

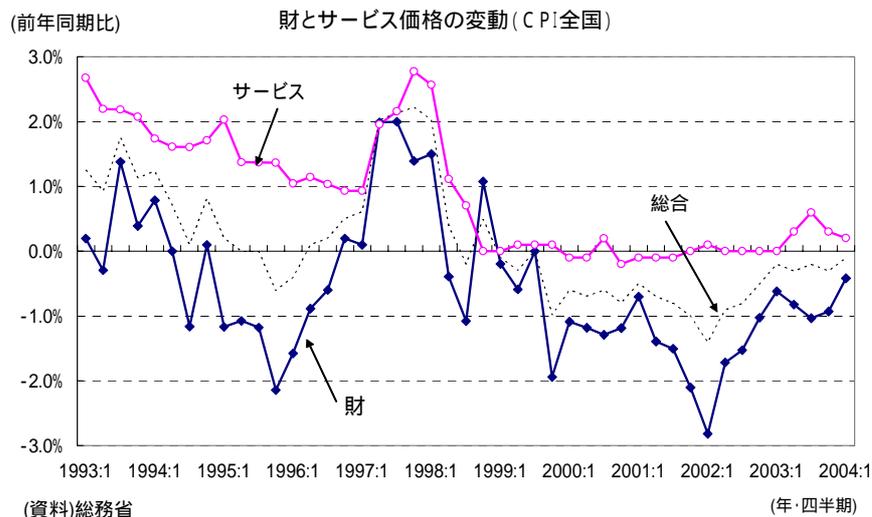
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## デフレ脱却実現への課題～二次 QE 後経済見通し

### < 2004 年度 3.0%、2005 年度は 1.1% 成長 >

1. 6月9日発表の1-3月期の実質経済成長率（二次速報）は前期比 1.5% で一次速報から 0.1% の上方修正となった。
2. 5月21日発表の2004・2005年度経済見通しを微修正した。2004年度の実質成長率は 3.0%、名目成長率は 1.3% と見込まれる。2005年度は実質成長率は 1.1%、名目成長率は 0.1% に減速するだろう。
3. 消費者物価の下落幅は縮小しており、原油価格の上昇などからデフレ脱却期待が高まっている。消費者物価が安定的に前年比プラスを維持するためには、サービス価格の上昇が必要である。海外経済の減速などから景気は後退に向かいデフレからの脱却は早期には実現しないと見られるが、次の景気回復局面ではデフレ脱却が実現する可能性が高い。



経済調査部門

(03)3597-8419

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

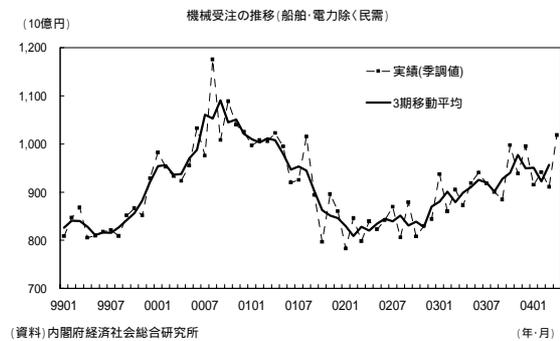
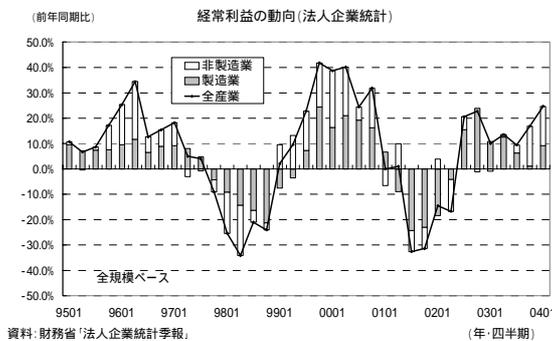
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## デフレ脱却実現への課題

### 1. 回復示す景気

( 民需と外需が牽引 )

6月9日に発表された第二次QEでは1-3月期の実質経済成長率は前期比1.5% (年率6.1%) となり、前期比の成長率は第一次QEから0.1%上方修正となった。公的需要が減少する中で、民間最終消費支出の寄与度が0.5%、設備投資の寄与度が0.3%、外需の寄与度が0.2%となっている。一次QEに比べて在庫の増加が顕著となっているなど需要項目別には若干の変化はあるものの、民需と外需が景気回復を牽引するという姿に変化はない。



10日に発表された4月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比11.8%の大幅な増加となり、前年同月比でも16.9%の増加となっている。特に製造業からの受注額は、前月比30.6%、前年同月比45.8%の増加という高い伸びとなっている。1-3月期の受注額(船舶・電力を除く民需)は前期比5.6%の減少で4-6月期の受注見通しも前期比3.2%の減少見込みとなっていたため、設備投資の先行きにやや不安も見えた。しかし、4月の受注額が大幅な増加となったことでこうした懸念は弱まったと言える。

1-3月期の法人企業統計季報では、全産業の売上が前年同期比2.4%の増加、経常利益は24.6%増、設備投資額も10.2%増と企業部門の好調さが見える内容となっている。10-12月期には非製造業の経常利益が29.4%の増加となった反面、製造業では7-9月期の16.3%増から2.4%増へと増益の速度が大きく鈍化した。人件費の削減などのリストラ効果の一巡や、円高の影響や素材、原料価格上昇の影響が懸念された。しかし売上の伸びが続き、鈍化傾向が見えた製造業の経常利益の増加も勢いを取り戻し、利益の増加が非製造業にも広まってきたことから、当面設備投資の増勢が続くと予想される。

## 2 . 2004 年度は 3.0% 成長

### ( 海外経済の懸念 )

米国経済は、2003 年 7-9 月期に実質年率 8.2% という高い成長を記録した後も、4% 程度の成長を続けている。設備投資が高い伸びを示しているほか、減税の効果を背景に消費も堅調である。雇用の改善の遅れが消費拡大の制約要因と考えられてきたが、失業率の低下など改善の動きも見られるようになった。しかし、今後は減税の効果が次第に低下することや、長期金利の上昇によって住宅ローンの借り換えによる負担の軽減が見込めなくなるなど、これまで消費を支えていた要因も剥落する。このため急速な成長率の低下は見込まれないものの、徐々に成長率が低下していくことは避けられないだろう。大幅な財政赤字と国際収支の赤字という米国が抱える「双子の赤字問題」を改善していくためには、歳出の削減や負担の増加などによる景気の減速やドルの下落が起こる可能性がある。いずれの場合にせよ、日本経済には輸出の伸び鈍化という影響が及ぶことになり、景気への悪影響は避けられないだろう。

加熱気味の中国経済がソフトランディングに向かえば、日本からの輸出の伸びも若干低下することになる。中国人民銀行（中央銀行）は、7～9 月期には引き締め効果が表れ始めるとし、現状の「適度な引き締め策」を継続するスタンスだ。しかし、投資過熱の弊害をより小さいものに留めるため抜本的対応が必要であるという見方も多く、資本流入抑制策が実施される方向にあり、貸出金利の引き上げなどの追加措置が導入される可能性もある。独立性の強い地方政府のコントロールはなかなか難しいと言われており、引き締めがなかなか効果を表さず問題が拡大することや、逆に引き締め効果が強すぎてハードランディングとなる恐れもある。

### ( 消費の懸念 )

今回の景気回復では、雇用者所得が減少傾向を続ける中で失業率の低下など雇用環境の改善を反映した消費者マインドの改善による消費性向の上昇に支えられて消費の回復が続いてきた。しかしこうした状況が 2 年ほども続いており、今後さらに消費性向が上昇して消費の拡大をもたらすことは期待しがたい。今後消費の拡大が続くかどうかは、家計所得が順調に増加するかどうかにかかっているだろう。

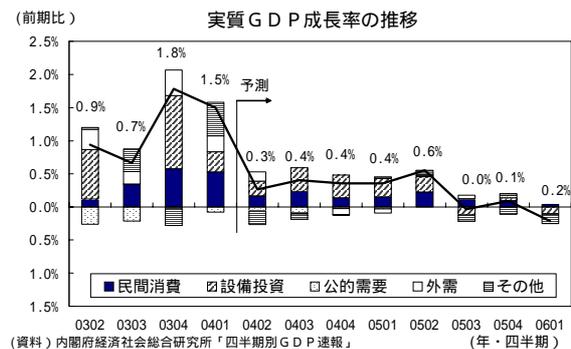
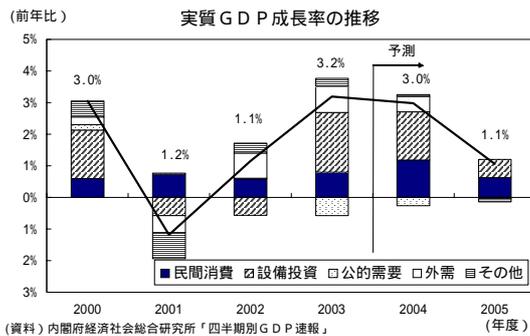
さらに、今後は負担面から家計の手取り所得が目減りする要因が多数ある。年金改革関連法が成立したことによって、会社員が加入する厚生年金の保険料率は現在の 13.58%（労使折半）から毎年 0.354% ずつ引き上げられ、2017 年には 18.3% に上昇する。自営業者等が加入する国民年金も現在月額 1 万 3300 円の保険料が、2005 年 4 月以降、毎年約 280 円ずつ引き上げられ 2017 年度には現在の価格で 1 万 6900 円となる。年金だけでなく今後は介護や医療保険など社会保障負担の増加が続くだろう。

税負担の面では、年末調整で配偶者特別控除による所得税の調整が行われてきたため、同控除が今年から廃止されたことによる負担の増加が顕在化することになる。さらに年金改革で基礎年金の国庫負担が引き上げられたことに対応して、いずれ税負担の増加も必要となってくる。

こうした家計の負担増は所得の伸びの低迷に拍車をかける恐れがあり、消費の伸びを制約する要因となると考えられる。

(依然大きい景気後退懸念)

2004年度は、実質成長率は3.0%、名目成長率1.3%のプラスとなるだろう。しかし、先に述べたように海外経済の減速の影響や円高、国民負担の増加による消費の伸び鈍化という懸念は払拭できない。2005年度にはこうした要因が重なって景気が後退局面に入る恐れが依然大きい。2005年度は、外需の寄与度が2004年度の0.5%からほぼゼロに縮小し、設備投資の伸びが9.0%から3.2%に低下すること、消費の伸びも2.2%から1.1%へ縮小することなどから、実質成長率は1.1%へと減速するだろう。GDPデフレーターの下落幅は縮小するものの、名目成長率は2005年度には0.1%とほぼゼロに低下すると見込まれる。



### 3. デフレ脱却実現の課題

バブル崩壊後の景気回復局面の中では、今回の景気回復は最も条件が良い。金融システム不安は大きく後退し、企業の抱えていた過剰債務問題や過剰雇用問題は大きく改善している。

消費者物価の下落幅は縮小しており、原油価格の上昇などから早期のデフレ脱却期待も高まっている。4月の消費者物価指数は前年比0.2%となり3月の0.1%から下落幅が拡大した。昨年度は医療保険の自己負担分の増加が約0.2%消費者物価を押し上げる要因となっており、これが剥落したことが下落幅の拡大要因である。2003年度に押し上げ要因として働いていた特殊要因を除いて消費者物価の動きを見れば、2002年中に前年比で1%程度の下落であった状態からデフレ圧力が低下していることは明らかである。



消費者物価を財とサービスに分けて見れば、もともと財の価格は下落気味であった。消費者物価が明確に下落するようになった原因は、上昇が続いてきたサービス価格が98年末頃から上昇しなくなったことである。消費者物価が安定的に対前年比でプラスを維持するためには、サービス価格が上昇することが大きな要因であろう。サービス価格は人件費に依存する部分が大きく、労働力需給が緩和している中で企業が人件費の抑制を進めたことがサービス価格の下落の大きな要因である。しかしバブル崩壊後に上昇を続けてきた失業率は4月には4.7%にまで低下しており、雇用市場の需給改善の動きも見えるようになった。

デフレからの脱却が実現するためには、賃金が上昇しサービス価格が安定的に上昇するとともに、家計所得が増加して消費の持続的な拡大が実現することが大きな課題である。

当見通しでは海外経済の減速などから景気が後退に向かう可能性が高く、消費の持続的な拡大も難しいと見ており、このまま景気回復が続くデフレからの脱却が実現するという事は難しいと考えられる。しかし、高齢化が進み労働力人口が減少を続けている中では、雇用環境の改善が進みやすく賃金の上昇に結びつきやすくなる。特に団塊の世代が大量に定年を迎える2007年頃以降は急速に労働力の需給が改善する可能性が高く次の景気回復局面では条件がさらに整い、デフレ脱却が実現する可能性が高い。

(米国、欧州の経済見通しは次週6月18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 (2004年1-3月期2次QE(6/9発表)反映後)

(単位、%)

前回予測  
(2004.5)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2004/4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2005/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2006/1-3 予測	2004年度	2005年度
実質 GDP	3.2	3.0	1.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.0	0.1	0.2	3.0	1.1
内需寄与度	(2.4)	(2.5)	(1.1)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(2.4)	(1.1)
内、民需	(2.9)	(2.8)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(2.7)	(1.2)
内、公需	(0.6)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.0)
外需寄与度	(0.8)	(0.5)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.5)	(0.0)
民間最終消費支出	1.4	2.2	1.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	2.0	1.2
民間住宅投資	0.3	1.2	0.4	0.8	0.7	1.1	1.2	0.5	0.5	0.1	0.2	1.7	0.4
民間企業設備投資	12.0	9.0	3.2	1.3	2.0	1.9	1.5	1.2	0.7	0.2	0.6	8.4	3.4
政府最終消費支出	0.9	1.0	1.0	0.0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.4	0.1	0.8	1.0
公的固定資本形成	12.1	8.4	4.1	1.3	2.8	1.7	1.5	0.7	0.7	0.7	0.5	8.6	4.6
輸出	10.9	10.1	3.3	1.8	1.2	1.1	1.0	0.4	0.9	0.8	0.7	10.3	3.4
輸入	4.8	8.5	4.9	1.0	1.9	2.5	2.1	0.4	0.6	0.9	0.9	8.3	5.1
名目 GDP	0.7	1.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.6	0.1	0.5	0.7	1.2	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、%)

	2003年度	2004年度	2005年度	2004/4-6	7-9	10-12	2005/1-3	4-6	7-9	10-12	2006/1-3	2004年度	2005年度
鉱工業生産(前期比)	3.5	6.4	0.8	2.9	0.4	0.7	0.8	0.3	0.4	0.1	0.6	6.1	0.9
国内企業物価(前年比)	0.5	0.9	0.5	0.8	0.8	1.1	1.0	0.5	0.1	0.6	1.9	0.9	0.3
消費者物価(前年比)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1
経常収支(兆円)	17.3	17.3	15.9	18.5	17.2	17.1	16.5	16.4	15.6	15.6	16.1	17.5	16.2
(名目 GDP 比)	(3.4)	(3.4)	(3.1)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.4)	(3.2)
失業率(%)	5.1	4.7	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9	4.7	4.8
住宅着工戸数(万戸)	117	117	116	118	117	117	116	116	116	116	115	119	117
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
為替(円/ドル)	113	109	106	110	110	109	108	107	106	106	106	111	107
原油価格(ドル/バレル)	30	36	33	39	37	35	34	33	33	33	33	36	33
経常利益(前年比)	16.9	6.3	0.5	10.4	7.6	5.9	2.9	1.9	0.5	1.5	1.9	5.6	0.9

(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) 3597-8416	tsaito@nli-research.co.jp
研究員	篠原 哲 (しのはら さとし)	(03) 3597-8046	shino@nli-research.co.jp
(金融・為替担当)			
主任研究員	熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち)	(03) 3597-8448	kumagai@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) 3597-8433	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) 3597-8538	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)