

# 2005、2006 年度の経済見通し

— デフレ脱却へ向け着実な回復を続ける日本経済 —

## 目 次

- I. 景気の現状と展望
- II. 主要項目の見通し

投資企画部 経済情報室

## 要 旨

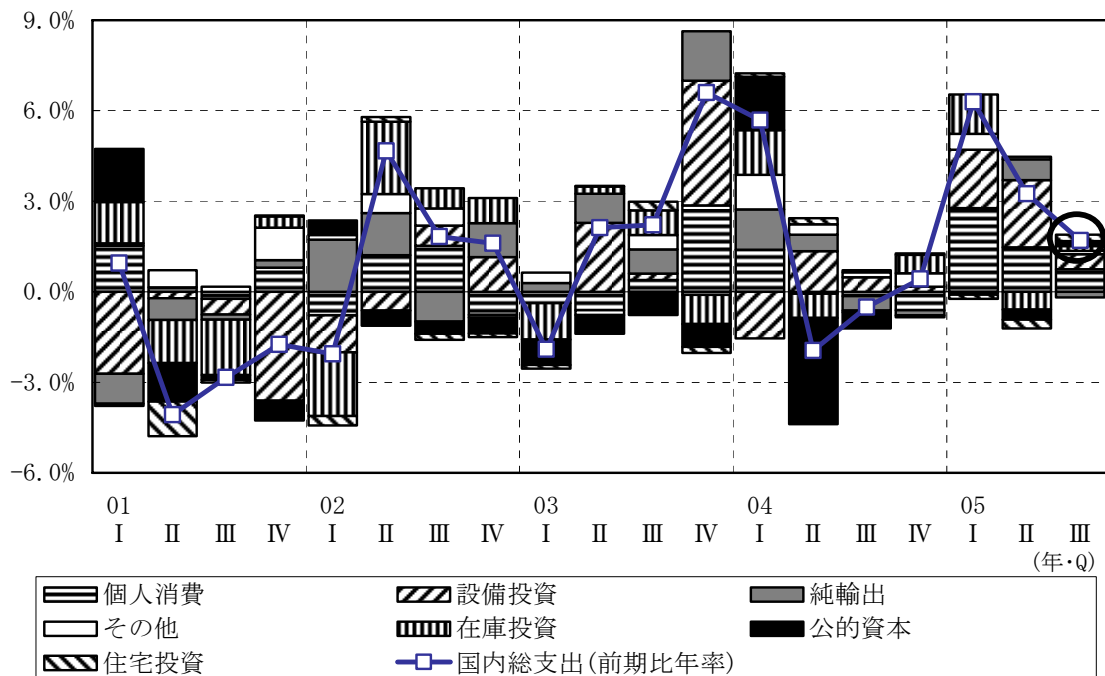
1. 2005 年度の実質 GDP 成長率は+2.7%、2006 年度は+1.9%と予測する。
2. 2005 年度の日本経済については、年度後半は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展から生産が回復し、年末にかけて回復感が高まる展開となろう。年明け以降もこの流れが続き、日本経済は緩やかな回復を続けよう。ただし、個人消費については、雇用・所得環境は改善するものの定率減税縮小等の家計負担の増加から伸びは限定的であろう。その結果、実質 GDP は、年度全体では+2.7%の成長となろう。
3. 2006 年度については、年度前半は安定的に推移する世界経済を受け、輸出は底堅い動きが続き、生産、設備投資も堅調に推移し、景気の回復は続こう。ただし、年度後半に入ると米国を中心とする世界経済が減速傾向となることから輸出が伸び悩み景気はやや減速しよう。その結果、実質 GDP は、年度全体では+1.9%の成長となろう。<sup>注1</sup>

注1 年度間成長率でみると、2005 年度+1.5%、2006 年度+1.3%。

## I. 景気の現状と展望

日本経済は、景気の踊り場を脱し内需を中心とした安定的な成長軌道に復帰しつつある。11月11日に発表された2005年7-9月期の四半期別GDP(1次速報)によると、実質GDP成長率は、前期比+0.4%(同年率+1.7%)と底堅い成長を遂げた(図表1)。2005年4-6月期の高い成長(同年率+3.3%)の反動から大きく減速したが、4四半期連続のプラス成長となったほか1%台半ばといわれている潜在成長率程度の成長は維持しており着実に回復しているといえる。内訳をみても個人消費が前期比+0.3%、設備投資も同+0.7%と前期に比べ減速はしたものの増加基調は維持した。加えて、住宅投資が2004年10-12月期以来のプラスとなったほか、公共投資も昨年末の災害に対する復興支出もありプラスとなるなど内需は総じて堅調であった。一方、外需(純輸出)については、輸出は同+2.7%と2四半期連続で増加したものの輸入が原油高等の影響から伸びを高めたためマイナス寄与となりGDPの足を引っ張った。GDPデフレーターは、前年同期比▲1.1%と下落し、前期の同▲0.9%から下落幅が拡大したが、これは、原油価格の高騰により輸入デフレーターが上昇したため押し下げられたものといえ、その影響を除くとGDPデフレーターの下落幅は縮小しており、デフレからの脱却の動きは緩やかながらも続いている。

図表1：実質GDPの推移(寄与度前期比年率)



出所：内閣府「国民所得統計」

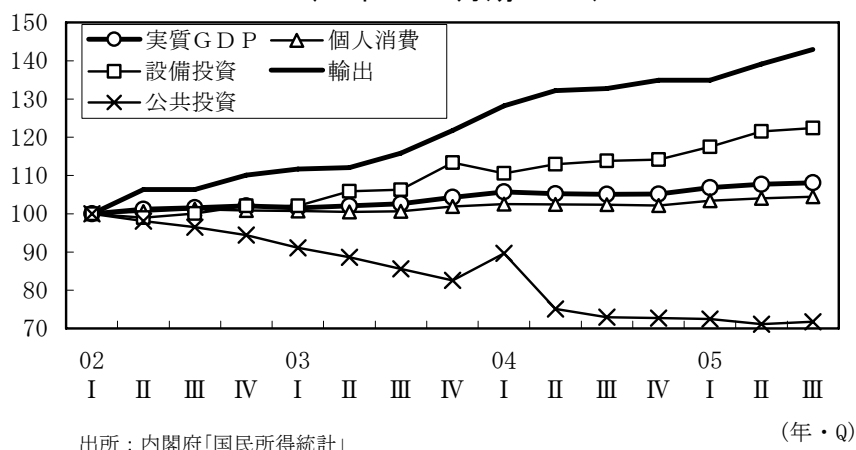
ところで、2002年1月を起点とする今回の景気回復は、2005年9月時点で拡張期間が44ヵ月となりいざなぎ景気や平成景気につぐ戦後3番目の長さとなった。加えて、本予測通り2006年度以降も拡張が続くと拡張期間は60ヵ月を超えいざなぎ景気を超える戦後最

長の景気回復となる<sup>注2</sup>。今回の回復過程には2回の踊り場があったほかデフレの進行により名目 GDP の伸びは低位にとどまっているため実感としての回復感はそれ程高くはないが実際には息の長い回復が続いているのである。

以下、今回の景気回復を簡単に振り返ってみよう。

今回の回復の特徴として、輸出企業を中心とする大企業製造業が景気を牽引し、製造業の好調さが非製造業へ、さらに、徐々にではあるが家計部門へ波及するという公共投資に頼らない民間需要を主体とする自律的な回復を遂げたことがあげられる(図表2)。当初の輸出の回復には中国の急成長という幸運に恵まれた面もあるが、設備・雇用・負債の3つの過剰を削減し地道に体質改善を進めていた企業はこの好機をうまく捉え収益の改善を図ったのである。加えて、過剰設備の削減が奏功し設備投資循環が拡大局面に入っていたため、IT 関連製品などの積み上がりによる在庫調整が軽微で済み回復過程の踊り場として乗り越えられたことも、2000年のIT バブル時代との大きな違いといえる。

図表2：実質GDP主要項目の推移  
(02年1-3月期=100)



さらに、個人消費についても、企業の好調さの家計への波及は遅れたもののデジタル家電などの新製品が消費を下支えしたこと(家計は所得が伸び悩むなか、消費性向を上昇させて消費を維持した)も回復が長期に渡っている要因といえる。

足下では、正規社員の増大や現金給与総額の増加など雇用・所得環境の改善が続いており好調な企業業績の家計への波及、すなわち、企業から家計への好循環が生じつつあり、回復の足取りがより確かなものになりつつある。一方、リスク要因としては、原油価格の高騰や性急な政策転換が考えられる。原油価格は足下落ち着いた動きとなっているが、産油国の供給余力に限界がある中供給不安は払拭されていないため産油国でのテロやストライキなどをきっかけとして再急騰する恐れも残されており、原油価格の動向には注意が

注2 いざなぎ景気の拡張期間は57ヵ月なので2006年度11月まで景気の拡大が続けばいざなぎ景気を超えることになる。



出所：「Nikkei Needs」より三菱UFJ信託銀行作成

必要である。(図表 3)

政策面の変更については、引き締め的な金融政策への転換、国民負担の増大策があげられる<sup>注3</sup>。2000年のゼロ金利政策解除の強行、97年の橋本政権下の国民負担増大による景気失速の例があるため、性急な政策はとられないと思われるが、正常な金融政策への復帰や財政再建を急ぐあまり政策変更がおこなわれなるとは限らず政策当局の動向には注意が必要である。

以上の環境下、2005年度の日本経済を概観すると、企業部門については、設備投資は、海外経済の持ち直しに伴い輸出が伸長し、在庫調整の進展から生産も回復に向い、さらに、企業収益が引き続き堅調で企業のキャッシュフローも潤沢であることから足下の減速からは回復し、底堅い動きを示そう。輸出は、米国経済が年末にかけてハリケーン等の災害に係る復興需要の効果もあり増勢を強めることに加え中国経済も固定資本投資を中心に再び加速傾向にあるため、2005年度後半にかけて持ち直そう。一方、輸入は、原油価格が高止まりすることに加え内需も拡大することから堅調な伸びを示そう。公共投資については、年度後半には、昨年度の台風や新潟中越沖地震等に係る補正予算の繰越分の執行が一巡することから再び減少基調となろう。家計部門については、個人消費は、企業の雇用過剰感の払拭され、雇用・所得環境の改善は緩やかながらも進むと期待されることから所得の伸びに見合う程度の伸びを示し景気を下支えしよう。ただし、2006年に入ると定率減税の縮小等国民負担が増大するため伸びは抑えられよう。住宅投資については、2005年度後半には

<sup>注3</sup> 2005年度については定率減税の半減(2006年から)、老年者控除の廃止などの増税および厚生年金や雇用保険などの保険料引き上げにより国民負担は1兆円程度増加する見込みである。2006年度については、定率減税の半減・廃止(2007年から)および厚生年金などの保険料引き上げにより国民負担は2兆円程度増加する見込みである。さらに、時期的には未定であるが所得税の各種控除の整理、消費税の税率アップなどの増税策も検討されている。

やや持ち直すものの 2004 年度後半の着工戸数低迷の影響等から年度を通してはマイナスに転じよう。その結果、景気は、年度後半には踊り場から脱し安定的な回復軌道に復帰することが想定され、2005 年度の実質 GDP は前年比+2.7%の成長を遂げよう<sup>注4</sup>。

2006 年度については、外需は、年度前半は米国や中国等を中心とする世界経済が引き続き安定的に推移すると見込まれるため底堅い動きが続こう。後半に入ると利上げの効果が顕在化し米国経済が減速に転じると想定されるため伸びは抑えられよう。生産は年度前半については輸出の伸長に加え、在庫調整も終了することから堅調な推移となろうが、後半に入ると輸出の減速に伴い伸びを減じよう。設備投資は生産の拡大を受け増加基調で推移しようが、生産が減速に向い、加えて、資本ストックも積み上がることから年度後半には伸びを減じよう。一方、個人消費は、雇用・所得環境の改善は続くものの定率減税縮小等の家計負担増大が年を通じて寄与することから可処分所得の伸びは抑えられ、伸びは限定的であろう。このようななか、2006 年度実質 GDP は、年度全体では前年比+1.9%とプラス成長を維持しよう。(巻末図表 2005、2006 年度の日本経済見通し参照)

## Ⅱ. 主要項目の見通し

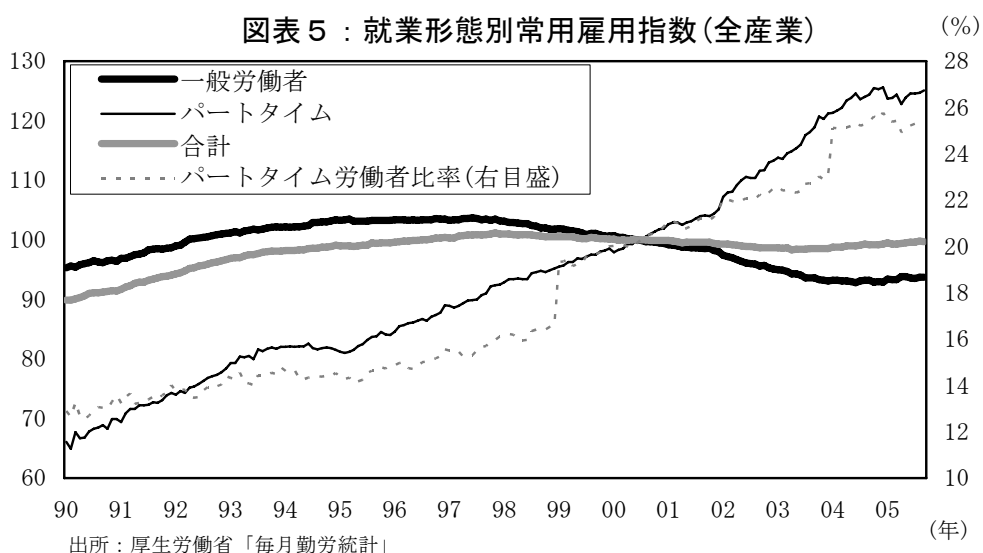
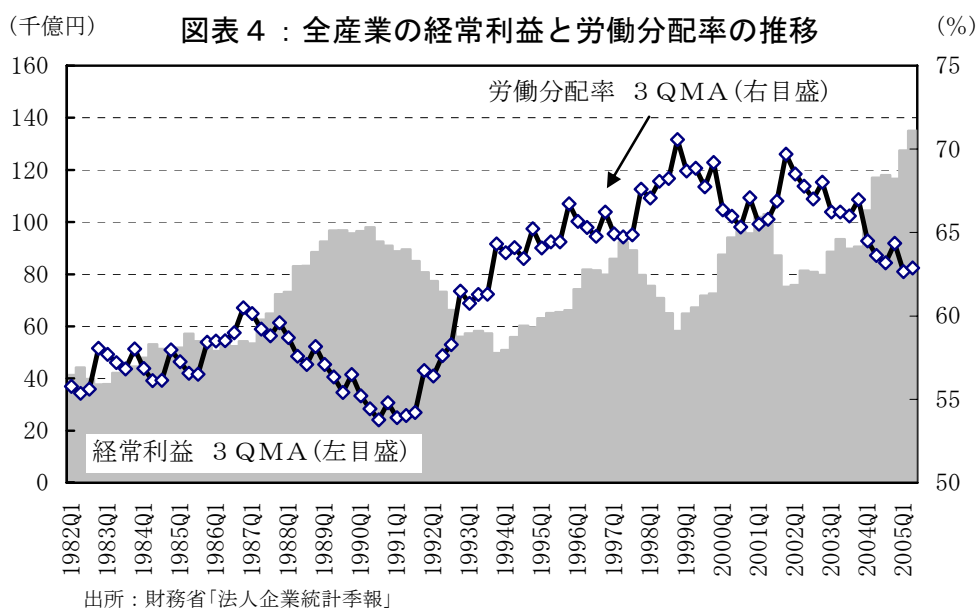
### **1. 個人消費(2005 年度+2.0% ⇒ 2006 年度+1.1%)**

個人消費は、2005 年 7 - 9 月期の実質 GDP(1 次速報)で前期比+0.3%と底堅い伸びを示し景気を下支えした。

まず、消費の前提となる足下の雇用環境をみてみよう。息の長い景気回復を背景とした企業収益の回復が漸く家計部門にも波及し、消費のキーとなる雇用・所得環境も緩やかながらも改善している。図表 4 は、全産業の経常利益と労働分配率の推移である。長らく低迷していた企業収益が 2004 年以降急速に回復していることおよび低下を続けていた労働分配率が下げ止まり、漸く好調な企業収益が家計部門へ波及し始めていることがみてとれる。また、足下では、正社員からパートタイム労働者への置き換えの流れにも歯止めがかかりつつある。図表 5 は、就業形態別の常用雇用指数(全産業)の推移である。パートタイム労働者の増加に頭打ち感がみられ、正社員を中心とする一般労働者の減少にも底打ちの兆しが見え始めていることがみてとれる。これは、バブル崩壊以降続いていた企業の雇用過剰感が漸く払拭されたことに加えて、製造業を中心に企業が 2007 年から始まる団塊世代の大量退職に備え始めたということによる。

---

<sup>注4</sup> いわゆるゲタを除いたその年度の成長を表す年度間成長率は、2005 年度は+1.5%、2006 年度は+1.3%と底堅く推移しよう。



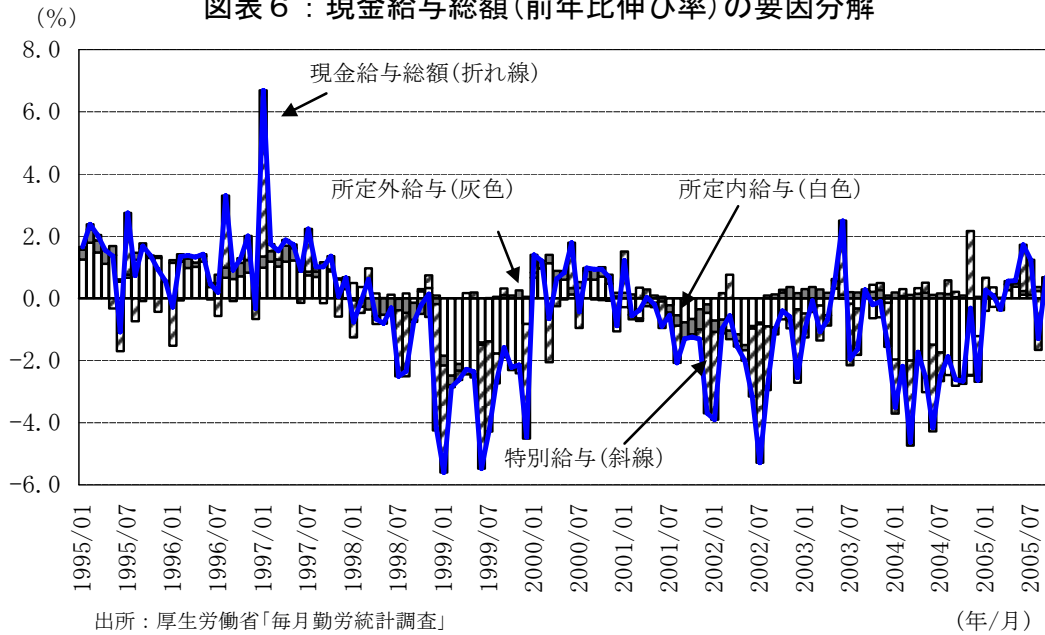
その結果、現金給与総額の低下も漸く底打ちし上昇に転じつつある。内訳をみると、残業などの所定外給与、ボーナスなどの特別給与に加えて所定内給与も増加傾向にあることから、現金給与総額の安定的な回復が期待される。(図表6)

次に、労働需給の状況を見てみよう。新規求人数が増加し、有効求人倍率が改善しているにもかかわらず、失業率は改善傾向とはいえ依然として4%台を上回る水準で推移している。

図表7は均衡失業率と実際の失業率を図示したものである(均衡失業率の算出方法は補論を参照されたい)。

均衡失業率とは、労働需給のミスマッチ等により生じるもので、労働市場の構造的要因によって発生するため構造的失業率ともいう。実際の失業率と均衡失業率との差は景気変動による循環的な要因によるもので、実際の失業率が均衡失業率を上回っている場合は労

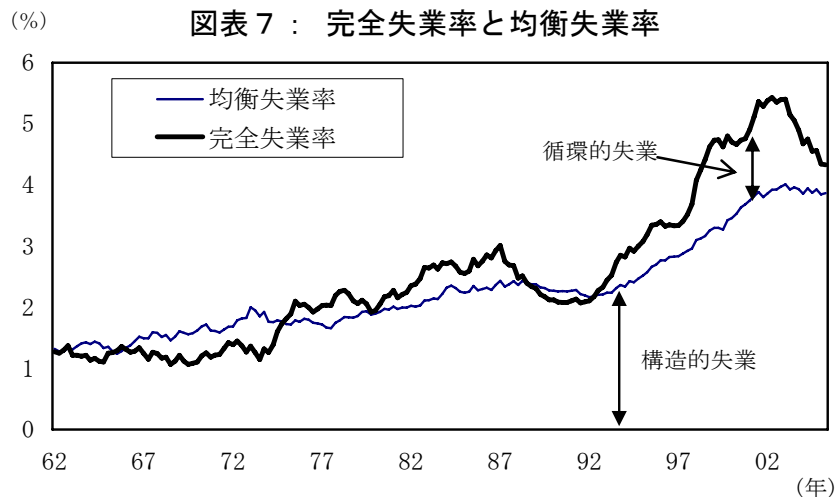
図表 6：現金給与総額(前年比伸び率)の要因分解



働市場に労働の超過供給が発生していることを、逆の場合は超過需要が発生していることを示す。

均衡失業率は、概ね安定的に推移していたが、90年代半ばから上昇基調となり、足下では4%程度となっており高止まりしている。これは、労働需給のミスマッチの増加を示している。景気回復に伴い失業率は改善傾向にあるが、一層の改善、さらには、団塊世代の大量退職により懸念されている労働力不足時代に備えるためにも、構造的な失業を解消する必要があり、若年層を中心とする職業技能の乏しい層に対する職業訓練の充実や中高年層に対する年齢制限のない雇用機会の創出などきめ細かい対応による労働需給のミスマッチの解消が急務とされている。

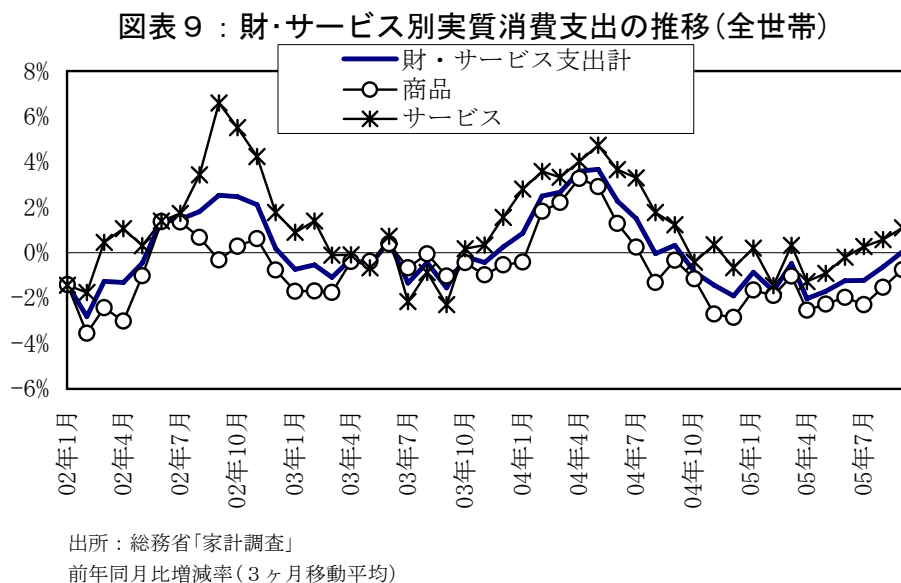
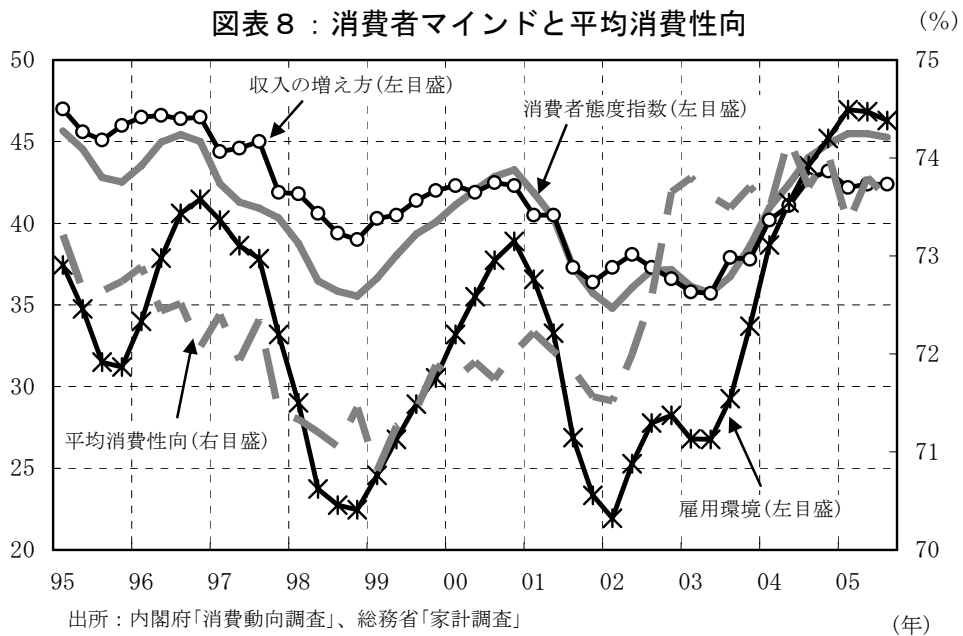
図表 7：完全失業率と均衡失業率



出所：総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」より三菱UFJ信託銀行推計

次に個人消費の動向をみてみよう。

まず、マインド面の動きをみてみよう(図表8)。雇用環境に対する見通しの改善につれて消費マインドが好転していることがみてとれる。平均消費性向の動きも安定的で、足下の消費は2003～2004年度のように消費性向の上昇によるものではなく、所得の裏づけを伴う安定的なものであることがわかる。図表9は、全世帯の消費支出を物(財)に対する支出、サービスに対する支出、および全体の消費支出にわけ、それぞれの前年同月実質増減率の推移をみたものである。低迷していた消費が、足下ではサービスに対する消費に牽引されて下げ止まり回復傾向にあることがみてとれる。サービスに対する消費は、住居費や医療費などを除けば裁量の余地が比較的高く、雇用・所得環境の回復により、家計が再び消費に対して前向きとなりつつあることがみてとれる。



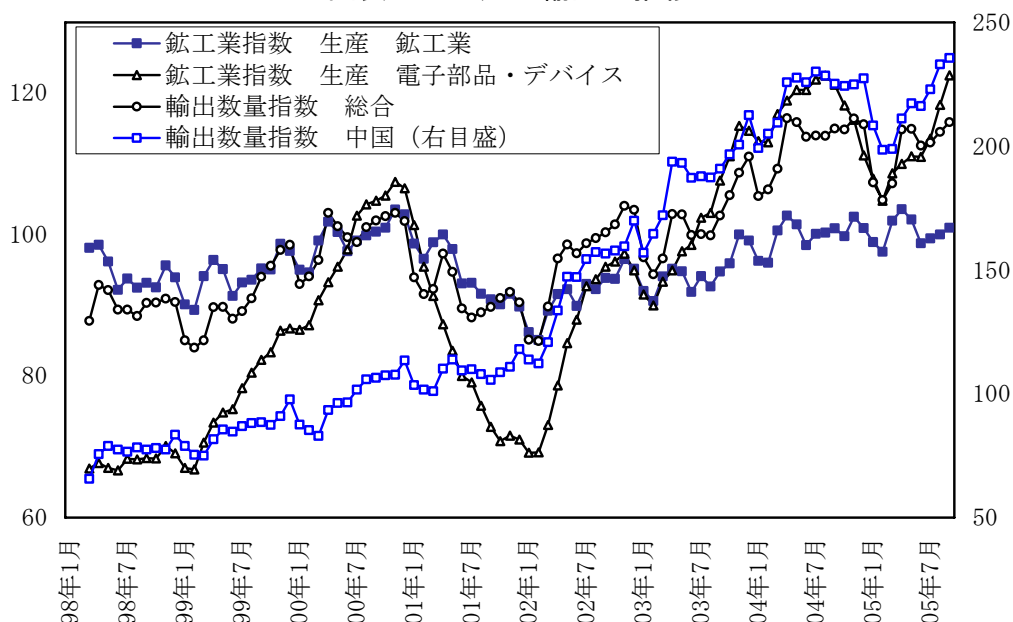


以上の環境下、2005年度の個人消費については、年末にかけては雇用・所得環境の緩やかな改善を受け総じて底堅く推移し景気を下支えしよう。2006年に入ると2005年9月から開始された厚生年金保険料の引き上げに加え、定率減税の縮小が始まるため家計の可処分所得は下押しされ、個人消費は減速しよう。ただし、雇用者報酬は拡大基調が続くことが想定されるため、失速にはいたらずある程度の伸びは維持されよう。

2006年度については、景気の回復を受け、雇用・所得環境の緩やかな改善は続くものの定率減税縮小の影響が通年で寄与するほか、定率減税の廃止(2007年から)や厚生年金保険料再引き上げの影響もあり、可処分所得の伸びは抑えられることから個人消費の伸びは限定的となろう。

## 2. 設備投資(2005年度+7.8% ⇒ 2006年度+6.4%)

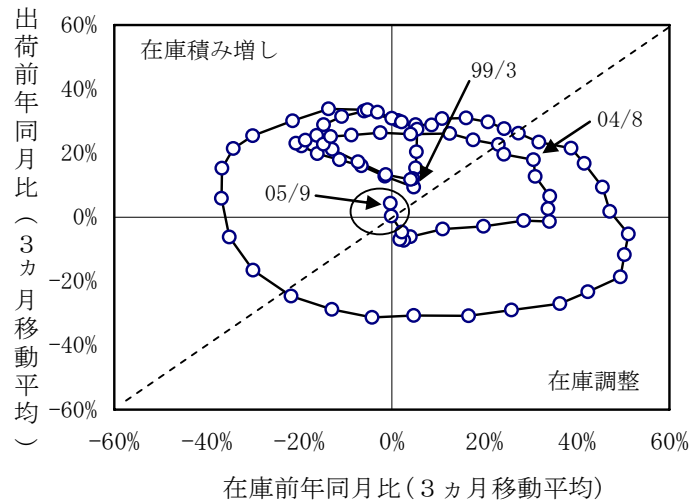
図表10：生産と輸出の推移



出所：経済産業省「生産・出荷・在庫統計」、財務省「貿易統計」  
(3ヵ月移動平均)

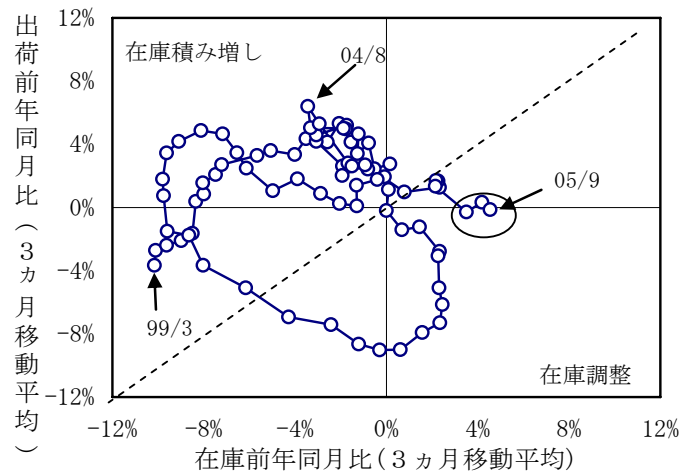
まず、設備投資の前提となる生産の動向についてみてみよう。生産は、輸出、特に中国向け輸出に牽引された電子部品・デバイスの伸長により伸びが支えられていたが、中国向け輸出の失速に伴い電子部品・デバイスの生産も失速、生産全体も低迷していた。足下では、中国向け輸出が再び拡大しそれに伴い電子部品・デバイスの生産が回復し、生産全体にも持ち直しの動きがみられ始めている(図表10)。次に、生産の前提となる在庫の状況を在庫循環図により確認してみよう。生産の足を引っ張っていた電子部品・デバイス等のIT関連財については、2005年9月には在庫調整は終了し在庫積み増し局面に入っており、在庫積み増しによる生産拡大が期待しうる状況といえる(図表11)。一方、電子部品・デバイ

図表11：電子部品・デバイス在庫循環図



出所：経済産業省「生産・在庫・出荷統計」

図表12：在庫循環図(電子部品・デバイスを除く)

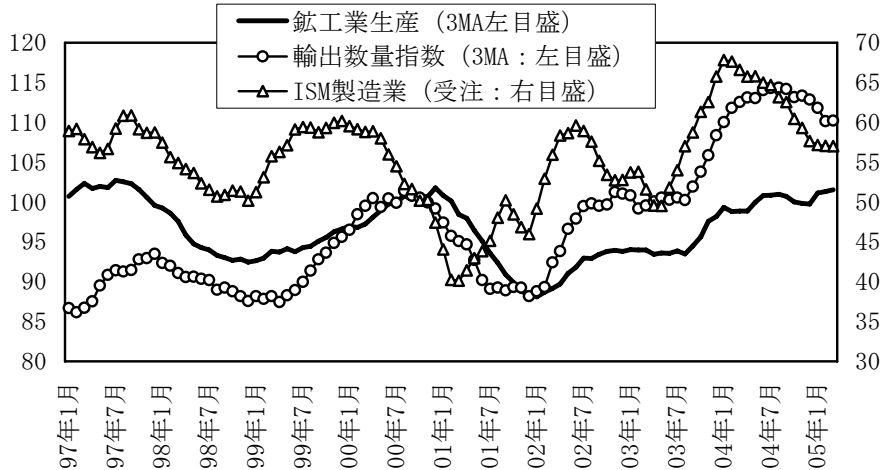


出所：経済産業省「生産・在庫・出荷統計」

ス以外については出荷が低迷するなか在庫が積み上がっており、在庫調整が終了し、生産が本格的な回復に至るには暫く時間がかかるものと想定される(図表 12)。さらに、生産に先行して動く米国経済および輸出の状況を見てみよう。図表 13 は米国 ISM 製造業新規受注指数、輸出数量指数、生産指数の推移である。低下を続けていた ISM 製造業新規受注指数が漸く底打ちし、それに伴い輸出も底打ちしていることがみてとれる。また、製造工業生産予測調査をみても 10 月は前月比+2.4%、11 月は同+1.9%と生産の増加が予想されており、生産全体でみると電子部品・デバイスに牽引されながら年末にかけて緩やかに持ち直す動きが期待できる。

このような環境下、設備投資は 2005 年に入り高い伸びが続いていたが、2005 年 7 - 9 月期の実質 GDP(1 次速報)では前期比+0.7%と伸びが減速した。ただし、これは、生産

図表13：鉱工業生産および輸出と米ISM指数の推移



出所：経済産業省「生産・出荷・在庫統計」、財務省「貿易統計」、全米供給者協会

低迷に伴う一時的な減速と思われる。

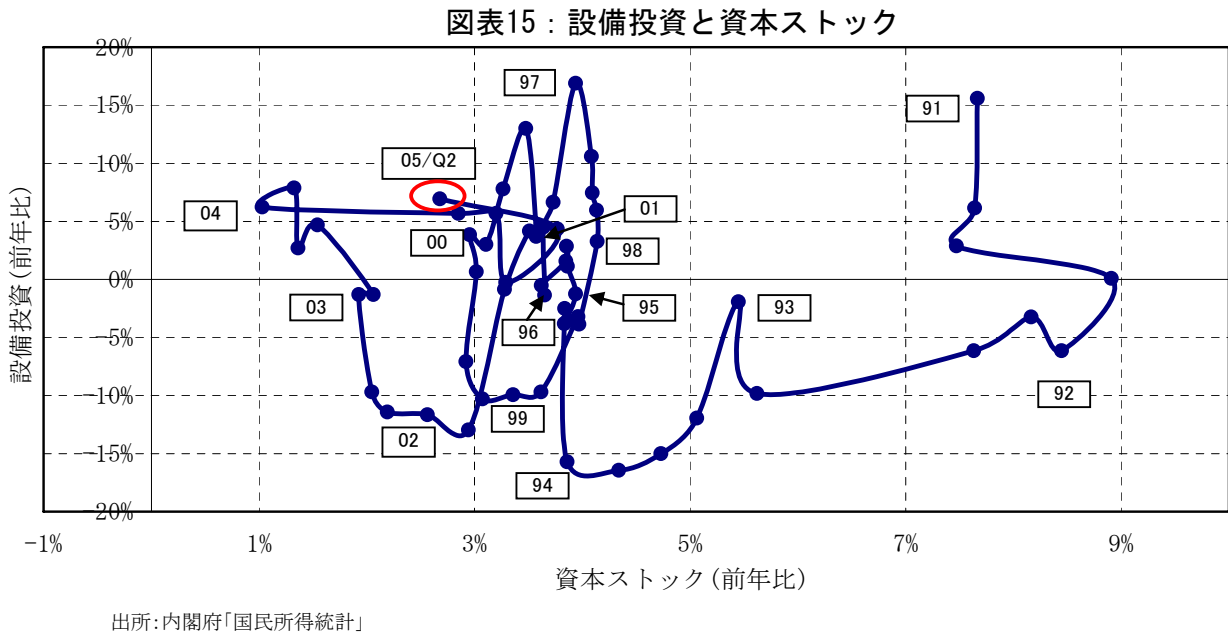
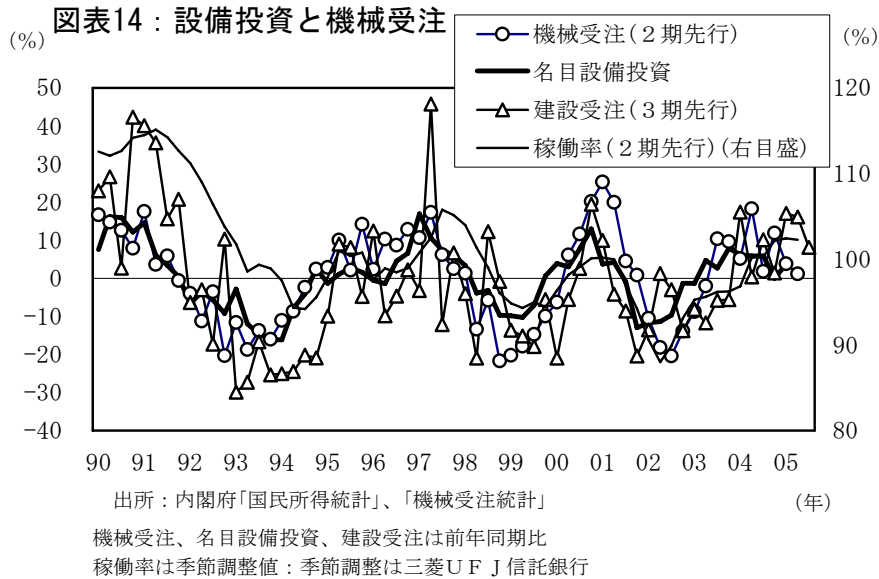
設備投資の先行きの動向について、①日銀短観による設備投資計画②設備投資の先行指標の動き③設備投資のストック循環と設備のビンテージ(設備の老朽度)の状況、④企業の資金調達面の状況から設備投資の主体である企業の投資余力、から検討してみよう。

日銀短観(2005年9月調査)によると2005年度の設備投資計画は大企業・製造業で+16.2%と堅調であるほか、大企業・全産業で+9.3%、中小企業・全産業で▲2.3%、全規模・全産業でも+6.8%と高めの計画となっている。中小企業を中心に設備投資計画は上方修正される傾向があることを踏まえると2005年度についても昨年度と同様に高い伸びが期待できる水準といえる。

次に、先行指標といわれる機械受注と建設受注および稼働率の動きをみてみよう。(図表14)。

機械受注については足下鈍化傾向が鮮明となっている。これは、生産の低迷に伴い企業の投資意欲が低下しているためと思われる。それに対して、建設受注は一進一退の動きながらも高水準を維持しているほか稼働率も底堅い展開が続いている。設備投資の先行きについては、先行指標である各受注指標、特に機械受注が鈍化傾向にあるため2005年前半のような高い伸びは期待しにくい。ただし、稼働率が底堅いほか、先行指標は、鈍化しているとはいえプラスの伸びは維持しているため底堅い伸びは期待できよう。

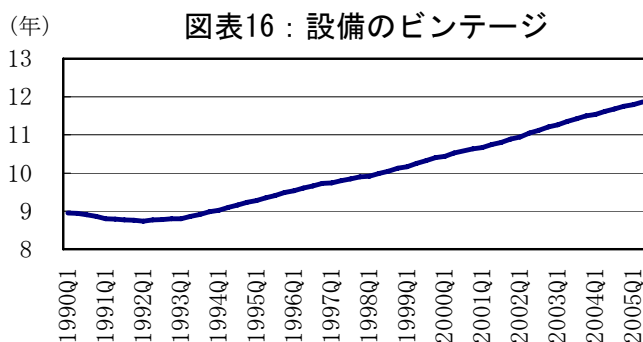
次に、設備投資の前年比変化率を縦軸に、資本ストックの前年比変化率を横軸にとった資本のストックとフローの関係を表す資本ストック循環図(図表15)から、現在の状況と先行きをみてみよう。設備除却率の上昇もあり、設備投資の増加に比べ資本ストックの水準は低位にとどまっており、ストック循環面からは当面設備投資の回復が続くことが想定される。加えて、ストック循環が右上方へシフトしつつある様子が窺え、企業の期待成長率



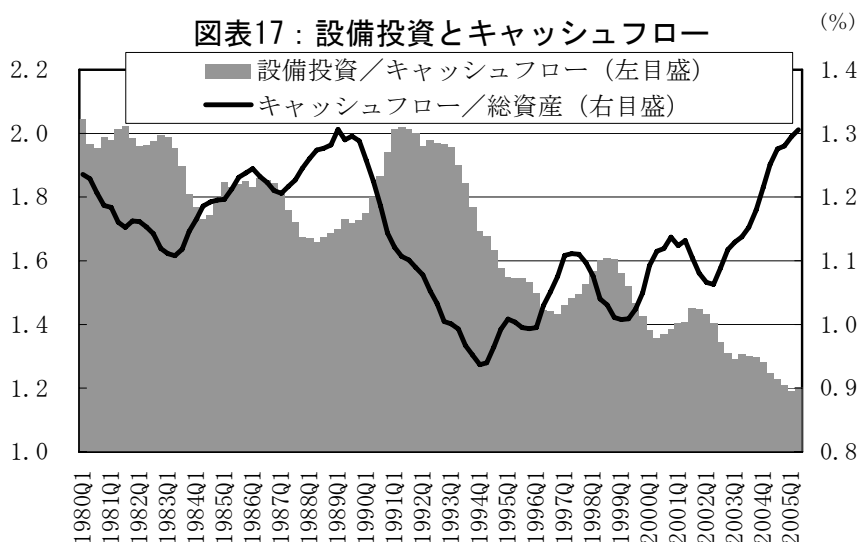
の高まりが想定されるためこの面からも設備投資の回復が期待される。

設備のビンテージ(設備の老朽度)をみると、90年代の景気低迷期を通じて、設備投資が控えられていたこともあり、設備の老朽化が進んでいる。足下では漸く老朽化に歯止めがかかりつつあるが、設備年齢は高止っており設備若返りのための更新投資の拡大が期待される(図表 16)。

最後に投資主体である企業の資金調達面の状況だが、日銀短観(9月調査)では全産業ベースでは2005年度も増益の見込みとなっている。企業のキャッシュフローは引き続き潤沢であると推察され、設備投資に回せる資金は潤沢であるため資金調達面から設備投資が制約を受ける可能性は少ないとみられる。また、競争力を確保するため企業は資本の効率的活用を求められており、この面からも一定の設備投資は必要となると思われる(図表 17)。



出所：内閣府「国民所得統計」、「機械受注統計」



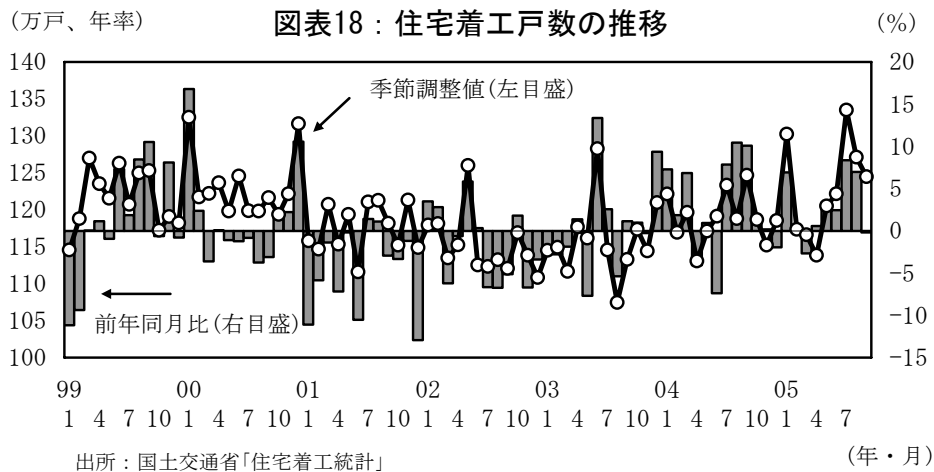
出所：内閣府「国民所得統計」、財務省「法人企業統計季報」

以上の環境の下、2005年度後半の設備投資は、①設備投資に2四半期前後先行するといわれている機械受注が鈍化傾向であること②堅調に推移していた建設受注にも頭打ち傾向がみられ始めたこと、などから年前半と比べて伸びは鈍化しよう。ただし、企業業績が好調で資金調達面からの制約が乏しいほか、日銀短観等の設備投資計画でも堅調が見込まれることから足下の減速からは回復し底堅い動きを示し、通年では+7.8%と前年に続き高い伸びは維持しよう。

2006年度は、①輸出の回復に伴う在庫調整の進展から生産が回復すると思われること②投資主体の企業の手元キャッシュフローが引き続き潤沢と見込まれること などから年度前半は増加基調で推移することが期待される。ただし、年度後半には海外景気の減速を受け、輸出、生産がピークアウトすることや資本ストックも積み上がるため、やや伸びを減じよう。その結果、通年では前年度に続き+6.4%とプラス成長を維持しよう。

### 3. 住宅投資(2005年度▲1.1% ⇒ 2006年度+1.6%)

2004年終り頃から低迷していた新設住宅着工は、2005年度に入ると持ち直し、プラス基調で推移している。足下の9月は、貸家および分譲住宅の増加は続いているものの持家が減少したことから前年同月比▲0.2%と6ヵ月振りに減少に転じた。ただし、年率換算

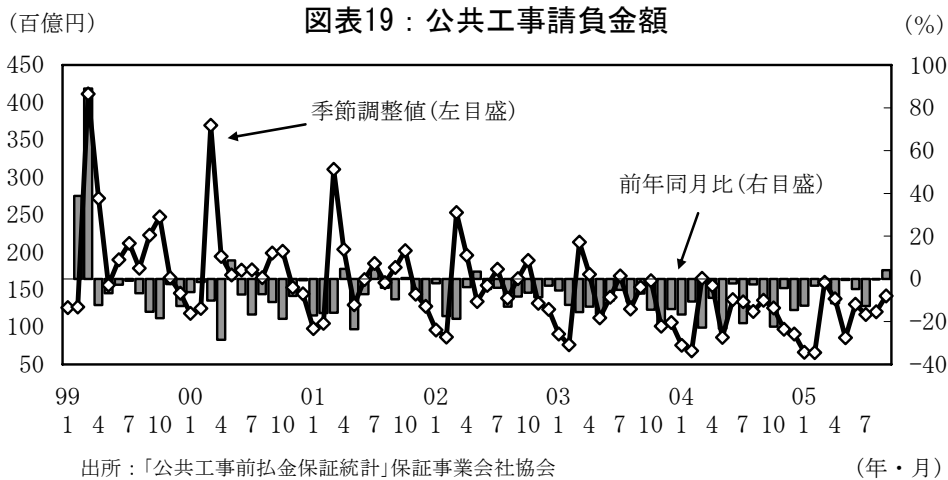


ベースでは124.5万戸と120万戸を超える水準を維持しており堅調といえる(図表18)。このような中、2005年7-9月期の住宅投資は前期比+1.5%と4四半期振りにプラスの伸びとなった。

住宅投資の先行きについて、先行指標である住宅着工戸数の動きをみると、2005年度は、持家については、首都圏を中心に地価の下落には歯止めがかかりつつあるもののリフォーム需要が堅調であるなど建替えには結びついていないことから緩やかながらも減少が続こう。分譲住宅については、雇用・所得環境が緩やかながらも改善していることに加え、団塊ジュニアを中心とする一次取得層の住宅購買意欲が高いほか、マンションを中心に東京圏に加えて中京圏、近畿圏などでも着工件数が増加傾向にあることから底堅い推移が見込めよう。その結果、着工件数全体では、120.9万戸(前年比+1.4%)と緩やかに増加しよう。2006年度については、景気回復感の高まりとともに家計のマインド面も改善すると思われることや金利先高感に伴う駆け込み需要が見込まれることなどから着工件数は底堅く推移し、121.5万戸(前年比+0.5%)と2年連続して120万戸を超える水準を維持しよう。支出ベースでみた住宅投資は、2005年度については、新設住宅着工件数は増加するものの、2004年度後半に新設住宅着工が低迷したことに加え一戸当たり床面積の大きい持家が低調であることから前年比▲1.1%と減少しよう。2006年度については2005年度後半の着工件数の増加が寄与するほか、2006年度入り後も住宅着工件数の底堅い推移が見込まれるため同+1.6%とプラスの伸びに転じよう。

#### 4. 公的固定資本形成(2005年度▲3.8% ⇒ 2006年度▲5.6%)

公共投資は、骨太の方針の下財政再建に軸足を移した政策をとっている小泉政権下で大幅な減少が続いていたが、度重なる削減により削減余地が乏しくなったこともあり足下では減少幅は縮小傾向にある(図表19)。また、2005年度7-9月期GDP(1次速報)では公共投資は前期比年率+1.0%と4四半期振りにプラスとなったが、これは昨年度の災害復興に係る支出が後ずれしたことによる一時的な影響と考えられ、公共投資が減少基調であるこ



とに変わりはない。

まず、日本の財政の現状についてみてみよう。人口減少社会突入を控え、日本の財政再建が急務とされているが、その道のりは遠いものと言わざるをえない。

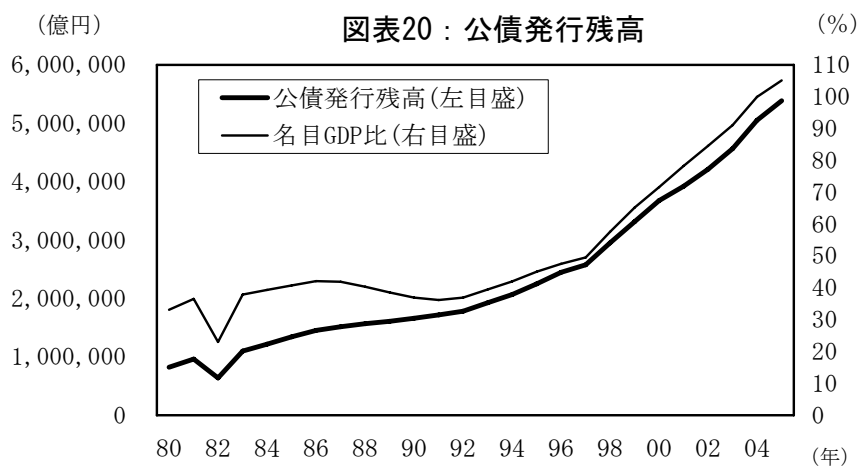
図表 20 は、公債発行残高および同名目 GDP 比の推移である。1990 年代の財政支出拡大により財政赤字が増大し、それに伴い、特例公債(いわゆる赤字国債)を中心に公債残高が積み上がっている。特に、1998 年度から増加度合いが高まっていることがみてとれる。

これは、橋本政権下の財政再建路線が頓挫し、小渕政権下、景気回復最優先策がとられ積極的な財政政策がおこなわれたことによる。加えて、骨太の方針のもと財政再建を目指した小泉政権下においても、景気の低迷およびデフレの進行による税収減により、多額の公債発行を余儀なくされたため、結果的に財政は悪化の度を高めている<sup>注5</sup>。その結果、国債発行残高は 2006 年度末には約 686 兆円(内普通国債 538 兆円)まで達する見込である。さらに、地方財政も悪化しており、国と地方を併せた長期債務残高は 2005 年度末で約 740 兆円、2006 年度末には約 774 兆円(名目 GDP 比 151.2%)にもものぼる見込みである。

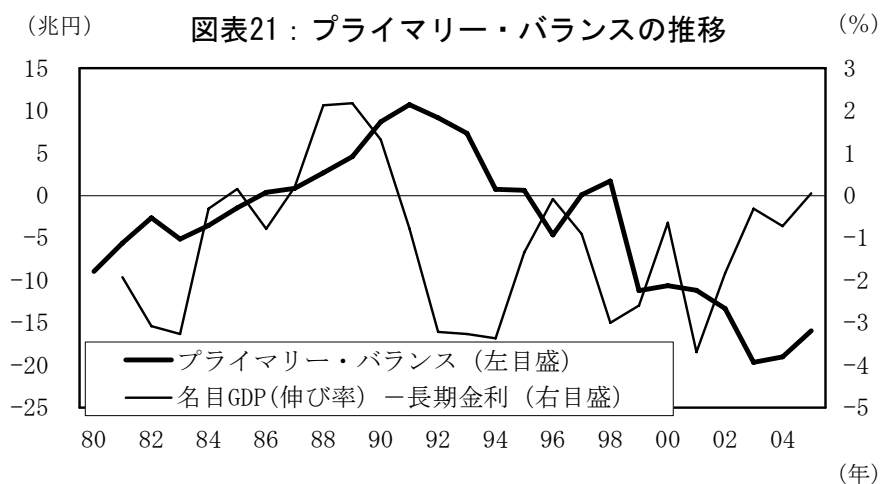
ただし、来年度の予算では、定率減税の半減などの増税路線への転換に加え景気拡大に伴う税収増もあり国債発行額は削減され約 34 兆 4 千億円と 35 兆円を下回り、国債依存度も 41.8%と前年度を下回る見込である。

次にプライマリー・バランスの推移をみてみよう(図表 21)。プライマリー・バランスというのは、国債費を除いた支出が税収等の公債金以外の収入でまかなわれているかを示す指標であり、政府は財政再建の象徴として 2010 年代半ばまでにプライマリー・バランス

<sup>注5</sup> 小泉政権は 2002 年度の公債発行額を 30 兆円とする公約を掲げるなど財政再建を優先してきたが、税収不足などから公約を守れず、結果的に 2002 年度約 35 兆円、2003 年度約 35.3 兆円、2004 年度約 35.5 兆円(当初予算)、2005 年度 34.4 兆円(当初予算)と多額の公債発行を余儀なくされている。その結果、公債依存度も 2002 年度 41.8%、2003 年度 42.9%、2004 年度 42.1%、2005 年度 41.8%と高い水準が続いている。



出所：内閣府「国民所得統計」、財務省「国債統計年報」  
2005年度は予測



出所：財務省「財政金融統計月報」「国債統計年報」、内閣府「国民所得統計」  
2005年度は予測

の均衡を目指している。最も、プライマリー・バランスが均衡しても財政赤字削減のためには十分ではなく、プライマリー・バランスの黒字化が必要となる。プライマリー・バランスは、バブル経済による歳入改善などからプラス基調を維持していたが、90年代の景気低迷に対して、国債を財源として度重なる景気対策をおこなったことに加え、景気の低迷により税収が伸び悩んだ結果、大幅なマイナスとなっている(すなわち税収だけでは公債費を除いても支出をまかなえない状況)。さらに、デフレの進行により名目GDP成長率は低成長が続き長期金利を下回っているため、このままの状態では推移すると国債債務残高の対名目GDP比は悪化を続け、やがて、財政は破綻に追い込まれる懸念がある<sup>注6</sup>。

注6 プライマリー・バランスが均衡すれば、名目成長率>国債金利であれば国債債務残高の対名目GDP比は低下するが、名目GDPの成長率がマイナスとなるなど国債金利を下回ると、たとえ、プライマリー・バランスが均衡しても、国債債務残高の対名目GDP比率は増加を続けてしまう。



以上の状況下、2005年度、2006年度の公的資本形成は以下のようなだろう。

2005年度については、年度後半には災害復興工事の影響も剥落し、従来の公共工事抑制姿勢に戻ることから通年では、2004年度の▲15.1%からは減少幅が大幅に縮小するものの▲3.8%と減少が続き、景気に対してマイナスに寄与しよう。2006年度については、引き続き公共投資の抑制姿勢は続くものの、公共投資の水準は低下し削減余地が乏しくなっていることに加え、公的資産に係る維持・修繕費用も必要となることから▲5.6%と減少幅は限定的となるだろう。

## 5. 輸出入(輸出：2005年度+7.8% ⇒ 2006年度+7.1%、

輸入：2005年度+8.5% ⇒ 2006年度+6.6%)

### 【円ドルレート】

原油高に加えて、ハリケーン・カトリーナによる災害の影響が懸念されていた米国経済であるが、影響は当初の想定よりも軽微で堅調な推移が続いている。

05年7-9月期の実質GDP(速報値)は、前期比年率+3.8%と前期の同+3.3%から伸びを高め堅調な成長を遂げた。需要項目別の内訳をみても、個人消費が、自動車販売が好調であったことなどから同+3.9%と伸びを高めたほか、住宅投資が同+4.8%、設備投資が同+6.2%と前期からは減速したものの底堅い伸びを示した。外需は同+0.1%(寄与度)とほぼ横ばいとどまった。その結果、内需の寄与度は同+3.7%と前期の同+2.2%から拡大しており、米国経済は内需中心の堅調な成長を遂げているといえる。一方、GDPデフレーターは、エネルギー価格の高騰などから同+3.1%と前期の同+2.6%から伸びを高め、個人消費デフレーターも同+3.7%と高い伸びとなるなど米国経済の先行きの懸念材料の一つが原油価格高騰による物価上昇であることを示唆するものといえる。

先行きについては、2005年については、足下、やや減速傾向がみられるものの来年にかけてはハリケーンに係る復興需要が期待される中拡大のペースはやや増加しよう。2006年については、前半は基本的な構図は変わらず、内需を中心とした安定的な成長が続こうが後半に入ると度重なる利上げの影響が表れることから緩やかながらも減速しよう。リスク要因としては、原油価格の再騰によるインフレの発生や高水準で推移する住宅価格の急落があげられる。インフレ圧力の高まりを抑えつつ住宅価格を軟着陸させるという難しい課題が、2006年1月31日で任期を迎えるグリーンズパン FRB 議長の後任として FRB 議長に就任するバーナンキ現 CEA 委員長に求められている。

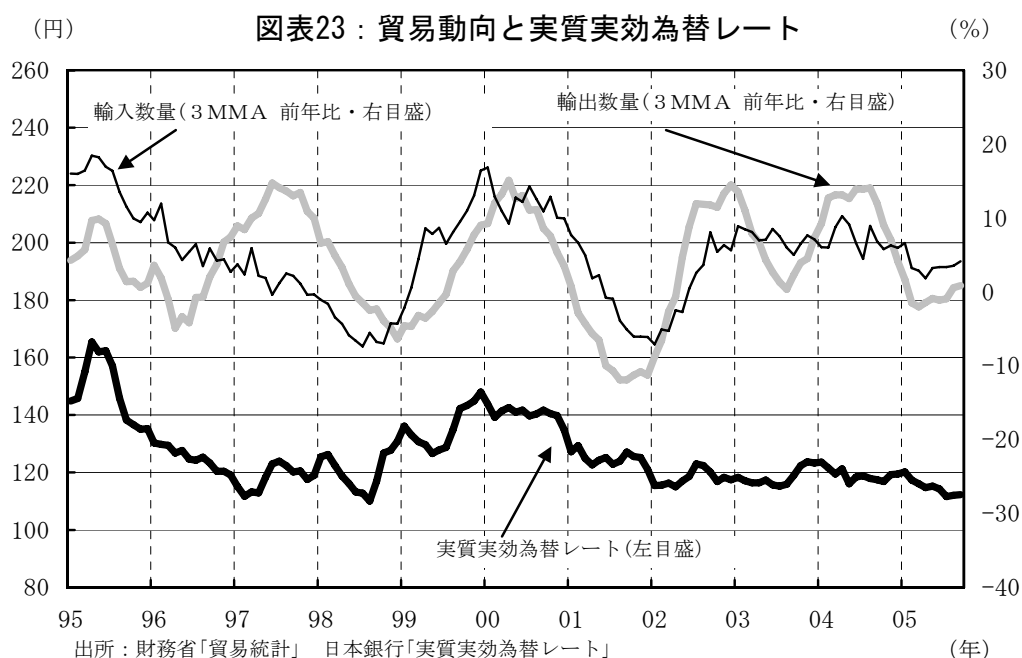
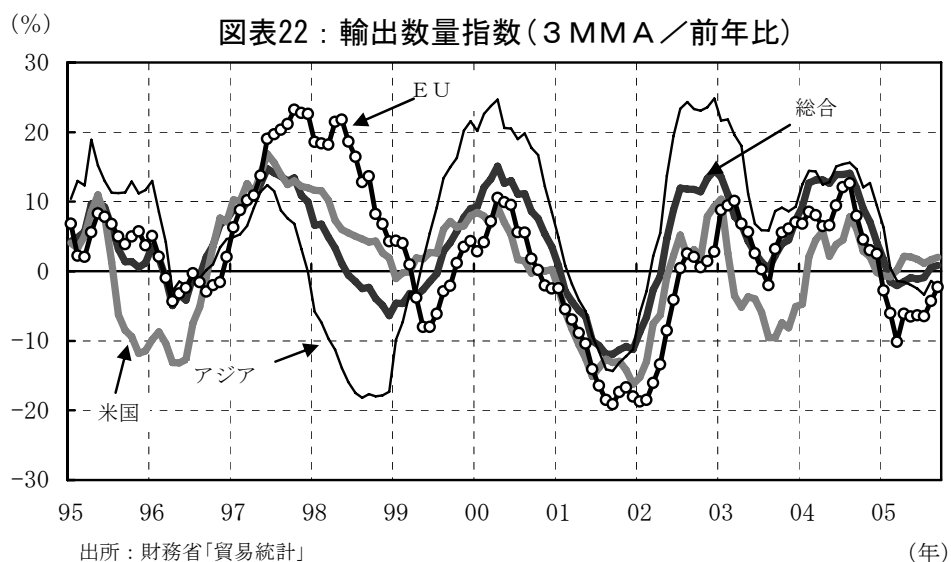
世界経済に対する影響力を増している中国経済については、2005年は9%台の成長が続こうが2006年には成長のテンポが鈍化し8%台の成長に落ち着こう。

円ドルレートは、2005年度に入ってから、日米金利差を反映し円安傾向で推移している。先行きについては、年末に向けて円安傾向が続こうが年明け以降は米国での金利引き

上げ打ち止め観測の台頭や日本のデフレ脱却＝量的緩和政策解除への思惑などから円高圧力が高まろう。2006年度に入ると日本の景気減速観測の台頭とともに徐々に円安方向へ振れる展開となろう。

なお、2005年度の平均レートは1ドル=112円程度、2006年度は1ドル=115円程度を前提とした。

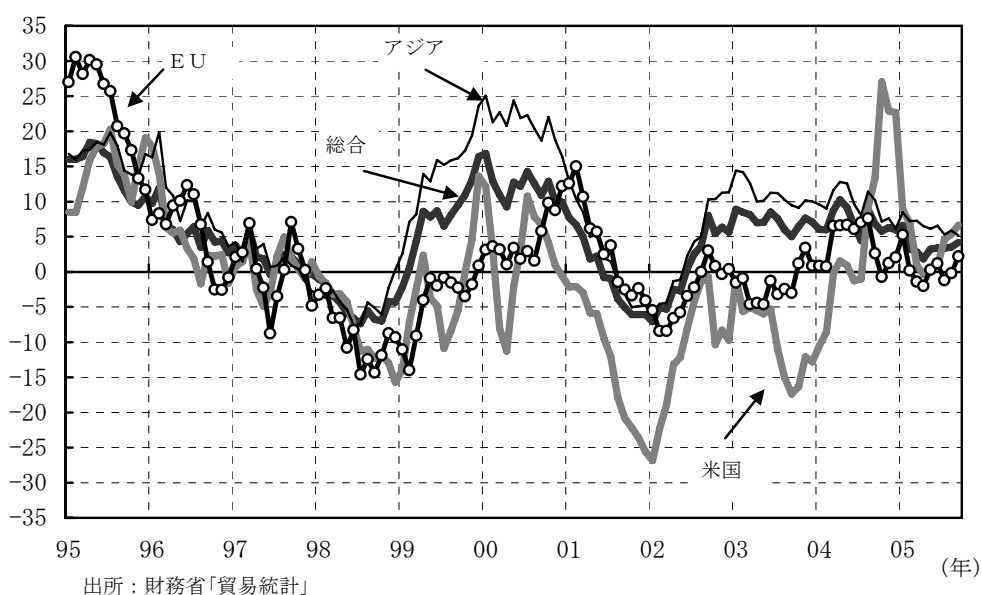
### 【輸出入／経常収支】



輸出は、中国等のアジア向けの低迷から伸びが減速していたが、2005年7－9月期の実質輸出は前期比+2.7%と2期連続で増加し、漸く底打ちから回復への動きを示し始めた。輸出数量指数の動きをみても米国向けは下げ止りから回復に向っているほか、欧州向けお

よびアジア向けも底打ちし減少幅が縮小している。その結果、輸出数量指数全体も漸くプラス基調となりつつある。先行きについては、2005年度後半は、米国経済をはじめ世界経済が回復基調を辿るとみられることに加え、円安も進んだことから輸出は順調に推移し、通年では+7.8%と2004年度の+11.9%からは減速するものの高い伸びを示そう。2006年度については、年度前半は、米国経済は引き続き安定的に推移する見込みであるほか、中国経済も安定成長が続くと想定されるため引き続き増加基調を維持しよう。一方、後半に入ると金利引き上げの影響から米国経済が減速すると見込まれるため輸出も減速基調となり、通年では+7.1%と高い伸びは維持するものの前年より伸びは抑えられよう。(図表22、図表23)

(%) 図表24：輸入数量指数(3MMA/前年比)



一方、輸入は、原油価格の高騰や個人消費等内需の回復などから2005年7-9月期の実質輸入は前期比+3.9%と高い伸びを示した。輸入数量指数の動きをみても減速傾向から再び拡大傾向に転じている。先行きについては、2005年度後半は、原油価格は高止まりすると思われることに加え堅調な内需の影響もあり増加基調で推移し、通年では+8.5%と高い伸びを示そう。2006年度については、年間を通じて内需は底堅く推移すると予想されるため輸入は総じて堅調な推移が見込まれ、通年では+6.6%と2005年度よりは減速するものの高い伸びを維持しよう。(図表24)

経常収支については、貿易収支に関しては、原油価格の高騰等に伴う輸入金額の増加から黒字幅を縮小しようが、2005年上半期の国際収支統計に示されたように、これまで積極的に進めてきた証券投資や直接投資の成果から所得収支が増加基調にあることから、両者

の合計である経常収支の黒字幅は高い水準を維持しよう<sup>注7</sup>。以上の結果、経常黒字は2005年度が17.0兆円と、2004年度と比べやや低下するものの引き続き高い水準が見込まれる。2006年度についても、16.8兆円と2005年度よりも低下するものの引き続き高い水準となるろう。

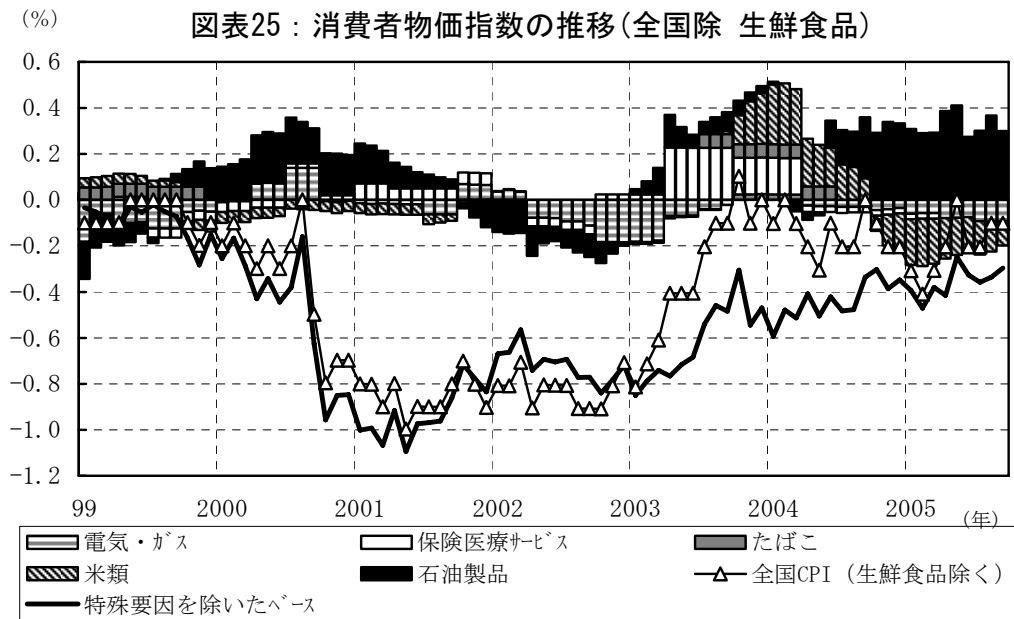
## 6. 物価

消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、景気回復に伴う労働需給の改善や国内企業物価指数の上昇、原油価格上昇に伴うガソリン価格の上昇などの押し上げ要因により、米価格の下落や電気、ガス、電話等の公共料金値下げなどの押し下げ要因を相殺し、2005年7-9月期には前年同期比▲0.1%とプラス転換が視野に入る状況となっている(図表25)。さらに、2005年10-12月期に入ると公共料金引き下げの影響が一巡することから小幅ながらも前年比プラスに転換することも想定される。2006年度も電力料金の再引き下げや診療報酬引き下げなどの物価の押し下げ要因はあるものの、景気回復から需給ギャップの縮小が続き労働コストの上昇も予想されることから消費者物価指数のプラス基調には変化はなく、日本銀行の量的緩和政策についても解除条件の一つである「消費者物価指数が安定的にプラス基調となる」という条件は満たすこととなるろう。一方、他の物価指数は様相が異なる。国内企業物価指数については、原油価格や素材価格の高騰から2004年度後半には既にプラス基調となっているが、GDPデフレーターは原油価格上昇による輸入デフレーター上昇の影響もあり、足下、下落幅を拡大している(図表26)。輸入デフレーターの影響を除くと下落幅は縮小しているもののGDPデフレーターでは依然としてプラス転換の目処はたっていない。また、消費者物価指数には一定の上方バイアスがあるといわれていることに加え、2006年8月に予定されている消費者物価指数の基準改定で、消費者物価指数が下方修正されることが予想されるため注8、単に消費者物価指数がプラス基調へ転換した

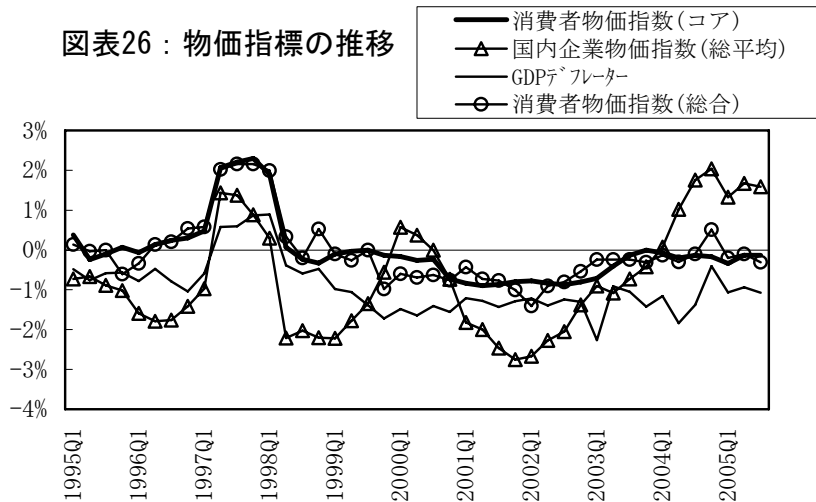
---

注7 2005年度上半期の国際収支統計(速報)によると貿易収支は4兆9271億円の黒字であったのに対し、所得収支は5兆7224億円の黒字と統計開始以来始めて所得収支の黒字が半期ベースで貿易収支の黒字を上回った。年度後半もこの傾向に変化はなく、2005年度通年でも所得収支の黒字が貿易収支の黒字を上回るものと予想される。

注8 消費者物価指数に関しては2006年8月には2005年基準への改定が予定されており改定により下方修正されることが予想される。修正幅については定かではないが、日本銀行の分析によると「前回の改定(95年基準から2000年基準への改定)では平均して▲0.26%程度の押し下げ効果があったが今回の改定では、押し下げ効果は前回よりも小さい」とされている(「日銀レビュー」「わが国消費者物価指数の計測誤差:いわゆる上方バイアスの現状」より)。加えて、総務省では2006年8月の基準改定に併せて、従来の生鮮食料を除いた消費者物価指数(コア)に加えて、米国などと同様な食料・エネルギーを除いた消費者物価指数(「新コア」指数)の公表も計画している。現在の消費者物価指数の上昇はエネルギー価格の上昇によるところが大きいだけに(足下では0.2~0.3%程度押し上げていると思われる)、基準改定による下方修正の影響ともあ



図表26：物価指標の推移



だけではデフレ脱却と云うのは疑問が残るところである。以上の状況下、日銀の量的緩和政策は、2006年度前半には解除される可能性は高いと想定されるがデフレからの完全なる脱却に疑問が残るなか、ゼロ金利政策は当面維持されると思われるため実質的な影響はそれほど大きなものではないと思われる。

(三菱UFJ信託銀行 投資企画部 経済情報室 11/21 記)

いまって「新コア」指数では再びマイナス基調となることも考えられる。

## 補論

### 均衡失業率の算出方法

一般に失業率と未充足求人率の間には負の相関関係(未充足求人率が高まれば、失業率が低くなる)がある。そして、縦軸に失業率、横軸に未充足求人率をとり両者の関係をプロットしたものがベヴァリッジ曲線といわれている。労働市場が安定的であればベヴァリッジ曲線は安定的で、労働市場が構造的変化をする場合はベヴァリッジ曲線がシフトすることが知られている。

本稿では、以下のとおり各期のベヴァリッジ曲線を推計し、それをもとに、労働需要と労働供給が一致する場合の失業率を均衡失業率として推計した(推計結果は補論図表1のとおり)。

#### 1. ベヴァリッジ曲線の推計

失業率は就業者ベースのものではなく、雇用失業率(就業者を雇用者に置き換えて算出したもの)を用いた。

雇用失業率と未充足求人率について以下の式を推計

$$\ln(\text{雇用失業率}) = \alpha + \beta \cdot \ln(\text{未充足求人率})$$

ただし、

$$\text{雇用失業率} = (\text{完全失業者数}) / (\text{雇用者数} + \text{完全失業者数})$$

$$\text{未充足求人率} = (\text{未充足求人数}) / (\text{雇用者数} + \text{未充足求人数})$$

$$\text{未充足求人数} = \{\text{翌月への繰越し求人数} + (\text{当月の有効求人数} - \text{当月の就職件数})\} / 2$$

#### 2. 均衡失業率の推計

上記推計結果を用いて以下の式により均衡失業率(就業者ベース)を算定した。

(1)各時点での均衡失業率を、以下の式のとおり各時点の雇用失業率と未充足求人率を推計されたベヴァリッジ曲線に沿って平行移動し、45度線との交点を求め計算する。

$$\ln(\text{均衡雇用失業率}) = \{\ln(\text{雇用失業率}) - \beta(\text{未充足求人率})\} / (1 - \beta)$$

(2)計算された均衡雇用失業率から以下の式により均衡失業者(均衡雇用失業率に見合う失業者)を計算する。

$$\text{均衡失業者数} = \{(\text{均衡雇用失業率}) / (1 - \text{均衡雇用失業率})\} * (\text{雇用者数})$$

(3)計算された失業者をもとに以下の式により就業者ベースの均衡失業率(完全失業率に対応するもの)を計算する。

$$\text{均衡失業率} = \{\text{均衡失業者数} / (\text{就業者数} + \text{均衡失業者数})\} * 100$$

2005、2006年度の日本経済見通し（2005年11月作成）

	2004年度 (実績)			2005年度 (予測)			2006年度 (予測)		
	実数		寄与度	実数	前年度比	寄与度	実数	前年度比	寄与度
実質GDP	534.2	1.9	1.9	548.5	2.7	2.7	559.0	1.9	1.9
国内需要	519.4	1.4	1.3	533.1	2.6	2.5	541.8	1.6	1.6
民間需要	402.5	2.3	1.7	415.6	3.2	2.4	424.4	2.1	1.6
民間最終消費支出	296.8	1.2	0.8	302.7	2.0	1.1	305.9	1.1	0.6
民間住宅投資	18.6	2.1	0.1	18.4	▲1.1	▲0.0	18.7	1.6	0.1
民間企業設備投資	85.9	5.1	0.8	92.6	7.8	1.3	98.5	6.4	1.1
民間在庫品増加	1.2	—	0.1	1.9	—	0.1	1.3	—	▲0.1
公的需要	116.9	▲1.4	▲0.3	117.5	0.5	0.1	117.4	▲0.1	▲0.0
政府最終消費支出	92.8	2.7	0.5	94.3	1.6	0.3	95.6	1.4	0.2
公的固定資本形成	24.0	▲15.1	▲0.8	23.1	▲3.8	▲0.2	21.8	▲5.6	▲0.2
公的在庫品増加	0.1	—	0.0	0.1	—	(0.0)	▲0.0	—	(0.0)
海外需要	15.0	—	0.5	15.8	—	0.1	17.2	—	0.3
財貨・サービスの輸出	70.4	11.9	1.4	75.9	7.8	1.0	81.3	7.1	1.0
財貨・サービスの輸入	55.4	9.4	0.9	60.1	8.5	0.9	64.1	6.6	0.7
名目GDP	505.3	0.8	—	512.7	1.5	—	520.8	1.6	—
鉱工業生産		4.1			1.2			3.3	
国内企業物価		1.5			1.7			1.2	
消費者物価		▲0.2			0.0			0.3	
経常収支(兆円)		18.3			17.0			16.8	
円/ドルレート		107.5			112.0			115.0	

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）