

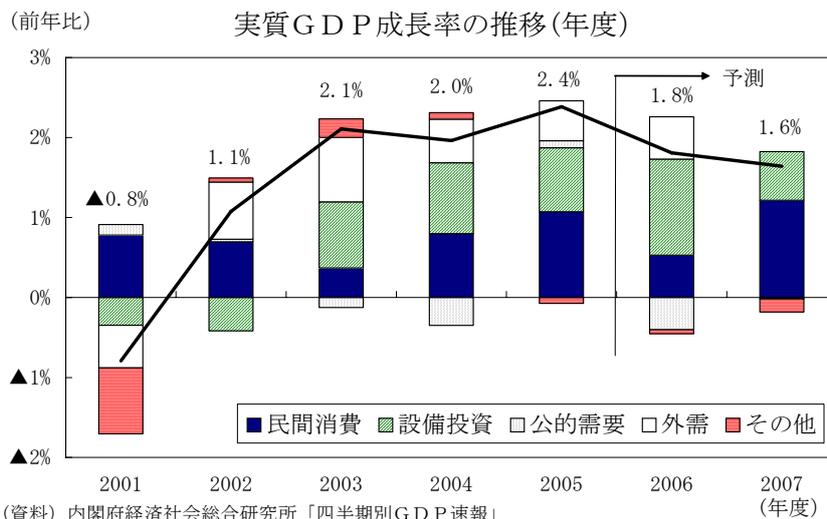
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2007年度は後半持ち直し～2次QE後経済見通し

＜実質成長率：2006年度1.8%、2007年度は1.6%に＞

1. 7-9月期のGDP（2次速報）は、実質成長率が前期比0.2%（年率0.8%）となり、11月発表の1次速報（前期比0.5%、年率2.0%）から大幅に下方修正された。また2005年度の実質経済成長率も、3.3%から2.4%に下方修正されている。
2. 設備投資は、収益好調を背景に企業の意欲が堅調なことから、7-9月期は伸びが鈍化したが増加基調は続くだろう。消費は、所得の伸びが低迷しているために回復が遅れているが、10-12月期は冬のボーナスの増加に加えて7-9月期のマイナスの反動もあって増加するだろう。2006年度の実質経済成長率は、1.8%と見込まれる。
3. 米国経済の減速から、2007年度前半にかけて日本の景気はもたついたものとなるが、利下げによって米国経済の成長が回復すると、日本の輸出や設備投資の伸びが再び高まり、景気は持ち直すだろう。2007年度の実質経済成長率は1.6%と予想される。



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/>

2007年度は後半持ち直し

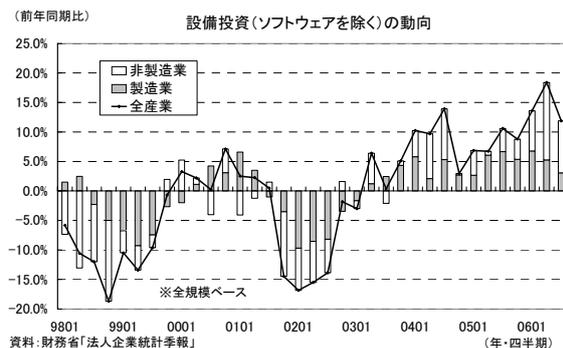
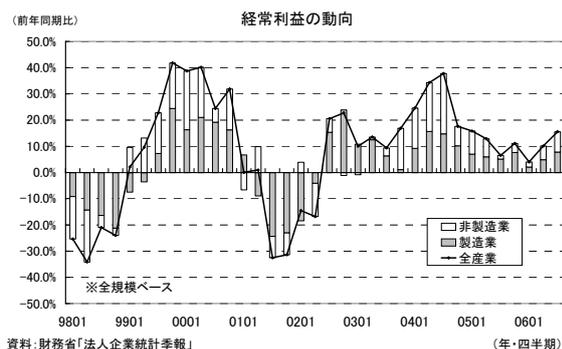
1. 外需依存に逆戻りの7-9月期GDP

(内需中心の成長が続く)

内閣府が8日発表した7-9月期のGDP2次速報値は、実質成長率は前期比0.2% (年率0.8%)、名目成長率は前期比▲0.0% (年率▲0.0%) となった。11月に発表された1次速報値 (実質：前期比0.5%、年率2.0%、名目：前期比0.5%、年率1.9%) から、名目成長率、実質成長率とも大幅に下方修正された。実質成長率は7四半期連続のプラスとなったが、名目成長率はわずかではあるが9四半期ぶりにマイナスに転じた。

実質成長率が下方修正された主因は、設備投資の伸びが1次速報の前期比実質2.9%の増加から、1.5%増に下方修正されたことである。1次速報でも、民間最終消費支出の伸びがマイナスとなって、これまでの国内需要中心の経済成長の姿が崩れ、再び外需依存型の経済成長となっていることが示されていた。さらに2次速報では、民間企業設備投資の伸びも4-6月期の3.2%から半分程度にまで減速し、民間需要の寄与度は▲0.1%のマイナスとなって、外需依存の姿が一層鮮明となった。

また内閣府は、12月1日に2005年度の国民経済計算確報を発表するとともに、過去に遡って実質経済成長率を改定した。これまで実質3.3%の伸びとされていた2005年度の経済成長率は大幅に下方修正され2.4%となった。日本経済の潜在成長力の水準は、大規模増税抜きの財政再建が可能かどうかのカギを握っており、再び議論となるだろう。



7-9月期は設備投資の前期比の伸びが低下したが、1-3月期、4-6月期と続けて前期比で3%を超え、年率では二桁となる伸びとなった反動もあり、設備投資の増加基調が崩れているわけではない。収益の伸びを背景に企業の設備投資意欲は強い。4日に発表された法人企業統計によれば、全産業の売上は4-6月期の前年比8.6%に引き続き7-9月期も7.3%の高い伸びが続いている。売上原価の増加率が4-6月期の前年比9.8%増から7-9月期は8.0%増に低下したことから、経常利益は4-6月期の前年比10.1%増から7-9月期は15.5%増へと増加幅が拡大した。設備投資(ソフ

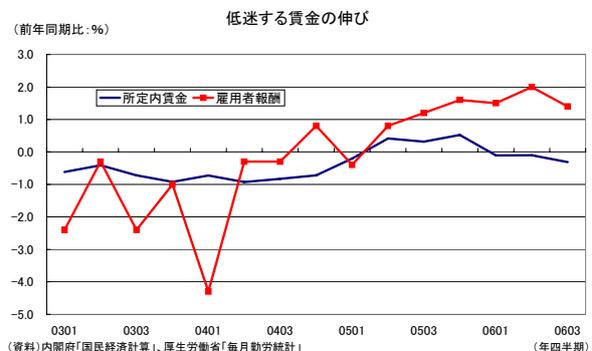
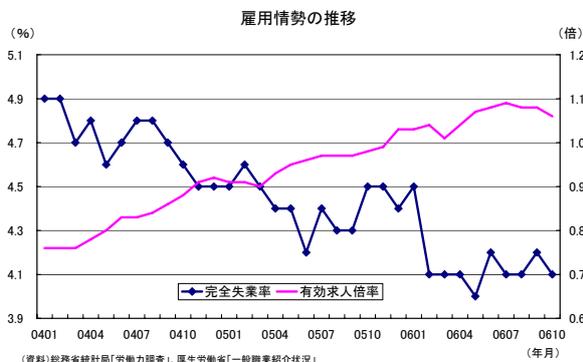
トウェアを除く)の伸びは4-6月期の前年比18.4%増からは伸びが低下しているものの、7-9月期も前年比11.9%と高い水準が続いている。企業のキャッシュフローは潤沢で利益の増加も続いていることから、15日に発表される日銀短観(12月調査)でも企業の設備投資計画は堅調なものとなると予想される。

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、1-3月期の▲0.4%の減少から4-6月期は8.9%増となったが、7-9月期は▲11.1%の大幅な減少となった。10-12月期の受注見通しの5.7%の伸びに対して12月8日に発表された10月の伸びは前月比2.8%となり、受注見通しに対してはやや下振れした展開となっている。このところ機械受注統計は他の設備投資関連統計に比べて弱い動きを示すことが多いことを勘案すれば、設備投資は基調としては緩やかな伸びが続いていると考えられるが、米国経済の減速を受けて先行きやや弱めの動きとなる可能性があることを示している。

(上昇する初任給)

10月の完全失業率は4.1%となり、9月の4.2%から若干低下した一方、有効求人倍率は1.06倍となり、9月の1.08から若干低下した。雇用情勢は改善しているが、失業率の低下速度や有効求人倍率の上昇速度は鈍化している。この背景には、労働市場の改善によって、これまで非労働力化していた人々が職探しを始めることで失業者として顕在化してきたことがある。労働力人口は、1999年以降前年比で減少が続いてきたが2005年は8万人の増加となり、人口高齢化によって低下傾向を続けてきた労働力率(15歳以上人口に占める労働力人口の割合)も2005年は2004年から横這いとなった。雇用者数の増加は続いており、雇用情勢は改善傾向にあると判断される。

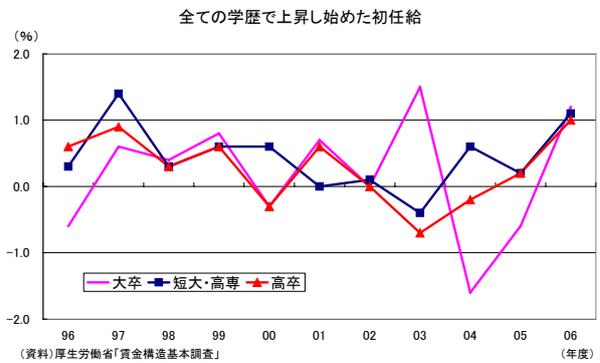
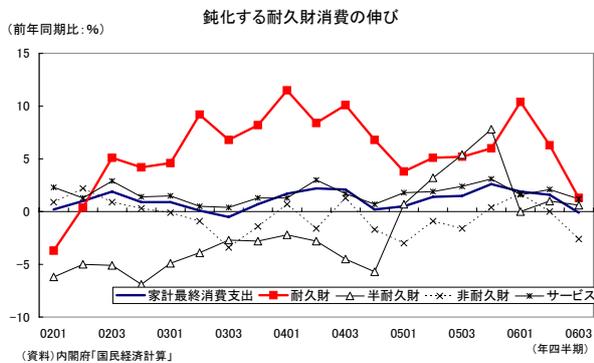
こうした雇用情勢の改善にも関わらず、雇用者一人当たりの賃金の上昇は依然として緩やかなものに留まっており、所定内賃金は2006年に入ってから前年比の上昇率がむしろ低下している。このため雇用者報酬の伸びは雇用者数の増加だけで実現されており、2006年4-6月期には前年同期比で2.0%の増加となったが、7-9月期には1.3%増に伸びが鈍化している。



一人当たり賃金の上昇率が高まらないこともあって、消費の改善は遅れている。内閣府が発表

している形態別の家計最終消費支出を見ると、サービス支出が安定した伸びを続ける一方で、半耐久財への支出が増加してきたことが 2005 年度の消費の伸びの原因だったことが分かる。しかし、このところ半耐久財や耐久消費財の伸びが低下している中で、7-9 月期は非耐久財の伸びも落ち込んで消費が低迷した。

物価の安定が長期にわたって続いてきたために、インフレ期待は弱く賃金の上昇速度は遅い。しかし、労働需給の改善からパートやアルバイトの時給は上昇傾向にある。雇用市場の需給がさらに逼迫していけば、賃金が上昇しないという状況も徐々に変わっていくだろう。賃金構造基本調査によれば、2005 年の新卒者の初任給は高卒、高専・短大卒は前年比 0.2% の増加だったが、大卒は▲0.6% の低下だった。しかし 2006 年は、全ての学歴で前年比 1% 程度の上昇となっている。団塊世代の定年退職と若年人口の減少によって、初任給の上昇は加速していくと考えられる。



2. 2 次 QE 後の見通し

(米国経済の減速)

米国サプライマネジメント協会 (ISM) が 1 日に発表した 11 月の製造業景気指数は、景況感の分かれ目である 50 を 3 年 7 カ月ぶりに下回り、米景気の減速懸念が強まっている。米国経済のソフトランディングが成功するかどうかは、設備投資から消費への転換が遅れている日本の景気拡大が続くかどうかの、最も大きなポイントであると考えられる。

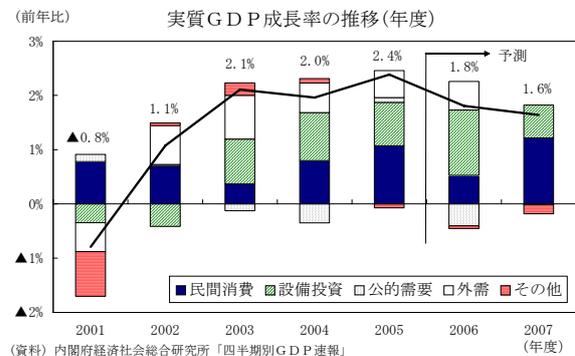
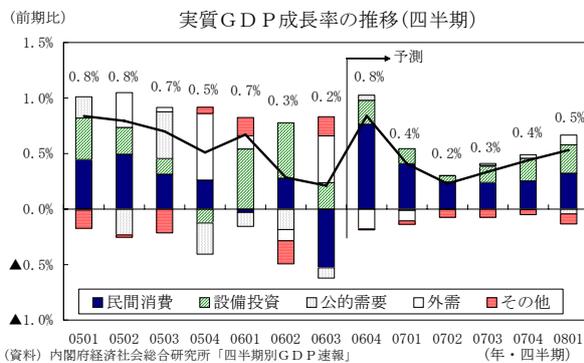
米国ではインフレ防止のために利上げが続けられてきたが、その効果が現われて減速が明確となった。住宅投資の減少幅が拡大し、住宅価格は下落に転じている。家計貯蓄率の低下による消費拡大を支えてきた住宅価格上昇が止まることで、消費の伸びは低下しよう。原油価格がやや落ち着きを見せていることから、ガソリン価格が低下して消費を下支えする働きをするため、消費の伸びは低下するが急激な減速は避けられるだろう。インフレ圧力は依然として残っているが、2007 年に入るとむしろ景気の減速によって金融緩和が模索されるようになり、春頃には利下げが行われると予想する。米国の経済成長率は 2% 台に低下するものの、金融緩和によって年末頃までには徐々に持ち直すだろう。

米国が利下げに転じることによる日米金利差縮小が、円高・ドル安に働くことも日本の景気に

としては懸念材料である。

(2007年度は後半持ち直し)

消費は2006年7-9月期には大幅なマイナスとなったものの、冬のボーナスの好調も伝えられており、前期のマイナスの反動もあって10-12月期には持ち直す可能性が高い。しかし賃金の上昇幅拡大が遅れていることから、設備投資から消費へという経済成長の主役交代は遅れており、外需の影響を受けやすい状況が続いている。このため、米国経済の減速を受けて輸出の伸びが鈍化すると、設備投資の伸びにも影響が出て2007年度前半にかけて日本経済はややもたついた動きとなる恐れが大きい。米国経済がFRBの金融政策転換によって持ち直し、経済成長率が徐々に高まることを受けて、日本からの輸出も伸びが高まり、日本の景気は2007年度後半に向けて再び持ち直していくことになるだろう。



米国経済は減速したものの、対ドルでは2005年前半の1ドル100円台前半から、2006年7-9月期は110円台後半へ、ユーロに対して1ユーロ130円台から150円台へと、為替レートが円安となっていることなどから、輸出は好調である。2006年度の日本の輸出の伸びは実質7.4%と2005年度の9.0%に続いて高いものとなり、外需の実質GDPへの寄与度も2005年度と同じ0.5%となる見込みである。国内では、好調な企業収益の増加を背景に、設備投資は2005年度の実質5.8%の増加から2006年度は7.9%へと伸びを高めるだろう。しかし、賃金の上昇が緩やかなため、年初の定率減税の半減や社会保険料の負担増を考慮すると可処分所得がほとんど増加しておらず、消費の伸びは2005年度の実質1.9%から0.9%へと減速するため、実質成長率は2005年度の2.4%から1.8%へと低下すると見込まれる。

米国経済は2007年後半には持ち直すが、前半の減速の影響で日本の輸出の伸びは2007年度には実質3.0%に低下して、設備投資の伸びも3.8%へと低下するだろう。賃金の上昇から消費の伸びが高まることが期待できるものの、外需の寄与度が▲0.0%に低下し、設備投資の伸びが鈍化することから、実質成長率は1.6%となると予想される。

(米国、欧州の経済見通しは今週末12月15日(金)のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します。)

日本経済の見通し (2006年7-9月期2次QE(12/8発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2006.11)

	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	2.4	1.8	1.6	0.3	0.2	0.8	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5	2.3	1.7
内需寄与度	(1.9)	(1.3)	(1.6)	(0.3)	(▲0.2)	(1.0)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(1.8)	(1.7)
内、民需	(1.8)	(1.7)	(1.7)	(0.5)	(▲0.1)	(1.0)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(2.3)	(1.7)
内、公需	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.5)	(▲0.0)
外需寄与度	(0.5)	(0.5)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.6)	(▲0.0)
民間最終消費支出	1.9	0.9	2.2	0.5	▲0.9	1.4	0.7	0.4	0.4	0.5	0.6	1.2	2.1
民間住宅投資	▲1.0	0.2	0.2	▲2.1	▲0.3	1.4	0.8	▲0.6	▲1.0	0.4	0.2	0.2	▲0.1
民間企業設備投資	5.8	7.9	3.8	3.2	1.5	1.3	0.8	0.3	0.9	1.2	1.6	9.7	4.2
政府最終消費支出	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.3	▲0.2	0.3	0.4	0.3	▲0.2	0.6	0.8
公的固定資本形成	▲1.4	▲11.7	▲4.0	▲6.9	▲5.3	0.1	0.7	▲1.3	▲1.6	▲1.4	▲0.4	▲12.8	▲4.0
輸出	9.0	7.4	3.0	0.7	2.5	0.5	0.3	0.5	0.6	1.1	1.5	7.9	3.3
輸入	6.0	4.7	4.0	1.3	▲0.5	2.3	1.2	0.7	0.7	1.2	1.2	5.0	4.3
名目GDP	1.0	1.3	1.9	0.0	▲0.0	1.1	0.6	0.4	0.3	0.3	0.6	1.6	1.8

(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	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	3.9	2.3	0.9	1.0	1.1	0.3	0.2	0.5	0.8	1.1	3.6	1.9
国内企業物価 (前年比)	2.1	2.9	0.0	3.1	3.5	2.8	2.2	0.8	▲0.4	▲0.3	▲0.0	2.8	0.0
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.3	0.3	0.2	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.2	0.5	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.2	0.5
経常収支 (兆円)	19.1	19.0	18.8	17.3	18.9	20.2	19.5	19.0	17.9	18.9	19.3	18.8	18.4
(名目GDP比)	(3.8)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(3.7)	(4.0)	(3.8)	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.7)	(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	4.0	3.9
住宅着工戸数(万戸)	125	128	127	130	127	128	127	127	127	127	128	127	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	1.7	1.8	1.8	2.0	2.2	2.3	1.8	2.1
為替 (円/ドル)	113	115	106	114	116	117	113	110	105	105	105	115	106
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	56	63	61	65	71	58	58	61	61	61	61	63	61
経常利益 (前年比)	8.4	9.1	2.2	10.1	15.5	7.4	5.0	2.8	0.7	2.5	2.7	6.2	2.1

(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 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)