ISSN 1345-0018

金融市場

2003.6

潮 流

真に必要な景気対策は何か …… 1

情勢判断

国内金融

相場の基調変化は当面、予想しにくい …… 2

財務長官と為替相場 …… 5

海外経済金融

厳しさが続く米国景気と金利低下・ドル安の動き …… 6

気になる指標

「単身世帯家計調査」 …… 9

2003, 2004年度経済見通し

総論 ……11
金利・株価 ……16
所得・雇用環境 ……17
民間個人消費 ……18
民間設備投資 ……19
公的固定資本形成 ……20
外需 ……21
民間住宅投資 ……22
物価 ……23
米国経済 ……24
欧州経済 ……25
SARSとアジア経済 ……26
中期スケジュール ……27

今月の焦点

わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望−2 …28

海外の話題

「ニューヨーク生活事情ーセキュリティ」……33

農林中金総合研究所

潮　流

真に必要な景気対策は何か

構造改革路線を掲げて約2年前に登場した小泉政権は、不良債権処理の促進や、公団・事業団、政府系金融機関の改革などの構造的対策を中心に政策を展開してきた。この間、景気は、輸出の増加などを主因に昨年夏頃から持ち直し傾向にあったが、今年に入ってイラク情勢やアジアを中心にした新型肺炎（SARS）の影響などから、その足取りは弱まってきている。こうしたなかで、株価がバブル後最安値を更新し、4月末の日経平均（225種）でみて2年前の水準の6割程度まで下落したことなどから、構造改革に軸足を置いてきた政府の経済対策に対して、景気重視方向への政策転換を求める意見も増えている。

構造改革を進めている間は景気が低迷することはある程度予想されたことではあるが、株価の大幅下落は想定外であろう。株価が足元の景気動向とともに先行きの経済の展望を織り込んで動くとすれば、足元の景気低迷は株価押し下げ要因だが、構造改革によって先々の展望が見えてくれば株価にはプラスに働くはずである。にもかかわらず現実の株価が低下を続けたことは、公的年金の代行返上にかかる売却増加等の一時的要因があるにしても、大局的には日本経済再生の展望がみえていない、すなわち、経済再生に向けた構造改革の進み具合が十分でないということを意味しているものと考えられる。

日本経済では、90年代以降、不良債権処理問題や中国などの新興国台頭による国際競争力の弱まりといった景気下押し圧力のなかで、財政面からの景気刺激策を続けた結果、巨額の財政赤字が累積され、右肩上り経済を前提にした公的関与の社会システム（社会保障制度など）が行き詰まりをみせている。これらを持続可能なシステムに再構築するには、不良債権処理による金融機能の強化とともに、歳出削減につながる公団・事業団などの政府関係機関の改革や、個人や企業あるいは地域の公的部門依存体質を自立、自助努力に基盤を置く社会構造に変えていく必要がある。日本経済再生のためには、こうした構造改革の実効性ある道筋が示される必要があろう。

景気の足取りが弱まっていることから、何らかの景気対策が必要であることは衆目の一致するところと思われるが、問題は政府の債務を上積みする形での景気対策、すなわち財政出動をともなう景気対策をある程度の規模で行うことの是非であろう。中国などの新興国との国際競争の高まりや少子高齢化の進行といった日本経済が置かれている環境、財政出動による数次の大型景気対策を実施したにもかかわらず景気が本格回復に至らなかった90年代の経験などを考慮すると、財政赤字をさらに拡大する形の景気対策は避けるべきであると思われる。

今必要なのは、持続可能なシステムを再構築するための構造改革を速く進めることである。構造改革には、需要創出につながるものと需要削減につながるものがある。民間の創意工夫や自助努力を促す規制緩和策などは前者の改革であり、民営化なども同様の効果があろう。これらについてはそのスピードを速めるべきである。一方、公共事業削減などの需要減退につながる改革は、その過程で生じる失業増加等に対して、転職のための職業訓練や職業紹介、失業保険充実などのセーフティネット構築が必要なことはいうまでもない。

公的年金代行返上の条件緩和や銀行等株式取得機構の機能改善などの株価対策が予定されているが、当面の需給改善策にはなっても本質的な解決策ではない。重要なのは、構造改革の遂行によって将来の社会への展望を可能とし、個人や企業の投資を引き出すことであり、それは株価上昇にもつながってこよう。経済財政諮問会議では、公的年金システム再構築や地方交付税改革などの三位一体改革を本格的に議論するとのことである。民主主義の政治システムの下では政策決定に時間がかかることはやむを得ない面もあるが、経済の変化のスピードは速い。真に必要な景気対策は、経済再生の展望を切り開くための構造改革に早く目途をつけることであると思われる。

（主席研究員　鈴木　博）

情勢判断

国内金融

相場の基調変化は当面、予想しにくい

要　旨

先進国をめぐる成長低下とデフレ化の懸念のもとで、ゼロ金利政策の長期化見通しが補強されている。需給的にも貸出減少に伴うポート入れ替え対象は国債に向かいやすい。国債相場の高値安定に当面変化は無いだろう。一方、株安状況が転換する政策、業績面での抜本的好材料は見えてこない。

為替相場については、若干円強含みへ予想レンジを変更するが、日本の経済ファンダメンタルズの相対的な弱さと通貨当局の介入姿勢から、大きくレンジを外れる可能性は小さいと考える。

表1　金利・為替・株価の予想水準　（単位：円,%,円／ドル）

年度／月	2002年度	2003年度			
	4月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	3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
TIBOR ユーロ円（3ヶ月）	0.0783	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
新発10年国債利回	0.61	0.55	0.65	0.65	0.70
為替（円ドル）相場	119.460	115～120	112.5～117.5	117.5～122.5	117.5～122.5
日経平均株価	7,831.42	8,000	7,500	8,000	8,500

（ 月末値。実績は日経新聞社調べ.）

ここ１ヶ月程度の金融市場概況

欧米先進国において景気先行き不安が強まるとともに、SARS の感染感染拡大がアジア地域の景気下押し懸念をもたらした。

このため、世界的にディスインフレ状況からデフレ化に進む懸念が台頭。各国で金利低下が進行した。米国の財務省証券 10 年物国債利回りは3.3%に接近し低下し、45 年来の低水準となった。

このような環境のもと、日本国債も買い優勢の相場が続いた。新発 10 年国債利回りが 0.5%台に定着するとともに、30 年国債利回りが 5 月 21 日には好調な 30 年債入札結果を受け 0.9%を割り込んだ（日本相互証券調べ）。長国先物も高値を更新し 144 円 20 銭をつけた。

図1　足元の株価、国債利回りの動向

（日経NEEDS FQから農中総研作成）

業績の先行き不安や年金の代行返上に伴う換金売り懸念に加え、政府の経済・株価対策の消極姿勢を売り材料に、大型主力銘柄を中心に下落が続き、4 月末にかけて日経平均はバブル崩壊後最安値を更新。しかし、与党から株価対策の要求を受け、政府が対策に着手。公的資金による買いの噂も出て売り込みにくい雰囲気となり、日経平均は 8,000 円台に戻している。なお、5 月 17 日にりそな銀行が公的資金投入申請をおこなったが、市場への影響は限られたものにとどまっている。

為替相場はドル安が進行。G8 財務相会議で為替が主要議題とならなかったことに加え、スノー米・財務長官の発言がドル安放置姿勢と受け取られことから、ユーロや南米通貨などが一段高となった。ユーロは対ドルで 1.18 に上昇。クロス円でも円が下落し、ユーロ円相場は 136

円台乗せ。ドル円相場も、5 月 19 日に 115 円台まで円が上昇したが、通貨当局の介入から他通貨に比べれば小さな上昇率にとどまっている。

（以上の金融証券市場の動向等は当社ＨＰの「Weekly 金融市場」を参照されたい。）

金融市場の見通しと注目点

債券相場＝景気不透明のなか高値相場継続

先進国をめぐる成長低下とデフレ化の懸念が、世界的に債券市場をおおっており、03 年の後半までこのようなファンダメンタルズが変わる可能性は低いだろう。イベント・リスクも景気下ブレに作用する方向性が大きく、短期的に世界経済がマイナス成長に落ち込むリスクも考えられる。

内外ともにデフレ環境が継続する確度は高く、日銀のゼロ金利・量的緩和政策の解除条件は読めない。

日銀の政策は一層の量的緩和の方向にあり、銀行等の資金繰り安定を通じて債券相場にとって基本的にプラス要因として作用する。国債買入(現在、月額 1.2 兆円)の増額も早晩、実施の運びとなるだろう。しかし、外債買い入れやＥＴＦの購入など非伝統的政策手段採用の可能性は当面考え難い。議論中といわれる「インフレ参照値」もあくまでも目安を示すものであり、インフレターゲットのように政策責任を伴うものではないことから、金融市場への実際の影響は小さいだろう。

また、企業部門が資金超過に転じ貸出減少が進むなかで、銀行は余剰資金を流動性の高い国債に振り向けざるを得ない。資金需給の点から見ても財政悪化の影響は限定的である(図 2)。

以上のように当面、国債相場の高値安定条件は大きいと言えよう。

株式相場＝相場転換には時間

政府は、表裏で株価対策に踏み出し、市場には売り込みにくいと雰囲気がある。外人投資家の売り越しも足元では小さくなっており、足元の需給には好転が見られる（図 3）。

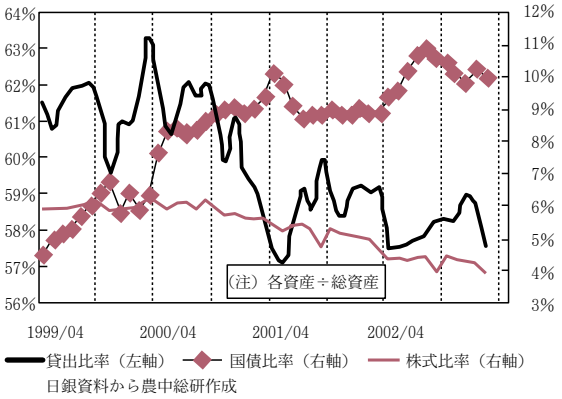
しかし、持ち合い解消によって市場に放出される売りの受け皿づくりなど長期的な株式需給を改善する方策として、評価できるものが出てくるか、心許ない。

また、03 年 3 月期決算の企業業績は、決して悪くはない。特別損失の計上前の経常損益段階では予想を上回る業績結果も多い。しかし、その好業績要因はコスト削減によるところが多く、中期的な業績成長の展望は見えてこない。03 年度業績予想集計は 15%前後の経常見通しだが、目前には前述のような世界的な成長低下懸念があり、慎重な投資スタンスにならざるを得ないだろう。

また、為替市場には、ドル安進行への観測が強まっている。ドル円で基本的想定レンジを若干円高方向に変更し 112.5～122.5 円/ドルとするが、大きくレンジを破る可能性は小さいと予想する。ユーロについては一段の先高観もあるが、欧州経済の不調と利下げの見通しを考えるとき、ユーロ高材料は少ない。ユーロ円でも円の下値（円安）は限定的と考える。

（03.05.23　　渡部　喜智）

図2　国内銀行の貸出と国債の資産ウエイト



日銀資料から農中総研作成

図3　海外投資家の寄り付き前注文動向

最近の金融市場関連データ一覧　（調査第二部　国内経済金融班）

	長期金利				短期金利				外国為替					内外株価指数				その他		
	新発10年物国債利回り	債券先物10年物期近価格	債券先物10年物期近利回り	金利スワップレート5年物（円－円）仲値	無担保コール翌日物	TIBOR ユーロ円 3ヵ月	LIBOR 円・3ヵ月	TIBOR ユーロ円 6ヵ月	円・ドル相場 銀行間直物 17：00	円・ドル相場 銀行間直物 中心値	N.Y.日本円・終値・仲値	N.Y.ユーロ・終値仲値	ロンドン・ユーロ（米ドル）・仲値	日経平均（225種）	TOPIX 終値	NY ダウ工業株30種 平均終値	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	NY 金先物価格・期近	NY WTI原油先物価格・期近
03/4/1	0.690	142.97	1.191	0.270	0.001	0.0783	0.0569	0.0925	118.05	118.27	118.00	1.0915	1.089	7,986.72	788.96	8,069.86	1348.30	3.81	335.2	29.78
03/4/2	0.695	142.88	1.198	0.280	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	118.83	117.90	118.95	1.0770	1.079	8,069.85	797.56	8,285.06	1396.72	3.92	330.4	28.56
03/4/3	0.670	142.96	1.191	0.280	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	118.89	118.70	119.40	1.0760	1.074	8,017.75	793.68	8,240.38	1396.58	3.91	325.7	28.97
03/4/4	0.695	142.83	1.202	0.280	0.001	0.0783	0.0613	0.0900	119.95	119.95	119.95	1.0735	1.070	8,074.12	795.55	8,277.15	1383.51	3.95	326.0	28.62
03/4/7	0.730	142.60	1.220	0.290	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	120.76	120.75	119.80	1.0695	1.063	8,249.98	810.58	8,300.41	1389.51	3.97	322.2	27.96
03/4/8	0.715	142.71	1.211	0.280	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	119.69	119.95	119.90	1.0705	1.067	8,131.41	802.62	8,298.92	1382.94	3.93	322.9	28.00
03/4/9	0.680	143.02	1.187	0.270	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	119.77	119.85	120.10	1.0770	1.070	8,057.61	802.17	8,197.94	1356.74	3.90	326.2	28.85
03/4/10	0.685	142.95	1.192	0.270	0.001	0.0783	0.0625	0.0900	119.81	120.10	119.65	1.0790	1.083	7,980.12	792.42	8,221.33	1365.61	3.94	327.3	27.46
03/4/11	0.680	143.00	1.188	0.260	0.001	0.0783	0.0613	0.0900	119.78	119.75	120.50	1.0755	1.076	7,816.49	782.25	8,203.41	1358.85	3.97	328.5	28.14
03/4/14	0.655	143.12	1.179	0.260	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	120.64	120.65	120.30	1.0775	1.079	7,752.10	775.61	8,351.10	1384.95	4.01	324.9	28.63
03/4/15	0.660	143.15	1.177	0.270	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	120.46	120.20	120.25	1.0795	1.078	7,838.83	788.24	8,402.36	1391.01	3.98	325.5	29.29
03/4/16	0.655	143.24	1.170	0.260	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	120.23	120.26	119.50	1.0915	1.085	7,879.49	788.96	8,257.61	1394.72	3.94	326.3	29.18
03/4/17	0.645	143.25	1.169	0.260	0.001	0.0783	0.0625	0.0900	119.12	119.05	119.60	1.0875	1.090	7,821.90	789.50	8,337.65	1425.50	3.96	327.6	30.55
03/4/18	0.635	143.35	1.161	0.260	0.001	0.0783		0.0900	119.72	119.75	119.75	1.0880		7,874.51	790.72					
03/4/21	0.625	143.34	1.162	0.260	0.002	0.0783		0.0900	120.10	120.05	120.50	1.0870		7,969.08	801.79	8,328.90	1424.37	3.98	333.9	30.87
03/4/22	0.635	143.32	1.163	0.260	0.002	0.0783	0.0606	0.0900	120.21	120.65	119.95	1.0970	1.096	7,790.46	787.49	8,484.99	1451.36	3.96	334.8	29.91
03/4/23	0.640	143.36	1.160	0.260	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	120.06	120.10	120.30	1.0970	1.094	7,793.38	789.35	8,515.66	1466.16	3.97	331.9	26.65
03/2/24	0.620	143.46	1.152	0.260	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	119.92	119.95	120.00	1.1030	1.102	7,854.57	794.45	8,440.04	1457.23	3.92	335.1	26.64
03/4/25	0.620	143.45	1.153	0.260	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	120.56	120.10	120.10	1.1035	1.102	7,699.50	782.03	8,306.35	1434.54	3.89	333.7	26.26
03/4/28	0.605	143.57	1.144	0.250	0.002	0.0783	0.0600	0.0900	120.22	120.00	120.50	1.0985	1.100	7,607.88	773.10	8,471.61	1462.24	3.90	334.8	25.49
03/4/29							0.0600				119.75	1.1080	1.102			8,502.99	1471.30	3.92	334.0	25.24
03/4/30	0.610	143.60	1.142	0.240	0.002	0.0783	0.0600	0.0900	119.46	119.60	119.00	1.1175	1.116	7,831.42	796.56	8,480.09	1464.31	3.84	339.4	25.80
03/5/1	0.605	143.67	1.136	0.240	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	118.53	118.90	118.60	1.1235	1.126	7,863.29	799.31	8,454.25	1472.56	3.84	342.4	26.03
03/5/2	0.600	143.74	1.131	0.230	0.001	0.0783	0.0613	0.0900	118.88	118.60	119.05	1.1230	1.122	7,907.19	804.62	8,582.68	1502.88	3.92	341.3	25.67
03/5/5											118.60	1.1290				8,531.57	1504.04	3.88	342.6	26.49
03/5/6	0.605	143.74	1.131	0.230	0.002	0.0783	0.0613	0.0900	118.37	118.55	117.50	1.1425	1.134	8,083.56	821.41	8,588.36	1523.71	3.78	342.8	25.72
03/5/7	0.595	143.82	1.125	0.230	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	117.66	117.68	116.40	1.1355	1.135	8,109.77	822.85	8,560.63	1506.76	3.67	342.2	26.23
03/5/8	0.590	143.81	1.125	0.230	0.001	0.0783	0.0606	0.0900	116.34	116.65	117.05	1.1500	1.146	8,031.55	814.74	8,491.22	1489.69	3.68	348.7	26.98
03/5/9	0.575	143.90	1.118	0.230	0.002	0.0783	0.0594	0.0900	117.32	117.10	117.40	1.1490	1.149	8,152.16	823.52	8,604.60	1520.15	3.68	348.9	27.72
03/5/12	0.570	143.99	1.111	0.220	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	116.38	116.90	117.00	1.1560	1.155	8,221.12	829.26	8,726.73	1541.40	3.64	351.9	27.35
03/5/13	0.575	143.96	1.114	0.230	0.001	0.0783	0.0600	0.0900	117.15	117.00	116.80	1.1525	1.152	8,190.26	829.20	8,679.25	1539.68	3.60	350.2	28.50
03/5/14	0.580	143.93	1.116	0.230	0.002	0.0783	0.0575	0.0900	116.55	116.60	116.30	1.1495	1.149	8,244.91	832.00	8,647.82	1534.90	3.52	352.5	29.17
03/5/15	0.585	143.95	1.114	0.230	0.001	0.0783	0.0588	0.0900	115.95	116.25	116.50	1.1385	1.146	8,123.40	820.08	8,713.14	1551.38	3.53	352.8	28.74
03/5/16	0.575	144.20	1.095	0.220	0.001	0.0783	0.0581	0.0900	116.36	116.30	116.00	1.1580	1.155	8,117.29	819.17	8,678.97	1538.53	3.41	352.9	29.14
03/5/19	0.560	143.97	1.113	0.230	0.002	0.0783	0.0581	0.0900	115.21	115.25	117.15	1.1650	1.170	8,039.13	810.49	8,493.39	1492.77	3.49	364.4	28.83
03/5/20	0.585	144.08	1.104	0.220	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	117.34	117.08	116.70	1.1705	1.166	8,059.48	814.25	8,491.36	1491.09	3.36	366.5	29.28
03/5/21	0.565	144.18	1.097	0.220	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	116.68	116.67	117.45	1.1635	1.170	8,018.51	809.80	8,516.43	1489.87	3.39	372.2	29.03
03/5/22	0.560	144.21	1.194	0.210	0.001	0.0783	0.0563	0.0900	117.62	117.65	117.20	1.1695	1.168	8,051.66	816.06	8,594.02	1507.55	3.31	368.1	28.85

（日経NEEDS FQから農中総研作成社ホームページ上の「weekly　金融市場」で更新されます ）

※空欄は原則休場日でデータなし

財務長官と為替相場

ドル下落のターゲットは、次に円に向かうのだろうか。

ドルは02年末から下落基調をたどってきたが、5 月に入りドル下落の動きが強まった。米連邦制度理事会が作成する実効為替レート・主要国(ユーロ含む 8 通貨)インデックスの年初来からの下落率は▲9.1%。個別通貨では、ユーロがドルに対し年初来＋15%近く上昇し南米通貨や豪ドルなども同じく＋15～20%高くなったが、ドル円相場は 5%を下回る円高・ドル安にとどまっている（以上、03.05.21 現在）。

為替相場には、各々の政権、特に為替政策の責任者である財務長官によって一定の持続的傾向が見られる。産業界や政界・法曹の出身者が財務長官である場合はドル安傾向が見られる一方、ウォールストリート（金融界）出身者の場合はドル高傾向が指摘されるが、ブッシュ政権におけるドル安傾向は前述の傾向に合致する(表)。オニール氏からスノー氏へ 2 代続けて産業界出身者がその座を占めたブッシュ政権では、前述の実効為替レート・インデックスで見て、すでに 1 割以上のドル下落が生じているが、直近のスノー長官の発言にはドル安放置スタンスがにじんでおり、「強いドル」維持による資金流入の必要性も忘れたかのようである。

しかし、円が強くなる理由は少ない。まず、相対的に経済ファンダメンタルズの米国＞日本の順位関係に変わりはあるまい。円資産に資金が向かうことも相対的に小さいだろう。

また、日本政府は、年末以降と目される国政選挙をにらんで景気下押しには敏感になるだろう。円高は政治的にも避けなければならない要素である。当局は為替介入を継続し押し戻しをおこなうとともに、介入への理解を外国当局に求めるだろう。前述のように、財務長官のバックグランドによって体質的に為替へのスタンスが相違することは否定できないが、ドル安による輸出促進効果の一方で米国内への海外からの資金流入の阻害⇒証券市場の不安定化リスクも政策的に軽視できないだろう。

以上のような要因を総合的に考えて、オーバーシュートの可能性はあろうが、ドル円相場の円高の上値は限界的ではなかろうか。

（03.05.22 農中総研・渡部　喜智）

表1　歴代財務長官と為替変動（1973～）

氏　　名	任　　期		在任日数（日）	実効レート変動率(%)	大　統　領	経　　歴
G.Schutz	72/06/12	74/05/08	695	73/1～▲8	Nixon	シカゴ大教授、CEAスタッフ
W.Simon	74/05/08	74/08/09	93	7.0	Nixon	Salomon出身
	74/08/09	77/01/20	895		Ford	
W.Blumenthal	77/01/23	79/04/04	801	▲12	Carter	通商交渉副代表や大手メーカーCEO
G.Miller	79/08/07	81/01/20	532	2	Carter	大手コングロTextronCEO、FRB総裁
D.Regan	81/01/22	85/01/01	1,440	36	Reagan	メリルCEO出身
J.Baker.lll	85/02/04	88/08/17	1,290	▲30	Reagan	弁護士、商務次官
N.Brady	88/09/15	89/01/19	126	▲3	Reagan	Dillon Read会長
	89/01/20	93/01/17	1,458		G.H.W.Bush	
L.Bentsen	93/01/20	94/12/22	701	▲5	Clinton	上院金融財政委員長
R.Rubin	95/01/11	99/07/02	1,633	14	Clinton	Goldman Sachs共同会長
L.Summers	99/07/02	01/01/20	568	4	Clinton	Harvard大教授
P.O'Neill	01/01/20	02/12/31	710	▲2	Bush Jr.	OMB局次長、アルコア会長
J.Snow	03/02/03			▲10.4	Bush Jr.	大手運輸会社CSX CEO

（FRB及び財務省資料から農中総研作成）　※実効レートはFRB主要国実効為替レート・インデックスの月次データ、▲はドル下落を示す
※Bush父子を区別するため、現大統領には便宜上にJr.を付す。

海外経済金融・米国

厳しさが続く米国景気と金利低下・ドル安の動き

要　　旨

・雇用減少・生産減少等が示すとおり、景気の現状は厳しい。

・FRB のディスインフレに対する警戒感の表明をきっかけに、長期金利が急低下した。金利低下とドル安による景気下支え効果が期待されている。これまでのところ、ドル安は企業収益増加に一定の貢献をしたが、需要を大きく盛り上げるような効果をもたらしてはいない。

・足下での株価上昇は、主として企業のリストラ効果、イラク戦争に伴う一時的な需要増加、ドル安に伴う為替換算上の収益増加が反映されたもので、必ずしも需要の安定的拡大に基づいたものではない。

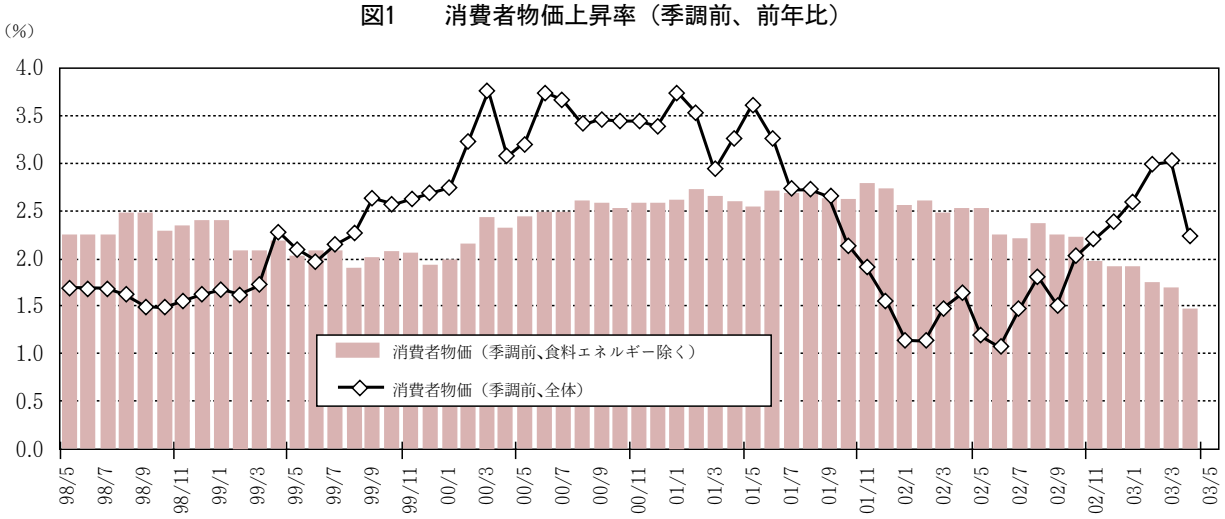
厳しい景気の現状

景気の現状の厳しさを示す指標の発表が相次いでいる。4 月の失業率は 6.0%と対前月で 0.2 ポイント上昇し、非農業雇用者数は前月比（季調済、以下同じ）▲4 万 8 千人となった（3 ヶ月連続の減少）。次に 4 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%となった（2 ヶ月連続の低下）。また 4 月の住宅着工件数は前月比▲6.8%となり、これまで景気を下支える役割を果たしてきた住宅投資も勢いを失っている。

ディスインフレの進行と FRB の警戒感

こうした冴えない景気指標に加え、FRB のディスインフレ（物価上昇率が鈍化していくこと）に対する警戒感の表明を背景に、長期金利の低下が加速している。5 月 6 日の FOMC（連邦公開市場委員会）の声明文では、今後数四半期における経済が内包するリスクについて「持続的経済成長達成に関するリスク」と「物価安定に関するリスク」を分けるという異例の形で、「インフレ率上昇よりも低下の可能性のほうが大きい」と記されていた。過去の FOMC の声明文を調べてみると、「物価安定のリスク」は全てインフレ率上昇の意味で使われており、ディスインフレの意味で用いられたのは今回が初めてである。また 5 月 21 日の FRB グリーンスパン議長証言でも、同様にディスインフレのリスクについて触れられていた。

図1　　消費者物価上昇率（季調前、前年比）



資料：米国労働省

では、物価の現状はどうであろうか。図１は消費者物価上昇率（前年同月比）の推移である。全体指数はエネルギー価格等の影響を受け比較的大きな変動をしているが、価格変動が激しい食料とエネルギーを除いた指数の上昇率（いわゆるコアインフレ率）は、2002 年年初より緩やかながらほぼ一貫して鈍化している（直近の 2003 年 4 月は 1.5%）。これをさらに詳しくみると、物価下落の代表格は技術革新が著しいコンピュータ（▲17.7%：2003 年 3 月時点での前年同月比、以下同じ）、TV セット（▲12.3%）である。この他、製品の国際競争が展開されている衣料品（▲3.6%）、新車（▲1.5%）の価格も下落している。一方で物価上昇している品目は、地政学的リスクにより一時的に上昇したエネルギー以外では、自動車保険（8.9%）、大学授業料（7.3%）、ケーブル TV（5.2%）、託児所（4.6%）、医療（4.3%）等サービス分野が中心である。このようにサービス価格が下がりにくいため、現状では物価が持続的に下落するデフレが起きる可能性は小さい。しかし、ひとたびデフレに陥ると脱出が困難であるため、FRB は現在進行中のディスインフレを何とか食い止めようとしている。

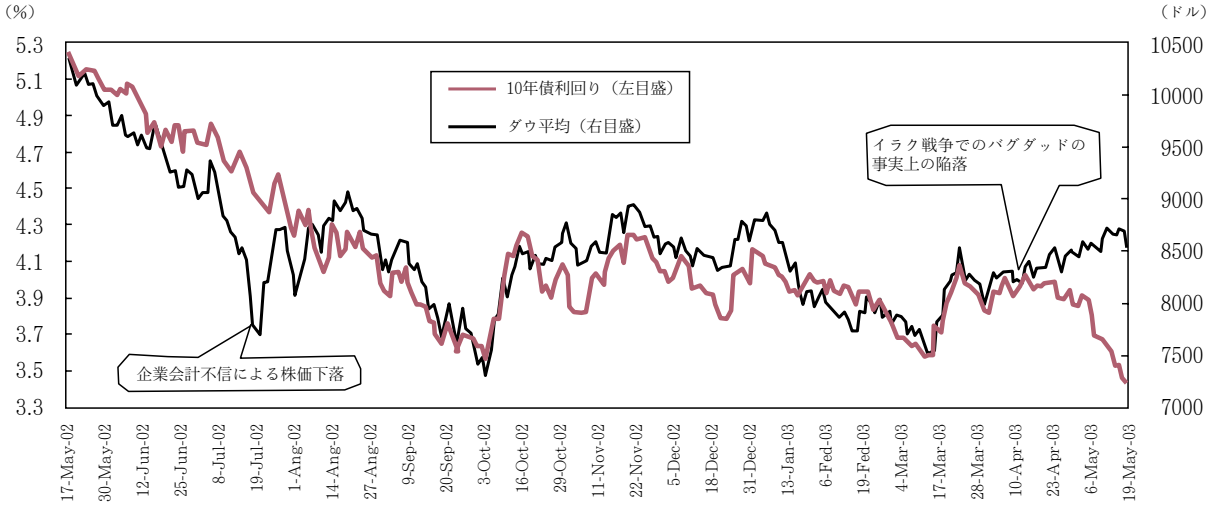
景気浮揚効果が期待されている金利低下とドル安

FRB のディスインフレに対する警戒感表明により、長期金利が大幅に低下し、対イラク開戦直後の上昇を帳消しにした（図２）。同時に、2002 年秋より徐々に進行していた米ドル実効為替レート（貿易量で国毎の比重を付けて計算した為替レートの総合指数）の下落が加速した（図３）。過去の事例からみても長期金利（正確には名目金利から物価上昇率を差し引いた長期実質金利）と米ドル実効為替レートの間には概ね相関関係が認められる。

従来、米国はドル安政策を採れないという見方が多かった。経常赤字ファイナンスのために外国投資家から債券に投資してもらう必要があり、ドル安が進行すると、為替差損を回避したい外国投資家が米債を売却し、長期金利が上昇することで景気が打撃を受けるからである。しかし、スノー財務長官の為替相場をめぐる発言が「ドル相場がより安い水準にあるときには輸出が促進される」（5 月 11 日）など、ドル安容認とも受け取れるようなトーンになってきており、米国当局の強いドル政策に微妙な変化があったと解釈することも可能になっている。

こうした情勢変化の背景を推測すれば、景気浮揚策が一種の手詰まり状態にあり、長期金利低下とドル安の景気へのプラス効果に改めて目が向けられたということになろう。短期金利の下げ余地は乏しい（FF レート誘導水準は現在 1.25%）。またブッシュ政権の経済対策（総額 3,500 億ドル、配当課税軽減・所得税減税前倒し等）が大筋合意となったが、その景気浮揚効果を疑問視する声もある。

図2　株価と長期金利の推移



資料：データストリーム

では、金利低下・ドル安は米国景気回復の決め手になるのであろうか。ここでこれまでの株価の推移をみてみよう。過去数年間にわたり株価と長期金利の動きはほぼ連動していたが、4 月末頃から長期金利が低下する一方で株価が上昇するという現象が起きている（図２）。足下の景気指標は総じて不振であるにもかかわらず、株価が上昇している理由については、業種毎の株価動向から探る必要がある。ここ 2 ヶ月程の株価を主に牽引したのは、ハイテク・金融・軍需・エネルギー関連産業の株である。ハイテク産業は、売上が伸び悩んでいるものの人員削減や事業再編等のリストラ効果により収益力を向上させた。金融機関では金利低下と好調な住宅ローンが、軍需産業では国防予算拡大に伴う兵器大量受注が、エネルギー産業（特に石油会社）では、石油・ガス価格の上昇が増益の要因となった。

2001 年秋以降進行したドル安の恩恵により利益を増加させたのは、主として外国で営業展開している多国籍企業である。例えばマクドナルドは 4 月に欧州での売上を前年比 19%伸ばしたが、これは売上数量がそれだけ増えたのではなく、ドル安によりユーロ建て売上高を為替換算した結果、米ドル建て売上が増加し、これが利益増加につながった。他にも多国籍営業展開をしているコカコーラや P&G（日用雑貨生産）等も、同様の理由で増益を記録し、株価を上昇させている。一方自動車・鉄鋼など製造業も、外国企業に対する価格競争力を強めつつある。

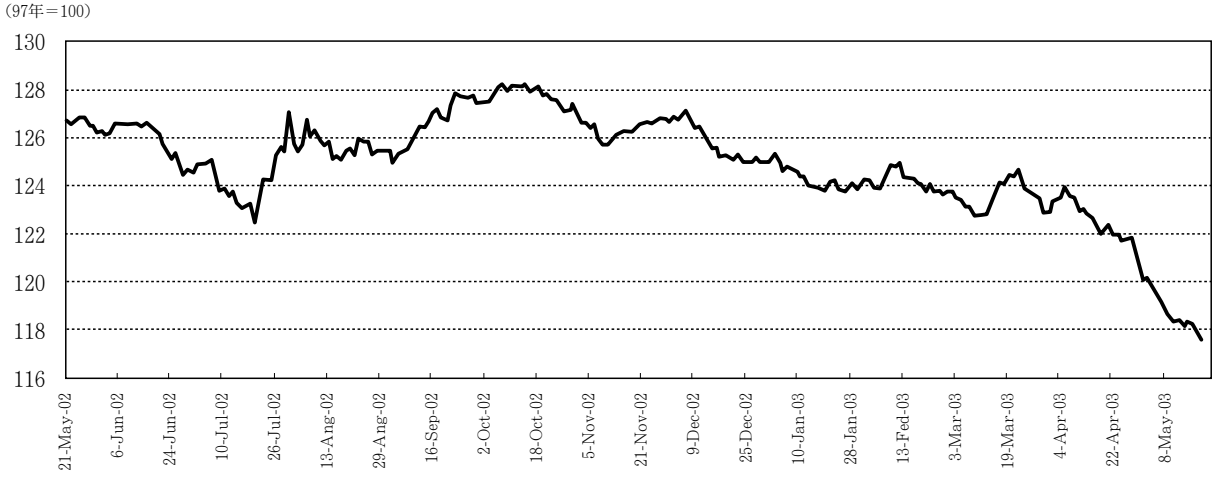
こうしてみると、これまでの金利低下は金融業界を中心に、またドル安は多国籍企業等を中心に、収益増加・株価上昇に一定の貢献をしたと評価できる。しかし需要創出効果という点からみると、ここ数ヶ月の需要増加はイラク戦争という一時的要因に支えられていた側面が大きく、金利低下は住宅投資需要を多少誘発したが、輸出増加等ドル安に伴う需要増加は限定的なものであった。

当面は盛り上がりに欠けるとみられる需要

今後を展望すると、小売売上高の軟調や足下での自動車販売台数の伸び悩みが示しているように、雇用減少や過剰債務是正を背景に既に始まっている個人消費の調整が、今後も一層進むであろう。設備投資も、設備ストック過剰感が解消に向かっていないため、回復テンポは緩やかにとどまろう。また世界景気の現状、つまり欧州・日本等の景気低迷や、一時的とはいえＳＡＲＳの影響でアジア景気が打撃を受けたことを考慮すれば、仮に一層のドル安が進行したとしても、当面輸出を量的に増加させることは容易ではない。

（永井 敏彦）

図3　米ドル実効為替レートの推移



資料：FRB

気になる指標

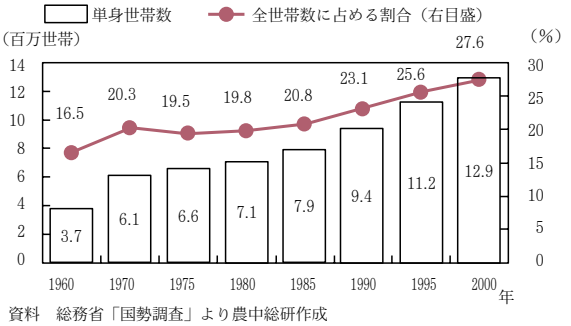
「単身世帯家計調査」

増加を続ける単身世帯

わが国の単身世帯数は、1985年の789万世帯（全世帯に占める割合20.8%）から2000年には1,291万世帯（同27.6%）となり、全世帯の4分の1以上を占めるに至った（図1）。この背景には、高齢夫婦世帯の配偶者との死別等による単身化、若年層単身世帯の晩婚化・未婚化などが影響しているとみられる。

こうしたなか総務省は、2000年1月分から単身世帯を対象とした家計調査の結果を四半期ごとに公表し始めた。

図1　単身世帯数の推移



資料　総務省「国勢調査」より農中総研作成
（注）世帯数は一般世帯の合計を示す

一方、60歳以上世帯では、医療受診代など保険医療の支出割合が高い。

なお、単身者世帯の住居支出は、二人以上世帯の2倍以上の割合となっているが、これは単身者世帯の持ち家率が低いことに関係している。住宅ローンの返済金は住宅支出には含まれず、土地家屋借金の返済という貯蓄項目に計上される。これに対してアパートなど賃貸住宅の家賃は住居支出となるため、賃貸住宅に住む若年層単身世帯ほど住居支出の割合が高まる傾向がある。

以上のように、単身世帯であっても、男女・年齢別では、かなりの差異が見られる。したがって、単身世帯の増加に伴う消費の変化をとらえる場合には、属性別にみることが必要であろう。ただし、調査対象数が二人以上世帯は約8千世帯あるのに対し、単身世帯では約670世帯と少ないためデータの解釈には留意する必要がある。

なお総務省は、自動車などの高額商品については統計指標の安定性を高めることを目的に、単身世帯を含む約3万世帯を対象に支出を調査する「家計消費状況調査」で購入状況を調べ、家計調査を補完して「家計消費指数」を作成している。

（木村　俊文）

交通・通信に消費旺盛な若年層単身世帯

2002年度の単身世帯の消費支出を男女別、年齢別に見てみよう。

男女別では、飲酒代などの外食支出が多いため男性の食料費の割合が高い。一方、女性は洋服など被服費の支出割合が高く、とくに女性若年層では二人以上世帯の2倍近くになっており、高級ブランド品購入での主要な消費ターゲットとなっていることがわかる。

また、若年層では、鉄道運賃が多いうえ、携帯電話等の通信料やパソコン・カメラ等の教養娯楽費の支出割合が高い。このほか男性若年層では自動車関係費の支出が目立つ。

表1　単身世帯の消費支出内訳（2002年度、項目別構成比）　（単位：%）

項目	単身世帯	男			女			（参考）二人以上世帯
		～34歳	35～59	60歳～	～34歳	35～59	60歳～	
消費支出計(千円)	174.4	186.8	200.3	150.3	173.0	188.0	154.3	304.6
食料	23.2	27.2	27.4	25.3	18.2	18.4	19.9	23.4
住居	14.0	15.8	12.8	13.5	24.5	12.8	10.1	6.6
光熱・水道	5.4	3.4	4.5	7.3	4.6	5.5	7.3	6.9
家具・家事用品	2.5	1.1	1.7	3.1	1.7	3.4	3.9	3.4
被服及び履物	4.7	4.7	2.4	2.0	9.3	6.6	4.9	4.8
保健医療	2.9	1.0	1.7	3.8	1.8	3.0	5.3	3.8
交通・通信	12.5	19.1	13.4	11.0	13.4	13.1	6.7	12.0
教育	0.1	0.1	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	4.2
教養娯楽	13.1	16.5	13.8	12.0	12.4	12.4	10.9	10.1
その他の消費支出	21.7	11.1	22.3	22.0	13.8	24.7	31.0	24.8

資料　総務省「家計調査」

2003, 2004年度経済見通し

（2003年05月）

～構造調整圧力に加え世界的景気下降が景気圧迫～

（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　03－3243－7368,7357,7355
当社HP　http：//www.nochuri.co.jp

2003, 2004年度経済見通し（2003年05月）

総　　論

構造調整圧力に加え世界的景気降下が、景気圧迫
～ 03 年度通期で名目 GDP 減少継続、実質 GDP も横ばい水準、軟弱な景気が続く ～

2003 年 1～3 月期＝実質 GDP 成長が止まり、デフレ改善は見られず

◆03 年 1～3 月期の実質 GDP は前四半期比：+0.0%とほぼ横ばいにとどまった。イラク問題の緊迫化という外的要因が景気の足を引っ張ったことは確かであるが、まがりなりにも 02 年のはじめから続いてきた実質 GDP のプラス成長が止まり、景気好転の持続力に陰りが現れている。

◆また、デフレータは前期比：▲0.6%下落。この結果、名目 GDP 成長率も▲0.6%減（前年比：▲0.9%減）となり、2 四半期連続のマイナス成長。うち名目国内需要も同：▲0.4%減のマイナス成長となっている。デフレ状況に改善は見られず、名目 GDP 減少に景気実態の厳しさが表れていると思われる。

2003 年度見通し：名目 GDP 減少継続、軟弱な景気動向が続く

実質 GDP は＋0.1%増と予測するが、横ばいの域を出ない。デフレ環境は継続し、03 年度の名目 GDP は▲1.0%の 3 年連続のマイナス成長と予測。実感として停滞感は強いだろう。

前回(2 月)予測に対し、03 年度実質 GDP を＋0.4%上方修正しているが、主因は実質の民間企業設備投資の増額。これは、自動車やエレクトロニクスなどで新製品・新技術開発の設備投資が底固く推移していることも一因であるが、加えて設備投資デフレータの下落も実質額を押し上げている。

それ以外の需要項目では、民間最終消費の減少予測等前回予測と見方を基本的に変えていない。SARS が東アジアを中心に経済活動の抑制要因となるとともに、欧米の成長鈍化が目立つ。ドイツ等がマイナス成長に転じ、米国の個人消費をめぐる環境要因にも不透明感が増している。海外経済環境は楽観できず、国内的にも雇用・財政を中心に構造調整圧力は強い。軟弱な景気動向が続くと見ている。

◆家計等の民間最終消費は、①所定内賃金の減少継続、②制度改正に伴う社会保険や税等の負担増、③03 年夏季賞与も全体としては前年割れを予想していること、さらに④雇用不安の影響や消費者心理の低迷が加わり、財消費を中心に不調は避けられまい。03 年度上半期は前半期比（02 年度 10 月～03 年 3 月）比：▲0.4%減を予測する。03 年度下半期もほぼ横ばいにとどまり、低迷が続こう。

◆SARS や欧米景気低迷の影響による先送り懸念はあるが、機械受注増加等の動きに加え、設備投資デフレータの下落が実質増加率を押し上げることから、03 年度上半期の民間企業設備投資は前半期比：＋1.4%増とプラス成長を持続。しかし、03 年度上半期の前期比増加ペースは小幅なものにとどまろう。通期では 4.1%と予測。

◆また、公的固定資本形成は 02 年度補正予算での公共事業等がズレ込んで執行されることから 03 年度上半期は前半期比：＋1.7%の増加となるが、03 年度下半期は補正予算編成が無いと大幅減少（前半期比：▲4.8%減）に転じる。民間住宅投資は低金利や住宅資金贈与にかかる無税枠拡大などプラス材料はあるが、構造的縮小傾向のもとで 03 年度も▲2.0%の減少が続くと予測。

◆輸出は 03 年度上半期中は減少が続こう。しかし、SARS 感染拡大が 7～9 月期中に終息、欧米景気も反転すると想定されることから、03 年度下半期には輸出は増加に転じ、外需もプラス寄与となる。

◆これらの結果、実質民間需要の寄与度は前年度比：＋0.1%増、外需の寄与度も＋0.1%増になる。実質 GDP 全体でも＋0.1%増にとどまって日本経済の停滞感は引き続き強いと考える。

◆なお、景気停滞感が強いなか、国政選挙を控え財政出動の要求は高まろう。これを受け小泉内閣は補正予算編成に踏み切るシナリオが考えられる。P.12 の下表のように 03 年度下半期に真水 2.5 兆円規模の補正予算が組まれ、うち半分が年度内に執行されると想定。この結果、03 年度下半期の GDP を＋0.4%持ち上げると試算される。

2003・2004年度　国内経済見通し（03年度補正予算無し）

（前期比）

	単位	通期	2002年度速報		通期	2003年度		2004年度
			上半期	下半期		上半期	下半期	通期
実質GDP	%	1.6	1.7	0.8	0.1	▲0.1	▲0.3	0.4
国内民間需要	%	1.2	1.6	1.2	0.2	▲0.3	▲0.1	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	0.9	0.5	▲0.2	▲0.4	▲0.0	0.4
民間住宅	%	▲2.9	▲1.4	▲1.6	▲2.0	▲0.6	▲1.2	▲0.7
民間企業設備	%	0.5	1.5	4.9	4.1	1.4	0.3	2.6
国内公的需要	%	▲0.2	▲0.3	▲0.8	▲0.1	0.9	▲1.2	▲0.6
政府最終消費支出	%	2.2	0.7	1.1	1.3	0.6	0.4	1.6
公的固定資本形成	%	▲6.5	▲3.1	▲5.8	▲4.2	1.7	▲5.8	▲7.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	14093.8	13695.6	14491.9	14364.9	14227.7	14502.2	14583.9
輸出	%	11.8	9.6	4.2	1.3	▲2.0	2.6	3.1
輸入	%	5.7	5.2	3.7	1.1	▲2.1	2.8	3.6

（前年同期比）

	単位	通期	2002年度速報		通期	2003年度		2004年度
			上半期	下半期		上半期	下半期	通期
実質GDP	%	1.6	0.6	2.5	0.1	0.7	▲0.4	0.4
国内民間需要	%	1.2	▲0.4	2.8	0.2	0.8	▲0.5	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	1.6	1.4	▲0.2	0.1	▲0.5	0.4
民間住宅	%	▲2.9	▲2.8	▲3.0	▲2.0	▲2.2	▲1.8	▲0.7
民間企業設備	%	0.5	▲5.9	6.5	4.1	6.4	1.8	2.6
国内公的需要	%	▲0.2	0.9	▲1.1	▲0.1	0.1	▲0.3	▲0.6
政府最終消費支出	%	2.2	2.5	1.9	1.3	1.7	1.0	1.6
公的固定資本形成	%	▲6.5	▲3.7	▲8.7	▲4.2	▲4.2	▲4.2	▲7.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	14093.8	13695.6	14491.9	14364.9	14227.7	14502.2	14583.9
輸出	%	11.8	9.3	14.2	1.3	2.1	0.6	3.1
輸入	%	5.7	2.5	9.1	1.1	1.6	0.7	3.6
国内企業物価　（前年比）	%	▲1.6	▲2.1	▲1.1	▲0.7	▲0.8	▲0.5	▲0.4
総合消費者物価　（〃）	%	▲0.8	▲0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.4
経常収支	兆円	13.6	7.1	6.6	13.8	6.6	7.2	14.8
貿易収支	兆円	11.9	6.0	5.9	11.8	5.5	6.3	12.7
為替レート	ﾄﾞﾙ/円	121.9	123.1	120.7	118.8	117.5	120.0	120.0
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/バレル	27.4	25.8	29.0	24.5	26.0	23.0	25.0

（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。

2003・2004年度　国内経済見通し（03年度下半期真水2.5兆円補正予算編成）

（前期比）

	単位	通期	2002年度速報		通期	2003年度		2004年度
			上半期	下半期		上半期	下半期	通期
実質GDP	%	1.6	1.7	0.8	0.4	▲0.1	0.1	0.4
国内民間需要	%	1.2	1.6	1.2	0.2	▲0.3	▲0.1	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	0.9	0.5	▲0.2	▲0.4	▲0.0	0.4
民間住宅	%	▲2.9	▲1.4	▲1.6	▲2.0	▲0.6	▲1.2	▲0.7
民間企業設備	%	0.5	1.5	4.9	4.1	1.4	0.3	2.6
国内公的需要	%	▲0.2	▲0.3	▲0.8	0.9	0.9	0.8	▲0.5
政府最終消費支出	%	2.2	0.7	1.1	1.3	0.6	0.4	1.6
公的固定資本形成	%	▲6.5	▲3.1	▲5.8	▲0.4	1.7	1.9	▲6.4
財貨・サービスの純輸出	10億円	14093.8	13695.6	14491.9	14364.9	14227.7	14502.2	14583.9
輸出	%	11.8	9.6	4.2	1.3	▲2.0	2.6	3.1
輸入	%	5.7	5.2	3.7	1.1	▲2.1	2.8	3.6

（前年同期比）

	単位	通期	2002年度速報		通期	2003年度		2004年度
			上半期	下半期		上半期	下半期	通期
実質GDP	%	1.6	0.6	2.5	0.4	0.8	0.0	0.4
国内民間需要	%	1.2	▲0.4	2.8	0.2	0.9	▲0.5	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	1.6	1.4	▲0.2	0.1	▲0.5	0.4
民間住宅	%	▲2.9	▲2.8	▲3.0	▲2.0	▲2.2	▲1.8	▲0.7
民間企業設備	%	0.5	▲5.9	6.5	4.1	6.4	1.8	2.6
国内公的需要	%	▲0.2	0.9	▲1.1	0.9	0.1	1.7	▲0.5
政府最終消費支出	%	2.2	2.5	1.9	1.3	1.7	1.0	1.6
公的固定資本形成	%	▲6.5	▲3.7	▲8.7	▲0.4	▲4.2	3.7	▲6.4
財貨・サービスの純輸出	10億円	14093.8	13695.6	14491.9	14364.9	14227.7	14502.2	14583.9
輸出	%	11.8	9.3	14.2	1.3	2.1	0.6	3.1
輸入	%	5.7	2.5	9.1	1.1	1.6	0.7	3.6

（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 年度見通し：世界的景気好転等から成長率は小幅上向く

◆2004 年度の世界経済は循環的に好転に向かうとともに、アテネ・オリンピック等のイベントによる需要の盛り上がりや次世代ゲーム機等新製品投入に向けた設備投資の増加が見込まれる。

◆減損処理会計の導入など業績悪化要因は残るものの、不良債権処理の進展・銀行経営の改善から、金融システム不安が後退。前述のイベントと相まって心理的な好転も景気にプラスに作用しよう。

◆このような環境のもとで、輸出の伸びによって外需増加が寄与するとともに、民間企業設備投資が底固く推移すると予測。

◆また、雇用面では、企業の収益体質強化が進んで来たことから賞与支給が底打ち・反転するなど限定的ながらも回復が見込まれる。よって、民間最終消費は＋0.4%増と緩やかな回復が生じよう。

デフレ＝物価軟化傾向をたどるも、03 年度通期では下落率縮小
04 年度も消費者物価はゼロ%超過せず

◆原油価格や国際商品市況の反落およびドル円相場等での円高傾向から、物価は短期的に軟化傾向を示すだろう。しかし、軟弱な景気動向ながらも需要が大きく凹むような悪化には至らないことから、物価下落は限定的。03 年度の消費者物価は▲0.6%、国内企業物価は▲0.7%の下落と予測。

◆このため、名目成長率は 03 年度上半期で前年同期比：▲0.4%、下半期で同▲1.4%、03 年度通期では▲1.0%と名目のマイナス成長が継続するとみる。

2003・2004年度　国内経済見通し総括表

	単位	02年度速報	通期	2003年度 上半期	2003年度 下半期	2004年度通期
名目GDP	%	▲0.6	▲1.0	▲0.5	▲1.4	▲0.3
実質GDP	%	1.6	0.1	▲0.1 0.7	▲0.3 ▲0.4	0.4
国内民間需要	%	1.2	0.2	▲0.3 0.8	▲0.1 ▲0.5	0.7
民間最終消費支出	%	1.5	▲0.2	▲0.4 0.1	▲0.0 ▲0.5	0.4
民間住宅	%	▲2.9	▲2.0	▲0.6 ▲2.2	▲1.2 ▲1.8	▲0.7
民間企業設備	%	0.5	4.1	1.4 6.4	0.3 1.8	2.6
民間在庫増加	10億円	▲1458.8	▲3300.0	▲3000.0	▲3600.0	▲4000.0
国内公的需要	%	▲0.2	▲0.1	0.9 0.1	▲1.2 ▲0.3	▲0.6
政府最終消費支出	%	2.2	1.3	0.6 1.7	0.4 1.0	1.6
公的固定資本形成	%	▲6.5	▲4.2	1.7 ▲4.2	▲5.8 ▲4.2	▲7.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	14093.8	14364.9	14227.7	14502.2	14583.9
輸出	%	11.8	1.3	▲2.0 2.1	2.6 0.6	3.1
輸入	%	5.7	1.1	▲2.1 1.6	2.8 0.7	3.6
内需寄与度（前期比）	%	0.8	0.1	▲0.1	▲0.4	0.4
民間需要（〃）	%	0.9	0.1	▲0.3	▲0.1	0.5
公的需要（〃）	%	▲0.0	▲0.0	0.2	▲0.3	▲0.1
外需寄与度（〃）	%	0.7	0.1	▲0.0	0.1	0.0
デフレータ（前年比）	%	▲2.2	▲1.1	▲1.2	▲1.0	▲0.7
国内企業物価（〃）	%	▲1.6	▲0.7	▲0.8	▲0.5	▲0.4
総合消費者物価（〃）	%	▲0.8	▲0.6	▲0.6	▲0.6	▲0.4
経常収支	兆円	13.6	13.8	6.6	7.2	14.8
貿易収支	兆円	11.9	11.8	5.5	6.3	12.7

（注）　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年度速報	通期	2003年度 上半期	2003年度 下半期	2004年度通期
為替レート	ﾄﾞﾙ/円	121.9	118.8	117.5	120.0	120.0
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	27.4	24.5	26.0	23.0	25.0

◆04 年度中も原油・商品市況の安定と構造的需給ギャップ(当社推定：GDP の約▲5%)を背景にデフレ環境は残る。また、技術革新の成果から耐久財を中心に製品価格の下落は続く。消費者物価の下落率は縮小するものの、安定的にゼロ%を上回る局面とはならないと見ている。よって 04 年度中もゼロ金利政策の変更は無いと予想している。

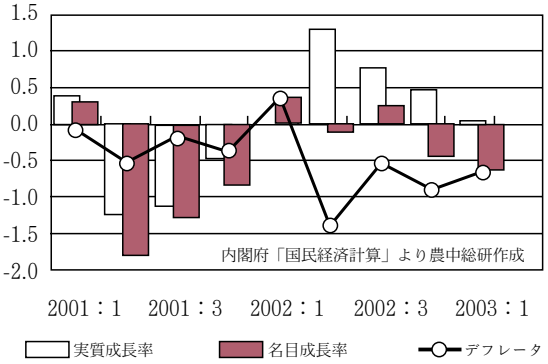
(参考 1.)名目値と実質値の乖離～デフレによる名目値の押し下げ

・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÷デフレータ＝実質値という関係になる。GDP デフレータは 02 年 10～12 月期の前期比：▲0.9%の低下に引き続き、03 年 1～3 月期も▲0.6%低下した。年率では▲2.6%であり、デフレ進行の厳しい状況が続いている。

・03 年 1～3 月期の名目 GDP 成長率は前四半期の▲0.4%減から▲0.6%減へマイナス幅が拡大したが、デフレータも前述のようにマイナスとなったことから、実質国内総生産（GDP）伸び率はかろうじて＋0.0%（詳しくは＋0.006%増）と横ばいを維持した。03 年 1～3 月期も名目では前期比マイナスとなっている需要項目は多い。これらは、デフレと景気実態の厳しさを映しているとともに、実質 GDP よりも名目 GDP の推移の方が一般の国民にとってはむしろ実感に近いと思われる。

・一定の名目値に対し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。特に 1～3 月期の設備投資デフレータは前期比▲1.6%(年率では▲6.4%)という大幅な下落となっており、実質設備投資算出の際、押し上げ効果をもたらしている。

GDP成長率とデフレータ（前期比%）

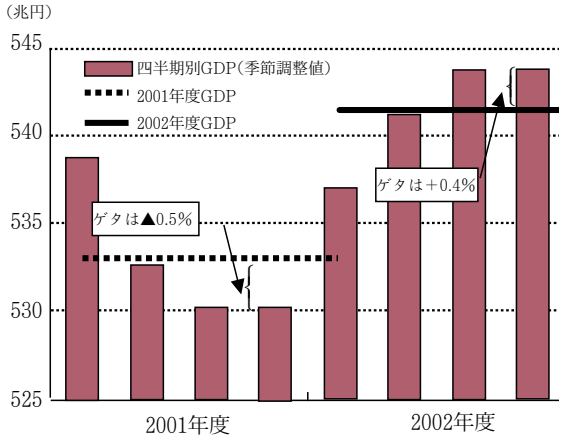


(参考 2.)2003 年度 GDP 予測におけるゲタ

・実質 GDP の推移は下図のようになる。03 年 1～3 月期の実質 GDP は伸び悩んだものの、年度当初からの景気好転傾向を保った。03 年度のスタートに当たって GDP 成長率のゲタ＝GDP が横ばいで推移した場合の成長率は＋0.4%と算出される。

・また、同様に民間企業設備投資のゲタは＋3.4%となっており、緩やかな伸びでも 03 年度通期の前年比は高い数字となる。

GDP推移とゲタ



（内閣府:国民経済計算より農中総研作成）

1．財政金融政策の前提

財　政

・国の 03 年度当初予算公共投資関係費が前年度比：▲3.7%減となるとともに、公共事業関係の国庫補助金削減（前年度比：▲5.6%）を踏まえ、地方、公社・公団等公的企業の公共投資額も名目ベースで数%減少を予測。04 年度も▲3%程度の当初予算公共投資関係費減少を想定。
・①03 年度中、補正予算編成無しの場合と②真水 2.5 兆円規模（うち、03 年度中執行は 1.25 兆円）の補正予算編成の二パターンの前提に基づく GDP 予測をおこなう。
・政府消費支出については、02 年度に続き 03 年度も人事院勧告等で公務員給与単価の削減が実施されるとともに、医療費抑制（自己負担引き上げによる受診減少等)、一般経費削減および公的資本減耗の低迷に基づき、03 年度も伸びの低下を見込む。
・名目 GDP はデフレと景気悪化により政府見通し(前年度比：▲0.2%)を下回ると予測する。仮に▲0.5%下ブレすると、税収見通し（41.8 兆円）を 1.5 兆円程度未達となる可能性がある。
・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予測に加味しない。

金融政策

・ゼロ金利政策は 2004 年度まで継続を予想。また、国債買い切りオペの増額（現状　月額 1.2 兆円）等の緩和追加はありえるが、外債や ETF(指数連動型株式投信)の日銀購入などの非伝統的金融手段への取り組みは想定しない。

不良債権処理等

・「金融再生プログラム」に沿った不良債権処理の進捗から、大手行を中心に銀行経営内容の問題は今後も生じようが、ペイオフ発動等による金融システム不安には至らないと考える。
・破綻前の予定利率引下げを可能にする保険業法改正によって、生保から予定利率引下げの動きが出てくると考える。

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

・企業の雇用抑制、低金利効果の薄れなどから個人消費の伸びは低位にとどまり、企業設備投資の回復も遅れると見ている。減税や政府支出増加によって下支えが期待されるが、米国の 03 年 GDP 成長率は 2%にとどまると予測。米国経済が 3%を超す成長軌道に戻るのは 04 年後半となろう。
・ドイツが 2 四半期連続の GDP マイナス成長となるなど EU の中心諸国の景気は下降局面に入っている。03 年下半期には底打ちすると見込まれるが、ユーロ圏経済の停滞は続こう。04 年には回復に向かうと予測するが、回復は緩やかなものにとどまる。

IT 関連需要

・世界の PC 生産は 2003 年も一ケタ台後半の出荷台数増にとどまると予想。低迷を脱しきれない。
・携帯電話は中国等アジアでの生産が牽引するとともに、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によって 02 年に続き 6～8%程度の生産増加を見せると専門調査機関は予想。また、デジタル・カメラや薄型 TV、DVD 製品などデジタル家電への世界需要は堅調な伸びが見込まれる。これによって、わが国企業への部材需要の増加が期待できる。
・世界の IT 関連投資は、02 年の横ばいから 03 年には+5%程度に増加すると見られているが、本格的回復は 04 年に持ち越される公算が大きい。

金利・株価

相場の基調変化、当面見出せず

～ゼロ金利政策長期化。政策的にも債券高、株安の材料多し～

◆先進国をめぐる成長低下とデフレ化の懸念のもとで、ゼロ金利政策の長期化見通しが補強されている。デフレ的環境は、2003 年度に続き 04 年度中も残り、消費者物価の前年比が安定的にゼロ%を上回るには至らないと見ている。よって、日銀によるゼロ金利政策は継続されると想定する。

◆新発 10 年債が 0.5%に接近し、30 年国債の利回りが 1%を割り込むなど一段と低下した国債利回りが、長期的には相場調整リスクを抱えていることは確かながら、ゼロ金利政策の長期化見通しのもと、機関投資家の流動性重視の消去法的投資スタンスが当面の国債相場の安定を支えよう。財政出動等による赤字拡大の可能性はあるが、貸出減少による金融機関の運用難が財政悪化リスクを運用上、表面化させない。したがって、当面、国債の高値相場が大きく崩れる要因は少ない。

◆SARS の流行や米国経済の成長加速材料の少なさ⇒景気悪化の不安も残り、世界的に株式投資リスクには敏感になる期間が続く。需給的にも持ち合い解消売りの継続が見込まれる反面、証券税制改正や法人税率引き下げ等、株式投資の収益性をはかる抜本的な制度改正は期待しにくい。

◆現在議論されている株価対策の材料出尽くし等から、夏場以降、株価の再下落を予想している。仮に下落圧力が強まれば、自民党総裁選に続き国政選挙も視野に入ってくることから、小泉政権は株価対策の強化・前倒しおよび財政出動等マクロ経済対策を打ち出し、株価浮揚をはかると見ている。しかし、中期的な業績期待と証券税制改正等政策的後押しなどの面で力不足であり、株価の上抜けは予想しにくい。

◆ドル円で基本的想定レンジを若干円高方向に変更し 112.5～122.5 円/ドルとするが、大きくレンジを破る可能性は小さいと予想する。

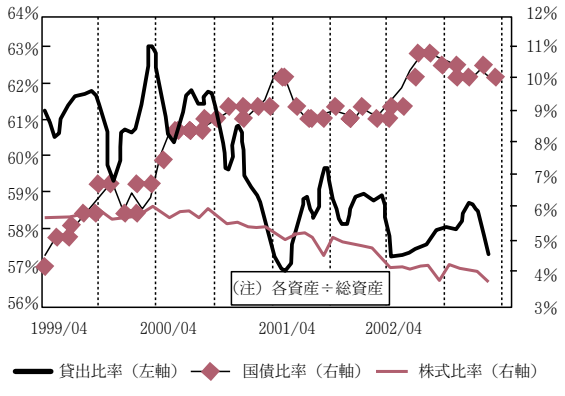
（渡部　喜智）

金利・為替・株価の予想水準　（単位：円,%,円／ドル）

年度／月	2002年度	2003年度			
	4月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	3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
TIBOR ユーロ円（3ヶ月）	0.0783	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
新発10年国債利回	0.61	0.55	0.65	0.65	0.70
為替（円ドル）相場	119.460	115～120	112.5～117.5	117.5～122.5	117.5～122.5
日経平均株価	7,831.42	8,000	7,500	8,000	8,500

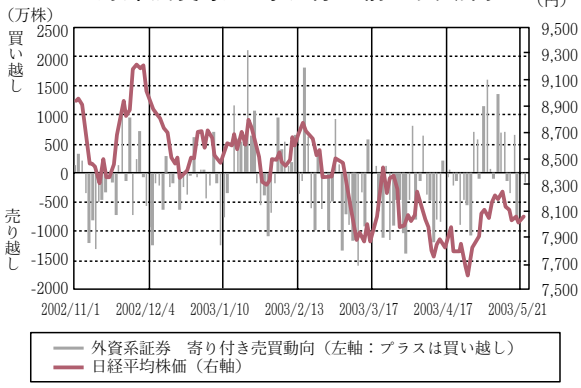
（ 月末値。実績は日経新聞社調べ.）

国内銀行の貸出と国債の資産ウエイト



日銀資料から農中総研作成

海外投資家の寄り付き前注文動向



所得・雇用環境

再び雇用環境は停滞する可能性大

～賃金は前年比で 03 年度もマイナスか～

◆所定外労働時間（3 月）は 9 ヶ月連続して前年比を上回り、有効求人倍率は 03 年 2 月まで 8 ヶ月連続して緩やかに改善した。しかし、製造業の合理化や海外への工場移転、建設業の不良債権処理過程での人員削減・抑制により、サービス業等が雇用を拡大しているものの全体としての雇用増には結びつかないでいる。完全失業率（季節調整値）は、03 年 1～3 月期で 5.4%と高止まっている。

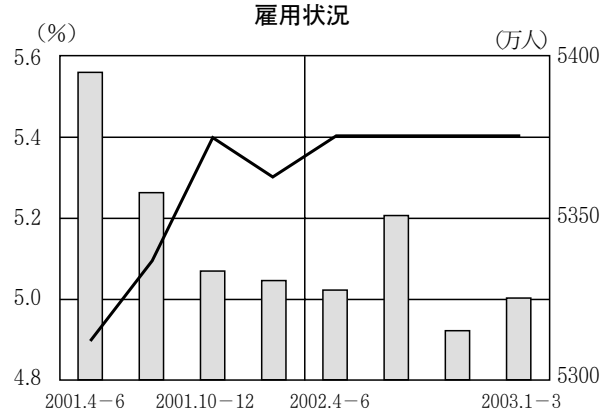
◆雇用環境の先行きを示す新規求人数（季節調整値）は 2 ヶ月連続で前月比マイナスとなった。少しずつ改善してきた雇用環境が停滞局面入りする可能性がある。

◆賃金については、2002 年度の現金給与総額は前年比▲2.1%、2 年連続の減少となった。ただ目下のところ、02 年 7～9 月期から 3 期連続して現金給与総額の前年比マイナス幅が縮小している。所定内給与や特別給与のマイナス幅の縮小とともに時間外給与の引上げが効いていた。

◆しかし、売上高人件費比率が高水準であることから、03 年度も企業の賃金抑制姿勢は続こう。03 年春闘では引上げ率が定期昇給率といわれる 2%を切り、ベースアップ率はゼロ以下となった。そのため、基本給の前年比での減少はまだ続くと予想する。

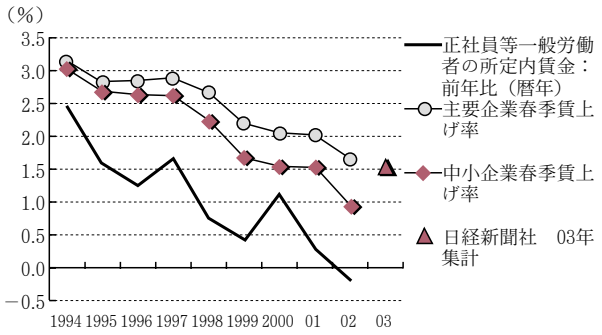
◆また賞与は、一部の好業績企業を別とすれば全体として前年度を上回る地合いにない。夏季賞与は、製造業は企業業績回復により低水準であった 02 年夏季賞与比では微増となろうが、非製造業については依然として前年を下回ると予想する。冬季賞与については、上半期の経済悪化が響いて 02 年水準を下回ることとなろう。　（田口　さつき）

雇用状況



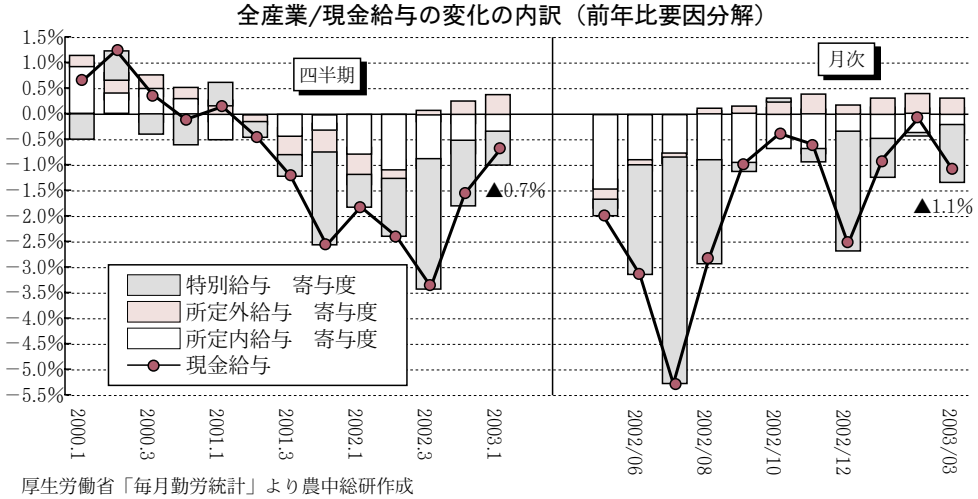
総務省「労働力調査」より農中総研作成

春季賃上げ・ベースアップと基本給等所定内賃金動向



厚生労働省：毎月勤労統計、春季賃上げ資料等より農中総研作成

全産業/現金給与の変化の内訳（前年比要因分解）



厚生労働省「毎月勤労統計」より農中総研作成

民間個人消費

03 年度上半期は一時的に減速

～04 年度は緩やかな増加を見込む～

◆民間最終個人消費は 6 四半期連続の実質前期比プラスとなり、堅調を維持している。ただし家計調査でみると、02 年 4～6 月期から 10～12 月期まで 3 期連続で前年同期比プラスとなって個人消費を牽引していたサービス支出がマイナスに転じている。

◆03 年５月のゴールデンウィークは SARS の影響等で海外旅行が半減し、4～6 月期の個人消費を▲0.1%減少させた。一方で国内旅行やデパートの売上も低迷している。世界的な景気低迷で消費者マインドは下降傾向にあり、02 年夏に過去最大の落ち込みとなったボーナスは全体としては 03 年夏も前年比マイナスと予想されることから、03 年度上半期の個人消費は厳しい状態となろう。

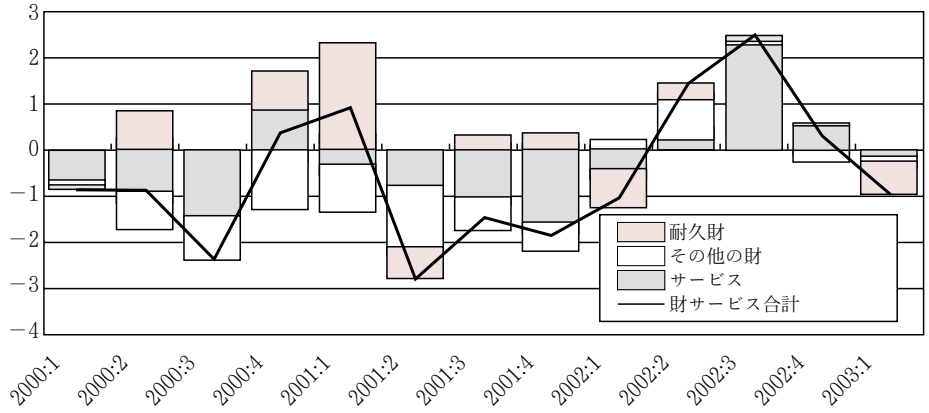
◆03 年度下半期は SARS 等の混乱も一段落し、輸出企業を中心に明るさが見えてくる。消費者マインドの悪化も止まって旅行等にも客足が戻るが、個人消費は実質前期比横ばいにとどまる。

◆04 年度には雇用、賃金を巡る情勢が好転し、五輪による大型薄型テレビなど映像関連製品の販売増なども見込まれる。しかし配偶者特別控除の廃止など家計の負担増が予定されるため、個人消費は大きく増加して国内需要を牽引するほどには至らず、緩やかな増加にとどまると予想する。

◆なお 03 年度中に本格的な議論が行なわれる年金制度改革の影響は見通しに見込んでいない。

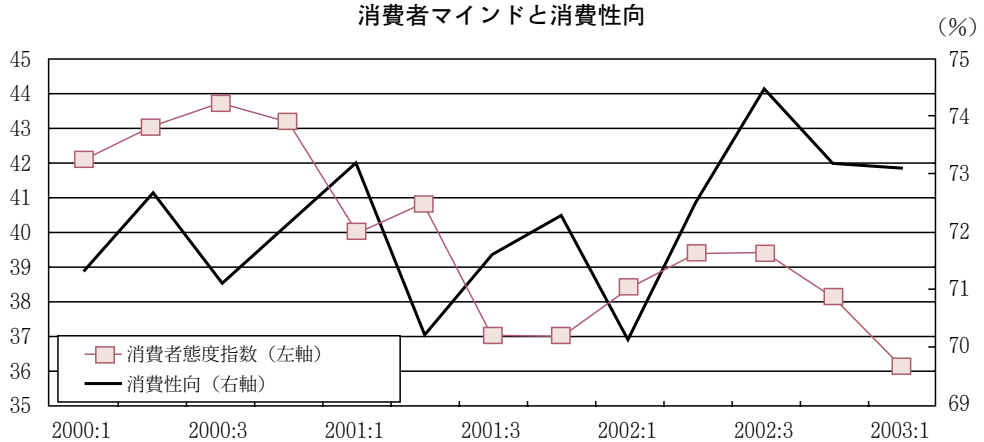
（名倉　賢一）

財・サービス別実質消費支出前年比の寄与度分解（%）



総務省「家計調査」より農中総研作成

消費者マインドと消費性向



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

民間設備投資

IT 中心に穏やかな増加を持続

～デフレータのマイナスが実質ベースを押し上げ～

◆設備投資の先行指標となる機械受注の 03 年 1～3 月期は、船舶・電力を除く民需で前期比＋5.8%と増加傾向を維持。特に製造業は 5 四半期連続で前期を上回った。金属、自動車、鉄鋼、電気機械、一般機械、紙・パルプが好調。

◆03 年 3 月期の企業業績は回復しており、設備投資と関連性の高いキャッシュフローも増加傾向。03 年 3 月調査の日銀の短観ではソフトウエアを含む製造業が前年比＋0.5%増加、全産業では同▲2.9%減少であり、過去と比べると企業は比較的積極的な設備投資計画を立てている。

◆03 年度は、カメラ付き携帯電話など携帯端末ツールや薄型ディスプレイ、自動車用電装部品等に関連した電気機械、化学、非鉄金属、精密機械が牽引し、民間設備投資は緩やかな実質増加を予想する。自動車も新車開発投資が引き続き堅調である。非製造業ではスーパー、ホームセンター等の新規出店、物流センター新増設が見込まれる。

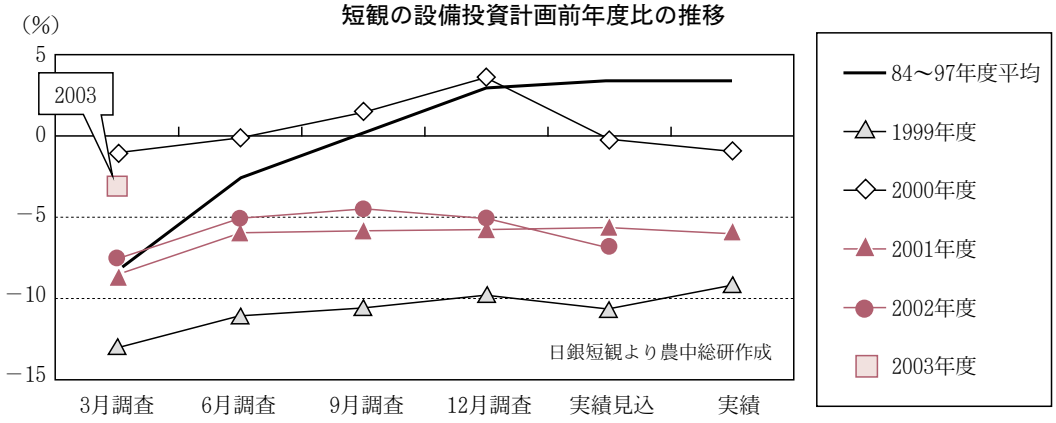
◆04 年度もデジタル家電や自動車関連の設備投資に加え、パソコン用新ウインドウズの発売や第 3 世代携帯電話の拡大、オリンピック放送に伴うデジタル放送テレビ需要増加が予想され、緩やかな増加が継続するとみる。

◆03 年 1～3 月期の設備投資デフレータは前期比年率で▲6.5%と下落率を拡大し、実質ベースの設備投資額をかなり押し上げていることにも注意が必要である。

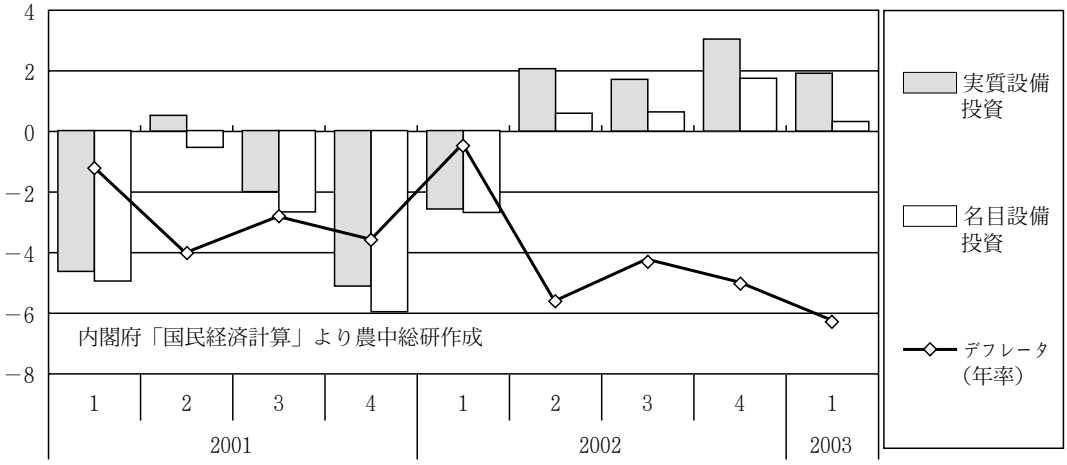
◆ただし、SARS などの影響で世界的な景気低迷が長期化し、国内設備投資計画が先延ばしとなった場合は、下振れするリスクもある。

（名倉　賢一）

短観の設備投資計画前年度比の推移



名目と実質の設備投資前期比(%)



公的固定資本形成

財政再建と景気対策の板ばさみ

～財政難から公共事業削減は不可避～

◆03 年 1～3 月期の公的固定資本形成は実質前期比▲3.5%と 4 期連続の減少。1～3 月期の公共工事請負額の内訳をみると、財政難に悩む地方自治体・地方公営企業発注分の前期比寄与度は▲14%と大幅な減少であった。

◆一方で国の財政赤字も深刻な状態である。財政赤字の程度を示すプライマリーバランス赤字（財政赤字から国債利払い費を除いた額）の名目 GDP 比率は現在 5%強であり、政府は 07 年度までにこの比率を半分（2%半ば）程度にする方針である。しかし仮に名目 GDP、国債利払い費が現状のままとしても、この方針を守るために財政赤字を毎年 4 兆円程度削減する必要がある。

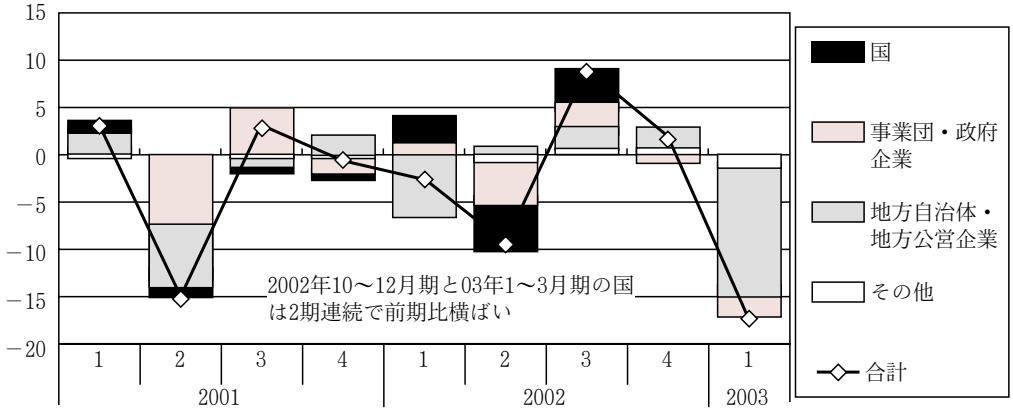
◆02 年度補正予算の真水を 3 兆円とし、そのうち 2 兆円分が 03 年度上半期の GDP に反映されると想定すると、上半期の公的固定資本形成は前期比プラスとなる見込みである。しかし 03 年度も再び補正予算を組むことを想定しなければ、03 年度下半期は再び前期比を割り込む。

◆04 年度予算で、前年比▲3%減少の公共事業予算を想定すると、04 年度の公的固定資本形成は前年比▲7.1%と大きく落ち込む見通しである。

◆もし政府が 03 年度も真水 2.5 兆円程度の補正予算を組み、03 年度下半期と 04 年度上半期に半分ずつ GDP に反映されたとすると、03 年度下半期は前期比プラスに転化し、04 年度のマイナス幅も縮小する。しかし、07 年度にプライマリーバランス赤字の GDP 比率を半分程度にするという方針達成は一層困難となろう。

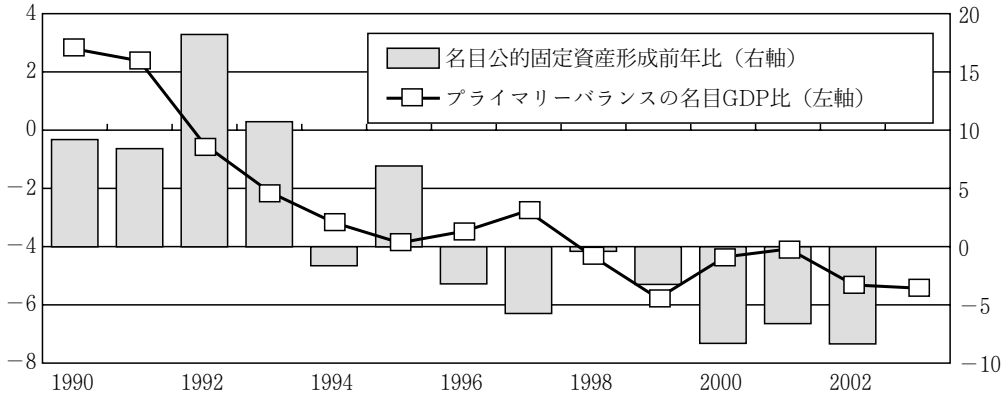
(名倉　賢一)

公共工事請負額(前年比%)



保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」より農中総研作成

プライマリーバランスGDP比と公的固定資本形成伸び率%



内閣府「国民経済計算」より農中総研作成
プライマリーバランス（国・地方政府）は財政赤字－ネット利払い費（93SNAベース）
98年度のプライマリーバランスは国鉄長期債務及び国有林野累計債務承継分を除く
2002、03年度は内閣府推計値

外　需

輸出は、03年度下半期回復へ

～ 米国景気がやはり焦点 ～

◆03年1～3月期の財貨・サービスの輸出は前四半期比▲0.5%減と5四半期ぶりに前四半期を下回った。一方、財貨・サービスの輸入は前四半期比+1.4%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%とGDPを引き下げた。数量ベースでは、02年10～12月期から輸出・輸入ともに停滞している（貿易統計）。

◆対イラク戦は短期終結したが、米国経済の低迷により世界経済に回復感はない。アジア諸国ではSARSの発生により、貿易の先行き不透明感が強くなっている。

◆米国の個人消費や設備投資の需要が弱く、対米輸出額（1～3月期）が前四半期比▲14.7%減と大幅に悪化している（貿易統計）。また、米国経済の停滞は、米国向け輸出品を生産するアジア諸国への部品・半製品輸出を低迷させる可能性がある。

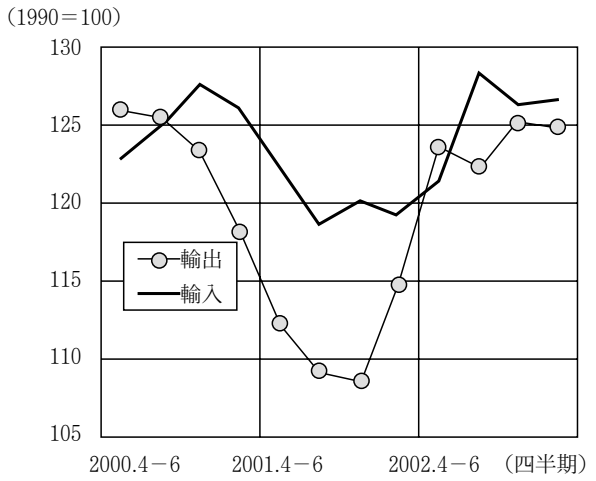
◆ユーロに対して円安が進んだことは、ユーロ圏に対する輸出の追い風となるが、ユーロ圏は日本の主要輸出品で2割程度のマーケットであるため、ユーロ高の恩恵は限定的である。また、ユーロ圏経済をリードするドイツ経済が2四半期連続でGDPがマイナスとなり、先行きを示す指標として代表的なIFO指数も低迷しており、景況感の改善は見られない。

◆米国の本格的な景気回復が見込まれる2003年度下半期まで輸出は一時的に伸び悩むと考える。したがって、財貨・サービスの輸出は、2003年度上半期は前半期比：▲2.0%減、下半期は同：+2.6%増、通期で前年比：+1.3%の増加を見込む。

◆経済活動の停滞から財貨・サービスの輸入も上半期は前半期比：▲2.1%減少した後、下半期は生産活動が上向くことにより同：+2.8%増、通期で前年比：+1.1%の増加を見込む。

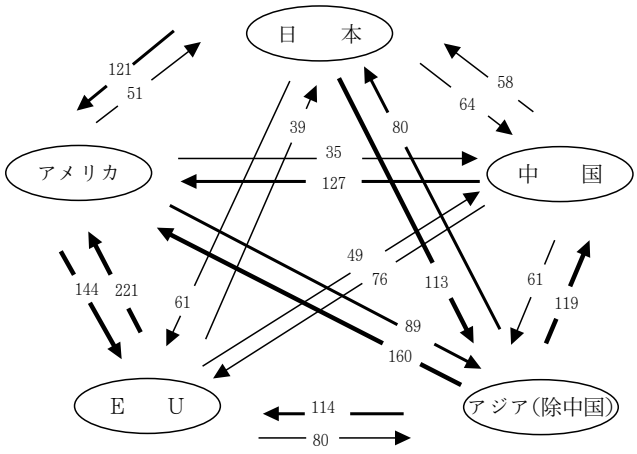
◆04年度は、世界経済が上向くとともに輸出入が復調し、輸出が前年比+3.1%、輸入は同+3.6%となると予想する。　（田口　さつき）

輸出入数量の推移（四半期）



財務省「貿易統計」より農中総研作成

2002年　貿易相関図（10億ドル）



IMF貿易統計より農中総研作成
（注）中国は、香港、マカオを含む

主要輸出品の輸出対象国割合（1998～2002年までの過去5年間平均）

	総額	電気機器	輸送機器	一般機器
米国	29.9	25.2	42.6	31.7
EU	16.6	16.6	16.1	20.1
アジア	39.3	50.7	10.6	37.9

財務省「貿易総計」より農中総研作成

民間住宅投資

さらに冷え込む住宅投資

～ マンション・貸家着工も弱い ～

◆2002年度新設住宅着工戸数は前年度比▲2.4%減の114万戸で、1983年度以来の低水準であった。2002年度の民間住宅投資の実質成長率は前年比▲2.9%減、7～9月期の横ばいを除き、前期比でマイナスが続いた。利用関係別には、02年度を通じて持家・分譲住宅が減少傾向にあった。貸家投資は堅調であったが、2001年度に比べればその勢いも沈静化しつつある。

◆ 分譲、特にマンションについては、2002年に建設されたものが市場に売り出される時期に来ている。足元マンション契約率は堅調といわれる70%を超えているものの、低金利効果も薄れ、足元業者の在庫が膨らむ傾向にあり、在庫調整のためマンション開発は控えられると予想する。

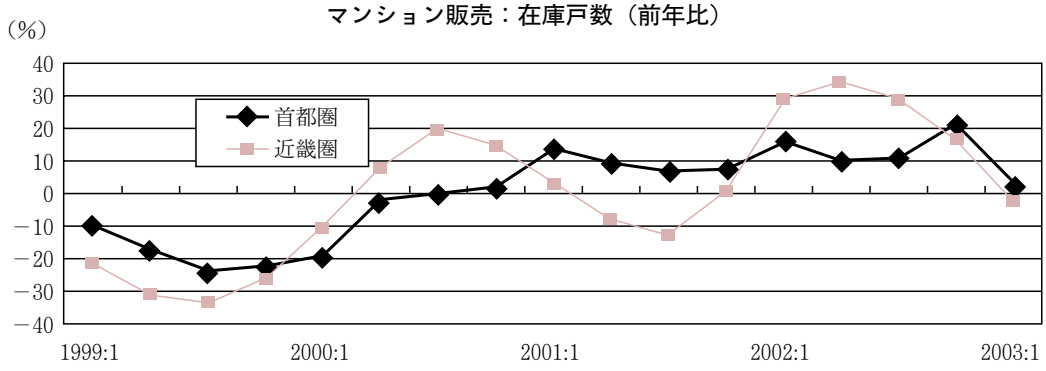
◆ 貸家については、入居率は低下、家賃は下落と経営の悪化要因となっている。特に立地条件が悪く、設備が未整備・不備な賃貸オーナーにとっては、家賃下落の圧力にさらされている。築20年以上の建て替え時期にきている借家が全体の4割超あり、これらの改築・建て替えが住宅投資に一定の下支えをするであろうが、今後の経営状況を勘案して再投資を控える懸念も大きい。

◆ 03年度税制改正により、住宅を取得・リフォームするための資金を親から贈与される場合、相続税と贈与税が一体化して扱われるという住宅取得促進のための措置が1月1日から遡及適用となったが、雇用・所得環境の悪化がひびいて、持家系住宅投資需要は弱含むとみる。

◆このような環境から03年度の民間住宅投資は、前年比：▲2.0%減、新設住宅着工戸数は112万戸を予測する。さらに2004年度もこのような減少傾向が続き、前年比▲0.7%減を見込む。

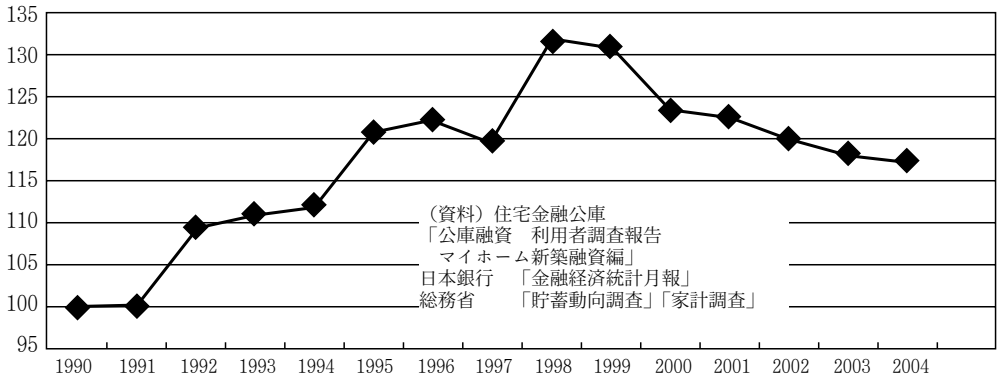
（田口　さつき）

マンション販売：在庫戸数（前年比）



不動産経済研究所資料より農中総研作成

住宅取得能力指数の推移



（注1）住宅取得能力指数は（資金調達可能額/住宅価格）×100を1990年度＝100として指数化したもの。
（注2）資金調達可能額＝貯蓄額＋公庫融資平均借入額＋民間ローン借入額

（注3）民間ローン借入額＝ $\dfrac{(\text{勤労者年間収入}\times\text{返済負担率}(0.25)-\text{公庫融資平均借入額}\times\text{公庫ローン年賦率})}{\text{民間住宅ローン年賦率}}$

（注4）2003・2004年度は推計値。

物　価

下落幅を縮小するものの、デフレ継続

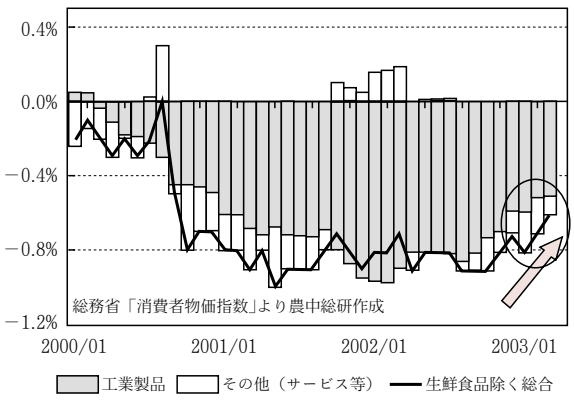
～ 市況反落や円高から短期的に物価は軟化 ～

◆全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）は、99年10月以降3年6ヵ月連続で前年同月の水準を下回っているが、足元の3月には前年同月比▲0.6%まで下落幅が縮小した。これはアジア地域での需給引き締まりなどを背景として素材産業を中心に製品価格が上昇したことや、イラク問題の懸念から原油価格上昇を受けて輸入物価が上昇したことにより、財（モノ）を中心として物価が下げ止まったことが原因である。

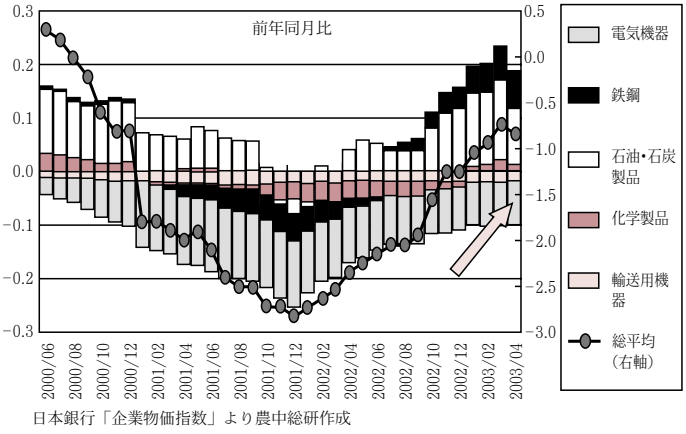
◆しかし、欧米先進国経済の成長鈍化や原油価格の反落、アジア地域におけるSARS感染の拡大、ドル円相場等での円高傾向などから、物価は短期的には軟化傾向を示すとみられる。ただし、軟弱な景気動向ながらも需要が大きく凹むような悪化には至らないことから、物価下落は小幅にとどまるであろう。

◆この結果、03年の物価は下落幅が縮小するものの、引き続きデフレ傾向が続くと予想する。なお、大幅な円高やSARSの影響により輸入物価下落が大幅に拡大するようなことがあれば、デフレ解消にはさらに時間がかかる可能性もある。　　（木村　俊文）

全国生鮮食品除く総合消費者物価（前年比）

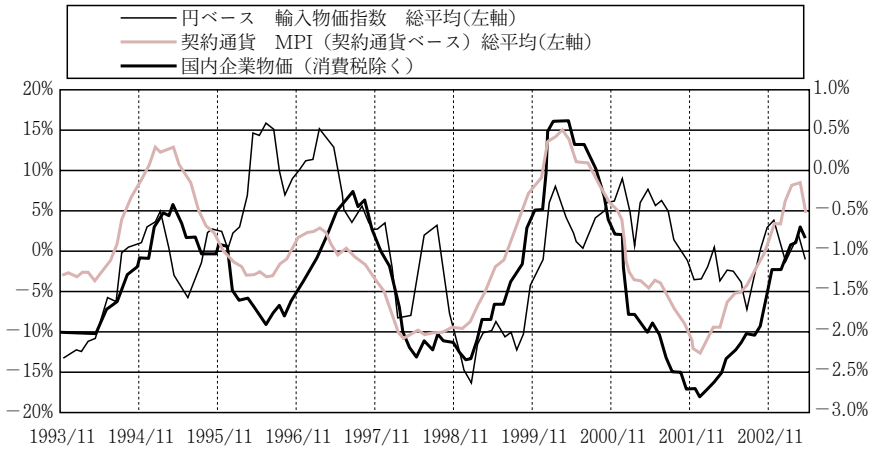


国内企業物価指数の推移と要因分解



日本銀行「企業物価指数」より農中総研作成

国内企業物価と輸入物価の変化



日本銀行「企業物価指数」より農中総研作成

米国経済

景気回復が実感できるのは2004年以降

～ デフレの可能性は小さいが鈍化を続ける物価上昇力 ～

◆イラク戦争の終結により、経済に関する先行き不透明感は相当程度払拭され、2003年4月には消費者マインドも回復に転じた。しかし、非農業雇用者数や鉱工業生産指数がここ数ヶ月対前月で下落したほか、比較的好調であった住宅着工件数もピークアウトするなど、主要経済指標はむしろ弱含んでいる。

◆消費者物価上昇率をみると、食料エネルギーを除いたコアインフレ率が2002年年初以降傾向的な鈍化を続けているが、これに加えて、一時38ドル／バーレル近くまで上昇した原油価格(WTI)が最近では30ドルを割り込む水準まで下落したため、物価上昇力の鈍化が一層鮮明になってきている。FRBも5月6日のFOMC（連邦公開市場委員会）で、好ましくないインフレ率低下の可能性についての警戒感を示した。

◆2003年においては、補正予算（軍事行動・本土防衛等）執行等により政府支出が増加し、またブッシュ政権の経済対策効果（配当課税軽減、減税前倒し実施等）の効果もある程度期待できるものの、主要需要項目は総じて伸び悩み、実質GDP成長率は2%台前半で推移しよう。個人消費は、雇用情勢悪化による所得の伸び鈍化、リファイナンスブーム（金利低下と住宅価格上昇を活用した借入金増加による消費拡大）の終焉等により、回復力は限られたものになろう。また住宅投資も、これまでの急速な増加の反動がみられよう。一方設備投資は、コンピュータ・半導体関連の投資増加が継続するとみられるが、低水準の設備稼働率（74%）が示すように設備過剰感は解消されておらず、また企業年金積立て不足が収益の足を引っ張っていることもあり、回復方向に向かうもののその足取りは弱いものとなろう。さらに輸出も、ドル安による下支え効果は多少あるが、主要輸出先である日欧の経済が力強さを欠き、比較的順調であったアジアへの輸出がSARSの影響で一時的に落ち込むとみられることから、増加テンポは弱いものにとどまろう。

◆2004年においては、雇用コスト削減効果が企業収益を増加させ設備投資が上向くこと、ドル安が製造業の競争力を高めること、雇用が減少から増加に転じることから、景気が回復に向かい、実質GDP成長率は年後半に3%台に乗るであろう。

◆今後の物価については、医療・保険、教育等サービス価格が下落しにくいことから、デフレが起きる可能性は小さい。しかし2003年には、雇用削減・賃金上昇率鈍化等により消費需要が低迷するため、物価上昇率は鈍化を続けよう。その後2004年には、景況感改善により物価上昇率鈍化に歯止めがかかろう。

（永井　敏彦）

2003-2004年 米国経済見通し（2003年5月）

	単位	2002年	2003年			2004年		
			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）
		実績	予想	予想	予想	予想	予想	予想
実質GDP	%	2.4	2.0	1.7	2.1	2.6	2.5	3.1
個人消費	%	3.1	1.9	1.5	1.5	2.0	2.0	2.4
設備投資	%	▲5.7	▲0.4	▲1.4	1.5	3.6	3.6	5.9
住宅投資	%	3.9	3.0	7.1	▲5.2	▲1.4	▲1.3	2.3
在庫投資	10億ドル	5.2	7.5	8.9	6.0	13.8	10.0	17.5
純輸出	10億ドル	▲488.6	▲518.8	▲513.2	▲524.5	▲533.3	▲530.5	▲536.0
輸出	%	▲1.6	0.5	▲2.4	3.1	4.3	4.5	5.3
輸入	%	3.7	2.3	▲1.3	3.5	3.8	3.8	4.2
政府支出	%	4.4	4.8	4.2	8.0	4.8	4.1	3.1

（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

欧州経済

深刻なドイツの景気低迷

～ 景気回復は04年にずれこみ ～

◆EU経済の中心であるドイツ経済は、金融機関の不良債権問題の出口が見えていない上、硬直的な労働市場や、企業にとって重い負担となっている社会保障の改革が進んでおらず、景気の停滞が深刻化している。03年1～3月期の実質成長率は2四半期連続の前期比割れとなる▲0.2%に落ち込み、デフレに陥る懸念も高まっている。圏内でインフレ懸念とデフレ懸念が混在しているために、ECB（欧州中央銀行）による金利の引き下げには限度があり、しかもドイツは財政赤字が3%を超えてEUから是正勧告を受けるなど財政政策の出動余地がない状態である。これに03年はユーロ高が加わり、輸出依存度が高いドイツはゼロ成長に近い低迷となると予想する。04年は外需に牽引されて設備投資などが回復するが、経済成長は低い伸び率にとどまるだろう。

◆またフランス経済も企業部門の回復の前に、雇用情勢の悪化により消費が息切れするリスクが高まっている。政府は減税を2003年中に実施する方針であるが、効果は限定的で03年は低成長となる。04年は低金利効果に加えて米国やアジアの景気回復に促されて、景気に明るさが増すだろう。

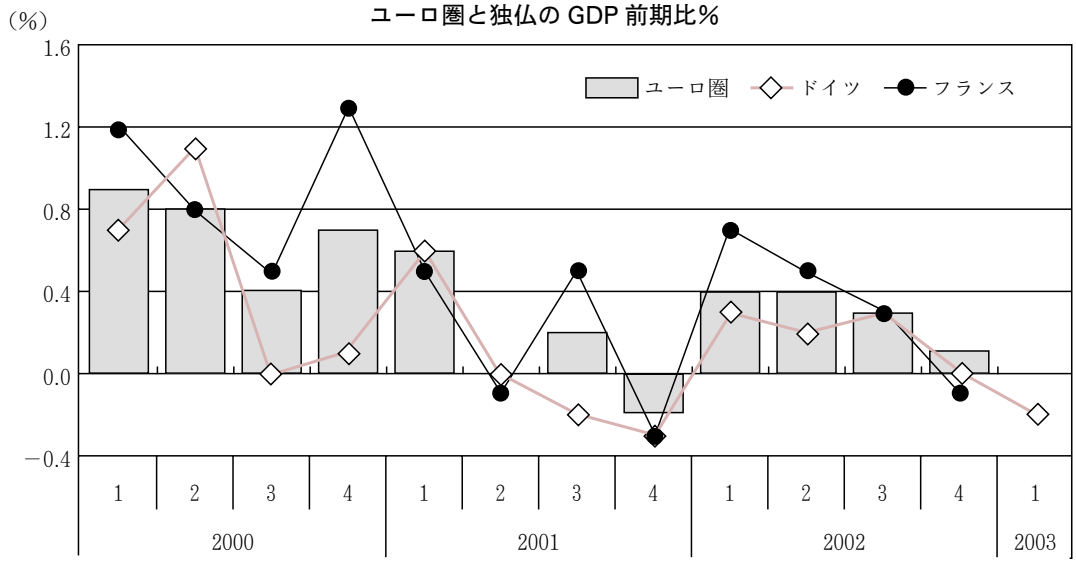
◆英国は積極的な財政政策などで内需が好調だったが、足元でやや個人消費に陰りが見られる。ただし対ユーロでポンド安が進行していることが追い風となっており、04年には、外需を通じて再び成長率を高めるであろう。

◆ユーロ圏全体では、02年に引き続いて03年も停滞が続き、1%以下の低い成長率を見込む。景気回復は04年にずれ込むが、急回復は見込めないだろう。　（名倉　賢一）

2003～2004年 欧州経済見通し（前期比%）

	2001年 実績	2002年 実績	2003年 通期	2003年 上半期（1～6月）	2003年 下半期（7～12月）	2004年 通期
ユーロ圏(12カ国)	1.7	0.9	0.8	0.2	0.5	1.8
ドイツ	0.6	0.2	0.2	0.0	0.2	1.0
フランス	1.9	1.1	1.2	0.6	0.8	1.6
イタリア	1.8	0.4	1.3	0.6	0.9	1.8
英国	2.1	1.8	1.9	0.7	0.9	2.2

2001年、02年はOECD「Main Economic Indicators」より農中総研作成
03、04年は農中総研予想



ブルームバーグより農中総研作成

SARSとアジア経済

SARS封じ込めの成否が03年アジア経済の成長左右

～ 短期終息シナリオに沿えば成長押し下げは限定的 ～

◆SARS感染者の9割弱が香港等特別行政区を含む中国から報告であり、他のアジア諸国を含めればアジアでの感染者数は全体の96%に達する。SARSは、ひとえに「世界の工場」と化し、かつ最も高い成長ゾーンとなった東アジアおよび東南アジアの経済リスクである。

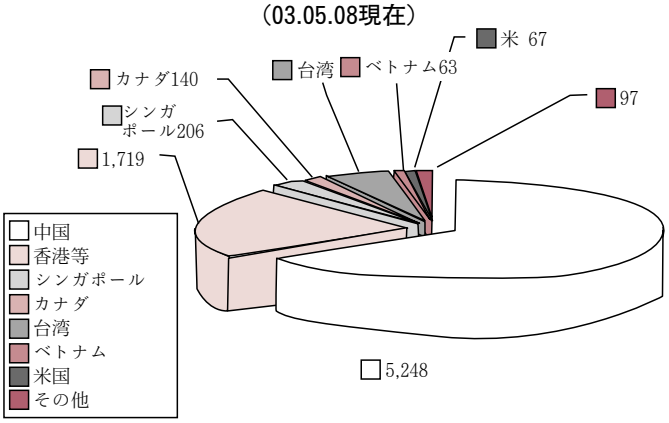
◆SARSの影響は、大きく三つの経済活動に分けて考えられよう。まず、①ヒトの移動が抑制され、海外観光や航空旅客の減少が生じる経路であり、既に6割減という激減が現れている。観光業は東アジアで9%、東南アジアで11%のウエイトを持つ重要な産業であり、国内経済への波及は大きい。2番目は心理的圧迫からの国内消費活動が不活発となる経路である。香港や台湾では小売売上が減少している。3番目は工場・事業所の閉鎖等から生産活動が低下する経路である

◆アジア開発銀行が経済モデルから試算したSARSの影響度合いは、1四半期でSARSが終息すれば▲0.4～▲0.5%の引き下げ効果にとどまる。感染者への接触者を含め隔離・外出禁止命令を打ち出すなど、各国はSARS封じ込めを強化しており、その結果、すでに快復者数が症例増加報告数を上回り始めた。短期のうちに感染拡大は終息に向かう可能性が大きいと思われる。

◆ただし、感染者増加や感染地域の拡大によって、工場閉鎖が拡がれば、部材料や機械を中心に日本からの輸出の減少が予想される。また、アジア地域の需要減退懸念を受けて、石油化学製品や半導体の市況下落が生じており、短期的には国内物価の軟化要因となろう。

（渡部　喜智）

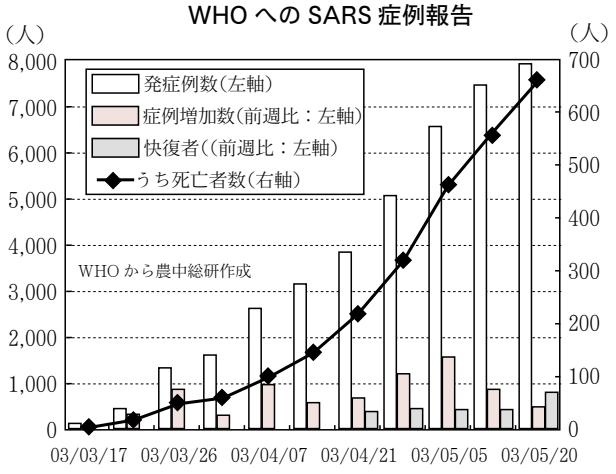
WHO による SARS 罹患状況報告
（03.05.08現在）



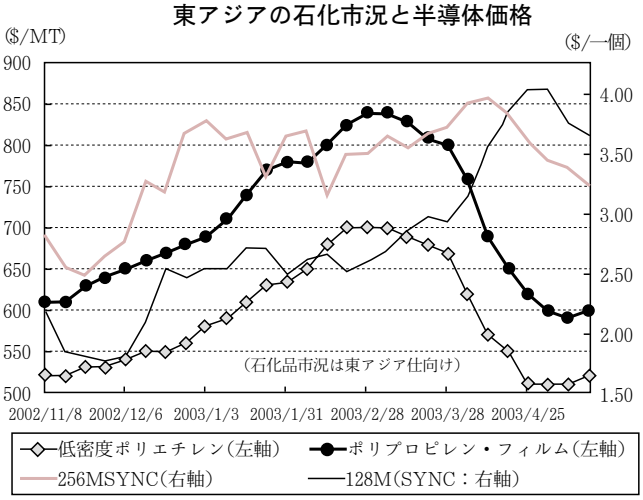
アジア開発銀行によるSARSの経済的影響
＜GDP成長の引き下げ効果＞　　（%）

	SARSが1四半期継続	SARSが2四半期継続
東アジア	0.4	1.0
中国	0.2	0.5
香港	1.8	4.0
大韓民国	0.2	0.5
台湾	0.9	1.9
東南アジア	0.5	1.4
インドネシア	0.5	1.4
マレーシア	0.6	1.5
フィリピン	0.3	0.8
シンガポール	1.1	2.3
タイ	0.7	1.6

WHO への SARS 症例報告



東アジアの石化市況と半導体価格



中期スケジュール

国内外の当面のスケジュール

時期＼区分		国内 政治	国内 経済・金融	海外
03年度（H15）	4～9月	6月18日　通常国会期末 9月　自民党総裁任期切れ	6月　政府税調税制改革中期答申	9月　G8財務相・中銀総裁会議
	10～3月	10月？臨時国会召集 11月「テロ対策特別措置法」失効～2年延長へ	3月　固定資産の減損会計任意適用開始	
04年度（H16）	4～9月	6月衆議院任期満了 7月参議院通常選挙	04年度　年金制度改正（年金財政再計算） 9月「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的に自己資本以内へ（2年程度延期検討中）	5月　露大統領任期満了 8月　アテネ夏季五輪
	10～3月			11月　米国大統領選 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
2005年度（H17）			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
2006年（H18）			新BIS規制開始	ロシアでG8サミット FIFAワールドカップ、独で開催

今月の焦点

わが国における住宅ローン証券化市場の現状と展望-2

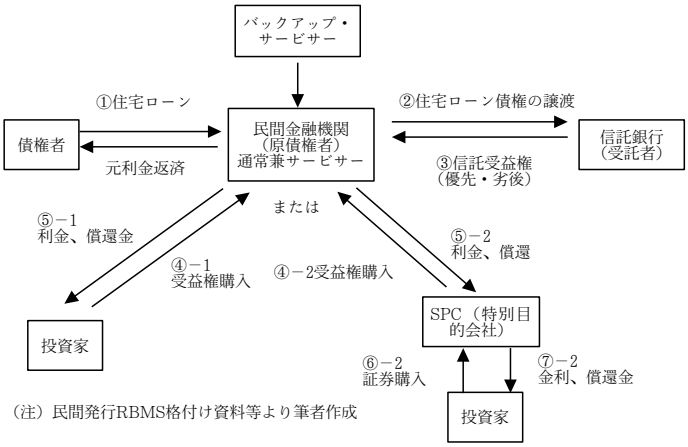
要　旨

民間発行のRMBSは、スキーム自体はシンプルであるものの、オリジネータや保証会社の破綻等の場合に、RMBSの元利金支払いに不確定な部分が残されているとみられる。RMBSの価格決定には、ローンプールを構成する債務に関する、期限前償還のモデル化が必要だが、わが国では、期限前償還に関するデータ蓄積が進んでいない等、適切な価格形成に向けた今後の体制整備が望まれる。（全3回の2）

民間RMBSのスキーム

一方、民間発行のRMBSの大まかなスキームは第2図のとおりであり、住宅ローン債権を信託銀行に信託譲渡し、信託受益権の優先部分をそのまま投資家に売却するか、有価証券として発行するために、優先受益権を特別目的会社に売却した上で、特別目的会社の社債として発行する形態をとる、等が主なスキームになっている。

第2図　民間RMBSのスキーム図



（注）民間発行RBMS格付け資料等より筆者作成

信用補完のありかたも多様であるが、多くは超過担保（劣後部分に相当）や現金準備を設定して、目標とする格付けを取得する形をとっている。

その際、SPVに資産を売却した際にオフ・バランスになっていること（法的に真正売買と認められること）、原債権者の信用リスクから隔離されていること（倒産隔離）、等がきちんと整備されていることが重要である。

真正売買とは、資産を譲渡した人が、真実に売却する意思をもって売買したかどうかを示す概念で、真正売買が認められる条件が法律で特に定められているわけではないが、一般的には、対抗要件の具備、適正な取引価格、買戻し条件による負担の程度などが、基準として考えられている。住宅公庫と異なり、民間の場合、真正売買を確保するために、信託された財産に関して、オリジネータは基本的には権限、責任を有しない（住宅ローン債権の入れ替え等はできない）スキームになっている。オリジネータは、通常、信託譲渡した債権に対するサービサー契約を受託するため、債権譲渡後は、原債務者に対しサービサーとして関与を続けることになる。）(注17)

以上のようなスキームのRMBSは、99年以来既に数多く発行されており、その意味で、このようなストラクチャー自体に、上記観点から、格別大きな問題があるわけでは無い。しかし、細かな点では、わが国独特のストラクチャー上の特徴ないしリスクがあるといわれる。）(注18)

（注17）真正売買については、水谷裕二、河合祐子著『詳説信用リスク商品－クレジット・デリバティブと証券化の実務』ISコム、2002年、p.144～145参照。

（注18）以下は、スタンダード＆プアーズのweb siteの近藤健志「日本の住宅ローン証券化案件の動向とリスク分析のポイント」2002年7月、を参照した。

わが国RMBSの特徴、特有のリスク

～債務者対抗要件問題～

その第一は、債務者対抗要件に関するものである。前述の通り、債権譲渡特例法施行後、法務局への債権譲渡登記によって第三者対抗要件の具備が可能になったが、債務者対抗要件は登記だけでは具備されず、登記事項証明書の債務者への送付が必要である。しかし、オリジネータがサービサーを引き続き行っており、またリレーションシップバンキングという傾向の強いわが国において、債務者に登記事項証明書を送ることへのオリジネータサイドの抵抗感も強いため、通常は、オリジネータの倒産等の特定の事由が発生した場合に、自動的に登記事項証明書が債務者に送付されるようにスキームが形成されている。

～相殺リスク～

第二に、上記と関連するストラクチャー上のリスクとして「相殺リスク」がある。相殺リスクとは、債務者がオリジネータに対する債務と債権を相殺することから生じる仕組み上のリスクで、銀行がオリジネータになる場合等に顕在化しやすい。具体的には、オリジネータである銀行が破綻した時、ローン債務者が自身の保有する預金と住宅ローン債務とを相殺するケース（預金を引き出さずに、債権債務の相殺を行う）等が考えられる。これは繰上返済や期限前償還と異なり、キャッシュ・フローによる入金なくしてローン残高が減少するため、RMBSの元利金償還に悪影響を与えるリスクがあるとされる。手続き的には、本来債権譲渡登記を行ったときに、債務者に登記事項証明書を送付していれば、相殺という問題は生じないが、前述のように、通常は債務者対抗要件を当初からは具備しない場合がほとんどであるため、タイミングによっては、相殺の問題が顕在化するリスクがあるとされる。

～抵当権移転問題～

第三に、抵当権移転の問題がある。日本の金融機関の住宅ローンの場合、抵当権はオリジネータではなく、債務者の保証を行う保証会社が、債務者に対する求償権を担保するために保有しているケースが多い。証券化のためにオリジネータが住宅ローン債権を信託譲渡したとしても、抵当権が自動的に信託譲渡されるわけではない。もちろん、保証会社が存続している場合には、デフォルトの場合は保証履行を請求できるから100%の回収率（投資家にとっては期限前償還）を想定することができるが、保証会社が破綻した場合が問題になり、場合によっては住宅ローン債権が無担保ローンと同等になってしまうリスクがある。

米国の「モーゲージ」には、住宅ローン債権、抵当契約証書等が含まれ、それをすべて譲渡するためにこのような問題は生じないが、わが国では、仮に抵当権を移転しようとすれば、債務者の承認を得る必要があり、実質的には極めて困難である。

～逆ざやリスク～

第四に、状況次第で金利やキャッシュ・フローのミスマッチが生じるリスクがある。例えば、民間RMBSで固定金利期間選択型（一定期間固定金利を選択し、期間終了後にその時点で固定、変動等を再選択する型）が含まれるローン・プールを証券化した場合、その後極端に金利が低下すると、証券化商品の固定支払金利がローン・プールの平均回収金利に案件費用（信託報酬等のフィー）を加えたものより高くなる、いわゆる逆ざや状態が発生するリスクがある。また日本の住宅ローンではボーナス返済を一定程度まで認めており、実質的には毎月の元利均等返済ローンと年2回の元利均等返済ローンの2種類をミックスした商品となっている場合が多い。RMBSは、毎月均等返済を前提にして元金返済がパス・スルーする固定金利商品となっているが、ボーナス返済分の金利支払いは半年に1度というケースが多く、一時的には前記同様の逆ざやに陥るリスクがあるとされる。

～地震リスク～

第五に、地震のリスクがある。日本では大規模な地震の影響を受けやすいにもかかわらず、地震保険への加入率が低い。また地震保険も規制上、担保物件の価格を十分カバーする商品とはなっていない。従って、日本のRMBSで地震リスクを完全に回避することは難しいといわれる。

その他にもスキーム上必ずしも十分にはリスク量を把握することが難しい点があるといわれる。総じていえば、オリジネータ（日本では通常、兼サービサー）や関連保証会社の経営破綻といった事態に際し、一定の倒産隔離は確保しているものの、実際にそのような事態が生じた場合には、不確定な部分が残されている。わが国のRMBSも、今後大幅な金利変動やオリジネータの破綻等の環境変化を経る中で、細部にわたる商品性の見直しが行われていくことになるだろう。

今後登場してくる新たなスキームとしては、住宅公庫が、一定の条件をクリアした民間ローンを買い取って証券化するスキーム（買取型、15年度から開始）、住宅公庫が民間の組成した住宅ローン証券化商品の、期日通りの元利払い保証を行う保証型のスキーム（16年度以降創設予定）が用意されている。

RMBSの商品特性、リスク

それでは、投資家はRMBSをどのような商品と考えておくべきだろうか。RMBSのキャッシュ・フロー特性やリスクに関して概観してみる。(注19)

（注19）以下は、森利博『米国モーゲージ証券投資の実務』日本経済新聞社、1988年を参照した。

元金の毎月償還

RMBSの第一の特徴は、元金が毎月償還されることである。まず、このような債券と、満期一括償還が通常の国債等との間で、どの期間で金利水準の比較をするかという問題がある。たとえば、最近時点で発行された公庫RMBS第10回債の場合、最終償還（予定）は35年後（平成49年11月）であるが、その金利水準を、同期間の「満期一括償還」型の債券と、単純に比較することができないことはいうまでもない。

そこで、元金部分について、average life（平均年限等と訳される）という考え方が適用される。これは各月の元金回収割合（各月の元金回収額／当初元金総額）を、信託設定した当初月からの経過月数でウエイト付けしたものの総計である（表2）。

表２　アベレージ・ライフの簡単な設例

元本総額　（Ａ）2350

年 t	元本返済額（B）	元本返済割合（B）／（A）	経過年ウェイトづけした元本返済割合 C＝t*(B)/(A)
1	150	0.064	0.06
2	200	0.085	0.17
3	220	0.094	0.28
4	250	0.106	0.43
5	260	0.111	0.55
6	270	0.115	0.69
7	250	0.106	0.74
8	250	0.106	0.85
9	250	0.106	0.96
10	250	0.106	1.06

アベレージ・ライフ＝Ｃ欄の合計＝5.8年

(注) 実際には、年ではなく月数で計算するが、ここでは簡略化して年で表示

たとえば、住宅公庫債の第10回商品説明書によると、定期約定弁済だけで繰り上げ返済を全く考慮しない場合、平均年限は18.5年となる。

原債務の期限前償還がRMBS元本償還に影響

RMBSの第二の特徴は、借り換え等による期限前償還や、一部繰り上げ返済等により、元債務の元本が不定期に減少し、それがRMBSの元本返済に反映されることである。同様の公庫資料によれば、仮に繰り上げ返済率5%という前提では、平均年限は11.0年、「公庫債の未償還残高が当初発行額総額の10%以下となる場合に公庫が未償還残高の繰り上げ償還を行う」という前提では、10.5年になると計算されている。このような考え方を背景に、公庫債の金利水準も、債券発行時点の10年債との金利差で評価されることが多い。(注20)

（注20）ただし、より正確には、償還された元利金の再投資も考えると、毎月の元利金返済の複利運用もあり、いわゆるデュレーションの観点からは更に短いものになる。

モデル化の難しい期限前償還

そして第三にRMBSの最大の特徴は、RMBSのキャッシュ・フロー、ひいては収益性を決定付ける原債務者（集団）の期限前償還のペースが、極めて不確定かつモデル化の難しい事象であるということである。RMBSを購入しようとする場合、「債務者の集合体」の期限前償還ペースに関して、一定の「見方」（モデル化）が必要になる。それ無しには、どのような価格（スプレッド）で購入すればよいのかという判断はできない。

わが国の期限前償還をモデル化する場合、主要な説明変数は、金利水準、ローン実行後の経過月数、季節要因（ボーナス時に一部繰上償還が高まる等）、不動産市況（不動産価格上昇すれば住み替え等で期限前償還増加等）、バーンアウト効果（低金利になっても、借り換えしないローンが一定程度は残存）等であるといわれるが、モデル化に関して、必ずしもコンセンサスが形成されていない点が問題だとされる。

流通市場における期限前償還の影響

次に流通市場において、期限前償還がRMBSの価格や利回りにどう影響をするかという点について考える。

流通市場では異なる時期に発行された、異なるクーポンレートのRMBSが売買されており、その時点の市場金利（同種類、同アベレージライフの新発債券のクーポンレート）との関係で、おおまかにいえばクーポンレート＞市場金利ならRMBSの価格にプレミアムが付き（以下プレミアム債）、クーポンレート＜市場金利なら価格がディスカウントされる（以下ディスカウント債）。

一般に「債券価格＝将来のキャッシュ・フロー／一定の割引率」という関係があるから、確定利付きの通常の債券価格は、市場金利が上昇すれば価格は下落し、市場金利が下落すれば価格は上昇する。しかし、満期一括償還の債券と異なり、RMBSの場合は期限前償還があるから、このような関係が単純には成り立たなくなる。

流通市場でプレミアム債やディスカウント債を購入する場合、期限前償還されるのは証券の額面だから、プレミアム債については、償還された元本部分がキャピタルロスとなり、逆にディスカウント債では、期限前償還部分はキャピタルゲインとなる。

金利変動の債券価格への影響が複雑

市場で予想されている以上に金利低下等が進む局面では、期限前返済増加見通しからプレミアム債のキャピタルロス増加→売り要因、となるが、ディスカウント債であれば、キャピタル・ゲイン増加期待→買い要因となって、同じ金利低下局面でも、価格変化の方向に違いが出てくる。

通常の債券であれば、金利低下＝価格上昇であるが、RMBSの場合は、市場金利が低下する局面で期限前償還が高まるために、一定以上の価格上昇が抑えられる（ネガティブ・コンベクシティという）という特有の現象がある。

そしてキャピタル・ゲイン、ロスとも、金利の先行きとともに、当該住宅ローン債権プールの期限前償還ペースという相当程度に不確定なものに依存しており、従って、金利見通しとともに、期限前償還行動をどの程度正確にモデル化できるかどうかが、投資を行う上で極めて重要である。

発行市場で額面価格で購入し、償還まで保有するのであれば、RMBSはリスクの小さい商品といえるが、流通市場で額面から離れた価格で購入する場合には、金利変動や期限前償還行動次第で、ハイ・リスクな商品となることに留意

が必要である。

極端な例を挙げれば、額面100のRMBSを市場価格95で購入し、数日後にその債権プールが何らかの要因で全額期限前償還されれば、数日で5%にあたる利益をあげることもできるし、反対に、高いクーポンを目的にプレミアム債に投資していても、予想以上に期限前償還が進むと、キャピタル・ロスが大きくなって損失が拡大するリスクもある。

このように、RMBSの価格（金利）決定に関しては、債権プールの期限前償還ペースが極めて重要な意味をもっている。市場での取引が活発化するためには、期限前償還に対する考え方の一定のコンセンサスが形成され、投資家や売買仲介者がコンセンサス対比で様々な見通しを持って売買に参加するようになることが必要であろう。

期限前償還モデル化に関する日米の相違

その点では、米国とわが国では大きな相違がある。米国の場合は、過去30年のデータが蓄積されており、プール単位の期限前償還データが、プールの詳細な属性を含め、情報ベンダーやホームページを通じて容易に入手可能となっている。そのような広範なデータの過去に遡る蓄積とその公開によって、期限前償還行動に対する理解度も高まり、期限前償還モデルについても、一定のベンチマークが形成され、個別の証券会社等が予想する値の市場平均がコンセンサスの役割をもっている。

わが国では、住宅公庫RMBSに関しても、期限前償還のデータは1996年以降のデータが提供されているのみであり、金利変動との関連を明確にできる程のデータ利用期間とは言い難いものがある。また期限前償還の要因別や、債権プールの属性との関連も、債権プールの属性の時系列的な変化がたどれるようなデータ等も含め、更に広範なデータが提供され、コンセンサスとなる考え方が形成されるようになることが望まれる。

（小野沢　康晴）

（本稿は、本誌5月号を1回目とする連載の2回目であり、図表や（注）の番号は前回と連続している）