

# REPORT I

## 2005・2006年度経済見通し

- 近づくデフレ脱却の時 -

経済調査部門 櫛 浩一  
haji@nli-research.co.jp

### 1. 内需中心の成長が続く

2005年7-9月期の実質経済成長率は前期比0.2%（年率換算1.0%）で、4-6月期の同1.2%（年率5.0%）の高成長からは減速したものの堅調な伸びとなり、3四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3.3%に高まったため、外需の寄与度は0.0%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1.4%の下落となり、4-6月期の1.2%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。

労働市場の需給も改善している。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1.6%増に引き続き7-9月期も1.3%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1.6%増と、4-6月期の2.4%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。日銀短観からは企業の設備投資意欲の強さが窺われ、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月期の見通しも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。

なお、GDPについては本年12月に基準改定

が行われた。GDPは5年ごとに基準改定を行っているが、2005年はその年にあたり、旧基準と比較すると、名目GDPの水準は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、設備投資の名目GDP比は旧基準よりも1%以上も低下している。

## 2. 2005年度の経済～2.8%成長に

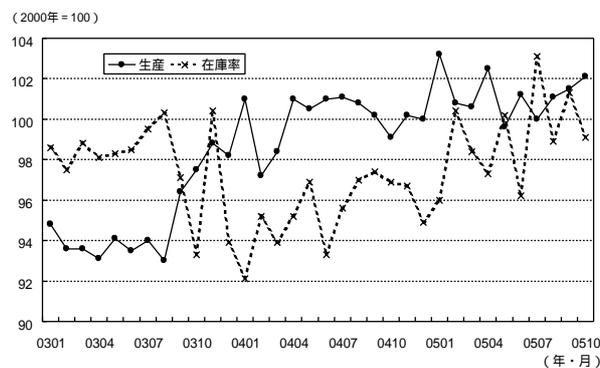
米国経済は大型ハリケーンの被害による影響が懸念されたが、実質経済成長率は4-6月期の年率3.3%から7-9月期は4.3%に高まった。順調な経済の拡大は、一方では原油価格の高止まりや住宅価格の上昇という問題ももたらしてきた。FRBはインフレ防止のため、昨年6月以降、FFレートの誘導目標を1.0%から4%台にまで引き上げている。この効果から住宅価格にもこのところ鈍化の兆しが見え始め、消費への影響が懸念される状況となっている。しかし、623億ドルもの補正予算が既に組まれているなど、ハリケーンの復興需要が当面米国の景気を下支えすることが期待できるだろう。

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1-10月で前年同期比27.6%増となっており、経済成長率を大幅に上回る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。

日本経済は2005年に入って実質成長率が高まったにもかかわらず、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10月は前月比0.6%の上昇となったことや、製造工業生産予測指数が、11月は4.6%、12月は0.6%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。

図表 - 1 鉱工業生産指数と在庫率



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7.4%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5.4%の伸びから8.4%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1.7%から2.0%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12.4%から0.6%へと縮小することにより、公的需要が1.4%の減少から1.0%の増加となることも加わって、内需の寄与度は1.3%から2.7%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1.7%から2.8%へと高まるだろう。原油価格の上昇による輸入デフレターの上昇がGDPデフレターを押し下げるため、GDPデフレターの下落幅は2005年度は1.3%と2004年度の1.2%から拡大するものの、内需デフレターの下落幅は2004年度の0.7%から0.5%に縮小する。名目成長率は2004年度の0.5%から2005年度は1.4%に拡大するだろう。

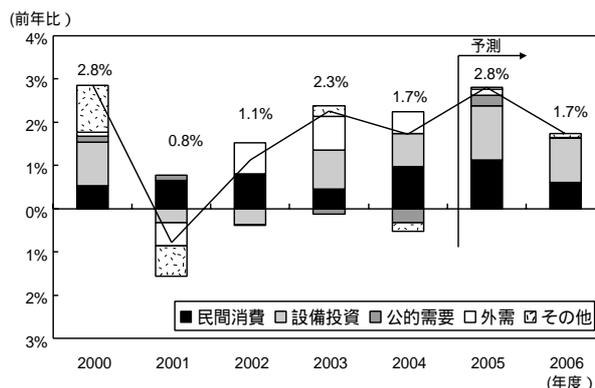
### 3. 2006年度には1.7%成長に

#### (1) 内需中心の成長が続く

2006年度にかけても、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。米国の経済成長は、ハリケーンの影響で2005年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、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り、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される。

図表 - 2 実質GDP成長率の推移(年度)



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

#### (2) 2006年度のリスク

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。

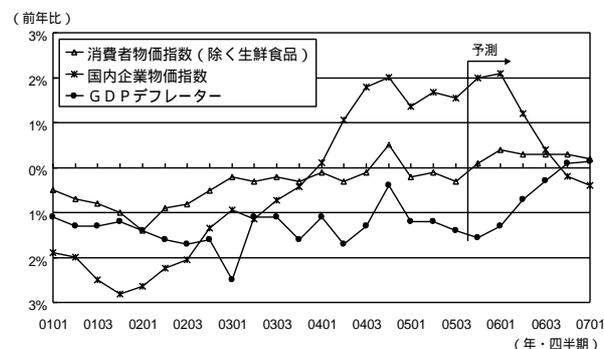
### (3) 量的緩和解除はいつか

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0.4%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。

図表 - 3 物価の予測



(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、内閣府「四半期別GDP速報」

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、指数を計算するウエ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、家計支出のウエイトを基準年に固定し計算されている。参考系列として、毎年ウエイトを更新する「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エイトを使った「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。

### 米国経済の見通し

	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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	4.2	3.6	3.5	3.8	3.3	4.3	3.2	3.8	3.4	3.1	3.0
個人消費	"、%	3.9	3.6	3.0	3.5	3.4	4.2	1.4	3.3	3.1	3.1	3.0
設備投資	"、%	9.4	8.9	9.1	5.7	8.8	8.8	8.7	11.7	8.5	7.3	6.7
在庫投資	寄与度	0.4	0.3	0.2	0.3	2.1	0.4	1.3	0.3	0.2	0.1	0.0
純輸出	寄与度	0.7	0.3	0.2	0.4	1.1	0.3	0.8	0.2	0.2	0.3	0.2
消費者物価	前年同期比、%	2.7	3.4	2.5	3.0	2.9	3.8	3.8	3.6	2.9	2.0	1.5
失業率	平均、%	5.5	5.1	4.9	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9
FFレト誘導目標	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	4.9	4.3	4.2	4.2	4.5	4.7	4.9	5.0	5.0

### 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)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.8	1.5	1.9	1.2	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	1.8	1.8
内需	寄与度%	1.7	1.5	1.7	1.5	1.7	1.5	1.2	1.7	1.6	1.6	1.9
民間最終消費支出	前年比%	1.4	1.3	1.5	1.3	1.4	1.5	1.0	1.3	1.5	1.5	1.7
固定資本形成	"	1.7	2.4	2.7	1.3	1.9	3.1	3.1	3.5	3.2	2.1	2.2
外需	寄与度%	0.1	0.0	0.2	0.3	0.5	0.1	0.6	0.3	0.5	0.2	0.1
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	2.2	2.1	2.0	2.0	2.3	2.4	2.3	2.2	2.0	2.0
失業率	平均、%	8.9	8.5	8.1	8.8	8.6	8.4	8.3	8.2	8.1	8.0	8.0
ECB市場介入金利	期末値、%	2.00	2.25	2.50	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.24	1.20	1.31	1.26	1.22	1.18	1.18	1.19	1.20	1.22

# 日本経済の見通し

(単位、%)

	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
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
				5.0	1.0	1.7	2.2	1.9	1.8	1.5	1.3
				2.6	2.9	3.1	2.7	1.6	2.0	1.6	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)
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)
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)
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)
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
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
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
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
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
輸出	11.4	7.4	6.2	3.1	2.7	1.6	2.1	1.6	1.2	0.8	0.5
輸入	8.7	7.9	7.6	2.2	3.3	2.0	2.0	1.8	1.8	1.5	0.9
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

(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
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
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
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
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
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
(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)
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
住宅着工戸数(万戸)	119	125	124	119	128	127	126	125	124	123	123
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.5	1.4	1.8	1.3	1.3	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
為替(円/ドル)	107	113	110	108	111	118	116	114	112	109	106
原油価格(ドル/バレル)	39	54	53	49	56	56	56	55	53	53	50
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

(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