

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		
	2004年		2005年		2006年				2007年				2007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	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	

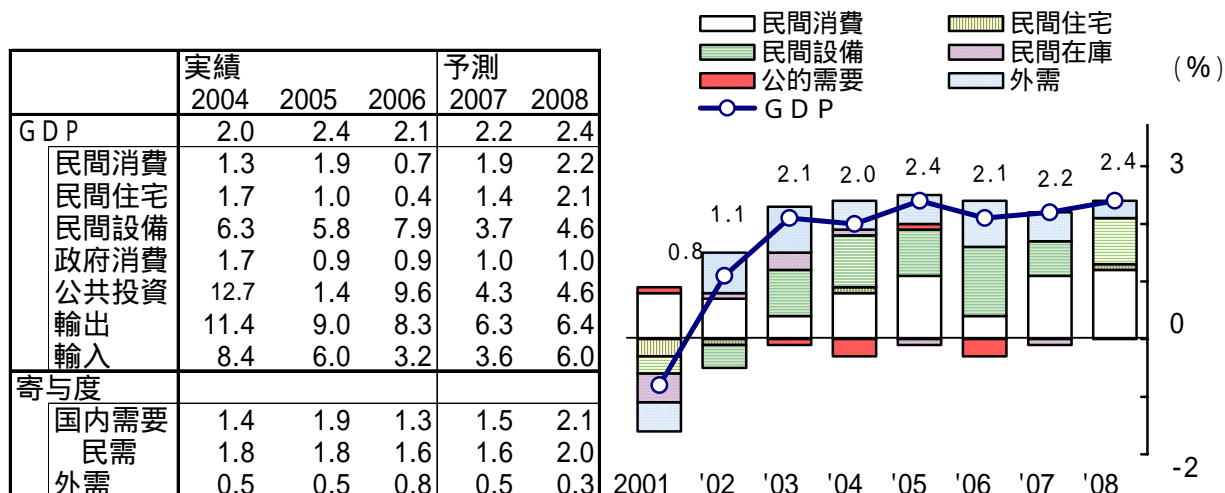
注1: 天気マーク☀は前年比4%以上、☁は前年比0%~4%、☁は前年比4%~0%、☁は前年比4%超を基準にしている。

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2007年6月11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:%



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報 平成19年1~3月期(二次速報値)」(2006.06.11発表)  
予測は民間10機関の平均

## 踊り場を越え年度後半には再加速する日本経済

1～3月期は堅調な成長だが、軽い踊り場局面入りか

日本経済は、GDPで見れば緩やかな拡大局面を維持しているものの、最近では生産や投資などの指標に弱さが見られ、軽い踊り場局面となっている。

6月11日に内閣府が発表したGDP二次速報値では、2007年1～3月期の実質GDP成長率が0.8%（年率3.3%）と、06年10～12月期の1.3%（年率5.4%）からは減速したものの、日本経済の堅調な成長を裏付ける数字となった。この結果06年度の実質成長率は2.1%となり、03年度2.1% 04年度2.0% 05年度2.4% 06年度2.1%と、近年では日本の潜在成長率といわれる1%台後半を若干上回るペースでの成長を続けている。

全体としては順調な成長となった1～3月期だが、GDP成長の内訳を見ると、プラス要因・マイナス要因が交錯しており、先行きについてそれ程楽観はできない。プラス面としては、輸出が、懸念されていた米国経済減速による影響を、アジア、欧州向けの増加で補い、3%を超える高い伸びを達成した。一方、内需の柱の一つである設備投資は、前期の反動減、米国経済の先行き不透明感の広がりなどから、増勢が鈍化している。また、個人消費が0.8%増と、前期からの増加基調を維持したが、暖冬・好天による押し上げ効果や、税源の地方委譲に伴う所得税の先行軽減など、特殊要因があったことは否定できない。一人当たりの所得が伸び悩む中、所得増加の裏付けのない個人消費の伸びはやがて鈍化していくものと考えられ、4～6月期のGDP成長率は個人消費を中心に減速する可能性が高まっている。

### 最近の経済指標 弱い生産・投資関連指標

足下の経済指標をみても、生産活動が弱含みで推移するなど、景気の踊り場の状況に入った可能性が高まっている。

鉱工業生産は、1～3月期に6四半期ぶりに前期比マイナスとなった後、4月も前月比で低下した。生産予測指数では、5月、6月共プラスとなる見込みであり、大きな減速になる可能性は少ないが、IT部材を中心に在庫調整局面に入った

ことは確かなようだ。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力除く民需）も、1～3月期に前期比マイナスとなり、更に4～6月期予測は11.8%と大幅な減少が見込まれている。物価についても、消費者物価（生鮮食品を除く総合）が3ヵ月連続前年比マイナスとなるなど軟調で推移している。

一方、家計部門については、4月の完全失業率が3.8%と9年ぶりに3%台に低下し、家計消費支出は、年明け以降4ヵ月連続で前年比プラスになっている。もっとも消費については、前述のように特殊要因による押し上げ効果があり、また雇用情勢の改善もこれまでのところ一人当りの所得増加に結びついておらず、今後消費の本格的回復が実現するかが注目される。

民間予測の大勢は07年度前半は減速、後半から再加速

最近発表された民間主要機関の07年度、08年度の見通しをみると、07年度前半は景気が減速し、軽い踊り場局面入りになるものの、07年度後半には再び加速していくという見方はほぼ一致している。

### 2007・2008年度の年央経済見通し

(単位: %、但し政府見通しは年初)

年度	名目GDP 成長率	実質GDP 成長率			消費者 物価		
		消費	設備	輸出			
2006(実績)	1.3	1.9	0.8	7.2	8.3	0.1	
2007 見通し	政府	2.2	2.0	1.6	3.6	6.2	0.5
	民間平均	2.2	2.2	1.9	3.7	6.3	0.1
		<2.2>	<1.8>	<1.6>	<4.3>	<4.9>	<0.3>
		最高	3.3	3.2	2.6	6.1	7.6
	最低	<2.6>	<2.3>	<2.2>	<5.3>	<6.8>	<0.7>
最低	1.8	1.8	1.5	0.7	4.4	0.0	
	<1.4>	<1.2>	<1.0>	<3.5>	<3.0>	<0.1>	
2008 見通し	民間平均	2.7	2.4	2.2	4.6	6.4	0.4
	最高	3.3	2.8	2.5	7.3	7.5	0.5
	最低	2.2	2.1	1.6	3.3	4.7	0.3

(注) 民間平均は主要10社の平均

< >内は06年12月時点での見通し

07年度前半の減速の要因としては、米国経済減速の影響が強まることによる輸出の鈍化、IT関連材の在庫調整が続くことによる生産抑制、暖冬など特殊要因剥落による個人消費の伸び悩み、などが指摘されている。

しかし07年度後半になると、米国経済の持ち直し、IT関連材の在庫調整の終了

などから景気は再浮上し、07年度通算では2.2%程度と、06年度を若干上回る成長が見込まれている。

08年度については、09年度に予想される消費税引上げを見越した駆け込み需要といった攪乱要因もあるが、07年度後半からの景気再加速のペースを概ね維持し、2%超の成長を予測している機関が大多数を占めている。

03年度から7年連続の長期の景気拡大が続くとの見方だ。その背景にあるのが世界経済の順調な拡大だ。次に世界経済の状況を見てみたい。

#### 米国経済減速の下、堅調に推移する世界経済

06年半ばから、それまで世界経済を牽引していた米国経済の減速が鮮明になってきたにも関わらず、世界経済は予想外に堅調に推移している。これは、米国の景気減速が今のところ住宅関連と一部の製造業に限定されていることもあるが、中国など新興国の台頭や欧州、日本の復活などにより経済が多極化し、世界の米国依存度が低下していることが大きい。07年度も世界経済は引続き堅調な成長が予想されている。以下地域別にみてみたい。

#### 米国経済：減速が鮮明になる中、根強いインフレ圧力

米国では、1～3月期の実質GDP成長率（改定値）が0.6%と、4年ぶりの低成長となった。住宅投資の減少幅は前期からは縮小したものの、なお15.4%減と大幅な減少が続いている。また輸出が低下した反面、原油価格上昇などにより輸入は増加し、外需寄与度がマイナスに転じている。

最近の経済指標を見ると、景気減速を示す指標がある一方、回復している指標もあり、先行きが読みづらくなっている。鉱工業生産は月ごとの変動があるものの基調としては緩やかな増勢を維持し、在庫調整が一巡したことから06年末～07年初にかけての停滞を脱しつつある。消費については、ガソリン価格高騰などから消費者心理が悪化し、乗用車販売は低迷、小売売上高も一進一退を続けるなど減速懸念が強まっている。住宅着工戸数は、小幅ながら3ヵ月連続で増加し、昨年来続いていた住宅市場の調整もようやく底を打った感がある。もっとも4月の着工数は天候要因で押し上げられた面もあり、許可件数も減少していることから、本格的回復にはなお時間を要するであろう。雇用情勢については、07年に入ってから改善速度が鈍ってきたものの、サービス業を中心に雇用の拡大が続き、

底堅い動きを示している。

景気が減速する一方、消費者物価が6ヵ月連続で2%台で推移するなどインフレ圧力は強く、FRB（米連邦準備理事会）は利上げにも利下げにも動けない状態が続いている。

アジア経済：高成長続く中国、07年のNIEs、ASEANは成長率鈍化

中国では、1～3月期の実質成長率が前年同期比で11.1%増と、10～12月期の10.4%を上回り、5四半期連続の二桁成長となった。貿易黒字が前年同期の二倍になったことに加え、年末には減速していた固定資産投資が年明け以降に再加速し、成長率を押し上げている。経済の過熱を受け、人民銀行は預金準備率や貸付基準金利の引上げを年明け以降に数回実施したが、いずれも小幅な引締め策に終始している。07年の共産党大会、08年の北京五輪、10年の上海万博といったイベントを控え、中国政府も急速な景気減速を望んでいないことから、金融引締め策も小規模なものに留まり、中国の高成長は当面のところ持続するものと考えられる。

#### アジア開発銀行(ADB)の経済見通し(3月27日発表)

	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
2006	10.7	6.8	4.6	5.0	7.9	5.0	5.9	5.5	5.4
2007	10.0	5.4	4.3	4.5	6.0	4.0	5.4	6.0	5.4
2008	9.8	5.2	4.5	4.8	5.5	5.0	5.7	6.3	5.7

実質GDP成長率：単位 %

NIEs、ASEAN諸国では、06年後半からの半導体・液晶パネルを中心としたIT・デジタル製品の世界的な在庫調整の影響により、輸出の減少が続いている。もっとも一部の国には、輸出の下げ止まりの兆しが見え始めており、07年後半から08年には、在庫調整の終了や米国経済の回復などから、輸出の本格的な回復が見込まれる。内需については、政局不安が続くタイを除いて概ね緩やかな増加基調を維持しているが、輸出の減少を補う程の力強さは見られず、07年の成長率は06年を若干下回る見込みの国が多くなっている。

欧州経済：内外需バランスのとれた堅調な成長続く

欧州経済は内需・外需のバランスがとれた堅調な成長を続けている。ユーロ圏の1～3月期の実質GDP成長率は前期比0.6%（年率2.4%）となり、潜在成長

率といわれる2.0%を5四半期連続で上回る高い成長を達成した。輸出の好調により企業の景況感は良好であり、設備投資も活発化してきている。また雇用情勢の好転から個人消費も回復に向かい、懸念されたドイツの付加価値税の引上げによる影響も軽微なものに留まった。

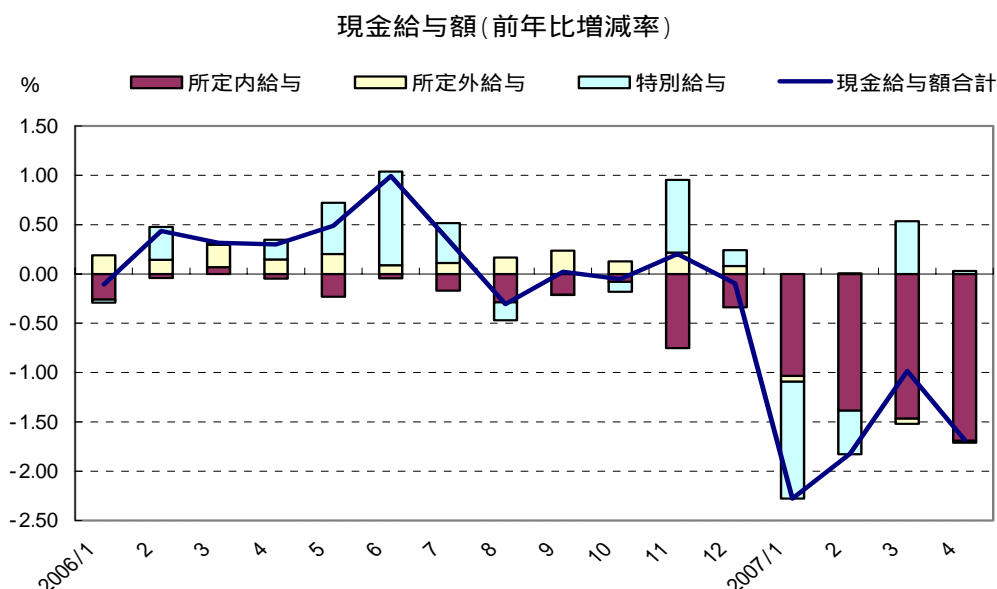
こうした良好な経済情勢を受けて、欧州委員会は春季見通しにおいて、07年のユーロ圏の実質成長率を2.6%と半年前から上方修正し、日本、米国を上回る成長を見込んでいる。

### 今後の注目点 所得の増加と円安の持続性

前述のように、世界経済はほぼ順調に推移するとみられるなか、懸念材料となるのが、個人消費と輸出の動向を左右する為替レートだ。以下では、その背景となる所得と為替レートの動向についてみてみたい。

#### 所得の動向：鈍い雇用者所得の伸び

日本経済全体の順調な拡大に比べ、雇用者所得の回復の遅れが目立っている。厚生労働省の毎月勤労統計を見ると、現金給与額は06年後半から伸びが鈍り、07年に入ってから前年比マイナスの状態が続いている。



所得が伸びない要因としては、国際競争に直面している企業の賃金抑制姿勢、非正規雇用者の増加、地方財政引締めによる地方公務員の給与削減、高賃金の団塊世代退職による統計的要因、などが指摘されている。

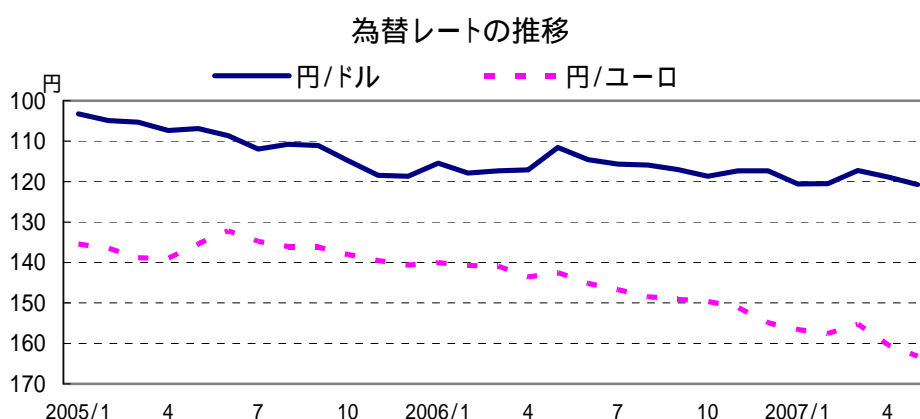
07年度も企業業績の好調は続く見込みであることから、所定外給与は増加するものと予想されるが、上記のような複合的な要因から所定内給与の大幅な伸びは期待できず、家計部門への景気拡大の波及は、今後も遅々としたものになるであろう。

ただ、人手不足は広範化しており、企業業績も増益を維持していること、世界的な株高傾向もあり、景気の下支え役としての機能は果たすと考えられる。

為替レートの行方：当面は円安傾向か

近年では、対外経常黒字の拡大にもかかわらず円安基調が続いている。日本の貿易対象国の物価上昇率で調整した実効レートでは、プラザ合意前の1985年当時の水準の円安となっている。特に対ユーロについては、過去2年あまりで約25円も円安が進み、自動車など輸出産業の好業績に繋がっている。この背景にあるのが、金利差を背景として日本からの資本流出だ。低金利の円で資金調達し高金利の外貨で運用する円キャリートレードも一般化している。

今後の金利動向を見通すと、日本の金利については物価が安定していることもあり、緩やかなペースに止まるとみられている。欧州については、6月に政策金利を4.0%引上げた後も、好調な経済を背景に金利引上げは継続するものと見られる。米国も、当面は金利据置きの見込みであり、金利差は縮まらない。



いずれ円安の修正局面を迎えると考えられるが、それは日本の政策金利が1.5~2.0%の水準になることが見込まれる時点ではないだろうか。

以上の状況を勘案すると、大きな金融市場の混乱などが生じない限り、当面2%程度の緩やかな成長が継続する可能性が高いと考えられる。 【松尾・今村】