

2003年度・2004年度の景気予測（2003年11月改訂）

- 輸出と設備投資に支えられ緩やかな景気回復が続く -

要 旨

1. 2003年7～9月期の実質GDPは前期比+0.6%と7四半期連続のプラス成長となった。同期の景気をけん引したのは輸出と設備投資である。2002年1月を底に回復に転じたわが国経済は、その後、海外景気の減速などから一時踊り場的な状況を迎えたが、2003年度に入り再び企業部門主導での持ち直しが明瞭となっている。
2. 今後のカギを握るのは輸出であり、ひいては世界経済をけん引している米国景気の行方が焦点となろう。米国経済は、追加減税が当面、個人消費を支えることに加えて、設備投資がIT関連分野を中心に増加基調で推移するとみられることなどから、今後も年率3%程度での成長が続くと見込まれる。ただ、米企業が生産性の向上に取り組むなかで、雇用情勢の改善は鈍いものにとどまる可能性が高く、減税の効果が弱まる2004年年央には景気の拡大ペースが幾分鈍化しよう。
3. こうした状況下、わが国経済は、米国を中心とした海外景気回復を背景に輸出が増勢を維持すること、輸出増加が生産や企業収益の改善につながり、設備投資も製造業を中心に堅調に推移することなどから、企業部門主導の景気回復が続くと見込まれる。一方、デフレにより売上げが伸びにくいなかで企業の総人件費抑制意欲が根強いことから、個人消費の増加は小幅にとどまる公算が大きい。
4. 実質GDP成長率は2003年度が+2.5%、2004年度が+1.5%になると予測した（前回8月予測を上方に修正）。ただ、名目ベースでは4年連続のマイナス成長を見込んでおり、回復感に乏しい状況が続こう。景気のリスク要因としては為替相場の動向があげられる。2004年11月の米大統領選挙が視野に入るなかで、当面は円高・ドル安の圧力が高まりやすい。わが国の景気回復の原動力が輸出であるだけに、海外景気や円相場の動向に景気が左右されやすいという点に注意を要しよう。

予測の要約表

(前年比、%) (参考) 前回8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	2.5	1.5	1.3	0.9
民間需要寄与度	0.9	2.3	1.1	1.1	0.7
公的需要寄与度	0.1	0.5	0.1	0.3	0.1
海外需要寄与度	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
名目GDP	0.7	0.1	0.6	0.7	0.9

【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
 E-mail: kitada@yokohama-ri.co.jp

1. 景気の現況

(足下で輸出・設備投資主導の景気持ち直しが鮮明に)

2003年7～9月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.6%(年率+2.2%)となった(図表1)。4～6月期(前期比+0.9%)に比べて増勢がやや鈍化したものの、これで7四半期連続のプラス成長となり、緩やかながらも景気の回復基調が続いていることが示された。

7～9月期の景気をけん引したのは、設備投資や輸出という企業部門関連の需要である。設備投資は前期比+2.8%と4～6月期の大幅増(同+4.7%)から減速したものの、企業収益の改善を背景に5四半期連続の増加となった。また、輸出はアジア向けを中心に前期比+2.8%と増勢を強めている。ただその半面で、個人消費は冷夏の影響などから前期比+0.0%と横ばいとどまった。また、住宅投資は前期比+2.7%と大きく増加したが、これには現行の住宅ローン減税の終了(2003年末までの入居)などをにらんでの駆け込み需要による影響がある点に注意が必要である。公共投資は前期比-3.9%と6四半期連続で減少した。

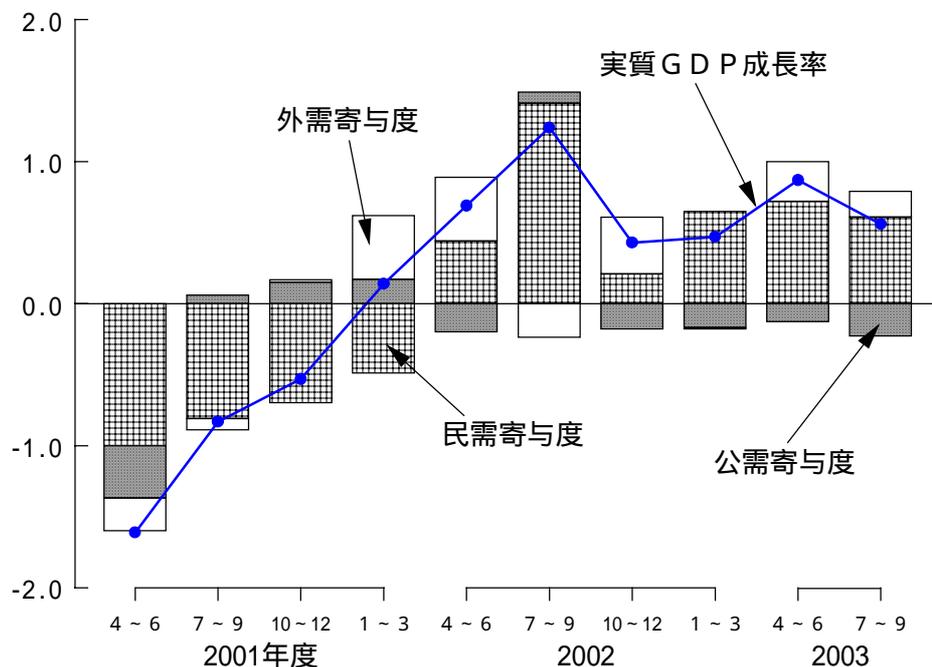
一方、景気の実感に近いとみられる名目GDPは、前期比-0.0%(年率-0.1%)と再びマイナス成長に転じた。総合的な物価の動向を示すGDPデフレーターは前年比-2.7%と前期(同-2.5%)に比べてマイナス幅が拡大しており、デフレが実質ベースの成長率をかさ上げするという構図が続いている。

他方、企業の生産面からも景気が持ち直しつつあることがうかがえる。9月の鉱工業生産指数(季調値)は、前月比+3.8%と急伸した。四半期ベースでも7～9月期は前期比+1.3%と再び上昇に転じている。7～9月期の生産指数を財別にみると、輸出に関連深い生産財(同+1.7%)や設備投資に関連深い資本財(同+3.3%)が堅調に推移しており、上記需要面に符合した動きとなっている。

2002年1月を底に回復に転じたわが国経済は、その後2002年度後半に海外景気の減速などから一時踊り場的な状況を迎えたが、2003年度に入り再び企業部門主導で景気が持ち直す姿が明瞭となっている。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

季節調整済、前期比、%



	2003年		
	1～3月期	4～6月期	7～9月期
実質GDP	0.5	0.9	0.6
個人消費	0.2	0.1	0.0
住宅投資	-0.7	0.2	2.7
設備投資	2.5	4.7	2.8
公共投資	-3.9	-2.6	-3.9
輸出	0.5	1.5	2.8
輸入	0.7	-1.2	1.7

	(季節調整済、前期比、%)		
	1～3月期	4～6月期	7～9月期
内需寄与度	0.5	0.6	0.4
民間需要	0.7	0.7	0.6
(うち在庫)	(0.1)	(-0.1)	(0.0)
公的需要	-0.2	-0.1	-0.2
外需寄与度	-0.0	0.3	0.2

名目GDP

	1～3月期	4～6月期	7～9月期
名目GDP	-0.1	0.3	-0.0

(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」)

2. 景気の見通し

(米国景気は今後も年率3%程度で成長)

今後の景気を展望する上でカギを握るのは、企業部門回復の起点となっている輸出であり、ひいては世界経済をけん引している米国経済の行方が焦点となろう。

7～9月期の米国実質GDPが季調済年率換算で前期比+7.2%の高成長となるなど、米国景気は足下で回復基調を鮮明にしている。実質GDPの内訳をみると、7月からの追加減税を受けて個人消費が同+6.6%と高い伸びを示した。また、設備投資も同+11.1%とIT（情報技術）関連投資を中心に2四半期連続の増加となっており、個人消費と設備投資という内需の2本柱が景気をけん引している。

また、企業の生産活動も上向いている。10月の米鉱工業生産指数は前月比+0.2%と、コンピュータや半導体などハイテク関連の生産増加を受けて4か月連続の上昇となった（図表2左）。設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）も9月には前月比+3.9%と大きく増加しており、先行き設備投資が回復基調を強める可能性が高まっている。

これに加えて、厳しさの続く雇用情勢にも改善の兆しが現れている。10月の非農業部門雇用者数は前月比+12.6万人と大幅に増加し、また週間の失業保険新規申請件数も、10月以降、節目といわれる40万件を下回って推移している。

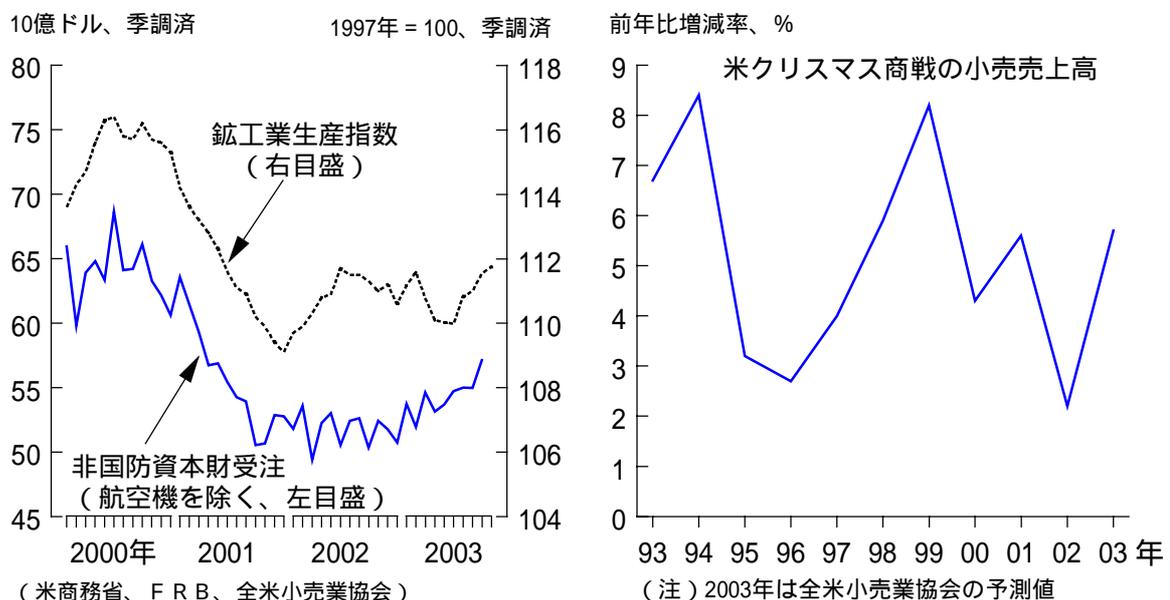
11月下旬から始まるクリスマス商戦が米景気の強さを確認する上で注目されるが、全米小売業協会（NRF）の売り上げ予測によると、今年のクリスマス商戦は前年比+5.7%と昨年実績（同+2.2%）を大きく上回り、99年以来の高い伸びが予想されている（図表2右）。

米国経済は7～9月期の高成長の反動が10～12月期に一時的に現れるものの、その後は、追加減税が引き続き個人消費を支えることに加え、設備投資がIT関連分野を中心に増加基調で推移するとみられることなどから、年率3%程度での成長が続くと見込まれる。

ただ、米企業が生産性の向上に取り組むなかで、雇用情勢の改善ペースは鈍いものにとどまる可能性が高い。前出の失業保険についても継続受給者数は引き続き高水準で推移しており、企業が雇用の拡大に依然として慎重であることがうかがえる。雇用情勢の改善が遅れるなかで個人消費の力強い増加は期待しにくく、追加減税の効果が弱まる2004年年央には景気の拡大ペースが幾分鈍化しよう。

以上を踏まえた上で、2003年の米国実質GDP成長率を+2.9%、2004年を+3.5%と予測した（前回8月予測では、2003年を+2.2%、2004年を+3.0%と予測）。

図表2 回復基調が鮮明となる米国景気



(設備投資は製造業を中心に堅調に推移)

次に、国内需要のなかでは設備投資の動向が注目される。先にみたように、GDPベースの実質設備投資は7～9月期に前期比+2.8%と5四半期連続の増加となった。設備投資デフレーター低下(前年同期比-7.2%)が実質ベースの数値を押し上げている面はあるものの、名目設備投資も前期比+1.0%と5四半期連続で増加しており、国内需要のなかでは設備投資が総じて底堅く推移していることがわかる。

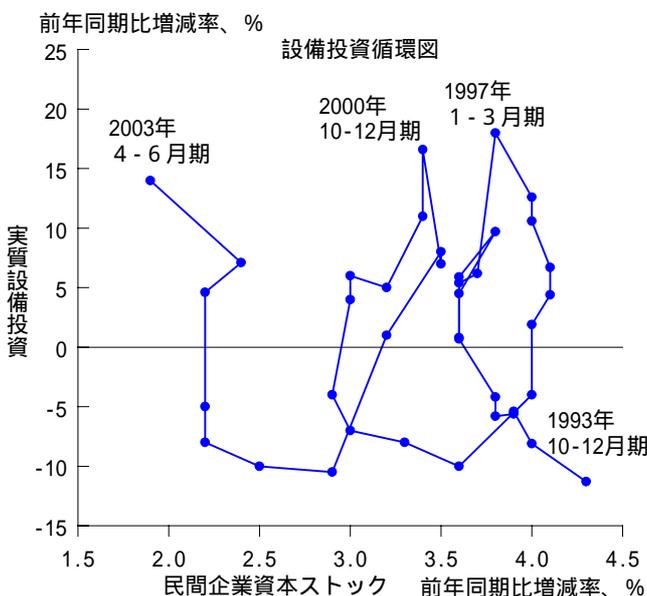
実質設備投資と資本ストックを用いて設備投資循環図を描くと、直近の2003年4～6月期には、設備投資が大幅に増加したにもかかわらず、資本ストックの伸びが鈍化している(図表3)。これは新規の設備投資額以上に設備ストックの除却を行ったためであり、新規設備投資の大半が能力増強投資ではなく設備の更新を目的としたものであることを物語っている。このところの設備投資は、リストラによる企業の体質強化や輸出増に伴う売上高の持ち直しが企業収益の改善につながるなかで、それまでイラク戦争や株価下落などの不透明要因を受けて先送りされてきた更新投資が製造業を中心に顕在化したものと考えられる。

先行きに関しては、2003年度上期の設備投資がディーゼル車の排ガス規制(首都圏で10月からスタート)に伴うトラックの買い替え需要により押し上げられたことや、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、季調値)が7～9月期に前期比-2.9%と昨年10～12月期以来の減少に転じたことなどから判断して、2003年度下期の設備投資は一時的に減速する公算が大きい(図表4)。

もっとも、設備投資がそのまま失速していく可能性は低いとみられる。すなわち、海外景気の回復を受けて先行き輸出が増勢を維持することや、既往のリストラにより企業の収益体質が強化されていること、設備ストックの老朽化に伴って更新投資の圧力が高まっていることなどを踏まえると、製造業を中心に引き続き更新投資が堅調に推移し、2004年度上期からは設備投資が再び増加基調をたどると見込まれよう。2003年10～12月期の機械受注(船舶・電力を除く民需)の見通しが前期比+12.0%と増加に転じていることも、設備投資が一旦スピード調整をした後、再び上向くことを示唆している(注)。

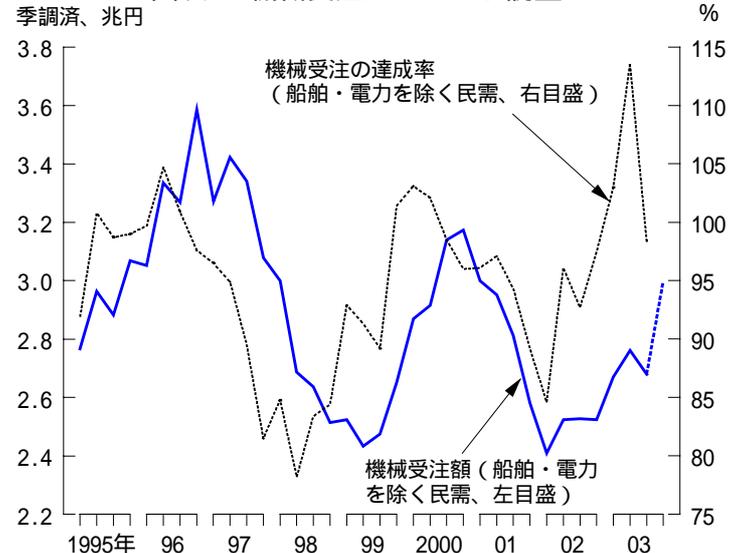
(注) なお、機械受注の見通しは過去3期分の平均達成率(実績/見通し)を乗じて算出されている。2003年10～12月期の場合は過去3期分の平均達成率が105%となっていることから、公表の見通し額が単純集計値より5%程度高めに出ている点に注意が必要。

図表3 資本ストックの伸びは鈍化



(内閣府「四半期別民間企業資本ストック」などより作成)

図表4 機械受注はスピード調整



(注) 機械受注の達成率は四半期毎の実績÷見通し。なお、2003年10～12月期の機械受注額は企業の見通し。

(内閣府「機械受注統計」)

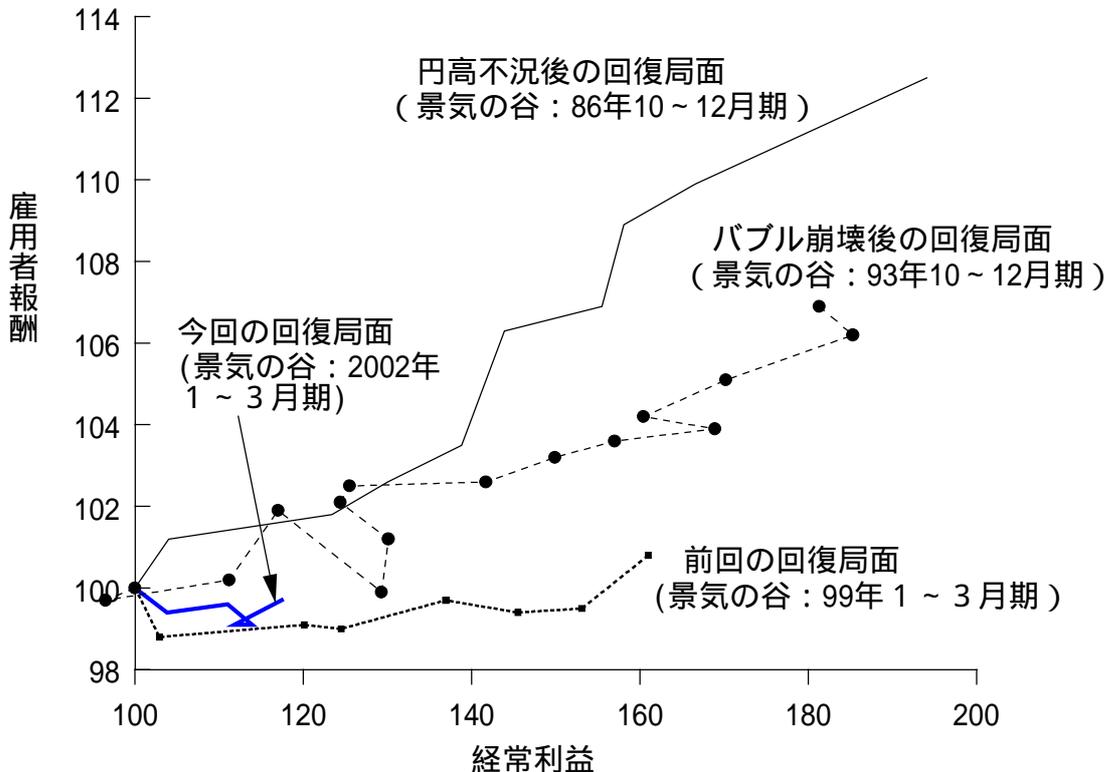
(デフレ下では企業収益の改善が雇用者報酬の増加に結びつきにくい)

一方、企業業績の改善を受けて今夏のボーナスが前年比+1.4%（毎月勤労統計ベース、事業所規模5人以上）と小幅ながらも3年ぶりに増加に転じ、また9月の新規求人数（季調値）が前月比+10.4%と足下で増勢を強めるなど、雇用・所得情勢の悪化には歯止めがかかりつつある。5月以降の国内株価の上昇などを背景に消費マインドも上向いており、先行き個人消費の基調が一段と弱まる事態は避けられよう。

ただ、デフレによって売り上げが伸びにくいなかで、企業の総人件費抑制意欲は引き続き強く、雇用や所得が増加に転じる動きは鈍い。景気回復局面における企業収益と雇用者報酬の関係をみると、デフレが本格化した90年代後半以降は、企業収益の改善が雇用者報酬の増加に結びつきにくくなっていることがわかる（図表5）。

また、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。この影響は2004年の年末調整時に大きく現れるとみられ、個人消費の下押し要因となる。さらに厚生労働省が11月中旬に発表した年金制度改革案では、2004年10月から厚生年金の保険料が毎年0.354%引き上げられる（賞与を含む月収が約48万円のサラリーマンの場合、現在約39万円の保険料が毎年1万円ずつ増える）。こうした社会保険料負担の高まりが可処分所得のマイナス要因になるとともに、消費者心理にも悪影響を及ぼす恐れがある。これらの点を踏まえると、今後の個人消費の増加は小幅にとどまる公算が大きい。

図表5 景気回復局面における企業収益と雇用者報酬の関係



(注) 景気の谷における経常利益と雇用者報酬の水準をそれぞれ100としてその後の推移を表示した。

(内閣府「国民所得統計」、財務省「法人企業統計」)

(今後も企業部門主導の景気回復が継続)

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年度下期以降も輸出と設備投資が支える緩やかな景気回復が続こう。

前述のように米国景気が今後も拡大基調で推移するとみられるなかで、ユーロ圏の景気も輸出主導で徐々に持ち直すと見込まれる。また、中国では7～9月期の実質GDPが前年比+9.1%と高い伸びを示すなど、新型肺炎・SARSに伴う一時的な成長鈍化から既に立ち直っており、今後も景気の拡大が続くとみられる。こうした世界景気の回復を背景に、当面、輸出は増勢を維持する公算が大きい。

また、輸出の増加を追い風に、企業の生産活動も徐々に改善基調を鮮明にすると見込まれる。設備投資は2003年度上期の急回復の反動から同年度下期にはややスピードダウンするものの、企業収益の改善などを背景に2004年度上期から再び増加基調をたどろう。

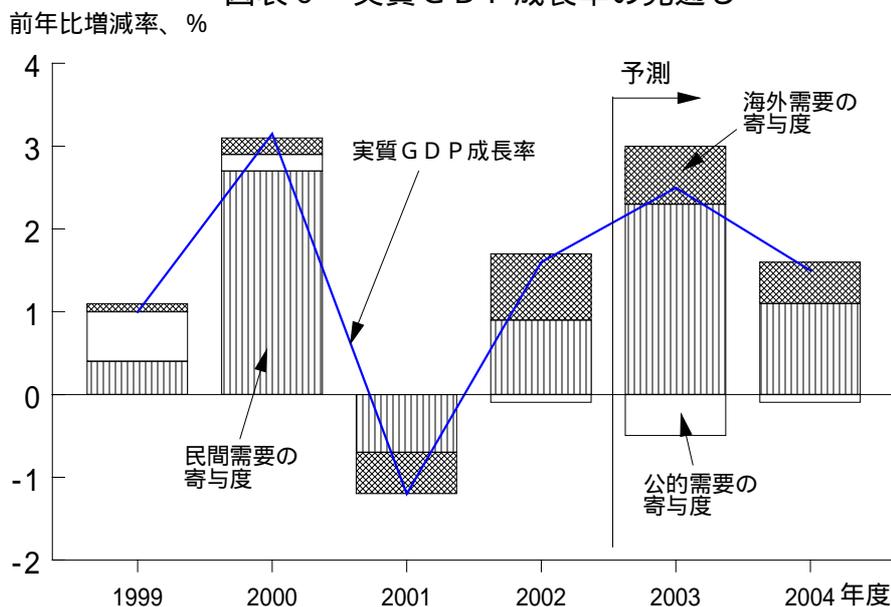
一方、企業の総人件費抑制意欲が強いなかで、雇用・所得情勢の大幅な改善は期待しにくく、個人消費は小幅な増加にとどまると見込まれる。住宅投資は2003年度上期の駆け込み需要の反動で、下期以降は次第に減少基調を強めよう。また、公共投資は政府の緊縮財政路線が続くなかで、今後も景気に対して抑制的となる。

このように、わが国の景気は2003年度下期以降も企業部門主導の緩やかな回復が続くと見込まれる。ただ、2004年の年央からは米国経済の拡大ペースが減税効果の弱まりとともに幾分鈍化する。そのため、わが国の景気も2004年度下期にはやや減速しよう。

以上から、実質GDP成長率は2003年度が+2.5%（前回8月予測時は+1.3%）、2004年度は+1.5%（同+0.9%）と予測した（図表6）。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年度下期の対ドル円レートの平均が1ドル=108.5円、2004年度平均が107.8円、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。2003年度上期の設備投資の実績値が当社の前回予測値を大きく上回ったことや、足下で米国や中国など海外経済の回復基調が鮮明になっていることなどを受けて、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。

もっとも、個人消費の回復力が弱いなかで消費者物価は下落基調が続くと見込まれ、名目GDP成長率は2003年度が-0.1%、2004年度が-0.6%と4年連続のマイナス成長を予測している。そのため、景気回復実感は乏しい状況が続こう。

図表6 実質GDP成長率の見通し



(内閣府「四半期別GDP速報」より作成)

(円高・ドル安が景気のリスク要因)

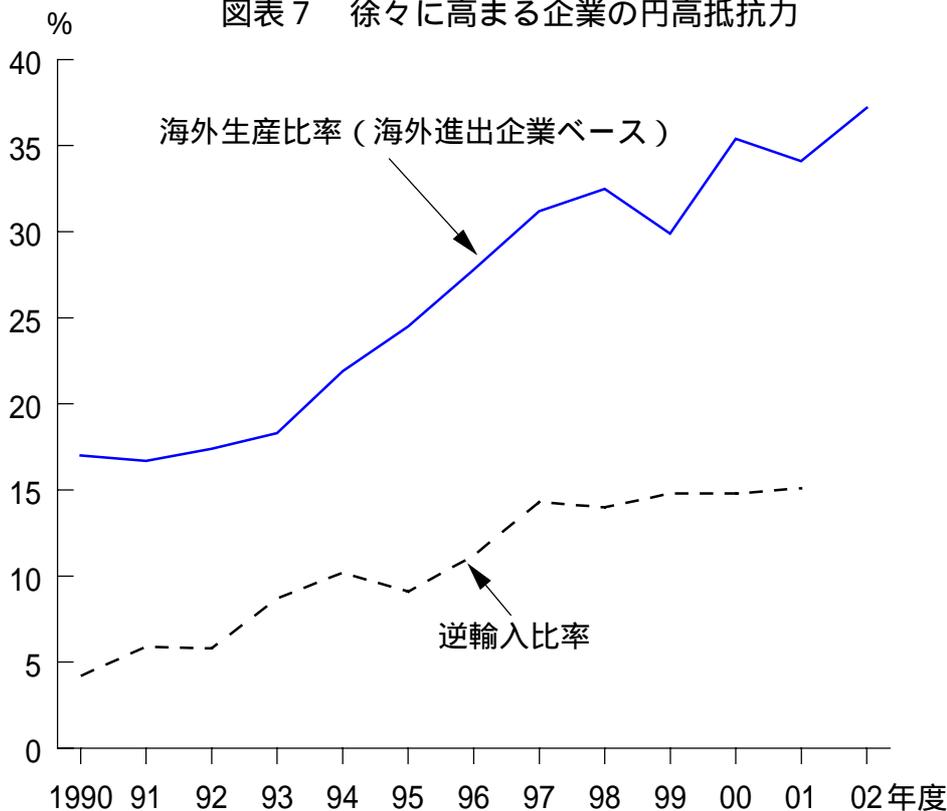
今回の景気回復の原動力が輸出であるだけに、海外景気や為替レートの動向に景気が左右されやすく、円高・ドル安の進行が最大のリスク要因と考えられる。

今年に入り9月中旬まで概ね1ドル=115~121円の範囲で推移していた対ドル円レートは、9月20日の7カ国(G7)財務相・中央銀行総裁の共同声明が日本の為替政策をけん制する内容となったことを受けて、その後1ドル=110円を超える円高・ドル安が進展している。

わが国製造業の海外生産の拡大や海外子会社からの逆輸入増加などによって、企業の円高抵抗力は強まる方向にある(図表7)。また、足下では上場輸出企業の採算円レート(1ドル=115円程度)を上回る円高が進展しているものの、円の実力を示す実効為替レートをみると対ドル円レートほど急速な円高とはなっておらず、全体的には対ドル円レートが示すほど円高のショックは大きくないとみられる。そのため、現行レベル(1ドル=108円近辺)での円相場の推移であれば、景気の腰折れにつながるような事態は避けられよう。

もっとも、以下のような要因から、当面は円高・ドル安の圧力が高まりやすい点に注意が必要である。すなわち、イラク情勢の混迷が続いており、「地政学的リスク」への警戒感が根強い、2004年11月に米大統領選挙を控えブッシュ政権がドル安容認に傾きやすい、米国経済は財政・経常収支の「双子の赤字」という構造的なドル安要因を抱えている、などである。これらの点を踏まえると、少なくとも米大統領選挙が終わるまでは、円高・ドル安の不安を抱えながらの企業部門主導による景気回復となろう。

図表7 徐々に高まる企業の円高抵抗力



(注) 海外生産比率 = 現地法人売上高 ÷ 本社企業売上高 × 100
逆輸入比率 = 製造業現地法人からの日本向け輸出 ÷ 日本の総輸入額 × 100
2002年度は見込み。

(経済産業省「海外事業活動基本調査」)

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	2003年度			2004年度		
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート(円/ドル)	121.9	113.3	118.0	108.5	107.8	107.0	108.5
米国実質GDP(暦年)	2.4	2.9	[1.9]	[5.0]	3.5	[3.1]	[2.9]

(注) この他に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%)

	2002年度	2003年度			2004年度		
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質国内総支出(GDP)	1.6	2.5	[1.4]	[0.7]	1.5	[0.8]	[0.6]
個人消費	1.4	0.6	[0.3]	[0.1]	0.4	[0.3]	[0.1]
住宅投資	2.9	0.2	[1.2]	[0.9]	2.4	[1.9]	[0.2]
設備投資	0.1	11.9	[7.5]	[1.9]	4.9	[2.2]	[3.5]
政府消費	1.9	1.0	[0.2]	[0.9]	1.5	[0.9]	[0.5]
公共投資	6.4	10.4	[6.4]	[3.2]	6.6	[2.9]	[4.4]
輸出	12.2	8.0	[3.1]	[4.6]	5.9	[2.7]	[1.6]
輸入	5.5	2.9	[0.0]	[2.8]	2.8	[0.8]	[1.2]
寄与度							
国内需要	0.8	1.8	[1.0]	[0.4]	1.0	[0.6]	[0.5]
民間需要	0.9	2.3	[1.3]	[0.4]	1.1	[0.6]	[0.7]
公的需要	0.1	0.5	[0.3]	[0.0]	0.1	[0.0]	[0.1]
海外需要	0.8	0.7	[0.4]	[0.3]	0.5	[0.3]	[0.1]
名目国内総支出	0.7	0.1	[0.2]	[0.6]	0.6	[0.1]	[0.4]
新設住宅着工戸数(万戸)	114.6	113.6	60.3	53.3	111.5	58.6	52.9
(前年比増減率、%)	2.4	0.9	0.9	2.8	1.8	2.8	0.8
鉱工業生産	2.8	2.1	[0.1]	[2.6]	3.9	[1.9]	[1.3]
国内企業物価	1.6	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
消費者物価	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3
完全失業率(%)	5.4	5.4	5.3	5.4	5.4	5.4	5.4

(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、 海外需要 = 輸出 - 輸入

以上