

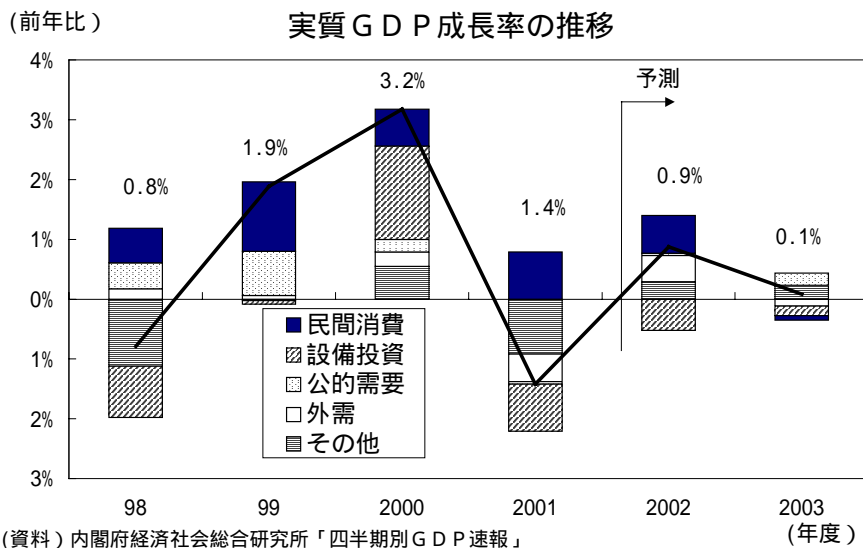
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## デフレ色増す世界経済：二次 QE 後経済見通し

< 2002 年度 0.9%、2003 年度は 0.1% 成長：縮小均衡の兆しも >

1. 7-9 月期の法人企業統計季報では、売上の減少が続く中でコストの削減により利益が増加するという形で企業収益の改善が見られた。人件費などのコスト削減による企業収益の回復の動きは、家計所得を減少させて経済を縮小均衡に向かわせる恐れもある。
2. 12 月 9 日発表の GDP 第二次速報（二次 QE）をもとに、11 月に発表した 2003 年度経済見通しを微修正した。2002 年度の経済成長率は実質 0.9%、名目 0.6% となるものの、2003 年度には実質 0.1%、名目 1.3% に減速すると予想される。
3. 世界経済はデフレ色が強まっており、これまでのインフレを警戒した経済政策からデフレを防止するための経済政策へと考え方の転換が求められている。



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/>

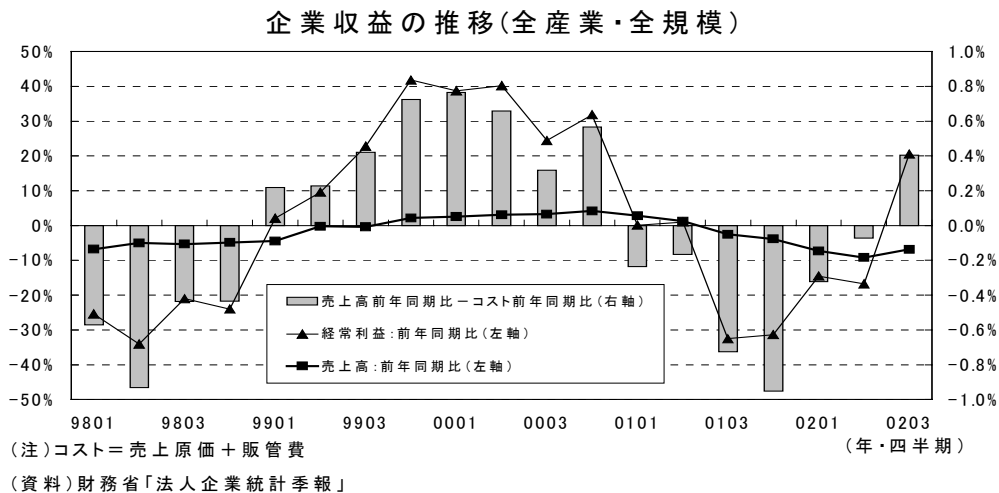
## 縮小均衡の兆し：2003年度0.1%成長に減速

### 1. 縮小均衡の兆し - デフレスパイラルの恐れも

#### (減収増益の企業)

12月5日発表の法人企業統計季報によれば、7-9月期の企業の経常利益は4-6月期の前年比16.8%の減益から、20.5%の増益に転じた。しかし、売上金額は6.9%と前期の9.2%から幅は縮小したものの減少基調が続いている。こうした中で大幅増益に転じたのは、人件費をはじめとしてコスト(売上原価+販管費)が7.3%も減少したからである。

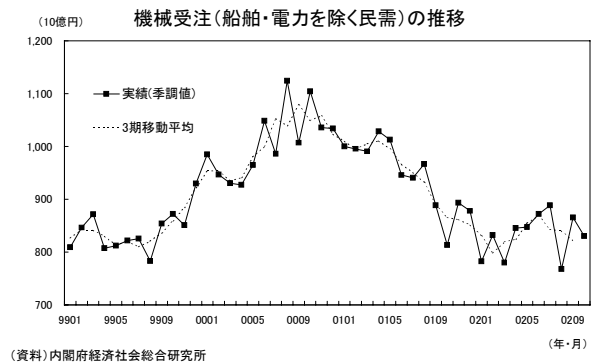
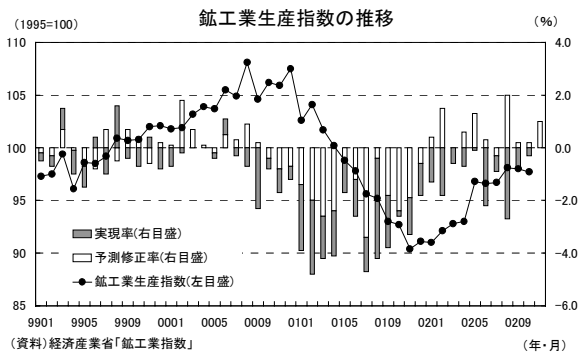
99年初めからの前回景気回復局面と比較しても、最近の企業収益に対する費用削減の効果は大きい。前回の局面では売上高の減少が止まり売上が増加したことで企業収益が改善していったが、今回の景気回復局面では売上高の減少が経常利益を押し下げる効果がむしろ拡大する中でも、企業の大幅なコスト削減によって利益が増加するようになっている。こうした企業のコスト削減努力は反面で、家計所得の減少や失業の増加にもつながっている。雇用者報酬は2001年7-9月期以来前年比で減少を続けており、今年7-9月期には2.8%と減少幅が拡大している。10月の失業率は5.5%に上昇したなど景気回復にも関わらず雇用情勢もむしろ悪化している。



2002年初めからと見られる景気の回復において、春闘賃上げ率が史上最低を更新し、夏のボーナスも前年比で減少するという中でも消費が拡大してきたのは、消費性向の上昇によるものだ。消費者マインドは雇用の改善を見込んで2001年末を底に改善してきたことがこの背景になっている。しかし、9月には消費者態度指数の中で雇用が悪化しており、消費者マインドは悪化傾向に転じる恐れが大きい。売上の減少をコストの削減でカバーしようという企業の努力が、家計所得の減少とマインドの悪化による消費の落込みにつながれば、これが更なる売上の減少となって企業収益を圧迫することになりかねない。日本経済はデフレスパイラルの輪がつながりそうな様

相を呈している。このまま推移すれば、2003年度は不良債権処理による失業の発生など一段のデフレ圧力が加わり消費を落込ませて、デフレスパイラルに陥るリスクが拡大するだろう。

外需の鈍化を受けて、鉱工業生産の回復基調は明らかに鈍化している。2002年に入って急速に回復してきた鉱工業生産指数は、夏頃から輸出の鈍化を受けて伸びが鈍化している。製造工業生産予測調査の実現率がマイナスを示す傾向がみられ、生産の回復力が鈍っていることを示唆している。機械受注（船舶・電力を除く民需）は7-9月期に前期比1.7%の減少となったのに続き、10月も前月比4.1%の減少という弱い動きが続いている。こうした景気回復速度の鈍化を受けて、内閣府が発表している景気動向指数でも10月の先行指数（DI）速報値が10ヶ月ぶりに景気の拡大と後退の境目となる50を下回り、先行きの景気後退の可能性を示唆するようになった。



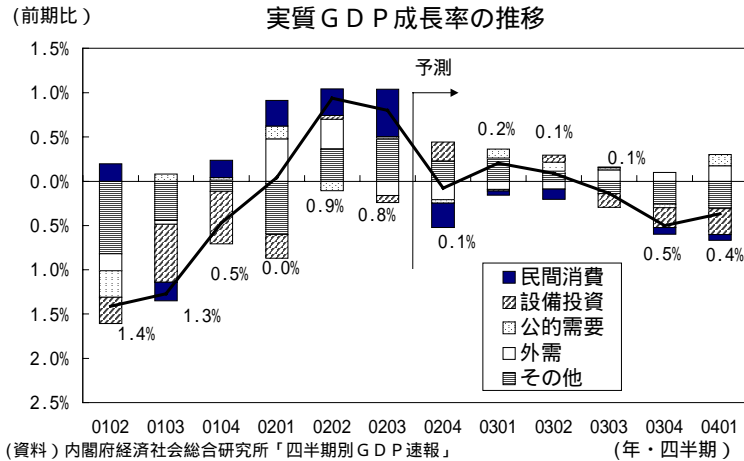
## 2 . 2003 年度は 0.1% 成長

(2002 年度は 0.9% 成長)

内閣府が12月9日発表した7-9月期GDPの二次速報値（二次QE）をもとにすれば、今年度の経済成長率は実質0.9%となるだろう（11月19日発表時の見通しは1.0%）。2001年度は企業の在庫調整のために在庫が経済成長率を大きく引き下げる要因になったが、2002年度は在庫の圧縮がほぼ止まったため、逆に在庫投資が成長率を大きく押し上げることになる。民間需要は0.5%の伸びで実質成長率への寄与度は0.4%となるが、在庫の実質成長率への寄与度が0.4%もあり、GDPから在庫投資を除いた最終的な需要の伸びは0.5%に過ぎない。2002年度の景気実態は実質0.9%成長という表面的な数字よりも弱いと言えよう。

今年度の補正予算では1.5兆円の社会資本整備関係費の上積みが行なわれることになった。11月時点の見通しで見込んでいた1兆円を上回っているが、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5.5%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への寄与度はほぼゼロにとどまるだろう。逆に来年度予算では社会資本整備関係費は今年度予算並みを見込んでいたが、報道では概算要求時の3%減を軸に検討されている模様だ。補正予算による追加額の上方修正と来年度予

算における下方修正がほぼ相殺する形となり、来年度の公的固定資本形成の金額は11月時点での見通しとほぼ同じと見込まれる。



量的な金融緩和が今後も強化され、日銀当座預金残高の誘導水準と長期国債の買いオペ額の引上げが行なわれるという金融政策の見通しに変更はない。オニール財務長官らの更迭により米国の為替政策がどう変わるのか予測できないが、米国が大幅な経常収支の赤字を抱えていることを考えれば、円がドルに対して大きく下落することは見込み難い。

(2003年度は実質0.1%成長に減速)

2003年度は、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年度の実質0.9%から低下してほぼゼロ成長の0.1%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6%に達するだろう。

企業の設備投資意欲は弱く、2003年度は外需の悪化が生産の鈍化につながり、設備投資は1.0%の減少となろう。売上の減少を企業が人件費抑制によるコストの削減で補おうとするため賃金の減少やボーナスの減少が続く、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0.1%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0.5%と減少が続くと見られる。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2.0%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、2.5%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

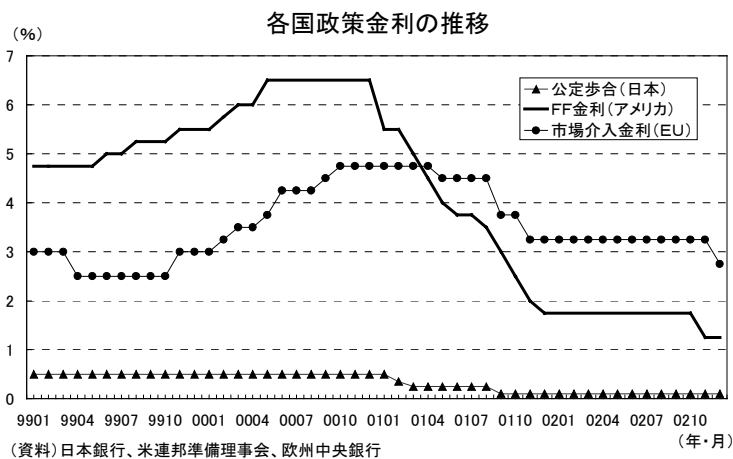
はさらに鈍化し 0.5%の減少となるだろう。成長率の低下で輸入の伸びも 2002 年度の 4.3%から 0.7%に低下するものの、外需の寄与は 0.1%のマイナスとなって息切れが明確になると見込まれる。実質経済成長率は 2002 年度 0.9%、2003 年度 0.1%とかわらうじてプラスを維持しているものの、名目成長率は 2002 年度 0.6%、2003 年度 1.3%とマイナスが続く見通しであり、デフレからの脱却が日本経済の最重要課題である。

### 3 . 世界経済に広がるデフレ色

(ゼロ金利の壁に近づく米金融政策)

米国 FRB が 2001 年初めに金融緩和を開始した時点では、FF レートは 6.5%、公定歩合は 6%と日本のゼロ金利は対岸の火事に過ぎなかった。しかし、2002 年 11 月に 0.5%の金利引下げを行なった結果、FF レートの誘導水準は 1.25%、公定歩合は 0.75%となり、ゼロ金利が視野に入るまでに低下した。金利の低下によって住宅投資が刺激され、消費の堅調の背景にも住宅ローンの借り換えによる利払い負担の低下や、低金利を利用した自動車会社のゼロ金利ローンによる販売促進がある。しかし、バブル崩壊後の日本の金融政策を反面教師としたと言われ、2年間で 5.25%にのぼる金利引下げを行なったにも関わらず、米国経済は緩慢な回復を見せているに過ぎず、経済が着実な回復過程に入ったとは言えない状況にある。

7-9 月期の企業収益は懸念されていたほどの悪化とならなかったが、失業率は 11 月には 6%に上昇し、10 月の 5.7%から大きく悪化した。短期的には人件費の抑制などのリストラによって企業収益が維持されるとしても、長期化すれば家計所得の低迷から消費の減退を招く恐れがあり、日本と同様の悪循環に陥る可能性も否定できない。



欧州でも ECB が 1 年 1 ヶ月ぶりに 0.5%の金利引下げに踏み切ったことから、政策金利は 2.75%に低下した。米国経済の持ち直しが遅れていることを受けて欧州経済も減速しきているに



も関わらず、FRBの急速な政策金利引き下げに対比してECBの対応は遅れ気味に見える。こうした対応の差を生み出したのは、ユーロ圏内における景況の格差が大きいことだ。

経済統合が進んできたとは言えるものの、ユーロ圏は完全に統合された経済圏と言うにはまだ程遠い状況にある。ドイツやフランスでは経済の減速が明らかだが、周辺国では必ずしも金融緩和が必要な状況にはない。2002年のインフレ率は、政策目標の2%に対してユーロ圏全体では2.2%と見込まれるが、ドイツでは1%台に過ぎない一方アイルランドやスペインでは4%程度に達する見込みだ。域内の景況格差があるにも関わらず金融政策は共通であるという問題は、ECBが積極的に金融緩和を行なうための足枷となり、金融政策の舵取りはさらに困難となっていくものと考えられる。2003年についてはこうした制約から欧州経済が自力で力強い回復を遂げることは難しく、米国経済の回復が緩やかなものにとどまれば欧州経済の回復も遅れ気味となるだろう。

#### (インフレからデフレ対応へ)

第二次世界大戦以降、世界経済はデフレを経験することなく半世紀を過ぎてきた。この中で問題となったのは、大恐慌の中で生まれたケインズの経済政策が財政赤字の許容に働いて、経済がインフレ的になることであった。双子の赤字からの脱却を目指した米国経済も、通貨統合を進めてきた欧州経済も、財政赤字の抑制を重要課題としてきた。もちろん政府債務残高の累増に悩む日本経済にとっても、これは重要な政策課題であった。

FRBは日本のバブル崩壊後の金融政策を十分研究しており同じ失敗は犯さないという楽観論もあるが、金融政策だけで米国がデフレを回避できるという保証は全くない。米国ではブッシュ(父)、クリントン政権の下での財政赤字削減努力と90年代の経済の拡大によって財政収支が黒字に転換したが、経済の減速による税収の落ち込みに加えてテロ事件への対応で国防費が増大し、再び大幅な財政収支の赤字を抱えるようになった。こうした中で、ブッシュ政権は財務長官や経済担当補佐官などの経済政策担当チームを入れ替え、減税によって経済の刺激を図ろうとしている。

一方ユーロ圏では、マーストリヒト条約による「安定成長協定」に基づく財政制約が経済政策の足枷になる恐れがある。通貨統合によって金融政策は一本化されても、域内の景況格差に対しては財政政策を利用する余地があるとはいえ、ドイツでは2年連続で財政赤字が上限の3%を越える見通しとなっており、経済が減速する中で増税や歳出の削減というデフレ加速的な財政政策を取らざるを得ない状況となっている。フランスも2003年の財政赤字が安定成長協定の定める3%ギリギリに達すると見られているなど、現状では景気不振国での財政政策活用の余地はほとんどないのが実状だ。

世界経済がインフレよりもデフレが懸念される状況に陥った現在、財政赤字に対する硬直的な政策は、景気の悪化による財政赤字の拡大を増税や歳出削減で補おうとすることにつながり、結果的にデフレをさらに悪化させてしまう恐れがあるだろう。

(米国、欧州の経済見通しは次週12月20日(金)のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します。)



## 日本経済の見通し (2002年7-9月期二次QE(12/9発表)反映後)

(単位、%)

	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
実質GDP	1.4	0.9	0.1	0.9	0.8	0.1	0.2	0.1	0.1	0.5	0.4
				3.8	3.2	0.3	0.8	0.4	0.5	2.0	1.5
				0.7	1.5	1.0	1.8	1.3	0.6	0.5	1.0
内需寄与度	( 1.0)	(0.4)	(0.2)	(0.6)	(1.0)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	( 0.3)	( 0.6)	( 0.5)
内、民需	( 0.9)	(0.4)	(0.0)	(0.7)	(0.9)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	( 0.3)	( 0.6)	( 0.7)
内、公需	( 0.0)	(0.0)	(0.2)	( 0.1)	(0.0)	( 0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	( 0.0)	(0.1)
外需寄与度	( 0.5)	(0.4)	( 0.1)	(0.3)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.1)	( 0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
民間最終消費支出	1.5	1.1	0.1	0.5	1.0	0.5	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1
民間住宅投資	8.2	2.2	0.5	0.4	0.0	0.6	0.5	0.6	0.9	0.4	0.7
民間企業設備投資	4.8	3.3	1.0	0.3	0.5	1.4	0.1	0.5	1.0	1.5	1.9
政府最終消費支出	2.2	2.2	2.0	0.1	0.7	0.6	0.9	0.3	0.3	0.1	1.1
公的固定資本形成	5.3	5.5	2.5	2.1	1.5	2.3	0.9	0.8	0.5	1.0	1.0
輸出	7.9	7.6	0.5	5.9	0.6	1.1	0.5	0.4	0.5	0.4	0.7
輸入	4.8	4.3	0.7	3.5	2.6	0.9	0.4	0.5	0.9	0.6	1.1
名目GDP	2.5	0.6	1.3	0.1	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	1.2	0.8

(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、%)

	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
鉱工業生産(前期比)	10.2	3.2	0.1	3.8	2.2	0.2	0.3	0.1	0.5	0.9	1.3
国内卸売物価(前年比)	1.1	0.8	0.6	1.2	1.0	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
参考: 国内企業物価指数	2.5	1.7	1.5	2.2	1.9	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
消費者物価(前年比)	1.0	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
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	0.7	0.7	0.8
経常収支(兆円)	11.9	13.3	12.4	15.0	13.7	12.9	11.4	12.1	12.6	12.4	12.5
(名目GDP比)	(2.4)	(2.7)	(2.5)	(3.0)	(2.7)	(2.6)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.6)
失業率(%)	5.2	5.4	5.8	5.3	5.4	5.4	5.5	5.6	5.7	5.9	6.0
住宅着工戸数(万戸)	117	114	111	117	113	115	113	112	111	111	110
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.4	1.2	0.9	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
為替(円/ドル)	125	123	119	127	119	123	122	120	119	119	119
原油価格(ドル/バレル)	24	26	22	25	26	28	26	24	22	21	20

(注) 企業物価指数は2003年1月から卸売物価指数に替わって公表される

(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)			
副主任研究員	齋藤 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	doi@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

(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)