

2004年度・2005年度の景気予測（2004年11月改訂）

- 景気は先行き調整色を強めるものの、失速は回避の公算 -

要 旨

- わが国の景気は回復基調で推移しているものの、回復のテンポが次第に緩やかとなっている。2004年7～9月期の実質GDPは前期比+0.1%にとどまり、1～3月期以降、3四半期連続で成長率が鈍化した。内訳をみると、個人消費が底堅く推移する一方、これまで景気をけん引してきた輸出と設備投資の回復力が弱まっている。
- 今後の大きなカギを握る米国経済は、減税効果のはく落や原油高などにより、先行き拡大ペースの鈍化が予想される。ただ、雇用情勢の改善が個人消費を下支えすることや、企業収益の増加を背景に設備投資が拡大すると見込まれることなどから、米景気が大幅に調整する可能性は低い。米国経済は安定成長を探る展開となろう。
- わが国経済を展望すると、2004年度末に向けて景気の調整色が強まろう。海外景気の減速やIT関連財の在庫調整を背景に、輸出と設備投資の景気けん引力が低下傾向をたどると見込まれる。家計所得の改善が鈍いことに加えて、社会保険料負担の増大などにより個人消費の大幅な増加は期待しにくい。もっとも、企業の収益力が既往のリストラによって大幅に向上していることから、設備投資の増加基調が崩れることは見込みにくく、そのため景気が失速する公算は小さいとみられる。2005年度後半以降、IT関連財の在庫調整が一巡し、米国を中心に海外景気が再び上向くことなどによって、わが国の景気は再度持続的な回復を探る展開になろう。
- 2004年度の実質GDP成長率は+2.6%、2005年度は+1.2%と予測した。景気の減速などにより消費者物価が前年比プラスに転じるのは2005年度後半になると見込まれる。日本銀行の量的緩和策解除の時期は早くても2006年度前半となろう。

予測の要約表

（前年比、%）

（参考）前回8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)	3.2	2.6	1.2	2.9	1.0
民間需要寄与度	3.0	2.5	1.2	2.3	1.0
公的需要寄与度	▲0.6	▲0.5	0.0	▲0.3	▲0.0
海外需要寄与度	0.8	0.5	0.0	0.9	0.1
名目GDP	0.8	0.7	0.0	1.0	▲0.2

【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

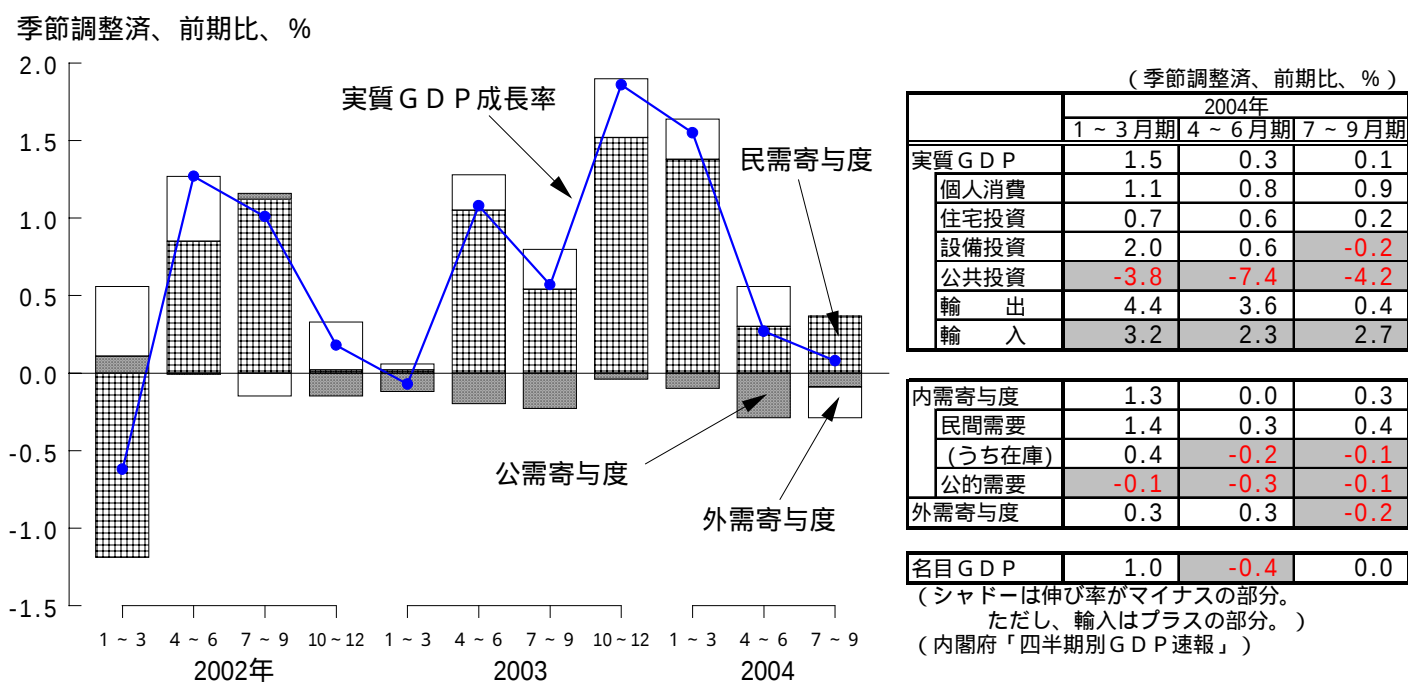
(2004年7～9月期の実質GDPは前期比年率+0.3%に減速)

わが国の景気は引き続き回復基調で推移しているものの、回復のテンポが次第に緩やかとなっている。2004年7～9月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.1%(年率+0.3%)と6四半期連続のプラス成長となった(図表1)。ただ、成長率は4～6月期(前期比+0.3%)からさらに鈍化しており、2004年1～3月期以降、3四半期連続の低下となっている。

実質GDPの内訳をみると、内需では個人消費が前期比+0.9%と底堅く推移するとともに、住宅投資も同+0.2%と3四半期連続の増加となった。しかしその半面、設備投資は前期比-0.2%と小幅ながらも2003年7～9月期以来の減少に転じ、また公共投資は同-4.2%と引き続き成長率を押し下げた。一方、輸出は前期比+0.4%と4～6月期の同+3.6%から増勢が大きく鈍化した。アジア向け輸出が好調な半面で、米国向け輸出が弱含んでいる。輸入が同+2.7%と前期より伸びが高まったこともあり、外需の実質GDP成長率への寄与度は-0.2%と2002年7～9月期以来のマイナスとなった。これまで景気をけん引してきた輸出と設備投資の回復力が、ここにきて弱まりつつあるといえよう。

他方、企業の生産面からも景気が調整局面に入りつつあることがうかがえる。7～9月期の鉱工業生産指数は前期比-0.7%と2003年4～6月期以来の低下となった。業種別にみると、これまで生産をけん引してきた電子部品・デバイス(同-1.6%)などの低下が顕著であり、IT(情報技術)・デジタル関連分野での在庫調整が始まっている。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



2. 景気の見通し

(年率 3 % 台での安定成長を探る米国経済)

今後のわが国経済を展望する上で大きな力ギを握るのは米国景気の方針である。2004年 7 ~ 9 月期の米国の実質 GDP は季調済年率換算で前期比+3.7%と 4 ~ 6 月期(同+3.3%) から伸びを高め、米景気が底堅く推移していることを示した(図表 2)。内訳をみると個人消費は自動車など耐久財の大幅増加によって同+4.6%となり、低調だった前期(同+1.6%) から持ち直している。また、設備投資も産業機械や輸送用機械などの増加により同+11.7%と 4 ~ 6 月期(同+12.5%) に続いて高い伸びを示しており、景気のけん引役を果たした。

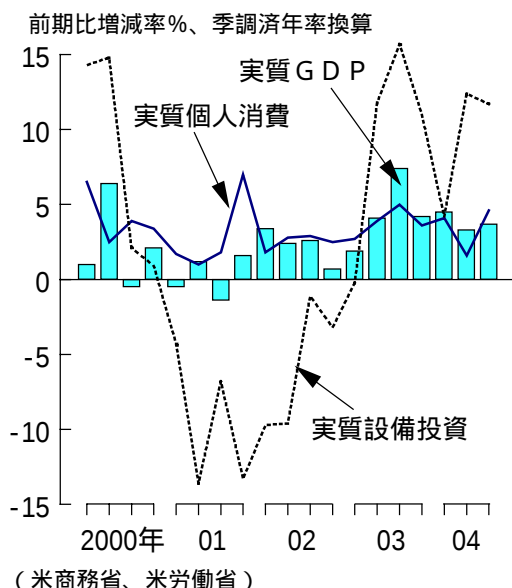
ただ、米国景気の回復力に力強さは感じられない。9 月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%にとどまり、生産は 8 月以降足踏み状態にある。また、企業の景況感を表す I S M 製造業景気指数をみると、10 月は 56.8 と企業活動の拡大・縮小の分かれ目とされる 50% を引き続き上回っているものの、3 か月連続で前月の水準を下回った。消費者信頼感指数も 8 月以降 3 か月連続で低下しており、原油価格の高騰などを受けて消費者心理も弱含んでいる。

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が次第に鈍化する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、住宅投資や耐久財消費など金利に敏感な需要を押し下げよう。

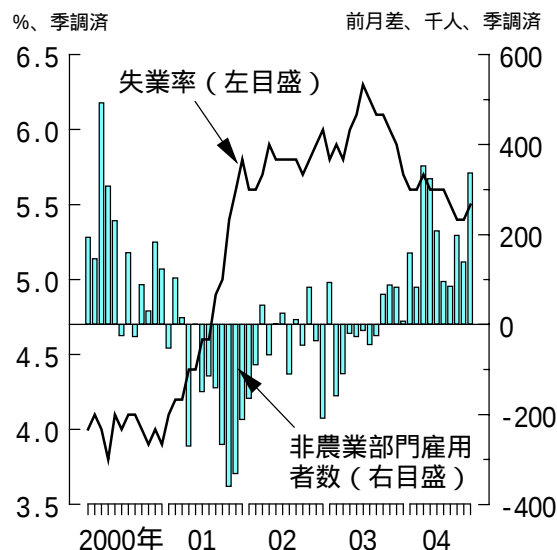
ただ、以下のような理由から、米国景気が大幅に調整する可能性は低いと考えられる。すなわち、まず第 1 に、雇用の増加が続いている点である。10 月の非農業部門の雇用者数は前月比 33.7 万人増と、増加幅は前月(同 13.9 万人増) を大きく上回り、14 か月連続の増加となった(図表 3)。10 月はハリケーン被害の復興需要などにより建設業の雇用者数が大きく増加した(同 +7.1 万人) という特殊要因があるものの、その点を割り引いても雇用情勢の着実な改善を示す内容であったといえよう。雇用情勢の改善は個人消費を下支えすると見込まれる。第 2 に、企業収益の増加を背景に設備投資が引き続き拡大するとみられる点である。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) が増加基調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。

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 +4.4%、2005 年を +3.2% と予測した(いずれも前回 8 月予測から上方に修正)。

図表 2 米景気は底堅く推移



図表 3 米雇用の回復基調は継続



（設備投資の景気けん引力は低下するものの、企業収益の改善から増勢は維持）

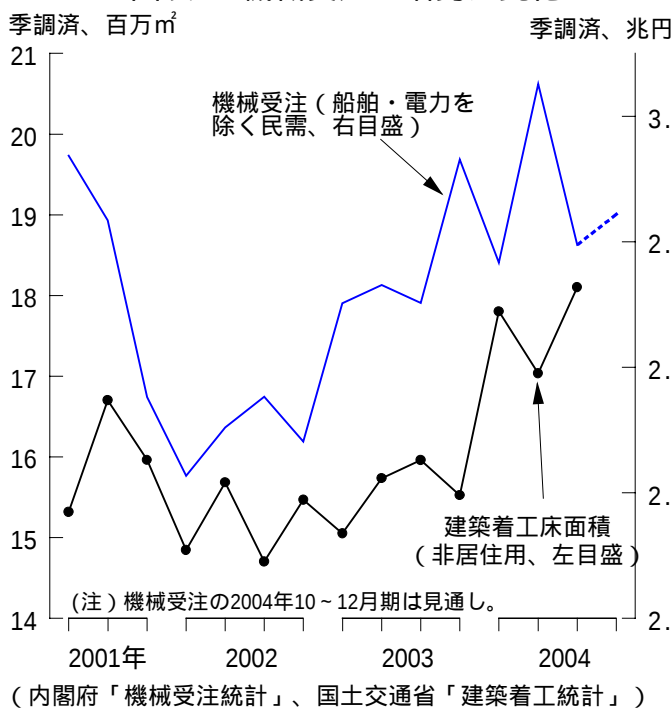
次に、国内では設備投資の動向が注目される。先にみたようにGDPベースの実質設備投資は7～9月期に前期比-0.2%と小幅ながらも2003年7～9月期以来の減少に転じた。機械投資の一致指標とされる資本財出荷（除く輸送機械）が7～9月期に前期比+1.4%と4～6月期（同+5.6%）に比べて減速したものの、プラスの伸びを維持した点を踏まえると、7～9月期の実質設備投資の減少は台風の上陸により建設投資が一時中断した影響が現れたものとみられる。同期の実質設備投資は前年同期比でみると+8.8%と高い伸びを維持しており、企業収益の増加などを背景に設備投資の回復基調は続いていると判断できよう。

ただ、輸出の増勢鈍化やIT・デジタル関連分野での在庫調整を受けて、設備投資の勢いは明らかに鈍っている。先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）は4～6月期に前期比+10.3%と大幅な伸びを記録した後、7～9月期は同-8.4%と減少に転じた（図表4）。続く10～12月期の受注見通しは前期比+1.8%と増加が見込まれているが、平均達成率によるかさ上げ分^{（注）}を考慮すれば、横ばい圏での動きといえよう。こうした点から判断して、設備投資の景気けん引力は今年度末にかけて低下傾向をたどるとみられる。

もっとも、既往のリストラによって企業の収益体質は大幅に強化されている。企業収益の安定度を示す損益分岐点売上高比率（全産業ベース）をみると、このところ低下基調が鮮明となっており、直近の2004年4～6月期には90年頃のレベルにまで低下している（図表5）。建設投資の先行指標である建築着工床面積（民間非居住用）が7～9月期に前期比+6.3%と再び増加に転じたことも、今後の設備投資の支援材料といえよう。

（注）機械受注の見通しは過去3期分の平均達成率（実績／見通し）を乗じて算出されている。2004年10～12月期の場合、過去3期分の平均達成率は101.3%となっており、公表の見通し額が単純集計値より1.3%程度高めに出ている点に注意が必要。

図表4 機械受注は増勢が鈍化



図表5 進展する企業の収益体質強化



（所得改善の鈍さや社会保険料負担の増大などにより個人消費の本格回復は期待薄）

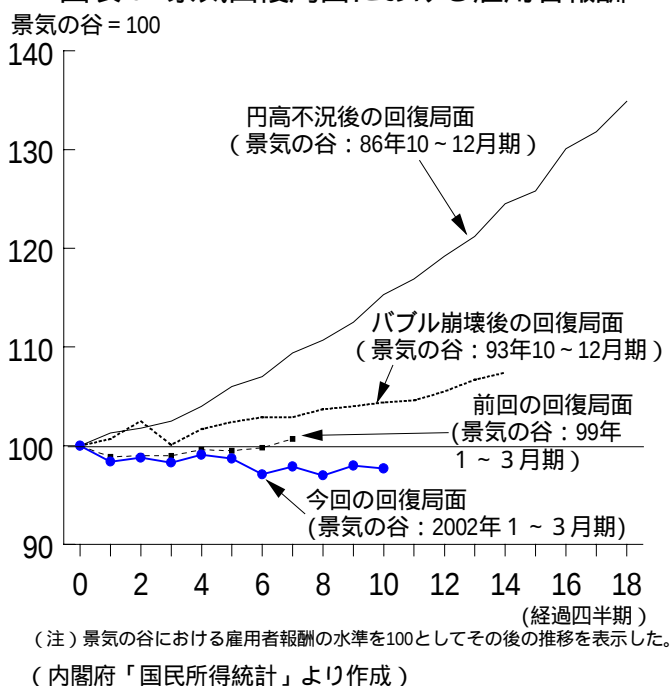
一方、家計部門をみると、7～9月期の実質個人消費は前期比+0.9%と6四半期連続で増加し、景気を下支えした。アテネ五輪開催により液晶テレビなどデジタル家電の需要が好調に推移した。ただ、同期の雇用者報酬（名目）が前年比+0.1%の微増にとどまったことが示すように、消費の元手となる家計所得の回復力は依然として弱く、個人消費の回復は引き続き消費者心理の改善に多くを依存している。

雇用・所得環境をみると、雇用者数は女性を中心に増加しているものの、賃金は弱い動きが続いている。7～9月期の現金給与総額は所定内給与の減少により前年比-0.2%と5四半期連続の前年割れとなった。企業の人件費抑制スタンスの継続によって、今回の回復局面における雇用者報酬の改善テンポは、過去の景気回復局面と比べて明らかに鈍いものとなっている（図表6）。法人企業統計によれば、全産業ベース（資本金1千万円以上の企業）の労働分配率は2001年後半をピークに、その後低下基調で推移している（図表7）。バブル崩壊後に上昇した労働分配率の修正は足下において概ね終了したとみられるものの、80年代の平均よりは依然として高い水準にあり、この点から企業の人件費抑制傾向は今後続く可能性が高いとみられる。

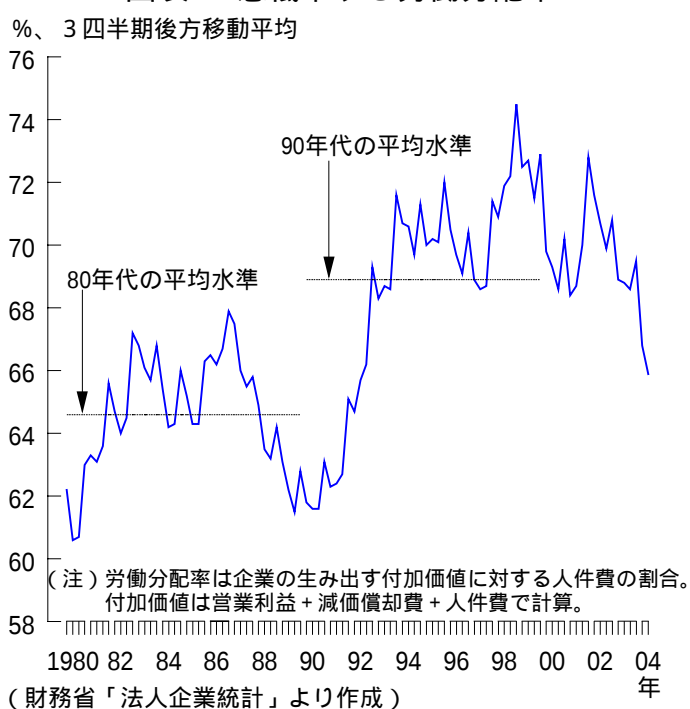
さらに、2004年10月から厚生年金保険料が引き上げられるなど、家計の租税・社会保険料負担は先行き高まる方向にある。こうした家計の負担増は2004年度には合計で約8千億円、2005年度は約1.2兆円に達するとみられる。高齢化の進展に伴う年金給付の増加分が毎年1兆円強あることから、家計部門全体としてみれば可処分所得の減少につながらないものの、負担感の高まりによる家計マインドの悪化を通じて個人消費を下押しする恐れがある。

以上のような状況のもとで、今後も個人消費の景気けん引力に大きな期待はできない。なお、2005年度の税制改正において定率減税の縮小・廃止が焦点となっている。仮に現行の減税（約3.3兆円）を2006年1月から2年間かけて半分ずつ段階的に縮小した場合、今回の予測期間内（2005年度まで）での景気への影響は軽微なものの、2006年度のGDP成長率は0.2ポイント程度押し下げられる。

図表6 景気回復局面における雇用者報酬



図表7 急低下する労働分配率



（景気は2004年度末に向けて調整色が強まるものの、失速の可能性は低い）

以上のような要因を踏まえた上で今後のわが国経済を展望すると、当面、景気の回復力は弱まる方向にあると見込まれる。

すなわち、まず企業部門では、減税効果のはく落などによって米国景気の拡大テンポが鈍化することや、中国でも投資抑制策や利上げの効果が現れることなどを背景に、輸出の伸びがしばらくは高まりにくい。こうした輸出の足踏みに加えて、ＩＴ・デジタル関連分野での在庫調整を背景に、企業の生産活動も横ばい圏での推移が続こう。機械受注の動きなどから判断して、設備投資の景気けん引力も2004年度末にかけて低下傾向をたどると見込まれる。

一方、家計部門では、雇用情勢の改善などにより個人消費が底堅く推移すると予想される。ただ、所得の改善が鈍いことに加えて、租税・社会保険料負担が先行き高まる方向にあるため、個人消費の大幅な増加は期待しにくい。こうした要因から、わが国の景気は2004年度末に向けて調整色が強まろう。

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。その理由は、まず第１に、これまでのリストラによって企業の収益力が大幅に向上している点である。輸出や生産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競争力の維持・強化のための設備投資などは引き続き行われよう。第２に、米国景気は減速するとはいえ３％台前半の成長率を確保するとみられる点である。輸出の伸びは低下するものの、大幅に下振れする可能性は低いと見込まれる。2005年度後半以降、ＩＴ関連財の在庫調整が一巡し、また米国を中心に海外景気が再び上向くことなどによって、わが国の景気は企業部門を中心に再度持続的な回復を探る展開になろう。

（実質経済成長率は2004年度が+2.6％、2005年度が+1.2％と予測）

以上から、実質ＧＤＰ成長率は2004年度が+2.6％（前回８月予測時は+2.9％）、2005年度が+1.2％（同+1.0％）と予測した（図表８）。2004年７～９月期の実質ＧＤＰ実績値が当社の予測を下回ったことから2004年度の見通しを下方修正する一方で、米国景気の基調が予想以上にしっかりしているため、2005年度の見通しを上方修正した。

なお、物価に関しては、国内企業物価は原油価格の上昇など反映して2004年度中は上昇を続けると見込まれるものの、2005年度は世界景気の成長鈍化により原油価格が落ち着きを取り戻すとみられ、緩やかな上昇となろう（国内企業物価は2004年度が前年比+1.5％、2005年度が同+0.3％と予測）。一方、消費者物価は、2004年度末に向けて景気の調整色が強まることに加えて、2005年度前半までは前年の米価高騰の反動が出ることなどから、引き続き前年比小幅マイナスでの推移が見込まれる。消費者物価の前年比上昇率が小幅ながらもプラスに浮上するのは2005年度後半となろう（消費者物価は2004年度が前年比-0.2％、2005年度が同+0.0％と予測）。

こうした状況下、日本銀行の量的金融緩和策が解除されるためには、コア消費者物価が基調的に前年比プラスとなることが最低条件である。コア消費者物価が再び前年比マイナスとならないだけの糊代を考慮すれば、量的緩和策解除の時期は早くても2006年度前半になると見込まれる。

図表 8 2004年度・2005年度のわが国経済の見通し（2004年11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	107.7	109.8	105.5	110.0	109.0	111.0
米国実質GDP(暦年)	3.0	4.4	[4.1]	[3.5]	3.2	[3.0]	[3.2]

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	2004年度			2005年度		
		実 績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実質国内総支出（ G D P ）		3 . 2	2 . 6	[1 . 1]	[0 . 4]	1 . 2	[0 . 3]	[0 . 7]
	個 人 消 費	1 . 4	3 . 2	[1 . 8]	[1 . 2]	1 . 7	[0 . 5]	[0 . 6]
	住 宅 投 資	0 . 3	1 . 1	[1 . 0]	[▲ 0 . 6]	▲ 1 . 1	[▲ 0 . 7]	[▲ 0 . 1]
	設 備 投 資	1 2 . 3	5 . 0	[1 . 5]	[0 . 2]	1 . 7	[0 . 5]	[1 . 5]
	政 府 消 費	1 . 0	1 . 7	[0 . 9]	[0 . 7]	1 . 5	[0 . 7]	[0 . 8]
	公 共 投 資	▲ 1 2 . 5	▲ 1 5 . 4	[▲ 1 1 . 1]	[▲ 2 . 5]	▲ 5 . 3	[▲ 2 . 7]	[▲ 4 . 4]
	輸 出	1 1 . 0	1 1 . 0	[6 . 0]	[0 . 6]	1 . 9	[0 . 6]	[1 . 7]
	輸 入	4 . 9	9 . 5	[5 . 2]	[2 . 6]	2 . 6	[0 . 9]	[0 . 8]
寄与度	国内需要	2 . 4	2 . 0	[0 . 8]	[0 . 6]	1 . 2	[0 . 3]	[0 . 6]
	民間需要	3 . 0	2 . 5	[1 . 2]	[0 . 6]	1 . 2	[0 . 3]	[0 . 6]
	公 的 需 要	▲ 0 . 6	▲ 0 . 5	[▲ 0 . 4]	[0 . 0]	0 . 0	[▲ 0 . 0]	[▲ 0 . 0]
	海外需要	0 . 8	0 . 5	[0 . 3]	[▲ 0 . 2]	0 . 0	[0 . 0]	[0 . 2]
名 目 国 内 総 支 出		0 . 8	0 . 7	[0 . 1]	[0 . 1]	0 . 0	[▲ 0 . 2]	[0 . 2]
新設住宅着工戸数（万戸）		1 1 7 . 4	1 1 7 . 7	6 1 . 8	5 5 . 9	1 1 6 . 3	6 0 . 6	5 5 . 7
（前年比増減率、％）		2 . 5	0 . 3	2 . 6	▲ 2 . 1	▲ 1 . 2	▲ 2 . 0	▲ 0 . 3
鉱 工 業 生 産		3 . 5	4 . 4	[2 . 5]	[0 . 6]	1 . 6	[0 . 7]	[1 . 5]
国 内 企 業 物 価		▲ 0 . 5	1 . 5	1 . 3	1 . 7	0 . 3	0 . 4	0 . 2
消 費 者 物 価		▲ 0 . 2	▲ 0 . 2	▲ 0 . 2	▲ 0 . 1	0 . 0	▲ 0 . 1	0 . 1
完 全 失 業 率 （ % ）		5 . 1	4 . 7	4 . 7	4 . 8	4 . 7	4 . 7	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 + 公的在庫投資
国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入