

# REPORT I

## 2005・2006年度経済見通し

### - 交差する企業・家計の明暗 -

経済調査部門 櫛 浩一  
haji@nli-research.co.jp

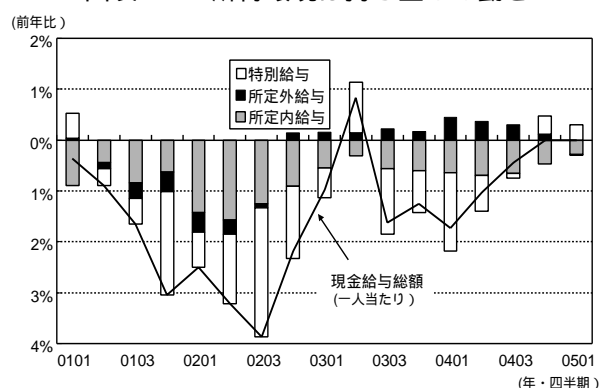
#### 1. 改善する家計部門と陰りを見せる企業部門

1-3月期の実質経済成長率は前期比1.2%（年率換算4.9%）で、2004年中のほぼゼロ成長というペースから久しぶりにかなりの高成長となった。低迷が続いてきた消費も前期比実質1.1%という高い伸びとなり、設備投資も2.4%の増加となったため、民需は1.6%の高い伸びとなった。名目GDPも前期比0.6%（年率2.2%）と2四半期連続のプラス成長となった。GDPの物価指数であるGDPデフレーターは、10-12月期の前年同期比0.4%の下落から、1-3月期は1.0%の下落にマイナス幅が拡大しているが、前期に一時的に下落幅を縮小させた特殊要因が剥落したことが原因で、物価が下落するというデフレ症状の一段の悪化を意味するものではない。ただし、輸出が前期比実質0.4%の減少となり、民間在庫品増加の実質成長率への寄与度が0.3%となっている点は、先行きの懸念材料である。

これまで、企業部門では収益の伸びから設備投資が増加基調にあったが、家計所得の伸びは低く消費が低迷していた。2002年1月を底に回復を続けてきた景気は、2003年初めから夏にかけての踊り場を抜け、2004年度には企業部門に

は明るさが見えたものの、家計部門には暗さが残っていた。しかし、失業率は2003年初めの5%台半ばから2005年初めには4%台半ばに低下し、有効求人倍率も上昇するなど雇用情勢は改善している。毎月勤労統計調査では、一人当たり現金給与総額が前年比で下げ止まり、昨年冬のボーナスが前年比で増加に転じるなど所得環境も改善して、家計部門でも改善が見られるようになった。

図表 - 1 所得環境は持ち直しの動き



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

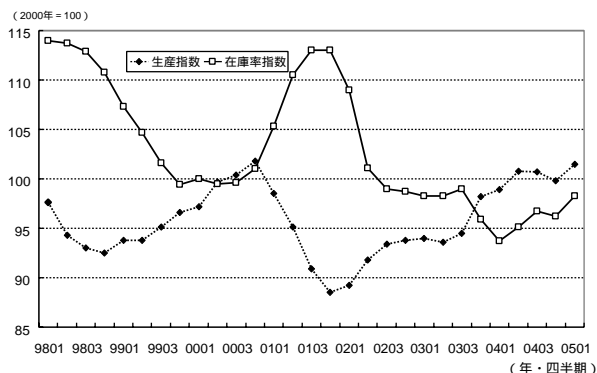
一方、企業部門では、改善が続いてきた日銀短観の大企業・製造業の業況判断DIが昨年12月調査に引き続き3月調査でも悪化しており、先行きに陰りも見えている。

鉱工業生産は、2002年初めから増加基調にあるが、2003年初め頃のイラク戦争やSARSに

よる足踏みに続いて、昨年夏頃から再び足踏み状態にある。鉱工業生産指数は、7-9月期、10-12月期と2四半期続けて微減となったために、昨年夏ごろが生産のピークで既に生産の減少局面に入ったという説があった。しかし、2005年1月の鉱工業生産は前月比3.2%の伸びとなって、これまでのピークを超え、景気が2004年中に後退局面に入っていた可能性は低下している。1-3月期の鉱工業生産指数は1.7%の上昇となっているが、1月は前月比3.2%の上昇となったものの、2月 2.3%、3月 0.2%と2ヶ月連続して低下しており、踊り場を脱して拡大を続けているわけではない。4月は前月比で1.9%の増加となったが、製造工業生産予測指数では、5月は2.3%の低下、6月は1.4%の増加となっており、このところ当月の見込みを実績が下回り、実現率がマイナスとなることが多いことを踏まえると、今後も鉱工業生産が増加基調をたどるか予断を許さない。

1-3月期の実質経済成長率を押し上げた民間在庫品増加は、今後の景気拡大を見込んだ前向きの在庫積み増しとは考え難い。政府・日銀は、IT関連業種の在庫調整が終われば景気が踊り場を脱して再び力強く回復を示すという期待を示しているが、在庫率指数は昨年中に比べて上昇しており、IT関連以外の業種でも在庫が積み上がっていることを示唆していると考えられる。

図表 - 2 懸念される在庫率の上昇



(資料) 経済産業省

2. 2005年度は0.8%成長、2006年度には1.1%成長に

(1) くすぶる元の切り上げ

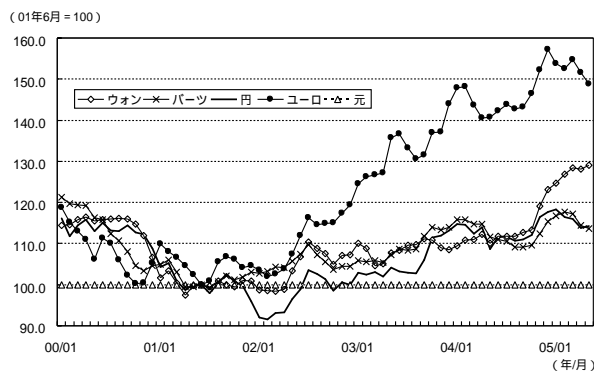
大規模な財政赤字と経常収支赤字という双子の赤字問題を抱える米国経済では、問題解決の方法として、ドルの大幅な下落が経済の減速による輸入の鈍化が考えられる。1-3月期の米国の実質経済成長率は前期比年率3.5%となり、10-12月期の3.8%から減速している。FRBがこのまま政策金利の引き上げを続けていけば、米国の成長率は緩やかに減速し輸入の伸びが鈍化していくと考えられる。投資の過熱が見られる中国経済は、1-3月期の実質GDPは前年同期比9.5%増と、10-12月期と同じであったが、内需の伸びは鈍化していると見られる。日本から中国への輸出の伸びもこのところ鈍化している。米国経済、中国経済ともに問題の解決のために経済を減速させていけば、両国の輸入の伸びが鈍化する可能性が高い。

4月の米国の貿易収支(国際収支ベース、季節調整済)の赤字は、570億ドルと前月より拡大した。1-4月で見ても前年同期比22.1%の増加となっており、過去最大の赤字となった昨年を大きく上回っている。2004年の財収支の赤字6,515億ドル(センサス局ベース)のうち、国別の収支では対中国赤字が1,620億ドルにのぼる。米国国内では、中国が対米貿易で大幅な黒字を続けているにもかかわらず、中国政府が元をドルに対して実質的に固定していることに不満が高まっている。中国の1-3月期の貿易収支は、2004年1-3月期の86億ドルの赤字から一転して166億ドルの黒字となっている。これは、輸出が前年同期比34.9%増と高い伸びを続けているのに対して、輸入の伸びが2004年1-3月期の42.4%増から大きく鈍化し12.1%の増加にとどまったためである。中国経済が過熱防止のため

に減速すれば、輸入の伸びの低下により中国の貿易収支の黒字は拡大するだろう。米国からの元切り上げ圧力はさらに高まることになる。

2001年半ばを基準に各国通貨の動きを比較すると、円を含めたアジア通貨の対ドルでの上昇はかなり遅れている。この背景には元がドルに対して実質的に固定されていることがあり、元が切上げられればアジア通貨が全般に上昇し、ユーロとの関係が正常化する可能性が高いだろう。

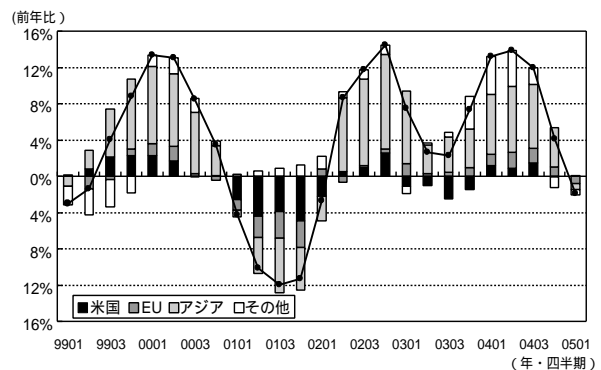
図表 - 3 ユーロに比べて上昇が小さいアジア通貨



(資料) The Asian Wall Street Journal 他

貿易統計で見ると、それまで高い伸びを示していた中国向けを中心としたアジア向け輸出の落ち込みから、日本の輸出数量の前年同期比の伸びは、昨年夏頃をピークに鈍化している。GDP統計では、1-3月期の輸出は13四半期ぶりに前期比実質 0.4%の減少となった。輸入も0.5%増と伸びが鈍化したものの、外需の実質経済成長率への寄与度は 0.1%と3四半期連続でマイナスとなっており、外需に景気を牽引する力は無くなっている。今後も米国、中国経済の減速による両国の輸入鈍化が日本の輸出の鈍化につながる可能性が大きいことや、元の切り上げに連動する形で対ドル・対ユーロで円高が進む可能性があることから、外需の鈍化傾向がしばらく続く可能性が高いと考えられる。

図表 - 4 地域別輸出数量の推移



(注) 輸出数量は輸出金額/輸出価格により算出  
(資料) 財務省「貿易統計」

## (2) 消費は企業部門の鈍化を補えるか?

好調な企業収益を反映して設備投資は増加傾向が続いてきたが、収益の先行きには不安が出てきた。6月6日に発表された法人企業統計季報では、設備投資は10-12月期の前年比3.0%の伸びから1-3月期には前年比6.9%に高まった。しかし、全産業の経常利益の伸びは2004年度前半の30%を超える増加率から、年度後半は10%台へと鈍化しており、2005年度には利益の増加速度は大きく減速するだろう。輸出の鈍化が続けば利益の伸び鈍化に拍車がかかり、収益の伸びに支えられてきた設備投資の伸び率も先行きは低下することが予想される。

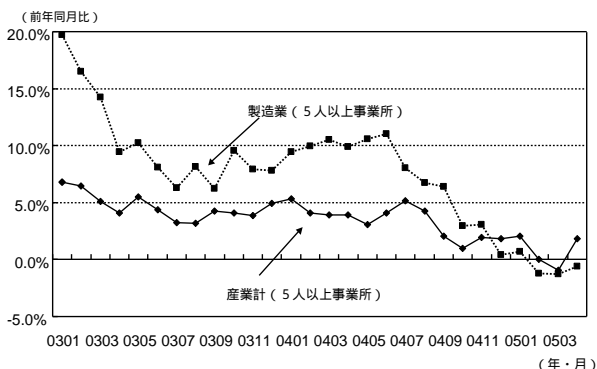
GDP統計で見ると、設備投資は台風などの天候要因もあって7-9、10-12月期はほぼ横ばいとなっていたが、1-3月期は前期比実質2.4%の増加となった。設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、10-12月期は前期比5.7%の伸びであった。しかし1-3月期は0.7%の伸びにとどまり、4-6月期の見通しでは3.1%の減少が見込まれている。今後も設備投資の伸びが続くかどうかは微妙な状況にある。

原油価格などの素材価格が上昇している一方で、消費者物価指数の上昇率がなかなかプラスに転じないのは、中間にある企業の利益率が圧迫されていることを意味する。利益率の低下は

販売数量の伸びで補うことができるが、輸出の伸びが鈍化すればこうしたことも困難となり、収益の悪化に繋がる恐れが大きい。

問題は、消費の伸びに企業部門の改善鈍化を補うだけの力があるかどうかである。鉱工業生産の低迷に歩調を合わせて、所定外労働時間は前年比で伸びが低下しており、今後は残業代の増加を通じた家計所得の改善は期待できないだろう。これまでの企業収益の増加を反映してボーナスの増加が見込まれるものの、本格的な賃金の上昇には結びつかないと考えられる。このため2005年度の家計所得の伸びは限定的にとどまり、消費には輸出の鈍化やそれによる設備投資の落ち込みを補って景気回復を支えるほどの力はないものと考えられる。

図表 - 5 鈍化する所定外労働時間の伸び



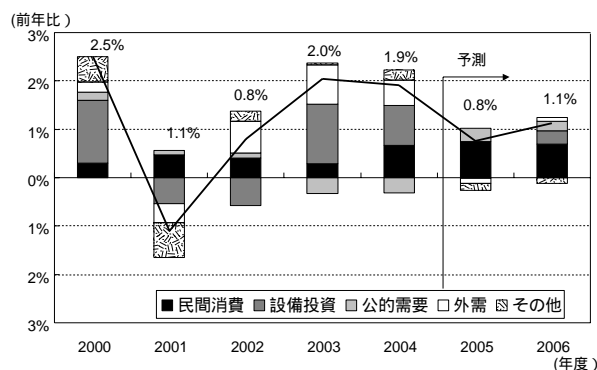
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

### (3) 2005年度は低迷が続く

2005年度は輸出の鈍化から実質成長率に対する外需の寄与度が2004年度の0.5%から 0.1%のマイナスとなって、外需はむしろ経済成長率の足を引っ張るようになる。原油価格の上昇などコストの上昇も加わって企業収益を圧迫するため、設備投資は前期比実質では緩やかな減少が続き、2004年度の5.3%の伸びから 0.1%の減少となると予想される。消費は雇用・所得環境の改善から1.2%から1.3%へと伸びが高まり、公共事業の減少幅の縮小で公的需要が 1.4%の減

少から1.3%の増加となるものの、実質成長率は2004年度の1.9%から0.8%へと減速するだろう。GDPデフレーターは 1.1%から 0.8%に縮小しデフレは緩和するものの、実質成長率が低下することから名目成長率も2004年度の0.8%の伸びから、2005年度には0.0%に低下すると予想される。

図表 - 6 実質GDP成長率の推移



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

### (4) 2006年度には回復へ

2005年度の海外経済環境は2004年度に比べて悪化し、日本経済は輸出の伸びが鈍化して景気後退にいたる恐れが大きい。しかし、2006年度にかけても海外経済環境の悪化が続くわけではない。中国経済は過熱防止のために成長率が低下すると見られるものの、世界銀行の予測によれば、2004年の9.4%成長が2005年には8.3%に低下するという程度である。伸びが鈍化するとは言っても中国経済がかなりの高成長を続けることには変わりがなく、中国向けの輸出は一時的な停滞はあるものの増加傾向が続くだろう。米国経済は2004年の実質4.4%成長から2006年には3.1%へと減速していくと見られるものの、米国経済の潜在成長率とされている3%程度に収れんするだけで、失速するような状況ではない。

このため日本の輸出は、2005年度には伸びが鈍化するものの、緩やかな増加傾向は続く。日本経済は、高齢化の進展によって労働力人口が

減少していくため、景気の低迷があっても失業率が大幅に上昇するなど雇用情勢が大きく悪化するようことは考えられない。消費者マインドの悪化は小幅にとどまり、消費が大きく落ち込むことはないと思込まれる。輸出の伸び鈍化を受けて設備投資は2005年度に軽い調整が起こるものの、2006年度には1.8%の増加に転じると考えられる。2006年度の実質経済成長率は、1.1%となると予想される。2006年度半ばには消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比は若

干のプラスとなるが、量的緩和解除の条件となっている「先行き再びマイナスとなると見込まれない」とは言い切れない状況であろう。しかし名目経済成長率がプラスを続け、消費者物価の下落が止まるなどデフレからの脱却が見えてくるために、長期金利は緩やかな上昇を続けるものと予想される。経常収支の黒字幅はGDPの3%を超える水準が続き、日本経済の回復が加わるために緩やかながら円高傾向が続くと考えられる。

### 米国経済の見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2005年				2006年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	4.4	3.5	3.1	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9
個人消費	"、%	3.8	3.6	3.1	3.6	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9
設備投資	"、%	10.6	8.8	6.4	3.5	8.7	7.6	6.3	6.1	5.7	6.3	6.3
在庫投資	寄与度、%	0.4	0.0	0.2	0.8	0.6	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
純輸出	"、%	0.6	0.6	0.1	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1
消費者物価	前年同期比、%	2.7	3.1	2.2	3.0	3.1	3.2	2.8	2.7	2.0	2.0	2.1
失業率	平均、%	5.5	5.2	5.1	5.3	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
FFレト誘導目標	期末、%	2.25	3.75	3.75	2.75	3.25	3.50	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
国債10年金利	平均、%	4.3	4.3	4.7	4.3	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8

### ユーロ圏経済の見通し

	単位	2004年	2005年	2006年	2005年				2006年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.7	1.4	1.8	1.3	1.3	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
内需	寄与度%	1.6	1.2	1.6	1.5	1.4	1.0	1.0	1.5	1.6	1.7	1.7
民間最終消費支出	前年比%	1.2	1.5	1.7	1.3	1.5	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8	1.7
固定資本形成	"	1.4	0.9	1.9	1.0	1.1	1.0	0.6	1.8	1.8	1.9	2.0
外需	寄与度%	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.1	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.8
失業率	平均、%	8.9	8.9	8.8	8.9	8.9	8.9	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
ECB市場介入金利	期末値、%	2.00	2.00	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50
対ドル為替相場	平均、ドル	1.24	1.25	1.25	1.31	1.26	1.21	1.23	1.24	1.24	1.25	1.26

# 日本経済の見通し

(単位、%)

	2004年度 実績	2005年度 予測	2006年度 予測	04/10-12 実績	05/1-3 実績	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	06/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	07/1-3 予測
実質GDP	1.9	0.8	1.1	0.1	1.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
				0.2	4.9	0.1	0.3	0.4	1.0	1.1	1.8	1.9	2.3
				0.6	1.3	1.0	1.1	1.0	0.1	0.4	0.9	1.3	1.9
内需寄与度	(1.4)	(0.9)	(1.1)	(0.1)	(1.3)	( 0.0)	( 0.1)	( 0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
内、民需	(1.8)	(0.6)	(0.9)	(0.0)	(1.2)	( 0.1)	( 0.1)	( 0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
内、公需	( 0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	( 0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	(0.5)	( 0.1)	(0.1)	( 0.1)	( 0.1)	(0.0)	( 0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	( 0.0)	(0.0)	(0.0)
民間最終消費支出	1.2	1.3	1.2	0.4	1.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅投資	2.1	0.7	0.1	0.6	1.3	0.5	0.1	0.7	0.5	0.5	0.4	0.1	0.2
民間企業設備投資	5.3	0.1	1.8	0.1	2.4	0.7	0.6	0.9	0.3	0.8	1.0	1.2	1.3
政府最終消費支出	2.7	2.3	1.9	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.2	0.7	0.6	0.8
公的固定資本形成	15.1	2.4	3.4	0.3	0.6	0.0	0.8	1.2	1.1	1.2	0.6	0.5	0.2
輸出	11.9	2.0	2.5	1.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7
輸入	9.3	3.5	2.5	2.1	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6	0.4	0.9	0.6	0.7
名目GDP	0.8	0.0	1.0	0.2	0.6	0.1	0.1	0.2	0.4	0.9	0.5	0.4	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、%)

	2004年度	2005年度	2006年度	04/10-12	05/1-3	4-6	7-9	10-12	06/1-3	4-6	7-9	10-12	07/1-3
鉱工業生産(前期比)	4.1	0.5	1.2	0.9	1.7	0.3	1.0	0.6	0.2	0.6	0.6	0.7	0.9
国内企業物価(前年比)	1.5	0.5	0.3	2.0	1.4	1.8	0.8	0.0	0.5	0.4	0.5	0.2	0.1
消費者物価(前年比)	0.1	0.3	0.1	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
経常収支(兆円)	18.3	15.8	16.7	18.3	18.2	15.7	16.0	15.4	16.2	16.1	16.8	16.4	17.6
(名目GDP比)	(3.6)	(3.1)	(3.3)	(3.6)	(3.6)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.2)	(3.4)
失業率(%)	4.6	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9	4.7	4.5
住宅着工戸数(万戸)	119	118	117	117	121	118	118	118	117	117	117	117	117
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.5	1.4	1.7	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
為替(円/ドル)	107	106	102	106	104	108	107	106	104	102	102	101	101
原油価格(ドル/バレル)	39	45	42	41	41	48	46	44	43	42	42	42	40
経常利益(前年比)	24.6	1.0	4.6	17.6	15.8	0.2	0.6	2.3	1.2	0.7	2.3	4.7	10.4

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(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