

2002・2003年度内外経済見通し

ようやくつかんだ回復の中の不安

2001年度の日本経済は、米国におけるITバブル崩壊による輸出激減が、製造業収益の悪化を通じて個人消費・住宅投資の不振と設備投資の抑制をもたらし、70年代以降で最低の成長率1.3%を余儀なくされた。しかし、ITバブル崩壊の悪影響も2001年末にはほぼ一巡し、アジア・米国向け輸出が2002年初めから増勢に転じたことから、景気は底入れを果たした。

2002年度上期の日本経済は、2001年度における不況の後遺症が残り底這い状態が続く。下期に入ると企業収益の改善が、設備投資の持ち直しに繋がりはじめること、個人消費も雇用環境の改善から勢いを取り戻してくることにより回復テンポが高まり、成長率は年度を通して見れば0.1%と僅かながらプラスに転じる。

2003年度については、企業収益の拡大が設備投資と個人消費の増加に本格的に結びつき始め、回復テンポは徐々に加速する。設備投資に関しては、豊富なキャッシュフローを背景として90年代に抑制されていた更新投資と新規事業分野への投資が拡大する。個人消費は、雇用の持ち直しとボーナスの増加により本格的な回復に向かう。その中で、日米経常収支不均衡の拡大を反映して円高が進むこと、余剰生産能力の解消が完全に終らないことから、物価は安定基調を維持する。

しかし、国際経済環境には依然として要注意である。まず、中国・韓国などの東アジア諸国の景気回復テンポが早過ぎる。中国では公共投資拡大などによる財政赤字の増加、韓国では消費者ローン急増による個人消費ブームの発生が気にかかる。また米国でも金利引下げや減税による景気刺激効果が剥落する2002年半ば以降、景気が踊り場を迎える可能性が否定出来ず、エンロンショックの後遺症による企業セクターへの不信感の高まりが、株価・為替レートを通じて経済にマイナスの影響をもたらす懸念がある。

2002年7月1日
新生銀行 経済調査室

．内外経済の現状

１．日本経済の現状

米国におけるITバブル崩壊の影響から景気後退を余儀なくされた日本経済の成長率は、2001年度に1.3%と70年代以降で最悪を記録した。しかし、輸出回復により、2002年初頭に景気は底入れを果たした。今回の不況を振り返ると、その原因が米国におけるITバブル崩壊であることは明白であり、世界的な通信機器需要減少を受けて、日本の輸出数量は2000年7月から2001年12月まで減り続け、この間の減少幅は18.8%と戦後最大を記録した。特に、電気機械の輸出数量は34.8%減っている。これだけの輸出急減があれば、電気機械産業を中心とする雇用リストラ・設備投資抑制が急速に進み、不況が深刻なものとなったことは至極当然である。戦後初めてと言える本格的な不況に直面した電気機械メーカー各社は大胆な雇用・投資のリストラに踏み込み、それが若干のラグにおいて他の産業にも波及している。労働時間・雇用・賃金の削減による雇用者所得の伸び悩みが、個人消費・住宅投資の不振をもたらし、企業収益の悪化が投資削減を不可避にした。

ただし、ITバブル崩壊の悪影響は2001年末でほぼ一巡した。半導体の世界販売額は2002年2月に底を打ち、その後徐々に回復に向かっている。世界的な通信機器・部品の在庫調整が一段落し、IT関連投資の調整も完了したことがその背景にある。さらに、米国・東アジア諸国については、積極的な景気対策により2001年末には、力強い景気回復が既にスタートしており、ITバブル崩壊の悪影響一巡と重なり、日本製品への需要増加（日本からの輸出増加）が生じている。特に、米国向け自動車、アジア向け電気機械部品・素材の輸出が2002年第1四半期には急増し、輸出数量伸び率は年率29.5%に達した。さらにアジア向け輸出は2000年のピークを既に上回った。結果として生産は回復に向かい、雇用・投資のリストラも一段落した。

今回の不況の発端とその終焉は、この様にまとめることが出来るが、不況の後遺症はまだ日本経済に残っており、景気は底を打ったものの、2002年度上期中は底這いを続ける。まず、個人消費を見てみると、2001年度における20.0%の経常利益減少を受けて、企業は製造業を中心に人件費圧縮努力を維持しており、雇用者所得の伸びが依然として冴えない。2002年度には増益が予想されているが、企業サイドは増益が現実のものとなるまで、人件費圧縮の手綱を緩めることはないだろう。結果として個人消費・住宅投資の動きは今ひとつ鈍い状態が続いている。その中では、新車投入努力がそれなりに効果を挙げている乗用車、品質の高さが評価されている欧米ブランド商品、機能のアップしたプラズマディスプレイ・テレビの売れ行きが好調であり、消費者は節約一辺倒に傾いてはいない。

設備投資についても、上期中は弱含みが避けられない。これは、設備投資の先行指標である機械受注・建設受注の落ち込みが2001年度下期まで続いてきたためである。2002年度上期に受注は持ち直すが、それが実際の設備投資増加に結びつくのは下期に入ってからのこととなろう。設備投資の中では、大型継続工事比率の高い大企業の設備投資がマイナスを余儀なくされ、景気底入れに敏感に反応できる中小企業の設備投資が持ち直しに向きつつある。さらに、住宅投資も2001年度ほどではないが減少が続いている。所得環境の悪化に、住宅ローン特別減税終了の反動が加わり、住宅需要は全体に弱い。その中で、新たな需要を開拓した都心超高層マンションは依然好調である。

消費者物価上昇率は、徐々に下落幅が縮小している。食料品価格の落ち着き、外食産業などでの価格引き下げ戦略の転換などの動きが影響している。中国からの輸入製品の影響が続く家電製品・日用雑貨、地価下落と連動している家賃などを除くと、価格低下圧力は景気動向を反映して全体に弱まっている。

金融市場に目を転じると、超低金利状態に99年以降変化はない。この間日本銀行は、金融政策の実行手段をインターバンク短期金利から日本銀行当座預金量に変化させた(2001年3月19日)が、資金需給が超緩和状態にあることに変化はなく、実体経済に大きな影響を与えたとは考えられない。また相次ぐ日本国債の格下げも、長期金利には変化をもたらさなかった。

株価は、景気後退と歩調を合わせて2000年5月以降下落が続き2002年2月には9千5百円を一時下回った。その後株価は、景気の底打ちと共に反転上昇に転じ、5月末には1万2千円弱に達したが、6月に入り米国株価下落に連動して再び1万円強の水準まで低下した。なお、2月から3月にかけての金融庁による一連の空売り規制措置は、景気が最悪の状況にある中で不安心理による株価の行過ぎた下落を防ぐ措置として、それなりに評価することができる。

円レートも、景気とほぼ連動した動きを示している。2000年末に100円台後半から始まった今回の円安は、2002年1月初めの134円でピークをつけた後円高に転じ、6月末には119円に達した。日米の経常収支不均衡が再び拡大基調を続ける中で、米国経済への不安が広がり、日本の景気が底入れすれば、ドル安=円高が進むことは不可避であろう。

最後に、所謂「3月危機」は回避され、不良資産問題の悪影響は徐々に弱まりつつある。不良資産問題には二つの側面がある。新規に発生する不良資産を処理する為の金融機関の負担、既存の不良資産を完全に処理する為の潜在的な負担の二つである。この内新規発生不良資産に伴う負担は、景気が曲がりなりにも底入れを果たしたことにより軽減されつつある。3月以降倒産件数・負債総額が減少傾向にあることがその現れである。一方既存の不良資産を完全に処理する為の潜在的な負担は、大手銀行に対する特別検査と、それに伴う不良資産処理の積み増しによりかなり前進したと見る事が出来る。一部の地域金融機関を除けば、既存の不良資産に対する備えは数年前に比較して、かなり確かなものとなっている。結局、デフレ問題同様、不良資産問題は景気後退の結果であり、景気後退の原因ではない。

2. 海外経済の現状

世界経済は、米国におけるITバブルの崩壊をきっかけとした不況から2002年に入り脱しつつある。現在景気回復をリードしているのは、米国と東アジア諸国である。

米国経済は、ITバブル不況からスムーズに脱出することに成功した。2001年の成長率は1.2%と、2000年の4.1%に比較すれば大幅に低下したが、これまでの不況局面では成長率がマイナスになっていたことと比較すれば、経済の落ち込みは軽微だった。今回の不況が比較的軽かった理由は、極めて積極的な経済政策が絶妙のタイミングで実施されたことによる。IT関連投資の減少が米国経済全体に波及し始めた2001年夏から秋にかけて、総額400億ドルに達する大規模な所得税減税が実施に移され、2001年9月1日に同時多発テロが発生したことにより、公定歩合は緊急避難的に2001年年初からの3.0%に加えて、年末までに1.75%引き下げられた。80年代初め以来と言えるこの大胆な景気刺激策により、個人消費は2001年第4四半期には早くも回復に転じ、設備投資の急減がもたらすマイナスのショックをほとんど吸収してしまった。さらに2002年1月に、昨年6月のブッシュ減税で決められた第2ラウンドの減税約700億ドルが実行に移されたことなどで、2002年第1四半期の成長率は年率5.6%とかなりの高水準を記録した。この様に、実体経済の落ち込みは、積極的なケインズ型政策の発動で最小限に止まったが、その反面90年代のブーム期に生じた二つの構造問題、巨額の経常収支赤字と企業の過剰債務に関する調整は先送りされた。

しかし、この二つの構造問題への取り組みの遅れは、既に金融市場から警告を受けている。まず株価は、テロ後の2001年9月21日に8,236ドルの安値を記録した後順調に回復し、2002年3月19日に10,635ドルを回復したが、その後値下がり続け6月末には9,100ドルまで低下してしまっただ。昨年12月の総合エネルギー企業エンロンの破綻を皮切りに、大手通信企業グローバル・クロッシング、大手ディスカウント・ストアのKマートと大型倒産が続いており、さらに倒産予備軍と見なされている大企業は少なくない。これら破綻企業の共通点は、90年代ブームの末期に行過ぎた拡大策を、有利子負債（借入＋社債）により進めてきたことである。株価低迷は、この様な状況に関する正確な情報が不足していることへの投資家の不信の現れとして捕らえられる。またドルは、米国の経常収支赤字が再び拡大に向かいつつあること、米国企業に対する不信感が高まりつつあることから、4月以降ほぼ全面的なドル安状態にある。

一方中国を除く東アジア諸国は、米国ITバブル崩壊の悪影響を最も強く受けたが、バブルのマイナス一巡と共に最も早く立ち上がってきた。その代表格が韓国である。韓国は輸出持ち直しと共に、積極的な景気刺激策の効果により、2001年末から景気が回復に向かいつつある。特に、乗用車販売などの個人消費が強い。ただし、個人消費好調を支えているのは消費者向け与信の急増であり、特にクレジットカードローンが増えている。景気拡大テンポは、この様な要因によりややスピードオーバーになっていると見ることも可能である。中国も、量産品の世界的な生産基地として順調な拡大を続けているが、2002年秋に共産党首脳部の交代を控え、高めの成長率を維持するためにやや無理をしていると見ることもできる。公共投資の拡大により、財政赤字は2002年度に名目GDP比で3%に達する見込であり、国営企業の不良資産問題が未解決なことも気にかかる。

欧州経済も徐々に回復に向かいつつある。ただし比較的好調を維持しているフランス・英国と、景気回復に手間取っているドイツ・イタリアの格差がやや目立つ。この違いは、米国におけるITバブル崩壊の影響の大小、自国内におけるITバブルの大小、労働市場を中心とする構造改革の進展度合いによるものと思われる。ドイツは両方のITバブルのマイナスが大きく、イタリアでは、ベルルスコーニ内閣の労働法改正（労働者解雇への規制緩和）の動きに対して、労働組合が3月・4月に大規模なストを実施に移しており、この影響が無視できない。

．日本経済の見通し

1．2002年度下期の日本経済

2002年度下期は、輸出増加をきっかけとした景気回復が徐々に経済全体に広がり、不況の後遺症が徐々に薄れてゆく過程であり、景気回復テンポが一挙にフル加速することはない。具体的には、雇うリストラの仕上げの段階として製造業・建設業における雇用削減が続くこと、冬のボーナスの伸びがゼロ近辺に止まること、本格的な設備投資再開には準備期間が必要なこと、公共投資削減が続くことが、回復スピードの加速にブレーキをかける。下期だけを取り出せば成長率は年率2.2%（上期年率0.2%）に高まるが、2002年度平均の成長率は0.1%に止まる。

（個人消費）

個人消費は、企業の慎重な姿勢が残る為、雇用者所得の伸びが十分に高まらず、完全な明るさを取り

戻すには至らない。2002年度下期の実質個人消費伸び率は年率1.7%を予想する(2002年度0.8%)。

まず、個人消費に最も大きな影響を与える雇用は、ようやくプラスに転じる。サービス業における雇用拡大テンポが高まる中で、製造業・流通業における雇用削減テンポが緩やかになってくること、その背景として指摘出来る。また、2001年度下期に生じた電気機械産業における大規模な雇用削減の波及効果がほぼゼロとなること、中国への生産シフトもピークアウトしつつあることも、雇用にはプラスに働く。一方賃金・労働時間は伸び悩みが続く。賃金は、定例給与ベアゼロの合意の上に、冬のボーナスに関して企業の厳しい姿勢により伸びが見込めないことから、ほぼ横這いの状況が続く。労働時間については、所定内労働時間短縮の動きと、パートタイマー比率の上昇から緩やかな減少トレンドに変化がない。結局、雇用者所得の伸びは雇用の回復に伴いプラスに転じるが、賃金・労働時間の抑制が続くことから、低めの伸びに止まる。

その中で、2001年度に不振に陥った耐久消費財需要の回復基調が上期から維持される。乗用車については、新車投入などによるメーカーの努力が80年代後半に購入された自動車の買い替え需要を掘り起こす。またこれまで軽自動車にシフトしていた流れに若干のブレーキがかかる。また、大型プラズマテレビ・液晶テレビについても、メーカー各社の本格的な取り組み強化により消費者の認知度が高まり、販売数量は増加基調を維持する。デジタルテレビ・カーナビゲーションなどのデジタル家電も機能アップが評価され普及率を高める。一方で普及率の上昇してきたパソコン・携帯電話の需要は伸び悩みが続く。ビデオも、DVDなどに需要が流れ減少が続く。また消費者は、一連の食品衛生問題・商品偽装問題などから価格から品質を重視する姿勢を強めつつあり、高級品ニーズが高まる。

(住宅投資)

2002年度の住宅着工戸数は、2001年度の117万戸から113万戸に減少し、実質伸び率は4.7%となる。ただし、需要の減少は上期に集中し、下期の実質伸び率は年率0.7%と横這いを予想する。住宅需要の景気との連動性はさらに高まっており、特に住宅投資の約半分を占める持家で顕著である。2002年に入り住宅展示場への入場者数は増加基調にあるが、成約・着工に至るまでのタイムラグを考えると、住宅着工が下げ止まりから持ち直しに転じるのは2002年度下期からと考えられる。その中で、2001年度において供給者サイドの努力によりやや高めの水準が維持されていた貸家・分譲に関しては、若干の反動減が2002年度を通して続く。特に分譲(マンション)については、リタイア層など新たな需要層を開拓してきた都心高層マンションの着工が好調を続ける中で、郊外中層マンションへの需要が弱まりつつあることが注目される。

(設備投資)

2002年度の設備投資伸び率は、上期は年率0.5%とほぼ底這いに止まるものの、下期には年率6.4%と回復に向かい、年度平均では2001年度下期急減の影響を受け5.1%を予測する(所謂マイナスのゲタ7.9%)。企業収益はリストラ努力の成果の現れや景気底打ちから2001年度末から回復に向かいつつあるが、収益増加から設備投資積み増しまでには半年程度のタイムラグがあることから、設備投資持ち直しは2002年度下期からとなる。2002年度下期に増加する設備投資は、工作機械・トラック・プラスチック射出成型機・店舗の一部リニューアルなどのそれほど投資金額が大

きくない更新投資が中心となる。海外経済の先行きに不安が残る中、経営者の投資マインドは豊富なキャッシュフローを背景としてもそれほど強気にはまだ傾かない。

（公共投資）

2002年度の公共投資は、上期は年率2.0%と若干増加するものの、下期には年率6.5%と再び減少トレンドに戻る。年度平均の伸び率は0.1%を予想する。上期の公共投資増加は、2001年度第2次補正予算による追加公共投資の多くが、2002年度上期に繰り越されたことによるものであり、下期には再び公共投資抑制政策の効果により減少トレンドが明確となる。また2002年度については、1兆円前後の公共投資が追加されると考えたが、その多くは2003年度にずれ込む。

（輸出入）

2002年度の輸出数量伸び率は6.9%と、70年代以降で最大の落ち込みとなった前年度の9.9%から一転回復に向かう。品目別に見ると、電気機械が24.2%から9.8%のプラスに転じることが全体の流れを決める。地域別には2001年度に大きく落ち込んだ、米国・アジア向けが揃って増加に転じる。ただし輸出の動きを上期・下期に分けて見ると、上期の年率10.5%増に対して、下期は年率4.4%増と増勢が徐々に落ち着いてくる。これは、在庫調整の進展で一時的に盛り上がった通信関連機器の需要増が実需増加テンポ並に落ち着いてくること、旺盛な米国乗用車需要の落ち着きにより米国向け自動車輸出が横這いから減少に向かうこと、東アジアの急速な景気回復に一服感がでてくること、為替レートが円安から円高に転換し円安効果が徐々に薄れてくること、などによる。品質・機能・価格のバランスが取れている日本製品への需要は海外では根強く、世界経済の回復と共に輸出は概ね順調な増加を示す。

一方輸入数量伸び率も、2001年度の4.2%から2.4%の増加に転じる。ここでも電気機械を初めとする一般機械の動きが全体の動きを左右している。90年代に輸入製品の浸透度が高まったことにより、輸入と国内需要の連動性はさらに高まっており、景気が緩やかな回復に向かう中で、輸入はコンスタントな拡大が維持される。ただし、中国からの衣料製品・家電製品などの普及率は既にかなり高まっており、90年代末の様な急拡大が望みにくくなっていることに加えて、円レートの水準が輸入急増をもたらすほどの円高にはならないため、輸入数量の伸びは輸出数量の伸びを下回る。

（国際収支）

2002年度の経常収支黒字は、2001年度の11.9兆円から15.0兆円に急増し、過去最高水準に再び戻る。黒字拡大の主因は、輸出急増による貿易収支黒字の急拡大であり、貿易収支は9.0兆円から12.6兆円に増加する。ただし、黒字の動きを上期・下期に分けて見ると、急増は上期に集中し、下期には微増に止まる。サービス収支・所得収支には大きな動きはないが、90年代後半からの大きな流れを確認しておく、サービス収支は輸送コストの低下などで支払が横這いから減少してきたため赤字が縮小傾向にあること、所得収支は生産基地の海外シフトなどによる海外子会社からの利益送金が増加してきたため上昇傾向にあること、が指摘出来る。また経常移転収支赤字は、2001年度の0.6兆円から1.2兆円に急増するが、これは2001年度にプリンストン債絡みの損失補償入金、東アジア経済危機関連の貸し出し返済があったことにより、赤字が一時的に急減した反動である。

(物価)

2002年度の消費者物価上昇率は0.6%と4年連続で物価は下落を続けるが、下落テンポは若干緩やかとなる。これは、食料品価格が横這いに転じることの影響が大きい。農薬残留問題などで中国からの野菜輸入拡大にブレーキがかかることなどの影響が指摘できるが、基本的には90年代半ば以降続いていた食料品価格の国際価格へのサヤ寄せが一巡することが背景にある。また卸売物価上昇率は、為替レートが円安から円高に転じることから、2001年度の0.0%から2002年度は1.1%に若干マイナス幅が拡大する。

2. 2003年度の日本経済

2003年度は、ITバブル崩壊の悪影響がなくなり、設備投資を抑制していた過剰債務問題にも一応の目処がつく為、企業マインドが好転し、本格的な設備投資主導型景気回復がスタートする。企業活動の活発化と共に、所得増加テンポも加速し個人消費にも明るさが広がる。米国・東アジア経済に大きな変動がなければ、80年代以来初めて本格的な景気拡大を日本経済は迎える。また米国・東アジアが再び不況突入を余儀なくされたとしても、そのスタートが2003年度半ば頃まで先送りされれば、自律的拡大基調に入っている日本経済は、景気拡大を維持することが可能と考えられる。

(個人消費)

2003年度の個人消費は、本格的な拡大に向かう。可処分所得の伸びが、就業者数の増加と賃金上昇率の高まりにより2002年度の0.6%から1.7%のプラスに転じることがその基本的背景である。雇用環境改善と共に、消費者マインドが明るさを増すこともプラスに働く。

就業者数は、製造業における雇用リストラテンポが緩やかになる中で、個人消費の持ち直しを反映して流通業の雇用が拡大し、サービス業に属する企業の雇用増加が続くことから、2002年度の0.5%から0.6%増と6年ぶりにプラスに転じる。なお中国への雇用流出は、2001年度からWTO加盟直後の2002年度がピークとなり、さらに中国への雇用シフトが加速するとは考えにくい。なお失業率は、2001年度の5.2%、2002年度の5.1%から2003年度には4.9%へと低下基調を辿るが、雇用のミスマッチ現象が解消しきれない為やや高めの水準が続く。90年代半ばに比較して100万人前後多くなった失業者の現役復帰が重要な政策課題となろう。

賃金は、企業収益が2年連続の増加になる見通しの中で、2003年夏のボーナス以降前年比でプラスに転じることから、1%前後増加する。また90年代前半に高まった労働分配率は、2001~2002年には長期的なトレンド水準に戻っており、賃金上昇を企業が容認できる状況になっている。このような雇用拡大と賃金上昇に支えられた所得増加は、素直に消費拡大に結びつき、個人消費は久し振りに明るさを取り戻す。

個人消費の中では、乗用車の買い替え需要がさらに拡大し、次世代携帯電話サービス、高速通信回線サービスが本格的な普及局面に入ることから、携帯電話・パソコンの買い替え需要も盛り上がる。不振を続けていた白物家電の買い替えも、所得に余裕ができれば再度増加に転じると期待できる。また、旅行・サービス関連需要も増加テンポが高まり、中でも高価格帯サービスの伸びが高めになる。消費者の品質重視へのシフトの動きにも変化はない。

（住宅投資）

2003年度の住宅着工戸数は113万戸と、前年度比横這いに止まる。所得環境が好転し、持家の落ち込みに歯止めがかかるが、プレハブメーカーの家賃保証による貸家建設と郊外中層マンションの着工が減少に転じることから、全体としての住宅着工戸数に変化は生じない。また2003年12月に、現行の住宅ローン減税が期限を迎えるが、何らかの形で継続される可能性が高いことから、その影響は軽微と考えられる。また、持家の住宅面積が140㎡に達するなど、住宅の規模はほぼ上限に達しており、今後の世帯当たり人員の減少を考慮すると、低下も考えられる。

住宅投資については、空家率が10%を超えたことから、新設需要は減少の一途を辿るものと考えられる。築後30～40年程度の住宅をどの様にスムーズに建て替えていくか、建て替え後の住環境を地域として向上させてゆくかが、今後の住宅投資の動きを左右することになる。

（設備投資）

2003年度の設備投資は、2年連続の収益増加を背景に経営者の投資マインドが好転することから本格的な上昇局面に入り、伸び率は9.1%に高まる。景気動向によっては、上方修正の可能性はかなり高い。設備投資の増加を支える要因としては、a)収益の回復に伴い企業の余剰資金はかつてない水準に達しており外部資金調達に必要なしに設備投資増加を実現できること、b)電気機械産業・流通業・素材産業などで先送りされていた大型プロジェクトが再び動き始めること、c)ほぼ10年間抑えられてきた更新投資が本格化してくること、d)都市再開発関連の投資が増加に転じること、e)投資の絶対水準や名目GDP比は2003年度末でも2000年度の前回ピークを超えないこと、などが挙げられる。中国などへの生産シフトは続くが、その多くは現地を含めた海外での需要増加に対する投資であり、日本国内への供給は日本からという基本に変化は生じないため、国内需要への確信が高まれば国内設備投資の拡大は必然的に起きる。

また、企業の有利子負債と名目GDP比率の動きを見てみると、2001年末には87～88年の水準に低下しており、2003年度には80年代前半の水準に近づくことが確実である。過剰債務による投資抑制効果もほとんどなくなる。

（公共投資）

2003年度の公共投資は減少テンポが再び加速し伸び率は6.0%となる。補正予算による公共投資追加は2001年度に3兆円、2002年度に1兆円、2003年度にはゼロと見込んだ。2001・2002年度の補正予算分の公共投資はほとんど次年度にずれ込む為、2003年度には2兆円分の補正予算分公共投資削減の効果が現れることになる。これが2003年度における公共投資減少の主要因である。なお95年度をピークとして公共投資の削減が続いた事から、2003年度末の名目公共投資は80年代半ばの水準にほぼ戻ることとなり、2004年度以降公共投資削減テンポはスローダウンする。

また財政赤字は、2002年度の30兆円から、2003年度には27兆円に縮小する。個人所得・企業収益の拡大により、所得税・法人税が急増することがその背景である。自然増収により財政赤字は20兆円強まで縮小することが可能と思われるが、その後の財政再建は増税・歳出削減・資産売却の組み合わせにより進める必要がある。

(輸出入)

2003年度の輸出数量は、3.8%と拡大テンポが鈍化する。2002年度の急増の反動、円高の影響、米国・東アジア経済の景気回復一服がその要因である。品目別には、電気機械輸出は世界的な通信投資の持ち直しにより高めの伸びが維持されるが、米国向けの自動車、アジア向けの素材がそれぞれの地域における景気拡大テンポ足踏みにより伸び率の低下を余儀なくされる。さらに、年度平均で110円弱程度の円レートは、企業の輸出採算レートとほぼ同水準であり、輸出を大きく減らす程の影響力はもたない。一方輸入数量伸び率は、4.5%と国内需要の拡大に伴って順調に伸び率が高まる。2%強の内需の伸びに対し、5%弱輸入が伸びる状態はノーマルと言える。輸入製品の中では、繊維製品・家電製品に代わって、日用雑貨が中国からの輸入品として伸び率を高める。

なお2002年度初めからの円高は、輸出にマイナス、輸入にプラスに働くが、その影響は80年代・90年代と比較して小さくなっている。これは、輸出商品が、一般耐久消費財+素材から高級耐久消費財+資本財+部品となり、円高による価格変化の影響を受けにくくなっていること(価格転化がしやすい)、輸入商品も普及率が高まり代替関係にある日本製品を概ね駆逐してしまったことによる。

(国際収支)

2003年度の経常収支黒字は徐々に減少を続け、14.5兆円と前年度比で若干減少するが、年度末でもやや高めの水準は維持する。円高に伴い投資収益の受取が円ベースで減ることが、黒字縮小の最も大きな要因である。なお2000年度以降、所得収支黒字が貿易収支黒字を上回る状態が続いており、円高は貿易収支より、所得収支にまず影響を及ぼすようになってきた。

(物価)

2003年度の消費者物価上昇率は、0.2%と下落幅がさらに縮小する。ただし、円高の進展を受けて工業製品価格の下落が続くため、2003年度中に消費者物価上昇率が前年比でプラスに転じることはない。また景気回復に伴う労働生産性上昇率の高まりにより、賃金が上昇に転じるもののユニットレーバークスト上昇率は1%前後が続き、コスト面からも物価は上がりにくい状況が続く。

．海外経済の見通し

2002年は、世界経済にとっても安定した経済成長への軟着陸を図る為の1年となる。世界経済は、ITバブル崩壊の悪影響の一巡と世界同時超金融緩和政策の効果により、徐々に回復へ向かう。しかし、米国と東アジア経済に不安要因が残ること、欧州経済の動きがやや鈍いことから、回復テンポはやや不満足なものに止まる。2003年に入ると、日本・欧州の景気回復が軌道に乗り、IT関連投資も本格的拡大に向かう為、成長率は過去の回復局面の平均値を超える。

1．米国経済の動向

2002年第2四半期以降の米国経済は、緩やかな回復が続く。2002年の成長率は2.5%、2003年は2.7%を予想する。当然ながら90年代末、5年連続で4%前後の成長が続いた時期と比較すると、景況感改善は今一步の状態が続く。通常の景気回復局面とは違い、2002年・2003年

に回復テンポがなかなか高まらない要因は次のように説明できる。第1に、2001年に大型経済政策をほぼ使い切ってしまった。金利水準は50年代以来の最低であり、2001年6月のブッシュ減税は、80年代初めのレーガン減税以来の規模である。この大規模な経済政策は、2001年末から2002年初めの個人消費・住宅投資を一時的に高めることに成功したが、持続的な供給力アップと所得拡大に繋がったとは思えず、2002年第2四半期以降の需要の伸びは確実に政策効果分(約1~2%)だけ低下する。

第2に、海外からの自発的資金流入の増加が期待できない。90年代末、M&A関連の直接投資、海外からの社債投資により、米国の企業セクターは海外から資金を潤沢に調達し、その資金を設備投資などの事業資金に活用することができた。設備投資の伸びが93年から2000年まで8年間連続で10%近くを維持できた理由の一つは、海外からの資金流入である。しかし今後は、海外からの資金調達に多くを望めない。まず、エンロンショックを契機に、米国企業のコーポレートガバナンスへの不信、特に会計制度への疑惑が高まり、海外投資家は米国企業への投資リスクをかなり大きく見るようになった。また米国経常収支赤字が名目GDP比で4%を超え、2003年には5%近くに達することが確実な状況で、ドル全面安の可能性が無視できない。海外からの資金調達が細る結果として、設備投資の伸びは今後低めの水準が続く。

米国経済は依然として先進国の中で最もバイタリティにあふれており、金利低下などによる企業収益の回復と旺盛な消費マインドに支えられて、2%台の成長率を維持することは2000年代も可能と思われるが、以上述べた理由により90年代の再現を期待することは難しい。さらに、2003年に入り、米国経済が再び景気後退局面に入る可能性も否定できない。まず、米国企業の有利子負債は、IT関連企業を中心に95年の5兆ドル前後から2001年には8兆ドル前後に急増しており、名目GDP比も80年代末の水準に近づいている。過剰債務を抱えた企業の破綻により、金融市場が必要以上に神経質となり、資金の流れが滞る可能性がある。

また、資産価格の下落が個人消費を冷やす可能性も否定できない。株価が現状水準程度で下げ止まり、住宅価格に大きな調整(10~20%)が起きなければ、個人消費に大きな変動が生じる可能性は低い。しかし、株価と住宅価格の下落が同時に10%以上の規模で起きれば、個人消費への悪影響は避けられない。特に、住宅価格の低下は消費者ローンの担保余力低下に繋がり、消費を冷やす恐れが強い。米国経済に関しては、当面注意深く見ておく必要があるだろう。

2. 欧州経済の動向

欧州経済は、2003年に向けて徐々に回復テンポが加速してゆくと思われる。EUの平均成長率は2000年の3%強から、2001年および2002年は1%半ばに低下した後、2003年には再び3%弱に上昇すると思われる。2003年に向けて成長率が徐々に加速してゆく背景としては、a) ITバブル不況の後遺症が徐々に薄れてゆくこと、b) 労働市場改革が進み企業が雇用の拡大を行いやすくなってきたこと、c) EU統合効果による企業活動の活発化により設備投資の増加が今後期待できること、d) 2002年1月のユーロ通貨導入に伴う便乗値上げの影響が薄れること、が挙げられる。

欧州経済は、日本・アジア経済と比較して明らかに自律性が高く、米国経済持ち直しの影響が地域経済全体に浸透する時間は長く、そのインパクトは小さい。従って、2002年の景気立ち上がりはスロースペースを余儀なくされるが、一旦景気回復が定着すれば安定した成長が長期化しやすい。

3. アジア経済の動向

アジア諸国の2002年上期の景気回復テンポはややスピードオーバーであり、2002年下期から2003年上期にかけて、一時的な踊り場を迎える可能性が高い。ITバブル崩壊の影響の一巡に加えて、各国の景気刺激策が予想以上のペースの景気回復をもたらしている。しかし、NIEs各国は、過剰なIT関連機器生産能力を依然として抱えていること、米国経済の回復テンポが2002年下期以降それほど高まらないこと、景気対策効果が一巡することなどから、一時的な回復テンポの減速が避けられない。ただし、中期的に見てアジア諸国の耐久消費財・IT関連機器の生産基地としての役割は増大を続けると考えられ、2003年中には過剰設備問題が解消し、IT関連投資が再び拡大基調に転じるため、景気回復が途切れることはない。

また中国については、2002年9月の共産党首脳部交代後の政策運営が問題となろう。現首脳部が影響力を残すべく、経済政策に介入することで、現在の経済成長最優先の経済政策に乱れが生じる可能性がある。その様なケースでは、かねてから指摘されていた国営企業の過剰債務問題や財政赤字問題が一挙にクローズアップされ、経済運営に支障が生ずると考えられる。また米国経済に変調が起き、個人消費の本格的な調整が生ずれば、中国にとってもその影響は無視できないだろう。

4. 一次産品価格動向

WTIベースの平均原油価格は、2001年24ドル、2002年25ドル、2003年24ドルと予想する。足下の原油需給は依然としてやや供給過剰気味であり、OPECの継続的減産により25ドル前後の水準が保たれている。今後徐々に原油需要は増加に向かうが、その結果として価格に上向きの圧力がかかり始めると、OPECを初めとする産油国の増産が始まる為、原油価格は20ドル台半ばの水準を維持する。またイスラエル・パレスチナ問題は、米国の仲裁などにより最悪の状況は回避され、原油価格に大きな影響は及ぼさない。その他の一次産品価格は、世界経済の回復に伴い横這いから若干の上昇基調に転じる。

. 金利・為替予測

1. 日本の金利動向

日本銀行は、現行の金融緩和スタンスを基本的に2003年度一杯維持する。これは、金融政策変更の条件を「消費者物価上昇率が安定的にゼロ%以上になること」と、明言したことによる。2002年度中に日本銀行が金融政策変更への意欲を示すことはないが、2003年度に入れば短期金利の引き上げを模索する動きを始めると考えられる。ただし、円高が続くこと、米国・東アジア経済に不安が残ることもあり、具体的な動きに出ることはない。

その中で長期金利は、2002年半ばまで1%台前半の超低水準が続いた後、景気動向の不透明感が徐々に払拭されてくる2002年秋から緩やかな上昇局面に入り、1%台後半に達する。ただし、2003年度に入り円高のテンポが加速すること、財政赤字のピークアウトが確認されることから、長期金利は2003年度中横這い基調で推移する。

２．欧米の金利動向

F R Bは2002年秋頃まで、金融緩和効果を見守るスタンスを保ち、景気回復が完全に確認され、消費者物価上昇率が再び2%を上回る2002年末に至り、緊急避難的な低金利政策から通常の緩和政策への変更を開始する。米国の短期金利(T B 3ヶ月)はこの様な動きを受けて、2002年末から上昇に転じ2003年春には3%台に戻る。F R Bは短期金利を、同時多発テロ勃発前の水準に戻した後、再び2003年夏まで景気動向を見定めるスタンスを維持する。2003年下期に入ると、景気腰折れの不安がほぼ払拭されるため、金融政策は緩和からニュートラルに移り、短期金利は4%台に乗る。

一方米国の長期金利(10年国債)は、2002年半ばまで現状の5%前後の水準が続く。その後短期金利上昇に先行して長期金利は2002年秋から緩やかな上昇局面に入り、2003年末には6%を超える。財政収支は黒字から赤字に転換するが、物価が概ね安定基調を維持するため長期金利の上昇テンポは、通常の景気回復局面に比較して穏やかなものとなる。

E C Bの金融政策は、2002年後半から短期金利(現状3%台前半)をニュートラルな水準(4%台半ば)に戻す動きを段階的に進め、2003年末に短期金利は4%を超える。長期金利は短期金利と共に上昇に転じるが、上昇幅は短期金利を下回り、現状の5%前後が2003年末には6%弱に上昇するに止まる。基本的に欧米の長期金利水準は、資本移動自由化の進展により、ほぼ等しい状態を保つ。

３．為替レートの動き

円ドルレートは、日米の経常収支不均衡の拡大を背景に、日本経済が底打ちから回復に向かいつつあること、米国経済の先行きに不安が残ることから、2002年度始めから円高トレンドがスタートする。2002年度中は日本経済に対する信任が内外で顕著に改善しないことから、円高のテンポは緩やかであり、2002年度末の円ドルレートは120円弱と予想する。2003年度に入ると、日本経済が順調な回復を続けていることを確認して円高のスピードは加速し、2003年度末の円ドルレートは100円弱となる。ただ、日米の消費者物価上昇率の格差から、円ドルレートの購買力平価は年間3%前後で円高方向に動いており、100円前後の水準は行き過ぎた円高とは言えず、2004年度にかけても一段の円高が進む可能性が高い。平均円レートは、2001年度125円、2002年度121円、2003年度107円と予想する。

ユーロドルレートは、行き過ぎたユーロ安の是正が、2003年まで緩やかに進み、2003年末には1ユーロ = 1.1ドル程度に達する。E Uから米国への資金流入は既に縮小しており、米国の巨額の経常収支赤字が改めてクローズアップされることから、ドルは主要通貨に対しほぼ全面的に弱くなる。

以上

わが国主要経済指標の予測

GDP関連指標 (兆円、%、()内は前年度比伸び率、[]内は寄与度)

	2001年度 (実績)	2002年度 (予測)	2003年度 (予測)
国内総生産(実質)	528.9 (1.3)	529.5 (0.1)	544.1 (2.8)
民間最終消費支出	291.1 (0.3)	293.4 (0.8)	301.4 (2.7)
民間住宅投資	18.5 (8.5)	17.6 (4.7)	17.8 (0.9)
民間企業設備投資	86.0 (3.7)	81.6 (5.1)	89.0 (9.1)
政府最終消費支出	90.0 (2.8)	91.3 (1.5)	92.1 (0.9)
公的固定資本形成	35.3 (5.8)	35.3 (0.1)	33.1 (6.0)
在庫投資	2.1 [0.1]	0.7 [0.3]	0.3 [0.2]
純輸出	10.2 [0.5]	11.0 [0.2]	10.4 [0.1]
輸出	55.1 (8.0)	56.8 (3.2)	58.4 (2.7)
輸入	44.9 (4.7)	45.8 (2.0)	47.9 (4.7)
国内総生産(名目)	500.2 (2.5)	497.1 (0.6)	506.9 (2.0)
GDPデフレーター	94.6 (1.2)	93.9 (0.7)	93.2 (0.8)
鉱工業生産指数	94.0 (10.2)	93.6 (0.4)	96.7 (3.2)
卸売物価指数	96.8 (0.0)	95.7 (1.1)	93.8 (2.0)
消費者物価指数	98.9 (1.0)	98.3 (0.6)	98.1 (0.2)

(注) 実質値は1995年基準、鉱工業生産、卸売物価は1995年 = 100、消費者物価は2000年 = 100、卸売物価は総合

国際収支関連指標 (兆円、%、()内は前年度比伸び率)

	2001年度 (実績)	2002年度 (予測)	2003年度 (予測)
経常収支	11.9	15.0	14.5
貿易収支	9.0	12.6	12.5
輸出	46.2 (7.3)	47.4 (2.6)	45.9 (3.2)
輸入	37.2 (2.8)	34.7 (6.6)	33.4 (4.0)
サービス収支	5.1	5.0	4.9
所得収支	8.7	8.5	8.1
経常移転収支	0.6	1.2	1.1
円レート	125.1	120.8	107.3

通関数量指数 (1995年 = 100)

輸出数量指数	111.2 (9.9)	118.9 (6.9)	123.4 (3.8)
輸入数量指数	120.2 (4.2)	123.1 (2.4)	128.7 (4.5)

米国主要経済指標の予測

GDP関連指標

(10億ドル、%、()内は前年比伸び率、[]内は寄与度)

	2001年 (実績)	2002年 (予測)	2003年 (予測)
国内総生産(実質)	9,333.8 (1.2)	9,567.8 (2.5)	9,822.1 (2.7)
(名目)	10,208.1 (3.4)	10,553.7 (3.4)	10,955.0 (3.8)
個人消費	6,450.3 (3.1)	6,645.8 (3.0)	6,805.3 (2.4)
住宅投資	376.9 (1.5)	377.6 (0.2)	386.1 (2.2)
民間設備投資	1,308.0 (3.2)	1,224.4 (6.4)	1,274.8 (4.1)
政府支出	1,628.6 (3.6)	1,702.5 (4.5)	1,745.7 (2.5)
連邦	560.3 (2.7)	593.7 (6.0)	605.7 (2.0)
地方	1,067.5 (4.0)	1,108.7 (3.9)	1,140.0 (2.8)
民間在庫投資	61.7 [1.2]	14.8 [0.8]	46.3 [0.3]
純輸出	408.7 [0.1]	455.2 [0.5]	501.9 [0.5]
輸出	1,081.7 (4.5)	1,041.1 (3.8)	1,081.1 (3.8)
輸入	1,490.4 (2.7)	1,496.3 (0.4)	1,583.0 (5.8)
鉱工業生産指数	140.1 (3.9)	139.9 (0.2)	144.8 (3.5)
生産者物価指数	140.7 (2.0)	139.4 (0.9)	140.8 (1.0)
消費者物価指数	177.1 (2.8)	180.3 (1.8)	184.0 (2.0)

(注) 実質値は1996年連鎖ウェイト、鉱工業生産は1992年 = 100、
生産者物価は完成財、1982年 = 100、消費者物価は1982-84年 = 100

国際収支関連指標

(10億ドル、%、()内は前年比伸び率)

	2001年 (実績)	2002年 (予測)	2003年 (予測)
経常収支	393.4	439.3	503.2
財・サービス収支	358.3	387.7	457.4
財収支	427.2	443.4	515.8
輸出	718.8 (6.9)	668.4 (7.0)	708.5 (6.0)
輸入	1,145.9 (6.4)	1,111.7 (3.0)	1,224.3 (10.1)