

3度目の踊り場を迎える日本経済

外需の減速により設備投資も鈍化

みずほ総合研究所は9月、2006・2007年度内外経済見通しの改訂を行った。2006年度後半から2007年度初めにかけて、日本経済は、米国経済を起点とする海外経済の減速を受けて、今次拡大局面で3度目となる踊り場を迎えよう。調整圧力が小さいことや、消費が底堅く推移することなどから、2007年度後半には持ち直すだろう

内需の着実な拡大が続いた4～6月期の日本経済

2006年4～6月期の実質GDP成長率(2次QE)は、前期比+0.2%(同年率+1.0%)となり、6四半期連続のプラス成長となった(図表1)。公的需要や外需が減少しているが、国内民間最終需要は着実な拡大が続いており、日本経済は自律的回復軌道をたどっていると言えるだろう。

GDPデフレーターは前年比0.8%と前期の同1.2%からマイナス幅が縮小した。GDPデフレーターがマイナスとなっているのは、原油高に伴う輸入デフレーターの上昇によるもので、国内需要デフレーターは同+0.1%とプラスに転じている。国内需要デフレーターの上昇や、当社が試算しているGDPギャップ(実質GDPと潜在GDPの差)がすでに昨年10～12月期にプラスとなっていることなどを踏まえると、日本経済がデフレに後戻りするリスクは小さくなっていると考えられる。

以下では、2006年度後半以降の世界経済の動向と日本経済についての考え方を解説する。

米国経済を起点に減速する世界経済

今後の世界経済は、米国経済が住宅市場の悪化やこれまでの金利上昇の影響等を受けて減速するのに伴い、拡大テンポを緩めるとみられる。

米国経済では、住宅市場の悪化が進んでおり、住

宅の販売、着工がともに減少傾向をたどっている。住宅価格の上昇も止まりつつあり、一部地域では下落に転じている模様である。住宅価格のピークアウト感からはっきりとしてくるにつれて、新築住宅や中古住宅の売却圧力が高まるとともに、買い手の「様子見姿勢」も強まってきているようだ。

住宅市場の悪化は、関連雇用の減少や、資産効果の縮小・剥落(場合によっては逆資産効果)などを通じて、経済全体に影響を及ぼしていくと考えられる。すでに、住宅建設や内装業、不動産業の雇用は数カ月前から減少基調に転じている。一方、資産効果の縮小・剥落は、緩やかに現れてこよう。住宅資産は米国家計にとって退職期までの長期にわたる投資対象とみなされており、長期的な価格上昇期待は崩れにくいと考えられる。また、個々の家計にとって重要なのは、「住宅を購入した時点の価格」と「現在売却した場合の価格」の差である。購入時点は1年前であったり、10年前であったりと多様だ。こうした点を考慮した住宅価格でみると、2005年をピークに減速しつつも、依然上昇を続けているのである。

家計部門の減速は、足もと堅調な設備投資にも波及していくだろう。米国経済は、2006年後半から2007年初めにかけて、3%程度をみられる潜在成長率を下回る「グロース・リセッション(景気後退には至らないが景気が低迷する状況)」の様相を呈するとみられる。

米国経済の減速は、欧州や中国・アジア等にも波及し、今後、世界経済の拡大テンポは低下していくだろう。

IT・デジタル分野は在庫調整局面入りするが、調整は短期かつ軽微

米国経済の減速に加えて注目されるのは、アジアを中心とするIT(情報技術)・デジタル分野における在庫調整である。

韓国・台湾では、2005年夏場以降回復傾向をたどってきたIT・デジタル分野において、在庫の伸びに顕著な高まりが見られるようになってきている。

韓国の電子部品製造業の場合、在庫の伸び率は4~6月期に前年比+30%を超えており、出荷の伸びを上回り始めている。台湾でも、電子部品製造業の在庫の伸び率が高まり続けており、すでに5月時点で出荷の伸びに肩を並べるようになった。両国のIT・デジタル分野は在庫調整局面を迎えている状況である。

日本でも同様の調整圧力がうかがえる。IT関連の生産は、昨年後半から鉱工業生産の拡大をけん引してきたが、在庫も積み上がってきた。電子部品・デバイス工業における在庫の伸び率は4~6月期時点で前年比+20%を超えており、出荷の伸びに近づいている。

しかし、こうした世界的なIT・デジタル分野の在庫調整は、短期かつ軽微なものにとどまるだろう。韓国や台湾、日本ではいずれも「供給過剰」が在庫調整の要因となっており、「需要鈍化」が要因ではない。需要の伸

びそのものは高水準で、今後も、次世代ゲーム機や新基本ソフト(OS)投入をにらんだ関連部材の調達増が見込まれる。IT・デジタル分野の在庫調整が、日本やアジアの生産活動を大きく損なうほどのインパクトを持つには至らないだろう。

原油価格は緩やかに低下

2003年以降、上昇を続けている原油価格は高値圏で推移している。イラン、レバノン、ナイジェリアなど、従来から指摘してきた地政学的リスクに加え、アラスカのパイプライン腐食・原油漏洩事故にみられるイベント・リスクや、ハリケーン被害といった天候リスクも供給懸念につながりやすい状況である。

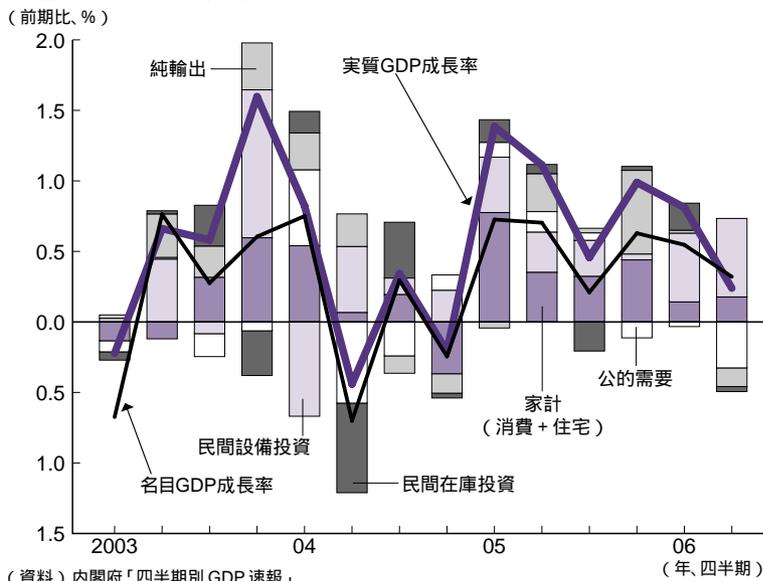
今後の原油価格は世界経済の減速に伴う需要の鈍化を背景として緩やかに低下していくとみられる。もっとも、投機的な資金や年金資金などが原油市場に流入し価格を押し上げるという構図は当面大きく変化しないとみられることから、2006年後半における原油価格の低下は限定的であろう。一方、2007年には原油需要の鈍化が進み、投機的な資金の流入も縮小に転じるとみられ、原油価格の押し下げ要因となろう。

原油価格を巡るリスクシナリオとしては、依然として「上ぶれ」の可能性が高い。中東情勢の不安定化など、地政学的リスクに伴う原油供給途絶リスクは高まりこ

そすれ、縮小の気配がみられない。世界経済が減速する中、原油価格が一段高となれば、そのデフレ圧力が顕在化する可能性が指摘できる。例えば米国では、これまで住宅ブームによる資産効果がガソリン価格の上昇による影響を相殺してきた側面があったが、住宅市場は悪化に転じており、原油価格上昇の影響が現れやすい状況となっている。

原油高による日本経済への影響は全体としてみれば限定的である。試算によれば、原油価格が2005年度実績の1バレル当たり60ドル(WTIベース)から75ドルに上昇しても、成長率の押し下げ幅は0.2%

図表1 民需主導の拡大が続く日本経済



にとどまる(消費者物価の押し上げ幅は+0.3%)。ただ業種別にみた場合の影響はみだら模様である。製造業・素材業種で今後、価格転嫁が進んでいくとみられ、原油価格が高止まっても採算の維持・改善が見込まれる。しかし加工業種、とりわけ電気機械などの業種では競争関係上、販売価格への転嫁が難しく、収益を圧迫する状況が続くだろう。

3度目の踊り場を迎える日本経済

米国を中心とする世界経済の減速に伴う輸出の鈍化や、世界的なIT・デジタル分野の在庫調整が見込まれる中、日本経済は2006年度下期に「踊り場」を迎えることになる。2002年1月から始まった今次景気拡大局面では3度目の踊り場となり、持ち直しは2007年度春先以降となる(図表2)。

ただし2007年度には、人件費や金融費用など固定費用の高まりから企業収益の伸びが鈍化し、設備投資の勢いが鈍ると考えられる。

これらを踏まえ、年度を通して見た日本の実質GDP成長率は、2006年度の+2.3%から2007年度に+1.6%へと低下すると予測している。GDPギャップのプラス幅は緩やかな拡大が続き、GDPデフレーターは2006年度に前年比0.2%、2007年度には+0.6%と、消費税率の引き上げがあった1997年度以来、10年ぶりのプラスに転じると予想される(図表3)。

日本経済が3度目となる踊り場を越えて、持ち直しに転じていく理由は、内需の強さである。外需の減速を受けて、足もと力強い拡大が見られる設備投資もいったん鈍化するとみられるが、雇用・所得環境の改善基調が崩れることはなく、個人消費は堅調さを保つと見られる。

新規求人数がバブル期を上回る高水準で推移するなど、企業の労働需要は根強い。さらに今後、労働供給サイドでは団塊世代の大量退職の影響が

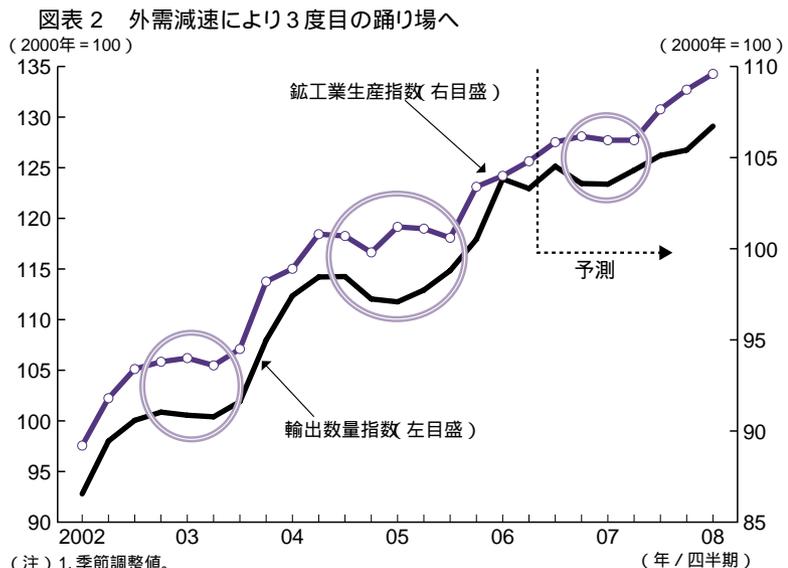
顕在化することから、労働需給は一層逼迫すると考えられる。

足もとの賃金の伸びは冴えないが、統計上のサンプルの歪みによるもので、実際には労働需給の高まりが着実に賃金上昇に結びついていると考えてよいだろう。企業は賃金水準の高い正社員の採用にも積極的な姿勢を見せつつあり、今後、労働需給の逼迫に伴って、賃金は緩やかに上昇を続けよう。雇用の伸びは踊り場入りに伴ってやや鈍化するが、賃金上昇がその影響を相殺し、雇用者報酬の伸びは堅調に推移すると予想される。

こうした雇用所得環境の改善に支えられて、個人消費は持続的に拡大すると見込まれ、個人向けを中心とする非製造業の生産・投資活動も順調に推移すると予想される。個人消費や非製造業を中心とした内需の底堅さが支えとなり、日本経済は景気後退に陥ることなく、持ち直しに向かうと考えられるのである。

上ぶれリスクが高まる設備投資

今後の見通しにおいて、成長率を大きく左右するポイントの一つは設備投資の行方である。設備の過剰感がみられないことや、企業の期待成長率が高まっていることなどを踏まえると、設備投資が予想以上に力強



い拡大を続ける可能性を指摘できる。

設備投資の先行指標である機械受注には一服感が見られるが、企業の設備投資は製造業で3年連続の二桁増、非製造業でも運輸・情報通信などを中心に前年比増が計画されている(日銀短観6月調査)。当社の推計によれば、資本ストックの伸びは2006年3月時点で前年比+2.0%にとどまっており、過剰感はみられない。製造業の資本ストックの伸びは同+3.1%であるが、期待成長率の上昇や、労働力から資本設備への代替の趨勢的な動きいわゆる資本係数の上昇を踏まえると、伸び率が高いとは言えない。非製造業の資本ストックの伸びは同+1.4%で、これまでの投資は、能力増強よりも更新投資の色彩が強く、設備投資拡大の余地を残している。

これらの要因はすでに見通しに織り込んでいるが、当社の想定以上に設備投資が一段と高まる可能性がある。

加えて、世界経済全体が減速に向かう中、中国では投資を中心とした力強い成長が続く可能性が指摘できる。2006年前半に採られた投資抑制策の効果や輸出

の鈍化が、中国の成長率を押し下げる要因となるが、投資が大幅に鈍化するとは考えにくい。むしろ、第11次5カ年計画の下での内需拡大に対する期待や、北京五輪に向けた国威発揚ムードが企業・家計のマインドを下支えし、中国は高い成長を続けるとみられる。こうした中国経済の持続的拡大が、踊り場を迎える日本企業の設備投資を下支えする可能性は否定できない。

当社では、世界経済の減速、とりわけ米国経済の減速の度合いを見極めるため、製造業の設備投資はいったん様子見に転じると考えている。しかし、日本企業が内需の強さに自信を持ち、想定以上に先行き楽観的な姿勢を維持する場合や、中国経済の力強い拡大が続く場合などには、設備投資が上ぶれし、実質GDP成長率を押し上げる可能性が指摘できるだろう。□

みずほ総合研究所 経済調査部
シニアエコノミスト 小野 亮
makoto.ono@mizuho-ri.co.jp

GDPの予測値は、政府資料の公表等を受けて適宜更新しています。
最新の予測値はみずほ総合研究所ホームページをご参照下さい。
<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/forecast.html>

図表3 持ち直しは2007年度下期

(単位: %)

	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)	2006年度		2007年度		2006年度 (寄与度) (予測)	2007年度 (寄与度) (予測)
				上期 (予測)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)		
実質GDP	3.2	2.3	1.6	1.0	1.0	0.7	0.9	-	-
国内需要	2.8	2.3	1.7	1.1	1.2	0.7	0.7	2.2	1.7
国内民間需要	3.3	3.1	2.0	1.8	1.1	0.9	1.1	2.4	1.5
個人消費	2.3	1.9	1.8	0.9	1.1	0.9	0.8	1.1	1.0
住宅投資	0.2	1.1	0.0	1.8	3.0	0.1	2.8	0.0	0.0
設備投資	7.5	7.4	2.4	5.7	0.7	0.9	2.2	1.1	0.4
国内公的需要	0.8	0.6	0.6	1.2	1.5	0.2	0.5	0.1	0.1
政府消費	1.5	0.9	1.3	0.1	1.3	0.5	0.2	0.2	0.2
公共投資	1.4	6.1	2.4	6.0	2.1	1.3	3.5	0.3	0.1
純輸出(寄与度)	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
輸出	9.1	6.4	2.7	2.8	0.7	0.9	2.9	0.9	0.4
輸入	6.5	6.1	3.4	4.0	1.8	1.4	2.3	0.8	0.5
名目GDP	1.8	2.0	2.2	1.1	1.0	1.4	0.7		
GDPデフレーター	1.4	0.2	0.6	0.5	0.0	0.6	0.5		
鉱工業生産	1.6	3.4	2.1	1.7	0.7	0.7	2.2		
完全失業率	4.4	4.0	3.7	4.1	4.0	3.7	3.7		
経常収支(兆円)	19.1	18.0	19.5	18.1	18.0	19.3	19.8		
対名目GDP比	3.8	3.5	3.7	3.5	3.5	3.7	3.7		
国内企業物価	2.1	2.5	0.0	3.1	1.9	0.2	0.2		
消費者物価	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3		
長期金利(%)	1.42	1.85	2.15	1.80	1.90	2.10	2.20		
日経平均株価(円)	13,549	16,200	17,300	15,800	16,600	17,100	17,500		
為替相場(円/ドル)	113.2	113	109	115	112	108	110		
原油価格(WTI)	60.0	73.0	67.4	72.8	73.2	70.1	64.7		

(注) 1. 年度は前年比変化率、半期は前期比変化率(完全失業率、経常収支及び物価を除く)。
2. 国内企業物価、消費者物価の半期は前年比変化率。消費者物価は、全国、除く生鮮食品。
3. 完全失業率、経常収支の半期は季節調整値で、経常収支は年率換算。
4. 原油価格はWTI先物期近、長期金利は新発10年国債。
(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「生産・出荷・在庫指数」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、財務省「国際収支統計」、日本銀行「企業物価指数」