2004年度改訂経済見通し

（2004年２月）

～デフレは残るが名目成長率も2年連続のプラス成長を予測、04年度後半に減速リスク～

（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年度改訂経済見通し（2004年2月）

総　論

～デフレは残るが名目成長率も2年連続のプラス成長を予測、04年度後半に減速リスク～

03年度の状況：実質GDP+2.8%成長を見込む

03年度下半期（03年10月～04年3月）の実質GDPは前半期比：＋2.0%(前年同期比：＋3.5%)のプラス成長を予測。この結果、03年度通期での成長率は＋2.8%を見込む。民需寄与度が＋2.6%、外需寄与度が0.7%と試算される。

03年度のデフレータは前年比：▲2.2%のマイナス。デフレは続いているが、実質GDPの増大から名目GDPは＋0.6%と3年ぶりに水面上へ浮上する。

なお、03年12月の03年7～9月期GDP2次速報発表直後の見通しに比べ成長率予測が高まった要因は、①03年7～9月期GDPの上方改訂に加え、②10～12月期GDP（1次速報）が設備投資と純輸出の伸びに牽引され前期比：＋1.7%と高成長となったことによる。

04年度見通し：実質GDP＋1.9%成長を予測

世界経済の成長拡大を背景に、民間企業設備投資が引き続き成長を牽引しよう。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。これらに主導されて、実質GDPは＋1.9%の成長を予測。民需寄与度が＋1.5%、外需寄与度が＋0.2%と試算される。なお、デフレータの下落が実質ベースで民間最終消費を押し上げるが、雇用報酬の低迷から小幅な伸びにとどまり、民間住宅投資や公的固定資本形成の減少が続く。

また、デフレータのマイナス(▲1.5%)は継続するが、名目GDPは＋0.4%と2年連続のプラス成長。

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、設備投資の一巡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＋2.7%に対し、下半期は＋1.2%への成長率の低下を予測。

消費者物価（除く生鮮食品）は政策的・一時的要因の剥落から下落に転じると予測（年度通期で▲0.3%）しており、現行のゼロ金利政策が継続されよう。

（当見通し、実績は内閣府「03年10～12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

2003・2004年度　国内経済見通し総括表（前年比）

	単位	2002年度実績	2003年度通期	2004年度通期
名目ＧＤＰ	%	▲0.7	0.6	0.4
実質ＧＤＰ	%	1.2	2.8	1.9
国内民間需要	%	0.5	3.5	2.0
民間最終消費支出	%	1.0	1.3	1.4
民間住宅	%	▲2.1	▲0.0	▲0.1
民間企業設備	%	▲3.3	10.3	5.1
民間在庫増加	10億円	113.2	1,504.3	937.5
国内公的需要	%	0.1	▲2.0	0.8
政府最終消費支出	%	2.1	1.1	1.8
公的固定資本形成	%	▲5.0	▲10.5	▲2.7
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,265.9	17,979.9	19,350.5
輸出	%	12.0	9.2	5.4
輸入	%	5.5	4.2	4.5
内需寄与度（前年比）	%	0.4	2.1	1.7
民間需要（　〃　）	%	0.3	2.6	1.5
公的需要（　〃　）	%	0.0	▲0.5	0.2
外需寄与度（前年比）	%	0.8	0.7	0.2
デフレーター（前年比）	%	▲1.7	▲2.2	▲1.5
国内企業物価（　〃　）	%	▲1.6	▲0.6	0.1
総合消費者物価（　〃　）	%	▲0.8	▲0.1	▲0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	4.9
経常収支	兆円	13.7	15.9	14.7
貿易収支	兆円	11.9	11.9	12.1

（注）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	2003年度通期	2004年度通期
為替レート	ドル/円	121.9	113.0	103.8
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.3	29.1	30.0

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%、地方財政計画でも投資的経費が同▲8.4%と引き続き抑制される方針であり、名目公的固定資本形成は前年度比▲4%と9年連続の減少を見込んだ。
・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04年度は治安対策の警察官増員計画やイラク支援の本格化もあり、前年比度+1%（名目ベース）と予想。
・また、04年度税制改正は実質2千億円程度の増税となる見込みであるが、特に年金課税強化、住民税引き上げなど個人は5千億円規模の負担増になる見込み。また、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）するなど、家計可処分所得への抑制要因となる。

金融政策

・現行の量的緩和・ゼロ金利政策は04年度も継続されると想定した。

不良債権処理等

・政府は、05年度からのペイオフ全面解禁を前に、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いる。りそな銀行・足利銀行の例を考慮すると、金融システム不安が大きく高まる状況は想定しにくい。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想定している。

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

・03年下期に前期比+5.9%という高い伸びを達成した米国経済は04年上期も減税効果に支えられて成長加速が見込まれる。また、03年後半以降は主要国でも景気回復が見られたEUは、ユーロ高という逆風があるが、04年も緩やかながらも成長を続けると予想。

原油価格の見通し

・2月10日のOPEC総会では3月以降の日量150万バレル減産に続き、4月以降更に減産（同100万バレル）することで合意。これら2度の減産でOPECの産油量は約1割程度削減される。04年度の日本の原油入着価格は30ドル/バレル程度と現状の高止まり状態が継続すると予想。

IT関連需要

・世界半導体市場統計（WSTS）によると、03年の世界の半導体売上高は、デジタル情報家電などへの需要の高まりを反映して、前年比18.3%増加している。地域別には中国を含むアジア・パシフィック市場と日本市場で高い伸びとなった。また、半導体工業会（SIA）は、04年もPC需要の拡大や米通信市場の成長等により19%超の成長が期待できるとの見通しを表明しており、好調さは維持される見込み。
・03年のPC世界出荷台数は前年比二桁増（見込み）となったが、市場調査会社IDCによれば、04年も同＋11.4%増と米国企業の需要回復を背景に高い伸びが維持される見通し。また、携帯電話も欧州・アジアなどで第3世代・カラー液晶端末への買い替え、中国での需要拡大等、世界的に売上拡大が見込まれる。加えて、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的な需要の高まりは04年にかけても持続すると見ている。これらは日本企業の技術力に依存した製品群であるため、企業活動が一層活性化し、設備投資の誘因になると予想。

（参考 1.）デフレ下の実質値と名目値の乖離

・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。

・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の下落率は前期比▲1.8%（年率では▲7.0%）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分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

・03年11月の見通し発表時における03年度のゲタは＋1.8%あったが、年次改定などを経て、今回のQE発表時には＋0.7%へと修正された。

・一方、今回の遡及改定により、民間最終消費支出系列が下右図のように「頭打ち状態」だったものが「堅調な回復の動き」へと、足許の状況が大幅に変化。03年度に入ってからのGDP成長率（前期比）も上方修正された（4～6月期：＋0.6%→＋0.8%、7～9月期：＋0.3%→＋0.6%）。これに10～12月期の＋1.7%成長を加えると、04年1～3月期が前期比横ばいで推移すると想定した場合、03年度成長率は＋2.8%と試算される。なお、当総研の04年度GDP予測に当たってのゲタは＋1.0%程度となる。

（資料）内閣府資料をもとに農中総研が作成

（資料）内閣府　（注）単位は10億円（1995年価格表示）。

金利・株価

04年度後半の景気シナリオを注視

～ 04年度後半の景気ピークアウト観台頭も視野に ～

◆二桁台に乗る３年連続の経常増益が相場に浸透・織り込まれていくなかで、04年利益予想に基づくPER予想（TOPIXベースで17倍程度）も他先進国株式市場との比較上見劣りしないことから、株価の年央に向け一段上昇を予想。ただし、中期利益成長を後押しする改革政策の欠如等から上値は限られたものとなろう。

◆消費者物価は、政策的・一時的な物価押し上げ要因が04年半ば以降、相次いで剥落するなかで、マイナス・ゾーンに下落すると予測。日銀のゼロ金利政策の解除は、今次の景気回復局面では困難と思われ、長期化の見通しである。景気回復のもとでは長期ゾーンの利回りの跳ね上がりには当面注意が必要だが、基本的にはレンジ相場。むしろ、04年後半は景気循環の成熟のなかで、景気ピークアウト⇒先行き懸念が高まることも想定され、金利低下の可能性を見込む。

◆介入もあり大幅な円高には至らないと見ているが、当面、ドル安圧力は残る。しかし、米ドル下落などから輸出増加も予測され、米国の経常赤字の拡大も鈍化に向かう。また、大統領選の帰趨が見えてくれば、国内政策としてのドル安政策も相場材料として弱まるだろう。年後半にはドル安が緩和に向かうと見ているが、次期政権の通貨政策によっては05年以降も緩やかなドル安の可能性があろう。

（渡部　喜智）

金利・為替・株価の予想水準　（単位：円、%、円/ドル）

年度/月		2003年度		2004年度			
		04年１月（実績）	04年３月（予想）	６月（予想）	９月（予想）	12月（予想）	05年３月（予想）
無担コール　翌日物		0.001	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円（３ヶ月）		0.0883	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレート		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.320	1.30±0.10	1.45±0.15	1.40±0.25	1.40±0.20	1.30±0.20
為替相場	円ドル	105.880	105.0～110.0	102.5～107.5	102.5～107.5	105.0～110.0	105.0～110.0
	ユーロ円	131.220	132.5～137.5	132.5～137.5	130.0～135.0	130.0～135.0	130.0～135.0
日経平均株価		10,783.61	11,250	12,500	12,000	11,500	11,000

（月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ）

四季報データから見た日経平均銘柄の業績予想

項目	区分＼年度	03年度（前年比:%）	04年度（前年比:%）
増収率前年度比	銀行除く日経平均構成銘柄	0.3（ 0.3）	3.4（ 2.8）
	うち製造業	1.3（ 1.2）	4.0（ 3.0）
経常増益率前年度比	銀行除く日経平均構成銘柄	22.6（22.7）	11.5（10.5）
	うち製造業	21.5（21.4）	13.9（12.2）

（「四季報」データから農中総研作成）04.02.20現在、（　）内は04.01.21データ

米政権の通貨政策（主要通貨実行為替インデックス）

所得・雇用環境

雇用者増だが、人件費抑制続く

～ 04年度完全失業率は4.9%に小幅低下を予測 ～

◆03年4～6月期に5.4%であった完全失業率が、03年10～12月期は5.1%まで低下した。03年10～12月期の新規求人数は前期比+6.9%と大幅に増加。また、同じく有効求人倍率は0.74倍と前四半期から0.1倍上昇し、7四半期連続して改善を続けている。ただし、有効求人倍率が1以下であることが示すように依然として求職者が求人数を上回る厳しい状況が続いている。

◆03年は、正社員など就業時間35時間以上の労働者が▲65万人減った一方、パートタイマーなど35時間未満の労働者が48万人増加した。賃金の低いパートタイマー労働者が全労働者に占める割合が上昇し、賃金を引き下げている。03年の労働者一人当たりの平均月間現金給与総額は、前年比▲0.4%と3年連続して前年を下回った。

◆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率は4.9%まで低下すると予想。ただし、物価下落に加え社会保険料の雇用者側の負担が受動的に増えていく中、企業は競争力強化の観点から賃金を増加させる余力はなく、パートタイマー労働者比率引き上げや賃金制度見直し等により人件費を抑制する動きは続くと考える。　（田口　さつき）

民間最終消費支出

緩やかな実質ベース増加基調が継続

～ 04年度も小幅ながら増加を見込む ～

◆03年10～12月期の民間最終消費支出は前期比＋0.8%増と、02年7～9月期に同＋1.3%増となって以来の高い伸びを示した。7～9月期の冷夏の影響が剥落したことに加え、薄型テレビやDVD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。03年度通期では＋1.3%増と予想。

◆雇用は増加するものの、企業の人件費抑制姿勢が継続するため、賃金環境の大幅な改善は見込めない。また、増税や社会保険料の引き上げなど、家計の負担増となる要因もある。しかし、景気回復から消費者態度指数（12月調査）が前期差＋0.5%ポイントと3四半期連続で改善したことが示すように、消費者マインドは持ち直しの動きが続いている。

◆名目ベースは横ばい推移しようが、実質ベースでは今後も緩やかな増加基調が継続すると予想。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も見込まれることから、04年度は前年度比＋1.4%増加すると予想する。　（木村　俊文）

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

（社）電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」より農中総研作成

民間設備投資

引き続き堅調に推移

～ 外需好調や更新需要を背景に増加基調が継続 ～

◆03年10～12月期の実質設備投資は前期比＋5.1%と、7～9月期の一時的な減少による反動もあり高い伸びを示した。ただし、設備投資デフレーターのマイナス幅拡大（前期比年率で7～9月期：▲3.7%→10～12月期：▲7.2%）が実質値を押し上げていることに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、03年10～12月期に前期比＋11.3%増と大幅に増加。一方、先行き04年1～3月期は前期比▲0.2%と、ほぼ横ばいの見通しとなっている。また日銀の12月「短期経済観測調査（短観）」でも設備投資計画が上方修正されており、03年度通期では名目で＋10.3%増と予想。
◆04年度は世界の半導体出荷が2割程度増加する見通しであるほか、IT関連投資が増加すると見込まれる。また、日銀短観の生産・営業用設備判断DI（過剰-不足）も大企業・製造業を中心に改善している。企業の好業績や輸出の増加などを背景に実質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＋5.1%増加すると予想する。　（木村　俊文）

内閣府「国民経済計算」より農中総研作成

資料　内閣府「機械受注」

公的固定資本形成（公共投資）

公共投資の圧縮傾向続く

～ 04年度は名目ベースで▲4%の減少を見込む ～

◆03年10～12月期の実質公的固定資本形成は、前期比▲0.2%と7四半期連続のマイナスとなったが、減少率は圧縮された。すでに03年4～12月平均は02年度と比較すると▲10%近く減少しており、一般会計予算上の公共投資関係費（前年度比▲3.7%）と比較しても落ち込みのスピードが激しい。これは、地方公共団体の財政逼迫に加え、公社・公団の固定投資が大きく削減されている可能性を示唆する。なお、小泉内閣発足以降、公共投資の対名目GDP比率は、足許5.2%まで低下、経済成長に対する寄与度がマイナスの状態が続く。

◆また、10～12月期の建設工事受注の官公庁発注分が前期比▲5.3%、同じく公共工事請負金額は同▲9.3%（当社による季節調整後）と、発注・受注ベースの公共事業も減少傾向が続いている。04年1～3月期も低調推移するものと予想され、03年度通期での名目公共投資は前年度比▲12%（実質ベースでは同▲10.5%）と見込んでいる

◆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03年度比▲3.3%となっている。また、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%であり、03年度の同▲5.5%から更に圧縮テンポが加速）。以上より、04年度の名目公共投資は前年度比▲4%（実質ベースでは同▲2.7%）と予測した。

（南　武志）

（資料）国土交通省、保証事業会社協会

（資料）内閣府

外　需

04年度も輸出は増加

～ サービス収支の赤字は拡大～

◆03年10～12月期の財貨・サービスの輸出（以下、輸出等）は前四半期比＋4.2%の増加。ドル円相場で円高が進んでいるが、世界経済の成長により8四半期連続して前四半期を上回った。数量ベースでアジア、EUは2四半期連続、米国は2四半期ぶりの増加となった。一方、財貨・サービスの輸入（以下、輸入等）は前四半期比+1.4%と2四半期連続で前期から増加している。

◆2003年は、輸送用機器に加え、デジタル家電向け部品の輸出の増加が大きかった。また、鉄鋼、化学製品など素材の輸出が中国向けを中心に好調であった。輸入等については、SARSやイラク戦争といった特殊要因により、海外渡航者数が減少し、サービスの輸入は減少した。財の輸入については、日本企業によるアジアの生産拠点からの逆輸入と見られる機械機器の増加があった。

◆2004年度は、米国経済が堅調に成長することに加え、世界のデジタル家電市場や携帯電話市場が拡大することにより、製品だけでなく部品の伸びが期待できる。また、中国との貿易も引き続き拡大すると見られることから、輸出等は前年度比＋5.4%の増加を予想。一方、輸入等は日本経済が緩やかな回復を続けることに加え、アテネ・オリンピックなどをきっかけに海外旅行者数が増加することから、前年度比+4.5%と増加幅が拡大すると考える。

（田口　さつき）

財務省「貿易統計」より農中総研推計・作成

国際観光振興機構推計値、
国土交通省「主要旅行業者50社の旅行取扱状況速報」より農中総研作成

民間住宅投資

住宅投資は横ばい継続

～ 所得の先行き不透明感が重しに ～

◆03年の10～12月期の実質民間住宅投資は前四半期比▲1.0%の減少。シックハウス対策に関する改正建築基準法の施行（7月1日）、住宅ローン減税の03年12月末の打ち切りを見込んだ駆け込み需要により前四半期比＋2.9%増となった7～9月期の反動で減少した。しかし、新設住宅着工の動向などを勘案すると、03年度通期の実質民間住宅投資は02年度からほぼ横ばい、新設住宅着工戸数は114万戸を見込む。

◆04年度については、住宅ローン減税が現行の規模で1年延長されたことは、プラス要因である。住宅ローンの低金利が04年度も続くと見られることや、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を下支えしよう。

◆しかし、定期昇給制度の廃止・縮小など賃金制度の見直しが進み所得の先行きに不透明感が増す中、持家取得への慎重姿勢は続くであろう。分譲住宅については、大都市中心部では大型マンション建設が04年度も行われると見られるが、地方圏では需要を喚起するのが難しい状況である。賃貸住宅については、投資の誘因が取り立ててみられ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▲0.1%、新設住宅着工戸数は113万戸を想定する。

（田口　さつき）

物　価

04年度下半期に下落圧力高まる可能性

～ ゼロ金利政策は継続 ～

◆引き続き消費者物価（生鮮食品を除く総合）、国内企業物価とも前年比下落率が縮小する動きとなっている。この背景には、一時的・制度的要因、世界的な景気拡大に伴う要因の二つの側面が考えられる。まず、一時的・制度的要因としては、03年度に入ってからサラリーマンの医療費自己負担増やたばこ税・酒税引き上げなどがあったが、最近では冷夏による米不足の影響も加わっており、この要因だけで物価上昇率を消費者物価で0.2%pt、国内企業物価で0.4%pt、それぞれ押し上げている。

◆04年前半にかけてはこれらの要因が残存するものの、04年後半には効果が剥落し、物価指数には逆に下落圧力がかかることが見込まれる。また、世界経済、特に中国など東アジア経済の成長加速を受けて、国際商品市況での素材関連価格は上昇し、国内の素原材料価格も上昇し始めている。ただし、最終需要財についてはまだ大きな下落率が残っている。引き続き、世界経済の成長が続き、輸出や生産活動が一層活性化すれば、いずれは最終需要財価格も下落が止まり、上昇する可能性もあるが、これにはまだ時間がかかると思われる。

◆一方、03年10～12月期のGDPデフレーターは前年比▲2.6%（前期比▲1.0%）と、再び下落率が拡大した（7～9月期は前年比▲2.1%）。引き続き、民間設備投資デフレーターが同▲6.0%と大幅下落となっていることが背景にある。技術革新による価格下落が大きい国内のIT関連投資の需要が強まれば、この影響をより受けやすくなる。なお、マクロ的な需給ギャップが大きく解消されていることにも留意すべきだろう。GDPデフレーターは、GDPギャップの変化に1年ほど遅れて動いている（下右図）。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い。ただし、04年度もデフレーターのマイナス基調は持続すると予測（前年比▲1.5%）。なお、今回の景気拡大局面でのデフレ脱却は実現できないと見ており、現行のゼロ金利政策の枠組みに変化はないと考えられる。

（南　武志）

（資料）日本銀行

（資料）内閣府、総務省などの資料より農中総研作成

米国経済

景気は年前半を中心に概ね堅調推移

～ 輸出と設備投資が景気を牽引 ～

◆2004年の米国経済は、ドル安に伴う輸出増加、企業のキャッシュフロー改善による設備投資増加、及び減税効果による底堅い個人消費に支えられ、概ね堅調に推移する。2004年の実質GDP成長率を＋4.2%と予想する。

◆中国が先導しているアジア経済の拡大や欧州景気の回復など、世界景気が明るくなっていることを背景に、半導体やコンピュータ及び周辺機器を中心に輸出の伸びが高まる。企業の積極的なITを中心とした設備投資の勢いは、概ね年を通じて持続する。また好調な売上により企業在庫が不足気味であるため、在庫積み増しが成長率にプラス寄与する。減税効果は、所得税率引下げの前倒し実施や配当課税撤廃の影響が本格化する年前半に比較的大きなものになる。これに加え、雇用が緩やかながら回復すること、株価上昇が家計バランスシートに好影響をもたらすことから、個人消費は年前半には堅調に推移する。

◆一方2003年にやや過熱気味であった住宅投資は、反動減に転じる。また年後半には、減税効果剥落により個人消費の伸びがやや鈍化する。但し、少なくとも2004年中に景況感が目立って悪化することはない。

◆製品需給の改善によりインフレ率が緩やかに高まること、また財政収支赤字が持続することから、長期金利は上昇気味となる。FRBは、景気拡大を腰折れさせない配慮をしつつ、利上げのタイミングを模索するであろう。　（永井　敏彦）

2003－04年米国経済見通し

	単位	2002年実績	2003年通期速報値	上半期（1～6月）実績	下半期（7～12月）速報値	2004年通期予想	上半期（1～6月）予想	下半期（7～12月）予想
実質ＧＤＰ	%	2.2	3.1	2.1	5.9	4.2	3.8	3.1
個人消費	%	3.4	3.1	2.7	4.9	3.7	3.4	3.2
設備投資	%	▲7.2	2.8	1.4	9.8	8.1	7.6	7.3
住宅投資	%	4.9	7.6	5.1	14.5	3.0	0.9	▲3.0
在庫投資	10億ドル	5.7	▲1.5	▲1.5	▲1.5	26.3	22.5	30.0
純輸出	10億ドル	▲470.6	▲505.5	▲508.1	▲503.0	▲524.0	▲518.0	▲530.0
輸出	%	▲2.4	1.9	▲2.2	9.3	8.8	9.5	7.0
輸入	%	3.3	3.7	0.7	5.4	7.1	8.4	6.3
政府支出	%	3.8	3.4	3.4	2.9	2.2	2.0	2.0

実績値は米国商務省“NIPA Comprehensive Revision”、予測値は当総研による。
（注）1．予想策定時点は2004年2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

商品市況

国際商品市況の上昇するインフレ波及は限定的

～ 需給環境のタイト化、中期的な物価上昇リスクには注意必要 ～

◆海外商品市況が上昇基調をたどり、CRB商品指数は底であった01年末から5割に接近する上昇となった。また、海上運賃も不定期船等で大幅上昇している。
◆しかし、足元で先進国の消費者物価への波及は現在のところ、現れていない。国内でも緩やかな商品市況の上昇が見られ、日経商品指数（42種）は過去1年で約7%反発したが、わが国ではドル円相場の円高により円建て輸入物価は抑制されている。
◆先進国の景気回復に加え中国などの高成長持続から需要が増加。さらに、金融緩和に伴って流動性資金が増し商品市場へ流入していることが、商品市況の活況の背景となっている。
◆しかし、世界的な需給ギャップは残存。中国等での非先進国での持続的な需要増加の一方、先進国からの海外生産移転を伴いながら非先進国の生産能力は拡大している。また、技術進歩による下落効果も大きい。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、小さいが、需給のタイト化による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）

実質マネーサプライ＝名目マネーサプライ変化率－消費者物価変化率

2003・2004年度　国内経済見通し総括表

	単位	02年度 実績	03年度 通期	上半期	下半期	04年度 通期	上半期	下半期
名目ＧＤＰ	%	▲0.7	0.6	*0.1*	*1.1*	0.4	*1.1*	*▲0.2*
実質ＧＤＰ	%	1.2	2.8	1.5 *2.2*	2.0 *3.5*	1.9	0.7 *2.7*	0.5 *1.2*
国内民間需要	%	0.5	3.5	1.9 *2.7*	2.3 *4.2*	2.0	0.7 *3.0*	0.4 *1.1*
民間最終消費支出	%	1.0	1.3	0.7 *0.6*	1.2 *2.0*	1.4	0.6 *1.9*	0.3 *1.0*
民間住宅	%	▲2.1	▲0.0	0.9 *▲0.9*	0.0 *0.9*	▲0.1	▲0.1 *▲0.0*	▲0.2 *▲0.2*
民間企業設備	%	▲3.3	10.3	5.5 *9.8*	5.1 *10.9*	5.1	2.1 *7.3*	1.0 *3.1*
民間在庫増加	10億円	113.2	1,504.3	1,014.0	1,994.5	937.5	1,025.0	850.0
国内公的需要	%	0.1	▲2.0	▲1.6 *▲2.3*	▲0.1 *▲1.8*	0.8	0.5 *0.3*	0.8 *1.2*
政府最終消費支出	%	2.1	1.1	0.4 *0.9*	0.8 *1.3*	1.8	0.8 *1.6*	1.2 *2.0*
公的固定資本形成	%	▲5.0	▲10.5	▲7.6 *▲11.0*	▲2.9 *▲10.3*	▲2.7	▲0.8 *▲3.7*	▲0.8 *▲1.7*
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,265.9	17,979.9	17,061.7	18,898.2	19,350.5	19,256.8	19,444.1
輸出	%	12.0	9.2	3.9 *8.3*	6.0 *10.1*	5.4	2.0 *8.1*	0.7 *2.7*
輸入	%	5.5	4.2	0.5 *3.5*	4.3 *4.8*	4.5	2.1 *6.5*	0.6 *2.7*
内需寄与度（前期比）	%	0.4	2.1	1.0	1.7	1.7	0.6	0.5
民間需要（　〃　）	%	0.3	2.6	1.4	1.7	1.5	0.5	0.3
公的需要（　〃　）	%	0.0	▲0.5	▲0.4	▲0.0	0.2	0.1	0.2
外需寄与度（前期比）	%	0.8	0.7	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
デフレーター（前年比）	%	▲1.7	▲2.2	▲2.0	▲2.4	▲1.5	▲1.6	▲1.4
国内企業物価（　〃　）	%	▲1.6	▲0.6	▲0.9	▲0.3	0.1	0.2	0.1
総合消費者物価（　〃　）	%	▲0.8	▲0.1	▲0.3	0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	5.3	5.1	4.9	5.0	4.9
経常収支	兆円	13.7	15.9	8.3	7.6	14.7	7.3	7.4
貿易収支	兆円	11.9	11.9	5.8	6.1	12.1	6.1	6.0

（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	02年度 速報	2003年度 通期	上半期	下半期	2004年度 通期	上半期	下半期
為替レート	ドル/円	121.9	113.0	118.0	107.9	103.8	104.0	103.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.3	29.1	28.5	29.7	30.0	30.0	30.0

付表1

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）	10～3月	1月　通常国会 3月　道路公団民営化方針を閣議決定（予定）	12月　地上波デジタル放送開始 3月　固定資産の減損会計任意適用開始	2月6～7日　G7財務相・中銀総裁会議 3月20日　台湾総統選
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） 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		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：ペイオフ解禁（除く決済性預貯金） 郵政3事業の民営化方針 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 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）

2003～04年　欧州経済の見通し　　（前年（前年同期）比：%）

地域＼時期	2002年 実績	2003年 通期	上半期（1～6月）	下半期（7～12月）	2004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	1.9
ドイツ	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	2.0	1.8	2.2
フランス	1.2	0.1	0.1	0.1	1.7	1.5	1.8
イタリア	0.4	0.4	0.5	0.4	1.5	1.3	1.6
英国	1.7	2.2	2.0	2.3	2.8	2.9	2.6

農中総研作成　03年下期までは実績、04年は農中総研予想

EU圏と独仏の景況感指数

ブルームバーグより農中総研作成