

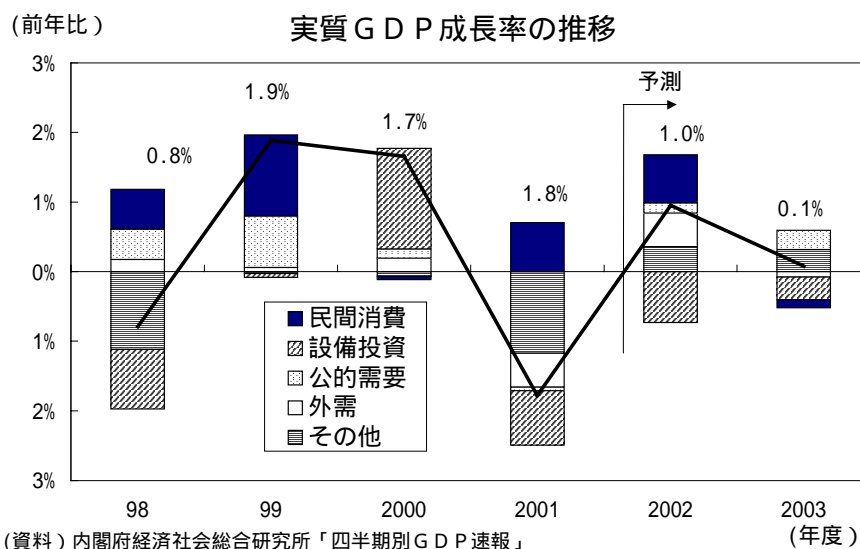
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 2003 年度経済見通し：短命に終る回復

< 2002 年度 1.0%、2003 年度は 0.1% 成長：外需は息切れ >

1. 日本経済は外需主導で緩やかに回復してきたものの、輸出の息切れのため設備投資の本格的な回復に至らずに景気はピークを迎える可能性が高い。
2. 2002 年度の経済成長率は実質 1.0% となるものの、不良債権処理のデフレ圧力増大も加わって景気は後退に向かい、2003 年度には 0.1% 成長に減速するだろう。物価の下落基調が続き、名目成長率は 2002 年度 0.6%、2003 年度は 1.2% とマイナス成長が続くと予測する。
3. 経済がスパイラル的な悪化に陥るのを防ぐために、今年度補正予算や来年度予算ではデフレ圧力の増加への対応が必要で、財政赤字の拡大はやむを得ない。



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

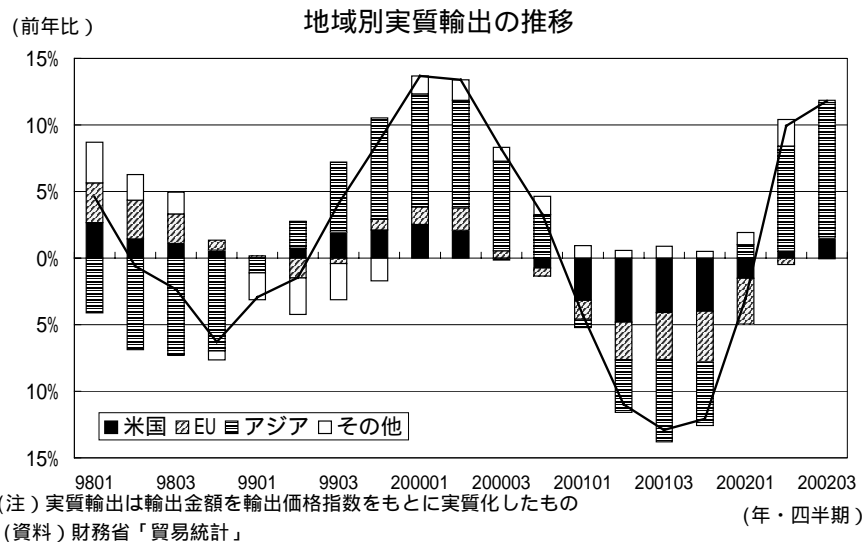
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## 短命に終る回復：2003年度経済は減速

### 1. 輸出主導の回復に陰り

#### (足取りの重い米国景気回復)

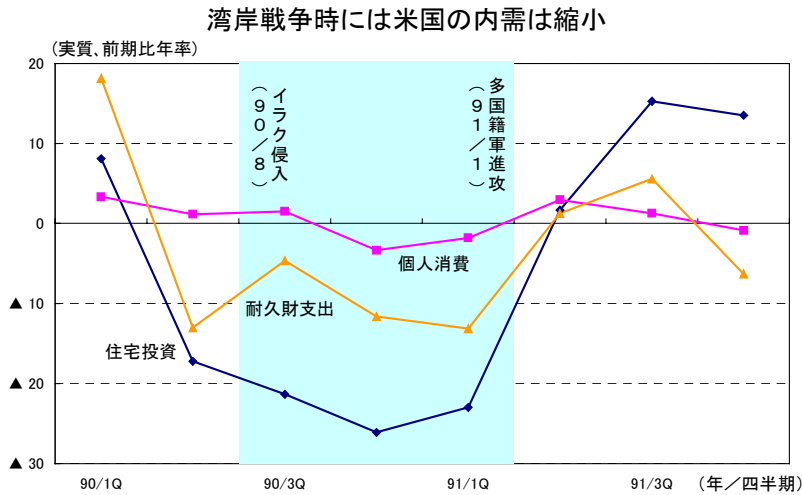
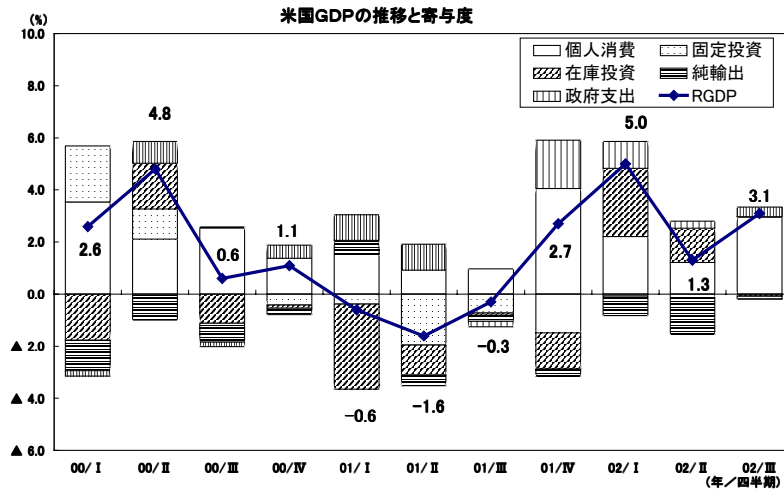
日本経済は、昨年末を底に景気は改善してきたが、鉱工業生産が急速に回復してきたにもかかわらず景気の回復感は弱かった。この原因は回復をもたらしたのが輸出の増加で、内需の回復力の持続性に強い懸念があったからだ。しかし、足もとでは米国、アジア向けの輸出の伸びが鈍化し、EU向けの輸出の回復も遅れているため、輸出全体の伸びも頭打ちとなっている。



米国経済は、4-6 月期は消費の伸びの鈍化と輸入の増加による外需の悪化により成長率が年率 1.3%に低下した。7-9 月期には減少を続けていた企業の設備投資は 0.6%増となり、ゼロ金利ローンによる自動車販売の好調などもあって消費が堅調で成長率は 3.1%となったものの、景気回復の足取りは重い。これまで経済成長を主導してきた消費拡大の持続性は疑問であり、雇用改善の遅れから消費が落ち込む危険性は排除できない。企業や消費者のマインド面を示す指標の悪化が目立つようになっており、10-12 月期の成長率は再び 1%台に減速する恐れが大きい。テロやイラクへの軍事攻撃の可能性など依然として国際情勢の不透明感も残っている。米国の景気回復テンポの鈍化を受けて、欧州でも輸出、生産の回復テンポが鈍り、景気に停滞感が出始めている。

イラクは国連決議を受諾したが、順調に履行されなければ米国等がイラクに対して軍事行動を起こす可能性がある。この場合には米国経済の内需縮小が起き、日本からの輸出減少を通じて日本経済へのマイナスの影響が避けられないだろう。前回のアフガニスタンに対する軍事行動の際の経済の動きは、9月にテロ事件が起こりこれによる影響が大きかったため、今回の参考とする

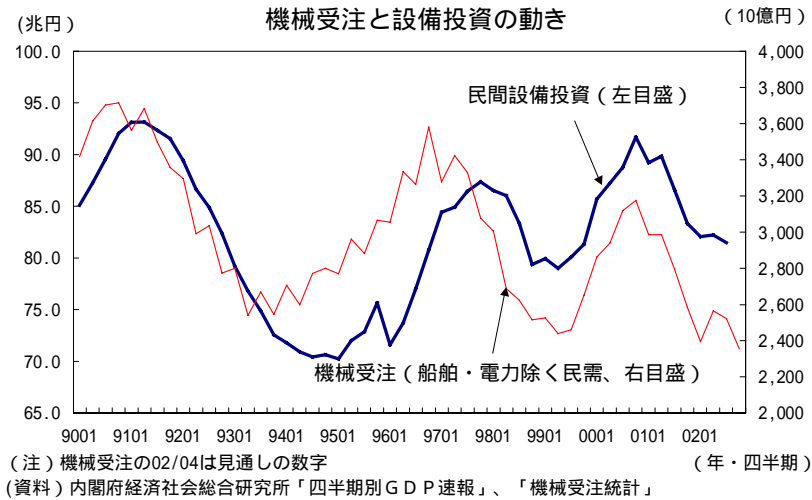
ことは難しい。参考となるのは湾岸戦争時の米国経済の動向だろう。湾岸戦争時には、耐久消費財支出の減少や住宅投資の減少が顕著であったが、多国籍軍の進攻で戦争が短期間で終結した後は急速に回復している。今回、仮にイラクに対する軍事行動があったとしても短期間に終了すれば、一時的な米国経済の減速にとどまり、日本経済への影響も重大なものとはならないと考える。しかし、これが長期化する場合には、米国経済の減速だけではなく、原油価格の高騰などによる世界経済全体へのマイナスの影響も加わって、日本経済にも深刻な影響を与える恐れがある。



(設備投資回復のシナリオに陰)

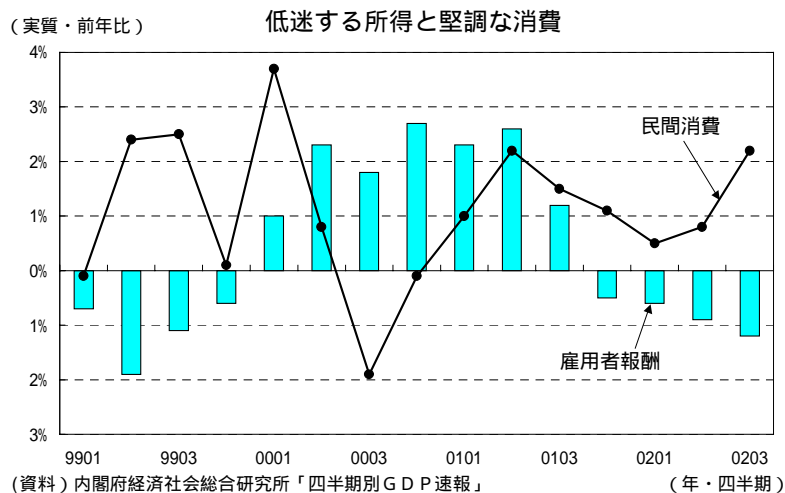
2001年1-3月期から落ち込み始めた設備投資は、今年に入ってからマイナス幅も縮小し、4-6月期には前期比で0.2%の増加に転じた。しかし設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)が4-6月期に前期比7.1%の増加となった後、7-9月期には1.7%の減少となり、10-12月期の受注見通しも6.5%の減少となっている。日銀の9月短観では景気回復期には通常上方修正されていくことが多い大企業製造業の設備投資計画が6月調査に比べて下方修正となったなど、

企業の設備投資意欲は弱い。2002年度の企業収益は前年度比で大幅な増加となるものと見込まれているが、年度下期の輸出の鈍化に加えて、資産価格の下落に伴う損失で増益幅が縮小する恐れも大きい。外需の息切れによって鉱工業生産の増加が設備投資の回復につながるというシナリオは崩れようとしている。



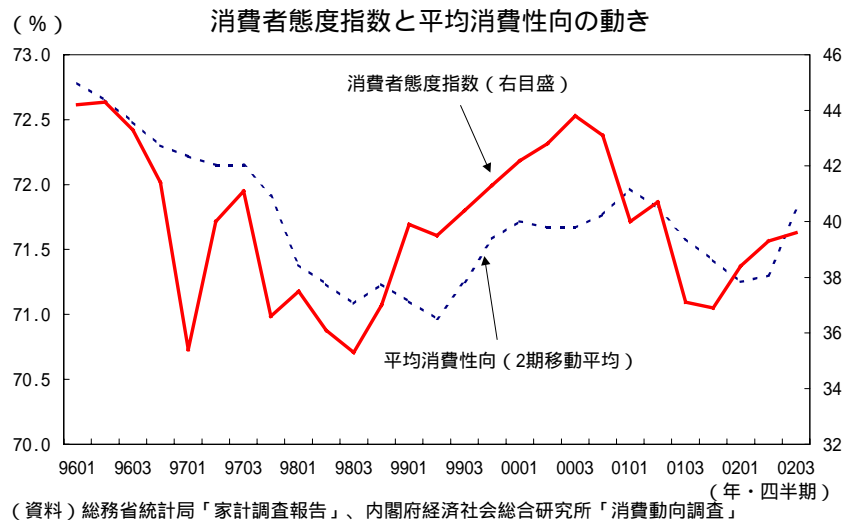
(消費の持続性は疑問)

失業率の高止まりと所得の低迷で、今後の消費の伸びは限られるだろう。雇用者報酬は、名目では2001年7-9月期以降、実質でも2001年10-12月期以降前年比で減少を続けている。



こうした中で民間最終消費支出が実質で増加を続けてきたのは、消費性向の上昇があったためだ。この背景には、景気の回復による雇用環境の改善を見込んだ消費者マインドの改善があった。内閣府の消費者態度指数は、2001年12月を底に改善してきたが、これは雇用環境の指数が19.8から30.6まで大幅に改善することによるところが大きい。2002年9月調査でも消費者態度指数は6月に比べて0.3ポイントの改善となっているが、物価の上がり方に関する項目が44.0から47.5

に改善したことによるもので、これまで改善を支えてきた雇用環境は 1.6 ポイントの悪化となっている。物価が上昇傾向にある時期には物価上昇率の低下が消費意欲の改善につながるが、現在のようなデフレ状態では物価の上がり方の指標の改善が消費意欲の改善につながるかは疑問であることを考えると、消費者マインドは悪化している可能性が大きいだろう。



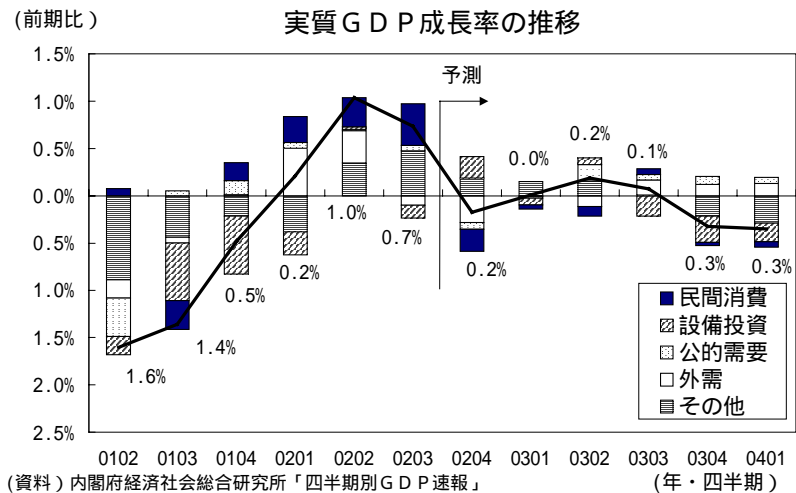
夏のボーナスは前年比で 5.9%の減少となったが、冬のボーナスも大幅なマイナスが見込まれる。民間企業の給与の減少が続いていることに加えて、これを反映した国家公務員や地方公務員の給与引下げによる影響もあり、雇用者報酬の減少が続くだろう。さらに今後も雇用保険など社会保障関係の負担増が予定されており、家計の可処分所得の伸びを圧迫する要因となる。2003 年度も賃金の削減による企業のコスト圧縮意欲は弱まることはないと考えられ、雇用情勢が改善しない中では、賃金の減少が続くだろう。このため、消費は家計の所得面から制約されることになると見られる。

(2002 年度は 1.0%成長)

2002 年度は米国景気の立ち直りとこれに伴うアジア向け輸出の拡大から、財貨・サービスの輸出が実質 7.2%と高い伸びを示し、実質成長率に対する外需の寄与度が 0.5%と外需に牽引される形の成長が明らかである。設備投資は下げ止まりの動きを見せたものの、輸出の鈍化から外需が息切れするため本格的な回復に至ることはなく、実質 4.5%の減少となろう。消費は 2002 年初めからの景気回復で消費者マインドが改善したため年度前半は前期比で増加が続いたが、冬のボーナスの減少や景気の先行きに対する懸念から 10-12 月期には減少に転じるだろう。住宅投資はこれまでの刺激策の息切れもあって前年比で減少を続けており、年度では 1.8%の減少になると見込まれる。2001 年度は企業の在庫調整のために在庫は経済成長率を大きく引き下げる要因になったが、在庫調整の速度が緩やかになることで、2002 年度は逆に成長率を押し上げることになるだろう。民間需要は 0.4%の伸び、実質成長率への寄与度は 0.3%となるが、在庫の実質成長率へ

の寄与度が0.4%もあり、表面的な数字よりも実態は弱い成長と言えよう。

今年度の補正予算では税収不足への対応、不良債権処理加速に関連したセーフティーネット整備に加えて、1兆円程度の社会資本整備関係費の上積みが行なわれると見込んだ。公共事業の実際の執行はほとんどが来年度にずれ込むと見られ、2002年度の公的固定資本形成の伸びは5.2%の減少になると見られる。公的需要は政府消費支出の安定した伸びがあるものの、実質GDPへの寄与度は0.1%にとどまるだろう。



## 2. 不良債権処理の加速とその影響

(回復鈍化に加わるデフレ圧力)

国内では景気の回復がピークを迎えようとしている中で、イラク情勢など米国経済の先行きを巡る状況は不透明感を増している。こうしたなかで政府は10月30日に「改革加速のための総合対応策」を取りまとめた。この対策はマスコミの報道などでは「総合デフレ対策」と呼ばれることが多いが、内容は不良債権処理の加速を狙った「金融再生プログラム」を中心としたもので、デフレへの即効性を欠いている。総合デフレ対策という通称から受ける印象と、実際に対策が目的としているものは別のものである。

景気低迷の長期化とデフレによって、日本の不良債権のGDP比は他の国々の例に比べ高い水準となっており、処理の加速に伴う実体経済への影響もはるかに大きい。また不良債権問題処理に成功したといわれるスウェーデンや韓国では、不良債権問題の処理に大規模な財政資金の投入が行なわれるとともに、通貨の大幅な下落が輸出の急増により経済を支えたことが観察される。日本は大幅な経常収支黒字を抱えている上に、主要な貿易相手国である米国の経常収支赤字幅はすでにプラザ合意当時を上回る水準にある。日本と韓国やスウェーデンなどとの経済規模の差も大きく、日本が円の大幅な下落で輸出依存を強めれば周辺各国経済への打撃も懸念されるため、

円の大幅な下落という政策をとり得るかどうか疑問である。こうした状況では、不良債権問題の処理を一気に行なうことは経済に与える影響が大き過ぎるだろう。

実際には産業再生機構を使った企業再生が多用されることなどによってデフレ的影響は時間的に分散されることになり、2003年度の経済成長率への影響は0.2~0.3%程度、失業率の押し上げ効果は0.2%程度を見込んだ。外需の鈍化により2003年度の景気は後退に向かう恐れが大きい。「金融再生プログラム」によって不良債権処理が加速されることで発生する追加的なデフレ圧力は、今年度補正予算などで一部は緩和されることを見込んで、元々弱い景気回復の腰を折るには十分なものである。景気の悪化で新規の不良債権が発生するために、不良債権問題の改善速度は「平成16年度には主要行の不良債権比率を現状の半分程度に低下させる」という政府の計画よりも緩やかなものにとどまるだろう。

### 3 . 2003 年度はほぼゼロ成長へ

(景気はピークへ)

外需が息切れし、所得の低迷に加えて諸負担の増加による消費低迷が見込まれるなど最終需要が弱い中では、来年度に予定されている法人税の減税を見込んだとしても、生産の増加基調終了が下げ止まりかけた設備投資を再び減少に向かわせる可能性が高い。今年度補正予算による公共事業の追加などを見込んで、2003年度は不良債権処理に伴うデフレ圧力も加わるために、経済成長率は2002年度の1%から低下してほぼゼロ成長になるだろう。景気回復は2003年春頃にはピークを迎える可能性が高い。失業率は再び上昇傾向となり、2003年度末には5.9%に達するだろう。

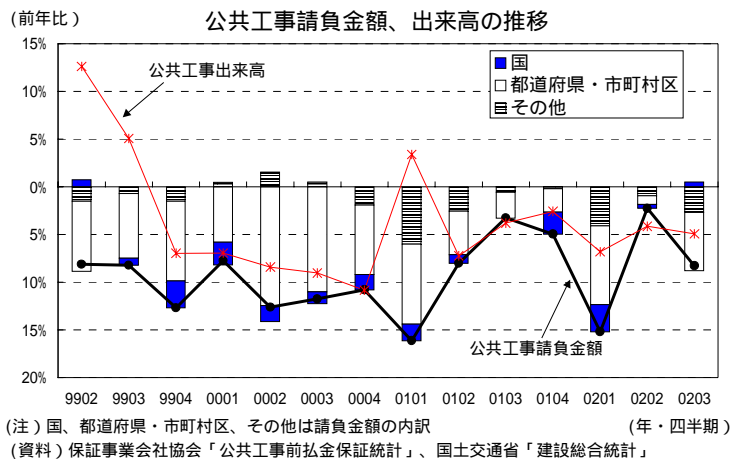
2002年度半ばに一旦落ち込みの止まった設備投資も、先行指標である機械受注は再び減少に転じており、企業の設備投資意欲は弱い。2003年度は外需の悪化が生産の増加基調の変化につながり、設備投資は2.1%の減少となろう。失業率の上昇など雇用環境の悪化を反映した賃金の減少やボーナスの減少が続くため、物価の下落にもかかわらず実質でも家計所得が減少すると見込まれる。さらに社会保障関係の負担増も加わるために可処分所得が実質で減少してしまい、消費は0.2%の減少となろう。住宅投資は所得の伸び悩む中では低迷が続き0.2%とほぼ横這いとどまるだろう。財政収支悪化に対応した歳出削減は行なわれるものの、人口高齢化による医療費の増加などから政府消費は2.4%増と増加傾向が続くだろう。一方公的固定資本形成は地方公共団体の事業削減が続く、2.3%の減少になるだろう。米国経済の回復が思わしくない中で、輸出の伸びはさらに鈍化し0.3%とほぼ横這いとなろう。成長率の低下で輸入の伸びも0.5%に低下するものの、外需の寄与は0.1%となって息切れが明確になると見込まれる。

(求められるデフレ対応)

物価の下落傾向は 2003 年度も続き日銀は現在の量的金融緩和政策を更に強化していくことを見込んだ。長期国債買いオペの規模は現在の月額 1 兆 2000 億円から増額され、日銀当座預金残高目標も現在の 15～20 兆円から引き上げられるだろう。このため現在の超低金利は 2003 年度も続くことになる。2001 年 3 月以来次第に強化されてきた量的金融緩和は、デフレ状況の改善に目立った改善効果を与えているとは考えられず、今後も大きな効果を期待することは難しいだろう。インフレーターゲットの採用や外貨建て資産や株の購入などの手段を採用するように求める圧力は高まるとみられるが、日銀がこれに踏み切る可能性は現在のところは低いだろう。

財政面では、2002 年度補正予算で税収不足の補填、雇用対策などセーフティーネットの整備、1 兆円程度の社会資本整備費の追加など、4～5 兆円程度の国債増発が行なわれると見込んだ。2003 年度予算では、設備投資減税を中心とした法人税減税が行なわれよう。概算要求時に 3% 減とされていた公共投資関係費は、来年度の経済情勢が厳しいことから前年度比横這いとなることを前提とした。しかし、地方公共団体の財政状況悪化により地方の公共事業が減少するという動きが続くため、国の公共事業量の減少が止まっても 2003 年度の公的固定資本形成は実質 2.3% の減少となるだろう。

今年度補正予算や来年度予算での財政面からの景気下支えがなければ 2003 年度はマイナス成長に陥る恐れが大きい。国債発行額 30 兆円の枠は放棄されたことになり、政府債務がさらに積み上がることになるが、スパイラル的な景気悪化を回避するためにはやむを得ないと考える。



(日本経済担当)				
副主任研究員	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3597-8416	tsaito@nli-research.co.jp
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3597-8046	shino@nli-research.co.jp
(金融・為替担当)				
副主任研究員	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)				
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3597-8433	doihara@nli-research.co.jp
(欧州経済担当)				
副主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3597-8538	ito@nli-research.co.jp



## 日本経済の見通し

(単位、%) 前回予測 (2002.9)

	2001年度 実績	2002年度 予測	2003年度 予測	2002/4-6 実績	7-9 実績	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
実質GDP	1.8	1.0	0.1	1.0	0.7	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
内需寄与度	( 1.3)	(0.5)	(0.2)	(0.7)	(0.8)	(0.1)	(0.0)	(0.3)	( 0.1)	( 0.4)	( 0.5)	( 0.6)
内、民需	( 1.2)	(0.3)	( 0.1)	(0.7)	(0.8)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	( 0.1)	( 0.5)	( 0.5)	( 0.7)
内、公需	( 0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	( 0.1)	( 0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	( 0.5)	(0.5)	( 0.1)	(0.3)	( 0.1)	( 0.3)	( 0.0)	( 0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.9)
民間最終消費支出	1.3	1.2	0.2	0.5	0.8	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8
民間住宅投資	8.0	1.8	0.2	0.9	0.2	0.2	0.1	0.7	0.7	0.7	0.8	3.2
民間企業設備投資	4.7	4.5	2.1	0.2	0.9	1.5	0.5	0.5	1.4	1.8	1.3	3.9
政府最終消費支出	2.6	2.7	2.4	0.6	0.9	0.8	0.8	0.5	0.3	0.7	0.5	2.5
公的固定資本形成	6.7	5.2	2.3	1.5	1.6	3.4	2.4	1.4	0.2	0.7	0.3	5.3
輸出	8.0	7.2	0.3	5.9	0.5	2.1	0.0	0.6	0.7	0.9	0.8	10.1
輸入	4.7	3.1	0.5	3.4	1.8	0.5	0.1	0.6	0.8	0.2	0.5	2.3
名目GDP	2.7	0.6	1.2	0.3	0.3	0.5	0.8	0.4	0.1	0.9	1.2	1.0

(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。

< 主要経済指標 >

(単位、%) 前回予測

	2001年度	2002年度	2003年度	2002/4-6	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	3.2	0.1	3.8	2.2	0.3	0.2	0.2	0.6	0.8	1.5	3.1
国内卸売物価(前年比)	1.1	0.9	1.0	1.2	1.0	0.7	0.7	0.8	1.0	1.0	1.2	1.2
消費者物価(前年比)	1.0	0.8	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
消費者物価(生鮮食品除き)	0.8	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
経常収支(兆円)	11.9	13.5	12.9	15.0	13.7	13.4	12.0	12.5	12.6	13.3	13.1	14.9
(名目GDP比)	(2.4)	(2.7)	(2.6)	(3.0)	(2.8)	(2.7)	(2.5)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.7)	(3.0)
失業率(%)	5.2	5.4	5.7	5.3	5.4	5.4	5.4	5.5	5.7	5.8	5.9	5.4
住宅着工戸数(万戸)	117	113	112	117	113	113	111	112	112	111	111	114
10年国債利回り(店頭基準配)	1.4	1.1	0.9	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8	1.4
為替(円/ドル)	125	122	119	127	119	122	120	120	119	119	119	121
原油価格(ドル/バレル)	24	26	22	25	26	27	26	24	22	21	20	27

(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

< 米国経済の見通し >

	2001年 実績	2002年 予測	2003年 予測	2002/4-6 実績	7-9 実績	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 予測
実質GDP(前期比年率)	0.3	2.3	2.1	1.3	3.1	0.9	1.9	2.5	2.9	2.9	3.1	2.3

(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)