

平成 14 年 11 月 20 日

2003 年度日本経済の見通し

～ 重苦しい雰囲気にも包まれる日本経済 ～

富国生命保険相互会社(社長 秋山 智史)は 2003 年度の経済見通しをまとめました。

【ポイント】

2003 年度の実質成長率は 0.7%、名目成長率は 1.3%と予測。なお、2002 年度の実質成長率は +0.6%の見込み。

不良債権処理の進捗によって家計・企業マインドが萎縮

金融再生プログラムの決定を受けて不良債権処理が徐々に進み、企業倒産が増加、失業率の上昇など雇用環境も悪化することが見込まれる。家計や企業のマインドは萎縮し、現在底堅く推移している個人消費が弱含み、設備投資の回復も遅れることが予想される。

輸出の伸びは鈍化、ただし大掛かりな生産調整の可能性は低い

また、欧米の需要減退を受けて輸出の伸びが鈍化し、生産活動は幾分停滞することが見込まれる。ただし、中国を中心にアジア向け輸出が引き続き堅調に推移すること、また、在庫水準が極めて低いことなどから、ITバブル崩壊後のような大掛かりな生産調整を迫られる可能性は低い。なお、イラク問題については依然不透明な部分が多いものの、一時的な原油価格の高騰や米国経済の停滞はある程度折り込まれつつある。仮に戦闘に至っても、大方の予想通り短期で終了すれば、世界経済が大きなダメージを受ける可能性は低いと考える。

不可欠な需要刺激策

このままでは、2003 年度の日本経済は、混迷を抜け出す糸口を掴めないまま重苦しい雰囲気にも包まれることが予想される。ただし、不良債権処理が本格化しても、その後の展望が開けるならば景気の極端な落ち込みは防げる。雇用の安全網を確保した上で消費や投資を刺激する税制改革や規制緩和を推し進め、必要な部分には資金を惜しまないという姿勢を政府がとるならば、株価の回復等によって痛みが緩和され、日本経済が早めに立ち直ってくる姿も描けるはずである。

図表1. 2002・2003年度経済見通し

(前年比、%)

	2001 年度 実績	2002年度見込み				2003年度予測		
		今回	上期 下期 (前期比)		前回 (02/9)	上期	下期 (前期比)	
			上期	下期				
名目国内総生産(兆円)	497.4 2.7	494.0 0.7	496.6 0.5	491.3 1.1	492.1 1.7	487.4 1.3	489.4 0.4	484.9 0.9
実質国内総生産(兆円)	525.1 1.8	528.5 0.6	530.4 1.5	526.7 0.7	525.3 0.6	525.0 0.7	526.2 0.1	523.7 0.5
民間需要	1.2	0.0	0.9	0.5	1.2	1.0	0.5	0.5
民間最終消費	1.3	1.0	1.2	0.7	0.5	0.9	0.6	0.1
民間住宅投資	8.0	6.0	2.0	7.9	5.5	5.1	2.4	6.6
民間設備投資	4.7	5.6	1.0	3.6	8.5	2.9	0.9	0.5
公的需要	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0
政府最終消費	2.6	2.5	1.3	1.2	1.7	1.4	0.5	0.6
公的固定資本形成	6.7	4.8	2.6	3.7	4.7	0.3	2.7	2.4
財貨・サービスの純輸出	0.5	0.5	0.5	0.2	0.6	0.1	0.2	0.0
財貨・サービスの輸出	8.0	7.1	8.6	1.9	7.6	2.0	1.3	3.3
財貨・サービスの輸入	4.7	2.4	4.3	0.0	2.7	1.8	0.1	3.9

注1. 実質値は1995年基準

注2. 民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な前提条件)

鉱工業生産指数	10.2	3.2	5.3	1.2	4.0	1.0	0.4	1.4
総合卸売物価指数※	0.0	0.9	1.1	0.6	1.1	1.5	1.5	1.5
国内卸売物価指数※	1.1	0.7	1.1	0.2	0.7	0.5	0.4	0.7
消費者物価指数※	1.0	0.7	0.9	0.5	0.7	0.3	0.3	0.3
貿易収支(兆円)	9.0	10.9	6.0	4.9	12.3	12.9	6.7	6.1
経常収支(兆円)	11.9	14.0	7.0	7.0	15.0	15.6	7.5	8.0
名目賃金指数※	1.6	2.1	3.0	1.2	1.7	0.9	0.8	0.9
完全失業率	5.2	5.5	5.4	5.6	5.4	6.2	6.2	6.3
住宅着工戸数	117.3	112.8	114.8	111.2	113.4	108.4	109.8	107.5
為替レート(¥/\$)	125.1	121.9	123.1	120.6	121.4	120.0	120.0	120.0
原油価格(\$/b)	23.8	26.2	25.8	26.7	26.0	23.0	23.0	23.0
米国実質成長率(年率)	0.3	2.3	3.5	2.2	2.2	1.9	1.5	2.3

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算したもの

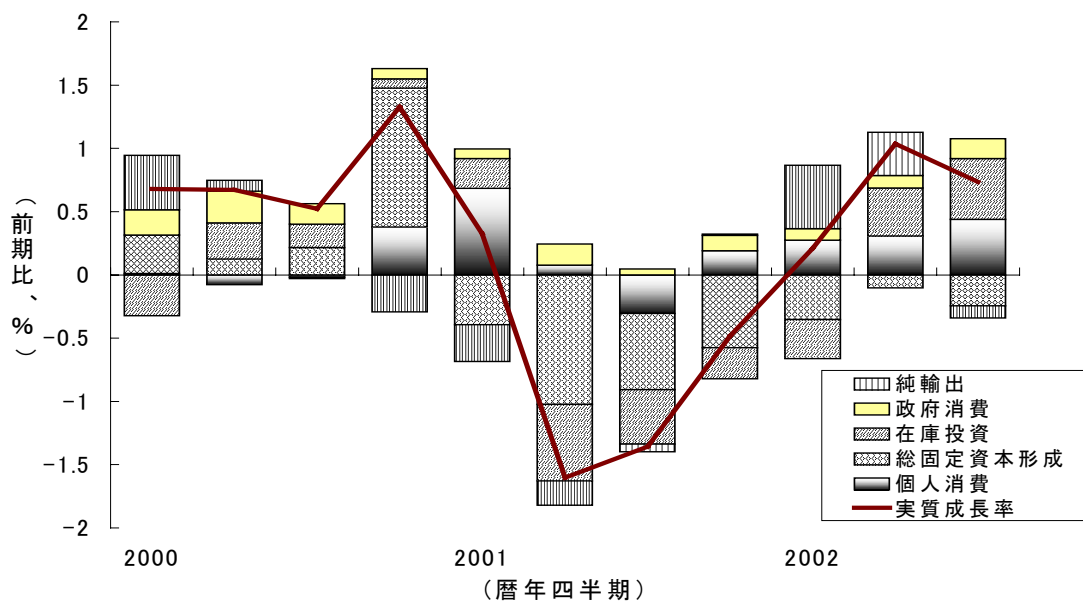
注2. 米国GDPは暦年の成長率

注3. 印がついた指標の半期は前年比伸び率。それ以外は季節調整値。

1. 日本経済の動向

11月13日に公表された2002年7～9月期の1次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.7%（年率換算3.0%成長）と3四半期連続のプラス成長となった。個人消費が4四半期連続のプラス成長となる0.8%増と好調に推移し、前期に続いて在庫圧縮幅の縮小も全体を大きく押し上げた。一方、輸出は中国向けを中心に引き続き増加したものの、輸入の増加額が上回り、純輸出の寄与度は0.1ポイントと4四半期振りのマイナスとなった（図表2）。

図表2. GDP成長率に対する需要項目別寄与度

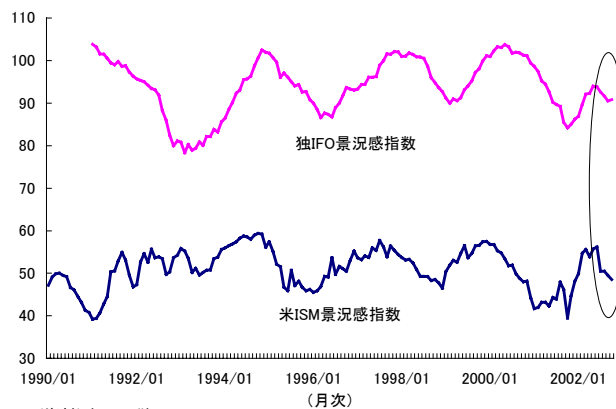


先行きの不透明感が高まる一方、生産活動は底堅い展開

2002年度上期の日本経済は比較的好調に推移したが、欧米の株価がITバブルに沸いた2000年当時のピークから軒並み半値以下の水準まで下落し、日経平均もほぼ20年前の水準となる8千円台まで落ち込むなど、世界的な株価低迷が続いている。米国の企業会計不信、企業業績の悪化懸念の高まりによって下落のテンポを速めてきたが、イラク情勢などのリスク要因が加わって、反転のきっかけを掴めない状況にある。こうした情勢を反映して欧米の景況感は悪化に転じており、景況感だけみれば完全に景気はピークアウトという格好になっている（図表3）。

日本においても日銀短観の業況判断DIに頭打ちの兆しが見られるなど、徐々に雲行きが怪しくなっているが、生産活動は依然底堅く推移している。9月の生産指数は前月比0.1%低下と3ヵ月振りの低下とな

図表3. ピークアウトした海外景況感



ったが、10月は再び上昇が予想されており、10～12月期を通してプラス成長となる公算が強い。また、在庫水準は依然として低く、現段階で再度の大掛かりな生産調整を迫られるという状況にはない(図表4)。

こうした生産活動の底堅さは輸出の好調に支えられたものであり、9月の輸出額は前年比6.9%増と6ヵ月連続でプラスとなり、好調を維持している。中心はアジア向けであり、とりわけ中国向けが大幅な伸びを続けている。また、品目別にみると、鉄鋼、化学、一般機械、電機、輸送機械など幅広い項目で好調を維持しており、IT需要に沸いた1999年から2000年にかけての好調期が電気機械主体の増加であったのと対照的だ(図表5)。特に生産波及効果が大きい自動車の好調が生産活動の底堅さに大きく貢献している。

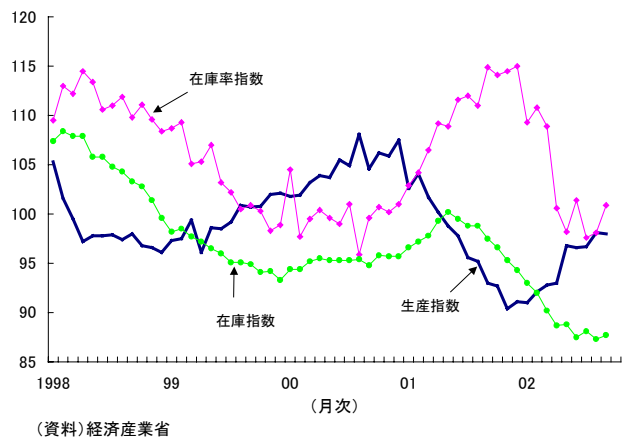
ところが、10月の米国の乗用車販売台数が前月比7.7%と大幅な落ち込みとなり、欧州でも概ね前年割れが続くなど、海外の自動車需要は減退の兆しをみせている。それに伴い、日本の自動車輸出も高水準ではあるが、やや頭打ちとなっている。今後については、海外市場でのシェア拡大によってある程度の水準は確保出来るだろうが、これまでのように自動車が輸出全体を力強く牽引していくという姿は描きにくい状況になってきた。

一方、中国経済は、ある程度は外需減退の影響を受けるとしても、旺盛な消費と五輪開催に伴う開発、外資の積極的な進出等固有の要因によって今後も好調を維持すると見込まれる。中国の需要が緩衝材となって、日本の輸出は大幅な落ち込みには至らず、生産活動も概ね横ばいの動きになると予想される。

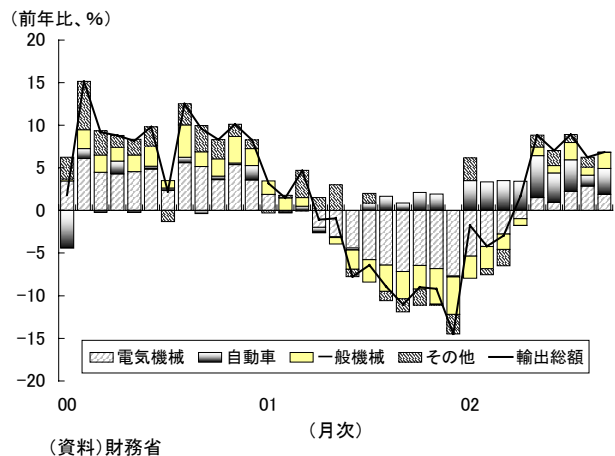
デフレを加速させる総合デフレ対策

10月30日に発表された金融再生プログラムは、うまく機能すれば中長期的に日本経済の活性化に大きく貢献する可能性があるが、短期的にはデフレを加速することにつながりそうだ。資産査定が厳格化される中、自己資本比率を維持するために金融機関の資産圧縮幅が拡大することや産業再生機構が設定する再生支援の基準自体が、企業淘汰のテンポを速め、失業率の上昇をもたらすことになる。一定の前提をおいて試

図表4. 底堅く推移する生産活動



図表5. 輸出品目別の寄与度



算すると、金融再生プログラムによって今後 13,000 社程度の倒産が発生し、失業率は 6.3%程度まで上昇するという結果になった^(注)。財政や税制改革で、その景気に対するマイナス効果を完全に相殺する施策が打ち出されることは期待薄であり、日本経済はしばらく重苦しい雰囲気にも包まれそうだ。これまで好調に推移してきた個人消費はその勢いを失い、企業もこれまで以上に負債の圧縮に努めるため、キャッシュフローの増分の多くは借入金の返済に向かい、設備投資の回復も遅れることが予想される。

(注) 失業率の試算は以下の方法で行った。

平成 14 年 3 月期末の全銀勘定における金融再生法上の不良債権は 43.2 兆円。このうち「破綻更生債権およびこれに準ずる債権」7.4 兆円の 5 割、「危険債権」19.3 兆円の 3 割が法的整理に至るとし、それによる倒産企業の負債総額は 9.5 兆円と仮定した。

今年 1 月～9 月の倒産会社 1 社当たりの負債額は 7.4 億円。総額 9.5 兆円は企業数に直すと 12,800 社となる。

企業倒産と失業者数には、倒産企業数が年間 1 万社を上回った分だけ失業者が前年比で積み増されるという関係があり、平均的にはプラス 1000 社ごとに失業者が 3.3 万人増加する。これに従うと、12,800 社の倒産増による失業者の増加は 42 万人程度。不良債権処理が本格化しない場合の 2003 年度の倒産件数を 2002 年度並と仮定すれば、不況型倒産などと合せて失業者の増加は前年比 60 万人強と見込まれる。その結果失業率は 6.3%程度に上昇する。

2 . 2003 年度の見通し

こうした情勢を踏まえて、2003 年度の成長率予測を行った。

前提条件

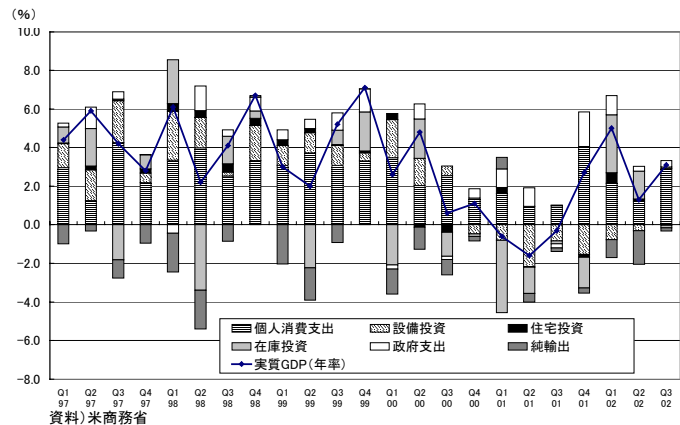
【米国経済】

2002 年 第 3 四半期 (7～9 月期) の実質 GDP 成長率は前期比年率 + 3.1%と前期の + 1.3%を大きく上回り、これで 4 四半期連続のプラス成長となった。項目別にみると、個人消費は、自動車を中心に耐久財消費が好調で、同 + 4.2%と全体を 2.9 ポイント押し上げた。また、低迷していた設備投資は、工場等の建物が依然として大きく落ち込んでいるもの

の、コンピューター関連の投資が増加したため、8 四半期振りにプラスに転じた。一方、住宅投資は、住宅ローン金利の低下を背景に着工戸数は依然として高水準であるものの、同 0.8%の微減となった。足元の動きをみると、10 月の小売売上高 (自動車除く) が前月比 0.7%増となるなど、消費は底堅く推移しているが、昨年以来、低金利やインセンティブ販売によって好調だった自動車販売が減少しつつある。また緩やかに回復していた生産活動は頭打ちとなっており、雇用環境の改善も遅れるなど、第 3 四半期に比べて弱い動きが見られる。

今後の見通しであるが、個人消費は、消費マインドが低下していることから低調に推移すると見込んでいる。好調だった自動車販売に陰りがみられることや、イラク情

図表 6 . 米国 GDP の推移 (寄与度)



資料)米商務省

勢次第では一定期間耐久財の買い控えが起こる可能性があることなども懸念材料である。また本格的な回復が待たれる企業部門（設備投資）も、回復していた製造業稼働率が低水準で伸び悩んでいることから、企業が積極的な投資を行なうことは期待できず、先行指標である資本財出荷（非国防）は9月に再び落ち込んでいる。住宅は、低利の住宅ローンを背景に底堅く推移すると見込まれる。政府支出は、州政府は州財政の悪化などの影響で支出を抑制するものの、国防費を中心に連邦政府の支出拡大が見込まれる。米国経済は、生産活動が頭打ちとなり、雇用環境も悪化しつつあることから、当面は停滞を余儀なくされるだろう。

2002年の実質GDP成長率は+2.3%、2003年は同+1.9%と予測した。なお今後のイラク情勢については、依然不透明要素が多いものの、概ねコンセンサスとなっている1~2月に攻撃が開始され比較的短期間で終結というシナリオを想定した。2002年10~12月、2003年1~3月は前期比年率1.2%と低成長になるものの、その後は同2.3%と巡航速度をやや下回る水準まで戻るだろう。その他のシナリオとしては、査察が順調に進み、戦争が回避される、イラクが徹底抗戦することで戦争が長期化する、といったものが挙げられるが、この場合は、今回の予測より早い段階で消費マインドの回復が見込まれることから、2003年1~3月期から巡航速度に戻ると見込まれ、逆にこの場合は、家計や企業のマインドの回復が遅れることで、2003年4~6月も低成長を余儀なくされる可能性が高い。このケースでは、2003年の実質成長率がメインシナリオより0.2ポイント高まり、このケースでは0.3ポイント低下するが、よほど長期化しない限り、日本経済への影響は軽微であると思われる。

【その他の前提条件】

為替レート

日本の不良債権処理策が迷走していたこともあって、それまで1ドル120円~125円のレンジで推移していた為替レートは、足元120円前後の水準にある。この背景には、米国の経済指標に弱い数字が相次いでいることや、FRBの利下げによって米国経済の先行きについて厳しい見方が増したことがあるが、一層の円高は輸出頼みの日本経済の悪化につながるため日本の当局が容認しないという観測も根強く、それが一方的な円高進行の歯止めとなっている。

今後についても、日米経済の方向感に大きな差は生じないと見込まれ、これまで同様110円台後半から120円台前半でのレンジ相場となると想定している。徐々に米国によるイラク攻撃の可能性が高まっているが、実行に移された時点で大きく振れる局面があったとしても、一時的なものに止まる可能性が高い。

原油価格

ドバイのスポット価格は、イラク情勢の不透明感によってプレミアムが数ドル上乘せられ、1バレル約26ドルと高止まりで推移していたものの、イラク攻撃の警戒感が後退するに伴い緩やかに下落した。前述したシナリオを前提とすれば、再び上昇に転じたとしても、2003年第2四半期以降は、リスクが払拭されるために比較的安定し

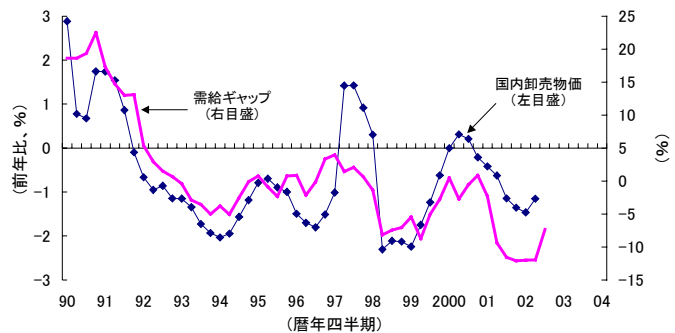
て推移すると想定している。但し、イラクへの攻撃が長期化することやサウジアラビアなど対日輸出国の油田破壊などによって需給が逼迫する事態が生じた場合は、想定をはるかに上回る原油価格になることは避けられないだろう。

需給面では、OPEC が9月の総会で原油生産枠を据え置くことを決定したことや米国の在庫水準が低水準であることから、需給が逼迫することが懸念されるが、世界的に経済成長の鈍化が見込まれる中、OPECの原油生産枠が形骸化されつつあることから、需給面による価格押し上げ効果は乏しいと考える。

物価指数

10月の国内卸売物価指数は、前年比 0.5%と25ヵ月連続で前年を下回った。堅調な生産活動を反映して、素材や中間財を中心に価格が上昇しているため、9月以降マイナス幅は1%を切っているが、生産の回復テンポが鈍っていることから、前年比でプラスになる状況は考えにくい。需給ギャップが引き続き高水準であることに加えて(図表7)、為替レートが前年比

図表7. 需給ギャップの推移



(資料) 経済産業省、日銀他より富国生命推計
 (備考) ギャップ率は潜在供給力と実際の生産指数との比率。潜在供給力は以下の推計結果をもとに推計期間の平均稼働率と平均労働時間数を使用して算出した。
 推計期間は1991年1～3月期から2000年10～12月期

$$\text{Ln(製造業生産指数/労働投入量)} = -0.46 + 0.979 \text{Ln(稼働率)} + 0.628 \text{Ln(製造業資本ストック/労働投入量)}$$
 (-16.45)(16.46) (33.98)
 自由度修正済み決定係数=0.968 ()内はt値
 ()内はt値

で円高になり始めていることも物価指数のマイナス幅縮小の妨げとなるだろう。また、消費者物価指数については、除く生鮮食品でみると、概ね前年比 0.7～ 0.9%の間で推移している。給与水準の低下を反映してサービス価格が落ち着いた動きとなることや、消費財の国内卸売物価が下落を続けていることを反映して、マイナス傾向が続くだろう。

金融政策

不良債権処理策の迷走を受けて短期金利が上昇に転じつつあった中、政府のデフレ対策を後押しするためもあって、日銀は10月30日の金融政策決定会合において、日銀当座預金の残高目標をこれまでの10～15兆円程度から、15～20兆円程度に引き上げる、これまで月1兆円ペースで行ってきた長期国債の買い入れを、月1兆2千億円ペースに増額する、といった金融緩和策を決定した。それを受けて短期金利は低下に転じたが、不良債権処理の加速に伴う景気悪化懸念が根強いために金融緩和策の打ち止め感は出ておらず、年末にかけて再度の緩和を求める声が政府や市場から高まる可能性は大きい。いずれにしろ、金融不安を発生させないために日銀は引き続き潤沢な資金供給を行い、短期金利はゼロ近傍に張り付くだろう。一方、長期金利は不良債権処理策がドラスチックなものとはならなかったことで4年振りの1%割れとなったが、税収不足や国債増発に対する懸念はつきまとう。これ以上の低下余地は乏しく、1%台前半での推移となると見込んだ。

財政政策

来年の通常国会で提出される予定の補正予算について、与野党から公共投資の上積みを求める声が強まり、結局公共投資の追加が行われる可能性が高まっている。そのため、今回の予測では不良債権処理の加速に伴う安全網の拡充に1兆円程度、都市型事業を中心に公共事業費も1兆円程度追加されると見込んだ。

2002年度見込みと2003年度の予測

2002年度の実質GDP成長率は、+0.6%と2年振りのプラス成長になる見込みである。数値改訂によって単純比較は出来ないが、前回予測(9月時点)と比較すると1.2ポイントの大幅な上方修正となる。輸出が好調を持続することで純輸出の寄与度は0.5ポイントとなり、個人消費も1.0%増と好調な伸びになる。ただし、こうした好調も上期限りであり、雇用・所得環境の悪化を背景にした個人消費の減少などによって、年度下期の実質成長率は前期比0.7%と減速に転じることになる。

2003年度の実質GDP成長率は、0.7%と前年のプラス成長から一転して再びマイナス成長となると予測した。企業倒産の増加とそれに伴う失業率の上昇などが家計や企業のマインドを萎縮させ、個人消費が0.9%減、設備投資が2.9%減となることが主因である。また、前年度の成長率を押し上げた在庫圧縮幅の縮小や純輸出の高い寄与がなくなることも大きい。

日本経済はある程度厳しい状況になることが想定され、2003年度は混迷を抜け出す糸口を掴めないまま重苦しい雰囲気にも包まれることが予想される。ただし、不良債権処理は短期的にデフレを加速させるとしても、過剰供給力を解消しデフレ解消の出口に向かうためには避けて通れない道である。痛みを避けるために産業再生機構が設定する支援の基準を甘くすれば、産業構造は何ら変わらず結局日本経済の再生も叶わない。

こうした情勢においても、その後の展望が開けるならば景気の極端な落ち込みは避けられるはずだ。消費や投資を刺激する政策を推し進め、必要な部分には資金を惜しまないという姿勢を政府が示すならば、株価の回復などによってある程度痛みが緩和され、日本経済が早めに立ち直ってくるという姿も想定できる。税制改革や規制緩和によってデフレの大きな要素である土地の効用を高める。また、住宅の買い替え需要が喚起される税制(住宅ローン利子の所得控除制度など)の導入や積極的かつ大胆な特区構想によって地域経済を活性化する、あるいは、もっと長期的な視点からは少子化対策として抜本的な政策を打ち出すといったことも有効と思われる。

需要項目

需要項目別にみると以下の通り

【個人消費】

2002年7~9月期の実質民間最終消費支出は、前期比0.8%増と4四半期連続のプ

ラスとなった。自動車販売が好調に推移し、薄型テレビなどを中心に家電販売も伸びた。また、9月の連休が比較的天候に恵まれ、交通費や宿泊費などレジャー関係の支出が伸びたことも全体を押し上げた。

図表8は名目消費と雇用者報酬の水準を並べたものであるが、昨年半ば以降の所得は大幅に水準を下げており、最近の個人消費の好調は、専らマインドの好転によってもたらされたものといえる。不況期において

生活水準を維持するために消費性向が上昇するというラチェット効果による部分もあるが、輸出の回復によって企業業績が底入れし、それが先行きの所得回復期待につながったことも大きく影響していると考えられる。しかし、年末の賞与が前年比マイナスと見込まれるなどその期待は裏切られつつあり、内閣府の月次消費動向調査における消費者態度指数が8月以降低下に転じ、10月の景気ウォッチャー調査における家計動向関連の現状判断DIが急落するなど、マインド面に陰りが出始めている。また、生産活動の回復を背景に製造業を中心に上向きかけていた就業者数が8月以降前月比で減少に転じるなど、雇用環境もやや厳しさを増している。

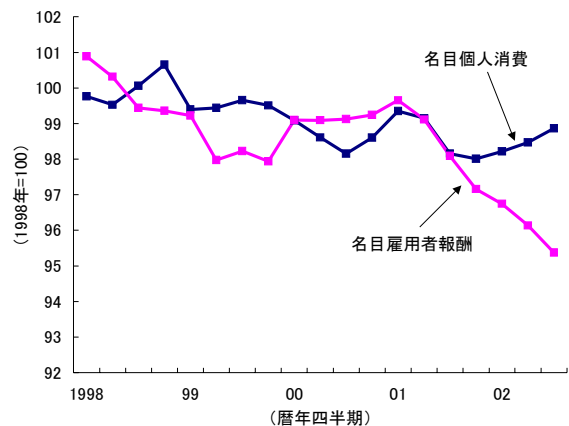
今後の個人消費を取り巻く環境は厳しい。失業率は2003年4～6月期には6%台に乗ると見込まれ、生産活動の伸び悩みによってこれまで所得の落ち込みをカバーしてきた残業代も多くは望めない。2002年度の実質個人消費は、上期の好調によって前年比1.0%増と2年連続のプラス成長になると見込まれるが、2003年度は先行きの見通しが立ちにくい中、雇用環境の悪化並びに所得の減少が消費マインドを萎縮させ、同0.9%減に落ち込むと予測した。

【住宅投資】

2002年7～9月期の実質民間住宅投資は前期比0.2%減と3四半期連続のマイナスとなった。着工戸数は、前期比3.8%減の112.5万戸となった。

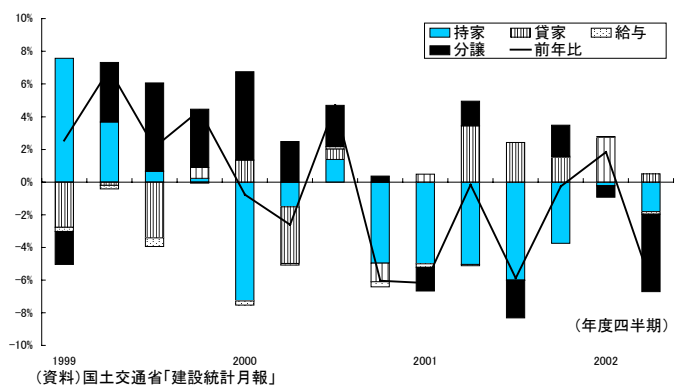
着工戸数を利用関係別にみると、持家は4～6月期が前年比0.6%減となった後、7～9月期が5.6%減となっており、減少幅は拡大している。住宅金融公庫の全国住宅市場調査結

図表8. 名目消費と所得の推移



(資料)内閣府

図表9. 住宅着工戸数の寄与度分解



(資料)国土交通省「建設統計月報」

果（平成 14 年 9 月）をみても、注文住宅受注状況判断 DI（「受注増」「受注減」）は 9 月調査が 25.8 となり、6 月調査（ 18.0 ）に比べて悪化しており、持家の減少は暫く続きそうである。

分譲も 7～9 月期が前年比 16.1%減となり、二桁の減少が続いている。不動産経済研究所の「マンション市場動向」によると、10 月の首都圏、近畿圏の発売戸数はそれぞれ前年比で増加したが、10 月末の首都圏の在庫戸数が 4 年振りに 1 万戸を超えるなどやや供給過剰感が出始めており、徐々に供給を絞らざるを得なくなるだろう。

一方、貸家は 7～9 月期が前年比 1.4%増と賃貸ワンルームマンションを中心に堅調に推移しているが、やや減速の兆しが見え始めている。住宅金融公庫の全国住宅市場調査結果（平成 14 年 9 月）をみると、賃貸住宅受注状況判断 DI（「受注増」「受注減」）は 7～9 月が 19.3、10～12 月が 15.5、1～3 月が 21.7 とマイナスが続く見通しとなっている。さらに、空室状況判断 DI（「空室減少」「空室増加」）をみても、6 月調査（ 11.4 ）、9 月調査（ 15.1 ）と下降が続いており、見通しは明るいものではない。

2003 年 12 月末入居が期限となる現行の住宅ローン減税が需要をある程度下支えするだろうが、不良債権処理に伴う失業率の上昇や株価の下落などから住宅購入意欲は盛り上がりにくく、住宅着工の回復は期待できないだろう。

実質住宅投資は 2002 年度は 6.0%減、2003 年度は 5.1%減と予測した。なお、住宅着工戸数は 2002 年度が 112.8 万戸、2003 年度が 108.4 万戸の予測である。

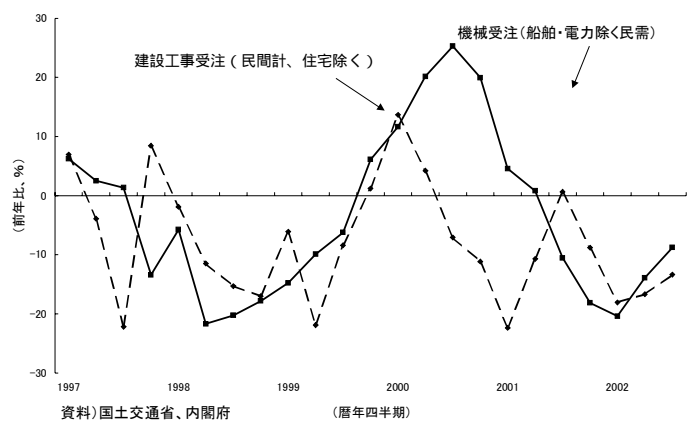
【設備投資】

2002 年 7～9 月期の実質民間設備投資は前期比 0.9%減と前期（4～6 月）の +0.2% から再びマイナスに転じた。

法人企業動向調査によって、設備投資の動向をみると、4～9 月の実績見込みは、全産業が前年比 10.0%減（製造業同 17.3%減、非製造業同 6.2%減）のマイナスとなった。業種別では、自動車と同 8.9%増と唯一プラスとなっているものの、電気機械が同 26.8%減、一般機械が 11.5%減と軒並み減少した。

企業は生産設備に余剰感を抱いており、日銀短観（9 月）によると、製造業の生産・営業用設備判断 DI（「過剰」-「不足」）は、全規模合計で 25%ポイントと依然として過剰感が改善されていない。また、緩やかに回復していた稼働率も、前回の設備投資が回復した水準に達していない。このようにストック面からみると、積極的な設備投資が期待できる状況ではない。

図表 10．建設工事受注と機械受注



今後について、先行指標からみると、まず建設工事受注（大手 50 社、住宅除く）は、9 月が前年比 8.7% 減となるなど、オフィスビルの過剰感から減少傾向が続いている。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）も、7～9 月期が前期比 1.7% 減と前期のプラスから再びマイナスに転じており、10～12 月期の見通しも同 6.5% 減を見込んでいることから、建設・機械の両面で、2002 年度内の設備投資の低迷は避けられない。

これで 2 年連続のマイナスを見込むことになるが、2003 年度の回復も期待できない。厳しい経営環境におかれている銀行の貸し出し態度が慎重になっており、中小企業を中心に資金調達が難しい状況が続くと見込まれる。また 2003 年 3 月期の企業収益は、回復が見込まれているものの、企業は財務体質強化が急務であり、キャッシュフローの増分の大半は、有利子負債の圧縮に充てられると思われる。今後、総合デフレ対策のもと、銀行は厳格な基準によって資産査定を強いられることから、与信圧縮の動きを加速することが予想される。また産業再生機構が設定する支援基準を有利子負債額とキャッシュフローの倍率とすることも検討されており、負け組のレッテルを貼られないためにも企業は、一層有利子負債の圧縮を加速させることになるだろう。さらに製造業は、国内での投資を絞り、中国などの海外へ投資を向けている。価格競争力を確保するためには、生産拠点を国内に留めていることは難しく、コスト削減を図るために海外へ進出する企業が続出すると思われる。

2002 年度の実質民間設備投資は前年比 5.6% 減を見込んでいる。また 2003 年度は同 2.9% 減と 3 年連続のマイナスを予測した。

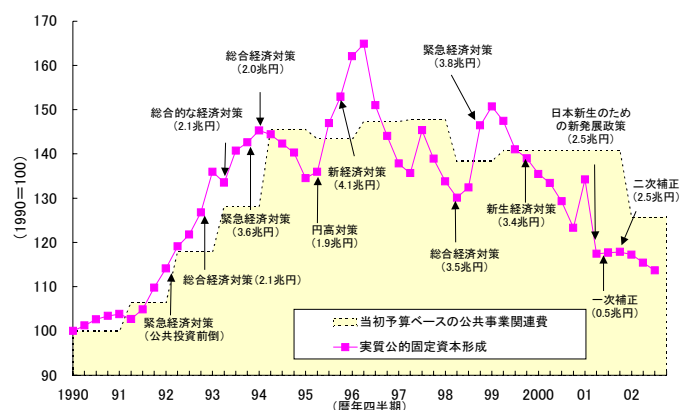
【公的需要】

2002 年 7～9 月期の実質公的固定資本形成は、前期比 1.6% 減と三四半期連続の減少となった。ただし、公的需要全体としては、政府支出が引き続き介護保険の給付増などにより増勢を維持しているため、+0.3% 増と実質成長率を 0.1 ポイント押し上げている。

政府は年明けの通常国会に提出する補正予算案に総合デフレ対策に伴う財政措置を盛り込む方針であり、今回の予測においては不良債権処理の加速に伴う安全網拡充として 1 兆円程度、さらに 1 兆円程度の公共投資の追加が行われると想定した。ただし、その効果が実際に現われるのは新年度入り後となり、2002 年度内は引き続き公共投資が景気の押し下げ要因となるだろう。2002 年度の実質公的資本形成は前年比 4.8% 減と 4 年連続の減少になると見込んだ。

2003 年度上期については、今年度の補正予算と来年度予算を一体化した「15 ヶ月

図表 11 . 過去の経済対策と公共投資



(資料)内閣府資料等より富国生命作成
(備考)92年の緊急経済対策以外は一般会計の補正予算成立時期で示した。()内は補正予算における公共事業費等の規模

予算」によって公的資本形成が前期比 2.7%増となると見込んでいる。ただし、その効果も長続きはせず、下期の減速によって年度を通しては 0.3%減と 5 年連続の減少となると予測している。一定の財政規律を維持しながら財政デフレのマイナス効果を薄めるためには、資金の効率的な配分を行うとともに、公共工事に絡むコストを吟味し、単価を削減することで経済効果を高めていくことが必要である。首相もそうした指示を出しているところであるが、それに従ってどのような予算が組まれるか、注目されるところである。

【純輸出】

2002 年 7~9 月期の財・サービス輸出は、前期比 0.5%増と 3 四半期連続でプラスとなった。

貿易統計で足元の動きをみると、9 月の輸出数量指数は、前期比 5.0%減と減速した。地域別では、米国が同 6.7%増、EU が同 5.7%減、アジアが同 4.1%減となっており、これまで牽引役であったアジアは、前年比では二桁の伸びを示しているものの、減速の兆しが窺える。

今後の見通しであるが、アジア向け輸出は、足元では弱含んでいるものの、ある程度の高水準を維持することになるだろう。輸出を伸ばした前回(99 年前半)は、IT に大きく依存していたため、米国経済の停滞によって、我が国のアジア向け輸出は落ち込んだ。しかし今回のアジア向け輸出は、アジア内需向けに支えられている面が強く、品目も多様であることから、

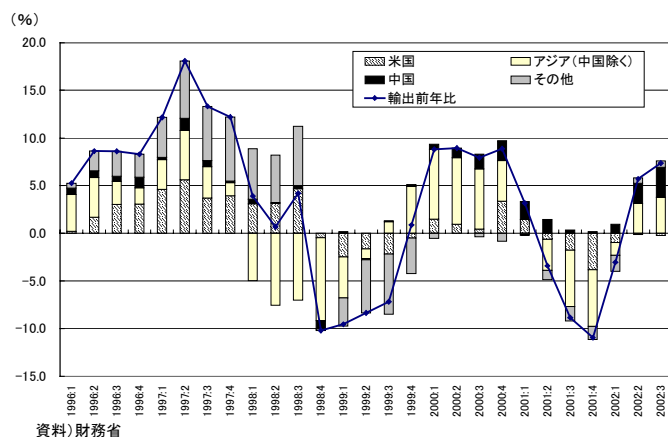
リスクの分散が期待できる。そのため米国の落ち込みによるアジア向け輸出の減少は軽微であろう。アジア経済も、中国が引き続き高成長が期待でき、大半のアジア主要国も生産関連指数が前年を上回って推移するなど堅調である。また、イラク問題による米国の需要減はこれまで述べた通り限定的と考えており、その分はアジア向け輸出がカバーできると見込んでいる。2003 年前半、輸出の伸びが鈍化するものの、イラク情勢のリスクが払拭されることで米国経済が上向き、徐々に増加基調となるだろう。

2002 年度の輸出は実質 7.1%増を見込んでおり、また、2003 年度は実質で 2.0%増と 2 年連続のプラスを予測した。

一方、2002 年 7~9 月期の財・サービス輸入は、前期比 1.8%増と 2 四半期連続のプラスとなった。

貿易統計で足元の動きをみると、9 月の輸入数量指数は、前期比 3.5%増となった。地域別では、米国が同 6.7%増、EU が同 5.5%増、アジアが同 4.9%増と主要国は軒

図表 12. 通関輸出額地域別寄与度(前年比)



並み増加した。また商品別にみると、電気機器が前月比 5.4% 増、機械機器が同 5.0% 増となるなど加工品の輸入増が目立つ。企業が海外に生産拠点を移し、我が国へ輸入する動きが定着しているためであり、特に 9 月の通関ベースでは米国を凌ぐ規模となっている中国に対してその動きを加速させていることから、輸入依存度の上昇が見込まれる。そのため、我が国内需の低迷を想定しているものの、輸入は堅調な伸びを示すと思われる。

2002 年度の輸入は実質で 2.4% 増と輸出の伸びを下回り、また 2003 年度は実質で 1.8% 増と予測した。

その結果、2002 年度の純輸出は前年比 27.8% 増となり、実質 GDP を 0.5% 押し上げる。また 2003 年の純輸出は同 2.6% 増となり、実質 GDP を 0.1% 押し上げると予測した。

(以上)

図表13. デフレーター伸び率(1995年基準)

(前年比、%)

	98年度	99年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
国内総支出	0.5	1.6	1.9	0.9	1.3	0.7
民間最終消費	0.5	0.6	1.2	1.6	1.2	0.6
民間住宅投資	1.9	0.4	0.3	1.1	1.0	0.6
民間設備投資	1.9	3.0	2.7	1.1	2.2	1.8
政府最終消費	0.5	1.9	0.5	0.1	0.8	0.8
公的固定資本形成	2.0	2.5	2.0	1.2	2.1	2.5
財貨・サービスの輸出	1.6	7.5	2.5	2.1	1.5	0.9
財貨・サービスの輸入	4.4	5.0	1.8	2.7	1.4	3.5

注1. 2000年度以前は、既に確報値として公表されている数値

— 予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(前年比、%)

	98年度	99年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
実質国内総支出	0.8	1.9	1.7	2.0	0.6	0.7
民間需要	1.4	1.1	1.3	1.2	0.0	1.0
民間最終消費	0.6	1.2	0.0	0.5	0.6	0.5
民間住宅投資	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
民間設備投資	0.9	0.1	1.4	0.8	0.9	0.4
公的需要	0.4	0.7	0.1	0.3	0.1	0.2
政府最終消費	0.3	0.8	0.7	0.4	0.4	0.2
公的固定資本形成	0.1	0.1	0.6	0.6	0.3	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.2	0.1	0.2	0.4	0.5	0.1
財貨・サービスの輸出	0.4	0.5	1.0	0.9	0.7	0.2
財貨・サービスの輸入	0.6	0.5	0.8	0.4	0.2	0.2

注1. 2000年度以前は、既に確報値として公表されている数値

注2. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

— 予測