



2 月 21 日の利上げを受け、19 日の報道発表に必要な修正を行いました。

2007 年度改訂経済見通し

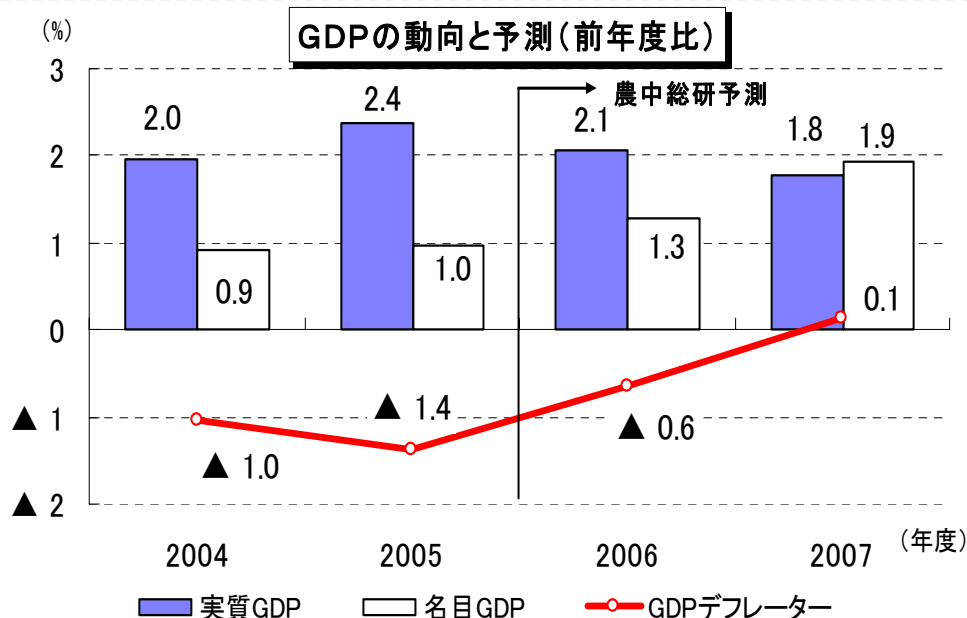
(2 月利上げ実施を受けての改定)

07 年度は実質+1.8%, 名目+1.9%成長と予測 ～07 年度後半に成長は緩やかに加速、デフレーターもプラスへ～

07 年度も景気拡大局面が続くと予測しているが、07 年前半の国内景気はこれまでの牽引役であった企業設備投資の鈍化などから減速し、民間需要が力強さにやや欠けた形となると見ている。

しかし、米国・ユーロ圏の先行き不透明感が薄れ、世界経済が 07 年も底堅い成長を持続する見通しが強まっていることから、景況感の後退にまではつながらない。また、07 年度下期からは米国経済の成長が緩やかに再加速することに伴い、日本経済の成長も同様の動きになると予測する。GDP デフレーターも 07 年度後半からプラスに転じ、GDP 統計上でもデフレが終結すると見込む。

金融政策については、当面は追加利上げ環境が整わないことから政策金利は現状水準での推移が予想されるが、07 年度下期には再び利上げに踏み出すものと想定する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部 03-3243-7369



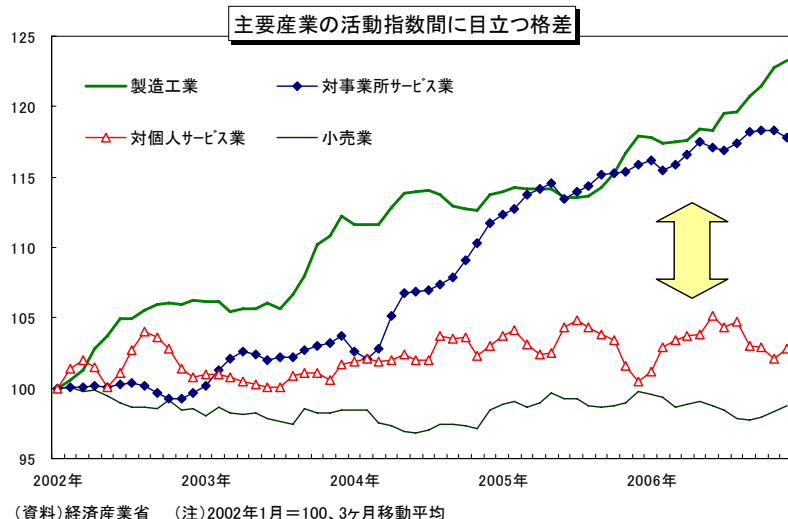
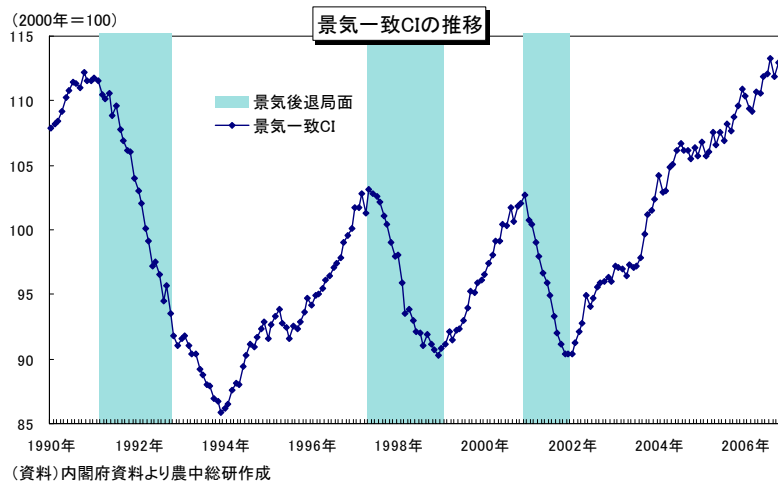
1. 景気の現状:

(1) 最近の景気・物価情勢

今回の景気拡大局面は2007年2月には6年目に入るなど、戦後最長記録を更新し続けている。その一方で、「企業から家計への波及」が遅々として進まず、その結果、最大の需要項目である家計消費が低調であるなど、景気動向は全体として斑模様のまま推移している。

実際、90年代以降の景気拡大の牽引役である輸出（もしくは外需）は、米国経済が減速した中でも、底堅く推移している。円安基調に加えて、BRICsなど新興国の高成長に支えられた面が強いと見られる。これを受けて、輸出製造業部門を中心とした企業活動は好調さを保っている。05年11月に、それまでの最高値であったバブル景気時（1991年5月）をようやく上回った鉱工業生産は、その後も過去最高を更新するなど、世界経済の底堅さに大きく依存した景気拡大が続いている。

一方で、企業部門で生産された付加価値の家計への分配はあまり進展が見られていない。景気拡大継続や将来的な人手不足を見込んで、企業も雇用確保に動いているため、雇用環境は決して悪いわけではないが、1人当たり賃金（もしくは1人当たり人件費）という面から見ると、その増加テンポはかなり緩やかである。これには労働者の年齢構成の変化が



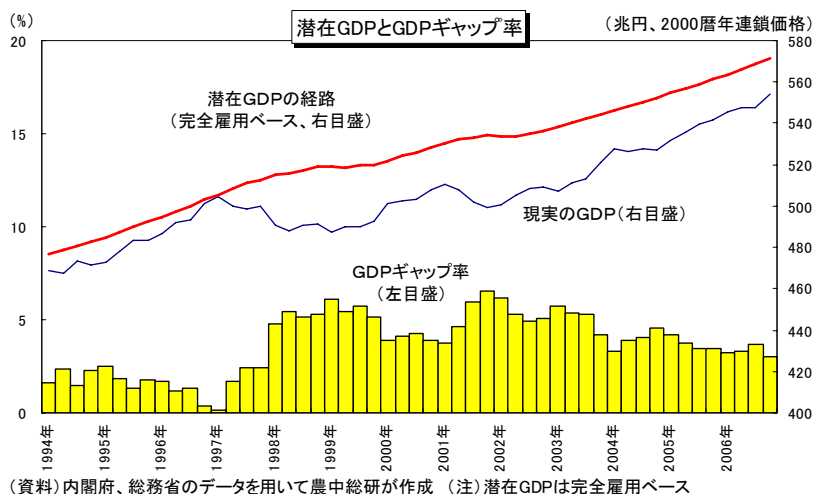
急激に発生していることの影響が大きいと思われるが、企業サイドの意識として「失われた15年」を乗り越えた後でも、賃金コストを増加させることへの抵抗感が残っていることが強く影響しているものと思われる。こうした賃金情勢を受けて、家計部門では将来的に労働所得が増加していくことを見通すことができない状況にある。好調とされる企業部門でも、「企業向け」か「家計向け」かによっては、企業活動にも大きな差が発生している状況である。

また、物価面では、06年度に入ってからマクロ的な需給バランスの改善ペースが鈍化していることもあり、当初想定していたほど上昇率が高まる状況にはない。12月の消費者物価指数（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比+0.1%に留まっているほか、より需給環境を反映する「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」は同▲0.3%と依然としてマイナス状態が続くなど、デフレ環境は今なお残っている。



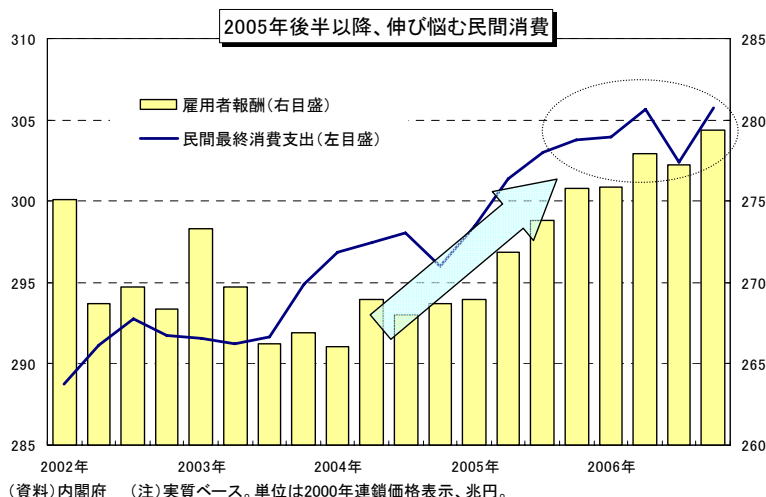
(2)2006年 10～12月期 GDP の評価

こうしたなか、2月15日にGDP速報(1次QE)が発表されたが、2006年10～12月期の実質経済成長率は前期比年率+4.8%と、06年度前半の同+1%割れのペースから大きく加速し、3四半期ぶりに潜在成長率(同+2%前後)を上回る成長を達成した。事前のマーケットコンセンサスは同年率+3%台後半とあらかじめ高めの見通しであったが、それを上振れるポジティブ・サプライズの内容となった。



この+5%弱の数字は、瞬間風速としてはかなり高い数字であるのは間違いないが、発射台となった7～9月期が更に下方修正された(前期比+0.2%→同+0.1%)ことや、この10～12月期を入れても06年度に入ってから平均成長率(年率)が+2.1%にとどまること、などを考慮すれば、「景気拡大局面は続いているが、マクロ的な需給ギャップ解消のテンポは緩やかなものに留まっている」との従来の評価は変わらない。

需要項目の内訳を見ると、民間消費は前期比+1.1%と2四半期ぶりのプラス(寄与度は+0.6%pt)で、かつ03年10～12月期以来の高い伸び率となった。もちろん、7～9月期(前期比▲1.1%へ更に下方修正)の大幅減からのリバウンドという側面が強く、落ち込む以前の4～6月期と比較しても+0.002%ほど上回ったに過ぎず、元の水準までようやく戻ったと評価するのが妥当である。ガソリンなど石油関連財やサービス価格の反落により、消費抑制効果が剥落しつつあるものの、12月の月次消費統計が再び弱含んでおり、足許1～3月期



も暖冬の影響で民間消費が順調に拡大しているとは判断しがたい。「企業から家計への波及」の遅れが指摘される中、07年春闘においては政府・与党から経営側に対して賃上げを要請する場面も見られたが、団塊世代要因もあり、当面は賃上げ、残業手当、賞与などを通じた家計部門への所得波及はそれほど進展しない可能性が高いだろう(なお、実質雇用者報酬は前期比+0.8%と2四半期ぶりに増加に転じた)。

また、民間設備投資は同+2.2%と、4四半期連続のプラスとなった(寄与度は+0.3%pt)。機械受注や資本財出荷などの月次指標は06夏場以降やや調整する動きも見られるが、06年4～6月期に見られた大型案件の大量発注が着実に進捗している。日銀短観などからは企業は先行き設備不足感が強まるとの予想が根強いこと、好調な企業業績に伴ってキャッシュフローが潤沢であること、足許では依然として実質金利水準(長期金利－国内企業物価上昇率)がマイナス状態にあることなど、企業設備投資を取り巻く環境は良好な状

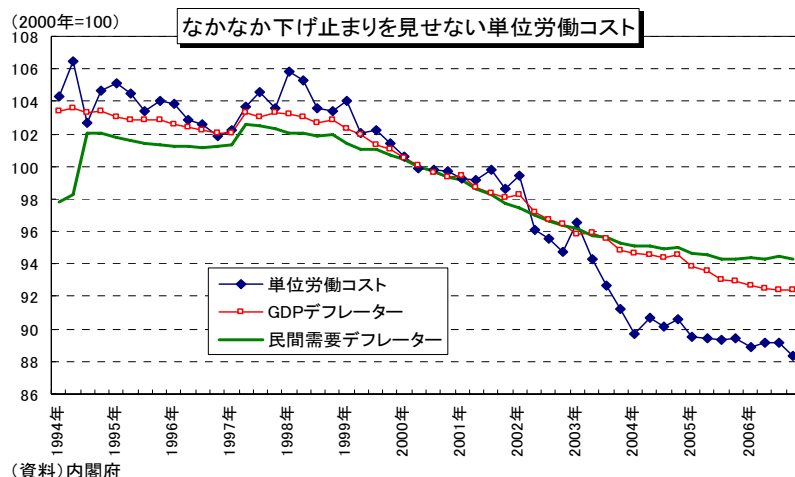


態が続いている。一方、民間在庫品増加は2四半期ぶりに前期比成長率に対してマイナス寄与(▲0.1%pt)となった。民間消費改善を受けて、流通在庫が減少したものと思われる。なお、民間住宅投資を含む民間需要全体としては前期比+1.2%と2四半期ぶりのプラス(寄与度は+0.9%pt)となった。

公的需要に関しては、政府消費は前期比横ばい、公共投資は同+2.7%と5四半期ぶりのプラスとなった。公的在庫品増加を含む公的需要全体では前期比+0.5%(寄与度は+0.1%pt)と5四半期ぶりの増加となった。

輸出は前期比+1.1%と、7四半期連続のプラスとなったが、05年夏場の踊り場脱却後に見られたペースからは減速感も出ている。一方、輸入は同▲0.0%と2四半期連続のマイナスとなった。石油製品の在庫増や06年度に入ってから総需要の伸び鈍化などが影響したものと思われる。この結果、外需寄与度は+0.2%ptと2四半期連続のプラスとなった。なお、経常収支の対名目GDP比率は4.6%と、7~9月期(3.7%)から大幅に上昇、約20年ぶりの高水準となっている。

一国のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターについては、前年比は▲0.5%と依然としてマイナス状態が続いているが、下落幅は着実に縮小(7~9月期は同▲0.8%)していることも確かである。一方、季節調整後前期比では+0.0%(当社試算)となっており、最



大の付加価値生産セクターである企業部門の価格転嫁行動が目に見える状況になりつつある。ただし、7~9月期には一旦は水面下から浮上した民間消費デフレーターが再び前年比マイナスとなるなど、デフレ状態から完全に脱却できているわけではない。また、注目の単位労働コストも引き続き下落しており、この指標が下げ止まるまでにはもう少し時間がかかるものと思われる。

(3) 日本銀行は2月に追加利上げを決定

日本銀行は06年10月末に「展望レポート」を公表して以降、追加利上げに向けた意欲を見せてきた。日銀は、先行きも順調な景気拡大が見通せる中で、現行の超低金利状態が長引けば、将来的な経済・物価動向に上振れリスクが発生する可能性があるため、そうしたリスクが表面化しないうちにあらかじめ先手(利上げ)を打つ、というロジックの下、金融政策(金利体系)の正常化を推進しようとしている。こうした中、06年末にも追加利上げの可能性が意識される状況であったが、民間消費や消費者物価に弱い動きが見られることを理由に、利上げ判断を見送った。

しかし、1月に行った展望レポートの「中間評価」において、基本的には10月に提示した景気シナリオ上を辿っているとの評価を下し、追加利上げの必要性に対する態度は崩さなかった。そうした中、日銀は10~12月期GDP速報の発表を受けて、民間消費は緩やかな増加基調にあり、更に消費者物価が目先弱含んだとしても先行きは改善が見込まれると判断し、2月20~21日の金融政策決定会合において追加利上げを決定した。



2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

2006年9月に成立した安倍政権は、小泉前政権の財政再建路線を踏襲しており、07年度一般会計予算は、『基本方針 2006』に定められた中期的な歳出改革計画に則して編成されている。具体的には、公共事業関係費を前年度当初比▲3.5%、ODA(政府開発援助)を同▲4.0%、防衛関係費を同▲0.3%等を削減し、急速な高齢化の進展で増加傾向にある社会保障関係費を同+2.8%の伸びに留める、といった内容になっている。公務員人件費については、定員純減と官民給与格差の是正により、1,900億円程度の削減を見込んでいる。中期的にも、2011年度までに国・地方を合わせたプライマリー・バランス(基礎的財政収支)を黒字化させるほか、2010年代半ばにかけて債務残高の対GDP比率の発散を止め、安定的に引き下げるという目標に沿った歳出改革・税制改革が行われるものと思われる。

なお、歳入面では、消費税の税率引上げ時期が焦点となってくる。政府や与党の税制調査会では参院選終了後の07年秋以降に抜本的な税制改革論議を行う方針であり、早ければ09年度実施の可能性もある。ただし、歳出改革など構造改革が進展すれば消費税増勢は必要ないという意見(内閣府中心)がある反面、消費税率引上げは不可避とする意見(財務省中心)もあるなど、今後の動向には注意し続ける必要がある。

また、07年度の新規国債発行額は、06年度当初比で4.5兆円削減し、25.4兆円に抑制した。公債依存度も30.7%と、97年度以前の水準まで低下する見込みである。財務省「平成19年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算等」によれば、+3%程度の名目成長率が続いたとしても、08年度予算では再び新規国債発行額が増加する可能性が示されるなど、今後も一層の歳出削減努力が求められる状況には変わりがない。

(2) 世界経済の見通し

① 米国経済

米国経済は、懸念されていた最悪シナリオである「インフレと景気後退の並存であるスタグフレーション」を回避し、バーナンキFRB議長が議会証言で述べたような「インフレ圧力の緩和と緩やかな成長の両立」という状態に軟着陸する方向に進むと予測する。景気過熱感が無くインフレ・リスクが小さい一方、雇用が悪化するほどの景気後退でもない状態、いわば適温な経済状態を「ゴルドロック」という言い方をするが、少なくとも07年前半は結果的にそのような状況となるだろう。ただし、年後半以降は成長率が緩やかながら加速するなかでインフレ懸念も台頭し、長短金利の上昇観測が強まると想定する。

以上のような全体的な見通しについて、個別に説明を加える。まず、非農業部門雇用者の増加数が06年10~12月期には平均17.1万人に回復するとともに、就業者数も前年比+2%台の伸びとなっており雇用情勢は良好な状態にある。時間当たり賃金上昇率も業種・職種間の差異が大きいという問題はあっても、全体的には+4%台の伸びが継続。財産所得や社会保障給付などを合わせた後の個人可処分所得(実質ベース)も+3%程度の伸びを持続している。

このように家計の所得フローの堅調さが個人消費を下支えする構図は先行き基本的に変わらないが、06年10~12月期の個人消費が実質で前期比年率+4.4%の高い伸びになったことはあくまで一時的なものとする。07年前半の個人消費はエネルギー価格下落などに伴う物価上昇率の低下によるプラス要因はあるものの、年率+3%の増加水準を若干切

る水準にペースダウンし、その後、07 年後半は+3%程度の巡航速度に戻すと予測する。

成長減速の主因となった住宅投資の減少が 05 年 10～12 月期以来 5 四半期連続している。足許では住宅ローン延滞率が上昇していることに伴い金融機関の貸出姿勢の後退を懸念する見方もあるが、住宅価格の下落と新築・中古を合わせた住宅需要減少が長期化し、その影響が経済全体へ波及する住宅ブーム崩壊のリスクは基本的に回避され则认为。07 年前半は住宅着工や住宅販売に明確な底打ち傾向が出にくいだろうが、世帯数増加などの住宅実需の根強さを背景に、長期金利の安定と所得増加に伴う住宅取得能力の向上によって、07 年 4～6 月期以降、住宅投資は緩やかに持ち直していくと予測する。

一方、07 年前半の成長を低水準にとどめる主因として考えられるのが、企業設備投資の減速が継続する可能性である。先行指標である非国防資本財受注(実質)が 06 年 10～12 月期にも減少していることから、設備投資の増加ペースは年明け以降も鈍いと想定する。ただし、資本ストックの積み上がりはあるものの、ネット・キャッシュフローが二桁台の伸びを見せるとともに、内部留保を含め資金調達が良好な環境にあること、世界経済の成長鈍化シナリオが後退しており、企業の競争力強化の投資指向が強いことなどが下支えして、設備投資が落ち込む状況には至らないだろう。また、年後半以降は、緩やかに増加ペースが増すと予測する。なお、民間在庫投資についても増加水準は鈍化すると予測する。

外需については、世界経済の成長ゾーンである中国など BRICs、東南アジア、南米、東欧の経済成長が引き続き堅調で、世界貿易量が高い水準を持続すると予想されることから、米国からの輸出も好調を持続すると予測するが、その増加率自体は低下すると見込む。ただし、輸出の伸びが輸入の伸びを上回ることから、GDP に対して外需は 07 年もプラスに寄与する。

以上から、07 年前半の米国経済の成長率は潜在成長力水準といわれる+3%水準(議会予算局の最新の潜在成長力推計は+2.8%)を下回るが、年後半は+2.9%まで成長率が回復、特に年末以降は潜在成長力に並ぶ+3%以上の実質 GDP 成長率になることから、インフレ圧力も再び強まろう。後述のように世界経済の成長水準も持ち直し傾向が明らか

2006-07年米国経済見通し

	単位	2006年			2007年		
		通期 実績	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	3.4	3.9	2.5	2.6	2.6	2.9
個人消費	%	3.2	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9
設備投資	%	7.4	9.1	5.9	3.3	1.4	4.5
住宅投資	%	▲ 4.2	▲ 3.2	▲ 16.9	▲ 6.7	▲ 6.1	3.9
在庫投資	10億ドル	46.4	47.5	45.4	31.3	25.0	37.5
純輸出	10億ドル	▲ 617.8	▲ 630.4	▲ 605.1	▲ 599.5	▲ 585.1	▲ 613.8
輸出等	%	8.9	10.9	7.5	6.1	6.1	4.6
輸入等	%	5.8	8.1	2.3	3.2	2.1	6.2
政府支出	%	2.1	2.4	2.0	2.6	3.2	2.0
参考							
コアPCEデフレーター	%	2.2	2.2	2.3	2.0	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	5.13	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
10年国債利回り	%	4.79	5.07	4.63	4.85	4.80	5.00

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2007年2月。06年10-12月については速報値。
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
 3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値
 4. PCEデフレーターは期中平均前年比、FFレートは期末、10年債利回りは期中平均値



になることから、国際商品市況の上昇が予想されることも米国経済のインフレ懸念の一因となる。

インフレについては、賃金上昇に伴うコストプッシュ要因は一部あるが、07 年前半は商品市況が軟調ないし安定的に推移することがインフレ上昇の鈍化に寄与し、コア PCE デフレーターは前年比+2%を切る局面があると予測する。しかし、年後半以降は成長の再加速と商品市況の持ち直しからインフレ上昇率が小幅ながら高まるだろう。

このような経済見通しを踏まえ、06 年 8 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) において 5.25% に引き上げられて以降据え置かれている政策金利のフェデラルファンド・レートは現行水準のままの滞空時間が長期化すると見込む。さらに、その先の金融政策の方向は、成長の緩やかな加速と原油など商品市況の上昇基調とが相まってインフレ圧力が強まることから、時期的には遅くとも 08 年はじめ以降 FRB は追加利上げに踏み切ると予想する。また、長期金利 (財務省証券 10 年物利回り) も上昇し、5% を上回る水準に定着しよう。

②欧州経済

ユーロ圏経済は順調に回復を続けており、業況判断指数は 6 年ぶりの高水準にある。06 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、世界経済の拡大を背景に前期比+0.9% (前年比+3.3%) と、事前予想を上回り、伸びが加速した。ドイツ、フランス、イタリアなど主要国で伸びが拡大し、通年でも前年比+2.7% と 2000 年 (同+3.9%) 以来 6 年ぶりの高水準に達し、約+2% 程度とみられる潜在成長率も大幅に上回った。こうした堅調な状況を踏まえて、欧州中央銀行は利上げ継続を示唆している。

ただし 07 年については、年初に実施されたドイツの付加価値税増税のほか、足許までのユーロ高や 05 年 12 月以降 6 回実施された利上げの効果が浸透していく。OECD ユーロ圏先行指数の伸びも鈍化しており、景気は緩やかに抑制されるだろう。欧州委員会のユーロ圏成長率見通しでは、07、08 年ともに+2.4%、エコノミストのユーロ圏成長率見通しでは 07 年+2.0%、08 年+2.1% となっている。

③中国経済

2006 年の中国の実質 GDP 成長率は、年前半に比べ後半はやや減速したものの年間では前年比+10.7% と、高い成長を達成した。中央政府は、上海総合株価指数が 06 年に約 1.3 倍に高騰するとともに、不動産価格が主要大都市で高い上昇を見せていることなどを踏まえ、マクロ・コントロール強化の姿勢に変わりはない。中国人民銀行も+8% の実質 GDP 成長率と+3% の CPI 上昇率を念頭に置いた金融引き締め政策運営を掲げている。

貿易黒字をめぐる国際社会との協調・不均衡是正、人民元的大幅切り上げ回避、という課題はあるが、輸出は引き続き前年比 2 割増前後の高い伸びを持続すると予測される。また、成長の牽引役である社会固定資産投資の伸びは以前に比べれば減速傾向にあるが、08 年の北京五輪開催や農村と都市の格差問題など「三農問題」の是正のためのインフラ整備や資産バブルの軟着陸のためには過度な引き締めが困難な側面がある。したがって、07 年も国家発展研究センターや世界銀行が予測するように+10% 前後の経済成長が見込まれよう。

以上から、07 年の世界経済の実質 GDP 成長率は小幅減速するものの、+3.2% と+3% 台の成長が継続すると予想する。また、世界貿易 (数量ベース) も+8% 台前半の伸びを予想する。

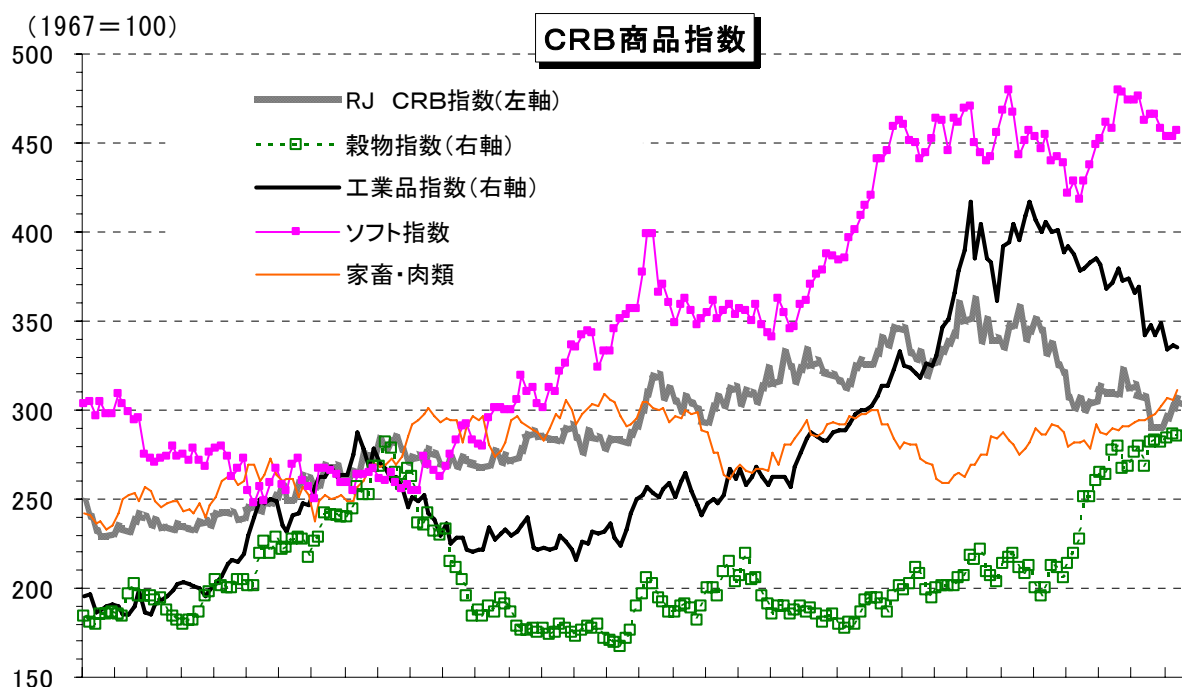
④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は 06 年後半から下落基調が続き、代表的なロイター・ジェフリーズ CRB 指数は 07 年 1 月上旬に 285 ポイントまで低下、約 2 年ぶりの低水準となり、史上最高値となった昨年 5 月に比べ▲21.8%下落した。しかし、その後は、原油などエネルギー価格が下げ止まり、商品相場は持ち直し気味に推移している。

原油価格(WTI、期近物)は、1 月中旬に一時 1 バレル＝50 ドルを割り込み 05 年 3 月以来約 1 年 10 ヶ月ぶりの安値となったが、その後は北米地区での気温低下などから上昇し、50 ドル台後半で推移している。また、OPEC バスケット価格も 50 ドル/バレル台前半での動きとなっている。OPEC は 06 年 11 月(日量 120 万バレル)に加え、2 月からも同 50 万バレルの減産に入っている。こうした OPEC による生産調整や新興国での需要増加などから原油価格は今後も高止まりすると考えられる。日本の原油入着価格(CIF ベース)は、07 年前半は 1 バレル当たり 52.5 ドル程度を見込むが、年後半にかけて徐々に上昇し、08 年には同 57.5 ドルに達すると想定する。

一方、世界的な需給逼迫から穀物価格の上昇が続いている。この背景には、米エネルギー政策によりトウモロコシを原料とするエタノール生産が急増していることのほか、豪州の深刻な干ばつによる穀物収量の大幅減少、高成長が続く中国での旺盛な需要などが挙げられる。昨年から顕著になった資源高騰の流れは、原油や非鉄金属などエネルギー・鉱物資源から大豆、トウモロコシなどの穀物に広がりつつあると考えられる。

先行きは、世界経済の成長テンポが 07 年後半から緩やかに加速することに伴って需給逼迫感が出てくると想定されることから商品市況は上昇圧力がかかりやすいと見込まれる。





2006～07年度 日本経済見通し
(年度)

	単位	2005年度 (実績)	2006年度 (予測)	2007年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	1.3	1.9
実質GDP	%	2.4	2.1	1.8
民間需要	%	2.4	2.2	1.7
民間最終消費支出	%	1.9	0.8	1.0
民間住宅	%	▲ 1.0	0.4	1.1
民間企業設備	%	5.8	7.7	4.4
公的需要	%	0.4	▲ 1.4	0.2
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 10.1	▲ 2.4
輸出	%	9.0	7.8	6.6
輸入	%	6.0	3.5	4.7
国内需要寄与度	%	1.8	1.3	1.3
民間需要寄与度	%	1.7	1.6	1.3
公的需要寄与度	%	0.1	▲ 0.3	0.0
海外需要寄与度	%	0.4	0.8	0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.6	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.1	2.8	1.6
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.1	0.1	0.1
完全失業率	%	4.4	4.1	4.1
鉱工業生産(前期比)	%	1.6	4.3	2.7
経常収支(季節調整値)	兆円	19.2	19.8	21.5
名目GDP比率	%	3.8	3.9	4.1
貿易収支(季節調整値)	兆円	9.5	9.3	9.3
為替レート(前提)	円/ドル	113.3	117.1	116.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.188	0.375
10年国債利回り	%	1.43	1.77	1.86
通関輸入原油価格(前提)	円/バレル	55.4	62.3	56.6

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断りのない場合、前年度比。

(四半期)

	単位	2006年				2007年				2008年
		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	1～3月期
名目GDP	%	0.4	0.2	▲ 0.1	1.2	0.3	0.2	0.5	0.7	0.8
実質GDP	%	0.7	0.3	0.1	1.2	0.3	0.2	0.4	0.5	0.7
(年率換算)	%	2.8	1.4	0.3	4.8	1.3	0.8	1.7	2.1	2.7
民間需要	%	1.0	0.8	▲ 0.4	1.2	0.3	0.2	0.4	0.6	0.8
民間最終消費支出	%	0.1	0.6	▲ 1.1	1.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
民間住宅	%	0.9	▲ 2.1	▲ 0.1	2.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
民間企業設備	%	3.3	3.3	0.8	2.2	0.8	0.4	1.0	1.4	2.1
公的需要	%	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.4	0.5	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	▲ 0.2	0.7	0.7	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.9	▲ 6.3	▲ 4.8	2.7	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6
輸出	%	2.3	0.7	2.4	1.1	1.2	1.4	1.9	2.0	2.4
輸入	%	2.0	1.4	▲ 0.5	▲ 0.0	1.1	1.2	1.5	2.0	2.5
国内需要寄与度	%	0.6	0.4	▲ 0.4	1.0	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6
民間需要寄与度	%	0.7	0.6	▲ 0.3	0.9	0.3	0.1	0.3	0.4	0.6
公的需要寄与度	%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%	0.1	▲ 0.1	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	3.1	3.5	2.6	2.0	1.6	1.4	1.5	1.8
全国消費者物価 (")	%	0.0	0.0	0.3	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.2	0.3
完全失業率	%	4.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1	4.1	4.0
鉱工業生産(前期比)	%	0.6	0.9	1.0	2.6	▲ 1.2	0.4	1.0	1.0	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.1	4.3	4.7	5.8	4.9	5.1	5.3	5.5	5.6
名目GDP比率	%	4.0	3.4	3.7	4.6	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	114.4	116.2	117.8	120.0	120.0	120.0	115.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.001	0.002	0.250	0.250	0.500	0.500	0.500	0.750	0.750
10年国債利回り	%	1.57	1.89	1.79	1.69	1.70	1.75	1.80	1.90	2.00
通関輸入原油価格(前提)	円/バレル	59.5	65.3	70.5	60.8	52.5	54.0	57.5	57.5	57.5

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断りのない場合、前期比。



3. 2007年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

冒頭で述べたように、06年10～12月期の経済成長率は表面的には力強いものであった。ただし、これは繰り返しになるが、7～9月期の反動増といった側面が強く、07年1～3月期以降も、これに匹敵するほどの成長が持続することを見通せるわけではない。

焦点の民間消費に関しては、石油製品価格の値下がりにより、ガソリン高などに伴う消費抑制効果が緩和する反面、暖冬など天候不順要因は季節商品・サービス需要を中心に阻害している可能性がある上、賃金などを通じた「企業から家計への波及」の遅れが消費の伸びを抑制している可能性も指摘できる。また、足許まで底堅く推移してきた企業設備投資についても、06年後半に機械受注が落ち込んでいることを考慮すれば、一時的にせよ、一服感が出てくる可能性があるものと思われる。

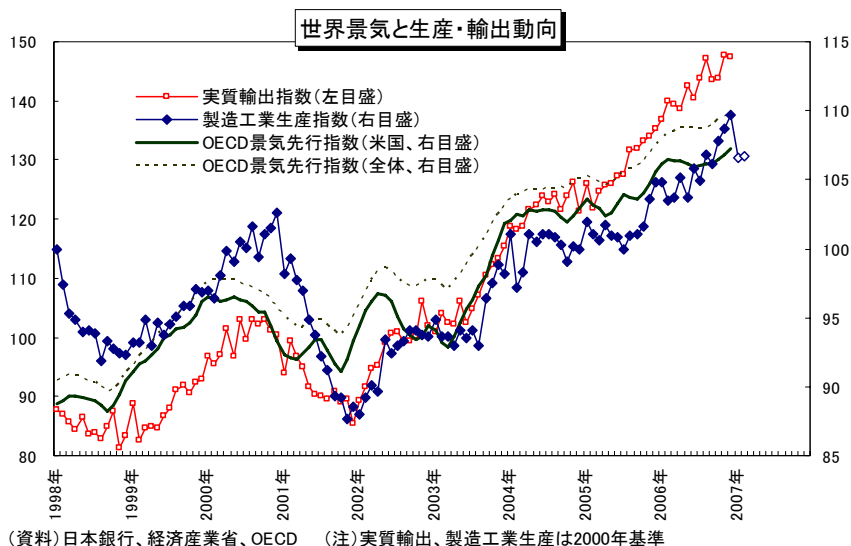
一方で、06年末にかけて心配されていた米国経済など、世界経済の成長鈍化などの懸念は徐々に後退しつつある。実際に、発表される米国の月次経済指標などを見ると、決して良い内容とは言えない

が、景気が底割れする可能性はかなり薄くなっている。それでも、OECDやIMFなどの国際機関の世界経済見通しを見る限り、07年の世界経済の成長率は06年よりも若干ながら減速する可能性があり、日本の輸出にも少なからず影響が出てくる可能性があるものの、総じて底堅く推移する可能性は高まりつつある。

以上のように、最大の需要項目である民間消費に力強さが欠けた状態が続くこと、企業設備投資や輸出にやや減速が見られること、を考慮すれば、少なくとも07年前半の国内景気はやや停滞感を伴った展開が続くものと思われる。しかし、世界経済そのものは緩やかな拡大基調を続け、企業の設備投資環境も引き続き良好な状態が保たれたまま推移する可能性が高く、日本経済がこのまま景気後退局面入りすることはないだろう。もちろん、電子部品・デバイス工業など一部ハイテク業種においては、在庫残高が歴史的な高水準に達しているほか、急速に生産能力が拡大していることもあり、何らかのはずみで生産・在庫調整的な動きが始まる可能性は否定しがたいが、万一調整が発生しても2000年のIT不況時ほどのものにはならないものと思われる。

さらに、06年に入ってから金融政策や金利水準の正常化に向けた動きも、多少の時間差を伴って悪影響が出てくる可能性もある。マネタリーベースやマネーサプライといった量的指標は軒並み低調な状況となっており、増加に転じたと見られていた貸出も加速的に増加していく状況にはない。中長期的にマネーは所得に対して先行性があるという経験則を考慮すれば、景気抑制的な効果が機能し始める可能性は否定できない。

ただし、07年後半には、こうした足踏み状態から脱却できるものと思われる。主因は、米





国を筆頭に、世界経済全体が再び成長加速し始めるからである。07年度末に向けて再び輸出主導型の成長プロセスを強め、それが企業設備投資、更には「企業から家計への波及」を緩やかに進展させて、民間需要全体の伸びが高まっていくものと予想する。

この結果、実質経済成長率については06年度を+2.1%、07年度を同+1.8%と予測した。前回予測(06年12月時点:06年度+2.0%成長、07年度+1.7%成長)から、06、07年度とも小幅上方修正を行っている。また、名目成長率は06年度+1.3%、07年度+1.9%としており、前回予測(06年度+1.2%成長、07年度+2.1%成長)から、06年度は上方修正、07年度は下方修正をした。更に、GDPデフレーターは、06年度は前年度比▲0.6%、07年度は同+0.1%としており、前回予測(06年度▲0.6%、07年度+0.4%)から07年度に関しては下方修正を行った。これは物価見通しに関して全般的に下方修正したことが原因であり、四半期ごとに見た場合にGDPデフレーターが前年比プラスに転じる時期を07年7～9月期(前回予測では4～6月期)へ後ズレさせている。

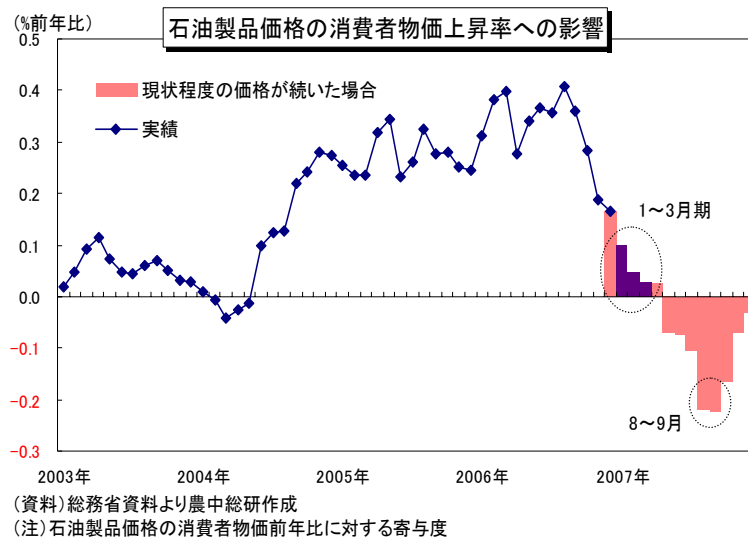
ちなみに、08年度に関しても引き続き景気拡大局面が継続する可能性が高いと思われる。注目すべき点は、2011年度におけるプライマリー・バランス(基礎的財政収支)黒字化という目標達成のために、消費税率の引上げ時期がいつになるか、ということである。これに関しては、参院選後の07年秋以降に抜本的な税制改正論議を始める予定となっているが、最も早いタイミングでは09年度導入ということも考えられる。その場合、08年度後半にかけて税率引上げ前の駆け込み需要が発生する可能性が高く、08年度を通じては高めの成長率を達成することになる。ただし、税率引上げ直後は、民間消費を中心に大掛かりな反動減が発生することも同時に予想され、これを契機に景気拡大が一旦終了する可能性もあるだろう。

(2)物価見通し

国際原油市況は06年夏をピークに反落したこともあり、国内の石油製品価格は06年10月以降、下落傾向が続いている。特に、ガソリン価格に関しては2月時点で前年比マイナスとなっており、先行きこのままの状態推移すれば、今夏にかけて消費者物価に対して大きな押下げ効果をもたらす可能性が急浮上している。また、電気・ガス料金も4月、7月に値下がりする可能性が高く、民間消費の改善があまり進展しないことも含めて考えると、07年度前半

のコアCPIは前年比マイナスに陥る可能性も否定できない。このように、消費者物価を中心に物価上昇率は低調なまま推移する可能性が高いだろう。また、賃金上昇率が極めて低い状態に留まっており、単位労働コストが下げ止まるまでにもう少し時間が必要であることも物価低迷の原因に挙げられるだろう。

06年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率は+0.1%、07年度も同+0.1%と、物価上昇率があまり高まらない状況が継続するだろう。





4. 金融政策・金融市場の見通し:

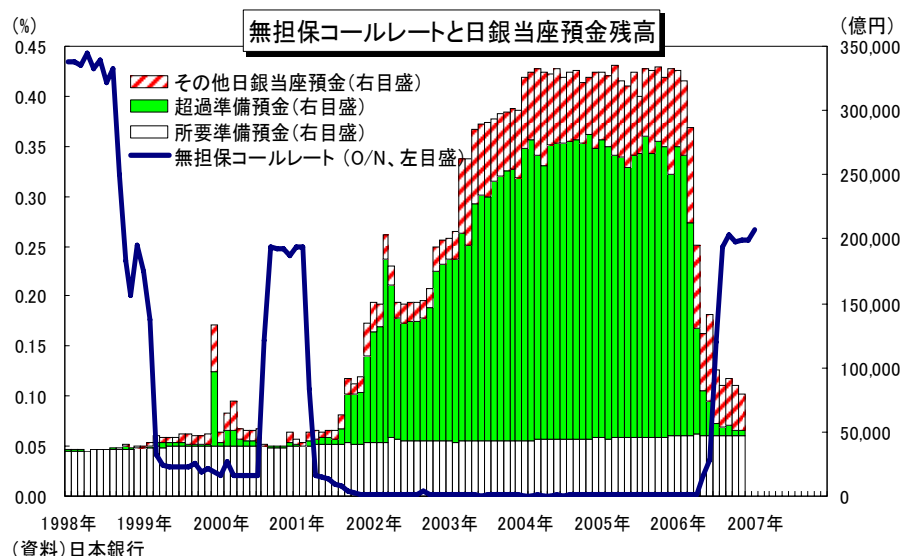
(1) 金融政策

06 年 10 月に日本銀行としての経済・物価見通しである「展望レポート」を公表して以来、日本銀行では「現状の超低金利状態を長期間続けることリスク」を強調するなど、追加利上げに向けた動きを見せ始めた。

10 月末に発表された展望レポートにおける日銀の景気シナリオによれば、「先行き 06 年度後半から 07 年度を展望しても、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むもとで、息の長い拡大を続けると予想される。景気拡大が長期化し、成熟段階に入っていくにつれて、成長率の水準は、06 年度は+2%台半ば、07 年度は+2%程度と、潜在成長率近傍に向けて徐々に減速する可能性が高い。」としている。また、1 月に示した展望レポートの中間評価においても、「わが国の景気は、06 年 10 月の展望レポートで示した「経済・物価情勢の見通し」に比べて、これまでのところ、天候要因等一時的な下押し要因もあって個人消費を中心に幾分下振れている。先行きについては、生産・所得・支出の好循環のメカニズムが維持されるもとで、「見通し」に概ね沿って推移すると予想される。物価面では、国内企業物価は、原油価格反落の影響などを背景に、「見通し」に比べて幾分下振れるものと見込まれる。この間、消費者物価は、「見通し」に比べて、これまでのところ、原油価格反落の影響もあって幾分下振れているが、先行きは、「見通し」に概ね沿って推移すると予想される。」と、足許はやや弱いことを認めつつも、先行きを見通せば経済・物価とも改善傾向が続くとの見通しを示している。

こうした見通しの下、日銀が懸念するのは、現行の超低金利状態が長期間続けることで、将来的に経済・物価の振幅を激しくしてしまうリスクについてである。それを回避するために、あらかじめ緩やかに政策金利の引上げを行っていくことを示唆してきた。ただし、実際には、民間消費や消費者物価の弱含みにより、そうした予防的な金融引締めに向けた行動をとるまでの判断に至らなかった。上述のように、07 年夏にかけてコア CPI が前年比マイナス状態に陥るリスクが出てきたということは、そもそも量的緩和政策を解除する前提が崩れることを意味しており、2 月に利上げを決断したこと自体、時期尚早といわざるを得ない。まずは、デフレからの完全脱却を実現することに金融政策を駆使すべきであり、「金融政策の正常化」に向けた行動は、物価上昇率がある程度高まってから始めるべきであった。

今回の経済見通しにおいては、次回の金融政策の変更時期として、経済成長率が回復し、物価下落リスクが緩和する 07 年 10～12 月期と想定する。ただし、2 月の利上げ決定の理由付けに見られるように、日銀としては目先の経済指標が一時的に弱含むことが予想されたとしても、低金利状態が長期化することによる将来的な経済・物価の上振れリスクをより重視して、淡々と金利調整を行う構えを改めて示しており、早期利上げの可能性を念頭に入れておく必要がある。



(2) 金融市場の見通し

上述してきたような景気・物価見通しと金融政策の見通しに基づけば、株価・長期金利・為替レートは以下のようなシナリオが見込まれる。まず、株価については、米株式市場(NYダウ)が史上最高値を更新していること、企業業績が引き続き堅調に推移していること、更にはM&Aなどへの期待感などから、総じて上昇傾向が続くことが見込まれる。

長期金利(新発10年国債利回り)については、07年前半の景気情勢が足踏み状態に近いこと、夏場にかけてコアCPI上昇率が前年比マイナスになる可能性もあること、それを受けて利上げペースも緩やかなものにならざるをえないこと、などから、引き続き1%台半ばから後半にかけての展開が予想される。なお、07年度後半にかけては景気・物価の回復傾向が強まることから、緩やかに上昇し始める可能性が高い。

最後に、為替レートについては、対ドルレートについては日米とも当面は利上げの可能性が低いものと思われ、現状の120円/ドル前後の水準でのみ合いが続くだろう。その後、07年度後半にかけて日本経済がデフレ脱却を実現していくのにあわせて、徐々に円高方向にシフトしていくものと予想する。一方、対ユーロレートはECBが3月、6月にも追加利上げを行う可能性があることから、引き続きユーロ高気味に推移するだろう。

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2007年					2008年
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.528	0.40～0.60	0.40～0.60	0.40～0.60	0.65～0.85	0.65～0.85
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.649	0.600～0.750	0.600～0.750	0.600～0.800	0.750～0.900	0.800～1.000
短期プライムレート (%)		1.625	1.875	1.875	1.875	2.125	2.125
新発10年国債利回り (%)		1.665	1.60～1.85	1.55～1.85	1.60～1.90	1.65～2.00	1.80～2.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.3	115～125	115～125	115～125	110～120	105～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	158.7	152～162	155～165	155～165	150～160	150～160
日経平均株価 (円)		18,108	17,500±1,000	18,000±1,000	18,500±1,000	18,750±1,000	19,000±1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成

(注)実績は2007年2月22日時点。

**2006～07年度 日本経済見通し
(前期比)**

	単位	2005年度 通期	2006年度			2007年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	2.4	2.1	0.8	1.3	1.8	0.6	1.1
民間需要	%	2.4	2.2	1.1	1.2	1.7	0.5	1.2
民間最終消費支出	%	1.9	0.8	0.1	0.6	1.0	0.4	0.6
民間住宅	%	▲ 1.0	0.4	▲ 1.7	2.0	1.1	0.1	0.2
民間企業設備	%	5.8	7.7	5.4	3.1	4.4	1.3	3.0
公的需要	%	0.4	▲ 1.4	▲ 1.2	0.3	0.2	0.0	0.1
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	1.0	0.4	0.8	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 10.1	▲ 9.4	▲ 0.2	▲ 2.4	▲ 1.7	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	20.9	19.9	22.0	23.5	22.9	24.0
輸出	%	9.0	7.8	3.1	2.9	6.6	3.0	4.2
輸入	%	6.0	3.5	2.2	0.3	4.7	2.5	4.0
内需寄与度 (前期比)	%	1.9	1.3	0.6	1.0	1.3	0.4	0.9
民間需要 (")	%	1.8	1.6	0.8	0.9	1.3	0.4	0.9
公的需要 (")	%	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
外需寄与度 (")	%	0.5	0.8	0.2	0.4	0.5	0.2	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.4	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 0.4	0.1	▲ 0.0	0.2

(注) 鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

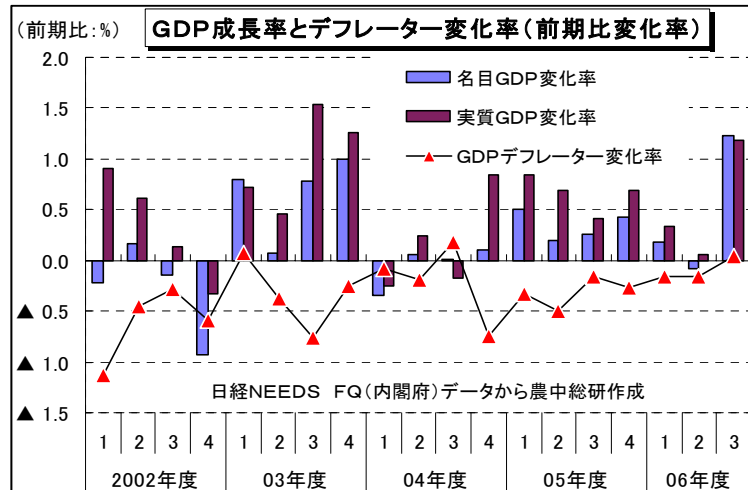
項目	単位	2005年度 通期	2006年度			2007年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.0	1.3	0.9	1.7	1.9	2.0	1.9
実質GDP	%	2.4	2.1	1.9	2.1	1.8	1.9	1.7
民間需要	%	2.4	2.2	1.9	2.2	1.7	1.7	1.7
民間最終消費支出	%	1.9	0.8	0.6	0.7	1.0	1.0	1.1
民間住宅	%	▲ 1.0	0.4	0.6	0.2	1.1	2.0	0.2
民間企業設備	%	5.8	7.7	7.0	8.6	4.4	4.4	4.3
公的需要	%	0.4	▲ 1.4	▲ 1.8	▲ 0.8	0.2	0.3	0.1
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.4	1.4	0.8	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 1.4	▲ 10.1	▲ 10.2	▲ 9.6	▲ 2.4	▲ 1.9	▲ 2.9
財貨・サービスの純輸出	兆円	16.5	20.9	19.9	22.0	23.5	22.9	24.0
輸出	%	9.0	7.8	9.8	6.0	6.6	6.0	7.3
輸入	%	6.0	3.5	4.6	2.4	4.7	2.8	6.7

国内企業物価 (前年比)	%	2.1	2.8	3.3	2.3	1.6	1.5	1.6
総合消費者物価 (")	%	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.3
完全失業率	%	4.4	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	1.6	4.3	4.5	4.2	2.7	2.8	2.6
住宅着工戸数	千戸	1249	1264	664	600	1260	640	620
経常収支	兆円	19.2	19.8	9.0	10.7	21.5	10.4	11.1
貿易収支	兆円	9.5	9.3	4.1	5.2	9.3	4.6	4.7
為替レート(前提)	ドル/円	113.3	117.1	115.3	118.9	116.3	120.0	112.5
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	55.4	62.3	67.9	56.7	56.6	55.8	57.5

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

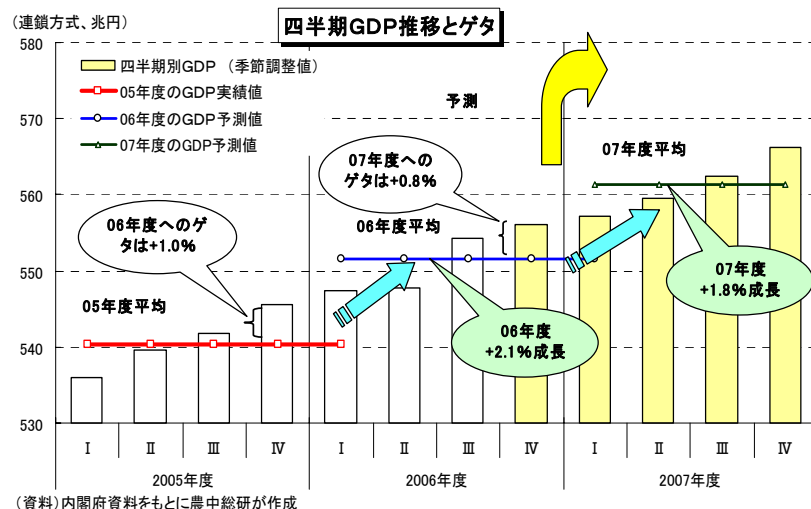
【参考1】 GDP デフレーターについて

- ◆ 一般に、名目値と実質値の関係は「名目値÷物価指数(デフレーター)=実質値」であり、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。
- ◆ 02年1～3月期からの景気回復局面においても、GDPデフレーターは年率▲1.2%(前期比ベース、以下同じ)で下落が続いており、デフレ状況が継続している。中身を見ても、民間消費デフレーターが同▲0.7%、民間設備投資デフレーターが同▲1.0%と、民間最終需要デフレーターのマイナス状態が目立っている。
- ◆ しかし、民間住宅投資デフレーターや設備投資デフレーターを中心にGDPデフレーターは下げ止まる動きになっており、06年10～12月期のGDPデフレーターは+0.0%となった。ただし、民間最終消費デフレーターは再びマイナス(▲0.4%)になるなど、価格転嫁が十分に最終財価格に反映できない状況が続いており、完全に完全にデフレから脱却できる素地が出来たとは言えない。



【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

- ◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度最終四半期(1～3月期)のGDPが当該年度(4月～翌年3月)のGDPをどの程度上回っているか(もしくは下回っているか)を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と考えられる。つまり、ある年度の4四半期ともゼロ成長が続いた場合でも、その年度の成長率は「ゲタの部分」だけはあることになる。例えば、06年度に関しては、05年度からのゲタが+1%あった。
- ◆ 一方、07年度に向けた成長率のゲタは+0.8%となっている。政府経済見通し(+1.9%)、日銀政策委員の見通し(06年10月時点:+2.4%)を達成するためには、07年度1～3月期は前期比でそれぞれ▲0.2%、+1.7%の成長率になる必要がある。
- ◆ ちなみに、当社の06年度見通しは+2.1%成長であるが、実質的に年度内は+1.1%の成長を見込んでいることになる。また07年度見通しは+1.8%であるが、ゲタの部分として+0.8%を見込んでおり、年度内の成長は+1.0%の成長となる見通しである。



付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

主要国の実質GDP成長率の実績と見通し

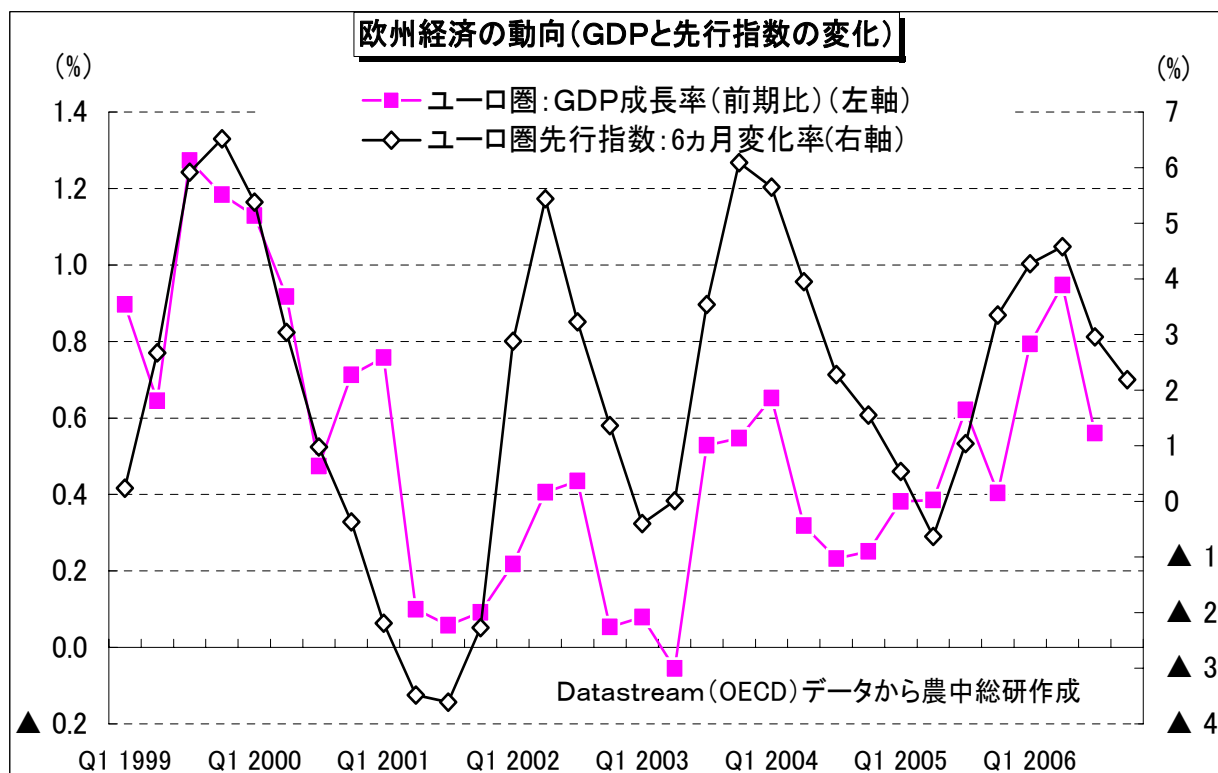
見通し
(前年比:%)

		2004	2005	2006	2007	2008
ユーロ・ゾーン		1.7	1.5	2.7	2.0	2.1
	ドイツ	2.1	0.9	2.7	1.5	2.0
	フランス	2.0	1.2	2.0	1.9	2.0
	イタリア	0.9	0.1	2.0	1.3	1.4
英 国		3.3	1.9	2.7	2.5	2.4
B R I C s	中国	9.8	10.4	10.7	9.6	9.4
	ロシア	7.2	6.4	6.6	6.3	5.9
	インド	8.4	8.3	8.4	8.5	7.8
	ブラジル	4.9	2.3	2.8	3.5	3.6
南アフリカ		4.8	5.1	4.7	4.3	4.4

Datastream(各国GDP統計等)データから農中総研作成

見通しはConsensus Economic Basic Service社(CEBS)データによる

ロシア、インド、ブラジル、南アフリカの06年数字はCEBS予想コンセンサス



中国経済の状況(予測の前提)

