

# 経済トレンド

## 2003・2004年度 日米改訂経済見通し

### ・日本経済見通し

～回復局面がしばらく続くものの、来るべき外需鈍化に備えよ～

経済調査部 鳶峰 義清

### (要旨)

2003・2004年度の日本の実質GDP成長率見通しを、それぞれ+1.8%、+1.5%（前回2003年8月15日発表：2003年度+1.4%、2004年度+0.9%）へと上方改訂した。

改訂の背景として、米国や中国をはじめとした海外経済が予想以上のペースで拡大していること、更新投資中心とはいえ設備投資が拡大、業種的にも広がりを見せていること、予想以上に早い段階から生産活動に高まりが見られること、雇用環境にも経済活動に見合う形で持ち直しの機運が見られること、などが挙げられる。

夏場以降、米国やアジア景気は急回復を見せている。日本においては、冷夏という景気の一段の下押し要因にも見舞われたものの、輸出の持ち直しと外人買いに主導された株価の回復が、先行き景況感の改善に繋がった。

今年度に入ってから設備投資が好調に推移していることも大きい。バブル崩壊後、設備投資は抑制傾向が続いていたために、設備の老朽化が進んだが、昨年来の企業のキャッシュフロー改善に伴い、設備の更新需要が急拡大している。本年1月から導入されたIT投資減税も、一定の効果を上げていると判断される。こうした設備投資の回復も、生産活動の押し上げに繋がっている。

当面は、アジア向けだけでなく、米国向け輸出も回復する可能性が大きい。外需に持ち上げられる格好で、生産活動は一段と活発化することが期待される。生産面の回復は、労働投入量の拡大を通して、雇用・所得環境の持ち直しに繋がる。雇用・所得環境の持ち直しは個人消費の下支えに寄与すると予想される。

ただし、7～9月期のGDP統計を見ても明らかなように、日本経済は未だデフレの中にあり、デフレからの脱却の展望は描けない。このようななかでは、企業の生産や投資行動は、極めて慎重なものにとどまると判断される。したがって、企業は在庫を積み増すほどの増産は行わず、むしろ在庫が積み上がれば直ちに生産にブレーキをかけるような状況が続く公算が大きい。

したがって、予測期間内に内需が自立的に回復基調を辿り、景気全体を牽引するような姿は想定されない。具体的には、米国経済は減税効果の剥落する04年春先以降、成長ペースが鈍化すると予想される。これを受け、日本の輸出も04年半ばには鈍化に転じよう。出荷の伸び悩みから、在庫は増加に転じ、04年秋口にも生産活動にはブレーキがかかろう。企業は収益性悪化を避けるため、直ちに設備投資や雇用を抑制し、これが景気全体の足を引っ張ることが懸念される。

バブル崩壊後、日本経済は2度の景気回復局面を経験した。しかし、一時的な景気回復に慢心していれば、外需の増勢に翳りが見られる局面で、予想以上に内需も減速するリスクが高い。これを避けるためには、来るべき減速圧力を緩和するような対策を準備することが重要である。せめて、バブル崩壊以降上昇傾向を辿っている失業率が低下に転じ、経済資源の中で最も活用すべき“労働”という資源を有効活用できるようになるまでは、政策面からのフォローが必要だ。

## 景気の現状判断

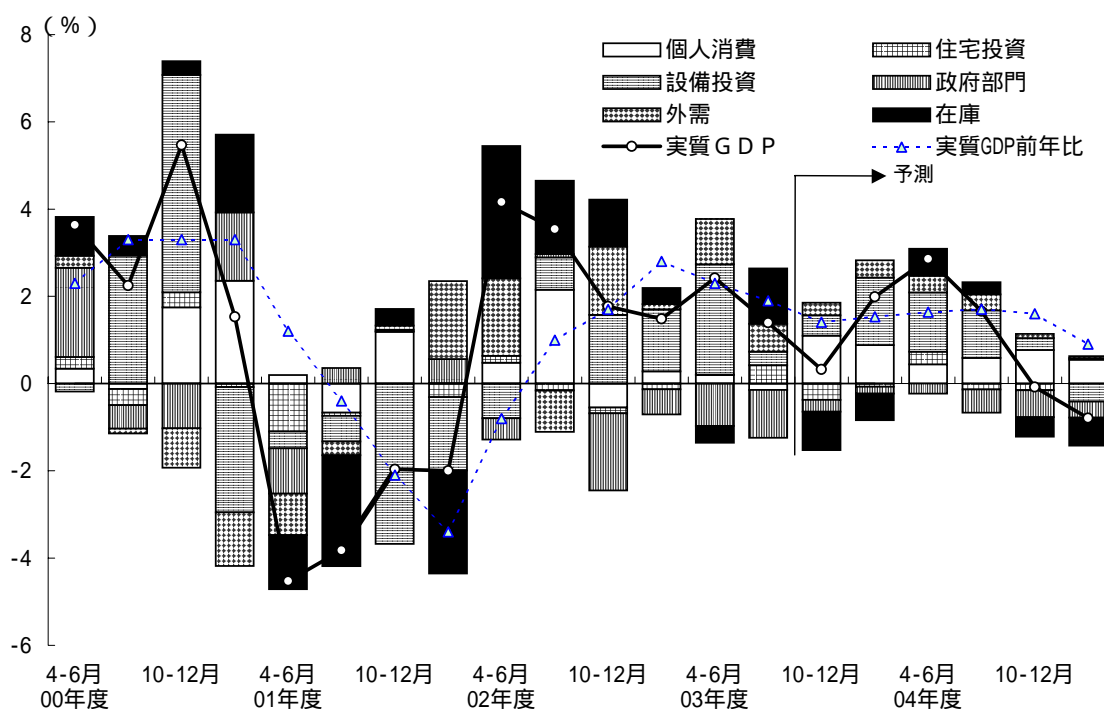
2003・2004年度の日本の実質GDP成長率見通しを、それぞれ+1.8%、+1.5%（前回2003年8月15日発表：2003年度+1.4%、2004年度+0.9%）へと上方改訂を行った（資料1）。

改訂の背景として、米国や中国をはじめとした海外経済が予想以上のペースで拡大していること、更新投資中心とはいえ設備投資が拡大、業種的にも広がりを見せていること、予想以上に早い段階から生産活動に高まりが見られること、雇用環境にも経済活動に見合う形で持ち直しの機運が見られること、などが挙げられる。

海外経済に関しては、7～9月期の米国実質GDP成長率が前期比年率+7.2%と超高成長を達成するなど、米国中心の景気回復期待が高まっている。米国経済加速の背景には、夏場に実施された大型減税の効果などもある。ただし、雇用環境も緩やかに改善し始めており、需要は徐々に力強さを取り戻している。アジア経済の回復は、SARS（重症急性呼吸器症候群）問題が迅速に沈静化したことに加え、米国向け輸出の拡大が背景にある。中国の国内需要の高まりによる効果も大きい。圧倒的な輸出競争力を背景に中国企業の収益が拡大、これが雇用・所得環境の改善に繋がり、設備投資や個人消費の自立的な拡大に繋がりはじめている。03年の中国の実質GDP成長率は、SARSによる消費などの急激な落ち込みを経験したにもかかわらず、前年比+8.6%と高成長が見込まれる。さらに、SARSが再び蔓延することなどがなければ、04年は同+8.9%とさらに成長が加速すると予想される（いずれも当社予想）。

このような外需環境の好転により、日本の輸出は夏場から拡大傾向を明確にしている。さらに秋口からは、輸出の改善が生産活動の押し上げに波及し始めた。生産活動は暫く高いペースで拡大していく期待が高まっている。デフレ下において企業が在庫投資に消極的だったことも、需要の拡大に対する生産の反応の早さに繋がったとみられる。

資料1 日本の実質GDP見通し（前期比年率、寄与度）



（出所）内閣府。当社データより当社作成。予測は当社。

設備投資が好調に推移していることも、生産活動の押し上げに繋がっている。バブル崩壊により、設備過剰感が急速に高まったことに加えて、日本経済がデフレへと陥っていく中で連続する需要の後退、収益性の悪化、中国などアジア諸国との競争激化などを背景に、設備投資は抑制せざるを得ない状況が続いてきた。しかし、設備投資の抑制はビンテージ（資本ストックの平均年齢）の上昇に繋がり、設備の老朽化となって現れている。企業から見れば、デフレ下で守りの経営に偏らざるを得ない状況に晒され続けてきたが、設備の老朽化は生産性の悪化などを通じて競争力を落とすこととなる。したがって、老朽化した設備の更新需要のマグマは増大していたものと判断される。このような潜在的需要が、昨年来の企業収益の改善によって呼び起こされ、足元での設備投資の好調さに繋がっている公算が大きい。

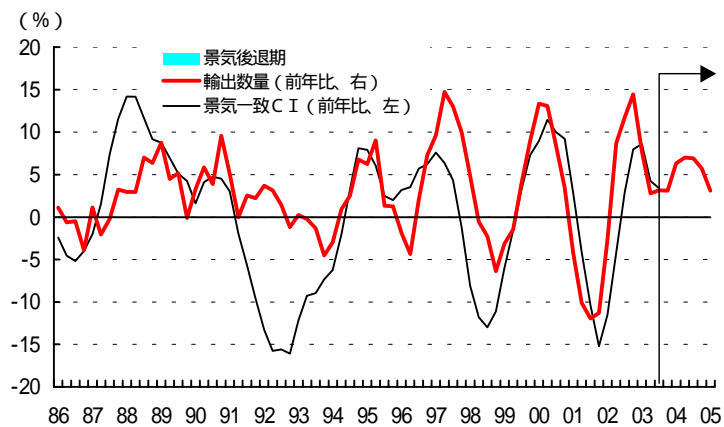
生産活動の回復に応じて、労働投入量も拡大傾向に転じている。企業はこれまで労働投入に際して人員確保（雇用）ではなく、労働時間の延長（残業）で対応してきた。ところが、所定外労働時間はすでに前回景気拡大局面（1999年1月～2000年10月）のピークを超えており、労働時間の延長だけで生産拡大には対応し難くなっている。また、冷夏による一時的な要因を除けば、就業者は前年水準を上回るほどにまで回復している。雇用環境を端的に示す有効求人倍率が前回景気拡大期をすでに上回っているほか、新規求人倍率も急回復している。大きな流れとしては企業のコストカット・リストラ志向が強いことは否定できないが、景気の拡大に対応するために必要な資源の投入は行わざるを得ない。足元は、そういった状況にあるものと判断される。

### 景気回復は外需の賜物

戦後日本の景気循環において、外需は常に重要な役割を果たしてきた。それは、バブルが崩壊し、デフレに陥ってから、むしろ強まっている。景気と一致して推移する景気一致C Iと輸出数量との推移を見ると、輸出数量の拡大が景気に先行していることが確認できる（資料2）。しかし、両者の相関は80年代まではそれほど高いものではなかった。これは、景気が拡大していく間に、外需から内需へと景気の牽引車がバトンタッチしたためである。内需が本格的に盛り上がってくると、外需の伸びが多少鈍化しても、景気は拡大傾向を保つことができる。ところが、90年代半ば以降のデフレが本格化して

くる局面においては、輸出と景気の相関性が極めて高くなっている。これは、日本の景気の

資料2 90年代後半以降輸出との密着性が増した景気動向



（出所）内閣府、財務省データより当社作成。予測は当社。

循環的な動きが、外需の動向に完全に左右されていることを示している。言い換えれば、内需の景気全般に対する影響力が、極めて弱くなっている。このため、景気は拡大に転じても、内需に牽引される本格的な回復にはなかなか至らず、消費などが盛り上がる前に外需が鈍化すれば、たちまち回復の芽が潰えるほど、脆弱な構造となっている。一方で、これまでは米国を中心とした海外の景気循環がショックをやわらげてきたため、日本経済がスパイラル的に落ち込んでいくことは避けら

れてきた。

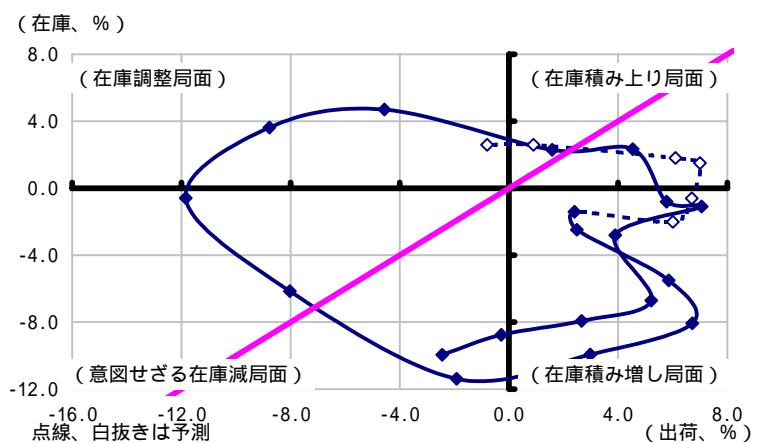
足元での景気拡大も、まさにこうした外需回復の賜物であると言えよう。今後、日本経済は輸出の拡大に応じた生産活動の回復が鮮明化するものと予想される。これまでリストラなどによって収益性の改善に努めてきた企業は、回復した企業収益を頼みに老朽化した設備を新しいものに更新し、生産性の向上や競争力のアップを図ろう。一方で、生産やサービス拡大のために必要な労働力を確保するため、雇用・所得環境はわずかではあるが回復が見込まれる。この冬のボーナス（一人あたり支給額）は、冬としては7年ぶりに前年水準を上回ると予想され、冷え込んでいた消費も幾分緩まる可能性がある。

ただし、こうした内需の持ち直しはあくまでも外需に従属したもので、景気を牽引するには力不足だ。構造改革という名のデフレ政策が続くとの見通しの中で、例えば増産投資や積極的な雇用確保といった前向きな行動を取る企業はほとんど見られないだろう。デフレ期待の残存は、企業の中長期的な収益計画を慎重なものにさせるためだ。

一般的に、景気の循環は3年程度で一巡する在庫循環によって決まる。出荷の回復に伴い生産活動が持ち直し、先行き需要拡大が見込まれると、在庫積み増しのためにさらに生産活動は活発化する。しかし、出荷が鈍化すれば在庫は積み増しという意図的なものではなく、意図せざる積み上がりという状況に陥ってしまう。これにより生産活動にはブレーキが掛かり、景気は減速していくこととなる。しかし、デフレ下における在庫循環は、景気をもっとも強い局面を迎える在庫の積み増し局面が抜け落ちることにより、脆弱かつ短期化する性質がある。デフレ懸念、すなわち先行き価格下落期待が、在庫価値の下落リスクに繋がるため、企業は極力在庫を抱えないようにするためである。企業は出荷に応じた分しか生産しないように努めようとするが、出荷の認識と生産計画とはタイムラグが生じる。このため、出荷が鈍化すれば、在庫が多少なりとも増えてしまうことは避けられない。インフレの世の中では、ある程度の在庫を抱えることは望ましいことであるが、デフレの世の中ではこれは損失に他ならない。したがって、生産活動にはすぐにブレーキがかかることになる。

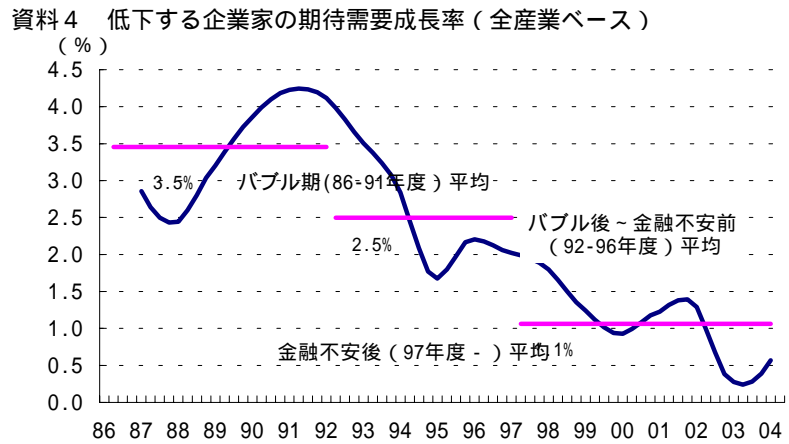
このような局面が、2004年半ばにも訪れる可能性が高い(資料3)。その原因は、米国経済にある。2004年春に減税効果が剥落するため、米国の個人消費は春以降鈍化すると予想される。そうなれば、日本の米国向け輸出は夏場には鈍化する公算が大きい。米国向け輸出で潤っている国は数多いため、日本からの輸出は米国向けだけでなく、アジア向け、欧州向けでも鈍化していくこととなる。最終的に、2004年半ばには外需を中心に日本の出荷は伸び悩み、在庫は積み上がりに転じよう。その後間をおかず、生産活動にはブレーキがかかることが予想される。したがって、2004年の秋から年度末にかけては、景気は在庫調整に伴う減速局面に転じるものと予想される。

資料3 在庫循環からは、2004年後半にも調整局面入りが見込まれる



(出所) 経済産業省データより当社作成。予測は当社。

設備投資の拡大についても、その持続性という意味では期待をかけすぎること禁物だ。足元までの設備投資拡大は、老朽化した設備の更新需要によるところが大きいいため、更新が一巡すれば設備投資拡大の勢いは鈍化しよう。バブル崩壊後の90年代半ばのビンテージまで更新投資が進むとした場合でも、04年度の設備投資は鈍化を免れない。一般的に、設備投資が景気の牽引車となって、スパイラル的な好循環をもたらすためには、需要の拡大に伴った増産のための投資が引き出される必要がある。しかし、こうした能力増強を主目的とした設備投資に大きな影響を与えるのは企業家の期待成長率である（資料4）。企業家の期待需要成長率は、経済の趨勢的な成長率から強い影響を受ける。したがって、持続的な景気回復こそが、企業家の期待需要引上げに繋がる。要するに、設備投資と需要とがスパイラル的に



（出所）財務省、内閣府データより当社作成

回復していくような自立的な回復局面に転じるには、持続的な成長率の高まりが必要となる。

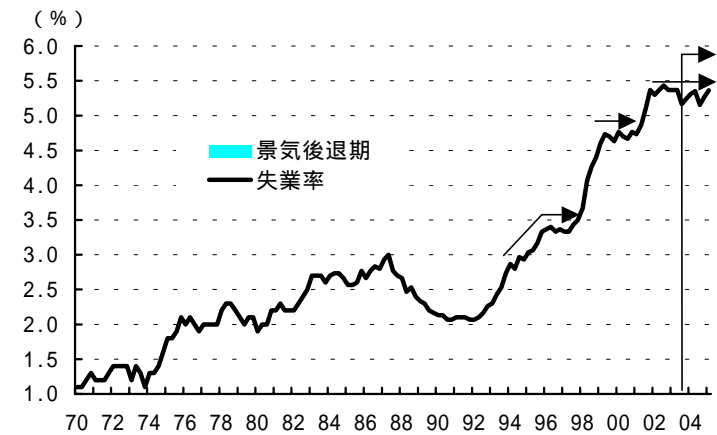
### “改革の成果”と勘違いをすると痛い目に

鉱工業生産統計に表れているように、今後生産活動は活発化し、景況感は一段と改善するものと予想される。しかし、バブル崩壊後、似たような局面は二度訪れている。一度目は90年代半ば、そして二度目は90年代末である。両局面とも、輸出が盛り上がりと同時に、財政面からの景気押し上げが実行された。株価は上昇し、設備投資や個人消費も回復を見せた。にもかかわらず、その後景気は内需の本格的な回復に至らないまま失速していった。これは、財政政策や金融政策が引き締め方向へと転換したことに加え、牽引役であった外需が鈍化したためである。両者が同時に起こったことにより、景気は釣瓶落としのように悪化していった。しかし、政策の転換と外需の減速が同時に起こったことを、運がなかったとすることは誤りである。内需が完全に自立的な回復軌道に乗ったことを見極めずに、拙速な引き締め策に転じたことが、景気が失速した本質的な原因であろう。

今般、年金制度改革に伴い、保険料の引き上げ、あるいは国庫負担率の上昇分に見合う税収拡大措置（定率減税措置の廃止）が検討されている。また、現在の計画では、住宅ローン減税措置も規模が縮小される可能性がある。これらはいずれも2004年中の実施、あるいは法案の成立を目指している。一方で、2004年中には外需の鈍化により、日本の景気はその推進力を失う可能性が高い。このような中で、国民負担が引き上げられるような措置が執られる、ないしは実施されることが確定すれば、景気は再び失速するおそれが極めて高い。

むしろ、外需という景気の推進力が鈍ることを前提に、それを補うような対策を検討することが必要であろう。バブル崩壊後の二度の景気拡大局面を振り返れば、景気は確かに拡大していたにもかかわらず、失業率はほとんど低下しなかった（資料5）。一部には、公共投資について、その中身を問うことなく一律に“ムダ”として切り捨てられている。しかし、経済的に見れば、失業ほど国内の経済資源を無駄にしているものは無い。無論、社会的にも失業者を放置しておくことは大きな問題であろう。来るべき外需の減速に対応すべく、失業率が低下基調に転じるまで、積極的な需要押し上げのための政策対応が望まれる。

資料5 景気が拡大しても失業率はなかなか下がらない



(出所)内閣府、労働省データより当社作成。予測は当社。

資料6

日本の予測数値一覧表

(前年度比、%)

日本経済	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
	実績	実績	実績	予測	予測
実質GDP	3.0	1.2	1.2	1.8	1.5
(内需寄与度)	2.8	0.7	0.4	1.1	1.1
(外需寄与度)	0.2	0.5	0.8	0.6	0.3
個人消費	1.1	1.3	1.0	0.6	1.2
住宅投資	0.3	7.8	2.1	0.6	0.1
設備投資	9.7	3.5	3.3	8.6	5.5
政府消費	4.7	2.7	2.1	0.6	1.1
公的固定資本形成	7.8	5.2	5.0	12.1	10.9
財・サ輸出	9.5	7.2	12.0	8.1	7.0
財・サ輸入	9.2	3.1	5.5	3.8	5.8
名目GDP	1.0	2.4	0.7	0.1	0.3
鉱工業生産	4.3	9.1	2.8	3.5	3.4
経常利益	21.2	19.6	7.2	10.3	8.9
完全失業率	4.7	5.2	5.4	5.3	5.3
雇業者報酬	0.9	1.3	2.6	0.1	0.5
新設住宅着工戸数	121.3	117.3	114.6	114.4	114.2
経常収支(10億円)	12,078	12,222	13,387	16,143	15,731
名目GDP比率	2.4	2.4	2.7	3.2	3.2
国内企業物価	0.5	2.5	1.7	0.7	0.8
消費者物価	0.5	1.0	0.6	0.3	0.5
長期金利	1.7	1.4	1.1	1.2	1.3
為替レート	111.3	125.6	120.9	113.6	110.4
原油価格(ドル/バレル)	30.2	24.2	29.1	29.3	27.0
米国実質成長率(暦年)	3.8	0.3	2.4	2.9	3.7

前回見通し

(2003年11月発表)

	2003年度	2004年度
	予測	予測
	2.5	1.8
	1.9	1.5
	0.6	0.3
	0.9	1.4
	0.5	0.2
	12.3	6.1
	0.7	1.0
	10.9	10.5
	7.9	7.0
	3.3	5.7
	0.0	0.1
	3.5	3.4
	10.3	8.9
	5.3	5.3
	0.1	0.5
	114.4	114.2
	16,143	15,731
	3.2	3.2
	0.7	0.8
	0.3	0.5
	1.2	1.3
	113.6	110.4
	29.3	27.0
	2.9	3.7

(出所)内閣府「国民所得統計」等より当社作成。予測は当社(12月9日現在)。

- (注) 1. 経常利益は法人企業統計季報ベース。  
 2. 為替レートは円/ドルで年度平均。  
 3. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate) 価格。  
 4. 失業率、経常収支の名目GDP比、長期金利以外の単位の無い項目は前年比  
 5. 長期金利は10年債流通利回り。

しまみね よしきよ(主任研究員)

(要旨)

米国景気は減税効果や企業収益の改善によって一時的に拡大ペースを速めた。

2003年10～12月期には、7～9月期に減税で押し上げられた反動による個人消費の鈍化が予想される。また、住宅投資は、金利上昇や前期の高い伸びの反動によって減少に転じよう。外需関連では、国内需要の拡大、在庫の積み増しによって輸入の増加ペースが速まり、純輸出の実質GDPに対する寄与度はマイナスに転じる可能性が高い。この結果、10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率で+3.2%に鈍化するとみられる。

景気回復が持続するかどうか鍵を握っている雇用動向については、企業収益が改善傾向を辿り、実質GDPは拡大が続くものの、労働生産性の向上が抑制要因として働くため雇用の拡大ペースは緩やかなものとなる可能性が高い。ただし、雇用が拡大するもって個人消費が失速したことはないことから、景気拡大が続こう。

減税効果によって、2004年前半(2四半期平均)は潜在成長率(インフレに影響を与えない成長率)を小幅上回るペースの成長が見込まれる。2004年後半には、減税効果の剥落、モーゲージローンのリファイナンスの伸び鈍化、ディスインフレ環境下でのコスト削減圧力の残存、補正予算によって押し上げられた反動や財政赤字拡大による政府支出の抑制等を反映して、成長ペースは緩やかなものとなる可能性が高い。

年間の実質GDP成長率は、2003年が+2.9%、2004年は2003年後半の成長率が高くなったために2004年スタート時点での成長率押し上げ効果(ゲタ)が+1.7%もあるため、+3.7%と高い成長となる公算が大きい。この押し上げ効果を除いた年間の実質的な成長率は、2003年+2.1%、2004年+2.0%と安定成長が見込まれる。

**2003年10～12月期に減速。ただし、ホリデーシーズンの小売売上は好調に**

2003年7～9月期の実質GDPは、減税効果、企業による積極的な販促等によって前期比年率+8.2%と高い伸びとなった。家計部門では、減税や長期金利の低下に伴う住宅ローンの借り換えによって、流動性が潤沢な状況となり、個人消費が好調に推移した。加えて、企業部門では企業活動の改善が続き、設備投資の拡大ペースは速まった。

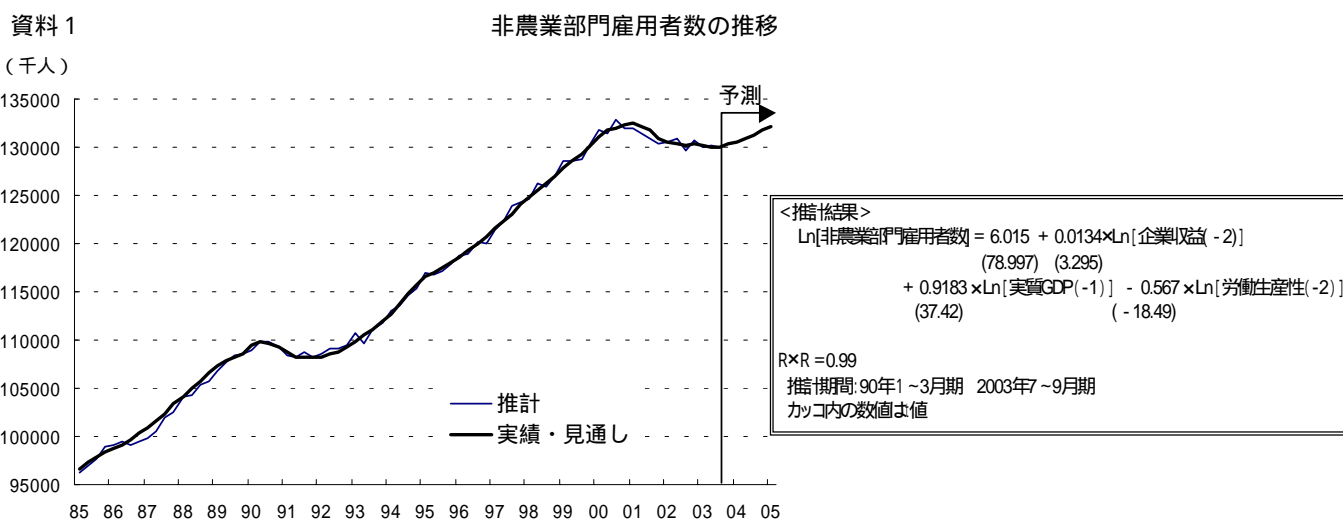
10～12月期には、11月6日に成立した875億ドルの補正予算の執行を受け、2004年前半にかけて政府支出が押し上げられよう。設備投資は、企業収益の改善傾向や経営者のマインド改善を受け堅調な推移が見込まれる。しかし、7～9月期に減税で押し上げられた反動による個人消費の鈍化が予想され、住宅投資は金利上昇や前期の高い伸びの反動によって減少に転じると見込まれる。外需関連では、ハイテク需要の拡大や海外景気の速いペースでの回復を受け輸出が堅調に推移する一方で、国内需要の拡大、在庫の積み増しによって輸入の増加ペースが速まり、純輸出の実質GDPに対する寄与度はマイナスに転じる可能性が高い。この結果、10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率で+3.2%に鈍化するとみられる。

月次でみると、9、10月と個人消費の拡大ペースが鈍化したものの、11月の小売売上高は、前月比で増加に転じたとみられる。また、11月の自動車販売が季節調整済み年率1,670万台と10月の同1,550万台から増加に転じた。消費者マインドや雇用の改善、株式関連資産残高(前年比)の増加等によって、ホリデーシーズンの小売売上は高い伸びが見込まれる。

## 雇用環境は改善が続くものの緩やかなペースに

このような景気回復が持続するかどうか鍵を握っているのは雇用動向である。過去、非農業部門雇用者数（前期差）が減少に転じたときには個人消費が失速し、景気後退に陥ることが多かった。そこで足元の非農業部門雇用者数を見てみると、8月以降4ヶ月連続で増加している。しかし、労働生産性の向上が続くなかで雇用に先行する週労働時間や求人広告指数が過去最低水準にとどまっていることや、レイオフ件数が引き続き高い水準にあることから、企業は依然として積極的な新規採用を控えていると考えられる。

そこで、雇用動向に影響を与える要因をみると、成長率のプラスの影響が最も大きく、労働生産性はマイナスの要因として作用するとの結果がでた。つまり、このような労働生産性の高い伸びが雇用抑制に働いているものの、それを上回るペースで企業収益の回復や成長率の伸びが加速したことを背景に、雇用は足許で拡大し始めたということだ（資料1）。



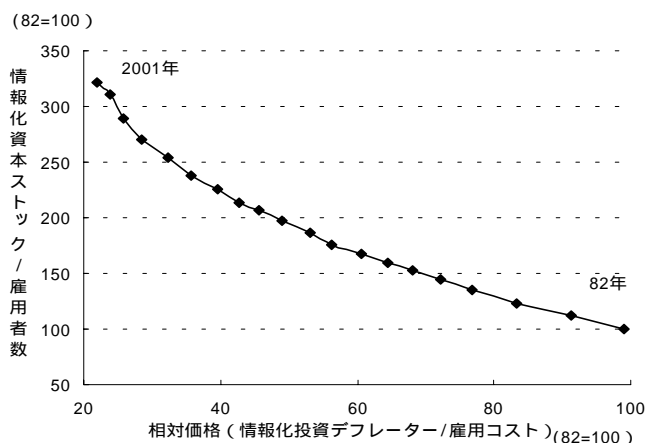
（出所）米労働省、米商務省データより当社推計。予測は当社。

尚、労働生産性の上昇ペース加速は、情報化投資の拡大による部分が大きいとみられる。情報化投資が増加した背景としては、雇用コストが上昇傾向を辿る一方で、情報化関連財の価格下落が続いているため、相対価格（情報化投資デフレーター／雇用コスト）が低下傾向を辿っていることがあげられる。このことは、情報化投資を増加させる要因となり、その結果、資本の情報化が進展し、情報化資本装備率 = （情報化資本ストック／雇用者数）が上昇したといえよう（資料2）。

このような資本の情報化、情報化資本装備率の変化が労働生産性に与える影響をみると、情報化資本ストックを除く資本装備率が、労働生産性を安定的に押し上げていることがわかる（資料3）。特に、2000年以降資本の情報化の生産性に与える影響が大きくなっており、情報化資本ストックの拡大が生産性の向上に大きく寄与していることが分かる。

今後に関しても、デフレーション環境（物価上昇率が低位で安定している状態）によるコスト削

資料2 情報化資本装備率と相対価格の関係

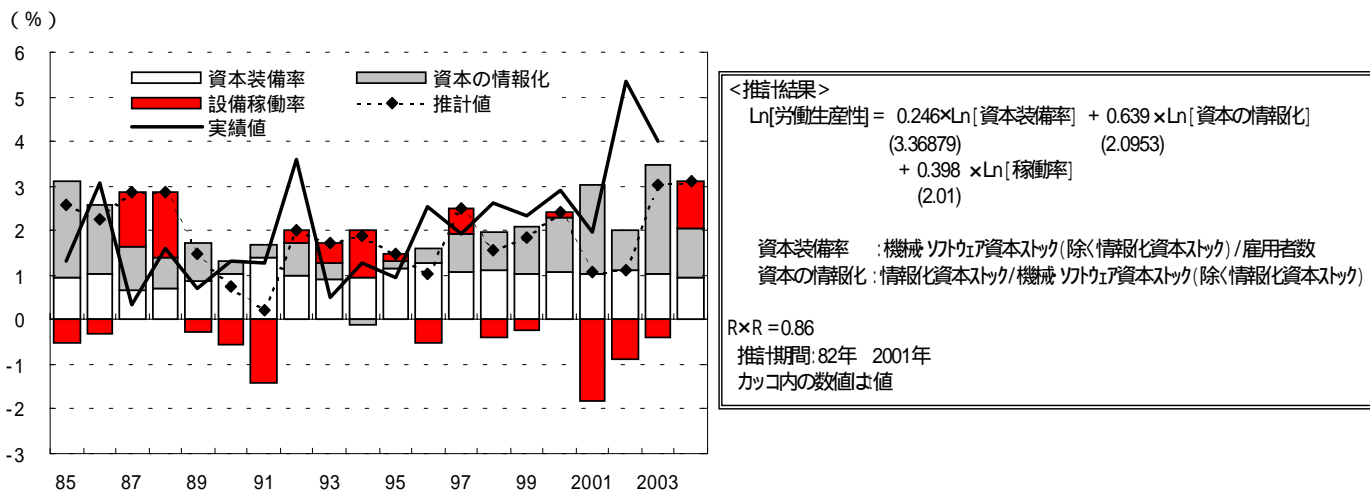


（出所）米商務省、米労働省データより当社作成。



減圧力が残存するなかで、情報化投資の高い伸びが続くとみられること、資本装備率は安定的に生産性上昇に貢献すること、生産の回復に伴い稼働率が上昇すると予想されることから、労働生産性は2003年+4.0%、2004年+3.0%と高い伸びが見込まれる。

資料3 労働生産性見通し(前年比)



(出所) 米商務省、米労働省データより当社推計、予測は当社。  
 (注) ストック統計は2001年まで実績。2002年以降当社予測。労働生産性は2003年3Qまで実績。以降当社予測。

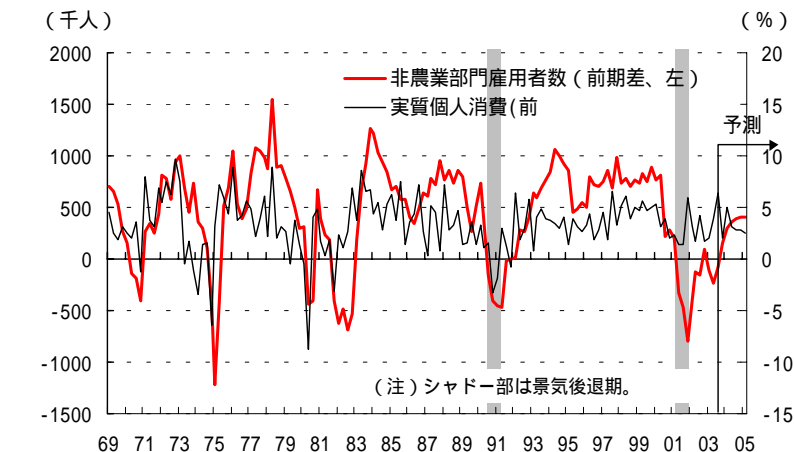
今後の非農業部門雇員数に関しては、企業収益が改善傾向を辿り、実質GDPの拡大が続くため、雇員数は増加傾向を辿ると見込まれる。過去に雇用が拡大を続けるも、個人消費が失速したことはなく、減税効果の剥落する2004年後半以降も個人消費は拡大傾向を辿る可能性が高い(資料4)。しかし、労働生産性の向上が新規採用の抑制要因となるため、雇用の拡大ペースは緩やかなものになると見込まれる。このため、雇用が2001年の景気後退前の水準を回復するのに2005年4~6月期までかかる可能性がある(前述のグラフ参照)。

### 減税による税還付の増加によって2004年前半は潜在成長率を小幅上回る成長ペースに

雇用環境の改善が続くなかで、所得税率、配当課税率の引き下げが2003年1月に溯って実施されたことから、2003年1~6月期分が2004年初の税還付時に上乗せされる。このため2004年2~5月の税還付の増額が予想され、2004年1~6月期の個人消費は四半期ベースで前期比年率+3.5%程度の伸びが見込まれる(資料5)。

設備投資は、これまでのキャッシュフローの改善や更新需要の拡大、資本財価格の下落によって押し上げられ、情報化投資主導で好調に推移しよう。設備投資の40%程度を占める情報化投資の前年比は、企業収益の前年比に1~3四半期程度遅れて変動する傾向がある。したがって、企業収益が2003年7~9月期まで前年比で伸び率が高まっていることから、情報化投資はITバブル時には及ばないものの、少なくとも2004年4~6月期まで高い伸びが続くと予想される。特に、ITバブル期以前や2000年問題の対応で1999年に実施されたコンピューター投資の更新需要が引き続き堅調を保つとみられる。また、新規の

資料4 非農業部門雇員数と実質個人消費の推移



投資需要として、効率化のためのシステム投資や、オフィスビル、空港などの公共施設での無線LANの導入などモバイルインターネット関連需要の投資拡大が期待できよう。

資料5 減税のスケジュール

減税項目	減税期間	スケジュール	
		2003年7月	2004年1月
配当課税の軽減	2003年1月～2008年末	税率引き下げ	2003年1～6月分の税率引き下げによる年初の税還付増加
キャピタルゲイン課税の軽減	2003年5月6日～2008年末	税率引き下げ	2003年5～6月分の税率引き下げによる年初の税還付増加
個人所得税率の引き下げ	2003年1月～2013年12月	税率引き下げ	2003年1～6月分の税率引き下げによる年初の税還付増加
教育減税	2003年1月～2013年12月	子供を持つ家庭に子供一人当たり400ドルの小切手を送付	
共働き家庭の合算申告所得への税率15%の適用範囲を拡大	2003年1月～2013年12月	税率引き下げ	2003年1～6月分の税率引き下げによる年初の税還付増加
中小企業の設備投資償却枠を2万5000ドルから10万ドルに拡大	2003年1月～2005年末	税率引き下げ	
減価償却率を30%から50%に引き上げ	2003年5月5日～2004年末	税率引き下げ	

(出所) 議会合同税制委員会資料より当社作成。

### 減税効果の剥落によって2004年7～9月期以降の成長ペースは緩やかなものに

2004年後半も、前半の企業収益の改善、実質GDPの拡大によって雇用環境の改善が続くものの、減税効果の剥落、住宅ローンの借り換えの伸び鈍化、ディスインフレ環境下でのコスト削減圧力の残存、補正予算によって押し上げられた反動や財政赤字拡大による政府支出の抑制等を反映して、成長ペースは緩やかなものとなる可能性が高い。

減税による可処分所得の押し上げ効果がなくなり、住宅価格の伸び鈍化や金利の下げ止まりによって、住宅ローンの借り換えやホーム・エクイティ・ローン(\*)は縮小傾向を辿るとみられ、これまで潤沢だった家計部門の流動性の伸びが大幅に鈍化すると予想される。また、2000年のピーク時に比べ株式関連資産残高の目減り分が大きいことや、失業率の低下が小幅なものにとどまると予想されることから、消費性向が90年代前半の景気回復時のように急激に上昇し、個人消費を押し上げることも見込み難い。

さらに、債務返済金額の可処分所得に対する比率は過去最高水準付近で推移するとみられ、この比率が上昇するような借り入れを行って消費を続ける可能性は低い。また、個人消費は景気後退期を通じ拡大しており、ペントアップデマンド(待機需要)が期待できない。以上のことから、個人消費の拡大ペースは緩やかなものとなる公算が大きい。

(\*) ホーム・エクイティ・ローンは、住宅の純資産価値(住宅の時価から住宅ローンの未払残高を除いた部分)を担保に借り入れ枠を設定することである。

政府関連支出は、補正予算によって2004年前半に押し上げられる反動や、財政赤字の拡大を背景に連邦での歳出が抑制されるとみられ、伸びが鈍化する可能性が高い。さらに、州・地方では、景気の低迷や減税によって税収が不足し、財政赤字が拡大している。州政府は、基本的には財政均衡が義務付けられており、財政安定基金の取り崩しや州債の発行などによって、財政赤字を補填している。しかし、全米州議会協議会によると、2004会計年度(2003年7～9月期～2004年4～6月期)に、784億ドルの歳入不足が見込まれることから、今後も州政府が増税や歳出削減を行う可能性

がある。

世界的なハイテク需要の拡大や海外景気の回復によって、輸出は増加基調を辿ると見込まれる。一方、輸入に関しては、所得弾性値が高まっていることから、外需（純輸出）は2005年1～3月期にかけて大幅なマイナス寄与が続く公算が大きい。

以上のことを勘案すると、米国景気は、2004年前半にかけて潜在成長率程度の成長が続いたあと、2004年後半には政策効果等の剥落によって、成長率が鈍化すると見込まれる。

年間の実質GDP成長率は、2003年が+2.9%、2004年は2003年からのゲタが+1.7%もあるため、+3.7%と高い成長となる公算が大きい。ゲタを除いた年間の実質的な成長率は、2003年+2.1%、2004年+2.0%と安定成長が見込まれる（資料6）。

資料6

米国実質GDP成長率予測表

（季節調整済み、%、10億ドル）

	2002年 (実績)	2003年 (予測)	2004年 (予測)	2003年				2004年				2005年 1～3
				1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	
実質GDP	2.4	2.9	3.7	1.4 2.0	3.3 2.5	8.2 3.5	3.2 4.0	3.9 4.6	2.6 4.4	3.1 3.2	2.4 3.0	2.6 2.7
個人消費	3.1	3.1	3.5	2.0 2.4	3.8 2.9	6.4 3.5	2.0 3.5	3.8 4.0	3.2 3.8	2.8 3.0	2.8 3.2	2.6 2.8
住宅投資	3.9	8.5	3.5	10.1 5.7	6.6 6.7	22.8 12.0	0.9 9.3	0.5 6.6	2.3 5.5	2.8 0.9	0.9 1.4	4.2 2.5
設備投資	5.7	2.7	10.4	4.4 1.4	7.3 1.0	14.0 4.6	9.5 6.4	12.3 10.8	10.9 11.7	7.7 10.1	6.0 9.2	5.9 7.6
在庫投資	5.1	4.0	17.3	4.8	17.6	14.1	11.0	29.0	21.0	14.0	5.0	16.0
政府支出	0.7	0.1	0.2	0.9	0.9	0.1	1.0	0.7	0.3	0.3	0.4	0.4
純輸出	4.4	3.3	3.4	0.4 2.3	8.5 4.1	1.3 3.7	3.3 3.3	5.6 4.7	2.4 3.2	1.0 3.1	1.2 2.6	1.2 1.5
輸出	488.5	536.7	640.7	510.3	546.2	522.7	567.7	617.7	648.7	645.7	650.7	670.7
輸入	0.8	0.5	1.1	0.9	1.5	1.0	1.8	2.0	1.2	0.1	0.2	0.8
輸出	1.6	1.5	7.1	1.3	1.0	9.3	9.6	7.4	6.9	6.4	3.5	3.5
輸入	3.7	4.1	11.2	2.7	0.9	0.1	4.0	6.3	8.3	7.6	6.1	5.1
実質国内需要	3.1	3.4	4.6	6.2 2.6	8.8 3.0	0.1 3.7	18.7 4.1	17.8 5.5	12.0 5.2	3.4 4.2	3.4 3.6	6.8 3.0
実質最終需要	1.7	3.1	3.6	1.7	2.8	3.9	4.2	4.4	4.0	2.9	3.1	2.8
実質国内最終需要	2.4	3.5	4.4	1.3	5.5	6.6	3.8	4.9	3.9	3.1	2.8	2.8
名目GDP	3.6	4.6	4.9	2.2	3.2	4.1	4.3	5.2	4.8	3.9	3.7	3.2
GDPデフレーター	1.13	1.57	1.31	3.6	4.1	5.3	5.2	5.7	5.5	4.2	4.2	3.9
				1.6	1.5	1.7	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2

予測

（注1）在庫増減、純輸出の欄の上段数字は実額（10億ドル）、下段は寄与度。

（注2）その他の項目の上段数字は前期比年率、下段は前年同期比。

（出所）米商務省、予測は当社。

かつらはた せいじ（副主任研究員）