

2003年度・2004年度の景気予測（2003年 8 月改訂）

- 2003年度後半から輸出主導で緩やかな景気回復を模索 -

予測のポイント

- ・ 2003年 4 ～ 6 月期の実質 GDP は前期比+0.6%と 6 四半期連続のプラス成長となった。ただ、同期の個人消費や設備投資には一時的な要因によって押し上げられた面もある。7 ～ 9 月期にはこうした要因の一部はく落することに加えて、梅雨明けの遅れなどによる天候不順が夏物商品の需要減退につながったとみられる点が気がかりである。総じてみれば景気は横ばい圏内での動きが続いていると判断できよう。
- ・ 今後のカギを握るのは米国景気である。7 月からの減税が個人消費を押し上げることや、IT 関連投資を中心に設備投資に持ち直しの動きがみられることなどから、米国景気は先行き回復基調を鮮明にする公算が大きい。雇用情勢の改善が遅れているため、当面力強い回復は望めないものの、年率 3 % 前後での成長を遂げよう。
- ・ 米国景気の回復を受けて、わが国の景気は 2003 年度後半から輸出主導で回復に向かうと見込まれる。輸出の増加に伴って企業の生産活動も生産財を中心に持ち直そう。近年のリストラ努力によって企業の収益体質が強化されているため、企業収益は増益が続くとみられる。企業収益の増加を受けて設備投資も回復基調で推移しよう。ただ、中小企業では債務の返済負担が依然として重いことなどから、設備投資の回復は大企業に偏る可能性が高い。一方、雇用・所得情勢の大幅な改善が期待しにくいなかで、個人消費は弱めの動きが続くと見込まれる。2004 年 1 月から配偶者特別控除が原則廃止され家計の租税負担が一段と高まることも個人消費を下押ししよう。
- ・ 以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は 2003 年度が+1.3%、2004 年度が+0.9%になると予測した。ただ、名目ベースでは 2003 年度が-0.7%、2004 年度が-0.9%と 4 年連続のマイナス成長を予測しており、景気のリcovery 実感は極めて乏しい状況が続こう。

予測の要約表

（前年比、%）

（参考）前回 5 月予測

	2002年度 実績	2003年度 見通し	2004年度 見通し	2003年度 見通し	2004年度 見通し
実質 GDP (国内総支出)	1.6	1.3	0.9	0.2	0.6
民間需要寄与度	0.9	1.1	0.7	0.3	0.3
公的需要寄与度	▲0.1	▲0.3	▲0.1	▲0.0	0.0
海外需要寄与度	0.8	0.4	0.4	▲0.0	0.2
名目 GDP	▲0.7	▲0.7	▲0.9	▲1.4	▲1.1

【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

(2003年4～6月期の実質GDPは前期比+0.6%)

- ・2003年4～6月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.6%(年率+2.3%)と6四半期連続のプラス成長となった。2003年前半に景気がピークアウトするという悲観的な見方も一部にあったが、今回のGDP統計は景気が引き続き緩やかな回復基調にあることを示した。
- ・4～6月期の実質GDPがプラス成長となった主な要因は、輸出が持ち直したことに加えて、設備投資と個人消費が増勢を維持したことによる。4～6月期の実質輸出は前期比+1.0%と1～3月期(同+0.6%)より伸びが高まった。通関ベースの輸出数量指数をみると、4～6月期は新型肺炎・SARSの影響などからアジア向け輸出の増勢が鈍化したものの、1～3月期に大きく落ち込んだ米国向け輸出が持ち直している。
- ・一方、実質個人消費は前期比+0.3%と7四半期連続で増加した。6月の雇用者数が2か月連続で前年水準を上回るなど雇用・所得情勢の悪化に歯止めがかかりつつあることや、株価の上昇などによる消費マインドの持ち直しが個人消費を下支えした。また、実質設備投資は前期比+1.3%と5四半期連続の増加となった。企業収益の改善やストック調整の進展に加えて、イラク戦争の終結や新型肺炎・SARSの終息など海外の不透明要因が後退したことが、企業の設備投資につながった。

(夏場の景気は弱含みの公算)

- ・ただ、4～6月期の実質個人消費増加の背景には、4月からの医療費の自己負担割合引き上げに伴う医療支出の増加(政府消費からの振り替わり)や、7月の増税を前にたばこの駆け込み需要が発生したことなどの一時的な要因もある。設備投資については、10月から首都圏でディーゼル排ガス規制が強化されるのに伴い、トラックの買い換え需要が高まっていることが押し上げ要因となっている。

図表1 実質GDP成長率の実績表

(季節調整済、前期比、%)						
	2002年				2003年	
	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期
実質GDP	0.1	1.3	0.7	0.5	0.3	0.6
個人消費	0.5	0.3	0.7	0.0	0.3	0.3
住宅投資	-2.4	-0.4	-0.1	-0.8	-1.0	-0.4
設備投資	-1.8	1.5	1.5	2.8	1.2	1.3
公共投資	2.2	-3.1	-2.7	-2.3	-2.9	-0.9
輸出	5.4	6.9	0.1	4.3	0.6	1.0
輸入	1.0	3.4	2.6	1.5	0.7	-1.1
内需寄与度	-0.4	0.8	0.9	0.1	0.3	0.4
民間需要	-0.6	0.9	1.0	0.3	0.4	0.5
公的需要	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
外需寄与度	0.5	0.4	-0.2	0.4	0.0	0.2
名目GDP	0.3	-0.1	0.3	-0.6	-0.2	0.1

(シャド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」)

- ・また、名目ベースの個人消費や設備投資はいずれも前期比マイナスとなっており、デフレーター的大幅な低下が実質の伸びを押し上げる構図に大きな変化はない。景気の実態は、実質ベースの成長率が示すほどには強くないといえよう。
- ・さらに、7～9月期にはこうした一時的な押し上げ要因の一部がはく落する。社会保険の総報酬制導入などを受けて今夏のボーナスの手取額が前年に比べて大きく減少したことや、梅雨明けの遅れなどによる天候不順が夏物衣料やエアコン、ビールなど夏物商品・サービスの需要減退につながったとみられるなど、個人消費にとって気がかりな材料も少なくない。
- ・夏場の景気は弱含みで推移している公算が大きく、2003年度前半の景気は総じてみれば横ばい圏内での動きが続いていると判断できよう。

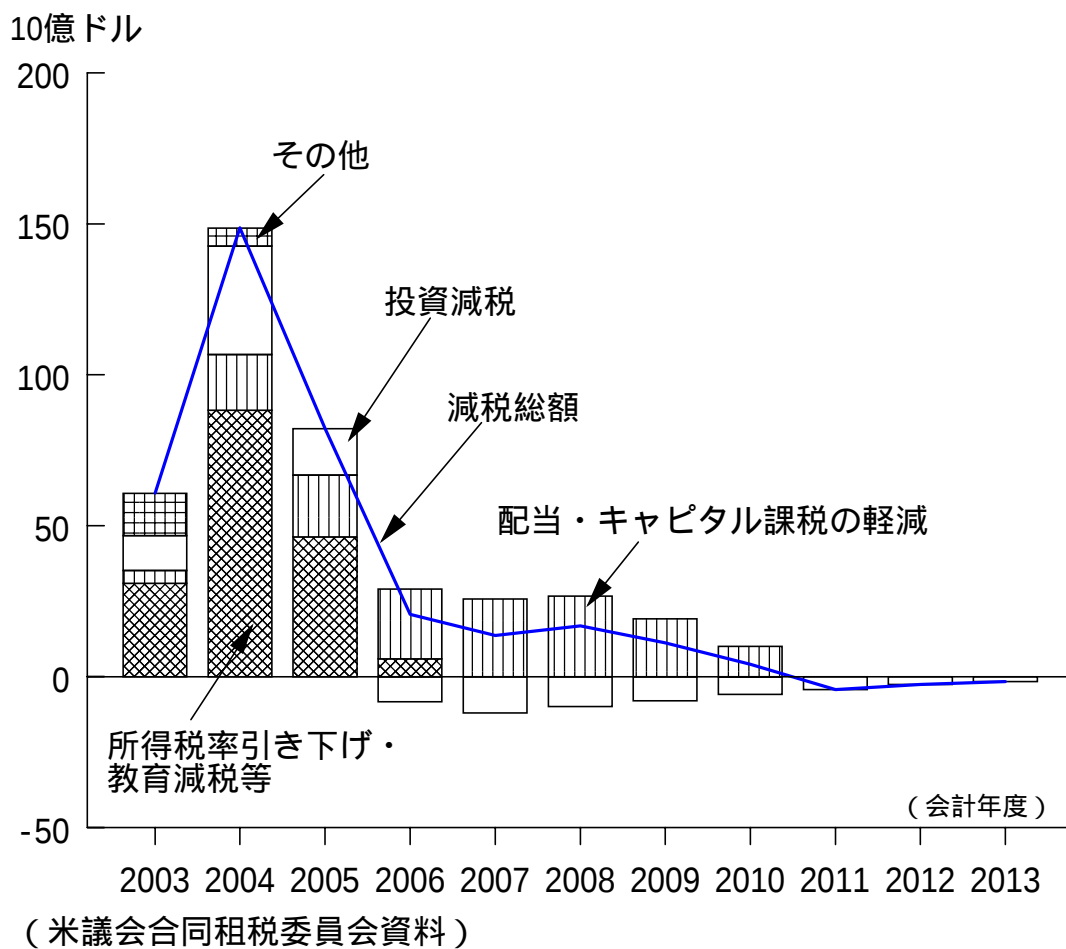
2. 景気の見通し

(大型減税などを背景に先行き米国景気の回復基調が鮮明に)

- ・景気の先行きを展望する上で、大きなカギを握るのは米国経済の動向である。
- ・4～6月期の米国の実質GDPは季調済年率換算で前期比+2.4%と、1～3月期(同+1.4%)に比べて伸びが高まっており、イラク戦争後の米国景気が上向きつつあることが示された。内訳をみると、消費者心理の改善を背景に個人消費が同+3.3%と前期(同+2.0%)より増勢を強めた。設備投資も同+6.9%と再び増加に転じている。GDPから在庫投資と純輸出を除いた国内最終需要は同+4.6%となり、前期(同+1.4%)から大幅に加速した。
- ・また、このところ発表される月次の経済指標にも米国景気が上向いていることを示すものが多い。例えば、7月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%と3か月連続で上昇した。コンピュータや半導体などハイテク関連が同+0.8%と堅調に推移するとともに、低迷の続いてきた自動車と同+2.9%と2か月連続で高い伸びとなるなど、生産の回復に広がりが見られる。
- ・7月からは大型の減税が実施されており、個人消費を中心に効果の出現が期待できる。既に7月の小売売上高は前月比+1.4%と、6月(同+0.9%)から伸びが高まっており、個人消費の勢いが強まりつつあることを示した。5月に成立した減税は総額3,500億ドルのうち、約6割にあたる2,095億ドルが2003会計年度(2002年10月～2003年9月)と2004会計年度に実施される。所得税率の引き下げや配当課税の軽減などによって個人消費は2003年に+0.4%、2004年に+0.7%程度押し上げられると試算される。その結果、GDPは2003年に+0.3%、2004年に+0.5%程度押し上げられよう。
- ・また、設備投資の回復にも広がりが見られる。4～6月期の実質設備投資の内訳をみると、IT関連投資が前期比年率+16.1%と2四半期連続で2けた増となり、堅調に推移している。また、構築物への投資も同+4.8%と7四半期ぶりに増加した点が注目される。米国株式相場の上昇などによって、企業経営者のセンチメントが上向いていることもあり、米国景気は先行き回復基調を鮮明にする可能性が高いとみられる。
- ・ただし、以下のような要因から、米国景気の力強い回復は見込みにくい。まず第1に、雇用情勢の改善が遅れていることである。7月の失業率は6.2%と前月に比べて0.2%ポイント改善したものの、非農業部門の雇用者数は前月比-4.4万人と6か月連続で減少している。収益力の回復を重視する企業は、雇用の増加に対して慎重な姿勢を続ける可能性が高いとみられる。

- ・第2に、財政状況の悪化を受けて州政府が歳出の抑制や増税を余儀なくされている点である。連邦政府と異なり、州政府のほとんどは均衡財政を義務づけられており、財政収支が大幅に悪化した場合、その穴埋め措置を講じなければならない。全米知事協会の集計によれば、2004年度（多くの州で2003年7月からスタート）に29州で増税などの措置が予定されており、その総額は175億ドルに達している。
- ・以上を踏まえると、米国経済は今後緩やかな拡大基調をたどると見込まれる。2003年の米国実質GDP成長率を+2.2%、2004年を+3.0%と予測した（前回5月予測では、2003年を+2.2%、2004年を+2.9%と予測）。

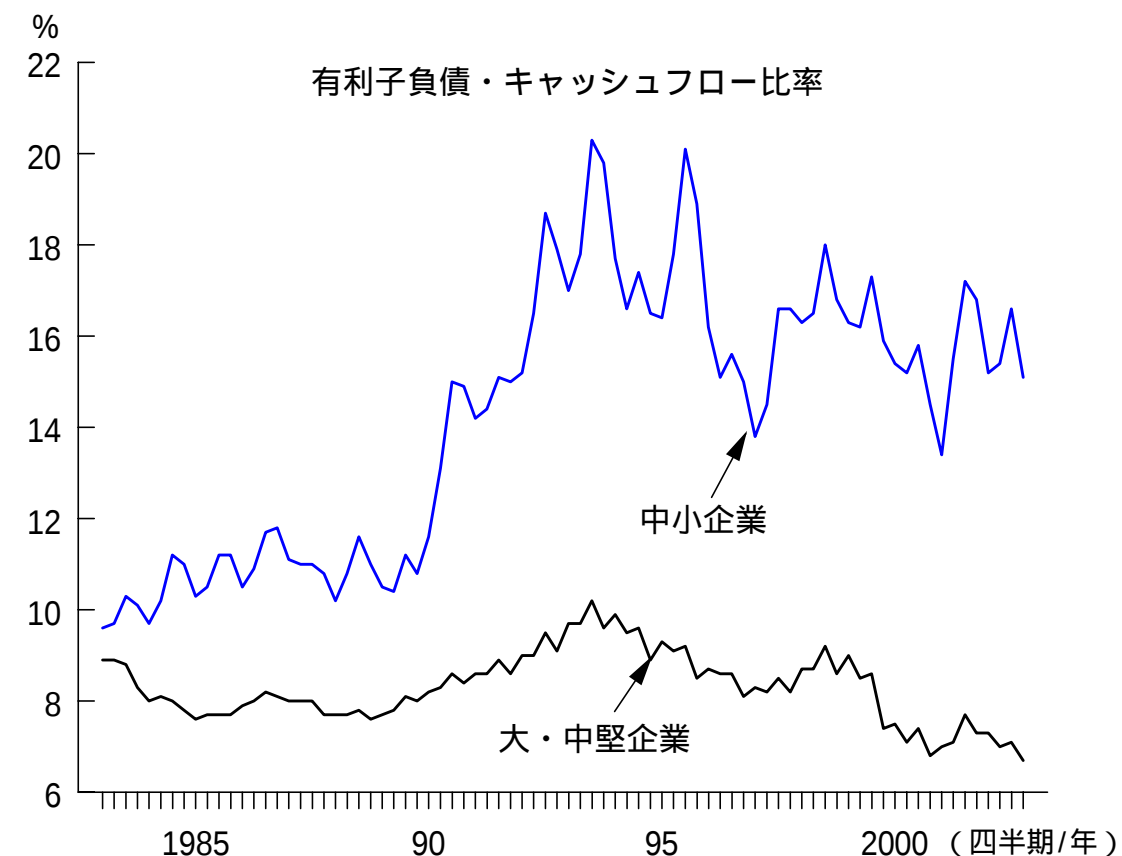
図表2 2003年ブッシュ減税の内訳



(企業収益の改善を受けて設備投資は回復基調で推移)

- ・また、国内需要のなかでは、設備投資の動向が注目される。先月発表された日本銀行の『短観（2003年6月調査）』において大企業・製造業の2003年度設備投資計画が前年比+11.5%の高い伸びとなったことなどをを受けて、設備投資の回復期待が高まっている。
- ・先にみたように、GDPベースの実質設備投資は4～6月期に前期比+1.3%となり、5四半期連続で増加している。設備投資の原動力となっているのは企業収益の改善である。企業収益の安定度を示す損益分岐点売上高比率が、2002年以降低下基調で推移していることが示すように、近年のリストラ努力によって企業の収益体質は強化されている。
- ・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）が4～6月期に前期比+3.4%と2四半期連続で増加し、続く7～9月期の見通しも同+2.2%となっていることなどから判断して、当面、設備投資は回復基調で推移する可能性が高い。
- ・ただ、有利子負債のキャッシュフローに対する比率をみると、大・中堅企業では低下基調で推移しているのに対し、中小企業では依然として高水準である。これは中小企業では債務の返済負担が重いことを示しており、こうした状況下では設備投資よりも有利子負債の返済が優先されやすい。このため、設備投資回復の主体は有利子負債の削減が進んでいる大企業、なかでも輸出増加の恩恵を享受できる製造業に偏る公算が大きいといえよう。

図表3 中小企業の債務負担は依然として重い



(注) 大・中堅企業は資本金1億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
3期後方移動平均値。

(財務省「法人企業統計」)

(2003年度後半から企業部門を中心に景気は回復へ)

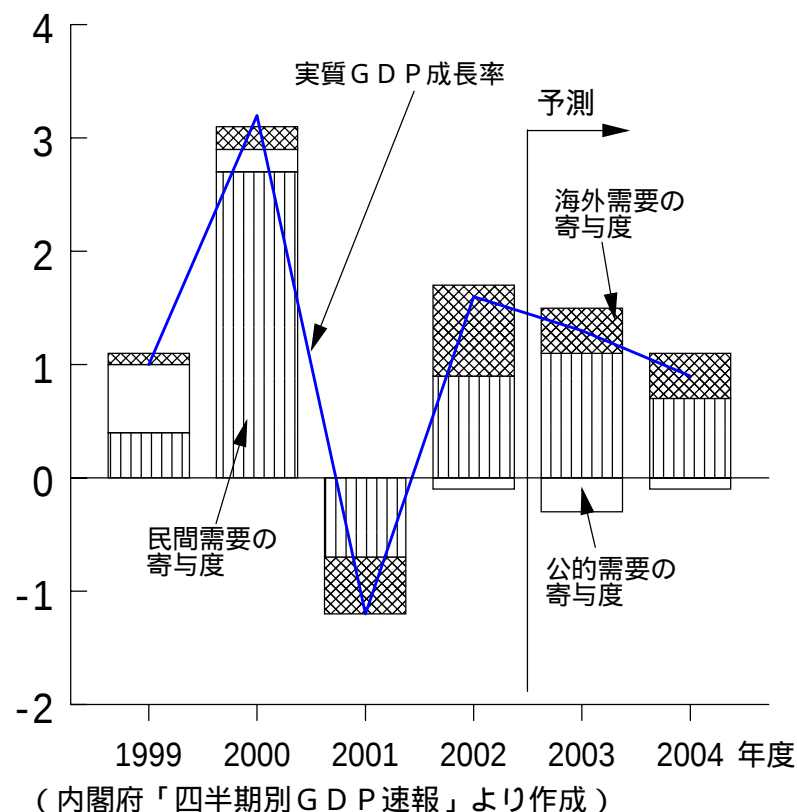
- ・ 上記のような要因を踏まえた上で今後のわが国経済を展望すると、2003年度後半から米国景気の回復などを背景に、輸出が徐々に増勢を強めると見込まれる。輸出の増加に伴って企業の生産活動も生産財を中心に回復に向かおう。また、設備投資については、排ガス規制の強化に伴うトラックの買い換え需要の反動が10～12月期に現れることが懸念されるものの、企業収益の改善を受けて総じて底堅く推移すると見込まれる。
- ・ 一方、デフレ下において売り上げが伸びにくいなかで企業の人件費削減意欲は引き続き強いとみられ、雇用・所得情勢の大幅な改善は期待しにくい。社会保障負担の増大や給付の抑制などは引き続き可処分所得の下押し要因となろう。2004年1月から配偶者特別控除が原則廃止され、家計の租税負担は一段と増加する。こうしたなかで、個人消費は弱めの動きが続くと見込まれる。また、公共投資は引き続き景気に対して抑制的となろう。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予算比3%減となっている。
- ・ このように、わが国の景気は2003年度後半から輸出主導で回復に向かうと見込まれる。ただ、個人消費の基調が弱いことなどから、民間需要の自律的な回復力は依然としてせいぜい弱であるといえよう。

(実質GDP成長率は2003年度が+1.3%、2004年度が+0.9%と予測)

- ・ 以上から、実質GDP成長率は2003年度が+1.3%、2004年度が+0.9%になると予測した。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=120.4円、2004年度が124.0円と緩やかな円安となる、2003年度と2004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。

図表4 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

前年比増減率、%



- ・ 2003年 4 ～ 6 月期の実質 G D P 実績値が当社の前回 5 月予測に比べて強かったことなどを受けて、2003年度と2004年度の実質成長率の見通しをいずれも上方に修正した（前回予測では2003年度の実質 G D P 成長率を+0.2%、2004年を+0.6%と予測）。
- ・ また、物価に関しては、2003年度の実質経済成長率が短期的に 1 % 程度といわれる潜在成長率を若干上回るものの、需給ギャップを大きく改善するには力不足である。加えて、中国などからの廉価な製品輸入が続くことや、今後は高止まりしている原油価格が安定に向かうとみられることなどを踏まえ、物価は予測期間中も下落基調で推移すると見込んだ。
- ・ そのため、名目 G D P 成長率は2003年度が-0.7%、2004年度が-0.9%と 4 年連続のマイナス成長を予測しており、景気の回復実感は極めて乏しい状況が続こう。

（米国の長期金利上昇がリスク要因）

- ・ わが国の景気回復が輸出に多くを依存するなかで、景気のリスク要因としては、米国の長期金利の上昇があげられる。6 月中旬に 3 % 割れ目前に迫っていた米国の 10 年国債利回りは、F R B（米連邦準備理事会）が 6 月下旬の F O M C（公開市場委員会）で利下げ幅を 0.25% の小幅にとどめたことをきっかけに上昇に転じ、米国景気の回復期待などを背景に 8 月中旬には 4 % 台半ばで推移している。
- ・ 長期金利が一段と上昇基調を強めるような場合には、米国の住宅投資や設備投資にマイナスの影響が及ぶとともに、これまで低金利の住宅ローンへの借り換えによる返済負担の軽減が米国の個人消費を支えてきた面もあることから、長期金利の上昇が消費の回復を妨げる恐れもある。
- ・ さらに、米長期金利の急激な上昇（米国債価格の下落）は、米国資産からの資金流出懸念を招きやすいため、ドル安・円高につながる可能性もある。これはわが国の製造業にとって収益悪化要因である。
- ・ 米国の財政収支赤字は国防関連支出の増加や減税などによって大幅に膨らむ方向にあり、米長期金利に上昇圧力がかかりやすくなっている。こうした「悪い」金利の上昇によって米国景気に変調を来し、ひいてはわが国経済の緩やかな回復シナリオが修正を迫られるリスクには注意が必要である。

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%)

	2002年度 実績	2003年度 見通し	上 期		2004年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	121.9	120.4	118.7	122.0	124.0	124.0	124.0
米国実質GDP(暦年)	2.4	2.2	[1.7]	[2.7]	3.0	[3.1]	[3.0]

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%)

	2002年度 実績	2003年度 見通し	上 期		2004年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
実質国内総支出(GDP)	1.6	1.3	[0.7]	[0.2]	0.9	[0.6]	[0.6]
個人消費	1.4	0.6	[0.4]	[0.1]	0.4	[0.2]	[0.2]
住宅投資	▲ 2.9	▲ 2.3	[▲ 0.9]	[▲ 1.2]	▲ 2.0	[▲ 1.2]	[▲ 0.5]
設備投資	▲ 0.2	4.4	[2.1]	[0.6]	3.5	[2.1]	[2.1]
政府消費	1.9	0.8	[0.1]	[1.0]	1.5	[0.7]	[0.6]
公共投資	▲ 6.3	▲ 6.4	[▲ 2.7]	[▲ 2.8]	▲ 7.0	[▲ 3.4]	[▲ 4.4]
輸 出	12.2	4.4	[1.4]	[1.2]	4.3	[2.4]	[2.5]
輸 入	5.6	1.4	[▲ 0.5]	[0.7]	1.5	[0.7]	[0.8]
寄与度							
国内需要	0.8	0.9	[0.5]	[0.1]	0.6	[0.3]	[0.3]
民間需要	0.9	1.1	[0.6]	[0.1]	0.7	[0.4]	[0.5]
公的需要	▲ 0.1	▲ 0.3	[▲ 0.1]	[0.0]	▲ 0.1	[▲ 0.1]	[▲ 0.1]
海外需要	0.8	0.4	[0.2]	[0.1]	0.4	[0.2]	[0.2]
名目国内総支出	▲ 0.7	▲ 0.7	[▲ 0.1]	[▲ 0.8]	▲ 0.9	[▲ 0.3]	[▲ 0.3]
新設住宅着工戸数(万戸)	114.6	113.6	[60.3]	[53.3]	111.9	[58.8]	[53.0]
(前年比増減率、%)	▲ 2.4	▲ 0.8	0.9	▲ 2.8	▲ 1.5	▲ 2.5	▲ 0.5
鉱工業生産	2.6	0.6	[▲ 0.5]	[0.6]	2.2	[1.2]	[1.3]
国内企業物価	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.8
消費者物価	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
完全失業率(%)	5.4	5.5	5.4	5.6	5.5	5.6	5.5

(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 + 公の在庫投資
国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入