

# 2004 / 2005 年度改訂経済見通し

## < 要 旨 >

### ○ 景気の現状

2004 年 4 ～ 6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 + 0.4% ( 年率 + 1.7% ) と 9 四半期連続のプラス成長となった。景気回復が続いていることを示す結果であったが、プラス幅は昨年度後半に比べて縮小しており、回復の勢いが鈍化している。

### ○ 見通しのポイント

景気が先行き減速するという懸念は現実のものになるのか、それとも一時的な調整で終わるのか。今回の見通しのポイントになるのは、海外景気の減速と原油価格上昇の影響、デジタル関連分野を中心とした在庫調整の可能性、企業収益減速の可能性と設備投資回復の持続性、所得の回復力が弱い中での個人消費拡大の持続性、の 4 点である。

### ○ 2004 / 2005 年度経済見通し

輸出と設備投資を中心に民需主導の景気回復が続いているが、2004 年度後半には海外景気の減速を受けて輸出が減速してくる。さらに、企業収益が伸び悩んでくる年度末には設備投資も減少し、景気は調整局面に入ってくるだろう。ただ、年度を通してみれば、2004 年度の実質成長率は + 3.1% と 3 年連続のプラス成長を、また名目成長率は + 1.2% と 2 年連続のプラス成長を予測する。

2005 年度は前年度からの景気減速が続くが、年度後半には海外景気の回復を受けて持ち直してくる。輸出が再び拡大し、これが生産や企業収益の回復をともなって設備投資を増加させる。2005 年度の実質成長率は + 0.6% と 4 年連続のプラス成長を見込むが、名目成長率は - 0.6% と 3 年ぶりのマイナス成長を予測する。

2004 年度、2005 年度を通じて、個人消費と政府消費は増加基調が続き、住宅投資と公共投資は減少基調が続く。ただ、2005 年度になると、雇用・所得環境の悪化を背景に個人消費は増加の勢いがやや弱まるのに対して、公共投資は減少幅が縮小してくる。物価は景気回復と一次産品価格の上昇を受けてデフレ圧力が後退しているが、景気が減速してくる 2005 年度には再び低下する。



お問合せ先 調査部 ( 東京 ) 国内経済班

E-mail: [shun.maruyama@ufji.co.jp](mailto:shun.maruyama@ufji.co.jp)

## 1. 景気の現状と経済見通しのポイント

### (1) 景気の現状

2004年4～6月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率+1.7%）と9四半期連続のプラス成長となった。景気回復が続いていることを示す結果であったが、プラス幅は昨年度後半に比べて縮小しており、回復の勢いが鈍化している。また、名目成長率は前期比-0.3%（年率-1.3%）と5四半期ぶりにマイナス成長となり、GDPデフレーターは前年比-2.6%と前期と同じマイナス幅が続いている。もっとも国内需要デフレーターは前年比-2.0%と前期（同比-2.6%）よりマイナス幅が縮小しており、デフレ圧力は弱まっている。

需要項目別に見ると、世界景気の影響に支えられた輸出の拡大が続いている。輸入を差し引いた外需寄与度は+0.3%と2002年以降ほぼ一貫してプラス寄与が続いている。一方、外需とともにこれまで景気回復を牽引していた設備投資は前期比+0.0%と横ばいになり、昨年10～12月の高い伸びをピークに急速に減速しているように見える。しかし、機械受注や資本財出荷など関連する指標は設備投資の回復を示唆しており、二次速報値で上方修正される可能性がある。

個人消費は前期比+0.6%と5四半期連続の増加となった。所得の回復力が弱いこともあって伸び率は縮小したが、引き続き景気回復を下支えしている。また、住宅投資は前期比+0.3%とほぼ横ばいであった。公共投資は前期比-5.1%と減少基調が続いており、マイナス幅も拡大している。公的需要の寄与は7四半期連続のマイナスとなっているが、民需主導の景気回復が続いている。

### (2) 経済見通しのポイント

日本経済が回復が続いているという点については見方がほぼ一致している。6月調査の日銀短観においても、業況判断DI（「良い」-「悪い」）が大企業製造業を中心にバブル崩壊後の過去2回の景気回復よりも改善していた。しかし、景気の先行きについてはあまり楽観的になれないという認識が根強い。

先行きに不安を感じる理由のひとつは景気回復の長さである。2002年1月を谷とする今回の景気回復はすでに30ヵ月を超えていることになる。戦後における日本の景気回復期間の平均は33ヵ月である。今回の景気回復もそろそろ終わりに近づいているという見方が出てくるのは自然である。

もうひとつの理由は景気回復の強さである。昨年度後半の年率6%を超える実質成長はあまりに強かった。設備投資と輸出は前年比二桁の伸びで回復を牽引し、個人消費も3%近い伸びで成長を下支えする。こんな理想的な姿が続くのであれば問題ないが、やはりずっと続くとは思えないという高所恐怖症にも似た感覚が生まれていたようである。この点では、4～6月期の成長率が減速したのは持続可能な成長ペースに戻ったと評価すること

もできる。

景気が先行き減速するという懸念は現実のものになるのか、それとも一時的な調整で終わるのか。ポイントになるのは以下の4点である。

#### 海外景気

海外景気の拡大が輸出の増加を通して今回の景気回復を先導してきたが、米国をはじめとする世界景気が減速してくる可能性がある。実際、7月の米国雇用統計では非農業部門の雇用者数の増加が予想を大きく下回り、景気減速観測が広がっている。雇用統計の数字は振れが大きいので単月の数字では判断できないが、大型減税や低金利による景気刺激効果がしだいに弱まってくるため、米国景気の減速が予想される。また、原油価格が高値で推移していることも、企業収益の圧迫やエネルギー価格上昇による個人消費の抑制という形で世界景気にとってのマイナス材料となる可能性がある。

#### 在庫投資

生産が増加しても在庫は増えないというのが今回の景気回復の特徴である。背景には、在庫管理技術の発達、汎用品から在庫を持たないオーダーメイド品への生産シフト、デフレのもとでの在庫保有意欲の低下などさまざまな要因が考えられる。しかし、意図的に在庫を増やさなくても、在庫が増えてしまうこともある。足元では、半導体素子などの電子部品・デバイス工業で在庫が増加している。デジタル関連需要は増加しており出荷も高い伸びを続けているが、出荷に対する在庫の割合を見た在庫率指数が上昇しており、在庫の積み上がりが懸念される。

生産全体で見ると在庫水準は低く、在庫調整が生産を減少させる状況ではない。しかし、一部の品目での在庫の積み上がりとその品目の生産を減少させる可能性がある。その品目がこれまで景気回復を先導してきたデジタル関連の分野であれば、影響が広がる可能性がある。

#### 設備投資

設備投資は輸出とともに今回の景気回復を牽引してきた。企業収益の回復に支えられて、半導体や液晶などデジタル関連分野、輸出が好調な自動車といった業種を中心に設備投資が増加している。また、これまで必要な設備投資を先延ばししてきた中小企業においても更新投資が増加しており、投資回復の裾野が広がっている。景気の現状のところでも述べたように、4～6月期の設備投資は前期比横ばいであったが、設備投資の増加基調はまだ続きそうである。ただ、昨年10～12月期の高い伸びに比べると、増加の勢いは弱まってくるであろう。

## 個人消費

個人消費は景気回復の下支えの役割を果たしてきた。個人消費は他の需要項目に比べて安定度が高く、景気後退の引き金になるとは考えにくい。ただ、雇用はある程度回復してきているが、パート比率の上昇もあって一人当たり賃金は減少基調が続いている。所得の回復に力強さが出ない中で個人消費の増加がいつまで続くのか不安もある。猛暑効果やオリンピック効果が一巡すれば消費も減速してくるという単純なものではないが、昨年度後半のような高い伸びを個人消費に期待するのは難しいであろう。個人消費はGDPに占める割合が高いだけに、伸び率が鈍化してくると成長率の下押し効果は小さくない。

以上四つの要因のうち、早い段階で調整の動きが出てくる可能性があるのは海外景気と在庫投資であろう。また、調整の大きさという点では、海外景気と設備投資に注意が必要である。個人消費も減速の可能性があるが、タイミングと大きさともに読みにくい。四つの要因とも単独で景気を後退させるほどのインパクトを持ちにくいかもしれないが、いずれの需要項目もさらに拡大するというよりはいったん調整しそうな方向である。2004年度下期は景気が調整局面を迎える可能性が高まっている。

## 2. 2004/2005 年度経済見通し

### (1) 前提条件

見通しを作成するにあたって以下の前提条件を置いた。

#### 世界景気

米国では、2003年後半以降、大型減税を背景とした個人消費の拡大や更新需要を中心とした設備投資の増加に支えられ、景気は拡大基調にある。2004年後半以降は、減税効果の剥落、低金利局面の終了から景気は調整に向かうと見られる。しかし、雇用・所得環境の改善から個人消費が底堅く推移すると見られる上、足元の在庫水準が低く、大幅な生産調整に至る可能性が小さいことから、調整は小幅にとどまろう。米国景気はミニ調整を経て、2005年後半以降、再び回復軌道に戻ろう。

ユーロ圏は、2003年7～9月期以降外需主導の景気回復過程に入っている。足元、5月にEUに加盟した中東欧諸国や中国向けの輸出が堅調であり、生産も回復傾向にある。ただし、雇用の改善が進まず失業率が高止まりしていることから、消費者マインドの回復も遅れており、個人消費回復の足取りは依然として重い。2004年後半より、米国景気の調整局面入りを契機に世界景気が鈍化する中で、ユーロ圏の景気も調整局面を迎えるとみられる。2005年後半からは世界景気の回復に合わせ、ユーロ圏の景気も拡大に転じよう。

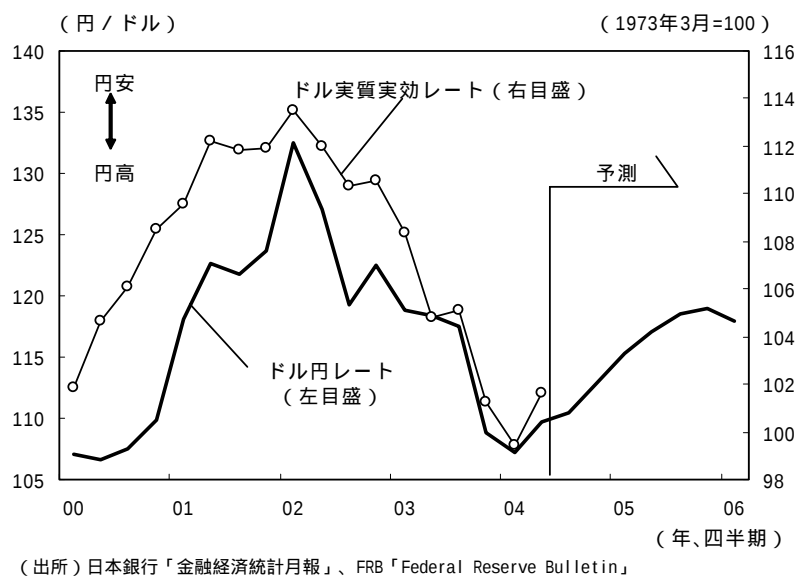
アジアでは、堅調な世界景気を背景に輸出が好調に推移するなか、雇用・所得の回復もあり、景気が速いテンポで拡大している。特に中国経済が好調である。ただし、こうした

基調は、今後、米国景気の鈍化や中国の投資抑制策の影響などにより弱まり、景気は減速すると予想される。すでに中国では、2003 年央からの投資抑制策の効果が出始めている。また、自動車やエアコンなどブームとなった製品で生産調整の兆候が現れている。調整は、2005 年前半まで続くと思われるが、2005 年後半からは、世界景気の回復にあわせて、景気は上向くものと想定している。

## 為替

ドル円相場は、4 月初めに 103 円台をつけたのち、米国の利上げ観測が強まったことを背景にドル高・円安傾向となり、足元では 110 円程度で推移している。ただし、目先は日米とも景気拡大の勢いが鈍化するため、ドル円は相場が大幅に変動することはないであろう。2005 年度にかけて、相対的に日本経済の弱さが懸念され易くなり、やや円安方向への動きになると想定している。

図表 1 . 為替の見通し



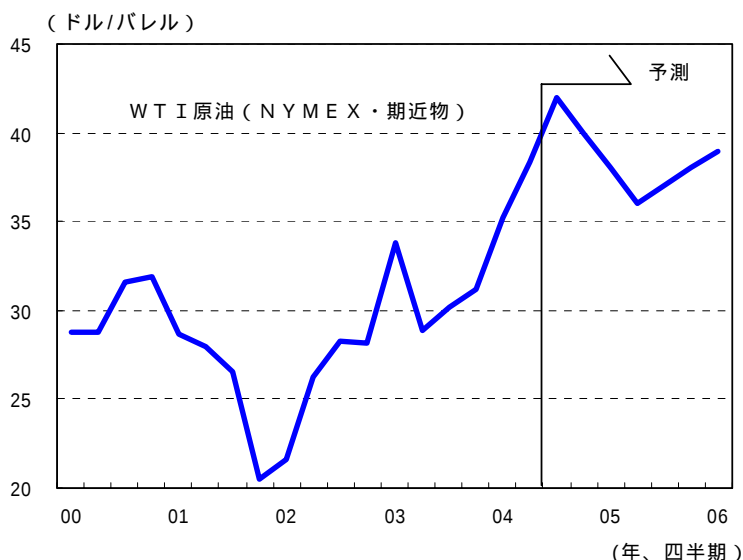
## 原油価格

WTI 原油(期近物)は、世界景気の回復に加えて、米国や中国を中心とした需要拡大、地政学的リスクの高まりなどに影響されて 45 ドル前後で推移している。OPEC は価格を抑えるために大量供給で応えているが、生産余力の縮小が供給不安に拍車をかけている。

イラク情勢は泥沼化の様相を呈しており、今のところ供給サイドからの価格下押し要因は見当たらない。このため、世界景気の回復が続いているうちは 40 ~ 45 ドルの高値圏で推移するであろう。しかし、商品市場に流入していた過剰流動性の伸びが金利上昇にともなって鈍化し、さらに 2004 年度後半に入り世界景気が減速してくれば、価格下押し圧力が出

てくるであろう。ただし、世界景気の調整が小幅にとどまる見込みであることや、実際に価格が下がってくればOPECが減産に踏み切る公算が大きいことなどから、価格の大幅下落は回避される可能性が高い。2005年度後半になると世界景気が回復に向かうため、価格は上昇に転じると予想する。

図表２．原油価格の見通し



## 財政政策

2004年度の国の予算では、公共事業関係費は前年比 - 3.5%と削減されている。地方の予算においても、単独事業費が前年比 - 9.5%、投資的経費全体では - 8.4%と削減が続いている。一方、社会保障に関わる政府の支出は拡大に歯止めがかかっていない。2004年度の医療費に関する国庫負担額予算は前年比 + 4.8%、介護保険給付費については同比 + 14.9%と増加している。

2005年度の国の公共事業予算は概算要求基準において対前年度3%の削減が示されている。また、地方については単独事業費が前年比 - 5.7%（地方の投資的経費予算全体では同比 - 4.7%）とそれぞれ削減が続くと想定した。2004年度、2005年度とも、補正予算による公共事業の追加は想定していない。

社会保障費用に関しては、保険給付割合の変更のような大幅な経費削減につながる制度改定は想定していない。2005年度も拡大が続き、歳出抑制のペースを遅らせる要因となる。

## 金融政策

景気回復の動きが続き、物価が下げ止まってきたことを受けて、日銀の量的緩和の解除のタイミングが近いとの見方も出ている。しかし、日銀は量的緩和を解除する条件として「消費者物価のコア部分が前年比ゼロ%以上で安定的に推移」などを掲げている。予測期

間中に消費者物価が解除条件を満たすことはないと思われ、量的緩和が解除されることにはならない。

また、金融システムが安定しているかどうかも解除のための重要な条件となると考えられる。実際に量的緩和によって潤沢な流動性が供給された結果、金融システム不安が回避できたとも考えられる。その意味で、金融庁が金融再生プログラムの中で主要行に求めている不良債権比率の半減が確認され（2005年3月末まで）、ペイオフ解禁（2005年4月予定）が予定通り実施されることが解除のための必要条件であろう。

## （2）2004年度・2005年度経済見通し

### ○2004年度～3年連続のプラス成長だが、年度後半から調整局面

民需主導の景気回復が続いており、2004年度の実質GDP成長率は+3.1%と3年連続のプラス成長を、また名目成長率は+1.2%と2年連続のプラス成長を見込んでいる。ただし、年度後半からは景気の調整色が次第に強まってくると想定している。

景気の波を形作るのは輸出と設備投資である。世界景気の回復が続いているが、2004年度後半になると米国や中国をはじめとして減速が予想される。このため、日本からの輸出が減少し、生産、さらに企業収益の下押し要因となる。設備投資も年度後半になると減少してくると予測した。

GDPの過半を占める個人消費は底堅さを維持するであろう。所得環境の改善は緩やかなものにとどまるので、個人消費が2003年度後半の高い伸びを維持することは難しいが、実質ベースでは緩やかな増加基調を維持するであろう。一方、住宅投資は横這いからやや減少気味に推移し、公共投資は減少傾向を続けるであろう。また、政府消費は医療費や介護費の拡大を背景に増加基調が続く。

景気の回復につれて物価下押し圧力が弱まり、国内企業物価は原材料価格の上昇を反映して前年比プラスに転じている。また、消費者物価も前年比マイナス幅がほぼゼロとなっている。2004年度の国内企業物価は上昇を続けるであろうが、原油など一次産品価格が下落してくることや年度後半には景気が減速してくることを背景に、年度末に向けて低下に転じてくる。また、消費者物価は一時的に前年比プラスに転じる局面もあるが、基調としては横ばい推移が見込まれる。

### ○2005年度経済見通し～年度後半から持ち直し、4年連続の実質プラス成長

2005年度は前年度からの景気調整局面が続くが、年度後半には持ち直してくると予想する。実質GDP成長率は+0.6%と4年連続のプラス成長を見込むが、名目成長率は-0.6%と3年ぶりのマイナス成長となると予想する。

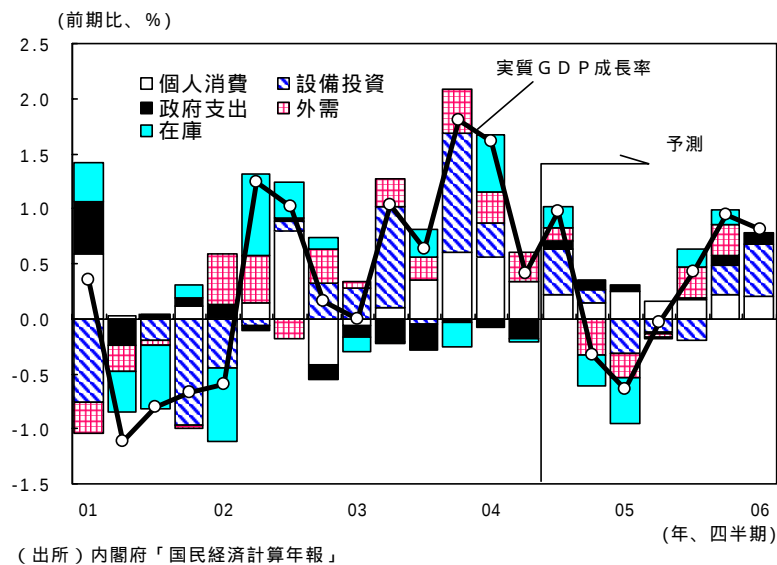
景気の波を形作るのは2005年度においても輸出と設備投資である。減速していた世界

景気が年度後半には持ち直し、輸出が拡大してくる。これが、生産や企業収益の回復をもたせて、設備投資を増加させる。

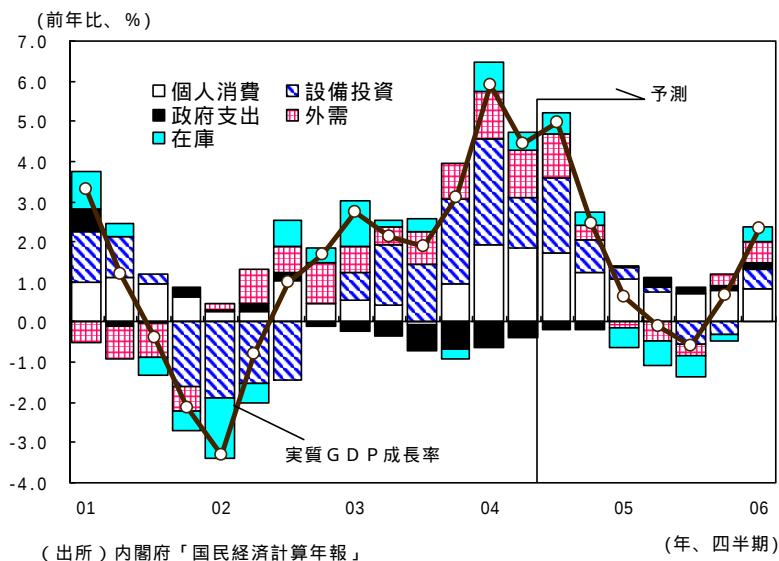
個人消費と政府消費の増加基調、住宅投資と公共投資の減少基調は 2004 年度と同様である。ただ、個人消費は雇用・所得環境の悪化を背景に増加の勢いがやや弱まるのに対して、公共投資は減少幅が縮小してくる。

物価は小幅ながら低下が予想される。2004 年度後半からの景気減速によって物価低下圧力が増してくるためである。ただ、年度後半になると景気の持ち直しに併せて物価の下落幅が縮小してくる。

図表 3 . 実質 GDP 成長率（前期比）



図表 4 . 実質 GDP 成長率（前年比）



### 3．需要項目別見通し

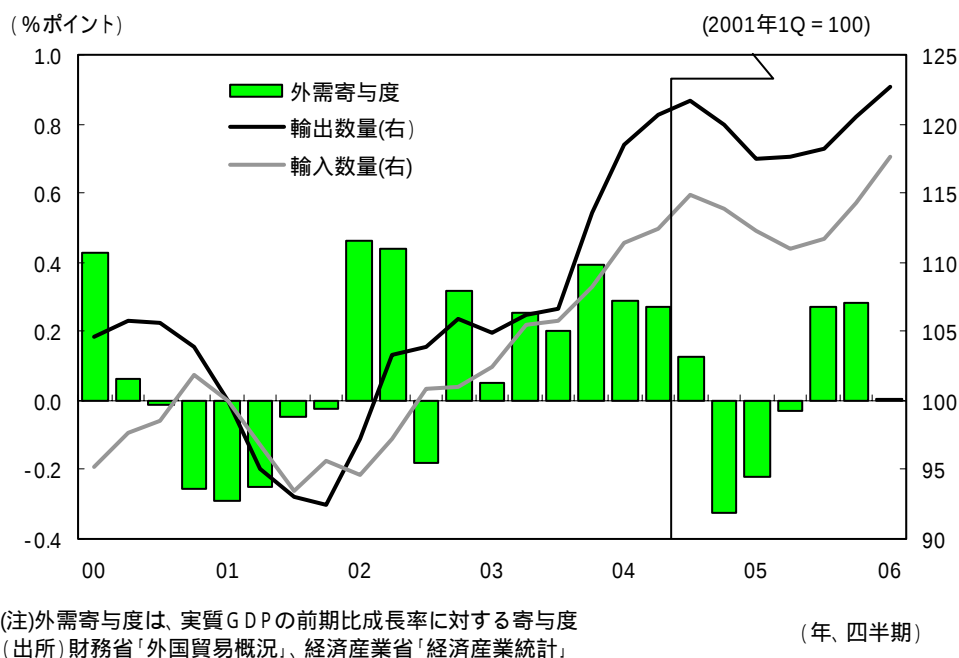
#### 外需～2004年度後半からマイナス寄与に転じる見込み

輸出数量をみると、海外景気の回復を背景に増勢が続いている。特にエレクトロニクス関連部品や資本財を中心にアジア向けが全体をけん引している。しかし、年度後半になると、米国では減税効果のはく落、金利の上昇、自動車の販売促進策の効果の一巡といったことを背景に景気が減速し、中国では過剰投資分野を対象とした引き締め政策により成長が鈍化することが見込まれる。このため、輸出数量は減少に転じると予測する。2005年度については、前半は海外景気の停滞が続くため輸出の低迷が続くが、後半になると海外景気が持ち直してくるため、輸出は増加に転じてくるであろう。

一方、輸入数量の伸びは、国内景気の回復を受けて高まってきている。原材料・中間財を中心に海外生産拠点からの輸入は増加が続いていることに加え、AV機器、衣料品、生活用品などの消費財も対アジアを中心に伸びている。しかし、年度後半になると、国内景気が低迷し生産も減少することから、原材料・中間財を中心に輸入は減少するとみられる。2005年度前半も輸入は低迷を続けるが、後半になると国内景気の回復に伴って増加してくるであろう。

2004年度前半は輸出の伸びが輸入の伸びを上回るため、外需寄与度はプラスが続くと見込まれるが、後半になると海外景気の減速が影響し、マイナス寄与となるであろう。2005年度は当初マイナス寄与が続くが、年央以降は輸出の持ち直しによりプラス寄与に転じてくる見込みである。

図表5．輸出入の見通し



## 企業部門～2004年度後半にはピークアウト

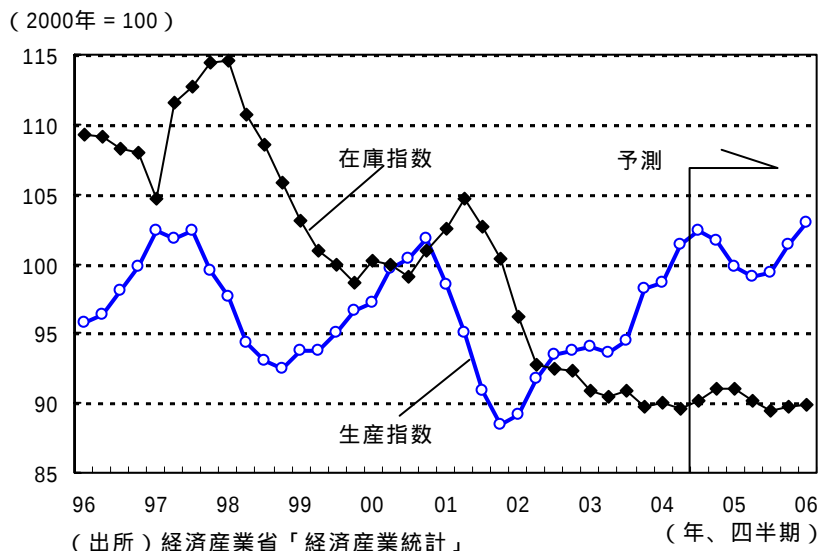
## ○生産～2004年度後半に減少基調に転じる

生産は、好調な輸出に加えて、デジタル家電関連の堅調な需要や設備投資の回復などを背景に拡大が続いている。2004年4～6月期の生産は前期比+2.6%と、4四半期連続で前期比プラスとなっている。製造工業予測指数によると7月前月比+1.6%、8月同+1.0%と一段の上昇が見込まれており、秋口までは生産の増加基調は続く見込みである。

しかし、2004年度後半には、米国景気をはじめとして海外景気が減速し、日本からの輸出が伸び悩んでくるため、生産が減少に転じてくる。また、これまで生産を押し上げていた半導体など一部の電子部品の在庫が足元で積み上がってきており、生産が抑制される要因となってくる。さらに、設備投資の動きが一服してくることも、生産を抑制しよう。

生産は2004年度後半から2005年度半ばにかけて減少基調が続くが、在庫水準が低いいため生産調整も比較的軽微にとどまる見込みである。また、海外景気が立ち直り、輸出が回復し始める2005年半ばには、生産は再び拡大基調に転じよう。

図表6．鉱工業生産・在庫の見通し



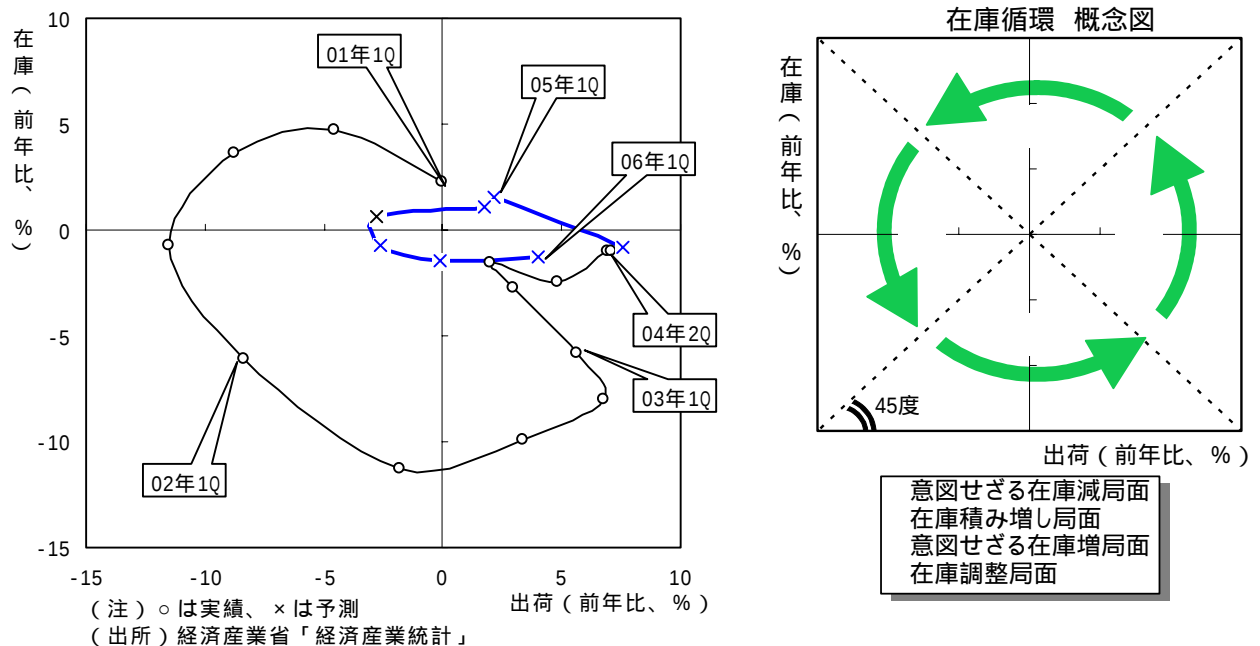
在庫は、2004年の2月～4月に3ヵ月連続で前月比プラスとなった後、5月、6月と再びマイナスに転じており、過去の生産回復局面のような積極的な積み上がりの動きがみられず、低水準のまま推移している。要因としては、企業の在庫管理技術の発達、デフレ下での保有在庫の値下がりリスク回避、海外生産の進展を受けて海外工場で保有する在庫の増加、などが考えられる。

ただし、在庫の動きを細かく見ると、一部には在庫積み増しの動きが出ている。特に、需要が好調な半導体などのIT関連財については、在庫が意図せざる在庫積み上がり局面に入りつつある。2000年のITブーム時と較べると水準はまだ低いものの、企業は在庫増

加に対しては慎重な姿勢であり、早めに在庫調整に動くと思われる。

これまで生産のけん引役となってきたIT関連財だけに、その在庫調整の動きが生産全体に影響すると考えられ、2005年初めにかけて在庫調整局面入りしよう。ただし、IT関連財を除くと在庫の積み上がりが全般的に小幅なことから調整も軽微にとどまり、生産全体を大きく押し下げるには至らない。在庫循環図は、前回の在庫循環と較べて小さく回転する形となろう。2005年度後半には調整は終了する見込みである。

図表7. 在庫循環図



#### ○企業収益～2004年度後半に製造業は減益へ

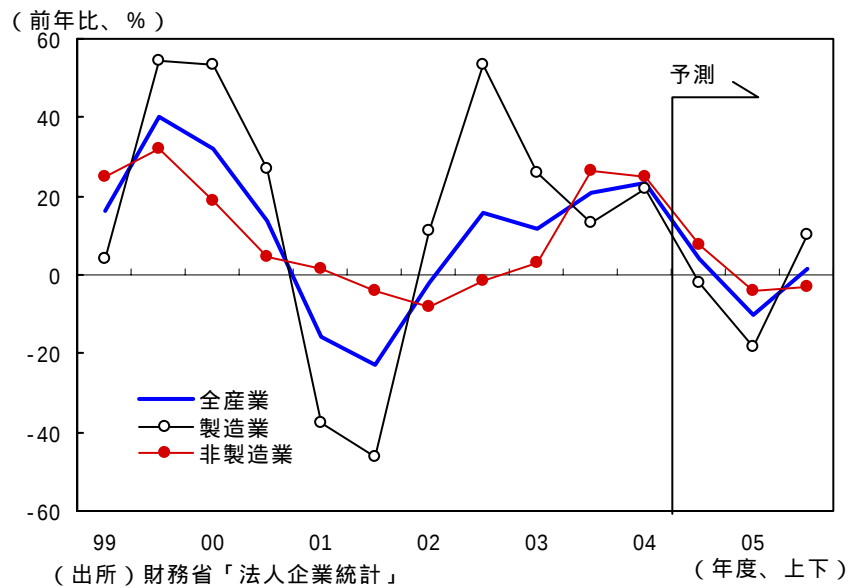
企業収益は、好調な輸出や個人消費回復の動きを受けて、堅調な増加が続いている。製造業では、設備投資関連財やデジタル家電などのIT関連財の出荷が好調に推移し、2004年度半ばまで売上高の増加が続く見込みである。また、債務圧縮や人件費削減などのリストラ効果が着実に表れてきており、経常利益の増加基調も続いている。非製造業についても、個人消費の持ち直しや企業活動の活発化を受けて、製造業に遅れて収益の回復が進んでいる。

しかし、2004年度後半になると、収益環境は悪化してこよう。海外景気の減速とともに輸出が落ち込むことに加え、これまで好調であったIT関連財や設備投資関連財の出荷にもブレーキがかかり、売上高の増加にも歯止めがかかってこよう。また、原油価格や国際商品市況の上昇が続いてきたことによる交易条件の悪化の影響が、年度後半になって表れ、収益の圧迫要因となってくるだろう。さらに、リストラ効果の一巡、これまでの設備投資

増加を受けた減価償却費負担増といった要因も加わってくる。

2005年度上期は収益環境がさらに悪化するであろうが、企業は売上高が伸び悩む中でも収益を獲得できるような筋肉質な体質となっており、収益が大幅に悪化することは避けられよう。原油価格が落ち着き、輸出が再び増加に転じ、内需も盛り返してくる年度末にかけては、収益にも持ち直しの動きが出てくると予想される。

図表8．企業収益の見通し（経常利益）

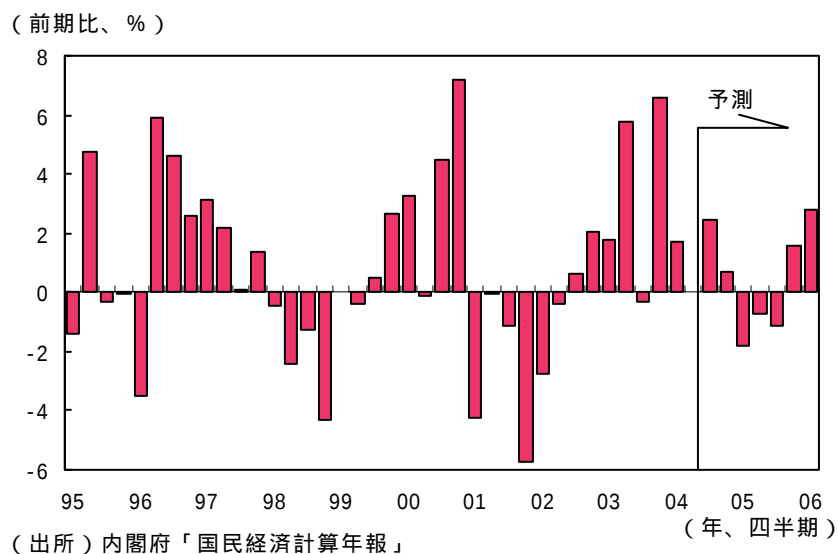


○設備投資～年内は増加基調維持するも、年明け後落ち込み

設備投資は増加基調が続いている。企業収益の回復を背景に、デジタル関連需要が堅調な電気機械や、これまで投資を抑制してきた中小企業が中心となって、設備投資が増加している。2004年4～6月期の実質設備投資は前期比横ばいにとどまった。しかし、先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2004年4～6月期に前期比+10.3%と大幅なプラスとなったあと、7～9月期の見通し調査でも同+1.8%が見込まれ、堅調な地合いが続いている。また、設備稼働率は高く、企業の設備過剰感は薄らいでいる。このため、年内の設備投資は増加傾向が続く見通しである。

ただし、2004年度後半になると、企業収益が鈍化してくるに加えて、2年以上にわたる設備投資拡大で新規投資も一巡してくる。このため、設備投資は2005年に入ってから減少基調に転じることが予想される。しかし、生産の落ち込みは小幅で、企業業績の落ち込みも軽微にとどまるため設備投資の減少は長くは続かない。2005年度半ばには企業業績の改善を背景に、持ち直してくると思われる。

図表9．民間設備投資の見通し（実質）

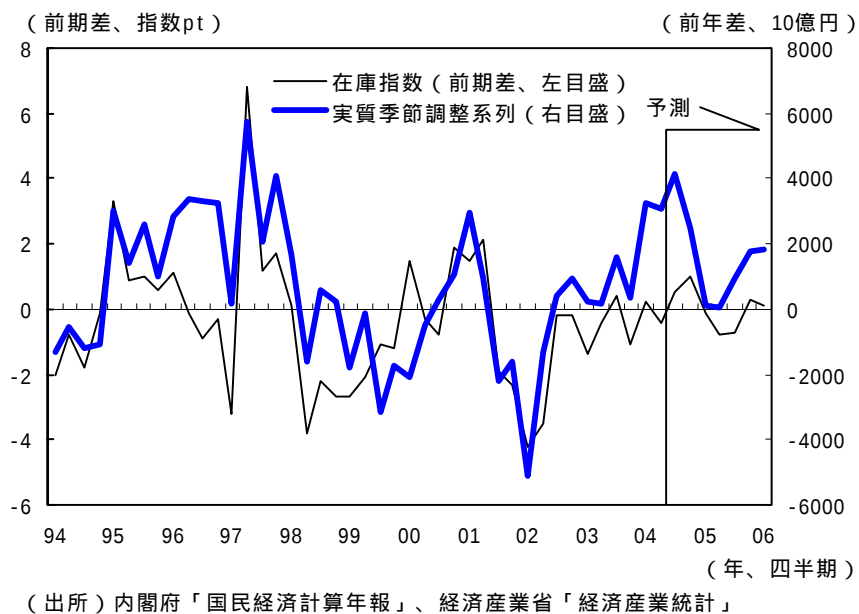


○在庫投資～振幅は小幅にとどまる

企業が在庫積み増しに慎重な姿勢であったため、在庫投資は成長率に対して小幅の寄与にとどまってきた。しかし、足元では需要の好調さを背景に弱いながらも在庫積み増しの動きが出ている。今後、出荷の伸びが鈍化するため次第に意図せざる在庫が積み上がり始めると考えられ、2004年度半ばには在庫調整の動きによって寄与度はマイナスに転じる見込みである。

2005年度前半には在庫調整は終了する見込みであるが、依然として企業が在庫積み増しに慎重な姿勢を続けるため、在庫の寄与度は若干のプラスにとどまろう。

図表 10．在庫投資の見通し（実質）



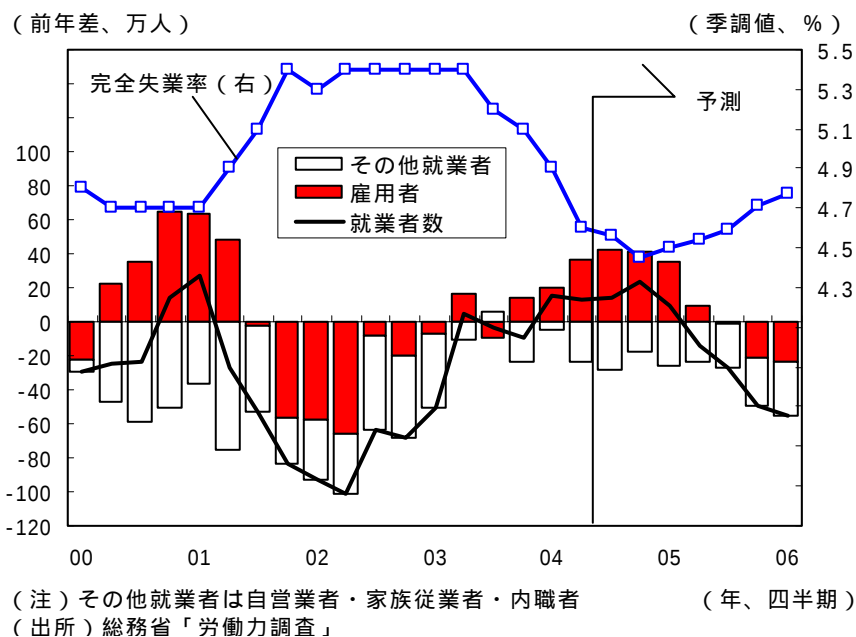
## 家計部門

## ○雇用環境～改善しているが、2005年度には再び悪化

景気回復を受けて雇用者数が増加している。背景には、企業のリストラが一服してきていることや、女性を中心としたパートタイム労働者の採用増加が挙げられる。景気の回復が続けば収益改善を背景に雇用者数の増加が続くことが見込まれる。一方、自営業者や家族従業者などのその他就業者数は、雇用環境とはあまり関係なく減少傾向が続くであろう。雇用者数は2005年前半までは増加傾向で推移する見込みであるが、その後は景気減速に遅行して減少に転じてくる。就業者数も雇用者数にほぼ連動した動きとなる。

完全失業率は景気回復による求人の拡大やリストラの一服を背景に4.6%まで低下している。ただ、雇用環境が改善してくれば、求職意欲をなくして非労働力化していた人が求職活動を再開する一方、転職のために自発的に離職する人が増加することが見込まれる。このため、失業率の大幅な改善は見込みづらい。また、景気減速の影響が出てくる2005年度になると失業率は再び上昇してくるであろう。

図表 11．雇用の見通し（失業率と就業者数）

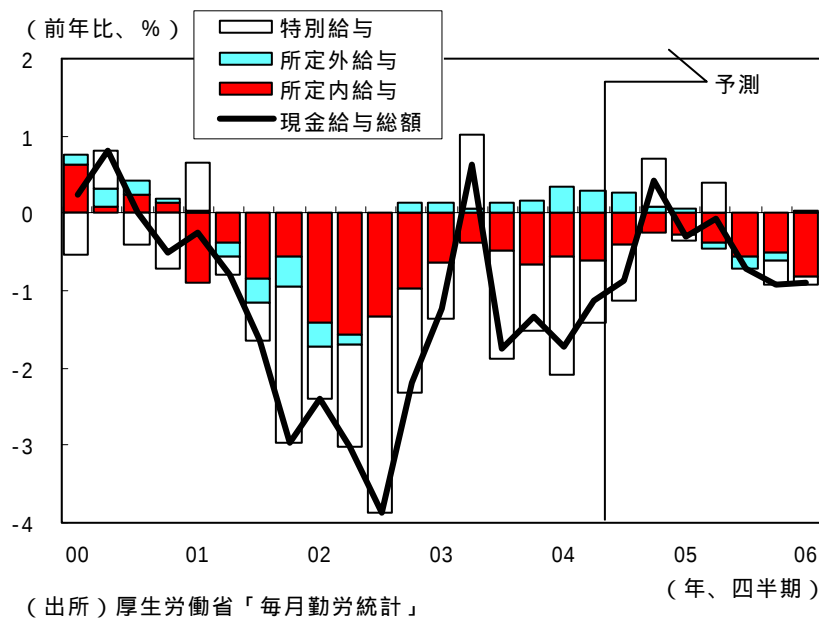


○ 所得環境～大幅な改善は見込めず、2005 年度には再び減少

所定外給与が生産の回復とともに増加を続けているが、パートタイム比率の上昇が下押し要因となり所定内給与の減少が続いている。さらに、6 月の特別給与が前年比 - 4.7%と大きく減ったことが示しているように、今夏のボーナスは中小企業で依然厳しいことや、公務員賞与が大きく減ったこともあって大きな改善は期待できない。このため、足元でも一人当たり賃金は伸び悩みが続いている。

今後も所定内給与の大幅な伸びは期待できないが、生産の増加や企業収益の改善を背景に所定外給与や今冬のボーナスは増加が見込まれる。このため、2004 年度後半には一人当たり賃金は小幅ながら前年比プラスに転じるであろう。しかし、2005 年度は生産の減少や企業収益の減速を背景に賃金は再び前年比マイナスに転じる見込みである。

図表 12．所得の見通し（一人当たり賃金）



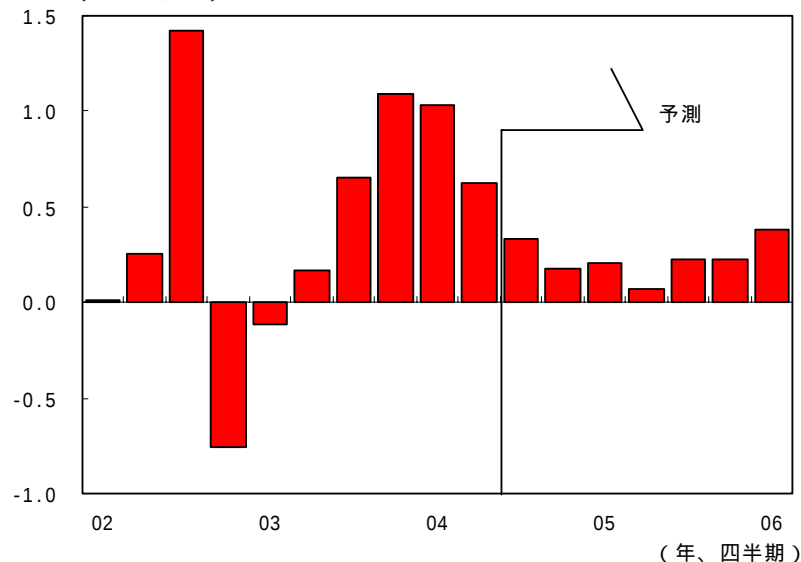
○個人消費～2005年度は雇用・所得環境の悪化から伸び率は低迷

2004年4～6月期の実質個人消費は、前期比+0.6%と2四半期連続で伸びが鈍化した。高い伸びを示した1～3月期の反動に加え、これまで消費を押し上げていた消費者マインドの改善が一服したためと考えられる。

2004年度は、雇用・所得環境の改善を背景に底固く推移するものの伸び率は鈍化を続ける見込みである。ただ年度を通しての伸び率は、1～3月期の高い伸びによるゲタ効果もあって、消費税率引き上げ前の駆け込み消費が起きた96年度並の同+2.7%に拡大する。2005年度に入ると、景気調整色が強まり雇用・所得環境の悪化から、個人消費は大きく拡大せず、伸び率は低迷する。デフレによる実質購買力のかさ上げは続くものの、実質でみた個人消費の伸びは1.4%増にとどまる。

図表 13．個人消費の見通し（民間最終消費支出・実質）

（前期比、％）



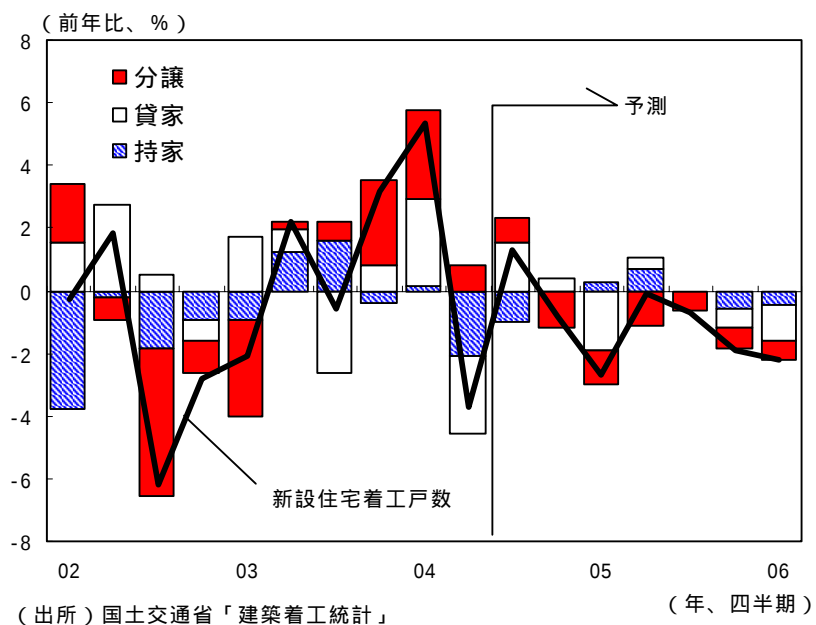
（出所）内閣府「国民経済計算年報」

○住宅～2004年度以降の着工は低迷

2004 年 4 ～ 6 月期の住宅着工戸数は、2003 年 7 月の改正建築基準法施行を前にした駆け込み着工の反動で、前年比 - 3.7%（年率換算 115.5 万戸）と大きく減少した。ただ GDP ベースの住宅投資は、年度後半の着工が堅調だったことから前期比 + 0.3%と、ほぼ横ばいの結果となった。

2004 年度の住宅着工戸数は、115.6 万戸（同 - 1.5%）と、小幅ながらも減少を見込む。分譲は高水準を維持するものの、持家、貸家が減少傾向に転じる見込みである。2005 年度に入ると、貸家や持家が一時的に持ち直すものの、分譲販売が雇用・所得環境の悪化などから落ち込むため着工も減少傾向で推移する。持家や貸家の着工も再び減少してくるため、年度全体の着工戸数は 114.2 万戸（同 - 1.2%）と減少基調が続く見込みである。

図表 14．住宅投資の見通し（新設住宅着工戸数）



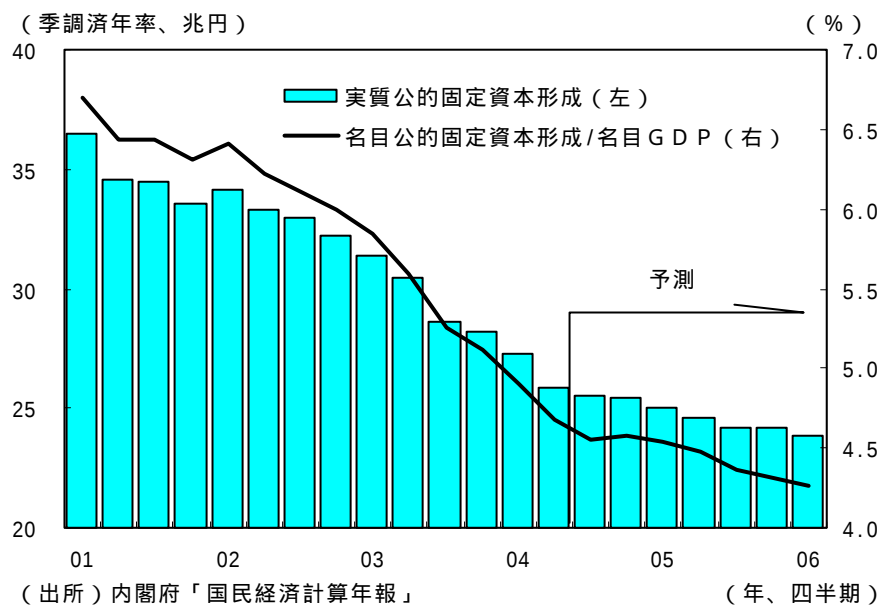
## 公的部門

## ○ 公共投資～減少基調が続く

2003 年度は補正予算編成時に公共事業の追加が見送られたため、年度後半に公共投資の減速が強まったが、2004 年度に入ってから落ち込みが続いている。2004 年度も公共投資予算は削減されており、国の公共事業関係費は前年比 - 3.5%、地方の単独事業費は同比 - 9.5%となっている。2003 年度に比べると、国の予算は前年比減少幅が縮小しているものの、地方自治体ではさらに予算の削減幅が大きくなっている。2004 年 4～6 月期の公共投資をみると、前年比 - 15.5%と予算の減少幅以上に落ち込んでおり、従来前倒しで実施していた予算執行の平準化や、公団・事業団といった公的企業の工事の減少が公共投資の落ち込みを加速させているとみられる。今後、予算執行の進捗にともない公共投資の減少ペースは緩和しようが、減少基調は年度を通して続く。

2005 年度も予算の削減により公共投資は減少が続く。ただし、予算の削減幅は縮小し、減少ペースも 2004 年度に比べ緩やかになるろう。

図表 15．公共投資の見通し

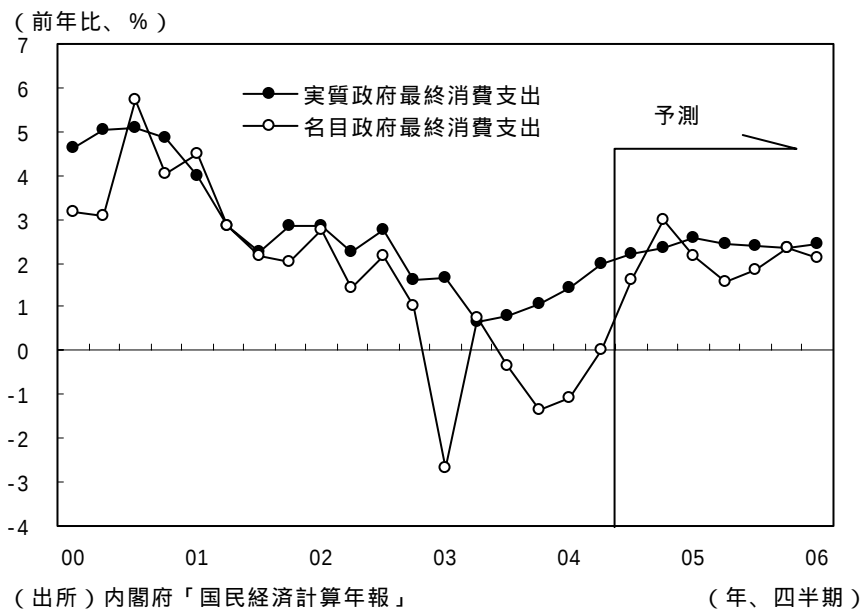


### ○ 政府最終消費

2003 年 4 月に実施された医療保険給付に関する制度変更の影響がはく落したこともあり、政府消費は 2004 年度に入ってから前年比伸び率の上昇が続いている。医療、介護における公的保険給付の増加にともなう現物社会給付の拡大は今後も続く見込みであり、これを主因として政府消費は 2004、2005 年度を通じ堅調に推移しよう。

なお、2002 年度後半以降は、ボーナス支給月数の削減を中心に公務員給与の引き下げがあったため、この影響を除去するかたちでデフレーターマイナス幅が大きく拡大する局面が見られた。しかし、公務員給与に関する 2004 年の人事院勧告が月例給、ボーナスとも改定なしとなるなど公務員給与引き下げの動きは一服している。このため、2004 年度後半以降はデフレーターによる調整も小幅なものとなり、名目額と実質額はほぼ同様の動きとなってこよう。

図表 16．政府最終消費の見通し

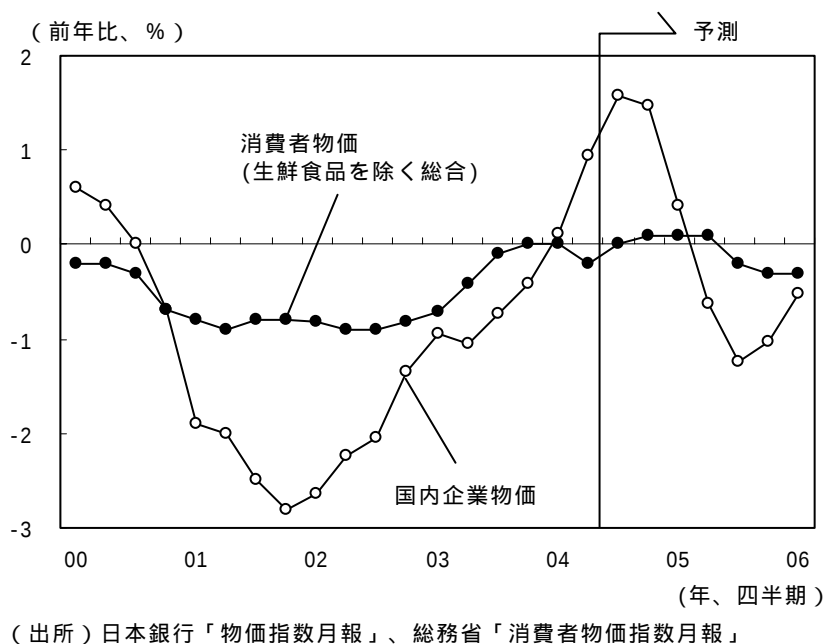


### 物価～デフレ圧力は一時後退

国内企業物価は、景気回復にともなう需要の持ち直しと、原油をはじめとする国際商品市況の上昇にともなう川上からのインフレ圧力拡大により上昇に転じている。ただし、川下では設備過剰や競合する安い輸入品の流入拡大に直面しているため価格転嫁が容易ではなく、川下の物価を押し上げる圧力は限定的である。しばらくは素材価格の上昇により国内企業物価の上昇が続くが、2005年に入ると景気減速による需給緩和が下押し圧力となり国内企業物価は再び下落に転じてくる見込みである。その後、2005年度後半になると景気回復による需給引き締まりを背景に再び下落幅が縮小するであろう。

消費者物価は、医療費自己負担分引き上げやたばこ増税といった特殊要因がはく落した後も小幅マイナスにとどまっており、国内企業物価の上昇と需給改善を受けて下げ止まっている。2004年度中は前年比ゼロ近辺での推移が続くと予想する。2005年度になると景気減速を受けて需給環境が悪化に向かうことや、国内企業物価の下落の影響が出てくることなどから、消費者物価は前年比マイナス幅がやや拡大する見込みである。

図表 17．物価の見通し



【図表18-1 日本経済：予測総括表】

|               | 2002年度 |      | 2003年度 |       | 2004年度 |      | 2005年度 |      | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 |
|---------------|--------|------|--------|-------|--------|------|--------|------|--------|--------|--------|--------|
|               |        |      |        |       |        |      |        |      |        |        |        |        |
|               | 上期     | 下期   | 上期     | 下期    | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | (実績)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 名目GDP         | 0.3    | -0.5 | 0.3    | 1.3   | 0.9    | -0.8 | -0.6   | 0.8  | -0.7   | 0.8    | 1.2    | -0.6   |
|               | -1.1   | -0.2 | -0.1   | 1.7   | 2.3    | 0.1  | -1.4   | 0.2  |        |        |        |        |
| 実質GDP         | 1.4    | 0.7  | 1.4    | 2.9   | 1.7    | -0.2 | -0.1   | 1.6  | 1.1    | 3.3    | 3.1    | 0.6    |
|               | 0.1    | 2.2  | 2.0    | 4.5   | 4.7    | 1.6  | -0.3   | 1.5  |        |        |        |        |
| 内需寄与度(注1)     | 0.9    | 0.4  | 1.0    | 2.3   | 1.2    | 0.2  | -0.1   | 1.1  | 0.4    | 2.4    | 2.5    | 0.6    |
| 個人消費          | 1.0    | -0.1 | 0.4    | 1.9   | 1.3    | 0.7  | 0.7    | 0.7  | 1.0    | 1.5    | 2.7    | 1.4    |
|               | 1.2    | 0.9  | 0.3    | 2.6   | 3.3    | 2.2  | 1.4    | 1.5  |        |        |        |        |
| 住宅投資          | -0.8   | -1.7 | 0.7    | 1.0   | -0.2   | -2.8 | -0.6   | -1.4 | -2.3   | 0.3    | -1.1   | -2.7   |
|               | -2.0   | -2.5 | -1.0   | 1.7   | 0.7    | -2.9 | -3.4   | -2.0 |        |        |        |        |
| 設備投資          | -1.5   | 3.3  | 6.5    | 7.3   | 2.1    | 1.0  | -2.1   | 2.4  | -3.5   | 12.3   | 6.0    | -0.4   |
|               | -9.0   | 2.1  | 9.8    | 14.5  | 9.5    | 3.1  | -1.3   | 0.4  |        |        |        |        |
| 民間在庫(注1)      | 0.6    | 0.2  | 0.1    | 0.2   | 0.3    | -0.4 | -0.1   | 0.2  | 0.4    | 0.2    | 0.2    | -0.2   |
| 政府支出          | 0.2    | -0.7 | -1.7   | -0.8  | -0.9   | 0.7  | 0.1    | 0.7  | 0.1    | -2.5   | -0.8   | 0.8    |
|               | 0.9    | -0.6 | -2.2   | -2.8  | -1.3   | -0.4 | 1.0    | 0.7  |        |        |        |        |
| 公共投資          | -2.2   | -3.9 | -7.2   | -6.1  | -7.4   | -1.6 | -3.3   | -1.7 | -5.1   | -12.1  | -10.7  | -5.0   |
|               | -4.4   | -5.6 | -11.5  | -12.6 | -13.2  | -8.8 | -5.1   | -4.9 |        |        |        |        |
| 政府最終消費        | 1.1    | 0.5  | 0.2    | 1.0   | 1.1    | 1.3  | 1.1    | 1.3  | 2.1    | 1.0    | 2.3    | 2.4    |
|               | 2.5    | 1.6  | 0.7    | 1.3   | 2.1    | 2.5  | 2.4    | 2.4  |        |        |        |        |
| 外需寄与度(注1)     | 0.6    | 0.3  | 0.4    | 0.6   | 0.5    | -0.4 | -0.0   | 0.4  | 0.8    | 0.8    | 0.6    | 0.0    |
| 輸出            | 9.8    | 4.5  | 3.6    | 9.5   | 6.8    | -2.7 | -0.8   | 5.9  | 12.0   | 11.0   | 10.1   | 0.7    |
|               | 9.2    | 14.9 | 8.3    | 13.5  | 16.9   | 4.0  | -3.5   | 5.0  |        |        |        |        |
| 輸入            | 5.4    | 3.0  | 0.5    | 5.7   | 4.3    | 0.1  | -1.1   | 3.8  | 5.4    | 4.9    | 7.1    | 0.8    |
|               | 2.4    | 8.5  | 3.6    | 6.2   | 10.0   | 4.4  | -1.0   | 2.6  |        |        |        |        |
| GDPデフレーター(注2) | -1.2   | -2.4 | -2.1   | -2.7  | -2.3   | -1.5 | -1.1   | -1.2 | -1.8   | -2.4   | -1.8   | -1.2   |

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

|                            | 2002年度 |       | 2003年度 |       | 2004年度 |        | 2005年度 |       | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2005年度 |
|----------------------------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
|                            |        |       |        |       |        |        |        |       |        |        |        |        |
|                            | 上期     | 下期    | 上期     | 下期    | 上期     | 下期     | 上期     | 下期    | (実績)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 経常収支(兆円)                   | 7.0    | 6.4   | 8.3    | 9.0   | 9.7    | 8.0    | 8.7    | 9.4   | 13.4   | 17.3   | 17.7   | 18.0   |
| 貿易収支(兆円)                   | 6.0    | 5.6   | 6.0    | 7.3   | 7.6    | 6.8    | 7.0    | 7.6   | 11.6   | 13.3   | 14.4   | 14.7   |
| サービス収支(兆円)                 | -2.7   | -2.5  | -1.7   | -2.0  | -2.1   | -2.2   | -2.0   | -2.1  | -5.2   | -3.7   | -4.3   | -4.0   |
| 所得収支(兆円)                   | 4.1    | 3.9   | 4.3    | 4.2   | 4.6    | 3.8    | 4.0    | 4.3   | 8.0    | 8.5    | 8.4    | 8.3    |
| 鉱工業生産<br>(上段は前期比%、下段は前年比%) | (4.2)  | (1.4) | (0.2)  | (4.7) | (3.4)  | (-1.1) | (-1.5) | (3.0) | 2.8    | 3.5    | 5.1    | -0.6   |
|                            | -0.1   | 5.8   | 1.6    | 5.4   | 7.8    | 2.6    | -2.8   | 1.6   |        |        |        |        |
| 企業物価(国内・輸出・輸入の平均)          | -2.3   | -1.3  | -0.9   | -1.3  | 1.1    | 1.9    | -0.5   | -0.7  | -1.8   | -1.0   | 1.5    | -0.6   |
| 国内企業物価                     | -2.1   | -1.1  | -0.9   | -0.2  | 1.3    | 0.9    | -0.9   | -0.8  | -1.6   | -0.5   | 1.1    | -0.8   |
| 消費者物価                      | -0.9   | -0.4  | -0.3   | -0.2  | -0.2   | 0.1    | -0.1   | -0.3  | -0.6   | -0.2   | 0.0    | -0.2   |
| 生鮮食品を除く総合                  | -0.9   | -0.8  | -0.3   | 0.0   | -0.1   | 0.1    | -0.1   | -0.3  | -0.8   | -0.2   | 0.0    | -0.1   |
| ドル円レート(円/ドル)               | 123.1  | 120.7 | 118.0  | 108.1 | 110.1  | 114.1  | 117.8  | 118.5 | 121.9  | 113.0  | 112.1  | 118.1  |
| 長期金利(新発10年国債)              | 1.3    | 0.9   | 0.9    | 1.3   | 1.6    | 1.6    | 1.7    | 2.0   | 1.1    | 1.1    | 1.6    | 1.8    |
| 原油価格(WTI、ドル/バレル)           | 27.3   | 31.0  | 29.6   | 33.2  | 40.1   | 39.0   | 36.5   | 38.5  | 29.1   | 31.4   | 39.6   | 37.5   |
| 米国実質GDP<br>(前期比年率%、暦年)     | 2.7    | 2.1   | 2.2    | 5.8   | 4.0    | 3.5    | 2.7    | 3.1   | 2.1    | 3.0    | 4.3    | 3.0    |
| 春闘賃上げ率(%) (注1)             | -      | -     | -      | -     | -      | -      | -      | -     | 1.66   | 1.63   | 1.63   | 1.61   |

(注1) 春闘賃上げ率の集計対象企業は、東証・大証1部上場企業のうち、資本金20億円以上、従業員1000人以上の企業で労働組合のある企業約290社(厚生労働省集計)。

【図表18 - 2 日本経済：予測総括表】

【輸出入（通関ベース）】

|           | 2002年度 |      | 2003年度 |      | 2004年度 |      | 2005年度 |     | 2002年度 | 2003年度 | 前年同期比% |      |
|-----------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|-----|--------|--------|--------|------|
|           | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | 上期     | 下期  | (実績)   | (実績)   | (予測)   | (予測) |
| 輸出額(円ベース) | 6.5    | 10.5 | 4.9    | 7.7  | 14.4   | 6.3  | -2.7   | 3.9 | 8.5    | 6.3    | 10.2   | 0.6  |
| 数量        | 10.2   | 11.0 | 2.5    | 10.1 | 14.0   | 2.4  | -2.7   | 2.3 | 10.6   | 6.3    | 8.0    | -0.2 |
| 輸入額(円ベース) | -1.2   | 8.8  | 6.5    | 1.9  | 11.1   | 10.2 | -1.5   | 1.3 | 3.8    | 4.1    | 10.6   | -0.1 |
| 数量        | 4.1    | 6.8  | 6.6    | 8.0  | 7.5    | 3.0  | -1.9   | 2.4 | 5.5    | 7.4    | 5.2    | 0.2  |
| 輸出超過額(兆円) | 5.1    | 4.6  | 5.0    | 6.2  | 6.5    | 5.7  | 6.0    | 6.6 | 9.7    | 11.2   | 12.2   | 12.6 |

【所得・雇用】

|             | 2002年度 |      | 2003年度 |      | 2004年度 |      | 2005年度 |      | 2002年度 | 2003年度 | 前年同期比% |      |
|-------------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|--------|--------|------|
|             | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | (実績)   | (実績)   | (予測)   | (予測) |
| 一人当たり所得(注1) | -3.4   | -1.8 | -0.5   | -1.5 | -1.1   | 0.1  | -0.4   | -0.9 | -2.6   | -1.0   | -0.5   | -0.6 |
| 所定内給与       | -1.9   | -1.1 | -0.6   | -0.8 | -0.6   | -0.4 | -0.6   | -0.8 | -1.5   | -0.7   | -0.5   | -0.7 |
| 所定外給与       | -1.2   | 2.8  | 1.8    | 4.6  | 5.3    | 1.5  | -2.0   | -0.7 | 0.8    | 3.3    | 3.3    | -1.3 |
| 雇用者数        | -0.7   | -0.3 | 0.1    | 0.3  | 0.7    | 0.7  | 0.1    | -0.4 | -0.5   | 0.2    | 0.7    | -0.2 |
| 雇用者所得       | -3.5   | -1.8 | -0.6   | -1.2 | -0.8   | 0.2  | -0.6   | -1.4 | -2.6   | -0.9   | -0.3   | -1.0 |
| 完全失業率(季調値)  | 5.4    | 5.4  | 5.3    | 5.0  | 4.6    | 4.5  | 4.6    | 4.7  | 5.4    | 5.1    | 4.5    | 4.7  |

(注1)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

|          | 2002年度 |       | 2003年度 |       | 2004年度 |       | 2005年度 |       | 2002年度 | 2003年度 | 前年同期比% |       |
|----------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|
|          | 上期     | 下期    | 上期     | 下期    | 上期     | 下期    | 上期     | 下期    | (実績)   | (実績)   | (予測)   | (予測)  |
| 新設住宅着工戸数 | 115.0  | 114.2 | 115.9  | 119.1 | 114.4  | 117.0 | 114.1  | 114.6 | 114.6  | 117.5  | 115.7  | 114.3 |
| 持家       | -2.2   | -2.6  | 0.9    | 4.2   | -1.3   | -1.7  | -0.4   | -2.0  | -2.4   | 2.5    | -1.5   | -1.2  |
| 貸家       | 36.7   | 36.5  | 38.1   | 36.4  | 36.3   | 36.6  | 36.6   | 36.0  | 36.6   | 37.3   | 36.4   | 36.6  |
| 分譲       | -3.8   | -2.3  | 4.2    | -0.5  | -4.6   | 0.5   | 1.0    | -1.8  | -3.1   | 2.1    | -2.3   | -0.2  |
|          | 45.7   | 45.0  | 44.8   | 47.3  | 44.9   | 46.4  | 45.5   | 45.4  | 45.5   | 45.9   | 45.1   | 44.8  |
|          | 4.5    | 0.7   | -2.2   | 4.4   | -1.5   | -1.7  | 0.5    | -2.2  | 2.8    | 0.9    | -1.6   | -0.8  |
|          | 31.7   | 31.5  | 32.3   | 34.4  | 33.3   | 33.1  | 32.2   | 32.4  | 31.6   | 33.4   | 33.2   | 32.4  |
|          | -9.0   | -8.3  | 1.6    | 9.6   | 3.0    | -3.6  | -3.2   | -2.1  | -8.1   | 5.6    | -0.5   | -2.6  |

\*季節調整済年率換算値

【前回見通しとの比較】

○ 2004年度

|       | 前回   | 修正幅  | 前年比%  |
|-------|------|------|-------|
| 実質GDP | 2.9  | 0.2  | 3.1   |
| 個人消費  | 2.5  | 0.2  | 2.7   |
| 住宅投資  | -0.5 | -0.6 | -1.1  |
| 設備投資  | 6.0  | 0.0  | 6.0   |
| 公共投資  | -7.3 | -3.4 | -10.7 |
| 外需寄与度 | 0.5  | 0.1  | 0.6   |
| 鉱工業生産 | 5.5  | -0.4 | 5.1   |

○ 2005年度

|       | 前回   | 修正幅  | 前年比% |
|-------|------|------|------|
| 実質GDP | 0.7  | -0.1 | 0.6  |
| 個人消費  | 1.6  | -0.2 | 1.4  |
| 住宅投資  | -1.7 | -1.0 | -2.7 |
| 設備投資  | -1.2 | 0.8  | -0.4 |
| 公共投資  | -3.8 | -1.2 | -5.0 |
| 外需寄与度 | -0.0 | 0.0  | 0.0  |
| 鉱工業生産 | -1.0 | 0.4  | -0.6 |

【図表19 - 1 日本経済：予測総括表（四半期ベース）】

|               | 2003年度       |               |               |               | 2004年度        |               |              |              | 2005年度       |              |              |              |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 4-6          | 7-9           | 10-12         | 1-3           | 4-6           | 7-9           | 10-12        | 1-3          | 4-6          | 7-9          | 10-12        | 1-3          |
| 名目GDP         | 0.6<br>0.0   | 0.3<br>-0.3   | 0.6<br>0.3    | 1.1<br>3.2    | -0.3<br>1.8   | 1.4<br>3.0    | -0.9<br>1.1  | -1.3<br>-1.0 | -0.3<br>-1.0 | 0.7<br>-1.8  | 0.6<br>-0.3  | -0.3<br>0.7  |
| 実質GDP         | 1.0<br>2.1   | 0.6<br>1.9    | 1.8<br>3.1    | 1.6<br>5.9    | 0.4<br>4.4    | 1.0<br>5.0    | -0.3<br>2.5  | -0.6<br>0.6  | -0.0<br>-0.1 | 0.4<br>-0.6  | 0.9<br>0.7   | 0.8<br>2.3   |
| 内需寄与度（注1）     | 0.8          | 0.4           | 1.4           | 1.3           | 0.1           | 0.8           | -0.0         | -0.4         | -0.0         | 0.2          | 0.7          | 0.8          |
| 個人消費          | 0.2<br>0.7   | 0.7<br>-0.1   | 1.1<br>1.8    | 1.0<br>3.5    | 0.6<br>3.4    | 0.4<br>3.2    | 0.3<br>2.3   | 0.4<br>2.0   | 0.3<br>1.4   | 0.3<br>1.3   | 0.4<br>1.4   | 0.4<br>1.5   |
| 住宅投資          | -0.2<br>-3.3 | 3.1<br>1.2    | -0.8<br>0.8   | 0.5<br>2.5    | 0.3<br>3.0    | -1.5<br>-1.4  | -2.1<br>-2.7 | 0.1<br>-3.2  | -0.7<br>-4.2 | -0.0<br>-2.6 | -1.8<br>-2.3 | 0.8<br>-1.6  |
| 設備投資          | 5.7<br>10.6  | -0.3<br>9.1   | 6.6<br>14.7   | 1.7<br>14.4   | 0.0<br>8.0    | 2.4<br>10.8   | 0.7<br>5.1   | -1.8<br>1.4  | -0.7<br>0.6  | -1.2<br>-3.0 | 1.6<br>-2.0  | 2.8<br>2.5   |
| 民間在庫（注1）      | -0.0         | 0.3           | -0.2          | 0.5           | -0.0          | 0.2           | -0.3         | -0.4         | -0.0         | 0.2          | 0.1          | 0.0          |
| 政府支出          | -0.9<br>-1.5 | -1.1<br>-2.9  | -0.1<br>-3.0  | -0.4<br>-2.6  | -0.8<br>-1.8  | 0.3<br>-0.9   | 0.4<br>-0.8  | 0.3<br>0.1   | -0.1<br>1.1  | 0.1<br>0.8   | 0.4<br>0.6   | 0.4<br>0.8   |
| 公共投資          | -3.2<br>-9.2 | -5.8<br>-13.5 | -1.6<br>-12.4 | -3.4<br>-12.7 | -5.1<br>-15.5 | -1.4<br>-11.2 | -0.1<br>-9.6 | -1.7<br>-7.8 | -1.6<br>-5.0 | -1.7<br>-5.2 | -0.1<br>-5.0 | -1.4<br>-4.7 |
| 政府最終消費        | -0.2<br>0.7  | 0.6<br>0.8    | 0.4<br>1.1    | 0.5<br>1.4    | 0.4<br>2.0    | 0.8<br>2.2    | 0.6<br>2.3   | 0.8<br>2.6   | 0.3<br>2.4   | 0.7<br>2.4   | 0.6<br>2.4   | 0.8<br>2.4   |
| 外需寄与度（注1）     | 0.3          | 0.2           | 0.4           | 0.3           | 0.3           | 0.1           | -0.3         | -0.2         | -0.0         | 0.3          | 0.3          | 0.0          |
| 輸出            | 1.3<br>6.6   | 3.6<br>9.9    | 5.2<br>11.6   | 4.5<br>15.5   | 3.5<br>17.9   | 1.9<br>16.0   | -2.6<br>7.4  | -2.2<br>0.6  | -0.4<br>-3.2 | 1.4<br>-3.8  | 3.5<br>2.2   | 3.4<br>8.0   |
| 輸入            | -1.0<br>3.5  | 2.6<br>3.6    | 2.7<br>4.8    | 3.1<br>7.6    | 2.0<br>10.6   | 1.5<br>9.5    | -0.3<br>6.3  | -0.7<br>2.5  | -0.2<br>0.3  | -1.0<br>-2.2 | 1.9<br>-0.1  | 4.8<br>5.4   |
| GDPデフレーター（注2） | -2.0         | -2.1          | -2.7          | -2.6          | -2.6          | -1.9          | -1.4         | -1.6         | -0.9         | -1.2         | -0.9         | -1.5         |

（注1）民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

（注2）GDPデフレーターは前年比

|                            | 2003年度      |            |            |            | 2004年度     |            |             |             | 2005年度       |             |             |            |
|----------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|------------|
|                            | 4-6         | 7-9        | 10-12      | 1-3        | 4-6        | 7-9        | 10-12       | 1-3         | 4-6          | 7-9         | 10-12       | 1-3        |
| 経常収支（兆円）                   | 3.8         | 4.5        | 3.9        | 5.1        | 4.6        | 5.1        | 3.9         | 4.1         | 4.0          | 4.6         | 4.4         | 4.9        |
| 貿易収支（兆円）                   | 2.8         | 3.2        | 3.7        | 3.6        | 3.7        | 3.9        | 3.7         | 3.1         | 3.3          | 3.7         | 4.1         | 3.5        |
| サービス収支（兆円）                 | -0.7        | -0.9       | -1.2       | -0.8       | -1.1       | -1.0       | -1.3        | -0.8        | -1.1         | -0.9        | -1.3        | -0.8       |
| 所得収支（兆円）                   | 1.9         | 2.4        | 1.7        | 2.6        | 2.1        | 2.4        | 1.8         | 2.0         | 2.0          | 2.0         | 1.8         | 2.5        |
| 鉱工業生産<br>（上段は前期比%、下段は前年比%） | -0.4<br>2.2 | 1.0<br>1.0 | 3.9<br>4.1 | 0.5<br>6.8 | 2.6<br>7.4 | 1.0<br>8.1 | -0.7<br>3.2 | -1.8<br>2.0 | -0.8<br>-2.6 | 0.3<br>-2.9 | 1.9<br>-0.5 | 1.7<br>3.6 |
| 企業物価（国内・輸出・輸入の平均）          | -1.4        | -0.3       | -1.9       | -0.8       | 0.6        | 1.6        | 2.4         | 1.5         | 0.0          | -0.9        | -0.9        | -0.5       |
| 国内企業物価                     | -1.0        | -0.7       | -0.4       | 0.1        | 0.9        | 1.6        | 1.5         | 0.4         | -0.6         | -1.2        | -1.0        | -0.5       |
| 消費者物価                      | -0.3        | -0.2       | -0.3       | -0.1       | -0.3       | 0.0        | 0.1         | 0.1         | 0.1          | -0.2        | -0.3        | -0.3       |
| 生鮮食品を除く総合                  | -0.4        | -0.1       | 0.0        | 0.0        | -0.2       | 0.0        | 0.1         | 0.1         | 0.1          | -0.2        | -0.3        | -0.3       |
| ドル円レート（円/ドル）               | 118.4       | 117.6      | 108.9      | 107.2      | 109.7      | 110.5      | 113.0       | 115.3       | 117.0        | 118.5       | 119.0       | 118.0      |
| 長期金利（新発10年国債）              | 0.59        | 1.20       | 1.38       | 1.31       | 1.59       | 1.70       | 1.60        | 1.50        | 1.60         | 1.70        | 1.90        | 2.10       |
| 原油価格（WTI、ドル/バレル）           | 28.9        | 30.2       | 31.2       | 35.3       | 38.3       | 42.0       | 40.0        | 38.0        | 36.0         | 37.0        | 38.0        | 39.0       |

【図表19 - 2 日本経済：予測総括表（四半期ベース）】

【輸出入（通関ベース）】

予測

前年同期比%

|           | 2003年度 |     |       |      | 2004年度 |      |       |      | 2005年度 |      |       |     |
|-----------|--------|-----|-------|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|-----|
|           | 4-6    | 7-9 | 10-12 | 1-3  | 4-6    | 7-9  | 10-12 | 1-3  | 4-6    | 7-9  | 10-12 | 1-3 |
| 輸出額(円ベース) | 2.7    | 7.1 | 4.0   | 11.7 | 13.4   | 15.4 | 10.3  | 2.2  | -2.1   | -3.3 | 2.0   | 5.9 |
| 数 量       | 2.6    | 2.3 | 7.3   | 13.1 | 13.9   | 14.1 | 5.6   | -0.8 | -2.5   | -2.8 | 0.4   | 4.4 |
| 輸入額(円ベース) | 6.4    | 6.6 | -0.5  | 4.3  | 9.0    | 13.1 | 13.7  | 6.7  | 0.2    | -3.2 | -1.2  | 3.9 |
| 数 量       | 8.4    | 5.0 | 7.1   | 9.0  | 6.7    | 8.4  | 5.4   | 0.5  | -1.3   | -2.5 | 0.2   | 4.7 |
| 輸出超過額(兆円) | 2.4    | 2.7 | 3.2   | 3.0  | 3.2    | 3.3  | 3.1   | 2.6  | 2.8    | 3.2  | 3.6   | 3.0 |

【所得・雇用】

予測

前年同期比%

|             | 2003年度 |      |       |      | 2004年度 |      |       |      | 2005年度 |      |       |      |
|-------------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|
|             | 4-6    | 7-9  | 10-12 | 1-3  | 4-6    | 7-9  | 10-12 | 1-3  | 4-6    | 7-9  | 10-12 | 1-3  |
| 一人当たり所得（注1） | 0.6    | -1.7 | -1.3  | -1.7 | -1.2   | -0.9 | 0.4   | -0.3 | -0.1   | -0.7 | -0.9  | -0.9 |
| 所定内給与       | -0.5   | -0.6 | -1.0  | -0.6 | -0.7   | -0.5 | -0.4  | -0.3 | -0.5   | -0.7 | -0.8  | -0.9 |
| 所定外給与       | 1.1    | 2.7  | 3.6   | 5.6  | 5.6    | 5.0  | 2.0   | 1.0  | -1.5   | -2.5 | -1.8  | 0.5  |
| 雇用者数        | 0.3    | -0.2 | 0.3   | 0.4  | 0.7    | 0.8  | 0.8   | 0.7  | 0.2    | 0.0  | -0.4  | -0.4 |
| 雇用者所得       | 0.9    | -2.3 | -0.3  | -2.4 | -0.9   | -0.6 | 0.5   | -0.1 | -0.3   | -1.0 | -1.4  | -1.5 |
| 完全失業率（季調値）  | 5.4    | 5.1  | 5.1   | 4.9  | 4.6    | 4.6  | 4.5   | 4.5  | 4.5    | 4.6  | 4.7   | 4.8  |

（注1）「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

予測

上段は万戸、下段は前年同期比%

|          | 2003年度 |       |       |       | 2004年度 |       |       |       | 2005年度 |       |       |       |
|----------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|          | 4-6    | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6    | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6    | 7-9   | 10-12 | 1-3   |
| 新設住宅着工戸数 | 119.8  | 112.0 | 117.5 | 120.8 | 115.5  | 113.4 | 116.5 | 117.5 | 115.5  | 112.6 | 114.3 | 114.9 |
|          | 2.2    | -0.6  | 3.2   | 5.4   | -3.7   | 1.3   | -0.8  | -2.7  | -0.1   | -0.7  | -1.9  | -2.2  |
| 持 家      | 38.4   | 37.8  | 36.3  | 36.5  | 35.9   | 36.6  | 36.3  | 36.9  | 36.6   | 36.6  | 35.5  | 36.4  |
|          | 3.6    | 4.9   | -1.3  | 0.5   | -6.0   | -3.0  | 0.0   | 1.0   | 2.0    | 0.0   | -2.0  | -1.5  |
| 貸 家      | 46.1   | 43.5  | 45.7  | 48.9  | 44.3   | 45.5  | 46.2  | 46.6  | 45.3   | 45.6  | 45.6  | 45.3  |
|          | 2.0    | -6.5  | 2.0   | 7.4   | -6.4   | 4.0   | 1.0   | -5.0  | 1.0    | 0.0   | -1.5  | -3.0  |
| 分 譲      | 32.8   | 31.8  | 34.4  | 34.3  | 33.7   | 32.8  | 33.0  | 33.1  | 32.3   | 32.1  | 32.2  | 32.5  |
|          | 0.8    | 2.5   | 9.8   | 9.4   | 3.1    | 2.9   | -4.0  | -3.3  | -3.9   | -2.4  | -2.3  | -1.9  |

\* 季節調整済年率換算値

(参考) 米国経済の展望

1. 景気の現状 ~ 2003 年後半以降の拡大も、足元で一服

○米国景気は、2003 年後半以降、大型減税や歴史的な低金利といった政策効果を背景に拡大を続けてきた。しかし、これらの政策効果は 2004 年前半で一巡しており、年後半の景気押し上げは期待できない。2004 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比年率 3.0%と、2003 年 1-3 月期以来の低い伸びとなった。天候不順や販促インセンティブの縮小による自動車販売の下振れといった一時的な要因に加えて、政策効果の縮小が需要鈍化の一因とみられる。

2. 2004 年後半 ~ 2005 年の展望 ~ 小幅な調整を経て、2005 年後半から再加速へ

○2004 年後半の米国景気は、減税や低金利といった政策効果の剥落により鈍化が予想される。雇用環境の改善が下支えとなり、需要は底固さを持続するとみられるが、年前半並みの景気拡大テンポを維持することは難しい。

○需要鈍化による在庫の積み上がりを受けて、2005 年前半は在庫調整局面となり、生産活動の弱含みが予想される。ただし、2004 年中の在庫積み上がりが小幅にとどまるため、調整圧力は限定的とみられる。在庫調整が終了する 2005 年後半以降は、生産活動が拡大に転じ、景気は再び加速すると予想する。

○リスク要因としては、原油等のエネルギー価格の高騰があげられる。ガソリンの小売価格は、過去最高の水準で高止まりしており、家計の負担感が増大している。また、企業部門にとっては、製造コストや運送コストの上昇が収益圧迫要因となっている。今後もエネルギー価格の高騰が続いた場合、2004 年後半以降の景気の減速感が一段と強まる可能性がある。

< 米国経済見通し総括表 >

| 暦年             | 2003年(実績) |      | 2004年(予測) |      | 2005年(予測) |      | 2002年<br>(実績) | 2003年<br>(実績) | 2004年<br>(予測) | 2005年<br>(予測) |
|----------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                | 上期        | 下期   | 上期        | 下期   | 上期        | 下期   |               |               |               |               |
| 実質 GDP (前期比年率) | 2.2       | 5.8  | 4.0       | 3.5  | 2.7       | 3.1  | 2.1           | 3.0           | 4.3           | 3.0           |
| 個人消費           | 2.9       | 4.4  | 3.2       | 2.5  | 2.8       | 3.4  | 3.2           | 3.3           | 3.3           | 2.9           |
| 住宅投資           | 7.1       | 15.7 | 8.7       | 4.7  | 1.2       | 1.8  | 4.8           | 8.8           | 9.3           | 2.2           |
| 設備投資           | 2.0       | 13.5 | 7.0       | 7.7  | 5.1       | 4.4  | -8.6          | 3.3           | 8.7           | 5.6           |
| 在庫投資(寄与度)      | -0.3      | 0.1  | 0.4       | 0.1  | -0.1      | 0.0  | 0.7           | -0.1          | 0.5           | -0.1          |
| 政府支出           | 2.9       | 2.2  | 2.2       | 2.3  | 2.4       | 2.5  | 5.0           | 2.8           | 2.3           | 2.4           |
| 純輸出(寄与度)       | -0.5      | 0.0  | -0.6      | 0.0  | 0.0       | -0.2 | -0.7          | -0.5          | -0.3          | -0.1          |
| 輸出             | -2.2      | 9.4  | 11.2      | 10.7 | 5.2       | 3.3  | -2.6          | 1.9           | 10.7          | 6.1           |
| 輸入             | 1.9       | 6.2  | 11.8      | 7.0  | 3.6       | 3.5  | 3.3           | 4.4           | 9.2           | 4.4           |
| 名目 GDP (前期比年率) | 4.4       | 7.1  | 6.7       | 4.8  | 3.6       | 5.1  | 3.8           | 4.9           | 6.3           | 4.3           |
| 消費者物価(前年比、%)   | 1.7       | 1.3  | 1.5       | 2.0  | 1.8       | 2.0  | 2.3           | 1.5           | 1.7           | 1.9           |
| 失業率(%)         | 6.0       | 6.0  | 5.6       | 5.5  | 5.6       | 5.5  | 5.8           | 6.0           | 5.5           | 5.5           |
| 財政収支(10億ドル)    | -         | -    | -         | -    | -         | -    | -159          | -374          | -469          | -393          |
| 同名目 GDP 比(%)   | -         | -    | -         | -    | -         | -    | -1.5          | -3.5          | -4.1          | -3.3          |
| 貿易収支(通関、10億ドル) | -266      | -266 | -299      | -291 | -295      | -289 | -468          | -532          | -590          | -583          |
| 同名目 GDP 比(%)   | -4.9      | -4.8 | -5.2      | -4.9 | -4.9      | -4.7 | -4.5          | -4.8          | -5.0          | -4.8          |

(注) GDP は前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)

消費者物価はコアベース、財政収支は会計年度(前年10月~9月)