

# 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%増とプラス成長を持続。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**

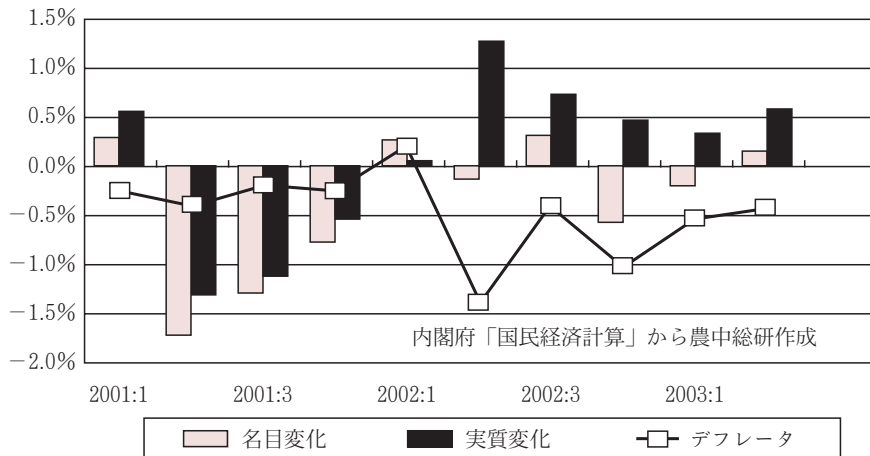
・デフレータの変化は名目値変化と実質値変化の差であり、名目値÷デフレータ=実質値という関係になる。

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）



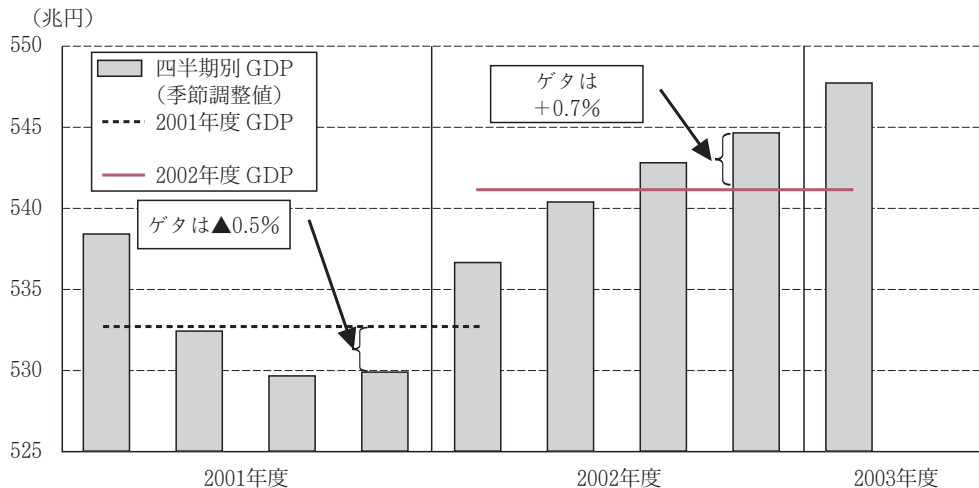
**(参考2.) 2003年度GDP予測におけるゲタ：**

・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年下半期から緩やかに加速。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

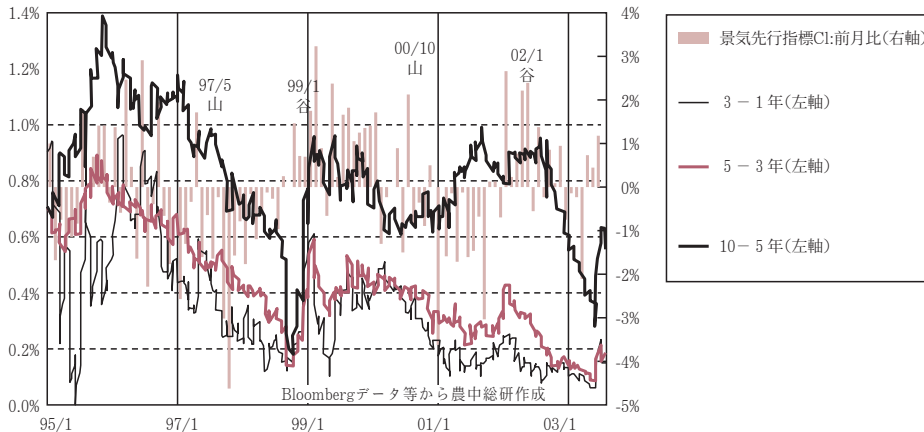
～ ゼロ金利政策は長期化。しかし景気好材料への目配りも重要 ～

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。

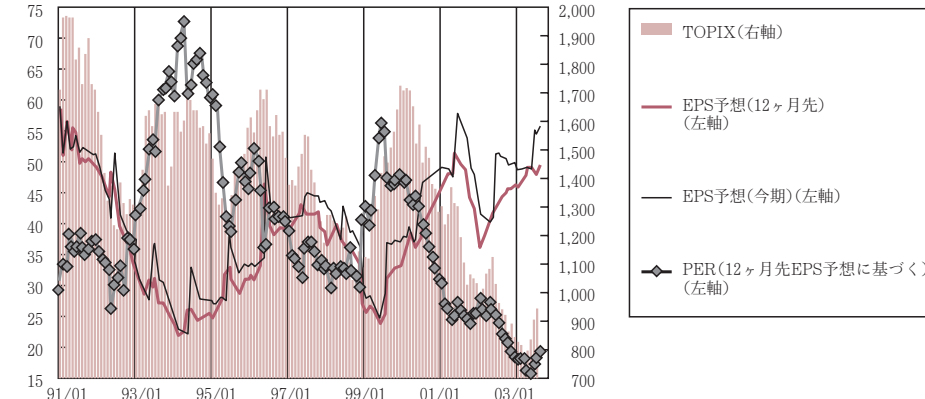
03年度の増益予想への信頼性が中間決算発表前後から高まるとともに04年以降のマクロ見通しと増益を織り込んで行くなかで、株価上昇期待が強まると見ている。04年度は家計の社会保障・税負担の増加や減損会計導入などデフレ要因が残る一方、世界経済の成長加速に作用するイベントが多い。また、銀行保有株の圧縮や年金基金の代行返上という株式需給圧迫要因も基本的に無くなる。04年利益予想に基づくPER予想(TOPIXベース)は16倍台。他の先進国株式市場との比較から言ってもバリュエーション的に魅力的で上値余地の大きい銘柄が増えている。内外ともに成長加速の芽が出て来ており、政策的対応が大きく間違わない限り、株価は上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

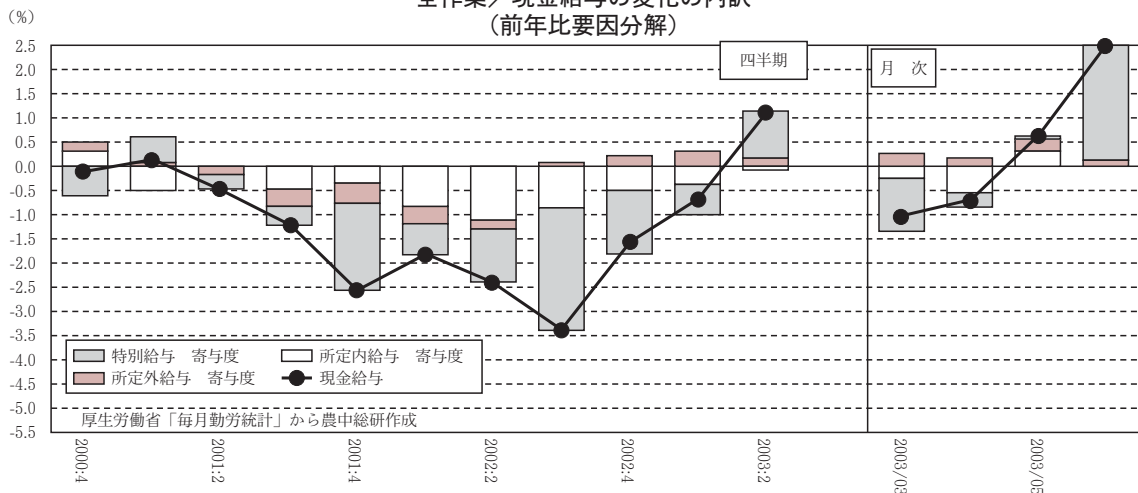
賃金については、基本給に当たる所定内給与はまだ減少基調を脱したとは言えないものの、超過勤務手当等所定外給与は12ヶ月連続で前年を上回っており、現金給与額を下支えしている。また、賞与などの特別給与が6月現在で2ヶ月連続の前年比増となっている。公務員のボーナス支給月配分変更によるプラス効果を除いても、夏のボーナスは昨年の夏を小幅上回って支給されているようである。

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。

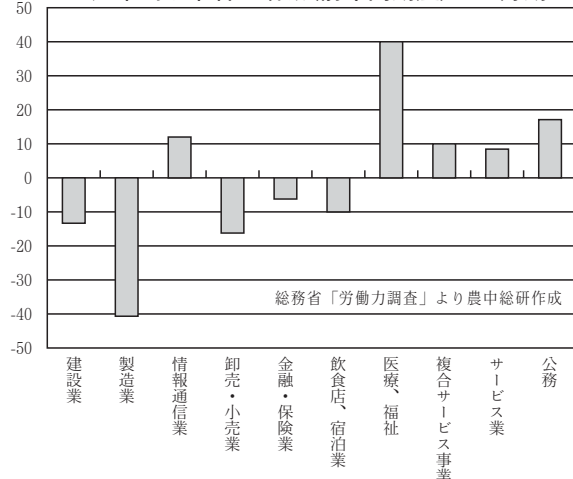
また賃金面では、ベースアップや定期昇給を圧縮し、これまで以上に業績に連動した賞与体系を採用する企業が増えている。しかし、ゆるやかな景気回復のもとでは売上が伸び難く、企業の人件費抑制スタンスは相変わらず強いことから、賞与の増加は限られる。時間外給与の伸びは下半期から頭打ちに向うが、現金給与総額は前年比で小幅改善する可能性がある。

（田口 さつき）

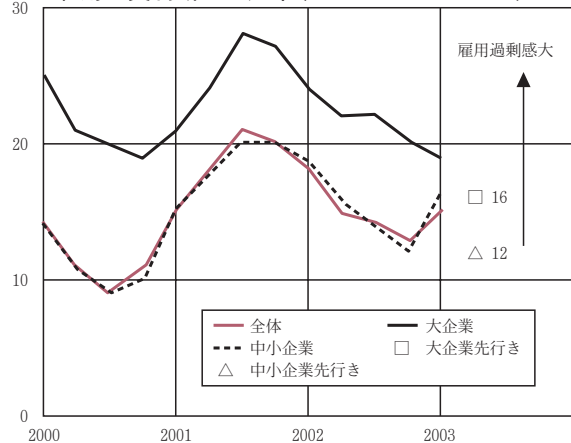
全作業／現金給与の変化の内訳  
(前年比要因分解)



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 ～

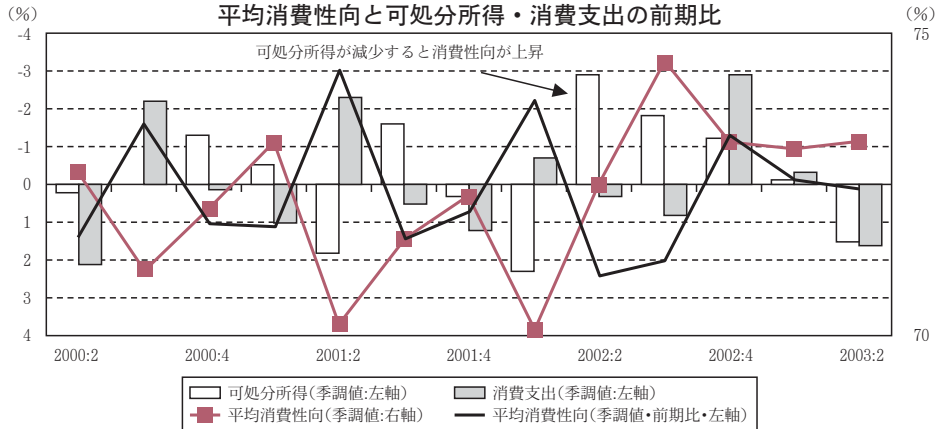
名目ベースの「帰属家賃を除く家計消費支出」の減少が続いているものの、物価下落の影響を調整した実質民間最終消費支出は7四半期連続で前期比プラスとなっている。雇用・所得環境の悪化を主因に家計の可処分所得は前期比マイナスが続いたが、消費性向（消費支出÷可処分所得）が高止まりし、消費を下支えした。が小幅上昇する可能性がある。

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。

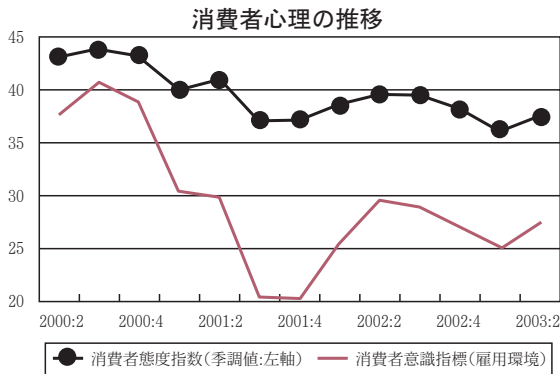
しかし、家計・可処分所得は03年4～6月期に5期ぶりに前期比プラスに転じた。夏季賞与の動向から見て雇用者の現金給与総額が年度通期でも小幅ながら増加する可能性がある。また、「雇用環境に対する意識」が再悪化したこと等から消費者マインドの改善はもたついていたが、足元で再び上向いている。したがって、夏場の消費需要の不振は一時的なものにとどまり、03年度下半期には立ち直って前期比：+0.4%のプラス成長となる。

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。

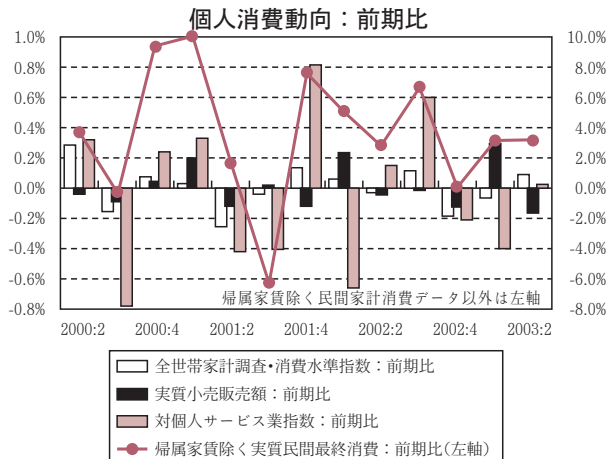
(木村 俊文)



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 ～

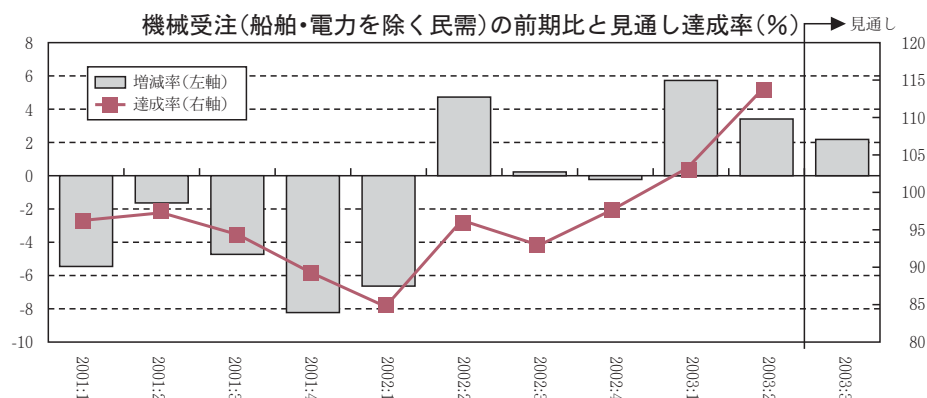
03年4～6月期の実質民間企業設備投資は前期比+1.3%増と5四半期連続のプラスとなった。ただし名目ベースの民間企業設備は2四半期連続してマイナスとなっており、設備投資デフレーター的大幅下落による実質値の押し上げ効果は相変わらず大きい。

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。

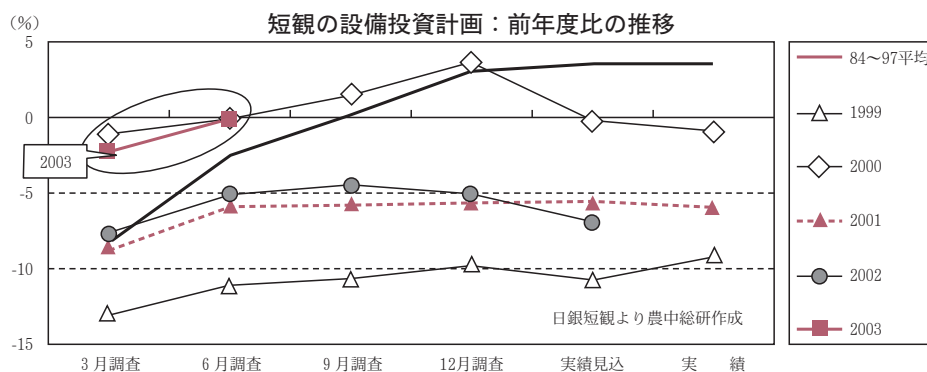
日銀の「短期経済観測調査」（7月1日発表）では、設備投資計画が上方修正された。欧米の景気回復期待に伴い、今後さらに上方修正される可能性もあり、03年度通期では前年比プラスに転じることも想定される。

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ろう。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」



日銀短観より農中総研作成

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 ～

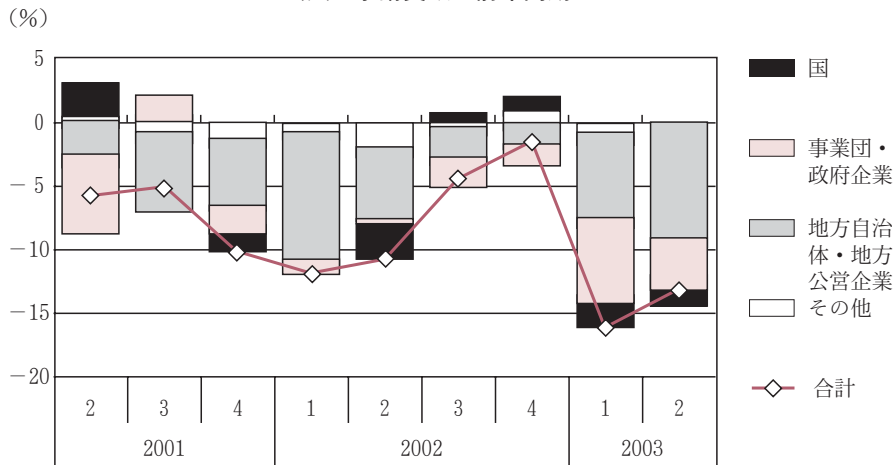
03年4～6月期の実質公的固定資本形成（公共投資）は、前期比： 0.9%と5四半期連続のマイナスとなり、減少傾向が続いている。

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	-
訳	公共投資関係費	8.6	8.9	▲2,700	▲3%
	裁量的経費	5.4	5.5	▲900	▲2%

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

## 外 需

## 輸出は、下半期加速

～ 輸入は再び増勢に ～

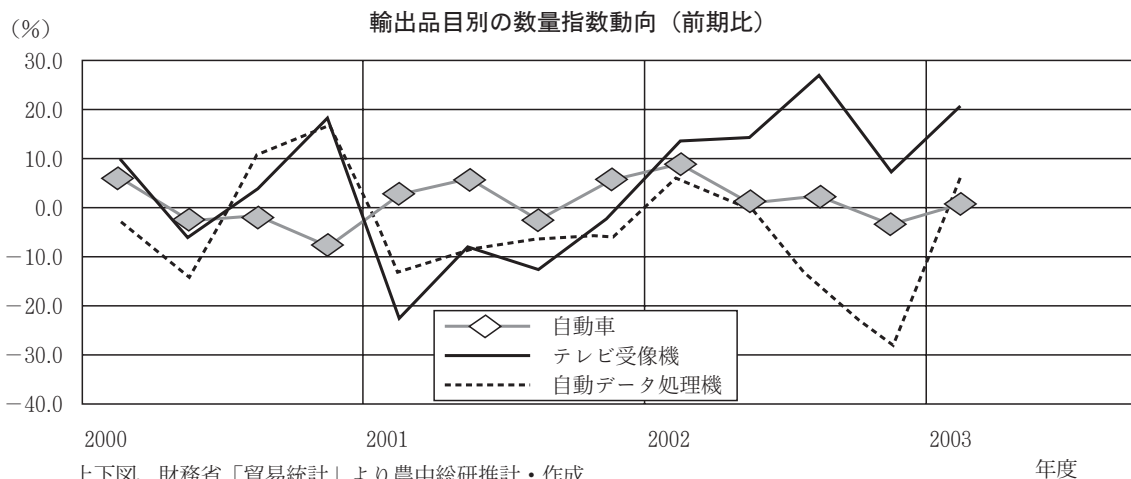
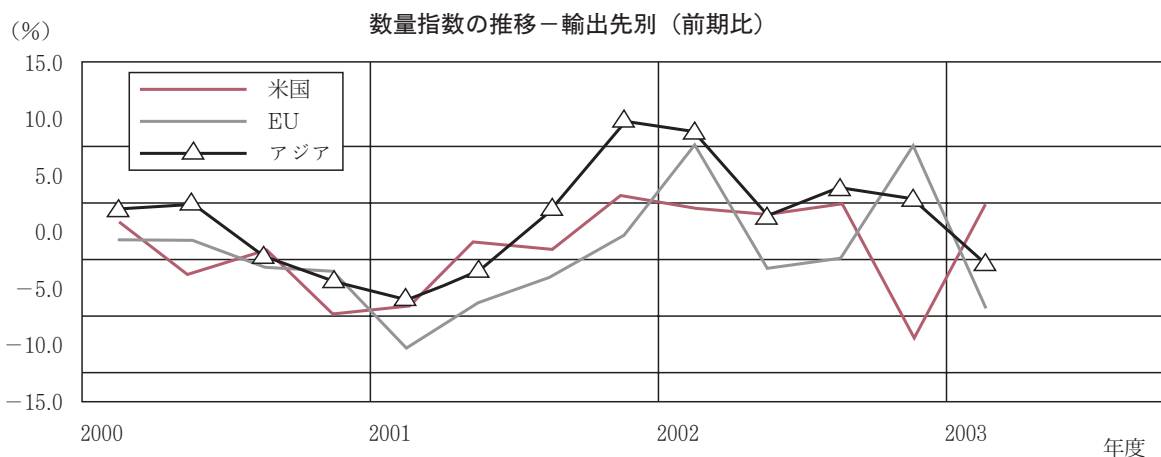
03年4～6月期の財貨・サービスの輸出は前四半期比+1.0%増。一方、財貨・サービスの輸入は前四半期比 1.1%減であったため、財貨・サービスの純輸出は同+7.6%であった。GDP寄与度は+0.2%となりGDPを押し上げた。

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。

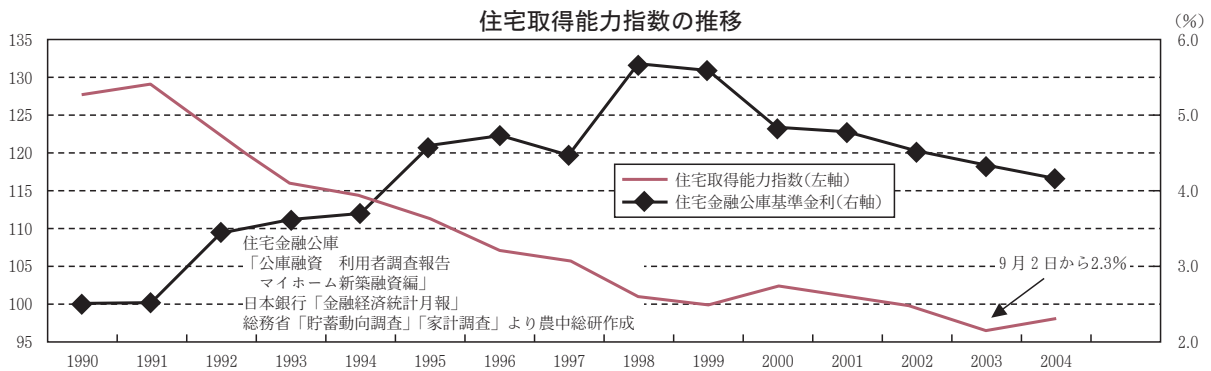
9月2日から住宅金融公庫は基準金利を現行の2.0%から2.3%へ引上げる。また、住宅ローン減税は現行の制度全てではないにせよ延長される模様である。そのため、駆け込み需要要因が消える下半期に持家住宅着工戸数は反動で減少しよう。

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。

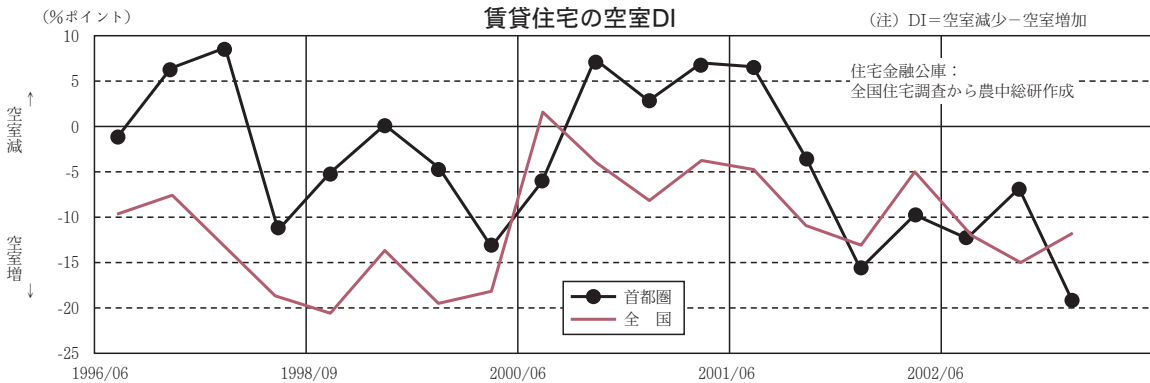
マンションについては、供給過剰懸念から業者が販売を絞り込むという慎重姿勢に転じており、マンション開発は抑制されると予測する。

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

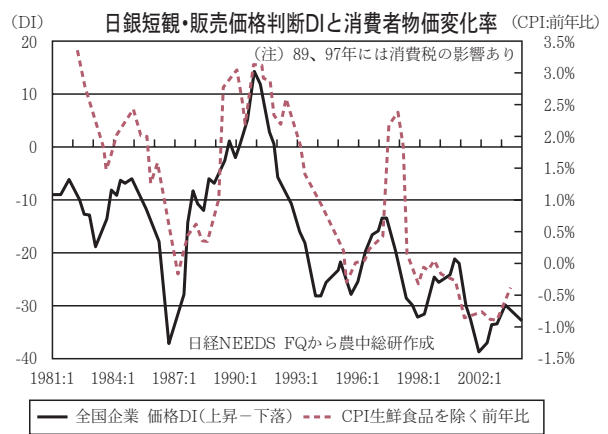
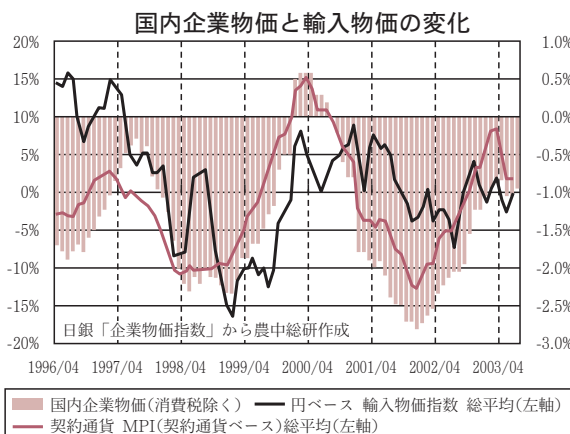
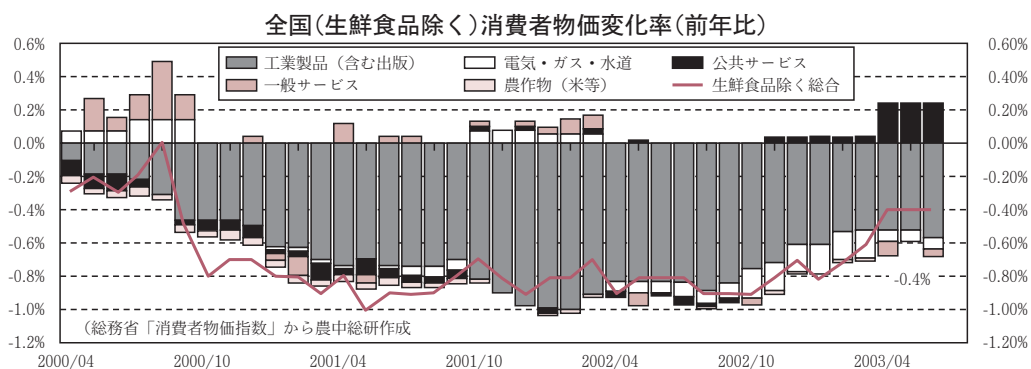
～物価下落が続く製品・サービス分野残るが、値下げ競争は終息傾向～

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タリー製品・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、政府支出は景気をある程度下支える。

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）

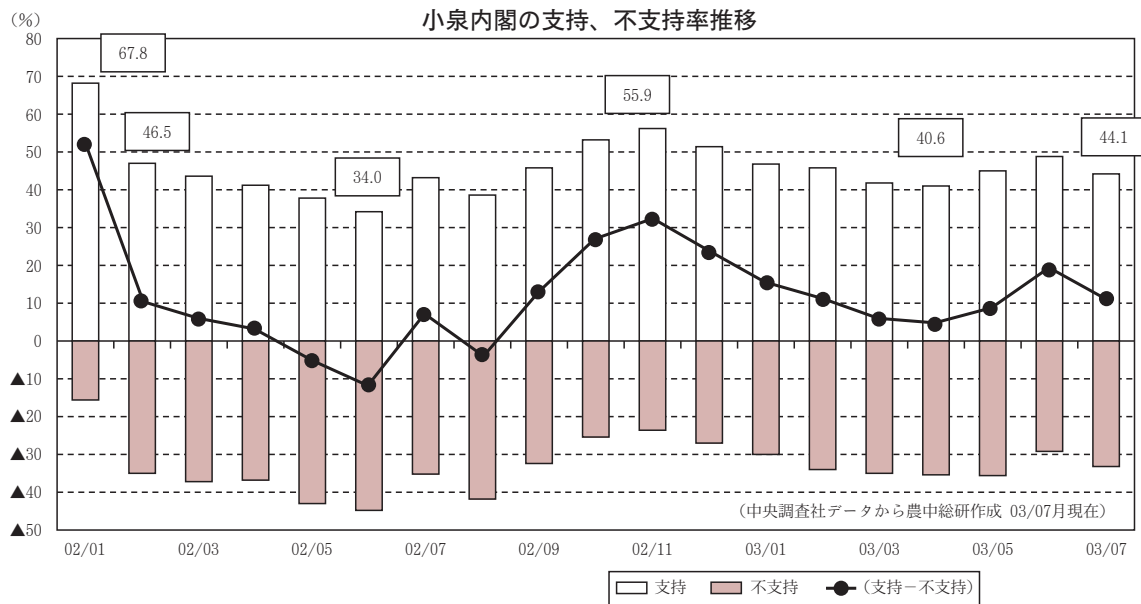
2003-04年 米国経済見通し（2003年8月）

	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	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