

経済トレンド

2004・2005 年度 日米経済見通し

・日本経済見通し

～企業の努力がデフレ脱却への道を開く～

経済調査部 鳶峰 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 +3.5%、+1.7% (2004 年 1～3 月期実質 GDP 二次改定値後の弊社公表予測値：2004 年度 +3.0%、2005 年度 +2.2%) とした。従来の見通しに対して、04 年度は上方改訂、05 年度は下方改訂となった。

04 年度について上方改訂した理由として、消費マインドを押し上げている雇用改善期待が根強いことや猛暑効果によって、夏場の個人消費が予想以上に底堅く推移する公算が大きくなったことが挙げられる。一方、05 年度について下方改訂した主な理由として、原油価格の見通しを大幅に引き上げたことが挙げられる。原油価格上昇が経済に与える影響は、05 年度だけに示現するわけではなく、04 年度後半から出始めよう。また、ハイテク分野で在庫調整圧力が高まっていると判断されることから、04 年度末から 05 年度始めにかけて、同分野中心に在庫調整が見込まれることも、05 年度の下方改訂の一因となっている。

今後の日本経済は、海外経済の拡大ペース鈍化などによる輸出の減速、ハイテク分野での在庫調整などから、05 年度前半にかけて停滞感が強まるものと予想される。ただし、企業の収益性が大幅に改善していることから、個人消費や設備投資といった内需の柱が総じて底堅く推移すると見込まれ、景気は失速を免れよう。外需環境も安定し、ハイテクを中心とした在庫調整圧力も軽減すると見込まれる 05 年度後半には、成長ペースは再び加速しよう。

消費者物価上昇率は 05 年度後半にはゼロを上回ってくる可能性が大きい。しかし、需給ギャップ (GDP ギャップ) は完全には解消しておらず、05 年度末時点でも経済全体にはデフレ圧力がかかっているものと判断される。経済全体の物価動向を示す GDP デフレーターも下落基調から脱してはいないと見込まれる。

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 +3.5%、+1.7% (2004 年 1～3 月期実質 GDP 二次改定値後の弊社公表予測値：2004 年度 +3.0%、2005 年度 +2.2%) とした。従来の見通しに対して、04 年度は上方改訂、05 年度は下方改訂となった。

04 年度について上方改訂した主な理由として、消費マインドを押し上げている雇用改善期待が根強いことや猛暑効果によって、夏場の個人消費が予想以上に底堅く推移する公算が大きくなったことが挙げられる。一方、05 年度について下方改訂した主な理由として、原油価格の見通しを大幅に引き上げたことが挙げられる。原油価格上昇が経済に与える影響は、05 年度だけに示現するわけではなく、04 年度後半から出始めると見られる。また、ハイテク分野で在庫調整圧力が高まっていると判断されることから、04 年度末から 05 年度始めにかけて、同分野中心に在庫調整が見込まれることも、05 年度の下方改訂の一因となっている。

年度後半から来年度前半にかけてはやや停滞

今後の日本経済は、猛暑効果から堅調な推移が見込まれる個人消費と旺盛な設備投資によって夏場までは好調さを保つものの、年度後半には減速感が強まってくるものと予想される。減速の背景には、米国や中国の金融引き締め、原油価格の高騰などによって外需の鈍化がより明確になってくると、電子部品・デバイスなど、景気を牽引していたハイテク分野で在庫調整圧力が高まること、などが挙げられる。さらに、原油価格の上昇により景況感の改善に一旦歯止めがかかること等から、05年度前半には設備投資が伸び悩むと予想される。

しかし、その後は外需が再び持ち直すこと、内需は個人消費中心に底堅く推移すること、などから再度景気の加速感が強まってくる公算が大きい。05年度後半には消費者物価上昇率がプラスに転じるなどデフレ脱却期待が高まろう。企業にはインフレ期待も一部生じ、在庫積み増し意欲が高まるなど、経済は先行きの物価上昇を前提とした正常な状態へと回帰する動きを見せ始めることが期待される。

このように、予測期間中に日本経済が失速し後退局面に陥る可能性は小さいとの従来の見方は変えていない。その背景には、海外経済が持ち直し、総じて堅調さを保つということのほかに、大企業製造業を中心とした企業の収益性の改善により、原油価格の上昇など一時的なショックであれば吸収する余地があることも挙げられる。この結果、景気拡大期間は05年度末には50ヶ月となり(2006年3月末時点)、平成景気(1986年11月~1991年2月:51ヶ月)に匹敵する長期拡大となる。

停滞する日本経済を支えるのは個人消費と設備投資

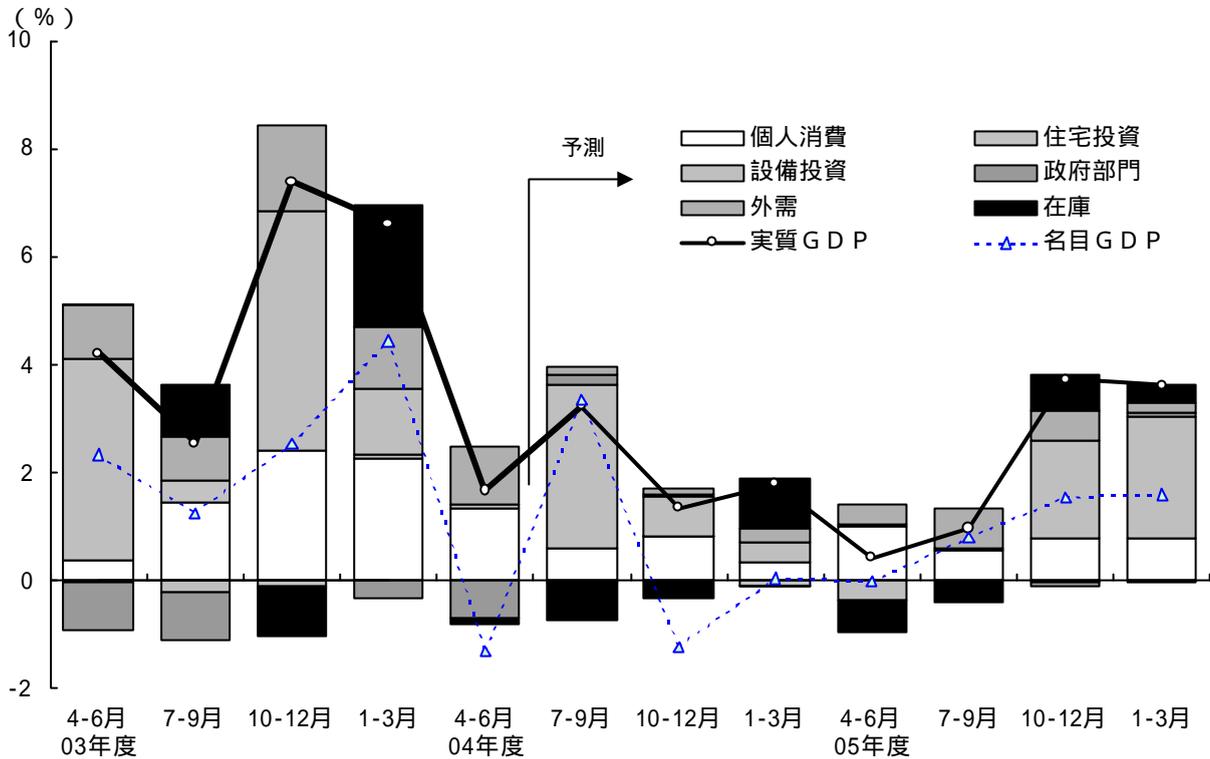
内需の柱となる個人消費をこれまで支えてきたのは主に消費者のセンチメントである。その背景としては雇用回復期待や株価の上昇などが挙げられるが、特に雇用環境と消費者センチメントとは密接な繋がりがある。企業の収益性は大企業製造業や一部を除いた非製造業では、劇的な改善を見せており、不況抵抗力が飛躍的に向上している。また、こうした業種では労働分配率も大幅に低下している。このため、年度後半から来年度前半にかけて想定される景気の減速局面でも、多くの企業は大幅な人件費カットを迫られることは想定しにくい。したがって、消費者のセンチメントは大きくは悪化せず、むしろ外需の鈍化に対してこれを下支える可能性が高まっていると判断される。

設備投資を資金面から見ると、引き続きキャッシュフローの範囲内にとどまっており、先行きの需要拡大などを睨んで借入を増やすような積極的なものにはなっていない。とはいえ、新規設備資金貸出と相関性の高い日銀短観における金融機関貸出態度判断DIは、中小企業においても“緩い超”に転じている。中小企業は相対的に借入依存度が高いことから、金融機関の貸出態度が緩んだことにより、設備投資が広範に拡大する下地は整ったと言えよう。

05年後半には消費者物価はプラスへ転換も、デフレ脱却にはなお時間を要する

消費者物価上昇率は05年度後半にはゼロを上回ってくる可能性が大きい。しかし、需給ギャップ(GDPギャップ)は完全には解消しておらず、05年度末時点でも経済全体にはデフレ圧力がかかっているものと判断される。経済全体の物価動向を示すGDPデフレーターも下落基調から脱してはいないと見込まれる。このため、政府・日銀は消費者物価がゼロを上回ったからといって拙速な対応をせず、最低でも需給ギャップが完全に解消し、日本経済にインフレ圧力が生じるような状況になってから、政策の転換を進めることを視野に入れていくべきだろう。

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	(%)					前回見通し (2004年8月QE後)	
	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	2004年度 予測	2005年度 予測
実質GDP	1.2	1.1	3.3	3.5	1.7	3.0	2.2
(内需寄与度)	0.6	0.4	2.4	2.7	1.3	2.4	1.9
(外需寄与度)	0.5	0.8	0.8	0.8	0.4	0.5	0.3
個人消費	1.3	1.0	1.5	2.5	1.3	2.2	1.3
住宅投資	7.9	2.3	0.3	0.8	0.5	2.3	1.3
設備投資	3.4	3.5	12.3	8.2	3.5	7.9	7.6
政府消費	2.7	2.1	1.0	1.8	1.9	1.3	1.5
公的固定資本形成	5.2	5.1	12.1	10.2	6.2	8.4	6.6
財・サ輸出	7.2	12.0	11.0	11.3	3.9	8.7	4.7
財・サ輸入	3.1	5.4	4.9	6.8	1.5	6.0	3.4
名目GDP	2.4	0.7	0.8	1.3	0.5	1.2	0.6
鉱工業生産	9.1	2.8	3.5	6.1	2.3	5.4	3.1
経常利益	19.6	7.2	16.9	10.1	9.1	10.6	8.8
完全失業率	5.2	5.4	5.1	4.7	4.4	4.9	4.9
雇業者報酬	1.3	2.6	0.9	0.2	0.2	0.5	0.2
新設住宅着工戸数	117.3	114.6	117.5	116.1	114.7	119.4	114.9
経常収支(10億円)	11,857	13,814	17,377	15,674	16,184	16,418	17,266
名目GDP比率	2.4	2.8	3.5	3.1	3.2	3.2	3.4
国内企業物価	2.5	1.7	0.5	1.2	0.4	0.4	0.2
消費者物価	1.0	0.6	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0
長期金利	1.3	1.1	1.1	1.7	1.9	1.5	1.6
為替レート(円/ドル)	125.6	120.9	112.5	109.1	106.7	111.8	111.8
原油価格(ドル/バレル)	24.2	29.1	31.4	39.3	35.0	31.3	28.5
米国実質成長率(暦年)	0.5	2.2	3.1	4.3	3.5	4.6	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/ドルで年度平均。

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)

・ 米国経済見通し ～原油価格高騰でも拡大持続～

経済調査部 桂畑 誠治

(要旨)

米国経済は、減税効果の剥落、金利上昇や原油高によって、2004年4～6月期に潜在成長率程度に減速した。2004年後半は、個人消費の持ち直しや設備投資の好調によって潜在成長率を上回る成長が予想される。2005年は、所得の増加や資産効果によって個人消費が安定的に拡大するなかで、一旦鈍化が予想される設備投資も年後半には拡大ペースを速め、基本的には潜在成長率を上回る成長が持続しよう。

2004年の実質GDP成長率は、減税等による押し上げ効果もあり+4.3%と84年以来の高成長が予想される。2005年はゲタが+1.3%に縮小することや減税効果が剥落するため+3.5%に鈍化するものの、潜在成長率程度の成長が見込まれる。ただし、原油価格の一段の上昇、株価の下落幅拡大、米国内でのテロなど景気を減速させるリスクがある。

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									
		内需	個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需		政府支出		
							輸出	輸入			
2001	3.2	0.8	(1.0)	2.5	4.2	0.4	(0.9)	(0.2)	5.4	2.7	3.4
2002	3.5	1.9	(2.6)	3.1	8.9	4.8	(0.4)	(0.7)	2.3	3.4	4.4
2003	4.9	3.0	(3.5)	3.3	3.3	8.8	(0.1)	(0.5)	1.9	4.4	2.8
2004	6.5	4.3	(5.0)	3.5	10.3	9.2	(0.6)	(0.7)	8.7	10.8	2.1
2005	5.3	3.5	(3.8)	3.1	8.6	2.6	(0.1)	(0.3)	8.2	7.5	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。

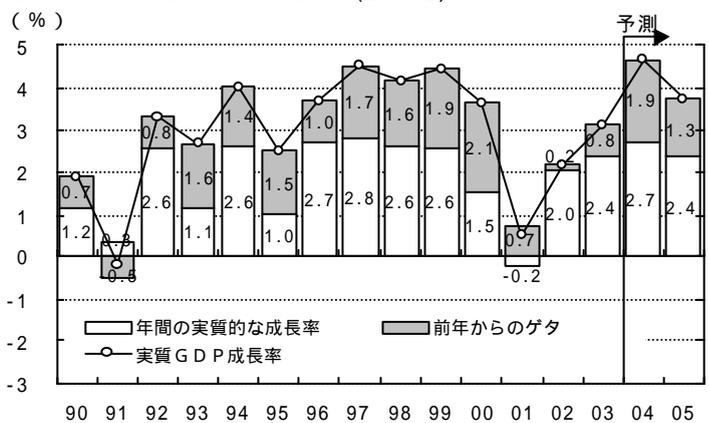
(注2) その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

(出所) 米商務省、予測は当社。

足下の景気減速は一時的

景気は4～6月期に減速感が強まった。しかし、個人消費を取り巻く環境をみると、雇用の拡大が続いているうえ、生産性の向上に伴い給与の拡大傾向が続いており、所得は増加傾向にある。また、消費者マインドも高い水準にあり、個人消費は堅調に推移しているとみられる。一方、企業部門をみても、在庫が低水準にとどまっていることに示されるように、在庫管理能力が向上している。さらに、健康保険等の福利厚生費の増加による雇用コストの上昇圧力を労働生産性の向上によって吸収しているように、企業部門はスリム

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。

化しているため、大きな調整が生じ難くなっており、4～6月期の成長率鈍化は一時的なものであると考えられる。

2004年後半以降の個人消費、住宅投資は底固く推移

雇用を取り巻く環境をみると、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いたこと、資本装備率が安定的に生産性上昇に貢献していること、稼働率が低い水準にとどまっていることから、労働生産性の向上持続が見込まれ、雇用を抑制する要因となる。しかし一方で、企業収益は、景気の拡大、販売価格の上昇、単位労働コスト（ULC）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年前半にかけての成長によって、期待成長率が高まっている。企業側の調査をみても、7～9月期のマンパワー社の新規雇用計画調査で雇用計画を示す指数（季節調整済み）が前期から増加するなど企業の採用意欲は高まっている。これらの要因を背景に、雇用者数は前期比で+0.3%～+0.5%の堅調なペースでの増加が予想される。雇用環境の改善や持続的な福利厚生費の拡大傾向によって、賃金などの雇用コストが前期比+1.0%程度の上昇が見込まれることから、今後可処分所得は増加傾向を辿る可能性が高い。

消費者マインドは、雇用環境の改善が見込まれることや景気の拡大期待が強まっていることから急激に悪化するリスクは乏しい。

資産効果では、年後半には原油高や金利上昇等の影響により株価の冴えない展開が予想される一方、住宅投資の底固さを映じて、住宅価格の上昇が持続するとみられることから、不動産資産残高は増加傾向を辿ろう。この結果、資産残高全体でも増加傾向を辿り、個人消費の押し上げ効果が期待できる。

金利上昇に伴う返済負担増が個人消費押し下げ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は2000年1～3月期の21.8%から2004年1～3月期の23.8%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2004年1～3月期の81.6%へと急激に上昇した。しかし、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可能性は小さい。今後、金利が上昇すれば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ことから、この面から個人消費が抑制されるリスクは小さいといえる。

以上のことを勘案すると、2004年後半以降の個人消費は減税効果によって押し上げられた2004年前半のような伸びは予想し難いものの、前期比年率+3%程度の伸びが予想される。

住宅投資は、金利上昇によって2004年10～12月期に減少に転じる可能性が高い。しかし、実質長期金利（10年債利回り-物価上昇率）の水準が過去に比べて低いものになると見込まれるなかで、雇用・所得環境の改善や、資産価格の増加等を背景に、落ち込みは小幅なものにとどまると予想される。

2004年後半の設備投資は駆け込み需要も加わり好調に推移しよう

企業部門では、設備投資は金利上昇によって資本コストが増加するものの、減価償却率の30%から50%への引き上げ措置が2004年末で終了するため駆け込み需要が発生し易いこと、企業のキャッシュフローが潤沢なこと、設備投資に先行する経営者の景気見通しが楽観的になっていること、などを背景に2004年後半は好調が持続し、2004年の設備投資は+9.4%の高い伸びが予想される。

その後、2004年末の減価償却率引き下げの影響から、2005年初には設備投資の拡大ペースの鈍化が予想される。しかし、2004年までの堅調な成長による期待成長率の高まり、キャッシュフローの拡大、株価の上昇、信用スプレッドの縮小、2万5千ドルから10万ドルに拡大された中小企業の設備投資償却枠が2005年末で終了することに伴う駆け込みを背景に、年後半にかけて拡大ペースを速め、設備投資は年間で+8.2%と好調を保とう。

原油価格が1バレル=45ドルで推移しても失速には至らず

今回の見通しでは、原油価格は7～9月期、10～12月期に平均で1バレル=40ドルとなることを前提としている。原油価格(WTI)は、米国、中国での強い需要に加え、中東情勢の緊迫化などに伴う供給懸念から過去最高値を更新し続けた。また、中東での混乱が終息に向かう兆しがなく、情勢の悪化に歯止めがかからない状況が続いている。このため、原油価格は上昇持続、或いは高止まりし、減税効果の剥落する年後半の米国経済に悪影響を与えるリスクは否定できない。

エネルギーコスト削減には限界があるため、エネルギー価格が上昇すれば他の消費を圧迫する。特に、今後冬の需要期に入りヒーティングオイル価格が上昇すれば、さらに負担が増すため影響が大きくなり、消費拡大ペースを抑制させる要因となる。さらに、投入コストの上昇、成長率の抑制は企業収益の減少要因となるため、設備投資、採用等への影響が出る。これは、採用・賃金の抑制というルートを通じて家計部門に二次波及する。外需に関しては、原油高の影響で海外の景気が減速するため輸出が減少するものの、米国輸入の所得弾性値が高いため、GDPに対しては押し上げ寄与となる。WTIが2004年7～9月期以降2006年1～3月期まで1バレル=45ドルで推移すれば、2004年に実質個人消費、実質設備投資が鈍化し、それぞれ実質GDPを0.54%p、0.19%p押し下げ、合計で実質GDP成長率は0.58%p押し下げられる。2005年も実質個人消費、実質設備投資が鈍化し、それぞれ実質GDPを0.13%p、0.06%p押し下げ、合計で実質GDP成長率は0.11%p押し下げられる。以上のように、原油価格が1バレル=45ドルで推移すれば減速要因となるが、経済の効率化によって原油価格上昇の経済に与える影響は小さくなっており、景気が失速する可能性は小さい。

FFレート誘導目標は2.75～3.00%が一旦の目処

物価面では、海外製品との競争激化を示す輸入浸透度は今後も上昇が見込まれ、価格を抑制する要因となるものの、ULCが緩やかな上昇に転じること、CPIコアに先行する生産者物価コアが上昇していることから、CPIコアは2004年+1.9%、2005年+2.5%と上昇ペースが速まると予想される。これらの見通しをもとにテーラールールによって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2.3%、2005年4～6月期で約3%となる。このため、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、FRBは1度に25bpの慎重なペースで2005年4～6月期にかけて先に示した適切な水準前後まで、利上げを実施する公算が大きい。

ただし、CPIコアが前月比で+0.3%の伸びが続くような状況になれば、一度に50bpと利上げペースを速める可能性がある。その場合でも、94年の金融市場の混乱や景気の急減速、2000年のIT(情報技術)バブル崩壊のきっかけになったような、急速な利上げは行わないとみられる。