

## 2004年度・2005年度の景気予測（2004年 8月改訂）

- 04年度後半から05年度前半にかけて景気は軽微な調整局面を迎える -

## 要 旨

2004年 4～6月期の実質GDPは前期比+0.4%と1～3月期（同+1.6%）に比べて増勢が鈍化した。ただ、これは2期続いた高成長の反動が現れたと捉えることが可能。設備投資は前期比横ばいとなったものの、先行指標などから判断して増加基調は続いている。一方、個人消費は底堅く推移しているが、所得の増加に裏付けられたものではなく、企業部門から家計部門への前向きの循環はいまだ明確ではない。今後のカギを握る米国景気は、減税効果のはく落などにより、拡大ペースの鈍化傾向が続く公算が大きい。ただ、雇用情勢の改善が続いていることや企業部門が好調に推移していることなどから、米国景気が大幅に調整する可能性は低いとみられる。米国経済は3%台前半といわれる潜在成長率での安定成長を探る展開となろう。わが国経済を展望すると、米国を中心とする海外景気の減速などを受けて、輸出の伸びは次第に鈍化すると見込まれる。また、企業の人件費抑制意欲が強く、家計所得の改善が鈍いことなどから、個人消費の景気けん引力は高まりにくいとみられる。2004年度後半から2005年度前半にかけて、わが国の景気は調整局面を迎えよう。ただ、既往のリストラによって企業の収益体質は着実に強化されており、企業収益は増加基調をたどる可能性が高い。輸出鈍化の影響は避けられないものの、収益増加を背景に設備投資は増勢を維持し、景気を下支えすると見込まれる。景気は比較的軽微な調整を経た後に、2005年度後半から再び持続的な回復を探る展開となろう。2004年度の実質GDP成長率は+2.9%、2005年度は+1.0%と予測した（前回5月予測をいずれも若干下方に修正）。

## 予測の要約表

（前年比、%）

（参考）前回5月予測

	2003年度 実績	2004年度 見通し	2005年度 見通し	2004年度 見通し	2005年度 見通し
実質GDP(国内総支出)	3.3	2.9	1.0	3.1	1.3
民間需要寄与度	3.0	2.3	1.0	2.5	1.1
公的需要寄与度	0.6	0.3	0.0	0.2	0.0
海外需要寄与度	0.8	0.9	0.1	0.8	0.2
名目GDP	0.8	1.0	0.2	1.2	0.1

【本件に関するお問い合わせ先】

(株)浜銀総合研究所 調査部 北田英治  
 TEL 045-225-2375 FAX 045-225-2199  
 E-mail: kitada@yokohama-ri.co.jp

# 1. 景気の現況と予測の概要

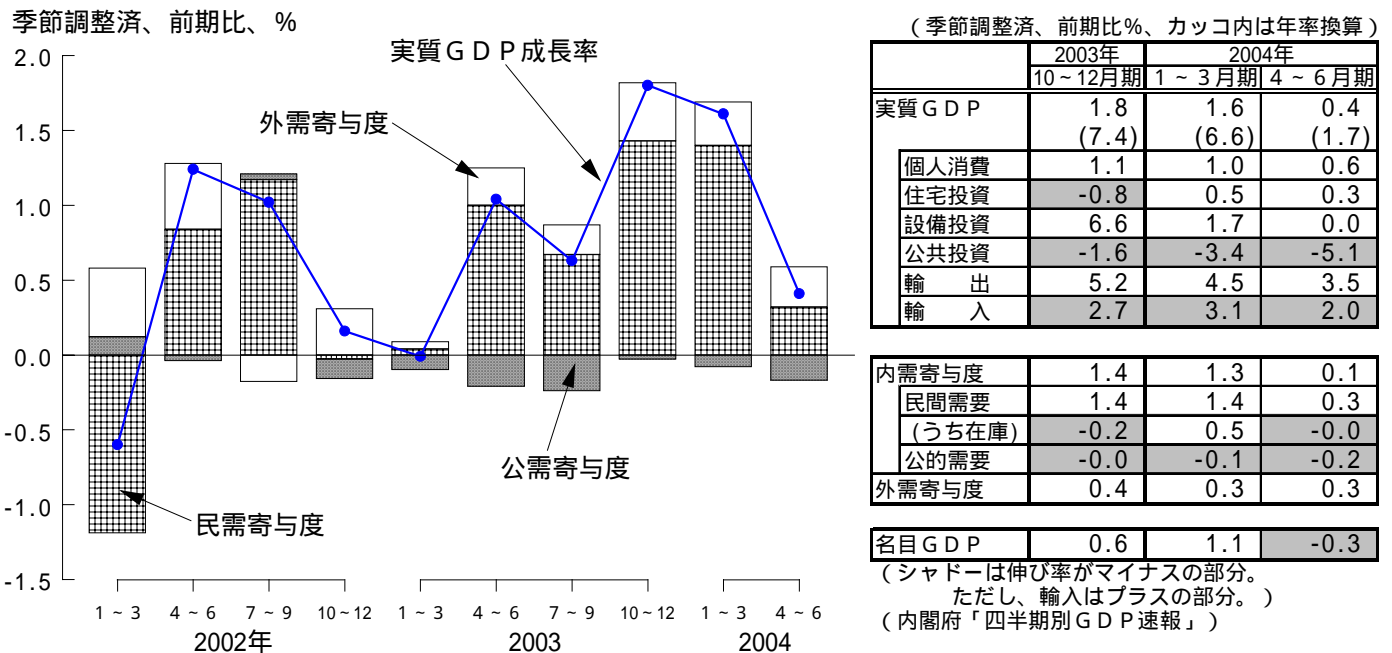
## (2004年4～6月期の実質GDPは前期比年率+1.7%に減速)

- 2004年4～6月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.4%(年率+1.7%)と5四半期連続のプラス成長となり、わが国の景気が回復基調にあることが確認された(図表1)。ただ、1～3月期の前期比+1.6%からは成長率が鈍化しており、景気回復のペースが鈍っていることも同時に示された。
- 実質GDPの内訳をみると、輸出は前期比+3.5%と比較的堅調に推移した半面で、設備投資は前期比横ばいにとどまり、個人消費も同+0.6%と前期(同+1.0%)に比べて伸びが鈍化した。また、1～3月期に成長率を0.5%ポイント押し上げた民間在庫の寄与度がゼロとなったことも、4～6月期の成長率鈍化の要因としてあげられる。公共投資は前期比-5.1%と9四半期連続で減少し、マイナス幅が前期(同-3.4%)に比べて拡大した。
- 一方、景気の実感に近いとみられる名目GDPは前期比-0.3%と昨年1～3月期以来のマイナス成長に転じた。また、総合的な物価の動向を示すGDPデフレーターは、前年同期比-2.6%と前期と同じ下落幅にとどまり、依然としてデフレの圧力が強いことを示した。

## (設備投資の増加基調は継続)

- このように4～6月期の実質GDPは減速したものの、これは2003年10～12月期(前期比年率+7.4%)、2004年1～3月期(同+6.6%)と直近2四半期続いた高成長の反動が現れたと捉えることができる。
- 4～6月期に実質ベースで前期比横ばいにとどまった設備投資に関しては、企業収益の増加や日銀短観などの主要な設備投資計画調査などから判断して、決して増加基調が崩れたわけではないとみられる。機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民間需要)をみると、4～6月期に前期比+10.3%と大幅な伸びを記録した後、続く7～

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



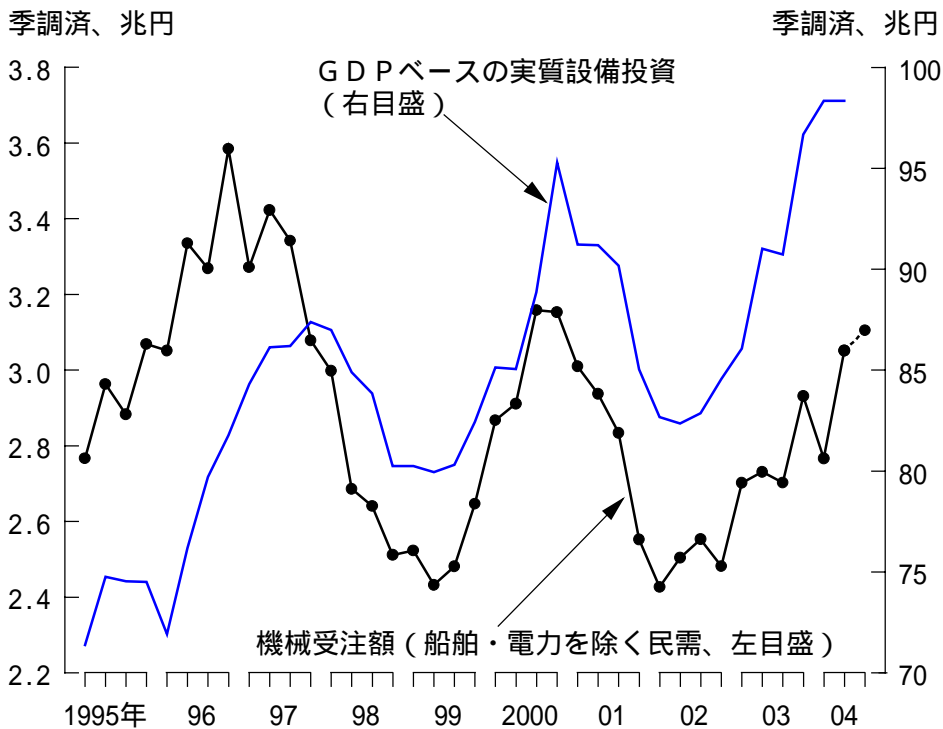
9月期の見通しも同+1.8%と小幅増加の見込みとなっている（図表2）。

- 一方、4～6月期の実質個人消費は1～3月期に比べて減速したが、GDP成長率に対する寄与度は+0.3%を確保しており、雇用情勢の改善などを背景に個人消費は総じて底堅く推移したとの判断が下せよう。アテネ五輪を前に薄型テレビなどデジタル家電の需要が好調に推移するとともに、ゴールデンウィークの曜日配列に恵まれたことから、旅行などサービス支出も増加した。ただ、4～6月期の雇用者報酬（名目）が前期比では+0.2%とわずかながら増加に転じたものの、前年同期比では-0.9%と引き続き水面下にあることが示すように家計の所得環境は依然として厳しく、これまでの個人消費の増加は必ずしも家計所得の増加に裏付けられたものではない。企業部門の回復が雇用者報酬の増加を通じて家計部門の回復につながるという前向きな循環メカニズムはいまだ明確には働いていないといえよう。

（巡航速度での安定成長を探る米国経済）

- こうしたなか、わが国の景気を展望する上でポイントとなるのは米国景気の方針である。2004年4～6月期の米国の実質GDPは季調済年率換算で前期比+3.0%と、1～3月期の同+4.5%から減速した（図表3）。内訳をみると、個人消費が耐久財の落ち込みなどにより同+1.0%と前期の同+4.1%を大きく下回ったことが目立つ。これはエネルギー価格の高騰やレーガン元大統領の国葬などにより、6月の個人消費が落ち込んだことを反映したものである。その後発表された7月の非農業部門の雇用者数が前月比+3.2万人と6月（同+7.8万人）に比べて一段と小幅な増加にとどまったこともあり、金融マーケットなどでは米国景気の回復に対する懸念が出始めている。

図表2 機械受注は増加基調で推移

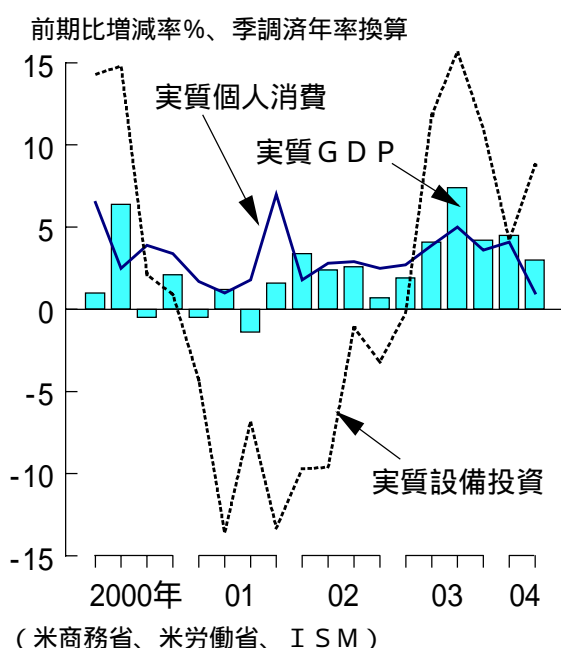


（注）2004年7～9月期の機械受注額は企業の見通し。

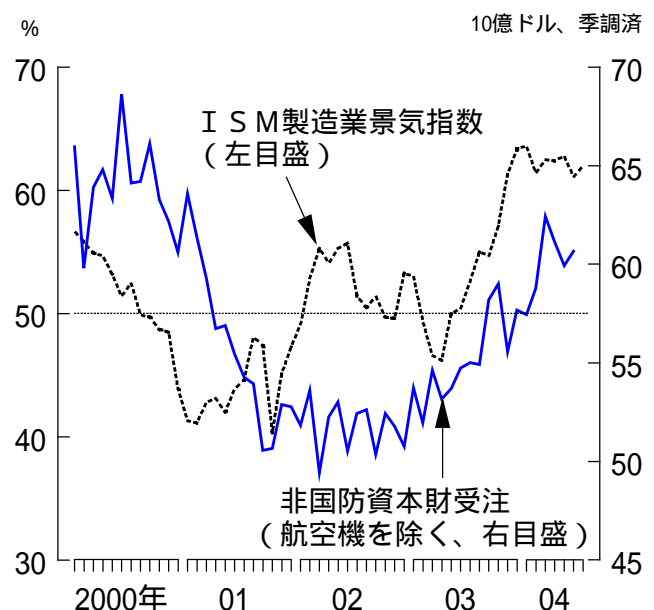
（内閣府「機械受注統計」など）

- ・ 今後を展望すると、減税効果のはく落や原油価格の高止まりが個人消費の下押し要因となり、米国景気の拡大ペースの鈍化傾向が続く公算が大きいとみられる。小刻みな利上げを受けて米長期金利が徐々に水準を切り上げるとみられることも、住宅投資など金利に敏感な需要を押し下げると見込まれる。また、今年11月の米大統領選挙でブッシュ現大統領とケリー上院議員のいずれが勝利したとしても、選挙を終えて発足した政権は財政赤字の縮小に向けて取り組むとみられ、この点が2005年以降の米景気の抑制要因となろう。
- ・ ただ、以下のような理由から、米国景気が大幅に調整する可能性は低いと考えられる。すなわち、まず第1に、雇用者数の増加テンポは今年の3月をピークに鈍化しているものの、増加基調自体は崩れておらず、雇用情勢の改善は続いている。他の雇用関連指標をみても、失業保険新規申請件数はこのところ33~34万件程度で推移しており、好不調の目安とされる40万件を大きく下回っている。また、コンファレンスボードの調査によれば、就職が難しいと感じている人の割合は昨年9月をピークに低下基調で推移している。
- ・ 第2に、企業部門は引き続き好調に推移している。4~6月期の実質GDPベースの設備投資は、季調済年率換算で前期比+8.9%と1~3月期(同+4.2%)に比べて伸びが高まった。情報化関連投資が同+8.8%と好調に推移するとともに、構築物への投資が同+5.1%と増加に転じている。設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)が増加トレンドを維持していることなどから判断して、当面、設備投資は堅調に推移する公算が大きいといえよう(図表4)。また、企業の景況感を表すISM(米供給管理協会)製造業景気指数をみると、上昇に頭打ち感が出ているものの、その水準は企業活動の拡大・縮小の分かれ目とされる50%を大きく上回って推移している。
- ・ 以上を踏まえると、今後、米国経済は3%台前半といわれる潜在成長率での安定成長を探る展開になると見込まれる。今回の景気見通しでは、2004年の米国の実質GDP成長率を+4.1%、2005年を+2.8%と予測した(いずれも前回5月予測から下方に修正)。

図表3 米GDPは足下で減速



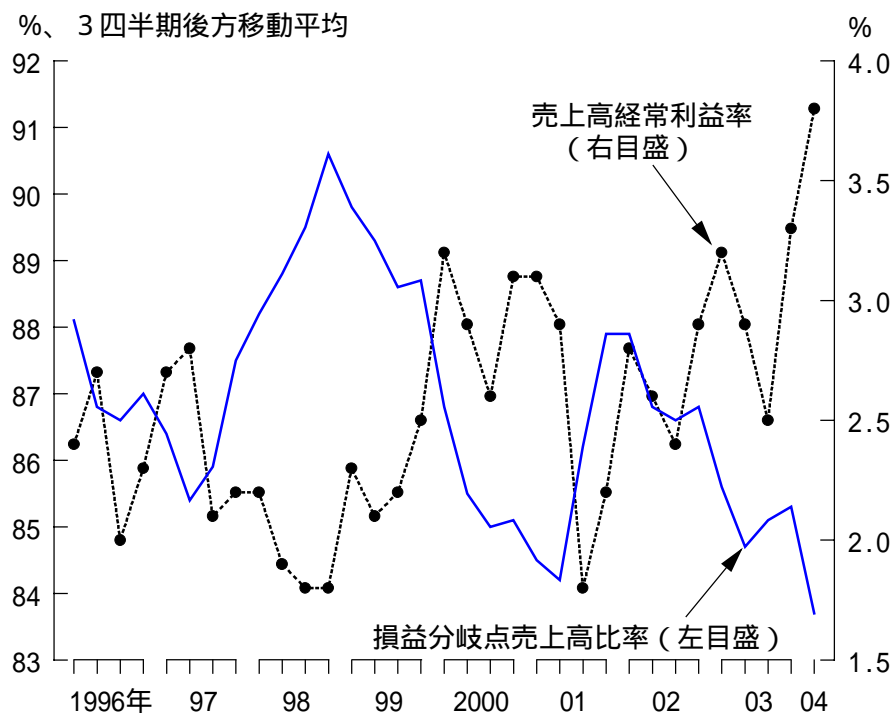
図表4 米企業部門の好調は続く



(2004年度後半から景気回復の勢いは弱まるが、大幅な調整は回避の公算)

- ・今後のわが国経済を展望すると、景気の回復力は次第に弱まる可能性が高いといえよう。すなわち、減税効果のはく落などによって米国景気の拡大テンポの鈍化傾向が続くことや、中国でも投資抑制策の効果が徐々に現れることなどを背景に、輸出の伸びは次第に鈍化すると見込まれる。また、国内では、企業の人件費抑制意欲が強く、家計所得の改善が鈍いことに加えて、2004年10月以降に年金保険料の引き上げや年金課税の強化など租税・社会保険料負担増加の影響が集中して現れることから、個人消費の景気けん引力は高まりにくいとみられる。こうした要因によって、わが国の景気は2004年度後半から2005年度前半にかけて調整局面を迎えよう。
- ・もっとも、景気がそのまま失速し、後退局面入りする公算は小さいと見込まれる。その大きな理由は、これまでのリストラによって企業の収益体質が着実に強化されている点にある。企業収益の安定度を示す損益分岐点売上高比率をみると、2002年以降、低下基調で推移している(図表5)。また、収益性を表す売上高経常利益率は、直近の2004年1~3月期に全産業ベースで3.8%と1989年1~3月期以来の高水準に達している。設備投資のけん引役が製造業であることから輸出鈍化の影響は避けられないものの、企業収益の増加を背景に設備投資は増勢を維持し、景気を下支えすると見込まれる。
- ・また、わが国の企業が総じて在庫ストックの積み上がりに対し慎重なスタンスを維持しており、今後もそうしたスタンスが続くと見込まれることから、在庫面からの循環的な調整圧力が大きく強まることは想定しにくい。加えて、米国景気は減速するとはいえ3%に近い成長率を確保するとみられ、これらの点を勘案すると、わが国の景気は比較的軽微な調整を経た後に、2005年度後半から再び持続的な回復を探る展開となろう。

図表5 進展する企業の収益体質の強化



(注) 損益分岐点とは売上高と費用が一致する点で、企業にとっての採算ライン。それが売上高の何%かをみたものが損益分岐点売上高比率。数値が低いほど収益の安定度が高い。

(財務省「法人企業統計」より作成)

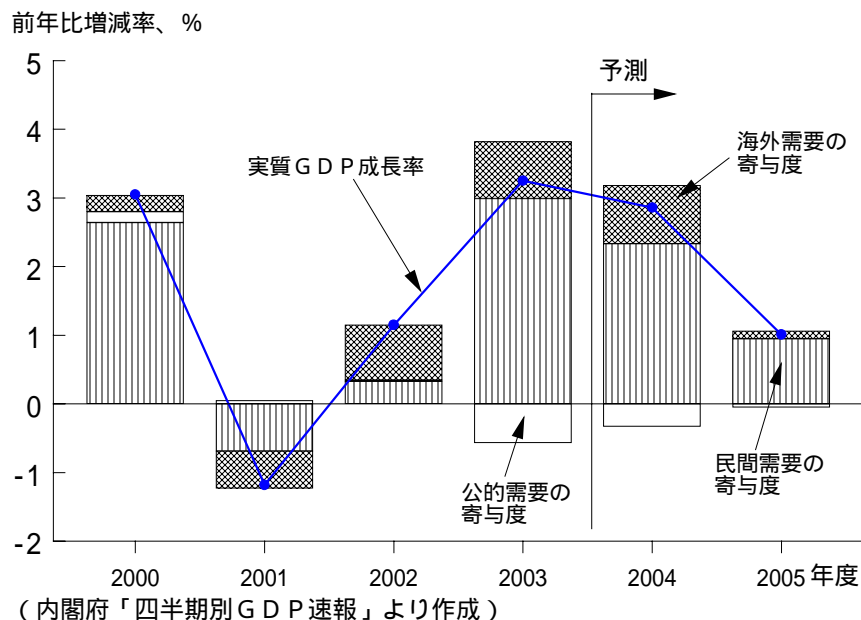
(実質経済成長率は2004年度が+2.9%、2005年度が+1.0%と予測)

- ・ 以上のような要因を踏まえ、2004年度の実質GDP成長率は+2.9%、2005年度は+1.0%と、4年連続でプラス成長を確保すると予測した(図表6)。先日発表された2004年4～6月期の実質GDPにおいて、設備投資が予想以上に弱い動きとなったことや公共投資が想定より大きく落ち込んだこと、また米国景気の減速が予想より早く始まったことなどをを受けて、当社が今年5月に発表した前回予測値(2004年度が+3.1%、2005年度が+1.3%)をいずれも下方に修正した。また、名目ベースの経済成長率は2004年度が+1.0%、2005年度が-0.2%と、2005年度には小幅ながら再びマイナス成長に陥ると予測している(前回5月予測値は2004年度が+1.2%、2005年度が-0.1%)。
- ・ なお、今回の予測の前提は、対ドル円レートは2004年度の平均が1ドル=111.1円、2005年度の平均が114.0円と緩やかな円安基調で推移する、2005年度も公共投資に対して抑制スタンスが維持される(2005年度の国の公共投資は前年度比3%減、地方単独事業も同3%減)とともに、2004年度と2005年度には公共事業の積み増しを伴う景気対策は行われぬ、などとなっている。

(原油価格の高騰が景気のリスク要因)

- ・ 景気のリスク要因としては原油価格の高騰があげられる。中国経済の拡大などを背景に世界的に原油の需要が増加する一方で、イラク情勢の混迷やロシアの大手石油会社の経営危機などによって供給不安が高まるなかで、ニューヨークの原油先物相場(WTI)は8月中旬に1バレル40ドル台後半に上昇するなど過去最高値圏で推移している。
- ・ マクロモデルを用いて、2004年7～9月期から2006年1～3月期(予測期間)まで原油価格が1バレル当たり10ドル上昇するケースを試算すると、わが国企業の収益(経常利益、全産業ベース)は2005年度に標準ケースと比べて3.4%ポイント押し下げられる。また、企業業績の悪化による設備投資の抑制などを通じて、2005年度の実質GDP成長率は0.1%ポイント低下する。こうした直接的な影響に加えて、原油高騰による米国経済や中国経済の減速が、わが国の輸出鈍化につながるという間接的な影響も懸念される。
- ・ 投機資金の流入による行き過ぎた原油高はいずれ修正されることや、先行き世界景気が減速すると見込まれることなどから、原油価格の高騰局面が長期化する可能性は低いとみられるものの、中東での地政学的リスクなどを背景とした将来的な原油供給不安が残るなかで、当面、原油価格は上振れしやすい点に注意が必要である。

図表6 実質ベースでは4年連続のプラス成長を見込む

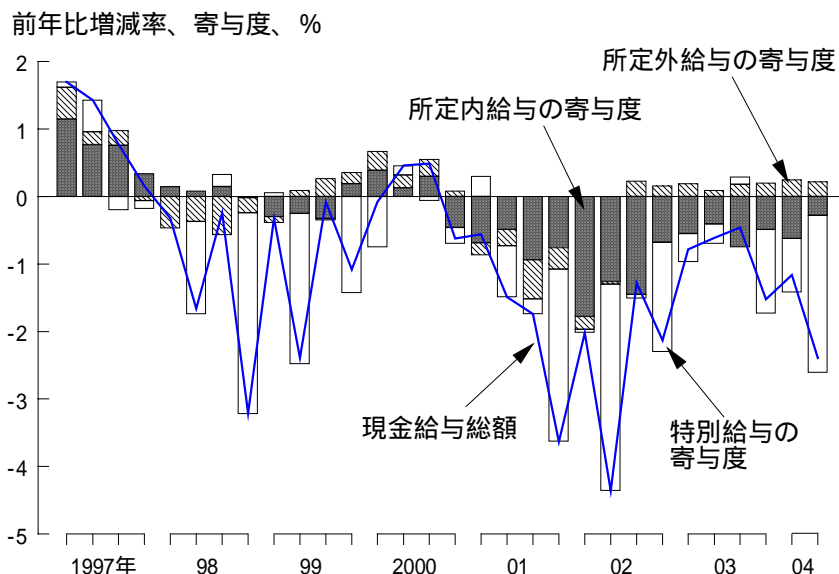


## 2. 主要な予測項目のポイント

### (個人消費 - - 所得の改善が鈍いなかで緩やかな増加にとどまる)

- ・ 4～6月期の実質個人消費は前期比+0.6%と5四半期連続で増加した。1～3月期(同+1.0%)に比べて伸びは鈍化したものの、雇用情勢の改善などにより総じて底堅く推移した。アテネ五輪を前に薄型テレビなどデジタル家電の需要が好調に推移するとともに、ゴールデンウィークの曜日配列に恵まれたことから、旅行などサービス支出も増加した。
- ・ ただ、家計の所得環境は依然として厳しく、これまでのところ所得の増加に裏付けられた消費の回復には至っていない。現金給与総額(名目賃金)の動きをみると、所定外給与は前年水準を上回って推移しているものの、企業の人件費抑制を受けて所定内給与の前年割れが定着しており、また大企業では増加が伝えられる特別給与(ボーナス)も中小企業を含めた全体では弱い動きにとどまっている(図表7)。
- ・ デフレによって売上げが伸びにくいなかで、企業の人件費抑制意欲は引き続き強く、雇用者報酬の改善テンポは、当面、緩やかなものにとどまると見込まれる。7月、8月は個人消費に猛暑という追い風が吹いたものの、所得情勢が厳しいなかでは消費全体の回復力に多くを望むことはできない。
- ・ さらに、2004年度後半からは厚生年金保険料の引き上げ(2004年10月から)や年金課税の強化(2005年1月から)などが相次いで実施され、家計の租税・社会保険料負担の一段の増加が不可避な状況にある。こうした家計の負担増は2004年度には合計で約8千億円、2005年度は約1.2兆円に達するとみられる。高齢化の進展に伴う年金給付の増加分が毎年1兆円強あることから、家計部門全体としてみれば可処分所得の減少につながるものの、負担感の高まりによる家計マインドの悪化を通じて個人消費を下押しする恐れがある。
- ・ 以上のような状況のもとで、個人消費の大幅な増加は見込みにくく、2004年度の実質個人消費を前年比+2.5%、2005年度を同+1.0%と予測した。なお、今回の予測には織り込んでいないが、2004年度の税制改正で先送りされた所得税の定率減税廃止などが2005年度に実施される可能性があり、先行きの個人消費の下押し要因として懸念される。

図表7 家計の所得情勢は依然として厳しい



(注) 第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。  
 なお、2004年第2四半期は6月の数値。

(厚生労働省「毎月勤労統計」より作成)

(住宅投資 - - 所得情勢に対する先行き不透明感が強いなかで弱い動きが続く)

- ・ 4～6月期の実質住宅投資は前期比+0.3%と2四半期連続の増加となった。ただ、これは1～3月期の新設住宅着工戸数が前期比+2.8%と増加した影響が、工事進捗ベースの住宅投資に遅れて現れたためである。4～6月期の住宅着工戸数は、貸家と分譲住宅の減少によって前期比-4.4%と落ち込んでいる。
- ・ 今後、住宅ローン減税の縮小<sup>(注)</sup>や長期金利の上昇をにらんだ駆け込み需要が発生する可能性はあるものの、家計所得の先行き不透明感から住宅取得意欲の盛り上がりは期待できず、住宅投資は弱い動きが続こう。
- ・ 新設住宅着工戸数は2004年度が116.1万戸(前年比-1.0%)、2005年度が114.6万戸(同-1.4%)と予測。また、実質住宅投資は2004年度が前年比+0.5%、2005年度が同-1.5%と予測した。

(注) 現行の住宅ローン減税は2005年から2008年にかけて段階的に縮小される。

(設備投資 - - 企業収益の改善から増加基調は続くが、そのテンポは徐々に鈍化)

- ・ 4～6月期の実質設備投資は前期比+0.0%と横ばいにとどまった。ただ、企業収益の好調が続いていることや先行指標の機械受注が足下で大幅に増加していること、主要な設備投資計画調査で2004年度の投資計画額が前年比増となっていることなどからみて、設備投資の増加基調は続いていると判断できる。
- ・ 例えば、日本政策投資銀行が8月に発表した設備投資計画調査では、2004年度の投資額は全産業ベースで前年比+6.9%となり、特に製造業では同+18.8%とバブル崩壊後初めて2年連続の2けた増となっている。業種別には、主力の電気機械がデジタル家電需要の拡大などを背景に半導体や薄型ディスプレイなどの投資が積極化し、前年比+18.6%と2年連続で2けた増となった。また、自動車についても新型車への対応などで同+20.7%と大きく増加している。さらにこうした動きが関連分野に広がり、精密機械(前年比+70.1%)や窯業・土石(同+33.6%)、非鉄金属(同+15.2%)などでも大幅な増加となっている。一方、非製造業では前年比+1.3%と小幅ながら4年ぶりに増加に転じる。
- ・ 上記のように今後も設備投資のけん引役は製造業が担うと見込まれることから、先行き輸出の増勢鈍化の影響は避けられない。ただ、前述のように既往のリストラによって企業の収益体質が着実に強化されていることから、今後も企業収益の増益基調は続く公算が大きく、設備投資も増勢を維持しよう。
- ・ また、企業が新規投資を上回るペースで古い設備を廃棄していることから、2004年1～3月期の民間企業の資本ストックは前年同期に比べて0.1%減少した。このように資本ストックの積み上がりが見られない点を踏まえると、2004年度後半から2005年度にかけて設備投資の調整圧力が大きく強まる可能性は低いと見込まれる。
- ・ 以上から、2004年度の実質設備投資は前年比+5.9%、2005年度は同+3.0%と予測した。



(輸出 - - 海外景気の減速を受けて次第に伸びが鈍化)

- ・ 4～6月期の実質輸出は前期比+3.5%と堅調に推移した。これで10四半期連続の増加となったが、1～3月期(同+4.5%)に比べて増勢は鈍化している。通関ベースの輸出数量指数(季調値)で地域別の動きをみると、4～6月期は中国を中心とするアジア向けの輸出数量が前期比-1.8%と、2003年4～6月期以来の減少となった。また米国向けは前期比+0.4%と1～3月期(同+1.5%)に比べて伸びが鈍化している。
- ・ 今後を展望すると、減税効果のはく落などによって米国景気の拡大テンポの鈍化が続くことや、中国でも投資抑制策の効果が現れること、2003年度後半の円高の影響が時間差を伴って顕在化することなどから、2004年度後半から2005年度前半にかけて、輸出の伸びが徐々に鈍化する公算が大きい。もっとも、米雇用情勢の緩やかな回復や設備投資の増加などから、米国景気が失速する可能性は低く、わが国の輸出も増勢を維持すると見込まれる。
- ・ GDPベースの実質輸出は2004年度が前年比+12.0%、2005年度が同+1.5%と予測した。

図表 8 2004年度・2005年度のわが国経済の見通し（2004年8月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2003年度 実績	2004年度			2005年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート(円/ドル)	113.0	111.1	110.1	112.0	114.0	113.0	115.0
米国実質GDP(暦年)	3.0	4.1	[ 4.0 ]	[ 2.8 ]	2.8	[ 2.7 ]	[ 3.0 ]

（注）この他に2004年度と2005年度には公共事業の積み増しを伴う景気対策は行われないことなどを前提としている。

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2003年度 実績	2004年度			2005年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質国内総支出(GDP)	3.3	2.9	[ 1.4 ]	[ 0.4 ]	1.0	[ 0.3 ]	[ 0.6 ]
個人消費	1.5	2.5	[ 1.3 ]	[ 0.5 ]	1.0	[ 0.5 ]	[ 0.6 ]
住宅投資	0.3	0.5	[ 0.6 ]	[ 1.0 ]	1.5	[ 0.8 ]	[ 0.5 ]
設備投資	12.3	5.9	[ 1.9 ]	[ 2.1 ]	3.0	[ 0.7 ]	[ 1.1 ]
政府消費	1.0	1.5	[ 0.8 ]	[ 0.6 ]	1.4	[ 0.6 ]	[ 0.8 ]
公共投資	12.1	11.1	[ 7.5 ]	[ 2.5 ]	5.6	[ 2.8 ]	[ 2.9 ]
輸出	11.0	12.0	[ 6.5 ]	[ 1.1 ]	1.5	[ 0.5 ]	[ 1.1 ]
輸入	4.9	7.1	[ 3.9 ]	[ 0.5 ]	1.0	[ 0.3 ]	[ 0.7 ]
寄与度							
国内需要	2.4	2.0	[ 0.9 ]	[ 0.3 ]	0.9	[ 0.3 ]	[ 0.5 ]
民間需要	3.0	2.3	[ 1.2 ]	[ 0.4 ]	0.9	[ 0.3 ]	[ 0.5 ]
公的需要	0.6	0.3	[ 0.2 ]	[ 0.0 ]	0.0	[ 0.0 ]	[ 0.0 ]
海外需要	0.8	0.9	[ 0.5 ]	[ 0.1 ]	0.1	[ 0.0 ]	[ 0.1 ]
名目国内総支出	0.8	1.0	[ 0.4 ]	[ 0.3 ]	0.2	[ 0.2 ]	[ 0.2 ]
新設住宅着工戸数(万戸)	117.4	116.1	59.7	56.5	114.6	58.7	55.9
(前年比増減率、%)	2.5	1.0	1.0	1.1	1.4	1.7	1.0
鉱工業生産	3.5	5.9	[ 3.5 ]	[ 1.4 ]	2.1	[ 0.7 ]	[ 1.0 ]
国内企業物価	0.5	1.1	1.1	1.0	0.3	0.1	0.4
消費者物価	0.2	0.3	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2
完全失業率(%)	5.2	4.7	4.6	4.7	4.7	4.8	4.6

（注）民間需要 = 個人消費 + 住宅投資 + 設備投資 + 民間在庫投資、 公的需要 = 政府消費 + 公共投資 + 公の在庫投資  
国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入