

景気の「減速」はいつまで続くか

～2004・2005 年度の経済見通し改定～

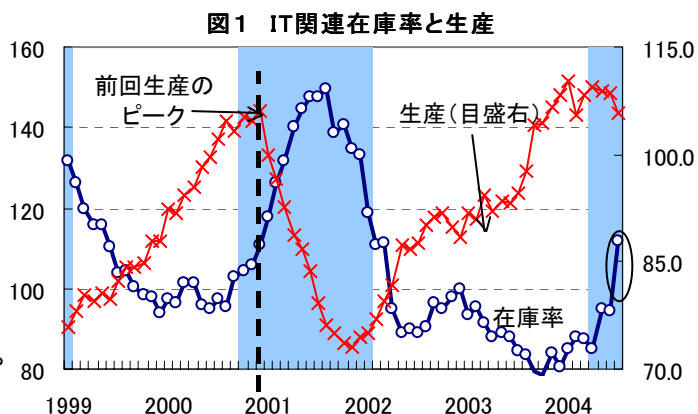
電子部品を中心とした IT 関連財の生産調整で鉱工業生産が頭打ちになるなど、わが国の景気拡大ピッチが減速しつつあることを示す指標が増えている。この「減速」がいつまで続き、どの程度深いものになるかについては見方が分かれているが、当部では比較的短期間かつ浅いもので済み、年明け以降は個人消費・設備投資を中心とした回復基調を取り戻していくと見ている。2005 年度後半までは景気回復局面が続き、年率 2 % 程度の成長率は維持されると予測する。

このところ、景気拡大が足踏み状態にあることを示唆する経済指標が相次いでいる。例えば、鉱工業生産は 6 月に前月比 ▲1.3% と減少した後、7 月は同 0.0% と、も大方の予想に反して回復しなかった。2004 年 4 - 6 月期の実質経済成長率（2 次速報値）は前期比 + 0.3% と、これも事前予想に反して 1 次速報値の前期比 + 0.4% から下方修正された他、7 月の機械受注統計（船舶・電力除く民需）は前月比 ▲11.3% と大幅に減少した。これらの経済指標によって、マーケットの景気先行きに対する見方が慎重になり、長期金利（10 年国債利回り）は 1.5% を下回る水準まで低下した（前月比・前期比は季節調整済伸び率）。

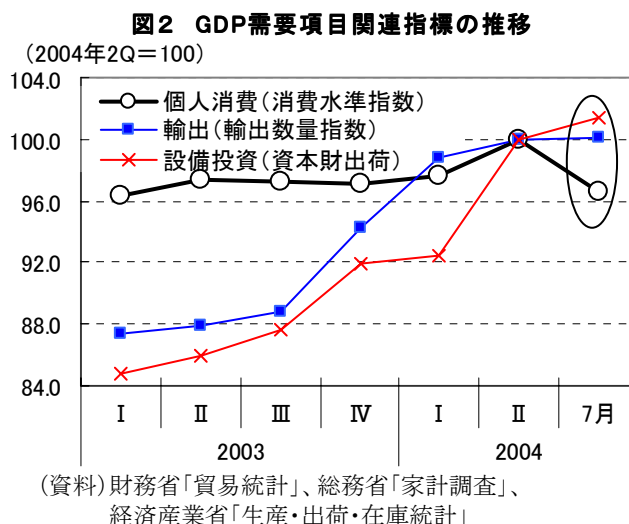
1. 頭打ちになる景気改善

当部でも、今後しばらくは景気の「足踏み」が続き、長期金利が上昇しにくい状態が続くと見ている。

その根拠として第一に、電子デバイス等の部品を中心に、IT 部門の生産調整が不可避になっていることである。7 月の IT 部門在庫率（季）は 111.7 と前月の 94.5 から 17 ポイント以上も上昇し、前回の IT 生産ピーク時の水準（2000 年 12 月：110.9）を一気に上回った。これは IT 関連部門の出荷と在庫のバランスが急激に悪化し、ある程度の生産調整が避けられないことを示すものと言える。7 月の IT 関連財生産指数（季）は 105.9、前月比 ▲2.6% と既に 3 ヶ月連続で減少しているが、今後もしばらくは IT 部門の生産調整が行われるだろう（図 1）。



第二に、2004 年 7 - 9 月期の経済成長率が低いものにとどまる可能性が出てきたことである。7 月の GDP 需要項目関連指標を 4 - 6 月期平均値と比較すると、設備投資（資本財出荷）・輸出（輸出数量指数）の伸びが鈍化している他、個人消費（家計調査・全世帯消費水準指数）は 4 - 6 月期の水準を下回っている（図 2）。GDP ベースの個人消費の基礎データである家計調査の結果が 8、9 月も低迷を続けた場合は、4 - 6 月期に続いて 7 - 9 月期も低成長率にとどまる可能性は更に高くなる。

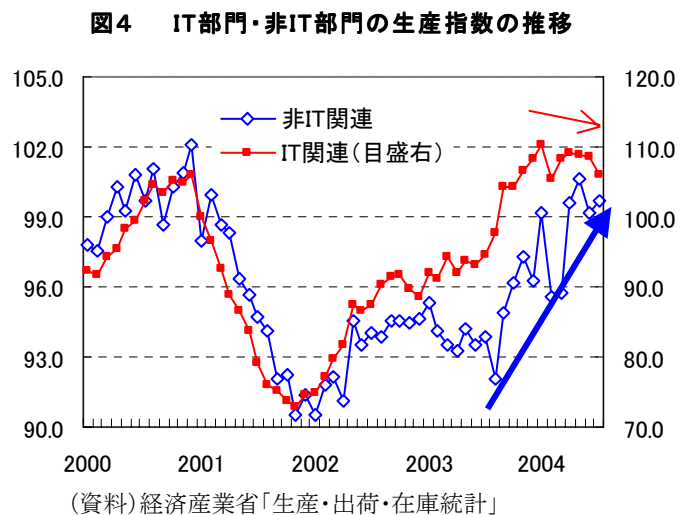
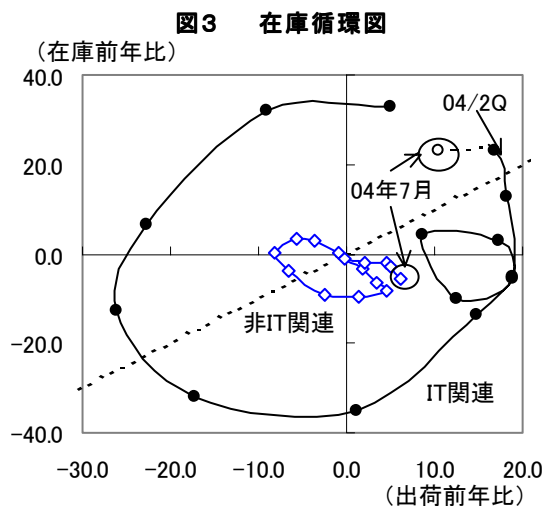


2. まだ失われていない景気回復トレンド

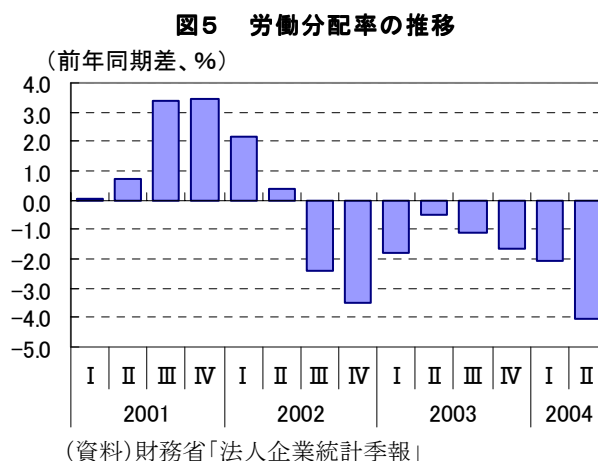
上で述べたような、「今年度下期の景気減速」は、国内の主要エコノミストの間でも意見が一致しているところであるが、その程度や期間については、まだ見方が分かれている。

これに対して当部では、景気減速はそれほど深刻なものにはならず、その期間も年末頃までという、短いものにとどまると考えている。日本経済の回復トレンドは失われていないため、2005 年に入ってからには内需中心の回復基調を取り戻していくだろう。

そのように判断する第一の根拠は、在庫増加による生産調整圧力の高まりは IT 部門に限られており、製造業全体としてはまだ健全な状態にあることである。IT 関連財の在庫は大幅に増加し、在庫循環図上でも 45 度線を超えている（＝意図せざる在庫増加局面入りを示す）一方、非 IT 関連財ではまだ 45 度線の下方に位置しており、生産調整が必要な段階にはまだ遠い。実際に、IT 関連の生産がピークアウトしているのに対して、非 IT 関連の生産の増加基調は損なわれていない（図 3、4）。こうしたことから、生産全体の増加基調がここで失われたとは考えにくい。



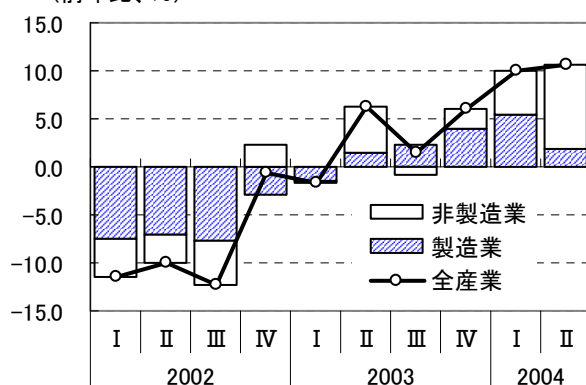
第二に、雇用情勢の改善がまだ続いているために、個人消費の失速懸念は小さいことである。7月の失業率は4.9%、6月比+0.3%ポイントとやや急激な上昇となったが、前月比で見た就業者数は増加しており(+9万人)、7月の失業率上昇は非労働力人口から労働市場への新規参入が増加した(労働力人口:同+32万人)ことが原因である。つまり、7月の失業率上昇は職探しをする人が増えたためであり、企業が既存の雇用者を削減したためではない。毎月勤労統計をみても、7月の常用雇用者数は前年同月比+0.5%と4ヶ月連続で増加しており、雇用者数の増加トレンドはまだ失われていない。更に、企業収益が好調に推移していることもあって、労働分配率は低下ペースを速めており、企業にとっての人件費負担はかなり軽くなっている(図5)。従って、雇用者数の増加はまだしばらく続くと見ていいだろう。



こうした雇用情勢の改善は、今後更に消費者マインドにとってプラス材料となる可能性がある。勿論、10月からの年金保険料負担増、および増税になると見込まれる2005年度の税制改革の影響には注意しておく必要があるが、雇用情勢の改善が続く中では、個人消費が急激に減少に向かうほどのマインド悪化は避けられよう。

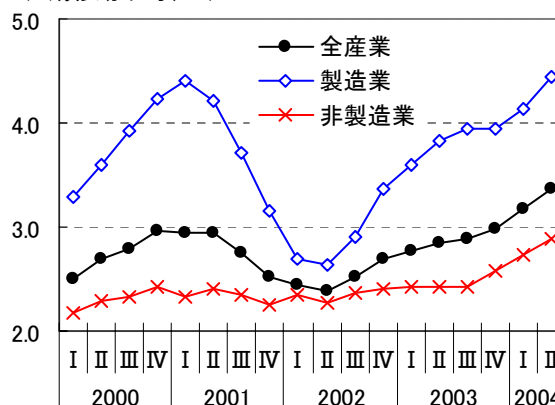
第三に、設備投資回復の裾野が着実に広がっていることである。財務省「法人企業統計季報」によると、4 - 6 月期の設備投資は前年同期比 +10.7%と、2 期連続で二桁の伸びを維持した。加えてその内訳を見ると、非製造業の寄与度が拡大し、製造業の寄与度を上回っている（図 6）。非製造業の収益力も上昇が続いていることを踏まえれば（図 7）設備投資を巡る環境は改善が続いていると言える。

図 6 設備投資伸び率への寄与度
(前年比、%)



(資料)財務省「法人企業統計季報」

図 7 売上高経常利益率の推移
(4期移動平均、%)



(資料)財務省「法人企業統計季報」

第四に、マーケットの景況感に大きく影響した 4 - 6 月期の GDP 下方修正は、そもそも景気の失速を示すものではないことである。GDP 成長率の下方修正を需要項目別の寄与度に分けて見ると、下方修正されたのは民間在庫と公共投資であり、内需の柱である設備投資は上方修正された（表 1）。従って、今回の GDP 修正は数字の面でこそ下方修正であるが、その内容にはむしろ上方修正されている点もあり、悲観的に解釈する必要はないと考えている。

表 1 2004年2Q 実質経済成長率への項目別寄与度
(%)

	2次速報値		1次	寄与度 修正幅
	前期比	寄与度	寄与度	
G D P	0.3		0.4	-0.1
民間最終消費支出	0.6	0.3	0.3	+0.0
民間住宅投資	0.4	0.0	0.0	+0.0
民間設備投資	1.2	0.2	0.0	+0.2
民間在庫(年率兆円)	1.4	-0.3	-0.0	-0.2
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.1	-0.0
公的固定資本形成	-7.0	-0.3	-0.2	-0.1
財貨・サービスの輸出	3.5	0.5	0.5	+0.0
財貨・サービスの輸入	1.9	-0.2	-0.2	+0.0

(資料)内閣府「国民経済計算」

以上を総括すれば、年末頃までは景況感の改善が進まない状態が続くと見られるが、このまま日本経済が景気後退局面に入るわけではなく、年明け以降は内需を中心とした景気回復基調を取り戻すだろう。

3 . 2004 ・ 2005 年度の経済見通し改定

以上のような経済環境と、2004 年 4 - 6 月期 GDP 統計（2 次速報値）等の最新データを踏まえて、[先月公表した「2004・2005 年度の経済見通し」](#)を改定した（総括表）。「2005 年度後半まで景気回復が続く」という基本的なシナリオは先月の見通しから大きく変更しておらず、予測のポイントは下のようにまとめられる。

- わが国の景況感改善が足踏みする状態は 2004 年末頃まで続くが、年明け以降は内需中心の回復基調を取り戻す。設備投資は増勢が続くものの、2003 年度のような高い伸び（+12.2%）を維持することは難しいため、2005 年度末にかけて伸び率が徐々に鈍化する。これによって経済成長率もやや低下傾向となるが、2005 年度後半頃までは年率 2 %以上の成長率を維持し、景気回復局面が続く。2004 年度の実質経済成長率は 3.4%、2005 年度はやや低下するものの 2.2%と、潜在成長率（1.5～2%）前後の水準を保つ。
- 景気拡大が続くことで雇用情勢の改善が進み、失業率は低下していく（2004 年度：4.7%、2005 年度：4.4%）。それとともに、一人あたり賃金のマイナス幅も徐々に縮小していくが、企業の人件費抑制スタンスが大きく転換されるには至らないため、所得改善ペースは非常に緩やかなものに留まる（一人あたり雇用人報酬：2004 年度：▲0.7%、2005 年度：▲0.2%）。
- 労働コストの低下が続くことで、消費者物価の前年比マイナスもなかなか解消されない。2005 年末頃にようやく前年比ゼロから若干のプラスまで回復する。
- こうした動きを踏まえると、日銀による量的緩和政策の解除が視野に入るのは 2005 年度末頃となろう。消費者物価指数の前年比がプラスに転じた後も、再びマイナスに転じないことを確認するための期間が必要となるため、実際に量的緩和政策が解除される時期は 2006 年度以降であると予測する。
- 長期金利（10 年国債利回り）は、2004 年末までは景気回復のもたつきからほぼ横這いで推移し、2005 年に入ってから上昇に転じる。但し、量的緩和政策が維持され、短期金利がゼロに張り付いた状態が続くため、長期金利の急上昇は起こらない。2005 年末に 2%に達する程度の緩やかな上昇となる。
- 円ドルレートは、向こう 1 年程度はごく緩やかな円安基調となる。これは日本においてゼロ金利が続く一方で、米国では FF レートが引き上げられていくため、両国間の金利格差が拡大することを反映したものである。量的緩和政策の解除が視野に入り、長期金利が 2%に近づく 2005 年度後半から再び円高に転じよう。

（花田：hanadah@sumitomotrust.co.jp）

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表 2004・2005年度の経済見通し

	2004年度		2005年度		2004上	2004下	2005上	2005下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<名目>								
国内総支出	506.0	0.9	508.1	0.4	0.1 1.5	0.3 0.3	0.2 0.6	0.1 0.2
<実質・95年基準>								
国内総支出	572.4	3.4	585.2	2.2	1.3 4.3	1.2 2.5	1.1 2.4	0.9 2.0
民間最終消費	310.1	2.8	314.6	1.4	1.4 3.3	0.9 2.2	0.6 1.5	0.8 1.4
民間住宅投資	18.8	1.4	18.7	-0.5	0.9 1.7	0.0 1.0	-0.4 -0.3	-0.4 -0.8
民間設備投資	102.8	9.0	108.1	5.2	3.2 11.3	3.6 6.9	2.5 6.2	1.7 4.3
民間在庫品増加(実額)	0.5	-	0.4	-	1.0	0.3	0.6	0.4
政府最終消費	91.8	1.5	92.9	1.2	0.7 1.7	0.6 1.3	0.6 1.2	0.6 1.2
公的固定資本形成	23.8	-16.4	21.2	-11.2	-10.5 -16.6	-6.4 -16.3	-5.6 -11.6	-5.5 -10.8
財貨・サービス輸出	79.6	15.1	87.0	9.3	7.1 17.3	5.7 13.2	4.5 10.4	3.6 8.3
財貨・サービス輸入	55.1	9.4	57.7	4.8	4.6 10.3	3.8 8.5	2.1 6.0	1.6 3.8
内需寄与度	-	2.3	-	1.4	0.8	0.8	0.7	0.6
外需寄与度	-	1.0	-	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
企業物価*(00年=100)	96.1	1.2	96.8	0.7	1.3	1.2	0.8	0.5
消費者物価*(00年=100)	97.7	-0.3	97.6	-0.1	-0.3	-0.4	-0.2	0.1
鉱工業生産*(00年=100)	103.2	6.8	108.7	5.4	7.7	6.0	6.6	4.2
失業率(%)	4.7	-0.4	4.4	-0.3	4.7	4.7	4.5	4.4
雇用者数*(万人)	5,359	0.4	5,369	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	-0.7	-	-0.2	-	-0.7	-0.6	-0.4	-0.1
新設住宅着工戸数(万戸)	115.7	-1.5	115.4	-0.3	114.8	116.6	115.0	115.8
貿易収支(10億円)	14,090	-	13,710	-	7,132	6,957	6,383	7,327
輸出*(10億円)	59,519	11.5	62,348	4.8	12.3	10.8	5.8	3.8
輸入*(10億円)	45,429	13.4	48,637	7.1	10.5	16.2	11.1	3.3
サービス収支(10億円)	-4,201	-	-4,147	-	-2,202	-1,999	-2,219	-1,928
経常収支(10億円)	17,961	-	17,495	-	9,299	8,663	8,491	9,003
M2・プライ*(M2+CD、兆円)	695.6	1.9	708.3	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
円/ドルレート(円、期中平均)	110.6	-	112.1	-	109.8	111.5	112.8	111.5
輸入原油価格(ドル/バレル)	38.7	-	36.3	-	37.9	39.5	37.0	35.5
米国実質GDP(10億ドル)	10832.2	4.3	11213.9	3.5	4.0	3.7	3.6	3.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国の暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	2003/4-6	7-9	10-12	2005/1-3	4-6	7-9	10-12	2006/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
10年国債利回り	1.60	1.66	1.60	1.70	1.78	1.88	1.98	2.05
円ドルレート	109.7	109.9	111.0	112.0	112.5	113.0	112.0	111.0

→予測