2003, 2004年度経済見通し

（2003年05月）

～構造調整圧力に加え世界的景気下降が景気圧迫～

（株）農林中金総合研究所
問い合わせ先：調査第二部　国内経済金融班
電話　03－3243－7368,7357,7355
当社HP　http：//www.nochuri.co.jp

2003, 2004年度経済見通し（2003年05月）

総　論

構造調整圧力に加え世界的景気降下が、景気圧迫

～ 03 年度通期で名目 GDP 減少継続、実質 GDP も横ばい水準、軟弱な景気が続く ～

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

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

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

2003 年度見通し：名目 GDP 減少継続、軟弱な景気動向が続く

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2003・2004年度　国内経済見通し（03年度補正予算無し）

（前期比）

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

（前年同期比）

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

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

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

（前期比）

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

（前年同期比）

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

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

2004年度見通し：世界的景気好転等から成長率は小幅上向く

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

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

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

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

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

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

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

2003・2004年度　国内経済見通し総括表

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

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

	単位	02年度速報	通期	2003年度 上半期	2003年度 下半期	2004年度通期
為替レート	ドル/円	121.9	118.8	117.5	120.0	120.0
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	27.4	24.5	26.0	23.0	25.0

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

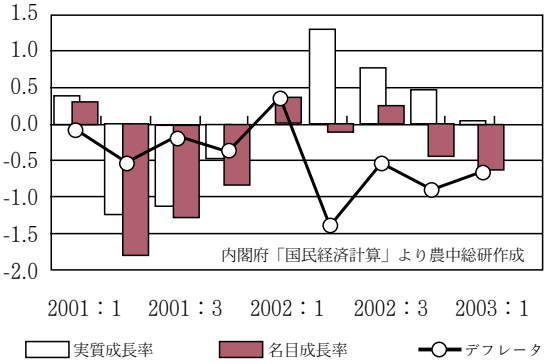
(参考 1.)名目値と実質値の乖離～デフレによる名目値の押し下げ

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

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

・一定の名目値に対しデフレータのマイナス幅が拡大すると、実質値は押し上げられる。特に 1～3 月期の設備投資デフレータは前期比▲1.6%(年率では▲6.4%)という大幅な下落となっており、実質設備投資算出の際、押し上げ効果をもたらしている。

GDP成長率とデフレータ（前期比％）

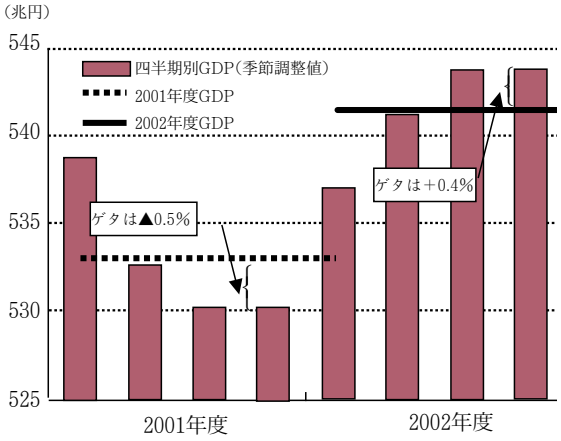


(参考 2.)2003 年度 GDP 予測におけるゲタ

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

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

GDP推移とゲタ



（内閣府:国民経済計算より農中総研作成）

1．財政金融政策の前提

財　政

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

金融政策

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

不良債権処理等

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

2．米国経済見通しと IT 関連需要の基本的考え方

欧米経済の見通し

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

IT 関連需要

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

金利・株価

相場の基調変化、当面見出せず

～ゼロ金利政策長期化。政策的にも債券高、株安の材料多し～

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

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

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

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

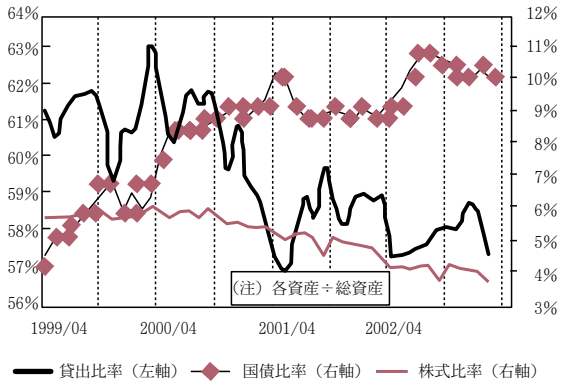
◆ドル円で基本的想定レンジを若干円高方向に変更し 112.5～122.5 円/ドルとするが、大きくレンジを破る可能性は小さいと予想する。　（渡部　喜智）

金利・為替・株価の予想水準　（単位：円,%,円／ドル）

年度／月	2002年度	2003年度			
	4月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）
無担コール　翌日物	0.002	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBOR ユーロ円（3ヶ月）	0.0783	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回	0.61	0.55	0.65	0.65	0.70
為替（円ドル）相場	119.460	115～120	112.5～117.5	117.5～122.5	117.5～122.5
日経平均株価	7,831.42	8,000	7,500	8,000	8,500

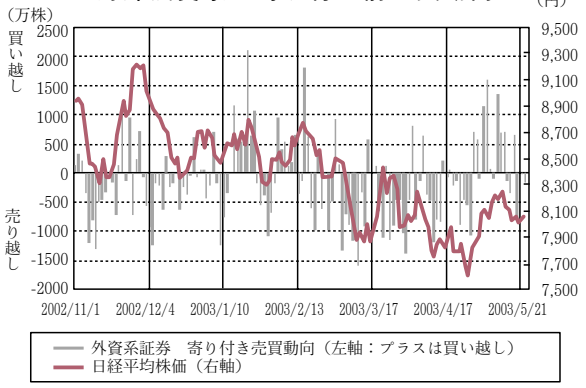
（ 月末値。実績は日経新聞社調べ.）

国内銀行の貸出と国債の資産ウエイト



日銀資料から農中総研作成

海外投資家の寄り付き前注文動向



所得・雇用環境

再び雇用環境は停滞する可能性大

～賃金は前年比で 03 年度もマイナスか～

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

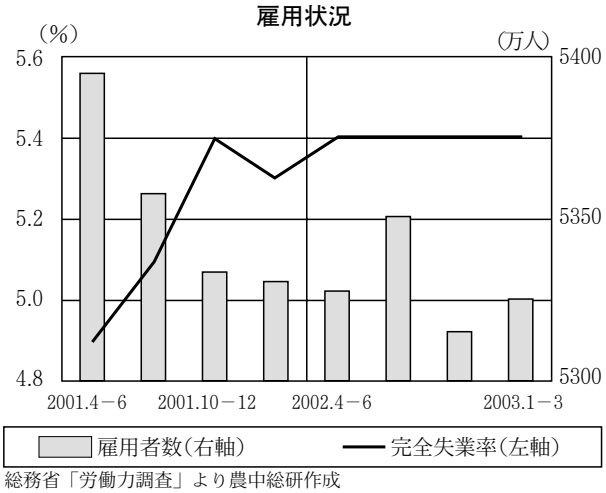
◆雇用環境の先行きを示す新規求人数（季節調整値）は 2 ヶ月連続で前月比マイナスとなった。少しずつ改善してきた雇用環境が停滞局面入りする可能性がある。

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

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

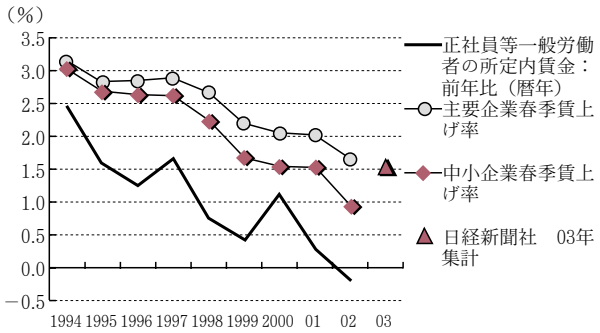
◆また賞与は、一部の好業績企業を別とすれば全体として前年度を上回る地合いにない。夏季賞与は、製造業は企業業績回復により低水準であった 02 年夏季賞与比では微増となろうが、非製造業については依然として前年を下回ると予想する。冬季賞与については、上半期の経済悪化が響いて 02 年水準を下回ることとなろう。　（田口　さつき）

雇用状況



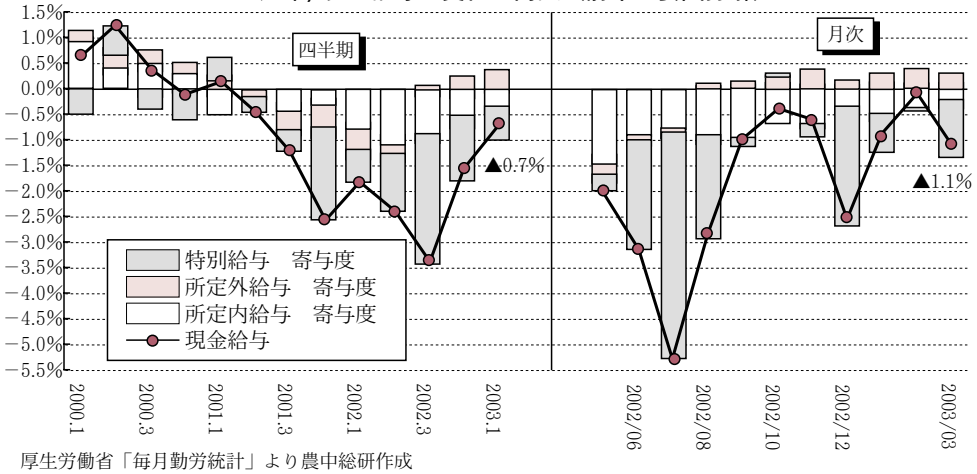
総務省「労働力調査」より農中総研作成

春季賃上げ・ベースアップと基本給等所定内賃金動向



厚生労働省：毎月勤労統計、春季賃上げ資料等より農中総研作成

全産業/現金給与の変化の内訳（前年比要因分解）



厚生労働省「毎月勤労統計」より農中総研作成

民間個人消費

03 年度上半期は一時的に減速

～04 年度は緩やかな増加を見込む～

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

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

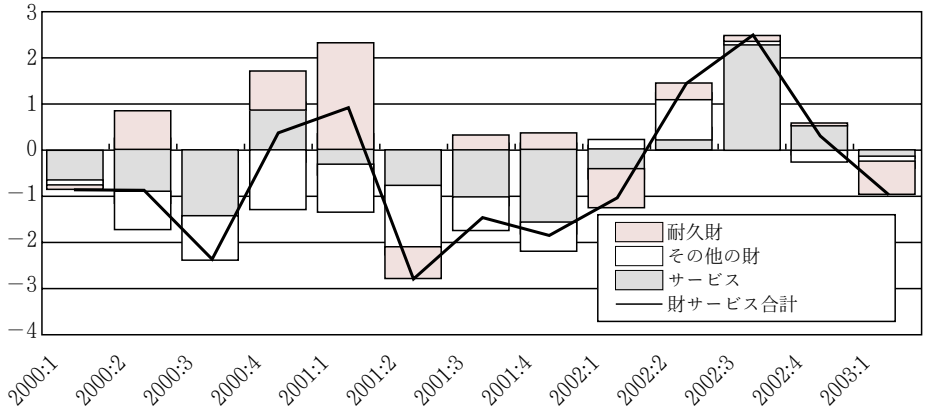
◆03 年度下半期は SARS 等の混乱も一段落し、輸出企業を中心に明るさが見えてくる。消費者マインドの悪化も止まって旅行等にも客足が戻るが、個人消費は実質前期比横ばいにとどまる。

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

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

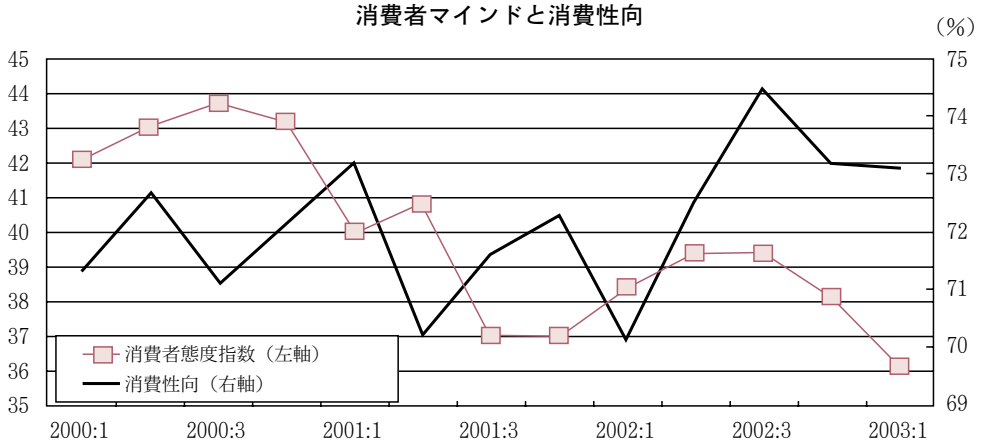
（名倉　賢一）

財・サービス別実質消費支出前年比の寄与度分解（%）



総務省「家計調査」より農中総研作成

消費者マインドと消費性向



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

民間設備投資

IT 中心に穏やかな増加を持続

～デフレータのマイナスが実質ベースを押し上げ～

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

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

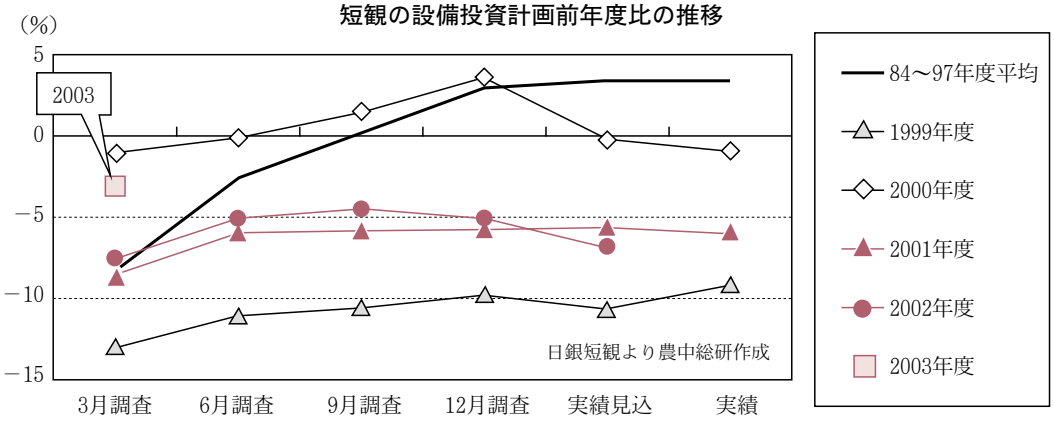
◆03 年度は、カメラ付き携帯電話など携帯端末ツールや薄型ディスプレイ、自動車用電装部品等に関連した電気機械、化学、非鉄金属、精密機械が牽引し、民間設備投資は緩やかな実質増加を予想する。自動車も新車開発投資が引き続き堅調である。非製造業ではスーパー、ホームセンター等の新規出店、物流センター新増設が見込まれる。

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

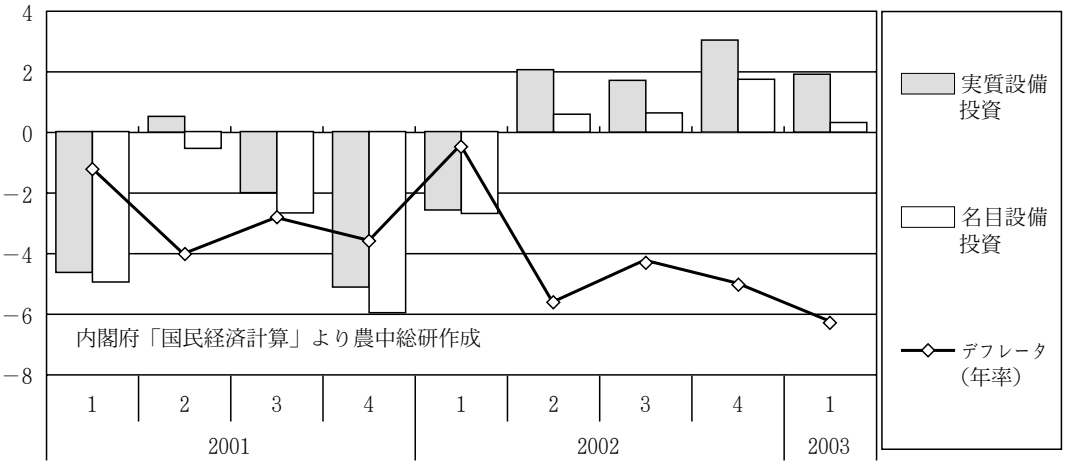
◆03 年 1～3 月期の設備投資デフレータは前期比年率で▲6.5%と下落率を拡大し、実質ベースの設備投資額をかなり押し上げていることにも注意が必要である。

◆ただし、SARS などの影響で世界的な景気低迷が長期化し、国内設備投資計画が先延ばしとなった場合は、下振れするリスクもある。　（名倉　賢一）

短観の設備投資計画前年度比の推移



名目と実質の設備投資前期比（%）



公的固定資本形成

財政再建と景気対策の板ばさみ

～財政難から公共事業削減は不可避～

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

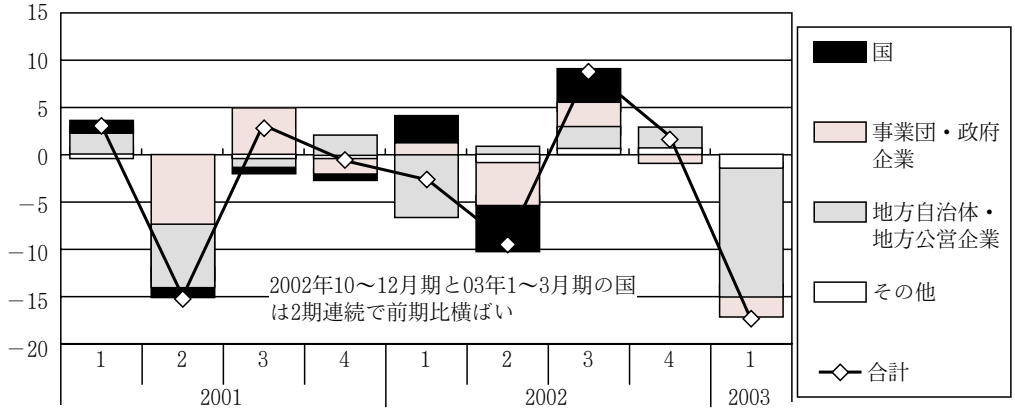
◆一方で国の財政赤字も深刻な状態である。財政赤字の程度を示すプライマリーバランス赤字（財政赤字から国債利払い費を除いた額）の名目 GDP 比率は現在 5%強であり、政府は 07 年度までにこの比率を半分（2%半ば）程度にする方針である。しかし仮に名目 GDP、国債利払い費が現状のままとしても、この方針を守るために財政赤字を毎年 4 兆円程度削減する必要がある。

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

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

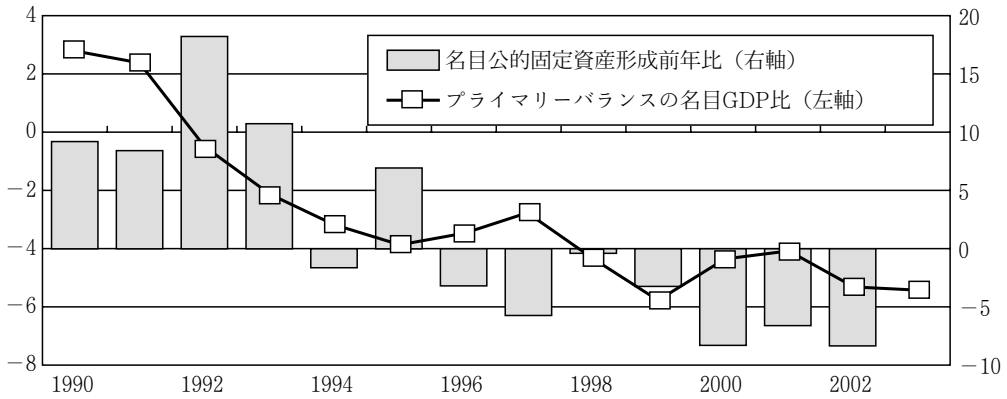
◆もし政府が 03 年度も真水 2.5 兆円程度の補正予算を組み、03 年度下半期と 04 年度上半期に半分ずつ GDP に反映されたとすると、03 年度下半期は前期比プラスに転化し、04 年度のマイナス幅も縮小する。しかし、07 年度にプライマリーバランス赤字の GDP 比率を半分程度にするという方針達成は一層困難となろう。 (名倉　賢一)

公共工事請負額（前年比%）



保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」より農中総研作成

プライマリーバランスGDP比と公的固定資本形成伸び率%



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

外　需

輸出は、03年度下半期回復へ

～ 米国景気がやはり焦点 ～

◆03年1～3月期の財貨・サービスの輸出は前四半期比▲0.5%減と5四半期ぶりに前四半期を下回った。一方、財貨・サービスの輸入は前四半期比+1.4%増であったため、財貨・サービスの純輸出のGDP寄与度は▲0.2%とGDPを引き下げた。数量ベースでは、02年10～12月期から輸出・輸入ともに停滞している（貿易統計）。

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

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

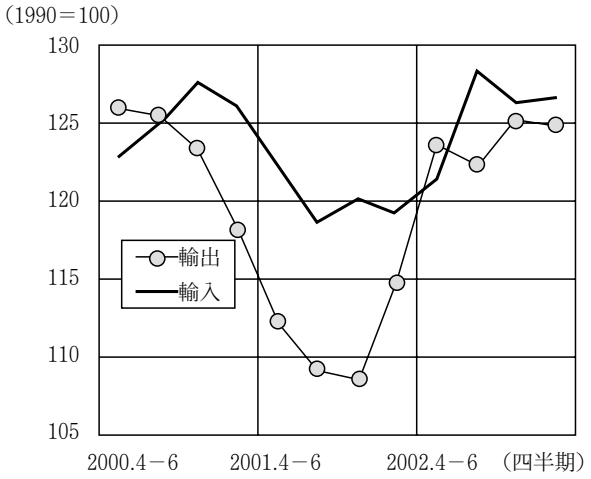
◆ユーロに対して円安が進んだことは、ユーロ圏に対する輸出の追い風となるが、ユーロ圏は日本の主要輸出品で2割程度のマーケットであるため、ユーロ高の恩恵は限定的である。また、ユーロ圏経済をリードするドイツ経済が2四半期連続でGDPがマイナスとなり、先行きを示す指標として代表的なIFO指数も低迷しており、景況感の改善は見られない。

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

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

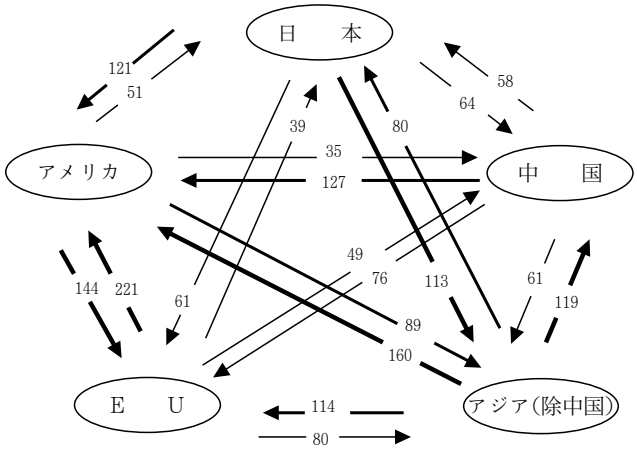
◆04年度は、世界経済が上向くとともに輸出入が復調し、輸出が前年比+3.1%、輸入は同+3.6%となると予想する。　（田口　さつき）

輸出入数量の推移（四半期）



財務省「貿易統計」より農中総研作成

2002年　貿易相関図（10億ドル）



IMF貿易統計より農中総研作成
（注）中国は、香港、マカオを含む

主要輸出品の輸出対象国割合（1998～2002年までの過去5年間平均）

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

財務省「貿易総計」より農中総研作成

民間住宅投資

さらに冷え込む住宅投資

～ マンション・貸家着工も弱い ～

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

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

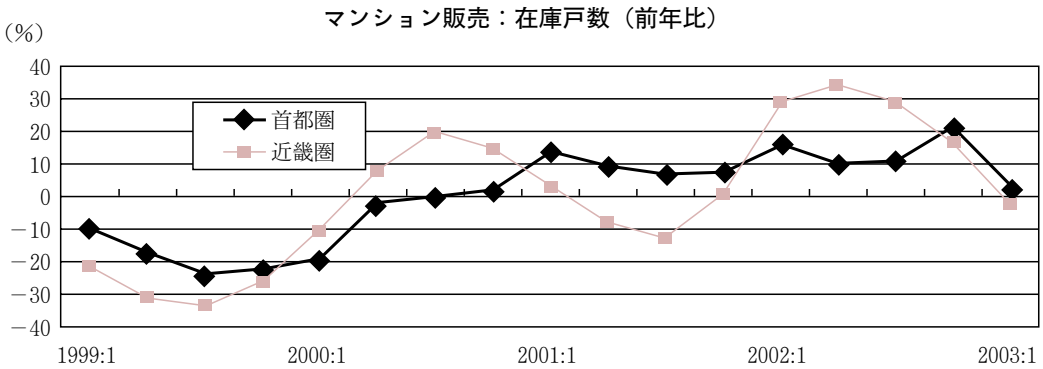
◆ 貸家については、入居率は低下、家賃は下落と経営の悪化要因となっている。特に立地条件が悪く、設備が未整備・不備な賃貸オーナーにとっては、家賃下落の圧力にさらされている。築20年以上の建て替え時期にきている借家が全体の4割超あり、これらの改築・建て替えが住宅投資に一定の下支えをするであろうが、今後の経営状況を勘案して再投資を控える懸念も大きい。

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

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

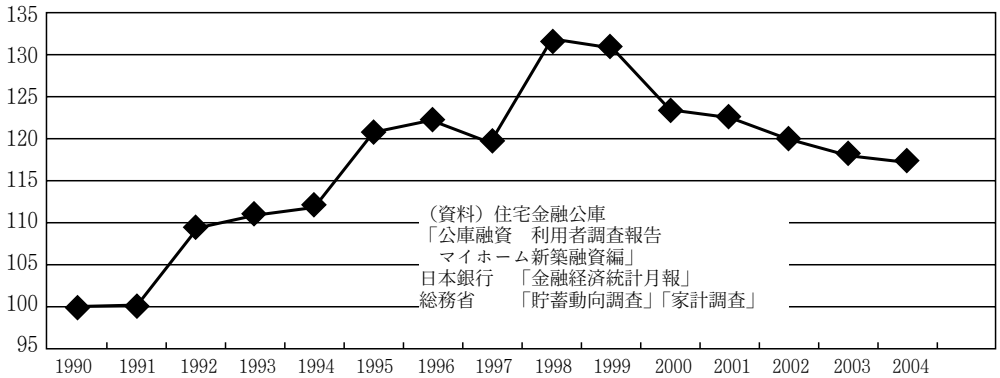
（田口　さつき）

マンション販売：在庫戸数（前年比）



不動産経済研究所資料より農中総研作成

住宅取得能力指数の推移



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

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

（注4）2003・2004年度は推計値。

物　価

下落幅を縮小するものの、デフレ継続

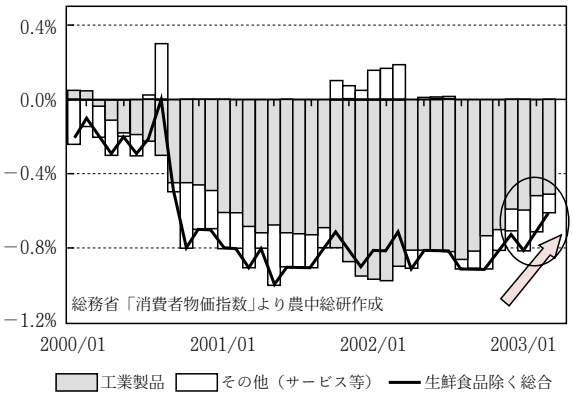
～ 市況反落や円高から短期的に物価は軟化 ～

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

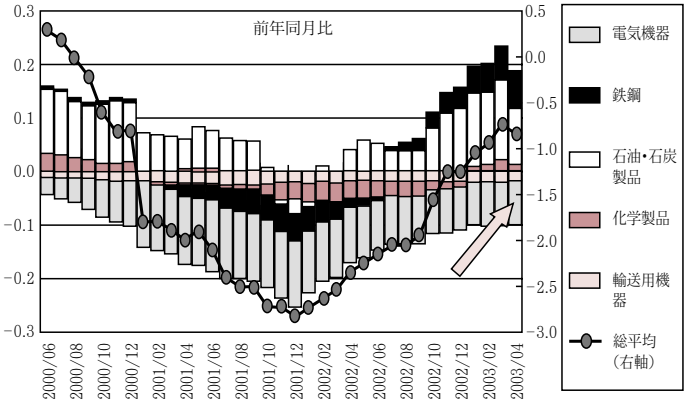
◆しかし、欧米先進国経済の成長鈍化や原油価格の反落、アジア地域におけるSARS感染の拡大、ドル円相場等での円高傾向などから、物価は短期的には軟化傾向を示すとみられる。ただし、軟弱な景気動向ながらも需要が大きく凹むような悪化には至らないことから、物価下落は小幅にとどまるであろう。

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

全国生鮮食品除く総合消費者物価（前年比）

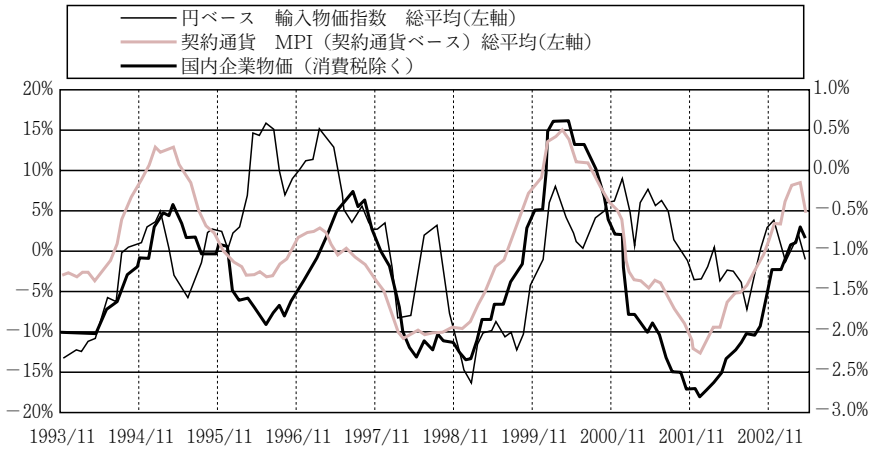


国内企業物価指数の推移と要因分解



日本銀行「企業物価指数」より農中総研作成

国内企業物価と輸入物価の変化



日本銀行「企業物価指数」より農中総研作成

米国経済

景気回復が実感できるのは2004年以降

～ デフレの可能性は小さいが鈍化を続ける物価上昇力 ～

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

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

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

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

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

（永井　敏彦）

2003-2004年 米国経済見通し（2003年5月）

	単位	2002年	2003年			2004年		
			通期	上半期（1～6月）	下半期（7～12月）	通期	上半期（1～6月）	下半期（7～12月）
		実績	予想	予想	予想	予想	予想	予想
実質GDP	%	2.4	2.0	1.7	2.1	2.6	2.5	3.1
個人消費	%	3.1	1.9	1.5	1.5	2.0	2.0	2.4
設備投資	%	▲5.7	▲0.4	▲1.4	1.5	3.6	3.6	5.9
住宅投資	%	3.9	3.0	7.1	▲5.2	▲1.4	▲1.3	2.3
在庫投資	10億ドル	5.2	7.5	8.9	6.0	13.8	10.0	17.5
純輸出	10億ドル	▲488.6	▲518.8	▲513.2	▲524.5	▲533.3	▲530.5	▲536.0
輸出	%	▲1.6	0.5	▲2.4	3.1	4.3	4.5	5.3
輸入	%	3.7	2.3	▲1.3	3.5	3.8	3.8	4.2
政府支出	%	4.4	4.8	4.2	8.0	4.8	4.1	3.1

（注）1.予想値は当総研による。
2.単位が%のものは、前年比増加率または前半期比年率増加率（半期の増減率を年率換算したもの）
3.在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

欧州経済

深刻なドイツの景気低迷

～ 景気回復は04年にずれこみ ～

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

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

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

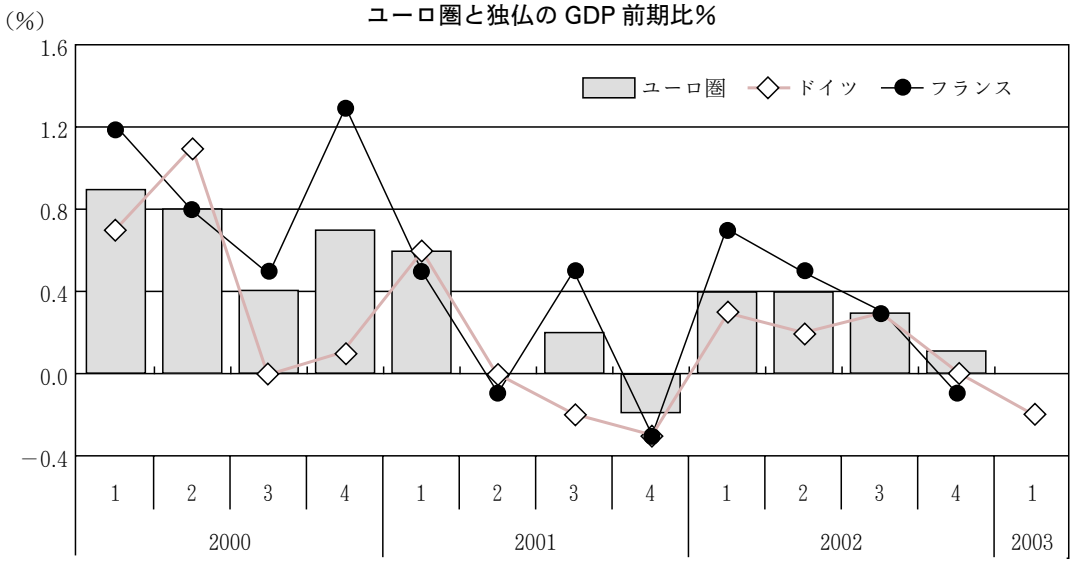
◆ユーロ圏全体では、02年に引き続いて03年も停滞が続き、1%以下の低い成長率を見込む。景気回復は04年にずれ込むが、急回復は見込めないだろう。　（名倉　賢一）

2003～2004年 欧州経済見通し（前期比%）

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

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

ユーロ圏と独仏の GDP 前期比%



ブルームバーグより農中総研作成

SARSとアジア経済

SARS封じ込めの成否が03年アジア経済の成長左右

～ 短期終息シナリオに沿えば成長押し下げは限定的 ～

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

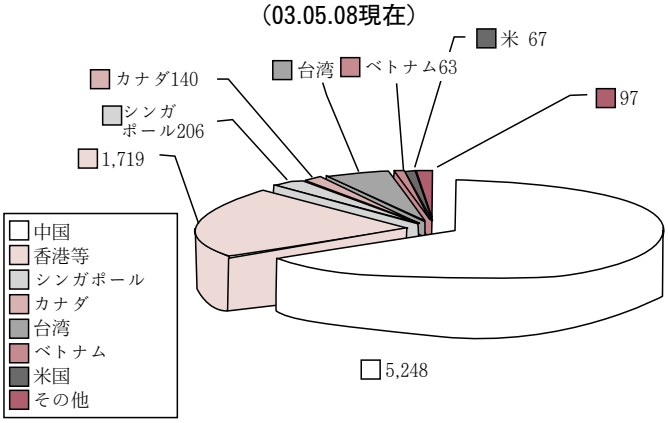
◆SARSの影響は、大きく三つの経済活動に分けて考えられよう。まず、①ヒトの移動が抑制され、海外観光や航空旅客の減少が生じる経路であり、既に6割減という激減が現れている。観光業は東アジアで9%、東南アジアで11%のウエイトを持つ重要な産業であり、国内経済への波及は大きい。2番目は心理的圧迫からの国内消費活動が不活発となる経路である。香港や台湾では小売売上が減少している。3番目は工場・事業所の閉鎖等から生産活動が低下する経路である

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

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

(渡部　喜智)

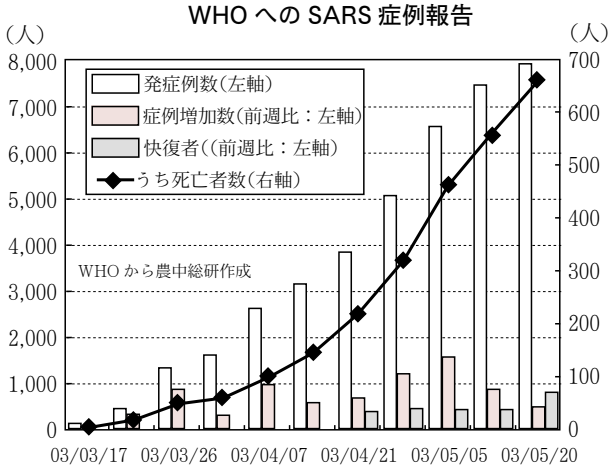
WHO による SARS 罹患状況報告
(03.05.08現在)



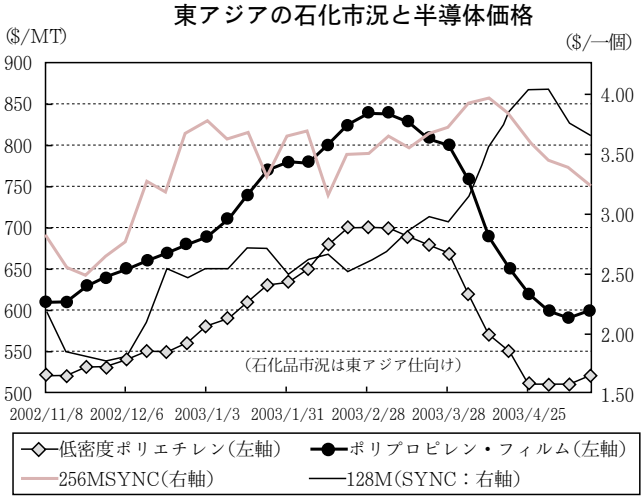
アジア開発銀行によるSARSの経済的影響
＜GDP成長の引き下げ効果＞　　(%)

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

WHO への SARS 症例報告



東アジアの石化市況と半導体価格



中期スケジュール

国内外の当面のスケジュール

時期 ＼ 区分		国内 政治	国内 経済・金融	海外
03年度（H15）	4～9月	6月18日　通常国会期末 9月　自民党総裁任期切れ	6月　政府税調税制改革中期答申	9月　G8財務相・中銀総裁会議
	10～3月	10月？臨時国会召集 11月「テロ対策特別措置法」失効～2年延長へ	3月　固定資産の減損会計任意適用開始	
04年度（H16）	4～9月	6月衆議院任期満了 7月参議院通常選挙	04年度　年金制度改正（年金財政再計算） 9月「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的に自己資本以内へ（2年程度延期検討中）	5月　露大統領任期満了 8月　アテネ夏季五輪
	10～3月			11月　米国大統領選 1月1日迄に、WTO新ラウンド交渉終結 2004年後半以降、Windows XP後継バージョン「Longhorn」を市場投入
2005年度（H17）			固定資産の減損会計完全実施 3～9月：愛知万博	PS等次世代ゲーム機相次いで投入
2006年（H18）			新BIS規制開始	ロシアでG8サミット FIFAワールドカップ、独で開催