

2005年度・2006年度改訂経済見通し

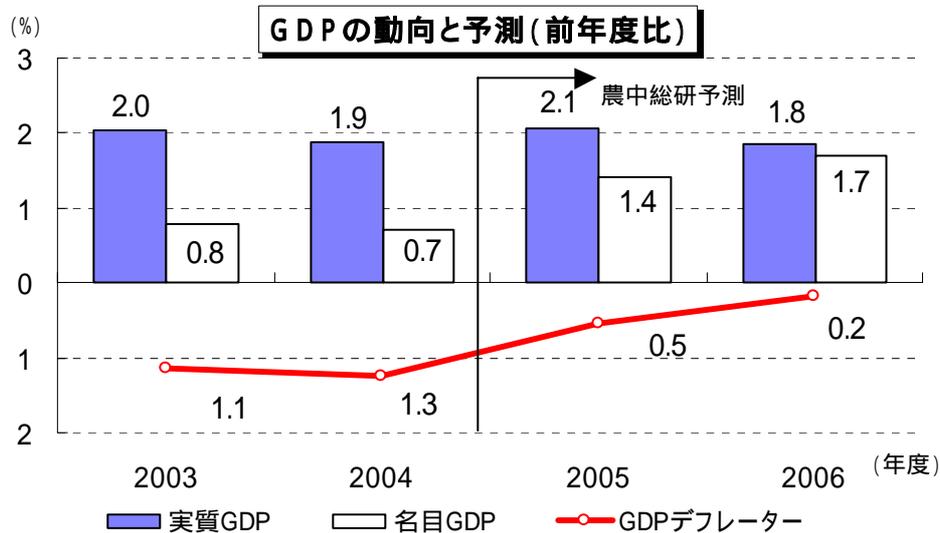
2005年度+2.1%成長、06年度+1.8%成長と予測

～民間需要の自律的回復が06年後半まで持続～

日本経済の構造変化が進展し、民間消費・設備投資といった民間最終需要の回復が本格化し始めている。また、04年度下期以降は鈍化が見られた輸出も、世界的な半導体市場の調整に終了目処がついたこともあり、先行き増勢が強まることが期待される。このように、内外需の両輪の揃った成長が06年後半まで持続すると予想する。

また、こうした景気拡大の持続を受けて、物価下落圧力は徐々に弱まる。06年初には消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)の前年比プラスに転じる可能性が高い。

< 目次 >



内閣府「四半期別GDP速報」から農中総研作成・予測

総論	P. 2 ~ 9
個別項目	P. 10 ~ 16
付表	P. 17 ~ 19

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：

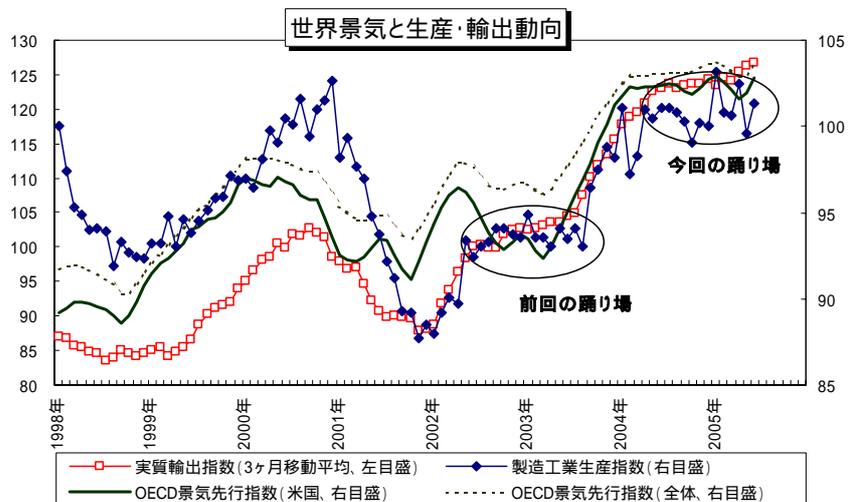
8月12日に発表されたGDP速報(1次QE)によると、05年4～6月期は前期比+0.3%(同年率換算+1.1%)となった。極めて高い伸びを記録した1～3月期(同+1.3%)からの減速は否めないが、反動減が表面化せず、3四半期連続のプラス成長である。ちなみに、この数値は事前のマーケットコンセンサスよりは弱いものだった。

しかし、内容を細かく見ていくと、それほど弱いという印象は受けない。成長率を牽引したのは、1～3月期に引き続いて民間消費と企業設備投資といった民間最終需要と、1～3月期はマイナスに転じた輸出であり、前期比成長率に対する寄与度はそれぞれ+0.4%、+0.3%、+0.4%であった。つまり、民需の自律的回復が本格化しつつある上に、04年度下期に弱含んだ輸出が回復してきたことで、経済成長としては好ましい姿になってきたといえる。一方で、民間在庫は成長率を大きく押し下げた(同じく寄与度は-0.5%)が、裏返してみればこれまで生産を抑制し続けてきた在庫調整が大幅に進展したことを示すものであり、将来に向けて前向きな評価が可能である。

政府・日銀は9日に、これに先立って04年度後半以降続いている「景気の踊り場」からの脱却を宣言した。これに対しては、1%台前半と見られる潜在成長率並みの伸びに留まっており、GDPギャップが縮小したとは言い難いこと、今回のGDP統計や6月まで発表されている月次経済指標を見る限り「踊り場状態」から上放れようとしている様子は読み取れるが、それが実現できたとはまだ判断できないこと、などもあり、時期尚早と考える。もちろん、後述する通り、先行きの景気再加速というシナリオを採用しているものの、「踊り場状態」からの脱却は7～9月期と見る。それゆえ、現時点では、世界的な半導体市場の調整が終盤に差し掛かり、生産活動に対する下押し圧力が解消しつつある中で、「景気の踊り場」からの脱却のタイミングを探りつつある段階である、との景気認識である。

こうした実体経済面での進展もあり、デフレ環境にも変化が見え始めている。企業物価ベースでは、既に素原材料や中間財といった生産財価格は上昇しているが、下落基調が消えなかった最終財価格もようやく下げ止まり始めた。また、付加価値生産に関するデフレーターであるGDPデフレーターには、企業が投入価格上昇に対して価格転嫁をしないと下落圧力が働いてしまうが、これまでは賃金を抑制することでそれを吸収してきた面がある。

しかしながら、リストラから新規事業開拓への路線変更や、人口減少社会などを目前に控え、企業では雇用人員を確保する動きが出始めており、時間あたり賃金も上昇に転じている。企業はこれまでのような人件費抑制で投入価格上昇の吸収を行うことが困難になりつつあり、最終財メーカーにもそれが波及し始めている、と見られる。永らく続いていたデフレ現象にも転換時期が着実に近づきつつある。



(資料)日本銀行、経済産業省、OECD (注)実質輸出、製造工業生産は2000年基準

05～06年度経済見通し:

予測の前提条件

財政政策

8月8日に小泉流「構造改革」の本丸、かつ今国会の最大の焦点であった郵政民営化法案が参議院で否決されたことで、小泉首相は公言していた通り、衆議院を解散し、総選挙(8月30日公示、9月11日投票)に突入した。各報道機関の世論調査の結果によると、これまで低下傾向を辿っていた小泉政権の支持率が急上昇していることもあり、選挙結果の行方は与党勝利の可能性が高いように見えるが、自民党執行部では反対票を投じた造反議員に対する「追い落とし」を画策するなど、分裂選挙の様相を強めており、結果は予断を許さない状況である。ただし、今回の予測では、総選挙後も小泉政権は継続し、「構造改革路線」「緊縮財政路線」は持続するとした。

公共投資に関しては、基本的に抑制された状態が続いている。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年度は同 4.5%と再び減少幅が拡大すると予想。なお、公共投資デフレーターは資材価格上昇の影響もあって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(名目ベース)の増加率と想定。

05年度税制改革では小泉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へ圧縮される(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、諸控除の見直しなど、更なる国民負担の増加も視野に入ってくる。

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。

世界経済動向

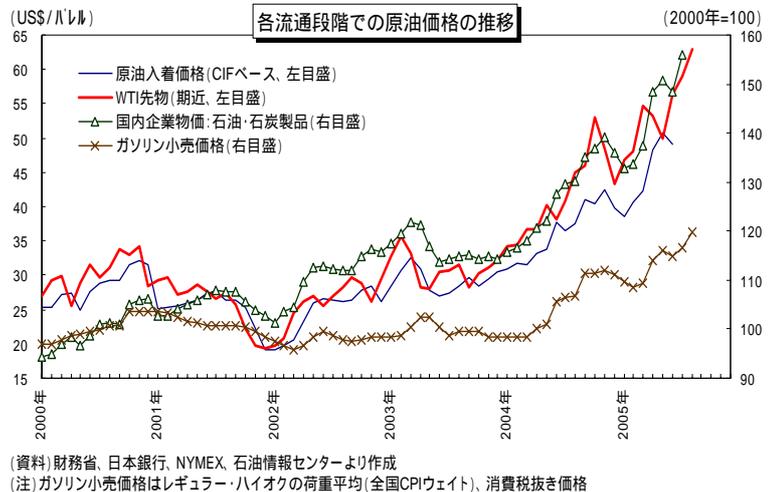
一時ソフトパッチに陥っていた米国経済であるが、足許では再び堅調さを取り戻しており、当面は潜在成長率並みに底堅く推移していくと想定。ただし、今後は原油高騰や消費刺激策の反動が出る可能性があり、05年秋以降は緩やかながらも成長率は徐々に減速していく。なお、景気そのものが底割れし、リセッション入りすることは想定しない。米国の経済成長率は04暦年の+4.4%からは鈍化、05暦年は+3.6%(うち、前半+3.6%、後半+3.4%)、06暦年は+3.1%(うち、前半+3.0%、後半+2.9%)と想定。一方、米国の金融政策は緩和スタンスから中立的スタンスへの修正は継続され、年末に向けてほぼ中立的水準と目されるFFレート4.0%へ向けて引き上げられるとした。

一方、EU経済はユーロ高・原油高の影響もあり、景気停滞感が強まっていたが、4～6月期には一部で底入れし、下期にかけて景気拡大が始まるとの見方が濃厚に。ユーロ圏経済の成長率は05暦年+1.8%、06暦年+2.3%との見通しを想定。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06 年にかけて底堅く推移するものの、先行きは若干ながらも拡大ペースは縮小するものと予想。

原油価格の見通し

イラク情勢は徐々に落ち着きを取り戻しつつあるが、サウジアラビア国王死去やイランの核兵器疑惑などによる中東政治情勢の緊迫化懸念や米国でのハリケーンや製油所トラブルによる需給逼迫懸念などを背景に、投機資金が流入していることも手伝って、代表的な原油先物価格であるWTI期近が史上最高値圏での推移が続いている。世界経済の持続的な成長に加え、産出国の増産余地が限られていることや中国等の石油資源確保の活発化が市場心理に与える影響などから、石油価格は今後も高止まるものと想定した。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49.2ドル、45.0ドルと予想。



IT関連需要

04年後半から半導体市場で調整が始まったが、05年1～6月期の販売実績は各リサーチ会社などの予測を上回った模様。米国半導体工業会(SIA)の04年11月時点での見通しでは「05年通年で前年比横ばい、回復時期は7～12月期から」との予想であったが、実績では1～6月期は前年同期比+6.5%だった。また、世界半導体市場統計(WSTS)の春季見通し(05年5月)は、世界全体の半導体市場の規模は05年に前年比+6.3%と発表。ただし、06年は同+5.2%と伸びが一旦鈍化し、07年にかけて再び需要が拡大(同+10.5%)するとの見通しとなっている。

IT関連需要の先行指標である半導体装置に関しては、ガートナーが発表した見通し(05年7月)によれば05年は前年比 11.9%となっている。ただし、北米地区BBレシオは05年1～3月期に底入れしている。この改善に関しては、米国の雇用創出法施行という特殊要因の影響の可能性もあるため、慎重に見極める必要があるが、サイクル的には05年後半から回復軌道に乗る可能性が高いと考えられる。

05 年度見通し

「景気の現状」で示したように、02年初以降に始まった景気回復から3年以上も経過してやっと民需の回復が本格化し始めた。いわゆるリストラ努力の結果、企業業績は回復傾向を続けているが、それに加えて近い将来に迫った人口減少社会の到来を前に人員確保を前倒して行う企業も散見され、時間あたり賃金は上昇し始めている。先行きの租税・社会保険料など負担増懸念はあるが、民間消費は底堅い推移が続くものと思われる。また、好調な企業業績を、更新需要が中心ではあるが、設備投資に回す行動は今後も継続されることが見込まれる。

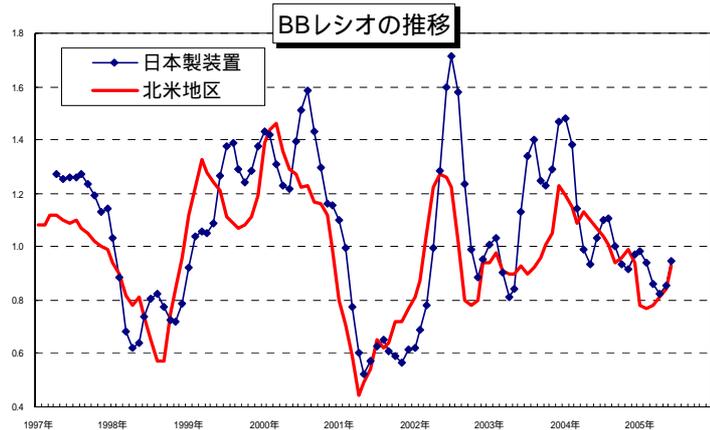
また、外部環境を見渡すと、世界経済は当面堅調に推移することが想定されること、「景気の踊り場」形成の根源的な原因であった世界的な半導体市場の調整が終盤に近づいていること等もあり、年度後半に向けて再び輸出の増勢が強まるものと予想している。

このように、民需の自律的回復の本格化と外需の増加が再び始まることで、7～9月期以降は潜在成長率を上回る成長が持続的に達成される、と見ている。

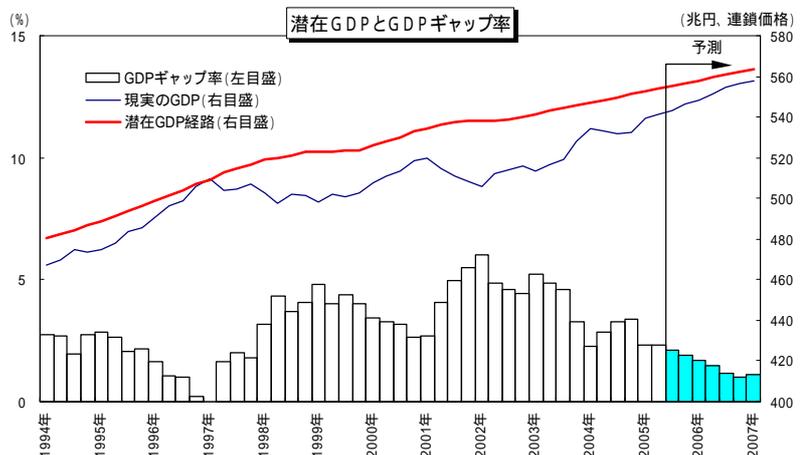
05年度の実質GDP成長率は+2.1%と、ほぼ03、04年度並みの成長率が達成できるものとした。なお、前回予測時(2次QE公表後の05年6月時点)では+2.0%成長を見込んでおり、数字の上では+0.1%ptの上方修正となる。ただし、これは4～6月期の実績値が当初の想定以上の伸びを示した結果であり、05年度内(05年7～9月期から06年1～3月期まで)の見方は概ね前回と同様の見方を踏襲している。

なお、民需寄与度は+1.8%と04年度(+1.7%)から若干加速、公需寄与度も+0.1%のプラス寄与となる見込み。また、外需寄与度は+0.2%と、04年度(+0.5%)からやや低下するものの、成長の下支えをする。一方、GDPデフレーターマイナス(-0.7%)は継続するが、下落幅は縮小傾向が続く。**名目GDPは+1.4%と3年連続のプラス成長を見込む。**

マクロ的な需給ギャップは依然として残ってはいるが、徐々にそれが解消される方向にある。消費者物価レベルでは、石油製品価格の高騰が続いており、それが一時的要因から恒常的な要因へと変化する構えを見せ始めている他、電力料金が燃料費調整制度の影響で10月以降に上昇が見込まれている。また、コメの作柄が平年並みとすれば、04年10月以降は物価押し下げ要因として寄与してきたコメ要因が解消する。更に、06年1月には電話基本料金の引き下げの要因も解消してくる。家電など耐久財は構造的な下落基調を続けているものの、物価指数の面では06年初にも前年比プラスへと水面上に浮上して行く可能性が高い。



(資料)日本半導体製造装置協会、国際半導体製造装置協会 (注)3ヶ月移動平均



(資料)内閣府、総務省のデータより農中総研作成 (注)直近の潜在成長率は年率1%程度と想定

**2005・2006年度 国内経済見通し
(前期比)**

項目	単位	04年度 通期	2005年度			2006年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.9	2.1	1.2	0.9	1.8	1.0	0.8
民間需要	%	2.3	2.3	1.3	0.9	2.0	1.1	0.8
民間最終消費支出	%	1.2	2.1	1.5	0.5	1.0	0.5	0.4
民間住宅	%	2.1	2.9	3.0	0.1	0.3	0.3	0.1
民間企業設備	%	5.1	5.7	3.7	2.0	5.1	3.0	2.0
公的需要	%	1.5	0.4	0.1	0.2	0.3	0.0	0.4
政府最終消費支出	%	2.7	1.3	0.4	0.8	1.9	1.0	1.0
公的固定資本形成	%	15.5	2.6	1.5	1.9	5.9	4.1	2.0
財貨・サービスの純輸出	10億円	14998.7	16022.5	15548.0	16497.0	17492.4	17288.8	17696.0
輸出	%	11.9	6.4	3.5	3.8	6.4	3.2	2.4
輸入	%	9.3	6.2	2.7	3.2	5.6	2.8	2.4
内需寄与度 (前期比)	%	1.4	1.9	1.0	0.7	1.6	0.9	0.7
民間需要 (＃)	%	1.7	1.8	1.0	0.7	1.5	0.9	0.6
公的需要 (＃)	%	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
外需寄与度 (＃)	%	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1
デフレーター (前年比)	%	1.3	0.5	0.7	0.5	0.2	0.3	0.1

(注)鉱工業生産は通期の場合、前年比

(前年同期比)

項目	単位	04年度 通期	2005年度			2006年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.7	1.4	1.2	1.5	1.7	1.7	1.7
実質GDP	%	1.9	2.1	1.9	2.1	1.8	1.9	1.8
民間需要	%	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	2.1	1.9
民間最終消費支出	%	1.2	2.1	1.8	2.0	1.0	1.0	0.9
民間住宅	%	2.1	2.9	2.7	3.1	0.3	0.4	0.2
民間企業設備	%	5.1	5.7	5.4	5.9	5.1	5.1	5.1
公的需要	%	1.5	0.4	0.6	0.1	0.3	0.2	0.4
政府最終消費支出	%	2.7	1.3	1.5	1.2	1.9	1.8	2.0
公的固定資本形成	%	15.5	2.6	2.8	3.5	5.9	5.9	5.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,999	16,022	15,548	16,497	17,492	17,289	17,696
輸出	%	11.9	6.4	5.3	7.4	6.4	7.1	5.7
輸入	%	9.3	6.2	6.4	6.0	5.6	6.0	5.2

国内企業物価 (前年比)	%	1.6	1.6	1.6	1.6	1.0	1.1	0.9
総合消費者物価 (＃)	%	0.3	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3
完全失業率	%	4.7	4.2	4.3	4.2	4.0	4.1	4.0
鉱工業生産(前年比)	%	4.1	2.0	0.7	3.3	3.6	4.4	2.8
住宅着工戸数	千戸	1193	1186	617	569	1191	618	573
経常収支	兆円	18.5	17.1	8.5	8.6	17.5	8.9	8.7
貿易収支	兆円	13.3	10.4	5.1	5.3	10.2	5.2	5.0
為替レート(前提)	ドル/円	108.3	109.4	108.8	110.0	108.0	108.0	108.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	38.7	49.2	49.7	48.8	45.0	45.0	45.0

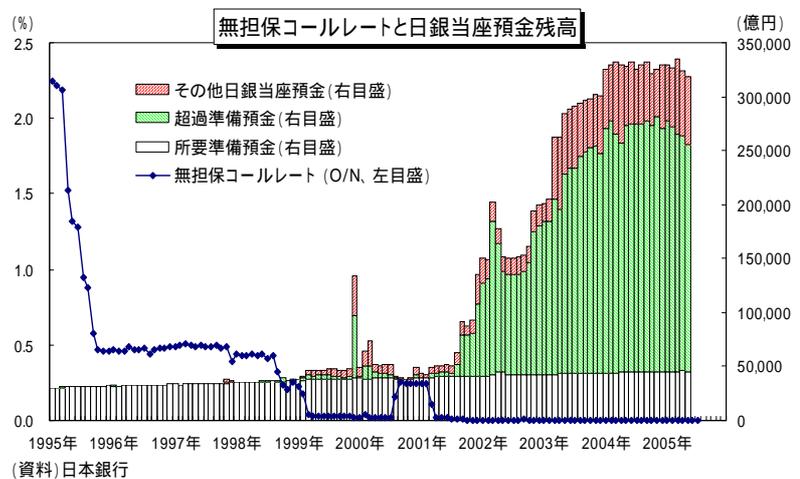
(注)消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

06年度見通し

06年度にかけても、民需の自律的回復過程が継続することを見込んでいる。しかしながら、年度後半になるとGDPギャップが縮小し、成長余力が乏しくなってくること、米国経済は緩やかながらも減速傾向が続き、中国経済も景気過熱抑制策が徐々に出始めること、もあり、世界経済の成長は05年よりもスローダウンし、輸出環境はやや悪化してくる。こうした影響を受けて、企業業績も鈍化、設備投資意欲は後半にかけて減退し始める。この結果、06年度の実質GDP成長率を+1.8%と予測した。なお、06年10~12月期までは潜在成長率を上回るものの、07年に入るとやや景気減速感が出てくるものとした。成長率に対する寄与度の内訳は、民需寄与度が+1.5%、公需寄与度が0.1%、外需寄与度が+0.3%である。また、GDPデフレーターは前年比 0.2%と、GDPギャップの縮小傾向を受けて下落幅が縮小する見込み。名目GDPは+1.7%と5年連続でプラスが予想される。

金融政策・金融市場

消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ)の前年比下落状態は06年1~3月期にも終焉するが、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している量的緩和政策の解除条件をクリアできず、現状維持と想定。ただし、06年度については安定的に消費者物価前年比がプラス圏内での推移が予想されることから、必然的に政策変更の可能性が高まる。実際には、3ヶ月以上消費者物価上昇率がプラスで推移し、先行きもその状態が続くことが見込まれ、かつ景気も拡大局面が続いていることを確認した後に、「量的目標を引き下げる」もしくは「ゼロ金利政策という金利ターゲットへシフトする」と想定。無担保コールレート(O/N)が事実上ゼロ%の状態は06年度いっぱい持続すると見ている。



なお、消費者物価上昇率が僅かなプラス状態であることをもって「デフレ脱却」と考えるべきかについては議論の余地がある。中期的な視点からは、07年度以降に本格化する団塊世代の大量退職によって労働市場が逼迫化することが、失業率への低下圧力を生じさせ、賃金の持続的上昇につながり、デフレ脱却の糸口になるとの見方をしているが、そういう意味でのデフレ脱却実現は07年度以降に持ち越されるものと思われる。

金融市場へのインプリケーションとしては、永らく停滞気味だった民間最終需要の本格回復が始まったことで、やや息の長い景気拡大が期待できる状況であるため、株価や長期金利は水準を切り上げる可能性が高い、ということである。もちろん、物価指数が前年比下落状態からの脱却できても、インフレが加速する状況は想定しえず、デシインフレ状態で留まる公算が高いため、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、05年前半にかけて日米金利差によるドル高要因が注目されてきたが、利上げ局面の終了予想や米国の「双子の赤字」といった構造的なドル安要因が今後強まることも予想され、方向感のない展開が予想される。

2005・2006年度 国内経済見通し
(前期比)

(予測)

	単位	2004年度 (実績)	2005年度 (予想)	2006年度 (予想)	2005年				2006年				2007年
					1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	0.7	1.4	1.7	0.6	0.0	0.7	0.7	0.6	0.6	0.9	0.7	0.4
実質GDP	%	1.9	2.1	1.8	1.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2
(年率換算)	%				5.4	1.1	1.8	2.0	1.7	2.0	2.2	1.7	0.6
民間需要	%	2.3	2.3	2.0	1.8	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4	0.1
民間最終消費支出	%	1.2	2.1	1.0	1.2	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
民間住宅	%	2.1	2.9	0.3	1.3	2.3	0.0	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.0
民間企業設備	%	5.1	5.7	5.1	2.7	2.2	0.4	1.0	1.8	1.5	1.2	1.0	0.8
公的需要	%	1.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	2.7	1.3	1.9	0.6	0.2	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	15.5	2.6	5.9	0.4	1.3	0.0	1.0	1.9	2.4	1.4	0.8	0.8
輸出	%	11.9	6.4	6.4	0.1	2.8	1.4	2.1	1.9	1.5	1.5	1.2	0.8
輸入	%	9.3	6.2	5.6	0.7	1.6	1.4	1.7	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0
国内需要寄与度	%	1.4	1.9	1.6	1.4	0.1	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.1
民間需要寄与度	%	1.7	1.8	1.5	1.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3	0.1
公的需要寄与度	%	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
海外需要寄与度	%	0.5	0.2	0.3	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	1.3	0.5	0.2	1.1	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	1.6	1.6	1.0	1.4	1.7	1.5	1.4	1.8	1.1	1.1	0.9	0.9
全国消費者物価 (")	%	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
完全失業率	%	4.7	4.2	4.0	4.6	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9
鉱工業生産(前期比)	%	4.1	2.0	3.6	1.7	0.4	0.8	1.5	1.0	1.0	0.8	0.5	0.0
経常収支(季節調整値)	兆円	18.5	17.1	17.5	4.5	4.3	4.2	4.2	4.4	4.5	4.3	4.3	4.4
貿易収支(季節調整値)	兆円	13.3	10.4	10.2	3.2	2.5	2.6	2.6	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5
為替レート(前提)	ドル/円	108.3	109.4	108.0	104.5	107.6	110.0	110.0	110.0	108.0	108.0	108.0	108.0
10年国債利回り	%	1.52	1.44	1.75	1.40	1.27	1.40	1.50	1.60	1.70	1.80	1.80	1.70
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	38.7	49.2	45.0	40.6	49.4	50.0	50.0	47.5	45.0	45.0	45.0	45.0

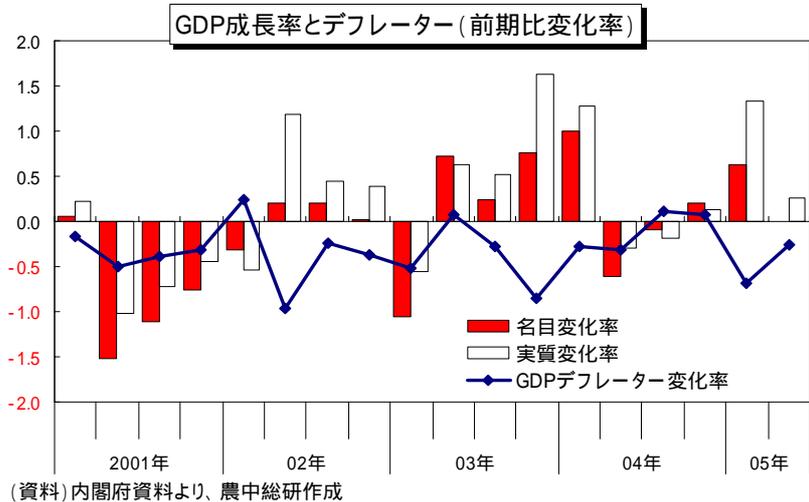
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。

【参考1】 GDPデフレーターは2四半期連続で前期比マイナス

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、いわゆる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1.9% (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年下期には前期比プラスとなったものの、素原材料など輸入価格上昇を価格転嫁せずに、企業努力で吸収する傾向がまだ残っていることもあり、05年に入ると再び水面下に戻っている。

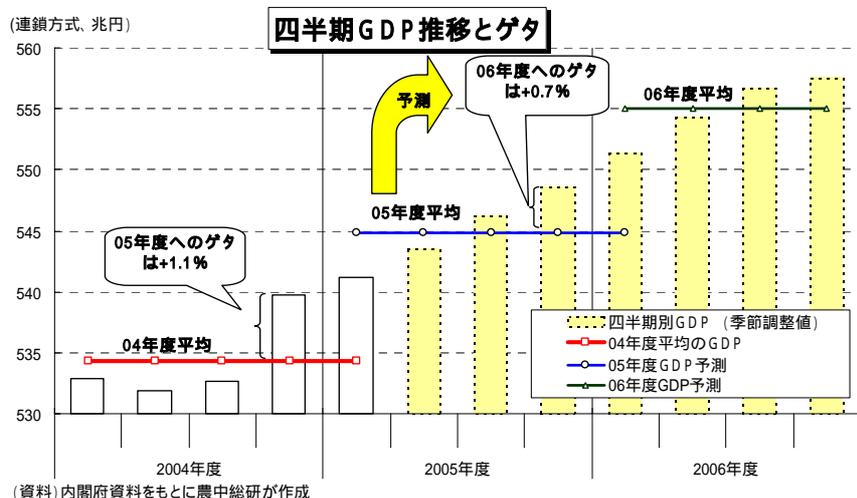


【参考2】 GDP予測における「成長率のゲタ」

「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、当初にあったゲタの部分を割り込んでいる。つまり、年度内の成長率は実質的にはマイナスであったと捉えることができる。

一方、05年度に向けた成長率のゲタは+1.1%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、+1.1%成長は達成可能である。なお、05年度の政府見通しは+1.6%成長であるが、今回の4~6月期のGDP統計発表を受けると、その達成には7~9月期以降の3四半期は前期比+0.1%で達成可能である。

ちなみに、当社の05年度見通しは+2.1%成長であるが、05年度内は+1.0%の成長を見込んでいる。また06年度へのゲタは+0.7%であり、06年度内に1.1%程度の成長を見込んでいる。



景気好転を背景に、株価・長期金利とも上昇

～一方、為替レート(円/ドル)は方向感が出にくい展開～

- ◆ 「景気の踊り場」状態が長引いていたこともあり、株価はやや低調な状況が続く一方で、債券価格は高止まり(長期金利は低水準)状態が続いていたが、足許ではファンダメンタルズ面の好転を背景に変化が生じている。株価は永らく壁となっていた日経平均12,000円台を回復し、年初来高値を更新、長期金利も一時10年国債利回りが1.5%に迫るなど、新年度入り後の最高値を記録している。基本的なスタンスとして、先行きも景気拡大局面が持続し、デフレ解消に向けた動きが継続するとの前提から、株価・長期金利とも上昇が続くものと見込む。ただし、消費者物価で測ったインフレ率は高々ゼロ%台での推移に留まることが見込まれるため、株価・金利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が、その割に株価指標の動きが鈍く、バリュエーション的に決して割高感があるわけではない。また、春先までは小型株を中心に買われる傾向があったが、足許では設備投資需要の好調さを背景に出遅れ感の強い内需関連の大型株への物色も強まっている。一方、主力のハイテク業種は04年後半から続いている半導体関連市場の調整や製品価格下落の影響を受けて冴えない展開となっている。ただし、年後半には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。
- ◆ 金融政策面では、8月の福井日銀総裁の定例会見では、「景気の踊り場をほぼ脱却したと判断し得る」との見解を表明し、先行きの回復色の強まりを示唆。更に、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)の上昇率も「本年末から来年初にかけて、米価格の下落や電気・電話料金引き下げといった特殊要因の影響が剥落していく過程で、プラスに転じる可能性が高くなる」とし、デフレ脱却に着実に向かっていることを表明した。また、金融システム安定化に伴って、民間金融機関の超過準備需要は減退しており、短期資金供給オペレーションでの「札割れ」は頻発。7月下旬から8月上旬にかけて再び日銀当座預金残高が残高目標割れとなっている。今後、時間軸効果は徐々に剥落していく可能性が高い。
- ◆ 一方、長期金利に関しては、グリーンスパンFRB議長が米国長期金利の低位安定を「謎」としたのと同様、世界的に見ても長期金利に対する低下圧力がかかり続けている上に、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、少なくとも現行の毎月1兆2,000億円の中期国債買入オペが減額されることはないと思われる。ただし、デフレ脱却後もデシインフレ状態は持続するとの見方は根強く、長期金利が上昇局面入りすることは想定しがたい。先行きも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、年初から米国の金利先高観を主な背景にドル高傾向が続いていたが、中立的水準(FFレート4%前後)への接近やコアインフレ率の落ち着きを背景に、利上げの打ち止めも予想される状況である。また、日米の景況感格差も縮小してきており、一方的な円安は見込みづらい。更に、米国貿易収支赤字が高水準で推移するなど、米国「双子の赤字」が解消される目処が立っておらず、折に触れてドル安要因として働く可能性もあるが、1ドル=100円割れを試しに行く場面では介入観測も拭い去れない。為替レート(円/ドル)は方向感が出にくい展開を予想する。

(南 武志)

金利・為替・株価の予想水準

年度/月 項目	2005年			2006年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6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) (%)	0.0892	0.08 ~ 0.13	0.10 ~ 0.15	0.10 ~ 0.15	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 (%)	1.455	1.20 ~ 1.70	1.30 ~ 1.80	1.40 ~ 1.90	1.50 ~ 2.00	
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.24	105 ~ 115	105 ~ 115	102 ~ 112	102 ~ 112
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.08	128 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140	130 ~ 140
日経平均株価 (円)	12,257	12,200 ± 500	12,300 ± 500	12,500 ± 500	12,500 ± 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8月15日時点。

賃金が上昇基調に転換

～ 企業収益が悪化する場合には、賃金が伸び悩む可能性も ～

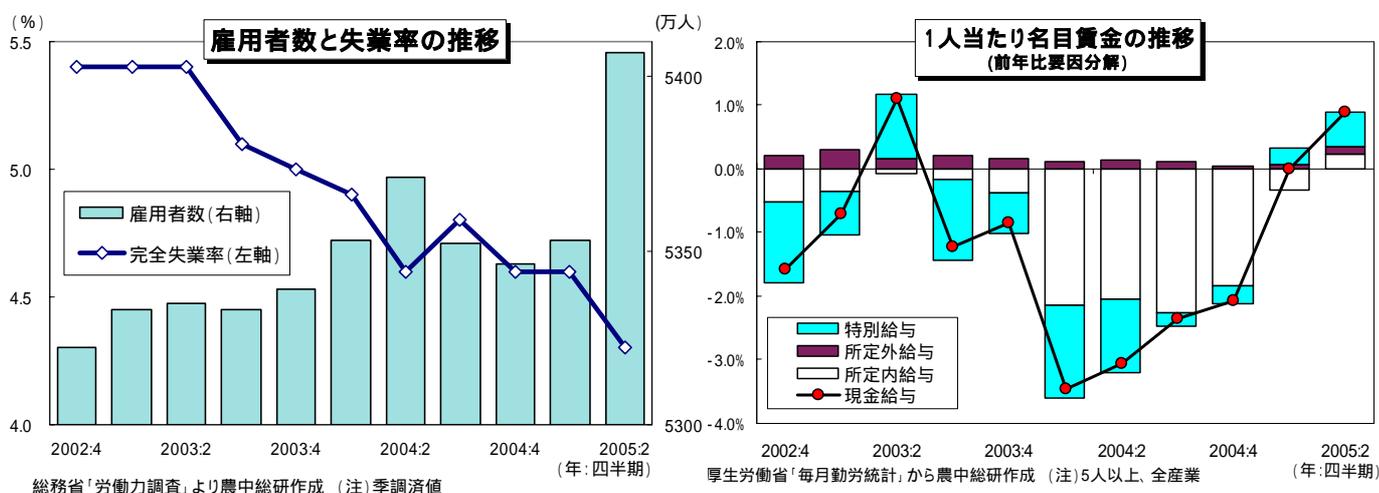
05年4～6月期の有効求人倍率は季節調整済値で0.95倍と、13期連続して改善した。完全失業率も同4.3%となり、98年4～6月期以来の低い水準となった。また就業者数、雇業者数ともに4～6月期は2期連続して前期を上回った。とくに雇業者数が前期比+54万人(97年1～3月期の同+55万人以来)と大幅に増加するなど、雇用環境が改善している。

また、GDPと同時に発表された05年4～6月期の雇業者報酬(労働者の給与やボーナスなどの総額を示す)は、前年同期比+1.8%と、97年7～9月期以来の高い伸びとなった。毎月勤労統計で見ても、4～6月期の現金給与総額は前年同期比+0.9%と、これまで下落していた賃金が上昇に転じており、雇用の好転とともに所得面でも改善が進んでいる。

さらに、日銀「短観」(6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。とくに非製造業が堅調であり、先行き雇用人員は不足するとの見通し。団塊世代の大量退職が控えていることもあり、企業はパート社員より正社員の雇用を増やし始めているなど、今後も一定規模の求人が期待できる。

一方、4～6月期は前年度に好業績となった企業が、労働者に一時金や賞与の形で利益を還元したものと見られる。引き続き今年度も企業収益は前年度比プラスが見込まれるものの、増加幅は縮小すると予想される。また、足下の原油高が原材料価格の高騰を招き、企業収益を圧迫する恐れもある。したがって、企業の業績が先行き落ち込む場合には、賃金が伸び悩む可能性もある。

(木村俊文)



雇用・所得の好転から底堅く推移

～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4～6月期の民間最終消費支出は前期比+0.7%と2四半期連続のプラスとなり、実質GDP成長率を0.4%押し上げた。高い伸びとなった1～3月期(同+1.2%)の反動減が懸念されたが、雇用・所得環境の改善から4～6月期も増勢が続いた。

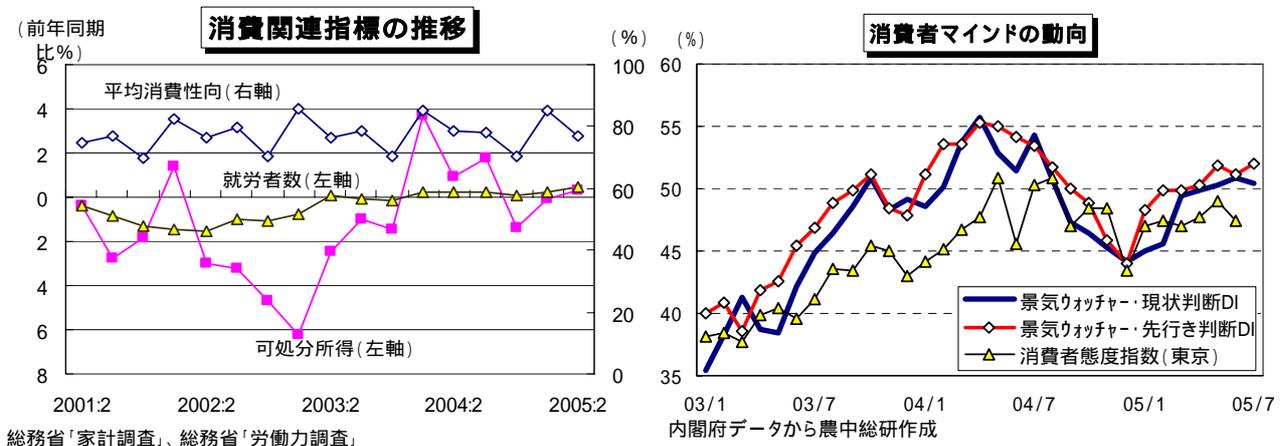
4～6月期は薄型テレビなどのデジタル家電や自動車のほか、「クールビズ効果」で紳士衣料の売れ行きなどが好調となった。また5月の大型連休を中心に、天候にも恵まれレジャー関連支出も拡大したものと見られる。

一方、全国勤労者世帯の可処分所得は、03年1～3月期をボトムに以降、企業の業績改善を受け回復基調をたどっている。05年4～6月期は、雇用・所得環境の改善を受け可処分所得が前年同期比+0.3%と、3四半期ぶりのプラスとなった。こうした動きを反映して、消費者マインドも改善・向上している。

足下までの動きを見ると、雇用・所得の改善が家計の消費支出を支え、企業部門の好調さが家計部門に波及するという好循環がようやく表れ始めたと考えられる。今後もこの動きが続けば、消費は底堅く推移する予想される。また「団塊世代」の大量退職を控え、企業が先行き雇用を増やすことも消費の下支え要因となろう。

ただし、4～6月期はクールビズや愛知万博といった一時的な要因によるプラス効果もあったと見られるため、先行きには注意も必要。また、04年度からの断続的な年金保険料の引き上げに加え、今年6月からは住民税の配偶者特別控除が廃止になり、05年1月には定率減税の所得税部分の減税規模が半減、同6月からは住民税の減税規模が半減することが控えており、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。以上のことから05年度は、上半期に比べ下半期の伸びが鈍化するものの、前年度比+2.1%、06年度はさらに伸びが鈍化し同+1.0%と予想する。

(木村俊文)



05年、06年ともに堅調な伸びを予想

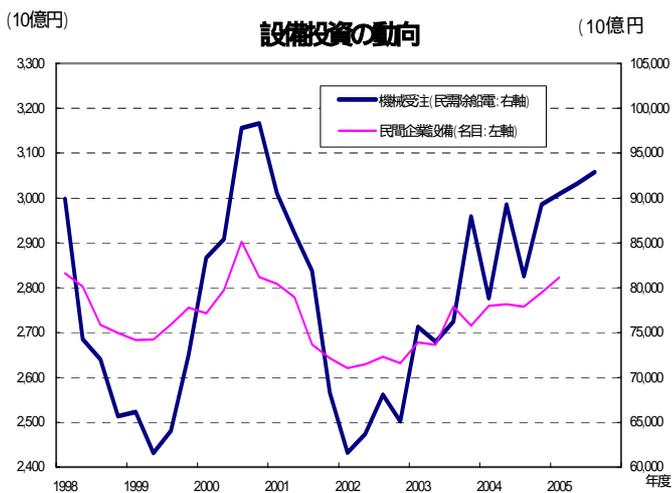
～ 構造変化に対応した設備投資活発化～

05年4～6月期の実質設備投資は前期比+2.2%と、5四半期連続で前期を上回った。特にここ2四半期連続して前期比+2.0%超となっている。

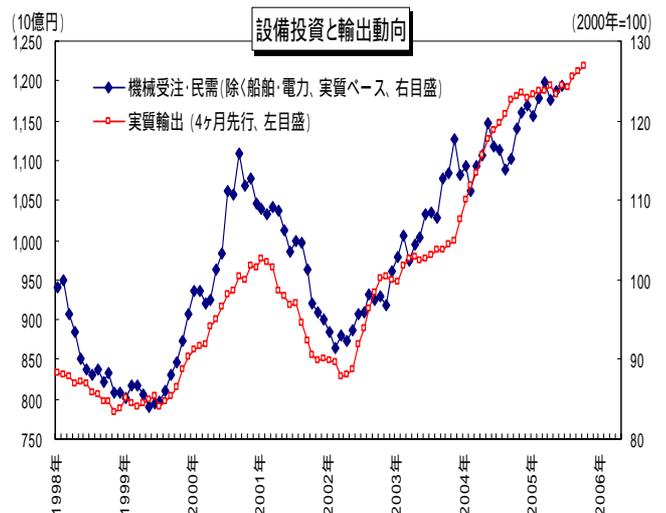
ITバブル崩壊後、企業は過剰資本設備の削減を行いつつ、新規投資には慎重姿勢を続けてきた。循環的には調整期に差し掛かってもおかしくはないが、日銀「短観」の6月調査において、05年の設備投資計画(除く土地投資:全規模全産業ベース)は上方修正され、前年度比+8.8%となった。設備投資の先行指標である機械受注の4～6月期は前期比+0.8%と「見通し(3月時点)」の同 3.1%を上回り、かつ「7～9月の見通し」は前期比+0.9%と4四半期連続の増加が見込まれている。

企業設備の3割を占める製造業について、製造工業稼働率が上昇傾向を維持し、輸出も05年後半から拡大すると見られることから、設備投資を拡大させるインセンティブが働くだらう。設備投資に対し、やや消極的だった電気機械も北米半導体BBレシオが1～3月期に底を打ったと見られることから、今後IT関連需要が順調に回復すれば、積極化するだろう。また、鉄鋼などの素材産業は能力増強とともに省エネ・省力化のため、ソフトウェア投資を増加させる計画である。更に、非製造業はサービス産業の投資が拡大傾向にあるほか、不良債権問題を解消し新規ビジネスへの進出に前向きな金融機関が投資を拡大している。

バブル期を上回る企業業績の改善で手元資金は豊富であり、設備が老朽化に伴う更新需要や団塊世代の大量退職に対応した省力化などの必要もあり、増加基調が継続すると見込まれる。以上から05年度は前年度比+5.7%、06年度は同+5.1%と息の長い設備投資拡大を予想する。(田口さつき)



(資料)内閣府「機械受注」(国民経済計算)より農中総研作成
 機械受注、民間企業設備投資は季節調整値 機械受注は1期先行させた



(資料)内閣府、日本銀行 (注)いずれも3ヶ月移動平均、機械受注は国内企業物価(資本財)で実質化

05年度 の輸出は前年比+6%超

～半導体輸出、回復の兆し～

4～6月期の財貨・サービスの輸出（以下、輸出等）は前期比+2.8%。1～3月期は13四半期ぶりに前期を下回ったが、再び成長軌道に戻ったようだ。モノの輸出を示す「貿易統計」の数量ベースでは、輸出は前期比+2.2%と3四半期ぶりに前期を上回った。輸出価格変動の影響を除いた「日本銀行：実質輸出指数」でも同+1.5%だった。

一方、財貨・サービスの輸入（以下、輸入等）は前期比+1.6%。「貿易統計」の輸入数量ベースでは前期比 0.2%であるが、「日本銀行：実質輸入指数」では同+2.0%の増加となっており、輸入数量の増加傾向は変わりないとみていいだろう。

米国経済は、05年1～6月は前期比年率+3%超。原油高騰や住宅バブル崩壊などのリスク要因があるものの、当面は前期比年率+3%台の成長を維持すると見られる。欧州経済も回復してきており、05年後半以降の成長が期待されている。欧米経済の堅調さが世界経済全体に及び、世界貿易の拡大をもたらすと見られる。

一方、中国経済は設備投資の一服に景気過熱抑制政策が相俟って、資本財の輸入が03年後半から鈍化傾向にある。しかし、この調整も終盤に差し掛かると見られ、05年度後半から、中国向け輸出が再び拡大に向う可能性が高い。

04年後半からIT関連製品の需要後退により、日本の主要な輸出品目の一つである電気機器の輸出が悪化している。しかし、半導体需要の先行指標である北米BBレシオは1～3月期に底打ちしており、05年度後半には電気機器の輸出も回復すると見られる。

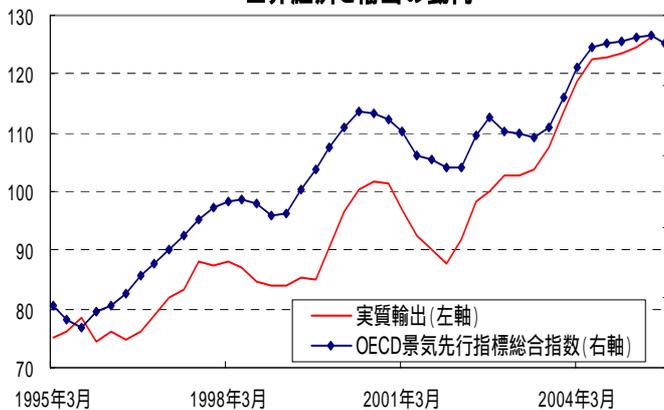
鉄鋼の輸出については、中国・韓国向けの輸出数量が減少傾向にある。中国で汎用鋼材の生産能力が増大したため、先行きも輸出数量が伸びない可能性が高い。しかし、自動車や船舶向けの高付加価値の鋼材輸出は好調で、今後も汎用鋼材の減少分を補うに足るほどの増加をすると見られる。

以上から輸出は06年度が前年比+6.4%、07年度が同+6.4%と前回発表から上方修正した。一方、輸入についても半導体などの製品・半製品の拡大を見込み、05、06年度ともに上方修正した。

（田口さつき）

(2000年=100)

世界経済と輸出の動向

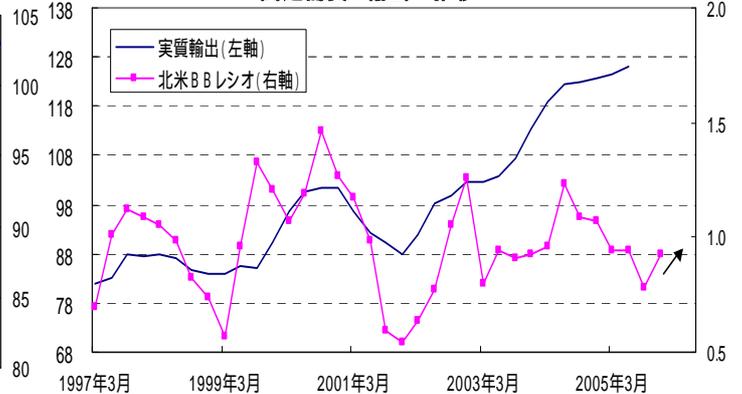


OECD、日本銀行から農中総研作成

(注) OECD景気先行指標総合指数は1期先行させた

(2000年=100)

IT関連需要と輸出の推移



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

05年度内はマイルドなデフレが残存

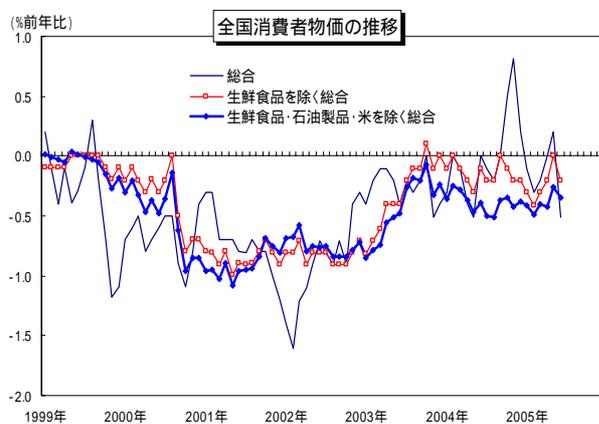
～ただし、06年度下期には物価下落局面の終焉へ～

原油価格は、このところNY原油(WTI)先物が史上最高値を更新し続けるなど、再び高値圏での推移となっている。米国でのハリケーンや精油所トラブルに加え、イランの核兵器疑惑、サウジアラビア国王死去や在サウジアラビア米大使館閉鎖など地政学的リスクに加え、ハリケーンや米製油所の相次ぐトラブルなどをきっかけに、投機マネーが流入していると考えられている。一方、国際エネルギー機関(IEA)はOPECが現状の生産水準を維持すれば、10～12月期からの需要期での供給は確保できるとの見通しを示しており、需給では現状の原油高は説明できないと分析している。それゆえ、先行きも高騰が続くとは想定しておらず、日本の原油輸入価格(CIFベース)は05年度にかけては49.2ドル/バレル、06年度は45.0ドル/バレルと現状レベルでの高止まりで推移すると予想する。一方、国際商品市況も金・銅などが再騰している。中国・インド、東欧、南米などの成長センターでは引き続き需要は旺盛であり、一次産品需給が大きく緩むことは想定しづらく、底堅い展開が予想される。

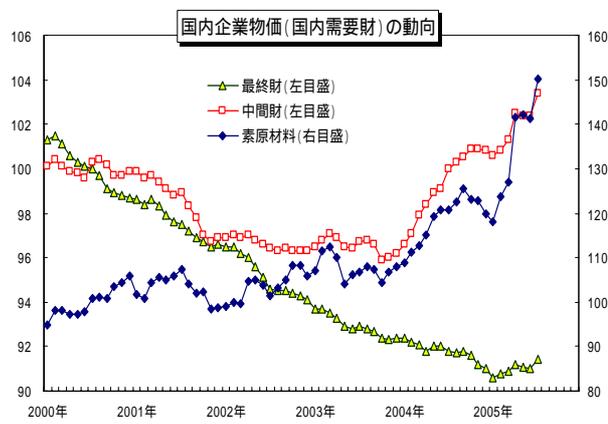
国内物価動向に関しては、素原材料・中間財が断続的に上昇しており、これまで下落傾向が続いていた最終財価格の下げ止まり感も始めている。依然として、最終財メーカーでの価格転嫁が進展しているようには見えないが、賃金コストでの調整が困難になっていけば、徐々にその動きが強まる可能性がある。なお、原油価格など国際商品市況は少なくとも高止まりが予想されるが、上昇率という面では今後抑制されていく可能性があり、国内企業物価の前年比上昇率が高まる状況ではない。05年度+1.6%、06年度+1.0%の上昇率を見込んでいる。

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 0.4～0.3%程度のマイナスが続いている。10月まではコメ価格、電力料金・基本電話料金の引下げの影響や耐久財価格の構造的な下落の影響が残るが、その後、徐々にそうした下押し要因が剥落していくことが想定される。逆に、10月以降は電力料金の引上げも想定されており、年度後半にかけて物価下落基調に終止符を打つ可能性が高まっている。消費者物価の上方バイアスを考慮すれば、ゼロインフレ率をデフレ脱却の判断にすべきかは議論の余地があるが、景気拡大が06年にかけて継続することを想定すれば、06年度の消費者物価上昇率はプラスに浮上する公算が強い。消費者物価上昇率は05年度 0.1%、06年度+0.2%と見込んでいる。

(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

05年秋以降緩やかな減速へ

～インフレ率は徐々に鈍化～

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、エネルギー価格高騰の影響や、自動車・住宅販売の調整が見込まれることから、05年秋から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3.6%、06年に3.1%になると予想する。

個人消費は、エネルギー価格高騰による家計負担増加、9月初頭で終了する自動車販促キャンペーンの反動等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年秋から06年にかけて調整がみられる。長期金利・住宅ローン金利の一方的な上昇は見込まないが、一部地域での投機的な住宅投資が沈静化するとみられるからである。これに伴って、住宅価格上昇率も鈍化するとみる。

企業は、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をみせている。また雇用創出法により05年に限り海外子会社の米国本社への利益送金に関する税負担が軽減されていることから、大手企業がこれを活用して設備投資を活発化させている。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、設備投資はスロウダウンする。

エネルギー・原材料価格高騰や単位労働コスト上昇などインフレ圧力が高まっているが、企業がコスト上昇分を販売価格に転嫁できる度合いは地域や産業セクターによってまちまちであり、また長期的なインフレ期待は十分抑制されている。その結果として、コアインフレ率は既にピークアウトしている。高騰しているエネルギー・原材料価格は当面下げ渋るものの、沈静化に向かうとみられることから、インフレ率は徐々に鈍化していくであろう。

F R Bは、F F レート誘導水準を9月20日及び11月1日のF O M Cで0.25%ずつ引き上げ4.00%とした後、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 実績	2005年		2006年			
			通期 予想	上半期 (1~6月) 速報値	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	3.6	3.6	3.4	3.1	3.0	2.9
個人消費	%	3.8	3.7	3.6	3.6	3.4	3.4	3.2
設備投資	%	10.6	9.3	7.7	10.0	7.0	6.1	5.9
住宅投資	%	9.7	6.4	7.5	4.6	0.3	1.3	0.8
在庫投資	10億ドル	52.0	18.0	25.9	10.0	6.8	8.5	5.0
純輸出	10億ドル	601.3	641.7	623.4	660.0	693.0	683.5	702.5
輸出	%	8.6	7.8	8.6	7.6	7.6	7.5	7.7
輸入	%	9.9	7.4	5.9	9.2	7.7	7.4	7.0
政府支出	%	1.9	1.8	1.7	2.2	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8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)

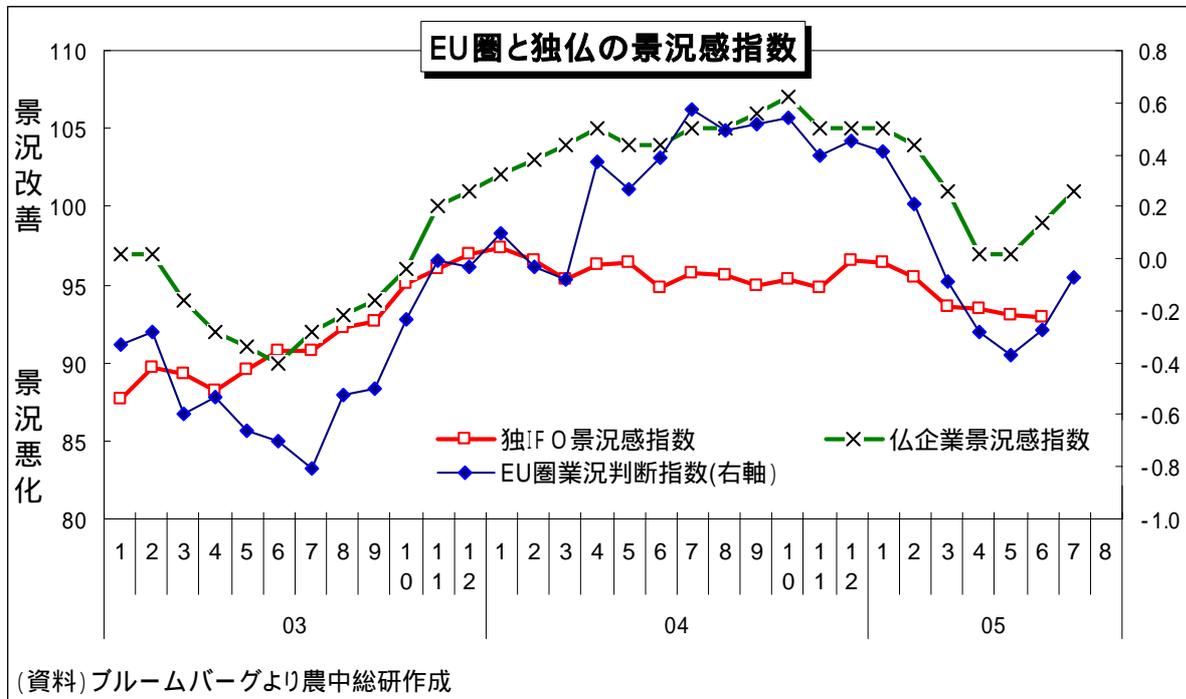
3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

欧州経済の状況(予測の前提)

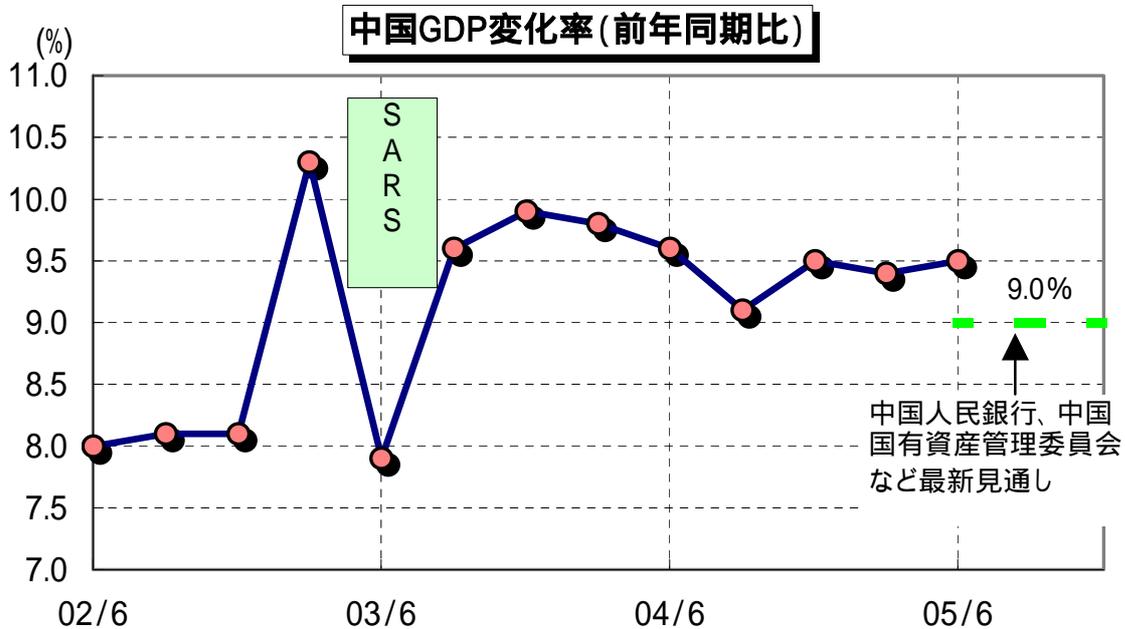
2005～06年 欧州経済の見通し (前年比:%)

時期 地域	2003年	2004年		2005年		2006年		
	通期	通期	上期 (1～6月)	下期 (7～12月)	通期	上期 (1～6月)	下期 (7～12月)	通期
ユーロ圏	0.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.3	2.3	2.3
ドイツ	0.0	1.0	1.3	0.8	1.5	1.0	2.0	2.0
フランス	0.9	2.1	2.2	1.9	2.3	1.7	2.8	2.2
イタリア	0.4	1.0	1.0	1.0	0.5	0.0	1.1	2.0
英国	2.5	3.2	3.5	2.9	1.9	1.9	1.9	2.5

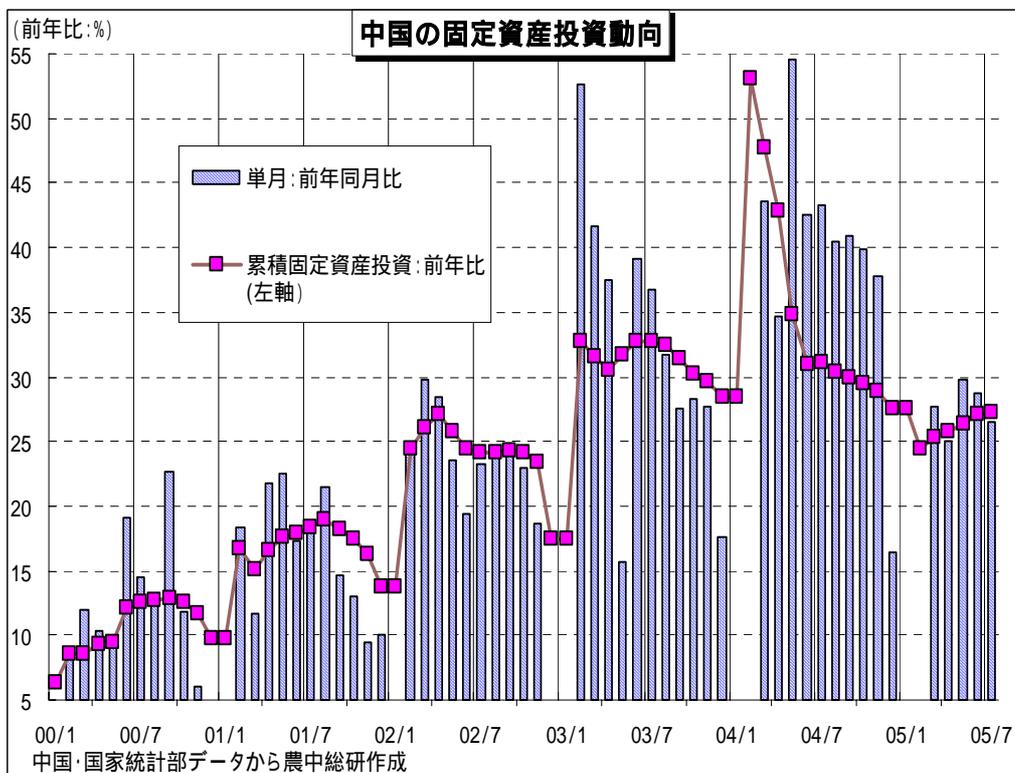
(資料)農中総研作成



中国経済の状況(予測の前提)

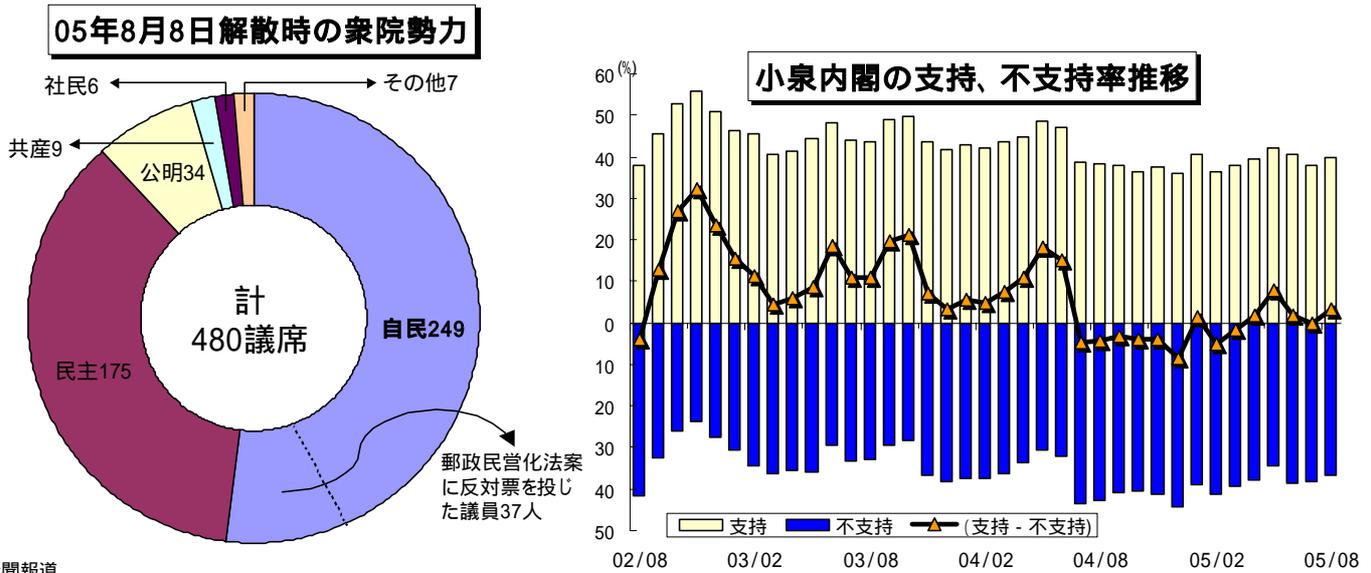


中国人民銀行、中国国有資産管理委員会の資料などから農中総研作成



政治環境

～ 第 44 回衆議院議員総選挙 (2005.9.11) の行方 ～



出所: 新聞報道
 (注) 自民は河野前議長、民主は中野前副議長を含む。その他は、無所属(3)、中央調査社デ・タから農中総研作成
 自由連合(1)、欠員(3)の合計。

前回(03年11月)衆議院総選挙の党派別立候補者数と当選者数

党派名	立候補者	当選者	当選者		当選確率	今回の立候補者
			小選挙区	比例代表		
合計	1,159	480	300	180	41.4%	967
自民	336	237	168	69	70.5	271
民主	277	177	105	72	63.9	282
公明	55	34	9	25	61.8	34
共産	316	9	0	9	2.8	284
社民	65	6	1	5	9.2	22
その他	24	6	6	0	25.0	2
無所属	86	11	11	0	12.8	72

新聞報道から農中総研作成
 (注) 当選確率 = 当選者 ÷ 立候補者 × 100。前回立候補者数は小選挙区と比例代表単独候補の合計。今回立候補者数は05年8月14日現在。