

1

景気の現状と先行き

【1】景気の現状
～景気の調整局面にある日本経済～

2002年1月を景気の谷として、緩やかな回復局面が続いていた日本経済は、「景気動向指数」の示すように、一致指数が3ヶ月連続で50割れしており、景気は調整局面にさしかかっている。

日銀は、10月29日公表の「経済・物価情勢の展望（年2回 4月、10月）」の基本的見解のなかで、「輸出や生産が、伸びをやや鈍化させながらも増加傾向を続けるなか、企業収益が増加しており、これが設備投資の増加につながっている。また、雇用の改善や消費マインドの好転から、個人消費もやや強めの動きにある」とし、前回（4月）よりやや強めの見方をしている。

ただ、この様な「見通し」をしながらも、

- ① 海外経済の動向
- ② 国内民間需要の動向
- ③ 国内金融・為替市場の動向
- ④ 不良債権処理や金融システムの動向

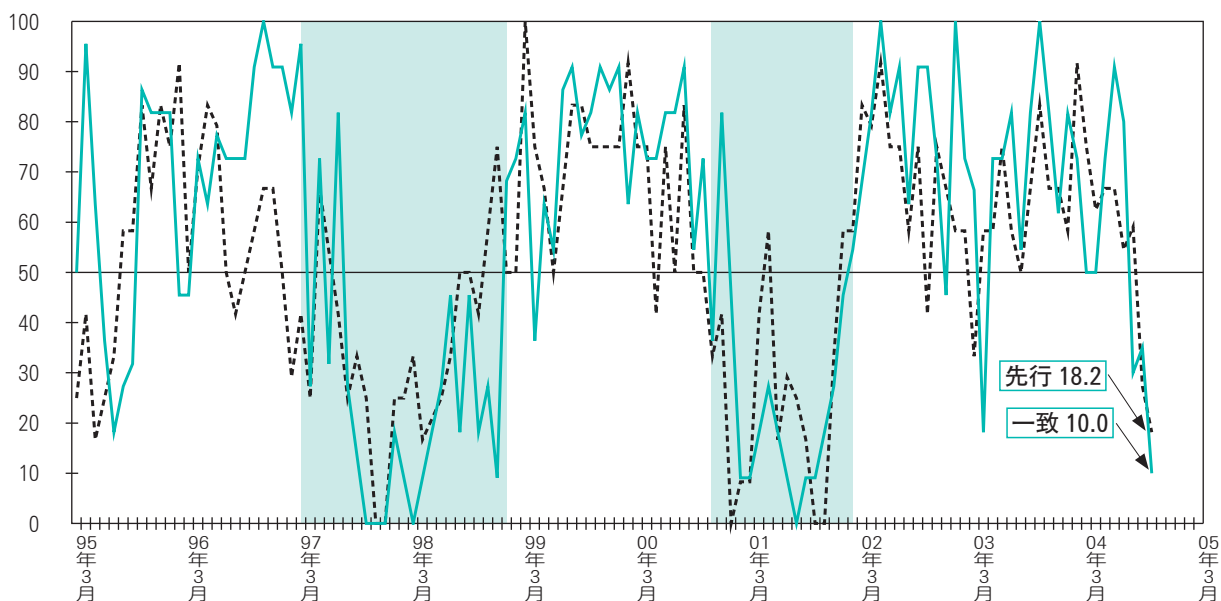
の4点を挙げて、このメインシナリオからの「上振れまたは下振れ」の要因があることについての留意を促していた。

これから、約2週間後の11月12日、2004年7～9月期の国内総生産（GDP）が発表された。

前期比増加率は大方の予想値0.5%を大きく下回る0.1%となった。年率換算では、わずか0.3%の水準である。6～7%台での高成長から、急速にシフトダウンした前期の1.1%を更に下回る数字となってしまった。

GDP発表後、政府・日銀ともに景気に対する見方を弱めている。景気の現状は、調整局面にさしかかっており、日銀の危惧する「下振れのリスクシナリオ」に近づいているのである。

景気動向指数



シャドーは景気後退期を表す

資料：内閣府

ただ、12月3日に発表された7～9月期の法人企業統計は、予想を上回る高い成長率を示した。半導体製造装置への投資を中心に、製造業で前年同期比14.8%と6期連続で前年水準を上回っている。また、非製造業でも第三世代携帯電話用基地局への積極投資が進み、前年同期比14.2%と伸びている。全産業ベースでも前年同期比14.4%と2001年以来のハイペースである。GDP改定値との対比検討が必要となってきた。

**【2】景気の先行き
～広がる景気のピークアウト感～**

しかし、この好調な設備投資が、失速気味の景気を下支えするパワー足りえるのだろうか。

手放して喜ぶのはまだまだ早すぎるだろう。

今回の法人企業統計の主役はIT関連であり、この高い成長率が実態値を歪めている恐れが高いと考える。その要因は、IT分野特有の循環サイクル（シリコンサイクル、4年周期）にある。前回の落ち込みは、2001年であったから、04年から05年に谷が来るとの判断をせざるを得ない。

さらにまた、景気の減速感を示す先行指標が多すぎる。設備投資の先行指標である機械受注統計では減速感が強まっており、製造業の企業収益にあっても、前四半期比約10%アップしている「原油高」で嵩上げされている部分が大きいと判断するのが素直であろう。

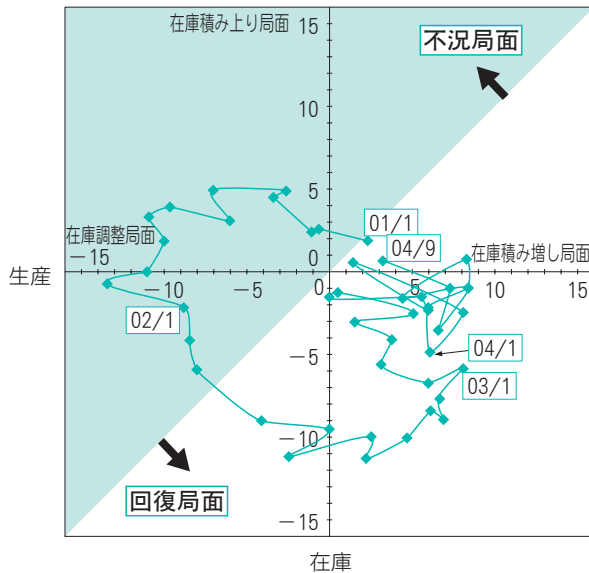
景気回復の原動力であった輸出は、数量ベースで7～9月期は、マイナス2.4%と4四半期ぶりのマイナスとなり成長率を下押ししている。アメリカと中国が、景気引き締め政策に転じたのを受けて、デジタル家電・輸送機器・建設機械に影響が出ている。輸出には、すでに陰りが出ているとみるべきだろう。

政府・日本銀行の景気判断及び展望の推移

	内閣府	日本銀行
11月	景気は、このところ一部に弱い動きはみられるが、回復が続いている。	わが国の景気は、輸出、生産の増勢に足もと一服感がみられるものの、全体として回復を続けている。
10月	景気は、順調に回復している。	わが国の景気は、回復を続けている。
9月	景気は、堅調に回復している。	わが国の景気は、回復を続けている。
8月	景気は、企業部門の改善が家計部門に広がり、堅調に回復している。	わが国の景気は、回復を続けている。
7月	景気は、企業部門の改善が家計部門に広がり、堅調に回復している。	わが国の景気は、生産活動や企業収益から雇用面への好影響を伴いつつ、回復を続けている。
6月	景気は、企業部門の改善が進み着実な回復を続けている。	わが国の景気は、回復を続けており、生産活動や企業収益からの好影響が雇用面にも及んできている。
5月	景気は、企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている。	わが国の景気は緩やかな回復を続けており、国内需要も底堅さを増している。
4月	景気は、企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている。	わが国の景気は緩やかな回復を続けており、国内需要も底堅さを増している。
3月	景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実な回復を続けている。	わが国の景気は、緩やかに回復している。
2月	景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している。	わが国の景気は、緩やかに回復している。
1月	景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している。	わが国の景気は、緩やかに回復している。

特集

鉱工業出荷・在庫循環サイクル



資料：経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」

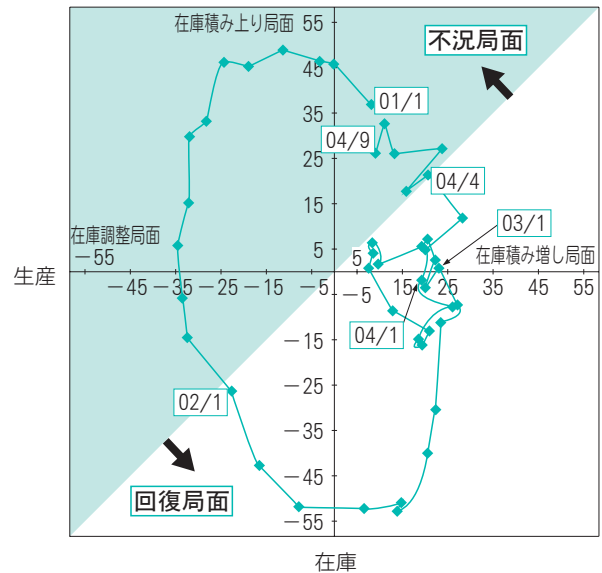
景気のエンジンとなっている鉱工業について、全体とその内のIT関連材（ここでは、代表として電子部品・デバイス工業）に分けて生産・在庫の循環サイクルを描いてみる。

鉱工業全体としては、上図のとおり、在庫の積み増しを避けるべく、第1象限と第4象限の間で生産を調整しながら拡大しつつある。在庫の積み増しが起きないのは、POSシステムやカンバン方式の普及で、在庫率の上昇を極力抑えるマネジメントが一般的に取り入れられて来たためであろう。

しかしながら、2004年9月には、再び第4象限から第1象限に移動し、在庫指数は+0.5ポイントではあるが、生産指数は+3.4ポイント（前月比▲3.9ポイント）と生産調整している。DIの動向と照らし合わせると、10月～12月期には、10時の方向へとシャドー入りしている可能性が極めて高い。

さらに、鉱工業出荷の伸びから製品在庫の伸びを前期比で差し引きした「出荷・在庫バランス」も▲3.1ポイントと悪化している。

電子部品・デバイス工業生産・在庫サイクル



資料：経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」

過去のパターンでは「出荷・在庫バランス」悪化の後には、例外なく鉱工業生産がピークアウトし、景気後退局面を迎えている。

また、鉱工業全体を牽引しているのがIT関連部材である。このIT関連部材の代表として、電子部品・デバイス工業にスポットをあてて見ると、さらに景気後退が明確になってくる。

IT関連部材は、2004年4月から意図せざる「在庫積み上がり局面」（不況局面）の目安である第1象限の45度線上にシフトしている。

IT関連部材の不況局面（シャドー部分）の平均値は18ヶ月であるから、在庫の積み上がりのピークは、2005年1～3月期と目される。また、シャドー部分から回復局面へシフトするのは、2006年1～3月期以降と推察される。

従って、「2005年度の日本経済」は、鉱工業の在庫水準がバブル崩壊後最も低い事を考慮すれば、年度を通じて「緩やかな景気後退局面」が訪れるであろうと考える。

2

政府の経済見通し

～実質 1.6%、名目 1.3%の成長～

政府は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2004」の早期具体化により、構造改革の取組を加速・拡大することを政策の根幹として、「改革断行予算」という基本路線を継続する方針としている。

2005 年度の日本経済の見通しは、世界経済の回復が続く中で、生産・設備投資が増加するなど企業部門が引き続き改善するとしている。

また、これらを背景にして、雇用・所得環境の改善により、家計部門にも波及する動きが強まり、消費は着実に増加すると見込まれるとしている。

さらに、日本経済は 2004 年度に引き続き、民需中心の緩やかな回復過程を辿り、政府・日銀が一体となった取り組みを進めることにより、デフレからの脱却を確実なものにさせていくというシナリオを描いている。

その結果、2005 年度の国内総生産の実質成長率は 1.6%、名目成長率は 1.3%と予想している。

(1) 実質国内総生産

① 民間最終消費支出

雇用・所得環境が改善することから着実に増加するとし、前年度比 0.9%増を見込む。

② 民間住宅投資

比較的高い伸びを示した 2004 年度と比較すると若干減少するが安定的に推移するとし、前年度比▲0.6%を見込む。

③ 民間設備投資

企業収益の改善を受け、前年度比 3.3%の増加を見込む。

④ 公需寄与度（対実質経済成長率）

「改革断行予算」継続の下、公的固定資本形成が抑制されているが、介護・医療の保険給付の増

加や災害復旧への対応等により概ね前年度並みの、0.1%程度の増加を見込む。

⑤ 外需（対実質経済成長率）

世界経済の回復を受け引き続き 0.4%程度の増加を見込む。

(2) 労働・雇用

雇用・所得環境は、厳しさが残るものの緩やかに改善し、完全失業率は 4.6%程度と前年度比若干低下を見込む。

(3) 鉱工業生産

内需、外需が増加する中で、前年度比 1.8%程度の増加を見込む。

(4) 物 価

国内企業物価は、緩やかな上昇を続け前年度比 0.4%程度の上昇、消費者物価は、0.1%程度の小幅な上昇に転じると見ている。

(5) 国際収支

世界経済・国内需要がともに回復を続けることにより、輸出入ともに増加の見込み。経常収支の対 GDP 比は、やや拡大の 3.9%程度を見込む。

政府の経済見通し

	2004年度見通し	2005年度見通し
	兆円（名目）	兆円（名目）
国内総生産	505.1	511.5
民間最終消費支出	286.7	288.9
民間住宅	18.3	18.2
民間企業設備	78.7	80.9
民間在庫品増加	▲0.4	0.4
財貨・サービスの輸入	67.7	72.6
財貨・サービスの輸出	58.6	62.5
労働・雇用	万人	万人
労働力人口	6,640	6,625
就業者総数	6,330	6,325
雇用者総数	5,360	5,365
国際収支	兆円	兆円
貿易収支	13.4	13.1
輸出	59.4	63.0
輸入	46.0	50.0

3 民間の経済見通し

民間の主な経済調査機関、金融機関がとりまとめた2005年度の経済見通しは、次頁一覧のとおりである。23機関の平均のGDP成長率は、実質で1.4%、名目では0.3%となった。2004年度より実質ベースで、1.5%のダウンを見込むことになる。主要項目ごとの各機関の見方については、以下のとおりである。

【個人消費】

個人消費の予想は、2.7%から0.4%まで（平均1.5%）を見込んでいる。

最も高い2.7%を予測した明治安田生命では、緩やかな回復基調にある雇用環境は、女性の労働力人口・就業者数の改善に期待をよせつつ、2005年度は緩やかな回復ペースを続け、2005年度末にかけて、やや拡大するとして比較的高めに見ている。

一方、0.4%と最も低い予想をした日本経済研究センターは、企業の雇用スタンスが依然として慎重であること、税・社会保険負担の増大が可処分所得を押し下げることから、個人消費の堅調さを維持することは困難と判断している。

一般的には、個人消費は雇用・所得環境が厳しい状況にあって回復には力強さは無いものの、貯蓄取り崩しによる消費などで、横ばいもしくは微増で推移すると見ているところが多い。

【住宅投資】

住宅投資の予想は、1.9%から▲1.9%まで（平均▲0.2%）を見込んでいる。

最も高い1.9%を予測する明治安田生命は、地価下落による都心部のマンションの潜在的需要の掘り起こし期待から、住宅市場はモメンタムは弱いながらも回復基調として高めの設定をしている。

他方、▲1.9%を予測するUFJ総合研究所は、2004年7～9月期の高水準は、定率減税縮小前の

駆け込み需要であり、その反動から減少に転じると判断、成長率は鈍化するとみている。

雇用・所得環境が緩やかながらも改善することは期待できるが、定率減税縮小の影響もあり、2004年の駆け込み需要の反動がマイナスに働くこと、若年人口の減少により中長期的に貸家需要も減少することを考慮すれば、2005年度は鈍化せざるを得ないとするのが共通認識であろう。

【設備投資】

民需の柱となる設備投資の予想は、6.7%から▲1.1%まで（平均2.6%）を見込んでいる。

6.7%を予測した野村総合研究所は、「①バランスシート調整の終了②余剰資金の拡大③ゼロ金利の維持④古い設備の積極的な廃棄（除却率上昇）」は既に達成ないし達成近しと見て、過剰人件費の削減等構造調整の一段の進展が進めば2006年には「⑤中期期待成長率の上方修正」に伴う設備投資の積極化によるデフレ克服・景気の本格回復を期待している。

唯一マイナス予測をしたUFJ総合研究所は、景気調整局面を2004年度後半からと見ており、2005年度前半は、輸出と設備投資は減少に転じ調整局面が続くと見ている。

【公共投資】

公共投資の予想は、2.0%から▲14.0%まで（平均▲5.5%）を見込んでいる。

大半の研究機関がマイナス成長を見込んでいる。

このなかで、2.0%を予測する農林中金総合研究所は、2005年度も、一般歳出・公共投資関係費の概算要求基準は、前年度比▲3.0%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は継続され、財政スタンスに大きな変更は無いとするものの、2004年度の災害復旧事業が2005年度前半までずれ込むことを考慮して2.0%を想定している。

（竹田憲正）

2005年度経済見通し一覧（政府・主要民間23機関）

（前年度比伸び率、％）

発表機関	2004年度 GDP成長率 見通し	2005年度								
		GDP成長率見通し		個人消費	住宅投資	設備投資	公共投資	鉱工業生産指数	消費者物価指数	円相場 (円/ドル)
		実質	名目							
政府	2.1	1.6	1.3	0.9	▲0.6	3.3	0.1	1.8	0.1	—
関西社会経済研究所	3.1	2.3	0.8	2.2	▲0.7	4.0	▲6.7	1.1	▲0.2	105.0
明治安田生命	2.8	2.1	1.1	2.7	1.9	2.7	▲8.7	3.5	▲0.1	107.0
みずほ総合研究所	2.9	2.1	1.4	1.9	▲0.4	3.7	▲7.1	2.5	▲0.1	111.0
野村総合研究所	2.8	1.9	0.7	1.5	1.2	6.7	▲14.0	1.5	▲0.3	110.5
日本総合研究所	3.0	1.9	0.8	1.6	▲0.1	3.8	▲6.1	—	▲0.1	—
住友信託銀行	2.8	1.8	0.3	2.0	▲0.7	4.9	▲10.5	4.9	▲0.1	107.6
三井トラストホールディングス	3.0	1.6	0.5	1.7	0.4	2.9	▲3.7	2.8	0.2	105.0
日本経済研究センター	3.1	1.5	0.1	0.4	▲0.2	5.2	0.9	1.0	▲0.4	112.6
東京三菱銀行	2.8	1.4	▲0.1	1.6	▲0.5	3.0	▲9.9	0.8	▲0.1	109.0
三菱総合研究所	3.0	1.4	0.4	1.7	▲0.5	2.9	▲10.2	1.8	0.1	107.3
電力中央研究所	3.3	1.4	0.7	2.4	—	0.8	0.4	0.4	▲0.1	111.4
第一生命経済研究所	2.8	1.3	0.2	1.7	1.7	1.2	▲6.3	1.3	0.0	107.6
東レ経営研究所	3.0	1.3	0.0	1.1	0.2	3.1	▲2.9	2.4	▲0.2	109.0
大和総研	3.2	1.3	0.2	1.7	0.9	2.0	▲4.1	▲2.2	0.1	107.5
浜銀総合研究所	2.6	1.2	0.0	1.7	▲1.1	1.7	▲5.3	1.6	0.0	110.0
農林中金総合研究所	2.8	1.2	0.5	1.3	0.4	0.6	2.0	—	▲0.1	104.4
新光総合研究所	2.9	1.2	▲0.5	1.2	▲0.7	3.2	▲9.3	0.2	▲0.1	116.8
住友生命総合研究所	2.7	0.9	0.1	0.9	0.0	1.8	▲6.0	0.7	▲0.1	101.0
三井情報開発総合研究所	2.9	0.9	0.8	0.8	▲0.9	1.6	▲1.5	—	0.0	104.4
日立総合計画研究所	2.9	0.9	0.3	1.1	▲1.1	2.1	▲4.7	▲0.1	▲0.2	104.5
ニッセイ基礎研究所	2.9	0.8	▲0.4	1.1	▲0.8	1.2	▲3.7	▲0.6	▲0.3	104.0
モルガンスタンレー証券	3.4	0.7	▲0.4	0.9	▲1.3	2.4	▲5.7	0.5	0.0	116.0
UFJ総合研究所	2.7	0.6	▲0.8	1.3	▲1.9	▲1.1	▲3.4	▲0.5	▲0.3	108.5
民間機関平均	2.9	1.4	0.3	1.5	▲0.2	2.6	▲5.5	1.2	▲0.1	108.2

* GDP旧算定方式：政府を除く、上から2005年度GDP成長率（実質）の高い順。

（2004年12月1日現在）