

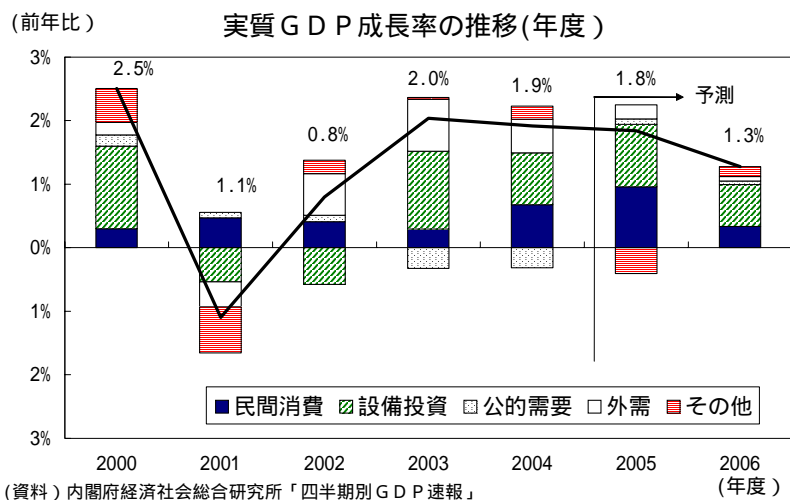
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

不安定要素抱え再拡大する景気～2005・2006年度経済見通し

< 2005年度1.8%、2006年度は1.3%成長 >

1. 4-6月期の実質経済成長率は前期比0.3%（年率換算1.1%）となった。消費が堅調で、輸出も米国向けの持ち直し、アジア向けの下げ止まりから増加に転じ、懸念された設備投資の調整は発生せず、景気は踊り場を脱却しつつある。
2. 2005年度は、消費、設備投資ともに堅調に推移することから、外需の寄与度の縮小にもかかわらず、実質成長率は1.8%を確保しよう。しかし米・中経済の不均衡は拡大して早晚調整が必要な状況にあるため、2006年に入ると潜在成長力に向けて減速し始め日本の輸出が鈍化すること等から、2006年度の成長率は1.3%に低下するだろう。
3. 2006年初めには消費者物価上昇率は前年比0.2%程度となるが、基準年変更を考慮すると政策変更には上昇幅が不十分で、2006年度中の量的金融緩和の解除は難しいだろう。



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/>

不安定要素抱え再拡大する景気

1. 再拡大経路に向かう景気

(在庫調整の進展が成長率押し下げ)

4-6 月期の実質経済成長率は前期比 0.3%(年率換算 1.1%)で、1-3 月期の同 1.3%(年率 5.4%)の高成長に続いて堅調な伸びとなり、3 四半期連続のプラス成長となった。在庫の減少から見かけの成長率は低くなったが、消費、設備投資の内需が堅調であった上に、マイナス寄与が続いてきた外需がプラスとなったことから、表面上の数字よりも中身は良いものであった。

消費は、1-3 月期の前期比実質 1.2%という高い伸びからはやや減速したものの、0.7%の伸びとなり、設備投資も 2.2%と堅調な伸びとなった。名目 GDP は 1-3 月期の前期比 0.6%から 0.0%(年率 0.0%)に低下した。GDP の物価指数である GDP デフレーターは、前年同期比 0.8%の下落と、1-3 月期の 1.0%から下落幅が縮小した。原油価格高騰によって輸入デフレーターが上昇し GDP デフレーターを押し下げたにもかかわらず、国内需要デフレーターの下落幅縮小から全体としてもデフレーターのマイナス幅が縮小しており、緩やかなデフレの改善傾向が続いている。1-3 月期に前期比実質 0.1%の減少となった輸出は、米国向け輸出が持ち直し、中国向けをはじめとするアジア向け輸出に下げ止まりの兆しが見えてきたことから、前期比 2.8%増と 2 四半期ぶりの増加となり、外需の実質成長率への寄与度は 4 四半期ぶりに 0.2%のプラスとなった。

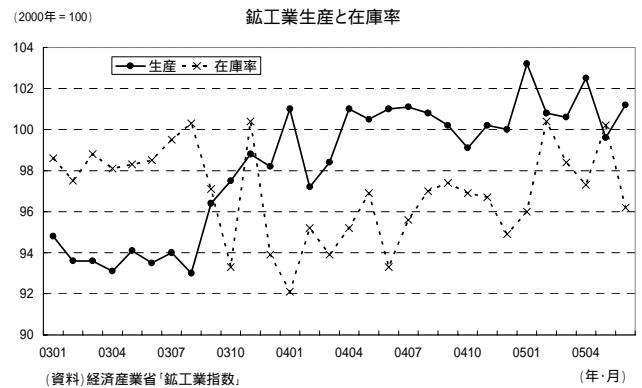
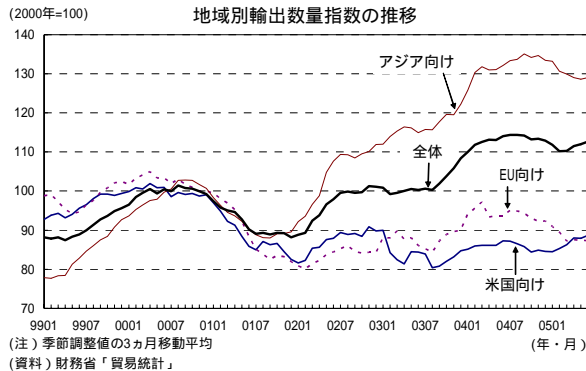
1-3 月期に実質成長率への寄与度が 0.3%と成長率を押し上げた民間在庫品増加は、4-6 月期は 0.5%のマイナス寄与となって実質成長率を大きく押し下げたが、卸売業の流通在庫の縮小など在庫調整の進展を示すものと言えよう。

(海外経済の堅調が下支え)

米国経済は、実質経済成長率が 1-3 月期の年率 3.8%に引き続き 4-6 月期も 3.4%を維持した。7-9 月期は自動車販売の好調から、4%程度の成長が見込まれており、FRB が利上げを継続している中であって堅調である。FRB が昨年 6 月以降、FF レートの誘導目標を 1.0%から 3.5%に引き上げたにもかかわらず、長期金利の上昇幅が小さいことも経済の減速が見られない原因と考えられる。過熱が懸念されてきた中国経済も 4-6 月期の経済成長率が前年同期比実質 9.5%と、高い伸びを続けている。

このため、米国向けの輸出が持ち直し、中国をはじめとするアジア向けの輸出も下げ止まりの動きを示しており、1-3 月期に前期比でマイナスとなった輸出は 4-6 月期は再び増加、4 四半期振りに外需がプラス寄与となった。前回までの見通しでは、外需の減速のために軽い設備投資の調整を見込んでいたが、設備投資は堅調な伸びを続け、景気は踊り場を脱却する動きとなって

いる。



鉱工業生産は、2002年初めから増加基調にあるが、2003年初め頃の足踏みに続いて、昨年夏頃から再び足踏み状態に入った。1-3月期の鉱工業生産指数は1.7%の上昇となったものの、4-6月期は0.4%の低下となっている。製造工業生産予測指数は、7月は0.2%の低下、8月は1.9%の上昇となっているが、最近の実現率のマイナス傾向を考慮すると完全に横ばい状態を脱したとは言い難い。政府は、8月9日に事実上の踊り場脱却宣言を行った。景気の踊り場からの脱却は実現しつつあるが、先行きに原油価格高騰の影響や米国の住宅バブルの行方など海外に不安定要素を抱えており、脱却が実現したと断定するには、なお7月以降の経済指標を確認する必要がある。

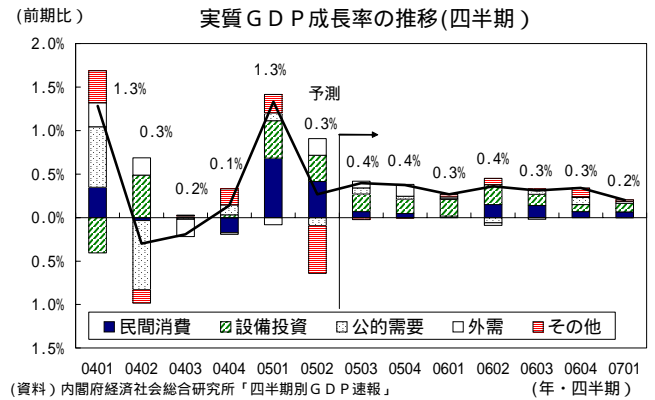
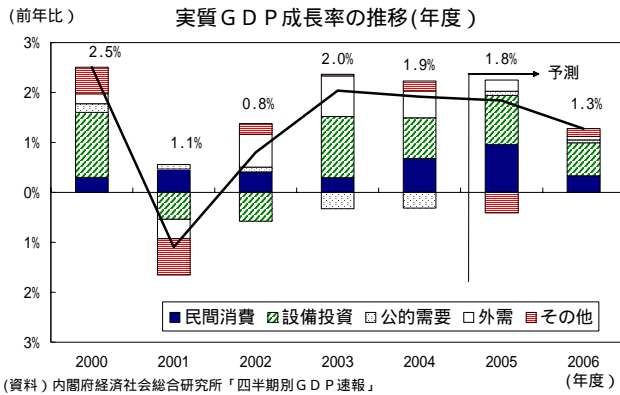
2. 2005年度は1.8%成長～2006年度には1.3%成長に

(明確な回復に向かう景気)

原油価格の高騰や米国の住宅投資がバブルの様相を呈していることなど海外経済には懸念材料が多いが、米国経済、中国経済は当面堅調な推移が予想される。日本経済は雇用・所得環境の改善から、消費が堅調な推移を辿ると見られることに加えて、外需が持ち直すため設備投資も堅調を維持し、鉱工業生産も増加傾向が明らかとなって景気は明確な回復に至るだろう。

これまでもたついていた輸出が持ち直すものの、実質成長率に対する外需の寄与度は2004年度の0.5%から2005年度は0.2%へと縮小しよう。設備投資は2004年度の5.2%の伸びに続いて6.1%の増加となり、消費は雇用・所得環境の改善を背景に1.2%から1.7%へと伸びが高まることに加えて、公共事業の減少幅の縮小により公的需要が1.4%の減少から0.4%の増加となることで、内需の寄与度は1.5%から1.6%と高まる。このため、外需の寄与度の縮小にもかかわらず、実質成長率は2004年度の1.9%から1.8%へとわずかな減速にとどまるだろう。原油価格の上昇による輸入デフレーターの上昇がGDPデフレーターを押し下げるため、GDPデフレーターの下落幅は2005年度も2004年度の1.1%から変わらないが、内需デフレーターの下落幅は2004年度

の 0.6%から 0.3%に縮小し、デフレの改善傾向が続くと見られる。名目成長率は 2004 年度の 0.8%に続いて 2005 年度も 0.7%と小幅ながらプラスになろう。

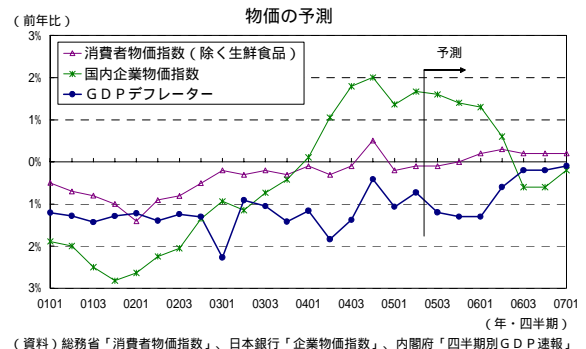
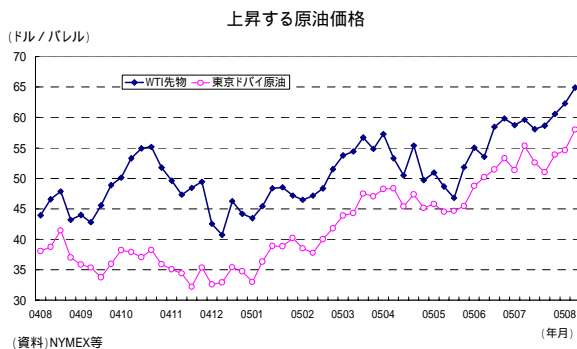


(2006 年度は減速)

米国経済や中国経済が堅調を続けていることは、より長い目で見ればそれぞれの経済が抱えている不均衡を拡大させるという問題もある。住宅投資は米国の経済成長を支えてはいるが、バブルの様相をますます強めている。景気の回復による税収増で財政赤字は縮小に向かう動きを示してはいるものの依然大幅であり、経常収支の赤字は景気拡大による輸入増が続くことで、一向に減少する気配を見せていない。ちなみに、1-6 月期の貿易収支赤字は史上最高を更新している。

中国経済も、固定資本投資の高水準の伸びが続いており、過熱問題の沈静化の動きが見られたのは一時的で、依然過熱問題は未解決である。人民元は 7 月にドルに対して約 2%切り上げられたが、小幅で効果がほとんど望めず、この調整問題はいずれ再燃する可能性が高い。

インフレ防止や経常収支赤字の拡大抑制のために米国経済は 3%程度への減速が必要であり、FRB は減速が実現するまで利上げを続けるだろう。FF レートがさらに上昇していけば、長期金利も上昇することになり、住宅投資の沈静化などから潜在成長率並みへの減速が実現すると考えられる。米国経済、中国経済は 2006 年に入れば政策的な減速が実現し、2006 年末ころまでには米国経済の成長率は 3%程度になるだろう。中国も緩やかな元の切上げなどから減速していくと考えられる。こうした海外経済の減速に加えて、日本経済の回復やデフレ脱却を織り込んで円高が進むことから輸出が鈍化し、定率減税の縮小など各種負担の増加による消費の減速もあって、2006 年度の経済成長率は 1.3%へと若干低下するだろう。



(量的緩和解除はいつか)

消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、これまで押し下げ方向に働いてきた特殊要因が次々となくなり、2005年10-12月期には前年同期比0.0%となり、2006年1-3月期には0.2%のプラスになるだろう。2006年8月には、消費者物価指数の基準年が2000年から2005年に変更されることにもなって、2006年前半の消費者物価上昇率が下方に修正される可能性が高い。前回の1995年から2000年への基準年変更では、0.2~0.3%程度の方修正になっている(Weeklyエコノミスト・レター8/5号参照)ことを考えると、本予測のように2006年初めに前年比0.2%程度の上昇率になっても安定的にプラスと判断し量的緩和を解除することは難しいだろう。

2007年度消費税率引き上げを前提にすると、2006年末頃には金融政策の変更は難しくなるため、量的緩和解除のタイミングは消費税率の引上げ後に景気への影響が見極められる2007年半ば以降となる可能性が高いだろう。ただし、原油価格が高騰を続けるなどで消費者物価上昇率が基準年の変更を考慮しても明確なプラスと判断できるほどに上昇すれば、基準年変更の結果を待たずに実施が可能となるなど、実施時期が2006年中に早まる可能性もある。

名目経済成長率がプラスを続け、消費者物価の下落が止まるなどデフレからの脱却が見えてくるために、長期金利は緩やかな上昇を続けるものと予想される。為替は、原油価格の上昇のため経常収支の黒字幅は若干縮小するものの、なお名目GDP比で3%程度の高い水準が続くほか、日本経済の回復や量的金融緩和の解除を織り込んだ長期金利の上昇が加わるために、緩やかながら円高傾向が続くと考えられる。

(9月12日に予定されている4-6月期第2次QEの発表を受けた見通しの修正は9月14日、欧米の見通しの詳細は9月16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	2005年				2006年			
					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)
実質GDP	前期比年率、%	4.2	3.7	3.4	3.8	3.4	4.3	3.5	3.3	3.2	3.1	3.0
FFレートの誘導目標	期末、%	2.25	4.25	4.25	2.75	3.25	3.75	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
国債10年金利	平均、%	4.3	4.4	4.8	4.3	4.2	4.4	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9

欧州(ユーロ圏)経済の見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2005年				2006年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.7	1.4	1.8	1.4	1.2	1.4	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9
ドル/ユーロ	ドル	1.24	1.26	1.26	1.31	1.26	1.23	1.24	1.25	1.26	1.26	1.27



日本経済の見通し (2005年4-6月期QE(8/12発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2005.6)

	2004年度 実績	2005年度 予測	2006年度 予測	05/4-6 実績	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	2005年度	2006年度
実質GDP	1.9	1.8	1.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.8	1.1
内需需与度	(1.5)	(1.6)	(1.2)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.9)	(1.1)
内、民需	(1.8)	(1.6)	(1.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.6)	(0.9)
内、公需	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(0.2)
外需需与度	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
民間最終消費支出	1.2	1.7	0.6	0.7	0.1	0.1	0.0	0.3	0.3	0.1	0.1	1.3	1.2
民間住宅投資	2.1	1.7	0.4	2.3	1.0	0.8	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	0.7	0.1
民間企業設備投資	5.2	6.1	3.9	2.2	1.2	1.0	1.2	1.3	0.7	0.5	0.6	0.1	1.8
政府最終消費支出	2.7	1.3	1.1	0.2	0.5	0.5	0.3	0.1	0.4	0.6	0.1	2.3	1.9
公的固定資本形成	15.1	2.8	3.1	1.3	0.0	1.1	1.0	1.2	0.4	0.5	0.6	2.4	3.4
輸出	11.9	6.1	3.7	2.8	1.5	1.9	1.1	0.7	0.5	0.5	0.7	2.0	2.5
輸入	9.3	5.7	4.2	1.6	1.2	1.2	1.1	1.2	0.9	0.6	0.7	3.5	2.5
名目GDP	0.8	0.7	1.0	0.0	0.1	0.3	0.2	0.6	0.4	0.3	0.2	0.0	1.0

(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	05/4-6	7-9	10-12	06/1-3	4-6	7-9	10-12	07/1-3	2005年度	2006年度
鉱工業生産(前期比)	4.1	1.5	3.1	0.4	0.5	0.9	1.1	0.8	0.8	0.6	0.4	0.5	1.2
国内企業物価(前年比)	1.5	1.5	0.2	1.7	1.6	1.4	1.3	0.6	0.6	0.6	0.2	0.5	0.3
消費者物価(前年比)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
経常収支(兆円)	18.2	15.9	15.6	17.2	15.5	15.0	15.8	15.3	16.1	15.1	15.9	15.8	16.7
(名目GDP比)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(3.4)	(3.1)	(2.9)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.3)
失業率(%)	4.6	4.3	4.1	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1	4.2	4.7	4.7
住宅着工戸数(万戸)	119	119	118	119	119	120	119	119	118	119	118	118	117
10年国債利回り(店頭基準年配)	1.5	1.5	1.8	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.4	1.7
為替(円/ドル)	107	108	102	108	111	108	104	102	102	101	101	106	102
原油価格(ドル/バレル)	39	54	52	49	58	56	54	52	52	53	50	45	42
経常利益(前年比)	24.6	0.4	0.6	2.2	1.7	1.1	1.8	0.8	1.1	0.5	0.2	1.0	4.6

(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 齋藤 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)

シニアエコノミスト 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03) 3512-1837 yyajima@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 doihara@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)