

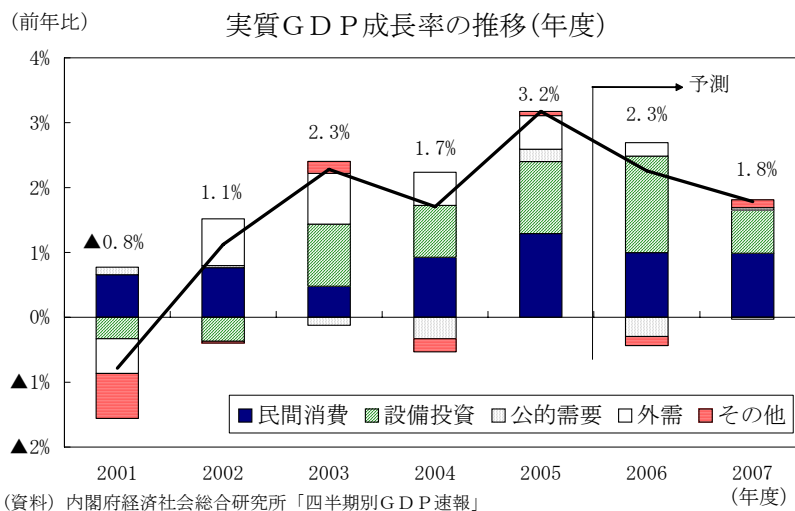
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

ゼロ金利解除後も拡大続く景気～2006・2007年度経済見通し

<2006年度 2.3%、2007年度は 1.8%成長>

1. 4-6月期の実質経済成長率は前期比 0.2% (年率 0.8%) に低下したが、消費、設備投資の伸びは高まり、民需中心の景気の拡大が続いていることが確認された。GDP デフレーターの下落幅も縮小を続けており、デフレ脱却判断に向けてさらに前進が確認された。
2. 2006年度は米国経済の減速から輸出の伸びは低下するものの、設備投資の伸びと消費の伸びが続き、景気拡大が持続しよう。実質成長率は2006年度が 2.3%、2007年度は 1.8%と予想する。
3. コール金利は2006年末頃に 0.5%に引き上げられるが、米国が2007年春頃には利下げに踏み切ると見られるため、その後利上げは一時休止となるだろう。2007年度末頃には米国経済が持ち直し、日本も景気回復持続・物価上昇幅拡大が見通せるようになり、利上げ再開となるだろう。



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/>

ゼロ金利解除後も拡大続く景気

1. 民需中心の成長続く～4-6月期 GDP

(成長率低下だが民需堅調)

4-6月期の実質経済成長率は前期比0.2%（年率換算0.8%）と、6四半期連続のプラス成長となった。1-3月期の前期比0.7%からはかなりの鈍化となったものの、成長率低下は公需の減少と在庫投資の減少が大きな要因であり、国内の民間需要は堅調であった。公共事業の削減によって公的固定資本形成が前期比▲4.6%という比較的大きな減少となったことなどから公的需要は減少したが、民間消費は1-3月期の前期比0.2%の伸びから0.5%の増加に伸びが高まり、設備投資も3.3%の増加から3.8%の増加へと拡大ペースが加速した。消費や設備投資は堅調であり、民需中心の景気の拡大が続いていることを示すものだと評価できる。

外需の寄与度は1-3月期のゼロ%から▲0.1%のマイナスとなっただけでなく、輸出の伸びは1-3月期の2.2%から0.9%に低下している。米国の4-6月期の成長率が年率2.5%に減速したことが輸出の伸びの鈍化に繋がっていると考えられ、今後の輸出の推移には注意が必要である。

名目GDP成長率は前期比0.3%で、3四半期連続でプラスの伸びとなり、12四半期ぶりに実質GDP成長率を上回って、名目成長率が実質成長率を下回るという「名実逆転」が解消した。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、1-3月期の前年同期比▲1.2%から▲0.8%となって、さらにマイナス幅が縮小した。国内需要デフレーターは前年比0.1%上昇となり、1-3月期の0.0%からわずかながら上昇幅が拡大した。政府によるデフレ脱却の判断は、8月末に発表される消費者物価指数の基準改定値の発表を待って行われると考えられるが、GDP統計でもデフレ脱却という判断に向けて状況がさらに改善していることが確認されたことになる。

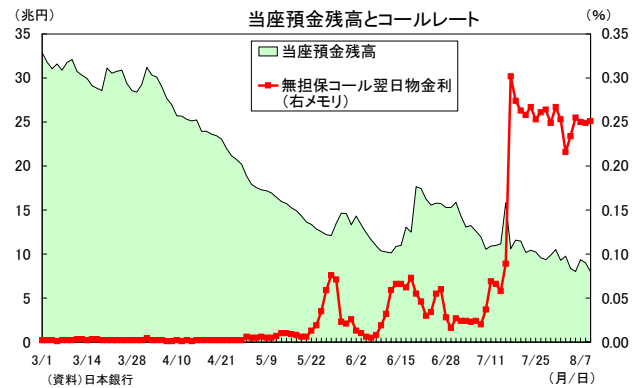
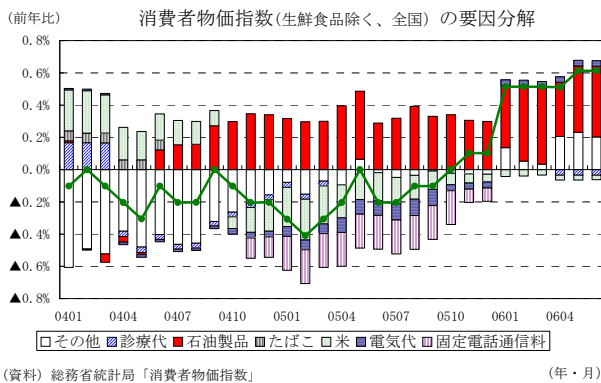
賃金上昇によるコスト上昇は今後の物価動向を考える上で大きな要素である。この指標となる単位労働コスト（雇用者報酬を実質GDPで割ったもの）は、これまで前年同期比でマイナスが続いてきたが、1-3月期の▲1.4%から4-6月期は▲0.3%にマイナス幅が大きく縮小している。失業率の低下や有効求人倍率の上昇など、労働需給の逼迫が続けば賃金の上昇率が高まって、2006年度中には単位労働コストが前年比で上昇に転じ、物価上昇圧力は徐々に高まることになるだろう。

(ゼロ金利の解除)

日銀は3月に量的緩和を解除したのに引き続いて、7月14日にはゼロ金利を解除した。消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、2006年に入ってから明確な上昇となっている。原油価格の高騰によって石油製品の価格が上昇していることが大きな要因であるが、各種の特殊要因を除いた「その他」で見ても上昇基調となっていることは明確であり、デフレ状態から物価の状況が変わっていることは明らかだ。

ゼロ金利の解除によって、無担保コールレートの誘導水準目標が 0.25%に引き上げられると同時に、補完貸付（ロンバート型貸出）に適用する基準貸付金利も 0.1%から 0.4%に引き上げられた。無担保コールレートは、当初誘導目標よりもやや高めで推移していたが、次第に誘導水準付近で安定するようになってきている。

ゼロ金利の解除によって短期金利は上昇したが、長期国債の買入額についてはこれまで通り月額 1 兆 2000 億円が維持されることとなったことや、日銀関係者の発言から短期金利が急上昇していくという見通しは後退したこともあり、長期金利は安定した動きとなっている。物価上昇率を考慮した実質金利で考えれば、消費者物価が下落から上昇に転じていることによって金利はむしろ低下しており、ゼロ金利解除による長短金利上昇が設備投資などに与える影響は小さいと考えられる。



2. 景気回復持続の論点

(米国の利上げ休止と減速)

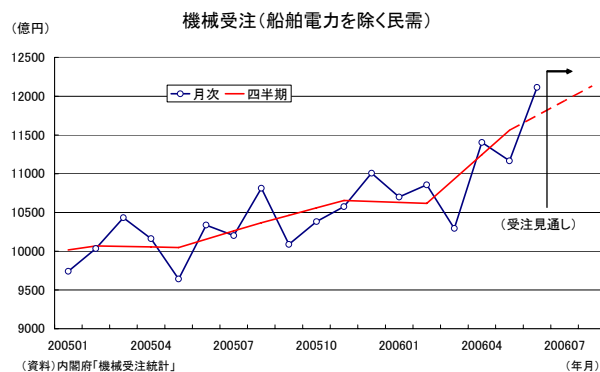
2006年8月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、2004年6月以降毎回の会合で続けられてきた 0.25%の利上げは休止となった。これまでの金利引上げによって、インフレ圧力が次第に緩和する可能性が高いと判断されたためであるが、中東の緊張がさらに高まったり、アラスカのパイプライン事故の影響長期化や自然災害などによる石油関連施設の被害が発生したりすることによって、原油価格がさらに上昇してインフレ圧力が低下しない恐れもある。発表された文書でも状況によっては再び利上げが行われる可能性が指摘されており、9月以降もさらに利上げが必要になる可能性は否定できない。

しかし、2004年前半に1%であったFFレートは2006年6月には5.25%となっており、これまでの利上げ幅は4.25%に達する。米国の実質経済成長率は1-3月期の5.6%から4-6月期には大きく減速し2.5%となっており、これまでの累積的な利上げの効果によって成長率が減速していくことは確実だ。米国の経済成長率は2007年春頃には年率2%台半ばで推移するようになり、小幅な利下げ局面を迎えることになるだろう。この利下げの効果も相まって、年末頃には成長率は3%程度に回復すると見込まれる。

英国での航空機テロ未遂事件のために、当面旅行が抑制されるなどの影響は予想されるものの、時間とともに影響は縮小すると見込まれる。

(堅調が見込まれる設備投資)

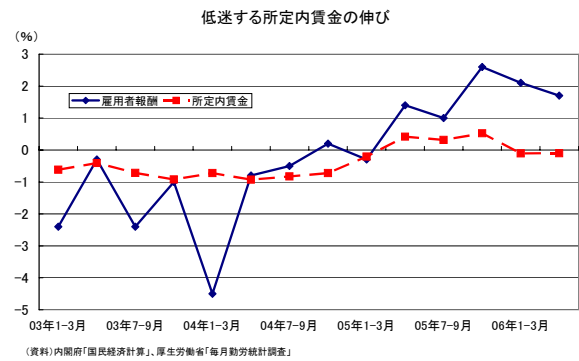
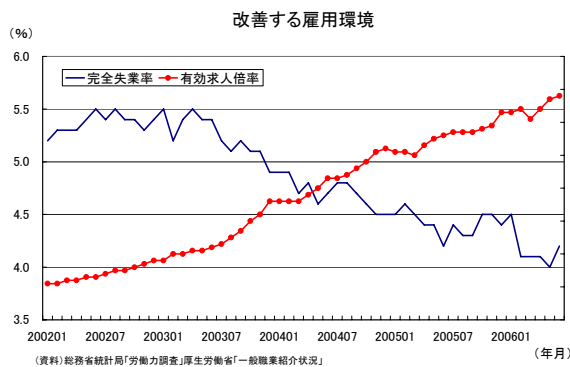
6月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比8.5%の増加となり、4-6月期合計も前期比8.9%の増加、7-9月期の受注見通しも4.9%の増加となっている。1-3月期の受注額が前期比マイナス0.4%の減少となり、4-6月期の受注見通しもマイナスだったことから、設備投資の先行きに対する懸念も生じていたが、こうした不安は払拭された。日銀短観6月調査では、2006年度の設備投資計画は大幅に上方修正された。設備投資計画の上方修正は昨年度を上回るペースであり、このまま上方修正されていけば、最終的には今年度の設備投資の伸びが2005年度を上回ることになる。米国の経済成長率減速による輸出の伸びの鈍化や企業収益の増加速度の鈍化によって、設備投資の伸びは次第に緩やかなものとなっていくと見込まれるが、当面は堅調に推移すると見られ2006年度の伸びは実質9.6%に達するだろう。



(所定内給与低迷の理由)

GDP統計で見ると、雇用者報酬は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年後半にはほぼ下げ止まり、2005年度に入ってから明確な増加となっている。しかし毎月勤労統計では現金給与総額の伸びは続いているものの、失業率の低下や有効求人倍率の上昇にも関わらず2006年に入ってから所定内賃金の伸びは低調なものにとどまっている。

バブル期崩壊後に人件費の削減に取り組んできた企業は、収益の改善にも関わらず所定内給与の引き上げには慎重であったことは確かで、従業員への還元はボーナスの増額など調整が容易な方法で対応してきた。しかし最近の所定内給与の伸びの低迷は、こうした企業の行動によるものだけでなく、毎月勤労統計上のサンプル変更によって連続性に問題が生じていることや雇用者の年齢構成の変化も影響している可能性が考えられる。



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、今後も失業率の低下など雇用情勢の改善が続くだろう。これまでのところ雇用者報酬の増加は雇用者数の増加によってもたらされているが、労働需給の逼迫が強まっていけば平均賃金も上昇していくと見込まれる。2006、2007年度を通じて雇用者報酬の伸びが続き、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。また賃金の上昇は、コストの上昇から物価上昇圧力となって現われてくることになるだろう。

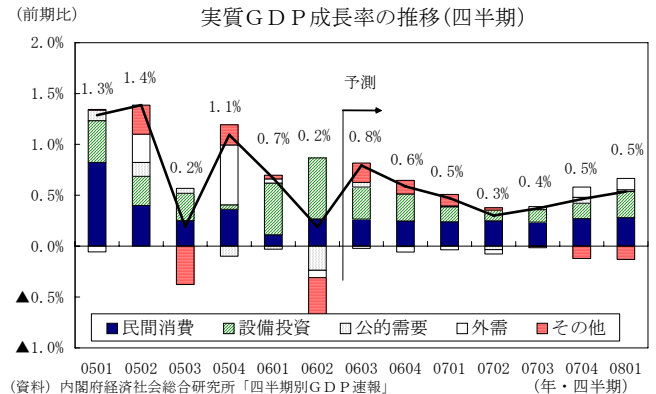
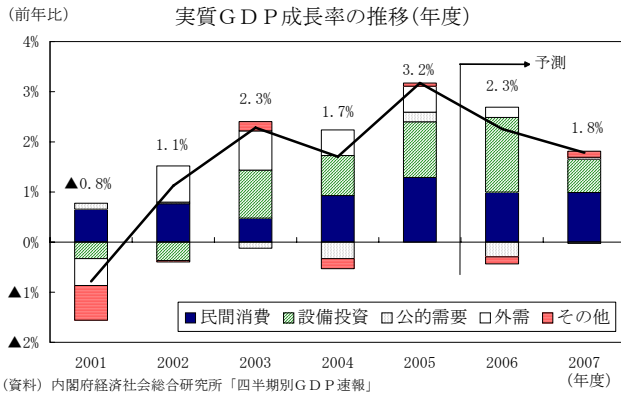
3. 2006年度 2.3%成長、2007年度は 1.8%

(緩やかな減速の後持ち直す)

2006年度は、消費者物価が上昇するため実質消費の伸びは若干鈍化するものの、設備投資の伸びは2005年度よりも高まり、民間需要の伸びはほぼ同程度となるだろう。しかし、2005年度のような災害復旧のための大規模な公共事業が見込まれないことなどから、公的需要の寄与度は2005年度の0.2%から▲0.3%と成長の足を引っ張る要因となる。また、米国経済の緩やかな減速による輸出の伸びの鈍化から、外需の寄与度は2005年度の0.5%から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、2005年度の3.2%から2006年度には2.3%へと低下すると見込まれる。

2007年度は、雇用情勢の改善を背景とした家計所得の増加から消費の堅調な拡大が続くことが期待できるものの、輸出の伸びがさらに鈍化し設備投資の伸びも4.0%へと鈍化するため、実質経済成長率は1.8%へと減速することになるだろう。本予測では、消費税率の引上げは2009年度となることを想定した。このため前回(6月)までの当研究所の見通しで想定していた消費税率引き上げ前の消費と設備投資の駆け込み需要の発生は、2007年度から2008年度に後ずれすることも、2007年度の成長率の見通しを下方修正することになった要因である。

米国経済の減速・持ち直しの動きが輸出と設備投資の伸び率の波となって現われるために、2006年から2007年度にかけての年度内の成長率の推移は、2007年半ば頃にはやや成長率が低下するものの、2007年度末にかけては持ち直すという動きになると考えられる。



(ゼロ金利解除後の金融政策)

2006、7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。現時点では日本経済の需要不足はほぼ解消されており、今後は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0.8%、2007年度は0.9%となるだろう。

先にも述べたが、消費者物価指数は8月末に現在の2000年基準から2005年基準への変更が行われることになっており、上昇率も2006年1月に遡って改定される。これによって消費者物価上昇率は0.2~0.3%程度低下するものと試算しており(Weeklyエコノミスト・レター5/12号参照)、基準改定後のベースでは、消費者物価上昇率は2006年度は0.5%、2007年度は0.6%程度になるだろう。

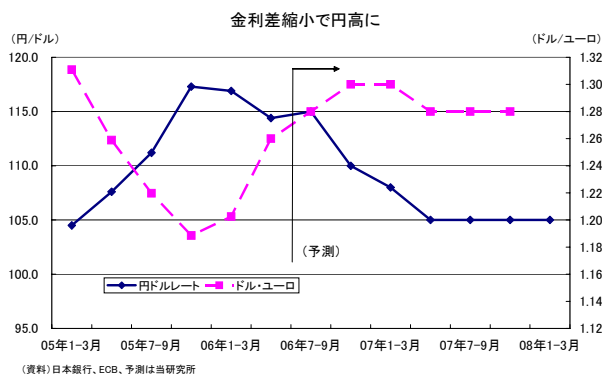
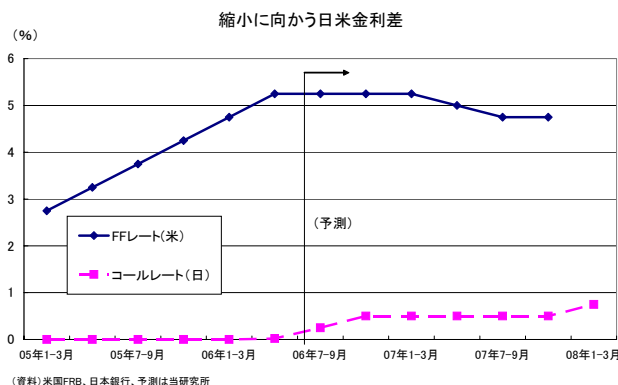
消費と設備投資の堅調が続く中で原油価格も高止まりするので、2006年中に無担保コールレートを0.5%に引き上げることは政府からの抵抗も大きくないだろう。2007年に入ると米国の減速が目立つようになり、米国経済の先行きに対する不透明感から日銀が追加的な利上げを行うことも難しくなると予想される。2007年4-6月期にはFRBが利下げに踏み切ると見込まれ、年末頃には米国経済は再び潜在成長率である年率3%程度の成長経路に復帰すると考えられる。このため、輸出の持ち直しなどから2007年度末頃には先行きの景気回復や物価上昇幅の拡大が予想される状況となり、再び日本の利上げが行われるようになるだろう。

(日米金利差縮小で円高に)

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、今後は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。特に米国の利下げが議論となる2007年1-3月期頃には先行きの金利差縮小の予想から、円はドルに対して買われて1ドル100円台半ばに上昇するだろう。

中国元は、2005年7月に1ドル=8.2675元から8.11元へと約2%程度切り上げられ、94年以来11年半にわたって続けられてきた事実上ドルにペッグする管理変動為替制度から、通貨バスケットを参考とした管理変動相場制度へ移行した。ただしその後も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おらず、最近の為替レートは1ドル7.97円程度と2005年7月から約1年間で2%程度の上昇したに過ぎない。しかし、今後米国の中間選挙で大幅な貿易黒字を続ける中国に対する強硬論を防止するために、中国が元の上昇を加速させる可能性があり、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。



本予測では、2007年度末に105円程度までの円高の進行を想定しているが、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、日本の景気が後退に向かう恐れもある。

(9月11日に予定されている4-6月期第2次QEの発表を受けた見通しの修正は9月13日、欧米の見通しの詳細は9月15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

	単位	2005年	2006年	2007年	2006年				2007年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.2	3.4	2.6	5.6	2.5	2.8	2.7	2.5	2.3	2.6	2.9
FFレート誘導目標	期末、%	4.25	5.25	4.75	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	5.0	5.0	4.6	5.1	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0

欧州（ユーロ圏）経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2006年				2007年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.4	2.0	1.7	2.0	2.1	1.9	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.26	1.28	1.20	1.26	1.28	1.30	1.30	1.28	1.28	1.28



日本経済の見通し (2006年4-6月期QE(8/11発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2006.6)

	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 実績	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	2006年度	2007年度
実質GDP	3.2	2.3	1.8	1.1	0.7	0.2	0.8	0.6	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5	2.1	2.4
内需寄与度	(2.7)	(2.1)	(1.8)	(0.5)	(0.7)	(0.3)	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(1.9)	(2.5)
内、民需	(2.5)	(2.4)	(1.8)	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(2.1)	(2.5)
内、公需	(0.2)	(▲0.3)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.2)	(0.0)
外需寄与度	(0.5)	(0.2)	(▲0.0)	(0.6)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.2)
民間最終消費支出	2.3	1.8	1.8	0.6	0.2	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	1.9	2.4
民間住宅投資	▲0.2	0.8	▲0.8	1.8	0.7	▲2.7	1.8	0.4	0.3	▲1.1	▲0.6	0.2	▲0.7	2.7	4.9
民間企業設備投資	7.5	9.6	4.0	0.3	3.3	3.8	1.9	1.6	0.9	0.6	0.7	0.9	1.5	5.9	6.5
政府最終消費支出	1.5	0.5	1.2	0.2	0.0	▲0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.8	1.0
公的固定資本形成	▲1.4	▲7.1	▲3.8	▲2.7	▲0.6	▲4.6	▲0.3	▲1.1	▲0.8	▲1.7	▲0.6	▲0.7	▲0.6	▲6.5	▲4.1
輸出	9.1	6.6	3.0	3.8	2.2	0.9	1.1	0.7	0.5	0.3	0.7	1.4	1.8	6.9	3.0
輸入	6.5	6.5	4.1	▲0.6	2.5	1.8	1.6	1.4	0.9	0.8	0.9	0.9	1.3	7.1	5.1
名目GDP	1.8	2.0	2.1	0.7	0.4	0.3	1.1	0.4	0.4	0.7	0.4	0.2	0.7	1.9	2.8

(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	2006年度	2007年度
鉱工業生産 (前期比)	1.6	4.1	2.6	2.8	0.6	0.9	1.2	0.9	0.5	0.4	0.6	0.7	1.1	3.5	3.6
国内企業物価 (前年比)	2.1	2.9	0.0	2.2	2.8	3.1	3.4	2.8	2.2	0.9	▲0.4	▲0.3	▲0.1	2.1	▲0.5
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.8	0.9	▲0.5	0.4	0.7	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0	0.6	0.9
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.8	0.9	0.1	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	0.7	0.9
経常収支 (兆円)	19.1	17.7	17.9	21.3	20.5	17.0	18.4	17.7	17.7	17.2	18.0	17.6	18.8	18.4	17.8
(名目GDP比)	(3.8)	(3.4)	(3.4)	(4.2)	(4.0)	(3.3)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.4)	(3.3)	(3.5)	(3.6)	(3.4)
失業率 (%)	4.3	3.9	3.8	4.5	4.2	4.1	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.6
住宅着工戸数 (万戸)	125	128	124	125	127	130	129	127	125	124	123	124	123	125	128
コールレート (無担保・翌日物)	0.00	0.50	0.75	0.00	0.00	0.02	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.50	1.00
10年国債利回り (店頭基準無気配)	1.4	2.0	2.2	1.5	1.6	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0	2.3
為替 (円/ドル)	113	112	105	117	117	114	115	110	108	105	105	105	105	108	103
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	56	69	68	57	60	65	72	70	70	68	68	68	68	66	59
経常利益 (前年比)	8.4	3.9	1.1	11.1	4.1	7.4	3.7	3.0	1.7	0.5	▲0.3	1.3	2.6	2.4	3.8

(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06/4-6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 (どいはらすすむ) (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

(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)