

けいざい・かわら版

より身近な経済に関する事象や出来事を平易に解説するコーナーです

民間シンクタンク・調査機関の経済見通し

～景気の持続性で見方が分かれる～

経済調査部 高村 正樹



(要旨)

2004 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は前期比 +2.3% となり、全ての機関が内閣府の 1 月発表見通し (同 +1.8%) 以上の成長を見込んでいる。ただし、家計や企業の実感により近い名目成長率は、内閣府の見通し (同 +0.5%) を上回ると予測した機関は少なく、全体的にデフレーターが実質成長率を押し上げた形となっている。また、海外需要や設備投資が前回予測 (11 月) に比べて強まりそうなことから、上方修正を行なった機関が多く、平均予測修正率は +0.3% p となっている。

04 年度は、多少もたつく局面はあろうが、景気は引き続き回復傾向を辿ると見ている機関が多い。04 年度後半以降の見方については、回復が持続すると予測する機関と、一旦調整局面入りすると予測する機関に分かれた。一方、依然個人消費は本格的な回復は展望できず、内需が景気の牽引役になるには力不足であるという見方は共通の認識であった。

足元で商品市況が高騰している。最終需要が弱い中では、企業の取引条件 (製品価格を原材料価格で除したものを) を悪化させる要因となる。その結果、企業は設備投資を縮小する他、人件費の削減を促し、更なる雇用・所得環境の悪化を招いてしまう可能性もある。

05 年度の実質 GDP 成長率予測 (10 社平均) は前期比 +1.2% となり、4 年連続でプラス成長が見込まれている。ただし、04 年度、05 年度を通して名目成長率が実質成長率を上回ると予想している機関は一つもなく、デフレからの脱却の展望は描けていない。

第一生命経済研究所の実質 GDP 成長率見通しは、04 年度が前期比 +1.8%、05 年度は同 +0.9% と予測している。日本の景気循環は、90 年代後半以降、国内需要が弱い中で海外経済に左右される輸出の動向と関連が強くなっており、このパターンは予測期間中も続くとしている。したがって、04 年度は海外需要の減速を受けて一旦景気が減速し、05 年度は外需主導によって景気は再び持ち直すと見ている。ただし、企業は在庫の積み増しに対して依然慎重な姿勢を崩しておらず、出荷にブレーキがかかったとしても、生産調整を迅速に行なうことにより在庫の積み上がりを最小限に食い止めることが出来ると見られる。したがって、04 年度後半以降の景気後退局面も「ミニ調整」にとどまろう。

多くの機関で2004年度の実質成長率を上方修正

2 月に発表された2004年度の実質 GDP 成長率予測の平均値 (機関平均) は前期比 +2.3% となり、全ての機関が内閣府の 1 月発表見通し (同 +1.8%) 以上の成長を見込んでいる。ただし、家計や企業の実感により近い名目成長率は、内閣府の見通し (同 +0.5%) を上回ると予測した機関は21機関中 6 機関にとどまっており、全体的にデフレーターが実質成長率を押し上げた形となっている。また、海外需要、特に米国の回復力が前回予測 (11 月) に比べて強まりそうなこと (04年米

国実質GDP平均値：前回予測同+3.8% 今回予測同+4.3%） それに伴い輸出の拡大を通じて設備投資の回復モメンタムも当初見込んでいた時よりも強そうであること（04年度実質設備投資平均値：同+6.5% 同+7.4%） 03年10-12月期の実質GDP（速報値）が前期比年率+7.0%の高成長となり、04年度のゲタが押し上げられたこと等から、前回予測より上方修正を行なった機関が多く、平均予測修正率は+0.3%pとなっている。

資料1 民間シンクタンク・調査機関の経済見通し

予測数値（実質GDP成長率）

2004年度平均 +2.3%（最低+1.8% ~ 最高+3.2%） 当社 +1.8%

2005年度平均 +1.2%（最低+0.4% ~ 最高+1.9%） 当社 +0.9%

前回（11月）見通しからの修正幅

2004年度平均 +0.3% P（最低 0.6% P ~ 最高 +1.6% P） 当社 0.0% P

(出所)各社発表資料より当社作成

04年度は、「多少もたつく局面はあるが、（景気は）引き続き回復傾向を辿る（東京三菱銀行）」と見ている機関が多い。今後も米国やアジアを中心とした海外景気が回復軌道を辿ることによって、ハイテク部品や半導体製造装置等の資本財を中心とした輸出の拡大が見られ、国内生産の増加や企業収益の向上を通じて設備投資も拡大が期待されるためである。個人消費に力強さが感じられず、自立的な回復が見込まれない中、外需と設備投資主導の景気回復が期待されている。

今回の予測で特徴的であったのは、回復の持続性の見方が分かれていることである。「少なくとも04年中にピークを迎える可能性は低い（大和総研）」と強気の予測をしている機関がある一方、「米国景気の減速により牽引役である輸出の伸びが鈍化することに加え、デフレトレンドの持続が内需の下押し圧力として働く（明治安田生命）」ことから、年度後半は次第に調整色が強まると見ている機関もあった。景気回復の持続性を主張する野村総研は、好調なデジタル家電販売の増加は、「関連するIT生産財に強い需要をうみだし、設備投資を誘因する（野村総研）」と説明している。また、みずほ総研も「デジタル家電ブームを背景とする耐久消費財の買い替えが見込まれる」ことから、04年度の個人消費は比較的堅調に推移すると見ている。一方、減速を予測する機関は、海外経済の成長鈍化を受けて、「これまで輸出数量の高い伸びゆえに表面化しなかった交易条件の悪化の影響が企業収益を直撃する（大和証券SMB C）」こと、配偶者特別控除の廃止や4月からの介護保険料の増加、さらに10月以降は厚生年金保険料の引き上げが見込まれることから、可処分所得の伸びは限られ、「年度末に向かって次第に消費の伸びの鈍化が見込まれる（ニッセイ基礎研）」こと、等を指摘している。ただし、調整局面入りしたとしても、景気に与えるマイナスのインパクトは比較的軽微なものにとどまると見ている機関が多い。その要因としては、在庫水準が低く、在庫積み上がりによる循環的な調整圧力が弱いこと、「世界の工場」である中国を中心としたアジア向け輸出は、米国経

資料2 2004年度 項目別見通し一覧

2004年度						
社名	当社	平均	最強気 EBC リサーチ	最弱気 第一生命	項目別 最高値	項目別 最低値
実質GDP	1.8	2.3	3.2	1.8	3.2	1.8
名目GDP	0.8	0.3	0.9	0.8	0.9	0.8
個人消費	1.3	1.3	1.5	1.3	1.7	0.8
住宅投資	0.6	0.1	0.9	0.6	2.6	2.9
設備投資	4.6	7.4	8.8	4.6	11.4	4.6
政府消費	1.3	1.4	1.3	1.3	2.6	0.5
公共投資	10.1	7.1	5.9	10.1	2.7	10.1
外需(寄与度)	0.6	0.5	0.8	0.6	1.2	0.1
財・サービス輸出	7.1	8.1	10.7	7.1	12.2	5.2
財・サービス輸入	2.7	5.6	6.2	2.7	9.7	0.8
鉱工業生産	1.2	4.6	6.8	1.2	6.8	1.2
經常収支(10億円)	16,039	16,637	-	16039.0	19,330	13,700
国内CPI	0.7	0.3	0.1	0.7	0.1	0.7
CPI	0.4	0.3	0.4	0.4	0.1	0.4
失業率	5.0	4.9	5.0	5.0	5.1	4.7
為替レート(円/ドル)	107.3	106.5	102.3	107.3	115.0	101.8
米国経済成長率	4.8	4.3	4.8	4.8	4.8	3.8

(出所)各社発表資料より当社作成

済が一旦減速したとしても、今後は内需拡大の効果が見込まれること、デジタル家電に見られるように、「企業の新製品開発努力が消費意欲を喚起する（日本総研）」こと、等が挙げられている。

一方、全機関共通の見方としては、依然個人消費の本格的な回復は展望できず、内需が景気の牽引役になるには力不足である、という見方が挙げられる。04年度の実質GDP予測を前期比+3.2%と最も高く予想しているモルガンスタンレーも、国内生産や設備投資活動は外需頼みから脱することが出来ず、国内景気は「海外景気サイクルに左右されやすい脆弱な展開（モルガンスタンレー）」が続くと指摘している。

懸念材料は円高よりも、むしろ商品市況の高騰

今回の予測において、多くの機関で挙げられていたトピックとして、昨年来の円高の影響がある。04年度の円/ドルレートは、機関平均で106.5円となっており、03年度の113.4円（03年4月1日～04年2月末日までの平均値）に比べ約7円の円高となっている。通常、円高は半年から1年程度のラグを伴い、輸出数量の低下を通じて経済にマイナスの効果をもたらす。ただし、輸出依存度の高い製造業では、為替変動リスクへの対応が進んでいること、「実効レートは対ドルレートほど上昇していない（住友生命）」こと、「日本の競争力が高いデジタル関連部品に対する需要が強い（富国生命）」こと、等から「円高が貿易活動にもたらすマイナス効果は限定的（野村総研）」と見ている機関が多い。

一方、為替変動よりも、むしろ素材系を中心とした商品市況の高騰による影響の方が、経済にマイナスのインパクトをもたらす、と多くの機関は指摘している。足元では、先進国の景気回復に加えて中国を中心としたアジア地域で需要が強いこと、また金融緩和で膨らんだ投資資金が商品市場に流れていること等が市況価格を押し上げている。最終需要が弱い中では、企業は原材料価格の上昇ほど製品価格に値上がり分を転嫁することが出来ず、交易条件（製品価格を原材料価格で除したものを）を悪化させる要因となっている。「製造業は交易条件の悪化をカバーするために、固定費、原材料費以外の変動費の圧縮努力を強いられる状況が続くだろう（住友信託）」との指摘があるように、製造業自身が設備投資を自粛してしまう可能性がある。また、こうした傾向は川下に行くほど強く見られ、中小企業や非製造業も生産や収益面で圧迫を受ける。さらには、人件費の削減を促し、一層雇用・所得環境の悪化を招いてしまう可能性もある。

2005年は景気の見方に相違

2005年度の実質GDP成長率予測（10社平均）は前期比+1.2%となり、4年連続でプラス成長が見込まれている。ただし、個々に見てみると、同+0.4%～同+1.9%まで幅広い予測値となっており、景気の見方に相違がある。

05年度を景気回復の年と見ている大和証券は、04年度後半以降に調整局面入りした景気は、「軽微な在庫調整完了後、05年度前半から再び輸出、企業部門主導の緩やかな回復局面に復する（大和証券）」と見ている。また、「予測期間中は景気後退局面入りが無い」と想定している野村総研は、今後成長ペースを幾分落とすことで、むしろ回復の安定性と持続性を強めていくと見ている。

一方、05年度は景気後退局面を迎える年である、と見ている機関もある。海外経済の減速が見込まれることから、輸出の伸びが鈍化することに加え、「企業の慎重な雇用スタンスは変わらず、雇用者報酬はマイナスとなる。そこに税負担等が重なり、個人消費もマイナスに転じる。（日経センター）」との指摘もある。

なお、04 年度、05 年度を通して名目成長率が実質成長率を上回ると予想している機関は一つもなく、デフレからの脱却の展望は描けていない。ただし、予測期間中に景気が一旦ピークアウトしたとしても、政府・日銀による適切な景気安定化政策が採られれば、その後の調整を軽微に終了させることが可能であると思われ、「水準的な落ち込みが軽微に終われば、次期の景気回復局面においては、デフレ脱却を伴う安定成長をいよいよ展望しうる状況となつてこよう（みずほ総研）」と、政府の適切な政策運営を求める声も少なくなかった。

資料3 2005 年度 項目別見通し一覧

2005年度						
社名	当社	平均	最強気 明治安田	最弱気 UFJ総研	項目別 最高値	項目別 最低値
実質GDP	0.9	1.2	1.9	0.4	1.9	0.4
名目GDP	1.4	0.5	0.2	1.0	0.2	1.4
個人消費	0.6	1.0	1.2	1.1	1.4	0.3
住宅投資	2.6	0.7	1.2	3.8	1.2	3.8
設備投資	2.3	3.4	4.2	2.9	6.2	2.9
政府消費	1.4	1.4	0.9	3.0	3.0	0.0
公共投資	8.2	5.8	7.8	3.6	2.1	10.3
外需(寄与度)	0.5	0.3	0.8	0.2	0.8	0.2
財・サービス輸出	5.3	4.2	7.2	2.2	7.2	1.1
財・サービス輸入	2.5	3.3	2.1	1.4	6.8	1.0
鉱工業生産	3.0	0.9	-	0.9	3.0	4.8
経常収支(10億円)	17,096	18,473	-	15,300	21,700	15,300
国内CPI	0.9	0.6	-	1.1	0.1	1.1
CPI	0.6	0.4	-	0.5	0.2	0.6
失業率	5.1	5.0	-	5.5	5.5	4.4
為替レート(円/ドル)	111.5	108.2	-	108.9	112.5	105.0
米国経済成長率	3.7	3.1	2.7	2.3	3.8	2.3

(出所) 各社発表資料より当社作成

第一生命経済研究所のスタンス

第一生命経済研究所の実質GDP成長率見通しは、2004 年度が前期比 +1.8%、2005 年度は同 +0.9%と、両年度ともコンセンサスより低い伸びを予測している。基本的なシナリオは以下の通りである。

04 年度前半は、米国を中心とした世界的な景気回復を背景に、輸出が伸びを拡大し、それが国内生産、企業収益の向上、設備投資の拡大へ波及していこう。見方が分かれた 04 年度後半の動向であるが、弊社では景気は一旦調整局面入りすると見ている。その理由として、減税効果が剥落した後、米国経済の減速が見込まれること、海外のIT需要に一服感が見られ始めること、昨年来の円高の影響が、徐々に輸出数量の下押し要因として働き出すこと、が挙げられる。ただし、企業は在庫の積み増しに対して依然慎重な姿勢を崩しておらず、そのため輸出の伸びが鈍化し、出荷にブレーキがかかったとしても、生産調整を迅速に行なうことにより在庫の積み上がりを最小限に食い止めることが出来るだろう。また、外需の落ち込みが比較的短期間にとどまると見られることから、出荷は一早く回復し、景気は「ミニ調整」にとどまろう。その後は、本格的な景気後退局面に陥ることなく、05 年以降は景気は再び拡大していく。内需に目を向けると、足元で改善の兆しがみられる雇用・所得環境は、04 年度後半の景気後退を受けて、再び悪化傾向を辿ろう。失業率は予測期間中は5%近傍で高止まりすると見られる。また、消費も所得環境の悪化に加え、今後は国民負担の増加があることから、低調に推移すると見られ、内需主導による自律的な回復は当面期待できない。

日本の景気循環は、90 年代後半以降、国内需要が弱い中で海外経済に左右される輸出の動向と関連が強くなっており、このパターンは予測期間中も続くとしている。したがって、04 年度に一旦景気が減速した後、05 年度は外需主導によって景気は再び持ち直すと見ている。ただし、家計や企業の実感により近い名目GDPは、04 年度、05 年度ともにマイナス成長を予測しており、予測期間内にデフレから脱却する展望は描けていない。

詳細はプレスリリース「2004・2005 年度改訂日本経済見通し～景気拡大長期化も本回復に至らず、デフレ脱却も見込み難い～」、「米国 2004 年、2005 年米国経済見通し～米国経済は持続的拡大局面に～」をご参照ください。

たかむら まさき(研究員)