

2004年9月3日

2004年度・2005年度の全国及び神奈川県内経済の修正見通し

- 県内景気は04年度後半の軽微な調整を経て05年度は4年連続のプラス成長へ -

要 旨

(全国の景気)

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はまだ明確ではない。今後の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、輸出の伸びが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、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。

(神奈川県内の景気)

神奈川県内においても、輸出や設備投資の増加など企業部門が主導する形で景気の回復が続いている。アテネ五輪開催に伴うデジタル家電ブームなどを背景に個人消費も堅調に推移するなど、2004年前半の県内景気は明るさの目立つ展開となった。県内景気の先行きを展望すると、2004年度後半に軽微な調整局面を迎えると考えられる。輸出の減速とともに企業部門の勢いが鈍り、加えて個人消費も社会保険料負担の増大などにより弱い動きとなろう。2005年度は個人消費の弱含みや公共投資の減少が続くものの、年度後半には海外景気の持ち直しとともに輸出が勢いを取り戻すと見込まれる。企業の収益体質強化を背景に、設備投資は増勢が続こう。県内経済の勢いを県内総支出の伸び率で示すと、2004年度が前年比+1.3%、2005年度が同+1.7%となる。神奈川の場合、国内外における設備投資の振幅の影響を強めに受けることや、将来の勝ち残りをかけた研究開発投資の動きが勢いを増すとみられることなどから、2004年度に比べて2005年度の成長率がやや高めとなろう。

【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、新瀧、加藤
TEL 045-225-2375 FAX 045-225-2199

1. 全国の景気見通し

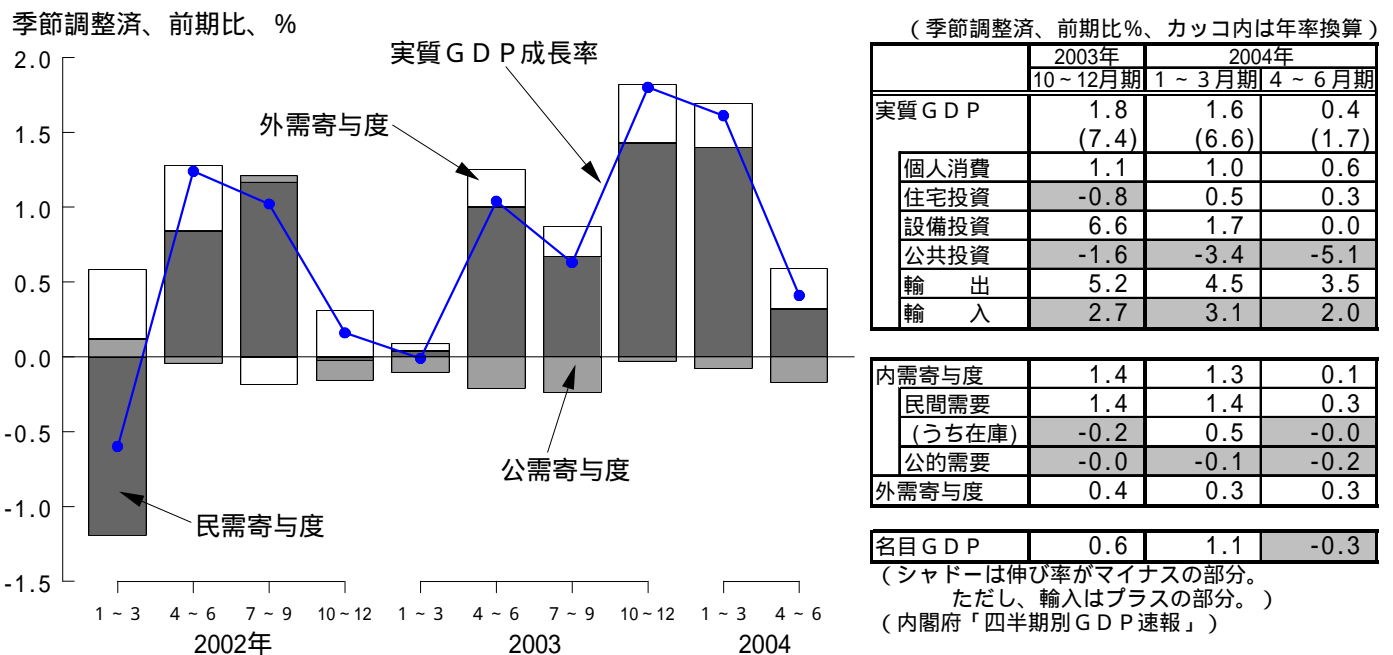
(2004年4～6月期の実質GDPは前期比年率+1.7%に減速)

- 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7～9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)。また、日本政策投資銀行が今年8月に発表し

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



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。

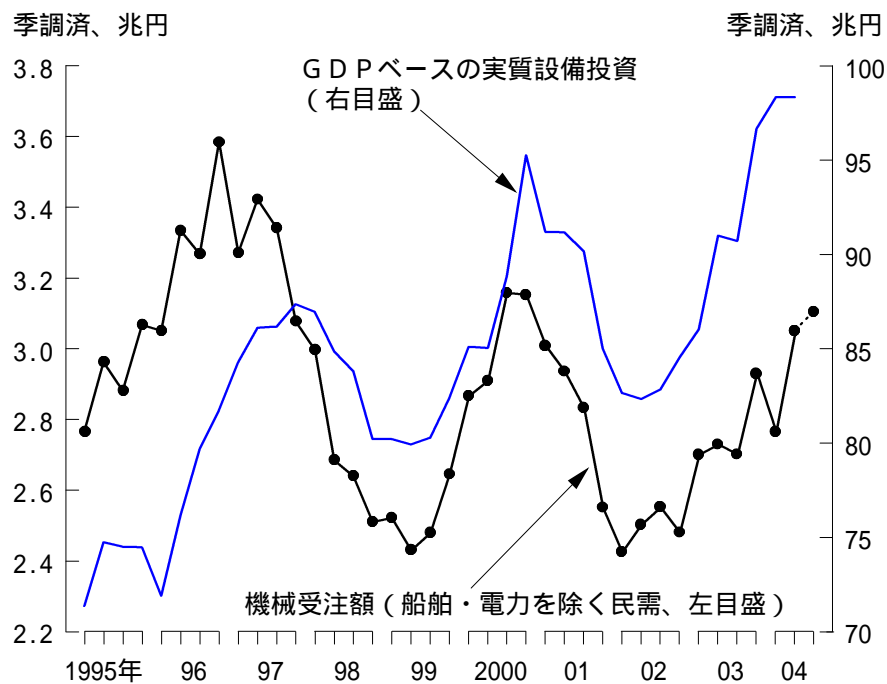
(所得増に裏付けられた消費増加には至らず)

- ・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(改定値)は季調済年率換算で前期比+2.8%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不振などにより同+1.6%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。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。

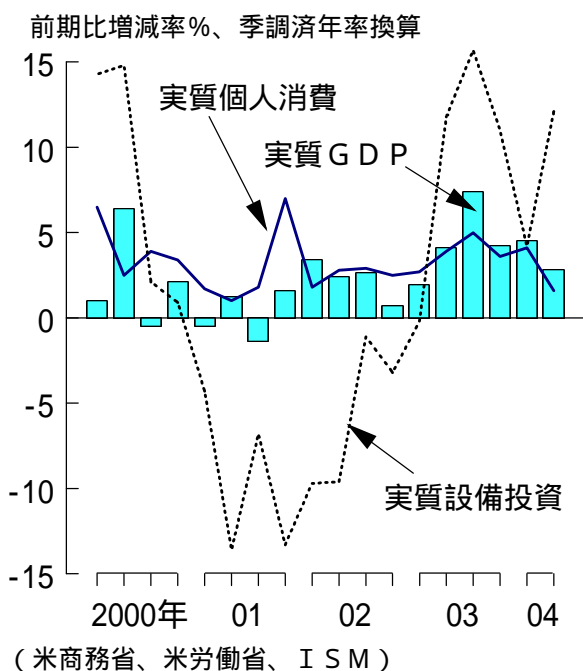
図表2 機械受注は増加基調で推移



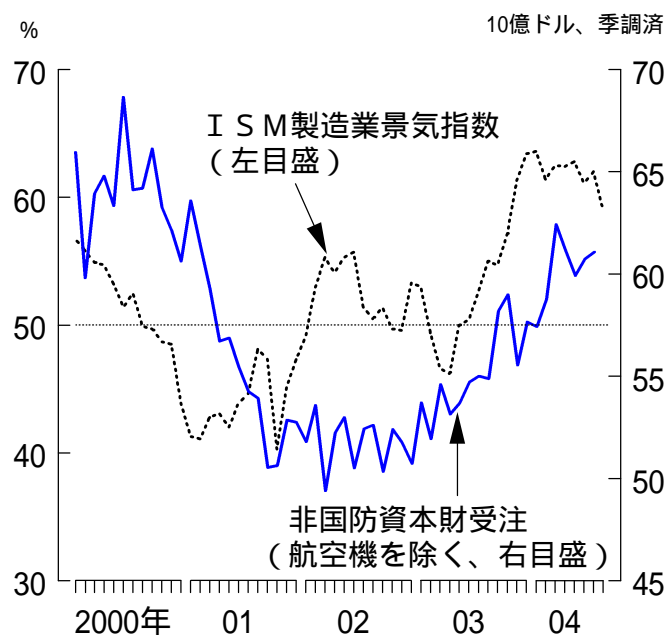
(注) 2004年7～9月期の機械受注額は企業の見通し。
(内閣府「機械受注統計」など)

- ・ 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+12.1%と1~3月期(同+4.2%)に比べて伸びが大幅に高まった。情報化関連投資が同+13.7%と好調に推移するとともに、構築物への投資が同+7.1%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

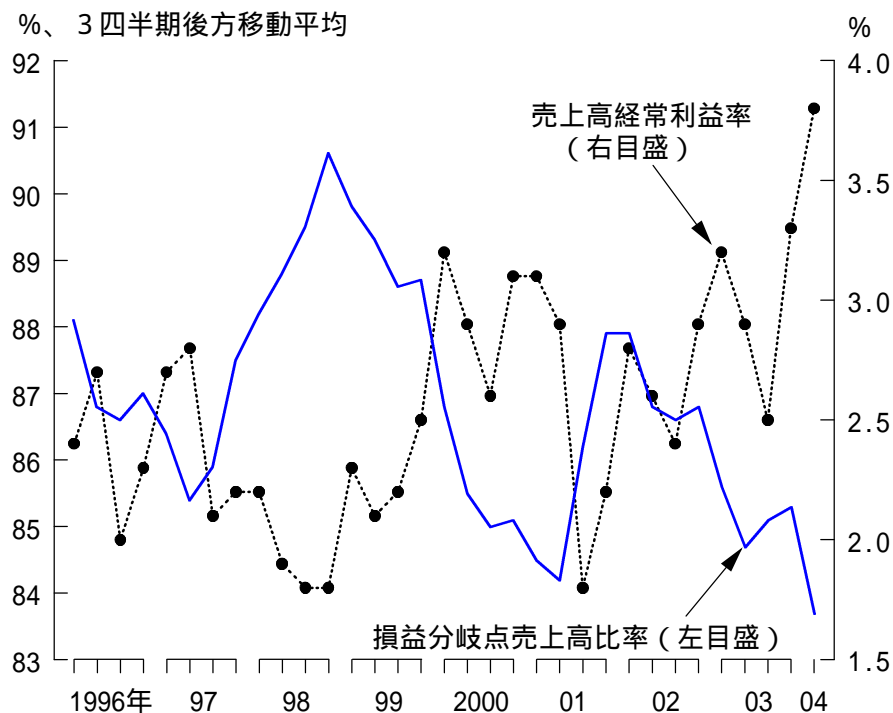


(2004年度後半から景気回復の勢いは弱まるが、大幅な調整は回避の公算)

- ・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^(注)。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。

(注) 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。

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)

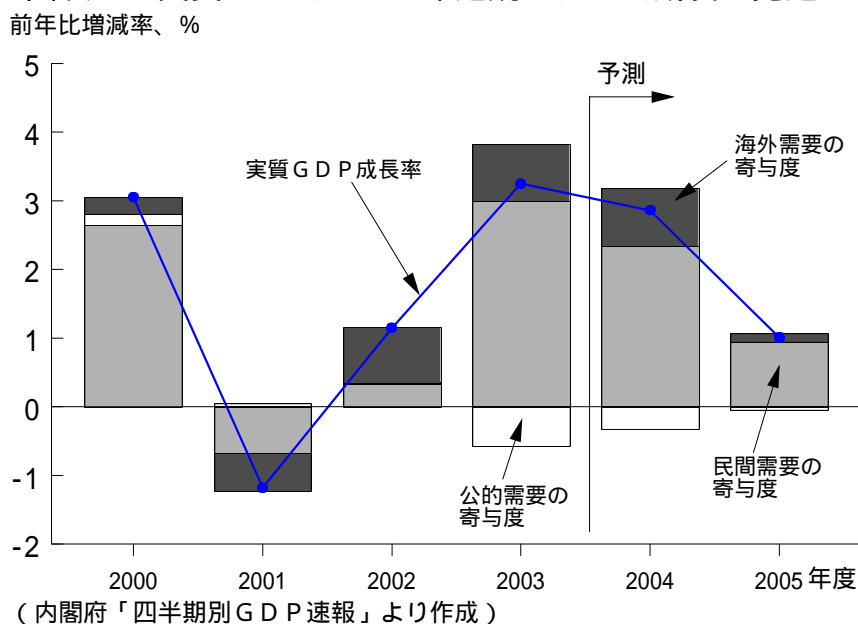
(実質経済成長率は2004年度が+2.9%、2005年度が+1.0%と予測)

- ・ 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。
- ・ 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月下旬に一時1バレル50ドルに急接近する場面もあった。
- ・ 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. 神奈川県内の景気見通し

(2004年度・2005年度の神奈川県経済)

- ・神奈川県内においても、輸出や設備投資の増加など企業部門が主導する形で景気の回復が続いている。アテネ五輪開催に伴うデジタル家電ブームなどを背景に個人消費も堅調に推移するなど、2004年前半の県内景気は明るさの目立つ展開となった。
- ・今後を展望すると、全国の景気と同様、2004年度下半期に輸出が減少に転じるとともに県内景気は調整局面を迎えると考えられる。しかしながら、調整の程度は軽微にとどまって2005年度後半には上向きの展開となろう。
- ・こうした景気の姿を、GDP（国内総生産）と同様の枠組みで算出されている県内総支出の成長率で示すと、2004年度は前年比+1.3%（前回1月予測の+1.0%を上方修正）、続く2005年度は同+1.7%となる。県内経済は4年連続のプラス成長になると予測した。全国の予測と比べると、県経済の成長率は2004年度に低めとなるものの、2005年度は高めとなる。このようにみる理由は次の通りである。
- ・第1に神奈川からの輸出は設備投資との関わりが深い一般機械のウエイト（2003年度全国20.2%、神奈川3港26.8%）が高いことから、県内生産活動は海外における設備投資活動の振幅の大きく受けるためである。すなわち、海外景気の減速に伴うマイナスの影響が大きめに出ると同時に、持ち直し時にはプラスの力が強く働く。
- ・第2に租税・社会保険料負担増の影響が強めに出ると考えられるためである。一般世帯に占める勤労者世帯の割合は全国の74.2%に対して神奈川は78.5%と高い（2000年国勢調査）。全国の家計部門全体では負担が増加する反面で、高齢化の進展に伴う年金給付増があるため、可処分所得の減少にはつながらないものの、神奈川ではマイナスの影響が比較的大きく働くと考えられる。
- ・第3に企業収益の回復が続くなかで設備投資の堅調な推移が見込まれるためである。県内における今後の設備投資計画をみると、横浜や川崎で大規模工場跡地の開発着手が予定されているほか、大手製造業の能力増強計画、大型物流センターの建設などが目白押しである。加えて、注目されるのが大手自動車メーカーや精密機器メーカーなどで大規模な研究開発投資が計画されている点である。こうした将来の生き残りをかけた新商品開発や研究開発などの投資活動が今後も勢いを増してくることが期待される。なお、2004年度はみなとみらい21線の開通に伴う反動減から伸びがやや弱まっている（実質ベースで2.8%ポイント押し下げ）。
- ・この他の主要項目の動きは次の通りである。
 - 公共投資：税収は増加に転じるものの、公債費を中心に義務的経費の伸びは増加が続くため、県内自治体の財政事情は厳しい状態が続くと考えられる。こうしたなか、公共投資は減少傾向をたどることは避けられない。

住宅投資：住宅ローン減税縮小や住宅ローン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ないことや過去の住宅取得ブームの反動などから、総じて住宅投資は弱めの推移が見込まれる。

内訳をみると、まず分譲マンションについては、足下で在庫調整が大幅に進展していることや工場跡地を中心に大型高層マンションの建設計画が少なからず進展していることなどから、当面の新規供給は底堅い推移が見込まれる。しかしながら、住宅ローン金利の上昇などを背景にマンション需要は今後も低調な推移が予想され、供給の増加は再

度の在庫積み上がりを招くと考えられることから、年度の終盤が近づくとつれて供給の抑制傾向が再び強まり、続く2005年度には調整色が一層強まることになるだろう。

一方、このところ堅調な分譲一戸建てについても、金利の上昇などを背景に次第に弱含みに転じるとみられる。足下は比較的小規模な物件中心に戸建て志向の強い一次取得者層の取り込みに成功して、横浜・川崎地域で増加傾向にあるものの、住宅取得意欲が次第に弱まってくることに加えて、利便性の高い土地の供給が先細りしつつあることから2004年度終盤から減少に転じると予測される。

また、持家も金利上昇などを背景に足下は増勢にあるものの、その後は需要減退が見込まれる。さらに貸家についても借入金利の上昇と家賃相場の低下から新規建築の手控えが予想される。

図表7 神奈川県内新設住宅着工戸数の予測（利用関係別）

（上段：実数、戸；下段：前年比増減率、％）

	2000年度 実績	2001年度 実績	2002年度 実績	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測
新設住宅着工戸数	107,142 (8.4)	102,263 (-4.6)	98,791 (-3.4)	95,170 (-3.7)	92,195 (-3.1)	84,624 (-8.2)
持家	27,137 (-4.0)	24,052 (-11.4)	22,404 (-6.9)	23,611 (5.4)	22,232 (-5.8)	20,100 (-9.6)
貸家	30,576 (2.4)	32,498 (6.3)	33,599 (3.4)	32,848 (-2.2)	30,820 (-6.2)	29,175 (-5.3)
分譲住宅	48,719 (21.6)	45,265 (-7.1)	42,134 (-6.9)	38,500 (-8.6)	38,944 (1.2)	35,150 (-9.7)
分譲マンション	33,883 (26.1)	31,394 (-7.3)	28,595 (-8.9)	23,484 (-17.9)	23,097 (-1.6)	20,315 (-12.0)
戸建て分譲	14,824 (12.5)	13,841 (-6.6)	13,480 (-2.6)	15,012 (11.4)	15,847 (5.6)	14,835 (-6.4)

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(%)	5.1	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

図表9 2004年度・2005年度の神奈川経済の見通し(2004年9月改訂)

(前年比増減率、同増減寄与度、%)

	2000年度 実績	2001年度 実績	2002年度 実績見込み	2003年度 実績見込み	2004年度 予測	2005年度 予測
実質県内総支出	2.5	2.3	3.1	1.8	1.3	1.7
個人消費	0.8	0.2	3.2	0.8	1.8	0.9
住宅投資	5.9	2.8	5.7	3.7	2.5	8.7
設備投資	6.5	3.2	1.0	12.5	5.3	8.7
政府消費	4.1	2.0	0.4	0.7	1.5	2.3
公共投資	1.4	1.2	6.4	4.6	5.5	4.9
移輸出	2.9	7.1	2.9	3.5	1.8	2.7
移輸入	5.5	0.1	0.7	3.9	2.4	2.9
実質成長率に対する需要項目別増加寄与度						
県内需要	2.8	0.3	1.3	1.9	1.6	1.7
個人消費	0.5	0.1	1.9	0.5	1.1	0.6
住宅投資	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.4
設備投資	0.9	0.5	0.1	1.8	0.8	1.4
政府消費	0.5	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3
公共投資	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
県外需要	1.3	5.0	1.5	0.1	0.3	0.0
移輸出	2.0	5.1	2.0	2.4	1.3	1.9
移輸入	3.4	0.1	0.4	2.5	1.6	1.9

(注1)2002・03年度は神奈川県発表の四半期速報等を参考にした浜銀総研による実績見込み。

(注2)移(輸)出と移(輸)入の数値はいずれの年度も浜銀総研による推計値。

(注3)各年度の需要項目別の寄与度を足し合わせても合計と一致しないのは、統計上の不突合が大きいことなどによる。