

明治安田生命
2004－2005年度経済見通しについて
 ～デフレ脱却に向けた「最後の」試練～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、2004年1月の合併新会社発足後初となる、2004－2005年度の経済見通しを作成いたしました。

今後は、GDP一次速報値が発表されるタイミングに合わせ、四半期毎に経済見通しを作成し、発表する予定です。

今回の主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2004年度	2.4%	2005年度	1.9%
名目GDP成長率：2004年度	0.2%	2005年度	0.2%

2. 要 点

- ①日本の景気は、2004年度前半まで堅調な回復軌道をたどる。外需に牽引される形で国内の生産や雇用が上向き、個人消費や設備投資などの内需も底堅い推移となる。
- ②しかし、内需主導の自律的な景気回復軌道が確実なものとなる前に、米国経済が政策効果の息切れにより減速に向かう可能性が高いため、2004年度後半の日本経済は再び停滞を余儀なくされる。
- ③2003年度の円高トレンドは、タイムラグをおいて2004年度の輸出の減速要因となる。デフレは引続き内需の下押し圧力となり続ける。

〈主要計数表〉

	2003年度		2004年度		2005年度
		2003/11時点		2003/11時点	
名目成長率	0.6%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
実質成長率	2.9%	2.6%	2.4%	2.0%	1.9%
成長率寄与度・内需	2.0%	1.9%	1.2%	1.3%	1.1%
・外需	0.9%	0.7%	1.2%	0.7%	0.8%

経済見通し総括表

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	← 予測				→ 予測							
	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度				2004年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	2.9%	2.4%	1.9%	0.8%	0.6%	1.7%	0.1%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%
民間最終消費支出	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	0.3%	0.5%	0.8%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	-2.1%	0.2%	0.7%	1.2%	-0.1%	2.9%	-1.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
民間設備投資	-3.3%	9.8%	4.7%	4.2%	4.4%	-0.2%	5.1%	-1.5%	2.0%	1.1%	0.8%	0.5%
政府最終消費支出	2.1%	1.1%	1.2%	0.9%	-0.1%	0.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%
公的固定資本形成	-5.0%	-10.8%	-8.0%	-7.8%	-3.7%	-5.1%	-0.2%	-1.0%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
財貨・サービスの輸出	12.0%	10.3%	12.2%	7.2%	1.6%	3.2%	4.2%	4.0%	4.0%	2.0%	0.5%	0.5%
財貨・サービスの輸入	5.5%	3.6%	4.0%	2.1%	-1.2%	2.6%	1.4%	0.8%	1.3%	0.5%	0.5%	0.4%
名目GDP	-0.7%	0.6%	0.2%	0.2%	0.6%	0.3%	0.7%	-0.4%	0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
GDPデフレーター	-1.8%	-2.2%	-2.1%	-1.7%	-0.2%	-0.4%	-1.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%

(前期比寄与度)	← 予測				→ 予測							
	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度				2004年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	2.9%	2.4%	1.9%	0.8%	0.6%	1.7%	0.1%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%
民間最終消費支出	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.2%	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.0%	1.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.0%	0.8%	-0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	-0.3%	-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
在庫品増加	0.4%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
純輸出	0.8%	0.9%	1.2%	0.8%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	1.3%	1.2%	1.5%	1.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

2. 主要国のGDP成長率予測

(米国)	← 予測				→ 予測							
	2002暦年	2003暦年	2004暦年	2005暦年	2003暦年				2004暦年			
					1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
前期比年率												
実質GDP	2.2%	3.1%	4.2%	2.7%	2.0%	3.1%	8.2%	4.0%	4.4%	3.5%	2.8%	2.6%
個人消費支出	3.4%	3.1%	3.7%	2.1%	2.5%	3.3%	6.9%	2.6%	4.5%	3.1%	2.3%	2.0%
民間設備投資	-7.2%	2.8%	7.6%	4.3%	-0.6%	7.0%	12.8%	6.9%	7.1%	7.0%	5.9%	7.3%
民間住宅投資	4.9%	7.6%	4.4%	0.8%	4.5%	4.5%	21.9%	10.6%	1.8%	-3.4%	-1.6%	1.7%
民間在庫投資(寄与度)	0.4%	0.0%	0.3%	0.2%	-0.7%	-0.2%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	-0.7%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.8%	-1.3%	0.8%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
政府支出	3.8%	3.4%	2.8%	2.7%	-0.4%	7.4%	1.8%	0.8%	3.3%	3.7%	3.0%	2.0%

(欧州)	← 予測				→ 予測							
	2002暦年	2003暦年	2004暦年	2005暦年	2003暦年				2004暦年			
					1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
前期比												
ユーロ圏実質GDP	0.9%	0.4%	1.6%	1.7%	0.0%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%
うちドイツ	0.2%	-0.1%	1.1%	1.3%	-0.2%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%

〈要 約〉

2004年度前半の日本経済は、外需主導で堅調な推移を辿ろう。しかし、年度後半は、米国景気の減速により牽引役である輸出の伸びが鈍化するのに加え、デフレトレンドの持続が内需の下押し圧力として働くと考えられることから、次第に減速感が強まる展開を予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善がある程度下支えになると予想されるものの、これまでの高齢層主導の消費に限界が見えつつあるほか、将来的な社会保障費負担増や増税への懸念から貯蓄率の低下傾向に歯止めがかかると予想されるため、年度を通じて小幅な伸びに留まる。住宅投資は、地価下落トレンドの持続を背景に引続き低調に推移する。設備投資は、足元までの旺盛な更新投資需要が一服するとみられる一方、デフレ下で企業が引続き新規投資を手控えるとみられることから、年度後半は次第に減速に向かう。外需は、年度当初は中国向けのハイテク部品等を中心に高い伸びを続けるとみられるものの、年度後半は米国景気が停滞色を強めると予想され、さらに足元の円高がタイムラグを置いて輸出の下押し圧力になると考えられることから、次第に伸びが鈍化すると予想する。

政府の構造改革は進んでおらず、規制改革による「官から民へ」の流れが民間需要の喚起に繋がると展望できる状況にはない。国内のデフレギャップは依然として大きく、日銀は2004年度中も量的緩和を継続しよう。2004年度の実質GDP成長率は前年比2.4%、2005年度は同1.9%と予想する。

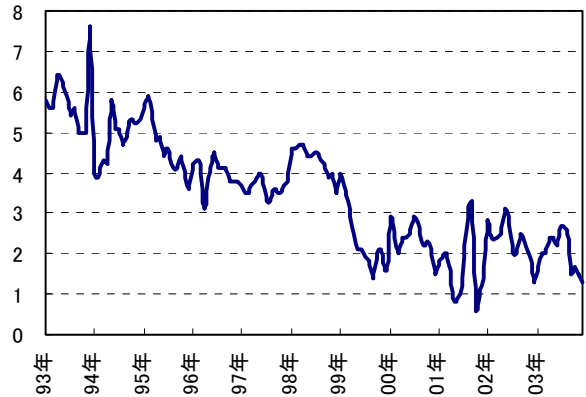
年度後半は米国中心に世界経済は減速へ

米国経済は、2001年以降、3年間で累計5.5%ポイントにわたる大幅金融緩和と、2003年5月末に成立した3500億ドルにのぼる減税策の効果で、2004年前半は、3%台半ばと言われる潜在実質GDP成長率を上回るスピードでの回復基調が続くと予想する。

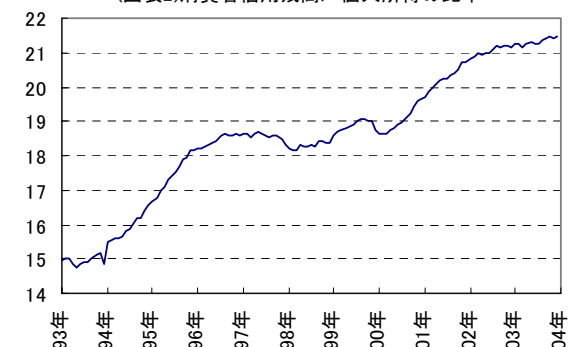
減税策に伴う税金還付は、4月の確定申告の締切を挟んで、6月頃まで継続的に実施されると見込まれる。特に2～3月に還付額の過半が集中すると予想され、前半の個人消費を下支えしよう。しかし一方で、貯蓄率の低下傾向が続いているほか(図表1)、可処分所得に占める債務残高比率が高止まりするなど(図表2)、家計が「実力以上」の消費をしている構図は変わっていない。減税効果の弱まる年後半は、こうした過剰債務や低貯蓄率が逆に消費の抑制要因となるだろう。

昨年、異常なほどの活況を呈した住宅投資も、かなりの部分が需要の先食いと考えられ、今後はピークアウトに向かう可能性が高い。設備投資は、旺盛な情報化投資に牽引される形で、2003年10-12月期

(図表1)米国家計貯蓄率の推移



(図表2)消費者信用残高／個人所得の比率



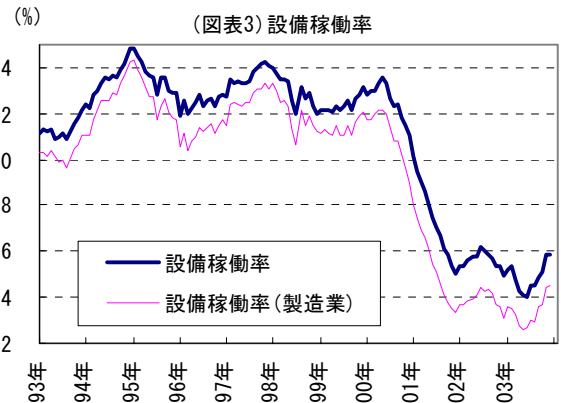
まで3期連続で増加している。ITバブル時に集中投資されたコンピューター等が更新期を迎えていることが背景にあると考えられるが、IT投資の更新サイクルが3年程度とすると、循環的には2004年中盤以降に再び調整局面を迎える可能性が高い。設備稼働率はいまだに低水準で(図表3)、情報化投資以外の生産能力増強型の設備投資も大きく伸びる状況にはない。ただ、企業減税の多くが2004年末までの時限減税になっていることが、ある程度年後半以降の設備投資の駆け込み需要に繋がる可能性はある。

米国景気は、低貯蓄率や過剰設備などのITバブルの負の遺産をいまだに引きずった状態にある。こうした構造問題が足枷となって、減税効果が剥落する夏場以降、次第に減速感を強める可能性が高いと予想している。

ただ、年初に高いゲタをはいてスタートする影響もあり、実質GDP成長率は、2004年通年では4.2%の成長を確保すると予想している。物価は引続き落ち着いた推移が見込まれ、FRBはFFレートを年末まで1.0%に据え置くとみる。

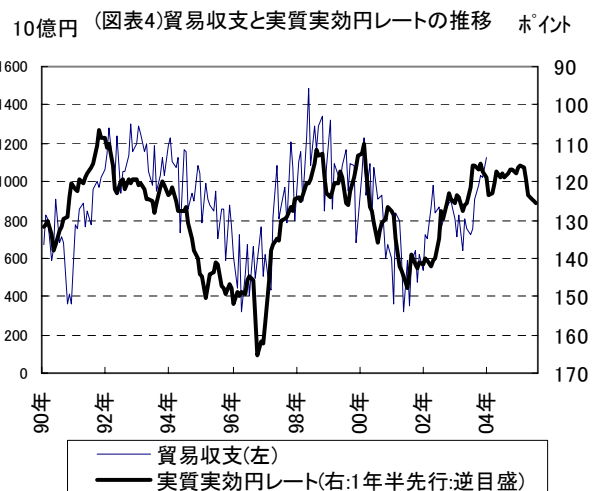
ユーロ圏景気は、外需主導で2004年前半は堅調な推移が見込まれるものの、内需は引続き弱含みの推移が続くと予想される。特に中核となるドイツは、社会保障制度改革による負担増等を背景に消費者心理の冷え込みが懸念される。年後半にかけては、米国景気が減速に向かうとともに、外需に牽引される形で伸びている製造業受注や鉱工業生産なども再度伸びが鈍化、設備投資も弱含むと予想する。

中国経済は、2003年の日本からの輸出金額の伸びが前年比33.2%に達したほか、輸出基地として日本企業の直接投資が急拡大するなど、日本経済にとって年々重要性を高めつつある。米国を中心とした世界的な回復基調を背景に、年前半の中国景気は好調な推移が見込まれる。景気過熱を不安視する声もあるが、人民銀行が2003年後半以降、各種融資規制や、預金準備率の引上げなど、引締め姿勢を強める一方、製造業については、最近では自動車や鉄鋼産業における過剰投資が目立つようになってきていることから、景気過熱懸念は次第に沈静化するとみる。むしろ、2004年後半にかけては、米国景気の減速とともに、中国においても景気減速感が次第に強まる展開を予想する。銀行の不良債権問題や、非効率な国営企業問題、人民元問題などは引続き中国景気へのリスク要因としてくすぶりつづけよう。



日本経済の牽引役である外需に暗雲

1月16日に発表された経済産業省の緊急円高調査によると、105円を割り込む円高が持続した場合、約8割の企業が、輸出採算の悪化やユーザーの需要減少等を通じて企業収益や設備投資計画に影響すると回答している。この種のアンケートの数字は相場変動とともに平行移動する場合も多いが、円高が進めば進むほど輸出採算が悪化するの間違いなく、足元の円相場はそろそろ臨界点に達している可能性が高いとみる。図表4は、円の実質実効



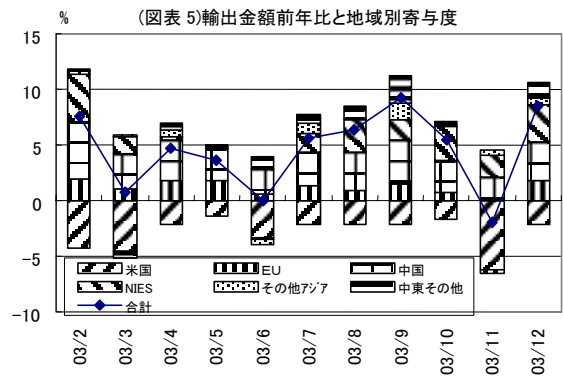
レート(相手国別の貿易量のウエイトや、内外のインフレ格差を加味した円レート)を、貿易収支に1年半先行させる形で示したものだが(実効レートは逆目盛で表示)、グラフからは、貿易黒字が今後一段と拡大する状況は予想しづらく、2004年後半以降から2005年前半にかけては、むしろ縮小に向かう可能性が示唆されている。

日本の輸出は好調だが、これは為替レートの変化が交易条件の変化を通じて貿易収支に反映されるまでにはタイムラグがあるのに加え、足元では円高の価格効果を海外の需要増という所得効果が上回っているためだ。とりわけ、中国向けの輸出が好調に推移しているという点大きい。

2003年通年の日本の通関ベースの輸出額は、前年比で4.7%の伸びとなったが、うち中国向け輸出の寄与度は3.2%で、約7割を占める。うち3分の1を、ハイテク関連製品の割合の高い電気機械が占めている。

しかし、年後半は中国向けの輸出も減速に向かう可能性が高い。たとえ米国景気が失速しても、中国向けの輸出だけはどんどん伸びるというパターンもなくなはないが、中国は、基本的には加工貿易に依存する経済であり、米国抜きで内需主導の好景気が持続するほど自律的な成長構造は確立されていないとみるべきだろう。

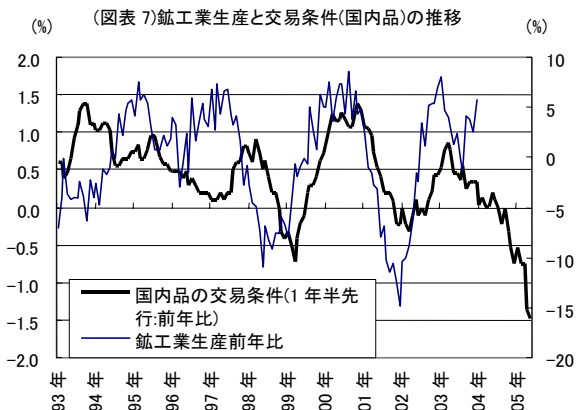
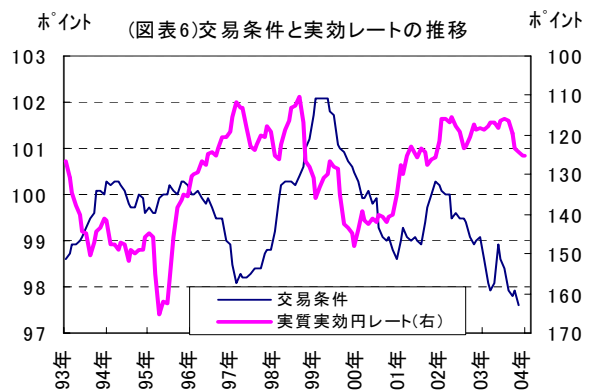
円高トレンドがたとえ早期に反転したとしても、2004年度中は、2003年度までの円高トレンドがタイムラグをおいて輸出の重しとなり続ける状況が続くだろう。



交易条件悪化で設備投資は減速へ

国内のデフレトレンドの持続も、製造業の収益構造の悪化に繋がっている。図表6は、製造業の交易条件指数(製造業の産出価格を投入価格で除したものと実質実効円レートを比較したものである。円高トレンドの持続はデフレ圧力となり企業の交易条件の悪化に繋がるが、2002年以降は、実効レートの動向如何に関わらず、ほぼ一貫して低下傾向にあったことが確認できる。これは為替要因以外にも国内のデフレ要因が働いているためと考えられる。

図表7から貿易財を除いた国内品の交易条件指数を確認すると、ここ数年で大きく悪化しているのが確認できる。これは、国内の需要不足による製品価格の低迷に加え、原油、鉄鋼などの素材価格が最終財価格と比し相対的に大きく上昇したためである。最近の消費者物価指数の動きなどを見ると、デフレ圧力が緩和しているように見えるものの、企業にとっては、むしろ投入価格の相対的な上昇が今後の企業収益への重しとなる可能性が



高いことを示している。

素材価格の上昇をデフレ脱却の兆候と捉える声もあるが、交易条件の推移をみる限り、製造業は、投入コスト上昇分を製品価格に転嫁する余裕も兆候もほとんどないと考えべきだろう。

たとえ企業が製品価格の引き上げを実施したとしても、高くなった消費財を消費者が積極的に買うようになって初めてデフレ脱却が可能になる。しかし、供給に対し需要が不足しているのがそもそものデフレの要因であり、素材価格の上昇がコストプッシュ的にインフレに結びつくと考えるのは短絡的である。素材価格の上昇は、中国など特定の新興国の需要急増による部分が大きく、日本のデフレ脱却との直接的な関係は希薄とみるべきだろう。

今のところ、企業はいわゆるリストラ努力で損益分岐点を下げることにより収益を捻出している。しかし、足元までの国内品の交易条件の悪化は、2004年度後半にかけて、収益の悪化、鉱工業生産の減速に繋がる可能性が高い(図表7)。好調な外需の恩恵で、足元では交易条件の低下にも関わらず鉱工業生産は伸びているが、年後半は外需の鈍化とともに、次第に減速に向かうと予想する。

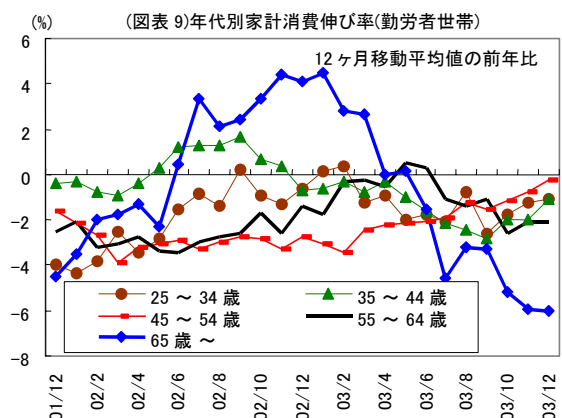
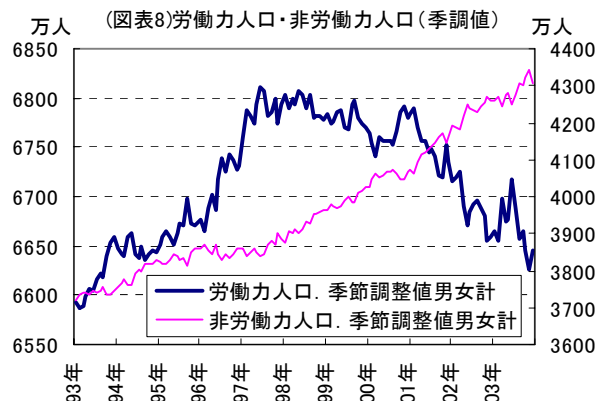
設備投資は、2003年度は企業収益の改善を背景に、それまで抑制されていた更新投資がペンタアップディマンドとして顕在化したため堅調な推移となった。しかし、デフレ下で売上の一段の伸びが見込めないことから、新規投資が大きく伸びる環境にはなく、2004年度後半にかけては更新投資需要もIT投資中心に一巡するとみられることから、設備投資は徐々に鈍化に向かうだろう。

雇用回復による消費下支え効果は限定的

2003年後半以降、雇用環境の回復トレンドが明確となりつつあるため、2004年度前半の個人消費はある程度下支えされると予想される。もともと企業の求人意欲の強さは確認されていたが、12月は失業率が4.9%まで低下するなど、実際の雇用も回復基調にある。しかし一方で、労働力人口の減少傾向が続くなど、雇用のミスマッチはまだまだ解消していないのは不安材料だ。遅行指標である雇用関連統計は、過去の好景気の反映にすぎないという点にも注意が必要だろう。雇用が今後V字型の回復に向かう可能性は低いと見ている。

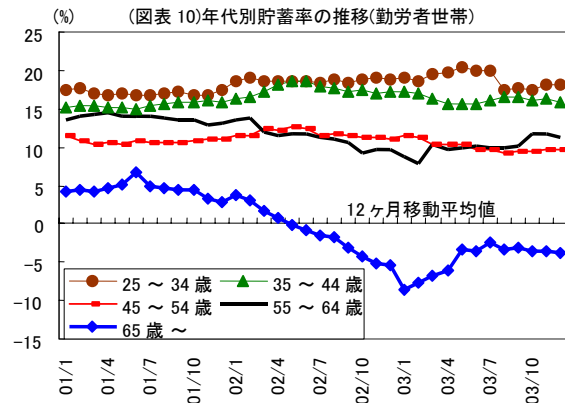
また、ここ数年の個人消費の比較的堅調な推移には、高齢者が資産を積極的に取り崩して消費に向けたという点が大きく貢献してきたことに注意しなければならない。

高齢者の割合が増えれば、それだけで一国全体の貯蓄率は低下するが、2001年以降はもともと低い中高年齢層の貯蓄率がさらに大きく低下するという傾向が顕著となった。リストラの影響で収入が減っても、消費の水準はすぐに落とせない「慣性効果(ラチェット効果)」が働いたためと考えられるが、資産を取り崩すにも限度があるのに加え、時が経つに連れ、消費のレベルは徐々に所得水準にさや寄せされる。事実、2003年に入ってから中高年齢層の消費の伸びは



急激に低下しており(図表9)、貯蓄率も下げ止まっている(図表10)。2004年度はこれまでのような高齢者主導の消費の伸び持続は期待できない。加えて、家計部門の負担は今後高まる一方である。年金保険料の引上げや配偶者特別控除の廃止などが決まる一方、数年後には所得税の定率減税廃止や消費税引上げも有力な情勢である。こうした将来の所得への不安から、家計の財布の紐が一段と堅くなる可能性が高く、2004年度は貯蓄率の上昇が消費の抑制要因となる可能性が大きいとみている。

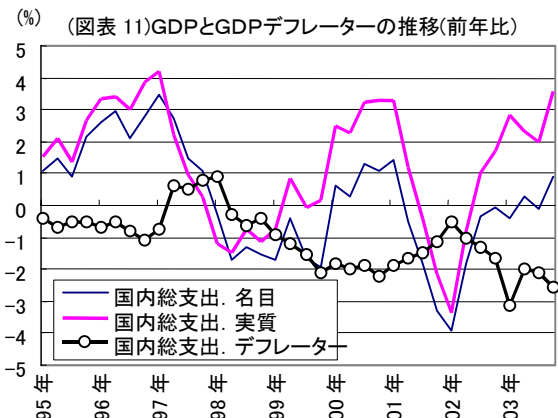
住宅投資は、民間の低金利ローンの普及がある程度下支え要因になるものの、依然として資産デフレ傾向が続いていることから、低調な推移に留まるだろう。



早期デフレ脱却の可能性は低い

デフレ圧力が大きく緩和している証拠は乏しい。2003年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比(年率)で、7.0%の高い伸びだったが、GDPデフレーターは前年比2.6%低下と、マイナス幅が逆に拡大している(図表11)。12月の消費者物価指数は前年比横ばいだったが、医療費負担増、タバコ増税、米価値上がりなどの特殊要因のみで0.5%程度かさ上げされている点に注意が必要である。加えて、ラスパイレス指数特有の上方バイアスを考慮すると、足元のデフレ圧力はかえって強まっている可能性もある。2004年度は、消費者物価指数の前年比マイナス幅は再度拡大に向かう公算が高く、デフレは2004年度も景気の重しとなり続けよう。

2003年度後半の高い成長ペースをこのまま持続することができれば、デフレギャップは次第に縮小し、2005年度後半以降、デフレ脱却が展望できる状態となる可能性もある。しかし、当社の見通しでは、その前に米国景気が減速に向かう見込みで、日本の景気も再び減速を余儀なくされる展開を予想している。日銀は現行の量的緩和策を継続するとみられ、2004年度中に量的緩和早期解除観測が再び現実味を帯びる場面はないとみている。



「官から民へ」、「国から地方へ」(規制改革・行政改革)といった政府の構造改革については、従来のような抵抗勢力による先送り体質からは一歩前進しつつあるものの、依然遅々とした動きに終始しており、結果には結びついていない。これまで民間企業の参入が厳しく制限されていた医療、教育、農業分野などの規制改革が進めば、将来的には大きな民間需要の掘り起こしに繋がる可能性があるが、現時点では予想に織り込める状況にはない。2004年後半の米国景気の停滞が軽微なものに留まれば、2005年後半以降は再び循環的な回復局面に向かう展開もあるとみているが、景気回復を持続的かつ力強いものとするためにも、構造改革の一層の進展が必要とされるところだ。