

# デフレ脱却に向けた拡大が続く日本経済

## 非製造業部門の改善で自律的回復の可能性高まる

みずほ総合研究所は2005・2006年度の内外経済見通しを発表した。日本経済は、昨年後半の停滞局面から脱し、個人消費や設備投資を中心とする拡大傾向を維持している。今後も国内民間需要の拡大が続く、デフレから脱却することができるのか。9月に改定した経済見通しの概要を紹介する。

### 日本経済は国内民間需要を中心とする拡大が続く

日本経済は、昨年後半の停滞局面から持ち直し、緩やかながらも着実な拡大が続いている。

内閣府が9月12日に発表した2005年4～6月期の実質GDP成長率(2次速報)は、前期比+0.8%(同年率+3.3%)とプラスを維持し景気の拡大が続いていることが確認された(図表1)。需要項目別には、国内民間需要の2本柱である個人消費と設備投資がともに堅調な拡大を示した。また、輸出が2四半期ぶりに増加したことから純輸出(輸出-輸入)が4四半期ぶりのプラス寄与となるなど、総じて民間最終需要の好調さが目立った。一方、やや積み上がり気味に推移していた民間在庫投資は若干調整し、実質GDP成長率を0.2%ポイント押し下げた。このように成長率は低下したものの、国内民間最終需要の拡大が続いたこと、在庫調整が進んだこと、輸出が持ち直したこと、

など前向きに評価できる点が多い。

以上を踏まえ、以下では海外経済の先行きを展望した後、日本経済は回復基調を維持しデフレから脱却できるかどうかについて検討していきたい。

### 米国経済は軽微な調整を経て成長テンポを高める

2005年4～6月期の米国経済は、実質GDP成長率が前期比年率+3.3%と前期の同+3.8%より小幅ながら鈍化した。主因は在庫投資の大幅な落ち込みであり、国内最終需要は同+3.9%と前期の同+3.7%より伸びが高まっている。需要の堅調な拡大と課題であった在庫調整の進展がみられたことから、米国経済は好調な状態を維持していると評価できる。

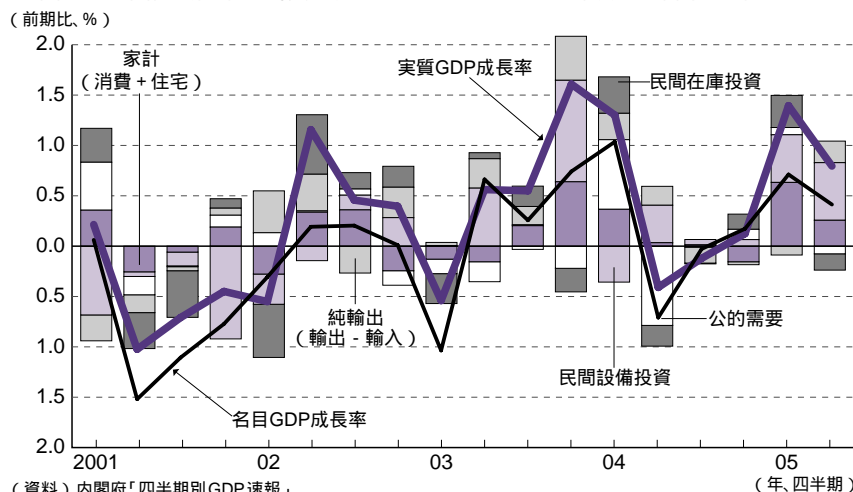
今後を展望すると、2005年後半は、ハリケーン被災地の経済停滞により、やや成長テンポが鈍化しよう。2006年に入ると、堅調な需要の拡大を背景に成長テンポを再び高めるとみられるが、こうした状況下では

物価上昇圧力が高まりやすいため、利上げが継続される可能性が高い。この結果、2006年後半には金利上昇による需要の抑制をきっかけに本格的な在庫調整局面に入り、成長率は3%を下回る水準まで鈍化するとみられる(図表2)。

### 欧州経済は輸出主導で緩やかに持ち直し

欧州経済は、2005年4～6月期のユーロ圏の実質GDP成長率が

図表1 国内民間最終需要の拡大によりプラス成長を維持した日本経済



同 + 0.3%と前期の同 + 0.4%から減速した。昨年末までのユーロ高の影響により輸出が落ち込んだほか、原油価格の上昇などから個人消費が伸び悩んだ模様である。

今後は、年初来のユーロ安を背景に輸出が持ち直し、景気は徐々に回復に向かうとみられる。ただし、ユーロ安は原油高と相まって物価上昇圧力を高め個人消費を中心に国内需要を抑制するため、回復のテンポは緩やかなものにとどまると予想される。

## アジア経済は調整一巡で緩やかな回復へ

中国経済は、政府による投資抑制策の強化にもかかわらず、景気の先行きや内陸部振興策に対する期待の強さを映じて投資の伸びが再び高まり、2005年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比 + 9.5%と高成長を維持した。新興工業経済地域(NIES)もIT(情報技術)・デジタル関連需要の回復期待などから持ち直しが見られたものの、アセアンは原油価格高騰により減速した模様である。

今後の中国経済は、7月の人民元切り上げの影響は小さいものの、投資抑制策の継続により徐々に投資の伸びが鈍化し、2006年前半にかけて成長率は低下するとみられる。しかし、北京五輪を控え2006年後半には企業による投資意欲が活発化し、再び成長率が高まる展開が予想される。

アジア全体では、IT・デジタル分野の調整が終盤を迎え、今後は輸出の回復に伴い設備投資の持ち直しが期待される。ただし、原油価格の高騰が国内需要の回復を抑制し、大きく成長率が高まる状況は見込み難い。2006年前半は原油価格の上昇が一服し成長を押し上げる要因となる一方で中国経済が減速し、年後半は米国経済の減速により輸出が伸び悩む一方

で中国経済が再加速するとみられ、2006年を通じておおむね同程度の成長が続くと予想される。

## 自律的な回復に向けた動きが強まる日本経済

日本経済においては、回復の持続性が今後の姿を展望する上で重要なポイントとなろう。

以下では、持続的な景気回復に不可欠な「自律的回復」の動き、すなわち、企業業績の改善が設備投資の拡大や、家計所得の改善を通じた個人消費の押し上げに結び付き、さらに企業業績の改善につながるという好循環が見られるかを確認していきたい。

法人企業統計季報によると2004年度の企業収益(経常利益)は全産業規模合計で前年比 + 24.6%の大幅増となり、企業の手元キャッシュフローは極めて潤沢な状況にある。これを受けて、6月調査の日銀短観では2005年度の設備投資計画が全産業で前年比 + 8.8%(土地除きソフトウェア含む)と昨年の実績を上回る伸びを示すなど、企業の設備投資に対する姿勢は積極化している。なかでも、回復の遅れていた非製造業で同 + 6.8%と顕著に増加しており、設備投資の拡大が非製造業にも広がり始めている。

また、同じく日銀短観の雇用人員判断DIはゼロまで改善し過剰感が解消しており、新規求人数の高い伸びが続いているほか、来年度の新卒採用計画も大幅な拡大を示すなど、企業は採用意欲を強めている。こうした状況を反映して、雇用者数は昨年来、前年を上回る水準で推移しており、新規求人の増加が雇用の量的な拡大に結び付いている。

さらに、雇用の質的な改善もうかがわれる。厚生労働省の毎月勤労統計によると、2005年に入り常用雇用の一般労働者(正社員)が前年比プラスに転じる一方、それまで増加の中心だったパートタイム労働者

は伸び悩んでいる。また、業種別には、パートタイム労働者の比率が高い非製造業中心の拡大から2005年入り後は製造業での増加が目立ち始めている。こうした動きは、非製造業ではパートタイムから正社員へ雇用

図表 2 海外経済は成長率が鈍化するも総じて堅調な拡大が続く

(単位: %)

	2004年	2005年	2006年		2006年	上期	下期
			上期	下期			
米国	4.2	3.5	3.5	3.3	3.3	3.6	2.7
欧州(ユーロ圏)	1.8	1.4	1.2	1.8	1.8	2.1	1.4
アジア	7.5	6.4			6.4		
NIES	5.8	4.0			4.4		
ASEAN4	5.9	4.9			5.2		
中国	9.5	9.0			8.3		

(注) 1. 網掛け部は予測。  
2. 暦年の値は前年比、半年の値は前期比年率。

拡大の主役がシフトし、製造業では正社員のリストラが一巡したことを示している。非製造業の正社員には人材派遣サービス業の派遣スタッフも含まれており、この分野での押し上げ寄与が依然として大きいものの、雇用の中身は徐々に改善に向かっている。

こうしたなか、労働力供給は少子高齢化の影響により伸び悩んでいる。この結果、失業率が2002年8月の5.5%をピークに2005年4月以降は4%台前半まで低下するなど、労働需給はタイト化している。雇用情勢の改善を受けて、一時的に就職を見合わせていた労働力が労働市場に再参入する動きも出ているが、企業の旺盛な採用意欲を満たすには十分とは言えず、労働需給は今後、一段とタイト化するとみられる。

企業業績や雇用情勢の改善を反映して、2005年に入り賃金も増加基調が定着しつつある。雇用者一人当たりの平均賃金は、昨年末以降、企業業績の改善に伴い特別給与(賞与)が増加したことに加え、2005年4月には所定内給与(基本給)が約4年半ぶりに増加に転じたことから、伸びが高まっている。所定内給与の改善は、相対的に賃金水準の低いパートタイム雇用者が減少した影響が大きく、雇用の質的な改善が賃金の押し上げにつながっている。

雇用や賃金の状況を反映して、雇用者報酬の総額は2005年4～6月期に前年同期比+1.8%の高い伸びを記録した。加えて、企業が買収防衛への意識を強めていることもあり、家計の受取配当金も増加している。家計の所得環境は着実に改善している。

以上で見たように、企業の業績を起点とする「自律的回復」の好循環は、家計所得の改善が個人消費の拡大を通じて非製造業の設備投資拡大につながる新たな経路を加えて、より実現可能性を高めている。予想外に大きな外的ショックがない限り、日本経済が腰折れに至る可能性は小さいと言えよう。

## 日本経済は2006年度にかけて 国内民間需要中心の成長が続く

以上を踏まえると、2005年度上期の日本経済は、所得環境の改善を背景に個人消費が回復に向かうなか、設備投資は非製造業に広がりを見せながら拡大が続こう。加えて、堅調な海外景気を背景に受けて輸出も持ち直し、民間最終需要の堅調な拡大が続くと予想される。こうしたなか、在庫調整が進展し、景気は安定成長に向けた動きが続くとみられる。

図表3 日本経済はデフレ脱却に向けて国内民間需要中心の拡大が続く

(単位: %)

	2004年度	2005年度	2006年度	2005年度		2006年度		2005年度	2006年度
	(実績)	(予測)	(予測)	上期 (予測)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)	(寄与度) (予測)	(寄与度) (予測)
実質 GDP	1.9	2.3	1.6	1.6	0.6	0.9	0.7	-	-
国内需要	1.5	2.2	1.5	1.4	0.5	0.9	0.7	2.1	1.5
国内民間需要	2.3	2.7	1.7	1.9	0.6	1.0	0.9	2.1	1.3
個人消費	1.2	1.6	1.3	1.3	0.3	0.8	0.6	0.9	0.7
住宅投資	2.1	0.6	0.8	2.0	2.7	3.1	2.3	0.0	0.0
設備投資	5.2	7.8	3.2	5.5	2.1	1.7	0.9	1.2	0.5
国内公的需要	1.4	0.3	0.9	0.1	0.4	0.6	0.1	0.1	0.2
政府消費	2.7	2.3	2.4	1.0	1.5	1.2	0.7	0.4	0.4
公共投資	15.1	7.4	5.6	4.1	4.4	2.3	2.7	0.3	0.2
純輸出(寄与度)	0.5	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0
輸出	11.9	6.7	6.4	3.7	4.0	3.2	2.2	0.9	0.9
輸入	9.3	6.5	6.7	2.4	4.2	3.2	2.7	0.7	0.9
名目 GDP	0.8	1.2	1.3	0.9	0.2	0.9	0.4		
鉱工業生産	4.1	1.7	3.9	0.8	2.1	2.5	0.8		
完全失業率	4.6	4.2	3.7	4.4	4.0	3.8	3.6		
経常収支(兆円)	18.3	17.1	18.3	16.5	17.6	19.4	17.3		
対名目 GDP 比	3.6	3.3	3.5	3.2	3.4	3.7	3.3		
国内企業物価	1.5	1.2	0.6	1.5	0.8	0.1	1.1		
消費者物価	0.3	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2		
長期金利(%)	1.52	1.43	1.85	1.30	1.55	1.75	1.95		
日経平均株価(円)	11,321	12,350	13,400	11,700	13,000	13,400	13,400		
為替相場(円/ドル)	107.5	109	102	109	108	103	101		
原油価格(WTI)	45.1	59.0	54.6	57.2	60.9	56.7	52.5		

(注) 1. 年度は前年比変化率、半期は前期比変化率(完全失業率、経常収支及び物価を除く)。  
 2. 国内企業物価、消費者物価の半期は前年比変化率。消費者物価は、全国・除く生鮮食品。  
 3. 完全失業率、経常収支の半期は季節調整値で、経常収支は年率換算。  
 4. 原油価格はWTI先物期近、長期金利は新築10年国債。  
 (資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「生産・出荷・在庫指数」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、財務省「国際収支統計」、日本銀行「企業物価指数」



2005年度下期は、個人消費と設備投資、輸出の拡大が続き、景気は底堅く推移しよう。企業業績の改善が設備投資の拡大や家計所得の増加を通じた個人消費の堅調推移に結び付き、最終需要の拡大がさらに企業業績を改善させる好循環が定着し、日本経済は自律的な回復軌道に入るとみられる(図表3)。

2006年度も、上期は内外需の堅調な拡大が続き、景気は自律的な回復を続けるとみられる。国内需要の増加と為替相場の円高傾向を受けて輸入の伸びが高まり、純輸出の寄与は大きく低下するものの、民間最終需要の力強い拡大により年率2%程度の成長テンポを維持すると予想される。

ただし、下期には米国経済の減速や円高の進行に伴い輸出が落ち込み、純輸出の寄与がマイナスに転じるとみられる。国内需要も、定率減税が廃止されれば個人消費の伸びの鈍化が見込まれるほか、円高や個人消費の伸び悩みといった先行きに対する懸念材料を背景に企業の投資スタンスも慎重化し、設備投資の増勢もやや衰えると予想される。

### 消費者物価上昇率が プラスに転じるのは2006年初め

物価下落の主因である需給ギャップ(需要 - 供給能力)は既に大きく縮小している。日本経済が本予測通りに国内民間需要を中心とする回復を実現した場合、2006年初めには需給ギャップがプラスに転じよう。こうした変化は、賃金上昇圧力の高まりなどの形で徐々に顕在化するとみられるため、2006年1~3月期には消費者物価上昇率がプラスに転じると予想される(図表4)。日銀が量的金融緩和政策を解除するための条件として挙げている「消費者物価の前年比変化率が安定的にゼロ%以上」は、2006年半ばまでには実現するとみられる。

### 原油価格と為替相場、 米中不動産バブルがリスク

日本経済は、当面、国内発の景気腰折れ要因を見出しにくい。現状で見込まれるリスク要因は、原油価格の高騰、人民元相場を含めた中国の経済情勢、為

替相場の円高進行などの外的ショックであろう。

原油価格の高騰は、現段階では企業がコスト増加分を徐々に製品価格に波及させる形で悪影響を分散、緩和しており、景気への影響は限定的である。ただし、原油価格が一段と上昇するリスクが残っており、引き続き景気の不安定要因であることは間違いない。

また、為替相場は、日本経済の底堅い拡大や中国人民元の追加切り上げ観測などから円高が進みやすい状況が見込まれる。本予測で想定する以上の円高進行は景気腰折れリスクを高めよう。

また、米国や中国では住宅などの不動産投資が過熱しており、「不動産バブル」とも呼ばれる状況にある。さらに米国では保有不動産の含み益増加が個人消費を押し上げている。こうした過剰な需要は不動産価格の上昇期待に支えられている面が強いいため、中国では北京五輪ブームの一服、米国では長期金利の上昇など、何らかの要因で期待が剥落すれば、不動産価格の急落により大幅に景気が下押しされるとみられる。日本経済へは、これらの国への輸出減少という経路で悪影響が波及することとなる。

今後の日本経済を見るうえでは、こうした外的リスクの実現可能性に留意する必要があるとす。□

みずほ総合研究所 経済調査部  
シニアエコノミスト 武田 淳  
atsushi.takeda@mizuho-ri.co.jp

GDPの予測値は、政府資料の公表等を受けて適宜更新しています。  
最新の予測値はみずほ総合研究所ホームページをご参照下さい。  
<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/forecast.html>

