

2002年11月19日

明治生命・安田生命合同作成
2003年度の経済見通しについて
～外需主導型から牽引役不在へ、遠い自律回復への道～

明治生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）と安田生命保険相互会社（社長 宮本 三喜彦）は、2004年1月に合併することに基本合意しており、このたび、相互の資産運用力の一層の向上を図る観点から、2003年度の経済見通しを合同で作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本の実質GDP成長率予測

2002年度 1.0% 2003年度 0.3%

2. 要 点

- ①外需の頭打ちにより、2003年の年明けにかけ景気はいったん足踏み状態へ。しかし、世界景気の緩やかな回復と政策面からの景気下支え効果により、2003年度後半は緩やかな回復へ。
- ②政策面では、2003年度後半に真水4兆円程度の補正予算が編成されることを前提。日銀は一段と踏み込んだ金融緩和策の実施を余儀なくされよう。
- ③政府が構造改革を進める中で、テーマ別に推進してきた個別プロジェクトの政策への反映が進めば、2004年度以降の消費及び投資マインドの活性化に繋がる可能性。

〈主要計数表〉

	2001年度 (実績)	2002年度 (予測)	2003年度 (予測)
名目成長率	▲2.7%	▲0.4%	▲0.3%
実質成長率	▲1.8%	1.0%	0.3%
成長率寄与度・内需	▲1.3%	0.4%	0.5%
・外需	▲0.5%	0.5%	▲0.3%

(注) 当リリース内容を掲載される際の出所の表記は、「明治生命・安田生命」または「明治・安田生命」でお願いいたします。

経済見通し総括表

(前年度比:%)

	2001年度 (実績)	2002年度 (予測)	2003年度 (予測)
名目国内総支出	▲2.7	▲0.4	▲0.3
実質国内総支出	▲1.8	1.0	0.3
民間最終消費支出	1.3	1.5	0.3
民間住宅	▲8.0	▲2.8	▲2.1
民間企業設備	▲4.7	▲3.9	2.6
政府最終消費支出	2.6	2.6	1.7
公的固定資本形成	▲6.7	▲5.3	▲8.6
財貨・サービスの輸出	▲8.0	8.2	▲0.9
財貨・サービスの輸入	▲4.7	3.7	1.8
鉱工業生産	▲10.2	3.8	1.1
卸売物価(総合)	▲0.0	▲1.1	▲0.4
(国内)	▲1.1	▲1.0	▲0.7
消費者物価	▲1.0	▲0.8	▲0.5
経常収支(兆円)	11.9	13.9	12.9
貿易収支	9.0	10.8	10.1
輸出	46.2	48.6	48.3
(前年度比:%)	(▲7.3)	(5.2)	(▲0.5)
輸入	37.2	37.8	38.3
(前年度比:%)	(▲2.8)	(1.7)	(1.2)
為替相場(円/ドル)	125円	124円	126円

実質成長率寄与度

(%)

	2001年度 (実績)	2002年度 (予測)	2003年度 (予測)
国内需要	▲1.3	0.4	0.5
民間需要	▲1.2	0.3	0.8
民間最終消費支出	0.7	0.9	0.2
民間企業設備	▲0.8	▲0.6	0.4
公的需要	▲0.1	0.1	▲0.2
財貨・サービスの純輸出	▲0.5	0.5	▲0.3
財貨・サービスの輸出	▲0.9	0.9	▲0.1
財貨・サービスの輸入	0.4	▲0.3	▲0.2
実質成長率	▲1.8	1.0	0.3

1. 2003年度の日本経済の見通し

(1) 概要

日本経済は、これまで景気の牽引役だった外需の頭打ちが予想されるため、2003年の年明け以降、いったん足踏み状態となる。しかし、今後実施が予想される政府の需要対策や、デフレ下で底堅く推移する個人消費により景気の失速は免れ、2003年度後半は再度緩やかな回復に向かう展開を予想する。

2002年度前半の景気は、堅調な輸出が牽引役となり、実質GDP成長率が7-9月期まで3四半期連続で前期比プラスになるなど、実感は乏しいながらも回復を続けてきた。しかし、米国景気回復の足取りが重いことや、年度前半の円高の影響がタイムラグを経て表れることから、今後の輸出は鈍化が予想される。

家計部門については、外需減速に伴い企業景況感が下振れするため、雇用・所得環境は目先悪化に向かう。社会保障制度の変更による、約2.5兆円の国民負担増も、可処分所得を減少させる要因となり、個人消費は減速感が強まるだろう。しかし、ここ数年抑制されてきた耐久消費財の潜在的な買い替え需要には根強いものがあるとみられ、今後は家計の間で、貯蓄の取り崩しにより一定レベルの消費水準を確保しようとする動きが顕在化すると予想する。物価下落傾向の持続も、賃金減少のマイナス効果のある程度相殺すると考えられるため、個人消費は底割れには至らない。2003年度後半にかけては、景気回復への期待感から消費マインドも改善に向かい、耐久消費財の潜在的な買い替え需要が出始めることで、個人消費は緩やかながら回復基調に戻ると予想する。

住宅投資は、ローン減税が2003年12月までの入居が条件となっていることから、ある程度駆け込み需要が期待できるものの、一方で過去の住宅取得促進策による需要先食いの反動減も大きく、2003年度まで4年連続の対前年度比マイナスが続くと予想する。

企業部門については、ITバブル崩壊以降、大きく低下した在庫水準は依然として低水準にとどまっているものの、輸出に牽引されて鉱工業生産は7-9月期まで3四半期連続の増加を続けてきた。しかし、外需鈍化により2003年度前半にかけては伸び悩むだろう。設備投資は過剰設備圧縮への意欲が強いため、足元まで減少傾向が続いているが、機械受注などを見る限り、今年末には底入れする可能性が高い。2003年度は、今まで必要最小限に抑えられてきた更新投資が徐々に滲み出てくる展開が予想されるほか、政府の優遇措置を受けた研究開発投資や情報化投資も一定規模の拡大が期待できる。反面、投資収益率の高い海外へ生産拠点を移す動きも活発化することから、設備投資は2003年度を通じて低い伸びにとどまろう。

政策面では、小泉・竹中ラインの緊縮財政・構造改革路線と、内需拡大策を重視する与党とのせめぎ合いが激化する中、結局、2003年度も真水4兆円程度の補正予算が編成されると予想する。これにより景気の底割れは回避されるものの、地方自治体の公共投資の落ち込みが予想されることもあって、景気を大きく押し上げるほどの効果は期待できない。日銀は、不良債権処理促進に伴うデフレ圧力を緩和する観点から、一段と踏み込んだ金融緩和策の策定を余儀なくされるだろう。

足元から2003年度にかけての日本経済を総括すれば、デフレ脱却はいまだ遠く、構造改革が大きく進む可能性もまた低いと言わざるを得ない。ただ、政府の目指す構造改革が中長期的な日本の潜在成長力を高めるといふ政策である以上、1~2年で評価を下すのは難しい。足元の景気が底割れしないよう適切な金融財政政策をうちつつ、政府が推進してきた、新規事業育成などの各種プロジェクトの成果が徐々に政策に反映される段階に移れば、萎縮気味の企業、家計マインドが次第に上向き、2004年度以降の消費及び投資の活性化につながっていく展開も期待できよう。

(2) 家計部門—実質所得の目減りによるマイナスの影響は不可避

2003年度前半にかけ停滞感が強まる個人消費

個人消費は、家計調査の勤労世帯実質消費支出が4-6月期、7-9月期と2四半期連続で増加するなど、足元は堅調に推移している。特に耐久財消費が好調で、6月以降のカメラ付き新機種投入に伴い携帯電話に買替えの動きが見られたほか、サッカー・ワールドカップを契機としたDVDなどのデジタル家電や、新車投入効果による自動車などの販売が伸びた(図1)。

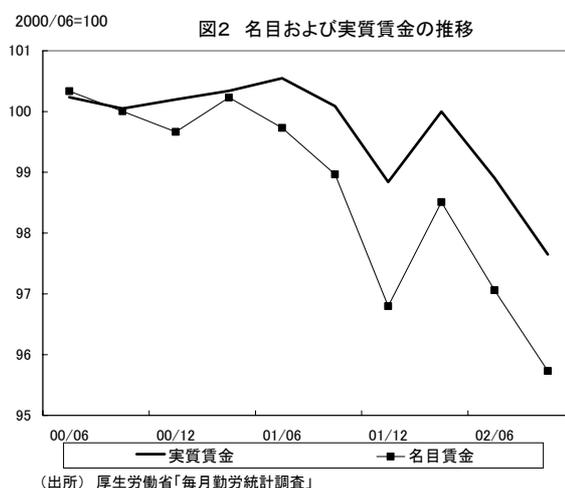
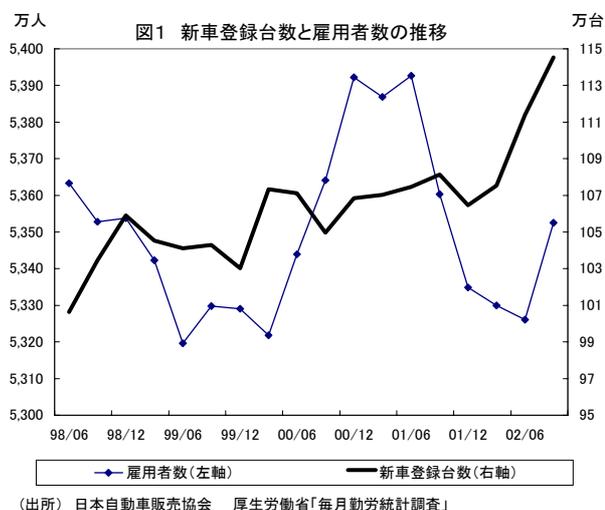
しかし、しばらくは勢いを保ったとしても、その後については不安が多い。これまでの堅調な消費は、春先からの輸出主導での景気回復傾向の中で、企業が雇用を増加させたこと

が一因であったが(図1)、輸出にかけりが見えることで雇用者増はこれまでほどには期待できない。企業のリストラが継続し、業務外注化の流れが一般事務部門から経理・人事・企画など多岐に亘りつつあり、パートタイム労働者のウエイトが徐々に高まっていることも一般労働者の雇用を圧迫しよう。経済の成熟化に伴って、雇用は成長力のある健康・医療、環境、高度教育などのサービス業にシフトしてゆく必要があるが、残念ながらまだ十分ではない。人材・ノウハウ不足といった問題はあがるが、公的規制の撤廃が望まれるところである。

実質賃金の下落も懸念材料だ。2001年度以降、名目賃金が再び低下し始めたが、同時に物価が下落したため、実質賃金は一定の水準が維持されてきた(図2)。だが、デフレ長期化に伴う売上低迷の中で人件費が企業収益の重荷となり、2002年度に入ると名目賃金の引き下げ幅が物価下落に比べ大きくなったことで、実質賃金の大幅下落につながっている。生産の回復による所定外給与の底入れもあり、循環的な雇用者所得の改善を期待する向きもあるが、約9割を占める所定内給与・賞与は今後も大きく伸びる環境にないので、個人消費を押し上げる力としては不十分だろう。

加えて、2003年度始からは社会保障制度変更による国民負担増が控えている。健康保険の自己負担率、雇用保険料、介護保険料の引き上げ、年金給付の物価連動引き下げなど、企業負担も含め合計で年間約2.5兆円の負担増となる。現在検討されている配偶者特別控除・特定扶養控除の廃止・縮小が実現すれば、さらに数千億円負担が増える。

このように家計の可処分所得の実質的な減少が避けられないため、個人消費は2003年度の前半にかけ停滞感を強めるだろう。ただ、家計は日頃から不測の事態に備えて貯蓄をしており、いざ

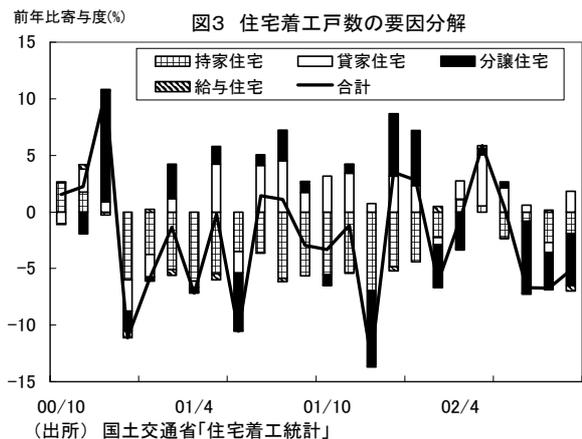


という時にはその蓄えを取り崩して消費にあて、生活水準が急激に低下するのを避ける。そのため、可処分所得が減少しても消費性向が上昇して、所得の目減りほどは消費支出が減らない傾向がある。来年度からの可処分所得の一段の目減りに対しては、消費性向が相応に上昇し、個人消費の底割れは回避されよう。

2003年度の後半は、景気回復への期待感から消費マインドも改善に向かい、耐久消費財の潜在的な買い替え需要が出始めることで、個人消費も持ち直しへ向かう。2002年度は前年度比1.5%増、2003年度は同0.3%増と2年連続のプラスを予想している。

駆け込み着工の押し上げ効果は限定的で、減少が続く住宅投資

住宅投資は、住宅ストックの過剰感の強まりや、家計の雇用・所得に対する将来不安の高まりに加え、一連の住宅取得促進政策による需要の先食いの反動もあり、依然弱含みの状況が続いている。2000年冬以降、持家の前年割れが続いているうえに、都心回帰や高層マンションブームによりこれまで比較的好調だった分譲住宅にも一巡感が出てきている。唯一貸家のみが堅調に推移しているが、それは需要面で家計が将来の所得への不安から、多額なローンを抱える持家・分譲住宅を敬遠し貸家を選好する傾向がでてきていること、供給面で住宅販売の低迷に悩む住宅産業や、自己のもつ不動産の有効活用を考える一部の土地保有層がアパート建設に積極的に乗り出していることが要因だ(図3)。



今後については、2003年12月までの入居が条件となる住宅ローン減税の適用を狙った駆け込み着工がある程度出るだろう。だが、住宅投資の約半分を占める持家の主力購入層と見込まれる2次取得層が、デフレによる既保有住宅の資産価値減少と実質債務負担感の増大で、積極的に購入に踏み切れる状況にはないため、押し上げ効果は限定的だろう。結果として、住宅投資全体は、2002年度が前年度比2.8%減、2003年度が同2.1%減と4年連続して前年割れは避けられないと予想する。

(3) 企業部門一輸出停滞の影響で生産は頭打ちへ、設備投資は増加に転じるも反発力は弱い

外需のピークアウト感強まる

輸出は、GDP統計ベースで1-3月期が前期比4.8%増、4-6月期が同5.9%増と2四半期連続して大きく増加した。背景には、落ち込みの激しかった半導体などのIT関連財が輸出先の在庫調整一巡で持ち直したことや、2001年初から今年の春先まで続いた円安の効果がタイムラグを伴って顕在化してきたことがある。しかし、7-9月期の輸出は同0.5%増にとどまるなど、欧米向けが減少に転じ、好調だったアジア向けにもかげりが見え始めており、全体として伸び悩み傾向が鮮明になっている(図4)。

今後の輸出は、海外需要の強さに大きく依存する。地域別にみると、日本からの輸出の約5割を占める欧米諸国の需要が、株式市場の不透明感などを原因とする消費者・企業マインドの停滞で当

面は力強さを欠くだろう。一方、アジア諸国は、中国や韓国に代表されるように自律的な内需の好調さがあり、相対的に底固い動きを期待できる。だが、彼らの最大の輸出相手国である米国の景気の停滞傾向が鮮明になれば、いずれ影響が及ぶのは避けられない。

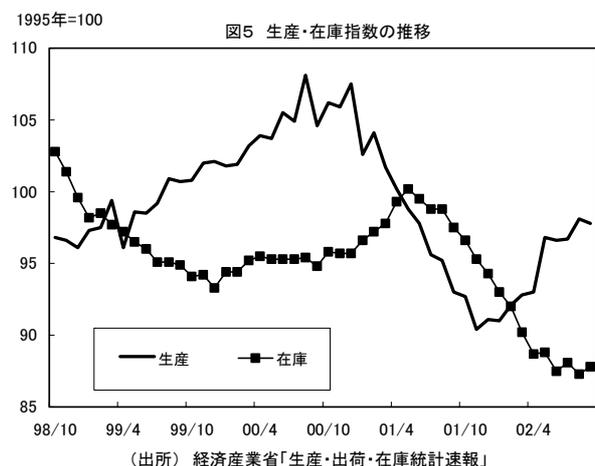
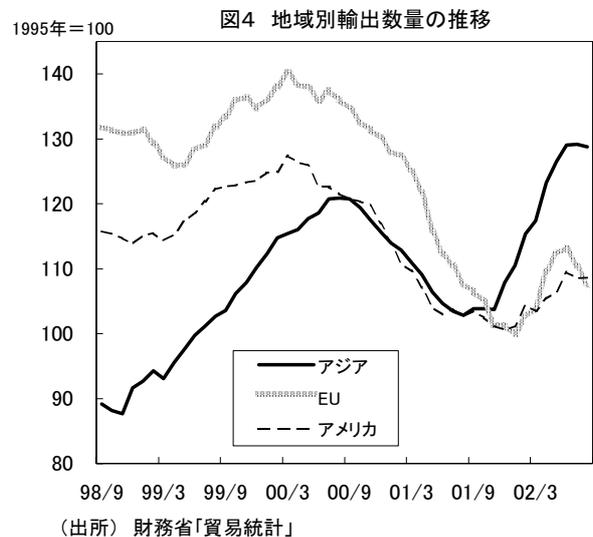
この結果、2003年度前半にかけて、海外需要に目立った牽引役が不在となり、加えて、今後は今年度前半の円高の影響が徐々に出てくることで、輸出の下押し圧力は強まろう。その後、夏以降は米国が再び緩やかな成長軌道に乗り、世界的な需要も回復してゆくため、年度末に向け増加に転じる。年度平均では、2002年度は前年度比8.2%増、2003年度は同0.9%減を見込む。

一方、輸入は、国内景気の停滞感が強まることで2003年度前半は伸び悩むが、後半は内需が下げ止まることで年度末に向け増加に転じよう。なお、2003年度前半の下押し圧力は、2002年度前半の円高がタイムラグを伴ってプラス要因になることや、海外拠点からの逆輸入などにより輸入浸透度が上昇することから、輸出ほど大きくはならないであろう。2002年度は前年度比3.7%増、2003年度は同1.8%増となろう。

生産活動は踊り場へ

生産活動は、今年1-3月期以降、3四半期連続で前期比プラスとなるなど、在庫調整の進展とともに拡大基調を辿っている(図5)。特にアジア向け輸出に牽引されてIT関連の生産財や鉄鋼・化学・乗用車などが好調であった。だが、内需の停滞が続いており、国内向けの消費財や資本財の回復は遅れている。さらに最近の外需の伸び悩みにより、足元の生産水準は前回ピークの約9割までしか回復していないにもかかわらず、既に減速傾向が見え始めている。

今後は輸出の伸び悩みが一段と鮮明になることで、生産活動も年末にかけて頭打ち感が強まり、2003年度央まで踊り場状態が続くこととなろう。但し、在庫が1988年以来の歴史的低水準まで落ち込んでいるため、2001年のような急激な在庫圧縮による大幅な生産調整は見込みにくい。2003年度後半には、生産は輸出が持ち直し傾向となることで、増加に転じよう。



設備投資は遅れて回復基調となるが、反発力は力強さ欠く

生産活動は年初に底入れしたが、設備投資は依然として回復が遅れている。9月の日銀短観では、大企業製造業の2002年度設備投資計画が前年比9.2%減の大幅マイナスとなっている。業種別にみると、自動車・石油・運輸・リースなどがわずかに伸びるだけで、大半の産業で手控え姿勢が続いている。前回の景気回復局面では顕著だった情報化投資も、自治体や一部大企業を除くと伸びはまだ大きくない。ただ、先行指標である足元の機械受注の動きを見ると、電気機械、一般機械、通信などで下げ止まりの兆しが出ており、年末には設備投資は底入れすると見込む。

2003年度は、更新投資が徐々に始まるであろう。これまで企業は過剰債務および過剰設備の圧縮をもっぱら優先させることで、増益局面でも更新投資を控えてきた。だが、新規投資が除却・償却減耗額を下回り、設備の老朽化が進む一方であるため、これ以上の投資先送りは製品の質の低下をもたらしかねない(図6)。必要最低限の供給能力の維持を目的とした「守りの更新投資」が、2002年度の大増益を背景に年度始から増えてこよう。加えて、競争力強化を目的とした研究開発投資や生産性向上を目的とした情報化投資も引き続き堅調だろう。総合デフレ対策に盛り込まれた1~2兆円程度の研究開発・IT投資関連の政策減税も追い風となり、徐々に増勢を強めよう。

反面、設備投資の約半分を占める能力増強投資は、もうしばらく停滞が続こう。というのは、国内のデフレ傾向が長期化する中、企業は投資収益率が相対的に高い海外生産を積極化させるからである。設備投資全体は、2003年度は増加基調を維持するものの、過去の回復局面のような力強い伸びは期待できない。2002年度は前年比3.9%減、2003年度は同2.6%増と見込む。

(4) 財政—先進国中最悪の財政状況により、強力な需要創出効果は期待できない

需要対策が不十分な総合デフレ対策

景気が停滞し、需要不足に陥った局面においては、従来は財政政策が経済対策として追加的に実施されることで、景気浮揚の呼び水となってきた(図7)。過去を振り返ると、1995年前半も、1月の阪神大震災や4月の80円割れ寸前となった円高で企業の景況感・消費者心理が悪化し、需要が急速に落ち込んだ時期だ。当時の村山政権は緊縮財政路線を採っていたが、景気の腰折れを回避すべく積極財政へ転換し、9月に公共事業を中心とした総額1.4兆円の景気対策を決定した。これが結果的には呼び水となり、企業の景況感・消費者心理が改善、内需は持ち直し1997年5月まで回復局面は続いた。

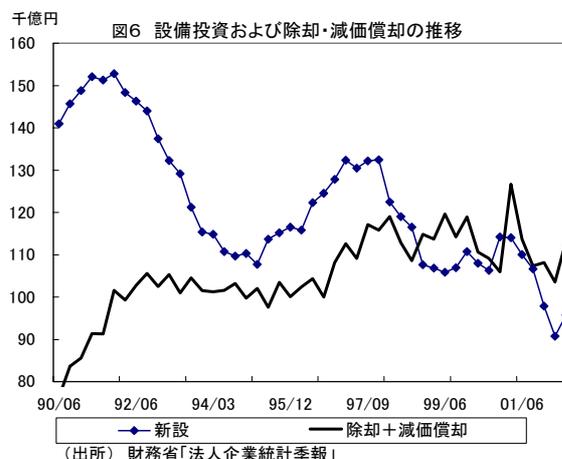


図7 過去の景気対策

時期	対策名	内閣	規模(兆円)
1992/08	総合経済対策	宮澤	11
93/09	緊急経済対策	細川	6
94/02	総合経済対策	細川	15
95/09	経済対策	村山	14
98/04	総合経済対策	橋本	16
11	緊急経済対策	小渕	27
99/11	経済新生対策	小渕	18
2000/10	日本新生のための新発展政策	森	11
01/04	緊急経済対策	森	-
12	緊急対応プログラム	小泉	4
02/02	総合デフレ対策	小泉	-
10	総合デフレ対策	小泉	1~2

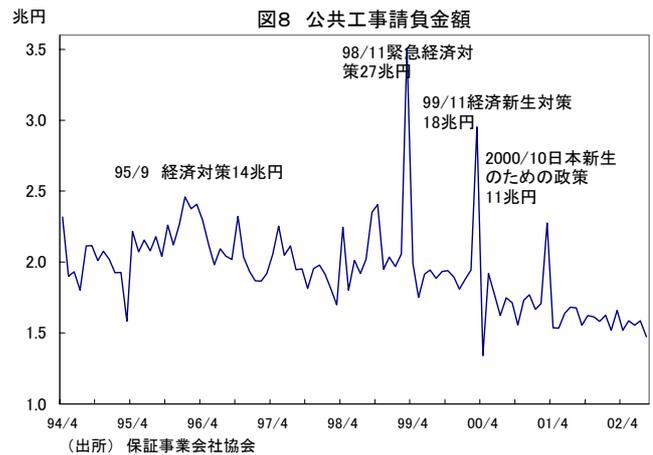
注) 2002年10月のデフレ対策の規模は未定のため予想

(出所) 内閣府

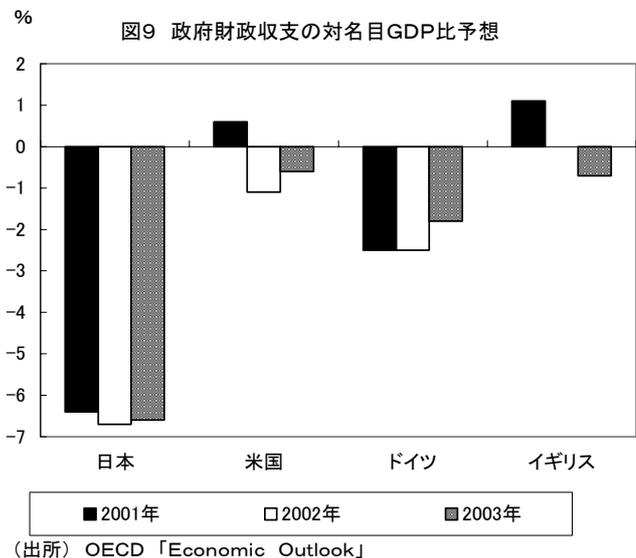
しかし今回は、小泉政権は構造改革を重視する路線を堅持している。したがって、当面、財政に景気の牽引役としての役割は見込みづらい。10月末に発表された総合デフレ対策を見ても、金融機関による不良債権処理の加速と、再編等を通じた借り手企業の再生を主目的として掲げており、需要不足対策はあまり期待できず、短期的にはむしろ需要不足を加速しかねない。

2003年度に4兆円程度の経済対策の策定を想定

2002年度の公共投資は、GDPベースで7-9月期まで3四半期連続で前期比マイナスとなっている。年度前半は2001年度2次補正予算分の執行があったものの、2002年度の公共事業費が当初予算比較で前年度に比べ1割削減されていることで押し上げ効果は限定的となった(図8)。デフレ対策に目立った需要対策が盛り込まれなかったため、年明け以降の補正予算で真水2兆円程度の対策が盛り込まれても、年度後半以降も押し上げ効果は十分ではない。よって、公共投資は年度末にかけて減少幅を拡大させるだろう。



2003年度については、政府の公共事業費予算は前年度比3%程度の小幅な減額にとどまる見込みである。さらに、2003年半ばにかけて景気が踊り場を迎える中、政府は現在の緊縮的財政路線を部分的に軌道修正し、需要対策に取り組まざるを得なくなると見ている。首都圏環状道路や羽田空港拡張を含む都市型公共投資の拡大などが想定される。但し、2002年度のような新規発行国債30兆円枠という制約はなくなるが、政府債務残高/名目GDP比率が約140%、財政赤字/名目GDP比率が約7%といずれも先進国中最悪という苦しい財政状況の中(図9)、規模は真水で4兆円程度にとどまろう。年度後半以降はこうした経済対策の効果が表れるが、全体の約3分の2を占める地方自治体の公共投資の落ち込みが、国庫補助金や地方交付税交付金の減少により鮮明となるため、押し上げ効果は限定され、減少幅がやや縮小するにとどまるだろう。2002年度は前年度比5.3%減、2003年度は同8.6%減となる。



政府消費は、2002年度、2003年度とも緩やかな増加基調をたどろう。高齢化の進展に伴う社会保障関係給付の増加が主因だ。但し、2003年度の健康保険の自己負担率引き上げにより、政府消費の一部が個人消費に移転することや、公務員数の削減・給与水準の引き下げが続くことで伸びは鈍化し、2002年度は、前年比2.6%増、2003年度は同1.7%増となる。

一方で新産業育成と雇用創出へ向けて具体化の動きが

このように2003年度は、財政政策による直接的な需要創出効果は限定的なものとなるだろう。一方、政府の目指す構造改革とは、資本や労働力といった資源が市場と競争を通じてより生産性の高い分野へ再配分され、結果として中長期的な日本の成長率が高まることである。この理念を実現するために、政府は昨年6月の「骨太の方針」の発表以来、個別テーマごとに様々なプロジェクト等を設置してきており、特に産業育成や雇用創出関連で具体的検討の動きが見られ始めている。

米国では1980年代後半に、MIT調査委員会が中心となって、半導体、自動車、工作機械など8分野の競争力の綿密な調査・分析が実施された。そして同委員会による提言が、関連分野の労働生産性の向上と産業競争力の強化につながったといわれる。日本においても、各種研究会の成果が、政府の規制緩和政策や産業政策、雇用政策に今後具体的に反映されるようになれば、現在は将来不安からやや萎縮気味の家計・企業部門も徐々に明るさを取り戻し、いずれ消費および投資の活性化につながっていく。

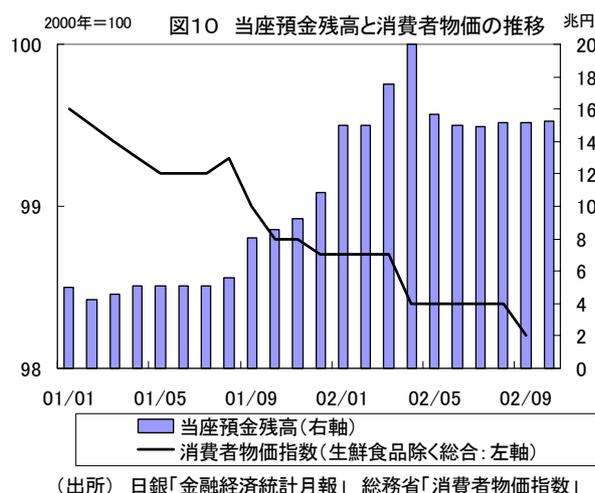
(5) 金融・物価の前年割れは続き、金融政策は一段と緩和の方向へ

通信料金の引き下げ競争の一服や、一部の外食産業における価格の引き上げなどで、春先には物価に下げ止まる兆しが見られたが、その後の為替レートの円高傾向や内外需の停滞で、足元は再びデフレ圧力が強まりつつある(図10)。国内卸売物価は、イラク情勢の緊迫や天候不順を受けて原油価格やその他の一次産品価格が高止まりすることや、為替レートが今後緩やかに円安方向へと向かうことがプラス要因となる。だが、国内の需給ギャップが解消されないため、やや下げ幅が縮小するものの低下基調が続く。2002年度は前年度比1.0%低下、2003年度は同0.7%低下と3年連続のマイナスを予想する。

消費者物価は、割安な海外製品の流入が続くことに加え、サービス価格も構造改革特区の導入など規制緩和と拡大による競争激化もあり低下傾向が継続する。2002年度は前年度比0.8%低下、2003年度は同0.5%低下と6年連続の物価下落となる。

金融政策は、2003年度中も消費者物価上昇率がプラスに転じることが見込めないため、日銀が現在の緩和路線を変更する可能性は低い。むしろ、不良債権処理促進に伴うデフレ圧力を緩和するために、一段と踏み込んだ金融緩和策の策定を余儀なくされるだろう。

為替レートは、2003年度前半までは日本の景気停滞が鮮明となることで円安傾向となるが、後半以降は日米景況感格差の縮小からやや円高方向に向かう。年度平均で、2002年度は124円、2003年度は126円と予想している。



2. 海外経済環境

(1) 個人消費の減速感強まる米国経済

米国経済の総括表

(%、億ドル)

	97年	98年	99年	,00年	,01年	,02年(予)	,03年(予)
実質GDP	4.4	4.3	4.1	3.8	0.3	2.3	2.4
個人消費	3.6	4.8	4.9	4.4	2.5	3.1	2.1
設備投資	12.2	12.5	8.1	7.8	-5.2	-5.6	1.6
住宅投資	2.0	8.0	6.7	1.1	0.3	3.3	0.8
在庫投資	(0.4)	(0.2)	(-0.2)	(0.1)	(-1.2)	(0.6)	(0.2)
純輸出	(-0.3)	(-1.2)	(-1.0)	(-0.8)	(-0.2)	(-0.7)	(-0.2)
政府支出	2.4	1.9	3.9	2.7	3.7	4.2	3.3
名目GDP	6.5	5.6	5.6	5.9	2.6	3.5	3.9
消費者物価	2.3	1.6	2.2	3.4	2.8	1.6	2.0
経常収支	-1,284	-2,038	-2,929	-4,103	-3,934	-4,580	-4,630
財政収支	-220	692	1,244	2,369	1,272	-1,585	-1,150

(注) () 内の数値は実質GDPに対する寄与度。財政収支は財政年度。

米国経済は、2001年に循環的なりセッションに加え、株価の下落や9.11テロ事件などに見舞われて4%前後の成長から一気に0.3%の成長に落ち込んだ。ただ、機動的な金融財政政策によって景気は2001年10-12月期以降回復局面に入っている。企業部門がハイテク関連中心に業績の悪化やストック調整に直面する中、FRBによる低金利政策や自動車業界によるゼロ金利ローンなどのインセンティブもあって、住宅販売や自動車販売が伸びるなど家計部門が健闘してきたことが大きい。2002年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率で5.0%と予想以上の回復を示した後、4-6月期は同1.3%と鈍化したものの7-9月期は3.1%と持ち直し景気拡大は続いている。

こうして、実体経済は緩やかながらも回復が期待される中、2002年4月以降、株式市場の下落が続き、7月~10月にはテロ発生後の安値を更新していった。これは、ハイテクを中心とする企業収益の回復の遅れが基本にある。また、負債総額が600億ドル強のエンロンや1,000億ドル強のワールドコムなどの大型倒産の影響、あるいはその原因となった不正会計疑惑が深刻化したことが大きい。さらに、テロ再発の懸念やイラクを巡る不透明感などもあり、欧州の投資家を中心に米国からの資本流出の影響も大きかった。米国への直接投資や証券投資を通じた資本の流入は大きく鈍化してきている。不正会計疑惑については、7月に投資家の保護を目的に「企業改革法」を決め、監査法人を調査する独立監視機関の設置や不正会計に対する罰則強化を盛り込んでいる。コーポレートガバナンスそのものが問われる厳しい情勢ではあったが、こうした対応の速さや、大企業でもルールを犯せば一瞬の内にマーケットから退場を迫られるなど依然市場メカニズムが機能しており、米国における経済社会システムの自浄能力が失われていないことを裏付けることにもなった。もっとも、米国型資本主義が普遍的なものではないことを暴露してしまった痛手は大きい。このように、一方では米国の覇権が揺らいできていると言わざるを得ない事象が昨年来続いている。イラク攻撃で挽回を図ろうとしている面が強いが、大きな流れを変えるのは難しいようにも見える。

なお、住宅価格の上昇が、株価下落による逆資産効果のかなりの部分を相殺してきた。不動産バブルを懸念する見方もあるが、実際には価格上昇は住宅に限られた動きであり、上昇幅も一桁の伸びにとどまっている。また、住宅着工件数は6月以降、前月比で3ヵ月連続で減少を続けた後、9

月は大幅に増えるなど振れているが、緩やかにピークアウトする方向にある。こうした中、8月には金融政策のスタンスが中立から景気配慮型に変更された。FFレートの引き下げは行われなかったが、1.75%の政策金利は、物価や景気の実態から割り出されるFRBの目標（テーラールール）を大幅に下回っており、むしろ、株式バブルや通信バブルの崩壊の下で何としてもデフレを阻止するための姿勢が窺える。さらに、11月6日にFFレートは0.5%引き下げられた。その背景には、7-9月期の個人消費は前期比年率4.2%の伸びを示したものの、9月以降、底固かった小売売上が徐々にかけりを示し始めていることがある。インセンティブ販売で自動車の売上げは健闘してきたが、10月は急速な売上げの減少に見舞われている。パソコンは普及の一巡化もあり低調である。また、企業収益の回復の遅れから企業部門による雇用調整が長期化しており、失業率は9月の5.6%から10月には5.7%へ上昇した。家計部門では、雇用不安や株式市場の低迷と共に消費マインドが徐々に冷え込んできている。所得そのものは減税政策の効果から可処分所得が伸びており、消費が大きく落ち込むことは避けられるが、貯蓄率が4-6月期に4.0%、7-9月期に3.7%と高止まりしているように、消費は抑制された形にならざるを得ないだろう。11月の中間選挙で共和党が勝利したことで、時限措置になっている所得税減税の恒久化等が検討されているが、財政が再び赤字化している中では難しい。むしろ、イラク問題を巡る不安心理の影響が大きくなっている。

企業部門では2001年10-12月期に在庫調整を大幅に進めた後、年明け以降、流通段階での在庫を積み増してきており、輸入の急速な拡大につながった。ただ、在庫率は低いままで推移しているものの企業マインドや消費者マインドの悪化から、8月以降、在庫の積み増しはやや見直しを迫られている。その結果、9月の港湾封鎖を前にした駆け込み輸入と言う特殊要因を除けば、輸入にもピーク感が出てきている。設備投資は2001年10-12月期に前期比年率-10.9%と大きく落ち込んだ後、4-6月期は同-2.4%、7-9月期は同0.6%と改善はしているが、半導体や通信を中心にストック調整が続いている。企業は膨らんだ債務の圧縮を急いでおりバランスシート調整が進んでいる。つまり、ユーザーサイドのIT投資は2002年1-3月期より徐々に底入れ傾向を示しているものの、メーカーサイドの過剰設備は調整しきれない。非国防資本財受注は9月に大きく落ち込むなど一進一退の状況にあり、設備投資は増勢に転じても、ハイテク関連のストック調整から弱い回復にならざるを得ない。したがって、2003年の米国経済は、在庫率が低いことや消費の底固い動きから失速は回避されるが、3.5%程度と見られる潜在成長率を大きく下回る2.4%の成長にとどまり、停滞感を払拭しきれない状況が続くことになろう。

(2) ドイツ中心に減速感強まる欧州経済

EU 経済の動向

		(%)					
		98年	99年	,00年	,01年	,02年(予)	,03年(予)
英	実質GDP	2.9	2.4	3.1	2.0	1.4	2.2
	消費者物価	2.6	2.3	2.1	2.1	2.0	2.1
	失業率	4.5	4.2	3.6	3.2	3.2	3.1
独	実質GDP	2.0	1.8	3.0	0.6	0.3	1.0
	消費者物価	1.0	0.6	1.9	2.5	1.4	1.2
	失業率	10.9	10.5	9.6	9.4	9.8	9.9
仏	実質GDP	3.5	3.2	4.2	1.8	0.8	1.8
	消費者物価	0.6	0.5	1.7	1.7	1.8	1.7
	失業率	11.3	10.2	8.9	8.8	9.1	9.2
ユーロ圏 (12)	実質GDP	2.9	2.7	3.5	1.4	0.7	1.4
	消費者物価	1.2	1.1	2.4	2.5	2.2	1.7
	失業率	10.2	9.4	8.4	8.0	8.4	8.5

(英の消費者物価は住宅金利を除くベース)

ユーロ圏の成長率は2001年1.4%と鈍化し、しかも、10-12月期は前期比-0.3%だったが、2002年1-3月期は0.4%、4-6月期も0.4%と緩やかな回復を示してきた。ところが、年央以降から急速にマインドが冷え込み始めている。これまで、統合のエネルギーを背景に国境を越えた直接投資やM&Aによって活性化が図られてきたが、ITバブルの崩壊と共に過剰投資の反動から大型企業の倒産が起こるなど厳しさを増してきたことが大きい。また、生産の回復傾向が景気を下支えしていたが、輸出のピーク感から生産が伸び悩み始め、企業部門の業績悪化が進んでいる。さらには、株価の下落が追い討ちをかけており、企業マインドの急速な悪化につながっている。もともと、輸出を軸に企業部門の回復傾向が続いていた時も、稼働率を上げるほどではなく設備投資は低調であった。内需が非常に弱い状況にあったところへ輸出の先行き不透明感や、企業業績の悪化を通じて個人消費は再び弱含みを強いられている。春頃まで、ECBは比較的早めに政策金利を引き上げるものと見られていたが、景気の減速感が強まってきたことで、逆に、早期の利下げを迫られている。

なお、99年の通貨統合以降、ユーロは対ドルでほぼ一貫して下げてきたが、2002年の年明け以降、強含みの展開を示し、7月には1ドル=1ユーロのパリティを回復している。その後、やや弱含んだものの資金の動きから見て高めの水準で推移すると見られる。欧州では、通貨統合を推進して来た背景や、ECBが物価の抑制を最優先させていることからユーロ高を歓迎している面がある。ただ、景気の減速傾向と共にユーロ高による輸出や景気の抑制要因の方が強くなっている。また、市場統合・通貨統合を進めてきたEUだが、その前提である財政などの制度の統合が遅れている。例えば付加価値税は3%から25%と幅があり、一本化への調整が進んでいない。また、ポルトガルは2001年の財政赤字がGDP比4.1%であったことが判明して、7月に欧州委員会は財務相理事会宛て初めて是正の勧告を行っている。景気の低迷や減税政策の影響から、ドイツ・フランス・イタリアも上限の3%に近づいている。こうした情勢下、欧州委員会は財政の均衡目標を2004年から2006年へ延期する方針だが、各国とも自国の景気対策を重視する方向に傾いており、財政均衡はさらに遅れる見通しである。

【イギリス】 イギリスの景気は、2002年1-3月期の前期比0.1%成長から4-6月期は0.6%、7-9月期は0.7%と持ち直しているものの、今期以降、輸出や生産の落ち込みなど企業部門中心に弱含みに転じる方向にある。ただ、所得の順調な伸びや住宅価格が2割前後で上昇を続けていることなどを背景に、個人消費は比較的堅調な動きを続けている。消費者物価は9月2.1%とターゲットの2.5%を下回っているが、政策金利を4.0%の比較的高い水準のまま据え置いている。マネーサプライの伸びが高めであることや輸入物価の底入れ感、あるいは賃金の伸びが4%弱と強含みで推移していることが影響している。いずれにしても、雇用が伸びていることから比較的堅調な成長が見込まれよう。

【ドイツ】 ドイツ経済は1-3月期に輸出主導で0.3%と底入れし、4-6月期も0.3%と緩やかな回復が続いたが、その後、低迷感が急速に強まっている。輸出の低迷に伴う生産の落ち込みに加えて、通信・建設などの過剰投資の反動から企業倒産の増加や人員削減が進んでおり、個人消費が徐々に冷え込んできたことが大きい。特に、旧東独地区の悪化が著しいこともあり、5月以降、失業者は危機ラインの400万人を超え失業率は9月に9.8%となっている。また、8月にドイツ東部を襲った洪水の影響は被害額150~200億ユーロとも言われており、2003年か

ら予定していた所得税減税を1年延期して復興対策費用に切り替えた。9～10月の雇用が若干増えるなど、この分景気を下支えするが不十分だろう。なお、首相の諮問委員会が8月に失業者数を3年で200万人に半減させる計画を打ち出したが、内容的には人材派遣業の強化や若年層の失業対策強化などで目新しさはない。歳入が伸び悩む中、財政規律を遵守するスタンスから景気対策も小幅なものにとどめざるを得ず、足元の海外受注がやや伸びているのが救いだが、内需が弱く当面厳しい情勢が続く見通しである。

【フランス】 2002年1-3月期のGDPは前期比0.5%、4-6月期は0.4%の伸びだった。しかしながら、輸出の低迷を背景に設備投資がマイナスになるなど企業部門の悪化が進んでいる。個人消費の伸びによって比較的堅調さを示してきたフランス経済も減速の方向にある。低下していた失業率は6月に再び9%台乗せを余儀なくされている。このため、5月に発足したラファラン内閣は、当面の財政赤字拡大を覚悟の上で所得税減税（今後5年で3分の2の水準へ）を実施することや、競争力の重視策から週35時間労働制を39時間へ復帰させることなど保守中道政権色を打ち出しつつある。

（3）比較的堅調ながら投資の下方修正を迫られる東アジア経済

東アジア経済の実質GDP

(%)

	97年	98年	99年	00年	01年	02年(予)	03年(予)
中国	8.8	7.8	7.1	8.0	7.3	7.7	7.4
韓国	5.0	-6.7	10.9	9.3	3.0	5.4	4.6
台湾	6.7	4.6	5.4	5.9	-2.2	3.0	3.2
香港	5.0	-5.0	3.4	10.2	0.6	1.5	1.8
シンガポール	8.4	0.3	6.4	10.7	-2.0	3.2	4.0
タイ	-1.4	-10.5	4.4	4.6	1.8	3.6	3.8
マレーシア	7.3	-7.4	6.1	8.3	0.4	3.3	4.1
インドネシア	4.5	-13.1	0.8	4.9	3.3	3.4	3.6
フィリピン	5.2	-0.6	3.4	4.4	3.2	3.4	3.5
(合計)	6.7	0.7	6.6	7.7	3.7	5.4	5.3

東アジア経済は、2001年の低迷から2002年年明け以降回復局面に入った。回復のきっかけは米国からのIT関連受注の底入れが大きかったが、基本的には中国・韓国など東アジア自身の内需が拡大してきている影響が徐々に大きくなっている。つまり、東アジアが比較的健闘しているのは、世界の生産拠点化していることで中国を中心に先進国からの直接投資が増えていることに加え、個人消費や設備投資等の内需が育ってきており域内貿易が広がってきていることが大きい。ただ、経済規模はまだ小さく世界経済の下支えができる訳ではなく、米国への輸出依存度も依然大きい。実際、8月頃から徐々に米景気減速の影響を受け始めている。さらには、爆弾テロ事件の頻発から観光産業にもかげりが出始めている。

2002年1-3月期は、米国の在庫積み増しの影響から半導体を中心とする電子部品の輸出増や価格上昇が大きかったことから生産を大幅に増やしてきた。ところが、7-9月期に入り米国の在庫積み増しが一巡化すると、米国からの受注は大きく鈍化している。米国におけるパソコン需要の回復の鈍さや通信の過剰設備の影響からアジアの生産にピーク感が出始めている。今年下期に本格回復すると見られていた世界のIT関連需要は、米国・欧州の回復の遅れから2003年後半

以降に遠のく見込みで、そのため価格引き下げ圧力も大きくなっている。特に、韓国・台湾の輸出環境が急速に悪化してきている。中国の輸出の伸びが7月・8月と20%台の伸びを示し、鈍化するまでタイムラグがあるのは、中国に進出している企業が米国現法への在庫積み増しを続けた影響も大きい。米国での在庫積み増しが一巡化したことで東アジアにおける企業マインドが徐々に低下してきている。特に、台湾や韓国では米国からの受注増を見込んで大幅な設備投資増を計画していたが、下方修正せざるを得ないだろう。したがって、2003年は5%台後半の成長を見込まれていた東アジア経済も、比較的堅調とはいえ5.3%の成長にとどまろう。

【中国】 実質GDPは2001年の7.3%に続き、2002年1-6月期は7.8%の伸びと堅調に推移している。西部地区への公共投資増や個人消費の伸びなど内需の伸びが基本だが、2002年の年明け以降、米国向け中心に輸出が回復しており、他の東アジア諸国よりも輸出の伸びが長く続いたことが大きい。ただし、輸出の伸びは外資系企業の寄与も大きく、今後、徐々にピークアウトの方向を示そう。また、WTO加盟を契機に関税引下げや自由化の影響から輸入も急速に伸びている。

ただ、先進諸国がIT産業のストック調整に直面する中、中国は全般的に普及率がまだ低いこともあり、政府・民間部門ともIT化を急いでいる。依然、携帯電話・パソコンの売れ行きが好調であり、内需を軸に比較的順調な成長を続けよう。もっとも、90年代における改革開放政策で成長率は高まったが、無計画な過剰投資の結果、国有企業改革や金融機関の不良債権処理に手間取っている。特に、家電製品の増産で在庫が増え、値引き販売に陥るパターンを繰り返している。消費者物価は1%前後のマイナスとデフレ圧力が大きい状況が続いている。ASEANとの自由貿易協定によって輸出拡大に依存していかざるを得ないだろう。

【韓国】 2002年上期の企業収益は好調に推移した。輸出の伸びを背景にした製造業だけでなく、内需の伸びによって非製造業も収益力は大幅に改善した。しかしながら、米国からの輸出受注のピーク感やウォン高から、9月の輸出の鈍化や製造業の景況感悪化に表れているように、今後の輸出環境は悪化の方向にある。したがって、収益は徐々に鈍化を強いられることになるだろう。既に、生産がやや回復を示している中、設備投資の落ち込みに表れている。ただし、金融改革が順調に進んだことが大きな下支え要因になっている。不良債権比率は3%台に低下しており金融仲介機能を回復させている。政治主導で経済改革に成功し、企業収益は過去最高を更新しているが、逆に、12月の大統領選を前に政界の対立が激しくなり政治不信の高まりを見せている。

【台湾】 台湾経済は2001年IT不況の影響で-2.2%と戦後初めてのマイナス成長を強いられたが、2002年1-3月期以降回復に転じている。その原動力は輸出の伸びが大きかった。米国向けの輸出にかげりが出始めた後も、中国への直接投資増とも相まって同国向け輸出で下支えを果たしてきた。ただし、米国向けの輸出鈍化の影響は大きく7月以降ピーク感が強まっており、10月は同国向け輸出が-16.9%に落ち込んだ。2002年上期は、米国向け半導体受注の回復で生産や工場稼働率が上昇したが、7-9月期以降受注環境は急速に悪化している。今年の設備投資計画も下方修正せざるを得ないだろう。

(ご参考)

明治生命と安田生命の「2003年度経済見通し」合同作成について

明治生命保険相互会社(社長 金子亮太郎)と安田生命保険相互会社(社長 宮本三喜彦)は、2004年1月1日に合併することに基本合意しており、このたび、合併に向けた両社一体運営の一環として、「2003年度経済見通し」を合同で作成、発表することといたしました。

この合同作成は、2003年度の、日本を中心とした世界経済の姿を両社共同で予測、各種数値で具体的に示すことにより、両社の資産運用における迅速な政策判断と、運用成果の安定的確保に資することを目的としています。

両社は、今後とも、資産運用関連業務の連携を強め、相互の資産運用力の一層の向上を図ってまいります。

以上

【合併の基本事項】(抜粋)

- 合併期日： 2004年1月1日
- 名 称： 明治安田生命保険相互会社
(英文名称： Meiji Yasuda Life Insurance Company)
- 会長・社長
会長： 宮本 三喜彦(現安田生命社長)
社長： 金子 亮太郎(現明治生命社長)

(注) 両社の合併については、今後、総代会での承認や関係当局の認可等を得ることを前提としています。