

# 金融市場

## 2004.6

### 潮流

ペイオフ全面解禁と地域金融機関 …………… 1

### 情勢判断

#### 国内経済金融

長期金利には上昇圧力の一方、株価は反発を予想 … 2

設備投資環境の変化 …………… 5

貸出減少の今後～企業の資金余剰と設備投資～ … 8

#### 海外経済金融

米国の物価上昇圧力と今後の金融政策の方向性をどうみるか … 10

#### 今月の情勢

～経済・金融の動向～ …………… 13

### 2004, 2005年度経済見通し

総論 …………… 18

金利・株価 …………… 23

所得・雇用環境 …………… 24

民間最終消費支出 …………… 25

民間企業設備 …………… 26

公的固定資本形成(公共投資) …………… 27

外需 …………… 28

民間住宅投資 …………… 29

物価 …………… 30

米国経済 …………… 31

国際商品市況 …………… 32

付表 …………… 34

### 海外の話題

加速するか? 香港の中国化 …………… 38

## 潮流

# ペイオフ全面解禁と地域金融機関

来年4月のペイオフ全面解禁まで、いよいよ1年を切った。一部に再延期論もあるが今度こそ待ったなしであり、各金融機関は全面解禁を前提に万全の準備、対応を進める必要がある。

来年4月以降は金融機関が破綻した場合、決済用預金を除いて預金者1人当たり1千万円までの元本とその利息が保護される。もちろん財産整理によりそれを上回る払い戻しはありうるが基本的に一部カットがありうるのである。目下金融機関サイドでは無利息普通預金等の決済用預金新設の動きもあるが預金流失防止の切り札になるかどうかは不明である。

昨年9月に実施された金融広報中央委の「家計の金融資産世論調査」によれば、預金残高1千万円超世帯の63%はすでに貯蓄の安全性確保のため何らかの行動をとったと回答しており、また今後についても82%の世帯が再度何らかの行動をとると回答し、行動の中味としても「預入先の複数分散」、「安全性情報の収集」、「信用度の高い金融機関への預け替え」を挙げている。つまり解禁日が近づくにつれて再度資金移動が予想されるのである。

また佐賀銀行のデマメール事件に見られるようなIT時代の風評リスクも要注意である。地域金融機関としては経営の健全性を高め、質の高い金融サービスを提供し、また地域密着度を高め何としても利用者の信頼を確保しなければならない。

先ず大手行に比して遅れているといわれる不良債権処理の徹底を図らねばならない。地方経済、中小企業経営の回復傾向の中で、その処理に一段と拍車をかけることが必要である。

また組織再編は質の高い金融サービスの提供と規模拡大による経営の体質強化、効率化のために避けて通れない選択である。

目下国会上程中の公的資金の予防的注入を可能とする「金融機能強化法案」もその活用が地域金融機関の不良債権処理と組織再編を促進する一助となる。

また協同組織金融機関にとっては、業態毎に構築されている経営体質強化システムが信頼性確保に大きな効果を発揮するであろう。即ち農・漁協の「JAバンクシステム」、「JFマリンバンクシステム」は強力なセーフティーネットであり、また信金における「信金経営力強化制度」や信組の「信組経営安定支援制度」も経営破綻未然防止と組織再編に大いに資するであろう。

前述のとおりペイオフ全面解禁が近づくにつれ、利用者の金融機関経営内容に対する関心は益々高まる。地域金融機関としても経営内容を「正確に」そして「分かり易く」開示し、利用者の十分な理解を求めることが必要である。

地域金融機関はわが国経済社会の中で、地域経済と地域住民に貢献する重要な金融機関としての存在価値と役割を有するが、その役割を今後永続的に十全に発揮するためにもこのペイオフ解禁前後の数期間は極めて重要な時期となる。万全の対応、対策により利用者の信頼を確保し、来る金融新時代の中で確固たる地位を占めなければならない。

(株)農林中金総合研究所 代表取締役社長 栗林 直幸)

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 長期金利には上昇圧力の一方、株価は反発を予想

#### 要 旨

内外の成長見通し、市況高の転嫁圧力など、長期金利に上昇圧力がかかろう。しかし、消費者物価の前年比はマイナスが続くと予想され、ゼロ金利政策の時間軸は残ることもあり、長期金利の上放れは想定していない。

株価は二桁経常増益など好ファンダメンタルズを織り込むなかで反発を予想。ただし、従来予想どおり、上値には慎重な見方を継続する。

為替は米国の金利上昇や米国景気の堅調からドル安が緩和しているが、米次期政権がどのような通貨政策を打ち出すか、現在のところは予断を許さないことに注意したい。

表1 金利・為替・株価の予想 (単位：円、%、円ドル)

項目	年度/月	2004年度				2005年度
		6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)
無担コール 翌日物		0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.005
TIBORユーロ円(3ヶ月)		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
新発10年国債利回り		1.50±0.15	1.60±0.20	1.55±0.15	1.55±0.20	1.60±0.20
為替相場	円ドル	110.0~115.0	107.5~112.5	107.5~112.5	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ円	130~135	130~135	135.0~140.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価		11,500±500	11,750±750	11,750±500	11,750±500	12,000±1,000

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)

#### ここ1ヶ月程度の金融市場概況

雇用者の増加継続など米国経済の先行き期待を強める材料が多く、米国FRBが早期に利上げに踏み切るのではないかと、との観測が強まった。このため、米国の長期金利が上昇。米・財務省証券10年物利回りは1ヶ月間に4.3%台から4.8%台に駆け上がった。一方、業績への悪影響や資金シフトが嫌気され、米国株式相場も調整を余儀なくされた。

また、超緩和政策のもとで借入をテコに資金を膨らませ国際投資してきたファンドが投資ポジションを閉じ、本国(米国)に資金還流させ

ているとの噂が喧伝された。

このような動きの影響を、わが国の債券、株式の両相場およびドル円為替相場は強く受けた。

株式市場では海外投資家が4月末週から売り越すとともに(5月14日まで3週連続)、信用買いの追証発生 損切りが下落に拍車をかけた。さらに、中国政府の引締め強化も対中輸出のマイナス要因と解釈された。日経平均は5月7日に10,438円82銭)をつけた後、反発しているものの、変動幅の大きい神経質な展開が続いている。

国債相場では、内外景気の拡大、原油など商品市況高に伴う価格転嫁 デフレ後退の連想から軟調(利回り上昇)となったが、株安が下支え要因となるとともに、中長期の国債入札で投資家の需要が確かめられたことから、新発10年国債利回り上昇も1.5%台にとどまった(以上、図1)。

為替市場では、前述の米国の金利上昇や資金還流観測でドル先安観が消えるとともにオプション等のドル売りポジションが踏み上げられ、一時114円/ドル台まで円が下落した。(なお、市場や

図1 日経平均と国債利回りの動向



Bloombergデータから農中総研作成

経済指標の解説などについては、当総研HP：「Weekly 金融市場」も参照されたい。）

## 金融市場の見通しと注目点

### 債券相場 = 長期金利には当面上昇リスク

現行のゼロ金利政策の基底をなす消費者物価（生鮮食品を除く、以下同じ）は、成長持続による需要増大や市況高に伴うコストプッシュにもかかわらず、04年度中は需給ギャップが残ることもあり、ゼロ%以下にとどまると見ている。当総研は04年度の消費者物価を 0.2%の下落と予測（詳しくは後添「経済見通し」参照）。ちなみに、消費者物価調査品目中、7割以上が足元で下落が続いている。また、4月28日発表の日銀政策委員による04年度「経済・物価情勢の展望」での消費者物価見通しも 0.1～ 0.2%の下落予想であった。

また、05年度にはマクロ的需給ギャップが解消し消費者物価の下落が止まる可能性もあるが、雇用と賃金の両面での回復 家計購買力の本格的改善によって、サービスを含む全般的な価格引き上げが生じるかは疑問である。循環的でないリフレ-ション（緩やかな物価上昇）への移行にはまだ時間を要するだろう。

デフレが深まった90年代後半以降、実質長期金利 = 「新発10年国債利回り - 消費者物価の変化率」は平均1.8%（標準偏差 = 0.4%）。実質金利の変動は名目金利の変動に比べ小さいと云われるが、その変動の起因の多くは物価変化による。前述のようにマイナスの物価変化率から逆算すれば、1.6%程度が当面の名目長期金利レンジの中心とみなされる（図2）。

ただし、景気上昇期においては中長期ゾーン



のスペリッドが広がる傾向がある。先行き成長見通しが強く、市況高概念があるなかでは金利上昇リスクには注意が必要だろう。とはいえ、一方でゼロ金利政策の時間軸はまだ残ることから、当面、長期金利が大きく上放れる可能性は小さいと見ている。

### 株式相場 = 景気加速感の見極めが重要に

足元の株価下落は、海外投資家の買いポジション解消と デイ・レーダーなど強気に信用買い残を積み上げていた投資家の見切り売りによる需給面の悪影響が大きく出ていると思われる。

表2 四季報データによる日経平均銘柄業績予想 (%)

項目	年度	03年度	04年度
		前年比(見込)	前年比(予想)
増収率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄	2.2	2.2
	うち製造業	2.8	3.6
経常増益率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄	27.4	10.2
	うち製造業	25.8	10.5

(東洋経済「四季報」データから農中総研作成) 04.05.19現在  
連続性に欠ける銘柄は農中総研で独自調整

したがって、これらの需給面のショックが薄れれば、04年度の成長持続シナリオへの信頼性が強まり前年比二桁台の経常増益など好ファンダメンタルズの評価が見直され、株価は反発すると予想する。

なお、金利上昇による「逆金融相場」突入には至らないと考えるが、中期的な成長シナリオの欠如に加え中期金利上昇懸念も残る。05年度の増益予想を相場材料として織り込むことも難しい。また、買い材料として中期的利益成長の相場テーマも乏しいことから、上値は限定的だろう。

むしろ、景気の天井を先取りする株価の動きに注意しながら、慎重な運用が必要だろう。

### 為替相場 = 米新政権の為替政策が重要

為替相場については、米国の金利上昇のもとで、ドル下落リスクは小さくなっている。米国経済も堅調であることから、産業界からのドル安圧力も弱まるだろう。

しかし、05年以降の為替相場については、米次期政権がどのような通貨政策を選択するかによって、予断を許さないことに注意したい。

(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 10年物 期近 価格	債券 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 ユーロ円 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・ 仲値	N.Y. ユーロ・ 終値 仲値	ロンドン・ ユーロ・ ドル 仲値	東京 ユーロ・ 円 17:00	日経 平均 (225種)	JASDAQ 指数	NYダウ 工業株 30種 平均	S&P 500	ナスダック 総合	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
04/04/08	1.490	137.25	1.657	0.76	0.002	0.0792	0.0475	0.0983	105.84	105.60	106.25	1.2085	1.211	128.82	12,092.59	96.22	10,442.03	1,139.32	2052.88	4.190	4.060	420.7	37.14
04/04/09	1.485	137.43	1.642	0.74	0.001	0.0792		0.0983	106.42	106.50	106.45	1.2095		128.75	11,897.51	94.26							
04/04/12	1.525	137.00	1.678	0.77	0.001	0.0792		0.0983	106.27	106.43	105.40	1.2075		128.33	12,042.70	97.28	10,515.56	1,145.20	2065.48	4.230	0.000	420.9	37.84
04/04/13	1.480	137.40	1.644	0.74	▲0.004	0.0792	0.0469	0.0983	105.65	105.20	106.55	1.1945	1.192	126.68	12,127.82	98.99	10,381.28	1,129.44	2030.08	4.340	4.140	407.7	37.21
04/04/14	1.550	136.90	1.687	0.78	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	107.22	107.00	108.65	1.1945	1.193	127.99	12,098.18	100.17	10,377.95	1,128.17	2024.85	4.360	4.160	400.5	36.72
04/04/15	1.510	137.48	1.638	0.74	0.001	0.0792	0.0471	0.0983	108.54	108.55	108.25	1.1985	1.194	129.95	11,800.40	99.31	10,397.46	1,128.84	2002.17	4.400	4.140	398.3	37.57
04/04/16	1.495	137.51	1.635	0.73	0.001	0.0792	0.0471	0.0983	108.38	108.65	107.75	1.1990	1.204	129.95	11,824.56	100.02	10,451.97	1,134.61	1995.74	4.340	4.110	401.6	37.74
04/04/19	1.495	137.65	1.623	0.71	▲0.006	0.0792	0.0469	0.0983	107.90	107.95	108.45	1.2020	1.203	130.02	11,764.21	98.98	10,437.85	1,135.82	2020.43	4.380	4.110	401.2	37.42
04/04/20	1.530	137.30	1.653	0.74	0.001	0.0792	0.0463	0.0983	107.97	108.20	108.75	1.1865	1.191	128.96	11,952.26	99.20	10,314.50	1,118.15	1978.63	4.450	4.130	398.3	37.60
04/04/21	1.565	136.85	1.691	0.78	0.000	0.0792	0.0455	0.0983	108.86	108.90	109.45	1.1835	1.188	128.81	11,944.30	99.70	10,317.27	1,124.09	1995.63	4.420	4.140	391.4	35.73
04/04/22	1.535	137.30	1.653	0.75	0.001	0.0792	0.0463	0.0983	109.47	109.38	109.40	1.1905	1.187	129.45	11,980.10	100.75	10,461.20	1,139.93	2032.91	4.380	4.150	393.9	36.71
04/04/23	1.500	137.55	1.632	0.73	0.001	0.0792	0.0463	0.0983	109.28	109.45	109.05	1.1835	1.183	129.96	12,120.66	101.40	10,472.84	1,140.60	2049.77	4.450	4.180	395.7	36.46
04/04/26	1.520	137.39	1.645	0.74	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	109.02	109.00	108.55	1.1855	1.186	128.84	12,163.89	102.05	10,444.73	1,135.53	2036.77	4.430	4.180	396.6	36.97
04/04/27	1.515	137.48	1.638	0.73	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	108.42	108.55	109.50	1.1930	1.191	128.98	12,044.88	102.74	10,478.16	1,138.11	2032.53	4.380	4.190	399.1	37.53
04/04/28	1.520	137.39	1.645	0.75	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	109.06	109.20	110.10	1.1835	1.185	129.87	12,004.29	103.42	10,342.60	1,122.41	1989.54	4.490	4.190	385.9	37.46
04/04/29							0.0463				110.00	1.1965	1.195			10,272.27	1,113.89	1958.78	4.530	4.210	387.1	37.31	
04/04/30	1.535	137.35	1.649	0.77	0.001	0.0792	0.0459	0.0983	110.44	110.20	110.50	1.1980	1.199	131.82	11,761.79	103.98	10,225.57	1,107.30	1920.15	4.510	4.160	387.5	37.38
04/05/03							0.0000				110.35	1.1945				10,314.00	1,117.49	1938.72	4.500	0.000	387.5	38.21	
04/05/04							0.0475				109.40	1.2100	1.208			10,317.20	1,119.55	1950.48	4.560	4.150	391.8	38.98	
04/05/05							0.0475				108.55	1.2170	1.213			10,310.95	1,121.53	1957.26	4.580	4.170	393.8	39.57	
04/05/06	1.485	137.95	1.598	0.72	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	108.98	108.82	109.75	1.2085	1.208	132.40	11,571.34	104.61	10,241.26	1,113.99	1937.74	4.600	4.220	388.4	39.37
04/05/07	1.465	138.28	1.570	0.71	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	110.60	110.45	112.25	1.1880	1.192	133.22	11,438.82	103.40	10,117.34	1,098.70	1917.96	4.770	4.300	379.1	39.93
04/05/10	1.505	138.00	1.594	0.72	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.18	112.60	113.95	1.1850	1.186	134.04	10,884.70	94.57	9,990.02	1,087.12	1896.07	4.790	4.280	378.7	38.93
04/05/11	1.535	137.69	1.620	0.75	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.32	113.50	113.20	1.1870	1.181	134.60	10,907.18	91.73	10,019.47	1,095.45	1931.35	4.740	4.290	377.2	40.06
04/05/12	1.530	137.69	1.620	0.75	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.57	112.65	113.00	1.1900	1.190	133.60	11,153.58	95.66	10,045.16	1,097.28	1925.59	4.810	4.320	377.7	40.77
04/05/13	1.500	138.10	1.585	0.72	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.85	114.00	114.55	1.1820	1.184	135.03	10,825.10	94.48	10,010.74	1,096.44	1926.03	4.860	4.350	374.9	41.08
04/05/14	1.505	138.06	1.589	0.73	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	114.66	114.40	114.25	1.1885	1.186	135.38	10,849.63	91.79	10,012.87	1,095.70	1904.25	4.760	4.300	377.1	41.38
04/05/17	1.450	138.74	1.532	0.68	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	113.44	113.70	114.35	1.2030	1.201	136.68	10,505.05	84.79	9,906.91	1,084.10	1876.64	4.690	4.270	379.6	41.55
04/05/18	1.485	138.31	1.568	0.72	0.001	0.0792	0.0488	0.0983	113.76	114.30	114.25	1.1955	1.196	136.61	10,711.09	86.66	9,968.51	1,091.49	1897.82	4.730	4.290	375.9	40.54
04/05/19	1.490	138.30	1.569	0.72	▲0.003	0.0792	0.0475	0.0983	112.83	113.25	113.15	1.2005	1.204	135.57	10,967.74	90.49	9,937.71	1,088.68	1898.17	4.770	4.340	383.0	41.50
04/05/20	1.465	138.56	1.547	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	113.47	113.25	112.80	1.1970	1.193	135.40	10,862.04	90.49	9,937.64	1,089.19	1896.59	4.700	4.320	378.5	40.92
04/05/21	1.455	138.61	1.543	0.70	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	111.97	112.75	112.20	1.1985	1.202	134.52	11,070.25	92.47	9,966.74	1,093.56	1912.09	4.750	4.330	384.9	39.93
04/05/24	1.480	138.49	1.553	0.71	0.001	0.0792	0.0475	0.0983	112.53	112.50	112.90	1.2005	1.196	134.57	11,101.64	93.10	9,958.43	1,095.41	1922.98	4.730	4.320	385.7	41.72

(日経NEEDS FQから農中総研作成。 当社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます。空欄は基本的に休場を示します。)

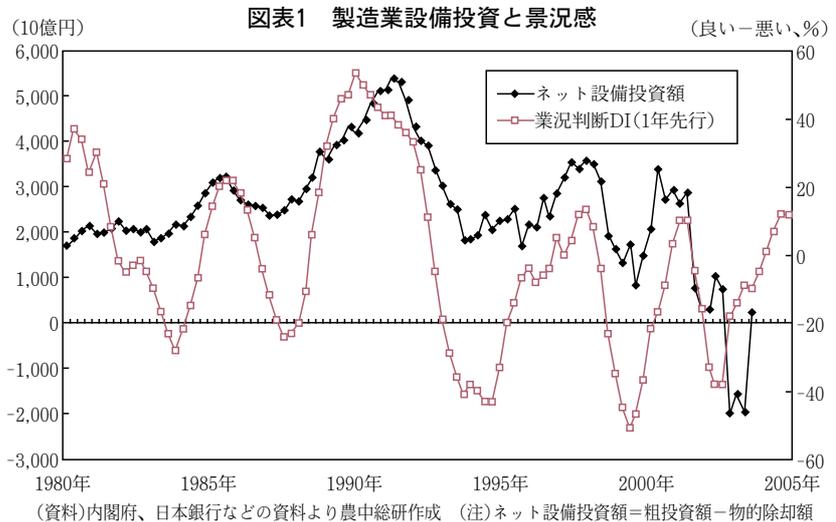
## 設備投資環境の変化

2002年初をボトムに日本経済は回復基調が持続しているようだが、民間企業設備投資も足許までは比較的堅調に推移している。90年代後半には生産設備・債務・雇用のいわゆる「3つの過剰」が問題視され、企業部門のリストラ行動を正当化する要因となったが、先ほど述べたように設備投資は増加しているほか、雇用環境にも徐々に明るさも垣間見えているようだ。

以下では、最近の民間設備投資を取り巻く環境などについて簡単にまとめ、今後の動向への手掛かりを探ってみることにする<sup>1</sup>。

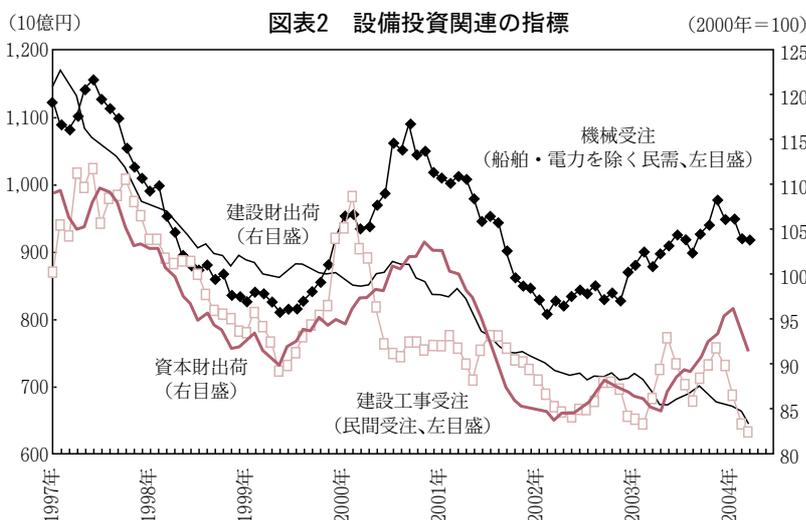
### 企業の景況感との比較

企業の設備投資行動を素朴に考えれば、経営者が経済・業界の見通しとプロジェクトの採算性を天秤に掛けながら、そして時には大胆な決断を下していると想像できる。つまり、こうした「アニマル・スピリット」という事実上観測不可能な変数が影響している側面は否定することは困難だろう<sup>2</sup>。それゆえ、それに近い概念としての企業経営者の景況感と設備投資との関係を見てみよう。

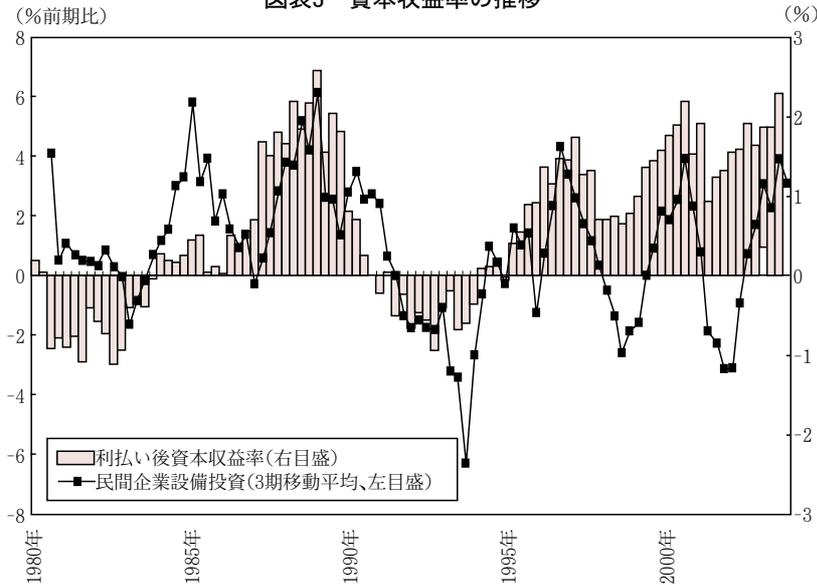


図表1は日銀短観の業況判断DI(大企業製造業、1年先行)と製造業のネット設備投資額(粗投資額から物的除却額を差し引いたもの、3四半期移動平均)を比較している。これによれば、景況感と設備投資には正の相関があると考えられる。直近発表されている日銀短観などのビジネスサーベイによれば、円高進展や海外での金融緩和政策の終焉予想などを背景に先行きの景況感の改善が足踏みしている面もあるが、足許までの景況感は堅調な推移を続けている。しかし、最近になればなるほど、ネット設備投資額の水準は低下しており、足許ではマイナスでの推移も珍しくなくなりつつある。このことは、鉱工業統計の生産能力指数が97年11月をピークに低下し続けていることとも整合的である。

5月13日に発表された3月の機械受注(及び4~6月期見通し)では、事前のマーケット予想より弱い数字が発表されたこともあり、設備投資の先行きに対する見方が冷やされた(図表2を参照)感もある。しかし、過去数四半期に渡って改善してきた景況感が当面の設備投資需要を牽引する可能性は高いと考えられる。実際に、各調査機関



図表3 資本収益率の推移



(資料)財務省・内閣府資料より作成  
 (注)利払い後資本収益率=(経常利益+支払利息・割引率)/総資本-借入金金利

の設備投資計画調査(日銀短観や日本経済新聞社調べなど)によれば、2003年度に引き続き、04年度も製造業を中心に旺盛な設備投資が実施される見込みとなっている。

### 慎重化する設備投資行動

次に、資本の採算性の観点から設備投資行動を見てみよう。図表3は、企業の資本収益率(本稿では、経常利益と支払利息・割引料(金融収支支払)の和を総資本で除し、借入金利水準を差し引いたものと定義)と実質民間設備投資の前期比(3期移動平均、GDPベース)を比較したものである。至極当然のことながら、資本収益率が上昇する場面では設備投資は活性化し、逆に資本収益率が低下すると設備投資は減少している。

ただし、1995年以降に関しては、それ以前の動向と比較すると、資本収益率は決して低いわけではなく、しかもプラスで推移し続けているのに対し、設備投資は何四半期にも渡って減少する動きを見せるケースも多い。この理由としては、90年代に企業経営上の優先課題が「シェアの拡大」から「資本効率の向上」に変化したこと、デフレ継続による予想実質金利が高止まっていること、

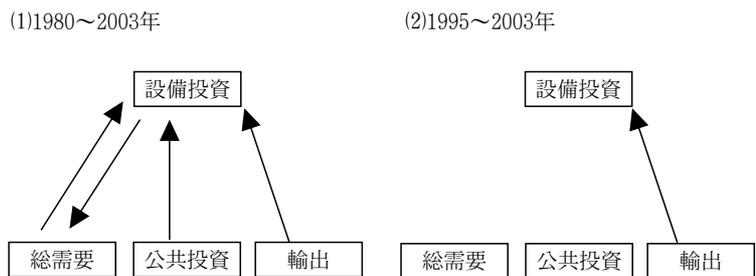
資本市場の停滞や銀行疲弊による資金調達の困難さの継続、要素価格が低い海外に生産拠点を移転する流れの中で、国内での設備投資が低下した、会計制度変更に伴う移行期間中は設備投資に回す余裕がなくなった(例えば、企業年金の積み立て不足の問題等)、などを理由として挙げるができるだろう。裏返せば、投資環境は以前と比較すると特段悪化していないにも関わらず、企業サイドでの設備投資行動が慎重化したと言えるだろう。

### 強まる外需頼み

90年代、特に金融危機が表面化した97~8年以降の日本経済は自律性がかなり失われており、海外経済の動向を受けやすくなっていると評されることが多い。これは、本来景気変動の主導的な役割を果たす設備投資についても言えることであろう。

ここで、民間設備投資と総需要、公共投資、輸出、といった3つの主要なマクロ変数との関係を2変数VAR(ベクトル自己回帰)モデルを推計し、グレンジャー因果性テストを行うことで、変数間の先行・遅行関係を検出してみることにする<sup>3</sup>。結果は図表4に示す通りであり、中期的に見れば総需要、公共投資、輸出ともに設備投資に影響を与えていると考えられ、かつ総需要との間には相互依存関係(加速度原

図表4 設備投資とのグランジャー因果性



(資料)農中総研作成 (注)有意水準は10%とした

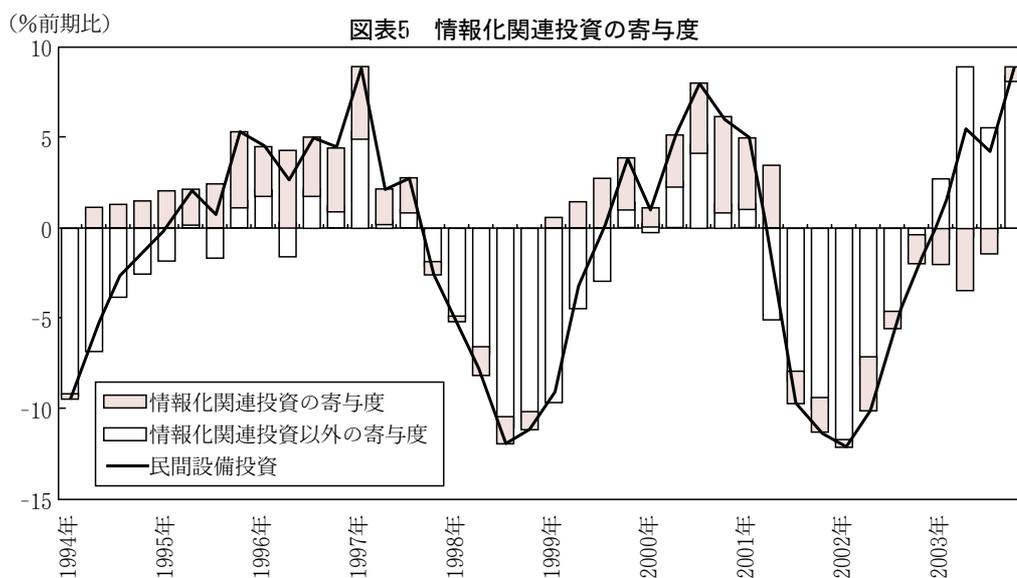
理と解釈できる)がある。一方で、最近では輸出の先行性が観察できるだけである。輸出は海外需要に強く影響を受けることを考慮すれば、輸出の外需依存体質は相対的に強まったと言えるだろう。

以上、企業経営者の景況感、資本収益率、他のマクロ変数との因果性という観点から設備投資行動の変化について見てきた。冒頭で若干触れたように、機械受注統計や建設工事受注、投資財出荷といった設備投資の先行指標を見ると、いずれも04年に入ってからは「頭打ち、もしくは弱含む」動きを示しており、過熱する中国経済と金融引締め政策への転換が日本の輸出環境にどのような影響を与えるのか、といった問題

などとあわせて、今後の設備投資動向に対する懸念も出ている。

一方で、世界的に90年代後半に行われた情報化関連投資<sup>4</sup>がちょうど更新期を迎えており、そうした分野の更新需要などが活性化しているとされている。しかしながら、国内では94～96年、99～2000年に見られたような情報化関連投資主導による設備投資の増加という現象はまだ観察できておらず、むしろそれ以外の分野の投資がこれまでの設備投資全体を牽引してきた(図表5)。なお、こうした情報関連投資が足許で過小であるということは、先行き急速に増加する可能性もあり、先行きの日本経済にとってはプラスに働くだらう。

(南 武志)



- 日本の経済統計の中でも資本ストックに関する統計は信頼性が乏しいとの評価がされることが多く、その主な原因として基本的にベンチマーク・イヤー法を採用して推計を行っている点を指摘することが多い。具体的には、1970年を最後に行われなくなった国富調査を基に、その当時の除却率を用いて新規投資額を積み上げていくという方法であり、真の値と推計値との間が累積的な乖離が発生している可能性が高い。おそらく、除却率が過小であるために資本ストックは過大評価されており、その結果として国際比較の観点から無視し得ないような資本係数の上昇が発生していると考えられる。なお、新たに国富調査をするだけの余裕がないとするならば、多くの国で用いられているパーベチュアル・インベントリー法(恒久棚卸法)への転換が求められている。これらの問題は、内閣府の国民経済計算調査会議総会でも取り上げられている。
- 経済理論的には、企業の現在価値を最大化するような最適資本量を決定するジョルゲンソン型の新古典派理論(ただし、設備投資のタイミングまではうまく導けない)、新たな投資を行うことで期待される企業の市場価値との関係で設備投資が決定されるというトービンのq理論、などが挙げられる。
- VARモデルを推計する前に採用する経済変数の和分をとって定常化する作業が必要であり、かつVARモデル推計では赤池情報量またはシュワルツのベイズ情報量を最低にさせるラグ次数を決める必要がある。
- 情報化関連投資とは、民間企業への供給がある通信用電線・ケーブル、電線・ケーブル用光ファイバー製品、デジタル・カラー複写機、ボタン電話装置、ファクシミリ、電子交換機、デジタル伝送装置、固定通信装置、PHS、基地局通信装置、汎用コンピュータ、ミッドレンジコンピュータ、パーソナルコンピュータ、外部記憶装置、入出力装置、端末装置、ソフトウェア開発・プログラム作成(外注分)と定義されている。

# 貸出減少の今後～企業の資金余剰と設備投資

世界経済の成長継続を背景に、民間企業の設備投資増加の期待が高まっている。

当総研でも実質民間企業設備投資を03年度の二桁増加に続き、04年度：+8.5%増、05年度：+3.2%増と予測している。3%程度の設備投資デフレーター - の下落が実質値を名目値に比べ押し上げていることに注意が必要だが、ハイテク関連など大手製造企業の工場新增設の動きは目立っている。

また、主要大手銀行の貸出能力回復と地域金融機関による地域企業への支援強化の枠組みのもとで、貸出対応の積極化も云われ始めた。

このような企業の資金需給両面の話は、金融機関の企業向け貸出が増加する期待を抱かせるが、果たしてどうであろうか。

図1は、90年代以降の全国法人企業（除く金融）のキャッシュ・フローと投資（いずれも名目）を見たものである。

90年代末から最近までの借入・社債の減少の主因は、投資の減少にあったことがわかる。

設備投資はバブル崩壊後減少をたどったもの

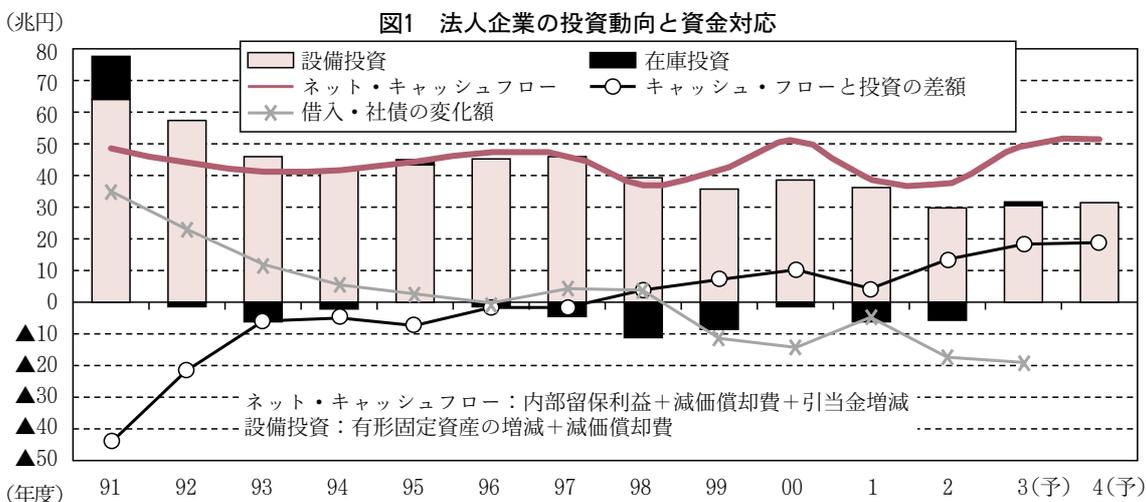
の、90年代半ばに50兆円近い水準であったのが、02年度には30兆円程度まで減少した。これに在庫圧縮による運転資金の減少や資産売却も加わって、資金需要の後退が生じた。

これに対し、減価償却費と内部留保利益などを合わせたキャッシュ・フローについて見ると、好・不況による内部留保の5～+4兆円の幅の変動はあったが、減価償却費はこの間、40兆円以上で安定的に推移した。

この結果、減価償却費が投資を10兆円以上超過するようになり、これに内部留保利益が加わり借入金・社債の返済財源となった。

02年度にはキャッシュ・フローと投資の差額は13.6兆円。これに対し借入金・社債の減少は17.5兆円(注)となった。03年度にはキャッシュ・フローと投資の差額は18～19兆円程度にのぼり、借入返済財源はさらに増加したと見られる。

次に、04年度の法人企業の投資動向と資金需給を前述のような要因に分解して考えて見よう。まず、減価償却費は小幅増加(前年度比+3%)と予測。二桁台の経常増益継続によって04年度



財務省「法人企業統計年報」から農中総研作成。03、04年度は予測

の内部留保利益は10兆円台に増加すると見込む。よって、キャッシュ・フローは50兆を上回り、52兆円近くに増える。

一方、土地を含む名目設備投資が、03年度に続き04年度も増加することが予測される。日銀の「04年3月短期経済観測調査（全規模合計）」では、年度当初調査の通例で、中小企業を中心に慎重な回答となっていることから前年度比3%減の設備投資計画になっているが、今後、上方修正の可能性は高い。

---

（注）日銀の貸出統計の数字とは異なることに注意された。  
財務省「法人企業統計年報」上では 17.5兆円の借入金・社債の減少の内訳は、製造業が 3.3兆円、非製造業（建設業を含む）が 14.2兆円であり、非製造業の返済が8割を占める。

しかし、仮に03年度比：+5%増加しても投資額は32兆円程度であり、キャッシュ・フローが投資資金需要を上回る超過額は横ばい以上と試算される。このように04年度については、マクロ的なキャッシュ・フロー超過の状況に変化

は考えにくい。

それでは、中期的にはどうだろうか。リストラによってコスト削減が進み収益力が向上していることから、留保利益+償却費などのキャッシュ・フローは増加していくと考えられる。一方、企業が萎縮・リストラ一辺倒から戦略的拡大路線に変わりはじめているのは確かである。したがって、景気循環によって設備投資に変動はあろうが、減少傾向は止まったと見るべきだろう。ただし、企業が財務を犠牲にしてまで、設備投資を膨らませることは予想しにくい。よって、その差の資金余剰は高い状態のまま推移すると想定され、今後も借入返済に向かうと考えるのが妥当ではなかろうか。

企業の資金余剰が続くなか、貸出伸長策は決して容易でない。金融機関の融資戦略上、重要なのは、貸出のみならず、流動化を含めた総合的な資金調達や的確な財務サポートの機能強化であろう。そのなかで金融機関のどのような位置取りをおこなうのかが問われていると思われる。

（渡部 喜智）

海外経済金融・米国

# 米国の物価上昇圧力と今後の金融政策の方向性をどうみるか

## 要 旨

・現在の局面は、前回景気サイクルにおける回復・拡大局面であった94年当時とよく比較される。94年2月からほぼ一年の間にトータルで3%の利上げが実施された。しかし今回は、そのような急速な利上げではなく、景気・物価を睨みながらの慎重なものとなる可能性が高い。

・94年当時は、設備稼働率の上昇や失業率の低下に代表される需給逼迫により、インフレ懸念が高まっていた。しかし90年代後半以降、労働生産性の向上などが物価上昇を抑制しており、この状態は今でも健在である。原油価格高騰など懸念材料はあるが、物価上昇圧力は必ずしも一方的に強いわけではない。

### FRBは緩和的金融政策の転換も視野に入れた舵取りへ

FRBは5月4日のFOMC（連邦公開市場委員会）で、FFレート誘導水準を現行の1.00%に据え置くことを決定した。今回FOMC声明文で注目すべき点は二つある。

第一に、今後の金融政策に関する表現のところで、2004年1月28日以降の「緩和的な金融政策を解除することに忍耐強くいられるであろう」という表現が、今回「（経済指標の動きに見合った）過不足ないペースで緩和的な金融政策が解除に向かうことは可能である」と、政策転換の可能性について一歩踏み込んだ形になっていることである。その後発表となった主要指標をみると、非農業雇用者増加数が3月：+337千人、4月：+288千人、食料・エネルギーを除いたコア消費者物価上昇率（前年比）が3月：+1.8%、4月：+2.1%と、いずれも経済の強さを示したものであった。従って、間もなくFFレートが引き上げられる可能性が高まってきた。

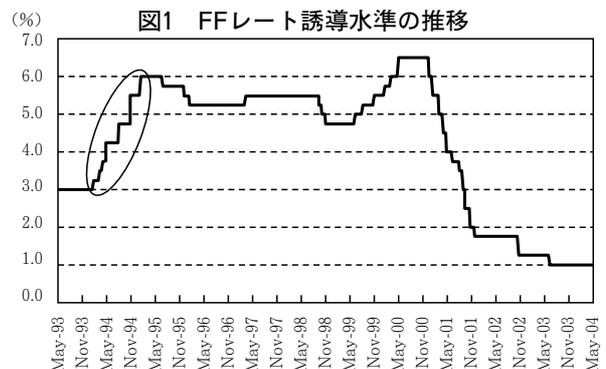
第二に、物価情勢をどう認識するかについて、当面の動きと長期的視点に分けた表現がなされていたことである。2004年3月16日までの「コア消費者物価上昇率は抑制されており、低水準で推移すると見込まれる。」という表現は、今

回「最近発表となった物価指標は多少強含んでいたが、長期的インフレ期待は十分抑制された状態にあるようだ」という形に変更になった。

足下では原油価格（WTI）が40ドル/バレルを突破し、これがインフレ圧力を高めるかどうか大変気になるところであるが、これは別として、需給の強弱からみた現状の物価上昇圧力がどの程度なのかをみておく必要がある。FFレート引き上げがほぼ確実となり、議論の焦点が今後トータルでどのくらいの利上げが行われるかに移っているからである。

### 94年の急速な利上げの背景

現在の局面は、前回景気サイクルにおける回復・拡大局面であった94年当時とよく比較される。FRBは94年2月から95年2月の1年間に、7回



資料：FRB

にわたり合計3% (3.00% 6.00%) の利上げを行った(図1)。経済企画庁(当時)の平成6年版「世界経済白書」によれば、この時の状況が以下のように記されていた。

「94年10月時点の設備稼働率、失業率についてみると、設備稼働率は今回の回復局面に入って一貫して上昇を続け、84%を超える水準に達しているほか、失業率も92年半ば以降低下を続け、6.0%程度まで下がっており、景気の過熱が懸念される状況となっている。70年以降の設備稼働率、失業率と消費者物価上昇率の関係をみると、設備稼働率が80%台半ばの水準を超えて上昇すると消費者物価上昇率は上昇し、逆に80%台半ばを割って低下すると消費者物価上昇率は低下している。また失業率が6%前後を割り込んだ期間は物価上昇率が上昇し、6%前後を超えた期間において低下するという関係がみ

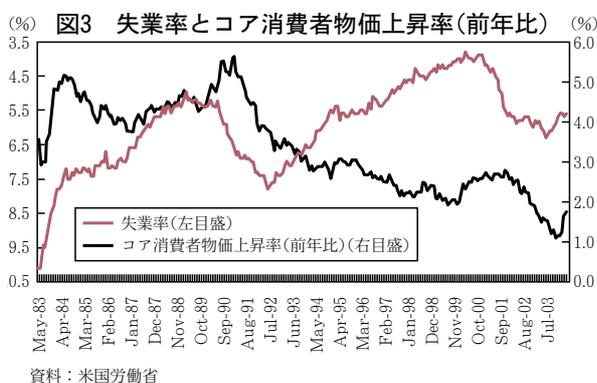
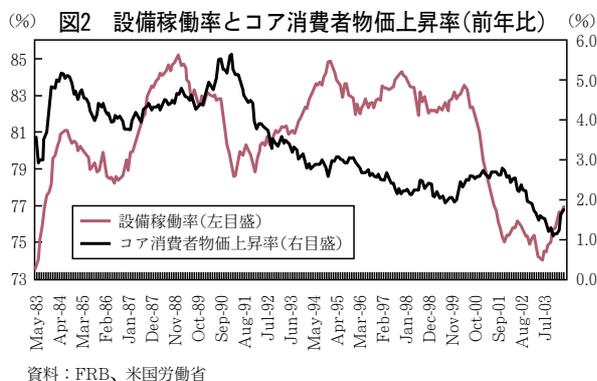
い失業率)の水準が6%程度であることが示唆される。したがって、94年半ば以降の設備稼働率、失業率の水準は、明らかに景気の過熱を示唆しているとはいえないものの、かなり警戒を要する水準に近づいているといえる。」

ここで示されているように、物価上昇圧力は需給との関係で説明される。生産物に関する需給を示す代表的な指標は設備稼働率、労働需給については失業率である。設備稼働率については、ITバブル時代における通信設備に関する過剰投資の影響が(2001年には稼働率が急速に低下)、また失業率については、2000年以降求職活動を諦める人の増加に伴う労働参加率の低下が統計数値を歪めている可能性がある。しかし両指標とも、物価上昇圧力を測るにあたって参考になるものである。

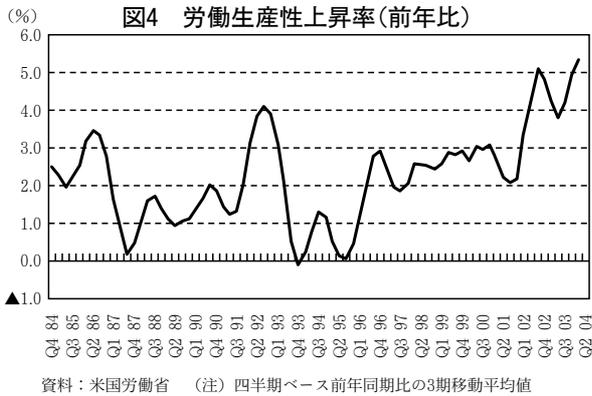
## 90年代後半の景気拡大と物価安定の両立

94年末の時点では、このようにインフレに対する懸念が高まっていたが、図2と図3をみると、その懸念は杞憂であったことがわかる。実際には94年から99年までの間、設備稼働率の上昇及び失業率の低下にもかかわらず、コア消費者物価上昇率はほぼ一貫して鈍化を続けた。

その理由について、平成12年版「世界経済白書」は、以下のとおり説明している。「アウトソーシングや情報化の進展の下で、雇用ニーズに対応した労働力の供給が可能になったことにより、労働のミスマッチが小さくなっている。労働市場の柔軟性の向上はNAIRUを低下させ、低失業率の中で低インフレを実現する要因と考えられる。」「企業の側では、国内市場において新規参入企業や海外からの輸入の増加による価格競争にさらされているため、コストの上昇を価格に転嫁しにくいことが、インフレを抑制する方向に働いている。」



られ、NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment、インフレを加速しな



これらの要因に加えて重要なのが、労働生産性の上昇である(図4)。労働生産性は「生産高/労働投入量」と定義され、賃金水準を不変と仮定すれば、労働生産性の上昇は物価下落要因となる。一単位の生産に投入される労働量が減少するからである。

労働生産性の上昇は、企業の情報化投資と深い関連があるとみられるが、特に90年代後半以降みられた景気拡大と物価安定の両立という米国経済の特徴を説明するためのキーワードである。FRBはFOMC声明文に「労働生産性の上昇が経済活動を支えている」という表現を毎回入

れており、また最近の幾つかのグリーンスパン議長証言でも、労働生産性の上昇が触れられている。

### 今後の利上げは慎重な歩みで

労働市場の柔軟性の向上、海外からの輸入の増加による価格競争、労働生産性の上昇という物価上昇を抑制する諸要因は今でも健在である。足下ではエネルギー・農産物・金属の価格上昇が著しいが、物価上昇圧力が全面的に高まっているわけではなく、品目毎または生産物加工段階毎の跛行性がみられる。また直近の設備稼働率や失業率は需給の軟化が一段落したことを示しているが、逼迫した状態からは程遠く、物価上昇圧力は必ずしも一方的に強いわけではない。

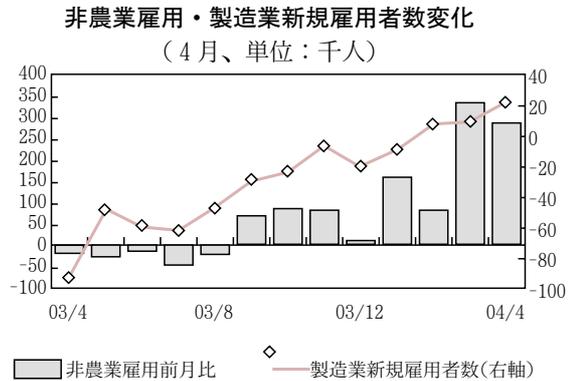
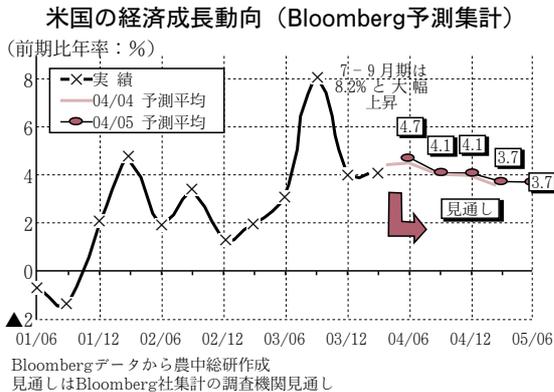
従って、今後のFRBの金融政策が緩和型から中立型に向かう過程でFFレート誘導水準が引き上げられるものの、それは94年に実施されたような急速な利上げではなく、景気・物価指標を睨みながらの慎重なものとなる。

(永井 敏彦)

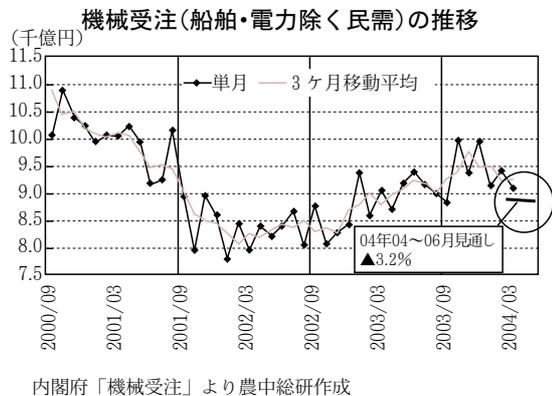
今月の情勢 ～経済・金融の動向～

最近の経済・金融情勢

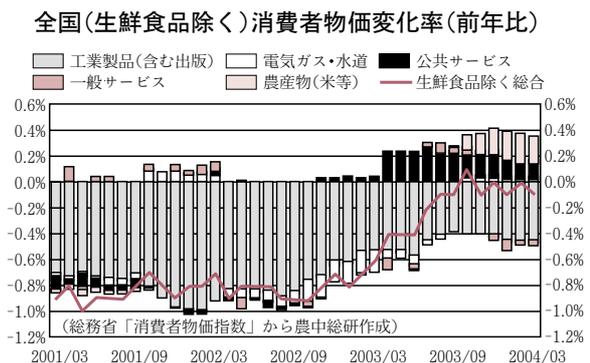
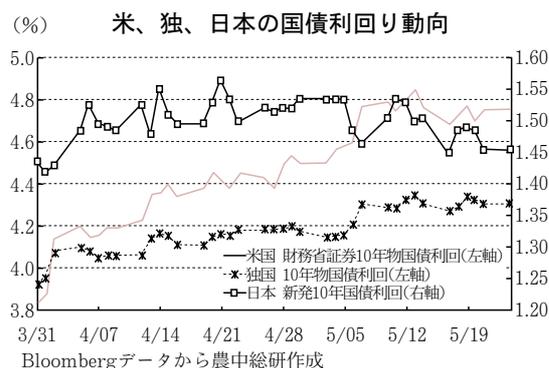
・米国では非農業部門雇用者数の増加基調が強まるとともに、物価の反転が明らかになり、早期の利上げ観測が浮上している。米財務省証券10年物利回りは、4.8%台まで上昇した。04年前半には減税効果が薄れるが、消費の自立的増加や情報関連機器を中心に設備投資が牽引すること等から、年後半やや鈍化するものの、4%程度の成長が続く予想となっている。



・わが国の04年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+1.4%と、8四半期連続のプラス成長。バブル期に次ぐ高い成長率だった前期の同+1.7%に続く高い伸びを示した。生産動向は、堅調に推移しており、電子部品・デバイス等ハイテク関連業種が輸出に牽引される形で増加する見通しである。消費者関連指標も回復傾向を示すものが増えており、雇用不安の後退から消費者マインドは上向いている。また企業業績の改善を背景に設備投資は増加している。しかし設備投資の先行指標となる機械受注は、1～3月期実績の5.6%に続き、4～6月期見通しも3.2%となっており、先行き一時的な減速が予想される。



・長期金利は、米国の利上げ観測などを背景に国債利回りが上昇、神経質な展開が続いている。国内企業物価は、世界的な景気拡大にともない商品市況や素材市況の上昇により前年比プラスとなった。一方、消費者物価は、商品市況の上昇を背景に、価格転嫁もある程度予想されるが、一時的・政策的な要因の剥落もあり下落が続くと予想される。



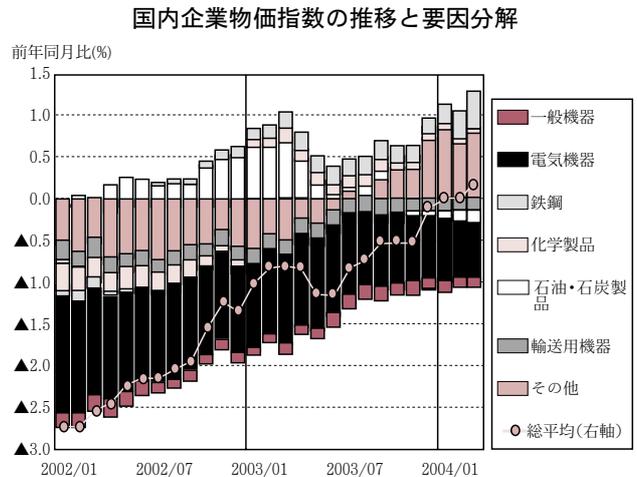
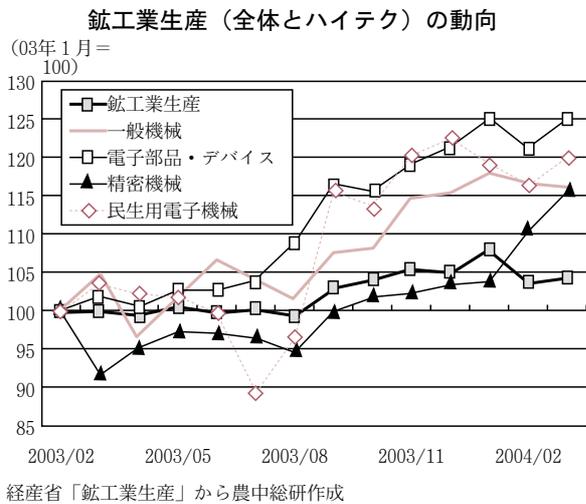
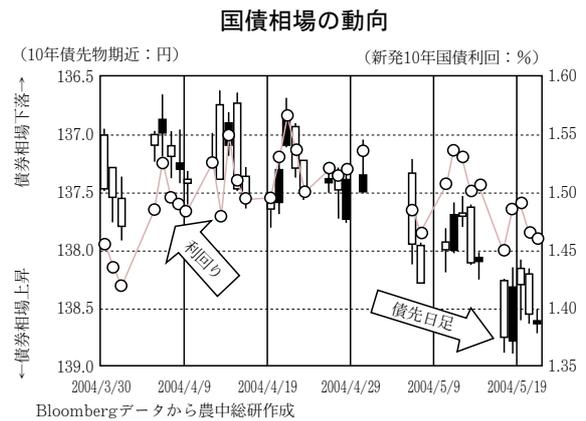
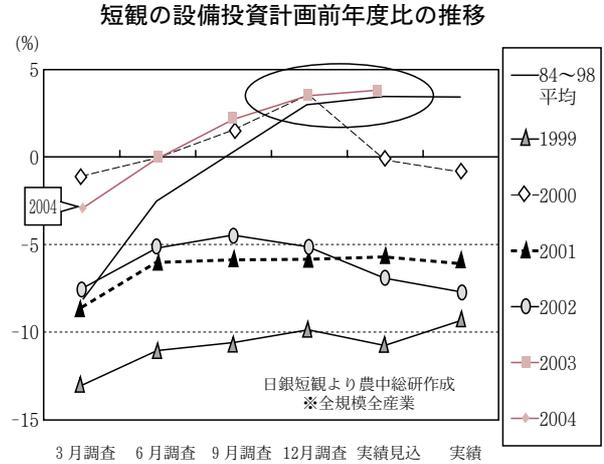
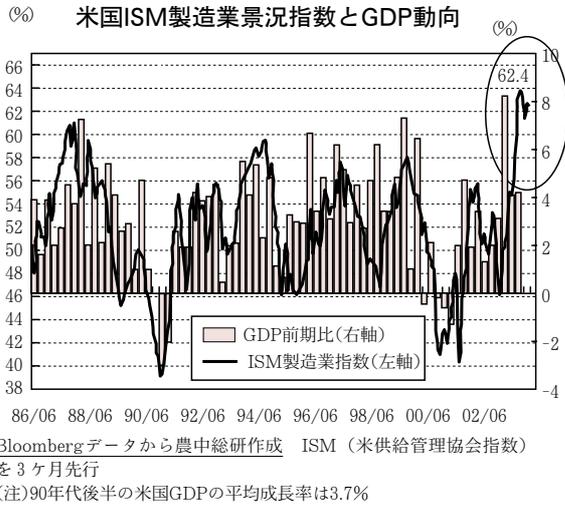
最近の主な出来事

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
4月24日(土)	・日米両政府、米国からの牛肉輸入の再開に向けた次官級協議を開催		・財務相・中央銀行総裁会議、原油高騰が成長を下押しする可能性を言及した共同声明を採択して閉幕
4月26日(月)	・郵政民営化準備室が発足		
4月27日(火)	・道路4公団民営化法案が衆院本会議で可決		
4月28日(水)	・日銀、金融政策決定会合で、当座預金残高目標を現行の30兆-35兆円に据え置き決定		・中国温首相、「過熱した中国経済を冷やすため、効果的かつ強力な措置が必要」と発言
5月1日(土)			・中・東欧やバルト三国など計10カ国が欧州連合(EU)に加盟、25カ国体制に
5月4日(火)	・北朝鮮の拉致問題をめぐる日朝政府間協議が再開		・米連邦公開市場委員会(FOMC)、政策金利の誘導目標を1%に維持することを決定
5月6日(木)	・自公民の3党、社会保障制度全般の見直しを行い、2007年3月までに結論を得ることで合意	・タイヤ脱落事故で前三菱ふそう会長ら7人逮捕	
5月7日(金)	・福田官房長官、国民年金保険料未納問題をめぐる対応の不利の責任を取って辞任を表明	・三井住友銀行、企業の売掛金や貸付債権など営業資産を担保にした新型融資を開始	
5月9日(日)		・住友化学工業、サウジアラビアに石油精製・石油化学プラントを建設することで基本合意	・ロシア南部チュチェン共和国、アフマト・カディオフ大統領暗殺
5月10日(月)	・民主党党代表、年金保険料未納で引責辞任		
5月11日(火)	・年金改革関連法案、衆院本会議で一部修正の上可決	・トヨタ自動車04年3月期決算、純利益が前期比55%増の1兆1620億円と、日本企業で初の1兆円超	・経済協力開発機構(OECD)、2004年の世界経済成長率を3.4%と上方修正
5月13日(木)		・信用金庫のあいだで、使い道を地域支援に限った新型の預金構想が浮上	・インド総選挙、野党連合が与党連合を破り、6年ぶりに政権交代
5月14日(金)			・韓国の盧武鉉(ノ・ムヒョン)大統領、弾劾追訴を認めない判決が下り罷免回避
5月17日(月)	・日銀、03年度決算で当期剰余金から法定準備金への積立比率を、02年度決算と同様に5%から15%に引き上げることを財務省に申請	・三井化学、出光グループと来年4月に合弁会社を設立、ポリオレフィン事業の統合で基本合意	・イラクのバクダッド、自爆攻撃により統治評議会議長らが死亡 ・イラク駐留米軍、砲弾から微量サリンを発見
5月18日(火)	・民主党、新代表に岡田氏が決定	・東京電力、電気料金を10月から引き下げる方針	・ブッシュ米大統領、米連邦準備制度理事会(FRB)のグリーンズパン議長の再任を決定
5月20日(木)	・日銀、金融政策決定会合で、当座預金残高目標を現行の30兆-35兆円に据え置き決定		
5月21日(金)	・刑事裁判審理への国民参加を義務付ける裁判員法案が参院本会議で可決、成立	・三菱自動車工業、再建計画を発表	
5月22日(土)	・小泉首相、北朝鮮を再訪問し、金正日総書記と会談。拉致被害者の家族5人とともに帰国		・石油輸出国機構(OPEC)非公式会合、生産枠の拡大を先送り
5月23日(日)			・サミット財務相会合、原油価格の高騰に懸念を示し、産油国に増産を求める声明を採択して閉幕

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
2003年	5月	→ おおむね横ばいとなっているが、引き続き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
	9月	↗ 景気は、持ち直しに向けた動きがみられる	↗ 横ばい圏内の動きを続けている。輸出環境などに改善の兆しがみられる
	10月	→ 景気は、持ち直しに向けた動きがみられる	↗ 緩やかな景気回復への基盤が整いつつある
	11月	↗ 景気は持ち直している	↗ 緩やかに回復しつつある
	12月	→ 景気は持ち直している	↗ 緩やかに回復している
2004年	1月	↗ 設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している	→ 緩やかに回復している
	2月	→ 設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している	→ 緩やかに回復している
	3月	→ 設備投資と輸出に支えられ、着実な回復を続けている	→ 緩やかに回復している
	4月	→ 企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている	↗ 緩やかな回復を続けており、国内需要も底堅さを増している
	5月	→ 企業部門の改善に広がりが見られ、着実な回復を続けている	→ 緩やかな回復を続けており、国内需要も底堅さを増している

内外の経済金融データ



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	
04年度 (H16)	4～9月	7月参議院通常選挙	9月 「銀行株式保有制限法」 で銀行は保有株式を基本的自己 資本以内へ	6月 イラクで主権移譲 米国でG8サミット 8月 アテネ夏季五輪
	10～3月	1月通常国会	10月 年金保険料引き上げ（予定） 千円、五千円、一万円の各紙幣 改刷 1月 自動車リサイクル法施行 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	10月 G7財務相・中央銀行総裁 会議、IMF・世銀総会 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
05年度 (H17)			4月：ペイオフ解禁（除く決済 性預貯金） 固定資産の減損会計完全実施 3～9月：愛知万博 デフレ脱却時期目標：05年度以 降	PS等次世代ゲーム機相次いで投 入との観測 Windows XP後継バージョンを 市場投入 英国でG8サミット EU上場企業によるIASBの国際 財務報告基準（IFRS）
06年度 (H18)		9月 自民党総裁任期切れ	新BIS規制開始	ロシアでG8サミット 2月 イタリア・トリノ冬季五輪 ドイツでFIFAワールドカップ

(国内経済金融班：木村)

# 2004, 2005年度経済見通し

---

## (2004年5月)

～05年度に成長減速リスクあるが、デフレ環境後退し消費者物価の下落は止まる～

## (株) 農林中金総合研究所

問い合わせ先：調査第二部 国内経済金融班

電話 03-3243-7357

当社HP <http://www.nochuri.co.jp>

# 2004, 2005年度経済見通し (2004年 5 月)

## 総論

### ~05年度に成長減速リスクあるが、 デフレ環境後退し消費者物価の下落は止まる~

#### 04年度の状況：実質GDP +2.8%成長を予測

中東地域の不安定化やテロ不安などの地政学的リスクが残るとともに、原油高継続による所得の海外流出効果、および米国や中国などでの超金融緩和と政策からの修正に伴うマイナス効果はあるものの、世界経済は成長を持続。米国は年後半に減税効果の剥落や金利上昇などもあり、3%台半ばにやや成長率が鈍化するが、通年で+4.3%の成長率を見込む。

この世界経済の拡大を背景に、民間企業の設備投資増加が引き続き成長を牽引。年度後半も伸びを持続すると見ている。また、賃金回復は業種や地域間でマダラであるものの、雇用者数の増加、耐久財購入意欲の高まりに加え、デフレターの下落が実質ベースで民間最終消費を押し上げる。

また輸出増加が輸入増加を上回る状態が継続し、外需のプラス寄与が続く。

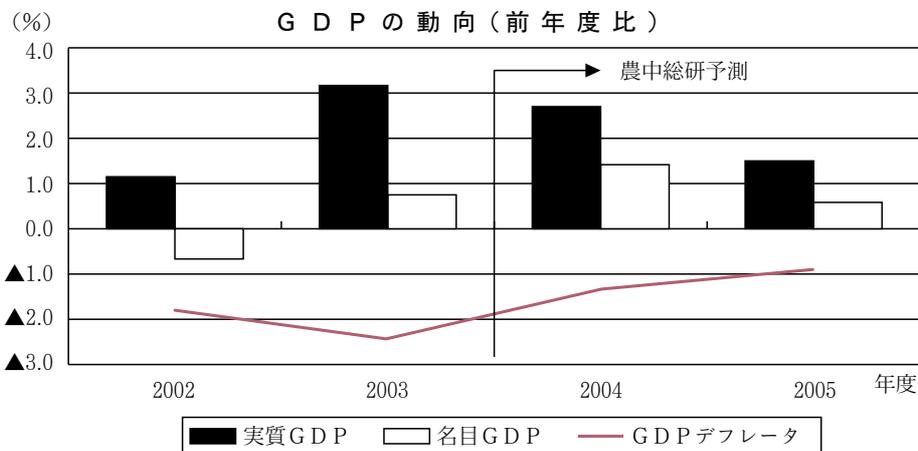
なお、公的固定資本形成は名目、実質ともに減少が継続し、特に地方圏では景気浮揚の足を引っ張る可能性がある。

03年度下半期（03年10月～04年3月）の実質GDPが前半期比：+2.8%（前年同期比：+4.1%）と成長率が加速し、04年度成長率予測に当たってスタート台（ゲタ<sup>注</sup>）が高まっている。注 04年1～3月期実質GDP一次速報時点のゲタは2.0%。P.22参照

以上から、実質GDP成長率予測を上方修正し、+2.8%と予測。民需寄与度が+2.4%（うち民間企業設備投資の寄与度は+1.1%）、外需寄与度が+0.4%と試算。なお、下半期には上半期に比べオリンピックなどのイベント効果の剥落などから成長率が減速すると予測。前年同期比のGDP成長率は、04年度上半期の+3.7%に対し、下半期は+1.8%へ低下を予測。

デフレターは前年比：-1.3%にマイナス幅縮小を予測。デフレは続いているが、実質GDPの増大から、名目GDPは+1.4%と03年度に続きプラス成長となる。

消費者物価（除く生鮮食品）は、需給ギャップの縮小や市況高の価格転嫁はあるが、家電等耐久財やトイレットリー・医薬品、個人サービスを中心とする価格下降、コメなど一時的要因の剥落から下落すると予測（年度通期で-0.2%）しており、現行のゼロ金利政策が継続されよう。



**05年度見通し：実質GDP + 1.6%成長を予測**

05年度も、地政学リスクの低下や米国の緩和金融政策修正のソフトランディングが実現され、国際的に金融・資本市場の安定や投資家心理が損なわれない限り、企業の技術革新や競争力強化のための投資を支えに、世界経済の成長が続くと予想。ただし、米国の成長率は鈍化し、05年成長率を+2.9%と見込む

この世界経済の緩やかな拡大を背景に、民間企業設備投資の増加が続くとともに、雇用改善の持続から家計消費も堅調を保つだろう。

また、輸出増加の伸びは+2.6%に低下するが、外需のプラス寄与が続く。

これらより、05年度の実質GDPは+1.6%の成長を予測。民需寄与度が+1.3%、外需寄与度が+0.1%と試算される。また、GDPデフレーターはマイナス(0.9%)は継続するが、名目GDPは+0.7%と3年連続のプラス成長。

なお、05年度も国、地方の公共事業予算の削減(04年度比：3%程度)が続くと見ているとともに、デフレーター下落による押し上げ効果が消失することから、実質ベースでの公的固定資本形成は名目の予算ベース程度のマイナスを予測。政府最終消費支出は拡大するが、全体の公的需要の伸びは+0.9%にとどまり、対GDP比率は1992年度以来の21%台に低下する。

また、需給ギャップが解消に向かうこと、国際商品市況の反落は限定的であり、為替相場での円的大幅上昇も前提としていないことから、消費者物価(除く生鮮食品)は家電等の耐久財などを除き下落品目が減少する一方、安定化もしくは上昇品目が増加して、年度通期では0%となり、下落が止まると予想。年度後半には小幅ながらプラス推移も見込まれる。

よって、現行の日銀の量的緩和・ゼロ金利政策の前提をなす、「消費者物価のゼロ%」状態に抵触する可能性も大きくなってこよう。その場合、インフレ参照値の導入などにより、リフレーション(緩やかな物価上昇)のもとでもゼロ金利政策の継続をおこなうべきか、論議が高まってくるものが予想される。

(当見通し、実績は内閣府「04年01～03月期四半期別GDP1次速報」に基づくものです)

**問い合わせ先：農林中金総合研究所調査第2部 03 - 3243 - 7357**

2004・2005年度 国内経済見通し総括表

	単位	03年度			04年度			05年度 通期
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	0.7	0.0	1.5	14	2.1	0.8	0.7
実質GDP	%	3.2	1.3	2.8	2.8	0.9	1.0	1.6
			2.1	4.1		3.7	1.8	
国内民間需要	%	3.9	1.8	3.1	3.2	1.0	1.2	1.7
			2.7	5.0		4.2	2.3	
民間最終消費支出	%	1.6	0.6	1.9	2.3	1.1	0.6	1.4
			0.5	2.5		3.0	1.7	
民間住宅	%	0.3	0.7	1.0	0.5	0.7	▲1.2	▲0.8
			▲1.0	1.7		1.6	▲0.6	
民間企業設備	%	12.4	5.9	8.2	6.2	0.3	4.1	3.2
			9.8	14.6		8.5	4.4	
民間在庫増加	10億円	578.5	859.2	297.8	637.5	825.0	450.0	475.0
国内公的需要	%	▲2.7	▲1.8	▲1.0	▲0.2	▲0.1	0.6	0.9
			▲2.4	▲2.8		▲1.1	0.5	
政府最終消費支出	%	0.8	0.3	0.7	1.4	0.6	1.0	1.8
			0.8	0.9		1.3	1.6	
公的固定資本形成	%	▲12.3	▲7.7	▲5.8	▲5.4	▲2.6	▲0.8	▲2.5
			▲11.0	▲13.1		▲8.2	▲3.4	
財貨・サービスの純輸出	10億円	18,876.0	17,082.7	20,669.4	21,105.0	21,315.2	20,894.8	21,908.0
輸出	%	10.9	3.9	8.9	7.2	2.7	0.3	2.6
			8.4	13.2		11.9	2.9	
輸入	%	4.5	0.6	4.7	5.5	2.5	1.2	2.1
			3.5	5.4		7.4	3.7	
内需寄与度（前期比）	%	2.2	0.9	2.1	2.4	0.7	1.1	1.5
民間需要（ ” ）	%	2.8	1.3	2.3	2.4	0.8	0.9	1.3
公的需要（ ” ）	%	▲0.6	▲0.4	▲0.2	▲0.0	▲0.0	0.1	0.2
外需寄与度（前期比）	%	0.8	0.4	0.7	0.4	0.1	▲0.1	0.1
デフレーター（前年比）	%	▲2.4	▲2.0	▲2.6	▲1.3	▲1.6	▲1.1	▲0.9
国内企業物価（ ” ）	%	▲0.5	▲0.9	▲0.2	0.4	0.7	0.2	0.3
総合消費者物価（ ” ）	%	▲0.2	▲0.3	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.0
完全失業率	%	5.1	5.3	5.1	4.8	4.8	4.7	4.7
経常収支	兆円	17.3	8.2	9.2	17.9	9.2	8.7	18.1
貿易収支	兆円	13.3	6.0	7.2	15.0	7.6	7.4	15.1

(注)1.単位%のものは前年(期)比、名目GDPと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	2003年度			2004年度			2005年度 通期
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
為替レート	ドル/円	113.0	118.0	108.1	110.0	111.3	108.8	106.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	29.5	28.5	30.5	34.3	36.0	32.5	32.5

## 1. 財政金融政策の前提

### 財政

・04年度一般会計の公共投資関係費は前年度比 3.3%、地方財政計画の投資的経費も同 8.4%と抑制姿勢は継続されており、名目公的固定資本形成は前年度比 6%と9年連続の減少が見込まれる。05年度も小泉政権継続を前提とすれば、このような緊縮財政路線は継続される見込みであり、公共事業費は削減が続く見込み。

・一方、政府最終消費支出は、医療給付の緩やかな伸びに加え、治安対策やイラク支援などもあり、04～05年度は前年度比+1%台（名目ベース）と想定している。

・年金問題が注目を集めているが、年金改正法案は参院で可決・成立する見込みである。これにより、04年10月からは厚生年金の保険料率（年収の13.5%、労使折半）が毎年度0.354%上昇（2017年度まで）することとなり、家計可処分所得や消費支出に対する抑制要因となる。

### 金融政策

・現行の量的緩和（ゼロ金利）政策は2004年度も継続されると想定した。

### 不良債権処理等

・04年度末時点での不良債権問題の解決、05年度からのペイオフ全面解禁を前に、金融庁は過小資本となった銀行に対する業務改善命令等を通じて銀行経営改善へのコミットメント強化を続けており、金融システム不安が高まる状況は想定しにくい。この結果、「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主要行では達成できると想定。一方、地域金融機関では不良債権処理の遅れも散見される。

## 2. 欧米経済見通しとIT関連需要の基本的考え方

### 世界経済の見通し

・米国経済は減税効果が徐々に剥落するが、雇用や設備投資の回復を背景に堅調に推移することが見込まれる。また、ユーロ高の影響で景気回復が遅れているEU経済も04年にかけて緩やかながらも成長を続けると予想。過剰投資による景気過熱やインフレ加速が懸念される中国経済は、金融引締めが本格化する見通しであり、成長率は若干鈍化すると想定。

### 原油価格の見通し

・原油高が、米国など世界経済への悪影響が懸念され始めているが、これによる収入減は産油国の本意ではないだろう。そのため、OPECは最終的には増産に踏み切る公算が強いが、イラク情勢など中東地域の混乱が収束に向かう可能性は低く、価格は高止まるだろう。04～05年度の日本の原油入着価格は1バレルあたり、それぞれ34.3ドル、32.5ドル程度と予想。

### IT関連需要

・ガートナーの調査によれば、03年の世界半導体売上高は、携帯電話などの無線機器、デジタルカメラなどのデジタル民生機器の分野が、NAND型フラッシュメモリやイメージセンサー市場の伸びを牽引したため、前年比14%増加した。2004年もPCや通信機器需要の拡大が見込まれており、前年比+20～30%の高い成長が期待できると予測している。

・国内はもちろん、世界的にもデジタル家電に対する強い需要が続いている。04年夏場にはアテネ五輪が開催されることもあり、この分野の需要拡大は持続する可能性が高い。これらは日本企業の持つ高い技術力に依存した製品群であり、国内ハイテク企業の設備投資を活性化させる可能性が高い。

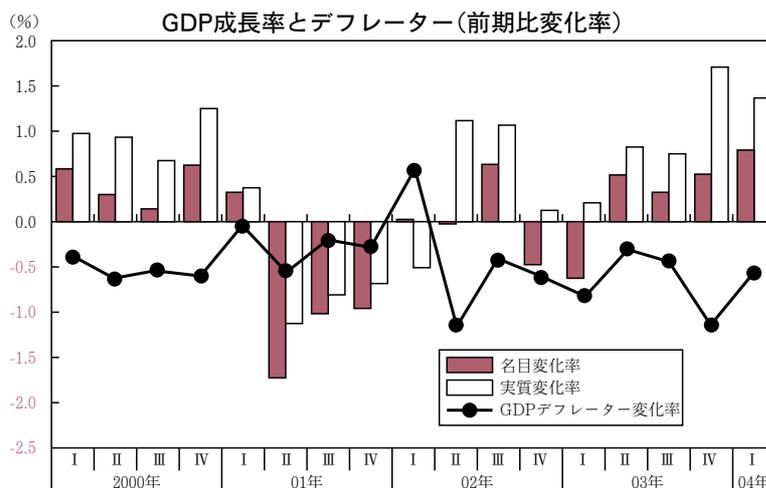
**(参考1.) デフレ下の実質値と名目値の乖離**

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

・2002年1~3月期以降、景気回復局面が続いているが、この間GDPデフレーターは平均 0.7% (前期比) の下落率となっており、厳しいデフレ状況であることに変わりはない。特に民間設備投資デフレーターは前期比 1.1% (年率では 4.3%) と大幅なマイナスとなっている。

・一方、名目GDPは民間設備投資の増加に支えられ、3四半期連続の前期比プラスとなった。上述のとおり、デフレ状況は続いているが、実質GDPの大幅増がGDPデフレーターの下落を相殺している構図となっている。なお、GDP統計作成の際には、価格下落分がすべて数量の増加 (= 実質値の増加) にカウントされるという特徴がある。

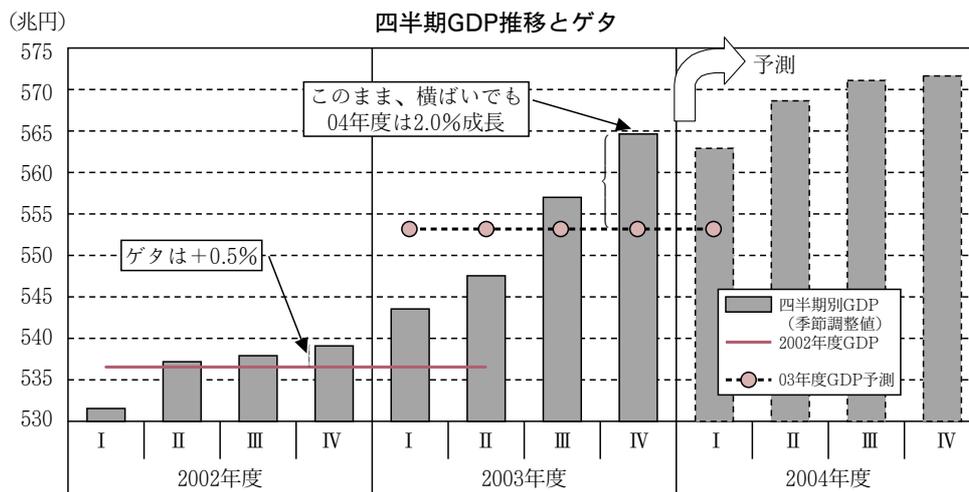
パーシェ方式 (比較時点ウェイト付け) で作成されるデフレーターには下方バイアスが存在するとの議論もあり、実質GDPの過大評価も指摘されている。



(資料) 内閣府

**(参考2.) GDP予測におけるゲタ :**

・04年度のゲタ (04年1~3月期のGDPと03年度のGDPとの差) は2.0%となった。つまり、仮に04年度を通じてゼロ成長が続いたとしても04年度の実質成長率は2.0%となる。なお、03年度のゲタは0.5%に下方修正されたが、03年度が3.2%成長だったことを考えると、年度内に成長率がかなり加速したことを示唆している。



(資料) 内閣府資料をもとに農中総研が作成

金利・株価

# 成長持続のもとでは長期金利の上昇リスクに注意

## ～ 株価は好ファンダメンタルズ評価で反発予想 ～

足元の株価下落は、米国の超緩和政策からの転換+ドル安進行シナリオの後退の観測を受けた投資資金の逆流(本国還り)とデイ・トレーダーなど強気に信用買い残を積み上げていた投資家の見切り売りによる需給面の影響が大きい。

したがって、04年度下半期も成長が持続するシナリオへの信頼性が強まり、前年比二桁台の経常増益など好ファンダメンタルズが織り込まれていくなかで、株価の反発を予想する。なお、世界的なインフレ予想 金利上昇は限定的であり、「逆金融相場」突入による株式相場の不調には至らないと考える。一方、中期的な成長シナリオの欠如に加え金利上昇懸念も残り、上値は限られたものとなる。

商品市況高の転嫁はあるものの、政策的・一時的な物価押し上げ要因の剥落、家電等耐久財やトイレタリー・薬、個人サービスなどの下落から、消費者物価はマイナスが続くと見込んでいる。04年度中はゼロ金利政策の解除に向けた動き=量的緩和の調整は困難と思われる。04年後半も成長持続の想定のもとでは長期金利の跳ね上がりには注意が必要だが、大きくレンジを上放れる可能性は小さいだろう。反面で、デフレ環境後退のもとで先行きの景気ピークアウト 金利低下への期待も慎重にみるべきだろう。

為替相場については、米国の金利上昇のもとで、ドル下落リスクは小さくなっているが、米次期政権がどのような通貨政策を選択するかによって、05年以降の為替相場は予断を許さないことに注意したい。

(渡部 喜智)

金利・為替・株価の予想水準 (単位:円、%、円/ドル)

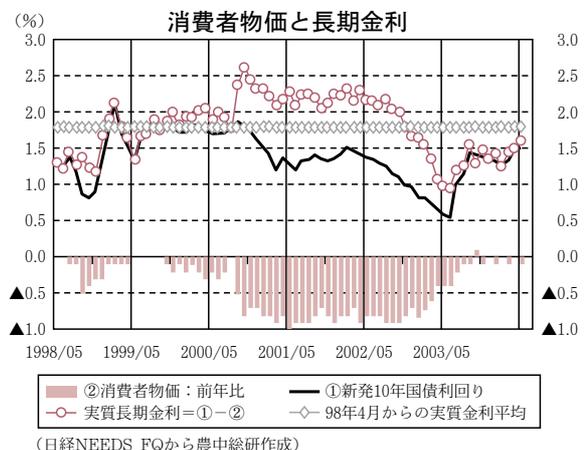
項目	年度/月	2004年度				2005年度
		6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)
無担コール 翌日物		0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.005
TIBORユーロ円(3ヶ月)		0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.50±0.15	1.60±0.20	1.55±0.15	1.55±0.20	1.60±0.20
為替相場	円/ドル	110.0~115.0	107.5~112.5	107.5~112.5	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ円	130~135	130~135	135.0~140.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価		11,500±500	11,750±750	11,700±500	11,750±500	12,000±1,000

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)

四季報データからによる日経平均銘柄の業績予想 (前年比%)

項目	年度	03年度	04年度
		(予想)	(予想)
増収率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄	2.2	2.2
	うち製造業	2.8	3.6
経常増益率 前年度比	銀行除く日経 平均構成銘柄	27.4	10.2
	うち製造業	25.8	10.5

(東洋経済「四季報」データから農中総研作成) 04.05.19現在  
連続性にかける銘柄は農中総研で独自調整



所得・雇用環境

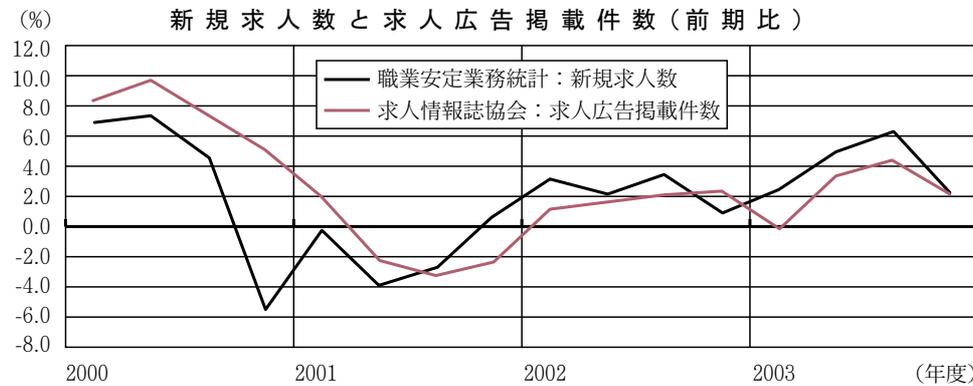
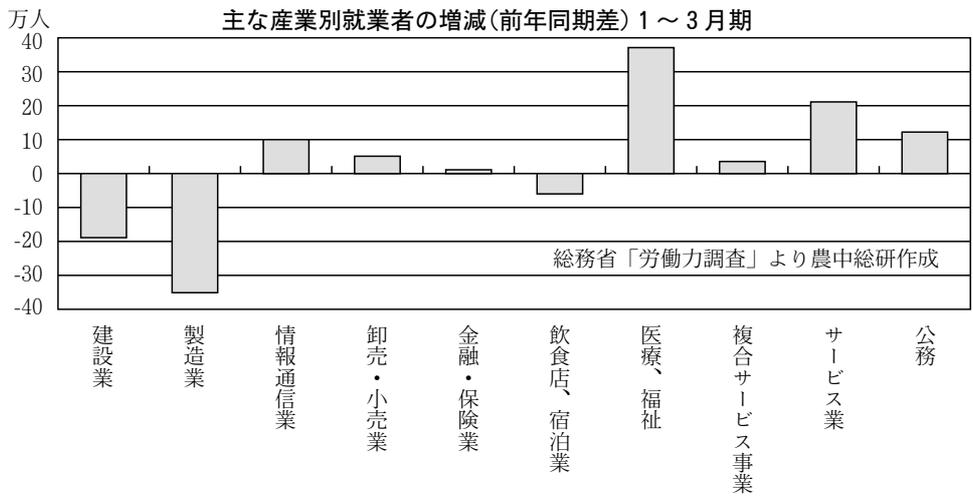
# 雇用の裾野は広がり出した

## ～ 企業の人件費抑制姿勢は継続 ～

04年1～3月期の完全失業者率は4.9%と、11四半期ぶりに5%を下回った。また、有効求人倍率は0.77倍と8四半期連続して改善を続けている。医療・福祉に加えてサービス業や情報通信業など雇用を吸収する産業に広がりが出てきた。短観（3月）によると、情報・通信、サービス業、小売・卸売、飲食店で雇用不足感が増しており、これらの産業で雇用が拡大することが期待される。

雇用の先行指標である新規求人数が増加しており、雇用者数は増加すると思われる。04年度も景気が改善を続け、雇用者が緩やかに増加し、完全失業者率は4.8%まで低下すると予想する。しかし、企業の人件費抑制姿勢は強く、正社員の採用は進展していない。新規雇用もパートタイマーを中心におこっており、パートタイマーが全労働者に占める比率は約25%まで上昇している。

公務員を含め特別給与の減少のため、現金給与総額では前年比を下回っているが、正社員・パートタイマーの基本給等所定内給与はともに、03年度に入ってから前年比で下げ止まってきた。04年の夏季賞与は、製造業は業績が改善していることから前年を上回り、非製造業については、横ばい程度にとどまると思われる。 (田口 さつき)



厚生労働省「一般職業紹介状況」、全国求人情報協会「求人広告掲載件数集計」

## 民間最終消費支出

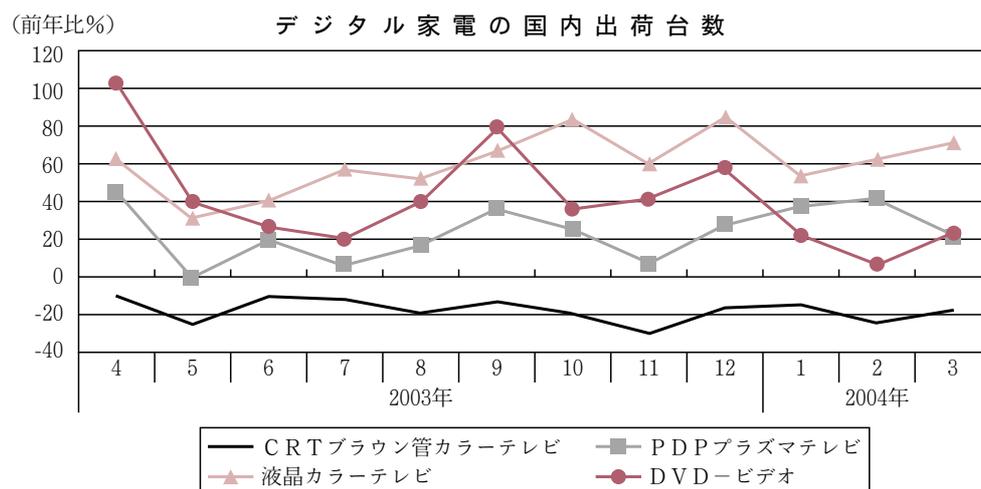
## 04年度も2%強の増加が継続

～ ただし負担感が増せば消費意欲の減退も ～

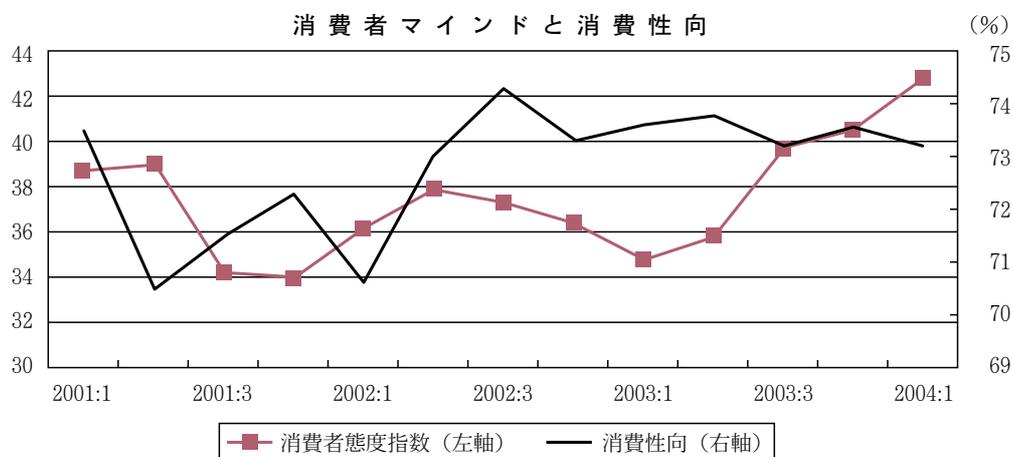
04年1～3月期の民間最終消費支出は前期比+1.0%増と、前期並みの伸び率（同+1.1%）を示し、実質GDP成長率を0.5%押し上げた。薄型テレビやDVDレコーダーなどのデジタル家電が引き続き好調な売れ行きを示したことが、高い伸びにつながったとみられる。アテネ五輪を前にデジタル家電はさらに需要が強まると見込まれる。

足下では給与など雇用者報酬の前年比マイナス基調が続いているが、雇用不安の後退から消費者マインドは上向いている。また企業業績の改善を受け、大企業を中心に今夏の賞与は増加が見込まれるため、アテネ五輪が開催される夏場までは消費の堅調さが続くと思われる。その後も雇用・賃金環境の改善が進めば、消費は増加基調が継続するだろう。

一方、年金改革法案の成立が予想され、年金保険料引き上げとなれば家計の負担増となる。さらに05年度以降には住民税分の配偶者特別控除の廃止なども控えており、消費意欲を減退させることが懸念される。04年度は前年度比+2.3%、05年度は伸びが鈍化し同+1.4%と予想する。（木村 俊文）



出所：(社)電子情報技術産業協会 電子機器予測・統計専門委員会



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

民間企業設備

# 引き続き堅調に推移

～ 一時減速するも好業績を背景に増加基調が継続 ～

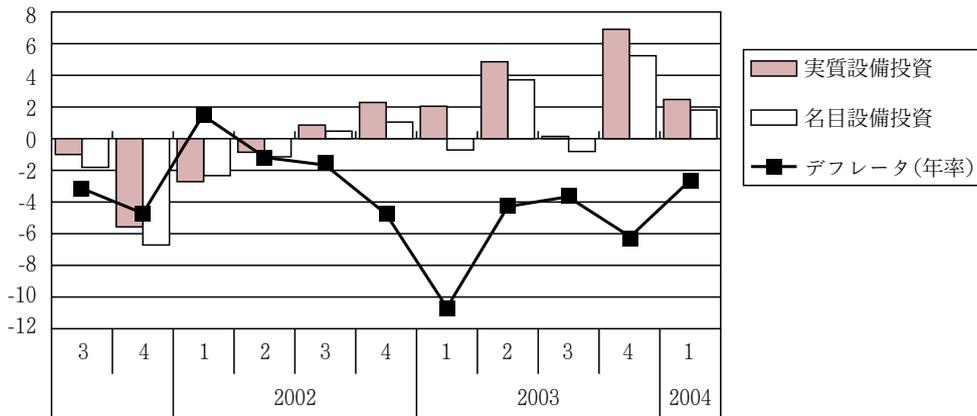
04年1～3月期の実質設備投資は前期比：+2.4%と、03年10～12月期の高い伸び（同：+6.9%）を下回ったものの、7四半期連続の前期比プラス。ただし、設備投資デフレーターが依然としてマイナス（1～3月期：前期比年率換算 2.6%）となっているため、実質値を押し上げていることには留意する必要がある。

設備投資の先行指標である機械受注（民需、除く船舶・電力）は、04年1～3月期に前期比 5.6%と減少。また、先行き4～6月期も同 3.2%と、2四半期連続で前期比マイナスの見通しとなっている。このため、建設投資は堅調であるものの、機械設備投資は先行き一時的な減速が予想される。

04年度はアテネ五輪を前にデジタル家電の需要が増すと見込まれることなどから、世界の半導体出荷が2ケタ増加する見通しである。利上げの動きが広まっている海外経済に加え、原油価格の上昇、イラク情勢の緊張の高まりなど不安要因はあるものの、企業の好業績や輸出の増加などを背景に民間企業設備は引き続き堅調に推移し、04年度は前年度比+6.2%増加すると予想する。

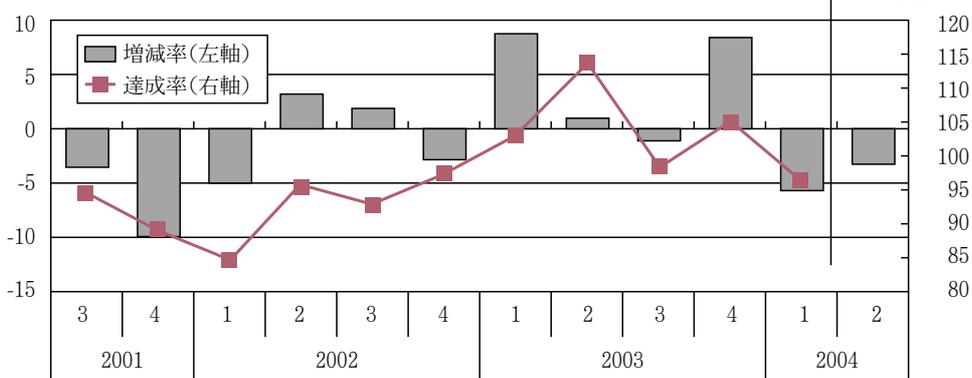
（木村 俊文）

名目と実質の設備投資前期比（%）



内閣府「国民経済計算」より農中総研作成

機械受注(船舶・電力を除く)前期比と見通し達成率(%)



資料 内閣府「機械受注」

## 公的固定資本形成(公共投資)

# 公共投資の削除姿勢継続

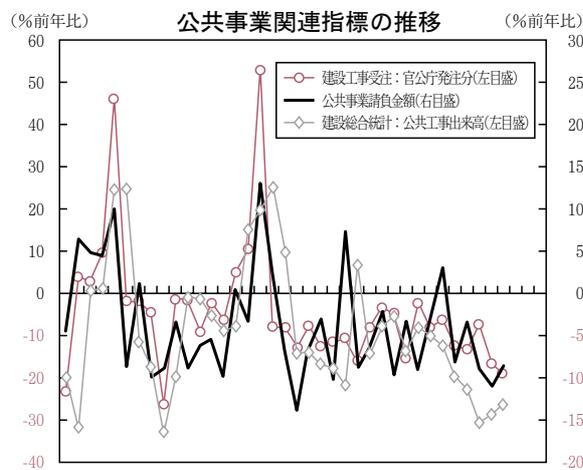
～ 04年度は名目ベースで 6%の減少を見込む ～

04年1～3月期の公的固定資本形成(公共投資)は、名目ベースで前期比 3.1%、実質ベースでは同 3.4%と、いずれも8四半期連続のマイナス。小泉政権の構造改革路線に伴って、国の公共投資関連予算が削減されていることに加え、地方公共団体の財政逼迫が続き、投資的経費圧縮を余儀なくされている他、特殊法人改革に伴って公社・公団の固定投資が大きく削減されているためである。政府最終消費支出、公的在庫品増加を加えた公的需要全体では、02年度下期以降は一貫して経済成長に対する寄与度がマイナスとなっている。

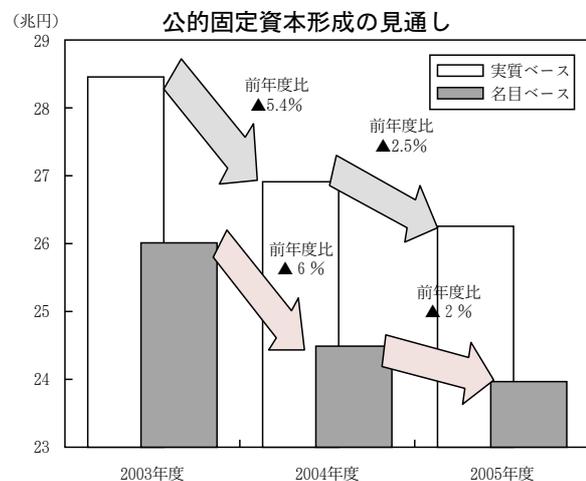
1～3月期の建設工事受注の官公庁発注分が前期比+6.1%と3期ぶりにプラスとなったが、公共工事請負金額は同 4.7%(当社による季節調整後)と2期連続のマイナスであり、発注・受注ベースの公共事業に明確な増加の兆しが見えない。

04年度一般会計予算政府案での公共投資関係費(公共事業関係費+その他施設費)は前年度比 3.3%であり、地方財政計画での地方単独事業も引き続き削減される方向にある(投資的経費は前年度比 8.4%で更に圧縮テンポが加速)。03年度からのマイナスのゲタも考慮し、04年度の名目公共投資は前年度比 6%(実質ベースでは同 5.4%)とした。また、05年度についても、小泉内閣が政権を引き続き担当するとの前提から、これまでの財政スタンスに大きな変更はないと見ており、名目公共投資は前年度比 2%(実質ベースでは同 2.5%)と想定。

(南 武志)



(資料) 国土交通省、保証事業会社協会



(資料) 内閣府・総務省統計などを用いて農中総研作成

外 需

# 懸念材料はあるも、輸出の成長は持続

## ～ 海外旅行の拡大で財・サービスの輸入増 ～

GDPにおいて、04年1～3月期の財貨・サービスの輸出は前四半期比+3.9%の増加。「貿易統計」の数量ベースでは、輸出は直近の2四半期連続して前四半期比+5.0%近く伸びた。地域別には、アジア、EUは3四半期連続、米国は2四半期連続の増加となった。財貨・サービスの輸入は前四半期比+1.9%と3期連続で前期を上回った。一方、「貿易統計」の輸入数量ベースは前期比+3.4%となり、5期連続して前期を上回った。米国向け輸出は、価額・数量ともに縮小している一方、アジア、ヨーロッパ向けの輸出が増加した。特に、中国への輸出が大幅に増加し存在感を強めている。日本企業の生産拠点向け部材等が増加するとともに中国市場向け製品輸出も増えてきた。04年の米国経済は、前年比+4.2%の成長を見込む。中国では景気過熱抑制策は行われるものの、政府見通し+7%以上の成長を遂げると見られる。EUも緩やかな回復をされると思われる。これらから、04年度の輸出は、前年比+7.2%の拡大が見込まれる。また、海外でのデジタル家電市場の拡大は、基本的には輸出のプラス要因であるが、競争が激化しており、単価の下落など収益性の低下も進行すると予想される。輸入は、内需の拡大により海外の生産拠点からの製品の輸入が見込まれる。それに加え、海外渡航者数は、04年3月に13ヶ月ぶりに前年を上回っており、地政学リスクが高まらないようであれば、今後も増加すると思われる。これらから04年度の輸入は前年比+5.5%を見込む。  
(田口 さつき)

地域別輸出品構成比(2003年)

(%)

米国 (24.6)		EU (15.3)		アジア(中国を除く) (34.2)		中国 (12.1)	
輸送用機器	39.1	輸送用機器	27.3	電気機器	30.6	電気機器	28.3
一般機械	21.3	電気機器	24.0	一般機械	19.9	一般機械	22.3
電気機器	17.4	一般機械	22.9	その他	11.5	化学製品	11.6
その他	10.0	その他	10.3	化学製品	10.9	その他	10.0
化学製品	4.9	化学製品	7.7	金属及び同製品	9.9	金属及び同製品	9.2

(資料)財務省「貿易統計」 ○内は日本の輸出額に占める対象国の割合

地域別輸出品前年比(2003年)

(%)

米国 -9.8		EU 9.1		アジア(中国を除く) 7.0		中国 33.2	
輸送用機器	-11.4	輸送用機器	27.3	電気機器	6.1	電気機器	40.6
一般機械	-10.7	電気機器	11.2	一般機械	9.6	一般機械	41.9
電気機器	-8.8	一般機械	-2.0	その他	7.3	化学製品	23.5
その他	-10.3	その他	-1.4	化学製品	7.3	その他	30.4
化学製品	3.6	化学製品	6.5	金属及び同製品	5.8	金属及び同製品	16.0

(資料)財務省「貿易統計」から農中総研作成

## 民間住宅投資

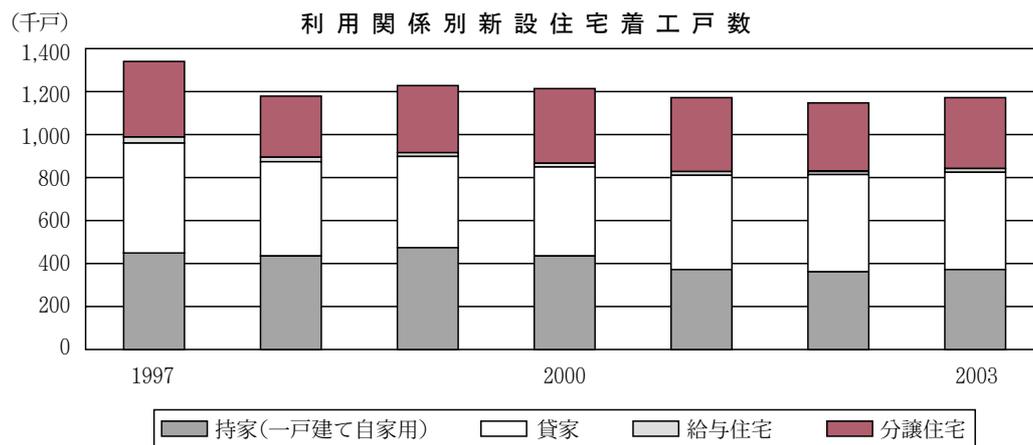
## 住宅投資は03年度並みに

～ 所得の先行き不透明感が重しに ～

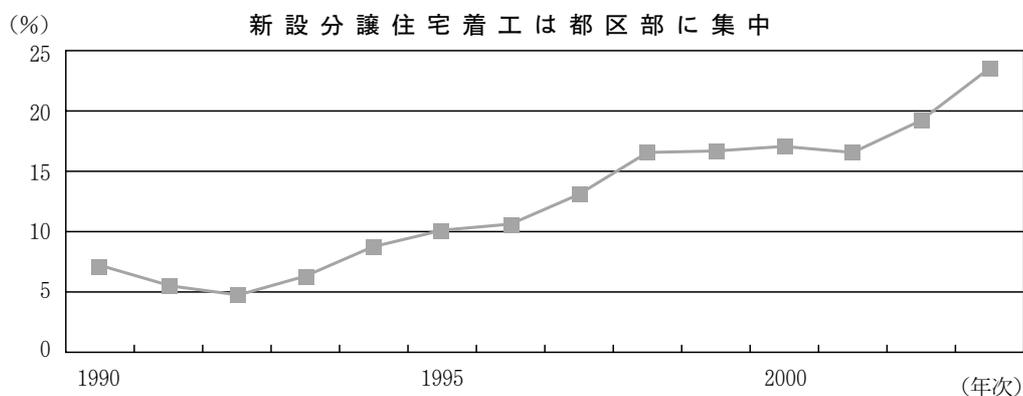
03年度の実質民間住宅投資は、前年度比+0.3%増。住宅着工戸数も前年度比+2.5%増と4年ぶりに前年を上回り、117.4万戸となった。中でも分譲住宅はマンションの増加に加え、値ごろ感のある一戸建分譲住宅の大幅増により同+5.6%増となった。持家（一戸建て自家用）着工戸数も前年度比+2.1%となった。

住宅ローン減税の延長や贈与税の住宅取得資金特例の認知が進み、若年世帯を中心に住宅取得意欲が高まってきていることは住宅投資の下支え要因となろう。また、住宅ローンの金利上昇懸念による駆け込み着工が上振れ要因となる可能性がある。

一戸建て建設は、賃金、年金制度の改革・変更など先行き不安から慎重姿勢が続くであろう。分譲住宅については、着工戸数の23%を占める東京都区部への投資動向が注目される。利便性のいい地域での分譲住宅着工は、引き続き高水準で行われると見られる。賃貸住宅については、投資の誘因が取り立ててないことから前年度水準にとどまるであろう。04年度の民間住宅投資は前年比+0.5%、新設住宅着工戸数は117.8万戸を予想。（田口 さつき）



国土交通省「住宅着工統計」より農中総研作成



国土交通省「住宅着工統計」より農中総研作成

全国の分譲住宅着工戸数に占める東京都区部の新設分譲住宅着工戸数の割合

物 価

# 04年度中はマイルドながらデフレ圧力残存 ～ デフレギャップは縮小方向へ ～

3～4月の国内企業物価がようやく前年比プラスとなったことに加え、消費者物価も前年比下落率がゼロに接近してきており、デフレ脱却に向けた思惑も出始めている。ただし、04年度には、03年度の物価水準を押し上げてきた一時的・制度的要因が徐々に剥落していくことも留意する必要があるだろう。

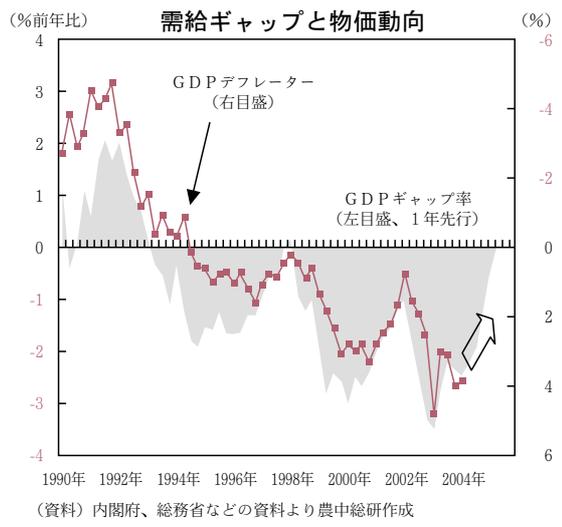
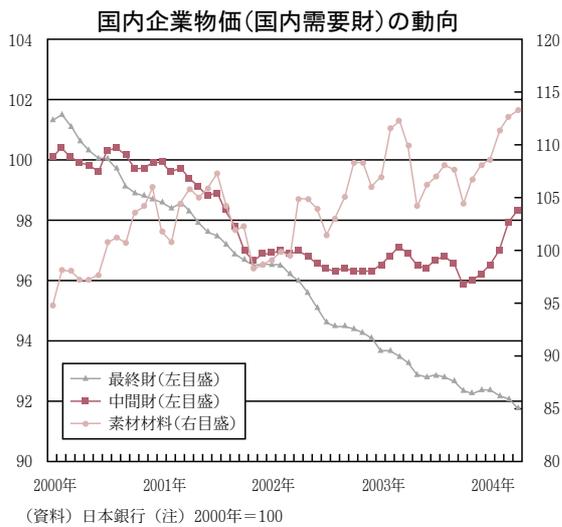
一方で、世界的な景気拡大に伴って素原材料・中間財といった生産財価格が強含む動きを見せており、需給要因からの物価上昇圧力も無視し得ないが、最終財価格についてはまだ大きな下落率が残っている。引き続き、世界経済が拡大基調を辿り、輸出や生産活動が一層活性化すれば、いずれは最終財価格も上昇に転じる可能性があるが、今しばらく時間が必要であろう。

ただし、GDPデフレーターで物価動向を見ると、04年1～3月期は前年比 2.5%（前期比 0.6%）と大幅な物価下落が継続している。民間設備投資デフレーターは前年比下落率がやや縮小したものの、依然として 4.1%の下落である等、企業が原材料輸入価格の上昇に対して製品価格への価格転嫁が実現できていないこと、引き続き賃金抑制傾向が続いていること、などが背景にある。

なお、02年度以降の経済成長の結果、マクロ的な需給ギャップが解消されて来ていることにも注目すべきだろう。02年以降の景気回復を受けてGDPギャップは縮小傾向を続けており、先行きGDPデフレーターの下落率も縮小する可能性は高く、04～05年度にかけてデフレギャップはかなり解消された状況になる可能性が高い。しかし、逆にインフレギャップが持続的に発生することはなく、デフレからの脱却が実現する可能性は低いだろう。

このため、デフレ脱却にコミットしている金融政策運営に関しては、出口政策への転換の思惑は高まる可能性があるが、量的緩和政策（ゼロ金利）の枠組みに変化はないと考えられる。

（南 武志）



## 米国経済

## 04年後半以降緩やかな減速に向かう

～ 金融政策は緩和型から中立型へ ～

米国経済は現在力強い拡大を続けているが、04年後半以降緩やかな減速に向かう。実質GDP成長率は、2004年に+4.3%、2005年に+2.9%になると予想する。

2004年11月に行われる大統領選の帰趨は不透明だが、ブッシュ大統領・ケリー候補のいずれが当選するにせよ、財政面での景気刺激策を追加することは難しく、これまで景気浮揚に大きな役割を果たしてきた減税の効果はピークアウトする。さらに、長期金利上昇を受けて住宅ローン金利水準が高くなることから、2005年には住宅投資が減少に転じ、また個人消費の伸びは緩やかに鈍化する。

しかし、最近の雇用の急速な回復からもわかるように、企業はこれまでの減量経営スタンスを転換しつつあり、設備投資と在庫投資は2005年を通じて比較的高い伸びを維持する。また輸出は、中国・インド等新興国の経済発展や欧州経済の回復等により順調に拡大する。

足下ではエネルギー・農産物・金属の価格上昇が著しいが、物価上昇圧力が全面的に高まっているわけではなく、品目毎または生産物加工段階毎の跛行性がみられる。設備稼働率や失業率からみた製品需給・労働需給は逼迫した状態ではなく、物価上昇圧力は必ずしも一方的に強いわけではない。従って、FRBの金融政策が緩和型から中立型に向かう過程でFFレート誘導水準が引き上げられるものの、それは94年に実施されたような急速な利上げではなく、景気・物価指標を睨みながらの慎重なものとなる。 (永井 敏彦)

2004-05年米国経済見通し

	単位	2003年 実績	2004年 通期 予想		2005年 通期 予想		2005年 通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想
			上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想			
実質GDP	%	3.1	4.3	4.1	3.3	2.9	2.8	2.6	
個人消費	%	3.1	3.7	3.5	2.9	2.6	2.6	2.5	
設備投資	%	3.0	9.0	8.5	8.2	8.5	9.1	7.9	
住宅投資	%	7.4	4.8	3.3	▲0.2	▲3.2	▲4.7	▲3.3	
在庫投資	10億ドル	▲0.8	30.6	22.7	38.5	28.3	34.0	22.5	
純輸出	10億ドル	▲509.2	▲525.7	▲519.8	▲531.5	▲538.8	▲535.0	▲542.5	
輸出	%	2.0	7.1	7.2	4.5	6.0	7.1	5.2	
輸入	%	4.0	5.8	6.1	4.5	4.8	5.2	4.5	
政府支出	%	3.3	1.8	1.4	1.8	2.0	2.0	2.4	

実績値は米国商務省“Gross Domestic Product News Release”、予測値は当総研による。

(注)1. 予想策定時点は2004年5月

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

国際商品市況

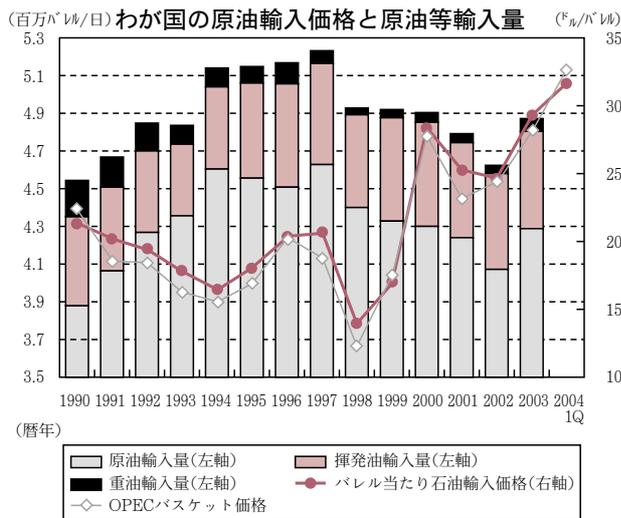
# 原油除き市況上昇は一服したが、需給タイトは変わらず ～ 投機資金流出を主因に一服。中期的な上昇リスクには注意 ～

ニューヨーク原油先物(WTI)が40ドル/バレルを突破するなど原油市況の上昇が続くとともに、先高観も強い。実際の原油購入価格に連動するOPECバスケット価格は36～37ドル/バレルとWTIに比べれば低い。03年平均の原油輸入価格=29.3ドル/バレルに対し、足元で7ドル/バレル以上高い水準にある(このほかに保険料・タンカー運賃等のコストがある)。

このまま原油市況高が続けば、コスト高、所得の海外流出効果を通じた景気への悪影響も少なからず生じる懸念がある。わが国では日量5百万バレル(含む石油製品)弱を輸入しており、5ドル/バレルの価格上昇は1兆円程度の所得流出効果(円ドル=110円と仮定)と試算される。なお、原油市況については、6月OPEC総会で増産が決定されイラク情勢が安定に向かえば、価格上昇に歯止めがかかると考えるが、中東情勢の最悪リスクや中国等の需要増加傾向を織り込んで、OPECの価格ターゲットを上回る高値水準で推移するだろう。

一方、原油など石油関係を除けば、国際商品市況は概ね上昇一服。反落状況の産品も多い。これは、米国の超緩和政策から転換観測を受け、今後流動性供給が細るリスクに備え投機資金が商品取引市場から流出していると見られることに加え、中国当局が過剰投資抑制の動きが強めているなか、需給タイト感が今後幾分緩む可能性が要因になっていると思われる。たとえば、米ドル流動性供給の指標として、「米国のベースマネー+外国政府等の財務省証券(外貨準備の代替指標)」を採れば、足元で頭打ち傾向が出ている。これは、国際商品市況の過度な上昇期待を抑制すると思われる。

しかし、中国、インド等での先進国以外での需要増加・生産能力拡大によって、一次産品の需給が大きく緩むことは見通しにくい。海外生産移転によるコスト削減と世界的な企業競争のなか、原料高・製品安の状況が大きく変化しインフレ予想が高まる可能性は現状小さいだろうが、商品市況が長期にわたり下落し、再びデフレ環境を強める予想も立てにくい。需給面から見て中期的な物価上昇リスクには注意が必要だろう。(渡部 喜智)



2003・2004年度 国内経済見通し  
(前期比)

(前年同期比)

時期	区分	単位	2003年度			2004年度			2005年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP		%	3.2	1.3	2.8	2.8	0.9	1.0	1.6
	国内民間需要	%	3.9	1.8	3.1	3.2	1.0	1.2	1.7
	民間最終消費支出	%	1.6	0.6	1.9	2.3	1.1	0.6	1.4
	民間住宅	%	0.3	0.7	1.0	0.5	0.7	▲1.2	▲0.8
	民間企業設備	%	12.4	5.9	8.2	6.2	0.3	4.1	3.2
	国内公的需要	%	▲2.7	▲1.8	▲1.0	▲0.2	▲0.1	0.6	0.9
	政府最終消費支出	%	0.8	0.3	0.7	1.4	0.6	1.0	1.8
	公的固定資本形成	%	▲12.3	▲7.7	▲5.8	▲5.4	▲2.6	▲0.8	▲2.5
	財貨・サービスの純輸出	10億円	18,876.0	17,082.7	20,669.4	21,105.0	21,315.2	20,894.8	21,908.0
	輸出	%	10.9	3.9	8.9	7.2	2.7	0.3	2.6
	輸入	%	4.5	0.6	4.7	5.5	2.5	1.2	2.1

## (前年同期比)

時期	区分	単位	2003年度			2004年度			2005年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP		%	0.7	0.0	1.5	1.4	2.1	0.8	0.7
実質GDP		%	3.2	2.1	4.1	2.8	3.7	1.8	1.6
	国内民間需要	%	3.9	2.7	5.0	3.2	4.2	2.3	1.7
	民間最終消費支出	%	1.6	0.5	2.5	2.3	3.0	1.7	1.4
	民間住宅	%	0.3	▲1.0	1.7	0.5	1.6	▲0.6	▲0.8
	民間企業設備	%	12.4	9.8	14.6	6.2	8.5	4.4	3.2
	国内公的需要	%	▲2.7	▲2.4	▲2.8	▲0.2	▲1.1	0.5	0.9
	政府最終消費支出	%	0.8	0.8	0.9	1.4	1.3	1.6	1.8
	公的固定資本形成	%	▲12.3	▲11.0	▲13.1	▲5.4	▲8.2	▲3.4	▲2.5
	財貨・サービスの純輸出	10億円	18,876	17,083	20,669	21,105	21,315	20,895	21,908
	輸出	%	10.9	8.4	13.2	7.2	11.9	2.9	2.6
	輸入	%	4.5	3.5	5.4	5.5	7.4	3.7	2.1

国内企業物価 (前年比)	%	▲0.5	▲0.9	▲0.2	0.4	0.7	0.2	0.3
総合消費者物価 ( " )	%	▲0.2	▲0.3	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.0
完全失業率	%	5.1	5.3	5.1	4.8	4.8	4.7	4.7
経常収支 (季節調整値)	兆円	17.3	8.2	9.2	17.9	9.2	8.7	18.1
貿易収支 (季節調整値)	兆円	13.3	6.0	7.2	15.0	7.6	7.4	15.1
為替レート (前提)	円/ドル	113.0	118.0	108.1	110.0	111.3	108.8	106.3
通関輸入原油価格 (前提)	ドル/バレル	29.5	28.5	30.5	34.3	36.0	32.5	32.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総全国。予測値は当総研による。

付表1

# 国内外の当面のスケジュール

時期	区分	国内		海外
		政治	経済・金融	
04年度 (H16)	4～9月	5月 自民党・党宣言発表  7月 参議院通常選挙	1月～配偶者特別控除廃止  4月：消費税総額表示義務化、外形標準課税の導入、証券仲介業制度の創設・証券会社にラップ口座解禁  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	5月 露大統領任期満了（3月選挙） 5月 米国でサミット財務相会合 6月 イラクで主権移譲（目途）米国でG8サミット  8月 アテネ夏季五輪
	10～3月	1月 通常国会	10月 年金保険料引き上げ（予定）  千円、五千円、一万円の各紙幣改刷 1月 自動車リサイクル法施行  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
05年度 (H17)			4月：ベイオフ解禁（除く決済性預貯金）  固定資産の減損会計完全実施  3～9月：愛知万博  デフレ脱却時期目標：05年度以降	PS等次世代ゲーム機相次いで投入との観測  Windows XP後継バージョンを市場投入 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
		9月 自民党総裁任期切れ		2月 イタリア・トリノ冬季五 ドイツでFIFAワールドカップ

(農中総研作成)

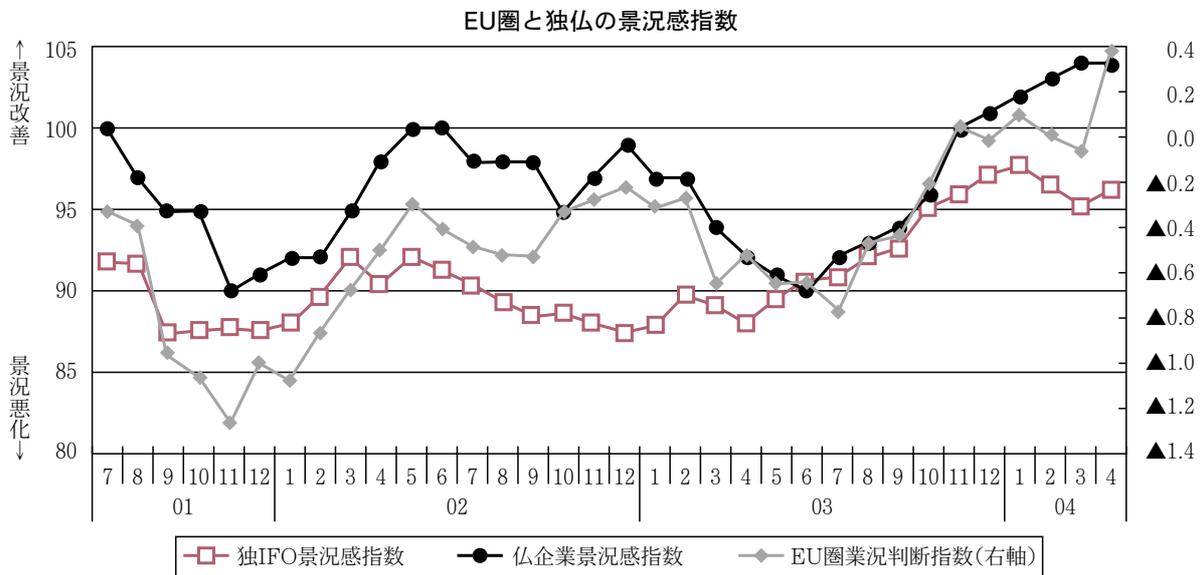
付表2

# 欧州経済の状況（予測の前提）

2004～05年 欧州経済の見通し (前年比：%)

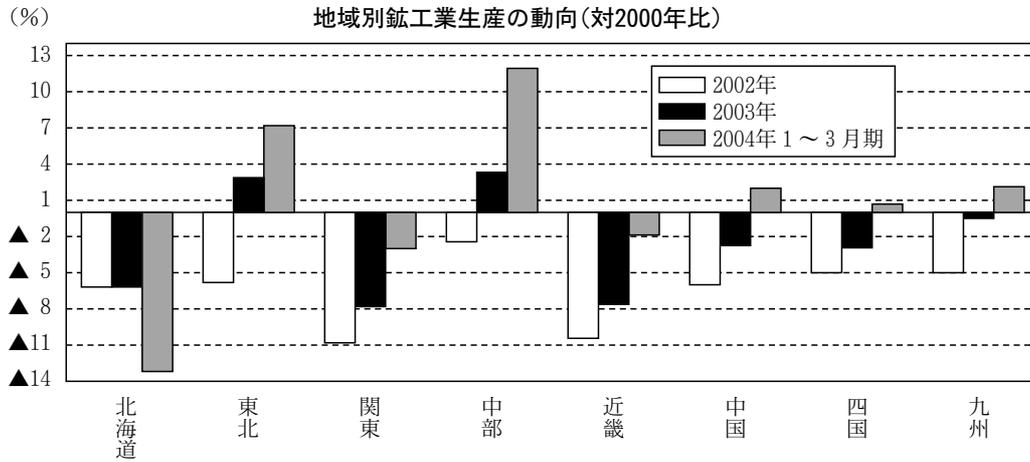
地域	時期	2002年 実績	2003年 通期	2004年 通期		2005年 通期			
				上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)				
ユーロ圏		0.9	0.4	0.4	0.4	1.7	1.5	2.0	2.4
ドイツ		0.2	-0.1	-0.1	-0.1	1.6	1.1	2.0	2.0
フランス		1.2	0.2	0.2	0.2	1.9	1.8	2.1	2.5
イタリア		0.4	0.4	0.4	0.3	1.2	1.0	1.4	2.0
英国		1.7	2.2	2.0	2.4	3.4	3.3	3.4	2.5

農中総研作成 03年下期までは実績、04年は農中総研予想

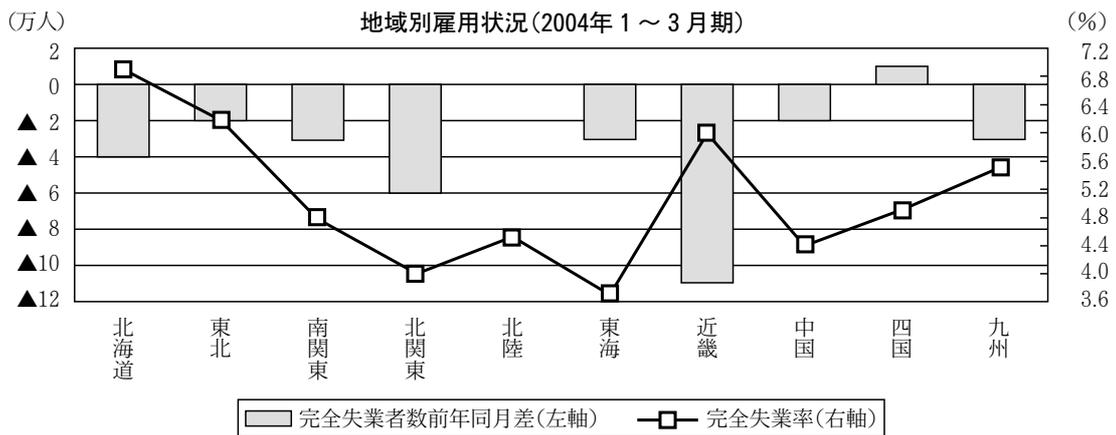


付表3

# 地域差の大きい地域経済の改善



(資料) 経済産業省経済産業局「鉱工業生産」より農中総研作成



(資料) 総務省「労働力調査」より農中総研作成

内外金融市場データ (農中総研 調査第二部 国内経済金融班作成)

	長期金利				短期金利				外国為替			内外株価指数				海外金利			その他			
	新発10年国債利回り	債券10年物期近価格	みずほコーポ新発5年金融債利回り	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	金利先物(利回り)中心限月	円ドル・スポットレート	ユーロ・ドル・スポットレート	ユーロ円スポットレート	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均	ナスダック総合	米国財務省証券10年物国債利回り	LIBORドル3ヵ月	独10年物国債利回り	NY金先物・期近	WTI・期近	OPECバスケット価格
04/03/26	1.400	138.00	0.726	0.687	0.001	0.0892	0.051	0.090	0.220	106.01	1.213	128.63	11,770.65	1,176.32	10,212.97	1,960.02	3.829	1.11	3.870	422.20	35.73	31.57
04/03/29	1.485	137.00	0.799	0.769	0.001	0.0892	0.053	0.090	0.235	105.54	1.216	128.29	11,718.24	1,179.17	10,329.63	1,992.57	3.888	1.11	3.954	417.10	35.45	31.13
04/03/30	1.455	137.48	0.868	0.734	0.001	0.0825	0.053	0.098	0.220	105.76	1.217	128.74	11,693.68	1,175.51	10,381.70	2,000.63	3.894	1.11	3.943	421.70	36.25	31.70
04/03/31	1.435	137.55	0.837	0.720	0.005	0.0792	0.049	0.098	0.220	104.22	1.232	128.36	11,715.39	1,179.23	10,357.70	1,994.22	3.835	1.11	3.931	427.30	35.76	31.49
04/04/01	1.420	137.80	0.823	0.695	0.001	0.0792	0.050	0.098	0.215	103.68	1.237	128.18	11,683.42	1,175.01	10,373.33	2,015.01	3.879	1.11	3.957	427.80	34.27	30.79
04/04/02	1.430	137.81	0.802	0.701	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.210	104.50	1.214	126.80	11,815.95	1,184.20	10,470.59	2,057.17	4.144	1.11	4.080	421.60	34.39	30.18
04/04/05	1.485	137.10	0.801	0.770	▲0.001	0.0792	0.049	0.098	0.240	104.93	1.202	126.05	11,958.32	1,199.24	10,558.37	2,079.12	4.206	1.14	4.101	415.40	34.38	29.90
04/04/06	1.525	136.87	0.858	0.794	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.245	105.74	1.212	128.11	12,079.70	1,209.44	10,570.81	2,059.90	4.147	1.14	4.081	418.90	34.97	30.22
04/04/07	1.495	137.20	0.869	0.764	▲0.001	0.0792	0.049	0.098	0.225	105.22	1.218	128.08	12,019.62	1,204.81	10,480.15	2,050.24	4.157	1.14	4.056	422.80	36.15	31.32
04/04/08	1.490	137.25	0.841	0.762	0.002	0.0792	0.048	0.098	0.220	106.29	1.209	128.46	12,092.59	1,209.89	10,442.03	2,052.88	4.191	1.14	4.068	419.90	37.14	32.37
04/04/09	1.485	137.43	0.831	0.738	0.001	0.0792		0.098	0.215	106.44	1.209	128.69	11,897.51	1,190.86	休場	休場	4.191	休場	4.067	休場	休場	
04/04/12	1.525	137.00	0.817	0.772	0.001	0.0792		0.098	0.225	105.39	1.208	127.24	12,042.70	1,206.57	10,515.56	2,065.48	4.229	休場	4.067	407.10	37.84	32.92
04/04/13	1.480	137.40	0.860	0.743	▲0.004	0.0792	0.047	0.098	0.210	106.58	1.195	127.32	12,127.82	1,216.60	10,381.28	2,030.08	4.352	1.14	4.144	407.00	37.21	32.60
04/04/14	1.550	136.90	0.895	0.780	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.225	108.65	1.196	129.98	12,098.18	1,217.87	10,377.95	2,024.85	4.364	1.14	4.168	399.80	36.72	32.10
04/04/15	1.510	137.48	0.810	0.741	0.001	0.0792	0.047	0.098	0.210	108.27	1.198	129.74	11,800.40	1,194.67	10,397.46	2,002.17	4.400	1.15	4.156	397.70	37.57	32.54
04/04/16	1.495	137.51	0.800	0.729	0.001	0.0792	0.047	0.098	0.210	107.82	1.199	129.30	11,824.56	1,196.18	10,451.97	1,995.74	4.338	1.15	4.113	401.00	37.74	32.85
04/04/19	1.495	137.65	0.785	0.713	▲0.006	0.0792	0.047	0.098	0.190	108.43	1.202	130.35	11,764.21	1,182.97	10,437.85	2,020.43	4.385	1.15	4.112	400.60	37.42	32.89
04/04/20	1.530	137.30	0.795	0.742	0.001	0.0792	0.046	0.098	0.195	108.78	1.187	129.09	11,952.26	1,204.37	10,314.50	1,978.63	4.457	1.15	4.151	397.70	37.60	32.45
04/04/21	1.565	136.85	0.825	0.778	0.000	0.0792	0.046	0.098	0.205	109.39	1.184	129.53	11,744.30	1,203.57	10,317.27	1,995.63	4.423	1.17	4.167	390.70	36.58	32.15
04/04/22	1.535	137.30	0.790	0.749	0.001	0.0792	0.046	0.098	0.200	109.40	1.190	130.23	11,980.10	1,205.80	10,461.20	2,032.91	4.381	1.17	4.163	393.30	37.46	32.50
04/04/23	1.500	137.55	0.765	0.725	0.001	0.0792	0.046	0.098	0.185	108.97	1.184	129.04	12,120.66	1,209.62	10,472.84	2,049.77	4.458	1.17	4.181	395.10	37.06	32.58
04/04/26	1.520	137.39	0.765	0.7387	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.195	108.60	1.187	128.84	12,163.89	1,210.96	10,444.73	2,036.77	4.434	1.17	4.187	396.00	36.97	32.87
04/04/27	1.515	137.48	0.770	0.731	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.185	109.42	1.193	130.47	12,044.88	1,204.94	10,478.16	2,032.53	4.383	1.17	4.190	398.60	37.53	33.32
04/04/28	1.520	137.39	0.800	0.752	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.190	110.10	1.184	130.34	12,004.29	1,206.92	10,342.60	1,989.54	4.497	1.17	4.193	385.40	37.46	33.67
04/04/29	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.046	休場	休場	109.89	1.196	131.44	休場	休場	10,272.27	1,958.78	4.536	1.18	4.196	387.10	37.31	33.33
04/04/30	1.535	137.35	0.800	0.767	0.001	0.0792	0.046	0.098	0.190	110.52	1.198	132.35	11,761.79	1,186.31	10,225.57	1,920.15	4.505	1.18	4.175	387.50	37.38	33.99
04/05/03	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	休場	110.33	1.195	131.77	休場	休場	10,314.00	1,938.72	4.499	休場	4.149	387.50	38.21	34.13
04/05/04	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.048	休場	休場	109.36	1.210	132.30	休場	休場	10,317.20	1,950.48	4.565	1.18	4.157	391.80	38.98	34.71
04/05/05	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.048	休場	休場	108.69	1.218	132.33	休場	休場	10,310.95	1,957.26	4.579	1.18	4.163	393.80	39.57	35.30
04/05/06	1.485	137.95	0.760	0.724	0.001	休場	0.048	休場	0.195	109.76	1.208	132.61	11,571.34	1,165.24	10,241.26	1,937.74	4.598	1.18	4.215	388.40	39.57	35.88
04/05/07	1.465	138.28	0.730	0.706	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.175	112.21	1.188	133.37	11,438.82	1,150.89	10,117.34	1,917.96	4.771	1.19	4.302	379.10	39.93	36.12
04/05/10	1.505	138.00	0.745	0.720	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.170	113.68	1.185	134.69	10,884.70	1,085.54	9,990.02	1,896.07	4.792	1.24	4.291	378.70	38.93	35.42
04/05/11	1.535	137.69	0.780	0.749	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.170	113.15	1.187	134.33	10,907.18	1,088.89	10,019.47	1,931.35	4.746	1.24	4.292	377.20	40.06	35.57
04/05/12	1.530	137.69	0.765	0.751	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.165	113.00	1.190	134.46	11,153.58	1,122.31	10,045.16	1,925.59	4.805	1.24	4.325	377.70	40.77	36.74
04/05/13	1.500	138.10	0.740	0.720	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.160	114.51	1.182	135.35	10,825.10	1,095.93	10,010.74	1,926.03	4.852	1.25	4.348	374.90	41.08	36.93
04/05/14	1.505	138.06	0.745	0.724	0.001	0.0792	0.048	0.098	0.160	114.24	1.189	135.80	10,849.63	1,091.51	10,012.87	1,904.25	4.768	1.26	4.309	377.10	41.38	37.67
04/05/17	1.450	138.74	0.705	0.681	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.155	114.34	1.203	137.49	10,505.05	1,053.77	9,906.91	1,876.64	4.689	1.26	4.273	379.60	41.55	37.72
04/05/18	1.485	138.31	0.740	0.718	0.001	0.0792	0.049	0.098	0.160	114.29	1.195	136.60	10,711.09	1,076.21	9,968.51	1,897.82	4.734	1.26	4.293	375.90	40.54	36.93
04/05/19	1.490	138.30	0.740	0.719	▲0.003	0.0792	0.048	0.098	0.160	113.12	1.201	135.83	10,967.74	1,106.16	9,937.71	1,898.17	4.772	1.27	4.343	383.00	41.50	
04/05/20	1.465	138.56		0.703		0.0792		0.098	0.160	113.49	1.193	135.40	10,862.04	1,104.89			4.764		4.337			

(Bloombergデータから作成) 最終日は15:30現在。