

REPORT I

2006・2007年度経済見通し

- いざなぎ超え後の景気 -

経済調査部門 櫛 浩一
haji@nli-research.co.jp

1. いざなぎを超えた景気回復期間

(1) 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。

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。

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2.0%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。

(2) 7-9月期GDPは外需主導の成長

2006年7-9月期の実質経済成長率は、7四半期連続のプラス成長とはなったが、前期比0.2%(年率換算0.8%)と4-6月期の0.3%から成長率は低下した。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0.9%の減少に転じ、設備投資も4-6月期の3.2%の増加から1.5%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 0.1%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2.2%に減速したにも関わらず、日本の輸出の伸びは4-6月期の0.7%から2.5%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。

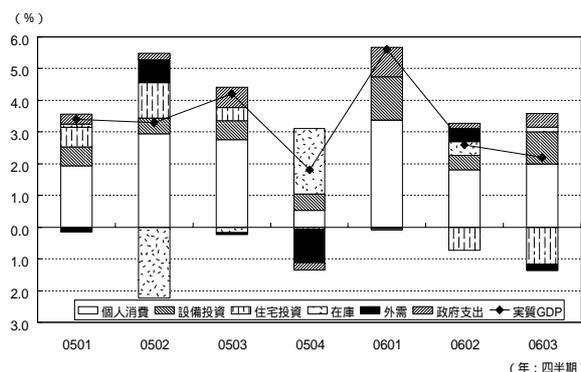
GDPデフレーターは依然として前年同期比でマイナスが続いているものの、4-6月期の前年同期比 1.1%から 0.7%となってマイナス幅が縮小した。国内需要デフレーターは前年比0.2%上昇となり、プラスに転じている。しかし、GDPデフレーターの上昇率がプラスになるにはまだ時間がかかり、2006年度も名実の逆転が続くことになるだろう。

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2.2%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拡大させてきたため、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。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。

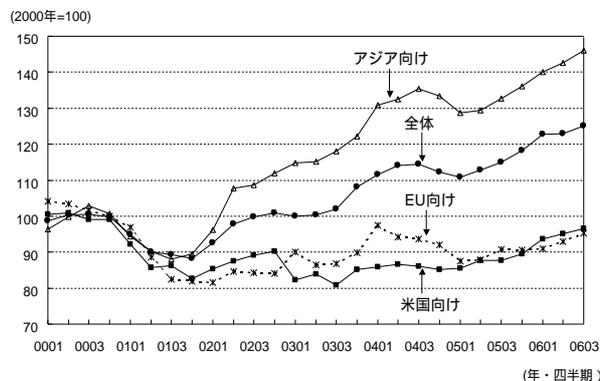
図表 - 1 米国経済の減速



(資料) 米国商務省

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。

図表 - 2 地域別輸出数量指数の推移



(資料) 財務省「貿易統計」

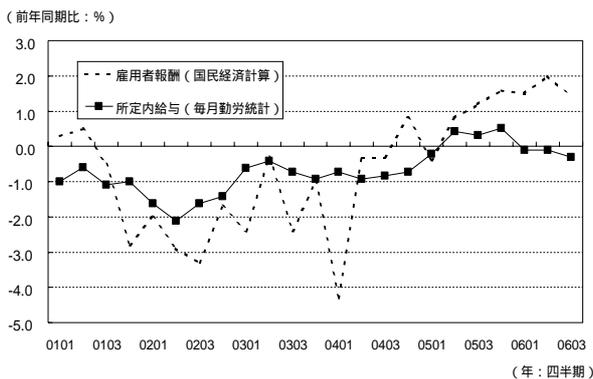
2. 2007年度は1.6%成長
～減速の後、持ち直す

(1) 遅れる設備から消費への転換

2006年度の設備投資の伸びは実質7.9%に達し、2005年度を上回ることになる可能性が高い。7-9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比 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でも設備投資の伸びは低下しており、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。

図表 - 3 低迷する賃金の伸び



(資料) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」

7-9月期のGDPでは、民間最終消費支出は前期比実質 0.9%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。

とはいえ、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、一人当たり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。初任給の上昇が賃金カーブを平行に上方に動かすわけではないが、初任給と既存の従業員の給与のバランスを維持するために平均賃金も上昇していくことになるだろう。

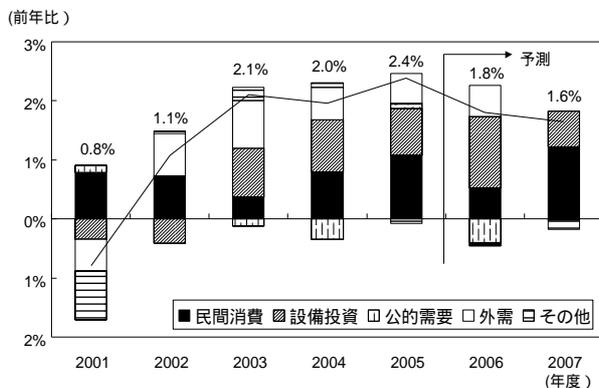
(2) 2007年度は緩やかな減速の後持ち直す

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2.2%の増加となるだろう。設備投資は2006年度の7.9%の伸び

から、3.8%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0.5%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2.4%から2006年度には1.8%へと低下し、2007年度はさらに1.6%に減速すると見込まれる。

図表 - 4 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」

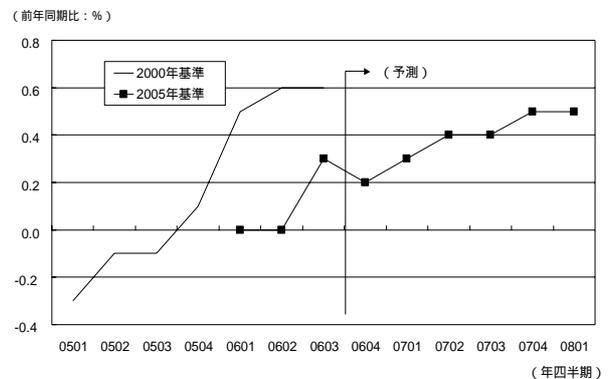
（3）早期正常化を模索する日銀

福井総裁は、11月の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、早期の正常化への意欲を示したものと言えるだろう。

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0.1～0.3%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。

図表 - 5 消費者物価（生鮮食品を除く総合）上昇率の実績と見通し



（資料）総務省統計局

（4）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150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%台にソフトランディングし、中国が元の大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。

米国経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2006年				2007年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.2	3.3	2.3	5.6	2.6	2.2	2.1	2.3	2.2	2.7	2.9
個人消費	"、%	3.5	3.1	2.5	4.8	2.6	2.9	2.5	2.3	2.2	2.5	2.7
設備投資	"、%	6.8	7.8	5.4	13.7	4.4	10.0	5.3	4.7	4.2	4.8	5.2
住宅投資	"、%	8.6	3.5	7.2	0.3	11.1	18.0	10.5	5.9	2.8	0.5	1.4
在庫投資	寄与度	0.3	0.3	0.0	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
純輸出	寄与度	0.3	0.1	0.1	0.0	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
消費者物価	前年同期比、%	3.4	3.2	1.9	3.7	4.0	3.3	2.0	2.2	1.5	1.4	2.4
失業率	平均、%	5.1	4.6	4.6	4.7	4.6	4.7	4.5	4.5	4.6	4.7	4.7
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	4.5	4.6	5.1	4.9	4.6	4.5	4.3	4.4	4.6

(円ドルレートは次ページ参照)

ユーロ圏経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2006年				2007年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.4	2.7	1.9	2.2	2.8	2.7	2.9	2.4	1.8	1.7	1.7
内需	寄与度%	1.6	2.4	1.8	2.2	2.6	2.4	2.1	2.2	1.7	1.7	1.8
民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.0	0.9	1.8	1.8	0.0	0.4	0.1	0.2	1.7	1.6
固定資本形成	"	2.7	4.3	2.3	4.0	5.3	3.9	4.0	3.4	1.6	2.1	2.0
外需	寄与度%	0.3	0.3	0.1	0.0	0.3	0.3	0.8	0.2	0.2	0.0	0.1
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.2	2.2	2.0	2.3	2.5	2.2	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
失業率	平均、%	8.6	7.9	7.6	8.2	7.8	7.8	7.7	7.6	7.6	7.6	7.6
ECB市場介入金利	期末値、%	2.25	3.50	3.75	2.50	2.75	3.00	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.26	1.27	1.20	1.26	1.27	1.30	1.30	1.28	1.28	1.26
対円為替相場	平均、円	137	146	135	141	144	148	152	147	141	134	132

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	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
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
				1.1	0.8	3.4	1.6	0.9	1.4	1.8	2.1
				2.1	1.6	1.6	1.9	1.6	2.0	1.3	1.6
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)
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)
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)
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)
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
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
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
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
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
輸出	9.0	7.4	3.0	0.7	2.5	0.5	0.3	0.5	0.6	1.1	1.5
輸入	6.0	4.7	4.0	1.3	0.5	2.3	1.2	0.7	0.7	1.2	1.2
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

(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
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
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
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
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
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
(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)
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
住宅着工戸数(万戸)	125	128	127	130	127	128	127	127	127	127	128
コーレルート(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
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
為替(円/ドル)	113	115	106	114	116	117	113	110	105	105	105
原油価格(CIF,ドル/バレル)	56	63	61	65	71	58	58	61	61	61	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

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コーレルートは期末値。

(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 研究員	齋藤 太郎 篠原 哲	(さいとう たろう) (しのはら さとし)	(03) 3512-1836 (03) 3512-1838
tsaito@nli-research.co.jp 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			