

2003年度・2004年度の景気予測（2003年12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. わが国の景気は輸出や設備投資をけん引役に緩やかに回復している。2002年1月を底に回復に転じたわが国経済は、イラク戦争の影響などによる世界経済の成長鈍化から一時踊り場的な状況を迎えたものの、戦争などが終結すると再び輸出が持ち直し、企業部門の回復メカニズムが稼動し始めた。さらに秋口以降は、企業の生産活動もIT・デジタル関連などを中心に活発化している。ただ、こうした回復の動きは主として企業部門に偏っており、家計部門の動きは依然として鈍い。
2. 今後を展望する上でカギを握るのは米国景気である。①減税が2004年前半を中心に可処分所得を押し上げることや、②設備投資がIT関連分野を中心に増加するとみられることなどから、米国経済は堅調な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公算が大きく、減税効果が弱まる2004年後半は米景気の拡大ペースが幾分鈍化しよう。
3. こうした状況下、国内においては、輸出が対アジアと対米を中心に増勢を維持すると見込まれる。また、輸出の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底堅く推移しよう。ただその一方で、企業の総人件費抑制意欲が根強いことなどから、個人消費の増加は小幅にとどまる公算が大きい。
4. 以上から、わが国経済は今後も輸出を起点とする企業部門主導の緩やかな景気回復が続くと見込まれる。ただ、2004年度下期には米国景気の拡大テンポの鈍化を受けて、わが国の景気もやや減速しよう。実質GDP成長率は2003年度が+1.8%、2004年度が+1.3%になると予測した。なお、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、景気の回復実感は乏しい状況が続くとみられる。

予測の要約表

(前年比、%)

(参考) 前回11月予測

	2002年度 実績	2003年度 実績見込み	2004年度 見通し	2003年度 実績見込み	2004年度 見通し
実質GDP(国内総支出)	1. 2	1. 8	1. 3	2. 5	1. 5
民間需要寄与度	0. 4	1. 7	0. 9	2. 3	1. 1
公的需要寄与度	0. 0	▲ 0. 5	▲ 0. 1	▲ 0. 5	▲ 0. 1
海外需要寄与度	0. 8	0. 7	0. 5	0. 7	0. 5
名目GDP	▲ 0. 7	▲ 0. 2	▲ 0. 4	▲ 0. 1	▲ 0. 6

【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

(動き始めた企業部門の回復メカニズム)

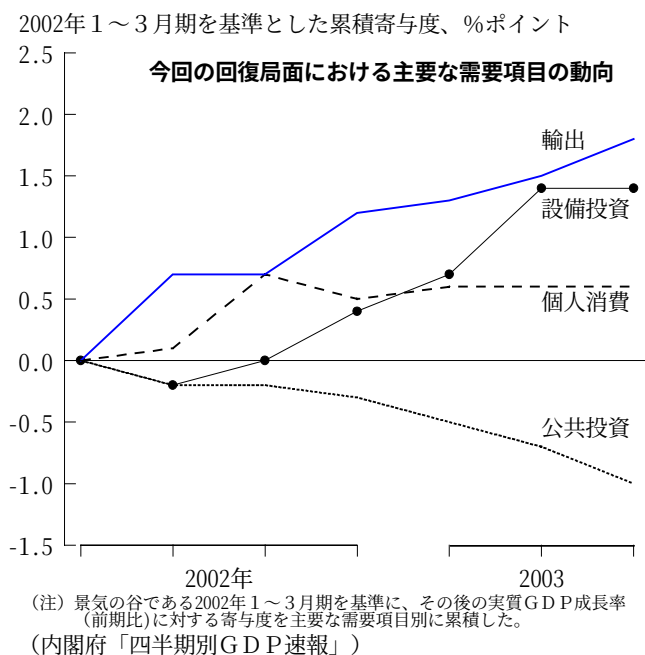
わが国の景気は企業部門主導で緩やかに回復している。2003年7～9月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.3%(年率+1.4%)と6四半期連続のプラス成長となった。2002年1月を景気の「谷」とする今回の回復局面を振り返ると、景気のけん引役を果たしているのは輸出と設備投資という企業関連の需要である(図表1)。2003年の年初から春頃にかけては、イラク戦争や新型肺炎・SARSの影響による世界経済の成長鈍化を受けて、わが国の景気も一時踊り場的な状況を迎えたが、その後上記の不安要因が終息すると輸出が持ち直し、輸出の増加が生産や企業収益の増加を通じて設備投資の増加につながるという企業部門の回復メカニズムが再び動き始めた。

さらに秋口以降は、米国経済が減税効果などにより約20年ぶりの高成長を記録するなど海外景気の復調が鮮明となっており、これを受けてわが国でも輸出がアジア向けとともに米国向けが上向き、また生産もIT(情報技術)・デジタル関連などを中心に回復基調を強めている。

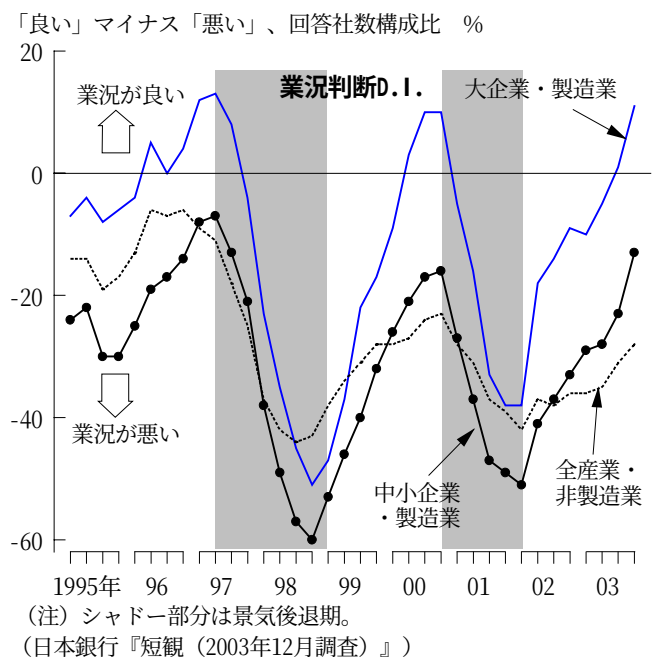
こうした企業部門の推進役となっているのは輸出の恩恵に浴しやすい大企業の製造業であるが、ここに来て中小企業の製造業にも回復の動きが波及しつつある。日本銀行の『短観(2003年12月調査)』では、大企業・製造業の業況判断DI(「良い」マイナス「悪い」)が+11と前回9月調査比+10ポイントの大幅改善となるとともに、中小企業・製造業のDIも-13と前回調査に比べて10ポイント「悪い」超幅が縮小した(図表2)。

もっとも、景気回復の基盤は決して強固とはいえない。すなわち、大規模な財政出動に頼ることなく景気が踊り場的な状況を脱したことは、今回の回復局面において注目すべき点ではあるが、景気回復の動きは主として企業部門に偏っており、家計部門の動きは総じて鈍いものにとどまっている。製造業の残業時間が増加基調で推移するなど、企業部門の明るさは雇用・所得面にも一部波及しつつあるが、完全失業率が5%台前半の高水準で推移するなど雇用情勢は総じて厳しい状況にある。こうしたなかで、DVDやデジタルカメラなどいわゆるデジタル家電の販売などには明るさがあるものの、個人消費は全体としては力強さを欠く展開となっている。

図表1 輸出と設備投資が景気をけん引



図表2 製造業の景況感が大幅に改善



2. 景気の見通し

(堅調な成長が見込まれる米国経済)

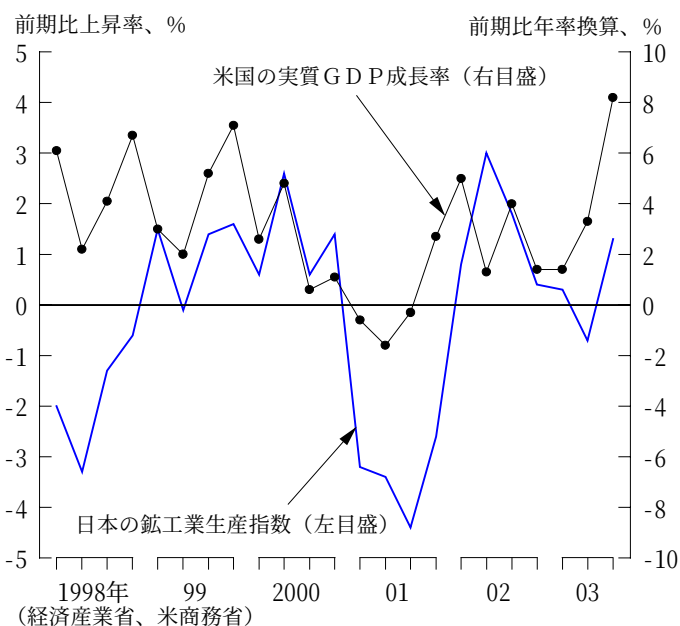
このようにわが国の景気が企業部門主導色を強めるなかで、先行きのカギを握るのは回復の起点となっている輸出であり、ひいては世界経済をけん引している米国経済の行方が焦点となろう。米国経済の成長率とわが国の生産指数の関係をみると、米国経済の動きに1四半期程度遅れてわが国の生産が連動していることがわかる(図表3)。

米国経済は、7～9月期の実質GDP成長率が季調済年率換算で前期比+8.2%と急伸するなど、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+6.9%と高い伸びを示すとともに、設備投資も同+12.8%とIT関連投資を中心に増勢を強めており、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。

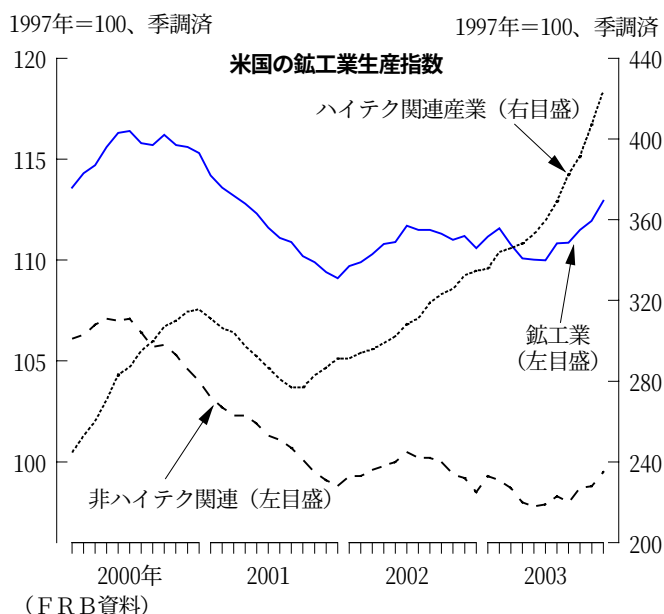
また、企業の生産活動も上向いている。11月の米鉱工業生産指数は前月比+0.9%と10月(同+0.4%)から伸びを高め、5か月連続の上昇となった。コンピュータや半導体などハイテク関連産業の生産が好調を維持するとともに、他の産業でも企業設備関連や建設財などで高い伸びを示しており、生産回復の動きが広がりつつあることがうかがえる(図表4)。さらに、8月から非農業部門の雇用者数が持ち直し基調に転じるなど、遅れが懸念されていた雇用情勢の改善も徐々に進みつつある。

こうしたなかで、今後については、①減税が2004年前半を中心に可処分所得を押し上げることや、②企業収益と企業マインドの改善を背景に設備投資がIT関連分野を中心に増加するとみられることなどから、米国経済は堅調な成長が続くと見込まれる。ただ、米国企業が生産性の向上によって収益力の改善・強化に取り組むなかで、雇用情勢の改善は鈍いものにとどまる公算が大きく、減税効果が弱まる2004年後半には米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+3.0%、2004年を+3.6%と予測した。

図表3 米国景気を後追いする日本の生産



図表4 回復の動きが広がる米国企業の生産活動



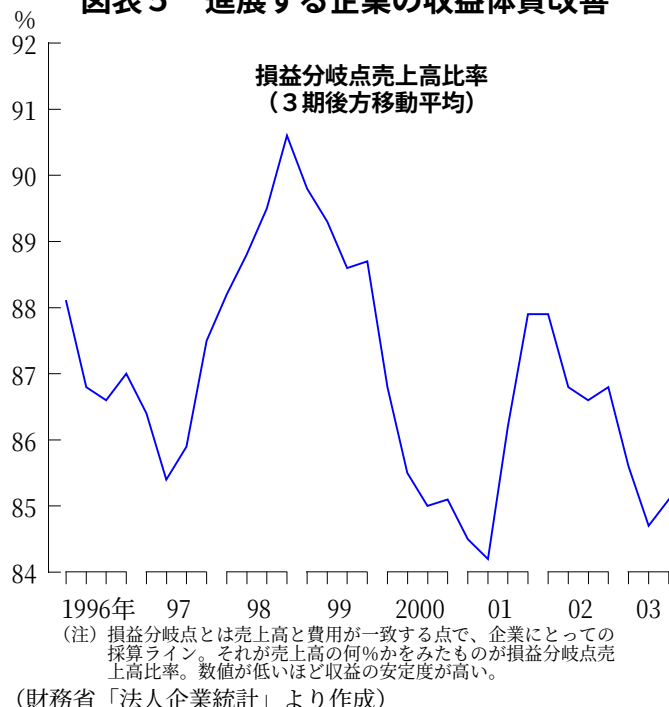
(製造業を中心に設備投資は底堅く推移)

次に、国内需要のなかでは設備投資の動向が注目される。7～9月期のGDPベースの実質設備投資は前期比+0.5%と、4～6月期（同+3.9%）に比べて増勢が鈍化したものの、5四半期連続の増加となり、景気を下支えした。

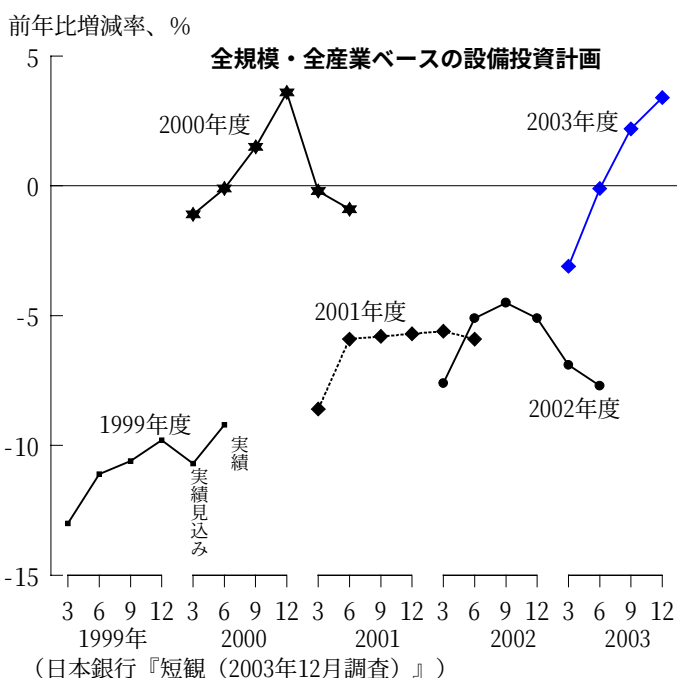
こうした設備投資の原動力となっているのは企業収益の回復である。企業収益の安定度を示す損益分岐点売上高比率が2002年以降低下基調にあることが示すように、近年のリストラ努力によって企業の収益体質は改善が進んでいる（図表5）。このように売り上げの伸びが小幅でも利益が出やすい体質が構築されるなかで、輸出の回復やデジタル関連製品の需要拡大が、製造業を中心とした企業収益の顕著な増加につながったといえよう。

先行きに関しては、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2002年10～12月期以来の減少に転じたものの、10月には前月比+17.4%と約3年ぶりの高い伸びとなっており、設備投資が一時的にスピード調整をした後、再び上向く可能性が高いことが示された。また、先の日銀短観（2003年12月調査）で2003年度の設備投資計画（ソフトウェアを除くベース）をみると、大企業・製造業では前年比+11.1%と2けた増となっており、全規模・全産業ベースでも前年比+3.4%と、この時期の調査としては2000年度以来の高い伸びとなっている（図表6）。①海外景気の回復を受けて先行き輸出が増勢を維持する公算が大きいことや、②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、③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、今後も設備投資は製造業の更新投資を中心に底堅く推移すると見込まれる。

図表5 進展する企業の収益体質改善



図表6 企業の設備投資は前年比増加の計画



（個人消費は力強さを欠く展開が続く）

また、こうした企業部門における回復の動きが、先行き家計部門にどの程度波及するの
かも注目されよう。

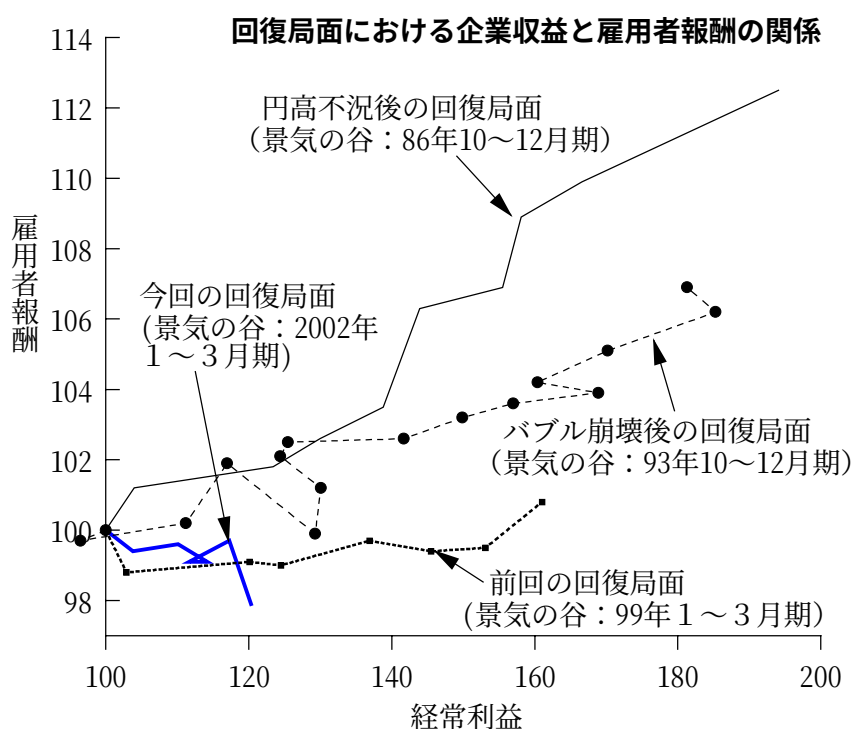
企業業績の改善を受けて2003年夏のボーナスに続き冬のボーナスも前年水準を上回る可
能性が高いとみられるなど、雇用・所得情勢の悪化には歯止めがかかりつつある^(注)。また、
国内株価の上昇などを背景に消費マインドも徐々に上向いており、先行き個人消費の基調
が一段と弱まる事態は避けられよう。

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。これまでの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7）。

さらに、2004年度には配偶者特別控除の原則廃止（2004年1月から）や厚生年金保険料
の引き上げ（同年10月から）、年金課税の強化（2005年1月から）などが予定されており、
家計の租税・社会保険料負担の一段の増加が見込まれる。こうした家計の負担増は2004年
度には合計で約8千億円程度に達するとみられ、これは可処分所得の減少を通じて2004年
度の個人消費を0.2%程度押し下げ、またGDPを0.1%程度押し下げる要因となる。これ
らの点から判断して、今後も個人消費は力強さを欠く展開が続くと見込まれる。

（注）日本経済新聞社の集計では、上場企業などの2003年冬の1人当たりボーナス支給額は、前年実績比で
1.48%増と2年ぶりの増加となっている。

図表7 デフレ下では家計所得の改善が鈍い



（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」）

(2004年度の実質GDP成長率は+1.3%)

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、まず企業部門では、米国をけん引役とした海外景気の回復を受けて、輸出が対アジアや対米を中心に増勢を維持すると見込まれる。また、輸出の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底堅く推移しよう。

一方、家計部門に関しては、雇用・所得情勢の大幅な改善が期待しにくいことに加えて、2004年度に家計の租税・社会保険料負担の一段の増加が見込まれることから、個人消費は小幅な増加にとどまる公算が大きい。住宅投資は、現行の住宅ローン減税が2004年12月末入居まで1年間延長されることが決まったものの、2003年度上期に発生した駆け込み需要の反動で、今後は次第に減少基調を強めよう。また公共部門でも政府の緊縮財政路線が続くなかで、2004年度も公共投資が景気に対して抑制的となる可能性が高い。

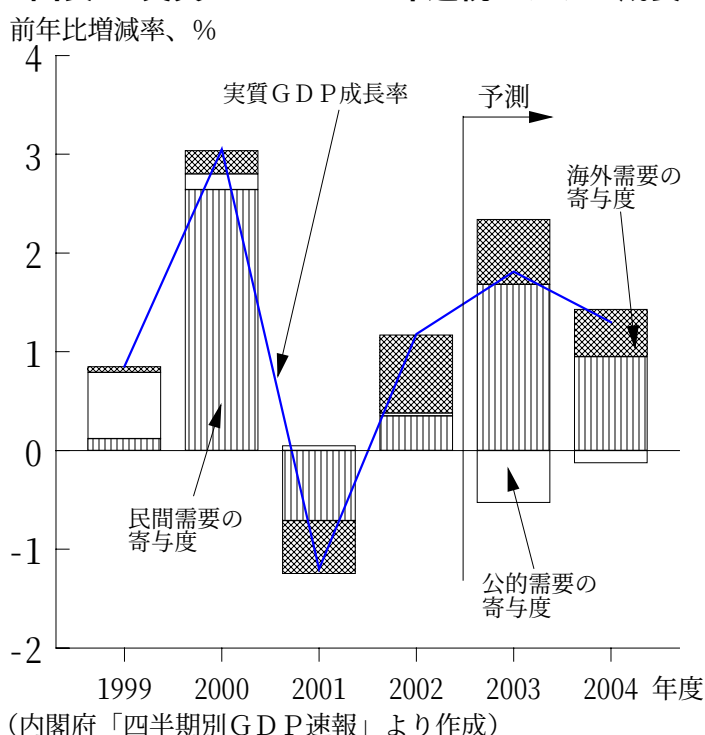
以上のように、わが国経済は今後も輸出を起点とする企業部門主導の緩やかな景気回復が続くと見込まれる。ただ、2004年度下期には米国景気の拡大ペースが減税効果の弱まりとともに幾分鈍化することを受けて、わが国の景気もやや減速しよう。実質GDP成長率は、2003年度が+1.8%、2004年度が+1.3%になると予測した(図表8)。なお、個人消費の回復力が弱いことなどから、消費者物価は下落基調が続くとみられ、名目GDP成長率は2003年度が-0.2%、2004年度が-0.4%と4年連続のマイナス成長になると予測している。そのため、景気の回復実感は今後も乏しい状況が続くと見込まれる。

(為替レートが景気のリスク要因)

こうしたなか、今回の景気回復の起点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いという点に注意が必要である。とりわけリスク要因としては、対ドル円レートの動向があげられよう。

今後の対ドル円レートに関しては、①イラク情勢の混迷が続くなかで「地政学的リスク」への警戒感が根強いことや、②米国経済が財政収支・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こと、などが引き続きドルの売り圧力となるため、当面は円の強含みもみ合いが見込まれる。

図表8 実質ベースでは3年連続のプラス成長



もっとも、①日本の通貨当局が必要に応じて円売り介入を実施すると予想されることや、②米国政府もドル資産からの資金流出につながる恐れのある過度のドル安は望まないとみられることなどから、今回の予測では一方的に円高・ドル安が進むことはない想定している。2004年後半には米国景気の拡大テンポが幾分鈍化し、そのため米経常収支赤字の拡大にも歯止めがかかることなどから、対ドル円レートは緩やかに円安・ドル高方向に戻すというシナリオを描いている。

ただ、上記のように当面はドル売り・円買いの圧力が高まりやすく、少なくともイラク情勢の混迷が沈静化するまでは、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る点に留意しなければならない。

図表 9 2003年度・2004年度のわが国経済の見通し（2003年12月改訂）

（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	実績見込み	上期	下期	見通し	上期	下期
実質国内総支出（GDP）	1.2	1.8	[1.0]	[0.6]	1.3	[0.7]	[0.5]
個人消費	1.0	0.4	[0.1]	[0.2]	0.4	[0.2]	[0.1]
住宅投資	▲ 2.1	▲ 0.3	[1.1]	[▲ 0.8]	▲ 2.4	[▲ 1.9]	[▲ 0.3]
設備投資	▲ 3.3	8.4	[5.3]	[1.6]	5.2	[2.6]	[3.3]
政府消費	2.1	0.9	[0.2]	[1.0]	1.4	[0.7]	[0.4]
公共投資	▲ 5.0	▲ 11.3	[▲ 8.1]	[▲ 3.2]	▲ 6.8	[▲ 2.9]	[▲ 5.0]
輸出	12.0	8.0	[3.3]	[4.4]	5.9	[3.0]	[1.5]
輸入	5.5	3.0	[0.3]	[2.2]	2.7	[1.1]	[1.0]
名目国内総支出	▲ 0.7	▲ 0.2	[0.2]	[▲ 0.5]	▲ 0.4	[0.0]	[▲ 0.3]
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	2.6	[0.1]	[3.5]	4.0	[1.5]	[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
対ドル円レート（円／ドル）	121.9	113.3	118.0	108.5	107.8	107.0	108.5
短期金利（年利、％）	0.09	0.09	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09
長期金利（年利、％）	1.11	1.17	0.90	1.45	1.55	1.50	1.60
米国実質GDP（暦年）	2.2	3.0	[2.1]	[5.4]	3.6	[3.2]	[2.9]

（注1） 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かったことなどを前提としている。

（注2） 短期金利はユーロ円TIBOR3か月、長期金利は新発10年国債流通利回り。

（注3） 本表は2003年12月に公表された「2003年7～9月期GDP2次速報値」を踏まえて予測したものである。