

SCBSHINKIN
CENTRAL
BANK

信金中央金庫

SCB

総合研究所

〒104-0031 東京都中央区京橋3-8-1
TEL.03-3563-7541 FAX.03-3563-7551
URL <http://www.scbri.jp>

経済見通し

No. 16-1

(2004.5.21)

実質成長率は04年度2.9%、05年度2.5%と予測

- 輸出と設備投資をけん引役に景気回復が続く -

< 要旨 >

1. 04年1～3月の実質成長率は前期比1.4%～03年度は実質3.2%成長

1～3月の個人消費は、雇用情勢の持ち直しや株価上昇によるマインド改善で前期比1.0%増となった。設備投資も2.4%増と底堅い動きを示した。輸出はアジア向けを中心に好調が続く、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、実質成長率を0.3ポイント押し上げた。

2. 輸出と設備投資をけん引役に、今後も景気は回復基調を維持

アジア向けを中心に輸出は増勢を維持し、生産はデジタル関連をけん引役に引き続き底堅い。企業収益の回復も続いており、設備投資は今後も回復傾向で推移しよう。日本経済の先行きのカギを握る米経済は、雇用の回復テンポが高まってきたことで、今後も巡航速度での成長が続く、実質成長率は04年が4.7%、05年が3.5%と予想される。

3. 実質成長率は04年度2.9%、05年度2.5%と予測～05年度も景気回復が続く

04年度は世界景気の順調な回復を背景に、引き続き輸出主導の景気回復が続こう。05年度は海外景気の拡大テンポが鈍化すると予想されるが、中小企業や非製造業の構造調整が山場を越えることで、設備投資のすそ野が広がりをみせよう。個人消費の本格回復までは期待できないが、実質成長率は04年度2.9%、05年度2.5%と景気回復傾向が維持されると予測した。

4. 需給ギャップの縮小が続くが、量的緩和の解除にはなお時間を要する

景気回復の持続で需給ギャップは徐々に縮小しよう。ただ、コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）は04年度も下落が続く、プラスに転じるのは05年度と予想される。民需主導による景気の自律回復にはなお時間を要するとみられ、量的緩和の解除は早くとも05年度下期となろう。景気の先行き見通し次第では、量的緩和解除が想定より遅れる可能性もある。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位: %)

	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	前回(04年2月)	
	実績	実績	実績	予測	予測	03年度 予	04年度 予
実質GDP	1.2	1.1	3.2	2.9	2.5	2.8	2.1
個人消費	1.3	1.0	1.6	1.8	1.5	1.3	1.2
住宅投資	7.9	2.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1
設備投資	3.4	3.5	12.4	7.9	8.8	10.2	7.1
公共投資	5.2	5.1	12.3	9.9	5.8	10.6	7.6
純輸出(寄与度)	(0.5)	(0.8)	(0.9)	(0.7)	(0.1)	(0.8)	(0.4)
名目GDP	2.4	0.7	0.7	0.9	1.1	0.5	0.4

(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

1. 04年1～3月の実質成長率は前期比1.4%～03年度は実質3.2%成長

04年1～3月の実質成長率は、前期比1.4%（年率換算5.6%）と8四半期連続のプラス成長を記録した。景気の実感に近い名目成長率も、前期比0.8%と4期連続のプラス成長となった（図表2）。

この結果、03年度の実質成長率は3.2%と2年連続のプラス成長となり、名目成長率は0.7%と3年ぶりのプラス成長に転じた。

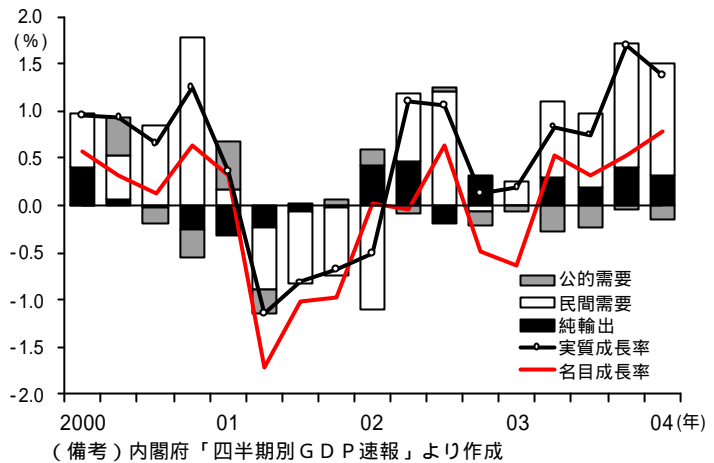
1～3月の動きを需要項目別（実質）にみると、個人消費は前期比

1.0%増と4期連続で増加した。中小企業のボーナスが引き続き抑制されるなど家計の所得回復は遅れているものの、雇用情勢に持ち直しの動きがみられることや株価の上昇で、消費者マインドが改善していることが背景にある。消費関連指標から個別の商品の動きをみると、DVDレコーダー、デジタルカメラ、薄型テレビなどデジタル家電が引き続き好調に推移しているほか、天候に恵まれた影響で春物衣料など季節商品も底堅い動きとなった（図表3）。家計のマインド改善は住宅建設にも好影響をもたらしており、住宅投資は0.6%増と再びプラスに転じた。

設備投資は、前期比2.4%増と7期連続でプラスとなった。前期（03年10～12月）が6.9%増と高い伸びとなった反動などから増勢は鈍化した。デジタル関連を中心に堅調な動きを示した。設備投資デフレーターの下落が続いていることが実質値を押し上げる要因になっているが、名目ベースでも前期比1.8%増と2期連続で増加した。

輸出は前期比3.9%増と引き続き好調に推移した。電子部品や鉄鋼を中心としたアジア向けの好調に加え欧米向けも増加した。日本の景気回復を映し輸入も前期比1.9%増と3期連続で増加したが、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、1～3月の実質成長率を0.3ポイント押し上げた。

（図表2）実質GDP前期比と寄与度



（図表3）個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	03年				04年				03年				04年		
	4～6月	7～9月	10-12月	1～3月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月		
全世帯実質消費	0.3	1.6	0.2	2.1	3.9	1.0	1.8	0.8	0.7	0.4	1.3	5.2	0.2		
平均消費性向(勤労者)	73.8	73.2	73.6	73.2	71.9	74.6	73.1	72.3	72.1	76.5	73.0	73.6	73.1		
乗用車販売	3.6	2.1	1.3	1.8	0.7	5.8	1.0	3.0	6.7	0.3	4.2	0.0	1.8		
（普通+小型乗用車）	1.3	1.3	4.9	2.1	0.1	6.2	0.6	2.1	8.5	3.9	1.0	3.9	2.5		
（軽乗用車）	8.9	4.1	8.4	12.5	2.7	4.8	4.7	17.0	2.2	11.4	12.6	10.6	13.7		
百貨店販売額	3.3	2.9	2.3	1.1	2.1	1.7	5.2	0.6	4.1	3.0	0.1	2.3	4.5		
スーパー販売額	3.5	5.2	4.0	3.0	5.6	4.3	5.7	0.1	6.7	4.9	3.3	0.7	4.8		
家電量販店売上高	2.7	5.6	0.5	1.5	11.8	8.3	6.5	3.0	1.5	0.4	2.5	2.8	8.6		
（パソコン）	14.1	1.0	10.0	10.9	2.1	2.2	3.2	2.2	9.8	15.2	2.4	10.7	18.2		
（エアコン）	2.7	25.2	1.5	5.7	46.9	4.1	55.1	10.2	12.5	10.5	2.9	0.3	14.9		
（DVD）	46.1	55.9	61.8	47.2	32.6	59.9	78.0	61.4	61.0	62.4	59.8	56.6	26.8		
（洗濯機）	6.6	9.3	10.8	6.9	2.2	14.0	12.9	8.3	8.0	15.4	10.4	13.7	0.4		
（テレビ）	8.1	9.1	10.7	12.4	4.7	14.1	8.6	10.9	15.1	7.7	13.1	19.4	6.9		
外食産業売上高	-	-	-	-	6.2	7.4	6.3	3.8	2.7	3.8	2.2	0.2	7.6		

（備考）1．平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパー、家電販売、外食産業売上高は既存店ベース

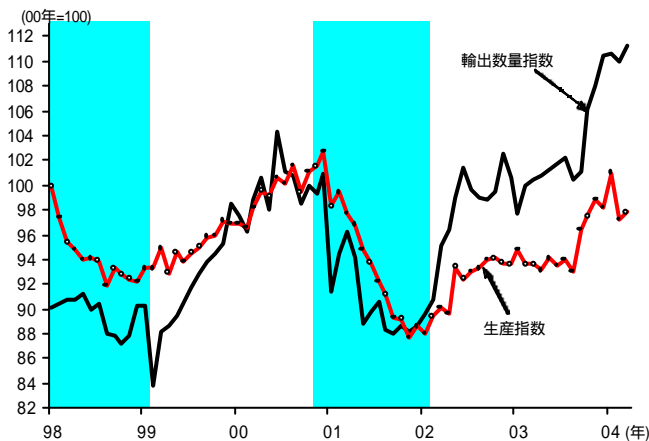
2．総務省「家計調査報告」、経済産業省「商業販売統計」などより作成

2. 輸出と設備投資をけん引役に、今後も景気は回復基調を維持

景気回復をリードしてきた輸出は増勢を維持している。輸出数量指数（季節調整値）は、03年10～12月に前期比6.8%増と大幅増を達成したあと、04年1～3月も2.2%増と堅調な伸びを示した。電子部品や鉄鋼を中心にアジア向けが好調に推移していることに加え、米国や欧州向けも上向いている。輸出向け出荷の好調で生産活動も堅調な動きを続けている。04年1～3月の鉱工業生産指数は前期比0.5%増と3四半期連続のプラスを達成した（図表4）。さらに、足元の需要もデジタル関連や素材を中心に底堅く、製造工業生産予測指数は、4月が前月比5.6%増、5月が2.2%増と高い伸びが見込まれている。

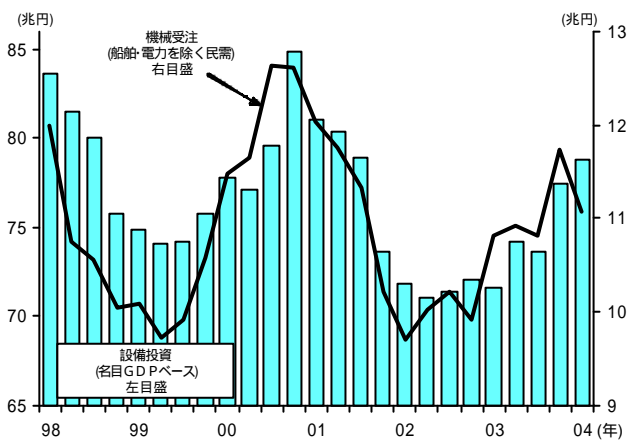
輸出・生産の拡大に伴う企業収益の回復で、設備投資も回復傾向で推移している。GDPベースの設備投資は、実質ベースで04年1～3月まで7期連続の前期比プラス、名目ベースでも2期連続のプラスとなった（図表5）。一方、先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、03年10～12月に前期比8.5%増と高い伸びを記録した反動で、04年1～3月は5.6%減と落ち込んだ。4～6月の受注見通しも3.2%減とマイナスが見込まれており、04年度前半の設備投資は増勢一服となる可能性もある。ただ、企業マインドの改善や企業収益の回復基調が続くとみられることから、今後も設備投資の回復傾向は維持されよう。

（図表4）鉱工業生産指数と
輸出数量指数の推移（季節調整値）



（備考）1. シャドー部分は景気後退期
2. 財務省「貿易統計」などより作成

（図表5）機械受注と名目設備投資の推移
（年率換算値）



（備考）内閣府「四半期別GDP速報」、「機械受注統計」より作成

企業収益の回復が鮮明となる一方で、家計の所得回復は進んでいない。昨年のボーナスは大企業で増加に転じたが、中小企業は引き続き減少した。雇用者数は03年11月以降前年比増加が続いているが、賃金の低いパートやアルバイトに偏っており、雇用者数の増加が家計所得全体の回復に波及していない。企業のコスト削減意欲は根強く、今後も雇用者所得は抑制される可能性が大きい。さらに、04年1月からは配偶者特別控除の上乗せ部分が廃止され、10月からは厚生年金保険料の引き上げが予定されている。住民税の増税（均等割り部分）などを含めた04年度の家計の税・社会保障負担増は1兆円を上回ると試算される。景気回復に伴う雇用不安の後退や株価の上昇などで消費者マインドは改善しているものの、所得の本格回復が期待できないなかでは、個人消費の回復には限界がある。

今後も輸出と設備投資がけん引する景気回復を想定しているだけに、世界景気の回復の持続が前提となるが、そのカギを握る米景気は着実に回復軌道をたどっている。04年1～3月の実質成長率（事前推定値）は前期比年率4.2%と10～12月に続いて4%台の伸びを確保した。減税効果の一巡が今後の不安要因ではあるが、雇用の回復テンポが高まってきたことで、個人消費は安定した伸びが続くとみられる。企業収益の改善で設備投資も回復傾向で推移しており、今後も米景気は巡航速度での成長を維持し、実質成長率は04年が4.7%、05年が3.5%と予想される。

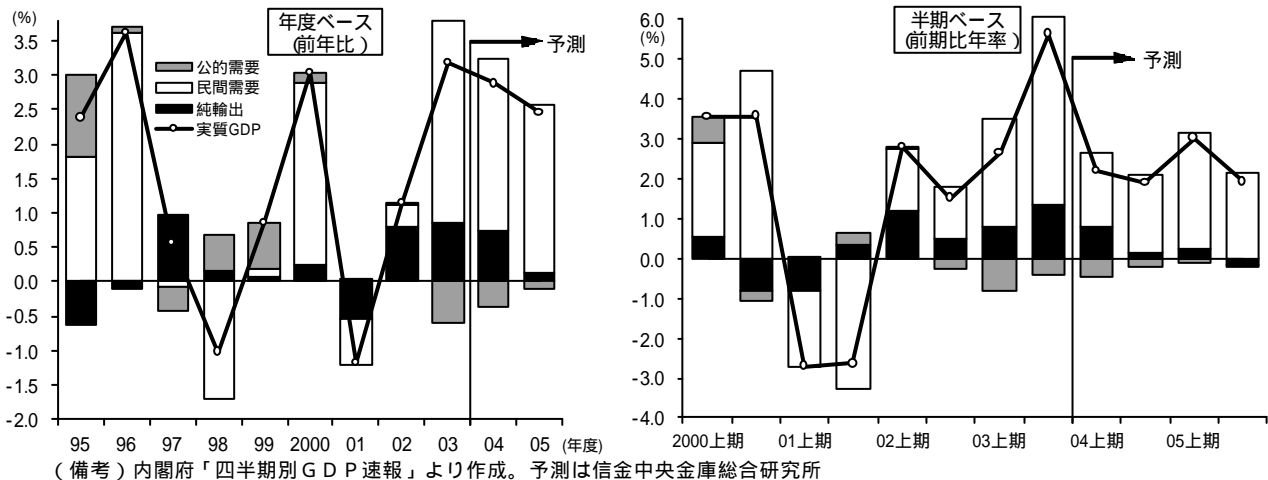
3. 実質成長率は04年度2.9%、05年度2.5%と予測～05年度も景気回復が続く

実質成長率は04年度2.9%、05年度2.5%と予測した（図表6）。個人消費の本格回復は期待できないが、輸出と設備投資をリード役に景気は05年度まで回復傾向を維持すると想定した。

04年度は、米国や欧州の景気回復テンポが高まるとみられ、輸出は増加傾向が続こう。実質輸出は前年比10.8%増と3年連続で2ケタの伸びが予想される。海外旅行の持ち直しでサービス輸入が回復に転じるものの、純輸出は実質成長率を0.7ポイント押し上げるとみられる（03年度は0.9ポイントの押し上げ）。企業収益は輸出競争力の高い大企業製造業を中心に増益基調が続くとみられ、実質設備投資は7.9%増と堅調な推移が予想される。ただ、前年の設備投資が、研究開発・IT投資減税や排ガス規制に伴うトラック特需で実勢以上に押し上げられており、03年度（12.4%増）に比べ増勢は鈍化しよう。一方、個人消費は所得の伸び悩みと税・社会保障負担の増加で引き続き緩やかな回復にとどまるとみられる。実質個人消費は1.8%増と予測した。

05年度は、海外景気の拡大テンポが鈍化すると予想される。輸出はアジア向けを中心に底堅い動きを想定しているが、実質ベースの前年比は4.5%増へ鈍化しよう。このため、純輸出の寄与度は0.1ポイントまで低下すると予想される。設備投資は引き続き景気拡大のけん引役となろう。中小企業や非製造業の構造調整が山場を越えることで、設備投資のすそ野は広がりを見せると考えられる。実質設備投資は8.8%増と予測した。一方、家計部門の回復テンポは引き続き緩やかにとどまろう。企業のリストラ圧力は徐々に弱まるが、家計所得の本格回復は期待できない。05年度も家計の税・社会保障負担増が1兆円に達するとみられ、実質個人消費は1.5%増と予測した。

（図表6）実質GDP成長率の推移と予測



今回の予測では、02年1月を景気の「谷」とする回復局面が、輸出と設備投資をけん引役に05年度まで継続すると想定している。回復期間としては05年度末で50カ月となり、戦後の平均的な回復期間(33.1カ月)を大きく上回ることになるが、これは、03年夏場に米景気減速で生産の前年比が一時マイナスとなるなど調整局面を経ていることが一因である。また、在庫や資本ストックの水準は低く、当面はストック調整に起因する景気後退も考えにくい。一時的な調整局面から持ち直したことで、今回の景気回復は長期化する公算が大きい。

ただ、予想通りに推移したとしても、景気の本格回復を実感できる状況には達しないと想定される。05年度までの実質成長率は3年連続で2%を上回る伸びを予測しているが、GDPデフレーター的大幅な下落で嵩上げされている。名目ベースでは、04年度0.9%、05年度1.1%と緩やかな景気回復にとどまろう。

(1) 前提条件～為替相場、原油価格、財政政策、海外経済

(為替相場)

円・ドル相場は、03年4月初旬に一時1ドル103円台まで円高が進んだが、その後は米景気の強さを示す統計が相次いだことからドル買いが優勢な展開となった。さらに、5月7日に発表された4月の米雇用者数が3月に続いて大幅な増加を示したことで、米国の早期利上げ観測が強まった。ドルの先高期待からドル買い意欲は一段と強まり、5月中旬には1ドル114円台まで円安が進んだ。米景気は今後も巡航速度での成長が続くと予想されることに加え、米国の雇用回復が続けば、米政府によるドル安誘導に対する懸念も薄れよう。日本の景気回復や経常収支の黒字拡大などを背景に、円の先高観が払拭されたとは言いきれないが、ドルの下値は堅くなったと考えられる。05年度は米景気回復テンポが鈍化するものの、米国の成長率は引き続き日本を上回ると予想される。年度平均の為替レートは、04年度が1ドル115.0円、05年度が118.0円と想定した。

(原油価格)

原油価格(WTI)は5月初旬にイラクがクウェートに侵攻した1990年以来となる1バレル40ドル台に乗せた。OPEC加盟各国は、生産枠を上回る供給を続けているものの、中国の需要急増や中東情勢の緊迫化を背景とした投機的な動きが価格を押し上げている。サウジアラビアのヌアイミ石油鉱物資源相がOPECに対し日量150万バレルの増産を提案するなど、これ以上の原油相場の過熱には歯止めをかけたい意向だが、中東情勢の不透明感は強く、当面は高値圏での推移が続く可能性がある。ただ、OPECの生産量は足元の需要を上回っているとみられ、需要国で在庫の増加が確認されれば、原油価格は徐々に下落すると予想される。経済見通しの前提となる原油価格(通関ベース)は、04年度1バレル32.0ドル、05年度25.0ドルと想定した。

(財政政策)

04年度の予算は、公共投資関係費(公共事業関係費+その他施設費)が前年度当初予算比3.3%削減され、地方自治体が独自の財源で実施する地方単独事業も同9.5%削減された。続く05年度も緊縮型の財政運営スタンスが維持されると想定した。

(海外経済)

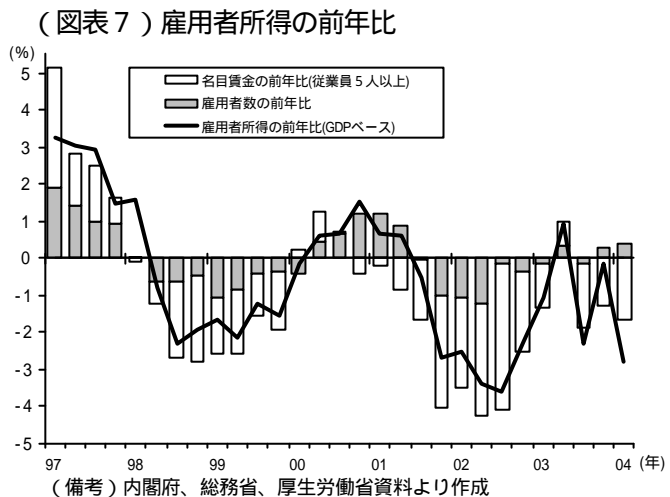
<米国>…回復が遅れていた雇用情勢に明るさがみえてきたことで、個人消費は今後も安定した伸びが続くとみられる。企業収益の改善などを受けて、設備投資も回復傾向で推移しよう。05年は利上げの影響などでやや減速すると予想されるが、2000年にみられたような資本ストックや雇用の本格調整を必要としないことから、景気後退には至らないと考えられる。実質成長率は04年4.7%、05年3.5%と予測した。

<欧州>…ドイツ経済は、米景気の持続的回復やユーロ高の是正などを前提に、輸出主導で回復が続くと予測した。ただ、個人消費の回復力は弱く、景気回復テンポは緩やかにとどまろう。実質成長率は04年1.3%、05年1.5%、ユーロ圏の実質成長率は04年1.4%、05年1.9%と予測した。

<アジア>…アジア経済は、IT関連輸出をリード役に景気拡大が続いている。04年のアジア経済は、米国を中心とした先進国景気回復を背景に、輸出の拡大が予想されるほか、中国を中心とした域内需要の拡大などをテコとして、引き続き安定成長軌道をたどる可能性が大きい。05年は中国の景気がやや減速するとみられるが、アジア全体としては底堅い動きが続こう。

(2) 税・社会保障負担増に伴う可処分所得の伸び悩みが個人消費の抑制要因

03年度の失業率は、前年比0.3ポイント低下の5.1%と90年度以来13年ぶりに改善した。雇用者数も03年11月以降前年比増加が続くなど、雇用情勢は持ち直している。ただ、所得面をみると、大企業のボーナスが増加に転じる一方で、中小企業のボーナスは減少が続くなど、依然として厳しい。また、雇用者数の増加が賃金の低いパートやアルバイトに偏っているため、生産の回復などによる雇用者数の増加が、家計所得全体の回復に波及していない(図表7)。



04年度は賃上げ率が7年ぶりに前年を上回る見通しで、ボーナスも大企業では2年連続の増加が予想される。ただ、中小企業の収益回復は遅れており、全体でみれば賃金は横ばい圏にとどまるとみられる。生産の増加が続くなか新規採用の必要性も高まっているが、企業は派遣社員の採用などで総人件費を抑制するスタンスを継続すると考えられる。05年度には中小企業や非製造業の構造調整が山場を越えることで、雇用・所得環境は明るさを増すと予想されるが、雇用者所得の本格回復までは期待できない。

さらに、税・社会保障負担の増加が家計の可処分所得の下押し要因となる。04年度は配偶者特別控除の上乗せ部分廃止で4000億円程度の増税となり、年金給付の減額(03年の消費者物価下落分、0.3%減)や、公的年金等控除の縮小、厚生年金保険料の引き上げなどで家計の負担増(給付増減を含む)は、1.13兆円程度と03年度に続き1兆円を上回るとみられる。さらに、05年度も国民年金、厚生年金保険料の引き上げなどで、家計の税・社会保障負担増は1.00兆円程度に達すると試算される(図表8)。

(図表8) 04年以降の税・社会保障制度の変更に伴う家計の負担増減額

実施年月	ポイント	負担額	()年度計
04年1月	配偶者特別控除・上乘せ分(最高38万円)の所得控除廃止 (平年度、国税5000億円+地方税2000億円)	1000億円	03年度計 健保、タコ他 1.86兆円
04年4月	年金給付額の物価スライド適用(03年 0.3%)	1200億円給付減	
"	消費税の事業者免税点の上限引き下げなど 上限3000万円 1000万円	5000億円	
"	児童手当(支給対象年齢延長) <就学前 小3終了時>	1700億円給付増	
6月	住民税均等割り(市町村)の人口区分廃止 (年2000~3000円 一律3000円)	400億円	
10月	厚生年金保険料の引き上げ(毎年0.354%労使折半) 13.58% 2017年度18.30%(労使折半) (平年度、家計負担4000億円)	2000億円	
05年1月	高齢者への所得課税強化 (公的年金等控除の最低控除額を140 120万円) (65歳以上・老年者控除50万円の廃止) (平年度、国税2400億円+住民税1400億円)	400億円	04年度計 1.13兆円
05年4月	国民年金保険料の引き上げ(月280円) 月1万3300円 2017年度・月1万6900円	700億円	05年度計 1.00兆円
"	雇用保険料引き上げ(1.4% 1.6%労使折半)	1500億円	
6月	配偶者特別控除・上乘せ分控除廃止(住民税)	1700億円	
10月	厚生年金保険料の引き上げ(毎年0.354%労使折半)	4000億円	

(備考) 1. ()年度計には、制度変更の平年度化に伴う負担増を含むため、内訳の合計とは一致しない。

2. 信金中央金庫総合研究所作成

失業率は04年3月に4.7%まで低下した。有効求人倍率が上昇傾向で推移するなど、雇用情勢は改善している。リストラの効果などで企業収益が改善し、企業の人員削減にも歯止めがかかってきたことが背景である。04年度は前述したように景気回復の持続で雇用者数は増加傾向で推移しよう。ただ、求職活動を一時的に休止している離職者は、統計上、失業者ではなく非労働力人口に計上されている(公式統計には現れない潜在的な失業者)。景気回復に伴って潜在的な失業者が労働市場に参入する(求職活動を開始すると失業者としてカウント)ことが予想され、雇用増の一方で失業者の減少は小幅にとどまる可能性が大きい。失業率は04年度が前年比0.3ポイント低下の4.8%、05年度が4.7%と緩やかな低下にとどまると予測した。

景気回復期待などから消費者マインドは改善傾向で推移しているものの、04年度、05年度とも雇用者所得の回復力は弱く、税・社会保障負担の増加も続くため、実質個人消費の前年比は、04年度1.8%増、05年度1.5%増と1%台の増加にとどまると予測した。

(3) 消費者マインドの改善が下支え要因ながら、住宅投資の回復は限定的

04年度の実質住宅投資は、前年比0.4%増と予測した。景気回復に伴う雇用不安の後退や株価の上昇などで、消費者マインドが上向いていることが主因である。また、住宅ローン減税が継続されることもプラス材料である。これまでの減税制度は、04年に減税額が大幅に縮小され、05年には廃止される予定であったが、やや規模を縮小して08年まで継続されることになった(図表9)。

ただ、一次取得者の需要が一巡していることもあって、減税継続による住宅投資の押し上げ効果は限定的とみられる。マンション建設はここ数年、大量供給が続いてきたことから、今後大幅な上積みは期待できない。05年度の実質住宅投資は前年比 0.2%増と横ばい圏の動きにとどまろう。新設住宅着工戸数は04年度、05年度とも118.0万戸と予測した。

(図表9) 住宅ローン減税の内容(04年度税制改正)

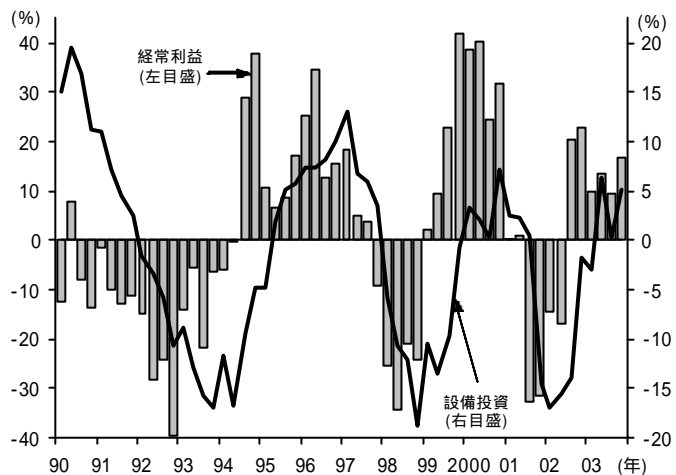
入居時期	借入残高最高額	期間	控除率	減税最高額
04年末	5000万円	10年	1.0%	50万円×10年 = 500万円
05年末	4000万円	1~8年目	1.0%	40万円×8年 = 360万円
		9~10年目	0.5%	20万円×2年 = 40万円
06年末	3000万円	1~7年目	1.0%	30万円×7年 = 210万円
		8~10年目	0.5%	15万円×3年 = 45万円
07年末	2500万円	1~6年目	1.0%	25万円×6年 = 150万円
		7~10年目	0.5%	12.5万円×4年 = 50万円
08年末	2000万円	1~6年目	1.0%	20万円×6年 = 120万円
		7~10年目	0.5%	10万円×4年 = 40万円
(参考)旧制度				
03年末	5000万円	10年	1.0%	50万円×10年 = 500万円
04年末	3000万円	6年	1.0%	20万円×6年 = 120万円
			0.5%	5万円×6年 = 30万円
04年の控除率は借入残高2000万円以下の部分が1%、2000万円超から3000万円以下の部分が0.5%				
05年~	減税廃止			

(備考) 財務省資料より作成

(4) 企業の投資マインドは強く、設備投資は05年度まで増加が続くと予測

04年度は世界経済の順調な回復を前提にすれば、企業収益の増益基調が維持されるとみられ、設備投資も引き続き回復傾向で推移しよう(図表10)。過剰設備の削減などでストック調整が進展していることも設備投資を下支える要因となろう。ただ、03年度の設備投資が研究開発・IT投資減税や排ガス規制に伴うトラックの買い換え需要で実勢以上に増加したため、04年度の実質設備投資の伸びは7.9%増と03年度に比べると鈍化するとみられる。

(図表10) 企業収益と設備投資の前年比



(備考) 財務省「法人企業統計季報」より作成

05年度には、中小企業や非製造業の構造調整が山場を越えることで、設備投資のすそ野は広がりを見せると考えられる。ここ数年、設備投資を絞り込んできた分野では設備の老朽化が深刻で、更新投資の必要性は高まっている。05年度の実質設備投資は8.8%増と3年連続のプラスと予測した。

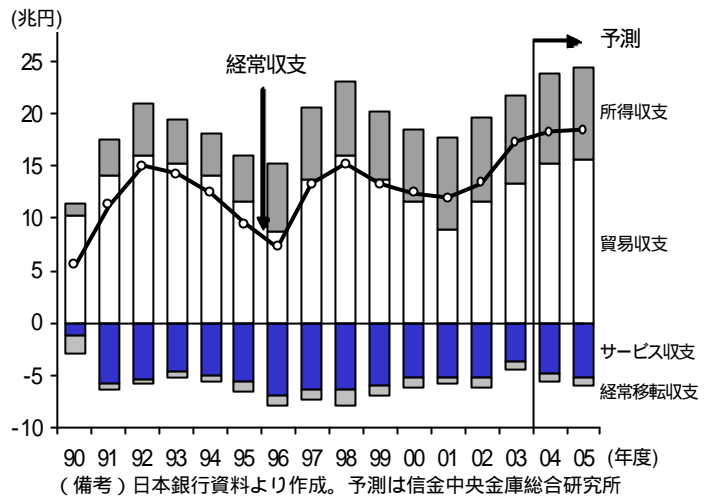
実質設備投資は03年度に前年比12.4%増となり、04~05年度も高い伸びを予測しているが、IT関連の大幅な価格下落で設備投資デフレーターの下落率が実勢より大きくなっていることが影響している。GDPデフレーターは基準年(現行統計は95年基準)から時間が経過するほど下方バイアスが大きくなるという欠点がある。名目設備投資は03年度の前年比6.5%増に続き、04年度3.3%増、05年度4.7%増と予測しており、3年間の平均増加率は4.8%となる。3年連続で増加した95~97年度(年平均4.8%)と同水準の伸びとなる計算で、04~05年度の設備投資は実質値の増加率が示すほど力強い回復を見込んでいない。

(5) 経常収支の黒字は04年度、05年度とも増加の予想

04年度の経常収支の黒字は18.2兆円と予測した(図表11)。世界景気の拡大で、輸出は堅調な推移が予想される。輸入も景気回復に伴って増加傾向で推移するが、米国やアジアの成長率が日本を上回る状況が続くため、貿易黒字は引き続き拡大するとみられる。新型肺炎SARSの影響一巡による旅行収支の赤字拡大が予想されるものの、利子・配当収入の増加なども寄与し、経常黒字の拡大傾向は続こう。

05年度は海外景気の拡大テンポが鈍化すると予想され、輸出の伸びは低下しよう。ただ、米国やアジアの成長率が日本を上回る状況が続くため、貿易黒字は高水準を維持するとみられる。所得収支の黒字も増加が続こう。対外資産が年々積み上がっていくことに加え、海外の金利上昇で、利子・配当収入の受取は一段と増加すると予想される。この結果、05年度の経常収支の黒字は18.4兆円(名目GDP比では3.6%)と4年連続で増加すると予測した。

(図表11) 経常収支の推移と予測



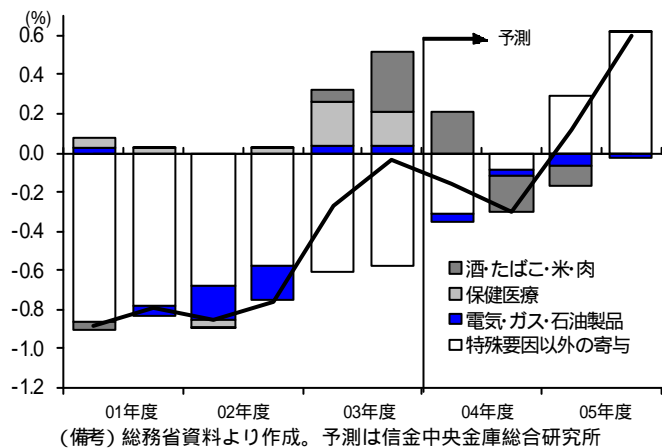
4. 需給ギャップの縮小が続くが、量的緩和の解除にはなお時間を要する

(1) 需給ギャップの縮小で、消費者物価は05年度にプラス転換の見通し

国内企業物価は04年3月に3年8カ月ぶりに前年比プラスに転じた。アジア景気の拡大で鉄鋼や非鉄製品の価格が急騰しているほか、原油価格の高止まりも影響している。ただ、昨年秋に急上昇したコメや牛肉の価格は軟化傾向にあるほか、機械類やIT関連製品の価格は引き続き下落している。高値圏で推移している石油製品価格も年後半にかけて下落すると予想される。04年度の国内企業物価は、年度上期は前年比プラスで推移するとみられるが、下期は再び下落に転じ、年度平均では前年比0.2%の上昇と予測した。05年度は、中国の需要拡大ペースが鈍化することから、急騰した素材価格が反落すると予想される。原油価格も落ち着きを取り戻すとみられ、国内企業物価は前年比0.3%の下落となろう。

コア消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、03年度下期に前年比横ばい圏での推移が続いたが、医療費の自己負担率引き上げに伴う診療代の上昇や発泡酒・たばこ増税、天候不順によるコメの価格上昇などの特殊要因の影響が大きかった(図表12)。

(図表12) コア消費者物価の前年比と予測



特殊要因が一巡する04年度は、再びマイナス幅が拡大すると予想される。特殊要因を除いたベースでは、需給ギャップの縮小に伴って緩やかに下落率が縮小するとみられるが、04年度のコア消費者物価は前年比0.2%の下落と予測した。ただ、景気回復の持続により、05年度には需給ギャップが一段と縮小し、05年度のコア消費者物価は前年比0.4%の上昇に転じると予想される。

なお、総合的な物価指標であるGDPデフレーターは、04年度マイナス1.9%、05年度マイナス1.4%と8年連続で下落が続こう。05年度にコア消費者物価のプラス転換を見込んでいるものの、下方バイアスやIT関連を中心とした設備投資デフレーターの影響で、GDPデフレーターは引き続き水面下の動きが続こう。

(2) 量的緩和の解除は早くとも05年度下期

金融政策は、日銀当座預金残高の目標を「30～35兆円」とする量的緩和が継続されている。量的緩和解除の基準であるコア消費者物価は、03年度下期に前年比横ばい圏で推移したが、日銀は「特殊要因の影響が大きい」と判断している。04年4月28日に発表された日銀の展望レポート（経済・物価の将来展望とリスク評価）によると、04年度のコア消費者物価は、前年比0.2%の下落と予測されている（政策委員による大勢見通し）。日銀は政策転換の条件として、消費者物価の変動率が単月ではなく基調的にゼロ以上となる、日銀の政策委員の多くがゼロを超える見通しを持つ、などを挙げている。また、この条件が満たされたとしても、経済・物価情勢によっては量的緩和を継続すると公約している。

量的緩和が解除されるためには、コア消費者物価が上方バイアスを持つことを考慮すると、0.5%程度の上昇が数カ月程度続くことが必要であろう。また、経済情勢に関しては、景気の自律回復が展望できるような状況にあることが条件と考えられる。

今回の経済見通しでは、05年度の名目成長率を1.1%、コア消費者物価の前年比を0.4%（上期0.2%、下期0.6%）と予測しており、量的緩和は05年度下期に解除されると想定した。ただ、日銀は、00年8月にゼロ金利を解除して失敗したという経緯もあって、量的緩和の解除に関する判断は慎重を期すと予想される。06年度に日本の景気は輸出の伸び鈍化と在庫調整を主因に調整局面となる可能性もあり、景気の先行き見通し次第では、量的緩和の解除が想定より遅れる可能性もあろう。

以上
（角田 匠）

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

<2003 年度、2004 年度の日本経済予測（前年比、前期比）>

（単位：％、10億円）

	2003年度 <実績>	2004年度 <予測>	2005年度 <予測>	2004年度		2005年度	
				上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
名目GDP	0.7	0.9	1.1	0.7	0.2	1.6	0.7
実質GDP	3.2	2.9	2.5	2.2	1.9	3.0	1.9
国内需要	2.4	2.2	2.4	1.5	1.8	2.9	2.2
民間部門	3.9	3.3	3.3	2.5	2.6	3.8	2.8
民間最終消費支出	1.6	1.8	1.5	1.5	0.9	1.7	1.7
民間住宅投資	0.3	0.4	0.2	0.8	1.8	0.6	1.6
民間企業設備	12.4	7.9	8.8	4.1	8.0	10.0	7.2
民間在庫品増加	631	1,353	1,729	1,151	1,556	1,938	1,521
政府部門	2.7	1.7	0.6	2.1	1.0	0.6	0.2
政府最終消費支出	0.8	0.9	0.9	0.6	1.0	0.7	1.1
公的固定資本形成	12.3	9.9	5.8	11.0	8.0	5.1	4.9
財貨・サービスの純輸出	18,891	23,041	23,693	22,877	23,205	23,954	23,434
財貨・サービスの輸出	10.9	10.8	4.5	10.2	5.1	4.6	3.6
財貨・サービスの輸入	4.5	6.6	5.2	5.5	6.0	3.7	7.2
	前年度比			前期比年率			

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中央金庫総合研究所

<実質成長率の需要項目別寄与度>

（単位：％）

	2003年度 <実績>	2004年度 <予測>	2005年度 <予測>	2004年度		2005年度	
				上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
実質GDP	3.2	2.9	2.5	2.2	1.9	3.0	1.9
国内需要	2.3	2.1	2.3	1.4	1.8	2.8	2.1
民間部門	2.9	2.5	2.5	1.9	2.0	2.9	2.2
民間最終消費支出	0.9	1.0	0.8	0.8	0.5	0.9	0.9
民間住宅投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
民間企業設備	1.9	1.4	1.6	0.7	1.4	1.8	1.3
民間在庫品増加	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1
政府部門	0.6	0.4	0.1	0.5	0.2	0.1	0.0
政府最終消費支出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
公的固定資本形成	0.7	0.5	0.3	0.6	0.4	0.2	0.2
財貨・サービスの純輸出	0.9	0.7	0.1	0.8	0.1	0.3	0.2
財貨・サービスの輸出	1.3	1.3	0.6	1.3	0.7	0.6	0.5
財貨・サービスの輸入	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6	0.4	0.7
	前年度比			前期比年率			

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

<前提条件>

	2003年度 <実績>	2004年度 <予測>	2005年度 <予測>	2004年度		2005年度	
				上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
為替レート(円/ドル)	113.1	115.0	118.0	113.0	117.0	117.0	119.0
原油価格(CIF、ドル/バレル)	29.4	32.0	25.0	34.5	29.5	26.0	24.0
(前年比、％)	7.4	9.1	21.9	21.3	2.8	24.7	18.6
公定歩合(％)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
無担保コール翌日物(％)	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.25	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.25
春闘賃上げ(％)	1.63	1.65	1.70	-	-	-	-

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中央金庫総合研究所

< 主要経済指標の推移と予測 >

	2003年度	2004年度	2005年度	2004年度		2005年度	
	<実績>	<予測>	<予測>	上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
鉱工業生産指数 (前年比、%)	96.6 3.5	101.3 4.9	105.2 3.9	99.6 6.6	103.0 3.2	103.6 4.0	106.8 3.7
第3次産業活動指数 (前年比、%)	108.0 1.6	109.1 1.0	110.1 0.9	108.0 1.6	110.3 0.5	108.7 0.6	111.5 1.1
完全失業率(季調済、%)	5.1	4.8	4.7	4.8	4.7	4.7	4.7
企業物価指数(国内) (前年比、%)	95.0 0.5	95.2 0.2	94.9 0.3	95.5 0.6	94.8 0.2	95.1 0.4	94.8 0.1
消費者物価指数 (前年比、%)	98.1 0.2	97.9 0.2	98.3 0.4	98.1 0.1	97.7 0.2	98.2 0.2	98.3 0.7
(除く生鮮食品) (前年比、%)	98.0 0.2	97.8 0.2	98.2 0.4	98.0 0.2	97.6 0.3	98.2 0.2	98.2 0.6

(備考) 経済産業省、総務省資料などより作成。03年度の第3次産業活動指数は推定。予測は信金中央金庫総合研究所

< 経常収支 >

(単位：億円、%)

	2003年度	2004年度	2005年度	2004年度		2005年度	
	<実績>	<予測>	<予測>	上期 <予測>	下期 <予測>	上期 <予測>	下期 <予測>
経常収支	172,667	182,258	184,027	89,634	92,624	92,639	91,389
前年差	38,795	9,591	1,770	6,685	2,907	3,005	1,235
名目GDP比(%)	3.4	3.6	3.6	3.5	3.7	3.6	3.6
貿易・サービス収支	95,707	103,170	103,796	49,233	53,937	51,467	52,328
前年差	32,099	7,463	626	5,676	1,787	2,234	1,609
貿易収支	132,779	151,691	155,473	72,756	78,934	76,914	78,558
前年差	16,868	18,912	3,782	12,556	6,356	4,158	376
サービス収支	37,072	48,521	51,677	23,523	24,997	25,447	26,230
前年差	15,231	11,449	3,157	6,880	4,569	1,924	1,233
所得収支	84,904	87,303	88,293	44,354	42,949	44,995	43,297
前年差	4,698	2,399	989	1,435	963	641	348
経常移転収支	7,943	8,216	8,061	3,953	4,263	3,824	4,237
前年差	1,998	273	155	425	153	129	26

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

< 主要国の実質成長率の推移と予測 >

(単位：前年比、%)

国名	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年(予)	2005年(予)
米 国	4.5	3.7	0.5	2.2	3.1	4.7	3.5
ユ ー ロ 圏	2.8	3.5	1.6	0.9	0.4	1.4	1.9
ドイツ	2.0	2.9	0.8	0.2	0.1	1.3	1.5
フランス	3.2	4.2	2.1	1.2	0.2	1.5	1.9
イギリス	2.8	3.8	2.1	1.7	2.3	3.5	2.5
韓 国	9.5	8.5	3.8	7.0	3.1	4.8	4.0
台 湾	5.4	5.9	2.2	3.6	3.2	5.3	4.5
香 港	3.4	10.2	0.5	2.3	3.3	6.0	4.5
シンガポール	6.9	9.7	1.9	2.2	1.1	5.5	4.2
タ イ	4.4	4.8	2.1	5.4	6.7	7.0	6.7
マレーシア	6.1	8.6	0.3	4.1	5.2	5.7	5.6
インドネシア	0.8	4.9	3.5	3.7	4.1	4.8	5.0
フィリピン	3.4	4.4	3.0	4.4	4.5	5.1	5.3
中 国	7.1	8.0	7.5	8.0	9.1	8.7	7.8

(注) 各国資料より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

ご意見をお聞かせください。

信金中央金庫 総合研究所 行

今回の「経済見通し」について
No. 16 - 1

経済金融分野で今後、取り上げてもらいたいテーマ

信金中央金庫総合研究所に対するご要望

差し支えなければご記入下さい。

貴金庫(社)名

ご芳名

年 月 日

ご担当部署・役職名

ご住所

ありがとうございました。信金中央金庫担当者にお渡しいただくか、総合研究所宛ご送付ください。

(〒104-0031 東京都中央区京橋3-8-1)

(E-mail : s1000790@FaceToFace.ne.jp)

(FAX : 03-3563-7551)