



JRI news release

マクロ経済レポートNo.2006-08

日本経済：停滞・再生の軌跡と 成長力強化への戦略

～ 2007～08年経済の展望と成長戦略のあり方～

2006年12月13日

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

本資料は 内閣府記者クラブ、金融記者クラブ にて配布しております。

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

(ご案内)

当社は、主として三井住友フィナンシャルグループ関連企業以外のお客さまに向けたITソリューション提供力の一層の強化を図るため、「お客さま向けIT事業」に特化する100%子会社「株式会社日本総研ソリューションズ」を、会社分割により7月3日に設立いたしました。

名称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：1,600名 連結4,400名

社長：木本 泰行

理事長：門脇 英晴

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番

TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号

TEL 06-6534-5111 (代)

《目 次》

1. 現状認識と問題意識	1ページ
2. 「失われた15年」の回顧 停滞と再生の軌跡	2ページ
1) グローバル大再編と資源インフレ	
2) 長期停滞の原因: 「国内完結型」産業構造の破綻	
3) 再生の契機: 新しいグローバル連関の形成	
4) 成長力強化へのハードル	
3. 2007～08年経済の展望	6ページ
1) グローバル環境と輸出動向	
2) 国内経済動向(企業部門・家計部門)	
3) 2007～08年景気のコース	
4) 物価動向	
4. 成長力強化への戦略	15ページ
1) 成長力強化のための“3つの投資”	
2) 「成長戦略」のあり方	

本件に関するご照会等は調査部 山田・小方・石川(03-3288-4245・5120・4263)宛てお願い致します。

(Email: yamada.hisashi@jri.co.jp, ogata.naoko@jri.co.jp, ishikawa.makoto@jri.co.jp)

【要 約】

1. 日本経済は2006年11月に「いざなぎ景気」を凌駕し、景気拡大期間の戦後最長記録を更新中とみられる。もっとも、ここにきて 米国景気減速、ITデバイス在庫増、消費弱含み等、いくつかの先行き懸念材料が台頭しており、2007年経済はこれらマイナス材料をこなしていけるかどうかポイント。一方、短期的には景気が調整局面入りする可能性を排除できないにしても、経済の基調としては中期的な上昇トレンドが当面維持されるとみられる。そうした観点からは、上昇トレンドがいつまで続くのか、あるいは上昇トレンドをよりしっかりしたものにするためにはどういったことが必要なのか、といった点が焦点。

2. 景気の現局面を中長期的なパースペクティブのなかに位置づけるため、バブル崩壊以降の停滞と再生の軌跡を改めて整理すると以下の通り。

まず、90年代以降の世界経済の枠組みの変化を振り返れば、情報通信革命の進展 中国等「新興大国」の台頭 資源国の高成長 というプロセスを経て、「米国 - 中国 - 産油国」間での相互依存関係を根幹とする世界経済の成長循環メカニズムが形成。そのもとで、“資源高 / 物価・金利安定下の世界的成長”が実現。

以上のような世界経済の枠組みの変化が生じる過程で、日本経済は90年代、高コスト体質の顕在化、イノベーション力の弱体化、等を背景に長期停滞を余儀なくされることに。一方、2000年代に入ると、「米国 - 中国 - 産油国」間での相互依存関係を根幹とする世界経済の成長循環メカニズムが形成されるもとで、海外需要の拡大が日本経済にフォローに。そうしたなか、企業改革、経済システム改革が進展するに伴い、新しい国際産業連関、販売市場のグローバル化を前提にして日本経済の成長力が回復。

もっとも、現在の上昇トレンドの定着・強化のためには、アジア企業の追撃、グローバルM&A時代の到来、人材不足の深刻化、といった新たな課題に対応していく必要。

3. では、今後の日本経済はどのような展開が見込まれるのか。前提となるグローバル環境についてみておくと、向う数年程度は「米国 - 中国 - 産油国」間での相互依存関係を根幹とする成長循環メカニズムが作動し続けるもとで、世界的な景気拡大基調が持続する見通し。

そうしたなか、2006年度下期から2008年度にかけてのわが国景気を展望すれば、以下の通り。

イ) 2006年度下期は、米国景気減速の影響本格化、ITデバイスの生産スピード調整、大型案件による設備投資上振れ分の剥落により、成長ペースの鈍化傾向が持続。

もっとも、わが国経済は、ITバブル崩壊時や2004年の「踊り場」局面とは異なり、相当規模のショック吸収力を保持しており、景気後退局面入りは回避。

ロ) 2007年度入り後は、米国景気復調のプラス影響に加え、団塊世代の大量定年に伴う退職一時金増加の消費押し上げ効果・人件費軽減を通じた企業収益押し上げ効果、を追い風に、年度下期に向けて成長率が加速。

ハ) 2008年度については、過剰投資を回避する形での設備投資の減速が明確化していくものの、輸出の好調、消費税率引き上げ(09年4月に2%ポイントを想定)前の駆け込み需要(2009年度以降の需要先取り)により、年度いっぱいには曲がりなりにも回復傾向が維持されると予想。

4. 2008年度まで景気回復の持続が展望されるものの、その先を展望するとグローバル環境が悪化する可能性があり、いずれはアゲインストな環境下でも日本経済が自律的成長を実現できるか否かが問われることに。しかも、日本企業にはグローバル市場を前提にした事業展開がますます必要とされるようになり、激化する内外競争を勝ち抜くためには、付加価値創造力がこれまで以上に要請されることに。

このようにみれば、「ディスインフレ下の世界経済拡大」という好環境の持続が見込まれる向う2年程度のうちに、回復し始めた成長力を一段と強化し、その後到来するリスクのある調整を乗り切るだけの強靱な経済体力を獲得する必要。そのために日本企業は、2007年を「成長力強化元年」と位置づけ、未来を見越した「3つの投資」に取り組むことが必要。

政策面では、当面の成長率の引き上げよりも、“3つの投資”を促進するための制度改革、税・財政政策と、質の良い投資が持続的に行われるマクロ環境を整えるための財政・金融政策を両輪とする、中長期的な観点からの成長基盤を整備することを目指すべき。

戦後最長記録を更新する景気回復

イ) 日本経済は2006年11月に「いざなぎ景気」を凌駕し、景気拡大期間の戦後最長記録の更新を達成。もっとも、その矢先にいくつかの先行き懸念材料が台頭。2007年の景気動向については、これらマイナス材料の影響をどうみることがポイント。

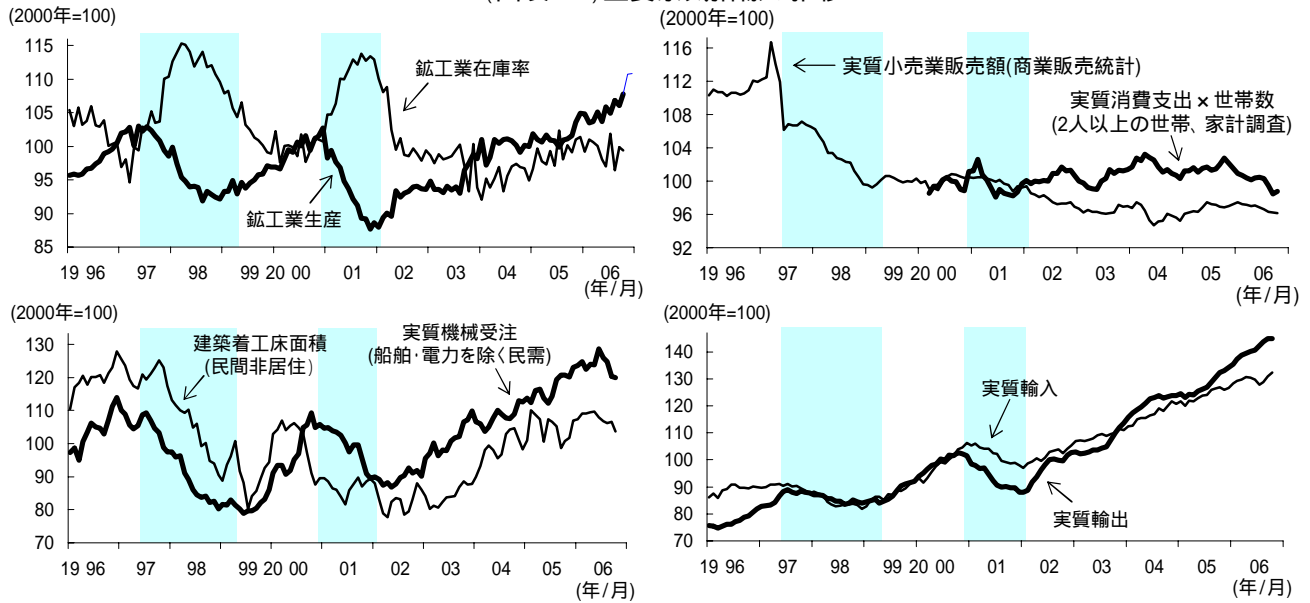
- a) 住宅市場の調整進展に伴う米国景気の失速懸念・円高急進リスク
- b) 資源高を背景とする交易条件悪化の企業業績下押し影響
- c) 在庫が既往最高水準に達したITデバイス分野での生産調整の可能性
- d) 賃金伸び悩みが個人消費回復の足かせとなる恐れ

ロ) 一方、2002年1月を「谷」とする今回の景気回復は、構造調整の進展に伴い経済の基礎体力が回復するのと歩調を合わせる形で続いてきたこと、企業部門主導で家計部門の成長力に弾みが見つかなお過熱感がみられないこと、の2点にこれまでにない特徴があり、戦後最長を更新中とはいえ、景気の基調はなおしっかりとしている。

その意味では、短期的には景気が調整局面入りする可能性を排除できないにしても、経済の基調としては中期的な上昇トレンドが当面維持されるとみられる。そうした観点からは、上昇トレンドがいつまで続くのか、あるいは上昇トレンドをよりしっかりしたものにするためにはどういったことが必要なのか、といった点が焦点。

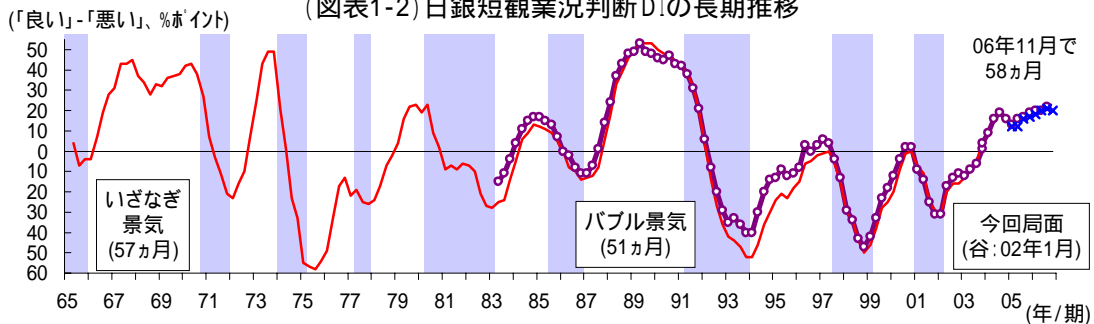
ハ) 以上の現状認識と問題意識のもとで、本レポートではまず、バブル崩壊以降の停滞と再生の軌跡を改めて整理・分析することで、景気の現局面を中長期的なパースペクティブのなかに位置づけ。これを踏まえ、2007～08年の景気動向を展望した後、中期的な持続的成長・成長力強化のための課題について考察。

(図表1-1) 主要景気指標の推移



(資料) 経済産業省、総務省、内閣府、国土交通省、日本銀行。
 (注1) シャドー部分は景気後退期(内閣府)。
 (注2) 鉱工業生産・在庫率は季節調整値(月次系列)。その他は季節調整後後方3ヵ月移動平均値。
 (注3) 鉱工業生産は、予測指数を用いて実績から2ヵ月分延長。
 (注4) 小売販売額の実質値作成には、消費者物価・財(電力・ガス・水道を除く)を使用。機械受注の実質値作成には、企業物価・資本財(国内品)を使用。
 (注5) 実質消費支出は、人口推計や国勢調査をもとに推定した「人員2人以上一般世帯の平均人員・世帯数」で家計調査の集計値を調整(2000年1月～)。

(図表1-2) 日銀短観業況判断DIの長期推移



(資料) 日本銀行、内閣府
 (注1) 全国短観DIの03年12月値は、新系列・旧系列の双方を图示。対象企業見直しなどにより、新旧系列は不連続。
 (注2) 05年3月以降の×印は3ヵ月前時点の「先行き見通し」。

(1) 世界経済の地殻変動 グローバル大再編時代の到来

イ) 情報通信革命の衝撃 米国復活と中国・インド台頭

90年代以降進行している世界経済の地殻大変動の震源は「情報通信革命」。パソコンの飛躍的な性能向上、インターネットの爆発的普及は、米国経済の成長力を回復させる一方、IT製造拠点としての中国・インドという「新興大国」の台頭の契機に(図表2-1)。

a) 米国ではIT活用が生産性を押し上げ、潜在成長率が上昇

b) 中国ではエレクトロニクス分野の輸出が高成長を牽引(図表2-2)

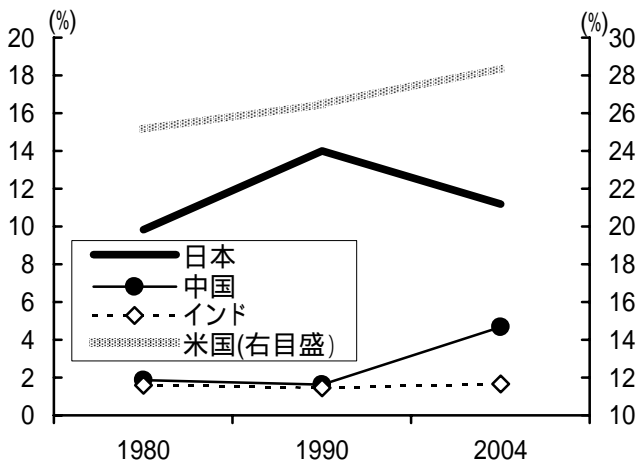
c) インドではソフトウェア・アウトソーシング産業が経済成長を押し上げ

ロ) 資源価格の急騰

さらに、中国をはじめとした新興国の台頭は石油消費を拡大。これが米国景気の回復と相俟って世界的な原油需要のハイペースの拡大をもたらし、原油価格が大幅に上昇。その他鉱物資源・農作物に対する需要も拡大し、一次産品価格全体が急騰(図表2-3)。

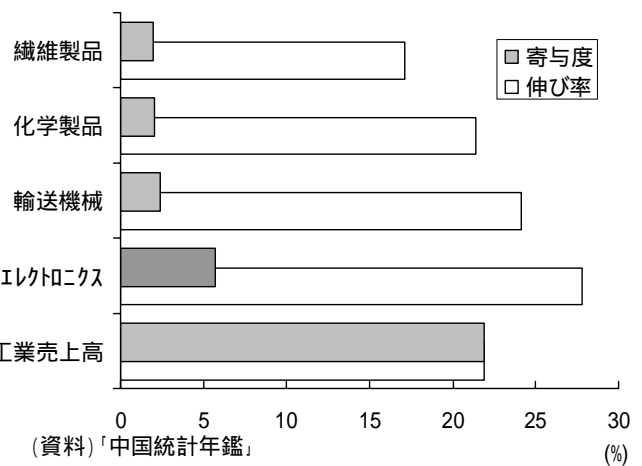
一方、中国・インドの台頭は世界市場に安価で良質な労働力を大量に供給する形となったため、工業製品の生産コストが低下。1980~90年代までは一次産品の工業製品に対する相対価格が低下トレンドをたどっていたが、2000年代に入ってトレンドが反転(図表2-4)。この結果、資源国の交易条件が大幅に改善し、OPECやロシア、ブラジル、オーストラリアといった資源国の高成長が実現。

(図表2-1) 主要国のGDPの世界シェアの推移



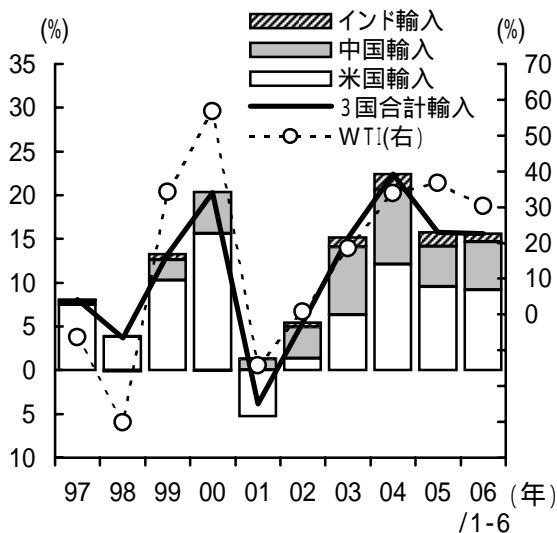
(資料) The World Bank "World Development Indicators"

(図表2-2) 中国の鉱工業売上高の主要産業別伸び率 (1999-2004年、年率)



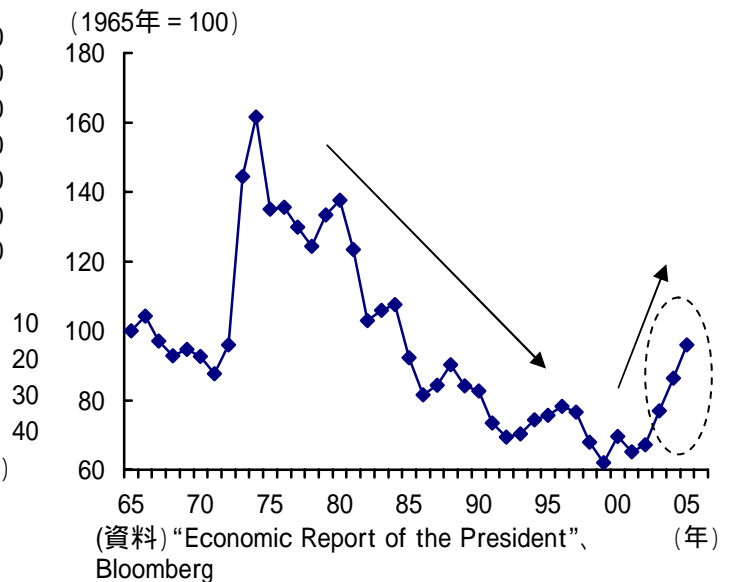
(資料) 「中国統計年鑑」

(図表2-3) 米・中・印輸入と原油価格の推移 <前年比>



(資料) 内閣府「海外経済データ」、Bloomberg
(注) 輸入は名目ドルベース。

(図表2-4) 一次産品・工業製品の交易条件の長期推移 (CRB指数 / 米国の耐久消費財 PPI)



(資料) "Economic Report of the President", Bloomberg

長期停滞の原因：「国内完結型」産業構造の破綻

八) “ 均衡的インバランス ” の形成

以上のような 情報通信革命の進展 中国等「新興大国」の台頭 資源国の高成長 というプロセスを経て、「米国 - 中国 - 産油国」間での相互依存関係を根幹とする世界経済の成長循環メカニズムが形成（図表3-1）。そのもとで、“ 資源高 / 物価・金利安定下の世界的な高成長 ” が実現。

- a) 中国 米国の相互依存関係...中国の安価な製品の対米輸出 米国の物価安定・米国の貿易赤字 = 中国の貿易黒字 人民元安定化のための中国資金の米国金融市場への還流 米国金利安定 米国経済拡大 中国の安価な製品の対米輸出 ...
- b) 中国の原油・資源需要とオイルマネーの米国への還流...中国の高成長 原油・資源需要の拡大 原油・資源高 O P E C の経常黒字 米国金融市場での余資運用 米国金利安定 米国経済拡大 中国の対米貿易黒字拡大 中国の高成長 ...

(2) 停滞期～「国内完結型」産業構造の破綻

以上のような世界経済の地殻大変動が生じるなか、日本経済は90年代、以下の理由から停滞を余儀なくされることに。

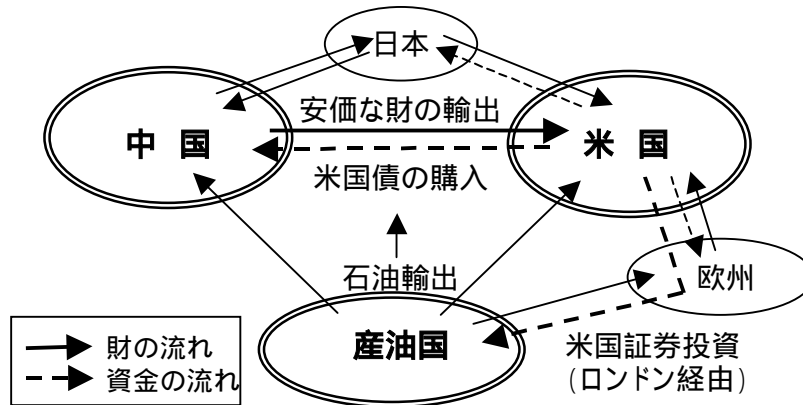
イ) 高コスト体質の顕在化

情報通信革命の進展による産業構造のオープン化の流れ、安価で良質な労働力を豊富に持つ中国の参入により、閉鎖性・高賃金を背景とした日本経済の「高コスト体質」が顕在化。何でも国内に抱える「国内完結型」産業構造の限界が露呈した形。

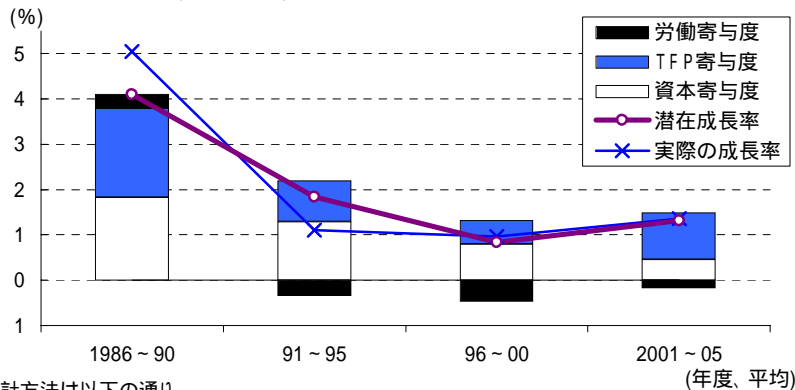
ロ) イノベーション力の停滞

規制緩和の遅れ、開業率の低下、既得権への固執の強まり等を背景にイノベーション力が低下。その結果、全要素生産性が低迷し人口伸び率低下のもとで成長率が低下（図表3-2）。

(図表3-1) 世界的な財・資金の流れ



(図表3-2) わが国潜在成長率の推計



(注1) 推計方法は以下の通り。

$\ln Y = s \ln L_h + (1-s) \ln K_s + TFP$ について、
 Y : 実質GDP, L : 就業者数, h : 労働時間, K : 資本ストック, s : 稼働率, α : 労働分配率(0.73)
 の実績値を代入してTFPを算出。HPフィルターを用いてノイズを除去。

$L_h = \max L_h$, $K_s = K$, TFP をもとに Y^* を算出。max Lhは、日銀[2003.2]、内閣府[2005.7]などを参考。

(注2) 1993年以前のGDP、資本ストック(全期間)、については、「連鎖方式」の系列が未公表のため、は旧系列(1995年基準・固定基準方式)の前期比を用いて遡及算出したもの、は(93・4Qのストック値 + 94・1Q以降の投資累積額)の新旧(連鎖・固定)比率を用いて調整したものを、をそれぞれ使用。

再生の契機：新しいグローバル連関の形成

(3) 再生への始動～新しいグローバル連関の形成

一方、2000年代に入ると、「米国 - 中国 - 産油国」間での相互依存関係を根幹とする世界経済の成長循環メカニズムが形成されるも、海外需要の拡大が日本経済にフォローに。そうしたなか、企業改革、経済システム改革が進展するも、新しい国際産業連関、販売市場のグローバル化を前提にして日本経済の成長力が回復。

イ) アジア地域を中心とした国際産業再編を通じた高コスト体質の是正

高コスト体質の前提となってきた「国内完結型」産業構造をオープン化させ、アジア地域全体を視野に入れた規模での産業連関を形成(図表4-1)。それにより、低付加価値・労働集約分野は海外に任せ、国内は高付加価値・知識集約分野に特化(図表4-2)。

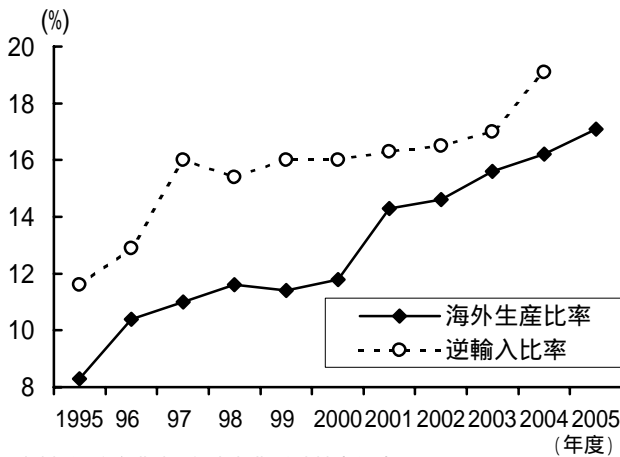
ロ) 販売市場のグローバル化

この間、生産体制のみならず販売体制の面でもグローバル化が進展。人口減少で伸び悩む国内市場を補うため、輸出・現地生産を問わず海外市場を積極的に開拓(図表4-3)。

ハ) イノベーション力の再建

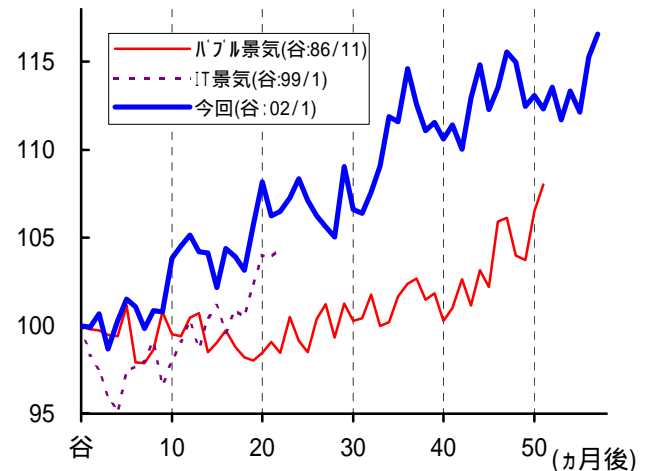
規制緩和の進展、各種開業支援インフラ、科学技術予算の増額、など政府の取り組みの一方、民間では高水準の研究開発投資を継続し、知財戦略を強化。これらが奏功する形で、「技術輸出」が着実に増加し(図表4-4)、全要素生産性も回復(前掲図表3-2)。

(図表4-1) 日本企業の海外生産比率・逆輸入比率の推移



(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」
 (注) 海外生産比率(製造業) = $\frac{\text{現地法人売上高}}{\text{現地法人売上高} + \text{国内法人売上高}}$
 逆輸入比率 = $\frac{\text{現地法人の日本への販売額}}{\text{日本の総輸入額}}$
 2005年度は見込み。

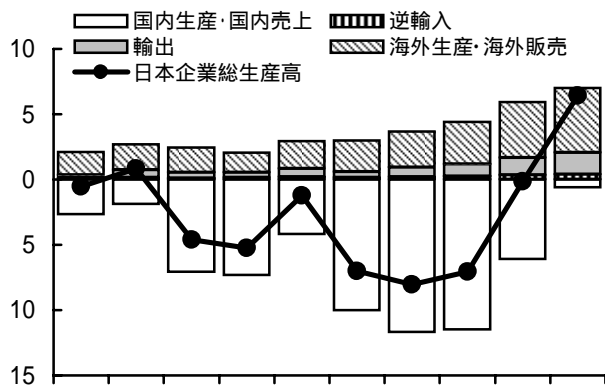
(図表4-2) 輸出の高付加価値化の状況
 < 景気回復局面別比較 >
 (景気の谷=100)



(資料) 財務省、日本銀行資料をもとに日本総研作成。
 (注) 高付加価値化指数 = $\frac{\text{輸出価格指数(財務省)}}{\text{輸出物価指数(日本銀行)}}$

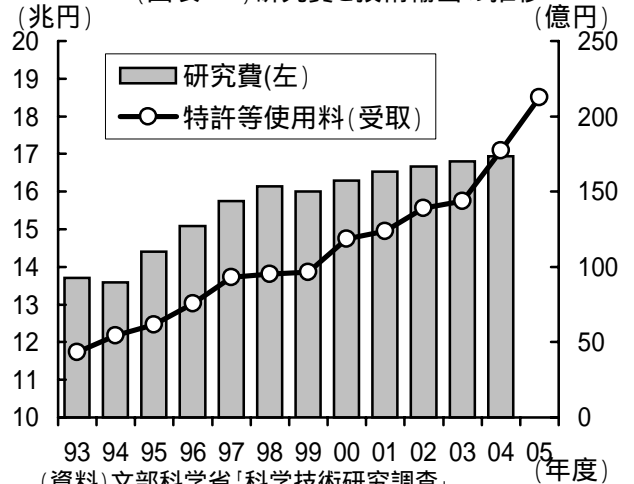
(図表4-3) 日本企業の総生産高の内外構成の変化

(1995年度対比の累積変化率, %)



(資料) 財務省「法人企業統計年報」、「貿易統計」、
 経済産業省「海外事業活動基本調査」

(図表4-4) 研究費と技術輸出の推移



(資料) 文部科学省「科学技術研究調査」、
 日本銀行「国際収支統計」

成長力強化へのハードル

(4) 取り組むべき課題

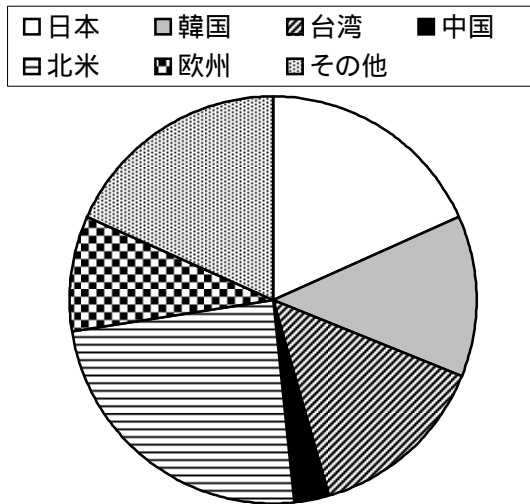
以上のように日本経済は再生に向かいつつあるが、上昇トレンドの定着・強化のためには、依然として残された課題が存在し、新たな課題も浮上している。

イ) アジア企業の追撃...エレクトロニクス分野を中心に韓国・台湾企業の競争力向上がみられるほか、中国企業も広大な内需を背景に着実に競争力をつける方向(図表5-1)。一段と激化するグローバル競争に勝ち抜くには、日本企業には更なるイノベーション力強化が必要。

ロ) グローバルM & A時代の幕開け...グローバルに活動する機関投資家の存在感の高まりを背景に、株主価値向上につながる資本効率の引き上げは不可避の課題。米国との比較では、流通、エレクトロニクス、食品などでの非効率性が目立つ(図表5-2)。人口減少による設備効率性低下圧力も踏まえれば、資本効率引き上げの有効な実現手段として、M & Aを積極的かつ有効に活用していくことが必要。逆に、潜在的なM & Aへの警戒が、資本効率引き上げへの触媒ともなる。

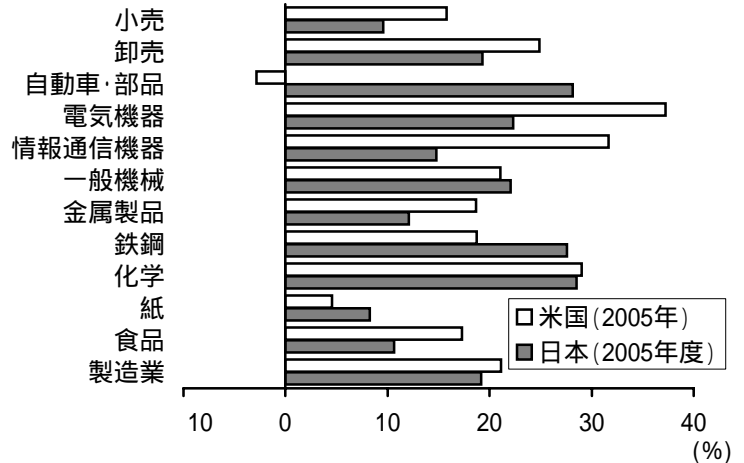
ハ) 人材不足の深刻化...バブル崩壊後の過剰雇用の時代、企業人事の最優先課題は人件費の削減。しかし、その副作用として、若手を中心に正社員数が大幅に減少し、かつての日本企業の強さの根源であった人材育成機能が大幅に低下。その結果、人材不足が深刻化(図表5-3)。グローバル競争激化のもとで企業競争力の鍵を握る人材を、きちんと育成する仕組みをトータルに再建することが喫緊の課題。

(図表5-1)半導体の国・地域別生産シェア



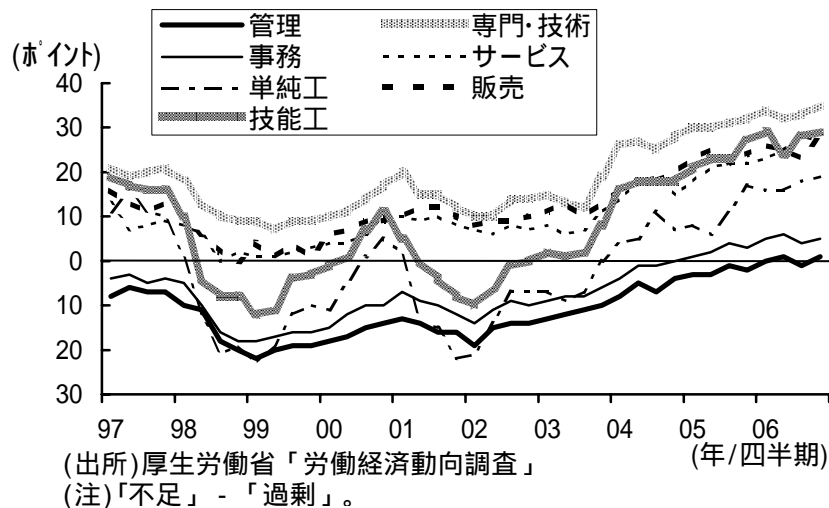
(資料)経済産業省「通商白書」(2006年版)

(図表5-2)資本ストック収益率の業種別日米比較



(資料)財務省「法人企業統計年報」、US Census Bureau「Quarterly Financial Report」

(図表5-3)職種別過不足状況判断の推移



(出所)厚生労働省「労働経済動向調査」

(注)「不足」 - 「過剰」。

ソフトランディングに向かう米国経済

(1) 世界経済のフレームワーク

では、今後の日本経済はどのような展開が見込まれるのか。前提となるグローバル環境についてみておくと、向う数年程度は「米国 - 中国 - 産油国」間での相互依存関係を根幹とする成長循環メカニズムが作動し続けるもとの、世界的な景気拡大基調が持続する見通し。

この間の物価動向については、資源価格の高止まり・上昇傾向にもかかわらず引き続き安定基調が維持されるものの、設備稼働率上昇・失業率低下によりインフレ圧力がジリジリと強まる方向。2009年ごろには米国での設備ストック調整が予想されるなか、世界景気は減速局面入りし、インフレ圧力の強まりのもとで物価上昇率も高めの状態が続く可能性。

(2) 米国経済の展望

イ) 世界経済のアンカーである米国経済の今後を展望しておくと、当面は住宅価格の調整を主因に潜在成長率を下回る減速局面が持続。もっとも、住宅バブルの調整がコントロールされた範囲内にとどまることに加え、財務体質改善を背景に設備投資・雇用が底堅い伸びを持続することで、景気後退局面入りは回避。2007年入り後2008年にかけて、徐々に景気拡大のモメンタムが強まっていく見通し。

ロ) 物価は、景気減速の影響から今後2007年半ばごろまでは徐々に鎮静化傾向が明確化し、政策金利の据え置き期間が長期化。2007年後半以降2008年にかけて、景気拡大ペースの回復に伴い再びインフレ率が高まり、利上げを再開。

2009年ごろには設備ストック調整により景気がスローダウンの可能性。根強いインフレ圧力のため大幅利下げは難しく、景気が後退局面入りするリスクも。

(図表6-1) 米国経済成長率の見通し

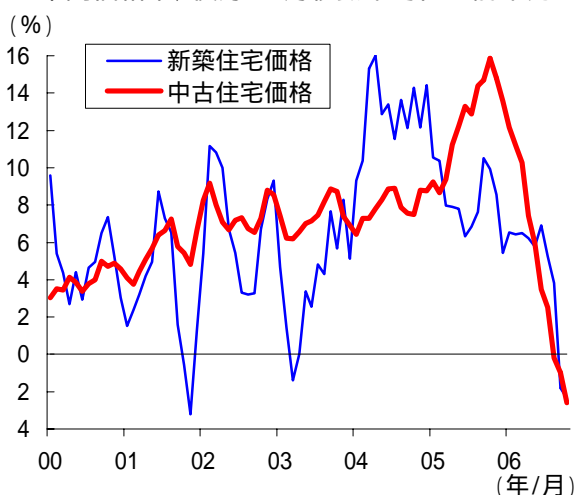
	2004年 (実績)	2005年 (実績)	2006年					2007年				
			1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)
実質GDP	3.9	3.2	5.6	2.6	2.2	2.5	3.4	2.5	2.8	3.0	3.1	2.6
個人消費	3.9	3.5	4.8	2.6	2.9	2.8	3.1	2.6	2.8	2.9	3.1	2.8
住宅投資	9.9	8.6	0.3	11.1	18.0	12.0	3.6	8.0	6.0	0.0	1.0	8.5
設備投資	5.9	6.8	13.7	4.4	10.0	8.4	8.0	8.3	7.0	6.7	6.1	7.7
在庫投資	0.4	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.5	0.0
政府支出	1.9	0.9	4.9	0.8	2.2	2.4	2.1	2.3	2.0	1.9	1.6	2.1
純輸出	0.7	0.3	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	0.2
輸出	9.2	6.8	14.0	6.2	6.3	8.4	8.7	8.0	7.2	6.3	7.4	7.4
輸入	10.8	6.1	9.1	1.4	5.3	6.1	6.4	6.1	5.8	6.4	9.0	5.9
実質最終需要	3.5	3.6	5.8	2.3	2.3	2.7	3.2	2.7	2.8	2.8	2.6	2.7
消費者物価	2.7	3.4	3.6	4.0	3.3	1.9	3.2	1.7	1.3	1.2	2.3	1.6
除く食料・エネルギー	1.8	2.2	2.1	2.4	2.8	2.7	2.5	2.6	2.4	2.3	2.4	2.4

(資料) 米国商務省

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

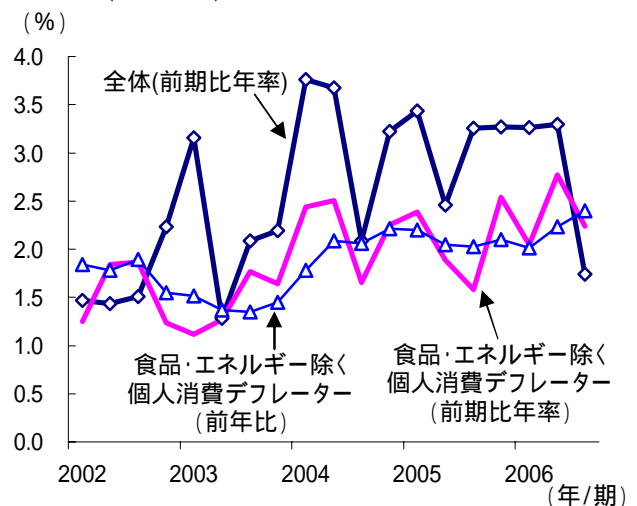
(図表6-2) 米国住宅価格の推移

< 中間価格帯、後方3ヵ月移動平均値の前年比 >



(資料) 米国商務省、全米不動産協会

(図表6-3) 米国GDPデフレーター推移



(資料) 米国商務省

輸出は増加基調維持

(3) 中国経済：過熱感抑えつつ高成長持続

中国では過剰投資抑制策の効果が徐々に現れ、7～9月期の実質GDPは前年比+10.4%と4～6月期対比0.9%ポイント低下。さらに、10月の固定資産投資は同+17.1%と減速感が鮮明に。

もっとも、1～10月の貿易黒字がすでに2005年通年額を3割以上超過していることに加え、10月のマネーサプライは前年比+17.1%、銀行融資残高も同+15.2%と依然として大幅な増勢。中央当局が景気抑制スタンスを維持（人民銀行は11月15日に今年3回目の預金準備率引き上げを実施）するなか、過熱感は薄れていく見込みながら、海外販路の新規開拓、北京五輪・上海万博関連の大型投資が見込まれるも、2008年ごろまでは+10%前後の高めの成長が続く見通し。

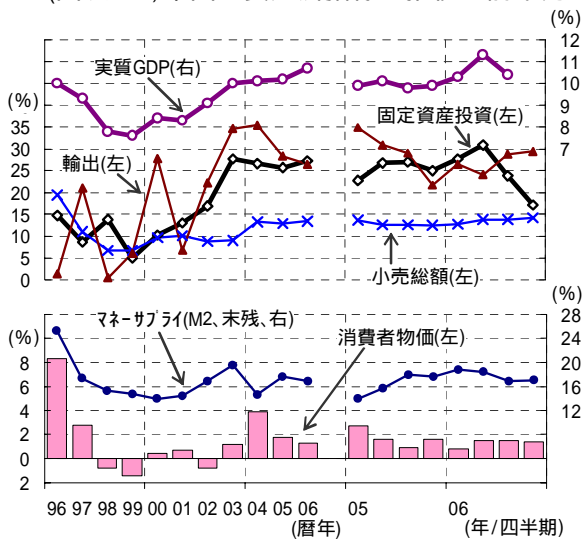
(4) 輸出動向展望

以上の世界経済動向を踏まえ、わが国輸出の先行きを展望すると、2006年度下期は、欧米景気のスローダウン、中国の投資抑制の影響を受け、欧米向け消費財、アジア生産拠点向け中間財、中国向け資本財を中心に増勢が鈍化する見込み。

もっとも、自動車やデジタル家電など、最近の世界需要をリードする分野で日本製品の非価格競争力が強まっていること（とりわけ、米国自動車市場における日本製小型車のシェア上昇は、米国景気減速の影響を緩和する方向に作用）、好況が続く資源国向け輸出に一定の下支え効果が期待できることなどを踏まえれば、輸出全体が減少トレンドに転じるまでには至らない公算。

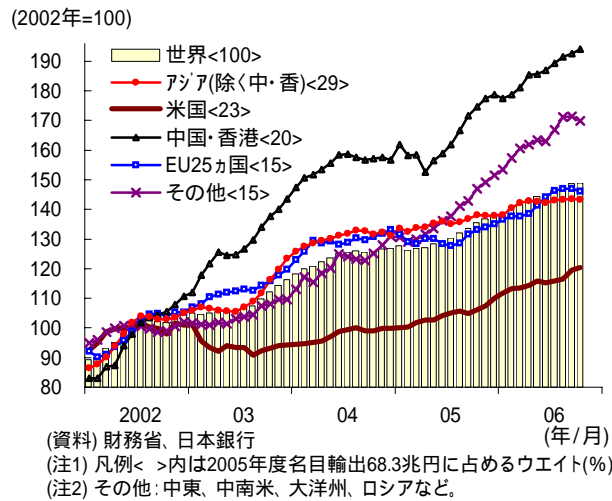
米国景気が2007年春ごろから復調していくことを前提にすれば、2007年度入り後から2008年度にかけ再び増勢を強めていく展開が予想される。

(図表7-1) 中国主要経済指標の推移 < 前年比 >



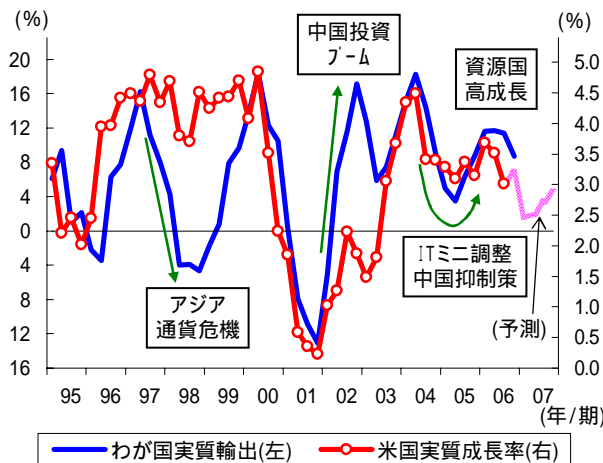
(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行、Bloomberg
 (注1) 四半期系列はGDP・M2が公表値、CPIが末月値(公表)、その他が1月からの累積値(公表)をもとにした当社推定値。
 (注2) 2006年は1～9月値、06年10～12月期は10月値。固定資産投資の10月値は都市部(全体の約85%分)の伸び率。

(図表7-2) 地域別実質輸出の推移
 < 季調後後方3ヵ月移動平均値 >



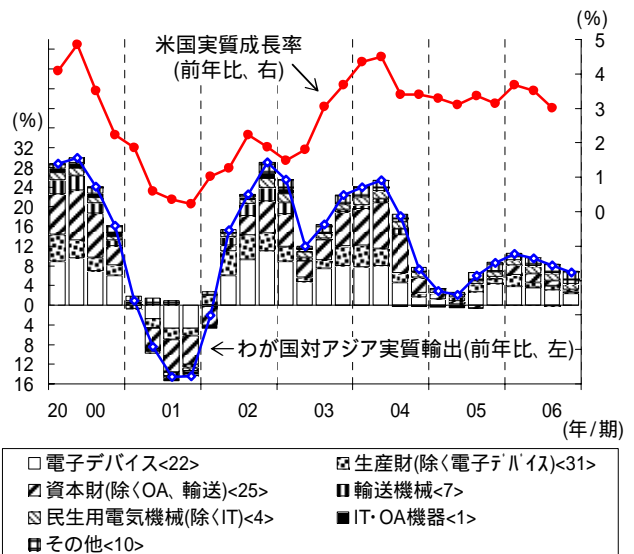
(資料) 財務省、日本銀行
 (注1) 凡例 < >内は2005年度名目輸出68.3兆円に占めるウエイト(%)。
 (注2) その他: 中東、中南米、大洋州、ロシアなど。

(図表7-3) 米国実質成長率とわが国実質輸出 < 前年比 >



(資料) 米国商務省、財務省、日本銀行。米国成長率予測は日本総研による。
 (注) 2006年10～12月期の実質輸出は10月値。

(図表7-4) アジア向け実質輸出 (前年比) の品目別寄与度



(資料) 米国商務省、財務省、日本銀行。
 (注1) 凡例 < >内は2005年度対アジア輸出32.9兆円に占めるウエイト(%)。
 (注2) 2006年10～12月期の対アジア実質輸出は10月値。

生産動向：非IT分野の堅調がIT調整の影響を吸収

イ) IT分野はデバイス中心に生産調整の可能性

2006年秋のITデバイスの在庫急増は、半導体・ディスプレイ規制施行後の携帯電話買い替え、新型ゲーム機発売などを控えた「積極的な積み増し」の側面が大きいとみられるものの、一部分野で夏場の最終製品販売が計画を下回り、関連部品の「意図せざる積み上がり」も生じている模様。

こうしたなか、2006年度内のITデバイス生産には積み上がり部分を中心に小規模の調整が入る可能性が高いほか、内外の年末商戦が期待はずれの結果となれば、IT分野内で調整の動きが広がるリスクがある。

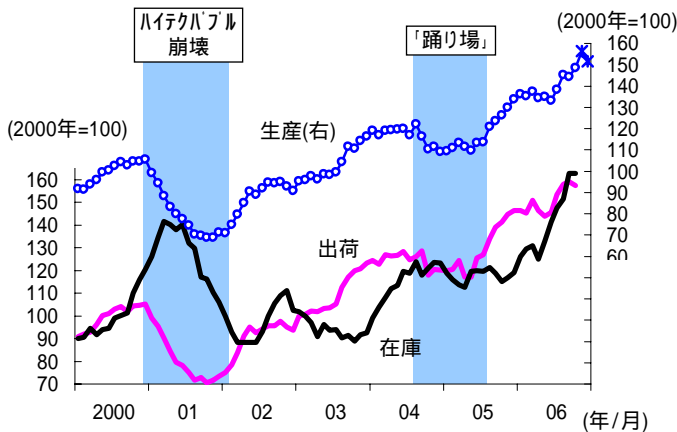
ロ) 非IT分野の出荷・在庫バランスは良好

もっとも、鉱工業生産の4分の3のウエイトを占めている非IT分野の出荷・在庫バランスは、海外における日本車需要の拡大（資源国向けなど新規販路の開拓、非価格競争力の強まりが背景）（*）、国内設備投資の好調を受けて、良好な状況が持続。

このようなITと非ITの対称的關係は、2001年のITバブル崩壊時や2004年の「踊り場」局面にはなかった構図。仮にIT分野で調整圧力が顕在化するとしても、自動車や一般機械を牽引役に鉱工業全体での大幅生産調整は回避でき、ひいてはわが国景気の回復トレンドも大きく損なわれない可能性が高いことを示唆。

（*）国内生産車の地域別出荷台数の推移をみると、北米向け、資源国（中近東、中南米、オセアニア、ロシアなど）向けの好調を受けて、2006年入り後、輸出台数が国内向け出荷台数を逆転。

（図表8-1）電子部品・デバイス工業の生産・出荷・在庫動向

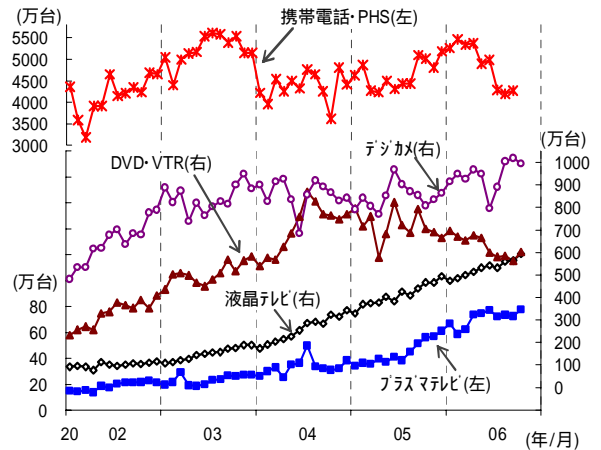


（資料）経済産業省

（注1）2006年11～12月の生産(*)は、経産省の予測指数伸び率をもとに延長。

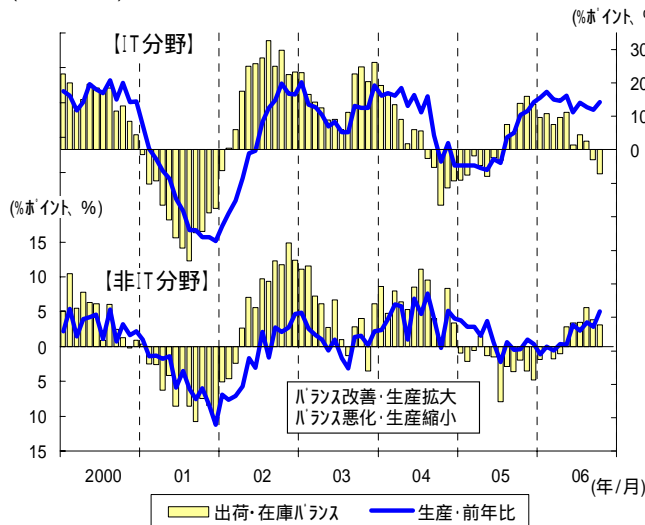
（注2）景気の「踊り場」は、2004年8月～05年7月としている。

（図表8-2）民生用デジタル機器の国内出荷台数
＜季調値年率＞



（資料）電子情報技術産業協会、カメラ映像機器工業会（季節調整は日本総研）

（図表8-3）分野別にみた出荷・在庫バランスと生産指数の動き



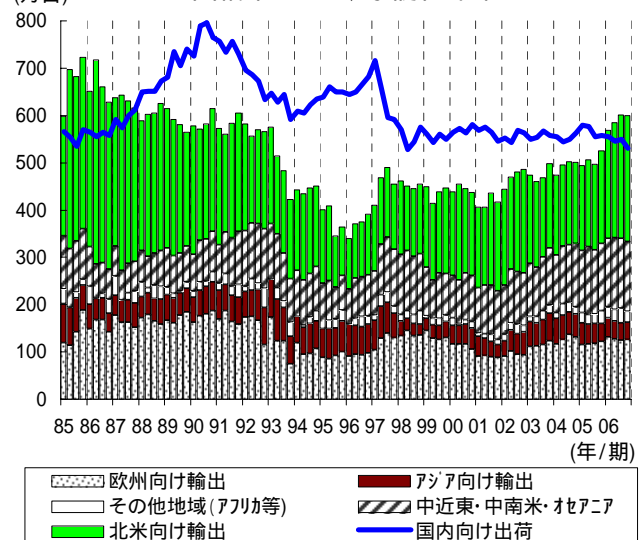
（資料）経済産業省

（注1）出荷・在庫バランス = 出荷前年比 - 在庫前年比。

（注2）IT分野...電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイス、精密機械。

（注3）鉱工業生産に占めるウエイトは、IT:25%、非IT:75% (05年度)。

（図表8-4）地域別自動車出荷台数の推移
＜全四輪車ベース、季調値年率＞



（資料）日本自動車工業会(季節調整は日本総研による)

（注）2006年10～12月期は10月値。

企業業績：賃金抑制が増益基調を支える構図

イ) 資源価格の高止まり続く

2006年秋以降の原油はじめ資源価格の上昇ペース鈍化は、企業業績への下押し影響を緩和する方向に作用。試算によれば、原油価格の前年比上昇率が+20%から+5%へ減速すると、前年比ベースの経常利益下押し影響は4.8%から1.2%まで縮小(1年間では約2兆円分に相当)。

もっとも、新興国の高成長など実需面からの押し上げ要因が根強く残るもとで、資源価格の上昇基調がこのまま崩れていく公算は小。米国はじめ先進国の景気が復調していけば騰勢は再加速へ。加えて、投入価格の上昇ペースが幾分和らぐとしても、これまでに蓄積されてきた交易条件(産出価格÷投入価格)の歪みの是正には、加工業種を中心に相当な時間を要する見込み。

ロ) 交易条件悪化を人件費抑制でカバー

企業業績の先行きを展望すると、海外需要の一時的減速を主因に振れが生じる可能性があるほか、交易条件面からの下押し影響が残るものの、基本的には売上の拡大傾向、その他コストの削減努力を背景とした増益基調がなおしばらく続く見通し。

もっとも、こうした見通しが実現するには、「売上高変動費比率の上昇ペースに応じ人件費比率を引き下げる」という今次増益局面における特徴的構図の持続が前提に。すなわち、企業各社は増益基調を維持するために、人件費(とりわけ1人あたり賃金)の伸び率をなお抑制していく可能性が高い。

ハ) 円高の影響はマクロでは限定的

なお、今後は、内外金利差縮小や海外景気の下振れ可能性などを材料に、為替が円高方向へ振れるリスクあり。この場合、大幅な輸出超の状況にある機械セクターで一定の収益下押し影響が顕在化へ。

もっとも、円高進行には原材料輸入価格の高騰に伴うコスト増を緩和する側面も。とりわけ、機械を除く加工業種や非製造業といった輸入超のセクターでは、円高進行が収益面でむしろプラスに。

結局、全産業でみた円高の収益圧迫影響は海外利益還流の目減りを加味しても限定的と考えられる。

(図表9-1)原油価格上昇の企業業績への影響
＜向こう1年間、試算＞

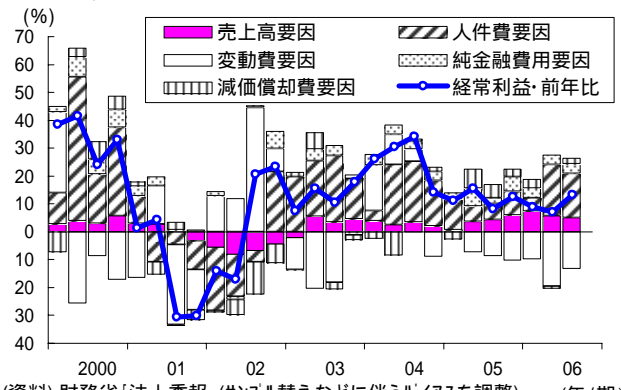
原油価格上昇率	5%	10%	15%	20%
	(70ドル)	(74ドル)	(77ドル)	(80ドル)
経常利益へのネット影響	1.2%	2.4%	3.6%	4.8%
	(0.6兆円)	(1.3兆円)	(1.9兆円)	(2.6兆円)
人件費抑制のみで相殺する場合の人件費下押し影響	0.3%	0.6%	1.0%	1.3%
増収効果のみで相殺する場合に必要な増収幅	+0.2%	+0.4%	+0.6%	+0.8%
	(+3.4兆円)	(+6.8兆円)	(+10.1兆円)	(+13.5兆円)

(資料) 財務省、内閣府、総務省資料をもとに日本総研作成。

(注1) 経常利益へのネット影響は、(1)原油輸入価格・石油製品輸入価格上昇に伴うコスト増、(2)ガソリン・灯油の小売価格引き上げによる企業部門から家計部門へのコスト転嫁、の2点に限定して試算。

(注2) ()内は、06年度の原油価格(CIF)を67ドル/バレル(前年比+21%)、円ドル相場を117円/ドル(同+3%)、07年度の円ドル相場を横ばい、としたときの07年度ドル建て原油価格・業績への影響を金額で示したもの(06年度の売上・利益・人件費は、05年度値を4~9月GDP統計などを用いて延長)。

(図表9-3)経常利益の変動要因分析＜前年比、全産業＞



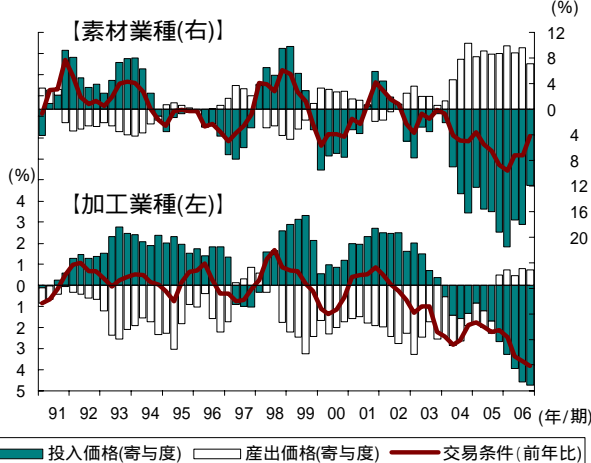
(資料) 財務省「法人季報」(サンプル替えなどに伴うバIASを調整) (年/期)

(注) 要因分析の考え方は以下の通り。

$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{S_t(1-v-w-r-d) - S_{t-1} \cdot v}{S_{t-1} \cdot v} - \frac{S_t \cdot w}{S_{t-1} \cdot v} - \frac{S_t \cdot r}{S_{t-1} \cdot v} - \frac{S_t \cdot d}{S_{t-1} \cdot v}$$

...経常利益 S...売上高 v...売上高変動費比率 w...売上高人件費比率
r...売上高純金融費用比率 d...売上高減価償却費比率 ...前年差

(図表9-2)交易条件(前年比)の寄与度分解＜製造業＞



(資料) 日本銀行

(注1) 交易条件 = 産出物価指数 ÷ 投入物価指数。

(注2) 素材業種...繊維、紙、化学、石油、窯業、鉄鋼、非鉄。

加工業種...食品、金属製品、一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械、その他工業。

(図表9-4)円高進行の企業業績への影響＜向こう1年間、試算＞

円高進行率	5%	10%	
	(06年度117円/ドルとした場合の07年度相場)	(111円/ドル)	(105円/ドル)
輸出額の減少	4.3%	8.7%	
輸入額の減少	(除く資源) +3.1%	+6.2%	
	(資源) +1.8%	+3.7%	
海外利益還流の減少	0.6%	1.2%	
合計効果	0.02%	0.04%	
	(07年度利益下押し額推定)	(0.01兆円)	(0.02兆円)
産業別			
(イ)加工業種・機械類	12.9%	25.8%	
(一般、電気、輸送、精密)	(1.1兆円)	(2.2兆円)	
(ロ)素材業種	4.5%	9.0%	
(繊維、紙、化学、石油、窯業、鉄鋼、非鉄)	(0.4兆円)	(0.8兆円)	
(ハ)加工業種・除く機械	+12.4%	+24.7%	
(金属製品、食品、その他製造)	(+0.7兆円)	(+1.4兆円)	
(ニ)非製造業	+2.7%	+5.3%	
	(+0.8兆円)	(+1.7兆円)	

(資料) 財務省、日本銀行、総務省、内閣府資料をもとに日本総研作成。

(注) 輸出・輸入額の減少は価格効果のみ算定(外貨建て比率を勘案)。

海外利益還流 = 直接投資収益受取 + 特許等使用料受取。

設備投資はなおしばらく堅調

イ) 大型案件一巡を受け増勢は鈍化へ

2006年度上期の実質設備投資は前期比年率+12.0%と、2000年度下期以来の強めの伸び。「過熱気味」とも見える大幅な伸びは、05年度に一服感が出ていたIT・IT関連分野の投資が再び積極化していることによる部分もあるが、素材分野（鉄鋼、紙パなど）や運輸（鉄道など）の大型案件が集中したことにより生じた側面が大きい。

こうした見方や機械受注など先行指標の動きに基づけば、06年度下期の設備投資伸び率は、上期対比幾分鈍化することが避けられず。

ロ) 設備投資効率の改善・潤沢なマネーストックを背景に底堅さは維持

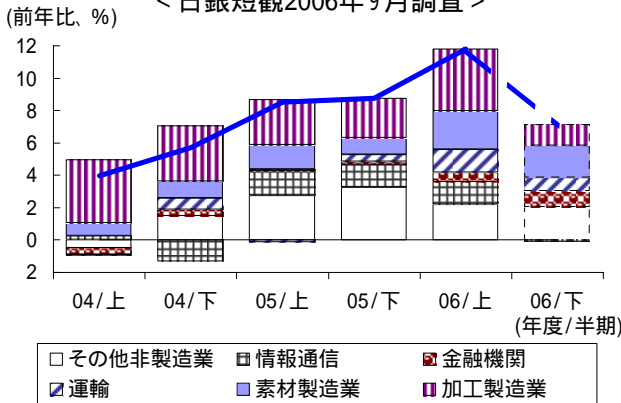
もっとも、設備投資効率の緩やかな改善、企業業績の堅調がなお続くと見込まれること、潤沢なマネーストックの存在（民間非金融法人部門の純金融資産は133.5兆円で05年度経常利益の約2.6年分に相当）を踏まえれば、設備投資にはなお拡大の余地あり。2006年度通期では05年度並みかそれを若干上回る増勢が見込まれるほか、07～08年度についても新製品開発関連、研究開発関連など中長期的視点からの案件を中心に堅調が続く見通し。

ハ) 対GDP比率の「上限」は16%台半ば

設備投資拡大の持続性を計るうえでは「名目設備投資対GDP比率」の動きにも注目しておきたい。今回予測期間中（～08年度）は拡大基調が持続、その間の潜在成長率は1.9%（内閣府の企業アンケートに依拠）、などの前提のもとで、対GDP比率の中期的な「上限」を試算すると16.5%。

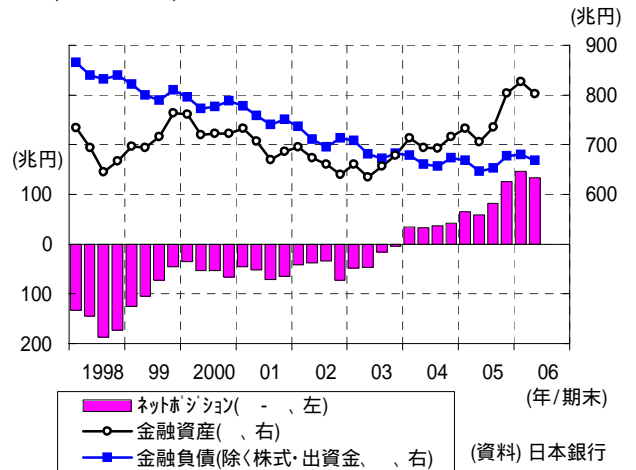
この「上限」を念頭に設備投資のコースを滑らかに描くとすれば、8%台と見込まれる06年度の實質伸び率が07年度、08年度に概ね「半減」していく姿に。

(図表10-1) 設備投資増加率の業種別寄与度
＜日銀短観2006年9月調査＞



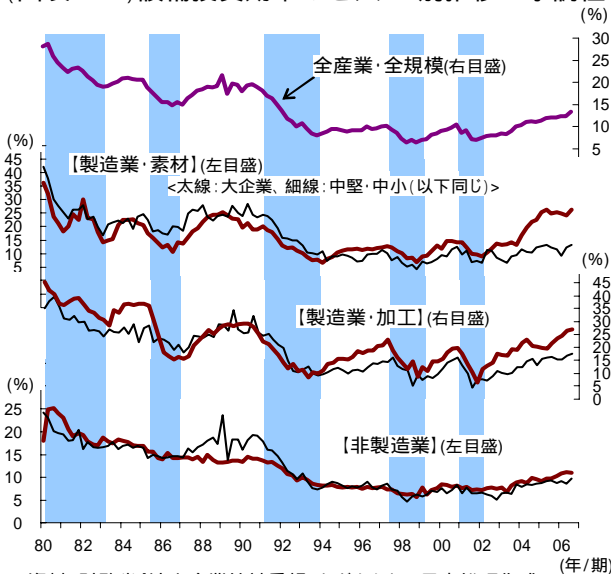
(資料) 日本銀行 (注1) ソフトウェアを含み土地を除く。全規模(含む金融)へ入。
(注2) 06年度上期は見込、下期は計画(9月時点)。

(図表10-3) 民間非金融法人部門の純金融資産



(資料) 日本銀行

(図表10-2) 設備投資効率のセクター別推移＜季調値＞



(資料) 財務省「法人企業統計季報」などをもとに日本総研作成。
(注1) 設備投資効率 = 営業利益 ÷ 移動有形固定資産 < 平残 >
移動有形固定資産 = 有形固定資産 - 建設仮勘定
(注2) シャドー部分は景気後退期(内閣府)。

(図表10-4) 設備投資対GDP比率の推移＜名目＞



	潜在成長率	資本の限界生産性	更新投資比率	デフレター比率	設備投資比率の「上限」
86～90年度	4.0%	0.38	0.41	1.14	20.3%
04～08年度	1.9%	0.68	0.83 <実績> <想定>	0.99	16.5%

(資料) 内閣府資料をもとに日本総研作成。
(注) 当分析の考え方は本レポート末尾の【補論1】を参照されたい。

“人材不足下の賃金伸び悩み” 続く

(1) 失業率の低下テンポは緩慢

2007年前半は景気がやや減速することから、失業率は下げ渋り傾向。

年後半には景気の復調を受けて、人材不足感に拍車。もっとも、以下の理由から失業率の低下テンポは緩慢。

イ) スキルのミスマッチ...「失われた15年」の人員削減の後遺症もあり、熟練人材が不足。また、産業構造の転換・高度化が要請する新しいスキルを身につけた人材の不足も深刻。

ロ) 離職率の高まり...キャリア意識の高まりやより良い労働条件を求め、若手を中心に離職率が上昇。さらにそもそも流動性の高い非正規社員比率の高まりも離職率押し上げに作用。この結果、「摩擦的失業」の増加が失業率押し上げの要因に。

(2) 人材不足下の賃金伸び悩み

人材不足が強まる方向のもとで、非正規労働者の賃金上昇、非正規から正社員への切り替えがみられるものの、総人件費の大半を占める正社員の賃金の上昇テンポは緩やかにとどまる見通し。

イ) 中国・インドの世界市場参入による世界規模での競争激化が賃金下押し圧力に。海外の低賃金を活用した安価で良質な製品の流入が国内賃金に対する抑制要因に。

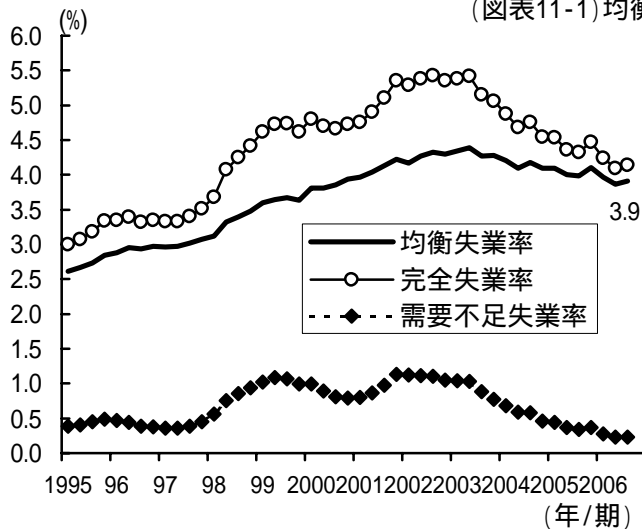
ロ) 春闘の終焉による「集団的賃金交渉」から「個別的賃金交渉」へのシフト。経営側のバーゲニングパワーの高まりにより、労働分配率には低下圧力。

(3) 低すぎる労働分配率の弊害

イ) 高すぎる労働分配率は企業の投資不足につながる一方、低すぎる労働分配率は金余りを通じて非効率的な投資を誘発するリスクあり。

ロ) 横並び春闘方式の復活ではなく、高いパフォーマンスを挙げるプロフェッショナルや正社員以上の働きをしている非正社員への高評価とともに、インセンティブにつながる昇進者数の増加、教育訓練費の拡充などメリハリの効いた形で、企業の付加価値創造力強化につながる形で労働分配率を適正化することが求められる。

(図表11-1) 均衡失業率の推計



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

(注1)均衡失業率(ミスマッチ失業率)は以下の式により算出。

$$\ln U = 0.49 - 0.31 \ln V + 0.011 \text{タイムトレンド} + 0.46 \ln U_{-1}$$

(6.2) (-5.6) (5.2) (4.6)

推計期間: 95年1-3月 ~ 2002年10-12月

自由度修正済みR²=0.99 ()内はt値, d.w.比=1.76

$$\ln U^* = (\ln U + 0.31 \ln V) / (1 + 0.31) \quad X = E \div (100 - U^*) \times U^*$$

$$\text{均衡失業率} = X \div (X + Y)$$

$$U: \text{雇用失業率} = (\text{完全失業数} \div (\text{完全失業者数} + \text{雇用者数})) \times 100$$

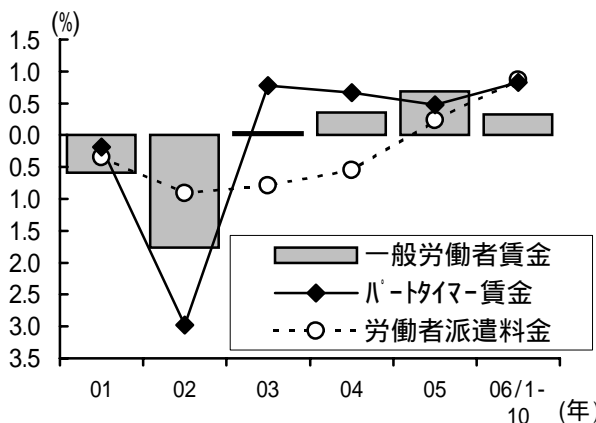
$$V: \text{欠員率} = (\text{有効求人数} - \text{就職件数}) \div (\text{有効求人数} - \text{就職件数} + \text{雇用者数}) \times 100$$

$$U^*: \text{均衡雇用失業率} \quad X: \text{均衡失業者数} \quad E: \text{雇用者数}$$

$$Y: \text{就業者数}$$

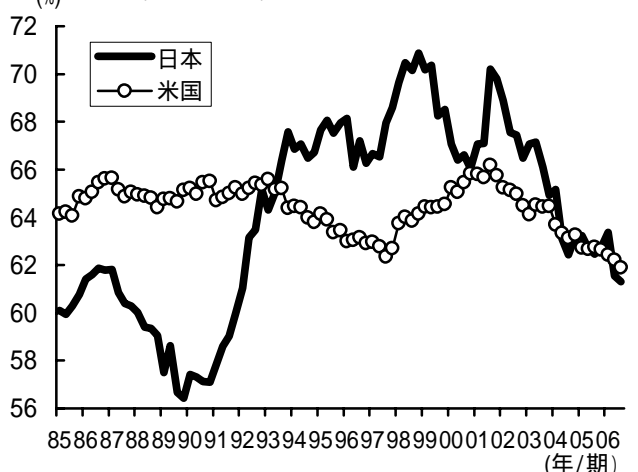
(注2)需要不足失業率 = 完全失業率 - 均衡失業率

(図表11-2) 労働者タイプ別賃金(前年比)の推移



(資料)日本銀行「企業向けサービス価格指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」

(図表11-3) 労働分配率の日米比較



(資料)財務省「法人統計統計季報」、U.S. Dep of Commerce "Survey of Current Business"

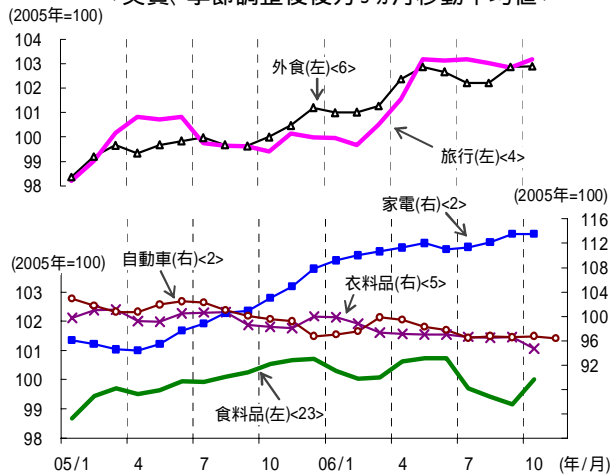
「非賃金所得増」「株価回復」が消費を刺激

- (1) 2006年の個人消費は、春先以降、やや弱含みで推移。株価の軟調や天候不順の影響のほか、定率減税の縮減等の家計負担の増加も可処分所得を下押し(*)。もっとも、雇用・所得環境の改善が続かなかで、サービス消費には底堅さが見られるなど、消費腰折れには至っていない。
- (2) 先行きを展望すると、前頁で指摘した通り、賃金の伸び悩み傾向が予想されるほか、定率減税の廃止を含む家計負担の増加も可処分所得を下押し(**)。とはいえ、緩やかながらも賃金所得は着実な回復傾向を維持することで、個人消費の基調は悪くない。

(*)、(**) 定率減税の廃止、その他年金保険料の引上げなど、現在予定されている家計負担増加の影響は、06年度、07年度ともに雇用者報酬の0.7%にのぼると試算。なお、国から地方への税源委譲に伴う負担時期の変更(負担総額は不変)が個人消費の増勢に振れをもたらす可能性。

- (3) さらに、非賃金所得増、株価回復の資産効果が期待されるほか、高齢世帯支出の下支えにより、個人消費は2007年後半から2008年に向けて回復基調を徐々に強める見通し。2007年には団塊世代の定年により、退職一時金が前年比2~3兆円程度増える見通し。企業が賃金抑制傾向の一方で株主還元を強めるなか、配当所得の増加傾向も続く公算。企業業績が堅調を維持することに加え、2007年下期以降は米国景気の復調が予想されるなか、国内株価も堅調に推移し、その資産効果が消費にプラスに働く公算。物価安定基調が維持されるなか、一定規模の金融資産を保有し、安定した年金収入が得られる高齢者層の消費が全体を下支え。

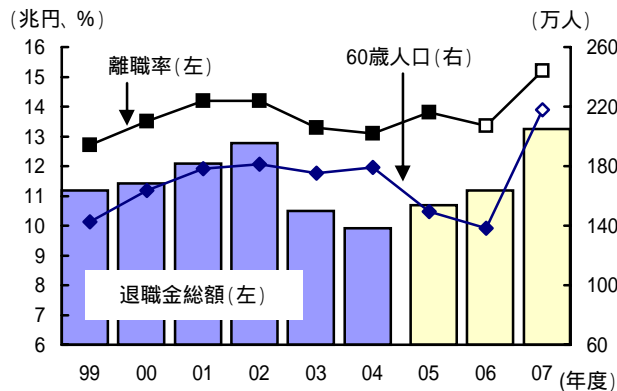
(図表12-1) 供給統計からみた個人消費の動き
< 実質、季節調整後後方3ヵ月移動平均値 >



(資料) 経産省・国交省・総務省・日本自動車販売協会連合会・日本フードサービス協会資料をもとに日本総研作成。

(注1) < >内は消費支出に占めるウエイト(家計調査、総世帯00~05年平均、%)。
(注2) 食品は百貨店・スーパー・コンビニ、衣料品は百貨店・スーパーの売上を合算。

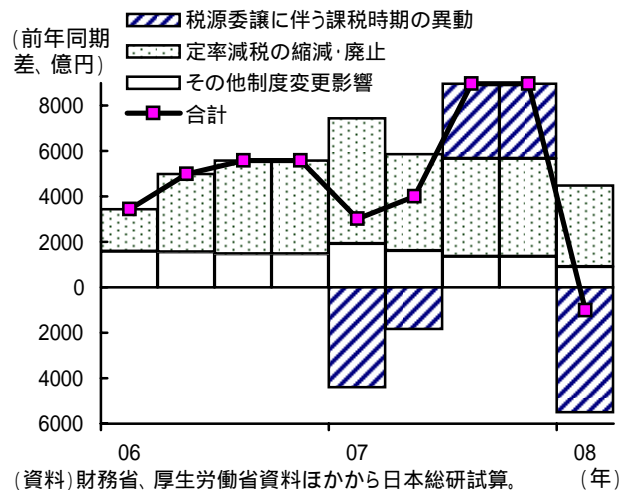
(図表12-3) 退職一時金総額と離職率、60歳人口の推移



(資料) 総務省「人口推計」、内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「雇用動向調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の推計人口(2002年1月推計)」

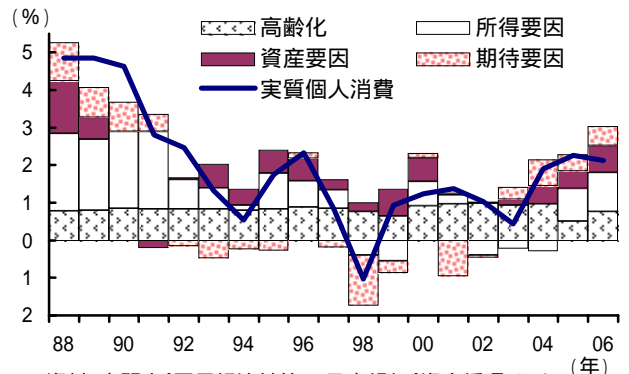
(注) 60歳人口は06年以降、国立社会保障・人口問題研究所中位推計に足元調整を加えたもの。退職金は雇用主帰属社会負担、離職率の06年以降、退職金の05年以降は、日本総研試算。

(図表12-2) 現在予定されている家計負担増の影響



(資料) 財務省、厚生労働省資料ほかから日本総研試算。

(図表12-4) 個人消費増加率の要因分解



(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環」ほか

(注) 2006年は2005年10月~2006年9月値。

要因分解に用いた推計式は以下の通り。

$$\ln(\text{家計消費}) = 4.45 + 0.39 \cdot \ln(\text{雇用者報酬}) + 0.14 \cdot \ln(\text{雇用者報酬})$$

(21.93) (11.52) (8.30)

$$* (1 - \text{失業率}) + 0.01 \cdot 60\text{歳以上人口比率} + 0.11 \cdot \ln(\text{純金融資産})$$

(13.45) (10.86)

修正R²R = 0.99、推計期間: 1981年q1 ~ 2005年q4、カッコ内はt値。

2007～08年景気のコース 07年度入り後再加速、08年度までは回復持続

(1) メインシナリオ

以上の分析を踏まえ、2006年度下期から2008年度にかけてのわが国景気を展望すれば、以下の通り。

イ) 2006年度下期は、米国景気減速の影響本格化、ITデバイスの生産スピード調整、大型案件による設備投資上振れ分の剥落により、成長ペースの鈍化傾向が持続。

ロ) もっとも、わが国経済は、ITバブル崩壊時や2004年の「踊り場」局面とは異なり、相当規模のショック吸収力を保持。

非IT分野の出荷・在庫バランス改善... 仮にIT分野で調整圧力が生じるとしても、非IT分野が下支え役となり、鉱工業全体での大幅生産調整は回避される公算。

企業部門における各種構造調整圧力の解消と潤沢なマネーストックの存在... 企業の経営課題が「過剰雇用・設備・債務の調整」から「グローバル競争での勝ち残りをかけた積極的な事業展開」「団塊世代引退・人口減少本格化に備えた人材確保」へシフトしているなかで、設備投資・雇用に対する積極スタンスはなお持続。

ハ) こうしたなか、個人消費は、賃金伸び悩み・各種家計負担増の影響が続くほか、天候要因や株価動向に伴う振れが生じやすいものの、基調としては、雇用情勢の改善、企業収益の堅調を映じた株価の持ち直し傾向に支えられる形で底堅さが維持される見込み。

二) 結局、わが国景気は回復期間の最長記録をなお更新していく可能性が高い。むしろ、2007年度入り後は、米国景気復調のプラス影響に加え、団塊世代の大量定年が、退職一時金増加による消費押し上げ・人件費軽減を通じた企業収益押し上げ、の両ルートで徐々にプラス効果をもたらしていくとみられ、成長ペースは2007年度下期に向け再加速へ。

ホ) 2008年度については、過剰投資を回避する形での設備投資の減速が明確化していくものの、輸出の好調、消費税率引き上げ(09年4月に2%ポイントを想定)前の駆け込み需要(2009年度以降の需要先取り)により、年度いっぱいには曲がりなりにも回復傾向が維持されると予想。

(2) リスクファクター

なお、上記メインシナリオに対する主なリスクファクターは以下の通り。

イ) 下振れ要因... 米国景気がソフトランディングに失敗、地政学的リスクの増幅を受け、原油・資源価格が急騰、経営環境の不透明化に伴い賃金が一段と抑制され「団塊定年効果」を相殺。

ロ) 上振れ要因... 金融の超緩和状態が続き、企業減税も実施されるなかで、海外景気の短期的復調に呼応する形で非効率な投資が膨らむこと(ただし、09年度以降深刻なストック調整圧力に転化)。

(図表13) わが国経済成長率・物価見通し

(半年は前期比年率、%)

	2005年度		2006年度		2007年度		2008年度		2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期					
	(実績)				(予測)								
実質GDP	3.2	2.4	1.5	2.1	2.2	2.7	2.8	1.9	2.0	2.4	1.8	2.3	2.5
個人消費	3.1	1.4	0.0	1.7	2.0	2.4	2.5	3.0	1.3	1.9	0.8	2.0	2.6
住宅投資	3.6	5.0	3.5	0.1	1.8	2.2	3.5	1.2	1.7	1.0	0.6	1.5	2.6
設備投資	6.8	2.9	12.0	6.0	4.5	4.2	3.2	0.8	6.2	5.8	8.1	4.8	2.4
在庫投資 (寄与度)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
政府消費	1.2	1.4	2.0	1.0	0.7	0.7	0.8	0.8	1.7	0.9	0.9	0.8	0.8
公共投資	0.4	0.3	19.5	10.0	5.0	5.0	4.4	4.0	12.7	1.4	13.2	6.0	4.4
輸出	9.8	13.5	6.4	5.4	6.6	8.8	8.4	7.2	11.4	9.0	7.8	6.8	8.2
輸入	5.8	5.0	4.1	3.5	5.3	7.0	6.0	4.4	8.4	6.0	4.2	5.3	5.8
国内民需 (寄与度)	(2.4)	(1.5)	(1.7)	(1.9)	(2.0)	(2.3)	(2.3)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(1.7)	(2.0)	(2.0)
官公需 (寄与度)	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.1)	(0.4)	(0.1)	(0.0)
純輸出 (寄与度)	(0.7)	(1.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(0.6)

(前年同期比、%)

実質GDP	2.0	2.8	1.9	1.7	2.2	2.4	2.7	2.3	2.0	2.4	1.8	2.3	2.5
名目GDP	0.7	1.3	1.0	1.3	2.3	2.6	3.1	2.7	0.9	1.0	1.2	2.5	2.9
GDPデフレーター	1.2	1.4	0.9	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	1.0	1.3	0.6	0.1	0.4
消費者物価 (除く生鮮)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3	0.6

(資料) 内閣府。予測は日本総研。

(注) 予測に際しては、以下の4点を前提にしている。

米国景気の減速は2007年春ごろに歯止め(実質成長率は05暦年: +3.2%、06暦年: +3.4%、07暦年: +2.6%、08暦年: +3.3%)。

原油輸入価格(入着CIFヘッス、1バレルあたり、年度平均)は、2005年度:55ドル<実績>、06年度67ドル、07年度70ドル、08年度75ドル。

日銀は2006年度中に0.25%の利上げを実施した後、07年後半から08年にかけてほぼ四半期に0.25%ずつのペースで政策金利を引き上げ。

定率減税は2007年1月に全廃。消費税率は2009年4月に2%ポイント引き上げ。

デフレーション基調が長期化

イ) 景気回復と労働コスト安定が拮抗

消費者物価(除く生鮮食品、前年比)は、マクロの需給バランス改善による押し上げ効果が徐々に強まるも、2006年央以降プラス基調が定着。もっとも、プラス幅は10月時点で0.1%となお小幅。

原油・資源価格の高止まりにもかかわらずインフレ率加速の兆しが出ない主因は、ユニットレバール・コスト(ULC)の安定に求められる。すなわち、安価な労働力でつくられた新興国の製品が世界市場でプレゼンスを高めていることに加え、わが国企業では株主圧力の強まりに伴い、資本収益率の引き上げが経営の最優先課題となっていることなどから、()賃金に趨勢的な下押し圧力がかかっているほか、()老朽設備の更新・新鋭化やM & Aの積極的活用を通じた生産性の上昇トレンドが持続。

先行きについても、当面の国内経済の平均成長ペースが潜在成長率(1%台後半程度とみられる)を上回る公算が大きい一方、ULCが抑えられる環境は今後とも続く可能性が高いこと、さらに前年比でみた石油製品価格の押し上げ効果が目先緩和すると見込まれることから、消費者物価の低位安定状況がなおしばらく続く予想。

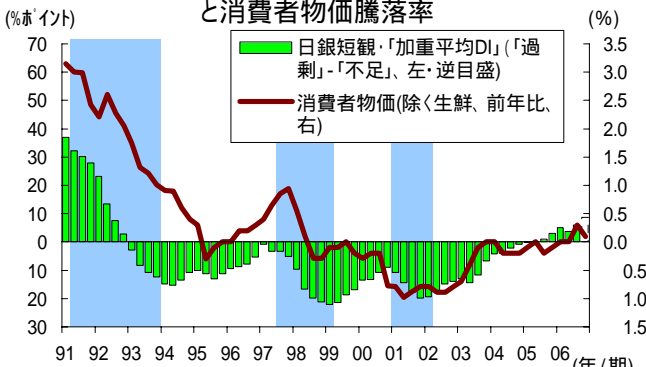
ロ) 「購入単価」に二極化の動き

マクロの消費者物価は今後とも落ち着いた動きが見込まれるが、「購入単価」には日用品下落・嗜好品上昇という二極化の動き。すなわち、衣料品の平均購入単価(家計調査)は下落傾向をたどる一方、「特定店舗の特定銘柄」の価格を反映するCPIはプラス圏で推移。賃金伸び悩みのなか、多くの家計が「切り詰め」の対象とし、店舗や銘柄を変えてでも安く入手しようとしている事情を反映。

一方、家電製品では、平均購入単価が上昇しているのに対し、CPIは大幅に下落。これは、薄型テレビなどの革新的新製品に十分な価値を見出した消費者が、日用品への節約で捻出した資金でそれらを購入する結果、表面上は実売価格の上昇が実現しているものの、供給サイドからすれば、性能向上に裏打ちされた高額商品であっても、消費者の購買意欲を引き出すには性能対割安感のある価格設定を行う必要があり、実質的な値下げが続いていることを意味。

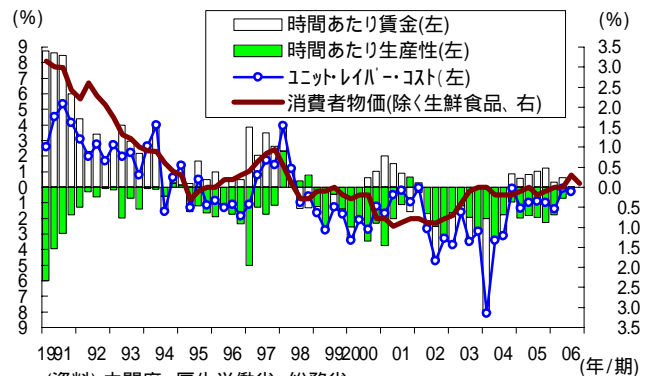
このようにみれば、デフレーションがほぼ達成されたとはいえ、かつてのような自然に価格引き上げが許される環境が訪れることはきわめて難しいと考えられる。

(図表14-1) 日銀短観「設備・雇用加重平均DI」と消費者物価騰落率



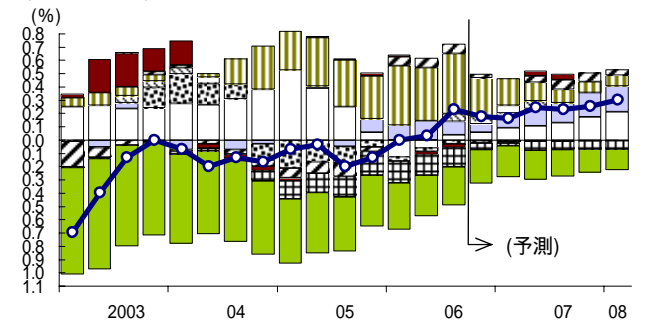
(資料) 日本銀行、内閣府、総務省
 (注1) 加重平均DI = 設備DI × (1 - 労働分配率) + 雇用DI × 労働分配率。労働分配率は0.73(SNA、90~04年度平均)で固定。
 (注2) 97年度の消費者物価は消費税率引き上げの影響を調整。
 (注3) 06年10~12月期のCPIは10月値、DIは9月時点見通し。

(図表14-2) ユニットレバール・コストと消費者物価の推移 < 前年比 >



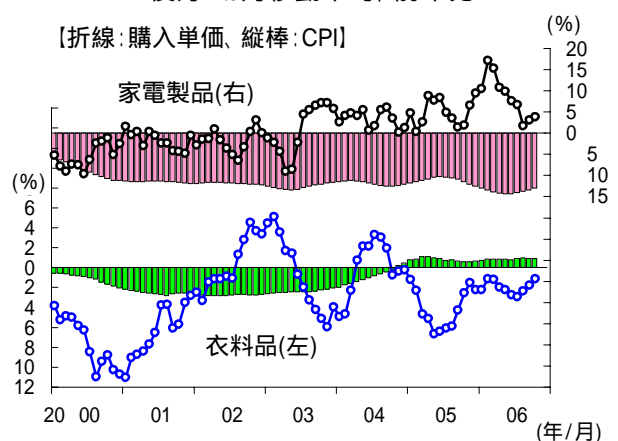
(資料) 内閣府、厚生労働省、総務省
 (注1) ユニットレバール・コスト = 名目雇用者報酬 / 実質GDP = 時間あたり賃金 - 時間あたり生産性
 (注2) 97年度の消費者物価は消費税率引き上げの影響を調整。

(図表14-3) 消費者物価の見通し < 除く生鮮、前年比 >



(資料) 総務省
 (注) 原油輸入価格(CIF、1バレル)の前提は、05年度実績55ドル、06年度67ドル、07年度70ドル。

(図表14-4) 家計の購入単価と消費者物価 < 後方6ヵ月移動平均、前年比 >



(資料) 総務省資料をもとに日本総合研究所作成。
 (注) 購入単価は、「家計調査」の品目別平均購入単価を指数化し、対応する消費者物価の品目ウエイトを用いて合成したもの。

成長力強化のための“3つの投資”

2000年代に入って以降これまで「戦後最長の景気拡大」が続いてきたのは、良好なグローバル環境、経済体質改革努力の進展、が相俟ったため。今後当面は、こうした構図が続く公算が大きいものの、3～4年先以降を展望するとグローバル環境が悪化する可能性があり、いずれはアゲインストな環境下でも日本経済が自律的成長を実現できるか否かが問われることに。

しかも、日本企業の「グローバル企業化」は今後一段と加速し、文字通りグローバル市場を前提にした事業展開がますます必要になっていく。その結果、欧米の強豪企業、アジアの急成長企業と対等にわたりあっていくには、付加価値創造力がこれまで以上に要請されることに。

このようにみれば、「ディスインフレ下の世界経済拡大」という好環境の持続が見込まれる向う2年程度のうちに、回復し始めた成長力を一段と強化し、その後到来するリスクのある調整を乗り切るだけの強靱な経済体力を獲得する必要。そのために日本企業は、2007年を「成長力強化元年」と位置づけ、未来を見越した「3つの投資」に取り組むことが必要。

イ) 研究開発投資...わが国の研究開発費はGDP対比で見れば世界最高水準ながら、PPP（購買力平価）ベースで国民一人当たり研究開発費を比較すると順位が落ちる。さらに、労働生産性や科学技術雑誌論文数などでみたパフォーマンスは必ずしも高くはない。こうしてみれば、ボリューム的になお積極的な研究開発投資が必要と同時に、その効率性を引き上げるための研究開発マネジメントの改善が不可欠。

ロ) 企業再編投資...アジア企業をはじめとした海外企業の追撃、人口減少を背景とする国内市場の伸び悩みのなか、激化する内外競争において求められるスピード経営を実現するために、M&Aは有力な選択肢に。しかしながら、わが国企業のM&Aはなお件数が少ないのみならず、企業統合後の効果顕在化に時間がかかっている。「PMI (Post Merger Integration)」と呼ばれる統合後マネジメントの改善が喫緊の課題。

ハ) 人材開発投資...深刻化する人材不足の背景には、若手正社員的大幅削減による企業特殊的能力の蓄積不全と、激化する競争環境で求められる職種特殊的能力の育成システムの不備。年齢別人員構成の歪みを是正するとともに、OJTの仕組みの再建とプロフェッショナル育成重視の人事システムの構築が課題。

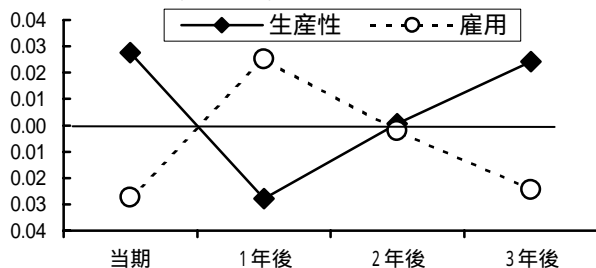
折りしも日本企業はここ数年来、貯蓄が投資を上回るいわゆる「キャッシュリッチ」の状況にある。この余資を、研究開発費、M&A、モチベーション向上と育成のための人的投資など、成長基盤強化に向けた上記「3つの投資」のためにこそ使うべき。

(図表15-1) 研究開発に関する主要指標の国際比較

	研究開発費 (国民一人当たり)	特許取得 件数	科学技術 雑誌論文数	労働生産性 (購買力平価ベース)
日本	6	3	17	18
米国	3	7	11	2
スウェーデン	1	4	1	16
フィンランド	2	2	3	15
ドイツ	9	5	15	11
フランス	13	11	16	7
英国	15	13	5	13
韓国	16	20	24	24

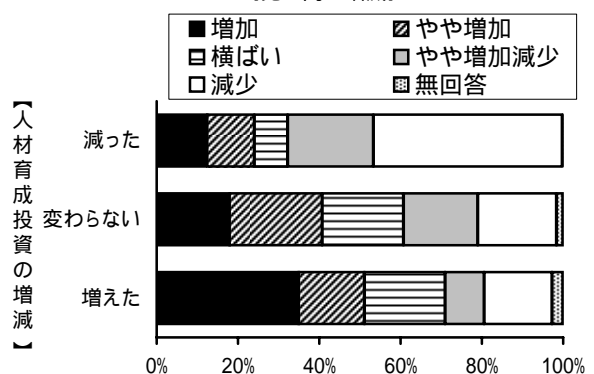
(資料) 社会経済生産性本部「国民の豊かさの国際比較(2005年版)」

(図表15-2) M&Aの生産性及び雇用に対する影響
(弾性値)の時系列変化



(資料) レコフ、経済産業省、厚生労働省
(注) 製造業12業種の2001～05年のパネルデータを用いて、M&A件数を説明変数に含む生産性関数・雇用関数を、M&Aのラグを4通り(当期、1年前、2年前、3年前)変えて推計。推計は固定効果モデルによる。図はM&Aのパラメータの変化をプロットしたものである。レポート末尾の【補論2】参照。

(図表15-3) 人材投資の増減と売上高
[売上高の増減]



(資料) 厚生労働省「能力開発基本調査(平成17年度)」

「成長戦略」のあり方

(1) 「成長重視路線」についての考え方

成長力強化の主演はあくまで民間企業ながら、政府には民間の主体的な取り組みを強力にサポートする政策展開が求められる。その意味では、現政権の「成長重視路線」は基本線として評価できる。ただし、個別論点についてはいくつか議論の余地がある。

名目成長率引き上げを目標とすべきか...インフレ率は金融政策ではコントロールできない面もあり、高目の名目成長率を政策目標に掲げて金融政策にもその責任の一端を強いた場合、金利正常化の遅れが各種バブルを惹き起こし、結果として景気変動を大きくするリスクがある。成長力の源泉である全要素生産性の向上を目標とすべき。

企業減税を行うべきか...減価償却制度の見直し、法人減税は設備投資を過熱させ無駄な投資を誘発するとの慎重論あり。しかし、グローバルな立地競争が行われている今日、海外対比不利にならないよう法人関連の減税は行う必要。一方、投資過熱・非効率投資を抑えることを金融政策の役割として位置づけるべき。

(2) あるべき成長戦略

以上を踏まえ、中長期的に持続性ある成長力強化につながる「あるべき成長戦略」は、“3つの投資”を促進するための制度改革、税・財政政策と、質の良い投資が持続的に行われるマクロ環境を整えるための財政・金融政策、を両輪とするもの。

イ) “3つの投資”を促進するための制度改革、税・財政政策

研究開発投資・企業再編投資・人的開発投資の“3つの投資”こそが、人口減少時代の本格化のもとでもわが国が成長力を維持するための基盤。それゆえ、“3つの投資”のインセンティブとなるような諸施策を、制度改革・税制改革・財政支援策を組み合わせる必要。

- a) 研究開発投資促進策...科学技術関係費の効率的配分(事後的チェックシステムの整備)、研究開発促進税制の拡充
- b) 企業再編投資促進策...事業再編に伴う税制デメリットの軽減、企業価値向上を最優先理念とする企業買収・防衛ルール確立
- c) 人的開発投資促進策...プロフェッショナル育成インフラの整備(職種別能力認定制度、プロフェッショナルスクール拡充、職種別統計の充実)、人材投資促進税制の拡充、自己啓発減税の創設

ロ) 財政・金融政策の正常化

a) 財政再建の考え方

- ・増税まずありきではなく、徹底した歳出削減・公的セクタースリム化がファースト・プライオリティー...「民に任せられるものは民に」を基本理念に市場化テスト・公務員制度改革・地方財政改革を、3点セットで実施。
- ・一方、教育・雇用・医療など「人の基盤的能力」に関わる支出には無駄を省きつつ必要な支出を行うべき。
- ・以上の歳出構造のもとで、固めの成長率のもとでの自然増収を前提にして歳入が不足する部分は消費税増税で賄う必要。

b) 金融政策の正常化

消費者物価は「経済の体温」としての指標性を低下させており、景気過熱のもとでも安定基調が続く可能性。金融政策の正常化が大きく遅れると、各種バブル(設備投資バブル、不動産バブル、円安バブル)が生じ、結果として経済変動を大きくするリスク。このため、日本経済の体力が正常化した今、景気動向に配慮しつつも、金融政策は着実な正常化プロセスを開始すべき。

【補論1】設備投資対GDP比率に関する分析（図表10-4）

(1) 考え方の概要は以下の通り。

I：実質設備投資、Y：実質GDP、K：実質資本ストック、 P_i ：設備投資デフレーター、 P_y ：GDPデフレーター、d：更新投資比率（ $= (I - \dot{K}) / I$ ）

とすれば、

$$\begin{aligned}(I * P_i) / (Y * P_y) &= (\dot{Y} / Y) * (I / \dot{Y}) * (P_i / P_y) \\ &= (\dot{Y} / Y) / (\dot{Y} / \dot{K}) / (1 - d) * (P_i / P_y)\end{aligned}$$

すなわち、

$$\begin{aligned}(\text{名目設備投資比率}) &= (\text{実質成長率}) \div (\text{資本の限界生産性}) \\ &\quad \div (1 - \text{更新投資比率}) \times (\text{デフレーター比率})\end{aligned}$$

ここで、実質成長率が「使用可能な労働・資本を最大限用いて実現される成長率」としての潜在成長率を中期的に超えることはできない点を踏まえれば、

$$\begin{aligned}(\text{名目設備投資比率}) &= (\text{潜在成長率}) \div (\text{資本の限界生産性}) \\ &\quad \div (1 - \text{更新投資比率}) \times (\text{デフレーター比率})\end{aligned}$$

(2) 分析にあたり、 (\dot{Y} / \dot{K}) 、dはHPフィルターによるトレンド値を使用。

(3) 1986～90年度の (\dot{Y} / \dot{K}) 、d、 (P_i / P_y) は、5年間の平均値。

(\dot{Y} / Y) は、当社算出の潜在成長率（4.2%）、当時の企業の期待成長率（内閣府・企業行動アンケート調査、2.7～3.8%：3年間）などを参考に4.0%と設定。

(4) 2004～08年度は、今回の予測期間中（～08年度）は投資拡大局面が持続、その間の潜在成長率はおよそ2%（内閣府アンケートによれば、2006～08年度における企業の期待成長率は1.9%）との大前提に立っている。

このもとで、 (\dot{Y} / \dot{K}) 、d、 (P_i / P_y) の5年平均を求め、投資比率の「上限」を算出。

なお、2006～08年度の (\dot{Y} / \dot{K}) 、d、 (P_i / P_y) は05年度の前年差を用いて延長した。

【補論2】M & Aの生産性及び雇用に対する影響（弾性値）の時系列変化（図表15 - 2）

(1) 製造業12業種の2001～05年のパネルデータを用いて、M & A件数を説明変数に含む生産性関数・雇用関数を、M & Aのラグを4通り（当期、1年前、2年前、3年前）変えて推計。

(2) 推計結果は以下の通り。

生産性関数： $\ln \text{生産性}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{生産指数}_{it} + \beta_2 \ln \text{M \& A 件数}_{it-1} + \beta_3 \ln \text{M \& A 件数}_{it-2} + \beta_4 \ln \text{M \& A 件数}_{it-3} + \text{誤差項}$
ただし、誤差項に固定効果を想定。

	パラメータ	標準誤差	t値	p値	修正R ²
= 0のケース					
生産指数()	0.929	0.095	9.833	0.000	0.796
M & A件数()	0.028	0.020	1.349	0.184	
= 1のケース					
生産指数()	0.904	0.097	9.346	0.000	0.796
M & A件数()	0.028	0.021	1.341	0.186	
= 2のケース					
生産指数()	0.933	0.098	9.553	0.000	0.788
M & A件数()	0.001	0.021	0.026	0.979	
= 3のケース					
生産指数()	0.935	0.094	9.906	0.000	0.797
M & A件数()	0.024	0.017	1.381	0.174	

雇用関数： $\ln \text{常用雇用指数}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{生産指数}_{it} + \beta_2 \ln \text{M \& A 件数}_{it-1} + \beta_3 \ln \text{M \& A 件数}_{it-2} + \beta_4 \ln \text{M \& A 件数}_{it-3} + \text{誤差項}$
ただし、誤差項に固定効果を想定。

	パラメータ	標準誤差	t値	p値	修正R ²
= 0のケース					
生産指数()	0.028	0.089	0.308	0.759	0.528
M & A件数()	0.027	0.021	1.329	0.190	
= 1のケース					
生産指数()	0.045	0.091	0.492	0.625	0.525
M & A件数()	0.025	0.021	1.214	0.231	
= 2のケース					
生産指数()	0.024	0.092	0.264	0.793	0.510
M & A件数()	0.002	0.021	0.095	0.925	
= 3のケース					
生産指数()	0.029	0.089	0.323	0.748	0.530
M & A件数()	0.025	0.018	1.398	0.169	

業種(i)は、食品、繊維、紙・パルプ、化学、石炭・石油、窯業、鉄鋼、非鉄・金属製品、機械機械、電機、輸送用機器、精密機器の12業種。

(資料)レコフ「マール」、厚生労働省「毎月勤労統計」、経済産業省「経済産業統計」