

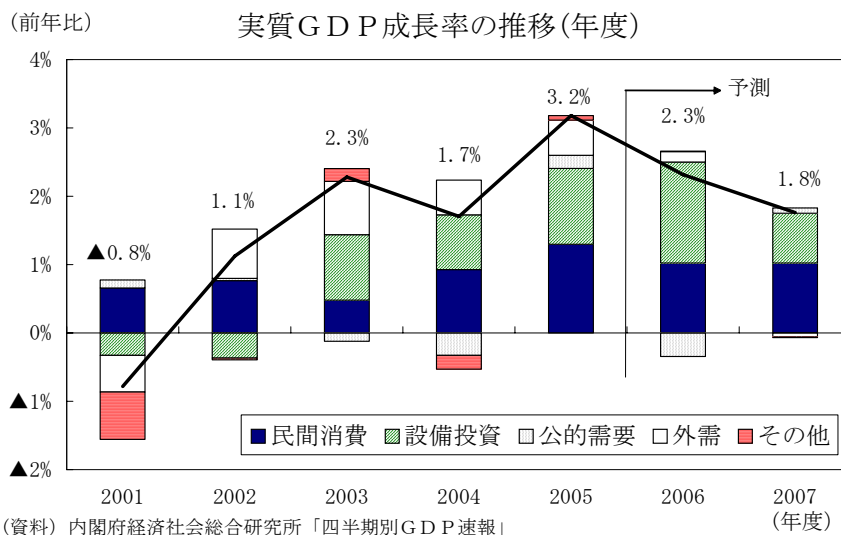
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

CPI 改定でもデフレ脱却は変わらず～2次QE後経済見通し

＜実質成長率：2006年度2.3%、2007年度は1.8%に＞

1. 4-6月期のGDP（2次速報）は、実質成長率が前期比0.2%（年率1.0%）となり、8月発表の1次速報（前期比0.2%、年率0.8%）とほぼ同じであった。内容も大きな変化はなく、消費、設備投資など内需中心の成長が続いている。
2. 消費者物価指数は基準改定のために上昇率が下方修正されたが、物価の上昇幅が緩やかながら拡大していくので、デフレ脱却は変わらないと考える。2006年末に政策金利は0.5%に引き上げられると想定したが、2007年にずれ込むこともあるだろう。
3. 景気回復期間がいざなぎ景気を超えるのは確実な状況で、2006年度は内需中心の経済成長で実質成長率は2.3%となろう。さらに拡大が続くかどうかは米国経済の先行きにかかっている。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によって、2007年度は実質成長率が1.8%に減速すると見込まれる。



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

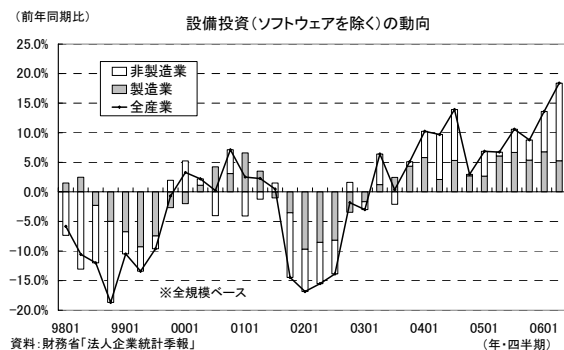
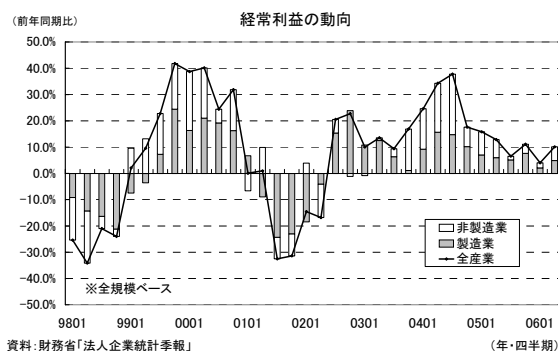
ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

CPI 改定でもデフレ脱却は変わらず

1. 2次QEとCPI基準改定

(内需中心の成長が続く)

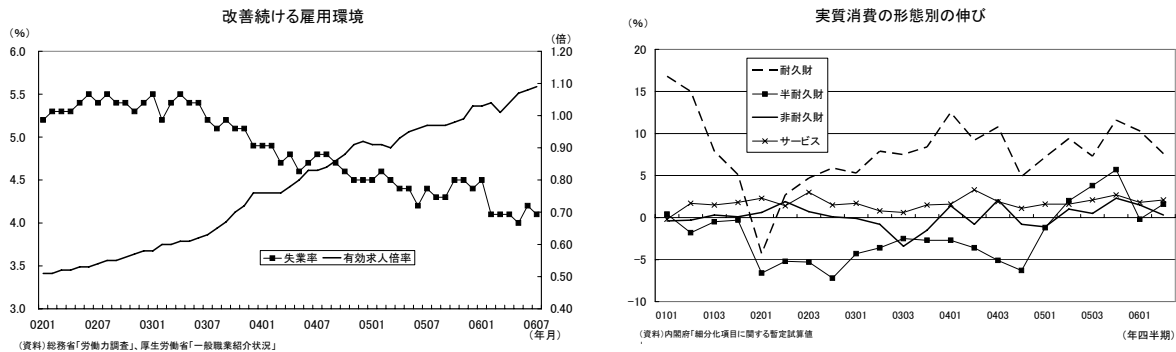
内閣府が11日発表した4-6月期のGDP2次速報値は、実質成長率は前期比0.2%（年率1.0%）、名目成長率は前期比0.3%（年率1.3%）となった。名目、実質成長率とも8月に発表された1次速報値（実質：前期比0.2%、年率0.8%、名目：前期比0.3%、年率1.1%）と、ほぼ同じであった。公的固定資本形成の伸びは、1次速報では実質▲4.6%の減少だったものが▲6.3%に減少幅が拡大し、民間在庫品増加が実質成長率への寄与度で▲0.2%から▲0.0%となったが、そのほかは大きな変更はなかった。消費と設備投資の伸びによる内需中心の成長が続いているという姿も変わらない。



4-6月期のGDPでは実質設備投資の伸びは1-3月期の3.3%に引き続き3.7%という高い伸びとなった。日銀短観などで見られるように、収益の伸びを背景に企業の設備投資意欲は強い。法人企業統計によれば、4-6月期の売上は全産業で前年比8.6%の伸びとなり、経常利益は10.1%増となった。設備投資の伸びは前年比16.6%と高い水準が続いている。原材料価格の上昇はあるものの、賃金や金利の上昇は緩やかであるため、売上高経常利益率は4.2%と高い水準を維持している。企業のキャッシュフローは潤沢で、利益の増加を背景に設備投資は堅調を続けるだろう。

消費は雇用者報酬の伸びを反映して緩やかな伸びが続いているが、消費の主要な指標である家計調査では消費支出の伸びは前年比でマイナスを続けており、GDPの動きとは乖離がある。毎月の購入頻度が少ない高額商品の支出を家計消費状況調査で見るとプラスの伸びが続いているにも関わらず、これらの支出が家計調査では低迷しているのは、家計調査のサンプル数が少ないことの影響と見られる。4-6月期は毎月勤労統計では現金給与総額は0.6%増、GDPでは雇用者報酬が1.9%増と増加しているにも関わらず、家計調査の実収入は前年比で名目▲4.4%の大きなマイナスとなっている。こうしたことからすると、調査対象の中で比較的所得の低い世帯の割合が高

まったことが、家計調査の消費支出低迷の原因となっている可能性があるだろう。ただし家計調査で7月には実収入が名目6.4%、実質5.9%増とかなりの伸びとなったのに、支出は前年比名目▲1.5%の減少が続いており、所得の伸びが低いことによる消費の伸びの低迷というこれまでとは、動きが少し変わっている。家計調査の7月の消費が低迷したことは天候が悪かったことが大きな要因と見られるが、注意は必要だ。



内閣府は4-6月期からGDP統計の消費の詳細を発表し始めた。これによって民間最終消費支出を、耐久財、半耐久財、非耐久財、サービスの4つの形態に分けて見るができるようになった。これによれば、サービスが前年比で2%強の安定した伸びを続ける一方で、耐久消費財の消費が前年比で高い伸びを示していることが好調な消費の伸びを支えている。2005年初め頃から消費の伸びが高まったのは、減少を続けていた半耐久財の消費が持ち直したためである。

(CPIの基準改定と今後の物価)

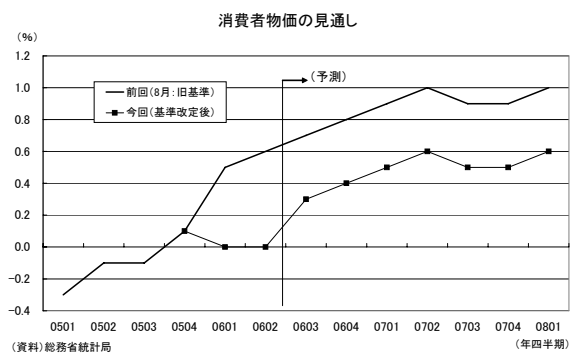
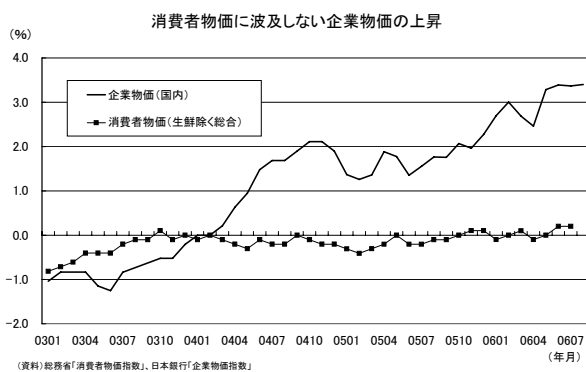
消費者物価指数は8月末に基準改定が行われ、年初からの物価上昇率がこれまで発表されていたものから下方修正された。基準改定による下方修正幅は事前には0.2~0.3%程度と見られていたが、実際の改定幅は1月から7月までの平均で0.51%（生鮮食品除く総合）と事前の予想を上回るものとなったため早期の利上げ期待が後退し、長期金利は低下している。

福井総裁は金融政策決定会合後の記者会見（8日）で、「物価を巡る基本的判断に変更を迫るものではない」と述べ、景気の回復が続き、物価上昇率が緩やかに拡大していくというこれまでのシナリオに変更がないことを示唆した。とは言うものの、日銀が量的金融緩和の解除条件として注視してきた消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比は、基準改定後では1月と4月の上昇率は▲0.1%のマイナスとなっている。今後公表される消費者物価上昇率もこれまでの予想よりは低くなったことで、日銀が今後利上げをする際のハードルが高くなったことは否定できない。

原油価格の上昇で企業物価が上昇している一方で、消費者物価の上昇率は低い水準に留まっている。失業率の低下など労働市場の需給改善にもかかわらず賃金上昇率が低いものにとどまっていることも、物価上昇率が低い原因となっている。

法人企業統計季報でも人件費の伸びは続いているが、一人当たりの人件費の伸びはマイナス基調から脱し切れていない。4-6月期には人件費は前年同期比3.5%増となったが、人員が5.9%の増加となったのに対して、一人当たり人件費は2.3%の減少となっている。

もっとも、ITバブルの崩壊によって雇用者数も一人当たりの賃金も減少して雇用者所得全体が減少した2002年頃のような状況ではなくなっている。雇用者数の増加が相対的に賃金の低い層で起こっていて平均賃金は低下しているものの、家計部門が受け取る雇用者報酬は増加している。このため賃金増加は消費の拡大につながってはいるが、人件費の増加がサービス価格を押し上げて、消費者物価を押し上げるというところまでには至っていない。



賃金構造基本調査では、調査の対象となっている6月分の所定内給与額は2005年には4年ぶりに増加した。しかし新卒者の初任給は、女性の高卒が0.5%の増加、高専・短大卒が横這い、となった他は、女性の大学卒、男性の全ての学歴で減少したなど、新卒者の賃金上昇は依然として緩やかなものにとどまっている。しかし、労働需給の改善からパートやアルバイトの時給は上昇傾向にあって、初任給もいずれ上昇が加速していくものと見られる。新卒者の内定率は上昇し、就職市場は売り手市場になっており、日本経団連の2006年度の調査では初任給の上昇率はわずかながら上昇する傾向にある。初任給を据え置いた企業の割合も2003年度をピークにして低下しつつある。団塊の世代が2007年から大量に定年退職の時期を迎えることもあって、企業は新卒者の採用に積極的になっており、若年労働者の需給改善は続き初任給の上昇の動きを加速することになるだろう。物価の安定が長期にわたって続いてきたために、インフレ期待は弱く賃金の上昇速度はおそい。しかし雇用市場の需給がさらに逼迫していけば、こうした状況も徐々に変わっていくと考えられる。

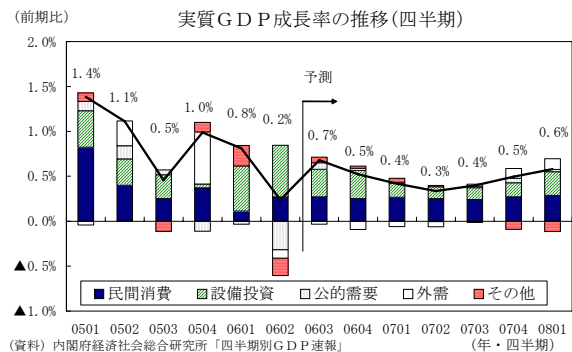
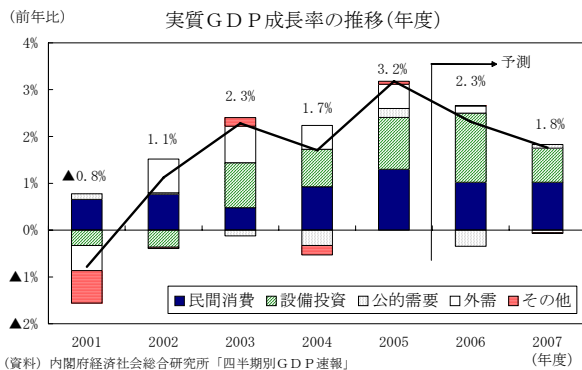
消費者物価指数は基準改定のために上昇率が下方修正されたが、物価の上昇幅が緩やかながら拡大していくので、デフレ脱却は変わらないと考える。消費者物価上昇率が次第に拡大することが確認され、2006年内に政策金利は0.5%に引き上げられると想定したが、2007年初にずれ込むこともあるだろう。

2. 2次QE後の見通し

(米国経済の減速)

国内には大きな不安要素は見当たらないが、海外経済には懸念があるという見方も変わらない。中でも米国経済のソフトランディングが成功するかどうかは、日本の景気拡大が続くかどうかの最も大きなポイントであると考えている。米国ではインフレ防止のために利上げが続けられてきたが、その効果が現われて減速が見られるようになった。懸念されてきた原油価格は、やや落ち着きを見せているが、賃金上昇率は低下せず米国のインフレ圧力は依然残っている。

家計貯蓄率の低下による消費拡大を支えてきた住宅価格上昇はこのところ鈍化しており、消費の伸びは低下しよう。中東状況の悪化などによる原油価格の高騰といった特別の事態が起こらない限り、追加的な利上げなしに米国経済は減速して行き、インフレ圧力は低下するだろう。



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 6.4%と2005年度の 9.1%を下回り、外需の実質 GDP への寄与度も2005年度の 0.5%から 0.2%へと低下することになると見られる。国内では、好調な企業業績の改善を背景に企業の設備投資は増加を続けると見られ、2005年度の実質 7.5%の増加から2006年度も 9.5%となるだろう。賃金の上昇が緩やかなため、消費の伸びは2005年度の実質 2.3%から 1.8%にやや減速するものの、消費と設備投資という民間需要中心の経済成長が続き、景気回復期間がいざなぎ景気の 57 ヶ月を超えるのはほぼ確実である。2006年度の実質成長率は 2.3%となると予想される。

米国経済の減速は2007年半ば頃まで続き、2007年度の輸出の伸びは実質 3.0%に低下し、外需の寄与度は▲0.1%となるだろう。このため設備投資の伸びが実質 4.4%へと低下し、実質成長率は 1.8%となると見込まれる。年度半ば以降は米国経済が次第に持ち直すため、輸出の伸びの回復、設備投資の持ち直しなどによって成長率は徐々に高まっていくと予想される。

(米国、欧州の経済見通しは今週末9月15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4-6月期2次QE(9/11発表)反映後)

(単位、%)

	2005年度 実績	2006年度 予測	2007年度 予測	05/10-12		06/1-3		4-6		7-9		10-12		07/1-3		4-6		7-9		10-12		08/1-3		前回予測 (2006.8)	
				実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績
実質GDP	3.2	2.3	1.8	1.0	0.8	4.0	3.3	0.2	0.7	1.0	2.7	2.1	1.7	0.3	0.4	1.3	1.6	2.0	2.3	0.3	0.4	0.5	0.6	2.3	1.8
内需寄与度	(2.7)	(2.2)	(1.8)	(0.4)	(0.8)	(0.4)	(0.8)	(0.4)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(2.1)	(1.8)
内、民需	(2.5)	(2.6)	(1.7)	(0.5)	(0.8)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(2.4)	(1.8)
内、公需	(0.2)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.3)	(0.1)	(▲0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.3)	(0.0)	
外需寄与度	(0.5)	(0.2)	(▲0.1)	(0.6)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(▲0.0)	
民間最終消費支出	2.3	1.8	1.8	0.7	0.2	1.8	0.7	0.5	0.5	1.6	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	1.8	1.8
民間住宅投資	▲0.2	0.7	▲0.8	1.8	0.7	▲2.7	1.6	▲2.7	1.6	0.5	0.3	0.3	0.3	▲1.1	▲0.7	0.1	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.6	0.1	▲0.6	▲0.6	0.8	▲0.8
民間企業設備投資	7.5	9.5	4.4	0.3	3.3	3.7	1.9	3.7	1.9	1.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	1.5	0.9	0.9	0.9	1.5	1.5	9.6	4.0	
政府最終消費支出	1.5	0.5	1.3	0.2	0.0	▲0.2	0.4	▲0.2	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.5	1.2
公的固定資本形成	▲1.4	▲8.3	▲3.4	▲3.0	▲0.6	▲6.3	0.1	▲6.3	0.1	▲0.8	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲1.7	▲0.5	▲0.7	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.7	▲0.6	▲0.6	▲7.1	▲3.8
輸出	9.1	6.4	3.0	3.8	2.2	0.9	1.0	0.9	1.0	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.8	1.5	1.9	1.5	1.9	0.8	1.5	1.9	6.6	3.0	
輸入	6.5	6.7	4.3	▲0.5	2.4	2.0	1.5	2.0	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.4	1.0	1.4	0.9	0.9	1.0	1.4	6.5	4.1
名目GDP	1.8	2.1	2.0	0.6	0.5	0.3	1.0	0.3	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.3	0.7	0.4	0.3	0.3	0.7	0.7	2.0	2.1	

(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、%)

	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	3.9	2.4	2.8	0.6	0.9	1.0	0.7	0.6	0.3	0.5	0.7	1.1	4.1	2.6
国内企業物価 (前年比)	2.1	2.8	▲0.1	2.2	2.8	3.1	3.4	2.8	2.1	0.8	▲0.5	▲0.3	▲0.1	2.9	0.0
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.4	0.5	▲0.5	▲0.1	0.2	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.3	0.6	0.1	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9
経常収支 (兆円)	19.1	18.1	18.3	21.3	20.5	17.0	19.0	18.4	18.0	17.4	18.5	18.1	19.2	17.7	17.9
(名目GDP比)	(3.8)	(3.5)	(3.5)	(4.2)	(4.0)	(3.3)	(3.7)	(3.6)	(3.5)	(3.3)	(3.5)	(3.4)	(3.6)	(3.4)	(3.4)
失業率 (%)	4.3	3.9	3.8	4.5	4.2	4.1	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	3.8
住宅着工戸数(万戸)	125	128	123	125	127	130	129	127	125	124	123	123	123	128	124
コールレート (無担保・翌日物)	0.00	0.50	0.75	0.00	0.00	0.02	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.50	0.75
10年国債利回り (店頭基準配)	1.4	1.9	2.2	1.5	1.6	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0	2.2
為替 (円/ドル)	113	112	105	117	117	114	115	110	108	105	105	105	105	112	105
原油価格 (CIF, トル/バレル)	56	66	64	57	60	65	69	65	65	64	64	64	64	69	68
経常利益 (前年比)	8.4	5.3	1.9	11.1	4.1	10.1	4.6	4.3	2.5	2.8	0.2	1.6	2.6	3.9	1.1

(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	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)