

明治安田生命

2004－2005年度経済見通しについて

～2004年度後半に小幅調整、2005年度は再度回復へ～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、1－3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2004－2005年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2004年度	3.4%	2005年度	1.9%
名目GDP成長率：2004年度	1.1%	2005年度	0.2%

2. 要 点

- ①日本の景気は、2004年度前半まで堅調な回復軌道をたどる。外需に牽引される形で国内生産や設備投資が好調な伸びを持続。個人消費も雇用環境の改善を背景に底堅く推移する。
- ②しかし、2004年度後半は、米国景気減速の影響で外需の勢いが鈍ると予想されるのに加え、素材価格上昇や、デフレの残存による製品価格低迷が企業収益の下押し圧力として働くことから、内外需とも次第に停滞感が強まる。
- ③もっとも、企業のリストラ努力により収益体質が改善していること、在庫の顕著な積み上がりも見られないことから、景気の調整は小幅かつ短期間に留まる見込みで、景気後退局面入りするまでには至らない。2005年度後半は再び盛り返す。

〈主要計数表〉

	2003年度 (実績)	2004年度		2005年度	
			2004/2時点		2004/2時点
名目成長率	0.7%	1.1%	0.2%	0.2%	0.2%
実質成長率	3.2%	3.4%	2.4%	1.9%	1.9%
成長率寄与度・内需	2.3%	2.4%	1.2%	1.1%	1.1%
・外需	0.9%	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. GDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測								
	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度	2004年度				2005年度			
				1-3月	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	3.2%	3.4%	1.9%	1.4%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%	0.8%	1.0%	1.1%
民間最終消費支出	1.6%	2.1%	1.2%	1.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
民間住宅投資	0.3%	1.3%	1.3%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.5%	1.1%	1.0%	1.0%
民間設備投資	12.4%	8.7%	4.2%	2.4%	1.9%	1.1%	0.8%	0.5%	1.0%	1.0%	1.5%	2.2%
政府最終消費支出	0.8%	1.1%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
公的固定資本形成	-12.3%	-10.2%	-7.7%	-3.4%	-3.0%	-2.0%	-1.8%	-2.2%	-2.0%	-2.0%	-1.6%	-2.3%
財貨・サービスの輸出	10.9%	11.6%	7.2%	3.9%	3.1%	2.0%	0.5%	0.5%	1.0%	3.0%	3.5%	3.5%
財貨・サービスの輸入	4.5%	5.4%	2.1%	1.9%	1.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.2%	0.5%	1.0%	1.5%
名目GDP	0.7%	1.1%	0.2%	0.8%	0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.4%	0.6%	0.8%
GDPデフレーター	-2.4%	-2.3%	-1.7%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.3%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測								
	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度	2004年度				2005年度			
				1-3月	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	3.2%	3.4%	1.9%	1.4%	0.9%	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%	0.8%	1.0%	1.1%
民間最終消費支出	0.9%	1.1%	0.7%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	1.9%	1.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
政府最終消費支出	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
公的固定資本形成	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
在庫品増加	0.1%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出	0.9%	1.0%	0.8%	0.3%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
財貨・サービスの輸出	1.3%	1.5%	1.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%
財貨・サービスの輸入	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測								
	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度	2004年度				2005年度			
				1-3月	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)	3.5%	6.5%	2.6%	6.8%	8.8%	8.3%	4.7%	4.4%	1.4%	1.6%	2.7%	4.5%
消費者物価指数(前年比)	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%
国内企業物価指数(前年比)	-0.5%	0.6%	0.3%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
完全失業率(季調済)	5.1%	4.8%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.8%	5.0%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%
為替レート(円/ドル:平均値)	113円	111円	112円	107円	110円	109円	106円	103円	103円	106円	109円	110円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2004年度前半の日本経済は、外需主導で堅調な成長を続けよう。しかし、年度後半は、米国、および中国景気減速の影響で輸出が鈍化に向かうと予想されるのに加え、国内では素材価格上昇が企業収益の下押し圧力として働くこと等から、内外需とも次第に停滞感が強まる展開を予想する。

個人消費は、雇用環境の改善がある程度下支えになるものの、ここ数年の高齢層主導の消費には限界が見えつつあるほか、年度後半は将来的な社会保障費負担増や増税の議論が進むことが消費者心理の冷え込みに繋がると思われることから、次第に減速に向かう。住宅投資は、大都市の一部で分譲住宅などに回復の兆しが見られるものの、全国的には、地価下落基調の持続を背景に引き続き伸び悩むと予想する。

設備投資は、相関の高い輸出が減速に向かうと予想されるのに加え、IT関連を中心とした更新投資需要の一巡や、デフレ環境持続による売上の伸び悩みなどから、年度後半は次第に減速に向かうと予想する。

外需は、年度当初は中国向けの機械部品等を中心に高い伸びを続けるとみられる。しかし、年度後半は、減税効果剥落後の米国景気が停滞感を強めると予想されるのに加え、中国景気も、過剰投資の抑制、人民銀行による引き締め強化、米国向け輸出の鈍化などから減速に向かうと予想されるため、次第に伸びが鈍化すると予想する。2003年度中に進んだ円高も、タイムラグを置いて2004年度の輸出の下押し圧力になるとみる。

2004年度後半以降景気は減速に向かうが、政府が景気後退局面入りを宣言するまでには至らず、2005年度後半以降は再度緩やかながら回復に向かうものと予想する。過剰在庫や過剰債務の懸念が少ない分、調整は小幅かつ短期間に留まるだろう。

国内の供給力に対し需要が不足する、いわゆるデフレギャップの状態は解消せず、消費者物価が安定的に上昇に転じるとは考えにくいことから、日銀は引き続き現行の量的緩和策の枠組みを維持しよう。

日本実質GDP成長率：	2004年	3.4%	2005年	1.9%
日本名目GDP成長率：	2004年	1.1%	2005年	0.2%

(1) 個人消費の回復スピードは鈍い

家計貯蓄率は、将来所得への不安感から上昇に向かう

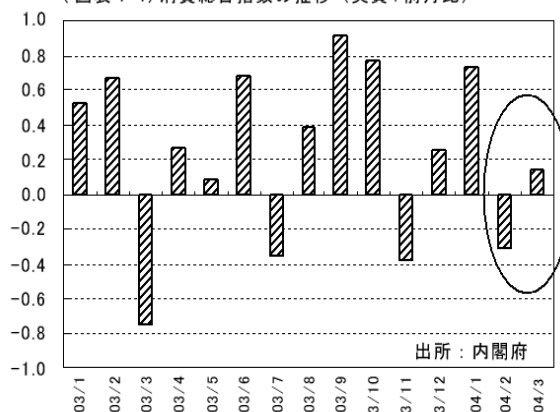
個人消費は、年度前半は雇用・所得環境の回復がある程度下支えとなるものの、年度後半は次第に減速感が強まる展開を予想する。

景気は回復に向かっているものの、足元の個人消費の基調は必ずしも強くない。3月の百貨店売上高は、2月の前年比2.3%増から一転して同4.7%減、勤労者世帯個人消費も、2月の高い伸びから、3月は名目・実質とも前年比マイナスにまで落ち込んだ。結局、2月の消費好調は、閏年効果で1日増えたという特殊要因が大きかったようだ。GDPベースの個人消費との相関が高い、内閣府の消費総合指数(季調値)を見ると、2月はむしろ弱含んでおり、3月の伸びも小幅である。1月の伸びが高かったことから、1-3月期のGDPベースの実質個人消費は前期比1.0%増と堅調な結果になったが、

雇用者報酬はマイナスであり、4月以降については不安が残る内容となっている。

高齢者の割合が増えれば一国全体の貯蓄率は低下するが、2001年以降は、もともと低い中高年齢層の貯蓄率がさらに大きく低下するという傾向が顕著となった。リストラ等の影響で収入が減っても、消費の水準はすぐに落とせない「慣性効果（ラチェット効果）」が働いたためと考えられるが、資産を取り崩すにも限度があるので、時が経つに連れ、消費のレベルは徐々に所得水準にさや寄せされる。2004年度は、これまでのような高齢者主導の消費の伸び持続は期待できない。加えて、今後家計部門の負担は高まる一方である。年金保険料の引き上げや配偶者特別控除の廃止などが決まる一方、今後数年のうちに、所得税の定率減税廃止や消費税引き上げも実施される可能性が濃厚な情勢である。こうした将来の所得への不安から、家計の財布の紐は締まる可能性が大きく、2004年度は貯蓄率の上昇が消費の抑制要因となる可能性が大きいとみている。

％（図表 1-1）消費総合指数の推移（実質：前月比）

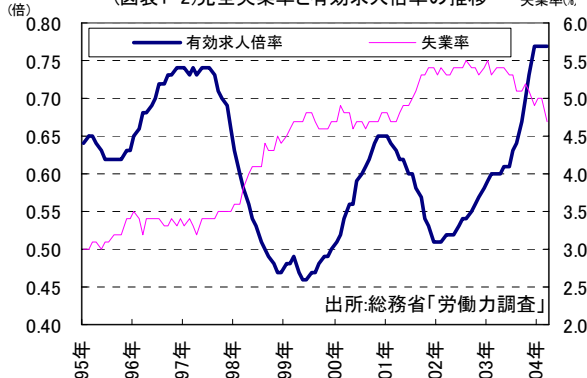


雇用調整圧力残り、雇用環境の回復は緩やか

したがって、今後も個人消費が持続的かつ本格的な回復に向かうためには、家計の雇用・所得環境の改善が不可欠と考えられる。

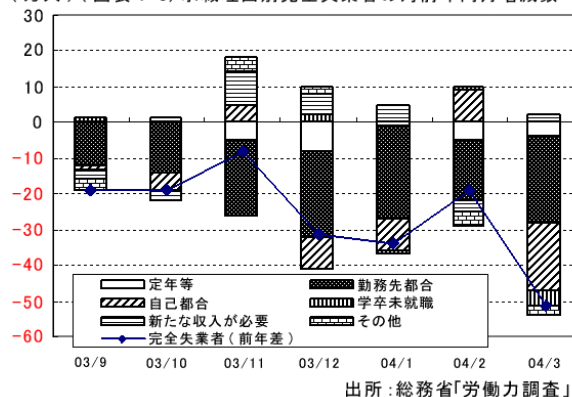
足元の雇用環境を確認すると、有効求人倍率は、2003年8月の0.64倍から4ヶ月で0.77倍まで急上昇、失業率は3月に3年ぶりに4.7%まで低下するなど、まずまず順調な回復を続けている（図表1-2）。ただ、有効求人倍率はここ4ヶ月は横ばいで推移しているほか、失業率が低下した割には就業者数の伸び悩み傾向が続くなど、先行きの不安材料は払拭されていない。

有効求人倍率 (倍) (図表1-2)完全失業率と有効求人倍率の推移 失業率(%)



完全失業者を求職理由別に分類すると（図表1-3）、勤務先都合との回答が大きく減っており、倒産、リストラを理由とした失業は減少傾向にある様子がうかがえる。しかし、業種別・規模別による格差は依然として大きく、特に、中小企業非製造業に雇用リストラ圧力が強く残っていることがわかる。

(万人) (図表 1-3) 求職理由別完全失業者の対前年同月増減数



規模別非農林業雇用者数の推移をみると、従業員500人以上の企業では、過去1年間に雇用者が30万人増えているのに対し、1-29人の中小企業では、逆に67万人の減少となっている。中小企業では賃金の伸び悩みも顕著だ（図表1-4）。業種別では、雇用者が伸びているのは医療・福祉など一部業種に偏っている。中小企業、特に非製造業の雇用調整の動きは当面続くと考えられることから、雇用・所得環境の回復は今後も緩やかなものに留まる可能性が高い。個人消費の押し上げ効果は限定的なものに留まろう。

雇用減少が企業景況感の回復に繋がる面も

今の雇用情勢は景気サイクルのどのあたりに位置するのであろうか。「最近の雇用環境の改善は今後景気が一段と力強さを増す証拠」との見方もあれば、「雇用指標は遅行指標で、過去の景気回復を反映しているにすぎない」との見方もあろう。我々の見方はどちらかといえば後者に近い。

雇用と景気との関連を考えた場合、雇用調整は労働者にとっては痛みとなる一方で、企業にとっては、企業収益の改善により逆に景況感の回復に繋がる傾向があることを考慮する必要がある。

1990年代に企業活動が低迷したのは、デフレ下での賃金の下方硬直性の影響で、労働分配率が高止まりしたことが主たる要因のひとつだった。しかし、その後の収益改善と雇用調整の進展により、既に労働分配率は低下が進んでおり、それとともに企業景況感も回復に向かっている(図表1-5)。労働分配率を、分子の人件費の伸びと、分母の付加価値の伸びに分解して比較してみると、好況期においては、分母の付加価値の伸びが、分子の人件費の伸びを上回ることによって労働分配率が低下に向かうのに対し、景気後退期においては、分子の人件費の伸びが分母の付加価値の伸びを上回るため、労働分配率が上昇に向かう傾向があることが確認できる(図表1-6)。

景気回復局面は後半か?

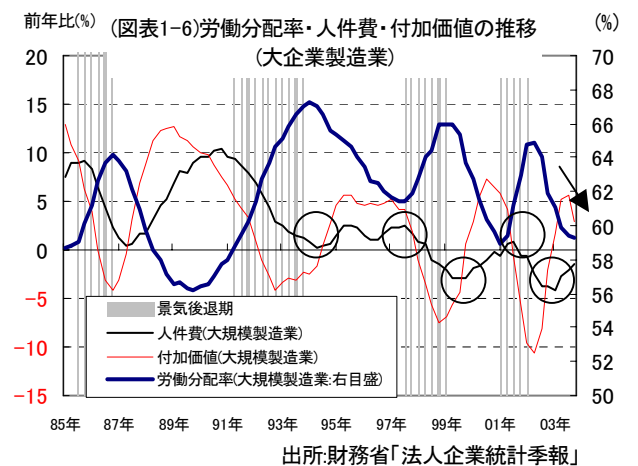
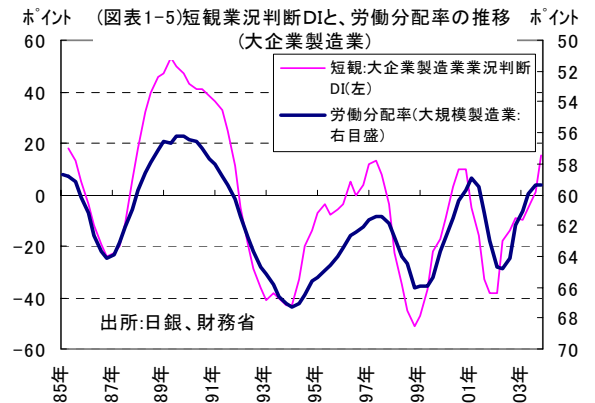
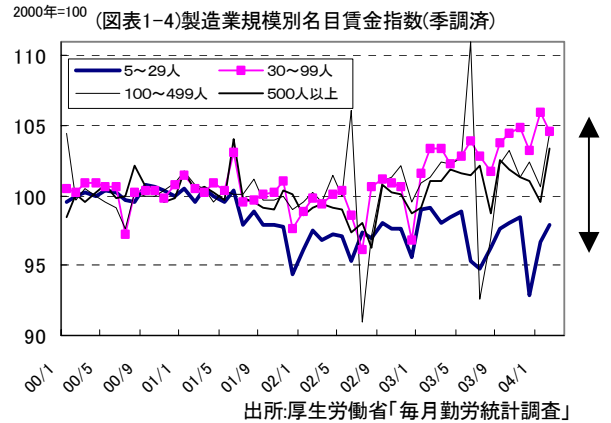
足元の雇用情勢が、景気サイクルのどのあたりにあるのかをみるため、図表1-6で時系列的にフォローしてみよう。

まず、景気回復初期においては、直前の景気後退期の影響が残ることから、しばらくは人件費の伸びが低下を続ける一方、付加価値の伸びは収益改善で上向くため、労働分配率は低下に転じる。

図表1-6の大企業製造業の場合、ちょうど人件費の伸び率が前年比でボトムをつけるあたりで、付加価値の伸び率が人件費の伸び率を上回る傾向がある(折れ線グラフがクロスする)。

その後は、付加価値の伸びが人件費の伸びを上回る状況が続くが、次の景気後退期が近づくと、企業収益鈍化で付加価値は低下に向かう一方、人件費は好況期の名残ですぐには鈍化しないため、労働分配率の低下ペースは鈍り、やがて上昇に転じる。

人件費の伸びが前年比でピークをつけるあたりで、やはり付加価値の伸びが人件費の伸びを下回る(折れ線グラフがクロスする)。この間、労働分配率の上昇基調が続く。そして、次の景気回復期に入ると、再度付加価値の伸びが上昇に向かう。これでワンサイクルとなる。



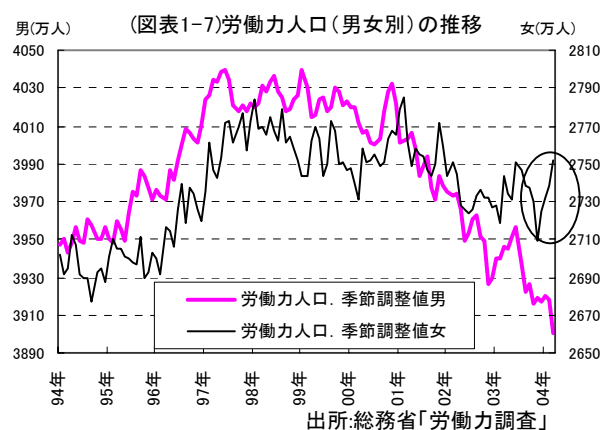
直近の動向で気になるのは(10-12月期が直近データ)、既に収益の改善基調が一巡しつつあり、労働分配率は低下基調からほぼ横ばいに近い推移に変わっている点である。過去の例では、いずれも次の景気後退局面が近いことを示唆している。さらに、振れを除去するためグラフは四半期移動平均で作成しており、これも現実の動きを遅れて示す要因となる。つまり、足元では既に景気回復の後期に差しかかっている可能性がかなり高いということになる。

非製造業や中小企業ではいまだに雇用調整が続いている現状を考えると、非製造業や中小企業まで景気回復の裾野が広がる前に、牽引役である大企業製造業の景況感が鈍化に向かう可能性が高いと予想する。企業収益が、国内要因よりも、外需や商品相場などの外部要因に左右されやすくなっていることが、安定的な景気回復局面が続きにくくなっている要因であろう。在庫が依然低水準で推移していることや、企業の過剰設備、過剰債務の整理が進んでいることから、景気の調整は深いものとならない可能性が大きい、日本経済は2004年度後半から2005年度前半にかけ、停滞色を強める可能性が高いと予想している。

女性の雇用回復は一定の評価が可能

また、最近の雇用情勢を巡る特徴のひとつに、女性雇用の改善傾向が顕著になってきた点が挙げられる。失業者数は男女とも減少傾向にあるが、就業者数は男性が前年同月比ベースでまだ減少基調を脱していないのに対し、女性は既に増加に転じている。女性の失業率は、昨年11月時点では5.0%だったが、その後4ヶ月間で4.4%まで低下した。

女性の就業者数の増加は、失業者の減少もさることながら、分母の労働力人口が増加に転じたことが大きい(図表1-7)。



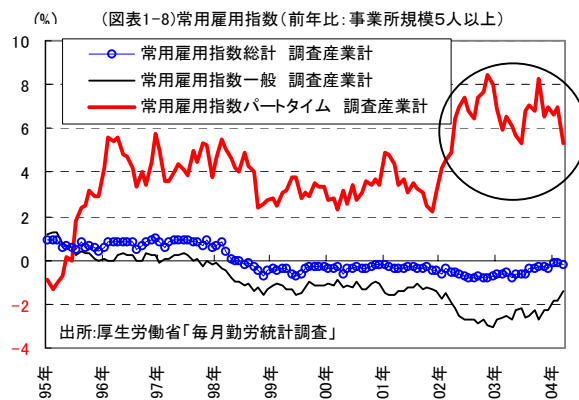
女性の雇用改善の背景

ここ数ヶ月の女性の労働力人口増加については、以下のような背景が考えられる

- ①企業の雇用方針が、従来のような正社員中心から、派遣社員や臨時雇用へとシフトし、女性への労働需要が増加したこと。
- ②景気回復を受け、今まで職探しを諦めていた女性が、労働市場に戻ってきたこと。
- ③配偶者特別控除廃止などの政策が、専業主婦の勤労意欲向上に繋がったこと。

まず、①はここ数年の趨勢的な傾向である。常用雇用指数を一般労働者とパートタイム労働者に分けて見ると、一般労働者は前年比で▲2%程度のマイナスが続いているのに対し、パートタイム労働者は前年比で7%前後の伸びが続いている(図表1-8)。毎勤統計によると調査産業計で既に4人に1人がパート労働者であり、なかでも卸売・小売・飲食業のパート比率は48.5%と、約5割に達している。

①は労働需要面の要因だが、②や③などの労働供給面の影響も大きいと考える。景気回復期には、



労働力人口の増加がえてして逆に失業率の上昇に繋がるパターンも見られるが、最近の日本の女性雇用市場については、労働需要と労働供給が同時に増加したために、労働力人口の増加と失業率の低下が両立する結果になったと考える。

ただし1人当たり平均賃金は低下

ただし、パートタイムとフルタイムの所得格差を考えると、マクロの家計可処分所得が伸びるかどうかは不透明だ。一般労働者とパートタイム労働者とは、1人当たり賃金に年収ベースで4.4倍程度の格差がある。毎勤統計からも1人当たり賃金の伸び悩みが確認できるが、パートタイマーの比率の増加が、平均賃金を引き下げている影響は無視できない。新聞等では夏季賞与の好調が報じられており、これが夏場以降の個人消費の回復に繋がると期待する向きもあるが、この種のアンケートの調査対象は大企業が中心である。中小企業では雇用調整の動きが続いているのに加え、賞与の支給対象とならないパートタイム労働者の比率がほとんどの業種で上昇している現状を考えると、夏の賞与総額は良くて前年比横ばい程度に留まるのではないかとみている。

なお、女性のパートタイム労働者の増加は、日本経済にとって中長期的にも良い材料である。日本は女性の労働参加率が諸外国に比し低く、子育て期に大きく低下するM字型をしているのが課題であった。もちろんフルタイムでの雇用増の方が望ましいが、主婦層の労働参加率上昇が、ゆくゆくは少子高齢化の進行による労働力人口減少の歯止めの役割を果たすことが期待されよう。

(2) 住宅投資は回復に転じるも勢いは鈍い

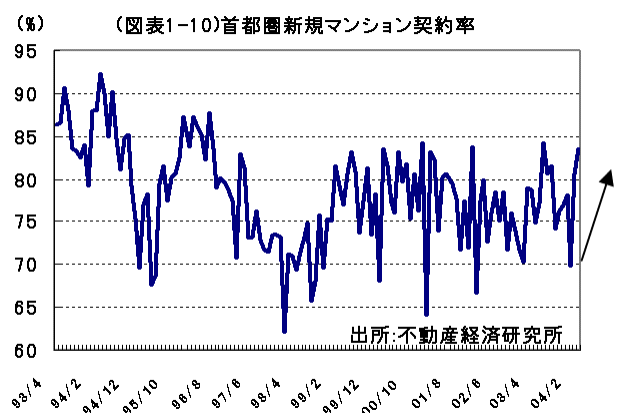
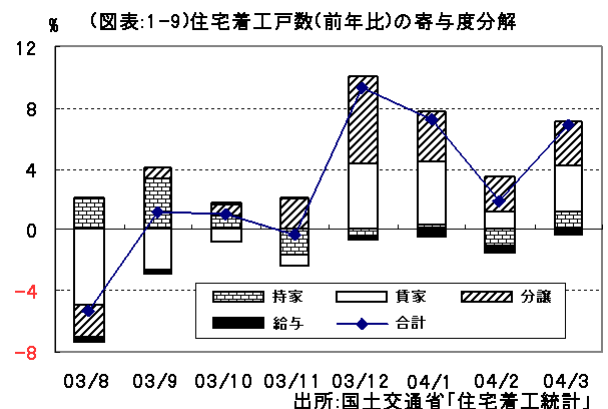
貸家と分譲住宅が住宅着工の牽引役

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100万戸～120万戸の低水準での推移が続いている。

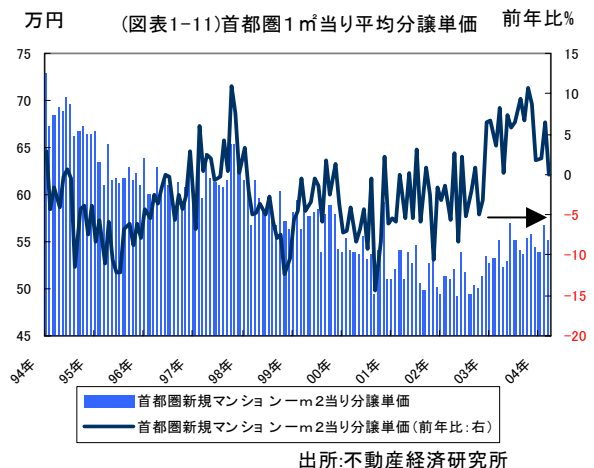
ただ、昨年末以降、住宅着工件数は4ヶ月連続で前年比プラスとなるなど、比較的堅調な推移となっている(図表1-9)。貸家と分譲住宅が大きく伸びているのが特徴で、特に、東京を中心とする首都圏の分譲マンションが大きく伸びた影響が大きい。

東京の分譲マンションが大きく伸びる

東京では、政府による都市再開発政策の後押しもあって、特に2003年度以降、都心において商業ビルや高層マンションなどの建設ラッシュが続いた。一時は供給過剰が懸念されたものの、首都圏のマンション契約率は、昨年後半に一時的に落ち込んだあと、その後急回復してほぼ2000年以降のピークに近いレベルまで戻っている(図表1-10)。



首都圏の新規建設マンションの1㎡あたり分譲単価は、2002年度後半以降、それまでの長期低落傾向からいったんは上昇に転じたものの、足元ではほぼ横ばいに近い推移となっている(図表1-11)。この間、一戸当たり平均価格は4000万円台の前半で大きな変動はない。一戸当たり平均専有面積が以前より拡大しているが、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。

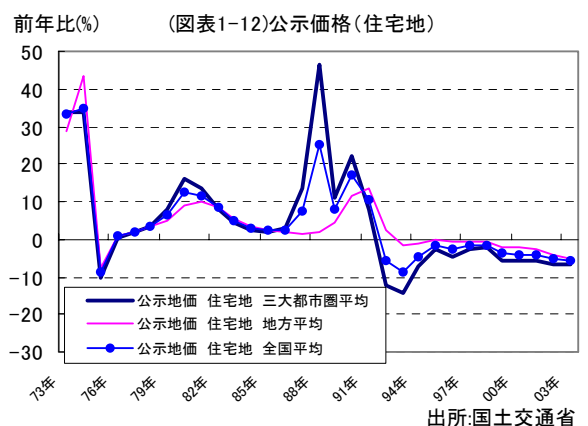


持家の不振は続く

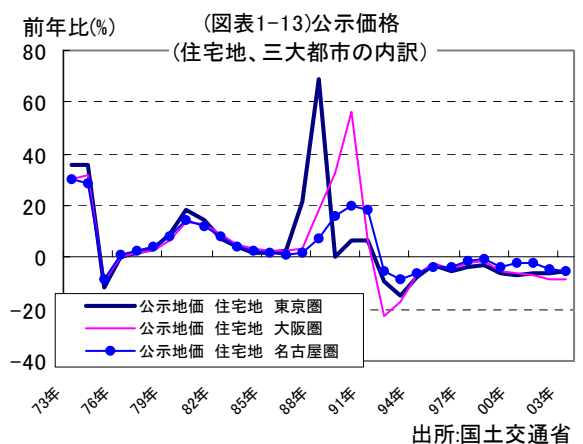
一方で、住宅メーカーの収益源でもある持家は低迷している。持家着工は、2003年度の半ばは比較的底堅い推移が続いていた。2003年7月からのシックハウス症候群への規制強化を前に駆け込み着工が増加したことや、金利先高観の高まりによる前倒し購入の動き、当初は2003年12月の入居者までが対象とされていた、住宅ローン減税期限切れ前の駆け込み着工が増加したことなどが主要因であった。しかし、これらの特殊要因が剥落した後は、再び弱含みの推移に戻っており、自律的な持ち直しの兆候は見えない。

資産デフレ終息宣言は時期尚早

今後の住宅需要に影響を与える要素として、まず個人所得は、雇用環境に改善の兆しが見られることから、2004年度前半は底堅い伸びを続ける見込みである。ただ、住宅購入を積極的に後押しするほどの効果は期待できない。長期金利は、一時のような持続的低下はもはや期待できる状況ではないが、日銀の量的緩和策の継続などを背景に引き続き低水準での推移となる可能性が高く、金利変動の住宅需要への影響は限定的と予想する。



地価の動向を確認すると(図表1-12、図表1-13)、2004年1月1日付の公示地価の下げ止まりが話題になったものの、まだまだ東京都心の一部の状況に留まっている。東京圏の住宅地については、6年ぶりに前年比マイナス幅が縮小したが、まだ▲5.6%と大きい。逆に全国平均では、5年連続でマイナス幅が拡大している。特に、地方中核都市の地価下落幅が大きい。



東京都心の一部の地価上昇がすぐさま全国ベースに広がりを見せると予想するのは時期尚早だろう。加えて、日本の総人口が2006年を境に減少に転じることが見込まれるなど、中期的にも地価が大きく上昇に向かうとは考えにくい。とりわけ、住宅地の価

格上昇の可能性は低いとみる。

住宅価格の下落は、住宅需要の底辺の広がりにつながる面もあるが、一方で保有資産価値下落への警戒感、先安感からの購入買い控えなどの動きは続くとみられ、全体としては住宅需要を抑制する方向に働くだろう。

政策面の住宅需要への影響は軽微

政策面では、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と考えられるが、銀行等へのローンのシフトが進んで、既に公庫からの新規借入れの割合が1割を切る状況となっており、この点からの心配はほぼなくなっている。住宅ローン減税は、形や規模が多少修正されることはあっても、影響度の大きさを考えると突然廃止される可能性は極めて低く、政策変更が住宅需要に大きな影響を与える可能性は低いとみている。

上記の要素を総合的に勘案すると、2004年度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とみる。しかし、回復の勢いは弱いものに留まるだろう。

中長期的にも住宅需要は伸びない

より中長期的な視点からは、少子高齢化の進展が重要となる。日本の世帯数は、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(図表1-14)、先行きの見通しは明るくない。人口の減少とともに住宅需要は徐々に減少に向かうと見られ、中期的にも住宅投資が活況を維持するとの見通しはたてにくい。

(3) 牽引役の外需にピークアウト感も

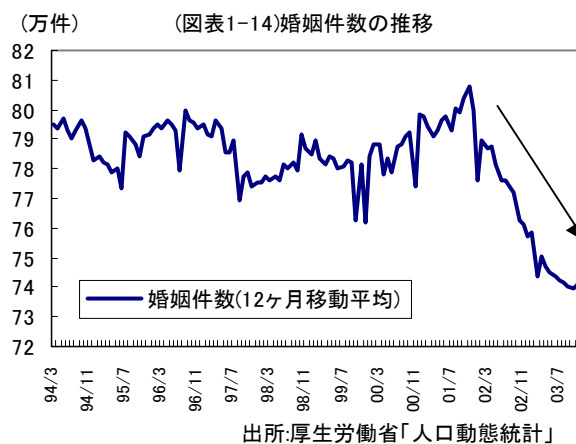
中国向け輸出の伸びが鈍化

景気の牽引役として好調な推移を続ける日本の輸出だが、機械受注統計の「外需」が3ヶ月連続で前月の水準を下回るなど(図表1-15)、先行きへの懸念材料も増えつつある。

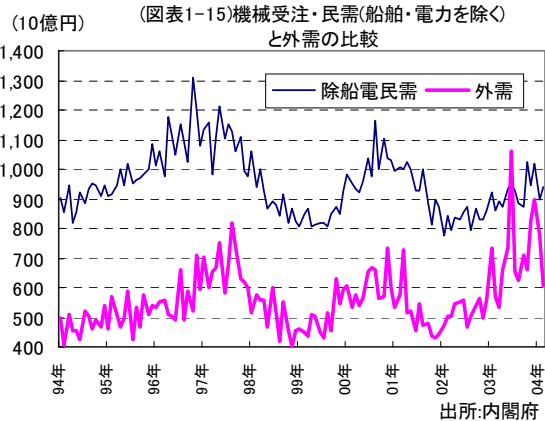
カギを握るのは、輸出先としての重要性を急速に高めつつある中国経済の動向である。2003年度の日本の輸出価額は前年度比6.3%増となったが、うち半分近くの2.9%が中国向けの寄与分であった。しかし、頼みの中国向け輸出も、伸び率は次第にピークアウトしつつある様子がうかがえる(図表1-16)。

景気過熱を懸念する人民銀行は、金融引き締め政策

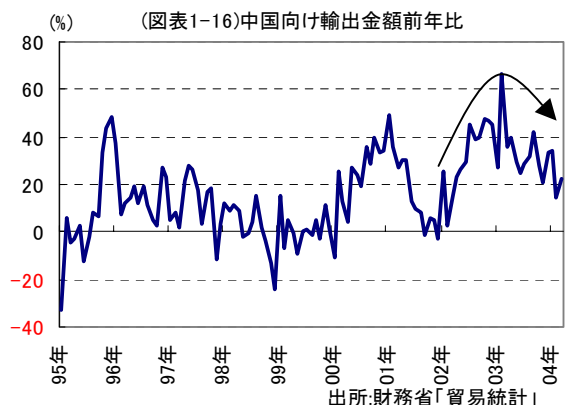
(図表1-14)婚姻件数の推移



(図表1-15)機械受注・民需(船舶・電力を除く)と外需の比較



(図表1-16)中国向け輸出金額前年比



を一段と強化している。政府の国内の過剰投資抑制に向けた姿勢も強固であり、今後中国内需の一段の加速は予想しにくい。むしろ、脆弱な国営企業の存在等の構造問題を抱える中で、最終需要地である米国景気の減速が加われば、年後半に予想以上に鈍化するリスクもある。

逆に、米国景気が失速しても、中国向けの輸出だけはどんどん伸びるという可能性もありうるが、中国は、基本的には加工貿易に依存する経済であり、米国抜きで内需主導の好景気が持続するほど自律的な成長構造は確立されていないとみるべきだろう。

米国向け輸出は下げ止まりの兆しが見えており、年度前半の輸出を下支えするとみられる(図表1-17)。現地生産へのシフトによる自動車輸出の減少などが米国向け輸出の低迷の一因となっていたが、最近では自動車「部品」の輸出が増勢基調にあるほか、主力の電気機械も堅調だ。もともと米国向け輸出は米国の内需に対する弾力性が高く、高い経済成長率が続いていることを考えれば、目先は堅調な推移が期待できる。ただし、年度後半以降は、やはり鈍化を余儀なくされるだろう。

為替相場はまだ輸出抑制要因

2003年度に大きく進んだ円高も、タイムラグを置いて、輸出の下押し圧力として働きつづけるとみている。経営努力により日本企業の円高に対する抵抗力は増したといわれるが、円高の進行により輸出にある程度下押し圧力がかかるのは避けられない。

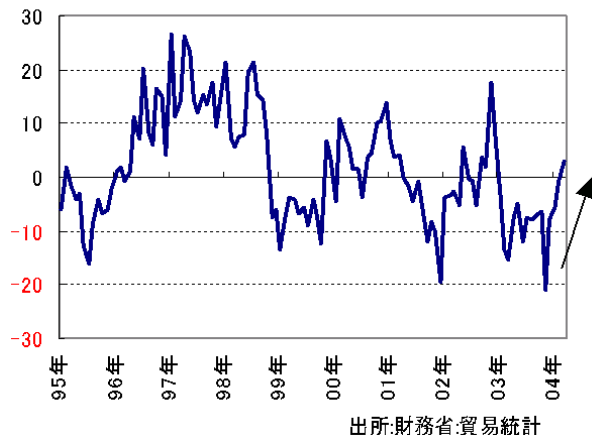
図表1-18は、円の実質実効レート(相手国別の貿易量のウエイトや、内外のインフレ格差を加味した円レート)を、貿易収支に1年半先行させる形で示したもののだが(実効レートは逆目盛で表示)、グラフからは、貿易黒字が今後一段と拡大する状況は予想しづらく、2004年後半以降から2005年前半にかけては、むしろ縮小に向かう可能性が示唆される。

(4) 外需との連動性強める設備投資の行方

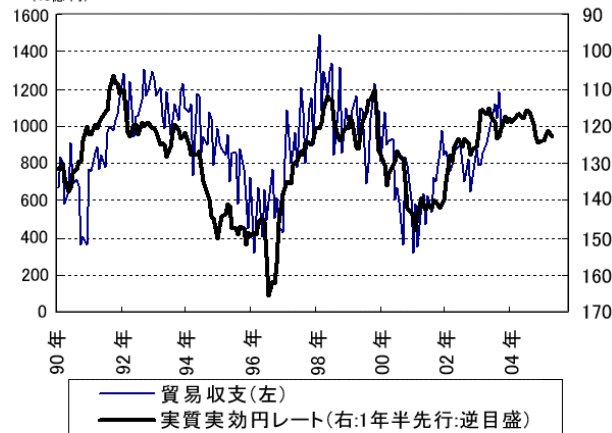
外需との連動性高める設備投資

直近1年間で、日本の実質GDP成長率にもっとも大きく貢献した需要項目は民間設備投資である(図表1-19)。2003年度通年の実質GDP成長率は前年比3.2%の高い伸びとなったが、半分以上の1.9%が民間設備投資の寄与分であった。2003年度の設備投資の伸びは、前年比で12.4%に達している。ここ数年の設備投資デフレーター異常な急低下により、実質ベースの金額が過大評価されている疑いは捨てきれないものの、それを

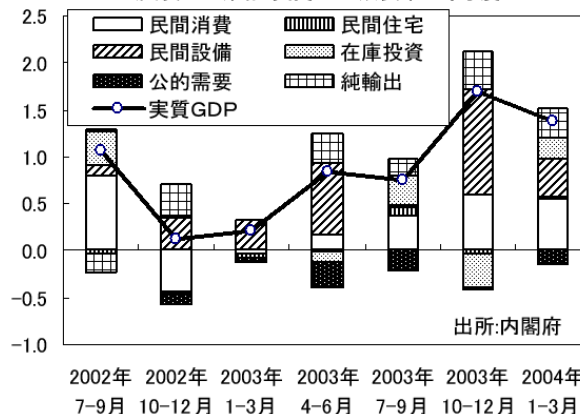
(%) (図表1-17)米国向け輸出金額前年比



(10億円)(図表1-18)貿易収支と実質実効円レートの推移(ポイント)



前期比(%) (図表1-19)国内実質GDP成長率と寄与度



差し引いてもなおかつ好調な伸びを続けていることは間違いない。

ただ、設備投資も結局は好調な外需の反映という色彩が強い。グラフを見れば明白で、輸出の伸びが半年程度遅れて設備投資の伸びに繋がっている形である(図表1-20)。特に国内景気がデフレ色を強めた1990年代後半以降は、外需と設備投資の連動性が強まっていることがわかる。

他にも、過去の低迷期に抑制されていた更新投資が、いわゆる「ペントアップ需要」として短期集中的に顕在化した可能性や、ちょうど1990年代終盤から2000年代初頭にかけてのITブーム時のハイテク投資の更新需要の時期にあたっていることが設備投資好調の背景として考えられる。

加工機械関連業種の設備投資が増加

GDPベースの設備投資は、業種別、規模別の詳細な数値が把握できないため、基礎統計である法人企業統計で確認する。

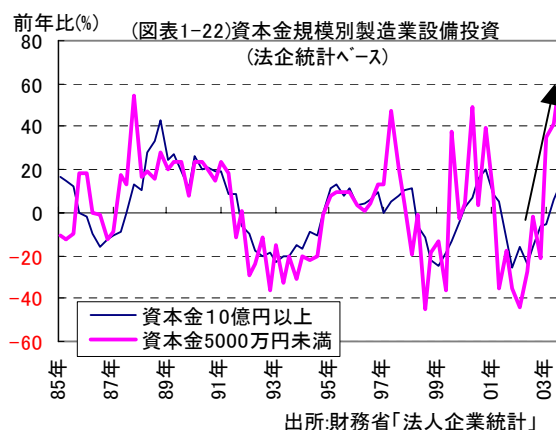
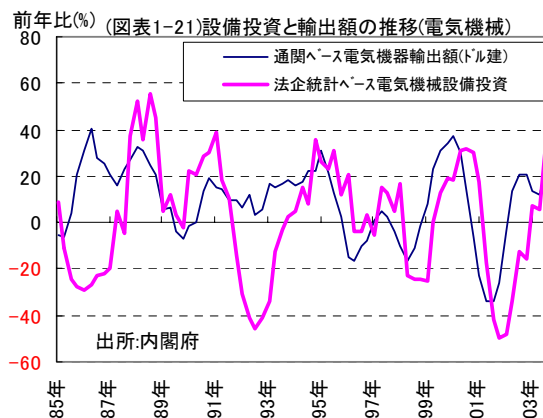
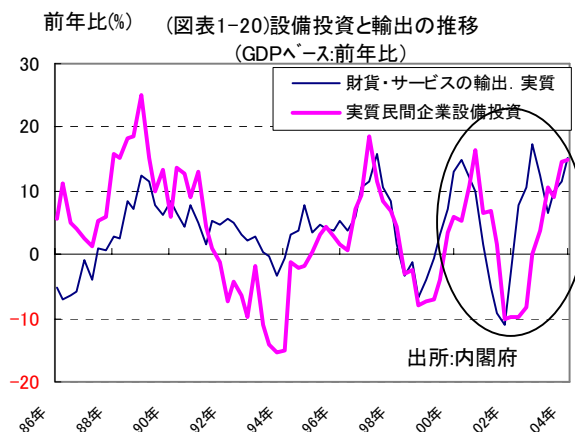
製造業、非製造業別では製造業の伸びがより大きい。製造業の業種別内訳では、一般機械、電気機械(図表1-21)、輸送機械などの加工機械関連業種が大きく伸びており、これらは設備投資が輸出との連動性を強めている事実と整合的である。

また、企業規模別に比較すると、合計の伸びへの寄与度では大企業と中小企業がほぼ拮抗しているものの、単純な伸び率比較では、中小企業の伸びがはるかに大きいことがわかる。資本金5000万円未満の製造業の設備投資の伸びは、2003年10-12月期に前年比60%増に達している(図表1-22)。この傾向は、業種別に見ても、ほぼ同様の結果となっている。

設備投資の「2面性」に注意

しかし、このような設備投資の好調が2004年度後半まで続くかどうかには疑問符がつく。米国景気の鈍化や中国の金融引締め強化により、外需の伸びが鈍化に向かうと予想されることがもっとも大きな理由である。また、外需の拡大を見込んだ先行投資や、ペントアップ需要としての更新投資は既に一巡しつつある可能性が大きい。

3月調査の日銀短観によると、2003年度の設備投資計画が前年比3.7%増になっているのに対し、2004年度は逆に3.1%減とマイナスを見込む形となっている(図表1-23)。2004年度を上期と下期に分けると、上半期の同2.6%増に対し、下半期は同7.9%減と大きく減速しているのが特徴だ。牽引役となっている加工機械関連業種についても、下半期は軒並みマイナスである。規模別では、とりわけ中小企業の落ち込みが大きい。



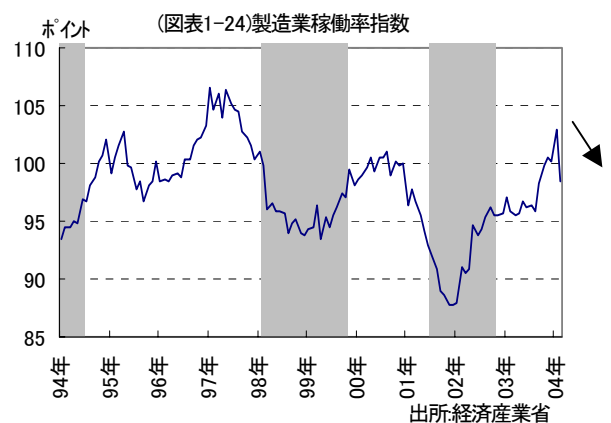
売上高や経常利益の2004年度計画は、必ずしも下期に相対的に大きい減少を見込んでいるわけではないことから、設備投資の落ち込み幅だけが大きいことについて若干違和感も感じるが、これは、昨年以降の中小企業を中心とした設備投資の伸びが急激だった分、既に多くの企業で必要量の資本ストックを確保した可能性を示していると考えられる。

設備投資は、それ自身が需要項目であると同時に、完成すれば供給力になるという2面性を持っており、一度完成してしまえば、製品需要がさらに予想外の拡大をしない限り、追加投資の必要性は急速に薄れていく。中国を中心とした海外需要の拡大を見込んだ設備投資は既に相当量進んでお

(図表1-23)3月日銀短観における、2004年度の設備投資計画の動向(前年同期比)

	全規模合計		大企業		中堅企業		中小企業					
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
全産業	-3.1	2.6	-7.9	-0.6	6.3	-6.1	1.6	12.1	-7.2	-18.1	-18.1	-18.2
製造業	4.7	18.1	-6.0	7.4	21.9	-3.5	5.8	17.7	-4.8	-10.7	1.2	-22.2
鉄鋼	2.6	12.9	-5.3	7.1	13.0	2.2	-13.8	13.1	-28.1	-21.1	11.2	-38.6
一般機械	2.8	10.6	-4.4	8.7	26.2	-4.1	27.4	42.2	12.1	-23.7	-30.0	-15.4
電気機械	13.5	42.3	-6.6	12.1	43.4	-8.4	10.4	24.6	-3.4	35.3	63.3	10.9
輸送用機械	2.9	10.5	-2.4	4.3	9.7	0.8	4.5	15.4	-4.3	-10.6	9.1	-28.1
精密機械	18.4	33.7	7.0	6.5	16.3	-0.9	106.5	156.7	75.8	-8.6	7.9	-22.1
非製造業	-6.2	-3.4	-8.7	-4.1	-0.1	-7.2	0.0	9.8	-8.1	-20.5	-23.6	-16.7

り、また、足元では中国向け輸出の伸びが頭打ちになっている点を考えると、外需関連産業の資本ストックの不足感は足元で急速に縮小していると考えられる。むしろ、年度後半に外需が減速に向かった場合、供給力の過剰に繋がる懸念もあることから、2003年度に集中的に設備投資を実施した多くの企業は、2004年度後半にかけ様子見姿勢を強める可能性が大きいと考えられる。設備稼働率は、2003年度後半に急上昇したあと、足元では逆に急低下している(図表1-24)。投資サイクル的に見ても、2004年度後半はIT投資の更新需要がそろそろ一巡する時期にあたる。

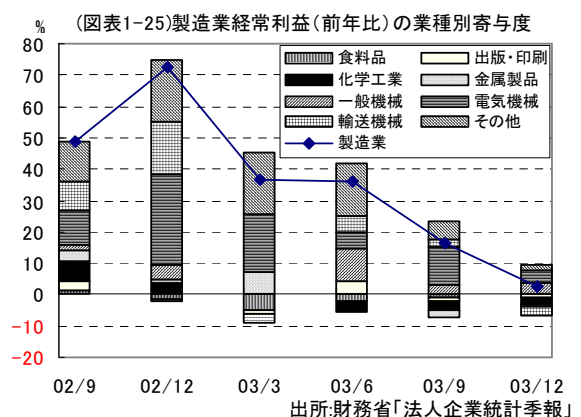


鉱工業生産統計を見ると、牽引役の電子部品・デバイスについて、在庫積み上がりの兆しが見えてきたことも見逃せない。

素材価格上昇も、企業収益の圧迫要因

素材価格の上昇も、交易条件の悪化を通じて、製造業の企業収益の伸び鈍化に繋がっている(図表1-25)。一部企業では最終財への価格転嫁を模索する動きもみられるが、デフレギャップが残る現状では、限界的な動きに留まるとみる。収益の悪化は今のところ川上産業中心だが、今後数四半期のうちに、川下産業の方にも次第に広がる可能性が高い。生産の伸びも鈍化に向かうだろう。

設備投資が持続的な伸びを続けるためには、更新投資主導から新規投資主導へ、外需に先導される形

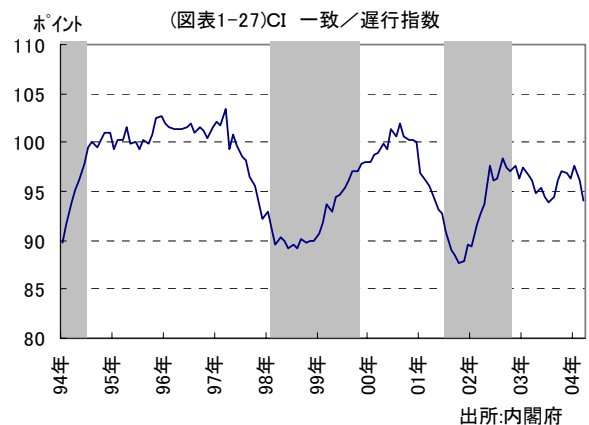
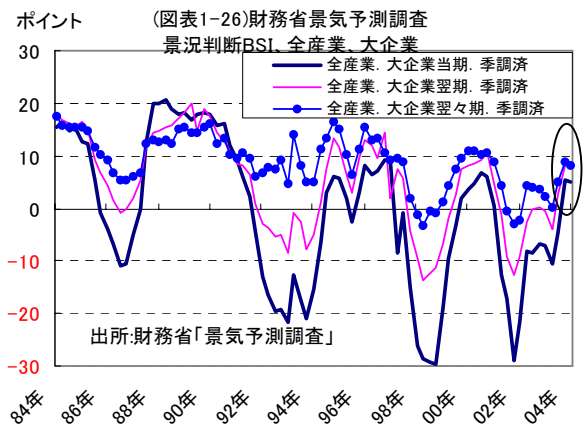


から、内需に先導される形へとシフトしていくことが必要だろう。新規投資が伸びるかどうかは、企業が先行きの収益機会の拡大をどう見込むかにかかっている。しかし、大企業製造業の2004年度の売上計画は前年比0.9%増と、2003年度見込みの同0.6%増から、わずか0.3ポイントしか改善しておらず、この点、企業のデフレ予測が払拭されていない様子を示している。国内、海外別の内訳では、国内需要の0.5%増に対し、輸出は2.3%増と、外需頼みの構図は変わっていない。非製造業では、依然として有利子負債の削減圧力が強く、リストラ優先で積極的に設備投資を拡大できる状況にはない。2004年度後半は、米国・中国景気のピークアウトで外需が減速に向かうとともに、設備投資も停滞感を強める可能性が大きいと予想している。

(5) 循環面から見ても景気はピークアウトへ

企業景況感は一歩にさしかかりつつある

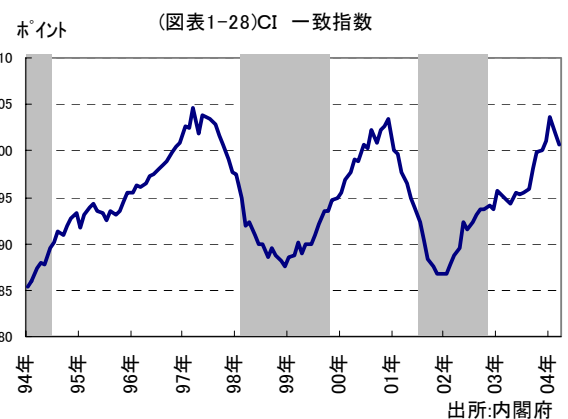
財務省の景気予測調査によると(図表1-26)、1-3月期の景況判断BSI(Business Survey Index)は5.1ポイントと、2ヶ月連続のプラスとなったが、改善スピードはやや鈍化した。警戒が必要なのは翌期以降の予想で、特に7-9月期が4-6月期を下回っている点である。同統計のBSIは、景気回復局面では当期より翌期、翌期より翌々期の水準が上回っていくのが通例であり、翌々期の予測水準が翌期を下回ったのは、2000年12月発表分以来である。その前は1996年12月まで遡る。また、グラフからは、当期、翌期、翌々期の予測水準が接近してきたときは、だいたい景況感の反転時期にあたることを読み取れる。同統計は日銀短観との連動性も高く、企業景況感はそのころピークに達している可能性が高いと考える。



低下に転じた一致/遅行CI

景気回復局面は、2002年2月以降、5月で28ヶ月目に達している。むしろ好景気の終わりはその長さで決まるものではないが、循環的には既に拡大期の後期に差し掛かっている可能性が高い。

内閣府の景気動向指数によると、企業の収益環境を示す代理変数で、究極の先行指数とも言われる一致/遅行CI(Composite Index)は、ここ2ヶ月で大きく低下している。山の高さも過去の景気回復局面に比し低い(図表1-27)。一致指数の低下も懸念材料だ(図表1-28)。過去、これだけ低下した直後に再び反転上昇した例はほとんどない。先行CIはまだ上昇を続けているが、構成項目の在庫率や株価、商品相場などが直近ではやや悪化方向に転じており、今後数ヶ月のうちに悪化に向かうリスクが高まっている。



(6) 物価が上昇に転じる可能性は低い

企業物価指数は上昇したが…

3月の企業物価指数は、3年8ヶ月ぶりに前年比プラスに転じ、4月も同0.5%の伸びとなった。しかし、これをデフレ脱却の兆候とみなすのは正しくないだろう。品目別に見ると、鉄鋼、非鉄金属で二桁の上昇となった(図表1-29)以外は、スクラップなど、上昇している品目は一部に限られる。いずれも中国の旺盛な需要を反映している可能性が大きい。

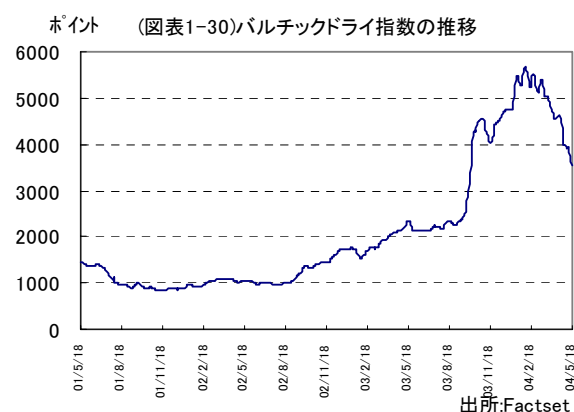
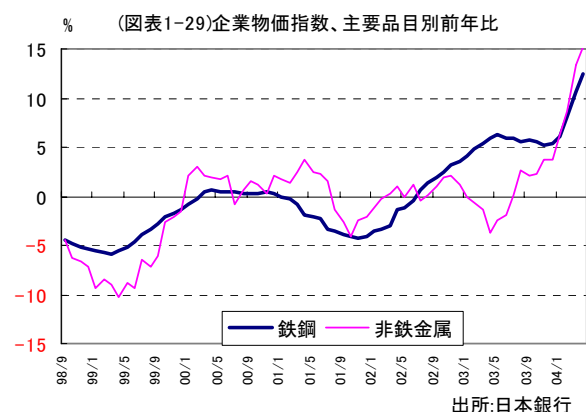
電気機器、輸送用機器、精密機器など、主力工業製品は軒並み前年比マイナスで、素材価格上昇、製品価格低下の構図は変わっていない。素材価格上昇が国内需要を反映したものならば、確かにデフレ脱却の兆候との見方も可能だが、中国要因等、外生的に与えられたという性格が強い以上、国内景気の楽観的見通しに結びつけるのは困難と考える。マクロ的にはまだ総需要が不足する中、企業が製品価格の引き上げに慎重なスタンスを維持する公算大とみている。

消費者物価の持続的上昇は考えにくい

4月は医療費個人負担増の特殊要因が剥落する月ということで、全国ベースに1ヶ月先んじて発表される東京都の消費者物価指数に注目が集まったが、除く生鮮ベースで前年比0.1%低下と、意外にも3月と同じマイナス幅に留まった。単月の結果では判断できないが、一部消費財に原材料費高騰の価格転嫁が始まっている影響か、もしくは消費税総額表示に伴う便乗値上げの影響が出ている可能性がある。ただ、前述のとおり、最終財への価格転嫁の動きは限界的なものに留まるとみており、消費者物価の持続的な上昇は予想していない。雇用リストラ圧力が強く、消費基調が強くないなかでの消費者物価上昇は、実質賃金の下押し圧力となって逆に今後の個人消費を抑制する要因ともなりうる。

世界の不定期船運賃を示すバルチックドライ指数も、中国航路の活況を主因に急騰したあと、足元では上昇基調の一巡が明らかになりつつある(図表1-30)。中国の引き締め政策強化を反映した動きと考えられるが、同指数は商品相場全体の先行指標でもあり、商品価格の上昇基調が一服した可能性を示している。原油価格は、OPECが価格を政策的にある程度高値で維持しようとしている可能性が濃厚であり、今後も高水準で推移する可能性が高いが、景気に対する影響はやはりインフレ要因というよりも、内需の押し下げ効果として働く可能性が高い。日本経済にデフレギャップが残る限り、物価の持続的上昇は考えにくい。

商品価格上昇が消費者物価の上昇に繋がらないという現象は、1990年代半ばの米国でも顕著にみられた現象であり、国際的な価格競争の激化が、経済理論上の完全競争に近い状態を作り出して、



企業が価格支配力を失っているという影響は小さくないと考えられる。

日銀は、消費者物価がプラスに転じても、すぐには量的緩和策を解除しない姿勢を明らかにしており、最近はさらに解除のためのハードルを引き上げようとする動きも見える。2005年度まで、現行の政策の枠組みに大きな変化が生じるとは予想していない。

(7) 期待される構造改革の進展

「官から民へ」、「国から地方へ」（規制改革・行政改革）といった政府の構造改革については、従来のような先送り体質からは一歩前進しつつあるものの、依然遅々とした動きに終始しており、結果には結びついていない。これまで民間企業の参入が厳しく制限されていた医療、教育、農業分野などの、いわゆる「官製市場」の規制改革が進めば、将来的には大きな民間需要の掘り起こしに繋がる可能性がある。しかし、現時点では予想に織り込める状況にはない。2004年度後半の米国景気の停滞が軽微なものに留まれば、日本経済も2005年度後半以降は再び循環的な回復局面に向かう展開とみているが、景気回復を持続的かつ力強いものとするためにも、構造改革の一層の進展が必要とされる所だ。

循環的な回復と減速を繰り返しつつも、徐々に日本経済の底上げが実現していることは間違いがない。2005年度後半に予想される次回の景気回復が、デフレ脱却への本格回復に繋がる可能性は決して低くないといえよう。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

2003年の米国経済は、春先にイラク情勢が緊迫化したことから、景気の先行きに対する不透明感が高まる場面も見られたが、夏場以降は減税策や低金利といった財政・金融政策両面に支えられ、景気の拡大テンポが強まった。

2004年についても、引き続き減税策と低金利が景気を下支えし、前半までは拡大基調が持続しよう。前半の成長率は、3%台半ばとされる潜在成長率を上回る伸びが続くと予想する。しかし、こうした高成長は政策効果に支えられた面が大きい。過剰雇用・過剰設備といった構造問題は依然として燃っており、民需主導の自律的かつ安定的な景気拡大までには至らないと考える。このため、減税効果の弱まる年後半には景気の拡大テンポは鈍化し、成長率は2%台後半まで鈍化すると予想する。2004年の年間成長率は、年初に高いゲタをはいてスタートした影響もあり、4.2%と高い伸びを記録しよう。

一方、2005年については、年後半にかけて成長率が徐々に高まる展開を予想する。2004年後半からの景気調整局面は、企業のバランスシートの改善が進むこと、在庫の過剰な積み上がりが少ないことなどから、一時的なものに留まる可能性が高い。2005年の成長率は3.0%を予想する。

米国実質GDP成長率： 2004年 4.2% 2005年 3.0%

(図表2-1) 〈米国実質GDP〉

〈前期比年率〉	暦年ベース			2004年				2005年			
	2003年	2004年	2005年	04/3	04/6	04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12
実質GDP	3.1%	4.2%	3.0%	4.2%	3.6%	2.9%	2.8%	2.6%	2.9%	3.3%	3.6%
個人消費支出	3.1%	3.7%	2.8%	3.8%	3.4%	2.6%	2.5%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%
民間設備投資	3.0%	7.8%	5.0%	7.2%	4.6%	4.7%	8.4%	2.8%	5.7%	4.3%	4.4%
民間住宅投資	7.5%	4.1%	1.3%	2.1%	-2.4%	-1.3%	-0.4%	2.5%	2.4%	3.1%	4.4%
企業在庫(寄与度)	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%	0.7%	0.0%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.4%
純輸出(寄与度)	-0.4%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
輸出	2.0%	8.0%	5.5%	3.2%	6.0%	7.1%	6.2%	5.5%	4.0%	5.1%	5.8%
輸入	4.0%	6.0%	4.2%	2.0%	5.5%	4.7%	4.6%	3.2%	3.5%	4.7%	5.5%
政府支出	3.3%	2.3%	2.4%	2.0%	3.5%	3.0%	2.3%	2.0%	1.9%	3.0%	2.7%
内需(寄与度)	3.5%	4.4%	3.0%	4.1%	4.1%	2.8%	2.8%	2.5%	3.0%	3.5%	3.8%
最終需要(寄与度)	3.5%	4.1%	3.0%	3.9%	3.4%	2.8%	3.1%	2.6%	3.0%	3.3%	3.4%

(1) 減税効果剥落と共に牽引力の弱まる家計部門

2004年後半に停滞感の強まる個人消費

個人消費は、2003年5月末に成立した3500億ドルにのぼる減税策の一部が、確定申告に伴う税還付を通じて家計に還元されており、2004年前半までは堅調に推移すると予想する。問題は、2004年後半以降であるが、減税効果が景気を下支えする間に雇用・所得環境が本格的な回復基調に転じるかどうかのポイントとなる。しかし、賃金の伸びは数十年ぶりの低水準に留まっているほか、雇用の先行指標とされる労働時間も歴史的な低水準で推移している(図表2-2)。企業は需要の増加に対応する際、人員を増やすよりも、まず従業員の労働時間を伸ばして埋め合わせをしようとする。労

働時間の水準が低いということは、企業側に雇用を増加させる前の時間的余裕があることを意味する。

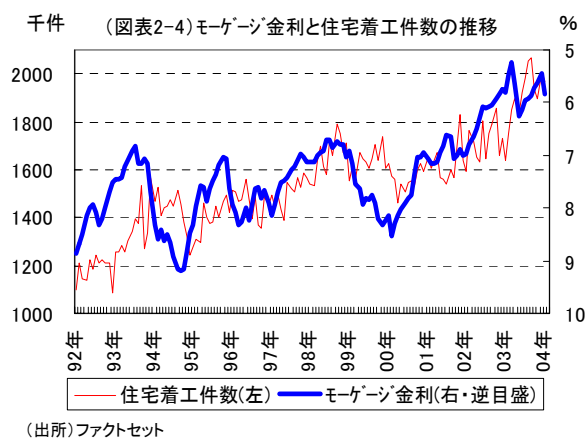
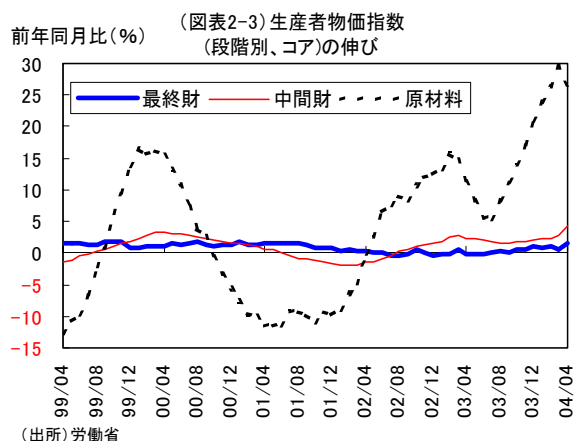
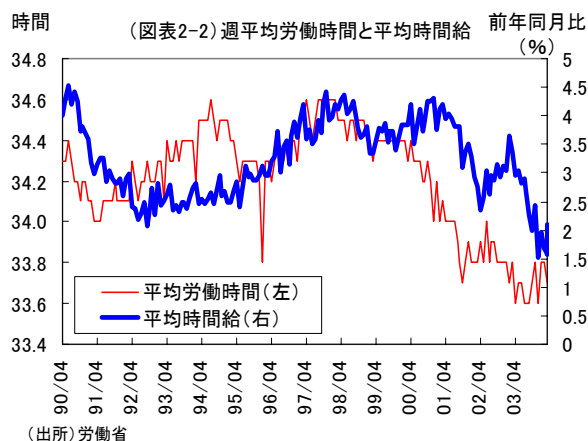
また、商品価格の高騰による原材料コストの上昇が企業収益を圧迫していることも雇用や所得環境の回復を遅らせる要因となる。安価な製品の流入などで市場競争は激しさを増しており、企業が原材料価格の上昇分を製品価格に転嫁できない状況が続いている(図表2-3)。このような状態では、企業がコスト削減努力を簡単に緩めることができず、雇用や所得を大幅に増加させることは難しい。このため、雇用・所得環境が本格的な回復軌道に乗る前に減税効果が息切れしてしまう可能性が高い。したがって、年後半の個人消費は年前半に比べて増勢が鈍化すると予想する。

なお、2005年度予算審議において、児童控除の拡大やマリッジペナルティー(夫婦の合計納税額が別々に申告した場合よりも多くなる結婚重課税制度)の緩和など、2004年中に期限が切れる減税について、今後の扱いをどうするかが論議されている。仮に、それらが恒久化されたとしても、減少するはずだった減税規模が平準化される程度に留まり、個人消費を力強く押し上げるまでには至らないと考える。個人消費の伸び率は2004年は3.7%増、2005年は2.8%増と予想する。

落ち込みは限られる住宅投資

2003年後半の住宅投資は数十年ぶりとなる活況を呈した。これは、2003年6月からの金利上昇局面が、およそ45年ぶりとなる低水準からの反発であったため、金利底打ち感の台頭で駆け込み購入を誘発したことが要因と考える。しかし、こうした好調ぶりは、将来の住宅需要の先食いだった可能性が高く、2004年の住宅投資を下押しすることが予想される。

とは言え、足元の金利は歴史的に見ていまだ低水準に留まっており(図表2-4)、新規住宅購入のための住宅ローン申請件数は、底堅い推移が続いている。加えて、移民の流入による人口の増加や住宅取得のための手厚い優遇税制など、住宅投資を取り巻く環境は良好である。このため、今後の住宅投資は、2003年後半のような高い水準を維持し続けることは困難であるものの、落ち込み幅は限られたものに留まると考える。住宅投資の伸び率は2004年は4.1%増、2005年は1.3%増と予想する。



(2) ピークに差し掛かりつつある企業活動

駆込み需要で年末に増加が予想される設備投資

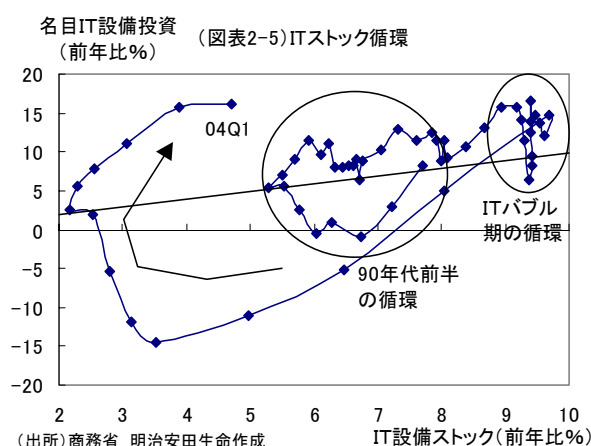
2003年4-6月期、10期ぶりに前期比でプラスへと転じた設備投資は、それ以降も堅調に推移している。これまで設備投資を牽引してきたのはIT投資の旺盛な更新需要だ。一般に、IT投資の更新サイクルは3~4年と言われており、1990年代後半のITバブル時に投資されたコンピュータ等が更新期を迎えたことが要因と考えられる。

しかし、IT投資にも頭打ちの兆しが見え隠れする。IT投資に関してストック循環図を作成すると(図表2-5)、IT投資は2002年の終わりに調整期を脱して回復基調を歩んできたが、足元ではピークに達しつつある姿が窺える。

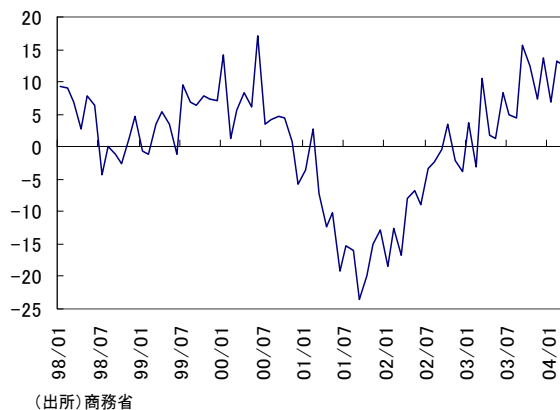
一般に、ストック循環図では時期によって循環を描く円の中心位置が異なる。こうした違いは、各時期に企業経営者が抱く期待成長率(名目)の差が要因と考えられる。設備ストックと生産量との間の技術的關係が短期的には大きく変わらないとすると、企業が設備ストックをどれだけ積み増すかは、需要の伸びをどれくらいと予想するかにかかっている。設備ストックの伸び率が期待成長率を上回ると、企業はストックが充分積み上がったと判断し、フローの設備投資を徐々に抑えようとする傾向がある。このため、循環図は各時期の期待成長率(=設備ストックの伸び率)を中心に円を描く形となる。ITストック循環でも、1990年代前半の設備投資回復局面ではIT設備ストックの伸び率が7%程度の地点を中心に、またITバブル時には9%に近い水準で円を描いている。足元、物価上昇率が1%台半ばで推移していること、そして潜在成長率が3%台半ばと言われていることから、最近の期待成長率を5%程度と想定し、IT投資にもこの期待成長率を当てはめるならば、今後、ITストックの伸びがこの水準に達するまでは堅調に推移すると考えられる。ちなみに、IT投資が今後も2004年1-3月期と同じ上昇率で推移した場合、ITストックの伸びがこの水準に到達するのは今年の半ば頃となる。

IT投資を含めた全体の設備稼働率は歴史的な低水準で推移しており、今後も能力増強投資が積極的に行われる可能性は低い。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注も増勢が弱まっており(図表2-6)、設備投資は2004年中頃にピークを迎え、その後は徐々に鈍化すると考える。

なお、加速度償却などの設備投資減税が2004年末までの時限立法となっていることから2004年末にかけて駆け込み需要が発生する可能性が高く、設備投資が一時的に盛り上がる場面も予想される。設備投資の伸び率は2004年は7.8%増、2005年は5.0%増と予想する。



前年同月比(%) (図表2-6) 非防衛資本財受注(除く航空機)



貿易赤字の拡大基調に歯止め

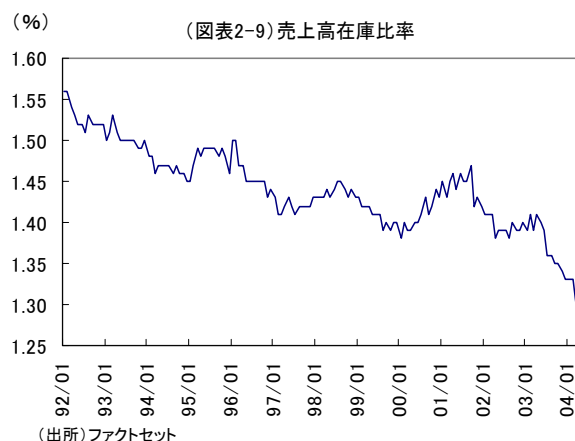
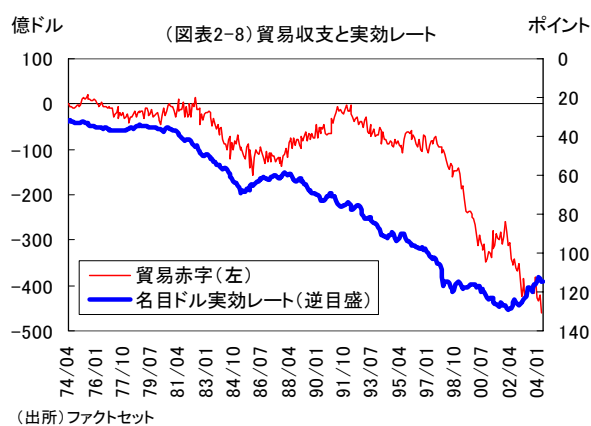
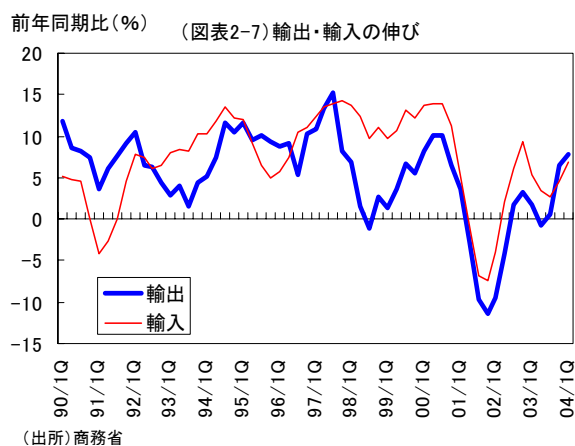
ここ数年、米国の内需が他国に比べて強かったことから、輸出の伸びを上回って輸入が増加し、純輸出は景気の下押し圧力として働いてきた（図表2-7）。2004年についても、米国景気が世界景気より好調である構図は変わらないと見られ、純輸出のマイナス寄与が続くと予想する。しかし、そのマイナス幅はこれまでと比べて縮小する見込みだ。2004年1-3月期に輸出が前年同期比7.8%増となったように、日本や中国を始めとして世界景気は徐々に回復テンポを強めている。また、2001年以降のドル安効果がタイムラグを伴って顕在化しつつあり、当面は輸出の増加が期待できる。輸出の伸びは2004年は8.0%増、2005年は5.5%増と予想する。

一方、輸入は、減税効果で前半は増加基調が続くものの、その効果の弱まる年後半には消費の伸びが鈍化するため、輸入の増加テンポが弱まると考える。輸入の伸びは2004年は6.0%増、2005年は4.2%増と予想する。

また、これまで続いてきた貿易赤字の拡大基調に変化の兆しが生じている。過去の動きを見ると、実効為替レートが減価すると、およそ2年のタイムラグを置いて貿易赤字は縮小する傾向がある（図表2-8）。実効為替レートは2002年初頭を起点に減価していることから、今後、貿易赤字の拡大傾向に歯止めがかかる可能性が高い。

生産活動は2004年後半に一時的な調整へ

好調な消費とドル安に伴う輸出の増加に支えられ、2003年後半から生産活動は徐々に力強さを増し、2004年1-3月期の鉱工業生産指数も前期比1.6%増と好調が続いている。これまで低水準で推移していた在庫にも少しずつ積み増しの動きがあらわれ始めた。減税効果の続く2004年前半までは、生産活動は堅調に推移すると予想する。しかし、減税効果の弱まる2004年後半は個人消費の鈍化が予想されることから、生産活動は徐々に弱まるだろう。在庫調整も必要になるだろうが、在庫水準は歴史的低位で推移している（図表2-9）ことから、急激な在庫圧縮による大幅な生産調整は起こりにくい。このため、生産調整は一時的なものにとどまり、2005年後半にかけて再び生産活動は回復すると予想する。



(3) 今後の経済指標の結果次第となった金融政策

市場では利上げ観測が高まっているが…

5月4日のFOMC（米連邦公開市場委員会）後に発表された声明では、これまで用いられてきた「金融緩和を解除するまでには忍耐強くなれる」という表現が、「緩和政策は恐らく慎重なペースで解除することが可能」との表現に改められた。最近のFRB（米連邦準備制度理事会）高官の発言からすると、FRBは現在のFF金利が低すぎるため、より適正な水準に戻したいと考えており、そのタイミングを窺っている段階と判断されるが、今回の表現変更は、利上げに向けた地ならしと同時に、仮に1度利上げが実施されたとしても、その後の追加利上げは状況を見ながら慎重に判断していくことを示唆したものと考えられる。

最近発表された経済指標や今回のFOMCの声明から判断すると、以前に比べて年内利上げの可能性が高まったのは事実だ。しかし、FRBが実際に利上げを行うかは、今後の雇用とインフレ動向次第だろう。

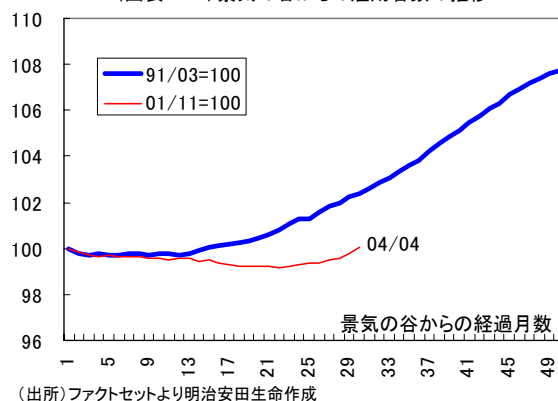
雇用は、非農業部門雇用者数が増加基調にあるものの、ジョブレスリカバリーと言われた1990年代初頭と比較しても改善度合いが極めて遅い（図表2-10）ほか、職探しを諦めて労働市場から退出した人も数多くおり（図表2-11）、依然として過剰感が高い。年後半は減税効果が弱まるほか、原油価格の上昇が家計の購買力を削ぐ可能性が高まっており、景気の拡大テンポは徐々に鈍化することが予想される。このため、雇用の改善ペースは緩やかなものに留まると考える。

インフレに関しては、デフレ懸念はほぼ払拭されたものの、安価な製品の流入で競争が激化しており、物価上昇圧力は高まりにくい状況にある。商品価格の高騰やドル安で原材料価格が上昇しているが、当面は、自社の製品価格に転嫁しにくい状況が続こう。また、時間当たり賃金の伸びも歴史的低水準で推移しており、賃金面からも物価上昇圧力は鈍い。インフレを懸念する状況には至っておらず、金融政策の転換までには時間的な余裕があると考えられる。

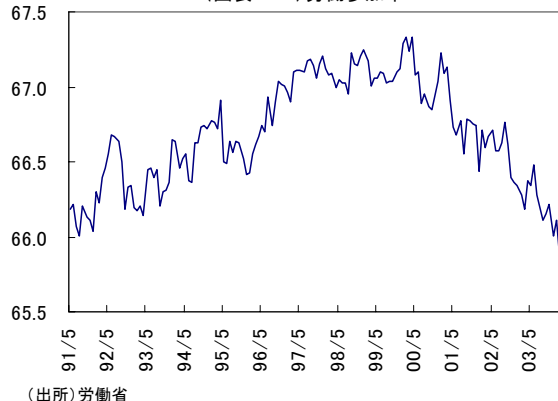
4月の好調な雇用統計を受け、市場では6月末の

FOMCでの利上げ観測が高まっているが、その可能性は低いと見る。金融政策の転換まで時間的余裕がある現状では、利上げ実施を決定するのは減税効果が弱まった後の景気動向を見極めてからとなろう。減税効果が弱まれば雇用の改善テンポが鈍化することが予想されるほか、FRBが言うように、「長期的なインフレ期待は十分に抑制されている」。年内の利上げは見送られる可能性が高いと考える。

ポイント (図表2-10) 景気の谷からの雇用者数の推移



% (図表2-11) 労働参加率



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏の景気回復基調は、2004 年半ばまでは好調な外需に支えられる形で継続すると見るが、その回復速度は緩やかなものとなる。米国景気の減速と個人消費の伸び悩みにより、年後半の回復速度はさらに鈍化しよう。ただし、米国景気の調整が短期間に留まると考えられることから、2005 年半ばには再び持ち直すと予想する。

企業部門では、世界景気のリcoveryにより、2004 年半ばまでは輸出主導で生産活動の回復傾向が続き、設備投資は上向く。ただし、年後半は米国景気の減速から伸びは鈍化すると予想する。

家計部門では、厳しい雇用環境が続くことに加え、各国で 2004 年より本格化した社会保障制度改革に伴う家計の負担増から、特にドイツを中心に個人消費の回復の足取りは重くなる。

国際的な商品市況の上昇が製造業の仕入価格を押し上げる一方で、消費の低迷と価格競争の激化から、最終製品価格には転嫁されない状況が続こう。これが企業収益を圧迫し、コスト削減のための雇用リストラが続くことも、個人消費の回復を遅らせる要因になると考える。

また、ドイツやフランスをはじめ財政赤字が EU 安定成長協定に抵触する各国では、景気刺激策としての機動的な財政出動も難しい状況が続こう。

英国経済については、ユーロ圏とは対照的に、個人消費の好調が続こう。高騰が続いている住宅価格は、BOE（英国中央銀行）が引締め姿勢を強めることもあって、過熱感は後退に向かうと予想する。これにより資産効果は弱まるが、良好な雇用環境を背景に個人消費は底堅く推移しよう。一方で、外需の回復で生産活動が上向き、設備投資は持ち直すと予想する。2004・2005 年を通して民需主導で景気のリcoveryが続こう。

ユーロ圏実質GDP成長率	2004年	1.4%	2005年	1.6%
ドイツ実質GDP成長率	2004年	1.2%	2005年	1.4%
英国実質GDP成長率	2004年	3.1%	2005年	2.6%

(図表3-1) ユーロ圏実質GDP(前期比、在庫・純輸出は寄与度、04/3期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2004年				2005年			
	2003年	2004年	2005年	04/3	04/6	04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12
ユーロ圏GDP	0.4%	1.4%	1.6%	0.6%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
家計消費	1.0%	0.6%	1.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%
政府消費	2.0%	1.8%	1.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
固定投資	-1.0%	1.5%	1.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%
在庫投資	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	-0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
輸出	0.1%	4.9%	1.9%	3.0%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.6%	0.7%	0.7%
輸入	1.8%	3.7%	0.9%	1.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%
内需	1.1%	0.9%	1.1%	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
最終需要	0.1%	1.5%	1.6%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
国内最終需要	0.8%	1.0%	1.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

(図表3-2) ドイツ実質GDP(前期比、在庫・純輸出は寄与度、04/3期は合計のみ実績)

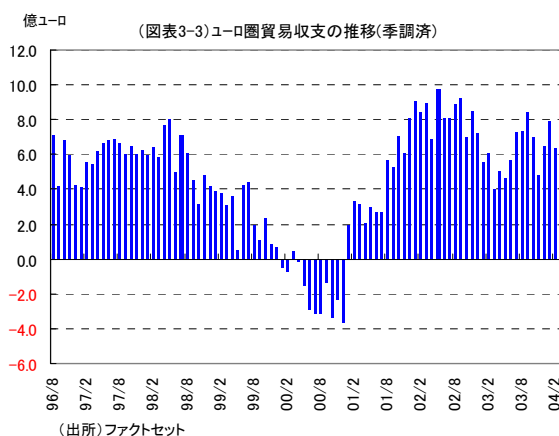
(前期比)	暦年ベース			2004年				2005年			
	2003年	2004年	2005年	04/3	04/6	04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12
ドイツGDP	-0.1%	1.2%	1.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
家計消費	-0.1%	-0.8%	0.7%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%
政府消費	0.9%	0.8%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
固定投資	-2.9%	1.0%	1.5%	-0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
在庫投資	0.8%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	-0.4%	0.9%	0.5%	0.7%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
輸出	1.1%	5.6%	2.2%	3.2%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
輸入	2.5%	3.5%	1.1%	1.6%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
内需	0.3%	0.3%	0.9%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%
最終需要	-0.9%	0.8%	1.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
国内最終需要	-0.5%	-0.1%	0.9%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%

(1) 緩やかに回復に向かうユーロ圏景気

ユーロ圏の輸出は引き続き堅調

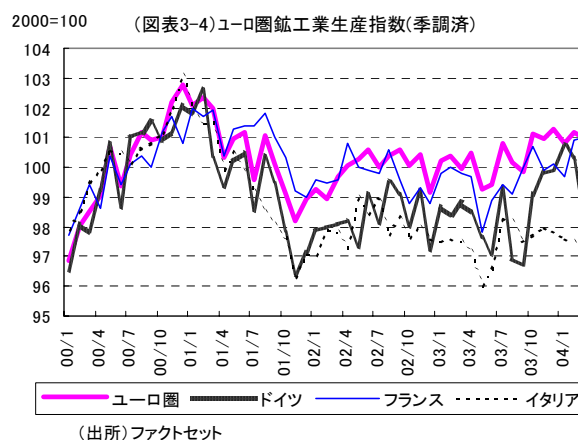
米国景気は 2004 年前半までは好調に推移すると見ており、ユーロ圏景気は、米国やアジア向けを中心とした輸出主導で、引き続き堅調に推移していくものと予測する。2003 年 9 月から急上昇してきたユーロ相場は 2004 年 2 月まで 1 ユーロ 1.3 ドルに迫る高値で推移したが、世界的な需要増加がユーロ高の悪影響をある程度吸収してきた（図表 3-3）。年後半は、世界景気の牽引役である米国の景気減速により、輸出の伸びは再度鈍化に向かうと予想する。ただ、米国景気の調整は短期間に留まると予測しており、2005 年半ばからは再び増加に転じよう。

一方、2004 年 5 月から EU に新規加盟した中・東欧など 10 カ国との間では域内関税が撤廃され、新加盟国での需要がユーロ圏の輸出に貢献すると期待されている。ただし、1994 年以降に関税撤廃・低率化が進んだため、メリットの多くが既に実現している面もある。また、10 カ国合計の GDP 規模はユーロ圏全体の 5% 程度であり、効果は限定的と見ている。



製造業の生産活動はスローダウン

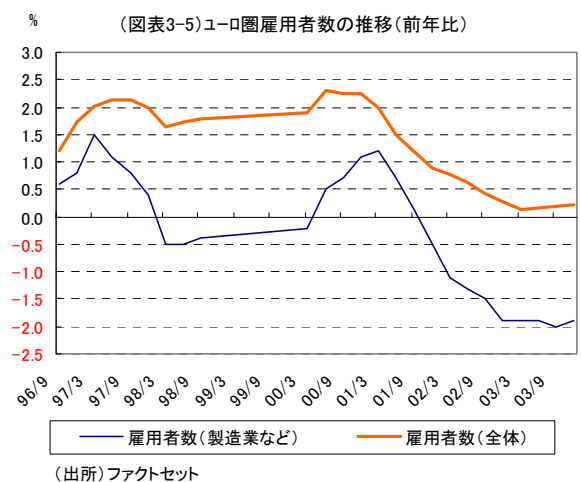
昨年同期以降、徐々に輸出の伸びが域内の生産活動の活発化につながってきた。最近のユーロ圏の鉱工業生産にはやや一服感があるが、緩やかに回復している（図表 3-4）。財の種類別では、資本財と中間財が上向き傾向だが、域内での需要の弱さから小幅な伸びに留まっている。消費財は長引く消費低迷から回復が遅れている。主要国では特にイタリアの不調が目立つが、同国の生産品はアジアの多くの新興国の生産品と直接競合していることが影響している。他方、ドイツの輸出は資本財が主力であるため、特にアジア地域を中心とする旺盛な設備投資需要に助けられている面がある。フランスは、化粧品・宝飾・被服などの消費財や自動車の生産に回復の傾向が見られる。



このようにユーロ圏では、外需に牽引される形で、2004 年半ばまでは製造業の受注と生産の緩やかな増加傾向が続き、設備投資は持ち直しへ向かうが、域内需要の弱さから自律回復には至らず、外需が鈍化する年後半は再度停滞を余儀なくされよう。ただ、設備稼働率は 80% を超えており、それほど過剰設備は抱えていないため、調整は小幅に留まると考えられる。2005 年半ばには外需が持ち直し、域内の生産活動が増加に転じることで、設備投資は再度増加傾向をたどろう。EU 新加盟国への直接投資は、既に多くの企業で進んでおり、EU 拡大により爆発的に増加するわけではないが、安価な労働力や立地条件を求めた生産拠点建設などは継続的に実施されると考えられる。

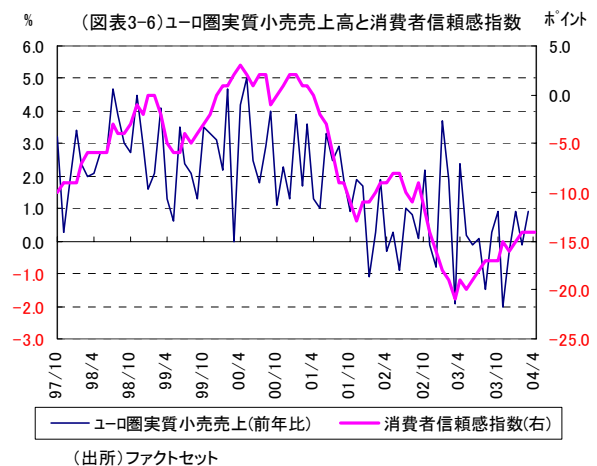
素材価格上昇から企業のリストラ続く

景気が低迷する中、雇用増加の兆しは見られない。ユーロ圏の失業率（季調済）は3月まで13カ月連続で8.8%のまま。グローバル化に伴う国際競争の激化に加え、ユーロ高を吸収するため、企業はコスト削減の一環として雇用リストラを進めてきた。さらに、最終需要がまだ弱く競争も激化しているため、企業は価格支配力を取り戻しておらず、素材価格の上昇を製品価格に転嫁できない状況にある。企業は収益率悪化を防ぐために、リストラを継続するだろう（図表3-5）。足元では、この雇用への慎重な姿勢が更に消費低迷を招くという悪循環が起きている。雇用が回復に向かうのは、企業部門の景況感が好転する2005年半ば以降となろう。



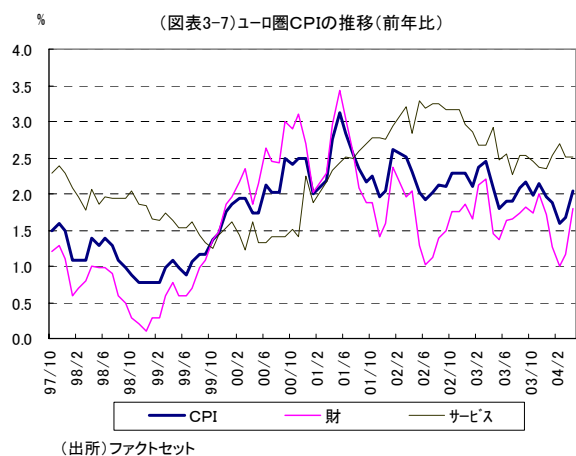
足取りが重い個人消費

個人消費は、厳しい雇用環境が続く中、独仏伊などで2004年より本格化した社会保障制度改革に伴う家計の負担増から、回復の足取りは重いだろう。年明け以降の小売売上は前年比で増加しているが、バーゲン効果によるところが大きく、本格回復には至っていない（図表3-6）。2005年半ばから企業部門が再度回復へ向かい始め、それに遅行して雇用環境が改善に向かうことで、個人消費も徐々に上向いていくものと予想する。



インフレ率は安定推移

4月のCPI（消費者物価指数）上昇率は前年比2.0%とECB（欧州中央銀行）の目標水準上限にある。前年に高騰していたエネルギー価格の前年比低下効果が剥落し、今年1月からの医療費と公共料金上昇などの特殊要因も働いて、数値上はCPIに上昇圧力がかかっている（図表3-7）。しかし、消費低迷と価格競争激化から製品価格は抑えられ、またアジアや東欧といった域外諸国からの割安な製品の流入が続くことから、今後は2%を若干下回る水準で推移するものと予想する。景気の回復速度が穏やかな一方、インフレ懸念も台頭しないため、政策金利は年内据置きが続こう。



EU 拡大で 10 カ国が新規加盟

この 2004 年 5 月に新たに 10 カ国が加盟し、EU は 25 カ国 4.5 億人を抱える巨大な経済圏となった（図表 3-8）。新加盟国は今後、通貨ユーロ参加のために、①インフレ率、②長期金利、③財政状況、④為替相場の 4 点で一定の条件を満たさなければならないが、各国の進捗状況は思わしくなく、早い国でも 2008 年の参加と見られている。旧加盟国への安価な労働力の流入が予想され、企業にとっては労働コストの低下につながるものの、国内労働者は雇用喪失を危惧している。ただ、加盟条約の規定では最長 7 年間労働者の受け入れを制限できることになっているため、当面の影響は限定的と見る。長い目で見れば、旧加盟国への労働力流入問題は、ユーロ圏という 1 つの経済圏の中では労働力の有効活用につながる。さらに EU 拡大は、25 カ国の意見調整や、新加盟国のユーロ参加に向けた構造調整などの課題は残るが、直接投資の増加、域内関税撤廃、通貨統一、社会インフラ整備などによる経済圏の統合につながり、域内経済に一層の発展をもたらすことで、ユーロ圏の競争力向上に結びつくものと考えられる。

（図表3-8）EU 新加盟国の規模 (%)

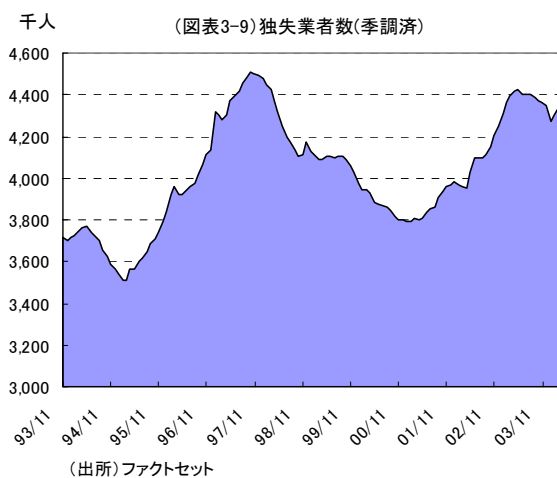
	GDP (2003年)		人口 (2002年)		1人当りGDP	
	(億ユーロ)	比率	(万人)	比率	(ユーロ/人)	比率
ポーランド	1,852	2.0	3,820	10.0	4,848	19.9
チェコ	756	0.8	1,020	2.7	7,412	30.4
ハンガリー	732	0.8	1,010	2.7	7,248	29.7
スロバキア	288	0.3	540	1.4	5,333	21.8
スロベニア	244	0.3	200	0.5	12,200	50.0
リトアニア	161	0.2	340	0.9	4,735	19.4
キプロス	113	0.1	70	0.2	16,143	66.1
ラトビア	91	0.1	230	0.6	3,957	16.2
エストニア	74	0.1	130	0.3	5,692	23.3
マルタ	44	0.0	40	0.1	11,000	45.1
10カ国合計	4,357	4.7	7,410	19.5	5,880	24.1
EU15カ国	92,958	100.0	38,080	100.0	24,411	100.0

（出所）ユーロスタット

（2）回復が遅れるドイツ景気

改善が見られないドイツの雇用環境

雇用不振が続くユーロ圏の中でも、特にドイツの雇用環境は厳しい。季調済の失業者数は 2 月以降増加が続き、失業率も 10.5% と高水準だ（図表 3-9）。昨年中の減少は、就業を促す政策に基づいて失業給付資格を厳格化したことが原因である。この 1 月に減少したのも、職業訓練プログラム参加者を失業者から除く算出方式変更によるものだ。これらの特殊要因を除けば、悪化が続いているのが実態だ。今後もドイツ景気は非常に緩やかな回復が続くと見るが、2004 年後半からの減速で雇用回復には至らないだろう。2005 年半ばから再び外需主導で企業部門の景況感が回復する過程で、雇用環境も改善に向かうものと予想する。



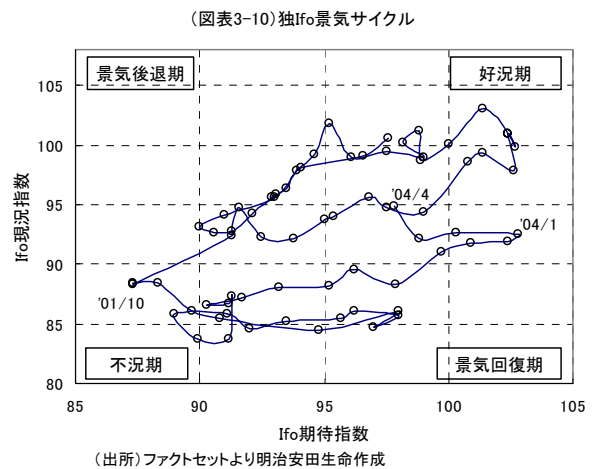
個人消費を取り巻く厳しい環境

ドイツでは、雇用不安に加え、次の 2 つの要因から個人消費の回復テンポは引き続き鈍いだろう。第一に、消費者には失業給付の削減や医療費自己負担の増加がのしかかり、財布の紐を緩める要因が見当たらない。1 月に実施された 2004 年度の減税では、2004 年分に加えて 2005 年分も前倒しされたものの、財政赤字を抱える中で前倒しの規模は半減された。世論調査によれば、ドイツ国民の 85% は減税効果を感じていないと回答している。中でも低所得者や高齢者が痛手を受けているようだ。第二に、値引き禁止法撤廃により価格競争が一段と進行しており、消費者が買い控える可能性が高い。従来ドイツでの値引きは年 2 回のバーゲンの時期のみであった。長い目で見れば値引きは

消費を刺激するはずであるが、米国人と違い儉約好きなドイツ人は、先行きの雇用悪化や社会保障負担増加の不安が拭えない中で、急いで買う必要はないと我慢する可能性が高い。

政局不安もドイツ経済のリスク要因

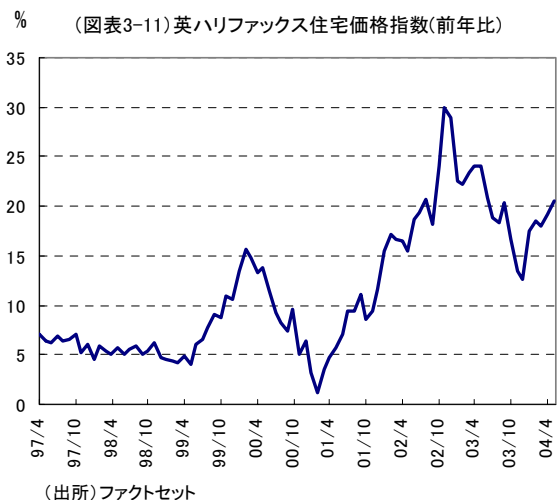
企業 7,000 社を調査対象としている I f o 景況感指数を見ると、現況指数は停滞気味ながら少しずつ改善しているが、期待指数は低下が続いている（図表 3-10）。雇用回復の遅れや消費の低迷、さらに原油や素材価格の上昇といった要因に加え、政策不信も影響していると見る。2004 年中に 14 の地方選を控える中、2 月にシュレーダー首相が与党の SPD（社会民主党）党首を辞任した。シュレーダー首相の掲げる構造改革を巡っての抵抗勢力との党内対立が原因であり、今後の構造改革の内容変更が懸念されている。例えば職業養成税（一定数の若年層を見習いとして受け入れない企業への課徴金）の導入など、当初の構造改革案には含まれない、企業負担が増す政策が打ち出される公算が高まったことが、企業心理を冷やしていると考えられる。構造改革は、国民の理解を十分に得られないままスタートしてしまったことで反発を招いているようだ。



ユーロ圏GDPの3割を占めるドイツは、製造業の割合が高いことから、景気がとりわけ外需に左右されやすいという特徴を持つ。個人消費の回復が遅れる一方、世界需要が増加基調にある中で、今後も輸出主導の景気回復が非常に緩やかに続くと予想する。ただし、2004 年後半から 2005 年半ばにかけては、外需減速に伴って景気回復速度は鈍化しよう。

(3) 好調に推移する英国景気

ユーロ圏とは対照的に、英国では個人消費が好調に推移している。住宅市場では供給不足と需要増が重なり、ハリファクス住宅価格指数は前年比で 20%近い高騰が続いている。同時に住宅を担保とした個人債務も膨張しており、借入金が増え消費後押しされている構図だ。BOE（英国中央銀行）が小刻みな金融引締め姿勢を強めていることもあって、今後は住宅価格の高騰が鈍化に向かい、資産効果は低下すると考えられる。過熱感が鎮静化することで、個人消費の伸びは 2005 年にはやや減速するが、良好な雇用環境を背景に底堅く推移しよう。



医療・教育分野向けなどを中心とした積極的な政府支出も、引き続き経済成長に寄与すると見込まれる。また、ユーロ圏景気の低迷やポンド高進行などで回復が遅れていた外需が、世界的な需要増加を背景に今後は回復に向かうことで、国内生産が上向き、設備投資は持ち直しに向かう。

4. 東アジア経済見通し

〈要 約〉

2003年の東アジア経済は、4—6月期にイラク戦争や新型肺炎SARSの影響から一時低迷したが、7—9月期以降、輸出の伸びを軸に順調な回復を示し、5.9%の成長となった。なかでも中国経済は2003年通期で輸出が34.7%と拡大し、また、名目固定資産投資が26.7%の高い伸びとなり実質GDPは9.1%の高成長を示した。中国は今年の1—3月期も前年比9.8%成長となったことで、一部産業における過剰投資を抑制するため人民銀行は引締め政策を強化している。ただ、上期中は高い伸びが続く見通しであり、また、NIES、ASEANとも輸出の伸びを中心に順調な成長が見込まれることから、2004年の東アジア経済は6.4%の成長となる見通しである。2005年は中国の引締め政策の浸透や米国景気の一服の影響を受けて減速するものの、中国経済の減速が緩やかなものに留まることから、5.8%と小幅な減速に留まるものと見られる。

東アジア実質GDP成長率： 2004年 6.4% 2005年 5.8%
 中国実質GDP成長率 : 2004年 8.5% 2005年 7.8%

(図表 4-1) 東アジア経済の動向 (%)

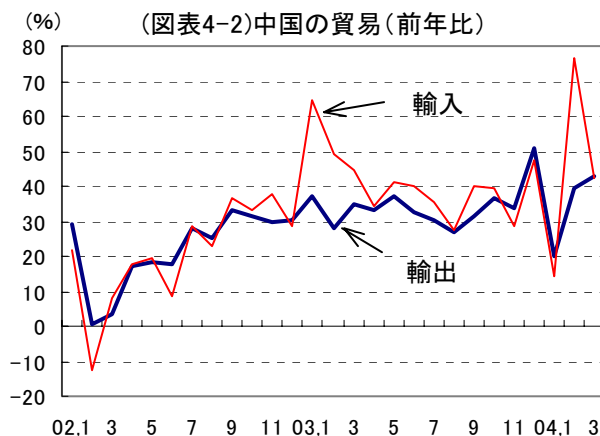
	2001年	2002年	2003年	2004年(予)	2005年(予)
中国	7.5	8.0	9.1	8.5	7.8
韓国	3.8	7.0	3.1	4.8	4.2
台湾	-2.2	3.6	3.2	4.4	4.0
香港	0.5	2.3	3.3	4.5	3.8
シンガポール	-1.9	2.2	1.1	4.8	4.4
ASEAN(4)	2.6	4.4	5.1	5.1	4.6
(東アジア)	4.0	6.1	5.9	6.4	5.8

(1) 安定成長への軟着陸目指す中国経済

2003年の中国は輸出と固定資産投資が急拡大

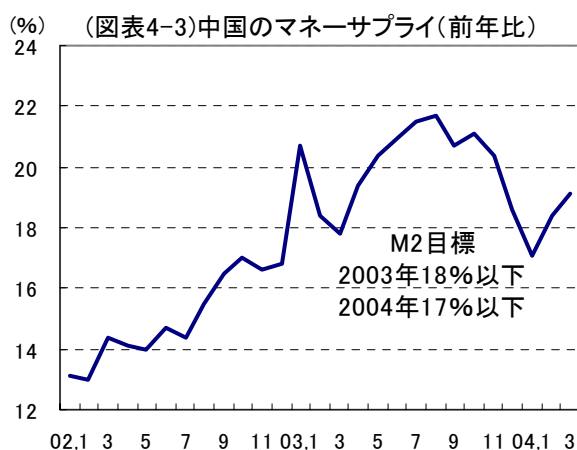
中国の輸出が大きな伸びを示した要因のひとつに、域内の貿易構造が変わってきたことが挙げられる。これまで、日本を含めて韓国、台湾は中国への生産移転を進めてきたが、その結果、東アジアにおける分業体制が整ってきた効果が大きい。特に、電子機器などの生産体制について、日本が一般機械や電子部品、韓国・台湾が電子部品やその他の中間財、中国が比較優位のある労働集約的な加工・組み立て（製品だけでなく半導体や液晶などの後工程を含め）といった国際分業が進んでおり、域内貿易の増加とともに中国から米国・欧州向けに輸出の伸びが急拡大した背景になっている。中国は輸出入とも5割強を外資系企業が担っており、日・韓・台の米国向け製品輸出の一部が中国向けの資本財や生産財輸出にシフトしている。特に、韓国・台湾の輸出ウエイトは中国向け（香港を含む）が米国向けを上回ってきている。一方、昨年（2002年）の中国の輸入は39.9%と大幅に増えており、

貿易黒字は2002年の304億ドルから昨年は254億ドルに縮小した（図表4-2）。中国国内の消費需要が増えている面もあるが、機械など資本財の輸入の伸びが大きいことから見て、輸出向けだけでなく国内市場向けの設備投資の拡大が急速に進んでいることを示している。実際、名目固定資産投資は2002年の16.1%を大幅に上回る26.7%の伸びを示し、GDP成長率に大きく貢献した。むしろ、一部産業における過剰投資が原材料価格を押し上げており、金融政策は昨年6月に不動産融資規制、9月に預金準備率を6%から7%に引き上げるなど引締めへ転じている。



2004年の中国は過剰投資の抑制によって安定成長を目指す

中国政府は2004年の経済運営について、過剰投資を抑制することで電力や物流におけるボトルネックを解消しつつ、安定成長の持続を目指して、やや低めの7%を目標に設定している。昨年の金融引締めによって10—12月期の固定資産投資は大きく鈍化したが、今年1—3月期に前年比43.0%と、再び増加したことが背景にある。同期の輸出は34.1%の伸びを示したものの、原材料や資本財を中心に輸入が42.3%増と大きかったことから、貿易収支は84億ドルの赤字となった。人民銀行はさらに引締めへ動いており、2

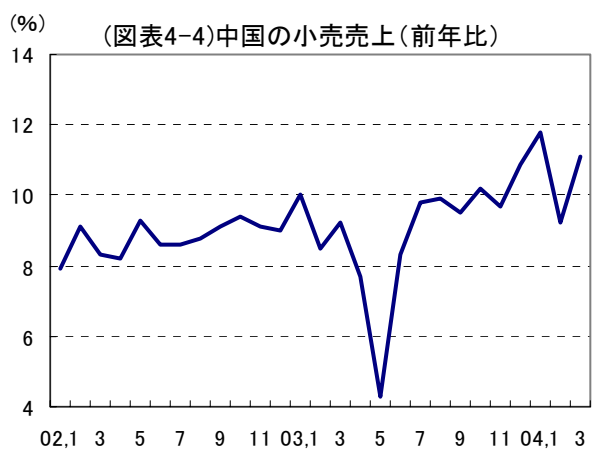


月に不動産融資規制を強化し、3月は公定歩合を2.7%から3.33%（期間20日以内の貸出）に引き上げ、4月は預金準備率を7.5%に引き上げた。また、銀行業監督管理委員会は銀行の融資状況を厳しく検査することにより、特に電力需要の大きい業種を中心に鉄鋼、アルミ、セメント、不動産、自動車などの固定資産投資を抑制して行く方針を示している。これまで中央政府は雇用を優先するあまり、地方政府による拡大政策をなかなかコントロールできない面もあったが、経済全体の過熱を防ぐためソフトランディングに向けての動きを強めている。

財政面でも1998年以降続けてきた公共投資の拡大政策は、民間投資の活発化もあり今年は一服させる方針（2004年の建設国債の発行は1,100億元と前年の1,400億元から縮小）である。歳出規模は前年の7.5%増から今年8.8%増と拡大させるが、政策の内容を大きく変更しており、人口の7割を占める農村部の振興を、1990年代以降、初めて最重点課題に位置づけている。都市部との所得格差の是正を進めるとともに、都市開発の推進に伴う農地の減反や天候不順などによって2000年以降減少している食糧生産の回復を目指している。具体的には1,900億元の財政資金を投入して、農業減税、農業補助金の追加、農地の転用制限、水利建設などを進める。農村部のでこ入れに加えて、国有企業が主体で開発の遅れている西部地域や東北地域などへの傾斜配分によって、バランスの取れた経済発展を目指している。経済の内訳を見ると輸出と固定資産投資の伸びが高いことから、2002

年の名目GDP比に占める個人消費のウエイトは46.3%と5割以下の低い水準に留まっている。今後、農村部の所得向上によって個人消費を中心とした内需拡大を進め、経済の安定化を図ることが必要だろう。

2003年に急拡大した輸出は、今後とも二桁の伸びは維持するものの（4月の政府見通しでは今年15%増）、1月に実施された付加価値税の還付率引下げ（平均15%から12%へ）に伴うマイナス要因や、今年後半以降の米国景気減速の影響を受け、減速せざるを得ないだろう。固定資産投資は、公共投資の削減に加えて、一部産業に対する融資規制の効果から2003年に比べて伸びは鈍化する方向にある。ただ、北京五輪に向けた建設需要や、3月に開催された第10期全国人民代表大会（全人代）で私有財産保護を憲法上明確化したこともあり、鈍化しつつも二桁ペースの伸びは維持すると見られる。一方、個人消費は、都市部を中心に中間所得層の拡大傾向から自動車、携帯電話、パソコン、デジタルカメラなどの売上が増え、小売売上は昨年の9.1%増から今年1—3月期は前年比10.7%増と堅調な動きを示している（図表4-4）。出遅れていた農村部でも収入の改善傾向から7.6%の伸びを示しており、今後とも農村部に対する政策支援が期待されることから、消費はさらに上向いてこよう。したがって、2004年の中国経済は輸出や固定資産投資がやや鈍化しつつも、個人消費の伸びが高まるものと見られ、昨年より鈍化するが政府見通しを上回る8.5%の成長となる見通しである。2005年は引締め政策の浸透からやや鈍化し7.8%の成長となろう。

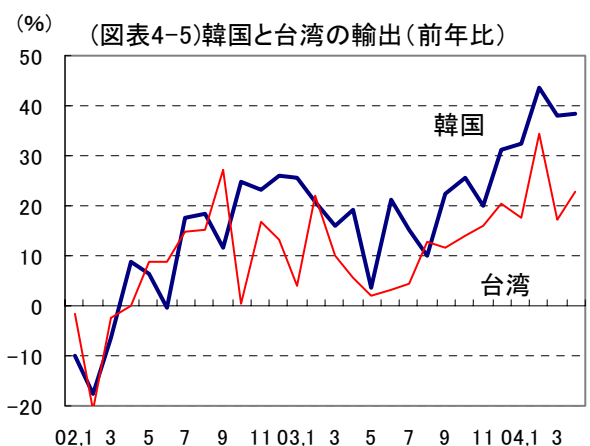


(2) 順調な回復続くNIES、ASEAN経済

NIESは輸出の拡大を軸に内需も緩やかな回復へ

NIESは、昨年前半低迷感が強かったが、世界景気の底入れとともに輸出が持ち直し、生産の回復に連れて内需が徐々に明るさを増してきた。

韓国の2003年10—12月期の成長率は前年比3.9%の回復を示したが、通年では3.1%と力強さに欠ける結果となった。クレジットカードの延滞問題や政治の混乱から消費者マインドが冷え込み、また、中国への生産移転に伴い雇用回復が遅れたことなどから、個人消費は低迷が続いた。ただ、輸出は中国などアジア向けを中心に電子部品や、一般機械、船舶、鉄鋼、デジタル家電などが急速な回復を示した。企業マインドは慎重なスタンスが続いたが、ここきて生産の伸びや企業収益の改善に伴い機械受注が底入れを示し、半導体や液晶を中心に設備投資が回復してきている。製造業を中心に雇用も徐々に改善傾向を示しており、消費者マインドも底入れを示し始め



た。これに高級品やレジャー用品などに課せられる特別消費税が年内引き下げられた効果が加わり、今後、個人消費は徐々に回復を示すことになろう。

台湾の成長率は昨年3.2%に留まったが、後半以降、中国向け中心に輸出が大きな伸びを示し、10—12月期は前年比5.2%の成長となった（図表4-5）。中国への生産移転が続いてきたことで個人消費や設備投資など内需は緩やかな回復に留まっていたが、最近ではIT関連やデジタル家電の部品輸出が大きく増えており、国内設備の増強が進んでいる。生産の回復から失業率が5%台から4%台に低下して個人消費が改善を示すなど内需が上向いてきた。今後とも、中国への生産移転は続くが、電子部品を中心とした輸出を軸に景気は順調な回復が見込まれる。また、国内では製品の研究開発を積極化して高付加価値化を目指した設備投資も伸びてくるだろう。

ASEANは輸出拡大に加え、内需も安定した伸び

ASEANはもともと日本など外資系企業の進出が盛んで、域内での電子機器や自動車などを中心とした部品生産の分業体制ができあがっており、物流面でのネットワーク化の効果に加えて自由貿易協定（FTA）推進によって域内貿易が拡大している。海外からの直接投資により設備投資が回復しつつあり、また、所得の向上や個人向けローンの普及から個人消費が伸びており内需も堅調である。一時、中国の台頭は電子機器などの競合から脅威と見られていたが、中国とのFTA締結を目指した動きを契機に、部品生産などの分業体制による棲み分けが進みつつある。さらに、中国の需要増から石油・ガス、農産物、天然ゴムなど一次産品の輸出が拡大している。今後とも順調な成長を続けよう。