

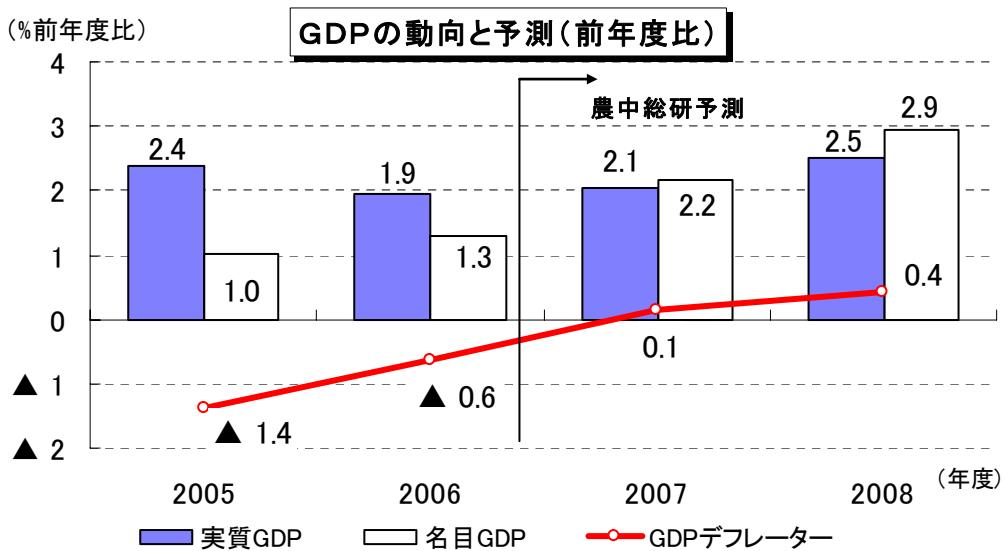


2007～08年度経済見通し

07年度は実質+2.1%，08年度は+2.5%成長と予測 ～07年度後半に成長率は再加速し、名実逆転へ～

2007年度前半の日本経済は、これまでの景気牽引役であった企業設備投資が一時的ながら減速する可能性が高く、民間需要が力強さにやや欠けた形となると予想される。しかし、中国など東アジア経済が堅調なほか、ユーロ圏経済の足腰も強さを増すなど、世界経済は全般的に底堅い推移を続けており、本格的な調整局面入りは回避できると見ている。また、07年度後半には、足許で調整色が強い米国経済も回復に向かた動きが始まることが想定されることから、日本経済も再び輸出主導型での景気の再加速が始まると予測する。こうした動きを受けて、07年度下期中にはデフレ脱却が実現すると予想する。このような景気の好循環は08年度も持続するだろう。

金融政策については、07年度上期中は民間需要の足踏みや物価下落継続などから政策金利は現状水準で据え置かれるが、年度下期に環境が整い次第、追加利上げに踏み出すものと予想する(07年度末の政策金利水準は0.75%)。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

<目次>

総論	P. 1～17
参考	P. 18
付表	P. 19～20

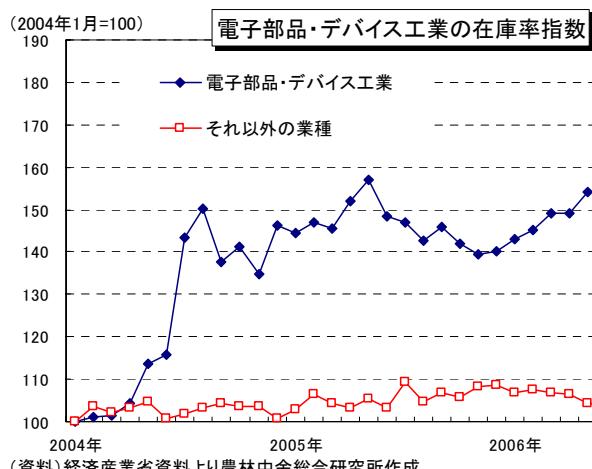
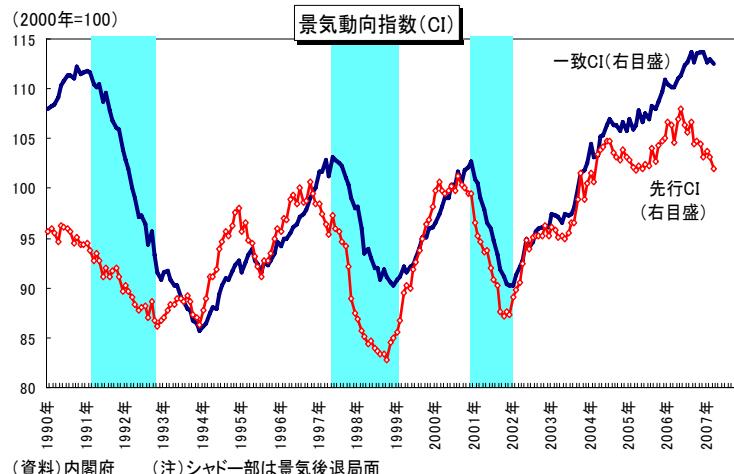
お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所 調査第二部 03-3243-7369

1. 景気の現状:

(1) 最近の景気・物価情勢

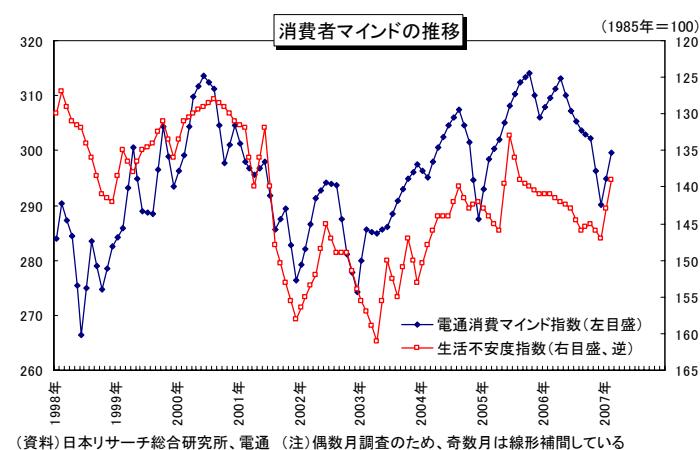
日本経済は、これまで主導的な役割を果たしてきた企業部門の経済指標の一部に弱さも見られるものの、引き続き拡大局面を辿っているものと判断している。

日本の景気循環は、生産動向(特に鉱工業生産)を重視する傾向が強いが、2007年1~3月期の鉱工業生産は前期比▲1.2%と、6四半期ぶりのマイナスとなった。内容的には、電子部品・デバイス工業において製品在庫が大きく積み上がっており、同時に同業種の生産能力の大幅増強が目立つ状況である。世界的にみれば、ハイテク関連財に対する需要は根強いことは確かであるが、在庫率(=在庫残高／出荷)がITバブル崩壊期(01年半ば)の水準にまで達するなど、何かの拍子に生産・在庫調整的な動きが始まると可能性もないとは言い切れない。ただし、それ以外の業種では在庫がほとんど積み上がっておらず、製造業全体として調整する余地が乏しいのも実際のところである。仮に、電子部品・デバイス工業で生産・在庫調整が発生したとしても、製造業全体には波及せず、当該業種内の動きに留まるものと思われる。



また、景気循環のエンジンと評される民間企業設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需、1~3月期)は同▲0.7%と、2四半期ぶりのマイナスであった。更に、内閣府が集計した4~6月期の見通しによれば前期比▲11.7%と、2四半期連續で、しかも大幅な減少が見込まれるなど、堅調だった設備投資にも調整入りが懸念される事態となっている。少し前までは「企業部門(だけ)は堅調」といった評価がされてきたが、それが必ずしも当てはまらなくなりつつある。

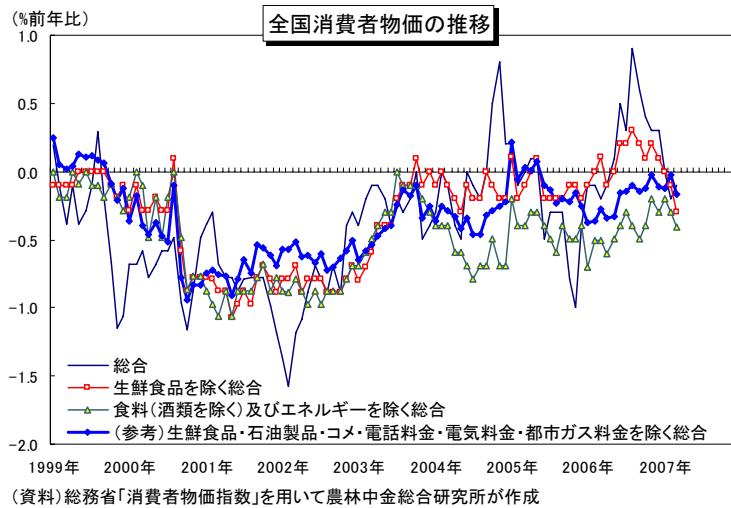
一方で、好調な企業部門から賃



金など所得面での波及が遅れ、06年夏に足踏みも見られた家計部門では、このところ底堅い動きを続けている。ただし、団塊世代が年功賃金曲線（賃金プロファイル）のピークを通過し、右下がりになる「55～60歳」に差し掛かるなど、労働者の年齢構成の変化の影響があることから、雇用者報酬全体としては緩やかな伸びに留まり、かつ暖冬の影響で季節商品・サービスに対する需要減退が懸念されるなか、1～3月期の消費関連の月次指標は、リバウンドが見られた10～12月期に続いて、自動車販売など一部を除いて概ね底堅く推移した。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した可能性もあるだろう。

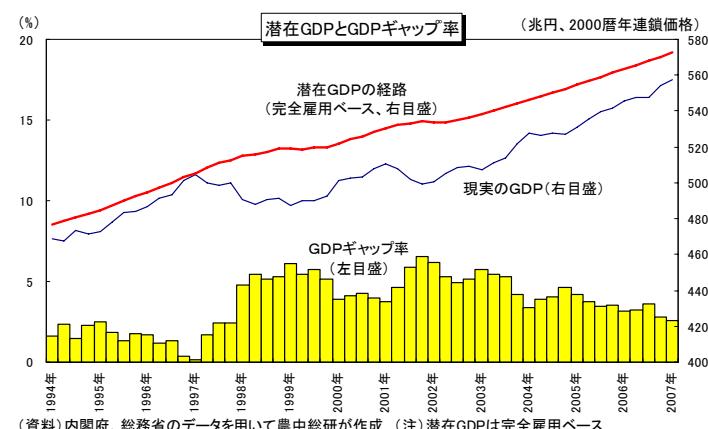
海外経済に目を転じてみると、米国経済が引き続き減速傾向となっているが、中国を筆頭にアジア経済は景気拡大を続けているほか、最近では欧州経済の足腰も強さを増しつつある。こうしたなか、日本の輸出も堅調な推移を続けている。今回の景気拡大局面では、経済成長率に対する輸出の寄与率が6割弱となるなど、まさに輸出主導型の景気拡大であった。世界経済が概ね底堅く推移するとの見通しの下では、日本経済もまた景気拡大を続ける可能性が高いと思われる。

一方、物価面では、07年2月に消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）が10ヶ月ぶりに前年比マイナスに陥るなど、デフレ脱却がなかなか実現できない状況が続いている。需給環境をより反映するという意味でコア部分に当たる「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」が継続して前年比マイナスとなっている他、06年夏にかけて急騰した石油製品価格が、06年10月をピークに下降に転じ、このところ前年比マイナスとなっていることの影響が大きい。最近では国際原油市況が再び強含んでいることから4、5月とガソリン価格が反発しているが、先行きも継続して上昇していくかの限り、昨年の高値をつけた8～9月にかけてガソリン価格の前年比マイナス幅が拡大するなど、物価押下げ圧力が強まるところから、当面はコアCPIの下落状態が続くとの予想が主流である。



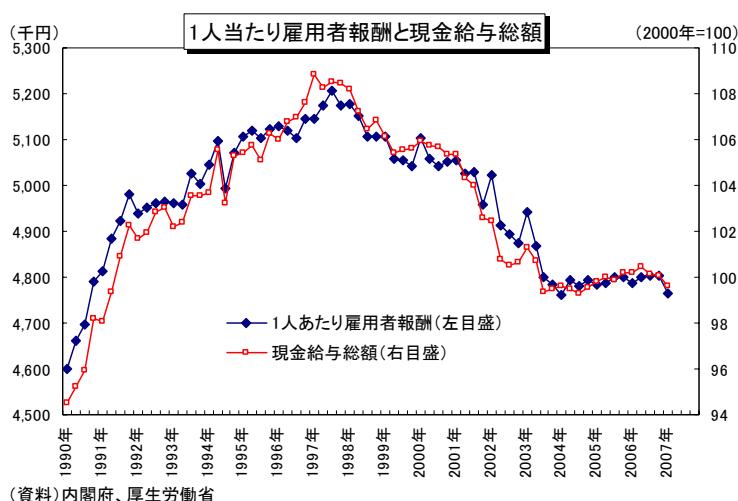
(2) 2007年1～3月期 GDPとそれに対する評価

5月17日に発表された2007年1～3月期のGDP第1次速報（1次QE）によれば、実質経済成長率は前期比+0.6%、同年率換算+2.4%と、9四半期連続のプラス成長となった。もちろん、高成長を達成した06年10～12月期と比較すると、成長率そのものは半分にまで減速してしまったが、年率+2%前後と想定される潜在成長率を上回るなど、表



面的にはしっかりした数字である。内容的には、「民間企業設備投資」が前期比マイナスとなつたものの、「民間消費」が10~12月期に続いて大幅増となつた他、「輸出」も堅調に推移したため、全体として堅調な成長率が確保された格好となつた。

なお、名目成長率も前期比+0.3%と、10~12月期(同+1.3%)から大きく鈍化したが、2四半期連続のプラスは確保された。



以下、簡単に需要項目の内訳を見していくと、民間消費は前期比+0.9%と2四半期連続のプラスであった(寄与度は+0.5%pt)。10~12月期の大幅プラスは、大きく落ち込んだ7~9月期からのリバウンドだったことを考慮すれば、1~3月期も大幅プラスとなったことは「消費の持ち直し」と評価することが可能であろう。また、民間住宅は大都市部でのマンション建設の一服もあり、同▲0.3%と2四半期ぶりのマイナスとなつた。

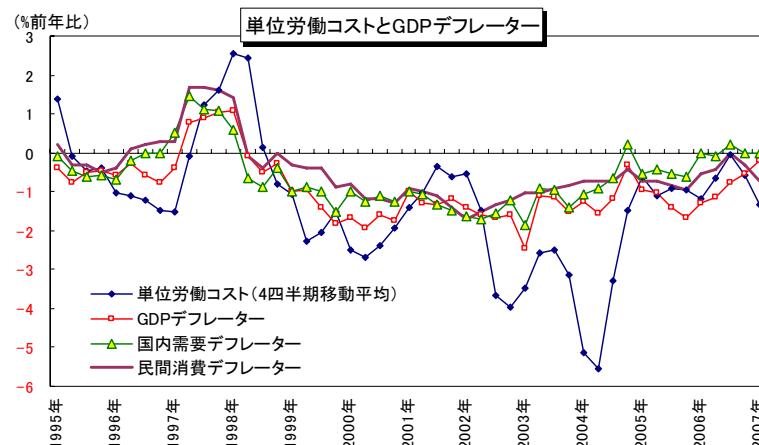
一方、民間設備投資は同▲0.9%と、5四半期ぶりのマイナスとなつた(寄与度は▲0.1%pt)。06年4~6月期に大きく増加した機械受注や資本財出荷などの発注ベースの設備投資関連指標は、7~9月期以降は一転して調整色の強い展開となっており、進捗ベースであるGDP統計上の設備投資にも約半年ほどのラグを伴つて反映されたと考えられる。また、06年3月以降の金融政策転換によって大きく低下していた実質金利の上昇がもたらされ、借り入れ依存度の高い中小企業などの設備投資行動に悪影響を及ぼした可能性もあるだろう。また、民間在庫品増加は2四半期連続して前期比成長率に対してマイナス寄与(▲0.1%pt)となつた。これら民間需要全体としては、前期比+0.3%と2四半期連続のプラス(寄与度は+0.2%pt)ながら、10~12月期(前期比+1.2%、寄与度+0.9%pt)からは大きくスローダウンしている。

公的需要に関しては、政府消費が前期比▲0.1%と4四半期ぶり、公共投資が同▲0.1%と2四半期ぶりに、いずれも減少した。公的在庫品増加を含む公的需要全体でも前期比▲0.1%(寄与度は▲0.0%pt)と2四半期ぶりのマイナスとなっている。

一方、輸出は前期比+3.3%と、8四半期連続のプラスとなり、10~12月期(同+0.9%)から再加速が見られた。また、このところ減少が続いていた輸入は同+0.9%と3四半期ぶりにプラスに転じた。この結果、前期比成長率に対する外需寄与度は+0.4%ptと、10~12月期(+0.1%pt)から再び拡大、3四半期連続のプラスとなつた。なお、経常収支の対名目GDP比率は10~12月期に続き、4.5%に達するなど日米経済摩擦が大きな問題となつてゐた約20年前とほぼ同水準での推移となつてゐる。

一国のホームメードインフレを表すGDPデフレーターは、1~3月期は前年比では▲0.2%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している(10~12月期は同▲0.5%)。なお、季節調整後前期比でみると、10~12月期に+0.1%(当社試算)と8四半期ぶりに上昇に転じたものの、1~3月期は▲0.3%と、再び下落するなど、なかなかデフレ色が払拭できない状況にある。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は徐々に進展しているはずであるが、輸入素原材料価格の上昇テンポに追いつかなかつた。また、注目の単位労働コストは前年比▲1.8%へと下落幅が拡大するなど、下げ止まりまでにはもう少し時間がかかりそうである。

なお、06年度成長率としては、実質+1.9%（05年度は+2.4%）、名目+1.3%（同じく+1.0%）であった。GDPデフレーターは前年比▲0.6%と9年連続のマイナスであった（97年度の消費税率変更の影響を調整すれば、13年連続のマイナス）。



以上、07年1～3月期のGDPについての評価としては、
10～12月期の前期比年率

(資料)内閣府 (注)単位労働コスト＝名目雇用者報酬÷実質GDP

+5.0%といった高成長からの反動も出ずには潜在成長率を上回る成長が確保できており、表面的には堅調であったと評価することができる。もちろん、(1)で指摘したように、個別内容的には景気の主導的な役割を果たしてきた企業部門の統計は弱かったこともあり、どちらを重視すべきか判断に迷う面もある。一方で、この程度の成長率では、これまでの「緩やかな景気拡大」の枠を超えないことも確かである。また、4～6月期には成長率が鈍化することを予感させる「種」が多い。賃金の伸びが低いなかで、今後とも民間消費が06年度下期のペース(年率+4%前後)を続けられる可能性は薄いほか、民間企業設備投資にはこれまでの機械受注動向や米国経済減速の影響が残ることも予想される。IT関連財製造業などのハイテク業種での在庫増や過剰生産能力の発生の可能性もあり、ハイテク業種で調整色の強い展開が見られる可能性もあるだろう。

(3)引き続き追加利上げ時期を模索する日本銀行

「金融政策・金利体系の正常化」のために、日本銀行は追加利上げ時期を模索する動きを続けている。今回1～3月期GDPが、事前のマーケットコンセンサス(年率+2%台後半)と比較すれば低かったものの、表面的に+2%成長をクリアするなど、4月末に公表された日銀「展望レポート」に示した景気シナリオに沿った展開となっていることは、追加利上げにとってはサポート要因である。しかし、本当に追加利上げが必要なのかの判断が難しい面も浮上してきているのも事実である。小幅ながらも年度前半にかけての物価下落予想が定着する中で、日銀は、「現行の政策金利水準の下で景気拡大が長期化すれば、様々な歪みが発生するリスクがあるが、それを未然に防いで日本経済を物価安定化での持続的成長経路に導くためには利上げが必要である」としてきた。しかし、その上振れリスクの代表である民間企業設備投資が目先、調整するのであれば、利上げを行う必要性は低下し、おのずと追加利上げ時期は後ズレすることになる。もちろん、世界経済が緩やかながらも拡大する中で、過熱感の乏しい日本経済が自律調整するリスクは小さいため、民間企業設備投資がこのまま減少局面を辿ることは予想しないが、参院選前の早期利上げの可能性が大きく後退したことは間違いないだろう。

2. 予測の前提条件:

(1) 財政政策

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・税制改革が実施されるものと思われる。

歳入面では、消費税の税率引上げ時期が焦点である。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税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、政府として議論が煮詰まっていない。参院選後の税制改革論議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している。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

米国の07年1~3月期実質GDP成長率は、前期比年率+1.3%に低下した。この+2%割れの成長率は、大型ハリケーン・カトリーナの来襲直後の05年10~12月期に+1.8%に落ち込んだのを除けば、現在の景気拡張サイクル(02年1~3月期~)においては03年1~3月期(+1.3%)以来の低成長である。

これを受け、確かに成長率の下ブレの要素が再認識され、エコノミストの成長予測コンセンサスも先行き▲0.1~▲0.2%ptほど下方修正されている。しかし、この成長減速により米国経済が今後傾向的悪化をたどり景気後退(マイナス成長)入りする要素・条件が明確になったわけではない。あくまでも米国経済の状況は成長減速のレベルにとどまるとしている。

1~3月期の需要項目別のGDP成長寄与度を見ると、成長減速に影響した主因は、住宅投資の前期比年率▲17.0%の大幅減少が継続し寄与度が▲1.0%となったこと、および純輸出(輸出等一輸入等)の反動減で、寄与度が06年10~12月期:+1.6%から07年1~3月期:▲0.5%~▲2.1%pt悪化したことであった。しかし、足許の状況・データから見ると、住宅投資と純輸出の悪化が継続する可能性は決して大きくないと考える。

したがって、4~6月も米国経済の+2%割れの低成長が継続するものの、07年後半以降は緩やかに成長が回復をたどると予測する。以上のような全体的見通しについて、個別に説明を加える。

まず、個人消費の前提となる雇用環境は引き続き良好な状態を持続しよう。非農業部門雇用者(NFPR)の増加数や時間当たり賃金上昇率は足許でやや鈍化傾向にあるが、NFPRの増加数は3ヵ月移動平均:11万人台にあるとともに、賃金上昇率はなお+5%台にある。インターネット求人指数が4ヵ月連続上昇するなど企業の求人意欲が高い一方、人員削減計画者が7万人台の低水準にあることから、当面、雇用は底堅く推移するだろう。給与所得が+5%台の増加にある半面、PCEなどの物価上昇率が+2%台前半の状況が見込まれることから、個人消費は07年後半も+3%程度の巡航速度を持続すると予測する。

一方、成長減速の主因となってきた住宅投資は07年1~3月期まで6四半期連続の減少が続いている。07年1~3月期は1月に住宅着工件数が140.3万戸に大幅減少した後も150万戸割れの低迷が続き、その結果住宅投資は前期比年率▲17%の大幅減少になった。しかし、4月は152.8万戸に回復しており、住宅投資が底打ちし安定化に向うと見る。世帯数增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月期から住宅投資は力強さには欠けるものの安定化していくと予測する。なお、サブプライム住宅ローンを中心に延滞率が上昇していることに伴う延滞物件の整理・売却で、販売物件が増え住宅価格の下落圧力が増すとともに、金融機関の貸出姿勢が厳格化し住宅ローンが抑制されることにより、住宅着工や住宅価格が低水準のまま住宅ブームの調整が長期化する可能性は残る。

企業設備投資は07年1~3月期に2四半期ぶりに前期比+2.0%の増加に転じたが、先行指標となる非国防資本財受注は1~3月期に名目で▲5%、実質で▲11%と、ともに減少した。このため、タイムラグを置いて4~6月期には再び減少する可能性が高い。しかし、資本財受注減少の大きな割合を占めていた自動車や建設関連は底入れ期待が出ており、減少が長期化することは見込んでいない。世界経済の好調持続のもとで、7~9月期以降、内部留保を含めた資金調達が良好な環境にあることにも支えられ、年後半以降は、緩やかに増加ペースに戻すと予測する。

民間在庫投資については、06年10~12月期、07年1~3月期と2四半期連続して、在庫調整から減少した。しかし、鉱工業生産の増加や在庫率のピークアウトなどを見る限り、各段階の在庫水準が出荷・販売状況に照らしてほぼ適正水準に戻りつつあると考える。4~6月期は在庫投資の減少が残る可能性を予測上は考慮しているが、成長へのマイナス

2007-08年米国経済見通し

	単位	2006年	2007年	2008年					
		実績	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想		
実質GDP	%	3.3	2.1	1.7	2.6	2.9	3.0	3.1	
個人消費	%	3.2	3.3	3.6	2.8	2.9	2.9	2.8	
設備投資	%	7.2	0.9	▲ 1.1	0.9	4.6	5.4	6.7	
住宅投資	%	▲ 4.2	▲ 10.5	▲ 13.3	3.5	3.8	3.8	4.1	
在庫投資	10億ドル	43.2	21.8	13.6	30.0	35.0	32.5	37.5	
純輸出	10億ドル	▲ 618.1	▲ 606.0	▲ 598.6	▲ 613.5	▲ 627.0	▲ 620.7	▲ 633.3	
輸出等	%	8.9	5.3	3.5	6.6	7.1	7.6	6.6	
輸入等	%	5.8	2.9	1.6	6.1	6.0	6.0	5.8	
政府支出	%	5.8	2.9	1.7	1.4	1.4	1.3	1.5	
参考	コアPCEデフレーター	%	2.2	2.1	2.2	2.0	2.2	2.0	2.3
	FFレート誘導水準	%	5.25	5.25	5.25	5.25	5.50	5.25	5.50
	10年国債利回り	%	4.79	4.75	4.69	4.80	5.08	4.95	5.20

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. 予想策定期点は2007年5月。07年1~3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

の寄与は縮小し、07年後半から増加に転じると見る。

外需については、後述のように世界経済が+5%程度の成長を持続するなかで、世界貿易量も+7%台の増加を持続することが見込まれることから、米国からの輸出も好調を持続すると予想する。ただし、07年の輸出の増加率自体は06年に比べ低下すると見込むが、成長減速で国内需要が抑えられることから、輸入の伸びが輸出を小幅下回り、GDPに対し外需は07年も小幅プラスに寄与する。

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%（議会予算局の最新の潜在成長力推計によれば+2.8%）をかなり下回るが、年後半は成長率が回復すると見込む。

また、賃金上昇は引き続きコストプッシュ要因であるが、成長減速により賃金上昇圧力が後退すると予想される。これにより、エネルギーや食料品を除くコア・インフレ指標の上昇率は小幅低下に向うと予測する。ただし、米国経済は減速するものの、後述のように欧州、BRICsの成長予想の上方修正により、世界経済の成長水準は変らず+5%程度の成長が持続されることから、底堅い需要を背景に国際商品市況は高止まりすると予想しており、引き続き米国経済のコストプッシュによるインフレ懸念の一因として残る。よって、FRBの重要な政策判断指標であるコアPCEデフレーターが物価安定の目安上限の前年比+2%から大きく割り込んでインフレ・バイアスがなくなる可能性切は小さいと予測する。

このような経済見通しを踏まえ、FRBは金融政策変更によるシグナルを早期に送る必要性は乏しいと判断し、現行5.25%の政策金利水準を継続し、07年内は政策変更に踏み切ることをしないと予想する。長期金利はコア・インフレの安定のもとで、安定的に推移しよう。なお、08年については成長率再加速とインフレの再上昇の可能性が強いという想定から、利上げ方向の政策変更を予想している。

②欧州経済

ユーロ圏経済の成長見通しは公的機関、民間エコノミストを問わず上方修正されている。ドイツの付加価値税増税の消費への悪影響は事前の見方に比べ小さいものにとどまった半面、EU拡大に伴う市場と交易・交流の拡大に伴う統合効果が景気を後押ししている。また、ユーロ独歩高の進行や05年12月以降7回、3.75%まで引き上げられた政策金利の利上げ効果も大きな影響を与えていない。

06年のユーロ圏の成長は約+2%程度とみられる潜在成長率も大幅に上回ったが、07年もそれを上回る成長の期待が高まっている。欧州中央銀行(ECB)は07年の成長率見通しを+2.5%としているが、エコノミストの予想コンセンサスでも+2.4%となっている。

また、ECBは07年のインフレ見通しを+1.9%としており、景気拡大のもと、インフレ加速への警戒感を月報などで強調し、利上げ継続を示唆している。

したがって、為替相場ではECBの利上げ継続姿勢を材料に、ユーロ高の基調が継続すると考えられる。

③中国経済

中国の07年1~3月期実質GDPは前年同期比+11.1%と、成長率が上昇した。これを受けて、エコノミストの実質GDP成長率の予想コンセンサスは、+9%台前半から+10%台に上方修正されている。中国当局は景気過熱に伴う不動産や株価のバブル化リスクを懸念し、引き続き預金準備率の引き上げや利上げなどマクロ・コントロール強化の姿勢であるが、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は事実上困難な側面があり、実際の効果も限界がある。

また、貿易黒字の不均衡是正や人民元の切上げ回避という課題はあるが、輸出は世界貿易の拡大のなかで引き続き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は、08年の北京五輪開催に向けて2割台後半の伸びを継続すると予想する。

以上から、07年の世界経済の実質GDP成長率は米国経済の下方修正の半面、欧州やBRICsの成長が上方修正されて+5%台の成長を継続すると予測する。また、世界貿易(数量ベース)も+7%台後半の伸びを予測する。

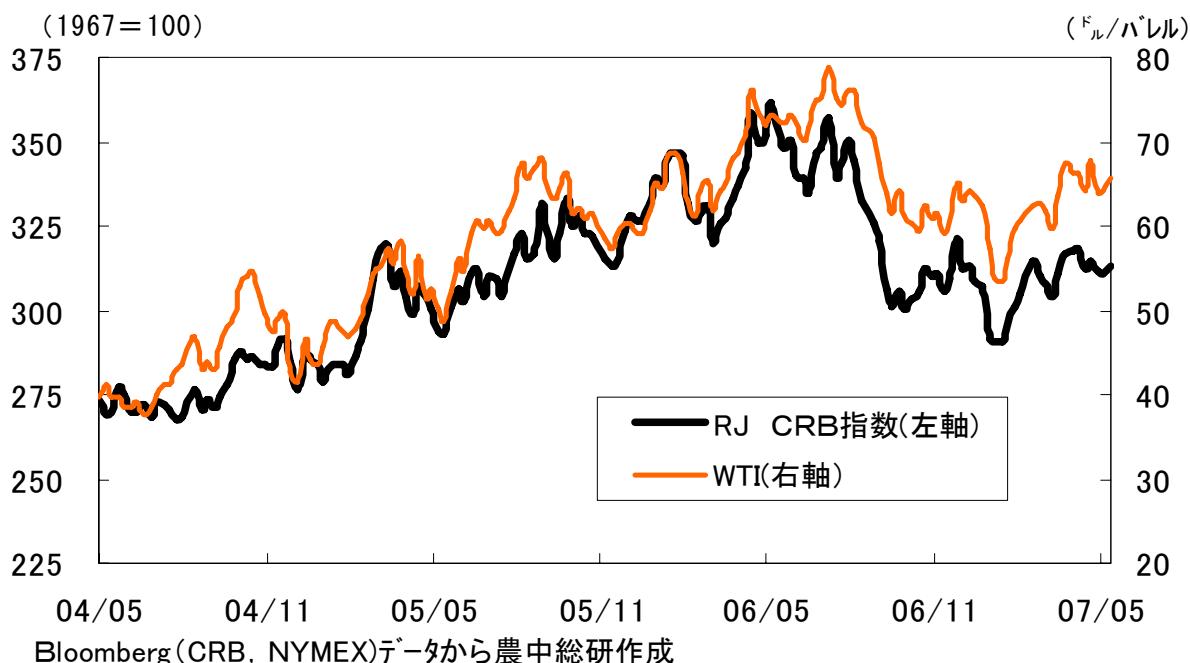
④国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

国際商品市況は06年後半から下落基調が続いたが、年初に調整局面から脱し、再び上昇傾向で推移している。1月中旬に285ポイントと約2年ぶりの低水準となったロイター・ジェフリーズCRB指数(1967年=100)も、足許では310ポイント台を回復している。史上最高値となった昨年5月の360ポイントからは1割強低下したものの、過去5年で6割弱上昇している。

こうした近年の商品市況高騰の背景には、世界経済の成長、とりわけ中国をはじめとする新興国が本格的な工業化の過程に入り、急成長していることから石油等エネルギー資源や金属鉱物資源の需要を急増させていることが挙げられる。したがって、短期的には昨年後半のような調整局面があってもトレンドに変わりはなく、国際商品市況の長期上昇基調は当面続く可能性が高い。

また、世界の金属類の代表的な取引所であるロンドン金属取引所(LME)における非鉄金属の在庫は歴史的な低水準にあり、需給が再び引き締まりつつある。例えば、銅相場は在庫減少の一方、インドネシアやペルーの労使紛争で供給懸念が強まったこともあり、年初の安値から約4割上昇し、過去最高値圏内で推移している。需要が堅調なため、金属製品は長期的にも高止まり傾向が続く可能性がある。

国際商品市況(CRB商品指數)と原油市況の推移



原油価格(WTI、期近物)は1月中旬に一時1バレル=50ドル割れとなったものの、その後は米国での気温低下やイラン核問題開発をめぐる同国と欧米諸国との緊張状態などから反転し、2月下旬以降は60ドル台に再上昇した。OPECは昨年11月と今年2月の2回に分けて、合計で日量170万バレルの減産を実施した。これにより需給緩和に歯止めがかかり、価格の持ち直しに寄与したと見られる。注目すべきはOPECバスケット価格の動きである。1月の安値に比べWTIが足許で+23%上昇したのに対し、OPECバスケット価格は同+33%上昇している。過去においてはWTIがOPECバスケット価格を5ドル程度上回っていたが、足許では価格差は解消されつつある。つまり、投機的な資金が流入しやすいWTIは足許の値動きが限定的になってきている半面、OPECバスケット価格で見れば実需買いが堅調であることが分かる。

一方、米エネルギー省によれば5月初旬の米ガソリン在庫は、石油精製施設の能力不足の影響から過去5年平均比▲8%と低水準にある。夏場の行楽シーズンを控えガソリン需給の逼迫懸念も出ており、ガソリン価格はさらに上昇すると予想される。

当面は、①中国、インドなどの新興国の需要増加から中期的な需給引き締り観測、②OPECの高めの価格政策指向、③中東情勢とテロ懸念などから、原油価格の高止まりが予想される。日本の原油入着価格(CIFベース)は、07年度を通じて1バレル当たり60ドル台前半で推移することを見込むが、08年度後半には同60ドル台半ばにまで上昇と想定する。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だろう。

2007~8年度 日本経済見通し (年度)

	単位	2006年度 (実績)	2007年度 (予測)	2008年度 (予測)
名目GDP	%	1.3	2.2	2.9
実質GDP	%	1.9	2.1	2.5
民間需要	%	1.9	1.8	2.9
民間最終消費支出	%	0.8	2.0	1.6
民間住宅	%	0.4	▲ 1.5	▲ 1.3
民間企業設備	%	7.2	1.6	8.3
公的需要	%	▲ 1.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 9.2	▲ 2.2	▲ 2.0
輸出	%	8.3	8.1	6.7
輸入	%	3.4	4.2	6.8
国内需要寄与度	%	1.2	1.4	2.2
民間需要寄与度	%	1.4	1.4	2.1
公的需要寄与度	%	▲ 0.3	0.1	0.1
海外需要寄与度	%	0.8	0.8	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.6	0.1	0.4
国内企業物価(前年比)	%	2.8	2.5	2.2
全国消費者物価(〃)	%	0.1	0.0	0.5
完全失業率	%	4.1	4.0	3.8
鉱工業生産(前期比)	%	4.7	3.1	4.2
経常収支(季節調整値)	兆円	20.8	21.4	20.6
名目GDP比率	%	4.1	4.1	3.8
為替レート(前提)	円/ドル	116.9	116.9	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.25	0.75	1.75
10年国債利回り	%	1.76	1.79	2.16
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	62.5	63.8

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

(四半期)

(→予測)

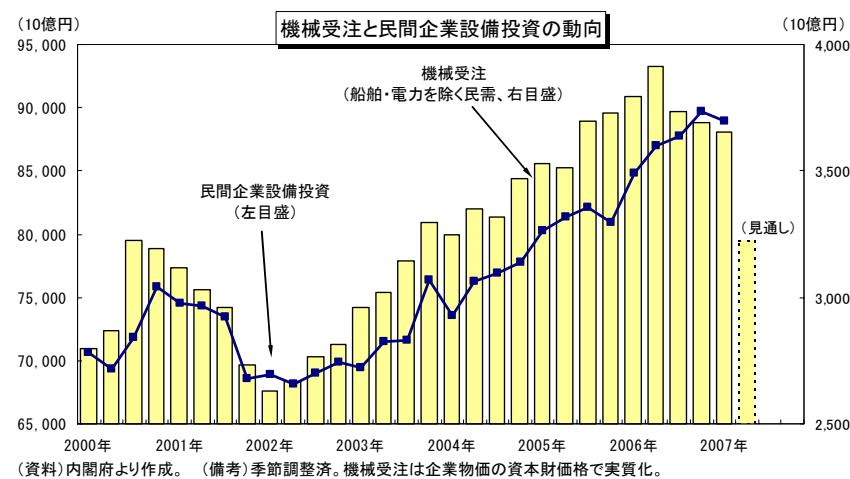
	2006年				2007年				2008年				2009年 1~3月期
	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	
名目GDP	0.4	0.2	▲ 0.1	1.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	0.5
実質GDP	0.8	0.3	0.1	1.2	0.6	0.2	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
(年率換算)	3.1	1.2	0.3	5.0	2.4	0.8	1.8	2.1	2.8	2.6	2.8	2.5	2.1
民間需要	1.1	0.7	▲ 0.3	1.2	0.3	0.1	0.4	0.5	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7
民間最終消費支出	▲ 0.2	0.6	▲ 1.0	1.1	0.9	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
民間住宅	0.9	▲ 1.9	▲ 0.3	2.2	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.5
民間企業設備	4.7	2.6	0.9	2.3	▲ 0.9	▲ 1.0	0.7	1.7	1.9	2.4	2.5	1.8	1.6
公的需要	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.4	0.8	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	▲ 0.0	0.7	0.6	0.1	▲ 0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 2.3	▲ 6.2	▲ 4.7	4.0	▲ 0.1	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1
輸出	2.2	0.8	2.3	0.8	3.3	1.4	1.9	2.0	2.1	1.7	1.4	1.2	0.5
輸入	1.8	1.4	▲ 0.4	▲ 0.1	0.9	1.1	1.5	2.0	1.8	1.7	1.8	1.3	1.0
国内需要寄与度	0.7	0.4	▲ 0.3	1.1	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
民間需要寄与度	0.8	0.5	▲ 0.2	0.9	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5
公的需要寄与度	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	0.1	▲ 0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.1	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
国内企業物価(前年比)	2.8	3.1	3.6	2.6	1.9	2.3	2.6	2.4	2.7	2.5	2.3	2.1	2.0
全国消費者物価(〃)	0.0	0.0	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6
完全失業率	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.1	4.0	3.9	3.9	3.8	3.7	3.6
鉱工業生産(前期比)	0.4	1.3	1.3	2.2	▲ 1.3	1.5	0.5	1.0	1.2	1.4	1.0	0.7	0.5
経常収支(季節調整値)	4.9	4.6	4.8	5.7	5.7	5.3	5.3	5.5	5.3	5.4	5.2	5.1	4.9
名目GDP比率	3.9	3.6	3.8	4.5	4.5	4.1	4.1	4.2	4.0	4.1	3.9	3.8	3.6
為替レート(前提)	116.9	114.4	116.2	117.8	119.4	120.0	120.0	115.0	112.5	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	0.001	0.002	0.25	0.25	0.38	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75
10年国債利回り	1.57	1.89	1.79	1.69	1.67	1.68	1.73	1.85	1.90	2.00	2.15	2.20	2.30
通関輸入原油価格(前提)	59.5	65.3	70.5	60.9	57.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	65.0	65.0

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2007~08年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

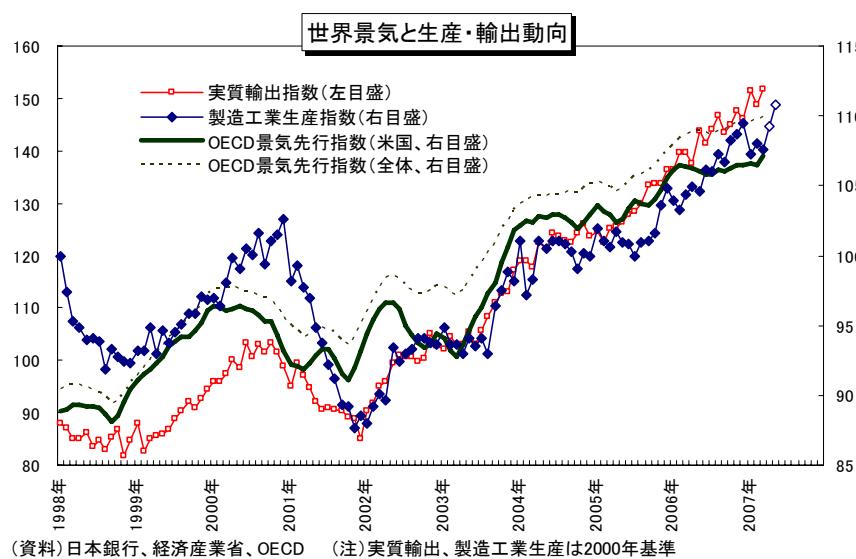
冒頭で述べたように、2007年1~3月期の経済成長率は表面的には底堅いものであったが、一方で、これまで景気を下支えしてきた企業活動にやや一服する動きも見られるなど、先行きに対する不透明感が浮上する内容でもあった。なかでも、機械受注(船舶・電力を除く民需)3月分と同時に発表された4~6月期



見通しが前期比▲11.7%と大幅減が見込まれるなど、今回の景気拡大局面で一貫して景気を下支えしてきた民間企業設備投資に対する懸念が広まっている。実際のところ、3月の機械受注ならびに4~6月期見通しにおいては、2月末以降の世界同時株安や米国経済の減速懸念などが企業の設備投資意欲を慎重にさせた面もあるだろう。

しかし、良好な状態が続いてきた企業を取り巻く設備投資環境が大きく変化したわけではない。06年7月以降、2度にわたって政策金利が引上げられているが、企業の借入金利水準がそれほど上昇しているわけではない。また、3月短観によれば、企業の人員・設備不足感は強まるとの予想が多く、07年度設備投資計画も初回の調査としては高水準となるなど、設備投資意欲が減退した形跡は見られていない。さらに、日本市場以外の株式市場では、既に世界同時株安直前の株価水準を回復するなど、世界経済の成長シナリオ 자체は揺らいでいるわけではない。国内でも07年度企業業績は引き続き底堅く推移することが

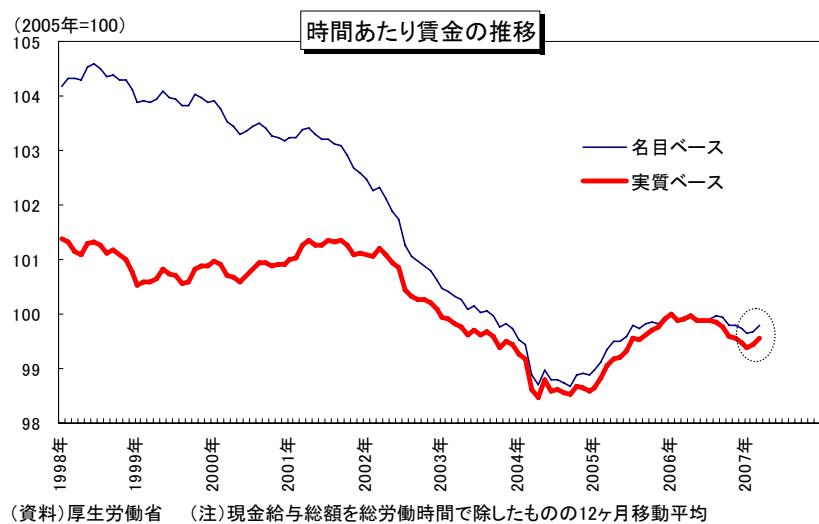
予想されており、年度後半に米国経済が回復し始めると同時に、企業の設備投資意欲が再び高まっていく可能性が高いと予想している。ちなみに、4~6月期の機械受注については、内閣府の単純集計値に対して過去3四半期の平均達成率(92.6%)で評価したことになっているが、2004年以降の「4~6月期」はいずれも達成率が100%超となっていることに留意



する必要がある。4~6月にかけて前月比+2.43%のペースで増加すれば、前期比横ばいとなることから、前期比プラスとなるためのハードルは決して高いわけではない。

一方、この数四半期の懸念材料であった民間消費の先行きに関しては、賃金上昇率は相変わらず伸び悩みでの推移が続いていることもあり、06年度下期のペース(前期比+1%前後)が今後とも続くと楽観視することも禁物であろう。現金給与総額は06年12月以降前年比マイナスが続くなど、「企業から家計への波及」は一向に強まる気配は感じられない。雇用者報酬に加え、利子・配当といった財産所得の大幅増が見込めない中、民間消費が景気の牽引役となるほど堅調に推移していく姿を見通すことは困難に見える。また、4月以後に再び値上げされたガソリン価格が今後さらに上昇していくことになれば、再び民間消費が低迷する可能性もあり、注意が必要である。一方で、雇用者数が増加傾向にあることや、徐々に賃金・賞与への波及も強まりつつあるのも実際のところである。

日本経済新聞社の集計によれば、大企業中心ではあるが、今夏賞与は非製造業が2年ぶりに増加に転じることもあり、全体の伸び率が+3%台に上昇するとのことである。また、パートタイム労働者の平均時給も前年比+1.0%(07年3月)と上昇するなど、改善方向で推移している。



こうした雇用環境の持続的な改善が、やや低調だった消費者マインドを徐々に好転させていく可能性が高い。

4~6月期については、民間設備投資が引き続き足踏みすることも予想されるほか、民間消費についても、本来4~6月期に売れたはずの季節商品が1~3月期に先喰いされた可能性やガソリン再値上げもあり、今後、06年夏に見られたような消費抑制効果が再び強まってくる可能性を警戒する必要もあるだろう。この結果、1~3月期(前期比+0.6%)から更に成長率が減速する可能性が高く、国内景気はやや停滞感を伴った展開になるものと思われる。しかし、日本経済がこのまま景気後退局面入りすることはないと想われる。すでに見たように、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至らず、04~05年の時の小さな調整に留まるものと思われる。

ただし、年度後半には、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、米国経済で住宅市場・設備投資の調整が終了して回復プロセスが始まることによって、世界経済全体の成長が再加速するからである。それに伴って、日本経済は再び輸出増勢が強まり、それが民間企業設備投資に波及、更には「企業から家計への波及」を通じて民間消費を刺激するなど、民間需要全体の伸びが高まっていくものと予想する。

こうした状況は08年度にかけても基本的に持続するものと思われる。なお、北京五輪後には中国において高水準で推移してきた固定資本投資が一時的に減速する可能性もあるが、2010年には上海万博を控えていることもあり、大幅に調整することはないと予想され、日本の輸出に大きな影響を与えることはないだろう。

この結果、実質経済成長率については07年度を+2.1%、08年度を同+2.5%と予測し

た。前回予測(07年3月時点:07年度+1.8%成長、08年度+2.6%成長(08年度は暫定予測、以下同じ))から、07年度を上方修正、08年度を下方修正している。また、名目成長率は07年度+2.2%、07年度+2.9%としており、前回予測(07年度+1.9%成長、08年度+3.0%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、07年度は前年度比+0.1%、08年度は同+0.4%としており、これは前回予測を据え置いている。四半期ごとに見た場合にGDPデフレーターは7~9月期に前年比のマイナスが消え、10~12月期にはプラスに転じるものと予想した(前回予測では7~9月期から前年比プラスとしていた)。

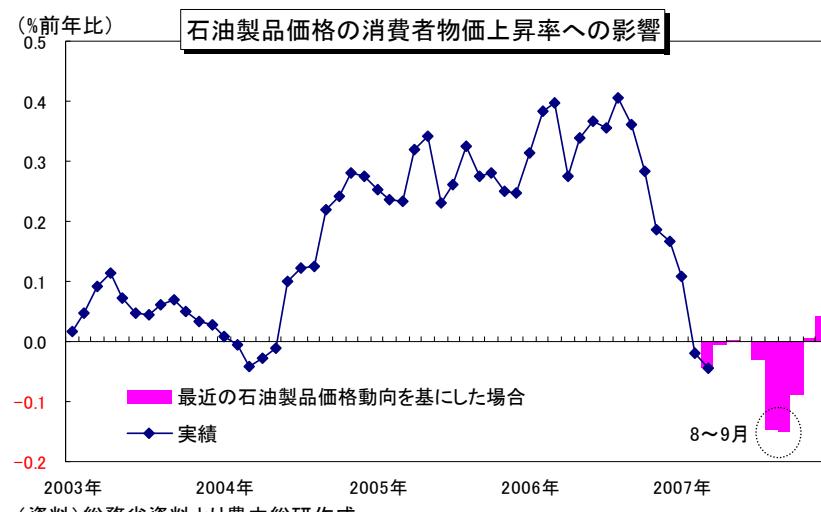
なお、留意すべき点は、2011年度におけるプライマリー・バランス(基礎的財政収支)黒字化という目標達成のために必要との意見も根強い消費税率の引上げ時期がいつになるか、ということである。これに関しては、参院選後の07年秋以降に政府や自由民主党の税制調査会が抜本的な税制改正論議を始める予定となっている。現時点では可能性はそう大きくないが、最も早いタイミングでは09年度導入ということも考えられる。その場合、08年度後半にかけて税率引上げ前の駆込み需要が発生する可能性が高く、消費税導入前の88年度や税率引上げ前の96年度のように、高めの成長率を達成することになる。ただし、税率引上げ直後は、大掛かりな反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。

(2) 物価見通し

2006年6月には小幅ながらも物価上昇傾向が定着したかに見えたコアCPIであるが、06年度の経済成長率が+1.9%に留まるなど、マクロ的な需給環境の改善テンポがそれほど高まっていないこともあり、企業の価格設定力はなかなか強まってはいない。日本銀行の試算によれば、足許のGDPギャップは+2%程度、需要超過(=インフレ・ギャップ:過去の平均的なGDP水準を上回っている状態)気味に推移しているとのことであるが、実際のところマイルドなデフレ状況からなかなか抜け出せておらず、インフレ圧力は皆無の状況である。

もちろん、航空運賃や外国パック旅行などに加え、最近では、果汁、小麦など食料品価格に上昇の動きも見られるほか、タクシー料金やクリーニング代なども値上げが予定されている。ただし、06年度下期の民間消費は堅調に推移し、かつ素原材料価格の高騰や円安進展にもかかわらず、物価上昇圧力がなかなか高まらないことを考慮すれば、経済成長率がもう一段加速しなければ、デフレからの完全脱却は困難と思われる。

また、近年における最大の物価変動要因である石油製品価格については、国際原油市況が06年夏をピークに下落したこともあり、07年2月以降、消費者物価(前年比)に対して押下げ要因に転じている。4月以降、ガソリンなど石油製品は再び値上がりしているものの、今後も更に上昇していくかない限り、8~9月にかけて消費者物価に対する押下げ効果が発生する可能性が高い。更に、電気・ガス料金など光熱費は燃料費調整制度の影響で7月に



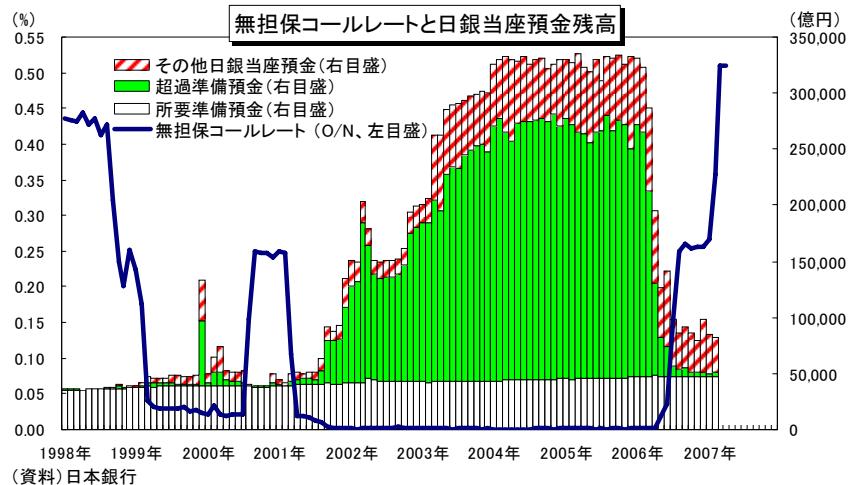
値下げが予定されるなど、夏場にかけて物価押下げ要因は少なくない。

また、賃金上昇率が相変わらず低い伸びに留まっており、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ろう。とはいえ、08年度に入れば、失業率も緩やかに低下し、賃金・物価が上昇し始める可能性がある3%台半ばに接近していく可能性が高い。このように、労働需給も引き締まっていくことから、08年度には賃金・物価も徐々に上昇率を高めていくだろう。07年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率は0.0%、08年度は同+0.5%と予測している。

4. 金融政策・金融市場の見通し:

(1) 金融政策

07年4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」を公表したが、前回までと同様に「現状の超低金利状態を長期間続けることへのリスク」が顕在化することへの予防として経済・物価情勢に合わせて緩やかな金利調整を行うことを表明するなど、追加利上げに向けた意欲を示している。



この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2007年度から08年度を展望すると、生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続けると予想される」としている。物価面では、国内企業物価は「原油などの商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続け」、消費者物価(全国、除く生鮮食品)は「前年比でみて目先はゼロ%近傍で推移する可能性が高いものの、より長い目でみると、プラス幅が次第に拡大する」とし、「07年度はごく小幅のプラス、08年度は0%台半ばの伸び率となる」としている。

冒頭で触れたように、こうした見通しの下で日銀は「経済・物価情勢の改善が展望できる状況下、金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある」、「例えば、仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながったりするリスクがある」と、政策金利の引上げの必要性を強調している。

マーケットでは、現在8~9月の追加利上げの可能性を意識している状況であるが、今回の経済見通しにおいて、次回の金融政策の変更時期は、経済成長率が再び加速し始め、かつ物価下落状態から抜け出す07年10~12月期と想定する。2月の利上げ決定時の説明やその後の日銀関係者からの発言からは、目先のコアCPIが前年比マイナスであったとしても、先行き上昇することが見込めるのであれば、それは利上げの障害にはならない、ということが示されている。それゆえ、これまでの「半年に1回」という利上げペースが変わらないとすれば、8~9月利上げの可能性は十分念頭に入れておく必要はある。しかし、06年11月~07年1月において利上げを予想する意見が少なくなかったにもかかわらず、日銀は足許の経済・物価情勢をしっかりと見極めたいとするなど、慎重な態度を覗かせる面も見られた。当総研の経済見通しによれば、8~9月頃に発表される経済・物価指標はそれほどよいものではないものと予想される(4~6月期のGDP速報、8月のコアCPIなど)。それゆえ、年度上期中の追加利上げは見送られる可能性が高いと考える。

なお、小泉政権からの最優先課題の一つに、政府・日銀一体となってデフレ脱却を実現する、ということがあったが、これまで述べてきたように足許はまだデフレ脱却が達成されていない。金融政策はまず、デフレ脱却の実現のために駆使すべきであり、「金融政策の正常化」に向けた行動は、物価が中長期的に望ましい上昇率に近づくことが見通せる状態になってから開始すべきであろう。

(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いシナリオが見込まれる。まず、株価については、このところ日経平均で17,000円台の狭いレンジ内でのもみ合いが続いているが、年度下期以降のマクロ経済環境の好転により、企業業績が引き続き堅調に推移することが見込まれるほか、米株式市場(NYダウ)が史上最高値を更新するなど世界的に株価が堅調に推移していること、更にはM&Aなど企業再編への期待感などから、先行き上昇傾向が強まることが見込まれる。

長期金利(新発10年国債利回り)については、07年度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上昇率の前年比マイナス状態が続く可能性が高いこと、それらを受けて追加利上げの決断が困難となっていること、などから、引き続き1%台後半を中心とした展開が予想される。ただし、07年度後半以降は、景気・物価の改善傾向が強まることから、緩やかな上昇が始まる可能性が高いだろう。

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/ドル前後でのも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、追加利上げを実施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、対ユーロレートはユーロ圏経済が堅調に推移している上、インフレ率が前年比+2%程度の水準で推移することが予想されることから、ECBが6月にも追加利上げを行う可能性が高く、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
	5月 (実績)	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 (%)	0.516	0.45～0.60	0.45～0.60	0.50～0.85	0.70～0.85
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.654	0.64～0.74	0.65～0.80	0.70～0.95	0.75～1.00
短期プライムレート (%)	1.875	1.875	1.875	2.125	2.125
新発10年国債利回り (%)	1.635	1.55～1.80	1.55～1.85	1.65～1.95	1.75～2.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.3	113～123	113～123	110～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.8	158～168	160～170	155～165
日経平均株価 (円)	17,399	18,000±1,000	18,250±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5月18日時点。

2007～08年度 日本経済見通し (前期比)

	単位	2006年度 通期	2007年度			2008年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.9	2.1	0.7	1.3	2.5	1.3	1.6
民間需要	%	1.9	1.8	0.5	1.3	2.9	1.5	2.0
民間最終消費支出	%	0.8	2.0	0.9	0.9	1.6	0.8	1.1
民間住宅	%	0.4	▲ 1.5	▲ 1.8	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 0.4	▲ 0.6
民間企業設備	%	7.2	1.6	▲ 1.1	3.5	8.3	4.7	5.2
公的需要	%	▲ 1.3	0.3	0.0	0.1	0.3	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.5	0.6	0.9	0.4	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 9.2	▲ 2.2	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	25.5	24.8	26.1	27.2	27.1	27.3
輸出	%	8.3	8.1	4.1	5.1	6.7	3.5	2.9
輸入	%	3.4	4.2	2.3	4.3	6.8	3.5	3.6
内需寄与度(前期比)	%	1.2	1.4	0.4	0.8	2.2	1.3	1.2
民間需要(〃)	%	1.4	1.4	0.4	0.8	2.1	1.2	1.1
公的需要(〃)	%	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
外需寄与度(〃)	%	0.8	0.8	0.4	0.2	0.3	0.2	0.0
デフレーター(前年比)	%	▲ 0.6	0.1	▲ 0.1	0.3	0.4	0.4	0.4

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

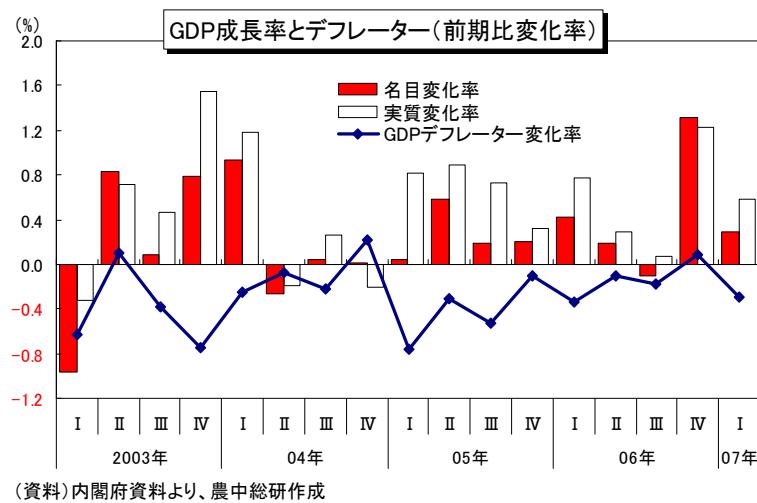
	単位	2006年度 通期	2007年度			2008年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.3	2.2	2.2	2.1	2.9	2.9	3.0
実質GDP	%	1.9	2.1	2.3	1.8	2.5	2.4	2.6
民間需要	%	1.9	1.8	1.6	1.6	2.9	2.6	3.1
民間最終消費支出	%	0.8	2.0	1.9	1.6	1.6	1.5	1.8
民間住宅	%	0.4	▲ 1.5	0.1	▲ 3.0	▲ 1.3	▲ 1.6	▲ 1.0
民間企業設備	%	7.2	1.6	1.1	2.0	8.3	7.9	8.7
公的需要	%	▲ 1.3	0.3	0.6	0.1	0.3	0.3	0.4
政府最終消費支出	%	0.9	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 9.2	▲ 2.2	▲ 0.6	▲ 3.4	▲ 2.0	▲ 2.4	▲ 1.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	21.3	25.5	24.8	26.1	27.2	27.1	27.3
輸出	%	8.3	8.1	7.9	8.4	6.7	7.8	5.7
輸入	%	3.4	4.2	2.4	5.9	6.8	7.2	6.3

国内企業物価(前年比)	%	2.8	2.5	2.5	2.5	2.2	2.4	2.0
総合消費者物価(〃)	%	0.1	0.0	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4	0.6
完全失業率	%	4.1	4.0	4.1	4.0	3.8	3.9	3.7
鉱工業生産(前年比)	%	4.7	3.1	3.3	3.0	4.2	4.4	4.0
住宅着工戸数	千戸	1285	1250	626	624	1240	622	618
経常収支	兆円	20.8	21.4	10.6	10.8	20.6	10.6	10.0
貿易収支	兆円	10.3	11.5	5.7	5.8	10.3	5.4	4.9
為替レート(前提)	ドル/円	116.9	116.9	120.0	113.8	110.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	63.6	62.5	62.5	62.5	63.8	62.5	65.0

(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。

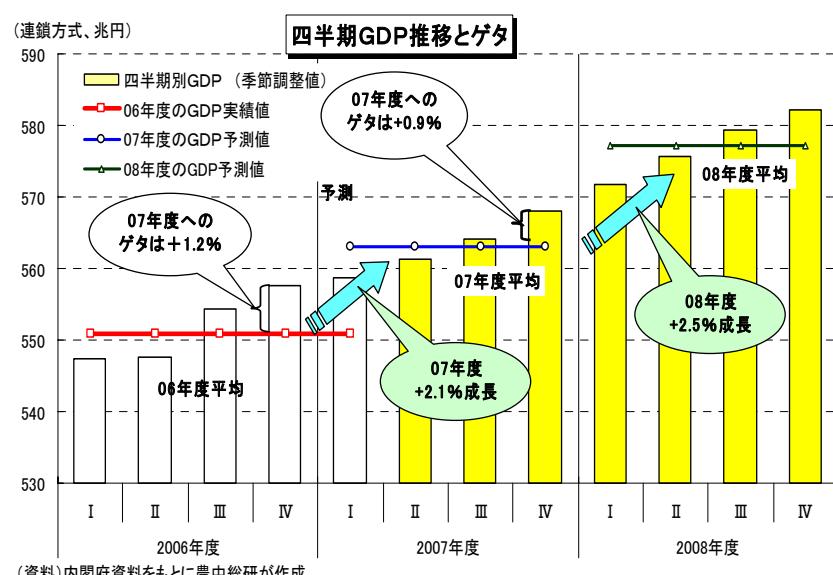
【参考1】GDP デフレーターについて

- ◆ 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」となっており、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。
- ◆ 2002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▲1.3%（前期比ベース、以下同じ）で下落するなど、デフレ状況が継続している。中身を見ても、最大の需要項目である民間消費のデフレーターが同▲0.7%となるなど、デフレからの完全脱却は実現されていないものと捉えることができる。
- ◆ 一方で、民間住宅投資デフレーターや民間企業設備投資デフレーターなどでは、既に下げ止まりから上昇に転じる動きが始まるなど、デフレ脱却に向けた動きが進展していることも確かである。ただし、10～12月期には前期比+0.1%と下げ止まったかに見えた GDP デフレーターは、1～3月期には同▲0.3%とマイナスに転じるなど、価格転嫁行動の遅れも続いている。



【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4四半期とも横ばいのゼロ成長が続いた場合でも、その年度の前年比成長率は「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+1.2%となっている。よって、当社の07年度成長見通しは+2.1%であるが、これを達成するためには実質的に年内は+0.9%の成長を見込んでいることになる。なお、政府経済見通しの+2.0%を達成するため、年度内の成長は+0.8%、各四半期ごとの前期比の成長ペースは0.2%弱で良いことになる
- ◆ また08年度成長見通しは+2.5%であるが、ゲタの部分として+0.9%を見込んでおり、年度内の成長は+1.6%成長となる。



付表1

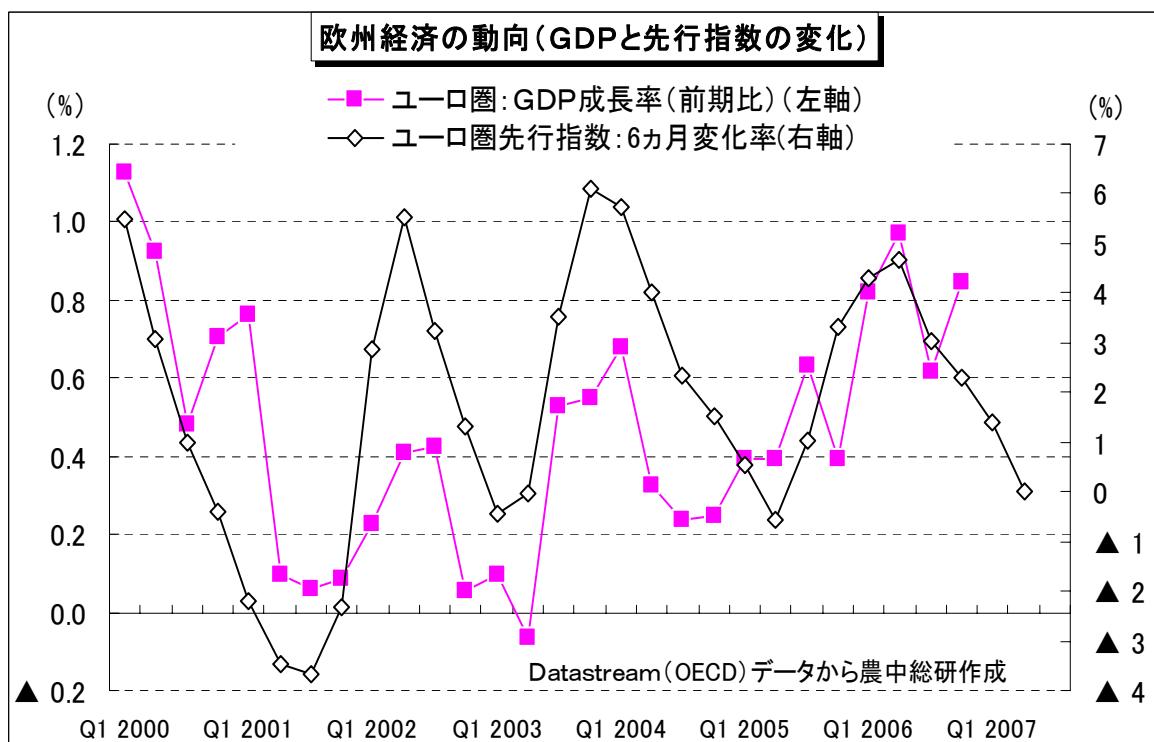
欧洲経済の状況(予測の前提)

見通し (前年比.%)

		2004	2005	2006	2007	2008
ユーロ・ゾーン	ユーロ・ゾーン	1.8	1.5	2.7	2.4	2.2
	ドイツ	2.4	0.9	2.8	2.1	2.1
	フランス	2.3	1.7	2.2	2.0	2.0
	イタリア	1.0	0.2	1.9	1.8	1.6
英 国		3.3	1.9	2.8	2.6	2.3
B R I C s	中国	9.8	10.4	10.7	10.0	9.6
	ロシア	7.1	6.4	6.7	6.3	6.0
	インド	8.4	8.3	9.2	8.0	7.7
	ブラジル	5.7	2.9	3.6	4.2	4.1
南アフリカ		4.8	5.1	4.9	4.7	4.8

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



付表2

中国経済の状況(予測の前提)

