

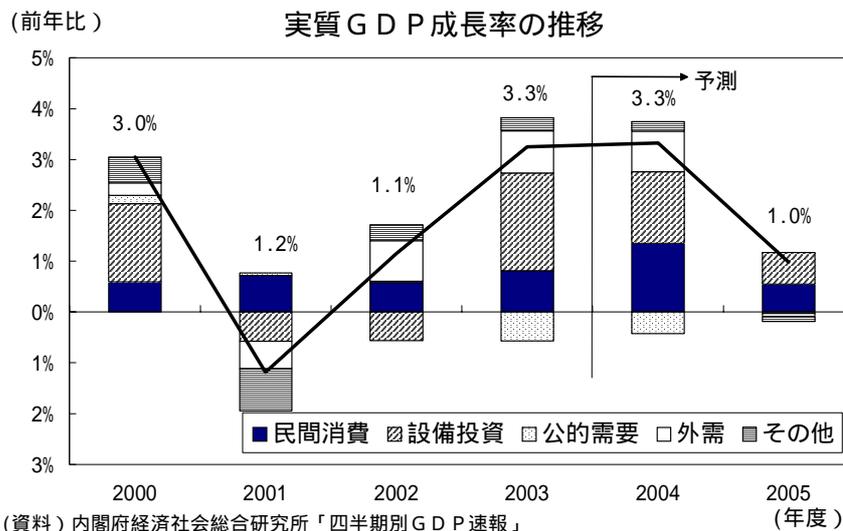
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

増大する海外経済のリスク要因～2004・2005 年度経済見通し

< 2004 年度 3.3%、2005 年度は 1.0% 成長 >

1. 4-6 月期の実質経済成長率は前期比 0.4% で、設備投資の伸びが低下し横這いとどまったことを主因に、1-3 月期の 1.6% に比べ減速した。設備投資は 7-9 月期には再び増加すると見込まれることなどから、景気の回復力が急激に弱まっているとは考えられない。2004 年度の実質成長率は 3.3%、名目成長率は 1.2% と見込まれる。
2. 原油価格など素材価格の上昇は、価格上昇期待からデフレ脱却に繋がるという期待もあるが、現状では企業収益の圧迫要因となっている。設備投資の伸び鈍化や消費の低迷によってデフレギャップが拡大する恐れも大きい。海外経済の減速や円高のリスクは高く、国内需要の伸びがこれを補うことは難しい状況にある。2005 年度は、実質成長率は 1.0%、名目成長率は 0.1% に減速するだろう。



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

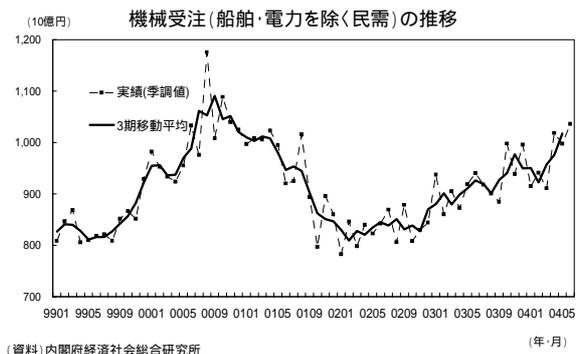
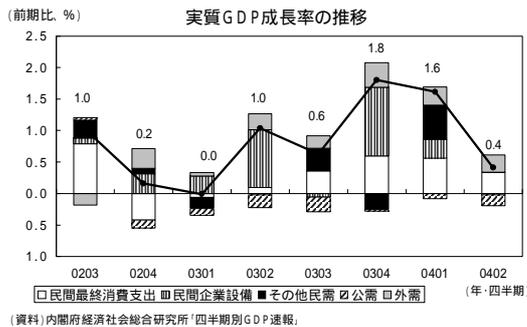
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

増大する海外経済のリスク

1 . 2004 年度は 3.3% 成長

(4-6 月期は減速)

4-6 月期の実質経済成長率は前期比 0.4% (年率 1.7%) となり、10-12 月期 1.8%、1-3 月期 1.6% からすれば、かなりの減速となった。経済成長の姿としても、外需中心の成長であった 2002 年度から、2003 年度には内需主導で 3.3% の成長となっていたが、4-6 月期は 0.4% の成長の中で外需の寄与度が 0.3% と再び外需主導の成長に逆戻りしている。もっとも、年率で 10-12 月期は 7.4%、1-3 月期 6.6% と、日本の潜在成長力が 2% 程度と考えられている中では非常に高い成長だったのであり、4-6 月期も年率で 2% 近い成長が続いていることから、景気の回復力が急激に弱まったわけではない。



4-6 月期の減速の主因は、設備投資が前期比横這いにとどまったことである。しかし、先行指標である機械受注の動きや、設備投資計画の動きから見て 7-9 月期には持ちなおす可能性が高い。機械受注 (船舶・電力を除く民需) は、1-3 月期には前期比 5.6% の減少となったが、4-6 月期は前期比 10.3% の大幅な増加となっている。7-9 月期の受注見通しも伸びは低下するが、前期比 1.8% 増となっている。日銀短観 (6 月調査) では、大企業・製造業の 2004 年度設備投資計画 (含む土地投資) は、20.4% の増加と 3 月調査から大幅に上方修正されており、収益の増加を背景に設備投資意欲は強い。

(猛暑・オリンピックと消費)

今年の消費については、猛暑効果とオリンピック効果による消費の押し上げ効果が指摘されることが多い。今年の東京都心の 7 月の平均最高気温は 33.1 度になり、7 月としては観測史上最高を記録した。8 月に入っても猛暑が続いたため東京都心では連続真夏日が 40 日となり史上最长となった。好天と気温の上昇によって、エアコンや氷菓、清涼飲料水、ビールなどの夏物商品の消費が好調である。またアテネ・オリンピックを契機にしたテレビの買い替え需要がプラズマ

テレビ、液晶テレビの薄型テレビやDVDレコーダーの売上げを押し上げるという、オリンピック効果も伝えられている。しかし、これらの消費刺激効果を過大に評価すべきではない。

近年で、猛暑とされた94年度や冷夏であった93年度、2003年度の消費を見ると、猛暑の年には夏物商品の消費が増加し、冷夏の年には夏物の消費が落ち込んでいる。しかし逆に夏物以外の消費は、冷夏の年の方が堅調で猛暑の年には抑制される傾向にある。第一の原因は、夏の気温が高ければそれだけ売れる商品がある一方で、逆に気温が低い方が売れ行きの良い商品もあることだ。例えば2003年の冷夏では、通常夏季には売れ行きが悪いシチューの材料やおでんなどの食品の売れ行きが好調であった。第二に、猛暑のためにエアコンを購入してしまえば、資金の制約から他の家電製品の購入が見送られるという効果も働く。第三には、猛暑による消費の刺激効果が単に家計の支出時期をずらす効果しかない場合があるためである。7-9月期だけを取れば平均気温の上昇は、程度はともかく方向としては消費を押し上げる効果があると見られるが、7-9月期の気温と10-12月期の消費はむしろ逆方向に動く傾向も見られる。例えば夏に天候が悪くて旅行に行けなければ、家計にその資金が残り、秋以降の旅行支出に回されるということもあるからと考えられる。

異常天候やイベントなどの経済効果については、かつて不況期には政策的に公共事業の執行の前倒しが行われていたことに見られるように、支出が前倒しされることによって年度内の乗数効果が働く時間が長くなり、相対的にGDPの拡大効果が大きいということがある。しかし年度内の支出総額が変わらなければ、支出時期の前倒し効果は大きなものではない。特に年度を通じた家計の消費性向に与える効果については、すでに近年家計貯蓄率が急速に低下してきていることも考えると、多くは期待できないだろう。今回の景気回復では、雇用者所得が減少傾向を続ける中で、失業率の低下など雇用環境の改善を反映した消費者マインドの改善による消費性向の上昇に支えられて、消費の回復が続いてきた。このため家計貯蓄率は大きく低下しており、今後さらに消費性向の上昇によって消費を拡大する余地は、それほど残っていないと考えられる。

年金制度改革によって今年度後半からは厚生年金の保険料負担が増す。これに加えて、配偶者特別控除による所得税の調整は年末調整で行われていたため、同控除が今年から廃止されたことによる負担の増加が年末には顕在化する。こうした家計の負担増は所得の伸びが低迷する中で、可処分所得の伸びをさらに圧迫するものであり、消費の伸びを制約する要因となると考えられる。

2004年度は、公的固定資本形成が12.0%となり公需の実質成長率への寄与度は0.4%と引き続きマイナスとなるものの、設備投資が8.3%の増加となり、民間消費も2.5%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2.6%という高いものとなると見込まれる。後半に向けて輸出の伸びがやや鈍化してくるものの、年度全体では輸出の伸びは13.2%と2003年度の11.0%を上回り、民需の伸びを反映して輸入の伸びが高まるものの、外需の寄与度は2003年度と同じ0.8%となるだろう。この結果、2004年度の実質成長率は3.3%となろう。また、名目成長率は消費の伸びが1.1%に高まることなどによって、1.2%のプラスになると予測する。

2 . 2005 年度は景気後退に ~ 1.0% 成長

(増大する海外経済の懸念)

FRB は政策金利である FF レートをそれまでの 1.0% から、6 月と 8 月に連続して 0.25% ずつ引き上げた。引き上げられたとは言っても 1.5% という FF レートの金利水準は景気刺激的であり、金融引き締めによって景気が後退に向かうような水準ではない。しかし、原油価格の上昇はガソリン価格を通じて物価の上昇要因になると同時に、エネルギー価格上昇の負担から家計の消費を抑制して景気を悪化させる要因にもなり得る。米国経済は、1-3 月期の実質年率 4.5% から 4-6 月期には 3.0% に減速しており、雇用改善の動きに陰りも見えている。企業収益はなお改善しているものの、高成長の持続による収益の高い伸びと低金利の継続を期待してきた株式市場は、企業収益の伸びが期待を下回ることを懸念して、大きく調整している。株価の低迷が続けば逆資産効果によって消費が落ち込み景気が悪化に向かうリスクが高まる。今後米国の金融政策は、インフレ抑止に重点を置けば引き締め方向への変更が必要となる一方、景気に重点を置けば緩和の継続が必要という難しい状況に陥る恐れがある。また原油価格の上昇は、原油の輸入国から産油国への大規模な所得移転を引き起こし、米国経済のみならず世界経済全体の成長抑制要因となる可能性もあるだろう。

中国の貿易収支は黒字基調が続いていたが、国内景気の過熱を反映して 2004 年に入って 4 ヶ月連続で赤字となった。しかし 5 月以降は輸入の伸び鈍化から貿易収支は再び黒字基調となり、7 月も 20 億ドルの黒字となっている。4-6 月期の実質 GDP の伸びは前年同期比 9.6% で 1-3 月期の 9.8% とほぼ同じだが、昨年の 4-6 月期は SARS の影響で経済が停滞していたことを考えれば既に減速が始まっていると考えられる。中国政府自体が認めているように、中国の統計の精度にはかなり大きな問題があるが、政府の景気減速政策が効果を表わし始めこれが貿易面にも現れていると見ることができるだろう。加熱気味だった中国経済が減速すれば、日本から中国への輸出の伸び鈍化は避けられない。

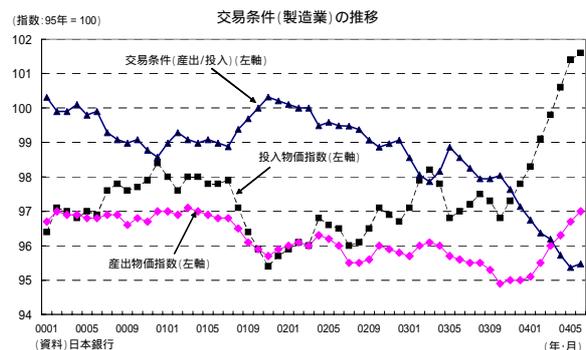
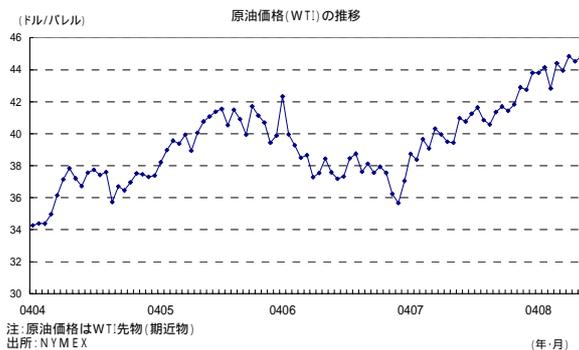
為替レートは、3 月末には一時 1 ドル 103 円台にまで円高・ドル安が進んだが、その後は米国の政策金利引き上げ、日本の減速を受けて 1 ドル 110 円台での推移となっており、円高圧力は低下したように見える。しかし、2004 年上半期は米国の貿易・サービス収支の赤字幅が (国際収支ベース季節調整済み) で 2877 億ドルに達し、上半期としては過去最大を記録した一方で、日本の経常収支黒字も前年同期比 31.9% 増の 9 兆 6436 億円となり史上最高となっており、両国の国際収支の不均衡はむしろ拡大している。さらに今後本格化する大統領選挙の行方によっては、大幅な財政赤字と国際収支の赤字という米国が抱える「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米国の政策として選択されることもあるなど、急激な円高・ドル安のリスクはむしろ拡大している。

米国、中国をはじめとして海外経済の拡大速度が鈍化するにせよ、円高・ドル安が起こるにせよ、いずれの場合も日本の輸出にはマイナスの影響が及ぶことになり、日本の景気への悪影響は避けられない。

(原油価格上昇とデフレ)

原油価格の代表的な指標である WTI 先物 (期近物) は、8 月に入って 1 バレル 45 ドルを超えて史上最高値を更新している。イラク情勢の混迷、ロシアの石油会社の経営危機などの短期的な要因に加え、経済の急速な発展にともなって中国が石油の大消費国となっているという世界的な需給状況の変化もある。

石油ショック時のインフレの経験から、原油価格の上昇が国内物価の上昇につながって日本経済がデフレから脱却できるという期待が一部にあった。しかし、製造業の投入・産出物価指数 (製造業総合) を見れば、投入物価の上昇を受けて産出物価も上昇に転じてはいるものの、これまでのところは産出物価の上昇幅ははるかに小さい。この結果交易条件指数は大きく低下しており、投入物価の上昇によって企業収益が圧迫される結果となっている。



製造業の交易条件指数に用いられている産出・投入物価は、財のみを対象としたものであり、規制緩和などによって企業向けサービス価格が下落していることは、製造業にとっては投入コストの低下を通じて収益の増加要因である。しかし、サービスを提供している非製造業の企業にとっては売上げ価格が低下して収益の圧迫要因となっていることを意味しており、結局のところ製造業と非製造業を合わせた企業部門全体としてみれば、収益環境が悪化している可能性が高い。こうした状況は、GDP デフレーターの下落幅が 4-6 月期も前年同期比 2.6% という大幅なものとなっていることに表れている。

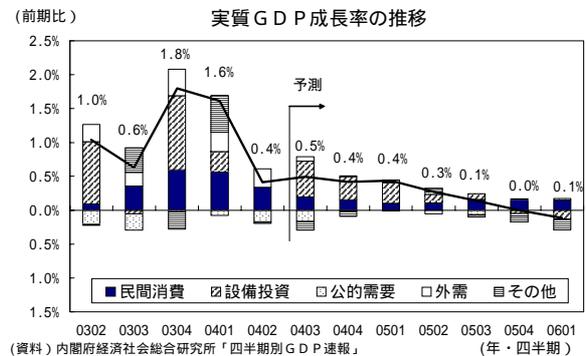
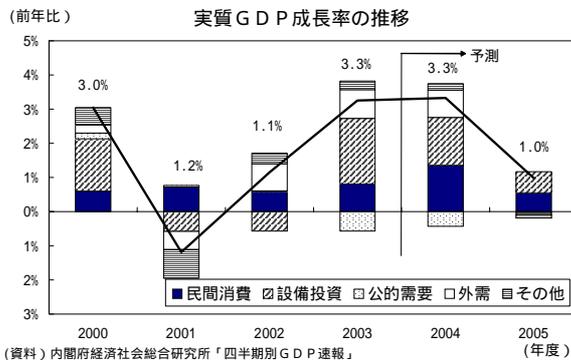
消費者物価の下落幅は 2002 年ころに比べて明らかに縮小しているものの、原油価格など海外からの輸入物価の上昇を反映して前年比でプラスとなるには至っていない。GDP デフレーターは、消費者物価や企業物価などのように物価の絶対水準を示すのではなく、輸出と国内支出など日本経済のアウトプットの価格からインプットである輸入価格の影響を除外したものである。GDP デ

フレーターの下落幅がむしろ拡大していることは、製造業の交易条件指数が示しているように日本経済全体としてみても輸入物価の上昇分を輸出や国内物価に転嫁できていないことを意味している。このような状況が背景にある限り、企業収益が圧迫されたり賃金が抑制されたりしてしまう可能性が高く、設備投資や消費への影響が懸念される。

投入価格の上昇が続けば徐々に産出価格も上昇していくと考えられるものの、産出価格の上昇速度が遅ければ需給ギャップが拡大してしまい、さらに産出価格が上昇し難くなるという悪循環が発生する恐れも大きい。

(2005年度は景気後退へ)

先に述べたように海外経済の減速の影響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。2005年度には景気が後退局面に入る恐れが大きい。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0.8%から0.1%とマイナスとなり、設備投資の伸びが8.3%から3.5%に低下すること、消費の伸びも2.5%から1.0%へ縮小することなどから、実質成長率は1.0%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デフレーターの下落幅は縮小するものの、名目成長率は2005年度には0.1%とほぼゼロに低下すると見込まれる。



(9月10日に予定されている4-6月期第二次QEの発表を受けた見通しの修正は9月14日発行予定、欧米の見通しの詳細は9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)	(予)	(予)	(予)	(予)		
実質GDP	前期比年率、%	3.0	4.3	3.2	4.5	3.0	3.4	3.6	3.0	3.2	3.1	3.0

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)	(速)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	0.5	1.9	2.2	1.3	2.0	2.1	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1

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)	(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	4.4	4.7	4.0	4.6	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.8
円/ドル	平均(\$1: -円)	116	109	107	107	110	110	109	108	107	106	106
ドル/ユーロ	平均(€1: -ドル)	1.13	1.22	1.23	1.25	1.20	1.21	1.22	1.22	1.23	1.23	1.23

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4-6月期QE(8/13発表)反映後)

(単位、%)

前回予測
(2004.6)

	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	2004/4-6 実績	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 予測	2005年度 予測
実質GDP	3.3	3.3	1.0	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.1	0.0	0.1	3.0	1.1
				1.7	2.0	1.7	1.7	1.1	0.6	0.0	0.5		
				4.4	4.5	2.8	1.7	1.6	1.3	0.8	0.3		
内需寄与度	(2.4)	(2.5)	(1.0)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(2.5)	(1.1)
内、民需	(3.0)	(3.0)	(1.1)	(0.3)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(2.8)	(1.1)
内、公需	(0.6)	(0.4)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.0)
外需寄与度	(0.8)	(0.8)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.5)	(0.0)
民間最終消費支出	1.5	2.5	1.0	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	2.2	1.1
民間住宅投資	0.3	0.8	1.1	0.3	0.4	0.6	1.1	0.4	0.8	0.7	0.1	1.2	0.4
民間企業設備投資	12.3	8.3	3.5	0.0	3.0	1.9	1.7	0.7	0.4	0.3	0.7	9.0	3.2
政府最終消費支出	1.0	1.1	1.0	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5	0.2	0.2	0.5	1.0	1.0
公的固定資本形成	12.1	12.0	4.5	5.1	2.2	1.3	1.7	1.0	0.9	0.5	1.2	8.4	4.1
輸出	11.0	13.2	3.5	3.5	1.8	1.5	1.0	0.7	0.6	0.4	0.5	10.1	3.3
輸入	4.9	9.3	5.6	2.0	1.9	2.0	1.6	1.6	0.9	1.0	0.7	8.5	4.9
名目GDP	0.8	1.2	0.1	0.3	0.5	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6	1.3	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、%)

	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	6.2	0.7	2.6	0.5	0.7	0.6	0.2	0.2	0.5	0.5	6.4	0.8
国内企業物価(前年比)	0.5	1.7	0.2	0.9	1.6	2.0	2.3	1.7	0.9	0.5	1.2	0.9	0.5
消費者物価(前年比)	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1
経常収支(兆円)	17.3	17.7	15.9	19.0	17.7	17.1	16.8	16.2	15.9	15.8	15.6	17.3	15.9
(名目GDP比)	(3.4)	(3.5)	(3.1)	(3.8)	(3.5)	(3.4)	(3.3)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.1)
失業率(%)	5.1	4.5	4.5	4.6	4.5	4.4	4.4	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7	4.8
住宅着工戸数(万戸)	117	116	116	115	116	117	116	116	116	115	115	117	116
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
為替(円/ドル)	113	109	106	110	110	109	108	107	106	106	106	109	106
原油価格(ドル/バレル)	30	38	36	35	42	40	38	37	36	36	36	36	33
経常利益(前年比)	16.9	7.4	0.3	16.2	7.1	5.3	3.3	2.4	1.0	1.6	2.0	6.3	0.5

(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)