

2004・2005年度経済見通し

【ポイント】

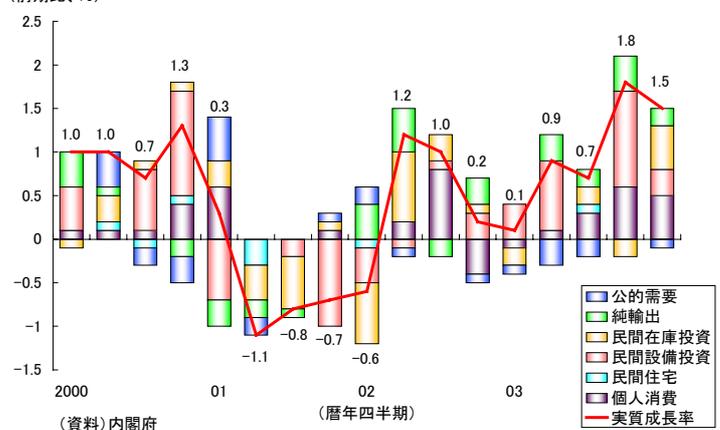
1. 2004年度の我が国実質 GDP 成長率は+2.6%、2005年度は+1.7%と予測した。
2. 2004年度下期、海外経済の鈍化によって日本経済は軽い調整局面に入るが、2005年度には再び回復過程を辿り、この間デフレも徐々に解消へと向かうだろう。
3. 民間調査機関 11 機関の実質 GDP 成長率予測の平均は、2004年度が+3.2%、2005年度が+1.7%となった。

当部では2004年1～3月期のGDP統計の発表を受けて、2004年度の経済見通しの改訂を行いました。

1. 日本経済の現状

5月18日に発表された2004年1～3月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+1.4%（年率換算+5.6%）となった（図表1）。引き続き純輸出が全体を押し上げる中、個人消費と設備投資が堅調な伸びを示した。また、電子部品を中心に在庫投資も成長率を押し上げた。一方、名目成長率も同+0.8%と4期連続のプラス成長となり、閏年の影響もあるが前年比では+2.6%と2期連続のプラスとなった。

図表1 . GDP成長率の寄与度分解



ここまで中国向けを中心とした輸出の高い伸びが生産の増加につながり、企業収益の回復に伴うキャッシュフローの増加によって、設備投資が上向くという好循環を生み出した。本来は、それが家計の所得・雇用環境の改善に結びつき、徐々に内需主導の景気拡大にシフトすることが期待されるのだが、新規求人が増加基調を続け、雇用環境が徐々に改善する一方、所得環境は依然として低迷を抜け出せていない。

常用雇用全体のマイナス幅は確実に縮小してきてはいるが、雇用回復の中心は引き続き正社員の4分の1程度の給与水準のパートタイマーであり、マクロベースでの所得水準は回復しにくい状況が続いている。一部正社員の雇用増に動く企業も出始めているが、コストの高い熟年層が抜け落ちた後の補充的な色合いが濃く、総人件費の増加に対しては依然慎重な姿勢を崩していない。こうした状況下での個人消費の回復は、景気に明るさが増してきたことによるマインドの改善に負うところが大きいため決して盤石ではなく、日本経済にとっては、今後もこれまで同様外需動向が重要な鍵となることに変わりはない。

そうした中での米国における長期金利上昇、中国の引締め政策の強化は懸念すべき材料である。現段階では明確な影響は現れていないが、輸出数量指数などには既に伸び悩みの兆候が出ている。また、ここにきて機械受注が伸び悩むなど国内要因にも不透明感が出ている。夏場以降、米国は、住宅投資や耐久財消費といった金利敏感需要の減速、中国は固定資産投資の伸び率低下といった形でその影響が顕在化してくる可能性が高く、海外需要の停滞による輸出の伸びの鈍化、設備投資の減速などによって今年度下期の日本経済は調

整局面となる公算が強い。

ただし、この調整は一時的なものにとどまると見込んでいる。原油価格の高騰に歯止めがかからず世界的にインフレ圧力が一段と強まる、あるいは中国経済がハード・ランディングする、といったリスクシナリオが顕在化する可能性は現段階では低いと考える。原油価格の投機的な動きは徐々に鎮静化に向かい、中国経済は都市部の固定資産投資が減速する一方で、地方のインフラ整備や生活水準の向上に向けた家計の消費意欲が景気の下支えとなると見込まれるからである。中国経済の過熱感が徐々に薄れていく中、商品市況も落ち着きを取り戻すだろう。比較的短期の調整を乗り越えた後の日本経済は、中長期的な中国経済の拡大やデジタル放送のエリア拡大に伴う薄型テレビの需要増などに支えられて、再び緩やかな回復基調に足取りを戻すと想定している。

## 2. 今後の見通し

2004年度の実質GDP成長率は+2.6%と3年連続のプラス成長を予測した。成長率のゲタを2.0ポイント履いているため、数字ほどの実感は乏しい展開であり、前回予測より早い段階で調整局面となることを見込んでいる。

需要項目別にみると、実質民間最終消費は下期に厚生年金保険料の引き上げや老年者控除の廃止などが待ち受けているが、倒産やリストラの軽減を背景に消費マインドが回復していることから、前年比1.8%増と堅調な推移を見込んでいる。また、実質民間設備投資は同8.1%増と2年連続の高い伸びを予測した。先行指標である機械受注の動向から判断すると、年度半ばには一服が見込まれるが、競争力維持のための投資意欲は旺盛であり、腰折れは回避できると見込んでいる。実質民間住宅投資も一部地価の下げ止まりや団塊ジュニアによる需要増もあって2年連続のプラス成長となる同2.3%増を見込んでいる。公的需要は公共投資のマイナスから落ち込むものの、民間需要と併せた内需全体では2.2ポイントのプラス寄与を見込んでいる。また、外需についても年度後半にかけて輸出が鈍化するとみており、0.3ポイントのプラス寄与を見込んでいる。年度半ばの低成長によって年間の成長率は昨年度を下回るが、年度末にかけては再び上向くと予測している。

我々の予測が下振れするリスクとしては、米国でガソリン価格の更なる上昇からインフレ懸念が高まり、長期金利が一段と上昇し、景気が大きく減速することや、中国当局が引締め政策をコントロールできずに経済がハード・ランディングするといった外的要因が考えられる。マクロモデルで試算すると、米国の実質金利が1%上昇すると、日本の実質GDPは0.05ポイント押し下げられ、中国の成長率が1ポイント低下すると、アジアの成長鈍化とも相俟って0.1ポイント押し下げられる結果となっている。そうした事態が顕在した場合には、日本経済が相応の影響を受けることは避けられないだろう。

一方、名目GDP成長率は+0.8%と2年連続のプラス成長を予測した。素原材料の価格上昇が中間財に波及し、最終財についても一部ではマイナス幅が縮小するなど物価の下落に歯止めがかかりつつある。デフレーターは、依然水面下の推移となるが、マイナス幅は縮小するだろう。低価格一辺倒だった消費行動にも一部に変化が見られる中、価格の下落幅を上回る数量の伸びによって、名目経済でもプラス成長が続くと見込んでいる。

2005年度の実質GDP成長率は+1.7%と予測した。中国経済が安定し、競争力があるデジタル関連部品などを中心に輸出が堅調に推移すると見込んでいる。今年度の伸びは下回るが、ゲタを除いた実力ベースでは四半期毎の年率で2~3%台の成長を続けるだろう。一方、名目GDP成長率は+0.4%と予測した。調整局面を経ながらも需給ギャップは縮小傾向を辿り、デフレは緩やかに解消へ向かうだろう。

## 3. 需要項目別の予測の概要

## 【個人消費】

一部に減速の兆しが見られるが、アテネ五輪やデジタル放送のエリア拡大等の追い風を受けて、引き続きデジタル家電が需要の中心となるだろう。景気が一時的に弱含む局面があるものの、実質消費は総じて堅調に推移すると見込む。

## 【住宅投資】

景気の一時的な停滞はあるが、雇用環境は概ね安定して推移するため住宅投資は堅調であろう。また、団塊ジュニア層が住宅購入の中心世代に入ってくることも全体を底上げする。着工戸数は2004年度が121.4万戸、2005年度が122.0万戸と増加基調を維持するだろう。

## 【設備投資】

先行指標である機械受注などの動向をみると、2004年度半ばに一服が見込まれる。ただし、企業の期待成長率が高まっている中、能力増強へ向けた動きや店舗拡大計画が増加していることから腰折れは回避でき、その後は再び増加基調となるだろう。

## 【公共投資】

三位一体の改革の影響もあり、地方財政が逼迫していることから、これまで同様に公共投資の抑制姿勢に変化はなく、公的固定資本形成は今後も減少傾向を辿るだろう。

## 【純輸出】

輸出の大きなウエイトを占める米国、中国経済の鈍化によって2004年度下期は輸出が減速するが、一時的なものとなり、2005年度は緩やかに増加するだろう。2004年度の純輸出は成長率を0.3ポイント押し上げ、2005年度は0.2ポイント押し上げると予測した。

図表2. 2004・2005年度経済見通し

(前年比、%)

	2003 年度 実績	2004年度予測				2005年度予測		
		上期 (前期比)	下期 (前期比)	前回 2004年2月 時点	上期 (前期比)	下期 (前期比)		
名目国内総生産(兆円)	501.3	505.3	507.2	503.0	501.0	507.4	506.0	508.5
	0.7	0.8	0.7	0.8	0.2	0.4	0.6	0.5
実質国内総生産(兆円)	553.6	567.9	567.7	567.3	563.3	577.6	572.8	581.6
	3.2	2.6	1.2	0.1	2.0	1.7	1.0	1.5
内	2.3	2.2	1.1	0.1	1.8	1.5	0.8	1.3
民間需要	2.9	2.5	1.3	0.1	1.9	1.6	0.8	1.4
民間最終消費	1.6	1.8	0.8	0.1	1.4	1.4	0.7	1.1
民間住宅投資	0.3	2.3	1.8	0.0	1.5	0.6	0.5	0.3
民間設備投資	12.4	8.1	3.9	0.4	7.1	5.2	2.8	4.0
公的需要	0.6	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1
政府最終消費	0.8	1.2	0.4	0.8	1.5	1.2	0.4	0.6
公的固定資本形成	12.3	9.1	5.0	3.3	8.4	5.5	2.2	3.5
財貨・サービスの純輸出	0.9	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	10.9	7.3	2.9	0.1	6.2	4.2	2.6	2.9
財貨・サービスの輸入	4.5	6.3	3.0	1.9	5.5	3.7	1.9	1.7

注1. 実質値は1995年基準

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	3.5	5.0	7.4	2.7	4.8	1.6	0.7	2.4
国内企業物価指数	0.5	0.4	0.6	0.1	0.3	0.2	0.3	0.1
消費者物価指数	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
消費者物価(除く生鮮)	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
貿易収支(兆円)	13.3	13.7	7.2	6.5	13.3	15.2	7.3	7.9
経常収支(兆円)	17.3	17.5	9.3	8.2	16.2	18.0	9.0	9.0
名目賃金指数	0.9	0.2	0.1	0.4	0.1	0.3	0.4	0.3
完全失業率(%)	5.1	4.6	4.6	4.6	4.8	4.7	4.7	4.7
住宅着工戸数(万戸)	117.4	121.4	122.0	120.7	118.0	122.0	122.5	121.5
為替レート(¥/\$)	113.0	109.4	110.0	108.8	108.8	107.5	107.5	107.5
原油価格(\$/b)	29.5	30.5	31.5	29.5	29.5	26.0	27.0	25.0
米国実質成長率(年率)	3.1	4.2	4.9	3.5	4.0	2.8	2.8	2.8

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)

注2. 米国GDPは暦年ベースの成長率

注3. 印がつけた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

## 4. 民間調査機関の 2004・2005 年度経済見通し

図表3. 民間調査機関の 2004・2005 年度経済見通し

	富国生命		平均		日本総合研究所		住友信託銀行		みずほ総合研究所		大和総合研究所	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
名目国内総生産	0.8	0.4	1.2	0.3	2.0	1.1	1.4	0.3	1.7	0.6	1.1	0.4
実質国内総生産	2.6	1.7	3.2	1.7	4.1	2.5	3.7	2.0	3.4	1.7	3.3	1.5
民間最終消費	1.8	1.4	2.2	1.3	2.5	1.7	2.7	1.3	2.1	1.1	2.3	1.1
民間住宅投資	2.3	1.5	1.1	▲0.5	1.0	▲1.4	0.8	▲1.1	1.7	▲0.3	0.8	0.2
民間企業設備投資	8.1	5.2	9.0	4.4	13.4	6.7	10.4	5.8	9.4	3.5	9.7	3.1
政府最終消費支出	1.2	1.2	1.4	1.4	1.6	1.9	0.9	0.6	1.6	2.1	0.9	0.8
公的固定資本形成	▲9.1	▲5.5	▲7.9	▲5.3	▲10.1	▲7.1	▲9.1	▲7.3	▲7.7	▲4.5	▲6.7	▲3.6
財貨・サービスの輸出	7.3	4.2	9.6	4.3	11.3	6.6	11.4	7.1	11.8	6.4	12.5	3.4
財貨・サービスの輸入	6.3	3.7	7.2	4.0	8.6	5.7	6.8	5.4	7.8	5.4	8.8	1.3
鉱工業生産指数	5.0	1.6	5.8	1.7	-	-	6.6	3.6	7.4	3.3	5.1	0.1
国内企業物価指数	0.4	▲0.2	0.4	▲0.2	-	-			0.2	▲0.4	0.7	0.2
消費者物価指数※	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	-	-	▲0.4	▲0.1	▲0.2	▲0.1	-	-
貿易収支(兆円)	13.7	15.2	14.2	14.6	-	-	14.2	13.1	-	-	15.9	17.8
経常収支(兆円)	17.5	18.0	17.9	18.1	-	-	17.6	16.3	20.0	21.8	18.8	20.3
為替レート(¥/\$)	109.4	107.5	111.0	110.6	-	-	113.5	112.1	110.0	114.0	108.0	108.0
原油価格(\$/b)	29.5	26.0	34.2	31.3	-	-	37.5	33.8	34.8	30.8	34.3	33.0

	日本経済研究センター		第一生命経済研究所		ニッセイ基礎研究所		UFJ総合研究所		農林中金総合研究所		三菱総合研究所	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
名目国内総生産	0.9	▲0.7	1.2	0.7	1.2	▲0.1	1.1	▲0.7	1.4	0.7	0.9	0.8
実質国内総生産	3.2	1.5	3.0	2.2	3.0	1.1	2.9	0.7	2.8	1.6	2.7	1.8
民間最終消費	2.1	0.3	2.2	1.3	2.0	1.2	2.5	1.6	2.3	1.4	1.8	1.4
民間住宅投資	1.5	▲0.9	2.4	▲1.3	1.7	▲0.4	▲0.5	▲1.7	0.5	▲0.8	0.3	0.2
民間企業設備投資	9.7	6.4	8.5	7.6	8.4	3.4	6.0	▲1.2	6.2	3.2	8.8	5.1
政府最終消費支出	1.4	1.5	1.1	1.5	0.8	1.0	2.8	3.0	1.4	1.8	1.2	0.5
公的固定資本形成	▲5.7	▲7.8	▲8.7	▲6.6	▲8.6	▲4.6	▲7.3	▲3.8	▲5.4	▲2.5	▲8.9	▲4.5
財貨・サービスの輸出	9.1	6.6	8.1	4.7	10.3	3.4	8.6	▲0.3	7.2	2.6	8.3	2.1
財貨・サービスの輸入	8.8	5.5	5.2	3.4	8.3	5.1	6.5	▲0.0	5.5	2.1	6.4	1.9
鉱工業生産指数	5.8	1.8	5.4	3.1	6.1	0.9	5.5	▲1.0			4.9	1.8
国内企業物価指数	0.2	▲0.3	0.4	0.2	0.9	▲0.3	0.3	▲1.2	0.4	0.3	0.4	0.1
消費者物価指数 注1	▲0.2	▲0.3	-	-	0.0	▲0.1	0.1	▲0.3	▲0.2	0.0	0.0	0.1
貿易収支(兆円)	-	-	-	-	-	-	13.3	13.7	15.0	15.1	13.0	12.9
経常収支(兆円)	-	-	16.4	17.3	17.5	16.2	16.6	16.6	17.9	18.1	18.7	18.6
為替レート(¥/\$)	112.5	114.8	111.8	111.8	111.0	107.0	115.3	118.5	110.0	106.3	108.3	106.3
原油価格(\$/b) 注2	-	-	31.3	28.5	36.0	33.0	36.0	33.5	34.3	32.5	34.5	31.0

注1:消費者物価指数は生鮮食品除く総合

注2:富国生命はドバイの入着価格、他はWTI

民間調査機関 11 機関の 2004・2005 年度の経済見通しによると、実質 GDP 成長率の平均は、それぞれ +3.2%、+1.7%となった。2004 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率が +1.4%と引き続き高い伸びを示したことにより、2004 年度は横ばいでも +2.0%の成長を達成するため、11 機関全てが予測を上方修正しており、2 月時点の平均 +2.3%を 0.9 ポイント上回る結果となった。

景気のシナリオについては、2004 年度前半は景気の回復傾向が持続し、後半に中国や米国経済の鈍化を受けて回復テンポはやや減速するとの見方が大半を占めている。調整局面を 2005 年度とする機関もあるが、それは一時的なものにとどまり、再び緩やかな回復傾向を辿るという見方は一致している。

また、2005 年度の成長率はやや低下するものの、今の回復の動きが持続すると予測する機関や 2005 年度には景気が後退局面に入る可能性が高いと予測する機関もある。

(財務企画部 山崎 智子)