

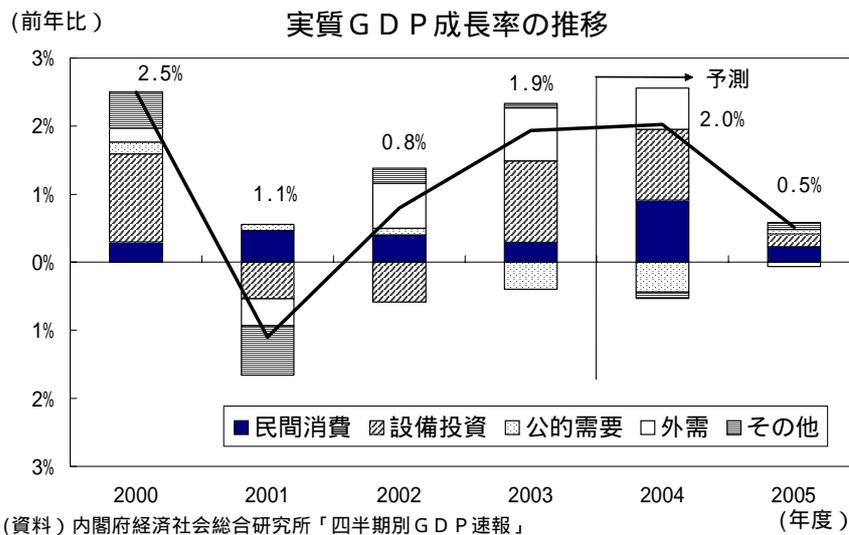
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

減速から景気後退へ～2次QE後経済見通し

< 2005年度：実質0.5%成長、名目は再びマイナス成長へ >

1. 12月8日発表の7-9月期の実質経済成長率（2次速報）では、景気回復力が弱まっていることが確認された。輸出の伸び鈍化による外需の悪化が設備投資の伸びを低下させており、これまで堅調と考えられてきた消費も、家計所得の低迷等から減速していることが明らかとなった。
2. 10月以降ジリジリと円高が進んでいることも加わって、輸出の伸びの鈍化から景気は2005年初めをピークに後退に至るだろう。実質GDP推計方法の変更を反映して、11月17日発表の2004・2005年度経済見通しを修正した。2004年度の実質成長率は2.0%、名目成長率は0.8%と見込まれる。2005年度は、実質成長率が0.5%、名目成長率は0.3%と大きく減速するだろう。



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 : (03)3512-1800

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

減速から景気後退へ

1 . 減速する経済成長

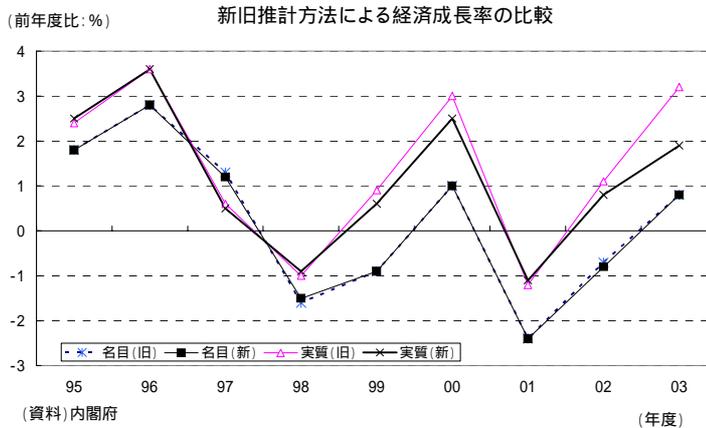
(連鎖方式の導入)

内閣府が8日発表した7-9月期GDPの2次速報値は、実質で前期比0.1%（年率0.2%）の成長率となった。4-6月期が在庫の減少から前期比0.1%のマイナス成長となったのに続いて、低い成長となっている。名目でも0.0%と4-6月期の0.6%に続いて2四半期連続でマイナス成長となった。

これまで経済成長を支えてきた外需は、輸出の伸びが4-6月期の前期比3.4%から0.6%へと鈍化したことから、実質成長率への寄与度が0.1%とマイナスに転じている。設備投資は前期比では2003年10-12月期に4.8%増となった後、2004年1-3月期は2.3%の減少となり、4-6月期は4.3%、7-9月期は1.1%へ減速するというように、大きな変動を示している。これは民間の設備を国有化したという特殊要因によって1-3月期の設備投資が異常な伸びを示したためで、内閣府はこれを除去した場合の民間設備投資の伸びを1-3月期1.6%、4-6月期0.3%と試算しており、設備投資は減速傾向にあるものの、依然増加基調は保たれていると見られる。しかし、GDPの約半分を占める民間最終消費支出は、猛暑やアテネ・オリンピックによる消費の押し上げ効果を指摘する声もあったが、1-3月期の前期比0.9%の伸びから7-9月期には0.2%へと伸びが鈍化している。

内閣府は今回の発表から、実質GDPの推計方法を大きく変更している。自動車の生産台数が同じでも値段が上昇すれば自動車の販売額が増加してしまうように、名目GDPは物価の変動による見かけの値段の上下によって変動してしまう。実質経済成長率はこうした物価変動による影響を除去して計算されている。この際に用いられる物価上昇率は、これまでの推計方法（以下、旧方式）では、コンピューターや情報関連機器などのように技術革新の速度が速くて価格下落と生産量の増加が急速なものがあると、物価の下落幅を過大に評価してしまうという問題が指摘されてきた。この問題を改善するために、今回、「連鎖方式」という物価（デフレーター）変動率の推計方法（以下、新方式）に変更された。

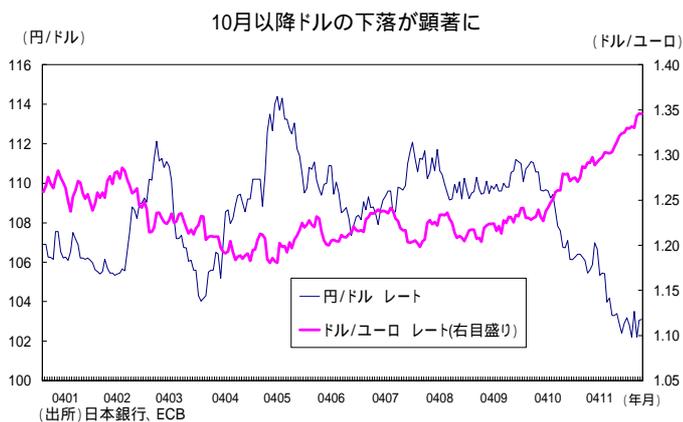
2003年度については、日本経済全体の物価を表わすGDPデフレーターは、新方式では前年比1.1%と、旧方式の2.4%から下落幅が半分程度となった。マイナスは6年連続で、緩やかなデフレが続いているものの、デフレ圧力は旧方式が示していたほど強くなかったことになる。デフレによって過大に評価される傾向があった実質経済成長率は、推計方法の変更によって下方修正された。推計方法変更の影響を受けない名目成長率は0.8%と変わらなかったが、実質成長率は従来の3.2%から1.9%へと大幅な下方修正となっている。



(円高の進行、ドル安の背景)

2003年度は、30兆円を超える大規模な介入によってようやく円高が食い止められるという状態だった。しかし今年度に入ってから、介入が全く行われな状況でも為替レートは1ドル110円程度で安定した推移が続いてきた。しかし、10月以降ジリジリと円高が進み、12月に入ってから1ドル100円台前半での推移となっている。

ドルは対円だけでなく多くの通貨に対して下落しており、円高というよりはドル安の様相を呈している。ユーロは発足以来の高値を更新しており、12月に入って1ユーロ1.35ドル近い水準にまで達している。またタイ・バーツ、韓国・ウォン、台湾・ドルなどのアジア通貨も10月に入ってから急速に対ドルで上昇している。



こうしたドル安の背景には、これまでも繰り返し指摘してきたように、米国の大幅な経常収支赤字がある。10月に発表された8月の米国の貿易収支の赤字額が史上第二位の規模となったことに加えて、対米証券投資額が減少したことが、経常収支赤字のファイナンスに対する不安を高め、ドルの下落の要因になっていると見られる。

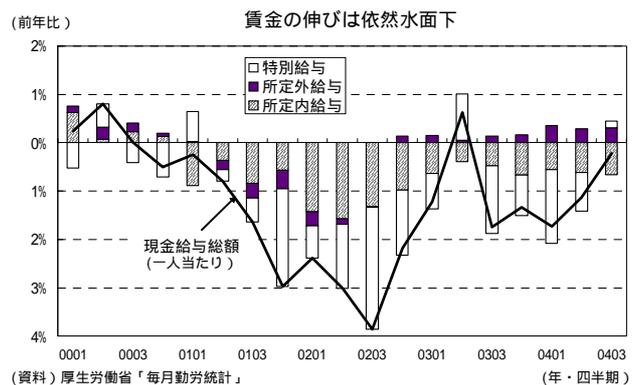
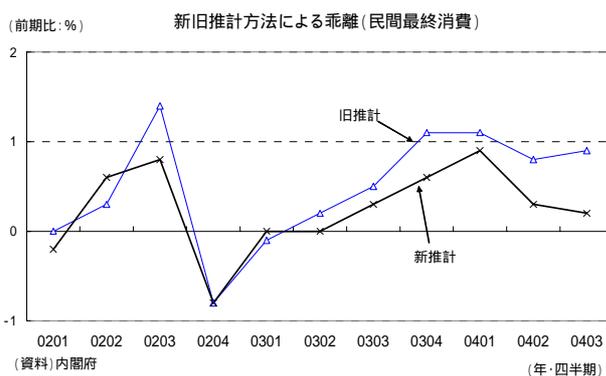
自国通貨のドルが基軸通貨である限り、米国は対外債務の返済に困り、通貨危機に陥るとい

ことはない。しかし、永久にドルが基軸通貨であり続け、大幅な赤字を続けても米国の対外債務問題が危機に繋がらないと考えるのも単純に過ぎる。BIS(国際決済銀行)の第三四半期レポートでは、8月に海外からの米国債購入が減速を示したことや、原油価格上昇で増加したOPECの預金は、ドル建ての割合が低下しユーロ建てやその他の通貨の割合が増加していることなどをあげ、ドル資産から他の通貨、とりわけユーロへ資産の分散が起こっているとしている。長期的にはユーロはドルを代替する準基軸通貨となり、ドル建てに集中している各国の外貨準備がユーロにシフトする可能性が高いだろう。さらに長期的に考えれば、中国、インド経済の拡大によって、米国経済が世界経済に占める地位が相対的に低下し、国際通貨体制は多極化する可能性もある。こうした要因は、基軸通貨で経常収支赤字のファイナンスが比較的容易であったドルの地位を変化させ、緩やかな下落に向かわせる力になると考えられる。

(減速を示す消費)

7-9月期のGDPが発表されたことで明らかになったことは、これまで堅調と考えられていた消費の伸びが、実はそれほど高いものではなかったということである。旧方式による7-9月期の1次速報では、民間最終消費支出の伸びは前期比で0.9%と、2003年末ころから1%程度の伸びが続いていると考えられてきた。しかし、新方式では4-6月期0.3%、7-9月期は0.2%と伸びが大きく低下している。

民間最終消費支出の価格であるデフレーターは、旧推計では7-9月期は前年同期比で1.5%の下落だったが、新方式では0.6%の下落に縮小しているように、価格の下落による実質伸び率の押し上げ効果が小さくなっていることが影響している。消費の推計に関して、今回から一部の品目では「家計消費状況調査」が使われるようになったことなども加わって、実質の伸び率は大きく低下した。



消費の伸びが実際には高くなかったことは、家計所得の低迷を反映したものである。景気の回復が続いてきたにもかかわらず、毎月勤労統計で見ると一人当たりの賃金の伸びは7-9月期も前年を下回っており、雇用者数の増加を考慮しても家計所得の低迷は明らかである。さらに、今年の10月分から厚生年金保険料が毎年引き上げられ、年末には配偶者特別控除の縮小の影響が顕

在化するなどの家計負担増によって、可処分所得の伸びはさらに低いものとなっている。

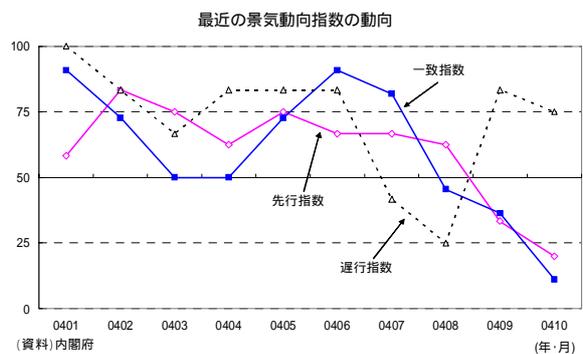
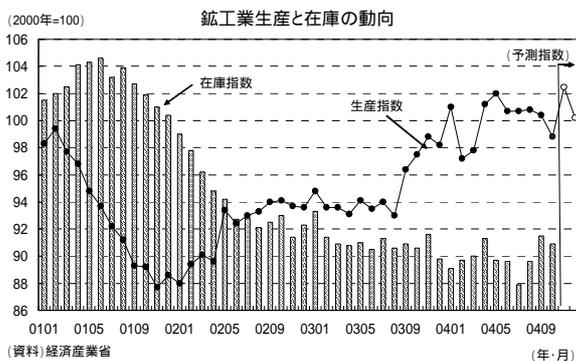
企業収益の伸びとの連動性が高いボーナスの伸びも、期待を裏切るものとなっている。2003年の冬と2004年夏のボーナスは、民間による事前の調査では増加となっていたが、実際には前年に比べて減少となった。この原因としては、民間の調査対象が大企業に偏っているため、伸びが高めに出やすいことなどが考えられる。今年の冬のボーナスについても、日本経団連の調査などでは増加となっているが、最終的に中小企業まで含めたボーナスの伸びには多くを期待できないだろう。

消費は、これまで、所得が伸びない中でも消費者心理の改善によって、消費者が貯蓄を消費に回す形で拡大してきた。しかし、貯蓄の削減もそろそろ限界に近づいていると考えられ、所得の伸びが期待できない中で家計の負担は増加していくため、今後消費が拡大を続けることは難しいだろう。

2 . 2005 年度は 0.5% 成長

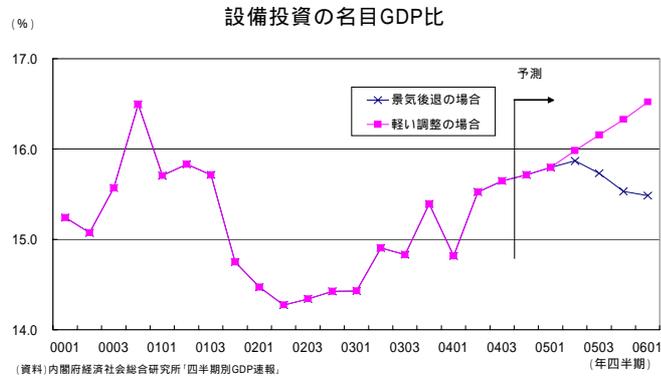
(外需の悪化、内需補えず)

10月の景気動向指数は、一致指数が11.1%となって、景気回復と後退の判断の分かれ目となる50%を3ヶ月連続で下回った。景気との連動性が高い鉱工業生産指数は、今のところ5月がピークとなっており、既に景気がピークを迎えている可能性は否定できない。しかし、設備投資は7-9月期も増加しており、10-12月期にも増加が見込まれる。また、10月の鉱工業生産の落ち込みには地震や台風の影響という特殊要因もあることから、勢いは衰えてはいるものの景気拡大が続いている可能性が高いと考えられる。



今後は、円高や海外経済の減速を受けて外需が悪化し、これを消費を中心とした内需では補えず、景気は2005年始めをピークに後退に向かうと考えられる。景気後退に至らずに軽い調整で成長が続くためには、伸びがやや鈍化している設備投資が減少せずに、再び伸びを高めることが必要である。しかし、バブル崩壊後の景気回復局面では、設備投資の名目GDP比で16%程度をピークに設備投資の調整局面を迎えている。2002年末から2003年にかけての調整局面では、設備投資の名目GDPに占める割合は14%台であったので、まだ設備投資の増加余地が大きかった。

ところが、直近の7-9月期には既にこの比率は15.6%に上昇しており、再び設備投資の伸びが高まれば名目GDP比で16%を超えて上昇していくことになり、設備の過剰を招く恐れが大きいだろう。

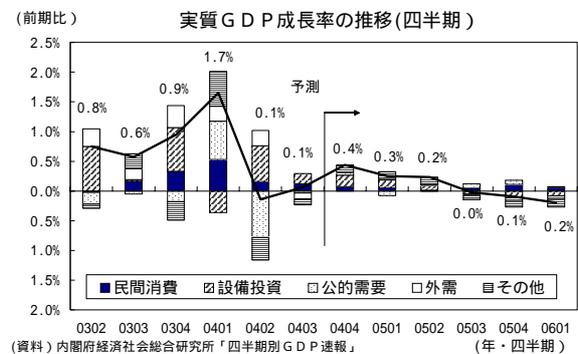
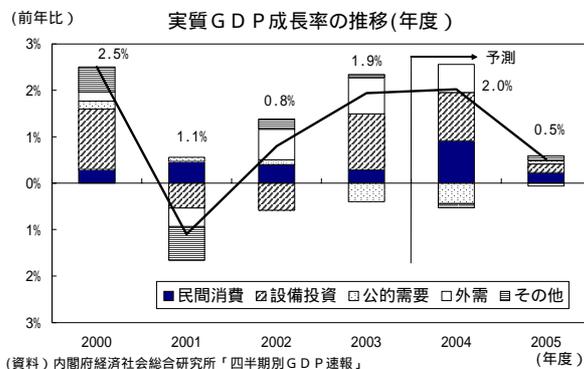


このため、消費の大きな伸びが期待できない中で、外需が悪化すれば設備投資の減少が起こることは避けられないと考えられる。設備投資の調整を終えて景気が回復に向かうのは、2006年度に入ってからと予想される。

(2005年度は景気後退へ)

2004年度は、2003年度に続いて輸出が高い伸びを示し、外需の実質成長率に対する寄与度が0.6%となることから、設備投資の伸びが続き、消費も1.6%の増加となって、実質成長率は2.0%となるだろう。名目成長率も2003年度の0.8%に続いて、0.8%のプラスとなるだろう。

2005年度は、米国の双子の赤字問題や中国の景気過熱の解消等を背景に、輸出の伸びが大きく鈍化することが見込まれるため、外需の寄与度は0.1%とマイナスになるだろう。このため設備投資の伸びは1.1%へと低下し、鉱工業生産も0.6%の減少になると見込まれる。家計所得が伸び悩む中で、社会保険料や税負担の増加が見込まれるため消費の伸びが低下するなど、内需が外需のマイナスを補うことは難しく、2005年度には日本経済は大きく減速する恐れが大きい。実質成長率は大きく低下して0.5%となり、名目成長率は0.3%のマイナスになると見込まれる。



(米国、欧州の経済見通しは来週末12月17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7-9月期2次QE(12/8発表)反映後)

(単位、%)

前回予測
(2004.11)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2004/4-6 実績	7-9 実績	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	1.9	2.0	0.5	0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	0.2	2.9	0.8
内需寄与度	(1.1)	(1.4)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(2.3)	(0.8)
内、民需	(1.5)	(1.9)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(2.8)	(0.7)
内、公需	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(0.8)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.5)	(0.1)
外需寄与度	(0.8)	(0.6)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.6)	(0.0)
民間最終消費支出	0.5	1.6	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	3.1	1.1
民間住宅投資	0.5	1.9	0.6	0.9	0.7	0.7	1.2	0.3	0.2	0.5	0.3	1.6	0.8
民間企業設備投資	8.2	6.7	1.1	4.3	1.1	1.2	0.8	0.5	0.3	0.7	0.5	5.9	1.2
政府最終消費支出	1.1	2.3	1.7	0.8	0.4	0.1	0.3	0.4	0.7	0.6	0.2	1.6	1.6
公的固定資本形成	9.2	15.9	5.0	16.8	2.2	0.4	2.8	1.0	1.2	0.8	0.6	14.5	3.7
輸出	9.9	12.0	2.8	3.4	0.6	1.1	1.1	0.7	0.5	0.3	0.3	11.7	2.8
輸入	3.4	8.6	4.3	1.7	1.8	1.4	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8	9.9	4.3
名目GDP	0.8	0.8	0.3	0.6	0.0	0.5	0.0	0.2	0.1	0.1	0.6	0.9	0.4

(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	5.0	0.6	2.6	0.7	0.3	0.6	0.4	0.6	0.3	0.3	5.0	0.6
国内企業物価(前年比)	0.5	1.7	0.2	1.1	1.7	1.9	2.1	1.6	0.6	0.2	1.1	1.7	0.2
消費者物価(前年比)	0.2	0.0	0.3	0.3	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	0.5	0.5	0.0	0.3
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2
経常収支(兆円)	17.3	17.5	15.0	18.9	18.5	16.1	16.4	14.8	15.0	15.1	15.1	17.5	15.0
(名目GDP比)	(3.5)	(3.5)	(3.0)	(3.7)	(3.7)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.4)	(3.0)
失業率(%)	5.1	4.7	4.8	4.6	4.8	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	120	117	115	123	123	120	119	117	116	115	120	117
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
為替(円/ドル)	113	107	102	110	110	106	103	103	102	102	101	108	104
原油価格(ドル/バレル)	30	38	38	35	38	40	39	38	38	38	38	40	40
経常利益(前年比)	16.9	20.6	0.5	34.3	37.8	15.6	4.8	1.4	0.6	1.2	2.5	13.4	0.5

(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)													
主任研究員	熊谷 潤一	(くまがい じゅんいち)	(03) 3512-1833	kumagai@nli-research.co.jp									
(米国経済担当)													
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doi-hara@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)