

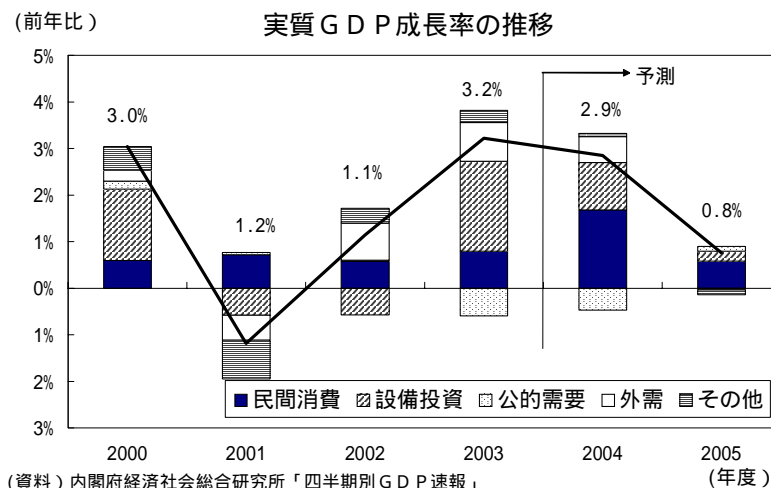
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 主役を失った回復～2004・2005 年度経済見通し

< 2004 年度 2.9%、2005 年度は 0.8% 成長 >

1. 7-9 月期の実質経済成長率は前期比 0.1% で、4-6 月期の 0.3% からさらに低下した。成長を支えてきた外需がマイナスとなり、設備投資も減少して、景気はけん引役を失う形で、その回復力を弱めている。2004 年度の成長率は実質 2.9%、名目 0.9% と見込まれる。
2. 米国経済の減速が見込まれる中では、外需の鈍化は避けられない。また、雇用者報酬の伸びが低迷する状況下で、外需主導による設備投資の伸びに代わって、消費が景気回復を主導していくことも期待できない。
3. 景気は 2005 年初めをピークに後退に向かい、2005 年度の成長率は実質 0.8%、名目は 0.4% のマイナスとなるだろう。こうした中で急速な家計負担の増加が起これば、デフレへの逆戻りのリスクが高まる。景気動向をも勘案しながら、税と社会保障負担を合わせた家計負担全体の増加速度を調整することが重要である。



経済調査部門

(03)3512-1884

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4 - 1 - 7 : (03)3512-1800

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## 主役を失った回復

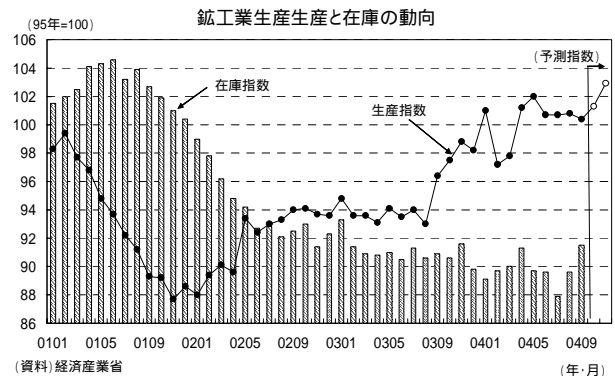
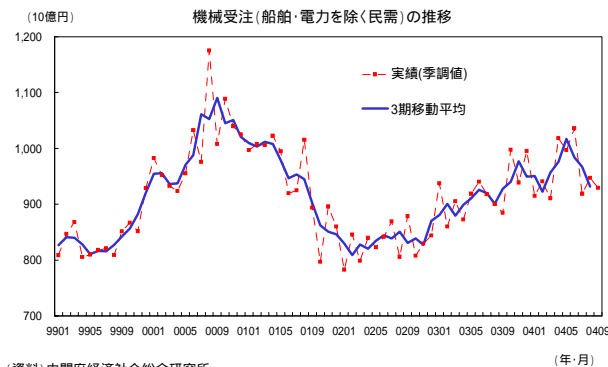
### 1 . 2004 年度は 2.9% 成長

( 曲がり角にきた回復 )

7-9 月期の実質成長率は、前期比 0.1% ( 年率 0.3% ) となって、かろうじて 6 四半期連続のプラス成長は維持したものの、その伸びは 2003 年 10-12 月期の前期比 1.9% ( 年率 7.6% ) をピークに 3 四半期連続で低下し、減速が鮮明となっている。

民間消費は前期比 0.9% と堅調を維持したが、これまでプラス寄与を続けてきた外需は 0.2% のマイナス寄与となり、設備投資も実質 0.2% の減少となった。設備投資の先行指標である機械受注 ( 船舶・電力を除く民需 ) は、7-9 月期に前期比 8.4% となった後、10-12 月期の見通しも前期比 1.8% と低い伸びにとどまっている。日銀短観 ( 9 月調査 ) の設備投資計画でも、年度下期には伸びの鈍化が見込まれている。設備投資は当面一進一退の動きが続くだろう。

外需の伸びに支えられて設備投資が増加を続けるという、これまで経済成長を支えてきた構造は崩れた。消費はここまで堅調を続けているが、家計所得が伸び悩む中で消費者心理の改善も頭打ちとなっている。今後年金保険料の引き上げや増税による負担増の影響が顕在化してくることを考えれば、消費が景気のけん引役となることは期待できない。



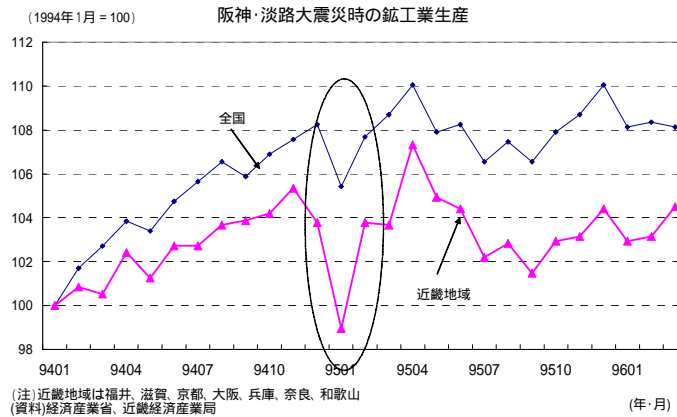
鉱工業生産は、IT 関連で始まった在庫の増加が他の分野にも広がっており、夏頃から生産の増加ペースは明らかに鈍化している。

( 地震・台風の影響 )

2004 年は台風の上陸が観測史上最高の 10 個となった上、10 月には新潟県中越地震が発生したなど、自然災害による生産への影響や、部品の生産や輸送への影響を通じた二次的な生産への影響が懸念される。1995 年に発生した阪神・淡路大震災では、地震の発生した 1 月は、近畿地方の鉱工業生産が前月比で 4.6% 低下しているだけでなく、全国の鉱工業生産も 2.6% の減少となり、明確な影響が見られる。しかし 2 月になると鉱工業生産は 12 月のレベルを回復してお

り、震災の影響を見出すことは難しい。

台風による建設投資の減少が、7-9月期の設備投資が前期比実質 0.2%の減少となった要因と指摘されているように、台風や地震によって一時的には鉱工業生産などに影響が出る可能性はあるものの、年度全体では影響はほとんど見出せないだろう。



政府は補正予算で被災地の救援や復興に当たることとしており、その規模については1兆円程度という声も出ていると伝えられている。2002、2003年度の補正予算では2000億円程度の災害対策費が計上されている様に、例年ある程度の事業が追加されていることに加え、年度内に追加された事業が全て消化されるわけではないことを考慮すると、10-12月期の公的固定資本形成を押し上げる効果はあるものの、年度ベースでの事業量の増加は数千億円程度にとどまるだろう。また、2003年度の決算で1兆円余の剰余金が発生しており、また今年度は企業収益の改善から法人税収が予算を上回る可能性が高いことから、補正予算で国債の発行額が引き上げられることはなく、長期金利への影響も無視できるだろう。

2004年度は、公的固定資本形成が14.5%となり公需の実質成長率への寄与度は2003年度の0.6%に引き続き0.5%とマイナスとなるものの、設備投資が5.9%の増加となり、民間消費も3.1%の増加となるなど民需の伸びから、内需の伸びは2003年度の2.5%に続き2.4%という高いものとなると見込まれる。輸出の伸びは鈍化してきているものの、年度全体では輸出の伸びは2003年度の11.0%並みの11.7%となり、民需の伸びを反映した輸入の伸びの高まりによって、外需の寄与度は2003年度の0.8%から0.6%へとやや縮小するものの経済成長を支えるだろう。この結果、2004年度の実質成長率は2003年度の3.2%に引き続き2.9%と3%近い成長となる。また、名目成長率は消費の伸びが1.7%に高まることなどによって、0.9%のプラスになると予測する。

## 2 . 2005 年度は景気後退に ~ 0.8% 成長

( 海外経済の減速とドル安 )

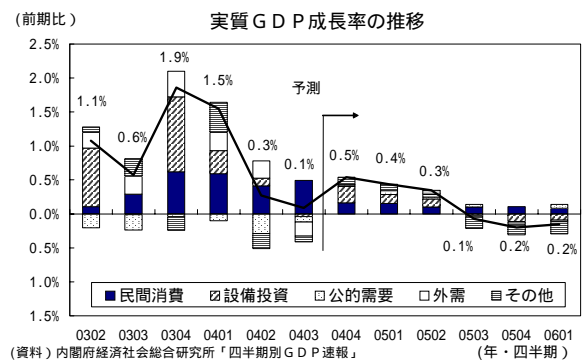
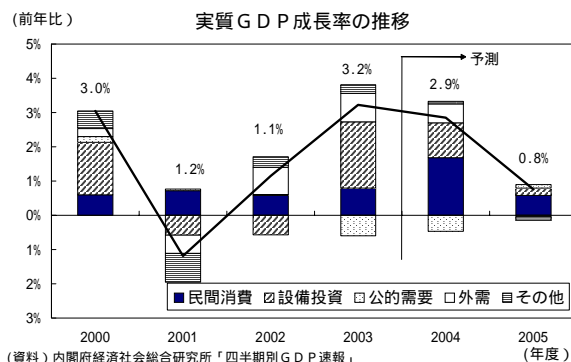
米国経済は、7-9 月期の実質経済成長率が年率 3.7% となり、4-6 月期の 3.3% よりは高まったものの、年初までの年率 4% を超える成長からは 3% 台後半に減速しており、今後も徐々に低下していくだろう。原油価格の代表的な指標である WTI 先物 ( 期近物 ) は、10 月に入って一時 1 バレル 55 ドルを超えたが、その後 40 ドル台に下落しているとはいうものの依然高水準で、ガソリン価格の上昇を通じて米国の家計消費を圧迫して景気を悪化させる恐れが大きい。

3 月末には一時 1 ドル 103 円台にまで円高・ドル安が進んだが、その後は日本政府による円売り介入が行われなくても 1 ドル 110 円台での安定した推移が続いていた。しかし、米国の経常収支の赤字は名目 GDP 比で 6% 近くに達しており、国際収支の不均衡は拡大している。ブッシュ大統領が再選されたことによって、ケリー候補が当選した場合よりは財政赤字削減の速度も、ドルの下落速度も遅い可能性があるが、大幅な財政赤字と国際収支の赤字という米国が抱える「双子の赤字問題」を改善していくために、歳出の削減や負担の増加などによる景気減速やドルの下落がいずれ必要になる。

海外経済拡大の鈍化や、円高・ドル安によって、今後は外需が悪化して、日本の景気へ悪影響が及ぶのは避けられないだろう。

( 2005 年度は景気後退へ )

このように、海外経済の減速や円高によって輸出の鈍化が起こる可能性が大きく、国民負担の増加による消費の伸び鈍化が懸念される中では、外需の落ち込みを国内需要がカバーして景気拡大を続けることは難しい。景気は 2005 年初めがピークで、2005 年度には後退局面に入るだろう。2005 年度は、輸出の鈍化から実質成長率に対する外需の寄与度が 2004 年度の 0.6% から 0.0% となって、外需による経済成長率の押し上げ効果がなくなり、設備投資の伸びは 2004 年度の 5.9% から 1.2% に低下すると予想される。消費の伸びも 3.1% から 1.1% へ低下することなどから、実質成長率は 0.8% へと減速するだろう。円高や原材料価格上昇の一服から輸入物価が下落し GDP デフレーターは縮小するものの、名目成長率は 2005 年度には 0.4% と再びマイナス成長に逆戻りすると予想される。

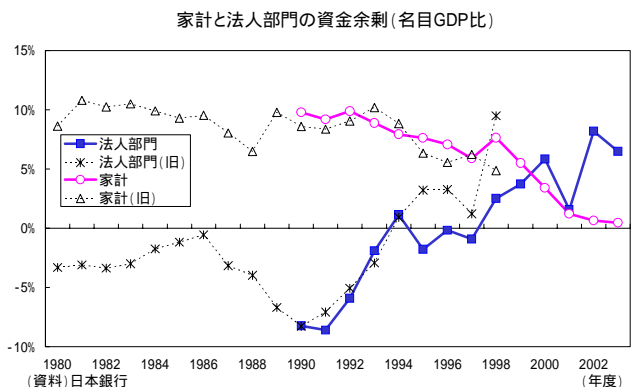
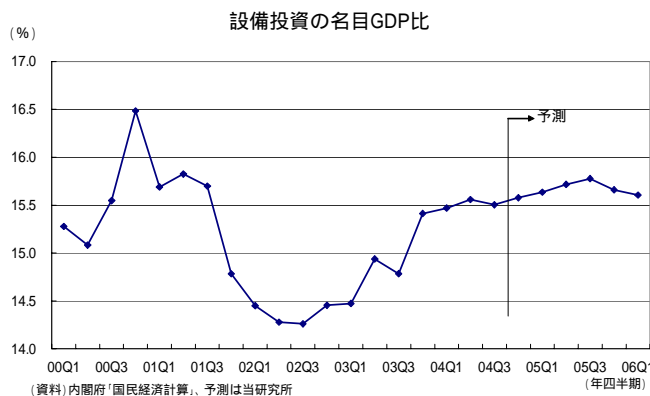


10月末に日銀が発表した「経済・物価情勢の展望」では、政策委員の大勢見通しで消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比が2005年度には0.1%上昇となった。2005年度の経済成長率は減速はするものの2.5%となっており、福井総裁は量的緩和の解除に向けて前向きな発言をしている。しかし、当見通しのように2005年度には景気が後退に向かえば、消費者物価の上昇率は2005年度も0.2%の下落となり、早期に量的緩和が解除されることを期待するのは難しい。2005年度にはGDP統計の基準改定があり、2006年度には消費者物価指数の基準年が2000年から2005年に変更されるため、デフレギャップの動向や消費者物価の趨勢などを判断することが難しくなるなど、技術的な点からも量的緩和解除が難しくなるだろう。

（負担増と景気の今後）

設備投資の名目GDPに占める割合は、バブル崩壊後の景気回復では16%程度がピークとなって設備投資の調整局面を迎えている。7-9月期にはこの比率は既に15.5%に達しており、設備投資の増加でさらに上昇すれば設備の過剰を招く恐れも出てくる。内需主導で景気が回復を続けるためには、設備投資主導では限界があり消費の伸びが必要である。

これまで消費を下支えしてきた消費者マインドの改善はここにきて頭打ちとなっており、家計の消費意欲改善による消費拡大には今後は多くを期待できない。こうした中で個人消費が増加を続けるためには家計所得の増加が必要であるが、景気回復が続いてきたものの賃金の伸びは依然として非常に低いものにとどまっている。7-9月期の一人当たり賃金の伸びは前年比0.2%（毎月勤労統計ベース）と依然水面下にある。企業収益の増加でボーナスの伸びが期待されてきたが、昨年冬に続き今年の夏のボーナスも前年比マイナスとなっており、この冬のボーナスが減少する恐れも大きい。雇用者数の増加によって7-9月期の雇用者報酬は5四半期ぶりの増加（前年比）となったが、その伸びは0.1%と低い。



バブル崩壊後上昇傾向を続けてきた失業率はこのところ低下しているとはいふものの、依然4%を超える水準にあって、労働市場は緩和状態が続いている。企業は、正社員を派遣やパート雇用に置き換えて人件費の抑制を図っており、一人当たりの賃金は上昇し難くなっている。企業

経営の観点からも、固定費という性格の強い人件費の増加には慎重にならざるを得ないだろう。こうした状況の中では、雇用者報酬の増加による家計所得の伸びは期待し難い。一方、家計の財産所得は1991年度の59兆円から2002年度には21兆円へとバブル崩壊後極端に縮小しており、今後、家計所得が増加する経路としてはこの財産所得の回復が考えられる。

通常は企業部門は資金不足であるが、過剰債務の削減と不良債権の処理のため1990年代半ばからは大規模な資金余剰となってきた。しかし、非金融法人部門の借入のGDP比が大きく低下し、銀行の貸出しに占める不良債権の比率も低下するなど、これらの問題の処理は大きく進んだ。一方、家計貯蓄率は急速に低下し、家計の資金余剰はほとんど無くなっており、家計には所得の増加なしには消費拡大の余地がなくなっていると考えられる。消費の持続的な拡大には、この歪んだ資金循環を正常化させて企業部門の余剰資金を家計に還元し、家計所得を増加させることが効果的だろう。このための方策としては、企業の利益を配当の増加という形や利子の受取増加などの形で家計に還元して、家計の財産所得を増加させることが考えられる。

もう一つの課題は、家計負担の増加速度のコントロールである。大幅な財政赤字による政府債務の累増や、高齢化による年金・医療・介護費用の増加を考えれば、長期的には増税や社会保障負担の増加は避けて通れない。しかし、景気の回復に伴って消費税率の引き上げと特別減税の廃止に加えて、厚生年金保険料率の引き上げや医療保険制度の改正による負担増が集中して、景気の急速な悪化を招いた97年度の反省に立てば、デフレ脱却を実現するためには家計負担の増加速度を調整することが重要である。

社会保障制度改革では、今後毎年度年金保険料を引き上げていくことが決まっているだけでなく、雇用保険の保険料の引き上げも決まっており、さらに介護保険や医療保険の負担増も予想される。こうした負担増のタイミングや規模はそれぞれの制度の事情で決まっており、縦割り行政の下では家計負担全体の増加速度が十分には考慮されていない。

景気回復が曲がり角に来ている状況では、既に決まっている負担の増加に加えて新たな負担増を加えることは、景気が大きく落ち込み再びデフレが悪化するリスクを高めてしまうだろう。定率減税の廃止は二段階で行っても、それぞれの段階が1兆円を超える負担増という規模である。年金保険料の引き上げによる負担増が毎年7000億円程度あることを考えれば、定率減税の縮小規模をさらに多段階で行うなどの方法によって、税だけでなく社会保険料負担の増加も含めた家計負担増の速度調整が必要であろう。また景気の動向によっては、機動的に時期をずらすなどの柔軟な対応が必要となることもあるだろう。

(12月8日に予定されている7-9月期第二次QEの発表を受けた見通しの修正は12月10日、欧米の見通しの詳細は12月17日発行予定のWeeklyエコノミストレターに掲載予定です。)

### 米国経済の見通し

		2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前期比年率、%	3.0	4.4	3.2	4.5	3.3	3.7	3.5	2.9	3.1	3.0	2.8

### 欧州（ユーロ圏）経済の見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	0.5	1.8	1.8	1.4	2.0	1.9	1.9	1.7	1.7	1.8	2.0

### 米国金融と為替の見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		(実)	(予)	(予)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	
FFレート誘導目標	期末(%)	1.00	2.25	2.50	1.00	1.25	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
国債10年金利	平均(%)	4.0	4.3	4.4	4.0	4.6	4.3	4.3	4.4	4.5	4.5	4.5
ドル/円	平均(\$1: -円)	116	108	104	107	110	110	107	105	104	104	103
ドル/ユーロ	平均(€1: -ドル)	1.13	1.24	1.29	1.25	1.20	1.22	1.27	1.28	1.29	1.29	1.29

円/ドルの見通しは、日本経済の見通し一覧に掲載されたものと同一です。



# 日本経済の見通し (2004年7-9月期QE(11/12発表)反映後)

(単位、%)

前回予測  
(2004.9)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2004/4-6 実績	7-9 実績	10-12 予測	2005/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2006/1-3 予測	2004年度 予測	2005年度 予測
実質GDP	3.2	2.9	0.8	0.3	0.1	0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	3.3	1.1
内需寄与度	(2.4)	(2.3)	(0.8)	(0.0)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(2.4)	(1.1)
内、民需	(3.0)	(2.8)	(0.7)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(2.9)	(1.1)
内、公需	(0.6)	(0.5)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.5)	(0.0)
外需寄与度	(0.8)	(0.6)	(0.0)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.8)	(0.0)
民間最終消費支出	1.4	3.1	1.1	0.8	0.9	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	2.5	1.0
民間住宅投資	0.3	1.6	0.8	0.6	0.2	0.8	1.3	0.3	0.2	0.5	0.6	0.8	1.2
民間企業設備投資	12.3	5.9	1.2	0.6	0.2	1.4	0.8	0.7	0.2	0.6	0.5	9.5	2.9
政府最終消費支出	1.0	1.6	1.6	0.4	0.6	0.2	0.6	0.3	0.6	0.2	0.5	1.1	1.0
公的固定資本形成	12.5	14.5	3.7	7.4	4.2	1.0	1.0	0.7	1.5	1.1	0.5	13.8	4.4
輸出	11.0	11.7	2.8	3.6	0.4	1.0	1.0	0.7	0.5	0.3	0.4	13.2	3.5
輸入	4.9	9.9	4.3	2.3	2.7	1.4	1.3	0.7	0.8	0.8	0.8	8.8	5.4
名目GDP	0.8	0.9	0.4	0.4	0.0	0.4	0.0	0.2	0.4	0.0	0.5	0.9	0.0

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位、%)

	2003年度	2004年度	2005年度	2004/4-6	7-9	10-12	2005/1-3	4-6	7-9	10-12	2006/1-3	2004年度	2005年度
鉱工業生産(前期比)	3.5	5.0	0.6	2.6	0.7	0.3	0.6	0.4	0.6	0.3	0.3	5.8	0.3
国内企業物価(前年比)	0.5	1.7	0.2	1.1	1.7	1.9	2.1	1.6	0.6	0.2	1.1	1.7	0.6
消費者物価(前年比)	0.2	0.0	0.3	0.3	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	0.5	0.5	0.1	0.1
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1
経常収支(兆円)	17.3	17.5	15.0	18.9	18.5	16.1	16.4	14.8	15.0	15.1	15.1	17.6	15.8
(名目GDP比)	(3.4)	(3.4)	(3.0)	(3.7)	(3.7)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.5)	(3.1)
失業率(%)	5.1	4.7	4.8	4.6	4.8	4.7	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9	4.6	4.6
住宅着工戸数(万戸)	117	120	117	115	123	123	120	119	117	116	115	116	116
10年国債利回り(店頭基準筆配)	1.1	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
為替(円/ドル)	113	108	104	110	110	107	105	104	104	103	103	109	106
原油価格(ドル/バレル)	30	40	40	35	38	45	42	41	40	40	40	40	38
経常利益(前年比)	16.9	13.4	0.5	34.3	14.5	7.8	3.1	1.4	0.6	1.2	2.5	12.6	0.3

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(日本経済担当)													
シニアエコノミスト	齋藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3597-8416	tsaito@nli-research.co.jp									
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3597-8046	shino@nli-research.co.jp									
(金融・為替担当)													
主任研究員	熊谷 潤一	(くまがい じゅんいち)	(03) 3597-8448	kumagai@nli-research.co.jp									
(米国経済担当)													
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3597-8433	doihara@nli-research.co.jp									
(欧州経済担当)													
主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3597-8538	ito@nli-research.co.jp									

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)