

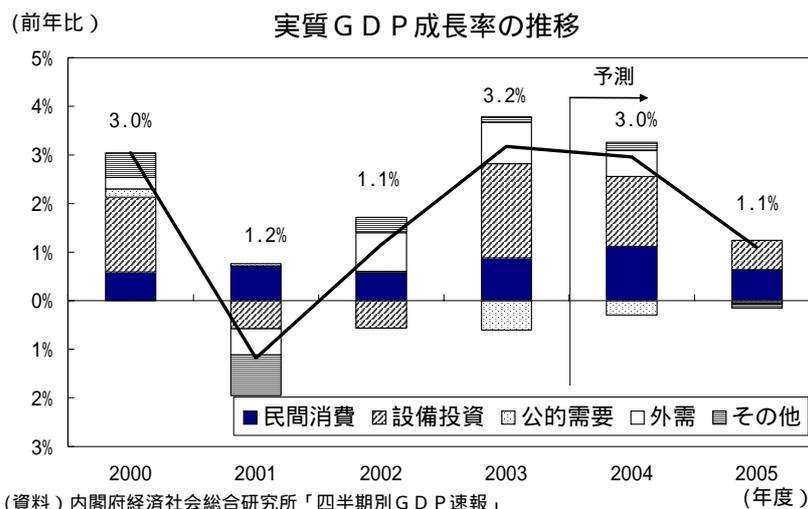
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2004・2005 年度経済見通し～後期に入る景気回復

< 2004 年度 3.0% 成長：高い海外経済のリスク >

1. 2003 年度は実質 3.2% の高成長となるなど、景気は回復を続けている。
2. 輸出増加を背景とした製造業の設備投資回復に加え、失業率の低下などから消費者マインドが改善し消費も堅調な動きとなるなど家計部門にも回復の兆しが見える。消費者物価の下落幅縮小など、デフレ圧力は低下しつつある。2004 年度も輸出の伸び、設備投資、消費の増加によって景気回復が続き実質 3.0% 成長、名目も 1.2% のプラス成長となる。
3. 景気回復が後期に入り設備投資の循環的な伸びの低下が見込まれ、税・社会保障の負担増も加わって消費の回復には限界があることなどから、内需の回復力は次第に低下する。米国の「双子の赤字」問題や中国経済の過熱の問題など、海外経済のリスクは高い。
4. 2005 年度は、外需の鈍化の恐れが大きく、景気は後退に向かう可能性が高い。実質成長率は 1.1%、名目成長率は 0.1% に低下するだろう。



経済調査部門

(03)3597-8419

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

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

後期に入る景気回復

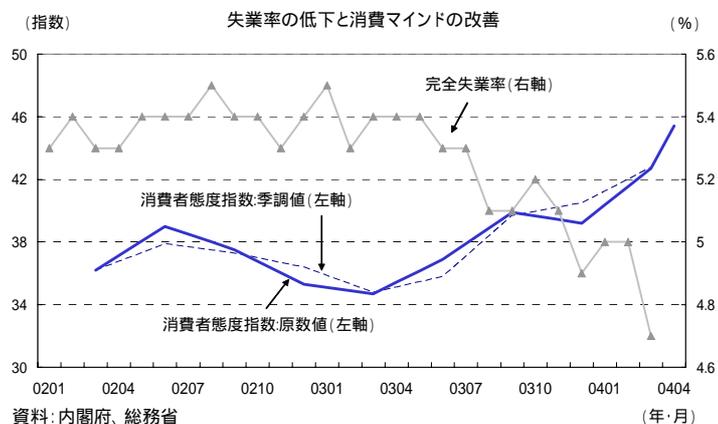
1. 2003年度は実質3.2%成長

(回復する内需)

2002年初めから回復を始めた日本経済は、2003年に入ると一時的な踊り場を迎えたが、外部環境の好調に支えられて景気は再び回復を続けている。1-3月期の日本の実質経済成長率は、前期比1.4%(年率5.6%)となり、2003年度は3.2%の高成長となった。GDPデフレーターの下落は続いているものの、2001、2002年度と続けてマイナスとなった名目経済成長率も、2003年度は0.7%のプラス成長となった。2002年度は実質成長率1.1%のうちで、外需の寄与度が0.8%と外需主導の景気回復が鮮明だった。しかし2003年度は、実質経済成長率に対する外需の寄与度が0.9%に対して民需の寄与度は2.9%であり、外需だけでなく民需回復へとつながってきている。

輸出の伸びを背景に、製造業を中心とした設備投資の増加が続いている。2003年度の民間企業設備投資は、実質12.4%の高い伸びとなった。設備投資の中心が価格低下の著しい情報関連投資であることなどから、設備投資デフレーターは大幅な下落を続け、2003年度は5.2%となって実質の伸びを押し上げている。2002年度については、速報から確報への変更時に設備投資デフレーターの下落幅が大幅に縮小しており、2003年度についても最終的には設備投資デフレーターの下落幅が縮小する可能性があることには留意する必要があるだろう。設備投資の名目の伸びは6.5%で実質の伸びに比べればマイルドなものにとどまっている。

消費も2002年度の実質1.0%増から2003年度は1.6%増へと伸びが高まっている。2003年度の雇用者報酬は、名目で1.0%の減少となっている中で、家計消費支出は名目でも0.1%の増加となっており、所得の低迷にも関わらず消費は増加している。



この原因は雇用情勢の改善にある。2003年度の失業率は5.1%となり、前年度に比べて0.3%低下した。就業者のうち雇う者は5340万人で前年度に比べ11万人の増加、完全失業者数は342万人と、前年度に比べ18万人の減少となった。人口構造の変化によって労働力人口が2000年度以降減少を続ける中で、就業者数は6年ぶりに増加し6320万人と前年度比2万人の増加となった。求職理由別の失業者数を見ても、自発的な失業者は高水準を続けているが、勤め先や事業の都合による失業者数が減少し、非自発的な離職による失業者数が前年度に比べて減少した。失業率が前年度に比べて低下したのは、1990年度以来のことで、バブル崩壊後上昇基調が続いてきた失業率が低下したことは、雇用情勢の改善を感じさせる要因となり、消費者マインドに好影響を与え消費の伸びを支えていると考えられる。

(デフレ圧力の低下)

4月の国内企業物価指数は前年同月比で0.5%上昇した。3年8カ月ぶりにプラスを記録した3月に続き2カ月連続の増加で、デフレ圧力の低下が見られる。中国などの海外需要が旺盛で、鉄鋼が前年同月比12.4%、非鉄金属が15.2%上昇したなど素材関連の上昇が目立つ。

消費者物価は、医療費負担の引き上げ、たばこ・発泡酒の増税、冷夏による米価の上昇など特殊要因による押し上げ効果もあって、2003年度は前年比がほぼゼロという状況まで下落幅が縮小していた。2004年度の消費者物価は、昨年度に押し上げ効果があった特殊要因がなくなることで小幅ながら下落基調が続くと見られていた。しかし4月の東京都区部速報値では、前年同月比は0.1%の下落(生鮮食品を除く総合)と昨年4月の医療費負担引き上げという特殊要因の影響が剥落したにもかかわらず、マイナス幅は前月と同じであった。



これは昨年度消費者物価を押し上げていた特殊要因を除いた部分の下落圧力が低下していることによるものであり、全国の4月の消費者物価を見て判断する必要はあるものの、デフレ圧力の低下を示している可能性がある。

2. 高い海外経済のリスク

(米国株価の下落)

米国経済は2004年に入っても1-3月期の実質成長率が年率4.2%となるなど堅調である。企業業績も改善し、遅れていた雇用情勢の改善の兆しも出てきた。雇用の改善が消費の拡大に結びつけば、減税による消費刺激効果は徐々に剥落していくことが見込まれている中でも景気の拡大が続く可能性がある。

デフレ懸念の後退から米国では早期利上げの思惑が強まり、長期金利は大きく上昇し、米国の株価は大きく下落している。景気の拡大が株価の上昇をもたらすことから、景気拡大にともなう長期金利の上昇は、本来は株価に対して中立的であるはずだ。しかし、景気拡大を先取りした株価の上昇が起こっただけでなく、デフレ懸念が発生しFRBの超低金利政策がかなりの期間続くのではないかという思惑の下で、株価上昇の行き過ぎがあったことを示唆していると考えられる。

米国の株価下落は、日本や欧州市場、アジア市場に波及しており、世界的な株価の調整を引き起こしている。日経平均株価も、4月26日の1万2163円から5月17日の1万505円まで1600円強の下落を見た。

(中国の景気過熱)

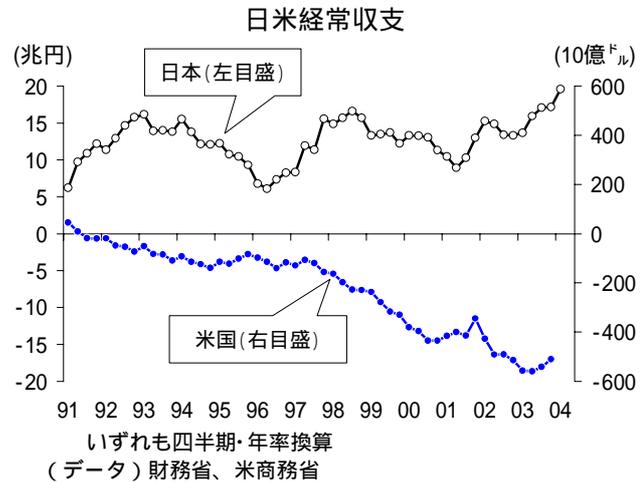
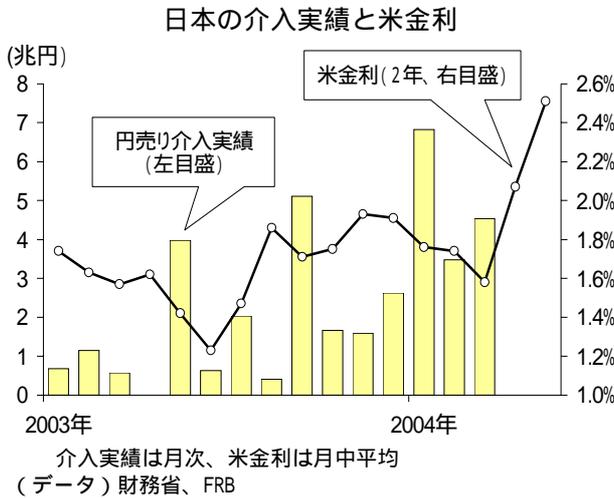
中国の2004年1-3月期の経済成長率は前年同期比9.8%となった。このまま急速な投資の拡大による高成長が続けば、企業の生産能力の過剰が発生する恐れもある。これまで黒字を続けてきた中国の貿易収支は、1-3月期には輸入の拡大によって赤字になっている。香港との貿易関係があることなどから、これは元の切り上げが必要なくなっていることを意味するものではないが、中国経済の加熱を示唆するものと言えるだろう。中国政府は金融の引き締めによって投資の抑制を図っているが、景気の冷やしすぎ(オーバー・キル)に至らずに景気の過熱を防止し、経済の軟着陸に成功するかどうかは予断を許さない。高度成長期の日本経済やかつての韓国経済のように、景気後退に陥っても自律的な景気回復力は旺盛であるが、それでも軟着陸に失敗して一定期間の調整を免れない恐れが大きい。こうした場合には、これまで日本の輸出増加の大きな要因となってきた中国向け輸出が鈍化することになる。

(双子の赤字と円高のリスク)

2003年秋ごろから続いた円高・ドル安の動きは、当初は日本政府の大規模な円売り介入によってようやく抑えられていた状況であった。しかし3月中旬以降政府が大規模な介入を止めた後は、米国景気の回復期待による米国の金利上昇などを背景に止まっている。

しかし、日本の大幅な経常収支の黒字と米国の双子の赤字という構造は依然残っており、問題は改善されていない。このまま米国景気の拡大が続けば輸入の拡大が止まらず、米国の国際収支の赤字はなかなか縮小しない。また、景気拡大による税収の増加は見込まれるものの、政

策的な減税とイラクやアフガニスタンなどでの軍事行動のための国防支出の膨張により拡大した財政赤字を長期的に維持可能な水準に低下させるには、大幅な歳出の削減や増税が必要となる可能性が高い。

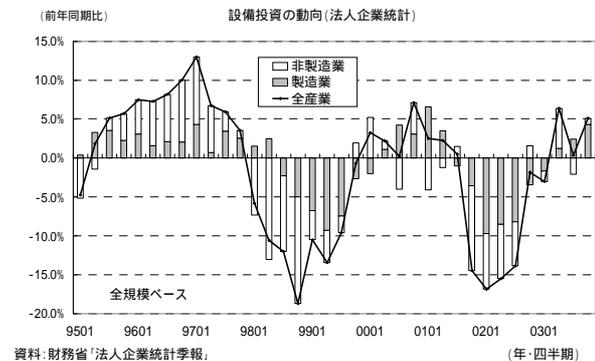
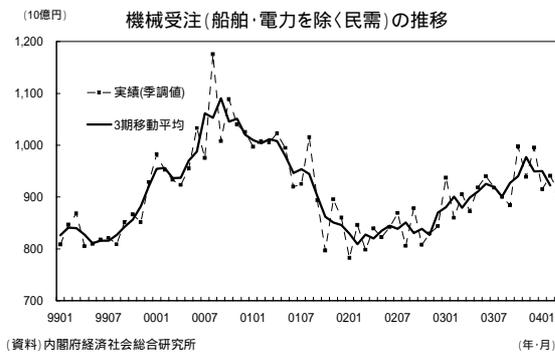


2003年度の日本の経常収支黒字は17兆2600億円となり、1998年度の15兆1900億円を上回り5年ぶりに過去最高額を更新した。アジア向けを中心に輸出が拡大したことが主因であるが、1-3月期の経常収支黒字の名目GDPは3.9%に達しており、円高の圧力は依然として大きなものがある。

3 . 2004・2005年度の日本経済

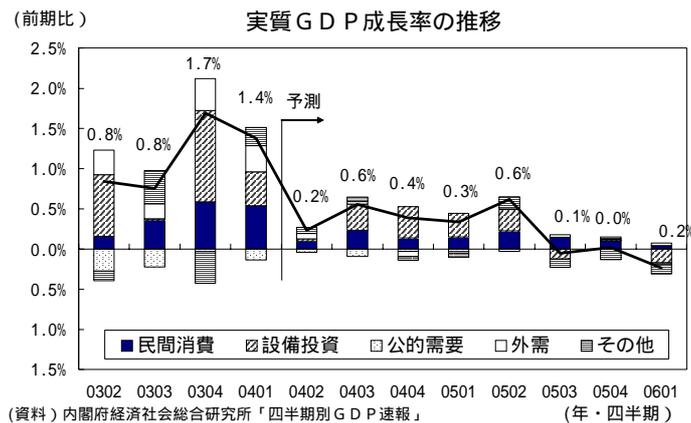
(2004年度は3.0%成長に)

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10-12月期は前期比8.5%の増加となったが、1-3月期は前期比5.6%の減少となり、4-6月期の受注見込みも3.2%の減少となっている。しかし製造業を見ると、10-12月期に9.8%の大きな増加となった反動もあって1-3月期に3.6%の減少となったものの、4-6月期の受注見込みは4.9%の増加となっている。



法人企業統計で見ると、非製造業の設備投資の前年比の動きは四半期で見ると大きくプラス、マイナスに振れている一方、製造業の設備投資は着実に改善しており、製造業を中心とした設備投資の回復基調は続いていると考えられる。

2004年度は、景気の回復によって輸入の伸びが高まるものの輸出の伸びに支えられて外需の寄与度が0.5%となり、大企業製造業を中心とする輸出関連企業の設備投資の伸びから設備投資の伸びは実質8.4%の増加となるだろう。景気の回復に伴い雇用者数の増加も加わって雇用者報酬の伸びが、2003年度の1.0%の減少から2004年度は0.9%の増加に転じることなどから、可処分所得の伸びが2002、2003年度と続いたマイナスからプラスとなり、消費は実質2.0%の増加となると見込まれる。実質経済成長率は3.0%成長となるだろう。設備投資デフレーターの下落が続いているために実質を大きく下回ってはいるものの、GDPデフレーターの下落幅は縮小し、名目成長率は2004年度は1.2%となるだろう。2003年度の失業率はバブル崩壊後13年ぶりに低下したが、2004年度はさらに4.7%に低下するだろう。

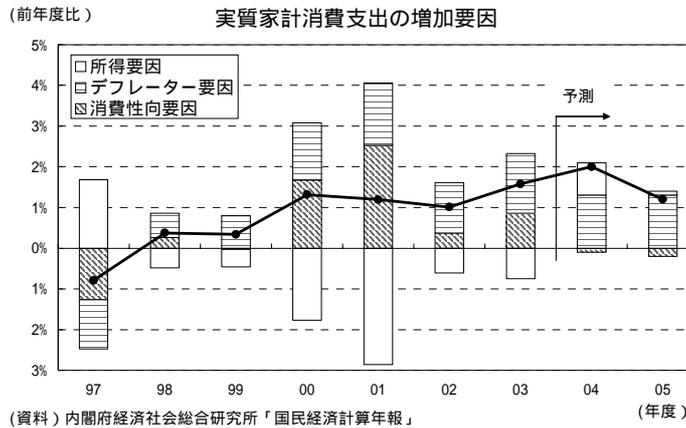


(2005年度は景気後退)

消費の伸びの持続力にはかなりの懸念がある。企業収益の増加によってボーナスの伸びが期待された2003年度は夏のボーナスは前年比で増加となったが、冬のボーナスは1.3%の減少となった。2004年度は企業収益の増加や雇用情勢の改善から賃金の伸びは高まるが、過去の景気回復期に比べれば伸びははるかに低く、企業の賃金抑制姿勢は明らかである。さらに、介護保険の保険料の増加、参議院で審議中の年金制度改革法案が成立すれば10月からは厚生年金保険料が毎年引き上げられることに加えて、配偶者特別控除の廃止による税負担の増加が2004年末には明確になるなどの負担増から、可処分所得の伸びは限られる。

1998年度以降可処分所得が減少を続ける中で、消費性向はほぼ一貫して消費の押し上げ要因として働いてきた。高齢化の進展によって人口構造要因から消費性向が上昇傾向をたどるとい

期的な要因はあるものの、公的な老後保障に代わる自助努力の必要性も高まっており、短期的には消費性向がさらに上昇して消費を支えることは難しいだろう。2004、2005年度には消費性向の上昇による消費の押し上げ効果が縮小して、2005年度には消費の伸びの鈍化が見込まれる。



また2002年初めに始まった景気回復が途中で踊り場はあったものの、2005年に入ると4年目に入ることにも景気回復力の低下要因となるだろう。例えば1980年以降では名目GDPに占める設備投資の割合は、1980年代後半のバブル期に20%を超えたのを除けば、16%程度の水準がピークとなって調整局面に入っている。今回の回復局面では2002年初めの14.3%をボトムに上昇してきたが、このまま景気回復が続き設備投資の伸びが続くと、2005年初めにはこの水準を上回るようになるため、設備投資の伸びは鈍化し調整が起こる可能性がある。



米国経済と中国経済の減速による外需の鈍化、設備投資の循環的な調整、消費の伸びの低下によって、2005年度には日本経済は景気後退局面に入る可能性が高い。2005年度半ばには鉱工業生産の停滞や失業率の上昇などが見られるようになり、四半期ベースの実質経済成長率は前期比でマイナスとなることが出てくるだろう。

(後退でも長期金利は大きく低下せず)

本見通しでは、2004年度は景気の回復から消費者物価(生鮮食品を除く総合)は0.0%とほぼ横這いとなると予測している。4月に日銀が発表した「経済・物価情勢の展望」では、0.5%の上昇を予想した審議委員が一人いたものの大勢見通しでは0.2%~0.1%と下落が続くというものとなった。しかし、このまま景気の回復が続けば2004年度の消費者物価が前年度比では横這いとなるだけでなく、2005年度の見通しが加わる10月の展望では、消費者物価上昇率の大勢見通しがプラスのレンジにかかるようになる可能性が高い。この場合には、いわゆる「時間軸効果」が弱まり、長期金利が急上昇する恐れが高まる。日銀は、消費者物価指数の前年比上昇率が基調的にゼロ%以上で先行き再びマイナスとなると見込まれない、などとされている量的緩和政策解除の条件について、例えば「上昇率が1%以上」などというような、より厳しいものとすることや、中原委員が既に示唆しているように「望ましい物価上昇率の水準」を明示するなどの対応を取る可能性が高い。これによって量的緩和政策の解除時期がまだ先であることを示し、長期金利の急上昇や乱高下を防ごうとするだろう。

2005年度に景気が調整局面入りするという本見通しの下では、2005年度の消費者物価は0.1%となり、量的緩和政策の解除時期はさらに先のこととなる。バブル崩壊後の景気後退では、実質成長率は、93年度1.0%、98年度1.0%、2001年度1.2%とマイナス成長に陥っている。しかし、景気後退に陥っても2005年度の実質経済成長率は1.1%、名目成長率も前年度比でほぼ横這いの0.1%と、バブル崩壊後としては小幅な調整にとどまる。また、高齢化による労働力人口の減少によって日本経済の供給力の伸びは低下し、1%程度の経済成長でも需給ギャップが大きく拡大することはないと考えられるため、消費者物価の下落が2001年から2002年にかけてのよう大きく拡大することもないだろう。

2006年度以降の次の景気回復局面ではデフレからの脱却が実現する可能性が高く、バブル崩壊後長期に続いてきた超低金利局面からの出口が見えるところまで来たと見られるため、2005年度に長期金利が大きく下落することはないと見込まれる。

(6月9日に予定されている1-3月期第二次QEの発表を受けた見通しの修正は6月11日発行予定、欧米の見通しの詳細は6月18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

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率、%	3.1	4.6	3.5	4.2	4.6	4.0	3.8	3.2	3.4	3.1	3.0
個人消費	"、%	3.1	3.9	2.8	3.8	3.9	3.2	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5
設備投資	"、%	3.0	9.6	7.5	7.2	9.6	9.3	12.7	1.3	9.5	7.0	7.3
在庫投資	寄与度	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
純輸出	"	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0
消費者物価	前年同期比、%	2.3	2.2	1.8	1.8	2.4	2.1	2.3	1.8	1.6	1.7	1.9
失業率	平均、%	6.0	5.5	5.4	5.6	5.6	5.5	5.4	5.4	5.4	5.3	5.3

欧州（ユーロ圏）経済の見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年				
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
					(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	0.4	1.8	2.3	1.2	1.8	2.0	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	
内需	寄与度%	1.0	2.0	2.0	1.6	1.9	2.5	2.1	1.9	1.9	2.0	1.9	
	民間最終消費支出	前年比%	1.0	1.2	2.4	0.6	0.9	1.3	1.8	2.1	2.5	2.5	2.4
	固定資本形成	"	1.2	1.6	2.4	0.6	1.5	2.1	2.1	2.1	2.2	2.5	2.7
外需	寄与度%	0.6	0.2	0.4	0.3	0.1	0.5	0.2	0.4	0.5	0.3	0.3	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.1	1.9	1.9	1.7	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	
失業率	%	8.8	8.6	8.4	8.8	8.7	8.7	8.6	8.6	8.5	8.5	8.4	
ECB市場介入金利	%	2.00	2.50	2.75	2.00	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	

(注) 政策金利は期末値

米国金融と為替の見通し

	単位	2003年	2004年	2005年	2004年				2005年			
		(実)	(予)	(予)	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
FFレート誘導目標	期末(%)	1.00	2.00	2.50	1.00	1.25	1.50	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50
国債10年金利	平均(%)	4.0	4.6	5.1	4.0	4.6	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1	5.0
円/ドル	平均(\$1: -円)	116	111	107	107	112	114	111	109	108	107	107
ドル/ユーロ	平均(€1: -ドル)	1.13	1.20	1.21	1.25	1.19	1.18	1.19	1.20	1.21	1.21	1.22

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 (5/21)

(単位、%) 前回予測 (2004.3)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2004/4-6 予測	7-9 予測	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
実質GDP	3.2	3.0	1.1	0.2	0.6	0.4	0.3	0.6	0.1	0.0	0.2	2.2
内需寄与度	(2.3)	(2.4)	(1.1)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(1.9)
内、民需	(2.9)	(2.7)	(1.2)	(0.2)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	(2.3)
内、公需	(-0.6)	(-0.3)	(-0.0)	(-0.0)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(-0.3)
外需寄与度	(0.9)	(0.5)	(-0.0)	(0.1)	(0.0)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.3)
民間最終消費支出	1.6	2.0	1.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1	1.3
民間住宅投資	0.3	1.7	0.4	1.2	0.7	1.1	1.2	0.5	0.5	0.1	0.2	0.4
民間企業設備投資	12.4	8.4	3.4	0.2	1.9	2.2	1.6	1.4	0.7	0.1	0.9	8.4
政府最終消費支出	0.8	0.8	1.0	0.0	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.1	0.9
公的固定資本形成	12.3	8.6	4.6	1.1	2.7	1.7	1.5	0.7	0.9	1.0	0.8	9.6
輸出	10.9	10.3	3.4	1.9	1.4	1.1	1.0	0.5	0.9	0.8	0.6	7.5
輸入	4.5	8.3	5.1	2.0	1.7	2.3	1.6	1.0	0.9	0.9	0.5	7.5
名目GDP	0.7	1.2	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	0.7	0.2	0.5	0.7	0.1

(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、%) 前回予測

	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
鉱工業生産(前期比)	3.5	6.1	0.9	2.6	0.4	0.7	0.6	0.8	0.8	0.1	1.1	4.4
国内企業物価(前年比)	0.5	0.9	0.3	0.7	0.8	1.1	1.2	0.8	0.3	0.4	2.0	0.3
消費者物価(前年比)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
経常収支(兆円)	17.3	17.5	16.2	18.5	17.1	17.3	17.0	16.8	15.9	15.9	16.3	14.6
(名目GDP比)	(3.4)	(3.4)	(3.2)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.3)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(2.9)
失業率(%)	5.1	4.7	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9	4.8
住宅着工戸数(万戸)	117	119	117	119	119	119	117	117	117	117	116	114
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3
為替(円/ドル)	113	111	107	112	114	111	109	108	107	107	107	106
原油価格(ドル/バレル)	30	36	33	39	37	35	34	33	33	33	33	30
経常利益(前年比)	12.7	5.6	0.9	8.3	7.2	5.6	2.4	1.6	0.6	1.9	2.4	6.1

(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)