

平成16年2月24日

2004年度 日本経済の見通し

～ 当面は回復基調を維持するも、ピークは近い? ～

富国生命保険相互会社(社長 秋山 智史)は、2004年度の経済見通しを改訂しました。

【ポイント】

2004年度の実質成長率は+2.0%、名目成長率は+0.2%と予測

前回予測(昨年11月時点)から実質GDP成長率を0.4ポイント、名目GDP成長率を0.5ポイント、それぞれ上方修正した。世界的なIT関連需要の強さを背景に、円高下においても日本の輸出の勢いは衰えていない。米国経済についても、企業部門の回復が顕著になっており、減税の上積み効果がなくなる4～6月以降も景気が堅調に推移する公算が強まってきた。前回予測で見込んだような「米国経済の鈍化 中国経済の成長率低下 日本の輸出減少」といったマイナスの循環が起きる可能性は低くなり、当面、日本経済は底堅く推移すると見込んだ。

内需主導の自律的な回復にはまだ遠く、2005年は要注意

日本経済が内需主導の自律的な回復過程を辿るだけの力をつけるにはまだ時間を要し、引き続き外需に大きく依存する状態が続くと想定している。その点、2005年前半には、IT関連需要の一巡、大統領選後の米国経済の停滞、中国経済の過熱に伴う引締め政策の強化など、顕在化しそうなリスク要因が多い。企業が在庫積み増しに慎重な姿勢を維持していることで大幅な生産調整は避けられるだろうが、2005年度の日本経済は調整局面に入る可能性が高いと考えている。

担当：財務企画部 渡部・^{もりざね}森実

TEL (03)3593-7576 (090)1736-6520

zaimukikaku@fi.fukoku-life.co.jp

図表1．2004年度経済見通し

(前年比、%)

	2002 年度 実績	2003年度見込み				2004年度予測			
		500.2	2003年11月 時点		498.2	501.0	2003年11月 時点		496.7
			前期	2003年11月 時点			前期	2003年11月 時点	
名目国内総生産(兆円)	497.6 0.7	500.2 0.5	499.1 0.6	501.7 0.5	498.2 0.2	501.0 0.2	499.9 0.3	502.5 0.5	496.7 0.3
実質国内総生産(兆円)	536.6 1.2	552.1 2.9	546.2 1.5	557.9 2.1	555.1 2.6	563.3 2.0	559.8 0.4	566.7 1.2	564.1 1.6
内 需	0.4	2.1	1.0	1.7	2.1	1.8	0.5	0.9	1.5
民間需要	0.4	2.6	1.4	1.7	2.6	1.9	0.6	0.9	1.6
民間最終消費	1.0	1.2	0.7	1.1	1.1	1.4	0.3	1.0	1.2
民間住宅投資	2.1	0.2	0.9	0.5	2.2	1.5	0.7	2.1	1.9
民間設備投資	3.3	10.7	5.5	5.7	11.8	7.1	3.1	2.3	5.1
公的需	0.0	0.5	0.4	0.0	0.5	0.2	0.2	0.0	0.1
政府最終消費	2.1	1.1	0.4	0.9	0.9	1.5	0.6	0.8	1.1
公的固定資本形成	5.0	11.0	7.6	3.2	10.1	8.4	5.3	3.3	4.4
財貨・サービスの純輸出	0.8	0.8	0.4	0.5	0.5	0.3	0.1	0.4	0.1
財貨・サービスの輸出	12.0	9.5	3.9	6.5	7.4	6.2	0.8	4.4	3.1
財貨・サービスの輸入	5.5	3.9	0.5	3.6	4.2	5.5	2.6	2.1	3.0

注1．実質値は1995年基準

注2．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	2.8	3.3	0.1	5.2	3.6	4.8	6.8	3.0	4.1
国内企業物価指数	1.6	0.6	0.9	0.3	0.8	0.3	0.2	0.3	0.5
消費者物価指数	0.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
消費者物価(除く生鮮)	0.8	0.2	0.3	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
貿易収支(兆円)	11.6	13.1	6.0	7.0	11.5	13.3	5.9	7.3	11.3
経常収支(兆円)	13.4	16.3	8.3	8.0	14.9	16.2	7.8	8.5	14.6
名目賃金指数	2.1	0.3	0.0	0.7	0.2	0.1	0.2	0.0	0.4
完全失業率(%)	5.4	5.1	5.3	5.0	5.2	4.8	4.9	4.8	5.1
住宅着工戸数(万戸)	114.6	116.0	115.9	116.2	112.9	118.0	118.0	118.0	110.0
為替レート(¥/\$)	121.9	113.0	118.0	108.0	112.8	108.8	107.5	110.0	107.5
原油価格(\$/b)	27.4	29.1	28.5	29.6	28.8	25.9	26.5	25.3	25.0
米国実質成長率(年率)	2.2	3.1	2.1	5.9	2.9	4.0	4.7	3.2	3.5

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)でドル換算したもの

注2．米国GDPは暦年ベースの成長率

注3．印がつい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)

◇日本経済の現状

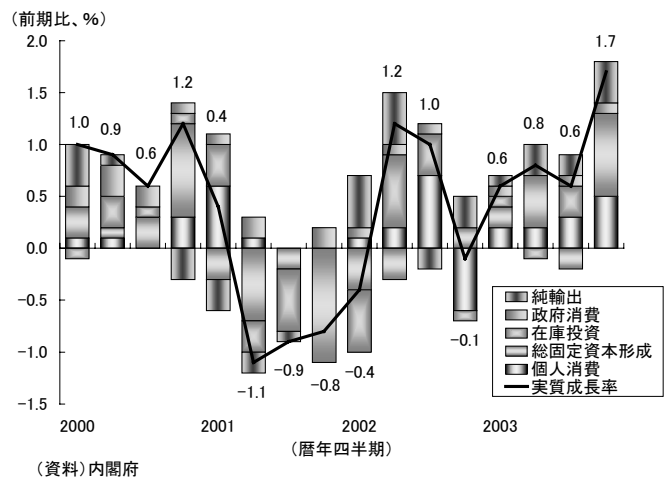
2月18日に発表された2003年10～12月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+1.7%（年率換算+7.0%）と4四半期連続のプラス成長となった（図表2）。一部暖冬の影響はあったものの個人消費がデジタル家電を中心に堅調な伸びを示し、2四半期振りのプラスとなった設備投資と好調を続ける輸出が全体の成長率を押し上げた。一方、名目成長率も同+0.7%と3四半期連続のプラスとなっており、前年比でも+0.9%と2四半期振りに水面上に顔を出した。価格性能比の向上が著しいIT関連需要の増加が実感以上に実質成長率を押し上げるという状況は続いているが、名目経済にも幾分明るさが見え始めた。

景気の牽引役は引き続き輸出であり、それが生産活動の好調につながり、製造業の収益を押し上げるという構図に変化はない。また、川上部分の好調が川下の家計部門に遅々として波及してこないという状況も依然として続いている。

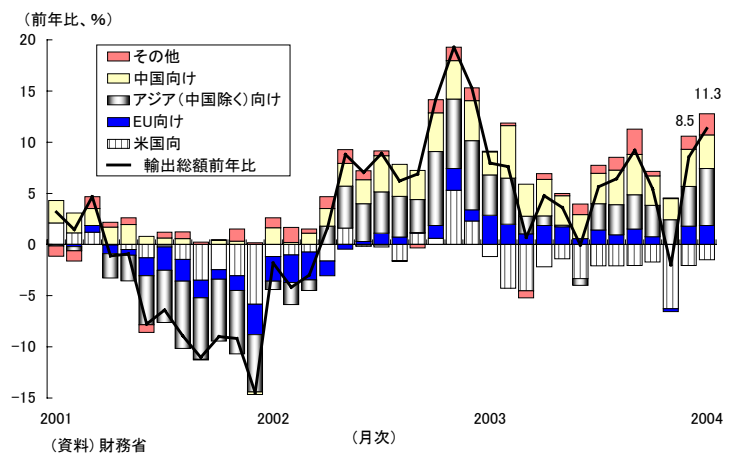
10～12月期の実質財・サービスの輸出は、前期比4.2%増と8四半期連続のプラスとなった。中国を中心にアジアの需要が好調に推移する一方、低水準ながら米国向けも上向いてきた。この間、1ドル110円を割り込んで円高・ドル安が進行したが、平成15年下期の輸出のドル建て比率が50%を下回る（48%）など、趨勢的に日本の輸出に占めるドル建ての比率が低下していること、対ユーロでは円安傾向にあったこと、日本企業の競争力が高いデジタル関連部品に対する需要が強いこと、などを背景にその影響はほとんど顕在化していない。また、足元についても、1月の輸出金額（通関ベース）が前年比11.3%増となるなど、輸出の勢いに衰えはみられない（図表3）。

それを映して10～12月期の鉱工業生産指数が前期比+3.7%と現基準で過去最大の伸びとなるなど、企業活動は好調に推移している。財別にみると、

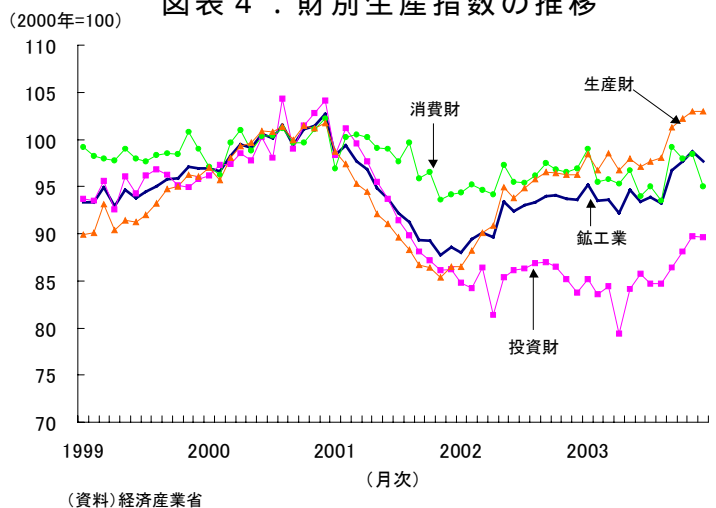
図表2．GDP成長率の寄与度分解



図表3．輸出額の地域別寄与度



図表4．財別生産指数の推移



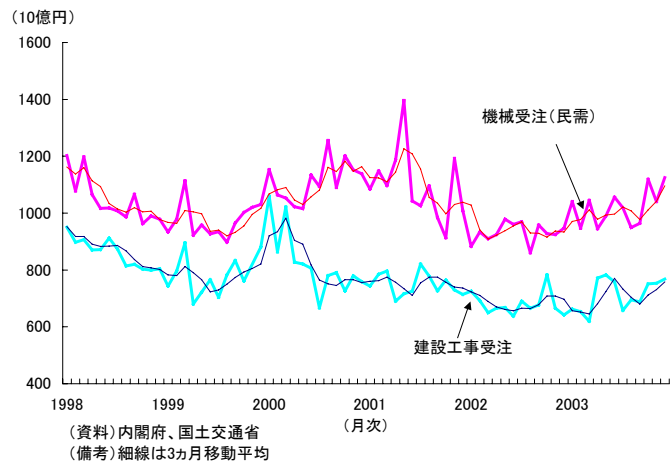
生産財が電子部品・デバイス工業を中心に好調を継続していることに加え、設備投資の回復を映して投資財も持続的に水準を上げており、遅れていた最終需要財についても緩やかながら上向きつつあるところだ(図表4)。同期の実質民間設備投資は前期比5.1%増と2四半期振りのプラス成長となったが、稼働率が上昇基調にあることで今後も堅調な展開が期待でき、機械受注などの先行指標もそれを裏付けている(図表5)。

一方、デジタル家電に対する支出増によって実質ベースの消費は堅調に推移しているが、総じて家計部門の改善は遅れているといえる。10~12月期の名目民間最終消費支出は前期比0.4%増と2四半期連続で増加し、前年比でも0.5%増と5四半期振りのプラスとなった。しかし、名目雇用者報酬は同0.2%減と引き続き水面下にあり、企業部門の好調と比較すると格差が大きい。12月の完全失業率が4.9%となるなど雇用環境は徐々に改善しているが、パートタイマーが増加する一方で一般労働者(正社員)が減少を続けるなど、雇用の質という点では必ずしも良好な状況とはいえない(図表6)。

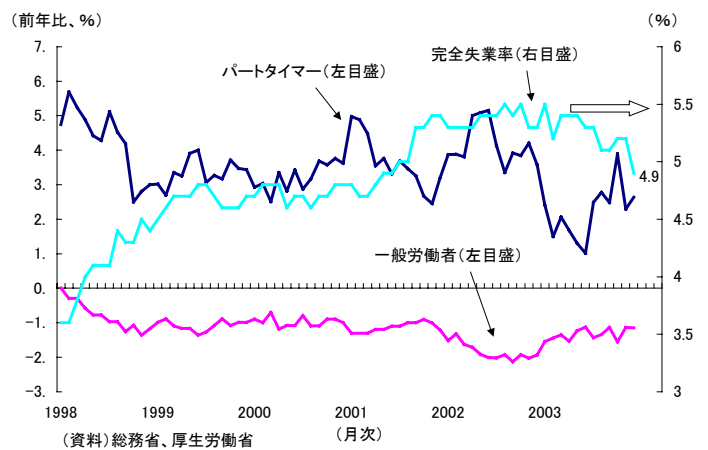
2002年1月を景気の谷として既に2年以上が経過したが、依然として日本経済に自律的な回復過程を迎えるほどの力強さはみられない。したがって、これまで同様外需次第という展開となろうが、その点では前回予測(11月)時点よりも安定感が出てきた。

米国経済は、7~9月期の実質GDP成長率が前期比年率+8.2%の高成長となった後、続く10~12月期も同+4.0%となるなど好調を継続している(図表7)。低金利や減税を背景とした家計部門の好調に加え、ドル安の効果もあって企業収益の回復傾向が明確になり、設備投資が増加していることは明らかな材料である。前回予測では減税の新規の上積み分がなくなる2004年4~6月期以降の成長率鈍化は避けられないと見込んでいたが、好調な企業

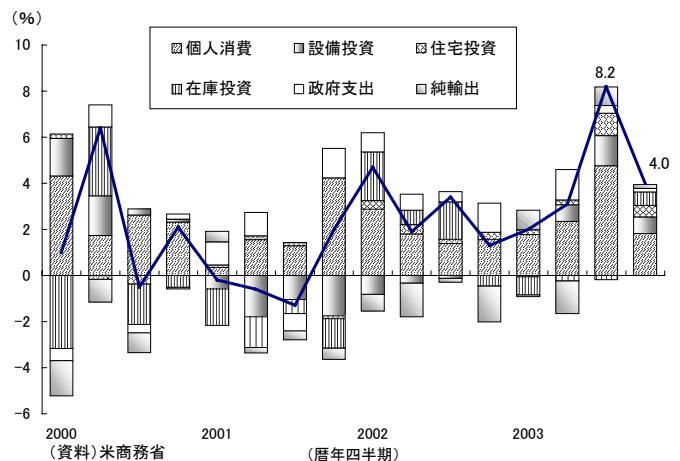
図表5 . 機械受注と建設受注の推移



図表6 . 一般労働者とパートタイマーの推移



図表7 . 米国実質GDPの寄与度分解



部門がそれをある程度カバーする公算が強まってきた。雇用環境も、非常に緩やかではあるが改善傾向にある。

一方、中国経済については、最大の輸出相手国である米国の経済が底堅く推移することで、当面は実質 9.1% 成長となった 2003 年の勢いをそのまま維持すると考えるが、景気の過熱に対する警戒感の強まりから政府が貸し出しを抑制する姿勢を示すなど、やや注視すべき点がでてきた。ここ 1~2 年に実行された大型投資案件が稼働し始める 2005 年以降は、供給過剰が大きな焦点となりそうだ。

こうした状況を勘案すると、少なくとも 2004 年中は、外需の鈍化によって日本経済が調整局面入りする可能性は小さくなったと考えられる。過去の経験則に依れば、IT 需要の好循環は 2 年~2 年半程度は持続するため、引き続き電子部品・デバイス関係を中心とした製造業の活況が続くと想定される。また、地上波デジタル放送の拡大にあわせた大型薄型テレビの需要拡大など、デジタル家電に対する支出増も景気を押し上げる方向に働くだらう。要注意なのは 2004 年度末から 2005 年度にかけてであり、IT 需要の一巡、大統領選後の米国経済の停滞、中国景気の過熱に伴う引き締め強化など、顕在化しそうなリスク要因が多い。在庫積み増しに対して企業が慎重な姿勢を貫いているため、IT バブル崩壊後のような大幅な在庫調整は避けられるだろうが、日本経済は 2005 年前半に調整局面入りする可能性が高いと考えている。

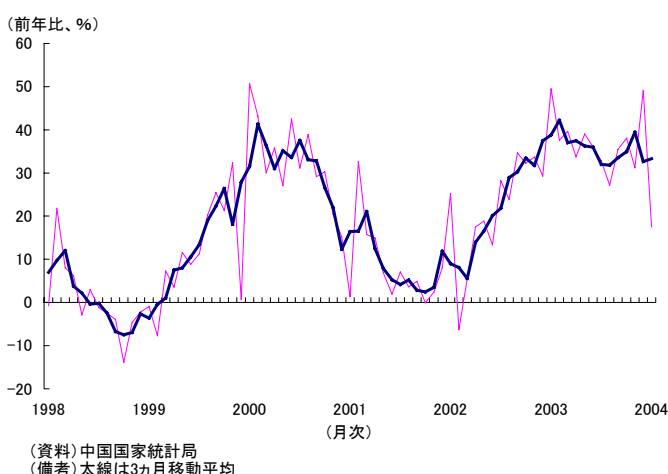
◇今後の見通し

2003 年度の実質 GDP 成長率は +2.9% での着地を見込んだ。1~3 月期は前期の高い伸びの反動で伸び率が鈍化する可能性が高いが、1 月の輸出が前年比二桁の伸びとなるなど輸出が堅調に推移していることや価格性能比の向上が著しい IT 関連への設備投資が続くことで、前期比プラスを見込んでいる。

なお、名目 GDP 成長率は +0.5% と 3 年振りのプラスとなりそうだ。中国の投資意欲が強く、世界的に素原材料の価格は上昇傾向となっているが、最終需要財に転嫁しにくい状況が続いており、物価の下落に歯止めはかかっていない。加えて、性能の向上が著しい IT 関連製品に対する需要の強さが引き続き GDP デフレターを押し下げる方向に働くが、その下落幅を上回る数量増が名目成長率を水面上に押し上げることになる。

2004 年度の実質 GDP 成長率は +2.0% と予測した。2003 年度同様に外需と設備投資に牽引される展開を見込んでいる。前回の予測では、米国経済が年半ばに一時鈍化することを見込んでいたが、前回の想定以上に企業活動が活発化しており、負のインパクトは小さくなる可能性が高く、日本経済へ与える影響は軽微にとどまりそうだ。一方で、年度末にかけては、IT 循環サイクルが終盤に差し掛かることで、やや成長率が鈍化すると見込んでいる。需要項目別にみると、実質民間最終消費は、国民負担の

図表 8 . 中国貿易額（輸出 + 輸入）の伸び



増加による影響は避けられないものの、デジタル家電などへの消費に支えられて、前年比 1.4% 増と堅調に推移すると見込んでいる。また、実質民間設備投資は、大企業製造業主体の投資回復が徐々にすそ野を拡大しつつあることや、引き続き価格性能比の向上が著しい IT 関連への投資が拡大して実質値が押し上げられることで同 7.1% 増と予測した。そのため、内需全体では、公共工事の削減というデフレ圧力は残るものの、1.7 ポイントの押し上げ寄与を見込んでいる。外需についても、中国を中心にアジア向け輸出が好調を続ける一方、最大輸出国である米国向けも、回復を続けることから、GDP 全体を 0.3 ポイント押し上げると想定している。なお、半期毎の成長率は、上期が年率 + 0.7%、下期が同 + 2.5% と予測している。

一方、名目 GDP 成長率は + 0.2% と予測した。2003 年度に続き 2 年連続でのプラス成長を見込んでいるが、デフレーター的大幅マイナスは続き、デフレ脱却には至らないだろう。製造業部門は好調さを持続するものの、非製造業への波及は限定的で依然として需給ギャップは残るだろう。デフレ解消の動きが進展するのは、2005 年度前半に予想される調整過程を乗り越えた後にずれ込むと想定している。

(需要項目のポイント)

【個人消費】

雇用環境の改善はパートタイマーが中心であり、所得へ波及するにはやや時間が掛りそうだ。しかし、DVD レコーダーや薄型テレビなどのデジタル家電への購買意欲は依然として強く、実質消費を底上げするだろう。

【住宅投資】

景気回復期待が高まっており、住宅ローン減税の延長や金利先高観、一部地価の下げ止まり感も手伝って住宅購入意欲は増すだろう。2004 年度の住宅着工戸数は、持家、分譲を中心に安定的に推移し、2003 年度より若干水準を上げる見込みである。

【設備投資】

大企業製造業を中心に回復を続けているものの、小売業の新規出店計画等、非製造業の一部にも動きがみられる。企業収益はプラスを予想しており、総じて堅調な推移となると見込んでいる。特に、先行指標の動向から判断すると、2004 年度前半は好調さを持続する可能性が高い。

【公共投資】

予算ベースでは大幅削減とはならない見込みであるが、地方を中心に財政は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、予算を上回る削減幅になるだろう。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】

アジア向けが内需の旺盛な中国を中心に引き続き堅調に推移することが見込まれ、米国向けも企業部門の好調によって減税効果の剥落による影響が軽微にとどまると想定されることから、持ち直しの動きを続けるだろう。2004 年度の純輸出は 2003 年度 (0.8 ポイント) は下回るものの 0.3 ポイント成長率を押し上げると予測した。

以上

図表9. デフレーター伸び率(1995年基準)

		(前年比、%)					
		99年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
国内総支出		1.7	2.0	1.2	1.8	2.3	1.8
民間最終消費		0.8	1.4	1.6	1.2	1.4	0.8
民間住宅投資		0.6	0.3	1.2	1.1	0.3	0.2
民間設備投資		2.9	2.8	2.4	2.6	5.8	5.4
政府最終消費		1.8	0.5	0.2	1.6	0.9	0.8
公的固定資本形成		1.8	0.8	1.6	1.3	1.7	1.2
財貨・サービスの輸出		7.7	2.6	1.3	3.2	4.1	3.8
財貨・サービスの輸入		5.2	2.2	1.1	1.1	3.0	3.2

注1. 2001年度以前は確報値。2002年度は確報確定値。

予測

図表10. 需要項目別の寄与度

		(前年比、%)					
		99年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
実質国内総支出		0.9	3.0	1.2	1.2	2.9	2.0
民間需要		0.1	2.6	0.7	0.4	2.6	1.9
民間最終消費		0.2	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8
民間住宅投資		0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0
民間設備投資		0.0	1.5	0.6	0.5	1.7	1.2
公的需要		0.7	0.2	0.0	0.0	0.5	0.2
政府最終消費		0.7	0.7	0.4	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成		0.1	0.6	0.4	0.3	0.7	0.4
財貨・サービスの純輸出		0.1	0.2	0.5	0.8	0.8	0.3
財貨・サービスの輸出		0.6	1.0	0.8	1.3	1.1	0.8
財貨・サービスの輸入		0.5	0.8	0.3	0.5	0.3	0.5

注1. 2001年度以前は確報値。2002年度は確報改定値。

注2. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

予測