

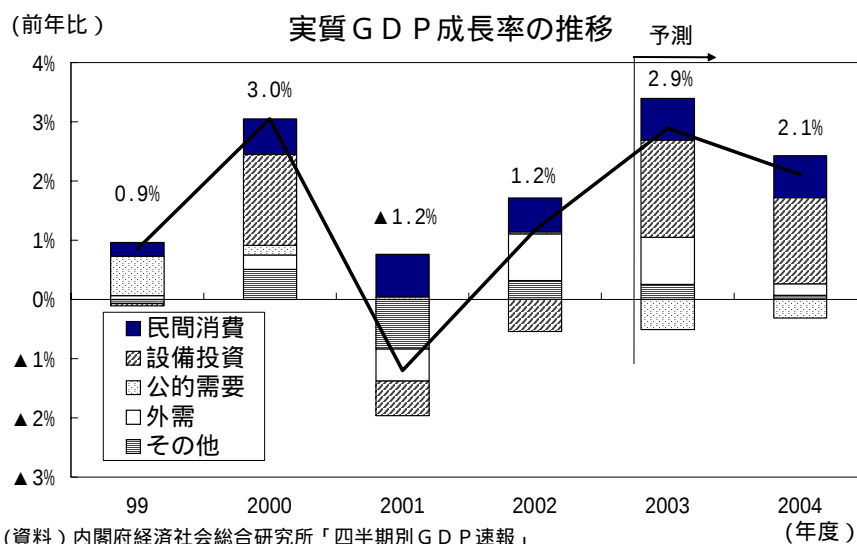
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2004 年度改定経済見通し～試される景気回復の持続力

< 限られる消費の伸び：2004 年度 2.1% 成長 >

1. 10-12月期の実質経済成長率は年率7.0%の高成長となるなど、景気は回復を続けている。雇用情勢の改善によって消費者マインドは改善し、家計部門にも回復の兆しが見える。2003 年度は実質 2.9% 成長、名目でも 2000 年度以来の 0.4% のプラス成長となろう。
2. 円高の影響が顕在化することなどから景気拡大速度は次第に低下し、円高の加速があれば後退に陥る恐れもある。実質成長率は 2.1%、名目成長率は ▲0.0% となろう。
3. 2004 年度は外需の鈍化が避けられない中で、景気回復の持続力が試されることになる。所得の伸びが低い中で税・社会保障の負担増も加わって消費の回復には限界がある。消費低迷のひとつの要因である社会保障制度の安定に向けた抜本的な改革が求められる。



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/>

試される景気回復の持続力

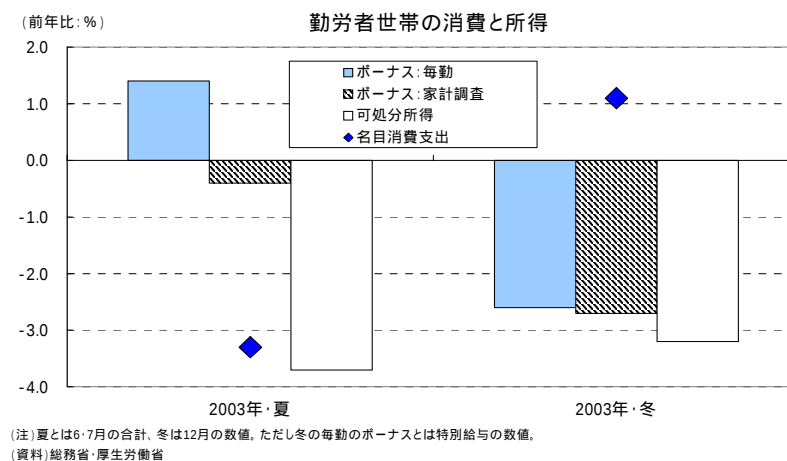
1. 家計にも明るさの兆し

(10-12月期は1.7%の高成長)

2002年初めから回復を始めた日本経済は、2003年初め頃からイラク情勢の緊迫やSARSの影響等によって一時的な踊り場を迎えた。しかし、米国の実質GDPが7-9月期には年率8.2%という高成長となって持ち直したことなどによって輸出が増加し、景気は再び回復を続けている。

10-12月期の日本の実質経済成長率は、前期比1.7%(年率7.0%)という高成長となった。設備投資が前期比5.1%の高い伸びとなるなどによって民需の寄与度が1.3%となったことに加えて、輸出の伸びから外需の寄与度も0.4%となった。民間最終消費支出も0.8%の増加となっており、これまで企業部門中心と考えられてきた回復の動きが家計部門にも広がりつつあることをうかがわせるものとなった。

景気回復を主導しているのは外需の伸びとそれによって引き起こされた設備投資の増加であるが、所得環境を考えれば消費も健闘していると言えるだろう。総報酬制への移行でボーナス時の社会保険料負担が増加したことにより、2003年はボーナス期には家計の可処分所得が前年比で大きく減少している。このため夏のボーナス時には勤労者世帯の消費は大きく落ち込んだ。しかし、冬のボーナスでは可処分所得が前年比で同じように減少したにもかかわらず、勤労者世帯の消費は前年比で増加している。

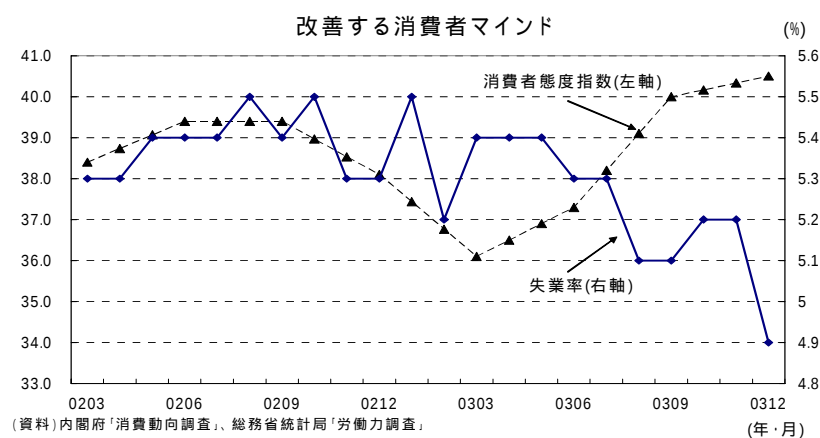


(改善する雇用情勢と消費者マインド)

こうした消費の動きの背景には、雇用情勢の改善の動きが消費者マインドに好影響を与えていることがある。2003年3月に36.1まで低下した消費者態度指数は、雇用環境に対する意識の改

善を主因に 12 月には 40.5 まで回復している。昨年 12 月の失業率は 4.9% となり依然高水準ながらも、久しぶりに 5% 台を割る水準に低下した。有効求人倍率は 0.78 となり 2002 年初めの 0.51 という水準からかなりの上昇となっている。就業者数は 2003 年度初めころまで前年比で大幅な減少が続けていたが、減少幅は縮小し 12 月は前年比で増加となっている。

家計の所得環境の改善のペースは、雇用に比べるとさらに遅いものにとどまっているが、2001 年末から 2002 年にかけて前年比で大幅な減少が続いていた状況からは、かなり改善していると言えるだろう。現金給与総額は 2002 年には前年比 ▲2.4% の減少だったが、2003 年は ▲0.4% とほぼ横這いとなっている。



2. 好調を続ける米国経済

(米国に牽引される世界経済)

10-12 月の日本経済の高成長は、民需の寄与度が 1.3% と見かけ上は内需の伸びによるものだが、設備投資の増加は輸出の伸びに起因するもので、実態は輸出主導型と見るべきである。日本の輸出の伸びは、中国をはじめとするアジア向けの伸びが大きい。しかし、ここにも見かけ上と実態の違いがある。2003 年の中国の経済成長率は実質 9.1% となっているが、これは前年比 30% 台の水準が続いている輸出の高い伸びに牽引されたものだ。中国をはじめとしたアジア経済の活況を支えているのは米国の輸入であり、世界経済全体が米国経済に牽引されている形となっている。

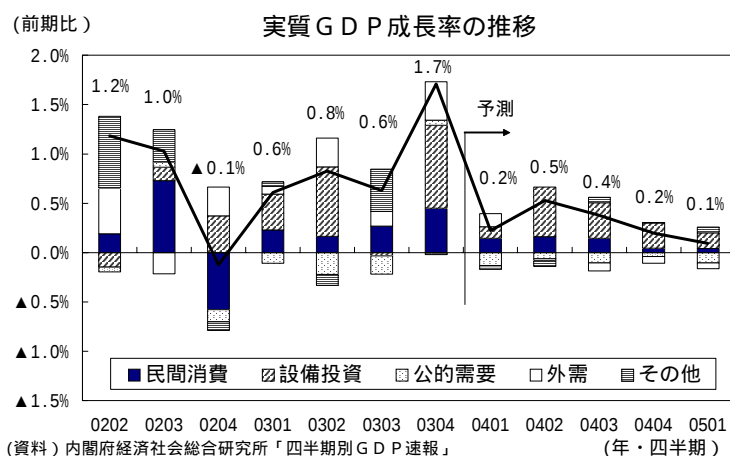
米国の実質経済成長率は、イラク情勢の緊迫などの影響で 2002 年末から 2003 年初めにかけて年率 1~2% に低下したが、2003 年 7-9 月は年率 8.2%、10-12 月期も 4.0% という高水準を続けている。連銀が FF レートを 1% という超低金利水準に保つなどの大幅な金融緩和を行っていることや、リストラによる企業収益の改善に支えられて、株価は上昇している。一方、これは景気回復期にも関わらず雇用情勢の改善が極めて遅いという問題を引き起こしている。雇用の改善の遅れにも関わらず、減税の効果もあって消費は堅調が続けているが、このためにイラクの復興費用なども加わって財政赤字は膨れ上がり 5000 億ドル近い水準にまで至ると見込まれており、これ以上財政面から経済を刺激する余裕は無くなってきている。

米国の輸入が世界経済を牽引するという構造は、米国の経常収支赤字が名目 GDP 比でプラザ合意当時をはるかに上回る 5% 程度の水準にまで拡大するという問題も引き起こしている。欧州経済は米国経済の持ち直しによる輸出増加で回復基調が続いてきた。しかし、米国の経常収支赤字を背景にユーロが 1.3 ドルに迫る水準にまで上昇してきたことで、2003 年のドイツの経済成長率がマイナスとなるなど回復速度は鈍化している。多くのアジア通貨がドルとの連動性を強めていることで、ドル安の圧力がユーロに集まる形となっており、不満を強める欧州が中国元や日本円に対して市場への介入に批判を強めていく恐れが大きいだらう。

3 . 2004 年度の日本経済

(2004 年度は 2.1% 成長に)

2003 年度は輸出の伸びに支えられて外需の寄与度が 0.8% となり、大企業製造業を中心とする輸出関連企業の設備投資の伸びから設備投資の伸びが二桁の 10.5% となるだろう。こうした企業部門の改善に加えて家計部門にも景気回復の恩恵が一部は及ぶことで消費の伸びは 1.3% となると見込まれる。実質経済成長率は 2.9% 成長となるだろう。高い実質経済成長率を背景に名目経済成長率は 2000 年度以来のプラスとはなるものの、設備投資デフレーターを中心にデフレーターの下落が続いているために、実質を大きく下回る 0.4% となるだろう。



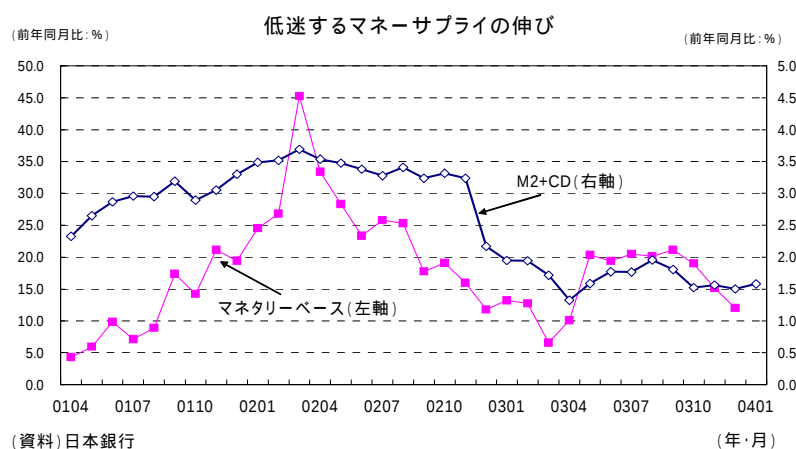
2004 年度は、設備投資は実質 8.6% 増加と伸びが続くものの、円高による輸出の伸びの鈍化と輸入の増加によって外需の寄与度が 0.2% へと大きく低下するだろう。民間最終消費支出の伸びは、2003 年度と同じ実質 1.3% となるものの、その伸びは年度後半には低下していく。このため、実質成長率は 2.1% に低下すると見込まれる。

(財政・金融政策の行方)

景気が回復基調にある中で、構造改革路線による公的需要の縮小が顕著である。政府消費支出は、公務員数の削減などがあっても、高齢化の進展による医療費や介護保険の支出が増加するた

め、実質で緩やかな増加傾向が続くだろう。公的固定資本形成は 10-12 月期には前期比実質 ▲0.2%と減少幅が縮小したものの、三位一体改革などで地方財政も歳出削減を迫られることもあり、2003 年度は実質で ▲11.1%、2004 年度も ▲9.4%の大幅な減少となるだろう。公的固定資本形成の名目 GDP に占める割合は 5%程度に低下しているため、かつてに比べて公共投資の削減が景気に与えるマイナスの影響は小さくなっているとは言え、経済の再活性化に向けた財政政策の役割は決して弱まるものではない。重点的な予算配分を行い、景気刺激効果の小さい分野から大きい分野へと資源を再配分することなど、歳出構造の効率化を実現して財政面からの景気刺激を図ることが望まれる。

日銀は 1 月 10 日の金融政策決定会合で、日本銀行当座預金残高の目標値を「30～35 兆円程度」に引き上げた。円高の進行に備えたものという見方が多いが、発表された「金融市場調節方針の変更について」の中で、「デフレ克服に向けた日本銀行の政策スタンスを改めて明確に示す」と述べられている点に注目すべきである。2003 年度の実質経済成長率が 3%近い水準となる中で、マネーサプライの伸びは前年比の伸び率が 1%台半ばと低迷している。デフレから脱却するためには、実質経済成長率をある程度上回るマネーサプライの伸びが必要であるという主張を日銀は無視できないと考えられ、景気回復が続く中でも量的緩和の強化が行われる可能性はかなり高いだろう。



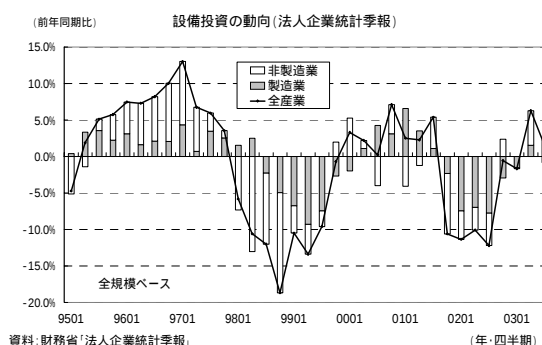
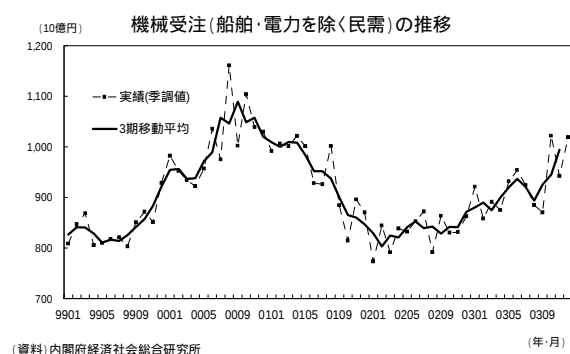
本見通しでは 2004 年度も緩やかながら消費者物価（生鮮食品を除く総合）は ▲0.3%の下落が続くと予測しており、早期に量的緩和が解除されることは見通し難く、逆に量的緩和が強化されていく可能性が大きい。大規模な円売り介入が続けば当座預金残高がそれによって膨張を続け、1 月の金融政策決定会合のようにこれを追認する形で当座預金目標が引き上げられる可能性がある。これ以外の方向としては、福井総裁就任後に進められてきた資金供給手段の多様化がまず模索されよう。しかし、欧州の批判によって円売り介入ができなくなるような状況では、ベースマネーの伸びが鈍化する恐れが大きいため、2002 年 10 月以来 1 兆 2000 億円で据え置かれている長期国債の買入額を増額することもありうるだろう。こうした中では長期金利が上昇する局面に入る

可能性は低く、当面長期金利の持続的な上昇は見込まれない。

（景気回復の持続力）

2004 年度は、小泉政権の構造改革路線によって政府支出が減少を続ける中で、2003 年秋から急速に進んだ円高の影響が徐々に現れることから外需の鈍化が予想される。景気回復がどこまで続くかは、設備投資と消費の動向に左右されよう。

設備投資の伸びは 7-9 月期に前期比 ▲0.2% の減少となったのち 10-12 月期は 5.1% の増加となるなど、大きな変動を繰り返しているが、この原因となっているのは非製造業の投資の振れである。法人企業統計で見ると、非製造業の設備投資の前年比の動きは四半期で見ると大きくプラスマイナスに振れている。一方、製造業の設備投資は 2002 年半ばには前年比で 20% 以上減少していたが、その後マイナス幅が次第に縮小し、2003 年度に入ってからプラスに転じ、着実に改善している。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、10-12 月期は前期比 11.3% の増加となっており、2004 年度に入っても IT 関連投資を中心に企業の設備投資の増加が続くと予想される。急激な円高や海外経済の落ち込みがなければ、設備投資の伸びが急に鈍化することは避けられるだろう。



しかし、消費の伸びの持続力にはかなりの懸念がある。2004 年度は雇用者報酬の伸びは、2003 年度の ▲0.1% の減少から 0.8% の増加に転じると見られる。しかし、配偶者特別控除の廃止による税負担の増加に加えて、4 月からの介護保険の保険料の増加、10 月からは厚生年金保険料が引き上げられると見込まれることなどの負担増から、可処分所得の伸びは限られる。このため年度末に向かって次第に消費の伸びの鈍化が見込まれる。

円高による外需の鈍化と消費の伸びの低下によって、鉱工業生産の増加率は徐々に低下していき、2004 年度末頃には景気は回復と後退の岐路に至るだろう。大規模な介入によって防止されている円高の動きが加速する、あるいは米国経済やバブルの懸念がある中国経済の減速などの場合には、景気が早期に後退に向かう可能性が高まるだろう。

(望まれる社会保障・税の一体的な改革)

所得の低迷とともに、家計消費を制約している大きな要因は老後の不安である。政府は今回の年金制度改革で、年金制度への不安を払拭するために、厚生年金の保険料率の上限を 18.3% とするとともに、給付水準について現役時代の所得の 50% という下限を設けた。しかし、少子化の動きが止まらなかったり、経済環境が想定よりも悪かったりするなどの環境の悪化があれば、負担の上限と給付の下限の両方を守ることはできなくなる。合計特殊出生率は、年金財政の計算の基礎である 2002 年の将来推計人口で仮定されている 2001 年 1.34、2002 年 1.33 に対して、現実には 1.33、1.32 と下回って推移しており、少子化問題が想定以上に悪化する恐れも大きい。こうした状況が続けば、これまでの制度改革と同じ様に 5 年後に再び保険料率と年金給付水準の見直しが必要となる恐れが大きく、公的年金への不信感を払拭することはできないだろう。

2005 年度には介護保険の見直しも予定されているが、給付面では医療も含めて、年金・介護・医療の一体的な制度の見直しが必要である。また、負担面でも社会保険料控除を通じて、社会保障の負担と税負担が密接に関連していることから、税と社会保障負担を総合的に検討する必要がある。これまで、縦割り行政の下で各制度はバラバラに議論されてきたが、経済財政諮問会議などの場で、高齢化社会を支える制度全体についての議論が望まれる。

(3 月 10 日に予定されている 10-12 月期第二次 QE の発表を受けた見通しの修正は 3 月 12 日発行予定、欧米の見通しの詳細は 3 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)	(実)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質 GDP	前期比年率、%	2.2	3.1	4.4	2.0	3.1	8.2	4.0	4.3	4.1	3.5	3.2

欧州(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)	(推)	(予)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質 GDP	前年比%	0.9	0.4	1.7	0.7	0.1	0.3	0.6	1.0	1.6	1.8	2.1



日本経済の見通し (2/24)

(単位、%)

前回予測
(2003.12)

	2002年度 実績	2003年度 予測	2004年度 予測	2003/4-6 実績	7-9 実績	10-12 実績	2004/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2005/1-3 予測	2004年度 予測
実質GDP	1.2	2.9	2.1	0.8	0.6	1.7	0.2	0.5	0.4	0.2	0.1	1.5
				3.4	2.5	7.0	0.9	2.1	1.5	0.8	0.4	
				2.3	2.0	3.6	3.6	3.1	2.9	1.2	1.3	
内需寄与度	(0.4)	(2.1)	(1.9)	(0.5)	(0.5)	(1.3)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(1.5)
内、民需	(0.4)	(2.6)	(2.2)	(0.8)	(0.7)	(1.3)	(0.2)	(0.6)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(1.8)
内、公需	(0.0)	(▲0.5)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.3)
外需寄与度	(0.8)	(0.8)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)
民間最終消費支出	1.0	1.3	1.3	0.3	0.5	0.8	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.7
民間住宅投資	▲2.1	0.4	▲0.4	▲0.1	2.9	▲1.0	0.6	▲0.9	0.4	▲0.8	▲0.2	▲1.6
民間企業設備投資	▲3.3	10.5	8.6	4.4	▲0.2	5.1	0.7	2.9	2.1	1.4	0.9	8.3
政府最終消費支出	2.1	1.0	1.0	▲0.1	0.7	0.5	▲0.1	0.0	0.5	0.4	0.1	0.0
公的固定資本形成	▲5.0	▲11.1	▲9.4	▲3.7	▲5.1	▲0.2	▲1.5	▲2.3	▲4.0	▲2.4	▲2.5	▲6.9
輸出	12.0	9.8	7.1	1.6	3.2	4.2	2.4	1.3	0.9	0.6	0.3	6.5
輸入	5.5	3.9	7.5	▲1.2	2.6	1.4	1.9	2.0	2.1	1.6	1.1	8.4
名目GDP	▲0.7	0.4	▲0.0	0.6	0.3	0.7	▲0.8	0.7	0.1	▲0.7	▲0.9	▲0.3

(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

	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	2004年度
鉱工業生産(前期比)	2.8	3.1	4.4	▲0.7	1.3	3.7	0.6	0.9	0.8	0.4	0.3	5.4
国内企業物価(前年比)	▲1.6	▲0.5	▲0.4	▲1.0	▲0.7	▲0.4	0.1	▲0.2	▲0.4	▲0.4	▲0.5	▲1.2
消費者物価(前年比)	▲0.6	▲0.3	▲0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.4
消費者物価(生鮮食品除き)	▲0.8	▲0.1	▲0.3	▲0.4	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.4
経常収支(兆円)	13.4	16.4	14.3	15.8	17.5	16.7	15.8	15.8	14.9	13.9	12.5	14.1
(名目GDP比)	(2.7)	(3.3)	(2.9)	(3.2)	(3.5)	(3.3)	(3.2)	(3.1)	(3.0)	(2.8)	(2.5)	(2.8)
失業率(%)	5.4	5.1	4.8	5.4	5.2	5.1	4.9	4.8	4.7	4.8	4.9	4.9
住宅着工戸数(万戸)	115	116	114	120	112	117	116	115	115	114	114	110
10年国債利回り(店頭基準配)	1.1	1.1	1.3	0.6	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
為替(円/ドル)	122	113	103	118	118	109	106	104	103	103	103	106
原油価格(ドル/バレル)	27	30	29	29	29	30	34	32	30	28	28	26
経常利益(前年比)	7.2	11.9	6.0	13.6	9.4	11.9	12.5	11.2	8.2	5.0	1.5	3.0

(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」、財務省「法人企業統計季報」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)