

REPORT I

2006・2007年度経済見通し

- いざなぎ超えへのハードル -

経済調査部門 櫛 浩一
haji@nli-research.co.jp

1. 内需中心の回復続く

(1) 内需は堅調

2006年1 - 3月期の実質経済成長率は前期比0.8% (年率換算3.1%) と、10 - 12月期の前期比1.1% (年率4.5%) から減速はしたものの、5 四半期連続のプラス成長となった。外需の寄与度が前期の0.6%から 0.1%となったことが減速の大きな要因であるが、これは内需の拡大を反映して輸入が増加したことによるものであり、輸出はアジア向けをはじめ高い伸びが続いている。消費は10 - 12月期の前期比0.6%の伸びから若干減速したものの0.5%の増加となっており、設備投資は前期の0.2%から、3.1%に伸びが高まるなど、内需中心の景気回復が続いていることを示すものだと評価できる。

名目成長率は、2 四半期連続のプラス成長となった。GDPデフレーターは原油価格の上昇の影響が大きくマイナスが続いているものの、10 - 12月期の前年同期比 1.6%から 1.2%へとマイナス幅が縮小している。民間消費デフレーターはマイナス幅が縮小したことなどから、国内需要デフレーターは前年比で0.1%の上昇に転じており、デフレ脱却はより確実になっている。

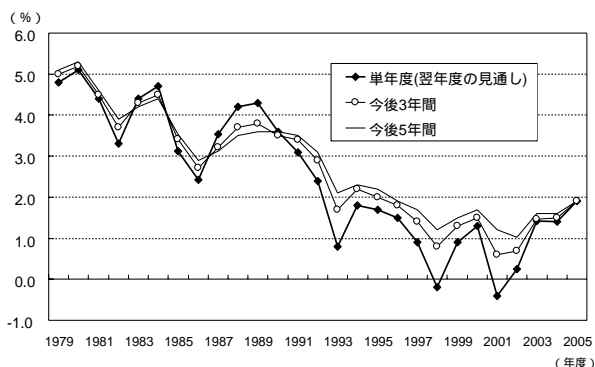
(2) バブル後遺症の改善

バブル崩壊後の日本経済では、債務、設備、雇用の三つの過剰問題が指摘されてきた。これらの問題が大きく改善していることが、内需中心の景気回復が続いている背景にある。日銀短観によれば、企業の雇用人員判断DIでは2005年に入ると過剰感はほぼなくなり、2006年3月調査では大企業、中堅企業、中小企業の製造、非製造業すべての区分で不足感が発生し、先行きはさらに不足感が拡大する見通しとなっている。生産・営業用設備判断も、2006年3月調査では、全規模・全産業のDIがゼロとなり、設備の過剰感はなくなって、先行きには不足感が生まれている。

内閣府が発表した「企業行動に関するアンケート調査」では、企業の期待成長率の回復が顕著である。予想実質経済成長率は、2001年度調査では翌年度の見通しは 0.4%、今後3年の見通しが0.6%、今後5年の見通しでも1.2%という低い水準にまで低下していた。今後数年間の見通しに比べて翌年度の見通しは低く、ある程度の期間がたてば日本経済は回復するという期待は残っていたものの、当面は低成長が続くという悲観的な見方をしていたことになる。しかし2005年度調査では、翌年度、今後3年、今後

5年の見通しが全て1.9%にまで回復している。

図表 - 1 企業の実質経済成長率の見通し



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

これまで減少を続けていた銀行の貸出残高も増加し始めている。2005年半ばには不良債権処理などの特殊要因を除いたペースで増加し始めたが、2006年に入ってから特殊要因を含めた実際の残高ペースで増加に転じている。銀行貸出残高の減少は不良債権による貸出側のリスクテイク能力の低下というよりは、借入企業側の過剰債務削減の動きの影響が大きかったと考えられるが、銀行の不良債権も減少しており、金融システム不安が大きく後退していることも確かである。

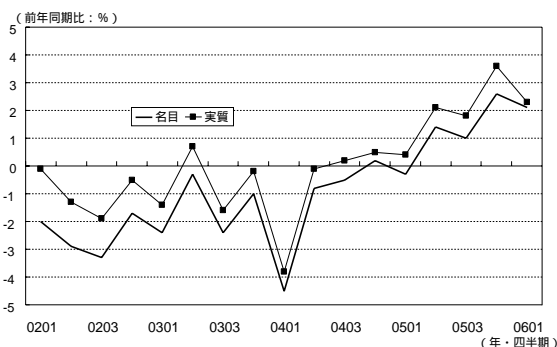
2. いざなぎ景気を超えるか

(1) いざなぎ景気に迫る拡大期間

2002年1月を谷に始まった今回の景気回復は、5月で52ヶ月となりバブル期を超えた。10月まで景気回復が続けば、回復期間は57ヶ月となり「いざなぎ景気」と並ぶ長さとなる。景気回復も50ヶ月を過ぎており、過去の平均的な景気回復局面の長さから考えれば、景気後退局面に入っても不思議ではない。しかし、今回の場合には途中に2回の踊り場局面を含んでおり、現時点では景気の過熱感はない。

消費の伸びを支える要因があることも、しばらく景気回復が続くことを期待できる要素である。有効求人倍率は1倍を上回って推移しており、4月の失業率は4.1%にまで低下しているなど、労働市場の需給は改善している。GDP統計で見ると、雇用人報酬は2002年頃には前年同期比で2～3%程度の減少を続けていたが、2004年後半にほぼ下げ止まり、2005年度に入ってから、明確な増加となっている。2007年に始まる団塊の世代の大量定年退職に向けて、企業の人手不足感は強まっており、雇用情勢の改善が続くだろう。これを背景に雇用人報酬の伸びが続き、家計所得の増加によって消費が堅調に推移することが期待できる。

図表 - 2 回復する雇用人報酬の伸び



(資料) 内閣府「国民経済計算」

景気が回復を続けるかどうかのポイントは、景気回復が5年目を迎えて通常であればそろそろ設備投資が循環的にピークを迎えることが考えられることと、海外経済の動向である。

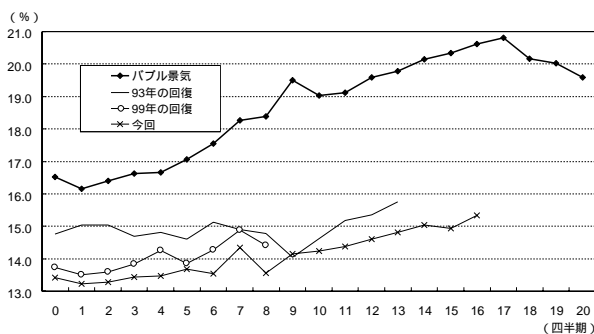
(2) 設備投資の先行き

景気回復が続くと企業の先行きに対する見方が強気となって、ついには設備投資の行き過ぎが起こり、景気後退に陥るといった循環が生じることがある。4月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比10.8%の増加となったが、4-6月期の見通しでは2.5%の減少となっており、設備投資

の先行きに対する弱気の見方も出てきた。

今回の景気回復が長期に続いている割には過熱感がなく、そのため循環的な要因だけからはしばらく回復局面が続くことが期待できるということは、設備投資についても言えるだろう。現時点では設備投資の過熱は感じられない。設備投資が名目GDPに占める割合を見ても、今回の景気回復局面はスタートのレベルが低だけでなく、上昇速度も遅かった。93年からの景気回復局面では消費税率引上げ前の駆け込み需要で設備投資が増加したこともあって、97年1-3月期にはこの比率は16%近くまで上昇し、消費税率の引き上げを契機に景気後退に至った。99年からの回復局面では、設備投資の名目GDP比が15%に達しないうちに景気後退に陥っているが、これは米国のITバブル崩壊という急激な外的ショックによるものだったからである。

図表 - 3 景気の谷からの設備投資対名目GDP比



(資料) 内閣府「国民経済計算」、「景気転換点日付」

今回の場合には、出発時点の設備投資対名目GDP比の水準が低かったことに加え、その後の設備投資の伸びも低かった。2006年1-3月期には15.3%となっているが、2000年末当時などに比べて企業の期待成長率が高まっていることを考えれば、もう少し上昇する余地はあるだろう。国内要因を見れば、今回の景気拡大期間がいざなぎ景気を超える可能性は高いと判断される。

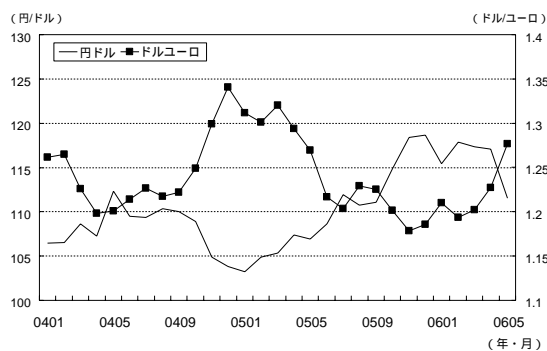
3. 2006年度2.1%成長、2007年度は2.4%

(1) 円高が足かせの懸念

日米金利差の拡大を背景に円は対ドルで軟調を続けてきたが、4月下旬ころから円は対ドルで上昇した。

米国経済は、依然としてインフレ圧力が残っており、さらなる利上げが実施される可能性もあるため、一時的には円安方向に振れる局面も予想される。しかし、累積的な利上げの効果から成長率が次第に低下し、2007年にかけては潜在成長率と考えられる年率3%を下回るようになって、利下げも見込まれる状態になるだろう。一方日本は、今後はゼロ金利解除を経て緩やかながら政策金利を引き上げていくことになる。このため、これまで拡大してきた日米の金利差は縮小に向かうことになって、円高圧力が強まりやすい。

図表 - 4 円高傾向への転換



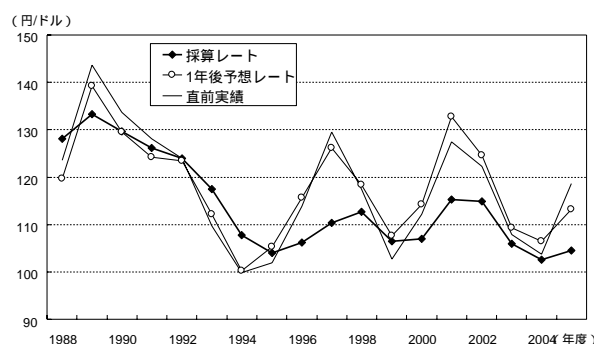
(資料) 日本銀行他

これまで米国の大幅な経常収支赤字は、好調な米国景気に支えられて順調な海外からの資金流入が続くという楽観論によって、ほとんど無視されてきた。しかし、米国の中間選挙に向けて元高やアジア通貨高を求める政治的圧力が強まる恐れも大きい。元の上昇は依然として極めて緩やかなものにとどまっているが、中国が元の上昇を加速させ、それにつれて円を含むアジ

ア通貨が全体的に上昇する可能性もある。

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」では、輸出企業の採算レートは1ドル104.5円であった。現在の為替レートでもまだ採算レートまで余裕があるが、輸出が採算割れには陥らなくとも利益が圧縮されることは避けられない。企業の設備投資は、ここまで好調な収益の伸びに支えられて増加してきたが、企業の経常利益の伸びは、2005年度の8.4%から2006年度には2.4%へと減速すると見込まれ、設備投資の伸びも鈍化するだろう。本予測では、2006年末に105円程度までの円高の進行を想定しているが、米国経済の急減速や、米国の大幅な経常収支赤字を背景に急速なドル安が進むというリスクシナリオが発現すれば、景気が後退に向かう恐れも大きい。

図表 - 5 輸出企業の採算レート



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

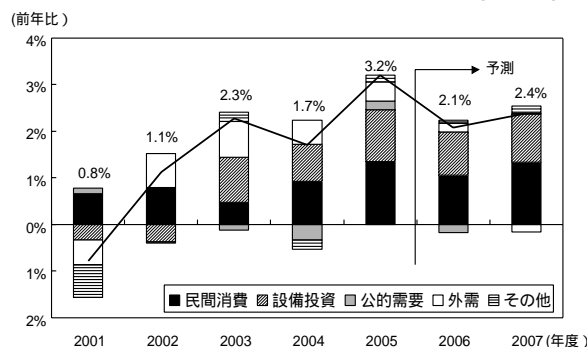
(2) 駆け込みなければ2007年度はさらに減速

雇用情勢の改善で一人当たりの賃金が増え、雇用者数の増加も見込めることから、雇用者報酬の伸びは2005年度の1.8%から2006年度は2.4%に高まると見込まれる。これによって介護保険や医療保険も加えた家計部門の負担増を考慮しても、家計の可処分所得が増加し消費の伸びを支えると予想される。ただし、デフレ脱却によって消費者物価上昇率がプラスになること

で、2006年度の実質消費支出の増加は1.9%と2005年度の2.4%に比べてやや鈍化すると見られる。

2006年度も企業収益の伸びは続くが、円高も加わってこれまでに比べれば経常利益の伸びは緩やかなものとなる。さらに米国がこれまでの累積的な利上げの効果で緩やかに減速すると見られることと円高による輸出の伸びの減速も加わって、設備投資の伸びは2005年度の実質7.5%増から5.9%増へと若干減速すると見られる。実質消費支出の増加ペースの低下もあって、実質経済成長率は2005年度の3.2%から2006年度には2.1%へと低下するだろう。

図表 - 6 実質GDP成長率の推移(年度)



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

本予測では、消費税率を2008年度から2%引き上げることが予測期間中に決まることを想定した。このため、2007年度後半を中心に消費と設備投資に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生し、2007年度の成長率が高まると予想している。民間最終消費支出が2006年度の実質1.9%増から2007年度には2.4%の増加となるだけでなく、民間住宅投資も2006年度の2.7%増から4.9%増へと伸びが高まると見られる。また設備投資にも駆け込み需要が発生するため、民間企業設備投資は2006年度の5.9%の増加から6.5%の増加へと加速することも加わって、2007年度の実質経済成長率は2.4%となると予想する。

こうした駆け込み需要の発生がない状況になれば、景気拡大が長期に続くことで設備投資の伸びが循環的に鈍化していき、2007年度の実質経済成長率は2006年度からさらに低下する可能性が高い。

(3) ゼロ金利解除のタイミング

現時点では日本経済の需要不足はほぼ解消されており、2006年度の成長率は若干減速しても、1%台後半と見られる現在の潜在成長率を上回る水準となることから、むしろ需要超過幅が拡大する方向となる。失業率の低下による賃金の

上昇がサービス価格の上昇圧力となることも加わって、消費者物価の上昇幅は次第に拡大していくものと予想される。コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の上昇率は、2005年度の0.1%から2006年度は0.7%、2007年度は0.9%となるだろう。

このため、日銀は7-9月中、早ければ7月にもゼロ金利の解除を行う可能性が高いと考えているが、株価が大幅に下落したり、短観（6月調査）の結果が大きく悪化したりする場合には、先送りされる可能性がある。

米国経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年		2006年				2007年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.5	3.4	2.8	4.1	1.7	5.3	2.8	2.9	2.8	2.7	2.6	2.8	3.0
個人消費	"、%	3.5	3.2	2.7	4.1	0.9	5.2	2.6	2.8	2.7	2.7	2.6	2.8	2.9
設備投資	"、%	8.6	8.9	6.5	8.5	4.5	13.1	9.4	8.2	6.5	5.9	5.7	5.8	6.0
在庫投資	寄与度	0.3	0.1	0.0	0.4	1.9	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
純輸出	寄与度	0.3	0.3	0.0	0.1	1.3	0.5	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
消費者物価	前年同期比、%	3.4	3.1	1.9	3.8	3.7	3.7	3.7	2.8	2.2	2.1	1.7	1.7	2.0
失業率	平均、%	5.1	4.7	4.8	5.0	4.9	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8
FFレイト誘導目標	期末、%	4.25	5.25	4.75	3.75	4.25	4.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.00	4.75	4.75
国債10年金利	平均、%	4.3	5.1	5.2	4.2	4.5	4.6	5.1	5.2	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1

ユーロ圏経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年		2006年				2007年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.4	2.0	1.7	1.6	1.7	1.9	2.1	1.9	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
内需	寄与度%	1.7	2.5	1.9	1.7	1.8	2.1	2.8	2.6	2.5	2.6	1.7	1.6	1.6
民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.9	1.5	1.8	1.0	1.7	1.8	1.8	2.3	1.7	1.6	1.5	1.4
固定資本形成	"	2.6	2.2	2.1	3.2	2.9	2.9	2.2	1.7	2.0	2.2	2.1	2.0	2.0
外需	寄与度%	0.3	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.7	0.7	0.4	0.7	0.1	0.0	0.0
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1	2.1
失業率	平均、%	8.6	8.0	7.8	8.5	8.3	8.1	8.0	7.9	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ECB市場介入金利	期末値、%	2.25	3.00	3.00	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.26	1.28	1.22	1.19	1.20	1.26	1.29	1.30	1.30	1.28	1.28	1.28

日本経済の見通し

(単位、%)

	2005年度 実績	2006年度 予測	2007年度 予測	05/10-12 実績	06/1-3 実績	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	07/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	08/1-3 予測
実質GDP	3.2	2.1	2.4	1.1	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.9	1.1	0.9
				4.5	3.1	1.9	1.5	1.2	1.0	2.0	3.5	4.6	3.6
				3.7	3.8	2.5	2.7	1.6	1.5	1.4	1.9	2.6	3.6
内需寄与度	(2.7)	(1.9)	(2.5)	(0.5)	(0.8)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.2)	(0.9)
内、民需	(2.5)	(2.1)	(2.5)	(0.6)	(0.8)	(0.5)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.1)	(0.9)
内、公需	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
外需寄与度	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
民間最終消費支出	2.4	1.9	2.4	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	1.1	1.7
民間住宅投資	0.2	2.7	4.9	2.1	1.1	0.6	0.3	0.7	0.3	2.1	3.2	2.3	1.2
民間企業設備投資	7.5	5.9	6.5	0.2	3.1	1.3	1.7	0.8	0.5	1.1	2.9	3.3	0.8
政府最終消費支出	1.5	0.8	1.0	0.1	0.2	0.3	0.0	0.5	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4
公的固定資本形成	1.4	6.5	4.1	2.5	0.6	2.2	2.1	1.6	1.5	0.6	0.7	0.9	1.0
輸出	9.2	6.9	3.0	3.8	2.7	1.3	0.7	0.3	0.5	0.8	0.9	1.1	1.0
輸入	6.8	7.1	5.1	0.6	3.5	1.9	1.7	0.8	1.1	0.9	1.5	1.8	1.6
名目GDP	1.9	1.9	2.8	0.8	0.4	0.8	0.6	0.1	0.1	1.0	1.0	1.1	0.8

(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、%)

	2005年度	2006年度	2007年度	05/10-12	06/1-3	4-6	7-9	10-12	07/1-3	4-6	7-9	10-12	08/1-3
鉱工業生産(前期比)	1.6	3.5	3.6	2.8	0.6	0.9	0.8	0.5	0.4	0.7	1.2	1.5	2.3
国内企業物価(前年比)	2.1	2.1	0.5	2.2	2.8	3.0	2.8	1.8	0.8	0.6	1.2	0.5	0.4
消費者物価(前年比)	0.1	0.6	0.9	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
消費者物価(生鮮食品除き)	0.1	0.7	0.9	0.1	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
経常収支(兆円)	18.9	18.4	17.8	21.3	19.5	18.3	19.0	18.7	17.6	17.5	18.0	18.2	17.5
(名目GDP比)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(4.2)	(3.8)	(3.6)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.3)
失業率(%)	4.3	3.9	3.6	4.5	4.2	4.0	3.8	3.9	3.9	3.9	3.7	3.6	3.4
住宅着工戸数(万戸)	125	125	128	125	127	126	126	124	123	125	128	131	130
コールレート(無担保・翌日物)	0.00	0.50	1.00	0.00	0.00	0.01	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.4	2.0	2.3	1.5	1.6	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4
為替(円/ドル)	113	108	103	117	117	112	108	105	105	103	103	102	102
原油価格(CIF,ドル/バレル)	56	66	59	57	60	67	67	65	63	60	58	58	58
経常利益(前年比)	8.4	2.4	3.8	11.1	4.1	6.1	2.3	0.9	0.6	1.5	2.0	4.1	7.0

(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。

(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	齋藤 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	doihara@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