

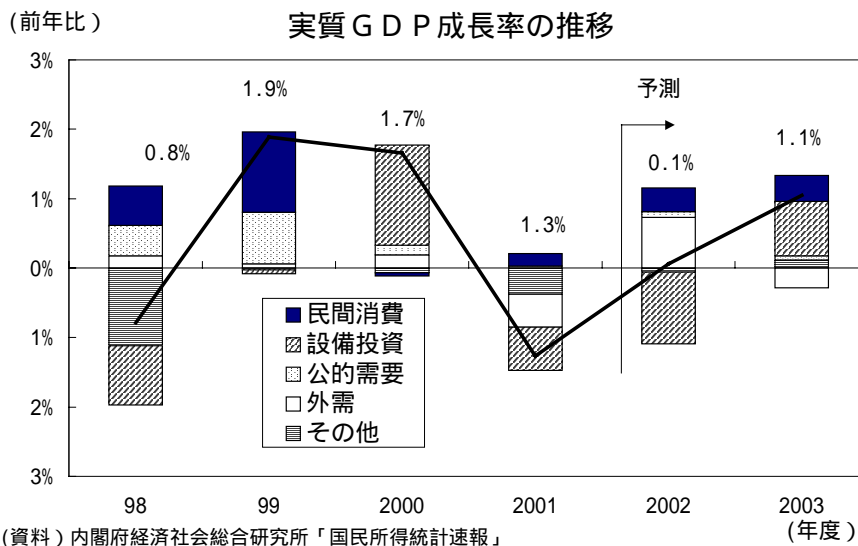
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2002 年度改定経済見通し：ガラス細工の回復

<2002 年度 0.1% 成長：外需頼みの危うい回復>

1. 2002 年度の日本経済は、米景気回復によって外需主導で緩やかな回復を続けるものの、設備投資の減少など内需の低迷が続き、実質 0.1% とほぼゼロ成長にとどまるだろう。物価の下落基調が続き、名目成長率はこれを下回る 1.0% のマイナス成長と予測する。2003 年度は実質 1.1% 成長に改善するが、名目ではほぼゼロ成長の 0.3% の伸びと予測。
2. 景気回復の基盤は脆弱である。外需頼みの回復にあっては、そもそも米国の景気回復状況や、国内の金融システム不安再燃の可能性など景気拡大が持続するためのハードルは多く、性急な財政赤字削減の試みなどは景気回復を短命に終らせる危険が大きい。



経済調査部門

(03)3597-8419

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

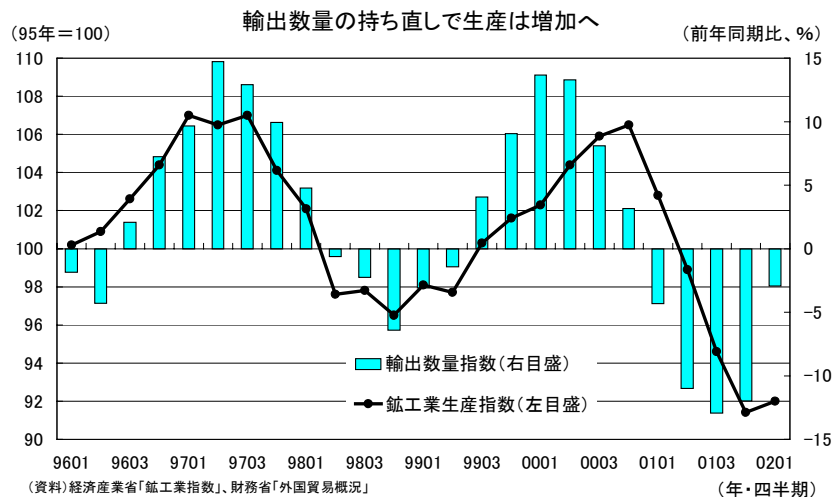
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

脆弱な回復：2002年度はほぼゼロ成長

1. 回復に向かう日本経済

(景気は底打ち)

2001年に入って急速に悪化してきた景気は、2002年1-3月期には底入れした。2001年は米国経済の急減速にともなって輸出の減少が続いていたが、昨年9月の同時多発テロ事件から米経済が予想外に早く立ち直り、1-3月期には年率5.6%の高成長となったことから、世界的に景気回復に向かい、日本の輸出も増加に転じた。2001年を通じて急速な減少を続けてきた鉱工業生産は、2002年1-3月期には前期比0.7%とわずかながら増加に転じた。



2002年1-3月期の経済成長率は、前期比実質1.4% (年率5.7%) の高成長となった。消費が前期比1.6%の高い伸びとなったため民需も増加したが、これまで減少を続けてきた輸出が6.4%増となり、外需の寄与度が0.7%と成長率を大きく押し上げた形となった。消費の好調については、推計に採用されている家計調査単身世帯の伸びが異常に高かったことにあり、実態を表わしていない恐れが大きい。1-3月期の成長率は高いものとなったが、実態は1-3、4-6月期を通じて緩やかな成長にとどまっていると見られ、今後もV字型の急速な景気回復にはならないだろう。

内閣府経済社会総合研究所は、4-6月期のGDP速報から新しい推計方法を採用するとともに、従来より公表時期を1ヶ月ほど早めると予定であるとしている。新推計方法の詳細は依然として検討中であるが、現在よりも供給側の統計を多用することで、公表時期を早めると同時に推計をより確報に近いものとするのが可能となる。今回の推計方法の変更によって、確報で最終的に決まる年度の経済成長率が大きく影響されることはないが、四半期の経済成長率には大きな変化がありうる。1-3月期の高成長は推計に採用されている家計調査単身世帯の伸びが異常に高かった

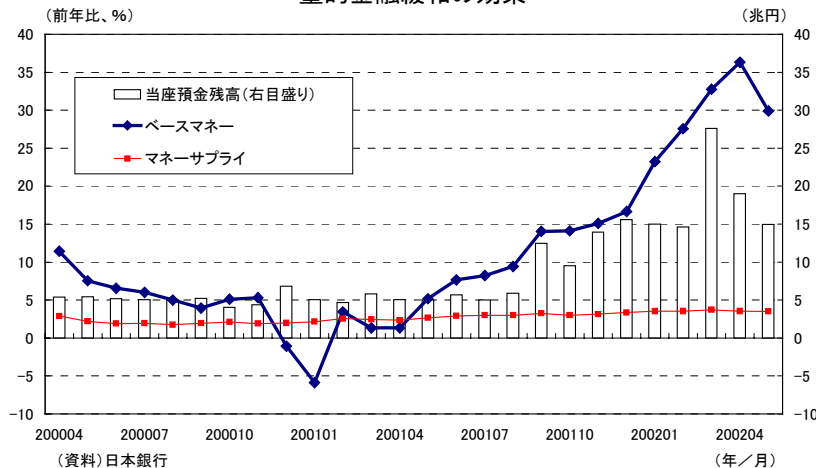
ことにあり、推計方法が変更されれば下方に修正される可能性が大きい。

新推計方法は、推計に当たって従来よりも供給側の統計を大量に採用しており、四半期毎のGDPの全体的な動きもより供給側の統計の動きに近いものになると考えられる。現時点で利用可能なのは、経済産業省が発表している全産業活動指数がある。これを見ると、2001年4-6月期から3四半期続けて低下が続いた後、1-3月期は前期比0.6%の緩やかな上昇となっている。現在のGDPの推計方法によれば、1-3月期は前期比実質1.4%の高成長となるが、4-6月期はこの反動で0.5%のマイナス成長となると予測するが、新推計では1-3、4-6月期をとおして緩やかな成長となる可能性が大きいだろう。こうした四半期速報の推計方法の変更は年度のGDP成長率には大きな影響がないはずだが、四半期で見た経済像にはかなりの違いがあり得る。1-3月期の高成長はかなり割り引いて考える必要がある点には注意すべきである。

(量的金融緩和の1年)

日銀が2001年3月に量的緩和政策に踏み切ってから、1年以上が経過した。当初4兆円だった日銀当座預金残高の誘導水準は、現在10-15兆円にまで拡大している。長期国債の買い切りオペレーションの規模も、月額4000億円から3月以降は1兆円となっている。この間マネタリーベースの伸びは7-9月期前年同期比10.4%、10-12月期は15.6%、1-3月期は20%を超える伸びに高まったが、マネーサプライ(M2+CD)の伸びは3%台半ばにとどまっている。金融政策が効果を発揮するまでには、かなりの期間を要するので、現在の時点でこの効果を断定することはできない。しかし、これまでのところ日銀による金融緩和の効果は、信用乗数の低下で吸収された形となっており、マネーサプライの伸びにすらつながっておらず、いわんや実体経済への波及はほとんど認められない。日銀に対する追加的な緩和の圧力は依然大きく、今後も資金供給オペレーションの対象拡大、インフレ・ターゲットなど、さらに追加的な緩和策が模索されることになるが、この物価押し上げや景気刺激の効果に多くを期待することは難しい。2002年度内に消費者物価上昇率が基調的にゼロを上回り、短期金利が実質的にゼロという状況が解消される可能性は極めて低い。

量的金融緩和の効果



2 . 米国依存の世界経済回復

(欧米経済の見通し)

米国経済は 2001 年 4-6 月期には景気後退に陥り、7-9 月期には実質成長率は前期比年率マイナス 1.3% に転落した。さらにテロ事件の発生が加わったが、事態は懸念されたよりも早期に終結した。米国経済は 10-12 月期にはマイナス成長という予想を覆して年率 1.7% のプラス成長となり、1-3 月期には年率 5.6% の高い成長を遂げた。2001 年に 1.2% に低下した経済成長率は 2002 年 2.5%、2003 年は 3.0% となるだろう。

消費は堅調であるものの、10-12、1-3 月期の成長には政府支出の増加が大きく寄与しており、黒字に転換した財政収支が再び大幅な赤字となる恐れが大きい。90 年代以降に低下傾向をたどってきた家計貯蓄率が元の水準に戻る過程で消費を落ち込ませる可能性や、企業収益の改善が遅れるなどの懸念材料が残っている。こうした様々な懸念材料にも関わらず、最近の経済指標は米国経済の順調な回復を示すものとなっており、米国経済の回復に差し迫った問題や障害があるようには見えない。しかし一時 NY ダウが 9500 ドル台に、NASDAQ 指数も 1400 台に下落したことなど、先行きの懸念は払拭されない状況にある。

欧州でも、米国経済の立ち直りによる外需の改善で 1-3 月期は経済が好転した。物価上昇率は若干高まり、賃上げによるインフレのリスクが懸念される状況になったことで、金融政策は引締めに向かうだろう。対ドルでのユーロの上昇は、輸入物価の下落によってインフレの抑制に働き、景気の拡大を支えることになる。欧州経済は 2001 年 10-12 月期頃を底に回復に向かっていると考えられるが、2002 年上期の回復は脆弱で、回復の動きが明確になるのは下期に入ってからとなるだろう。ユーロ圏の経済成長率は 2001 年の実質 1.5% から 2002 年は 1.1% に低下するが、2003 年には 2.8% にまで高まると見られる。

(米国・欧州経済の予測の詳細は、次週 weekly エコノミストレター 6/21 号に掲載)

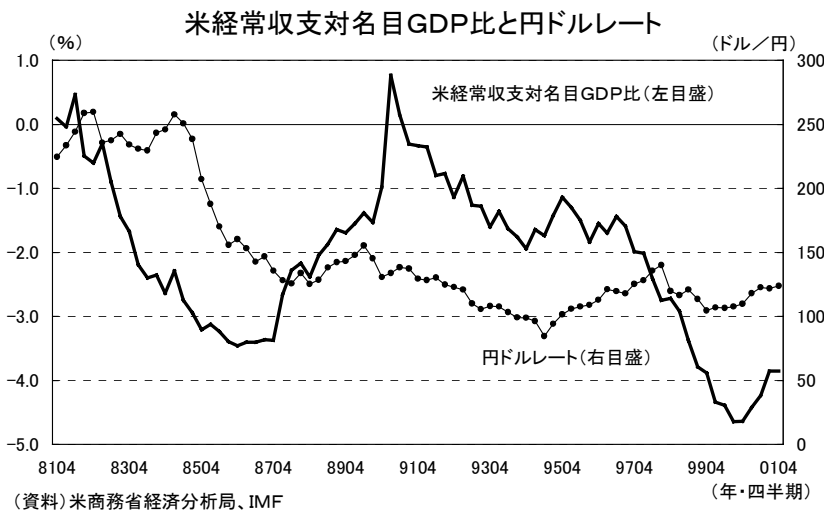
(輸出依存型景気回復の限界)

米国の景気回復に依存して世界経済が回復を続ける中で、米国の経常収支赤字が拡大することは大きな懸念材料である。2002 年度の日本は外需依存で景気回復を続けるが、この中で経常収支黒字の名目 GDP 比は 2001 年 4-6 月期の 1.8% から 2002 年 1-3 月期には 3.1% まで拡大したが、3% を超える水準は 2003 年初め頃まで続くだろう。一方米国の経常収支赤字は 5000 億ドルを超え、GDP 比でも 4.5% を超える水準となり、プラザ合意当時の水準を上回る。

為替レートは 2001 年末から円安が進み 130 円台半ばとなったが、2 月末に株価が上昇に転じると下げ止まり、5 月に入って一時 123 円台に円高が進んだ。米国株式市場で企業会計への不信感が強まり株価が軟調となっていることや、テロの可能性が依然として燻っていることもドル安の原因となっている。日本経済が外需依存型の景気回復を続けることは経常収支の黒字拡大が避けられず、国際収支面からも円高圧力が強まり、いずれ外需依存型の景気回復そのものを脅かす

よくなるという矛盾を内包している。

インフレ懸念が沈静化した米国経済にとって大幅な経常収支赤字の縮小のためにはドルの緩やかな下落はむしろ好ましく、欧州にとっても発足以来大きく下落したユーロが上昇することはインフレの抑制に役立つ。日本以外にはドルの下落を阻止しようという意図を持つものはいないので、主要国の協調介入が実現する可能性は低く、今後ドル高は修正傾向をたどると予想される。



3 . 2002 年度はほぼゼロ成長へ

(脆い回復の基盤)

2002 年度の日本経済は米国経済の立ち直りによって景気は回復するものの、回復力は脆弱である。財政政策や金融政策による更なる内需の刺激効果は期待できない上に、バブル崩壊後の日本経済を悩ませてきた「過剰債務、過剰設備、過剰雇用」の問題は依然解決されておらず、国内の民間需要の伸びに限られると考えられるからだ。国内の経済政策や国内需要の自律的な伸びによって景気が回復することは期待できず、外需頼みの回復となるだろう。

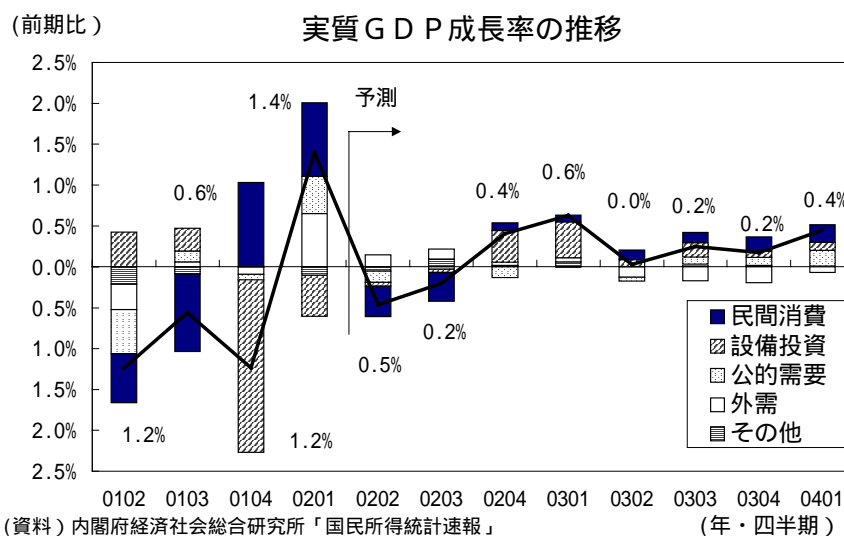
外部環境でもっとも懸念されるのは、2002 年度同様に米国景気拡大の持続性である。日本の輸出が増加基調を続ければ、鉱工業生産の拡大が企業収益の伸びにつながり、いずれ設備投資の拡大へと続くことから、緩やかながらも景気の拡大持続が期待できる。米国の景気拡大が続くことがこのための必要条件であり、米国の景気拡大が短命に終ったり、回復力が弱い場合には日本の景気回復のシナリオが根底から覆ってしまうだろう。

国内要因を見ても、中間期末、年度末のたびに繰返される金融システム不安の高まりで景気が悪化に向かう、ペイオフの完全解禁の影響で中小金融機関の経営破綻が起る、株価が下落するなど様々なきっかけによって景気回復が中断するリスクがある。輸出主導型の景気回復自体が、経常収支黒字の拡大と日本への資金還流をもたらし、円高を招いて景気回復持続の阻害要因となる恐れもある。性急に財政赤字の削減を試みることなどによって経済政策による景気の下支えが弱まると、97 年度と同様に景気回復の腰を折る危険性が高まるだろう。

(内需の低迷が続く日本経済)

法人企業統計季報では売上高の減少は続いているが、経常利益は 10-12 月期には底を打った形となっており、輸出の増加による企業収益の改善で民間設備投資の回復が期待できる。しかし設備投資の先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）は 1-3 月期は前期比 7.4%の減少で、4-6 月期の受注見通しも 0.3%となっている。このため、輸出の増加から鉱工業生産が増加し企業収益の改善によって年度後半には前期比では設備投資が増加に転ずるとしても、当面調整が続くため年度全体としては実質 6.4%の減少となるだろう。

消費者マインドには改善の動きが見られるものの、所得の低迷が消費を制約することになるだろう。2001 年度の企業収益が大幅な悪化となったことから、夏のボーナスには期待ができない。春闘賃上げ率は史上最低水準で、失業率はやや低下する動きを見せているものの、就業者数・雇員数ともに減少が続いていることから、家計の所得の伸びは低迷するだろう。雇用環境の若干の改善による消費者マインドの改善は期待できるものの、所得面の制約が大きく 2002 年度の民間消費支出は名目で 0.5%の減少、物価の下落を考慮した実質でも 0.6%増の緩やかな増加にとどまると見られる。民間住宅投資も減少傾向が続き実質で 4.5%となり、民需は 1.0%の減少になるだろう。



地方自治体の財政赤字削減の動きと国の財政構造改革のなかで、2002 年度の公的固定資本形成は実質 5.6%の減少となるだろう。実質経済成長率は 0.1%とほぼゼロ成長にまで改善するものの、GDP デフレータの下落が止まらないことから、名目では 1.0%のマイナス成長が続くことになるだろう。現在の GDP 統計速報の推計方法に沿った経済の動きは、1-3 月期の高成長のあと、4-6 月期にマイナス成長なるなど、ギクシャクしたものとなるが、供給面を重視した新推計では、緩やかな伸びが続くことになるだろう。

(2003年度の経済)

財政制度審議会は2003年度予算で公共事業費を大幅に削減することを建議したが、景気の回復力が弱いなかでは大幅な歳出の削減は景気回復の腰を折るリスクが高く難しい。政府は歳出削減を進めようとしているものの、その速度には限界があり2003年度の公的固定資本形成は2002年度とほぼ同じ実質5.5%程度の減少にとどまると見込んだ。

景気の拡大が続けば企業収益の伸びによって、2003年度は設備投資が5.2%の伸びとなると見込まれるが、消費の拡大に至るには時間がかかる。1999年の景気回復では企業収益の改善がいくら家計所得の増加につながり消費の拡大をもたらすというダム論が唱えられたが、これは実現しなかった。景気の拡大が2002年度後半から末には設備投資の持ち直しに繋がると見られる。労働分配率が高止まりしている状況では2003年度に入っても家計所得の増加には繋がりにくく、消費の拡大は実質0.7%と緩やかなものにとどまるだろう。景気拡大が続いても「本格的な回復」には至らず、経常収支黒字の拡大のために為替レートが円高化することによって、年度後半には外需の成長への寄与がマイナスとなり輸出依存型の景気回復の限界が見えてくるだろう。

米国経済の見通し

		2001年	2002年	2003年	2002年				2003年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前期比年率(%)	1.2	2.5	3.0	5.6	2.5	2.6	2.9	3.0	3.1	3.1	3.3	
内 需	寄与度	1.3	3.0	3.2	6.6	2.5	2.8	3.0	3.2	3.4	3.3	3.6	
	民間最終消費支出	寄与度	2.1	2.1	1.8	2.3	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	1.8	1.9
	固定投資	寄与度	▲ 0.3	▲ 0.8	0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
外 需	寄与度	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 1.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	
消費者物価	前年同期比	2.8	1.6	2.2	1.3	1.3	1.7	2.3	2.5	2.1	2.0	2.0	
失業率	平均(%)	4.8	5.7	5.7	5.6	5.9	5.8	5.7	5.7	5.7	5.6	5.6	
10年国債金利	平均(%)	5.0	5.2	5.5	5.1	5.2	5.3	5.4	5.4	5.5	5.5	5.5	

ユーロ圏経済の見通し

	単位	2001年	2002年	2003年	2002年				2003年				
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
		(実)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	1.5	1.1	2.8	0.1	0.5	1.2	2.4	2.9	3.0	2.9	2.6	
内 需	寄与度%	0.8	0.6	2.9	▲ 0.8	0.0	0.9	2.2	3.4	3.2	2.9	2.3	
	民間最終消費支出	前年比%	1.7	0.8	2.6	0.3	0.2	0.8	1.7	2.6	2.8	2.6	2.4
	固定資本形成	"	▲ 0.5	▲ 0.5	3.2	▲ 2.4	▲ 1.3	0.2	1.7	3.2	3.5	3.3	3.0
外 需	寄与度%	0.7	0.5	▲ 0.1	0.8	0.5	0.3	0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	
消費者物価(HICP)	前年比%	2.5	2.2	2.2	2.6	2.1	2.1	2.2	2.1	2.1	2.3	2.3	
失業率	%	8.3	8.5	8.3	8.4	8.5	8.5	8.4	8.4	8.3	8.2	8.2	
ECB市場介入金利	%	3.25	3.75	4.25	3.25	3.25	3.25	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25	

(注) 政策金利は未値



日本経済の見通し

(単位、%)

前回予測
(2002.3)

	2001年度 (H13年度) 実績	2002年度 (H14年度) 予測	2003年度 (H15年度) 予測	2002/4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2003/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2004/1-3 予測	2002年度 (2002.3)
実質 GDP	1.3	0.1	1.1	0.5	0.2	0.4	0.6	0.0	0.2	0.2	0.4	0.4
内需寄与度	(0.8)	(0.7)	(1.3)	(0.6)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.8)
内、民需	(0.8)	(0.8)	(1.3)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(1.0)
内、公需	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
外需寄与度	(0.5)	(0.7)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.4)
民間最終消費支出	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.1
民間住宅投資	8.5	4.5	0.5	3.6	1.2	0.8	1.2	1.5	0.2	0.2	0.9	1.2
民間企業設備投資	3.7	6.4	5.2	0.3	0.2	2.6	2.9	0.5	1.1	0.5	0.6	6.4
政府最終消費支出	2.8	2.6	2.3	0.7	0.6	0.3	1.3	0.1	0.6	0.7	1.4	3.0
公的固定資本形成	5.8	5.6	5.5	3.8	2.0	3.0	3.7	0.4	0.3	0.4	0.9	5.3
輸出	8.0	6.9	1.0	1.8	1.7	1.2	1.0	0.1	0.7	0.8	0.1	0.5
輸入	4.7	0.1	4.6	0.6	0.8	1.2	0.7	1.7	1.1	1.1	0.7	3.6
名目 GDP	2.5	1.0	0.3	0.8	0.6	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	1.9

(注) 実質 GDP の上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

見通しの前提：米国経済成長率～2002年2.5%、2003年3.0%

為替～2002年度 124円、2003年度 119円 原油～2002年度 26.0ドル/バレル、2003年度 24.3ドル/バレル

<主要経済指標>

(単位、%)

前回予測

	2001年度	2002年度	2003年度	4-6	7-9	10-12	2003/1-3	4-6	7-9	10-12	2004/1-3	2002年度
鉱工業生産(前期比)	10.2	1.8	3.0	2.5	1.3	0.8	0.9	0.8	0.5	0.4	0.6	1.5
国内卸売物価(前年比)	1.1	1.0	0.6	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.5	0.6	1.1
消費者物価(前年比)	1.0	0.8	0.5	1.0	0.9	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.8
消費者物価(生鮮食品除き)	0.8	0.8	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8
経常収支(兆円)	11.9	15.0	14.0	14.5	15.2	15.8	14.7	14.9	14.6	13.8	12.7	13.3
(名目 GDP 比)	(2.4)	(3.0)	(2.8)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	(2.8)	(2.6)	(2.7)
失業率(%)	5.2	5.4	5.3	5.3	5.4	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.2	5.8
住宅着工戸数(万戸)	117	114	111	115	116	114	113	110	111	110	111	116
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6
為替(円/ドル)	125	124	119	127	125	123	121	120	119	118	118	128

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」他

(日本経済担当)	齋藤 太郎 (さいとう たろう)	(03) 3597-8416	tsaito@nli-research.co.jp
(金融・為替担当)	熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち)	(03) 3597-8448	kumagai@nli-research.co.jp
(米国経済担当)	土肥原 晋 (どいはら すすむ)	(03) 3597-8433	doi-hara@nli-research.co.jp
(欧州経済担当)	伊藤 さゆり (いとう さゆり)	(03) 3597-8538	ito@nli-research.co.jp

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)