

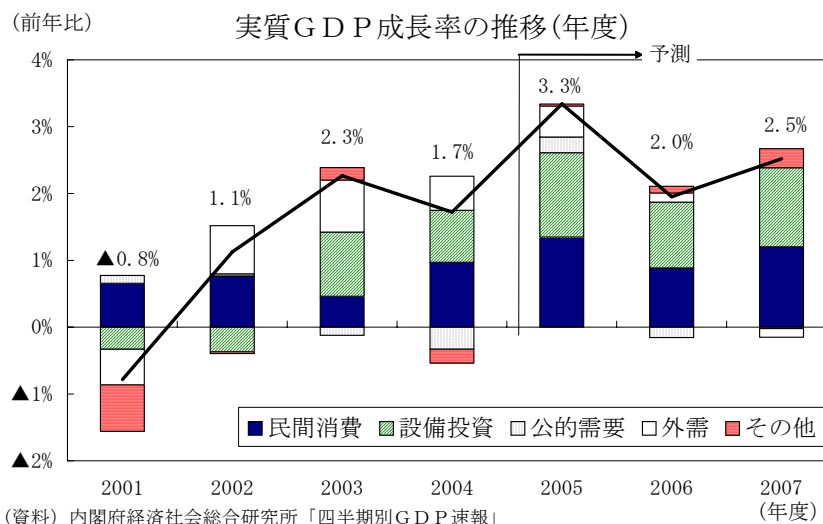
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

拡大持続に必要な家計所得増～2006・2007年度経済見通し

<2006年度 2.0%、2007年度は 2.5%成長>

- 10-12月期の実質経済成長率は前期比1.4%の高成長となった。鉱工業生産は明確な増加基調を示しており、景気は明確に踊り場を脱した。消費・設備投資の増加から2005年度の実質成長率は3.3%に達するだろう。日本の家計貯蓄率は急速に低下しており、消費の持続的増加が続き内需中心の景気拡大が続くためには家計所得の増加が必要である。
- 2006年度の実質成長率は2.0%に低下するが、2007年度は消費税率引き上げ前の駆け込み需要で2.5%となろう。米国の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残る。
- コアCPI上昇率は2006年度0.4%、2007年度0.7%となりデフレ脱却が実現する。量的緩和政策は4月末頃に解除され、2007年度末にはコールレートは0.5%となろう。



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

TEL : (03)3512-1800

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

経済政策転換の時

1. 踊り場を完全に脱却～2005年度3.3%成長

(高成長となった10-12月期GDP)

10-12月期の実質経済成長率は前期比1.4%（年率換算5.5%）という高成長となった。民間消費の伸びが高まったことに加えて設備投資は増加を維持し、内需は堅調であった。外需の寄与度は、7-9月期にゼロとなり、10-12月期には0.6%と大きく変動している。これは特殊要因により7-9月期に輸入の伸びが3.2%に高まり、10-12月期はこの反動で輸入が減少したためである。アジア向けを主体に輸出の伸びが続いており、外需も堅調が続いている。

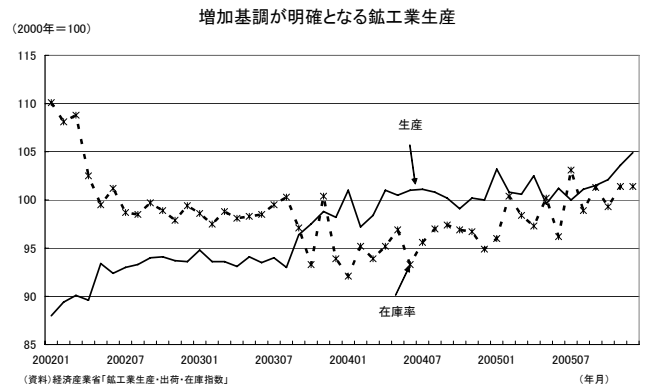
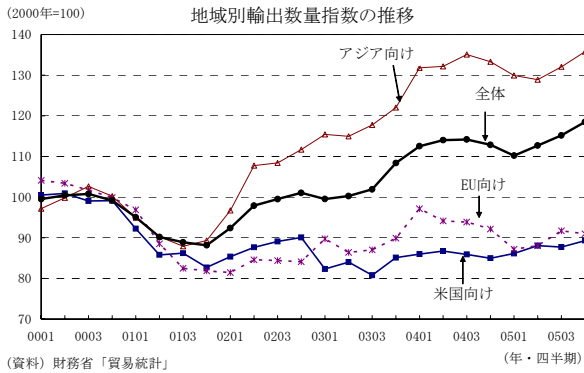
2005年12月の有効求人倍率は13年ぶりに1倍を回復したなど、労働市場の需給は改善している。毎月勤労統計によれば2005年の現金給与総額は前年比0.6%増となり5年ぶりに前年比で増加となった。雇員報酬は7-9月期の前期比0.2%増から10-12月期は冬のボーナスの増加などから0.8%の増加に加速した。団塊の世代の大量定年退職を控えて新卒者の採用市場の逼迫感が生じているなど、労働市場の需給は当面改善が続くだろう。雇用・所得環境の改善を反映して、消費者心理は改善しており、消費は当面堅調な動きが続くことが期待できる。

GDPの物価指数であるGDPデフレーターは、7-9月期の前年同期比マイナス1.3%からマイナス1.6%へと下落幅が拡大した。しかし、これはデフレの悪化を意味するわけではない。GDPデフレーターの計算では国内生産の価格変化のうち輸入品の価格上昇による部分が控除される。原油価格の上昇などから輸入デフレーターは前期の7.6%から13.3%へと拡大したため、GDPデフレーターは下落幅が拡大した。国内需要デフレーターも7-9月期のマイナス0.5%からマイナス0.6%へとわずかに下落幅が拡大したが、これは2004年10-12月期に生鮮食品の価格上昇という一時的要因によって、民間消費支出デフレーターが押し上げられていたことの反動である。

(明確となった踊り場脱却)

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、中国の経済成長率は再び高い伸びを続けてきている。日本からの中国向け輸出数量は2004年半ばから一時落ち込んだが、2005年春頃からは増勢に転じ、日本全体の輸出もアジア向けを中心に持ち直している。

鉱工業生産指数は、2005年夏頃までは足踏み状態を続けていたが、10-12月期には前期比2.6%の上昇となり、月々の動きを見ても12月が前月比1.3%の上昇となって5ヶ月連続の上昇となるなど横ばい状態を脱した。10-12月期の実質経済成長率が前期比1.4%の高成長となったことと併せて、景気は昨年夏頃までの踊り場状態を完全に脱したと考えられる。

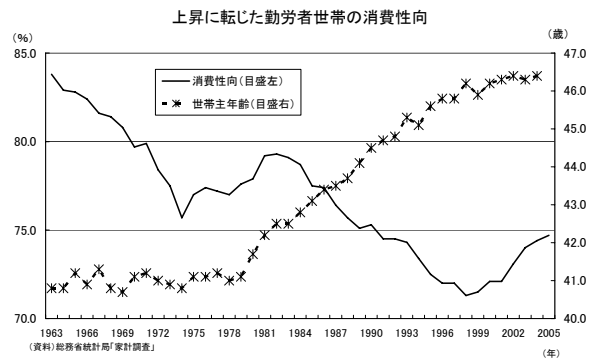
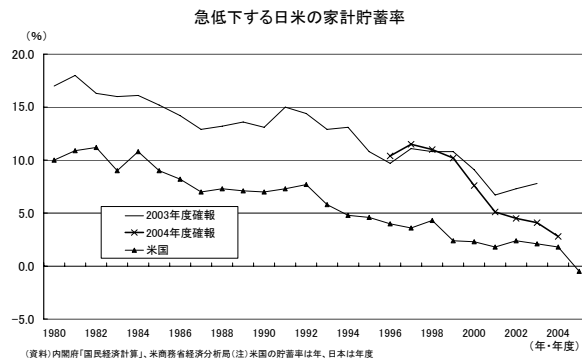


10-12月期の民間設備投資は前期比実質1.7%増と、7-9月期の1.8%増に続き堅調な伸びを続けている。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、10-12月期は前期比4.1%の増加となっており、1-3月期の見通しも1.3%増と先行きも設備投資の増加が続くことを示唆している。企業収益の増加を背景に設備投資意欲は堅調であり、当面設備投資の伸びは続くであろう。消費・設備投資ともに堅調で、日本経済は内需中心の成長が続くことが期待できるだろう。

2. 消費拡大に必要な所得の伸び

(急低下する家計貯蓄率)

内閣府が1月に発表した2004年度の家計貯蓄率は2.8%であった。2004年末に発表された基準改定前の2003年度の確認では、2003年度の家計貯蓄率は7.8%とされていたが、今回の改定で4.1%へと大きく下方修正され、2004年度はさらに貯蓄率が低下していることが明らかになった。

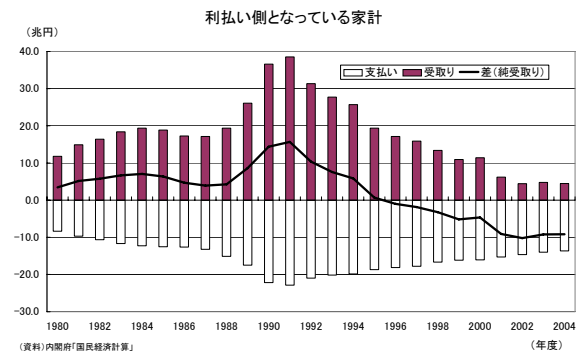
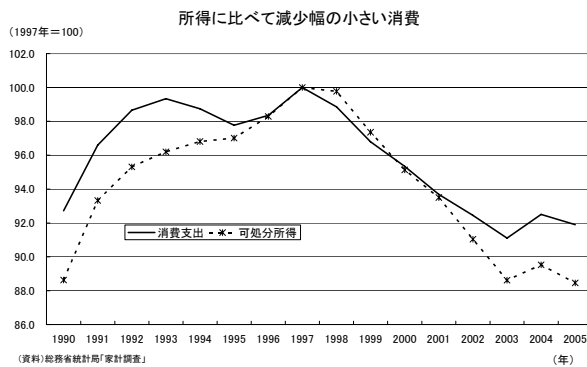


国民経済計算ベースの家計貯蓄率の低下は、長期的に見れば人口構造の高齢化によるものである。また厚生年金の支給開始年齢引上げなどの影響で、高齢者世帯の貯蓄の取り崩しが拡大していることも貯蓄率の低下を加速している。

これに加えて最近の家計貯蓄率の低下には現役世代の貯蓄率低下も寄与している。家計調査の勤労世帯では、2005年10-12月期の消費性向は66.1%となり前年同期の64.2%から1.9%ポイント上昇し、貯蓄率（家計調査の用語では「黒字率」）は低下した。世帯主年齢の上昇などから家計調査の消費性向は低下傾向をたどってきたが、1990年代終わり頃からは上昇傾向に変わっている。

（消費拡大に必要な家計所得の伸び）

最近の消費性向の上昇は消費者マインドの改善の結果でもあるが、消費性向の上昇による消費拡大が長期間続けばストックとしての貯蓄の不足が消費抑制要因となる恐れもある。家計の可処分所得と消費支出を、1997年を100として比べると、ここ数年は可処分所得の減少に比べて消費の減少は小幅にとどまっている。この裏側では貯蓄が減少し、家計の老後に向けた貯蓄形成が過去に比べて遅くなっているはずである。今後想定される年金などの社会保障給付の削減を考えれば、家計の自助努力の必要性はこれまでよりもむしろ高まるはずである。現役世代が貯蓄を減少させていくことは困難で、消費が今後増加を続けていくためには、家計所得の伸びが必要である。



GDP ベースでの家計貯蓄率低下の一つの原因は、超低金利によって家計が受け取る利子所得が減少し、住宅ローンなどの利子の支払いを考慮すると、ネットでは家計が利子の支払い側に回っていることにある。家計が受け取った利子は、1991年度には38.5兆円あったが2004年度には4.5兆円に減少している。一方支払った利子は、1991年度の22.8兆円から2004年度に13.6兆円に減少したものの、受け取った利子の縮小幅に比べて減り方が小さく、ネットでは15.7兆円の受取りから9.2兆円の支払い超過になっている。

量的緩和政策など金利を超低水準に維持する経済政策は、バブル崩壊によって過剰債務状態に陥った企業部門や多額の不良債権処理を迫られた金融機関の救済という意味があった。この結果として家計は利子所得の大幅な減少という負担を強いられてきたことになる。しかし、企業部門の過剰債務問題は全体で見ればほぼ解消し、金融機関の不良債権問題も概ね解決した。大手銀行の不良債権比率は政府が目標としてきた、2%台になり、上場企業の利益は最高益となっている。バブル崩壊による企業の負担を軽減し、家計に負担を求めるといふ経済政策は方向性の転換時期に至っているのではないだろうか。

3. 2006年度2.0%成長、2007年度は駆け込みで加速

(くすぶる海外の不安要因)

米国経済の実質経済成長率は、7-9月期の4.1%から10-12月期には年率1.1%に大きく鈍化した。7-9月期の自動車販売急増の反動が主因である。FRBがインフレ防止のため、2004年6月以降、FFレートの誘導目標を1.0%から2006年1月には4.5%にまで引き上げているにも関わらず、米国の消費は堅調である。ハリケーンの復興需要が2006年に入ると本格的に出てきて景気を下支えすることもあって、2006年前半は比較的高い成長が続くだろう。また過熱が懸念された中国経済も再び高成長を続けており、アジア経済全体が好調となっている。

しかし中国の高成長は米国への輸出に依存している部分が多く、対米貿易の大幅な黒字を生み出して米国との間での摩擦を生んでいる。とりわけ2006年は米国の中間選挙の年にあたり、貿易摩擦が政治問題化しやすい。米中間の貿易不均衡に対して米国内から元の切上げを求める声があるが、中国政府も緩やかな元の切上げを選択するものと考えられる。昨年夏に元の改革が行われて以降、元の上昇幅はごくわずかだったがこのところ上昇速度が若干拡大する動きを示している。元の上昇は米国の対中貿易赤字の拡大防止に働くとともに、中国の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。またFRBはFFレートを5%にまで引き上げると見ており、2007年初には米国経済の成長率は2%台後半に低下し、原油価格の下落、経常収支赤字幅の拡大停止など、緩やかな不均衡の改善が始まるだろう。

日米金利差の拡大を背景に円は対ドルで軟調を続けてきたが、米国の利上げ終了と日本の量的緩和解除、緩やかな利上げの開始によって日米の金利差は縮小方向に動き出す。元の緩やかな上昇によるアジア通貨全体の上昇の動きも加わって、円は対ドルで上昇に転じるだろう。

しかし、こうした不均衡改善の動きが本格的になる前に、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、依然として注意が必要である。

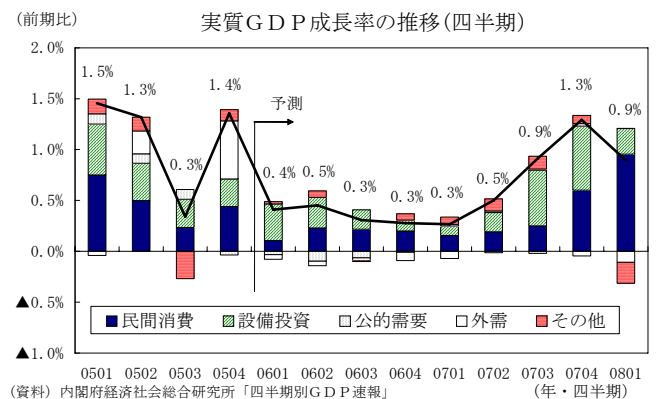
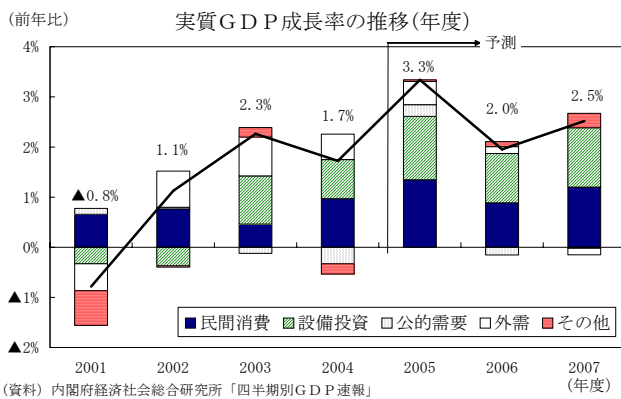
(2007年度には駆け込み需要発生)

雇用情勢の改善から一人当たりの賃金が上昇し、雇用者数の増加も見込めることから、雇用者報酬の伸びは2005年度の1.6%に続いて2006年度も1.8%となると見込まれる。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・2007年の定率減税縮小・廃止等による税負担増の影響は、2006年度に最も大きくなるが、介護保険や医療保険も加えた家計部門の負担増を考慮しても、雇用環境の改善を背景とした雇用者報酬の伸びが上回り、家計の可処分所得は増加して消費の伸びを支えることが可能だ。しかし、これまで下落を続けてきた消費者物価が上昇に転じることから、家計可処分所得の実質的な伸びは2005年度に比べれば低下することになり、実質消費の伸びの低下をもたらすだろう。

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経常利益の伸びは緩やか

なものとなり、設備投資の伸びは 2005 年度の実質 8.5%増から 6.3%増へと若干減速すると見られる。海外経済の減速による輸出の伸びの減速や、物価上昇率の上昇による実質消費支出の増加速度低下もあって、実質経済成長率は 2005 年度の 3.3%という高い水準から 2006 年度には 2.0%へとやや低下するだろう。

本予測では 2008 年度に消費税率が 2%引き上げられることを想定した。このため 2007 年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生し、成長率が高まると予想している。民間最終消費支出が 2006 年度の実質 1.6%増から 2007 年度には 2.2%の増加となるだけでなく、民間住宅投資も 2006 年度の 1.8%増から 6.2%増へと伸びが高まると見られる。また設備投資にも駆け込み需要が発生するため、民間企業設備投資は 2006 年度の 6.3%の増加から 7.3%の増加へと加速するだろう。こうした駆け込み需要によって 2007 年度の実質経済成長率は 2.5%となると予想する。

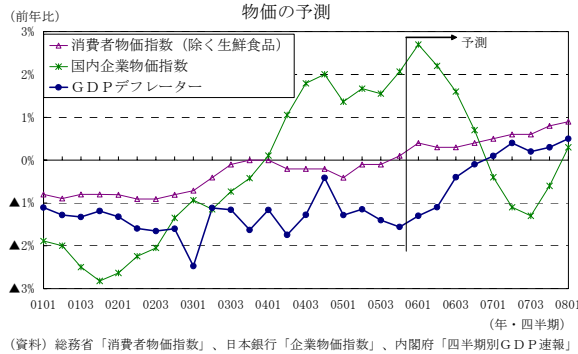


(デフレ脱却の実現)

米国の利上げ継続によって米国経済は緩やかに減速し、原油価格は高水準ながら上昇は一服すると予想され、2006 年初に 1 バレル 60 ドルにまで上昇した原油価格は、2008 年初には 1 バレル 50 ドルにまで下落すると見込んだ。このためガソリンや電気・ガス代などの上昇による物価上昇圧力は弱まる。しかし、2006 年度の成長率は若干減速するが、1%台の半ばと見られる現在の潜在成長率を上回る水準となり、需給ギャップの縮小は続く。失業率の低下による賃金の上昇がサービス価格の上昇圧力となることも加わって、消費者物価の上昇幅は次第に拡大していくものと予想される。コア消費者物価(生鮮食品を除く総合)の上昇率は、2006 年度は 0.4%、2007 年度は 0.7%となるだろう。

原油価格の上昇で輸入デフレーターの上昇率が 2004 年度の 4.4%から 2005 年度の 10.1%へと高まるため、GDP デフレーターは 2004 年度の▲1.2%の下落から 2005 年度は▲1.3%と下落幅が若干拡大してしまう。しかし原油価格の上昇が止まり下落に転じることによって、輸入デフレーターは、2006 年度は 1.7%の上昇に留まり、2007 年度には▲2.7%の下落となるため、GDP デフレーターは下落幅は▲0.4%に縮小し、2007 年度には 0.3%の上昇に転じるだろう。

原油価格の高騰と寒波による灯油価格の上昇などもあって、コア消費者物価の前年比上昇率は2006年1-3月期には0.4%となり、8月に予定されている消費者物価指数の基準年の変更を考慮しても前年比でプラスと考えられる水準となる。



量的緩和政策を主張してきた竹中大臣が経済財政諮問会議の担当を外れて総務大臣となったことで、政府からの牽制は弱まってきた。財政再建との関連でも経済財政諮問会議での議論は、金融緩和によって長期金利を低く押さえ利払い費を抑制するという考え方から、金利上昇を前提に本格的な増税が避けられないことを国民に訴える方向へと変化している。こうした環境の変化を考慮して、量的緩和解除の予

想時期をこれまでの「消費者物価指数の基準改定後」から、展望レポートが発表される「4月末の政策決定会合頃」に変更した。

景気の回復が続き、賃金の上昇も加わってコア消費者物価指数の前年比上昇率が拡大傾向となることから、2007年1-3月期頃にはゼロ金利も解除されるだろう。さらにその後も消費者物価の上昇幅が拡大傾向となって2008年1-3月期頃には0.9%に達すると見られるため、消費税率の引き上げが行われる2008年度までにコールレートは0.5%にまで引き上げられると予想している。

(3月13日に予定されている10-12月期第2次QEの発表を受けた見通しの修正は3月15日、欧米の見通しの詳細は3月17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

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年		2006年				2007年			
					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)
実質GDP	前期比年率、%	3.5	3.2	2.9	4.1	1.1	4.3	3.4	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8
FFレイト誘導目標	期末、%	4.25	5.00	5.00	3.75	4.25	4.75	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
国債10年金利	平均、%	4.3	4.8	5.0	4.2	4.5	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0

欧州（ユーロ圏）経済の見通し

	単位	2005年	2006年	2007年	2005年		2006年				2007年			
					7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(予)	(予)	(予)	(予)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.3	2.0	1.7	1.6	1.7	2.0	2.1	1.9	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7
ドル/ユーロ	ドル	1.24	1.21	1.23	1.22	1.19	1.20	1.20	1.21	1.21	1.22	1.22	1.22	1.23



日本経済の見通し (2005年10-12月期QE(2/17発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2005.12)

	2005年度 見込	2006年度 予測	2007年度 予測	05/10-12 実績	06/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	07/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	08/1-3 予測	2005年度	2006年度
実質GDP	3.3	2.0	2.5	1.4 5.5 4.2	0.4 1.6 3.7	0.5 1.8 2.6	0.3 1.2 2.6	0.3 1.1 1.3	0.3 1.1 1.4	0.5 2.0 1.4	0.9 3.7 2.0	1.3 5.3 2.8	1.0 3.6 3.8	2.8	1.7
内需寄与度	(2.9)	(1.8)	(2.7)	(0.8)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.3)	(1.0)	(2.7)	(1.7)
内、民需	(2.7)	(2.0)	(2.7)	(0.8)	(0.5)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.3)	(1.0)	(2.5)	(1.8)
内、公需	(0.2)	(▲0.2)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(▲0.0)
外需寄与度	(0.5)	(0.1)	(▲0.1)	(0.6)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)
民間最終消費支出	2.4	1.6	2.2	0.8	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	1.1	1.7	2.0	1.1
民間住宅投資	▲0.6	1.8	6.2	1.9	▲0.1	0.8	▲0.3	▲0.4	0.8	2.7	2.6	3.0	▲1.3	▲0.5	1.0
民間企業設備投資	8.5	6.3	7.3	1.7	2.3	1.9	1.2	0.7	0.6	1.2	3.3	3.7	1.5	8.4	6.6
政府最終消費支出	1.6	0.8	0.9	0.2	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.4	0.2	1.6	1.4
公的固定資本形成	▲1.0	▲6.2	▲4.1	▲1.7	▲1.6	▲2.1	▲1.7	▲1.7	▲1.0	▲0.9	▲0.8	▲1.1	▲0.9	▲0.6	▲5.3
輸出	8.6	6.4	2.7	3.1	2.0	1.4	1.0	0.4	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8	7.4	6.2
輸入	6.3	6.9	4.6	▲1.3	3.0	2.2	1.5	1.3	1.3	0.7	0.9	1.2	1.9	7.9	7.6
名目GDP	2.0	1.6	2.9	0.9	0.2	0.5	0.6	0.0	0.3	0.8	1.0	1.3	1.0	1.4	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、%)

	2005年度	2006年度	2007年度	05/10-12	06/1-3	4-6	7-9	10-12	07/1-3	4-6	7-9	10-12	08/1-3	2005年度	2006年度
鉱工業生産 (前期比)	1.8	4.0	4.2	2.6	0.9	1.1	0.8	0.5	0.5	0.9	1.3	1.7	2.3	1.3	3.2
国内企業物価 (前年比)	2.0	1.0	▲0.6	2.1	2.7	2.2	1.6	0.7	▲0.4	▲1.0	▲1.2	▲0.6	0.3	1.8	0.2
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.4	0.7	▲0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9	▲0.1	0.3
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.4	0.7	0.1	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9	0.1	0.3
経常収支 (兆円)	19.0	18.3	18.2	21.1	20.7	17.8	18.1	18.4	18.9	17.9	17.7	18.5	18.7	16.7	15.7
(名目GDP比)	(3.8)	(3.6)	(3.4)	(4.1)	(4.1)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(3.1)
失業率 (%)	4.4	4.1	3.8	4.5	4.4	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.8	3.6	4.2	4.0
住宅着工戸数(万戸)	124	122	127	125	124	124	123	122	122	124	127	130	128	125	124
コールレート (無担保・翌日物)	0.001	0.25	0.50	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.001	0.001
10年国債利回り (店頭基準無配)	1.5	1.9	2.3	1.5	1.7	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	1.4	1.8
為替 (円/ドル)	113	112	107	117	117	115	112	110	110	108	108	106	106	113	110
原油価格 (ドル/バレル)	56	57	52	57	60	60	57	56	54	54	52	52	50	54	53
経常利益 (前年比)	7.6	2.7	3.7	6.3	5.4	4.0	3.7	2.2	1.1	1.1	2.7	3.7	6.6	6.2	1.2

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値。経常利益の05/10-12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)