

2004年度経済見通し

(2003年11月)

～デフレは残るが世界的景気拡大を背景にプラス成長継続～

(株) 農林中金総合研究所

問い合わせ先：調査第二部 国内経済金融班

電話 03-3243-7357

当社HP <http://www.nochuri.co.jp>

2004年度経済見通し(2003年11月)

総論

デフレは残るが世界的景気拡大を背景にプラス成長継続

～ 04年度実質GDPは2.0%の成長。デフレは残るが、名目成長率は水面への浮上を予測 ～

03年度下半期見通し：年度後半もプラス成長持続

03年度上半期(4～9月)の実質GDPは前半期比：+1.4%(前年同期比：+2.8%)のプラス成長。民間企業設備投資が実質、名目ともに増加し、純輸出(輸出-輸入)も拡大が継続。実質GDPの成長を主導した。名目GDPは7～9月期にわずか(前四半期比：-0.02%)ながら再びマイナス成長となったが、上半期合計では前半期比：+0.2%(前年同期比：-0.1%)。デフレは相変わらず厳しく、デフレ率は前年同期比：-2.6%のマイナスであるが、実質GDPの増大が名目GDPを押し上げ、デフレに緩和効果をもたらしている。

03年度下半期も、引き続き民間企業設備投資が実質、名目ともに増加継続。民間最終消費支出は名目ベースでは減少が続くが、実質ベースでは小幅増加となろう。一方、民間住宅投資は駆け込み需要に伴う着工が一段落し小幅減少に転じると見ている。

景気回復を確かなものにするため、小泉内閣には一定規模の公共投資を含む景気対策の実施を期待したいが、災害復旧予算程度の補正予算編成にとどまる可能性が大きい。よって、公的資本形成はこれまでの大幅減少に歯止めがかかり、実質ベースでは上半期比では小幅反転(+1.1%)するものの、前年同期比では減少(-5.3%)が継続すると考える。また、純輸出額は増大するものの、サービス収支の赤字拡大や財輸入の増加などにより輸入等の増加が輸出等の増加を上回ることから、外需の寄与度は0.1%へ低下する。

この結果、03年度下半期の実質GDPは前半期比：+0.9%(前年同期比：+2.3%)成長を予測。また、GDPデフレ率は前年同期比：-2.1%の下落を見込む。

04年度見通し：実質成長の押し上げから名目GDPもプラス成長へ浮上

米国経済が巡航速度での成長を持続。欧州経済が緩やかな景気回復軌道に乗るとともに、中国、インド、ロシアなどの諸国が高い成長を継続。これらの世界経済の成長拡大を背景に、民間企業設備投資が成長を牽引しよう。また輸出増加が輸入増加を上回る状態が継続し外需のプラス寄与が続く。これらに主導されて、実質GDPは+2.0%の成長を予測。なお、民間最終消費は小幅な伸びにとどまり、民間住宅投資や公的固定資本形成の減少が続く。

また、国内的にデフレ環境は残り、デフレ率のマイナス(-1.5%)は継続するが、名目GDPは+0.5%のプラスに浮上。

04年の米国の実質GDP成長率を+4.1%と予測。世界経済は03年度に続き成長が続く。アテネ・オリンピック等のイベントによる耐久財需要の盛り上がり期待できるとともに、薄型TVやDVD関連製品、デジカメ、携帯電話などデジタル情報家電の最終製品および部材料の需要拡大が見込まれる。また、次世代のゲーム機やWindows OS等新製品投入に向けた設備投資の動きも予測される。

国内的には配偶者特別控除の廃止や年金制度改正に伴う税・年金保険料の負担増加および減損処理会計導入等の業績悪化要因が懸念要因として残る。しかし、金融システム不安は後退しており、前述のイベントと相まって心理的な好転持続も好材料となって景気にプラスに作用しよう。

景気回復のもとで3年連続の経常増益を予測。日経平均株価構成銘柄(225社)ベースでは約9%の経常増益となろう(参考:東洋経済社「四季報」デ-タ)

このような企業業績の好調もあり、緩やかながら雇用・所得環境の好転が続くと考える。消費者心理や購買意欲も改善しており、サービス需要に加えデジタル情報家電を中心にモノ(財)の購入増加も期待出来よう。ただし、民間企業間での賃金格差の広がりやリストラ継続、公務員給与の引き下げ、制度改正に伴う社会保険や税等の負担増は圧迫要因となる。実質民間最終消費は、04度上半期(04年4~9月)に前半期比(03年10月~04年3月)比:+0.7%増の後、下半期は前半期比:+0.6%増と予測。増加は緩やかであり、通年では+1.3%の増加を見込む。

民間企業設備投資は、世界経済の成長予想や輸出増加の持続に加え、利益増加など企業のキャッシュフローが増大していること、および自動車やエレクトロニクスなど製造業での新製品・新技術開発向け投資が旺盛であることを背景に増加を予測。加えて名目投資金額の増加のもとで、設備投資デフレータの大幅下落が続くことは、実質額増加を押し上げる。04年度上半期の設備投資は前半期比:+2.6%の後、下半期も前半期比:+2.1%とプラス成長が持続。通期では+4.6%と予測。

公的固定資本形成は、国の公共投資予算の削減方針(03年度比:3%)に加え、地方公共団体などの大幅減少が続くことから、04年度も実質ベースでの減少が続き、通期で2.1%の減少を予測。

なお、公的固定資本形成デフレータの下落によって、実質減少率は緩和される。

民間住宅投資は、住宅ローン減税額は縮小される可能性が大きい。住宅資金贈与の無税枠拡大の周知浸透などプラス材料から、持ち家を中心に下支えされ、ほぼ横ばい(通期で0.3%)を予測。

輸出等は欧米景気の拡大や中国など東アジアの成長持続から増加が継続。輸入等の増勢を輸出の伸びが上回る状態が続く。輸出等から輸入等を差し引いた外需のGDP寄与度は03年度に比べ縮小するが、プラス寄与を維持。

これらの結果、04年度実質GDPの2.0%成長に対し、名目GDPは+0.5%。実質民間需要のGDP寄与度が+1.6%、外需の寄与度が+0.2%に対し、公的需要の寄与度も+0.1%となる。

実質GDPデフレータは、設備投資デフレータの大幅下落が続くことなどからマイナスが継続し、

1.5%の下落を予測。名目GDPでは2年連続のプラス成長であるが、デフレ状況は残り、売上や賃金の低迷などから景気回復感は抑制される。

2003・2004年度 国内経済見通し
(前期比)

	単 位	2002年度 通 期	通 期	2003年度		通 期	2004年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
実質GDP	%	1.6	2.5	1.4	0.9	2.0	1.2	0.8
国内民間需要	%	1.2	3.2	1.8	1.0	2.2	1.3	0.8
民間最終消費支出	%	1.4	0.9	0.3	0.3	1.3	0.7	0.6
民間住宅	%	▲2.9	▲0.1	1.2	▲0.9	▲0.3	0.1	0.1
民間企業設備	%	▲0.1	11.4	7.5	1.7	4.6	2.6	2.1
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.8	▲1.4	0.3	0.6	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	1.9	0.6	0.2	0.2	1.4	0.7	1.3
公的固定資本形成	%	▲6.4	▲8.4	▲6.4	1.1	▲2.1	▲1.3	▲2.8
財貨・サービスの純輸出	10億円	14401.8	17386.7	17137.5	17635.9	18714.8	18531.6	18898.1
輸 出	%	12.2	7.5	3.1	3.7	5.5	3.0	1.1
輸 入	%	5.5	3.5	▲0.0	3.9	4.7	2.3	0.9

(前年同期比)

	単 位	2002年度 通 期	通 期	2003年度		通 期	2004年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
実質GDP	%	1.6	2.5	2.8	2.3	2.0	2.1	1.9
国内民間需要	%	1.2	3.2	3.6	2.8	2.2	2.3	2.1
民間最終消費支出	%	1.4	0.9	0.8	1.0	1.3	1.4	1.3
民間住宅	%	▲2.9	▲0.1	▲0.5	0.3	▲0.3	▲0.8	0.2
民間企業設備	%	▲0.1	11.4	14.1	9.3	4.6	4.3	4.8
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.8	▲2.1	▲1.2	0.6	0.5	0.6
政府最終消費支出	%	1.9	0.6	0.9	0.4	1.4	0.8	1.9
公的固定資本形成	%	▲6.4	▲8.4	▲11.6	▲5.3	▲2.1	▲0.2	▲4.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	14401.8	17386.7	17137.5	17635.9	18714.8	18531.6	18898.1
輸 出	%	12.2	7.5	8.1	6.9	5.5	6.8	4.2
輸 入	%	5.5	3.5	3.1	3.9	4.7	6.3	3.2

国内企業物価 (前年比)	%	▲1.6	▲0.6	▲0.9	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.1	▲0.3	0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9
経常収支 (季節調整率)	兆円	13.7	15.2	8.4	6.8	15.0	7.4	7.6
貿易収支 (季節調整率)	兆円	11.9	11.3	5.8	5.5	12.4	6.1	6.3
為替レート	¥/円	121.9	113.0	118.0	108.0	107.5	105.0	110.0
通関輸入原油価格	¥/バレル	27.4	28.9	28.5	29.4	27.5	27.5	27.5

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。02年度は速報値。予測値は当総研による。

2004年度以降の展望：世界的に景気屈折と金融引締め局面入りのリスク

2004年度の世界経済は、米国をはじめとして成長が継続すると予測している。しかし、05年年明け以降、米国等先進国経済が金融引締めへ転換と成長屈折の局面に入るリスクが強まることには注意が必要。このような環境のもと、わが国の輸出が停滞し、民間企業設備投資が生産能力増強もあり抑制に向かい、景気悪化の可能性が出てこよう。

また、05年4月のペイオフ解禁予定が重要な問題。今後も、個別金融機関の経営悪化が表面化することはありうる。しかし、景気回復の継続と政府の支援姿勢によって金融システム全体への不安の波及には至らないと考える。引き続き金融行政は不良債権処理等の経営健全化と収益力増強への要求を継続しよう。

デフレ＝消費者物価は一時プラスに浮上するが、04年度は再下落へ

03年度下半期に一時的に消費者物価はプラスとなるが、04年度中、政策的要因等による物価引き上げ効果分が剥落すれば、消費者物価は再び、下落に転じると見ている。04年度の消費者物価は前年比 0.3%、同じく企業物価は 0.3%と下落を予測。また、GDPデフレータの下落も継続するが、実質成長率の上昇とデフレータ下落率の縮小が相まって名目GDP成長率は03年度に続き、04年度もプラスとなると予測する。

国内の構造的需給ギャップ（潜在GDP - 実際のGDP）はGDP対比で02年前半の約 4%台後半から足元では 2%割れへと縮小しているが、ギャップは依然残存している。また、技術革新の成果が反映される資本財や情報家電等の耐久財を中心に製品価格の下落は続くことから、デフレ環境は継続し、企業の収益拡大や所得環境の回復の足かせとなる。

さらに、05年度前半も消費者物価が安定的にゼロ%を上回る可能性は小さいと見ている。よって、少なくともペイオフ解禁後、05年後半以降までゼロ金利政策の解除は見込んでいない。

2003・2004年度 国内経済見通し総括表

	単 位	02年度 通期	通 期	2003年度		通 期	2004年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
名目GDP	%	▲0.7	0.1	▲0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
実質GDP	%	1.6	2.5	1.4	0.9	2.0	1.2	0.8
				2.8	2.3		2.1	1.9
国内民間需要	%	1.2	3.2	1.8	1.0	2.2	1.3	0.8
				3.6	2.8		2.3	2.1
民間最終消費支出	%	1.4	0.9	0.3	0.3	1.3	0.7	0.6
				0.8	1.0		1.4	1.3
民間住宅	%	▲2.9	▲0.1	1.2	▲0.9	▲0.3	0.1	0.1
				▲0.5	0.3		▲0.8	0.2
民間企業設備	%	▲0.1	11.4	7.5	1.7	4.6	2.6	2.1
				14.1	9.3		4.3	4.8
民間在庫増加	10億円	▲820.5	▲502.9	▲780.9	▲225.0	237.5	425.0	50.0
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.8	▲1.4	0.3	0.6	0.3	0.3
				▲2.1	▲1.2		0.5	0.6
政府最終消費支出	%	1.9	0.6	0.2	0.2	1.4	0.7	1.3
				0.9	0.4		0.8	1.9
公的固定資本形成	%	▲6.4	▲8.4	▲6.4	1.1	▲2.1	▲1.3	▲2.8
				▲11.6	▲5.3		▲0.2	▲4.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	14401.8	17386.7	17137.5	17635.9	18714.8	18531.6	18898.1
輸出	%	12.2	7.5	3.1	3.7	5.5	3.0	1.1
				8.1	6.9		6.8	4.2
輸入	%	5.5	3.5	▲0.0	3.9	4.7	2.3	0.9
				3.1	3.9		6.3	3.2
内需寄与度 (前期比)	%	0.8	2.0	1.0	0.8	1.8	1.0	0.7
民間需要 (")	%	0.9	2.4	1.3	0.7	1.6	0.9	0.6
公的需要 (")	%	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
外需寄与度 (")	%	0.8	0.6	0.4	0.1	0.2	0.2	0.1
デフレータ (前年比)	%	▲2.3	▲2.3	▲2.6	▲2.1	▲1.5	▲1.6	▲1.4
国内企業物価 (")	%	▲1.6	▲0.6	▲0.9	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.3
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.1	▲0.3	0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9
経常収支	兆円	13.7	15.2	8.4	6.8	15.0	7.4	7.6
貿易収支	兆円	11.9	11.3	5.8	5.5	12.4	6.1	6.3

(注)1. 単位%のものは前年(期)比、下段斜数字は前年同期比。実績値は内閣府「四半期別GDP速報」。消費者物価は全国の生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。前提は以下の通り。

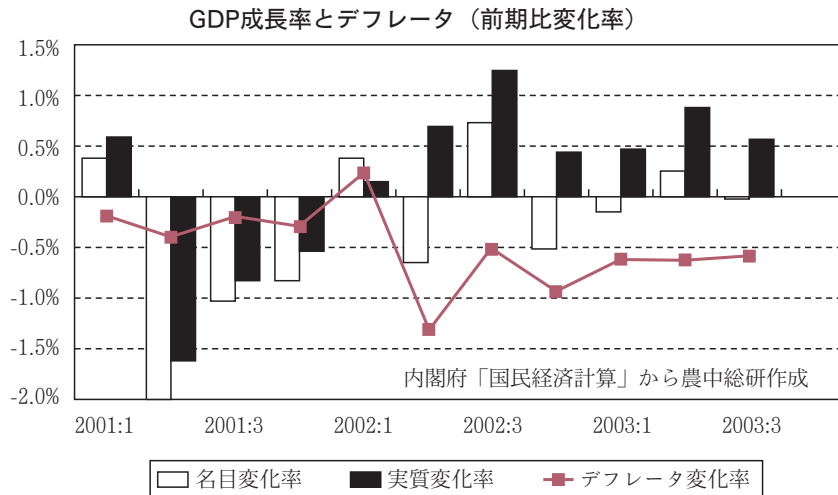
	単 位	02年度 通期	通 期	2003年度		通 期	2004年度	
				上半期	下半期		上半期	下半期
為替レート	ドル/円	121.9	113.0	118.0	108.0	107.5	105.0	110.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.4	28.9	28.5	29.4	27.5	27.5	27.5

(参考1.) デフレ下の実質値と名目値の乖離

・デフレータの変化は名目値変化と実質値変化の差であり、 $名目値 \div デフレータ = 実質値$ という関係になる。

・景気好転下でも、GDPデフレータは03年1~3月期から3四半期連続で0.6%の下落となっており、引き続き下落率は大きい。厳しいデフレ状況であることに変わりはない。特に民間設備投資デフレータの下落率は前期比1.8%（年率では7.2%）と大幅なマイナスが続いている。

・公務員ボーナス支給月配分変更に伴う政府最終消費支出の増加という特殊要因の寄与もあり3四半期ぶりのプラスとなった03年4~6月期に続き、7~9月期も名目GDPは前四半期ほぼ横ばいとなった。デフレ状況は続いているが、実質GDPの増加によってGDPデフレータの下落を緩和し、名目GDPの水準が支えられる構図である。なお、名目値が同じであれば、デフレータのマイナス幅が拡大すると、実質値は押し上げられることとなる。デフレータには下方バイアスの議論があり、実質GDPの過大評価の側面も否定できない。

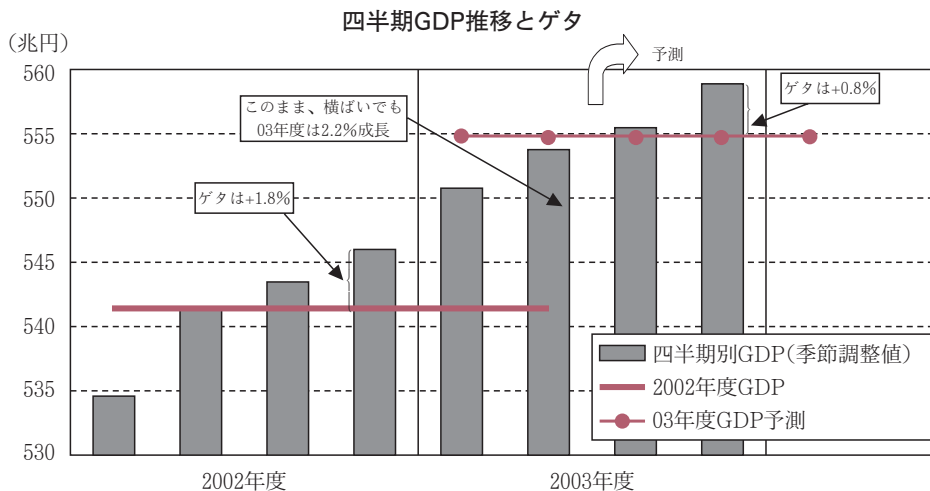


(参考2.) 2003年度GDP予測におけるゲタ：

・四半期実質GDPの推移は下図のようになる。

・実質GDPが02年1~3月期から連続プラス成長をたどるなか、逐次、数値の上方改訂がおこなわれ、2003年度GDP予測におけるゲタは+1.8%に高まっている。このゲタの高まりに加え、4~6月期GDPが一次速報発表時の前四半期比：+0.6%から+0.9%へ上方改訂。さらに7~9月期の実質GDPは前四半期：+0.6%となったことから、03年度残りの下半期が7~9月期GDPの水準で横ばい推移すると想定した、2003年度の成長率の試算値は+2.2%となる。なお、当総研の04年度GDP予測に当たってのゲタは+0.8%程度である。

・また、実質民間企業設備投資のゲタは+4.1%。今後、2003年度中、下半期も7~9月期の水準で横ばい推移すると想定した場合、実質民間設備投資の03年度成長率は+10.5%と二桁台の増加が試算される。



(内閣府：国民経済計算から農中総研作成)

1. 財政金融政策の前提

財政

・03年度一般会計当初予算ベースの公共投資関係費が前年度比 3.7%、地方財政計画でも投資的経費が同 5.3%、特殊法人改革に伴う公的企業の投資抑制等を踏まえ、GDPベースの名目公共投資は前年度比 10%と想定。なお、足元の景気回復を受けて、03年度下期中には景気対策としての公共事業増額を盛り込んだ補正予算編成はないとの前提を置いている。04年度も概算要求基準や地方財政計画では引き続き抑制姿勢が継続していることから、GDPベースの名目公共投資は前年度比 4%と減少を見込んだ。

・政府消費支出については、医療費抑制（増加ペースダウン）や公的資本減耗の低迷、一般経費削減から03年度は前年度比 +0.6%と伸び率低下を見込んだ。一方、04年度は治安対策の警察官増員計画やサラリーマンの医療費自己負担増の効果一巡もあり、前年度比 +1.4%と予想。

・年金制度改革や04年度税制改正の具体策は現状不明確であることから明示的には予測に加味しない。

金融政策

・現行のゼロ金利政策の枠組みは2004年度中変更なしと想定。なお、目標インフレ率とその達成期限を定めるインフレ目標導入は想定しないが、望ましいと考えるインフレ参照値公表は検討が続くだろう。外債・ETF（指数連動型株式投信）購入等といった非伝統的金融手段の採用は想定しない。

不良債権処理等

・政府は過小資本となった銀行に対する業務改善命令等を通じ銀行経営改善へのコミットメントを強化しており、金融システム不安が大きく高まる状況は想定しにくい。また、「金融再生プログラム」に沿った不良債権比率の半減目標は達成されると想定しているほか、破綻前の予定利率引下げを可能にする保険業法成立により予定利率引下げの動きも十分考えられる。

2. 米国経済見通しとIT関連需要の基本的考え方

欧米経済の見通し

・米国のGDP成長は03年下半期から加速。04年に4%を越す成長軌道に戻ると想定。また、EUは主要国の独、仏が03年後半以降、景気底打ちから回復過程へ。04年には緩やかな成長を歩むと考える。

IT関連需要

・世界半導体市場統計（WSTS）によると、世界全体の半導体市場の規模は03年が前年比 +14.2%、04年が +19.4%と増勢が続く見込み（10月28日発表）。03年春時点の03年予測は +11.5%であったが、その予測を上回るペースで市場拡大が進んでいる。内容的には、レーザー、イメージセンサー、一部の通信チップを含むオプトエレクトロニクス製品やフラッシュメモリ関連製品が好調。また、地域別には、日本（同22.5%）やアジア太平洋地域（18.2%）での拡大が目立っている。

・03年の世界のPC売上予測は前年比二桁増へと上方修正する動きも見られる。企業のPC需要はまだ低水準ながら、今後も世界経済の成長が続けば、04年度も増勢するとの見方が強い。また、携帯電話販売も7～9月期には前年比20%超の伸びを見せている。カラー液晶端末やモバイル・データ技術採用の新機種投入の効果に加え、買い替えが予想以上に進んでいる。

・以上のようなデジタル・カメラや薄型TV、DVD製品、携帯電話などデジタル情報家電への世界需要は堅調な伸びを04年にかけても持続できると見ている。これにより、わが国企業への部品・部材の需要増加が生じるとともに、民間企業設備投資の誘因となると考える。

金利・株価

世界経済の成長鈍化にシナリオ転換するのは尚早

～ 05年にかけてかけての世界的な金融緩和と成長力の変局には注意 ～

世界的なファンダメンタルズ改善が市場に織り込まれるとともに、先行きの景気見通し(加速期待)など新たな相場材料の消化には時間を要する状況から、短期的に株売り・債券買いの相場が予想される。しかし、世界的な金融緩和のもとで、成長加速に作用するイベントも多いことから、04年中、世界経済は成長を持続する公算が大きい。この経済金融環境を前提とすれば、企業業績は3年連続の増益が見込まれる。04年利益予想に基づくPER予想(TOPIXベース)は17倍であり、他の先進国株式市場との比較上バリュエーション的に上値余地の大きい銘柄が多い。また、株式需給圧迫要因も基本的に無くなる。政策対応を間違わない限り、株価は再反発し一段上昇すると考える。

消費者物価は一時的にプラスになるが、日銀が10月10日に発表したゼロ金利解除の3条件の提示によって時間軸は補強され、ゼロ金利政策の長期化の見通しが再び強まった。短中期債ゾーンまでの金利上昇はゼロ金利政策の時間軸効果により抑制されようが、景気回復のもとでは長期債投資のリスク・プレミアムは意識され中-長期ゾーンのイールド・スプレッドの修正(拡大)から、長期債相場は軟調に推移する可能性を見込む。

しかし、04年度後半からは、世界的な金融引締めへ転換と成長力の減退などの変局を迎えるリスクを、相場が先に読み込んでいく可能性もあり、相場が調整局面入りするリスクには注意したい。

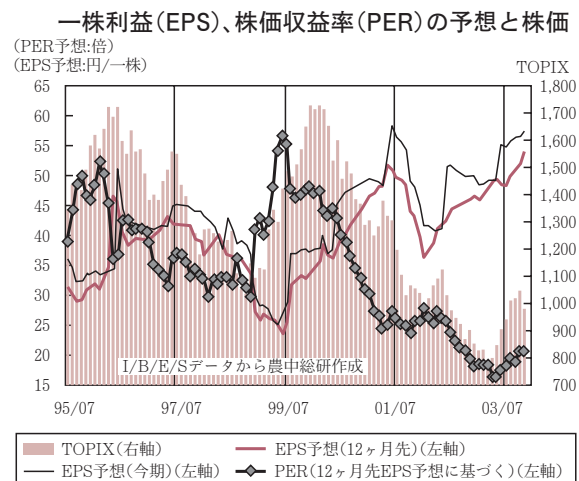
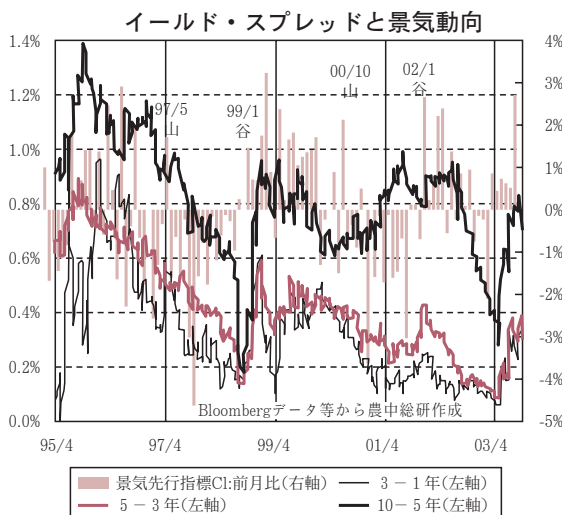
米国の経常赤字増加やドル通貨の超過供給によって引き起こされるドル安圧力に加え、米大統領選を控え米国製造業者からのドル安要求、さらには短期的にはイラク等中東情勢の不安定などがドル下落材料となろう。したがって、円ドル相場は円が強含み推移しようが、わが国通貨当局による為替介入もあり、大幅な円高には至らないと見ている。(渡部 喜智)

金利・為替・株価の予想水準

(単位:円,%,円/ドル)

年度/月	2003年度			2004年度			
	10月(実績)	12月(予想)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)	12月(予想)	
無担コール 翌日物	0.002	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	
TIBOR ユーロ円(3ヶ月)	0.0833	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	
新発10年国債利回	1.465	1.35±0.10	1.40±0.10	1.50±0.15	1.60±0.25	1.40±0.20	
為替相場	円ドル	108.990	105.0~110.0	105.0~110.0	102.5~107.5	102.5~110.0	112.5~117.5
	ユーロ円	126.640	125.0~130.0	125.0~130.0	122.5~127.5	130.0~135.0	125.0~130.0
日経平均株価	10,559.59	11,000	11,250	11,750	12,500	11,750	

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)



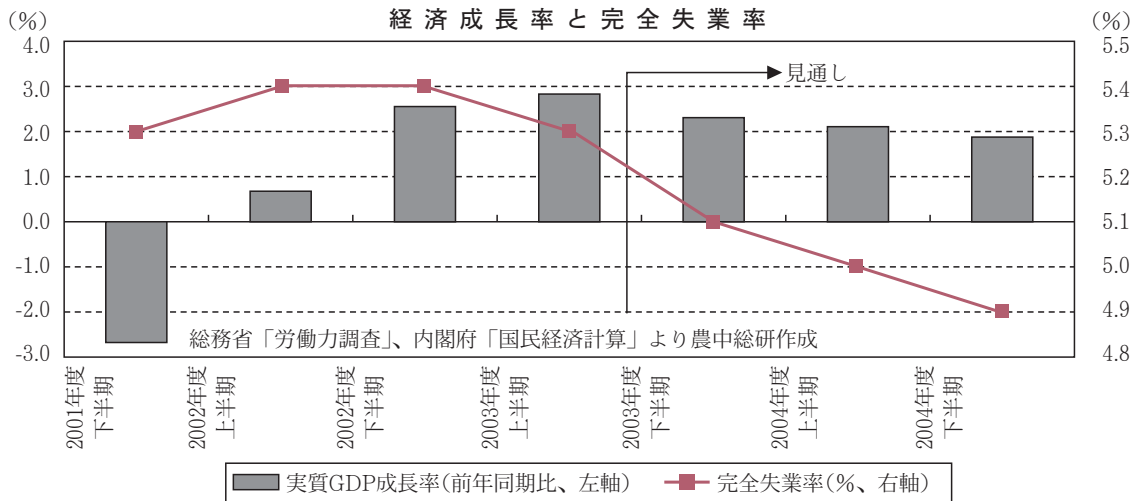
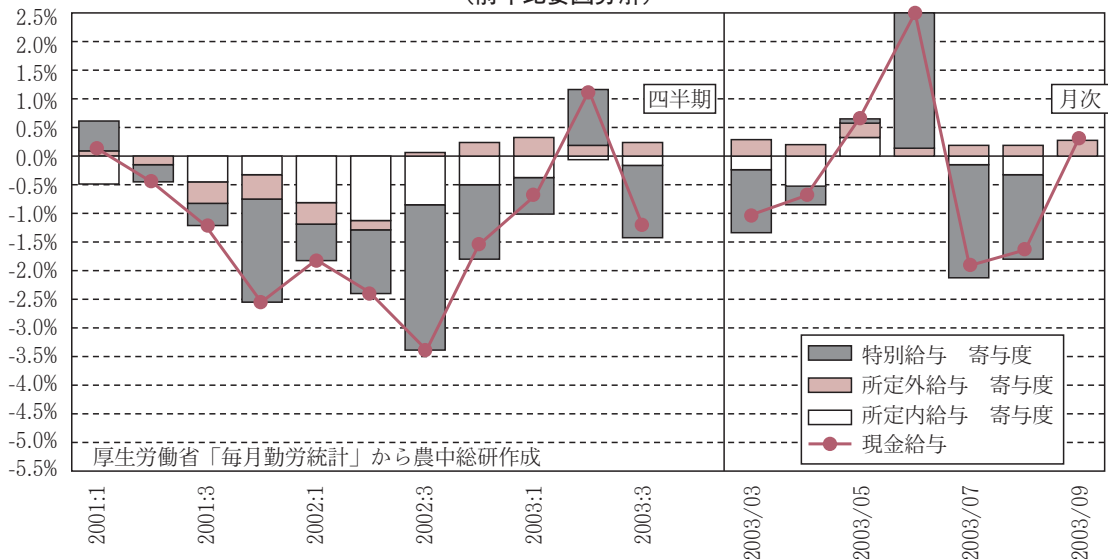
所得・雇用環境

雇用環境は若干の改善

～ 04年度完全失業率5.0%を予想 ～

03年7～9月期の完全失業率（季節調整値）は5.2%と4～6月期の5.4%から 0.2%低下。完全失業者数も前四半期比 15万人減。しかし、就業者数も同 1万人減っている。03年度に入って、基本給にあたる所定内給与は、前年同月比横ばいの水準である。パート化が進んでいることが、所定内給与のマイナス要因となっている。しかし、正社員の基本給については、9月現在5ヶ月連続で前年を上回った。夏のボーナスは、事業所規模5人以上で前年比+1.4%となり、3年ぶりに前年を上回った。ただし、5人以上の事業所の支給割合は、前年より 4.0%ポイント低下の68.7%と3年連続で低下し、調査開始以来最低。冬のボーナスについては、企業の業績改善が続いていることから、毎月勤労統計調査ベースで7年ぶりに前年を上回る可能性が高くなったものの、支給に業種・企業規模のばらつきは残るであろう。日銀短観（9月）によると企業の雇用過剰感に残るものの、大企業だけでなく中小企業も改善しつつある。新規求人数も、7期連続で前四半期を上回っている。景気の回復とともに完全失業率の緩やかな改善は続くと思われる。03年度下半期：5.1%、04年度通期は5.0%に低下すると予想。04年度の賃金については、景気回復下にあってもベースアップや定期昇給を圧縮し、業績に連動した賞与体系を採用する企業が増えることが見込まれる。（田口さつき）

全産業/現金給与の変化の内訳
(前年比要因分解)



民間最終消費支出

緩やかな増加基調が継続

～ 04年度は小幅ながら増加を見込む ～

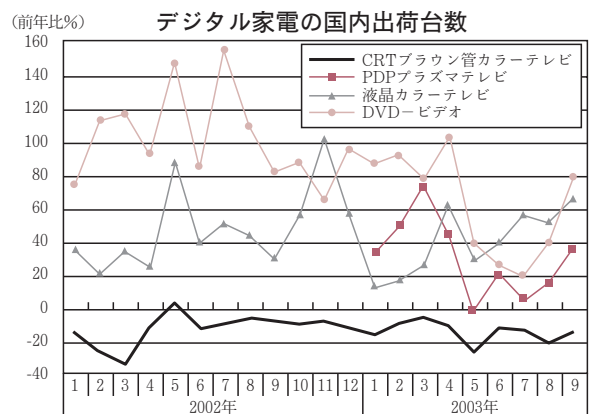
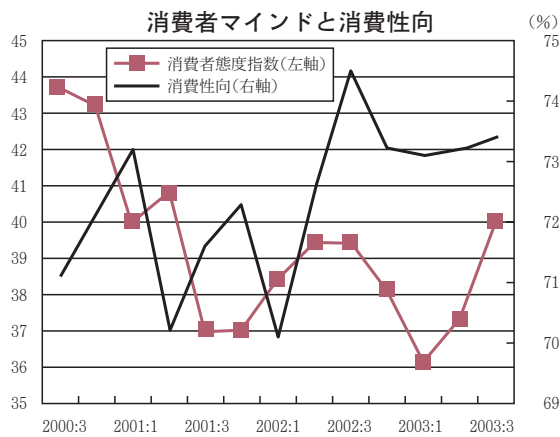
7～9月期の民間最終消費支出は前期比：+0.0%と、4～6月期の+0.1%からほぼ横ばいの動きとなった。冷夏の影響等から一時的に消費の減速が懸念されたが、実際には消費の振り替えが起ったと見られる。7～9月期は、薄型テレビやDVDなどのデジタル情報家電が引き続き好調な売れ行きを示し、個人消費を下支えした。

消費者態度指数（9月調査）が前期差+2.7%ポイントと2四半期連続で大きく改善したことが示すように、消費者マインドは持ち直しの動きが続いている。また、失業率が緩やかな低下傾向にあることや、今夏のボーナスが前年比：1.4%増と3年ぶりに前年を上回ったこと等、雇用・所得環境が改善基調にあることも消費の下支えに寄与したものと考えられる。

企業業績の回復などから冬のボーナスも前年比プラスと予想され、03年度通期で見ても雇用者の現金給与総額が小幅ながら増加する可能性がある。したがって、民間最終消費支出は、03年度下半期は上半期同様プラスとなり、03年度通期では+0.9%増と予想する。

04年度については、雇用、賃金をめぐる情勢の好転が続くと見込まれることに加え、アテネ・オリンピックなどのイベント需要から、薄型テレビやDVDレコーダーなどの販売増が予測される。しかし、配偶者特別控除が廃止されるとともに年金制度改革に伴う保険料負担増も予定されており、家計の負担感が増す。雇用・所得環境は改善すると見られるが、消費性向はすでに高水準にあり、所得増加がそのまま支出に向かうとは考えにくい。これらのことから04年度の民間最終消費支出は緩やかな増加にとどまり、+1.3%増と予想する。

（木村俊文）



総務省「家計調査」、内閣府「消費動向調査」より農中総研作成
消費性向（勤労者）＝消費支出÷可処分所得

(社)電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」より農中総研作成

民間設備投資

引き続き堅調な伸びを継続

～ 好調な外需を背景に投資拡大へ ～

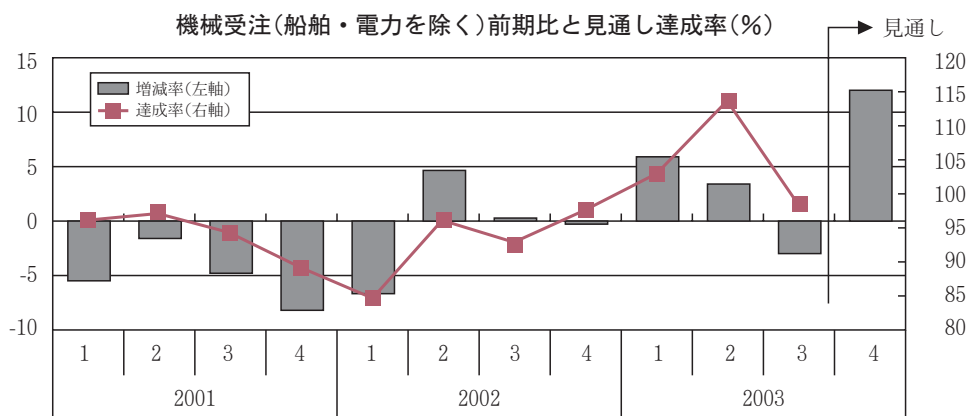
03年7～9月期の実質設備投資は前期比：+2.8%と、02年7～9月期以来5四半期連続のプラスとなった。前期4～6月期の+4.7%に比べると伸びが低下したものの、輸出が好調を維持していることを背景に増加が続いている。

設備投資の先行指標である機械受注（民需、除く船舶・電力）は、03年4～6月期に前期比：+3.4%と2四半期連続して増加したが、7～9月期は2.9%減と3期ぶりに減少に転じた。03年前半にかけて高めに推移してきた受注が夏場に一服したと見られるが、先行き10～12月期の受注見通しは前期比：+12%増と高い伸びを示している。

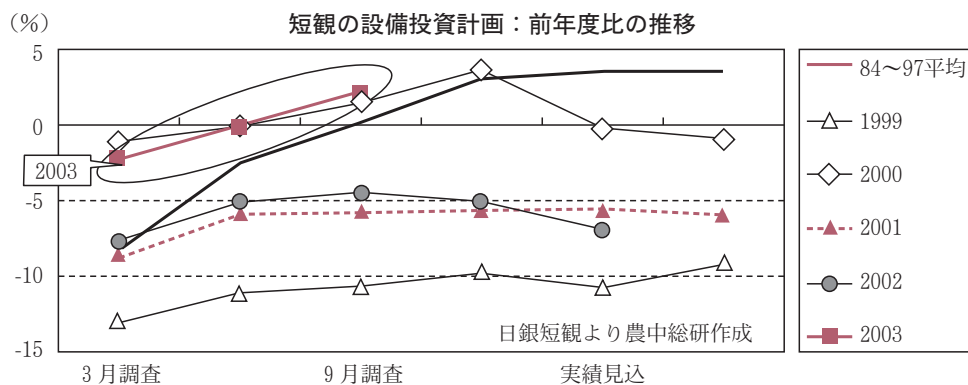
また日銀の9月「短期経済観測調査」（10月1日発表）では、設備投資計画が全規模・全産業で+2.3ポイント上方修正された。この時点では円高懸念が盛り込まれてなかったものの、03年度通期では3年ぶりに前年比プラスが見込まれる。

さらに米国の景気が着実に回復過程を進んでいること、および中国をはじめとするアジア向け需要が堅調なことなどを背景に、設備投資は引き続き増加基調が継続すると考えられる。04年度は半導体出荷が世界的に増加する見通しであるほか、パソコン用基本ソフト新ウィンドウズの発売や夏季オリンピックなどのイベントも予定されており、デジタル情報家電の需要増加が見込まれる。したがって民間企業設備投資は引き続き増加し、04年度は+4.6%増加すると予想する。

(木村 俊文)



資料 内閣府「機械受注」



公的固定資本形成

景気対策としての公共事業増額は見込まず

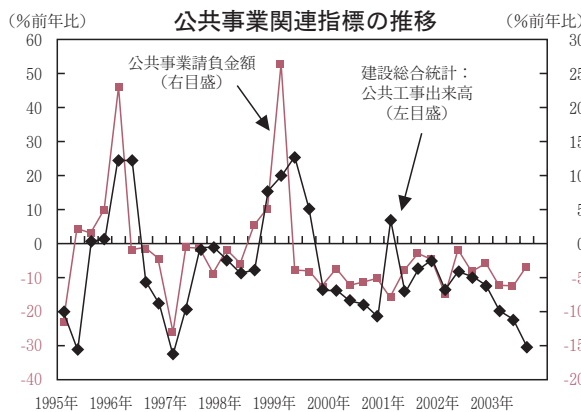
～ 04年度は名目ベースで 4%減と予測 ～

03年度の一般会計予算での公共投資関連費は前年度当初比 3.7% (うち、公共事業関係費は同 3.9%)、地方財政計画の投資的経費も同 5.3% (うち地方単独事業は同 5.5%) であり、公的部門の投資額は基調として減少傾向をたどっている。また、財政投融资改革・特殊法人改革を背景に公社・公団等からの発注減少も続いている。

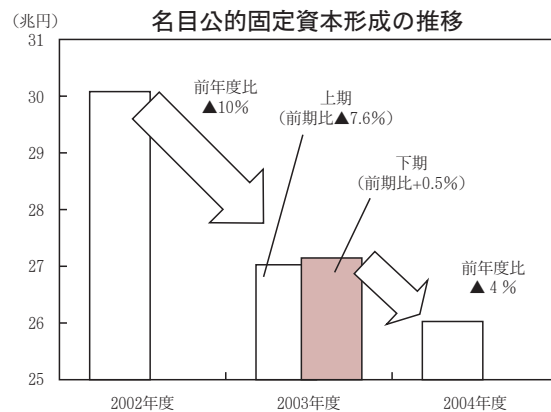
03年7～9月期の実質公的固定資本形成(公共投資)は、前期比 3.9%と6四半期連続かつ大幅なマイナスとなった。すでに03年度上期だけで02年度と比較して 10%程度のマイナスとなっており、冒頭に挙げた予算ベースの金額と比較しても落ち込みのスピードが激しい。一方、7～9月期の建設工事受注の官公庁発注分が前期比3.8%、同じく公共工事請負金額が同 1.3% (当社による季節調整後)と、発注・受注ベースの公共事業はやや持ち直しの動きも見られることから、03年度下期には一旦はこの減少傾向に歯止めが掛かり、増加すると見込んでいる(名目ベースで前期比0.5%の増加を見込んでいる)。なお、03年度通期での公共投資は名目ベースで前年度比 10% (実質ベースでは同 8.3%)と予測した。なお、03年度補正予算編成に関しては、景気対策としての公共事業追加は想定していない。

一方、04年度については、一般歳出概算要求基準での公共投資関係費は03年度比 3%となっている(なお、03年度の概算要求基準も前年度当初比 3%だったが、予算編成過程で更に削減された)。04年度の地方財政計画での地方単独事業も引き続き削減される方向にある。以上より、04年度の公共投資は名目ベースで前年度比 4% (実質ベースでは同 2.1%)と予測。

(南 武志)



(資料) 国土交通省、保証事業会社協会



(資料) 内閣府統計を用いて農中総研作成

2004年度 予算の概算要求基準

区分	04年度概算要求額 (兆円)	03年度当初予算額 (兆円)	増減額 (億円)	増減率 (%)	
一般歳出の概算要求基準額	48.1	47.6	5,300	1%	
内訳	義務的経費	34.1	33.2	8,800	3%
	うち年金・医療等	—	—	6,900	—
	公共投資関係費	8.6	8.9	▲2,700	▲3%
	裁量的経費	5.4	5.5	▲900	▲2%

財務省「平成16年度一般歳出の概算要求基準の考え方について」より農中総研作成

外 需

世界経済の拡大に伴い輸出増継続

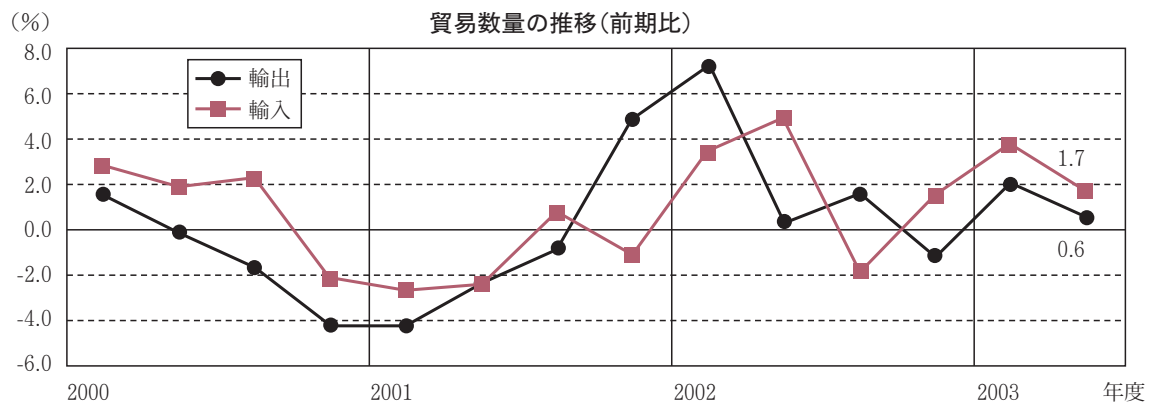
～ 04年度下半期から輸出の伸び鈍化 ～

03年7～9月期の財貨・サービスの輸出は、前四半期比+2.8%増。一方、財貨・サービスの輸入は前四半期比+1.7%増であったため、財貨・サービスの純輸出のGDP寄与度は+0.2%であった。地域別輸出数量（季節調整値）を当総研が試算したところ、7～9月期は米国が前四半期比5.1%減とマイナスに転じた。しかし、アジア、EUへの輸出が前四半期比でそれぞれ+3.0%、+1.8%と増加したことから、輸出数量（季節調整値）全体では前四半期比+0.6%増と2期連続の増加となっている。

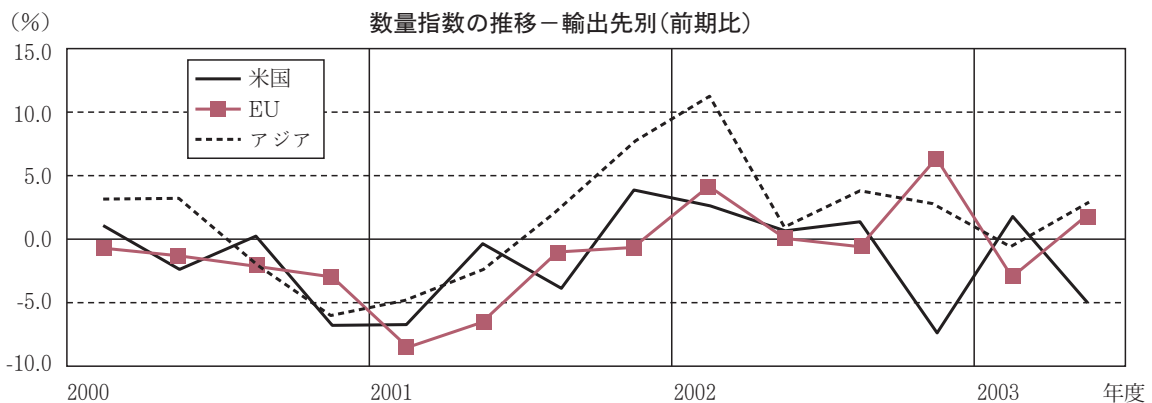
輸出品目別には、デジタルカメラ・薄型テレビなどデジタル家電が好調。ただし、単価が下落し続けている品目も見られる。自動車、一般機械、金属同製品の輸出も堅調。

財貨・サービスの輸出は、03年度下半期に前半期比：+3.7%、通期で前年比：+7.5%の増加を見込む。足元、円高が進んでいるが、輸出に影響がでるのは04年以降になると見られる。輸入に関しては、半導体をはじめとする財や海外旅行などのサービスへの支出が増えることが見込まれ、03年度下半期に前半期比：+3.9%増、通期で前年比：+3.5%増を予測。

04年度は、米国経済が前年比：+4.0%台成長となり、世界経済の回復はより鮮明となろう。アテネオリンピックの効果もありデジタル家電の堅調さが期待でき、輸出は上半期に前四半期比：+3.0%の増加。ただし、下半期からイベント効果の剥落や米国の経済成長が一時停滞することなどにより、輸出の伸びは鈍化し、前四半期比：+1.1%増。通期で前年比：+5.5%増を見込む。輸入は円高や海外旅行需要などから、上半期で前四半期比：+2.3%増、下半期で同：+0.9%増となり、通期で前年比：+4.7%増を予測。（田口さつき）



財務省「貿易統計」より農中総研作成



財務省「貿易統計」より農中総研推計作成

民間住宅投資

04年度は前年比微減

～ 持家は堅調だが、貸家は軟調 ～

6月に新設住宅着工戸数が季節調整値年率換算で約127万戸と急上昇し、その建設が7～9月期に及んだことにより、03年7～9月期の実質民間住宅投資は前四半期比+2.7%成長になった。下半期は、新設住宅着工戸数が季節調整値年率換算で112万戸ペースの低水準に落ち着いてきていることから、低迷が予想される。

持家は、住宅ローン減税の03年12月末日打ち切りに間に合わせるために6月の駆け込み着工が行われた後はペースダウンし、7～9月期の新設住宅床面積の伸びは、前四半期比 3.9%減（当総研推計）となった。貸家については、シックハウス対策に関する改正建築基準法の施工（7月1日）前の駆け込みの反動から7～9月期の新設住宅床面積の伸びは、前四半期比 11.3%減（当総研推計）となった。

マンションについては、契約率が堅調といわれる7割を超えているが、売れ行きの鈍化から業者が在庫を圧縮している。東京都23区内など利便性のよい地域を除いて需要は弱く、マンションの着工は減少傾向にある。

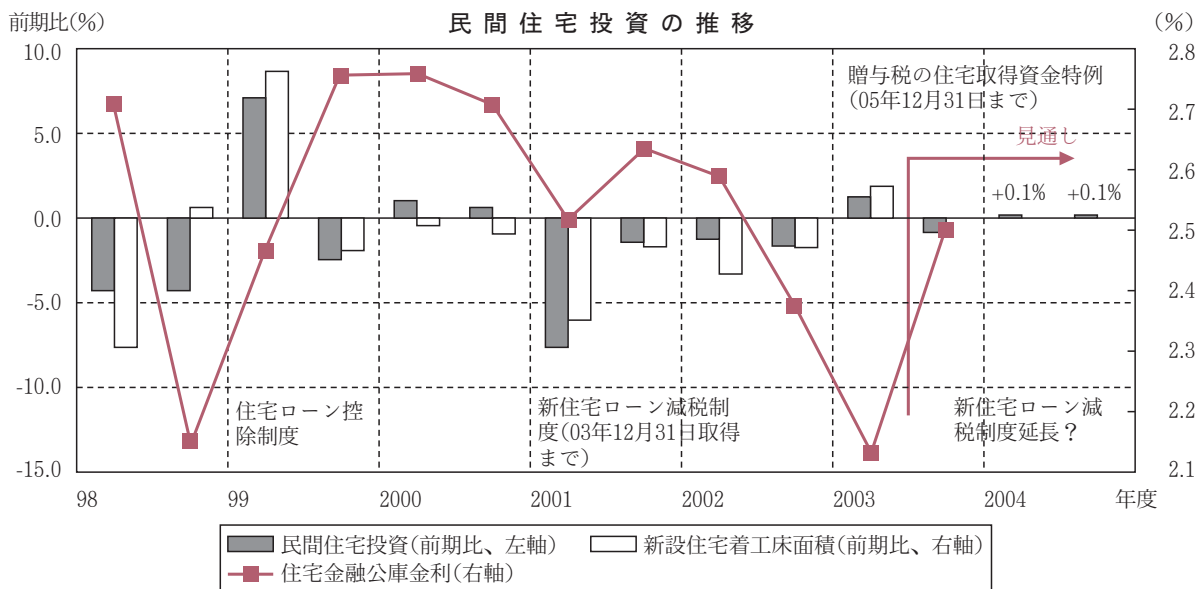
贈与税の住宅取得資金特例の認知が進み、若年世帯を中心として住宅取得意欲が高まってきていることは、持家建設の牽引要因となろう。この特例は、05年12月末までの贈与について適用されるため、04年度、05年度と民間住宅投資を下支えしよう。一方、若年世帯の貸家から持家へのシフトが進むと貸家経営の採算性はさらに悪化し、賃貸住宅投資は軟調が予想される。

住宅ローン減税は延長されるものの、現行の制度より縮小されるだろう。雇用所得環境は若干の明るさも見られるが、将来の所得の見通しが不透明であるため、住宅着工増の要因にはならない。

住宅金融公庫の基準金利は9月以後2%台後半で推移しているが、民間金融機関が低金利で住宅ローンを提供しているため、金利反転のマイナス効果は限定的。

03年度の民間住宅投資は、前年比： 0.1%減、新設住宅着工戸数は113万戸を予測する。04年度も減少傾向が続き、前年比 0.3%減、新設住宅着工戸数は111万戸を見込む。

（田口さつき）



物 価

物価下落幅は縮小傾向

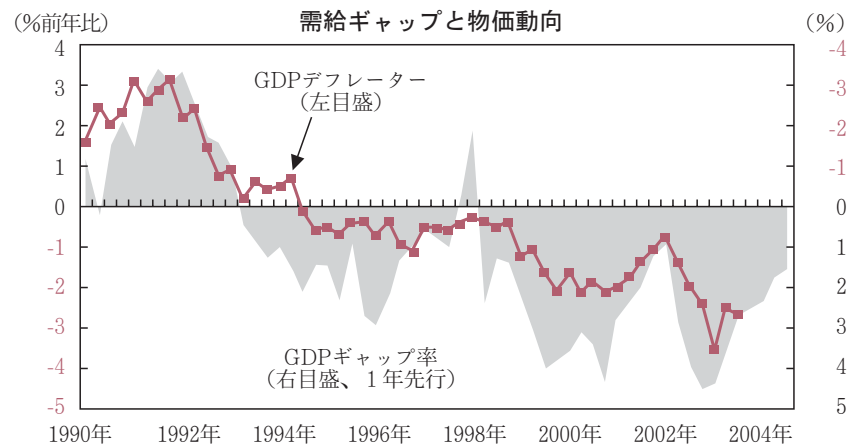
～ 先行きは需給ギャップ縮小がデフレ圧力を緩和する方向に ～

代表的な物価指数である消費者物価（生鮮食品を除く総合）、国内企業物価とも前年比下落率が縮小する動きが続いている。この動向は医療サービスやたばこ税・酒税（発泡酒）など制度的要因もしくは一時的な要因によるところが大きく、こうした効果が一巡すれば、再び物価指数には下落圧力がかかることが予想できる。現状判断とすれば、景気回復を受けて物価が下げ止まり始めたと評価することは早計であろう。

一方、世界経済の成長加速期待や金融緩和の影響もあり、国際商品市況では堅調な動きとなっている。つまり、足許の動きは思惑や過剰流動性効果である面は否定できないが、想定どおり米国や東アジア地域の成長率が高まり、輸出や生産活動が活性化していけば、実需の面でも川上から川下へと需給環境の改善が波及し、日本でも輸入物価の上昇や低水準の在庫率を背景に、物価下落傾向が解消に向かう可能性も強い。

03年7～9月期のGDPデフレーターが前年比 2.6%と大幅なマイナスを記録している。なかでも、民間企業設備投資デフレーターの下落が大きく、技術進歩を反映しているとされている。今後ともハイテク関連投資のウェイトが高まるにつれ、こうした影響は免れないものの、一方でマクロ的な需給ギャップ（GDPギャップ）がかなり解消されつつあることに留意しておきたい。下図に示しているとおり、GDPデフレーターは、GDPギャップの動きに1年ほど遅れて変動している。2002年以降の景気回復を受けてGDPギャップは縮小傾向を続けていることから、GDPデフレーターの下落率も縮小してくる可能性が強い。ただし、04年度にかけてもデフレーターはマイナス基調は持続すると予測する。

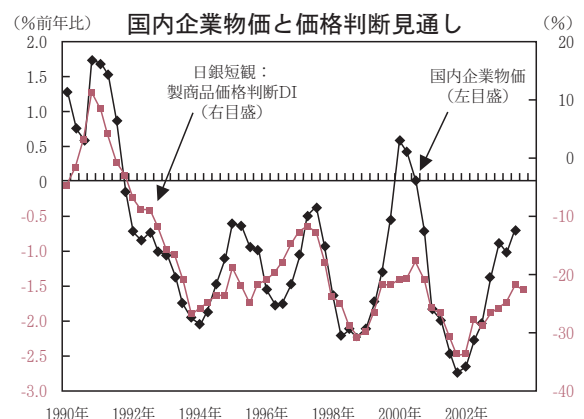
なお、デフレ克服が実現できない以上、現行のゼロ金利政策の枠組みに変化はないと見込まれる。
（南 武志）



（資料）内閣府、総務省などの資料より農中総研作成



（資料）内閣府、総務省



（資料）日本銀行 （注）国内企業物価は消費税を除くベース

米国経済

循環的回復と減税効果で景気は概ね堅調推移

～ 年後半の個人消費には下振れリスクも ～

2004年の米国経済は、企業のキャッシュフロー改善による設備投資増加と減税効果による底堅い個人消費に支えられ、概ね堅調に推移する。2004年の実質GDP成長率を4.1%と予想する。設備稼働率が75.0%（2003年10月）と低迷するなど、設備投資を巡る環境には一部厳しさも残るが、企業の積極的なIT投資持続により、設備投資は景気拡大をリードする役割を果たす。また2003年7～9月期には、好調な売上により企業在庫高が減少した。今後企業はやや在庫を積み増すと考えられ、これが成長率に対してプラス寄与する。

2003年7～9月期には児童扶養税額控除拡大を中心とした減税効果により、個人消費が大幅に伸びた。この減税効果は再度2004年前半に比較的大きなものになる。所得税率引下げの前倒し実施や配当課税撤廃の影響が本格化するからである。雇用が緩やかに回復し消費者マインドが改善に向かうこともあり、個人消費は年前半には堅調に推移する。

アジア経済の好調・欧州景気の底打ちから輸出の伸びが高まるが、景気拡大が輸入増加をもたらすため、純輸出（輸出 - 輸入）は成長率に対してマイナス寄与する。

一方景気を下押しする要因としては、住宅投資があげられる。長期金利が底打ちした時期である2003年夏場の駆け込み需要の反動により、住宅投資は今後緩やかな減少を続ける。

なお個人消費については、前述のとおり堅調な推移が見込まれるが、下振れリスクも内包している。金利低下と住宅価格上昇を活用して住宅ローン増額借換により生み出した余剰資金で消費する、というリファイナンス効果は今後次第に薄れていく。また減税効果は2004年前半には比較的強めに出るが、年後半には弱まるため、特に年後半の個人消費動向については留意が必要である。

10月28日のFOMCでFRBは、「企業の価格支配力と食料・エネルギーを除いたコア消費者物価上昇率は抑制されている」と判断した。2004年度においても、物価は暫く落ち着いた状態を維持するとみられる。FRBは景気拡大により利上げのタイミングを模索するであろうが、こうした物価動向も考慮しつつ、景気を腰折れさせないように慎重な検討を進めるであろう。

（永井 敏彦）

2003-04年 米国経済見通し（2003年11月）

	単位	2002年	2003年		2004年			
		実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.4	2.9	1.9	5.3	4.1	4.0	3.1
個人消費	%	3.1	3.1	2.4	4.7	3.5	3.3	2.7
設備投資	%	▲5.7	2.2	0.1	9.5	8.5	8.3	7.9
住宅投資	%	3.9	7.9	9.0	10.3	0.8	▲2.7	▲0.9
在庫投資	10億ドル	5.2	▲12.2	▲6.4	▲17.9	20.0	15.0	25.0
純輸出	10億ドル	▲488.6	▲527.8	▲528.3	▲527.4	▲565.3	▲555.0	▲575.5
輸出	%	▲1.6	1.4	▲2.4	6.3	6.4	6.8	5.6
輸入	%	3.7	3.5	0.7	4.1	6.6	8.1	6.2
政府支出	%	4.4	3.3	3.4	3.3	3.5	3.8	3.0

(注) 1. 予想値は当総研による。

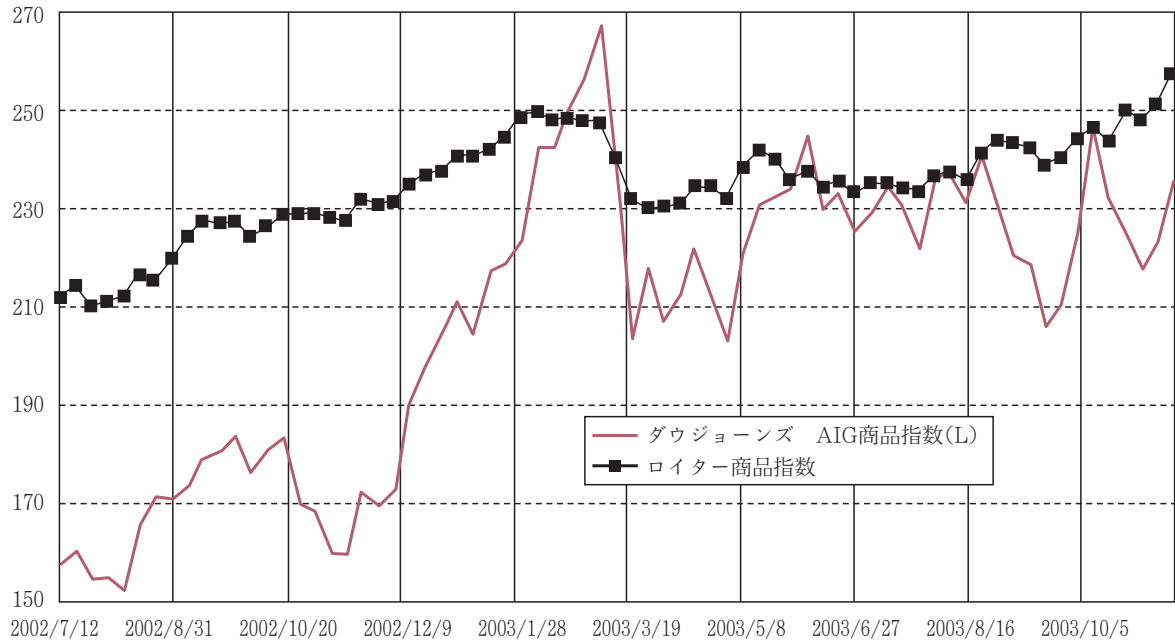
2. 単位が%のものは、前年比増加率または前半期比年率増加率（半期の増減率を年率換算したもの）

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

付表1

商品市場

国際商品市況



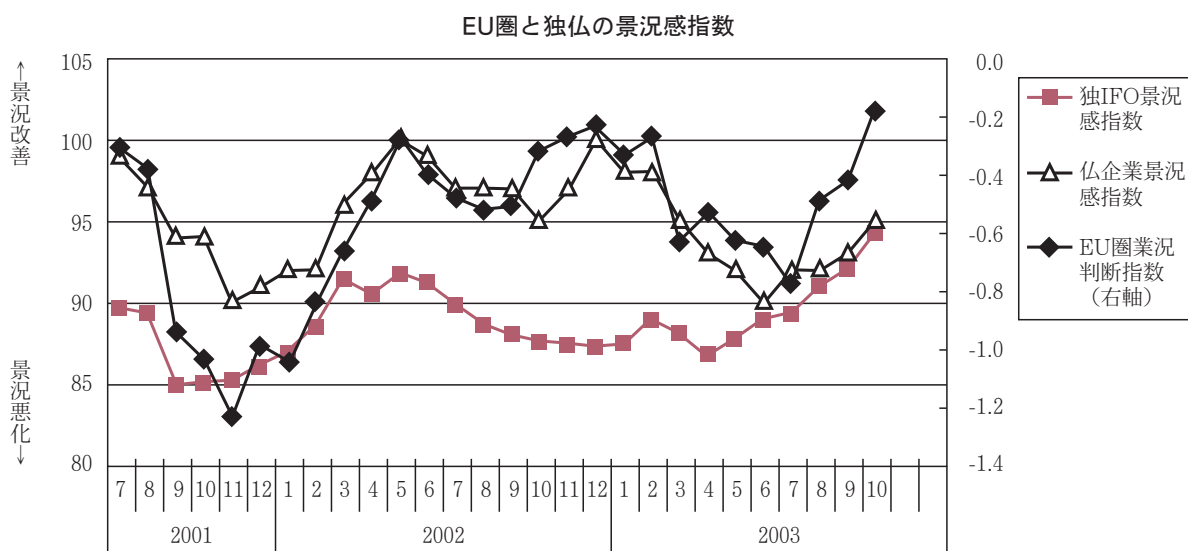
付表2

欧州経済の状況（予測の前提）

2003～2004年 欧州経済見通し（前年(前年同期)比：％）

	2002年	2003年		2004年			
	実績	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)
ユーロ圏	0.9	0.5	0.5	0.5	1.7	1.5	1.9
ドイツ	0.2	0.1	0.0	0.2	2.0	1.8	2.2
フランス	1.2	1.2	0.6	0.8	1.7	1.5	1.8
イタリア	0.4	0.5	0.5	0.6	1.5	1.3	1.6
英国	1.7	2.0	1.9	2.1	2.8	2.9	2.6

EUROSTATデータから農中総研作成 03年下期、04年は農中総研予想



ブルームバーグより農中総研作成

付表3

国内外の当面のスケジュール

時期	区分	国内		海外
		政治	経済・金融	
03年度 (H15)	10～3月		12月 地上波デジタル放送開始	
			3月 固定資産の減損会計任意適用開始	
04年度 (H16)	4～9月	1月：通常国会	04年度 年金制度改正（年金財政再計算） 配偶者特別控除廃止 4月：消費税総額表示義務化、 外形標準課税の導入 証券仲介制度の創設・証券会社にラップ口座解禁	5月 露大統領任期満了（3月選挙）
			9月 「銀行株式保有制限法」 で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	6月 米国でG8サミット
		7月 参議院通常選挙	7月 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷	8月 アテネ夏季五輪
	10～3月		04年度末：「金融再生プログラム」の不良債権比率半減の達成期限	11月 米国大統領選・連邦議会選挙 11月 チリで APEC 首脳会議 1月1日迄に、WTO 新ラウンド交渉終結 2004年後半以降、Windows XP 後継バージョン「Longhorn」を市場投入
05年度 (H17)			4月：ペイオフ解禁 郵政3事業の民営化方針 固定資産の減損会計完全実施 3～9月：愛知万博	PS 等次世代ゲーム機相次いで投入 英国でG8サミット EU上場企業による IASB の国際財務報告基準（IFRS）
06年度 (H18)		9月 自民党総裁任期切れ	新BIS規制開始	ロシアでG8サミット 2月 イタリア・トリノ冬季五輪 ドイツでFIFAワールドカップ