

3度目の踊り場を迎える日本経済

円安と原油安、雇用所得環境の改善が下支え

みずほ総合研究所は12月、2006・2007年度内外経済見通しの改訂を行った。2006年度後半の日本経済は、米国経済の減速やIT・デジタル分野の在庫調整により、今次景気拡張期で3度目の「踊り場」を迎えよう。しかし、円安と原油安という追い風や国内雇用所得環境の改善が下支えし、2007年度後半に向け景気は持ち直していこう。

内需が弱含み、外需主導の成長となった 2006年7～9月期の日本経済

内閣府が12月8日に発表した2006年10～12月期の実質GDP成長率(2次QE)は、前期比+0.2%(同年率+0.8%)となり、4～6月期の前期比+0.3%(同年率+1.1%)から伸びが低下した(図表1)。7四半期に及ぶプラス成長が確認され、改めて2002年1月を谷として始まった今回の景気拡張期における日本経済の底堅さが示されたと言えるだろう。しかし、国内民間需要を中心に夏場の景気が停滞気味となり、外需依存の成長であったとの事実は否めない。

2006年8月に実施された消費者物価指数の基準年改訂(2000年基準から2005年基準へ)の影響が目されたGDPデフレーター上昇率は前年比0.7%と、4～6月期の同1.2%からマイナス幅が縮小した。国内需要デフレーター上昇率は同+0.2%とプラスに転じ、日本経済がデフレに後戻りするリスクは徐々に後退している。

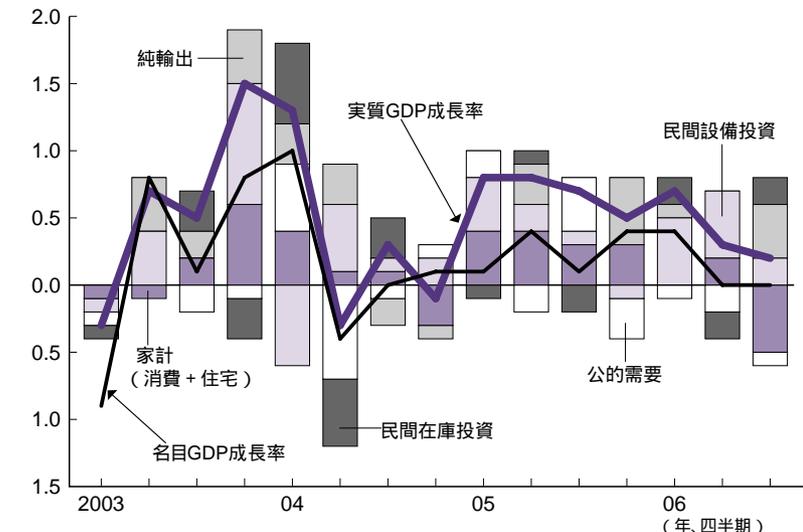
以下では、今回の見通し改訂の内容について解説するが、結論を先に述べておこう。住宅市場の調整を中心とする米国経済の減速や、IT(情報技術)・デジタル分野における在庫調

整によって、日本経済は減速に向かい、今次景気拡張期において3度目の「踊り場」を迎えとみられる。しかし、円安や原油安が企業収益の鈍化を和らげることや、国内における雇用・所得環境の改善が続くと見込まれることなどから、日本経済は大幅な落ち込みを回避しよう。

再高騰リスクを抱えつつも、 下落が見込まれる原油価格

2003年後半から上昇が続いてきた原油やその他の資源価格は、2006年夏場をピークに下落に転じた。地政学

図表1 民需主導の拡大が続く日本経済
(前期比、%)



(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」

的リスクが消えてなくなったわけではなく、原油価格が再び高騰する可能性は排除できないものの、原油価格は見通し期間を通じて下落基調をたどると予想される。

背景には、米国を中心として世界経済が減速し、需給が緩和していくことや、これまで原油価格を押し上げる要因となってきた原油相場への投機的資金の流入が一服することなどがある。なお後者に関しては、国際資源価格の下落が一部大手ヘッジファンドの破綻にもつながったが、国際的な金融危機への波及は免れている。

今後も、年金資金など長期投資の性格を持つ資金の流入が原油相場の下支え要因になるとみられるが、従来の見方と比べると、今回の見通しでは原油価格(WTIベース)の水準を10ドル程度下方修正した。原油価格は2007年末に向けて1バレル当たり50ドル台前半まで低下すると予想される。

もっとも、原油価格の先行きには依然として不透明感が漂っている。地政学的リスクに改善の兆しが見られないためだ。核開発を巡るイランと主要国との交渉は長期化の様相を呈しており、国連安全保障理事会では経済制裁に向けた議論が始まっている。イラクでは治安悪化が著しく、11月に開催された米国中間選挙において民主党に地滑りの勝利をもたらす事態ともなった。レバノン情勢を含め、中東地域におけるこれらの火種は、小さくなるどころかむしろ大きくなる方向にあるようにも見える。

こうした中、民主党支配の議会を抱えることになったブッシュ政権の動向が、原油相場に与える影響が注目されている。焦点は、米国による対イラク政策と、国内エネルギー政策の行方である。

混迷を極めるイラク情勢を前に、新たに指名された国防長官も民主党議会も、早期に有効な手だてを打てる

可能性は低い。一方、国内エネルギー政策については、これまで優遇されてきた石油会社への風当たりが強まる方向に向かうとみられ、原油価格にとっては上昇圧力となる可能性が指摘できる。

いずれにせよ、2007年明け後に行われるブッシュ大統領の一般教書演説やその後の議会動向次第であり、2007年の原油価格は米国の政治情勢に左右され易い局面を迎えると言えるだろう。

米国では住宅市場の調整が続くが個人消費や設備投資は底堅く推移

今後の世界経済は、米国経済を中心として減速基調をたどるとみられる(図表2)。米国の実質GDP成長率は2006年+3.3%から2007+2.4%へと1%ポイント近く低下するだろう。2007年前半の米国経済は、おおむね3%程度とみられる潜在成長率を下回る低成長が続き、回復に向かうのは同年後半である。

今後の米国経済と日本経済への影響を見る上でのポイントが二つある。第一は住宅市場の調整が続くことだ。今回の見通しにおいては、住宅投資の悪化が従来見通しと比べてやや長期化すると考え、米国の実質GDP成長率見通しを下方修正した。第二は、米国の輸入につながる個人消費や設備投資は底堅く推移する点である。日本経済やユーロ圏・アジアなどの各地域経済にとってみれば、輸出の減速は避けられないが、従来の見通しに織り込んでいる以上には悪化しないと考えられる。

米国では、2006年入り後に住宅市場の調整が本格化した。7~9月期の住宅投資は前期比年率 18.0%と落ち込み、実質GDP成長率を1%ポイント以上押し下げた。しかし、名目GDPに対する住宅投資比率は5.7%と過去平均値(およそ4.5%)に比べて高水準にとどまっており、調整過程が当面続くことを示唆している。住宅投資の先行きを示す住宅着工許可件数をみても、10月時点で大幅な落ち込みが続いている。今後の米国経済は、こうした住宅

図表2 海外経済は緩やかに減速へ

(単位:%)

	2005年	2006年	2007年	2006年		2007年	
				上期	下期	上期	下期
米国	3.2	3.3	2.4	3.9	2.2	2.3	3.0
ユーロ圏	1.4	2.7	1.8	3.0	2.6	1.3	1.9
アジア	7.3	7.8	7.2				
NIEs	4.7	5.2	4.5				
ASEAN4	5.1	5.3	5.3				
中国	10.2	10.6	9.7				

(注) 半期は年率。

投資の悪化が2007年半ばまで続き、その結果、成長率が大きく押し下げられると予想される。

一方、米国の個人消費や設備投資は引き続き底堅く推移している。家計の雇用所得は年率5%台の伸びを維持しているほか、原油価格の下落によって実質購買力は改善している。住宅価格は指標や地域によっては前年比下落に転じており、資産効果の縮小・剥落を通じた消費への影響が懸念されているが、企業業績の好調を映じた株価の堅調がその影響を緩和している様子もうかがえる。消費を支えるファンダメンタルズはおおむね良好な状況が続き、消費は緩やかな拡大が続く見込みである。

企業部門では、景況感の低下や在庫調整圧力の高まりがうかがえる中、設備投資の先行きを示す資本財の新規受注は拡大の一途を辿っている。ストック循環の観点から見ると設備投資は減速局面に向かうところにあるが、底堅い個人消費に支えられ、設備投資の失速は避けられるだろう。

2007年の海外経済は減速

米国経済の減速は、欧州(ユーロ圏、以下同じ)や中国・アジア等にも波及し、2007年の世界経済は減速すると予想される。

欧州経済は、2007年1月に実施される付加価値税率引き上げ(ドイツ)による駆け込み需要の反動と、輸出減速が相まって、同年前半に減速局面を迎えよう。実質GDP成長率は2006年+2.6%から2007年+1.7%に低下するだろう。

アジア経済に目を向けると、中国では当局による引き締め効果が続くことや、米国等の減速感の強まりにより、成長率は鈍化しよう。しかし、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、輸出の回復も見込まれることから、2007年後半には持ち直していくとみられる。

NIES・ASEAN経済も、外需の停滞やIT・デジタル分野の在庫調整などにより成長率が低下し、持ち直しは2007年後半になるとみられる。

2006年度下期の日本経済は外需と設備投資を中心に減速

2006年度下期の日本経済は、米国経済の減速、中国当局による引き締め、アジアにおけるIT・デジタル分野の在庫調整などにより、輸出が減速するとみられる。外需の減速に伴う生産・企業収益の停滞により、設備投資の伸びも鈍化し、景気は2004年度後半の「踊り場」に近い状況となる。

しかし、足もとで為替が円安傾向で推移していることや、原油価格が落ち着きを見せていることが企業収益を下支えし、生産や設備投資の大幅な落ち込みは回避される見通しである。

また、個人消費は雇用環境の改善や、年末賞与の増加が見込まれることもあり、年度下期に持ち直すだろう。

2006年夏場の消費低迷は、所定内給与の伸び悩みに加えて、天候不順、タバコの値上げや、ワールドカップ関連消費の反動が相まったと考えられる。これに対し、2006年冬の年末賞与は、企業業績の好調を映じて総額ベースで前年比+2%強の伸びを見せると予想され、雇用者報酬の持ち直しに寄与するだろう。最近では、賞与を中心とする雇用者報酬と消費の連動性が強まっていることや、家計のマインドが改善傾向にあることも踏まえると、個人消費は増勢に転じる見込みである。

2002年1月を谷として始まった今回の景気拡大局面は、11月にいざなぎ景気(57カ月)を抜き、戦後最長となったとみられる。2006年度の成長率は実質+1.9%、名目+1.6%と1%台後半とみられる潜在成長率近傍の成長となる(図表3)。GDPデフレーターは消費者物価指数の基準年変更に伴う改訂を反映し、前年比-0.3%(前回-0.2%)と大きく下方修正したが、年度末に向けてマイナス幅は徐々に縮小しよう。

2007年度は設備投資を中心に成長率が鈍化

2007年度上期は2006年度後半からの海外経済減速の影響が残り、成長率の低迷が予想される。原油価格

は2006年夏場でピークアウトしており、今後、原材料・燃料コストの上昇は一服するものの、人件費・金融費用など固定費負担の増加が企業収益を圧迫する度合いが強まるだろう。その結果、増益テンポは大幅に鈍化することが予想される。個人消費は雇用者所得の増加が続くことを背景に堅調が続くが、企業業績の鈍化により設備投資の伸びは大きく低下するとみられる。

下期には海外経済の回復により成長率は持ち直すとみられるが、2007年度通年の成長率は、実質+1.8%、名目+2.5%にとどまるだろう。GDPデフレーターは前年比+0.7%と、10年ぶりにプラスに転じる見込みである。

米住宅市場調整深刻化や 油価再高騰がリスク

今後の世界・日本経済にとってのリスク要因として、米国における住宅市場の調整深刻化とその影響の広がり、原油価格の再高騰が挙げられよう。前者については、調整過程が道半ばであるだけに楽観できない状況が続くだろう。

一方、日本経済にとって追い風となってきた円相場の動向も気がかりだ。米景気減速や金利差縮小などを背景に2007年度半ばにかけて円高ドル安基調での推移が見込まれる。なお、最近の円安の背景として円キャリートレード(低金利の円資金を調達し、高金利通貨で運用する投資手法)の動きが指摘されている。今後、日銀による利上げペースが緩やかなものにとどまると予想される中、円キャリートレードの急速な巻き戻しとそれに伴う円高は考えにくく、円高に伴う景気腰折れの可能性は小さいだろう。

2007年度後半には、米国経済の持ち直しを受けて、小幅ながら再び円安ドル高に向かうだろう。□

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 2006年度下期は3度目の「踊り場」

(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 (実績)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)		
実質 GDP	2.4	1.9	1.8	0.7	1.2	0.6	1.2	-	-
国内需要	1.9	1.3	1.6	0.5	1.0	0.6	0.9	1.3	1.5
国内民間需要	2.4	2.2	1.9	1.1	1.2	0.8	1.1	1.6	1.5
個人消費	1.9	0.8	1.8	0.0	0.9	0.9	0.8	0.4	1.0
住宅投資	1.0	0.6	1.8	1.8	2.6	1.3	3.7	0.0	0.1
設備投資	5.8	7.6	3.7	5.8	2.0	1.3	2.7	1.2	0.6
国内公的需要	0.4	1.5	0.4	1.3	0.4	0.2	0.0	0.3	0.1
政府消費	0.9	1.1	1.5	1.0	0.9	0.7	0.7	0.2	0.3
公共投資	1.4	11.6	4.7	10.3	2.0	2.1	3.3	0.5	0.2
純輸出(寄与度)	0.6	0.6	0.3	0.2	0.2	0.0	0.3	0.6	0.3
輸出	9.0	7.4	4.3	3.1	1.9	1.4	3.9	1.0	0.6
輸入	6.0	3.8	3.2	2.0	1.0	1.6	2.3	0.4	0.4
名目 GDP	1.0	1.6	2.5	0.2	2.0	0.6	1.9		
GDP デフレーター	1.4	0.3	0.7	0.9	0.2	0.8	0.6		
鉱工業生産	1.6	4.4	2.8	1.6	2.5	0.6	2.2		
完全失業率	4.4	4.0	3.7	4.1	4.0	3.8	3.6		
経常収支(兆円)	19.1	21.5	25.7	18.1	24.2	22.8	28.0		
対名目GDP比	3.8	4.2	4.9	3.6	4.7	4.4	5.3		
国内企業物価	2.1	2.9	0.9	3.3	2.6	1.2	0.5		
消費者物価	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4		
長期金利(%)	1.42	1.75	2.00	1.80	1.70	1.90	2.05		
日経平均株価(円)	13,549	16,200	17,100	15,900	16,500	16,900	17,300		
為替相場(円/ドル)	113.2	115	112	115	115	112	112		
原油価格(WTI)	60.0	65.9	53.7	70.6	61.1	53.7	53.6		

(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」