

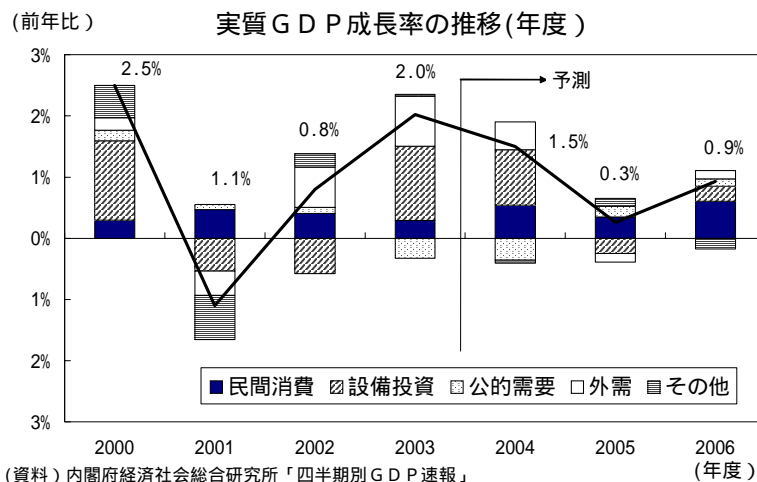
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

低迷続く景気～2005・2006年度経済見通し

< 2005年度0.3%、2006年度は0.9%成長 >

- 10-12月期の実質経済成長率は前期比 0.1%で、4-6月期から3四半期連続でマイナス成長となった。堅調と見られてきた消費も、7-9月期に引き続き減少となっており、景気の低迷は明らかである。
- 海外経済の減速や円高によって輸出が鈍化する可能性が大きく、国民負担の増加による消費の伸び鈍化が懸念される中では、外需の落ち込みを国内需要がカバーして景気拡大を続けることは難しい。景気は2005年度に入っても低迷状態が続き、2005年度の成長率は実質0.3%、名目は0.4%のマイナスとなるだろう。
- バブル崩壊後の日本経済を悩ませてきた、雇用、債務、設備の3つの過剰問題は大きく改善している。このため2005年度の調整は深いものとはならず、2005年度末ころには調整が終了して景気は回復に向かい、2006年度の成長率は実質0.9%に高まろう。



経済調査部門

(03)3512-1884

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 : (03)3512-1800

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

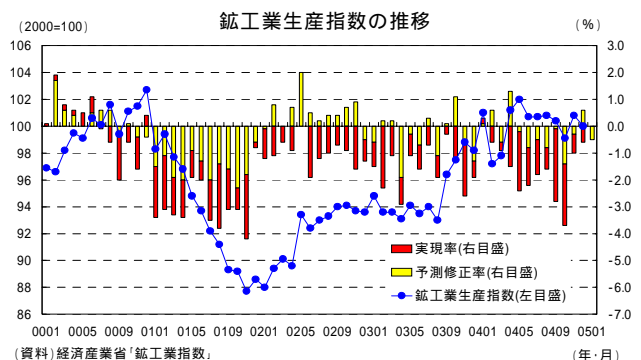
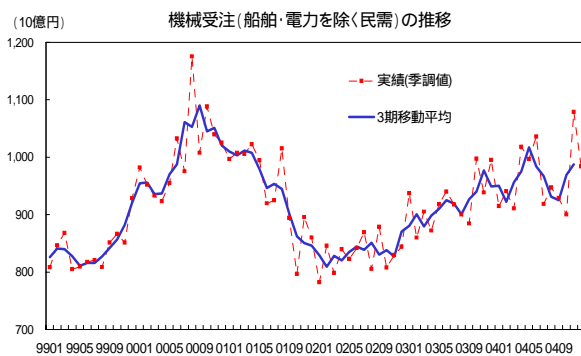
低迷続く景気

1. 低迷続く景気

(企業の明・家計の暗)

10-12月期の実質経済成長率は前期比 0.1%で、4-6月期から3四半期連続でマイナス成長となった。堅調と見られてきた消費も、7-9月期に引き続き減少となっており、景気の低迷は明らかである。名目GDPは前期比 0.0% (年率 0.1%) と3四半期ぶりのプラス成長となった。GDPデフレーターが前年比 0.3%となり、7-9月期の 1.3%から下落幅が大きく縮小したことが大きな要因である。しかし、これは天候不順によって生鮮野菜が高騰し、民間消費デフレーターのマイナス幅が7-9月期の前年比 0.6%から 0.2%へと縮小したことや、公務員賞与の支給月数が昨年に比べ増えたことによって政府消費デフレーターが一時的に7-9月期の 1.0%の下落から +0.9%の上昇に転じたという特殊要因によるものである。

10-12月期の設備投資は、前期比 0.7%の増加となった。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)は、10-12月期に前期比 6.0%となった後、1-3月期の見通しも前期比 9.9%と高い伸びが見込まれている。これは企業収益の伸びを反映したもののだが、先行きには不安がある。日銀短観12月調査によれば、2004年度の経常利益計画は前年度比 15.3%(全規模・全産業)と高い伸びが見込まれているが、年度上期が前年比 32.2%増であるのに対して、年度下期は 2.8%と伸びが大幅に低下することが見込まれている。



(問題はITの在庫調整だけか?)

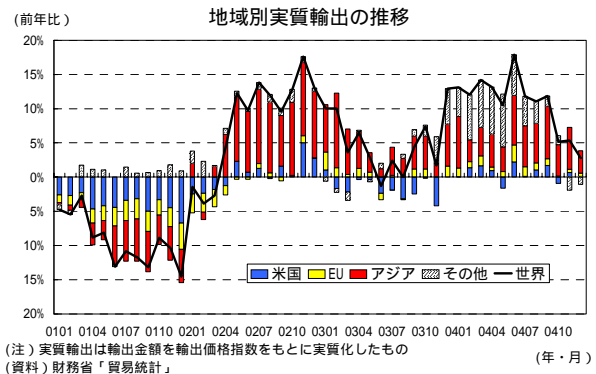
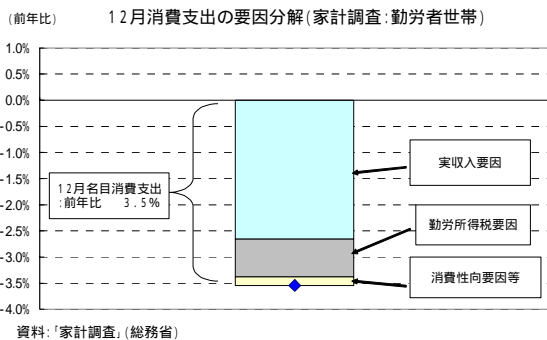
鉱工業生産は、夏頃から増加ペースが鈍化し、足踏み状態にある。景気が単なる踊り場で今後も回復を続けるという見方の根拠は、鉱工業生産の停滞がIT関連業種の在庫調整にあり、これ

が短期間で終了すれば、その後は再び景気が回復を続けられるという考えに基づくものだ。

しかし、消費が7-9月期に続き連続してマイナスとなっていることや、外需の寄与も2四半期連続でマイナスとなっていることに見られるように、マイナス成長の原因はITの在庫調整だけではないのは明らかである。

消費はこれまで堅調であると考えられてきたが、昨年12月にGDP統計で実質化の手法が変更されたことで、低迷があらわになった。2004年の消費については、アテネオリンピックや猛暑、新札の発行の効果や、薄型TVやDVDなどIT関連消費の好調が喧伝されてきたが、こうした効果は幻であったことになる。

12月は、配偶者特別控除の縮小の影響で年末調整時の所得税額が約4700億円増加したと見られ、家計調査で見ても、勤労所得税が前年比21.4%増加となって非消費支出も4.6%の増加となったことから、可処分所得は3.4%の減少となっている。10-12月期で見ても勤労所得税が11.9%、非消費支出が2.6%の増加となったことから、可処分所得は1.4%の減少となっている。家計所得が伸び悩む中で、厚生年金保険料の引き上げや配偶者特別控除の縮小によって昨年と比べ年末調整時の税負担が重くなったことが、消費低迷の一因となっている。



アジアでのSARS問題の終息もあって2003年夏頃から持ち直していた輸出の伸びは、昨年4-6月期頃から徐々に鈍化傾向にある。10-12月期の輸出は前期比実質1.3%増となり、7-9月期の0.6%増よりは伸びが高まったものの、4-6月期までの伸びに比べれば鈍化が明らかである。鉄鋼や化学製品などの輸出は堅調だが、半導体などIT関連分野にはかげりも見え始めている。一方、輸入は素材産業の需要増大を背景に3.1%増となった。輸出の伸びが鈍化する一方で、輸入の伸びが続いているため、外需の成長率への寄与度は0.2%のマイナス寄与となっており、外需に景気を牽引する力は無くなっている。

10-12月期の米国の実質経済成長率は、3.1%(前期比年率)となり、7-9月期の4.0%から減速している。ユーロ圏も景気は回復しているもののユーロ高の影響によって成長率は徐々に低下してきており、減速傾向にある。とりわけドイツは、10-12月期の成長率がマイナス(前期比0.2%)に転落している。中国は投資の過熱が明らかであり、今後は政策的な減速が見込まれる。2005年

度の日本経済を取り巻く海外経済環境は、全体として見れば 2004 年度からやや減速傾向となり、輸出の伸びによる景気回復は望み得ないだろう。

2 . 2005 年度は 0.3% 成長 ~ 2006 年度には 0.9% 成長に

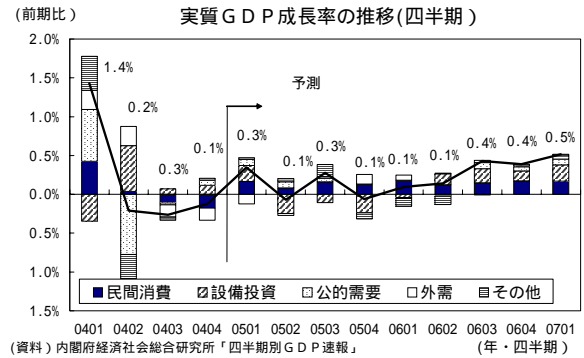
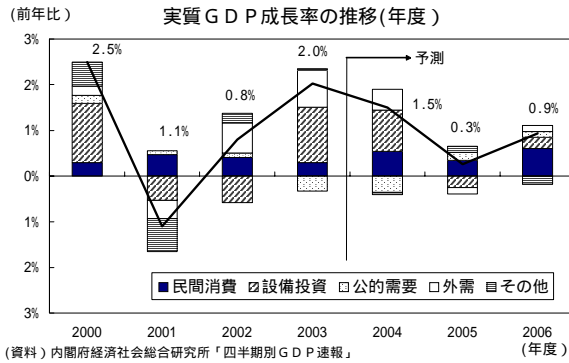
(消えないドル安圧力)

2月7日に発表された予算教書で、米国政府は財政赤字削減の方向を打ち出した。財政赤字は 2005 年度(2004 年 10 月~05 年 9 月まで)の 4,270 億ドルから、2006 年度は 3,900 億ドルとなる見通しである。裁量的経費の伸びをインフレ率以下に抑え、財政赤字を 2009 年までに半減させるなど、緊縮的な予算に見える。しかしその一方でブッシュ政権は、イラクでの戦費などのために 820 億ドルの補正予算も要求しているなど、実際に赤字が縮小していくかどうかは、予断を許さない。欧州や日本の成長率が高まって米国からの輸出が増加し経常収支赤字が縮小すると同時に、米国の経済成長を押し上げて増収による財政赤字の縮小が進むという、米国政府が描いているばら色のシナリオは実現しない可能性が高い。財政赤字の縮小にはイラク情勢の安定化という困難な条件が達成できることが必要条件であり、先行きの不透明感が濃い。

2月にロンドンで開催された G7 で注目されていた中国元の切上げ問題が、実現する可能性が低いとの観測から、ドルが買い戻されている。しかし、ドル安の根源にある米国の「双子の赤字」問題は、全く改善しておらず、ドルの下落圧力は残ったままである。海外経済拡大の鈍化や、円高・ドル安によって、今後も外需は低迷が続き、日本の景気へ悪影響が及ぶのは避けられないだろう。

(2005 年度は低迷が続く)

このように、海外経済の減速や円高によって輸出の鈍化が起こる可能性が大きく、国民負担の増加による消費の伸び鈍化が懸念される中では、外需の落ち込みを国内需要がカバーして景気拡大を続けることは難しい。景気は 2005 年度に入っても低迷状態が続くだろう。2005 年度は、輸出の鈍化から実質成長率に対する外需の寄与度が 2004 年度の 0.5% から 0.1% となって、外需はむしろ経済成長率の足を引っ張るようになる。輸出の伸び鈍化から、設備投資は 2004 年度の 5.8% の伸びから 1.5% の減少に転じると予想される。消費の伸びも 1.0% から 0.6% へと低下することなどから、実質成長率は 2004 年度の 1.5% から 0.3% へと減速するだろう。円高や原材料価格上昇の一服から輸入物価が下落し、GDP デフレーターは 1.1% から 0.7% へと縮小するものの、名目成長率は 2004 年度の 0.4% の伸びから、2005 年度には 0.4% と再びマイナス成長に逆戻りすると予想される。

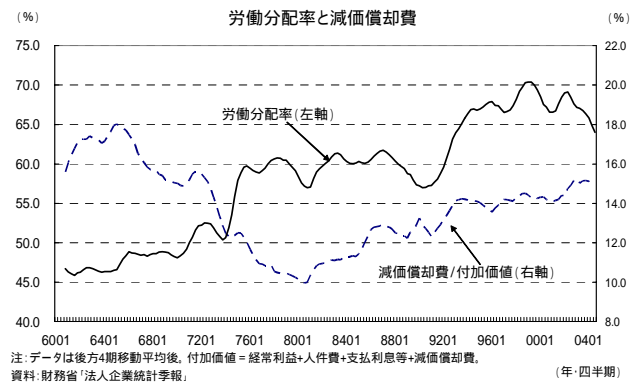
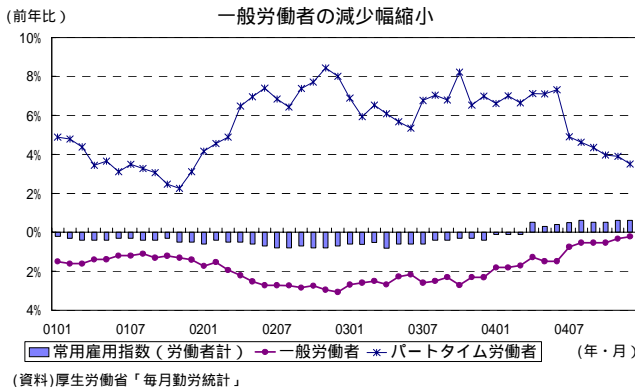


(ペイオフ解禁の影響は軽微)

4月に予定されているペイオフの全面解禁では、中小金融機関からの資金流出などの混乱が考えられた。しかし、普通預金と同等の機能を持ちながら無利子であれば「決済用預金」として全額保護されることになっており、事実上ペイオフの全面解禁は骨抜き状態になっている。ペイオフ解禁が無事に終了し、解禁に伴う混乱に備えるために拡大していた資金需要が縮小すれば、日銀は当座預金残高目標を維持することがますます困難になる。しかし、景気の低迷が明確となってきた中で、残高目標を下方に修正することは政治的リスクが高く、2月17日の金融政策決定会合でも回避された。消費者物価は、2003年の冷夏による米価上昇の反動や、電話料金、電力・ガス料金の引下げなどの影響が下落圧力となっており、2005年度中に日銀が量的緩和解除の条件としている明確な上昇が実現する可能性は低い。金融政策は現状が維持されるだろう。

(雇用の改善は賃上げに繋がるか)

失業率は2003年1月には5.5%にまで上昇していたが、2004年12月には4.4%に低下した。有効求人倍率も0.94倍にまで上昇している。少子高齢化の影響によって、労働力人口が減少していることも、失業率などの雇用指標の改善に繋がっている。しかし、これが賃金の上昇にまで繋がるとどうかは疑問である。





2007年頃に始まる団塊世代の大量定年退職をにらんで、企業の人員調整圧力は低下しつつある。2004年夏頃からは、パートや派遣へのシフトが一段落し、常用雇用者数は増加に転じた。また、企業収益が大幅に改善してきたことから、企業経営者の中にも賃上げを許容する雰囲気がある。しかし、労働分配率は90年代半ばに比べればかなり低下しているものの、80年代に比べればまだ高い水準にある。このため、売上げの増加に沿った賃金の改善は見込まれるものの、賃金の大きな上昇は見込み難い。今後予定されている税や社会保険料の負担増が重なり、消費の伸びが景気回復をもたらすことも期待できないだろう。

企業の付加価値に占める減価償却費の比率も上昇しており、企業収益の圧迫要因となっている。バブル期の過剰な設備投資と物価の下落基調が続いていることが大きな要因で、バブル崩壊後の設備投資抑制によっていずれ低下に向かうと見られるが、依然として企業収益の圧迫要因であり、投資の大幅な増加は見込まれない。

消費が低迷するなかで外需による景気の牽引力が無くなるため、今後は設備投資の調整に向かう可能性が高い。バブル崩壊後の日本経済を悩ませてきた、雇用、債務、設備の3つの過剰問題は大きく改善している。一部には財務体質が悪化したままの企業も残っているなど不良債権問題が解決したわけではないが、金融機関の不良債権問題は大手金融機関の破綻が相次いだ1997年ころに比べれば比較にならないほど解消が進んでいる。このため、2005年度の景気後退による調整は深いものとはならず、年度末ころには調整が終了するだろう。景気は底を打って回復に向かい、2006年度の成長率は実質0.9%に高まるものと予想される。

(3月14日に予定されている10-12月期第二次QEの発表を受けた見通しの修正は3月16日、欧米の見通しの詳細は3月18日発行予定のWeeklyエコノミストレターに掲載予定です。)

米国経済の見通し

		2004年	2005年	2006年	2004年		2005年				2006年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(速)	(予)	(予)	(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	4.4	3.4	3.1	4.0	3.1	3.3	3.4	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9

欧州（ユーロ圏）経済の見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2004年		2005年				2006年			
		(速)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(速)	(予)	(予)	(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.8	1.4	2.0	1.8	1.6	1.3	1.2	1.4	1.7	1.9	2.0	2.0	2.0

米国金融と為替の見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2004年		2005年				2006年			
		(実)	(予)	(予)	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	2.25	3.25	3.25	1.75	2.25	2.75	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
国債10年金利	平均(%)	4.3	4.5	4.7	4.3	4.2	4.2	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
ドル/円	平均(\$1: -円)	108	103	100	110	106	104	103	102	102	101	100	100	99
ドル/ユーロ	平均(€1: -ドル)	1.24	1.32	1.34	1.22	1.30	1.30	1.31	1.33	1.33	1.34	1.34	1.35	1.35



日本経済の見通し (2004年10-12月期QE(2/16発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2004.12)

	2004年度 見込	2005年度 予測	2006年度 予測	04/10-12 実績	05/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	06/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	07/1-3 予測	2004年度 (2004.12)	2005年度
実質GDP	1.5	0.3	0.9	0.1 0.5 0.6	0.3 1.4 0.1	0.1 0.3 0.1	0.3 1.1 0.4	0.1 0.2 0.5	0.1 0.4 0.2	0.1 0.6 0.5	0.4 1.7 0.6	0.4 1.6 1.0	0.5 2.1 1.6	2.0	0.5
内需寄与度	(1.1)	(0.4)	(0.8)	(0.1)	(0.5)	(0.0)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(1.4)	(0.6)
内...民需	(1.5)	(0.2)	(0.7)	(0.0)	(0.4)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(1.9)	(0.5)
内...公需	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.1)
外需寄与度	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.6)	(0.1)
民間最終消費支出	1.0	0.6	1.1	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	1.6	0.4
民間住宅投資	2.3	0.0	0.1	0.9	0.7	0.4	0.3	0.6	0.7	0.4	0.1	0.8	0.2	1.9	0.6
民間企業設備投資	5.8	1.5	1.5	0.7	1.2	1.5	0.7	1.5	0.3	0.9	1.2	0.8	1.3	6.7	1.1
政府最終消費支出	2.6	2.0	1.5	0.4	0.6	0.4	0.7	0.5	0.2	0.2	0.5	0.4	0.4	2.3	1.7
公的固定資本形成	15.4	3.7	3.2	0.3	0.4	0.3	1.8	2.2	1.2	0.6	0.3	0.4	0.1	15.9	5.0
輸出	12.1	3.6	4.7	1.3	0.7	0.5	1.0	1.5	1.3	0.7	1.2	1.3	1.3	12.0	2.8
輸入	10.3	5.9	4.6	3.1	2.0	0.8	1.0	0.7	1.1	1.1	1.2	1.5	1.3	8.6	4.3
名目GDP	0.4	0.4	0.7	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.2	0.5	0.1	0.8	0.3

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位、%)

	2004年度	2005年度	2006年度	04/10-12	05/1-3	4-6	7-9	10-12	06/1-3	4-6	7-9	10-12	07/1-3	2004年度	2005年度
鉱工業生産(前期比)	4.6	0.8	1.2	0.6	0.6	0.6	0.2	0.3	0.2	0.4	0.6	0.5	0.4	5.0	0.6
国内企業物価(前年比)	1.5	0.2	0.8	1.9	1.5	0.8	0.2	0.4	0.9	0.9	0.9	0.7	0.5	1.7	0.2
消費者物価(前年比)	0.0	0.4	0.0	0.5	0.1	0.2	0.4	0.7	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.3
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
経常収支(兆円)	18.0	16.1	16.9	18.1	16.6	15.5	15.9	16.2	16.7	17.3	16.9	17.0	16.6	17.5	15.0
(名目GDP比)	(3.6)	(3.2)	(3.4)	(3.6)	(3.3)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.5)	(3.0)
失業率(%)	4.6	4.5	4.7	4.5	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.7	4.5	4.7	4.8
住宅着工戸数(万戸)	118	115	116	117	116	115	115	115	115	115	115	116	117	120	117
10年国債利回り(店頭基準無配)	1.5	1.5	1.7	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
為替(円/ドル)	107	102	100	106	104	103	102	102	101	100	100	99	99	107	102
原油価格(ドル/バレル)	39	39	37	41	42	41	40	39	38	37	37	37	37	38	38
経常利益(前年比)	19.6	1.0	4.6	15.6	1.9	0.8	2.1	0.9	0.3	0.9	1.2	4.9	10.2	20.6	0.5

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(日本経済担当)			
シニアエコノミスト	斎藤 太郎 (さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp
研究員	篠原 哲 (しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp
(金融・為替担当)			
主任研究員	熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち)	(03) 3512-1833	kumagai@nli-research.co.jp
(米国経済担当)			
主任研究員	土肥原 晋 (どいはら すすむ)	(03) 3512-1835	doi-hara@nli-research.co.jp
(欧州経済担当)			
主任研究員	伊藤 さゆり (いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)