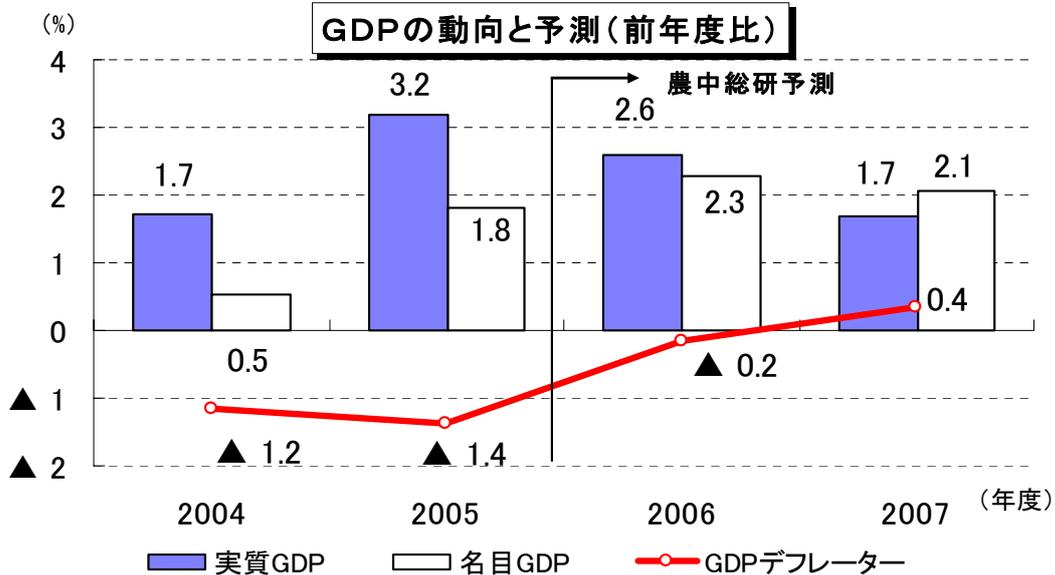




2006～07年度改訂経済見通し

2006年度+2.6%成長、07年度+1.7%成長と予測 ～ 懸念される米国経済の成長鈍化 ～

06年度内は、全般的に景気の成熟度が高まりつつあるものの、設備投資主導による景気拡大が継続し、潜在成長力を上回る成長を続けるものと予想する。しかし、米国をはじめとする世界経済の成長スピードの鈍化に伴い、輸出の伸びが鈍化し始めるものと思われる。その影響が徐々に民間需要にも浸透し、景気の踊り場の様相が強まるものと思われるが、腰折れまでには至らず、07年度下期からは再び成長率が回復していくと予想する。また、金融政策は堅調な設備投資が上振れリスクを重視し、06年度内の追加利上げを想定した。しかし、07年度内は成長率鈍化により、「金融政策の正常化」に向けた動きは一時休止され、政策金利は0.5%で据え置かれるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

<目次>

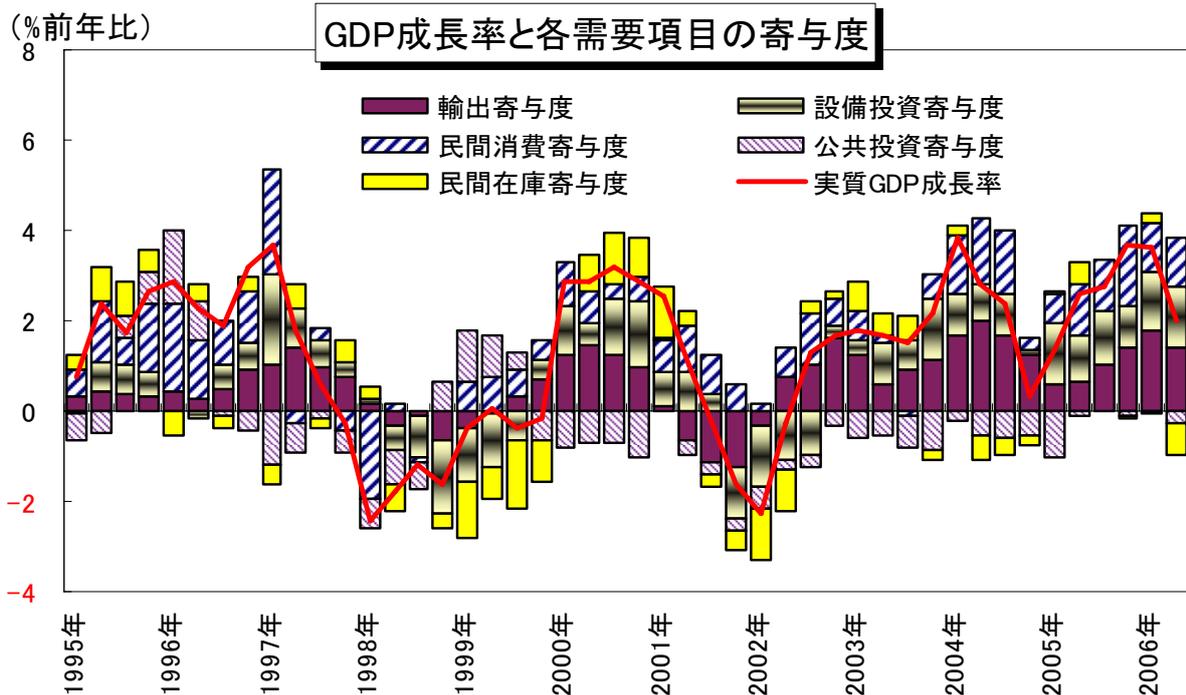
総論	P. 1～11
参考	P. 12
付表	P. 13～14

1. 景気の現状:

(1) 最近の景気・物価情勢

02年初から始まった今回の景気拡大は、拡張期間としては53ヶ月(6月時点)となり、戦後2番目の長さになっている。政府の財政再建路線、金融部門での不良債権処理、企業部門での厳しいリストラ努力など、極めてデフレ的な経済環境の下、景気回復の初期段階を牽引したのはITバブル崩壊後の世界経済再拡大を背景とした輸出増であった。こうした輸出の堅調な伸びは、リストラによるコスト削減を下支えし、企業業績を回復させる原動力となった。このプロセスが持続することによって、企業は抑制していた設備投資を再開させ、更に雇用拡大を図ることで、家計への所得波及も緩やかではあるが進展し始めている。05年以降はこうした動きが更に力強さを増していき、「輸出」と「民間消費・企業設備投資」といった内外需の両輪そろった成長が見られるようになり、現在に至っている。特に、先行きの設備不足感が予想されていることから設備投資意欲は目下堅調であり、06年度設備投資計画は近年にない強さを示している。民間消費も長期経済停滞下で低調だった消費性向が雇用回復などを背景に上昇に転じたため、雇用者報酬や資産価格が低調であったにも関わらず、比較的しっかりした動きが続いている。

一方で、もう一つの柱である「輸出」については、先行きのリスク要因として意識され始めている。日本ならびに近隣アジア諸国の主要輸出先である米国経済が06年4~6月期以降、成長率の鈍化が見られており、先行きもその状態が続くとの見方が強まりつつある。



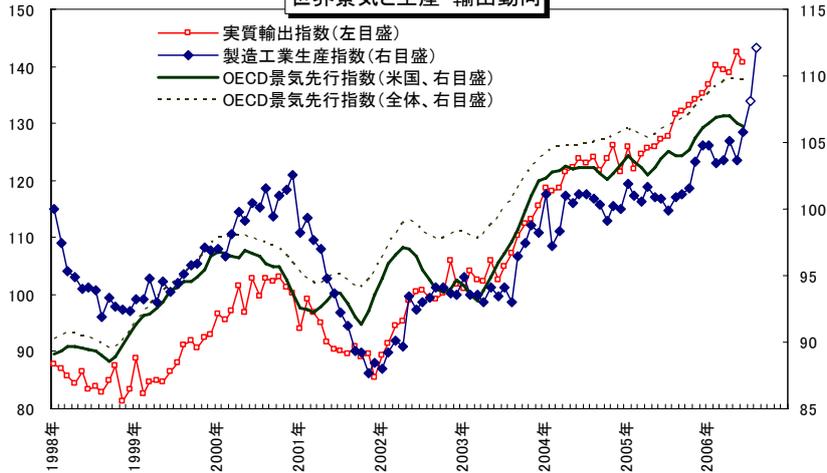
(資料)内閣府

(2) 4~6月期 GDP の評価

8月11日に発表されたGDP速報(1次QE)によると、2006年4~6月期の経済成長率は前期比+0.2%(同年率換算+0.8%)と大きく減速した。民間需要は、住宅投資・在庫投資の減少があったものの、民間消費(前期比+0.5%、成長率への寄与度+0.3%)、民間設備投資(同+3.8%、寄与度+0.6%)が堅調に推移したことで、民間需要全体としては高めの成長率だった05年度下期にそれほど劣らぬ増加率を確保。ただし、政府消費、公共投資の減少、輸出の伸び鈍化により、実質成長率は前期比+0.2%(同年率+0.8%)と、潜在



世界景気と生産・輸出動向



(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

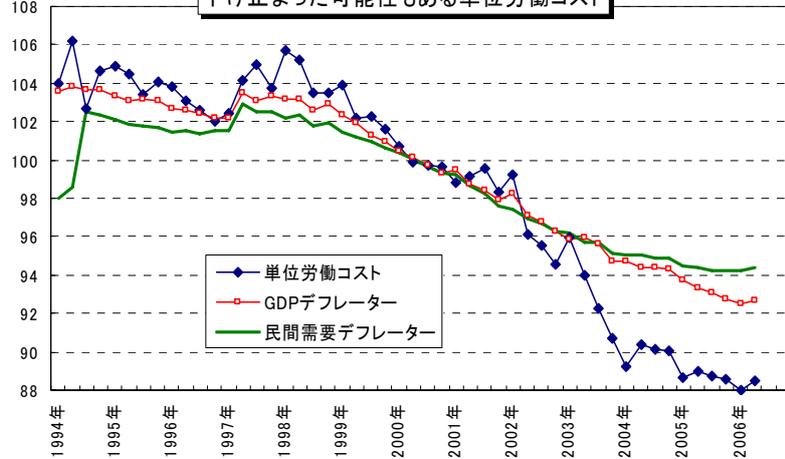
成長率とされる+2%前後に到達しない結果となった。

上述の通り、世界経済、特に米国経済の景気減速が懸念される中、輸出の先行きに対する警戒感も出始めている。最近の国内需要(特に民間最終需要)の自律性の強まりに伴い、輸出が多少伸びなくなっても、日本経済の景気拡大にさほど支障はないと見る向きもある。しかし、

今回のQE発表では、輸出鈍化が続けば、民間最終需要が堅調であっても、高成長を維持することが困難であることが確認された。近年の日本経済の成長プロセスには、目覚しい経済発展が続く中国など近隣アジア諸国の多角的交易関係の深化拡大が内包化されているが、当該地域も米国への輸出が鈍化することによって少なからぬ影響を受けることは確実であろう。このように、米国経済の成長鈍化が、輸出を経由して、徐々に民間需要へも波及する可能性が高まっている。

GDPデフレーターについては、前年比は▲0.8%と依然水面下にあるが、前期比では+0.1%と3年ぶりにプラスに転じた。同様に、民間消費デフレーターも同+0.1%と約5年ぶりにプラスとなっている。生鮮食品価格の上昇という側面があるにせよ、これまでは素原材料の輸入価格上昇という色合いが強かったが、ようやく価格転嫁の動きが見え始めており、デフレ脱却に向けての進展も窺える。

下げ止まった可能性もある単位労働コスト



(資料)内閣府

(3) 正常化に向けて動き出した金融政策

一方、日本銀行は7月にゼロ金利政策を解除、約6年ぶりに政策金利の引上げを実施した。これに先立って、超過準備の回収作業を急ピッチで進めており、7月のマネタリーベースは前年比▲17.8%、マネーサプライは同+0.5%と、低調な動きとなっている。

2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

小泉首相は06年9月で退陣し、10月以降には新政権が誕生する予定である。現時点では、安倍官房長官、谷垣財務相、麻生外相の三氏が次期自由民主党総裁の有力候補と考えられているが、各氏とも基本的には小泉政権の財政再建路線(具体的には、2010年代初頭にプライマリーバランスを均衡化させる)を踏襲するものと思われる。

なお、谷垣財務相が次期総裁に選出された場合には、消費税率引き上げに関する議論が前倒しで行われる可能性もあるが、基本シナリオとして税率引き上げは09年4月以降とおいた。また、歳出抑制は継続し、公共投資は削減されるものと思われる。政府消費は官民給与格差の是正から、公務員給与の抑制姿勢は強まることが予想される。高齢化進展に伴い、社会保障関連支出は増加傾向であるが、政府消費全体の伸びは抑えられるだろう。公共投資も減少傾向は続くものと想定した。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

米国経済は、ジョブレス・リカバリー(雇用増加なき景気回復)の状態を脱した2003年後半以降、潜在成長力水準といわれる+3%台半ばにほぼ並ぶ前年比+3%以上の実質GDP成長率を継続。雇用拡大も進み、完全失業率も5%を切って06年5、6月に4.6%まで低下した。このような景気拡大のもと、米国連邦制度理事会(FRB)は04年6月以降、連邦公開市場委員会(FOMC)において政策金利であるフェデラルファンドレートを1.00%から5.25%まで、累計4.25%金利を引き上げた。

この政策金利引き上げ効果がすでに現れているのは住宅投資であり、モーゲージレートの上昇などによって、新築住宅の着工・販売に加え中古住宅の販売件数も減少している。

なお、住宅価格もピークアウト感が出ており、住宅バブルからのソフトランディングが焦点になってきたが、基本的に経済全体への悪影響の波及は短期・限定的と見ている。

GDPの7割を占める個人消費は堅調を持続して来たが、企業の雇用拡大意欲が鈍化するとともに、金利上昇や住宅販売減少による耐久財消費の低迷、エネルギー価格等の物価上昇に伴う実質所得の伸び悩みによって、今後その拡大ペースは低下すると予想す

2006-07年米国経済見通し

	単位	2005年 実績	2006年		2007年			
			通期 予想	上半期 (1~6月) 実績	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	3.8	2.4	2.2	1.9	2.6
個人消費	%	3.6	3.0	3.2	2.2	2.2	2.1	2.5
設備投資	%	8.7	7.0	8.7	5.1	4.7	4.8	4.4
住宅投資	%	7.1	▲ 0.3	▲ 2.0	▲ 4.8	▲ 0.4	1.3	0.9
在庫投資	10億ドル	19.7	49.7	46.9	52.5	18.8	17.5	20.0
純輸出	10億ドル	▲ 619.2	▲ 627.9	▲ 631.9	▲ 623.9	▲ 625.1	▲ 621.4	▲ 628.7
輸出等	%	7.0	7.8	10.1	4.8	4.9	5.1	4.6
輸入等	%	6.4	5.6	7.7	2.3	3.1	3.1	3.9
政府支出	%	1.8	1.9	2.3	1.5	1.8	1.9	1.9

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8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



る。また、世界的な景気拡大のなか、輸出もこれまでは好調であり、企業の積極的な設備投資が続いている。資本財受注の状況から見て、今年後半までは高い増加ペースが続くと考えられるが、国内外の経済拡大ペースの鈍化や資本ストックの積み上がりによって、企業の設備投資増加ペースは来年明け以降低下に向かうと想定する。外需についても、輸出等、輸入等ともに増加率が低下に向かうと見ているが、輸入の伸び鈍化の方が大きいことから、GDPに対して外需はプラスに寄与すると予想する。

このように米国経済の拡大ペースにブレーキがかかり、瞬間風速であるGDPの前期比年率が一時的に+2%を切る水準まで低下すると予想する。ただし、本格的な景気調整(マイナス成長)は想定せず、プラス成長のもとでのグロース・リセッションの域にとどまると考える。

これに対し、今後の金融政策については0.25%の追加利上げの可能性がなお残っていると考えるが、上述のように景気拡大ペースの鈍化に伴う国内インフレ圧力の緩和状況を踏まえながら、FRBは07年の早い段階から利下げモードに入り、景気の軟着陸をサポートすると想定する。

07年半ば以降、米国経済は、金融政策の転換に伴う緩和効果が浸透し、住宅投資が持ち直すとともに、個人消費の拡大ペースも底打ちし、全体的な成長率は緩やかに上昇していくと予想する。

②欧州経済

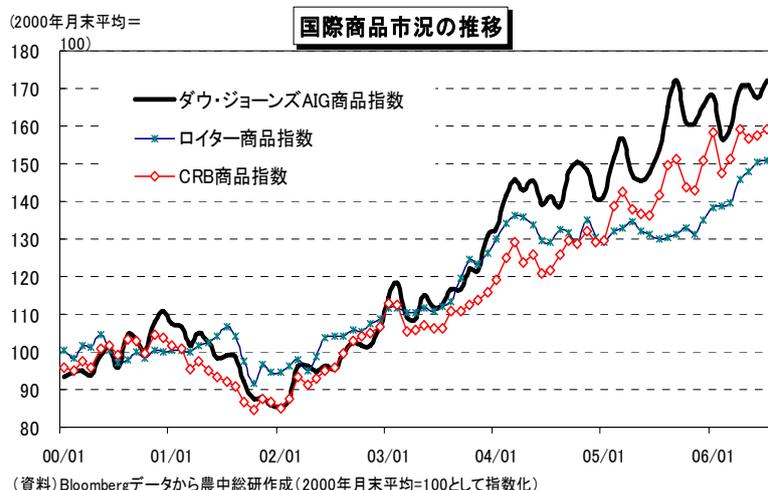
日本と同様に、欧州経済は世界経済の成長に牽引される格好で景気拡大が実現しているが、主要輸出先である米国が景気減速するのに伴って先行き輸出が鈍化し、成長率が低下する可能性は高いだろう。ECB月報8月号の見通しによれば、06年の成長率は+2.2%ながら、07年は+1.8%成長への鈍化が見込まれている。一方で、原油高騰によりインフレ率はやや高い状態が続いている。ECBが公表するインフレ参照値は「+1%台後半」であるが、06年は前年比+2.3%、07年は+2.1%と、それを上回る予想となっている。そのため、ECBでは05年12月から断続的に利上げを行っているが、8月には政策金利を3%に引き上げている。なお、インフレ懸念払拭に向けて年内さらに2回(0.5%)の利上げを見込む意見が有力である。

③中国経済

4~6月期の成長率が前年比+10%超となるなど、中国経済は引き続き力強い発展を続けている。このように中央政府や人民銀行が想定する成長率を上振れる状況が続いていることから、法定準備率の引上げなど、断続的な引締め政策が実施されている。ただし、固定資本投資の堅調さは維持される可能性が高く、引き続き前年比+9%程度の成長率が続くものと予想される。

④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は世界経済の成長を背景に上昇基調が続いており、代表的なロイター・ジェフェリーCRB先物指数(1967年=100)が5月中旬に史上最高値となる360ポイントを突破。原油などエネルギーのほか、銅やアルミなど非鉄金属が上昇した。しかし足もとでは、世界的な金融引

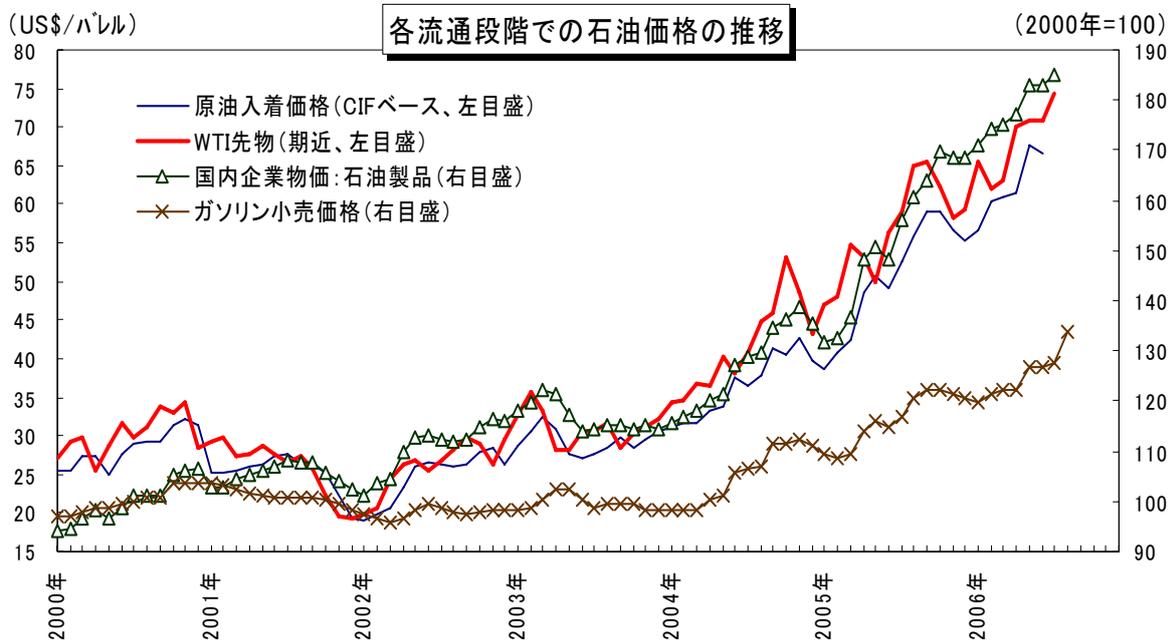




(株)農林中金総合研究所

き締め観測を受け投機マネーの流入が減速していることもあり、商品市況は調整気味に推移している。先行きは、世界経済の成長テンポが緩やかになることに伴って需給緩和感が出てくると想定されることから、国際商品市況にもピークアウト感が広がると下落に向かうと予想される。

しかし原油価格については、引き続き楽観できない状況が継続するものと思われる。原油価格は、6月中旬に60ドル/バレル台後半(WTI期近、終値)まで低下したものの、7月に入り、中東情勢の悪化などにより再び上昇圧力が強まり、7月14日には77.03ドル/バレルと史上最高値を更新した。その後もイラン核開発問題やイスラエルによるレバノン攻撃の拡大など地政学的リスクの高まりに加え、テロ懸念も再燃し、最高値圏での取引が続いている。当面は米国の石油精製能力不足による供給不安が根強いほか、中東情勢の先行きが不安視されることに加え、中国・インドなど新興国の高成長による原油需要が増加していることもあり、原油価格の高止まりが予想される。06～07年の日本の原油入着価格(CIFベース)は1バレル当たり、それぞれ68.8ドル、65.0ドルと想定。



(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



2006～07年度 日本経済見通し
(年度)

	単位	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	2.3	2.1
実質GDP	%	3.2	2.6	1.7
(年率換算)	%			
民間需要	%	3.3	3.4	2.1
民間最終消費支出	%	2.3	1.9	1.4
民間住宅	%	▲ 0.2	1.6	2.0
民間企業設備	%	7.5	10.2	3.5
公的需要	%	0.8	▲ 1.0	0.3
政府最終消費支出	%	1.5	0.6	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 7.0	▲ 2.3
輸出	%	9.1	7.1	3.9
輸入	%	6.5	6.9	4.4
国内需要寄与度	%	2.6	2.3	1.7
民間需要寄与度	%	2.4	2.6	1.6
公的需要寄与度	%	0.2	▲ 0.2	0.1
海外需要寄与度	%	0.4	0.3	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	2.1	3.1	1.4
全国消費者物価 (")	%	0.1	0.6	0.8
完全失業率	%	4.4	4.0	4.0
鉱工業生産(前期比)	%	1.6	4.6	1.3
經常収支(季節調整値)	兆円	19.2	16.7	15.7
名目GDP比率	%	3.8	3.2	3.0
貿易収支(季節調整値)	兆円	9.5	7.2	5.3
為替レート(前提)	円/ドル	113.3	113.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.251	0.500
10年国債利回り	%	1.43	1.97	2.04
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	55.4	68.8	65.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断りのない場合、前年度比。
(四半期)

	単位	2006年				2007年				2008年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.4	0.3	1.1	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6
実質GDP	%	0.7	0.2	1.0	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
(年率換算)	%	2.7	0.8	4.1	2.6	1.8	1.4	1.2	1.4	1.9
民間需要	%	0.9	0.7	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
民間最終消費支出	%	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	0.7	▲ 2.7	2.5	1.0	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0
民間企業設備	%	3.3	3.8	2.5	1.9	1.0	0.6	0.3	0.3	0.6
公的需要	%	▲ 0.1	▲ 1.1	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	0.0	▲ 0.2	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 0.6	▲ 4.6	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	%	2.2	0.9	1.5	1.0	0.9	0.8	0.7	1.0	2.0
輸入	%	2.5	1.8	2.0	1.5	1.3	1.0	0.7	0.7	1.0
国内需要寄与度	%	0.7	0.3	1.0	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
民間需要寄与度	%	0.7	0.5	0.9	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.2	▲ 0.7	▲ 0.4	0.0	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	3.1	3.3	3.2	2.8	2.0	1.5	1.2	1.1
全国消費者物価 (")	%	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
完全失業率	%	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)	%	0.6	0.8	2.8	▲ 0.3	0.5	▲ 0.3	0.3	0.5	1.0
經常収支(季節調整値)	兆円	5.1	4.3	4.2	4.3	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9
名目GDP比率	%	4.0	3.3	3.2	3.3	3.1	3.0	2.9	3.0	3.0
貿易収支(季節調整値)	兆円	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	114.4	115.0	112.5	110.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.002	0.250	0.250	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500
10年国債利回り	%	1.57	1.89	1.90	2.00	2.10	2.10	2.05	2.00	2.00
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	59.5	65.3	70.0	70.0	70.0	65.0	65.0	65.0	65.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断りのない場合、前期比。

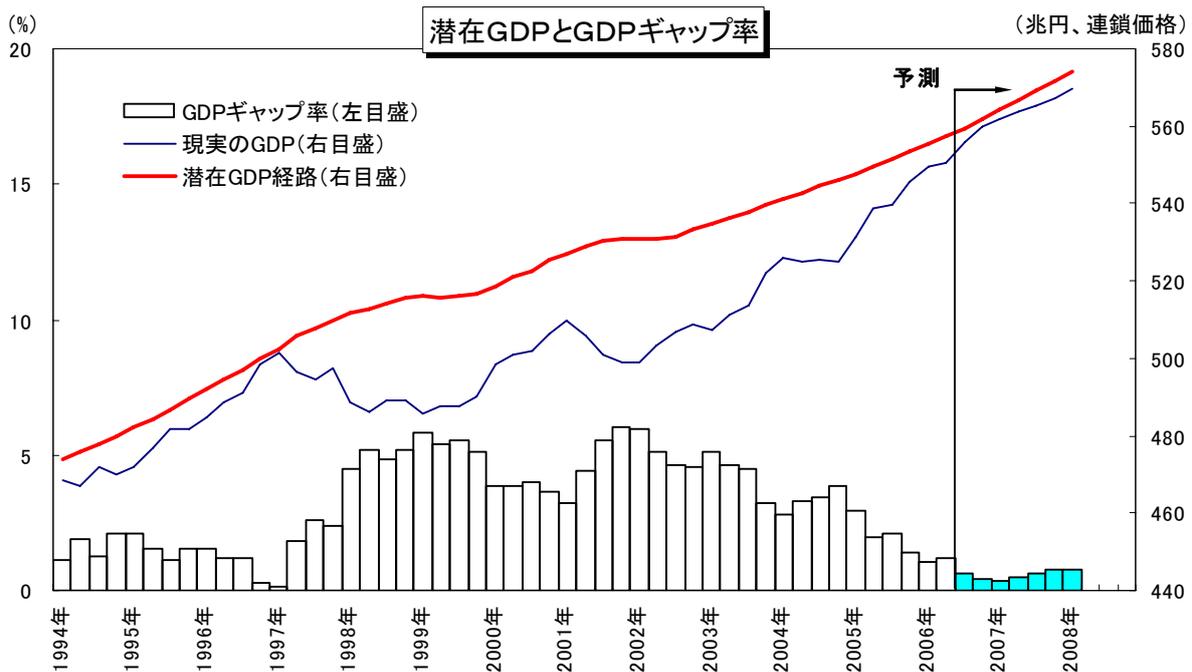
3. 2006～07年度日本経済の見通し:

(1) 経済見通し

世界経済の成長テンポが緩やかになることに伴い、輸出が頭打ちになる中、06年度内は設備投資主導による景気拡大が継続するものと思われる。近年の設備投資は輸出の影響を受けやすいが、ビンテージの上昇に伴う更新需要の高まりや非製造業や中小企業における設備需要が総じて回復傾向にあるなど、6月の機械受注は過去最高額を更新している。堅調な企業業績を背景にキャッシュフローは潤沢であるため、しばらくはこうした状況が続く可能性が高い。もちろん、輸出停滞感が強まれば、大企業・輸出製造業を中心に設備投資計画の下方修正が行われる可能性もあるだろう。しかし、一方で年度下期にかけては資金調達の目処がついた中小企業を中心に上方修正される動きも想定されるため、06年度いっぱい設備投資は底堅く推移するものと思われる。こうした設備投資の余熱もあって、日本経済も成長率を徐々に鈍化させながらも、拡大傾向は持続するものと思われる。

しかしながら、この輸出鈍化の影響は徐々に民間需要にも浸透し始めることは不可避であろう。07年度に入ると、04年度下期に見られたように、輸出主導によって景気踊り場的な様相が強まるものと思われる。特に、米国経済が06年10～12月期から07年1～3月期にかけて政策金利引上げの累積効果により調整色が出てくる可能性があり、その影響がやや時間差を伴って日本経済に波及してくる可能性が高い。06年度中は底堅く推移した設備投資もその反動が出るために、07年度半ばにかけて停滞感が強まる可能性が高い。

また、人口高齢化などを受けた先行きの人手不足感もあって雇用環境は比較的良好であると思われるが、労働人口構成のシフトに伴って賃金上昇圧力は高まらずに推移するものと考えられる。その結果、雇用者報酬の増加率は低位に留まり、労働分配率も底入れするもの大きく上昇に転じることはないだろう。さらに、06年に入ってから金融緩和的措置の撤廃も07年中にも効果が出始める可能性が高い。マネタリーベースやマネーサプライといった量的指標が低調な状況となっており、中長期的に見ればマネーの所得に対する先行性があることを考慮すれば、将来的には景気抑制的な効果が機能し始める可能性は否定できない。



(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2%前後と想定



なお、このような調整局面が「景気後退」と判断されるか、「踊り場」と判断されるかは、微妙なところであろうが、いずれにせよ、07年度半ばにかけての日本経済はやや停滞感が強まるものと考えられる。その後は米国経済の景気回復に牽引される格好で07年度下期にかけて再び成長率が回復していくものと予想する。

この結果、06年度の実質成長率を+2.6%、07年度を同+1.7%と、前回予測(6月時点、06年度+2.9%成長、07年度+1.9%成長)からともに下方修正を行った。また、名目成長率は06年度+2.3%、07年度+2.1%と、07年度についてやや下方修正した(6月時点、06年度+2.3%成長、07年度+2.2%成長)。GDPデフレーターは、06年度は前年度比▲0.2%ながらも、マイナス幅を縮小させていき、08年度には同+0.4%と上昇に転じるだろう。

(2) 主要な個別項目見通し

以下、主要項目について簡単に見通しを述べてみたい。民間消費はこの数年の堅調さを下支えしてきた消費性向改善が止まっていることもあり、所得の伸び以上の消費増はそれほど期待できない状況である。その源泉となる賃金は雇用環境の改善にも関わらず、企業の人件費抑制姿勢が継続されていることもあり、非常に緩やかな上昇に留まっている。06年度は前年度比+1.9%、07年度は同+1.4%の増加を見込んでいる。

設備投資については、企業経営者の投資意欲が堅調なこともあり、06年度中は借入れ金利水準の上昇や輸出鈍化による抑制効果はあまり表面化しないものと思われる。しかし、07年度には、成長率鈍化の影響に加え、好調な06年度の反動、銀行貸出などに依存する中小企業などへの金利上昇によるマイナス効果が重なり、大きくスローダウンするだろう。06年度は前年度比+10.2%と二桁増となるが、07年度は同+3.5%へ減速するものと予測した。

輸出については、米国経済のグロース・リセッション入りによる悪影響が、日本や東アジア地域へ波及し、日本からの輸出の伸びを徐々に減速させるものと予想。06年度の前年度比+7.1%から07年度には+3.9%への減速を見込んでいる。なお、07年度下期にかけて米国経済が回復に向かうと想定されることから、輸出の伸びも徐々に改善するものと思われる。

一方、物価動向に関しては、消費者物価などを中心に上昇率が徐々に高まっていくものと見込んでいるが、そのテンポはかなり緩やかなものに留まると予想される。背景には、賃金上昇率が極めて低い状態に留まっており、単位労働コストが先行き上昇するとしてもその伸び率は限定的なものになる可能性があることである。もちろん、先行き労働生産性の伸びが鈍化してくれば、単位労働コストが明確に上昇してくる可能性もあるが、今回の景気拡大局面での労働投入量(雇用者数×総労働時間)の伸びは抑制されてきたこともあり、想定される成長率鈍化と同時に起きる生産性低下はそれほど大きくないだろう。それでも、石油周辺以外の財・サービスにも着実に価格転嫁の動きが始まっており、徐々にではあるが、それが波及する姿が見られる可能性は高いだろう。06年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合、2000年基準)上昇率は+0.6%、07年度は同+0.8%と、上昇率が加速的に高まることはないだろう。

4. 金融政策・金融市場の見通し:

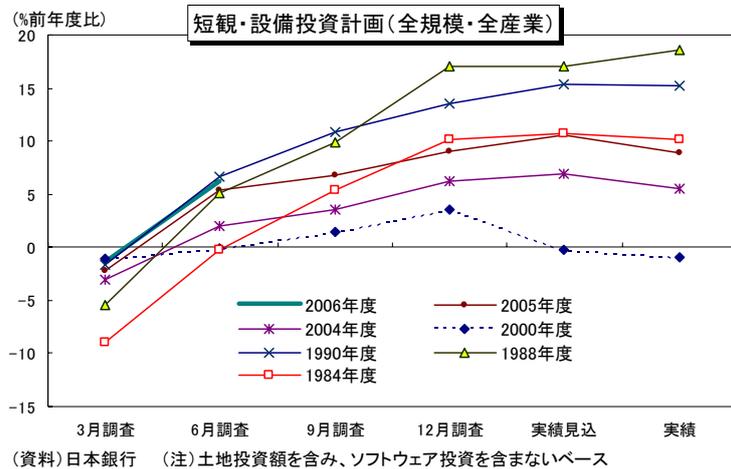
(1) 金融政策

06年3月に量的緩和政策、7月にゼロ金利政策を解除した日本銀行は、先行きも経済・物価情勢を慎重に判断しながら、金融政策の正常化に向けて利上げ時期を模索する姿勢を続けるものと思われる。

上述の通り、賃金・物価の先行きに加速的な動きが想定されない中で、日銀が注目しているのは設備投資の堅調さが今後どうなるのか、ということであろう。マイナス状態になっている実質金利水準や潤沢なキャッシュフローなどを背景に、「3つの過剰」を削ぎ落としてスリム化した企業は、慎重さを保ちながらも、徐々に新規事業への取り組みを積極化させつつある。4月末に発表された展望レポートに示された日銀の景気シナリオは「06～07年度にかけて内需と外需、企業部門と家計部門のバランスがとれた形で息の長い拡大を続けると予想されるが、成長率の面では今後景気が成熟段階に入っていくため、06年度は2%台半ば、07年度は2%程度と、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速していく」という具合になっている。

この景気の成熟過程においては成長の主役が企業から家計へとバトンタッチしていくことが示唆されており、設備投資は加速的に増加していく姿は想定外である。設備投資は経済のダイナミクスを生み出す源泉である。これが上振れたり、下振れたりすることで、経済・物価動向には大きな振幅を生んでしまうが、それは日銀が望ましいと考えている「物価の安定の下での持続的な成長経路」とは乖離してしまうことになる。

注目は、10月2日に公表される9月短観における06年度設備投資計画の修正具合と、10月末に公表される次回展望レポートにおける経済・物価見通しとリスク評価であろう。設備投資計画が予想よりも上振れた場合、将来のリスクが高まったと日銀は判断し、早めに利上げの検討を開始する可能性もあるだろう。なお、メインシナリオとしては、米国経済の減速状況や12月短観(12月中旬発表)での設備投資計画を見極めた上での、07年1～3月のいずれかの時点での0.25%追加利上げを想定した。なお、07年度については景気拡大が一旦はストップするとの見通しにより、金融政策は据え置かれるものとした。



(2) 金融市場の見通し

金融市場では、円の対ユーロレートが緩やかに切り下がっていることを除けば、この数ヶ月間は株価、長期金利、対ドルレートのいずれもボックス圏でのみ合いが続いており、明確な方向性が見えない状況となっている。

まず、株価については、4～6月期の企業決算が比較的好調だった割には上値の重い展開となっている。そもそも日本市場そのものの割高感が残っていること、新興株式市場を中心に会計・監査不信が強いこと、米国の経済・物価情勢や金融政策の行方に不透明感が強いこと、中東情勢の緊迫化やそれに反応した原油高騰の影響への懸念などがその理由として挙げできるだろう。先行きについては、米国での利上げ打ち止め感が醸成され、かつ国内での価格転嫁が進展することで交易条件の悪化の影響を相殺できることが明確になれば、もう一度上値を試す可能性もある。しかし、07年度にかけての成長一服に伴って、増益率も鈍化することが予想され、株価上昇のスピードは緩やかなものに留まるだろう。

長期金利については、量的緩和政策解除後に時間軸効果が剥落したことで、中短期ゾーンから上昇に転じ、それが徐々に長期・超長期ゾーンへと波及する格好で金利が上昇していった。また、06年度上期には銀行セクターが国債残高の削減に動いたことも、金利上

昇につながった面がある。しかし、7月のゼロ金利政策解除前後から、目先利上げはなくなったとの安心感から、投資家が手控えていた国債購入を積極化したことから、政策金利引き上げにも関わらず、長期金利が上昇しづらい状況となっている。先行きに関しては、06年度中は景気拡大が継続する可能性が高いこと、日銀の景気シナリオと比較しても堅調な設備投資への警戒から年度内にもう一回の利上げの可能性が想定されること、量的緩和政策遂行の手段として増額された中長期国債買入れオペの減額への思惑などもあり、長期金利は上昇する可能性が高い。しかし、先進国間の長期金利動向がシンクロすることを考慮すれば、米国長期金利の上昇余地が限定的と見られていることは、日本の長期金利上昇を抑制する働きをする可能性もある。また、07年度にかけての成長率鈍化の可能性を考慮すれば、長期金利は2%前後を中心とした展開に落ち着くものと思われる。

最後に、為替レートについては、対ドルレートについては日米金融政策とも06年度内はそれぞれ1回ずつの利上げが想定されることから、現状の1ドル=110円台からは大きくシフトすることはないと思われる。ただし、米国では07年にかけて利下げの可能性もある反面、日本では「金融政策の正常化」の過程にあり、利下げは考えづらいことを考慮すれば、緩やかに円高方向にシフトしていくものと思われる。一方、対ユーロレートはECBの利上げ意欲が強いことから、当面はユーロ高円安気味に推移するだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2006年			2007年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.258	0.20~0.40	0.20~0.40	0.30~0.60	0.30~0.60	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.4350	0.400~0.700	0.500~0.900	0.750~1.200	0.800~1.250	
短期プライムレート (%)	1.625	1.625	1.625	1.875	1.875	
新発10年国債利回り (%)	1.850	1.80~2.00	1.90~2.10	1.90~2.20	1.90~2.20	
為替レート	対ドル (円/ドル)	116.32	108~118	105~115	105~115	100~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	147.96	140~150	140~150	140~150	135~145
日経平均株価 (円)	15,565	16,000±1,000	16,250±1,000	16,250±1,000	16,250±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8月11日時点。



2006～07年度 日本経済見通し
(前期比)

項目	単位	2005年度 通期	2006年度		2007年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	3.2	2.6	1.1	1.3	1.7	0.7	0.7
民間需要	%	3.3	3.4	1.8	1.7	2.1	0.9	0.7
民間最終消費支出	%	2.3	1.9	0.8	0.8	1.4	0.7	0.7
民間住宅	%	▲ 0.2	1.6	▲ 1.1	2.5	2.0	0.7	0.2
民間企業設備	%	7.5	10.2	6.8	3.7	3.5	1.3	0.8
公的需要	%	0.8	▲ 1.0	▲ 1.0	0.3	0.3	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.5	0.6	0.1	0.6	0.9	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 7.0	▲ 5.2	▲ 1.1	▲ 2.3	▲ 1.1	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.4	17.8	17.9	17.7	18.2	17.7	18.7
輸出	%	9.1	7.1	2.7	2.2	3.9	1.6	2.4
輸入	%	6.5	6.9	4.1	3.2	4.4	2.0	1.6
内需寄与度 (前期比)	%	2.7	2.3	1.1	1.4	1.7	0.7	0.6
民間需要 (")	%	2.5	2.6	1.4	1.3	1.6	0.7	0.6
公的需要 (")	%	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	0.5	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.2	▲ 0.6	0.2	0.4	0.4	0.3

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

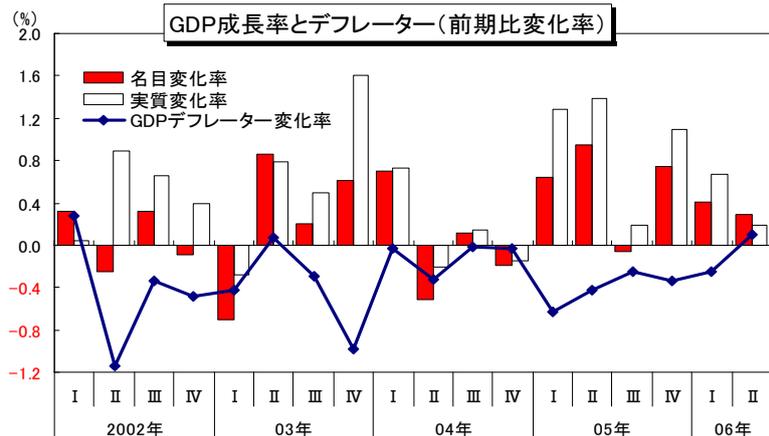
項目	単位	2005年度 通期	2006年度		2007年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.8	2.3	2.0	2.6	2.1	2.5	1.8
実質GDP	%	3.2	2.6	2.6	2.4	1.7	2.0	1.5
民間需要	%	3.3	3.4	3.1	3.5	2.1	2.6	1.6
民間最終消費支出	%	2.3	1.9	1.8	1.6	1.4	1.5	1.4
民間住宅	%	▲ 0.2	1.6	2.0	1.4	2.0	3.2	0.9
民間企業設備	%	7.5	10.2	9.8	10.7	3.5	5.0	2.0
公的需要	%	0.8	▲ 1.0	▲ 1.4	▲ 0.7	0.3	0.4	0.2
政府最終消費支出	%	1.5	0.6	0.4	0.7	0.9	1.0	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 7.0	▲ 7.9	▲ 6.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.4	17.8	17.9	17.7	18.2	17.7	18.7
輸出	%	9.1	7.1	9.5	5.0	3.9	3.9	4.0
輸入	%	6.5	6.9	6.5	7.4	4.4	5.2	3.6

国内企業物価 (前年比)	%	2.1	3.1	3.2	3.0	1.4	1.7	1.1
総合消費者物価 (")	%	0.1	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
完全失業率	%	4.4	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	1.6	4.6	5.4	3.8	1.3	1.4	1.3
住宅着工戸数	千戸	1249	1200	630	570	1200	630	570
経常収支	兆円	19.2	16.7	8.4	8.3	15.7	7.8	7.9
貿易収支	兆円	9.5	7.2	3.9	3.3	5.3	2.7	2.6
為替レート(前提)	ドル/円	113.3	113.0	114.7	111.3	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	55.4	68.8	67.6	70.0	65.0	65.0	65.0

(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。

【参考1】 GDP デフレーターは 12 四半期連続に前期比プラス

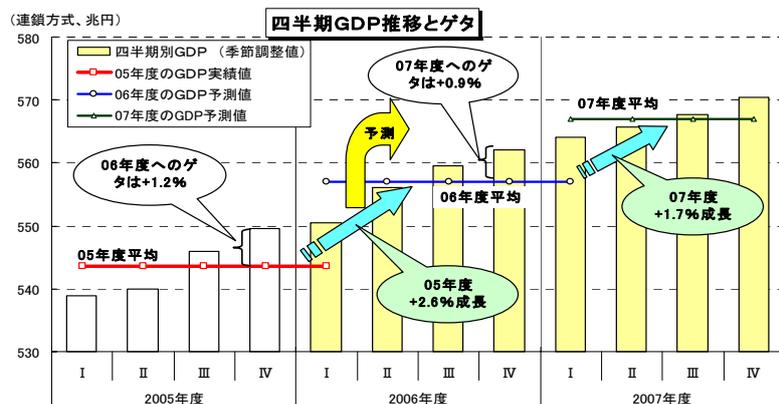
- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」であり、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ 02年1～3月期以降の景気回復局面においても GDP デフレーターは年率▲1.4%(前期比ベース)で下落し続けており、デフレ状況が持続していた。中身を見ても、民間消費デフレーターが同▲0.7%、民間設備投資デフレーターが同▲1.4%(同)となるなど、民間最終需要デフレーターのマイナス状態が目立っている。
- ◆ 一方で、最近の内需関連のデフレーターでは下げ止まりも観察されつつある。民間消費デフレーターは前期比+0.1%と反転、設備投資デフレーターも05年以降はほぼ横ばいでの推移となっている。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きたが、ようやく価格転嫁も進展し始めている。なお、前期比ベースでは、4～6月期に03年4～6月期以来12四半期ぶりにデフレーターが前期比プラスとなった。



(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+1.62%あったが、実際の成長率は+1.71%に留まっており、年度内にほとんど成長し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+1.2%ある。政府経済見通し(+2.1%)、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年度内の残り3四半期は前期比でそれぞれ+0.37%、+0.50%ずつ成長する必要がある。
- ◆ ちなみに、当社の06年度見通しは+2.6%成長であるが、実質的に年度内は+1.4%の成長を見込んでいることになる。また07年度見通しは+1.7%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+0.8%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

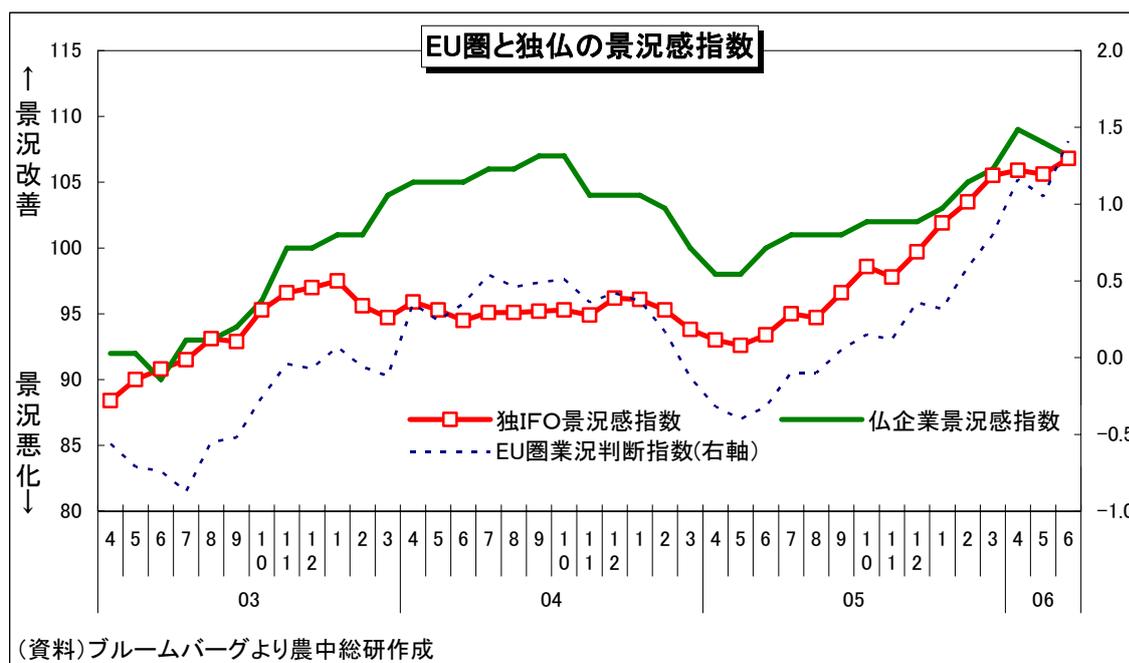
付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

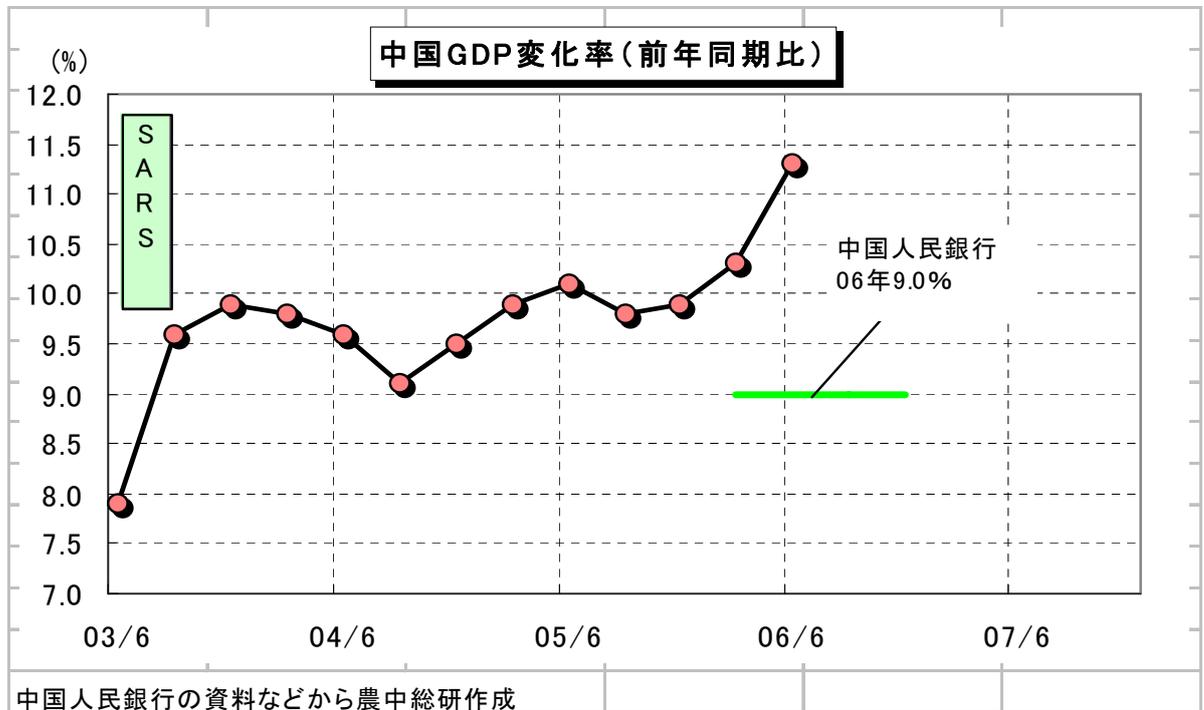
2006～07年 欧州経済の見通し (前年比:%)

地域	時期	2005年	2006年		2007年			
		通期	通期	上期 (1～6月)	下期 (7～12月)	通期	上期 (1～6月)	下期 (7～12月)
ユーロ圏		1.4	2.3	2.4	2.1	1.9	1.9	1.8
	ドイツ	1.2	1.9	1.8	2.0	1.8	2.0	1.6
	フランス	1.4	1.9	1.9	1.8	1.7	1.8	1.5
	イタリア	0.1	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4	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(06年8月11日現在)

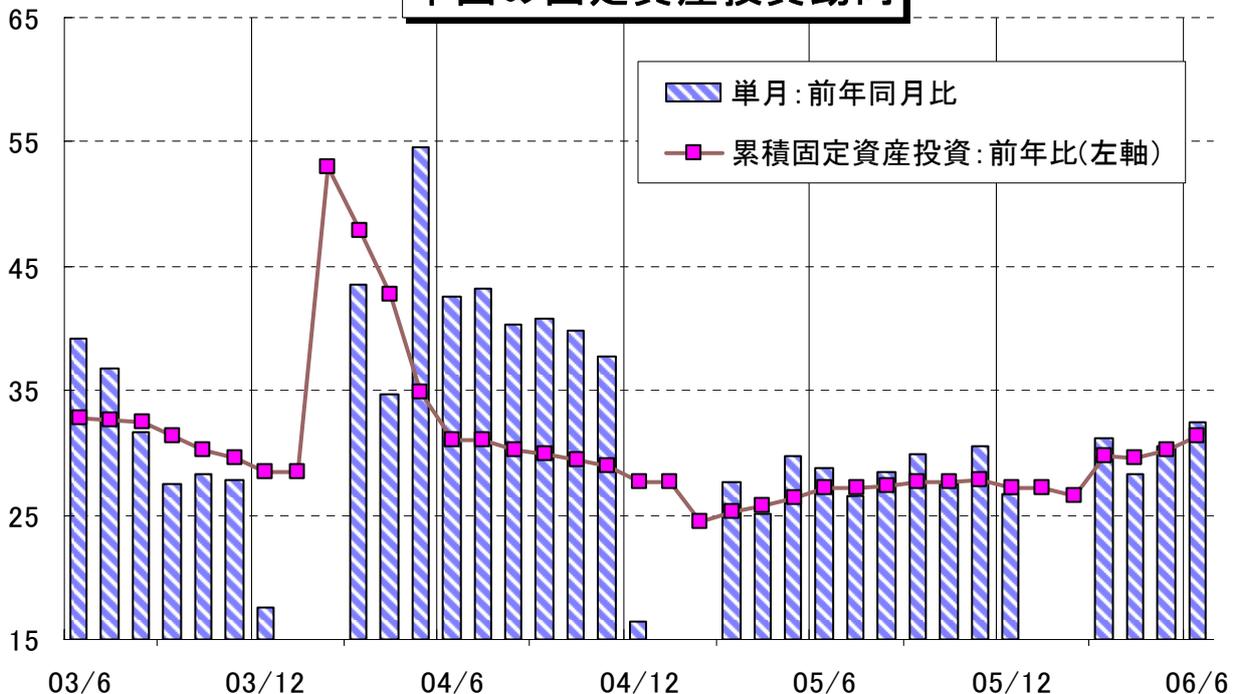


中国経済の状況(予測の前提)



(前年比:%)

中国の固定資産投資動向



中国・国家統計部データから農中総研作成