスになり、デフレに逆戻りするリスクが無視できるほど小さくなるまで政策金利の更なる引き上げを行うべきではない。一方、急速な高齢化の進展により、税制改革及び歳出削減を通じた財政再建が喫緊の課題となっている。加えて、生産年齢人口の減少が加速する中、規制改革、労働市場改革を始めとした構造改革が生活水準の一層の向上を実現する上での優先事項となっている。

### **企業部門主導の拡大が継続**

2006 年第 3 四半期には停滞した実質 GDP は第 4 四半期に回復し、過去 3 年で最高の成長率を記録した。そしてその勢いは 2007 年第 1 四半期も継続した。好調な企業収益に支えられた設備投資が引き続き景気拡大を主導している。また、3 月の短観でも企業の業況判断は比較的高水準を維持した。海外需要にも支えられ、2007 年度の設備投資見通しも期待を持てるものとなっている。円安の影響もあり、輸出は堅調に拡大している。実際、2007 年第 1 四半期における円の実効為替レートは 2000 年平均と比較して 19% 減価しているが、これは OECD 加盟国中 2 番目の下落率である。一方、9 年ぶりの水準まで低下した失業率や、1.0 を越える水準を維持している有効求人倍率などにみられるように、労働市場が逼迫しているにもかかわらず、賃金の伸びが弱かったことを受けて、2006 年下半期の個人消費は低迷した。実際、2007 年第 1 四半期には現金給与総額は前年比で 0.8% 下落し、一般労働者の賃金は 2006 年第 2 四半期の 0.8% 増から 2007 年第 1 四半期には 0.6% 減へと減速した。全体として、設備投資及び輸出主導の景気拡大の恩恵は家計部門には十分に行き渡っていない。

### **デフレは未だ収束せず**

景気拡大の継続及び円安の進展にも関わらず、いくつかの指標によれば物価は依然として下落している。エネルギー価格からの押し上げ圧力の減退に伴い、総合及び生鮮食品を除く総合消費者物価指数はいずれも 2007 年第 1 四半期に下落し、OECD の計算による狭義のコア CPI (食品及びエネルギーを除く) も引き続き下落している。GDP デフレーター及び個人消費デフレーターも前年比ベースで下落を続けている。このような状況を受け、消費者の物価上昇期待は弱まり、2008 年末の物価上昇率 (生鮮食品を除く総合) のコンセンサス予測も 0.5% 以下へと下方修正された。一方、企業間で取引される商品を対象とする企業物価指数は堅調な上昇を続けており、全国平均の地価上昇率も過去 16 年間で初めてプラスに転じた。商業地地価の上昇率は特に力強く、主要大都市圏のみならずいくつかの地方都市においても 2 桁の上昇率が記録された。これらの相反する動きは、日本経済がその潜在成長率を上回る成長を継続しているにも関わらず、労働市場における構造変化、すなわち、ベビーブーマーの大量退

職、低賃金のパート労働者の割合増加とそれに伴う正規労働者の賃金への下押し圧力等が、賃金や物価の上昇を妨げる要因として作用していることを示唆するものである。

### **日銀は再び政策金利を引き上げた**

消費者物価の下落が続いているにも関わらず、日銀は 2 月に政策金利を 0.25%引き上げ、0.5%とした。金融市場では 2008 年初めまでに更に 2 回の引き上げが予想されているが、このことは、物価上昇率 0~2%の範囲とされている金融政策委員会委員による「物価安定の理解」が、短期的な金融政策の道筋を示す目安とはなっていないことを示唆するものである。物価上昇率がはっきりとプラスになり、デフレに逆戻りするリスクが無視できるほど小さくなること、すなわち、デフレに対する十分なりしを確保することが重要であることに鑑み、OECD の見通しは、2008 年末近くまで政策金利の引き上げは行われないことを前提としている。

### **財政再建を継続すべき**

2007 年の財政スタンスは緊縮的になり、景気循環要因調整済の財政赤字は 2006 年の 4%(一時的要因を除く)から 2007 年の 3%へと縮小すると予想される。この縮小は主に定率減税の廃止、好調な法人税収、基礎年金保険料の引き上げ、公共投資の削減の継続等によってもたらされる。しかしながら、追加的措置が取られない場合、2008 年には財政再建のペースは鈍化すると予想される。2007 年 1 月に発表された政府の新たな中期的な政策フレームワークである「日本経済の進路と戦略」では、国・地方合計の基礎的財政収支の黒字化を 2011 年度までに達成するとの目標が維持された。これは長期的に公的債務残高の GDP 比を引き下げていくための第一段階である。政府はまた、中期的な歳出改革の目標と各年度の予算との整合性を点検するための仕組みを確立することとしている。このようなリンクは OECD がこれまでも提言してきたものであり、財政政策への信頼性を増すために歓迎すべき前進である。しかしながら、実際の効果はその仕組みの設計に依存することになると考えられる。また、歳出に関する見通しとは対照的に、中期のフレームワークでは歳入に関する詳細な目標が依然として示されていない。効果的な財政再建を実現するためには詳細な税制改革のプランが不可欠である。

### **2008 年にかけて 2%の経済成長**

日本経済は 2008 年にかけて年率 2%のペースで成長すると予測されるが、これは OECD の計算による日本の潜在成長率を上回るものである。設備投資は、より持続可能なペースに減速するものの、引き続き景気拡大を主導すると考えられる。生産年齢人口の減少を受け、労働市場は引き続き逼迫していくであろう。失業率が 2007 年半ばにも自然失業率を下回ると予想されることから、賃金はようやく上昇を始め、個人消費の拡大に寄与するであろう。景気拡大の継続により物価上昇率ははっきりとしたプラスとなり、2008 年末には前年比で%近くに達するであろう。このような見通しに対するリスクとしては、中国や東南アジアを始めとした海外需要の減速、2008 年には GDP 比 5%を超えると予想される経常収支黒字の拡大を受けた突然かつ大幅な円高の進展等が考えられる。国内の主要リスクとしては、賃金が期待通り加速しないことが挙げられる。最後に、中央銀行による一層の金利引き上げは国内需要に対してマイナスの影響を及ぼすと考えられる。