

金融市場

2003.9

潮流

景気回復基調の下での格差拡大 …………… 1

情勢判断

国内金融

「まだ」なのか、「もう」なのか …………… 2

国内経済

世界市場におけるデジタルカメラの状況 … 6

最近の消費行動と消費ローン …………… 7

海外経済金融

回復の足場を固めつつも強弱両要因を持つ米国景気 ……10

気になる指標

「景気動向指数」その1……………13

今月の情勢

～経済・金融の動向～ ……………14

2003, 2004年度経済見通し

総論 ……………19

金利・株価 ……………24

所得・雇用環境 ……………25

民間最終消費支出 ……………26

民間設備投資 ……………27

公的固定資本形成 ……………28

外需 ……………29

民間住宅投資 ……………30

物価 ……………31

米国経済 ……………32

付表1 政治環境……………33

付表2 国内外の当面のスケジュール……………34

海外の話題

SARSと今後の香港 ……………35

潮流

景気回復基調の下での格差拡大

マクロ経済ベースで、経済指標やGDP数値を基に「景気回復」と言われても、実感の湧かない時代になった。その理由は、まず第一に、実質と名目の乖離であり、実質の経済成長がプラスであっても、我々が日々生活している世界は名目の経済社会であり、名目の経済成長がプラスにならないかぎり、生活実感との食い違いが生じることになる。

第二に、大企業と中堅・中小・零細企業の景況感の格差である。6月の日銀短観によれば、大企業の「業況判断」が9%ポイントに対し、中堅企業は24%ポイント、中小企業は32%ポイントであり、中堅・中小企業の厳しさが際立っている。

法人企業動向調査（内閣府、6月調査）においても、2003年1月～6月期の設備投資実績見込みと7月～12月期の計画はそれぞれ大企業0.6%増（前年同期比）1.6%増に対し、中堅企業は3.6%、18.5%であり、大企業と中堅企業との設備投資意欲の格差は拡大傾向にある。また、新聞報道によれば、東芝、富士通、NECなど大手の電機メーカーが設備拡充に動き始めたなかで、通信機器やパソコンの部品メーカーのなかには減産や人員削減を継続せざるを得ない企業もあるといい、回復基調にあるIT関連企業のなかでも明暗こもごもの状況にある。

第三に、仮に企業の設備投資意欲が高まっても、海外の増産体制にシフトし、国内向け投資は限定される。つまり、グローバルな規模で自動車やパソコンの市況が好調でも国内経済の回復に波及する度合いが弱まっているのである。

第四に、デフレ環境下では市況の回復が企業の収益に直結しない場合も少なくない。たとえば、パソコンの市況をみると、国内主要17社の4～6月期国内出荷台数は前年同期比4%増の252万台で2年ぶりのプラスであったが、製品価格の値下がりによって同時期の国内出荷金額は同8%減の3937億円で九・四半期連続のマイナスであった。

第五に、企業の景況感と家計の回復感の乖離がある。企業のリストラ、財政・社会保障改革などは最終的には家計に転嫁せられており、雇用不安、給与の減少、社会保障費負担の増加、増税、年金破綻などの将来不安のなかで、循環的な景気回復の恩恵は家計に届かない。

第六に、家計間の格差がある。夏のボーナスをみても、一人当たりの支給額は前年夏比3.14%増であったが、一方で、支給対象者が4.3%減であり、総額では1.3%の減少となっている（日経新聞調査、7月2日時点）。つまり、一部の勤労者はボーナスが増えたが（例 自動車業界7.82%）、ボーナスをもらえない層が増えており、勤労者の家計においても格差が拡大しているのである。世代間の格差も著しく、比較的豊かな高齢者層と正社員になれない若者層では経済的なゆとりに大きな違いがあり、この格差は構造的な問題であり、個人の努力では埋めようもない。

マクロ経済からみた景気回復局面でありながら、企業間・家計間・世代間の格差は拡大し、生活実感との乖離は消えない。回復という言葉に浮かれているときではない。これらの格差の改善に向けた対策と取組みこそが今求められている

（取締役調査第二部長 鈴木 利徳）

情勢判断

国内金融

「まだ」なのか、「もう」なのか

～ 見極めには時間、短期的調整の可能性あり ～

要 旨

短期的には株価のもみあい・調整や政局・政治の不安定化から長期金利低下の可能性もあるが、04年度の世界経済の成長継続、世界的な株価の一段高のシナリオもとで、国債相場は今後も神経質な動きが予想される。利回りの再低下余地には慎重な見方が必要だろう。ドル円相場がレンジを大きく外れる可能性は小さいだろうが、米国の大統領選等をにらめば、米国が介入容認姿勢にも変化のリスクを考慮すべきだろう。なお、ユーロ圏経済が回復軌道に乗るまで、ユーロ高基調への復帰の可能性は小さく、ユーロ円相場での円上昇を予想する。

表1 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	
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9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)	0.0892	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	0.925	1.15±0.1	1.00±0.10	1.15±0.10	1.25±0.15	1.25±0.15
為替相場	円ドル	120.105	117~120	115~120	115~120	112.5~117.5
	ユーロ円	136.060	127.5~130	127.5~130.0	122.5~127.5	122.5~127.5
日経平均株価	9,563.21	9500~10,000	10,500	11,000	12,000	12,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ。)

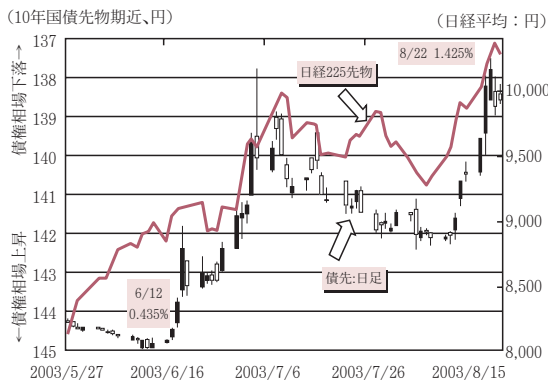
ここ1ヶ月程度の金融市場概況

米国株価は7月中旬から8月上旬までもみあった。しかし、四半期業績発表がほぼ予想どおりの業績回復を確認する形で終わった後、受注増加や小売上の堅調などの経済指標が、米国経済の成長加速期待を強める内容となったことから、8月2週からは切り返し堅調を持続。ダウ平

均、S&P500ともに8月6日から5日続伸。ハイテクの多いナスダック総合指数も後を追って続伸した。この米国株式市場の堅調を受け、東京株式市場では外国人投資家の日本株投資が継続。これに個人投資家も追随買いし、15日の小幅安をはさんで、8月8日から21日まで上昇が続いた(図1)。

一方、国債相場には8月5日の10年国債入札をこなし需給不安が後退して、相場上昇(利回りは低下)の期待も一時あったが、前述のような株価上昇のなか、再び国債投資のリスク圧縮をはかる動きも出て相場が崩れた。8月19日入札の20年国債の販売不調が伝わると、8月20日に新発10年国債利回りが1.425%に上昇。20年国債利回りも2%台乗せとなり、債先も137円台に下落した。中期債ゾーンにも金利上昇圧力がかかり、ほぼ一年半ぶりの金利水準となった。新発5年物金融債利回り(みずほコーポ)は一時0.87%まで上昇した。

図1 日経平均と国債相場の動向



また、この債券相場の動きは短期金融市場にも波及。日銀・国債現先オペの落札金利が上昇するとともに、円・金利先物が下落（利回り上昇）。東京金融先物取引所の円金利先物・中心限月（04年6月限）は利回りベースで21日に0.245%をつけた。

為替相場は、米国経済の回復期待が強まる一方、独仏のGDPマイナス成長などユーロ圏のファンダメンタルズ低調が鮮明化したことを材料にユーロの下落が進んだ。ユーロは8月21日には1 ¥ = 1.10 ドル を割り込み、4月22日以来の1 € = 1.08 ドル 台入り。ユーロ円相場も127円台後半レベルまで円が上昇・ユーロが下落した。なお、イラク・パレスチナ等中東情勢の不穏化は大きなドル売り材料とはならなかった。

ドル円相場は、117円台から120円台半ばまでのレンジ相場が続いたが、8月29日のニューヨーク外為市場では117円を割り込んだ。

なお、スノー米・財務長官が訪中。9月2日に金融・中銀首脳と会談予定であることから、中国元の変動幅拡大・実質切り上げ論が喧伝されているが、当面、制度変更がおこなわれる可能性は小さい。（金融証券市場動向は当社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

株式相場

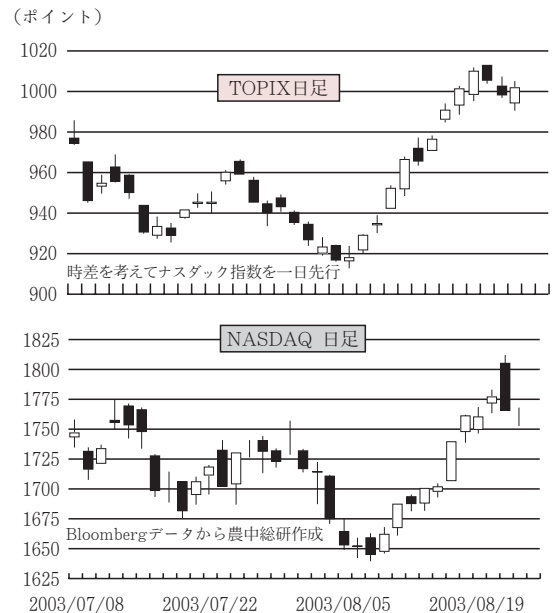
＝一段高には04年度増益シナリオを織り込むことが必要。当面はもみ合い相場

6月30日の東証による売買手口非開示に続き、外国人投資家の寄り付き前・売買動向のメディア配信も中止された（サイト上で幾つか情報源はある）。

投資家動向を探る手掛かり材料の減少が、相場へどのように影響するかが注目されたが、結果を見れば、米国経済の成長期待が強まるなか、米国株価の堅調に引っ張られて日本株も動くという買い安心感が、現状は強い（図2）。（なお、株式ディーラーからは手口非開示により、かえって好材料の品薄銘柄への買い注文が出しやすくなったというコメントも散見される）。

冷夏という悪材料にもかかわらず、特段の株価調整も無く夏場を経過しそうであるが、日本株堅調の背景としては、米国株価の上昇だけで

図2 米国ナスダック総合指数と東証一部(TOPIX) 指数の連動性



ない。今のところ業績予想もポジティブであり、8月中の証券会社アナリストによる業績予想修正は、上方修正比率（上方修正社数 ÷ 業績予想修正社数合計、I/B/E/S社・情報）が今期：54%、来期：61%と、上方修正が分岐点の5割を上回っている。

しかし、ここからの株価上昇には、04年以降のマクロ成長見通しと増益継続を織り込むことが必要だろう。当社の改訂経済見通し（後添参照）では、デフレ要因は残るものの、世界経済の成長加速に作用するイベントも多いことから、03年度に続き04年度も緩やかな成長を予測しているが、そのような投資シナリオの確度が高まっているとは言えない

04年度利益予想に基づくPER予想（IBES社予想：TOPIXベース）は17倍台に低下するが、03年度のPER予想は21.7倍。ハイテク銘柄を中心に03年度中の利益水準が低く、PERが高い銘柄もある。

また、政策的にも、自民党総裁選に続き、取り沙汰されている解散 衆院選挙の有無、さらに選挙実施となれば新政権の政策内容が定まらないうちは、政策・政治の実質的空白が株価の不安定材料となることも懸念される。

内外ともに成長加速の芽が出て来ており、政

策的対応が大きく間違わない限り、株価は上昇の確度を増していくと考えているが、その投資シナリオが確度を増し、政局・政治的にも不透明感が取り払われて安定を取り戻すのは年末近くとなろう。

**債券相場
= 経済成長・株価上昇シナリオのもとでは、慎重な対処が必要**

足元の国債相場の下落は、金利低下の突っ込み過ぎからの巻き戻しの範囲を越え、国債投資圧縮をはかる機関投資家の動きがやや過剰に出ているきらいがある。

今後、9月末にかけ発表される経済指標は、天候不順・災害などから夏場の経済活動が低調に終わったことを示すものが多いと予想される。政治的にも、自民党総裁選に続き、取り沙汰されている解散 衆院選挙の帰趨が定まらないうち、少なからずとも景気回復を後押しするような景気対策は打ち出されないだろう。

また、米国経済のセンチメント改善が続いているが、回復実態が明確に見えてこないうちはバリュエーションの点から見て米国株価が一段高する可能性は小さく、連れて上げて来たわが国の株価も、もみ合いが予想される。

よって、短期的には、前述のような国債投資リスク圧縮の売りが収まれば、国債相場は落ち着きを取り戻すと見られよう。

しかし、強気の国債相場観が一度、崩れた以上、長期金利の再低下余地は市場心理と経済ファンダメンタルズの先行き（期待）の両面から、注意深く見る必要があるだろう。

04年度の世界経済の成長継続、世界的な株価の一段高シナリオのもとでは、債券相場には慎重な対処が必要と思われる。

なお、金融緩和の時間軸は、まだ長いと思われる。日銀のゼロ金利政策の前提となる消費者物価は、足元で下落率が縮小している。しかし、その下落率縮小には政策的要因ないし一時的要因が多いことは本誌8月号で述べたとおりである。世界経済の回復期待のもとで国際商品市況は高止まるものの、耐久消費財を中心に財（モノ）物価の下落は続くだろうし、原油はイラクが本格輸出再開すれば下落が見込まれる。04年

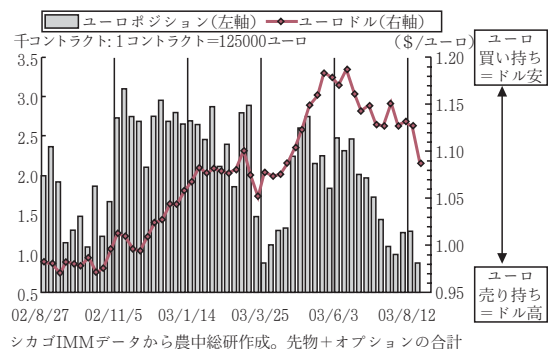
度中は消費者物価のマイナスが残ると予測しており、安定的に前年比ゼロ%以上の状況となるのは05年以降のこととなろう。経済指標の先読みは必要であるが、前述のように円金利先物の下落は、市場心理のやや先走りという感じが強い。（内外景気については後添「今月の情勢」を参照されたい）

為替相場については、ドル円で引き続き112.5～122.5円/ドルを基本的な想定レンジをとする。

米国経済の成長加速期待の強まりは、ドル高（円安）材料である半面、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が引き続き残る。介入警戒感も相変わらず強い。よって、円高、円安材料の綱引きから、レンジを外れにくい状況が続くと見ている。なお、日本経済の回復動向とも絡むが、米国が04年11月に大統領選および議会選挙を迎えることを考えると、米国の為替介入容認姿勢にも、変化のリスクを考慮しておくことが必要だろう。

ユーロについては、欧州経済<米国経済のいう見方が強まるなか、02年初めからのユーロ高進行は、調整局面入りしたと見るべきだろう。足元ではユーロ買いのポジションに縮小傾向も見られる（図2）。ユーロ圏経済が底打ちから回復軌道に乗るまでユーロ高基調への復帰の可能性は低いだろう。よって、クロス円の動きは絡むものの、ユーロ円相場も当面、円安よりは円高に動く可能性に注意すべきだろう。

図2 シカゴIMMのユーロ売買ポジションとユーロ・ドル相場



シカゴIMMデータから農中総研作成。先物+オプションの合計

(03.08.25 渡部 喜智)

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・ドル銀行間直物17:00	円・ドル銀行間直物中心値	N.Y.日本円・終値	N.Y.ユーロ・終値	ロンドン・ユーロ(米ドル)・仲値	東京ユーロ17:00	日経平均(225種)	TOPIX終値	JASDAQ指数	NYダウ工業株30種平均	S&P500	ナスダック株価指数	米国財務省証券10年物国債利回り	ドイツ連邦債10年物利回り	NY金先物・期近	WTI・期近
03/7/3	1.115	139.65	1.457	0.520	0.002	0.0892	0.0569	0.0992	118.24	118.25	118.20	1.1495	1.152	135.63	9,624.80	952.44	50.85	9,070.21	985.70	1663.46	3.65	3.92	351.3	30.42
03/7/4	1.045	140.06	1.423	0.500	0.002	0.0892	0.0538	0.0992	118.15	118.40		0.0000	1.149	135.68	9,547.73	948.67	50.94					3.91		
03/7/7	1.095	139.80	1.444	0.510	0.001	0.0892	0.0531	0.0992	118.09	118.10	118.20	1.1320	1.135	134.79	9,795.16	967.04	51.89	9,216.79	1,004.42	1720.71	3.73	3.97	348.4	30.13
03/7/8	1.155	139.30	1.486	0.530	0.001	0.0892	0.0519	0.0992	118.23	118.18	118.20	1.1315	1.130	133.80	9,898.72	976.30	53.10	9,223.09	1,007.84	1746.46	3.71	3.99	344.4	30.22
03/7/9	1.105	140.00	1.428	0.490	0.001	0.0892	0.0506	0.0992	118.24	118.35	117.90	1.1345	1.132	133.89	9,990.95	979.38	53.83	9,156.21	1,002.21	1747.46	3.68	3.96	343.9	30.88
03/7/10	1.030	140.60	1.379	0.440	0.002	0.0892	0.0469	0.0992	117.80	117.80	117.65	1.1380	1.135	133.76	9,955.62	974.14	52.90	9,036.04	988.70	1715.86	3.66	3.89	344.6	31.06
03/7/11	0.990	140.78	1.365	0.420	0.002	0.0892	0.0469	0.0992	117.77	117.90	117.85	1.1295	1.131	133.48	9,635.35	945.78	51.62	9,119.59	998.14	1733.93	3.62	3.90	345.1	31.28
03/7/14	1.000	140.56	1.383	0.430	0.001	0.0892	0.0469	0.0992	117.57	117.73	117.85	1.1275	1.128	132.44	9,755.63	945.03	52.81	9,177.15	1,003.86	1754.82	3.72	3.88	347.8	31.27
03/7/15	1.030	140.36	1.399	0.450	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	117.59	117.75	118.00	1.1175	1.125	132.68	9,751.00	954.83	52.75	9,128.97	1,000.42	1753.21	3.99	4.06	342.2	31.62
03/7/16	1.030	140.11	1.419	0.490	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	118.32	118.25	118.10	1.1215	1.122	131.68	9,735.97	949.27	52.51	9,094.59	994.09	1747.97	3.91	4.05	343.2	31.05
03/7/17	0.945	141.00	1.347	0.430	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	118.22	118.15	118.80	1.1205	1.119	132.86	9,498.86	929.59	51.72	9,050.82	981.73	1698.02	3.92	4.04	344.3	31.41
03/7/18	0.965	141.14	1.336	0.420	0.002	0.0892	0.0469	0.0992	118.97	118.93	118.45	1.1270	1.122	133.59	9,527.73	933.10	52.80	9,188.15	993.32	1708.50	3.99	4.03	347.3	31.96
03/7/21						0.0000	0.0456	0.0000			118.45	1.1355	1.132			0.00	9,196.69	978.80	1681.41	4.20	4.08	351.0	31.78	
03/7/22	0.955	141.26	1.326	0.410	0.002	0.0892	0.0456	0.0992	119.21	119.20	119.15	1.1325	1.134	135.35	9,485.97	928.18	54.18	9,158.45	988.11	1706.10	4.12	4.09	350.7	30.19
03/7/23	0.955	141.30	1.323	0.410	0.002	0.0892	0.0481	0.0992	118.86	119.05	118.80	1.1480	1.145	135.35	9,615.34	941.26	53.98	9,194.24	988.61	1719.18	4.10	3.98	358.7	29.67
03/7/24	1.000	140.90	1.355	0.430	0.002	0.0892	0.0494	0.0992	118.59	118.80	118.95	1.1475	1.149	136.49	9,671.00	945.27	53.56	9,112.51	981.60	1701.42	4.16	4.06	362.3	30.22
03/7/25	0.955	141.45	1.311	0.400	0.002	0.0892	0.0494	0.0992	118.95	119.15	118.80	1.1515	1.154	136.71	9,648.01	945.28	54.22	9,284.57	998.68	1730.70	4.170	4.02	362.8	30.17
03/7/28	0.915	141.90	1.275	0.370	0.002	0.0892	0.0513	0.0992	119.14	119.10	119.45	1.1495	1.149	136.74	9,839.91	959.69	54.55	9,266.51	996.52	1735.36	4.280	4.11	364.9	30.11
03/7/29	0.960	141.78	1.285	0.380	0.001	0.0892	0.0506	0.0992	119.27	119.30	119.90	1.1440	1.151	137.33	9,834.31	958.18	54.71	9,204.46	989.28	1731.37	4.430	4.11	361.7	30.24
03/7/30	0.950	141.70	1.291	0.380	0.002	0.0892	0.0513	0.0983	120.00	119.88	120.30	1.1350	1.139	137.15	9,632.66	944.31	54.46	9,200.05	987.49	1720.91	4.300	4.12	356.2	30.68
03/7/31	0.925	141.85	1.279	0.370	0.002	0.0892	0.0525	0.0983	120.11	120.10	120.55	1.1230	1.126	136.06	9,563.21	939.40	54.05	9,233.80	990.31	1735.02	4.410	4.19	355.8	30.54
03/8/1	0.960	141.46	1.310	0.400	0.001	0.0892	0.0538	0.0983	120.39	120.40	120.20	1.1275	1.126	134.95	9,611.67	942.41	54.47	9,153.97	980.15	1715.62	4.380	4.19	347.8	32.31
03/8/4	0.975	141.48	1.309	0.410	0.001	0.0892	0.0513	0.0983	119.80	19.80	120.30	1.1360	1.135	135.52	9,452.79	934.52	54.26	9,186.04	982.82	1714.06	4.280	4.19	350.9	31.84
03/8/5	0.925	142.03	1.265	0.380	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	120.52	120.35	119.85	1.1390	1.135	137.06	9,382.58	925.47	53.76	9,036.32	965.46	1673.50	4.380	4.19	351.2	32.22
03/8/6	0.915	141.93	1.273	0.390	0.001	0.0892	0.0513	0.0983	119.94	119.90	120.25	1.1335	1.138	136.79	9,323.91	922.57	53.13	9,061.74	967.08	1652.68	4.260	4.19	352.4	31.70
03/8/7	0.900	141.93	1.273	0.390	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	120.11	120.14	118.95	1.1375	1.141	136.37	9,265.56	915.91	52.84	9,126.45	974.12	1652.18	4.210	4.19	354.1	32.39
03/8/8	0.870	142.12	1.258	0.370	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	118.92	119.22	119.10	1.1310	1.133	134.84	9,327.53	917.47	52.92	9,191.09	977.59	1644.03	4.270	4.19	357.9	32.18
03/8/11	0.885	142.07	1.262	0.380	0.001	0.0892	0.0538	0.0983	118.62	118.90	118.60	1.1360	1.133	133.79	9,487.80	928.52	52.65	9,217.35	998.59	1661.51	4.350	4.19	363.3	32.01
03/8/12	0.895	142.06	1.262	0.380	0.001	0.0892	0.0525	0.0983	118.64	118.68	118.70	1.1285	1.130	134.81	9,564.81	934.59	53.17	9,310.06	990.35	1687.01	4.420	4.19	360.0	31.92
03/8/13	0.940	141.59	1.300	0.410	0.001	0.0892	0.0544	0.0983	119.08	119.13	119.15	1.1320	1.130	133.87	9,752.75	951.78	54.50	9,271.76	984.03	1686.61	4.560	4.19	363.7	30.78
03/8/14	1.055	140.65	1.375	0.470	0.001	0.0892	0.0531	0.0983	119.33	119.30	119.15	1.1265	1.126	135.17	9,913.47	965.94	54.83	9,310.56	990.51	1700.34	4.490	4.19	367.5	31.09
03/8/15	1.095	141.44	1.392	0.490	0.001	0.0892	0.0530	0.0983	118.98	119.00	119.20	1.1260	1.126	134.02	9,863.47	964.78	54.84	9,321.69	990.67	1702.01	4.530	4.19	364.7	31.05
03/8/18	1.210	139.55	1.465	0.560	0.001	0.0892	0.0543	0.0983	119.32	119.36	119.45	1.1150	1.116	133.92	10,032.97	976.00	55.28	9,412.45	999.74	1739.49	4.450	4.19	359.9	30.89
03/8/19	1.370	138.22	1.575	0.660	0.001	0.0892	0.0528	0.0983	119.51	119.35	118.35	1.1140	1.109	132.56	10,174.10	990.64	55.92	9,428.90	1,002.35	1761.11	4.360	4.19	363.0	30.70
03/8/20	1.425	137.79	1.611	0.750	0.002	0.0892	0.0540	0.0983	118.32	118.65	118.05	1.1120	1.113	131.71	10,292.06	1,001.08	56.53	9,397.51	1,000.30	1760.54	4.430	4.19	367.0	30.95
03/8/21	1.345	138.74	1.532	0.670	0.002	0.0892	0.0540	0.0983	118.02	118.10	117.80	1.0925	1.097	129.88	10,362.69	1,009.58	56.47	9,423.68	1,003.27	1777.55	4.480	4.19	361.8	31.88
03/8/22	1.345	138.54	1.549	0.680	0.001	0.0892	0.0553	0.0983	117.84	117.82	117.55	1.0875	1.086	128.73	10,281.17	1,004.20	56.08	9,348.87	993.06	1765.32	4.470	4.19	364.3	31.84
03/8/25	1.335	138.30	1.569	0.700	0.002	0.0892	0.0000	0.0983	117.56	117.58	117.35	1.0875	0.000	127.94	10,276.64	997.80	55.88	9,317.64	993.71	1764.31	4.520	4.19	362.4	31.56

(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

国内経済

世界市場におけるデジタルカメラの状況

現在、デジタルカメラは日本の製造業復活の象徴となっている。

デジタルカメラを含む各種カメラの輸出額は98年から02年の4年間の間に2.6倍に増えた。図1は、各種カメラの輸出数量の推移を表したものであり、近年の右肩あがりの伸びはデジタルカメラ輸出を反映している。ITバブル崩壊後の世界経済の落ち込みとともにこの輸出の伸びは一時的に鈍化した。02年から再び前年比2桁台の成長を続けている。

現在、世界のデジタルカメラ市場における日本メーカーのシェアは約8割となっている(注)。日本メーカーの強みは、デジタルカメラ販売において先発しているだけではない。1988年にデジタルカメラが登場して以来、日本メーカー間で開発競争を繰り広げ、性能を向上させ続けている。

性能の急速な向上は、主要部品の性能向上とコストダウンによって達成された。CCD(電荷結合素子)、ズームモジュール、レンズなどデジタルカメラの主要部品は高い技術を必要とし、現在大半は日本メーカーにより供給されている。

また、日本メーカーは、消費者にとって手頃な価格でデジタルカメラを供給している。例えば、200万画素未満のデジタルカメラの価格は、約5年間で半額以下に下がり(図2)、需要をおおいに拡大させた。最近では一眼レフのデジタルカメラが20万円をきり、10万円台で発売されている。

また、技術進歩等により既存品の価格は下落しているが、付加価値の高い製品を次々に発売することにより、結果的に値崩れを防いでいる。図3は03年上期のデジタルカメラの輸出を画素数別に見たものであるが、5万円を超える500万画素以上のものを全体の15%という高い割合で投入している。

現状では、デジタルカメラ市場は急速に拡大しているため、価格が低下しても規模の経済により収益性を保っている。むしろ、CCD(電荷結合素子)不足で生産が旺盛な需要に追いつかないことがボトルネックになりかねない状況である。

しかし、その展望は必ずしも磐石ではない。現在、韓国、台湾、米国そして中国の企業がデ

図1 デジタルカメラ等の輸出数量

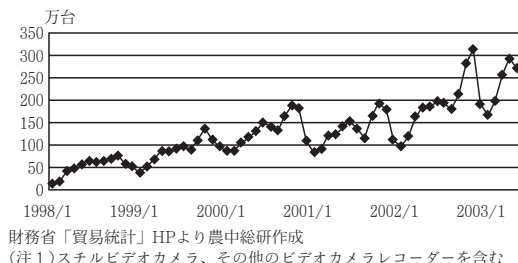
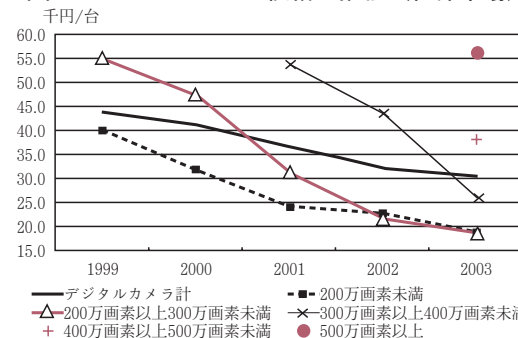
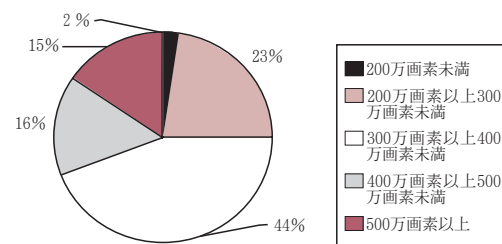


図2 デジタルカメラの価格の推移 (世界市場)



カメラ映像機器工業会 (CIPA) 「デジタルスチルカメラ生産出荷実績表」より農中総研作成
(注1) 2003年については2003年1～6月までの累計より作成
(注2) 「デジタルスチルカメラ生産出荷実績表」の輸出には海外での生産分も含まれる
(注3) 価格は、輸出金額を輸出数量で割って算出

図3 画素数別デジタルカメラ輸出



カメラ映像機器工業会 (CIPA) 「デジタルスチルカメラ生産出荷実績表」より農中総研作成
(注1・2) 図2に同じ
(注3) 数量ベース

ジタルカメラ市場のシェア拡大を目指している。市場の成熟に伴い、日本メーカーが、技術力の源である開発力をどのように持続させ、技術の蓄積を生かしていくかが問われてくるであろう。
(田口 さつき)

(注) 統計上把握できないが、日本の工場で生産されるデジタルカメラは高級品が中心で、低中級品が海外工場生産されている可能性が高い。日本メーカーのシェアは必ずしも日本製のシェアを表しているとはいえない。

最近の消費行動と消費ローン

近年の消費行動と家計収支

90年代後半、就業・所得環境が悪化するなか、家計収支の変化に伴い、消費者信用の利用はどう変わったのだろうか。また、消費ローンを中心とする消費者信用利用は、収入や年齢別にどのような特徴があるのか、を見てみよう。

IT関連需要の盛り上がりにより2000年度に一時、増加に転じたのを除き、デフレ進行と構造調整による需要低迷から、名目GDPは97年度の521.1兆円から、02年度には499.1兆円に約5%減少した。同時期に雇用・所得環境の悪化によって、雇用者報酬も5%減少した。これに対し、同時期の名目・家計消費は0.6%の減少にとどまり底固く推移した。特にITバブル崩壊後の01～02年度に雇用者報酬は3.1%減少したが、家計消費は0.3%の微減にとどまっている。

このような所得・収入の落ち込みにもかかわらず、消費水準が高止まる家計の行動パターンを、「ラチェット効果」（注1）と言うが、これによって家計の消費性向（消費支出÷可処分所得）の上昇が生じた。家計収支に、どのような変化がおこったのだろうか。

総務省「家計調査」によれば、勤労者世帯の平均月間経常収入（給与や内職、利子などの定期的な収入）は、ピークだった97年から02年までに11%、月間平均6万3千円余り減少した。このうち約6万1千円が勤め先収入の減少であり、月給やボーナスなどの減少が家計に大きな影響を与えたことが分かる。

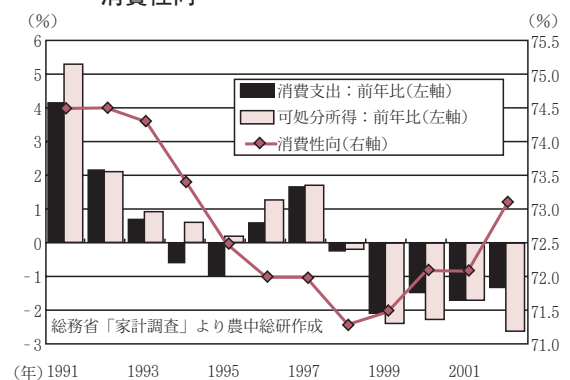
このため、可処分所得（実収入 - 税・社会保険料等非消費支出）も97年から02年までに9%、月間平均約4万5千円減少した。

このような家計収入の落ち込みに対し、消費支出は前述と同じ5年間で7%、月間平均約2万6千円の減少にとどまった。

家計は、前述のような収支の変化に伴う可処分所得減少と消費支出削減との差額（不足）分を、貯蓄を約1万9千円減らすことによって、対

応した。このように可処分所得の落ち込みほどに消費支出が落ち込まなかった結果、消費性向は97年の71.3%から上昇を続け、02年は73.1%まで2%近く上昇した（図1）。

図1 勤労者世帯の所得と消費支出の変化と消費性向



(注1)「ラチェット効果」は、生活・消費行動には慣性があるために、所得減少に合わせて生活水準を簡単には低下させることはできず、支出調整には時間がかかるという考え方。

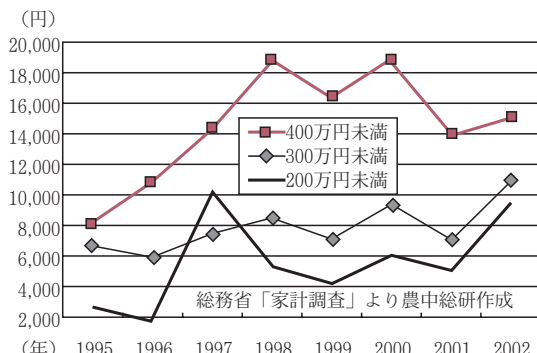
年収別、貯蓄残高別、年齢階層別に見た消費ローン利用実態

前節では90年代後半以降、所得・収入の落ち込みに比べ家計等個人消費が高止まりした結果、どのような家計収支の変化と対応の動きが生じたかを見たが、それ以外に消費者信用の利用による資金調達への拡大も消費の下支え役を果たしたことがうかがえる。

「家計調査」の年齢別、所得別、貯蓄額別の消費者信用の利用実態データによれば、低所得層を中心として家計が近年、資金不足をおぎなう手段の一つとして、消費者信用の利用を増やしている傾向が観察される。

たとえば、年収300万円未満世帯の「消費者信用（注4）」は、96年から02年までの間に5,983円から10,945円へ83%増え、可処分所得に対する比率は5%程度になっている（図2）。

図2 低所得世帯の月間消費者信用利用額

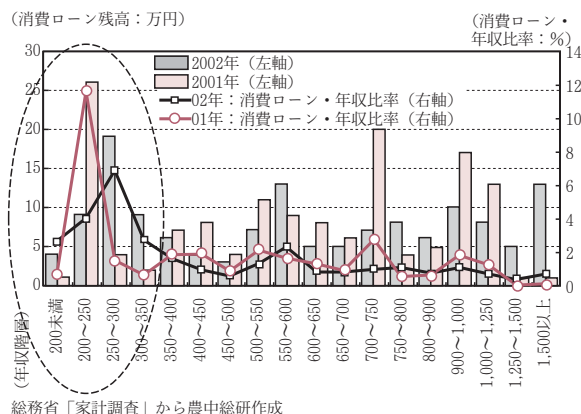


この間、年収300万円未満の世帯の可処分所得は5,450円減少しており、減収分のほとんどを消費者信用の借り入れで相殺していることが分かる。

(注2) 家計調査における「分割払・一括払購入借入金」と「他の借入金」の合計。他の借入金には奨学金や親族からの借入も含むが、大半が消費者信用に該当する借入と思われる。

また、「家計調査」(貯蓄・負債編)の01年一世帯当たり消費ローン残高(注3)を年間収入別にみると、200万~250万円の階層の消費ローン残高が26万円と最も多い。また02年の世帯当たりの消費ローン残高は平均8万円であったが、年収階層別では250万~300万円の階層が19万円と最も多くなっている(図3)。

図3 年収階層別消費ローン借入残高



(注3) 土地・住宅以外の負債で銀行等金融機関以外からの借り入れ。

以上のことから、年収が200万~300万円台の

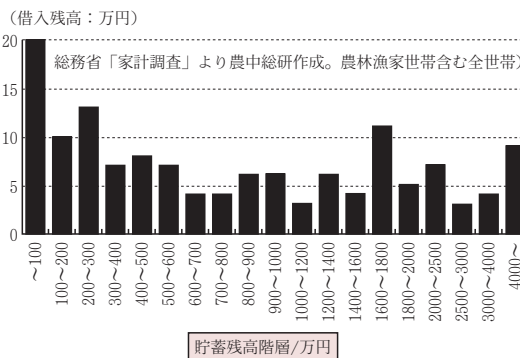
比較的所得階層が消費ローン借入の中心層となっていると考えられる。

なお、年収が200万円未満層は、年収階層の中で最も平均年齢が高く、かつ就業している平均有職人員も最も少ない。このことから年金受給の高齢者世帯が多いと考えられ、年齢的にも消費ローンに対する需要が小さい事情がローン残高の少なさに繋がっていると思われる。また年収が200万円未満層は、消費ローンを借りること自体が条件的に困難であることもローン残高の少なさの一因となっているだろう。

次に貯蓄残高別に消費ローンの利用実態を見よう。

消費ローン借入残高は、貯蓄残高100万円未満の階層が20万円と最も多く、次いで200万~300万円の階層となっている。比較的貯蓄残高が低い階層の借入残高が多い傾向が読み取れる(図4)。

図4 貯蓄残高別消費ローン借入残高(2002年)

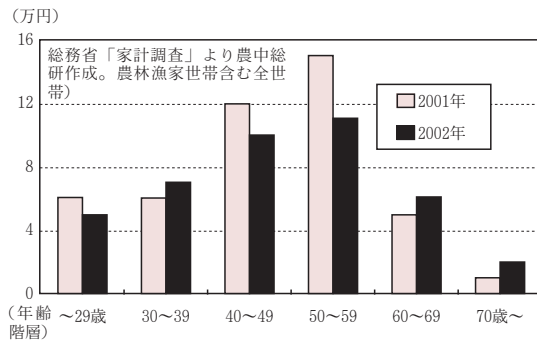


貯蓄残高100万円未満の階層の消費性向は77%と他のほとんどの階層よりも高い上、消費支出に占める日常的な支出である経常消費支出の割合も83%と最も高い。貯蓄残高が低い層は、生活に必要な支出が収入を上回った場合には貯蓄を取り崩して一時的に賄うことが困難であるため、消費者ローン借入残高が多いとみられる。

次に、年齢階層別に消費ローン残高を見ると、最も多いのは50歳代で、次いで40歳代となっている。「家計調査」の調査家計年齢が高いというサンプル上の問題もあると思われるが、50歳代を頂点として、年齢が下がるほどに、または上がるほどに残高は減少していく傾向がある

(図5)。これは、40～50歳代の年齢層は、子弟の教育費や住宅ローン返済などの支出が多いとともに、交際・冠婚葬祭などの出費も重なり、一時的に生活費の不足も生じやすい事情があると思われる。

図5 年齢階層別の消費者ローン借入れ残高



生活・つなぎ資金としての利用増加

消費ローンの利用目的としては、耐久財購入・レジャー資金のウエイトが引き続き高いものの、収入低迷を反映し、日常生活費や子弟の教育・結婚資金のウエイトが近年、徐々に上昇している(図6)。

また、「消費者金融白書2002年版」(日本消費者金融協会)によれば、男性の年齢階層別の消

費ローン利用目的で20代、30代は「生活費の補填、つなぎ」という理由が最も多いのに対して、40代になると「交際費・つきあい」がトップとなり、「生活費の補填、つなぎ」がそれに準じる。さらに50代以上では「交際費・つきあい」に続いて「旅行・レジャー」、「遊興費・娯楽費」が続いて「生活費の補填、つなぎ」はその下となる。

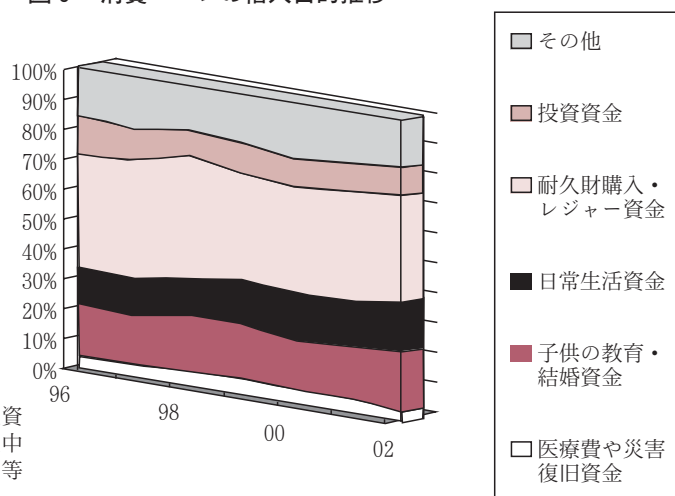
以上のことを合せて考えると、20～30代は収入自体がそれほど多くないために、消費ローンで「生活費の補填、つなぎ」をおこなうことが多いと思われる。

これに対し、40～50代は、年収・所得は多いものの、経常的な支出も多くなるため比較的自由に使えるお金が少なくなり、年間収入の中で余裕資金となる割合の高いボーナス等までのつなぎとして、一時的な支出の交際費、旅行、遊興費などで消費ローンを利用することが多くなると考えられる。

また、一時的な支出を補うため、年収・所得の比較的高い40～50代で消費ローンを利用するようになってきていることが、全体でも高い年収階層の消費ローン残高が多くなっている理由のひとつと考えられよう。

(国内経済金融班)

図6 消費ローンの借入目的推移



(貯蓄広報委員会「家計の金融資産に関するアンケート」から農中総研が作成。借入目的から住宅等を除いて、構成比を算出)

回復の足場を固めつつも強弱両要因を持つ米国景気

要 旨

- ・大停電の米国経済に対する影響は、軽微なものにとどまるとみられる。
- ・米国景気は回復の足場をやや堅固なものにしつつあるが、最近発表されている経済指標は引き続き強弱両要因が交錯している。企業の景況感はかなり高まったが、雇用の改善が遅れている。長期金利上昇により、住宅ローン借入申請件数が減少している。
- ・FRBは、金融緩和政策を相当な期間継続する意向を示した。
- ・後ほど本格化するとみられる金利上昇の経済への影響がどの程度であるか、それまでに雇用増加が定着化するかが今後の焦点となる。

大停電の経済への影響は軽微

8月14日に米国北東部とカナダのオンタリオ州で突然発生した大停電は、約5,000万人の生活に影響を及ぼした。しかし、停電の範囲が北東部という局地的なものであったこと、製造業の生産活動停止は短時間であり、小売店の機能停止による売上減少も限定的であったことから、経済への影響は軽微なものにとどまるとみられる。

強弱要因が交錯する景気指標

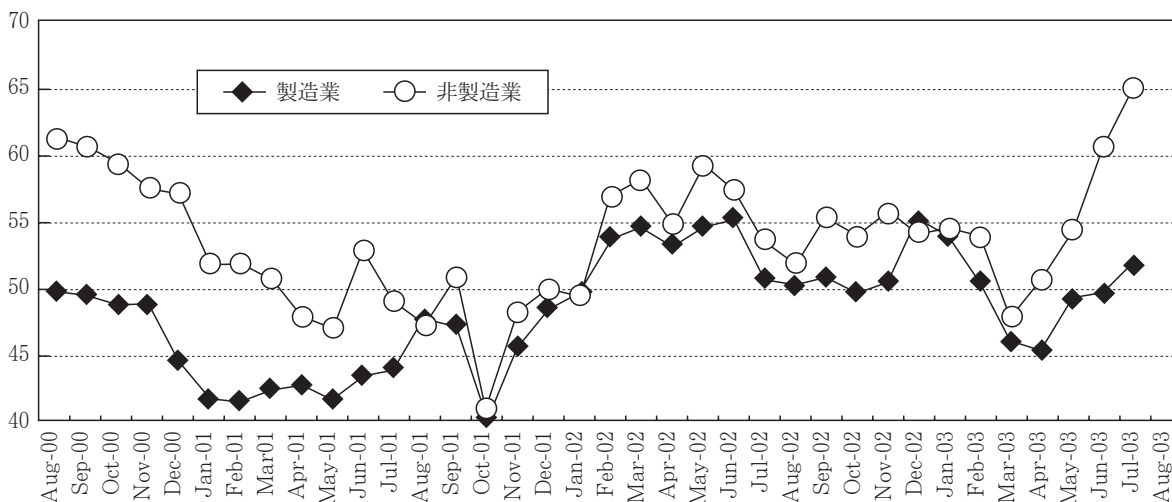
米国景気は回復の足場をやや堅固なものにしつつある。7月30日発表のBeige Book（地区連銀景況報告）では、「経済活動の歩調が一段階

上のレベルになる追加的兆候がみられる。」という総合判断が示され、前回6月11日の報告まで入っていた「経済活動は引き続き弱い」という表現が削除された。

但し最近の経済指標は必ずしも景気の本格回復を一方的に示しているわけではなく、依然として強弱まちまちである。

強い指標の代表は、企業の景況感を示すISM指数である（図1）。製造業指数は7月に対前月2.0ポイント上昇の51.8となり、景気先行き改善・悪化の分岐点である50.0を上回り、また非製造業指数は7月に対前月4.5ポイント上昇の65.1と飛躍した。次に、設備投資の先行指標となる非国防資本財受注額（航空機を除く）は、前年比

図1 ISM指数



資料：ISM（米国供給管理協会）

で9.7%増加と大幅に伸びた。また個人消費も底堅く、7月の小売売上高増加率は前年比5.6%と勢いを強めている。

逆に弱い指標の代表は雇用統計である。7月には失業率が0.2ポイント低下の6.2%となったものの、非農業雇用者数は季調済前月比で44千人減少と依然マイナス圏内にあり、労働時間数も減少を続けている。失業保険新規受給申請件数も改善はしているが、雇用の増加・減少の分岐点といわれている40万人を僅かに下回っているに過ぎない。また消費者心理も一時の改善が足踏みに転じた。ミシガン大学調査の消費者センチメント指数は、8月に対前月0.7ポイント低下の90.2となった。

長期金利上昇と住宅ローン借入申請の減少

昨年来の景気低迷時にも下支え役を果たしたのは、金利低下と住宅資産担保余力を活用して住宅ローン増額借り換え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であった。

住宅ローン金利は6月中旬を底に上昇を続けており、直近の30年固定金利は6.28%に達した。そしてこれに呼応する形で、住宅ローン借入申請指数（借り換え申請も含む）が低下し、8月第2週の指数(736.7)はピークであった5月第5

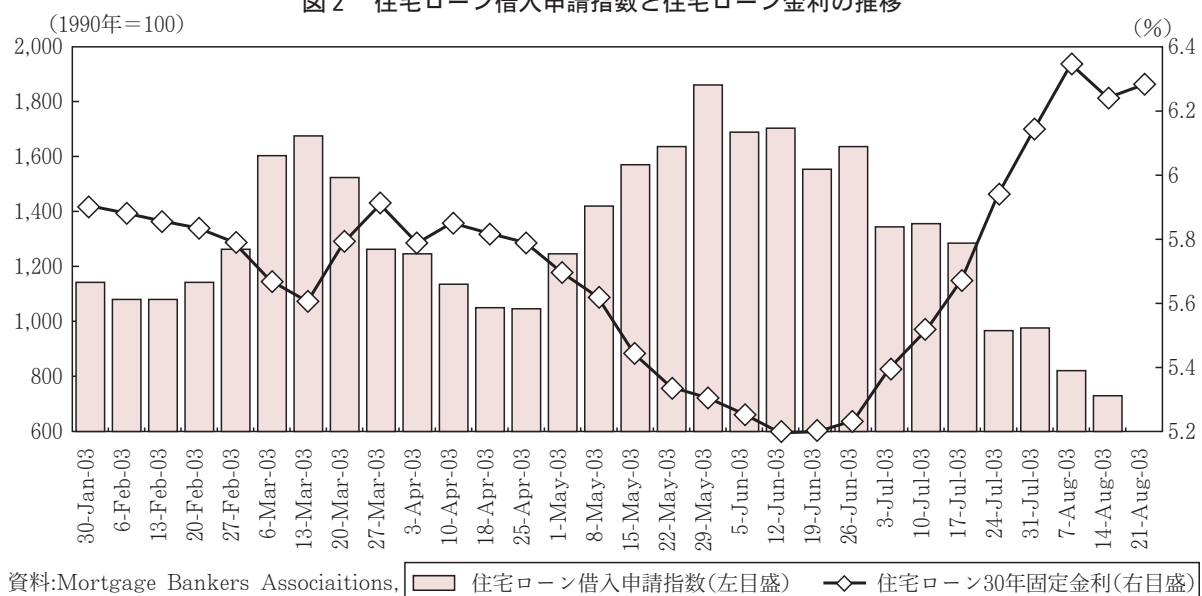
週の半分以上となった（図2）。リファイナンスは借入金利が市場金利よりも0.5%以上高い場合に採算が合うといわれており、ここ数ヶ月の長期金利上昇はリファイナンスを急速に冷え込ませている。

FRBは金融緩和政策を継続する意向

FRBは8月12日のFOMC（連邦公開市場委員会）で、FFレート誘導目標水準を1.0%と据え置いた。今回FOMC声明文によれば、FRBの経済情勢及び将来のリスクに対する認識は、前回FOMC（6月25日）とほぼ同様である。即ち、経済の上振れリスクと下振れリスクは概ね等しいが、インフレ率が低下する可能性が高まる可能性を僅かに上回っているとみている（表1）。

今回声明文には、「企業の価格支配力とコア消費者物価（食料・エネルギーを除いた指数）上昇率が抑制されている。」、「金融緩和政策は相当な期間継続されるであろう。」という文言が付け加えられていた。物価上昇率鈍化のリスクが無視できないため金融緩和を継続するという主旨は、従来のFRBの方針に沿ったものであり特に真新しいものではないが、敢えてこの点に触れているところに、最近の長期金利上昇を何とか牽制したいというFRBの気持ちが滲み出ている。

図2 住宅ローン借入申請指数と住宅ローン金利の推移



資料: Mortgage Bankers Associations, Freddie Mac

景気の現状をどう解釈するか

現時点では景気の方角感はどちらかといえば上向いているが、現状の景気が内包している強弱要因を整理すると、次のとおりとなる。

企業の体質改善は進んだがまだ道半ば

企業がここ2年ほどの間設備や雇用をリストラし利益をあげやすい体質をつくりあげてきた。しかし設備稼働率は74.5%（2003年7月）と低迷しており、通信・航空・自動車業界を中心に過剰生産能力は解消されていない。企業間の競争は激しく、製品価格に下押し圧力がかかっている。従って、最近の設備投資回復も、生産能力増強というよりはむしろ、情報処理機器関連が中心になっている。

製品の過剰供給をもたらす構造が、物価上昇率鈍化の一因になっている。最近の景況感の改善により注目度はやや低くなったが、直近の関連統計をみる限り、物価上昇率鈍化は緩やかながら着実に進行している。この点は、前述のFOMC声明文でも指摘されているとおりである。

企業の景況感改善の一方で遅れる雇用回復

イラク戦争に関連した兵器・機器類も含め、最近受注が増加に転じたことから、ハイテク産業を中心に企業の景況感に明るさが広がった。但し多くの企業は、 のとおり価格支配力を取り戻したとは言い難く、引き続きコスト削減の

手綱を緩めることができず、福利厚生費負担が大幅に上昇している問題も加わっているため、雇用者数増加には慎重なスタンスである。従って、景況感回復の恩恵は、今のところ雇用者にはあまり及んでおらず、このため消費者マインドがあまり高まっていない。

余熱が暫く残る消費下支え要因

リファイナンスも含めた住宅ローン借入申請件数は6月にピークアウトしたが、借入申請から実行までには数ヶ月のタイムラグがある。また勢いが鈍ったとはいえ住宅価格は引き続き上昇しており、ホームエクイティローンなど担保余力を活用した新規借入は続くと思われる。従って当面は、家計の手元流動性が比較的潤沢な状況が続く。また7月下旬より児童減税（子供一人当たり最大400ドル）の小切手が各家庭に配布されており、一時的に可処分所得が増加している。従って雇用情勢の改善の遅れにもかかわらず、当面個人消費が底堅く推移している。

以上三点を踏まえれば、これまで進行してきた金利上昇の経済への影響が今後本格化するとみられるが、それはどの程度の影響となるのか、その時までには雇用増加が定着化するかが今後の焦点となる。

（永井 敏彦）

表1 FOMC 声明文でのリスク判断

タイムスパン	リスク	2003年 5月 6日	2003年 6月25日	2003年 8月12日
今後数四半期	持続的経済成長達成に関するリスク	上振れリスク＝下振れリスク	同左	同左
	物価安定に関するリスク	インフレ率が高まる可能性<インフレ率が低下する可能性	同左	同左
予見しうる将来	上記二つを勘案した総合判断、政策運営にあたって重視するリスク	経済の弱さの面を重視する。	インフレ率低下への懸念が支配的になりそうである。	インフレ率低下への懸念が支配的になりそうである。この状況のもとでは、緩和的な金融政策が相当程度の期間にわたり維持されるであろう。

資料：FRB Press Release より農中総研作成

気になる指標

「景気動向指数」その1

景気の動きを見るための総合的な指標

景気の動向を測る指標には、国内総生産（GDP）や日銀短観などのほかに、内閣府から毎月発表される景気動向指数がある。

景気動向指数は、生産や雇用など、さまざまな経済指標の中から景気に敏感に反応する30種の指標の動きを統合することにより、総合的な景気の現状把握や将来予測を行うものである。

景気動向指数は、景気を先取りして変化する「先行指数」（新規求人数など12本）、景気と並行して動く「一致指数」（百貨店売上額など11本）、景気に遅れて変化する「遅行指数」（在庫指数など7本）の3種類がある。

DIとCIの概要と利用の仕方

景気動向指数は、DI（Diffusion Index）とCI（Composite Index）の2つからなる。

DIは、変化の方向を合成することにより、景気局面の判断などに用いられる。具体的には、先行、一致、遅行の各系列で採用している各々の指標を3ヵ月前の数値と比較し、プラスとなった指標数の割合を示す。景気が良いか悪いかという景気判断の目安は50%ラインであり、50%を超えていれば、景気は上向きになっているととらえる。一致指数が3ヵ月以上連続して50%を上回っているときは景気拡張局面、逆に下回っているときは後退局面と判断する。8月15日に発表された03年6月の景気動向指数（確定値）のDIは、先行指数、一致指数ともに景気判断

の分かれ目となる50%を2ヵ月連続で上回った。

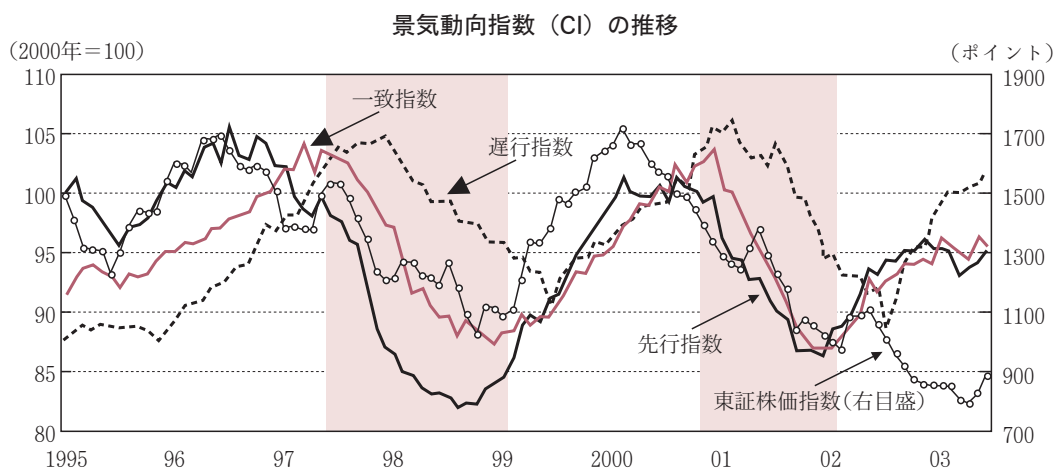
一方CIは、景気に敏感な指標の量的な動き（変化率）を合成した指標であり、景気変動の大きさやテンポ（量感）を把握するのに用いられる。一致指数が上昇している時が景気の拡張局面、低下している時が後退局面であり、一致指数の山・谷の近くに景気の山・谷が存在すると考えられている。ただしCIは、景気の局面を山・谷の2局面に分割するものではなく、変化の大きさが景気の拡張または後退のテンポを表しているのとらえる方がよいだろう。

バブル後3回目の山へ

景気動向指数のCIと先行系列のひとつである東証株価指数を比べてみると、下図に示すとおり、東証株価指数は先行指数と同じような動きをしているものの、景気の拡張・後退のテンポがやや異なることが分かる。

景気の山がどれぐらいの大きさになるかを予測することは困難だが、現在は02年後半から03年初めにかけて小幅な短期調整を経て、バブル崩壊後4回目の山に向かって進んでいると考えられる。戦後の景気拡張期間（谷から山まで）は平均33ヵ月。前述の小幅な短期調整をどのように考えるかの問題はあるが、今回も同じだけの期間が続くとすれば、04年度後半に景気の山を迎える可能性も想定される。=次号に続く

（木村 俊文）



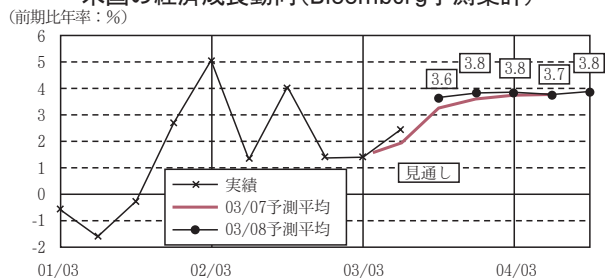
内閣府「景気動向指数」、東証「東証統計月報」より農中総研作成
(注)シャドウ部分は景気後退期を示す。

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

最近の経済・金融情勢

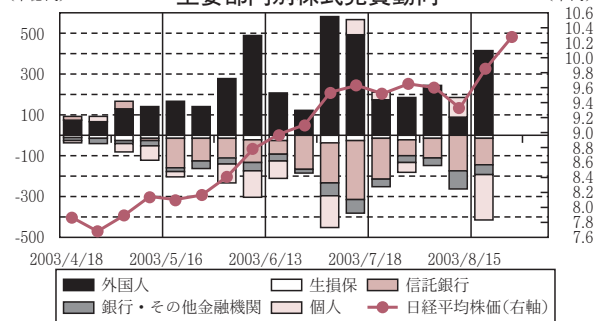
・米国経済には心理好転に続き、受注や売上の増加など成長加速の期待を高める指標が出てきており、03年後半から04年にかけて3%台後半の成長が続く予想となっている。このような動きを受け、米国株価が8月上旬から再上昇。外国人投資家の買い越し継続に支えられ、わが国株価も連動して上昇、日経平均株価は10,000円の大台を回復した。

米国の経済成長動向(Bloomberg予測集計)



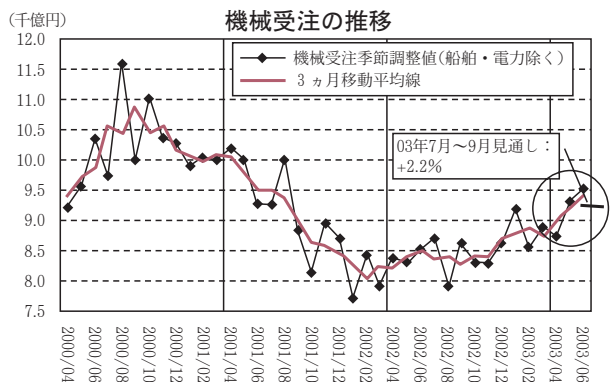
Bloombergデータから農中総研作成
見通しはBloomberg社集計の調査機関見通し

主要部門別株式売買動向

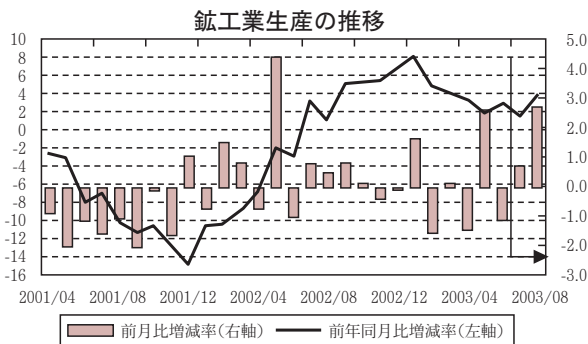


総合証券売買代金調べから農中総研作成

・日銀が7月に景況判断を引き上げたのに続き、政府も8月に1年1ヶ月ぶりに上方修正。わが国の生産動向は全体的に一進一退の局面が続いているが、電機等ハイテク関連業種では輸出に牽引される形で高い伸びが持続している。また、機械受注等設備投資に関する指標も景気回復期待に沿う動きとなっている。冷夏等による夏場の消費不調は、一時的な減速要因になるうが、夏季ボーナス額の増加(税込み・社会保険料控除前)や就業者の前年比増加など所得・労働環境の改善が見られており、回復基調を大きく損なうものとはならないだろう。

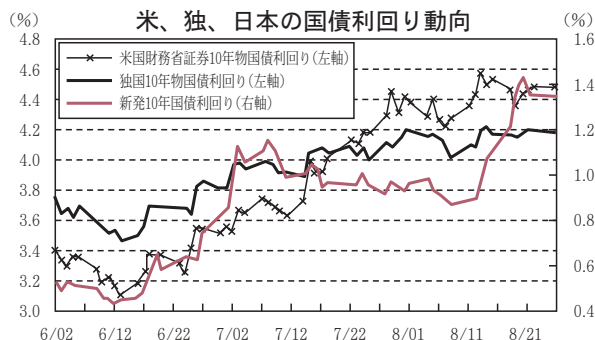


内閣府「機械受注」より農中総研作成

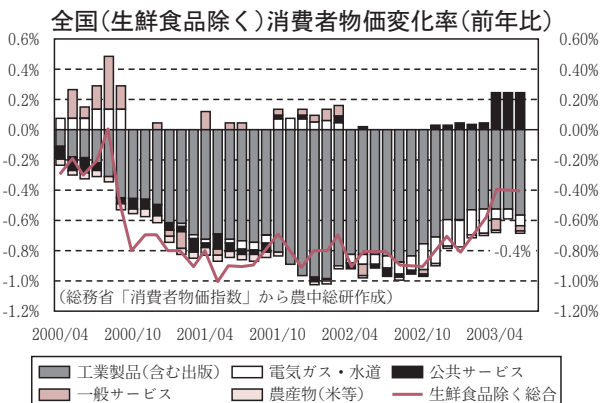


資料 経済産業省「鉱工業生産」
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済増減率

・消費者物価(除く生鮮食品)の下落率が足元で縮小しているが、医療費の自己負担分引き上げ、たばこ・発泡酒の税率上げおよび石油製品の価格上昇という一時的要因も大きい。消費者物価が安定的にゼロ%以上となり、ゼロ金利政策が解除されることは04年度中、考えにくい。しかし、機関投資家の国債投資圧縮の動きもあり、04年度の経済成長持続および株価堅調のシナリオのもとでは、国債相場は神経質な展開が今後も予想される。



Bloombergデータから農中総研作成



最近の主な出来事

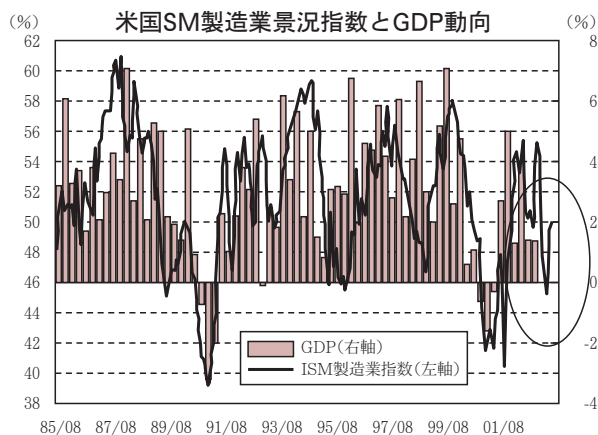
月 日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
7月20日(日)			・梅雨前線の影響で九州地方に豪雨、土石流や土砂崩れが発生
7月23日(水)	・民主党と自由党、9月末までに合併することで合意	・みずほFG、1000社分の経営不振企業向け貸出債権(4.6兆円)を産業再生専門会社に移管	
7月25日(金)	・ヤミ金融の規制を強化する貸金業規制法改正などの関連法が成立		・米ワシントンで米パレスチナ首脳会議
7月26日(土)	・イラク復興支援特別措置法案、未明の参院本会議で可決、成立		・宮城県北部で震度6の地震が1日で3回発生
7月28日(月)	・第156回通常国会が閉会 ・01年度の国民医療費、前年度比3.1%増の31兆3234と過去最高に		
7月29日(火)	・日銀、資産担保証券の買い取り業務を開始		
7月30日(水)	・政府・与党、04年度予算の概算要求基準、一般歳出を今年度予算比1%増の48.1兆円とすることで合意		・イラク統治評議会、初代議長にイスラム教シーア派組織アッダワ党のイブラヒム・ジャファリ氏を選出
7月31日(木)	・厚生労働省、政府管掌健康保険の03年度収支が5588億円の赤字に	・日本興亜損保、米保険大手AIGグループと中国での損保事業で提携することで合意(日経)	・ロシア外務省、北朝鮮が核問題解決に向けた日米韓中ロとの6カ国協議を申し入れたと発表(ロイター)
8月1日(金)	・金融庁、公的資金の注入先のうち赤字決算となった銀行に収益向上を求める業務改善命令を発動	・ムーディーズ、トヨタ自動車の長期債務格付けを1段階引き上げ、最上級の「Aaa」に格上げ	
8月4日(月)	・扇国交相、北京-上海間に計画中の高速鉄道に日本の新幹線技術を採用するよう働きかけるため訪中		・現代グループ系列の「現代峨山」の鄭(チョン)会長が投身自殺
8月5日(火)		・コニカとミノルタ、持ち株会社「コニカミノルタホールディングス」を設立して経営統合	・インドネシアの首都ジャカルタの米国系高級ホテルJWマリオットで爆弾テロ発生
8月8日(金)	・人事院、03年度の国家公務員一般職給与(行政職の月額給与)▲1.07%の引き下げを勧告	・日銀金融政策決定会合、日銀当座預金残高「27-30兆円」に据え置くことを全員一致で決定	
8月10日(日)	・小泉首相、総裁選での公約が党の公約になるとの考えを表明		・台風10号の大雨で北海道などで被害
8月14日(木)			・米北東部とカナダのトロントなどで、大規模な停電が発生
8月18日(月)	・ジュネーブ軍縮会議で日本が議長国に就任。議長は猪口邦子軍縮会議大使	・日経平均株価、終値で1万円台回復	・新生イラクの憲法制定に向けた「準備委員会」が初会合
8月19日(火)			・イラクの首都バグダットの国連事務所で爆弾テロ発生
8月20日(水)		・東京青年会議所メンバーら、中小企業融資に特化した新銀行の設立を発表	
8月21日(木)		・リップルウッド、日本テレコムを2613億円で買収すると正式発表	・夏季ユニバーシアード大会が韓国・大邱で開催

政府と日銀の景況判断

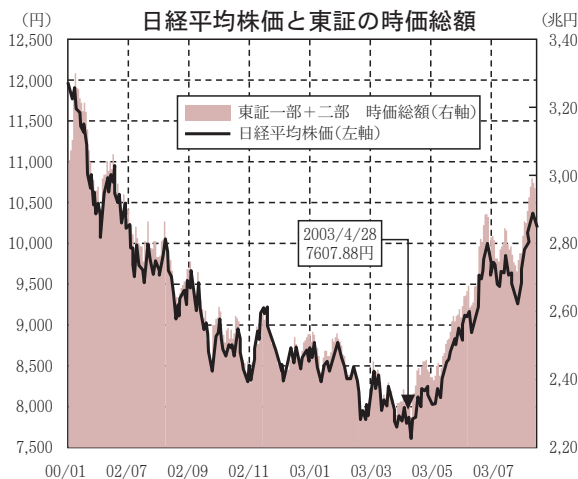
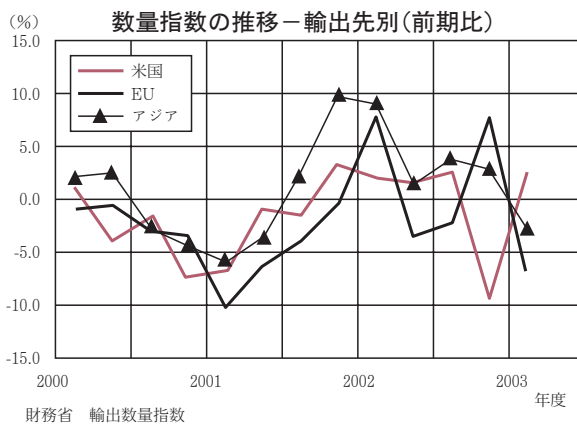
年 月	政府月例報告		日銀金融経済月報	
2002年	8月	➡ 依然きびしい状況にあるが、一部に持ち直しの動きがみられる	➡	全体としてほぼ下げ止まっている
	9月	➡ 一部に持ち直しの動きがみられるものの、環境は厳しさを増している	➡	全体としてほぼ下げ止まっている
	10月	➡ 一部に持ち直しの動きがみられるものの、環境は厳しさを増している	➡	全体として下げ止まっているが、回復への動きはみられない
	11月	↘ 持ち直しに向けた動きがみられるものの、テンポはさらに緩やかになっている	↘	回復へ向けて不透明感が強まっている
	12月	↘ 持ち直しに向けた動きが弱まっており、おおむね横ばいで推移している	➡	全体として下げ止まっているが、回復へ向けての不透明感が強い状態が続いている
2003年	1月	↘ 引き続き持ち直しの動きが見られるものの、弱含んでいる	➡	全体として下げ止まっているが、回復への不透明感が強い
	2月	➡ 引き続き持ち直しの動きが見られるものの、弱含んでいる	➡	先行き不透明感が強い中で、横ばいの動きを続けている
	3月	➡ おおむね横ばいとなっているが、イラク情勢等から不透明感が増している	➡	横ばいの動きを続けている。国際政治情勢やその影響を含めて、下振れのリスクには引き続き注意
	4月	➡ おおむね横ばいとなっているが、不透明感がみられる	➡	横ばいの動きを続けている。設備投資の判断を「持ち直しつつある」と上方修正
	5月	➡ おおむね横ばいとなっているが、不透明感がみられる	↘	全体として横ばいの動きを続けているが、先行き不透明感が強まっている
	6月	↘ おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。輸出にやや弱さがみられる
	7月	➡ おおむね横ばいとなっているが、このところ一部に弱い動きがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。設備投資は緩やかな持ち直しを基調
	8月	↗ おおむね横ばいとなっているが、景気を巡る環境に変化の兆しがみられる	➡	横ばい圏内の動きを続けている。輸出が近いうちに増勢基調を取り戻す

内閣府「月例経済報告」、日銀「経済月報」より農中総研作成

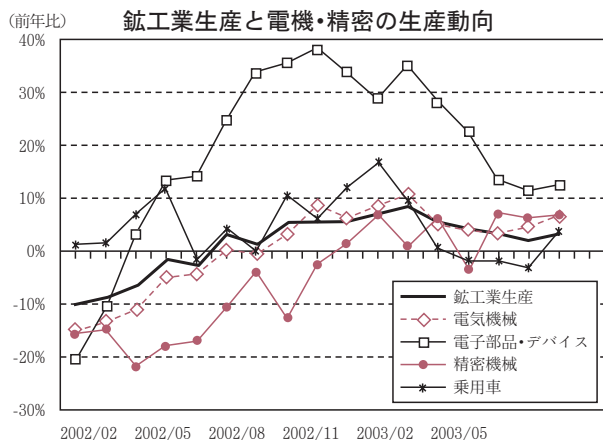
内外の経済金融データ



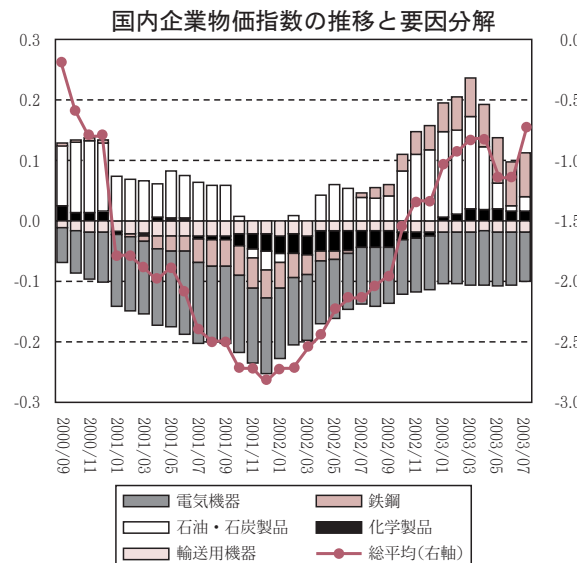
Bloombergデータから農中総研作成 ISM(米供給管理協会指数)を3ヶ月先行
 (注)90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%



NEEDS FQから農中総研作成



経産省: 鉱工業生産から農中総研作成



資料 日本銀行「企業物価指数」

今後の内外中期スケジュール

時期	区分	国内		海外
		政治	経済・金融	
03年度 (H15)	4～9月	8月 04年度予算概算要求締め切り 9月 自民党総裁選 9月下旬 臨時国会召集、民主・自由合併大会		9月 G8財務相・中銀総裁会議
	10～3月		3月 固定資産の減損会計任意適用開始	10月 タイでAPEC首脳会議
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） 4月：消費税総額表示義務化 証券仲介業制度の創設・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）
		6月 衆議院任期満了	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)		9月 自民党総裁任期切	4月：ペイオフ解禁 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)			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

(国内経済金融班：渡部、木村、田口)

2003, 2004年度経済見通し

(2003年08月)

～世界経済の成長に支えられ緩やかな景気回復継続～

(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 03-3243-7368,7357,7355

当社HP <http://www.nochuri.co.jp>

2003, 2004年度経済見通し (2003年08月)

総論

世界経済の成長に支えられ緩やかな景気回復続く

～ 03年度実質GDPの成長予測を1.2%へ上方修正。ただし、デフレ継続し回復実感は今一歩～

03年4～6月期：一時的要因の底上げもあるが56四半期連続のプラス成長

03年4～6月期の実質GDPは前四半期比：+0.6% (前期比年率：+2.3%)のプラス成長。民間企業設備投資と純輸出（輸出 - 輸入）の増加が実質GDP成長を主導。

名目GDPも3四半期ぶりにプラス成長（前四半期比：+0.1%）に転じたが、公務員ボーナスの支給月配分変更に伴う政府最終消費支出の名目額増加の影響が大きい。名目・民間需要は民間最終消費支出、民間住宅投資、民間企業設備投資がいずれも減少し、前四半期比：0.4%のマイナス。また、GDPデフレ率は前四半期比：0.4%の下落（前年同期比：2.1%）。特に民間企業設備投資デフレ率は前四半期比：1.9%と大幅下落が続いている。世界経済の不安要因が解消に向かい、緩やかな経済回復基調が確認されたが、デフレ状況に変わりはない、景気回復の実感は乏しい。

2003年度見通し：設備投資が牽引しプラス成長、名目は依然水面下

03年度実質GDPは+1.2%増と予測。前回(5月)予測に対し、+1.1%上方修正した。

世界経済の成長が緩やかに加速することに伴い、民間企業設備投資が上方修正され成長を牽引しよう。また下半期に輸入増加が輸出増加を上回って純輸出は減少するが、通期ではプラス寄与する。しかし、国内的に雇用・財政支出を中心に構造調整圧力は依然残り、デフレ環境は継続。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需要の減少が続く。実質民間需要のGDP寄与度が+1.4%、外需の寄与度が+0.2%に対し、公的需要の寄与度は0.4%。

デフレ率は1.5%の下落と予測。この結果、名目GDPは0.3%。名目では3年連続のマイナス成長であり、景気回復感は今一歩。

民間最終消費は天候不順等から夏場に不振に陥ったと見られるが、雇用・所得環境が改善に動きつつあり消費者心理や購買意欲も好転していることから立ち直ると考える。財（モノ）消費の伸び悩みは続くが、情報家電に購入増勢の兆しがある。ただし民間企業の所定内賃金が低迷、公務員給与の減少、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。03度上半期の前半期比（02年度10月～03年3月）比：+0.2%増の後、下半期は+0.4%増と予測。成長は緩やかと見る。米国が緩やかに成長を加速。欧州景気も底打ちに向かうと見込まれることを背景に、自動車やエレクトロニクスなどで新製品・新技術開発向け投資が上方修正されると見込む。加えて設備投資デフレ率の大幅下落も実質増加を押し上げる。03年度上半期の設備投資は前半期比：+2.9%増の後、下半期も前半期比：+1.8%増とプラス成長を継続。通期では5.9%と予測。

公的固定資本形成は02年度補正予算の執行ズレ込みはあるが、予想以上に地方、公社・公団等の減少が大きい。03年度上半期の減少に続き、下半期も補正予算編成が無いと大幅減少（前半期比：4.6%減）となる。通期では前半期比：7.0%の減少。

民間住宅投資は金利引上げ前の駆け込みや住宅資金贈与の無税枠拡大などプラス材料はあるが、持ち家を中心とする構造的減少傾向のもとで年度下半期も減少が続き通期で1.5%減少と予測。輸出等は03年度上半期の増加に続き、欧米景気の回復から下半期も増加が継続すると見込むが、輸入等の増勢が年度下半期に戻り、輸出の伸びを上回ると予想。輸出等から輸入等を差し引いた外需のGDP寄与は年度下半期、わずかながらマイナス寄与となる。

なお、小泉内閣は景気回復を確かなものにするため、年明けに補正予算編成に踏み切ると考える。P. 13の下表で03年度下半期に真水2.0兆円規模の補正予算が生まれ、うち0.8兆円が年度内に執行されると想定。この結果、03年度下半期中のGDPを+0.3%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	2002年度 通 期	通 期	2003年度		2004年度 通 期
				上半期	下半期	
実質GDP	%	1.6	1.2	0.6	0.1	1.5
国内民間需要	%	1.2	1.8	0.8	0.6	1.8
民間最終消費支出	%	1.4	0.7	0.2	0.4	1.3
民間住宅	%	▲2.9	▲1.5	▲0.1	▲1.3	▲1.4
民間企業設備	%	▲0.2	5.9	2.9	1.8	3.8
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.8	▲0.7	▲1.1	▲0.1
政府最終消費支出	%	1.9	0.2	▲0.1	0.3	1.5
公的固定資本形成	%	▲6.3	▲7.0	▲2.3	▲4.6	▲5.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	14380.4	15591.6	15820.1	15363.2	16685.2
輸 出	%	12.2	5.3	1.6	2.6	4.5
輸 入	%	5.6	4.4	0.6	4.4	3.8

（前年同期比）

	単 位	2002年度 通 期	通 期	2003年度		2004年度 通 期
				上半期	下半期	
実質GDP	%	1.6	1.2	1.6	0.7	1.5
国内民間需要	%	1.2	1.8	2.2	1.4	1.8
民間最終消費支出	%	1.4	0.7	0.7	0.6	1.3
民間住宅	%	▲2.9	▲1.5	▲1.5	▲1.4	▲1.4
民間企業設備	%	▲0.2	5.9	7.2	4.7	3.8
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.8	▲1.8	▲1.7	▲0.1
政府最終消費支出	%	1.9	0.2	0.3	0.2	1.5
公的固定資本形成	%	▲6.3	▲7.0	▲7.3	▲6.8	▲5.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	14380.4	15591.6	15820.1	15363.2	16685.2
輸 出	%	12.2	5.3	6.4	4.3	4.5
輸 入	%	5.6	4.4	3.8	5.0	3.8
国内企業物価（前年比）	%	▲1.6	▲0.7	▲0.9	▲0.6	▲0.6
総合消費者物価（"）	%	▲0.8	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.2
経常収支	兆円	13.7	14.9	7.7	7.2	14.1
貿易収支	兆円	11.9	11.8	5.7	6.1	12.7
為替レート	ドル/円	121.9	119.4	118.7	120.0	115.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.4	27.1	28.0	26.3	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2.0兆円補正予算編成）
（前期比）

	単 位	2002年度 通 期	通 期	2003年度		2004年度 通 期
				上半期	下半期	
実質GDP	%	1.6	1.3	0.6	0.2	1.6
国内民間需要	%	1.2	1.8	0.8	0.6	1.8
民間最終消費支出	%	1.4	0.7	0.2	0.4	1.3
民間住宅	%	▲2.9	▲1.5	▲0.1	▲1.3	▲1.4
民間企業設備	%	▲0.2	5.9	2.9	1.8	3.8
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.1	▲0.7	▲0.7	0.3
政府最終消費支出	%	1.9	0.2	▲0.1	0.3	1.5
公的固定資本形成	%	▲6.3	▲4.6	▲2.3	▲3.3	▲3.7
財貨・サービスの純輸出	10億円	14380.4	15591.6	15820.1	15363.2	16685.2
輸 出	%	12.2	5.3	1.6	2.6	4.5
輸 入	%	5.6	4.4	0.6	4.4	3.8

（前年同期比）

	単 位	2002年度 通 期	通 期	2003年度		2004年度 通 期
				上半期	下半期	
実質GDP	%	1.6	1.3	1.6	0.8	1.6
国内民間需要	%	1.2	1.8	2.2	1.4	1.8
民間最終消費支出	%	1.4	0.7	0.7	0.6	1.3
民間住宅	%	▲2.9	▲1.5	▲1.5	▲1.4	▲1.4
民間企業設備	%	▲0.2	5.9	7.2	4.7	3.8
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.1	▲1.8	▲1.4	0.3
政府最終消費支出	%	1.9	0.2	0.3	0.2	1.5
公的固定資本形成	%	▲6.3	▲4.6	▲7.3	▲5.5	▲3.7
財貨・サービスの純輸出	10億円	14380.4	15591.6	15820.1	15363.2	16685.2
輸 出	%	12.2	5.3	6.4	4.3	4.5
輸 入	%	5.6	4.4	3.8	5.0	3.8

（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：世界的な景気回復継続から成長率上昇

2004年度の世界経済は米国をはじめとして成長が小幅ながら加速し成長継続。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も期待できるとともに、DVD、デジカメ、携帯電話などデジタル情報家電の需要増加が見込まれる。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企業業績悪化要因が景気回復の懸念要因として残るが、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も好材料となって景気にプラスに作用しよう。

このような環境のもと、欧米経済の回復を背景に輸出の伸びによって外需の増加が寄与するとともに、民間企業設備投資が増加を継続すると予測。また、企業の収益体質強化が進んで来たことから雇用・所得環境は小幅改善に向かい、実質民間最終消費は+1.3%の増加を見込む。

これらから、04年度実質GDPは+1.5%増加と成長率は高まると予測する。

デフレ＝下落率は縮小するも、04年度も消費者物価はゼロ%超過せず

物価下落率は縮小しようが、デフレは残る。03年度の消費者物価は 0.4%、同じく企業物価は 0.7%の下落と予測。

04年度中も構造的需給ギャップ(推定：GDPの約 5%)が存在するなか、技術革新の成果から家電等耐久財を中心に製品価格の下落は続き、消費者物価の下落率が安定的にゼロ%を上回る局面に至ることはないとしている。よって、04年度中もゼロ金利政策の変更は無いと予想する。なお、04年4月からの消費税総額表示義務化に伴う価格付けは物価変動要因として注意。

また、GDPデフレータの下落も継続すると考える。ただし、名目成長率は03年度については 0.3%とマイナス成長が続くが、04年度通期では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成長率がプラスに浮上すると予測する。

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		2004年度 通 期
				上半期	下半期	
名目GDP	%	▲0.7	▲0.3	▲0.1	▲0.5	0.8
実質GDP	%	1.6	1.2	0.6	0.1	1.5
				1.6	0.7	
国内民間需要	%	1.2	1.8	0.8	0.6	1.8
				2.2	1.4	
民間最終消費支出	%	1.4	0.7	0.2	0.4	1.3
				0.7	0.6	
民間住宅	%	▲2.9	▲1.5	▲0.1	▲1.3	▲1.4
				▲1.5	▲1.4	
民間企業設備	%	▲0.2	5.9	2.9	1.8	3.8
				7.2	4.7	
民間在庫増加	10億円	▲801.4	▲395.4	▲240.7	▲550.0	▲150.0
国内公的需要	%	▲0.3	▲1.8	▲0.7	▲1.1	▲0.1
				▲1.8	▲1.7	
政府最終消費支出	%	1.9	0.2	▲0.1	0.3	1.5
				0.3	0.2	
公的固定資本形成	%	▲6.3	▲7.0	▲2.3	▲4.6	▲5.1
				▲7.3	▲6.8	
財貨・サービスの純輸出	10億円	14380.4	15591.6	15820.1	15363.2	16685.2
輸出	%	12.2	5.3	1.6	2.6	4.5
				6.4	4.3	
輸入	%	5.6	4.4	0.6	4.4	3.8
				3.8	5.0	
内需寄与度 (前期比)	%	0.8	1.0	0.5	0.2	1.3
民間需要 (")	%	0.9	1.4	0.6	0.4	1.4
公的需要 (")	%	▲0.1	▲0.4	▲0.2	▲0.2	▲0.0
外需寄与度 (")	%	0.8	0.2	0.1	▲0.1	0.2
デフレータ (前年比)	%	▲2.3	▲1.5	▲1.7	▲1.2	▲0.8
国内企業物価 (")	%	▲1.6	▲0.7	▲0.9	▲0.6	▲0.6
総合消費者物価 (")	%	▲0.8	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.2
経常収支	兆円	13.7	14.9	7.7	7.2	14.1
貿易収支	兆円	11.9	11.8	5.7	6.1	12.7

(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		2004年度 通 期
				上半期	下半期	
為替レート	ドル/円	121.9	119.4	118.7	120.0	115.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.4	27.1	28.0	26.3	25.0

(参考1.) デフレによる実質値と名目値の乖離～デフレータ下落に伴う実質値の押し上げ

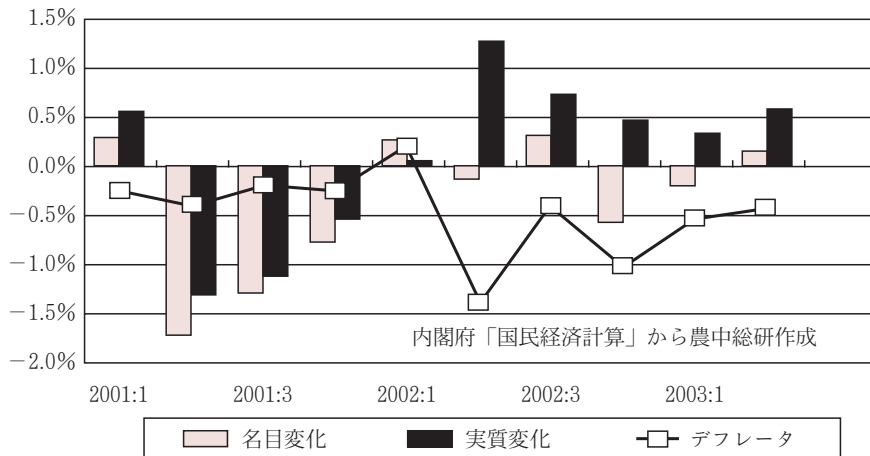
・デフータの変化は名目値変化と実質値変化の差であり、名目値÷デフレータ=実質値という関係になる。

GDPデフレータの下落率は2002年10～12月期の前期比：1%から、03年1～3月期に0.5%、4～6月期に0.4%（年率では1.7%）と低下幅を縮小させているが、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が前期比1.6%と大幅なマイナスが続いている。

・03年4～6月期の名目GDP成長率は3期ぶりのプラス成長となったが、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が大きく作用しており、GDPデフレータの下落率を緩和する効果も持つ。

・デフレータは名目値と実質値の差であるため、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。

GDP 成長率とデフレータ（前期比変化率）



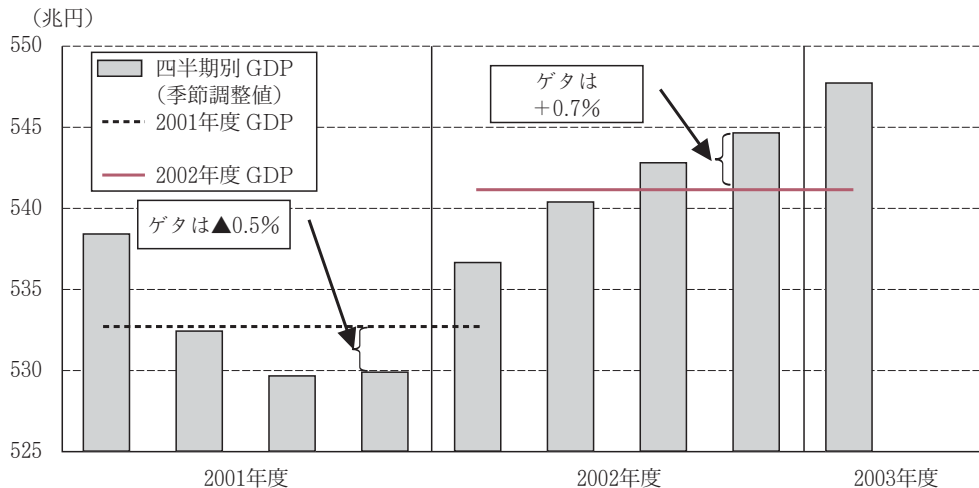
(参考2.) 2003年度GDP予測におけるゲタ：

・四半期実質GDPの推移は下図のようになる。

03年1～3月期実質GDPの1次速報(5月15日)発表時に計算された2003年度のGDP成長率のゲタは+0.4%であった。その後、2次速報(6月13日)および今回の4～6月期GDP1次速報発表において1～3月期実質GDPが上方改訂された等から、ゲタは+0.7%に高まっている。ゲタが高まったこともGDP予測の上方改訂の要因であり、今後、2003年度中、4～6月期GDPの水準で横ばい推移すると想定した成長率の試算値は1.2%となる。

・実質民間企業設備投資のゲタは2.6%と算出される。前述と同様に今後、2003年度中、4～6月期水準で横ばい推移すると想定した実質民間設備投資の成長率の試算値は4.0%となる。

四半期 GDP 推移とゲタ



(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

自民党総裁選や衆・参院の国政選挙の結果が、財政、金融の政策に大きな変更を必ずしももたらすものではないと考える。以下が、予測にあたっての前提である。

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%減や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。その上で、03年度中、補正予算編成無しの場合と 年明けに真水2兆円規模（うち、03年度中執行は0.8兆円）の補正予算編成の2パターンの前提に基づくGDP予測をおこなう。また、04年度も概算要求基準に基づき、3%程度の当初予算公共投資関係費減少を想定。
- ・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

- ・ゼロ金利政策は2004年度中は変更が無いと想定。
- ・期限を定め達成責任を負うインフレ目標設定は想定しないが、インフレ参照値の採用はありうる。外債やEFT(指数連動型株式投信)の日銀購入など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

- ・健全行への公的資金投入制度は不透明ながら、政府は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、金融システム不安の再来は想定しにくい。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考える。また、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ありうるだろう。

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年下半年から緩やかに加速。04年に3%を越す成長軌道に戻ると想定。また、EUは中心国の独、仏が03年後半には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

- ・米半導体工業会による半導体の世界売上予測は03年が+10.1%増、04年が+16.8%増。02年末時点の03年予測は8~10%であったが、その予測上限のペースで進捗している。デジカメやDVDが牽引しているほか、PC向け半導体需要が2000年以降最も高い8%増となった。
- ・03年の世界のPC売上予測は一ケタ台後半から二桁増へ予想が引き上げられている。
- ・また、世界の携帯電話販売は専門調査機関による前年比：+8%増程度という当初の増加予測を大きく上回り、二桁台後半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

景気(回復)動向に注意した慎重な運用が必要

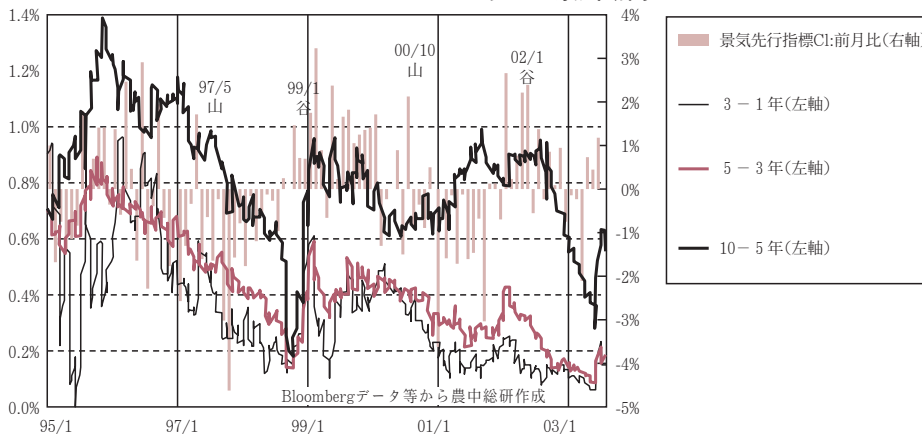
～ ゼロ金利政策は長期化。しかし景気好材料への目配りも重要 ～

わが国の長期金利は、世界経済の悪化リスクを強く意識した海外長期金利の低下に連動し春先から一段低下した。しかし、世界経済の不安要因が解消したことを背景に海外長期金利が反転・上昇した現在、長期金利の再低下余地は参加者の市場心理と経済ファンダメンタルズの先行き(期待)の両面から、注意深く見る必要があるだろう。ゼロ金利政策が維持される時間軸はまだ相当に長いと思われるが、景気回復材料に目が向くにつれ国債長期投資のリスク・プレミアムが意識され中-長期ゾーンのイールド・スプレッドの修正(拡大)から、新発10年物国債利回りははじめとする長期債利回りが小幅上昇する可能性がある。

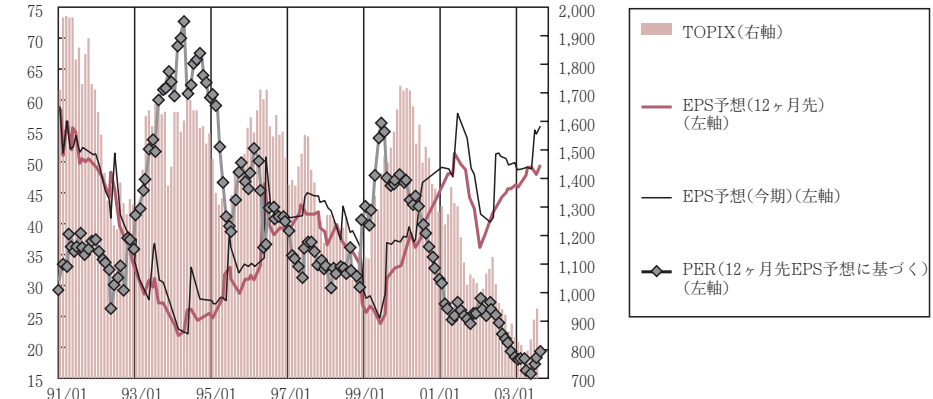
03年度の増益予想への信頼性が中間決算発表前後から高まるとともに04年以降のマクロ見通しと増益を織り込んで行くなかで、株価上昇期待が強まると見ている。04年度は家計の社会保障・税負担の増加や減損会計導入などデフレ要因が残る一方、世界経済の成長加速に作用するイベントが多い。また、銀行保有株の圧縮や年金基金の代行返上という株式需給圧迫要因も基本的に無くなる。04年利益予想に基づくPER予想(TOPIXベース)は16倍台。他の先進国株式市場との比較から言ってもバリュエーション的に魅力的で上値余地の大きい銘柄が増えている。内外ともに成長加速の芽が出て来ており、政策的対応が大きく間違わない限り、株価は上昇の確度を増していくと考える。

米国経済の成長期待の強まりはドル高(円安)材料である半面、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は引き続き残る。したがって、円安方向には大きく行きにくい状況が続くと見ている。ただし、米国が当面、わが国通貨当局による為替介入を容認すると見られ、当局は介入によって今後も円上昇の動きを抑え込むと想定する。
(渡部 喜智)

イールド・スプレッドと景気動向



一株利益(EPS)、株価収益率(PER)の予想と株価



所得・雇用環境

雇用環境は小幅改善へ

～ 現金給与総額は微増の期待も ～

01年4月から続いた就業者数の前年割れが、03年5月に増加に転じた。主な産業別の就業者の前年比増減をみると、製造業、卸売・小売業の減少が大きい。その一方で、就業者数が安定的に大きく増加している産業は、目下のところ医療・福祉のみである。4月から情報通信業、複合サービス事業などが前年比プラスとなり始めたが、その規模は小さい。完全失業率（季節調整値）は03年4～6月期で5.4%と高止まっている。

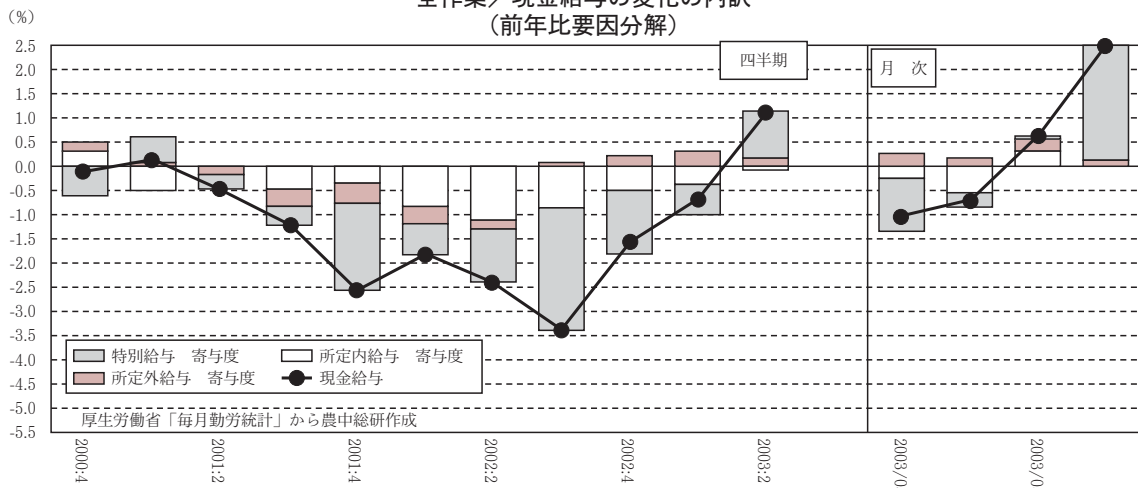
賃金については、基本給に当たる所定内給与はまだ減少基調を脱したとは言えないものの、超過勤務手当等所定外給与は12ヶ月連続で前年を上回っており、現金給与額を下支えしている。また、賞与などの特別給与が6月現在で2ヶ月連続の前年比増となっている。公務員のボーナス支給月配分変更によるプラス効果を除いても、夏のボーナスは今年の夏を小幅上回って支給されているようである。

企業の雇用過剰感はなお大きい。循環的な景気回復により大企業を中心に改善してきている。求人数も増加を継続しており、今後も景気回復局面にあるかぎり、雇用環境はごくゆるやかな改善をしよう。

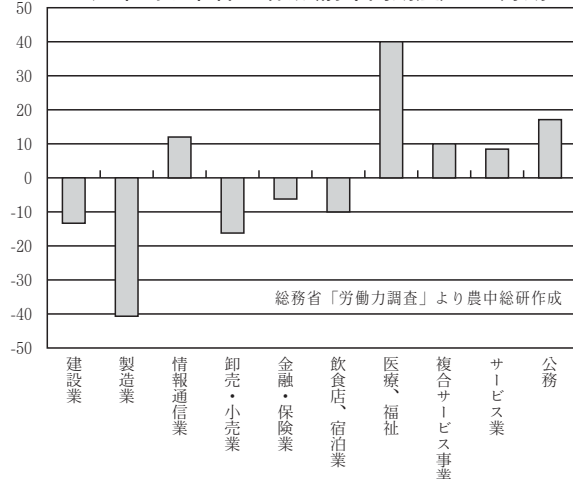
また賃金面では、ベースアップや定期昇給を圧縮し、これまで以上に業績に連動した賞与体系を採用する企業が増えている。しかし、ゆるやかな景気回復のもとでは売上が伸び難く、企業の人件費抑制スタンスは相変わらず強いことから、賞与の増加は限られる。時間外給与の伸びは下半期から頭打ちに向うが、現金給与総額は前年比で小幅改善する可能性がある。

（田口 さつき）

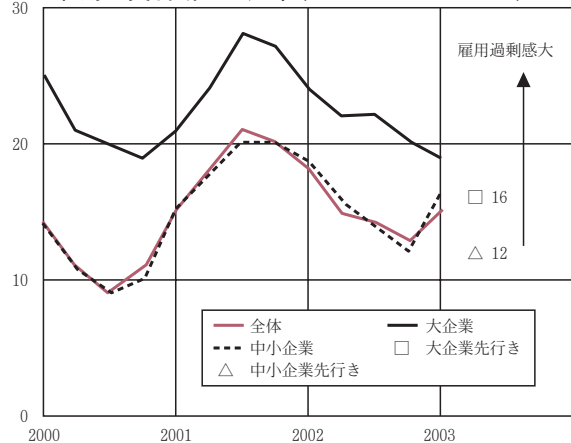
全作業／現金給与の変化の内訳
(前年比要因分解)



主な産業別就業者の増減(前年同期差)4～6月期



雇用人員判断—全産業(「過剰」-「不足」・%ポイント)



日本銀行「短観」より農中総研作成

民間最終消費支出

冷夏等から7～9月期は一時減速するも回復へ

～ 04年度は緩やかな増加を見込む ～

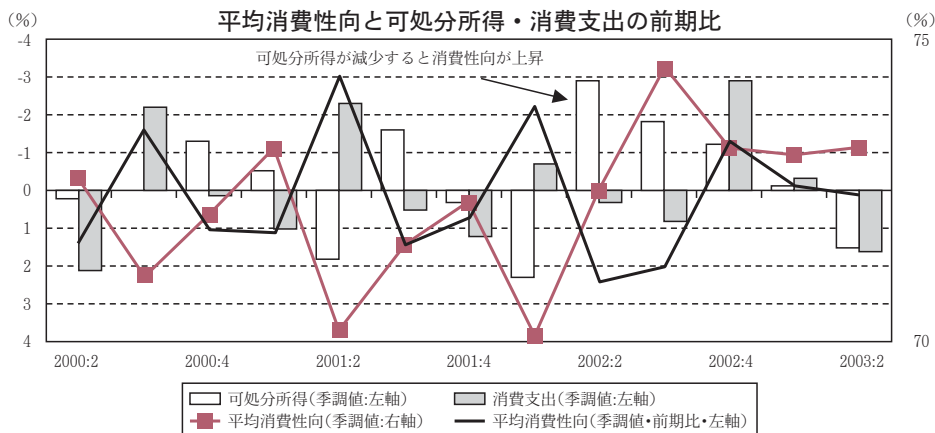
名目ベースの「帰属家賃を除く家計消費支出」の減少が続いているものの、物価下落の影響を調整した実質民間最終消費支出は7四半期連続で前期比プラスとなっている。雇用・所得環境の悪化を主因に家計の可処分所得は前期比マイナスが続いたが、消費性向（消費支出÷可処分所得）が高止まりし、消費を下支えした。が小幅上昇する可能性がある。

10年ぶりの涼しさとなった7月以降も冷夏が続き、集中豪雨や台風など天候不順の影響から、03年7～9月期の個人消費は一時的に厳しい状態が見込まれる。

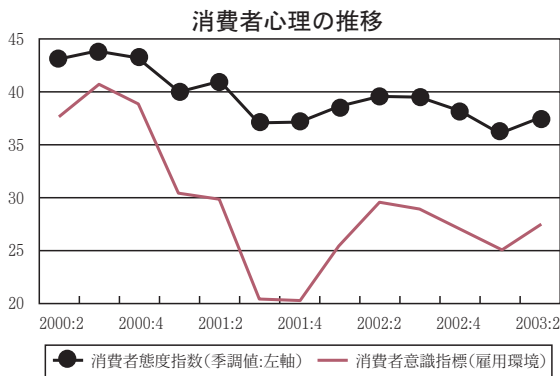
しかし、家計・可処分所得は03年4～6月期に5期ぶりに前期比プラスに転じた。夏季賞与の動向から見て雇用者の現金給与総額が年度通期でも小幅ながら増加する可能性がある。また、「雇用環境に対する意識」が再悪化したこと等から消費者マインドの改善はもたついていたが、足元で再び上向いている。したがって、夏場の消費需要の不振は一時的なものにとどまり、03年度下半期には立ち直って前期比：+0.4%のプラス成長となる。

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。また、すでに家計の消費性向は高水準にある。雇用・所得環境は改善すると見られるが、所得増加がそのまま支出に向かうとは考えにくい。これらから家計等民間最終消費は緩やかな増加にとどまると予想する。

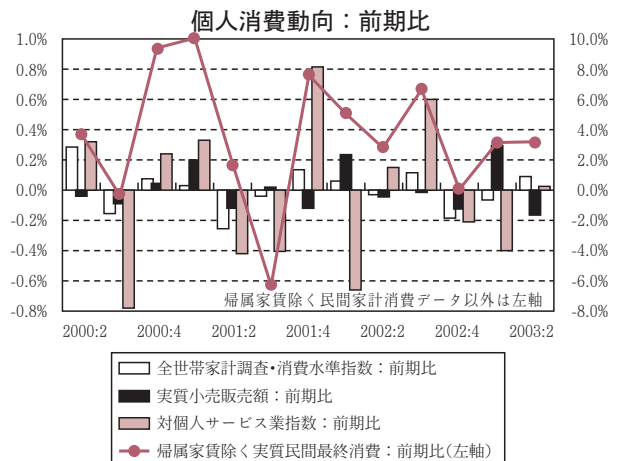
(木村 俊文)



総務省「家計調査」より農中総研作成



内閣府「消費動向調査」



民間設備投資

IT関連を中心に引き続き増加

～ 企業収益の回復を受けて投資拡大へ ～

03年4～6月期の実質民間企業設備投資は前期比+1.3%増と5四半期連続のプラスとなった。ただし名目ベースの民間企業設備は2四半期連続してマイナスとなっており、設備投資デフレーター的大幅下落による実質値の押し上げ効果は相変わらず大きい。

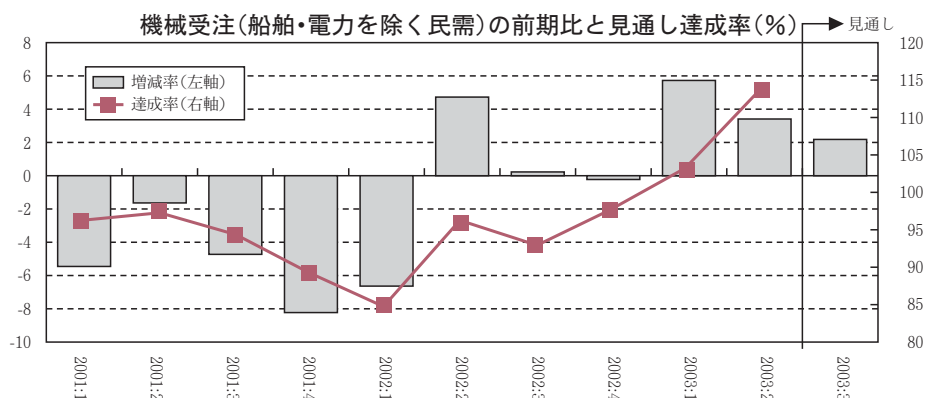
設備投資の先行指標となる機械受注は03年4～6月期に「船舶・電力を除く民需」で前期比+3.4%と2四半期連続して増加。03年7～9月期の受注も増加の見通しである。また、民間建設工事受注が03年2月以来前年比プラスで推移。製造業だけでなくサービス業等の非製造業からの建設受注も増えている。

日銀の「短期経済観測調査」（7月1日発表）では、設備投資計画が上方修正された。欧米の景気回復期待に伴い、今後さらに上方修正される可能性もあり、03年度通期では前年比プラスに転じることも想定される。

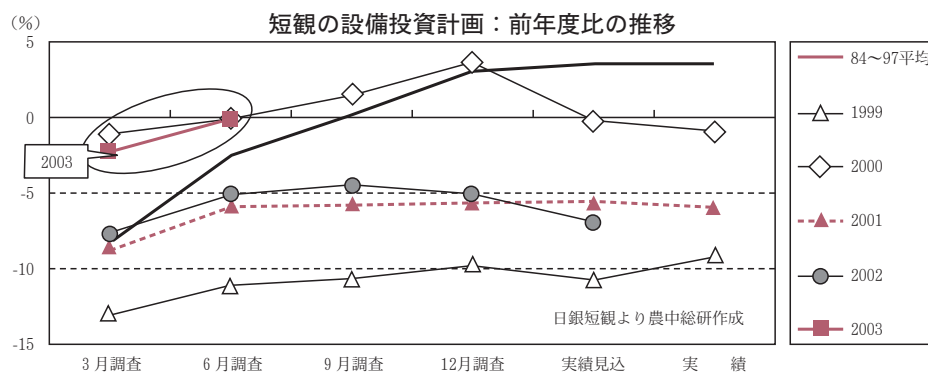
このような設備投資関連指標の動きからみて03年度下半期の民間設備投資は、引き続き増加基調が続くと見込まれる。

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。企業収益の回復が続きキャッシュフローが増加すると予測されることも設備投資の支援要因になる。以上のことから04年度の民間企業設備投資はIT関連が牽引役となり03年度に続き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

財政再建と景気対策の板ばさみ

～ 04年度は 5%と予測 ～

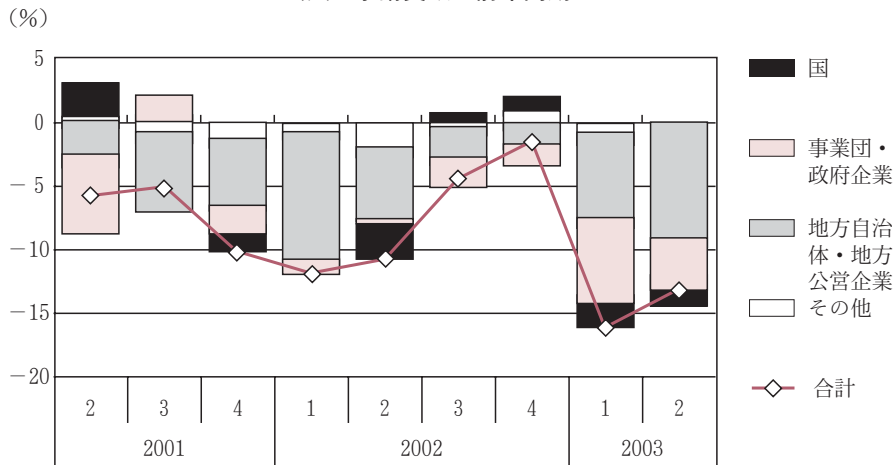
03年4～6月期の実質公的固定資本形成（公共投資）は、前期比： 0.9%と5四半期連続のマイナスとなり、減少傾向が続いている。

公共工事請負額をみると、4～6月期は減少幅が小幅縮小したが、前年同期比で 10%以上の減少が2四半期連続している。特に財政悪化や特殊法人改革を背景に、地公体・地方公営企業と公社・公団からの発注減少幅が大きく、補正予算による公共事業追加の実効性は上がっていない。よって、03年度下半期の公的資本形成は前半期比： 4.6%減、03年度通期では同 7.0%減、落ち込むと予測する。

一般会計総額を48.1兆円とする04年度一般歳出概算要求基準案が8月1日、財務省から提出され、閣議了解された。同基準では、公共投資関係費を03年度比： 3%減とした。また、06年度までに4兆円規模の国庫補助金を整理合理化する方針を03年度予算から実施すること、および地方交付税交付金の総額抑制が概算要求基準に明示された。

年末にかけての査定で実質的にこの水準以下になるよう削減が行われる予定であり、国の歳出削減路線の推進を受け、地方や特殊法人においても04年度に公共投資関係予算の更なる絞り込みがおこなわれる。これらの結果、公的固定資本形成は04年度も、国、地方ともに減少が続き、 5.1%減と予測する。 (木村 俊文)

公共工事請負額の前年同期比



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

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	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%
訳	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

輸出は、下半期加速

～ 輸入は再び増勢に ～

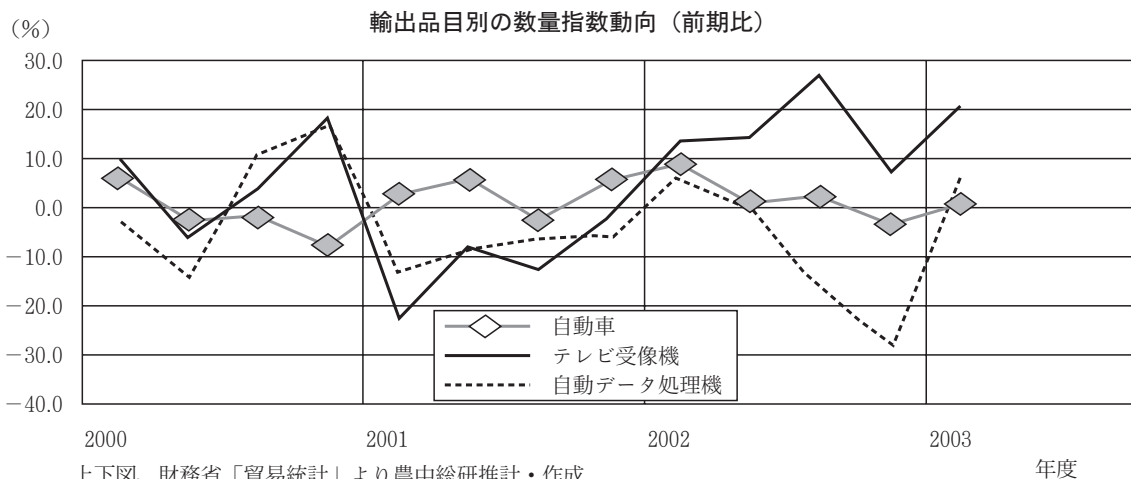
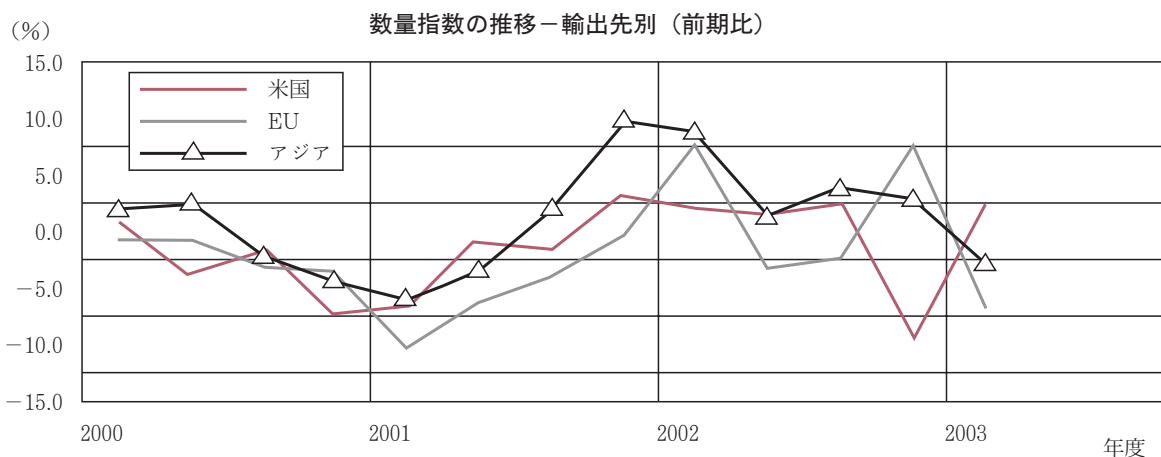
03年4～6月期の財貨・サービスの輸出は前四半期比+1.0%増。一方、財貨・サービスの輸入は前四半期比 1.1%減であったため、財貨・サービスの純輸出は同+7.6%であった。GDP寄与度は+0.2%となりGDPを押し上げた。

地域別輸出数量（季節調整値）を当総研が試算したところ、4～6月期はアジア、EUへの輸出が前四半期比でそれぞれ 2.8%、6.7%減少したが、米国が同+2.2%増加した。前四半期比でマイナスだったとはいえ、アジア向け輸出へのSARSの影響が比較的軽微であったことに加え米国への輸出が戻ったことから、全体では前四半期比+2.2%の伸びとなった。

米国の設備投資は堅調さを取り戻し、日本からの資本財輸出が増加すると予想。アメリカでは携帯電話向けの情報配信が根付き始め、携帯端末の輸出が増えることが期待される。また、アジア地域でもプラズマ・液晶テレビなどのデジタル情報家電の需要が広まっており輸出の追い風となる。

財貨・サービスの輸出は、2003年度上半期は前半期比：+1.6%増、下半期はさらに加速し同：+2.6%増、通期で前年比：+5.3%の増加を見込む。輸入は、上半期は前半期比：+0.6%増の後、下半期は生産活動が拡大することにより同：+4.4%増、通期で前年比：+4.4%と増勢を取り戻す。このため、下半期は輸出の伸びが貿易黒字の伸びに直につながらず、GDP上の外需の寄与も小幅マイナスになる。

04年度は、米国経済が前年比+3.0%増へ回復することから輸出が前年比+4.5%、輸入は+3.8%となると予想する。
(田口 さつき)



民間住宅投資

駆け込み需要は一時的、下半期反動減へ

～ 下半期は駆け込み需要要因が消える ～

03年4～6月期の実質民間住宅投資は前四半期比 0.4%減。6期連続の前四半期比マイナスとなった。

新設住宅着工床面積は4～6月期に前四半期比+6.3%（当総研推計）の増加となった。この増加を大きく牽引したのは、6月の持家着工戸数の伸び（前月比+20%増）であった。この持家の新設住宅着工戸数増は、住宅ローン金利引上げ、住宅ローン減税の2003年12月末日打ち切り前の駆け込み需要であった可能性が高い。

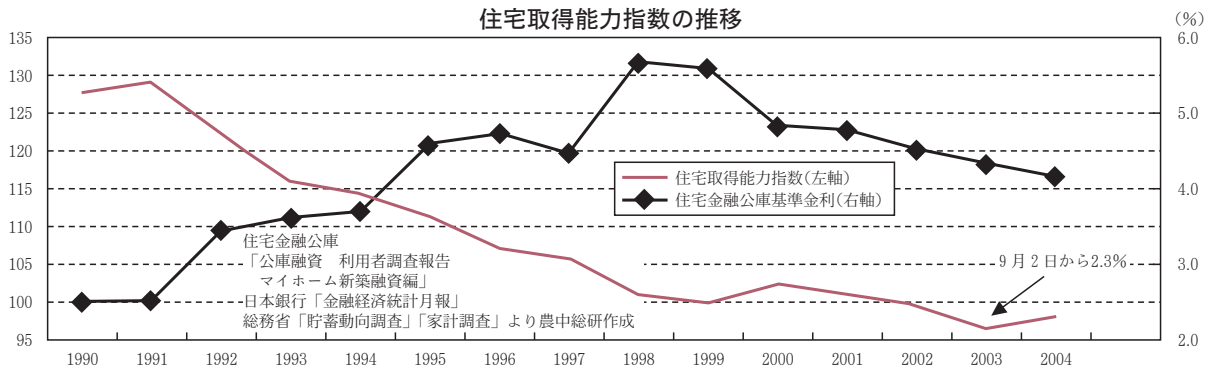
9月2日から住宅金融公庫は基準金利を現行の2.0%から2.3%へ引上げる。また、住宅ローン減税は現行の制度全てではないにせよ延長される模様である。そのため、駆け込み需要要因が消える下半期に持家住宅着工戸数は反動で減少しよう。

堅調さを維持している貸家についても4～6月期の新設着工戸数の伸び（当総研推計：前四半期比+4.3%）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）前の駆け込み需要だったと見られている。現在、空室率は上昇、家賃も下落と賃貸住宅経営の採算性が悪化している。そのため、高い伸びが今後も続くことは期待できない。

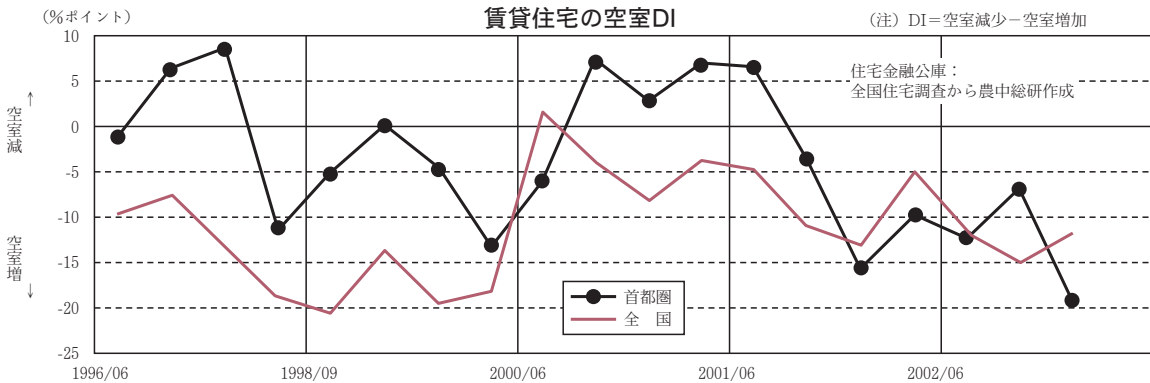
マンションについては、供給過剰懸念から業者が販売を絞り込むという慎重姿勢に転じており、マンション開発は抑制されると予測する。

このような環境から03年度の民間住宅投資は、前年比： 1.5%減、新設住宅着工戸数は112.8万戸を予測する。2004年度も減少傾向が続き、前年比 1.4%減を見込む。

（田口 さつき）



- (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 = $\frac{\text{勤労者年間収入} \times \text{返済負担率} (0.25) - \text{公庫融資平均借入額} \times \text{公庫ローン年賦率}}{\text{民間住宅ローン年賦率}}$
- (注4) 2003・2004年度は推計値。



物 価

物価下落残るがデフレ圧力後退にも注意

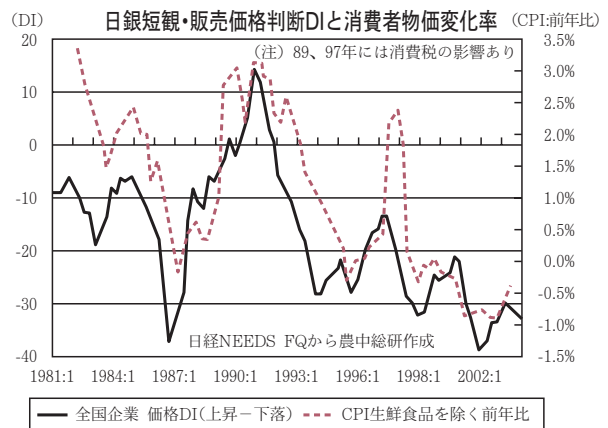
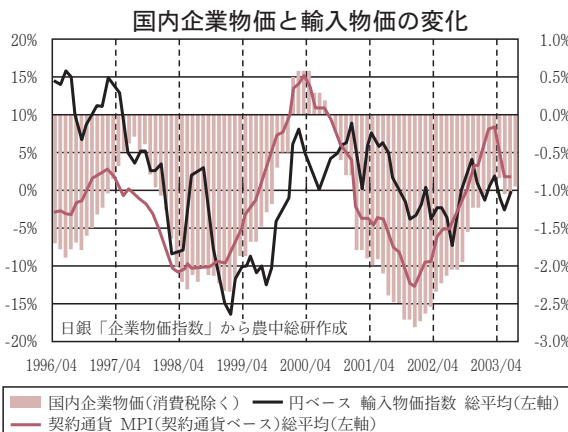
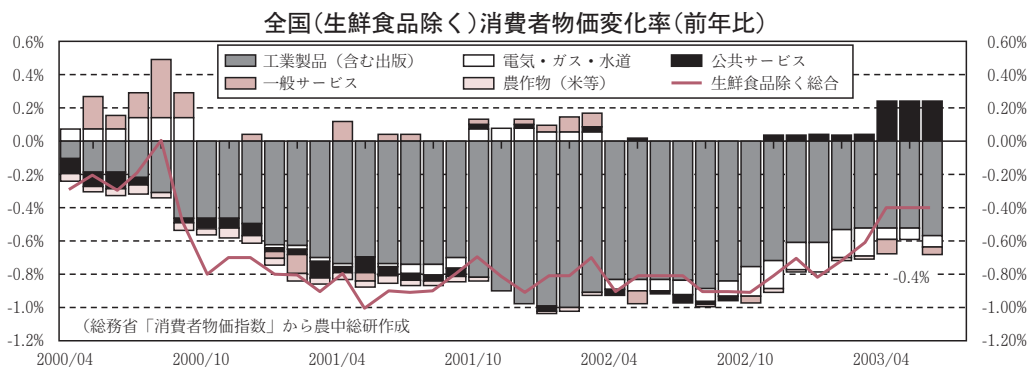
～物価下落が続く製品・サービス分野残るが、値下げ競争は終息傾向～

全国・消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の下落率が縮小。前年同月比では03年4月から3ヶ月連続で 0.4%の下落となっている。しかし、足元での下落率縮小は政策的ないし一時的要因による部分が少なくない。財、サービス別に見ると、被保険者本人の受診負担3割への引き上げを主因に公共サービス物価が上昇。また、効率化の成果還元から02年中、電力料金引き下げが順次おこなわれたが、東電管内分では実施から1年を経過し前年比での寄与が無くなったこと、および03年4月からの料金値上げによって、電気ガス・水道料金の下落率縮小が生じている。石油関連製品の値上がりはまだ残っているほか、ウエイトは小さいが税率引き上げによる発泡酒価格の上昇などもある。

イラク戦争後に軟化が予想された国際商品市況は、世界的な景気回復期待や金融緩和の影響もあり予想以上に高止まっており輸入物価を通じる物価下落圧力は後退している。外食の激しい値下げ競争は終息。規制緩和分野では電話通信料や自動車保険料の値下げも止まっている。

デフレ圧力は一時に比べ緩和してきているが、日銀「短観」の販売価格判断DIに示されるように、企業の価格動向への見方は厳しい。生産性向上や技術革新の成果が大きい家電・精密機器、メーカーのシェア競争圧力が残るとともに小売での値下げが続くトイレットリー製品・家事消耗品や市販医薬品、酒類・調味料などは下落が予想される。一般サービス分野でも需要が低迷する入場料・ゲーム代や家賃・住宅関係サービスの下落が目立つ。よって、物価下落が今後も予想される製品、サービス分野は残っており、当面、消費者物価が前年比ゼロ%へ向かい安定化するとは考えにくい。ゼロ金利政策の時間軸にはまだ先があると思われる。

（渡部 喜智）



米国経済

下振れ要因を内包しつつも本格回復の道筋を模索

～ リファイナンス効果が弱まってからの個人消費には留意が必要 ～

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を原動力として、現時点より2004年にかけて緩やかに回復する。物価上昇率の鈍化は暫く続くとみられるが、景気が多少好転していることから、同期間において物価が持続的に下落するデフレに陥る可能性は低い。設備稼働率が74.3%（2003年6月）と低迷し、企業年金積立てが不足していることから、設備投資を巡る環境は良好とは言いがたい。しかし2003年4-6月期GDP統計によれば、コンピュータ等情報処理関連機器投資が加速していることに加え、2001年年初以降、減少を続けてきた商工業・オフィス用建物の投資が増加に転じており、設備投資は明らかに回復に向けた足場を固めている。2003年6月中旬以降の長期金利上昇が個人消費にもたらす悪影響が懸念されているが、個人消費は以下二つの理由により、2003年中はむしろ景気を下支える。金利低下と住宅価格上昇を活用して住宅ローン増額借り換え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の余熱が暫く残る。この余熱がなくなることで消費減速がみられる時期は、2004年にずれ込む。連邦政府の景気対策に伴い、2003年7月下旬より児童減税（子供一人当たり最大400ドル）の小切手が各家庭に配布されており、一時的とはいえ可処分所得が増加するため、これが当面の消費を支える。

イラク戦争終結後の現地情勢悪化やテロ対策の必要性を背景に、国防支出を中心とした連邦政府支出は当面高水準が見込まれる。うち一部は外国への支出に充てられ輸入増加という形で減殺されるが、政府支出は景気のある程度下支える。

企業のリストラへの取組みも峠を越えており、雇用が増加に転じるのはそう遠い先のことではない。但し企業は、先行きの需要増加につき慎重にみていることや、雇用に伴う福利厚生費負担が非常に高まっていることにより、今後雇用を増加させるにしても慎重な姿勢を継続しよう。一方、景気下振れ要因は依然拮抗されていない。また財政均衡が義務付けられている多くの州・地方政府では、これまでの景気低迷に伴う税収落ち込みを背景に、2004会計年度（03年7月よりスタート）で歳出削減や増税を計画している。従って雇用が増加に転じるにしても、個人の可処分所得増加は緩やかなものにとどまり、リファイナンス効果が弱まる2004年には個人消費が減速に向かうとみられる。

また2002年後半以降住宅投資が大変好調であったが、長期金利がボトムアウトした2003年6月～7月にかけて住宅ローン借入の駆け込み需要が発生したとみられ、今後住宅投資の反動減が生じる公算が高い。

（永井 敏彦）

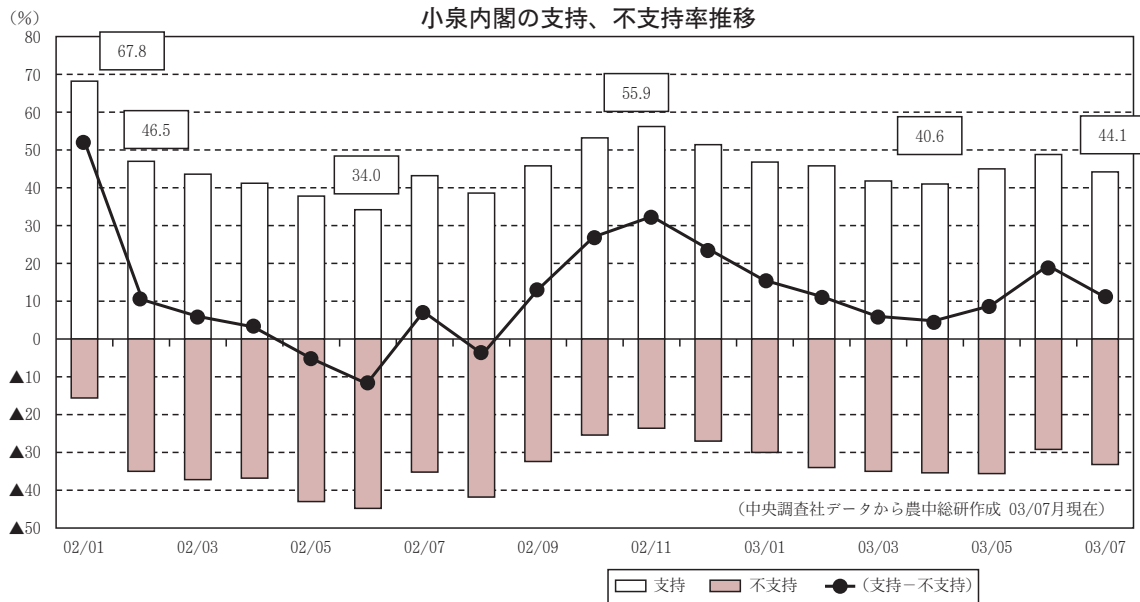
2003-04年 米国経済見通し（2003年8月）

	単位	2002年	2003年		2004年			
		実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 速報値	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	2.2	1.7	2.7	3.0	2.9	3.2
個人消費	%	3.1	2.6	2.3	2.9	2.3	2.2	2.1
設備投資	%	▲5.7	1.0	▲0.0	4.6	4.1	3.6	4.5
住宅投資	%	3.9	5.1	8.9	▲0.5	▲2.8	▲5.1	▲0.5
在庫投資	10億ドル	5.2	▲17.8	▲6.6	▲29.0	▲5.0	▲15.0	5.0
純輸出	10億ドル	▲488.6	▲546.2	▲532.0	▲560.5	▲573.5	▲569.5	▲577.5
輸出	%	▲1.6	0.3	▲2.9	3.0	4.4	4.7	5.3
輸入	%	3.7	3.9	0.8	5.6	4.6	4.2	4.4
政府支出	%	4.4	3.9	3.2	6.4	5.8	5.8	5.1

(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

付表 1

政治環境



衆参両院の会派別国会議員数

会派名	衆議院	参議院	国会議員数	
			うち04年7月任期満了	うち07年7月任期満了
自由民主党・保守新党	253	116	51	65
民主党・新緑風会	116	60	33	27
自由党	22	13	7	6
(参考:民由合併後)	(138)	(73)	(40)	(33)
公明党	31	23	10	13
日本共産党	20	20	15	5
社会民主党	18	6	3	3
尊命	2	0	0	0
みどりの会議	0	2	2	0
無所属	14	6	4	2
欠員	4	1	1	0
計	480	247	126	121

衆議院・参議院の各ホームページより農中総研作成(03年7月現在)

自民党国会議員の派閥分布:小泉支持との関係

		衆院	参院	両院合計
小泉支持	(支持合計)	70	30	100
	森派	39	20	59
	山崎派	21	6	27
	旧加藤派	10	4	14
非・小泉	無派閥	16	4	20
	高村派	13	3	16
	河野グループ	11	0	11
	堀内派	37	13	50
反・小泉	橋本派	58	42	100
	江藤・亀井派	38	21	59

(03.07月末現在) 各派閥HP等から農中総研作成
 * 派閥名は政治団体(政治集団)名でなく、通称を用いる。
 * 両院議長は党籍を離脱し無所属のためカウントせず

付表 2

時期	区分	国内		海外
		政治	経済・金融	
03年度 (H15)	4～9月	8月 04年度予算概算要求締め切り 9月 自民党総裁選 9月下旬 臨時国会召集、民主・自由合併大会		9月 G8財務相・中銀総裁会議
	10～3月		3月 固定資産の減損会計任意適用開始	10月 タイでAPEC首脳会議
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） 4月：消費税総額表示義務化 証券仲介業制度の創設・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）
		6月 衆議院任期満了	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 9月 自民党総裁任期切	4月：ペイオフ解禁 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)			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