

2005年度の景気予測（2005年 2月改訂）

- I T 関連財の在庫調整などから2005年度前半まで景気の調整局面が継続 -

要 旨

- 2004年10～12月期の実質GDPは前期比-0.1%と3四半期連続でマイナス成長となり、2004年度に入ってわが国の景気が減速基調で推移していることが改めて確認された。内訳をみると、企業収益の増加を背景に設備投資が底堅く推移する一方で、個人消費が地震などの自然災害や暖冬の影響もあり、2四半期連続で減少した。
- もっとも、足下では景気の再浮上に向けた動きが一部に現れている。すなわち、I T 関連分野の在庫調整が最悪期を脱しつつあるとみられること、輸出の力を握る米国景気が減速しながらも底堅く推移していること、設備投資の先行指標である機械受注が増加基調を維持していること、などである。
- 今後のわが国経済を展望すると、2005年度前半までは景気の調整色が強い状況が続くと見込まれる。海外景気の減速を背景に輸出の伸びがしばらくは高まりにくく、I T 関連財の在庫調整を受けて企業の生産活動も2005年度前半までは横ばい圏での推移となろう。また、家計所得の改善が鈍いことに加えて、先行き租税・社会保障料負担が高まる方向にあるため、個人消費は弱い動きが続く公算が大きい。しかしその一方で、企業の潤沢なキャッシュフローを背景に設備投資は増加基調を維持し、この点が景気を下支えすると見込まれる。2005年度後半には、I T 関連財の在庫調整も一巡しており、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GDP成長率は+1.5%、2005年度は+0.8%と予測した（いずれも前回12月予測から下方に修正）。

予測の要約表

（前年比、%）

（参考）前回12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)	2.0	1.5	0.8	1.8	0.9
民間需要寄与度	1.5	1.3	0.8	1.7	0.8
公的需要寄与度	▲0.3	▲0.4	0.0	▲0.4	0.0
海外需要寄与度	0.8	0.5	0.1	0.5	0.1
名目GDP	0.8	0.4	0.2	0.6	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

景気の現状と展望

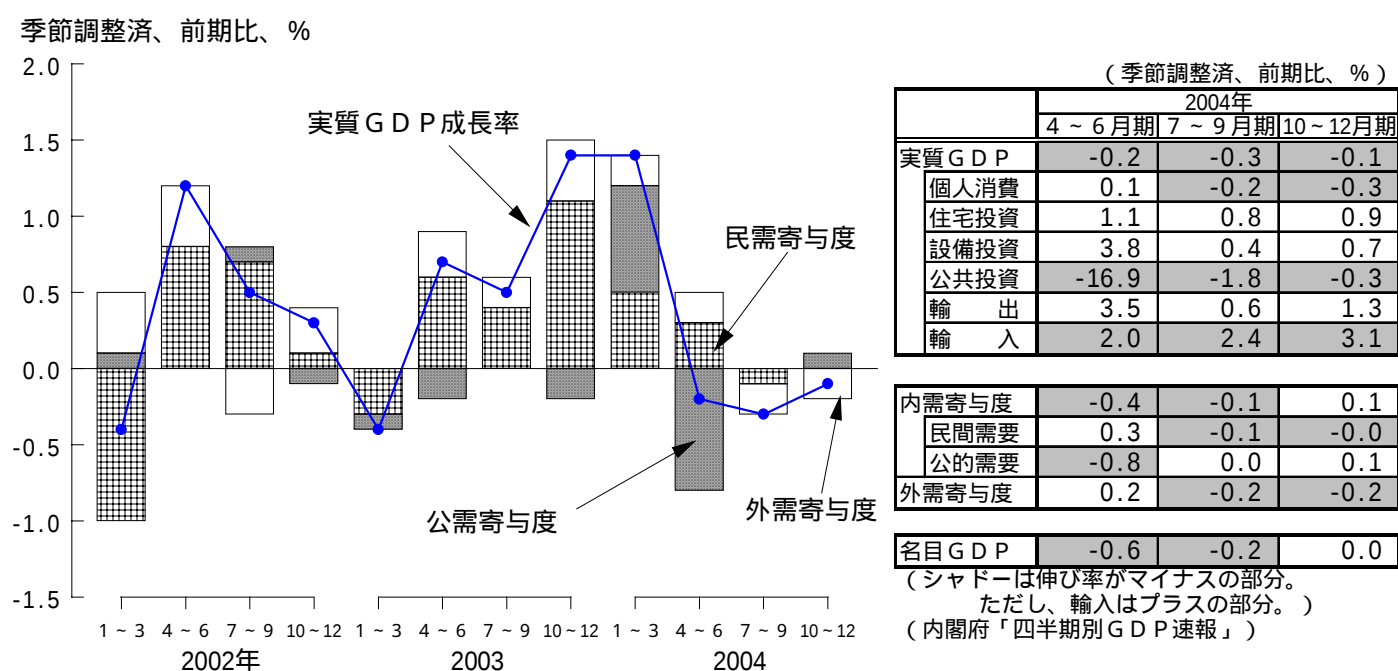
(2004年10～12月期の実質GDPは3四半期連続のマイナス成長)

2004年10～12月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比-0.1%(年率-0.5%)となった(図表1)。同時に7～9月期の成長率が下方修正(前期比+0.1%→同-0.3%)されたため、2004年4～6月期以降、3四半期連続でマイナス成長となった。いずれも小幅なマイナスであることから、景気が後退しているとの評価は下しにくいものの、2004年度に入ってわが国の景気が減速基調で推移していることが改めて確認されたといえよう。

実質GDPを需要項目別にみると、内需では、個人消費が地震などの自然災害や暖冬の影響もあり前期比-0.3%と2四半期連続で減少する一方、設備投資が企業収益の増加を背景に同+0.7%と底堅く推移した。住宅投資は7～9月期の住宅着工増加(前期比+5.0%)の影響が工事進捗ペースとして現れ、前期比+0.9%と4四半期連続で増加した。また、公共投資は前期比-0.3%と3四半期連続で減少したが、台風や地震など自然災害の復旧事業などにより、7～9月期(同-1.8%)に比べてマイナス幅が縮小した。

一方、輸出は前期比+1.3%と12四半期連続で増加した。7～9月期(同+0.6%)より伸びがやや高まったが、2004年前半までの高い伸びに比べると勢いが鈍っている。地域別の動きを通関ベースの輸出数量指数でみると、10～12月期はアジア向け輸出の頭打ち感が強まるとともに、米国向け輸出が横ばい圏で推移している。GDPベースの輸入が前期比+3.1%と大幅に増加したため、外需(輸出-輸入)の実質GDP成長率に対する寄与度は-0.2%と2四半期連続でマイナスとなった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



（最悪期を脱しつつあるＩＴ関連財の在庫調整）

もっとも、10～12月期の実質ＧＤＰは３四半期連続のマイナス成長となったが、先行きを過度に悲観する必要はない。足下では景気の再浮上に向けた動きが一部に現れている。

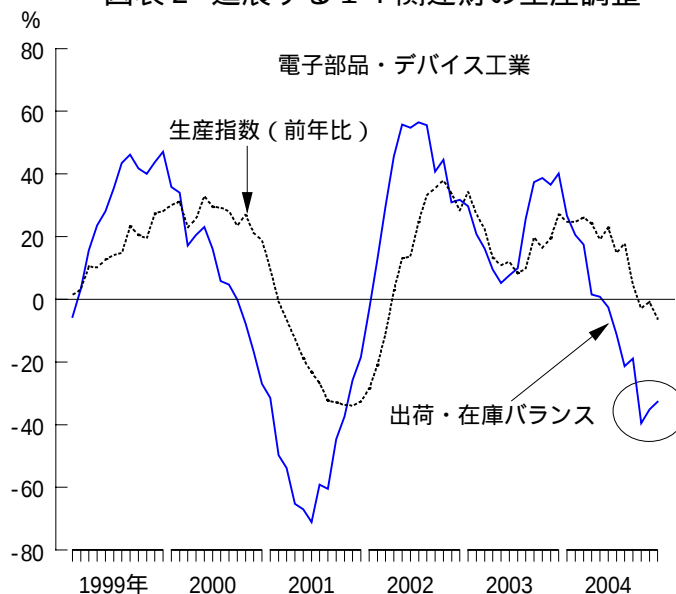
まず第１に、ＩＴ（情報技術）関連分野の在庫調整が最悪期を脱しつつあるとみられる点である。電子部品・デバイスにおける出荷・在庫バランス（出荷指数前年比－在庫指数前年比）をみると、2004年11月と12月には小幅ながら２か月連続で改善した（図表２）。在庫の水準が依然として高いことから、目先は生産調整の継続が不可避であるものの、2005年度前半にはＩＴ関連財の調整圧力が徐々に弱まってくると見込まれる。

第２に、輸出のカギを握る米国景気が減速しながらも底堅く推移している点である。米国の2004年10～12月期の実質ＧＤＰは季調済年率換算で前期比+3.1%と７～９月期（同+4.0%）から減速したが、その主因は貿易赤字の拡大にある。実質ＧＤＰから純輸出と在庫投資を除いた国内最終需要をみると、10～12月期は前期比+4.3%（７～９月期は同+4.9%）となっており、個人消費と設備投資の両輪に支えられて米国の国内需要が堅調に推移していることが確認できる。輸出動向に半年程度先行するＯＥＣＤ（経済協力開発機構）の景気先行指数をみると、米国の指数は10月を底に上向きに転じており、わが国の輸出が大幅に落ち込む懸念は後退している（図表３）。

第３に、設備投資の先行指標である機械受注が増加基調を維持している点である。機械受注（船舶・電力を除く民間需要）は2004年７～９月期に前期比-8.4%と減少し、設備投資の持続性が一時懸念されたが、その後10～12月期には前期比+6.0%と再び増加に転じ、続く2005年１～３月期の受注見通しも前期比+9.9%と２四半期連続の増加が見込まれている（注）。１～３月期の受注見通しは、製造業（前期比+6.9%）、非製造業（同+10.4%）ともに拡大が見込まれており、設備投資のすそ野の広がりがうかがえる（図表４）。

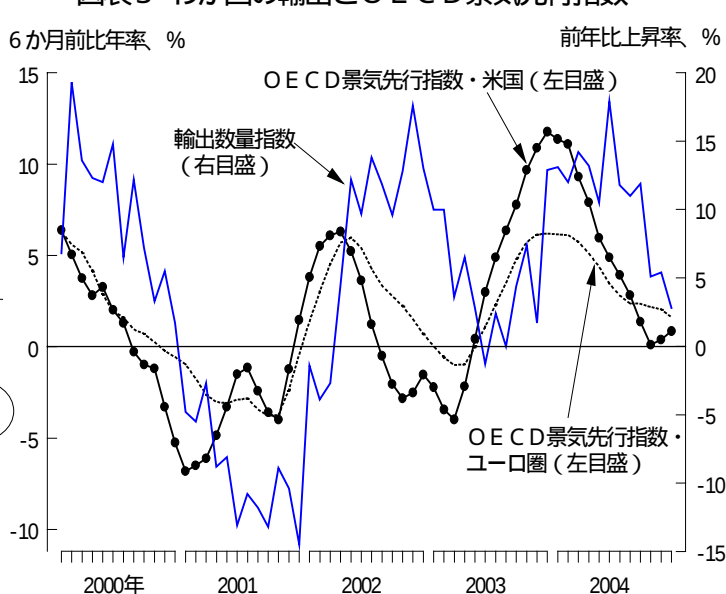
（注）ただし、機械受注の見通しは過去３期の平均達成率（実績／見通し）を乗じて算出されている。2005年１～３月期の場合、過去３期分の平均達成率は104.7%となっており、公表の見通し額が単純集計値より4.7%程度高めに出ている点に注意が必要。

図表２ 進展するＩＴ関連財の生産調整



（注）出荷・在庫バランスは出荷指数前年比マイナス在庫指数前年比。
（経済産業省「生産・出荷・在庫統計」より作成）

図表３ わが国の輸出とＯＥＣＤ景気先行指数



（OECD資料）

(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は弱含み)

ただ、家計部門の動きが依然として弱い点には注意を要しよう。

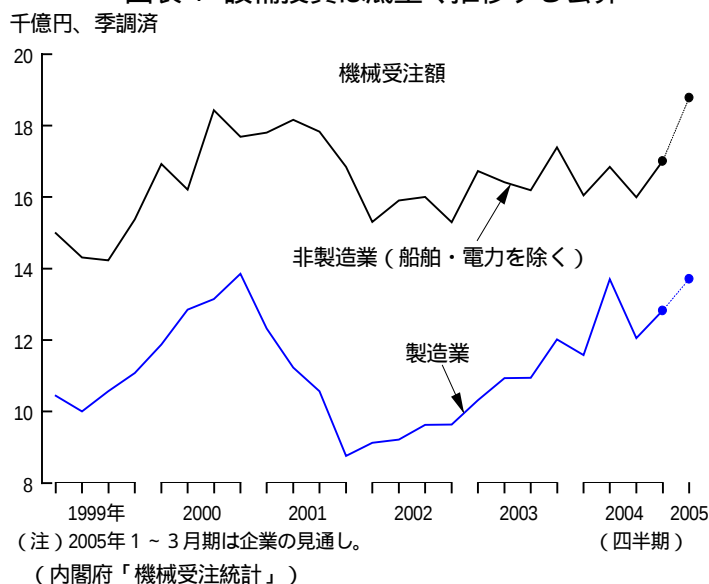
2004年10～12月期の実質個人消費が前期比-0.3%と2四半期連続で減少したのは、地震などの自然災害や暖冬の影響という一時的な要因もあるが、より大きな要因としては雇用・所得情勢の改善が鈍いことに加えて、配偶者特別控除の縮小などによる家計負担の増加が可処分所得の減少や消費者心理の悪化につながったことがあげられる。

10～12月期の雇用者報酬(名目)は前年比+0.4%と6四半期ぶりに前年水準を上回ったものの、増加幅はわずかなものとどまっている(図表5)。この背景には企業の人件費抑制意欲が強いことがあげられ、今後もこうした傾向は続く見込まれる。労務行政研究所が今年2月に発表したアンケート調査によると、2005年の春季賃上げ率の見通しは労働側、経営側ともに回答平均が1.7%となっており、企業収益の増加にもかかわらず、前年実績の1.67%(民間主要企業)をぐくわずかに上回る水準にとどまっている。

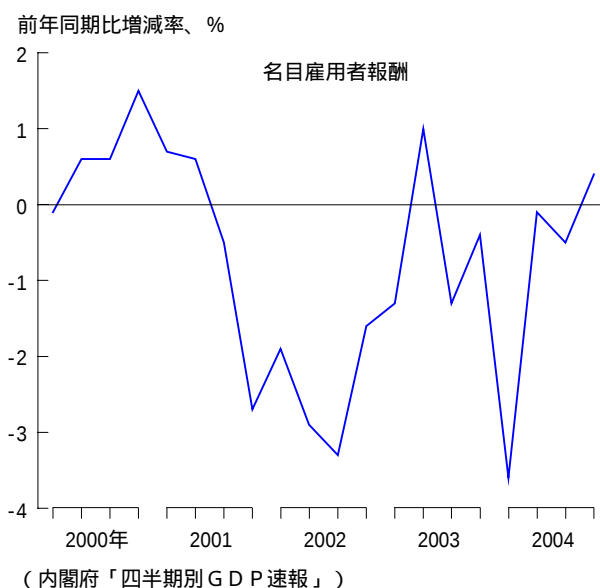
このように家計所得の大幅な改善が当面期待しにくいことに加えて、国民年金保険料の引き上げや雇用保険料の引き上げなど、先行き家計の租税・社会保険料負担は高まる方向にある。こうした家計の負担増は2004年度には合計で約8千億円、2005年度は約1.2兆円に達するとみられる。高齢化の進展に伴う年金給付の増加分が毎年1兆円強あることから、家計部門全体としてみれば可処分所得の大幅な減少にはつながらないものの、負担感の高まりによる家計マインドの悪化を通じて個人消費を下押しする恐れがある。

さらに、現在国会で審議中の2005年度予算の政府案には定率減税の縮小が盛り込まれている。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。

図表4 設備投資は底堅く推移する公算



図表5 家計所得の改善は依然として鈍い



(実質経済成長率は2004年度が+1.5%、2005年度が+0.8%と予測)

以上を踏まえた上で今後のわが国経済を展望すると、2005年度前半までは景気の調整色が強い状況が続くと見込まれる。

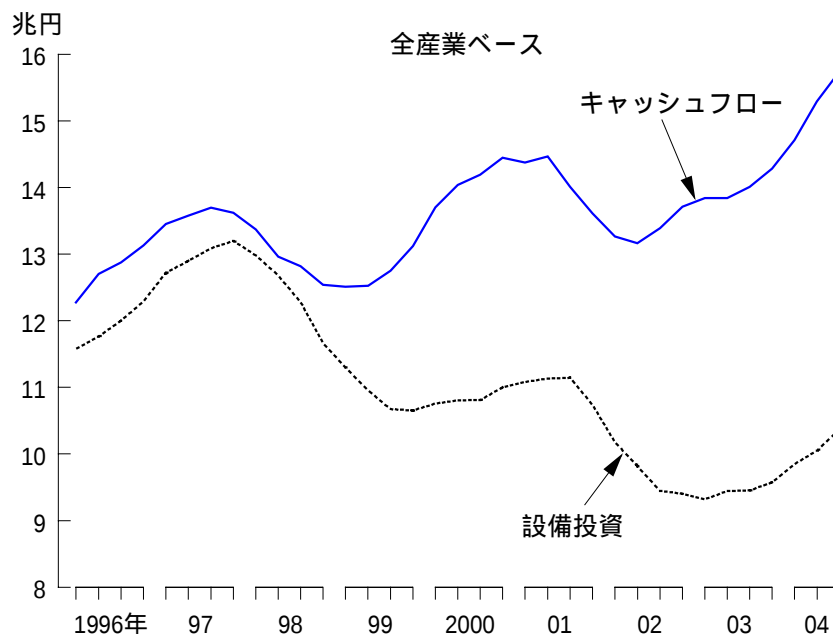
すなわち、まず企業部門では、米国景気の拡大テンポが設備投資減税(2004年末終了)の効果はく落などによって2005年前半に鈍化することなどから、輸出の伸びがしばらくは高まりにくい。こうした輸出の伸び悩みとともに、IT関連分野での在庫調整を背景に、企業の生産活動も2005年度前半までは横ばい圏での推移となろう。また、家計部門では、雇用者報酬の改善が鈍いことに加えて、国民年金保険料の引き上げなどにより租税・社会保険料負担が先行き高まる方向にあるため、個人消費は弱い動きが続く公算が大きい。

しかしその一方で、企業の設備投資が景気を下支えすると見込まれる。輸出の増勢鈍化や素材価格上昇に伴う原材料費の増加などにより、2005年度の企業収益は2004年度に比べて増益率が縮小するとみられる。ただ、企業のキャッシュフローと設備投資を比べると、キャッシュフローの水準が設備投資を大幅に上回っている(図表6)。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、設備投資の増勢は鈍化してもプラスの伸びは維持されよう。

2005年度後半には、IT関連分野での在庫調整も一巡しており、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。

実質GDP成長率は2004年度が+1.5%(前回12月予測時は+1.8%)、2005年度が+0.8%(同+0.9%)と予測した。2004年10~12月期の実質GDP実績値が当社の予測を下回ったことなどから、2004年度と2005年度の見通しをやや下方に修正した。

図表6 企業のキャッシュフローは潤沢



(注) 1. 3四半期後方移動平均値

2. $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益} \times 0.5 + \text{減価償却費}$

(財務省「法人企業統計」より作成)

図表 7 2004年度・2005年度のわが国経済の見通し（2005年2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 実績見込み	2004年度		2005年度 見通し	2005年度	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	113.0	107.1	109.8	104.5	108.0	106.5	109.5
米国実質GDP(暦年)	3.0	4.4	[4.1]	[3.6]	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	実績見込み	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実質国内総支出（ G D P ）		2 . 0	1 . 5	[0 . 4]	[▲ 0 . 1]	0 . 8	[0 . 4]	[0 . 8]
	個 人 消 費	0 . 5	1 . 0	[0 . 3]	[▲ 0 . 2]	0 . 6	[0 . 4]	[0 . 5]
	住 宅 投 資	▲ 0 . 3	2 . 1	[1 . 8]	[0 . 5]	▲ 1 . 3	[▲ 1 . 3]	[▲ 0 . 5]
	設 備 投 資	8 . 2	5 . 3	[2 . 9]	[1 . 3]	2 . 9	[1 . 1]	[1 . 7]
	政 府 消 費	1 . 2	2 . 4	[1 . 5]	[0 . 6]	1 . 4	[0 . 4]	[0 . 9]
	公 共 投 資	▲ 9 . 0	▲ 1 5 . 1	[▲ 1 4 . 3]	[▲ 1 . 1]	▲ 5 . 0	[▲ 1 . 4]	[▲ 5 . 5]
	輸 出	1 0 . 0	1 2 . 1	[6 . 2]	[2 . 0]	3 . 7	[1 . 3]	[2 . 7]
	輸 入	3 . 1	1 0 . 0	[4 . 9]	[4 . 8]	3 . 8	[1 . 0]	[0 . 8]
寄与度	国内需要	1 . 2	0 . 9	[0 . 1]	[0 . 2]	0 . 8	[0 . 4]	[0 . 5]
	民間需要	1 . 5	1 . 3	[0 . 6]	[0 . 1]	0 . 8	[0 . 4]	[0 . 6]
	公 的 需 要	▲ 0 . 3	▲ 0 . 4	[▲ 0 . 5]	[0 . 1]	0 . 0	[0 . 0]	[▲ 0 . 1]
	海外需要	0 . 8	0 . 5	[0 . 3]	[▲ 0 . 2]	0 . 1	[0 . 1]	[0 . 3]
名 目 国 内 総 支 出		0 . 8	0 . 4	[▲ 0 . 1]	[0 . 0]	0 . 2	[0 . 0]	[0 . 2]
新設住宅着工戸数（万戸）		1 1 7 . 4	1 1 8 . 0	6 1 . 8	5 6 . 1	1 1 6 . 3	6 0 . 4	5 5 . 9
（前年比増減率、％）		2 . 5	0 . 5	2 . 6	▲ 1 . 7	▲ 1 . 4	▲ 2 . 4	▲ 0 . 3
鉱 工 業 生 産		3 . 5	3 . 8	[2 . 5]	[▲ 0 . 7]	1 . 6	[1 . 0]	[2 . 1]
国 内 企 業 物 価		▲ 0 . 5	1 . 5	1 . 3	1 . 6	0 . 2	0 . 3	0 . 1
消 費 者 物 価		▲ 0 . 2	0 . 0	▲ 0 . 2	0 . 2	▲ 0 . 2	▲ 0 . 1	▲ 0 . 2
完 全 失 業 率 （ ％ ）		5 . 1	4 . 6	4 . 7	4 . 5	4 . 6	4 . 6	4 . 5

（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