経済トレンド

2004・2005 年度 日米経済見通し

Ⅰ．日本経済見通し
～雇用不安の後退が景気を支える～

経済調査部　嶌峰 義清

（要旨）

○ 2004・2005 年度の日本の実質ＧＤＰ成長率見通しを、それぞれ＋3.0%、＋2.2%（2003 年 10～12 月期実質ＧＤＰ二次改定値後の弊社公表予測値：2004 年度＋1.8%、2005 年度＋0.9%）へと上方改訂した。

○ 上方改訂の背景として最も大きな要素は、04 年１～３月期の実質ＧＤＰ成長率が、前回予測時点に比べ高い伸びとなった結果、04 年度への成長のゲタが高くなったこと（＋1.0%ポイントの成長率見通し上方修正要因）である。１～３月期の経済成長が予想以上となった要因として、①株価の上昇や雇用回復期待の高まりなどにより消費者のマインドが改善、想定された以上に個人消費が好調に推移したこと、②海外需要が引き続き強含んだことなどから、企業側も潤沢なキャッシュフローを背景に、設備投資を拡大したことが挙げられる。

○ 日本経済は先行きにデフレ脱却へのパスも見え始めたが、予測期間内はその入り口に達する程度であり、一本調子で加速していくとは見込み難い。逆に、環境が大幅に悪化するリスクもあり、その場合には再び深刻な状況に陥る脆弱性も孕んでいる。

●2004・2005 年度経済見通し

2004・2005 年度の日本の実質ＧＤＰ成長率見通しを、それぞれ＋3.0%、＋2.2%（2003 年 10～12 月期実質ＧＤＰ二次改定値後の弊社公表予測値：2004 年度＋1.8%、2005 年度＋0.9%）へと上方改訂した。

改訂の背景として、まず 04 年１～３月期の実質ＧＤＰ成長率が、前回予測公表時に見込んでいたよりも高かったことが挙げられる。これにより、03 年度から 04 年度にかけての成長のゲタが＋2.1%と、前回予測時に比べ＋1.0%ポイント押し上げられた。

１～３月期が前回見通しに比べ高い成長となった背景の一つとして、①雇用環境の改善や株価の上昇などにより、消費者のセンチメントが改善、個人消費の高い伸びに繋がったことが挙げられる。また、②企業側も、海外需要が引き続き強含んだことなどから、潤沢なキャッシュフローを背景に設備投資を拡大した。デジタル家電など先行きも需要拡大が見込まれる分野が存在することも、設備投資の拡大に寄与した。

●雇用に対する期待感が消費押し上げ

特に目立つのが消費者のセンチメントの改善である。消費動向調査（内閣府）によれば、消費者のセンチメントを示す消費者態度指数（４月）は 45.4 ポイントと、ＩＴバブルに沸いた前回景気拡大局面（99 年１月～00 年 10 月）のピーク（43.8 ポイント）を上回り、前々回景気拡大局面（93 年 10 月～97 年５月）のピーク（46.9 ポイント）に近づいている。特に目立つのが雇用環境に対する

判断で、直近では 46.4 ポイントと、バブル景気の余韻が残る 91 年７～９月期以来の高水準に達している。

雇用関連統計を確認すると、有効求人倍率や失業率の改善傾向が続く一方、就業者数はようやく下げ止まった段階にとどまっている。しかし、限界的な雇用環境の改善を消費者が感じ取ることにより、消費者の消費意欲は緩やかながらも改善する方向にある。正規雇用からパート等へのシフトが進んでいるため、雇用の改善ほどには賃金が増えにくい構造になっているものの、消費意欲に直結する消費者のマインドは雇用との相関関係が深い。したがって、雇用環境に対する消費者のセンチメント改善が消費拡大に及ぼす効果は大きいと見なすことが出来よう。

このような足元までの動きが継続するかどうかによって、先行きの日本経済に対する見方も変わってくる。そこで、雇用を左右する企業収益に着目すると、年央以降は海外経済が若干スピードダウンすることから、企業の売上は伸び悩む局面を迎えると予想される。米国においては、減税効果が剥落する上、利上げ懸念が高まっている。また、中国においても、引き締め政策へ転換し始めている。しかし、こうした抑制要因による米中景気への影響は、軽微なものにとどまる公算が大きい。特に米国においては、減税効果が一巡する一方で、雇用回復ペースが加速することにより、所得の改善傾向が明確化しつつある。このため、米国経済は若干のスローダウンを余儀なくされるとはいえ、年後半以降も総じて潜在成長率（インフレ加速をもたらさないで達成しうる最大の経済成長率）を上回る程度の拡大を維持するものと予想される。

こうした外部環境を前提にすると、企業の売上の伸びは鈍化を免れないものの、前年水準を下回ることは避けられる公算が大きい。このため、雇用をカットしなくても、景気減速時に見られがちな売上高人件費比率の上昇といった、収益性の悪化は避けられると判断される。

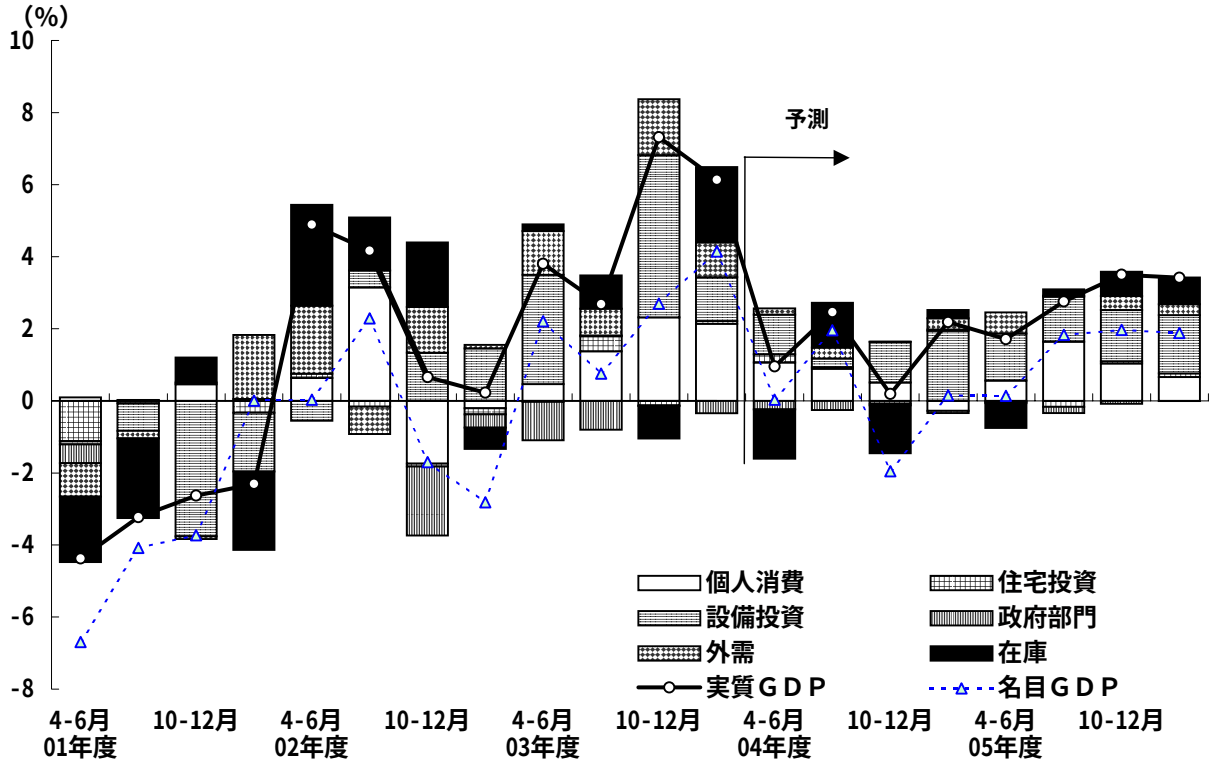
●予測期間中物価はプラスに転じようが、デフレ脱却とは言い切れない

このように、外部環境が概ねフォロー要因になると見込まれることなどを背景に、バブル崩壊後に見られた負のスパイラルの圧力は軽減しつつある。一方で、景気拡大が長期化する中で、緩やかながらも着実に回復していくという期待が醸成されつつある。日本経済が、潜在成長率（足元で１％程度と試算される）を上回る成長を保っていることもあって、デフレ圧力の源泉とも言える需給ギャップ（ＧＤＰギャップ）は縮小傾向を辿っている。言い換えれば、期待成長率が徐々に高まる一方で、デフレ圧力は軽減しつつある。弊社経済見通しに基づけば、需給ギャップは 05 年度中には解消すると試算される。通常、総合的な物価動向を示すＧＤＰデフレーターは、需給ギャップに１年程度遅れて推移する傾向があることを勘案すると、06 年度中にはＧＤＰデフレーターも前年水準を上回ってくる可能性がある。

しかし、外部環境が著しく悪化すれば、再び日本経済は混迷の度を深めるおそれがある。そうしたリスク要因として、①株価動向、②原油価格動向、が挙げられる。株式市場の需給環境を見渡すと、引き続き主要な買い手は外国人投資家に限られており、海外株式市場の動向や金利、為替動向によっては、株価が大幅に下落するリスクがつきまとう。また、原油価格が高止まりすれば、国内の需要減退だけでなく、米国などその影響度が大きい地域の需要減退の影響が輸出を通じて日本に波及するおそれがある。

このように、日本経済は先行きにデフレ脱却へのパスも見え始めたが、予測期間内はその入り口に達する程度であり、一本調子で加速していくとは見込み難い。逆に、環境が大幅に悪化するリスクもあり、その場合には再び深刻な状況に陥る脆弱性も孕んでいる。

資料１　日本の実質ＧＤＰ見通し（前期比年率、寄与度）



（出所）内閣府。予測は当社。

資料２　日本の予測数値一覧表

(%)

日本経済	2001年度 実績	2002年度 実績	2003年度 実績	2004年度 予測	2005年度 予測	前回見通し (2004年3月二次QE後) 2004年度 予測	2005年度 予測
実質GDP	▲ 1.2	1.1	3.2	3.0	2.2	1.8	0.9
(内需寄与度)	▲ 0.6	0.4	2.4	2.4	1.9	1.2	0.4
(外需寄与度)	▲ 0.5	0.8	0.8	0.5	0.3	0.6	0.5
個人消費	1.3	1.0	1.4	2.2	1.3	1.4	0.6
住宅投資	▲ 7.9	▲ 2.3	0.3	2.3	▲ 1.3	0.5	▲ 2.6
設備投資	▲ 3.4	▲ 3.5	12.0	7.9	7.6	5.3	2.3
政府消費	2.7	2.1	0.9	1.3	1.5	1.3	1.4
公的固定資本形成	▲ 5.2	▲ 5.1	▲ 12.1	▲ 8.4	▲ 6.6	▲ 10.3	▲ 8.2
財･サ輸出	▲ 7.2	12.0	10.9	8.7	4.7	7.3	5.3
財･サ輸入	▲ 3.1	5.4	4.8	6.0	3.4	3.0	2.5
名目GDP	▲ 2.4	▲ 0.7	0.7	1.2	0.6	▲ 0.8	▲ 1.4
鉱工業生産	▲ 9.1	2.8	3.5	5.4	3.1	1.2	3.0
経常利益	▲ 19.6	7.2	15.8	10.6	8.8	▲ 0.9	5.2
完全失業率	5.2	5.4	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1
雇用者報酬	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 1.0	0.5	0.2	0.2	▲ 0.5
新設住宅着工戸数	117.3	114.6	117.4	119.4	114.9	117.1	114.0
経常収支 (10億円)	11,857	13,387	17,267	16,418	17,266	16,039	17,096
名目GDP比率	2.4	2.7	3.4	3.2	3.4	3.3	3.5
国内企業物価	▲ 2.4	▲ 1.6	▲ 0.5	0.4	0.2	▲ 0.7	▲ 0.9
消費者物価	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	▲ 0.6
長期金利	1.3	1.1	1.1	1.5	1.6	1.3	1.2
為替レート (円／ドル)	125.6	120.9	112.5	111.8	111.8	107.3	111.5
原油価格 (ﾄﾞﾙ/ﾊﾞｰﾚﾙ)	24.2	29.1	31.4	31.3	28.5	28.8	28.5
米国実質成長率 (暦年)	0.5	2.2	3.1	4.6	3.7	4.8	3.7

(出所) 内閣府等より当社作成、予測は当社。
(注) 1.経常利益は法人企業統計季報ベース。
2.為替レートは円／ﾄﾞﾙで年度平均。
3.原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate) 価格。
4.失業率、経常収支の名目GDP比、長期金利以外の単位の無い項目は前年比。
5.長期金利は10年債流通利回り。

しまみね　よしきよ（主席エコノミスト）

Ⅱ．米国経済見通し ～リスクを抱えながらも持続的に拡大～

経済調査部　桂畑 誠治

（要旨）

●年間の実質ＧＤＰ成長率は、2004年に減税等による押上げ効果やゲタ（年内成長がゼロ%だったときの成長率）が＋1.9%と高いことから＋4.6%と84年以来の高成長が予想される。2005年は、減税効果が剥落するものの、雇用の拡大によって個人消費が堅調に推移し、キャッシュフローの拡大による設備投資の増加を背景に実質ＧＤＰ成長率は＋3.7%と堅調に推移する公算が大きい。

●また、ゲタを除いた年間の実質的な成長率は、2004年＋2.6%、2004年＋2.4%と予測期間安定成長が見込まれる。

●2004年＋4.6%、2005年＋3.7%成長に

米国経済は持続的な拡大局面に移行している。2004年の実質ＧＤＰ成長率は、減税等による押上げ効果や前年からのゲタが＋1.9%と高いことから＋4.6%と84年以来の高成長が予想される。2005年はゲタが＋1.4%に縮小することや減税効果が剥落するため＋3.7%と小幅鈍化するものの、潜在成長率を上回る成長が見込まれる。ゲタを除いた年間の実質的な成長率は、2004年＋2.6%、2005年＋2.4%と安定成長が持続しよう。ただし、金利の上昇、原油価格の高止まりなどによる減速リスクがある。

資料１　米国実質ＧＤＰ成長率予測表(前年比)

暦年	名目GDP	実質GDP		個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需			政府支出
			内需						輸出	輸入	
2001	2.9	**0.5**	(0.7)	2.5	▲4.5	0.3	(▲0.9)	(▲0.2)	▲5.2	▲2.6	2.8
2002	3.8	**2.2**	(2.9)	3.4	▲7.2	4.9	(0.4)	(▲0.7)	▲2.4	3.3	3.8
2003	4.8	**3.1**	(3.5)	3.1	3.0	7.5	(▲0.1)	(▲0.4)	2.0	4.0	3.3
2004	6.4	**4.6**	(4.8)	4.0	9.2	5.5	(0.4)	(▲0.2)	11.5	8.8	2.2
2005	5.2	**3.7**	(3.9)	3.2	8.7	0.2	(0.2)	(▲0.2)	9.3	7.4	2.2

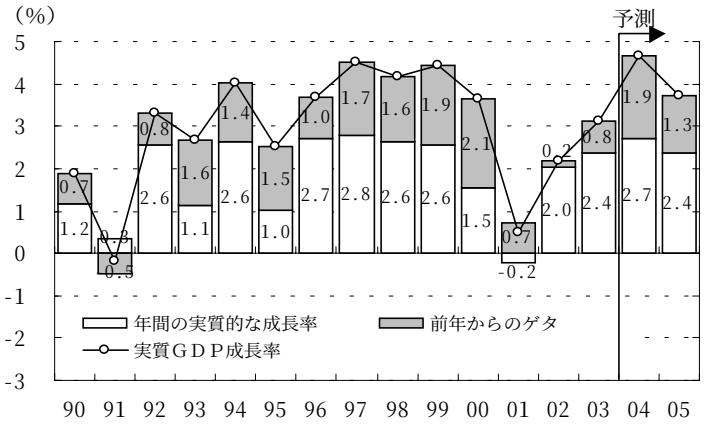
予測

（注１）在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実額（10 億ドル）、下段は寄与度。
（注２）その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。
（出所）米商務省、予測は当社。

●2004年は減税、雇用環境の改善等によって高成長に

2004年後半は、減税効果の剥落や、金利上昇によってモーゲージローンのリファイナンスが縮小するため、流動性（自由に使用できる資金）が大幅に縮小する。一方で、雇用環境をみると、①国際競争によるコスト削減圧力が残存するなかで、情報化投資の高い伸びが続くとみられること、②資本装備率（雇用者一人当たりに対する資本ストックの割合）が安定的に生産性上昇に貢

資料２　米国実質ＧＤＰ成長率（前年比）



（出所）米商務省、予測は当社。

献すること、③生産の回復に伴い稼働率が上昇することから、労働生産性の向上持続が見込まれる。しかし、企業収益は、景気の拡大、ＵＬＣ（単位労働コスト）の抑制等によって拡大傾向を辿る可能性が高い。さらに、2003年後半から2004年前半にかけての高成長によって、期待成長率が高まるとみられる。このような環境の下、雇用者数は増加傾向を辿ると見込まれ、減税効果の剥落後の所得も拡大傾向を維持すると予想される。所得以外の要因では、株高・住宅価格の上昇によって資産残高が増加しよう。これらのことから、年後半の個人消費は、減税効果によって押し上げられた年前半のような伸びは予想し難いものの、雇用・所得環境の回復を背景に堅調が予想される。

●金利上昇でも返済負担の急増には繋がらず

家計部門の可処分所得に対する負債残高の比率は、住宅購入や住宅ローンの借り換えに伴うローンの増加、ゼロ金利ローンやキャッシュバックといった販促による自動車購入の拡大等によって上昇傾向を辿っている。しかし、資産残高は負債残高を大きく上回っており、2003年10～12月期で負債残高の5.6倍となっている。また、所得に対する純資産残高（資産残高から負債残高を除いた）の比率は長期的な平均水準より高い。以上のことから、家計部門の借入余力、或いは債務返済能力は十分にあるとみられ、負債残高の増加によって借入が急激に抑制され消費が落ち込むリスクは小さいと考えられる。

家計の返済負担を示す金融債務比率（＊）は、負債残高が急増した2000年１～３月期から2003年10～12月期の間でも17.66%から18.41%への小幅上昇にとどまっている。この要因として、住宅価格の上昇や金利の低下を背景に住宅ローンのリファイナンスやホーム・エクイティ・ローンによって低コストの資金を調達し、高い金利のローンを返済したことが挙げられる。返済負担の上昇が抑制されたため、家計部門の負担はあまり重くなっていない。

また、金利上昇が返済負担増に繋がるリスクも小さい。可処分所得に対する消費者信用残高の比率が2000年１～３月期の21.8%から2003年10～12月期の24.8%へと小幅上昇にとどまった一方、可処分所得に対する住宅ローン残高の比率は2000年１～３月期の65.1%から2003年10～12月期の82.0%へと急激に上昇し債務残高を押し上げた。ただし、住宅ローンに占める固定金利の割合が83%（2002年）と高いことや、変動金利でも変動幅に上限が設定されていることから、金利上昇の悪影響を受け難く、返済負担が急激に強まるリスクは小さい。今後、金利上昇によって少なからず負担が増加するものの、雇用・所得環境の改善が見込まれることや、住宅ローンの利子は所得控除されるため税負担が軽減されることから、個人消費が抑制されるリスクは小さいといえる。

住宅関連では、金利上昇による駆け込み需要が生じたため、住宅販売に約３ヵ月先行する住宅購入ローン申請件数が４月に過去最高水準まで増加しており、８月頃までは住宅販売が高水準を維持すると予想される。一方、新築在庫率が低水準にとどまっており、住宅着工件数も高い水準で推移するとみられる。しかし、こうした効果が一巡する夏以降、住宅投資は減少に転じる可能性が高い。

（＊）金融債務比率とは、住宅・消費者ローンの元利、自動車リース料金、借家賃貸料、持ち家に付随する保険、財産税支払額を合計した額の可処分所得に対する比率のことである。

●設備投資は情報化投資が牽引する形で堅調に推移

企業部門では、金利上昇によって資本コストが増加するものの、①2004年末までの減価償却率が30%から50%に引き上げられたこと（投資額のうち１年目に費用とすることができる比率が30%から50%に拡大することが可能となり、支払う税金が少なくなる）、②中小企業の設備投資償却枠が2005

年末まで２万５千ドルから10万ドルに拡大されたこと、③キャッシュフローの拡大が見込まれること、④持続的な成長を受け期待成長率が高まっていること等を背景に、2004年の設備投資は＋9.4%の高い伸びが予想される。一方、投入価格の上昇が企業収益を圧迫するためコスト削減圧力が強いものの、最終需要の拡大が持続するなかで在庫水準が低いことから、需要の拡大に見合う形で企業は在庫の積み増しペースを速める可能性が高い。

●2005年は前年の高い成長からは鈍化するものの潜在成長率を上回る成長に

2004年11月の大統領選挙では、景気の好調等を背景にブッシュ現大統領が再選される可能性が高いため、基本的な経済・国防政策に大きな変化はないと考えられる。家計部門を取り巻く環境では、潜在成長率（インフレを生じることなく達成できる最大の成長率）を上回る成長が続くなかで雇用の拡大が持続すると予想される。賃金、雇用がともに増加するため、所得が増加基調を維持すると見込まれることから、個人消費は前期比年率で＋３%台の伸びを保とう。

住宅投資は一旦減少するものの、実質金利水準（10年債利回り－物価上昇率）が低いこと、雇用・所得環境の改善や資産残高の増加を背景に、年後半にかけて緩やかながらも増加に転じよう。

設備投資は、2004年末で減価償却率が再び50%から30%に引き下げられる予定のため、拡大ペースが鈍化するリスクがある。しかし、①2004年までの堅調な成長による期待成長率の高まり、②ＣＦの拡大、③株価の上昇、④信用スプレッドの縮小、⑤中小企業での投資意欲の高まりを背景に、設備投資は＋8.4%と好調を保とう。全体を牽引する情報化投資では、コンピューター投資の更新需要が引き続き堅調を保つとみられる。また、新規の投資需要として、効率化のためのシステム投資や、オフィスビル、空港などの公共施設での無線ＬＡＮの導入などモバイルインターネット関連投資の拡大が期待できよう。さらに、収益の改善や稼働率の上昇による増産投資や、それに伴う構築物投資が見込まれるなど、情報化投資以外の投資でも拡大が見込まれる。

●利上げのペースは緩やかなものに

実質ＧＤＰ成長率が2004年＋4.6%、2005年＋3.7%成長と堅調が予想される一方、高い生産性を背景にＵＬＣが抑制されることから、物価（連鎖ＣＰＩコア）は2004年＋1.6%、2005年＋1.9%と安定した水準が続くと予想される。これらの見通しをもとにテーラールール（インフレ率や需給ギャップから望ましい金利水準を算出する方法）によってＦＦレートの適正な金利水準を算出すると、2004年10～12月期で約＋2.0%、2005年10～12月期で約＋2.3%となる。今後、原油価格が下落に転じ、非農業部門雇用者数の速いペースでの増加が持続すれば、年内に100bpの利上げが行われよう。しかし、１バレル＝40ドルが続けば50bpの利上げにとどまると見込まれる。

ＦＲＢは景気に過熱感がなく拡大ペースを抑制する必要がないなかで、１回の利上げ幅が25bpの緩やかなペースで利上げを行うと予想されよう。ただし、消費者物価コアの上昇率が前月比で＋0.3%を上回るペースが続くようであれば１度に50bpの利上げが実施される可能性もある。その場合でも、急激な利上げの景気への悪影響を考慮し、テーラールールで算出した適正金利を大幅に上回る水準まで利上げを行う可能性は低い。

かつらはた　せいじ（主任エコノミスト）