

# 2004年度の内外経済金融の展望

デフレは残るが、世界景気拡大を背景に  
緩やかな成長継続

## 〔要 旨〕

- 1 2003年の日本経済は、いくつもの景気下押し要因があったが、実質GDPは02年4～6月期以降6期連続のプラス成長を続けており、緩やかながらも景気回復局面にあると判断できる。
- 2 今回の景気回復局面でも牽引役となったのは米国経済を筆頭とする海外需要の増加であった。これは日本経済の自律的成長メカニズムが失われている側面を意味しており、国内のデフレ圧力がなかなか解消しないことにもつながっている。
- 3 米国経済は減税効果に設備投資の増加から今後も順調に拡大すると見込んでおり、04年の実質GDP成長率を4.1%と予測する。さらに、欧州経済の立ち直りや中国等成長ゾーンの広がりなども加わり、世界景気は引き続き回復基調をたどると見込んでおり、わが国の外需は堅調に推移するだろう。
- 4 景気循環的な面からは、出荷見通しが輸出を中心に明るいなか、在庫は低水準に抑制されており生産調整の余地は当面小さい。設備投資も設備過剰感が消えつつあり、更新需要を中心に堅調に推移すると見込まれる。日本経済は景気回復を持続し、04年度の実質GDP成長率を実質+1.9%、名目+0.4%と予測する。
- 5 しかし、潜在成長力が1～2%にとどまり成長力は限定的。雇用のミスマッチ拡大のもとでは需要が増加しても失業率低下への波及効果は小さい。2%程度での経済成長では雇用改善は小幅にとどまり、雇用改善 消費増加という自律的成長経路は期待薄である。
- 6 デフレが残存。消費者物価も04年年央以降、再下落すると見込む。このような状況のもとで、ゼロ金利政策は継続されるものと予測する。
- 7 国債相場が軟調となり、長期金利が小幅上昇する局面はあるが、一本調子の上昇は考えにくい。基本的にはレンジ相場での推移にとどまろう。株価は、業績の好調継続と低位なバリュエーション面の評価から買い直され、年央にかけて緩やかに上昇すると予測するが、わが国の中期的成長に向けた経済活性化策の欠如に対する否定的評価や地政学的リスクの再燃などの悪材料には注意が必要である。

## 目次

- 1 はじめに
- 2 循環的回復の域を出ない国内経済回復
  - (1) 強まる米国経済との同調
  - (2) デフレ圧力の変化と物価の動向
  - (3) 力不足の成長力と景気循環の成熟
  - (4) 世界景気拡大を背景に緩やかな成長継続
  - (5) 厳しさ増す地方財政と地方経済
- 3 景気拡大の持続力が注目される米国経済
  - (1) 年前半を中心に景気はおおむね堅調推移
  - (2) 物価上昇は小幅
  - (3) FRBは利上げ方向にカジを切りつつも慎重対応
  - (4) 双子の赤字がもたらす潜在的リスク
- 4 欧州経済の反転と成長ゾーンのすそ野拡大
  - (1) 欧州先進国経済の反転と東へ延びる成長地域
  - (2) 中国など人口大国の高成長持続
- 5 ゼロ金利政策継続と金融市場の動向
  - (1) わが国のゼロ金利政策は長期化
  - (2) 長期金利の上昇リスクはあるが、レンジ内の動きを見込む
  - (3) 成長政策の欠如と株式相場

## 1 はじめに

2003年の日本経済は、家計等の税・社会保障負担の増加、公共事業の削減継続、不良債権処理の進展による企業整理など構造調整圧力に加え、米国とイラクの対立激化に伴う世界経済への心理的圧迫の影響などによる景気下ブレが懸念された。

しかし、実質国内総生産（GDP）は、02年4～6月期から6四半期連続で前四半期比プラス成長を継続。03年度上半期（4～9月）の成長率は前年同期比+2.1%となった。また、名目GDPも03年度上半期に前年同期比+0.0%と下げ止まりをみせている。

このGDPの動きをみる限り、日本経済は景気の下ブレを回避した。緩やかな足取りながら底離れし、「弱い数量景気」の軌

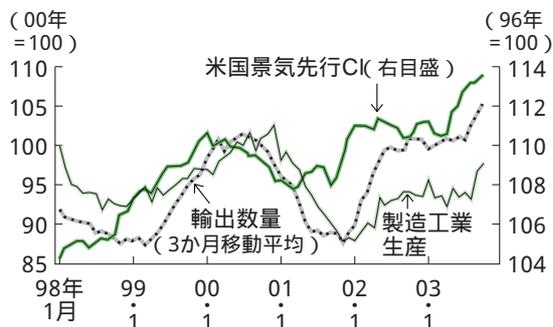
道を歩んでいる。しかし、悲観シナリオの想定の手前が杞憂に過ぎなかったとはい切れない。この景気回復局面にある日本経済を取り巻く内外の環境と問題の何が変わり、何が変わっていないのか。経済の不安定化リスクを点検しておくことが、重要と思われる。

## 2 循環的回復の域を出ない国内経済回復

### (1) 強まる米国経済との同調

バブル崩壊後の「失われた10年」を通して、日本経済の自律性が徐々に弱まってきた。専ら景気回復は海外需要主導で達成されてきた。02年1月を谷とした今回の景気回復局面でも牽引役となったのは輸出増加による外需であり、米国を中心とする海外経済動向がキーポイントであった（第1図）。

第1図 米国景気と生産・輸出動向



資料 財務省, 経済産業省, 米カンファレンスボード

日本と米国の景気サイクルを観察すると、90年代前半は異なった動きをしているが、直近2回ほどの日本の景気循環は、米国にやや遅れて動いていることが、時系列分析の手法を用いて確認することができる。

米国GDP, 日本の財貨・サービス輸出, 日本の民間設備投資の3変数による多変量自己回帰モデルを推計し, それに基づいてグレンジャー因果性テスト等を行ってみた。これによると, 基本的には「米国GDP

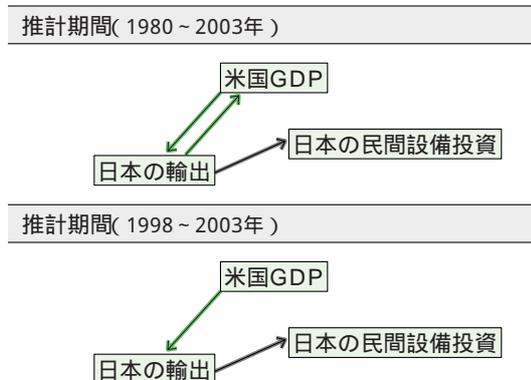
日本の輸出 日本の民間設備投資」という先行性が得られる(それぞれ1期のラグがある)。

まず, 推計期間を1980~2003年としたケースでは米国GDPと日本の輸出との間に相互に関連性があったが, 直近の期間(推計期間1998~2003年)のケースでは「米国

日本」という一方向の関係しか得られない。これは, それだけ日本にとって米国経済の重要性が高まったことを意味する(第2図)。

外需の成長率寄与度は, 02年の実質GDP成長率1.2%に対し0.9%であったが, 03年

第2図 グレンジャー因果性検定の結果



資料 農中総研が推計したVARモデルより作成

度も2.0%の実質GDP成長予測に対し外需の寄与度を0.6%とみており, 景気回復期に入っても高い外需依存が続いている。

## (2) デフレ圧力の変化と物価の動向

政府は01年3月に日本が緩やかなデフレ状態にあると認定したが, それより以前から, 消費者物価では98年後半以降, 消費税変更の影響を除けばGDPデフレーターでは94年後半以降, 下落の状況が続いてきた。

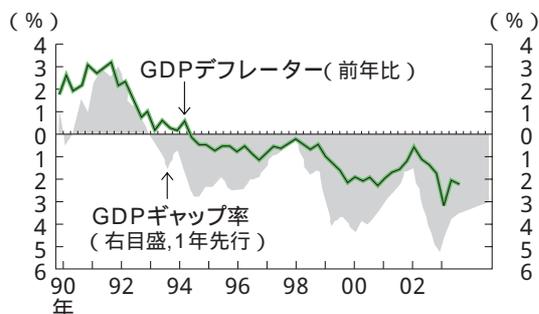
このうち, 消費者物価に関しては02年末から下落率が縮小。03年度下期には一時的に前年比プラスとなることが想定される。しかし, これは医療費やたばこ・発泡酒税率引上げ, さらに米穀類の価格上昇という政策的もしくは一時的要因の押し上げが大きい(これらは全体で消費者物価を前年比+0.4%近く押し上げている)。家電等耐久財を中心にモノの下落基調は続いており, 04年中盤以降, 消費者物価は再び下落に転じるとみている。なお, 日銀の金融政策を決定

する政策委員も、9人中、8人が04年の消費者物価の下落を予想している。

一方、ホームメイド・インフレを反映するGDPデフレーターは下落する状態が続いている。GDPは企業などが経済活動によって生み出す付加価値の集計であるが、個々の企業が賃金や資本設備などの費用削減に注力してコスト単価の切下げに走れば結果的に経済全体の付加価値が圧縮されると同時に、GDPの物価水準を表すデフレーターが下落してしまう性質を持つ。内容的には、設備投資デフレーターは技術進歩の影響を受けて大きく下落しているのが特徴的であり、今後もIT関連投資のウェイトが増していけば、こうした傾向が続く可能性が高い。

また、経験的にはGDPデフレーターはGDPギャップの変動に約1年程度遅れて反応することが知られている(第3図)。02年前半には4%台後半であった需給ギャップ(潜在GDP - 実績GDPの差)は、その後の実質GDP成長の継続に伴って3%割れへと縮小。製造業の国内余剰生産能力の

第3図 需給ギャップと物価動向



資料 内閣府、総務省などの資料により農中総研作成  
(注) GDPデフレーターは消費税率変更の影響を除去したベース。

圧縮も進んできた。その点でデフレ圧力は後退したといえる(第3図)。

04年度にかけて国内景気の回復が進展する見込みであり、基調として物価下落率は縮小してくる可能性が高い。しかし、今回の景気拡大局面でも需給ギャップは残ることから、デフレ状態を脱却するには至らず、その実現は2000年代後半まで先送りされることになるだろう。

### (3) 力不足の成長力と景気循環の成熟

景気は、いろいろな循環的要因が重なり合い、変動が形成される。

まず、短期循環を形づくる在庫循環は、02年初めの景気底入れから2年が経過しつつあるが、輸出を中心に出荷(生産)見通しが明るいなか、製造業者の在庫水準は引き続き抑制されており、過度な積み上がりには至っていない。在庫の増加 在庫調整が生産縮小の要因になる懸念は、当面小さい。

また、民間企業設備投資は現在、中期循環的な上昇局面にあると考えられる。設備過剰感も縮小傾向が継続し、主要企業製造業では過剰感が解消している。さらに、新技術・新製品投資への広がりもみられる。

ただし、90年代後半以降、陳腐化・更新が早いIT関連投資の割合が増えたこともあり、国内設備投資の上昇循環は短期化する傾向がある。また、それと同時に投資選別や海外への生産移転の増加の影響などから、上昇局面での設備投資の増加幅が小さくなっている。

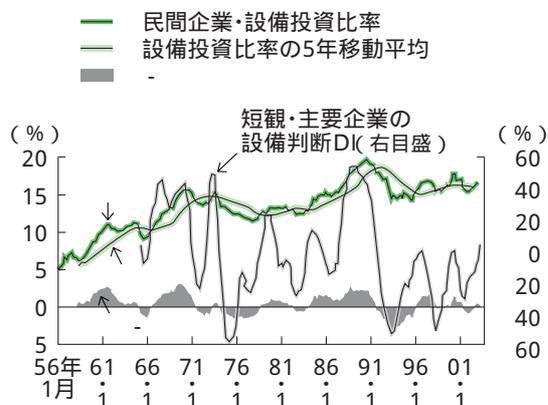
見通しでは、04年中の設備投資は世界経済の成長を背景に増加が継続すると見込んでいるが、すでに、設備投資の反転から5四半期を経過。今後、中期的には下降局面に入り調整を迎える可能性を念頭に入れるべきだろう（第4図）。

中期的にみると、日本経済の成長力が限定されている現実重い。潜在成長力は90年代半ばの2%強から、足元では1~2%程度に低下していると試算される。更新投資などが中心であったため、資本ストックの増強が小幅な水準にとどまっていることが主因の一つ。海外生産移転に伴う海外への設備投資流出傾向も資本ストックの成長を抑える要因である。

また、労働力の側面からも生産年齢人口がすでに減少に転じ、全人口数そのものも06年前後には減少に転じる見込み。それを補うべき労働生産性（GDP÷労働投入量）の上昇は2%程度で推移している。

また、雇用の構造的ミスマッチ拡大のも

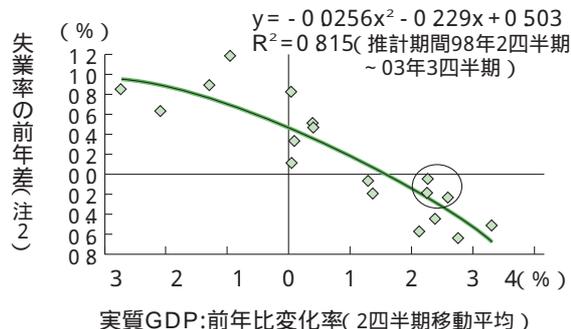
第4図 企業設備投資比率の循環変動



資料 内閣府「国民所得統計」、日銀「短観」から農中総研作成

(注) 設備投資比率=民間企業設備投資÷GDP

第5図 景気変動と失業率変化



資料 総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介情報」  
 (注)1 雇用失業率=失業者÷(雇用者+失業者),  
 欠員率=(有効求人-就職件数)÷(雇用者+有効求人-就職件数)  
 2 雇用のミスマッチを除く失業率の変化を見るため、(失業率-欠員率)の前年変化幅を取っている。

と、失業率は高止まりする傾向があり、需要創出 GDP成長による雇用改善効果は小さい。足元における2%台の実質GDP成長では、ミスマッチによる失業を低下させる効果はわずかであり、雇用改善 消費拡大を通じた成長経路は期待薄である（第5図）。

このため、景気回復の継続によって雇用改善は見込めるものの、その改善は限定的。かつ配偶者特別控除廃止や年金保険料引上げなどの税・社会保障負担増加も生じることから、04年度の実質民間最終消費支出の増加は、+1.3%にとどまると予測。名目支出での増加はあまり期待できないだろう。

#### (4) 世界景気拡大を背景に緩やかな成長継続

一方、生産面で新しい成長の芽が出ていることは明るい側面である。薄型TV、DVDレコーダーなどデジタル家電の普及

が世界的に本格化しようとしている。第三代携帯電話などの需要増加も引き続き見込まれる。自動車の電装化需要も加わり、情報・通信機械、電子部品・デバイスや精密機械などの加工組立工業の復調が続こう。鉄鋼や紙パ、化学などの素材産業は、国内の過剰生産能力やコストの削減が進んだことに加え、中国などアジア地域需要の増加から、市況・生産ともに好調裡に推移すると予測する。

後述のような世界経済の動向と国内の設備投資などを踏まえ、農中総研では04年度の実質GDP成長率を+1.9%、名目GDPも+0.4%と予測している。実質GDPの成長率：+1.9%の寄与度は、国内民間需要

が+1.4%、公的需要が+0.2%、外需（輸出等 - 輸入等の差）が+0.3%である。

名目GDP - 実質GDP = 1.5%とデフレは残るが、名目GDPが2年連続でプラスになれば、売上増加などから、民間企業のコスト削減圧力が幾分和らぐことが期待される（第1表、詳細総括表は本稿末尾に掲示）。

#### (5) 厳しさ増す地方財政と地方経済

製造業の生産回復において、地域格差が明瞭である。03年7～9月期に、前回景気ピークの00年の生産水準を上回っているのは、電機・電子部品ないし自動車に関連したウェイトが大きい東北、中部、九州にとどまる。

また、製造業に比べ、中小・非製造業の業況回復は極めて遅れており、そのウェイトが大きい地方圏においては、04年度も相変わらず、厳しい状況が続く可能性が大きく、回復感は乏しいだろう。

地方経済を展望するうえで、地方公共団体の財政悪化が一段と進んでいることは、重要な問題である。第6図は、02年度の都道府県の「経常収支率」と「公債費負担率」の分布である。90年代半ばと比べ、悪化方向にシフトしている。

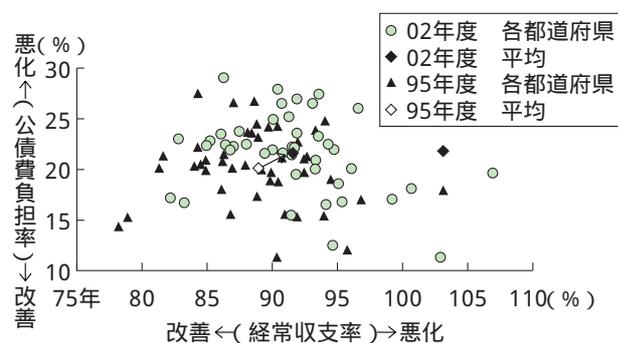
経常収支率の80%、公債費負担率の15%が財政健全度を測る分岐点と言われるが、02年度全国平均

第1表 国内経済見通し

		2002年度	03	04
		通期	通期	通期
名目GDP	%	0.7	0.1	0.4
実質GDP	%	1.2	2.0	1.9
国内民間需要	%	0.5	2.4	1.9
民間最終消費支出	%	1.0	0.7	1.3
民間住宅	%	2.1	0.3	0.4
民間企業設備	%	3.3	8.6	5.0
国内公的需要	%	0.1	2.0	0.9
政府最終消費支出	%	2.1	0.6	1.7
公的固定資本形成	%	5.0	9.0	1.8
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,266	17,381	18,942
輸出	%	12.0	7.8	5.6
輸入	%	5.5	3.7	4.4
内需寄与度(前期比)	%	0.3	1.4	1.6
民間需要(前期比)	%	0.3	1.8	1.4
公的需要(前期比)	%	0.0	0.4	0.2
外需寄与度(前期比)	%	0.9	0.6	0.3
国内企業物価(前年比)	%	1.6	0.6	0.3
総合消費者物価(前年比)	%	0.8	0.1	0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	5.0
為替レート(前提)	ドル/円	121.9	113.0	107.5
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	27.4	28.9	27.5

資料 実績値は内閣府「国民経済計算年報」、予測値は農中総研  
 (注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。

第6図 悪化進む都道府県の財政状況(2002年度)



資料 日経データクエスト収載データから農中総研作成  
 (注)1 経常収支率=(人件費,公債費,扶助費など経常的経費-経常特定財源)÷経常一般財源  
 2 公債費負担率=公債費充当一般財源÷一般財源総額

の経常収支率は91.5%, 公債費負担率も21.7%。経常収支率では100%を突破している県が3県ある。単純な単年度収支上でも, 02年度に26都府県が赤字となっている(第6図)。

このように地方財政のせっぱ詰まった状況のなかで, 小泉・構造改革の一つの柱として地方財政改革の論議が進んでいる。しかし, 補助金削減が全面に出ている現状では, 地方公共団体は一層の歳出削減に向かわざるを得ない。04年度には租税収入が好転する余地が一部にあるが, 財政悪化には焼け石に水という程度である。

地方公共団体の歳出削減の主な対象となるのは, 公務員給与や公共事業であるが, これらのウェイトが大きい地方経済において, その削減は製造業を中心とする景況好転を減殺する。地域経済低迷の悪循環を長引かせ, 地域金融機関にとっても, 不良債権処理を遅らせる要因となりかねない。

また, 地公体間の財務力格差も明確に認識される状況になっている。地域経済低迷

のなか, 地方圏の地価下落が継続。土地取引が少ないことを勘案すれば, 地価下落の実態はさらに厳しいはずである。工場立地は規制緩和とコスト低下のもとで都市圏回帰の傾向を強めており, 地方圏における雇用機会の拡大, 土地需要の増大を期待することは難しい。土地・住宅関連の公社や第3セクターの経営にも区切りをつけざるを得ない時期にきている。このような結果, 信用力低下が著しい地方公共団体が現れてくる可能性もあることに注意すべきである。

### 3 景気拡大の持続力が注目される米国経済

#### (1) 年前半を中心に景気はおおむね堅調推移

米国の04年における実質GDP成長率は4.1%になる, と予測する(第2表)。年前半には, 減税措置の目玉である配当課税撤廃や所得税率引下げ前倒しの影響が本格化するため, 景気拡大を支える要因となろう。このほか, コンピュータ産業を中心に製造業の在庫が不足気味であり, これを補充するための生産増加が今後見込まれることも, 景気を押し上げる要因である。また雇用は緩やかながら回復を続け, 雇用者所得も徐々に上向いていくであろう。

一方, 04年後半の景気も雇用の緩やかな改善, 雇用所得の増加が見込まれ, おおむね底堅く推移するとみられるが, 前述の減税効果が弱まるため, 年前半ほどの好調さ

第2表 米国経済見通し

		2002年	03	03		04	04	
		実績	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
			予想	(1~6月)	(7~12)	予想	(1~6)	(7~12)
				実績	予想		予想	予想
実質GDP	%	2.2	2.9	1.9	5.3	4.1	4.0	3.1
個人消費	%	3.4	3.1	2.4	4.7	3.5	3.3	2.7
設備投資	%	7.2	2.2	0.1	9.5	8.5	8.3	7.9
住宅投資	%	4.9	7.9	9.0	10.3	0.8	2.7	0.9
在庫投資	10億ドル	5.7	12.2	6.4	17.9	20.0	15.0	25.0
純輸出	10億ドル	470.5	527.8	528.3	527.4	565.3	555.0	575.5
輸出	%	2.4	1.4	2.4	6.3	6.4	6.8	5.6
輸入	%	3.3	3.5	0.7	4.1	6.6	8.1	6.2
政府支出	%	3.8	3.3	3.4	3.3	3.5	3.8	3.0

資料 実績値は米国商務省、予想値は農中総研作成(予想策定時点2003年11月、2002年実績値は、2003年12月改訂値)

(注)1 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)。  
2 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値。

を維持することは難しいと考えられる。

また、景気拡大に伴う長期金利の上昇にも留意する必要がある。これまで米国経済には、財政金融政策(減税等経済対策及び金融緩和)に下支えられて回復した、という側面があった。従って減税効果剥落に加えて、仮に金利上昇が続くようであれば、順風満帆の景気拡大というわけにはいかなくなる。

減税など財政政策による需要の下支えは、将来にわたり安定的に発生する需要を特定時期に先食いしたことを意味する。その反動は、04年後半以降のいずれかの時点で現れる。

## (2) 物価上昇は小幅

04年においても、中国でのインフラ等固定資本投資の活発化や穀物需要の増加などが、国際商品市況を引き続き押し上げる要因になるが、グローバルな企業間競争の激化、需給ギャップの残存(設備稼働率の低迷等)、低賃金地域の生産拡大により、米

国も含めた先進国で物価が上昇しにくい環境は持続するであろう。

製造業が原材料調達コストの上昇を製品価格に転嫁することは困難であり、04年の米国

物価は景気回復により多少上昇力を高めるであろうが、上昇幅は小幅なものにとどまろう。

## (3) FRBは利上げ方向に

### カジを切りつつも慎重対応

04年において、FRBは景気拡大を背景に金融政策のカジを徐々に利上げ方向に切るであろう。ただし、実際の利上げ実施は、04年11月に大統領選を控えていることもあり、景気・物価動向をにらみながらの慎重なものとなろう。

利上げがあるとすれば、大統領選直前を避けるために、年前半における小幅引上げ実施の可能性が考えられるが、前述のとおり、物価が上昇しにくい環境が続くため、連続的・大幅な引上げの可能性は低い。

## (4) 双子の赤字がもたらす潜在的リスク

フセイン元大統領の拘束はイラク情勢安定化の第一歩となるだろうが、これによって今後治安・民生・経済活動が一気に改善に向

かうことは考えにくい。米国がイラク人自らによる自主的な統治の枠組みづくりにもたつけば、財政収支赤字拡大や、米国の信認低下に伴う一層のドル安進行が起きる恐れがある。

米国・議会予算局は、財政収支赤字が04会計年度（03年10月～04年9月）の4,800億ドル（対名目GDP比4.3%）をピークに、その後徐々に縮小すると予測しているが、その後可決された医療保険改革法により赤字縮小ペースが遅くなることは確実になった。

また、景気回復が輸入を再び拡大させている。輸出の伸びも高まっているが、消費財を中心とした輸入拡大テンポがそれを上回っており、04年においても、経常収支赤字が拡大し続けるであろう。

経常収支赤字をファイナンスする外国から米国への資金還流の状況を見ると、民間投資家による株式・債券投資が細っているなかで、各国通貨当局が資金還流の重要な部分を担っている。しかし、中国をはじめ各国通貨当局では米国債に集中している外貨準備の運用を多様化する動きが出始めている。

仮に「双子の赤字」改善の見通しが不透明となり、外国からの資金還流が不安定化すれば、一層の長期金利上昇やドル安進行のリスクも想定しておく必要がある。

## 4 欧州経済の反転と 成長ゾーンのすそ野拡大

### (1) 欧州先進国経済の反転と 東へ延びる成長地域

03年のユーロ加盟の大陸欧州経済は、中心国であるドイツやフランスの低迷により、1%を下回る低成長率にとどまる見通しである。

しかし、03年後半の景気底打ちから、04年は緩やかな回復軌道をたどると予測している。EUの「財政安定・成長協定」に反する、GDPの3%を超える財政赤字の削減先送りに反対論はあるが、減税実施など景気回復優先政策が採られる方向にある。さらに米国経済に先導されて、輸出増加が期待できる。ユーロ高による輸出減退のマイナス効果が広がらない限り、景気回復が徐々に進むと見込まれ、ドイツ、フランスも2%前後の成長を確保するとみている。

また、欧州経済圏の東への延伸にも注目したい。中国などと比較すると、経済パフォーマンスが劣っていた中東欧でも、最近になってようやく経済改革の効果が定着してきた。ユーロ高・自国通貨安の恩恵を受けた輸出増やデysinフレ定着を背景とした金融緩和も経済成長を下支えしている。

04年にEU加盟が予定されているポーランド、チェコ、ハンガリー、スロバキア、スロベニアなど中東欧8か国では、低労働コストを背景とした外国からの資本投下に

第3表 中東欧諸国の成長率見通し

	人口規模 (万人)	成長率見通し(%)	
		2003年	04
CEB諸国 9か国 (中欧・バルト諸国)	7 800	3.3	4.2
SEE諸国 6か国 (東南欧諸国)	4 700	3.9	4.7
CIS ロシア+11か国 (旧ソ連)	13 600 (ロシア除く)	6.2	5.0
合 計	40 000 (ロシア含む)	4.7	4.7

資料 欧州復興開発銀行(EBRD)資料から農中総研作成

よる投資が活性化し始めており、EU市場をターゲットとした生産拠点へと変貌しようとしている。

欧州復興開発銀行(EBRD)の見通しによると、東欧・CIS諸国全体の成長率は02年の3.8%から、03、04年には4.7%と加速する見通しとなっており、世界経済の伸びを上回るとみられている(第3表)。

## (2) 中国など人口大国の高成長持続

中国の03年実質経済成長率は、8%を越す見込み。SARSによる一時の打撃にもかかわらず、高い成長を達成したが、中国政府は04年も7%成長を見込む。金融政策は引締め基調への転換が表明されているが、国有銀行に公的資金を投入し不良債権処理を進める姿勢であり、景気重視の金融政策に変わりはないだろう。

中国の経済成長は、日本を含め東アジアおよび東南アジアとの貿易増大を通じ、アジア地域の成長を下支えする役割も果たしつつある。

また、その他の成長ゾーンとして、人口大国であるインド、ロシア、ブラジルの高

成長も世界経済にとって意義がある。中国の高成長には及ばないものの、ロシアが7%前後、インドが6%台後半のGDP成長の見通し。また、ブラジルもプラス成長に転じた。

これらの人口大国4か国は、国名の頭文字からBRICsと称されることがある。GDPベースでは、これら中国を含むBRICs4か国の先進国7か国(G7)経済に対するウェイト(ドル換算ベース)は1割強にとどまるが、鉄鋼などの生産分野では急速な生産増強がみられる。今や鉄鋼生産の4割弱はBRICs4か国が占める。経済成長のためには政治の安定化が相補する形で必要条件となるが、購買力をもった国民層の増加に伴う内需拡大の期待も大きく、資源開発を含めて外国資本の導入をテコに成長の持続が予想される。

## 5 ゼロ金利政策継続と 金融市場の動向

### (1) わが国のゼロ金利政策は長期化

世界各国が大幅な超金融緩和を行った結果、マネーサプライなどの量的指標からみても世界的に高水準の流動性が滞留。この流動性が、株価や商品市況の上昇に寄与した部分は大きい。しかし、デフレ懸念の後退から緊急避難的に行われた超金融緩和の必要性は後退。不動産価格や国際商品市況の急騰など超金融緩和を一因とする緩和のマイナスの側面も現れてきた。

前述のように米国においては、利上げモ

ードに入るだろうとの観測が台頭している。欧州も景気が底打ち。金利上昇に伴うユーロ高の進行リスクもあり、緩和からの転換テンポは慎重にならざるを得ないだろうが、欧州でも利上げの可能性は残る。

しかし、先進国経済が中国など東アジアや東欧など低賃金地域への生産移転に伴う供給力増大によるデフレ圧力にさらされる状況は変わっていない。超金融緩和が修正されたとしても限定的であり、流動性減少が株式市場や商品市況に及ぼす影響は小さいとみられる。

わが国ではデフレ（物価下落）の残存からゼロ金利政策が続こう。依然需給ギャップは残り、海外からの安値輸入品との競合状態も基本的には解消していない。前述のように、04年中盤以降、消費者物価は再び下落に転じるとみている。03年10月10日に日銀政策委員会から発表された「ゼロ金利解除の3条件」によって、日銀のゼロ金利政策継続の考え方がより明確化したこともあり、デフレが残る国内経済のファンダメンタルズからは、当面のところ、ゼロ金利政策の継続が見通される。

なお、中期的に構造調整圧力が薄れ、景気の足腰がしっかりしたものになった場合、量的緩和の程度を変更する調整過程に入り、日銀当座預金量の目標水準（現在は27～32兆円）が切り下げられることは視野に置くべきだと思われる。ただし、その目標水準の切下げ幅にもよるが、コール市場のゼロ金利政策の解除が展望できないうちは、1か

月以上のターム物金利の上昇も小幅なものにとどまり、貯金金利の調達コストの上昇も限定的だろう。

## （2）長期金利の上昇リスクはあるが、レンジ内の動きを見込む

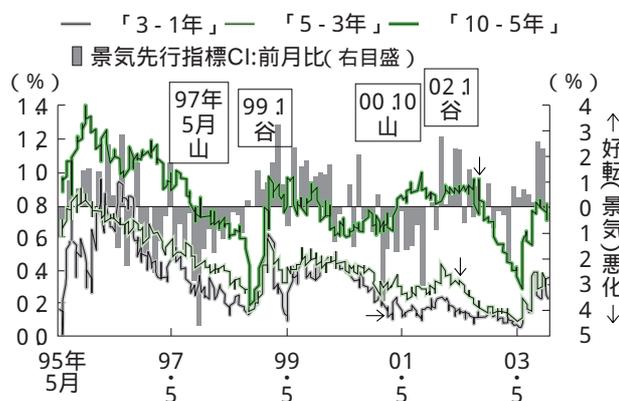
前述のようにゼロ金利政策の時間軸効果により、短中期債ゾーンまでの金利上昇は抑制される公算が大きい。

これに対し、長期金利は、長期債投資のリスク・プレミアムが当面、意識され、中期と長期ゾーン間のイールド・スプレッドは高止まりし、長期債相場は弱含む（金利が小幅上昇する）局面があるとみている（第7図）。

ただし、長期金利が一本調子に上昇していくことは想定しにくい。景気循環の成熟のなかで、景気が加速度的に良くなるよりは、先行き懸念が意識される方向に動くと考えられ、基本的にはレンジ相場での推移にとどまると予測している。

04年度の新規財源国債は、03年度を若干

第7図 イールド・スプレッドと景気動向



資料 Bloombergデータ等から農中総研作成

上回る36.6兆円程度にとどまる計画である。借換え債を含む国債発行額は増加し、需給懸念が残るし、財政赤字削減へ向けた論議も深まったわけではない。多くは先送りされたとの評価が多い。しかし、景気回復が天佑となって財政出動圧力が後退。小泉内閣は政策転換を免れた上に、04年度予算では増税策等の積み上げと歳出抑制によって新規財源国債を横ばいに抑制できた。このことは、国債市場参加者の信頼をつなぎ、相場安定に一定の効果がある。

### (3) 成長政策の欠如と株式相場

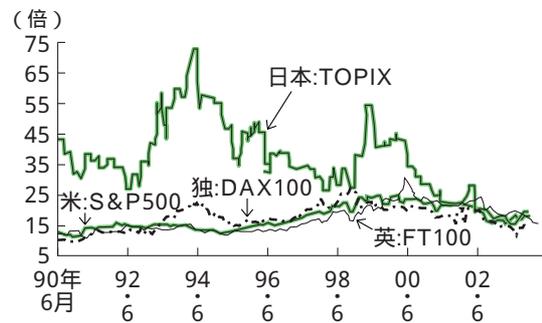
東洋経済新報社の予測によれば、日経平均株価の構成銘柄(225社)の04年度の経常増益率は約10%である。大企業製造業は、大幅な円高や国際情勢の再緊迫化などが生じない限り、世界経済の成長と新製品需要の拡大から、04年度も3年度連続、二けたの経常増益の確度が高まっていこう。

このような業績の伸長が見込まれるもとで、株価のバリュエーション(投資価値尺度)は低位にある。海外主要市場に比べても遜色はない。04年の市場平均の予想PER(株価÷1株利益)は現状、16倍台後半であり、独など大陸欧州の株式市場の次に位置し、米英両国よりは割安である(第8図)。

また、銀行の保有株式圧縮や持ち合い解消売り、および年金基金の代行返上に伴う換金売りなどの需給圧迫要因は大きく後退する。

株価は、このような業績の成長継続と低

第8図 日本および主要国のPER倍率推移



資料 IBES予想データから農中総研作成  
(注) 予想PER=各株価指数÷次期1株利益予想

位なバリュエーション面の評価から買い直され、年央にかけ緩やかに上昇すると予測する。

しかし、中期的に経済再生を可能とし、投資家が評価できるような競争力強化や経済活性化に向けた中期的成長政策の提示は欠如したままである。むしろ、衆院選挙前後の具体化論議でも政府・与党間の対立点および経済界等の反発、野党との相違が浮かび上がる形となった(次頁第4表)。

このように具体・個別的な政策が打ち出せない状況のもとでは、中期的な成長性に期待して買い上がることは困難である。これに加え、地政学的リスクの再燃などの悪材料には注意が必要であり、株価の上値については限定的と見ている。(以上2003年12月24日現在)

(調査第二部)

執筆者 1, 2, 4, 5章

国内経済金融班

(渡部, 南, 木村, 田口)

3章は海外経済金融班(永井)

第4表 政策の主要課題と対立点(2003年12月17日現在)

	小泉内閣		与党		民間 (経済界)
		主務省庁	自民党	公明党	
年金	・04年通常国会に年金改革関連法案を提出方針	・厚労省:保険料率は年収の20%(労使折半),給付水準は現役世代の手取り年収の50%程度	・給付水準は厚生省案と同じ。財源は公的年金等控除の見直しで	・所得税の定率減税見直しによる財源提言	・給付水準,先にありきの保険料率の上限を20%(労使折半)にすることに反対論
		・財務省:基礎年金の国庫負担引上げ財源の明確化とともに給付削減を主張	基礎年金の国庫負担引上げ財源問題は未決着		・民主党から,税を財源とする「国民基礎年金」創設提案
決着:給付水準は手取り年収の5割,保険料率は18.35%に固定。基礎年金の国庫負担引上げは09年度まで段階的实施					
財政	・プライマリーバランス比率を07年度までに半減		・2010年代初頭にプライマリーバランス黒字化	・公共事業の縮減と公共事業コストの削減	・税・財政・社会保障の一体的改革案を国民に示し,結論を得るべき(経団連)
高速道路	道路4公団等は05年度に民営化 ・民営化委員会は,「新会社は債務返済を優先し,費用対効果の面から自主的に新線建設を判断すべき」と答申	・国土交通省:05年4月の民営化は無理。高速道整備計画の全線整備(9,342km)を目指す	・整備計画の全線完成を要請	・料金収入を極力活用した仕組みを含めて検討し,全線整備	・民主党からは公団廃止後,高速道路の無料化提案
	現状:政府・与党協議会が方針決定。 - 民営化後の新会社が通行料金を担保に建設資金を自己調達。国,「保有債務返済機構」と協議して新建設区間を決めるが,新会社は拒否権留保。拒否すれば,社会資本整備審議会が裁定。税金を投入する「新直轄方式」での建設可能。建設コスト削減を 6.5兆円へ上積み。通行料金は平均1割下げ				
郵政	・07年4月民営化が基本方針。経済財政諮問会議の下部組織「郵政民営化連絡協議会」で議論	・総務省:郵便,郵貯,簡保の3事業と全国を一体的に民営化すべき	・与党との調整を強く要請	・民営化に原則賛成(構造改革との整合性,郵便局ネットワークの活用,雇用配慮などが条件)	・民間金融界は郵貯・簡保の分割・民営化等による抜本改革を主張
	「郵政民営化連絡協議会」答申に向け,政府・与党間の論議先鋭化の可能性				
地方財政	・補助金削減・交付金改革と税源移譲の「三位一体」の改革推進 ・06年度までに4兆円の補助金削減	・財務省:基幹税の移譲には慎重。タバコ税の移譲を主張 ・総務省:地方主体の事業については税源移譲	・政府案に同じ	・税源移譲では国と地方の税源比率を1対1に	・地方は税源移譲の少なさ,補助率下げ優先に反発
	現状:「所得譲与税」を創設し,地方に移譲することが固まる。地方交付税は04年度予算で5年ぶりに0.8兆円削減				
外交・安全保障	03年6月に武力攻撃事態対処関連三法が成立 ・集団的自衛権問題に対して前向き。日米同盟など二国間の協力関係強化 ・04年に国民保護のための法整備を行う方針		・日米同盟を機軸に国際協調を重視 ・05年夏に,憲法改正要綱をとりまとめる方針	・国連との協力関係を強調 ・イラク復興支援は人道支援を重視,陸自派遣には慎重を期すべきと主張	・自衛隊イラク派遣には野党反対
	現状:12月9日に自衛隊のイラク派遣基本計画を閣議決定				

資料 新聞記事,政府・政党HPなどから農中総研作成

< 参考資料 > 国内経済見通し総括表

		2002年度 実績	2003年度			2004年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.7	0.1	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4
実質GDP	%	1.2	2.0	1.0	0.9	1.9	1.1	0.7
				2.1	1.9		2.0	1.8
国内民間需要	%	0.5	2.4	1.4	0.8	1.9	1.1	0.8
				2.7	2.3		1.9	1.9
民間最終消費支出	%	1.0	0.7	0.1	0.9	1.3	0.5	0.6
				0.4	1.0		1.4	1.1
民間住宅	%	2.1	0.3	1.1	0.9	0.4	0.1	0.1
				0.8	0.2		1.0	0.1
民間企業設備	%	3.3	8.6	5.3	2.0	5.0	3.0	1.9
				10.2	7.4		5.0	4.9
民間在庫増加	10億円	113.2	613.3	1,026.6	200.0	237.5	425.0	50.0
国内公的需要	%	0.1	2.0	2.0	0.5	0.9	0.5	0.3
				2.2	1.5		1.0	0.8
政府最終消費支出	%	2.1	0.6	0.2	0.4	1.7	0.8	1.3
				0.6	0.6		1.3	2.1
公的固定資本形成	%	5.0	9.0	8.1	1.1	1.8	1.0	2.8
				11.3	7.1		0.1	3.8
財貨・サービスの純輸出	10億円	14,265.9	17,380.8	16,946.5	17,815.2	18,942.0	18,757.5	19,126.5
輸出	%	12.0	7.8	3.3	4.0	5.6	3.0	1.1
				8.3	7.4		7.1	4.2
輸入	%	5.5	3.7	0.3	3.6	4.4	2.2	0.9
				3.4	4.0		5.9	3.0
内需寄与度(前期比)	%	0.3	1.4	0.6	0.7	1.6	0.9	0.7
民間需要(前期比)	%	0.3	1.8	1.0	0.6	1.4	0.8	0.6
公的需要(前期比)	%	0.0	0.4	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1
外需寄与度(前期比)	%	0.9	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.1
デフレーター(前年比)	%	1.8	2.1	2.1	2.1	1.5	1.6	1.4
国内企業物価(前年比)	%	1.6	0.6	0.9	0.3	0.3	0.3	0.3
総合消費者物価(前年比)	%	0.8	0.1	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3
完全失業率	%	5.4	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	4.9
経常収支	兆円	13.7	15.5	8.4	7.1	14.8	7.2	7.6
貿易収支	兆円	11.9	11.5	5.8	5.7	12.1	5.9	6.2

(注) 単位%のものは前年(期)比、名目GDPと各項目の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。予測値は農中総研による。前提は以下の通り。

		2002年度 実績	2003年度			2004年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
為替レート	ドル/円	121.9	113.0	118.0	108.0	107.5	105.0	110.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	27.4	28.9	28.5	29.4	27.5	27.5	27.5

資料 実績値は、内閣府「四半期別GDP速報」2003年7～9月期(2次速報値)