

## 明治生命・安田生命合同作成 2003 - 2004年度の経済見通しについて

～実感できない経済成長、名目GDPは10年前に逆戻り～

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、2004年1月に合併することに基本合意しており、このたび、相互の資産運用力の一層の向上を図る観点から、2003 - 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 0.5%      2004年度 0.8%

### 2. 要 点

デフレ基調からの早期脱却は難しく、景気の先行きへの期待が持てないなか、企業・家計とも財布の紐は固く、牽引役として期待できるのは外需のみという状況が続く。

日本の景気は、米国経済が財政・金融政策の効果により2003年後半から回復に向かうため、外需主導で下支えされる。SARSの日本の景気への下押し圧力は小幅に留まるものの、影響の多くは4 - 6月に集中。

日本の政策対応は、2003年度後半に真水4兆円程度の補正予算が編成されると想定。日銀は一段と金融緩和策を強化するものの、景気への実効性という観点から市場の高い評価は得られない。

主要計数表

	2002年度(実績)	2003年度(予測)		2004年度(予測)
			2002年11月時点	
名目成長率	0.7%	1.8%	0.3%	1.1%
実質成長率	1.6%	0.5%	0.3%	0.8%
成長率寄与度・内需	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
・外需	0.8%	0.1%	0.3%	0.3%

(注) 当リリース内容を掲載される際の出所の表記は、「明治生命・安田生命」をお願いいたします。

## 経済見通し総括表

(前年度比:%)

	2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
名目国内総支出	0.7	1.8	1.1
実質国内総支出	1.6	0.5	0.8
民間最終消費支出	1.5	0.5	0.4
民間住宅	2.9	3.1	4.7
民間企業設備	0.5	4.5	0.9
政府最終消費支出	2.2	1.7	1.5
公的固定資本形成	8.4	8.9	6.5
財貨・サービスの輸出	11.8	2.5	5.3
財貨・サービスの輸入	5.7	4.0	3.1
鉱工業生産	2.6	1.6	2.0
国内企業物価	1.6	1.3	1.2
消費者物価	0.6	0.4	0.5
経常収支(兆円)	13.3	13.6	14.0
貿易収支	11.6	11.2	12.5
輸出	50.1	51.1	53.5
(前年度比:%)	(8.5)	(2.0)	(5.3)
輸入	38.5	39.9	41.0
(前年度比:%)	(3.6)	(3.5)	(3.1)
為替相場(円/ドル)	122円	120円	126円

### 実質成長率寄与度

(%)

	2002年度 (実績)	2003年度 (予測)	2004年度 (予測)
国内需要	0.8	0.6	0.4
民間需要	0.9	0.8	0.6
民間最終消費支出	0.8	0.3	0.2
民間企業設備	0.0	0.7	0.1
公的需要	0.0	0.2	0.1
財貨・サービスの純輸出	0.7	0.1	0.3
財貨・サービスの輸出	1.2	0.3	0.6
財貨・サービスの輸入	0.5	0.4	0.3
実質成長率	1.6	0.5	0.8

# 1. 2003 - 2004年度の日本経済見通し

## (1) 概要

足元の日本の景気は、一部の経済指標に底堅い動きは見られるものの、長い目で見れば、バブル崩壊後の長い停滞期のもと、潜在成長率を下回る循環的な景気上昇局面を迎えているに過ぎず、力強さに欠ける。中長期的な視点に立った構造改革は重要にし、財政・金融政策の下支えなしには目先の景気底割れ懸念すら払拭されないという状況が続いている。デフレ基調からの早期脱却は困難で、景気の先行きへの期待が持てないなか、企業・家計とも財布の紐は固く、景気の牽引役として頼れるのは依然外需のみと考えられる。したがって、2003年度の日本経済を予想するに当たっては、2002年度同様、米国景気と、日本の政策対応が大きな鍵を握ることとなる。

イラク戦争の終結により、米国にとっては景気への最大の障害が取り除かれる形となったものの、年央までははっきりとした回復軌道に乗れない状況が続きそうだ。家計・企業の過剰債務の問題が解決されたわけではなく、市場では経常赤字、財政赤字といういわゆる「双子の赤字」への懸念もくすぶり続けるとみられる。しかし、大幅な金融緩和策は既に一定の成果を上げており、財政面でも、大型減税などの政策対応が進みつつあることから、年後半は緩やかながら回復に向かう可能性が高いと見ている。日本の景気は、年度後半に外需が持ち直すことにより支えられよう。

しかし一方で、景気が曲がりなりに「もっている」間は、日銀・政府とも市場が期待するような抜本的景気対策には二の足を踏む状況が続くとみられる。現政権の下では「景気下支え策としての積極的な財政政策」は期待薄で、日銀も金融政策としてリスク性の高い資産を買い取る方針には否定的である。最終的には、イラク復興費用捻出に絡んで政府は真水4兆円程度の補正予算を編成し、日銀も小幅の追加金融緩和を実施という、従来型の財政・金融政策のミックスが実施されようが、景気は「失速を免れる」という程度の回復に留まり、デフレ環境も変わらないとみる。2003年度の実質GDP成長率は0.5%、2004年度は0.8%と予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の軟調推移が続くなか、弱含みの展開となる。2003年度後半以降は外需の回復で雇用環境の改善が見込まれるため、若干上向くものの、2004年度後半以降は外需のピークアウトとともに再度弱含む。消費性向の上昇は限界に近づきつつあり、今後2年間は1ポイント程度の小幅上昇に留まる。GDP統計の実質民間最終消費支出の伸び率は、2003年度は0.5%増、2004年度も0.4%増に留まると予想する。

住宅投資は、家計の雇用・所得に対する将来不安や、デフレによる既保有住宅の資産価値減少、および実質債務負担感の増大などが重荷となり、2003年度が前年度比3.1%減、2004年度が同4.7%減と4年連続で前年割れとなる。

設備投資は、企業がデフレ下で新規の借入れを控え債務返済を優先、キャッシュフローの範囲内で設備投資を実施という行動パターンが変わらないとみられることから、必要最低限の供給能力維持を目的とした「守りの更新投資」を中心に、小幅の増勢基調を維持するに留まる。2002年度は4.5%増、2004年度は0.9%増と予想。輸出は、2003年度前半はSARS(新型肺炎)によるアジア景気減速の影響を多少受けるものの、年度後半は米国景気の持ち直しとともに回復、2003年度は前年度比2.5%増、2004年度は同5.3%増を見込む。2004年度後半は米国景気の緩やかなピークアウトを予想しており、輸出は再び減速に向かう。

公共投資は、2003年度は補正予算の編成を見込むものの、全体の約3分の2を占める地方自治体の落ち込みが、補助金や交付税の減少により鮮明となるため押し上げ効果は限定される。2003年度の公的資本形成は前年度比8.9%減、2004年度は同6.5%減と予想する。

## (2) 家計部門 雇用・所得環境に改善の兆しが見られず、個人消費は厳しい

### 悪化続く雇用・所得環境

2002年度の個人消費は、雇用・所得環境の悪化が続いたにもかかわらず、意外に底堅い推移となった。これは、家計が収入から貯蓄に回す分を減らす、あるいは手持ちの資産を取り崩して消費に当てるといった消費行動が顕著となった結果である。総務省の家計調査によると、2002年度の勤労者世帯の実質可処分所得は、前年比3.1%減の大幅マイナスとなったが、実質個人消費のマイナス幅は0.2%に留まっている。この結果、平均消費性向は、2002年3月の70.1%から、2003年3月には74.3%まで上昇した。

可処分所得が減少しても、短期的には消費性向が上昇して、所得の目減りほどは消費支出が減らないという現象を「消費の慣性効果」という。消費の慣性効果が個人消費の底割れを防ぐ可能性については、昨秋の経済見通しでも予想した通りだが、足元の消費性向の上昇ペースはやや急な感もある。したがって今後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、消費の慣性効果の持続性について改めて考えてみる必要があるだろう。

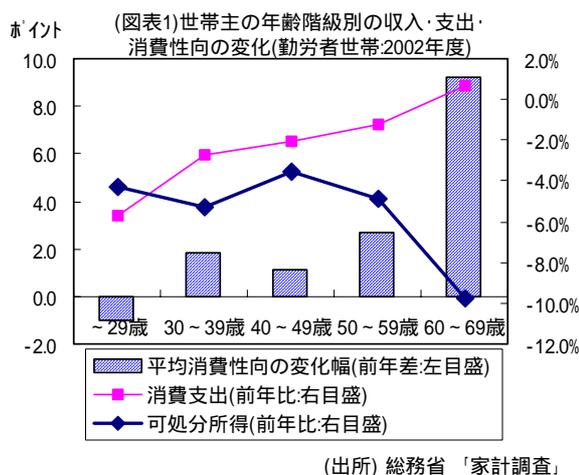
雇用・所得環境は、厳しい状況が続くと考えられる。年度前半は、米国景気の伸び悩みと、SARSの影響による中国経済の停滞により輸出が減速すると見込まれ、雇用者は製造業を中心に伸び悩むだろう。2003年度は多くの企業が増益を予想しているものの、コスト削減に頼る部分が大きく、売上増が収益増に結びつく状況にはない。また、企業にとっては、これまで過度に抑制されていた旧設備の更新が喫緊の課題となっており、増益が雇用リストラ圧力の緩和に繋がる可能性は低いと考える。日本経済新聞社の調査によると、今春闘の平均賃上げ率は1.54%と、6年連続で過去最低を更新しており、ベースアップなしの企業は97.1%に達している。

2003年度の後半は、外需が緩やかながら回復に向かうと考えられ、雇用環境もゆっくり改善に向かうと予想しているが、個人消費を大きく押し上げるほどの改善は期待しにくい。

### 消費性向の上昇が構造的なものという証拠は見当たらず

では、2003年度も消費性向の上昇が個人消費を下支えするという構図が続くのであろうか。ポイントは、足元の消費性向の上昇トレンドが一過性のもの、すなわち「慣性効果」に過ぎないのか、それとも、他になんらかの構造的要因が働いており、長期にわたって続く性質のものなのかという点だ。

家計調査によると、2002年は特に50歳代、60歳代で消費性向が大きく上昇したことがわかる(図1)。この世代は、グラフに示されるとおり、賃金の減少幅も他の世代に比し大きい。これは、50歳代以上が企業のリストラの対象となりやすい世代であり、また、賃金体系を年功序列制から成果主義へと変更する企業が増加しているために、賃金の減少幅が大きかったためだろう。一方で、財務面では住宅ローンや、教育費などの負担が減少に向かう世代であり、金融資産の保有割合も多いことから、資産から負債を引いた純資産残高が大きく拡大する世代にあ



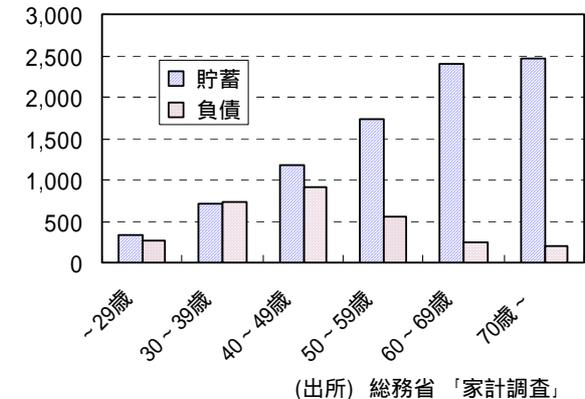
たる(図表2)。したがって、可処分所得の減少局面では、貯蓄に回す分を減らし、消費に回す余地が他の世代より大きかったと考えられる。

これだけでは消費性向の上昇が持続する根拠としては弱い。一方で、今後数年で「団塊の世代」が引退年齢に近づくため、消費性向の上昇傾向が中期的にも続くという説がある。団塊の世代とは、1947～1949年生まれで、総数約700万人と、他の世代より人数が2割から5割も多い。この世代は、従来の高齢者世代とはライフスタイルや価値観が異なり、積極的に次世代に遺産を残そうとする意識が希薄とされる。

この団塊の世代の高齢化が消費性向の押し上げに繋がるという説に関し、簡単な試算で検証を実施した。

まず、各年齢層別の消費性向について、過去の平均値をベースに一定の値を置いた(図表3)。そして、この年齢層別の消費性向が将来的にも変わらないという前提のもと、人口動態変化に伴う全体の消費性向の推移を求めた。その結果、消費性向は、団塊の世代が全て引退する2010年でも、2000年時点と比較し1.2ポイント上昇するに留まった。これは、家計全体の可処分所得を約300兆円とすると、彼らの引退による消費へのプラス効果は、年ベースでは数千億円程度にしかならない計算となる。この手法を用いて、仮定計算として、団塊の世代の消費性向を大幅に引き上げて試算してみたが、同様に影響は限定的だった。理由は、団塊の世代の人数が多いとはいっても、総人口比で見れば数%の割合を占めるに過ぎないからである。団塊の世代の高齢化が消費性向の上昇に繋がるという説は、多分に直感的要素に偏った議論といえよう。

(図表2)世帯主の年齢階級別貯蓄および負債の1世帯当たり現在高(2002年10-12月期)



(図表3)試算の前提とした年代別消費性向



### 社会保険料負担増もマイナス要因、住宅の駆け込み着工による関連消費にわずかな期待

他に高齢者の消費性向が今後も持続的に上昇しつづける根拠を見つけ出すのは難しい。保有金融資産の大きさから考えて、「慣性効果」は、もう1～2年続く可能性はあるとみるが、一方で限界が着実に近づいているのも事実だろう。基本的に雇用・所得環境の軟調推移が予想される以上、個人消費に楽観的な予想を立てるのは困難であり、慣性効果は個人消費底割れ回避につながる最低限の下支えの役割を果たすに留まるという予想が妥当であろう。

加えて、2003年度始からの社会保障制度変更による国民負担増も、消費者心理の重しとなり続けよう。健康保険の自己負担率、介護保険料の引き上げ、失業給付水準の引き下げ、年金給付の物価連動引き下げなど、企業負担も含めれば年間約2.5兆円の負担増となる。家計負担分だけでも個人消費の0.2～0.3%に相当する計算で、配偶者特別控除の加算部分が2004年1月から廃止されることで、さらに数千億円負担が増える。

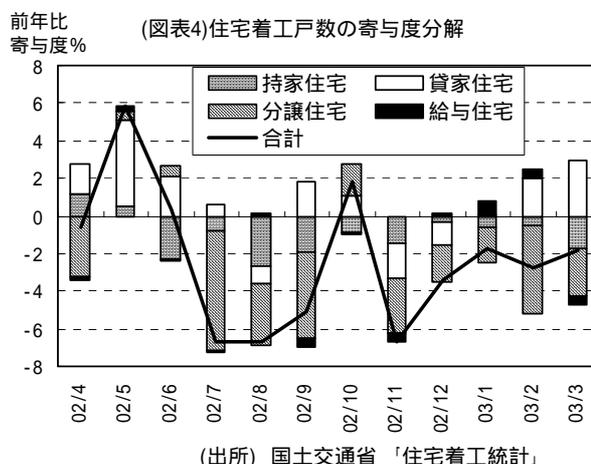
数少ないプラス材料を探すなら、2003年末の住宅取得優遇税制の期限(2003年末入居が

条件)をにらんだ駆け込み需要が、家具などの関連耐久財の購入等を通じて個人消費下支えの一因となる可能性だろう。しかし、大きな期待はできない。

以上のように、2003年度前半の個人消費は弱含みの推移となろう。2003年度後半以降は、外需の回復により雇用環境の改善が見込まれ、若干上向くとみるが、2004年度後半にかけては外需のピークアウトとともに再度弱含むと予想する。消費性向は、2003年度から2004年度にかけて1ポイント程度の緩やかな上昇に留まる。GDPベースの実質個人消費の伸び率は2003年度は0.5%増、2004年度も0.4%増に留まると予想する。

### 駆け込み着工の押し上げ効果は限定的で、減少が続く住宅投資

住宅着工件数は、住宅供給の過剰感の高まりや、家計の雇用・所得に対する将来不安、過去の一連の住宅取得促進政策による需要の先食いの反動などから、弱含みの推移が続いている。持家の着工件数が、2000年冬以降前年割れが続いているのに加え、都心回帰や高層マンションブームなどから2001年度までは比較的好調だった分譲住宅も、2002年度以降は低調な推移に転じている。ただし、足元では貸家が堅調に推移していることから、総崩れ状態には至っていない(図表4)。貸家が比較的堅調なのは、家計が将来の所得への不安から、多額なローンを抱える持家・分譲住宅を敬遠し貸家を選好する傾向がでてきていること、供給面で住宅販売の低迷に悩む住宅産業や、自己のもつ不動産の有効活用を考える一部の土地保有層がアパート建設に積極的に乗り出していることが要因と考えられる。しかし、家賃の低下傾向は続いており、特に都区部では下落率が大きいことから、供給過剰が懸念される状況となっている。



2003年度は、12月末までの入居が条件となる住宅ローン減税の適用を狙った駆け込み着工がある程度期待できよう。だが、持家の主力購入層と見込まれる2次取得層(住宅投資の約半分を占める)が、デフレによる既保有住宅の資産価値減少と実質債務負担感の増大で積極的に購入に踏み切れる状況にはないため、押し上げ効果は限定的だろう。結果として、住宅投資全体は、2003年度が前年度比3.1%減、2004年度も同4.7%減と4年連続して前年割れは避けられないと予想する。

### (3) 企業部門 設備投資は更新投資中心に緩やかな増加続くも力強さは欠く

#### SARSの外需への影響は軽微だが、米国景気の回復の遅れが心配

通関統計によると、3月の輸出額は前年比で12ヶ月連続のプラスとなったものの、上昇幅は4ヶ月連続で縮小し、0.7%増とかがろうじてプラスを維持するに留まった。特に、米国向けが自動車などを中心に急減しており、イラク戦争による景気や物流の停滞を反映した形となっている。アジア向けはまだ堅調に推移しているものの、伸び率は鈍化している。また、輸出額の減少要因を価格要因と数量要因に分解してみると(図表5)最近の円高傾向の影響で輸出価格の低下傾向が続い

ているのに加え、数量でも鈍化しつつある様子が鮮明となっており、少なくとも年度当初の輸出の低迷は避けられない情勢となっている。

2003～2004年度の輸出を予想するに当たっては、最大の消費地である米国景気の動向がもっとも重要だが、特に2003年度前半は、SARS(新型肺炎)のアジア経済への影響も考慮する必要がある。

米国経済にとっては、イラク戦争が早期終結したことにより、とりあえず最悪シナリオは回避された形だが、年央までははっきりとした回復軌道に乗れない状況が続きそうだ。家計・企業の過剰債務の問題が解消したわけではなく、市場では経常赤字、財政赤字といういわゆる「双子の赤字」への懸念もくすぶり続けるとみられる。しかし、FRB(米連邦準備制度理事会)の大幅な金融緩和は既に一定の成果を上げており、財政面でも、大型減税などの政策対応が進みつつあることから、年度後半は緩やかながら回復に向かう可能性が高いと見ている。日本の輸出も2003年度後半は持ち直すだろう。

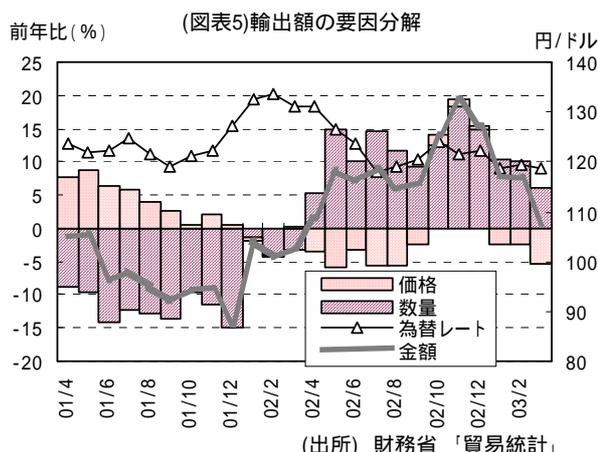
欧州は、特にドイツを中心に景気の低迷が深刻な状況にあるが、米国景気との連動性が高いため、年度後半は緩やかな回復に向かうと考えられる。また、足元の対円でのユーロ高トレンドが価格競争力の改善に繋がることなどから、欧州向け輸出も年度後半は伸びる可能性が高い。

足元のアジア向け輸出にSARSの直接的な悪影響はまだ確認できないが、中国・香港では消費者が外出を手控えることや、工場閉鎖による生産活動の鈍化などにより、景気の一時的減速は避けられないとみている。ただ、徹底した患者の隔離政策などにより、患者の増加ペースは鈍化しつつあり、ベトナムでは制圧が宣言されるなど、良いニュースも増えてきている。今後3ヶ月以内に収束するという前提に立てば、中国のGDPへの影響は0.3%程度、アジア全体でも0.3%程度に留まるとみている(図表6)。被害が拡大した場合は1～2%程度のGDPの下押し圧力となる可能性もあるが、足元の中国の成長ポテンシャルが極めて高い点に安心感がある。中国の第1四半期の実質GDP成長率は9.9%に達している。巡航速度でもだいたい7～8%の成長を

確保していることを考えると、この程度なら景気が失速に向かうほどの影響ではない。また、いったん景気減速が明らかになれば、政府当局は既に積極的に実施している財政・金融政策を一段と強化してくるだろう。経済へのマイナスの影響の多くは4～6月期に現れるとみているが、7～9月以降は正常な経済活動を営める状況に戻ってくるのではないかと予想する。

実質GDPベースの2003年度の輸出は前年度比2.5%増、2004年度は同5.3%増と予想。米国景気は、2004年度前半まで堅調な推移が続くとみるが、2004年度後半は若干の息切れを予想しており、輸出の伸びも2004年度前半がピークとなる可能性が高い。

一方輸入は、SARSの影響による工場閉鎖、物流停滞などの影響で、2003年度前半は中国



(図表6)当社が試算したSARSの経済への影響

アジア成長率の下ぶれ	日本への影響			
	アジア向け輸出	全輸出	生産	GDP
0.3	0.6	0.3	0.2	0.1
1.0	1.9	0.9	0.6	0.2
2.0	3.8	1.7	1.2	0.4

からの輸入が減少する可能性がある。しかし、減少分は国内製品によって代替可能なため、国内の生産活動や物価への影響はほとんどないだろう。GDP全体では、控除項目となる輸入が減る分むしろ伸び率を押し上げる方向に働くが、輸出同様影響は小さいと見る。

2003年度後半は、国内景気が外需主導で徐々に上向くことや、足元までの実効ベースの円高がタイムラグを伴って輸入の押し上げ要因になること、また、海外拠点からの逆輸入による輸入浸透度の上昇トレンドが続くとみられること等から、輸入の伸びは緩やかに上昇する。2003年度の輸入は前年度比4.0%増、2003年度は同3.1%増と予想する。

### **生産活動は年度前半にいったん減速、後半は緩やかな回復**

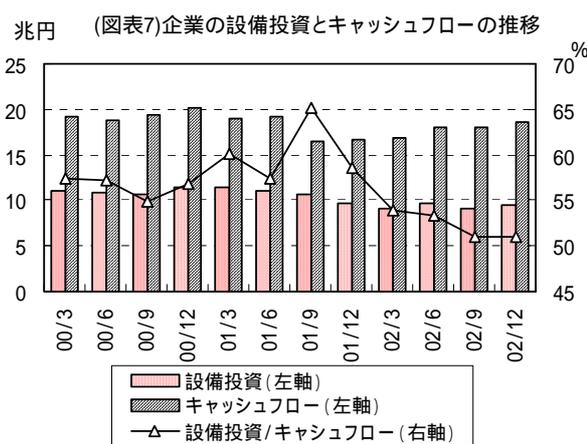
鉱工業生産統計の改定により、2002年度後半以降の生産活動は、従来考えられていたより堅調に推移していたことが明らかとなった。足元では、アジア向け輸出に牽引されてIT関連の生産財が好調に推移している。しかし一方で、内需の停滞が続いていることから、国内向けの消費財や資本財など、最終需要財は弱含みとなっている。

生産活動は2002年度後半から年明けまで概ね踊り場の状況が続いてきたと考えるが、2003年度前半は外需の減速により生産活動もいったん鈍化に向かうと予想する。輸出の鉱工業生産に占めるウェイトは12%程度だが、波及効果を含めれば、影響度はもう少し大きい。当社では、SARSの鉱工業生産への下押し圧力を年度換算で0.2%程度と見込んでおり(図表6)、その多くは4-6月期に顕在化することとなろう。在庫も小幅の調整を余儀なくされる可能性が高い。ただ、在庫水準は既に1988年以来の歴史的な低レベルにまで落ち込んでおり、2001年のように、急激な在庫圧縮による大幅な生産調整は起こりにくい。2003年度後半には、輸出が増加に向かうことで、生産も再度持ち直しに向かうと予想する。

### **設備投資は更新投資中心に底堅い推移続くが、力強さは欠く**

設備投資は、2002年度以降比較的堅調な推移が続いている。2003年3月の日銀短観では、大企業製造業の2003年度の設備投資計画が前年度比2.7%と、この時期としては3年ぶりのプラスとなったのを始め、日本政策投資銀行や日本経済新聞社の実施したアンケートでも製造業は底入れ感のうかがえる内容となっている。先行指標である足元の機械受注の動きを見ると、電気機械、一般機械、通信などで下げ止まりの兆しが出ており、1-3月は前期比5.8%増と、底堅い動きが続いている。

設備投資が堅調を維持している背景には、2001年10-12月期から続いている企業収益の回復基調がある。短観における企業収益予想(全産業)は、2003年度も2002年度に続き2桁増益予想となっている。その一方で、売上高予想は、この時期としては過去最低水準に沈んでいる。デフレ下で売上見通しが伸びず、実質債務負担が増す中、増益はあくまでリストラ主導という構図が明らかである。このような状況下では、企業にとって新規投資に資金を振り向ける余裕はなかなか生まれまいだろう。



これまで企業は、過剰債務および過剰設備の圧縮をもっぱら優先させることで、増益局面でも更新投資を控えてきた。新規の借入れを控え、キャッシュフローの範囲で設備投資を行なうというパターンは、2003年度も変わらないとみる(図表7)。しかし、新規投資が除却・償却減耗額を下回り、設備の老朽化が進む一方のため、これ以上の投資先送りは製品の質の低下をもたらしかねない(図表8)。2003年度は、必要最低限の供給能力の維持を目的とした「守りの更新投資」を中心に、設備投資は小幅の増勢基調を維持するものとみている。

また、2003年度税制改正で導入された、研究開発減税、IT投資減税により、研究開発投資やIT投資は、一定の恩恵を受けることが予想される。一方で、デフレ見通しの晴れない国内を嫌って、投資収益率が相対的に高い海外に生産拠点を移す動きが加速するとみられるため、能力増強投資は伸び悩むだろう。特に年度前半は、輸出の減速が企業の投資意欲の冷え込みに繋がる可能性もあり、設備投資全体の伸びを抑制する可能性が高い。2003年度後半から2004年度前半にかけては、緩やかな増勢基調が続くとみるが、2004年度の後半以降は、米国景気のピークアウト感や、循環的要因等から、設備投資の伸びは徐々に鈍るものと予想する。

2003年度の設備投資の伸びは前年比4.5%増、2004年度は同0.9%増と見込む。

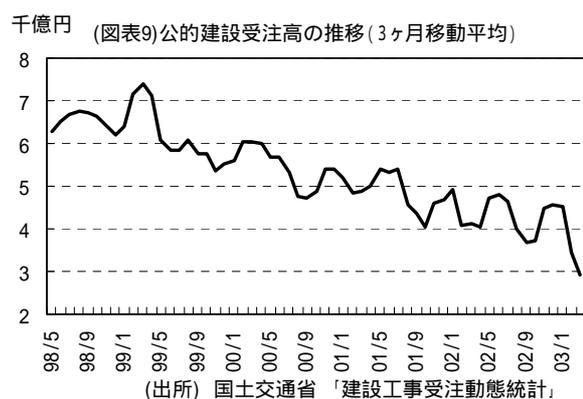
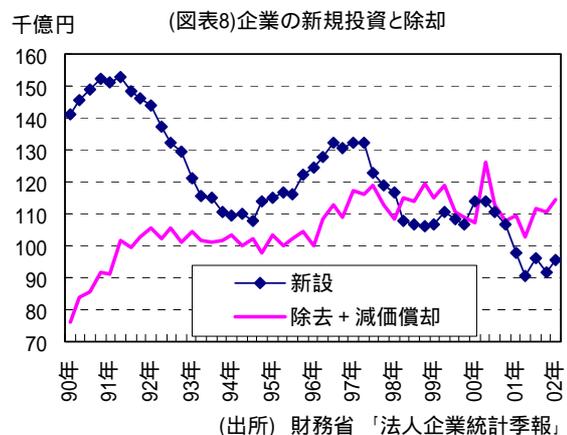
#### (4) 財政 - 2003年度は小幅の補正予算編成を想定するも効果は限定的

##### 2003年度は真水4兆円程度の補正予算の策定を予想

公共投資は、2003年1月以降落ち込みに転じ、2月、3月と低迷が続いている。公的資本形成の先行指標とされる公的建設受注高は、1-3月は前期比24%となり、息切れ傾向が明確となっている(図表9)。2003年度については、政府の公共事業費予算が前年度比3%程度の減額になっていること、補正予算の早期編成が遠のいていることから、公共事業の前倒し執行などの措置がとられない限り、2003年度前半は厳しい落ち込みとなる可能性が高い。

なお、市場に期待の強い、「政府と日銀が一体となった抜本的デフレ対策」が実現する可能性は極めて低いといわざるを得ない。結果的に財政赤字が膨らんでいるとはいえ、小泉首相は緊縮財政路線を基本的には崩していない。また、首相、与党、各省庁、日銀の利害がそれぞれ錯綜して対立する中、日本の政策はスムーズな意思決定が可能となる状況にない。曲がりなりにも景気が「もっている」間は、政府・日銀とも新たな政策には二の足を踏む状況が続くだろう。

しかし、今後は輸出の減速により景気の先行きに対する不透明感が増すと考えられること、イラ



ク復興費用の算出に伴い日本も応分の負担を求められるのが確実なことから、最終的にはイラク復興費用の捻出を名目とした補正予算が編成され、同時に需要対策も織り込まれることになるかとみている。規模は真水で4兆円程度に留まるだろう。内容は、イラク復興費のほか、雇用対策と公共事業がそれぞれ1～2兆円となる可能性が高い。公共事業の中身としては、首都圏環状道路や羽田空港拡張を含む都市型公共投資の拡大などが検討されることとなるだろう。

日銀も補正予算の編成と機を一にして、当座預金残高の積み増しや、今のところは福井総裁が難色を示しているが、国債買い切りオペの増額などの従来型の財政・金融政策のミックスが実施される可能性が高いと見ている。年度後半以降はこうした経済対策の効果が現れるだろう。しかし、財政面では全体の約3分の2を占める地方自治体の公共投資の落ち込みが、国庫補助金や地方交付税交付金の減少により鮮明となるため、押し上げ効果は限定されるだろう。2003年度の公的資本形成は前年度比8.9%減、2004年度は同6.5%減と予想している。

政府消費は、高齢化の進展に伴う社会保障関係給付の増加が主因となり、2003年度、2004年度とも、緩やかな増加基調をたどろう。但し、2003年度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が影響し、2003年度は前年度比1.7%増、2004年度は同1.5%増と小幅の伸びを予想する。

### **新産業育成と雇用創出へ向けた新しい胎動を期待**

2003年度は、財政政策による直接的な需要創出効果は限定的なものとなるだろう。ただ、やみくもに財政支出を拡大しても中長期的な日本経済の成長に繋がらないことはいうまでもない。政府の目指す構造改革とは、資本や労働力といった資源が市場と競争を通じてより生産性の高い分野へ再配分され、結果として中長期的な日本の成長率が高まることである。この理念を実現するために、政府は2001年6月の「骨太の方針」の発表以来、個別テーマごとに様々なプロジェクト等を設置してきており、特に産業育成や雇用創出関連で具体的検討の動きが見られ始めている。

米国では1980年代後半に、MIT調査委員会が中心となって、半導体、自動車、工作機械など8分野の競争力の綿密な調査・分析が実施された。そして同委員会による提言が、関連分野の労働生産性の向上と産業競争力の強化につながったといわれる。日本においても、各種研究会の成果が、政府の規制緩和政策や産業政策、雇用政策に今後具体的に反映されるようになれば、現在は将来不安からやや萎縮気味の家計・企業部門も徐々に明るさを取り戻し、いずれ消費および投資の活性化につながっていこう。2003年度の税制改革の中には、「産学官連携の共同研究・試験研究に係る税額控除」も盛り込まれている。成果に繋がることを期待したい。

### **(5) 金融 デフレ基調に変化はない。金融政策は従来路線から大きく逸脱しない範囲で実施**

足元の主要物価指数は、いくつかの特殊要因から上昇の兆しが見える。消費者物価は、4月の東京都区部のマイナス幅が、医療費自己負担割合増加の影響で大きく縮小する結果となった。この流れは全国CPIにも引き継がれるものとみられる。

4月の東京都の「保健医療サービス」は、前年比で11.1%の大幅上昇となった。また、2002年4月の東京電力の値下げの反動で、電気代も前月までの大幅マイナスから反転上昇に転じている。これらはむろん制度の変更に伴う一時的な変動であり、実体経済のデフレ基調の変化を示すものではない。ちなみにGDP統計では、医療費負担の割合の変化を、政府消費支出と家計消費支出の間の振替として記録されるため、個人消費デフレーターには影響を与えない。

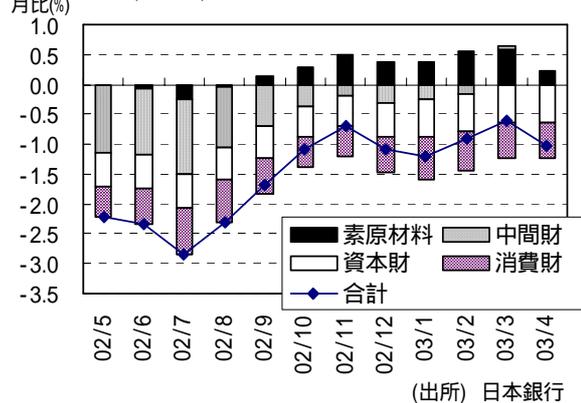
企業物価指数は、2002年度後半に、素材関連を中心に価格が上昇、一部中間財にも価格上昇が波及する傾向がみられた(図表10)。ただ、最終財はマイナス基調が続いている。素材価格の上昇はイラク戦争前までの原油価格上昇を反映したものであったが、既に原油価格は下落に転じており、過去の原油価格上昇の影響も今後数ヶ月で徐々に剥落するとみる。

ファンダメンタルズ面から物価が上昇に転じる理由は見当たらない。2003年度前半は輸出が減少すること、年度後半の景気回復ペースも緩やかなことから、デフレギャップが縮小する状況にはない。加えて、今後も割安な海外製品の流入が続くとみられ、国内の価格競争はなお一層の激化が予想される。賃金の下落基調にも大きな変化はないだろう。サービス価格も構造改革特区の導入など規制緩和拡大による競争激化もあり低下傾向が継続する。2003年度のGDPデフレーターは、前年度比2.3%低下、2004年度は同1.9%低下と6年連続のマイナスを予想する。名目GDPの水準は、約10年前の水準にまで逆戻りする計算となる。

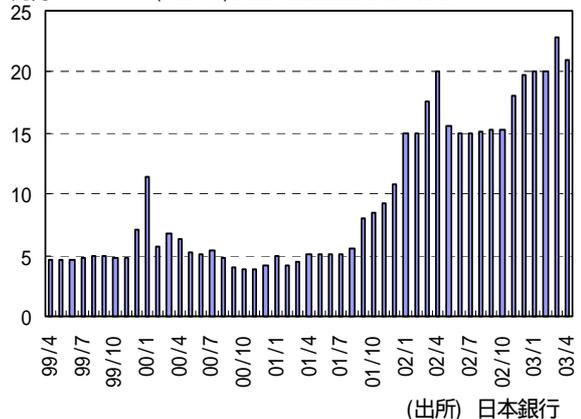
消費者物価上昇率は、上記の特殊要因から一時的に前年比プラスに転じる可能性はあるものの、日銀が現在の量的緩和・実質ゼロ金利政策を変更する可能性はほとんどない。むしろ、デフレ圧力緩和のため、政府から一段と踏み込んだ金融緩和策の策定を要求される状況が続くだろう。福井総裁は就任以来、銀行保有株の買取り枠の2兆円から3兆円への拡大や、一定範囲の資産担保証券のオベ対象への追加などの措置を講じているが、補正予算が編成されるタイミングでは、国債買い切りオベ増額などの形で、一段の金融緩和策を打ち出すだろう。ただし、従来の路線から大きく逸脱しない範囲で、地道に対応を積み重ねるとい形になると予想する。達成責任を伴ったインフレ目標の導入や、リスク性の強い資産の購入などに関しては、及び腰の姿勢が続くものとみる。政府の要求と妥協を図るため、インフレ目標についてECB(欧州中央銀行)がマネーサプライの管理に実施していたような「参照値」を導入する可能性はあるものの、市場のデフレ期待を払拭するには不十分な結果に終わるだろう。

為替レートは、2003年度前半は、米国景気の不透明感が持続することでドル売り圧力の強い状況が続くが、年度後半は日米景況感格差の拡大からやや円安方向に向かう。2004年度後半は米国景気のピークアウト感から再度円高に向かう場面もみられよう。年度平均で、2003年度は120円、2004年度は126円と予想している。

(図表10)需要段階別国内企業物価指数の推移



(図表11)日銀当座預金残高の推移



## 2. 海外経済環境

### (1) 雇用情勢の悪化で減速感強まる米国経済

#### 米国経済の総括表

(%、億ドル)

	98年	99年	,00年	,01年	,02年	,03年(予)	,04年(予)
実質GDP	4.3	4.1	3.8	0.3	2.4	2.2	2.8
個人消費	4.8	4.9	4.4	2.5	3.1	2.1	2.7
設備投資	12.5	8.1	7.8	-5.2	-5.7	1.6	4.5
住宅投資	8.0	6.7	1.1	0.3	3.9	4.2	-2.6
在庫投資	(0.2)	(-0.2)	(0.1)	(-1.2)	(0.7)	(0.1)	(0.1)
純輸出	(-1.2)	(-1.0)	(-0.8)	(-0.2)	(-0.7)	(-0.3)	(-0.2)
政府支出	1.9	3.9	2.7	3.7	4.4	4.1	3.2
名目GDP	5.6	5.6	5.9	2.6	3.6	3.8	4.5
消費者物価	1.6	2.2	3.4	2.8	1.6	2.0	2.2
経常収支	-2,038	-2,929	-4,103	-3,934	-5,034	-5,252	-5,424
財政収支	692	1,244	2,369	1,273	-1,577	-3,850	-3,450

(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。

米国経済は2001年の0.3%から、2002年は2.4%の成長に回復を示したものの、潜在成長率以下に留まった。しかも、10-12月期は前期比年率で1.4%、2003年1-3月期は1.6%と減速感が強まっている。特に、自動車のインセンティブ販売などにより成長を下支えしてきた個人消費がそれぞれ1.7%、1.4%と息切れを示している。所得税減税に伴い、実質可処分所得が2002年に4.3%と堅調な伸びを示したにもかかわらず、雇用情勢の悪化やイラク問題に伴うテロ懸念などから消費者マインドが悪化し、貯蓄率が2001年の2.3%から2002年は3.7%に上昇したことが大きい。また、イラク情勢は世界的な同時株安を招く原因にもなったが、実際には、戦争の短期終結によって不透明要因の1つが払拭されたにもかかわらず、その後も景気は低迷を続けている。米国のITバブル崩壊後のストック調整がまだ終わっていないことや、IT関連需要の回復が遅れていることで、合理化効果による底入れはあるものの実質的な企業収益の回復が遅れていることが基本にあると言える。そのため、10-12月期の設備投資は2.3%とプラスに転じたものの、1-3月期は東部を襲った豪雪の影響もあるが、-4.2%と再びマイナスに転じている。

ただし、流通段階での在庫増しが一服しているが、製造業を含めた全体の在庫は低い水準にあり、個人消費も失速は避けられる見通しにあることから景気の底割れは回避される方向にある。それは、FRBによる機動的な金融政策の効果が大きかったが、今までにない積極的な財政政策の寄与も大きい。2001年6月に11年間で1兆3,500億ドルの減税を決めた後、同9月の緊急歳出法(航空会社支援を含めて550億ドル)や2002年3月の景気対策法(512億ドル)などテロ後の対策や経済対策で1,000億ドルを上回る歳出増を実施した。特に、2001年6月の所得税減税による効果は大きく、2002年通期では個人消費の伸びが3.1%となるなど大きく下支えした。また、2003年2月の予算教書では所得税減税の前倒しや株式配当の二重課税廃止により、11年で7,258億ドルに上る追加の景気対策が議会に提案された。4月の2004年度予算決議において、下院では5,500億ドルに下方修正され、今後、上院案との調整の中で規模がさらに縮小する可能性はあるものの、具体策は6月までに成立する見通しである。

税収減の中での財政支出増により、2003年度の財政赤字はもともと予算教書の時点から3,

000億ドルを超える見通しにあったが、イラクへの武力行使に伴う戦費負担として790億ドルの補正予算が組まれたことで赤字幅はさらに拡大する。一方で、2002年の経常赤字は5,034億ドル(GDP比4.8%)に膨らんでおり、双子の赤字が再びクローズアップされている。民間部門において消費や設備投資の停滞で投資超過が縮小する一方、政府部門においては財政の赤字拡大から貯蓄不足が膨らみ、経常赤字の拡大を余儀なくされていることになる。ただ、経常赤字拡大の主因は小売業の在庫積増しによる輸入の増加にあるものの、世界景気の減速を反映した輸出の低迷や海外からの投資収益の減少に因るところも大きい。また、資金調達は今のところ順調に進んでいるようである。欧州からの資本流入が急速に減少しつつあるものの、一部米銀による調達もあるとは言え、2002年の資本流入は6,300億ドルに達している。2003年に入っても、長期金利は低水準を維持しており、まだ資本流入に大きな支障がないことを裏付けている。ただし、今後、内需調整による不均衡是正が必要とされているなど不安材料として残っていることに変わりない。

設備投資については、2002年は-5.7%と2年連続のマイナスとなった。ただ、内容的には企業の合理化意欲の強さからユーザーサイドのIT投資が底入れの方向を示している。もっとも、通信を中心としたハイテク産業の過剰投資の影響もあって稼働率は低いまま推移しており、底入れ傾向にあるとは言え全体的には弱く、非国防資本財受注は一進一退の動きにある。あるいは、年明け以降の企業マインドの急速な悪化から、1-3月期の設備投資が-4.2%と再びマイナスになった(うち、IT投資は10.8%)ことが示しているように、設備投資が大きく回復するのは期待薄の状況にある。例えば、今後のIT関連需要動向に関して、2002年における米国のパソコン出荷台数は後半以降底入れを示したものの、3%台の伸びに留まり、2003年も1桁の伸びに留まる見通し(米ハイテク調査会社IDC)にある。また、米半導体工業界(SIA)の調査によれば、世界の半導体売上げは2001年の-32.0%から2002年はアジア中心に底入れを示したものの、1.3%の伸びに留まった。2003年は2月の時点で19.8%の増加を予想していたが、1-3月期が前期比-3.2%となり、早くも下方修正を迫られている。IT産業が成熟化して20~30%の成長型から循環型に転換したとの見方も強く、しかも、需要の一巡化やストック調整からIT関連産業の本格回復は2004年以降にずれ込む公算が大きくなっている。つまり、今後のIT関連需要については底入れの方向にあるものの、依然回復力は弱いものに留まる見通しである。こうした背景から、2003年のGDP成長率は2.2%の伸びに留まろう。ただし、短期的にはITバブルは崩壊したが、中長期的に見ればIT革命は終わった訳でない。今後、ITブームの第2幕・第3幕を経ることによって、景気の循環過程を通じての伸びによってかは別として、工業化社会から知識社会(ポスト近代)への移行が加速度的に進むことになる。

ところで、近年、世界の経済や株式市場が米国主導で動くようになってきている。まず、短期的な意味では、90年代後半以降のIT革命やその反動が米国主導で起こったことが大きい。また、IT革命の進行に伴って、グローバルな水平分業が進んでいること、あるいは、旧社会主義諸国を巻き込んだ形で一層の市場経済化が進んでいることで、経済だけでなく国際的な金融市場や資本市場がかつてない程一体化してきている。そこで、IT関連や金融技術面で最も進んだ米国が主導権を握りつつ、世界がシンクロナイズ化している。さらに、イラク問題などの国際情勢が世界中に伝播しやすくなっていることを反映して、こうした動きに拍車がかかってきていると言えよう。

なお、今回のイラク戦争に関しては、米国による自衛のための先制攻撃や、国連の安保理決議を得ない行動に対する批判は少なくなかった。ただ、世界の枠組みが大きく変わってきており、従来の概念で判断するのは難しくなっているのも事実である。冷戦の終結以降、一気に噴き出した民族

や宗教を中心としたアイデンティティ回復への動きや、先進国における多様化への動きは歴史的な潮流となっている。このような冷戦の終結やポスト近代の動きに伴うカオス現象に加え、伝統的抑止力が利かないテロとの新しい形の戦争など、世界は混沌から混乱に陥り兼ねない大きなリスクに直面している。こうした非常事態にありながら、国連はもともとの成立過程に問題があるとは言え、重大な国際問題に対して実質的には機能していないのが実体である。もっとも、テロリズムの撲滅や大量破壊兵器の拡散阻止、あるいは人権侵害阻止と言うことでは一致しており、主要国間で大きな対立がある訳ではない。それでも、大きなリスクを前に決断が進まない中、世界の秩序回復のための行動が何よりも優先されることが示されたと言える。その結果、米欧間に亀裂が生じてしまったが、そのこと自体は大きな問題にはならないだろう。いずれにしても、世界が冷戦時の二極対立構造から多極均衡システムなどの新しいシステムに移行するには、まだ相当の時間がかかる見通しである。したがって、9.11テロ事件以降、米国の覇権に揺らぎが生じつつあるとは言え、当分、過渡的現象として米国の一極主義に依存せざるを得ない状況が続くことになるだろう。

## (2) 通信バブル崩壊と統合ブーム反動の後遺症続く欧州経済

### EU経済の動向

(%)

		99年	,00年	,01年	,02年	,03年(予)	,04年(予)
英	実質GDP	2.4	3.1	2.1	1.8	1.8	2.0
	消費者物価	2.3	2.1	2.1	2.2	2.5	2.3
	失業率	4.2	3.6	3.2	3.1	3.2	3.1
独	実質GDP	2.0	2.9	0.6	0.2	0.3	1.0
	消費者物価	0.6	1.4	2.0	1.4	1.2	1.2
	失業率	10.5	9.7	9.4	9.8	10.4	10.2
仏	実質GDP	3.2	4.2	1.8	1.2	1.4	1.8
	消費者物価	0.5	1.7	1.7	1.9	1.9	1.7
	失業率	10.2	8.9	8.8	9.1	9.2	8.8
ユーロ圏 (12)	実質GDP	2.8	3.5	1.4	0.8	0.8	1.5
	消費者物価	1.1	2.1	2.4	2.2	2.0	1.8
	失業率	9.4	8.4	8.0	8.3	8.8	8.6

(英の消費者物価は住宅金利を除くベース)

ユーロ圏経済は2001年の1.4%に続き、2002年も0.8%の成長に留まった。前半は回復の兆しを示していたものの、後半以降、急速に減速感が増している。背景について概括すれば、EU経済は1993年からの市場統合や1999年からの通貨統合による経済の活性化の効果から、あるいは米国向け輸出の伸びの寄与もあり、1997年から2000年の間、好調に推移した。ところが、2001年以降、ITバブルの崩壊に伴う米経済の低迷で輸出が伸び悩み、EUにおいても通信バブルの崩壊やM&Aなどの統合ブームの反動が重なった。特にドイツでは、東西ドイツの統一以降盛り上がった建設ブーム崩壊の影響も大きい。ITブームに乗って米国へ投資拡大を進めた結果、その後の米国の株価下落や収益率悪化の直接的な影響を被りやすくなっていることもある。また、EUにおける株価低迷が長期化したことで、景気の減速に拍車をかけてきた。しかも、ECBは2001年以降の景気下押し圧力を楽観的に見過ぎ、さらには米ドルに対抗できる基軸通貨となるには時期尚早と見られる中、通貨統合がスムーズにスタートできたこともあってユーロを過大評価している。つまり、米国の株価下落やイラク情勢の緊迫化に伴い、米国からの資金回帰の動きもあってユーロ高が進んだが、それを放置して金融緩和のタイミングが大幅に遅れ、内外需共に低

迷させている。また、税収減から財政赤字の拡大を余儀なくされており、2001年にポルトガルがGDP比3%をオーバーしたのに続いて、2002年はドイツが3.6%、フランスが3.1%となり政策の選択肢を狭めていることも大きい。

ただ、欧州全般に低迷している訳ではなく、賃金コストの低さから直接投資を受けていたアイルランド・スペイン・ギリシャなどの周辺国や東欧が比較的健闘しており、むしろ、ドイツ・イタリア・フランスなど中心国が低迷を余儀なくされている。あるいは、統合ブームのなかったイギリス・スウェーデン・デンマークのユーロ未参加国が比較的堅調な成長を示している。また、通信の過剰投資の影響は大きいですが、通信業界のキャッシュフローは順調に推移していることで負債の圧縮が進んでいる。そのため、ノキア、ボーダフォン、ドイツテレコムは夏頃に第3世代携帯電話のサービスを始めるとしている。今年に入ってから、ユーロ高の影響もあって通信会社による起債ラッシュがスムーズに進んでおり、一応、最悪期は過ぎつつあると見られる。

それでも、しばらくは資本ストックの調整圧力が強いことで一進一退の弱い動きを余儀なくされるだろう。実際、昨年11月の生産回復はイタリアの優遇税制による自動車販売の一時的な伸びによるものだった。また、2003年の年明け以降、EU全体の生産に底入れの兆しが見え始めたものの3月には反落している。在庫水準が低いことはプラス材料だが、東欧や東アジアなどエマージング諸国の景気が比較的底堅い動きを示しているものの、米国を中心とする先進国景気の減速傾向で海外受注が盛り上がり欠けていることが大きい。ただ、世界のIT関連需要が緩やかながらも底入れの方向にあることや、実際、ドイツ始め主要国の設備投資が10-12月期に前期比プラスに転じており、資本財受注も底堅い動きにあることなどから、EU経済の底割れは回避される見通しである。こうした背景から、EU経済は2003年0.8%、2004年1.5%の成長と減速感の強い状況が続くことになろう。いずれにしても、EUの統合ブームや通信バブルの後遺症は大きいものの、日本の不動産バブルと違ってEU経済の活性化には不可欠の動きであったとも言えよう。

なお、EUの統合は拡大と深化を繰り返しつつ着実に進んでおり、EUの加盟国は現在の15カ国から、中・東欧の加盟によって2004年から25カ国になり、2007年には27カ国体制へ拡大する予定である。しかしながら、イラク問題を機にEU内に亀裂を生じさせてしまい、政治統合やイギリスのユーロ参加など、今後、深化へのスピードは鈍化せざるを得ないだろう。もっとも、テロリズムや大量破壊兵器保有に対する基本的な姿勢では一致しており、亀裂とは言っても戦術面での違いと言える。ただ、EUが進めている統合は、ポスト近代の大きな流れの中で、近代に作り上げた国民国家をできる限りボーダレス化する方向に作用している。つまり、統合によって欧州の一体化への回帰や、米国との対抗軸を目指しつつも、半面で、多様化を促進している面が強い。今回のような亀裂はその反映の一つと見ることもできよう。

【イギリス】 成長率は2001年の2.0%から2002年の1.8%へと鈍化しつつも比較的堅調に推移している。企業部門はポンド高の影響もあって、輸出・生産の落込みから設備投資を抑制せざるを得ないなど低迷を余儀なくされているが、健保・教育・公共サービス関連などの財政支出拡大に加え、個人消費の伸びが大きく貢献している。個人消費が堅調なのは、4%弱の賃金上昇が基本にあるが、住宅価格の上昇による面も大きい。つまり、住宅を担保にした借入れが急増しており、この多くの部分が消費に回っていると見られている。ただ、住宅価格は2002年の後半以降、前年比で20%を超える上昇となったが、年明け以降ピーク感が出始めている。今後、住宅価格が一気に下落するとの見方は少ないが、住宅担保ローンが徐々にピークアウトすることが見込まれ、今年後半には、消費への影響が顕在化することにならざるを得ないだろう。

こうした背景から、消費者物価の強含み傾向や住宅価格が2割台で上昇している中、景気の急速な鈍化を回避するため、今年2月に政策金利を4.0%から3.75%に引下げた。実際、1-3月期のGDPは前期比0.2%に減速している。ただ、昨年は輸出や生産の落込みから企業部門の景況感は悪化してきたが、10-12月期に設備投資は前期比プラスに転じている。今後も、利下げの効果や堅調な消費を背景に設備投資が緩やかながらも底入れする方向にある。したがって、イギリス経済は減速を余儀なくされる方向にはあるものの、比較的堅調な推移を示すことになるだろう。

【ドイツ】 2001年の0.6%に続いて2002年の成長率は0.2%と、1990年の東西ドイツの統一以降、1993年の-1.1%に次いで低い水準に留まった。ユーロ圏の経済が減速する中、特にドイツの低迷が目立っている。まず、東西ドイツ統一に伴う負の遺産が尾を引いていることがある。もともと、労働コストが割高の状況で、旧東ドイツの賃金を一気に上げたことが、1999年の通貨統合以降の価格競争の激化で徐々に国際競争力を失わせてきている。しかも、輸出依存度の高い経済体質がその影響を大きくさせている。さらには、旧東ドイツにおける建設バブル崩壊の後遺症や、2002年のドイツテレコム決算が246億ユーロの赤字となるなど、通信バブル崩壊などが低迷に拍車をかけている。

こうした背景から株価の下落が長期化して、企業マインドを冷やし設備投資を抑制している。もっとも、2002年10-12月期の設備投資は前期比でプラスに転じており、製造業受注の動きとも併せて考えると、一進一退ながら企業部門の底入れの兆しも出てきている。ただ、賃金は2002年に2.6%の伸びを示しているが、人員削減の動きから失業率は悪化して再び2桁台に乗っており、個人消費は当分低迷を余儀なくされよう。しかも、2002年に財政赤字のGDP比が3.6%となったことで2003年は歳出削減に取組まなければならない。景気減速や2月の地方選の惨敗もあり大幅な緊縮策は取れないものの、逆に景気対策は限られたものにならざるを得ないだろう。企業の倒産件数が増えているが、依然、労組の力が強く賃金が上昇していることでデフレに陥る懸念は小さいが、今後、しばらくは低い成長率を余儀なくされることになるだろう。こうした状況を打開して行くには、2003年に見送られた所得税減税が2004年には実施されるものの、硬直的な労働市場や政府の産業政策にメスを入れつつ、地道に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べきだろう。

### (3) 内需が比較的堅調ながら輸出の鈍化で減速迫られる東アジア経済

#### 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	7.2	7.6
韓国	-6.7	10.9	9.3	3.1	6.3	4.2	5.2
台湾	4.6	5.4	5.9	-2.2	3.5	3.0	3.4
香港	-5.0	3.4	10.2	0.6	2.3	0.8	2.8
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	5.2	4.2	4.6
マレーシア	-7.4	6.1	8.3	0.4	4.2	4.0	4.5
インドネシア	-13.1	0.8	4.9	3.5	3.7	3.6	4.0
フィリピン	-0.6	3.4	4.4	3.2	4.6	3.8	3.8
(合計)	0.7	6.7	7.7	3.8	5.9	4.9	5.6

2002年の東アジア経済は、下期以降の米国始め日本・欧州の景気減速の中で、比較的堅調な動きを示し5.9%の成長となった。特に、中国と韓国の好調な伸びが東アジア全体を下支えしてい

る。また、中国の人件費コストの低さを背景にN I E Sによる中国向けの直接投資が、それまでの軽工業や家電中心からIT関連中心に急増していることで、米国向けの輸出構造が大きく変わってきている。つまり、今まで以上に日本やN I E Sから米国向けの輸出ウェイトが減少して、中国経由での輸出に急速に切り替わりつつある。それが、米国景気の減速が顕在化した後も、中国から米国への輸出が増えている大きな要因になっている。こうした動きは米国の統計上でも、貿易赤字の最大相手国が中国になってきていることからもうかがえる。

そのため、2002年後半以降、日本やN I E Sは米国向けの輸出がピークを迎える中で、その後も中国向けの輸出を伸ばしている。もっとも、日本やN I E Sからの生産移転に伴う資本財や部品輸出の部分も大きく、同時に中国からの輸入金額も大きくなっている。ただ、中国から米国への輸出ウェイトが増加していることに加えて、中国の内需も内陸部の公共投資増や沿海都市部中心に中間所得層が厚みを増していることで徐々に大きくなってきている。また、WTO加盟とも相まって、中国自身の輸入が拡大しやすくなってきている面も見逃せない。ただ、2003年は世界景気の減速とともに東アジアの輸出も徐々に影響を受けざるを得ないだろう。また、新型肺炎(SARS)が人の移動や物流に影響を及ぼしており、当面、中国だけでなく観光関連産業のウェイトが高い香港やシンガポール中心に打撃を受けざるを得ず、東アジアの成長率は4.9%に鈍化することになるだろう。

【中国】 2002年の成長率は8.0%と順調であった。輸出の伸びに加え、設備投資や個人消費など内需の伸びが堅調だった。成長の原動力は政府による財政支出と外資による投資が大きい、中流家庭の増加に伴い消費の伸びが根強い動きになってきている影響も大きい。家計部門にとって人気が高いのは家・自動車・携帯電話であり、旅行がこれに続いている。携帯電話の加入者数は2001年3月末の1億人から2002年11月末で2億人を突破した。また、2003年内に第3世代携帯電話の免許を交付する予定で通信網整備のための投資が続く。さらに、パソコンの生産台数は2002年に1,400万台を超えた。同年の自動車販売台数は300万台を超えており、そのうち、乗用車が100万台を突破している。

ただ、2003年1-3月期の成長率が9.9%の伸びとなったが、N I E Sによる直接投資の伸びが大きく一時的なものと見られる。また、好調な伸びを続けてきた輸出は、今後、米景気の減速によってピークアウトの方向にある。しかも、市場拡大のペース以上に供給能力が増大しつつある。携帯電話は大幅な増産体制の方向にあり、他の家電製品と同様に供給過剰となる公算が高まっている。また、乗用車は今年中に供給過剰になる見通しで、早くも旧モデルの値下げ競争が始まりつつある。このような、無計画な生産による供給過剰体質は変わっていない。また、国有商銀の不良債権比率は公的資金の注入や不良債権を資産管理会社へ移管した後も改善できず、政府発表ベースで25%だが、実際には40%を超えているようである。国有企業向け貸出(財政支援)が続いており縮小が期待される状況ではない。国債残高のGDP比は16%で、財政の余裕はあるとしているが、国有企業向け不良債権や社会保障の隠れ債務などを勘案すると100%を超えているとの見方もある。一方で、金融監督機能の強化や公務員・国有企業の人員削減などによって財政の健全化対策を進めてきてはいるが、財政政策の余地は狭まってきている。

供給過剰の背景から、2002年の消費者物価は-0.8%とマイナスになっている。ただ、2003年の年明けに若干のプラスに転じているが、厳冬やイラク情勢の影響で生鮮野菜やエネルギー価格が上昇したことが大きく、基本的にはデフレ状況は当分続く見通しである。供給過剰を放置しているのは、失業率が統計のある都市部だけでも4%を超えており、農村部を加えれば既に10%

を超えていると見られる中で、雇用を維持するためにはやむを得ない面もあると見られる。結果的には、激しい企業間競争や産業基盤の整備を通じて技術向上を促している。また、2001年12月にWTOに加盟して以降、貿易・資本（直接投資が中心）の自由化が進められ輸入は拡大傾向を示している。ただ、関税引下げの遅れや輸入割当て・輸入制限措置などの取引に関する不透明な行政体質が依然残っている。知的財産権の侵害に関する対応も不十分であり、模倣品の横行による被害は拡大する一方である。日本から中国への直接投資が急速に増えてきているとは言え、台湾や韓国の勢いに比べれば、依然、軸足をASEANから移せない大きな要因になっている。

なお、指導体制については、昨年11月に開かれた党大会で総書記など党の首脳部が大きく変わり、革命第4世代への若返りが進められた。さらに、今年3月の全人代では胡錦濤国家主席、温家宝首相を軸とする政府の新しい指導体制が発足した。ただ、金融・農業・企業・政府機構の4大改革を掲げており経済面での改革路線に大きな変化はないが、民主化など政治面での改革は当分難しい見通しである。経済の面では市場経済化や改革開放の一層の推進によって、あるいは西部地域の大開発によってGDPの規模を2000年の1兆ドルから20年後に4兆ドルへ上げる方針が打ち出されている。マクロベースでは1人当りGDPが依然1,000ドル以下の水準にあり、失業の問題や内陸農村部の貧困解消には、7%成長が最低限必要と見られている。一方、購買力平価と比べると人民元は2~3割の水準に過小評価されていることになり、人民元の引上げ圧力が高まりつつある。為替の適正水準が購買力平価とは限らないが、割安レベルであることは確かなようである。つまり、人件費コストの低さと共に、人為的な元安政策が米国向け中心に輸出が好調に推移している大きな要因になっている。また、1人当りGDPは購買力平価で見ると3,000~5,000ドルの水準に達していることで消費の離陸が始まったと見れないこともない。しかしながら、実際には貧富の格差は大きく、特に内陸農村部の9億人の多くが貧困に喘いでおり、当面、為替政策を大きく変更するのは難しいだろう、さらには、政府幹部の腐敗が蔓延していることなど政策運営は厳しい状況にあると言わざるを得ない。いずれにしても、2008年の北京オリンピックや2010年の上海万博までは、政府の投資継続によって成長維持を図る方向にあるものの、一方で財政政策の限界などもあり、高成長を長期間継続するのは決して楽ではないだろう。

【韓国】 2002年のGDPは6.3%の伸びとなり、東アジア経済が堅調に推移したことの一翼を担った。輸出が中国向け中心に伸びたことや、個人消費が堅調であったことが大きい。また、企業収益の回復が著しい。整理淘汰後の4大財閥は豊富なキャッシュフローを背景に設備投資を活発化させている。特に、サムスン電子は好調で過去最高の収益を背景に半導体の設備投資を米インテルを上回る規模で実施している。当面、財閥グループによる投資意欲は旺盛であり、設備投資は底堅い動きが続く見通しである。能力増強投資より高付加価値化投資が中心としながらも、米国始め先進国の経済が減速する中で東アジアのマーケットの動きを睨んだ投資の活発化と言える。

もっとも、勝ち組み企業はまだ一部であり、全体的には依然赤字を続けている企業も多い。2003年に入って以降、企業の景況感は半導体価格の下落や原油価格の上昇に伴い貿易収支が一時的と見られるものの赤字化したこと、あるいは生産面でピーク感が強まっていることも相まってやや悪化の方向を示している。実際、中国への積極的な生産移転の影響もあり、設備投資は高水準ながらも弱りが出始めている。また、個人消費の伸びは賃金の回復によるところが大きいですが、銀行が個人向け貸付を積極化したことや住宅価格の上昇による資産効果から個人消費をバックアップしてきた面も大きい。ただ、個人ローンの急激な増加の反動もあり、個人消費もやや鈍化する方向にある。したがって、2003年の成長率は比較的堅調とは言え、減速を迫られることになるだろう。

(ご参考)

## 明治生命と安田生命の「2003 - 2004年度経済見通し」合同作成について

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、2004年1月1日に合併することに基本合意しており、合併に向けた両社一体運営の一環として、「2003 - 2004年度経済見通し」を合同で作成、発表いたします。

この合同作成は、2003 - 2004年度の、日本を中心とした世界経済の姿を両社共同で予測、各種数値で具体的に示すことにより、両社の資産運用における迅速な政策判断と、運用成果の安定的確保に資することを目的としています。

両社は、今後とも、資産運用関連業務の連携を強め、相互の資産運用力の一層の向上を図ってまいります。

以上

### 【合併の基本事項】(抜粋)

合併期日：2004年1月1日  
名 称：明治安田生命保険相互会社  
(英文名称：Meiji Yasuda Life Insurance Company)  
会長・社長  
会長：宮本 三喜彦(現安田生命社長)  
社長：金子 亮太郎(現明治生命社長)

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