

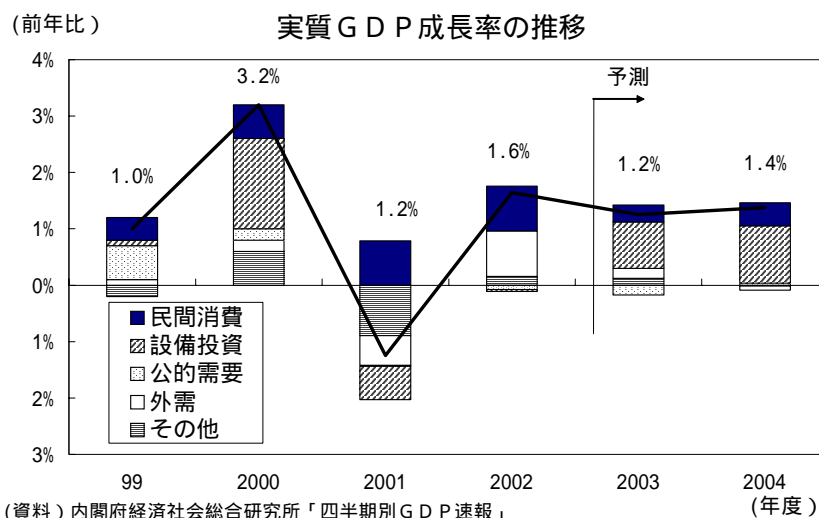
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

横這い状態の景気～2003年度改定経済見通し

<再浮上への関門：2003年度は1.2%成長>

1. イラク戦争やSARSの影響は軽微にとどまり、株価上昇などで日本経済はやや明るさを増したが、景気は年初からほぼ横這い状態を続けていると見られる。
2. 日本経済が横這い状態を脱して再び回復経路を歩むには、輸出の伸びと為替市場の安定が続くこと、夏の消費の落ち込みが景気に大きな影響を与えないことなどいくつかの関門がある。
3. 年末にかけて輸出と消費が低調と見込まれるため、当面景気は低迷すると予想される。しかし、これまでのイラク戦争やSARSの影響が軽微で済んだことで、予想されていた調整は軽い可能性が大きい。2003年度の実質成長率は1.2%となると見込まれるが、名目成長率は1.2%の減少となるだろう。



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/>

横這い状態の景気

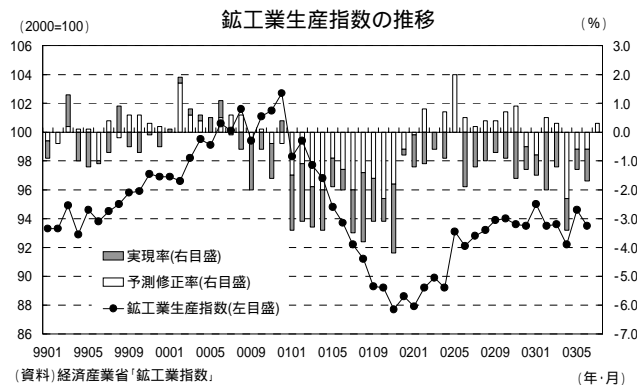
1. 景気は横這い状態

(特殊要因があった4-6月期GDP)

イラク戦争やSARSの影響は軽微にとどまり、株価上昇などで日本経済はやや明るさを増したが、景気は年初からほぼ横這い状態を続けていると見られる。

日経平均株価は4月28日には7607円88銭となり7600円台ギリギリに下落した。しかし、りそな銀行への公的資金注入が順調にいったことや米国の株価上昇、日本経済の回復期待から海外からの投資も増加し、8月18日には終値で1万円台を回復した。りそな銀行の処理は、他の金融機関の株式を保有するリスクを低下させ、株価の安定をもたらした。またこれまで制度がありながらあまり利用されなかった「銀行等保有株式取得機構」の機能が強化されたことも今後は市場の安定に寄与するだろう。株価の安定によって営業収益では黒字をあげつつも、株価の下落による損失で赤字に転落するという企業収益上のリスクは大きく低下し、企業マインドや消費者のマインドの改善に貢献していると考えられる。イラク戦争やSARSの影響が懸念された春頃に比べて、日本経済は若干明るさを増している。

失業率は高止まりしているが、就業者数が前年比で増加に転じ、所定外労働時間の増加などから減少が続いていた賃金が前年比で増加するなど雇用・所得環境には改善の兆しが見える。しかし鉱工業生産指数は、2002年4-6月期に前期比2.8%の上昇となって景気回復を示した後、2002年10-12月期は0.4%の上昇と伸びが明らかに低下し、2003年4-6月期には0.6%の低下となった。景気は2002年暮れからほぼ横這いの状況となっていると考えられる。



(特殊要因も寄与した4-6月期GDP)

8月12日に発表された4-6月期の実質経済成長率は、前期比0.6% (年率2.3%) となり、市場予想を上回るものとなった。民間最終消費支出は前期比実質0.3%、民間企業設備投資は1.3%

の増加で、民需の実質成長率への寄与度は 0.5%であった。SARS の影響で海外旅行支出が減少したことから GDP の計算ではマイナスに働く輸入が減少し、外需の実質成長率への寄与度が 0.2%となった。

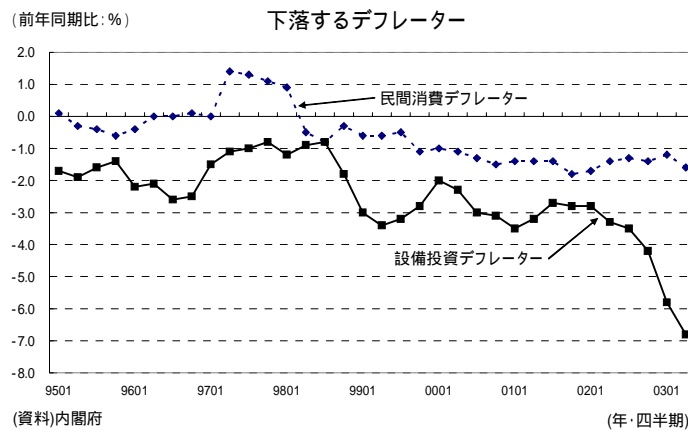
4-6 月期の名目成長率は、前期比 0.1%のプラスで 3 四半期振りに増加となった。この背景には、今年度から、3 月にも支給されていた公務員のボーナスの一部が 6 月に上乘せされて支給されるという制度変更があったことが影響している。1-3 月期の名目 GDP が下方に押し下げられ、4-6 月期の名目 GDP は押し上げられたため、名目 GDP の伸びがプラスとなりやすくなった。また、1-3 月期に原油価格の上昇から輸入物価が上昇し、イラク戦争の終結によって原油価格が下落して 4-6 月期の輸入物価が下落したことも 4-6 月期の名目成長率を高めることになっている。名目成長率がプラスに転じたのは一時的要因が大きく、デフレ状態が改善してきたわけではない。

また、SARS の影響で海外旅行が大きく減少したことは、GDP に対しては、一方で家計消費を減少させて GDP を引き下げる方向に働くが、控除項目となる輸入の減少も同じ規模で起こり GDP を押し上げる方向に働くため相殺されてしまい、定義上は実質 GDP、名目 GDP ともに影響は受けない。海外旅行に使われなかった資金が国内旅行や旅行以外の消費に回されるという効果は、GDP を押し上げる要因となったと考えられる。

(デフレで高まる実質成長率)

実質 GDP の伸びにも関わらず、名目では民間最終消費支出が 0.2%の減少、民間企業設備投資 0.5%の減少となっているように低迷を脱していない。デフレ問題が一向に改善していないという問題が、逆に 1-3 月期に比べて実質成長率を高める要因となっている。

民間企業設備投資が実質で伸びを高めている原因は、設備投資デフレーターの下落にある。このところ設備投資デフレーターは下落が続いているが、2003 年に入って前年比の下落幅が急速に拡大している。設備投資の中でも価格の下落が大きい IT 関連投資が増加しているなど、設備投資の内容の変化がデフレーターの下落の原因と見られる。



日本銀行は2002年12月から従来の卸売物価指数に代えて、企業物価指数を発表するようになった。この際に統計の基準年が1995年から2000年に変更されたため、価格の下落によって市場が拡大してきた商品のウエイトが上昇するなど、1995年基準の卸売物価指数よりも下落幅が大きくなっている。しかしこうした要因だけでなく、企業物価指数の作成に品質や性能の向上を考慮するなどの改善が加えられたことが、かつてに比べて物価の下落を大きく見せる原因となっている。こうした要因から、2000年以前に比べて近年の実質成長率は高めに出やすくなっている可能性が大きいことを考慮すべきである。

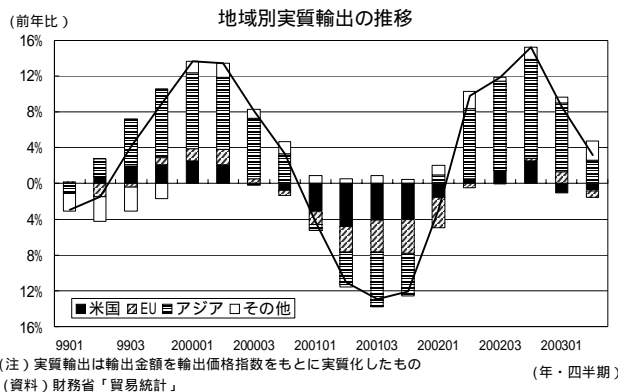
2. 離陸への関門

(米国景気の回復)

日本経済が横這い状態を脱して再び回復経路を歩むには、輸出の伸びと為替市場の安定が続くこと、夏の消費の落ち込みが景気に大きな影響を与えないことなどいくつかの関門がある。

7月末に発表された米国の4-6月期実質経済成長率は、年率2.4%となり、市場予想以上に高いものとなった。個人消費の伸びは3.3%となり、設備投資の伸びも6.9%となるなど、遅れていた企業部門の回復の動きも出てきた。但し、4-6月期は国防支出の経済成長率への寄与度が1.69%もあったなど、成長率は特殊要因で押し上げられていることも事実である。今後は、減税による消費刺激と金融緩和の効果によって米国経済は回復経路をたどることは確実と考えられる。しかし6月半ばに3.1%台に低下した長期金利は4%台半ばへと上昇しており、これが投資や消費に与える影響も懸念される。雇用の改善が遅れていることも、今後消費の伸びを制約する要因になる恐れもあるなど先行きへの懸念は払拭できない。

これまで輸出の伸びを支えてきたアジア向けの輸出は、SARSなどの影響もあって4-6月期には伸びが一段と大きく鈍化した。輸出依存の日本経済にとって、これまで高い伸びを続けてきたアジア向けの輸出の伸びが鈍化していることは当面の成長の伸びを下押しすることになる。



(為替の安定)

米国景気が順調に拡大すれば、輸入の増加から経常収支の赤字がさらに拡大し、ドルの下落リスクがますます高まる。このところ日本だけでなく欧米からも中国元の調整についての発言が増えている。しかし、米国は北朝鮮問題などもあり中国へ政治的圧力を加えにくい状況にある。中国側も指導体制の交代直後に見舞われた SARS 問題をようやく脱したばかりであり、国有企業の経営問題も処理の途上にあるため、元の切り上げは避けたいところだ。米国、中国双方の事情から、元が大幅に切り上げられることは当面ないと考えられる。

しかし、大幅な経常収支黒字を抱える中国がいつまでも元を今の水準でドルにペッグしておくことはできないので、長期的にはかなりの元の切り上げは不可避である。大幅な元の切り上げを回避するために、国際的な圧力をかわす意味からも、中国が先手を取って早期に元の変動幅を拡大したり、小幅な切り上げを行ったりするなどの政策を打ち出してくる可能性もある。

元の変動幅拡大による実質的な切り上げは、円などアジア通貨全体の対ドルでの上昇のきっかけとなる可能性が大きい。2002年の米国の貿易赤字のうち、対中国貿易の赤字は全体の22%と最大であるが、対日貿易の赤字は全体の14.9%を占め、国別で見ても第二位である。為替レートはこのところ110円台後半から120円台で推移しているが、これには通貨当局の介入警戒感が背景にある。今年に入ってから7月末までの円売り介入の累計は、既に9兆円に達しており、これまでの最高だった99年の7兆6000億円を上回っている。中国元の背後に隠れてはいるが、円の上昇圧力も高まっていることは確実だ。

元の切り上げで日本では中国からの輸入品の価格は上昇するが、同時にアジア通貨全体の調整が起これば、米国への直接の輸出やアジア各国を経由した輸出も減少する恐れが大きく、日本経済にはプラスよりもマイナスの方が大きいだろう。

(夏の消費)

今年は梅雨明けが8月にずれ込み、その後も冷夏・長雨が続いていることから、夏の消費の落ち込みが懸念される。これに加えて、社会保険料の総報酬制への移行によって夏のボーナスの手取りが減少したことなどから、7-9月期の消費が低迷することが予想される。また社会保険料の増加で手取りが減る現象は冬のボーナスでも起こるため、10-12月期の消費も低迷しよう。社会保険料の引き上げは年度全体で見ればそれほど大きなものではなく、天候などによる季節的な消費の落ち込みは、通常であれば年度全体の経済に与える影響は大きなものではない。しかし、現在は景気がほぼ横這いで、弱いショックでも景気が下降に向かいかねない状況にあるため、夏の消費が経済に与える影響も無視できない。

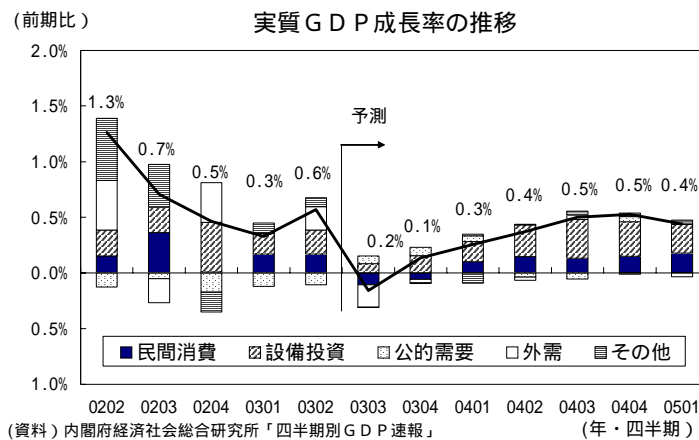
3. 踊り場の日本経済

(当面景気は低迷)

年末にかけて輸出と消費が低調と見込まれるため、当面景気は低迷すると予想される。しかし、

これまでのイラク戦争や SARS の影響が軽微で済んだことで、予想されていた調整は軽い可能性が大きい。米国経済が緩やかながら回復経路をたどるということを考慮すれば、SARS の影響などもあってやや鈍化が見られるアジア経済もやがて立ち直り、日本からの輸出も再び伸びが高まることが期待できよう。このため 2004 年夏ごろと見込んでいた景気底打ちから回復の時期はより早まるだろう。

技術的な問題ではあるが、調整期間が短かつ浅いものとなるため、2003 年初めから年末にかけての調整局面が、景気後退と認定されるか、それとも長い景気回復局面の中の踊り場とみなされるかは微妙である。



2003 年度も所得の低迷は続き、民間消費支出の伸びは実質 0.5%の低いものにとどまるだろう。住宅投資は所得の伸び悩みが続く中で低迷し、0.7%と引続き減少すると見られる。設備投資は実質では 5.1%増となるが、これは物価下落を反映したデフレーター低下のためであり、名目では 2002 年度から減少幅は縮小するものの 2003 年度も 1.7%の減少となるだろう。当面デフレからの脱却の目処は見え、名目成長率は、年度では 2003 年度 1.2%、2004 年度も 0.6%と 4 年度連続でマイナスが続く見通しである。

(財政金融政策の行方)

2004 年度予算の概算要求基準では、公共投資関係費が前年度比 3%とされるなど、緊縮型の予算が編成されることになろう。景気が若干明るさを増していることなどから、財政赤字の抑制方針が継続され、財政面からの景気刺激が行われることは期待できないだろう。

日銀は 5 月 20 日に、金融調節の主たる操作目標である日本銀行当座預金残高の目標値を「27 ~ 30 兆円程度」に引き上げて以来、金融調節方針を据え置いている。この間、6 月 11 日の金融政策決定会合では、資産担保証券の買い入れを決定した。中間期末要因などで金融市場が不安定化するなどの事態が起これば、さらに金融緩和が強化される可能性があるだろう。



年初には0.9%弱だった長期金利(10年債利回り)は、5月に入って0.43%にまで低下したが、6月半ばから急上昇し1%前後の水準で推移している。長期金利が0.4%台へと低下したことは行き過ぎであり、長期的な金利予想と整合的な水準に戻ったのみで持続的に長期金利が上昇する局面に入った訳ではないと考えられる。米国の長期金利が上昇しているという要因はあるものの日銀が量的金融緩和政策を緩和することは予想されないため、当面急速な長期金利の上昇は見込まれない。

(9月10日に予定されている第二次QEの発表を受けた見通しの修正は9月12日発行予定、欧米の見通しの詳細は9月19日発行予定のWeeklyエコノミストレターに掲載予定です。)

米国経済の見通し

| | | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年 | | | | 2004年 | | | |
|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|-------|-------|-----|-----|-------|
| | | | | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 |
| | | (実) | (予) | (予) | (実) | (実) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) |
| 実質GDP | 前期比年率% | 2.4 | 2.2 | 2.9 | 1.4 | 2.4 | 2.8 | 3.2 | 3.1 | 3.0 | 2.8 | 2.7 |

ユーロ圏経済の見通し

| | 単位 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2003年 | | | | 2004年 | | | |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|-------|-------|-----|-----|-------|
| | | | | | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 |
| | | (実) | (予) | (予) | (実) | (実) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) | (予) |
| 実質GDP | 前年比% | 0.8 | 0.6 | 1.6 | 0.9 | 0.4 | 0.4 | 0.7 | 1.1 | 1.6 | 1.8 | 1.9 |



日本経済の見通し (8/20)

(単位、%)

前回予測
(2003.6)

| | 2002年度 実績 | 2003年度 予測 | 2004年度 予測 | 2003/4-6 実績 | 7-9 予測 | 10-12 予測 | 2004/1-3 予測 | 4-6 予測 | 7-9 予測 | 10-12 予測 | 2005/1-3 予測 | 2003年度 |
|----------|--------------|--------------|--------------|----------------|-----------|-------------|----------------|-----------|-----------|-------------|----------------|--------|
| 実質 GDP | 1.6 | 1.2 | 1.4 | 0.6 | 0.2 | 0.1 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| 内需寄与度 | (0.8) | (1.1) | (1.4) | (0.4) | (0.0) | (0.2) | (0.2) | (0.4) | (0.5) | (0.5) | (0.5) | (0.5) |
| 内、民需 | (0.9) | (1.2) | (1.4) | (0.5) | (0.0) | (0.1) | (0.2) | (0.4) | (0.5) | (0.5) | (0.5) | (0.5) |
| 内、公需 | (0.1) | (0.2) | (0.0) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.0) | (0.1) | (0.0) | (0.0) | (0.1) |
| 外需寄与度 | (0.8) | (0.2) | (0.1) | (0.2) | (0.2) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.2) |
| 民間最終消費支出 | 1.4 | 0.5 | 0.7 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.0 |
| 民間住宅投資 | 2.9 | 0.7 | 0.3 | 0.4 | 1.1 | 0.9 | 1.6 | 0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 3.5 |
| 民間企業設備投資 | 0.2 | 5.1 | 6.2 | 1.3 | 0.5 | 1.0 | 1.1 | 1.7 | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 2.5 |
| 政府最終消費支出 | 1.9 | 0.6 | 1.0 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.5 | 0.3 | 1.7 |
| 公的固定資本形成 | 6.3 | 4.6 | 2.2 | 0.9 | 0.0 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 3.6 |
| 輸出 | 12.2 | 3.4 | 1.7 | 1.0 | 0.5 | 0.1 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 1.0 |
| 輸入 | 5.6 | 2.5 | 3.0 | 1.1 | 1.6 | 0.4 | 0.7 | 0.9 | 0.3 | 0.7 | 1.0 | 1.1 |
| 名目 GDP | 0.7 | 1.2 | 0.6 | 0.1 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 1.5 |

(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

| | 2002年度 | 2003年度 | 2004年度 | 2003/4-6 | 7-9 | 10-12 | 2004/1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 2005/1-3 | 2003年度 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|----------|--------|
| 鉱工業生産(前期比) | 2.6 | 0.4 | 1.4 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.6 | 0.8 | 0.1 |
| 国内企業物価(前年比) | 1.6 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 0.8 | 0.6 | 1.4 |
| 消費者物価(前年比) | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 消費者物価(生鮮食品除き) | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.7 |
| 経常収支(兆円) | 13.4 | 12.9 | 11.2 | 15.5 | 11.9 | 12.1 | 12.2 | 11.8 | 11.1 | 10.9 | 10.9 | 11.6 |
| (名目 GDP 比) | (2.7) | (2.6) | (2.3) | (3.1) | (2.4) | (2.5) | (2.5) | (2.4) | (2.3) | (2.2) | (2.2) | (2.4) |
| 失業率(%) | 5.4 | 5.3 | 5.3 | 5.4 | 5.2 | 5.2 | 5.3 | 5.4 | 5.4 | 5.3 | 5.2 | 5.7 |
| 住宅着工戸数(万戸) | 115 | 120 | 116 | 120 | 122 | 122 | 118 | 116 | 116 | 116 | 117 | 111 |
| 10年国債利回り(店頭基準気配) | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.5 |
| 為替(円/ドル) | 122 | 116 | 111 | 118 | 119 | 116 | 114 | 112 | 110 | 110 | 110 | 116 |
| 原油価格(ドル/バレル) | 27 | 28 | 24 | 29 | 30 | 28 | 26 | 25 | 24 | 24 | 24 | 25 |

(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) | | | |
| シニアエコノミスト | 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) | | | |
| シニアエコノミスト | 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) | | | |
| 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證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)