

**明治生命・安田生命合同作成**  
**2004年度の経済見通しについて**  
 ～2004年度後半に、自律的回復に向けた「最後の調整局面」も～

2004年1月1日に合併を予定している明治生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）と安田生命保険相互会社（社長 宮本 三喜彦）は、新会社明治安田生命保険相互会社の資産運用力の一層の向上を図る観点から、2004年度の経済見通しを合同で作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本の実質GDP成長率予測

2003年度 2.6%      2004年度 2.0%

### 2. 要 点

- ①日本の景気は、2004年度前半にかけ、堅調な回復軌道をたどる。外需に牽引される形で国内の生産や雇用が上向き、個人消費や設備投資などの内需も底堅い推移となる。
- ②しかし、内需主導の自律的な景気回復軌道が確実なものとなる前に、米国経済が政策効果の息切れにより減速に向かう可能性が高いため、2004年度後半の日本経済は再び停滞を余儀なくされる。
- ③2004年度中はデフレからの脱却の展望が開けない状況が続く、名目GDP成長率は、2003年度、2004年度とも0.1%増と、横ばいから小幅のプラスに留まる。

〈主要計数表〉

	2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
名目成長率	▲0.7%	0.1%	0.1%
実質成長率	1.6%	2.6%	2.0%
成長率寄与度・内需	0.8%	1.9%	1.3%
・外需	0.8%	0.7%	0.7%

(注)両社の合併については、今後、関係当局の認可等を得ることを前提としています。

# 経済見通し総括表

## 1. 国内総生産

	2002年度	予測		予測				予測			
		2003年度	2004年度	2003年度				2004年度			
				4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.6%	<b>2.6%</b>	<b>2.0%</b>	0.9%	0.6%	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>
民間最終消費支出	1.4%	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	0.1%	0.0%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
民間住宅投資	-2.9%	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	0.2%	2.7%	<b>-0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>
民間設備投資	-0.1%	<b>12.5%</b>	<b>5.8%</b>	4.7%	2.8%	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>
政府最終消費支出	1.9%	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	0.0%	0.0%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
公的固定資本形成	-6.4%	<b>-11.1%</b>	<b>-7.6%</b>	-2.6%	-3.9%	<b>-2.0%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.0%</b>
財貨・サービスの輸出	12.2%	<b>8.7%</b>	<b>10.6%</b>	1.5%	2.8%	<b>3.0%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.3%</b>
財貨・サービスの輸入	5.5%	<b>3.5%</b>	<b>7.1%</b>	-1.2%	1.7%	<b>2.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>
名目GDP	-0.7%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	0.3%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.3%</b>
GDPデフレーター	-2.3%	<b>-2.5%</b>	<b>-1.8%</b>	-0.6%	-0.6%	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>

## (前期比寄与度)

	2002年度	2003年度	2004年度	2003年度				2004年度			
				4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.6%	<b>2.6%</b>	<b>2.0%</b>	0.9%	0.6%	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>
民間最終消費支出	0.8%	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	0.1%	0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>
民間住宅投資	-0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	0.0%	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
民間設備投資	0.0%	<b>2.0%</b>	<b>1.0%</b>	0.8%	0.5%	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	0.0%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
公的固定資本形成	-0.4%	<b>-0.7%</b>	<b>-0.4%</b>	-0.1%	-0.2%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>
在庫品増加	0.3%	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	-0.1%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
純輸出	0.8%	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	0.3%	0.2%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>
財貨・サービスの輸出	1.3%	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	0.2%	0.3%	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>
財貨・サービスの輸入	-0.5%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.6%</b>	0.1%	-0.1%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>

## 2. 主要指標

	2002年度	2003年度	2004年度	2003年度				2004年度			
				4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	2.8%	<b>2.8%</b>	<b>4.8%</b>	2.2%	0.9%	<b>3.5%</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.9%</b>
消費者物価指数(前年比)	-0.6%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.4%</b>	-0.2%	-0.2%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>
除く生鮮食品(前年比)	-0.8%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.3%</b>	-0.4%	-0.1%	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>
国内企業物価指数(前年比)	-1.6%	<b>-0.7%</b>	<b>-0.4%</b>	-1.0%	-0.7%	<b>-0.5%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>
完全失業率(季調済)	5.4%	<b>5.2%</b>	<b>5.1%</b>	5.4%	5.2%	<b>5.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.2%</b>
為替レート(円/ドル:平均値)	122円	<b>115円</b>	<b>111円</b>	119円	117円	<b>110円</b>	<b>112円</b>	<b>114円</b>	<b>112円</b>	<b>109円</b>	<b>107円</b>

# 1. 2004年度の日本経済見通し

## (1) 概要

2003年度の日本経済は、大方の予想以上に好調な推移となった設備投資を牽引役に、ここまですべて堅調な回復軌道を辿ってきた。夏場まで停滞気味だった外需も足元では上向き兆しが明らかとなりつつあり、年明けにかけても景気回復基調が続くのが確実な情勢である。

2004年度は、このまま自律的な回復トレンドに乗るのかが焦点となる。最大のカギを握るのはやはり米国経済の動向である。米国経済は、過去数年にわたる大幅金融緩和と、今年5月末に成立した3500億ドルにのぼる減税策の効果で、足元は高成長を続けている。このまま2004年度前半までは回復基調が続くだろう。しかし一方で、企業の過剰設備問題や、家計の低貯蓄率、「双子の赤字」問題など、ITバブルの負の遺産はいまだに精算されていない。これらの構造問題が足枷となり、減税効果が剥落する夏場以降、次第に減速感を強める可能性が高い。

米国の需要減退により、中国、日本を始めとする東アジア経済も減速を余儀なくされよう。日本経済は、2004年度前半にかけては輸出の高い伸びが予想されるのに加え、個人消費や設備投資など内需も底堅い推移となるだろう。しかし、自律的な回復軌道に乗る前に米国景気が再減速する可能性が高いとみており、結局は需給ギャップが解消しないまま成長率が再度鈍化する展開を予想する。したがって、2004年度中はデフレトレンドからの脱却の展望が開けない状況が続くだろう。実質GDP成長率は、2003年度は2.6%増、2004年度は2.0%増と予想する。GDPデフレーターは、2003年度は前年度比2.5%低下、2004年度は同1.8%低下。名目GDP成長率は、2003年度は前年度比0.1%増、2004年度は同0.1%増と予想する。

需要項目別に見ると、個人消費は、雇用環境の改善に伴い、ここ数年低迷の続いていた雇用者所得の回復が見込まれることがプラス要因となる。しかし一方で、高齢者を中心に貯蓄を取り崩して消費に充てる傾向が顕著となった影響により、家計の資金過不足が直近1年で初めてマイナスに転じるなど、財務状況の悪化が顕著となっている。年金問題に絡む将来不安の高まりなどから、今後貯蓄率は上昇に転じる可能性が大きいと見ており、個人消費の回復ペースは雇用者所得の伸びよりも緩やかなものに留まるだろう。実質民間最終消費支出の伸び率は、2003年度は前年度比0.7%増、2004年度は同0.6%増と予想する。住宅投資は、都市部を中心とした資産デフレ傾向に改善の兆しがみられないことが抑制要因となるものの、雇用者所得の回復や、景気回復期待に伴う金利底打ち観の高まりなどが下支え要因となる。2003年度は前年度比0.8%増と4年ぶりのプラス、2004年度は同1.0%増と予想する。

設備投資は、企業の財務リストラが進み、収益体質が改善していることから、過去の景気低迷期に抑制されていた更新投資を中心に堅調な伸びが期待できる。しかし、2004年度を通じデフレ環境が解消しないとみられることから、企業が新規の設備投資を積極的に拡大するまでには至らない。2003年度は前年度比12.5%増と高い伸びになるものの、2004年度は同5.8%増と伸びは鈍化すると予想する。輸出は、低迷の続いていた米国向け輸出が2003年度後半以降回復に向かうと予想されるほか、対アジアも中国向けの電子部品等を中心に好調な伸びを続けると見られることから、2003年度は前年度比8.7%増、2004年度は同10.6%増と予想する。

公共投資は、今後公的年金制度の財源に関する議論が深まるに伴い、一段と削減圧力がかかると予想される。景気が回復基調にあることも手伝って、2004年度予算では緊縮財政路線がさらに強化されよう。2003年度は前年度比11.1%減、2004年度は同7.6%減と予想する。

## (2) 家計部門一雇用・所得環境は改善するも、財務状況の悪化が足枷に

### 家計が資金不足部門に転換

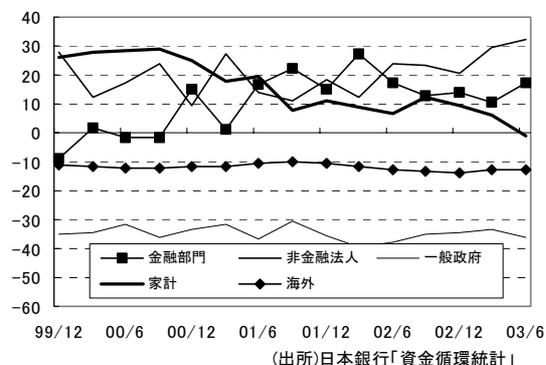
2002年度以降足元までの個人消費は、家計の所得が大幅な減少基調を辿ったにも関わらず、意外なほど底堅い推移を続けてきたといえる。貯蓄率は低下を続け、資金循環勘定において、2003年6月までの1年間の家計部門の資金過不足が、史上初めてマイナスに転じるという事態となった。

個人消費が堅調な推移を続けたのは、所得が減少しても消費の水準を一定に維持しようとする「慣性効果」が働いたのに加え、高齢者を中心に、金融資産を取り崩して消費に充てる動きが活発化したという要因が大きい。

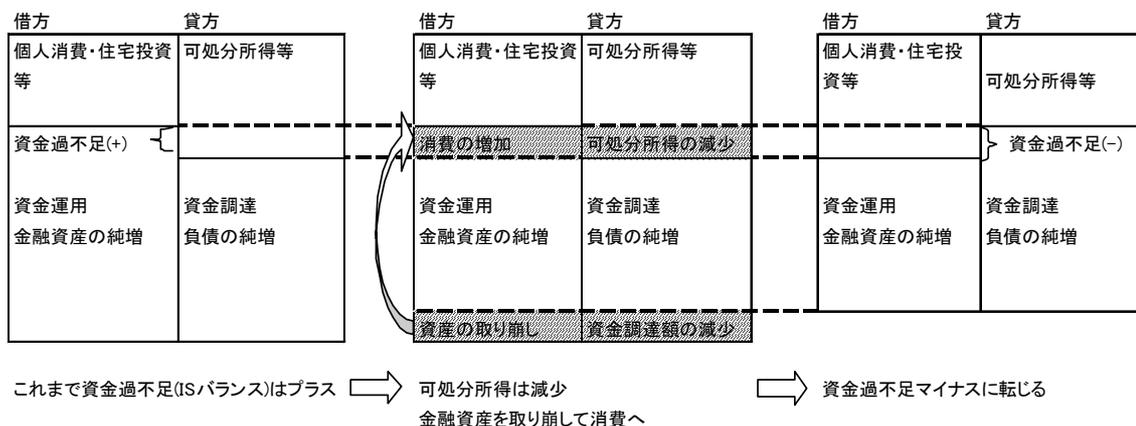
したがって、2004年の個人消費を予想するにあたっては、雇用・所得環境の動向とともに、家計のマネーフローの動きについて、より詳しくフォローしていく必要があるだろう。

実際、家計が資金不足に陥った過程は、米国と日本ではかなり異なる。米国の場合は、資金不足に陥っても資金運用額(金融資産の純増)と資金調達額(負債の純増)が両建てで増えつづけたのに対し、日本の場合は逆に両建てで減少している。このような資金過不足の動きを実物取引の収支戻であるISバランスと連結する形で図示したのが図表2である。以下では足元の動きについてやや詳しく見てみることにする。

(兆円)(図表1)制度部門別資金過不足の推移(4四半期合計)



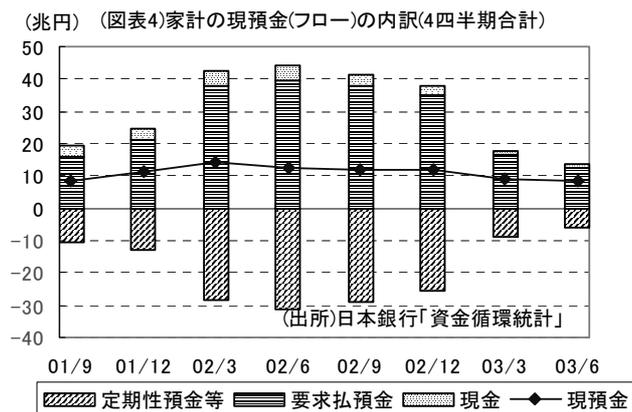
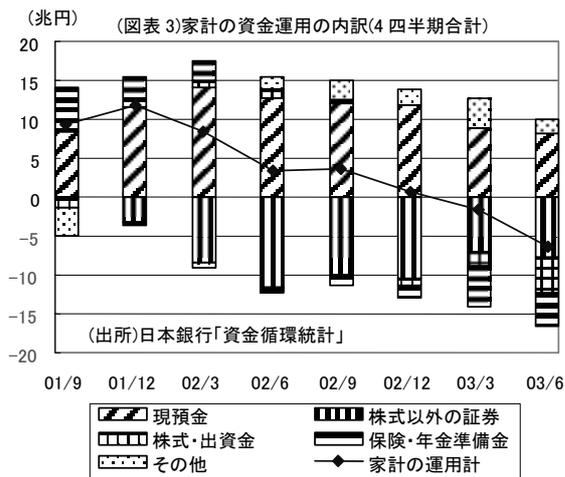
(図表2)家計が資金不足に転じた構図(SNAと資金循環勘定の連結図)



### 流動性預金へのシフトが消費を刺激

家計の資金運用額の内訳を見ると、「株式以外の証券」が大きく減少している(図表3)。ここには、債券のほか、金銭信託などの信託受益権や、投資信託まで含まれるが、特に金融債と信託の減少幅が大きい。反面、現預金は増加が続いている。ただ、定期性預金は大きく減少しており、現金・流動性預金が大きく増加した結果である(図表4)。

これらから、家計が金融資産の取り崩しを進めると同時に、より流動性の高い資産へと資金シフトを進めてきたことがわかる。背景としては、2002年度始のペイオフ一部解禁の影響が大きい



のに加え、低金利で貨幣の保有コストが小さくなったことなどがあげられよう。また、負債サイドに目を向けると、家計の資金調達額は減少を続けているが、住宅ローンの内訳を見ると、公的ローンは減少を続ける一方で、民間ローンは逆に増加を続けている(図表5)。金利が低下基調にあるなかで、より低利の民間ローンへのシフトが進んでいる様子が見え、結果として住宅ローン残高の圧縮に繋がっていると考えられる。

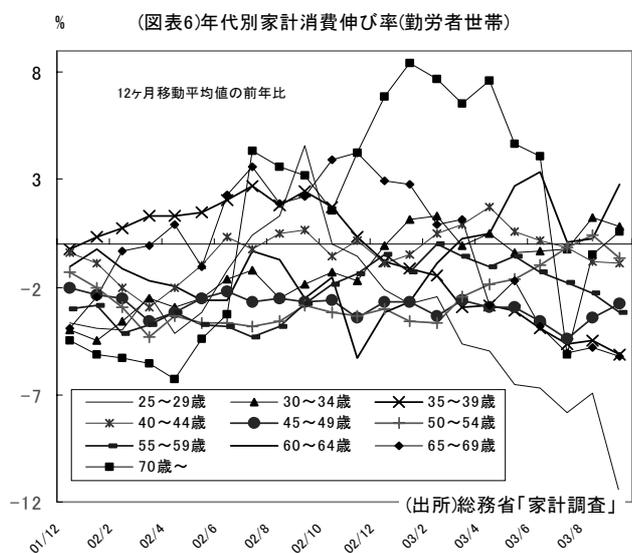
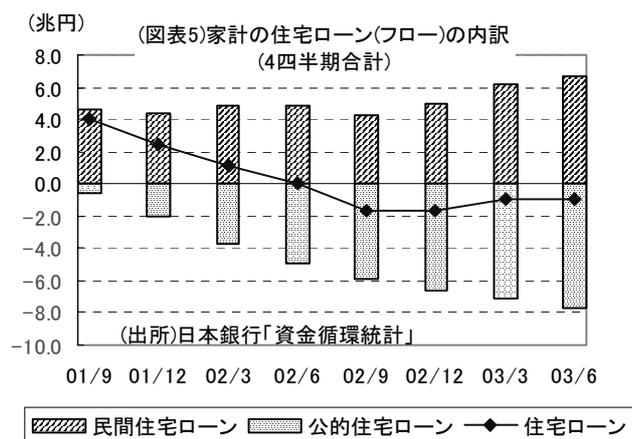
このようにして軽減された毎月のローン負担分の一部は個人消費に、一部は流動性預金の増加に回っている可能性が大きい。資産の取り崩し、流動性預金への資金シフト、低利の住宅ローンへの借り換え等の動きが相俟って、個人消費の下支えに貢献した可能性は大きいといえるだろう。

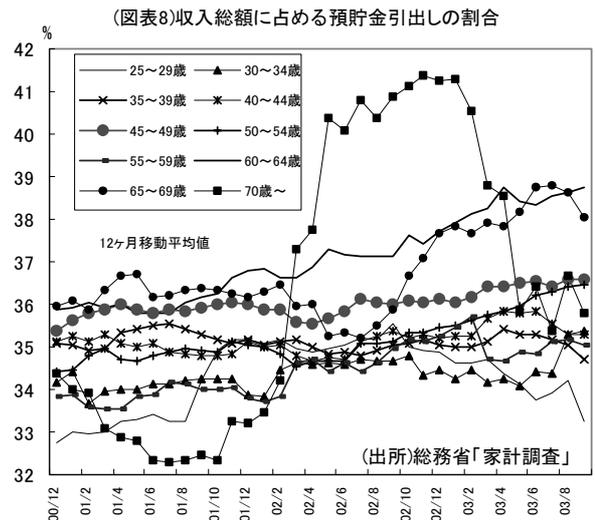
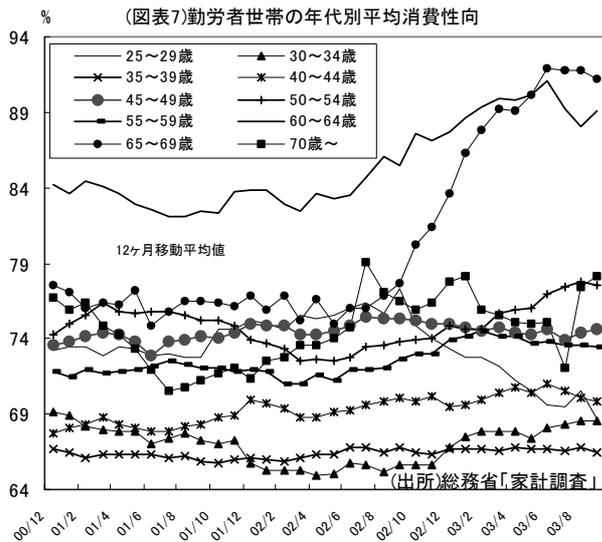
### 高齢者主導の消費は続くのか

このような傾向は今後も続くのだろうか。特に2002年度以降、中高年層を中心に消費性向の上昇傾向が顕著となっており、今後も中高年層の動きがひとつのポイントになるのは間違いない。団塊の世代が引退年齢に差し掛かることで、個人消費は今後数年間にわたって下支えされるとの意見もある。

しかし、中高年層が消費を下支えする構図は長くは続かないと考えている。団塊の世代引退の消費へのインパクトは、前回の当経済見通しでも提示したが、それほど大きなものではない。また、家計調査を年代別に細かく見てみると、中高年層、特に65歳以上の高齢者世帯の消費の伸びは鈍っている(図表6)。

消費性向に目を向けると、ここまで大きく上昇してきた60歳以上の消費性向は、90%を超え





たところで頭打ちとなり、足元では逆に低下している(図表7)。

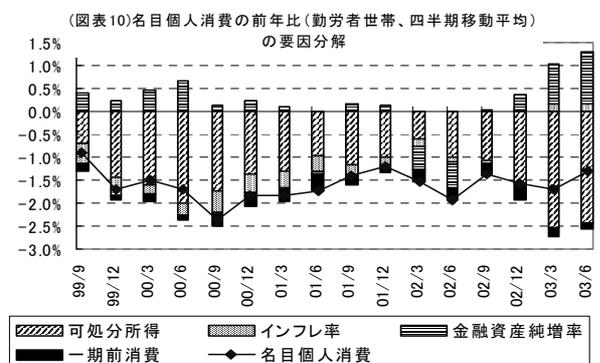
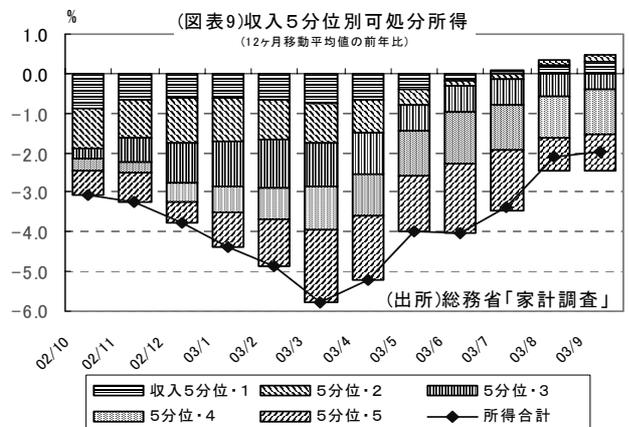
また、図表8は、勤労者世帯の収入総額(賃金などの経常収入に、資産の取り崩し額や借入金の増加も収入として加えたもの)に対する、預貯金引き出し額の占める割合である。2000年以降高齢者を中心に伸びてきた様子がわかるが、やはり足元では伸びが鈍っている。これまでの高齢者が消費を牽引する構図は、次第に限界に近づきつつある可能性が高いといえよう。

なお、25-29歳の若年層の消費と消費性向が急速に低下しているが、若年層の雇用不安に加え、年金問題に絡む将来不安の高まりを反映している可能性がある。

### 「家計のバランスシート調整」が消費の足枷

雇用情勢は改善傾向が顕著である。特に企業の求人意欲の強さが光っており、厚労省、総務省の労働関連統計のほか、景気ウォッチャー調査などのアンケート調査からも雇用の強さが確認できる。足元の失業率の改善は、分子の失業者の減少とともに分母の労働力人口が減少したという要因も大きいことから、過大評価は禁物だが、女性の雇用環境が相対的に改善しているのは好材料だ。景気低迷で、これまで職につけなかった、あるいは職探しを諦めていた女性が徐々に労働市場に復帰している兆しと捉えることができ、先行きの見通しは悪くない。収入5分位別の可処分所得の寄与度を見ると(図表9)、足元ではもっとも所得の低い第一、第二分位層の改善傾向が目立っている。消費性向の高い層であることから、今後の消費の下支えの役割を果たすことが期待される。企業がリストラの手を簡単に緩めるとは考えにくい、雇用環境が最悪期を脱したのは確か、可処分所得は今後緩やかな回復基調を辿ることとなる。

図表10は、以上の議論を踏まえ、個人消費の伸



	ln(可処分所得)	CPI伸び率	金融資産純増率	ln(1期前消費)	切片
係数	0.585	0.686	-0.543	0.156	3.198
t値	12.85	7.94	-10.51	2.36	7.03

R<sup>2</sup> = 0.991

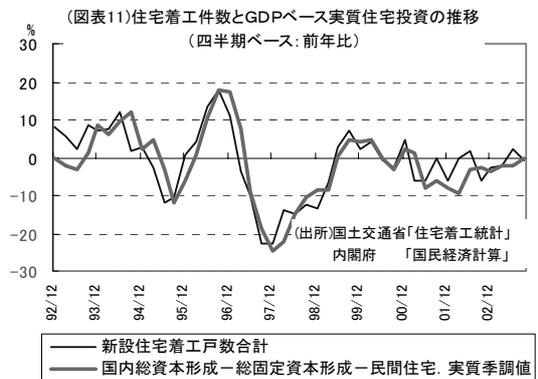
DW = 1.81

びの要因分解を試みた結果である(過去10年)。ここ数四半期は、可処分所得の落ち込みを金融資産の取り崩しでカバーしている構図がみえる。2004年は可処分所得のプラスの寄与幅が拡大すると予想されるが、「家計のバランスシート調整」ともいべき動きが個人消費の頭を抑える展開となろう。ミクロベースでは、デジタル家電の販売好調など好材料も散見されるが、マクロ的に消費が大きく回復する環境は整っていないとことができよう。実質民間最終消費支出の伸び率は、2003年度は前年度比0.7%増、2004年度は同0.6%増と予想する。

### 下げ止まりの兆しが見え始めた住宅投資

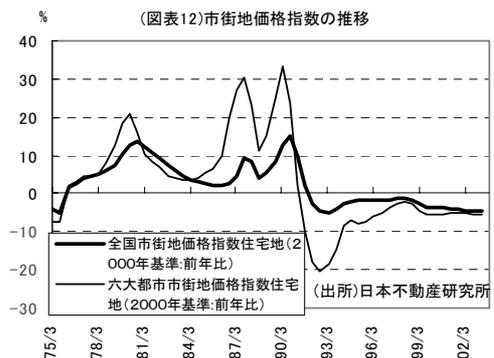
1990年代後半の日本の新設住宅着工件数は、消費税率引き上げ前の駆け込みが集中した1996年10月の年率179万戸をピークに減少の一途を辿り、1998年以降は足元まで概ね110万戸～120万戸前後の低水準での推移が続いている。ただ、ここ数ヶ月は比較的底堅い動きといえる。6月の新設住宅着工戸数は、前年比13.4%の大幅増となった。特に持家は前年比20.9%の高い伸びである。これは、7月からのシックハウス症候群への規制強化を前に駆け込み着工が増加したことや、6月後半の長期金利の急上昇によりローン借入れおよび着工の手続きを急いだ世帯が多かったことが影響していると考えられる。

7月以降、着工戸数全体ではやや軟調な推移に戻っているが、持家に限れば8月は同6.7%、9月は同10.8%と比較的高い伸びが続いている。金利先高観の高まりによる前倒し購入の動きに加え、2003年12月の入居者までが対象の住宅ローン減税期限切れ前の駆け込み着工が増加しているのが主たる要因だろう。9月までの着工なら、12月の入居に間に合う計算だ。



### 所得の増加は住宅投資にプラスだが、資産デフレは続く

2004年の住宅需要に影響を与える要素として、循環面からは個人所得、金利等が挙げられる。このところ低迷が続いていた個人所得は、雇用環境に改善の兆しが見られることから、2004年は緩やかな伸びに転じる見込みだ。長期金利は、2003年半ばまでのような持続的な低下は見込みがたい状況だが、最近住宅ローンの変動金利化、短期化が進んでいる点に注意が必要だろう。2001年以降は、新規民間住宅ローンの7割が変動金利型あるいは3年固定金利型と言われており、いずれもほとんど金利が上昇していない点を考えると、長期金利上昇の影響は限定的とも考えられる。



地価の動向を確認すると(図表12)、住宅地の市街地価格指数は、全国、6大都市圏とも2003年度の4-9月期まで下落傾向が続いており、反転上昇の兆しはない。都市部のマンションを中心に供給超過の状況が続くこともあり、資産デフレが早期に解消する可能性は小さい。購入者側の買い控えの動きはしばらく続くとみるが、日本では住宅の広さや質についての未充足需要はまだ強く、地価の下落によって、より都心に近い場所で高品質の物件を手に入れやすくなった点は、

プラスに評価できる点だろう。

### 住宅ローン減税は規模を縮小しての存続を予想

構造面、政策面に目を向けると、ここ数年、住宅金融公庫の急激な業務縮小が、住宅購入意欲を抑制する一因になっていた。しかし、銀行等へのローンのシフトが進み、足元では公庫からの新規借入れの割合が1割を切るなど、影響はそろそろ一巡しつつあるようだ。住宅ローン減税は、2004年に規模を縮小し、2005年以降は廃止が予定されているが、今後の議論により2005年以降もなんらかの形で存続する可能性が大きいとみている。

上記の要素を総合的に勘案すると、2004年の住宅需要はこれまでのマイナス傾向から転じて、小幅のプラスとなる可能性が高い。GDPベースの実質住宅投資は、2003年度は前年度比0.8%増と4年ぶりにプラス、2004年度は1.0%増と予想する。

より中長期的な視点からは、少子化の進展なども無視できない。世帯数は、第2次ベビーブーマー世代の成長などに伴い、1990年代は比較的安定した増加ペースを保ってきた。しかし、2000年以降、少子化と晩婚化が同時に進んだため婚姻件数が急減するなど、先行きの見通しは明るくない。住宅投資が中期的に活況を維持するのは難しいだろう。

### (3) 企業部門—財務リストラは進むが、デフレトレンドの持続が売上を圧迫

#### 企業の「バランスシート調整」には一巡の兆し

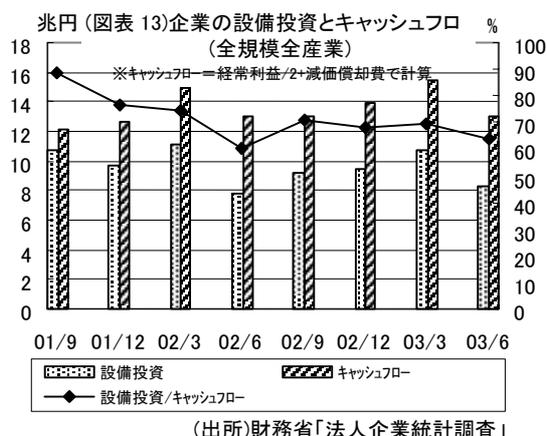
バブル崩壊以降、長い間企業の投資行動の足枷となり、また長期金利低下の要因となっていたのが、いわゆる「バランスシート調整」問題である。企業にとって有望な投資機会が激減する一方で、バブル時代の過剰投資のツケが過剰債務として残ったため、企業は手許資金を投資よりも債務返済に優先的に振り向ける行動を続けた。この結果、本来は資金調達額が資金運用額を上回るはずの民間企業部門が、マネーフロー表上の資金余剰部門に転じるという異例の事態となり、資金需要の低迷を反映する形で長期金利は低下の一途をたどってきた。

ただ、4-6月期の法人企業統計を見る限り、企業のバランスシート調整は一定程度進んできたことが確認できる。反面、企業の外部資金需要が盛り上がり、長期金利の上昇に繋がるまでには、まだ相当の時間がかかるという見方もできる。

#### 設備投資額を上回る企業のキャッシュフロー

法企統計における4-6月期の設備投資は、前年同期比6.4%と予想以上の伸びとなったものの、キャッシュフローに対する比率で見ると64%に留まっている(図表13)。1-3月期の70%から6ポイントの低下であり、企業規模を問わずだいたい近い数字である。これは企業に設備投資余力が残っていることを示すという意味ではポジティブな材料だが、外部資金需要がすぐに盛り上がる状況にはなく、資金需要が長期金利の押し上げ要因となる可能性が低いことを示している。

企業の資金調達の内訳を法企統計から確認すると、ほとんどが、留保利益や減価償却費などの内



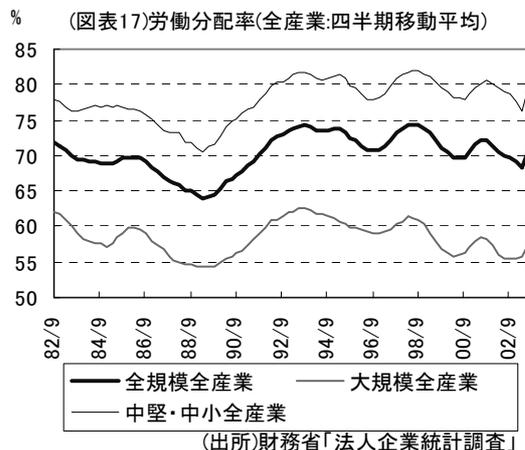
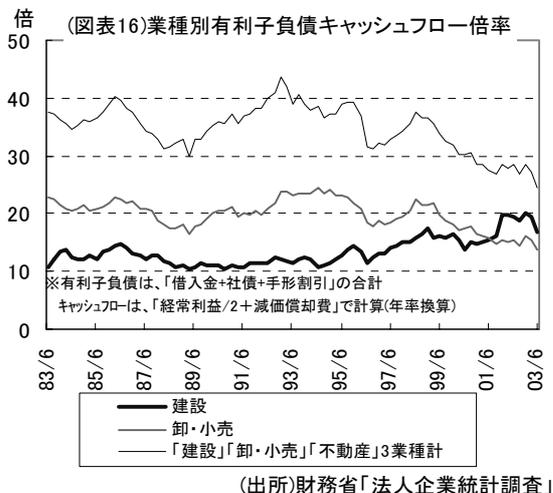
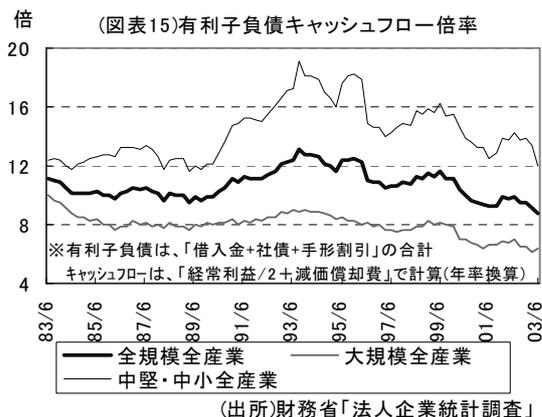
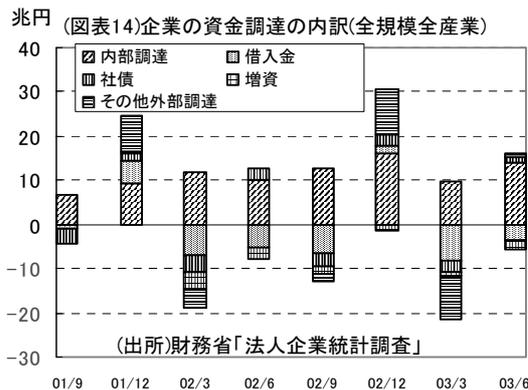
部資金で賄われていることが確認できる(図表14)。借入金は依然返済超の状況が続いている。特に、銀行貸出額への影響が大きい中堅・中小企業でその傾向が顕著であり、日銀の統計で銀行貸出が伸び悩んでいる状況と整合性がとれている。

### 過剰債務の削減が進む

借入金の返済超が続く一方で、過剰債務の整理が着実に進んでいる様子もうかがえる。法企統計から、企業が今抱えている負債を返すのに何年かかるかを計算する目安となる有利子負債キャッシュフロー倍率を計算すると、趨勢的な低下傾向がみとれる(図表15)。特に、中堅・中小企業において低下幅が大きい。中堅・中小企業をさらに製造業と非製造業に分けて見ると、非製造業の低下幅がより大きいことがわかる。非製造業はバブル崩壊後の構造問題を象徴する業種が多く含まれており、このうちから「建設」「不動産」「卸・小売」の3業種を抽出してみると、3業種合計の有利子負債キャッシュフロー倍率は、1998年6月末時点で約38倍だったのが、2003年6月末は約25倍まで低下している(図表16)。ちなみに1990年代前半のピーク時は43倍だった。全産業平均の9倍に比べれば当然大きいですが、全産業合計の有利子負債キャッシュフロー倍率は、5年間で2倍程度しか改善していないことを考えると、相対的な改善幅は大きい。

### コスト削減ペースには一服感も

人件費などのコストの削減については一服感もうかがえる。人件費の伸び率は、84半期連続で前年比マイナスが続いているが、マイナス幅は次第に縮小しており、削減ペースは次第に緩やかになりつつある。製造業に限れば4-6月期は前年比プラスに転じている。費用を上回る収益をあげ続けることができれば問題ないが、足元の労働分配率が業種や規模を問わず上昇しているのは懸念材料だ(図表17)。雇用指標が運行指標である点を考えてみても、企業はまだリストラの手を緩めるような段階にはない。したがって、人件費削減ペースの鈍化は、リストラ余地が次第に乏しくなりつつある様子を示している可能性がある。とりわけ、中堅・中小企業の労働分配率は、十分に調整が進んだとはいえないまま、再度反転上昇する形になっており、



不安材料となっている。

### 「減収増益」から「増収増益」へのトレンド転換は可能か？

企業が今後も増益基調を続けるためには、これまでのコスト削減による「減収増益」から「増収増益」基調へと転換できるかどうか大きなカギとなろう。売上の増加は新規設備投資の増加につながり、今回の景気回復をよりしっかりした腰の強いものとする結果となる。しかし、大企業製造業の業況判断DIが2年9ヶ月ぶりのプラスとなった9月短観でも、2003年度の売上見通しは、依然前年比マイナスで低迷している。これが12月の短観でどの程度上方修正されるかは、ひとつの注目点となろう。

企業売上の代理変数となる7-9月期の名目GDP成長率は、前期比横ばいと実質ベースのそれを大きく下回る。景気の回復ペースは緩慢で、相変わらず米国景気次第の側面が大きい。今後の設備投資は、収益体質が改善していることから、過去の景気低迷期に抑制されていた更新投資を中心に堅調な伸びが期待できるものの、売上の停滞により新規の設備投資を積極的に拡大するまでには至らないだろう。2003年度のGDPベースの実質設備投資は前年度比12.5%増と高い伸びになるものの、2004年度は同5.8%増と伸びは鈍化すると予想する。

### 外需が支える当面の日本経済

バブル崩壊以降、日本では長期間にわたり内需の停滞が続いたことから、景気変動が輸出と連動する傾向が強まっている(図表18)。最近発表された主要経済指標を見ても、内需関連分野が低迷する一方、外需関連分野が回復傾向にあることが明らかである。

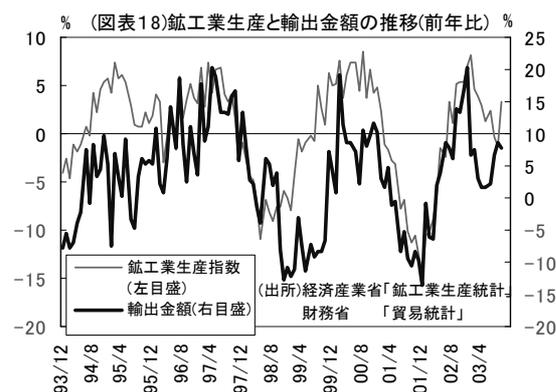
デフレ環境はすぐに解消する状況にないため、来年にかけても輸出の動向が景気回復の持続度を計るうえで大きなカギを握るだろう。

2003年の年明け以降、足元までの輸出動向を確認すると、アジア向けは高水準での推移が続いているものの、米国向け、欧州向けの低迷が続いたことから、輸出全体の基調はさほど強いものとはなっていない。

米国向け輸出の減速は、自動車輸出の低迷が大きく影響している。これは、米国におけるゼロ金利ローン等のインセンティブ販売の効果が一巡したことや、現地生産へのシフトが進んでいる影響が大きい。長期金利の低下トレンドが一服していることもあり、今後米国の自動車需要に一段の高い伸びを期待するのは難しい状況だが、米国の経済成長率が加速傾向にあること、もともと内需に対する輸入の弾力性が高いことから、対米輸出は少なくとも2004年度前半までは回復傾向を辿ると予想している。

米国景気が回復傾向にあることで、対欧州、対アジアも今後は勢いが増す可能性が高い。欧州向けの輸出の内訳をみると、米国向けとは対照的に、自動車や電気機器が高い伸びとなっている。イギリスの景気が個人消費を中心に一段と底堅さを増していることや、大陸圏の景気も底打ちの兆しが明らかになりつつあることから、今後の欧州向け輸出は堅調な伸びを予想する。

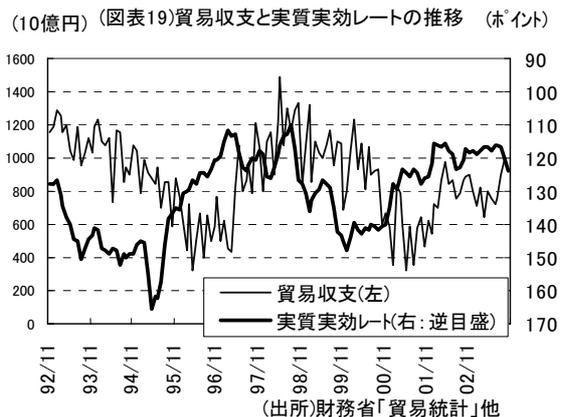
年々ウェイトを増しつつある対アジア輸出、中でも対中国の動向は重要である。日本の輸出金額に占めるアジアの割合は、1998年度の34.5%から、2002年度は44.5%、2003



年度上半期は46.4%まで上昇した。アジア向けのうち中国の占率は、1998年の15.5%から、2002年は23.3%、2003年度上半期は26.6%まで急上昇している。2003年度上半期の日本の輸出価額は前年同期比で4.9%伸びたが、実にうち3.2%が対中国の占める部分であり、前年同期ベースでは32.7%増に達している。一般機械や半導体等電子部品の伸びが大きいが、自動車生産の急拡大を反映し、自動車部品の輸出が同98.6%増と2倍近くに達しているのも特徴だ。

中国景気は、4-6月期こそSARSの影響で景気はやや低迷したものの、7-9月期以降再加速しており、2003年の実質GDP成長率は、高いと批判されがちな政府見通しの8%を上回る8.3%に達するとみている。日本から中国へ生産拠点をシフトする動きが拡大しており、委託加工貿易のシェアが増していること、最終需要地である米国景気が回復していること等により、今後も中国向け輸出は拡大を続けると考えられる。

気になるのは為替レートの動向だろう。月平均ベースの実質実効レートは8月から10月までの2ヶ月間で約7ポイント上昇した(図表19)。この程度なら、海外景気拡大による所得効果が円高の価格効果を上回る可能性が大きい。今後円高傾向が続くようなら、外需は失速の可能性が高まる。ただし、円高の加速がない場合でも、減税効果が息切れする来年後半以降の米国景気の減速を見込んでおり、輸出も再度伸びが鈍る可能性が高いと予想している。GDPベースの実質輸出は、2003年度は前年度比8.7%増、2004年度は同10.6%増と予想する。

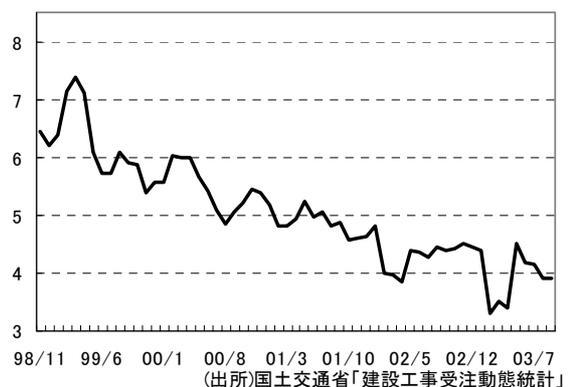


#### (4) 公共投資、財政政策—2004年度は緊縮路線が一段と強化されよう。

##### 財政政策は一段と緊縮色を強める

衆議院選挙で、与党が絶対安定多数の確保に成功したこともあり、現内閣の緊縮財政路線は引き続き維持される可能性が高い。むしろ、景気が回復基調にあることで、2004年度は一段と歳出削減圧力が高まる展開が予想される。また、今後年末にかけ、公的年金改革に関する議論の活発化が予想される。基礎年金の国庫負担の3分の1から2分の1への引き上げなどが議論になると考えられる一方で、首相が在任中の消費税引き上げを否定していることから、財源問題が争点となるだろう。これなども新年度予算において歳出削減圧力が高まる要因になると考えられる。

千億円 (図表20) 公的建設受注高の推移(3ヶ月移動平均)



公共事業関係費は、事業コスト削減を主体に前年度比3%減が基本路線だが、事業量自体に削減圧力がかかる可能性も大きい。結果として、2003年度の実質公的資本形成は、前年度比11.1%減、2004年度は同7.6%減と大幅マイナス基調が続くと予想する。

歳出は削減されるものの、名目GDP成長率が2003年度は前年度比0.1%増、2004年度も同0.1%増とゼロ近辺の推移が続くことから、税収は伸びず、新発国債発行量は引き続き増加基調を余儀なくされると予想する。

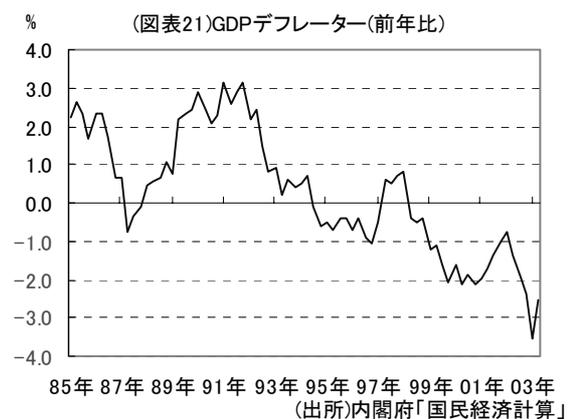
### 構造改革はまだ景気押し上げ要因にはなっていない

政府消費支出は、高齢化の進展に伴う社会保障関係給付の増加などが主因となり、2003年度、2004年度とも、緩やかな増加基調をたどろう。2003年度の健康保険の自己負担率引き上げにより、政府消費の一部が個人消費に移転することや、公務員数の削減・給与水準の引き下げが続くことは抑制要因となるものの、2003年度は前年度比0.7%増、2004年度は同0.9%増と小幅の伸びを予想する。

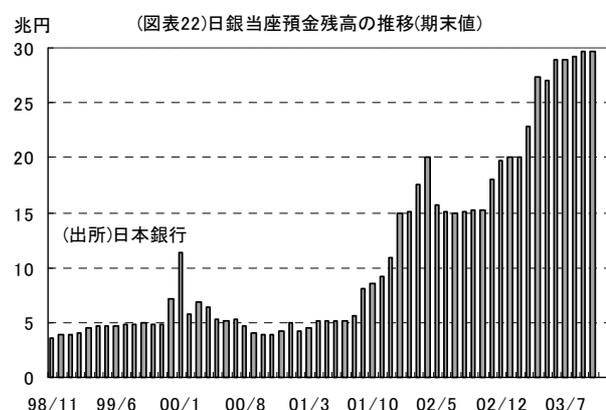
政府の推し進める構造改革路線、とりわけ、官製市場の色彩が強い医療、農業、教育への民間参入を広く認めることは、巨大な潜在需要の掘り起こしに貢献すると考えられる。郵貯、簡保の民営化を通じ、非効率な公的部門に偏ったいびつなマネーフロー構造を是正することも、潜在成長力の上昇に寄与するだろう。しかし、成果が確認できるまでにはいずれもまだ数年単位の時間がかかるとみるのが妥当である。政府の構造改革路線が景気に与える影響としては、当面は緊縮財政などを通じたデフレ圧力が上回るという状況が続くだろう。

### (5) 物価、金融政策……2004年度いっぱいデフレ基調が続く。日銀は量的緩和策を維持

2004年度前半まで、日本の景気は外需主導で比較的堅調な回復軌道を辿ると予想され、需給ギャップは徐々に縮小に向かうと考えられる。しかし、数十兆円とも言われる需給ギャップを埋めるにはまだかなりの時間がかかるとみるのが妥当だ。2004年度後半は政策効果の息切れで米国景気が再度減速する可能性が高いことから、結局は需給ギャップが解消する前に日本の景気は再び減速に向かう可能性が高いと見ている。2004年度中はデフレからの脱却の展望が開けない状況が続くだろう。



割安な海外製品の流入や、規制改革の推進も、国内の価格競争を一層激化させる要因となる。構造改革特区の拡大および全国展開が進めば、サービス価格中心に物価が一層低下する要因となろう。



2003年度のGDPデフレーターは、前年度比2.5%低下、2004年度は同1.8%低下と、7年連続の前年度比マイナスを予想する。GDPデフレーターが、財のウェイトを直近で固定するパーシェ方式をとっていることも、価格を低下させながら売上を伸ばしているハイテク製品などの価格下落の影響が大きく出やすい要因となる。

消費者物価指数は、2003年度後半にかけ、一時的に前年比プラスに転じる可能性が高い。しかし、2003年4月の医療費自己負担割合増加や、その後のタバコや発泡酒の増税等の特殊要因等が、前年比で見た消費者物価を0.3～0.4%押し上げていることから、特殊要因が順次剥落する2004年4月以降は、再びマイナストrendに戻ってくると予想する。

日銀は、景気が回復傾向にある中での、市場の早期量的緩和解除観測を牽制するため、量的緩和策へのコミットを一段と強化している。消費者物価指数の前年比上昇率が安定的にプラスに転じるなど、日銀が量的緩和解除の条件とする材料が揃うのは、早くても2005年後半以降になるとみられ、2004年度中は、引続き量的緩和策を維持するだろう。米国景気の減速により円高圧力が高まる局面では、当座預金残高の積み増しなど、逆に金融緩和を一段と強化する可能性が高い。

景気が循環的な回復と後退を繰り返している間も、企業の財務リストラ努力や、金融機関の不良債権処理が着実に進んでいることは確かである。構造面からのデフレ圧力はいまだに残っているとはいえ、その強さは徐々に弱まっている。2004年度後半は景気が再度減速に向かう可能性が高いと見ているものの、2005年度まで展望した場合、それは日本経済が自律的な回復trendに転換する前の、「最後の調整局面」になる可能性もあると考えている。

## 2. 海外経済環境

### (1) 減税効果で回復進む中、雇用改善が遅れる米国経済

米国経済の総括表

(%、億ドル)

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年(予)	2004年(予)
実質GDP	4.3	4.1	3.8	0.3	2.4	2.9	3.6
個人消費	4.8	4.9	4.4	2.5	3.1	3.1	3.4
設備投資	12.5	8.1	7.8	-5.2	-5.7	2.4	6.2
住宅投資	8.0	6.7	1.1	0.3	3.9	8.3	1.8
在庫投資	(0.2)	(-0.2)	(0.1)	(-1.2)	(0.7)	(-0.2)	(0.3)
純輸出	(-1.2)	(-1.0)	(-0.8)	(-0.2)	(-0.7)	(-0.4)	(-0.3)
政府支出	1.9	3.9	2.7	3.7	4.4	3.3	2.4
名目GDP	5.6	5.6	5.9	2.6	3.6	4.5	4.6
消費者物価	1.6	2.2	3.4	2.8	1.6	2.2	1.4
経常収支	-2,047	-2,908	-4,115	-3,937	-4,809	-5,562	-5,824
財政収支	692	1,244	2,369	1,273	-1,577	-3,742	-4,870

(注) ( ) 内の数値は実質GDPに対する寄与度。財政収支は財政年度。

米国のIT不況は2001年3月から11月の底入れまでの短い期間で終了したものの、2002年の成長率は2.4%と緩やかな回復だった。2003年に入ってから、1-3月期は前期比年率ベースで1.4%の伸びにとどまった。ただ、思い切った金融緩和政策や所得税減税を中心とする大幅な財政拡大の効果もあり、あるいはイラク戦争の短期終息に伴う株価上昇によってマインドの改善が進んだことから、4-6月期は3.3%、7-9月期は7.2%となり、ようやく回復力にエンジンがかかり始めている。4-6月期は個人消費や設備投資の伸びに加え、軍事支出など財政支出の効果が大きかった。7-9月期は減税の効果や自動車のインセンティブ販売から、消費が6.6%と大きく伸びたことが全体の伸びに貢献した。ただ、今後とも主要先進国の中で、最も高い伸びで回復が続く見通しにあるが、従来の回復局面とはかなり様相を異にしている。

それは、2001年11月の景気の底入れが始まってからも雇用の改善が大幅に遅れていることにある。1991年以降のジョブレス・リカバリーといわれた時でも1年で雇用は回復したが、今回は雇用の低迷がほぼ2年も続いていることで、失業率は10月6.0%と高止まりしている。雇用は前月比ベースで8月にサービス部門中心に底入れの動きを示し、10月は12.6万人増となったが、前年比ベースでは、依然、22.6万人の減少となっている(事業所調査ベース)。最悪期は過ぎつつあるものの、企業サイドでは雇用に関して2004年以降も慎重なスタンスを続けるとしている。雇用は製造業における減少だけでなく、1990年代まで旺盛な雇用拡大を誇っていたサービス業の回復力が弱まっている。ITバブル崩壊の後遺症に悩む情報サービス業では、アジアなどへの雇用の海外移転が進んでおり、あるいは店舗形態が大型ディスカウントストア化やレジの無人化が進んでいる小売業などを中心にサービス業においても、雇用創出力が失われてきている。1990年代後半における過剰雇用の反動の影響が大きいといえる。企業マインドが改善傾向を続けているのに比べ、消費者マインドが緩やかな回復にとどまっている大きな背景になっている。また、賃金の伸びは7-9月で前年比3.0%と落ち着いているものの、福利厚生費を含めた雇用コストの伸びは4.0%に高まっている。そこで、企業はコスト負担軽減のため、新規の雇用を慎重にしており、アウトソーシング化が進んでいる。今後、雇用の底入れが続いても、派遣労働者やパートタイマーを効率よく使っていくなどコスト削減の動きが続く方向にあり、雇用の回復は緩やか

なものにとどまる見通しである。

これはITバブル崩壊の影響が決して小さくないことを窺わせている。まず需要面では、IT関連需要の底入れが進んでいるが、かつてのような力強さに欠けている。ブロードバンド化や無線LAN施設の拡大でパソコンの売上げが回復の動きにあるものの、個人、政府、輸出向けが中心であり、企業向けは緩やかな回復にとどまっている。また、通信産業は過剰設備から脱していない。米半導体工業会（SIA）によれば、2003年7-9月の世界の半導体出荷額が前年比17.5%の高い伸びを示している中、米国での出荷額は1-3月8.0%減、4-6月3.7%減から底入れしつつも7-9月で4.5%増と回復が遅れている。北米市場における半導体BBレシオは底入れの気配を示しつつも、9月で0.95にとどまっている。半導体の需要先について、パソコンは市場規模が大きいものの緩やかな回復にとどまっており、むしろ、アジアを中心にデジタル家電向けが大きく伸びていることが影響している。ただ、SIAの11月予測によれば、2003年、2004年の世界半導体出荷額は15.8%、19.4%（うち米国1.9%、17.7%）の伸びが見込まれており、今後とも回復が続いていくことになろう。もっとも、2000年における世界の伸びが37%だったのに比べれば勢いは小さく、また、2005年5.8%、2006年6.6%（うち米国2005年1.7%、2006年6.4%）と鈍化する見通しになっている。

雇用の回復が大幅に遅れる中、政策面ではFFレートを1%にまで下げる大胆な金融政策や大幅な減税政策などの経済対策によって、景気の浮揚力をつけている状況にある。サービス価格が高止まりしている半面、耐久消費財中心に低価格化が進んでおり、4-6月期以降、景気が加速傾向を示しているにもかかわらず、連邦準備制度理事会（FRB）は10月の連邦公開市場委員会（FOMC）でも、デフレ懸念が払拭できるまでは相当の期間にわたって現状の低金利政策を続けると表明せざるをえない状況にある。つまり、消費者物価のコア部分はデスインフレ傾向が続いており、例えば景気が予想以上に上振れしたとしても、需給ギャップの解消には至らないこともあって、当面、インフレ懸念よりもデフレ懸念の方が大きいとしている。実際、9月の消費者物価上昇率は前年比2.3%の水準だったが、そのうちエネルギー・食品を除くコア指数は前年比1.2%の水準になった（1966年2月以来の水準、サービス価格2.7%、商品価格-2.4%）。コアで2%割れがはっきりしてきた3月のFOMCの段階で、既に強い懸念を表明していたが、デスインフレ傾向はさらに進んでいる。

一方、2003年度以降11年間で3500億ドルの減税（時限立法）が7月よりスタートした。特に、当初の2003~2004年度に2095億ドルと集中させていることで、当面の景気下支え効果は大きい。特に、家計向けの減税の効果は今年の7-9月期が最も大きく、逆に10-12月期以降は、2004年上期に2003年上期分の減税還付があるものの、前期比ベースでの押し上げ効果が剥落する。さらに、2004年下期以降は減税規模が縮小となり、前期比ベースで早くもマイナス材料となっていく。

米国経済の主軸である個人消費は、景気の底入れ以降、2003年1-3月期までは従来のパターンに比べれば緩やかな動きにとどまっていた。ところが、4-6月期は前期比年率で3.8%、7-9月期は6.6%の伸びとなった。自動車のインセンティブ販売に加えて、7月以降は減税の効果もあり、耐久消費財がそれぞれ24.3%、26.9%と大きな伸びを示したことが大きい。半面、雇用の低迷が続いていることで、実際の消費が伸びている割には消費者マインドの回復の遅れが目立っている。しかも、8月の自動車販売は年率換算で1886万台の水準に達しており需要の先食いがかなり進んでいる。9月1659万台、10月1551万台と一服しているように、さらに数字を伸ばしていくのは容易ではないだろう。また、住宅価格の上昇や低金利を背景に住宅投

資が堅調な伸びを示してきたが、同時に、金利低下局面での借り換えや、住宅価格の上昇を背景にしたホーム・エクイティ・ローンが進んだことで、個人消費を活発化させてきた面も大きい。2003年6～9月の住宅着工件数は、住宅ローン金利の底入れに伴う駆け込み需要もあって年率換算で180万戸台の水準が続き、やや行き過ぎ感が出てきている。また、住宅価格の伸び率は鈍化してきており、先行き、住宅投資は一服の方向にある。住宅ローンの借り換えも減少傾向を示している。したがって、住宅投資によって消費を支えてきた部分は、今後、剥落して行くことにならざるをえない。7月以降の減税の効果については、限界消費性向が予想より高かったことで、貯蓄率は4～6月期の3.2%から7～9月期は3.3%とあまり動かなかった。ただ、家計部門は雇用回復の遅れに直面しており、1990年代における雇用拡大や資産効果を背景にした過剰消費の体質が調整を迫られているといえる。今後、貯蓄率は緩やかに上昇していくものと見られる。

一方、企業部門は企業業績の改善によってマインドの改善が進んでいる。しかしながら、ディスインフレを背景に、実際には雇用だけでなく在庫投資に対しても従来になく慎重な対応が続いている。雇用コストの削減や在庫率を抑制することによって収益維持を図る動きが続いている。設備投資はIT関連中心に前期比年率で4～6月期7.3%、7～9月期11.1%の伸びを示したものの、前年比ではそれぞれ1.0%、3.9%とようやくプラスに転じた段階である。企業部門における投資超過の縮小傾向に歯止めをかけるほどではなく、設備投資についても慎重なスタンスが続いている。こうした背景にあるのは、生産が自動車、国防関連、コンピュータ関連が伸びているものの、全体的には弱い回復にとどまっていることが大きい。バブル期の設備投資は償却期間の短いIT関連が中心であり、通信関連を除いては極端な設備過剰を抱えている訳ではない。それでも、依然、稼働率が75%前後と低いこともあって工場建設を伴う能力増強投資は想定しづらく、設備投資は更新投資の範囲内に収まる動きにある。実際、非国防資本財受注は回復基調にあるが、金額的には低い水準にとどまっている。

なお、財政については、税収の落込みに加えてイラク戦争に関する戦費負担や大型減税から収支が急速に悪化している。特に、軍事・復興予算として2003年度は790億ドルの追加予算を組んだが、2004年度も875億ドル規模の追加予算（うち186億ドルがイラク復興費用）を迫られた。今後、税収は下げ止まりが見込まれるものの、2004年度の財政赤字は5000億ドルに迫る見通しである。財政拡大は景気の下支え要因ではあるが、一方では長期金利の上昇圧力やドルの先行き懸念などマイナス材料も大きくなっている。また、州政府も税収減から財政収支の悪化に悩んでおり、2004年度は800億ドル規模の赤字になる見通しである。州政府の財政は収支均衡が義務付けられているため、歳出削減に加え、公共料金の引上げや増税の動きが目立っている。また、州政府による雇用削減も進んでいる。したがって、連邦政府による減税政策の効果もかなりの部分が相殺されてしまう方向にある。

さらに、経常収支の赤字は5000億ドルを突破する見通しにある。各国との成長率格差によるところが大きい。基本的には1990年代後半以降、家計部門の過剰消費に伴う貯蓄不足に原因がある。企業部門の投資超過が縮小傾向にあることが下支えしているが、このところの急膨張する財政赤字が経常赤字拡大に拍車をかけている。なお、貿易赤字については中国からの輸入拡大が大きく、2002年に対中赤字は1000億ドルを超えた。そのため、人民元切上げへの声が大きくなっている。ただ、繊維、鉄鋼業など一部に政治的圧力が強まっているが、軽工業品からIT関連製品まで海外への生産移転や輸入代替を進めた結果の輸入増が多い。したがって、ドル安政策は収支改善にさほど影響を与えず、むしろ米国の輸入コストの引上げを招くことになろう。一方、2003年上期の経常赤字は2774億ドルだったが、外国資本は民間資本中心に4973億ドル流入

しており、依然、大幅な赤字ながら問題が表面化するには至っていない。ただ、貯蓄と投資のインバランス拡大を永久に続けられる訳ではない。また、米国だけの問題ではなく、世界経済が米国の過剰消費に依存した姿も健全ではないだろう。こうした情勢下、ドル安を背景に米国から資金が流出して経常赤字を強制的に縮小させるダウンサイドリスクは残るものの、結局、分散投資の上で米国市場の重要性は変わらないだろう。むしろ、中長期的には所得の伸びの下方バイアスを背景に過剰消費体質の是正が徐々に進んでいくことにならざるをえないだろう。いずれにしても、当面、需給ギャップの解消は難しくデフインフレ圧力が続く方向にある。したがって、大型減税の効果で米国経済の回復傾向は続いて行くことになるが、2003年2.9%、2004年3.6%と従来への回復局面に比べれば、その勢いは緩やかなものにとどまる見通しである。

## (2) 構造改革に取り組むも緩やかな回復にとどまるEU経済

### EU経済の動向

(%)

		99年	,00年	,01年	,02年	,03年(予)	,04年(予)
英	実質GDP	2.8	3.8	2.1	1.7	2.0	2.4
	消費者物価	2.3	2.1	2.1	2.2	2.8	2.3
	失業率	4.2	3.6	3.2	3.1	3.1	3.0
独	実質GDP	2.0	2.9	0.8	0.2	0.0	1.2
	消費者物価	0.6	1.4	1.9	1.3	1.1	1.0
	失業率	10.5	9.7	9.4	9.8	10.5	10.4
仏	実質GDP	3.2	3.8	2.1	1.2	0.3	1.6
	消費者物価	0.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.6
	失業率	10.8	9.5	8.7	9.0	9.5	9.3
ユーロ圏 (12)	実質GDP	2.8	3.5	1.6	0.9	0.5	1.4
	消費者物価	1.1	2.1	2.4	2.3	2.0	1.8
	失業率	9.4	8.5	8.0	8.4	8.9	8.8

(消費者物価はユーロ圏がHICPベース、英がRPIXベース)

ユーロ圏の経済は1998年から2000年にかけて3%前後の好成長が続いたが、2001年1.6%、2002年0.9%と大幅な減速を余儀なくされている。2003年に入ってから、前期比で1-3月期マイナス0.0%、4-6月期は周辺国のスペイン、フィンランド、ギリシャ、アイルランドなどが比較的健闘したものの、ドイツ、フランス、イタリア、オランダなどがマイナス成長となったことでマイナス0.1%と不振が続いた。イラク戦争の終結以降、日米経済が予想以上の回復を示している状況とは対照的である。統合ブームの一段落に加えて、通信を中心とするITバブルの崩壊が重なったことが大きい。さらには、2002年以降のユーロ高に伴う輸出の低迷が追い討ちをかけてきた。従来、労組の強さもあって比較的高い賃金の伸びから個人消費は底堅い動きを示していたが、消費者マインドが急速に悪化してきた。資本ストックの調整や輸出の不振から設備投資の抑制が続くとともに、雇用に対する慎重なスタンスが続いていることが大きい。また、コスト削減を求めてドイツを中心に中東欧への生産移転が進んでいるが、もともと構造的に高い失業率をさらに悪化させている。

ただ、1990年代におけるグローバルなM&Aブームの反動が続いてきたが、通信産業は2004年の第三代携帯電話の本格化を前に国境を越えた戦略提携が進んでおり、あるいは生き残りをかけて航空産業における企業統合などが再び活発化してきている。金融機関は投資銀行部門の拡

充に動いており、また、EU財務相理事会は2005年に各国証券市場の一体化実現に向けて動き出している。IT関連の需要については、EUにおける半導体出荷額が7-9月で前年比17.3%増と2桁ペースで回復してきている。まずパソコンの売上げが大きく回復しており、また、ネット接続やカメラ付きの需要増を背景に携帯電話の売上げが伸びており通信産業の底入れを裏付けている。実際、5-6月頃より株価の上昇や米景気の回復に連れて、最も低迷感の強かったドイツやフィンランドなどで新規受注や生産の底入れが進み、企業部門での景況感が徐々に下げ止まりの兆しが出てきた。次いで、7-8月頃からユーロ圏全体の製造業が底入れを見せ始め、実体面での景気指標にも改善が見られ始めた。逆に、1-3月期まで比較的堅調だったフランスは5-6月のストライキや8月の猛暑の影響など特殊要因もあって低迷が長引き、また、イタリアも出遅れ感が強かったが、7-9月期はプラス成長に転じている。ユーロ圏全体としても、7-9月期は前期比0.4%と底入れの方向を示している。

政策面では、6月に政策金利を2.0%に下げたことに加えて、財政政策は従来の緊縮型からやや拡張型へ転換されたことで、景気の下支えになる方向にある。つまり、ユーロの参加国は財政赤字を名目GDP比3%以内に抑えるという安定成長協定があるが、ドイツ、フランスは2002年に3.6%、3.1%と3%を超えている。さらに、景気低迷に伴う税収減や所得税減税の影響から2003年、2004年と3年連続で3%を上回る見通しにある。協定違反に対してはGDP比0.2-0.5%の制裁金が科せられることになっている（EUに供託し、2年以内に改善できなければ没収）。ところが、フランスは3カ年計画で2003年4.0%、2004年3.6%と3%超過を放置し、2005年に3%以内に収束させることを表明したことで、一時、欧州委員会は警戒感を強めた。ただ、最終的には2004年についてある程度の歳出削減を進めることで、3%以内への削減は2005年まで猶予される方向にある。

なお、EUは2004年5月から中東欧諸国の加盟によって25カ国体制となるが、逆に、イギリス、スウェーデン、デンマークのユーロ参加は国民の反対の強さから、さらに遅れる見通しになってきた。3カ国ともユーロ圏よりも高い成長率を示しており、金融政策や社会保障政策面で基本的に異なる国が加盟によって政策面で制約を受けるだけで、それを上回るメリットが薄くなっていることが大きい。ユーロ圏は1993年の市場統合や1999年の通貨統合によって、市場経済化を促し経済の活性化が進んだが、まだ十分な状況とはいえない。つまり、肥大化した政府部門や硬直的な労働市場の改善はそれほど進んでいる訳ではない。潜在成長力の引上げを図るには、今まで先送りしてきた高コストの背景になっている労働市場や社会保障制度などの構造問題に取り組む必要に迫られている。そこで、ドイツやフランスなど主要国では失業保険給付期間の短縮や有期雇用・パートタイム規制の緩和などの改革を進めている。また、年金積立期間の延長や給付開始年齢の引上げなど年金制度改革に取り組んでいる。今後、市場統合の効果を発揮するには、国内だけでなく国境を越えた労働力の流動化を促進する必要があり、そのためには税制や企業年金などの統一も必要になってこよう。政治統合など統合の深化はしばらく一服せざるをえず、経済活性化に向けての動きが急である。

いずれにしても、こうした政府部門の改革に加えて、2002年以降のユーロ高で高コスト体質が一層目立ってきていることから、企業によるコスト削減の動きは当分続く。一方、ドイツ、フランスで所得税減税が実施されることになり、あるいはEU首脳会議では域内の経済活性化を目指して交通・通信網の整備に2200億ユーロの投資が検討されているものの、短期的には成長に対する下押し圧力で雇用の回復は遅れる見通しにある。したがって、ユーロ圏の経済は2002年0.5%、2003年1.4%と緩やかな回復にとどまろう。

【イギリス】 イギリス経済は2002年に1.7%成長と比較的健闘したが、2003年1-3月期は前期比0.2%と大きく減速した。従来から、イギリス経済はポンド高の影響もあって輸出の不振に伴う企業部門の低迷が続く一方、堅調な個人消費が大きく下支えしてきた。消費は雇用や賃金の堅調な伸びに加えて、住宅担保消費者ローンの伸びによって押し上げられてきた。ところが、年明け以降、住宅価格のピークアウト懸念から住宅投資が大きく落ち込んだことや、イラク戦争前のマインドの悪化から個人消費が前期比0.1%減とマイナスに転じたことが大きかった。ただ、続く4-6月期は0.6%増と勢いを取り戻している。イラク戦争が短期に終息したこともあって消費者マインドが改善し、小売売上が大きく伸びるなど個人消費が0.7%増と持ち直しの動きを示したことが大きい。また、住宅価格の伸びが前年比20%台から徐々に鈍化してきたとはいえ、一時懸念されていたほどの下げには至らず、依然、8月で16%台と高い伸びが続いている。実際、住宅投資が持ち直しており、個人消費を支える要因にもなっている。さらに、コンピュータ関連や建設関連の統計見直しがあり固定投資が0.5%減から1.2%増に修正され、全体の伸びも改定値の0.3%から確報値で0.6%に上方修正された。こうした動きに加えて、消費が回復を示してきたことで生産が底入れを示し企業マインドにも明るさが見えだした。また、教育や医療を中心とした財政拡大の動きは今後も維持される見通しである。実際、7-9月期のGDPについては、速報値ベースで0.6%となった。サービス産業が0.7%と大きく伸びたことが大きい。

なお、イギリスの消費者物価(RPIX)上昇率は9月時点で2.8%と、ユーロ圏の消費者物価(HICP)上昇率2.1%に比べ高めに突出しているが、住宅価格上昇の影響を受けないHICPベースでは1.4%と落ち着いた水準にある。賃金の伸びが比較的高いことや、不動産価格の上昇などから政策金利はユーロ圏に比べ高めに推移してきた。ただ、製造業の生産性の伸びから単位労働コストは低下傾向にあり、消費者物価の安定に大きく寄与している。家計部門における債務の増加傾向に対する懸念材料から11月に0.25%の利上げがあったが、7月の予防的利下げを元に戻したものと見られ、物価が強含みに転じている訳ではない。住宅価格の伸びが徐々に鈍化していく方向にあることもあり、2.5%以下(上下1%以内)というインフレ目標は、2004年には達成される方向にある。また、規制緩和の推進によってサービス経済化が進んでおり、内需の立ち直りが早くなってきている。したがって、イギリス経済は今後とも比較的堅調な推移を示すことになるだろう。

【ドイツ】 ドイツ経済は2001年0.8%、2002年0.2%成長と低迷が続き、2003年に入っても1-3月期は前期比0.2%減、4-6月期は0.2%減とマイナスが続き、厳しい情勢が長く続いている。通信を中心とするITバブル崩壊の影響に加え、輸出依存度の高いドイツはユーロ圏の中でも最も高コスト体質にあることで、折からのユーロ高とも相まって、強いダメージを受けてきた。ただ、5月頃までは生産や製造業受注での厳しい情勢が続いたが、株価上昇やユーロ高の一服もあり、まず企業マインドに明るさが見え始めた。実際、6月になって資本財を中心とする海外受注がプラスになり、底入れの兆しが出てきた。6月の旧東独地域での自動車部品業界を中心とした時短をめぐるストライキの影響や、8月の猛暑の影響もあり、生産は一進一退の動きだが、徐々に底入れ基調を示している。企業の景況感は緩やかながらも改善が続き、特に期待指数では大きな伸びが見られるようになった。米国始め世界の景気が回復傾向を示し始めたことで、輸出環境に明るさが見え始めたことが大きい。また、不振を続けてきた建設が底入れを見せていることもあり、10月には現状指数も改善を示している。

しかしながら、景気低迷が長期化してきたことで企業の雇用スタンスがより厳しくなり、また、コスト削減から中東欧への生産移転が雇用情勢の悪化に拍車をかけている。さらに、社会保険料の減少や財政収支の悪化を招いている。そこで、政府は先送りしてきた労働市場改革や年金・医療制度などの社会保障改革にメスを入れざるをえない状況に追い込まれている。例えば、失業保険給付期間の短縮（最長32ヶ月→18ヶ月）や、生活困窮者に対する失業保険の延長給付引下げによって財政負担の軽減や硬直的な労働市場の流動化を図っている。また、2004年からの健康保険改革では、保険料率引下げの一方、自己負担制（10ユーロ）の導入や保険適用範囲の縮小化を進める。あるいは公的年金については、受給開始年齢の引上げや、インフレスライドの中止、年金水準の引下げを図っている。

一方、既に決まっている所得税減税計画（最高税率の48.5%から42%への引下げなど2004年～2005年の2回に分けて実施）のうち、2005年に予定していた156億ユーロを1年前倒しで実施する方向で検討が続いている。もともと2004年に実施予定だった分と合わせて220億ユーロの減税（名目GDP比1%）となる。財源については歳出削減を基本とすべく、2004年の連邦予算は補助金の削減や、社会保障費の抑制で緊縮型にする方針であり、また、タバコ税引上げなどの増税を決めている。増収策は、減税分の全額を賄える訳ではないが、減税効果はかなり相殺される方向にある。いずれにしても、内需の回復力は弱い動きにあり、成長軌道に復帰していくには、サービス産業を中心とした産業構造の高度化を図って行くことが必要だろう。実際、小売店の営業時間延長（土曜日の閉店時間が16時から20時へ）などの規制緩和が消費にプラスの効果を及ぼしつつある。中長期的な課題として、規制緩和を進めて行くことが雇用の促進とともに設備投資を活発化させることになるだろう。ただ、今のところ構造改革も景気対策も中途半端なものにとどまっており、当面は輸出の伸びに依存しつつ緩やかな回復にとどまることになるだろう。

### （3）中国の景気拡大とデジタル家電市場の伸びで回復進む東アジア経済

#### 東アジア経済の動向

(%)

	98年	99年	,00年	,01年	,02年	,03年(予)	,04年(予)
中国	7.8	7.1	8.0	7.3	8.0	8.3	7.8
韓国	-6.7	10.9	9.3	3.1	6.3	2.6	5.2
台湾	4.6	5.4	5.9	-2.2	3.6	2.8	3.8
香港	-5.0	3.4	10.2	0.5	2.3	2.4	3.2
シンガポール	-0.9	6.4	9.4	-2.4	2.2	1.2	4.2
タイ	-10.5	4.4	4.6	1.9	5.3	5.0	5.2
マレーシア	-7.4	6.1	8.5	0.3	4.1	4.4	4.6
インドネシア	-13.1	0.8	4.9	3.4	3.7	3.6	4.2
フィリピン	-0.6	3.4	4.4	4.5	4.4	3.8	4.0
(合計)	0.7	6.7	7.7	3.8	5.9	5.3	5.8

東アジア経済は2002年に5.9%成長を示したが、2003年の年明け以降、米景気の減速やSARSの影響などからNIESを中心に悪化基調を余儀なくされてきた。4-6月期は韓国が消費者信用のミニバブル崩壊もあって前年比1.9%に鈍化し、SARSの打撃が大きかった香港、シンガポール、台湾はマイナス成長を強いられた。ただ、中国やASEANは比較的健闘している。特に、中国は国内の大幅な固定資産投資の増加に加え、世界景気の減速傾向にもかかわらず輸出が

引続き米国向けやEU向け中心に30%台で伸びたことで、個人消費の鈍化から減速を余儀なくされつつも、6.7%成長とほぼ順調な推移を示した。もっとも、輸出の過半がNIESや日本など外資系企業が担っていることが示しているように、一方では、資本財や部品などの輸入も大幅に増えており、貿易黒字が急拡大している訳ではない。対米では2002年の黒字は1000億ドルの大台に乗ったが、総額では304億ドルであった。2003年1-9月は関税の引下げ効果による輸入の大きな伸びの影響もあり92億ドルの水準に落ちている。一方、中国への直接投資を大きく増やしている台湾や韓国は、年明け以降、米国向けの輸出が落ち込む中、中国向け輸出を増やしたことで、1-3月期は生産が比較的堅調に推移した。逆に4-6月期はその反動から、輸出が鈍化して生産面でも在庫調整から低迷を余儀なくされた。しかも、個人消費や設備投資などの内需は1-3月期から陰りが出ていたことで、2003年上期中は低迷を続けることとなった。

ただ、アジアにおけるIT関連の需要に関しては、中国を中心にパソコンや携帯電話が伸びており、あるいはNIESや日本でデジタル家電が伸びている背景から、半導体の売上げは2003年明け以降回復が続いている。7-9月には前年比でアジア24.4%、日本18.8%と2割前後の伸びとなっている。こうした動きに加えて、米経済の回復傾向から、6月以降、徐々に輸出や生産面で底入れの動きが見られるようになった。また、早期にSARSが終息したことや株価の回復傾向もあり、企業マインドや消費者マインドの改善が進んでいる。

いずれにしても、東アジア経済は世界情勢の影響を受けつつも、輸出競争力の向上に加えて国内市場も拡大しており、成長力が最も高い地域に変わりない。また、NIESによる中国への直接投資が急速に拡大していることや、ASEANの自由貿易化などによって、域内取引が活発化しており、下期以降、経済は再び回復を示す方向にある。地域別には、落ち込みの大きかったNIESがIT関連の輸出の伸びを背景に堅調な回復を示すだろう。特に、韓国、台湾は海外受注が大きく回復しており、香港は中国本土からの観光客が急増している。中国は引締め政策の効果からやや鈍化しつつも順調な成長を続けよう。IT関連産業のウェイトが低いASEANは伸びがやや一服するが、堅調な動きが続く見通しである。

【中国】 中国経済は2002年の8.0%成長の後も、2003年1-3月期は前年比9.9%と高成長を続けたが、4-6月期は6.7%に鈍化した。イラク問題で先行き不透明感が増し世界景気が減速傾向を強める中、中国自身もSARS問題に直面したことが大きい。特に、観光産業や小売り・飲食店などが大きな打撃を受けた。ただ、最終的にはSARSが短期間で終息したことで懸念された生産面への影響は小さかったこともあり、輸出や企業の設備投資は比較的順調に進んだ。2003年に入ってから固定資産投資は30%台の伸びを続けており、高成長を支えている。個人消費に関しては、社会主義市場経済の推進によって経済のシステムを大きく変えてきたが、依然、政府部門の投資の役割が大きく、GDPに占める個人消費のウェイトは5割以下でしかない。逆に、個人消費の成長余地が大きいことを示している。実際、小売上の伸びは5月に前年比4%台に鈍化したが、6月8.3%、7月9.8%、8月9.9%と大きく戻している。耐久消費財の中心は白物家電やAV機器だが、パソコンや携帯電話などIT関連の売上げが大きく伸びている。また、自動車ローンの普及もあり乗用車販売は好調で、2002年に112万台と百万台を超えたが、2003年は1-8月で既に120万台に達している。こうした回復の流れを受けて、7-9月期のGDPは9.1%成長と好調であった。うち個人消費は9.7%、固定資産投資は30.5%と高い伸びであった。

輸出については、NIESが4-5月に急速に鈍化を迫られる中、中国は30%を超える伸びを

続けた。輸出に対する外国企業の貢献が過半を占めているとはいえ、米国、EUの対中貿易赤字は急拡大しており（2002年米国1030億ドル、EU400億ドル）、人民元切上げ論が急速に高まっている背景になっている。人民元は形式的には管理フロート制にあるが、事実上、8.28元/ドルを中心とするドルペッグ制の状態にある。ただ、経済は高成長の一方で、国有企業の経営不振や失業率の悪化に悩んでおり、また、脆弱な金融システムから資本取引も厳しく管理されている状況にある。また、20年間も米ドルリンク制を採っている香港ドルが7.8の水準にあることなどを勘案すると、当分、大幅な通貨切上げを実施するのは難しい情勢にあるといわざるをえない。しかも、米国はじめ各国とも中国製品と競合関係にあるというより、水平分業の側面が大きく、人民元の切上げは逆に各国にとって輸入面でのコスト上昇となるなど難しい面もある。あるいは、中国が順調に成長を続けていることで、各国とも中国市場の拡大に伴う輸出増を享受しているのも事実である。ただ、中国は2001年末のWTO加盟に伴い、2006年以降、金融業務の自由化を迫られており、中長期的には資本の自由化や変動相場制への移行を段階的に進めて行かざるをえないだろう。

なお、1978年以降の改革開放政策や民営化の推進もあり、国有企業のウェートは5割以下になっているが、依然、国有商銀による国有企業向けの杜撰な資金の流れが続いており、財政赤字の大きな要因になっている。国有商銀のコーポレート・ガバナンスは改善しておらず、IT関連、自動車、建設、不動産向けの貸出の伸びが20%台と過熱してきたことで、過剰投資や不良債権拡大の懸念が再び高まっている。特に、不動産向け貸出の伸びが高い上海や北京では不動産価格が吊り上がってきている。そこで、人民銀行は6月に不動産融資に関する条件強化策を打ち出し、9月には預金準備率を6%から7%に上げた。失業率が悪化している状況では引締め政策も本格的なものにはなりにくいものの、当面、固定資産投資は鈍化せざるをえないだろう。

先行き、リスク要因を多く抱えているのも事実である。例えば、失業者の急増や貧富の格差拡大、あるいは社会保障制度の未整備に対する国民の不満、市場メカニズムを無視した供給過剰体制によるデフレの深刻化、不良債権の拡大に伴う財政政策の限界、将来の人民元切上げ、汚職体質や海賊版の横行、自然破壊に伴う水不足や砂漠化の深刻化、一人っ子政策に伴う超高齢化社会の到来などにより、中長期的には紆余曲折が不可避だろう。ただ、多くの矛盾を抱えながら、基本的には一人当たりGDPが2002年で960ドルと1000ドル以下の水準にあり、中期的に7%程度の成長は十分可能と見られる。しかも、当面は固定資産投資の伸びを背景に、8%前後のやや高め成長が続くことになろう。

【韓国】 韓国経済は2002年に6.3%成長となったが、2003年に入ってから急速に低迷を余儀なくされている。四半期毎の動きは、前年比ベースで10-12月期の6.8%から1-3月期は3.7%、4-6月期1.9%と大幅に鈍化した。米景気減速に伴う輸出や設備投資の低迷が影響したものの、消費者信用規制や労働争議の頻発など国内要因によって、個人消費が前年比マイナス2.2%と大きく落込んだことが大きかった。ところで、個人消費は通貨危機を乗り切った1999年以降、賃金の回復とともに順調な伸びを示してきた。また、企業の債務削減の動きに伴い資金需要が低迷したこともあって、政府と銀行による住宅ローンや消費者ローンの促進政策が消費の下支えをしてきた面も大きい。ただ、個人ローンを急拡大させて過剰消費を促した反動から、2002年以降、過剰債務や不良債権問題を引き起こし、銀行による与信管理の厳格化やカード利用制限などの抑制措置が採られたこともあって、消費者マインドが急速に冷え込んでしまった。銀行の不良債権比率は2002年末の2.3%から2003年6月末は3.2%に上昇した。もっと

も、通貨危機後の1999年末の12.9%あった頃とは桁が違う。また、2003年年明け以降、企業部門によるコスト削減のための賃金抑制の動きがマインド悪化に拍車をかけ、小売売上が落ち込み、景気の減速感が強まった。あるいは5月以降、運送、金融、自動車業界の労組によるストライキが頻発したことが生産や物流に影響を与えた。こうした背景から、企業部門の景況感悪化に拍車をかけてきた。

なお、労働争議が増加しているが、所得格差の拡大や若年層の雇用情勢悪化など、労働者の不満が高まっていることが大きい。賃金については、通貨危機の影響から1998年にマイナス3.1%（製造業）となったが、その後の順調な景気回復から伸びが高まり、2002年は12.0%となった。労組の力が強いように見えるが、あくまでも企業収益回復の範囲内にある。むしろ、コスト削減からパートなど非正社員のウェイトが5割を超えており労働分配率は下押し圧力が強まっている。また、週休2日制が決まったのは今年8月のことであり（OECD加盟国の中で例外的な存在だったが、大企業中心に2004年7月以降、段階的に実施される）、年間の労働時間は2000年で2474時間と長く、時短に向けてようやく動き出したところである。いずれにしても、韓国経済は輸出を中心に高い成長を続けてきたが、先進国の仲間入りを果たしたとはいえ1人当たりGDPは1万ドルの段階にある。経済はまだ成熟段階に至っておらず、まだ、内需の成長余力は高いと見られる。

こうした中、6月以降、半導体などIT関連中心に中国や米国向けの輸出が底入れを示したことで、生産面での回復が進んでいる。下期以降、企業収益の回復とともに電気機械中心に設備投資は上向きに転じていく見通しにある。特に、強さを誇る半導体分野に加えて、デジタル家電向けの液晶、プラズマ・ディスプレイ・パネル（PDP）の設備投資が活発化することになるだろう。なお、政策面では、7月に韓国銀行は政策金利を0.25%下げて3.75%にした。政府は特別消費税の税率引き下げを2001年の時限立法による実施に続いて7月に再度実施しており、また、4.5兆ウォンの補正予算による景気対策を決めている。さらに、株式市場の回復傾向もあり企業マインドの回復に続いて、消費者マインドが徐々に明るさを増してきた。実際、小売売上是緩やかながらも6月頃から底入れの動きを示している。したがって、下期以降、内需の底入れが進むことで景気は緩やかながらも回復に向かうことになり、2004年は5.2%の成長が期待できよう。