

2004年度経済見通し

<要旨>

2003年度 実質+2.6%、名目-0.4%：設備投資の拡大が寄与して実質で2年連続のプラス成長となるが、名目ではマイナス成長が続く。年度後半も緩やかな景気回復が続く。

2004年度 実質+1.3%、名目-0.3%：年度前半は景気の拡大が続き、実質でプラス成長を維持。ただし、年度後半は海外景気の減速を受けて、景気は調整局面に入る。

景気の現状

日本経済は「デフレ景気」という言葉がふさわしいような、緩やかだが意外と底堅い回復、あるいは回復感なき回復局面にある。デフレ景気とはデフレ（持続的な物価下落）と景気回復が共存している状況を指しているが、具体的には以下のようにその特徴をまとめることができる。

所得が伸び悩み名目の消費は減少基調であるが、物価が下落して実質消費は緩やかに拡大する。このため景気は意外な底堅さを示す。

設備投資デフレータの大幅な下落に示されているように、設備投資のコストは低下している。より少ないコストで必要な設備投資を行えるわけであり、企業収益が回復してキャッシュフローが伸びていれば、設備投資は拡大しやすい。

在庫投資は増えにくい。デフレ下における在庫保有は負担が大きい。需要の回復を予想していても、企業は在庫を積み増すのではなく、注文に応じて生産を行い、在庫をなるべく持たない。結果として、在庫の積み増しによって景気が加速する状況になりにくいと同時に、在庫の積み上がりによる景気後退も起こりにくい。足元では、企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢を続けており、在庫積み増しの動きは出てきていない。

景気の先行き

デフレ景気の意外な底堅さはいつまで続くのか。インフレ下の景気回復と同様に景気が減速する要因は存在している。まず、海外景気の減速である。デフレ景気では、価格の上昇が期待できない分、売上の増加は数量の増加に負うところが大きい。輸出の伸びが維持できなくなれば景気にはマイナスである。次に、在庫の積み上がりである。デフレ下ではまったく在庫が積み上がらないということではない。見込み生産を行う汎用品や需給が逼迫して仮需が発生しているような製品では在庫が増える可能性がある。足元のようにハイテク関連財の生産が急速に増加してくると在庫が増えるリスクも出てくる。

2004年度前半は景気回復が続く。設備投資と輸出の増加が景気回復を牽引する。個人消費は実質ベースで小幅増加が続き、底堅さを維持する。一方、住宅投資と公共投資は減少基調を続ける。

2004年度後半は景気が調整局面に入ってくる。米国をはじめとする世界景気の減速を受けて輸出が年度後半には減少に転じてくる。また、半導体などハイテク関連の生産財を中心に在庫が増えてくる。このため、生産は年後半には減少に転じてくる。生産の減少につれて企業収益の水準も頭打ちになってくるため、設備投資は2004年度後半には減少に転じてくる。個人消費は引き続き実質ベースで増加を続け景気を下支えする。住宅投資と公共投資は減少基調を続ける。



1. 景気の現状と 2003/2004 年度見通しの考え方

(1) 景気の現状

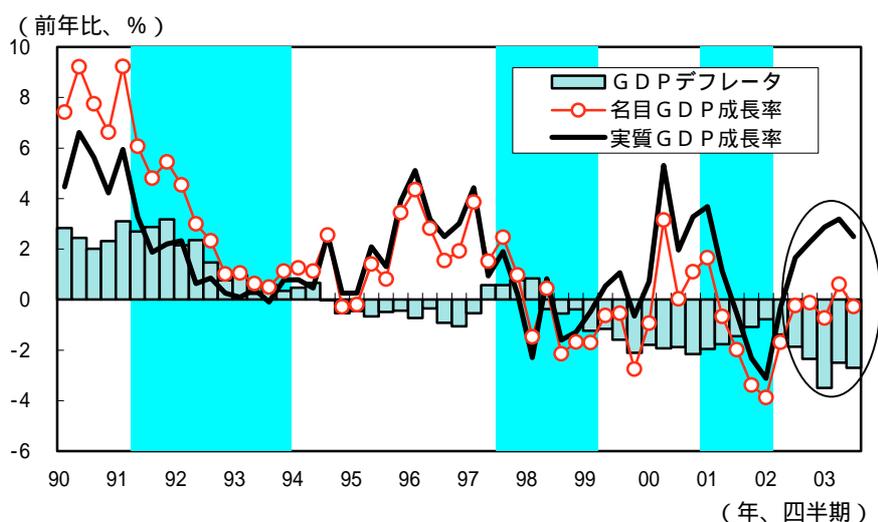
2003 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.6% と 7 四半期連続のプラス成長を記録する一方、名目では同 -0.0% と横這いにとどまった。GDP デフレーターは前年比 -2.7% と前期よりややマイナス幅が拡大しており、デフレが続いている。需要項目別に見ると、回復を主導しているのは企業収益の改善を背景にした設備投資の拡大（実質前期比 +2.8%）である。また、個人消費はほぼ横這い（同 +0.0%）にとどまったが、雇用・所得環境の持ち直しもあって底堅さを維持している。一時減速していた輸出は世界景気の再加速に合わせて持ち直してきている（同 +2.8%）。公共投資は相変わらず減少基調が続いているが（同 -3.9%）、住宅投資は改正建築基準法の施行や住宅ローン減税適用期限を前にした駆け込み着工が影響して 2 四半期連続で増加した（同 +2.7%）。

弊社が 8 月 15 日に発表した前回の経済見通しでは、2003 年度前半まで設備投資主導の景気回復が続くものの、年度後半になると在庫の積み上がりを背景に生産が減少に転じ、企業収益も悪化してくると予測した。また、設備投資も 2004 年になると減少に転じてくると見込んだ。しかし、これまでのところ在庫積み増しの動きは出てきておらず、生産は 10 月以降もパソコン、携帯電話、半導体、液晶といったハイテク関連の製品・部品、あるいは設備投資関連の一般機械を中心に拡大が続きそうである。

(2) 経済見通しの考え方 ~ デフレ景気の特徴

景気回復が前回見通しで想定していたよりも続くとするならば、どの程度の回復期間を想定すればよいのであろうか。そこでまず、景気の見通しについての議論に入る前に、足元の景気回復の動きについてもう一度考えてみたい。2002 年はじめから始まった今回の景気回復に何か適当な名前をつけるとすれば、それは「デフレ景気」ではないか。デフレと景気の関係というとデフレスパイラルがすぐに連想されるが、今のような緩やかなデフレは緩やかな景気回復と共存するのではないか。少なくとも個々の経済主体は緩やかなデフレを前提に行動しているようである。そして、デフレに対する対応が進むにつれて、デフレのもとでの持続的な景気回復が実現しているようにも見える（図表 1）。それではデフレ景気とは一体どのようなものであるか。需要項目別に見てみると以下ようになる。

図表1. GDP成長率（名目、実質）とデフレーター



(注) シャドー部分は景気後退期。なお、2000年10～12月期の景気の山、2003年1～3月期の景気の谷は暫定値
 (資料) 内閣府「国民経済計算年報」

個人消費は底堅さを維持

まず、GDPの過半を占める個人消費では、消費の原資となる所得の伸び悩みが続いている。景気が回復して企業収益が改善しても、企業は人件費の拡大に慎重で雇用者所得の伸びは小幅にとどまる。このため、名目ベースの個人消費は減少基調が続く。しかし、価格の下落に助けられて実質ベースでは個人消費の小幅な増加基調が続いている。足元で消費が拡大しているパソコン、携帯電話、デジカメ、DVDなどは、価格下落が顕著なハイテク関連商品である。

収益構造の改善と設備投資の拡大

景気の変動に強く影響する企業部門の経済活動でもデフレに対する対応が進んでいる。これを象徴的に示しているのが企業収益の回復である。人件費など固定費圧縮によるコスト削減、借入金返済による財務体質の改善などによって企業の収益力が向上し、売上が伸び悩む中でも利益が拡大している。足元ではリストラ効果は一巡してきているようである。また、デフレのもと販売価格の引き上げは難しく、出荷数量の拡大が売上拡大の中心となるため、売上の拡大は限定的であろう。ただ、収益力が向上しているため、売上のわずかな増加が利益を押し上げることになる。

企業収益の回復に伴い、更新投資、合理化投資、研究開発投資などの設備投資が回復している。デフレ懸念が強いと将来に期待が持てないので設備投資は出てきにくいとの見方もある。たしかに、デフレのもとでは設備投資による期待収益は高まりにくい。しかし、投資コストも低下する。個人消費デフレーターの下落幅に比べて、設備投資デフレーターの下落幅ははるかに大きい。数量ベースの需要の拡大が見込めるならば、デフレのもとでの設備投資環境は恵まれていると言えよう。つまり、企業収益やキャッシュフローが増加してくれば、設備投資は出てきやすい状況にある。言い換えるならば、デフレ経済のもとでは少ないコストで必要な投資が可能ということである。名目の設備投資の回復は緩やかであるが、実質ベースでは伸び率が押し上げられることになる。

在庫投資は低迷

しかし、同じ投資であっても在庫投資に関しては、デフレがもたらす影響が設備投資と異なってくる。デフレ状態が続いていると、企業が在庫を増やすインセンティブは働きにくい。在庫として保有している間に製品価格が下がってしまうため、在庫を保有する負担が膨らんでしまう。たとえ需要が回復すると思っても、それを見込んで在庫を積み増すのではなく、需要が注文として顕在化したところで生産を行うようになる。結果として、企業は在庫の圧縮は迅速に行うが、在庫の積み増しには慎重となる。

このように、緩やかなデフレのもとでは、個人消費が底堅さを維持し、設備投資も緩やかな回復が続く。もっとも、個人消費も設備投資も名目ベースでどんどん伸びていくというのではなく、選別を続けながら実質ベースでは拡大を維持するといった具合である。また、在庫の積み増しには慎重であるため、景気の回復が加速しにくい、在庫が積み上がらない限り、在庫調整をきっかけにした景気後退に入ることもない。前回8月の見通しでは、個人消費と設備投資についてはデフレのもとでの動向を考慮していたが、在庫投資に対する慎重な姿勢を十分に織り込んでいなかったのかもしれない。

(3) 景気の先行き ~デフレ景気の持続性~

底堅い個人消費と拡大する設備投資

デフレ景気はまだ続くであろう。まず、実質個人消費は緩やかな回復が続く。デフレのもとでは企業の人件費抑制姿勢が続き、所得・雇用環境の劇的な改善は見込めない。しかし、雇用・所得環境が急速に悪化することも考えにくく、デフレの影響で実質ベースの個人消費は底堅さを維持するであろう。

設備投資もまだ増加が続くであろう。企業収益の改善が続いており、キャッシュフローの面から設備投資が減少する状況ではない。ただ、企業は設備投資の必要性を十分考慮した上で選別して行うようになっており、設備投資の拡大は緩やかなものにとどまるであろう。そして、必要な投資が一巡してくれば、企業収益の拡大のうち、より多くの部分が借入金の返済に回るようになるであろう。デフレのもとでの景気回復は緩やかなものにとどまる。

デフレ景気の持続性を阻害する要因

それではこうした緩やかな景気回復はいつまで続くのであろうか。94~96年当時の43ヶ月間にわたる長期の景気回復となるのであろうか。たしかに、そうなる可能性もあるが、景気を減速させるいくつかの要因もある。

(a) 海外景気の減速

デフレ景気の持続性を阻害する要因としてはまず、海外景気の減速が挙げられる。価格上昇が期待しにくい中で、モノの動きの拡大が景気を支えているが、その中で輸出の増加が果たす役割は大きい。米国景気は減税効果にも支えられて回復を続けており、世界景気の拡大に合わせて国内景気の回復基調も維持されている。しかし、減税効果が剥落し、情報化投資も一巡してくる2004年度後半には米国景気も減速してくると見込まれ、日本からの輸出の減速は国内の生産活動を下押しするであろう。

(b) 在庫の積み上がり

次に、在庫の積み上がりである。すでに述べたように、デフレ景気のもとでは在庫は積み上がりにくい。そもそも、純粋に注文生産だけを行っていれば、在庫は積み上がらないはずである。しかし、在庫循環がなくなってしまい、在庫がまったく積み上がらないというわけではない。見込み生産を行っている汎用製品の分野で見込ほど需要が増えなかった場合、あるいは二重発注といった仮需の発生によって過剰な生産が行われてしまった時には在庫が積み上がってくる。たとえば、ITブームが終りを告げた2000年末ごろからハイテク関連財の在庫が増加し、在庫調整の引き金となった。デフレ懸念が続いていても、IT部品を中心に生産財の分野では在庫が積み上がる可能性がある。今のところ、半導体の市況も落ち着いており、ITバブル時のような仮需が発生している状況ではない。しかし、ハイテク関連財の生産が急速に増加してくると、在庫が増えるリスクも出てくる。ハイテク関連財の需要動向には注意が必要である。

(c) 供給サイドのコスト上昇圧力

さらに、燃料や原材料価格など川上部門からの価格上昇圧力が企業収益を圧迫する可能性がある。2001年終りを底に上昇を始めた国際商品市況は95~97年当時のレベルまで上昇してきている。商品市況の上昇は一般に先行きの景気回復を示唆していると言われる。しかし、供給サイドのコスト上昇要因が強まり、販売価格に転嫁できない状況が続くと企業収益が圧迫されて景気にマイナスに作用してくる。ただ、今のところは景気に影響するという状況にはいたっていない。

ここで挙げた三つの要因のうち、(a)海外景気の減速が2004年度後半から影響して国内景気を下押しする。(b)在庫の積み上がりは、前回8月の見通しでは景気減速の主たる要因として挙げた。これまでのところ在庫積み増しの動きは出てきていないが、一部で言われているように、在庫循環が無くなってしまったとは考えていない。今回の見通しでも2004年度には在庫の積み上がりがある程度生産を抑制するとした。ただ、先に述べたようなデフレ景気における特徴を考慮して在庫の積み上がりを緩やかに予想している。(c)供給サイドのコスト上昇圧力については、商品市況の急上昇や賃金の大幅な引き上げが起こらないかぎり、景気に与える影響は限定的であろう。また、そうしたことが起こる可能性は低いであろう。

「デフレ景気」といっても、デフレが続くと景気がよくなるというわけではない。しかし、デフレだから景気が悪くなるというわけでもない。デフレが続いていても、すでに2002年1月から2年近くにわたって景気は回復している。デフレもインフレも、個々の経済主体にとっては逃げることのできない与件である。緩やかなデフレが続く中で、消費者は所得を上手に使う賢い消費をするようになっている。また、企業は財務体質や収益力を改善させると同時に、戦略的な設備投資をよく選別した上で行うようになっている。デフレが続く中で、高い経済成長は期待できないが、デフレに迫られて行った構造改革が景気後退に対する抵抗力を高めると同時に、今後の持続的な経済成長を実現するための基盤を形成してきているといえよう。

2 . 2003/2004 年度経済見通し

(1) 前提条件

見通しを作成するにあたっては以下の前提条件を置いた。

世界景気

米国では、昨年末から今年のはじめにかけてイラク情勢の緊迫化などを背景に景気減速感が強まる局面があったが、春以降は景気の拡大基調が徐々に明らかになり、7-9月期には年率7%台の高成長を記録した。当面、減税や低金利継続等の政策効果の発現が景気拡大を後押しするほか、パソコンを中心としたIT関連需要も盛り返している。しかし、2004年末に向けて、減税効果の剥落、金利の上昇、在庫の積み上がり、IT関連投資の一巡などを背景に景気は減速するとみられる。

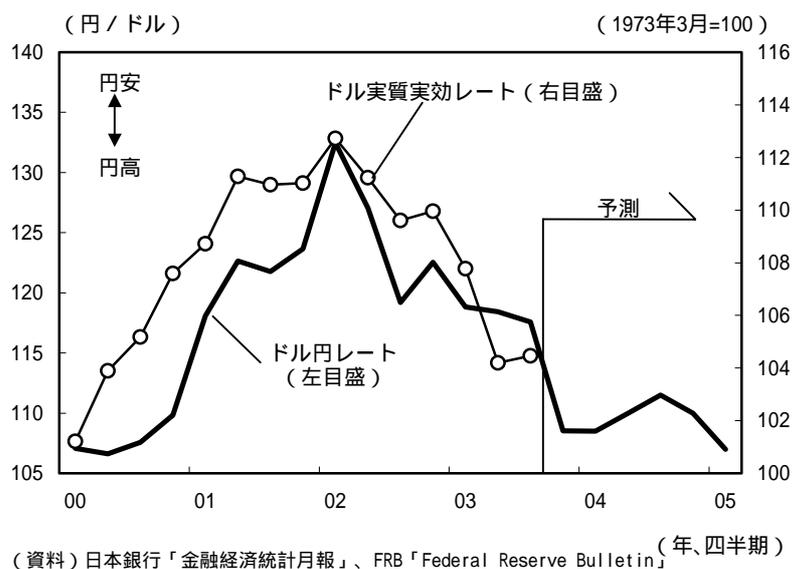
ユーロ圏では、マインド先行の景気回復がようやく生産活動など実体経済面の持ち直しとなって現れつつある。高コスト体質といった構造問題を抱え、回復の遅れていたドイツの景気が上向き始めたほか、周辺国の景気には回復の動きがみられる。今後、海外景気のリバウンドから輸出が持ち直し、企業部門を中心に緩やかながら景気のリバウンドが進むとみられる。しかし、2004年末に向けて、金利の上昇や海外景気の減速によって需要が抑制され、景気は踊り場を向かえることになる。

アジアでは、2003年前半はSARS(重症急性呼吸器症候群)の流行により経済活動が停滞したが、その間に抑制されていた需要が夏場以降、顕在化してきている。特に中国は固定資産投資のリバウンドに続き、やや弱めであった消費も強さがみえはじめ、2003年の成長率は8%超となる可能性がある。しかし、2004年は年後半になると、中国では金融引き締めによる投資の減速が見込まれ、また、先進国の景気が減速してくるとNIEsやASEAN諸国の経済活動も鈍化へ向かうとみられる。

為替

ドル円相場は、年初以来115~122円の狭いレンジでの推移が続いていたが、9月20日のG7(ドバイ)前後から本邦通貨当局の為替介入の持続性に対する疑念が強まったことをきっかけに、一時108円割れまでドル安・円高が進展した。円高圧力は根強いものの、円の高値では介入警戒感も強く、目先は狭いレンジでの推移が見込まれる。2004年度までを見通しても、日米の景気が連動した動きになってくるため、ドル円相場は比較的安定した推移になることが予想される。

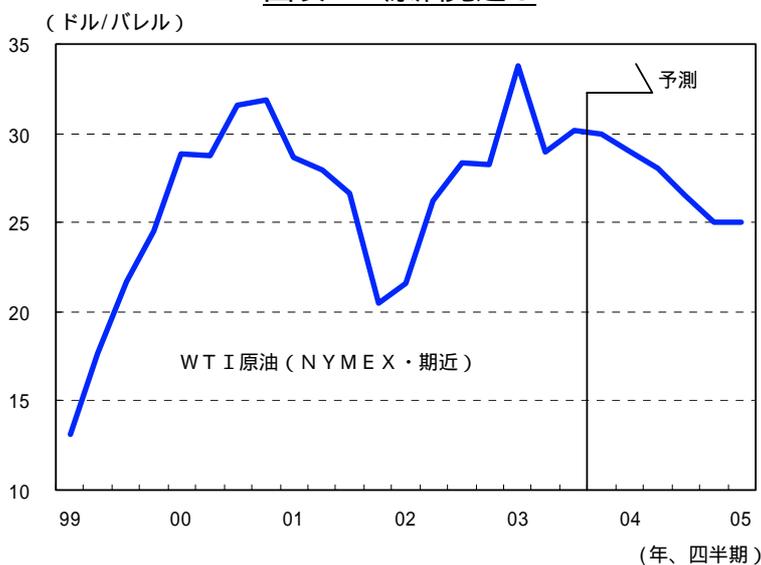
図表2．為替見通し



原油価格

原油価格は、相変わらず在庫水準が低く、需給逼迫感が続いており、30 ドル前後で高止まりしている。当面は、9月総会で予想外の減産を決定し、シェアよりも価格を重視する姿勢を示したOPECの次の一手に注目が集まる一方、米国景気の回復や、冬の需給逼迫懸念などが影響して高値が続く。しかし、2004年になると、イラクの生産回復と非OPEC産油国の増産が、世界景気の回復にともなう需要拡大とOPECの減産を上回るようになる。このため需給バランスが緩和して、価格は徐々に弱含んでくる。こうした状況を受けて、2004年3月にはOPECが追加減産を決定するものの、イラクの生産回復によって相殺されてしまうため、価格押し上げ効果は限定的であろう。2004年末には米国景気の減速が下押し要因となって価格がプライスバンド下限(OPECバスケット原油で22ドル)に近づくものの、OPECが積極的な減産政策を取ることが予想され、価格が大きく崩れることはないであろう。

図表3．原油見通し



財政政策

2003 年度は、税収動向等に対応した補正予算の編成は行われるものの、景気の回復を背景に公共事業の積み増しは見送られると想定した。2004 年度の当初予算については、国の公共投資関係費が前年比 - 3.0%、地方の投資的経費が同 - 5.0%とそれぞれ公共事業費の削減が続くと想定した。2004 年度についても、補正予算による公共事業の追加は見込んでいない。

金融政策

日銀は、長期国債の買い入れペースを昨年 10 月以降、月 1 兆 2 千億円に据え置く一方で、今年 10 月に日銀当座預金残高目標を 27 ~ 30 兆円程度から 27 ~ 32 兆円程度に引き上げた。

足元で景気回復期待が高まってきていること、株価が一時の水準からは戻していることなどから、インフレターゲットの導入、ETF、REIT、外国証券など国債以外の資産購入などの追加緩和を求める声は後退している。しかし、急速な円高や株価急落の局面、景気の先行き不透明感が高まった場合には、追加緩和を求める声が高まる可能性がある。これに対し日銀は、長期国債の買い入れ増額や日銀当座預金残高の目標値引き上げなどの追加的処置をとる可能性はあるが、インフレターゲットの導入や国債以外の資産購入などには慎重であると思われる。

一方、日銀が量的緩和解除の条件として挙げている「消費者物価のコア部分が前年比ゼロ%以上で安定的に推移」することがないため、予測期間中に量的緩和が解除されることにはならない。

(2) 2003/2004 年度経済見通し

2003 年度経済見通し ~ 輸出と設備投資主導の回復が続き、2 年連続のプラス成長

2003 年度の実質 GDP 成長率は +2.6%と 2 年連続のプラス成長が見込まれる。4-6 月期の GDP 成長率が 2 次速報値で設備投資を中心に大幅に上方修正されたこと、その後も生産の増加が加速するなど景気回復が続いていることなどを考慮して、前回 8 月の予測よりも成長率を上方修正した。なお、名目成長率は -0.4%と 3 年連続のマイナス成長となり、GDP デフレーターは前年比 -3.0%と大幅なマイナスが予想される。

在庫水準が低く、生産は携帯電話や半導体などハイテク関連商品、設備投資関連の資本財を中心に増加が続く見込みである。また、企業収益の改善を背景に実質設備投資は前年比二ケタの伸びを達成するであろう。設備投資デフレーターが大幅に下落していることも実質ベースでの設備投資の伸びを押し上げているが、名目ベースでも比較的高い伸びが見込まれており、設備投資の回復が広がりを見せている。

個人消費は所得の伸び悩みを反映して名目ベースではマイナスだが、価格の下落によって実質ベースでは小幅プラス基調が続いている。厳しいながらも雇用・所得環境に持ち直しの動きが出て、消費者マインドも改善しているため、個人消費は底堅さを維持する見込みである。

また、輸出は世界景気回復によって、アジア向けを中心に持ち直してきており、今後も拡大が見込まれる。民間内需に加えて外需も成長に寄与する。

この他、住宅投資は減少が続くが、改正建築基準法の施行や住宅ローン減税の期限を前にした駆け込み着工の影響でマイナス幅は小幅にとどまりそうである。公共投資も減少が続く。補正予算による公共工事

の追加がないため、公共投資の減少幅は大幅になるものと見込まれる。

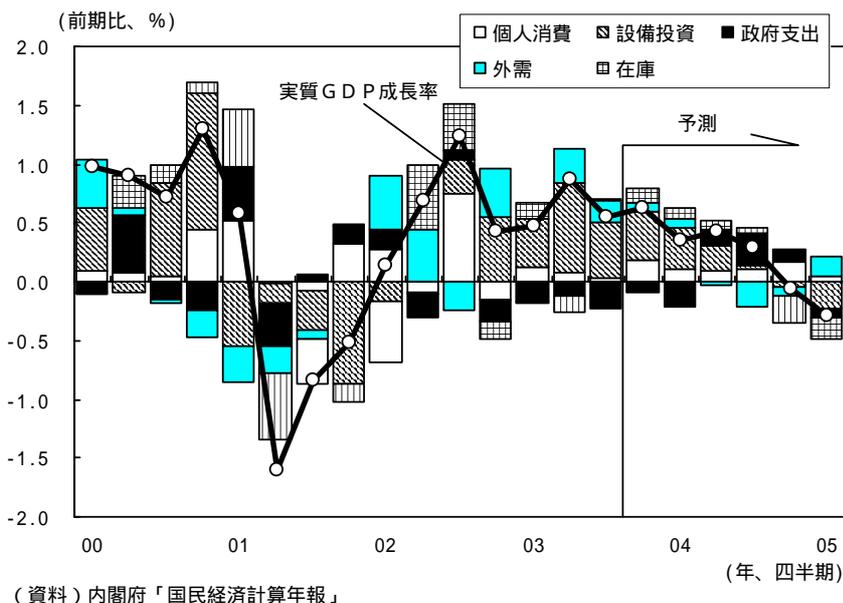
2004年度経済見通し ~3年連続のプラス成長だが、海外景気の減速を受けて調整局面へ

2004年度は2003年度の回復基調を受けて始まるが、しだいに調整色が強まってくるであろう。実質GDP成長率は+1.3%と3年連続のプラス成長を予測するが、伸び率は前年を下回ると予想する。また、名目成長率は-0.3%と小幅ながら4年連続のマイナス成長となるが、GDPデフレーターは-1.5%とマイナス幅が縮小する。

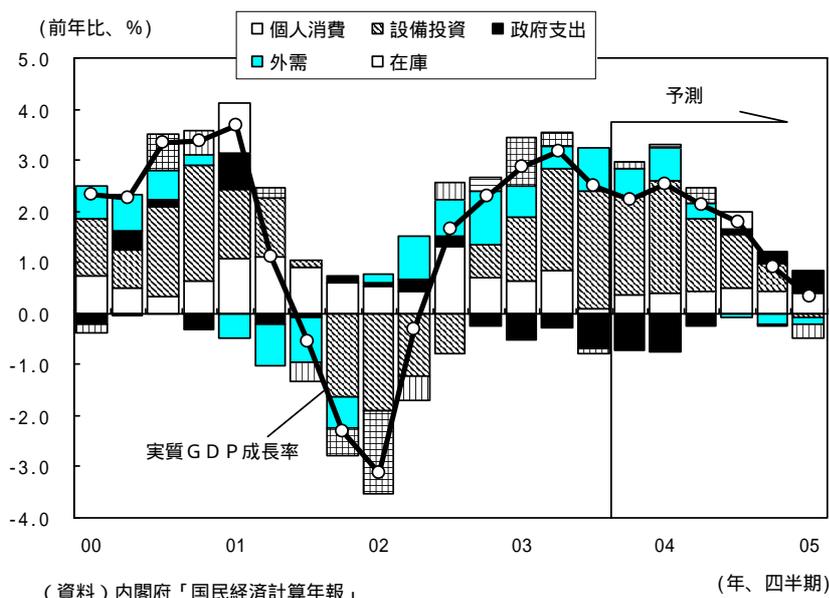
まず、米国をはじめとする世界景気の減速を受けて、輸出が年度後半には減少に転じてくる。このため、外需は2003年度のような大幅なプラス寄与が見込まれず、ほぼ中立となる。企業は在庫の積み増しには慎重であり、大幅な在庫の増加にはいたらないものの、足元で好調な、パソコン、携帯電話、DVDなどの需要拡大が一巡すると、在庫もやや増加してくるであろう。輸出の減少や在庫の増加に加えて、設備投資関連の資本財や建設財の出荷の伸びが鈍化するため、生産は年後半には減少に転じてくるであろう。生産の減少につれて企業収益の水準も頭打ちになってくるため、設備投資は2004年度後半には減少に転じてくる見込みである。

個人消費は、2003年度に続いて景気を下支えするであろう。デフレのもとでの名目マイナス、実質プラスという図式に変わりはない。ただ、年度終りにかけては景気に調整色が出てくることを受けてやや減速する可能性がある。住宅投資と公共投資は減少基調に変わりはない。ただ、公共投資は補正予算による公共事業の追加が実施されない状態が2年目を迎えるため、前年比マイナス幅は2003年度より縮小する見込である。

図表4．実質GDP成長率（前期比）



図表5．実質GDP成長率（前年比）



3．需要項目別の見通し

外需 ～ 世界景気の回復を受けプラス寄与が続くが、2004年度後半からマイナス寄与へ

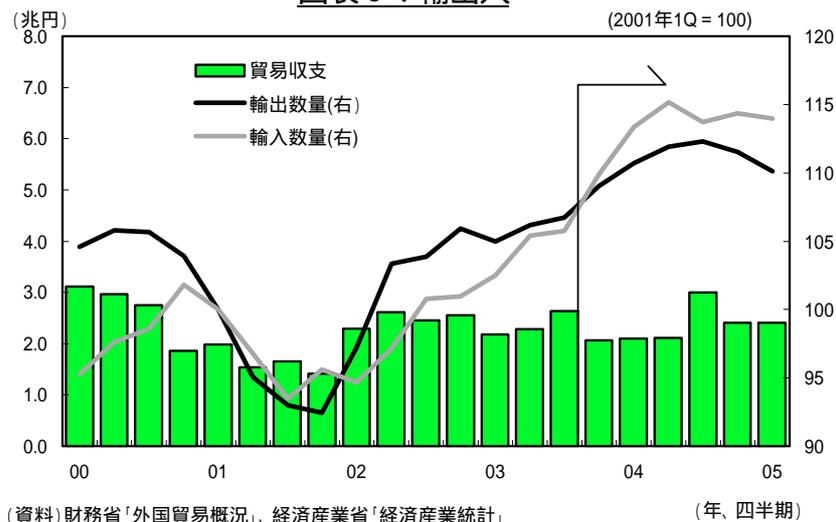
輸出数量の動きをみると、米国景気の停滞感やSARSの影響がみられた4-6月期には伸び率が急速に鈍化した。7-9月期には下げ止り回復の動きが現れてきた。地域別にみると、米国向けは前年割れが続いているものの、主力のアジア向けは電子部品や資本財を中心に回復してきており、EU向けも自動車や電気機械を中心に底固く推移している。2004年度前半にかけて世界景気の回復が続き、輸出は増加基調を続けると見込まれる。現在低調な米国向けも、工作機械や電気機械を中心とした資本財の回復が見込めるほか、自動車輸出の落ち込みにも歯止めがかかるであろう。

しかし、年度後半になると、米国やEUの景気が減速し、アジアの経済活動にも停滞感が出てくるため、輸出数量は減少に転じることが見込まれる。

輸入数量は、足元の景気の回復に伴い増加してきている。また、アジアへの生産拠点の移転に伴う輸入浸透度の上昇など構造的要因もあり、輸出数量の伸びを上回る増加を続ける見込みである。しかし、2004年度後半になると、国内景気が低迷し生産も減少することから、部品や原材料など生産財を中心に輸入は低迷するとみられる。

外需寄与度は、2003年度は+0.6%ポイントと2002年度の+0.8%ポイントに続き、大幅に成長率を押し上げる見込みである。SARSの影響によって日本人の海外旅行(=サービスの輸入に該当)が大幅に減少したことも、外需寄与度の押し上げ要因となっている。2004年度は、後半になると世界景気の拡大ペースは鈍化し輸出の伸びが鈍化してくるが、輸入もほぼ同様の動きを示すため、年度通算では外需寄与度はほぼ中立になる見込である。

図表6．輸出入

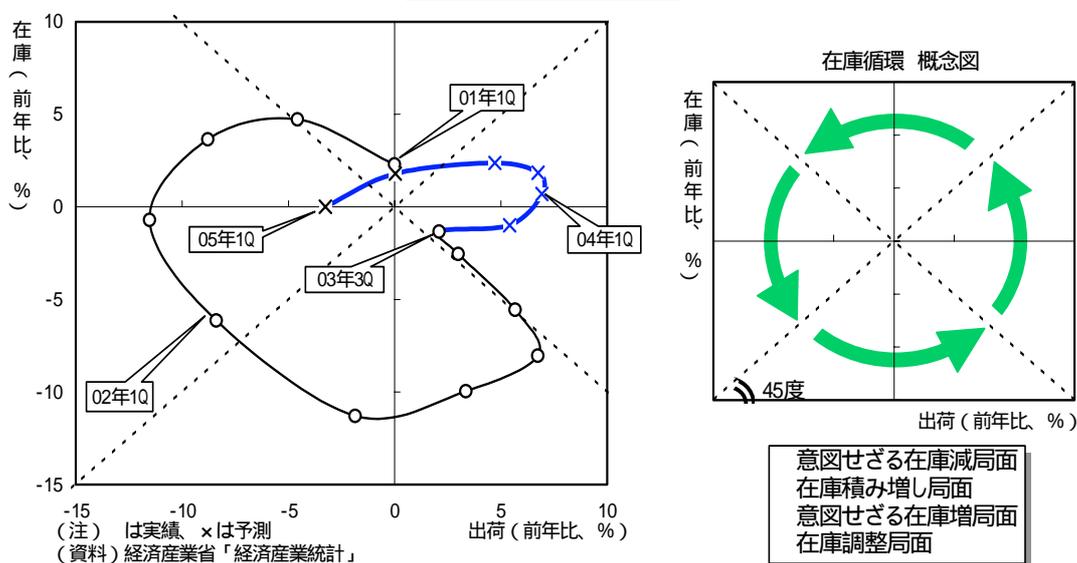


企業部門は、2003 年度中は堅調推移、2004 年度半ばにはピークアウトへ
生産 ~今年度中は力強い上昇が続くが、勢いは次第に鈍化

在庫指数が2003年7~9月期に9四半期連続ぶりに前期比プラスに転じたが、出荷の伸びも好調であるため在庫過剰感は出ていない。今回の景気拡大局面においては、在庫調整局面が終了しているにもかかわらず、国内需要の弱さから企業が積極的に在庫を積み増そうとしない状況が続いていた。しかし、ようやく出荷拡大の動きが強まり、今年度中は設備投資関連財や輸出が好調な生産財で出荷の高い伸びが続くと予想され、こうした需要の高まりに対応するために緩やかながらも在庫の積み増しの動きが出てくると考えられる。

しかし、2004 年度になると国内向け出荷の伸びに一服感が出始め、さらに2004 年度後半以降は輸出も伸び悩むため、年度半ばには意図せざる在庫増加局面に入ってくると考えられる。2004 年度末にかけては在庫調整局面入りすることとなり、生産の抑制要因となつてこよう。ただし、在庫の積み上がりが小幅にとどまることから調整も比較的軽微にとどまると見込まれる。

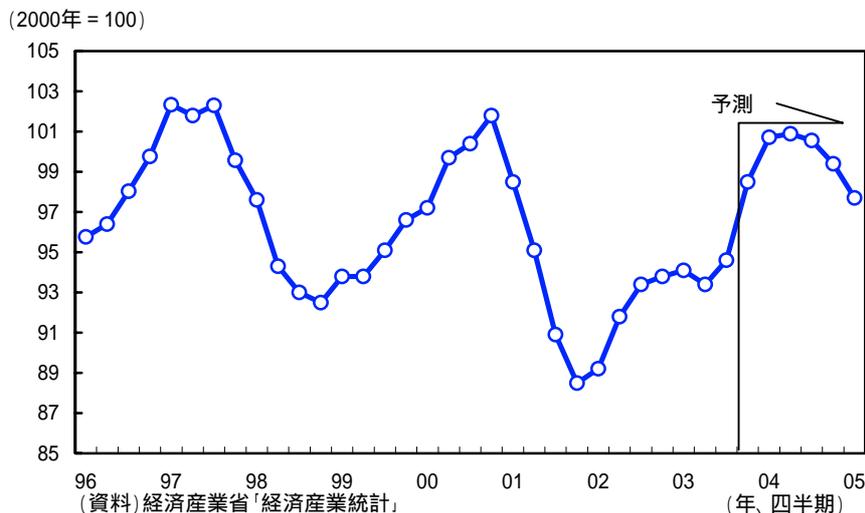
図表7．在庫循環図



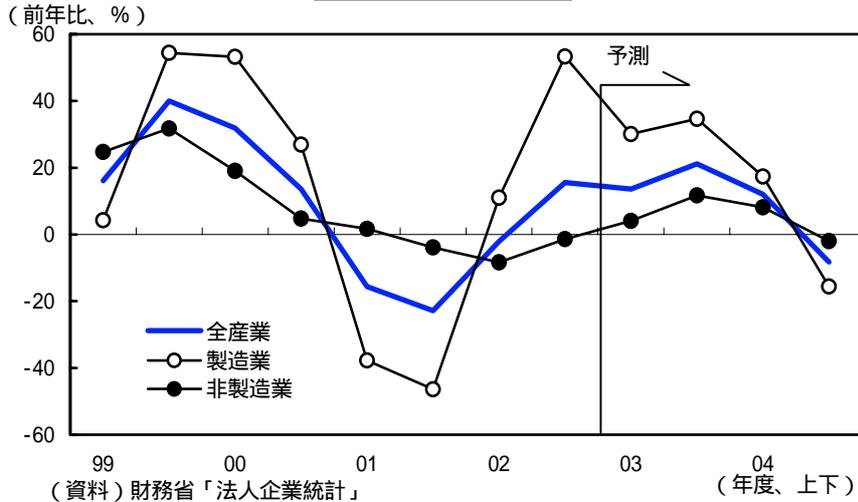
生産は年初以降、足踏み状態が続いていたが、設備投資関連財の生産が持ち直していることやIT関連財の需要が国内向け、輸出ともに堅調であることから、9月に既往ピークの2003年1月の水準を上回った。設備投資関連財、IT関連財ともに堅調を維持しそうであり、在庫積み増しの動きも加わって2003年度中は生産の増加が続こう。中でも半導体等電子部品・デバイスやパソコン、携帯電話、デジタルカメラといったデジタル家電は生産全体の押し上げに大きく寄与しそうである。鉱工業生産指数の水準は、前々回ピークの97年、前回ピークの2000年の水準近くまで回復する見込みである。

しかし、2004年度に入ると設備投資が一巡してくるため生産の勢いも一服し、年度後半には海外景気の鈍化を受けて輸出も伸び悩んでくる。堅調だったIT関連財の生産も、買い替え需要といった要因が一巡してくれば勢いは弱まってこよう。このため、意図せざる在庫が積み上がり始め、年度後半には在庫調整局面に入るため生産は抑制される。もっとも在庫の積み上がりが小さいため、その後の生産調整も比較的軽微にとどまる見込みである。

図表8．鉱工業生産



図表 9 . 経常利益



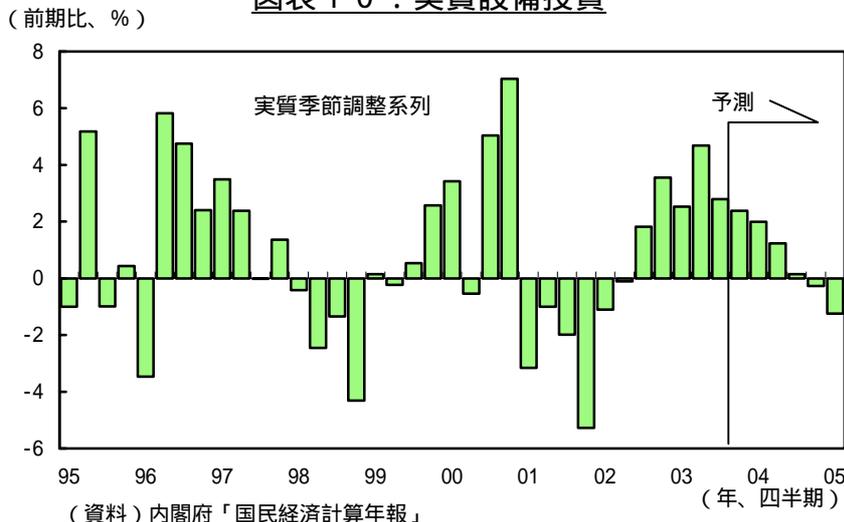
設備投資 ~2004 年度半ばにはピークアウト

設備投資は、2003 年 7-9 月期まで 5 四半期連続で前期比プラスと順調な増加を続けている。先行指標となる機械受注が 7-9 月期に前期比マイナスに転じたものの、見通し調査では 10-12 月期は再び増加に転じる見込みであり、企業収益の回復を背景に 2004 年半ばまでは設備投資の増加が続くと思われる。

今回の設備投資の回復局面においては、当初は更新・維持投資など小規模の投資が中心であったため、企業収益が好調であったことと比べると設備投資の増加ペースは鈍かった。しかし、大企業製造業の業況判断 D I がプラスを回復するなど企業の景況感が好転しつつあることから判断すると、これまでは見送っていた能力増強投資などの大型投資にも動きが出てくるだろう。企業業績が好調を維持することもあって、設備投資は当面は堅調に増加し、景気全体を牽引することが期待される。

しかし、2004 年度半ばには設備投資の増加は頭打ちとなる見込みである。2 年以上にわたって設備投資を増加させたことで、企業の設備投資の動きが一服してくるためである。企業は過去において過剰設備の存在に悩まされてきた。このため、今では設備投資の必要性をよく検討した上で選択的に投資が実施されているはずである。余裕資金があるから設備投資が拡大するとうわけではない。さらに、企業業績が落ち込んでくることも設備投資抑制の一因となろう。

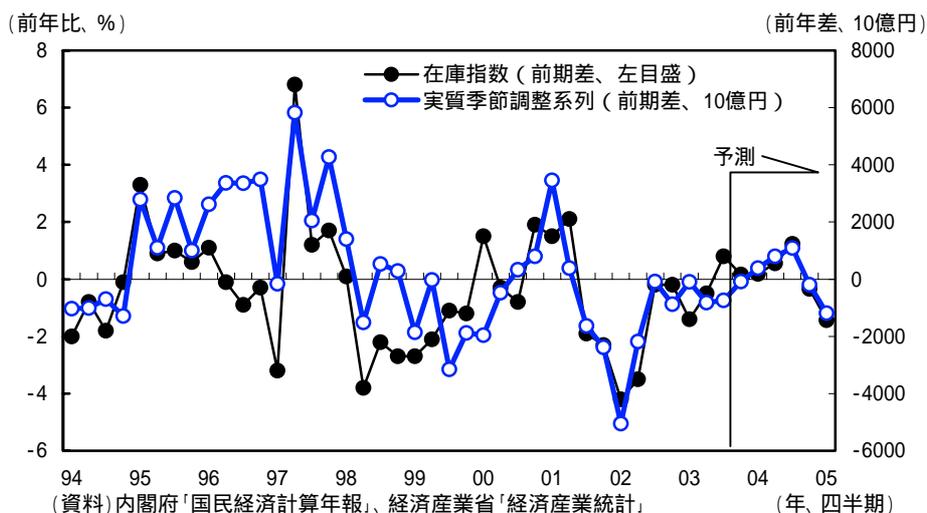
図表 10 . 実質設備投資



在庫投資 ～2003、2004 年度ともプラスに寄与

企業が在庫積み増しに慎重な姿勢であるため、2003 年 7-9 月期まで 4 四半期の在庫投資は成長率に対して押し上げ要因となっていない。今後は需要の好調さを背景として在庫積み増しの動きが出てくるため、2003 年度は成長率に対してプラスに寄与しよう。しかし、2004 年度に入ると出荷の鈍化から次第に意図せざる在庫が積み上がってくるため、年度後半には在庫調整の動きによって寄与度はマイナスに転じる見込みである。

図表 1 1 . 実質民間在庫投資

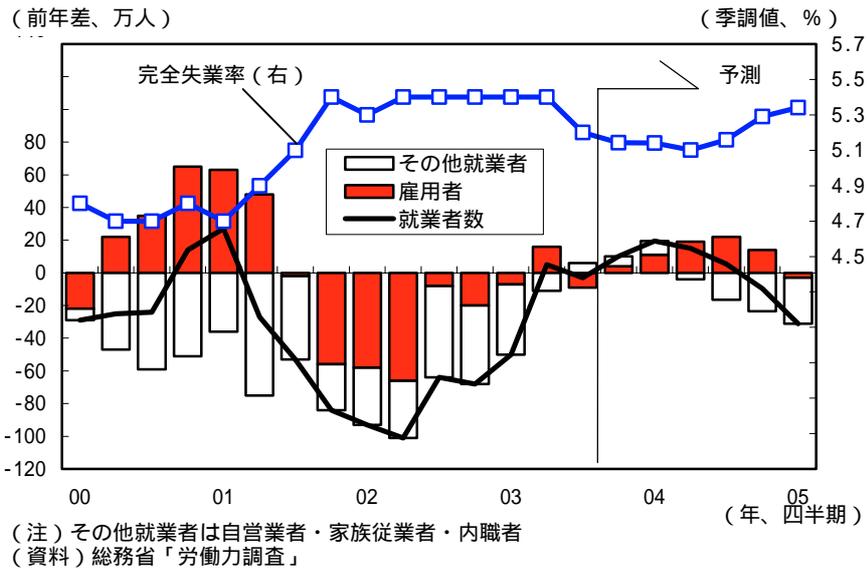


雇用所得環境の大幅な改善は見込めず、個人部門は小幅な伸び

雇用・所得環境 ～ 大幅な改善は見込めず、失業率は2004 年度後半には再び上昇

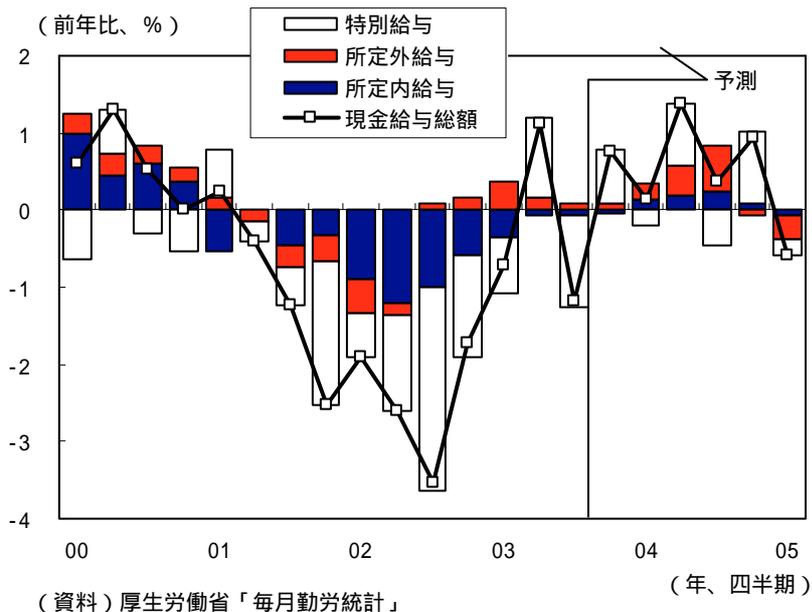
雇用者数の減少幅は景気の回復とともに縮小し、足元では雇用者数が前年並みに戻している。背景には、企業のリストラが一時に比べると沈静化してきていることや、女性を中心としたパート・アルバイトの採用増加が挙げられる。企業の雇用過剰感は依然として残っているものの、景気の回復が続けば収益改善を背景に雇用者数もある程度は増加することが見込まれる。このため、就業者数は、2004 年度前半まで前年比増加が続き、その後、景気減速の影響が出てくる 2004 年度後半には再び減少に転じてくる見込みである。完全失業率は需給のミスマッチなどもあり高水準で推移しているものの、リストラ一巡で 5% 台前半まで低下してきた。雇用環境が改善してくれば、求職意欲をなくして非労働力化していた人が求職活動を再開する一方、転職活動をするために自発的に離職する人が増加してくる。このため、失業率の大幅な改善は見込みづらく、景気減速の影響が出てくる 2004 年度後半には再び上昇してくるであろう。

図表12. 失業率と就業者数



賃金は、まず、所定外給与が生産の回復とともに増加に転じ、続いて所定内給与も前年並みに戻している。さらに、夏のボーナスが前年比+1.4%と3年ぶりの増加となるなど、2003年度に入って賃金は増加に転じている。2004年度は、春闘賃上げ率が前年並みにとどまり、所定内給与の伸びは小幅なものの、生産の回復や企業収益の改善を背景に所定外給与とボーナスが増加する見込みである。ただし、年度末に向けて景気減速の影響が出てくる。

図表13. 1人あたり現金給与総額



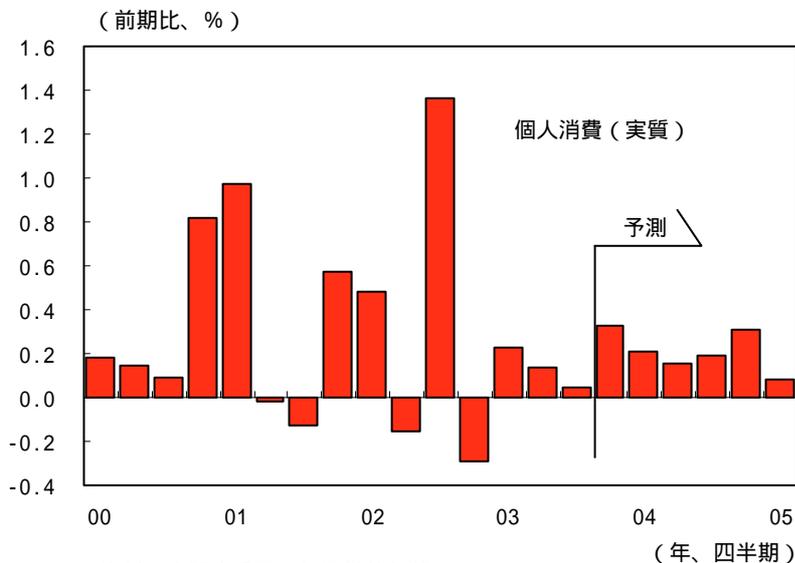
個人消費 ~ 景気減速してくるが、実質ベースでは底堅さ維持

2003年7-9月期の実質個人消費は、雇用者報酬の減少や4-6月期のたばこやリフォーム消費急増の反動によって前期比+0.0%と伸び率を縮小させた。ただし年度下期は、所得の改善を背景に持ち直し、年度全体の実質個人消費は0.8%増となる見込みである。

2004年度の実質個人消費は、雇用者所得の大幅な伸びが期待できないなかで支出額も伸び悩み、年度後半には景気減速にともなう消費者マインドの悪化により下押しされる。しかし、医療費や教育費など抑制しにくい消費項目は安定的に推移するほか、デフレによる実質購買力の高上げは続くことから、実質でみた個人消費は0.8%増と、前年並みの増加率を確保する。

企業売上に直結する名目ベースの消費は、2002年度は0.1%増とちょうどプラスとなったが、2003年度は0.8%減、2004年度は0.4%減と、2年続けて厳しい状況が見込まれる。

図表14. 実質個人消費



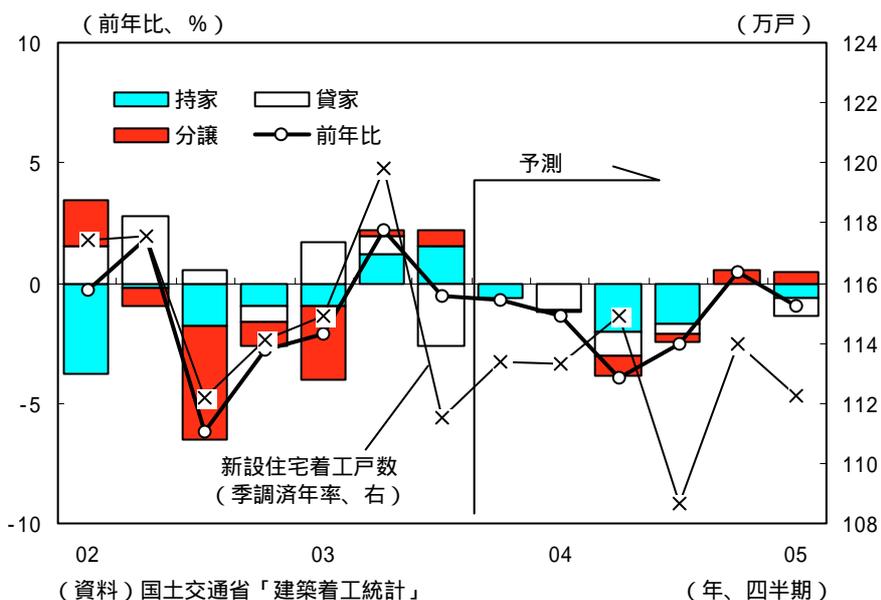
(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

住宅投資 ~ 2004年度の着工戸数は低迷

2003年7-9月期の実質住宅投資は、住宅ローン減税と改正建築基準法施行を前にした駆け込み着工の影響で、前期比+2.7%と2四半期連続のプラスとなった。2003年度下期については、駆け込み着工の反動減が懸念されるが、緩やかながらも所得・雇用環境の改善が続くことから、持家を中心に底堅く推移する見込みである。2003年度の実質住宅投資は114.5万戸と前年度並みを予想する。

2004年度の実質住宅投資は低迷する見込みである。上期は、所得・雇用環境の改善の勢いが鈍り、持家を中心に減少基調で推移する。下期は在庫水準が低いマンションを中心にやや持ち直すものの、年度全体の着工戸数は112.5万戸と低迷する見込みである。

図表15. 住宅投資



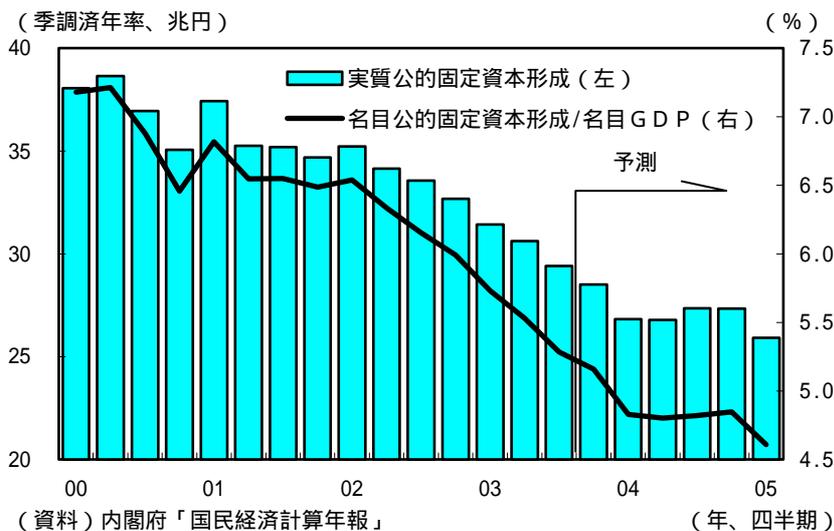
公共投資の減少続くが、政府最終消費支出はプラス寄与継続

公共投資 ~ 補正予算による追加が見送られ、2003 年度末には減少傾向が加速

2003 年度前半は、公共投資は予算額の削減を受けて減少基調での推移が続いた。2003 年度は、例年、実施されてきた補正予算による公共事業の積み増しが見送られるため、年度末には減速の動きが強まろう。

2004 年度においても、公共投資予算は2003 年度と同様に削減(国は前年比 - 3.0%、地方は同 - 5.0%程度)が見込まれる。年度当初は、2003 年度補正予算における公共事業追加見送りが事業量の抑制要因となり公共投資は低水準での推移が続くが、夏以降はその影響が一巡するため減少基調が一服する。

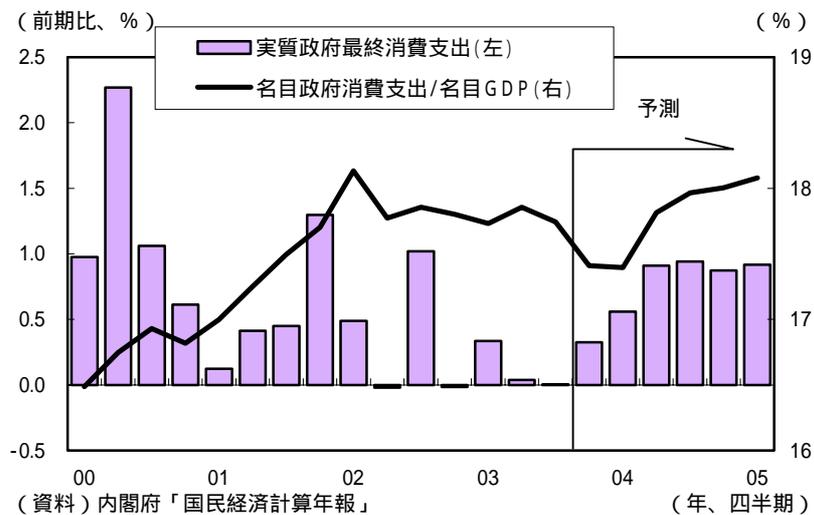
図表16. 公共投資



政府最終消費支出 ~ 医療費、介護費の拡大により増加が続く

2003年7-9月期の実質政府最終消費支出は、4月からの医療保険給付割合の縮小による現物社会給付の抑制もあり前期比横ばいとなった。しかし、高齢化の進展により医療費や介護費は増加を続けるため、現物社会給付は今後も増加が見込まれる。このため実質政府最終消費支出は、2003年度は伸び率の低下をみるものの前年比プラスが続き、2004年度には増加幅が拡大する。なお、公務員のボーナス支給月数や月例給の引き下げにより、名目値でみた政府最終消費支出は2003年度後半に大きく減少しようが、これらの要因はデフレータの動きによって調整されるため、実質値では増加が続こう。

図表17. 政府最終消費支出

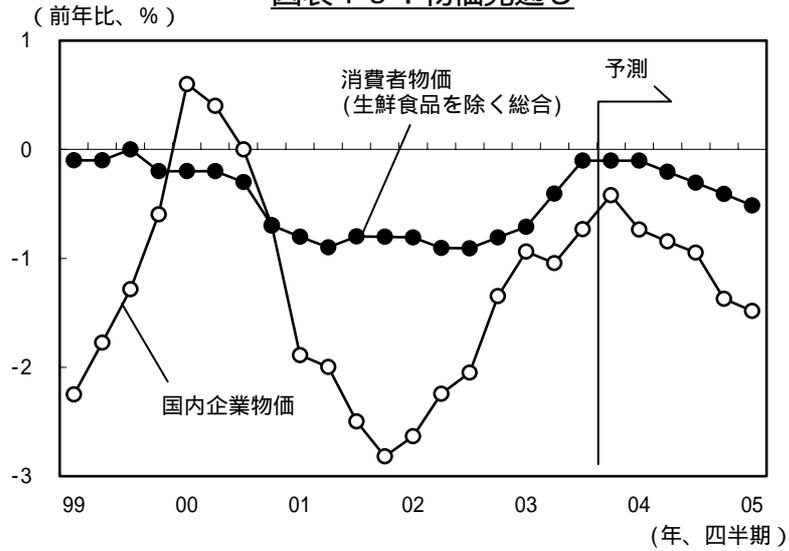


デフレ傾向が続く物価

国内企業物価は、国際商品市況の上昇、高水準で推移する原油価格や、景気回復と生産調整による需給引き締まりを背景に下落幅を縮小してきた。しばらくは原油価格が高水準にとどまることや、農産物、木材といった一次産品価格の上昇に伴う原料高を価格に転嫁する動きが出てくるため下落幅がもう一段縮小するであろう。しかし、2004年になると、前半はそれまでの為替円高や原油価格の下落が、後半は景気減速による需給緩和が下押し圧力となり国内企業物価の下落幅が拡大する見込みである。

消費者物価は、国内企業物価の下落幅縮小に加えて、医療費自己負担分の引き上げ(2003年4月)、たばこ増税(2003年7月)といった特殊要因により下落幅がかなり縮小している。しばらく物価下落幅は同水準で推移するものの、こうした特殊要因が剥落する2004年度に入ると下落幅が広がってくる見込みである。

図表18. 物価見通し



(資料) 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」

【図表19-1 日本経済：予測総括表】

予測

上段は前期比%、下段は前年同期比%

	2002年度		2003年度		2004年度		2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期			
名目GDP	-0.1 -1.0	-0.2 -0.4	0.2 0.2	-1.1 -1.0	0.7 -0.3	-0.8 -0.2	-0.7	-0.4	-0.3
実質GDP	1.4 0.7	1.3 2.6	1.4 2.8	1.1 2.4	0.8 1.9	-0.1 0.6	1.6	2.6	1.3
内需寄与度(注1)	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8	0.0	0.8	2.0	1.3
個人消費	0.8 1.6	0.5 1.2	0.3 0.8	0.5 0.7	0.4 0.9	0.4 0.8	1.4	0.8	0.8
住宅投資	-1.3 -2.9	-1.7 -2.9	1.2 -0.5	-1.6 -0.3	-2.0 -3.6	0.6 -1.3	-2.9	-0.4	-2.5
設備投資	0.2 -6.2	5.8 5.9	7.5 14.1	4.8 12.5	2.3 7.3	-0.8 1.3	-0.1	13.2	4.2
民間在庫(注1)	0.5	0.1	-0.1	0.2	0.1	-0.3	0.3	0.1	0.1
政府支出	-0.3 1.0	-1.0 -1.6	-1.4 -2.1	-1.5 -3.2	0.8 -0.3	0.9 1.5	-0.3	-2.7	0.6
公共投資	-3.1 -4.0	-5.3 -8.2	-6.4 -11.6	-7.8 -13.6	-2.1 -9.7	-1.6 -3.7	-6.4	-12.7	-6.4
政府最終消費	0.7 2.5	0.7 1.4	0.2 0.9	0.6 0.8	1.7 2.3	1.8 3.5	1.9	0.8	2.9
外需寄与度(注1)	0.6	0.3	0.4	0.2	-0.1	-0.1	0.8	0.6	-0.0
輸出	9.6 9.3	4.9 15.1	3.1 8.1	5.9 9.2	4.5 10.7	-2.7 1.7	12.2	8.7	6.1
輸入	5.3 2.5	3.1 8.6	-0.0 3.1	5.6 5.6	7.1 13.1	-2.6 4.3	5.5	4.4	8.6
GDPデフレーター	-1.6	-2.9	-2.6	-3.3	-2.2	-0.9	-2.3	-3.0	-1.5

(注1) 民間在庫は前期比寄与度。内需寄与度、外需寄与度は前期比。

予測

前年同期比%

	2002年度		2003年度		2004年度		2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期			
経常収支(兆円)	7.0	6.4	8.4	6.7	7.5	6.9	13.4	15.0	14.4
貿易収支(兆円)	6.0	5.6	6.0	5.1	6.2	5.6	11.6	11.1	11.8
サービス収支(兆円)	-2.7	-2.5	-1.6	-1.9	-2.3	-2.0	-5.2	-3.6	-4.2
所得収支(兆円)	4.2	3.8	4.4	3.9	2.9	3.7	8.0	8.3	6.6
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	(4.2) -0.1	(1.5) 5.8	(0.1) 1.5	(6.0) 6.0	(1.1) 7.2	(-2.2) -1.0	2.8	3.8	2.9
企業物価(国内・輸出・輸入の平均)	-2.3	-1.3	-0.9	-1.8	-1.7	-1.7	-1.8	-1.3	-1.7
国内企業物価	-2.1	-1.1	-0.9	-0.6	-0.9	-1.4	-1.6	-0.7	-1.2
消費者物価	-0.9	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.3	-0.3
生鮮食品を除く総合	-0.9	-0.8	-0.3	-0.1	-0.3	-0.5	-0.8	-0.2	-0.4
ドル円レート(円/ドル)	123.1	120.7	118.0	108.5	110.8	108.5	121.9	113.3	109.6
長期金利(新発10年国債)	1.3	0.8	1.2	1.4	1.4	1.3	1.1	1.3	1.3
原油価格(WTI、ドル/バレル)	27.3	31.0	29.6	29.5	27.3	25.0	29.1	29.5	26.1
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	3.5	2.7	1.9	5.3	3.4	3.7	2.4	2.9	3.9
春闘賃上げ率(%) (注2)	-	-	-	-	-	-	1.66	1.63	1.63

(注2) 春闘賃上げ率の集計対象企業は、東証・大証1部上場企業のうち、資本金20億円以上、従業員1000人以上の企業で労働組合のある企業約290社(厚生労働省集計)。

【図表19-2 日本経済：予測総括表】

【輸出入（通関ベース）】

	2002年度		2003年度		2004年度		2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期			
輸出額(円ベース)	6.5	10.5	4.9	3.5	5.3	0.6	8.5	4.2	3.0
数量	10.2	11.1	2.8	4.2	5.3	0.9	10.7	3.5	3.1
輸入額(円ベース)	-1.2	8.8	6.4	6.9	5.7	-2.0	3.7	6.6	1.7
数量	4.1	6.9	6.7	9.7	8.4	2.3	5.5	8.2	5.2
輸出超過額(兆円)	5.1	4.6	5.1	4.0	5.2	4.7	9.7	9.0	9.9

【所得・雇用】

	2002年度		2003年度		2004年度		2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期			
一人当たり所得*	-3.1	-1.3	0.0	0.5	0.9	0.3	-2.2	0.2	0.6
所定内給与(注3)	-1.5	-0.7	-0.1	0.0	0.3	0.0	-1.1	0.0	0.1
所定外給与(注3)	-0.7	4.9	2.3	2.6	9.2	-3.0	2.1	2.4	2.9
雇用者数	-0.7	-0.3	0.1	0.1	0.4	0.1	-0.5	0.1	0.2
雇用者所得	-2.7	-1.4	-0.7	0.4	1.0	0.3	-2.1	-0.1	0.7
完全失業率(季調値)	5.4	5.4	5.3	5.1	5.1	5.3	5.4	5.2	5.2

(注3)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

	2002年度		2003年度		2004年度		2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期			
新設住宅着工戸数	114.9	114.5	115.7	113.3	111.8	113.1	114.6	114.5	112.5
	-2.2	-2.5	0.9	-1.0	-3.3	-0.2	-2.4	0.0	-1.8
持家	36.9	36.1	38.1	35.8	35.9	35.4	36.6	37.2	35.9
	-3.1	-3.1	4.2	-1.1	-5.5	-0.9	-3.1	1.8	-3.5
貸家	45.5	45.7	44.8	45.2	44.2	44.8	45.5	44.6	44.0
	4.4	1.1	-2.2	-1.3	-1.8	-0.9	2.8	-1.8	-1.3
分譲	34.8	33.9	31.5	31.6	32.0	31.6	31.6	31.8	31.8
	-9.7	-6.5	1.6	-0.1	-2.3	1.7	-8.1	0.8	-0.3

* 季節調整済年率換算値

【前回見通しとの比較】

○2003年度

	前回	修正幅	前年比%
実質GDP	1.4	1.2	2.6
個人消費	0.7	0.1	0.8
住宅投資	-1.6	1.2	-0.4
設備投資	5.1	8.2	13.2
公共投資	-5.3	-7.4	-12.7
外需寄与度	0.1	0.5	0.6
鉱工業生産	0.8	3.0	3.8

前年比%

○2004年度

	前回	修正幅	前年比%
実質GDP	-0.7	1.9	1.3
個人消費	0.3	0.6	0.8
住宅投資	-4.4	2.0	-2.5
設備投資	-4.0	8.2	4.2
公共投資	-5.1	-1.3	-6.4
外需寄与度	0.2	-0.3	-0.0
鉱工業生産	-3.9	6.8	2.9

前年比%

【図表 20 - 1 日本経済：予測総括表（四半期ベース）】

	2002年度				2003年度				2004年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
名目 GDP	-0.6	0.7	-0.5	-0.1	0.3	-0.0	-1.0	-0.0	0.2	1.0	-0.8	-1.1
実質 GDP	-1.7	-0.2	-0.1	-0.7	0.6	-0.3	-1.1	-0.9	-0.7	0.1	0.4	-0.9
内需寄与度（注1）	0.2	1.5	0.0	0.5	0.6	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5	0.0	-0.5
個人消費	-0.2	1.4	-0.3	0.2	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1
住宅投資	0.8	2.4	1.3	1.1	1.5	0.2	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
設備投資	0.1	-0.6	-1.1	-0.7	0.2	2.7	-2.1	-1.5	-1.7	1.1	0.3	-0.3
民間在庫（注1）	-3.3	-2.6	-3.4	-2.2	-2.4	1.2	0.2	-0.8	-2.8	-4.2	-1.9	-0.7
政府支出	-0.1	1.8	3.6	2.5	4.7	2.8	2.4	2.0	1.2	0.2	-0.3	-1.2
公共投資	-7.8	-4.7	4.6	7.1	13.9	14.2	13.2	11.9	9.0	5.8	3.3	-0.3
政府最終消費	0.5	0.4	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.2
政府支出	-0.8	0.3	-0.8	-0.7	-0.6	-1.0	-0.4	-1.0	0.6	1.3	0.5	-0.4
公共投資	1.1	1.0	-1.1	-2.0	-1.2	-3.1	-3.2	-3.1	-1.2	0.5	1.2	1.9
政府最終消費	-3.1	-1.7	-2.6	-3.9	-2.6	-3.9	-3.0	-5.9	-0.1	2.1	-0.1	-5.2
政府最終消費	-3.1	-4.7	-6.4	-10.0	-10.3	-12.6	-13.1	-14.3	-12.5	-7.1	-4.3	-3.1
政府最終消費	-0.0	1.0	-0.0	0.3	0.0	0.0	0.3	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
政府最終消費	2.2	2.9	1.4	1.3	1.4	0.4	0.7	0.9	1.8	2.8	3.3	3.7
外需寄与度（注1）	0.4	-0.2	0.4	-0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	-0.0	-0.2	-0.1	0.2
輸出	7.0	-0.2	4.7	0.5	1.5	2.8	3.6	1.8	3.4	0.5	-2.6	-0.6
輸入	7.8	10.9	17.7	12.5	6.5	9.6	8.5	9.9	12.0	9.4	2.9	0.5
輸入	3.5	2.5	1.5	0.7	-1.2	1.7	4.0	1.5	4.8	2.7	-2.7	-2.5
輸入	-0.2	5.3	8.8	8.4	3.5	2.7	5.2	6.0	12.5	13.7	6.4	2.2
GDPデフレーター	-1.4	-1.9	-2.4	-3.5	-2.5	-2.7	-3.2	-3.4	-2.8	-1.6	-0.5	-1.2

（注1）民間在庫は前期比寄与度。内需寄与度、外需寄与度は前期比。

	2002年度				2003年度				2004年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
経常収支（兆円）	3.6	3.4	2.9	3.5	3.8	4.6	2.9	3.8	3.4	4.1	3.1	3.8
貿易収支（兆円）	3.1	2.9	3.1	2.5	2.8	3.2	2.6	2.4	2.7	3.5	2.9	2.7
サービス収支（兆円）	-1.3	-1.4	-1.5	-1.0	-0.7	-0.9	-1.1	-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	-0.8
所得収支（兆円）	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0	2.4	1.9	2.0	0.9	2.0	1.8	1.9
鉱工業生産 （上段は前期比%、下段は前年比%）	2.9	1.7	0.4	0.3	-0.7	1.3	4.1	2.3	0.2	-0.3	-1.2	-1.7
（下段は前年比%）	-3.4	3.3	6.0	5.5	2.2	0.9	5.0	7.0	8.3	6.1	0.9	-3.0
企業物価（国内・輸出・輸入の平均）	-2.2	-2.4	-0.9	-1.6	-1.4	-0.3	-1.7	-1.9	-1.7	-1.7	-1.4	-2.1
国内企業物価	-2.2	-2.0	-1.3	-0.9	-1.0	-0.7	-0.4	-0.7	-0.8	-0.9	-1.4	-1.5
消費者物価	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4
生鮮食品を除く総合	-0.9	-0.9	-0.8	-0.7	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
ドル円レート（円/ドル）	127.1	119.2	122.5	118.8	118.4	117.6	108.5	108.5	110.0	111.5	110.0	107.0
長期金利（新発10年国債）	1.4	1.2	0.9	0.7	0.9	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
原油価格（WTI、ドル/バレル）	26.3	28.3	28.2	33.8	28.9	30.2	30.0	29.0	28.0	26.5	25.0	25.0

【図表20-2 日本経済：予測総括表（四半期ベース）】

【輸出入（通関ベース）】

	2002年度				2003年度				2004年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース)	5.7	7.4	16.2	5.1	2.8	7.1	1.9	5.3	5.4	5.2	2.8	-1.6
数量	8.7	11.7	14.4	7.8	2.8	2.9	2.9	5.5	5.4	5.2	2.3	-0.6
輸入額(円ベース)	-4.4	2.1	9.4	8.2	6.3	6.5	6.7	7.1	8.2	3.2	0.4	-4.5
数量	0.5	7.9	5.5	8.3	8.4	5.0	8.9	10.6	9.3	7.5	4.0	0.5
輸出超過額(兆円)	2.7	2.4	2.6	2.0	2.4	2.7	2.1	1.9	2.2	3.0	2.4	2.2

【所得・雇用】

	2002年度				2003年度				2004年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり所得*	-2.6	-3.5	-1.7	-0.7	1.1	-1.2	0.7	0.1	1.4	0.4	0.9	-0.6
所定内給与(注3)	-1.6	-1.3	-0.9	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	-0.1
所定外給与(注3)	-3.2	1.9	3.8	6.0	3.1	1.5	1.8	3.3	7.5	10.9	-1.4	-4.5
雇用者数	-1.2	-0.1	-0.4	-0.1	0.3	-0.2	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	-0.1
雇用者所得	-2.6	-2.9	-2.0	-0.7	0.6	-2.2	0.6	0.2	1.5	0.5	1.0	-0.6
完全失業率(季調値)	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.3

(注3)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

	2002年度				2003年度				2004年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	117.5	112.2	114.1	114.9	119.8	111.5	113.4	113.3	114.9	108.7	114.0	112.2
	1.8	-6.2	-2.8	-2.1	2.2	-0.6	-0.7	-1.4	-3.9	-2.6	0.5	-0.9
持家	37.4	36.4	36.3	36.0	38.4	37.9	35.5	36.0	36.0	35.8	35.5	35.3
	-0.6	-5.6	-3.1	-3.1	3.6	4.9	-2.0	0.0	-6.0	-5.0	0.0	-2.0
貸家	45.4	45.5	44.8	46.6	46.3	43.3	45.0	45.4	45.2	43.3	45.0	44.6
	7.5	1.4	-1.7	4.8	2.0	-6.5	0.0	-3.0	-2.5	-1.0	0.0	-2.0
分譲	32.5	30.6	31.7	31.6	32.6	31.3	31.7	31.5	31.5	30.8	32.3	32.0
	-2.6	-16.1	-3.7	-9.4	0.8	2.5	-0.1	-0.1	-3.1	-1.5	1.8	1.6

* 季節調整済年率換算値

(参考) 米国経済の展望

1. 景気の現状 ~ 景気は上昇

米国景気は急速に上昇している。2003年7-9月期の実質GDP(速報値)は前期比年率7.2%増と、19年ぶりの高成長を記録し、事前の市場予想を大幅に上回った。4-6月期から7-9月期にかけては、個人消費が前期比年率3.8%増から同6.6%増へ、住宅投資が同6.6%増から同20.4%増へ、設備投資が同7.3%増から同11.1%増へといずれも伸びが高まった。

米国景気が加速している背景には、大型減税と低金利政策がある。2003年5月に成立した大型の追加減税により、7-9月期に家計部門の可処分所得が大幅に押し上げられた結果、個人消費は高い伸びとなった。また、6月にFRB(米連邦準備制度理事会)がFF金利を45年ぶりの低水準となる年1.0%に引き下げるとともに、金融緩和をかなりの期間継続するスタンスを示したため、長期金利の上昇が小幅にとどまっております。住宅投資や設備投資は堅調な動きとなっている。

10月以降についても、7-9月期の反動で個人消費が減速しているものの、失業率の低下・雇用者数の増加、設備稼働率の上昇、消費者物価(コアベース)上昇率の加速など、引き続き景気上昇を示す動きがみられる。消費者や企業のマインドは株価の上昇などを受けて安定している。

2. 2004年の展望 ~ 成長率は高まるが、2004年末には減速へ

2004年は、引き続き大型減税と低金利に支えられる形で景気上昇が続き、成長率が高まるとみられる。家計部門では、年前半の減税による下支え、雇用環境の緩やかな改善などを背景に、個人消費は増加傾向を持続すると予測される。住宅投資は、高水準を持続するが、長期金利の上昇を受けて伸びが鈍化するとみられる。

企業部門については、最終需要の増加とともに生産が拡大し、企業収益は増加傾向で推移するとみられる。設備投資は世界的なIT需要の拡大などを受けて、高い伸びを続けよう。

物価については、価格競争が根強いなかでディスインフレ傾向が続くものの、成長率の上昇に伴う需給ギャップの縮小を受けて物価上昇率は徐々に高まるとみられる。2004年前半には景気の加速、デフレ懸念の後退を受けて、FF金利は引き上げられると予想される。

2004年末になると、減税効果のはく落、資金需要の拡大に伴う金利上昇、在庫の積み上がりなどを背景に、米国景気は減速するとみられる。財政赤字は2004年度には5,000億ドルを上回る情勢であり、財政収支の悪化が続く見通しである。民間部門の資金需要が拡大する局面での財政赤字の拡大は金利の上昇圧力を高める可能性が高く、最終需要への影響が懸念される。

< 米国経済見通し総括表 >

暦年	2002年(実績)		2003年(見込)		2004年(予測)		2001年(実績)	2002年(実績)	2003年(見込)	2004年(予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
実質GDP(前期比年率)	3.5	2.7	1.9	5.3	3.4	3.7	0.3	2.4	2.9	3.9
個人消費	3.5	3.0	2.4	4.5	3.1	3.2	2.5	3.1	3.0	3.5
住宅投資	6.6	3.5	9.0	11.5	-1.6	-0.7	0.3	3.9	8.2	1.7
設備投資	-6.3	-0.5	0.1	9.6	9.6	10.2	-5.2	-5.7	2.3	9.8
在庫投資(寄与度)	0.7	0.4	-0.3	-0.1	0.5	0.2	-1.2	0.7	-0.2	0.5
政府支出	5.7	3.0	3.4	3.6	-1.8	-0.3	3.7	4.4	3.4	-0.1
純輸出(寄与度)	-1.0	-0.9	-0.4	0.0	-0.5	-0.1	-0.1	-0.8	-0.4	-0.3
輸出	2.6	4.2	-2.4	5.7	7.0	5.2	-5.4	-1.6	1.2	6.2
輸入	8.1	8.7	0.7	3.7	7.5	4.1	-2.9	3.7	3.4	5.7
名目GDP(前期比年率)	4.4	4.0	3.7	6.9	4.2	4.3	2.6	3.6	4.6	4.9
消費者物価(前年比、%)	2.5	2.2	1.7	1.4	1.7	1.8	2.7	2.3	1.5	1.7
失業率(%)	5.7	5.8	6.0	6.0	5.7	5.5	4.8	5.8	6.0	5.6
財政収支(10億ドル)	-	-	-	-	-	-	127	-159	-374	-530
同名目GDP比(%)	-	-	-	-	-	-	1.3	-1.5	-3.5	-4.7
貿易収支(通関、10億ドル)	-222	-250	-255	-248	-246	-233	-412	-472	-503	-479
同名目GDP比(%)	-4.3	-4.7	-4.7	-4.5	-4.3	-4.0	-4.1	-4.5	-4.6	-4.2

(注) GDPは前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)
消費者物価はコアベース、財政収支は、前年10月~9月会計年度

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。