

調査レポート

2003-2004 年米国経済見通し

～ 景気は上向くが回復力は弱い～

< 要旨 >

- (1) 米国の実質 GDP 成長率は、2003年:前年比プラス2.2%、2004年:同プラス2.9%を予想。
- (2) 米国では2002年末以降、中東情勢の緊迫化とともに株価の下落が進み、景気は減速傾向で推移した。実質 GDP 成長率は2002年10-12月期に前期比年率プラス1.4%、2003年1-3月期に同プラス1.9%と、2四半期連続して1%台の低い伸びにとどまった。
- (3) 景気が低調である背景として、家計部門では、雇用環境が厳しいことに加えて、2001年から実施されていた所得税減税の効果の剥落(はくらく)により所得が伸び悩んでいることがある。また、企業部門では、世界経済の減速や企業マインドの改善の遅れなどから、生産が弱含みで推移しており、設備投資も回復力が弱い状況となっている。このため、2003年前半の実質 GDP 成長率は2%程度の低成長にとどまるとみられる。
- (4) しかし、イラク戦争の終結により、景気が上向く環境が整いつつある。家計部門では、株価の上昇や原油価格の下落に伴って、消費者マインドが改善しているほか、長期金利の低下を背景に、住宅購入は好調を維持している。また大型減税法案(今後11年間の減税総額は3,500億ドル)の成立により、今後は所得の下支えが見込まれる。GDPは所得税減税を通じて、2003年が0.4%程度、2004年が0.6%程度押し上げられると試算される。
- (5) 2003年後半から2004年半ばにかけては、景気の上昇が続くとみられる。家計部門では、株価上昇を背景に消費者マインドが一段と上昇するほか、追加的な大型減税による所得の下支えなどから、個人消費の伸びは高まる。一方、企業部門では、企業マインドの改善や生産活動の活発化、企業収益の拡大により、設備投資も増加傾向で推移するとみられる。ただし、2004年後半になると、金利の上昇や在庫の積み上がりなどから、景気は減速するとみられる。
- (6) このように、米国の景気は2004年に向けて上昇に向かうとみられるが、予測期間中に3.0 - 3.5%といわれる潜在成長率を大きく上回る伸びが持続することは期待しにくい。雇用の回復が遅れること、州・地方財政の悪化に伴うデフレ圧力、などを踏まえると、今後の回復テンポは緩やかになるとみられ、2004年の大統領選挙でのブッシュ再選は楽観できない情勢である。



調査部(東京)

【照会先】西垣秀樹 (E-Mail : hideki.nishigaki@ufji.co.jp)

高山 真 (E-Mail : shin.takayama@ufji.co.jp)

1. 予測のポイント

(1) 予測の前提

○本予測の需要項目の予測にあたり、以下の点を前提条件とした。

国際情勢等の地政学的リスクに大きな変化はない、金融政策について、2003 年中は FF (フェデラルファンド) 金利が現行の 1.25% に据え置かれ、2004 年 1-3 月期以降利上げ、財政政策について、今後 11 年間で総額 3,500 億ドル規模の大型減税の効果が 2003 年後半以降現われてくる。

(2) 主な需要項目の予測値

○需要項目の予測の結果は以下のとおりである。

実質 GDP は、2003 年前半が 1.8% と低い伸びにとどまるが、2003 年後半から 2004 年前半にかけて成長率が高まる。2003 年は前年比プラス 2.2%、2004 年は同プラス 2.9% と予測される。

個人消費は、足元では消費者マインドの水準が低く、所得の伸びが鈍化しているなかで低調である。ただし、2003 年後半からは、消費者マインドの改善と所得の増加により伸びが高まる。2003 年は前年比プラス 2.4%、2004 年が同プラス 3.2% となろう。

住宅投資は、足元で高い伸びで推移しているが、2004 年にかけて長期金利が上昇するなかで徐々に鈍化するとみられる。2003 年は前年比プラス 5.0%、2004 年は同マイナス 1.1% となろう。

設備投資は、足元で一進一退であるが、2003 年後半以降、企業のマインド改善や企業収益の拡大等を背景に増加傾向となる。2003 年は前年比マイナス 0.5%、2004 年は同プラス 6.0% となろう。

政府支出は、イラク戦争に伴い国防費が増加するものの、州・地方では財政悪化に伴い支出が抑制されることから、2003 年が前年比プラス 3.4%、2004 年が同プラス 0.2% と伸びが鈍化しよう。

輸出は、2003 年前半はイラク戦争や SARS の流行を受けて世界経済が減速するため伸び悩むが、2003 年後半以降、世界経済が徐々に持ち直すなかで回復するとみられる。2003 年は前年比プラス 0.7%、2004 年は同プラス 4.9% となろう。一方、輸入は、2003 年前半は内需の低迷を受けて伸び悩むが、2003 年後半以降、内需の回復を背景に増加傾向で推移するとみられる。2003 年は前年比プラス 3.5%、2004 年は同プラス 6.9% となろう。

(3) GDP 改定値と大型減税法案の成立を加味して上方修正

○2003 年 5 月 22 日に当部が発表した「2003/2004 年度経済見通し」においては、米国の実質 GDP 成長率を、2003 年が前年比プラス 2.0%、2004 年が同プラス 2.8% と予測した。本予測では、2003 年 1-3 月期の GDP 改定値(5 月 29 日)、大型減税法案の成立(5 月 28 日)を考慮して再推計した。

○本予測では、実質 GDP 成長率は 2003 年が前年比プラス 2.2%、2004 年が同プラス 2.9% と、5 月 22 日時点から上方に修正した。上方修正となったのは、第 1 に、2003 年 1-3 月期の実質 GDP が速報値のプラス 1.6% からプラス 1.9% に改定されたことがある。需要項目のうち、個人消費が速報値の 1.4% から 2.0% に上方修正となった(個人消費が速報値から改定値に上方修正されたのは、非耐久財、サービスの増加によるものである)。この結果、2003 年の成長率は 0.1% ポイント押し上げられた。第 2 に、大型減税法案の成立を受けて、減税の所得への効果等を試算し直すと、2003 年、2004 年の成長率はそれぞれ 0.1% ポイント押し上げられた。

(4) 弱い回復力とその背景

○米国の景気は 2004 年に向けて上昇に向かうとみられるが、予測期間中に 3.0-3.5% といわれる潜在成長率を大きく上回る伸びが持続することは期待しにくいとみられる。また、暦年ベースの予測値は、ゲタ¹が高いことの影響で実勢に比べて高くなっている点に注意が必要である。

暦年ベースの実質 GDP 成長率を、ゲタの要因と実勢の要因に分けてみると、

2002 年(実績): 2.4% (ゲタが 0.4%、実勢が 2.1%)

2003 年(予測): 2.2% (ゲタが 0.8%、実勢が 1.4%)

¹前年の第 4 四半期の GDP の水準がその年の平均値に比べて高い場合に、翌年初めの発射台が高くなること

2004年(予測): 2.9%(ゲタが1.0%、実勢が1.9%)

となり、実勢ベースで比較すると、2003年、2004年とも、2002年を下回る結果となる。

○予測期間の回復力が弱い要因としてあげられるのは、

雇用の回復の遅れ(求人広告件数は低下が続いている)

地方財政の悪化によるデフレ圧力(州・地方の財政赤字は拡大傾向にある)

がある。雇用や地方財政の悪化が長引く場合には、景気が下振れる可能性が高まる。

○2004年後半に景気が減速するとみられる背景として、2004年になると、企業活動の活発化に伴い民間の資金需要が高まることで、政府と民間の間で資金需要が競合する結果、金利が上昇し、家計部門の負債調整圧力が強まる可能性が高いこと、最終需要の鈍化を受けて在庫が積み上がる可能性が高いこと、追加的な大型減税の所得押し上げ効果は2003年後半から2004年半ば(2004会計年度)にかけて見込まれるものの、2004年末あたりから効果が剥落(はくらく)する可能性があること、

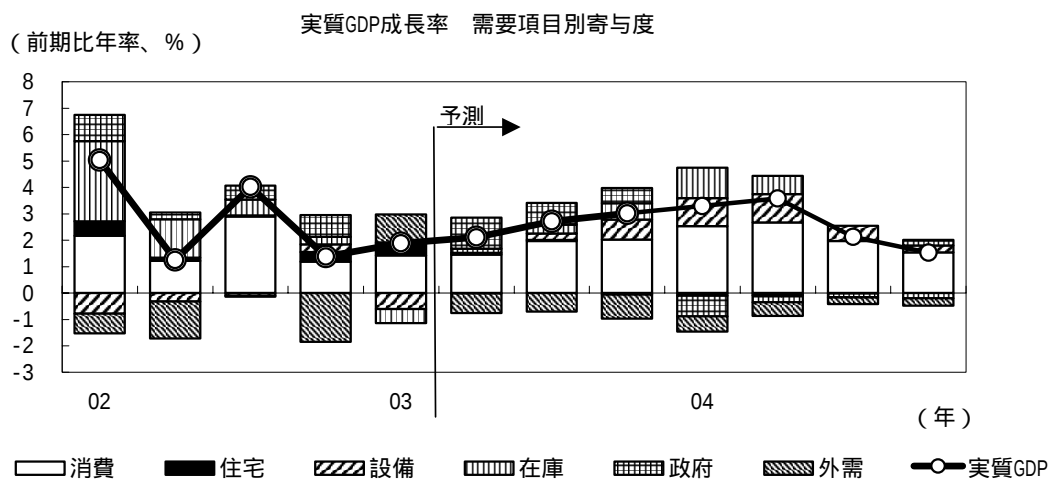
○ブッシュ大統領が2004年の選挙で再選を果たす上では、雇用の回復が重要な要件になるとみられるが、予測によると、今後の景気回復テンポは緩やかで、雇用の回復は遅れる可能性が高い。現状の前提条件からは、ブッシュ再選は楽観できない。再選を果たすために、追加的な利下げや減税の実施など、一段の景気刺激策が発動される可能性もあろう。

図表1. 米国経済見通し総括表

暦年	2002年(実績)		2003年(予測)		2004年(予測)		2001年	2002年	2003年	2004年
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP(前期比年率)	3.5	2.7	1.8	2.6	3.3	2.3	0.3	2.4	2.2	2.9
個人消費	3.5	3.0	2.0	2.7	3.5	2.9	2.5	3.1	2.4	3.2
住宅投資	6.6	3.5	8.2	0.5	-2.1	-0.8	0.3	3.9	5.0	-1.1
設備投資	-6.3	-0.5	-1.9	2.5	8.3	5.0	-5.2	-5.7	-0.5	6.0
在庫投資(寄与度)	0.7	0.4	-0.1	0.2	0.5	0.1	-1.1	0.7	0.2	0.6
政府支出	5.7	3.0	2.9	4.7	-1.7	-0.5	3.7	4.4	3.4	0.2
純輸出(寄与度)	-1.0	-0.9	-0.1	-0.8	-0.6	-0.3	-0.1	-0.8	-0.5	-0.6
輸出	2.6	4.2	-1.8	2.5	6.0	5.2	-5.4	-1.6	0.7	4.9
輸入	8.1	8.7	-0.5	6.5	7.9	5.3	-2.9	3.7	3.5	6.9
名目GDP(前期比年率)	4.4	4.0	3.3	2.8	5.0	3.7	2.6	3.6	3.3	4.1
消費者物価(前年比、%)	1.2	1.9	2.2	1.0	1.2	1.9	2.8	1.6	1.6	1.6
失業率(%)	5.7	5.8	5.8	5.7	5.6	5.4	4.8	5.8	5.8	5.5
財政収支(10億ドル)	-	-	-	-	-	-	127	-159	-380	-350
同名目GDP比(%)	-	-	-	-	-	-	1.3	-1.5	-3.5	-3.1
貿易収支(通関、10億ドル)	-223	-249	-256	-252	-262	-243	-412	-472	-509	-505
同名目GDP比(%)	-4.3	-4.7	-4.8	-4.6	-4.7	-4.3	-4.1	-4.5	-4.7	-4.5

(注) GDPは前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)

財政収支は、前年10月～9月会計年度



(資料) 米商務省

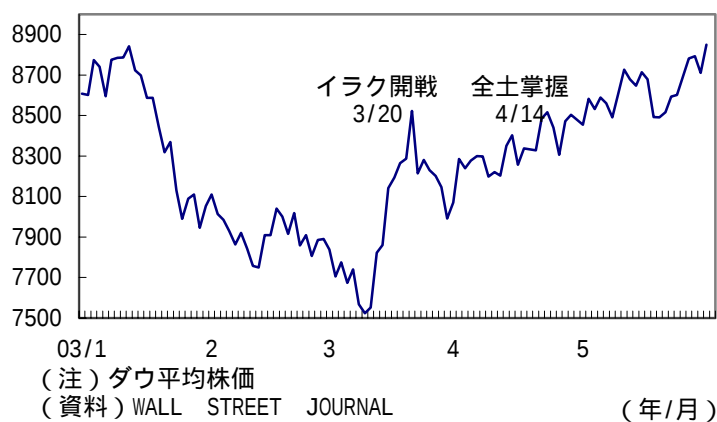
2. 足元の景気動向～景気は低調だが、上向く環境も整う

(1) 2003年1-3月期は前期に続き低調

○米国経済は低調に推移している。実質 GDP 成長率（改定値）は2002年10-12月期の前期比年率プラス1.4%、2003年1-3月期の同プラス1.9%と、2四半期連続で1%台の低い伸びにとどまった。需要項目別にみると、個人消費が2002年10-12月期の同プラス1.7%から1-3月期に同プラス2.0%にやや上昇したものの、政府支出が10-12月期の同4.6%から1-3月期に同プラス0.3%へ、設備投資が10-12月期の同プラス2.3%から1-3月期に同マイナス4.8%へ低下した。足元の個人消費については2002年が前年比プラス3.1%であったことに比べて低い伸びとなっている。

○個人消費が低調となった背景には、中東情勢の緊迫化とともに株価の下落が続き、消費者マインドが低下してきたことがある。ダウ平均株価は1月14日の8842.6ドルをピークに下落傾向で推移し、3月11日には7524.1ドルまで下落した（図表2）。こうした株価下落は、イラク戦争など地政学的なリスクが高まり、先行きに不透明感が強まったことが大きく影響したと考えられる。

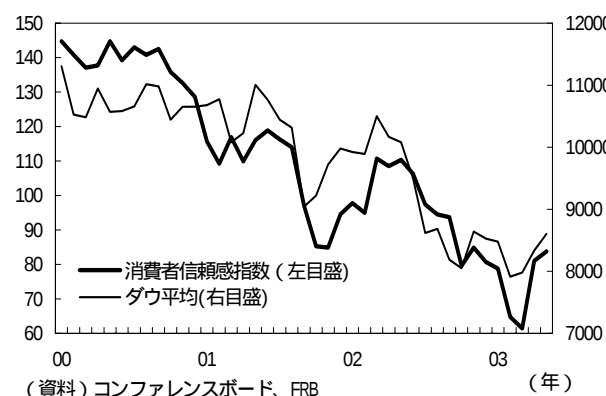
（ドル） 図表2．株価は開戦前後から反転上昇



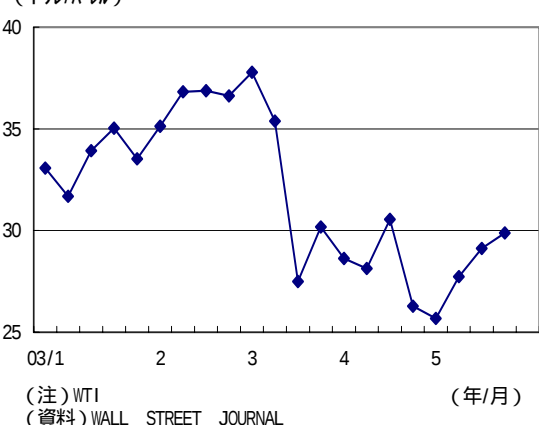
(2) イラク戦争を契機に株価が上昇、原油価格が下落、消費者マインドが改善

○しかし、株価はイラク戦争を契機に反転上昇している。ダウ平均株価は開戦直後の3月21日には8,500ドルへ大幅に上昇し、その後も足元まで8,000ドル台後半の水準で安定している。こうした株価の上昇を受けて、消費者マインドは改善している（図表3）。コンファレンスボードの消費者信頼感指数は4月以降、2ヵ月連続で上昇した。消費者マインドはこれまで株価と強い相関をもって推移してきたが、株価の上昇に対応する形で改善しており、今後の消費を押し上げる要因となる。

(85年=100) 図表3．株価上昇で消費者マインドは改善 (ドル)

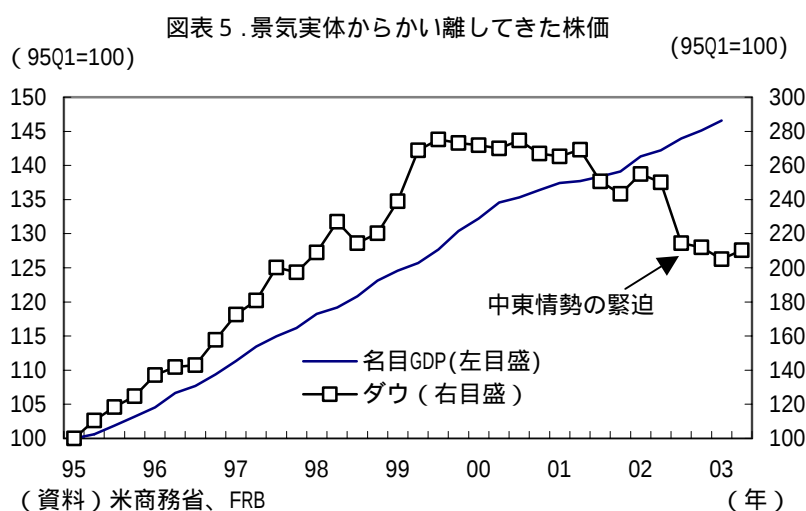


図表4．原油価格は開戦前後から下落 (ドル/バレル)



○原油価格の水準もイラク戦争を契機に変化している。WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエイト）価格は3月上旬までは上昇傾向で推移し、1バレル＝35ドルを上回る水準となっていたが、開戦前後から下落し、足元では原油在庫の増加などを背景に1バレル＝30ドルを下回る水準で推移している（図表4）。原油価格の低下は、実質購買力を改善させることで、今後の消費を下支えする要因になると考えられる。

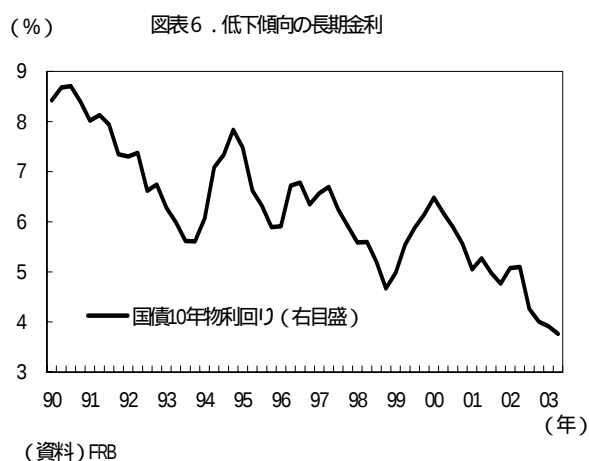
○このように、イラク戦争を契機とした、株価の上昇、消費者マインドの改善、原油価格の下落、により、景気が上向く環境が整いつつある。とくに株価の水準については、現状は依然として景気実体で決まる水準に比べて低いとみられる（図表5）。株価は、2002年前半には企業会計に対する不信から下落し、その後も、2002年末から2003年初めにかけて、中東情勢等の地政学的リスクが高まるなか軟調に推移してきた。しかし、今後については、企業会計に対する不信や地政学的リスクが大きく後退したなかで、景気実体に接近する方向で株価が上昇する余地が大きいと考えられる。追加的な大型減税に含まれる配当・キャピタルゲイン課税の軽減措置も株価を下支えする要因になるとみられる。今後は株価が景気の足を引っ張る可能性は低い。



（3）景気の下振れリスクは小さい

○上でみたように、現状では景気が上向く環境が整いつつあり、景気の下振れリスクは小さいと考えられる。

○景気の下振れリスクが小さい要因として、第1に、低金利の持続があげられる。長期金利は2000年以降、低下傾向で推移しており、足元では45年ぶりの3.5%を割り込む水準となっている（図表6）。



長期金利の低下はモーゲージ金利の低下などを通じて住宅投資を促進するとともに、家計の負債負担を軽減させる要因になっている。

- 第2に、ドル安があげられる（図表7）。ドル相場は対ユーロを中心に下落傾向で推移しており、5月の実質実効為替相場は前年同月比7%程度下落している。こうしたドル安の進行に対し、米国の通貨当局はドル安を容認する姿勢をみせている。ドル安には、米国の多国籍企業の海外売上高を増加させる効果や輸出を下支えする効果、さらにインフレ率の低下を緩和する効果など、景気を下支えする効果がある。特に、家計部門に比べて企業部門の回復が遅れている状況下で、ドル安は、株価の安定や低金利が続く限り、容認される可能性が高い。ただし、今後、ドル安が急速に進む場合には、株価の下落や長期金利の上昇を招き、景気に対してマイナスの影響を与える側面が大きくなるとみられる。

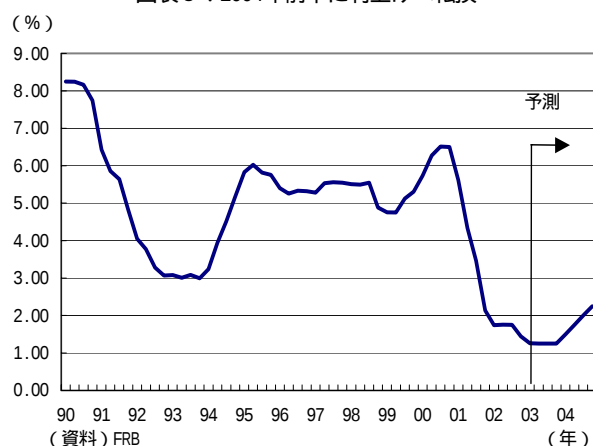
3. 金融政策・財政政策の見通し

以下では、米国経済見通しの上で前提となる金融・財政政策についてみる。

（1）金融政策～利上げは2004年以降となる見通し

- 金融政策については、FF金利は2001年1月以降、12回にわたる利下げ（利下げ幅は5.25%）により、足元では1.25%まで低下している。
- 5月6日のFOMC（連邦公開市場委員会）では、FF金利の誘導目標水準は据え置かれたが、当面のリスク判断は、それまでの「判断留保」（3月18日）から、「景気の悪化に対する懸念」に修正された。また、インフレ率について「好ましくない相当な低下」（an unwelcome substantial fall）の可能性が指摘された。
- 市場ではFOMCの指摘を受けて、追加的な利下げの観測が出ている。しかし、本予測では、6月のFOMCではFF金利は1.25%に据え置かれると想定した。FF金利が歴史的な低水準にあること、株式市場の安定が続いていること、景気先行指数やニューヨーク連銀及びフィラデフィア連銀の景況指数等に改善の動きがみられること、5月6日のFOMC後にドル安が進行したことにより、実質的な利下げ効果が期待されること、などを踏まえると、追加的な利下げの可能性は低い。
- 2003年は景気回復テンポが緩やかな状況下で、利上げの余地は小さい。2004年になると景気回復テンポが速まるなか、インフレ率も緩やかに上昇するとみられ、FF金利は2004年前半に引き上げられると予測される（図表8）。

図表8. 2004年前半に利上げへ転換



図表9. 減税法案の成立で2003年後半以降景気を下支え

年度	2003年度	04年度	05年度	03-13年度
所得税減税前倒し	309	883	463	1,714
企業向けインセンティブ	116	360	154	101
配当・キャピタルゲイン税減税	43	184	206	1,481
法人税減税	63	-63	0	0
州への支援	77	123	0	200
減税合計	608	1,487	822	3,497

（注）単位：億ドル、2006-13年度は省略

（資料）CBO

（2）連邦財政政策～追加的減税はGDPを2003年にプラス0.4%押し上げ

- ブッシュ大統領が2004年大統領選挙での再選を果たすべく、今年1月に提出した、今後11年間で総額6,700億ドルにのぼる減税法案は、5月28日、最終的に3,500億ドル（約41兆円）に半減される形で成立した。

○今回の大型減税の主な内容として以下のものがある（図表9）。

現在段階的に実施している個人所得税の税率引き下げの前倒し。減税総額は約1,700億ドル（税率の引き下げ：27%→25%、30%→28%、35%→33%、38.6%→35%へ、2003年から2006年まで）。10%税率適用範囲を拡大

株式配当とキャピタルゲインに関する減税。減税総額は約1,500億ドル（配当税率の最高税率38.6%→15%、キャピタルゲイン税は20%→15%、2003年から2008年まで）。

中小企業向け減税。設備投資償却枠を拡大（25,000ドル→100,000ドルへ、2006年まで）。教育減税。就学児童・生徒をもつ家庭への税額控除を年600ドルから年1,000ドルへ拡大。2006年まで。

州に対する財政支援。2003年、2004年で総額200億ドル、など

○連邦の財政赤字は、今回の減税法案の成立を受けて、2003年度、2004年度と高水準が続くとみられる。2003年度はイラク戦争に伴う補正予算（約750億ドル）などが含まれることから3,800億ドルに拡大するとみられる。財政赤字は2004年度も3,500億ドルと高い水準となる（図表10）。

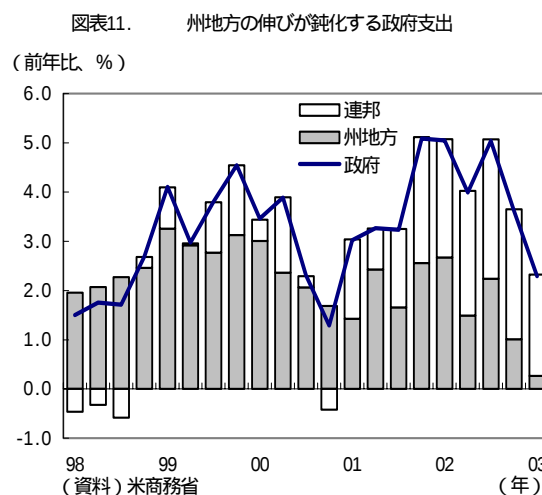
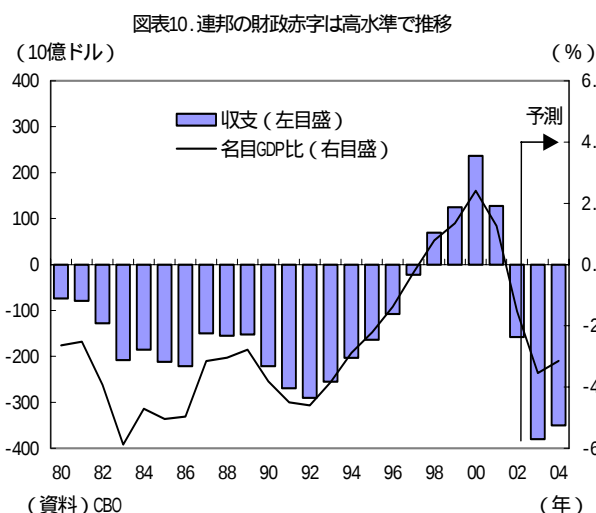
○政府の発表等を参考に、大型減税の経済効果を試算すると、家計の可処分所得は今回の減税により、2003年が530億ドル程度、2004年が780億ドル程度増加するとみられる（配当・キャピタルゲイン減税分を除く）。この結果、個人消費は2003年が0.6%、2004年が0.9%押し上げられると試算される。GDPは2003年が0.4%、2004年が0.6%増加しよう。

○財政赤字の拡大は長期金利を上昇させる圧力となるが、2003年中は、FF金利が低水準で推移することや企業の資金需要が弱いことなどから、長期金利の上昇は限定的とみられる。民間の資金需要が増加する2004年以降は長期金利が上昇すると予測される。

（3）景気を下押しする地方財政の悪化

○政府支出については、連邦ではイラク戦争などから国防費が拡大するものの、州・地方では財政悪化により支出が抑制される結果、2003年が前年比プラス3.4%、2004年が同プラス0.2%と鈍化するとみられる。州・地方の財政は悪化傾向にあり、第2次世界大戦後最悪といわれている。憲法で財政均衡主義をとっている州がほとんどであり、足元では財政収支の悪化を受けて、財政支出の伸びは低下傾向にある（図表11）。州・地方では歳出削減や公共料金の引き上げ、増税などが行われている。

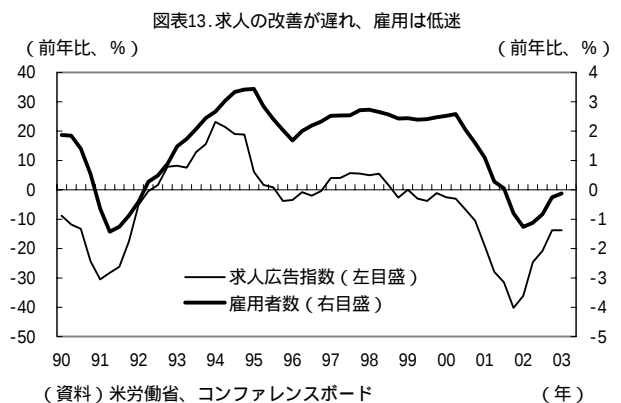
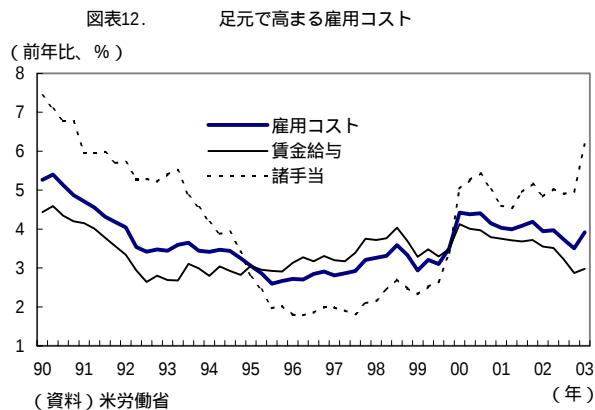
○ALEC(American Legislative Exchange Council)の見通し（2003年4月）によると、州の財政赤字は2003年度が73億ドル、2004年度が880億ドルと拡大する。連邦による州への財政支援は、州・地方におけるデフレ圧力を吸収するのに十分でないとみられる。



4. 家計部門の見通し

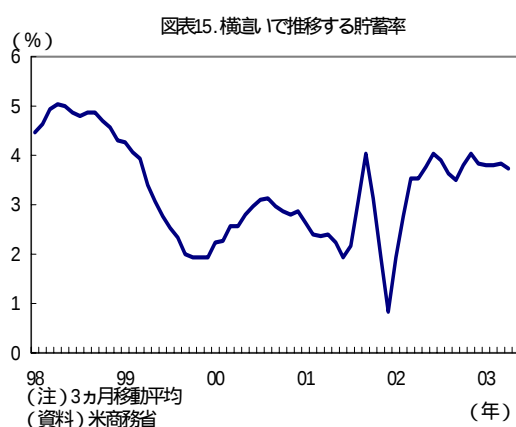
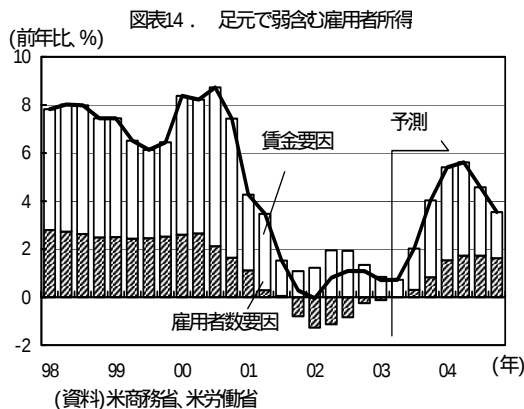
(1) 雇用の見通し～労働需要が弱く、雇用の回復は遅れる

- 雇用環境は厳しい状況が続いている。雇用コストをみると、足元では、健康保険のコストなどが含まれる諸手当が高い伸びとなっている(図表12)。2003年1-3月期は前年比プラス6.1%と、90年10-12月期以来の上昇率となった。雇用コストの負担感の高まりは雇用の回復を抑制する要因になっている。
- 雇用の先行指標であり、労働需要の動向を表す求人広告指数をみると、改善が遅れている(図表13)。求人広告指数の回復状況を過去と比較してみると、前回の景気回復局面では、景気の谷(91年1-3月期)から5四半期後に求人広告指数が前年水準並みに回復したのに対し、今回については、2001年10-12月期を谷とみなして考えると、5四半期後の2003年1-3月期の求人広告指数が依然として前年比2桁のマイナスとなっている。求人広告指数は2月以降、3ヵ月連続で低下している。
- もっとも、失業保険申請件数は2003年4月中旬をピークにこのところ減少傾向となっており、雇用環境は最悪期を脱した可能性が高い。今後の雇用については、企業活動の活発化とともに回復に向かうことが見込まれるものの、雇用コストの負担感が根強いことから、改善テンポは緩やかになるろう。失業率は2003年が5.8%と、横這いとなり、2004年も5.5%と高水準が続くとみられる。



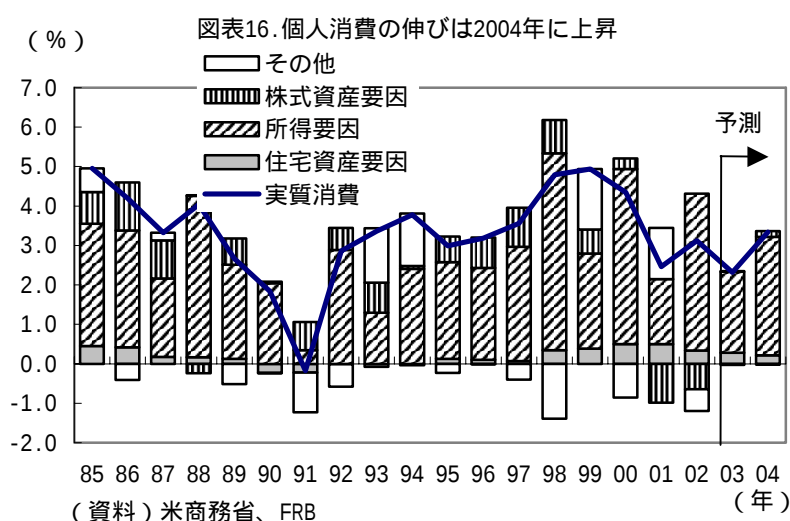
(2) 所得の見通し～足元は伸びが鈍化、2003 末から増加傾向へ

- 所得は足元で伸びが鈍化している。時給は前年比 3%程度の安定した伸びを維持する一方で、労働時間は生産調整に伴って減少している。このため、賃金(時給×労働時間)の伸びは鈍化傾向にあり、雇用者所得は低迷している(図表14)。また、2002 年まで所得を下支えしてきた減税の効果が剥落(はくらく)している。この結果、家計部門の可処分所得は足元で伸び悩む傾向にある。
- ただし、今後の可処分所得については、2003 年末から 2004 年にかけて、企業活動の活発化に伴い、労働時間の増加が見込まれ、雇用者所得は増加傾向となること、追加的な大型減税により、所得が下支えされること、などから増加傾向で推移する可能性が高い。



(3) 個人消費の見通し～足元は伸びが鈍化、2004 年にかけて増加傾向

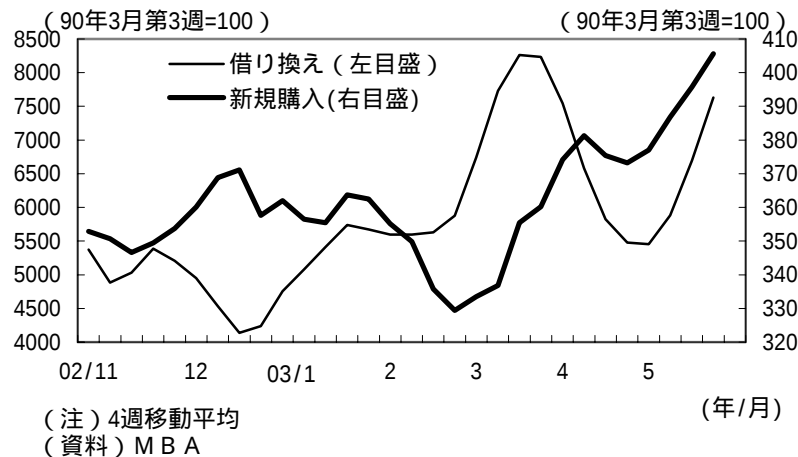
- 個人消費は、2002 年末以降、株価の下落を背景とした消費者マインドの低下や所得の伸び悩みを背景に伸びが鈍化してきたが、イラク戦争後は、消費者マインドが上昇に転じるなど、下げ止まった感が強い。
- 貯蓄率についてみると、2002 年後半には株価下落による資産価値の減少を埋め合わせるべく貯蓄率が上昇する局面もあったが、2002 年 12 月以降は 3.5%前後の横這い圏内で推移している(図表 15)。今後については、株価の上昇により、消費者マインドが上昇傾向で推移するとみられ、貯蓄率は緩やかに低下していくと予想される。
- 2002 年の個人消費の増加をけん引した自動車については、自動車メーカーによるインセンティブの効果が一巡していることもあり、今後大きな伸びを期待することは難しい。GM など自動車メーカーは、自動車ローン金利を 5 年間ゼロとする施策を打ち出すなど、インセンティブの積み増しを強化しているものの、自動車販売台数は前年水準を下回る結果となっている。
- 個人消費の動向を捉えるために、可処分所得、株式純資産、住宅純資産の 3 つの要因から推計してみた。2002 年は、株価下落による逆試算効果が個人消費を下押ししたものの、住宅価格の上昇による資産効果により一部相殺されたことや、減税による所得の下支えがあったことなどから、個人消費は前年に比べて高い伸びとなった(図表 16)。ただし、今後についてみると、住宅純資産は、住宅価格の伸びが低下するとみられることから個人消費の押し上げ寄与は小さくなるが、株式純資産は、株価上昇により増加すると見込まれ、プラスに寄与すると予想される。
- 2003 年の個人消費は、前半の雇用者所得の伸び悩み、2001 年減税の効果の剥落(はくらく)、住宅価格上昇率の鈍化などから、前年比プラス 2.4%と、2002 年の同プラス 3.1%から伸びが低下すると予測される。2004 年の個人消費は、雇用者所得の増加、大型減税による所得の下支え、株式や住宅による資産効果、などから、同プラス 3.2%と前年に比べて伸びが高まるとみられる。



(4) 住宅投資の見通し～2003 年は低金利の持続で高水準、金利が上昇する 2004 年は減少

- 住宅投資は好調に推移している。住宅投資は 2002 年 10-12 月期が前期比年率プラス 9.4%、2003 年 1-3 月期が同プラス 11.0%と加速している。住宅投資の好調の背景には、金利の低下、人口動態(人口増加) があげられる。
- 長期金利は 2002 年 1-3 月期から 1 年間で平均 1%ポイント以上低下し、足元でも、利下げ観測の高まりなどを背景に、国債 10 年物利回りが 3 % 台半ばの水準となっている。これを受けて、30 年物の固定モーゲージ平均契約金利も 5% 近傍まで低下している。こうしたなか、住宅ローンの申請件数

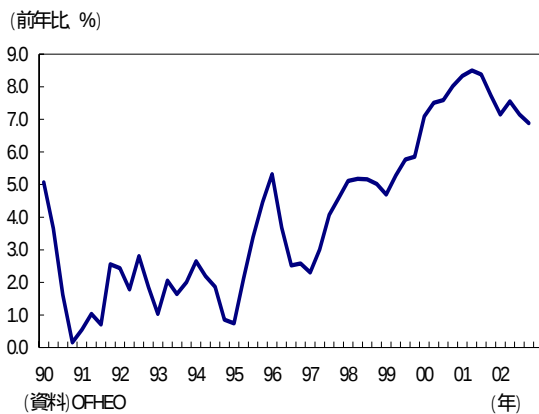
図表17. 金利低下を受けて増加する住宅ローン申請件数



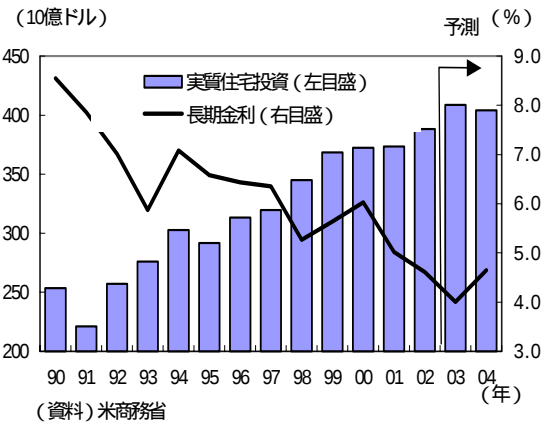
は低金利の持続を背景に、新規購入、借り換えともに増加傾向で推移している（図表17）。

- 今後については、コンファレンスボードの発表によると、今後6ヵ月以内に住宅を購入する計画をたてている家計の割合が4月、5月と2ヵ月連続で増加していること、持ち家比率が高まる35歳以上人口は増加傾向で推移していること、を踏まえると、2003年の住宅投資は高水準を維持するとみられる。ただし、2003年後半以降、金利が上昇してくると、住宅投資の伸びは鈍化する可能性が高い。住宅価格の上昇率は住宅投資（需要）の伸びの鈍化とともに低下するとみられる（図表18）。
- 住宅投資の伸びは、2003年は前年比プラス5.0%と、2002年の同プラス3.9%から高まるが、2004年には、金利の上昇を受けて減速するため、同マイナス1.1%と減少に転じると予測される（図表19）。

図表18. 伸びが鈍化する住宅価格



図表19. 住宅投資は今後も高水準が続く



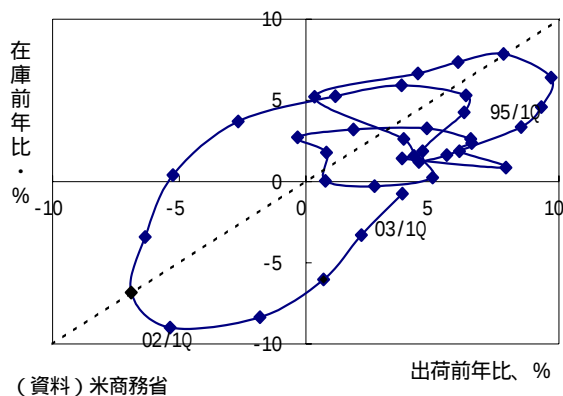
5. 企業部門の見通し

（1）生産・収益の見通し～2003年後半以降、増勢テンポが速まる

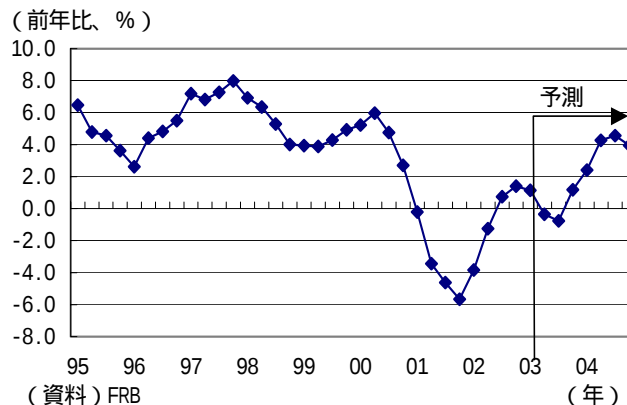
- 企業部門は弱含みで推移している。4月の鉱工業生産は前月比0.5%減と2ヵ月連続してマイナスとなった。生産が軟調な背景には、イラク戦争など先行きに対する不透明感が強まり、企業のマインドが低迷していることがあるとみられる。

○企業のマインドの改善が遅れている背景には、イラク戦争後も SARS（新型肺炎）の流行などを背景に世界経済が減速するとの懸念が根強いことがある。特に米国の主要な輸出地域であるアジアやカナダでは SARS の流行により、今年の成長率の見通しが下方修正されている。このため、米国企業は先行きの需要に対し慎重な見方となっているとみられる。また、2002 年末以降、国内の最終需要が弱含みとなるなかで価格競争が激しく、企業の収益環境が厳しくなっていることも企業のマインド低迷に影響しているとみられる。

図表20. 2003年後半に在庫積み増し局面へ



図表21. 2003年末から生産は拡大へ



○在庫循環図をみると、在庫は依然として前年水準を下回っているが、マイナス幅は徐々に縮小する傾向にある（図表 20）。財別にみると、耐久消費財の在庫積み増しが先行している一方、資本財は在庫増加テンポが緩やかである。

○2003 年前半は個人消費など最終需要が低調に推移するなか、生産も弱含みが続くとみられる。ただし、2003 年後半以降は、最終需要の回復を受けて、生産活動が徐々に活発化する可能性が高い。ニューヨーク連銀景況指数やフィラデルフィア連銀景況指数をみると、5 月は新規受注や出荷などで改善の動きがあり、今後の生産の回復を示唆するものとなっている。2002 年までは耐久消費財の需要増加が生産をけん引してきたが、2003 年後半から 2004 年前半にかけては、IT など資本財に生産拡大の動きが広がるとみられる。2004 年後半になると、在庫が積み上がり局面に入ることなどから、生産の伸びは鈍化するとみられる（図表 21）。

○企業収益は、2002 年 10-12 月期、2003 年 1-3 月期と前年比 2 桁増の勢いで回復している。企業は、雇用コストの負担が重いなかで、人件費の削減を進めており、労働分配率は低下傾向となっている（図表 22）。労働分配率の水準が足元で依然として高いことを踏まえると、今後も人件費の削減を中心とした収益改善の動きが続く可能性が高い。2004 年にかけては、最終需要の回復が進むなかで、売上高も徐々に増加すると見込まれ、企業収益の拡大が続くとみられる。

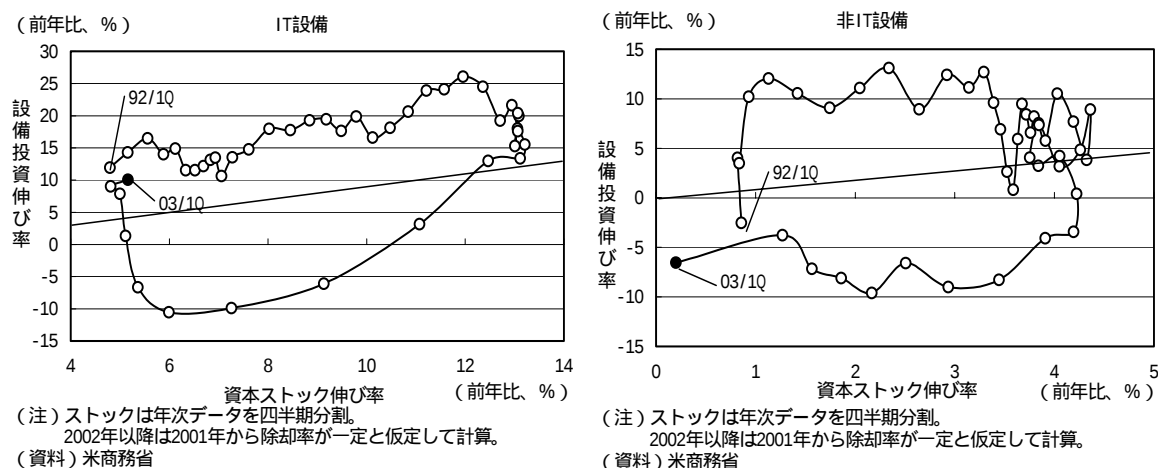
図表22. 低下傾向にある労働分配率



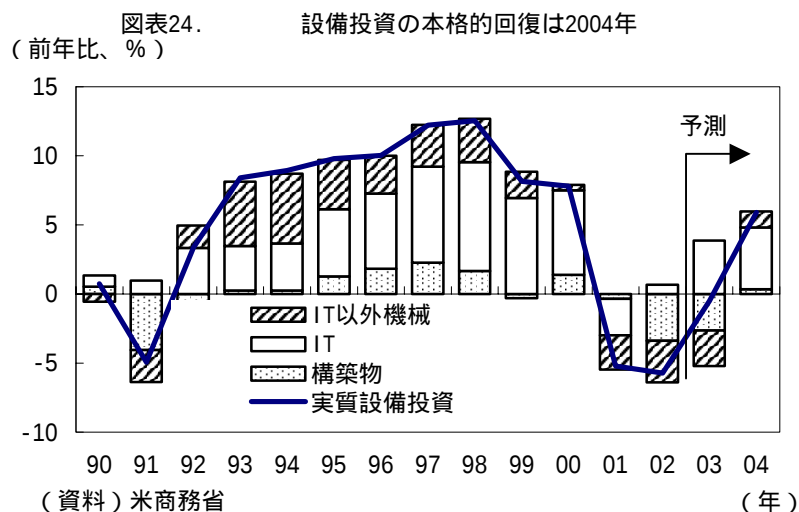
(2) 設備投資の見通し～本格的な回復は 2004 年以降

- 設備投資は持ち直しの動きがみられるが、回復力は弱いものとなっている。2003年1-3月期の設備投資は前期比年率マイナス4.8%と2四半期ぶりに減少に転じた。1-3月期は生産活動が弱含むなかで、戦争への懸念などから投資が抑制された部分大きいとみられる。また、企業のバランスシート面をみると、キャッシュフローに占める負債の割合が依然として高水準にあり、設備投資の伸びを抑制している面があるとみられる。
- 設備稼働率の動向をみると、2003年4月が74.4%と、依然として低水準が続いている。ただし、業種別にみると、半導体の稼働率は2000年の水準に上昇するなど、設備投資の回復を示唆する動きもみられる。
- 資本ストックの循環をみると、ITでは足元で設備投資のフローの伸びがストックの伸びを上回り、ストック調整がほぼ終了しているとみられるのに対し、IT以外では設備投資のフローがマイナスを続けており、ストックの調整は終了していない状況である（図表23）。

図表23. IT設備はストック調整が終了（ストック循環）



- 今後の設備投資については、2003年は、ITの更新投資が増加するものの、IT以外の機械設備や建築などの構築物の回復が遅れることから、前年比マイナス0.5%と、3年連続で減少するとみられる。2004年になると、企業活動が活発化するなかで、IT以外にも設備投資の動きが広がるとみられ、設備投資は同プラス6.0%と、拡大に転じると予測される（図表24）。

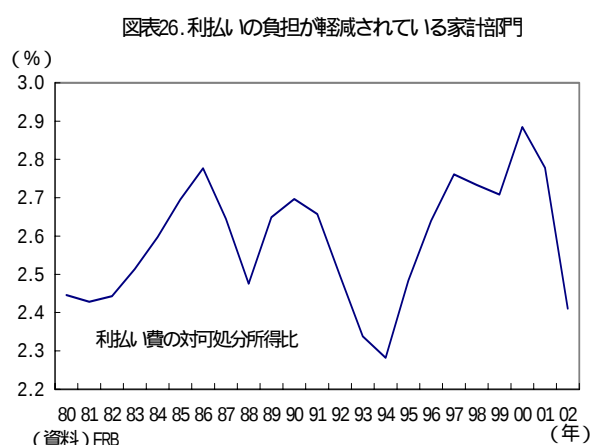
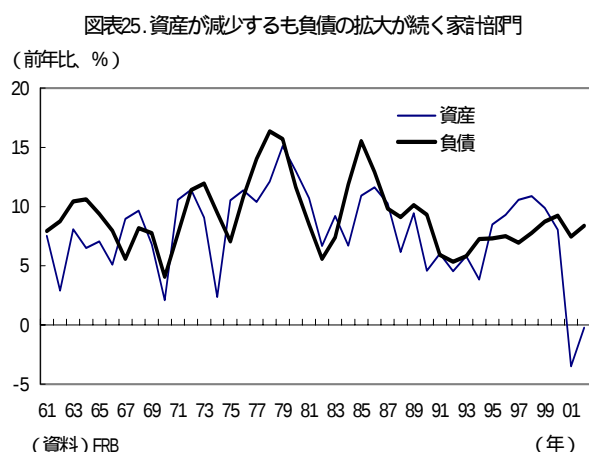


6. 景気の下振れリスクについて

(1) 金利が上昇した場合のマイナスの影響～個人消費・設備投資などを抑制

○本予測では、企業活動の活発化に伴い民間の資金需要が高まる過程で、金利が上昇する結果、2004年後半に景気が減速に向かうと想定している。ただし、金利上昇のテンポが速い場合には、景気が下振れる可能性がある。

○先に述べたように、足元の景気は金利の低下に支えられている面が大きい。金利の低下は負債の調整（バランスシート調整）を先送りする側面がある。足元では家計の負債の伸びが資産の伸びを大きく上回っている（図表25）。資産が伸びない状況で負債の拡大が可能となっている背景の一つには、金利の低下により、家計の負債負担が小さくなっていることがある。利払いの可処分所得比をみると、2000年以降、急速に低下している（図表26）。



○金利については、足元で財政赤字の拡大など潜在的な金利上昇圧力が存在するものの、景気の回復テンポが緩やかであることから、金利が上昇する可能性は当面低い。しかし、2004年に企業活動が活発化する局面では、民間部門と政府部門の資金需要が競合し、金利は上昇するとみられる。金利が上昇する場合には、景気にマイナスの効果が大きくなる。家計では負債調整圧力が強まるとみられる。

○長期金利の上昇が経済に与える効果を試算した。国債10年物利回りが1%上昇すると、個人消費は0.5%、住宅投資は3.5%程度押し下げ要因となる（図表27）。それぞれのGDPへの寄与は個人消費が0.37%、住宅投資が0.14%のマイナス要因となる（長期金利が1%上昇すると、実質GDPは0.5%程度低下する）。一方、社債利回りが1%上昇するケースでは、設備投資は3.4%程度押し下げられ、GDPへの寄与は0.44%となる。

○2004年にかけて景気の回復が続き、民間と政府の資金需要が競合するようになると、長期金利は上昇する可能性が高い。この結果、2004後半にかけて景気は減速するとみられる。

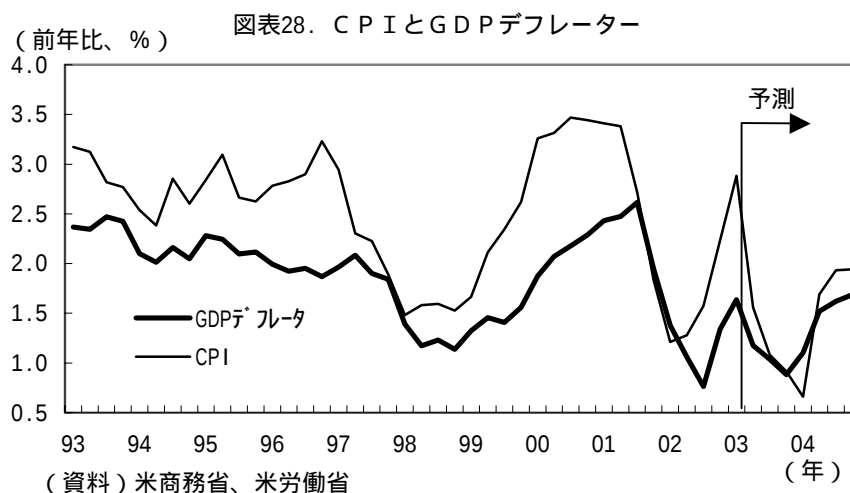
図表27. 金利1%上昇の実質GDPへの効果

	増減率 (%)	GDPシェア	GDPへの寄与 (%)
個人消費	-0.53	0.70	-0.37
住宅投資	-3.48	0.04	-0.14
設備投資	-3.40	0.13	-0.44

(注) GDPシェアは2002年ベース

(2) インフレ率の低下が続く場合のマイナスの影響～設備投資を抑制

○物価動向をみると、4月の消費者物価指数（CPI）は前月比マイナス0.3%と16ヶ月ぶりに下落した。エネルギー価格の低下に加えて、最終需要が弱含みで推移していることが影響しているとみられる。2003年は原油価格の下落が見込まれることから、インフレ率は低下傾向で推移する可能性が高い。しかし、2004年以降は、最終需要が拡大するなかでインフレ率は上昇するとみられる（図表28）。消費者物価は2003年、2004年ともに暦年ベースの上昇率が前年比プラス1.6%と、安定傾向で推移するとみられる。



○リスクシナリオの一つとして、今後の最終需要の回復テンポが想定以上に緩やかで、輸入品の増加に伴う価格競争の激化や、生産性の上昇などから、インフレ率が2004年以降一段と低下する場合が想定される。この場合には、家計部門にとっては、インフレ率の低下により購買力が拡大するなどプラスの影響を受けるが、企業部門には、インフレ率の低下により収益が圧迫され、設備投資の抑制につながる可能性がある。ここでは、下振れリスクとして設備投資への影響を考えた。

○インフレ率が設備投資に与える影響を確認するために、インフレ率を加味した設備投資関数を推計してみた。推計期間を90年代以降の前半と後半に区分して、GDPデフレーターの係数値に注目した（図表29）。

○推計によると、GDPデフレーターは90年代前半では統計的に有意でないが、90年代後半については有意となった。係数の大きさはラグのとり方によって変化するために幅をもってみる必要があるが、90年代後半のサンプルで推計した場合にGDPデフレーターが有意となったことは、GDPデフレーターが設備投資に影響を与えることを示唆している。インフレ率の低下が続く場合には、設備投資が抑制される可能性が高いと推察される。

図表29. 設備投資の推計結果

推計期間	90Q1-03Q1		90Q1-95Q4		96Q1-03Q1	
	係数値	t値	係数値	t値	係数値	t値
定数項	-0.053	-5.090	0.006	0.185	-0.062	-4.437
実質GDP	5.405	8.808	2.688	2.092	6.031	8.656
GDPデフレーター	4.226	3.708	-1.649	-0.599	4.973	2.394
長期金利	-0.016	-1.777	-0.001	-0.118	-0.019	-1.411
キャッシュフロー	0.200	1.679	0.195	0.663	0.100	0.710
決定係数	0.639		0.516		0.764	
DW比	2.167		2.679		2.393	

(注) 実質設備投資を推計、1階差・対数形で推計
説明変数は1期前～4期前の移動平均値