

ARC作成：主要経済指標の天気マップ

	四半期別推移												月別推移		
	2003年			2004年			2005年			2006年			2006年		
													2	3	4
鉱工業生産	☂	☀	☀	☀	☀	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂
所定外労働時間	☀	☀	☀	☀	☀	☁	☁	☁	☁	☂	☀	☂	☀	☀	
全国百貨店販売	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☂	☁	☁	☁	☁	
乗用車 新規販売台数	☁	☁	☀	☂	☀	☀	☁	☀	☁	☂	☂	☂	☂	☁	
主要50社・ 旅行販売	☂	☁	☂	☀	☀	☂	☀	☀	☂	☂	☂	☂	☂	☂	
機械受注 (除船舶、電力)	☀	☀	☂	☀	☂	☂	☀	☂	☀	☀	☂	☀	☂	☀	
公共工事・ 受注金額	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☀	☁	☂	☂	☂	☂	☂	☂	
新設住宅・ 着工戸数	☁	☂	☀	☁	☀	☁	☂	☂	☀	☀	☀	☂	☀	☀	
輸出・数量指数	☂	☀	☀	☀	☀	☀	☁	☁	☂	☀	☀	☀	☀	☀	
マネー・サプライ	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	

注1：天気マーク☀は前年比4%以上、☂は前年比0%～4%、☁は前年比-4%～0%、☂は前年比-4%超を基準にしている。

注2：四半期別推移 は1～3月、 は4～6月、 は7～9月、 は10～12月。

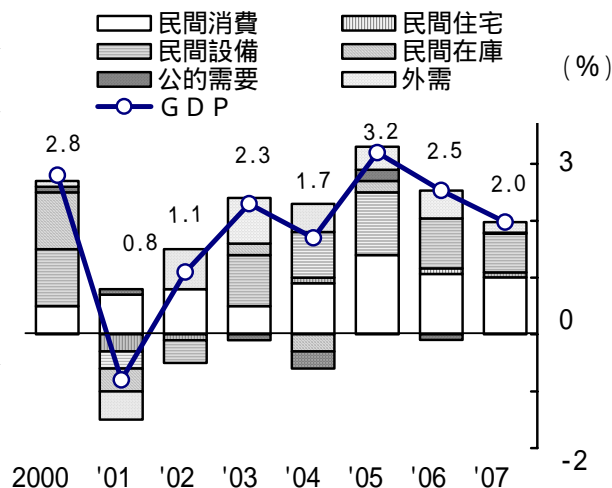
注3：月別推移は異常値補正のため、前月、前々月との3ヵ月平均値を使用している。

注4：各指標の数字は2006年6月9日時点での入手可能なデータに基づく。

実質国内総支出と内外需別寄与度の推移（前期比）

単位：%

	実績			予測	
	2003	2004	2005	2006	2007
GDP	2.3	1.7	3.2	2.5	2.0
民間消費	0.8	1.6	2.4	1.9	1.8
民間住宅	0.0	1.7	0.2	2.8	2.5
民間設備	7.0	5.6	7.5	5.7	4.3
政府消費	2.5	1.8	1.5	1.3	1.3
公共投資	9.5	12.4	1.4	7.2	5.2
輸出	9.7	11.4	9.2	8.7	5.1
輸入	3.2	8.7	6.8	6.6	5.0
寄与度					
国内需要	1.5	1.2	2.7	2.0	1.8
民需	1.6	1.6	2.5	2.1	1.8
外需	0.8	0.5	0.4	0.5	0.2



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報 平成18年1～3月期(二次速報値)」(2006.06.12発表)  
予測は民間10機関の平均

年央経済見通し

## 内需主導で自律的拡大過程に入る日本経済

2005年度3.2%、06年度2.5%、07年度2.0%と緩やかに拡大

日本の景気は回復局面から拡大局面へと移行している。

02年度から4年連続でプラス成長を維持した結果、内閣府等の試算では、05年末には需給ギャップが解消している。鉱工業生産指数でも05年11月に14年振りにバブル期のピーク(1991/5)を上回っている。人手不足感も広がっている。名目GDPもようやく06年度には97年度の水準を超えそうだ。

6月12日に内閣府が発表したGDP速報(改定値)では、05年度の実質成長率は3.2%と2000暦年連鎖価格ベースの現行統計で初の3%台成長となった。依然として名目成長率が実質成長率を下回るデフレ状況は続いているものの、名目でも1.9%と消費税率引上げ前年の96年度以来の成長率となっている。

06年に入って原油価格再高騰、金利上昇、円高傾向等のマイナス要因が顕在化し始めているものの、日本経済は緩やかな拡大が続いている。

今回の景気拡張期間は5月で52ヵ月となり「平成バブル景気」を超え、10月で戦後最長の「いざなぎ景気」に並ぶことになる。景気回復のスピードが緩やかで過熱感が少ないことから「いざなぎ超え」の可能性は高い。このところの世界的な株式市況の下落、金利上昇、米国経済の減速が懸念材料だが、内需を中心に堅調な景気拡大が続くというのが基本的なシナリオであろう。

成長率としては、06年度後半には、世界経済の減速が予想されること、日本経済の需給ギャップが解消されていくことから、潜在成長力に見合った2%程度へと緩やかに減速していくことになる。06年度は2.5%、07年度は2.0%程度の成長となろう。注目のゼロ金利解除は7月に実施、06年度内にさらに0.25%の引上げが予想される。

民間予測の大勢は06年度後半から減速

最近発表された民間主要機関の06年度、07年度の見通しをみても、次第に減速するという見方は共通だ。06年度は最高3.1%から最低2.0%とばらついているが、06年度に関しては、内需中心の堅調な拡大が続くとみている。見方が分かれるのが、06年度後半の減速の程度だ。米国経済の減速の程度、動きの激しいIT関連の在庫循環、日本の金融財政政策の動向によっては、軽い調整局面を迎え、07年前

半は、四半期ベースでは前期比ゼロないしマイナス成長になるかもしれない。07年度の成長率は06年度後半の減速の程度によって見方が分かれるが、06年度から更に減速し1.4%～2.6%（平均2.0%）となっている。

2006・2007年度の年央経済見通し

(単位: %、但し政府見通しは年初)

年度	実質GDP				完全失業率	消費者物価	
	成長率	消費	設備	輸出			
'2005(実績)	3.0	2.3	6.6	9.2	4.3	0.1	
'2006 見通し	政府	1.9	1.6	5.0	7.3	4.1	0.5
	民間平均	2.5	1.9	5.7	8.7	3.9	0.6
	最高	3.1	2.1	9.2	10.8	4.1	0.7
	最低	2.0	1.5	2.9	6.6	3.7	0.3
'2007 見通し	民間平均	2.0	1.8	4.3	5.1	3.7	0.6
	最高	2.6	2.5	7.8	8.4	4.1	1.0
	最低	1.4	0.9	0.2	2.7	2.2	0.1

(注) 民間平均は主要10社の平均

景気拡張期間が52ヵ月に及び循環的にも景気後退期に入ってもおかしくない時期ではあるが、今回の景気回復はそもそもスタートのレベルが低く、その後も二度の踊り場を挟み上昇速度も鈍かったことから、設備投資に過熱感はなく、緩やかではあるが長期の回復が可能という見方だ。06年度後半に調整局面に入る可能性もあるが、内需、特に消費が増加すれば、海外経済の落ち込みをカバーし三度目の踊り場で済む可能性も高い。バブル時の負の遺産である三つの過剰の清算がほぼ終了していることから、07年度にかけて大きな景気後退にはならず、持続可能な安定成長のペースに落ち着いて行くとの見通しが多数派となっている。

最近の日本経済 - 強い鉱工業生産、弱い家計消費支出

06年1～3月期のGDP速報（一次速報）では、実質成長率は前期比年率1.9%と10～12月期の4.3%からは減速したものの、堅調な景気拡大を裏付ける結果となった。1～3月期の成長率の内訳を見ると、成長を牽引しているのは引続き設備投資（1.4%増）となっている。個人消費については、5四半期連続で前期比プラスとなり景気回復の下支え役にはなっているが、未だ勢いは弱く消費主導の景気回復にまでは至っていない。住宅投資は前期比プラスであるものの減速、公的需要

は引続き低迷、外需は輸入が伸びたことにより寄与度がゼロとなった。

最近の経済指標を見ても、企業部門と家計部門では景気回復の勢いに差が出ている。鉱工業生産は4月に00年基準で過去最高になり、生産予測指数でも5月、6月共前月比プラスとなるなど、引続き順調な状況が続いている。一方、設備投資の先行指標である機械受注（民需除く船舶・電力）は直近では一進一退になっており、景気回復を主導してきた設備投資は、このところやや弱含んでいる。原油価格の再高騰による企業収益の先行き不透明感、ゼロ金利解除による金利上昇などを織り込み始めているのかもしれない。家計部門では、家計消費支出が年明け以降4ヵ月連続で対前年比マイナスになっている。一方で消費マインドは改善、賃金も上昇、雇用者も増加するなど所得・雇用環境は改善している。

景気拡大を持続していくためには、設備投資の減速分を個人消費の回復で補完する必要があり、サッカーW杯商戦の盛り上がり期待される。

物価については、企業物価が5ヵ月連続対前年比2%以上で推移しており、また消費者物価（生鮮食品を除く）も6ヵ月連続でプラスとなるなど、物価のプラス基調が定着している。

#### 原油高の下、堅調に推移する世界経済

原油価格の再高騰にも関わらず、世界経済は06年に入ってから引続き堅調に推移している。インフレ懸念は依然として存在するものの、金融引締めなどにより消費者物価も比較的安定的に推移している。しかし金利引上げの影響もあり06年度後半から世界経済の緩やかな減速が予想されている。以下地域別に世界経済の状況を見てみたい。

#### 米国経済：上振れ気味に推移も徐々に減速

米国では、5月25日に発表された1～3月期の実質GDP成長率（改定値）が5.3%の高成長となった。10～12月期に1.7%と低迷した反動があり、均してみればほぼ潜在成長率近辺の3%台半ばの成長が続いている。内訳を見ると、個人消費が前期の反動もあり大きく伸びた他、設備投資も前期比二桁増と高い伸びを示し、消費と設備投資が経済を牽引する形になっている。一方住宅投資は徐々に落ち着きを見せており、住宅バブルが鎮静化に向かいつつあることを示している。

米国実質GDPの推移

	2003年	2004年	2005年	2005年			2006年
				4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
実質GDP成長率	2.7	4.2	3.5	3.3	4.1	1.7	5.3
個人消費	2.9	3.9	3.5	3.4	4.1	0.9	5.2
民間住宅投資	8.4	10.3	7.1	10.8	7.3	2.8	3.1
民間設備投資	1.3	9.4	8.6	8.8	8.5	4.5	16.1
民間在庫投資	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(2.1)	(0.4)	(1.9)	(0.1)
政府支出	2.8	2.2	1.8	2.5	2.9	0.8	4.3
純輸出	(0.5)	(0.7)	(0.3)	(1.1)	(0.1)	(1.4)	(0.6)
輸出	1.8	8.4	6.9	10.7	2.5	5.1	14.7
輸入	4.6	10.7	6.3	0.3	2.4	12.1	12.8

(注) 暦年は前年比。四半期は前期比年率。2006年1～3月期は改定値。( )は寄与度。  
(出所) 米国商務省

最近の経済指標を見ると、鉱工業生産は3ヵ月連続で前月比プラスで推移、設備稼働率も高く企業の設備投資意欲を煽る数字になっている。また小売売上高や乗用車販売も月ごとの変動はあるものの概ね堅調に推移するなど、消費も衰えを見せていない。一方、住宅着工戸数は06年に入ってから減少傾向が明確になってきている。雇用情勢については、昨年12月以降、失業率が4%台に低下しており、ほぼ完全雇用状態が続いている。しかし順調に推移してきた雇用者増加数が、このところ数万人台に鈍化しており減速傾向が見え始めている。

米国経済は、需給逼迫から物価上昇率が徐々に高まるなど過熱の兆候をみせているだけに、潜在成長力に見合った成長への軟着陸が模索される状況にある。すでに、04年来の継続的な利上げの影響が効き始め住宅バブルは収束に向かい始めている。今後、個人消費が減速、潜在成長率並の3%台前半～半ばの成長に落ち着いていくであろう。景気が減速する一方で、原油価格高騰による消費者物価の上昇圧力もあり、次回6月下旬の連邦公開市場委員会(FOMC)での利上げ継続の有無について市場での予測が交錯している。

アジア経済：過熱状況続く中国、ASEANでは原油高の影響も

中国では、1～3月期の実質成長率が10.3%と10～12月期の9.9%を上回る高成長となった。堅調な世界経済を背景に輸出が伸び、固定資産投資も前年同期比27.7%増と引続き高い伸びを示している。こうした投資の過熱を受け人民銀行は4月に1年半ぶりに貸付基準金利を上げた。しかし、北京五輪を控え投資が過

熱し易い状況にあり、金融引締めによる投資抑制効果には疑問の声が多い。

NIEs、ASEAN諸国では、昨年末からのIT・デジタル分野の輸出の好調により1～3月期の成長率は堅調に推移している。韓国では輸出の好調に加え消費の拡大により内需の伸びも高まっている。一方タイやインドネシアなどでは、輸出は堅調であるものの、原油価格高騰によるインフレの高まりにより消費マインドが低下し景気減速のリスクが高まりつつある。

アジア開発銀行（ADB）の経済見通し（4月6日発表）

（単位：%）

	中国	香港	台湾	韓国	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン
2005	9.9	7.3	4.1	4.0	6.4	4.5	5.3	5.6	5.1
2006	9.5	5.5	4.4	5.1	6.1	4.7	5.5	5.4	5.0
2007	8.8	5.0	4.0	4.9	4.6	5.5	5.8	6.0	5.3

欧州経済：企業部門主導で緩やかに回復

欧州経済は輸出の増加やリストラの進展などにより企業の景況感の回復が進み、企業部門の主導による緩やかな景気回復が進んでいる。ユーロ圏の1～3月期の成長率は前期比0.6%と10～12月期の0.3%から改善している。経済規模で最大のドイツでは雇用環境の改善が鈍いことから消費の回復が遅れているが、07年に付加価値税率の引き上げが予定されており、今年は駆け込み需要が期待されている。欧州全体でも家計部門の回復は弱く、引続き回復の牽引役は外需と企業部門となる見込みである。

欧州委員会の経済見通し（5月8日発表）

（単位：%）

	EU-25	ユーロ圏				イギリス
		ドイツ	フランス	イタリア		
2005	1.6	1.3	0.9	1.4	0.0	1.8
2006	2.3	2.1	1.7	1.9	1.3	2.4
2007	2.2	1.8	1.0	2.0	1.2	2.8

注）アジア開銀、欧州委員会の経済見通しは実質GDP成長率

今後の注目点 世界的金利引上げによる金融市場の動揺

世界的に順調な景気拡大のリスク要因が金融市場の動向だ。日本のゼロ金利解除、米国、EUの利上げなど金融はITバブル、9.11同時多発テロ後の超緩和状況

から平時に戻りつつある。金融市場の動向次第では、実体経済に大きな影響が及びかねない、その点について考えてみたい。

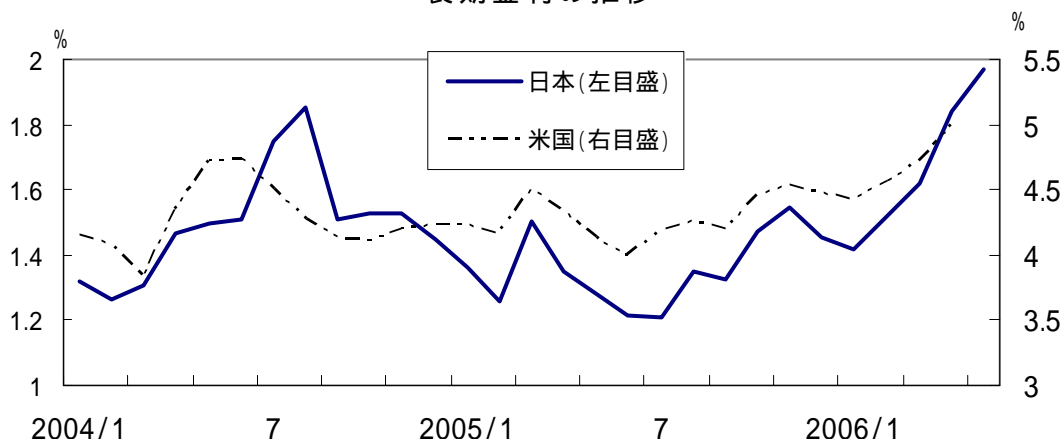
#### 過剰流動性の終了

米国は04年6月以降継続して0.25%ずつ金利の引上げを行ってきたが、この間長期金利は低位で安定してきており、グリーンSPAN前FRB議長も「conundrum（謎）」と言う状況が続いていた。これは、世界的な需要不足から余剰資金が米国に流入していたためである。

しかしここに来て日本、欧州とも金融引締めスタンスに転換しつつある。日銀は3月に量的緩和解除を行い、「量」による金融政策から「金利水準」の政策へ転換を行った。その後日銀当座預金残高は徐々に減少し、3月には30兆円以上あった残高は5月末には半分以下にまで減少している。7月にも日銀はゼロ金利を解除し0.25%の金利引上げを行うとの見方が増えている。

また欧州中央銀行（ECB）も、欧州経済の回復が本格化するに伴い原油価格高騰によるインフレ懸念から段階的な金利引上げに踏み切っている。

長期金利の推移



日米欧の三極が同時に金融引締め局面に入っていくことで、これまでの過剰流動性は縮小に向かっていく。その結果、主要国の長期金利は上昇基調が強まり、世界的な超低金利時代は終焉を迎えている。すでに、株式市場は世界的に下落しており、特にインドなど新興市場の株式は大幅に下落している。

ただ、先進国の株価はバブルというほど上昇しているわけではなく、実体経済が順調に推移するなら、それほど大きな調整にはならないだろう。また、日本のバブル崩壊不況の教訓から、強制的にバブルを崩壊させるコストの大きさが認識

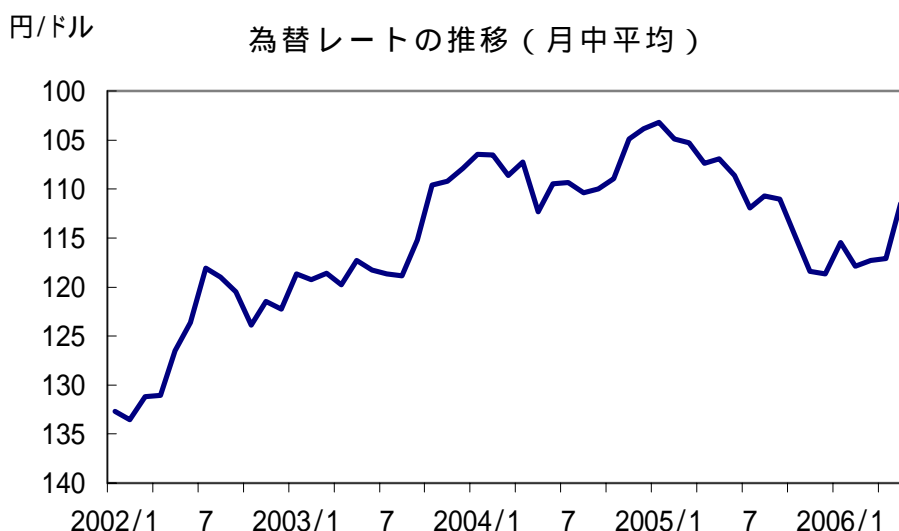
されており、実体経済の動向を睨んだ現実的な政策がとられると思われる。

### 円高ドル安の進展

米国のFFレートは5.0%に達し、次回のFOMCでの利上げ停止が囁かれる一方、日本ではゼロ金利離脱が見込まれ、日米金利差の縮小観測から円高圧力が強まっている。特に4月下旬に開催されたG7で米国の経常収支赤字のファイナンス問題がクローズアップされたのを契機として円高ドル安傾向が加速している。

米国の経常赤字は年間8,000億ドルに達しており、維持不可能なレベルに達しつつある。緩やかなドル安は不可避な状況といえよう。

02年度以来過去4年間の実質GDP成長率における外需の寄与度は0.5%以上の状態が続いており、今回の景気回復は円安を背景にした輸出の好調が大きく貢献した面が大きいと言える。今後一方的な円高傾向が進むようだと、輸出産業を中心に企業収益の悪化が懸念される。



もっとも4月に発表された内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、1年後の予想円レートは全産業平均で113.2円/ドル、輸出産業の採算円レートは104.5円/ドルとなっており、現在から多少円高ドル安に振れる程度であれば深刻な影響が出る可能性は小さい。また日米金利差縮小と言っても依然として金利水準には大きな差があり、急速な円高にはそれなりのブレーキが働く。原油価格の高騰が続くなか緩やかな円高は好ましい面もある。 【松尾・今村】