



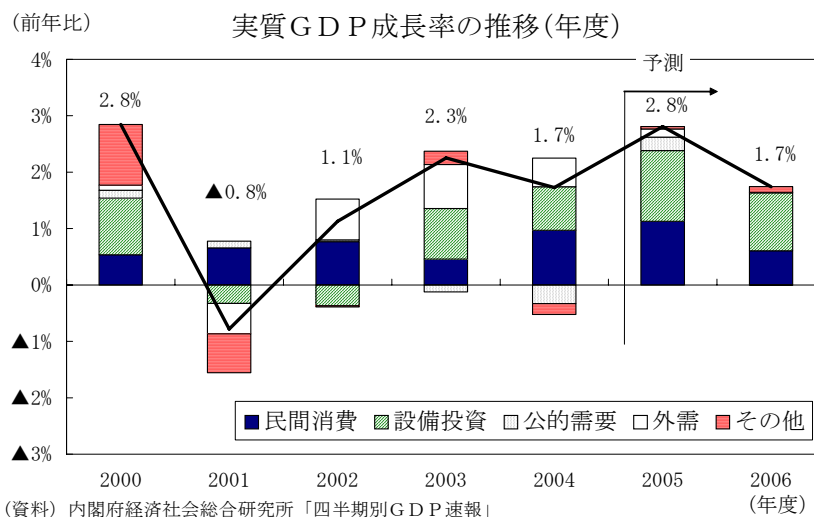
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 回復持続へのリスク～2次QE後経済見通し

＜実質成長率：2005年度2.8%、2006年度は1.7%に＞

1. 7-9月期のGDP（2次速報）は、実質成長率が前期比0.2%（年率1.0%）となった。11月に発表された1次速報（前期比0.4%、年率1.7%）からは下方修正となったが、その原因は民間在庫の寄与度が▲0.4%のマイナスとなったからである。消費、設備投資の堅調は変わらず、内需中心の成長が続いている。2005年度の実質成長率は2.8%となろう。
2. GDPは基準改定が行われ、名目GDPの水準が2004年度で約9兆円も下方修正された。設備投資の修正幅が特に大きく、その名目GDP比はこれまでよりも1%以上低下した。
3. 2006年度は、実質成長率が1.7%に減速するものの順調な景気回復が続くと見られる。リスク要因は、第一に円高や米国経済の減速など海外要因、第二には定率減税の縮小など負担増による消費の減速、第三には企業収益の伸び低下による設備投資の減速や株式市場の調整による心理的影響がある。



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

TEL : (03)3512-1800

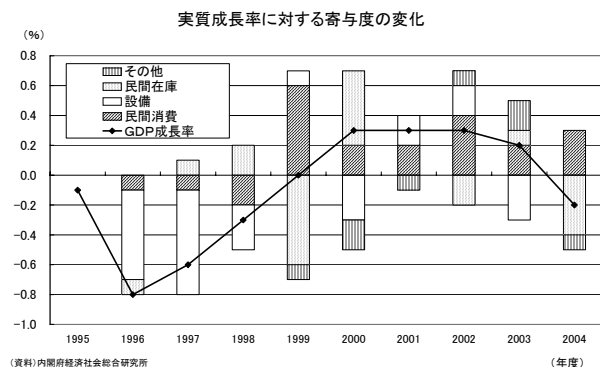
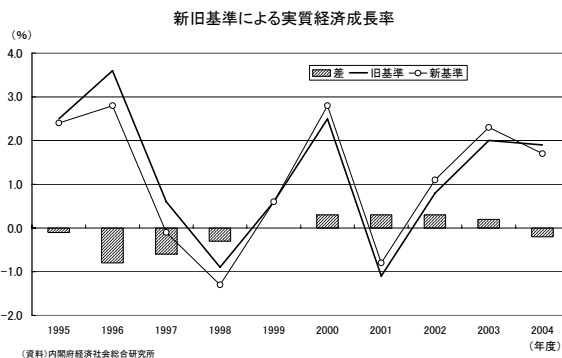
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## 回復持続へのリスク

### 1. 7-9 月期は前期比 0.2%成長

(基準改定とその影響)

GDP 統計（国民経済計算）は 5 年ごとに基準改定を行っており、本年はその年に当たる。通常の基準改定では、実質 GDP の価格を基準年の表示にする（基準年の GDP デフレーターを 100 とする）が、今回は 2004 年に実質化の方法をそれまでの固定基準年方式から連鎖方式に変更した際に、実質価格を 1995 年価格から 2000 年に変更したため、価格の参照年の変更はない。しかし、通例の基準改定で行われるように GDP の推計に用いられている産業連関表や国勢調査の結果を 1995 年から 2000 年へと最新のものと変更したことによる影響や、推計方法を一部変更したことによる影響が見られる。



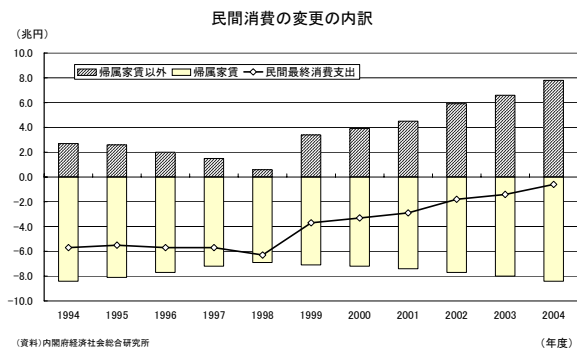
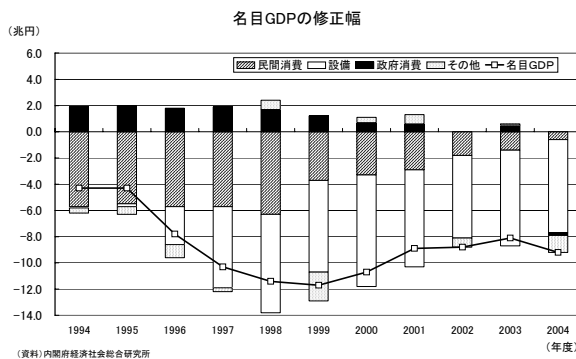
実質経済成長率の動きは基準改定によって大きく変わってはならず、過去の経済の動きのイメージはほとんど変わらないが、若干だが 1990 年代は下方に修正され 2000 年代は上方に修正される傾向が見られる。これは、90 年代には設備投資の下方修正幅が大きかったものが、2000 年代に入ると設備投資による下方修正傾向が目立たなくなるとともに、消費（民間最終消費支出）が上方修正される傾向が見られることが原因である。民間在庫投資の改定の方角や程度は年度によって異なっているが、経済成長率に対する民間在庫の寄与度の変化は大きい。

今回の基準改定で目に付く点は、名目 GDP の金額が大幅に下方修正された点である。最も修正幅が大きかった 1999 年度は 11.7 兆円下方に修正され、2004 年度も 9.2 兆円下方修正となっている。第一の要因は、設備投資の金額が大幅に下方に修正されたことである。当研究所の問い合わせに対して、内閣府は「推計に 2000 年の産業連関表を利用するようになったことが下方修正の原因である」と述べている。設備投資の名目 GDP 比は 1% 以上も低下しており、経済の状況に対する判断に大きな影響を与えることや、発表数値の信頼性といった点から考えれば、今後推

計方法の見直しが必要ではないだろうか。

政府最終消費支出については、社会資本の固定資本減耗が構成要素として計上されているが、この部分の推計方法が変更となった。1994年度には約2兆円上方修正となっているが、上方修正幅は次第に縮小する傾向にあり、2004年度は0.2兆円の下方修正となっている。

民間最終消費支出では、帰属家賃の推計方法が大幅に変更されたことが大きく影響している。これまで帰属家賃の推計は全国一律で行われてきたが、地域別に推計することによってこれまでよりも毎年8兆円程度も下方に修正されている。



一方、帰属家賃以外の消費については、上方修正になっている。1990年代は帰属家賃の変更の影響が大きく名目民間最終消費支出は5兆円程度もの下方修正となっているが、帰属家賃以外の部分の上方修正幅は次第に拡大しており、2004年度では8兆円に達して民間最終消費支出の修正幅はほぼゼロとなっている。

名目GDPが大幅に下方修正されているため、財政赤字の名目GDP比などこれまで経済規模との比較で議論されてきた数値がわずかだが変わることから、政策についての議論にも影響することも考えられる。

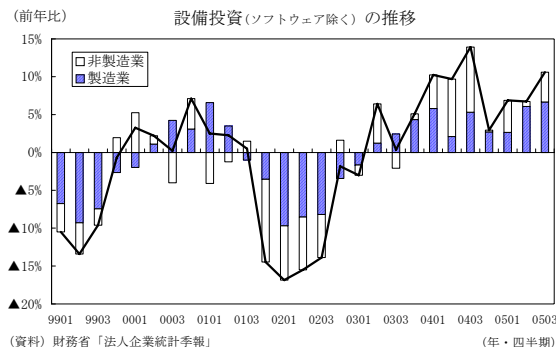
(7-9月期GDP～下方修正だが見方は変わらず)

内閣府が9日発表した2005年7-9月期のGDP2次速報値は、実質成長率は前期比0.2%（年率1.0%）、名目成長率は前期比▲0.2%（年率▲0.7%）となった。11月に発表された旧基準による1次速報値（実質：前期比0.4%、年率1.7%、名目：前期比0.2%、年率0.7%）から名目・実質成長率とも下方修正となった。

下方修正の主な要因は、民間在庫投資の実質成長率への寄与度が1次速報では0.0%だったものが2次速報では▲0.4%のマイナスとなったことである。実質成長率は下方修正となったものの、設備投資や消費は逆に上方修正となっており、内需中心の成長が続いているという判断を変更する必要はない。

5日に発表された7-9月期の法人企業統計調査では、全産業の設備投資（ソフトウェアを除く）は前年同期比10.6%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、1-3月期、4-6月期は伸びが鈍化した。7-9月期は2.1%の増加となり、10-12月期の受

注予測も 6.2%の伸びとなっている。9月は前月比▲10.0%の減少となったものの10月は4.8%の伸びとなっており、基調としては緩やかな伸びが続いていると考えられる。



雇用情勢の改善により失業率の低下や有効求人倍率の上昇が続いてきたが、10月の完全失業率は4.5%となり、9月の4.2%から大きく上昇した。この背景には、労働市場の改善によって、これまで非労働力化していた人々が職探しを始めることで失業者として顕在化してきたことがある。労働力人口は、99年以降前年比で減少が続いてきたが、9月には前年同月比43万人増加し10月も50万人の増加となっている。雇用者数は9月の前年同月比101万人増に続いて10月も95万人増加となっており、雇用情勢の改善傾向は続いていると判断される。

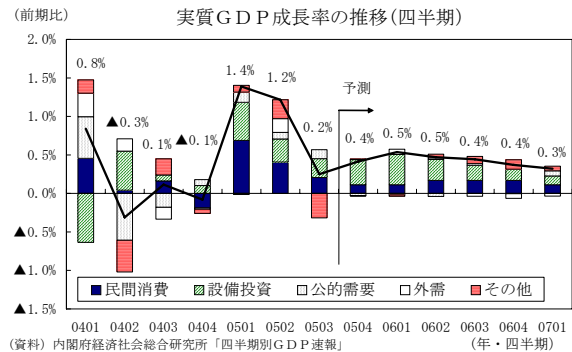
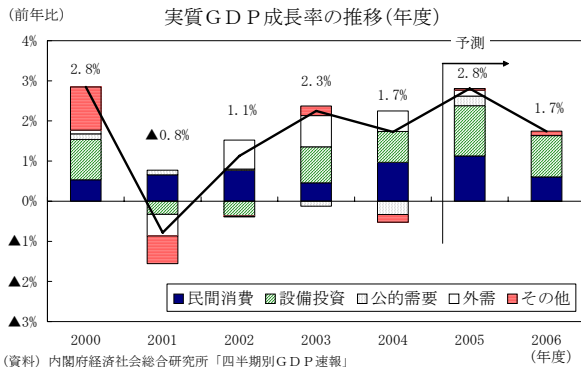
## 2. 2次QE後の見通し

(内需中心の成長が続く)

2次QEでは7-9月期の実質経済成長率が1次QEから下方に修正されたものの、内容的には悪いものではない。11月に発表した1次QE後の見通しの「当面内需中心の緩やかな成長が続く」という見方を修正する必要はないと考えている。

国内では、雇用・所得環境の改善から消費は堅調に推移すると予想される。企業の設備投資は企業業績の改善を背景に増加を続けると見られるが、増益幅の鈍化から伸びは2005年度の実質8.4%の増加から2006年度は6.6%に低下するだろう。また2006年度には定率減税の縮小など家計の負担増の影響で可処分所得の伸びが鈍化するため、消費の伸びも2005年度の実質2.0%の増加から1.1%へと低下するものの、内需中心の成長が続くだろう。

海外経済には、原油価格の高騰によるアジアや欧州経済の減速や中国経済の過熱など懸念が残っている。米国の成長率は、ハリケーンの影響が予想されていたが、7-9月期の実質成長率は年率4.3%に上昇した。米国の経済成長率はハリケーンの影響で10-12月期には一時的に低下するものの、復興需要などから2006年前半は高成長となるだろう。しかしその後は、これまでの利上げの効果などから、これまでの見通しどおり緩やかな減速を続けるものと考えられる。このため、2006年度に入ってから日本から米国向けの輸出の鈍化が起これ、2006年度の日本経済は2005年度よりも成長率が低下するだろう。実質成長率は、2005年度2.8%から2006年度には1.7%へと若干減速すると予測している。



### (2006年度のリスク)

足元の景気は、設備投資が企業業績の改善を背景に堅調を続け、雇用・所得環境の改善から消費も力強さを回復してきたことから、当面堅調な推移が予想される。

2006年度の景気が悪化するリスク要因としては、第一に海外経済環境の悪化があげられる。為替レートは1ドル120円を超える水準にまで円安が進んでいるが、この背景には米国の雇用創出法によって海外での企業の利益が米国へ送金されるという動きがあったことと、日米金利差が拡大するという予想がある。しかし、雇用創出法は12月で期限が切れ、2006年に入ると米国への海外からの資金還流も縮小すると考えられる。また、FRBの利上げも5月頃には打ち止めとなると見込まれる一方で日本の量的緩和解除が実現すれば、日米金利差はむしろ縮小に向かうという予想からドルが売られ円高が進む可能性が高い。米国の双子の赤字問題は依然として拡大したままであり、為替の大幅修正による問題解決という可能性は残っている。

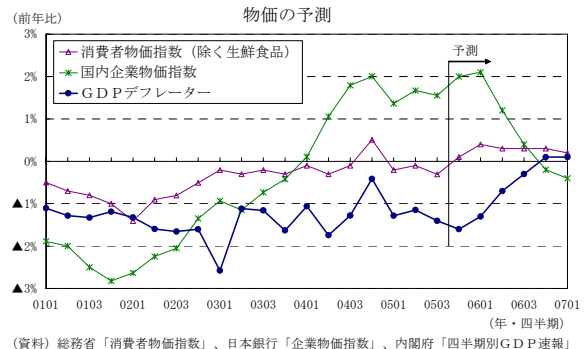
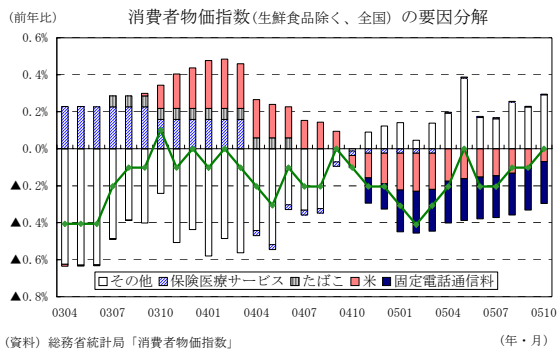
第二には、2006年から定率減税が縮小され、2007年には廃止が確実であることなど、家計の負担増の影響が考えられる。現時点では2006年度の負担増は2兆円程度と推計され、雇用・所得環境の改善による賃金上昇によって十分吸収されると予想しているが、負担増による消費の減速の恐れは残っている。

第三のリスクは、企業収益の伸び鈍化による影響である。設備投資の伸びは企業業績の改善によって支えられてきたものであり、これまで増益に寄与してきた人件費が減少から増加に転じることなどによって収益の伸びが鈍化すれば、設備投資の伸び抑制に繋がる恐れもある。また増益幅の縮小が株式市場に影響を与え、企業や家計に心理的な悪影響を与える恐れもある。株式市場は誤発注問題を契機に一時調整したものの、日経平均株価は1万5000円程度を維持している。秋以降の株価の上昇は急速であったが、企業業績は増益が続いているとはいえ、その速度は鈍化している。株式市場はここまで先行きの企業収益改善をかなり織り込んでいると考えられ、企業業績の改善鈍化によって調整も懸念される。



(不透明性増す量的緩和解除の行方)

10月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は、前年同月比がゼロとなり、量的緩和解除に関する議論がヒートアップしてきた。



日銀は、2003年10月の金融政策決定会合において量的緩和政策を解除する条件の明確化を行った。これは、(1) 消費者物価指数の前年比上昇率が基調的にゼロ%以上、(2) 消費者物価指数の前年比上昇率が先行き再びマイナスとなると見込まれない、(3) 経済・物価情勢によっては量的緩和政策を継続、という3項目から成っている。

これまで消費者物価の押し下げ要因となってきた固定電話通話料引下げの影響が消えていくため、文字通り解釈すれば、2006年に入って消費者物価指数の前年比が明確なプラスを続けるようになれば、量的緩和の解除条件がそろうことになる。

しかし、政府や与党側からは、GDPデフレーターが下落を続けていることなどから量的緩和解除を牽制する発言が相次いでいる。また、本見通しのように原油価格の下落を見込めば、ガソリンなど石油製品の価格上昇という一時的要因が2006年末頃には逆に消費者物価を押し下げる方向に働くようになる可能性もある。

日銀としては、いったん消費者物価指数を量的緩和解除の判断基準とした以上、指標をGDPデフレーターなどに変更することは信認を揺るがすことになるためにできないだろう。日銀としては、政府・与党の圧力に屈したという形は避けたいものの、2000年のゼロ金利解除のような政府との正面衝突も望んでいない。水面下で政府と日銀の両者が妥協可能なタイミングと量的緩和解除の仕方を模索する動きが続くだろう。これまでの見通しのおり、量的緩和の解除は消費者物価指数の基準改定が行われる夏以降となる可能性が高いと見られる。

(米国、欧州の経済見通しは今週末12月16日(金)のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します。)



# 日本経済の見通し (2005年7-9月期2次QE(12/9発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2005.11)

	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	1.7	2.8	1.7	1.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	2.6	1.7
内需寄与度	(1.3)	(2.7)	(1.7)	(1.1)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(2.5)	(1.7)
内、民需	(1.6)	(2.5)	(1.8)	(1.0)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(2.4)	(1.6)
内、公需	(▲0.3)	(0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
外需寄与度	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(▲0.0)
民間最終消費支出	1.7	2.0	1.1	0.7	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	1.9	1.1
民間住宅投資	1.7	▲0.5	1.0	▲2.1	1.6	2.1	0.2	▲0.4	▲0.5	0.3	0.1	▲0.9	1.0
民間企業設備投資	5.4	8.4	6.6	2.4	1.6	2.1	2.5	1.7	1.2	0.9	0.7	8.3	6.4
政府最終消費支出	1.8	1.6	1.4	0.2	0.6	0.0	0.4	0.2	0.5	0.4	0.4	1.7	1.6
公的固定資本形成	▲12.4	▲0.6	▲5.3	1.1	0.3	▲0.7	▲2.0	▲1.5	▲1.6	▲1.6	▲0.2	▲2.3	▲4.6
輸出	11.4	7.4	6.2	3.1	2.7	1.6	2.1	1.6	1.2	0.8	0.5	7.5	5.8
輸入	8.7	7.9	7.6	2.2	3.3	2.0	2.0	1.8	1.8	1.5	0.9	8.6	7.5
名目GDP	0.5	1.4	1.5	0.9	▲0.2	0.2	0.2	0.7	0.4	0.6	0.1	1.5	1.5

(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	1.2	0.8	0.6	0.4	0.3	1.3	3.2
国内企業物価 (前年比)	1.5	1.8	0.2	1.7	1.6	2.0	2.1	1.2	0.4	▲0.2	▲0.4	1.8	0.2
消費者物価 (前年比)	▲0.1	▲0.1	0.3	▲0.1	▲0.3	▲0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	▲0.1	0.3
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.2	0.1	0.3	▲0.1	▲0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.0	0.3
経常収支 (兆円)	18.2	16.7	15.7	17.2	17.1	15.8	16.5	15.3	15.0	15.8	16.5	16.7	15.6
(名目GDP比)	(3.7)	(3.3)	(3.1)	(3.4)	(3.4)	(3.1)	(3.3)	(3.0)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.0)
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	4.2	4.0
住宅着工戸数(万戸)	119	125	124	119	128	127	126	125	124	123	123	125	124
10年国債利回り (店頭基準配)	1.5	1.4	1.8	1.3	1.3	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5	1.8
為替 (円/ドル)	107	113	110	108	111	118	116	114	112	109	106	113	106
原油価格 (ドル/バレル)	39	54	53	49	56	56	56	55	53	53	50	54	53
経常利益 (前年比)	24.6	6.2	1.2	12.9	6.6	4.9	1.9	1.8	1.5	0.6	0.8	7.0	1.2

(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)

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)