(株)農林中金総合研究所

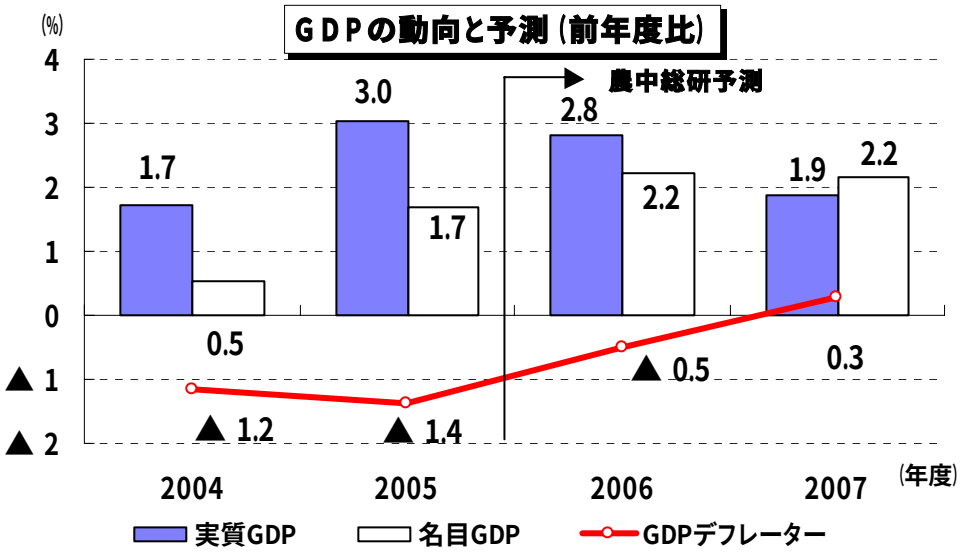
2006年5月23日

2006～07年度経済見通し

2006年度+2.8%成長、07年度+1.9%成長と予測

～高まっていく景気の成熟度～

企業業績の堅調さを背景に、設備投資や民間消費といった民間最終需要が堅調に推移している他、世界経済の成長を背景とした輸出も増勢を続けている。今回の景気循環の拡張期間が戦後2番目となり、政府・日本銀行とも景気認識を「拡大」とするなど、全般的に景気の成熟度が高まりつつある。06年度後半に向けて日本経済は「完全雇用天井」にかなり接近していくものと思われる。また、日本銀行は金融政策を正常化させるべく、日銀当座預金残高を所要準備額(6兆円程度)に向けて削減しているが、今秋にはゼロ金利政策を解除、その後も漸次利上げを行っていくものと思われる。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

＜目次＞

総論	P.1～10
個別項目	P.11～17
付表	P.18～19

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所　調査第二部　03-3243-7369

景気の現状：

◆ 5月19日に発表されたGDP速報（1次QE）によると、2006年1～3月期の経済成長率は前期比+0.5%（同年率換算+1.9%）と、05年10～12月期（前期比+1.1%）から数字の上では大きく減速した。数字的にも、前期比年率+1.9%という数字は、1%台後半と目されている潜在成長率並みの数字であり、デフレギャップの縮小（もしくはインフレギャップの拡大）に貢献したわけではなく、数字的にやや物足りなさがあることは否めない。しかし、民間消費・設備投資といった民間最終需要が底堅く推移していることに加え、輸出も成長を牽引する等、この数四半期続いているバランスの取れた成長プロセスは維持されていると評価することが可能である。なお、この結果、05年度は+3.0%成長となり、過去10年間で最も高い伸びを達成、90年代後半の長期経済停滞状態からの脱却を裏付けた。

◆ 上述した通り、1～3月期の経済成長率を牽引したのは、これまでと同様、民間最終需要（民間消費・企業設備投資など）と輸出であり、前期比成長率に対する寄与度はそれぞれ+0.5%、+0.4%であった。なお、内外需寄与度に分解すると、内需が+0.5%に対し、外需がゼロであり、景気回復初期段階で見られたような「外需だけに依存した」成長ではなくなっている。つまり、輸入も堅調に増加しており、これが見かけ上経済成長率を押し下げる要因となっているが、輸入の増加は国内需要の強さを反映したと考えるべきであり、決して懸念すべきことではない。

◆ 一方、冒頭で触れたように、事前見通しでは民間消費、設備投資が一服したと見られていたが、実際のところ、年率+4.3%成長を達成した05年10～12月期から民間最終需要がやや加速したこと（10～12月期：前期比+0.5%、1～3月期：同+0.6%）を示しており、その堅調さが改めて確認できた。もちろん、推計方法の変更に伴い、軽乗用車が好調だったことが消費を牽引したとされる他、厳冬による暖房需要（暖房機器、エネルギーなど）やスポーツイベント（冬季五輪、サッカーW杯）等にも後押しされたデジタル家電も堅調だった、とのことである。また、民間設備投資については、10～12月期の下方改定により、1～3月期の伸びが見かけ上高めに出ている可能性もある。しかし、こうした民間消費、民間設備投資の堅調さは、企業業績の好調さに起因したものであり、企業部門から家計部門への所得波及が進展し、かつ企業の人員・設備不足感が高まりを見せる状況下では、これらの民間最終需要は息の長い拡大を続ける可能性が高い。

◆ 一方、物価面を見ると、消費者物価が小幅の前年比プラスで安定的に推移するようになっているが、価格上昇が著しい石油製品やその周辺部を除いてみると、前年比でようやく下げ止まったに過ぎず、「物価の安定」が実現できているとは言い難い状況である。こうした動向はホームメイド・インフレを示すとされるGDPデフレーターに顕著に現れている。輸入原材料価格高騰の影響も含まれている国内企業物価（4月：前年比+2.5%、連鎖指数で同+1.2%）に対し、輸入価格上昇の影響を除去して国内要因だけを見るGDPデフレーター（連鎖方式）は前年比▲1.3%と大きめのマイナスが残っており、付加価値生産部門である企業での価格転嫁が遅れていることが確認できる。内閣府、日本銀行ともGDPギャップ分析において足許ではデフレギャップが解消したとの判断を示しているものの、依然としてマイルドなデフレ状態が続いていると判断できる。

◆ 一方、日本銀行は、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）が安定的に前年比プラスで推移し始めたことから、公約に基づいて06年3月にほぼ5年に渡って実施してきた量的緩和政策を解除し、ゼロ金利政策へ移行した。4月中旬以降は、超過準備の回収作業を本格化し始めており、解除時点で30兆円超あった日銀当座預金残高は5月中旬時点で10兆円台前半にまで削減されている。マーケットでは超過準備の回収作業が終了すれば、日銀は即座に利上げを実施するとの思惑から、ゼロ金利政策の6月解除の可能性を強く意識し始め、金利上昇が徐々に進行していた。最近になってようやく日銀サイドからそれを否定する見解が表明されたものの、今夏中には利上げが実施されるとの見方は依然として根強く、金利変動はややボラタイルなものになっている。

経済見通し:

予測の前提条件

①財政政策

◆ 9月の小泉首相退陣はほぼ既定路線であり、ポスト小泉に向けた動きが徐々に活発化し始めた。現時点では4～5名の後継候補が取りざたされているが、中でも小泉路線の継承者とされる安倍晋三官房長官と、小泉路線に対して一定の距離を取っている福田康夫元官房長官の言動に注目が集まっている。最近では、規制緩和や経済効率性重視の政策に対してやや疑問視する意見も浮上しているため、これまでの経済政策の見直しが行われる可能性もあるだろう。ただし、本見通しにおいては、基本的にはポスト小泉内閣でも「構造改革路線」「緊縮財政路線」は継承されるという想定を置いた。

◆ 06年度の一般会計予算・公共事業関係費は前年度当初比▲4.4%と減少基調が続いているが、財務省では公共事業費の対GDP比率を欧米先進国並みに引き下げることを検討しているとの報道もあり、07年度予算でも同様のスタンスが維持される可能性が高い。なお、05年上期には災害普及に伴う公共事業が行われたために、06年度はその反動減でマイナス幅がやや大きめに出る可能性が高い。06、07年度のGDPベースの実質公的固定資本形成は、それぞれ前年度比で▲5.7%、▲2.3%と予想。

◆ 政府最終消費支出は、少子高齢社会に対応して社会保障関係費の緩やかな伸びなどもあるが、公務員制度改革の一環として給与水準の見直しの動きも始まる模様であり、06、07年度とも前年度比+1%台（実質ベース）の増加率と想定。

◆ 06年度税制改正では、すでに半分へ圧縮された所得・住民税の定率減税の全面廃止やIT促進税制などの撤廃、たばこ税増税などが盛り込まれており、国・地方合わせて2兆円超もの実質増税になるとの試算も出されている。また、ポスト小泉を巡って、消費税率の取扱いを巡る議論が高まりを見せているが、07年夏の参院選や国会スケジュールなどを考慮すると、消費税率引き上げは早くとも08年度以降と想定される。ただし、早めに増税に着手すると歳出削減へのインセンティブが低下することを懸念する意見も根強く、後ズレする可能性も濃厚である。本見通しでは、消費税率引上げ時期を明確にせずに予測作業を行っている。そのほか、諸控除の見直しなども含めて、更なる国民負担増も視野に入ってくる。

②銀行経営、不良債権問題など

◆ 景気回復・株価上昇の結果、銀行経営体力は大幅に回復し、金融システム不安はほぼ解消に向かっている。また、大都市部での地価下げ止まりや上昇への転換はこうした問題を大きく軽減させることに寄与するはずである。ただし、金融機関は有望な貸出先を巡って激しい競争を行っており、信用リスクを上乗せした十分な利鞘を確保できているのか疑問視する意見もある。そう遠くない将来に直面するであろう景気調整局面において、それらが銀行保有資産の劣化の遠因にならないかどうか慎重に見極める必要がある。また、景気回復の波及が比較的弱い地方に経営基盤を置く地域金融機関では今後とも経営統合などの再編・集約が予想される。

③世界経済動向

◆ 労働力・資本ストックといった生産要素の稼働率が高まりを見せ、潜在的なインフレ圧力が高まるなど、米国経済は概ね堅調な推移を続けてきた。一方で、これまで経済成長の牽引役であった住宅建設に翳りが見えるなど、これまでの利上げの影響が出始め、先行きの景気減速を予想する意見も出始めている。4～6月期以降は、潜在成長率を下回る成長を続ける、いわゆる「グロースリセッション」入りするものと想定している。この状態は08年初頭まで継続すると予想する。***06、07年（いずれも暦年ベース）の米国経済成長率はそれぞれ+3.3%、+2.8%と、05年（同+3.5%）から減速する。***

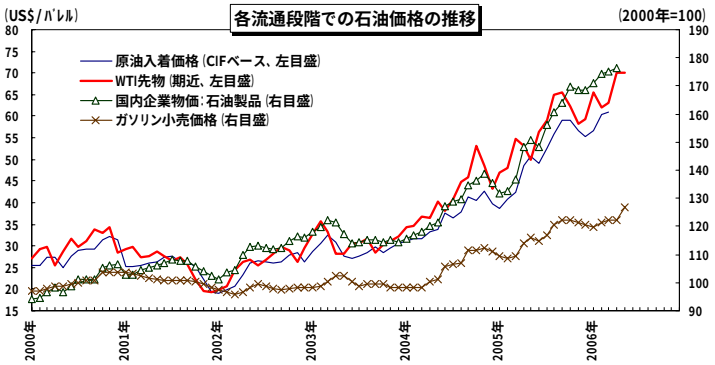
◆ 一方、米国の金融政策は06年4月までに連続16回、計400bpの利上げが実施され

てきた。足許では再びインフレ懸念が高まる兆候が見え始めており、6月のFOMCにおいてさらにもう一段の利上げ(FFレートは5.25%へ)を見込んでいる。なお、その後は景気情勢やインフレ動向を見極めながら07年後半まで据え置き、その後利上げに転じるものと予想。

◆ 一方、EU経済は景気拡大が本格化し始めている。ユーロ高、原油高という懸念材料はあるが、ユーロ圏経済の成長率は05暦年+1.4%(実績)から06暦年+2.2%へ成長加速を想定(07暦年は+1.9%と小幅減速)。また、過剰投資による景気過熱やインフレ加速が懸念される中国経済は、景気過熱抑制策を継続しているにも関わらず、依然として高めの成長率が続いている。06、07年と+9%前後の成長を達成するものとした。なお、米国経済の減速が想定されることもあり、06年まで世界経済は堅調に推移した後、07年にかけては成長率がやや鈍化すると予想している。

④原油価格の見通し

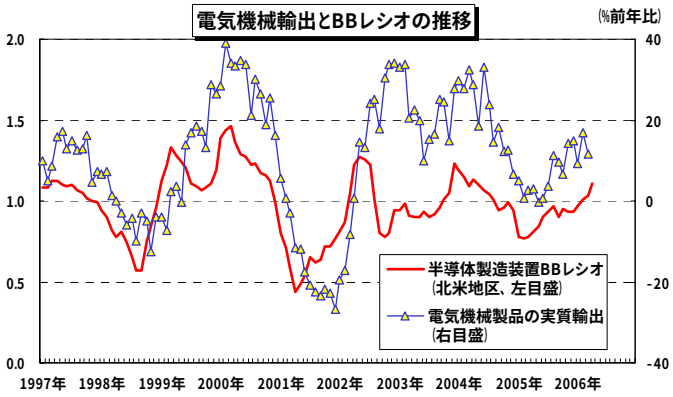
◆ 原油価格は4月下旬から5月初旬にかけて75ドル/バレル(WTI先物・期近)を突破するなど、史上最高値圏での推移が続いている。5月中旬現在、60ドル/バレル台後半まで下落しているが、先行きも世界経済は堅調に推移するという想定の下では、原油価格はなかなか下がらないと見ている。6月に予定されるOPEC総会では生産枠を現状維持するという結論になると見られるが、一方で生産枠削減に対する要望も一部で根強い。06～07年度の日本の原油入着価格(CIFベース)は60.0ドル/バレルと、現状水準で高止まるものと想定。



(資料)財務省、日本銀行、NYMEX、石油情報センターより作成
(注)ガソリン小売価格はレギュラー・ハイオクの荷重平均(全国CPIウェイト)、消費税抜き価格

⑤IT関連需要

◆ 半導体需要の先行指標である北米地区の半導体装置BBレシオ(販売額に対する受注額の割合)は、足許で分水嶺である1倍を超えて推移しているほか、成長著しいアジア市場ではすでに拡大局面にある。06年5月に公表された米調査機関ガートナー・データクエストの見通しでは、06年の世界半導体売上高は、PC向けメモリなどを中心に前年比+10.6%と、堅調に推移するとのことである。米半導体工業会(SIA)も、世界全体の半導体売上高を06年同+7.9%、07年同+10.5%成長と予測する等、世界の半導体需要は当面は高水準で推移をすることがコンセンサスとなっている。



(資料)財務省、日本銀行、国際半導体製造装置協会
(注)電気機械製品の実質輸出は、名目額(財務省)を輸出物価(日銀)で除して作成

2006～07年度　日本経済見通し
(前期比)

	単位	2005年度 通期	2006年度 通期	2006年度 上半期	2006年度 下半期	2007年度 通期	2007年度 上半期	2007年度 下半期
実質GDP	%	3.0	2.8	1.4	1.3	1.9	0.9	0.7
民間需要	%	3.3	3.1	1.6	1.4	1.9	0.9	0.5
民間最終消費支出	%	2.3	2.1	0.9	0.9	1.6	0.8	0.7
民間住宅	%	▲ 0.1	4.7	2.3	1.3	1.9	1.0	0.6
民間企業設備	%	6.6	4.9	3.1	2.6	3.2	1.4	1.1
公的需要	%	0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5	0.6	0.3	0.2
政府最終消費支出	%	1.5	1.3	0.6	0.9	1.3	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 2.5	▲ 5.7	▲ 3.1	▲ 1.1	▲ 2.3	▲ 1.1	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	19.4	19.1	19.8	21.2	20.5	21.9
輸出	%	9.2	10.6	5.0	4.0	7.1	3.3	3.3
輸入	%	6.7	8.5	5.1	4.1	6.4	3.1	2.4
内需寄与度 (前期比)	%	2.6	2.3	1.2	1.2	1.6	0.8	0.4
民間需要 (〃)	%	2.4	2.3	1.3	1.1	1.4	0.7	0.4
公的需要 (〃)	%	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
外需寄与度 (〃)	%	0.5	0.5	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 0.1	0.3	0.2	0.3

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

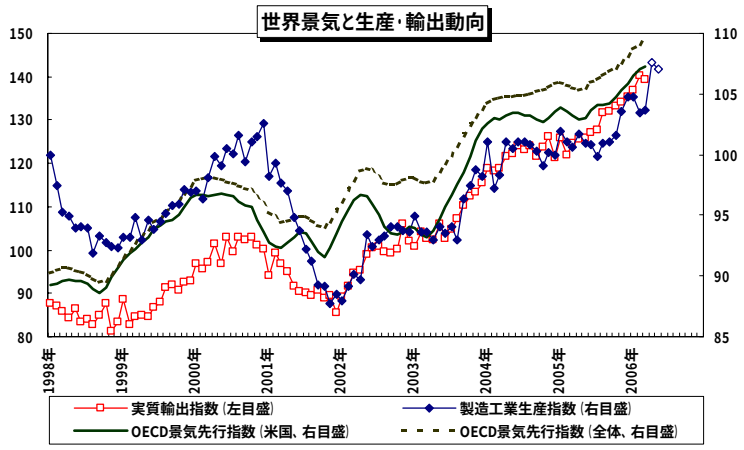
時期 / 項目	単位	2005年度 通期	2006年度 通期	2006年度 上半期	2006年度 下半期	2007年度 通期	2007年度 上半期	2007年度 下半期
名目GDP	%	1.7	2.2	1.8	2.7	2.2	2.5	1.9
実質GDP	%	3.0	2.8	2.7	2.7	1.9	2.2	1.6
民間需要	%	3.3	3.1	2.8	3.1	1.9	2.4	1.5
民間最終消費支出	%	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6	1.7	1.5
民間住宅	%	▲ 0.1	4.7	5.9	3.5	1.9	2.2	1.6
民間企業設備	%	6.6	4.9	4.2	5.7	3.2	4.0	2.4
公的需要	%	0.6	▲ 0.2	▲ 0.8	0.4	0.6	0.8	0.4
政府最終消費支出	%	1.5	1.3	1.0	1.5	1.3	1.5	1.1
公的固定資本形成	%	▲ 2.5	▲ 5.7	▲ 7.5	▲ 4.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	19.4	19.1	19.8	21.2	20.5	21.9
輸出	%	9.2	10.6	12.1	9.2	7.1	7.4	6.7
輸入	%	6.7	8.5	7.7	9.4	6.4	7.3	5.6

国内企業物価 (前年比)	%	2.1	2.1	2.5	1.7	0.9	1.0	0.9
総合消費者物価 (〃)	%	0.1	0.6	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
完全失業率	%	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	1.6	4.8	5.5	4.2	0.8	1.6	0.0
住宅着工戸数	千戸	1214	1200	630	570	1200	630	570
経常収支	兆円	18.9	18.9	9.1	9.8	19.0	9.0	10.0
貿易収支	兆円	9.5	9.0	4.6	4.4	9.3	4.3	5.0
為替レート(前提)	ﾄﾞﾙ/円	113.3	110.0	110.0	110.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ	55.4	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

2006年度日本経済見通し

◆ 「景気の現状」を踏まえ、当社の日本経済の先行きに対する基本的なスタンスは、これまで示してきたとおり、06年度中は景気の堅調さが持続するとの見方を変更する必要はないと考えている。足許の日本経済は好調な企業業績を起点に、民間設備投資や雇用者報酬が増加し始め、それが家計消費に波及するなど、国内最終需要の自律的回復プロセスを強めている。加えて、世界経済の持続的成長を背景に輸出が増加しており、いわば内外需とも良好な環境下に置かれている。基本的に世界経済は引き続き堅調に推移するという前提の下で、まだGDPギャップ(＝完全雇用GDP－現実のGDP)という成長余力を残している日本経済は、無視し得ない外的な景気阻害要因が加わらない限り、「景気の天井」に到達するまで景気拡大を続けるだろう。



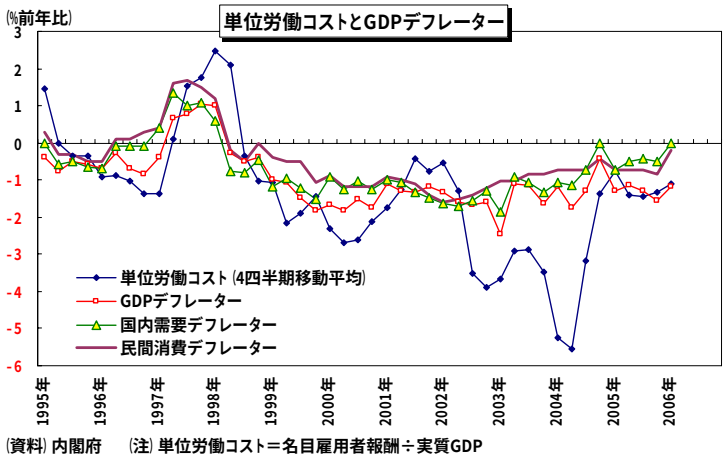
(資料)日本銀行、経済産業省、OECD　(注)実質輸出、製造工業生産は2000年基準

◆ また、目下のところ、景気を下方屈折させるような重大な要因は見当たらないと見ているが、敢えていくつかの懸念材料を指摘しておくことにする。まず、正常化に向けて動き始めた財政金融政策である。小渕内閣で恒久的減税として導入された所得税・住民税の定率減税は、すでに減税規模が半分に圧縮されているが、06年度中には完全に撤廃される予定である。また、小泉内閣では凍結されている消費税率の引き上げに関しても、議論が活発化してくる可能性が高い。賃金が上昇し始めているとはいえ、その上昇率はそれほど高まっていないのも実際のところであり、重税感をことさら強調されれば消費者マインドが悪化する懸念があるだろう。一方で、金融政策に関しても正常化(＝利上げ)に向けた作業が進展している。量的緩和政策は解除されたとは言え、引き続き政策金利はほぼゼロ%に押し下げられているため、企業にとっての実質金利がマイナスである状態が好業績の素地を作ってきた可能性は否定できない。それゆえ、景気の成熟度が高まり、景気初期段階に享受できた生産性上昇も鈍化していく中で、利上げが内需動向に少なからずブレーキをかける可能性があるだろう。

◆ もう一点は世界経済に関することであり、これまでは原油・非鉄金属など素材高騰に対して、直接的な悪影響も出ないまま堅調な成長が維持されてきたが、この先も影響が出ないのかどうか、ということである。加えて、各国中央銀行とも世界的な過剰流動性の回収のために金融引締めを始めているが、これが国際資本移動などへどのような影響が出るのか、といった点も挙げられる。日本経済は良好な世界経済動向に牽引されて長期の景気拡張を続けているが、その支援がなくなった場合に内需だけで成長し続けることができるのかどうか、等については十分留意しておく必要があるだろう。

◆ とはいえ、上述の懸念材料が表面化して、日本経済に対して悪影響を及ぼす可能性は現時点では低いと見る。少なくとも06年内に関しては、民間最終需要の自律的回復と輸出増という2つの要因が好循環を生み出すことで、潜在成長率を上回る成長が持続的に達成されると予想する。その結果、***06年度の実質GDP成長率を+2.8%と予測している***(前回見通しでは+2.7%)。05年度の+3.0%成長からは表面上は小幅減速することになるが、引き続き順調な経済成長が実現できるだろう。成長率に対する寄与度の内訳は、民需寄与度が+2.3%、公需寄与度が▲0.0%、外需寄与度が+0.5%である。***GDPデフレーターについては前年比▲0.5%***と見ており、年度を通じては依然としてデフレ状態が続くものの、これまでGDPギャップが大幅に縮小してきたことを受けて10～12月期からは前期比プラス、07年1～3月期からは前年比プラスに転じると予想した。***名目GDPは+2.2%成長***と

4 年連続でプラスが予想され、小泉内閣の事実上の公約であった「06 年度には名目 2%成長を達成」は実現するものと見込む。また、消費者物価上昇率（全国、生鮮食品を除く総合）も小幅ではあるが、安定的にプラスを続ける可能性が高い（前年度比+0.6%）。ただし、全般的なディスインフレ状態（インフレ率が低位で留まっている状態）は維持されるものと思われる。



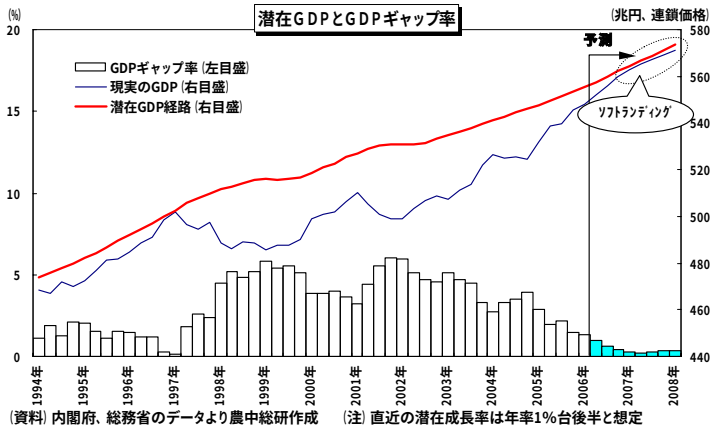
（資料）内閣府　（注）単位労働コスト＝名目雇用者報酬÷実質GDP

07 年度はソフトランディングか？

◆ 上述のように、06 年度中も潜在成長率を上回る成長を実現していく結果、年度末にかけて「景気の天井（＝完全雇用天井）」に接近することが想定される。失業率は 4%割れの水準まで改善し、設備稼働率も高水準での推移が予想される。同時に消費者物価も徐々に前年比上昇率を高めていき、日本銀行は漸次利上げを実施していくものと考えられる。このように、景気実勢はかなり良い状態に到達するものと見られる。

◆ しかし、経済が完全雇用天井に接近してしまえば、もはや潜在成長力以上で成長し続ける余力は枯渇しており、それ以降はせいぜい潜在成長率程度の成長率に鈍化することになる。投入コストの高止まりに加え、労働生産性や売上高の上昇率が減速していくことは不可避であり、企業収益への圧迫も懸念されるだろう。こうした状況の変化を受けて、設備投資などが徐々に減速する可能性が高い。このように、07 年度に入ると、いわゆる景気成熟による自律的な成長鈍化が見込まれる。***07 年度の経済成長率は+1.9%***と、潜在成長率程度まで減速する可能性が高いだろう。なお、仮にそうした状況で世界経済の成長が鈍化する等といった外的なショックが加われば、景気は一層調整色を強めてしまうことになる。民間消費はこれまでの景気拡大の余熱や人手不足感が残ることから、家計所得は緩やかに増加すると見られ、堅調に推移すると考えられるが、民間設備投資はやや減速感が強まる可能性が強い。一方で、高水準の設備稼働率、低い失業率が持続する中で物価は引き続き小幅のプラス状態が続く可能性が高い（***消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年度比＋0.9%と予想***）。

◆ なお、敢えて指摘しておくと、景気を中長期的な成長経路にソフトランディングさせるというのは非常に困難な作業である、ということである。「マエストロ」と評されたグリーンスパン前 FRB 議長でさえも、就任中に 3 回の景気調整局面を迎えたが、ソフトランディングに成功したのは 1 回（94～95 年）とされている。これは、金融政策当局が将来を的確に見通した上で、金融政策を小刻みに調整したり、「市場との対話」を通じて個々の経済主体の行動をコントロールしたり、という「職人技」が求められるからである。これに失敗すれば、景気は一層減速感強めてしまう可能性もある。

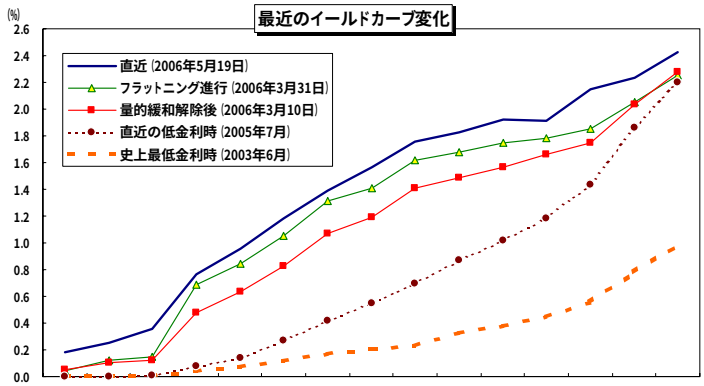


（資料）内閣府、総務省のデータより農中総研作成　（注）直近の潜在成長率は年率1%台後半と想定

金融政策・金融市場

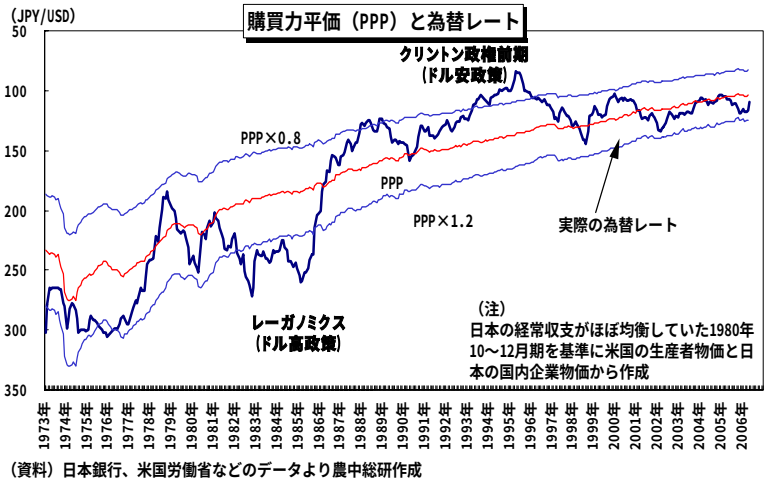
◆ 日本銀行は3月9日に5年にわたって実施してきた量的緩和政策を解除し、ゼロ金利政策に移行した。当初、日銀政策委員が考える物価の安定した状態の中央値として前年比+1%という数値が示されたことから、消費者物価の前年比上昇率が+1%に接近してきてようやくゼロ金利政策が解除されるとし、その時期としては06年末にかけて、と受け取っていた。しかし、日銀からはこの数値は単なる「理解」を示したに過ぎず、政策運営にとっての「目安」ではないとの言及がされたため、金利マーケットではゼロ金利政策の予想解除時期を大きく前倒しし、超過準備がほぼ解消すると考えられる6月に解除され、年度内は計2～3回利上げされるという可能性を探り始めた。これにより、イールドカーブは中短期ゾーンを中心に大きく膨らみ、その後、徐々に長期～超長期ゾーンに金利上昇が波及し始めたが、日銀からは政策変更に関する明確なメッセージが何ら発信されないなど、早期利上げ観測を事実上黙認していた。5月中旬になって、ようやく6月解除は「極めて穿った見方」との見解を示したが、7～8月にも解除されるとの思惑は依然として根強く残っている。

◆ 実際のところ、景気拡大が物価上昇に直接的にリンクしているようには見えないこともあり、日銀ではインフレ率だけを見て金融政策変更をしていたのでは経済変動を激しくさせてしまう恐れがあると判断している節がある。それゆえ、6月短観で企業の設備投資意欲がかなり強い状況であることが判明すれば、マーケットの予想通り、7～8月にも解除される可能性もあると見るが、そうでなければ(05年度並みの設備投資計画に収まる場合)、9～10月まで先延ばしすることになるだろう。その後、07年明け後に追加利上げ、07年度内にもう一回利上げを行い、その後政策金利を0.75%に保った状況を続けると見ている。



(資料) Bloombergより農中総研作成

◆ これまで述べてきた景気シナリオや金融政策が金融市場にどのような影響を与えるかについては、民間最終需要の自律的回復という本格回復が強まり、デフレ脱却が実現していく中で、株価や長期金利には総じて上昇圧力がかかりやすい、ということである。もちろん、企業の価格設定力が弱いために、当面はディスインフレ状態が当面は持続する公算が高く、株価・長期金利の上昇余地には限界がある。このうち、株価については、国際的に見て20倍超の日本のPERは割高感があること、06年度の企業増益率が1割程度であること、等を考慮すると、年間を通じても増益率程度でしか上昇できないと見込まれる。一方、一時期はグローバル・フラットニングが進展した金利マーケットであるが、世界的に過剰流動性解消に向けて引締め転換もされており、金利水準が徐々に上昇し始めている。日本の長期金利(新発10年国債利回り)も2%程度に上昇しているが、先行きの政策金利引上げを考慮すれば、既に上昇局



(資料)日本銀行、米国労働省などのデータより農中総研作成

面に入った可能性もある。為替レートに関しては、05 年以来日米金利格差要因が注目され続けているが、その面からは近い将来金利差が縮小に向かうと見込まれており、円高に働きやすい。更に、景気減速に直面すれば米国での「双子の赤字」といった構造的なドル安要因に注目が集まることも予想される。既に 4 月中旬あたりから円高が進展し、現状 110 円/ドル程度で推移しているが、07 年度を通じても 100～110 円/ドルを中心とした水準での展開が予想される。

2006～07年度　日本経済見通し

(前期比)　　(→予測)

	単位	2005年度(実績)	2006年度(予測)	2007年度(予測)	2006年 1～3月期	2006年 4～6月期	2006年 7～9月期	2006年 10～12月期	2007年 1～3月期	2007年 4～6月期	2007年 7～9月期	2007年 10～12月期	2008年 1～3月期
名目GDP	%	1.7	2.2	2.2	0.0	0.8	0.7	0.8	0.7	0.4	0.5	0.4	0.6
実質GDP	%	3.0	2.8	1.9	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4
(年率換算)	%				1.9	3.1	2.9	2.6	2.3	1.7	1.4	1.2	1.6
民間需要	%	3.3	3.1	1.9	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7	0.4	0.3	0.2	0.4
民間最終消費支出	%	2.3	2.1	1.6	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	▲ 0.1	4.7	1.9	1.1	1.2	1.0	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
民間企業設備	%	6.6	4.9	3.2	1.4	1.6	1.5	1.3	1.0	0.6	0.5	0.5	0.6
公的需要	%	0.6	▲ 0.2	0.6	▲ 0.7	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.5	1.3	1.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 2.5	▲ 5.7	▲ 2.3	▲ 3.5	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	%	9.2	10.6	7.1	2.7	2.4	2.3	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6	1.8
輸入	%	6.7	8.5	6.4	3.0	2.5	2.1	2.0	2.0	1.5	1.2	1.0	1.5
国内需要寄与度	%	2.6	2.3	1.6	0.4	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.3
民間需要寄与度	%	2.4	2.3	1.4	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.3
公的需要寄与度	%	0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%	0.5	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.5	0.3	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
国内企業物価　(前年比)	%	2.1	2.1	0.9	2.8	2.6	2.4	1.9	1.5	1.0	1.0	0.9	0.9
全国消費者物価　(　〃　)	%	0.1	0.6	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
完全失業率	%	4.3	4.0	4.0	4.2	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	1.6	4.8	0.8	0.6	1.8	1.0	0.8	0.5	0.0	▲ 0.5	0.3	0.0
経常収支(季節調整値)	兆円	18.9	18.9	19.0	4.9	4.5	4.6	5.0	4.9	4.0	5.0	5.0	5.0
名目GDP比率	%	3.8	3.7	3.6	3.8	3.5	3.6	3.8	3.7	3.1	3.8	3.8	3.8
貿易収支(季節調整値)	兆円	9.5	9.0	9.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.0	2.3	2.5	2.5
為替レート(前提)	円/ドル	113.3	110.0	105.0	116.9	110.0	110.0	110.0	110.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.191	0.750	0.001	0.005	0.010	0.250	0.500	0.750	0.750	0.750	0.750
10年国債利回り	%	1.42	2.05	2.18	1.55	1.90	2.00	2.10	2.20	2.30	2.20	2.10	2.10
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	55.4	60.0	60.0	59.5	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0

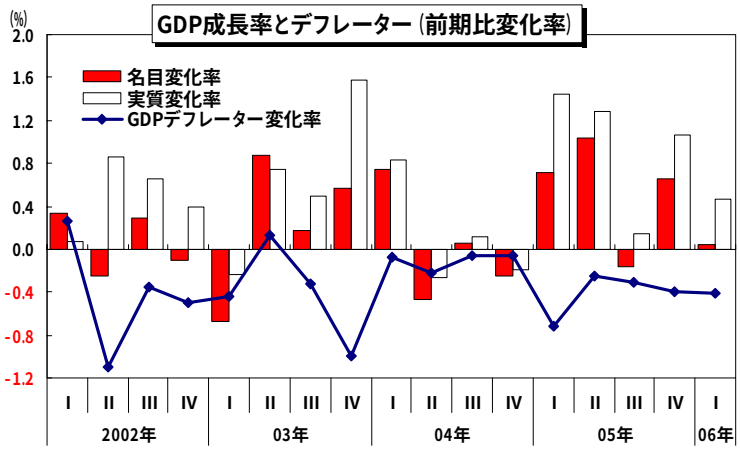
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。

【参考1】 GDP デフレーターは 11 四半期連続で前期比マイナス

◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数（デフレーター）＝実質値」であり、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。

◆ 02 年 1～3 月期以降の景気回復局面においても GDP デフレーターは年率▲1.5%（前期比ベース）で下落し続けており、デフレ状況が持続していた。中身を見ても、民間消費デフレーターが同▲0.8%、民間設備投資デフレーターが同▲1.4%（同）となるなど、民間最終需要デフレーターのマイナス状態が目立っている。

◆ 一方で、最近の内需関連のデフレーターでは下げ止まりも観察されつつある。民間消費デフレーターは前期比▲0.0%、設備投資デフレーターも同▲0.1%と、下落幅が縮小してきている。ただし、素原材料など輸入価格上昇を十分価格転嫁できていないため、水面下での推移が続いている。



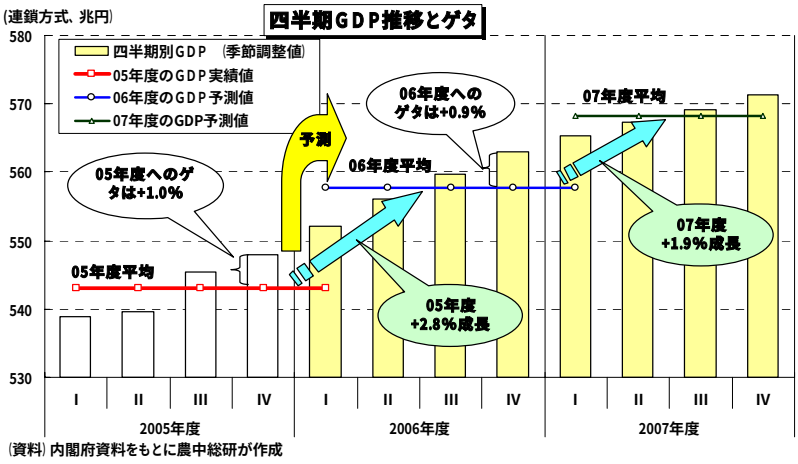
（資料）内閣府資料より、農中総研作成

【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度最終四半期（1～3 月期）の GDP が当該年度（4～翌年 3 月）の GDP をどの程度上回っているか（もしくは下回っているか）を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と考えられる。つまり、次年度の 4 四半期ともゼロ成長が続いた場合、その年度の成長率は「ゲタの部分」となる。例えば、04 年度に関しては、03 年度からのゲタが+1.67%あったが、現実の成長率は+1.71%であり、実のところ年度内の成長がほとんどなかったことが示される。

◆ 一方、06 年度に向けた成長率のゲタは+1.0%あるため、06 年度中の 4 四半期ともゼロ成長になったとしても、その+1.0%成長は達成可能である。ちなみに、政府経済見通し（＋1.9%）、日銀政策委員の見通し（06 年 4 月時点+2.4%）を達成するためには、06 年度内の 4 四半期は前期比でそれぞれ+0.33%、+0.53%ずつ成長すれば達成可能である。

◆ ちなみに、当社の 06 年度見通しは+2.8%成長であるが、実質的に年度内は+1.8%の成長を見込んでいることになる。また 07 年度見通しは+1.9%であるが、ゲタの部分として+0.9%を見込んでおり、年度内に+1.0%の成長を見込んでいる。



（資料）内閣府資料をもとに農中総研が作成

マーケット動向

株価・長期金利とも上昇トレンドは継続

～為替レート（円/ドル）は円高気味に推移～

◆ 株式市場は、1 月下旬に発覚したライブドアショックや昨年来の急騰から来る割高感の強まりを受け、2 月下旬にかけて調整したものの、その後は再び上昇傾向を強めた。しかし、GW 連休明け後は円急騰の影響などもあって再び調整色が強まっており、一旦 17,500 円に乗せた日経平均株価は一時 16,000 円を割るなど、軟調な地合となっている。債券市場では 3 月の量的緩和政策解除後にじり安の展開となっている。解除直後には 1.6%前後であった長期金利（新発 10 年国債利回り）は 5 月初旬には長年の天井であった 2%を突破するなど、これまでになく上昇圧力が高まっている。一方、為替レート（円/米ドル）はここしばらくは 1 ドル＝110 円台後半のボックス圏でのもみ合いが続いたが、4 月中旬の G7 財務大臣・中央銀行総裁会合を契機に、ドル安が進行、一時 1 ドル＝109 円まで円高方向に振れている。

◆ 基本的なスタンスとして、先行きも景気拡大局面が持続し、デフレからの完全な脱却に向けた動きが継続するとの前提から、株価・長期金利とも方向的には上昇しやすい環境が続くものと見込む。ただし、消費者物価で測ったインフレ率はそれほど高まるとは考えられず、総じてディスインフレ状態が続くことが見込まれるため、株価・長期金利の上昇余地には自ずと限度はあるだろう。また、景気の成熟度が高まるにつれて、企業収益の増益率も徐々に減速していくことは不可避であり、06 年の株価は増益率（前年度比+10%程度の見込み）並みに落ち着くであろう。また、長期金利も金融政策の正常化に伴い、徐々にレンジを切り上げていくことになる。

◆ また、4 月以降の為替レート変動の性格は「ドル安」であり、円はそれ以外の通貨（例えばユーロ）に対して強くなったわけではない。これまでの金利格差要因（足許の水準と方向性に対する思惑）に加え、これまで重視されなかった対外不均衡要因への注目が増したことがドル安方向に為替レートをシフトさせたものと推察される。マーケットでは、近い将来、対米金利格差が縮小に向かう可能性が高いと見ている。また、マイナス状態に陥っている米国の家計貯蓄率に代表される国内 IS バランスの乱れが対外バランスの不均衡拡大につながっており、その是正にはドル安が有効との思惑も今回の変動要因の一因と考えられる。先行きは、米国でインフレ懸念が残っていることもあり、もう一段利上げが行われる可能性があるため、一方向でのドル安は想定しづらいが、利上げ休止観測が高まれば徐々に円高圧力が高まるものと思われる。ただし、日本が中立的な政策金利水準（2%程度か）まで引き上げるにはかなりの時間が必要であることもあり、円高が急速に進展することはないだろう。

◆ 最後に金融政策についてだが、焦点はゼロ金利政策解除（＝利上げ）がどのタイミングで実施されるのか、である。5 月 19 日の定例会見で福井日銀総裁は、①中央銀行が一歩先の金融政策そのものについて具体的な示唆を提供するような方法はもはや環境が許さなくなった、②中期的に想定したシナリオ通りに現実の経済が推移しているかどうか、を点検しながら政策判断を行う、という趣旨のことを述べた。景気と物価との結びつきがやや薄れているとの判断もあり、日銀ではインフレ率だけを見ていたのでは景気変動を激しくさせてしまうことへの警戒感を持っているようである。マーケットでは超過準備の回収が終了すれば、かなり早い段階で利上げが行われると見る向きが多いが、実際の政策判断としては「展望レポート」で示された経済・物価見通しと実際の経済指標の動きが一致しているかどうか、が政策変更にとって重要となってくるであろう。それゆえ、ゼロ金利政策解除時期としては、4～6 月期 GDP や 9 月短観の発表後（9～10 月）あたりが有力と思われる。その後も中立的政策金利水準（2%程度）に向けて漸次利上げを行っていくだろう。

（南　武志）

金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2006年 5月（実績）	2006年 6月（予想）	2006年 9月（予想）	2006年 12月（予想）	2007年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.006	0.005～0.03	0.01～0.25	0.01～0.25	0.25～0.50
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.1920	0.150～0.300	0.175～0.500	0.250～0.700	0.300～0.800
短期プライムレート		(%)	1.375	1.375	1.500	1.500	1.750
新発10年国債利回り		(%)	1.905	1.70～2.10	1.80～2.20	1.90～2.30	1.90～2.40
為替レート	対ドル	(円/ドル)	111.68	105～115	105～115	105～115	105～115
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	142.71	138～148	138～148	135～145	130～140
日経平均株価		(円)	16,155	17,000±800	17,500±800	18,000±800	18,000±1,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は2006年5月19日時点。

雇用･所得環境

賃金上昇が継続

～雇用が拡大、所得も増加基調～

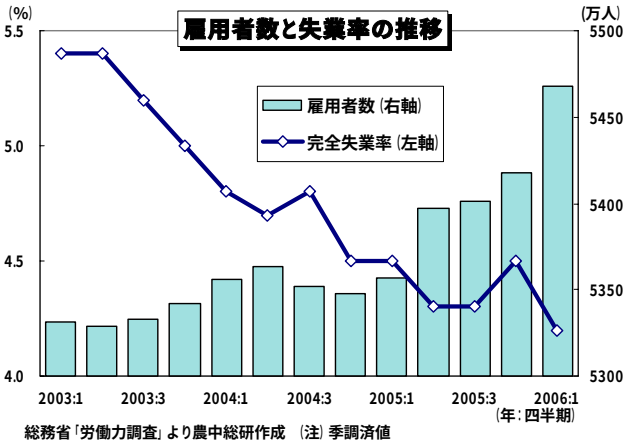
◆ 06年1～3月期の有効求人倍率は季節調整済値で1.03倍と、16四半期連続して改善し、1992年1～3月期の1.05倍以来の高水準となった。また完全失業率は同4.2%と、2四半期ぶり改善した。失業率の低下は、企業倒産やリストラの減少に伴って会社都合による非自発的離職者が大幅に減少したことによるものである。また1～3月期の就業者数は前期比＋0.3%、雇用者数は同＋0.9%の5468万人と高い水準が続いており、雇用環境が改善している。

◆ GDPと同時に発表された06年1～3月期の名目雇用者報酬（労働者の給与やボーナスなどの総額を示す）は前年同期比＋1.9%と、10～12月期（同＋2.6%）から伸びが鈍化したものの、4四半期連続して増加した。毎月勤労統計で見ても、1～3月期の現金給与総額は前年同期比＋0.2%と4四半期連続で増加した。好調な企業業績を受けて賃金が上昇しており、雇用の好転とともに所得面でも改善が進んでいる。

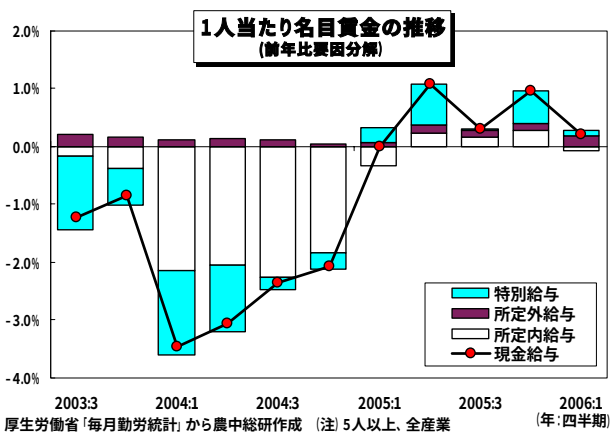
◆ 日銀「短観」（3月調査）の雇用判断DIでは、現状、先行きともに雇用不足感が高まっている。とくに中小企業や非製造業で顕著であり、先行き雇用人員は不足するとの見通しが強まっている。新規求人数（除く学卒者）が伸びている業種は、石油･石炭や鉄鋼業、一般機械、電気機械、卸売･小売、医療･福祉など。07年度以降に団塊世代の大量退職が控えていることもあり、企業が正社員の雇用を積極的に増やすなど、企業の人員確保の動きは今後も継続すると予想される。

◆ 一方、企業収益は06年度についても好調さが継続すると見込まれ、賃金も増加基調が続くと予想される。今年の春闘ではベースアップを含め給与水準の引き上げが求められ、4月下旬時点では妥結額が前年比＋1.7%となっている。ただし、原油高や原材料価格の高騰に加え、人件費の上昇が企業収益を圧迫する恐れもあり、企業業績が先行き落ち込む場合には賃金が伸び悩む可能性もある。

（木村俊文）



総務省「労働力調査」より農中総研作成　（注）季調済値



厚生労働省「毎月勤労統計」から農中総研作成　（注）5人以上、全産業

民間最終消費支出

雇用･所得の改善から底堅く推移

～06 年度も 2%程度の増加基調が継続～

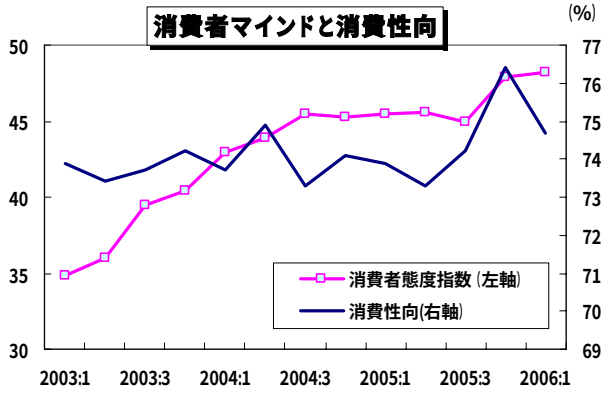
◆ 06 年 1～3 月期の民間最終消費支出は前期比＋0.4%と 5 四半期連続のプラスとなり、実質ＧＤＰ成長率を＋0. 2%押し上げた。前期は寒波の影響により冬物衣料や暖房器具、灯油などが好調で同＋0.6%だったが、1～3 月期はこうした要因が消えたこともあり伸びが鈍化した。ただし、雇用･所得環境の改善が続いていることを背景に個人消費の増勢が続いた。薄型テレビなどのデジタル家電が好調となったほか、ガソリン高騰を背景にした軽自動車販売の増加、また住宅が堅調となったことから家具や室内装飾品などへの支出も増えた。

◆ 足下では定率減税の規模半減や廃止など租税等の負担が増すものの、4 月の全国消費者態度指数が今回の景気拡大局面で最高水準となるなど、消費者マインドが改善している。この背景としては、①企業倒産やリストラが減少する一方、雇用が拡大していることから、雇用不安が薄れたこと、②好調な企業収益が雇用者報酬の増加を通じて家計部門に波及していること、③デフレ脱却観測が強まっていることから消費の先送りが改められ、支出態度が積極化していること等が挙げられる。

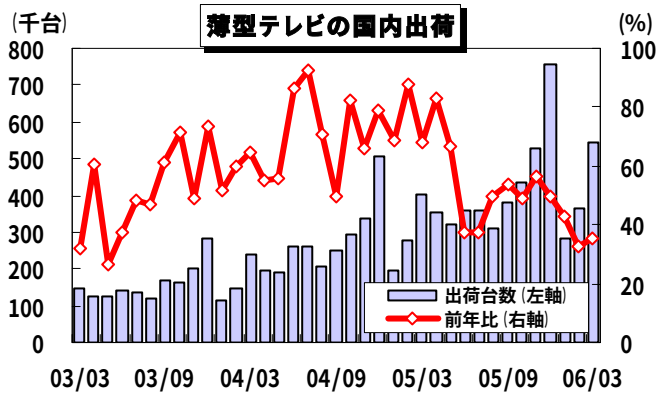
◆ 先行きについては、06 年 3 月期決算で最高益となる企業も多く、こうした好業績を受けて今夏の賞与は大企業を中心に増加が見込まれ、消費を下支えすると見られる。また 6 月にはサッカーW杯の大型イベントが開催されることに加え、地上デジタル放送の視聴地域が 06 年末までには北海道、中国、四国、九州と大幅に拡大することから、テレビの買い替え需要が高まり引き続きデジタル家電が消費の牽引役になる可能性が高い。さらに「団塊世代」の大量退職を控え、企業が雇用を増やすことも消費の下支え要因となることを考えると、個人消費は今後も底堅く推移すると予想される。

◆ ただし、原油高止まりによる石油製品価格の上昇など全般的な物価上昇のほか、近く行われる「ゼロ金利解除」観測から金利先高感も広がっており、消費抑制につながるような懸念材料もある。以上のことから 06 年度は前年度比＋2.1%、07 年度は伸びがやや鈍化し同＋1.6%と予想する。

（木村俊文）



総務省「家計調査」、内閣府「消費動向調査」より農中総研作成
消費性向(勤労者）＝消費支出÷可処分所得 （注）いずれも季調値



（社）電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」より農中総研作成
（注）薄型テレビはプラズマと液晶カラーとの合計

民間企業設備

06年も堅調な伸びを予想

～設備投資姿勢は積極化～

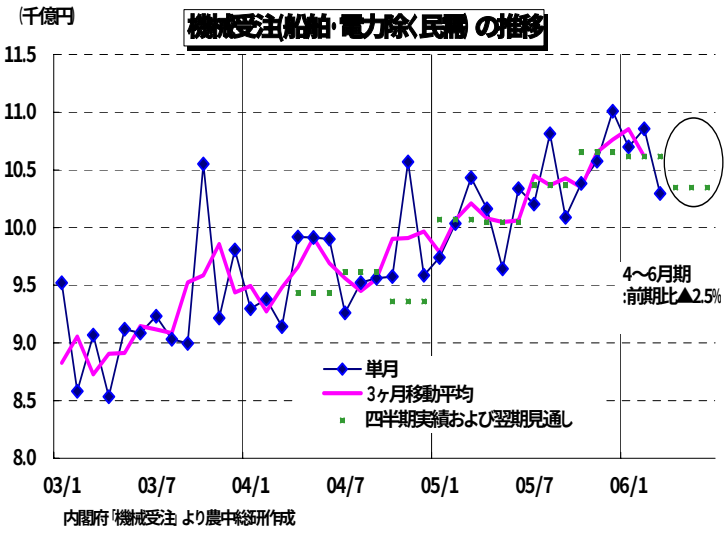
◆ 06年1～3月期の実質設備投資は前期比+1.4%となり、年度では3年連続で5%超の成長を達成。日銀「短観」の3月調査では、生産・営業用設備判断DI(「過剰」－「不足」・%)は、過不足なしの0が2期続き、設備が程よい状態であることが示された。また先行きについては設備不足気味になると見ており、設備投資計画(06年度分)は、全規模全産業(含むソフトウエア、除く土地投資額)で前年比+0.8%とこの時期にしては比較的高い伸び率が出された。

◆ 一方、設備投資に1期ほど先行する機械受注は、1～3月期に前期比▲0.4%と2期ぶりにマイナスとなった。「4～6月の見通し」は同▲2.5%と2期連続の減少を予想している。

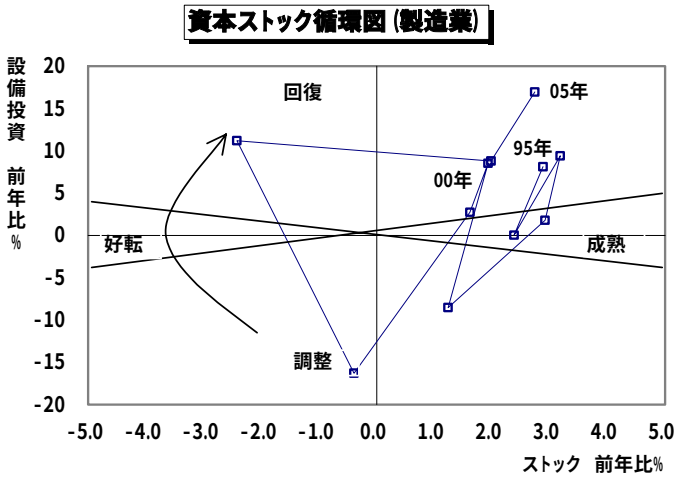
◆ しかし、企業設備の3割強を占める製造業の稼働率指数は足元97年以来の高水準で推移している。06年度も雇用や所得の改善から耐久消費財などへの安定した国内需要が見込める。輸出も拡大が続き、製造業が投資に前向きな環境が維持されるだろう。非製造業についても第3次産業活動指数が高水準で推移している。雇用や所得の改善からサービス産業や卸売小売業などで改善が見込まれ、製造業と同様増勢が続くだろう。

◆ 04年度後半から高い伸びで設備投資が行われてきたため、主な設備投資が一段落し、前年比プラス幅は縮小する可能性が高いが、企業業績改善の結果、手元資金は充分にある。また、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」(1月調査)によると、設備投資の目的について今後3年間と過去3年間の比較では「製(商)品・サービスの質的向上」、「新事業への進出」、「研究開発」との回答の割合が上昇する一方、「維持更新」、「省力化合理化」の割合が低下し、積極的な設備投資姿勢がうかがえた。

◆ 以上から06年度は前年度比+4.9%を予想する。07年度は、世界経済や企業収益の伸びの鈍化が起こる可能性があるが、堅調に推移すると見られる。　　(田口さつき)



内閣府「機械受注」より農中総研作成



内閣府「民間企業資本ストック速報」より農中総研作成

外 需

06年度 の輸出は前年比+10%超

～輸入も同時に拡大～

◆ 1～3 月期の財貨･サービスの輸出（以下、輸出等）は前期比+2.7%と、4 期連続の増加となった。一方、財貨･サービスの輸入（以下、輸入等）は、10～12 月期に微減したが、1～3 月期は前期比+3.0%と再び増加。

◆ 米国経済は、雇用環境の改善、設備稼働率の上昇が続いている。金利引上げなどにより経済成長率は 06 年後半から鈍化する可能性があるが、日米などに比べてやや出遅れていた欧州経済の成長が本格化することにより世界経済は 4%程度の成長を維持すると見られる。ただし、このところ原油価格やユーロが急激に上昇しており、欧州経済に与える悪影響には注意したい。

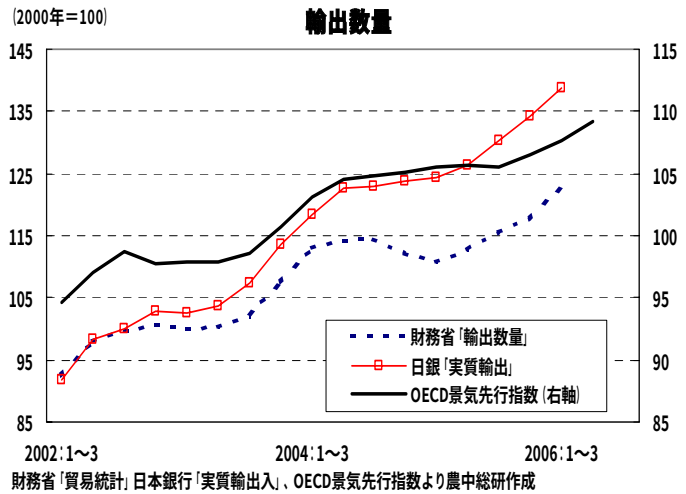
◆ 中国向け輸出は、05 年夏以降前年比 2 桁成長を続けている。中国全国人民代表会議は、06 年の経済成長率目標を前年比+8%前後としたが、1～3 月期は同+10.2%とこれを上回る成長となった。加工組み立て用部材や資本財などに牽引されて中国向けの輸出は拡大を続けると予想。

◆ 輸出品目別では、品目別では、輸送用機器、電気機器、一般機械を中心に、幅広い工業製品の輸出が伸びている。鉄鋼は数量ベースで前年比マイナスが続いているが高付加価値鋼へのシフトなどで、調整が進展している。IT 関連需要は、調整が続いていた北米市場でも拡大基調に入り、半導体等電子部品の輸出が増加しており、先行きも成長が期待できる。

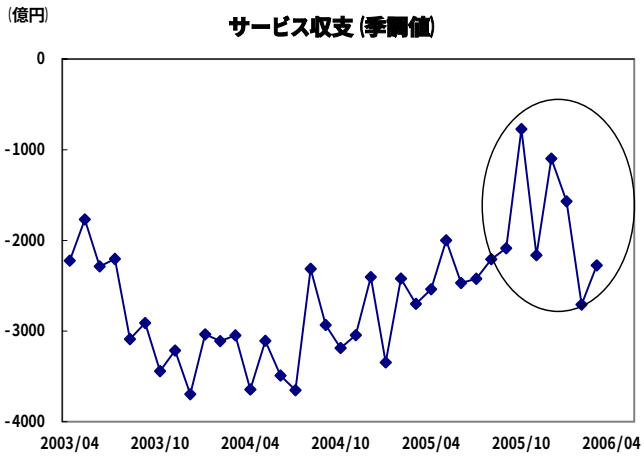
◆ 輸入については、個人消費や設備投資など内需の拡大が輸入増につながっており、一般機械や輸送用機器の輸入額が拡大している。先行きも、民需を中心とした日本経済の拡大により輸入の増加傾向は続くと見られる。

◆ このところ赤字が縮小していたサービス収支は、1～3 月期に 4 期ぶりに拡大。アジア諸国の所得水準の向上、ビザの簡素化などによる訪日外国人数の増加や特許権使用料の受取超などでサービス輸出の増加が予想されるものの、所得の改善などから日本人海外渡航者も増加しており、サービス赤字が拡大に向う可能性が高い。

◆ 以上より、06 年度について輸出前年比+10.6%増となるも、輸入も同+8.5%増となるため、日本経済への外需の寄与度は+0.5%になると予想。 （田口さつき）



財務省「貿易統計」日本銀行「実質輸出入」、OECD景気先行指数より農中総研作成
（注）OECD景気先行指数は1期先行させた



財務省「国際収支状況」より農中総研作成

商品市況・物価動向

緩やかなペースでの物価上昇が続く

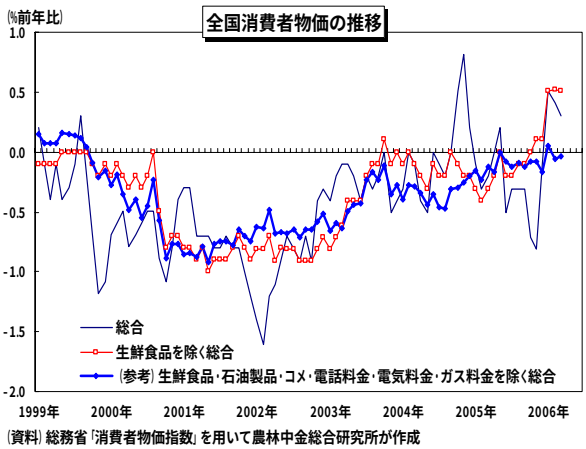
～徐々に価格転嫁が進展し始める～

◆ 原油価格は、代表的なNY原油（WTI）先物が4月下旬から5月初旬にかけて75ドル/バレルを突破するなど、足許に至るまで史上最高値圏内で推移（5月中旬時点では60ドル/バレル台後半）。この影響を受けて、国内でのガソリン価格が大きく上昇するなど、無視し得ない影響が出始めている。足の早い投機資金が価格を相当程度押し上げている面は否定できないが、需給逼迫懸念やイラク核開発問題・ナイジェリアの反政府組織による石油精製施設への攻撃など地政学的リスクが燻り続けており、世界経済の成長スピードによほどのブレーキがかからない限り、現状程度の高値圏での推移が余儀なくされると思われる。日本の原油輸入価格（CIFベース）は06年度末にかけて60.0ドル/バレルと高止まりを続けるものと予想する。また、国際商品市況では銅を中心とした非鉄金属などの価格も高騰している。原油と同様、基本的には中国・インド、東欧、南米などの成長センターを中心に需要が旺盛であることが価格上昇を引き起こしており、一次産品需給が大きく緩むことは想定しづらい。

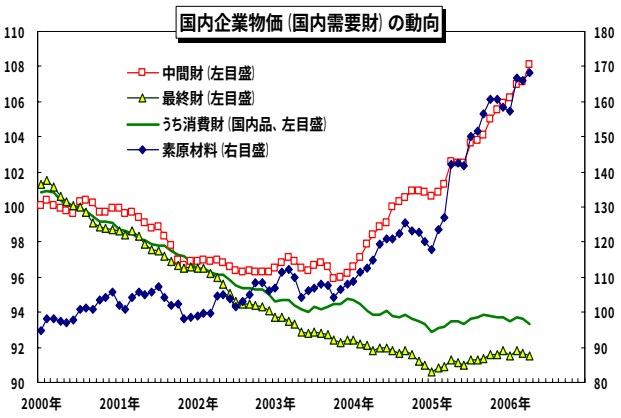
◆ 一方で、国内物価動向に関しては、事前に予想していたほど川上から川下への価格波及が進展しない状況に直面している。企業物価統計の中の国内需要財のうち、最終財価格も05年11月には前年比プラスに転じ、その後06年2月まで徐々にプラス幅を拡大させてきたが、足許ではそのプラス幅が急速に縮小している。詳細を見ると、資本財価格はほぼ横ばいでの推移であるが、消費財価格が2月をピークに低下しているのが特徴的である。企業物価には在庫デフレーターとしての意味合いも含まれているため、1～3月期にかけて消費財の在庫率が高まったことの影響が出ている可能性もある。06、07年度の国内企業物価上昇率はそれぞれ+2.1%、+0.9%と見込んでいる。

◆ 消費者物価に目を転じると、景気動向とは関係の薄い生鮮食品・石油製品・電力料金・ガス料金・固定電話料金・コメを除いた部分では前年比横ばいの状態が続いている。上記のいわゆる特殊要因のうち、電話料金やコメの影響は既に剥落しているが、原油高の影響でエネルギー価格が上昇しており、これらが物価の前年比上昇率を+0.5%程度押し上げる状況となっている。上述の通り、4月下旬以降、ガソリン価格が上昇し始めており、電気料金・ガス料金も原燃料費調整制度を通じて先行きも上昇圧力がかかっていくことが予想される。足許はまだ価格転嫁の動きは鈍いが、こうした原材料価格の上昇圧力や先行きの賃金上昇が、徐々に価格波及力を高めていく可能性は強いだろう。06、07年度の消費者物価上昇率はそれぞれ+0.6%、+0.9%と見込んでいる。

（南　武志）



(資料) 総務省「消費者物価指数」を用いて農林中金総合研究所が作成



(資料) 日本銀行　(注) 2000年=100

米国経済

利上げ効果で06年後半以降減速に向かう

～コアインフレ率は当面弱まりにくい～

◆ 足下の米国景気は、好調な企業収益と雇用増加を背景に、底堅く推移している。しかし既に現れている金利上昇効果が今後一段と浸透することから、06 年後半以降景気は減速に向かう。実質ＧＤＰ成長率は 06 年に 3.3%、07 年に 2.8%になると予想する。

◆ 金利上昇効果が最も明確に現れるのは、住宅投資である。これまでＦＲＢの利上げ継続にもかかわらず長期金利が上昇しにくい時期が続いたが、06 年３月頃から長期金利、そして住宅ローン金利が上昇傾向を明確にしている。既に住宅販売件数の減少により、在庫が積み上がっており、今後しばらく着工件数は減少し続けるであろう。また住宅価格は前年比 13%程度の上昇を続けているが、今後上昇率を鈍化させるであろう。

◆ 個人消費は、これまでのところ堅調な雇用を背景にまずまずの伸びを維持している。但し、05 年 7-9 月期以降続いているマイナスの個人貯蓄率は異例の状態である。今後、基本的にこうした過剰消費が是正されることとなり、個人消費は 06 年後半以降減速に向かうであろう。具体的には金利上昇効果の波及や、金融当局の与信審査厳格化指導の影響により、ホームエクイティローン等借入を伴った消費が伸び悩むであろう。また足下でのエネルギー価格高騰も、消費者心理を悪化させることで、消費を抑制する要因になりうる。

◆ 企業収益が順調に増加しており、またかつての財務リストラの効果でバランスシートの状態が良好であるため、企業が設備投資に向ける資金は潤沢であるとみられる。従って 06 年においても、設備投資は比較的堅調に伸びるとみられる。一方鉱工業生産活動が活発に推移する一方で住宅投資や個人消費が減速に向かうため、在庫はやや増加気味で推移しよう。

◆ 設備稼働率の上昇、失業率の低下が示すように、製品需給･労働需給の逼迫が続いており、熟練労働者を中心に賃金上昇率が高まっている。またエネルギーや非鉄金属の価格が高騰していることもあり、インフレ圧力には無視しがたいものがある。06 年中には、エネルギー価格等の高騰により、企業が投入コスト上昇分の販売価格への転嫁がわずかながら進み、コアインフレ率の若干の高まりがみられよう。

◆ 今後の金融政策は、逐次発表となる経済指標が示すところに基づくＦＲＢの経済見通し次第である。当面は、利上げの累積効果が実態経済に波及するまでのタイムラグや、エネルギー価格高騰の消費への影響を中心に景気にも配慮しつつ、インフレ率の頭を押さえることを重視せざるをえないであろう。ＦＲＢは６月 28 日のＦＯＭＣでＦＦレート誘導水準を 0.25%引き上げ 5.25%とし、この水準で利上げを休止するであろう。しかし、07 年後半には景気減速が続くことから、利下げに転じる局面を迎えるとみる。

（永井　敏彦）

2006-07年米国経済見通し

	単位	2005年	2006年			2007年		
		実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質ＧＤＰ	%	3.5	3.3	3.6	2.9	2.8	2.8	2.7
個人消費	%	3.6	3.3	3.7	2.8	2.7	2.7	2.6
設備投資	%	8.7	8.0	9.6	5.6	5.4	5.5	5.2
住宅投資	%	7.1	▲ 0.8	▲ 1.5	▲ 6.6	▲ 3.5	▲ 3.2	▲ 0.9
在庫投資	10億ドル	20.3	40.5	31.0	50.0	57.8	58.0	57.5
純輸出	10億ドル	▲ 633.1	▲ 701.8	▲ 685.6	▲ 718.0	▲ 736.8	▲ 732.0	▲ 741.5
輸出	%	7.0	7.2	8.4	6.8	7.5	8.0	7.2
輸入	%	6.4	8.4	11.0	7.8	6.6	6.5	5.6
政府支出	%	1.8	3.2	3.1	4.7	3.1	2.6	2.5

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

（注）1. 予想策定時点は2006年5月。

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

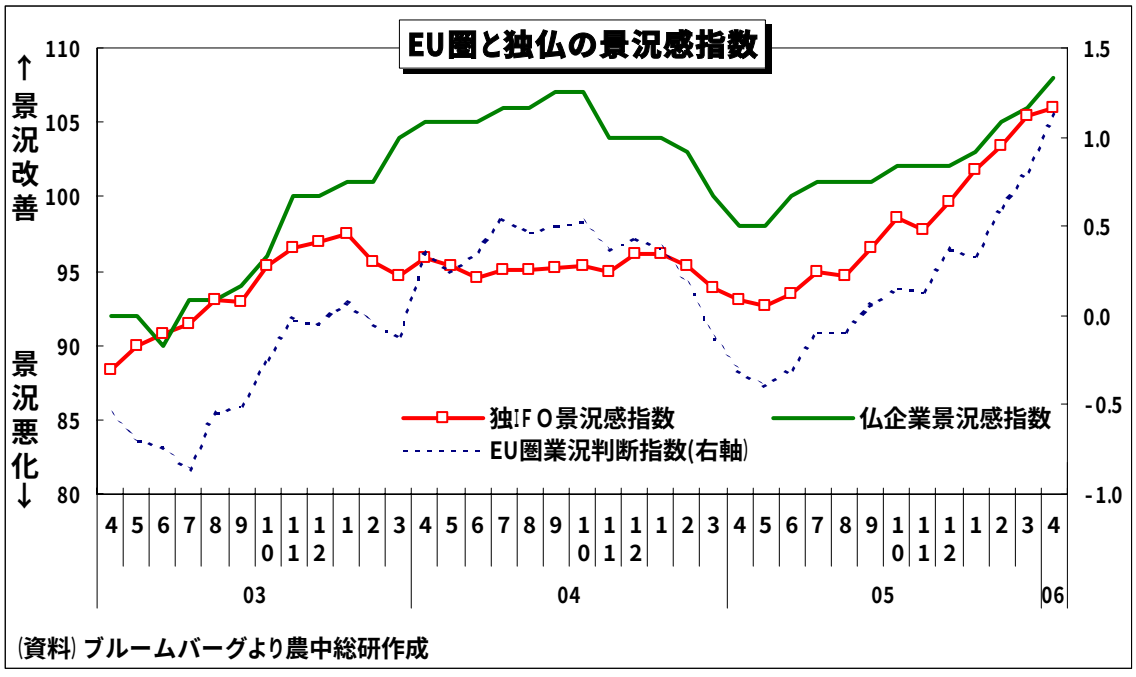
付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

2005～06年　欧州経済の見通し　(前年比:%)

時期 / 地域	2005年 通期	2006年 通期	2006年 上期 (1～6月)	2006年 下期 (7～12月)	2007年 通期	2007年 上期 (1～6月)	2007年 下期 (7～12月)
ユーロ圏	1.4	2.2	2.3	2.1	1.9	2.0	1.8
ドイツ	1.2	1.8	1.7	2.0	1.8	2.1	1.6
フランス	1.4	1.8	1.8	1.8	1.7	1.9	1.5
イタリア	0.1	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5	1.4
英　国	1.8	1.9	2.0	1.7	1.8	1.7	1.8

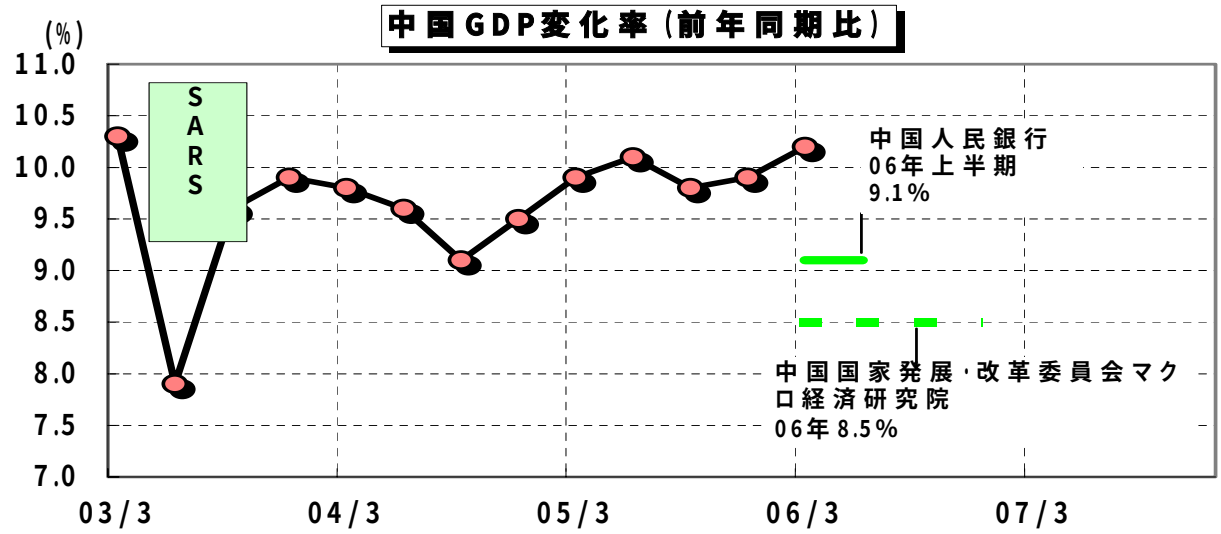
(資料) 農中総研作成



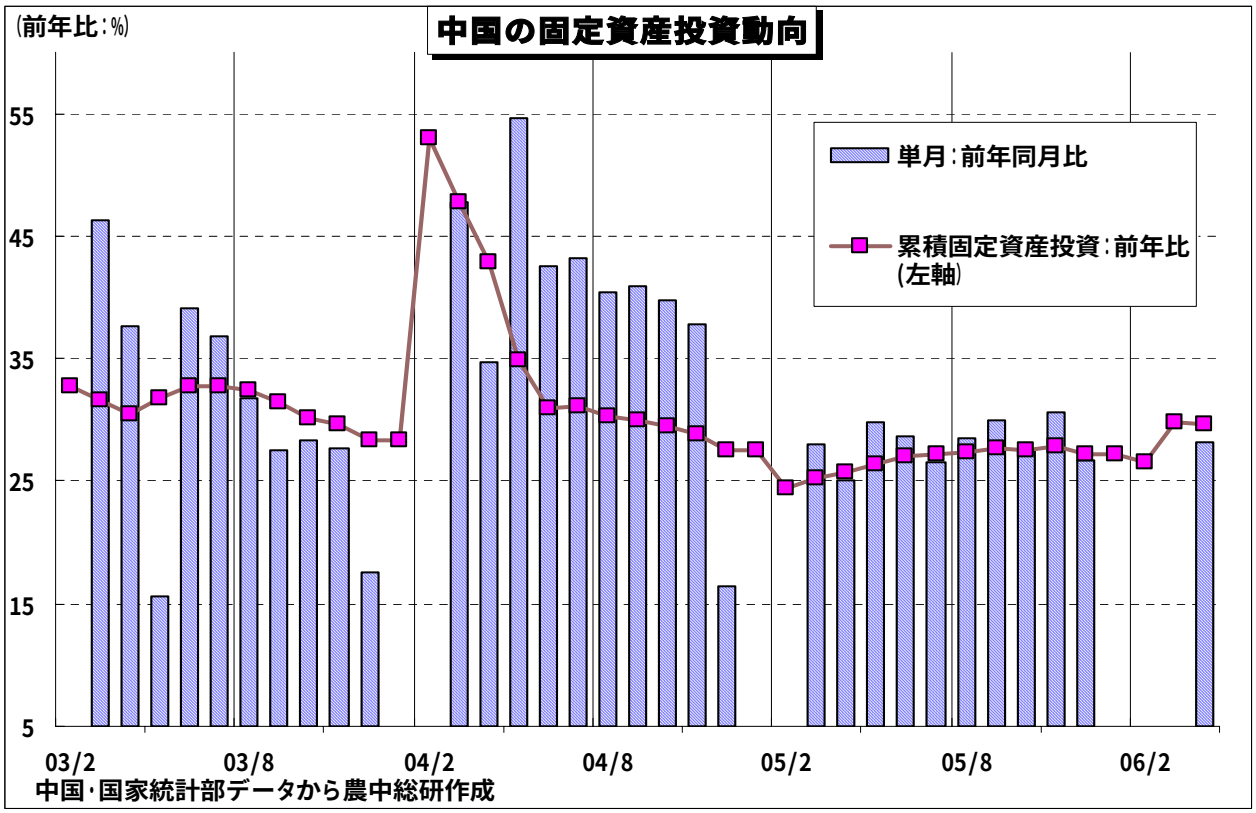
(資料) ブルームバーグより農中総研作成

付 表 2

中国経済の状況(予測の前提)



中国国家発展・改革委員会マクロ経済研究院の資料などから農中総研作成



中国・国家統計部データから農中総研作成