

2004,2005年度改訂経済見通し (2004年8月18日発表)

～05年度に成長減速リスク。デフレ環境後退するも消費者物価の下落残る～

(株)農林中金総合研究所

問い合わせ先:調査第2部 国内経済金融班

電話 03 - 3243 - 7357

当社HP <http://www.nochuri.co.jp>

2004年度、2005年度改訂経済見通し

～ 05年度に成長減速リスク。デフレ環境後退するも消費者物価の下落残る～

04年度の予測：実質GDP+3.2%成長に上方改訂

実質GDP成長率予測を+3.2%^注に上方改訂する。民需寄与度が+2.6%（うち民間企業設備投資の寄与度は+1.3%）、外需寄与度が+0.6%と試算される。

注 04年度成長率予測に当たってスタート台（ゲタ）は、前回5月予測（04年1～3月期実質GDP一次速報）時点では2.0%であったが今回予測（4～6月期一次速報）に当たっては2.2%に上昇している。P. 参照。

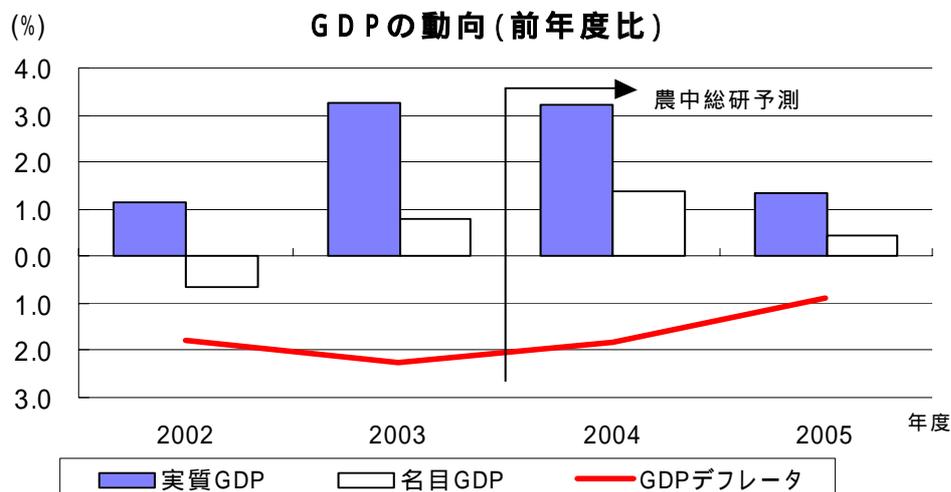
世界経済の成長を背景に、民間企業の設備投資が高い成長を持続するとともに、輸出等が二桁台の伸びを見せ、輸出 - 輸入との差である外需のGDPに対するプラス寄与が続いている。また、製造業を中心にした賃金回復は、業種や地域間でマダラであるものの、雇用者数の増加やデジタル家電等耐久財購入意欲と相まって、家計等の民間最終消費の増加を引き上げるとともに、消費デフレーターの下落が実質ベースの押し上げ効果をもたらしている。さらに、今夏は猛暑効果も上乘せされている。これらが公的固定資本形成の前年比二桁減少を補って、04年度上半期（04年4月～9月）の実質GDP成長率は前年同期比：+4.4%（前半期比：+1.5%）と予測。

しかし、下半期には上半期に比べ成長が減速しよう。下半期の前年同期比のGDP成長率は+2.4%（前半期比：+0.9%）へ低下すると予測している。

減税効果の剥落や政策金利引上げなどに伴う米国経済の成長減速や中国の景気過熱抑制策から、輸出の伸びが大きく鈍化。原油高騰による所得の海外流出（交易条件の低下）による収益悪化が加わり、民間企業の設備投資拡大にもスピード調整の傾向が表われよう。民間最終消費も五輪のイベント効果や猛暑効果の反動が予想され、05年1～3月期には前年比伸び率が2%を割り込んで来る。なお、通年の災害復旧以外の公共投資追加は想定していない。

デフレーターは前年比：1.8%の下落と予測。デフレは続くが、04年度上半期の2.3%の下落に対し、下半期には価格転嫁の波及から1.4%へ下落幅縮小するだろう。この結果、名目GDPは+1.4%と03年度に続きプラス成長となる。

消費者物価（除く生鮮食品）は、原油高騰の価格転嫁や需給ギャップ縮小から04年度下半期に一時的にプラスに浮上する可能性があるが、家電等耐久財や家賃・個人サービスを中心とする価格下落の継続、および米価など03年度押し上げ要因の剥落から上昇基調の持続には至らないと見ている。



05年度見通し:実質GDP+1.3%に成長率低下

原油等石油価格が反落し、地政学リスクの低下や米国の金融政策修正(緩和 中立)のソフトランディングが実現されることを基本シナリオとしているが、景気サイクルの成熟や減税など景気刺激効果の剥落から、米国の成長率は鈍化しよう。米国の成長率は04年の4.2%から05年には上半期(1~6月)+2.6%、下半期(7~12月)+2.7%と2%台に低下すると予測する。

このため、欧州は2%程度の成長を継続すると見ているが、中国の景気過熱抑制策などと相まって、世界経済の成長が緩やかに減速し、輸出の低迷、民間企業の設備投資の停滞・調整が起こると予測する。なお、家計消費は遅行的に雇用改善の持続から底固さを保つが、伸び率は1%台前半に鈍化する。

05年度も国の公共事業予算の削減(04年度比:3%程度)が継続。ただし、これまでの公的資本形成デフレーター下落による押し上げ効果が、資材価格上昇などから消失し、実質ベースでの公的固定資本形成は名目ベースと同程度のマイナスになると予測。

これらより、05年度の実質GDPは+1.3%成長にとどまると予測。民需寄与度が+1.0%、外需寄与度が+0.1%と試算される。

また、GDPデフレーター下落(0.9%)は継続するが、名目GDPは+0.4%と小幅ながら3年連続のプラス成長となる見通しである。

また、需給ギャップが解消に向かうこと、および 為替相場で円的大幅上昇も前提としていないことなど、消費者物価(除く生鮮食品)の安定化もしくは上昇要因は増大するが、家電等耐久財、家賃などの構造的な下落品目が残存し、かつ原油を含む国際商品市況も下落幅は限定的ながら反落すると見ていることから、消費者物価は小幅の下落基調を継続すると見込まれる。

よって、「消費者物価が安定的にゼロ%以上」という日銀の量的緩和・ゼロ金利政策の解除条件に抵触しないことから、05年度中の解除を想定しない。しかし、「消費者物価がゼロ%」=デフレ境界水準にほぼ到達したことは間違いない。次の景気上昇局面におけるデフレ脱却、ゼロ金利政策の解除の思惑から、長期金利の低下は限定的と予想する。

(当見通し、実績は内閣府「04年4~6月期四半期別GDP1次速報」に基づくものです)
問い合わせ先:農林中金総合研究所調査第2部 03-3243-7357

2003・2004年度 国内経済見通し総括表（前年比）

	単位	2003年度 通期	2004年度 通期	2005年度 通期
名目GDP	%	0.8	1.4	0.4
実質GDP	%	3.3	3.2	1.3
国内民間需要	%	4.0	3.5	1.3
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	1.4
民間住宅	%	0.3	0.4	0.3
民間企業設備	%	12.3	7.9	2.3
民間在庫増加	10億円	1,428.1	1,068.0	125.0
国内公的需要	%	2.5	0.4	0.9
政府最終消費支出	%	1.0	1.8	1.8
公的固定資本形成	%	12.1	7.5	2.5
財貨・サービスの純輸出	10億円	18,767.1	22,367.7	23,221.6
輸出	%	11.0	10.6	2.0
輸入	%	4.9	7.4	1.2
内需寄与度（前年比）	%	2.4	2.6	1.2
民間需要（"）	%	3.0	2.6	1.0
公的需要（"）	%	0.6	0.1	0.2
外需寄与度（"）	%	0.8	0.6	0.1
デフレーター（前年比）	%	2.3	1.8	0.9
国内企業物価（"）	%	0.5	1.2	0.0
総合消費者物価（"）	%	0.2	0.1	0.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6
経常収支	兆円	17.3	17.6	17.3
貿易収支	兆円	13.3	15.1	15.5

(注)実績値は内閣府「四半期別GDP速報」。

消費者物価は全国の生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。前提は以下の通り。

	単位	2003年度 通期	2004年度 通期	2004年度 通期
為替レート	ドル/円	113.0	109.3	106.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	29.5	37.5	33.8

2004・2005年度 国内経済見通し
(前期比)

	単位	2004年度					2005年度				
		通期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	通期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
実質GDP	%	3.2	0.4	0.3	0.6	0.3	1.3	0.6	0.1	0.2	0.4
国内民間需要	%	3.5	0.4	0.4	0.6	0.4	1.3	0.7	0.2	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	2.5	0.6	0.5	0.2	0.2	1.4	0.4	0.6	0.3	0.4
民間住宅	%	0.4	0.3	1.1	0.6	0.4	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2
民間企業設備	%	7.9	0.0	2.9	2.0	1.1	2.3	0.6	0.5	0.6	0.3
国内公的需要	%	0.4	0.8	0.8	0.6	0.2	0.9	0.1	0.2	0.0	0.1
政府最終消費支出	%	1.8	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	7.5	5.1	2.0	1.2	0.4	2.5	1.1	1.2	1.6	1.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	22367.7	22866.1	22124.4	22190.7	22289.4	23221.6	22595.9	22577.6	23340.6	24372.1
輸出	%	10.6	3.5	0.2	0.3	0.2	2.0	0.4	0.4	1.2	1.6
輸入	%	7.4	2.0	1.1	0.3	0.1	1.2	0.0	0.6	0.3	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	1.2	0.9	1.8	1.2	0.9	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3
総合消費者物価 (")	%	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
完全失業率	%	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.6	4.5	4.5	4.6	4.7
経常収支(季節調整値)	兆円	17.6	4.8	4.2	4.4	4.3	17.3	4.2	4.1	4.3	4.6
貿易収支(季節調整値)	兆円	15.1	3.9	3.8	3.8	3.7	15.5	3.8	3.8	3.9	4.1
為替レート(前提)	ドル/円	109.3	109.7	110.0	110.0	107.5	106.3	107.5	107.5	105.0	105.0
通貨輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	37.5	34.9	37.5	40.0	37.5	33.8	35.0	35.0	32.5	32.5

1. 財政金融政策の前提

財政

- 04年度一般会計の公共投資関係費は前年度比 3.3%、地方財政計画の投資的経費も同 8.4%と抑制姿勢は継続されており、名目公的固定資本形成は前年度比 7%と9年連続の減少が見込まれる。05年度の一般歳出概算要求基準も公共投資関係費は前年度比 3%に抑制され、公共事業費の削減傾向が続く見込み。
- 一方、政府最終消費支出は、医療給付の緩やかな伸びに加え、治安対策やイラク支援などもあり、04～05年度は前年度比+1%台(名目ベース)と想定。
- 年金改正法案が成立したことから、04年10月から厚生年金の保険料率(年収の13.5%、労使折半)が毎年度0.354%上昇(2017年度まで)し続けることとなり、家計可処分所得や消費支出に対して継続的な抑制要因になる。

金融政策

- 現行の量的緩和政策は2005年度にかけても継続されると想定。

不良債権処理等

- 04年度末時点での不良債権問題の解決、05年度からのペイオフ全面解禁を前に、金融庁による銀行経営改善へのコミットメントは強化されており、金融システム不安が高まる状況は想定しにくい。この結果、「金融再生プログラム」に沿った不良債権比率の半減目標は主要行では達成できると想定。一方、地域金融機関では不良債権処理の遅れも散見される。

2. 欧米経済見通しとIT関連需要の基本的考え方

世界経済の見通し

- 米国経済は個人消費の減速を背景に05年にかけて景気減速が予想される。一方、先進国地域の中で景気回復が遅れていたEU経済は05年にかけて緩やかながらも成長を続けると予想。過剰投資による景気過熱やインフレ加速が懸念される中国経済は引締め政策が本格化する見通しであり、成長率はやや鈍化すると想定。

原油価格の見通し

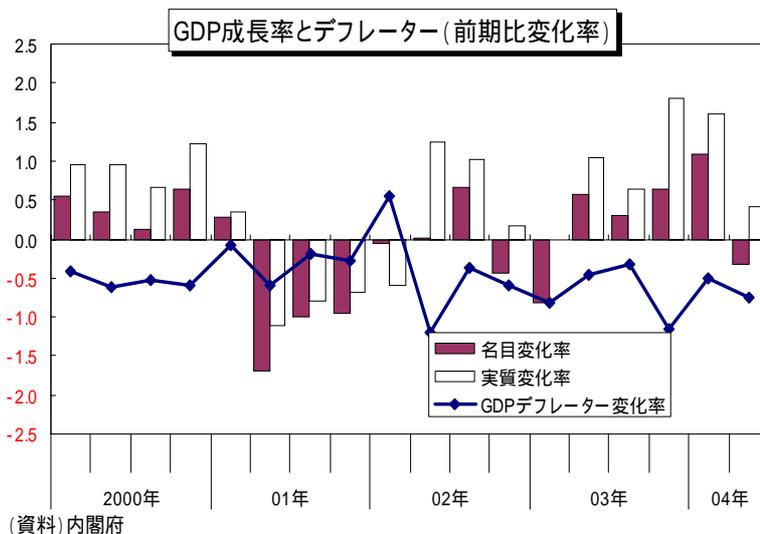
- 国際商品市況では原油価格が史上最高値を更新し続けるなど、原油高による世界経済への悪影響が懸念され始めている。低水準の在庫を背景に需要が高まっていることもあるが、中東地域やベネズエラなど産油国側の情勢の不透明感の強まりも挙げられるだろう。OPECでも追加的な供給余力が大きくなり、価格は高止まるだろう。04～05年度の日本の原油入着価格は1バレルあたり、それぞれ37.5ドル、33.8ドルと予想。

IT関連需要

- 米半導体工業会(SIA)によると、04年2～5月の世界半導体売上高は前年比30%超の伸び率を示すなど、高成長が続いている。先行きに関しては、電子情報技術産業協会(JEITA)での04年の世界半導体需要予測は前年比+14.5%増と、03年(同+18.3%)より鈍化するものの、2年連続の二桁増が見込まれている。一方、足許の需給逼迫に対して欧米の新学期商戦などを前に仮需が膨らむ可能性が指摘されており、そうなった場合には反動で高成長の維持が困難となる。また、パソコン市場は年後半も高い伸びが予想されているが、企業向けソフトウェアや通信分野での伸び減速が予想されている。なお、世界的にもデジタル家電に対する需要は強く、この分野の需要拡大は持続する可能性が高い。これらは日本企業の持つ高い技術力に依存した製品群であり、国内ハイテク企業の設備投資の下支え要因である。

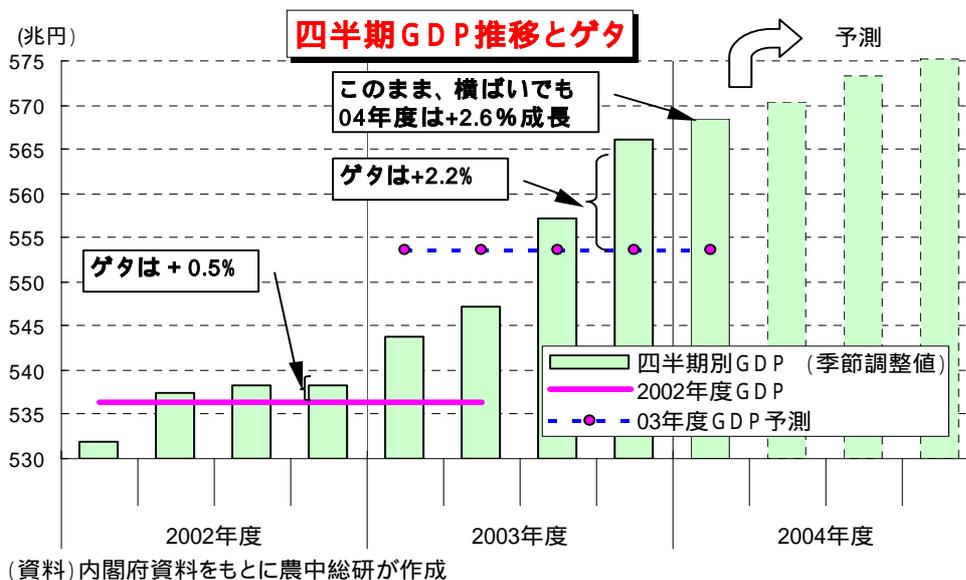
(参考 1.) デフレ下の実質値と名目値の乖離

- デフレーターの変化は名目値変化と実質値変化の差であり、 $\text{名目値} \div \text{デフレーター} = \text{実質値}$ という関係になる。
- 2002年1~3月期以降、景気回復局面が続いている一方で、この間のGDPデフレーターは年率2.7%（前期比ベース）で下落しており、厳しいデフレ状況であることに変わりはない。特に民間設備投資デフレーターの下落率は年率4.2%（同）と大幅なマイナスとなっている。
- また、これまで民間設備投資の増加に支えられてプラスで推移してきた名目GDPは、公共投資、民間設備投資などの減少によって5四半期ぶりに前期比マイナスとなった。
- なお、GDP統計作成の際には、価格下落分がすべて数量の増加（＝実質値の増加）にカウントされるという特徴がある。パーシェ方式（比較時点ウェイト付け）で作成されるデフレーターには下方バイアスが存在するとの議論もあり、実質GDPの過大評価も指摘されている。



(参考 2.) GDP予測におけるゲタ:

- 4~6月期までの段階で、すでに前年度のGDPから2.6%高い水準にある。つまり、仮に04年度の残り3四半期を通じてゼロ成長が続いたとしても04年度の実質成長率は2.6%となる。また、内閣府の経済見通し（試算）は1月時点の政府見通し1.8%から3.5%へと上方修正されたが、これを達成するには残り3四半期は前期比0.5%成長で達成可能という試算になる。



05年度中、ゼロ金利政策解除を見込まず

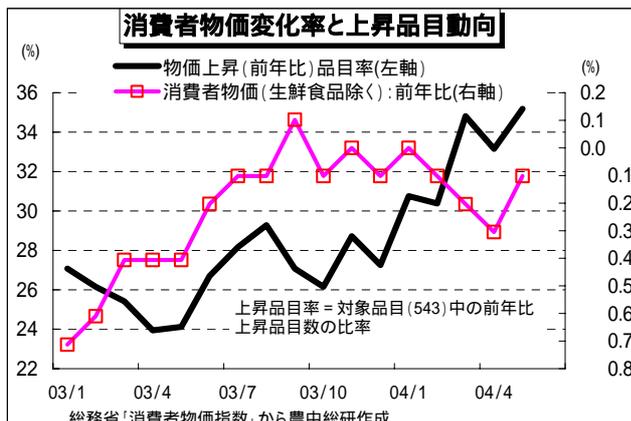
～デフレ脱却リスク睨み、長期金利低下は限定的～

- ◆ 原油高騰に伴う価格転嫁を主因に、今年末にかけ消費者物価が一時的にプラスに浮上する可能性に加え、10月末の日銀「経済・物価情勢の展望」発表前後には05年度の消費者物価見通し(前年比プラス化)の思惑から、長期金利が再上昇する懸念がある。しかし、家電等耐久財や家賃などの構造的な下落品目が残存しており、消費者物価が持続的な上昇局面に入るわけではない。05年度には景気減速、原油を含む国際商品市況の反落から、消費者物価は小幅の下落基調を継続すると予測する。よって、05年度中、ゼロ金利政策の解除を見込まない。
- ◆ しかし、マクロ的需給ギャップが解消に向い、消費者物価が前年比ゼロ%というデフレ境界水準に接近していることは間違いない。次の景気上昇局面におけるデフレ脱却、ゼロ金利政策の解除リスクを睨み長期金利の低下は限定的と予想する。
- ◆ 株式相場は、株式投資指標(バリエーション)の面で歴史的には割安感があるものの、海外株式市場との比較においては必ずしも割安感が認められない。また、05年度の景気減速リスクが払拭されない状況のもとでは業績伸び悩みから買い上がり意欲に乏しいと見込まれ、05年度前半は軟調な展開を予想する。
- ◆ 為替相場については、米国の金利や貿易赤字などの経済的ファンダメンタルズも重要な材料であるが、それにも増して05年前半の米次期政権発足当初はどのような為替政策を選択するか注目が集まろう。(渡部 喜智)

金利・為替・株 価の予想水準 (単位:円, %, 円/ドル)

項目	年度/月	2004年度			2005年度	
		9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)
無担コ-ル 翌日物		0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.005	0.001~0.01
TIBORコ-ロ円(3ヶ月)		0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレ-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.75±0.20	1.85±0.25	1.75±0.20	1.65±0.15	1.60±0.20
為替相場	円/ドル	105.0~110.0	107.5~112.5	105.0~110.0	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ/円	130.0~135.0	135.0~140.0	135.0~140.0	130.0~135.0	130~135
日経平均株 価		11,000±500	11,500±500	11,250±500	11,000±1,000	10,500±500

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)



世界主要国の株式指標比較 04.08.16現在

国名	指 標	PER (予想) (倍)	一 株 利 益 増 益 率 (%)	配 当 利 回 り 実 績 (倍)	イ ー ル ド ・ ギャップ (%)
日本 (TOPIX)		17.6	31.1	1.00	4.1
米国 (S&P500)		15.9	13.1	1.84	1.7
英国 (FT100)		16.9	11.1	3.73	1.4
独 国 (DAX100)		13.4	33.0	2.01	3.3

(注) PER予想=株価指数÷12ヶ月先一株利益予想
 一株利益・増益率=先行き12ヶ月先予想
 イールド・ギャップ=各国10年国債利回り- 利益回り (PERの逆数) (1/B/E/Sデータから農中総研作成)

雇用者数は増加したが...

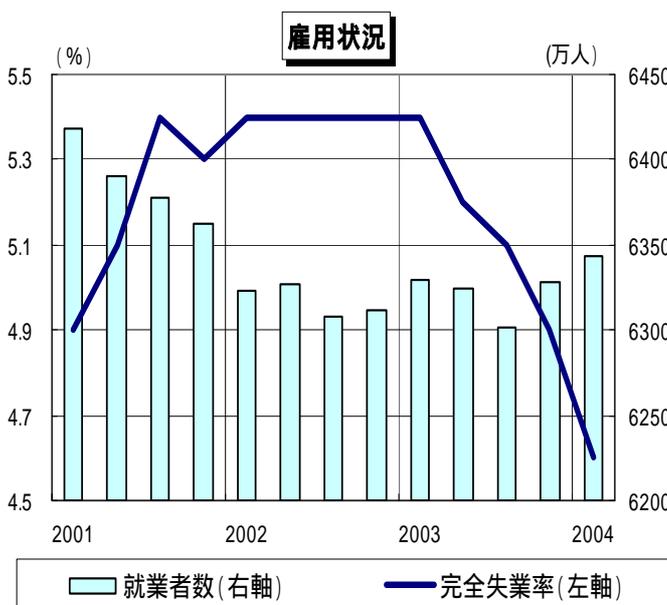
～ 秋以降、雇用改善が鈍化する兆候も～

04年4～6月期の完全失業者数は、前期から17万人、前年同期に対しては53万人減少した。完全失業率は、季節調整値で4.6%となり、1～3月期の4.9%から0.3%pt低下した。自営業者数などの減少により、前期からの就業者数の増加は+16万人にとどまったものの、雇用者数は同+27万人増。有効求人倍率も0.8倍となり、雇用環境は改善基調にある。

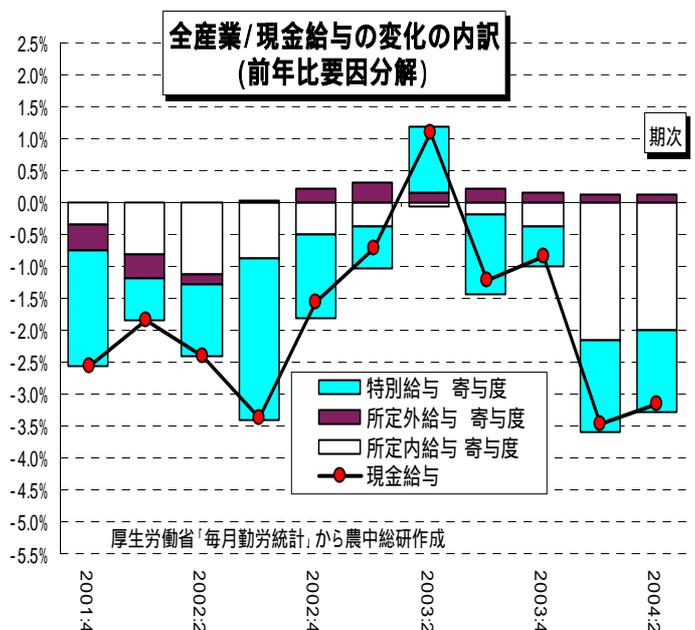
また、雇用者報酬は、実質で前四半期比+0.7%増加したが、前年比では0.9%減少。04年の夏季賞与は、大企業において製造業、非製造業ともに前年を上回ったが、公務員の夏季賞与の減少や特別給与の割安なパートタイム労働者の全労働者に占める比率の上昇などにより全体としては、前年を下回ったと見られる。正社員・パートタイマーの基本給等所定内給与はともに、04年度は前年から横ばいで推移しているが、パートタイマーの全労働者に占める比率が上昇していることにより全体として前年を下回っている。

日本銀行の短期経済観測調査(6月調査)によると、全規模全産業の雇用過剰感是非製造業の改善を中心に7～9月期にほぼ解消されると企業は見込んでいる。

しかし、雇用の先行指標である新規求人数は、4～6月期に73.7万人とすでに高水準であり、前期比0.4%とわずかながら10四半期ぶりにマイナスに転じた。原材料価格の上昇による企業収益への悪影響や米国個人消費の減速など景気先行きの不透明感から、企業は採用を抑制する懸念がある。ここ半年の新規求人数の動向を慎重に見極める必要があるようだ。
(田口さつき)



(資料)総務省「労働力調査」



厚生労働省「毎月勤労統計」から農中総研作成

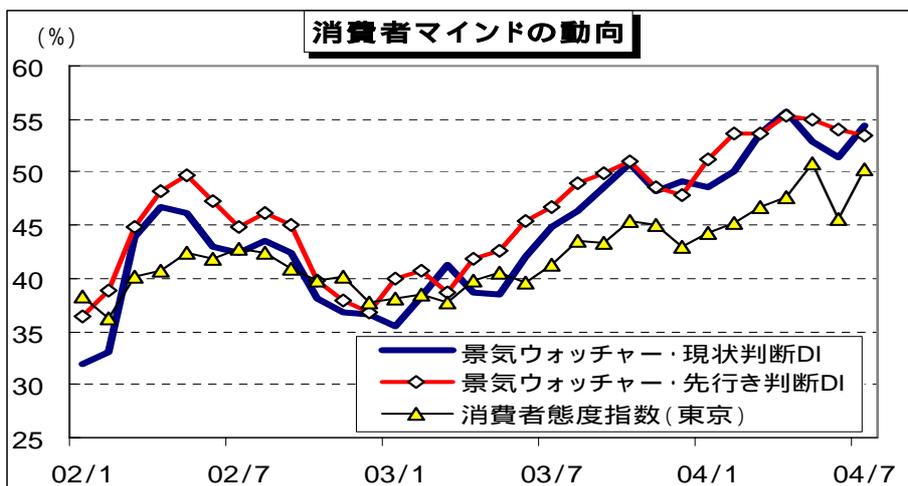
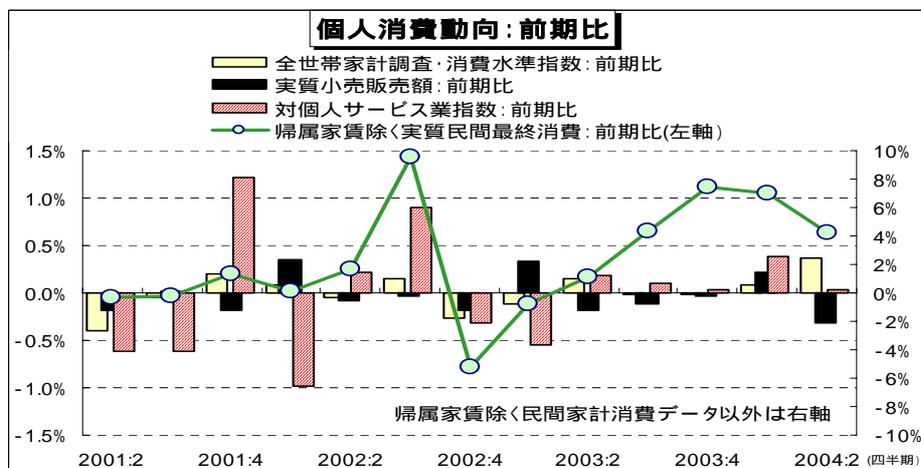
伸びが減速、緩やかな増加へ

～04年度下期は猛暑、五輪効果の反動減も～

10年ぶりの猛暑となった7月以降は、景気回復に伴う消費者マインドの改善や製造業を中心とするボーナス増、アテネ五輪などの好条件が相まって、7～9月期の消費を一時的に押し上げたと予想される。また実質小売販売額は前四半期を下回ったが、DVDレコーダーや薄型テレビなどデジタル家電の売れ行きは引き続き好調である。しかし、「景気ウォッチャー調査」の先行き判断DI(2～3ヵ月先の景気は[良くなると思う] - [悪くなると思う])は頭打ち傾向にあり、猛暑、五輪効果の反動などから、先行き減速傾向が強まる可能性がある。

求人数増加など雇用環境は改善しているが、公務員の給与削減などもあり、所得が伸び悩んでおり、これまでのような消費の拡大は見込みづらい。また今秋からは厚生年金保険料の引き上げが開始され、05年度以降には住民税分の配偶者特別控除の廃止なども控えていることから、先行き消費意欲の減退が懸念される。04年度下半期は上半期に比べ伸び率が鈍化し前年同期比+1.8%に低下し、04年度通年では前年度比+2.5%となる。05年度はさらに伸び率が鈍化し同+1.4%と予測する。

(木村俊文)



04年度内は増加基調を継続

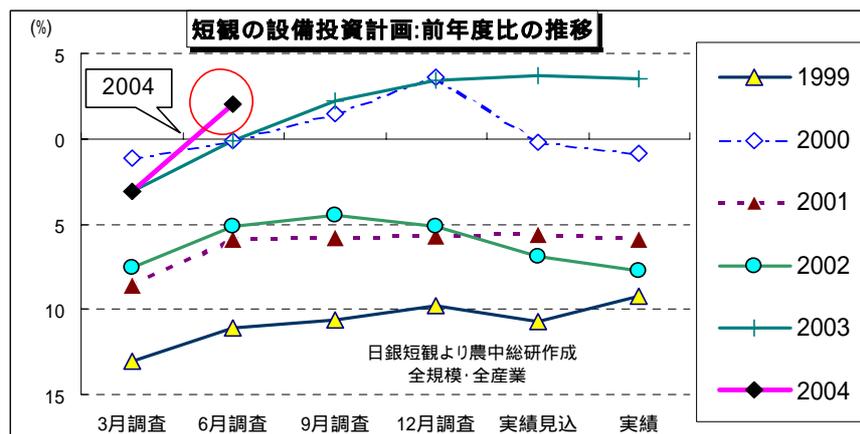
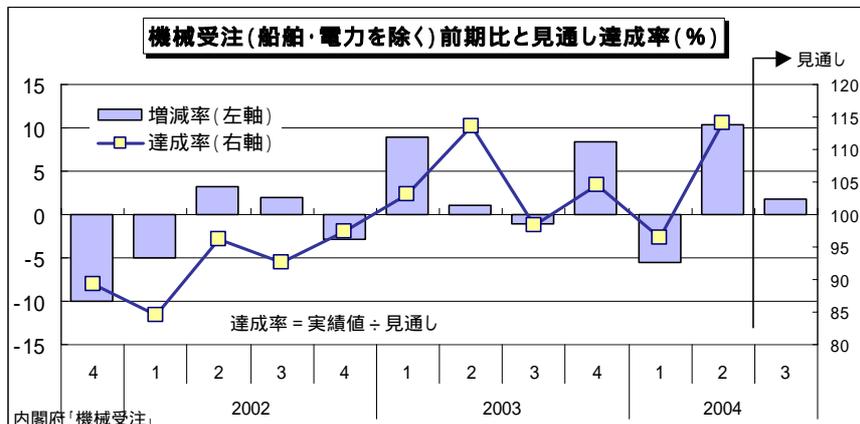
～しかし2005年度には調整局面へ～

04年4～6月期の実質設備投資は前期比+0.0%と、03年年度下半期の大幅増(同+7.3%)を経て、1～3月期(同+1.7%)から横ばいとなり、名目ベースでは3四半期ぶりに前期比マイナスとなった。

しかし、設備投資の先行指標である機械受注(民需、除く船舶・電力)は、04年4～6月期に前期比+10.3%と反転した。先行き7～9月期も同+1.8%と、2四半期連続で前期比プラスの見通しとなっている。また、日銀短観(7月1日発表)では、04年度の設備投資計画(全規模・全産業、含むソフトウェア、除く土地投資ベース)が+6.3%に上方修正された。

これら関連指標の動きから見ると、04年4～6月期の設備投資の停滞は一時的なものと考えられ、今年下半期も増加基調が継続すると予想される。足下では原油価格の上昇など不安要因はあるものの、企業の好業績を背景に04年度の民間企業設備は前年度比+7.9%と予測。

しかし05年度には、更新需要の下支えはあるものの、世界的な半導体投資サイクルの下降局面入りやデジタル家電向け設備投資の一巡に加えて、米国経済の減速などから設備投資が減少すると考えられる。05年度は同+2.3%に伸び率が鈍化すると予測する。(木村俊文)



公共投資の削減姿勢継続

～ 05 年度も緊縮財政路線は維持 ～

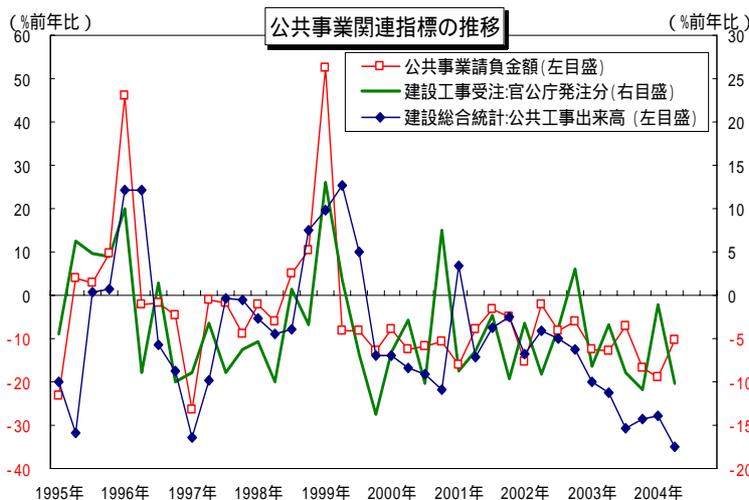
04 年 4～6 月期の公的固定資本形成（公共投資）は、名目ベースで前期比 4.9%、実質ベースでは同 5.1%と、いずれも 9 四半期連続のマイナス。小泉政権の構造改革路線に伴って、国の公共投資関連予算が削減されていることに加え、地方公共団体の財政逼迫が続いており、投資的経費圧縮を余儀なくされていること、特殊法人改革に伴って公社・公団の固定投資が大きく削減されているためである。

4～6 月期の公共工事請負金額は同+2.2%（当社による季節調整後）と 3 期ぶりのプラスとなっているものの、建設工事受注の官公庁発注分は前期比 20.8%と 2 期ぶりかつ大幅なマイナスであり、発注・受注ベースの公共事業には明確に増加するとの予想が立てられない。

なお、前期比ベースでは 2 四半期連続してデフレーターの上昇が見られる（4～6 月期は前期比 0.3%）。この背景には、鉄鋼など素材関連の価格が上昇していることが挙げられる。

04 年度一般会計予算政府案での公共投資関係費（公共事業関係費 + その他施設費）は前年度比 3.3%であり、地方財政計画での地方単独事業も引き続き削減される方向にある（投資的経費は前年度比 8.4%で更に圧縮テンポが加速）。04 年度の名目公共固定資本形成は前年度比 7%（デフレーター上昇を見込み、実質ベースでは同 7.5%）とした。

05 年度については、一般歳出・公共投資関係費の概算要求基準は前年度比 3%と、引き続き公共事業削減姿勢が継続される。地方財政も「三位一体の改革」に伴う補助金削減などの影響で、緊縮財政の方針は継続され、これまでの財政スタンスに大きな変更はない。そのため、名目公共投資は前年度比 3%（05 年度にはデフレーターが下落することを見込み、実質ベースでは同 2.5%）と想定している。（南 武志）



（資料）国土交通省、保証事業会社協会

2005年度 一般歳出予算の概算要求基準

区分	05年度概算 要求額 (兆円)	04年度当初 予算額 (兆円)	増減額 (億円)	増減率 (%)	
一般歳出の概算要求基準額	48.2	47.6	6,100	1%	
内	義務的経費	33.0	32.1	9,600	3%
	うち年金・医療等	-	-	8,600	-
	公共投資関係費	8.4	8.6	2,600	3%
訳	裁量的経費	6.8	6.9	900	2%

財務省「平成17年度一般歳出の概算要求基準の考え方について」より農中総研作成

輸出はペースダウンする懸念あり

～原油・国際商品市況の高止まりの影響がでてきた～

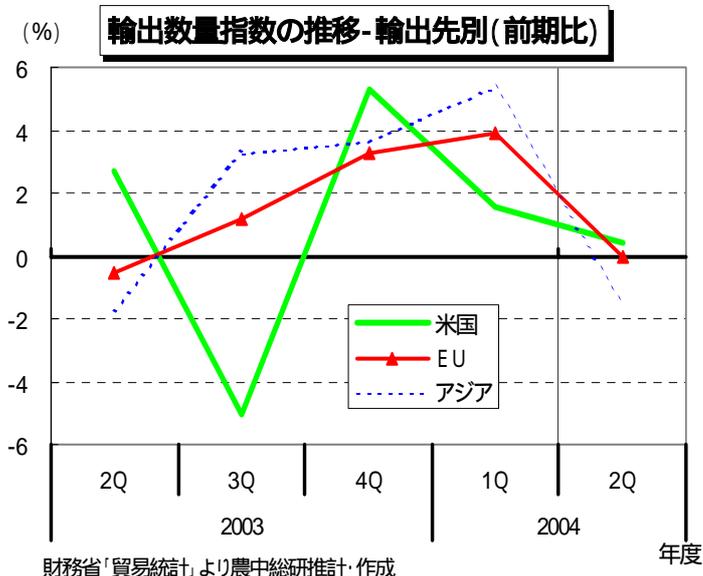
04年4～6月期の財貨・サービスの輸出(以下、輸出等)は前四半期比+3.5%増加した。財貨・サービスの輸入(以下、輸入等)は前四半期比+2.0%と4期連続で前期を上回った。

原油高や商品市況の高止まりから輸入価格が上昇している。一方、日本の主要な輸出品である電気機器、輸送機器などの価格は競争激化などにより低下している。4～6月期は輸出数量の増加により貿易黒字を拡大したが、今後輸出数量が伸び悩むと貿易黒字は縮小すると思われる。

米国経済は、設備投資が堅調なものの、原油高から個人消費が伸び悩んでいる。このまま、米国経済の不振が続けば、アジア向けの輸出も伸び悩んでくると見られる。半導体や液晶パネルなどハイテク関連の世界的な在庫の積み上がりも懸念材料だ。

輸入は4～6月期に数量、価格ともに上昇基調にあるが、日本の内需が低迷すると、海外拠点からの輸入品の減少により、輸入数量指数も減少することが予想される。海外渡航者数は、04年3月に13ヶ月ぶりに前年を上回って以来、2002年の水準まで回復してきており、サービス収支の赤字を拡大させている。

(田口さつき)



2004年4～6月期の貿易動向

輸出 単位: %

	割合	金額前年比	価格前年比	数量前年比
電気機器	22.0	15.7	-0.9	17.0
一般機械	20.8	16.1	-0.3	16.3
輸送機器	9.5	11.4	-6.3	12.4
総輸出	100.0	13.4	-0.5	13.9

輸入 単位: %

	割合	金額前年比	価格前年比	数量前年比
機械機器	31.9	9.8	-6.5	17.6
鉱物性燃料	20.1	5.4	13.0	-6.3
食料品	11.6	4.4	4.3	0.2
総輸入	100.0	9.0	2.3	6.6

住宅投資は横ばい

～所得の先行き不透明感が重しに～

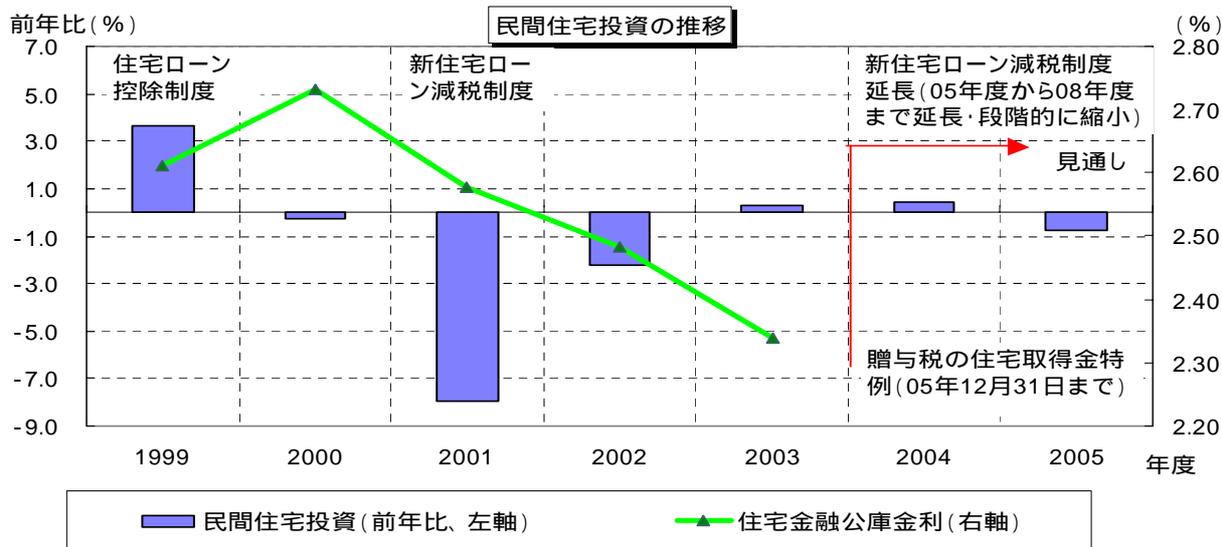
4～6月期の実質民間住宅投資は、前四半期比+0.3%の増加。2四半期連続の増加となった。しかし、民間住宅投資の先行指標である新設住宅着工床面積は、4～6月期に前四半期比 2%、前年比 4%の減少であった。分譲住宅は東京都区部での建設が続くなど堅調に推移しているが、新設住宅着工床面積の約5割を占める持家（個人による一戸建て自家建設）は、過去3年の4～6月期の平均を 5.3%下回った。また、新設住宅着工床面積の約2割を占める貸家も 8.8%の減少となっており、持家、貸家の低調から、7～9月期の住宅投資は減少に転じるだろう。

住宅ローン減税の延長や贈与税の住宅取得資金特例により、若年世帯を中心に住宅取得意欲が高まってきていることは民間住宅投資を下支えすると見られる。しかし、個人による一戸建て自家建設は、賃金、退職金制度の改革・変更や年金制度不安など所得の先行き不安が依然として残っているため、大きな増加は期待できない。貸家については、投資の誘因が取り立ててないことから前年度水準にとどまるであろう。したがって、04年度の民間住宅投資は前年度比+0.4%、新設住宅着工戸数は117.8万户を予測する。

05年度は、経済の先行き不透明感の増大や、住宅ローン減税の段階的縮小などにより、民間住宅投資は前年比 0.3%の減少、新設住宅着工戸数は117.5万户を見込む。

民間住宅のデフレーターが04年1～3月期からプラスに転じており、実質成長率のかさ上げは過去に比べて緩やかになるう。

(田口さつき)



国土交通省「住宅着工統計」より農中総研作成・推計

デフレ脱却は展望できず

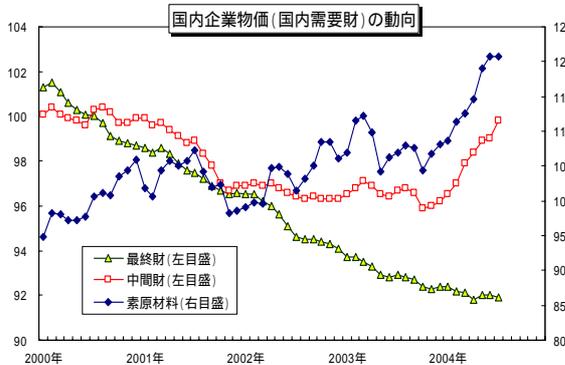
～05年度にかけても物価下落傾向続く～

7月の国内企業物価は前年比+1.6%とすでにプラス圏内で推移しており、6月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)も同 0.1%と、デフレ脱却に向けた思惑も出始めている。ただし、先行き物価変動率に対してプラスに寄与してきた要因(その主要なものとして米価格)が、一転してマイナス要因として寄与していく可能性が高い。

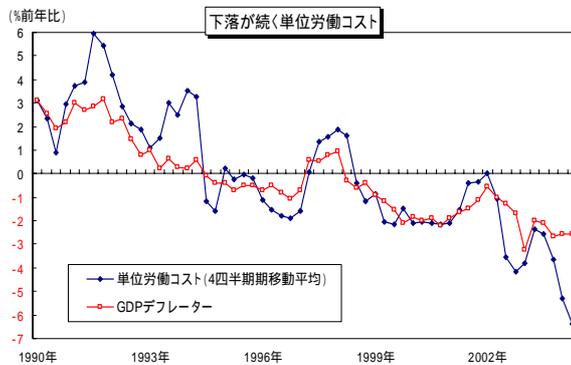
一方、GDPデフレーターは、4～6月期は前年比 2.6%(前期比 0.7%)と、1～3月期に比べて下落幅が拡大。この要因として、民間設備投資デフレーターの下落が続いていることが大きい他、輸入デフレーターの上昇(前年比 0.7%、前期比 3.0%)に対し、企業部門での産出価格へのスムーズな価格転嫁ができず、それを単位労働コストの圧縮で相殺している点が指摘できる。

なお、02年度以降の景気回復の結果、マクロ的な需給ギャップが大きく解消されていることは留意すべきである。02年以降の景気回復を受けてGDPギャップは縮小傾向を続けており、先行きGDPデフレーターの下落率も縮小する可能性は高い。

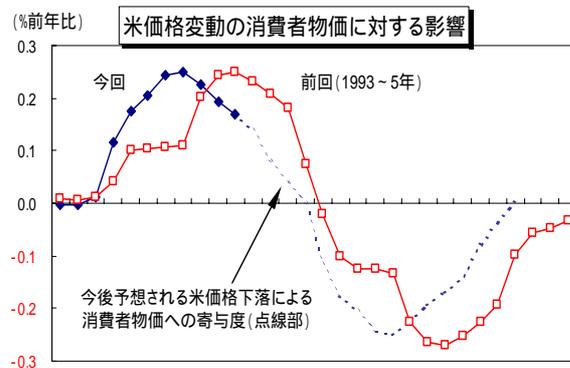
しかし、先行きは景気減速の可能性があり、そうなれば再度GDPギャップが拡大するため、デフレ脱却が実現する可能性は薄い。消費者物価に関しては04年度後半以降、前年比下落率が若干拡大し、05年度についても前年比 0.2%と下落傾向が持続することが予想される。10月末に公表が予定されている日銀「展望レポート」では、05年度の物価見通しが示されることから、出口政策に関する思惑が一時的に高まる可能性もあるが、当面は量的緩和政策の枠組みに変化はないと思われる。(南 武志)



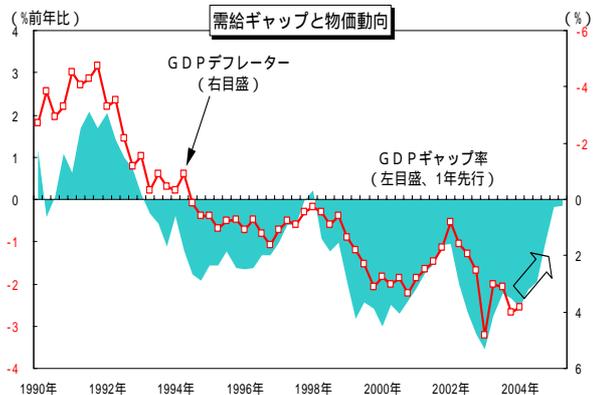
(資料)日本銀行 (注)2000年=100



(資料)内閣府 (注)単位労働コスト=雇用人報酬÷実質GDP



(資料)総務省 (注)米価格の消費者物価前年比に対する寄与度



(資料)内閣府、総務省などの資料より農中総研作成

緩やかな減速が続く

～ 超低金利政策の解除はより慎重なものに～

米国経済は、2004 年後半から 2005 年前半にかけて緩やかな減速を続けるであろう。実質 GDP 成長率は、2004 年に 4.2%、2005 年に 2.8%になると予想する。

個人消費が伸び悩み雇用者数の増加テンポが弱まるなど、景気拡大に陰りがみられる。冷夏など一時的要因による消費の落ち込みには今後多少の反動増もみられよう。しかし、これまで景気浮揚に大きな役割を果たしてきた減税や住宅ローン・リファイナンスの効果が弱まり、金利上昇が借入増加を抑制し、エネルギー価格高騰が暫く続くとみられることから、個人消費の伸びは鈍化するであろう。但し 2005 年後半には、エネルギー価格の落ち着きが、個人消費を下支えることとなる。

低金利を糧に持続的に増加してきた住宅販売戸数は、住宅ローン金利が上昇に転じるにあたり、足下で駆け込み的な盛り上がりを見せている。今後の長期金利の動きについては、景気減速により必ずしも一方的な上昇とは言い切れないが、超低金利の終焉により、住宅投資の反動減は 2005 年まで続くと思われる。

生産活動の活発化や好調な収益を背景に、製造業・サービス業ともに企業の景況感は概して明るく、設備過剰感はかなり薄れている。IT 投資の先行きに対する懸念も一部あるが、こうした企業にとっての好環境はしばらく持続するとみられ、企業設備投資は比較的高い増加率を維持しよう。但し景気減速の影響で、2005 年には増加率が多少低くなるとみられる。

原油や鉄など一部原材料の価格上昇が著しいが、原材料価格の上昇を小売価格に転嫁できているかどうかは、地域や品目によってまちまちである。今後エネルギー価格が一段と高くなるなど予期せぬ事態の可能性も否定できないが、個人消費・住宅投資など最終需要が緩やかに減速することから、物価上昇圧力が一方的に強まることは考えにくい。

今後の FRB の金融政策において、超低金利政策の解除が大きな流れではあるが、景気・物価指標を睨みながらの慎重な政策決定がなされるであろう。

(永井 敏彦)

2004・05年米国経済見通し

	単位	2003年 実績	2004年		2005年			
			通期 予想	上半期 (1~6月) 速報値	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想
実質GDP	%	3.0	4.2	4.0	3.1	2.8	2.6	2.7
個人消費	%	3.3	3.3	3.2	2.5	2.6	2.6	2.7
設備投資	%	3.3	8.7	7.0	7.6	7.0	6.9	6.6
住宅投資	%	8.8	9.1	8.7	3.9	1.6	4.0	1.8
在庫投資	10億ドル	0.7	49.1	43.8	54.5	45.8	52.0	39.5
純輸出	10億ドル	518.5	559.7	551.4	568.0	572.5	571.5	573.5
輸出	%	1.9	9.8	11.2	7.6	7.1	6.8	7.3
輸入	%	4.4	9.2	11.8	7.1	5.5	4.9	5.2
政府支出	%	2.8	2.3	2.2	2.4	2.2	1.9	2.4

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2004年8月

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

中期的需給タイト観測から、原油等市況の反落は限定的

～石油高騰継続の景気への悪影響には注意～

- ◆ ニューヨーク原油先物(WTI)が45ドル/バレルを突破し、実際の原油輸入価格に連動するOPECバスケット価格も40ドル/バレルを超えた。前述の市況が続けば、原油輸入価格が04年10～12月期には40ドル/バレル水準(前年同期差:10.5ドル高)に到達するだろう。
- ◆ わが国の石油需要量は日量5.45百万バレル(含む石油製品)であり、10ドル/バレルの輸入価格上昇は約2.2兆円、GDP対比: 0.4%強の所得流出効果(円ドル=110円と仮定)と試算される。なお、わが国に比べ、米国は1人当たりでは、1.6倍、GDP原単位ベースで約2.2倍の原油消費量であり、原油価格上昇の家計購買力の低下、所得の海外流出効果を通じた景気への悪影響は格段に大きい。
- ◆ 原油など石油関係を除く国際商品市況は上昇一服しており、反落している商品も多い。これは、米国の金融政策転換を受け流動性供給が減少し投機資金が商品取引市場から流出していることに加え、世界経済の成長減速観測から景気需給タイト感が今後緩む可能性が要因になっていると思われる。
- ◆ 一方、原油市況は、中東の地政学的リスクに加え、ロシア石油最大手ユコスが生産停止やベネズエラの政治対立激化などの供給悪化リスクを材料に投機資金が買い上がる構図が続いている。足元の石油需要の増加ペースは極めて高いものの、前述の流動性減少と成長減速見通しから05年年明けからは反落に向かうと考える。
- ◆ しかし、非先進国での需要増加増大によって、一次産品の需給が中期的に大きく緩むことは見通しにくい。需給面から見て中期的な物価上昇リスクには注意が必要だろう。また、米ドル流動性も米国内でのFRBによる信用供与の伸び鈍化にもかかわらず、貿易赤字を通じたドルの海外撒布が大きく、「米国のベースマネー+外国政府等の財務省証券(外貨準備の代替指標)」は依然高い伸びを持続しており、商品市況を下支える要因になると見るべきだろう。
(渡部 喜智)

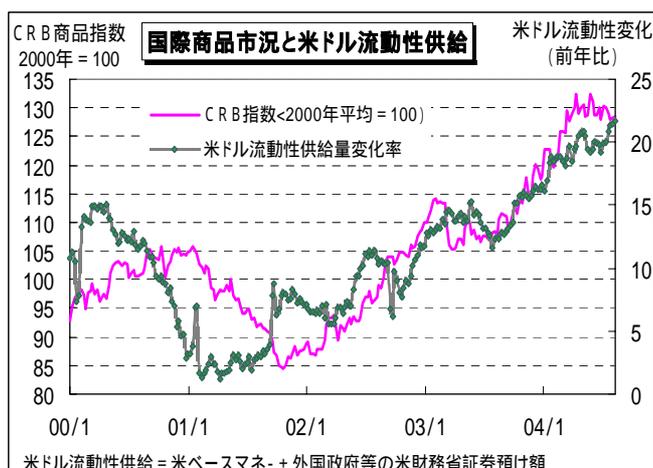
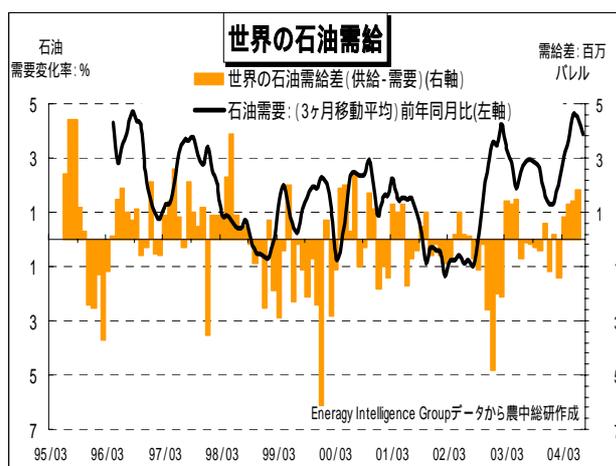


表 2003・2004年度 国内経済見通し (前年同期比)
(前期比)

	単位	03年度		2004年度		2005年度		
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	3.3	3.2	1.5	0.9	1.3	0.7	0.3
国内民間需要	%	4.0	3.5	1.5	0.9	1.3	0.8	0.2
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	1.4	0.5	1.4	0.8	0.8
民間住宅	%	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2
民間企業設備	%	12.3	7.9	2.3	4.0	2.3	0.8	1.1
国内公的需要	%	2.5	0.4	0.6	1.1	0.9	0.3	0.0
政府最終消費支出	%	1.0	1.8	0.9	0.9	1.8	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	12.1	7.5	5.9	2.0	2.5	1.9	3.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	18767.1	22367.7	22495.2	22240.1	23221.6	22586.8	23856.3
輸出	%	11.0	10.6	5.7	0.3	2.0	0.7	2.2
輸入	%	4.9	7.4	4.1	0.9	1.2	0.4	0.8
内需寄与度 (前期比)	%	2.4	2.6	1.0	0.9	1.2	0.6	0.1
民間需要 (")	%	3.0	2.6	1.2	0.7	1.0	0.6	0.1
公的需要 (")	%	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0
外需寄与度 (")	%	0.8	0.6	0.4	0.0	0.1	0.1	0.2
デフレーター (前年比)	%	2.3	1.8	2.3	1.4	0.9	1.0	0.8
国内企業物価 (")	%	0.5	1.2	1.4	1.1	0.0	0.3	0.3
総合消費者物価(")	%	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6	4.5	4.6	4.5	4.7
経常収支	兆円	17.3	17.6	9.0	8.7	17.3	8.3	9.0
貿易収支	兆円	13.3	15.1	7.7	7.5	15.5	7.5	8.0

(前年同期比)

項目	単位	03年度		2004年度		2005年度		
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.8	1.4	2.1	1.0	0.4	0.6	0.3
実質GDP	%	3.3	3.2	4.4	2.4	1.3	1.6	1.1
国内民間需要	%	4.0	3.5	4.9	2.5	1.3	1.7	0.9
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	3.3	1.8	1.4	1.2	1.6
民間住宅	%	0.3	0.4	1.0	0.1	0.3	0.3	0.3
民間企業設備	%	12.3	7.9	9.8	6.5	2.3	4.9	0.2
国内公的需要	%	2.5	0.4	1.5	0.5	0.9	1.4	0.3
政府最終消費支出	%	1.0	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
公的固定資本形成	%	12.1	7.5	11.6	4.0	2.5	0.0	4.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	18,767	22,368	22,495	22,240	23,222	22,587	23,856
輸出	%	11.0	10.6	15.7	6.0	2.0	1.0	2.9
輸入	%	4.9	7.4	10.0	5.0	1.2	1.3	1.2
国内企業物価 (前年比)	%	0.5	1.2	1.4	1.1	0.0	0.3	0.3
総合消費者物価 (")	%	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6	4.5	4.6	4.5	4.7
経常収支 (季節調整値)	兆円	17.3	17.6	9.0	8.7	17.3	8.3	9.0
貿易収支 (季節調整値)	兆円	13.3	15.1	7.7	7.5	15.5	7.5	8.0
為替レート(前提)	ドル/円	113.0	109.3	109.8	108.8	106.3	107.5	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	29.5	37.5	36.2	38.8	33.8	35.0	32.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

付 表 1

国内外の当面のスケジュール

区分		国 内		海 外
時期		政 治	経 済・金 融	
04年度 (H16)	4～9月	7月 参議院通常選挙 7月 臨時国会	9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	8月 アテネ夏季五輪 9月 OPEC総会
	10～3月	9月 内閣改造・自民党役員人事 1月 通常国会	10月 厚生年金保険料引き上げ(13.58% + 0.345%) 11月 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷 12月 小売店での国産牛肉の生産履歴管理・公開が義務化 12月 銀行の証券仲介業解禁 1月 自動車リサイクル法施行 04年度末:「金融再生プログラム」の不良債権比率半減の達成期限	10月 G7財務相・中央銀行総裁会議、IMF・世銀総会 11月 米国大統領選・連邦議会選挙 11月 ASEAN首脳会議(ピエンチャン) 11月 チリでAPEC首脳会議 1月1日迄に、WTO新ラウンド交渉終結
05年度 (H17)		年内 介護保険を見直し	4月:ペイオフ解禁(除く決済性預貯金) 住民税分の配偶者特別控除の廃止 固定資産の減損会計完全実施(06年3月期から) 3～9月:愛知万博 10月末 TOPIX浮動株比率の段階的な調整開始 デフレ脱却時期目標:05年度以降	P5等次世代ゲーム機相次いで投入との観測 Windows XP後継バージョンを市場投入 英国でG8サミット EU上場企業によるIASBの国際財務報告基準(IFRS)採用
06 年度 (H18)		9月自民党総裁任期切れ	12月末 新BIS規制適用開始(先進的手法については7年末から)	ロシアでG8サミット 2月 イタリア・トリノ冬季五輪 ドイツでFIFAワールドカップ

(農中総研作成)

欧州経済の状況(予測の前提)

2004～05年 欧州経済の見通し (前年比:%)

地域	時期	2002年	2003年		2004年		2005年		
		実績	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期
ユーロ圏		0.9	0.5	0.4	0.5	2.0	1.6	2.3	2.4
ドイツ		0.2	-0.1	-0.1	-0.1	1.6	1.1	2.1	2.0
フランス		1.2	0.5	0.3	0.7	2.2	2.2	2.1	2.5
イタリア		0.4	0.4	0.4	0.3	1.2	1.0	1.5	2.0
英国		1.7	2.3	2.0	2.5	3.9	3.7	4.0	2.5

農中総研作成

03年下期までは実績 04年以降は農中総研予想

