

2005年4～6月期 GDP速報 (QE) 予測 ～ 民需の堅調な推移を背景に3期連続のプラス成長～

第一生命保険相互会社(社長 斎藤 勝利)のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所(社長 石嶺 幸男)では、標記のとおり「2005年4～6月期 GDP速報 (QE) 予測」と題するレポートを取りまとめましたので、ご報告いたします。

＜ 要 旨 ＞

- 現時点で利用可能な統計により推計すると、2005年4～6月期の実質GDP成長率(8月12日公表予定)は前期比+0.4%(同年率+1.7%)と3四半期連続のプラス成長となった見込み。今期の特徴は、循環的な回復が遅れているにもかかわらず、個人消費や設備投資などの民間需要の堅調な増加がみられる点。背景にあるのは、期待成長率の回復や企業リストラの終息などの企業部門を取り巻く構造的改善
- 需要項目別にみると、民間在庫投資は、①IT分野での在庫調整の継続、②対中輸出減少に伴う基礎素材の調整、③自動車船待ち在庫等の特殊要因の剥落、等から4～6月期の成長率を▲0.2%pt抑制。一方、個人消費は所得回復とマインド安定を背景に前期比+0.3%の増加、設備投資は企業の債務削減の一服や成長期待の回復から同+1.3%の増加と前期に引き続き堅調さを維持。災害復旧需要から増加が見込まれていた公共投資は前期比▲1.2%と予想ほどの伸びとはならなかった見込み。外需は、輸出の前期の減少からの反動増加により4四半期ぶりにプラス成長に寄与(+0.4%)
- 7～9月期以降の成長率については、メインシナリオでは堅調な推移を予想。先行指標等から考えて輸出回復のタイミングは10～12月期にずれ込む可能性が高く、景気の循環的回復力が高まる時期も2005年度後半となる可能性が大。もっとも、期待成長率の回復や企業リストラの終息などを受けて、日本経済の不況抵抗力が大きく高まっていることも事実。当面の日本経済の失速リスクは小さく、年度下期に向けて安定成長軌道に復帰する可能性が大。リスクとしては、原油価格上昇・長期金利上昇等による海外経済の失速、早すぎる財政・金融政策の引き締めによる国内景気の失速、等に留意

【お問い合わせ先】

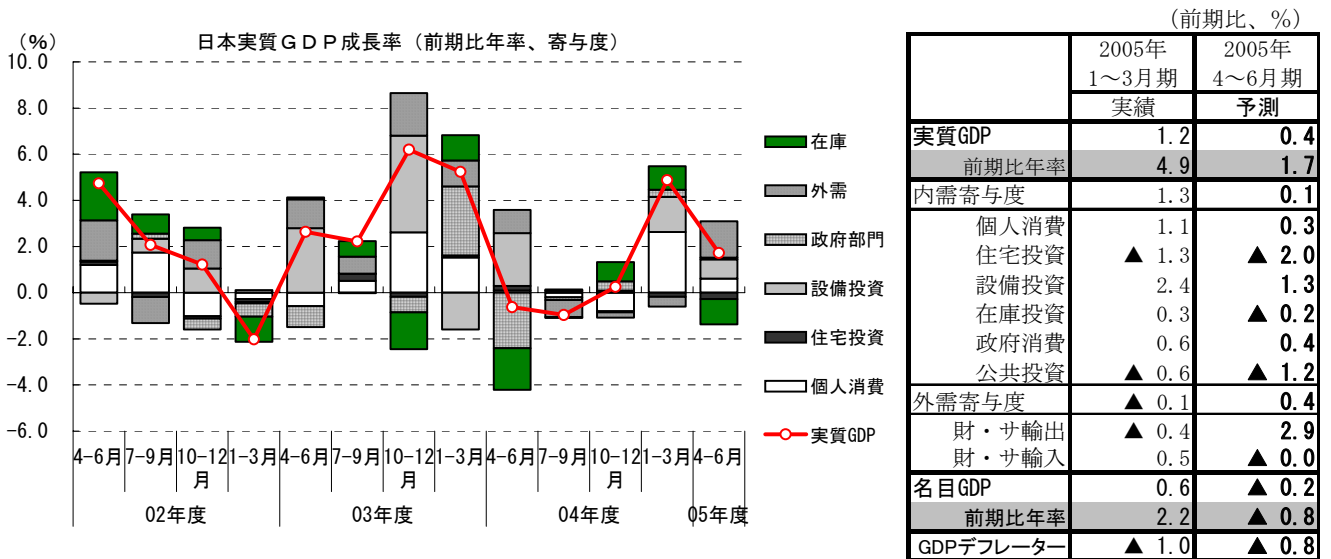
第一生命経済研究所 経済調査部
 主席エコノミスト 飯塚 尚己
 TEL 03-5221-4522
 (詳細は次頁以降をご覧ください)

○ 2005年4～6月期実質GDP成長率は前期比+0.4%（同年率+1.7%）と予測

8月1日時点で利用可能な基礎統計により推計した結果、2005年4～6月期の実質GDP成長率（8月12日に内閣府より公表予定）は前期比+0.4%（同年率+1.7%）と3四半期連続のプラス成長となった見込みである（図表1）。また、同期の名目GDP成長率は前期比▲0.2%（同年率▲0.8%）と3期ぶりのマイナスに転じた見込みであるが、これは原油価格上昇・円安進行による輸入金額の増加によるところが大きい（輸入の名目成長率に対する寄与度：▲0.7%）。民間需要は堅調に推移していることを踏まえると、デフレ傾向の加速等と捉えるべきではない。また、2005年4～6月期のGDPデフレーターは前年比▲0.8%と下落率の縮小が見込まれる。

なお、以上の4～6月期の成長率予測については、8月5日に公表される全世帯・家計調査等の結果を受けて若干修正する可能性がある。

図表1 2005年4～6月期 GDP速報（QE）予測

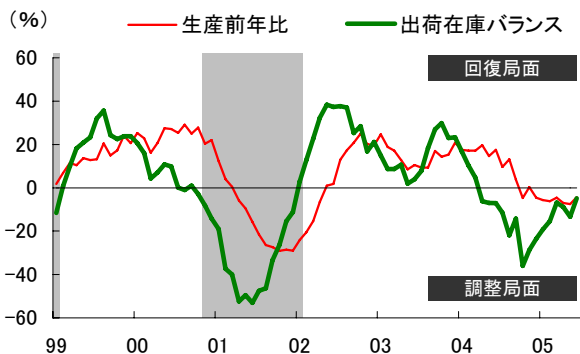


○ 4～6月期の景気のポイント：循環的な回復の遅れと構造的な改善の進展

2005年4～6月期の景気の特徴は、循環的な回復が遅れているにもかかわらず、個人消費や設備投資などの民間需要の堅調な増加がみられる点である。

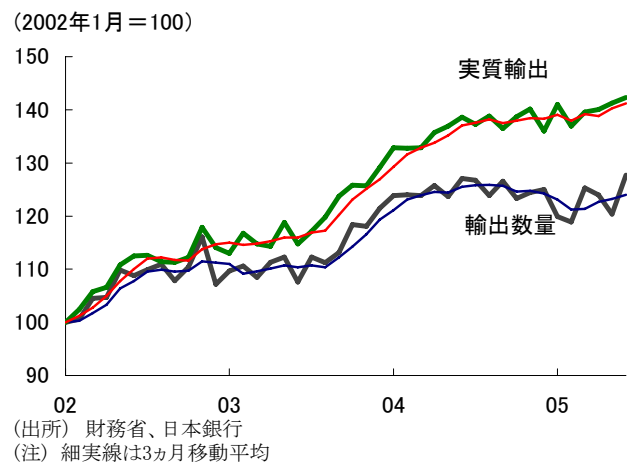
景気の循環面に注目すると、①IT部門（情報化関連財）の在庫調整に進捗はみられるものの依然として調整局面にあること（図表2）、②生産・在庫循環を抑制してきた輸出伸び悩みの傾向にも未だ改善がみられないこと（図表3）、など総じて回復の遅れを示唆する統計が多い。

図表2 情報化関連財の出荷在庫バランス



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」
 (注) 1.出荷在庫バランス=出荷前年比-在庫前年比
 2.出荷在庫バランスの生産に対する先行性は、ピークについては約6か月、ボトムについては約3か月となっている

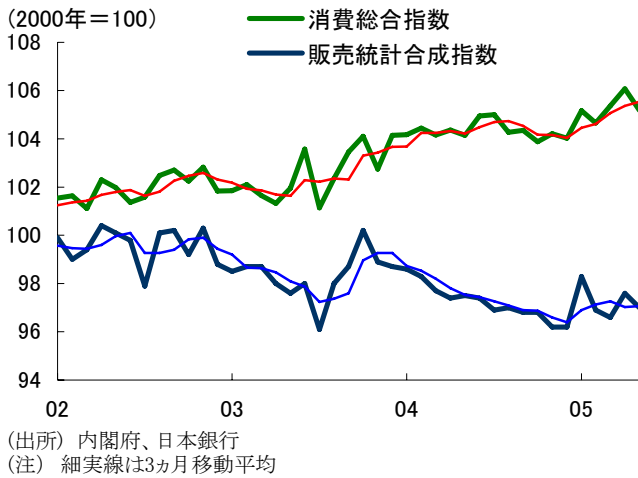
図表3 実質輸出・輸出数量の推移



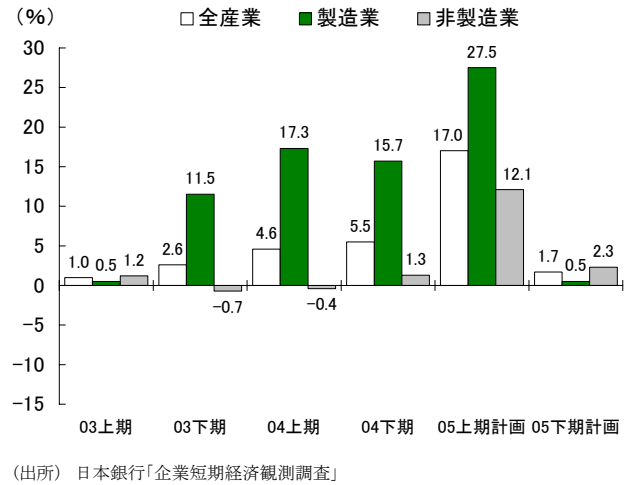
(出所) 財務省、日本銀行
 (注) 細実線は3ヵ月移動平均

一方、個人消費や設備投資などの民間需要については、①消費総合指数や販売統計合成指数等が昨年末より改善傾向で推移している（図表4）、②日銀短観等の2005年の設備投資計画が大幅増加となっている（図表5）、など総じて底堅い推移を示唆する統計が多い。

図表4 消費総合指数・販売合成指数



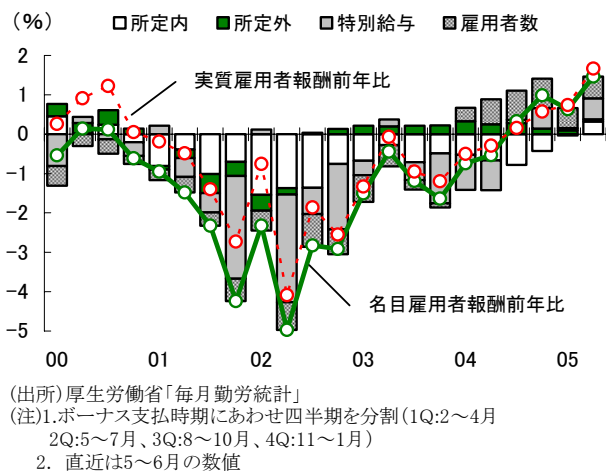
図表5 日銀短観・2005年度設備投資計画



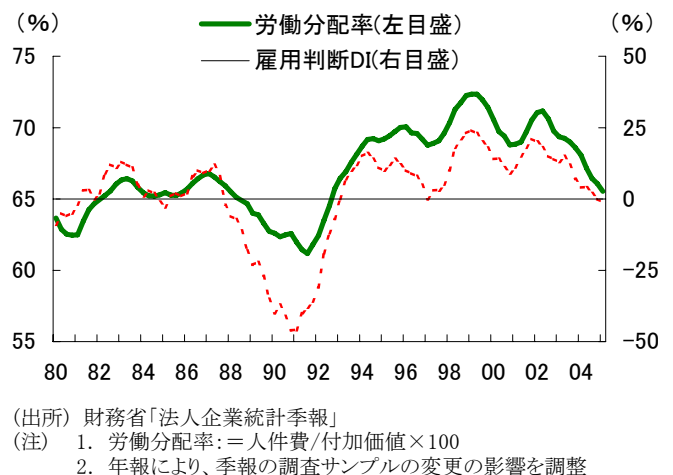
このように循環的な回復が遅れているにもかかわらず民間需要が堅調に推移している背景は、企業の中期的な期待成長率の復調、企業リストラの終息（三つの過剰の調整）、団塊世代の退職への対応、といった短期の景気循環とはやや独立した構造的要因があると考えられる。

毎月勤労統計ベースでみた雇用者報酬は、2004年後半より4年ぶりに前年比増加に転じているが、この背景には企業の過剰雇用削減が一巡したことにより、収益回復の一部を従業員に利益還元できるようになってきたという事情がある（図表6, 7）。また企業の雇用リストラの一巡により、家計の雇用所得不安も大きく緩和している。足もとの個人消費が堅調に推移している要因は、こうした企業の雇用リストラの一巡を受けた所得回復とマインド安定によるところが大きい。また設備投資については、企業の期待成長率の復調や過剰債務削減の一巡から、余剰キャッシュフローを設備投資の増加に結びつける動きが現れ始めたと考えられる（図表8, 9）。製造業の生産・収益環境は、一部業種の在庫調整や交易条件の悪化等から必ずしも好転していないにもかかわらず、設備投資計画が大幅増加となっている背景には、こうした構造面での改善があると考えられる。

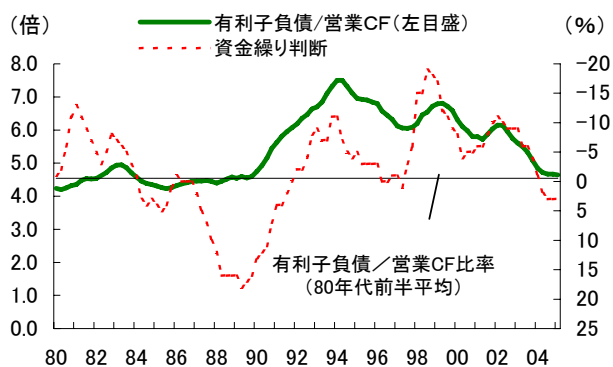
図表6 名目雇用者報酬前年比



図表7 企業の雇用リストラの終息

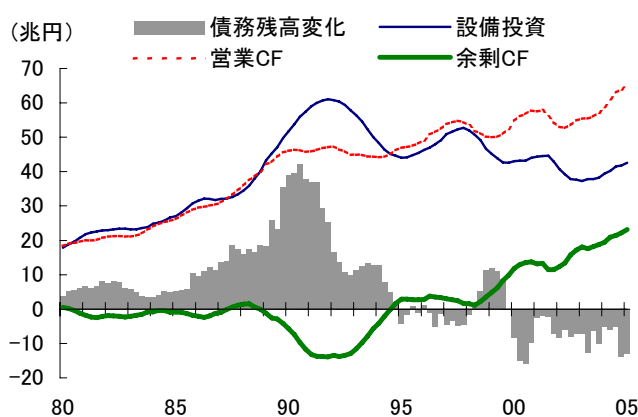


図表8 企業の債務リストラの終息



(出所) 財務省「法人企業統計季報」
(注) 1.有利子負債: =社債+長期借入金
2.営業CF: =経常利益×0.5+減価償却費

図表9 余剰キャッシュフローと債務削減



(出所) 財務省「法人企業統計」

○ 4～6月期の実質GDP成長率：需要項目別の動向

2005年4～6月期の実質GDP成長率の内訳も、循環的回復の遅れと民間需要の堅調さを反映したのものになると予想される。

需要項目別にみると、民間在庫投資は、①IT分野での在庫調整の継続、②対中輸出減少に伴う基礎素材等の非IT分野での軽微な在庫調整、③自動車船待ち在庫等の特殊要因の剥落、等により4～6月期の成長率を抑制する方向に働くと予想される（寄与度▲0.2%）。在庫投資の減少は、4～6月期の景気が循環的には低迷していたことを示唆するものである。

一方で、個人消費は所得回復とマインド安定を背景に前期比+0.3%の増加が見込まれる。前期の個人消費の増加は、天候不順等による2004年10～12月期の落ち込みからの反動増加という側面が強かったが、今回は所得回復に見合った増加であり、実態を伴った復調とみることができる。また設備投資は同+1.3%の増加と前期に引き続き堅調な増加となったと予測する。なお、設備投資については、1次速報段階では需要面の基礎統計が未公表であることから、供給面の統計からのみの推計となっている。法人企業統計等の需要面の情報が付加される二次速報（9月12日公表）段階で数値が大きく変化する可能性がある点には留意が必要である。

その他の需要項目としては、公共投資は前期比▲1.2%の減少を予想する。災害復旧需要から今期は前期比増加に転じることも見込まれていたが、結果的には減少テンポの緩和にとどまりそうである。公共投資は減少テンポの緩和は7～9月期前後までは持続すると見込まれる。もっとも、財政再建のための公共投資抑制の基調に変わりはないことを踏まえれば、先行きは再び減少テンポが加速することになると予想される。外需は、輸出増加により4四半期ぶりにプラス成長に寄与（+0.4%）すると予想する。もっとも、今期の輸出増加は前期の減少の反動という面が強く、実勢として輸出環境が改善しているわけではない。

○ 4～6月期のGDP評価と7～9月期以降の予想

以上のように、4～6月期の実質GDP成長率については、基本的には個人消費や設備投資による堅調な結果を予測している。ただし、景気循環的には在庫調整が持続していること、輸出増加も前期の反動によるところが大きいことを踏まえると、今回の成長をもって景気が踊り場を脱したとみることが難しい。先行指標等から考えて輸出回復のタイミングは10～12月期にずれ込む可能性が高く、景気の循環的回復力が高まる時期も2005年度後半となる可能性が大きい。

もっとも、期待成長率の回復や企業リストラの終息などの構造的改善を受けて、日本経済

の不況抵抗力が高まってきたことも事実である。民需中心の景気回復メカニズムが回り始めつつあることを踏まえると、日本経済が失速に陥る危険は小さくなってきたと見てよい。原油価格上昇・長期金利上昇等による海外経済の失速、早すぎる財政・金融政策の引き締めによる国内景気の失速等のリスクに警戒は必要であるが、メインシナリオとしては年度下期に向けて安定成長軌道（民間需要を主体とする潜在成長率を上回る成長）に復帰する可能性をみておきたい。

以上