

2004年度・2005年度の景気予測（2004年12月改訂）

－05年度上期まで景気の調整局面が継続、下期には再び持続的な回復を探る－

要 旨

- わが国の景気は、①米国経済の成長鈍化に伴う輸出の伸び悩みや、② I T・デジタル関連分野における在庫調整などを背景に、2004年度前半から回復のテンポが緩やかとなっている。秋口以降は、輸出や生産の増勢鈍化を受けて設備投資の先行指標にかけりがみられ、また底堅さを維持してきた個人消費にも弱めの動きが現れるなど、景気の減速感が次第に強まっている。
- 今後を展望すると、2004年度後半から2005年度前半にかけて、景気の調整色が強まる可能性が高い。すなわち、米国や中国など海外景気の減速や I T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弱まろう。また、企業の人件費抑制の継続を背景に家計所得の改善が鈍いことに加えて、租税・社会保険料負担が高まる方向にあるため、個人消費の伸びは小幅にとどまると見込まれる。
- 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おり、設備投資の増加基調が崩れることは考えにくい。また、米国景気は減速するとはいえ拡大基調を維持するとみられることなどを勘案すると、わが国の景気が腰折れする公算は小さいといえよう。2005年度後半以降、I T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ると見込まれる。
- 2004年度の実質 G D P 成長率は+1.8%、2005年度は+0.9%と予測した。国内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年度後半になると予想される。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11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 G D P (国内総支出)	1. 9	1. 8	0. 9	2. 6	1. 2
民間需要寄与度	1. 5	1. 7	0. 8	2. 5	1. 2
公的需要寄与度	▲ 0. 4	▲ 0. 4	0. 0	▲ 0. 5	0. 0
海外需要寄与度	0. 8	0. 5	0. 1	0. 5	0. 0
名目 G D P	0. 8	0. 6	0. 0	0. 7	0. 0

【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

(景気は2004年度前半から減速傾向)

わが国の景気は、2004年度前半から回復のテンポが緩やかとなっている。

内閣府が12月に発表した2004年7～9月期のGDP(国内総生産)統計(2次速報値)では過去にさかのぼって数値が改訂^(注)され、実質GDPは2004年1～3月期に前期比+1.7%の高い伸びを記録した後、4～6月期が同-0.1%、7～9月期が同+0.1%と、2004年度前半は2四半期連続でほぼゼロ成長となった(図表1)。

景気減速の主因は、①米国経済の成長鈍化に伴う輸出の伸び悩みと、②IT(情報技術)・デジタル関連分野における在庫調整である。

すなわち、アジア向け輸出が堅調に推移する半面で、米国向け輸出が弱含んでおり、7～9月期のGDPベースの実質輸出は前期比+0.6%と、4～6月期の同+3.4%から増勢が大きく鈍化した。また、通関ベースの輸出数量指数は10月が前月比-1.9%、11月が同-0.9%と2か月連続で低下している。

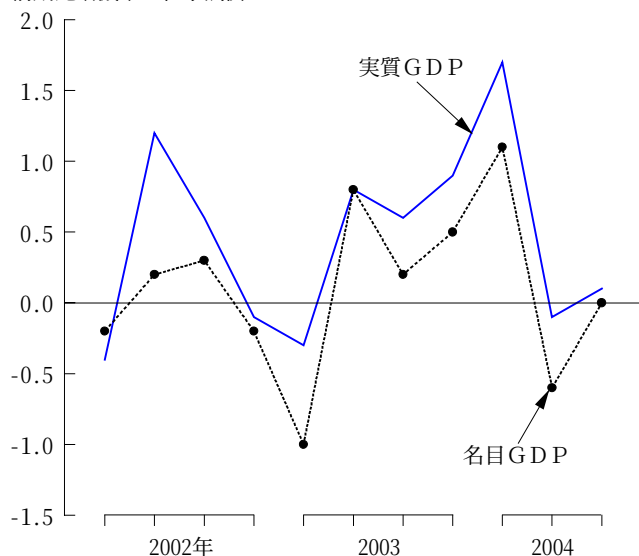
一方、鉱工業生産指数は2004年5月をピークに頭打ち感が強まっている。11月の生産指数は前月比+1.5%と3か月ぶりに増加したものの、12月の予測指数の伸び率(同-0.9%)を当てはめると10～12月期の生産指数は前期比-0.8%となる。このところ生産の実績値が予測指数を下回る状況にあることを踏まえると、7～9月期(前期比-0.7%)に続いて10～12月期も生産が前期比で減少する可能性が高まっている。

業種別には、鉄鋼などの生産が底堅く推移する半面で、液晶や半導体などの電子部品・デバイスの落ち込みが顕著である。電子部品・デバイスでは在庫が大幅に増加しており、目先は在庫削減のための生産調整圧力が強まる公算が大きい。もっとも、企業が2000年のITブーム時に比べて今回は早めに生産調整に踏み切ったことや、ITブーム時の生産調整期間が概ね1年程度であった点などから判断して、2005年度前半にはIT関連財の調整圧力が弱まってくるとみられる(図表2)。

(注)今回のGDP改訂では、通常の追加基礎統計の反映に加えて、より実態に近いデフレーター(連鎖方式デフレーター)の導入や個人消費の推計方法の変更などが行われ、実質値を中心に過去にさかのぼって大きく修正された。たとえば、2003年度の実質GDP成長率は1次速報時点の+3.2%から、今回+1.9%へと大幅に下方修正されている。

図表1 04年度上期は2四半期連続でほぼゼロ成長

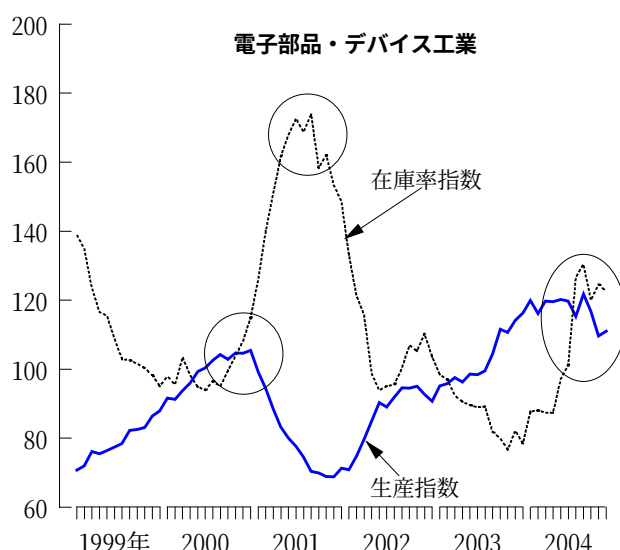
前期比増減率%、季調済



(内閣府「四半期別GDP速報」)

図表2 今回は早めの在庫調整に取り組む

2000年=100、季調済



(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」)

（設備投資の先行きに不透明感）

7～9月期のGDPベースの実質設備投資が前期比+1.1%となるなど設備投資は増加基調で推移しているものの、その先行指標にはかげりが見られる。

例えば、機械受注（船舶・電力を除く民需）は7～9月期に前期比-8.4%と2004年1～3月期以来の減少に転じ、続く10月も前月比-3.1%と減少した（図表3）。また、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）をみると、2003年前半を底に増加基調で推移しているものの、足下では増勢が鈍化している。こうした先行指標の動きから判断して、設備投資の景気けん引力は2004年度末にかけて弱まる公算が大きいとみられる。

（個人消費にも減速感が現れる）

一方、家計所得の回復が鈍いなかで、これまで消費者心理の改善によって底堅く推移してきた個人消費にも、このところ弱い動きが現れている。家計調査の消費水準指数（勤労者世帯）は11月に前月比-0.7%となり、3か月連続で減少した（図表4）。また、11月の小売業販売額は前月比-0.6%と2004年6月以来の減少に転じている。景気の減速懸念が強まるなかで消費者心理の改善が一服し、個人消費は所得の伸びに見合ったスピードへと減速しているとみられる。

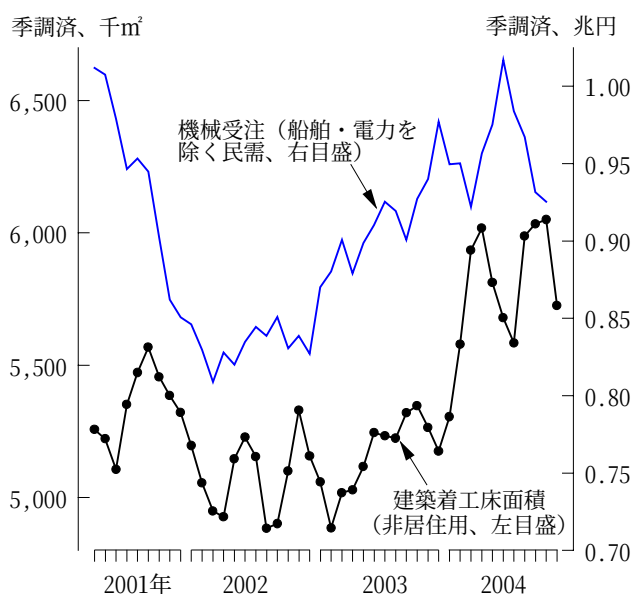
（先行き景気の調整色が強まるものの、景気腰折れの可能性は低い）

以上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考えられる。

すなわち、まず企業部門では、米国景気の拡大テンポが減税効果のはく落などによって鈍化することや、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。こうした輸出の伸び悩みに加えて、IT・デジタル関連分野での在庫調整を背景に、企業の生産活動も弱含みでの推移が続こう。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年度末にかけて弱まると見込まれる。

一方、家計部門では、所得の改善が鈍いことに加えて、年金保険料の引き上げなどにより租税・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。こうした要因により、わが国の景気は2004年後半から2005年度前半にかけて調整色が強まろう。

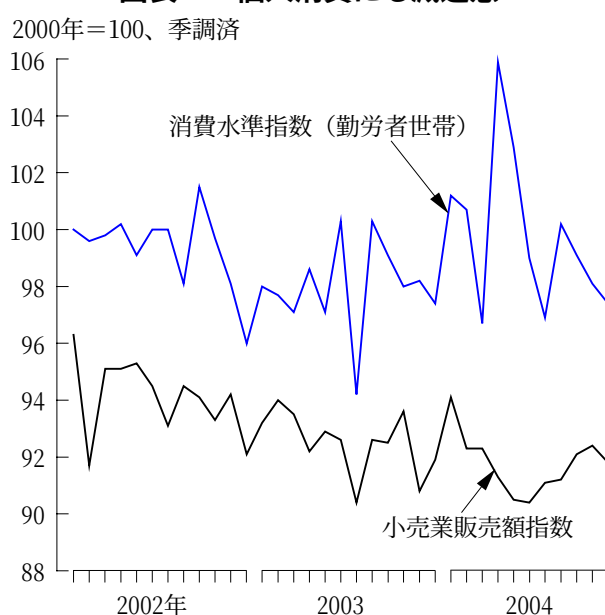
図表3 設備投資の先行指標は足下で弱含み



（注）3か月後方移動平均値。

（内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」）

図表4 個人消費にも減速感



（総務省「家計調査」、経済産業省「商業販売統計」）

もっとも、景気がそのまま失速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、企業収益の改善を背景に設備投資の増加基調が崩れることは考えにくい。第2に、米国景気は減速するとはいえ拡大基調を維持するとみられる点である。輸出の伸び率は低下するものの、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巡る展開になろう。

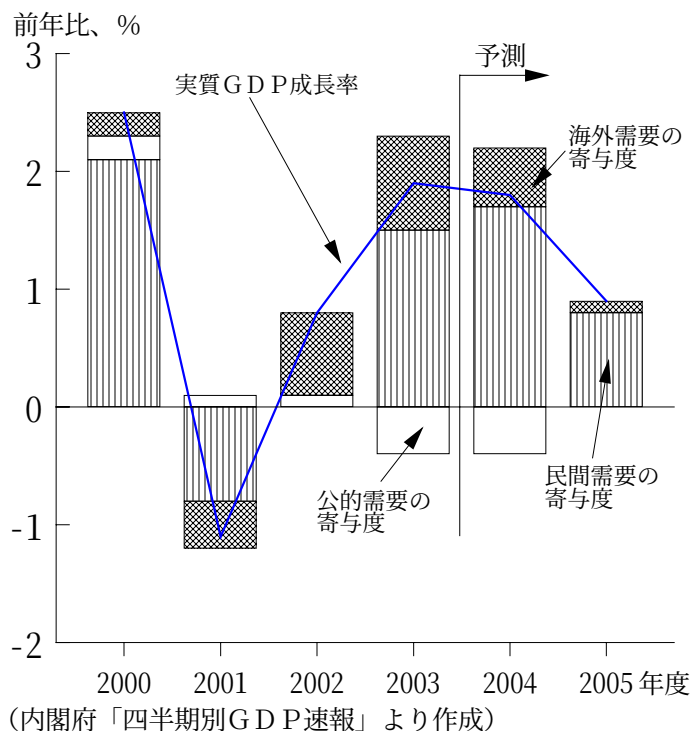
(実質経済成長率は2004年度が+1.8%、2005年度が+0.9%と予測)

以上から、実質GDP成長率は2004年度が+1.8%、2005年度が+0.9%になると予測した。2005年度の実質成長率は2004年度に比べて鈍化するものの、4年連続でプラス成長を確保すると見込まれる(図表5)。

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%と予測した)。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%と予測した)。

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(生鮮食品を除く総合)指数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5 実質では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

(米国景気——年率3%台での安定成長を探る展開へ)

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+4.0%と4～6月期(同+3.3%)から伸びを高めた。10月以降も鉱工業生産指数が2か月連続で増加するなど、米国景気は拡大基調を維持している(図表6)。雇用者数の増加テンポは11月に鈍化したものの、直近3か月間の平均は月17.8万人増となっており、雇用情勢は着実に改善していると判断できる(図表7)。

今後を展望すると、設備投資減税などの効果がはく落するなかで、原油高の悪影響などが景気の重しとなり、米国景気の拡大ペースが徐々に鈍化する公算が大きい。FRB(米連邦準備理事会)によ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、①雇用情勢の改善が個人消費を下支えすることや、②企業収益の増加を背景に設備投資が底堅く推移すると見込まれること、③在庫・売上比率が低水準にあり、在庫面からの生産調整圧力は弱いことなどから、米国景気が大幅に調整する可能性は低いと考えられる。2005年の米国経済は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。米国の実質GDP成長率は2004年が+4.4%、2005年が+3.2%と予測した。

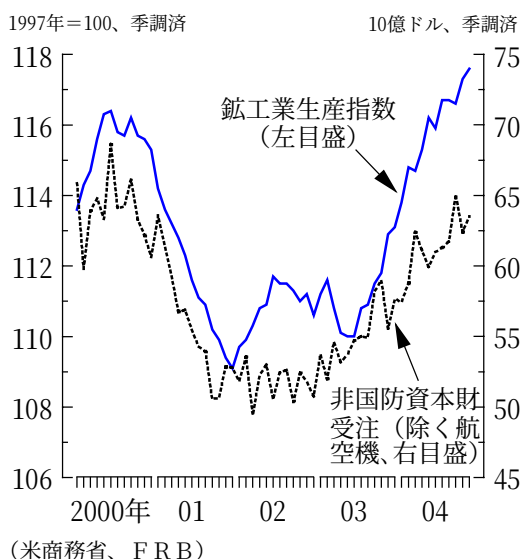
(為替レート——ドルは次第に持ち直し)

対ドル・円レートは、2004年度の平均が1ドル=107.1円、2005年度が108.0円と、ドルが次第に持ち直す展開を見込む。

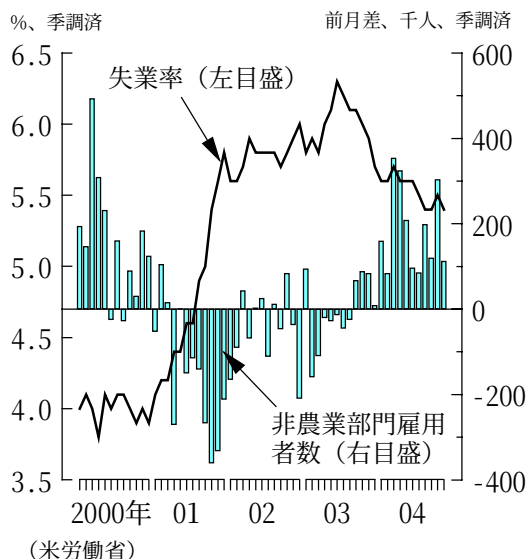
市場の関心が米国の抱える経常・財政収支の「双子の赤字」に集まっており、目先はドル売り圧力が高まりやすいとみられる。各国・地域の外貨準備などにおけるドル離れの懸念や、中国人民元の切り上げ観測などによって、対ドル・円レートが円高・ドル安方向に振れる可能性もあろう。

しかし、①日米欧の経済情勢を比較すると、先行き米国優位で推移する可能性が高いことや、②米国では小幅ながらも着実な利上げの実施が見込まれる一方で、日本やユーロ圏では、当面、金融緩和策を継続するとみられることなどドル買い要因も少なくないため、一方的なドル安の進展は見込みにくい。ある程度の時間が経てば市場の「双子の赤字」に対する関心が弱まるとみられ、その後は景況格差や金利差を材料にドルが徐々に持ち直す展開が予想される。

図表6 米国の生産は拡大基調で推移



図表7 米雇用情勢は着実に改善



(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)

実質個人消費は2004年度が前年比+1.7%、2005年度が同+0.8%と、緩やかな増加にとどまると予測した。

個人消費の元手となる家計所得をみると、2004年7～9月期の雇用者報酬（名目）は前年比-0.4%と弱い動きが続いている。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おり、これは企業の人件費抑制意欲が根強いことを反映したものといえよう（図表8）。

今後も家計所得の回復力に多くを期待できないなかで、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。

さらに、2005年度予算の政府案には定率減税の縮小が盛り込まれた。現行の定率減税（約3.3兆円）を2006年1月から半分に縮小した場合、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年度の個人消費の伸び率は0.3ポイント程度押し下げられる。

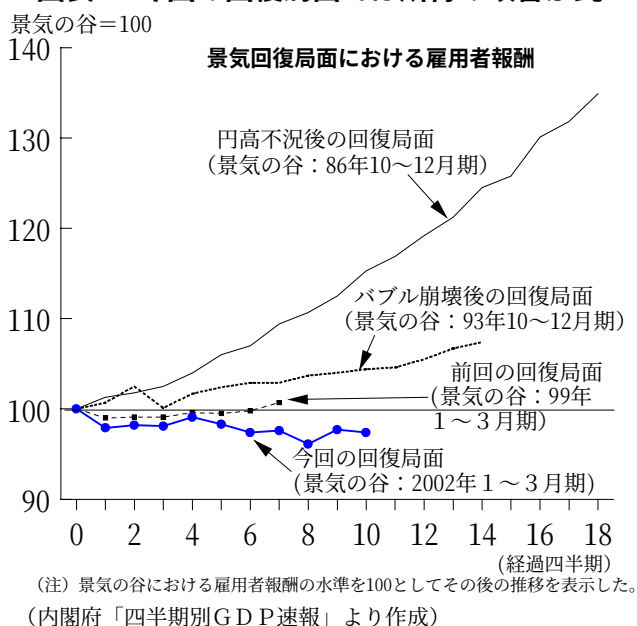
(設備投資——減速するも増加基調を維持)

2004年度の実質設備投資は前年比+5.2%、2005年度は同+1.6%と予測した。

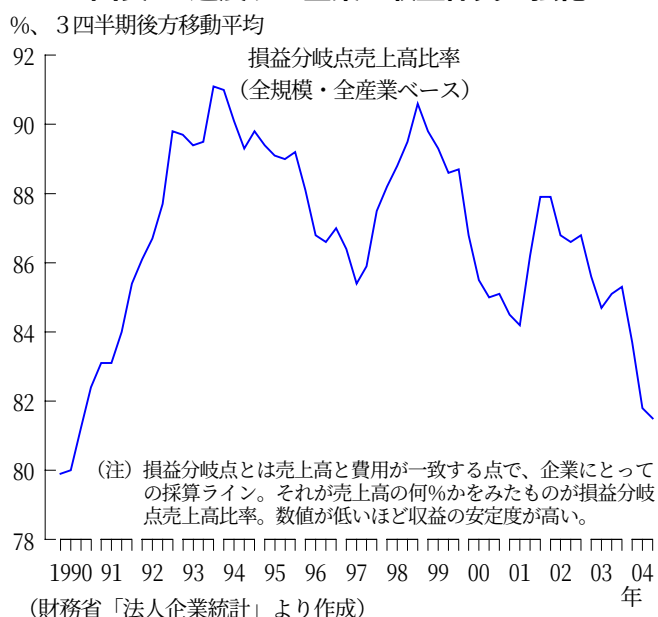
輸出の増勢鈍化やIT・デジタル関連分野での在庫調整を受けて、設備投資は2004年度末にかけて減速しよう。

ただ、①損益分岐点売上高比率の低下が示すように、既往のリストラによって企業の収益体質が大幅に強化されており、今後も増益基調が続くと見込まれることや（図表9）、②企業間競争が厳しくなるなかで、競争力維持・強化のための設備投資が企業の生き残りに不可欠となっていることなどを勘案すると、今後も設備投資の増加基調は維持されると見込まれる。

図表8 今回の回復局面では所得の改善が鈍い



図表9 進展する企業の収益体質の強化



図表10 2004年度・2005年度のわが国経済の見通し（2004年12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	107.1	109.8	104.3	108.0	106.5	109.5
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（GDP）		1. 9	1. 8	[0. 7]	[0. 2]	0. 9	[0. 3]	[0. 5]
	個人消費	0. 5	1. 7	[0. 9]	[0. 5]	0. 8	[0. 3]	[0. 4]
	住宅投資	▲ 0. 5	1. 0	[1. 5]	[▲1. 3]	▲ 1. 4	[▲0. 5]	[▲0. 4]
	設備投資	8. 2	5. 2	[3. 6]	[0. 5]	1. 6	[0. 2]	[0. 8]
	政府消費	1. 1	2. 2	[1. 5]	[0. 2]	1. 4	[0. 7]	[1. 0]
	公共投資	▲ 9. 2	▲15. 1	[▲14. 3]	[▲0. 7]	▲ 5. 0	[▲1. 5]	[▲5. 8]
	輸 出	9. 9	10. 9	[6. 1]	[0. 1]	1. 7	[0. 5]	[2. 0]
	輸 入	3. 4	7. 9	[4. 3]	[1. 6]	1. 5	[0. 4]	[0. 6]
寄与度	国内需要	1. 1	1. 2	[0. 4]	[0. 4]	0. 8	[0. 3]	[0. 3]
	民間需要	1. 5	1. 7	[0. 9]	[0. 4]	0. 8	[0. 3]	[0. 4]
	公的需要	▲ 0. 4	▲ 0. 4	[▲ 0. 5]	[0. 0]	0. 0	[0. 1]	[▲0. 1]
	海外需要	0. 8	0. 5	[0. 3]	[▲0. 1]	0. 1	[0. 0]	[0. 2]
名目国内総支出		0. 8	0. 6	[0. 0]	[0. 2]	0. 0	[▲0. 1]	[0. 1]
新設住宅着工戸数(万戸)		117. 4	117. 7	61. 8	55. 9	116. 3	60. 6	55. 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