

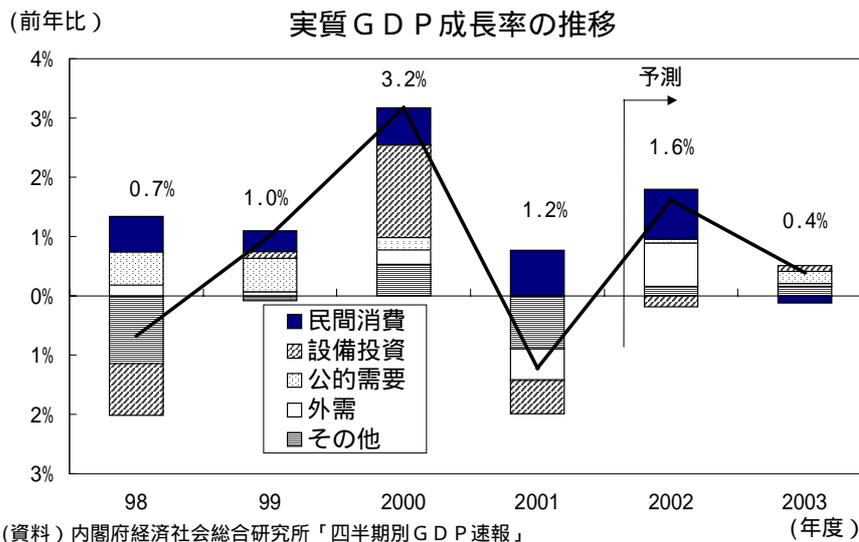
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2003 年度改定経済見通し：拡大するデフレの矛盾

< 2003 年度実質 0.4% 成長：名目成長はマイナスが続く >

- 2002 年初めころからの景気回復の動きは足踏み状態にある。2003 年度の経済成長率は実質 0.4% となるが、物価の下落基調が続き、名目成長率は 1.2% と 3 年連続のマイナス成長となるだろう。2002 年度は実質では 1.6% 成長とマイナスを脱するが、名目では 0.5% のマイナス成長を見込む。
- 原油価格の上昇が国内の物価を押し上げることや、消費税率の引き上げにより日本経済が低迷を脱することはともに期待できない。今後日銀が量的金融緩和手段の多様化を図る可能性があるが、政府がデフレ脱却を金融政策にだけ依存している状況では、物価の下落を止めることは難しいだろう。



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

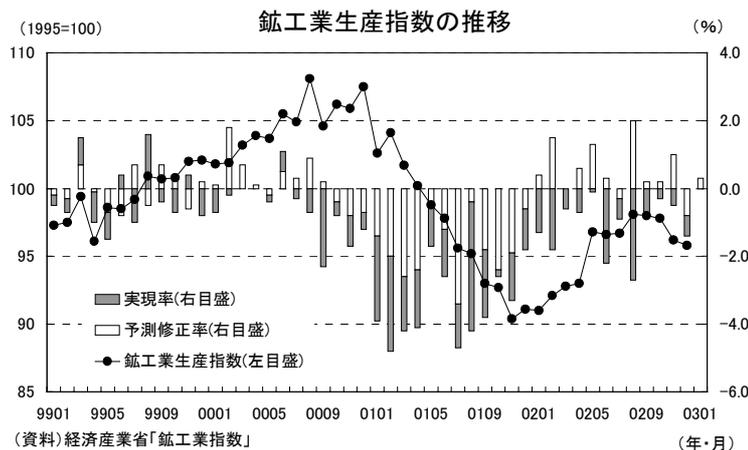
ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

2003 年度は実質 0.4%成長：名目ではマイナス成長が続く

1 . 足踏み状態の景気

(失われた回復の勢い)

鉱工業生産の増加基調は明らかに頭打ちとなり、景気回復は足踏み状態にある。鉱工業生産指数は 2001 年 11 月をボトムに持ち直してきたが、2002 年 10-12 月期の鉱工業生産指数は前期比 1.0%の低下となった。もともと今回の景気回復では、鉱工業生産指数の製造工業生産予測調査でも予測修正率や実現率がマイナスとなる月が多く、回復力が弱いことが指摘されてきたが、最近では鉱工業生産指数自体も前月比で 9 月以降 4 ヶ月連続でマイナスとなるなど、7-9 月期までの回復の勢いは完全に失われている。

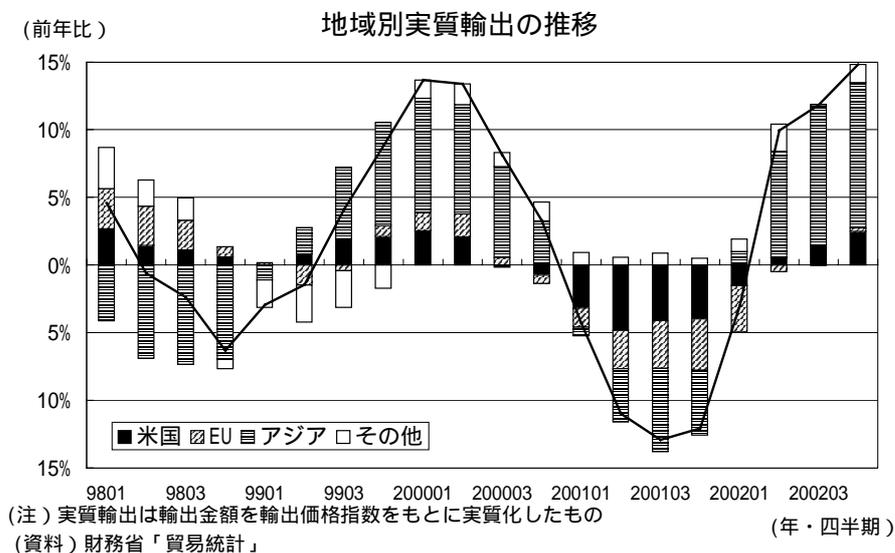


(米国経済次第の先行き)

一方 10-12 月期の実質経済成長率は前期比 0.5% (年率 2.0%) と 4 四半期連続のプラス成長となった。これまでの回復はこの数字を見る限り予想外に内需が堅調であるように見える。民間消費支出は 5 四半期連続で実質増加となった。また回復が遅れていると見られていた民間企業設備投資も 10-12 月期の GDP の発表で過去にさかのぼって伸び率が上方に改定されている。この結果前期比では 3 四半期連続の実質増加となり、10-12 月期は前年同期比でもプラスとなっている。しかし、GDP 統計における設備投資の伸びをもたらしているものは、設備投資のデフレータの低下で名目 GDP の伸びは 10-12 月期には再び前期比 0.1%のマイナスとなっている。内需の伸び自体も 4-6 月期、7-9 月期の伸びに比べれば 10-12 月期は大幅に鈍化している。

2001 年を通じて景気の急速な落込みをもたらしたのは米国における IT バブルの崩壊による輸出の落込みだが、2002 年初からの景気回復をもたらしたのも米国経済の回復による輸出の増加

である。2001年7-9月期に前年同期比12.9%にまで落込んだ輸出数量は、2002年10-12月期には14.7%の増加にまで回復した。これが鉱工業生産の増加をもたらし、景気の回復を牽引してきた。輸出数量の伸びには、中国向けを初めとするアジア向け輸出の増加の寄与が大きい。中国やアジア各国が日本企業の生産拠点となり日本からの部品など生産財の輸出が増加していることや、また最終需要財の輸出の伸びにしても、アジア経済の拡大自体が米国向けの輸出によってもたらされている面が大きいことに注意すべきである。米国経済の回復が思わしくなくともアジア経済が自律的拡大を続けられるという可能性は低いだろう。欧州経済も輸出の鈍化や消費者マインドの悪化から回復が遅れており、日本経済はもとより世界経済全体が米国経済の回復力次第という状況にある。



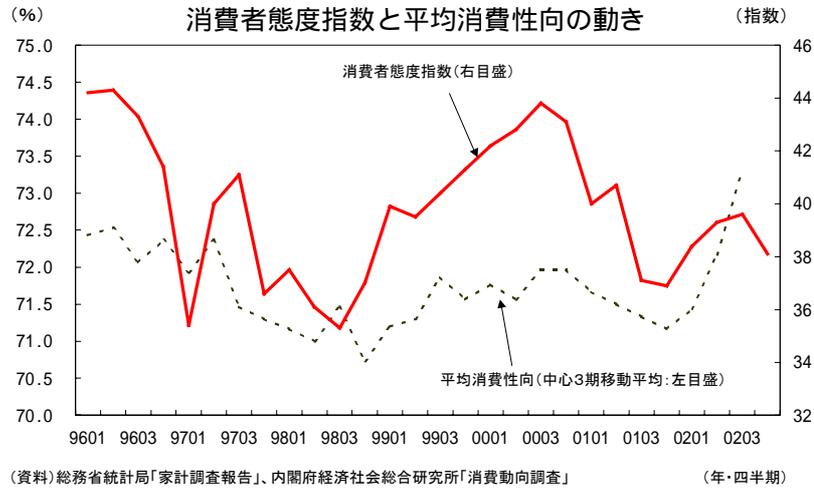
2. 鈍化した消費の伸び

(悪化した消費者マインド)

2002年に入ってから消費は前期比で実質増加を続けており、所得が低迷する中で予想以上に堅調だった。この間雇用者報酬は低迷が続いており、消費者態度指数(内閣府調査)が「雇用環境」に関する意識の改善を主因に2001年12月を底に改善を示してきたことから見て、所得の低迷の中でも消費が景気を下支えしてきた原因は、消費者マインドの改善にあったと考えられる。

しかし、ここにきて消費者マインドは急速に冷え込んでしまっている。昨年12月調査の消費者態度指数は1年ぶりに悪化した。悪化は指数を構成する全ての項目に及んでいる。中でも雇用環境に関する意識は2.5ポイントの大幅な悪化となった。失業率が過去最悪の水準にあることや、不良債権処理の加速に伴い失業者が今後更に増加するのではないかと懸念等が、「雇用環境」に関する意識の悪化をもたらしていると考えられる。このような消費者マインドの悪化がこれまで急速に上昇して消費の伸びを支えてきた消費性向を低下させ、消費の伸びを7-9月期の前期比

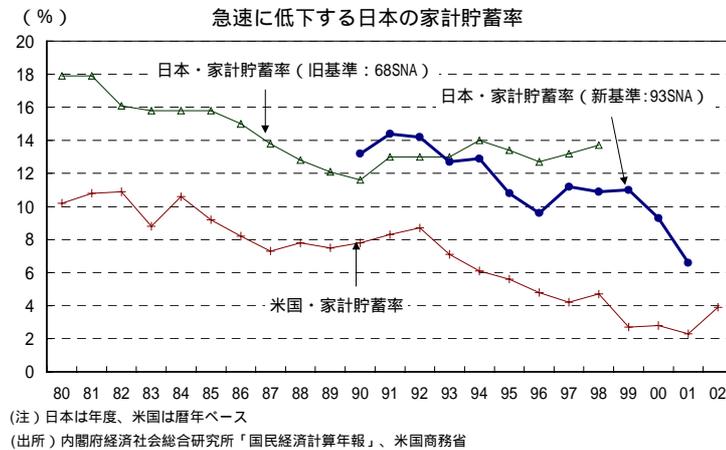
実質 0.8%増から 10-12 月期には 0.1%増へと鈍化させた主因になったものと考えられる。



(消費の低迷は物価下落が原因か?)

バブル崩壊後の消費の低迷は物価の下落が原因であるという見方は、現実の統計の動きから考えて極めて疑問である。1991年度に2.8%の上昇だった消費者物価上昇率は2001年度には 1.0%の下落へと、デフレ状態が悪化している。物価の下落が消費低迷の原因ならば、これで家計の貯蓄率は上昇するはずだ。しかし、日本の家計貯蓄率は1991年度には14.4%であったが、2001年度には6.6%にまで低下した。この間の貯蓄率の低下(=消費性向の上昇)は、家計の可処分所得が名目で1998年度の335.7兆円から319.4兆円へと約5%減少した中で、名目の家計最終消費支出が281.6兆円から279.4兆円への0.8%の減少にとどまっているためである。

こうした状況は、家計が所得の低下に直面してもそれ以前の生活を維持しようとして、消費が所得の減少ほどは落ちないという「ラatchet効果」などで説明することができるだろう。しかし、「物価の下落が、消費者にさらに価格が低下するのを待つという買い控えを起こさせて、消費が低迷している」という説明とは明らかに矛盾する動きである。



2000年度以降の急速な貯蓄率の低下（消費性向の上昇）は、バブル崩壊後の消費の低迷は所得の伸びの鈍化が原因であることを示唆していると考えべきだろう。物価の下落はこの間の消費低迷の主因ではなく、家計の可処分所得が増加しない中では、たとえ物価の上昇が起っても、消費の伸びが大きく高まるとは考えられないことを意味している。

（消費税率の引上げで問題は解決しない）

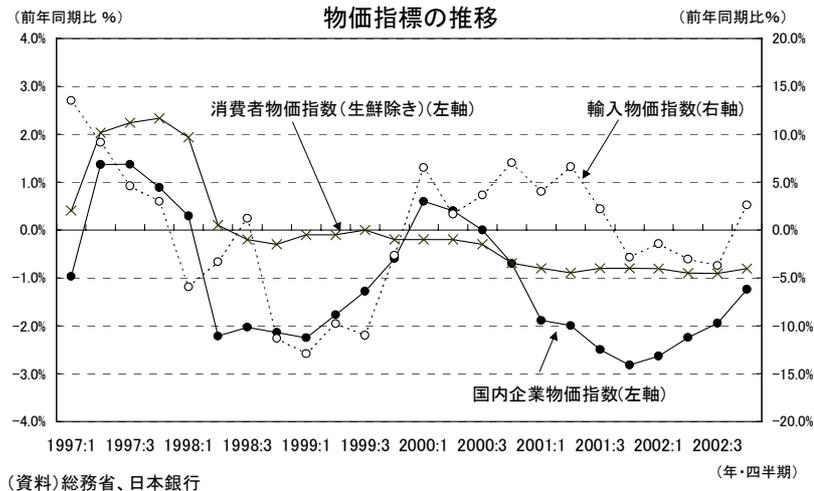
消費者物価の下落が消費低迷ひいては日本経済低迷の原因であるという見方は、消費税率を毎年少しずつ引き上げて人工的にインフレを作れば問題が解決するという主張につながっている。確かに消費者物価は消費税率を含めた価格を対象としているので、消費税率を引き上げると消費者物価は上昇する。小売業者が消費税率の引上げ幅をそのまま小売価格に転嫁できないとしても、完全に業者が消費税率引上げ分を吸収してしまわない限り、消費者物価は上昇する。実際に1997年度に消費税率が2%引き上げられた際には、消費者物価はこの影響で1.5%程度上昇したと試算されている。また確かに消費税率の引き上げ直前の1997年1-3月期を中心に、消費には駆け込み需要が発生したが、その後は消費は落込んでいる。これは消費税率引上げ後に駆け込み需要の分だけ消費が減少したことと、消費税率の引上げによって家計の実質的な購買力が減少したためと考えられる。

バブル崩壊後の消費の低迷は所得の低迷が原因であると考えられるから、消費税率を徐々に引き上げて消費者物価上昇率をプラスとすることに成功し「デフレから脱却した」ように見えても、消費の大幅な増加は期待できないだろう。一方企業から見ると、消費税率の引上げで消費者物価は上昇するが、通常の場合と違って企業の収益が増加するわけではない点には注意が必要である。消費税率引上げによる物価上昇分の所得が企業から政府部門に移転してしまい、インフレになっても企業収益は伸びない。従って、消費税率の引上げによって消費者物価が上昇したとしても、設備投資が盛り上がりはせず、景気の回復はもたらされないだろう。

（原油価格上昇の影響）

また輸入物価の上昇が国内のデフレを解消することも期待し難いだろう。このところイラク情勢の緊迫から原油価格が上昇しているが、これによって日本経済がデフレから脱却できるという可能性は少ないと見られる。確かに二度にわたる石油危機では、原油価格の上昇が日本国内のインフレを悪化させた。1999年から2000年ころにかけて原油価格が上昇した際にも、輸入物価指数が下落基調から上昇に転じ、国内企業物価の下落幅が縮小し、一時的にはわずかながら上昇に転じて下げ止まりの動きを見せた。しかし、消費者物価の変動にはほとんど影響を与えておらず、2001年に入ると消費者物価はむしろ下落幅が拡大している。96年から97年にかけて原油価格が上昇した際には、消費者物価指数が上昇しているが、国内企業物価指数は下落幅が拡大しており、その後消費者物価、企業物価ともに上昇しているのは、消費税率の引上げの影響である。

このように、国内の需給が緩和している状態では、原油価格の高騰などによる輸入物価の上昇は、国内の物価に転嫁することが難しく、デフレを解消することは難しいだろう。大幅な為替レート下落が国内のデフレ脱却に寄与するのは、通貨の下落による輸出の拡大と、国内製品と競合する輸入品の価格が上昇するためであり、輸入に依存する以外に方法のない原油価格の上昇は、海外への所得移転をもたらして景気の低迷をさらに深刻化させるだけであろう。



3. 景気は後退へ

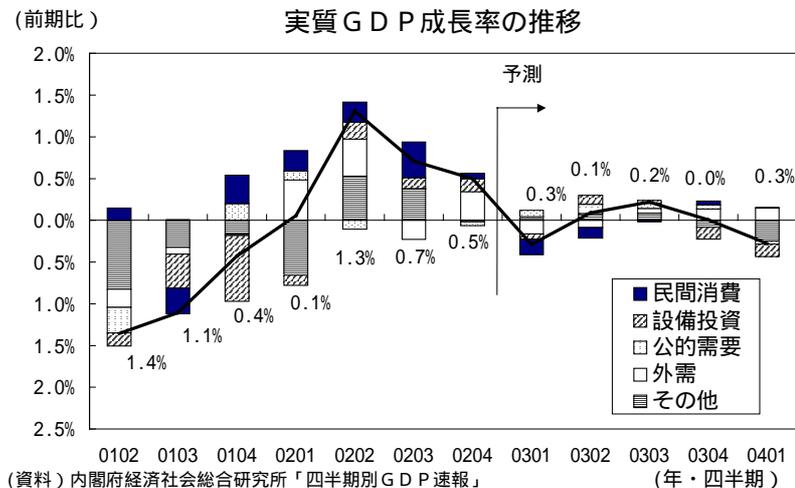
国際情勢は緊迫した状況が続いており、米国での企業活動が慎重なものにとどまっている一因となっている。今回の見通しでは、イラクでの戦闘が比較的早い時期(3月頃)に行なわれ、短期間で一応の決着を見するという前提で作成した。戦闘開始と同時に米国では耐久財消費や住宅建設が落ち込むなどの影響が出るが、一段落することでそれまで一時的に控えられていた消費が出てくるので米国経済に大きな打撃を与えずに終るだろう。また、プッシュ大統領が10年間で6000億ドル以上にのぼる大規模な景気刺激策を発表しており、実際にはこの提案にかなりの修正が加えられるとしてもかなりの景気刺激効果が期待できることから、当面米国景気の底割れはないと考えられる。このシナリオでは、1バレル35ドル程度にまで上昇している原油価格は春頃には下落し20ドル台半ばになるため、原油価格の高騰による世界経済全体への打撃も最小限で済むと考えられる。

しかし、米国経済が緩やかに回復に向かうとしても、2003年の米国の経済成長率は実質2.2%にとどまり、回復力は弱いままである。このため、日本から米国向けの輸出は徐々に伸びが鈍化し、日本の景気は後退に向かう恐れが大きい。10-12月期も4四半期連続でプラス成長となったことなどから、景気回復は足踏み状態にあるが現時点で明確に景気が後退に陥っているとする材料は乏しい。しかしイラク情勢が不透明なまま査察の長期化など事態が膠着状態に陥る、あるいは

は、戦闘が開始されるものの長期化する、戦闘が終結したのちテロなどが頻発するなど、米国経済の回復がより不確かなものとなる可能性はあり、この場合には輸出の鈍化から日本の景気はこのまま後退に向かうことになり、各種の経済指標がこれまでのピークを超えられず、景気の山が2002年中であったと判定されることになる可能性もある。

(名目成長率はマイナスが続く)

2002年10-12月期に減速した民間最終消費支出が、所得の低迷と消費者マインドの悪化によってさらに減速するため、2003年1-3月期には実質でも前期比で減少に転じるだろう。介護保険料の引上げなどの負担増や企業の人件費圧縮によって家計所得の低迷が続くことにマインドの悪化も加わるため、2003年度の民間最終消費支出は0.2%の減少となるだろう。住宅ローン金利が低水準にとどまっても所得の不安から住宅取得がためられるため、民間住宅投資は減少傾向が続き2002年度2.7%、2003年度1.3%の減少となるだろう。民間企業設備投資は、名目では2003年度も3.0%の減少となるものの、デフレータの下落によって実質では0.6%の増加となるだろう。名目経済成長率は、2002年度0.5%に続いて、2003年度も1.2%と3年連続のマイナスにも関わらず、物価の下落によって実質経済成長率は2002年度1.6%に続いて2003年度は0.4%となるという、デフレの矛盾が続くことになるだろう。



日銀がインフレ目標を導入しても、政府がデフレからの脱却を金融政策まかせにしている状況では、物価の下落基調を変えることは難しい。統計上は物価の下落が実質成長率を押し上げる形になっているが、名目経済成長率がマイナスを続ける中では企業収益の持続的な拡大は困難で、設備投資が実質で増加に転じても景気の回復を牽引することは難しいだろう。外需の寄与が弱まることで鉱工業生産指数は2003年春ころをピークに低下に向かい、年度の後半には実質成長率もさらに鈍化して景気後退が明確になるだろう。

(量的金融緩和手段の多様化へ)

速水日銀総裁と二人の副総裁の任期は3月19日に満了する。後任にどのような人物が任命されようとも、追加的な金融緩和に向けて政府・与党や海外から強い圧力を受けることは間違いない。当面は長期国債の買い切りオペの増額によって日銀当座預金残高の目標をさらに引き上げる可能性が高いが、日銀が長期国債を大量に保有することで長期金利が上昇した場合に債券価格下落による損失が発生するというリスクも強く認識されるようになってきている。また、長期金利がこれ以上低下しても設備投資や住宅投資などの需要刺激効果はほとんど見込まれず、かえって銀行の収益構造をますます弱め不良債権問題の解決を難しくしてしまう恐れもある。このため、長期国債の購入に偏っている量的金融緩和の強化の手段を多様化するため、長期金利が上昇した場合でもキャピタル・ロスを被りにくい資産の購入が模索される可能性があるだろう。この際には外貨建て資産、REIT(不動産投信)、ETF(株価指数連動型上場投資信託)などが購入資産の候補として考えられる。ただし、外貨建て資産の購入は、現行の日銀法の下で可能ではあるが、現実には海外から為替介入との批判を受ける恐れが大きいいため採用することは難しいと思われる。為替レートが大幅な円安となる可能性は低く、米国の経常収支赤字問題などから長期的にはドル安傾向となるだろう。

日銀が量的金融緩和を続けることで短期金利が実質的にゼロという状況が続き、長期金利も現在のような低水準を続けることが予想されるが、量的緩和手段の多様化によって長期金利のこれ以上の低下幅は限定的となるだろう。

(内閣府は3月11日に2002年10-12月期GDPの2次速報を発表する予定である。これを受けて修正した経済見通しは3月14日発行予定のWeeklyエコノミストレターに掲載する予定です。米国経済見通し、欧州経済見通しの詳細レポートと、最新時点での見通しを3月20日発行予定のWeeklyエコノミストレターに掲載する予定です。)

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)	(実)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	(前期比年率、%)	0.3	2.4	2.2	5.0	1.3	4.0	0.7	1.9	2.5	2.9	2.9

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)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	1.4	0.8	1.0	0.3	0.7	0.8	1.2	1.0	0.9	0.9	1.2



日本経済の見通し

(単位、%) 前回予測 (2002.12)

	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 実績	2003/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2004/1-3 予測	2003年度
実質GDP	1.2	1.6	0.4	1.3	0.7	0.5	0.3	0.1	0.2	0.0	0.3	0.1
内需寄与度	(0.7)	(0.9)	(0.3)	(0.9)	(0.9)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.4)	(0.2)
内、民需	(0.7)	(0.8)	(0.1)	(1.0)	(0.9)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.0)
内、公需	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.2)
外需寄与度	(0.5)	(0.7)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
民間最終消費支出	1.4	1.5	0.2	0.4	0.8	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1
民間住宅投資	8.0	2.7	1.3	0.3	0.3	0.9	0.8	0.3	0.1	0.6	1.0	0.5
民間企業設備投資	3.4	1.1	0.6	1.3	0.8	1.0	0.4	0.7	0.2	0.9	0.9	1.0
政府最終消費支出	2.2	2.0	2.0	0.1	0.7	0.0	0.7	0.7	0.5	0.6	0.0	2.0
公的固定資本形成	4.9	4.4	2.4	2.1	1.7	0.5	1.2	0.1	0.3	1.0	0.5	2.5
輸出	7.2	11.9	2.2	6.9	0.1	4.5	0.7	0.3	0.4	0.7	0.9	0.5
輸入	3.2	5.9	2.3	3.5	2.8	1.9	0.9	0.5	0.1	0.6	0.5	0.7
名目GDP	2.5	0.5	1.2	0.1	0.3	0.1	0.6	0.1	0.2	0.5	0.4	1.3

(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	2003年度
鉱工業生産(前期比)	10.2	2.7	0.2	3.8	2.2	1.0	0.7	0.3	0.5	0.9	0.9	0.1
国内企業物価(前年比)	2.4	1.6	0.8	2.2	1.9	1.2	0.9	0.7	0.7	0.8	1.1	1.5
消費者物価(前年比)	1.0	0.7	0.7	0.9	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	0.8	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	0.9	0.7
経常収支(兆円)	11.9	13.3	12.7	15.0	13.7	12.6	11.8	12.9	13.0	12.0	12.9	12.4
:(名目GDP比)	(2.4)	(2.7)	(2.6)	(3.0)	(2.7)	(2.5)	(2.4)	(2.6)	(2.6)	(2.4)	(2.6)	(2.5)
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	5.8
住宅着工戸数(万戸)	117	114	111	118	112	114	112	111	111	112	111	111
10年国債利回り(店頭基準配)	1.4	1.1	0.8	1.4	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
為替(円/ドル)	125	123	119	127	119	123	122	120	119	119	119	119
原油価格(ドル/バレル)	24	28	24	25	26	27	32	26	23	23	23	22

(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-hara@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)