

Weekly エコノミスト・レター

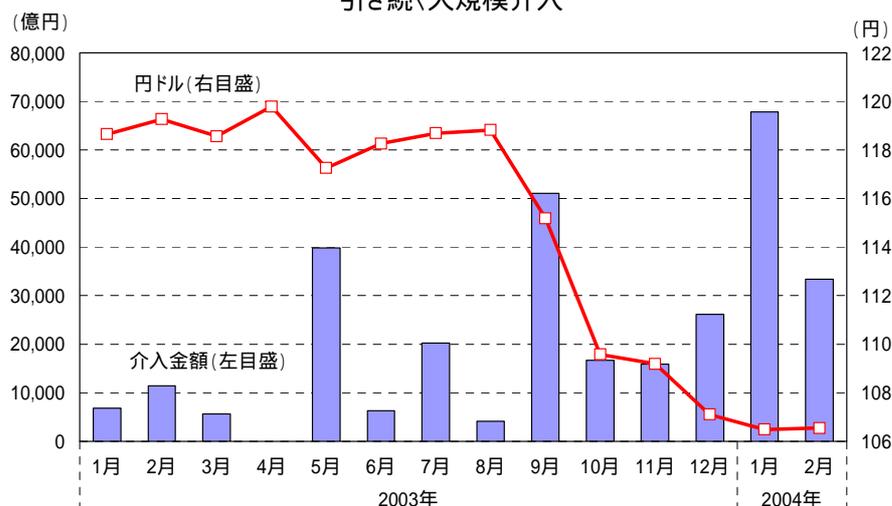
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

大規模介入が支える景気回復～二次 QE 後経済見通し

< 2003 年度 2.9%、2004 年度は 2.2% 成長 >

1. 10-12 月期 GDP (二次速報) は一次速報から 0.1% の下方修正となったが、この原因となった在庫の減少は、好調な出荷に支えられたものであり、景気回復速度の速さを示すものである。
2. 2003 年は約 20 兆円、2004 年に入ってから 2 ヶ月間だけで 10 兆円もの介入が実施され、円は 110 円台に下落した。介入に国内の制約はないが、大統領選挙を控えた米国やユーロ高の影響が見られる欧州からの批判がいずれ高まり、限界を迎えるだろう。
3. 3 月 10 日発表の 10-12 月期 GDP 第二次速報をもとに、2 月 24 日発表の 2004 年度改定経済見通しを微修正した。2003 年度の実質成長率は 2.9%、名目成長率は 0.3% と見込まれる。2004 年度は実質成長率は 2.2%、名目成長率は 0.1% となるだろう。

引き続き大規模介入



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

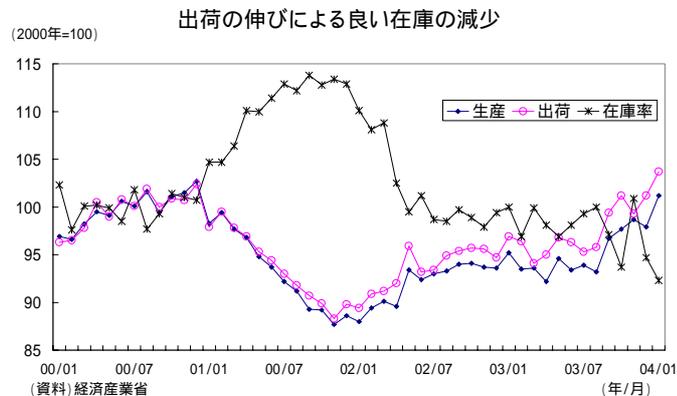
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

大規模介入が支える景気

1. 回復示す景気

(良い在庫の減少)

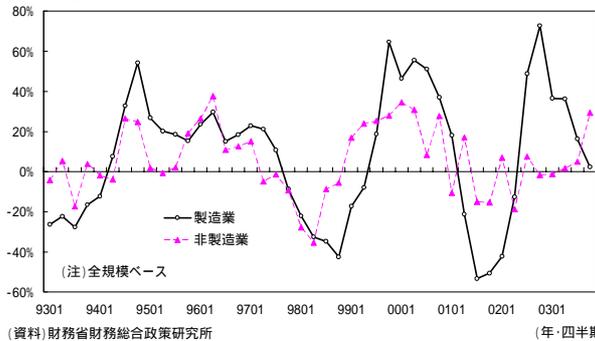
鉱工業生産は、2003年4-6月期には前期比0.7%の減少となったものの、その後は7-9月期1.3%、10-12月期3.7%増となり、1月の鉱工業生産(速報)も3.4%と増加傾向が続いている。3月10日に発表された10-12月期の経済成長率(二次速報)は、前期比実質1.6%(一次速報:1.7%)となった。2月に発表された一次速報値からは、設備投資の伸びは上方修正となったものの、在庫の減少から0.1%ポイント成長率は下方に修正された。年率換算の成長率も一次速報の7.0%から6.4%に下方修正されたが、これでも高成長であることには変わりがない。また出荷指数が2001年11月の88.3を底に1月は103.7に上昇した一方で、在庫率指数はピークであった2001年9月の113.8から1月には92.3まで低下している。在庫の減少は、企業が在庫調整を行うという後ろ向きの原因ではなく、出荷の増加によって意図せざる在庫の減少が起きているためと考えられ、経済成長率は下方に修正されたが、二次速報の結果はむしろ回復速度の速さを示したものと考えるべきである。



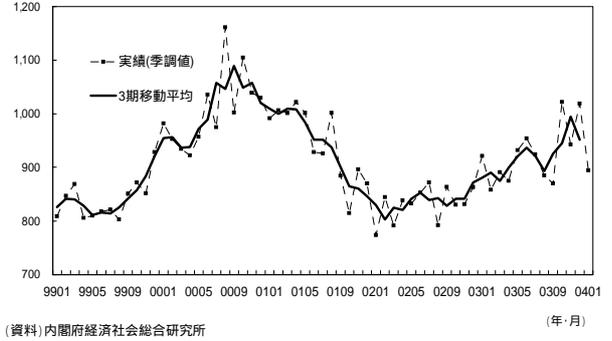
11日に発表された機械受注(船舶・電力を除く民需)は、1月は前月比12.2%の大幅な減少となり、前年同月比でも3.0%の減少となっている。1-3月期の受注見通し自体が前期比0.2%の減少となっており、10-12月期に前期比11.3%と大きく増加した反動という要素が大きい。10-12月期の法人企業統計季報では、全産業の売上高が前年同期比3.1%の増加(前期は2.2%)、経常利益は16.9%増、設備投資額も5.1%増と好調である。ただし、非製造業の経常利益が29.4%の増加となった反面、製造業では2.4%増(前期:16.3%)にとどまった。これまでの人件費の削減などのリストラ効果が一巡し、円高の影響や素材、原料価格の上昇が収益の足をひっぱる方向に働いたためと見られる。1-3月期は年初来の大規模介入で為替レートが1ドル110円台に下落していることや、昨年同時期がイラク情勢の緊迫により対米輸出を中心に輸出が低迷してい

たことなどから、売上高の伸びが続き経常利益の増加も続くと考えられる。しかし、先行きは増益幅は縮小していき、設備投資の増勢も鈍化していくだろう。

経常利益(法人企業統計)の推移



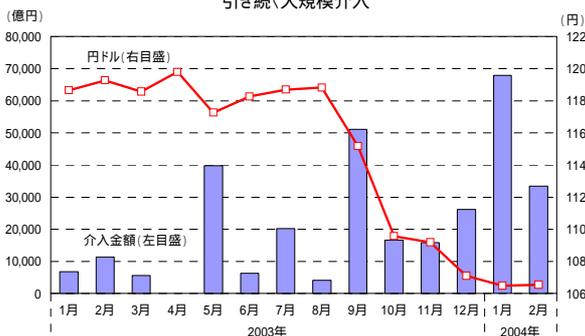
機械受注(船舶・電力を除く民需)の推移



(押し下げ介入の持続性)

2003年は約20兆円の円売り介入を行ったが、政府は2004年に入って、2ヶ月間だけで10兆円を超える円売り介入を行った。介入資金は2004年初めに上限に達しそうになったが、外国為替特別会計の借入れ限度額を補正予算で21兆円増額し、2004年度予算ではさらに40兆円増額されることになっている。外貨を売って円を買い支える円買い介入は外貨準備が制約となるが、円売り介入はこうした制約はなく予算上の制約もない。国内の事情だけを考えればデフレが続く限り大規模介入を継続することは可能である。しかし、海外からの批判が高まり介入が難しくなる恐れは大きい。3月9日には、スノー財務長官の発言を市場は日本の介入を暗に批判したものと解釈し、これをきっかけに1円弱の円高となった。スノー財務長官の発言は一般論を繰り返したのみで特に円を念頭に置いたものか疑問だが、市場の反応は日本の大規模介入の持続可能性に懸念がもたれていることを示したものと言えるだろう。

引き続き大規模介入



3/2 グリーンスパン議長の発言

The current performance of the Japanese economy suggests that we are getting closer to the point where continued intervention at the present scale will no longer meet the monetary policy needs of Japan.

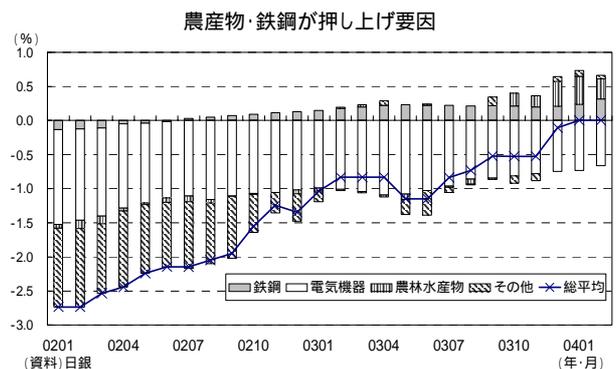
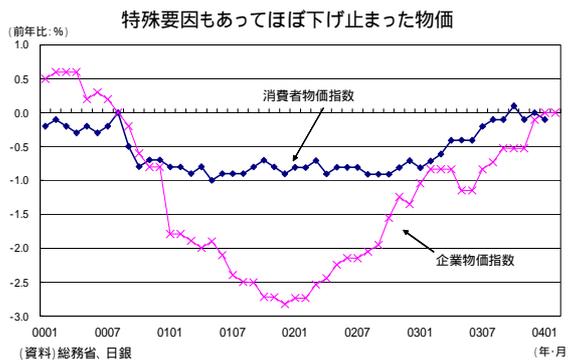
最近の日本経済の状況は、現在のような規模の介入を続けることが金融政策上必要でなくなるところに近づいていることを示唆している。

元々円安による景気回復が続けば、輸出の増加による経常収支黒字の拡大や株式投資など海外からの資金流入が円高圧力を強めてしまい、経済的な苦境を脱出するための緊急措置としての介入に対する理解も得られにくくなるという矛盾を抱えている。対内・対外証券投資は、2月も外国人投資家による日本株、債券の買い越し額が高水準を続けている。また為替市場は反応しなかったが、既に3月2日に米国FRBのグリーンスパン議長は、日本が景気回復を続ける中でこれ

以上大規模な円売り介入を続けることに対して批判的な発言をしている。1月の米国の貿易赤字（季節調整値）が過去最大の431億ドルとなったことに見られるように、米国の双子の赤字は依然大きな問題である。これまでのところでは、介入に関しては日米の利害が一致している。日本の大規模介入資金が米国の経常収支赤字と財政赤字を賄う形となり、米国の長期金利の上昇を防いでいるからだ。しかし早晩米国は双子の赤字問題の解消に取り組まなくてはならなくなる。増税と歳出削減によって財政赤字を縮小し景気を減速させて問題を解決するよりは、ドルの下落による輸出増加・輸入減少によって問題を解決する方が政治的にはるかに容易である。いずれ日米の利害は一致しなくなり、日本の大規模介入は難しくなるだろう。

（企業物価の上昇）

国内企業物価指数は、2001年末ごろには前年比で3%近い下落となっていたが、下落幅が縮小し1月に続いて2月も前年比横這いとなった。消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、全国）も、2001年から2002年にかけての1%弱の下落幅から昨年末ころからは前年比でほぼ横這いの水準となっている。本レポートでも度々指摘してきたように、消費者物価の下落幅縮小には、健康保険制度の変更、酒・たばこの増税、冷夏による米価の上昇が押し上げ要因となっている。これらの特殊要因を除けば、消費者物価指数は前年比で0.5%程度の下落を続けている。米の卸売り価格は既に下落を始めており、今後は物価押し上げ効果が縮小し前年比ではむしろ下落に寄与するようになる。また、4月から値札や広告などの価格表示に、消費税を含んだ支払総額の表示を義務付ける「総額表示方式」がスタートする。現在の税抜き価格を総額表示に変更すると、消費者が「高くなった」と錯覚し、買い控えや混乱が起きることが懸念されている。このため価格の引き下げで対応する業者もあると見られ、物価下落に働く可能性がある。



国内企業物価指数の下落幅の縮小をもたらしている要因を見ると、企業物価を押し上げる要因となっているのは農林水産物や鉄鋼などで、2月は農林水産物と鉄鋼の寄与度はそれぞれ0.3%となっている。また、2001年中には1.5%程度の押し下げ要因となっていた電機器械の寄与度が0.7%に縮小していることや、0.3%程度の押し下げ効果があった電気ガスの寄与度がゼロとなって、押し下げ圧力が低下していることも下落幅の縮小に寄与している。

しかし農林水産物の価格上昇は、冷夏による米価の上昇やBSE、鳥インフルエンザ問題による

豚肉の高騰などが原因であり、持続的に物価の上昇をもたらすようなものではない。鉄鋼や非鉄金属、スクラップなどの価格上昇は、中国が高成長を続けているために国際商品市況が上昇していることを反映したもので、必ずしも国内需給改善によるデフレ状況の改善を意味するものではない。中国の高成長が輸出主導のものであり、米国経済の動向次第では減速も予想されるなど、こうした物価上昇もどれだけ続くかは疑問があり、早期にデフレ脱却が実現することは見込まれない。

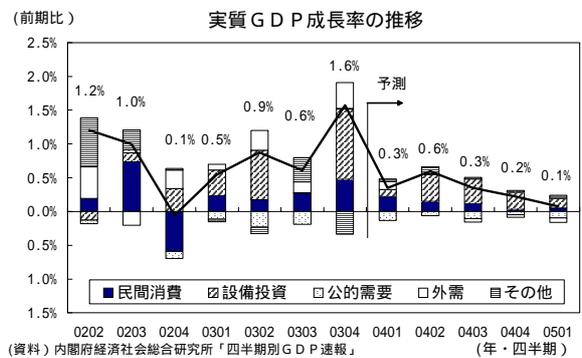
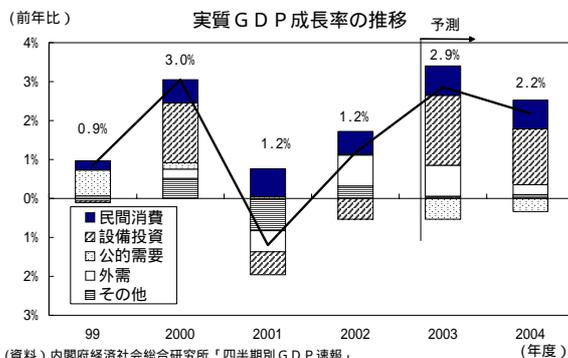
2. 2004年度は2.2%に減速

(円高の懸念と負担増)

年初からの大規模な介入によって、為替レートは110円台前半の推移となっており、前回(2/24発表)の見通しに比べて、円安の推移となっている。3月に入ってから1ドル115円を目指した押し下げ介入と見られる動きがあり、1-3月期平均の為替レートは1ドル108円と前回見通し(106円)よりも若干円安となるだろう。しかし、大統領選挙が近づくとつれて米国が日本の介入政策に対して寛容ではなくなり、ユーロ高を背景に欧州が日本をはじめとしたアジア各国に対する批判を強めるという見方には変更はない。2004年度末に向かって緩やかながら円高が進む可能性が高く、輸出の伸び鈍化から成長率が低下していくだろう。

年金改革関連法案については、一部に7月の参院選への影響を懸念して成立の先送り論が出てきているが、本予測では下期には厚生年金保険料率が引き上げられることを前提とした。年金支給水準の下限を設けることを止め、保険料負担の上限を守れるようにするという方向でもう一度議論をやり直すことには意味がある。しかし、単に保険料負担増を選挙後に先送りするだけでは、ますます年金制度への不安が高まるだけである。

2003年度は、実質成長率は2.9%、名目成長率も0.3%のプラスとなるだろう。2004年度は、設備投資の伸びが実質8.4%となり、雇用・所得環境の改善から消費は実質1.3%の伸びとなるものの、外需の寄与度は2003年度の0.8%から0.3%に縮小し、実質成長率は2.2%へと減速するだろう。GDPデフレーターは縮小するものの、名目成長率は2004年度も0.1%と名目成長率が実質成長率を下回る状況が続くと見込まれる。



(米国、欧州の経済見通しは次週3月19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 (2003年10-12月期二次QE(3/10発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2004.2)

	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
実質GDP	1.2	2.9	2.2	0.9	0.6	1.6	0.3	0.6	0.3	0.2	0.1	2.1
内需寄与度	(0.4)	(2.1)	(1.9)	(0.6)	(0.4)	(1.2)	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(1.9)
内、民需	(0.4)	(2.6)	(2.3)	(0.8)	(0.6)	(1.2)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(2.2)
内、公需	(0.0)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)
外需寄与度	(0.8)	(0.8)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.2)
民間最終消費支出	1.0	1.4	1.3	0.3	0.5	0.9	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	1.3
民間住宅投資	2.1	0.4	0.4	0.1	2.9	1.0	0.9	1.1	0.4	0.8	0.2	0.4
民間企業設備投資	3.3	11.5	8.4	4.6	0.0	6.3	0.6	2.3	2.1	1.4	0.8	8.6
政府最終消費支出	2.1	1.0	0.9	0.1	0.7	0.4	0.1	0.0	0.5	0.4	0.1	1.0
公的固定資本形成	5.0	11.4	9.6	3.7	5.2	0.7	1.5	2.3	4.0	2.4	2.4	9.4
輸出	12.0	10.1	7.5	1.6	3.3	4.6	2.5	1.3	0.9	0.7	0.3	7.1
輸入	5.5	4.2	7.5	1.1	2.6	1.9	2.2	1.7	1.8	1.4	1.1	7.5
名目GDP	0.7	0.3	0.1	0.6	0.2	0.4	0.7	0.7	0.1	0.5	0.8	0.0

(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

	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	3.2	4.4	0.7	1.3	3.7	0.7	0.9	0.7	0.4	0.3	4.4
国内企業物価(前年比)	1.6	0.5	0.3	1.0	0.7	0.4	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4
消費者物価(前年比)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	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	0.3	0.4	0.3
経常収支(兆円)	13.4	16.4	14.6	16.0	17.0	17.1	15.4	15.4	15.1	14.6	13.4	14.3
(名目GDP比)	(2.7)	(3.3)	(2.9)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(2.9)	(2.7)	(2.9)
失業率(%)	5.4	5.1	4.8	5.4	5.2	5.1	4.9	4.8	4.8	4.8	4.9	4.8
住宅着工戸数(万戸)	115	116	114	120	112	117	116	115	115	114	114	114
10年国債利回り(店頭基準気配)	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	106	118	118	109	108	110	106	104	104	103
原油価格(ドル/バレル)	27	30	30	29	29	30	35	33	31	29	28	29
経常利益(前年比)	7.2	13.7	6.1	13.6	9.4	16.9	13.9	13.0	8.3	4.8	0.8	6.0

(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)