

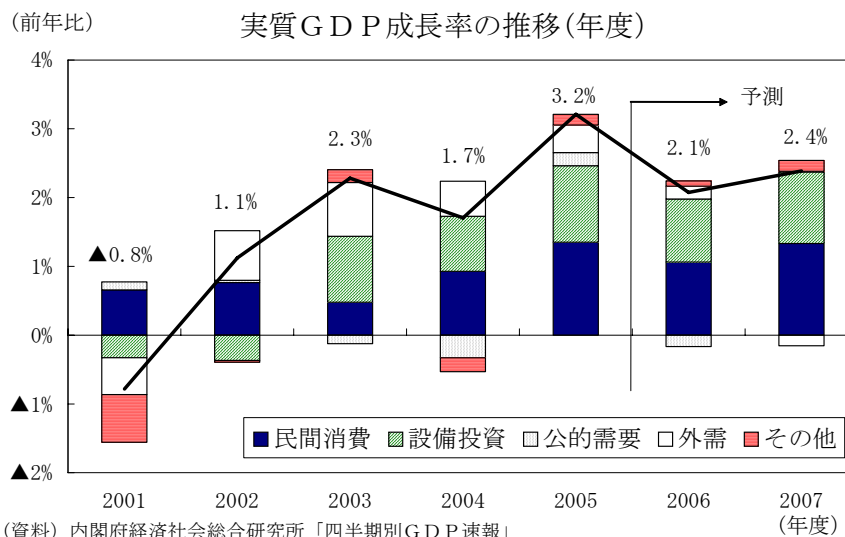
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 世界的ディスインフレーションの終わり～2次QE後経済見通し

＜実質成長率：2006年度2.1%、2007年度は2.4%に＞

- 1-3月期のGDP(2次速報)は、実質成長率が前期比0.8%(年率3.1%)となり、5月に発表された1次速報(前期比0.5%、年率1.9%)から上方修正となった。消費、設備投資は堅調で、内需中心の成長が続いている。2005年度の実質成長率は3.2%となった。
- 2006年度は、米国の大幅経常収支赤字を背景とした円高の進展と、これまでの利上げの効果による米国経済の緩やかな減速による外需の伸び鈍化が起こるだろう。消費と設備投資の増加による内需中心の景気回復が続くと見られるものの、実質成長率は2.1%に減速すると見込まれる。2007年度は2.4%の実質成長率を予想している。
- 原油価格上昇などのため、金融政策は引締め方向に向かう可能性が高いことも最近の世界的な株価の調整の一因となっている。ゼロ金利解除は7-9月中、早ければ7月の可能性が高いが、株価の大幅下落などの場合には先送りされる可能性がある。



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/>

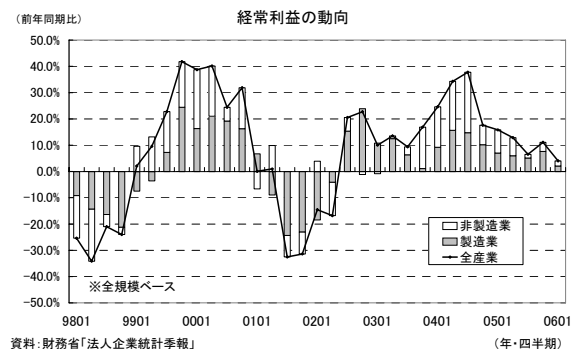
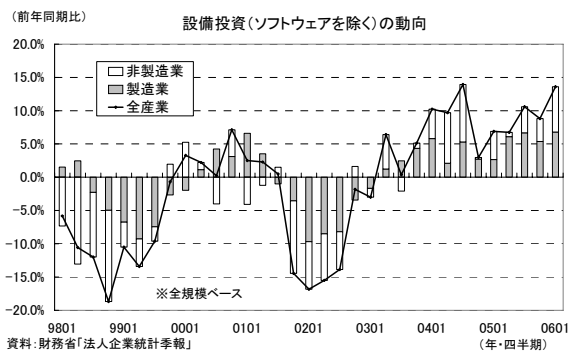
## 世界的デフレーションの終わり

### 1. 2次QE後の見通し

(1-3月期 GDP は高成長)

内閣府が12日発表した1-3月期のGDP2次速報値は、実質成長率は前期比0.8%（年率3.1%）、名目成長率は前期比0.4%（年率1.6%）となった。5月に発表された1次速報値（実質：前期比0.5%、年率1.9%、名目：前期比0.0%、年率0.2%）から名目、実質成長率ともかなりの上方修正となった。

上方修正の主な要因は、民間設備投資の伸びが1次速報では実質1.4%だったものが2次速報では3.1%に修正されたこと、消費の伸びが0.4%から0.5%に上方修正されたことである。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、1-3月期はマイナス0.4%の減少となり、4-6月期の受注見通しもマイナス2.5%の減少となって、設備投資の先行きに対する懸念も生まれていた。しかし、4月の機械受注は前月比10.8%の大幅な増加となっており設備投資の増加基調は続いていると見られる。1-3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13.6%の増加となり、10-12月期の8.8%の増加から伸びを高めている。経常利益の伸びは10-12月期の前年同期比11.1%から、4.1%に鈍化しているものの増加を続けており、企業収益の伸びから設備投資の増加がしばらく続くことが期待できるだろう。



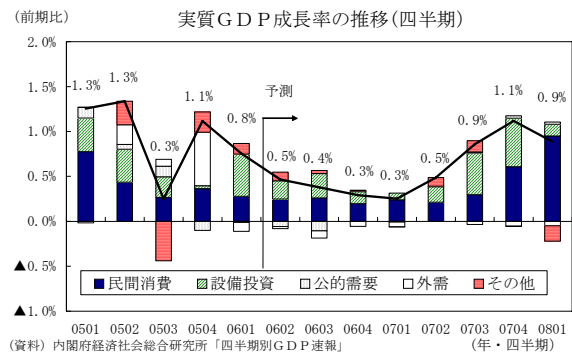
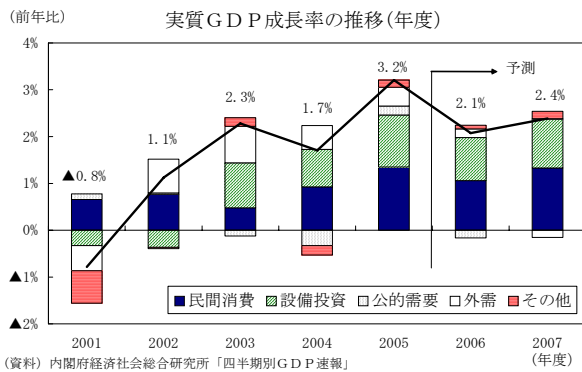
(内需中心の成長が続く)

後に述べるように株式市場が不安定化しているものの、発表されている日本の経済指標には好調なものが多い。不良債権の処理が進み、設備や雇用など企業の過剰問題も解消が進んだなど、日本経済はバブル崩壊の後遺症を克服し内需中心の成長となっている。景気回復期間は5月にはバブル景気を超え、このまま行けば高度成長期のいざなぎ景気を超える可能性も高い。5月に発表した1次QE後の見通しで述べた様に、円高や海外経済減速の懸念はあるものの当面内需中心の景気拡大が続くと考えている。

国内には大きな不安要素は見当たらないが、海外経済には原油価格の高騰の影響による世界経

済の全体的な減速などの懸念がある。米国経済は好調を続けてきたが、この間に経常収支赤字が拡大を続けており、赤字の名目 GDP 比は、1980 年代半ばに大幅なドルの下落によって赤字の削減を図ったプラザ合意当時を大きく上回る 7%ほどにまで達している。米国への輸出が増加を続けることによって世界経済の好調が続いてきたことは確かだが、米国が世界中から借入を続けて輸入を拡大し続けるということは永久に続けられるわけではない。元の急速な増価を避けたい中国は、為替市場への大量の介入を続けており、ドル資産での外貨準備を急速に増やしている。しかし、こうした政策には持続性の問題があり、米国への資金流入が順調に行かなくなるなどのリスクから潜在的なドルの下落圧力は高まっている。今後は、日銀によるゼロ金利の解除によって長短金利が徐々に上昇して日米の金利差が縮小に向かうと見られることも、為替レートを円高・ドル安方向に向わせる要因となると考えられ、為替レートは 2006 年度末までに 1 ドル 105 円程度にまで円高が進むだろう。

米国経済の成長を支えてきたのは消費の拡大だが、消費の増加速度は所得の拡大速度を上回っており、もともと低すぎるとして問題視されてきた米国の家計貯蓄率は、2005 年にはついにマイナス 0.5%になってしまった。米国家計は貯蓄を取り崩して消費に使うという状況になっているのだが、これを支えてきたのは住宅価格の上昇など家計資産の増加である。しかし、FRB が利上げを続けてきたこともあって住宅価格の上昇速度は明らかに鈍化している。原油価格上昇によってガソリン価格が高騰していることもあり、米国の消費の伸びも鈍化してくることが予想され、米国の実質成長率は徐々に低下していくと考えられる。



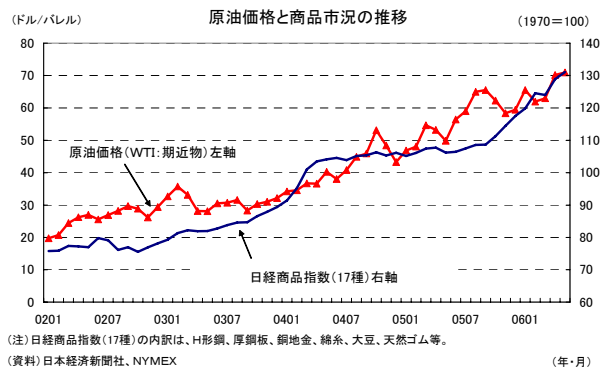
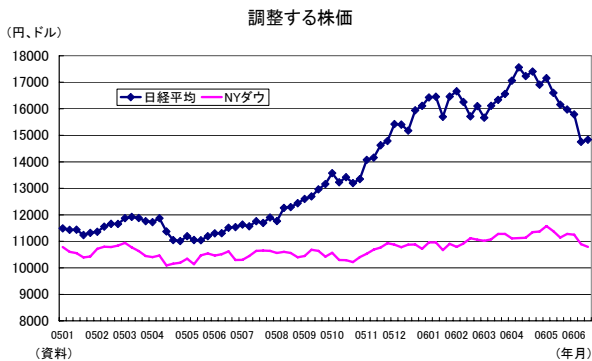
米国経済の減速と円高・ドル安の進展のため、2006 年度の日本の輸出の伸びは実質 6.9%と 2005 年度の 9.2%を下回り、外需の実質 GDP への寄与度も 2005 年度の 0.4%から 0.2%へと低下することになると見られる。国内では、雇用環境の改善から賃金が上昇し始めており、定率減税の縮小・廃止や公的年金保険料等の引上げによる負担増にも関わらず、可処分所得の増加から消費は堅調に推移すると予想される。ただしデフレからの脱却によって消費者物価が上昇し始めたことによって、実質では可処分所得の伸びが低下することになり、2006 年度の実質消費の伸びは 1.9%と 2005 年度の 2.4%を下回るだろう。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、輸出の伸びが低下することや原油価格や人件費の上昇が企業収益の圧迫要因となることもあって、伸びが鈍化して 2005 年度の実質 7.5%の増加から 2006 年度は 5.9%に低下するだろう。この結果 2006 年度の実質成長率は、2005 年度の 3.2%から 2.1%へと低下するものの、内需中心の成長が続くと考えられる。

(調整する株価)

株式市場は下落基調となっている。日経平均株価は、4月に1万7563円をつけたものの6月13日は1万4500円を割り込んだ。2005年前半に1万1000円付近で推移していた日経平均株価は年半ばから急上昇しており、上昇速度が速すぎたことは否めない。信用取引の買い残が急増していたなど相場の過熱感も見られていたので、ある程度の調整は必然的だったと言えるだろう。

日銀は3月に、2001年3月以来続けてきた量的緩和政策を解除した。米国では、FRBが2004年6月以降利上げを続けており、FFレートは1%から5%に上昇している。欧州では、欧州中央銀行(ECB)が8日に政策金利を0.25%引き上げ、市場介入金利を2.75%とした。他の地域でも中央銀行の利上げが続いている。8日には、韓国の中央銀行・韓国銀行が政策金利である無担保コール翌日物の誘導目標を0.25%幅引き上げて4.25%とし、インド中銀(RBI)も8日、短期金利の指標となるリバースレポ金利を0.25%引き上げて5.75%とした。



原油価格のみでなく国際商品市況は全般に価格上昇しており、これまでの世界的なデフレーションの状況から、資源価格の高騰によるインフレが懸念される状況となっている。米国は6月も利上げを続ける可能性も高く、インフレ抑制の必要があればECBも追加利上げすると見られ、当面世界的に金融は引締め方向に動いていくだろう。これまでのような世界的な金融緩和を背景とした株価の上昇が望めなくなったことも、最近の世界的な株価調整の一因である。

日銀は7-9月中、早ければ7月にもゼロ金利の解除を行う可能性が高いと考えているが、株価が大幅に下落したり、短観(6月調査)の結果が大きく悪化したりする場合には、先送りされる可能性がある。

(米国、欧州の経済見通しは今週末6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 (2006年1-3月期2次QE(6/12発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2006.5)

	2005年度 実績	2006年度 予測	2007年度 予測	05/10-12 実績	06/1-3 実績	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	2006年度	2007年度
実質GDP	3.2	2.1	2.4	1.1	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.9	1.1	0.9	2.0	2.4
内需寄与度	(2.7)	(1.9)	(2.5)	(0.5)	(0.8)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.2)	(0.9)	(1.8)	(2.5)
内、民需	(2.5)	(2.1)	(2.5)	(0.6)	(0.8)	(0.5)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.1)	(0.9)	(1.9)	(2.5)
内、公需	(0.2)	(▲0.2)	(0.0)	(▲0.1)	(▲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	(0.4)	(0.2)	(▲0.2)	(0.6)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.3)	(▲0.1)
民間最終消費支出	2.4	1.9	2.4	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	1.1	1.7	1.8	2.3
民間住宅投資	▲0.2	2.7	4.9	2.1	1.1	0.6	0.3	▲0.7	▲0.3	2.1	3.2	2.3	▲1.2	2.7	4.9
民間企業設備投資	7.5	5.9	6.5	0.2	3.1	1.3	1.7	0.8	0.5	1.1	2.9	3.3	0.8	5.2	6.3
政府最終消費支出	1.5	0.8	1.0	0.1	0.2	0.3	▲0.0	0.5	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	0.9	1.1
公的固定資本形成	▲1.4	▲6.5	▲4.1	▲2.5	▲0.6	▲2.2	▲2.1	▲1.6	▲1.5	▲0.6	▲0.7	▲0.9	▲1.0	▲6.7	▲4.1
輸出	9.2	6.9	3.0	3.8	2.7	1.3	0.7	0.3	0.5	0.8	0.9	1.1	1.0	7.1	3.2
輸入	6.8	7.1	5.1	▲0.6	3.5	1.9	1.7	0.8	1.1	0.9	1.5	1.8	1.6	6.7	5.1
名目GDP	1.9	1.9	2.8	0.8	0.4	0.8	0.6	0.1	0.1	1.0	1.0	1.1	0.8	1.8	2.8

(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	2006年度	2007年度
鉱工業生産 (前期比)	1.6	3.5	3.6	2.8	0.6	0.9	0.8	0.5	0.4	0.7	1.2	1.5	2.3	3.4	3.5
国内企業物価 (前年比)	2.1	2.1	▲0.5	2.2	2.8	3.0	2.8	1.8	0.8	▲0.6	▲1.2	▲0.5	0.4	1.8	▲0.4
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.6	0.9	▲0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	0.6	0.8
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.7	0.9	0.1	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	0.6	0.9
経常収支 (兆円)	18.9	18.4	17.8	21.3	19.5	18.3	19.0	18.7	17.6	17.5	18.0	18.2	17.5	18.9	19.0
(名目GDP比)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(4.2)	(3.8)	(3.6)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.7)	(3.6)
失業率 (%)	4.3	3.9	3.6	4.5	4.2	4.0	3.8	3.9	3.9	3.9	3.7	3.6	3.4	3.9	3.6
住宅着工戸数(万戸)	125	125	128	125	127	126	126	124	123	125	128	131	130	125	128
コールレート (無担保・翌日物)	0.00	0.50	1.00	0.00	0.00	0.01	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	0.50	1.00
10年国債利回り (店頭基準配)	1.4	2.0	2.3	1.5	1.6	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4	2.0	2.3
為替 (円/ドル)	113	108	103	117	117	112	108	105	105	103	103	102	102	107	103
原油価格 (CIF、ドル/バレル)	56	66	59	57	60	67	67	65	63	60	58	58	58	66	59
経常利益 (前年比)	8.4	2.4	3.8	11.1	4.1	6.1	2.3	0.9	0.6	1.5	2.0	4.1	7.0	2.6	4.3

(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。

(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)