

2003/2004年度改訂経済見通し

< 要旨 >

- 2003 年度 実質 +1.4%、名目 - 0.8%：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だが、名目ではマイナス成長が続く。年度後半から景気後退局面へ。
- 2004 年度 実質 - 0.7%、名目 - 2.4%：景気後退局面が続く、名目・実質ともにマイナス成長。ただ年度末に向けて在庫調整に目処がつき、景気回復の兆しが出てくる。
- 景気の現状

日本経済の現状について以下のようにまとめることができる。

個人消費は底堅い動きを続けている。雇用・所得環境がやや改善しており、消費者マインドの悪化にも歯止めがかかっている。

設備投資は、企業収益の改善を背景に昨年 4 - 6 月期から緩やかな回復が続いている。

企業は在庫の積み増しに慎重な姿勢を続けているが、GDP 統計上は 2003 年になって在庫積み増しの動きが出てきている。

輸出は海外景気の減速によって米国向けを中心に年初伸び悩んでいたが、足元では持ち直してきている。

公共投資は減少傾向が続いている。住宅投資も同様であるが、足元では住宅ローン減税期限切れ前の駆け込み需要が出ている。

デフレ傾向は依然として続いているが、企業物価指数や消費者物価指数の前年比マイナス幅は縮小してきており、足元でデフレ圧力がさらに強まっているという状況ではない。

- 2003/2004 年度見通し

2003 年度から 2004 年度までの日本経済のシナリオは次のように考えられる。

2003 年度前半までは昨年来の緩やかな景気回復が続く。設備投資の緩やかな拡大が景気回復のリード役を続ける。

2003 年度後半からは景気後退局面に入ってくる。在庫の積み上がりによって生産が減速し、企業収益が悪化してくる。更新投資を中心に増加してきた設備投資は、企業収益の悪化を背景に次第に減少に転じる。一方、米国など世界景気は回復力を増してくるため、外需は小幅ながらプラスに寄与する。また、所得・雇用環境も再び厳しさを増してくる中で、個人消費は小幅な増加にとどまる。

2004 年度は景気後退局面が続く、物価下落幅が再び拡大してくる。ただ、年度末に向けて在庫調整に目処がつき、生産に下げ止まりの動きが出てくる。企業収益も持ち直しの動きが出てくるため、設備投資も下げ止まってくる。在庫調整の終了という短期的な循環要因に加えて、収益力や財務面での企業の中期的な体質改善努力の成果も表れて、景気に再び回復の兆しが出てくるであろう。



1. 景気の現状と 2003/2004 年度見通しの考え方

(1) 景気の現状

今年 4 - 6 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.6%と 6 四半期連続のプラス成長となり、昨年初めからの緩やかな景気回復が続いていることを確認する内容となった。

需要項目別に見ると、個人消費は前期比 +0.3%と 7 四半期連続で拡大している。厳しい雇用・所得環境にも改善の動きが出ており、消費者マインドの悪化に歯止めがかかっている。設備投資は前期比 +1.3%と 5 四半期連続で増加した。企業収益の改善を背景に更新投資を中心とした設備投資の拡大が続いており、景気回復を主導している。

住宅投資は前期比 -0.4%と 6 四半期連続の減少となった。一時的な増加を挟みながら、基調としては約 3 年にわたる減少が続いている。ただ、6 月の住宅着工は住宅ローン減税の終了などを見込んだ駆け込みが出ており、4 - 6 月期の住宅投資の減少幅が小幅になっている。公共投資も前期比 -0.9%と 5 四半期連続で減少しており、財政構造改革を背景に減少傾向が続いている。ただ、昨年秋の補正予算の効果が出たもので、減少幅は小幅になっている。

医療費自己負担割合引き上げ（現物社会給付の減少要因）の影響で政府最終消費支出が減少に転じたため、公共投資を加えた公的需要の寄与度は前期比 -0.1%とマイナスが続いた。一方、民間需要の寄与度は同 +0.5%とプラスが続いており、両者を併せた内需寄与度は +0.4%とプラスが続いている。また、外需寄与度は前期比 +0.2%と前期の横ばいからプラスの寄与度を増した。輸出は 1 - 3 月期に大幅に減少した米国向けが持ち直して前期比 +1.0%と 6 四半期連続で増加した一方、輸入は S A R S の影響による日本からの海外旅行者の減少に伴ってサービス輸入が減少したため 6 四半期ぶりに減少に転じた。

GDP デフレーターは前年同期比 -2.1%と前期に較べてマイナス幅が縮小した。これは、公務員のボーナス支給月の配分変更による政府最終消費支出のデフレーター的大幅な変動が影響している。この特殊要因を取り除けば、デフレ傾向はこれまでと同様に続いていると判断できる。

(2) 経済見通しの考え方

4 - 6 月期の GDP の結果は事前の予想よりも強いものであったかもしれないが、景気の現状と先行きについての我々の見方を変えるものではなかった。ただ、世の中の景気に対する見方は依然としてさまざまなものがある。そこで、2003/2004 年度の経済見通しを考える上でポイントとなる点を整理してみると、以下になるであろう。

景気はこれから回復力を増していくのか、それとも後退していくのか

最近発表された経済指標が、4 - 6 月期の GDP も含めて事前の予想よりも強い結果となったこともあって、景気はしだいに回復力を増してくるとの見方が強まってきている。米国をはじめとする世界景気のリcovery力が増してくること、加えて企業収益の改善によって設備投資のリcovery力が増してくることなどが、そうした見方の理由として挙げられている。たしかに、本見通しでも世界景気のリcovery力が増してくるとの前提を置いている。しかし、それに合わせて国内景気も回復を続けるとは言い切れないであろう。たとえば、これから米国景気が回復するとしても、ゼロ金利キャンペーンなどによって自動車販売が高い伸びを示し

た 2002 年のように自動車輸出が増加するとは考えにくい。

また、国内の経済環境も考えないといけない。回復の実感は乏しいかもしれないが、わが国の景気は昨年 1 月を谷としてすでに 1 年半にわたって回復が続けている。そろそろ景気が山をつけて後退局面に入ってきてもおかしくない。実際、出荷・在庫の循環図を見ると、今後は在庫の積み上がりを背景に生産が減速してくると予想される。生産の減速は企業収益を圧迫するため、これまで景気回復を支えてきた設備投資は減少に転じてくるであろう。

もともと生産の回復速度は鈍く、景気回復力も弱いため、これまでに較べると景気の山ははっきりしないものになるかもしれないが、本見通しでは、今年度上期までは景気回復が続くが、下期は後退局面に入ると見込んでいる。

景気後退はどの程度厳しいか

今年度下期から景気後退局面に入るとした場合、その調整はどの程度のものになるであろうか。結論から言うと、それほど急激な後退局面にはならないであろう。もともと企業は在庫積み増しに慎重であり、在庫水準はきわめて低い。今後意図せざる在庫積み上がりが起こると考えられるが、それでも在庫の増加は限定的であり、在庫調整もそれほど厳しいものにはならないであろう。また、海外景気の影響が続き、輸出環境が恵まれていることも調整圧力を緩和すると考えられる。在庫調整に伴って生産は減少に転じるが、生産水準のボトムは前回の景気後退局面における生産のボトムを下回らないと見込まれる。

景気が再び回復してくるのはいつか

急激な景気後退が回避できるとすると、景気が再び底を打って回復してくるのはいつであろうか。本見通しでは、2004 年度末には景気は底打ちすると見込んでいる。景気底打ちの第一の要因は在庫調整の完了である。上述のとおり在庫調整はそれほど厳しいものにならず、2005 年 1 - 3 月期には調整が完了するものと想定した。

景気が底打ちした後の回復の原動力となるものは何であろうか。米国景気が 2005 年になると減速している可能性があり、外需要因にはあまり期待できない。しかし、在庫調整の完了による生産の下げ止まりは、企業収益にはプラスに効いてくる。また、個々の企業の体質改善に向けての努力は以前からずっと続けられており、これからも続くであろう。すでに過剰設備や過剰債務の削減、あるいは収益力の向上といった形で成果が現れている。短期的な調整の完了と中期的な体質改善の成果が合わさって、再び設備投資の回復が期待できるであろう。さらに、中期的なアジアの成長トレンドも景気回復にプラスに作用する可能性がある。

2 . 2003/2004 年度改訂経済見通し

(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、昨年末以降、イラク情勢の緊迫化などを背景に景気減速感が強まっていたが、春頃から株価は上昇に転じ、消費者や企業のマインドも改善に向かい始めており、景気は再び上昇する兆しをみせてい

る。2003 年後半以降については、減税や利下げ等の政策効果の発現が見込まれ、景気拡大ペースは速まる可能性が高い。しかし、2004 年末が近づくと、金利の上昇や在庫の積み上がりなどを背景に景気は減速するとみられる。実質 GDP 成長率は 2003 年 +2.2%、2004 年 +3.1%と予測する。

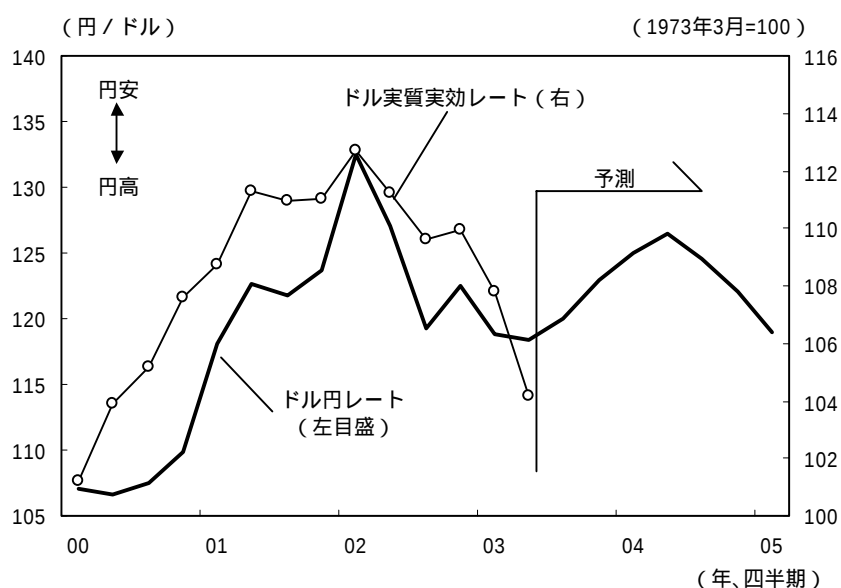
ユーロ圏では、ECB の利下げや株価の上昇を受けて企業や消費者の景況感は上向いているが、生産や消費など実体経済の持ち直しは極めて緩慢なものにとどまっている。2003 年後半には、海外景気の回復から輸出が持ち直し、企業部門を中心に緩やかながら景気の回復が進むと見られるものの、前半の景気停滞の影響から 2003 年通年の実質 GDP 成長率は +0.6%にとどまる。2004 年に入ると、輸出の一段の増勢を背景に企業部門から個人部門にも回復の動きが波及し、実質 GDP 成長率は +2.0%に高まると予測する。

アジアでは、2003 年前半は S A R S (重症急性呼吸器症候群)の流行により観光・運輸・サービス業を中心に大きな打撃を受けた。2003 年のアジア全体(9カ国・地域)の成長率は +4.9%と予想され、前年の +5.6%からの減速は避けられない状況である。2004 年は S A R S により低迷した前年の反動が予想され、欧米景気の回復を受けて牽引役の輸出が順調に拡大すると見込まれる。また、景気の先行きに対する見通しが明るくなる中で、消費・投資の勢いが強まろう。アジア全体の成長率は +6.0%に高まると予測する。

為替

ドル円相場は、イラク情勢や米国景気の先行き懸念を背景に一時 115 円台までドル安・円高が進展していたが、その後、本邦通貨当局の度重なる介入によりドルの下値は固くなっており、6 月以降は 117～121 円での推移が続いている。2003 年度後半は、米国景気の回復が進む一方で日本景気は減速することから円安方向に転じ、120～125 円を中心とした推移を見込む。2004 年度については、日本の景気回復が緩やかなものの年度後半になると米国景気が減速してくることを背景に、年度半ばからドル安・円高方向への転換を想定する。

図表 1 . 為替見通し



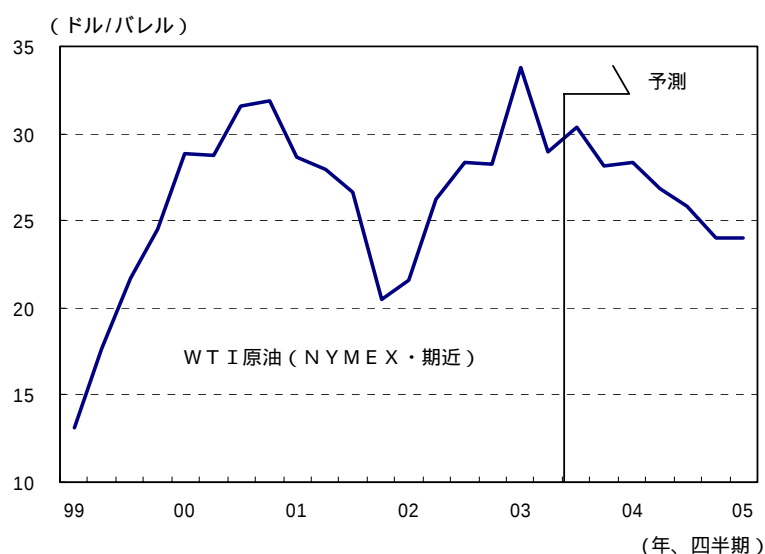
(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、FRB「Federal Reserve Bulletin」

原油価格

原油価格はイラク戦争終結後も 30 ドル近辺で高止まりしている。背景には、堅調な需要を反映して米国原油在庫が一段と取り崩されていること、治安悪化でイラクの原油生産の回復が遅れていること、OPEC が 6 月から適用されている新生産枠を比較的良好に守っていることなどがある。こうした状況をうけて、OPEC は 6 月、7 月に開催した総会で生産枠据え置きを決定した。

先行きについては、しばらく低在庫が価格を下支えするものの、ガソリン需要がピークを過ぎる 9 月頃からは在庫積み上がりが見込まれ、価格は 20 ドル台後半まで下落するであろう。ただし、イラクの原油生産の回復に合わせて OPEC が 12 月の臨時総会で減産を決定することが予想され、2004 年初にかけて価格はいったん下げ止まると見込んでいる。その後、2004 年度前半は世界景気の回復が下支えするものの、イラクの増産や季節的な需要減などにより供給が過剰となり、価格は下落するであろう。2004 年度後半は、米国をはじめ世界景気の回復力が弱まることで下押し要因となって下落基調が続くものの、価格がブライズバンド下限（OPEC バスケット原油で 22 ドル）に近づけば、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 2 . 原油見通し



財政政策

2003 年度については、2004 年 1 月頃に 4 兆円程度の補正予算が組まれ、公共投資が 1.5 兆円上積みされると想定した。2004 年度の予算については、国の公共投資関係費が当初予算ベースで前年比 - 3.0%、地方単独事業費が同 - 5.0%とそれぞれ減少すると想定した。また、景気の減速に対応して 2004 年秋頃に補正予算が編成され、1 兆円の公共投資が追加されると想定した。

金融政策

日銀は、長期国債の買い入れペースを月 1 兆 2 千億円に据え置く一方で、5 月には日銀当座預金残高の目標値を「27～30 兆円程度」まで引き上げ、7 月には中堅・中小企業関連資産を主たる裏付資産とする資産担保証券（ABS）の買い切りを開始した。

5 月以降、株式市場の底打ちや景気に対する悲観的な見方の後退から、インフレターゲットの導入、

E T F、R E I T、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ひとまず後退している。しかし、株価が急落した局面や景気の先行き不透明感が高まった場合には、再び追加緩和を求める声が高まることが予想される。

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がある。また、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が、何らかの形で実施する可能性はある。ただ、仮に新たな政策手法が導入されたとしても、従来手法の強化と同様に、実体経済に及ぼす影響はあまりないであろう。

(2) 2003/2004 年度経済見通し

2003 年度の見通し ~ 2 年連続のプラス成長だが、年度後半から景気後退へ

2003 年度の実質 G D P 成長率は + 1.4% と 2 年連続のプラス成長が見込まれるが、名目成長率は - 0.8% と小幅ながらマイナス成長が続く。G D P デフレーターは - 2.2% となり、デフレ基調に変わりはない。

2003 年度前半は昨年来の緩やかな景気回復が続く。企業収益の改善を背景に設備投資の拡大が続き、景気回復をリードする。個人消費は、社会保険における総報酬制導入によるボーナスの手取額の減少や長梅雨・冷夏といった天候要因によって 7 - 9 月期は低迷する可能性があるが、総じて横ばい圏での推移が見込まれる。輸出は米国向けを中心に持ち直し、さらに設備投資の回復によって資本財の出荷が増えるため、生産は緩やかに増加する見込である。遅れていた在庫積み増しの動きが出てくるとは成長率を押し上げる要因になる。公共投資は減少基調に変わりはないが、2002 年度の補正予算の効果に続いて 2003 年度予算の前倒し執行により減少幅は小幅に押さえられる。住宅ローン減税適用期限切れを見込んだ駆け込み着工が出ているため、住宅投資は一時的に押し上げられる。

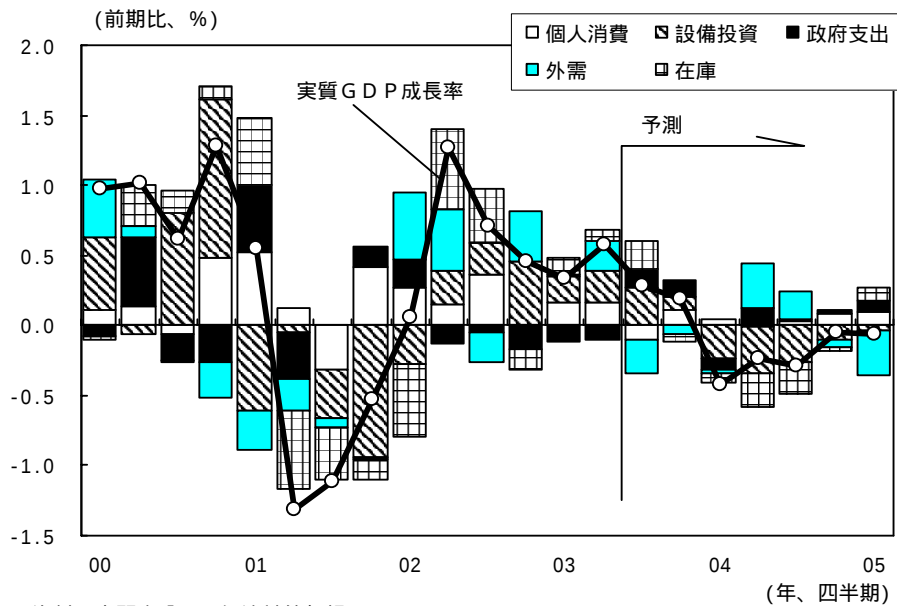
2003 年度後半になると景気は後退局面に入ってくる。在庫の積み上がりを背景に生産が減少に転じ、企業収益も悪化してくる。設備投資の回復は、生産能力増強のための大型投資よりも更新投資が中心であるため、企業収益が悪化しキャッシュフローが伸び悩むにつれて、設備投資も減少してくる。景気の後退に伴って雇用・所得環境の厳しさが増してくるため、個人消費の高い伸びは期待できない。デフレの下で実質購買力が下支えされているといっても、個人消費の伸びは小幅にとどまるであろう。公共投資は減少傾向が続き、しだいに前倒し執行の反動が出てくる。

2004 年度の見通し ~ 実質・名目ともマイナス成長だが、年度末に向けて回復の兆し

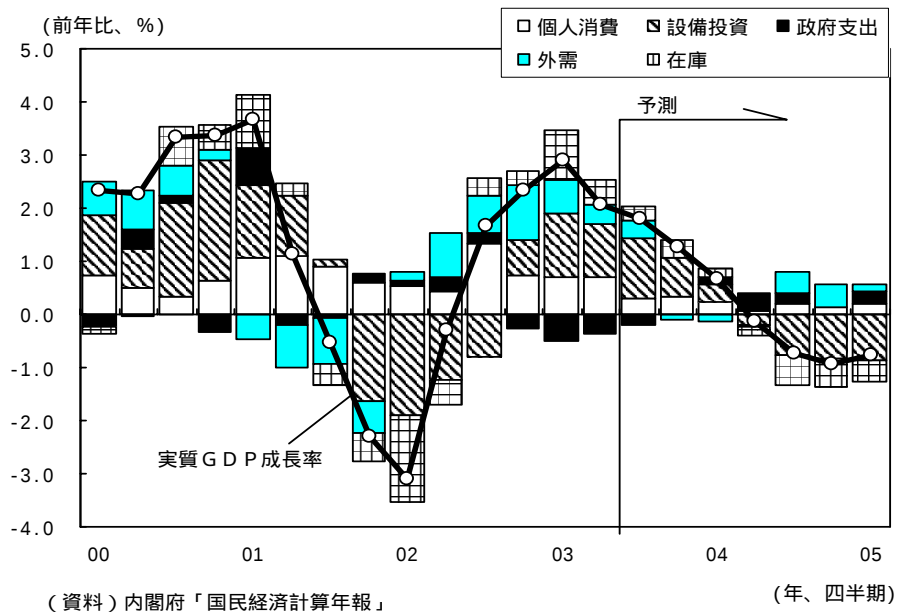
2004 年度は、2003 年度後半からの景気後退局面が続き、実質 G D P 成長率は - 0.7% と再びマイナス成長になると見込む。名目では - 2.4% と大幅なマイナス成長となる。G D P デフレーターは - 1.8% とデフレ状態に変わりはない。企業収益の悪化を背景に設備投資の減少が続き、成長率を押し下げる。雇用・所得環境は厳しい状況が続くため、個人消費は引き続き小幅な伸びにとどまる。

ただ、世界景気は 2004 年中は回復傾向を続けるため、外需寄与は小幅プラスが見込まれる。また、年度末に向けて在庫調整の目処がついてくるため、生産は底打ちしてくる。企業収益の改善を背景に設備投資にも回復の兆しが出てくる。在庫調整の終了という短期的な循環要因に加えて、収益力の改善や財務体質の向上といった企業の中期的な体質改善努力の成果もしだいに出てくるであろう。この結果、2004 年度末に向けて景気は再び回復の兆しが出てくると見込まれる。

図表3．実質GDP成長率（前期比）



図表4．実質GDP成長率（前年比）



3．需要項目別の見通し

世界景気の回復を背景に外需はプラス寄与

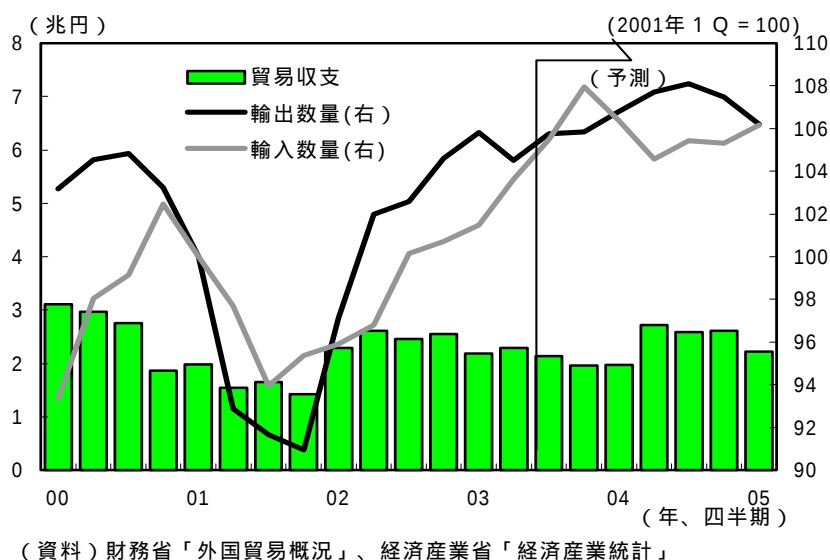
輸出は、春先まで底固かったアジア向けやEU向けの伸びが鈍化してきているが、イラク戦争の影響が徐々に剥落してきたため米国向けは落ち込みに歯止めがかかってきた。2003年度後半は、世界景気が回復へ向かうため、輸出は増加基調を続けると見込まれる。景気回復ペースが遅いEU向けは伸び悩むとみられるが、米国向けは、工作機械や電気機械を中心とした資本財の回復が見込めるほか、現地在庫の調整終了やニューモデル投入により自動車輸出の落ち込みに歯止めがかかるであろう。アジア向けは、最終需要地である米国の景気回復や日本企業の生産拠点移転を背景に生産財・資本財が増加するであろう。

2004 年度前半も輸出は底固い動きを続けると予想されるが、年度後半になると海外景気が減速してくるため、年度の輸出は小幅増加にとどまると見込まれる。

輸入は、足元の景気の回復に伴い増加してきている。内需の拡大に勢いがいないものの、輸入浸透度の上昇など構造的要因もあり 2003 年度中は増加を続ける見込みである。2004 年度は、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 +0.1% の小幅プラスとなる見込みである。SARS の影響については、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 4 - 6 月期の外需の押し上げ要因となったが、今後は海外渡航者数が回復し反動が見込まれる。また、しばらく人の行来ができず商談がストップしていたため、今後の輸入の鈍化要因となってくる可能性はあるが、影響は限定的であろう。2004 年度は、後半になると世界景気の拡大ペースが落ちてくるため輸出の伸びが鈍化してくるが、国内の景気低迷により輸入の伸び率が低くなるため、外需寄与度は +0.2% とプラスになる見込みである。

図表 5 . 輸出入

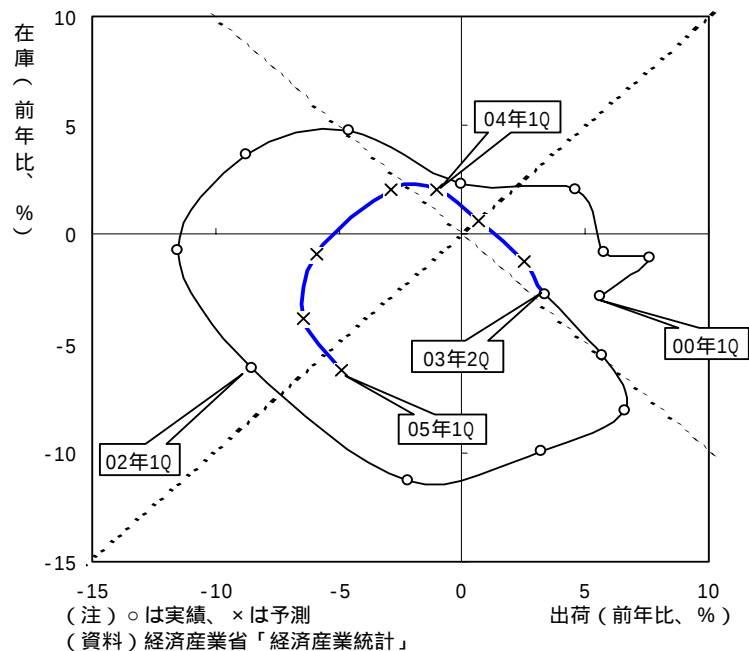


企業部門は 2003 年度後半に減速へ

○生産 ~ 今年度後半には減少基調へ転じる

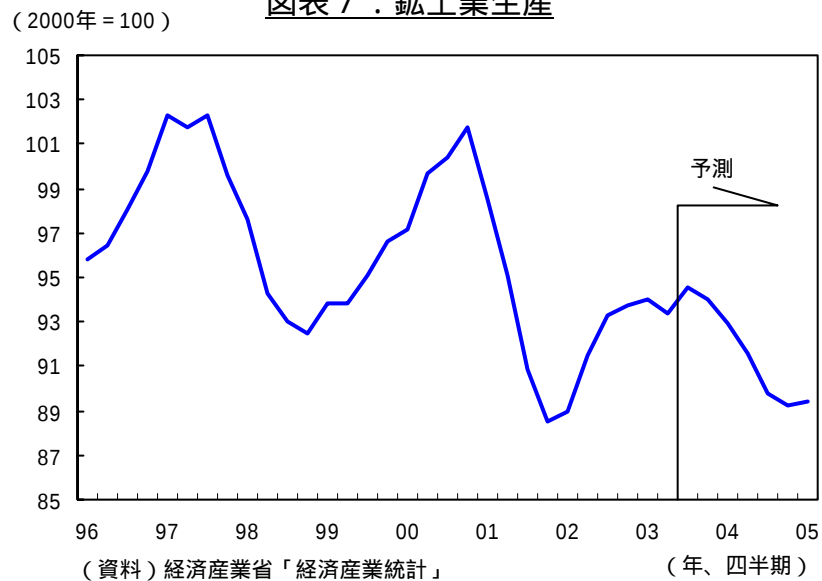
在庫指数が 2003 年 4 - 6 月期まで 8 四半期連続で前期比マイナスとなるなど、すでに在庫調整局面が終了しているにもかかわらず、在庫積み増しが進んでいない。過去の局面では、在庫積み増しの動きが生産の下支えとなったが、今回は国内需要の弱さから企業が積極的に在庫を積み増していくことにはならず、生産が足踏み状態となる一因となっている。設備投資関連財や輸出が好調な生産財で、需要の高まりに伴って在庫積み増しの動きが出てくるため、今後は緩やかながらも在庫は増加してくるであろう。しかし、需要の弱さを背景に在庫積み増し局面は短期間で終了し、年度末にかけては意図せざる在庫増加局面に入ってくる。2004 年度には在庫調整局面入りするが、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り、年度末に向けて調整におおむね目処がつくと予想される。

図表 6 . 在庫循環図



生産は足踏み状態にあるものの、設備投資関連財の生産が増加してくることやIT関連財の需要が底固さを維持することから、2003年度前半までは増加が続こう。しかし、年度後半には意図せざる在庫増加局面に入ることから生産は抑制され、2004年度には在庫調整局面に入るため減少基調が鮮明となつてこよう。もっとも2004年度末に向けて在庫調整に目処がたつため、生産は底打ちから回復に転じてくる。在庫の積み上がりが小さかったことから、生産調整も比較的軽微にとどまる見込みである。

図表 7 . 鉱工業生産



○企業収益 ～ 改善テンポが鈍り、2003年度下期には悪化に転じる

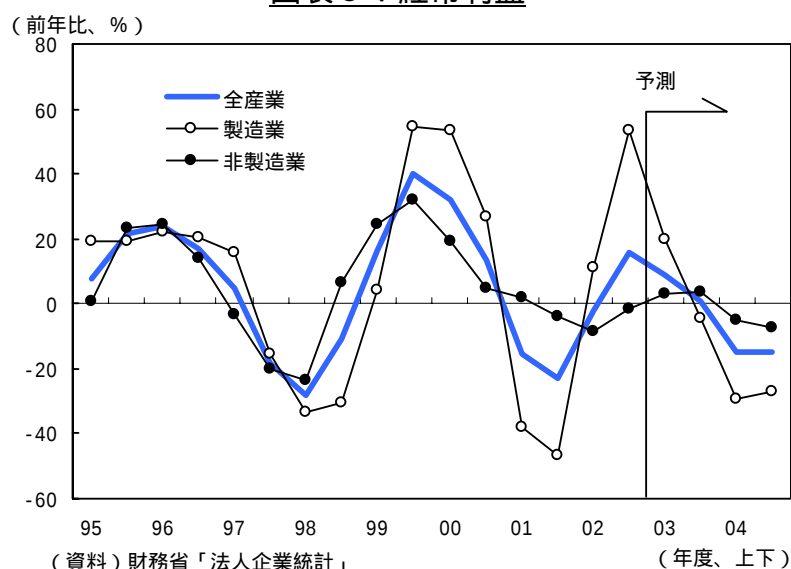
企業収益は、2003年1 - 3月期の経常利益が前期比マイナスになるなど、一時の勢いが鈍っている。2003年度上期までは増益基調が続きそうだが、下期に入ると前期比では減益に転じ、2004年度上期にかけては

前年比減益幅が拡大すると予想される。

製造業、非製造業ともに販売価格低迷によって売上高の伸び悩みが続いているものの、人件費削減などのリストラ効果によって収益の改善傾向が続いてきた。しかし、国内需要の弱さを背景に売上が落ち込む一方で、リストラ効果が一巡してくるため、売上の落ち込みをカバーできず、製造業、非製造業とも 2003 年度下期に収益は悪化に転じる。

2004 年度には景気の減速を背景に、製造業、非製造業ともに売上高の落ち込みが加速し、企業収益の圧迫要因となってくる。もっとも、これまでの債務圧縮や人件費削減などのリストラ努力によって企業の財務体質が強化されていることや、海外景気の回復によって輸出が増加することを背景に企業収益の落ち込みは比較的小幅にとどまる。企業収益は、2004 年度末にかけて持ち直しの動きが出てこよう。

図表 8 . 経常利益



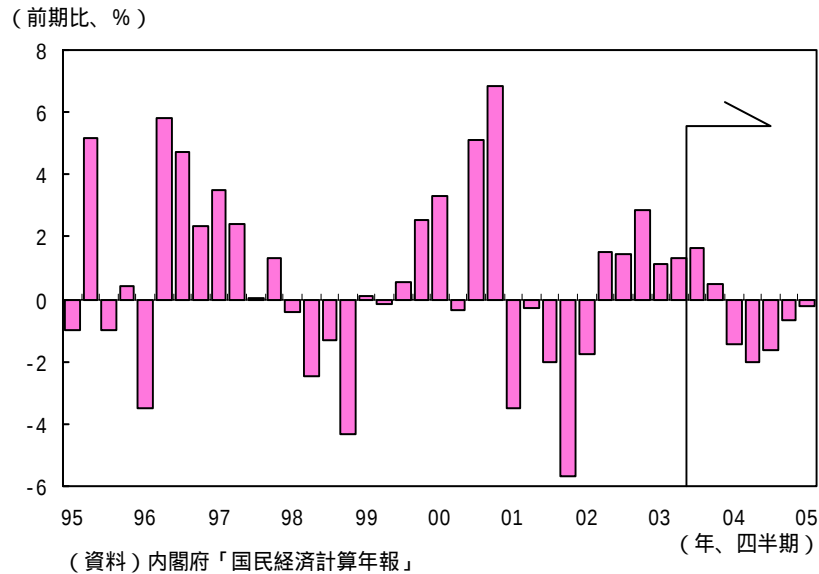
○設備投資 ～ 2004 年に入ると減速

設備投資は、2003 年 4 - 6 月期まで 5 四半期連続で前期比プラスと、緩やかではあるが順調な増加を続けている。先行指標となる機械受注が 4 - 6 月期まで増加基調にあり、7 - 9 月期についても底固さを維持できそうなことから判断すると、これまでの企業収益の回復を背景に 2003 年中は設備投資の増加が続くと思われる。

しかし、設備投資の内容が能力増強投資といった大型投資ではなく、更新・維持投資など小規模の投資が中心であるため、増加ペースは過去の局面と較べると鈍い。また、企業は手元の余裕資金の範囲内に設備投資を抑制しており、2003 年度後半に収益が悪化することを受けて、2004 年になると設備投資が前期比マイナスに転じる見込みである。

2004 年度前半には企業収益が低迷することもあるが設備投資も落ち込み幅が拡大するが、2004 年度末に向けて企業業績減少に持ち直しの動きが出てくることから設備投資の落ち込みに歯止めがかかってくる。また、企業は設備投資を必要最低限の範囲にとどめ、過剰設備の拡大を回避するようにしている。このため、設備投資の落ち込みは比較的軽微にとどまるであろう。

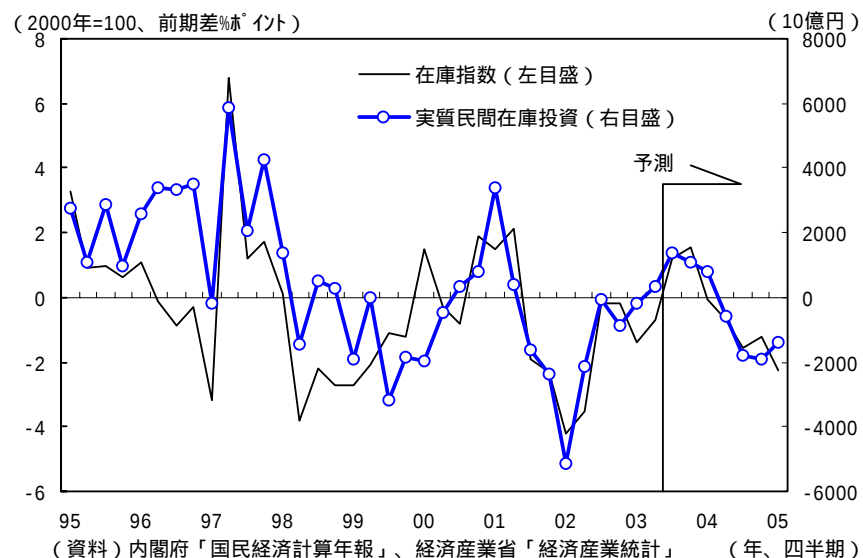
図表 9 . 実質設備投資



○在庫投資～2003 年度はプラスに寄与

企業が在庫積み増しに慎重な姿勢であるため、2003 年 4-6 月期までの在庫投資は成長率に対して小幅の寄与にとどまっている。今後は在庫積み増しの動きに加え、出荷の伸び悩みから次第に意図せざる在庫が積み上がってくるため、2003 年度は成長率に対してプラスに寄与しよう。しかし、在庫調整の動きによって、2004 年度はマイナス寄与に転じる見込みである。

図表 10 . 実質民間在庫投資



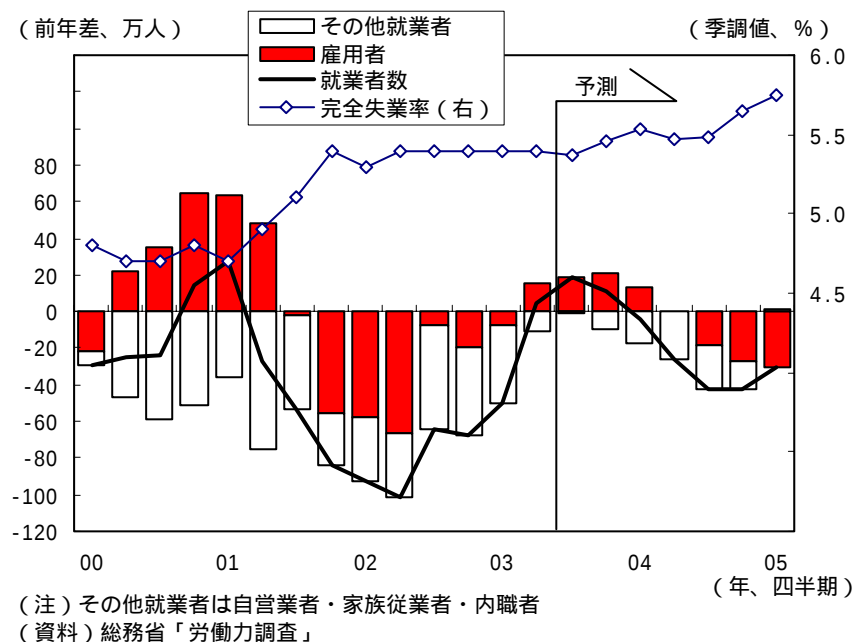
厳しい雇用所得環境が続き、個人部門は小幅な伸び

○雇用・所得環境 ～ 大幅な改善は見込めず、就業者数は2004 年度には減少基調に

雇用者数の減少幅は景気の回復とともに縮小し、2003 年度に入って増加に転じている。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。しかし、企業の雇用過剰感は依然として残っており、労働分配率も高止まりが続いている。そのため、景気の減速に伴って企業収益が悪化してくれば、パート・アルバイトを中心に雇用調整が実施されるであろう。自営業者・家族従業者についても減少幅が縮小しているものの、長引く景気低迷で自営業者の経営体力が弱まっていることもあり、景気が減速してくれば再び減少幅が拡大してくるであろう。このため就業者数は、2003 年中は前年比増加が続くものの、2004 年には景気減速の影響を受けて減少に転じてくる。完全失業率は高水準での推移が続いており、景気後退の影響が出てくる 2004 年度後半にはさらに上昇する可能性がある。

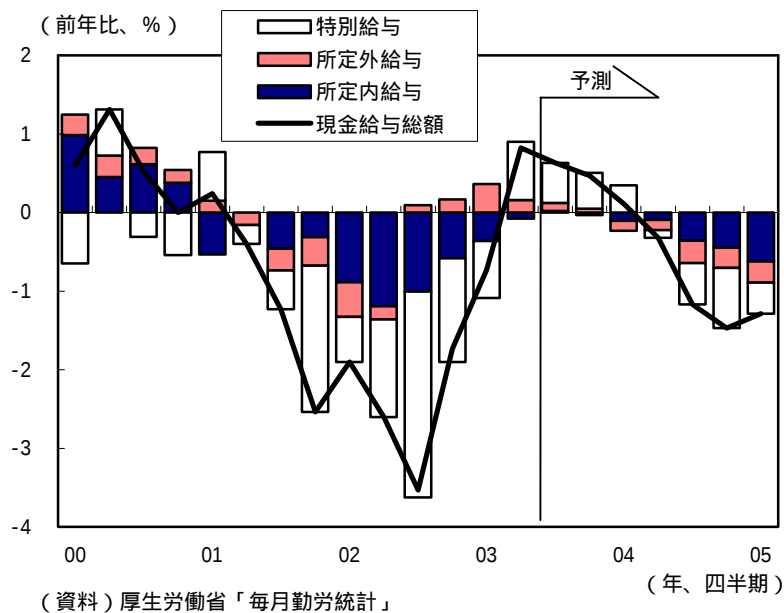
図表 1 1 . 失業率と就業者数



企業のリストラ圧力の高まりを受けて大幅に落ち込んでいた賃金は、まず、生産の回復とともに所定外給与が増加に転じ、続いて所定内給与も前年水準まで戻している。さらに、企業収益の改善を受けて、夏のボーナスが前年比プラスとなった模様で、2003 年度に入って賃金は増加に転じている。

2003 年度通年では、春闘賃上げ率が前年並みにとどまるなど、所定内給与の伸びは期待できない。また、所定外給与は、生産が減少することから伸びが鈍化する。一方、昨年度に大幅に減少したボーナスは、企業収益の改善を背景に増加に転じるであろう。2004 年度は、景気後退が続くことから、生産の減少や企業収益の悪化を背景に所定外給与とボーナスが減少し、所定内給与も減少幅が拡大する見込みである。

図表 1 2 . 1 人あたり現金給与総額



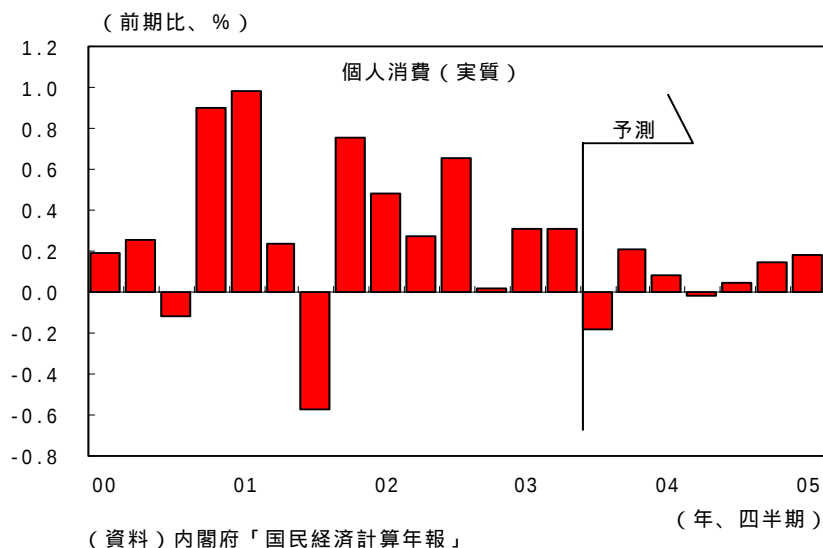
○ 個人消費 ～ 景気後退による環境悪化から消費の抑制続く

2003 年度 4 - 6 月期の実質個人消費は、消費者マインドが改善したほか、タバコ税引き上げ前の駆け込み消費といった特殊要因も加わり、前期比 +0.3%と底固い結果となった。しかし 2003 年度は、所得の改善傾向が続くものの、医療費の自己負担割合の増加などにより可処分所得は押し下げられる。このため消費は次第に伸びが鈍化し、2003 年度の実質個人消費は +0.7%と 2002 年度（1.4%）に比べ小幅増加に留まる。

2004 年度は、景気後退による消費者マインドの悪化と雇用者所得の減少で個人消費が更に抑制される。デフレによって実質購買力はかさ上げされるものの、実質個人消費は +0.3%とほぼ横ばい圏での推移を見込む。

企業売上に直結する名目ベースの消費は、2002 年度は +0.1%とかるうじてプラスとなったが、2003 年度は -0.5%、2004 年度は -1.0%と、2 年続けて厳しい状況が見込まれる。

図表 1 3 . 実質個人消費

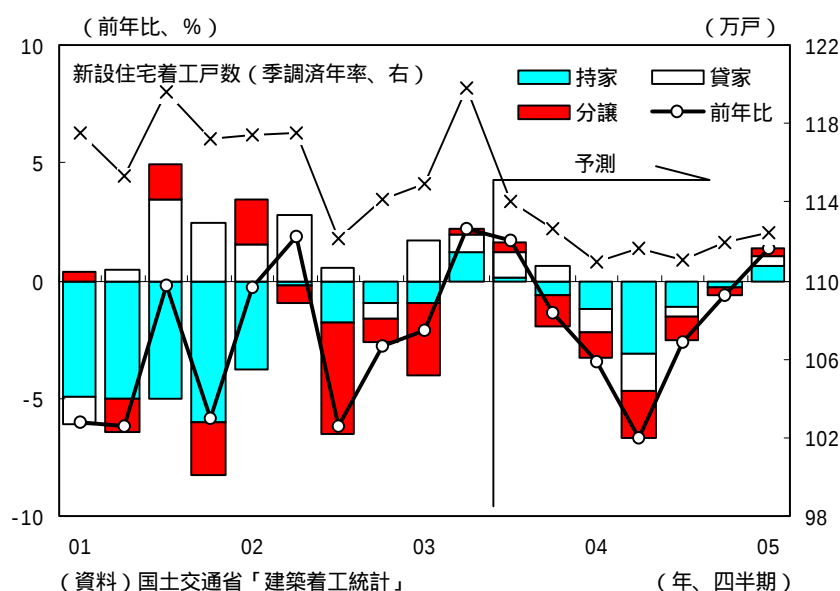


○ 住宅投資 ～ 住宅ローン減税適用期限前の駆け込みは一時的で減少基調が続く

2003 年 4 - 6 月期の住宅着工戸数は、住宅ローン減税の適用期限（2003 年 12 月末入居分まで）と改正建築基準法（シックハウス対策規制の導入）施行（7 月 1 日より）を前にした駆け込み需要により、前年比 +2.2%（年率換算 119.8 万戸）と 4 四半期ぶりのプラスとなった。その後も住宅ローン減税の適用期限を前にした駆け込み需要は、持家、戸建分譲を中心に夏場までは続くと思われる。しかし 2003 年度後半からは、駆け込み需要の反動減が見込まれるため、住宅着工戸数は減少基調で推移する。2003 年度の住宅着工戸数は 114.5 万戸と前年度並みを予想する。

2004 年度も住宅着工戸数の低迷は続く見込みである。低金利下の資産運用先として貸家の人気は高いが、景気後退による住宅取得環境の悪化を背景に持家、分譲は減少基調で推移する。着工戸数が前年越えとなるのは、景気回復の兆しが出てくる 2005 年になってからとなる。

図表 1 4 . 住宅投資



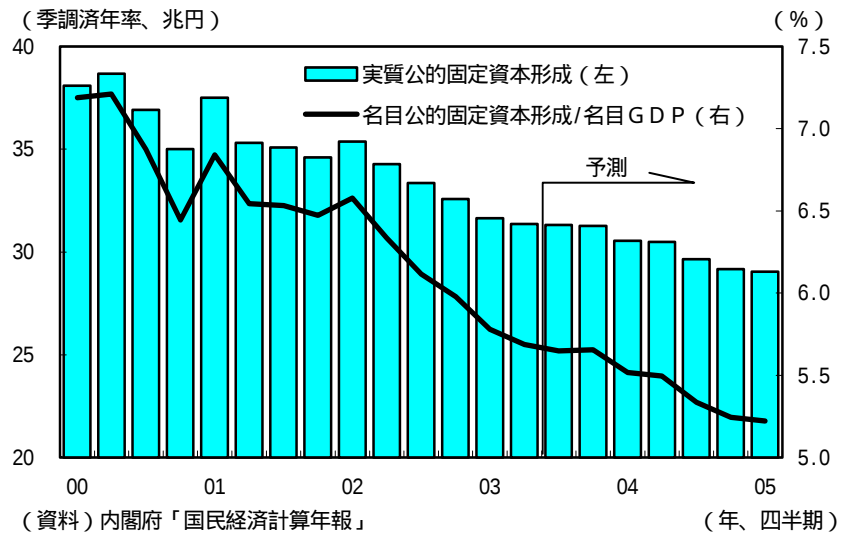
公共投資の減少が続くが、政府最終消費支出はプラス寄与継続

○ 公共投資 ～ 減少傾向が続く

2003 年度の国の予算では公共投資関係費は前年比 - 3.7% となり、2002 年度の同 - 10.7% に比べマイナス幅は縮小した。また、2003 年 1 月になって成立した 2002 年度補正予算の効果もあり、2003 年 4 - 6 月期の実質公共投資は前期比 - 0.9% と減少ペースが緩やかになった。予算の早期執行により 2003 年度前半は公共投資は横ばい圏で推移するが、補正予算の編成時期が年明けとなることなどから、年度末に向けて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（前年比 - 3.0% 程度）が見込まれる。年度当初は 2003 年度補正予算（公共投資 1.5 兆円の追加を想定）による下支え効果が期待できるものの、夏以降はその効果が剥落するため減少基調が強まる。ただし、年末までに小規模ながら 2004 年度補正予算（公共投資 1 兆円の追加を想定）による公共事業の積み増しが実施されるため、年度末には減少ペースが若干緩和する。

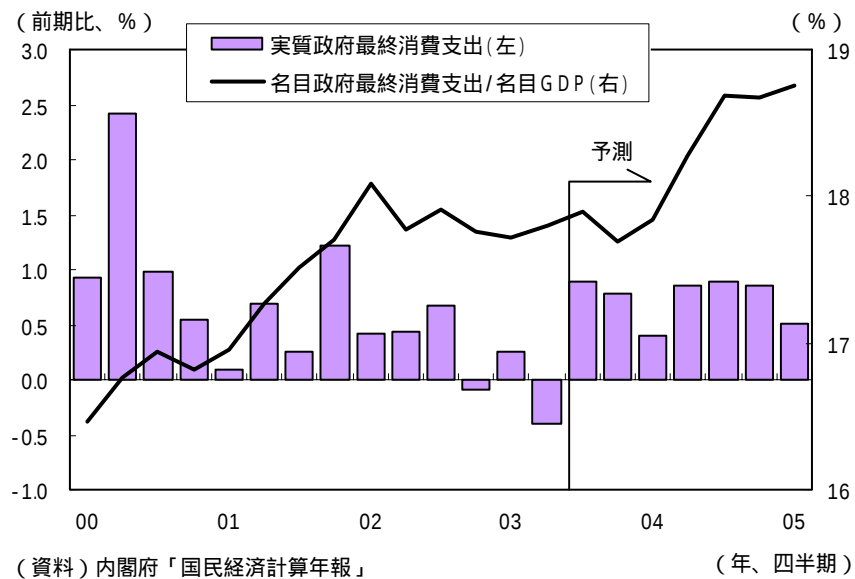
図表 1 5 . 公共投資



○ 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 4-6 月期の実質政府最終消費支出は、医療保険給付割合の縮小により前期比 - 0.4%と減少した。しかし、高齢化の進展から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、これを主因として政府最終消費支出は 2003 年度、2004 年度ともに増加が続く。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ー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 1 6 . 政府最終消費支出

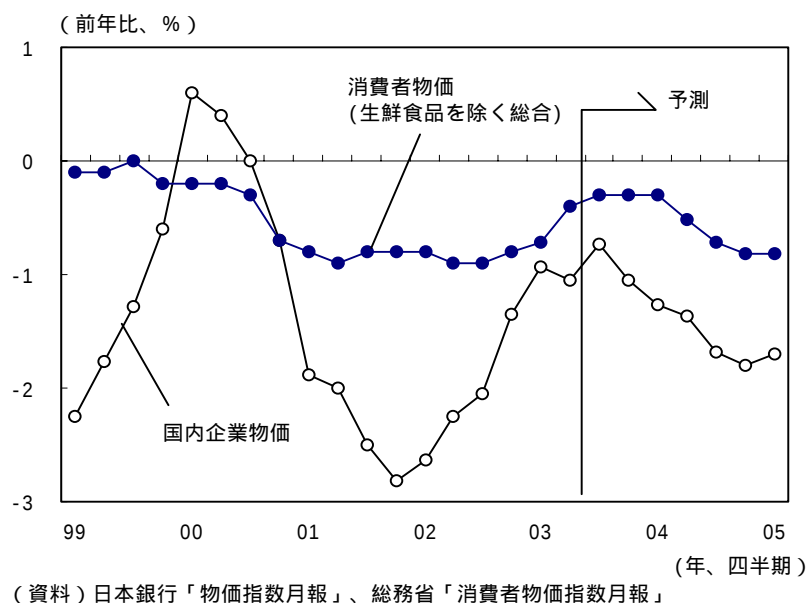


デフレ傾向が続く物価

国内企業物価は、原油価格の上昇や、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。先行きについては、足元で原油価格が高止まりしていることや、電力料金引き上げによって国内企業物価の下落幅がもう一段縮小するであろう。しかし、2003年度後半以降は、原油価格が下落してくることや、景気減速に伴う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してくる。

消費者物価は、原油高を受けて石油製品価格が上昇したことや、パソコンなどの教養娯楽耐久財や衣料品の価格下落圧力が少し弱まったことなどから、下落幅が緩やかに縮小した。さらに、2003年度に入ってから電力料金の値下げによる影響が一巡したことや、医療費自己負担の引き上げによってマイナス幅が一段と縮小している。しかし、こうした要因が剥落する2004年度は、景気が後退局面に入ってくることもあり、物価下落幅が広がってくるであろう。

図表 17 . 物価見通し



【図表18 日本経済：予測総括表】

	2002年度		2003年度		2004年度		2002年度	2003年度	2004年度
	前期比		前期比		前期比		前期比	前期比	前期比
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
名目GDP	-1.0 (0.2)	-0.4 (-0.5)	-0.3 (0.1)	-1.4 (-1.4)	-2.4 (-1.1)	-2.4 (-1.3)	-0.7	-0.8	-2.4
実質GDP	0.7 (1.7)	2.6 (1.0)	1.9 (0.9)	1.0 (0.1)	-0.4 (-0.6)	-0.9 (-0.2)	1.6	1.4	-0.7
内需寄与度	-0.1	1.8	1.6	1.1	-0.6	-1.1	0.8	1.3	-0.9
個人消費	1.6 (0.8)	1.3 (0.5)	0.9 (0.4)	0.5 (0.2)	0.2 (0.1)	0.3 (0.3)	1.4	0.7	0.3
住宅投資	-2.9 (-1.6)	-2.8 (-1.4)	-1.9 (-0.5)	-1.4 (-1.0)	-5.1 (-4.1)	-3.8 (0.4)	-2.9	-1.6	-4.4
設備投資	-6.2 (1.3)	5.8 (4.2)	7.0 (2.8)	3.3 (0.6)	-3.0 (-3.5)	-5.0 (-1.6)	-0.2	5.1	-4.0
民間在庫(注1)	-0.1	0.6	0.4	0.3	-0.4	-0.5	0.3	0.3	-0.4
政府支出	1.0 (-0.2)	-1.5 (-1.1)	-1.3 (-0.4)	0.2 (0.7)	1.2 (0.4)	0.5 (0.3)	-0.3	-0.5	0.9
公共投資	-4.0 (-3.4)	-8.2 (-5.0)	-7.3 (-2.4)	-3.7 (-1.4)	-4.2 (-2.7)	-5.9 (-3.2)	-6.3	-5.3	-5.1
政府最終消費	2.5 (1.0)	1.4 (0.4)	0.5 (0.2)	1.6 (1.4)	2.9 (1.5)	3.1 (1.6)	1.9	1.1	3.0
外需寄与度	0.8	0.8	0.4	-0.1	0.2	0.3	0.8	0.1	0.2
輸 出	9.3 (9.8)	15.1 (4.7)	5.9 (1.1)	3.8 (2.7)	5.9 (3.1)	1.7 (-1.5)	12.2	4.8	3.7
輸 入	2.5 (5.3)	8.6 (3.2)	3.7 (0.4)	6.3 (5.8)	5.6 (-0.2)	-0.9 (-0.7)	5.6	5.0	2.2
GDPデフレーター	-1.6	-2.9	-2.1	-2.4	-2.0	-1.6	-2.3	-2.2	-1.8
経常収支(兆円)	7.0	6.4	7.1	6.4	7.4	7.0	13.4	13.5	14.4
貿易収支(兆円)	6.0	5.6	5.5	4.7	6.3	5.4	11.6	10.3	11.7
サービス収支(兆円)	-2.7	-2.5	-1.9	-2.4	-2.5	-2.3	-5.2	-4.3	-4.8
所得収支(兆円)	4.1	3.9	3.9	4.5	4.1	4.3	8.0	8.3	8.4
鉱工業生産	-0.4 (4.1)	5.7 (1.6)	2.0 (0.1)	-0.4 (-0.5)	-3.3 (-3.0)	-4.4 (-1.5)	2.6	0.8	-3.9
企業物価(国内・輸出・輸入の平均)	-2.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.1	-2.4	-1.8	-1.1	-1.8
国内企業物価	-2.1	-1.1	-0.9	-1.2	-1.5	-1.8	-1.6	-1.0	-1.6
消費者物価	-0.9	-0.4	-0.3	-0.5	-0.6	-0.8	-0.6	-0.4	-0.7
生鮮食品を除く総合	-0.9	-0.8	-0.4	-0.3	-0.6	-0.8	-0.8	-0.4	-0.7
ドルレート(円/ドル)	123.1	120.7	119.2	124.0	125.5	120.5	121.9	121.6	123.0
長期金利(新発10年国債)	1.3	0.8	0.8	0.9	0.7	0.7	1.1	0.8	0.7
原油価格(WTI、ドル/バレル)	27.3	31.0	29.6	28.2	26.3	24.0	29.1	28.9	25.2
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	3.5	2.7	1.7	2.9	3.3	3.1	2.4	2.2	3.1
春闘賃上げ率(%) (注2)	-	-	-	-	-	-	1.66	1.56	1.30

(注1) 民間在庫は前年比寄与度

(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)。

【輸出入（通関ベース）】

予測 ↘

(前年同期比、%)

年 度	2002		2003		2004		2002 (実績)	2003 (予測)	2004 (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	2.0	0.3	2.8	-2.5	8.5	1.1	0.1
数 量	10.8	11.9	3.2	1.1	2.6	0.5	11.4	2.1	1.6
輸入額(円ベース)	-1.2	8.8	5.1	4.3	-0.7	-6.6	3.7	4.7	-3.7
数 量	3.4	5.7	5.2	6.0	0.4	-1.4	4.6	5.6	-0.5
輸出超過額(兆円)	5.1	4.6	4.6	3.7	5.4	4.6	9.7	8.3	10.0

【所得・雇用】

予測 ↘

(前年同期比、%)

年 度	2002		2003		2004		2002 (実績)	2003 (予測)	2004 (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	0.7	0.3	-0.7	-1.4	-2.2	0.5	-1.1
所定内給与*	-1.5	-0.7	0.0	-0.1	-0.3	-0.7	-1.1	-0.1	-0.5
所定外給与*	-0.7	4.9	2.6	0.2	-2.9	-3.0	2.1	1.4	-3.0
雇用者数	-0.7	-0.3	0.3	0.3	-0.2	-0.5	-0.5	0.3	-0.4
雇用者所得	-2.7	-1.4	0.6	0.4	-0.7	-1.4	-2.1	0.5	-1.1
完全失業率(季調値)	5.4	5.4	5.4	5.5	5.5	5.7	5.4	5.4	5.6

*「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

(万戸)

年 度	2002 (実績)	2003 (予測)	2004 (予測)
新設住宅着工戸数	114.6	114.5	111.7
(前年比、%)	(-2.4)	(-0.1)	(-2.4)
持 家	36.6	36.5	35.2
	(-3.1)	(-0.2)	(-3.4)
貸 家	45.5	45.9	45.4
	(2.8)	(1.0)	(-1.1)
分 譲	31.6	31.1	30.2
	(-8.1)	(-1.5)	(-3.0)

(参考) 米国経済の展望

1. 景気の現状 ~ 景気回復の兆し

- 米国景気は緩やかながら回復する兆しがみられる。2003 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比年率 2.4%増と、1-3 月期の同 1.4%増を上回った。需要項目別にみると、個人消費は 1-3 月期の前期比年率 2.0%増から 4-6 月期が同 3.3%増と伸びが高まった。設備投資は 1-3 月期の同 4.4%減から 4-6 月期は同 6.9%増とプラスに転じた。政府支出はイラク戦費の計上等により、1-3 月期の同 0.4%増から 7-9 月期が同 7.5%増と大幅に拡大した。
- 2002 年末から 2003 年初めにかけて、地政学的リスクが高まるなかで、株価は下落傾向で推移し、消費者や企業のマインドが悪化した。しかし、イラク戦争を契機とした株価の反転上昇により、消費者や企業のマインドは改善に向い、景気は再び上昇する兆しをみせている。
- 財政・金融政策についてみると、2003 年 5 月には今後 11 年間で総額 3,500 億ドルに上る減税法が成立した。一方、6 月に FRB(連邦準備制度理事会)は FF 金利の誘導目標水準を 0.25%引き下げたことで、FF 金利は 1958 年以来 45 年ぶりの低水準となる年 1.0%となった。

2. 2003 年後半、2004 年の展望 ~ 今後 2004 年半ばまで景気回復が続く

- 2003 年後半以降については、年前半の減税や利下げ等の政策効果の発現が見込まれることなどから、景気回復が続く可能性が高い。家計部門では、7 月以降の小切手還付による所得下支え等から、個人消費は増加傾向を持続するとみられる。一方、企業部門では、企業収益の拡大が続くなか、設備投資の回復傾向が鮮明になる。ただし、2004 年後半になると、金利の上昇や在庫の積み上がりなどを背景に、住宅投資や設備投資の調整圧力が強まることなどから、景気は減速するとみられる。
- 今後の景気回復テンポについては、雇用の改善の遅れ、インフレ率の低下、州・地方財政の悪化に伴うデフレ圧力、財政赤字拡大に伴う長期金利の上昇など、景気の下押し圧力が存在するなかで、緩やかなものになるとみられる。インフレ率の低下は、企業収益や設備投資の下押し要因となるだけでなく、税収の回復を遅らせる恐れがある。雇用については、最悪期を脱したもの、労働分配率が高い状況下で引き続き軟調に推移する可能性が高い。
- 財政・金融面については、連邦の財政収支の赤字は、景気回復テンポが緩やかなことや減税の実施などから、2003 年度、2004 年度とも 4,500 億ドルを上回る高水準になるとみられる。金融政策については、2003 年中は FF 金利が 1.0%で据え置かれる可能性が高いが、2004 年半ばに利上げに転じるとみられる。

< 米国経済見通し総括表 >

暦年	2002年(実績)		2003年(予測)		2004年(予測)		2001年	2002年	2003年	2004年
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
実質 GDP (前期比年率)	3.5	2.7	1.7	2.9	3.3	3.1	0.3	2.4	2.2	3.1
個人消費	3.5	3.0	2.3	3.5	3.8	3.1	2.5	3.1	2.7	3.5
住宅投資	6.6	3.5	8.8	1.1	-2.1	-0.8	0.3	3.9	5.5	-1.0
設備投資	-6.3	-0.5	0.0	3.7	8.6	5.1	-5.2	-5.7	0.8	6.5
在庫投資(寄与度)	0.7	0.4	-0.3	0.2	0.4	0.3	-1.2	0.7	-0.0	0.7
政府支出	5.7	3.0	3.2	3.6	-2.2	-0.4	3.7	4.4	3.2	-0.3
純輸出(寄与度)	-1.0	-0.9	-0.5	-1.0	-0.7	-0.1	-0.1	-0.8	-0.7	-0.6
輸出	2.6	4.2	-2.9	1.3	6.0	5.2	-5.4	-1.6	-0.1	4.6
輸入	8.1	8.7	0.8	7.3	7.9	4.1	-2.9	3.7	4.3	6.8
名目 GDP (前期比年率)	4.4	4.0	3.5	3.5	4.8	4.1	2.6	3.6	3.6	4.3
消費者物価(前年比、%)	1.2	1.9	2.5	1.7	1.3	1.6	2.8	1.6	2.1	1.4
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	-460	-480
同名目 GDP 比(%)	-	-	-	-	-	-	1.3	-1.5	-4.3	-4.3
貿易収支(通関、10億ドル)	-222	-250	-257	-259	-267	-247	-412	-472	-515	-513
同名目 GDP 比(%)	-4.3	-4.7	-4.8	-4.7	-4.8	-4.3	-4.1	-4.5	-4.8	-4.5

(注) GDP は前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)

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。