

2006 年度経済見通し

～ 緩やかな景気回復の背後で進む二極化 ～

< 要 旨 >

- 「踊り場脱却」というほどの力強さは感じられないが、景気回復が続いている。今年 7 ～ 9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 + 0.4% (年率換算 + 1.7%) と 4 四半期連続のプラス成長となった。成長に寄与したのは、個人消費、設備投資、住宅投資といった国内の民間需要である。それぞれ増加幅は小さく、これといった牽引役はないが、バランスの取れた成長と言えよう。

一方、外需 (純輸出 = 輸出 - 輸入) は、輸入の増加によってマイナス寄与となったが、輸出の増加は続いている。世界景気の回復による輸出の拡大は引き続き日本の成長を支える重要な要因である。内外の需要拡大により生産は底堅く推移しており、企業の利益水準が高まってきた。企業収益の改善は設備投資の増加要因になると同時に、雇用や個人の所得を回復させる。結果として個人消費が緩やかに増加して、景気回復の安定度が増している。

- 2006 年度は、企業収益が弱含むため設備投資の伸びが鈍るものの、個人消費は底堅く推移し、景気の回復が続くであろう。2006 年度の GDP 成長率は 2005 年度よりは低下するものの、実質で + 1.6% と 5 年連続、名目でも + 0.9% と 4 年連続のプラス成長が予想される。また、GDP デフレーターは - 0.7% と低下が続くが、景気の回復を反映してマイナス幅は縮小する。

成長率見通しの背後にある 2006 年度の日本経済の姿を描いてみると、以下のとおりである。

過剰在庫や過剰設備といった循環的な阻害要因がなく景気回復の息が長い
しかし、世界経済が減速するため、景気回復は緩やかなものとどまる
原材料価格や労働コストの上昇といった要因が企業経営の課題となる
経営課題への対応の巧拙によって、企業間、業種間の格差が広がる

- 以上の見通しに対するリスク要因としては、世界経済の動向 (景気上振れリスク・下振れリスク)、原油価格の高騰 (景気下振れリスク)、金利の上昇 (景気下振れリスク)、などが挙げられる。



調査部(東京) 国内経済班

E-mail: htsukada@ufji.co.jp

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

目次

1 . 2006年度の日本経済～緩やかな景気回復の背後で進む二極化～	
(1)景気の現状・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	1
(2)2006年度の見通し・・・・・・・・・・・・・・・・	1～3
息の長い景気回復	
回復は緩やかなものにとどまる	
「デフレ脱却」への対応が課題になる	
景気回復の背後で二極化が進む	
(3)リスク要因・・・・・・・・・・・・・・・・	3～4
世界経済（景気上振れリスク・下振れリスク）	
原油価格の高騰（景気下振れリスク）	
金利の上昇（景気下振れリスク）	
2 . 経済活動からみた予測	
(1)企業・・・・・・・・・・・・・・・・	5～8
生産と在庫	
企業収益	
設備投資	
(2)家計・・・・・・・・・・・・・・・・	9～12
雇用・所得	
個人消費	
住宅投資	
(3)政府・・・・・・・・・・・・・・・・	13～14
公共投資	
政府最終消費支出	
(4)海外・・・・・・・・・・・・・・・・	15～17
世界景気	
輸出入	
3 . 物価と金融市場の予測	
(1)物価・・・・・・・・・・・・・・・・	18～20
原油価格	
国内企業物価と消費者物価	
(2)金融政策・・・・・・・・・・・・・・・・	21
(3)金融市場・・・・・・・・・・・・・・・・	22～24
金利	
株価	
為替	
○日本経済予測総括表・・・・・・・・・・・・・・・・	25～27
(参考)米国経済の展望・・・・・・・・・・・・・・・・	28

1 . 2006 年度の日本経済 ～ 緩やかな景気回復の背後で進む二極化 ～

(1) 景気の現状

「踊り場脱却」というほどの力強さは感じられないが、景気回復が続いている。今年7～9月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.7%）と4四半期連続のプラス成長となった。成長に寄与したのは、個人消費、設備投資、住宅投資といった国内の民間需要である。それぞれ増加幅は小さく、これといった牽引役はないが、バランスの取れた成長と言えよう。また、公的需要では、少子高齢化に伴う社会保障給付の拡大に影響されて政府最終消費支出の増加基調が続いているほか、災害復旧関連の工事拡大によって公共投資が6四半期ぶりに増加した。

一方、外需（純輸出＝輸出－輸入）は、輸入の増加によってマイナス寄与となったが、輸出の増加は続いている。世界景気の回復による輸出の拡大は引き続き日本の成長を支える重要な要因である。内外の需要拡大により生産は底堅く推移しており、企業の利益水準が高まってきた。企業収益の改善は設備投資の増加要因になると同時に、雇用や個人の所得を回復させる。結果として個人消費が緩やかに増加して、景気回復の安定度が増している。

(2) 2006 年度の見通し

こうした回復のメカニズムはいつまで続くのだろうか。2006年度は、2005年度を上回る成長を達成するのか、それとも、また景気減速の動きが出てくるのか。この見通しでは、2006年度は、企業収益が弱含むため設備投資の伸びが鈍るものの、個人消費は底堅く推移し、景気の回復が続くと予想した。2006年度のGDP成長率は2005年度よりは低下するものの、実質で+1.6%と5年連続の、名目でも+0.9%と4年連続のプラス成長が予想される。また、GDPデフレーターは-0.7%と低下が続くが、景気の回復を反映してマイナス幅は縮小する。

図表1 . GDP成長率の見通し

予測											
上段は前期比%、下段、GDPデフレーターは前年同期比%											
	2005年度				2006年度				2004年度	2005年度	2006年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)
名目GDP	0.5	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.2	1.0	0.2	0.8	1.4	0.9
	1.3	1.8	1.5	1.0	0.3	0.5	1.2	1.6			
実質GDP	0.8	0.4	0.3	0.4	0.3	0.5	0.7	0.6	1.9	2.5	1.6
	2.2	3.0	2.9	1.9	1.3	1.4	1.7	2.0			
GDPデフレーター	-0.9	-1.1	-1.4	-0.9	-0.9	-0.9	-0.5	-0.4	-1.1	-1.1	-0.7

こうした成長率見通しの背後にある 2006 年度の日本経済の姿は描いてみると以下のようになる。

息の長い景気回復

米国など世界景気の失速、あるいは原油価格の更なる高騰といった外的ショックがない限りは、景気回復を直ちに阻害する要因は見当たらず、今後も景気回復が続くであろう。

景気が底堅さを増している要因としては、まず金融機関の不良債権の処理が進み、企業の財務体質や収益力がかなり改善してきたことが挙げられる。また、企業は在庫の積み上げや設備投資の拡大にまだ慎重であり、在庫の拡大や過剰設備の発生が、生産調整や設備投資の大幅な削減をもたらす可能性は後退している。さらに、リストラによる人件費圧縮の圧力が後退し、団塊世代の引退に備える意味もあって新規採用が拡大している。雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかったことによって、個人消費の安定度が増している。

回復は緩やかなものにとどまる

外需から内需主導へ、そして企業部門から家計部門へと景気回復が広がり、日本経済も力強い回復過程に入ったとの見方が出ている。たしかに、雇用・所得環境の持ち直しが景気に安定性をもたらしていることはすでに述べたところである。しかし、企業収益の大幅な改善に比べると、賃金の増加はかなり控えめであり、所得の拡大を背景に個人消費が力強く牽引する景気回復は実現が難しいであろう。

やはり、景気回復の原動力となるのは企業部門の活動であり、それは外需の動向に依存する。この経済見通しでは、世界経済は回復を続けるが、減速の動きも出てくると想定している。米国経済は、成長率を押し上げていた不動産価格の上昇による消費拡大効果が剥落してくるほか、米自動車メーカーの販売インセンティブにより急増していた自動車販売の反動減や、ハリケーンの影響といった要因もあり、成長が減速する。

このため、日本からの輸出の伸びも一時的に抑制され、生産活動が踊り場を脱却しても、その後の拡大は緩やかなものにとどまる。売上の増加が緩やかな一方で、原材料価格が高止まりするため、コスト面からの利益圧迫が続き、企業の利益の伸びもピークアウトしてくる。このため、設備投資の伸びも 2006 年度前半は鈍化するであろう。

「デフレ脱却」への対応が課題になる

消費者物価指数が 2006 年に向けて前年比プラスに転じると予想される。いよいよデフレを脱却して景気回復力が力強さを増してくるという期待が強まってくるが、景気の先行きを考えるには、「デフレ脱却」の背後にある変化を考えなければならない。具体的には、「原油をはじめとする原材料価格の上昇」、「労働コストの上昇」、そして今後予想される「金利の上昇」である。これらはみな、コストの上昇により企業の利益を圧迫するが、このう

ち、もっとも対応が難しいのが原材料価格の上昇であろう。これまでのところは、世界景気の回復による輸出数量の増加と輸出価格の上昇によって、大幅なコストの増加を吸収しているが、世界景気が減速するとこうしたメカニズムが働かず、企業収益が悪化してくる。

景気回復の背後で二極化が進む

景気回復は続くが、回復力は緩やかであり、川上からのコスト増加圧力が続くと、業種間、あるいは企業間の格差が広がってくる。コストの上昇を販売価格に転嫁できるのは競争力のある企業に限られる。業界全体で供給力が過剰だと、競争力のない企業は淘汰されることになる。消費者に近い川下の市場ほど価格引下げ圧力が強く、原油などの一次産品の投入比率の高い川上の市場ほどコスト上昇圧力が強い。その狭間にあって大手企業に部品や材料を納入している規模の小さな企業では、収益への圧迫が一段と強まるであろう。

(3) リスク要因

以上のような経済見通し（メインシナリオ）に対するリスク要因としては以下のものが考えられる。

世界経済（景気上振れリスク・下振れリスク）

世界経済は一時的に減速するものの回復を続けると想定している。世界経済の成長が、この想定を上回るか下回るかによって、日本の成長率見通しも上下に振れることになる。悲観的なシナリオとしては、米国における低金利を背景にした住宅バブルや経常収支赤字の拡大が持続不能となり、急激な調整を余儀なくされることが考えられる。急激な調整が起こる確率は小さいと見るが、もし生じた場合は米国経済をハードランディングさせる要因となり、日本経済へのマイナスのインパクトも大きなものとなる。

原油価格の高騰（景気下振れリスク）

原油価格（WTI）は 70 ドル/バレル台まで上昇した後、やや軟化している。今後再び上昇してくる可能性はあるが、それでもトレンドとしては、最高値を更新する大幅な上昇が続くのではなく、高値圏での変動にとどまると想定している。この想定に反して原油価格がさらに大幅な上昇を続けることになると、企業収益が急速に悪化して、設備投資など企業部門の活動が不振となり、景気が後退するリスクが高まる。

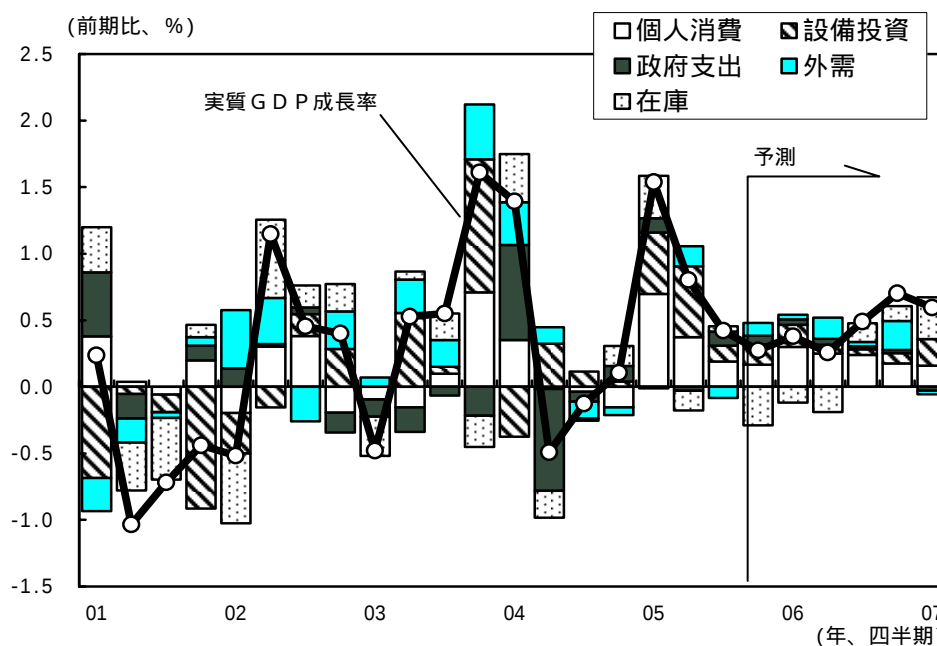
金利の上昇（景気下振れリスク）

景気回復に伴って長期金利は上昇が予想される。景気の実態に見合った金利の上昇は問題ではないが、量的緩和政策の解除やその観測は長期金利を景気実態以上に上昇させる要因となりうる。もっとも、量的緩和を解除したとしても、短期金利はこれまでと同様にゼ

口近傍での推移が見込まれるので、長期金利が上昇するとしてもそれは一時的であり、上昇余地は限られる。

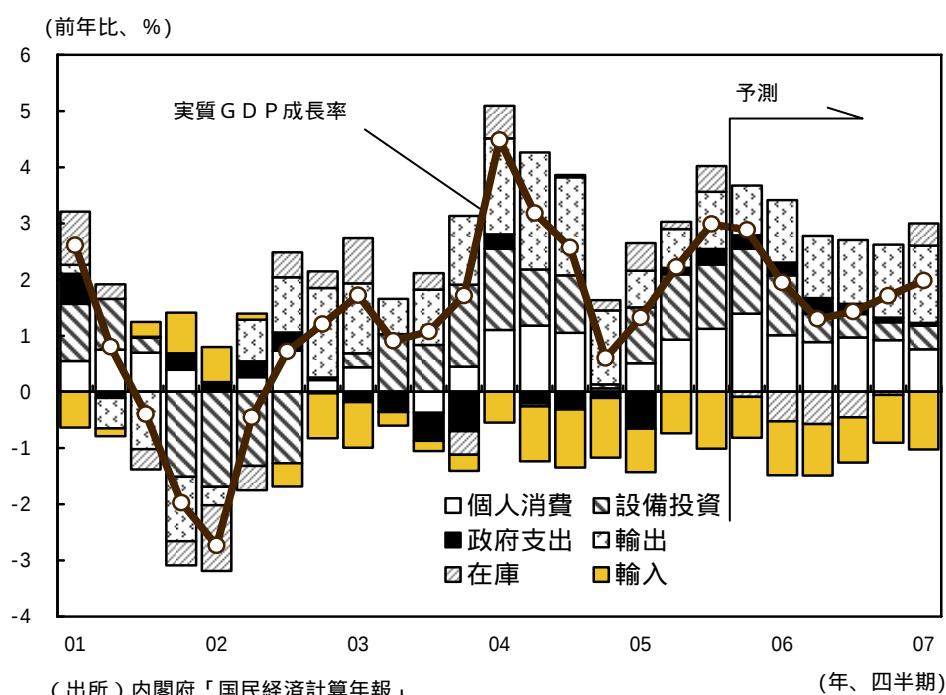
また、財政赤字の問題は引き続き潜在的な金利上昇要因であり、これが顕在化した場合には、長期金利が景気を腰折れさせるほど大幅に上昇する恐れもある。しかし、民間の資金需要の伸びはまだ緩やかであり、民間で必要とする資金が不足して金利の急上昇が起こる可能性は小さいであろう。

図表 2 . 実質 GDP 成長率（前期比）の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

図表 3 . 実質 GDP 成長率（前年比）の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

2．経済活動からみた予測

(1)企業

- バブルの負の遺産の処理はほぼ完了し財務体質と収益力が回復し、生産や設備投資など企業活動が大きく下振れするリスクは後退している。
- 生産は横ばいが続いているが、デジタル関連財の在庫調整完了と世界経済の回復を背景に持ち直してくる。ただし、鉄鋼など一部業種で在庫が増加しており、生産調整が見込まれるため製造業全体でみた生産回復は緩やかなものととどまる。
- 企業の収益力は高まっているが、しだいに収益環境が厳しくなってくる。一部の業種を除けば販売価格への転嫁が難しい中、原材料価格の高止まりが利益を圧迫する。また、リストラの動きが一服すると同時に、設備投資が拡大してきたため、人件費と減価償却費の増加が固定費を増やす。
- 企業収益の伸びが鈍化してくることは、設備投資の伸びを抑制する。しかし、競争力維持のために恒常的な設備投資が必要になっており、設備投資の減速は軽微にとどまる。

図表４．企業部門総括表

	2005年度				2006年度				2004年度	2005年度	2006年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)
鉱工業生産指数	-0.4	-0.2	2.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	4.1	1.4	1.6
	0.3	0.0	3.6	1.4	2.5	3.0	0.7	0.4			
在庫指数	-0.1	2.5	-0.2	-1.0	-0.8	-0.3	0.0	0.2	2.7	1.1	-0.9
	2.4	3.3	5.3	1.1	0.4	-2.3	-2.1	-0.9			
売上高(注3)	3.0	3.3	4.5	4.8	4.6	4.1	2.5	1.3	5.6	3.9	3.1
経常利益(注3)	12.9	8.5	11.5	7.8	2.5	-0.4	-4.3	-3.9	24.6	10.1	-1.7
売上高経常利益率	4.1	3.5	3.9	4.3	4.0	3.3	3.7	4.1	3.7	4.0	3.8
設備投資	3.4	0.7	0.9	1.0	0.4	0.3	0.5	1.2	5.1	7.3	2.6
	8.1	7.3	8.2	6.0	3.4	2.5	2.1	2.3			
在庫投資(注3)	-0.1	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.0	-0.2

(注1) 売上高、経常利益、経常利益率は法人企業統計季報ベース、設備投資、在庫投資はSNAベース

(注2) 売上高、経常利益、売上高経常利益率の予測は7～9月期以降

(注3) 売上高、経常利益は前年同期比%、在庫投資は前期比寄与度

生産と在庫

a. 現状

生産は 2005 年度に入って小幅ながらも 2 四半期連続で前期比マイナスを続けており、横ばい圏内から脱していない。もっとも、生産拡大を抑制する要因となっていた IT 関連の在庫調整が終了しており、今年度後半は、生産が増加基調に転じる環境が整ってきている。しかし、一方で、鉄鋼や化学などの素材業種を中心に在庫が積み上がっている。

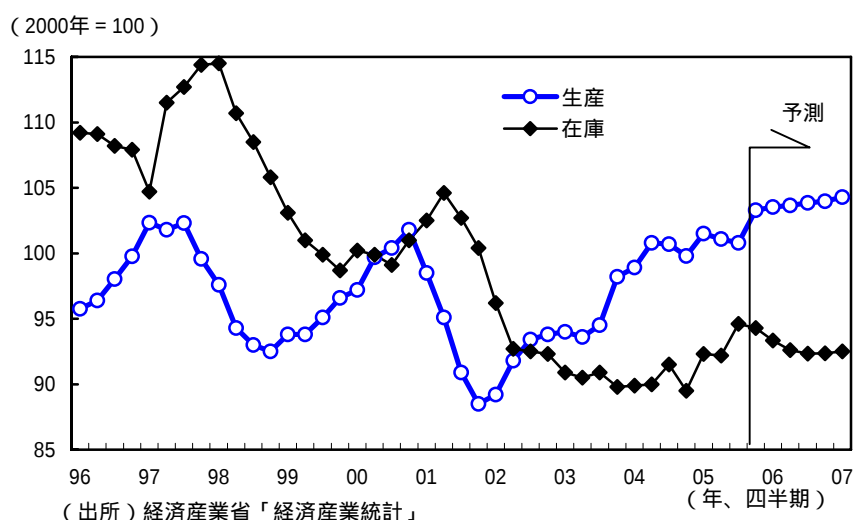
b. 見通し

2006 年になると、生産の拡大ペースは緩やかにとどまる見込みである。半導体など IT 関連財を中心に輸出の拡大が続くことは生産を下支えする要因となる。しかし、在庫が拡大している素材業種での在庫調整が生産を抑制する。また、2006 年度には設備投資の伸びが鈍化してくるため、機械類の生産の伸びも一服してくると予想される。

今回の景気回復期においては、企業が在庫の積み増しに慎重である。このため、在庫の積み上がりと在庫調整の間の幅および期間が、従来の在庫の循環と較べて短くなっている。こうした企業行動は、増産と減産の振幅を狭めることになる。また、企業が新規の設備投資に慎重で生産能力の拡大が緩やかであったため、需要が急速に拡大した場合には対応できず、結果的に生産の増加が抑制されたケースや、あえて生産を抑制して販売価格を維持したケースなどもあったと考えられる。

こうした企業行動は、今後も続く見込みであり、在庫は引き続き低水準で推移し、生産の拡大ペースが緩やかにとどまる。また、足元で積み上がっている在庫については緩やかに減少していくと考えられる。

図表 5 . 生産・在庫指数の見通し



企業収益

a. 現状

企業収益は好調を維持している。売上高は 2003 年 4 ～ 6 月期以降 9 四半期連続で、経常利益は 2002 年 7 ～ 9 月期以降 12 四半期連続で前年の水準を上回っている。内外景気の拡大を背景に売上数量が伸びていることに加え、債務の削減、借入金利の低下、雇用の抑制といった効果によって収益力が強化されているため、原油価格をはじめとした原材料価格の上昇、販売価格安といったマイナスの要因をカバーできている。

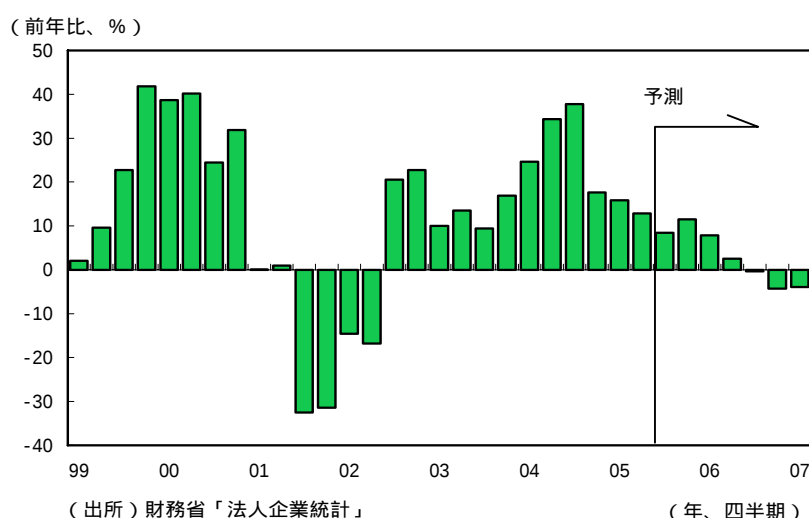
b. 見通し

2005 年度中は増収増益が続きそうだが、2006 年度に入ると企業収益を取り巻く環境はしだいに厳しさを増してくる。まず、原材料価格やそれに伴う製品の仕入価格の高止まりが、企業の利益を圧迫する。需要の堅調な一部の業種ではコスト上昇分を販売価格に転嫁することが可能であるが、最終消費者向けの価格は引き上げが難しい状況にある。特に 2006 年度は、コスト増加の影響が年度を通じて効いてくることになる。

次に、業種によっては人手不足感が出ているなど雇用環境がタイトになり、雇用者数、一人当たり賃金の両面で人件費が増加しつつある。この動きは 2006 年度も続くと考えられ、最近の設備投資の拡大による減価償却費の増加とともに固定費を増やす。さらに、債務残高減少のピッチが鈍り、借入金利も上昇に転じる可能性が高まってきている中で、これまでのような利払いコスト減少の効果は期待できなくなっている。

この結果、企業の利益は 2006 年後半から前年比減益に転じ、2006 年度全体でも減収となる見込みである。ただし、内外経済の拡大が続くため、売上高は予測期間を通じて前年比増収を続ける見込みであり、利益の落ち込み幅は比較的軽微にとどまろう。

図表 6 . 企業利益（経常利益）の見通し



設備投資

a. 現状

企業の設備投資は 2005 年 7 ～ 9 月期まで 6 期連続で前期比増加を続けている。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)が 7 ～ 9 月期も前期比増加を維持し、10 ～ 12 月期も増加が見込まれていることから、年度内は堅調な増加が続きそうである。

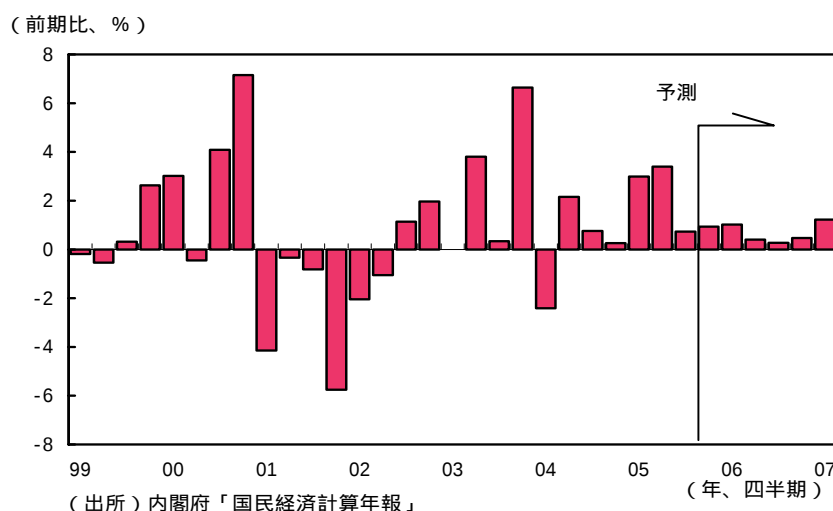
もっとも、新規の設備投資に慎重な企業の姿勢に変化はない。手元のキャッシュフローが潤沢であるにもかかわらず、設備投資の増加の勢いは緩やかにとどまっている。これは、企業は投資の採算性に注意しながら設備投資を選別しているためと考えられる。

b. 見通し

2006 年度になって企業業績の伸びが鈍化してくると、企業の設備投資マインドはさらに慎重となり、設備投資のペースも鈍化してくる。それでも、大きく減少に転じることはなく、予測期間を通じて小幅ながら前期比プラスは維持する見込みである。これは、競争力を維持していくために、省力化・合理化投資、情報化投資、研究開発投資といった付加価値を高め採算性を向上させる投資が必要になっており、企業業績に左右されづらい設備投資が増えてきているためである。また、金利が低水準にあり、金融機関の貸出態度が積極的であるなど設備投資を取り巻く環境が良好であることや、過剰設備の解消が進んだため企業のバランスシートがスリム化していることも下支え材料となろう。

このように企業の設備投資では、従来のような積極投資と過剰投資の解消を交互に繰り返す循環の動きが小幅になってきており、そうした変化が生産活動にも影響を及ぼしていると考えられる。

図表 7 . 民間企業設備（実質）の見通し



(2)家計

- 雇用と賃金は緩やかな回復を続けており、これまで企業部門にとどまっていた景気回復の動きが、ようやく家計部門にも浸透してきた。企業の厳しいリストラの動きは一巡しており、雇用・所得環境は今後も改善基調が続く。もっとも、企業収益が減速してくるため改善の幅は限られ、今後予想される増税や社会保障負担の拡大は可処分所得を下押しする要因となる。また、エネルギー価格の上昇も家計の圧迫要因となろう。
- マイナス材料を考慮しても所得の緩やかな増加が見込めるため、個人消費も底堅さを維持して回復を続ける。また、住宅投資も変動はあるものの、底堅い推移を続けるであろう。
- 家計部門でも、所得動向や株価上昇の恩恵の有無などによって、二極化が進むと考えられるが、全体としてみれば、需要は緩やかな増加が続くであろう。

図表 8 . 家計部門総括表

	2005年度				2006年度				2004年度	2005年度	2006年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(前年比)	1.0	0.4	1.2	0.6	0.8	0.8	0.7	0.4	-0.4	0.8	0.7
所定内給与	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	-0.7	0.4	0.5
所定外給与	1.9	1.8	3.0	2.0	1.2	1.5	1.0	0.5	3.5	2.2	1.0
雇用者数 (前年比)	0.7	0.9	0.8	1.2	0.6	1.1	0.9	0.6	0.3	0.9	0.8
名目雇用者報酬(前年比)	2.0	1.7	2.0	1.8	1.2	1.7	1.6	1.2	-0.1	1.9	1.4
完全失業率(季調値)	4.3	4.4	4.1	4.1	4.0	3.9	3.8	3.9	4.6	4.2	3.9
個人消費 (前期比)	0.7	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	1.2	2.0	1.6
(前年比)	1.7	2.0	2.5	1.8	1.6	1.7	1.6	1.3			
可処分所得 (前年比)	1.8	1.6	1.6	1.8	0.7	1.2	1.1	0.7	-0.1	1.7	0.9
消費性向	93.3	93.3	93.4	93.5	93.7	93.8	94.0	94.2	93.5	93.5	94.2

(注1) 一人当たり所得、雇用者数は「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

(注2) 名目雇用者報酬はSNAベース

(注3) 可処分所得は推計値。消費性向は家計消費支出÷可処分所得で計算、4四半期移動平均値。

(注4) 単位はすべて%

予測

上段は万戸、下段は前年同期比%

	2005年度				2006年度				2004年度	2005年度	2006年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)
住宅投資	-2.1	1.5	2.4	-1.2	-2.0	0.3	2.8	-0.6	2.1	-0.6	0.0
	-2.4	-1.4	0.7	0.6	0.4	-0.4	-0.2	0.3			
新設住宅着工戸数	118.9	128.3	121.0	124.0	119.9	124.1	122.2	124.3	119.3	123.0	122.5
持家	2.0	5.0	3.0	2.1	0.8	-3.3	1.0	0.2	1.7	3.1	-0.4
貸家	34.9	35.7	34.1	34.7	34.2	34.9	33.4	34.3	36.7	34.8	34.2
分譲	-5.5	-9.2	-3.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-1.0	-1.6	-5.2	-1.8
貸家	48.0	51.8	49.6	52.2	49.1	51.1	50.1	52.2	46.7	50.3	50.5
分譲	7.4	11.7	6.0	5.0	2.0	-1.0	1.0	0.0	1.9	7.6	0.5
分譲	35.8	39.8	35.7	36.5	36.6	36.8	37.0	37.0	34.9	37.0	36.9
分譲	4.4	11.5	4.9	2.8	2.0	-7.7	3.6	1.4	4.6	6.0	-0.4

季節調整済年率換算値

雇用・所得

a. 現状

企業業績の改善を受けて、雇用・所得環境は改善傾向にある。雇用者数はすでに 2004 年から前年比で増加基調に転じていたが、内訳はパートタイマーの増加が中心であった。2005 年度になってからは一般労働者の雇用が増加しており、雇用環境の改善の動きが本格化しつつある。失業率の低下基調も続いており、業種によっては人手不足感も出てきている。

一人当たり賃金は下げ止まりから増加に転じている。このところ所定外給与（残業代）の伸びは鈍化してきたが、2005 年度に入ってから所定内給与が前年水準を小幅ながら上回って推移し、2005 年の夏季賞与も前年比 +1.3%と増加した。

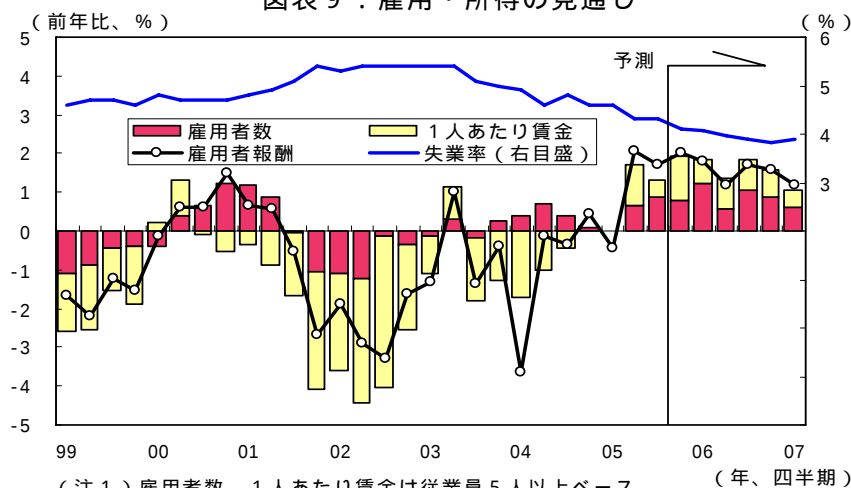
雇用者が増加し、賃金も上昇した結果、家計部門全体の所得は 2005 年度に入ってから順調に増加している。これまで企業部門にとどまっていた景気回復の動きが、ようやく家計部門にも浸透してきたといえよう。

b. 見通し

雇用・所得環境の改善傾向は継続する見込みであるが、2006 年度には企業収益が減速してくるため改善の幅は限られる。もっとも、団塊世代の引退など将来の人手不足が懸念される中、企業の採用スタンスは、従来までのような抑制一辺倒ではなく、業績や必要性に応じて雇用を増やすようになってきている。このため、雇用者の増加は予測期間を通じて続く。また、企業活動の動きの鈍化にともない所定外給与や特別給与（ボーナス）の伸びが鈍化するものの、所定内給与の上昇幅は低下しないため、一人当たりの賃金は底堅さを維持すると予想される。

家計部門全体の所得は、大幅に上昇することはないが、増加傾向は続く見込みである。

図表 9 . 雇用・所得の見通し



(注1) 雇用者数、1人あたり賃金は従業員5人以上ベース
(注2) 雇用者報酬はSNAベース
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、
内閣府「国民経済計算年報」

個人消費

a. 現状

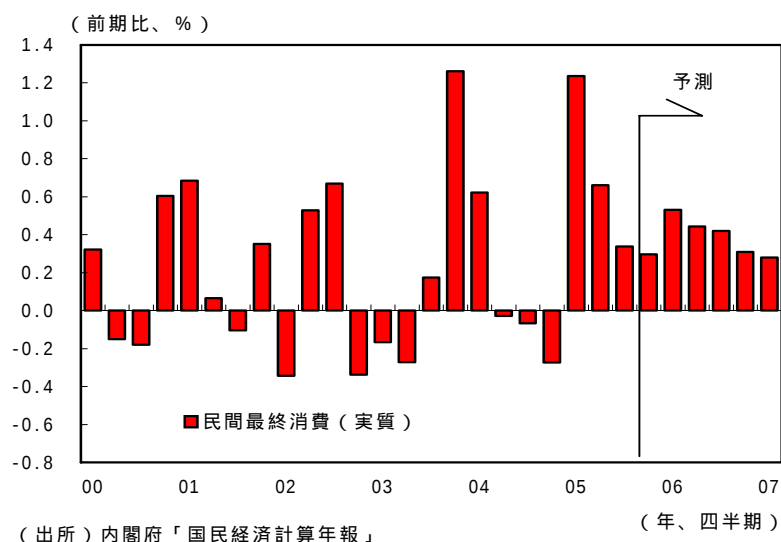
雇用・所得環境の緩やかな改善を受けて、個人消費は底堅く推移している。7～9月期の民間最終消費支出(実質)は前期比+0.3%と伸びが鈍化した、1～3月期に+1.2%、4～6月期に+0.7%と高い伸びが続いていた反動とみられる。具体的には、年前半に好調に推移していた乗用車販売がこのところ伸び悩んできている。また、台風などによる天候不順も消費を押し下げた可能性がある。しかし、所得面では、2005年6月に実施された住民税の配偶者特別控除の見直しが下押し要因となったものの、賃金の増加やボーナスの増加がプラス要因となっており、消費の基調は底堅いとみられる。

b. 見通し

10月には毎年行われる雇用・年金保険料の引き上げがあり、さらに2006年1月から所得税の定率減税の縮小が実施される(住民税は2006年6月から)。ガソリンや灯油などエネルギー関連価格は上昇してきており、当面、高止まりが予想される。電気料金は2006年4月の値下げが予定されているものの、それまでは10～12月期と1～3月期と小幅ながら値上げが続く。

こうした家計の負担増が消費の下押し要因となる一方で、雇用情勢や所得環境は底堅く推移し、消費を下支えするとみられる。賃金はプラスを維持し、ボーナスも増加が続くであろう。2006年度にかけて、かつてのパソコンや携帯電話のような消費のけん引役があるわけではないが、その分、広範な品目で消費が増加する可能性がある。しかし、企業業績が底堅いといっても、原材料高や金利高により、業種間や企業間の格差が拡大することが見込まれ、個人の所得環境についても格差が広がるであろう。また、株価の上昇も持てる者と持たざる者の格差を生む。個人消費は二極化を内包しながら、全体としては緩やかに拡大することになるであろう。

図表10. 民間最終消費支出(実質)の見通し



住宅投資

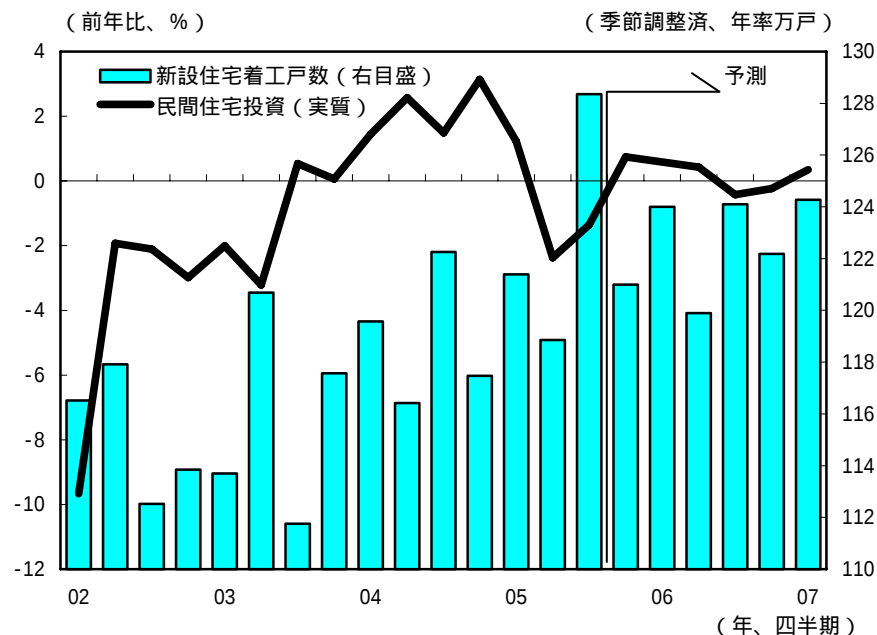
a. 現状

2005 年度 7 ～ 9 月期の民間住宅投資（実質）は、前期比 + 1.5% と、3 四半期ぶりにプラスとなった。また、同期の新設住宅着工戸数は、季節調整済み年率換算で 128.3 万戸と高水準であった。住宅着工は、持家が減少を続ける一方で、貸家、分譲（マンション）が堅調に推移してきている。これは、REIT などの不動産ファンドの資金の一部が、住宅投資にもまわってきていることが一因と考えられる。

b. 見通し

住宅着工件数は、マンションや貸家の大型物件の有無で数字が大きくぶれるようになってきているが、都心部における地価の下げ止まり感や景気回復に伴う金利の先高感により、拡大が見込まれる。2005 年度、2006 年度共に 120 万戸台前半の着工を見込む。一方で、地価上昇による住宅販売価格の高価格化を避けるため、1 戸当たりの面積は小さくなってきている。このため、SNA ベースでの民間住宅投資は、一進一退を繰り返しながら、ほぼ横ばいで推移すると見込まれる。

図表 11．新設住宅着工戸数と民間住宅投資（実質）の見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、国土交通省「建築着工統計」

(3)政府

- 小泉内閣、さらにその後継内閣においても財政構造改革路線が続く。このため、国、地方とも公共投資は削減が続く。
- 財政赤字削減のためには政府最終消費支出も抑制しようというのが政府の基本方針であるが、人口高齢化を背景に社会保障給付の拡大が続くため、政府最終消費支出の増加基調は変わらない。

図表 12．政府部門総括表

	2005年度				2006年度				2004年度 (実績)	2005年度 (予測)	2006年度 (予測)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3			
政府支出	-0.1	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.1	-1.4	1.0	0.7
	0.5	1.3	1.1	1.0	1.2	0.9	0.4	0.2			
公共投資	-1.9	1.0	-0.7	-1.7	-1.3	-1.3	-1.0	-3.5	-15.1	-2.8	-5.1
	-6.2	-1.7	-1.7	-2.4	-3.1	-4.9	-5.1	-6.5			
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.6	0.7	0.6	0.4	0.3	0.7	2.7	1.9	2.1
	1.9	2.0	1.9	1.9	2.2	2.3	2.0	2.0			

公共投資

a.現状

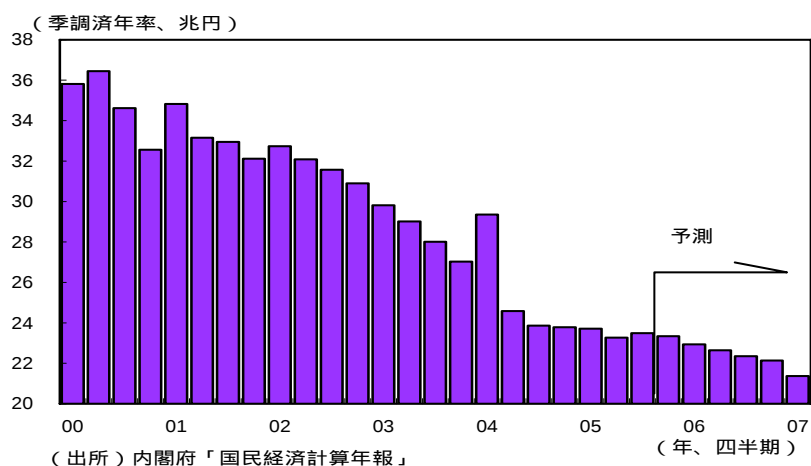
2005 年 7 ～ 9 月期の公共投資（実質）は、前期比 +1.0%と、6 四半期ぶりの増加となった。ただし、これは昨年度の補正予算で追加された災害復旧関連の工事が進捗した影響などによる一時的な増加と考えられる。

b.見通し

2005 年度の公共事業関連予算は、国、地方とも前年度比マイナスであり、足下の景気回復から補正予算による積み増しも無いと考えられる。2005 年度の公共投資は、前年比マイナスで推移する見込みである。

2006 年度については、概算要求基準（国の予算）では、公共事業関係費は - 3 %となっており、同年度も財政構造改革路線が続く。地方の公共事業も同様に減少基調が続くが、マイナス幅は縮小すると見込まれる。

図表 13. 公共投資（実質）の見通し



政府最終消費支出

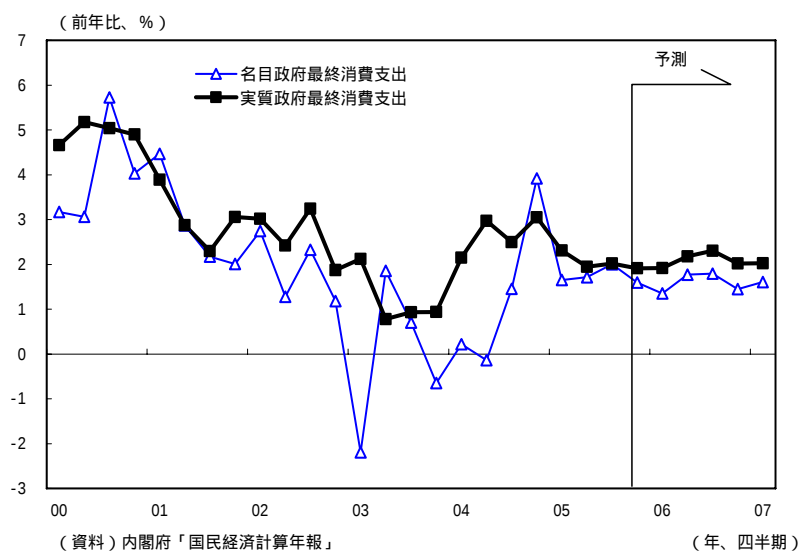
a. 現状

2005 年 7 ～ 9 月期の政府最終消費支出（実質）は、前期比 +0.3%と 9 四半期連続で増加している。人口高齢化を背景にした社会保障関連費の拡大により、増加基調が続いている。

b. 見通し

人口高齢化を背景に社会保障給付の拡大が続くため、政府最終消費支出の増加が続く。現在、議論が進行中の医療制度改革は 2006 年度内の実施予定であるが、激変緩和の配慮をしつつ年度半ばの実施となれば、2006 年度の現物社会給付削減の効果は限定的なものとなるだろう。また、公務員制度改革により雇用者報酬の削減も検討されているが、この効果が出てくるのも先の話である。2006 年度も政府最終消費支出は増加基調での推移を見込む。

図表 14. 政府最終消費支出の見通し



(4)海外

- 世界経済は回復が続く。米国経済の拡大が持続し、中国経済は高成長を続ける。低迷していた欧州景気は立ち直りつつあり、ロシアや中東など産油国の経済は好調である。ただし、米国景気の拡大テンポは低金利を背景に拡大していた住宅投資や個人消費が調整するため、減速が予想される。
- 輸出は緩やかな回復基調が続く。先進国や新興国に向け、日本製品の競争力が高い消費財や資本財の輸出が増加を続ける。一方、電子部品などエレクトロニクス関連の世界的な調整は一巡したものの、けん引役となる需要があるわけではない。また、化学や鉄鋼など素材製品については、アジアでの需給がやや緩んできていることや中国などの生産力の向上を考えると、輸出が抑制される可能性もある。
- 輸入は、アジアからの製品・部品の輸入が引き続き増加を続ける。工場の日本回帰がみられ、生産拠点のアジアシフトは一巡しつつあるようだが、すでに進出した拠点の拡充やアジア企業の生産力向上から輸入の増加は続くであろう。
- 原油高が、日本の輸入金額を大幅に押し上げており、貿易黒字は減少傾向で推移している。足元、原油価格の騰勢は一服しているが、大幅に下落することなく高止まりが続くと想定され、貿易黒字や経常黒字は拡大しにくい。

図表 15．海外部門総括表

	2005年度				2006年度				2004年度	2005年度	2006年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)
米国GDP成長率 (前期比年率)	3.3	3.8	2.7	3.5	3.2	2.6	3.0	2.2	4.2	3.5	3.2
経常収支 (兆円)	4.3	4.3	3.3	3.9	3.7	3.6	3.7	4.3	18.2	15.9	15.3
貿易収支 (兆円)	2.5	2.1	1.6	2.3	1.9	1.4	1.6	2.8	13.5	8.3	7.8
サービス収支 (兆円)	-0.7	-0.8	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	-1.1	-3.6	-2.9	-3.2
所得収支 (兆円)	2.8	3.1	2.7	2.9	3.3	3.0	2.9	3.0	9.6	11.4	11.6
輸出額(通関ベース) (前年比)	4.3	7.4	10.9	14.4	12.6	8.7	6.0	5.7	10.1	9.3	8.1
輸出数量 (前年比)	-1.1	0.8	2.7	6.0	6.7	6.5	6.5	6.3	6.8	2.0	6.5
輸入額(通関ベース) (前年比)	14.1	16.8	26.2	28.3	21.2	15.5	5.3	2.7	12.3	21.5	10.6
輸入数量 (前年比)	3.2	4.1	3.9	7.4	7.7	7.5	6.3	5.9	5.4	4.6	6.8
原油相場 (WTI、ドル/バレル)	53.2	63.2	60.0	57.0	58.0	59.0	60.0	61.0	45.1	58.4	59.5
原油相場 (ドバイ、ドル/バレル)	47.9	55.7	55.0	53.0	55.0	56.0	57.0	58.0	36.6	52.9	56.5
為替相場 (円/ドル)	107.6	111.2	116.5	118.5	117.0	115.5	114.0	112.5	107.5	113.5	114.8

(注1)米国の年度成長率の欄は、暦年の成長率の数値

(注2)経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の四半期は季節調整値

(注3)前期比年率、前年比の単位は%

世界景気

a. 現状

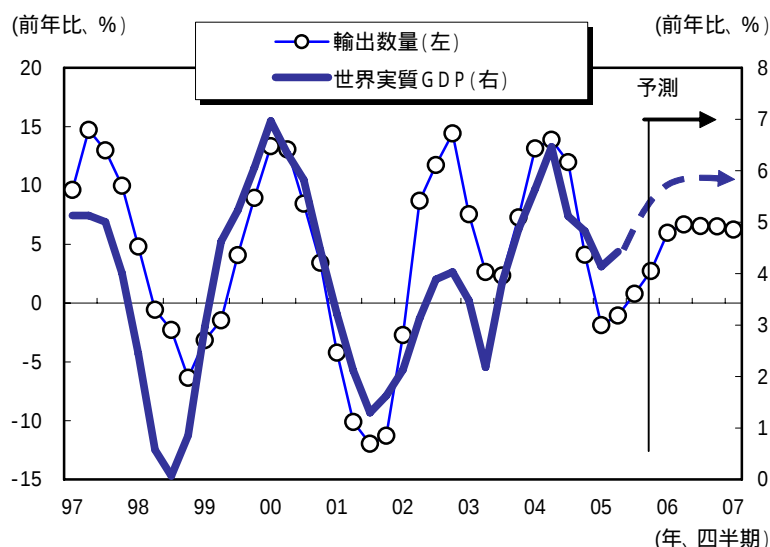
世界景気は堅調を持続している。米国経済はハリケーンにより大きな被害を受け、その悪影響が懸念されたものの、今のところ順調に推移している。また、低迷が続いていた欧州の景気も、企業部門を中心に回復の兆しが見え始めている。中国では、マクロコントロール（引き締め政策）により固定資産投資が鈍化し、素材業種の生産が鈍化した。景気全体としては明確な減速をせず、高成長を持続している。さらに、原油高の恩恵を受けるロシアや中東諸国の景気も好調である。

b. 見通し

2006年度にかけて、世界経済の拡大は続くが、拡大テンポはやや減速してくる想定している。米国では、今後、不動産価格の上昇による消費拡大効果が剥落することや、自動車メーカーによる値引き販売の反動減が出てくることが考えられる。ガソリンや暖房油などエネルギー価格高騰の影響も、消費の抑制要因と考えられる。いずれの要因も米景気を失速させるほどの負のインパクトはないが、2005年に比べ景気は減速するであろう。

欧州経済は、企業部門を中心とした回復が続くであろう。しかし、個人部門の回復にはまだ時間を要するとみられるため、輸出が減速する局面では、景気拡大テンポが鈍るであろう。一方、中国経済は、北京五輪に向けてのインフラ投資が続くこともあり、堅調を持続するであろう。その他のアジア経済では、インドネシアやインドなど一部に原油高によるダメージが大きい国もあるが、米国や中国の景気が拡大を続けるため、底堅い推移となる。

図表 16．世界成長率と日本の輸出



(注) 米国、EU、アジアの実質GDPを日本からの輸出ウエイトで加重平均。
(出所) 財務省「外国貿易概況」、CEIC

輸出入

a. 現状

実質輸出は、4～6月期に前期比プラスに持ち直し、7～9月期も増加が続いた。背景には、アジア向けのデジタル関連部品輸出が下げ止まってきたこと、新興国向けの資本財・消費財輸出が好調であること、米国向け輸出が底堅く推移する中で欧州向け輸出が回復してきたことがある。一方、輸入は、アジアからの電気機械を中心に部品・製品の輸入の増勢が続く、欧米からは医薬品や航空機の輸入が増加している。外需（＝輸出－輸入）の寄与度は、4～6月期にプラスに転じたものの、7～9月期は小幅マイナスとなった。

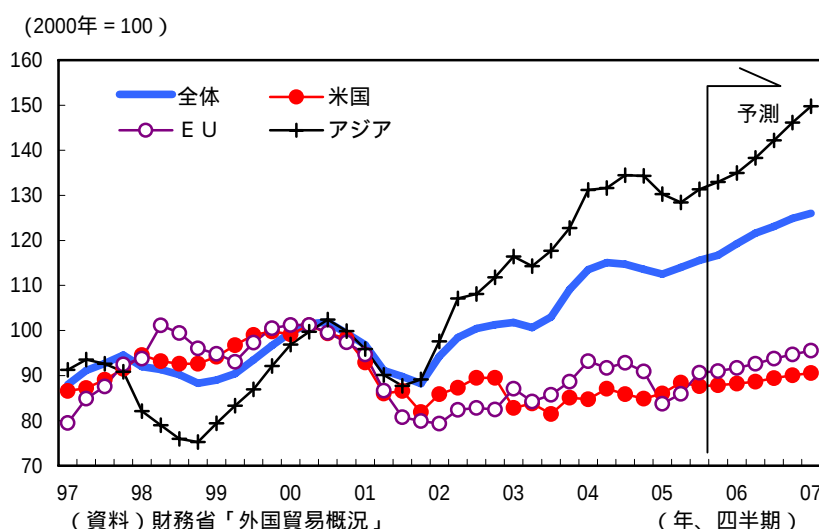
また、原油価格の上昇が続いているため、価格面から輸入金額が押し上げられており、貿易収支の黒字幅は縮小傾向で推移している。

b. 見通し

2005年度後半は、米国の成長率が鈍化する可能性があるものの、欧州経済では回復の動きが続き、中国経済は高成長を維持し、中東やロシアの経済も好調を持続するであろう。鉄鋼や化学など素材製品の一部では、アジアの需給が緩んでおり、当面、輸出が抑制される可能性があるが、自動車など消費財や設備投資用の資本財の分野では、日本製品に対する需要は、対先進国でも対新興国でも増加するであろう。欧米、アジア主要国、新興国など世界景気の回復は、2006年度も続くため、輸出は増加基調を保つとみられる。

一方で、輸入も国内の最終需要や生産活動の回復に伴って、対アジアを中心に増加すると見込まれる。なお、原油価格の高止まりにより、輸入金額が押し上げられるため、貿易黒字はさほど拡大しないであろう。

図表 17．地域別輸出数量の推移



3．物価と金融市場の予測

- 原油価格をはじめ原材料価格は高止まりするが、急速な上昇は一巡してくる。国内企業物価は前年比上昇基調を続けるが、上昇幅はしだいに低くなり、2006 年度後半には小幅ながら前年比低下する。消費者物価は、景気回復による需給の引き締まり、人件費の上昇、石油関連価格の上昇などを背景に、小幅ながら前年比上昇に転じる。
- 量的緩和政策は消費者物価（除く生鮮食品）の前年比プラス推移と景気の回復継続が確認される 2006 年 4～6 月期にも解除される。解除後はゼロ金利政策に復帰するが、2006 年度中はゼロ金利政策が維持される見込みである。
- 長期金利は景気回復を背景に上昇トレンドが続く。しかし、短期金利はゼロ近辺で推移するため、長期金利の上昇余地は限られる。株価も、景気回復を背景に高値圏での推移が予想される。為替は、しばらく円安基調の推移が続くが、日本の景気回復が続く中、しだいに円高にシフトしてくる。

図表 18．物価・金融市場総括表

	2005年度				2006年度				2004年度	2005年度	2006年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)
原油価格(WTI、ドル/バレル)	53.2	63.2	60.0	57.0	58.0	59.0	60.0	61.0	45.1	58.4	59.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	47.9	55.7	55.0	53.0	55.0	56.0	57.0	58.0	36.6	52.9	56.5
企業物価総合 (前年比)	2.7	3.0	5.0	5.1	3.2	1.4	-0.5	-1.0	1.8	4.0	0.8
国内企業物価 (前年比)	1.7	1.6	1.8	1.8	1.1	0.5	-0.1	-0.1	1.5	1.8	0.3
消費者物価(総合) (前年比)	-0.1	-0.3	-0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1	0.3
(生鮮食品を除く総合)(前年比)	-0.1	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	-0.2	0.1	0.3
無担保コール翌日物 (%)	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
TIBOR3ヶ月 (%)	0.080	0.089	0.090	0.100	0.125	0.150	0.150	0.150	0.088	0.090	0.144
新発10年国債 (%)	1.27	1.34	1.55	1.65	1.80	1.90	2.00	2.00	1.52	1.45	1.93
日経平均株価 (円)	11301	12296	13900	14750	14500	14000	14500	15000	11318	13062	14500
TOPIX (ポイント)	1151	1254	1450	1500	1470	1430	1470	1550	1140	1339	1480
ドル円相場 (円/ドル)	107.63	111.20	116.50	118.50	117.00	115.50	114.00	112.50	107.49	113.46	114.75

(注1) 原油価格、金利、株価、為替は期中平均値

(注2) 企業物価総合は、国内企業物価、輸出物価、輸入物価の加重平均

(注3) 前年比の単位は%

(1)物価

原油価格

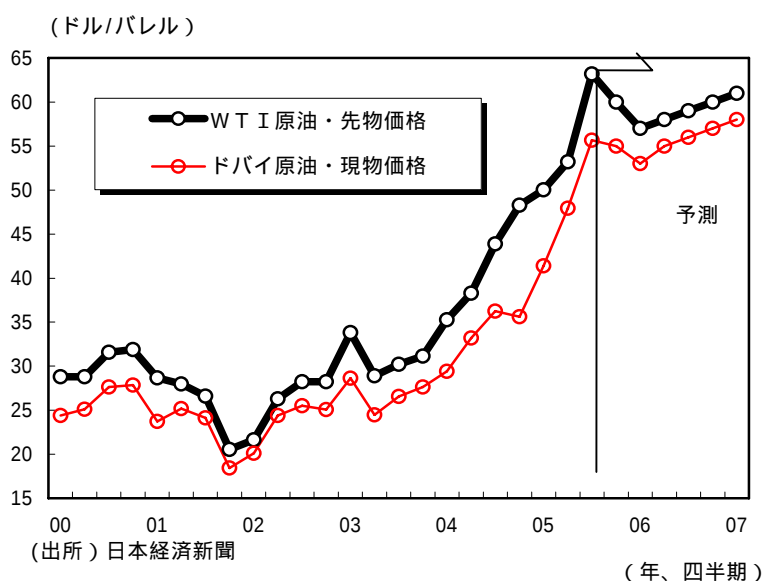
a.現状

8月下旬にハリケーン「カトリーナ」が米国メキシコ湾岸の石油施設集中地域を直撃した。年初より米国や新興国の需要増加により需給逼迫が懸念されていただけに、原油生産の停滞やガソリン・灯油などの供給不足を懸念して、原油価格（WTI、期近物）は一時1バレル＝70.85ドルの最高値をつけた。しかし、「カトリーナ」被災後、すぐにIEA（国際エネルギー機関）は、先進国による石油備蓄の協調放出策を決めた。この合計6,000万バレルの備蓄放出により、当面の原油不足に対する懸念は後退して、原油価格の騰勢は一服することになった。米国の石油関連施設の復旧は緩やか進んでいること、ガソリンなど製品価格の上昇を背景に需要が鈍化する兆しがあること、11月の気候が平年に比べ温暖なことから、足元の原油相場は軟調に推移し、1バレル＝50ドル台に低下している。

b.見通し

原油価格が上昇してきた背景には、ハリケーンや世界景気の動向による短期的な需給逼迫懸念だけではなく、中長期的に産油国の余剰生産能力や製油所の精製能力が不足するのではないかという懸念がある。原油価格の上昇により投資採算が向上しているため、油田開発は緩やかながら各地で進んでおり、米国政府などの要望もあり製油所への投資も出てくるとみられる。しかし、油田開発や製油所建設には時間を要するため、当面、需給逼迫懸念は残るであろう。2006年は、世界景気の回復が続き、原油需要は増加を続けると見込まれ、原油相場は高止まりするであろう。

図表 19．原油相場の見通し



国内企業物価と消費者物価

a. 現状

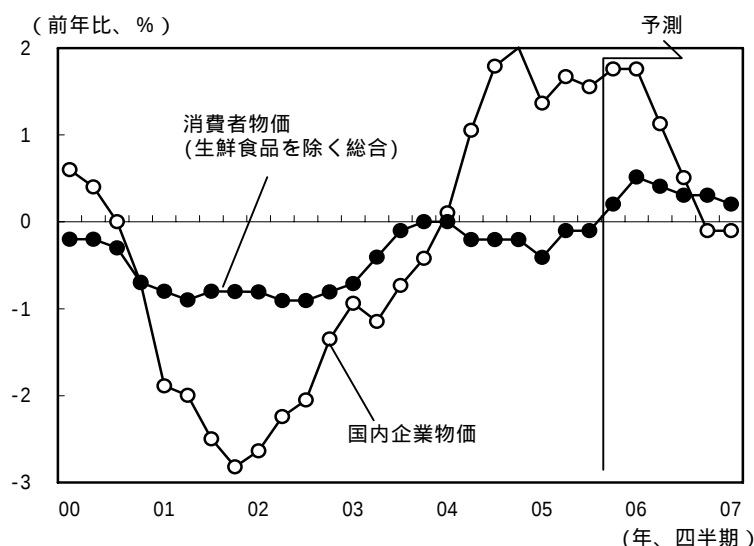
国内企業物価は、電気機械や精密機械の分野では価格下落圧力が続いているものの、原油価格をはじめとした一次産品価格の高騰に影響されやすい素材製品を中心に上昇している。10月の国内企業物価は、石油・石炭製品や鉄鋼・非鉄金属の上昇により、前年比+1.9%上昇している。一方、消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、小幅下落から横ばいで推移している。内訳をみると、教育費の上昇傾向が続いているほか、衣料品の上昇率がプラスに転じてきているものの、企業のコスト削減努力、規制緩和、競争激化などを背景とした電気料金や電話料金の引き下げに加えて、米価下落も全体を下押ししている。10月の東京都部の消費者物価は前年比-0.3%と低下が続いた。

b. 見通し

ハリケーンなどを材料とした原油の騰勢は一服してきているが、堅調な世界景気を背景に、当面、原油など一次産品価格は高止まり傾向で推移するとみられる。しかし、一次産品価格の上昇を素材製品などへ転嫁する動きは徐々に落ち着いてくることや、2006年4月から電気料金の引き下げが見込まれることにより、2006年度末にかけて、国内企業物価の上昇率はマイナスに転じてくる可能性がある。

消費者物価は、国内企業物価が前年比プラスで推移すること、小幅ながら賃金上昇に転じたこと、昨年の米価下落や電話料金の引き下げによる下押しが一巡すること、また、2006年1～3月にかけて燃料費高を反映して電気料金の引き上げが続くことも見込まれ、プラスに転じてくるであろう。しかし、年度後半にかけて、原油高の価格転嫁が一服してくることや電気料金の引き下げの影響から、上昇率は鈍化してくると予想される。

図表 20．国内企業物価と消費者物価の見通し



(2) 金融政策

景気回復が続き、消費者物価指数のマイナス幅が縮小する中で、量的緩和政策の解除が近づいてきたとの観測が強まっている。量的緩和政策の解除をめぐるのは、後述の条件が整うことを確認した上で解除したいという日銀サイドと、デフレ脱却が確実なものになるまでもっと続けてもらいたいという政府サイド、あるいは長期金利上昇による国債費負担を懸念する財務省サイドとの攻防が始まっている。

日本銀行は量的緩和政策の導入時に、解除する場合の条件を設定し、その後、具体的に以下の内容を三つの条件として示している。

消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できること

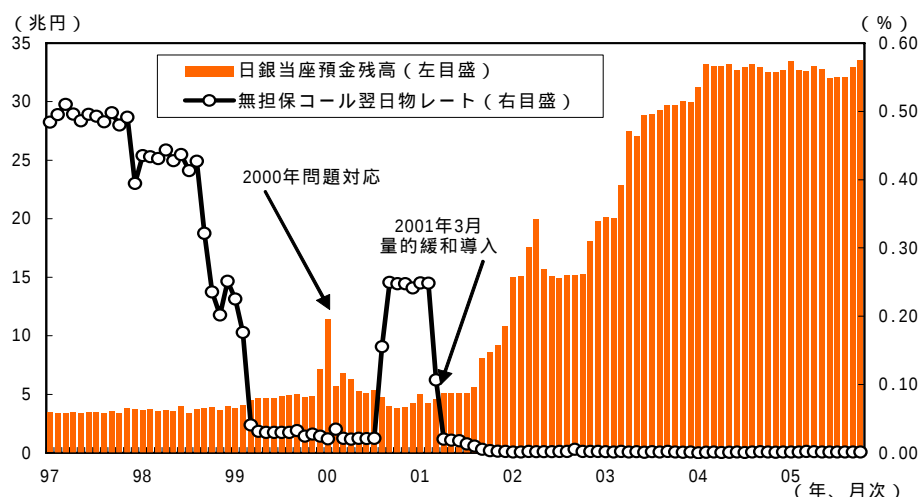
消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないこと

経済・物価情勢によって量的緩和政策の解除が適当であると判断できること

このうち、については、2005年末に向けて消費者物価指数が前年比プラスに転じるとしても、基調的な動きとしてそれを確認できるのは、2006年4月以降となろう。また、については、10月に発表された「経済・物価情勢の展望」で2006年度の物価が上昇するとの政策委員の見通しが示されているが、2006年4月に発表される次回の「経済・物価情勢の展望」で改めて確認されることになる。つまり、2006年4～5月には、の条件が満たされてくる可能性があり、その時点で、景気回復が続いて、の条件も満たされていれば、量的緩和政策は解除されるであろう。

解除後はゼロ金利政策に回帰することになる。その後は、物価と景気の状態を見ながら徐々に無担保コールの誘導目標水準を引き上げていくことになるが、実際には、2006年度は景気の回復が緩やかなペースにとどまるためインフレ懸念が高まることはなく、ゼロ金利政策が維持される見込みである。

図表 21．当座預金残高とコールレート



（注）期中平均残高で、2003年3月以降は郵政公社も含む
（資料）日本銀行「金融経済統計月報」

(3) 金融市場

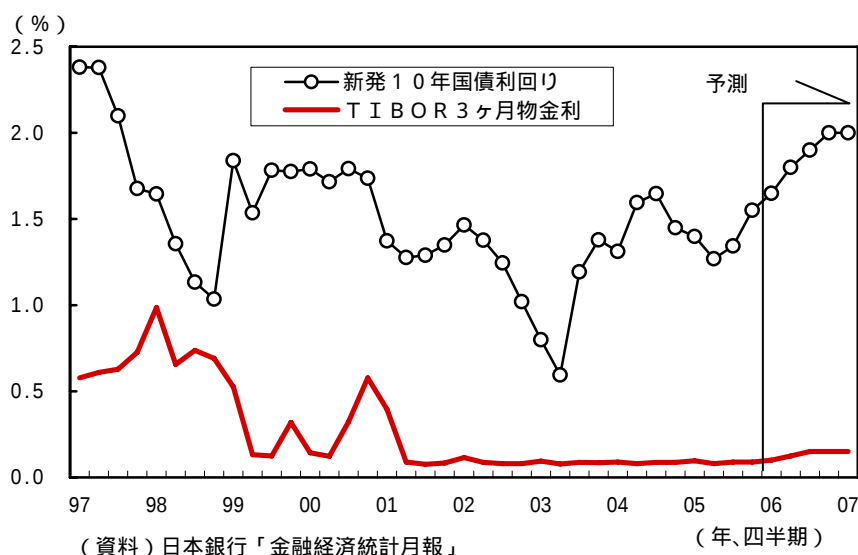
金利

無担保コール翌日物金利は、量的緩和導入後、ほぼゼロに張り付いて推移している。量的緩和解除後はゼロ金利政策への復帰が見込まれるため、引き続きゼロ近辺で安定して推移すると予想される。3ヶ月、6ヶ月といったターム物金利も低水準での推移が続いているが、量的緩和解除後はゼロ金利政策解除のタイミングを織り込む形で若干上昇すると考えられる。ただし、実際にはゼロ金利政策が続くため、その上昇は小幅にとどまろう。

長期金利は、量的緩和解除観測の高まり、景気の回復、株価の上昇を受けて上昇圧力が増している。景気回復の継続を背景に今後も上昇基調が続こう。日銀の量的緩和解除については徐々に織り込まれてきており、日銀の毎月の長期国債の買い切り額（1.2兆円）が減額されるといったことがなければ、解除直後に金利が急上昇することはないだろう。量的緩和解除後はゼロ金利解除のタイミングを巡る思惑が高まりやすく、金利が上昇する局面も予想される。ただし、景気の回復が緩やかであることや短期金利が低水準にとどまることから、そうした上昇は一時的にとどまると考えられ、金利の上昇余地も大きくない。

財政赤字拡大による国債需給の悪化懸念は常に金利急上昇をもたらすリスク要因である。ただし2006年度については、景気回復を背景とした税収増と歳出削減努力の継続によって新規国債の発行額が30兆円程度に抑制される見通しであり、金利を急上昇させる要因にはならないと考えられる。

図表 22．長短金利推移

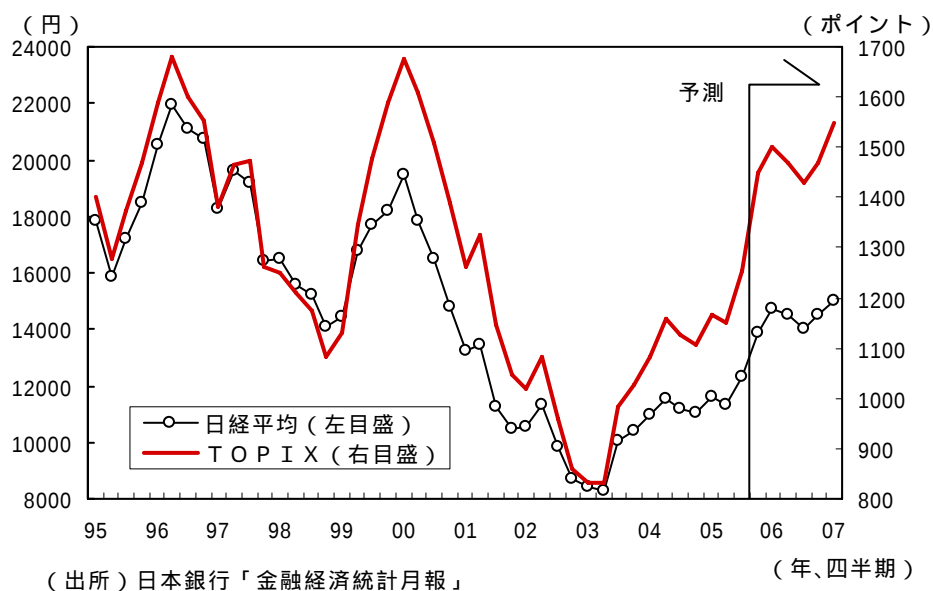


株価

株価は景気の回復と企業業績の改善を背景に、外国人投資家や個人投資家の旺盛な買いもあって上昇している。ただし、これまでの上昇ピッチが速かったことに加え、2006年度には企業業績の回復も一服することから、上昇の勢いはしだいに緩やかになってこよう。企業業績の伸び悩みが意識されれば、株価は調整局面入りする可能性が出てくる。

もっとも、景気の回復が続くことに加え、企業業績の落ち込みも比較的軽微にとどまることから、株価が大きく落ち込むことはないと考えられる。一時的に低迷しても、2006年度末にかけては再び上昇が予想され、日経平均株価で1万5,000円台を回復する局面もあるだろう。

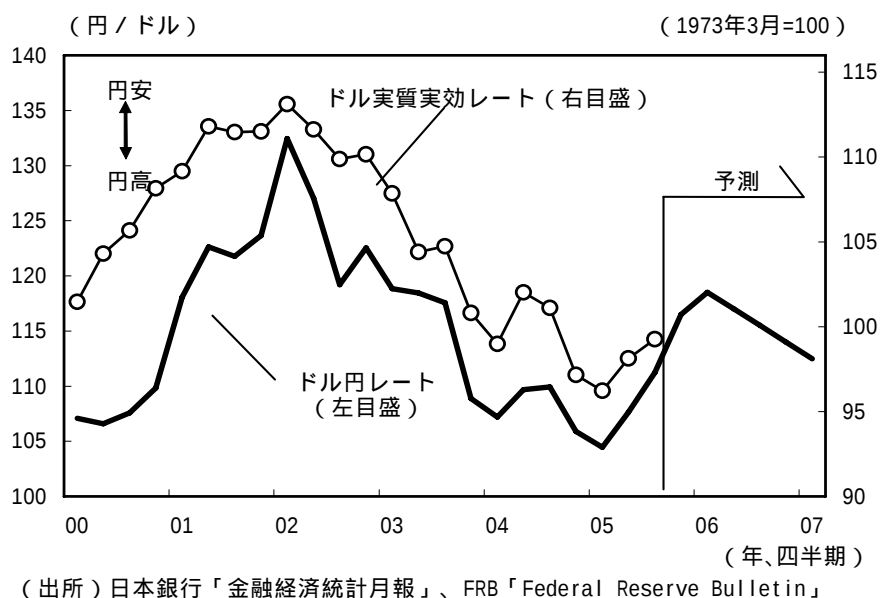
図表 23．株価の見通し



為替

足元の米国景気はハリケーン被災後も底堅く推移し、2005 年前半は低迷していた欧州景気も回復の動きがでており、米に続いて欧州でも、政策金利の引き上げ観測が強まっている。日本経済も底堅く推移しているが、量的緩和が解除されたとしてもしばらくはゼロ金利状態が続く見通しである。金利差拡大の思惑などから、為替は円安に推移している。2005 年度内は、景況格差や金利差を材料に基調としてはドル高・円安が予想される。2006 年度は、日本や欧州の景気回復持続や米国経済の減速により、相対的に米国の優位性に陰りがでてくることや量的緩和解除観測を材料に円高が見込まれるが、大きな変動にはならないであろう。

図表 24 . ドル円相場とドル実質実効レート推移



図表 25 . 日本経済予測総括表

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度	2005年度	2006年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
名目 GDP	-0.2	0.6	1.0	0.3	0.2	1.3	0.8	1.4	0.9
	1.3	0.3	1.5	1.2	0.4	1.4			
実質 GDP	0.1	0.8	1.8	0.7	0.7	1.2	1.9	2.5	1.6
	2.9	1.0	2.6	2.4	1.4	1.8			
内需寄与度 (注1)	-0.1	0.9	1.7	0.6	0.5	1.0	1.4	2.4	1.3
個人消費	0.2	0.3	1.5	0.7	0.9	0.7	1.2	2.0	1.6
住宅投資	2.1	0.1	-1.9	2.6	-2.5	2.6	2.1	-0.6	0.0
設備投資	1.3	2.1	5.3	1.8	1.0	1.2	5.1	7.3	2.6
民間在庫 (注1)	-0.0	0.3	0.0	-0.3	-0.2	0.3	0.2	-0.0	-0.2
政府支出	-2.0	0.6	0.3	0.6	0.3	0.1	-1.4	1.0	0.7
公共投資	-14.1	-2.0	-1.6	-1.0	-2.8	-3.3	-15.1	-2.8	-5.1
政府最終消費	1.5	1.1	0.8	1.1	1.2	0.8	2.7	1.9	2.1
外需寄与度 (注1)	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.1	0.3
輸 出	6.0	1.8	4.5	2.8	5.0	4.0	11.9	6.9	8.6
輸 入	5.1	3.4	4.3	2.6	4.0	2.7	9.4	7.4	6.8
GDPデフレーター (注2)	-1.6	-0.7	-1.0	-1.2	-0.9	-0.4	-1.1	-1.1	-0.7

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度	2005年度	2006年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
経常収支 (兆円)	9.4	9.1	8.6	7.2	7.2	8.0	18.2	15.9	15.3
貿易収支 (兆円)	7.2	6.4	4.5	4.0	3.3	4.5	13.5	8.3	7.8
サービス収支 (兆円)	-2.0	-1.6	-1.5	-1.4	-1.5	-1.7	-3.6	-2.9	-3.2
所得収支 (兆円)	4.7	5.0	5.9	5.6	6.3	5.8	9.6	11.4	11.6
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	2.2	-0.1	0.3	2.5	0.3	0.4	4.1	1.4	1.6
	6.8	1.6	0.2	2.6	2.7	0.5			
企業物価 (国内・輸出・輸入の平均)	1.3	2.4	2.8	5.1	2.3	-0.7	1.8	4.0	0.8
国内企業物価	1.4	1.7	1.6	1.8	0.8	-0.1	1.5	1.8	0.3
消費者物価	-0.2	0.2	-0.2	0.1	0.4	0.3	0.0	-0.1	0.3
生鮮食品を除く総合	-0.2	-0.3	-0.1	0.4	0.4	0.3	-0.2	0.1	0.3
ドル円レート (円/ドル)	109.8	105.2	109.4	117.5	116.3	113.3	107.5	113.5	114.8
長期金利 (新発10年国債)	1.62	1.42	1.31	1.60	1.85	2.00	1.52	1.45	1.93
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	41.1	49.2	58.2	58.5	58.5	60.5	45.1	58.4	59.5
原油価格 (ドバイ、ドル/バレル)	34.7	38.5	51.8	54.0	55.5	57.5	36.6	52.9	56.5
米国実質 GDP (前期比年率%、暦年)	3.9	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9	4.2	3.5	3.2
春闘賃上げ率 (%) (注1)	-	-	-	-	-	-	1.67	1.71	1.72

(注1) 春闘賃上げ率の集計対象企業は、東証・大証1部上場企業のうち、資本金20億円以上、従業員1000人以上の企業で労働組合のある企業約290社(厚生労働省集計)。

(注2) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の半期値は季節調整値。

図表 26 . 日本経済予測総括表

【輸出入（通関ベース）】

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度 (実績)	前年同期比%	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期		2005年度 (予測)	2006年度 (予測)
輸出額(円ベース)	12.9	7.5	5.9	12.6	10.6	5.9	10.1	9.3	8.1
数量	12.9	1.1	-0.1	4.3	6.6	6.4	6.8	2.0	6.5
輸入額(円ベース)	11.1	13.5	15.5	27.3	18.3	4.0	12.3	21.5	10.6
数量	6.6	4.3	3.7	5.6	7.6	6.1	5.4	4.6	6.8
輸出超過額(兆円)	6.1	5.3	4.1	2.2	2.3	2.9	11.4	6.2	5.2

【所得・雇用】

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度 (実績)	前年同期比%	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期		2005年度 (予測)	2006年度 (予測)
一人当たり所得(注1)	-0.7	0.0	0.8	0.9	0.8	0.6	-0.4	0.8	0.7
所定内給与	-0.9	-0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	-0.7	0.4	0.5
所定外給与	6.2	1.0	1.8	2.5	1.3	0.8	3.5	2.2	1.0
雇用者数	0.5	0.0	0.8	1.0	0.8	0.8	0.3	0.9	0.8
雇用者報酬	-0.2	0.1	1.9	1.9	1.4	1.4	-0.1	1.9	1.4
完全失業率(季調値)	4.7	4.6	4.3	4.1	3.9	3.8	4.6	4.2	3.9

(注1)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度 (実績)	上段は万戸、下段は前年同期比%	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期		2005年度 (予測)	2006年度 (予測)
新設住宅着工戸数	119.3	119.4	123.6	122.5	122.0	123.2	119.3	123.0	122.5
	2.6	0.7	3.5	2.6	-1.3	0.6	1.7	3.1	-0.4
持家	38.1	35.2	35.3	34.4	34.6	33.9	36.7	34.8	34.2
	-0.3	-3.1	-7.4	-2.5	-2.0	-1.5	-1.6	-5.2	-1.8
貸家	45.5	48.2	49.9	50.9	50.1	51.1	46.7	50.3	50.5
	1.1	2.7	9.6	5.5	0.4	0.5	1.9	7.6	0.5
分譲	35.0	34.8	37.8	36.1	36.7	37.0	34.9	37.0	36.9
	8.5	0.9	8.1	3.9	-3.2	2.5	4.6	6.0	-0.4

* 季節調整済年率換算値

図表 27 . 前回見通し(2005年8月時点)との比較

○ 2005年度

	前回	修正幅	前年比%
			今回
実質GDP	1.6	+0.9	2.5
個人消費	1.8	+0.2	2.0
住宅投資	-1.0	+0.4	-0.6
設備投資	3.4	+3.9	7.3
公共投資	-1.9	-0.9	-2.8
外需寄与度	0.2	-0.1	0.1
鉱工業生産	1.2	+0.2	1.4

○ 2006年度

	前回	修正幅	前年比%
			今回
実質GDP	1.6	+0.0	1.6
個人消費	1.2	+0.4	1.6
住宅投資	0.8	-0.8	0.0
設備投資	1.6	+1.0	2.6
公共投資	-4.9	-0.2	-5.1
外需寄与度	0.3	0.0	0.3
鉱工業生産	3.4	-1.8	1.6

図表 28 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

	2004年度				2005年度				2006年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目 GDP	-0.7 1.3	-0.1 1.2	0.2 0.2	0.8 0.3	0.5 1.3	0.2 1.8	0.2 1.5	-0.1 1.0	0.1 0.3	0.2 0.5	1.0 1.2	0.2 1.6
実質 GDP	-0.5 3.2	-0.1 2.6	0.1 0.6	1.5 1.3	0.8 2.2	0.4 3.0	0.3 2.9	0.4 1.9	0.3 1.3	0.5 1.4	0.7 1.7	0.6 2.0
内需寄与度(注1)	-0.6	0.0	0.2	1.5	0.7	0.5	0.2	0.3	0.1	0.5	0.5	0.6
個人消費	-0.0 2.1	-0.1 1.8	-0.3 0.1	1.2 0.9	0.7 1.7	0.3 2.0	0.3 2.5	0.5 1.8	0.4 1.6	0.4 1.7	0.3 1.6	0.3 1.3
住宅投資	1.5 2.6	0.5 1.5	0.3 3.1	-1.0 1.2	-2.1 -2.4	1.5 -1.4	2.4 0.7	-1.2 0.6	-2.0 0.4	0.3 -0.4	2.8 -0.2	-0.6 0.3
設備投資	2.2 7.2	0.8 6.8	0.3 0.5	3.0 5.8	3.4 8.1	0.7 7.3	0.9 8.2	1.0 6.0	0.4 3.4	0.3 2.5	0.5 2.1	1.2 2.3
民間在庫(注1)	-0.2	-0.0	0.2	0.3	-0.1	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.3
政府支出	-3.3 -0.9	-0.3 -1.4	0.5 -0.5	0.5 -2.7	-0.1 0.5	0.5 1.3	0.3 1.1	0.2 1.0	0.2 1.2	0.1 0.9	0.1 0.4	-0.1 0.2
公共投資	-16.2 -16.0	-2.9 -15.1	-0.3 -11.7	-0.3 -17.8	-1.9 -6.2	1.0 -1.7	-0.7 -1.7	-1.7 -2.4	-1.3 -3.1	-1.3 -4.9	-1.0 -5.1	-3.5 -6.5
政府最終消費	0.6 3.0	0.3 2.5	0.6 3.1	0.7 2.3	0.3 1.9	0.3 2.0	0.6 1.9	0.7 1.9	0.6 2.2	0.4 2.3	0.3 2.0	0.7 2.0
外需寄与度(注1)	0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.2	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	-0.0
輸 出	3.1 18.0	0.5 14.7	1.6 10.8	-0.0 5.2	3.1 5.2	2.7 7.7	0.7 6.6	1.5 8.2	2.9 8.0	2.8 8.0	1.7 9.1	1.7 9.4
輸 入	2.6 9.7	1.7 10.2	2.5 10.4	0.1 7.2	2.3 6.7	3.9 8.9	-0.0 6.3	1.4 7.7	1.9 7.3	2.8 6.2	0.3 6.5	2.0 7.2
GDPデフレーター(注2)	-1.8	-1.3	-0.4	-1.0	-0.9	-1.1	-1.4	-0.9	-0.9	-0.9	-0.5	-0.4

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

(参考) 米国経済の展望

1. 景気の現状 ~ 底堅く推移

- 米国景気は、エネルギー価格の上昇やハリケーンの影響が懸念されたものの、底堅さを維持している。2005年7～9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率3.8%と、4～6月期(同3.3%)と比べ加速した。7～9月期は自動車メーカーによる従業員割引の一般購入者への適用により、自動車消費の伸びが同17.6%と急増したことが個人消費を押し上げた。もっとも、住宅投資は金利の上昇を背景に、住宅投資が4～6月期の同10.8%から7～9月期に同4.8%へ低下するなど、2005年下期の景気は上期に比べて減速している。

2. 2006年の展望 ~ 緩やかに減速するも3%成長は確保

- 2006年の米国景気は、金利の上昇を背景に家計部門の減速が強まることにより実質GDP成長率は3.2%と、2005年の3.5%から小幅低下する見通しである。
- 過熱が懸念される住宅投資については、インフレ懸念や利上げ効果による長期金利上昇の影響が今後次第に顕在化するとみられ、2006年初めから年末まで減少傾向が続く見込みである。住宅投資の減少は、資産効果の低下を通じて個人消費を下押しする要因となろう。
- 一方、企業部門では、在庫調整の進展などを背景に景況感を示すISM指数が高水準で推移している。このため、生産活動は拡大基調を続ける見込みであり、設備投資は堅調さを維持しよう。企業部門の好調は、所得の拡大を通じて家計部門を下支えするとみられる。政府支出もハリケーンの復興需要を中心に景気を下支えしよう。
- 景気の下振れリスクとして、世界的な需給逼迫などによりエネルギー価格が再度上昇する場合はあげられる。特に、インフレ予想を背景に長期金利が一段と上昇すれば、住宅投資の調整幅は大きくなり、個人消費への下押し圧力が増すことになる。

< 米国経済見通し総括表 >

暦年	2004年(実績)		2005年(予測)		2006年(予測)		2003年 (実績)	2004年 (実績)	2005年 (予測)	2006年 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
実質GDP(前期比年率)	3.9	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9	2.7	4.2	3.5	3.2
個人消費	3.6	3.7	3.7	3.3	3.4	2.9	2.9	3.9	3.6	3.2
住宅投資	9.8	5.9	7.8	5.6	-1.8	-2.3	8.4	10.3	6.8	-0.1
設備投資	8.4	11.9	7.6	7.3	6.7	6.4	1.3	9.4	8.6	6.8
在庫投資(寄与度)	0.3	0.0	-0.2	-0.2	0.3	0.0	0.0	0.4	-0.3	0.2
政府支出	2.4	1.7	1.8	3.5	3.1	2.5	2.8	2.2	2.2	3.1
純輸出(寄与度)	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	-1.0	-0.3	-0.5	-0.8	-0.3	-0.6
輸出	8.8	6.2	8.2	4.0	5.7	7.2	1.8	8.4	6.6	5.7
輸入	13.7	8.7	6.4	4.1	9.8	6.6	4.6	10.7	6.3	7.5
名目GDP(前期比年率)	7.3	6.1	6.5	6.1	4.7	5.3	4.8	7.0	6.3	5.2
消費者物価(前年比、%)	1.6	2.0	2.2	2.2	2.4	2.5	1.5	1.8	2.2	2.4
失業率(%)	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.8	6.0	5.5	5.1	4.8
財政収支(10億ドル)	-	-	-	-	-	-	-374	-413	-319	-411
同名目GDP比(%)	-	-	-	-	-	-	-3.4	-3.5	-2.6	-3.1
貿易収支(通関、10億ドル)	-308	-343	-366	-368	-404	-413	-532	-651	-734	-817
同名目GDP比(%)	-5.3	-5.8	-6.0	-5.8	-6.2	-6.2	-4.9	-5.5	-5.9	-6.2

(注) GDPは前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)
消費者物価はコアベース、財政収支は会計年度(前年10月～9月)