

平成16年5月21日

2004年度 日本経済の見通し(改訂)

～年度下期に黄色信号が灯る～

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+2.6%、年度下期は軽い調整局面も

名目成長率は+0.8%と予測。前回予測(今年2月時点)と比較して、実質成長率と名目成長率をそれぞれ0.6ポイント上方修正した。ただし、これは2003年度後半の高い成長率によるゲタの効果が大きく、海外経済の鈍化によって、日本経済が調整局面に入るタイミングは前回予測で想定したよりもむしろ早まったと考えている。米国の長期金利上昇、中国の引締め政策の強化による影響は、今後タイムラグを伴って日本経済にも及んでくる。機械受注等の先行指標にも陰りが見えており、2004年度下期の日本経済は軽い調整局面になると予測した。

2005年度は緩やかな回復基調へ回帰

世界的なインフレの進行、中国経済のハード・ランディングといったリスクシナリオが顕在化する可能性は今のところ低いと想定している。2005年度の日本経済は、短期の調整局面をこなした後、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。ただし、大統領選後の米国経済の停滞などもあって、年率4%近い平均成長率となった過去2年間のような勢いは期待できない。巡航速度に戻った中国経済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た緩やかな成長を見込んでおり、実質成長率は+1.7%と、2004年度を0.9ポイント下回ると予測した。

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、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 需	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	25.9	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)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

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2）。輸出の好調によって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。

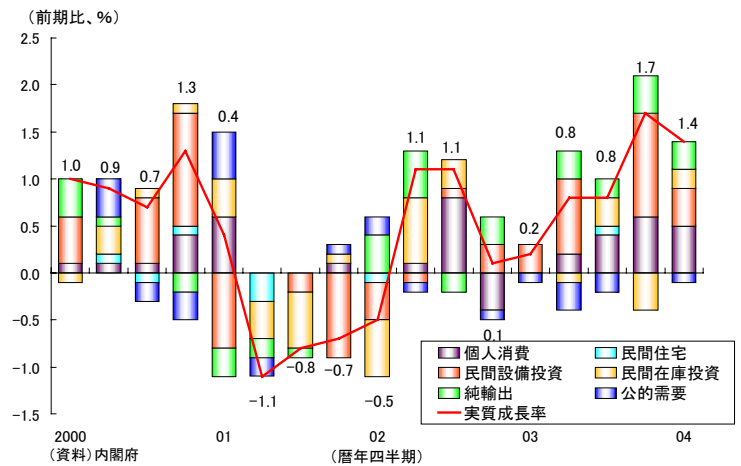
ここまで実質成長率は8期連続のプラス成長となっており、この間の平均成長率は年率換算で実に3%台後半に達する。中国向けを中心とした輸出の高い伸びが生産の増加につながり、企業収益の回復に伴うキャッシュフローの増加によって、設備投資が上向くという好循環を生み出した。

本来ならば、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、3月の完全失業率が4.7%となるなど雇用環境が徐々に改善する一方で、この1～3月期の実質雇用者報酬が前期比1.0%減、名目値の前年比では2.8%減となるなど、所得環境は依然として低迷を抜け出せていない。

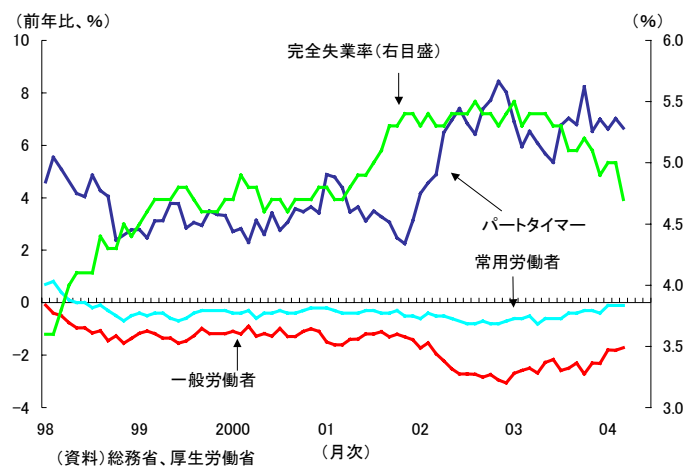
図表3は一般労働者（正社員）とパートタイマーの前年比の伸びを示したものであるが、パートタイマーが増加傾向を維持する中で、一般労働者のマイナス幅が徐々に縮小しており、常用雇用全体のマイナス幅も確実に縮小してきた。しかし、雇用回復の中心は引き続き正社員の4分の1程度の給与水準であるパートタイマーであり、マクロベースでの所得水準は回復しにくい状況が続いている。一部では正社員の雇用増に動く企業も出始めているが、それもコストの高い熟年層が抜け落ちた後の補充的な色合いが濃く、総人件費の増加に対しては依然慎重な姿勢を崩していない。こうした状況下での個人消費の回復は、景気に明るさが増してきたことによるマインド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のである。

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

図表2 . GDP成長率の寄与度分解



図表3 . 一般労働者とパートタイマーの推移



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(図表4)。引締め政策は一定のタイムラグを伴って効いてくるため、夏場以降、米国においては、住宅投資や耐久財消費といった金利敏感需要の減速、中国において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い。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(図表5)。こうした変化を勘案すると、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。

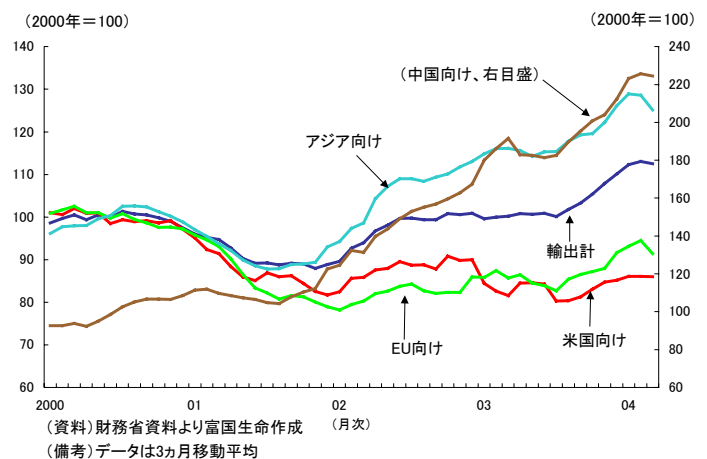
原油価格については投機的な動きは徐々に鎮静化に向かうと想定されること、また中国経済については、都市部の固定資産投資が減速する一方で、地方のインフラ整備や生活水準の向上に向けた家計の消費意欲が景気の下支えとなると見込まれるからである。中国経済の過熱感が徐々に薄れていく中で、商品市況も落ち着きを取り戻すだろう。比較的短期の調整を乗り越えた後の日本経済は、中長期的な中国経済の拡大やデジタル放送のエリア拡大に伴う薄型テレビの需要増などに支えられて、再び緩やかな回復基調に足取りを戻すと想定している。

◇今後の見通し

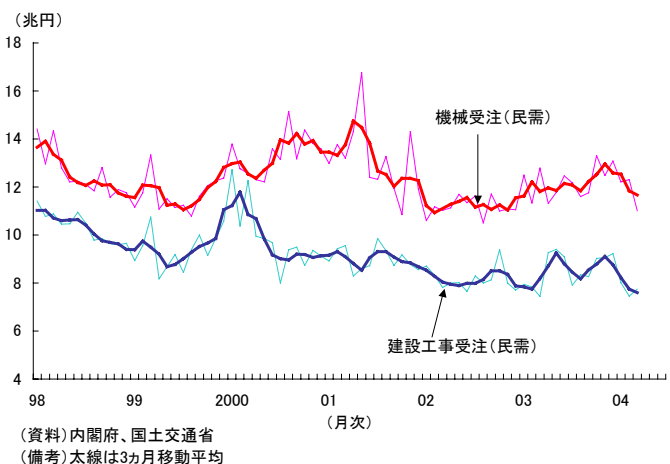
2004年度の実質のGDP成長率は+2.6%と3年連続のプラス成長を予測した。成長率のゲタを2.0ポイント履いているため、数字ほどの実感は乏しい展開であり、前回予測より早い段階で調整局面となることを見込んでいる。

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

図表4 . 輸出数量指数の推移



図表5 . 機械受注と建設受注の推移



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。

なお、半期毎の成長率は、上期が年率 + 2.5%、下期が同 0.2%となっており、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、米国においてガソリン価格の更なる高騰などによるインフレ懸念の高まりによって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%上昇した場合、米国経済の減速を通じて、日本の実質 GDP は 0.05 ポイント押し下げられ、また、中国の成長率が 1 ポイント低下した場合は、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、下方バイアスが掛かりやすいこともあって、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。中国経済が安定することで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%台の成長を続ける見込みである。

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。

(需要項目のポイント)

【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ものの、雇用環境は概ね安定して推移することから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と見込んでいる。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、一時的なものにとどまり、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。

以上

図表6. デフレーター伸び率(1995年基準)

(前年比、%)

	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度
国内総支出	2.0	1.2	1.8	2.4	1.8	1.3
民間最終消費	1.4	1.6	1.2	1.5	0.8	0.7
民間住宅投資	0.3	1.2	1.1	0.0	0.1	0.1
民間設備投資	2.8	2.5	2.5	5.3	3.9	3.8
政府最終消費	0.5	0.2	1.5	1.5	1.3	0.6
公的固定資本形成	0.8	1.6	1.3	1.3	0.7	0.9
財貨・サービスの輸出	2.6	1.3	3.2	4.0	2.3	1.1
財貨・サービスの輸入	2.2	1.1	1.1	3.2	0.7	1.4

注1. 2001年度以前は確報値。2002年度は確報確定値。

予測

図表7. 需要項目別の寄与度

(前年比、%)

	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度
実質国内総支出	3.0	1.2	1.1	3.2	2.6	1.7
民間需要	2.6	0.7	0.3	2.9	2.5	1.6
民間最終消費	0.6	0.7	0.6	0.9	1.0	0.7
民間住宅投資	0.0	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0
民間設備投資	1.5	0.6	0.6	1.9	1.4	0.9
公的需要	0.2	0.0	0.0	0.6	0.2	0.1
政府最終消費	0.7	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.6	0.4	0.3	0.7	0.5	0.3
財貨・サービスの純輸出	0.2	0.5	0.8	0.9	0.3	0.2
財貨・サービスの輸出	1.0	0.8	1.3	1.3	0.9	0.5
財貨・サービスの輸入	0.8	0.3	0.5	0.4	0.6	0.4

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