

SCB

SHINKIN
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>

内外経済・金融動向(月刊)

No. 15-11

(2004.3.3)

日本経済の中期展望

～04～08年度の年平均実質成長率は1.9%と予測～

< 要旨 >

1. 今後5年間の年平均実質成長率は1.9%と予測～民需主導の自律回復は07年度以降

04年度から05年度の景気は、輸出と設備投資を中心に堅調な推移が予想されるが、個人消費の本格回復までは期待できない。06年度には、米景気の減速などで日本の景気も調整局面となるが、構造調整が一巡する07年度以降は、企業部門の回復が家計の所得増を通じて個人消費に波及するといった景気の自律回復メカニズムが働き始める可能性が大きい。

2. 家計部門の回復力は緩慢～税・社会保障負担増が個人消費の抑制要因

雇用・所得環境は足元で悪化に歯止めがかかったが、企業のコスト削減姿勢は根強く、05年度までは下押し圧力が大きい。06年度以降は、景気回復に応じた雇用・所得の回復が期待できるが、家計の税・社会保障負担の増加が続くため、可処分所得の回復テンポは抑制されよう。実質個人消費は予測期間を通して1%台の伸びにとどまると予想される。

3. 設備投資は引き続き景気回復のけん引役～05年度以降は非製造業も回復へ

設備投資は企業収益の回復を背景に回復テンポを高めている。一方、過剰設備の廃棄も続けており、製造業を中心にストック調整は進展している。スクラップ・アンド・ビルドによる産業の活性化で、企業部門は好循環に入ってきたとみられる。非製造業のストック調整がほぼ一巡すると想定している05年度以降は、設備投資の裾野が広がる可能性がある。

4. 需給ギャップの縮小テンポは緩やか～GDPデフレータープラス転換は07年度と予測

コア消費者物価(生鮮食品を除く総合)でみたデフレは05年度中に解消すると想定した。GDPギャップが解消するにはなお時間を要するが、07年度にはGDPデフレーターもプラスに転換しよう。当研究所の予測を前提に、量的緩和の解除は05年度下期と想定した。長期金利も名目成長率の回復に応じて、徐々に水準を切り上げると予想される。

(注)本稿は2004年2月末現在のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の予測

(単位:%)

	2002年度 実績	03年度 予測	04年度 予測	05年度 予測	06年度 予測	07年度 予測	08年度 予測
実質GDP	1.2	2.8	2.1	2.0	1.4	2.4	1.7
個人消費	1.0	1.3	1.2	1.3	1.3	1.8	0.6
住宅投資	2.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.3	0.1
設備投資	3.3	10.2	7.1	7.6	3.7	6.5	7.1
公共投資	5.0	10.6	7.6	5.3	3.9	2.3	2.6
純輸出(寄与度)	(0.8)	(0.8)	(0.4)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.1)
名目GDP	0.7	0.5	0.4	0.9	0.7	2.5	2.3

(備考)内閣府「国民経済計算年報」より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

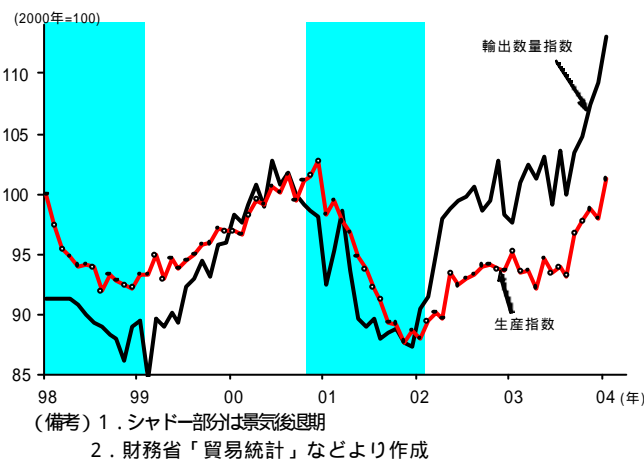
1. 今後5年間の年平均実質成長率は1.9%と予測～民需主導の自律回復は07年度以降

(1) 足元の景気は回復基調～輸出、生産は持ち直しの動きを強める

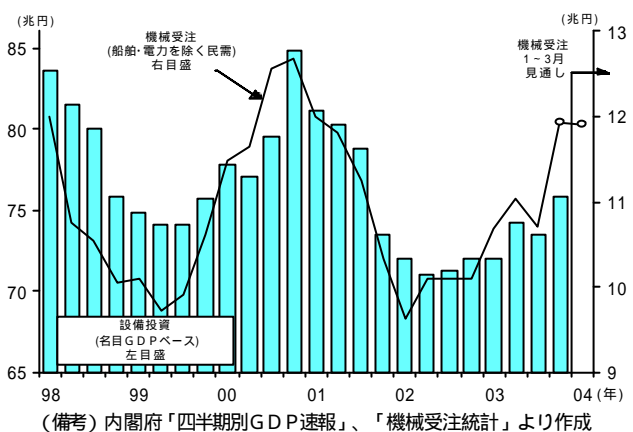
景気回復のけん引役である輸出は、03年前半の調整局面を脱し、持ち直しの動きを強めている。輸出数量指数（季節調整値）の前期比をみると、03年1～3月の0.1%増をボトムに、4～6月0.9%増、7～9月1.1%増、10～12月4.8%増と期を追って伸びを高めた。輸出の増加を受けて、生産活動の回復も鮮明になっている。鉱工業生産の前期比は、03年4～6月に6四半期ぶりのマイナスとなったが、7～9月は1.3%増とプラスに転じ、10～12月は3.6%増と87年7～9月以来、約16年ぶりの高い伸びを記録した（図表2）。

輸出、生産の回復を背景に企業マインドは底堅く、設備投資も回復傾向にある。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、03年7～9月に前期比マイナスとなったものの、10～12月は11.3%増と現行統計開始以来、最も高い伸びを示した（図表3）。こうしたなか、04年2月18日に発表された03年10～12月の実質成長率は、前期比1.7%（前期比年率7.0%）と7～9月の前期比0.6%から加速した。輸出から輸入を差し引いた純輸出が実質成長率を0.4ポイント押し上げるなど、引き続き外需主導ではあるが、日本経済は回復のテンポを高めた。

（図表2） 鉱工業生産指数と
輸出数量指数の推移（季節調整値）



（図表3） 機械受注と名目設備投資の推移
（年率換算値）



(2) 米国を中心に04年の海外景気は回復テンポを高めると予測

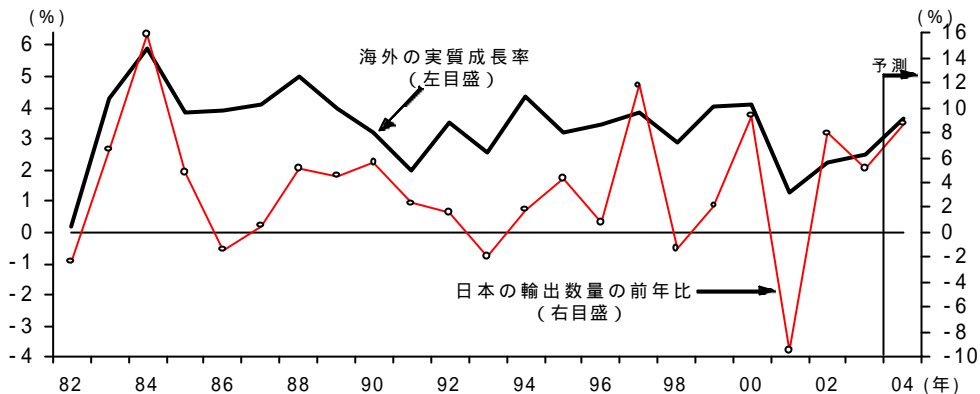
米景気は着実に回復軌道をたどっている。03年10～12月の実質成長率（暫定推定値）は前期比年率4.1%と7～9月の8.2%から鈍化したが、追加減税で7～9月に急増した個人消費の反動による影響が大きい。減税に伴う税還付が実施される04年1～3月は、再び個人消費の伸びが高まる可能性がある。雇用情勢にも底打ち感がでてきたことに加え、設備投資もIT関連をけん引役に回復傾向を強めているため、今後も米景気は前期比年率3～4%程度の巡航速度での成長を維持できると予想される。

ヨーロッパ経済も米景気の影響を受けて持ち直してきた。03年のドイツの実質成長率は0.1%減と10年ぶりのマイナス成長を余儀なくされたが、四半期ベースでは7～9月に続いて10～12月も前期比プラスとなった。このところのユーロ高が懸念材料ではあるが、企業マインドが持ち直していることや所得税減税の実施などで、04年の実質成長率は1.3%と回復に向かうとみられる。

アジア経済も対米輸出の増加や中国を中心とした域内需要の拡大で、04年も景気拡大が続くとみられる。米国、英・独・仏、アジア主要9カ国¹のGDPを加重平均した海外の実質成長率は、01年の1.3%をボトムに02年2.2%、03年2.5%と持ち直し、04年は3.7%まで回復すると予想される(図表4)。

日本の輸出企業にとって、円高・ドル安が懸念材料であるが、輸出競争力の低下は海外景気の回復テンポの高まりである程度は相殺される。極端な円高の定着が回避されることが条件ではあるが、海外経済の順調な回復を背景に、日本の輸出は、04年度にかけて伸びを高めよう。

(図表4) 海外の実質成長率と日本の輸出数量の前年比



(備考) 1. 海外の実質成長率は米国、英独仏、アジア主要9カ国の実質成長率を加重平均して算出
2. 予測は信金中央金庫総合研究所

(3) 04～05年度の日本経済は企業部門を中心に回復が続く

04年度は、03年度に続き輸出主導でプラス成長を維持しよう。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、設備投資は堅調な推移が予想される。ただ、04年度も不良債権の最終処理に伴う不振企業の整理・淘汰が続くなど、構造調整圧力は残る。国際競争が激化するなか、企業はコスト削減の姿勢を継続すると考えられ、雇用者所得の伸びは今後も抑制される可能性が大きい。また、家計の税・社会保障負担の増加は04年度も1兆円を上回ると試算される。個人消費は04年度も横ばい圏の動きが続くと予測した。

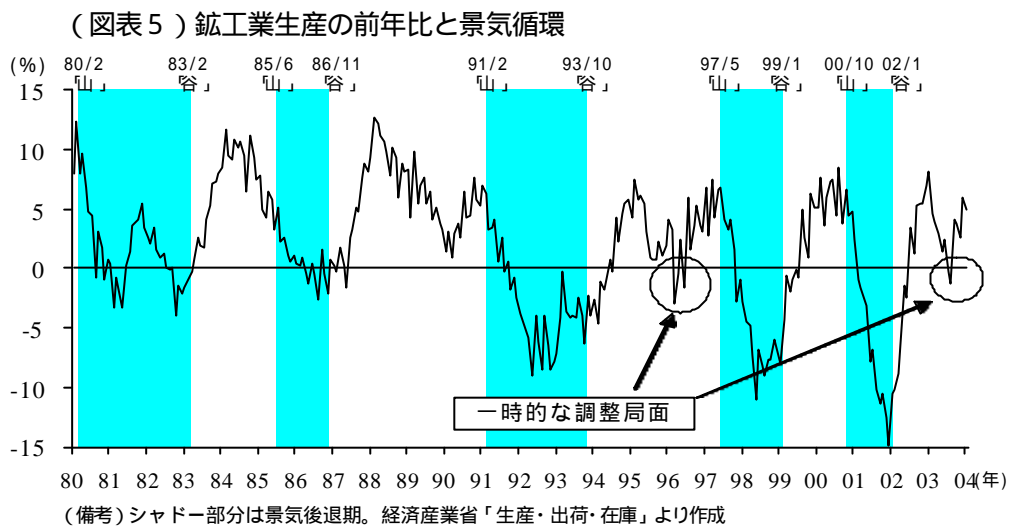
05年度は、海外景気の拡大テンポがやや鈍化すると予想されるが、アジア向けを中心に輸出は底堅い推移を続けよう。構造調整が山場を越えることで、設備投資の裾野は徐々に広がりを見せると考えられる。設備投資は引き続き景気拡大のけん引役となろう。一方、企業のリストラ圧力は徐々に弱まるが、雇用情勢の改善テンポは緩やかと想定した。05年度も家計の税・社会保障負担増が1兆円に達するとみられ、可処分所得の本格回復は期待できない。個人消費は実質で1%台前半の緩やかな回復にとどまろう。

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50カ月超となり、戦後の平均的な回復期間(33.1カ月)を上回ることになるが、これは、03年前半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。例えば、90年代半ばの景気回復(93年10月「谷」～97年5月「山」)は、回復途上に円

¹ アジア主要9カ国は、韓国、台湾、香港、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、中国

高の影響で一時的な調整局面があったため、拡張期間は 43 カ月の長期に及んだ(図表 5)。しかも、97 年の景気後退は、4 月からの消費税率引き上げ(5兆円の増税)、特別減税の廃止(2兆円の増税)、社会保険料の引き上げ(2兆円の負担増)など、合計 9兆円程度の家計負担増があったため、こうした大規模な増税策が実施されなければ景気拡大はさらに長期化した可能性もあった。また、足元の在庫水準は低く、当面は在庫調整に起因する景気後退も考えにくい。過去の局面との単純な比較はできないが、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と考えられる。

ただ、予測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可能性が大きい。実質成長率は 03 年度 2.8%、04 年度 2.1%、05 年度 2.0%と 3 年連続で 2%台の伸びを予想しているが、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、03 年度 0.5%、04 年度 0.4%、05 年度 0.9%と緩やかな景気回復にとどまると予測した。



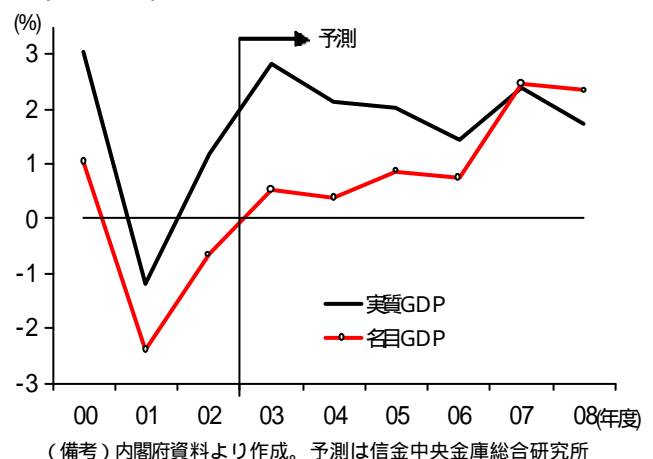
(4) 民需主導の自律回復は 07 年度以降

06 年度は、米国の実質成長率が利上げの影響などから 2%台に鈍化すると想定しており、国内生産も輸出の伸び鈍化と在庫調整を主因に調整局面となろう。ただ、雇用・債務・設備の 3 つの過剰の調整は、05 年度にほぼ終了するとみられ、バブル崩壊後のような厳しい景気後退は避けられると予想される。

構造調整の一巡で、07 年度以降は、輸出や設備投資など企業部門の回復が、家計の所得増を通じて個人消費に波及するといった景気の自律回復メカニズムが働き始める可能性が大きい。07 年度の実質成長率は、設備投資と個人消費の回復で 2.4%と予測した(図表 6)。

順調に成長軌道をたどれば、需給ギャップは 07 年度に解消されるとみられ、名目成長率も 2%を上回ってこよう。デフレの

(図表 6) 今後 5 年間の GDP 成長率の予測



解消で、家計の景況感も大きく上向くとみられる。ただ、予測の前提として、06～07年度に定率減税の段階的廃止（国税、地方税合計で3.3兆円の増税）、08年度に消費税率の1%引き上げ（1%で2.4兆円の増税）を想定している。このため、07年度は、年度末にかけて駆け込み需要があるが、08年度はその反動で成長率はやや鈍化すると予想される。なお、08年度までの年平均実質成長率は1.9%と予測した。

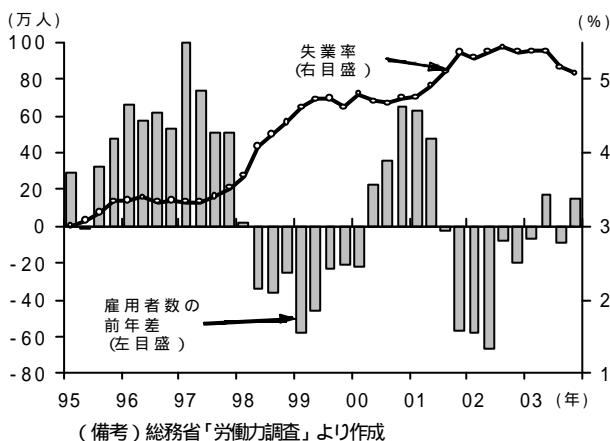
2. 家計部門の回復力は緩慢～税・社会保障負担増が個人消費の抑制要因

(1) 雇用・所得環境の悪化に歯止め。ただ、引き続き雇用調整圧力は強い

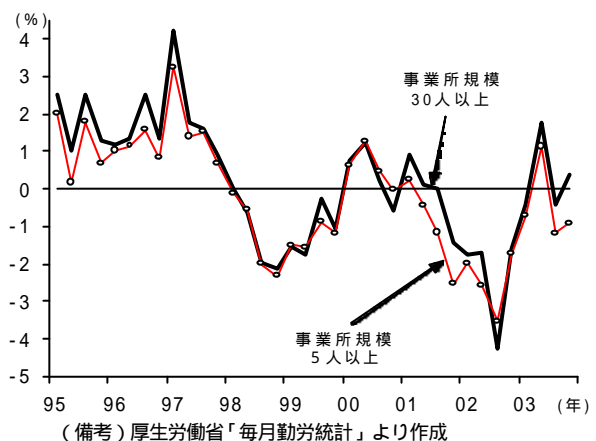
足元の雇用情勢は、生産活動の回復などで悪化に歯止めがかかっている。雇用情勢に敏感に反応する有効求人倍率は、02年2月の0.51倍をボトムに04年1月には0.77倍まで上昇した。失業率は03年1月の5.5%をピークに低下傾向で推移し、03年12月には4.9%、04年1月は5.0%となった（図表7）。

所得面をみると、03年度は大企業のボーナスが増加に転じるなど持ち直しの動きがうかがえる。名目賃金指数の前年比をみると、比較的規模の大きい事業所（従業員数30人以上）に限定すると、10～12月は前年比0.5%増とプラスに転じた。ただ、中小企業の賃金は依然として減少しており、小規模事業所を含むベース（事業所規模5人以上）では、前年比0.8%減（10～12月）と低迷している（図表8）。

(図表7) 雇用者数の前年差と失業率



(図表8) 名目賃金指数の前年比



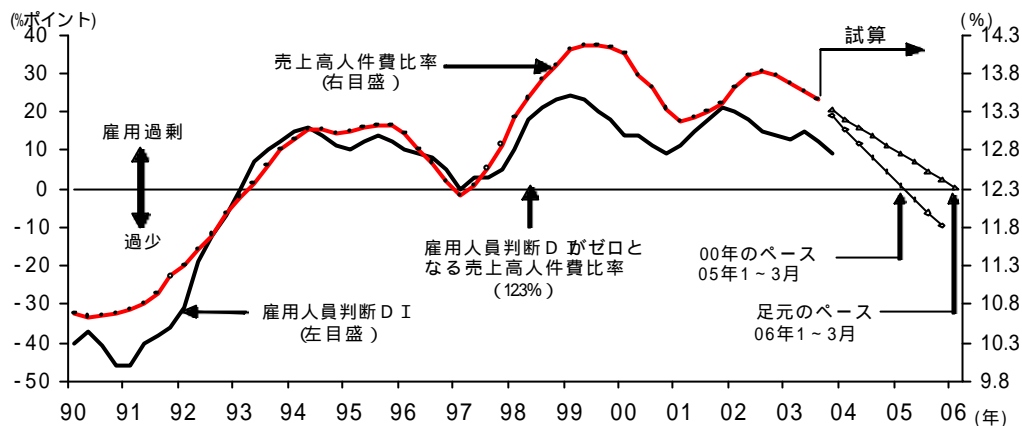
足元の雇用・所得環境の悪化には歯止めがかかったが、企業は引き続き人件費の抑制などコスト削減の姿勢を継続するとみられる。実際に、企業からみた雇用の過剰感は依然として解消されていない。雇用の過不足を示す雇用人員判断DI（日銀短観、全規模・全産業）をみると、01年12月調査の21%ポイントの過剰「超」から徐々に低下してきたが、直近の03年12月も9%ポイントの過剰「超」と、雇用の過剰感が払拭される状況には至っていない。企業の売上高に対する人件費の比率をみても、03年7～9月は13.5%と過去と比較して高水準である（図表9）。雇用の過剰感が解消されるまでは、企業は不採算部門の雇用削減や、新規採用、賃金の抑制を継続すると考えられる。

そこで、雇用調整が終了する時期を雇用人員判断DIと売上高人件費比率の関係から推計してみた。推計結果によると、DIがゼロ（過剰雇用解消）となるためには、人件費比率を12.3%まで低下させる必要があり、今後の売上高増加率と人件費減少率を03年7～9月と同じペースと仮定した場合、その水準に達する時期は06年1～3月となる。

前回の景気拡大期である 2000 年のペースを見込んでも、雇用の過剰感が解消されるのは 05 年 1～3 月となる。雇用調整が一巡するためには、少なくとも 1 年程度を要すると考えられる。

過剰雇用が解消する 06 年度以降は、景気拡大に応じた雇用増が期待できる。景気の回復テンポが高まると想定している 07 年度以降は、雇用情勢も本格的な回復局面を迎えよう。

(図表 9) 売上高に対する人件費の比率と雇用人員判断 DI



- (備考) 1. 雇用人員判断DIを売上高人件費比率で推計し、DIがゼロとなる人件費比率(12.3%)を企業の雇用調整が一巡するラインとし、雇用調整終了時期を試算した。
 2. は 03 年 10～12 月以降の売上高増加率と人件費減少率を 00 年と等しいと仮定
 は 03 年 10～12 月以降の売上高増加率と人件費減少率を 03 年 7～9 月と等しいと仮定
 3. 財務省「法人企業統計季報」、日銀「短観」より作成。試算は信金中央金庫総合研究所

(2) 税・社会保障負担増が可処分所得の回復を抑制

雇用者所得など家計の収入が伸び悩むうえに、税・社会保障負担の増加が家計の可処分所得の回復を抑制しよう。03 年度は健康保険料や医療費の自己負担比率が引き上げられたほか、酒税・たばこ税が相次いで増税となったことなどで、家計の税・社会保障負担(給付減を含む)は 1.86 兆円程度増加している(図表 10)。

04 年度には配偶者特別控除の上乗せ部分廃止で 4000 億円程度(平年度 5000 億円)の増税となる。年金給付の減額(03 年物価下落分、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も決定しており、04 年度の家計の負担増(給付増減を含む)は、1.13 兆円程度と 03 年度に続き 1 兆円を上回ると試算される。

厚生年金の保険料率は毎年 0.354%(労使折半)ずつ引き上げられるため、05 年度以降も毎年 4000 億円の負担増となる。さらに、05 年 4 月からは自営業者などが加入する国民年金保険料の引き上げが開始されるほか、雇用保険料も引き上げられるため、05 年度の家計の負担増も 1.00 兆円に達しよう。

06 年度の家計の負担増は、厚生年金、国民年金など合計で 6200 億円とやや減少するが、3 年に 1 度の介護保険の見直しが予定されており負担増は膨らむ見通しである。また、今回の予測の前提として、06～07 年度にかけて、現行の定率減税が段階的に廃止されると想定している。全廃すれば、国、地方合計で 3.3 兆円の負担増となるだけに影響は大きい。06 年度以降は雇用調整の一巡で雇用者所得の回復も期待できるが、税負担の増加で可処分所得の回復テンポは抑制されるとみられる。

(図表 10) 今後の税・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		
"	雇用保険料引き上げ(1.4% 1.6%労使折半)	1500億円		05年度計 1.00兆円
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		
06年4月	介護保険見直し (自己負担比率1割 2~3割) (徴収対象年齢40歳以上 20歳以上)	未定	06年度計 0.62兆円+	
"	国民年金保険料の引き上げ(月280円)	700億円		
6月	高齢者への所得課税強化(住民税)	1200億円		
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		
04年度税制改正で先送りされた主な増税策				
	定率減税の縮減・廃止 (平年度、国税2兆5000億円、住民税8000億円)	廃止で3.3兆円		
	消費税率引き上げ(1%で2兆4000億円)	1%で2.4兆円		
その他	年金給付減の凍結分(6800億円)・・・物価上昇時に調整 収入100万円超の配偶者の住民税均等割りの新規負担			

(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

(3) 個人消費の回復テンポは緩やか~現役世代の貯蓄補填の動きが消費を抑制

賃金の伸び悩み、税・社会保障負担の増加で可処分所得は一段と抑制されているものの、足元の個人消費は意外に底堅い。03年10~12月の実質個人消費は、前期比0.8%増(前年比2.1%増)と堅調に推移した。衣料品や食料品は天候不順などの影響で低迷したが、DVDレコーダー、デジタルカメラ、薄型テレビといったデジタル家電の需要増が個人消費を下支えした(図表11)。

ただ、堅調な消費は、貯蓄の取り崩しで支えられている面も少なくない。01年後半から02年にかけて、雇用者所得は前年比で3%前後のマイナスで推移したが、名目消費は同1%程度の減少にとどまった(図表12)。足元でも雇用者所得が減少するなか、貯蓄の抑制や取り崩しで消費水準を維持しようとする「ラチェット効果²」が働き、個人消費は堅調に推移している。

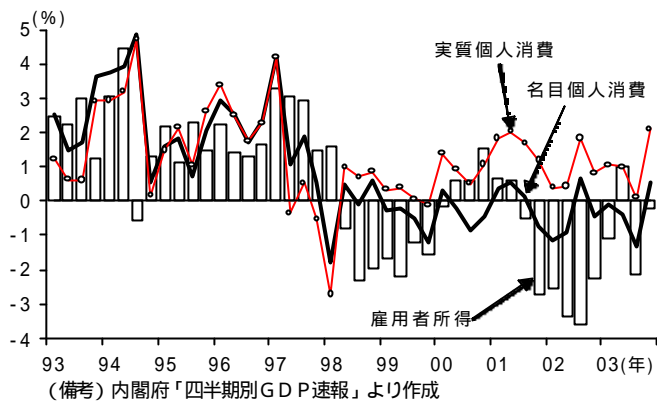
²消費は過去の水準に依存する傾向があるため、景気低迷で所得が落ち込む局面では、貯蓄を抑制して消費水準を維持しようとする。所得の落ち込みに比べて個人消費の落ち込みは相対的に小さくなり、景気全体の落ち込みを緩和することとなる。景気の悪化に歯止め(ratchet)をかけるという意味で、ラチェット効果と呼ばれている。

(図表 11) 主なデジタル家電の

	出荷台数		
	01年	02年	03年
デジタルカメラ	483	655	844
DVDレコーダー・プレイヤー	171	338	520
デジタルビデオカメラ	128	136	164
プラズマテレビ	7	19	24
液晶テレビ	68	101	153
	59.0	48.4	51.9

(備考) 電子情報技術産業協会資料などより作成

(図表 12) 雇用者所得と個人消費の前年比



(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成

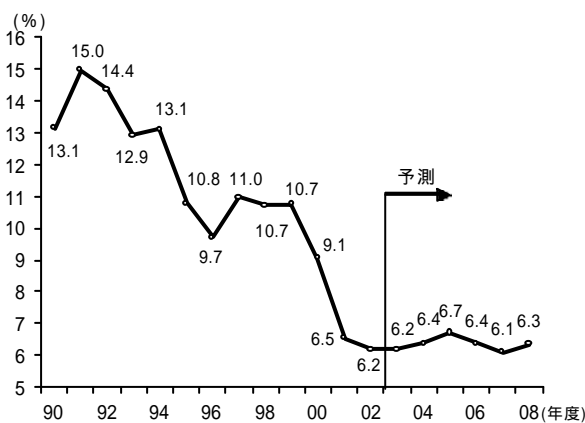
この結果として、90年代半ばから00年度まで10%前後で推移してきた家計貯蓄率は、02年度に6.2%まで低下した(図表13)。また、貯蓄を取り崩して生計を営む高齢者世帯の増加も貯蓄率低下の一因である。中長期的にも高齢化の進行が貯蓄率の低下要因となろう。

ただ、雇用調整が一巡し、雇用・所得環境の改善が進んだ段階で、現役世代はこれまでの貯蓄不足を補填する動きに転じると考えられる。所得の増加分を消費に回さず、貯蓄率を高めるような行動を選択すると予想される。今後5年間の家計貯蓄率は、高齢化による押し下げ要因を現役世代の貯蓄補填の動きが相殺するため、6%台前半の横ばい圏で推移しよう。

現役世代が貯蓄率を維持・改善しようとする結果、予測期間中の個人消費が大幅に増加する可能性は低い。また、予測の前提として、08年度に1%の消費税率引き上げを想定している。このため、07年度は後半にかけて駆け込み需要が押し上げ要因となり、実質個人消費は前年比1.8%増まで伸びを高めるとみられるが、08年度にはその反動で0.6%増へ鈍化すると予測した(図表14)。

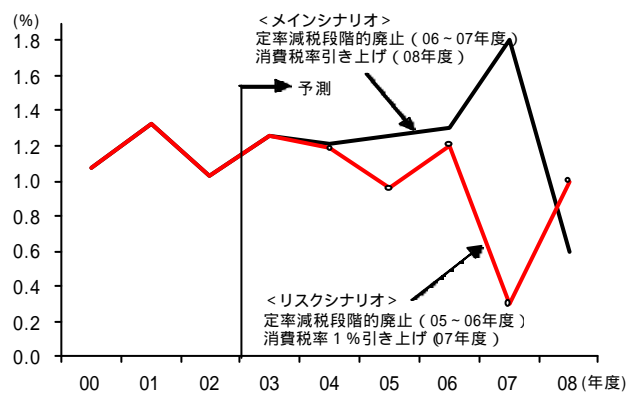
なお、04年度税制改正では、05~06年度に定率減税の縮減・廃止、07年度に消費税を含む抜本改革というシナリオが議論された。ただ、この場合、雇用調整が一巡する前の大規模増税、民需主導の自律回復が実現する直前の消費税率引き上げになる可能性が大きく、このタイミングの増税は、景気の自律回復を阻害することになろう。

(図表 13) 家計貯蓄率の推移(GDPベース)



(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

(図表 14) 実質個人消費の前年比(予測)

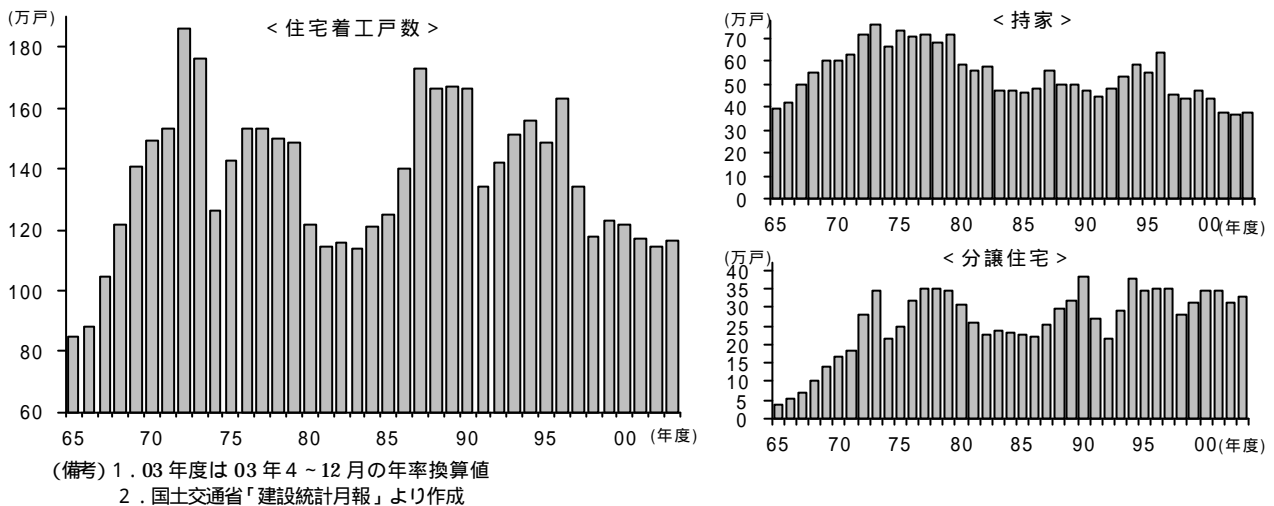


(備考) 内閣府資料より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

(4) 持ち家の買い替え、建て替えは進まず、住宅投資は底ばい圏の動き

03年4～12月の住宅着工件数は、住宅ローン減税の期限切れ(03年12月末入居)を前にした駆け込み需要が寄与し、年率換算で116.4万戸と02年度の114.6万戸を上回った。ただ、その水準は低く、98年度以降の底ばい状態は脱し切れていない(図表15)。この主因は、持ち家の着工低迷である。持ち家は95年度前後に年間50～60万戸で推移したが、その後は低迷が続き02年度は36.6万戸まで落ち込んだ。持ち家建設は建て替え需要が中心で、雇用や所得の将来不安から老朽化した住宅の建て替えを先送りしていることが背景にある。一方、マンションを中心とした分譲住宅は、バブル崩壊以降、おおむね30万戸台で推移しており、歴史的にみても高水準が続いている。地価の下落を背景に、低価格で好立地の物件の供給が増えていることなどが要因である。また、分譲住宅は一次取得者が中心で、地価下落による既存住居の売却損などの影響を受けないことも一因である。

(図表15) 住宅着工戸数の推移(総合計、持ち家、分譲住宅)



住宅投資は、06年度まで底ばい圏の推移が続くと予測した。雇用・所得環境の本格的な好転が期待できないうえ、地価の下落も続くとみられ、持ち家の建て替えや、買い替えが本格回復に向かう可能性は小さい。分譲住宅についても、ここ数年、大規模マンションの供給が続いてきたこともあって、一段の増加は期待できない。

一方、住宅ローン減税が継続されることはプラス材料である

(図表16)。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となった(法案通

(図表16) 住宅ローンの減税案(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	1～6年目	1.0%	30万円×6年 = 180万円
		7～10年目	0.5%	15万円×4年 = 60万円
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

過後)。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刺激効果は限定的と考えられる。

07年度には、景気の本格回復で家計のマインドも上向こう。地価の下落にも歯止めがかかるとみられる。ただ、65歳未満の世帯数は、04年をピークに減少に転じる見通しで、住宅建設が過去のブーム期のような盛り上がりを示す可能性は小さい。実質住宅投資の5年間の平均増加率は0.4%とほぼ横ばいとどまると予測した。

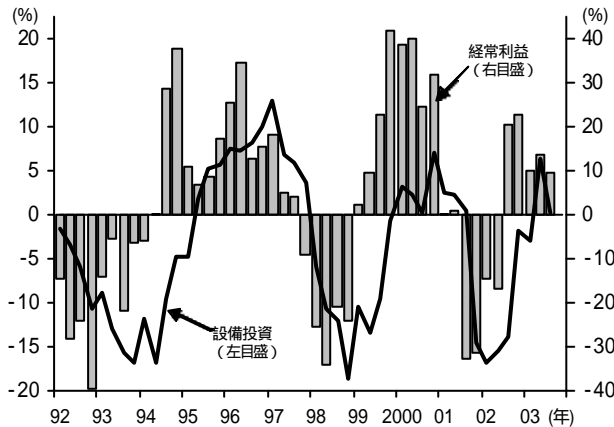
3. 設備投資は引き続き景気回復のけん引役～05年度以降は非製造業も回復へ

(1) IT関連を中心に設備投資の回復が続く

家計部門の回復力が緩慢にとどまる一方、景気のけん引役として期待できるのは設備投資である。法人企業統計季報³によれば、輸出、生産の回復を背景とした企業収益の拡大を主因に、設備投資は03年4～6月に前年比プラスに転じた(図表17)。実質GDPベースでは、03年10～12月に前期比5.1%増と拡大した。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も加わって、03年度平均の実質設備投資は前年比10.2%増と大幅な増加に転じると予想される。

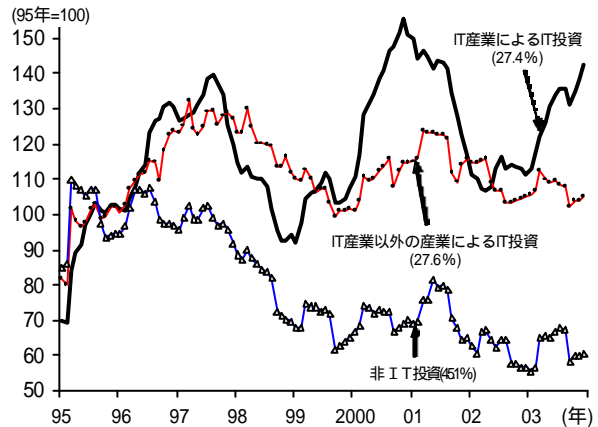
設備投資の回復をけん引しているのは、IT(情報技術)投資である。アジアを中心とした電子部品の需要回復やデジタル家電の需要増に対応して、電気機械を中心にIT投資が拡大している。実際に、機械受注統計からIT産業によるIT投資⁴を抽出してみると、02年前半に底入れし、03年に入ってから急速に回復テンポを高めている(図表18)。

(図表17) 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

(図表18) IT関連投資(機械受注)の推移



(備考) 1. 各指数とも、6カ月移動平均。IT産業は脚注参照
2. カッコ内は2002年の民需に占める構成比
3. 内閣府「機械受注統計」より作成

過剰設備の調整が進展してきたことも設備投資が回復に転じた一因である。法人企業統計季報から売上高に対する資本ストック(有形固定資産+建設仮勘定)の比率を算出し、そのトレンドからの乖離を過剰設備とすると、製造業の過剰設備は直近(03年9月末)で9.6兆円とバブル崩壊以降の最低水準まで縮小している(図表19)。非製造業

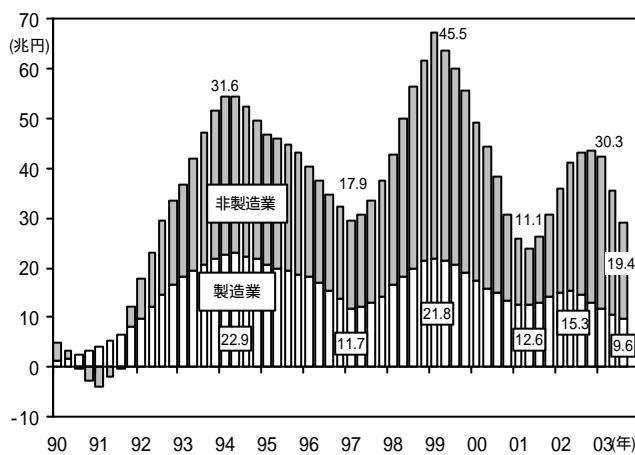
³ 金融・保険を除く資本金1000万円以上の営利法人

⁴ IT産業は、電気機械、通信、情報サービス。IT投資は電子・通信機器への投資

の過剰設備は同 19.4 兆円とバブル崩壊後のボトム水準には達していないが、直近のピーク（02 年 12 月末 30.3 兆円）からは約 11 兆円縮小している。

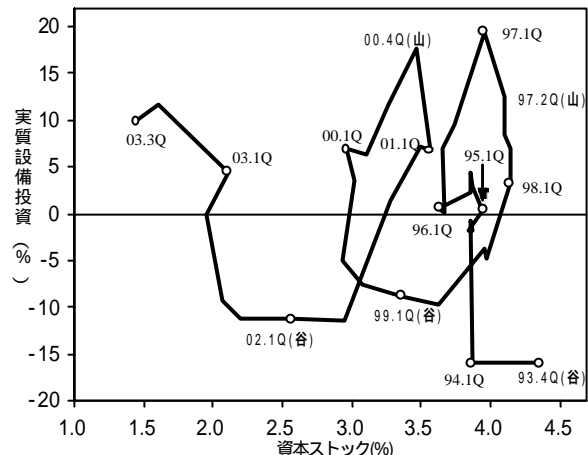
資本ストックの動向を設備投資循環図からとらえても、ストック調整の進展が確認できる。03 年 7～9 月の資本ストックは前年比 1.4% 増まで鈍化した（図表 20）。特に、製造業は 03 年 4～6 月に前年比 1.1% 減と、統計調査開始以来、初めてマイナスに転じ、7～9 月も 1.2% 減となった。一方、縦軸にプロットした実質設備投資は、前年比 10% 前後で増加している。過去のケースでは、設備投資が 2 ケタの増加に達すると資本ストックの前年比増加率は高まったが、今回は逆に低下している。これは、デジタル家電など需要の拡大している分野の投資を積み増す一方で、企業が過剰設備の廃棄を続けている結果と考えられる。スクラップ・アンド・ビルドによって産業の活性化が進み、それによって国際競争力が高まり、企業収益が拡大するといった好循環に入ってきたといえよう。

（図表 19）過剰設備の推移



（備考）1．対売上高資本ストック（有形固定資産＋建設仮勘定）比率のトレンドからのかい離を過剰設備とした
2．財務省「法人企業統計季報」より作成

（図表 20）設備投資循環図（前年比）



（備考）内閣府「民間企業資本ストック」より作成

04 年度の設備投資は、輸出競争力の高い電気機械を中心とした IT 投資がけん引しよう。ただ、03 年度の設備投資がトラック特需や減税で実勢以上に増加する見通しで、伸び率はやや鈍化するとみられる。05 年度には非製造業のストック調整がほぼ一巡すると想定しており、設備投資の裾野が広がる可能性がある。06 年度には、景気の減速で設備投資も抑制されるが、07 年度以降は幅広い分野で設備投資が回復すると予測した。実質設備投資の 5 年間の平均増加率は 6.4% と景気回復をけん引しよう。

（2）米国景気は着実に成長、日本の経常黒字は引き続き高水準

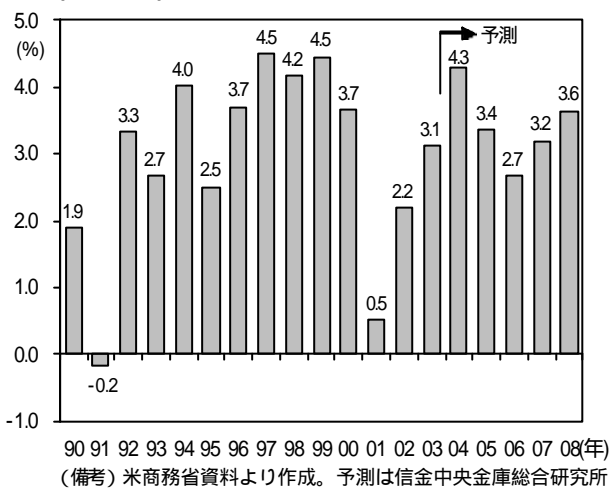
日本経済が民需主導の自律回復軌道に復帰するまでには、なお時間を要するだけに、引き続き米景気の動向が重要なカギを握ると考えられる。

前述したように、04 年の米景気は IT 関連を中心とした設備投資の回復や、雇用情勢の底入れで、前期比年率 3～4% 程度の巡航速度での成長を維持すると予想され、年平均の実質成長率は 4.3% に加速しよう（03 年は 3.1%）。05 年から 06 年にかけては利上げの影響や短期の在庫循環などで成長率はやや鈍化するとみられるが、2000 年から 02

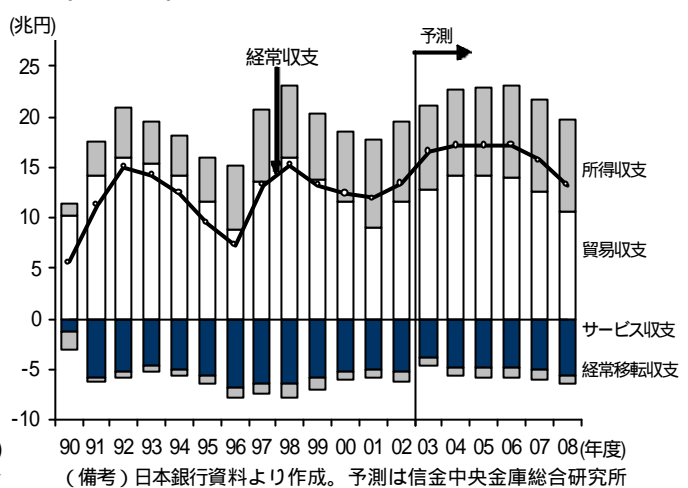
年にみられたような資本ストックや雇用の本格調整を必要としないことから、景気の減速も軽微となろう(図表 21)。在庫調整の一巡などで、07 年以降の米景気は再び伸びを高めると予測した。

堅調な海外景気を背景に、日本の輸出は今後も増加傾向で推移すると予想される。輸入も国内景気の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 06 年度まで高水準が続くと予測した。対外資産が年々積み上がっていくことに加え海外の景気拡大で、利子・配当などの所得収支の受取は引き続き増加するとみられる。この結果、経常収支の黒字は 06 年度(17.20 兆円、名目 GDP 比 3.4%)まで増加が続こう。ただ、日本経済が自律回復に向かう 07 年度以降は、輸入の増加を背景に経常収支の黒字が縮小に転じると予想される。08 年度の経常収支の黒字は 13.2 兆円、名目 GDP 比で 2.5%まで縮小すると予測した(図表 22)。

(図表 21) 米実質成長率の推移と予測



(図表 22) 経常収支の推移と予測



4. 需給ギャップの縮小テンポは緩やか～GDPデフレータープラス転換は07年度と予測

(1) デフレ脱却にはなお時間を要する

製造業の過剰供給力の削減が進むなど、デフレ脱却に向けた動きが着実に進んでいるのは確かだが、マクロベースの需給ギャップ(GDPギャップ)は依然として残っており、近くデフレが解消するとは考えにくい。

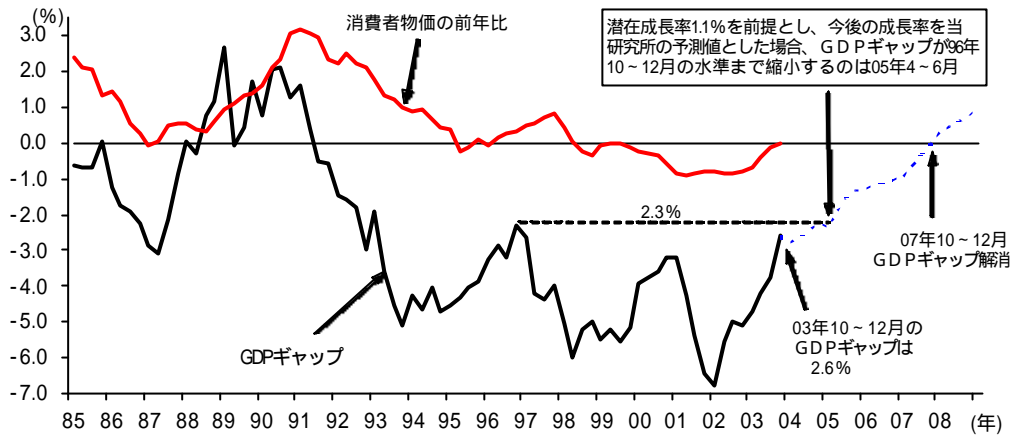
GDPギャップは、潜在GDP⁵(現存する資本と労働を全て利用した場合に可能となる供給力)に対する実際のGDPのかい離率として定義され、物価変動圧力を評価する基本的な指標の一つとなっている。ここ数年のGDPギャップの推移をみると(図表 23)、01年10～12月にマイナス6.8%まで拡大した後、景気回復で徐々に縮小してきた。直近の03年10～12月は年率7.0%成長を達成したため、需給ギャップはマイナス2.6%まで急速に縮小したが、この回復ペースを維持することは難しい。

そこで、今後の予想実質成長率を前提に、GDPギャップの推移を試算してみると、コア消費者物価(生鮮食品を除く総合)の前年比がプラスで、かつGDPギャップが90年代半ば以降で最小であった96年10～12月の水準(マイナス2.3%)まで縮小する時

⁵ 潜在GDPは、コブ・ダグラス型生産関数を前提に、実際のGDPから資本と労働の寄与以外の部分である全要素生産性(TFP)を求め、そのTFPに資本と労働の最大投入量を加えて算出した。

期は05年4～6月となる。これは、コア消費者物価でみたデフレが05年度中に解消する可能性を示唆している。ただ、GDPギャップが完全に解消するのは、07年度と試算されるなど、デフレからの完全脱却にはなお時間を要するとみられる。

(図表23) GDPギャップ(需給ギャップ)とコア消費者物価の前年比

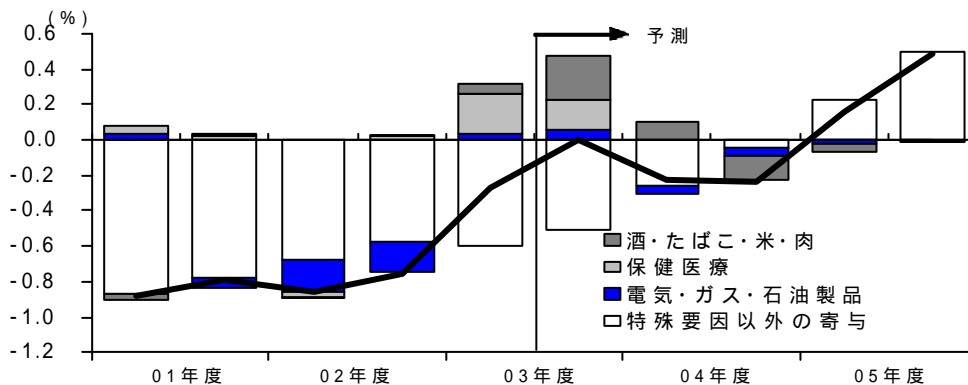


(備考) 1. GDPギャップ=(実際のGDP - 潜在GDP) ÷ 潜在GDP × 100
 2. 消費者物価は消費税の影響を除くベース。内閣府資料より信金中央金庫総合研究所推計

コア消費者物価の前年比下落率は徐々に縮小しており、03年度下期はゼロ前後で推移している。ただ、医療費や増税による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みられる。特殊要因以外の物価下落率は、GDPギャップの改善に伴って緩やかに縮小するとみられるが、04年度の下落率は0.2%と03年度見通し(0.1%の下落)に比べ拡大すると予想される(図表24)。コア消費者物価がプラスに転じるのは、需給ギャップが96年度の水準まで縮小する05年度となる。

一方、総合的な物価指標であるGDPデフレーターは、06年度までマイナスが続くと予想される。IT関連を中心とした技術革新を背景に、設備投資デフレーター的大幅な下落が続くことが主因である。ただ、07年度以降は民需主導の自律回復で需給ギャップが解消するほか、IT以外の設備投資が本格回復することで設備投資デフレーターの下落幅は縮小しよう。07年度のGDPデフレーターは、消費税率引き上げの影響でプラスとなった97年度を除くと、93年度以来14年ぶりのプラスに転じると予測した。

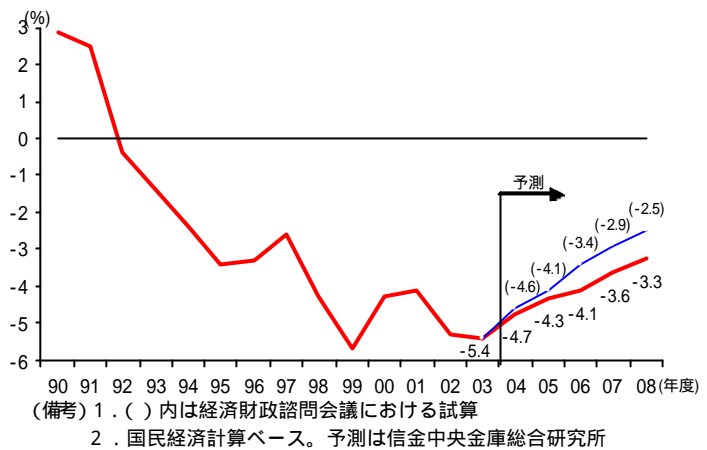
(図表24) 05年度までのコア消費者物価の前年比と予測



(備考) 総務省「消費者物価指数月報」より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

名目成長率が 06 年度まで 1% を下回る回復にとどまるとの予測を前提にすると、税収の本格回復は期待できず、財政赤字の改善は遅れよう。政府は 2010 年代初頭までに基礎的財政収支（プライマリーバランス⁶）の黒字化を目指しており、経済財政諮問会議の「構造改革と経済財政の中期展望」では、08 年度のプライマリーバランスの GDP 比はマイナス 2.5% まで縮小すると試算している。ただ、政府は税収予測の前提となる名目成長率⁷をやや高めに想定しており、目標達成は容易でないと考えられる。当研究所でもプライマリーバランスの GDP 比は 08 年度まで改善傾向で推移すると予測しているが、その水準は政府の試算を下回ると予測した（図表 25）。

（図表 25）国・地方合計のプライマリーバランスの GDP 比



（2）量的緩和の解除は早くとも 05 年度下期

日銀は 01 年 3 月 19 日の金融政策決定会合で量的緩和政策を導入し、コア消費者物価が安定的にプラスに転じるまで継続すると公約した。最近のコア消費者物価の下落率縮小に関しては、「特殊要因の影響が大きい」との考えを示すなど、量的緩和の長期化を示唆している。また、03 年 10 月 31 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、政策委員による消費者物価の「大勢見通し」は、04 年度も下落が続き、下落率は 03 年度に比べて拡大すると予想されている。政策委員の多くがプラスの物価見通しを持つまでは量的緩和が継続される公算が大きい。

量的緩和が解除されるためには、消費者物価の前年比が明確かつ安定的にプラスとなることが第一の条件となる。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続くことが必要と考えられる。第二に、景気の自律回復が展望できる状況に至ることが条件となろう。名目成長率が年度ベースで 1% 程度のプラスとなることが条件と考えられる。

当研究所では 05 年度の名目成長率を 0.9%（上期 0.6%、下期 1.2%）、消費者物価の前年比を 0.3%（上期 0.2%、下期 0.5%）と予想しており、これを前提とすれば量的緩和の解除は 05 年度下期と予想される。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。また、市場への影響を最小限に抑えながら当座預金の残高目標（現在 30～35 兆円）を切り下げていくには、ある程度の時間を要するとみられ、場合によっては量的緩和の解除が想定よりも遅れる可能性がある。

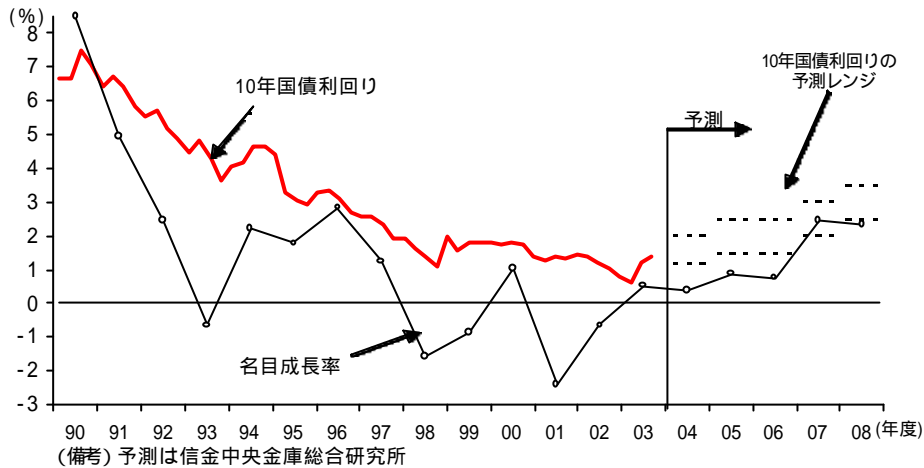
⁶ 「借入れを除く税収等の歳入」から「過去の借入れに対する元利払いを除いた歳出」を差し引いた財政収支

⁷ 経済財政諮問会議の「構造改革と経済財政の中期展望」では、名目成長率を 04 年度 0.5%、05 年度 1.4%、06 年度 2.1%、07 年度 2.5%、08 年度 2.9%と想定している。

07年度以降は、民需の自律回復とデフレ脱却が実現すると予測しており、無担保コール翌日物金利の誘導目標は07年度に0.5%へ、08年度に1.0%へ引き上げられると想定した。

景気回復に伴って長期金利（10年国債利回り）も徐々にその水準を切り上げよう。ただ、長期金利の水準に大きな影響を与える名目成長率は、06年度まで1%を下回ると予測しており、長期金利が安定的に2%を上回るのは07年度以降となろう（図表26）。

（図表26）名目成長率と長期金利（10年国債利回り）の予想レンジ



（3）日本経済の基盤は依然として脆弱

05年度までの景気は、輸出主導型の企業部門を中心とした回復を想定しているため、外的ショックに対しては脆弱である。米国や中国など海外景気の下振れ、円高の加速などで輸出が失速すれば、持続的回復は困難となる。また、前述したように、家計部門の所得回復が本格化する前に定率減税の縮減・廃止に踏み切った場合、個人消費の失速は避けられなくなる。社会保障負担の増加が続くだけに、当面は税收確保よりも景気回復を促す税制改正が望まれる。

不良債権問題は大手行に限れば04年度中に解決に向かおうが、中小金融機関に関しては引き続き不安が残る。景気動向次第では、05年4月から実施が予定されているペイオフ全面解禁で、金融不安が再燃する可能性は排除できない。

足元の景気回復に関しても、大企業や大都市圏に偏っており、中小企業や地方圏の回復は進んでいない。景気の自律回復メカニズムを機能させるためには、回復の裾野を広げていくことが必要である。規制緩和のスピードを上げて、成長性のあるサービス部門を中心とした新たな産業構造を構築することで、中小企業や地域経済の活性化を進めることが重要といえよう。

以上
（角田 匠）

本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。
なお、記述されている予測または執筆者の見解は、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。

(予測総括表) 04 ~ 08 年度の日本経済の中期予測

	02年度 <実績>	03年度 <予測>	04年度 <予測>	05年度 <予測>	06年度 <予測>	07年度 <予測>	08年度 <予測>	04 ~ 08年度 平均成長率
実質GDP	1.2	2.8	2.1	2.0	1.4	2.4	1.7	1.9
個人消費	1.0	1.3	1.2	1.3	1.3	1.8	0.6	1.2
住宅投資	2.1	0.1	0.1	0.1	0.1	2.3	0.1	0.4
設備投資	3.3	10.2	7.1	7.6	3.7	6.5	7.1	6.4
在庫投資(寄与度)	0.4	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
政府最終消費	2.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.2	1.3	1.1
公共投資	5.0	10.6	7.6	5.3	3.9	2.3	2.6	4.3
純輸出(寄与度)	0.8	0.8	0.4	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1
<輸出>	12.0	9.5	9.6	5.6	4.1	4.4	4.7	5.7
<輸入>	5.5	3.8	8.7	7.3	3.2	6.5	7.5	6.6
内需(寄与度)	0.4	2.1	1.7	2.0	1.2	2.4	1.9	1.9
名目GDP	0.7	0.5	0.4	0.9	0.7	2.5	2.3	1.4
GDPデフレーター	1.8	2.3	1.7	1.1	0.7	0.1	0.6	0.6
為替レート(円/ドル)	121.9	112.5	115.0	118.0	118.0	116.0	115.0	
完全失業率	5.4	5.2	5.2	5.2	5.1	5.0	4.9	
消費者物価(除く生鮮食品)	0.8	0.1	0.2	0.3	0.5	0.8	1.8	
経常収支(兆円)	13.39	16.56	17.11	17.14	17.20	15.66	13.22	
貿易収支	11.59	12.84	14.11	14.11	14.05	12.60	10.60	
サービス収支	5.23	3.83	4.79	4.88	4.87	5.10	5.55	
所得収支	8.02	8.35	8.65	8.80	8.93	9.07	9.07	
無担保コール翌日物	0.001	0.001	0.001	0.25	0.25	0.50	1.00	
10年国債利回り(年平均)	1.11	1.12	1.60	2.00	2.00	2.50	3.00	
(レンジ)	0.70-1.43	0.45-1.67	1.20-2.00	1.50-2.50	1.50-2.50	2.00-3.00	2.50-3.50	

(備考) 内閣府「国民経済計算年報」より作成。予測は信金中央金庫総合研究所

【内外経済・金融動向(旧国内経済・金融動向)バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No. 50	「大企業と中小企業の景況格差が再び拡大」 - 産業の空洞化や資金繰りの悪化が中小企業の経営を圧迫 -	2002年5月
No. 51	「市町村合併の背景とその効果」 - 行政の効率化などメリット大だが、地域活性化策の策定が課題 -	2002年6月
No. 52	「中国のWTO加盟が日本経済に与える影響」 - 空洞化の促進要因となる反面、輸出市場としても有望 -	2002年7月
No. 53	「設備投資は年度下期から2003年度にかけて緩やかな回復へ」 - 日米ともに資本ストックの調整が進展、回復に向けた基盤は徐々に整う -	2002年8月
No. 54	「産業構造からみた地域経済の現状と課題」 - 地域経済の活性化には、産業構造の違いを考慮した対応が必要 -	2002年9月
No. 55	「株安や将来不安が個人消費の下押し要因」 - 2003年度は、税・社会保障負担の増大も懸念材料 -	2002年10月
No. 56	「デフレ経済の背景とその課題」 - 収益性の高い事業分野への資源シフトがデフレ脱却のカギ -	2002年11月
No. 57	「地域経済の現状と課題」 - 雇用対策、地方行財政改革の推進などが今後の課題 -	2002年12月
No. 58	「新年の日本経済の展望」 - 内需の回復基盤は脆弱、2003年度も米景気の動向がカギを握る -	2003年1月
No. 59	「サービス経済化の進展と雇用動向」 - 高齢社会とアウトソーシングが新市場開拓のポイント -	2003年2月
No. 60	「地方行財政改革の背景とその行方」 - 「三位一体の改革」、「市町村合併」は待ったなしの情勢 -	2003年3月
No. 15-1	「米国経済の現状と展望」 - 先行き不透明感が払拭されれば、設備投資をけん引役に景気は徐々に回復へ -	2003年4月
No. 15-2	「構造調整圧力にさらされる中小企業」 - 大企業との格差は一段と拡大したが、過剰債務の削減は徐々に進展 -	2003年5月
No. 15-3	「地域経済の動向と産業構造の変化」 - 成長分野のサービス業でも地域間格差が大きい -	2003年6月
No. 15-4	「家計貯蓄率低下の背景と中期的な展望」 - 高齢化の進行を背景に低下傾向ながら、国全体では貯蓄超過が続く -	2003年7月
No. 15-5	「中国経済の台頭と日本との協調発展の可能性」 - デフレ・空洞化などマイナス要因もあるが、市場としての魅力は増大 -	2003年8月
No. 15-6	「ドイツ経済低迷の背景と日本との類似点」 - 日独とも労働市場の弾力化とサービス産業の強化が課題 -	2003年9月
No. 15-7	「都道府県の社会・経済特性からみた課題と対策」 - 地域の社会・経済構造に即した成長産業の育成が必要 -	2003年10月
No. 15-8	「デフレの現状と展望」 - デフレ脱却、量的緩和の解除は早くとも05年度下期 -	2003年11月
No. 15-9	「人民元の切り上げと日本経済・企業への影響」 - 当面、中国は変動幅の拡大と資本取引規制の緩和などで対応 -	2003年12月
No. 15-10	「地域間のヒト・モノの相互依存関係からみた空洞化の現状」 - 人口移動、地域間産業連関表による実証分析 -	2004年1月
No. 15-11	「日本経済の中期展望」 - 04～08年度の年平均実質成長率は1.9%と予測 -	2004年3月

*バックナンバーの請求は信金中央金庫営業店にお申しつけください。

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「内外経済・金融動向」について
No.15-11

今後、「内外経済・金融動向」で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ください。

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)