

2003年度の景気予測（2003年2月改訂）
- デフレ下においてかい離する景況感と実質経済成長率 -

(株)浜銀総合研究所（社長 遠山悌二郎）では、前回予測（2002年12月）以降の経済情勢の変化や、先日内閣府から発表された2002年10～12月期のGDP統計などを踏まえて、景気予測を改訂いたしました。そのポイントは以下の通りです。

予測のポイント

- ・2002年10～12月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.5%と4四半期連続のプラス成長となったが、成長率は2四半期続けて鈍化した。景気の実感により近いとみられる名目GDPは、個人消費の減少などから前期比-0.1%と2002年1～3月期以来のマイナス成長に転じており、景気の足踏み感が強まっている。
- ・今後を展望すると、個人消費が所得の減少とマインド低迷の両面から弱い動きにとどまること、先行きの不透明感が強いなかで企業の設備投資に対する慎重なスタンスが続くこと、欧米景気の減速を受けて輸出の増勢が再び鈍化すること、などの要因によって、景気は2002年度末から2003年度前半にかけて低調に推移する公算が大きい。ただし、在庫の絶対水準が低く、在庫面から生産調整圧力が大きく高まることは想定しにくいことなどから、景気が腰折れする事態は避けられよう。
- ・2003年度後半から景気は企業部門を中心に緩やかに回復すると見込まれる。米国景気が年後半から持ち直すことを受けてわが国の輸出も再び上向き、それに伴って企業の生産活動も改善に向かおう。また、企業収益の増加や研究開発・IT投資減税などを背景に、設備投資もわずかながら回復してくると見込まれる。
- ・以上から、2003年度の実質GDP成長率を+0.3%と予測した（前回12月時点の予測値+0.1%を上方に修正）。もっとも、デフレ下においては名目成長率が実質成長率を下回り、実質ベースの景気回復が景況感の改善につながりにくい点に注意が必要。2003年度の名目GDP成長率は-0.9%と3年連続のマイナス成長を予測した。

予測の要約表

（前年比、%）

（参考）前回12月予測

	2001年度 実績	2002年度 実績見込み	2003年度 見通し	2002年度 実績見込み	2003年度 見通し
実質国内総支出（GDP）	▲1.2	1.5	0.3	1.0	0.1
民間需要寄与度	▲0.7	0.8	0.2	0.4	0.0
公的需要寄与度	▲0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	▲0.5	0.7	0.0	0.5	▲0.0

【本件に関するお問い合わせ先】

(株)浜銀総合研究所 調査部 北田英治
 TEL 045-225-2375
 FAX 045-225-2199

1. 景気の現況

(景気の減速を示した2002年10～12月期のGDP)

- 2002年10～12月期の実質GDP(国内総生産、季調値)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。ただ、実質GDP成長率の推移をみると、4～6月期(前期比+1.3%)をピークに、7～9月期(同+0.7%)、10～12月期と2四半期連続で鈍化している。また、人々が抱く景気の実感により近いとみられる名目GDPは前期比-0.1%と2002年1～3月期以来のマイナス成長に転じており、景気の足踏み感が強まっている。
- 10～12月期のGDPで特徴的なのは、個人消費を中心に国内需要の増勢が大幅に鈍化したことである。なかでもこれまで堅調に推移してきた個人消費は実質ベースで前期比+0.1%と、7～9月期の同+0.8%から大きく減速した。また名目ベースでは前期比-0.4%と2001年7～9月期以来の減少となった。これは冬のボーナスが大幅に落ち込むなど所得情勢が厳しさを増すとともに、株価の下落や失業率の高止まりなどを受けて消費マインドが悪化に転じたことが個人消費を下押ししたためとみられる。
- その一方で、10～12月期の実質輸出は前期比+4.5%と7～9月期(同+0.1%)に比べて伸びが高まった。中国を初めとするアジア向け輸出が堅調に推移したほか、自動車を中心に米国向けが増加した。この結果、外需(輸出-輸入)の実質GDP成長率に対する寄与度は+0.3%と再びプラスに転じ、内需の鈍化を外需が補う形となった。
- なお、10～12月期の実質GDPが予想外に強めの数字^(注)となった背景として、物価の変動を示すデフレーターが改定されたことがあげられる。すなわち、先に日本銀行から公表された企業物価指数(旧卸売物価指数)を受けて、今回のGDP統計ではデフレーターが下方に修正されており、これが実質ベースの数値を押し上げる

図表1 実質GDP成長率の実績表

(季節調整済、前期比、%)

	2001年		2002年			
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	-1.1	-0.4	0.1	1.3	0.7	0.5
個人消費	-0.6	0.6	0.4	0.4	0.8	0.1
住宅投資	-0.2	0.2	-2.8	-0.3	0.3	-0.9
設備投資	-2.4	-4.7	-0.8	1.3	0.8	1.0
公共投資	-0.2	-0.8	0.1	-2.1	-1.7	-0.5
輸出	-2.9	-1.6	5.4	6.9	0.1	4.5
輸入	-2.6	-1.7	0.8	3.5	2.8	1.9

内需寄与度	-1.0	-0.4	-0.4	0.9	0.9	0.2
民間需要	-1.0	-0.6	-0.5	1.0	0.9	0.2
公的需要	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.0	-0.0
外需寄与度	-0.1	-0.0	0.5	0.4	-0.2	0.3

名目GDP	-1.2	-0.7	-0.0	0.1	0.3	-0.1
-------	------	------	------	-----	-----	------

(シャドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。)

(内閣府「四半期別GDP速報」)

方向に働いた。特に設備投資においてデフレーターの方修正幅が大きく、2002年7～9月期の設備投資デフレーターは前年同期比-2.7%から同-4.0%に下方修正された。

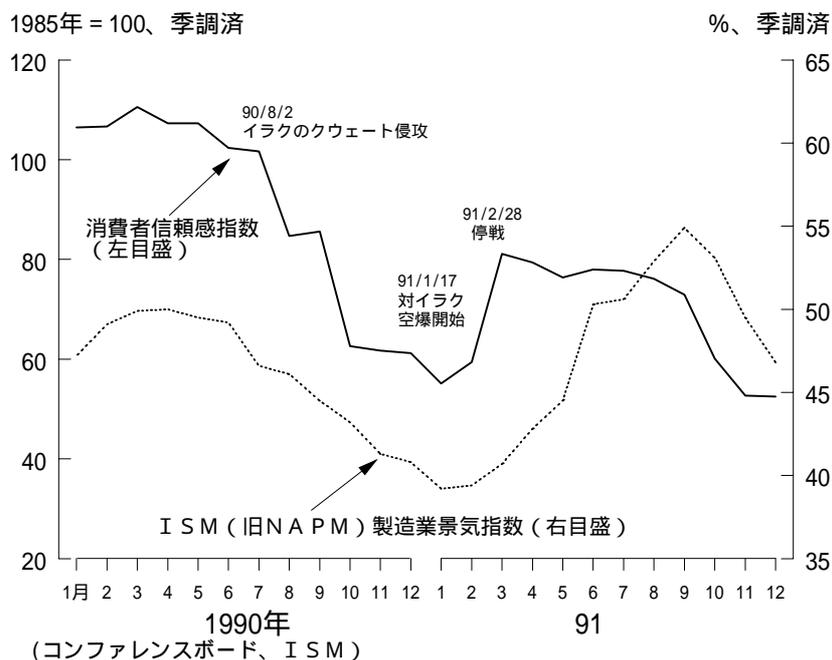
(注) 当社が前同行った景気見通し(2002年12月改訂)では、2002年10～12月期の実質GDP成長率を前期比-0.2%と予測していた。

2. 景気の見通し

(下振れリスクを抱えながら緩やかに回復する米国経済)

- ・わが国の景気の先行きを展望する上でポイントとなるのは、輸出のカギを握る米国景気の動向である。
- ・2002年10～12月期の米国の実質GDPは季調済年率換算で前期比+0.7%と7～9月期(同+4.0%)に比べて伸びが大きく鈍化した。内訳をみると、政府支出が国防費の急増(同+11.2%)などから同+4.6%と5四半期連続で増加し、また住宅投資もローン金利の低下を受けて同+6.8%と増勢を維持した。しかしその一方で、個人消費が自動車のゼロ金利ローン販売の反動減などから同+1.0%と7～9月期の同+4.2%から大幅に減速している。また輸出の減少や在庫投資の鈍化も成長率を押し下げる要因となった。設備投資は同+1.5%と9四半期ぶりに増加したものの、そのペースは緩やかである。設備投資の先行指標である非国防資本財受注が底ばいの状態を脱していないことや、依然として設備稼働率が低水準で推移していることなどから、設備投資の本格回復にはしばらく時間を要しよう。
- ・年明け後については、1月の鉱工業生産が前月比+0.7%と再び上向くなど改善の兆しがみられる一方で、イラク情勢の緊迫化や株価の下落などを背景に消費マインドの低迷が明瞭となるなど経済指標の明暗が混在しており、景気は総じて弱い動きにとどまっていると判断できる。
- ・今後の米国景気を大きく左右するのは、足下で高まるイラク情勢の緊迫と対米テロ再発懸念がいつ沈静化するのかということである。既に原油価格の騰勢が鮮明となっており、家計の消費支出や企業収益の圧迫が懸念される。イラク問題に解決の目

図表2 湾岸戦争時における米国の消費・投資マインドの動き



処がつくまでは、消費者心理や投資マインドの改善を見込みにくいこともあり、米国景気は低成長を余儀なくされよう。

- ・イラク情勢の緊迫が今後1～2か月程度で終息に向かうとの前提に立てば、消費・投資マインドの好転などを受けて2003年の年央から米国景気は持ち直すと見込まれる。ブッシュ大統領が打ち出した所得税率引き下げの前倒しなど景気対策の効果も、年後半から米国景気を下支えすると予想される。ただ、景気対策の実施に伴う財政赤字の拡大によって長期金利が上昇し、景気対策の効果をそぐ恐れがある点には注意が必要である。2003年の米国の実質GDP成長率は+2.2%と、2002年の+2.4%を下回る緩慢なものにとどまると予測した(2002年12月の前回予測値と同じ)。

(わが国の景気は2003年度前半まで低調に推移)

- ・上記のような米国景気などを前提にわが国経済を展望すると、先行き2002年度末から2003年度前半にかけて、景気は低調に推移する公算が大きいとみられる。
- ・その理由としては、まず第1に昨年10～12月期に減速に転じた個人消費が、今後も所得の減少とマインド低迷の両面から弱い動きにとどまる可能性が高いことがあげられる。特に所得情勢に関しては、今年の春闘において定期昇給の見直しやベースアップの要求見送りが相次ぐなど一段と厳しさを増している。4月から予定されている社会保障負担の増大や給付の抑制が個人消費を一段と下押しすることも懸念されよう。
- ・また第2に、企業収益は回復基調にあるものの、景気の先行きに対する企業の見方は厳しく、当面、設備投資に対する慎重なスタンスが続くと見込まれる。GDPベースの設備投資に半年程度先行する機械受注(船舶・電力を除く民需、季調値)は、2002年7～9月期に前期比-1.7%と減少した後、10～12月期には同+0.3%とわずかながら増加に転じたものの、続く2003年1～3月期の見通しは同-3.5%となっており、企業は先行きの投資に対して依然として慎重であることがうかがえる。
- ・第3に、前出の米国経済のみならずドイツなど欧州経済においても景気の減速傾向が鮮明となるなかで、先行きわが国の輸出は再び増勢が鈍化する可能性が高い。中国を中心にアジア向け輸出が域内需要の回復を背景に相対的に堅調を維持することが期待できる半面で、欧米向け輸出が景気の減速を受けて弱含むと見込まれることから、輸出全体としての増加テンポは緩やかとなる。なお、昨年10～12月期の対米輸出は米国景気が減速するなかで自動車を中心に増勢を維持した。しかし、今年1月の米自動車販売台数は年率1,610万台と前月に比べて11.6%減少し、10～12月期の平均水準を2.4%下回っている。1～3月期の対米輸出には前期の反動が現れる恐れもある。
- ・もっとも、以下のような理由から、わが国の景気が腰折れに至る事態は回避できると見込まれる。すなわち、鋳工業の抱える生産者在庫の絶対的な水準が低く、在庫面から生産調整圧力が大きく高まることは想定しにくい、消費マインドは悪化基調にあるものの、金融システム安定化の枠組みが整備されているため金融面からの不安が過度に高まる恐れは少なく、消費マインドが大きく下振れする可能性は小さい、米国景気は当面回復力が弱いものの、これまでの金融緩和効果などに支えられ緩やかながらも回復基調を維持すると見込まれることから、わが国の輸出が大きく落ち込むことは想定しにくい、などである。

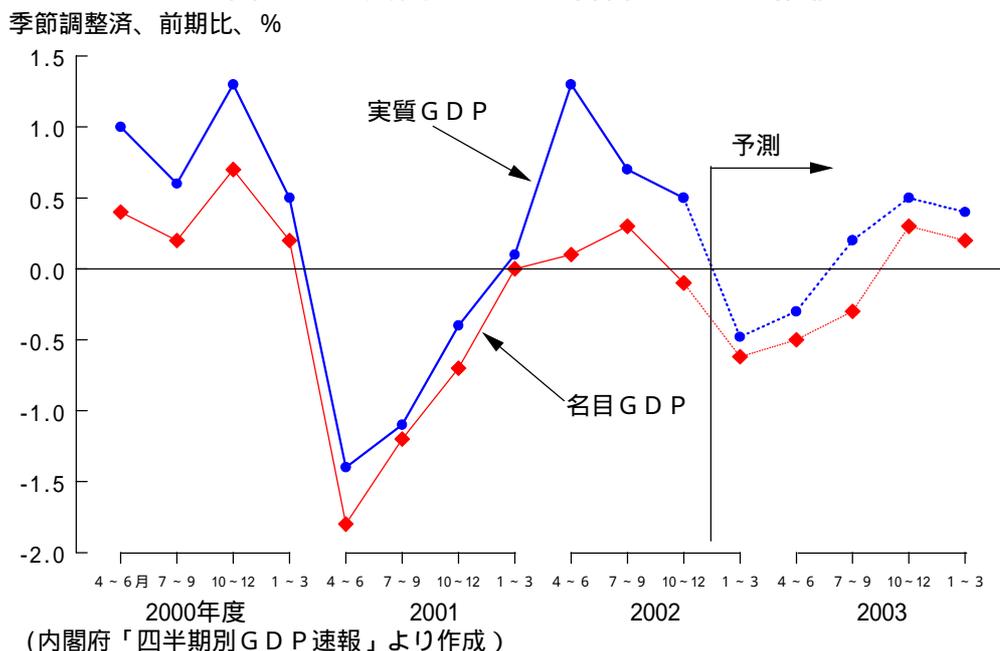
(2003年度後半から景気は企業部門を中心に緩やかに回復)

- ・2003年度後半からは景気が企業部門を中心に緩やかに回復すると見込まれる。回復の先導役となるのは輸出である。米国景気が年後半から持ち直すことを受けて、わが国の輸出も再び上向こう。輸出の増加に伴って企業の生産活動も生産財を中心に改善に向かうと見込まれる。
- ・また、企業収益の増加や研究開発・IT投資減税などを背景に、設備投資もわずかながら回復してこよう。このように2003年度後半には、2002年前半にみられた輸出を先導役とする景気回復プロセスを再度模索する展開が見込まれる。
- ・なお、個人消費や住宅投資といった家計部門の需要に関しては、企業が人件費削減のスタンスを強めるなかで、引き続き弱い動きにとどまる可能性が高いとみられる。

(2003年度の成長率は実質+0.3%、名目-0.9%を予測)

- ・以上のような景気判断を織り込んだ上で、当社の前回予測値(2002年12月)を改訂すると、2002年度の実質GDP成長率は+1.5%(前回は+1.0%)、2003年度は+0.3%(同+0.1%)となる。
- ・今回の予測にあたっては、前述のような米国景気の動向に加えて、2003年度の対ドル円レートの平均は1ドル=123.0円と緩やかな円安となる、2003年度には公共事業の積み増しを伴う新たな景気対策は行われぬ、などを前提としている。
- ・2002年10~12月期の実質GDP実績値が予想外に強かったことなどを受けて、2002年度と2003年度の実質成長率の見通しをいずれも上方に修正した。
- ・2003年度の実質GDPを上・下期別にみると、上期が前期比-0.4%、下期が同+0.8%と予測している。景気は2003年度下期にやや持ち直すと見込んでいるが、景気の浮揚感は乏しいものとなることが予想される。その理由は、2003年度後半の景気持ち直しの主体が企業部門に関連する需要であり、家計部門の需要は弱いままに推移するとみられるためである。
- ・また、物価は2003年度中も下落基調で推移し、そのため名目の成長率が実質の成長率を下回る名実逆転の状況が続くと見込まれることも景気回復実感を得にくいものにする要因としてあげられる。当社では2002年度の名目GDP成長率を-0.4%、2003年度を-0.9%(上期が前期比-1.0%、下期が同+0.3%)と予測した。

図表3 実質GDPと名目GDPの推移



(イラク問題の長期化や円高の進行などがリスク要因)

- ・なお、景気のリスク要因としては、第1にイラク問題の長期化があげられる。原油価格の高騰や米国の消費・投資マインドの停滞を通じて米国景気の低迷が続けば、わが国の景気が2003年度後半から緩やかながらも持ち直すという今回の予測シナリオも修正を迫られよう。もちろん、これとは逆にイラクのフセイン大統領の亡命などによってイラク問題が平和的に解決されるような場合には、米国景気の持ち直し時期が早まる可能性がある点にも注意が必要である。
- ・第2に為替レートの高・ドル安の進行である。今回の予測における想定のように比較的早期にイラク問題の解決に目処が立ったとしても、米国の経常収支赤字と財政収支赤字の拡大という「双子の赤字」に金融市場の注目が集まれば、ドルの売り圧力が高まる可能性が高い。わが国の上場輸出企業の採算レートといわれる1ドル=115円程度を超えて円高・ドル安が進めば、企業収益に深刻な影響を及ぼすと考えられる。
- ・第3に政局の混乱などによる株式相場の一落の下落である。今年は4月に統一地方選挙、9月に自民総裁選挙が予定されており、また政局次第では夏場に衆議院の解散総選挙が行われる可能性もある。政局の混迷が経済政策の混迷へとつながり株式相場が一段と下落すれば、消費者心理や企業のセンチメントの悪化を通じて景気の低迷が長期化する恐れもある。

以 上

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2001年度 実績	2002年度 実績見込み		2003年度			
		上期	下期	見通し	上期	下期	
対ドル円レート(円/ドル)	125.1	122.1	123.1	121.0	123.0	121.0	125.0
米国実質GDP(暦年)	0.3	2.4	[3.5]	[2.5]	2.2	[1.7]	[2.9]

(注) この他に、2003年度には新たな景気対策による公共投資の積み増しは行われないことなどを前提としている。

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2001年度 実績	2002年度 実績見込み		2003年度			
		上期	下期	見通し	上期	下期	
実質国内総支出(GDP)	▲1.2	1.5	[1.7]	[0.6]	0.3	[▲0.4]	[0.8]
個人消費	1.4	1.5	[1.0]	[0.4]	0.0	[▲0.4]	[0.2]
住宅投資	▲8.0	▲2.8	[▲1.5]	[▲1.2]	▲2.6	[▲1.4]	[▲1.3]
設備投資	▲3.4	▲1.1	[1.3]	[1.1]	1.2	[▲0.3]	[1.9]
政府消費	2.2	1.9	[0.8]	[0.6]	1.6	[0.9]	[0.8]
公共投資	▲4.9	▲5.0	[▲2.9]	[▲2.1]	▲3.1	[▲0.9]	[▲2.7]
輸出	▲7.2	11.2	[9.8]	[2.8]	1.4	[▲2.3]	[4.7]
輸入	▲3.2	5.5	[5.3]	[2.8]	1.5	[▲0.3]	[0.9]
寄与度							
国内需要	▲0.7	0.8	[1.1]	[0.5]	0.3	[▲0.2]	[0.6]
民間需要	▲0.7	0.8	[1.2]	[0.6]	0.2	[▲0.3]	[0.4]
公的需要	▲0.0	0.0	[▲0.1]	[▲0.1]	0.1	[0.1]	[0.2]
海外需要	▲0.5	0.7	[0.6]	[0.1]	0.0	[▲0.2]	[0.2]
名目国内総支出	▲2.5	▲0.4	[0.3]	[▲0.3]	▲0.9	[▲1.0]	[0.3]
鉱工業生産	▲10.2	2.7	[5.3]	[0.1]	0.4	[▲0.2]	[1.4]
国内企業物価	▲2.4	▲1.7	▲2.1	▲1.2	▲1.1	▲1.2	▲0.9
消費者物価	▲1.0	▲0.7	▲0.9	▲0.5	▲0.4	▲0.2	▲0.5
完全失業率(%)	5.2	5.4	5.4	5.5	5.8	5.7	5.9

(注) 民間需要 = 個人消費 + 住宅投資 + 設備投資 + 民間在庫投資、公的需要 = 政府消費 + 公共投資 + 公的在庫投資
国内需要 = 民間需要 + 公的需要、外需 = 輸出 - 輸入