



2006年日米経済の展望

みずほ総合研究所ニューヨーク事務所長 矢野和彦

[要旨]

日本経済は2004年後半からの景気の踊り場を脱却し、自律回復の動きが明らかになってきた。バブル崩壊後長らく日本経済再生の足かせとなってきた3つの過剰が解消され、デフレ脱却が射程距離に入ってきたなか、日本経済は息の長い拡大局面へと移行しつつある。2006年は企業の設備投資が製造業から非製造業へと裾野の拡大を伴い堅調さを維持するとともに、雇用所得環境の好転持続を背景に個人消費も底堅く推移する見込みである。その結果、実質GDP成長率は2%弱程度と、一般に日本の潜在成長率とされる1%台前半を上回るペースでの成長をみせると予想される。

一方、米国経済も昨年秋口のハリケーン襲来やエネルギー価格高騰といった様々な逆境にもかかわらず堅調な景気拡大を続けている。昨年10~12月期に生じた成長率ペースの鈍化も一時的とみられ、前半は企業セクター、家計セクターともに好調に推移する見込みである。こうしたなかFRB(連邦準備制度理事会)による利上げが春先まで続き、後半はそうした利上げの累積効果や住宅市場のスローダウンの影響から成長率はやや鈍化する公算が大きい。もっともそうした影響が景気回復の流れを逆転させるには至らず、2006年も通年平均では3%台前半の成長と総じて良好なパフォーマンスを示すことが見込まれる。

1. 日本経済の展望

(1) 安定感を増しつつある日本経済

日本経済は2004年後半来の「景気の踊り場」を脱却し、緩やかながら安定した景気回復を続けている。2005年7~9月期の実質GDP成長率は前期比年率1.0%と3四半期連続のプラス成長となり、前年同期比では2.9%と2四半期連続で2%を上回る成長を示した。2004年半ば以降の踊り場は、主としてデジタル家電ブームの反動等による消費の一服感、中国の在庫調整の影響を受けた同国向け輸出の減速、そしてそれらに伴うIT・デジタル関連財の在庫調整といった要因によってもたらされたものだった。しかしながら2005年入り以降、消費にも勢いが戻り、輸出もアジア、とりわけ中国向けを中心に再び顕著な回復がみられ、IT・デジタル分野の在庫調整も一巡したことから、短期的な景気循環の面からみた下押し要因は取り払われている。

さらにやや長期的な観点からも、ここ数年で日本経済を取り巻く環境は大きな変化をみせてきた。とりわけ、バブル崩壊後の10年余にわたって日本経済再生の足かせとなり続けてきたいわゆる「3つの過剰」、すなわち「過剰設備」、「過剰雇用」、

そして「過剰債務」の重石の解消が終了し、企業セクターに前向きな動きが定着し始めてきたことは、日本経済復活に向けての素地が整ったことを意味している。

2005年末時点において、前回の景気の谷である2002年1月からの景気拡張局面は既に48ヶ月を数えるに至っており、今回の回復サイクルが1980年代後半から90年代初頭まで続いた「平成景気(51ヶ月間)」、さらには60年代半ばから70年代初頭にかけての戦後最長の景気拡大期であった「いざなぎ景気(57ヶ月間)」を上回る息の長いものになる可能性も高まってきている。

(2) 2006年も潜在成長率を上回る成長でデフレ脱却

こうした短期的、中長期的な経済環境の好転を背景に日本経済は2006年も自律回復局面が続くと予想される。

まず、輸出は2005年初以降明確に持ち直し、特に中国向け輸出はシェアの大きい電気機械や一般機械の他、化学製品や精密機械など幅広い財で増加を続けている。EU向けも精密機械等の輸出が好調である。他方、米国向け輸出は最大のシェアを占める輸送用機械の不振が影響し増勢は鈍いものの、これが回復に向かえば全体としても持ち直しに向かうものとみられる。2006年も世界経済が総じて回復基調をたどることが予想されるなか、輸出も引き続き増勢を維持する公算が大きい。

次に、引き続き景気のけん引役として期待される企業セクターでは、企業収益の改善持続や期待成長率の高まり等を背景に2006年も設備投資が底堅い伸びを示すと予想される。昨年7~9月期の企業の経常利益は全体で前年比6.6%と、原材料費、燃料費の高まりによる変動費コストの増大にもかかわらず安定した増加をみせ、製造業では二桁増益を確保するなど、企業業績の底堅さを裏付けている。こうしたなかで企業の設備投資意欲は強まっており、日銀短観等でみる投資計画は増額修正が相次いでいる。さらに投資拡大の主体が徐々に製造業から非製造業へと裾野の広がりをみせつつあり、2006年もこうした流れが景気回復を支えることになる。

また、企業活動の安定的な拡大が雇用増加、賃金回復、株高といった経路を経て個人消費の回復につながってきた。企業の雇用人員判断は足下で「労働者不足感」の強まりを示しており、フルタイムの労働者を主体に雇用が増加基調を続けるなかで、昨年春以降は所定内給与も増加に転じるなど、雇員報酬の改善も明確化してきた。こうした雇用所得環境の改善は今後も続くこととみられ、2006年も個人消費は底堅さをみせると予想される。2006年は定率減税の縮小や社会保険料負担の増大などにより約2兆円強の家計負担の増加が見込まれており、消費圧迫要因となろうが、他方で雇員報酬の増加がそれを上回る5兆円程度となることが予想されることから、消費腰折れリスクは小さいと思われる。

以上のような点を踏まえ、みずほ総合研究所では、2006年の日本の実質GDP成長率を2%弱程度と、一般に日本の潜在成長率とされる1%台前半を上回るペースを昨年に続き維持すると予想している。また、こうしたなかで、長らく待たれてきたデフレ脱却もいよいよ射程距離に入ってきた。消費者物価上昇率は2006会計年度(2006年4月~2007年3月)の年度平均で前年比0.2%と小幅ながらプラスの伸びを示すと予想される。但し年後半は、米国経済の減速や前述したような家計の負担増の影響等から、景気にとっての下押し圧力が多少なりとも強まる可能性があり、日本の成長テンポもやや鈍化に向かうことになりそうである。

2. 米国経済の展望

(1) 堅調な拡大が続く米国経済

イラク戦終結後の2003年半ば以降力強さを取り戻してきた米国経済は、その後足下までの約2年半の間、目を見張るほどの安定した経済成長を続け現在に至っている。2005年もエネルギー価格の高騰や秋口のハリケーン襲来による被害といった外的ショックにもかかわらず、これまでのところ極めて堅調な拡大を続けてきた。実質GDP成長率は昨年4～6月期の前期比年率3.3%から7～9月期には同4.1%と伸びを高めた。また、昨年6月、7月に社員割引価格での販売というインセンティブ効果で急増した自動車販売が秋以降反動で落ち込んだことを主因に10～12月期の成長率は一時的に大きく下押しされたこととみられるものの、景気を取り巻くファンダメンタルズはなお良好で、景気失速が懸念される状況にはない。懸念されたハリケーン・カトリナの影響も、直接的に被害を受けた南部州を除けば影響は軽微にとどまり、また、企業活動や消費マインド、あるいは雇用についても一時的な下ブレは生じたものの比較的速やかに持ち直しがみられてきた。

他方、インフレ率は総じて落ち着いた動きを続けている。対外不均衡の拡大持続といった構造的な側面からのインバランスはなお懸念材料ではあるが、少なくとも短期的な実体経済の堅調さと安定したインフレ率という観点からは極めてバランスの取れた情勢が続いているとみることができる。

(2) 2006年は前半堅調、後半減速がメイン・シナリオ

こうした米国経済の堅調さは2006年前半までは続く公算が大きい。昨年までの企業収益の好調さを受けて企業の設備投資は引き続き一桁台後半での増加を続けると予想され、年前半は在庫積み増し等を反映した生産活動の拡大も続くこととみられる。また、雇用の順調な回復や住宅を中心とする資産の増加といった後押しが当面続くなかで個人消費も堅調さを保つものと予想される。そうしたなかで、FRB(連邦準備制度理事会)は春先までは緩やかな利上げを継続するであろう。

但し、その後は利上げの累積的な効果が徐々に経済へと及び始めるなか、住宅市場のスローダウンによって消費刺激効果も薄れてくることなどから、年後半の成長率は年前半に比べやや下ブレする可能性が大きいと思われる。そうした減速感がどの程度の大きさになるかは、住宅市場の調整テンポやそのタイミング、それに影響を与える連銀の金融政策運営、さらにはそれを左右するインフレ率の動向などが鍵を握ることになってくる。

みずほ総合研究所では、これまでのエネルギー価格の上昇による影響や労働市場の需給の引き締め等を背景に年前半はインフレ圧力が残存するなかで、前述したようにFRBによる利上げが春先まで続くことと予想している。しかしその後はエネルギー価格の落ち着きとそれに伴う年後半のインフレ圧力の緩和見込み、他方で景気減速リスクへの配慮といった点から利上げは打ち止めになり、その結果、住宅市場の調整や消費への影響も景気を腰折れさせるような深刻なものにはならないとみている。実質GDP成長率は年前半の前期比年率3.6%から年後半には同2.8%と潜在成長率とされる3%をやや割り込むレベルにまで鈍化するが、通年平均では前年比3.4%と、2005年に続き3%台半ばの良好なパフォーマンスを示すという展開をメイン・シナリオとしている。

(3) リスクはエネルギー価格の再急騰と住宅市場の調整深刻化
 上述のようなメイン・シナリオにとっての最大のリスク要因は、エネルギー高によるマイナス圧力と住宅価格上昇によるプラス効果の綱引きによるバランスが、どちらか一方に大きく崩れることであろう。仮にエネルギー価格が再び現状水準から大きく高まるとともに、他方で住宅市場の調整が予想以上に深刻化する場合には、景気失速シナリオも現実味を帯びてくることになる。例えば、2004年末から2005年9月末までの間に、ガソリン価格上昇によって家計の可処分所得は約760億ドル程度圧迫されてきたと試算されるが、この間住宅資産の増加による消費刺激効果は約1050億ドル程度に上ったと推計される。ガソリン高のマイナス影響を十分に吸収してきたとみられる。しかしながら、足下では過去数年とりわけ著しい住宅ブームがみられてきた東西両岸州において価格上昇率の鈍化が顕著になるなど、ブーム終焉の兆しが次第に明らかになりつつある。そうしたなかで再びエネルギー価格が急騰に向かえばプラス・マイナス材料の力関係が一気に崩れることになりかねないからである。また、そうした景気失速リスクが強まってくれば、ドル離れ、すなわち双子の赤字という構造問題を材料視したドル急落リスクといった悪材料も再び台頭するであろうし、本年1月の中間選挙での波乱といった政治面への影響も膨らむ可能性がある。

こうしたリスク要因を踏まえて、1月末に退任するグリーンズパンFRB議長跡を継いで金融政策の舵取りを行うバーナンキ新議長(現大統領経済諮問委員会委員長)がどのような政策運営をみせるのかが注目されるところである。経済・インフレ動向次第であることは言うまでもないが、仮に5%を上回るFFレートへと引き締めを続けざるを得ないような展開になった場合には、その後の景気調整圧力も予想以上に強いものになる可能性があることには注意しておく必要があると思われる。

図表1 日本経済手帳表 (単位: %)

	2005年度		2006年度	
	上期	下期	上期	下期
実質GDP	2.7	1.3	1.1	0.2
個人消費	1.8	1.2	0.8	0.5
住宅投資	-0.3	-0.9	-1.9	2.1
設備投資	1.2	4.4	2.4	0.6
政府消費	1.9	2.0	1.1	0.5
公共投資	-3.4	-4.5	-1.1	1.3
輸出	1.1	1.4	1.7	2.1
輸入	2.8	3.0	4.7	2.6
名目GDP	1.4	1.8	1.1	0.6
消費者物価	0.0	0.2	0.0	0.2

(注) 1) 前期比対前年比、前期比対前年比(後年度、消費増税後の値)
 2) 消費者物価は半期別前年比、前期比対前年比(前期比)
 3) 輸出・輸入は対前年増減率

図表2 米国経済手帳表 (単位: %)

	2005年		2006年	
	上期	下期	上期	下期
実質GDP	3.6	2.4	3.6	2.8
個人消費	3.6	2.9	2.8	3.0
住宅投資	7.0	2.2	1.1	0.3
設備投資	4.0	7.2	7.0	6.2
在庫増減(10億ドル)	17	28	38	14
政府支出	2.1	2.9	3.1	2.5
輸出	3.8	6.1	6.1	7.4
輸入	3.0	4.3	4.2	4.2
消費者物価(前年比)	3.3	2.8	3.3	2.3
↑(前年比)	2.2	2.4	2.2	2.6

(注) 1) 前年対前年比、前期比対前年比、後期比対前年比、前期比対前年比
 2) コア消費者物価、コアGDP、コアGDP-エネルギー価格、消費者物価
 3) 輸出・輸入は対前年増減率