

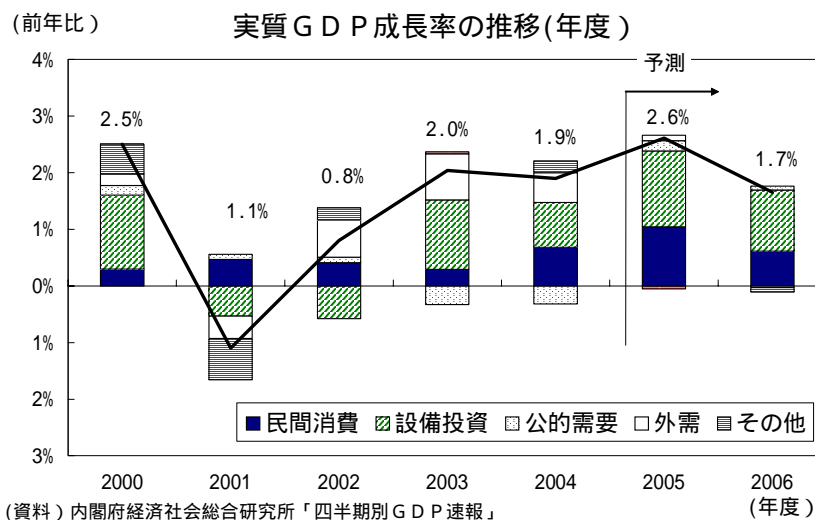
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

近づくデフレ脱却の時～2005・2006年度経済見通し

< 2005年度2.6%、2006年度は1.7%成長 >

1. 7-9月期の実質経済成長率は、国内需要が堅調で前期比0.4%（年率換算1.7%）となった。鉱工業生産は前期比減少が続いているが、企業の設備投資意欲は強く、雇用・所得環境の改善から消費も堅調で、2005年度の実質成長率は2.6%を確保しよう。
2. 米国経済はFRBによる利上げの効果などから、2006年末頃には潜在成長率と見られる3%程度に減速し、大幅な経常収支の赤字など不均衡は緩やかながら縮小に向かうと見られるが、急速な調整のリスクも高まっている。日本経済は輸出の鈍化等から、2006年度の成長率は実質では1.7%に低下するが、名目では2005年度と同じ1.5%となるだろう。
3. 2006年度のコアCPI上昇率は0.3%と見るが、2006年8月の基準年変更で下方修正となる見込み。量的緩和解除は、政府内の慎重論もあり、夏頃以降となる可能性が高い。



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/>

近づくデフレ脱却の時

1. 内需中心の成長が続く

(堅調な伸びとなった 7-9 月期 GDP)

7-9 月期の実質経済成長率は前期比 0.4%(年率換算 1.7%)で、4-6 月期の同 0.8%(年率 3.3%)の高成長からは減速したものの堅調な伸びとなり、4 四半期連続のプラス成長となった。民間消費、設備投資が増加を維持したことに加えて、住宅投資が 2004 年 10-12 月期以来の増加となり、公的固定資本形成も 2004 年末の災害に対する復旧事業のために増加したなど、内需は堅調であった。輸出の伸びが前期比 2.7%と若干低下し、輸入の伸びが 3.9%に高まったため、外需はマイナス寄与となった。

GDP の物価指数である GDP デフレーターは、前年同期比 1.1%の下落となり、4-6 月期の 0.9%から下落幅が拡大した。しかし、これは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ためである。国内需要デフレーターの下落幅の縮小傾向は続いており、緩やかなデフレの改善が続いていると判断される。

(堅調な内需の動き)

2005 年 9 月の失業率は 4.2%に低下し、有効求人倍率も 0.97 に上昇するなど、労働市場の需給は改善している。雇用者数の増加も、2004 年末頃までのパート雇用者の増加によるものから、フルタイムの雇用者の増加によるものへと、雇用の質も改善している。企業収益の改善を反映して、2004 年冬のボーナスが前年比 2.2%の増加となったのに引き続いて、2005 年夏のボーナスも 1.3%の増加となり、2005 年冬のボーナスの増加も期待できる状況にある。所定内賃金も 2005 年度に入ってから、増加が続いている。このため、雇用者報酬は 4-6 月期の前年同期比 2.0%増に引き続き 7-9 月期も 1.7%の増加となった。2007 年からの団塊の世代の定年退職に対応するために、企業の採用意欲は旺盛であり、労働市場の需給は当面改善が続くだろう。雇用・所得環境の改善を反映して、消費は当面堅調な動きが続くことが期待できる。

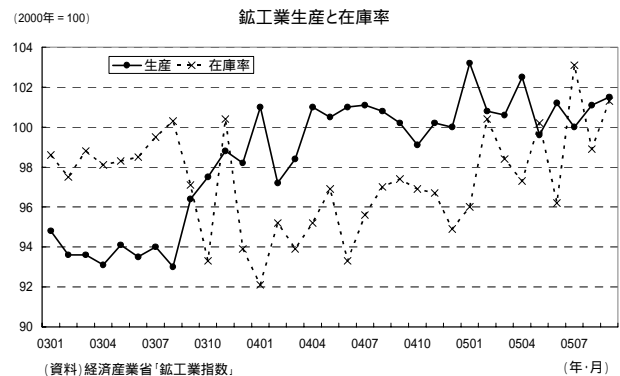
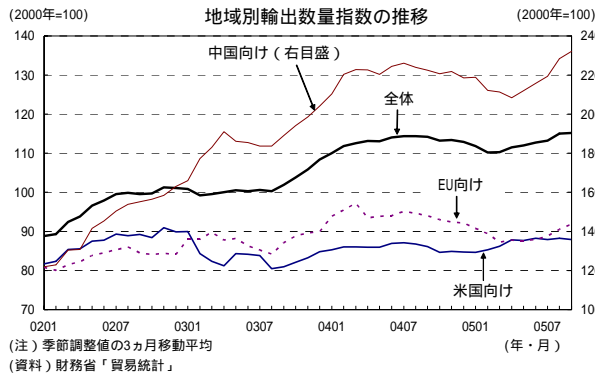
7-9 月期の民間設備投資は前期比実質 0.7%増と、4-6 月期の 3.4%増から伸びが低下したが、2005 年度下期にかけては再び伸びを高める可能性が高い。日銀短観(9 月調査)では、大規模・製造業の 2005 年度の設備投資計画が前年比 16.2%の増加となっているように、企業の設備投資意欲は強い。設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、7-9 月期は前期比 2.1%の増加であったことに加えて、10-12 月期も 6.2%の増加となっており、先行きも増加が続くことを示唆している。企業収益の増加を背景に設備投資意欲は堅調であり、当面設備投資の伸びは続くであろう。

2 . 2005 年度の経済 ~ 2.6% 成長に

(堅調だった海外経済)

米国経済は大型ハリケーンの被害による影響が懸念されたが、実質経済成長率は 4-6 月期の年率 3.3% から 7-9 月期は 3.8% に高まった。7-9 月期は自動車販売の好調から、4% 台の成長が見込まれていたことからすれば、ハリケーンの影響によって成長率は少し鈍化しているものの堅調である。順調な経済の拡大は、一方では原油価格の高止まりや住宅価格の上昇という問題ももたらしてきた。FRB はインフレ防止のため、昨年 6 月以降、FF レートの誘導目標を 1.0% から 4.0% にまで引き上げている。この効果から住宅価格にもこのところ鈍化の兆しが見え始め、消費への影響が懸念される状況となっている。しかし、623 億ドルもの補正予算が既に組まれているなど、ハリケーンの復興需要が当面米国の景気を下支えすることが期待できるだろう。

中国経済は設備投資の行き過ぎなど過熱が懸念されてきたため、2004 年半ばから政策的な減速が想定されていた。しかし 2005 年に入ると、経済成長率は前年同期比実質で 1-3 月期 9.4%、4-6 月期 9.5%、7-9 月期も 9.4% と再び高い伸びを続けている。ビルや住宅、工場の建設などの固定資産投資は、都市部では 1-9 月で前年同期比 27.7% 増となっており、伸び率は前年より若干低下しているが、引き続き経済成長率を大幅に上回り設備投資中心の成長が続いている。こうした動きを反映して、中国向け輸出数量は 2004 年半ばから一時落ち込んだが、2005 年春頃からは持ち直している。



2005 年に入って実質成長率が高まったにも関わらず、鉱工業生産は明確な増加傾向を示してこなかった。2001 年の米国 IT バブルの崩壊による急速な落込みから、2002 年初めに上昇に転じた鉱工業生産指数は、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。2005 年 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%、7-9 月期も 0.2% の低下となっている。しかし製造工業生産予測指数は、10 月は 2.4%、11 月は 1.9% の上昇となっており、最近の実現率のマイナス傾向を考慮しても横ばい状態を脱する可能性が高い。

(内需中心の経済成長)

2005 年度は、消費・設備投資の伸びから内需中心の高い経済成長が実現するだろう。輸出の伸びは実質 7.5%となるが、内需の増加を反映した輸入の伸びのため、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0.1%へと縮小しよう。設備投資は2004年度の実質5.1%の伸びから8.3%の増加へと伸びが高まり、消費は雇用・所得環境の改善を背景に1.2%から1.9%増へと伸びが高まるだろう。2004年度末に成立した補正予算の効果で、公共事業の減少幅が2004年度の15.1%から2.3%へと縮小することにより、公的需要が1.4%の減少から0.8%の増加となることも加わって、内需の寄与度は1.4%から2.5%へと高まろう。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2.6%へと高まるだろう。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%から2005年度は1.5%に拡大するだろう。

3 . 2006 年度には 1.7%成長に

(拡大する海外の不均衡)

米国経済は堅調だが、より長い目で見れば経済が抱えている不均衡を拡大させ、急速な調整が起こる危険性を高めている。米国の経常収支赤字幅は、4-6月期も名目GDPの6%を超える水準にまで達しているが、為替レートはドル高傾向が続いている。円ドルでは、原油価格の高騰などによる輸入価格の上昇が日本の経常収支黒字縮小に働いたことや、米国の金融政策の引き締めによる日米短期金利差の拡大を背景とした米国への資金流入が続くという見方が強まり、円安・ドル高の動きが続いて1ドル118円にまで下落した。ユーロ圏経済は回復の動きは見られるものの、米国との景況感や金利差が広がるとの見方からドル高・ユーロ安の動きとなっていたが、フランスでの暴動はこれに拍車をかけることになり1ユーロ1.17ドル台に下落している。こうしたドル堅調の動きは、原油価格の上昇による輸入金額の拡大に加えて、米国の貿易収支赤字を拡大させる方向に作用している。米国の住宅価格の上昇は、消費者が住宅を担保に消費支出を拡大することを可能にし、米国の経済成長を支えてきたが、このところ価格上昇の鈍化が見られるようになり、今後は逆に消費の足かせになる恐れが出てきた。ハリケーンの復興需要が2006年に入ると本格的に出てくるために、米国経済は当面この需要で下支えされるだろう。しかしこれは、財政赤字の縮小が進まないことや、原油価格の高止まり、経常収支赤字が縮小しないなどという弊害も持続させることになる。

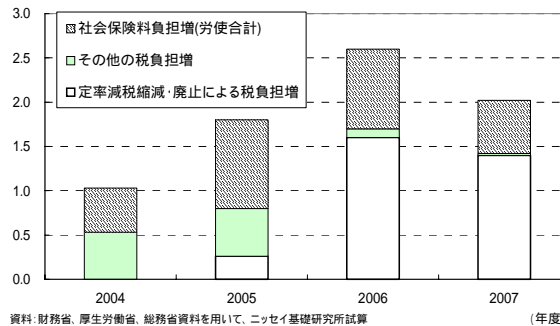
F R Bの利上げによって、2006年末ころまでには米国経済の成長率は潜在成長率並みの3%程度になり、原油価格の下落、経常収支赤字幅の縮小など、緩やかな不均衡の改善が始まるだろう。米中間の貿易不均衡に対して中国政府は緩やかな元の切上げを選択するものと考えられ、米国の対中貿易赤字の縮小に働くとともに、輸出の伸び低下から中国経済の成長も若干減速していくと

考えられる。しかし、米国の膨大な経常収支の赤字や財政赤字が海外からの資金流入でスムーズにファイナンスされなくなり、米国経済の急減速や急速なドルの下落によって調整が起こる危険性があることには、注意が必要である。

(負担増の影響)

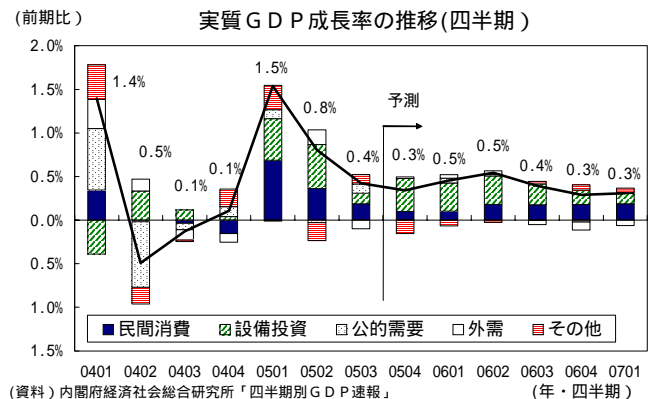
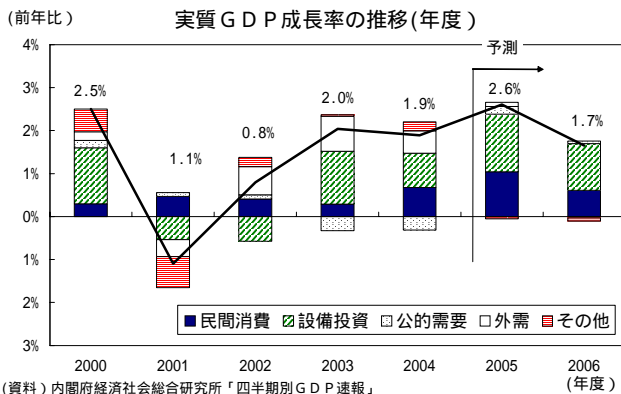
2006年度も企業収益の伸びは続くが、これまでの増加速度に比べれば緩やかなものとなり、設備投資の伸びは2005年度の実質8.3%増から6.4%増へと若干減速するだろう。失業率がさらに低下して4.0%となることなど雇用の改善が続き一人当たりの賃金は上昇するが、雇用者数の増加幅は縮小し、雇用者報酬の伸びは2005年度の1.6%から1.1%へと若干低下すると見込まれる。

(対前年度増加額・兆円) 制度改正による家計部門の負担増



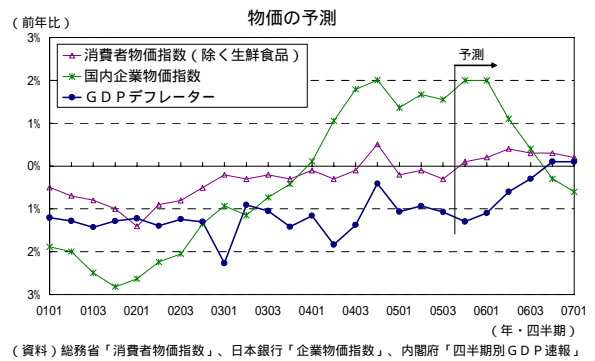
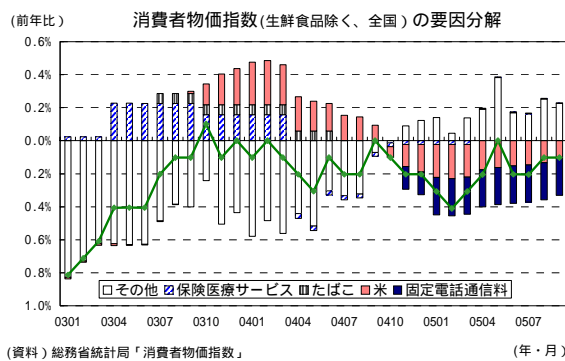
2004年度の年金制度改正により今後も毎年年金保険料が上昇していくことに加えて、2006年1月からは定率減税が縮小されることになっており、2007年からは定率減税が廃止されると見込まれること等による税負担増の効果が、2006年度には最も大きくなる。介護保険や医療保険も加えた家計部門の負担増は、景気回復を停止させるほどの規模ではないが、2006年度の消費の伸びを鈍化させる要因となるだろう。海外経済の減速による輸出の鈍化や、定率減税の縮小・廃止など各種負担の増加による消費の減速もあって、実質経済成長率は2005年度の2.6%という高い水準から2006年度には1.7%へと若干低下するが、日本の潜在成長率を上回るだろう。

また原油価格が落ち着くことによって輸入物価が下落し、GDPデフレーターの下落幅も2005年度の1.1%から0.2%へと縮小するだろう。この結果名目GDPの伸びは、2006年度も2005年度と同じ1.5%となるものと見込まれる。



(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0.1%の上昇、2006年1-3月期には0.2%のプラスになるだろう。2006年度には、電気料金の再引下げや診療報酬の改定が消費者物価を押し下げる特殊要因になることが見込まれる。しかし、2006年度も日本の潜在成長率と見られる1%台前半を上回る経済成長率が続き、需給ギャップが縮小して物価を上昇し易くすると考えられる。失業率の低下によって賃金が上昇し、サービス価格の上昇圧力となることや、これまでの原油価格上昇の影響が徐々に現われることから、消費者物価は年度平均で0.3%の上昇となると見込まれる。



消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の前年比が安定的にプラスという量的緩和解除の条件には、2006年8月に予定されている指数の基準年変更で消費者物価上昇率が下方に修正される可能性が高いことが、微妙な影響を与えるだろう。前回の1995年から2000年への基準年変更では、0.2~0.3%程度上昇率は下方修正となっている。

消費者物価指数採用品目の変化

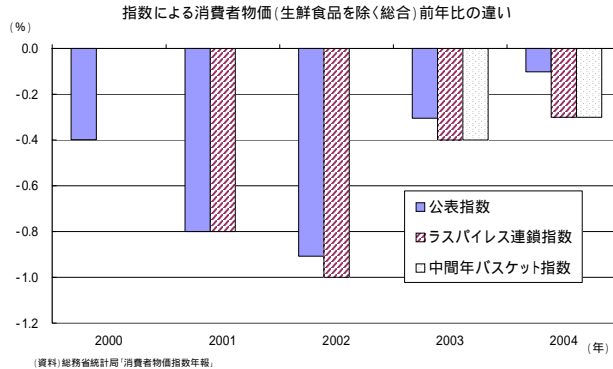
	廃止品目数	追加品目数	品目数	主な追加品目	主な廃止品目	注
1995年基準	18	37	580	普通乗用車(輸入品)、サッカー観覧料、ピザパイ(宅配)	魚肉ソーセージ、コンビーフ缶詰	
2000年基準	55	71	596	パソコン(デスク型)、パソコン(ノート型)、携帯電話通信用料	テープレコーダー、扇風機、電球	
2003年	0	2	598	パソコン用プリンタ、インターネット接続料		カメラの価格にデジタルカメラの価格を反映

(資料)総務省統計局ホームページ、経済企画庁「物価レポート2000」

過去は5年に一度しか行われなかった調査品目の追加が2003年に行われ、パソコン用プリンタとインターネット接続料が追加されているために、前回の基準年変更時よりも修正幅が小さくなる可能性が高い。日本銀行は、「わが国消費者物価指数の計測誤差」(日銀レビュー11月号)で上方バイアスは縮小方向にあるとして、基準年変更の結果を待たなくとも量的緩和解除が可能であることを示唆している。しかし、相対的に影響が大きい2品目の追加が行われたとはいえ、過去の基準年変更時の廃止・追加品目数と比べると追加品目数は少なく、指数を計算するウェイトの

変更の影響は避けられない。実際に基準年が変更された場合の影響は、金融政策変更にとって無視できない要因となろう。

公表されている消費者物価指数は、家計支出のウェイトを基準年に固定し計算されている。参考系列として、毎年ウェイトを更新する「ラスパイレス連鎖指数」と、基準年と比較年の中間に当たる年のウェイトを使った「中間年バスケット指数」が発表されている。



これらの指数による消費者物価上昇率は、公表数値よりも 0.1~0.2%低い(下落幅が大きい)。実際の消費者物価上昇率がゼロをかなり上回っていない限り、基準年変更の影響が量的緩和政策解除の判断に微妙な影響を与えることになる。日銀は量的緩和政策の解除に積極的な姿勢を見せているが、原油価格上昇の影響とはいえGDPデフレーターの下落幅が拡大したことと合わせて、政府からは金融政策の変更に慎重な意見が強まることが予想される。量的緩和政策解除は、基準年変更の影響がはっきりする夏頃以降になる可能性が高いだろう。

(12月9日に予定されている7-9月期第2次QEの発表を受けた見通しの修正は12月13日、欧米の見通しの詳細は12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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前期比年率、%	4.2	3.6	3.4	3.8	3.3	3.8	3.0	3.8	3.4	3.1	3.0
FFレイト誘導目標	期末、%	2.25	4.25	4.75	2.75	3.25	3.75	4.25	4.75	4.75	4.75	4.75
国債10年金利	平均、%	4.3	4.3	5.0	4.3	4.2	4.2	4.6	4.8	5.0	5.0	5.0

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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.8	1.4	1.9	1.3	1.1	1.4	1.7	1.8	2.0	1.9	1.9
ドル/ユーロ	ドル	1.24	1.25	1.23	1.31	1.26	1.22	1.20	1.20	1.22	1.24	1.26



日本経済の見通し (2005年7-9月期QE(11/11発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2005.9)

	2004年度 実績	2005年度 予測	2006年度 予測	05/4-6 実績	7-9 実績	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	2.6	1.7	0.8	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	2.2	1.4
内需寄与度	(1.4)	(2.5)	(1.7)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(2.1)	(1.2)
内、民需	(1.8)	(2.4)	(1.6)	(0.7)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(2.0)	(1.1)
内、公需	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
民間最終消費支出	1.2	1.9	1.1	0.7	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	0.6
民間住宅投資	2.1	0.9	1.0	2.1	1.5	1.0	0.3	0.0	0.4	0.4	0.2	1.7	0.7
民間企業設備投資	5.1	8.3	6.4	3.4	0.7	2.3	1.9	1.9	1.4	0.9	0.7	8.4	4.9
政府最終消費支出	2.7	1.7	1.6	0.3	0.3	0.1	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	1.6	1.3
公的固定資本形成	15.1	2.3	4.6	1.9	1.0	0.1	1.0	1.8	1.4	1.7	1.0	3.4	3.8
輸出	11.9	7.5	5.8	3.1	2.7	1.5	1.8	1.6	1.2	0.6	0.3	5.0	4.7
輸入	9.4	8.6	7.5	2.3	3.9	1.7	2.0	1.6	1.9	1.5	0.9	5.4	4.1
名目GDP	0.8	1.5	1.5	0.5	0.2	0.3	0.1	0.6	0.5	0.6	0.0	1.0	1.1

(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	1.3	3.2	0.4	0.2	1.5	1.3	0.8	0.6	0.4	0.3	1.5	3.2
国内企業物価(前年比)	1.5	1.8	0.2	1.7	1.6	2.0	2.0	1.1	0.4	0.3	0.6	1.6	0.1
消費者物価(前年比)	0.1	0.1	0.3	0.1	0.3	0.3	0.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0	0.2
経常収支(兆円)	18.2	16.7	15.6	17.2	17.1	15.8	16.5	15.3	15.0	15.7	16.4	15.4	15.9
(名目GDP比)	(3.6)	(3.2)	(3.0)	(3.4)	(3.3)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(2.9)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(3.1)
失業率(%)	4.6	4.2	4.0	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.0	4.0	4.0	4.3	4.1
住宅着工戸数(万戸)	119	125	124	119	128	127	126	125	124	123	123	120	119
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.5	1.5	1.8	1.3	1.3	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5	1.8
為替(円/ドル)	107	113	106	108	111	116	116	112	108	104	101	108	102
原油価格(ドル/バレル)	39	54	53	49	56	56	56	55	53	53	50	57	53
経常利益(前年比)	24.6	7.0	1.2	12.9	10.0	4.9	1.9	1.8	1.5	0.6	0.8	4.9	1.0

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値。経常利益の05/7-9は予測値。

(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 すずむ) (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證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)