

## わが国の2002, 2003年度改訂経済見通し(2002年9月)

### 総 論

# 停滞感の中の低空飛行続く

～2002年度下半期に低空飛行ながら成長プラスへ。

2003年度後半は循環的にも下降リスクあり～

### 2002年度下半期見通しについて＝低空飛行続くが、失速には至らず

◆内外ともに需要の変調懸念が生じている。輸出の拡大が一服する局面にあり、米国をはじめ先行き需要への警戒感から、足元では電機産業を中心に受注低迷の傾向が見られる。また、夏季賞与や所定内給与の減少など所得環境の悪化に天候不順要因が加わり、夏場の民間最終消費は不調であった。これらに内外株価の下落が重なり、停滞感を増幅している。

◆2002年度下半期の再下降のリスクには注意を要しよう。内外株価の下落・低迷が続き、対イラク武力行使等国際紛争などによって世界的に景況感・心理面の下ブレが生じれば、消費マイナスの悪化が消費需要を低迷させ、企業の設備投資を慎重化させる可能性がある。

◆しかし、夏場の変調は一時的要因が多く、このまま景気失速には至らないと考えている。2002年度下半期の民間需要は、低空飛行が継続し停滞感が払拭されるわけではないが、年末にかけて賃金は下げ止まると見られることや、在庫積み増しが加わり再び需要も改善に向かうと考えられる。これらから民間最終消費支出や民間設備投資が緩やかながら増加するとともに在庫増加が補って、GDP は前半期比：+0.4%、前年同期比でも+0.8%のプラス成長になると見込む。なお、人事院勧告による公務員給与削減を含め、冬季賞与の動向には注意を要する。現段階では真水効果を伴う補正予算策定は想定していない。

### 2003年度見通しについて＝デフレ的政策メニューと循環的後退リスク

◆2003年度前半は、循環的回復の要素が強いが、後半には不透明感が残る。

◆2002年度下半期の景気回復を受け継いで、雇用環境の改善と企業業績の回復がプラスに作用すると見込まれる。これによって、2003年度上半期は、個人消費面で社会保険制度や税制の変更に伴う負担増等がマイナス要素として働くリスクがあるものの、民間最終消費と民間設備投資は増加を持続すると予想する。

◆2003年度後半には世界的にIT 関連需要の盛り上がり等が無いと、循環的にも景気下降のリスクが出てくるだろう。

◆外需寄与は、輸入の伸びが輸出を上回り、マイナスに転じる。また、2003年度当初予算は公共事業関連予算が2002年度に続き減額(概算要求段階では▲3%減)される歳出抑制型予算を想定し、公的資本形成の減少が続くと見込む。また、政府最終消費も公務員給与や医療費の抑制、および公的資本減耗の伸びの鈍化などから伸び率が低下しよう。

## デフレ＝2003年度も消費者物価の安定的ゼロ%超過は予想せず

◆当局のデフレ対応策が注目されるが、構造的需給ギャップ(当社推定：GDPの約▲5%)や規制緩和での競争圧力、技術革新の成果が重なってデフレ環境は根強い。2003年度中も消費者物価が安定的にゼロ%を上回る局面までには至らないと見ている。また、原油を含む国際商品市況の上昇も、消費者物価の最終段階まで届きにくい状況が続こう。したがって、ゼロ金利政策の変更は無いと予想している。

◆しかし、財価格の下げ止まり、安値輸入品の一巡の可能性、コストの削減余地の縮小などから、消費者物価の下落率は2003年度には縮小に向かうと予想する。

◆GDPデフレーターもマイナスが継続すると予想するが、同様に縮小に向かう。2002年度はデフレーターが▲0.7%で名目GDPも▲0.6%のマイナス成長が続くと予想するが、2003年度にはデフレーターのマイナス幅が▲0.2%に縮小することから、名目GDP もわずかながらプラス成長(+0.5%)に転じると予想する。

表 2002・2003年度 国内経済見通し  
(前期比)

|            |  | 単 位  | 2001年度  | 通 期     | 2002年度  |         |         |         | 2003年度<br>通 期 |
|------------|--|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
|            |  |      |         |         | 上半期     |         |         | 下半期     |               |
|            |  |      |         |         |         | 4～6月期   | 7～9月期   |         |               |
| 実質GDP      |  | %    | ▲1.9    | 0.1     | 0.5     | 0.6     | ▲0.3    | 0.4     | 0.7           |
| 国内民間需委     |  | %    | ▲1.4    | ▲0.4    | ▲0.1    | 0.4     | ▲0.3    | 1.6     | 0.8           |
| 民間最終消費支出   |  | %    | 1.1     | 1.1     | 0.4     | 0.3     | ▲0.2    | 1.1     | 0.5           |
| 民間住宅       |  | %    | ▲8.0    | ▲2.3    | ▲1.4    | ▲0.8    | 1.0     | ▲1.5    | ▲1.1          |
| 民間企業設備     |  | %    | ▲4.8    | ▲3.5    | ▲2.1    | ▲0.4    | ▲1.5    | 3.5     | 2.3           |
| 国内公的需要     |  |      | ▲0.2    | ▲0.0    | 0.8     | ▲0.1    | 1.8     | ▲2.5    | 0.4           |
| 政府最終消費支出   |  | %    | 2.7     | 1.5     | 1.0     | 0.6     | 0.6     | ▲0.1    | 1.4           |
| 公的固定資本形成   |  | %    | ▲6.7    | ▲4.6    | 0.8     | ▲1.9    | 4.5     | ▲9.2    | ▲2.7          |
| 財貨サービスの純輸出 |  | 10億円 | 10064.8 | 12141.4 | 12695.6 | 14032.7 | 11358.5 | 11587.2 | 12174.4       |
| 輸 出        |  | %    | ▲8.3    | 6.6     | 6.6     | 5.7     | ▲3.0    | 1.1     | 2.1           |
| 輸 入        |  | %    | ▲4.7    | 3.5     | 3.6     | 2.6     | 2.0     | 3.8     | 2.6           |

(前年同期比)

|             | 単 位  | 2001年度  | 通 期     | 2002年度  |         |         |         | 2003年度<br>通 期 |
|-------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
|             |      |         |         | 上半期     |         |         | 下半期     |               |
|             |      |         |         |         | 4～6月期   | 7～9月期   |         |               |
| 実質GDP       | %    | ▲1.9    | 0.1     | ▲0.6    | ▲0.8    | ▲0.4    | 0.8     | 0.7           |
| 国内民間需委      | %    | ▲1.4    | ▲0.4    | ▲2.1    | ▲2.6    | ▲1.8    | 1.4     | 0.8           |
| 民間最終消費支出    | %    | 1.1     | 1.1     | 0.7     | 0.8     | 0.7     | 1.5     | 0.5           |
| 民 間 住 宅     | %    | ▲8.0    | ▲2.3    | ▲1.7    | ▲2.9    | ▲1.1    | ▲2.8    | ▲1.1          |
| 民 間 企 業 設 備 | %    | ▲4.8    | ▲3.5    | ▲8.1    | ▲8.4    | ▲7.6    | 1.3     | 2.3           |
| 国内公的需要      |      | ▲0.2    | ▲0.0    | 1.7     | 1.2     | 2.3     | ▲1.8    | 0.4           |
| 政府最終消費支出    | %    | 2.7     | 1.5     | 2.2     | 2.1     | 2.2     | 0.9     | 1.4           |
| 公的固定資本形成    | %    | ▲6.7    | ▲4.6    | 0.1     | 0.0     | 1.9     | ▲9.3    | ▲2.7          |
| 財貨サービスの純輸出  | 10億円 | 10064.8 | 12141.4 | 12695.6 | 14032.7 | 11358.5 | 11587.2 | 12174.4       |
| 輸 出         | %    | ▲8.3    | 6.6     | 5.5     | 5.6     | 5.6     | 7.7     | 2.1           |
| 輸 入         | %    | ▲4.7    | 3.5     | ▲0.4    | ▲1.5    | 2.2     | 7.5     | 2.6           |

|               |        |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内卸売物価 (前年比)  | %      | ▲1.1  | ▲0.7  | ▲1.1  | ▲1.2  | ▲1.1  | ▲0.4  | ▲0.2  |
| 総合消費者物価 ( " ) | %      | ▲0.8  | ▲0.6  | ▲0.8  | ▲0.9  | ▲0.7  | ▲0.5  | ▲0.2  |
| 経常収支          | 兆円     | 11.9  | 12.3  | 6.8   | 3.8   | 3.0   | 5.5   | 11.8  |
| 貿易収支          | 兆円     | 9.1   | 10.7  | 6.0   | 3.4   | 2.6   | 4.7   | 10.8  |
| 為替レート         | ドル/円   | 125.1 | 121.3 | 122.5 | 127.1 | 118.0 | 120.0 | 122.5 |
| 通関輸入原油価格      | ドル/バレル | 23.7  | 25.9  | 25.9  | 25.3  | 26.5  | 26.0  | 27.5  |

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く全国。2001年度と02年度4～6月期は実績。予測値は当総研による。

## 1. 財政金融政策の前提

財政に関して、10月末を目途に策定されるデフレ総合対策の内容次第では、2002年度補正予算の編成が必要となるが、現時点では公共投資の追加は想定していない。

2003年度当初予算では、「前年度（2002年度一般歳出規模47.5兆円）を下回る」という考え方にしたがって歳出予算は編成され、公共投資関係費は2002年度対比▲3%減の削減を見込む。税制改革によって法人税等の先行減税によって投資促進効果が期待される一方、配偶者特別控除や特定扶養控除の廃止等の増税策が打ち出されており、社会保険制度改革での負担増と併せ、家計への圧迫が懸念される。

政府消費支出については、公務員の人数純減と給与単価・期末手当等の削減、医療費抑制（自己負担引き上げによる受診減少等）、一般経費削減の政府方針および公共投資減少に伴う公的資本減耗の低迷に基づき、2002年度に続き2003年度も伸びの低下を見込む。

金融政策では、日銀が銀行保有株の買取方針を決めたが、国債買い切りオペの増額（現状月額1兆円）等の緩和策のほかに、非伝統的金融手段への取り組み期待が継続しよう。

また、ペイオフ完全解禁の延期論の決着を別としても、決済性預金の完全保護化によって、懸念されていた金融機関間の流動性預金のシフト・リスクは低下するだろう。

不良債権処理は、日銀の株式買取の方針決定を受け、総合デフレ対策でどこまで処理を加速させるかとともに、その処理損失の増大によって経営悪化した銀行の処理（公的資金の予防的再注入）が課題となる。

## 2. 経済見通しの基本的考え方

米国経済は、在庫調整を完了し回復軌道入りしたが、需要回復は緩やかなものにとどまっている。不正会計に伴う株価下落が消費者心理を低迷させるとともに、住宅バブル説の帰趨など景気の先行き警戒感が企業行動を慎重にさせている。しかし、減少していた企業のIT関連や通信設備などの企業設備投資に、ようやく底打ちの気配があるとともに、低金利が個人消費や住宅投資を中心に景気刺激効果をもたらしている。

これらから米国経済は2002年中、後半は成長が鈍化するものの、2003年は前年比：+2.4%の巡航速度の成長を継続すると予想する。

また、パソコンや携帯電話は、まだ目に見える回復を見せていないが、在庫整理が終了し、2003年には更新および新機種投入から需要回復に向かうだろう、と専門調査機関は予想している。IT関連需要の立ち直りによって、わが国企業への製品需要が増加すると見込まれる。

以上のような世界経済の動向から、2002年当初から反転してきた輸出の伸び（2002年度上半期は前半期比：+6.6%と予想）は、2002年度下半期以降伸びは鈍化する（前半期比：+1.1%）と予想されるが、2003年度も緩やかな増加を持続しよう。半面で、輸入の伸びが回復することから、輸出－輸入＝外需の寄与度は低下する。

民間消費については、これまでの圧迫要因であった雇用者削減や賃金の減少が下げ止まることから、2002年下半期は緩やかな増加に向かうだろう。2003年度には社会保険制度の改正等に伴って家計の負担増が予想される。景気好転の持続が、その負担増を減殺することが期待されるが、消費圧迫のマイナス効果は否定できない。

また、2001年度下半期に急激な悪化を見せた民間設備投資は、設備ストック調整の進展と米国をはじめとする世界経済の反転に後追いし、IT関連や新製品・競争力強化の投資が回復し、2002年度下半期には増加に転じると考える。2003年度も増加が継続しようが、世界経済の動向によっては回復は短期かつ小幅なものになる可能性がある。

#### （まとめ）

需要変調に株価下落が重なり、先行き停滞懸念が広がっている。政府の総合デフレ対策が政策面の焦点となっているが、不良債権処理の加速等、危機管理的な政策モードが強まり、閉塞打開に向けた心理好転効果が期待される。

景況感の先行きは楽観できないが、経済は失速には至らず、2002年度下半期のGDP成長率はプラス成長が続くと予想する。

2003年度の経済成長については通年ではプラス成長を予想するが、制度改正面と循環面からのリスク要因もあり、不透明感がある。

配偶者特別控除や特定扶養控除の廃止による増税や社会保険制度の改正に伴う家計の負担増が見込まれるが、年度上半期には循環的な回復力がまだ残り、雇用環境の改善と企業業績の回復から民間最終消費と民間設備投資の増加が緩やかなGDP成長を支えると考えられる。

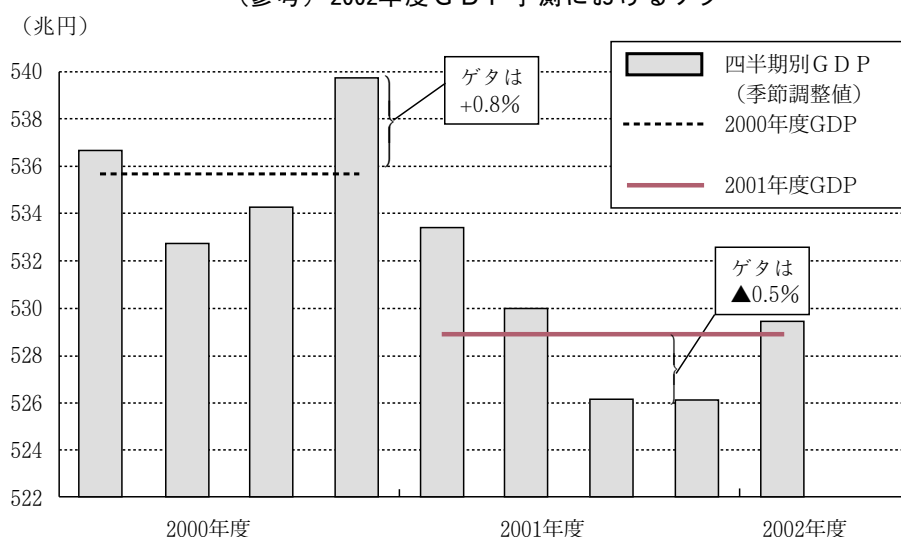
しかし、年度後半は循環的にも下降するリスクがあり、注意を要しよう。

また、制度改正に伴う負担増の個人消費へのマイナスの影響を軽減するため、個人所得税の特別減税（戻し減税）等の実施で家計の負担増を軽減することが必要と思われる。

なお、原油・商品市況が上昇してきたが、天候不順や米国の対イラク武力行使の影響は織り込まれて来ており、今後、一段の大幅な上昇する可能性は低いと見ている。

ドル円相場における7月以降の円上昇の影響は免れないが、他の通貨に対しての円の上昇は小幅にとどまっており、通貨加重平均の為替レートの上昇は3%程度である。中間決算への影響は、現地化や海外調達進展と相まって、ドル円相場の上昇に比べれば、小さいものとなる。

（参考）2002年度GDP予測におけるゲタ



（注）2002年度のGDP成長率のゲタは▲0.5%。2002年4～6月期が前期比：+0.6%のプラス成長となったことから、ここから残り3四半期が平均横ばいで0.1%の成長となる。

## 見通し（各需要項目）の概要

### 民間最終消費支出

7月の不調が響き、7～9月期は減少（前四半比：▲0.2%減）するが、2002年度下半期には冬季賞与等特別給与を含め給与が下げ止まり雇用者報酬が改善して、増加に転じる（前半期比：+1.1%増で前年同期比：+1.5%増）と予想。

2003年度は、景気回復と雇用改善の持続のプラス効果がある一方、社会保険制度や税制の改正等に伴う負担増加が個人消費の抑制要因になると予測する。

（注）なお、自己取得住宅に居住することによる経済的厚生を換算した「帰属家賃」分の増加が+0.2%程度、民間最終消費支出の数字を作成方法上、嵩上げしていると想定されることに注意。

### 民間設備投資

機械受注や民間非住宅建設受注は春先に底入れした兆候があり、2002年度下半期には設備投資は反転（前半期比：+3.5%増で前年同期比では+1.3%増）すると予想する。ソフトウェア開発を含むIT関連投資や新製品・競争力強化の新技术投資は下支え役を果たし、企業の手元資金も改善するが、設備過剰感が高水準にあることは確かであり、製造業を中心とする増額修正も小幅なものにとどまろう。

2003年度については増加基調が継続し、前年度比：+2.3%の増加が続くと予測するが、バランスシート調整の継続や海外移転に伴ない国内設備投資の増加率は、従来の回復局面に比べ抑制されたものとなろう。また、年度後半には、循環的に減少リスクが出てこよう。

### 公的資本形成

小泉内閣は、2002年度予算に国の公共投資関係費を1割カットしたが、補助金減少を通じて、財政逼迫に苦しむ地方公共団体などでも、その方針は踏襲され、より厳しい削減が実施されている模様である。

2003年度も前年度対比▲3%削減する方針であり、地方公共団体、特殊法人等公的企業も同様の削減方針の対応が取られることから、減少が続くと見込まれる。

### 民間住宅投資

住宅ローンの低金利効果は継続しているが、賃金低迷に伴う住宅取得能力の低下や住宅取得マインドの後退の影響、および住宅ストックの積み上がりによって、持家を中心に、2002年度に続いて、2003年度も民間住宅投資は小幅減少が続くと予想する。

新設着工戸数は2001年度の117.5万戸から2002年度には115万戸を割り込むと予想される半面、住設機器装備の拡充やリフォーム増加による住宅投資の底上げが見込まれる。また、生前贈与非課税限度引き上げは、一定の住宅投資促進効果が期待される。

### 民間在庫品 増加

景気後退への突入から2001年4～6月期以降、4四半期にわたった民間在庫品の減少は累計6.1兆円に及んだ。この在庫圧縮は2002年4～6月期に止まったが、今後の景気好転においても、流通合理化の流れの中で在庫復元・積み増しは、前記減少の四分の一程度にとどまると考えられる。

（国内経済金融班）

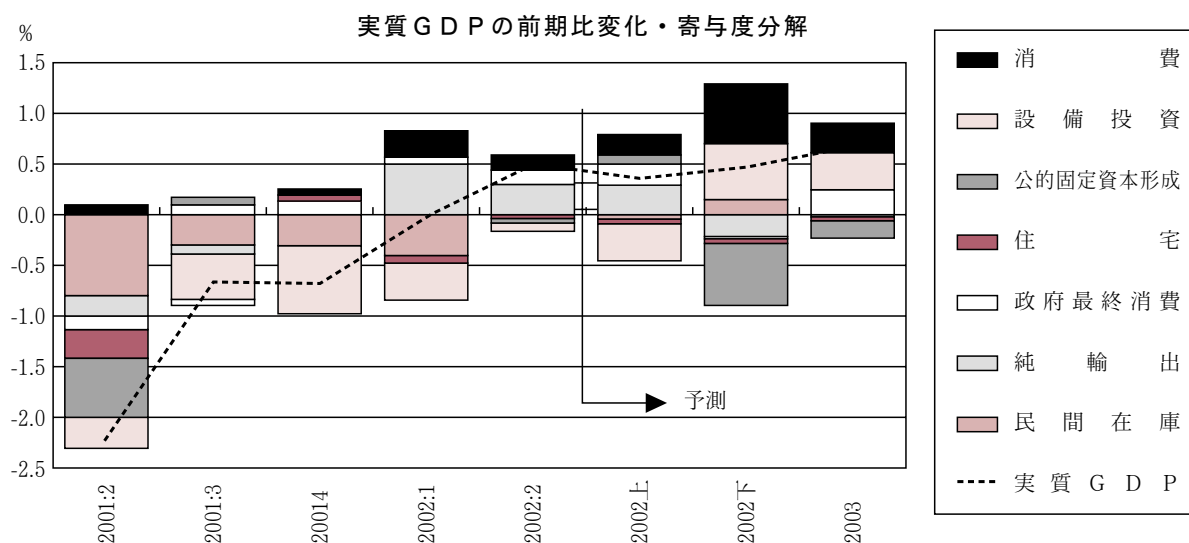
2002・2003年度 国内経済見通し総括表

|              |               | 単 位  | 01年度<br>実 続 | 通 期     | 2002年度  |         |         | 03年度<br>通 期 |         |
|--------------|---------------|------|-------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|
|              |               |      |             |         | 上半期     | 下半期     |         |             |         |
|              |               |      |             |         |         | 4～6月期   | 7～9月期   |             |         |
| 名目GDP        |               | %    | ▲2.8        | ▲0.6    | ▲1.5    | ▲1.6    | ▲1.3    | 0.3         | 0.5     |
| 実質GDP        |               | %    | ▲1.9        | 0.1     | 0.5     | 0.6     | ▲0.3    | 0.4         | 0.7     |
|              |               |      |             |         | ▲0.6    | ▲0.8    | ▲0.4    | 0.8         |         |
|              | 国内民間需要        | %    | ▲1.8        | ▲0.4    | ▲0.1    | 0.4     | ▲0.3    | 1.6         | 0.8     |
|              |               |      |             |         | ▲2.1    | ▲2.6    | ▲1.8    | 1.4         |         |
|              | 民間最終消費支出      | %    | 1.1         | 1.1     | 0.4     | 0.3     | ▲0.2    | 1.1         | 0.5     |
|              |               |      |             |         | 0.7     | 0.8     | 0.7     | 1.5         |         |
|              | 民間住宅          | %    | ▲8.0        | ▲2.3    | ▲1.4    | ▲0.8    | 1.0     | ▲1.5        | ▲1.1    |
|              |               |      |             |         | ▲1.7    | ▲2.9    | ▲1.1    | ▲2.8        |         |
|              | 民間企業設備        | %    | ▲4.8        | ▲3.5    | ▲2.1    | ▲0.4    | ▲1.5    | 3.5         | 2.3     |
|              |               |      |             |         | ▲8.1    | ▲8.4    | ▲7.6    | 1.3         |         |
|              | 民間在庫増加        | 10億円 | ▲5080.0     | ▲6243.0 | ▲6286.0 | ▲6572.0 | ▲6200.0 | ▲6100.0     | ▲6500.0 |
|              | 国内公的需要        | %    | 0.2         | ▲0.0    | 0.8     | ▲0.1    | 1.8     | ▲2.5        | 0.4     |
|              |               |      |             | 2.2     | 1.2     | 2.3     | ▲1.8    |             |         |
|              | 政府最終消費支出      | %    | 2.7         | 1.5     | 1.0     | 0.6     | 0.6     | ▲0.1        | 1.4     |
|              |               |      |             | 2.2     | 2.1     | 2.2     | 0.9     |             |         |
|              | 公的固定資本形成      | %    | ▲6.7        | ▲4.6    | ▲0.1    | ▲1.9    | 4.5     | ▲9.2        | ▲2.7    |
|              |               |      |             | 0.1     | 0.0     | 1.9     | ▲9.3    |             |         |
| 財貨サービスの純輸出   |               | 10億円 | 10064.8     | 12141.4 | 12695.6 | 14032.7 | 11358.5 | 11587.2     | 12174.4 |
|              | 輸出            | %    | ▲8.3        | 6.6     | 6.6     | 5.7     | ▲3.0    | 1.1         | 2.1     |
|              |               |      |             |         | 5.5     | 5.6     | 5.6     | 7.7         |         |
|              | 輸入            | %    | ▲4.7        | 3.5     | 3.6     | 2.6     | 2.0     | 3.8         | 2.6     |
|              |               |      |             |         | ▲0.4    | ▲1.5    | 2.2     | 7.5         |         |
| 内需寄与度 (前期比)  |               | %    | ▲1.4        | ▲0.2    | 0.1     | 0.2     | 0.2     | 0.6         | 0.7     |
|              | 民間需要 ( " )    | %    | ▲1.3        | ▲0.2    | ▲0.1    | 0.3     | ▲0.2    | 1.2         | 0.6     |
|              | 公的需要 ( " )    | %    | 0.0         | ▲0.0    | 0.2     | ▲0.0    | 0.4     | ▲0.6        | 0.1     |
| 外需寄与度        |               | %    | ▲0.5        | 0.4     | 0.4     | 0.4     | ▲0.5    | ▲0.2        | 0.0     |
| デフレーター (前年比) |               | %    | ▲0.9        | ▲0.7    | ▲0.9    | ▲0.9    | ▲0.9    | ▲0.5        | ▲0.2    |
|              | 国内却売物価 ( " )  | %    | ▲1.1        | ▲0.7    | ▲1.1    | ▲1.2    | ▲1.1    | ▲0.4        | ▲0.2    |
|              | 総合消費者物価 ( " ) | %    | ▲0.8        | ▲0.6    | ▲0.8    | ▲0.9    | ▲0.7    | ▲0.5        | ▲0.2    |
| 経常収支         |               | 兆円   | 11.9        | 12.3    | 6.8     | 3.8     | 3.0     | 5.5         | 11.8    |
| 貿易収支         |               | 兆円   | 9.1         | 10.7    | 6.0     | 3.4     | 2.6     | 4.7         | 10.8    |

(注) 1. 単位%のものは前年(期)比、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    | 01年度<br>実 績 | 通 期   | 2002年度 |       |      |       | 03年度<br>通 期 |
|----------|--------|-------------|-------|--------|-------|------|-------|-------------|
|          |        |             |       | 上半期    |       | 下半期  |       |             |
|          |        |             |       | 4～6月期  | 7～9月期 |      |       |             |
| 為替レート    | ドル/円   | 125.1       | 121.3 | 122.5  | 127.1 | 118  | 120.0 | 122.5       |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 23.7        | 25.9  | 25.9   | 25.3  | 26.5 | 26.0  | 27.5        |



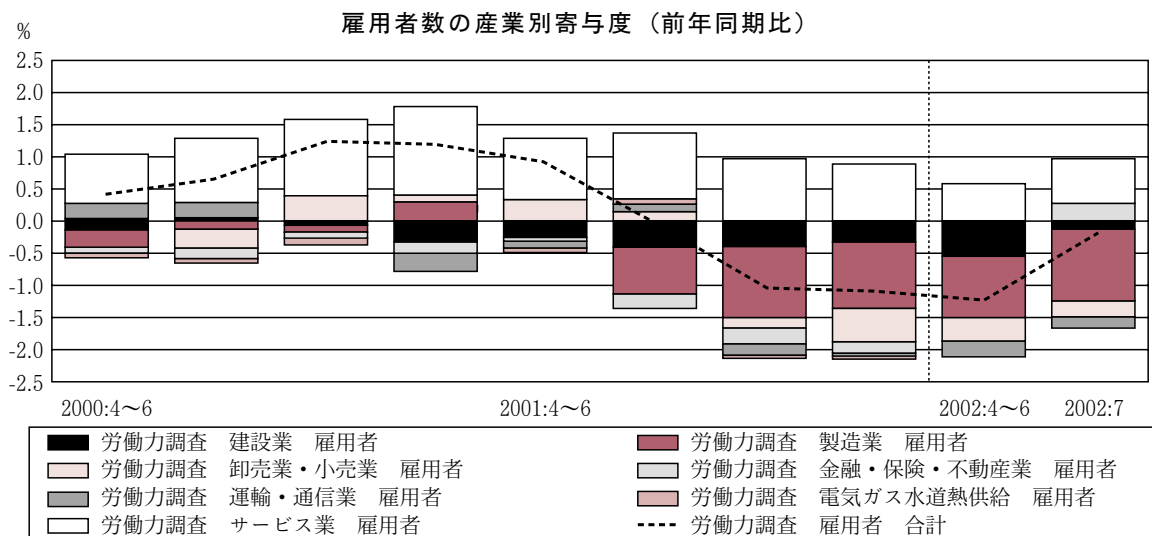


所得・雇用環境

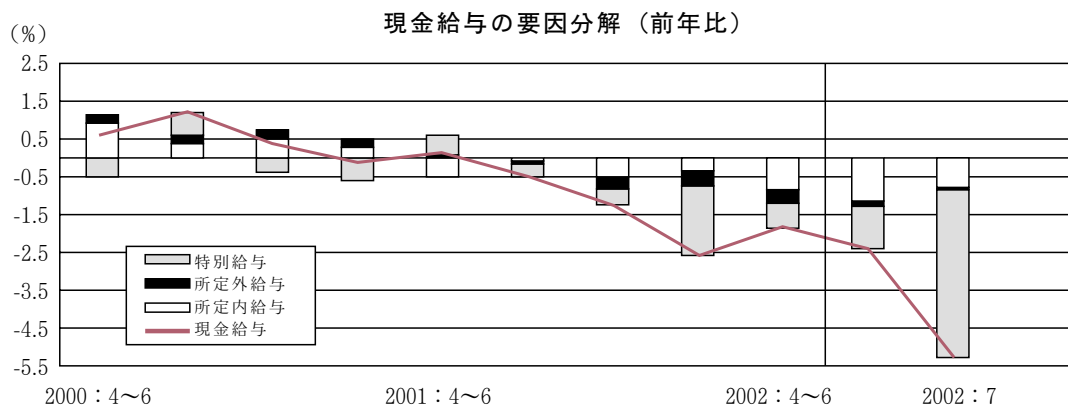
# 雇用・所得環境の改善テンポは遅し

～雇用吸収の決定打なし～

- ◆ 2002 年 8 月現在、雇用者数は 12 ヶ月連続して前年同月に比べ減少し、完全失業率は 5.4% と高止まっている。
- ◆ しかし、雇用過剰感は製造業を中心に改善しており、先行きに関しても過剰感が小幅ではあるが和らぐと見ている（「日銀短観」2002 年 9 月調査）。雇用の先行指標である新規求人件数（4～6 月期）が前期比+6.1%と増加し、残業時間である所定外労働時間が 7 月に 17 ヶ月ぶりに前年同月比プラスに転じるなど明るい兆しが出ている。2001 年後半からの雇用減少は下げ止まり、改善に向かう。しかし、当面サービス業を除いて雇用吸収力が弱く、失業問題は 2003 年度も残るだろう。
- ◆ 賃金に関しては、基本給を中心とする所定内給与が 2001 年 7 月から 14 ヶ月連続して前年同月比マイナスとなっているが、景気好転から下げ止まっていくだろう。所定外給与の改善も期待できる。冬季賞与の反転は流動的要素があるが、業績回復を反映した賞与支給が予想される。2003 年度は賃金引下げが一巡し、さらなる企業収益の悪化がなければ、小幅改善すると見られる。  
(田口さつき)



(資料) 総務省「労働力調査」より農中総研作成

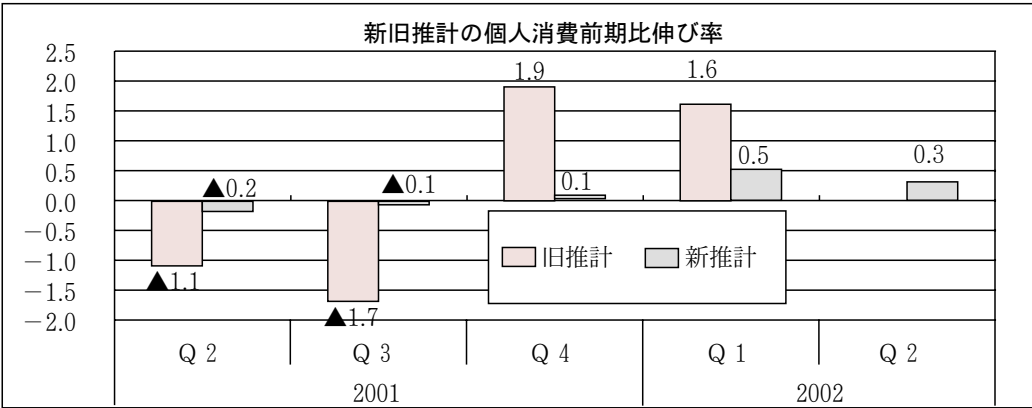


(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」より農中総研作成

民間個人消費

消費は雇用悪化の下げ止まりとマインド改善から緩やかな増加  
～2003年度は年金削減などが消費抑制要因～

- ◆ 旧推計方式では 2001 年 10～12 月期以降、前期比+1.9%⇒+1.6%の急回復を遂げているという構図となっていた民間最終消費は、新推計方式で+0.1%⇒+0.5%⇒+0.3%の緩やかな回復が続いているという構図に変更された。企業による賃金・所得の抑制や、悪化が続く雇用情勢、売上が伸び悩む小売販売などを考えれば、新推計になって実感に近づいたといえよう。
  - ◆ 天候不順や夏のボーナスが低調だったことから 7 月の消費は低迷した。2002 年度下半期には、企業業績の好転を反映して冬のボーナスが回復する期待があるなど所得・雇用環境は悪化が止まると予想するが、公務員給与の引き下げなどが減殺し、個人消費の回復は緩やかなものにとどまろう。
  - ◆ 2003 年度には、公務員給与引き下げの影響に加え、年金の物価スライド制凍結解除、介護保険料、雇用保険料、医療費負担増加など一連の社会保険負担の増加が見込まれている。さらに税制改革では、配偶者特別控除の全廃など家計に対する恒久的な増税も提案されており、家計の消費が抑制要因となろう。
  - ◆ ただし、消費マインドが改善してきている上、全自動洗濯乾燥機や薄型テレビなど比較的高額でも売れ行き好調な商品が散見されるようになってきており、8 月の国内家電販売（NEBA 調べ）は 1 年 5 ヶ月ぶりに前年同月を上回った。帰属家賃の押し上げ効果を考慮すると、2002 年度下半期に引き続き、2003 年度も緩やかな回復が続くとみる。ただし金融システム不安の再燃など消費マインドを悪化させる事態となれば、消費が失速するリスクもあろう。
- (名倉賢一)



内閣府「四半期別 GDP 速報」より農中総研作成

| 2003年度に検討されている主な社会保障負担等の制度変更と負担増額（所得減額） |                                                                      |                 |
|-----------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 年金支給額削減                                 | 2002年の物価下落を▲0.7%と仮定して 1 人平均年間約 4 千～1 千円の削減                           | 合計▲2400億円       |
| 介護保険料引上げ                                | 65歳以上の保険料月額平均330円引上げ                                                 | 合計2000億円の負担増    |
| 雇用保険料引上げ                                | 0.4%引上げと仮定して、平均サラリーマンで月額300円引上げ                                      | 合計6000億円(労使折半)  |
| 医療費自己負担額増加                              | 平均サラリーマン家庭で 1 人当たり平均年間 4 千円、高齢者は 8 千円の増額                             | 合計5000億円の負担増    |
| 健康保険料率上げ                                | 「総報酬制」で賞与の年収比率が高いサラリーマンは保険料増額                                        | 合計▲1 兆円削減(労使折半) |
| 公務員給与引き下げ                               | 年間給与 1 人平均約15万円削減の人事院勧告<br>人事院勧告を完全実施すると、国家・地方公務員合計▲6930億円（2002年度）削減 |                 |
| 税制改革                                    | 配偶者特別控除（年間 5 千億円）や特定扶養控除（年間約 2 千億円）の全廃など                             |                 |

(新聞および各省 HP 等から農中総研作成)



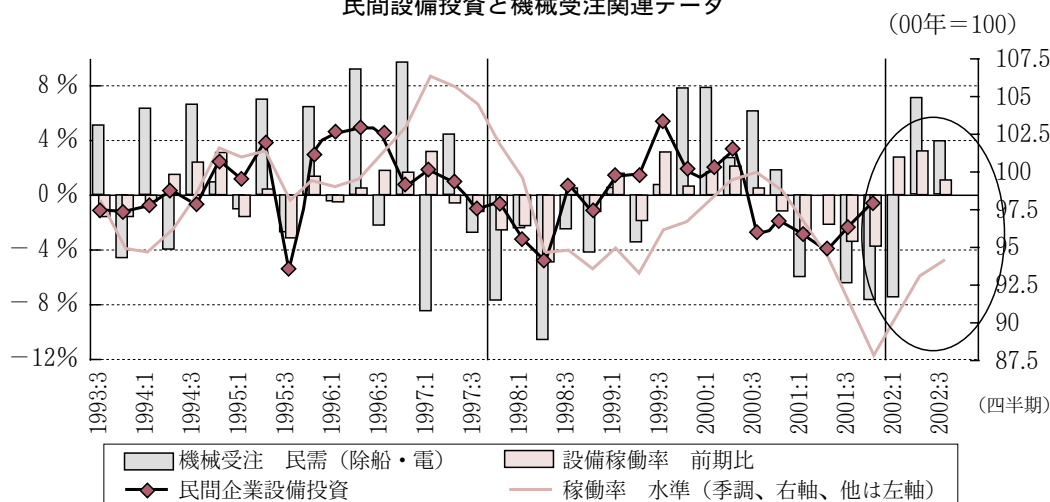
## 民間設備投資

# 02年度下半期には前期比増加に

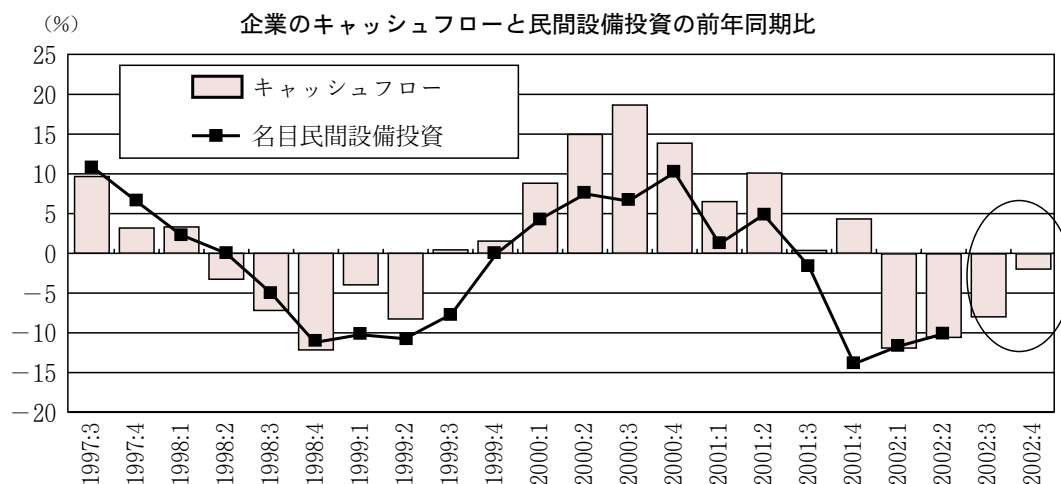
～情報化投資やソフトウェア投資が下支え～

- ◆ 先行指標となる機械受注や民間・非居住用建築着工等は 02 年 3 月頃の底入れを示唆している。民間設備投資がタイム・ラグを置いて 10～12 月期には下げ止まりから反転する期待がある。また、業績好転によって企業のキャッシュフローも回復に向かっており、資金面での制約も小さくなっている。
- ◆ したがって、民間設備投資は、2002 年度上半期の減少の後、下半期には前期比+3.5%のプラスに転じると予想する。製造業では、業務効率化や競争力強化を目指すための「サプライチェーン・マネジメント」や顧客情報管理システムなどの情報化投資に対する企業の意欲が高まっている。また非製造業ではソフトウェア投資が下支えするとみる。
- ◆ しかし、製造業設備稼働率（指数）は景気好転局面としては低水準にあり、設備過剰感が残っている。また、非製造業でも、景気の先行き警戒感が強く需要増加のテンポは伸び悩むと予想される。よって、民間設備投資の伸びが加速する可能性は小さいと考える。
- ◆ 2003 年度は、世界経済の回復、半導体市場等の増加が見込まれている上、政府が投資減税などを検討していることから+2.3%と見込むが、世界経済の先行き不透明感が増すようなことがあれば、企業は設備投資を再び抑制する可能性もあろう。（名倉賢一）

民間設備投資と機械受注関連データ



（注）機械受注、稼働率は 2 四半期先行。02 年 7 月は前四半期平均との比較

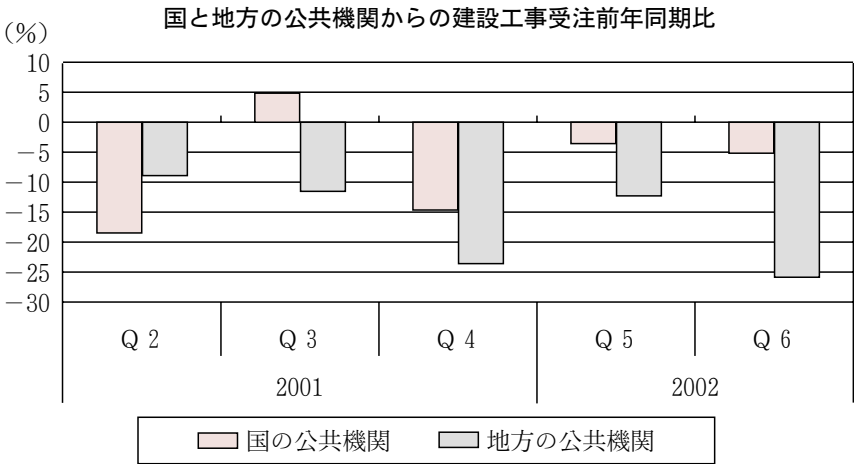


財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」より農中総研作成  
キャッシュフローは 2 四半期先行

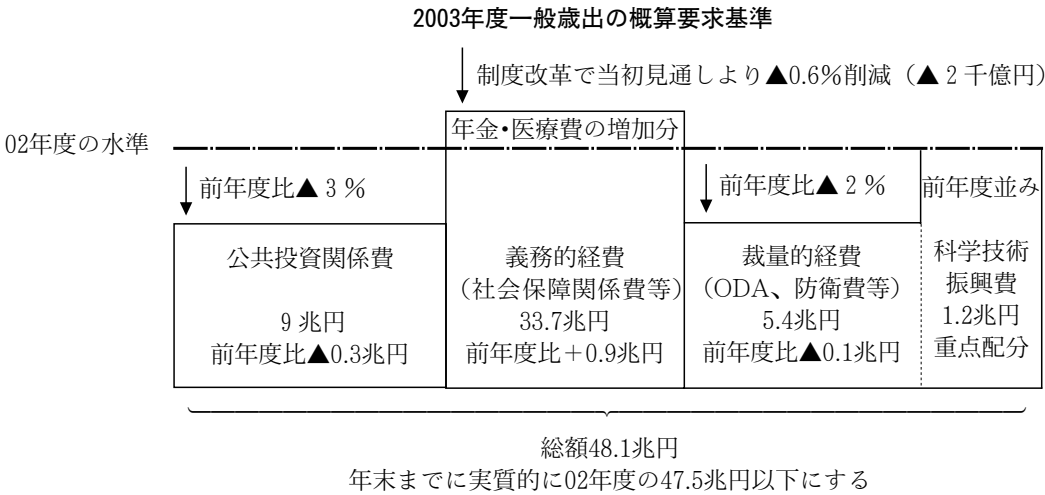
公的固定資本形成

2003年度も公共事業予算の圧縮から前年割れに  
～地方の公共事業抑制が顕著～

- ◆ GDPの新推計では、2002年1～3月期から2期連続で前期比微減となり、4～6月期まで補正予算の効果が公的固定資本形成には現われてきていない。一つには、地方の財政ひっ迫により、地方自治体・公共団体が公共事業を抑制していることが考えられる。国と地方の公共機関からの建設工事受注を比較すると、地方公共機関の建設工事受注は2001年7～9月期以降前年比二桁のマイナスが続いており、国に比べて減少が顕著となっている。
- ◆ このほか、当初は2002年4～6月期にピークが来ると考えられていた2001年度補正予算の効果が後ズレしていることが考えられる。2002年4～6月期の公共機関の建設工事受注は前年比▲18.3%だったのに対し、7月は同+11.8%と大幅な増加に転じている。このため、補正予算効果のピークは7～9月期となり、同期の公的固定資本形成は前期比でプラスに転じるとみる。
- ◆ 2002年10～12月期以降は補正予算の効果はほとんど消滅する。真水投入を伴う今年度の補正予算は想定していないため、下半期は▲9.2%の大幅なマイナスとなろう。
- ◆ 2003年度の概算要求では、公共事業は前年度比▲3%の削減が決定しており、財政のひっ迫から補正予算は困難と考える。デフレによる資材価格の下落等を考慮すると、公的固定資本形成は実質ベースで▲2.7%減少すると予想するが、地方の公共事業抑制が強まれば、一層の減少もありうる。  
(名倉賢一)



建設工事受注動態統計調査（大手50社）より農中総研作成



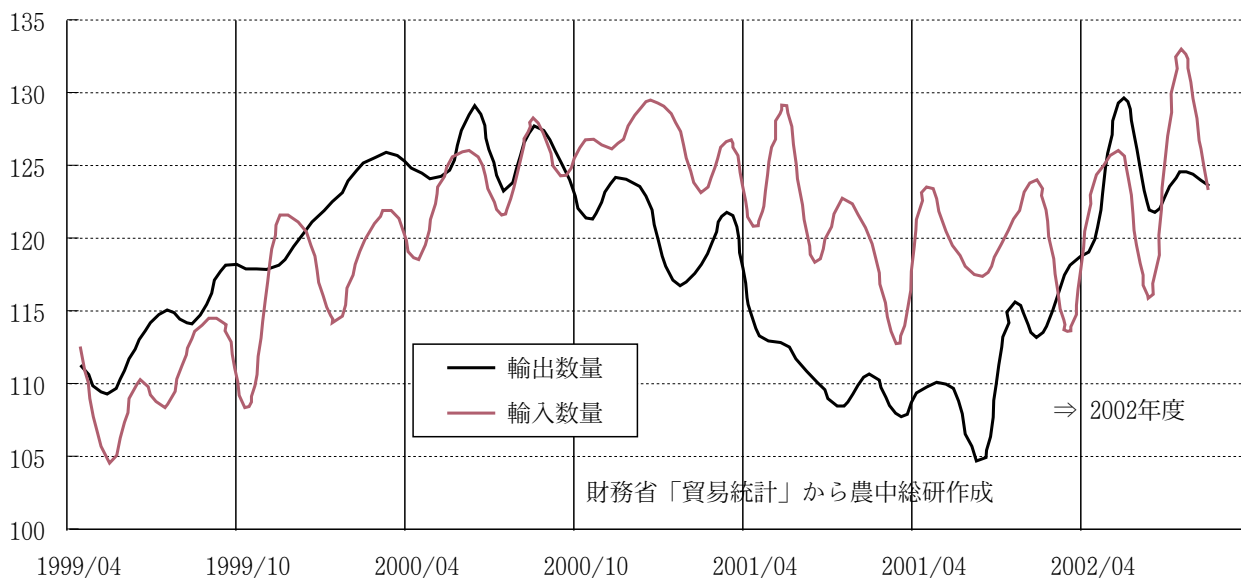
外 需

## 2003年度の輸出は増加継続 ～輸出の伸びは一時的に鈍化も、02年度下期は回復～

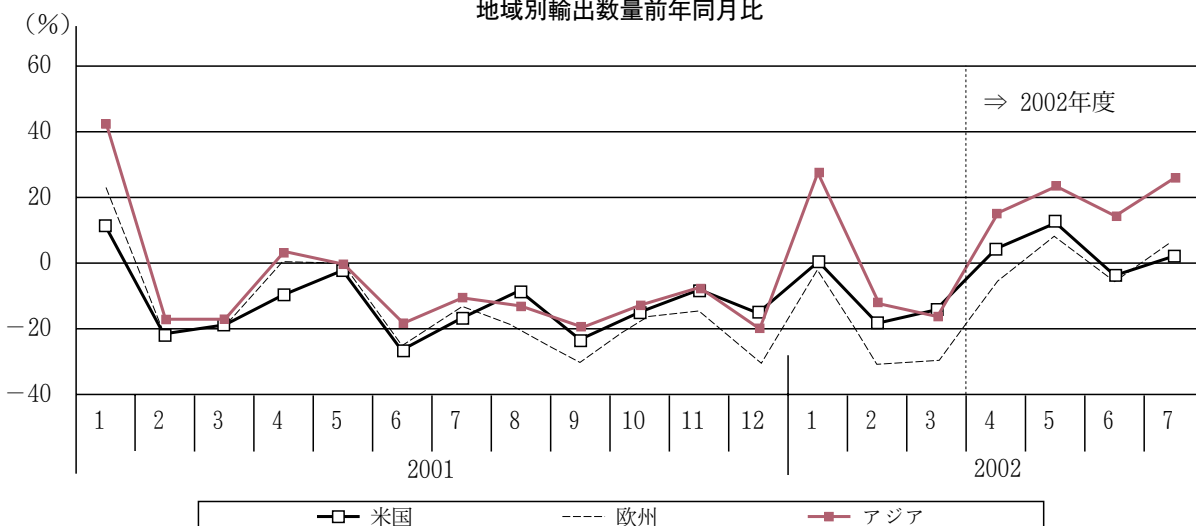
- ◆ 米国やアジア経済の回復に牽引されて、2002 年 4～6 月期の財貨・サービス輸出は前期比+5.7%増と急速な回復を見せた。しかし、通関輸出額は6、7、8月と3ヶ月連続で前月比減少に転じ、輸出数量ベースでも6月以降、伸び悩みを見せている。急速な回復を見せた輸出は転換点を迎えつつあり、2002 年 7～9 月期の輸出は前期比で3 四半期ぶりのマイナスに転じ、一時的な踊り場に差し掛かるであろう。
- ◆ しかし、世界の工場となりつつあるアジア経済は、内需を含めて比較的堅調な景気拡大が見込まれる上、米国の需要も緩やかに回復を続けるとみられる。秋口からのクリスマス商戦に向けた需要動向が焦点となるが、半導体等の電機関連の部品・製品の世界需要も増加してきていることから、2002 年度下半期の輸出は再び前半期比増加(+1.1%増)に転じると予想する。
- ◆ 2003 年度も、緩やかな世界経済の成長が続くことから、輸出は前年比+2.1%の増加を見込む。輸入は内需の増加に伴って+2.6%増加すると考える。(田口さつき)

1995=100

貿易数量（季調値）の推移



地域別輸出数量前年同月比



資料 財務省「貿易統計」

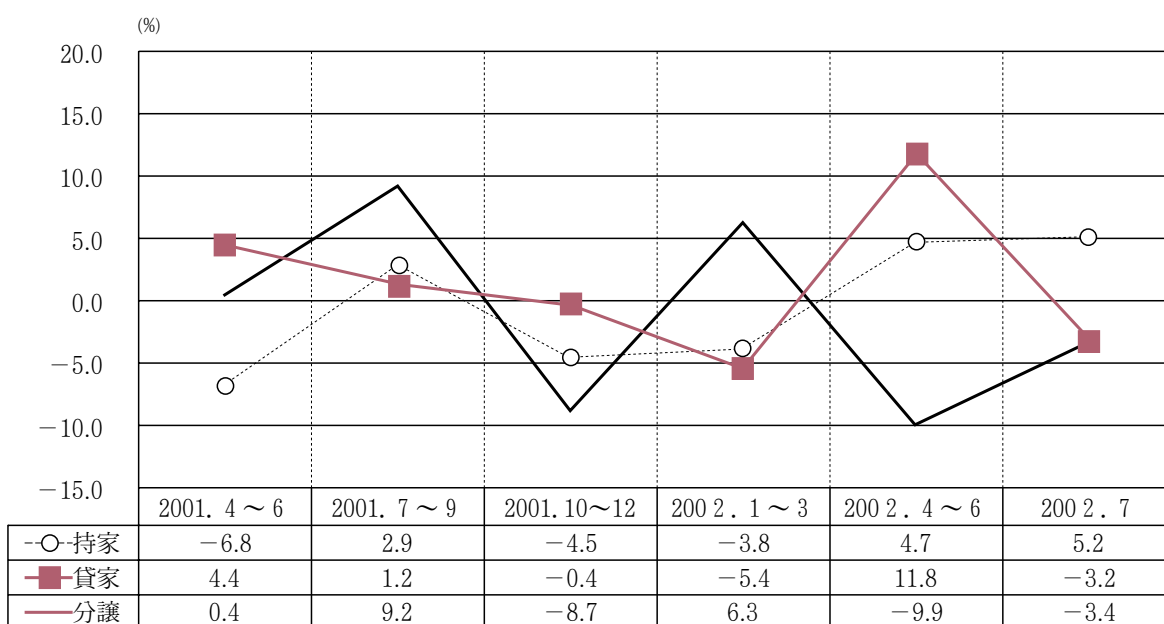
## 民間住宅投資

## 持家を中心に減少見通しを継続

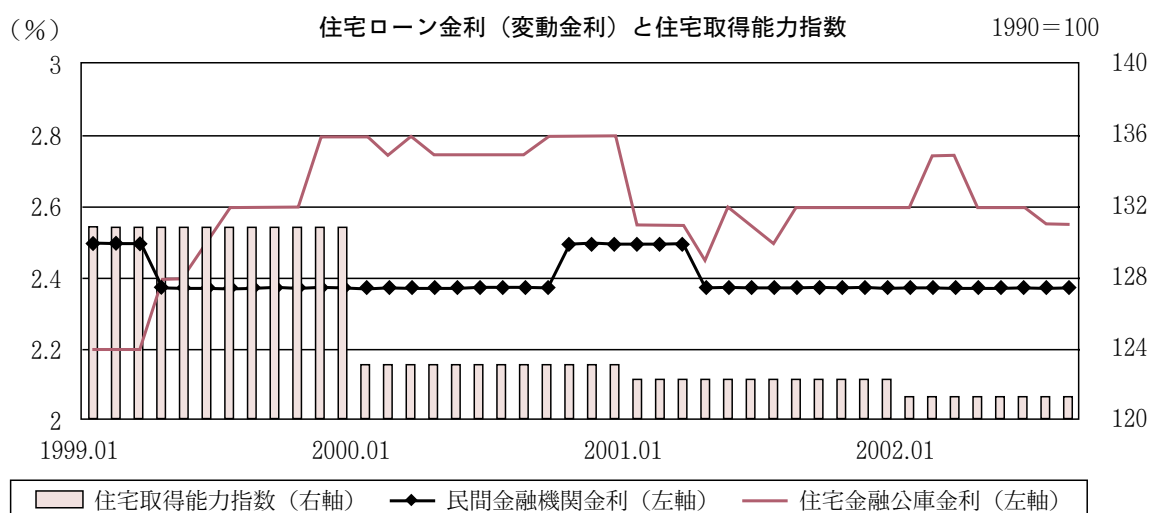
～低金利効果を所得・雇用不安が相殺する環境続く～

- ◆ 2002年4～6月期の民間住宅の成長率は、前期比で▲0.8%、前年同月比で▲2.7%であった。住宅着工床面積（4～6月期）は、持家が前期比+4.7%（以下、農中総研試算）、貸家が同+11.8%と増加した。分譲の落ち込み（同▲9.9%）が大きかったため、全体としては同▲1.8%となった。
- ◆ 各金融機関による住宅ローンの低金利融資や各種優遇措置が行われているが、所得や雇用の先行き見通しが不透明な中、家計の住宅投資に対する慎重姿勢は継続しよう。このため、持家や一戸建て分譲住宅は、低水準で推移するであろう。マンションについては、利便性や資産運用価値を見込んだ根強い購買意欲があることから、堅調に推移すると思われる。
- ◆ 貸家の需要は高く、また、手堅い利回りを当てにした貸家供給は続くと思われる。7～9月期は4～6月期の大幅増の反動減が見込まれるが、下期は下げ渋り、2002年度通年では横ばいから小幅上昇となるとと思われる。（田口さつき）

新設住宅着工 床面積（前期比・前月比）



(資料) 国土交通省「住宅着工統計」から農中総研試算・作成



(資料) 日本銀行ホームページ掲載の各種貸出金利等から農中総研作成

物 価

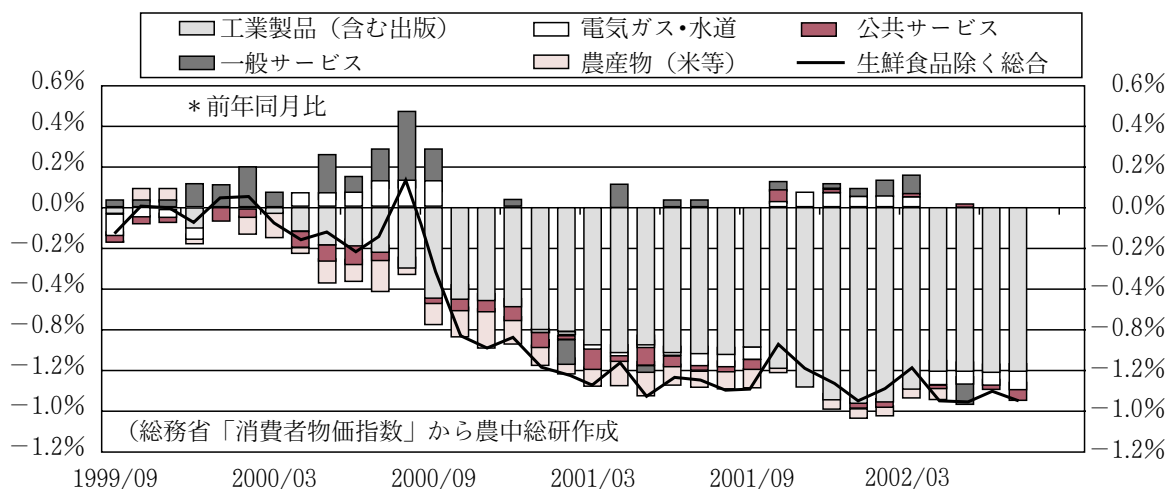
# 一時的に強まる物価下落圧力

～2003年度は緩やかな内需回復で下落幅縮小～

- ◆ 円安や世界的な景気回復が追い風となって今春に相次いで値上げを発表した電機や外食の企業は、その後競合企業に顧客が流れたため、夏場になって再び値下げを発表した。春から夏にかけて急速な円高が進行したことも加わり、一時的にデフレ圧力が強まっていることが考えられる。
- ◆ 2002 年 7 月では、耐久消費財の値下がり率が顕著な財（モノ）が前年比▲1.5%値下がりしているのに対し、サービスは横ばいで推移している。値下げ競争の一巡や、円高進行と商品市況の下落が一服したことにより、財の物価下落は今後徐々に鈍化していくであろう。しかし秋以降サービスの値下げが数多く発表されており、サービスの物価下落圧力が今後一時的に強まっていく可能性がある。このため、2002 年度下半期の消費者物価下落幅縮小のペースは鈍く、▲0.5%程度にとどまると予想する。
- ◆ 2003 年度は、設備投資を中心とした内需が緩やかに回復することによる財価格の下げ止まり、安値競争の一巡、賃金下げ止まりによるサービス業コスト削減余地の縮小等の要因で、2003 年度の消費者物価は前年比▲0.2%程度にまで下げ幅を縮小していくとみる。

(名倉賢一)

生鮮食品除く総合（財・サービス別）消費者物価変化率



発表されている秋以降の主な値下げ品目

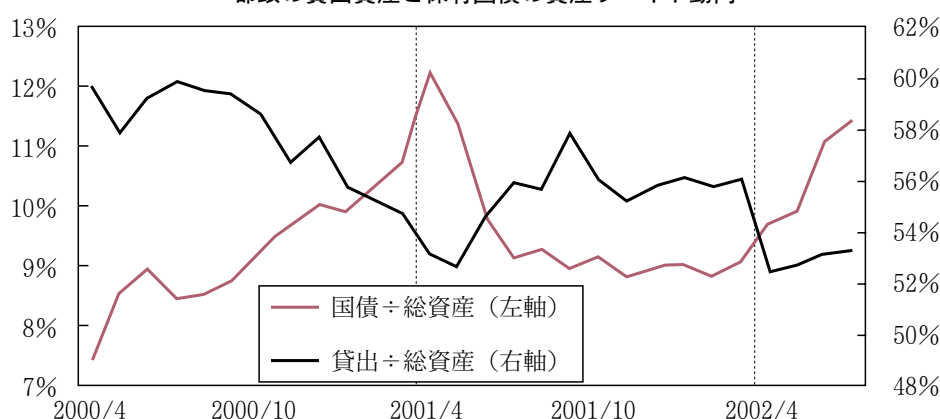
|               |                               |
|---------------|-------------------------------|
| 牛丼            | 8～9月に7%値下げ                    |
| 携帯電話通信料金      | 9月より大口利用者3割引など                |
| バス            | 9月より長距離便を最大25%値引き             |
| 銀行為替手数料       | 10月より振り込み手数料の無料化など            |
| 温泉保養施設        | 10月より入場料金を半額以下に               |
| DVDソフト        | 11月より3割以上の値下げ                 |
| 電力、ガス料金       | 秋以降、競争激化で4～7%程度の値下げ           |
| 国内航空路線        | 秋より1日乗り放題1万円など値下げ競争           |
| 国際航空路線        | 秋より米国系航空会社を中心に日本発着の正規割引運賃を値下げ |
| 自動車教習所普通免許受講料 | 需要層の若年者が減少しているため値下げ競争         |
| バイク便集配送       | 競争の激化で時間指定や夜間集荷料金の撤廃など        |
| タクシー          | 初乗り500円台をめぐる値下げ競争             |
| 求人広告          | 求人広告件数の前年割れが続き、最大で5割値引き       |
| 高速インターネット接続料金 | 利用料月額数百円をめぐる値下げ競争             |

## 銀行経営

# 日銀の株買取方針を受け、政府も不良債権処理の加速が必要に ～ 株価下落で株式評価損大幅増加。一部大手行で自己資本低下大 ～

- ◆2003年4月以降も「決済性預金」を保護する方針が決定され、金融機関間の流動性預金シフトの可能性は低下する。これにより銀行の流動性リスクが後退したことから、保有国債の圧縮の圧力は低減しよう。これが、国債の需給へ好影響を与え、債券相場の安定の一因となろう。
- ◆日経平均株価が9,000円割れ寸前まで下落。株価変動は株式評価損の増大などを通じて、銀行経営に悪影響を及ぼし、不良債権処理を遅らせ、リスク対応能力を低下させている。
- ◆このような中、9月18日に日銀が銀行保有株の買取方針を決定した。株式市場の売り圧力緩和効果とともに、政府に不良債権処理の加速をはじめとする実効性があるデフレ対応策の早期策定を促す効果は大きい。
- ◆また、景気悪化が進行すれば、不良債権処理額の増加が懸念され、銀行の黒字化計画への不安観測が台頭する恐れがある。大手行を中心に法人向け貸し出しの信用格付けに対応した利鞘適正化は進捗が見られ、新規貸出約定金利が緩やかながら上昇している。（渡部喜智）

都銀の貸出資産と保有国債の資産ウェイト動向



NEEDS FQ から農中総研作成

主要行の株式含み損の試算  
(時価のある保有株式)

(億円)

|        | 評価方法         | 簿価      | 時 価            |                 | 評 価 損 益        |                 | 14/3 末<br>自己資本<br>比率 |
|--------|--------------|---------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------------|
|        |              |         | 14年3月29日<br>現在 | 9 月 4 日<br>(試算) | 14年3月29日<br>現在 | 9 月 4 日<br>(試算) |                      |
| みずほHD  | 期末前1ヶ月<br>平均 | 63,456  | 64,263         | 52,898          | 807            | ▲10,558         | 10.56                |
| 三井住友   | 期末前1ヶ月<br>平均 | 53,648  | 48,555         | 39,968          | ▲5,093         | ▲13,680         | 10.45                |
| UFJ HD | 期末前1ヶ月<br>平均 | 43,070  | 44,118         | 36,315          | 1,047          | ▲6,755          | 11.04                |
| 三菱東京FG | 期末時価         | 49,016  | 49,731         | 40,935          | 715            | ▲8,081          | 10.30                |
| 大和HD   | 期末前1ヶ月<br>平均 | 19,281  | 18,388         | 15,136          | ▲893           | ▲4,145          | 8.76                 |
| 合計     | —            | 228,472 | 225,054        | 185,252         | ▲3,417         | ▲39,803         | —                    |

|          |         |        |          |           |        |
|----------|---------|--------|----------|-----------|--------|
| TOPIX    | 指 数     | 下落率    | 日経225    | 指 数       | 下落率    |
| 14年3月29日 | 1060.19 | -16.4% | 14年3月29日 | 11,024.94 | -17.7% |
| 14年9月4日  | 886.39  |        | 14年9月4日  | 9,075.09  |        |

※銀行のデータは、基本、連結ベース。みずほHDは、合併差益で期首に含み損処理後の数字。

※日経平均連動で各銀行株式ポートの時価総額が動くとして試算。実際の連動は9割前後。

※大和は国内基準銀行



米国経済

# 回復力が緩慢な米国経済

## ～伸び悩む家計需要～

- ◆ 2002 年 7 月中の急激な株価下落の影響で、企業の景況感（ISM 指数）や消費者マインド（消費者信頼感指数）にやや悪化がみられたものの、製造業の受注は依然回復しており、景気回復の流れは止まっていない。現状では企業在庫に不足感があり、今後在庫の積み増しが予想されることから、鉱工業生産は引き続き拡大するとみられ、景気はごく緩やかながら回復を続けよう。
- ◆ 最終需要の強さに不透明感が残ること、設備稼働率が低水準であること、通信部門の設備過剰感が残っていることから、設備投資を巡る環境は依然として厳しい。しかし、コンピュータ・周辺機器やソフトウェアへの投資は既に増加に転じており、この流れは今後も続くと予想される。またアジア景気が回復を続けていること、2001 年と比較すればドル高がある程度修正されたことから、輸出は回復を続けるであろう。
- ◆ しかし以下理由により、家計需要（個人消費と住宅投資）が伸び悩む可能性が高い。①株価下落に伴う逆資産効果により、家計支出が抑制される可能性がある。②家計の負債依存度が高まっており、所得に対する元金返済負担が重くなっている。③2002 年に入りエネルギー価格が急上昇し、家計の購買力が削がれた。④企業は収益力回復のために、雇用者増加や賃金水準につき当面抑制的対応をとるとみられる。
- ◆ 現在のところエネルギー価格上昇の物価全体への影響は限定的で、物価上昇率は総じて落ち着いており、長期金利も低下傾向にある。但し米国のイラクに対する武力行使の可能性が景気や物価に悪影響をもたらすリスクも念頭に置く必要がある。
- ◆ 家計需要の伸び悩みに伴い輸入の伸びが鈍化するため、経常収支赤字が大幅に増加するとは考えにくい。
- ◆ FRB は、9 月 24 日の連邦公開市場委員会（FOMC）において、FF レート誘導水準を現行の 1.75% で据え置きとする一方、リスク評価を引き続き「景気低迷警戒」とした。FRB は今後、景気下振れリスクに配慮した政策運営を行うであろう。（永井敏彦）

2002－2003年米国経済見通し（概要）

|         | 単 位   | 2001 年 | 2002 年  | 2003 年                   |                         | 2003 年  |
|---------|-------|--------|---------|--------------------------|-------------------------|---------|
|         |       | 実 績    | 通 期 予 想 | 上 半 期<br>(1～6月)<br>暫 定 値 | 下 半 期<br>(7～12月)<br>予 想 | 通 期 予 想 |
| 実質GDP   | %     | 0.3    | 2.1     | 3.5                      | 1.3                     | 2.4     |
| 個 人 消 費 | %     | 2.5    | 2.8     | 3.5                      | 1.7                     | 1.7     |
| 設 備 投 資 | %     | ▲5.2   | ▲5.1    | ▲6.3                     | 2.2                     | 3.0     |
| 住 宅 投 資 | %     | 0.3    | 2.1     | 6.5                      | ▲3.4                    | ▲2.9    |
| 在 庫 投 資 | 10億ドル | ▲61.4  | ▲0.5    | ▲14.0                    | 13.0                    | 23.0    |
| 純 輸 出   | 10億ドル | ▲415.9 | ▲481.4  | ▲470.3                   | ▲492.5                  | ▲489.5  |
| 輸 出     | %     | ▲5.4   | ▲1.5    | 2.1                      | 5.7                     | 5.0     |
| 輸 入     | %     | ▲2.9   | 3.3     | 8.3                      | 6.9                     | 3.9     |
| 政 府 支 出 | %     | 3.7    | 5.4     | 5.7                      | 6.8                     | 5.7     |

(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