(株)農林中金総合研究所

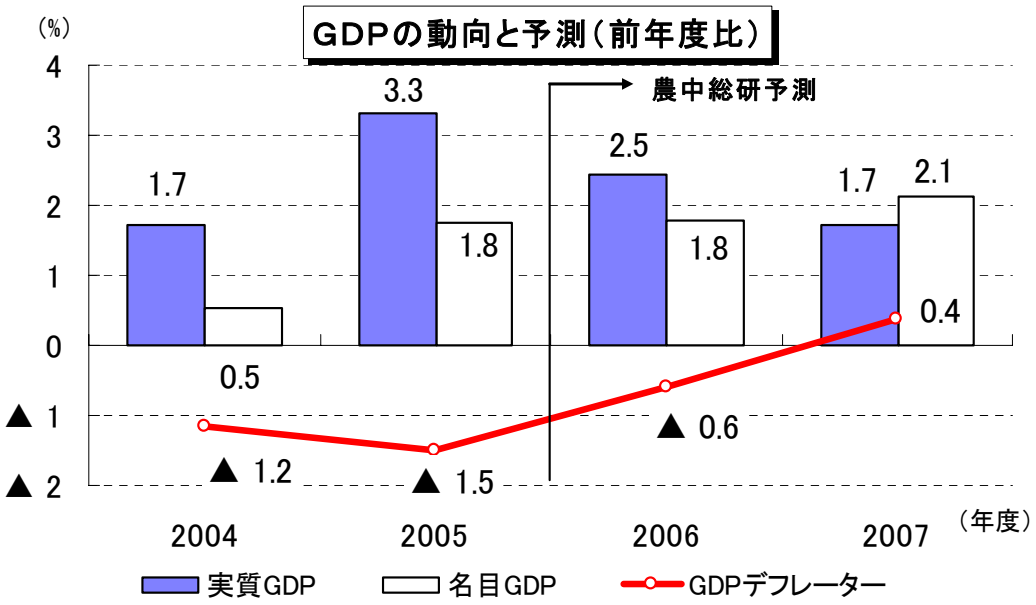
2006 年 11 月 17 日

2006～07 年度改訂経済見通し

2006 年度+2.5%成長、07 年度+1.7%成長と予測

～ 07 年年明け後には国内景気は踊り場入りへ ～

7～9 月期に落ち込んだ民間消費の反動増や民間設備投資の余熱もあり、年内の国内景気は底堅く推移するだろう。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って、先行きは輸出の伸びが鈍化する可能性が高い。その影響は徐々に民間需要に浸透し、07 年入り後は景気の踊り場的様相が強まるものと思われる。ただし、07 年度下期からは米国経済の景気反転に牽引される格好で再び成長率を回復していくと予想する。金融政策は、堅調な設備投資の上振れリスクに対応し、年内の追加利上げを想定。しかし、07 年年明け以降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、政策金利は 0.50%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．1～13
参 考	P．14
付 表	P．15～16

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

1. 景気の現状：

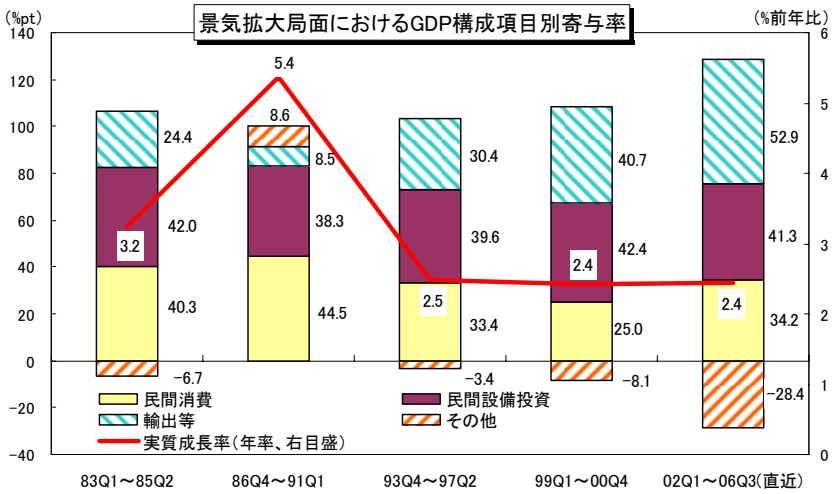
(1)最近の景気・物価情勢

2002年2月から始まった今回の景気拡大局面は、11月には拡張期間が58ヶ月となり、戦後最長だった「いざなぎ景気(1965年11月～1970年7月の57ヶ月)」を抜いたものと考えられる。これまでになかった程、長期間にわたって景気拡大が継続した要因としては、①景気回復初期段階で巨大なデフレギャップが存在していたこと、②ITバブル崩壊後の世界経済の成長テンポが高まった状態が続き、輸出環境が良好な状態が続いたこと、③金融緩和状態が長期にわたって実施されたこと、などが挙げられるだろう。

今回の景気拡大局面の初期段階では主として海外経済の堅調さに牽引された輸出の好調さだけが目立つ状況であり、多くの企業は「3つの過剰」の解消努力(リストラ)を行い、銀行セクターでは不良債権問題を抱えるなど、国内需要は盛り上がりにかけるものであった。しかし、05年夏場に「景気の踊り場」を脱却した後は、設備投資の増勢が見られるなど、「内外需バランスの取れた成長」が達成される状況にまで至った。あとは、好調な企業部門から家計部門に対して、賃金・賞与や配当・利子などを通じた所得波及が本格的に開始されるのを待つばかりであった。

しかし、ここにきて、景気の先行きに対する不透明感が高まり始めている。最大の懸念材料は06年4～6月期以降、グロース・リセッション的な状況(潜在成長率を下回る成長が継続する状況)に入った可能性が高い米国経済の行方である。既に住宅市場では調整色の強い展開となっているが、そこから派生する悪影響が個人消費の減速につながってきた。世界全体の経済規模の約3分の1を占める米国経済の減速は、直接的・間接的に日本の輸出を鈍化させる可能性は否定しがたい。これが現実化した場合、輸出依存の経済成長を続ける日本経済に対する影響は大きいと見られる。輸出が減速しても、民間需要が自律的な回復を続けていることから問題ないとする意見もあるが、06年度に入ってからのGDP統計を見ると、もはや内需と外需の両輪が揃わなくなっていることに注目する必要があるだろう。

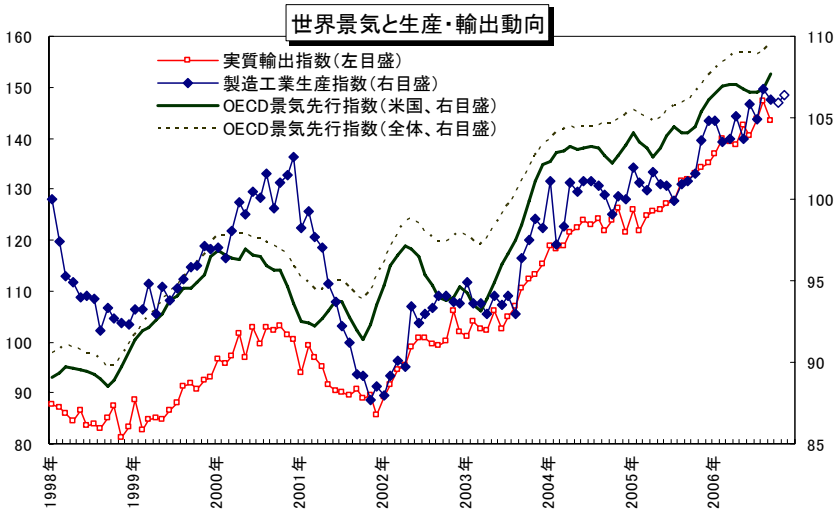
今回の景気拡大局面におけるGDPの主要構成項目の寄与率を見てみると、民間消費(34.2%)・民間設備投資(41.3%)とも、80年代以降の過去4回の景気拡大期の平均的な値であるのに対し、輸出は52.9%と極めて大きな値をとっている。その数値は、この間におけるGDPの増加分のうち、半分以上は海外からの需要であったことを意味している。つまり、輸出が減速すればGDP成長率への影響度も大きいということがいえるだろう。



(2)7～9月期GDPの評価

こうしたなか、11月14日にはGDP速報(1次QE)が発表されたが、2006年7～9月期の経済成長率は前期比+0.5%(同年率換算+2.0%)と、4～6月期に続き、ほぼ+2%とされ

る潜在成長率並みの成長率に留まった。実体経済が完全雇用状態に達していない中で、潜在成長率程度の成長が続いたということは、少なくとも06年度に入ってからは景気改善に向けた動きが足踏みしていることを示唆している。

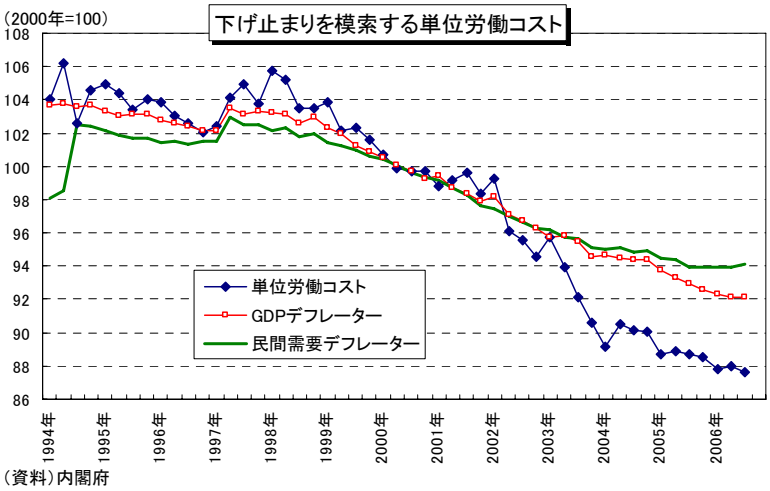


(資料)日本銀行、経済産業省、OECD　(注)実質輸出、製造工業生産は2000年基準

内容を見ると、民間消費・公共投資が大きく減少する一方で、民間設備投資・民間在庫増・輸出がそれを補って余りあるほどの増加を示した。なお、民間在庫の積み上がりの背景には、次世代ゲーム機や携帯電話向けの電子部品・デバイスなどの在庫増の他、消費不振に伴う売れ残りなども寄与している可能性が高いだろう。

また、05年1～3月期以降、堅調に推移してきた民間最終需要(民間在庫を除く民間需要)は、前期比横ばいと大きく減速しており、4～6月期(外需がマイナス寄与度)に続き、「内外需バランスの取れた成長」という姿が達成されていないことが明らかとなっている。仮に、10～12月期に民間消費に反動増が見られたとしても、同時に在庫減が発生する可能性もあり、直接的に、成長率の引き上げにつながるかどうかは不透明である。

GDPデフレーターについては、8月下旬に実施された消費者物価指数の基準年改定の影響もあり、民間消費デフレーターを中心に遡及改定されたこともあり、既発表分と比較して0.2～0.5%ptほど下落率が拡大している。なお、7～9月期分の前年比は▲0.8%と依然水面下にあるが、4～6月期(同▲1.3%)から下落率を縮小させているほか、前期比で見れば▲0.0%とほぼ横ばいとなった。民間消費デフレーターも前年比では▲0.3%であるが、前期比では+0.1%とプラスに転じている。更に永年にわたって大幅な下落が継続してきた民間設備投資デフレーターは前年比＋0.4%とプラスになっており、デフレ脱却に向けた動きは着実に進展していることも窺える。



(資料)内閣府

(3)追加利上げ時期を探る金融政策

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が、先行きも景気拡大が継続するとの見通しの下、追加利上げの実施時期を模索する動きを強めている。一方で、3月の量的緩和政策解除の影響もあり、10月のマネタリーベースは前年比▲21.3%、同じくマネーサプライは同+0.5%と、低調な動きとなっている。銀行・信金の貸出残高も同+1.1%ながら、このところ増加率は縮小傾向にあり、水準もほぼ横ばいで推移し始めるなど、必ずしも民間の借入意欲は強まりを見せているわけでない。

2. 予測の前提条件：

(1)財政政策

06年9月に成立した安倍新政権は、小泉構造改革路線を更に推進することを表明している。07年度予算編成については、7月に閣議決定した「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006(骨太の方針)」を基に作業する構えを示している。11月10日に開催された経済財政諮問会議では、公共投資改革や社会保障制度改革について議論されたが、公共投資改革は07年度の公共事業関係費を3%削減することを確認。また、社会保障制度改革では具体的な数値目標を明示するまでには至らなかったが、07～11年度の5年間の「高コスト構造是正プログラム」を策定することを基本合意した。このように、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)は今後も推進されるであろう。なお、歳出面から見れば、抑制姿勢は維持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たものになるだろう。公共投資も減少傾向は続くものと想定した。

一方、歳入面では、サプライサイダー的な経済思想の下に運営される可能性が高い。安倍政権ではいわゆる「上げ潮戦略」と呼ばれる成長重視型の経済政策を運営されるとの指摘がなされている。これは、名目+3～4%以上という高めの成長率を実現し、その成果によって山積する諸問題の解決を行うということである。財政再建もその対象の中に含まれており、消費税の税率引き上げなどの増税措置は急がず、逆に法人課税の軽減などによって、民間活動を刺激し、結果として財政再建が達成されればよい、という方針である。具体的に、07年度税制改正としては、5,000億円程度の減税が期待される減価償却制度の拡充(全額損金参入へ)などが盛り込まれる可能性が高い。ただし、実効税率(現行39.54%)の引き下げについては08年度以降に持ち越される可能性が高いだろう。消費税率引き上げの時期は09年4月以降になるとした。

また、07年度の新規国債発行額は、安倍新首相の所信表明では、07年度の発行額を06年度以下とする方針が示されていた。これに対し、財務省では諸減税措置の全廃や好調な企業業績に伴う税収増を背景に、25兆円台への圧縮を視野に調整する方針であると報じられており、発行額の減額はほぼ間違いないものと思われる(06年度予算での発行予定額は29兆9,730億円)。なお、14日に安倍首相は災害復旧費などを盛り込む補正予算編成を尾身財務相に指示、合わせて06年度分の国債発行額の圧縮も行い、一段の財政健全化を図る構えである。

(2)世界経済の見通し

①米国経済

米国経済は、2003年後半以降、昨年の大型ハリケーン襲来による一時的・特殊要因もあったが、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成長率を継続してきた。しかし、06年4～6月期に成長率が前期比年率(以下、断りのない限り同じ)+2.6%に減速したのに続き、7～9月期の成長率(一次速報値)も+1.6%の低成長にとどまり、前年同期比でも+3%割れ(+2.9%)となった。

8月の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は5.25%に引き上げられた後、前述のような成長減速や原油市況の下落などコストプッシュ圧力の緩和を踏まえ、9月以降は据え置かれている。

成長減速の主因となったのは、新設住宅着工戸数の減少など住宅投資の減少である。モーゲージレート上昇や住宅価格先高観の後退などがなどによって、新築住宅の着工・販

売に加え中古住宅の販売件数も減少。住宅価格も前年比マイナスに転じ、「バブル」ともいわれた住宅ブームは収束したと言えよう。しかし、住宅需要の減少と住宅価格の下落が長期化し、マクロ経済全体への波及が広がるバブル崩壊の可能性は極めて小さいと見ている。長期金利の低下に伴いモーゲージ金利が再低下したこともあり根強い実需によって住宅需要は底入れしつつあり、遅くとも年明け4～6月期以降、住宅投資の持ち直し傾向が明らかになっていくと予想する。

雇用情勢については、非製造業の雇用拡大が製造業の雇用縮小を補完し雇用者数の増加基調は維持されるものの、全体的な雇用者増加数の水準は低下。賃金上昇率も高い上昇を継続している専門職層を含め、成長鈍化に伴い全体的にスローダウンしていくと予想する。このため、エネルギー価格下落などに伴う物価上昇率の低下によるプラス要因はあるものの、GDPの7割を占める個人消費については、成長率が鈍化すると見込む。

また、企業の設備投資については、非国防資本財受注(実質)がすでに頭打ち傾向にあり、世界経済の成長鈍化や資本ストックの積み上がりによる企業の慎重な姿勢がマイナス要因となり、増加ペースは年明け以降低下に向かうと想定する。ただし、内部留保を含め資金調達が良好な環境にあること、グローバルな競争拠点として米国内への投資が選択される状況にあることから、引き続き成長を支える要素となろう。なお、民間在庫投資については、民間消費を中心に成長鈍化のなかで増加水準は鈍化すると考える。

一方、輸出については、世界経済の成長ゾーンである中国などBRICsのほか、東南アジア、南米、中東の経済成長が引き続き堅調であると予想されることから、好調を持続すると予想するが、増加率自体は低下すると見込む。ただし、輸出の伸びが輸入の伸びを上回ることから、GDPに対して外需はプラスに寄与する。

以上から、米国経済の拡大ペースは、06年10～12月期に前期の反動増で成長率は盛り返すものの、07年年明け以降、潜在成長力水準を下回る減速の状況が続くと考える。とはいえ、住宅ブームの失速は軟着陸に向かう可能性が大きく、かつ企業設備にも過剰能力の発生が見当たらないことから、本格的な景気調整(マイナス成長)には至らず、プラス成長のもとでの成長鈍化(グロース・リセッション)の域にとどまると考える。

金融政策については、今後、追加利上げは基本的に予想しない。一方、急速な景気悪化の指標も出ていないことから、現状の政策金利水準の滞空時間が長引く可能性も残るが、外部インフレ要因である原油など商品市況の落ち着きや成長鈍化に伴う国内インフレ

2006-07年米国経済見通し

	単位	2005年	2006年			2007年		
			通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)
		実績	予想	実績	予想	予想	予想	予想
実質GDP	%	3.5	3.3	3.9	2.1	2.3	2.2	2.5
個人消費	%	3.6	3.1	3.2	2.8	2.7	2.6	3.0
設備投資	%	8.7	7.6	9.1	6.8	5.0	4.5	4.3
住宅投資	%	7.1	▲ 3.1	▲ 3.2	▲ 12.8	▲ 3.8	▲ 1.8	1.9
在庫投資	10億ドル	19.7	47.7	47.5	47.9	18.8	17.5	20.0
純輸出	10億ドル	▲ 619.2	▲ 634.3	▲ 630.4	▲ 638.2	▲ 650.7	▲ 635.7	▲ 665.8
輸出等	%	7.0	8.6	10.9	6.2	5.2	5.1	4.6
輸入等	%	6.4	6.5	8.1	5.0	4.4	3.1	6.2
政府支出	%	1.8	2.0	2.4	1.6	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11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

圧力の緩和状況を踏まえながら、FRB は 07 年 4～6 月期以降、慎重なペースで利下げを進め、景気の軟着陸をサポートすると想定する。

②欧州経済

06 年 7～9 月期の EU 経済は、世界経済の拡大を背景に 4～6 月期に続いて前年比+2%台後半の成長率を確保。なお、独については 06 年下半期に 07 年に行われる付加価値税増税を前にした駆け込み消費が起きている可能性が高く、07 年にその反動減や米国経済の減速などにより成長が鈍化する可能性がある。

なお、ユーロ圏成長率として，欧州経済委員会は秋季経済見通しで、06 年の+2.6%から 07 年は+2.1%（いずれも暦年ベース）への減速を見込んでいるが、民間エコノミスト予想では 07 年は+1.9%と一段の減速予想となっている。

③中国経済

中国経済は、06 年に入ってからも前年比+10%台の成長率を維持するなど、引き続き力強い経済成長を続けている。先行きに関しては、中国国家発展改革委員会傘下のマクロ経済研究院は 07 年の経済成長率は前年比+10%割れとなるとの見通しを公表しているほか、エコノミスト予想でも 07 年成長率予想は 9.1%となっている。

ただし、08 年開催予定の北京五輪を前に、固定資産投資に牽引され 07 年も前年比二桁台の高成長を持続する可能性もある。そのため断続的に金融引締め政策も継続されているほか、国際収支の不均衡（対米を中心とする貿易黒字の累増）と人民元に対する為替上昇圧力、環境悪化、所得格差などに対する政策対応も迫られるとみられ、これらが中国経済に与える影響が注目される。

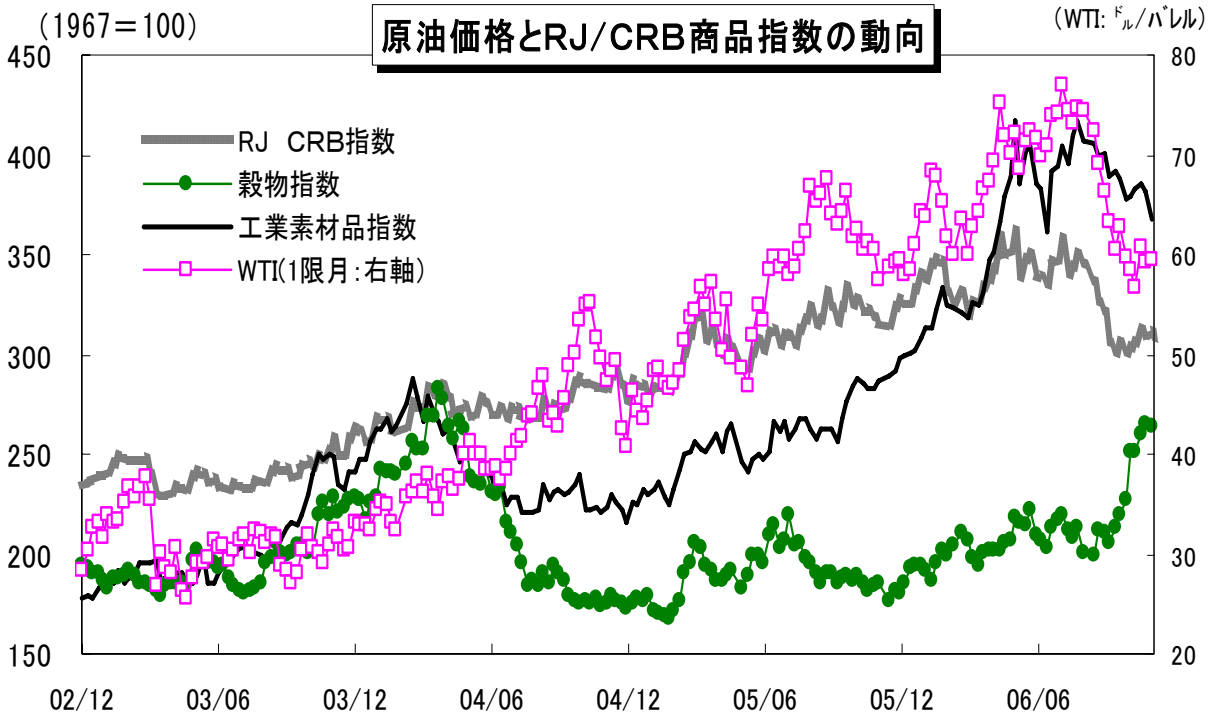
④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は、8月以降、金融引き締め策に伴う流動性の縮小や景気減速懸念の高まりを背景に下落基調が続いた。代表的なロイター・ジェフリーズCRB指数は、5月中旬に史上最高値となる360ポイントを突破したが、その後は原油などエネルギー価格が大幅に下落したことから10月初旬には300ポイント割れと、約1年4ヶ月ぶりの低水準となった。

しかし足もとでは、トウモロコシが10年ぶりの高値に達するなど穀物価格が上昇しているほか、天然ガスも再上昇しており、商品市況は持ち直し気味に推移している。ただし先行きは、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商品市況は下押し圧力がかかりやすいと見込まれる。

原油価格も大幅な下落となり、9月以降は60ドル/バレル前後（WTI期近、終値）で推移している。史上最高値となった7月中旬の77ドル台から20%以上下落した。またOPECバスケット価格も55ドル/バレル前後の動きとなっている。中東情勢の悪化懸念が後退したほか、米ドライブシーズン終了によるガソリン需要の緩和や大型ハリケーンが上陸せず石油関連施設への被害が回避されたことに加え、米石油精製能力（稼働率）が改善したこと、さらに原油市場から資金が退出したことなどが背景。

OPECは11月から減産を実施し、追加減産の可能性も取り沙汰されているが、非OPEC諸国の原油供給力が増大しているため、中国・インドなど新興国の高成長による原油需要の増加にも対応できるという見方をしている。原油価格は高止まりするものの、投機資金が再び原油市場に流入しない限り価格は上昇しづらいと考える。日本の原油入着価格（CIFベース）は、06年が1バレル当たり62.7ドル、07年は小幅下落して同55.6ドルと想定。



Bloomberg(CRB社)データから農中総研作成

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	1.8	2.1
実質GDP	%	3.3	2.5	1.7
民間需要	%	3.5	2.9	1.6
民間最終消費支出	%	2.6	1.0	0.9
民間住宅	%	▲ 0.2	0.1	1.0
民間企業設備	%	7.3	9.9	3.4
公的需要	%	0.8	▲ 2.0	0.2
政府最終消費支出	%	1.4	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 11.6	▲ 1.9
輸出	%	9.1	8.8	6.5
輸入	%	6.5	4.8	4.4
国内需要寄与度	%	2.7	1.7	1.3
民間需要寄与度	%	2.5	2.2	1.2
公的需要寄与度	%	0.2	▲ 0.4	0.0
海外需要寄与度	%	0.4	0.7	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.5	▲ 0.6	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	0.2	0.4
完全失業率	%	4.4	4.1	4.0
鉱工業生産（前期比）	%	1.6	3.4	2.5
経常収支（季節調整値）	兆円	19.2	18.9	21.8
名目GDP比率	%	3.8	3.7	4.2
貿易収支（季節調整値）	兆円	9.5	8.2	9.2
為替レート(前提)	円/ドル	113.3	115.6	110.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.001	0.313	0.500
10年国債利回り	%	1.43	1.82	1.93
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	55.4	62.7	55.6

（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	%	0.5	0.2	0.5	0.7	0.5	0.4	0.5	0.6	0.8
実質GDP	%	0.8	0.4	0.5	0.6	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
(年率換算)	%	3.2	1.5	2.0	2.3	1.4	1.1	1.8	2.3	2.9
民間需要	%	1.0	0.9	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.5	▲ 0.7	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	1.2	▲ 2.5	0.1	0.8	0.5	0.0	0.2	0.1	0.0
民間企業設備	%	3.7	3.5	2.9	1.8	0.5	0.0	0.5	1.0	2.0
公的需要	%	▲ 0.2	▲ 1.2	▲ 1.2	0.7	0.3	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 0.8	▲ 6.5	▲ 6.7	2.8	0.5	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	%	2.5	0.9	2.7	1.8	1.5	1.0	1.5	1.8	2.5
輸入	%	2.4	1.4	▲ 0.1	1.7	1.1	0.8	1.0	1.5	1.7
国内需要寄与度	%	0.7	0.4	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5
民間需要寄与度	%	0.8	0.7	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
公的需要寄与度	%	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%	0.1	▲ 0.0	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	0.4	0.5	0.3	0.3
国内企業物価　（前年比）	%	2.8	3.1	3.5	3.2	2.8	2.0	1.5	1.2	1.1
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.0	0.0	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
完全失業率	%	4.2	4.1	4.1	4.1	4.0	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産（前期比）	%	0.6	0.9	1.0	0.2	0.0	0.3	1.0	1.2	2.0
経常収支（季節調整値）	兆円	5.1	4.3	4.7	4.9	4.9	5.1	5.3	5.5	5.8
名目GDP比率	%	4.0	3.4	3.7	3.8	3.8	3.9	4.1	4.2	4.4
貿易収支（季節調整値）	兆円	2.3	2.1	2.1	2.1	2.0	2.3	2.3	2.3	2.4
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	114.4	116.2	117.0	115.0	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.001	0.002	0.250	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500
10年国債利回り	%	1.57	1.89	1.79	1.75	1.85	1.85	1.90	1.95	2.00
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	59.5	65.3	70.5	60.0	55.0	55.0	55.0	55.0	57.5

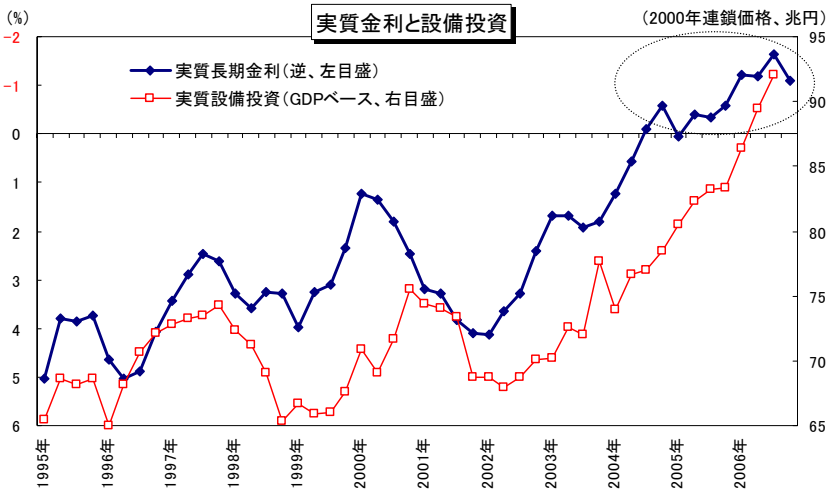
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断りのない場合、前期比。

3. 2006～07年度日本経済の見通し：

(1)経済見通し

10月下旬以降に発表された経済指標の内容が弱めであったこともあり、すでに景気が踊り場に差し掛かっているのではないか、とする慎重論も浮上していた。しかし、7～9月期の実質GDP成長率が予想に反して、堅実な数字として発表されたこともあり、上述の景気慎重論は解消される方向に働いた。ただし、先行きに対する景気減速懸念まで払拭するには至っておらず、特に日本銀行が描くような07年度にかけても景気拡大が継続するとの見方を積極的にサポートできるような情報は少ないように思われる。

当社は、06年中は7～9月期に大幅減となった民間消費に反動増が発生する可能性や、先行きの設備不足感を抱く企業が少なくないこともあり、設備投資が当面底堅く推移することも予想されることから、たとえ輸出の増勢に一服感が見られたとしても、少なくとも年内は景気拡大局面が継続するものと予想している。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り、製造業ベースでの実質金利(10年国債利回り－国内企業物価上昇率)が引き続きマイナス状態にあるほか、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など、設備投資環境は依然として良好であるといえるだろう。しかし、企業が堅調な設備投資計画を策定する背景には、今後も良好な経営環境が持続するとの前提があるはずであり、その前提条件に変化が見られた際には、計画の変更の可能性も十分想定される。先行き輸出減速感が強まれば、大企業・輸出製造業を中心に設備投資計画が下方修正される可能性があるだろう。一方で、資金調達の目処がついた中小企業を中心に計画の上積みがされてくる動きも想定される。それゆえ、06年内の民間設備投資は底堅く推移する可能性が高いだろう。こうした設備投資の余熱により、日本経済は成長率を徐々に鈍化させつつも、景気後退には陥らずに推移するものと思われる。

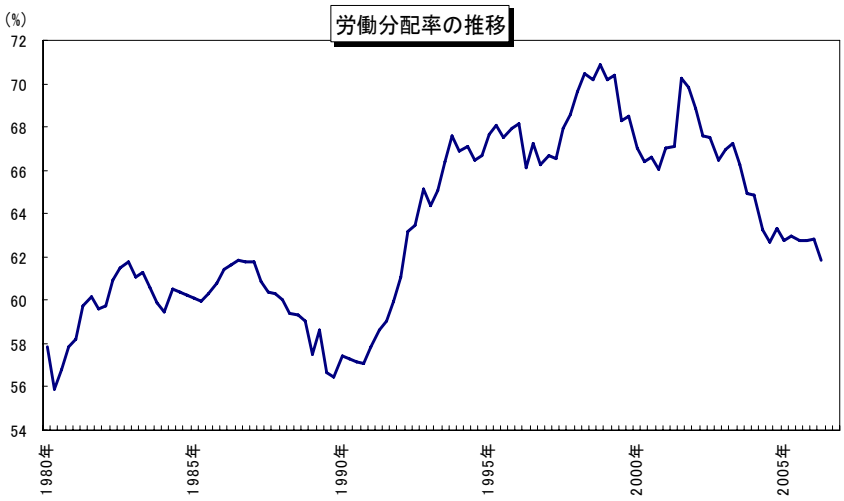


(資料)内閣府、日本銀行、日本経済新聞等から農中総研作成
(注)実質長期金利は、10年国債利回りから国内企業物価上昇率を差し引いたもの(事後ベース)

しかしながら、冒頭で述べたように、日本経済は輸出に大きく依存した成長を続けていることにも留意する必要がある。輸出鈍化の影響は徐々に民間需要にも浸透し始める可能性は高いだろう。07年に入ると、04年度下期に見られたように、輸出という景気牽引役を失い、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07年前半にかけてこれまでの利上げの累積効果により調整色が強い展開が続く可能性があり、その影響が日本経済にも波及してくる可能性が高い。06年内は堅調に推移した設備投資もその反動が出る可能性が高く、07年夏場にかけて停滞感が強まる可能性が高い。

一方、期待される企業部門から家計部門への所得波及の行方であるが、90年代末以降強まっている賃金プロファイルの形状フラット化の影響や、人口動態の変化により比較的賃金水準が高めの雇用者が今後退職していくことの影響もあり、人手不足感の高まりから賃金上昇が発生したとしても、1人当たり賃金はそれほど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はしても大きく上昇することはないだろう。その結果、国内景気の踊り場的様相の強まりの影響とあわせ、物価上昇圧力があまり高まらないまま推移する可能性が高いだろう。



(資料)財務省「法人企業統計季報」より作成
(備考)労働分配率=人件費/(経常利益+支払利息・割引料+減価償却費+人件費)

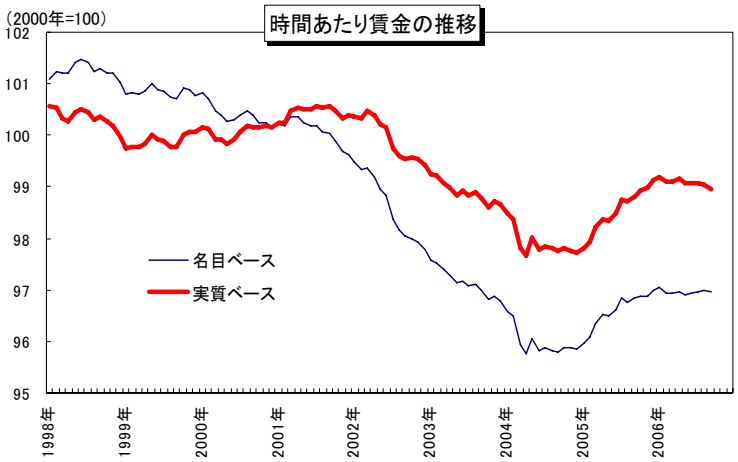
さらに、06 年に入ってからの金融政策や金利水準の正常化に向けた動きも、多少の時間差を伴って 07 年中にも効果が出始める可能性が高い。マネタリーベースやマネーサプライといった量的指標は軒並み低調な状況となっており、増加に転じたと見られていた貸出も再び低調な動きに戻っている。中長期的にマネーは所得に対して先行性があるという経験則を考慮すれば、07 年あたりに景気抑制的な効果が機能し始める可能性は否定できないだろう。

いずれにせよ、07 年前半の日本経済にはやや停滞感のある展開となるものと考えられる。その後、米国経済の景気回復に牽引される格好で、秋口にも 3 度目の踊り場を脱却し、年度末に向けて再び成長率を高めていく回復していくものと予想する。

この結果、**実質経済成長率について 06 年度を+2.5%、07 年度を同+1.7%**としたが、前回予測(9 月時点:06 年度+2.6%成長、07 年度+1.7%成長)から、06 年度についてのみ下方修正を行った。また、**名目成長率は 06 年度+1.8%、07 年度+2.1%**と、GDP デフレーターの遡及改定の影響を受けて、同じく06 年度を下方修正した(9 月時点:06 年度+2.3%成長、07 年度+2.1%成長)。**GDP デフレーターは、06 年度は前年度比▲0.6%**ながらも、07 年 1～3 月期には前年比プラスに転じ、**07 年度は年間を通じて同+0.4%**とプラスになると予想される。

(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**はバブル崩壊後の平成不況の中で、様々な不安感(雇用不安、金融システム不安、年金不安など)が高まりを見せる中、消費性向が大きく低下した状態に陥っていた。しかし、景気拡大が長期化し、そうした不安が徐々に解消される過程で、消費性向が元の水準に回帰する過程で民間消費は比較的堅調に推移してきた。しかし、そうした過程ももはや終了しており、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+1.0%、07 年**

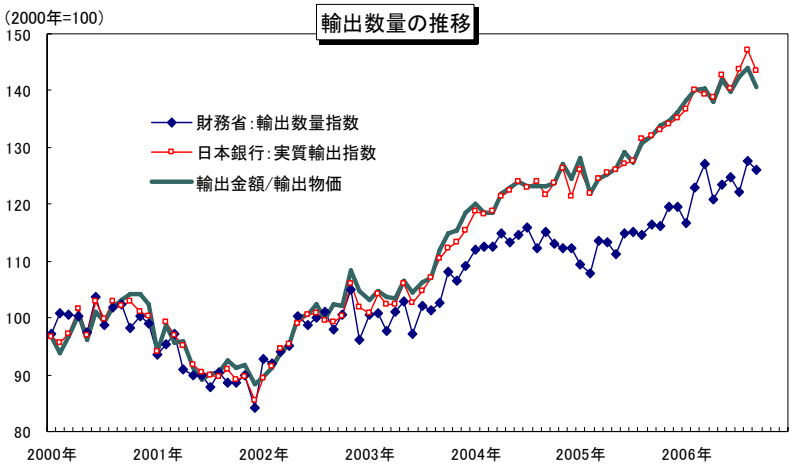


(資料)厚生労働省　(注)12ヶ月移動平均

度は同+0.9%と、05 年度(同+2.6%)から大きく増加率が圧縮されるものと見込んでいる。

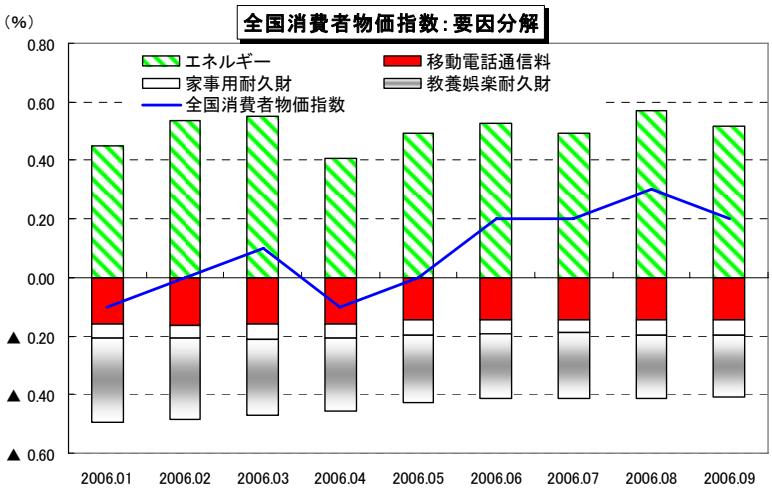
民間設備投資については、企業経営者の投資意欲が堅調なこともあり、06 年度中は借入れ金利水準の上昇や輸出鈍化による抑制効果はあまり表面化しないものと思われる。しかし、07 年度には、輸出減速やそれに伴う成長率鈍化の影響に加え、好調な 06 年度の反動、銀行貸出などに依存する中小企業などへの金利上昇によるマイナス効果が重なり、大きくスローダウンするだろう。**06 年度は前年度比+9.9%**と二桁に近い増加率となるが、**07 年度は同+3.4%**へと急ブレーキがかかるものと予測した。

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+8.8%**から**07 年度には+6.5%**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、輸出の増加率も徐々に回復していくものと思われる。



(資料)財務省、日本銀行の資料より農中総研作成

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あまり高まらない状況が続くものと思われる。この背景として、第一に、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を挙げることができる。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。第二に、これまでの物価上昇の主役であった石油製品価格の上昇が止まり、既に下落し始めている点も指摘できるだろう。国際原油市況(WTI)は 8 月上旬に 77 ドル/バレルをつけたあと、下落に転じており、11 月中旬には 58 ドル/バレル台にまで低下している。この影響を受けて、ガソリン小売価格は 10 月以降下落しており、既にピークから 5 円/リットル低下している。こうした石油製品価格だけで消費者物価全体を 8 月には 0.41%pt 押し上げていたが、その寄与度が今後徐々に低下していくことが予想されている。石油関連以外の財・サービスにも価格転嫁の動きが始まっているが、その動きはまだ限定的であり、国内の物価上昇圧力はあまり大きくないといえるだろう。**06 年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率は+0.2%、07 年度は同+0.4%**と、低調な状況が継続するものと思われる。



総務省「消費者物価指数」より農中総研作成

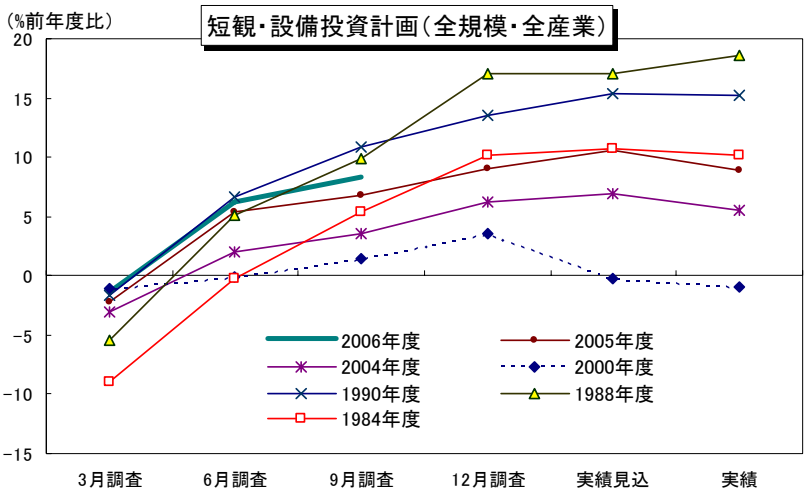
4. 金融政策・金融市場の見通し:

(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。

これまで述べてきたとおり、賃金・物価が先行き上昇するという確信が必ずしもない中で、日銀が注目しているのは堅調な設備投資が低金利を背景に更に上振れることで、将来的に経済・物価の振幅を激しくしてしまうリスクについてである。10月末に発表された展望レポートにおける日銀の景気シナリオによれば、「先行き06年度後半から07年度を展望しても、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けると予想される。景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準は、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する可能性が高い。」としている。つまり、日銀は07年度には景気はソフト・ランディングに向けた動きが始まるものと予想しているのである。これが実現するには、設備投資が減速しなくてはならない。このようなフォワード・ルッキング的な手法に基づき、予防的な利上げを行うことにより、日本経済が望ましい「物価の安定の下での持続的な成長経路」上を辿るように誘導しようというのが日銀の意図と思われる。

注目は、11月29日の10月鉱工業生産(製造工業予測指数は前月比▲0.2%と2ヶ月連続の低下見通し)、12月8日の10月機械受注(10～12月期見通しは+5.7%と2四半期ぶりの増加見通し)が景気拡大基調の継続を示唆する内容となり、かつ12月14日に公表される12月短観における06年度設備投資計画が引き続き上方修正されるなど堅調なものであれば、**12月18～19日に開催される金融政策決定会合において利上げを実施する可能性は高い**だろう。ただし、これまで提示してきた当社経済見通しでは07年入り後には経済成長が一時的にせよ足踏みの状態に陥ると想定しており、この段階での利上げは時期尚早と判断せざるをえない。



(資料)日本銀行　(注)土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

なお、07年度については夏場にかけて景気踊り場的な状況に陥るとの見通しにより、年度を通じて金融政策は据え置かれるものとしたが、年度末に向けて再び景気拡大基調が強まっていけば、日銀が追加利上げ時期を模索する行動に入る可能性もあるだろう。

(2)金融市場の見通し

金融市場では、7～9月期GDPの発表を前に、景気失速懸念が急速に広がったことを受けて、株価・長期金利とも低下、為替レートも円安気味に推移していた。ただし、そのGDP成長率が事前予想を上振れ、とりあえずは景気拡大局面が継続している内容を示したことから、過度の景気悲観論は払拭され、株価・長期金利も反転する動きを見せている。なお、やや長めのスパンで見てみれば、円の対ユーロレートが減価する傾向にあることを除けば、株価、長期金利、円レート(対ドル)のいずれも明確な方向感がなく、ボックス圏での

もみ合いが続いている。

まず、株価については、米株式市場(NY ダウ)が史上最高値を更新し、06 年度上半期の企業決算も比較的堅調だった割には上値の重い展開となっている。景気先行きに対する懸念が根強い中、年度通期の業績見通しが依然として保守的なものに留まっていることが嫌気され、さらにネガティブな情報(業績見通しの下方修正など)に対しては敏感に反応する地合いとなっている。また、海外投資家から見て予想 PER の水準が国際比較の上で高すぎるなど、日本市場そのものの割高感が残っていることもある。先行きについては、原油価格下落に伴って米国でのインフレ懸念が沈静化に向かい、かつ足許の円安気味の為替水準が企業収益にプラスに寄与し、かつ国内での価格転嫁が緩やかながらも進展する姿が明確になれば、一旦は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、徐々に増益率が鈍化する可能性も高く、株価上昇には限度があるだろう。

長期金利については、日銀の追加利上げへの思惑と、景気慎重論とが交錯する中、ややボラタイルに変動している。10 月末に公表された日銀「展望レポート」では、07 年度にかけても景気拡大局面は継続するとの見通しが示され、そのような状況下では現行の政策金利を継続すれば、景気・物価に対する刺激効果が過大になっていくことへの警戒感を示している。このように日銀は追加利上げに向けた意欲は高いものと考えられる。前述の通り、年末に向けて景気拡大シナリオをサポートする経済指標の発表が続けば、年内利上げの可能性は高いだろう。それを受けて、金利水準は中短期ゾーンを中心に一旦は上方にシフトする可能性が高いと思われる。しかし、①海外、特に米国で利上げ局面は終了した可能性が高く、代わってマーケットが利下げ転換を予想し始めていること、②07 年前半にかけて国内景気の改善テンポが鈍ること、などもあり、長期金利は上昇局面入りするわけではなく、再度低下する可能性も大いにあるだろう。07 年度中も長期金利は 2%割れの展開が続くものと思われる。

最後に、為替レートについては、対ドルレートについては米国での利上げは想定されないが、日本の追加利上げを考慮し、現状の 110 円/ドル台後半の水準から小幅円高方向にシフトする可能性はあるだろう。ただし、少なくとも 07 年度前半の日本の金融政策は更なる利上げに動きづらい場面に直面すると見込まれることから、大きく円高方向に進展することはないだろう。一方、対ユーロレートはECBが年内にもう一度、07 年前半にも追加利上げを行う可能性があることから、当面はユーロ高気味に推移するだろう。

金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2006年		2007年		
			11月(実績)	12月(予想)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)
無担保コールレート翌日物		(%)	0.253	0.20～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.4630	0.450～0.800	0.700～1.100	0.800～1.100	0.800～1.100
短期プライムレート		(%)	1.625	1.875	1.875	1.875	1.875
新発10年国債利回り		(%)	1.720	1.70～2.00	1.70～2.10	1.70～2.10	1.70～2.10
為替レート	対ドル	(円/ドル)	117.53	112～118	112～118	105～115	105～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	150.79	145～153	145～155	145～155	145～155
日経平均株価		(円)	16,289	16,500±1,000	16,500±1,000	16,750±1,000	17,250±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11月14日時点。

2006～07年度　日本経済見通し
（前期比）

	単位	2005年度	2006年度			2007年度		
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	3.3	2.5	1.1	0.9	1.7	0.7	1.1
民間需要	%	3.5	2.9	1.6	0.7	1.6	0.7	1.2
民間最終消費支出	%	2.6	1.0	0.1	0.3	0.9	0.5	0.6
民間住宅	%	▲ 0.2	0.1	▲ 1.9	1.1	1.0	0.3	0.2
民間企業設備	%	7.3	9.9	6.9	3.5	3.4	0.5	2.3
公的需要	%	0.8	▲ 2.0	▲ 1.9	0.2	0.2	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	1.4	0.6	0.2	0.3	0.7	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 11.6	▲ 10.0	▲ 0.5	▲ 1.9	▲ 1.1	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	20.3	19.4	21.3	22.9	22.2	23.6
輸出	%	9.1	8.8	3.5	3.9	6.5	2.5	3.8
輸入	%	6.5	4.8	2.5	2.2	4.4	1.9	2.9
内需寄与度（前期比）	%	2.8	1.7	0.9	0.6	1.3	0.5	0.9
民間需要（　〃　）	%	2.6	2.2	1.3	0.5	1.2	0.5	0.9
公的需要（　〃　）	%	0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
外需寄与度（　〃　）	%	0.5	0.7	0.2	0.3	0.5	0.2	0.3
デフレーター（前年比）	%	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 0.1	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）

時期 / 項目	単位	2005年度	2006年度			2007年度		
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.8	1.8	1.6	1.9	2.1	2.1	2.2
実質GDP	%	3.3	2.5	2.7	2.0	1.7	1.6	1.8
民間需要	%	3.5	2.9	3.2	2.4	1.6	1.4	1.8
民間最終消費支出	%	2.6	1.0	1.2	0.4	0.9	0.8	1.1
民間住宅	%	▲ 0.2	0.1	1.0	▲ 0.8	1.0	1.5	0.6
民間企業設備	%	7.3	9.9	9.6	10.6	3.4	4.0	2.8
公的需要	%	0.8	▲ 2.0	▲ 2.4	▲ 1.6	0.2	0.3	0.2
政府最終消費支出	%	1.4	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 11.6	▲ 13.0	▲ 10.5	▲ 1.9	▲ 1.6	▲ 2.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	20.3	19.4	21.3	22.9	22.2	23.6
輸出	%	9.1	8.8	10.3	7.6	6.5	6.5	6.4
輸入	%	6.5	4.8	4.9	4.7	4.4	4.1	4.8

国内企業物価　（前年比）	%	2.1	3.1	3.3	3.0	1.4	1.7	1.1
総合消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.3	0.4
完全失業率	%	4.4	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	1.6	3.4	4.5	2.3	2.5	1.5	3.5
住宅着工戸数	千戸	1249	1264	664	600	1260	640	620
経常収支	兆円	19.2	18.9	9.1	9.8	21.8	10.5	11.4
貿易収支	兆円	9.5	8.2	4.1	4.1	9.2	4.6	4.7
為替レート(前提)	ドル/円	113.3	115.6	115.3	116.0	110.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル／バレル	55.4	62.7	67.9	57.5	55.6	55.0	56.3

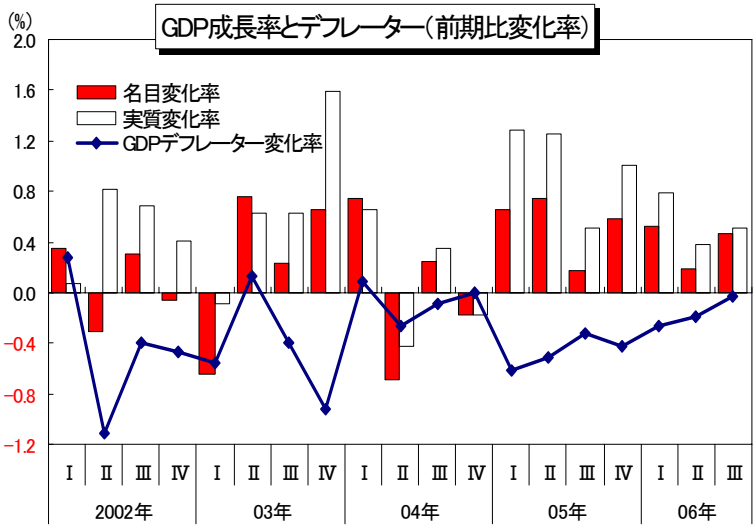
(注)消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

【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 月期から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、以下同じ）で下落が続いており、デフレ状況が継続している。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▲1.2％と、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。

◆ しかし、直近までの民需関連のデフレーターは下げ止まる動きも散見されている。設備投資デフレーターは 05 年以降、民間消費デフレーターは 06 年以降、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に最終財価格に反映できない状況が続いていたが、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、7～9 月期は▲0.0％と、ようやく下げ止まった。



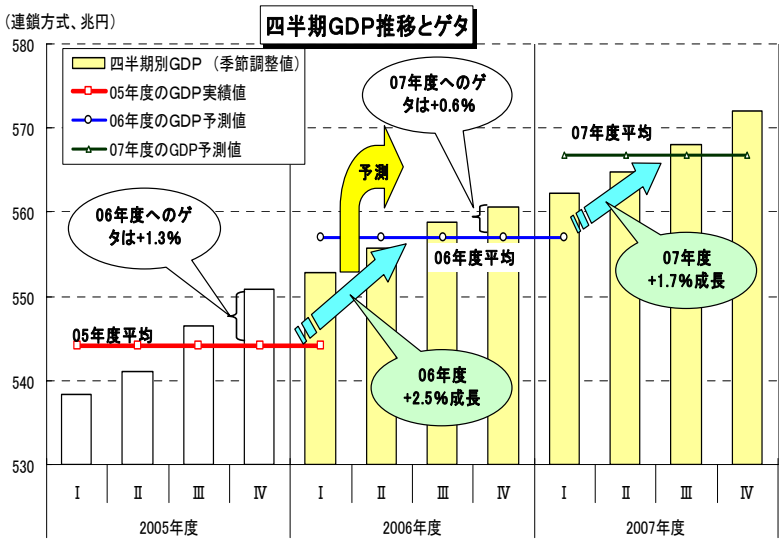
（資料）内閣府資料より、農中総研作成

【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 月～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、ある年度の 4 四半期ともゼロ成長が続いた場合でも、その年度の成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。例えば、04 年度に関しては、03 年度からのゲタが+1.70％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+1.3％となっている。政府経済見通し（+2.1％）、日銀政策委員の見通し（06 年 10 月時点：+2.4％）を達成するためには、06 年度内の残り 2 四半期は前期比でそれぞれ+0.0％、+0.4％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+2.5％成長であるが、実質的に年度内は+1.2％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+0.6％を見込んでおり、年度内に+1.1％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

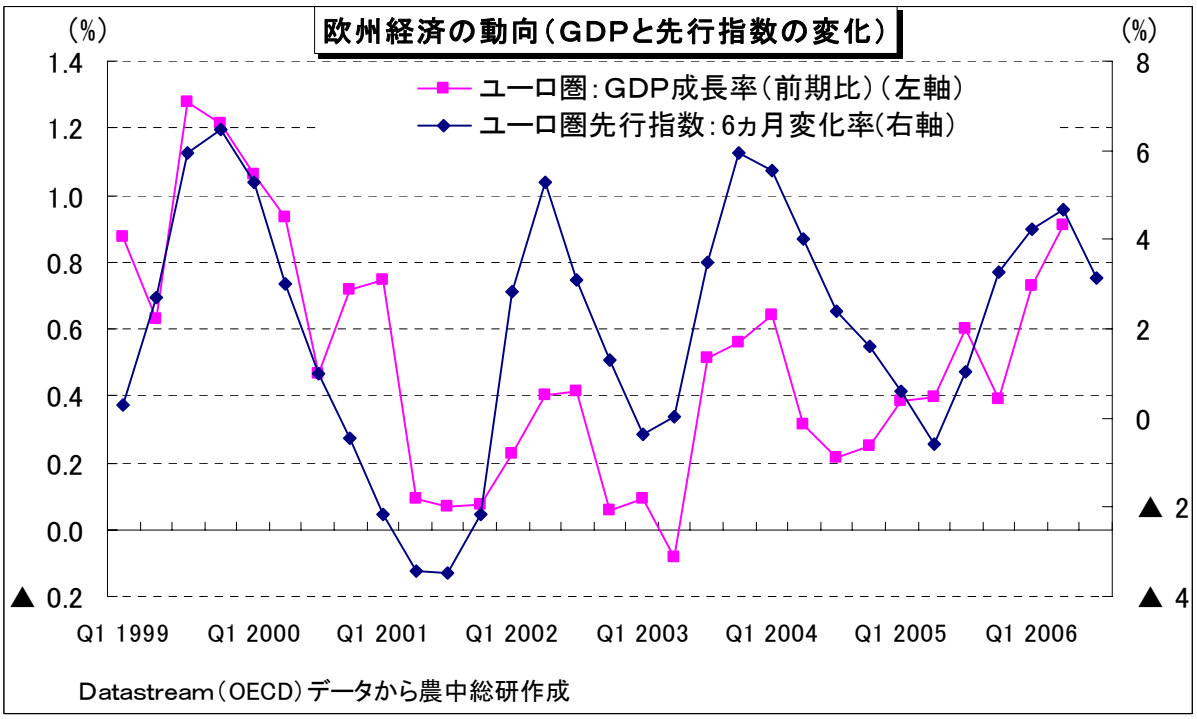
欧州経済の状況(予測の前提)

主要国の実質GDP成長率の実績と見通し　　見通し　（前年比:%）

		2004	2005	2006	2007
ユーロ・ゾーン		1.7	1.5	2.6	1.9
	ドイツ	1.3	0.9	2.2	1.2
	フランス	2.0	1.2	2.3	2.0
	イタリア	0.9	0.1	1.6	1.2
英国		3.3	1.9	2.6	2.4
BRICs	中国	9.8	10.0	10.4	9.1
	ロシア	7.2	6.4	6.6	6.1
	インド	8.3	8.5	8.1	7.4
	ブラジル	4.9	2.3	3.1	3.5

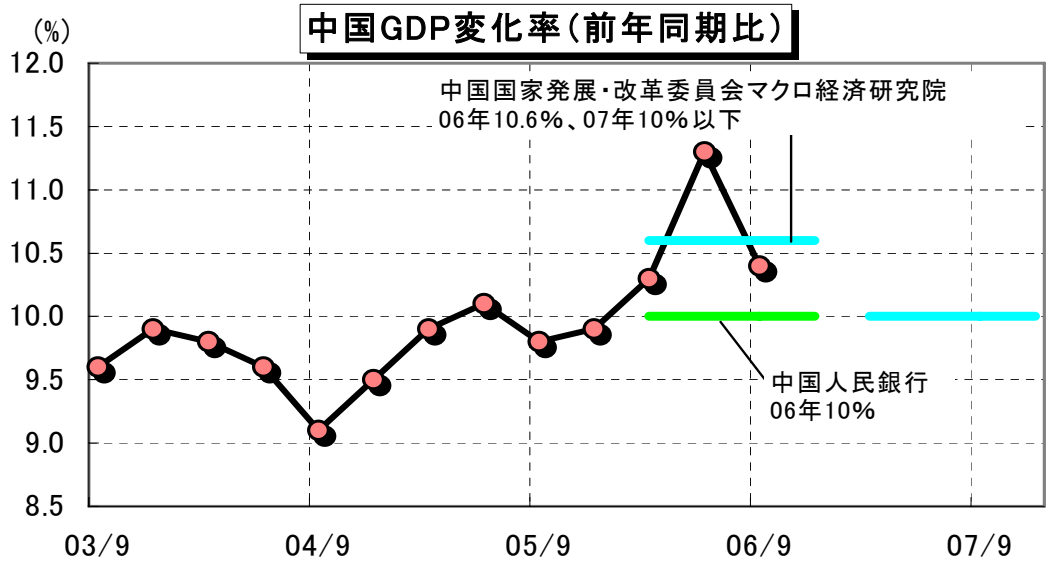
Datastream（各国GDP統計）データから農中総研作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社データによる

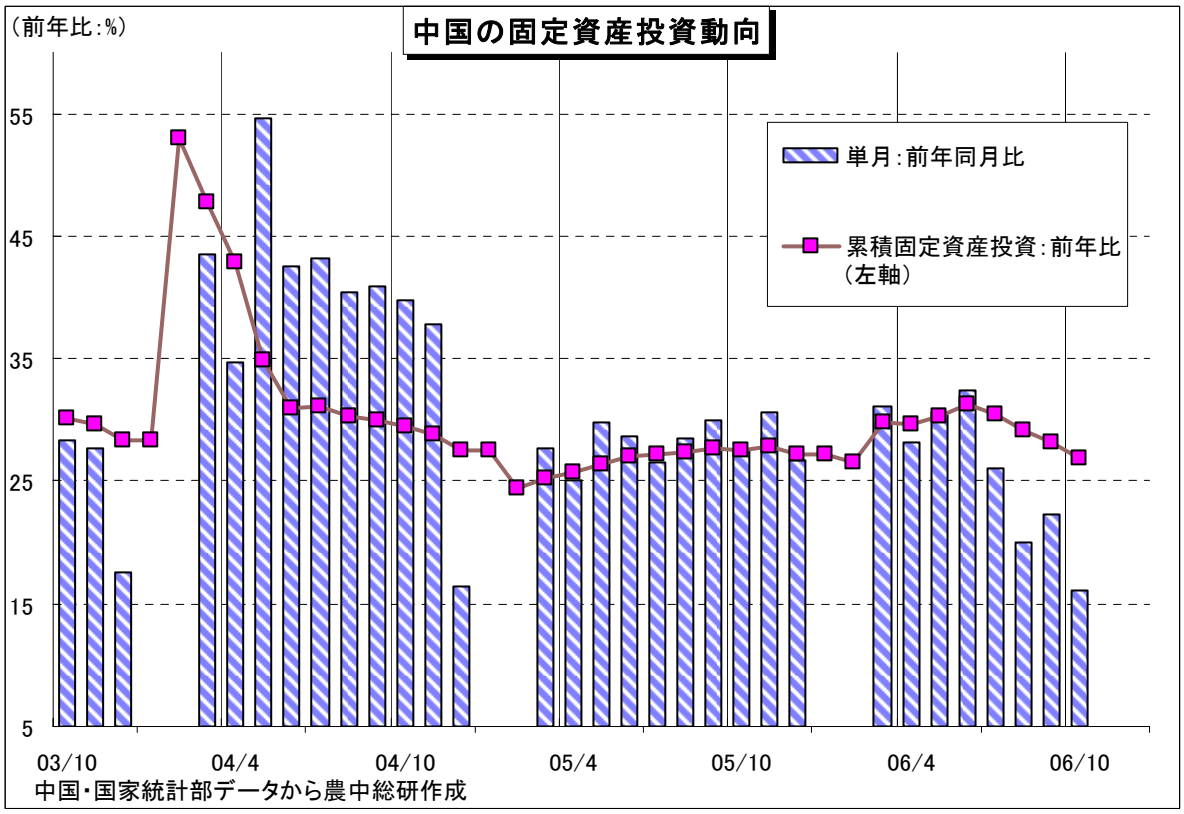


付　表　２

中国経済の状況(予測の前提)



中国人民銀行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