

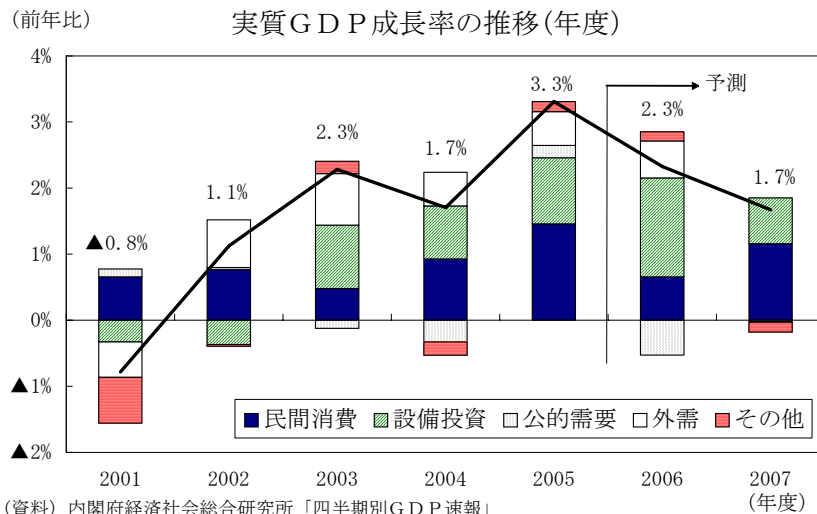
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

いざなぎ超え後の景気～2006・2007年度経済見通し

<2006年度 2.3%、2007年度は 1.7%成長>

1. 景気は2002年1月を底に回復を続けており、拡張期間は11月で戦後最長であった「いざなぎ景気」を超える58ヶ月となった模様である。景気拡大期間は長いものの、平均成長率が低いなどのため、回復実感に乏しいものとなっている。
2. 7-9月期の実質経済成長率は前期比0.5%（年率2.0%）となった。成長率は4-6月期の前期比0.4%から高まったが、消費の減少で内需中心から外需依存の成長となった。賃金上昇率が低く、経済成長の主役が設備投資から消費へと転換するのが遅れている。
3. 2007年度は、前半は米国経済の減速から輸出、設備投資の伸びが低下し、日本の経済成長率も低下するものの、後半には米国経済の持ち直しから輸出が増加し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1.7%と予想する。米国経済の急減速やドルの急激な下落がリスク要因である。



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/>

いざなぎ超え後の景気

1. いざなぎを超えた景気回復期間

(戦後最長の景気拡大期間)

2002年1月を底に始まった今回の景気回復は、5月に1986年に始まったバブル景気の51ヶ月を超えた。各種の経済指標から判断すれば、その後も景気の拡大は続き、11月でいざなぎ景気の57ヶ月を超えて、第二次世界大戦後最長の景気回復となった模様である。

景気回復の比較

	いざなぎ景気	バブル景気	今回の景気回復
期間	1965年10月～1970年7月 (57ヶ月)	1986年11月～1991年2月 (51ヶ月)	2002年1月～
時代背景	欧米へのキャッチアップ	貿易摩擦・円高	労働力人口減少への転換
長期回復の要因	貿易収支黒字化による国際収支の天井の解消 3C(自動車、エアコン、カラーテレビ)など消費の拡大	資産効果による消費の拡大 低金利の持続による不動産投資の増加	米国の景気回復、中国などアジアの発展による好調な外需 過剰問題解消、企業収益改善による設備投資の拡大
回復開始時の状況	東京オリンピック後の証券不況	プラザ合意後の円高不況	バブル景気崩壊後の失われた10年
後退の要因	景気過熱に対する金融引締め	株価・地価のバブルの崩壊	?

今回の景気回復は、これまでの長期に続いた景気回復とは、背景となっている経済状況が大きく異なっている。いざなぎ景気は日本が高度成長を続けていた時期の景気回復であり、バブル景気は株価や地価などの資産価格の上昇が長期にわたる景気回復を作り出した。今回は、労働力人口が減少に転じるという構造転換が起こったなどの後の景気回復であるため、景気回復の期間は長いものの、その内容は過去とは大きく異なっている。

(回復感に乏しい理由)

今回の景気回復は、長さでは戦後最長に並ぶほどとなったものの、回復の実感に乏しいと指摘されることが多い。

実質経済成長率を比較すれば、いざなぎ景気では平均の成長率は年率11.5%に達しているのに対して、今回の景気回復は2006年7-9月期までで2.4%に過ぎない。高度成長期の大きな景気回復では実質経済成長率は平均で10%程度であり、不況期ですら今回の景気回復時の経済成長率よりも高い。景気回復開始時点から4年半後の経済の拡大は、いざなぎ景気では実質GDPで1.7倍になったが、今回は1.1倍になったに過ぎず、回復感に乏しいのは当然である。

賃金の増加幅は小さく、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。ピークからの失業率の低下幅は、今回の景気回復では既に 1.5%に達しており、いざなぎ景気の 0.6%よりも大きい。しかし、いざなぎ景気では景気回復前の失業率は 1.6%という低水準であったのに対して、今回はバブル崩壊によって失業率は景気回復開始時点で 5.5%という高水準であった。失業率が 4%台前半に低下してきた現在でも、いざなぎ景気ほどの労働力の不足感は発生していない。

(7-9 月期 GDP は外需主導の成長)

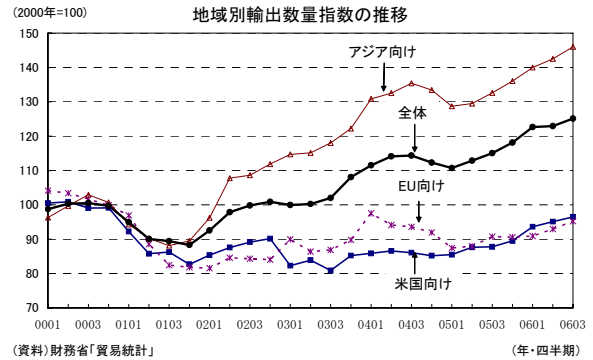
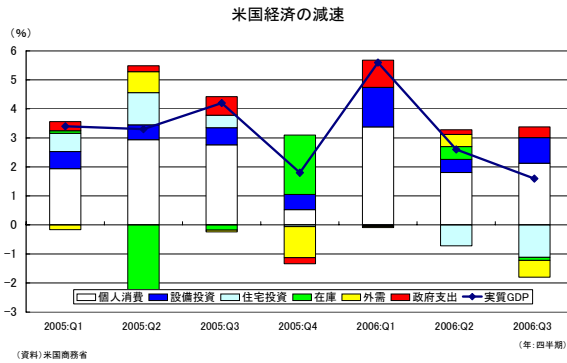
14日に発表された7-9月期の実質経済成長率は、前期比0.5%（年率換算2.0%）と4-6月期の0.4%から加速し、7四半期連続のプラス成長となった。しかし、内容的にはこれまでの民需中心の経済成長から、外需主導の成長に逆戻りしている。民間消費は4-6月期の前期比0.5%の伸びから▲0.7%の減少に転じ、設備投資も4-6月期の3.5%の増加から2.9%の増加へと拡大ペースがやや鈍化した。一方、外需の寄与度は4-6月期のゼロ%から0.4%へと拡大し、外需に牽引された経済成長となった。米国の7-9月期の成長率は、年率1.6%に減速したにも関わらず、輸出の伸びは4-6月期の0.9%から2.7%に高まった。欧州やアジアが好調であったことに加えて円安が進んだことが、輸出の伸びにつながったと考えられる。

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、4-6月期の前年同期比▲1.2%から▲0.8%となって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、これまでのマイナスからわずかながらプラスに転じている。名目GDP成長率は前期比0.5%となり7四半期連続でプラスの伸びとなったが、GDPデフレーターの上昇率がプラスになるにはまだ時間がかかり、2006年度も名実の逆転が続くことになるだろう。8月末に発表された消費者物価指数の基準改定値で、消費者物価指数の前年比の上昇率が予想以上の幅で下方修正されたこともあって、政府はデフレ脱却の判断を見送っている。消費者物価指数の上昇幅が小さいことや、低金利の持続による高い経済成長によって財政再建の促進を狙っていることなどから、当分の間政府がデフレ脱却宣言を行うことはないと考えられる。

7-9月期の米国の実質経済成長率は、4-6月期の年率2.6%からさらに1.6%へと減速した。住宅投資の減少幅が拡大し、住宅価格は下落に転じている。住宅価格の上昇による資産の増加を使って家計が借入をして消費を増加させてきたため、米国の家計貯蓄率は低下を続け2005年にはマイナスに転落している。このため、住宅価格が大きく下落すれば家計は消費の削減を迫られ、消費の減少から経済が大きく減速する恐れがある。

これまでのところでは、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ていることから、クリスマス商戦も堅調との見方が増えている。米国経済は潜在成長率をやや下回る程度の速度にソフトラ

ンディングするとの見方が有力であり、日本経済への急激な影響は避けられるだろう。

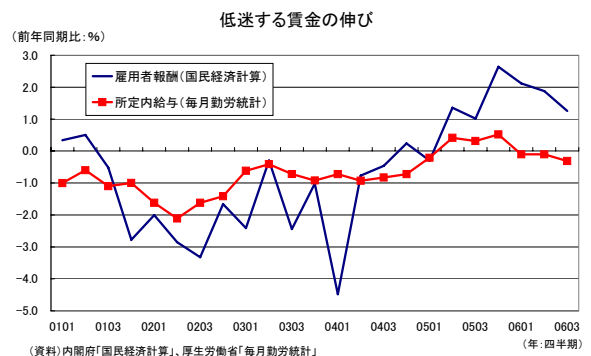
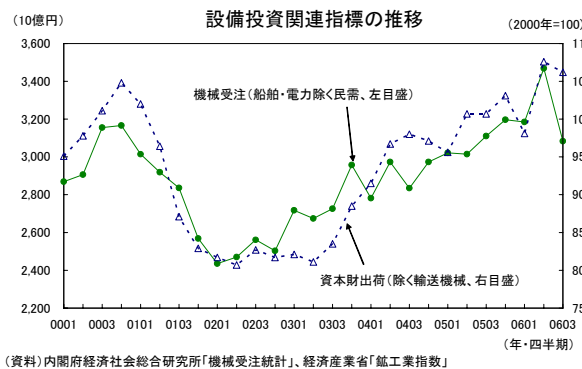


米国経済の減速にも関わらず、円安やアジア経済の拡大、ユーロ経済の好調もあって、日本の輸出は増加基調を維持している。しかし米国経済が減速している影響は、アジアなど他の地域の経済成長速度の減速に繋がり、日本への影響も徐々に現れることになるだろう。

2. 2007年度は1.7%成長～減速の後、持ち直す

(遅れる設備から消費への転換)

日銀短観9月調査を見れば、企業の設備投資意欲は強く、企業収益も好調であることから、2006年度の設備投資の伸びは実質9.7%に達し2005年度を上回ることになる可能性が高い。9月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比▲7.4%の減少となり、7-9月期合計も前期比▲11.1%の減少となった。10-12月期の受注見通しは5.7%の増加となっているものの、水準では4-6月期の実績を下回っている。7-9月期のGDPでは設備投資は引き続き高い伸びを示しているが、今後は設備投資の拡大ペースは鈍化する可能性が高い。



設備投資の伸びが鈍化するなかで、景気のけん引役として期待されるのは消費であるが、これを支える所得の伸びは低迷している。景気回復によって雇用者数は増加しているものの、一人当たり賃金の上昇率が高まってこないことから、雇用者報酬の伸びは低迷が続いている。ゼロ金

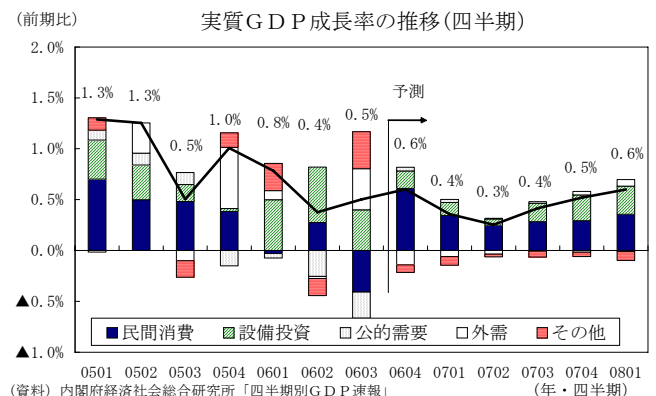
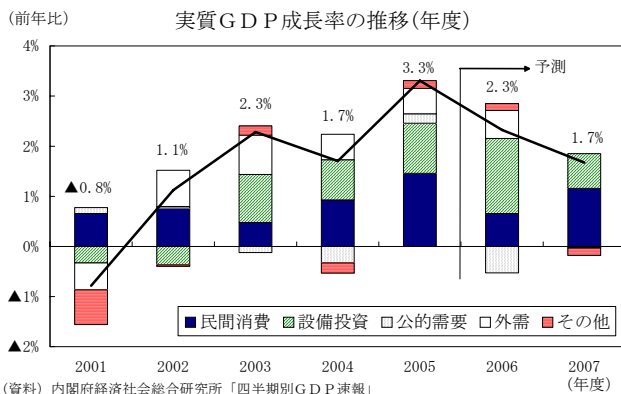
利解除による利子の増加や、配当の増加も家計所得の伸びを支えるが、今後も家計が消費を増やしていくには力不足である。

7-9 月期の GDP では、民間最終消費支出は前期比実質▲0.7%の減少となっており、消費の回復は遅れている。1998 年ころから前年比でマイナスを続けていた雇用者報酬は 2005 年ころから増加に転じているが、伸びは低い水準に留まっている。毎月勤労統計では、2005 年に前年比 0.2%の上昇に転じた所定内給与（事業所規模 5 人以上）は、2006 年に入ってからマイナス基調が続いている。10-12 月期の民間最終消費支出は、7-9 月期のマイナスの反動もあってプラスの伸びとなるだろうが、賃金の上昇速度が高まらなければその後の消費の伸びは限られよう。

（2007 年度は緩やかな減速の後持ち直す）

景気回復が長期にわたっていることから今後は設備投資の伸びが鈍化してくる可能性は高く、賃金上昇が限られていることから消費が代わって景気のけん引役となるには力不足である。米国経済の減速から輸出の伸びが鈍化し鉱工業生産の伸びも停滞するなど、2006 年度末から 2007 年度前半にかけては景気の減速傾向が鮮明となるだろう。FRB は 2007 年春頃には利下げに転じ、米国経済は年末頃までには持ち直す可能性が高い。日本の輸出や生産も年末には伸びが高まり、設備投資の再加速も加わって成長率も高まることになるだろう。

2007 年度は賃金上昇率がやや高まることから消費は安定した伸びが続き、実質 2.1%の増加となるだろう。設備投資は 2006 年度の 9.7%の伸びから、4.2%の伸びに鈍化すると見込まれる。政府は 2007 年度予算でも公共事業費を前年度比で 3%削減することを目指しており公的固定資本形成は▲4.0%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。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 2006 年度の 0.6%からほぼゼロ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 3.3%から 2006 年度には 2.3%へと低下し、2007 年度はさらに 1.7%に減速すると見込まれる。

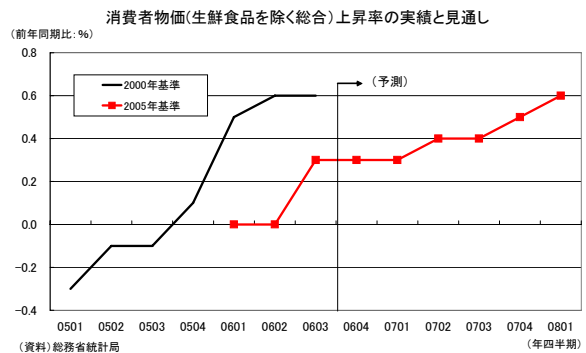


(早期利上げを模索する日銀)

福井総裁は、11月7日に行った講演で、金融政策の正常化は財政再建のように長期間をかけて行うものではなく、正常化に要する期間が5年間では長過ぎると述べた。仮に2~3年程度で中立的と考えられる金利への水準訂正を行うとすれば、四半期に一度ずつ程度のペースで0.25%の利上げを行う必要があることになり、早期の利上げへの意欲を示したものと言えるだろう。

7-9月期の経済成長率が市場の予想を上回るものとなったことで、市場では次の利上げが早期に実施される可能性が高いとの見方が増えている。7-9月期のGDPが決定打になったとは言えないが、今後発表される鉱工業生産指数、消費者物価指数や短観などの経済指標の動きが強めとなって長短金利に上昇圧力が強まれば、12月か1月の金融政策決定会合で政策金利の引上げが行われる可能性が高い。

8月末に行われた消費者物価指数の基準改定によって、2006年に入ってから消費者物価上昇率は0.5%程度下方修正された。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%程度が続いていたが、年前半はほぼゼロとなり、6月以降は0.2~0.3%の上昇となっている。2006年3月に量的緩和政策を解除したことによって、日銀としては消費者物価指数の上昇率に縛られないという考えであっても、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、中期的には利上げペースは福井総裁が示唆したものよりは、かなりゆっくりとしたものにならざるを得ないと考えられる。



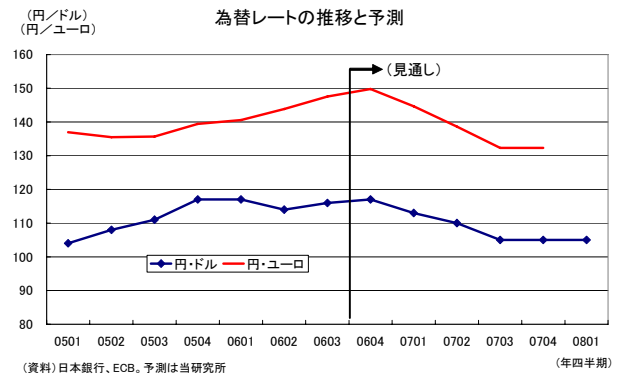
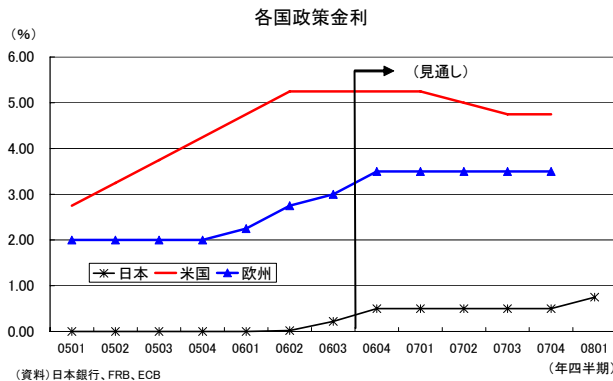
(日米金利差縮小で円高に)

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151円台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。

しかし、今後は米国の利下げがあれば日米間の金利差縮小から、円はドルに対して買われる可能性が高い。日銀は、「円キャリー取引」(低金利の円を借り入れてドルなどに投資する取引)が増加している要因として、現在の低金利と円安があると見ており、金利差の縮小見通しなどをきっかけに、急激な巻き戻しが生じて急速な円高が発生することを懸念している。

米国の中間選挙で民主党が勝利したことによって、雇用問題がこれまで以上に注目されること

になり、中国元に対しても切上げ圧力が強まるだろう。中国の外貨準備高は日本を抜いて世界一になった後も急速に増加を続けており、1兆ドルを超えた。中国の各国の外貨準備に占める通貨構成は、緩やかにユーロの割合が上昇し、ドルの割合は低下傾向にある。各国の外貨準備における通貨別構成を見直す動きも出始めており、これが加速すればドルの低下が早まる恐れもある。



米国経済は潜在成長率をやや下回る2%台前半にソフトランディングし、中国が元の大幅な上昇を望まないことからドルの急激な下落も回避される可能性が高い。しかし、米国経済の急減速やドルの大幅下落というリスクシナリオが発生すれば、日本経済の減速は大きなものとなり景気後退に陥る恐れもあるだろう。

(12月8日に予定されている7-9月期第2次QEの発表を受けた見通しの修正は12月12日、欧米の見通しの詳細は12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
実質GDP	前期比年率、%	3.2	3.3	2.4	5.6	2.6	1.6	2.5	2.6	2.3	2.7	2.9
FFレイト誘導目標	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	4.8	4.6	4.6	5.1	4.9	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6

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
実質GDP	前年比%	1.5	2.5	1.9	2.2	2.7	2.6	2.8	2.5	1.9	1.8	1.7
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.25	1.26	1.20	1.26	1.27	1.28	1.28	1.26	1.26	1.26

日本経済の見通し (2006年7-9月期QE(11/14発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2006.9)

	2005年度 実績	2006年度 予測	2007年度 予測	06/4-6 実績	7-9 実績	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	3.3	2.3	1.7	0.4 1.5 2.6	0.5 2.0 2.7	0.6 2.4 1.9	0.4 1.4 2.0	0.3 1.0 1.6	0.4 1.7 1.7	0.5 2.1 1.5	0.6 2.4 1.9	2.3	1.8
内需寄与度	(2.8)	(1.8)	(1.7)	(0.4)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(2.2)	(1.8)
内、民需	(2.6)	(2.3)	(1.7)	(0.7)	(0.3)	(0.7)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(2.6)	(1.7)
内、公需	(0.2)	(▲0.5)	(▲0.0)	(▲0.3)	(▲0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.3)	(0.1)
外需寄与度	(0.5)	(0.6)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(▲0.1)
民間最終消費支出	2.6	1.2	2.1	0.5	▲0.7	1.1	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6	1.8	1.8
民間住宅投資	▲0.2	0.2	▲0.1	▲2.5	0.1	1.1	0.7	▲0.7	▲1.0	0.4	0.3	0.7	▲0.8
民間企業設備投資	7.3	9.7	4.2	3.5	2.9	1.0	0.8	0.4	1.1	1.5	1.6	9.5	4.4
政府最終消費支出	1.4	0.6	0.8	0.2	0.1	0.3	0.0	0.3	0.3	0.2	0.0	0.5	1.3
公的固定資本形成	▲1.4	▲12.8	▲4.0	▲6.5	▲6.7	0.4	0.6	▲1.1	▲1.5	▲1.5	▲0.4	▲8.3	▲3.4
輸出	9.1	7.9	3.3	0.9	2.7	0.6	0.4	0.4	0.8	1.2	1.6	6.4	3.0
輸入	6.5	5.0	4.3	1.4	▲0.1	2.1	1.0	0.8	0.8	1.3	1.5	6.7	4.3
名目GDP	1.8	1.6	1.8	0.2	0.5	0.7	0.2	0.4	0.6	0.3	0.6	2.1	2.0

(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	06/4-6	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	3.6	1.9	0.9	1.0	0.5	0.3	0.2	0.5	0.8	1.1	3.9	2.4
国内企業物価 (前年比)	2.1	2.8	0.0	3.1	3.5	2.6	2.0	0.7	▲0.5	▲0.2	0.0	2.8	▲0.1
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.4	0.3	0.2	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1	0.4	0.6	0.4	0.5
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.2	0.5	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.3	0.6
経常収支 (兆円)	19.1	18.8	18.4	17.3	18.9	19.9	18.9	18.3	18.4	18.3	18.4	18.1	18.3
(名目GDP比)	(3.8)	(3.7)	(3.5)	(3.4)	(3.7)	(3.9)	(3.7)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
失業率 (%)	4.3	4.0	3.9	4.1	4.1	4.0	3.9	3.9	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8
住宅着工戸数(万戸)	125	127	123	130	127	125	124	124	123	123	123	128	123
コールレート (無担保・翌日物)	0.00	0.50	0.75	0.00	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.50	0.75
10年国債利回り (店頭基準気配)	1.4	1.8	2.1	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.2	2.3	1.9	2.2
為替 (円/ドル)	113	115	106	114	116	117	113	110	105	105	105	112	105
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	56	63	61	65	71	58	58	61	61	61	61	66	64
経常利益 (前年比)	8.4	6.2	2.1	10.1	7.7	4.9	2.8	1.8	0.3	2.4	3.6	5.3	1.9

(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06/7-9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	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)