

2006、2007 年度改訂経済見通し

～ 07年初めまでの拡大の後、軽微・短期の後退に～

< 要 旨 >

1. 日本経済は、足元で若干のスピード調整を見せながらも、設備投資の力強い伸びに牽引されて、緩やかな拡大軌道にある。生産活動は活発であり、景気は、水準から見ても、「回復」を終えて、既に「拡大」の領域に入っている。景気先行指数(内閣府CI)は、06年内における拡大の持続を示唆しており、今回の景気の拡張期間が、**11月で戦後最長のいざなぎ景気を超える可能性は高い**と考えられる。
2. しかし、原油高騰や金融引き締めの中、世界景気の先行指数(OECD景気先行指数)は減速傾向を鮮明に示しており、06年10-12月期以降に予想される海外経済の減速が、今後日本経済にマイナスの影響を及ぼしてくるのは不可避であろう。日本経済は、**「いざなぎ超え」を果たした後、07年初めまで拡大し、その後、同年秋頃までの軽微で短い景気後退に入るだろう。**
3. 07年の景気後退が軽微で短期的に終わる理由は、以下の4つである。すなわち(1)世界経済の減速がさほど厳しくならず、ソフトランディングになるとみられること、(2)日本経済自身が足元でデフレ脱却といえる状況になっており、これが企業や家計の景況感を下支えすること、(3)設備投資が、空前の投資採算を背景とし、将来の耐久消費財需要の増大を見込んだ中期循環の上昇局面に入っていること、(4)地価の上昇が、都市の再生や団塊並びに団塊ジュニアの住宅取得、それに工場の国内立地を中心とする建設投資の長期循環の上昇を本格化していくこと、である。
4. 海外景気も、目先は底堅い推移が見込まれる。米国経済は、設備投資が伸びを高め、7-9月期は再び成長率が高まることになろう。また、欧州も、7-9月期までは堅調に推移するとみられ、高成長の中国をはじめ、アジア景気の拡大も続く予想される。これにより、4-6月期に伸びが鈍化した日本の輸出は、7-9月期には一旦勢いを取り戻そう。また、IT関連需要の底堅い推移も見込まれ、年内は、生産活動の拡大基調が継続されるとみられる。**企業収益は、企業の慎重な見通しを上回り、06年度については、むしろ増益率が高まること**になろう。投資採算の一段の改善などから、**設備投資は増勢が加速し、06年度は2ケタ増になると**予想される。
5. 個人消費は、天候不順にもかかわらず、健闘を見せている。雇用や所得環境の改善が続き、個人消費の底堅い推移は、06年度中は続くことになろう。また、住宅投資は地価上昇などを背景に、目先は強めの推移が見込まれる。公共投資を中心に政府支出の減少が見込まれるが、輸出に加え、設備投資を中心とした民間需要の拡大から、**06年度の実質成長率は3.0%となり、05年度に続く3%台成長を記録しよう。**
6. 消費者物価コア(全国・生鮮食品を除く総合)は、需給ギャップの改善を受けて、前年比上昇幅の拡大が予想される。基準年変更を経ても、足元で0.5%程度の上昇が確保され、先行き1%の上昇が視野に入ってくると見込まれる。足元の景気や物価の強い動きを受け、日銀は、10月末に追加利上げに踏み切ると予想される(無担保コールレート翌日物金利の誘導目標を0.50%に)。
7. 06年10-12月期から、海外経済の減速が見込まれ、加えて、量的緩和・ゼロ金利の解除に続く、追加利上げの影響もあり、日本経済は、07年初め頃をピークに景気後退局面に入るとみられる。ただし、後退は軽微なものにとどまり、07年度下期には、建設投資・設備投資の中長期的な上昇局面が続く中で、再び力強い景気拡大に転じるとみられる。**07年度の成長率は、1.7%と予想される**が、中長期的にみた日本経済の復活の中での一時的な調整期という位置づけとなろう。金融政策については、追加利上げは見送りとなるが、軽微な後退にとどまることから、利下げにも至らないとみられる。07年度下期には、08年度以降の利上げ再開が視野に入ってくる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

投資調査部

主査：部長兼首席研究員 嶋中 雄二

担当：主任研究員 鹿野 達史

お問合せ先：投資調査部

E-mail: shikano@murc.jp

緩やかな拡大軌道にある日本経済

日本経済は、足元で若干のスピード調整を見せながらも、設備投資の力強い伸びに牽引されて、緩やかな拡大軌道を描いている。

2006年4-6月期の国内総生産（GDP）速報値によると、実質経済成長率は、前期比0.2%（年率0.8%）となり、1-3月期の前期比0.7%（年率2.7%）からは減速した。しかし、需要項目別に見ると、天候不順による衣料品購入などへの影響にもかかわらず、個人消費が前期比0.5%と健闘したのに加え、設備投資が前期比3.8%と、1-3月期の3.3%を上回る大幅な伸び（年率では16.2%）を記録するなど、国内民間最終需要の堅調さが際立った。

4-6月期の成長率の減速は、在庫投資と公共投資の大幅減少（前期比寄与度では、各々0.2%ポイント）が主な原因であり、05年10-12月期の着工の減少が反映されたとみられる住宅投資や、モデル切り替えに伴い、6月に米国向け自動車急減した輸出については、一時的な要因が大きい（図表1）。

図表1. GDPの推移

		05年			06年	
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	(%、%ポイント)	
		(前期比寄与度)				
実質GDP	前期比	1.1	0.7	0.2	(0.2)	
	(年率)	(4.4)	(2.7)	(0.8)		
	国内最終需要	0.4	0.6	0.6	(0.5)	
	国内民間最終需要	0.6	0.9	1.0	(0.8)	
	個人消費	0.6	0.2	0.5	(0.3)	
	住宅投資	1.8	0.7	2.7	(0.1)	
	設備投資	0.3	3.3	3.8	(0.6)	
	在庫投資				(0.2)	
	政府消費	0.2	0.0	0.2	(0.0)	
	公共投資	2.7	0.6	4.6	(0.2)	
	純輸出				(0.1)	
	前期比	3.8	2.2	0.9	(0.1)	
	前期比	0.6	2.5	1.8	(0.2)	
名目GDP	前期比	0.7	0.4	0.3		
	(年率)	(3.0)	(1.7)	(1.1)		
GDPデフレーター	前年比	1.6	1.2	0.8		
国内需要デフレーター	前年比	0.5	0.0	0.1		
単位当たり労働コスト	前期比	0.2	0.6	0.5		

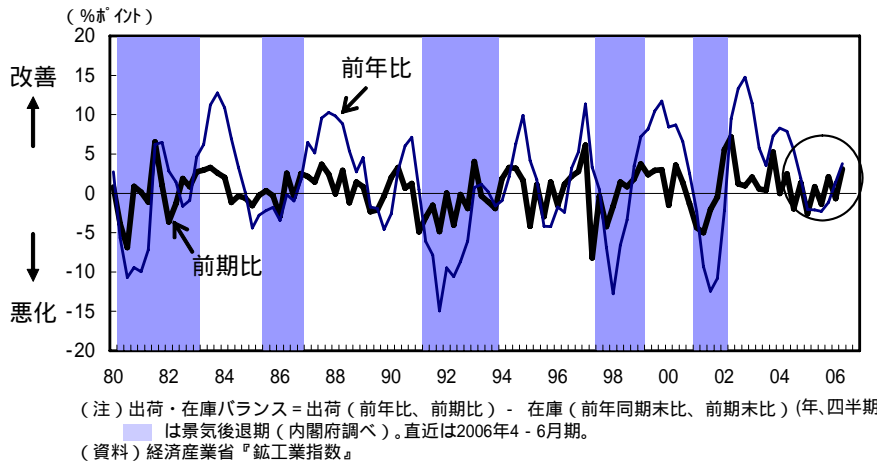
(資料)内閣府

生産は順調に拡大

一方、鉱工業生産指数は、4-6月期に前期比0.9%の上昇となったが、主要メーカーの生産計画を表す製造工業生産予測指数は7月2.2%、8月3.7%と、各々前月比上昇を予測している。生産予測指数の伸びで鉱工業生産を機械的に先延ばしすると、7-8月平均値は、4-6月期比5.1%、前年比では9.8%の大幅上昇となる。

ここで、景気循環の局面を、鉱工業出荷の伸びから期末製品在庫の伸びを差し引いた出荷・在庫バランスによりチェックしてみると、前期比では3.2%ポイント（出荷2.1%、在庫1.1%）、前年比でも3.8%ポイント（出荷5.6%、在庫1.8%）と、いずれも1-3月期（前期比0.6%ポイント、前年比1.4%ポイント）に比べ、大きく改善している（図表2）。

図表 2. 出荷・在庫バランス(前期比と前年比)の推移



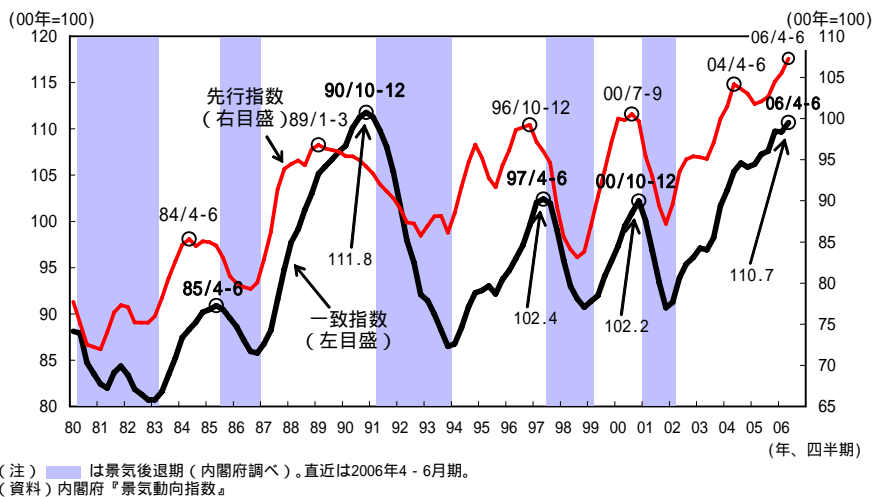
このことは、在庫循環の上昇局面の持続に伴い、今後、少なくとも06年いっぱい、生産の順調な拡大が続くことを示唆していると考えられる。

とりわけ、足元での機械受注(船舶・電力を除く民需)の好調さは、注目される。4-6月期実績は前期比8.9%(前年比15.4%)と大きく伸び、7-9月期見通しでも前期比4.9%の伸びが見込まれている。典型的な設備財産業である、一般機械工業の出荷・在庫バランスは、4-6月期に前期比7.4%ポイント、前年比でも4.3%ポイントと、大幅な改善を見せている。

「回復」ではなく「拡大」

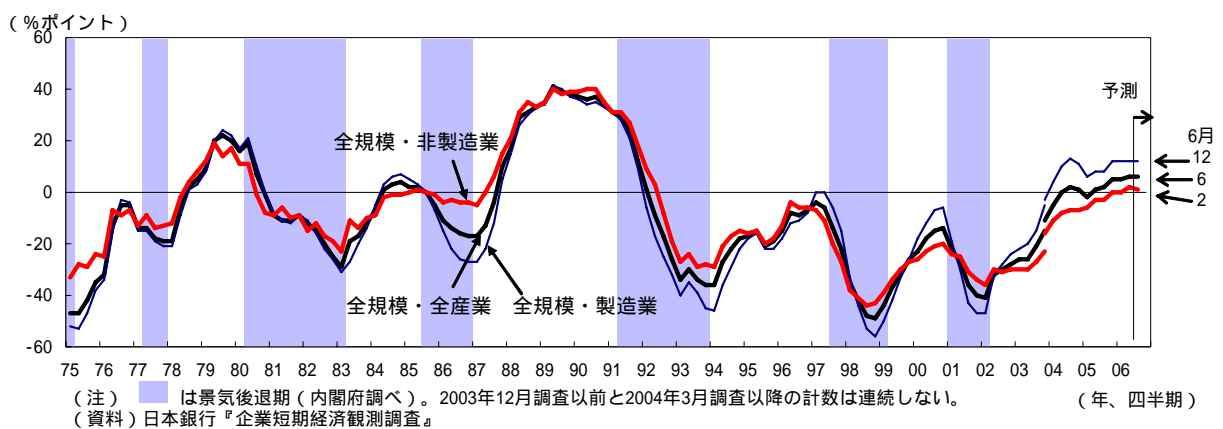
こうした中、02年2月より続いてきた景気の拡張局面は、水準的に見ると既に「回復」の段階を終え、「拡大」と呼べる段階に到達しているとみられる。内閣府・経済社会総合研究所が発表している景気合成指数(コンポジット・インデックス、CI)の一致指数の水準は、4-6月期に110.7(2000年=100)となり、前回及び前々回の景気の山だった2000年10-12月期の102.2、1997年4-6月期の102.4という水準を大幅に上回り、平成バブル景気のピークである90年10-12月期の111.8に肉迫している(図表3の太い実線)。

図表 3. CI一致指数と先行指数の推移



景気の「回復」とは、それまでの収縮によって落ち込んでいた経済が、既往の景気の山に向かって水準を取り戻す過程をいう。97年の消費税率引き上げまでの回復期や、2000年のITバブル景気は、その前の景気のピークを超えられなかったため、「回復」とどまったといえる。しかし、今回の景気は、既に前2回の景気の山の水準をはるかに凌駕し、戦後最高の平成バブル景気の山にまで接近している点から見て、まさしく「拡大」の領域に入っていると見てよい。このことは、また、企業経営者の主観的な景気判断を示した日銀短観の業況判断DI（「良い」 - 「悪い」）が、最も総合的な全規模・全産業合計ベースで、05年6月調査以降、5四半期連続でプラスとなり、06年6月調査の水準の6は、91年11月調査以来15年ぶりの高水準となっていることから、妥当性が裏づけられる（図表4）。

図表4. 全規模・全産業の業況判断DIの推移



「いざなぎ超え」後を規定する海外経済

その一方で、世間の関心を集めているのは、02年2月から始まり、既に06年5月で平成バブル景気の51ヵ月を抜いたとみなされている今回の景気の拡張期間が、06年11月で、戦後最長のいざなぎ景気を超えるか否か、ということである。

この「いざなぎ超え」の可能性は、かなり高いと考えられる。景気（一般に、CI・一致指数の動向で示される）に対して2四半期程度先行して動くCI・先行指数が、4-6月期も引き続き上昇していることが、その根拠の1つとなろう（図表3の細い実線）。

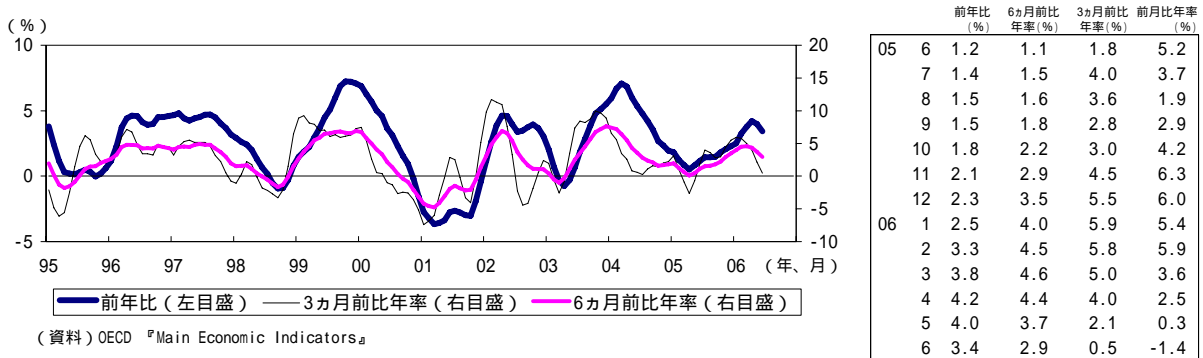
だが、いざなぎ超えを達成して、景気拡張期間で戦後最長となった後も、そのままずっと拡大を持続できるかどうかは、日本の輸出動向を左右する海外経済の環境によるところが大きい。ウェスト・テキサス・インターメディアート（WTI）期近物ベースで7月に一時、1バレル=78.40ドルと過去最高値を記録し、その後も高値が続いている原油価格の影響に加え、8月は見送ったとはいえ、米国連邦準備制度理事会（FRB）の過去17回の利上げをはじめ、日本の量的金融緩和とゼロ金利の解除を含む世界各国の金融引き締めの効果を見ると、そろそろ世界経済にブレーキが掛かってきてもおかしくない頃である。

先行指数は、07年初での景気ピークアウトを示唆

実際に、世界景気の先行指数である経済協力開発機構（OECD）景気先行指数の動き

を見ると、最も早期に変化を見せる前月比年率の系列が05年12月より減速し始め、06年6月にはマイナス化した。次いで3ヵ月前比年率の系列が06年2月から、6ヵ月前比年率が06年4月から、そして前年同月比が5月から、という具合に、順序よく減速の動きを次々に示している(図表5)。前年比で見たOECD景気先行指数のOECD鉱工業生産指数に対するタイム・ラグは半年程度であるので、06年10-12月期には世界の先進国経済の減速がはっきりしてくるのではないかと見られる。

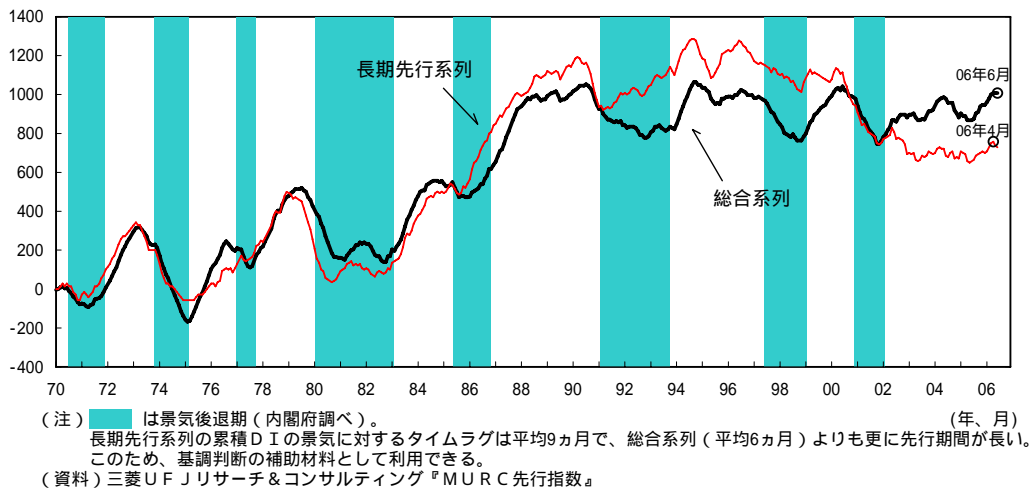
図表5. OECD景気先行指数の推移



海外景気の10-12月期以降における減速は、当然、日本経済にも波及してくると考えられるが、それでは、「いざなぎ超え」を果たした日本の景気が山を打つのは一体いつ頃であろうか。当社で発表しているMURC先行指数(MURC-LI)日本景気版によると、累積DIベースでは、景気の転換点(山・谷)に平均6ヵ月先行する総合系列は、4月まで4ヵ月連続の上昇の後、5月と6月には同じ水準にとどまっており、依然として上昇基調にあるとみられるものの、ピークがごく近いことを示唆している(図表6)。一方、景気の転換点に平均9ヵ月先行する長期先行系列は、4月にピークを打ち、5月、6月は低下に転じている。こうしたことから、今回の日本の景気拡張局面は、いざなぎ景気を超えるものの、07年の年明け頃に山を迎え、その後、景気後退に入る蓋然性が高いとみられる。

但し、07年における景気後退は、比較的軽微で、短い(07年2月~10月の9ヵ月間と想定)と考えられる。つまり1977年2月~10月の「ミニ不況」と並ぶ、戦後2番目の短さとなる。その理由は、4つある。

図表6. MURC-LI 日本景気版・累積DIの推移



厳しくない海外経済の減速

第1は、海外経済の減速がさほど厳しくはならず、ソフトランディングしていくとみられることである。米国では、バーナンキFRB議長が説くように、フォワード・ルッキングな金融政策が実施されつつあり、8月の利上げは休止された。これで利上げは打ち止めとなる。今後、06年10-12月期近辺から07年7-9月期にかけて減速が目立ってくると、FRBは07年5月、8月と、少なくとも2度の利下げを行うとみられる。米国経済の後退局面入りは回避され、07年10-12月期からは、在庫循環的にも再び浮上していこう。また、中国については、08年夏に開催される北京五輪の準備のための建設ラッシュもあり、結果的に07年の減速は、中だるみ程度のものとなり、07年後半から再加速に入るとみられる。

第2は、日本経済のデフレ脱却である。4-6月期の名目GDP成長率は前期比0.3%と、同0.2%だった実質GDP成長率を3年ぶりに上回り、いわゆる「名実逆転」が解消された。GDPデフレーターは、輸入品の価格の上昇がマイナスにはね返る計算になっていることから、動きは鈍いものの、前年比0.8%と、1-3月期の1.2%に比べると、依然マイナスながら、低下幅が改善している。国内需要デフレーターは、前年比の0.1%と、1-3月期の0.0%に続き、2四半期連続でゼロ以上となった。

また、雇用者報酬も大きく伸びており、単位当たり労働コストも、前期比ベースでは0.5%の上昇となった。既の上昇基調が明瞭となっている国内企業物価指数や消費者物価指数(全国・除く生鮮食品)の動きも考え併せれば、「デフレ脱却」は、もはや現実のものとなっているといえよう。

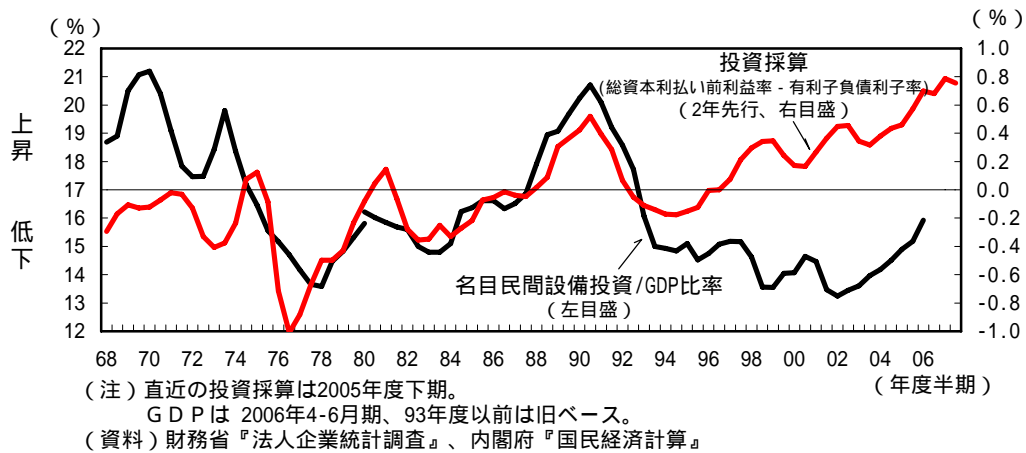
デフレ脱却は、名目面に左右されやすい企業の景況感に好ましい影響を与え、家計にも所得実感をもたらすことによって、今後の日本経済の下支え要因となるだろう。

上昇する設備投資循環

第3は、企業の設備投資意欲が旺盛になってきたことである。日銀短観6月調査では、大企業・全産業の06年度設備投資計画は11.6%増と、前回3月調査時の2.7%増から大幅な上方修正となった。

こうした中、ほぼ10年周期で繰り返す中期の設備投資循環が、足元で戦後6回目の上昇局面に突入したとみられる。日本経済は、西暦のディケード(10年間)の前半の5年間に比べ後半の5年間における景気拡大期間の方が長いという一貫した法則性を持っていることに加え、1980年代後半のバブル期をも凌ぐ空前の投資採算(総資本利払い前利益率から有利子負債利率を引いたもの)と薄型液晶・プラズマテレビや乗用車(ハイブリッド・カーを含む)などの耐久消費財需要の将来における拡大を背景に、今後中期的に設備投資が加速して行く可能性が大きい(図表7)。投資採算は、設備投資の名目GDP比率に対し、2年程度の先行性をもっており、また、将来金利が上昇するとの見方が、むしろ投資を刺激する面があるため、設備投資は、今後数年間に亘り、拡大に期待ができる。

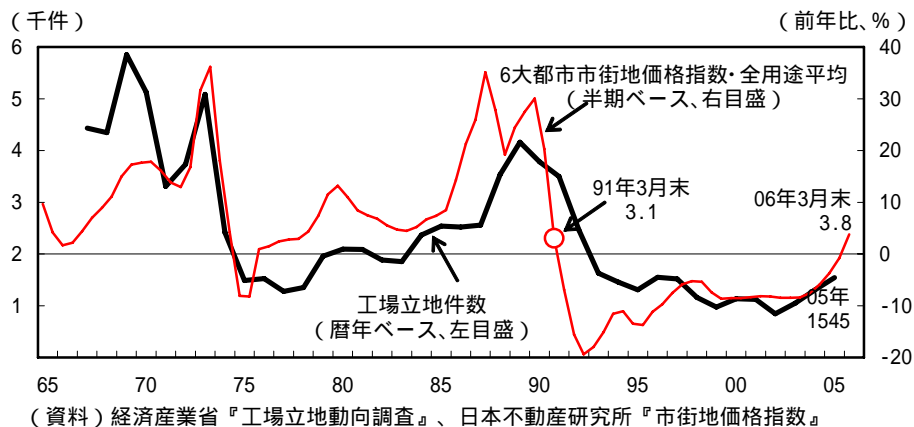
図表 7. 投資採算と名目設備投資比率の推移



地価の上昇で、建設投資循環の上昇が本格化

第4に、ほぼ20年周期といえる長期の建設投資循環が、既に03年頃より上昇局面に入っているとみられることである。大都市の本格的再生や工場の国内立地、さらに団塊並びに団塊ジュニアの住宅購入が重なったの上昇局面入りであるが、これらの相乗効果に、06年からは、地価の上昇という、建設投資循環の本格化の要因が、新たに加わってきた。6大都市市街地価格指数(日本不動産研究所)は、全用途平均でも、06年3月末で、15年ぶりの上昇となった(図表8)。そして、工場立地件数は建設費との関係で地価と密接に連関するため、地価の上昇が広がる中で、今後、民間建設投資がさらに活発化していく公算が大きい。

図表 8. 地価と工場立地件数の推移



このように、07年に入ると、主として海外経済の減速(国内的には、1月の定率減税の廃止も大きい)が、在庫調整を誘発し、短期の景気循環は下降局面となる一方、設備投資や建設投資の中長期的な上昇局面が、これを緩和するとみられる。景気は、「いざなぎ超え」後、07年初を山に後退に入るものの、以上4つの理由により、その後退は軽微で、07年秋を底に、再び盛り返していくとみられる。

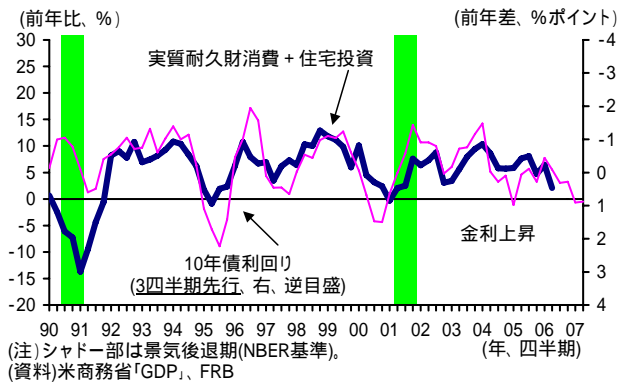
海外経済の動向～06年10-12月期より1年間減速。07年秋から再加速へ

世界経済の拡大は、これまで企業の生産活動の活発化をもたらし、景気拡大の原動力となってきた輸出の増大を支えていた。海外景気は、目先はなお底堅い推移が見込まれるが、06年10-12月期から減速が明確になるとみられる。07年の海外経済は、7-9月期まで減速が続くものの、減速は厳しいものとはならず、10-12月期から再加速すると予想される。

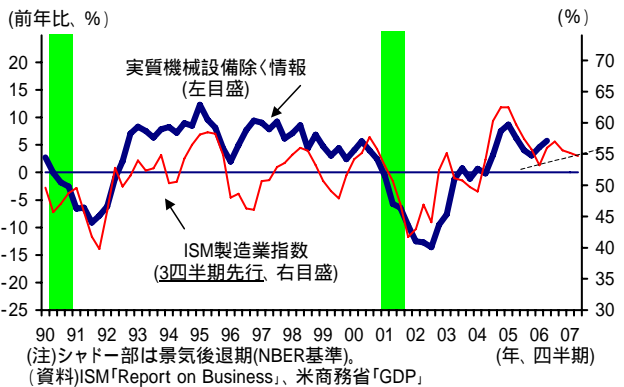
(1) 米国は、3%前後の成長を経て、07年は2%台に減速

米国経済は、06年1-3月期こそ、実質成長率が前期比年率5.6%と高めだったが、4-6月期の成長率は、これまでの金利上昇やエネルギー高の影響で実質個人消費の伸びが前期に比べ半減したこともあり、同2.5%に低下した。ただ、06年中については、住宅投資などの金利敏感需要の減速や住宅の資産効果縮小がなお続くと思われる一方、在庫循環に3四半期程度遅れて動く設備投資が、これから伸びを高めてゆく見込みであるため、年内は前期比年率3%前後の成長率は維持され、06年は3.5%成長を予想している(図表9、10)。

図表9. 長期金利と金利敏感需要

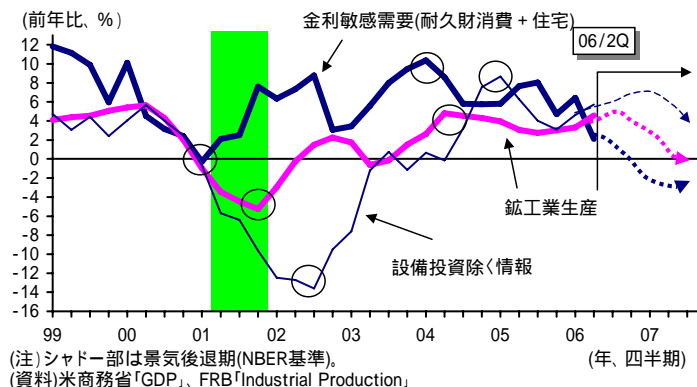


図表10. 生産活動と設備投資



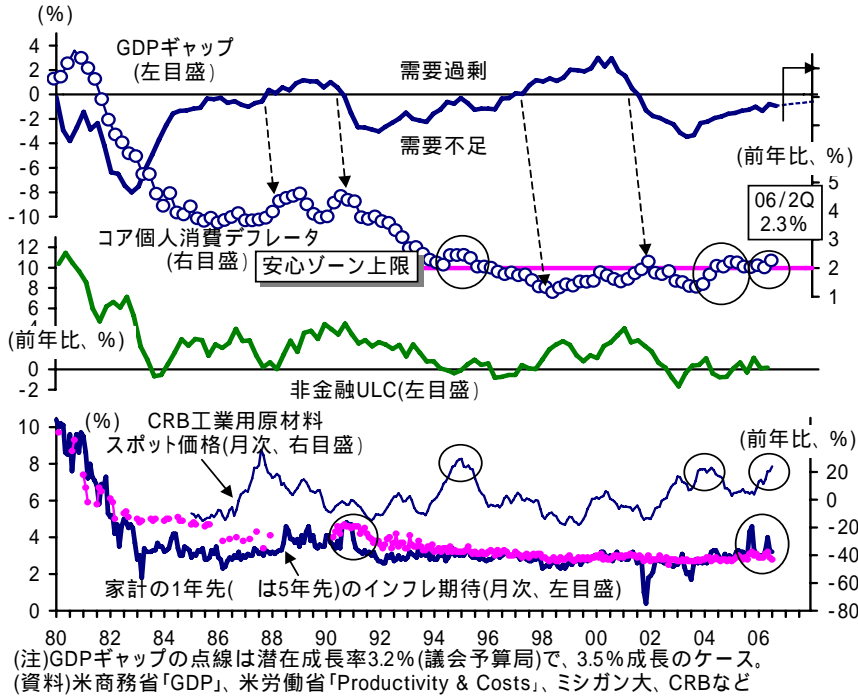
もっとも、06年10-12月期から前期比年率の成長率低下が鮮明となるため、07年は減速の年となろう。金利敏感需要が大底圏を迎える中、在庫循環のピークアウト(生産の減速)が明確になり、遅行指標の設備投資も減速に転じるとみられるからである。そのため成長率も、7-9月期にかけては一時的に、前期比年率2%台半ばを割り込むとみている(図表11)。しかし、利上げや長期金利上昇の影響の一巡、平均的な周期からみた在庫循環のボトムアウトなどから、10-12月期には、成長率も加速に転じると予想している。年間の成長率見通しは2.7%と、失速や景気後退は考えていない。

図表11. 2006～07年の米国景気



このように、07年にかけては、潜在成長率をやや下回る成長を見込んでいることに加え、企業を取り巻く厳しい競争環境を考えると、足元でやや上振れているコア・インフレも、07年末にかけ、緩やかに鈍化してゆくものと考えている（図表12、13）。

図表12. コア・インフレの決定要因



8月8日の連邦公開市場委員会(FOMC)も、声明で、「インフレ期待の抑制及び金融政策の累積的效果や他の要因による総需要の抑制を反映して、インフレ圧力は、次第に鈍化してゆく可能性が高い」という見通しを示し、約2年ぶりにフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標を据え置いた(5.25%)。バーナンキFRB議長率いるFOMCが、遅行指標であるコア・インフレの足元の水準に必ずしも縛られないフォワード・ルッキングの姿勢を再び鮮明にしていることや、彼らが堅調な拡大を見込んでいる設備投資がやや下振れていることを踏まえれば、エネルギー価格の伸び加速やインフレ期待の上昇がない限り、利上げ局面は既に終了したものと考えられる。むしろ、07年半ばにかけては、潜在成長率を下回る2%台の成長が鮮明になるとみられることから、利上げの行き過ぎ分を微調整すべく、5月と8月に小幅な利下げが実施されることになろう。

図表 13. 米国経済見通し

	予 測 (単位:10億ドル、%、%ポイント)															
	2005年			2006年			2007年(予測)			2007年						
	(実績)	(予測)	(予測)	下	上	下(予測)	上	下	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期				
実質GDP	11048.6	11431.2	11737.0	11139.5	11350.9	11511.5	11665.0	11809.1	11316.4	11385.3	11472.0	11550.9	11628.3	11701.6	11768.5	11849.7
(前期比年率)				3.3	3.8	2.9	2.7	2.5	5.6	2.5	3.1	2.8	2.7	2.5	2.3	2.8
(前年同期比)	3.2	3.5	2.7	3.3	3.6	3.3	2.8	2.6	3.7	3.5	3.2	3.5	2.8	2.8	2.6	2.6
個人消費	7841.2	8079.5	8279.6	7902.8	8028.4	8130.6	8228.3	8330.9	8003.8	8053.0	8105.8	8155.4	8203.9	8252.7	8301.8	8360.1
(前期比年率)				3.2	3.2	2.6	2.4	2.5	4.8	2.5	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.8
(前年同期比)	3.5	3.0	2.5	3.3	3.2	2.9	2.5	2.5	3.4	3.0	2.7	3.1	2.5	2.5	2.4	2.5
(寄与度)	2.5	2.2	1.8	2.3	2.3	1.8	1.7	1.8	3.4	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	2.0
住宅投資	608.0	609.9	601.5	619.7	613.5	606.2	600.9	602.1	618.5	608.5	607.7	604.7	601.6	600.1	600.9	603.3
(前期比年率)				8.0	-2.0	-2.4	-1.8	0.4	-0.3	-6.3	-0.5	-2.0	-2.0	-1.0	0.5	1.6
(前年同期比)	8.6	0.3	-1.4	9.1	2.9	-2.2	-2.1	-0.7	6.1	-0.2	-2.0	-2.3	-2.7	-1.4	-1.1	-0.2
(寄与度)	0.4	0.0	-0.1	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1
設備投資	1223.8	1318.1	1413.0	1240.3	1293.2	1343.0	1397.1	1429.0	1288.8	1297.5	1328.6	1357.4	1388.6	1405.6	1422.9	1435.1
(前期比年率)				5.6	8.7	7.9	8.2	4.6	13.7	2.7	9.9	8.9	9.5	5.0	5.0	3.5
(前年同期比)	6.8	7.7	7.2	6.0	7.1	8.3	8.0	6.4	7.4	6.8	7.8	8.7	7.7	8.3	7.1	5.7
(寄与度)	0.7	0.9	0.8	0.6	1.0	0.9	1.0	0.6	1.5	0.3	1.1	1.0	1.1	0.6	0.6	0.4
政府支出	1958.0	1994.8	2025.9	1966.2	1988.6	2001.0	2015.8	2035.9	1987.1	1990.0	1997.4	2004.6	2012.1	2019.6	2029.6	2042.2
(前期比年率)				1.7	2.3	1.3	1.5	2.0	4.9	0.6	1.5	1.5	1.5	1.5	2.0	2.5
(前年同期比)	0.9	1.9	1.6	1.1	2.0	1.8	1.4	1.7	2.0	1.9	1.5	2.1	1.3	1.5	1.6	1.9
(寄与度)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.9	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
純輸出	-619.2	-637.5	-654.4	-622.1	-631.9	-643.2	-653.0	-655.9	-636.6	-627.1	-636.3	-650.1	-654.8	-651.1	-655.7	-656.0
(寄与度)	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.3	-0.3	-0.5	-0.2	0.1	-0.2	0.0
コアPCE	2.1	2.1	1.8	2.1	2.1	2.1	1.8	1.8	2.0	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8	1.8

(注) 寄与度は前期比年率ベース。実質値は00年連鎖価格。水準は年率換算値。

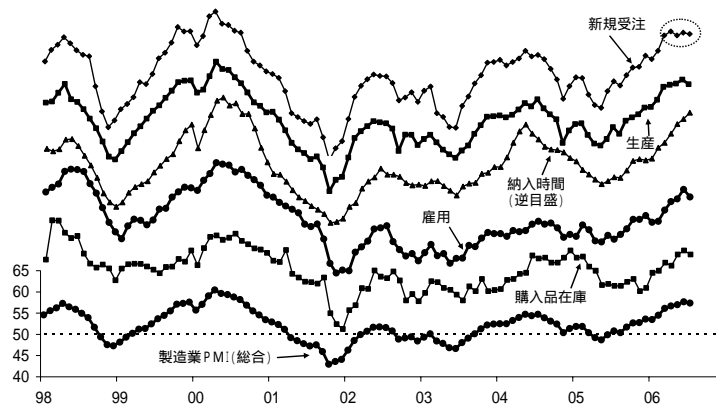
鉱工業生産(前期比、%)	3.2	4.5	1.9	1.2	2.7	2.3	0.7	0.1	1.3	1.6	1.2	0.6	0.4	0.2	-0.1	0.2
(前年比、%)				2.9	4.0	5.1	3.0	0.8	3.3	4.6	5.4	4.7	3.7	2.3	1.0	0.7
貿易収支(通関、億ドル)	-7,675	-8,529	-8,683	-4,033	-4,111	-4,419	-4,348	-4,335	-2,042	-2,069	-2,186	-2,232	-2,172	-2,176	-2,202	-2,133
CPI総合(前年比、%)	3.4	3.8	3.0	3.8	3.8	3.5	2.8	3.2	3.6	4.0	3.6	3.4	2.7	2.9	3.1	3.2
PPI最終財(前年比、%)	4.9	3.6	2.3	5.4	4.4	2.9	1.7	2.9	4.3	4.5	3.6	2.3	1.5	1.8	2.4	3.4

(資料)米商務省「GDP」、米労働省「CPI」、PPI」、米商務省「U.S. International Trade in Goods and Services」、見通しは、三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部。

(2) 欧州景気は、足元好調ながら、先行きは減速の兆し

欧州景気は 05 年央頃から再加速している。ドイツを中心に製造業の輸出が好調で、これが生産と設備投資を押し上げている。世界経済の好調と、企業の競争力強化が奏功している。特にドイツでは逆に、リストラ圧力の残存もあり雇用と消費は低調であるが、それでも、今年に入ってから緩やかな回復傾向がみられる。経済通貨同盟(ユーロ圏 = EMU) の実質 GDP 成長率は 06 年 1-3 月期の前期比 0.6% に続き、4-6 月期はサッカーのワールドカップ効果もあって同 0.9% に上振れし、6 年ぶりの高成長となった。ただ、05 年末以降の段階的利上げの効果に加え、石油高やユーロ高の影響が、ラグを置いて徐々に浸透していく見込みである。世界経済の不透明感の高まりや、ドイツにおける 07 年初からの付加価値税増税等の正式決定もあり、先行きサーベイなど先行指標で、既に頭打ち傾向が強まっている(図表 14)。06 年 10-12 月期頃から 07 年にかけて、成長率は若干低下する見込みである。EMU の成長率は 06 年の 2.3% から 07 年は 1.7% となると予想する(図表 16)。

図表 14. EMU の製造業 PMI (購買担当者指数)

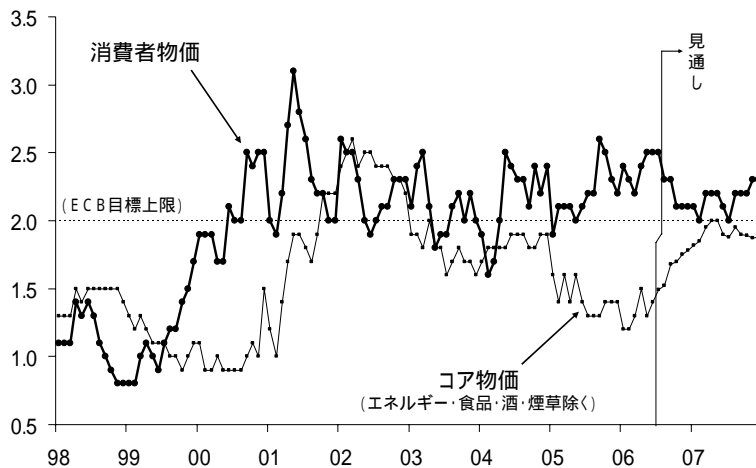


(注) 個別項目の目盛は省略 (資料) Reuter / NTC

EMUの消費者物価上昇率（前年比）は7月（速報）で2.5%と、3カ月連続の高止まりとなっている。エネルギー価格の上昇が主因である。一方、コア・インフレ率は6月で1.4%と依然低い。過去の低成長の影響が依然残っているが、景気と雇用の回復がラグを置いて、エネルギー高と結び付く形で、コア・インフレ率も徐々に上昇していこう。ただ、賃金の大幅上昇が見込まれるわけでもなく、ドイツの増税効果を除けば、コア・インフレ率は概ね落ち着いた推移が見込まれるとも言える。ヘッドラインのインフレ率は、07年まで2%強の推移が続こう（図表15、16）。

欧州中央銀行（ECB）は05年12月に25bpの利上げを実施した後、06年に入っても、3月と6月、さらに8月初にも同幅ずつ利上げを実施し、レポ金利は3.0%となった。潜在成長率程度の成長が回復する中、物価の上振れ傾向が続き、さらに、マネーの過剰に対する懸念が強まったためである。7月以降は利上げを加速したイメージで、10月初の同幅追加利上げもほぼ確定的といえる。ただ、その後は景気の減速傾向が徐々に明確化するとみられる上、物価も基本的に安定が続く見通しのため、そこで利上げは打ち止めと予想する。

図表15. EMUの消費者物価（前年同月比：%）



（資料）Eurostat（見通しは三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部）

図表16. EMU経済の見通し（%）

	2005	2006	2007	05Q3	Q4:	06Q1	Q2	Q3	Q4:	07Q1	Q2	Q3	Q4
実質GDP	1.4	2.3	1.7	0.6	0.3	0.6	0.9	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6
鉱工業生産	1.3	3.3	2.2	0.9	0.6	1.0	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.7
消費者物価 （同、コア）	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3	2.5	2.4	2.1	2.1	2.2	2.1	2.2
	1.4	1.5	1.9	1.3	1.4	1.2	1.4	1.6	1.7	1.9	2.0	1.9	1.9

（注）GDPと鉱工業生産は上段が前期比、下段が前年比

（資料）Eurostat（見通しは三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部）

(3) 中国は堅調な推移

アジア経済については、中国が引き続き好調な推移を示している。実質GDP成長率(前年比)は、06年1-3月期が10.3%、4-6月期が11.3%となっており、4-6月期は、95年1-3月期以来となる約11年ぶりの高成長を記録した。特に、固定資産投資の伸びが著しく、月次で見ると、06年6月は、前年比31.3%と急増しており、やや過熱気味の様相を呈している。

中国当局は、投資過熱への警戒感から金融引き締めの姿勢を強めているものの、景気のソフトランディングも目指しているため、内需の極端な鈍化はないと予想される。また、06年中は、総じていえば、世界経済の堅調な推移が見込まれるため、輸出の拡大が続き、実質成長率は10.2%となろう(05年は9.9%)。07年については、海外景気が減速局面に入ることなどから、若干減速するものの、年後半には、北京オリンピックを控えた建設投資も見込まれ、再び勢いを取り戻してくるとみられる。07年の成長率は9.2%と、06年からは減速するものの、堅調な推移が予想される。

一方、韓国・台湾については、両国・地域の経済に大きなウエイトを占めるハイテク部門が06年中は好調を維持し、景気も堅調に推移するとみられる。世界の半導体出荷額の伸びが加速しているほか、台湾の輸出受注(電子+情報通信機器)およびファウンダリーメーカーの売上が拡大基調にある。これらを背景に、06年の韓国・台湾経済は、各々、5.5%(韓国)、5.0%(台湾)の成長が見込まれる。07年については、海外のハイテク需要が一巡することなどにより、成長率は、5.0%(韓国)、4.5%(台湾)と、若干の減速が予想される(以上、図表17)。

図表17. アジア経済見通し

	2005年 (実績)	2006年 (予測)	2007年 (予測)	予測 (前年比、%)									
				2005年		2006年		2007年					
				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	4-6月期	7-9月期	10-12月期
韓国	4.0	5.5	5.0	4.5	5.3	6.1	5.3	5.5	5.1	4.9	4.7	4.9	5.4
台湾	4.1	5.0	4.5	4.4	6.4	4.9	4.9	5.2	5.0	4.8	4.5	4.3	4.3
香港	7.3	7.3	6.4	8.3	7.6	8.2	6.9	7.1	6.9	6.7	6.0	6.3	6.5
シンガポール	6.4	8.6	6.5	7.6	8.7	10.7	8.1	8.3	8.0	7.2	6.3	6.0	6.3
NIEs	4.8	6.0	5.2	5.4	6.3	6.6	5.7	6.0	5.7	5.4	5.0	5.1	5.4
ASEAN4	5.1	5.2	4.7	5.3	5.1	5.3	5.1	5.2	5.1	4.8	4.5	4.7	4.9
中国	9.9	10.2	9.2	9.8	9.9	10.3	11.3	9.9	9.6	9.4	8.6	9.1	9.5
Total	7.4	8.0	7.2	7.6	7.9	8.2	8.4	7.8	7.6	7.4	6.8	7.1	7.4

(注) NIEs、ASEAN4、9ヵ国・地域の値は、各国・地域の値を、99年のドル建て名目GDPのウエイトで加重平均したもの
 (資料) Consensus Economics Inc.「ASIA PACIFIC CONSENSUS FORECASTS」を基礎に作成

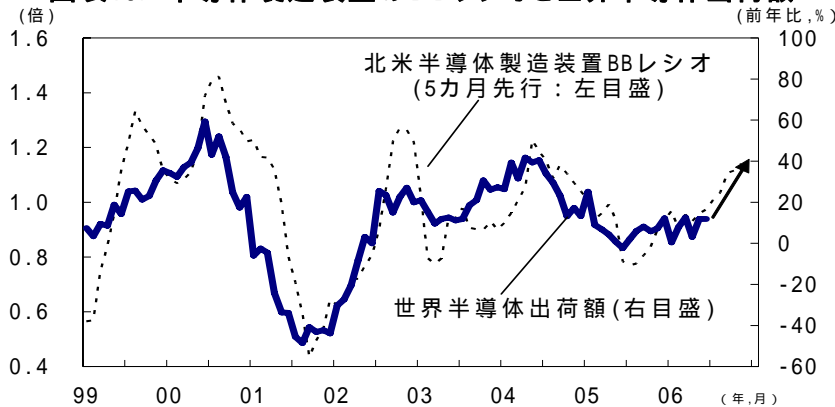
一旦は勢いを取り戻す輸出

06年内の国内経済動向を需要項目別に見ると、足元で、やや勢いが落ちている輸出が、7-9月期に一旦は勢いを取り戻してくるとみられる。4-6月期のGDP統計・1次速報では、実質輸出は、前期比で増加は続いたものの、伸び率が大幅に鈍化していた。前期比の伸び率をみると、05年度に入り、3-4四半期連続で3%以上となっていたが、06年1-3月期には、2%強となり、4-6月期は、1%を下回ってきている。

米国を始めとする海外景気の減速に加え、IT関連需要の鈍化から、輸出の弱含みが既に始まっているとの指摘もあるが、前述の通り、海外景気も、7-9月期までは比較的堅調な推移が見込まれる。また、4-6月期については、モデル切り替えに伴い対米を中心に自動車の輸出が6月に急減した影響が指摘されている。

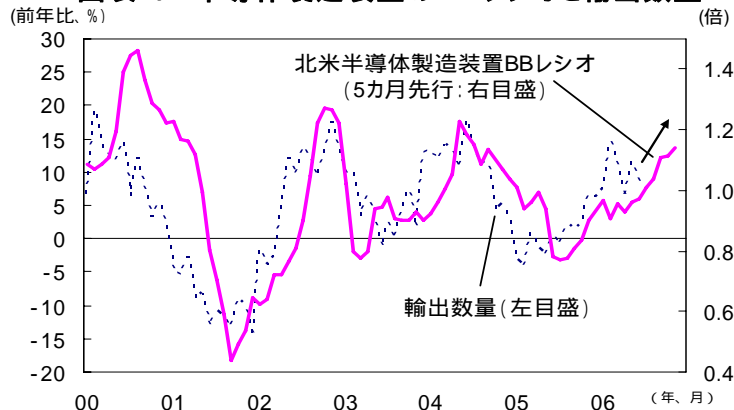
さらに、海外のIT関連需要についても、目先、大幅な落ち込みが続くことは見込みにくい。日本の電子部品・デバイス工業の出荷が4-6月期に落ちており、海外需要の鈍化への懸念が一部で出ているが、世界半導体出荷額に先行して動く、北米の半導体製造装置のBBレシオ（受注/出荷）をみると、引き続き上昇基調が続いている。半導体製造装置のBBレシオは、05年後半に頭打ちとなり、06年に入っても上昇は限られていたが、春先以降、再び大幅な上昇をみせている（6月は1.14倍）。過去をみると、BBレシオは、世界半導体出荷額に対して半年前後、先行して動く傾向がある。BBレシオの前半までの上昇を考えると、年内は、IT関連需要も堅調に推移するとみられ、日本の輸出持ち直しに貢献する可能性も大きい（図表18、19）。

図表18. 半導体製造装置のBBレシオと世界半導体出荷額



(資料)国際半導体製造装置材料協会「半導体製造装置BBレシオ」、米国半導体工業会「世界半導体出荷額」

図表19. 半導体製造装置のBBレシオと輸出数量

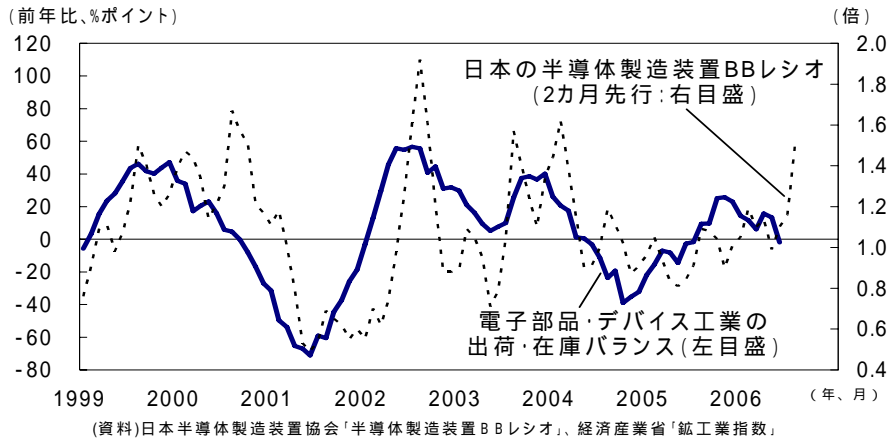


(資料)国際半導体製造装置材料協会「半導体製造装置BBレシオ」、財務省「貿易統計」

企業収益の増勢は再加速し、06年度の設備投資は2ケタ増に

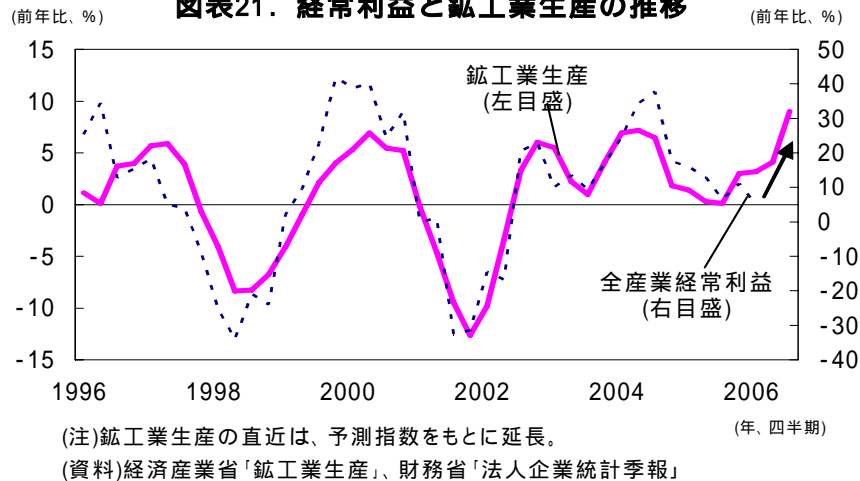
次に、在庫循環の局面を見ると、在庫調整は05年末までに一巡し、現在は在庫積み増し局面に入っている。輸出も再び勢いを取り戻す中、06年内の生産活動は、堅調な推移が予想される。電子部品・デバイス工業の在庫が増加し、その出荷・在庫バランス（出荷前年比 - 在庫前年比）も悪化しているが、先にみた通り、IT関連需要の増加が予想される。関連需要に先行する半導体製造装置のBBレシオは、日本についても上昇基調にあり、内外のIT関連需要の堅調な推移から、電子部品・デバイス工業のバランスも再び持ち直してくることが見込まれる（図表20）。

図表20. 電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスと半導体製造装置のBBレシオ



一方、企業収益については、法人企業統計季報ベースの経常利益をみると、06年1-3月期は前年比4.1%となり、05年10-12月期の同11.1%から増益率が低下している。日銀短観でも、06年6月調査の収益見通しは、06年度上期については、経常ベースで、減益の、弱めの見通しとなっており（前年比1.4%減）原油価格上昇の影響などが指摘されているが、4-6月期決算では、収益は概ね堅調で、足元についての企業の見通しは、慎重すぎるとみられる。原油価格上昇などに伴うコスト増加についても、需給改善の中、ある程度

図表21. 経常利益と鉱工業生産の推移



の価格転嫁がみられている模様である。夏場に向け、生産活動の増勢加速が明確となる中、企業収益についても、増加ペースの加速がはっきりとしてくるとみられる（図表 21）。法人企業統計季報ベースの経常利益は、06 年度は 14% 程度の増益が見込まれ、05 年度からは増勢の加速が予想される（05 年度の増益率は 8.4%、図表 22）。

原油価格は、WTI 期近物でみると、05 年 10-12 月期の 1 バレル = 60 ドルから、75 ドル程度まで上昇しているが、こうした動きの経済に対する影響を試算すると、06 年度の成長率については、0.2% ポイント押し下げられ、経常利益の増益率は 3% ポイント強押し下げられるにとどまる計算となる（60 ドルで推移した場合との比較）。原油価格上昇の影響も、内外の需要拡大が続く中で、吸収され、景気を大きく押し下げるまでには至らないとみられる（図表 23）。

図表 22. 企業収益見通し(法人企業統計季報ベース・全産業)

	05年度 (実績)	06年度 (予測)	07年度 (予測)
売上高(兆円)	1,395.8	1,469.1	1,519.7
前年比(%)	4.6	5.3	3.4
変動費(兆円)	1,130.2	1,190.7	1,238.4
前年比(%)	5.2	5.4	4.0
変動費比率(%)	81.0	81.0	81.5
固定費(兆円)	211.5	216.7	221.6
前年比(%)	0.4	2.4	2.3
人件費(兆円)	173.6	177.7	180.8
前年比(%)	2.1	2.3	1.8
減価償却(兆円)	40.6	41.5	42.4
前年比(%)	-0.4	2.2	2.0
経常利益(兆円)	54.1	61.7	59.6
前年比(%)	8.4	14.1	-3.5
営業利益(兆円)	51.4	59.2	58.1
前年比(%)	3.2	15.3	-1.9

(資料)財務省「法人企業統計季報」

図表 23. 原油価格上昇の経済効果

06年の原油価格上昇の経済効果 (WTI期近物 60ドル 75ドル)	
前年比に与える影響 (%ポイント)	
	06年度
実質 GDP	0.2
個人消費	0.3
設備投資	0.3
消費者物価	0.2
経常利益	3.3

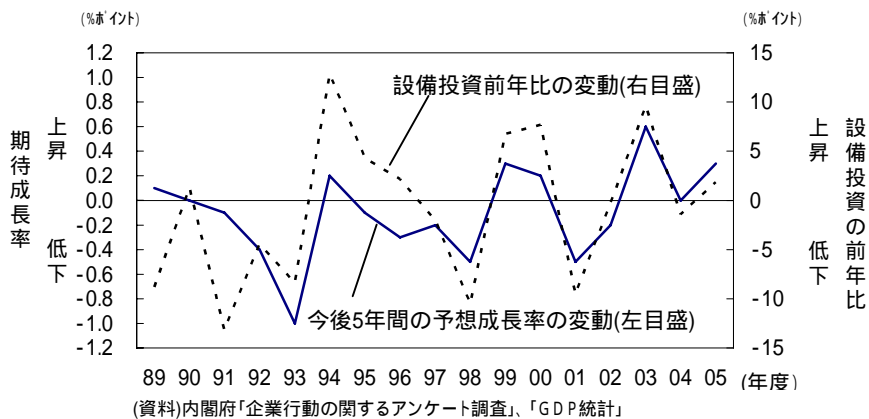
(注)60ドルで推移した場合との比較

(資料)三菱UFJリサーチ&コンサルティング 投資調査部が作成

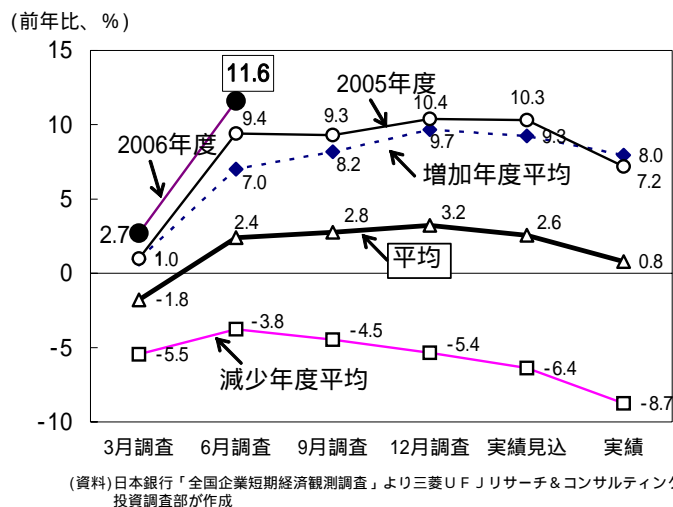
企業の設備投資の環境を見ると、先にみたように、投資採算が過去最高水準にある中、06年度は、企業収益の増勢加速が予想され、収益率が高まる一方、7月における日銀のゼロ金利解除にもかかわらず、長期金利の上昇は今のところ限定的なため、投資採算の改善がさらに進む可能性がある。また、企業の先行きに対する期待も強まっており、企業の期待成長率の上昇から、06年度内は設備投資が勢いを増してくることが十分に考えられる（図表24）。一方、日銀短観の設備判断DIは6月調査で、製造業・全規模でゼロ、大企業では、マイナス1となり、不足超過となっており、設備過剰感も払拭されている。当分の間、企業の設備投資意欲は強いとみられ、設備投資の堅調な推移が予想される。

実際、日銀短観（6月調査）の設備投資計画をみると、大企業では、昨年6月調査の05年度計画を上回っている（図表25）。足元の機械受注（船舶・電力を除く民需）も4-6月期に前期比で急増し（前期比8.9%）、7-9月期の内閣府見通しでも、大幅な増加が見込まれている（同4.9%の見通し）。06年度については、設備投資の増勢がさらに加速し、実質ベースの設備投資は、2ケタ増になると予想される。

図表24. 予想成長率と設備投資前年比の変動



図表25. 日銀短観の設備投資計画の修正状況(大企業)

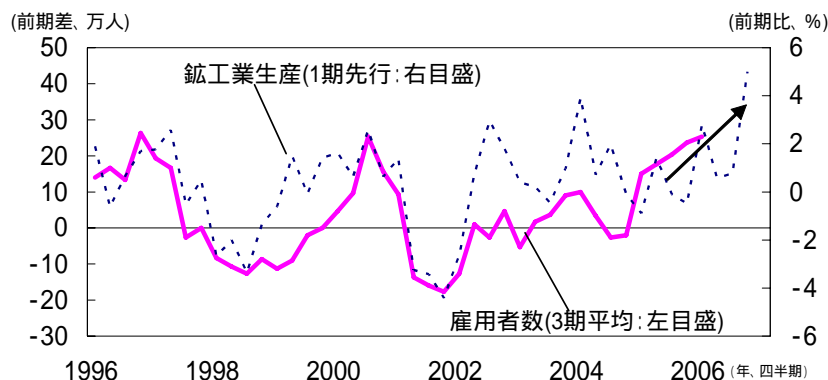


個人消費は底堅く推移

企業部門の堅調な推移が続く一方で、個人消費はやや精彩を欠いていたが、ここにかけては、底堅さを見せ始めている。GDP統計ベースの実質個人消費をみると、06年1-3月期については、05年末にかけての大幅な増加の反動もあり、前期比0.2%と、小幅増にとどまっていたが、4-6月期は、天候要因による押し下げ効果が働いていたとみられるにもかかわらず、同0.5%、同年率1.9%と、堅調な増加となっている。

こうした動きの背景として、雇用や所得環境の改善が続いていることが大きいとみられる。景気拡大が続く中で、雇用者数の増勢は加速の方向にあり（図表26）、失業率や有効求人倍率の改善も続いている。所得についても、毎月勤労統計の現金給与総額の前年比伸び率は、06年1-3月期が0.3%、4-6月期は0.4%で、低調な推移となっているが、06年1月の「5-29人規模の事業所のサンプル替え」で、実勢よりも弱めに出ている可能性が大きい。「30人以上の事業所」の現金給与総額は、1-3月期の同1.0%から4-6月期は同1.5%と、伸びが大幅に高まっている。また、季節調整値でみると、4月は前月比0.3%、5月が同0.2%、6月が同0.3%と、着実に伸びており、4-6月期は前期比0.6%、同年率2.6%増加している。4-6月期の雇用者報酬も前期比0.7%、同年率2.8%となっている。

図表 26. 鉱工業生産と雇用者数の推移



(注)生産の直近は生産予測指数をもとに試算した7-8月
 (資料)経済産業省「鉱工業生産」、総務省「労働力調査」

先行きについても、雇用拡大の方向は変わらず、家計所得については、拡大がより明確になってこよう（図表27）。夏のボーナスは、事前予想を若干下回った模様だが、05年の冬に比べ増勢は加速しているとみられ、冬のボーナスも伸びが一段と高まる可能性が大きい。定率減税縮減の影響（住民税分）が、夏場以降に表れてくるものの、所得の増加の方が上回るとみられ（図表28）、06年度内の個人消費は堅調な推移になると予想される。

図表 27. 雇用関連指標の推移

		2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
就業者数	(万人)	6364.5	6409.8	6435.4
前年比	(%)	0.5	0.7	0.4
雇用者数	(万人)	5419.9	5505.6	5555.2
前年比	(%)	1.2	1.6	0.9
失業者数	(万人)	289.5	269.1	262.6
完全失業率	(%)	4.4	4.0	3.9
1人当たり賃金 前年比	(%)	0.7	0.9	1.1

(注)1人当たり賃金は毎月勤労統計ベース。

(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表 28. 家計所得の推移

		2004年度 (実績)	2005年度 (推計)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
雇用者報酬	(兆円)	255.4	260.0	266.3	270.7
前年比	(%)	-0.3	1.8	2.4	1.6
営業余剰・混合所得	(兆円)	47.1	48.2	50.0	50.7
前年比	(%)	-3.2	2.3	3.7	1.4
財産所得(ネット)	(兆円)	8.0	9.6	11.1	12.3
所得・富等に課される経常税	(兆円)	24.1	26.0	29.1	31.9
可処分所得	(兆円)	286.6	291.3	297.6	301.0
前年比	(%)	-0.3	1.6	2.2	1.1

(注)2005年度の雇用者報酬は実績。(資料)内閣府「国民経済計算」

一方、住宅投資は、06年4-6月期に前期比2.7%減と、大幅な減少となっている。05年末にかけ、住宅着工が落ち込んでいたことから、ある程度は予想されていたことだったが、06年に入り、住宅着工は増加が続いている。1-3月期は前期比1.7%、4-6月期は同2.5%と増勢も加速している。進捗ベースの住宅投資も、7-9月期には再び前期比で増加に転じ、年内は増加が続く公算が大きい。

住宅投資の拡大については、家計所得の増加が支えとなっているほか、団塊ジュニアの住宅の一次取得が、分譲住宅を中心に進んでいるとみられることもある。さらに、住宅ローン金利の上昇や地価の先高感もあり、住宅着工の増加は続くことになる。06年度については、分譲の増加に加え、持ち家の底堅い推移も見込まれることから、06年度の新設住宅着工戸数は、全体で前年比3%弱増加し、128.4万戸となる(05年度実績:124.9万戸、図表29)。

図表 29. 住宅投資・住宅着工の見通し

		2004年度 (実績)	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
実質住宅投資	(兆円)	18.7	18.7	19.1	19.5
前年比	(%)	1.7	-0.2	2.2	2.0
住宅着工戸数	(万戸)	119.3	124.9	128.4	129.4
前年比	(%)	1.7	4.7	2.8	0.8
持ち家	(万戸)	36.7	35.3	35.5	35.7
前年比	(%)	-1.6	-4.0	0.7	0.4
貸家	(万戸)	46.7	51.8	52.6	52.6
前年比	(%)	1.9	10.8	1.5	0.0
給与住宅	(万戸)	0.9	0.9	0.9	1.0
前年比	(%)	16.2	-9.5	10.9	1.0
分譲	(万戸)	34.9	37.0	39.4	40.2
前年比	(%)	4.6	6.1	6.4	2.1
着工床面積 前年比	(%)	0.6	1.1	2.3	1.0
1戸当たり床面積 前年比	(%)	-1.1	-3.5	-0.5	0.3

(資料)内閣府「国民経済計算」、国土交通省「住宅着工統計」

06年度は、05年度に続き3%成長に

以上のように、06年度は、民間部門の堅調な推移が続く一方、政府支出は減少となりそうである。公共投資は、05年度については、04年度補正予算で計上された災害復興事業の進捗が05年度に入っても続いたことから、減少幅が大幅に縮小したが（04年度：前年比12.4% 05年度：同1.4%減）、こうした事業もほぼ出尽くしている。06年4-6月期の実質公共投資は、前期比で4.6%減少し、前年比では7.5%減と、前期の同1.4%減から減少幅は拡大している。06年度予算でも、公共投資は削減されており、先行きも減少が続くことが見込まれる。一方、政府消費については、医療関連を中心に拡大するとみられるが、公共投資の落ち込みが大きく、政府支出全体では、06年度は、再び減少となると予想される（05年度は同0.8%）。

また、国内民間需要の拡大を受け、輸入も大幅な増加が見込まれるため、輸出が堅調に推移するものの、純輸出の実質成長率に対する押し上げ寄与は、05年度に比べ、低下することになる（05年度：0.6%ポイント 06年度：0.5%ポイントの予想）。06年度の経常収支については、原油高などを受けた輸入額の大幅増に加え、円高進行による所得収支の黒字の増加ペースの鈍化から、経常黒字は18.1兆円となり、05年度に比べ4.6%の減少が予想される。ちなみに、原油価格（WTI期近物）については、地政学リスクが引き続き意識される中、世界経済の堅調な推移もあり、1バレル=70ドル前半での推移が続くと予想している（06年度予想は、平均で72.8ドル）。

06年度については、輸出に加え、設備投資を中心に国内民間需要の拡大から、07年初までは堅調な拡大が見込まれ、景気拡張期間は、戦後最長の「いざなぎ景気」を超えてくるとみられる。06年度の実質GDP成長率は3.0%と、05年度に続く3%台の成長となる（05年度は3.2%成長）。

消費者物価コアは、上昇ペース加速へ

消費者物価指数の全国・生鮮食品を除く総合（全国コア）は、前年比上昇が続いており、上昇率は0.6%まで高まっている（06年5、6月）。また、06年7月の都区部中旬速報値（東京コア）は、6月から上昇幅が0.1%ポイント高まっている。7月の東京で、低下幅の拡大したシャツ・セーター・下着類に関しては、東京が相対的に弱めの動きとなっており、全国ベースでは、全体の上昇率を押し下げる方向に働かないことも考えられる。7月の全国コアの上昇幅は、6月から0.2%ポイント高まり、現行ベースで上昇幅が0.8%まで拡大する可能性がある。8月の基準年改定では、上昇率は0.2%ポイント強、低下するとみられるが、全国コアの上昇ペースは基準年改定を経ても0.5%程度となり、明確な上昇が続いていることが確認されよう。

先行きについては、原油価格上昇の影響は、前年比で見ると剥落してくる。また、今後、予想される円高も物価を押し下げる方向に働くことになるが、景気拡大に伴う需給ギャップ改善による物価押し上げ効果の方が上回ると予想される。消費者物価コアの前年比上昇ペースは、一段と高まることになるとみられる。

日銀は、06年10月末に追加利上げへ

7月14日、ゼロ金利政策の解除が決定された。日銀は、4月の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で示した見通しに沿った動きとなっており、下振れリスクが顕在化する可能性は低いと判断し、ゼロ金利解除の決定に至ったとみられる。金融政策決定会合後の総裁会見では、福井総裁が、次なる政策変更について、「ゆっくりと進める」とし、早期追加利上げ観測は一旦後退したが、その後、年内利上げの可能性に言及した日銀関係者の発言が相次ぎ(図表30)、早期利上げへの警戒感も根強く残っている。

図表 30. 金融政策を巡る日銀関係者の発言

須田審議委員(06年7月26日の講演・記者会見での発言)

「(景気の見通しについて)一時的な踊り場的な状況があるかもしれないが、基本的には息の長い成長が持続できる。…年内に利上げがないと決め付けるのは良くない。毎回の金融政策決定会合でそのときの経済・物価情勢をしっかりと分析しながら、その時点で判断したい」
 「経済活動や物価上昇率が下振れした場合でも、経済・物価情勢を見極めながらゆっくりとした金利調整を行うのであれば、金融システムの安定が回復し、設備、雇用、債務の過剰が解消されてきていることなどから、物価下落と景気悪化の悪循環が発生するリスクは小さい」
 「(経済・物価情勢が日銀の見通しより多少下振れしても、金利を引き上げるという方向性自体は変わらないという意味が、との質問に)私自身はそう思っている」

福井日銀総裁(06年8月1日の時事通信とのインタビューでの発言)

「(追加利上げについて)経済・物価情勢がシナリオ通りに進むのであれば、引き続き小刻みかつゆっくりと金利水準の調整をしていく。中長期的な物価安定を図りつつ、持続的経済の拡大をより確かにしていくために先見のアプローチをとる。『年内の追加利上げはない』とまでは言っていないのが真意だ。」

水野審議委員(06年8月2日の記者会見での発言)

「気がかなりなのは、本行サイドから『ゆっくりとした金利水準の調整』という情報発信をすることが『年内の追加利上げはない』と誤って解釈され、長期金利がファンダメンタルズ(経済の基礎的諸条件)の改善にもかかわらず低下してしまうリスクだ」…「わが国の経済・物価情勢が展望レポートの見通しに沿って動いた場合、あるいは株価が上昇傾向を見せた場合、市場参加者の金利観は相当変化する可能性がある」

(資料)ブルームバーグ・ニュース、時事通信社

また、前述のように、日銀短観(06年6月調査)では、強気の設備投資計画が示されるなど、展望レポートで減速が見込まれている設備投資の上振れの可能性は高まっている。06年4-6月期のGDP統計でも、設備投資の力強い動きが確認され、先行指標の機械受注も拡大が続いている。日銀短観(06年9月調査)で、06年度の設備投資計画が05年度計画に比べ強いままとなれば、10月の展望レポートでは、景気については、4月の見通しから、上方修正との判断となる可能性も大きい。

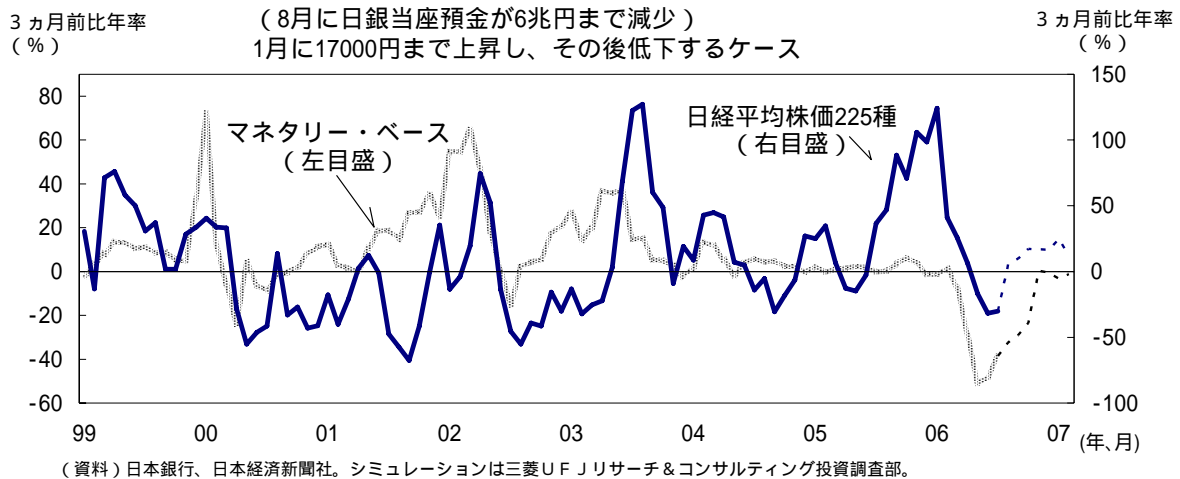
さらに、景気拡大が続く中、消費者物価コアについては、8月の基準年改定などに伴う上昇率の下方修正を経ても、明確な上昇となり、上昇幅の拡大が続くことが考えられる。米国景気が底堅く推移し、株価も落ち着きを取り戻して、上昇基調となれば、早期の追加利上げの可能性も高まってくる。06年10月末の金融政策決定会合で、追加利上げが決定されると予想している(無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.50%へ)。

07年初をピークに後退局面に

景気は、06年内は堅調に拡大を続けるものの、06年3月の量的緩和解除から7月のゼロ金利政策の解除、さらには10月末に見込まれる追加利上げの影響が顕在化してくると予想される。まず、量的金融緩和の解除で、マネタリー・ベースが大きく落ち込んだ影響は、株式市場に既に表れているとみられる。

過去をみると、マネタリー・ベースの変動(3カ月前比)は、株価の変動に対して1~2カ月程度、先んじて動くケースが多く、3月の量的金融緩和解除以降のマネタリー・ベースの落ち込みが、5月中旬以降の株価の大幅な下落につながった可能性がある。ただ、当初の日銀当座預金残高の大幅な削減により、所要準備額(6兆円)まであと僅かとなり、既に削減の余地が小さくなっていることから、マネタリー・ベースの減少ペースは、今後は緩和され、11月には3カ月前比でほぼゼロとなる。これに伴い日経平均株価も上昇軌道となり、07年初にかけ17000円程度まで、水準を戻してくる可能性がある。しかし、結局は、06年4月のピークにとどかない中間反騰となり、07年に入ると、株価は再び弱含むと想定される(図表31)。

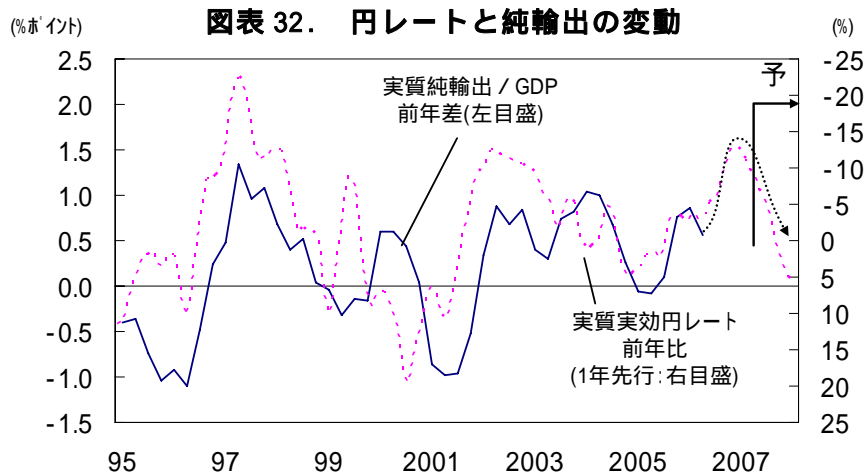
図表31. マネタリー・ベース、日経平均株価225種の推移とシミュレーション



長期金利も、早期追加利上げが遠のいたとの見方に加え、米国の利上げ休止もあり、目先は、低下の可能性もある。しかし、景気や物価の強めの動きが続く中で、早期追加利上げ観測が再び強まり、06年秋には再び水準を切り上げてくると見込まれる。

さらに、ドル円レートも円高・ドル安の方向となる可能性が大きい。米国の利上げが、結果として、06年8月で打ち止めとなる一方、10月には、日銀が追加利上げを実施するとみられるためだ。ドル円レートについては、06年度末にかけての緩やかな円高・ドル安の進行を見込んでおり、07年には、1ドル=110円を割り込んでくると予想している。

過去をみると、円高の経済に対する影響も、すぐには表れず、1年前後のラグを伴い本格化しているケースが多い。足元からの円高進行の影響も、07年度に入り顕在化してくるとみられる(図表32)。

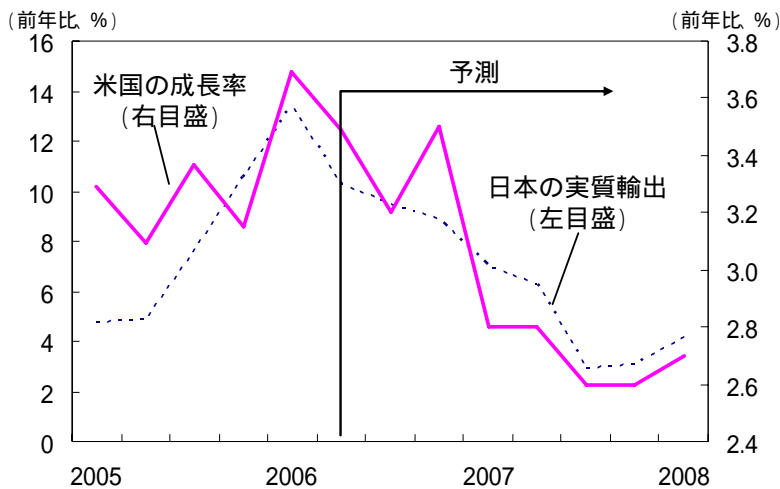


(注)円レートは3か月平均。予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部
 (資料)内閣府「国民経済計算」、日銀「実効為替レート」

加えて、海外景気の勢いが、鈍ってくるとみられることも重要だ。米国景気は、在庫循環のピークアウトに伴い、06年10-12月期から減速が始まり、07年7-9月期にかけては、前期比年率2%台半ばを割り込むまで成長率が低下すると予想される。欧州やアジア経済も減速が見込まれる（7～11ページを参照のこと）。

こうした環境下で、日本の輸出は減速し（図表 33）、在庫積み上がりから、企業は生産調整を余儀なくされると予想される。また、企業の生産調整が続き、企業収益も弱含み、雇用や家計の所得環境の改善も、一旦は止まってくるとみられる。さらに、07年初からは、定率減税廃止の影響が表れ、07年度も年金保険料の引き上げが続くことになるため、個人消費の伸びも鈍化してくる可能性が大きい。内外需ともに勢いが落ちることから、企業収益の拡大にも歯止めがかかり、設備投資についても鈍化が見込まれる。景気は、07年初をピークに、後退局面に入るとみられる。

図表 33. 米国の実質GDP成長率と実質輸出

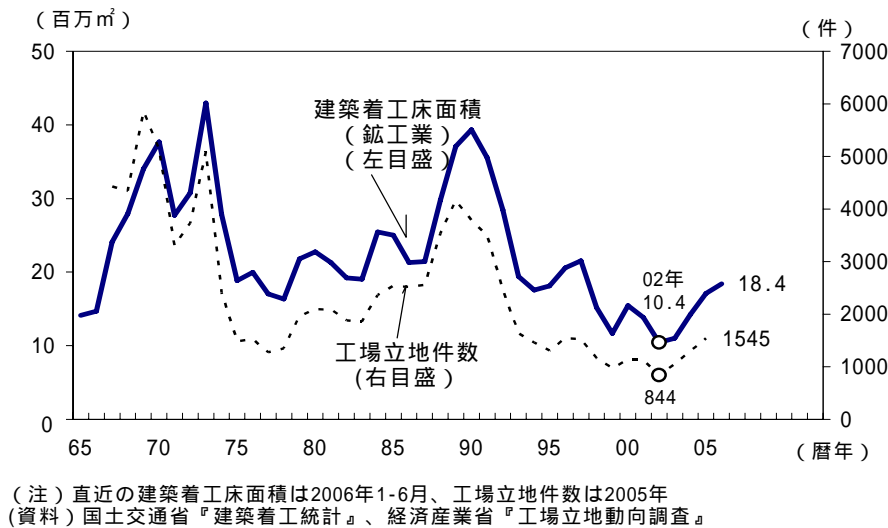


(資料)内閣府「国民経済計算」、米商務省「GDP」

後退は軽微にとどまり、07年度下期以降は再び力強い拡大へ

ただし、この景気後退は軽微で短いものにとどまる可能性が大きい。企業の設備や雇用、債務の過剰感が既に払拭されているほか、地価が上昇に転じており、中長期的な建設投資や設備投資の上昇局面が続くとみられるためだ（図表34）。短期の在庫循環による景気の振幅は、中長期の建設投資や設備投資の循環の位相に左右されるが、中長期循環の上昇局面では、短期循環の下降局面は浅く、短期化する傾向がある。

図表34. 建築着工床面積と工場立地件数の推移



また、既に見た通り、07年の米国経済は、減速が見込まれるものの、景気後退には至らないとみられる。米国は07年秋以降、金融緩和への転換と在庫調整の一巡から、景気は再加速となり、欧州についても、同様の動きとなつてこよう。中国は、内需の下支えで、景気減速も相対的に緩やかなものにとどまり、07年上期も9%前後の成長が続くと予想される。さらに、07年下期には、08年の北京オリンピックを控え、建設工事が本格化し、成長率が再び高まると見込まれる。

こうした中、日本経済は景気後退に入るものの、大幅なものには至らず、07年度下期には、在庫調整の一巡や海外景気の再加速を受け、景気は再び上昇基調に戻ると見込まれる。07年初をピークとした景気後退は、10月頃まで続くとみられるが、晩秋以降は、建設投資・設備投資の中長期的な上昇局面が続く中、再び力強い景気拡大に転じると予想される。実質GDP成長率は05、06年度の3%程度から、07年度については、1.7%に低下するとみられるが、中長期的にみた日本経済の復活の中での一時的な調整期、という位置づけになる（図表35～37）。

金融政策については、06年10月の追加利上げの後、景気後退の中、さらなる追加利上げは見送りとなるが、後退が軽微にとどまることから、利下げには至らないと予想される。07年度下期に、再び景気が力強さを取り戻してくることを受け、08年度以降の利上げ再開が視野に入ってくることになる。

以上

図表 35. 経済見通し総括表(年度)

(単位:10億円、2000年=100、億円、%、%ポイント)

	予 測			
	2004年度 (実績)	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
名目GDP [前年比]	496,229 0.5	505,329 1.8	519,684 2.8	530,203 2.0
実質GDP [前年比]	526,385 1.7	543,099 3.2	559,245 3.0	568,705 1.7
国内需要 [前年比]	512,456 1.2	526,601 2.8	539,932 2.5	547,437 1.4
民間需要 [前年比]	393,745 2.1	406,897 3.3	421,228 3.5	429,358 1.9
個人消費 [前年比]	297,793 1.6	304,594 2.3	309,450 1.6	313,083 1.2
住宅投資 [前年比]	18,687 1.7	18,658 -0.2	19,071 2.2	19,457 2.0
設備投資 [前年比]	78,249 5.6	84,090 7.5	93,266 10.9	97,755 4.8
在庫投資 [前年比寄与度]	-878 -0.3	26 0.2	307 0.1	-130 -0.1
公的需要 [前年比]	118,756 -1.4	119,760 0.8	118,774 -0.8	118,140 -0.5
公共投資 [前年比]	24,566 -12.4	24,220 -1.4	22,315 -7.9	20,809 -6.7
政府消費 [前年比]	93,816 1.8	95,199 1.5	95,948 0.8	96,685 0.8
純輸出 [前年比寄与度]	13,783 0.5	16,504 0.5	19,144 0.5	21,181 0.4
輸出 [前年比]	69,622 11.4	75,983 9.1	82,709 8.9	86,069 4.1
輸入 [前年比]	55,839 8.7	59,479 6.5	63,566 6.9	64,889 2.1
鉱工業生産指数 [前年比]	100.5 4.0	102.1 1.6	107.1 4.9	109.3 2.1
国内企業物価 [前年比]	96.4 1.5	98.4 2.1	101.7 3.4	104.4 2.7
消費者物価 [前年比]	98.1 0.0	98.0 -0.1	98.7 0.7	99.6 0.9
同生鮮食品を除く [前年比]	97.8 -0.2	97.9 0.1	98.6 0.7	99.6 1.0
GDPデフレーター [前年比]	94.3 -1.2	93.0 -1.3	92.9 -0.1	93.2 0.3
国内需要デフレーター [前年比]	95.1 -0.6	94.7 -0.4	95.1 0.4	95.7 0.6
経常収支 [前年比]	182,097 5.3	189,212 3.9	180,574 -4.6	176,521 -2.2
雇用者報酬(前年比、%)	-0.3	1.8	2.4	1.6
失業率(%)	4.6	4.3	4.0	3.9
新設住宅着工戸数(万戸)	119	125	128	129
原油価格(WTI,ドル/バレル)	45.1	60.0	72.7	67.6
ドル円レート	107.5	113.3	111.7	109.1

(注)GDP実績は10億円、実質及びGDPデフレーターは2000年基準。鉱工業生産、国内企業物価、消費者物価は2000年基準、経常収支実績は億円(年率)。

実績は内閣府資料より作成、予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部。

図表 36. 経済見通し総括表(年度半期)

(単位:10億円、2000年=100、億円、%、%ポイント)

名目	【半期】					
	2005年度		2006年度		2007年度	
	上期 (実績)	下期 (実績)	上期 (予測)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)
名目 GDP	502,855	507,483	513,643	525,596	526,581	533,891
[前期比]	1.2	0.9	1.2	2.3	0.2	1.4
[前年比]	1.4	2.2	2.1	3.6	2.5	1.5
実質 GDP	539,435	547,674	554,055	564,386	565,612	572,005
[前期比]	2.1	1.5	1.2	1.9	0.2	1.1
[同年率]	(4.3)	(3.1)	(2.3)	(3.8)	(0.4)	(2.3)
[前年比]	2.8	3.8	2.8	3.2	2.1	1.3
国内需要	524,646	529,472	535,897	545,128	546,204	549,950
[前期比]	1.9	0.9	1.2	1.7	0.2	0.7
[前年比]	2.7	2.8	2.1	3.0	1.9	0.9
民間需要	404,681	410,012	417,589	426,200	428,048	432,101
[前期比]	2.2	1.3	1.8	2.1	0.4	0.9
[前年比]	3.2	3.5	3.1	4.0	2.5	1.4
個人消費	303,745	306,681	309,057	310,957	311,896	315,414
[前期比]	1.7	1.0	0.8	0.6	0.3	1.1
[前年比]	2.0	2.6	1.8	1.4	0.9	1.4
住宅投資	18,370	18,938	18,806	19,324	19,050	19,869
[前期比]	-1.4	3.1	-0.7	2.8	-1.4	4.3
[前年比]	-2.0	1.7	2.4	2.1	1.3	2.8
設備投資	82,805	85,152	90,703	95,444	97,174	98,106
[前期比]	4.2	2.8	6.5	5.2	1.8	1.0
[前年比]	7.8	7.1	9.7	12.0	7.1	2.8
在庫投資	106	-375	-401	1,064	517	-692
[前期比寄与度]	0.2	-0.1	0.0	0.3	-0.1	-0.2
[前年比寄与度]	0.3	0.1	-0.2	0.3	0.2	-0.3
公的需要	120,030	119,542	118,420	119,040	118,267	117,960
[前期比]	0.9	-0.4	-0.9	0.5	-0.6	-0.3
[前年比]	1.2	0.5	-1.3	-0.4	-0.1	-0.9
公共投資	24,602	23,908	22,587	22,106	21,197	20,513
[前期比]	1.1	-2.8	-5.5	-2.1	-4.1	-3.2
[前年比]	-1.1	-1.6	-8.3	-7.5	-6.2	-7.2
政府消費	95,068	95,331	95,497	96,399	96,498	96,874
[前期比]	0.9	0.3	0.2	0.9	0.1	0.4
[前年比]	1.8	1.2	0.4	1.1	1.1	0.5
純輸出	14,762	18,222	18,408	19,514	19,664	22,316
[前期比寄与度]	0.3	0.6	0.0	0.2	0.0	0.5
[前年比寄与度]	0.1	0.9	0.6	0.4	0.2	0.5
輸出	73,557	78,360	81,073	83,945	84,760	86,990
[前期比]	5.1	6.5	3.5	3.5	1.0	2.6
[前年比]	6.2	12.0	9.8	8.0	4.5	3.6
輸入	58,795	60,139	62,664	64,432	65,095	64,673
[前期比]	3.6	2.3	4.2	2.8	1.0	-0.6
[前年比]	7.1	6.0	6.6	7.2	3.9	0.4
鉱工業生産指数	100.9	103.7	106.2	108.0	107.2	111.4
[前期比]	0.3	2.8	2.4	1.7	-0.7	3.9
[前年比]	0.1	3.1	5.6	4.1	0.9	3.1
国内企業物価	97.8	99.1	100.9	102.5	103.5	105.2
[前年比]	1.7	2.5	3.2	3.4	2.6	2.7
消費者物価	97.9	98.0	98.5	98.9	99.5	99.7
[前年比]	-0.2	-0.1	0.7	0.9	1.0	0.9
同生鮮食品を除く	97.9	97.9	98.5	98.7	99.5	99.7
[前年比]	-0.1	0.3	0.6	0.8	1.1	1.0
GDPデフレーター	93.1	93.0	92.6	93.2	93.0	93.5
[前年比]	-1.2	-1.4	-0.5	0.3	0.4	0.2
国内需要デフレーター	94.6	94.9	94.8	95.4	95.3	96.1
[前年比]	-0.5	-0.3	0.3	0.5	0.5	0.8
経常収支	174,704	208,998	179,500	188,265	167,261	190,011
[前年比]	-5.6	16.2	1.4	-11.4	-5.5	1.0

(注)GDP実績は10億円、実質及びGDPデフレーターは2000年基準、鉱工業生産、国内企業物価、消費者物価は2000年基準、経常収支実績は億円(年率)、実績は内閣府資料より作成、予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部。

図表 37. 経済見通し総括表(四半期)

(単位:10億円、2000年=100、億円、%、%ポイント)

	【四半期】								
	2005年度		2006年度			2007年度			
	06年1~3月 (実績)	4~6月 (実績)	7~9月 (予測)	10~12月 (予測)	07年1~3月 (予測)	4~6月 (予測)	7~9月 (予測)	10~12月 (予測)	08年1~3月 (予測)
名目GDP	508,523	509,970	517,316	524,375	526,817	525,161	528,002	531,161	536,621
[前期比]	0.4	0.3	1.4	1.4	0.5	-0.3	0.5	0.6	1.0
[前年比]	2.4	1.2	3.0	3.3	3.9	2.9	2.1	1.2	1.9
実質GDP	549,495	550,534	557,577	563,425	565,347	565,606	565,618	569,443	574,567
[前期比]	0.7	0.2	1.3	1.0	0.3	0.0	0.0	0.7	0.9
[同年率]	(2.7)	(0.8)	(5.2)	(4.3)	(1.4)	(0.2)	(0.0)	(2.7)	(3.6)
[前年比]	3.6	2.0	3.3	3.2	3.2	2.7	1.5	1.0	1.7
国内需要	531,256	532,841	538,952	544,151	546,105	546,358	546,051	547,894	552,007
[前期比]	0.7	0.3	1.1	1.0	0.4	0.0	-0.1	0.3	0.8
[前年比]	2.7	1.5	2.6	3.1	2.8	2.5	1.3	0.7	1.1
民間需要	411,884	414,800	420,379	425,191	427,210	428,057	428,039	429,844	434,357
[前期比]	0.9	0.7	1.3	1.1	0.5	0.2	0.0	0.4	1.1
[前年比]	3.5	2.3	3.8	4.2	3.7	3.2	1.8	1.1	1.7
個人消費	306,987	308,450	309,665	310,969	310,944	311,738	312,055	314,547	316,280
[前期比]	0.2	0.5	0.4	0.4	0.0	0.3	0.1	0.8	0.6
[前年比]	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1	0.8	1.2	1.7
住宅投資	19,005	18,497	19,116	19,401	19,246	18,862	19,239	19,624	20,115
[前期比]	0.7	-2.7	3.3	1.5	-0.8	-2.0	2.0	2.0	2.5
[前年比]	3.1	1.6	3.1	2.8	1.3	2.0	0.6	1.1	4.5
設備投資	86,537	89,838	91,568	94,610	96,277	97,106	97,243	97,223	98,988
[前期比]	3.3	3.8	1.9	3.3	1.8	0.9	0.1	0.0	1.8
[前年比]	7.5	9.8	9.6	12.9	11.3	8.1	6.2	2.8	2.8
在庫投資	-205	-1,413	610	796	1,331	942	93	-958	-426
[前期比寄与度]	0.1	-0.2	0.4	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1
[前年比寄与度]	0.2	-0.7	0.3	0.2	0.3	0.4	-0.1	-0.3	-0.3
公的需要	119,461	118,154	118,686	119,072	119,007	118,412	118,122	118,161	117,759
[前期比]	-0.1	-1.1	0.5	0.3	-0.1	-0.5	-0.2	0.0	-0.3
[前年比]	0.2	-1.3	-1.2	-0.5	-0.4	0.2	-0.5	-0.8	-1.0
公共投資	23,839	22,744	22,429	22,273	21,939	21,390	21,005	20,752	20,274
[前期比]	-0.6	-4.6	-1.4	-0.7	-1.5	-2.5	-1.8	-1.2	-2.3
[前年比]	-1.4	-7.5	-9.0	-7.1	-8.0	-6.0	-6.4	-6.8	-7.6
政府消費	95,354	95,170	95,824	96,302	96,496	96,450	96,545	96,836	96,912
[前期比]	0.0	-0.2	0.7	0.5	0.2	0.0	0.1	0.3	0.1
[前年比]	0.8	0.2	0.7	1.0	1.2	1.3	0.8	0.6	0.4
純輸出	18,334	17,940	18,876	19,530	19,498	19,504	19,824	21,809	22,823
[前期比寄与度]	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.1
[前年比寄与度]	0.9	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6
輸出	79,221	79,909	82,236	83,561	84,330	84,919	84,600	86,133	87,847
[前期比]	2.2	0.9	2.9	1.6	0.9	0.7	-0.4	1.8	2.0
[前年比]	13.4	10.2	9.4	8.9	7.0	6.3	2.9	3.1	4.2
輸入	60,886	61,969	63,359	64,031	64,832	65,415	64,776	64,323	65,024
[前期比]	2.5	1.8	2.2	1.1	1.3	0.9	-1.0	-0.7	1.1
[前年比]	7.4	7.2	6.0	7.8	6.5	5.6	2.2	0.5	0.3
鉱工業生産指数	104.0	104.9	107.5	108.0	108.0	107.3	107.1	110.1	112.6
[前期比]	0.6	0.9	2.6	0.4	0.0	-0.6	-0.2	2.8	2.3
[前年比]	3.2	4.1	6.9	5.0	3.3	2.3	-0.4	2.0	4.3
国内企業物価	99.3	100.4	101.5	102.2	102.7	103.2	103.8	104.6	105.8
[前年比]	2.8	3.1	3.3	3.4	3.4	2.9	2.2	2.3	3.0
消費者物価	98.0	98.6	98.4	98.8	98.9	99.5	99.4	99.7	99.7
[前年比]	0.4	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
生鮮食品を除く	97.7	98.4	98.5	98.9	98.5	99.4	99.6	99.9	99.4
[前年比]	0.5	0.6	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	1.0	0.9
GDPデフレーター	91.2	94.0	91.2	94.7	91.7	94.2	91.8	94.9	92.0
[前年比]	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.2
国内需要デフレーター	93.2	96.2	93.4	96.7	94.1	96.5	94.1	97.4	94.9
[前年比]	0.0	0.1	0.4	0.1	0.9	0.3	0.8	0.7	0.9
経常収支	204,644	170,356	188,644	196,689	179,126	167,266	167,255	190,499	188,807
[前年比]	18.5	-4.4	6.4	-8.8	-10.7	1.1	-10.6	-3.6	5.1

(注)GDP実額は10億円、実質及びGDPデフレーターは2000年基準。鉱工業生産、国内企業物価、消費者物価は2000年基準、経常収支実額は億円(年率)、実績は内閣府資料より作成、予測は三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部。

図表 38. 前回見通し（06年5月23日）との比較

2006年度見通し (前年比、%、%ポイント)

	前回見通し	今回見通し	修正幅
名目GDP	3.0	2.8	0.2
実質GDP	2.9	3.0	0.1
個人消費	2.0	1.6	0.4
住宅投資	2.9	2.2	0.7
設備投資	7.1	10.9	3.8
公共投資	8.0	7.9	0.1
純輸出	0.5	0.5	0.0
鉱工業生産	5.0	4.9	0.1
消費者物価 (生鮮食品を除く総合)	0.7	0.7	0.0

2007年度見通し (前年比、%、%ポイント)

	前回見通し	今回見通し	修正幅
名目GDP	2.2	2.0	0.2
実質GDP	1.7	1.7	0.0
個人消費	1.4	1.2	0.2
住宅投資	0.7	2.0	1.3
設備投資	5.3	4.8	0.5
公共投資	8.1	6.7	1.4
純輸出	0.0	0.4	0.4
鉱工業生産	2.1	2.1	0.0
消費者物価 (生鮮食品を除く総合)	1.0	1.0	0.0

(注) 純輸出は寄与度

(資料) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング投資調査部が作成