(株) 農林中金総合研究所

2005 年 5 月 20 日

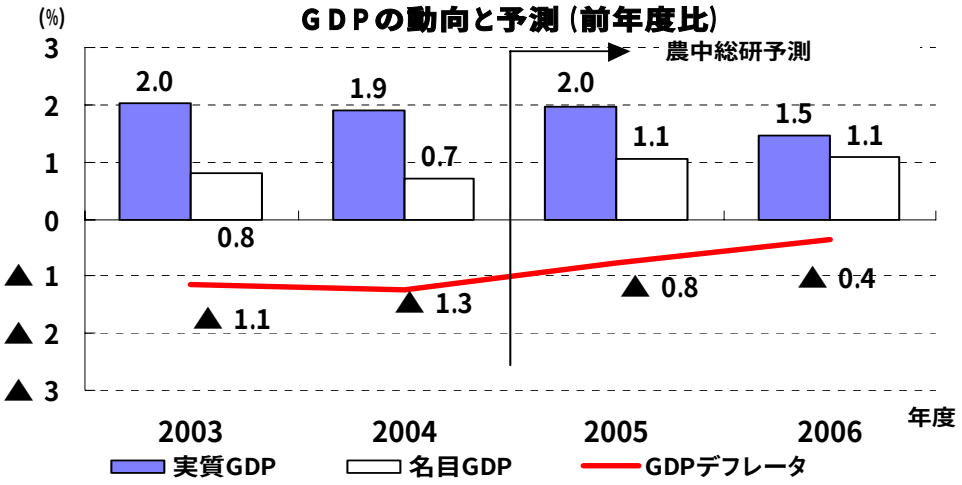
2005年度・2006年度経済見通し

2005 年度+2.0%成長、06 年度+1.5%成長と予測

～05 年後半までは緩やかな景気拡大が続くが、06 年度は調整局面入り～

05 年中は世界経済が底堅く推移することに伴って、年央から年末にかけて再び輸出の増勢が見込まれ、国内需要への好影響が期待される。しかし、06 年に入ると、循環的な側面から世界経済はやや減速し、日本経済も調整色が強まってくる。

また、物価下落圧力は徐々に弱まるものの、マクロ的な需給ギャップが乖離した状態が続くため、05～06 年度にかけて消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）が前年比ゼロ%以上で推移することは見込めない。そのため、量的目標の引下げ等の修正は十分ありうるが、量的緩和政策からの転換は想定しない。



内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」から農中総研作成・予測

＜目次＞

総論	1～7
見通し詳細表	8
個別項目	9～15
付表	16～17

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所　調査第二部　03-3243-7369

景気の現状：

◆ 5月17日に発表されたGDP速報（1次QE）によると、05年1～3月期は前期比+1.3%と極めて高い成長率を達成、表面的には内需主導によって04年度に入ってからの景気停滞を脱したような格好となった。

◆ ただし、内容を細かく見ていくと、民間消費と企業設備投資の増勢はこれまで低迷していたことからの反動増といった域を出ていない。また、民間在庫の積み上がりが成長率押し上げに少なからぬ寄与をした（前期比成長率を+0.4%pt押し上げた）他、2002年初からの景気拡大の牽引役であった輸出が3年ぶりに前期比マイナスに転じるなど、全面的に前向きな評価ができるわけではない。今後、6月上旬に発表される法人企業統計季報（1～3月期）などを受けて改定値（2次QE）が公表されるが、その際には企業設備投資を中心に下方修正される可能性にも十分注意しておきたい。なお、足許の景気判断としては、海外経済の一時的スローダウンを背景に調整局面が依然として続いている、との認識である。

◆ デフレ環境は長引いているが、その状況にはまだ大きな変化は見られていない。確かに、素原材料価格は上昇しているが、最終財価格への転嫁が始まったわけではない。そもそも国内で生産される最終財は、高付加価値化が進展しているため、原材料コストのウェイトは大きくない。また、人件費上昇分は労働生産性上昇率以下に抑制されているために、産出価格の抑制が十分可能である。それゆえ、現段階ではデフレ状態からの脱却が見通せる状況ではないと考える。裏返してみれば、デフレ脱却のためには、金融緩和政策を粘り強く続けることの他に、基本的には労働市場が引き締まることによって賃金上昇が実現することが必要であろう。

05～06年度経済見通し：

予測の前提条件

①財政政策

◆ 小泉政権の緊縮財政路線により、公共投資そのものは抑制された状態が続いている。ただし、台風・地震の災害対策費1兆3,618億円が盛り込まれた04年度補正予算が編成されており、05年度にそのうちの約1兆円分が持ち越されていると想定した。それゆえ、05年度一般会計予算・公共事業関係費は04年度当初比▲3.6%であるが、GDPベースの名目公的固定資本形成は、上述の災害復旧費の上乗せ分（約1兆円）を考慮し、前年度比+1.5%程度を見込む。一方、06年度はその効果がなくなることもあり、同▲4%と再び減少に転じると予想。なお、公共投資デフレーターは資材価格上昇の影響で足許は前年比プラスとなっており、実質ベースの公共投資は名目ベースよりも低い伸びが見込まれる。

◆ 政府最終消費支出は、医療給付など社会保障関係費の緩やかな伸びに加え、治安対策やイラク支援などもあり、05、06年度とも前年度比+1%台後半（名目ベース）の増加率と想定。

◆ 05年度税制改革では小渕政権から景気対策で実施している定率減税がこれまでの半分に圧縮される（具体的に、国税の所得税20%減税（最高25万円）が半分に圧縮され、これにより1兆2,500億円の税収増になるものと考えられる）。そのほか、配偶者特別控除廃止や厚生年金の保険料率（年収の13.5%、労使折半）が毎年度0.354%上昇（2017年度まで）し続ける等、家計可処分所得や消費支出に対する抑制要因が重なる。また、今後の景気動向次第であるが、06年度には圧縮された定率減税の全面廃止、そして07年度以降には消費税率の再引き上げなど、更なる国民負担の増加も視野に入ってくる。

2005・2006年度　国内経済見通し

(前期比)

	単位	04年度 通期	2005年度 通期	2005年度 上半期	2005年度 下半期	2006年度 通期	2006年度 上半期	2006年度 下半期
実質GDP	%	1.9	2.0	1.1	1.1	1.5	0.8	0.3
民間需要	%	2.3	1.8	0.9	0.9	1.6	1.0	0.3
民間最終消費支出	%	1.2	1.5	0.9	0.5	1.1	0.5	0.5
民間住宅	%	2.1	▲ 0.3	▲ 0.4	0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	0.1
民間企業設備	%	5.1	4.0	2.0	3.3	3.8	2.5	▲ 0.8
公的需要	%	▲ 1.5	1.6	1.1	0.5	0.4	▲ 0.0	0.4
政府最終消費支出	%	2.7	2.1	1.1	0.8	1.9	1.0	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 15.5	0.4	2.1	▲ 1.1	▲ 5.5	▲ 4.1	▲ 2.0
財貨・サービスの純輸出	10億円	14998.7	16176.5	15338.1	17014.9	17005.7	17208.8	16802.7
輸出	%	11.9	4.8	1.7	4.7	4.3	2.0	▲ 0.1
輸入	%	9.3	4.0	0.7	3.0	4.1	2.3	0.5
内需寄与度　(前期比)	%	1.4	1.7	0.9	0.8	1.3	0.7	0.3
民間需要　(　〃　)	%	1.7	1.4	0.7	0.7	1.2	0.8	0.3
公的需要　(　〃　)	%	▲ 0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1
外需寄与度　(　〃　)	%	0.5	0.2	0.1	0.3	0.2	0.0	▲ 0.1
デフレーター　(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3
国内企業物価　(　〃　)	%	1.6	1.2	1.4	1.0	0.2	0.4	▲ 0.1
総合消費者物価(　〃　)	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
完全失業率	%	4.7	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4
鉱工業生産 (前期比)	%	4.1	3.2	0.8	1.0	1.1	0.6	▲ 1.0
経常収支	兆円	18.5	18.3	9.1	9.2	18.0	9.4	8.6
貿易収支	兆円	13.7	13.8	6.7	7.1	13.5	6.9	6.5

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

項目 ＼ 時期	単位	04年度 通期	2005年度 通期	2005年度 上半期	2005年度 下半期	2006年度 通期	2006年度 上半期	2006年度 下半期
名目GDP	%	0.7	1.1	0.7	1.5	1.1	1.4	0.8
実質GDP	%	1.9	2.0	1.6	2.2	1.5	1.9	1.0
民間需要	%	2.3	1.8	1.7	1.8	1.6	1.9	1.3
民間最終消費支出	%	1.2	1.5	1.1	1.5	1.1	1.1	1.1
民間住宅	%	2.1	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
民間企業設備	%	5.1	4.0	2.8	5.3	3.8	5.9	1.7
公的需要	%	▲ 1.5	1.6	1.6	1.6	0.4	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	2.7	2.1	2.3	1.9	1.9	1.8	2.0
公的固定資本形成	%	▲ 15.5	0.4	▲ 0.4	1.0	▲ 5.5	▲ 5.1	▲ 5.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,999	16,177	15,338	17,015	17,006	17,209	16,803
輸出	%	11.9	4.8	3.2	6.4	4.3	6.8	1.9
輸入	%	9.3	4.0	4.3	3.8	4.1	5.4	2.8
国内企業物価　(前年比)	%	1.6	1.2	1.4	1.0	0.2	0.4	▲ 0.1
総合消費者物価　(　〃　)	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0
完全失業率	%	4.7	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.4
鉱工業生産 (前年比)	%	4.1	3.2	2.1	4.3	1.1	2.6	▲ 0.5
経常収支 (季節調整値)	兆円	18.5	18.3	9.1	9.2	18.0	9.4	8.6
貿易収支 (季節調整値)	兆円	13.7	13.8	6.7	7.1	13.5	6.9	6.5
為替レート(前提)	ドル/円	107.5	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル／バレル	38.7	40.0	40.0	40.0	38.0	38.0	38.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

②金融政策

◆ 民間部門では予備的動機に伴う流動性需要が減退していることもあり、資金供給オペでは札割れが頻発している。この結果、日銀当座預金残高目標（現行 30～35 兆円）を達成することが先行き困難になるとの見方が強まっており、金融政策決定会合でもその引き下げの是非をめぐる議論が活発化している。実際に、目標を引き下げるか、目標割れを容認する等の弾力的運用にするか、といった選択肢はあるが、金融政策そのものが転換期を迎えているのは事実である。今回の予測では、量的目標の引き下げの可能性は十分あると考えるが、それが金融市場やマクロ経済へは大きな影響を与えることはないものとした。また、政策金利をゼロ状態に留めることは継続されると想定する。

③銀行経営、不良債権問題など

◆ 「金融再生プログラム」による 04 年度末（05 年 3 月末）での不良債権問題の解決や 05 年 4 月からのペイオフ凍結解除により、国家が金融システム全体を保護してきた段階からの脱却が実現できた。その後も、取り立てて混乱はなく、金融システム不安は解消する方向にある。一方、同プログラムにおいて数値目標が課されなかった地域金融機関では一部で不良債権処理の遅れも散見され、今後も経営統合など業界再編が予想される。

④世界経済動向

◆ ソフトパッチに陥ったとされた米国経済であるが、当面は潜在成長率並みに底堅く推移していくと想定。ただし、循環的な側面に加えて、05年後半から06年前半にかけて金融政策中立化に伴う利上げの影響が表面化してくることから、成長率は徐々に減速していく。なお、景気そのものが底割れし、リセッション入りすることまでは想定しない。***米国の経済成長率は 04 暦年の+4.4%からは成長率は鈍化、05 暦年は+3.3%（うち、年前半+3.3%、年後半+2.9%）、06 暦年は+2.8%（うち、年前半+2.8%、年後半+2.7%）と想定。***一方、米国の金融政策は緩和スタンスから中立的スタンスへの修正が持続、ほぼ中立的水準と目される FF レート 3.5%へ向けて断続的に引き上げる。

◆ 一方、EU 経済は近年のユーロ高の影響もあり、ドイツ・イタリアなどでは景気停滞感が強まった。そのため、ユーロ圏経済の成長率は 05 暦年+1.6%とやや調整色の強い展開が予想される。ただし、足許ではユーロ高の修正が起きており、06 暦年には徐々に回復感が伴ってくる。また、過剰投資による景気過熱やインフレ加速が懸念される中国経済は、景気過熱抑制策の継続で成長率そのものは鈍化するが、依然として高めの成長率（05 暦年 9%程度、06 暦年 8.5%程度）を維持。

◆ 全般的にみれば、世界経済は05年内まで底堅く推移するものの、06年にかけては減速感が目立つ展開になる、と予想する。

⑤原油価格の見通し

◆ 地政学的リスクから来る価格高騰要因は解消する方向へ。なお、先行き不需要期に入るが、OPEC など産油国側の価格維持政策からの減産の思惑、世界経済の成長継続などもあり、現状から大きく価格が下落することは想定しない。05～06 年度の日本の原油入着価格は 1 バレルあたり、それぞれ 40.0 ドル、38.0 ドルと予想。

⑥IT 関連需要

◆ 04 年の世界半導体市場は前年比+25%前後の高い伸びとなったが、年後半から調整色が強まっており、各リサーチ会社などの予測では 05 年は低成長に甘んじるとの見通しが濃厚である。SIA が 04 年 11 月に発表した見通しでは前年比横ばいを見込んでいるが、04 年 12 月末時点でガートナーが発表した見通しでは、減速感は伴うものの大幅な落ち込みは回避され、同+5.2%を見込んでいる。ただし、BB レシオなどに関しては 05 年央には底入れし、緩やかながらも回復し始めるとの見方が有力である。

05年度見通し

◆ 05年度に関しては、世界経済の底堅さに牽引されること、半導体市場での調整終了などの影響で、年度後半に向けて再び輸出増勢が始まるものと予想している。つまり、現状の景気の踊り場は7～9月期には脱する可能性が高い、と見ている。

◆ 民間需要に目を転じると、企業業績の回復基調をうけてボーナスの増加傾向が続いているため、雇用者報酬は底入れしている。そのため、民間消費は底堅く推移すると見られる他、経営体力の回復が進展した企業では輸出増・収益増に支えられて、更新需要を中心に設備投資は引き続き増加することが見込まれる。これらにより、***05年度の実質GDP成長率は+2.0%と、03、04年度並みの成長率が達成できるものとした。(注)***

◆ なお、民需寄与度は+1.4%へ、04年度の+1.7%から若干低下するが、災害復旧もあって公需寄与度が+0.3%とプラスの寄与である。また、外需寄与度は+0.2%と成長を下支えする。また、GDPデフレーターのマイナス(▲0.8%)は継続するが、下落幅は縮小する方向。名目GDPは+1.1%と3年連続のプラス成長を見込む。

◆ 一方、マクロ的な需給ギャップが残る中、デフレ脱却の可能性は極めて薄いと見る。特に、消費者物価レベルでは、石油製品価格の高騰が続いているものの、電力料金・基本電話料金の引き下げ、コメ価格の低下、家電など耐久財の構造的下落、等の要因があり、小幅の下落が継続する。

(注) なお、前回予測(2次QE公表後の05年3月時点)でも2005年度は+2.0%成長を見込んでいたが、04年度からのゲタ(前回+0.2%を見込んでいたが、今回は+1.0%となった)を考慮すれば、今回は実質的には下方修正していることになる。その要因としては、事前に期待していたほどは海外経済の成長スピードが早くないこと、半導体市場の調整が後ズレしていること等が挙げられる。

06年度見通し

◆ 一方で、06年に入ると、米国・中国をはじめとする世界経済の成長は総じて減速すると想定しており、輸出環境は悪化する。それを受けて、企業業績も低調となり、設備投資意欲は減退し始める。民間消費も所得の伸び悩みからやや低調となる他、05年度前半は景気押し上げ効果を発揮した公共事業の減少傾向も明確化する。この結果、***06年度の実質GDP成長率を+1.5%と予測した。数字上は潜在成長率を若干上回っているが、年度内の各四半期の伸びは平均で前期比+0.1%程度であり、景気停滞感が強まると見る。***成長率に対する寄与度の内訳は、民需寄与度が+1.2%、公需寄与度が+0.1%、外需寄与度が+0.2%である。また、GDPデフレーターは前年比▲0.4%と、05年度までGDPギャップが縮小した影響を受けて下落幅が縮小する見込みである。名目GDPは+1.1%と4年連続でプラスが予想される。

金融政策・金融市場

◆ 05年度内は「消費者物価が安定的に前年比ゼロ%以上になる」という日銀がコミットメントしている量的緩和政策の解除条件をクリアできないことが見込まれる。また、06年度については電力・電話料金引下げといった要因が剥落することから消費者物価の前年比下落が一旦止まる可能性があるものの、水面上に浮上することまでは予想していない。よって、***06年度までに量的緩和政策の修正はあり得ても転換はないと想定する***。つまり、政策金利のゼロ状態は継続すると見ている。なお、07年度以降に本格化する団塊世代の大量退職は労働需給を引き締めることで失業率の低下をもたらし、デフレ脱却のための十分条件である賃金の上昇につながる可能性が高いが、いずれにしても**デフレ脱却実現は次回の景気回復局面まで先送りされるだろう。**

◆ ただし、短期資金供給オペレーションでは「札割れ」が頻発していることもあり、政策目標として掲げられている日銀当座預金残高 30～35 兆円の維持が危ぶまれている。これは、金融システム健全化に伴って、家計・企業・金融機関が流動性に対する保有ニーズを減退していることが原因である。現行の量的緩和政策は「デフレ脱却」や「金融システム不安」への対応として実施されているが、このうち「金融システム不安」に対応した部分については量的目標の下方修正もやむなし、との意見が強まりつつある。ただし、量的緩和政策のもう一つの柱であるデフレ脱却は上述のように実現できていない状況でもある。どのような形で量的目標の引き下げ、もしくは残高目標割れの容認をするかはともかくとして、現行の「30～35 兆円」という枠に捕われない政策運営への転換の可能性は十分ある。

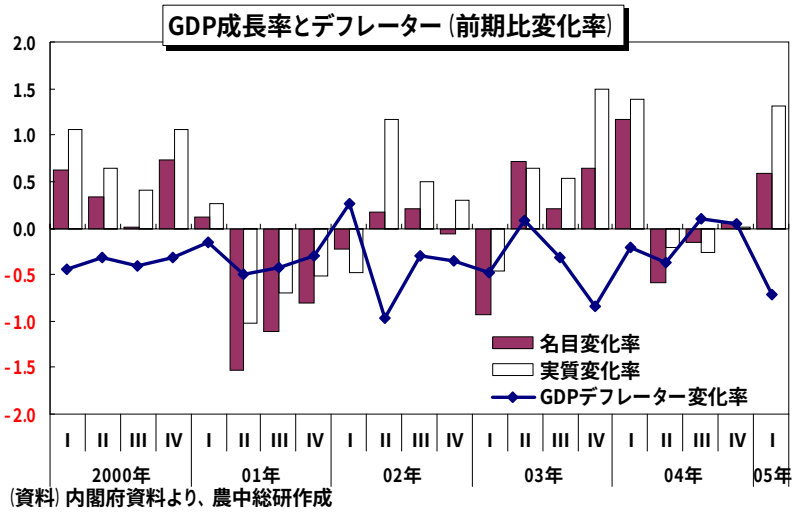
◆ 金融市場へのインプリケーションとしては、05年度後半にかけては成長率が一旦は高まることを想定すれば、景気に対してやや悲観的な見方を十分織り込んでいる株価や長期金利は上昇する可能性がある。もちろん、デフレ状態が持続する中での株価や長期金利の上昇余地には限界がある。また、為替レートに関しては、米国金融政策から来る日米金利差によるドル高要因が残存するが、米国の「双子の赤字」という構造的なドル安要因に注意が必要である。

【参考1】 GDP デフレーターは再び前期比マイナスへ

◆ 一般に、名目値と実質値の関係は、名目値÷物価指数（デフレーター）＝実質値であり、デフレーター変化率は名目値変化率と実質値変化率の差で近似できる。

◆ 2002 年 1～3 月期以降の景気回復局面においても GDP デフレーターは年率▲1.4%（前期比ベース）で下落しており、デフレ状況が続いてきた。特に民間設備投資デフレーターの下落率は年率▲2.1%（同）と大幅なマイナスになっている。

◆ このように下落基調だった GDP デフレーターも 04 年下期にかけては前期比プラスとなった。しかしながら、05 年 1～3 月期には 10～12 月期の特殊要因の剥落や 04 年度を通じてデフレ圧力が若干高まったこともあり、再び水面下に戻っている。



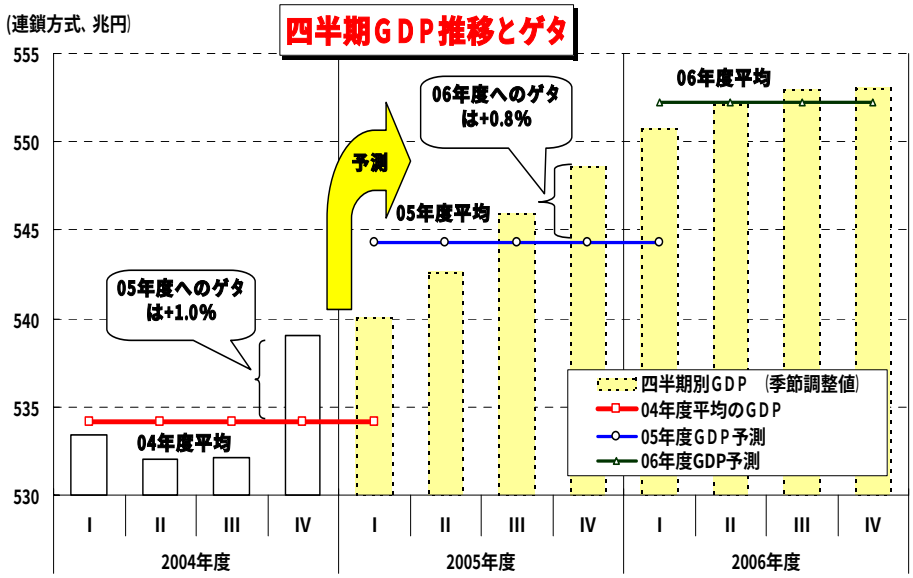
（資料）内閣府資料より、農中総研作成

【参考2】 GDP 予測における「成長率のゲタ」

◆ 「成長率のゲタ」とは、各年度最終四半期（1～3 月期）の GDP が当該年度（4～3 月）の GDP をどの程度上回っているか（もしくは下回っているか）を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と考えられる。つまり、次年度の 4 四半期ともゼロ成長が続いた場合、その年度の成長率はゲタの部分となる。04 年度に関しては、03 年度からのゲタが+2.0%あったが、実質成長率は+1.9%であり、当初のゲタを割り込んでいる。つまり、年度内の成長率は実質的にマイナスであったと捉えることもできる。

◆ 一方、05 年度への成長率のゲタは+1.0%であり、05 年度中の各四半期ともゼロ成長になったとしても、+1.0%成長は達成可能である。なお、政府見通し+1.6%成長達成のためには各四半期とも前期比+0.2%で達成可能である。

◆ ちなみに、当社 05 年度見通しは+2.0%成長であり、年度内に+1.0%の成長を見込んでいる。また、06 年度へのゲタは+0.8%を見込んでいる。



（資料）内閣府資料をもとに農中総研が作成

(株)農林中金総合研究所

2005・2006年度 国内経済見通し
(前期比)

	単位	04年度 通期	2005年度 通期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	2006年度 通期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
実質GDP	%	1.9	2.0	0.2	0.5	0.6	0.5	1.5	0.4	0.2	0.1	0.0
民間需要	%	2.3	1.8	▲0.1	0.1	0.5	0.7	1.6	0.5	0.3	0.2	▲0.1
民間最終消費支出	%	1.2	1.5	0.2	0.3	0.3	0.3	1.1	0.3	0.3	0.3	0.2
民間住宅	%	2.1	▲0.3	0.0	0.5	0.1	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.0
民間企業設備	%	5.1	4.0	0.5	1.0	1.5	2.5	3.8	1.0	0.5	▲1.0	0.0
公的需要	%	▲1.5	1.6	0.5	1.1	0.0	▲0.1	0.4	▲0.1	0.2	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	2.7	2.1	0.4	0.6	0.3	0.4	1.9	0.5	0.6	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	▲15.5	0.4	1.5	3.0	▲1.6	▲1.9	▲5.5	▲2.4	▲1.4	▲0.8	▲0.8
財貨・サービスの純輸出	10億円	14998.7	16176.5	14892.5	15783.8	16971.2	17058.6	17005.7	17258.7	17158.9	16651.9	16953.4
輸出	%	11.9	4.8	0.7	2.0	3.0	1.2	4.3	1.0	0.8	▲0.5	0.0
輸入	%	9.3	4.0	0.0	1.0	1.8	1.4	4.1	1.0	1.2	0.2	▲0.5
国内企業物価 (前年比)	%	1.6	1.2	1.6	1.2	0.8	1.2	0.2	0.4	0.4	0.1	▲0.3
総合消費者物価 (〃)	%	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0
完全失業率	%	4.7	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4
鉱工業生産(前期比)	%	4.1	3.2	1.0	0.6	1.5	0.5	1.1	0.3	0.0	▲1.0	0.0
経常収支(季節調整値)	兆円	18.5	18.3	4.4	4.7	4.6	4.6	18.0	4.7	4.7	4.3	4.3
貿易収支(季節調整値)	兆円	13.7	13.8	3.3	3.4	3.6	3.5	13.5	3.5	3.4	3.3	3.3
為替レート(前提)	ﾄﾞﾙ/円	107.5	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ	38.7	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

マーケット動向

株価・長期金利とも年後半にかけて上昇を見込む

～一方、為替レート（円/ドル）は現状水準でのもみあい～

◆ 足許は足踏み状態が続いている景気情勢も、05年央からは再び景気回復が強まると見込まれる。そのため、先行きの景気に対してやや悲観的な見方を織り込んでいる現状の株価・長期金利水準からは年後半にかけて上昇することが見込まれる。マクロ的な需給ギャップも徐々に縮小していくことが予想されるため、デフレ圧力は着実に解消する方向に向かってはいるが、約 10 年近く持続しているデフレ状態からの脱却実現時期はまだ視野に入っていないのも実際のところであり、その上昇余地にも自ずと限度はある。

◆ 収益面ではバブル期を上回る企業は多いものの、その割に株価指標の動きが鈍く、割安感は比較的高い状態である。この背景には、04 年後半から続いている半導体関連市場の停滞があり、主力のハイテク業種は目先の収益に関して下方修正が相次いだこともあり、バブル期を上回るところまで回復した企業業績も、加工組立型製造業を中心に一時的に頭打ちとなる可能性がある。ただし、年後半にもハイテク業種での生産調整圧力は解消される見通しであり、株価の上値を抑える要因はなくなると見られる。

◆ 金利面に関しては、短期資金供給オペレーションでの「札割れ」は頻発しており、日銀当座預金残高引き下げへの思惑が高まっている。現行の量的緩和政策の目的を、①デフレ脱却、②金融システム安定化、とすれば、②の部分については量的目標の下方修正を行ってもよいではないか、との意見が強まっているのも実際のところである。日銀の限られた資源を、①のデフレ脱却という最終目標に向けた「手段」を達成するために多くを割くのは本末転倒ともいえるため、そう遠くない将来に「残高目標の引き下げ」もしくは「目標割れを容認する等の弾力運用」が決まる可能性は否定できない。その際には、時間軸効果の一部が剥落すると見られ、ターム物金利が上昇することが見込まれる。

◆ 一方、長期金利に関しては、国債管理政策の観点から政府・日銀が一体となって金利急上昇を抑制する可能性が高く、現行の毎月 1 兆 2,000 億円の中長期国債買入オペは減額されることはないと見られる。また、前述の通り、デフレ環境が残存しているという状況下では、長期金利が上昇局面入りすることは想定しがたい。景気回復を受けても 05 年度後半にかけては 1%台半ばから後半にかけての、ややボラタイルな展開が予想される。

◆ 為替相場（円／ドル）については、第二期ブッシュ政権の通貨政策スタンスは第一期と同様に表向きは「強いドル政策」であるが、本音ベースでは「秩序ある緩やかなドル安容認」であると目されている。純粋に経済的には米国の『双子の赤字』解消の目処が当面立っていないことも実際のところであり、折に触れてドル安要因として働く可能性がある。ただし、現状では米国の金利先高観から来る日米金利差拡大といった要因が強く機能しており、一方的な円高ドル安も想定しづらい。

（南　武志）

金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年度／月		2005年度				
		05年5月（実績）	05年6月（予想）	05年9月（予想）	05年12月（予想）	06年3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.001	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.080	0.07～0.12	0.07～0.12	0.07～0.12	0.10～0.15
短期プライムレート	(%)	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回り	(%)	1.275	1.20～1.50	1.30～1.80	1.40～2.00	1.40～2.00
為替レート 対ドル	(円/ドル)	106.98	103～110	102～108	102～108	102～108
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	135.65	130～140	130～140	130～140	130～140
日経平均株価	(円)	10,835	11,300±500	11,500±500	12,000±500	12,000±500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は05年5月18日時点。

所得・雇用環境

雇用はゆるやかに増加

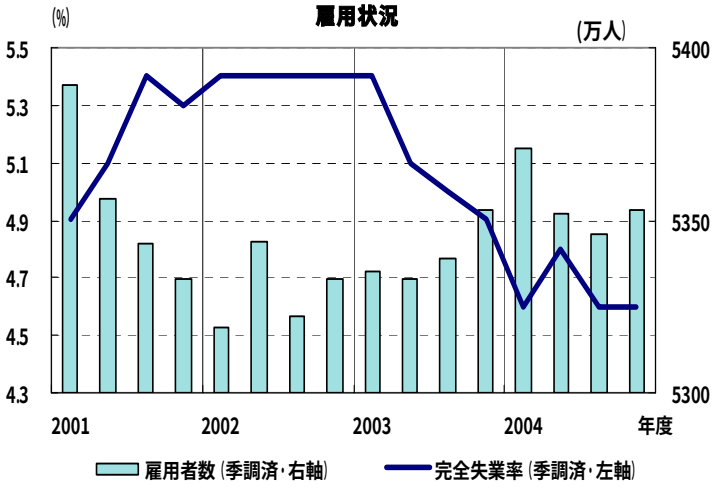
～賃金は伸び悩む可能性も～

◆　05年1～3月期は、有効求人倍率が0.91倍と、12期連続して改善している。完全失業率は、季節調整値で4.6%となり、2期連続して99年10～12月期の水準となった。また、就業者数は5期連続して前年同期を上回っている。減少の続いた正社員の雇用者数は、05年1～3月期においては前年を上回った。また、15～24歳の若年労働者の雇用環境は内定率の上昇や、就業者数の増加に見られるように改善している。

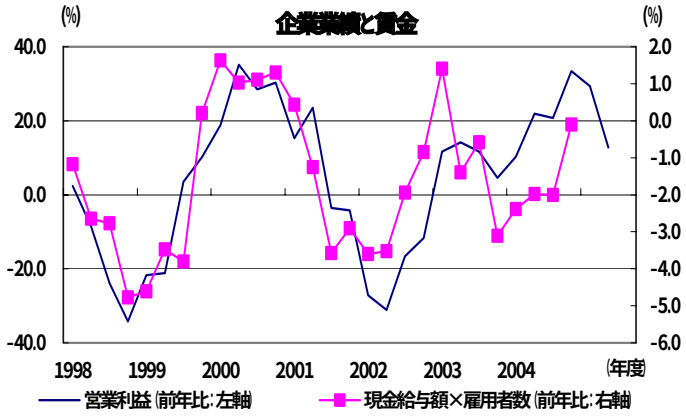
◆　その一方、景気の一致指数である製造業の所定外労働時間は、2月に34ヶ月ぶりに前年を下回り、3月も前年比▲1.3%と、やや減速感が出てきた。また、新規求人数も前期比+0.2%と増加ペースが鈍ってきた。

◆　しかし、日銀「短観」3月調査の雇用判断DIは、雇用過剰から雇用不足に転じている。非製造業が堅調であり、また製造業の生産調整が大幅に行われることはないと見込まれることから所定外労働時間の大幅な縮小はないとみる。また、団塊世代の大量退職が控えていることもあり、今後も一定の求人が期待できよう。

◆　春闘では各種の調査で賃上げ率が前年比1.6%程度と低かったが、04年度に業績好調であったため、賞与で還元すると見られる。ただし、足元、企業の業績は前年比プラス幅が縮小しており、今後業績が落ち込む場合は、05年後半から賃金が伸び悩む可能性がある。　（田口さつき）



総務省「労働力調査」より農中総研作成



総務省「労働力統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」、財務省「法人企業統計」より農中総研作成
営業利益は3期先行させている

民間最終消費支出

05年度も1%台の増加基調が継続

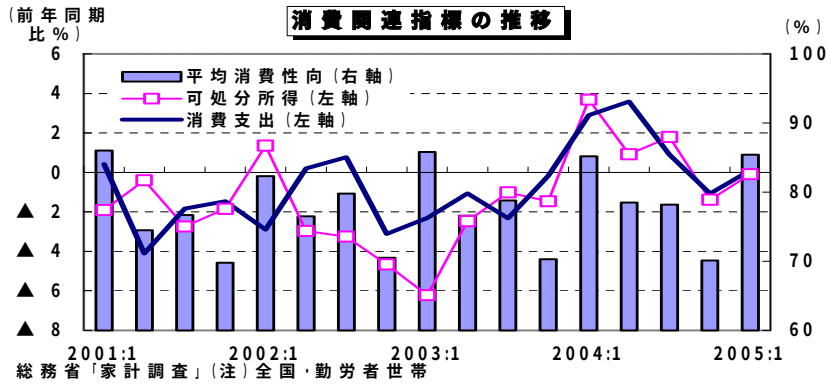
～ただし、先行き国民負担増が消費を下押しする懸念も～

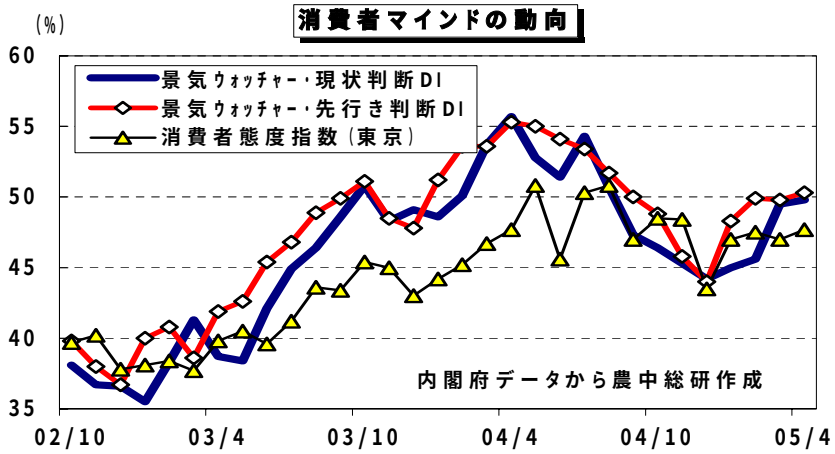
◆　05年1～3月期の民間最終消費支出は前期比＋1.2%と3四半期ぶりのプラスとなり、実質ＧＤＰ成長率を0.7%押し上げた。1～3月期の高い伸びは、台風や暖冬など天候不順による一時的な影響で不振だった昨年10～12月期の反動増によるものとみられる。

◆　企業の雇用調整が一服し、足下では求人数の増加や賃金の下げ止まりなど雇用･所得環境が改善している。これを受け消費者マインドは持ち直している。一方、消費性向は所得環境の改善が遅れる中にあっても比較的高水準で推移している。

◆　企業の業績回復を受け、今夏の賞与は大企業を中心に増加が見込まれており、消費を下支えすると見られる。その後も雇用･所得環境の改善が進めば、消費は堅調に推移していくと予想される。。

◆　ただし、04年度からの断続的な年金保険料の引き上げに加え、05年度は定率減税の段階的廃止などが控えており、負担増加が先行き消費意欲を下押しすることが懸念される。これらのことから05年度は前年度比＋1.5%、06年度は伸び率がやや鈍化し同＋1.1%と予想する。　　(木村俊文)





民間企業設備

05年度後半に伸びが加速

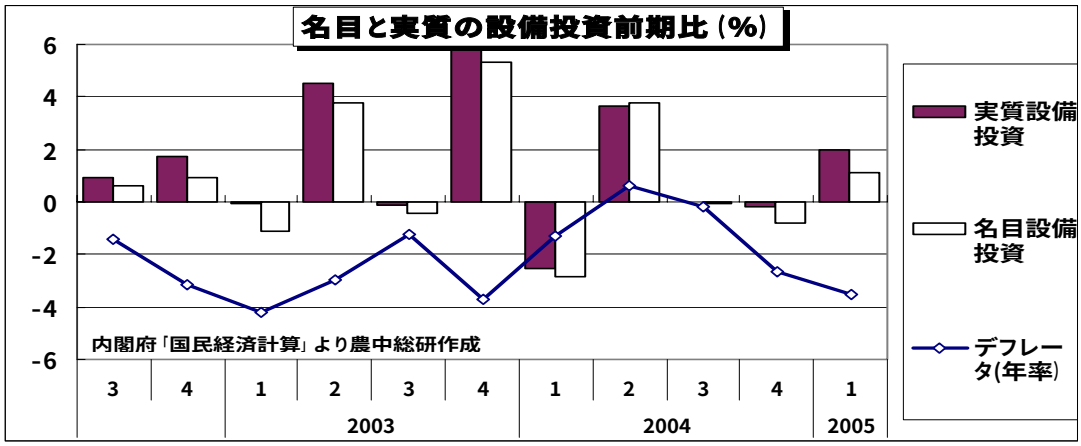
～好業績を背景に増加基調が継続～

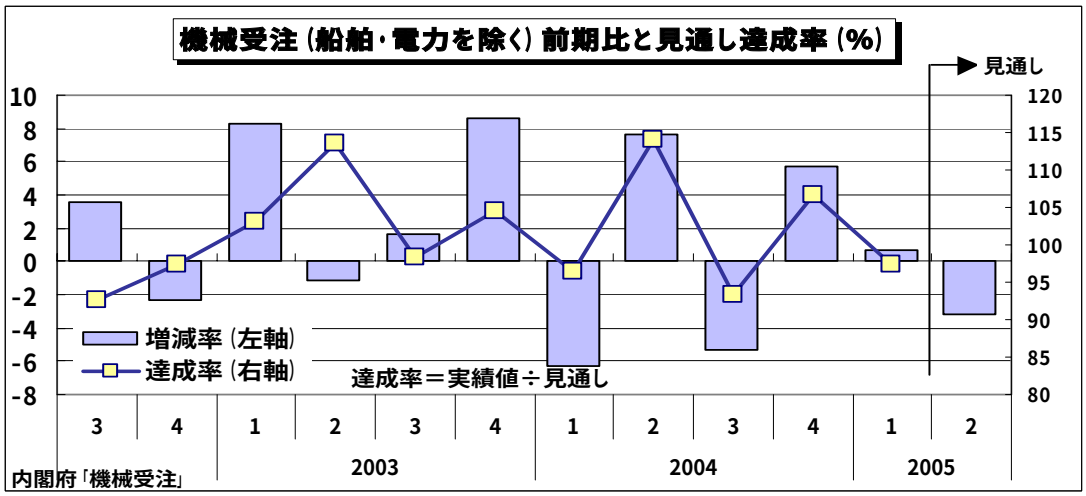
◆　05年1～3月期の実質設備投資は前期比＋2.0%と、3四半期ぶりに前期比プラスとなった。ただし、設備投資デフレーターの低下幅が電気機械や建設関連のマイナス寄与により、再び拡大したことには留意する必要がある。

◆　設備投資の先行指標である機械受注（民需、除く船舶・電力）は、05年1～3月期に前期比＋0.7%と増加したが、先行き4～6月期は同▲3.1%とマイナスの見通しとなっている。このため、建設投資は堅調であるものの、機械設備投資は先行き一時的な減速が予想される。

◆　05年度の民間企業設備は、バブル期を上回る企業業績の改善で手元資金が豊富になったことを背景に、引き続き更新需要や情報化関連（ソフトウェア）投資が堅調に推移し、増加基調が継続すると見込まれる。しかし06年度には、米国など世界経済の成長鈍化から伸びが弱まるとみられる。以上のような見通しから05年度は前年度比＋4.0%、06年度は同＋3.8%と予想する。

（木村俊文）





外 需

05年度 の輸出は前年比+4.8%に

～06 年度に入るとやや減速～

◆ 05 年 1～3 月期の財貨・サービスの輸出（以下、輸出等）は前期比▲0.2%、13 四半期ぶりに前期を下回った。モノの輸入を示す「貿易統計」の数量ベースでは、輸出は前期比▲2.3%と 2 四半期連続でマイナス。輸出価格の影響を除いた「日本銀行：実質輸出指数」は同+0.7%の増加であるが、04 年後半から横ばいで推移。

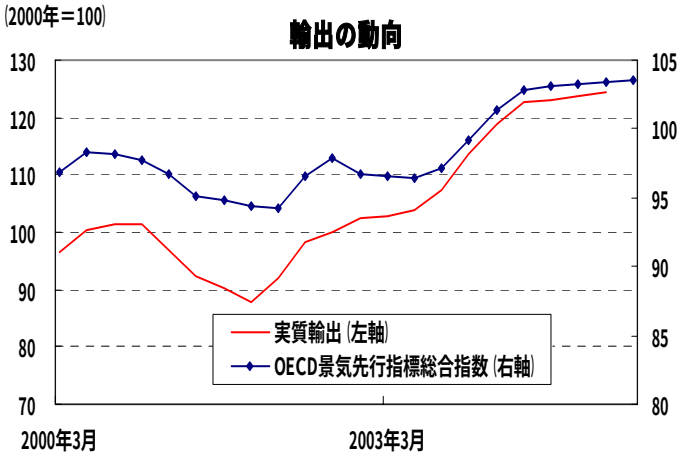
◆ 一方、財貨・サービスの輸入（以下、輸入等）は前期比+0.5%。「貿易統計」の輸入数量ベース、「日本銀行：実質輸入指数」ともに前期比+0.4%の増加となっている。純輸出の寄与度は▲0.1%となり、小幅ではあるが3四半期連続でマイナス。

◆ 05 年の米国経済は、前年比+3%台の成長をすると見られる。また中国政府は 05 年の経済成長率は 8%台に抑えることを目指しているが、それを上回る可能性が高く、日本の輸出を下支えすると見られる。ただし、米、中ともに輸入の増加傾向は維持するものの、ここ数年のような勢いはないとみられる。

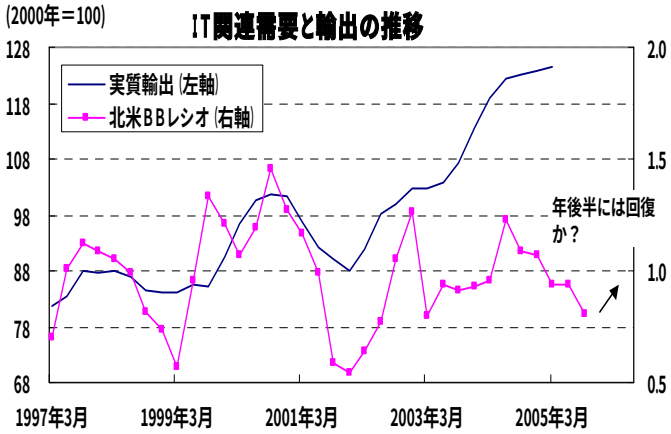
◆ IT 関連製品の需要後退から、日本の主要な輸出品の一つである電気機器の輸出は、04 年後半から悪化。しかし、世界経済は底堅く、IT関連製品の需要は 05 年度後半には回復すると見られることから輸出の増加を後押しすると予想。ただし、06 年に入ると世界経済はやや減速すると予想されるため、06 年度後半から輸出は減速すると見込まれる。

◆ 以上から輸出等は 05 年度に前年比+4.8%、06 年度は同 4.3%に伸びが鈍化すると考える。一方、輸入等については海外拠点からの輸入増などにより 05 年度、06 年度ともに 4%程度の成長を予想する。この結果、外需の寄与度は 0.2%とプラスになる。

（田口さつき）



OECD、日本銀行から農中総研作成
（注）OECD景気先行指標総合指数は1期先行させた



Semiconductor Industry Association、日本銀行より農中総研作成

商品市況・物価動向

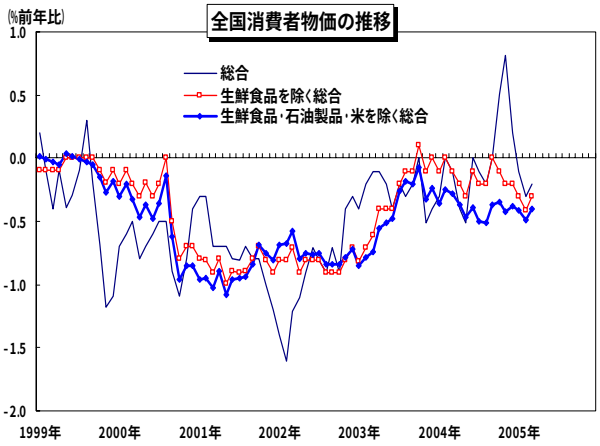
05年度内はマイルドなデフレが残存

～ただし、06年度下期には物価下落局面の終焉へ～

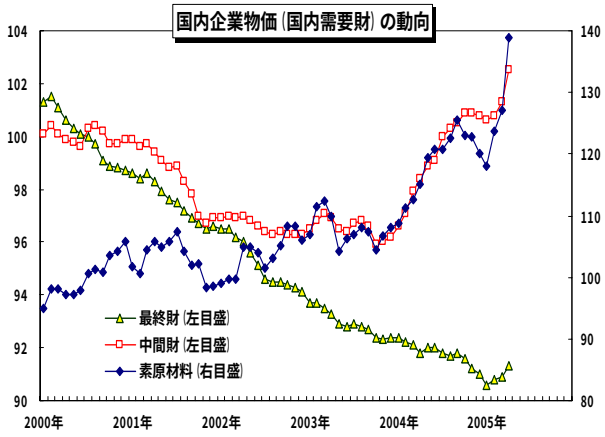
◆　4月上旬にかけてNY原油(WTI)先物が史上最高値を更新するなど、原油市況では高騰が続いていたが、その後は反落に転じ、足許では40ドル/バレル後半の水準で推移している。先行きの変動要因を展望すると、不需要期に入っていること、地政学的リスクの後退やイラク産原油の輸出再開などの価格下落要因がある反面、世界経済は当面は底堅く推移することから派生する価格上昇要因も指摘できる。OPECなど産油国側は少なくとも現状程度の価格維持のために生産枠を調整する動きを続けるものと考えられる。なお、3月の日本の原油輸入価格(CIFベース)は42.3ドル/バレルまで上昇しており、05年度にかけては40ドル/バレル、06年度は38.0ドル/バレルで推移すると予想する。一方、米国の金利先高観からドルは強含みで推移していることもあり、高値が続いてきた国際商品市況は総じて反落している。しかし、中国・インド、東欧、南米など成長センターでの需要は引き続き旺盛であり、一次産品需給が大きく緩むことは想定しづらい。国際商品市況は05年度にかけては底堅い展開が予想される。

◆　国内物価動向に関しては、再び素原材料が高騰しており、それが中間財・最終財の価格へ徐々に波及する格好になっている。ただし、これは為替レートがやや円安気味に推移したことに伴う輸入品価格上昇の影響が強く、国内品に関しては依然として下落傾向が残っている。このところ国際商品市況が落ち着いていることもあり、国内企業物価の前年比上昇率がさらに高まる状況ではない。また、消費者物価も、変動の激しい生鮮食品や石油製品などを除くと前年比▲0.5～▲0.4%程度のマイナスが続いている。先行きも電力料金・基本電話料金の引き下げの影響が残存すること、耐久財価格の下落が続いていること等から、デフレ基調は持続すると予想。1～3月期のGDPデフレーターは10～12月期の特殊要因(公務員賞与の配分変更など)の剥落から再び下落率が拡大、前年比▲1.2%となった。鉄鋼など一部素材業種で価格設定力が回復していることも見落とすべきではないが、当面はGDPデフレーター下落率が縮小しない状況が続く可能性が高い。

◆　日銀「展望レポート(05年4月)」では、05年度の消費者物価を前年度比▲0.1%(政策委員見通しの中央値)としており、引き続きデフレ環境が残存するとの見解を示す反面、06年度に関しては同+0.3%(同)と、デフレ脱却を示唆する内容であった。当社も06年度下期には消費者物価(生鮮食品を除く総合)の下落が止まると想定している。しかし、金融政策としては、量的目標の引き下げは十分あり得るものの、政策金利をゼロ状態から解き放つ状況には至らないものと考えている。　(南　武志)



(資料)総務省「消費者物価指数」を用いて農中総研が作成



(資料)日本銀行　(注)2000年=100

米国経済

巡航速度の拡大から緩やかな減速へ

～利上げ効果が漸進的に波及～

◆ 米国経済は潜在成長率（3%台半ば）程度の拡大を維持してきたが、利上げ効果の漸進的波及により、05年後半から06年にかけて成長率が若干低くなる。実質GDP成長率は05年に3.3%、06年に2.8%になると予想する。

◆ 個人消費は、エネルギー価格の下げ渋りによる家計負担増加や、利上げに伴う消費者向け信用供与の伸び鈍化により若干減速する。但し、家計部門の金融資産・住宅には大幅な資産効果が蓄積されており、特に富裕層の好調な消費が見込まれること、雇用が緩やかながら増加を維持することから、消費の増加テンポが大幅に弱まることはない。

◆ 住宅投資については、05年後半から06年前半にかけて軽い調整が起きる。長期金利・住宅ローン金利の大幅な上昇は見込まないが、02～03年の大幅な長期金利低下で底上げされた現状の住宅着工件数は（04年以降、年率換算値200万戸前後で推移）、持続可能な水準とは言い難いからである。

◆ 04年以降企業は、コスト削減と売上拡大を程よくバランスさせた増益実現により潤沢なキャッシュフローを得ているうえに、これまで圧縮を続けてきたバランスシートを拡大に転じる動きもみせている。従って企業設備投資は、05年中は情報処理機器関連を中心に底堅さを維持する。但し06年には景気減速や企業収益の伸び悩みにより、設備投資はややスローダウンする。

◆ これまで企業は在庫積み増しを続けてきたが、足下での売上伸び悩みに伴う若干の在庫過剰感に直面している。企業は今後、本格的な在庫調整には至らないものの、在庫増加のテンポを次第に緩めていく。

◆ 単位労働コストの上昇など潜在的なインフレ圧力が当面続き、05年中は企業がコスト上昇分を販売価格に転嫁する度合いは徐々に高まり、CPIコアインフレ率（前年比）は現状の2.2%から05年終盤に2.5%程度まで高まる。但し、06年にはインフレ圧力が少しずつ和らいでいく。これまで高騰を続けたエネルギー・原材料価格が、当面下げ渋るとはいえピークアウトしたとみられるからである。

◆ FRBはFFレート誘導水準を05年中に3.5%まで引き上げ、06年中には景気の緩やかな減速や物価の落ち着きを背景に、しばらく様子見を続ける。

（永井　敏彦）

2005・06年米国経済見通し

	単位	2004年	2005年			2006年		
		実績	通期 予想	上半期（1～6月）予想	下半期（7～12月）予想	通期 予想	上半期（1～6月）予想	下半期（7～12月）予想
実質GDP	%	4.4	3.3	3.3	2.9	2.8	2.8	2.7
個人消費	%	3.8	3.8	3.8	3.7	3.4	3.4	3.2
設備投資	%	10.6	9.0	7.8	7.4	6.2	5.8	5.8
住宅投資	%	9.7	2.8	3.6	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 0.5	1.2
在庫投資	10億ドル	45.7	60.8	72.6	49.0	23.5	32.5	14.5
純輸出	10億ドル	▲ 583.7	▲ 681.6	▲ 670.1	▲ 693.0	▲ 725.3	▲ 714.5	▲ 736.0
輸出	%	8.6	6.7	6.4	8.6	7.5	7.7	6.1
輸入	%	9.9	10.2	12.3	8.0	7.1	7.2	6.1
政府支出	%	1.9	1.5	1.2	2.4	2.2	2.2	2.0

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

（注）1. 予想策定時点は2005年5月
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）
3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

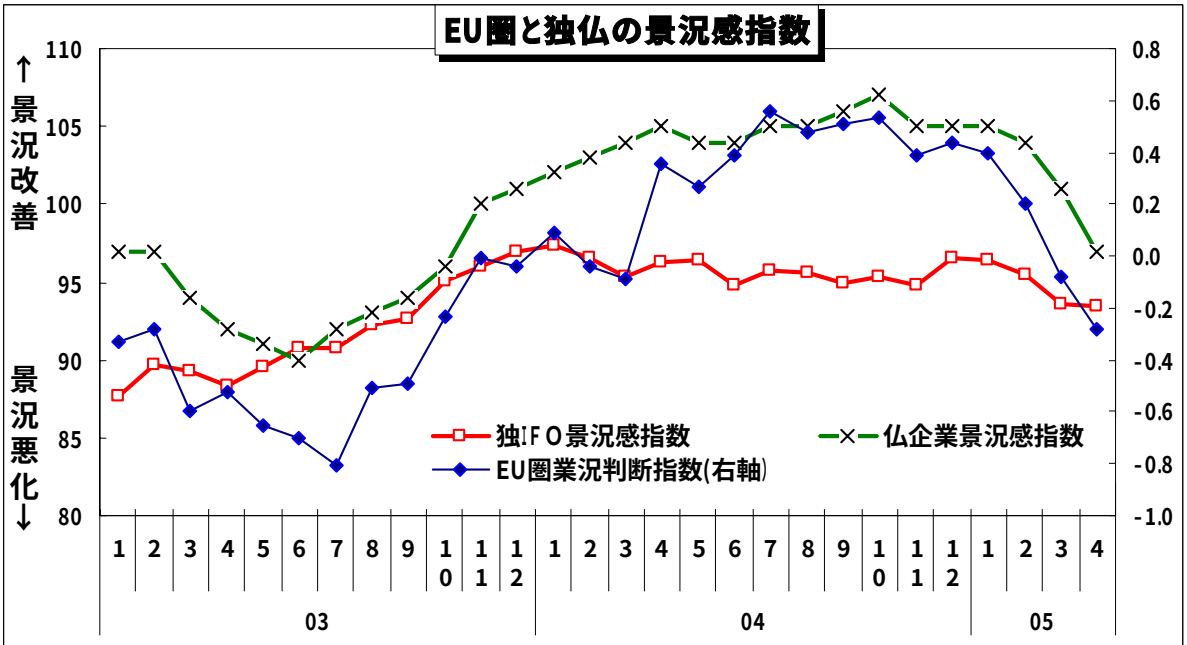
付 表 1

欧州経済の状況(予測の前提)

表 2005年 欧州経済の見通し (前期比:%)

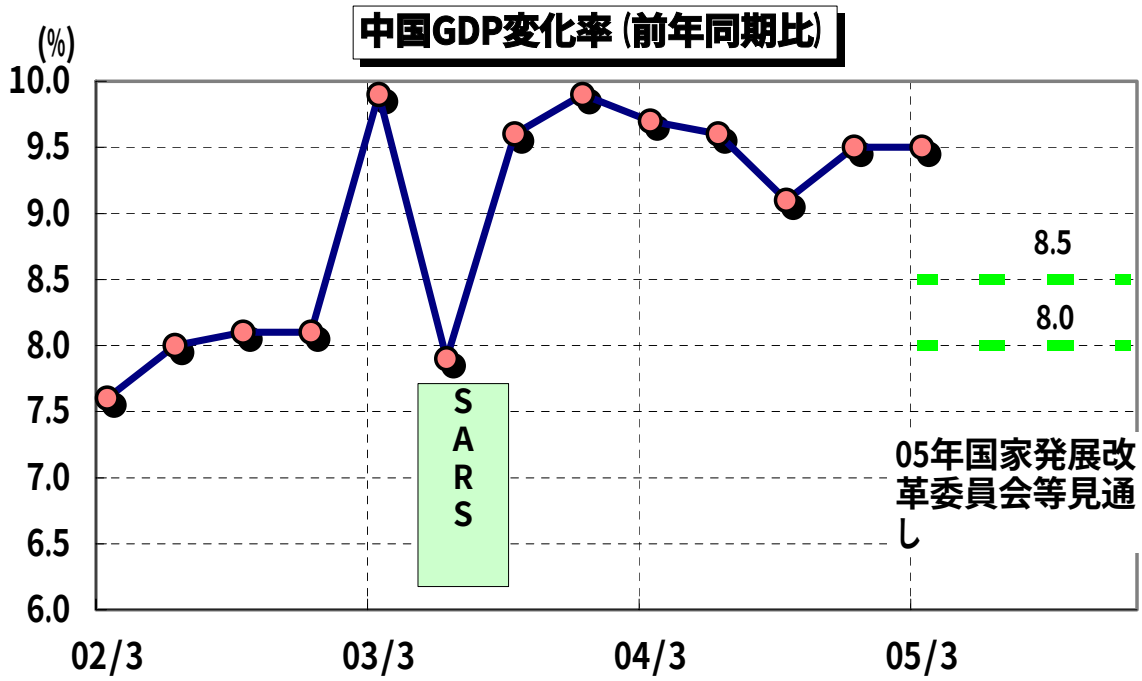
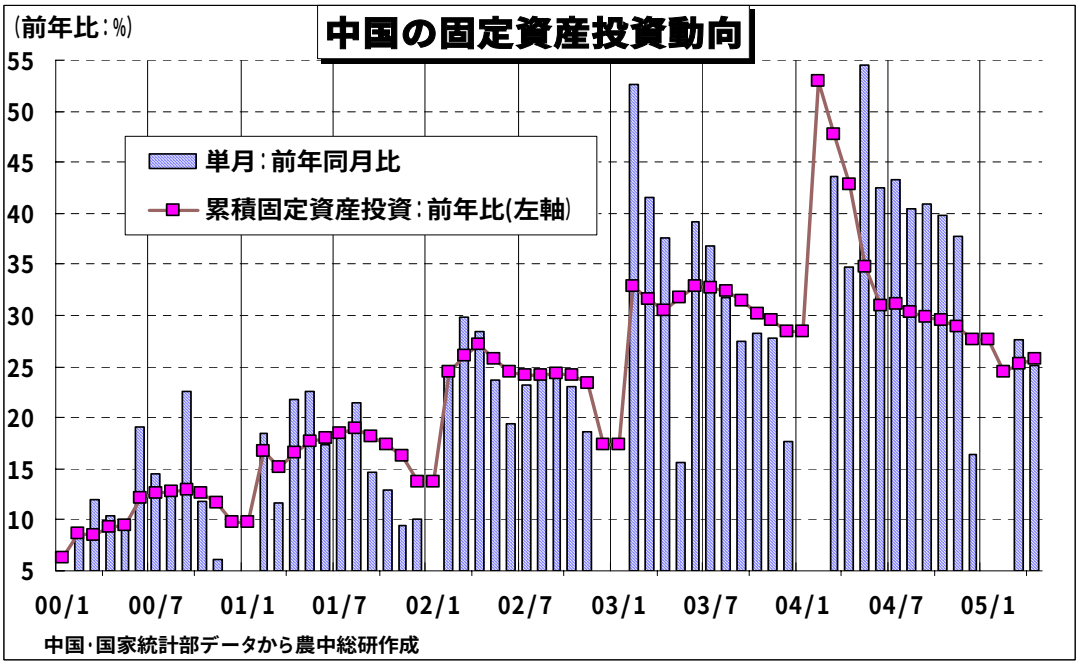
地域＼時期	2003年 通期	2004年 通期	2004年 上半期 (1～6月)	2004年 下半期 (7～12月)	2005年 通期	2005年 上半期 (1～6月)	2005年 下半期 (7～12月)
ユーロ圏	0.5	2.0	1.1	0.6	1.8	0.8	1.4
ドイツ	-0.1	1.6	0.8	0.2	1.3	0.6	1.2
フランス	0.6	2.3	1.3	0.6	2.0	1.1	1.2
イタリア	0.4	1.1	0.7	0.4	1.5	0.5	1.4
英 国	2.3	3.1	1.7	1.3	1.8	0.8	0.7

実績はEurostatデータ。見通しは農中総研作成



(資料) ブルームバーグより農中総研作成

付 表 2



中国国家発展改革委員会見通し、国家情報センターなどから農中総研作成