

ARC作成：主要経済指標の天気マップ

	四半期別推移										月別推移					
	2000年		2001年		2002年						2003年					
	1	2	3	4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
鉱工業生産	☀	☀	☁	☂	☂	☂	☂	☁	☂	☀	☀	☀	☀	☂	☂	☂
所定外労働時間	☀	☀	☂	☂	☂	☂	☂	☀	☀	☀	☀	☀	☀	☀	☀	☀
全国百貨店販売	☁	☁	☂	☁	☁	☂	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁
乗用車 新規販売台数	☂	☂	☁	☂	☂	☁	☂	☀	☀	☀	☀	☀	☀	☂	☂	☂
主要35社・ 旅行販売	☂	☀	☂	☂	☁	☂	☂	☂	☁	☀	☁	☁	☂	☂	☂	☂
機械受注 (除船舶、電力)	☀	☀	☀	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☁	☀	☀	☀	☀	☀	☀
公共工事・ 着工金額	☂	☂	☁	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☁	☂	☂	☂	☂	☂	☂
新設住宅・ 着工戸数	☁	☂	☂	☂	☁	☂	☂	☂	☂	☁	☁	☁	☁	☁	☁	☁
輸出・数量指数	☀	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☀	☀	☀	☀	☀	☀	☀	☀	☀
マネー・サプライ	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂

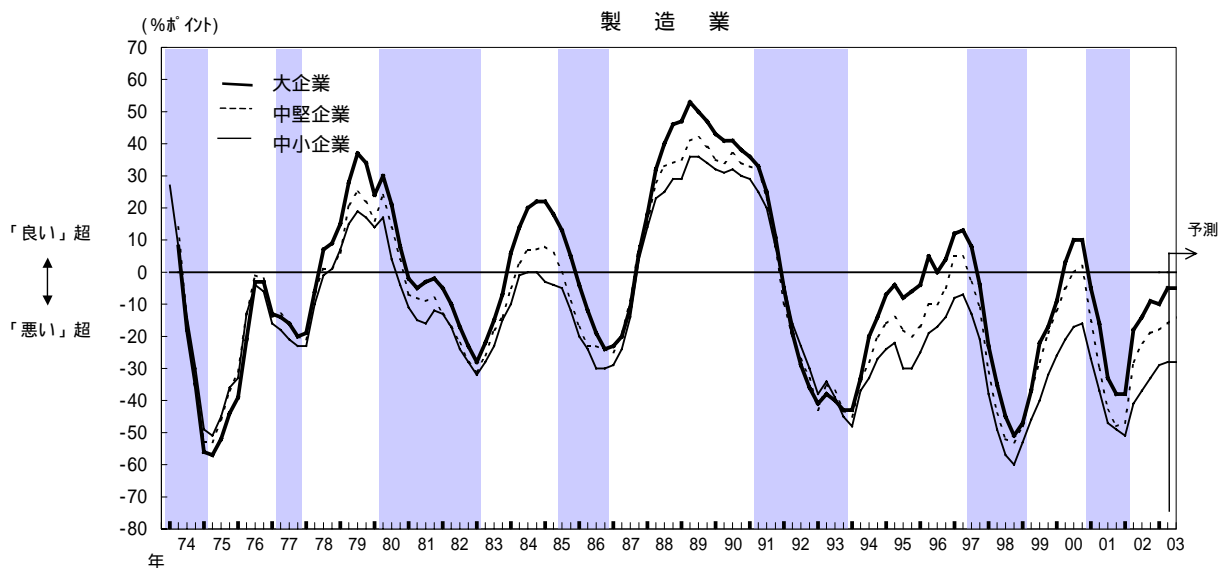
注1：天気マーク☀は前年比4%以上、☂は前年比0%～4%、☁は前年比-4%～0%、☂は前年比-4%超を基準にしている。

注2：四半期別推移 は1～3月、 は4～6月、 は7～9月、 は10～12月。

注3：月別推移は異常値補正のため、前月、前々月との3ヵ月平均値を使用している。

注4：各指標の数字は2003年7月14日時点での入手可能なデータに基づく。

日銀短観（6月調査） 製造業の業況判断DIの推移



## 心理面の回復先行、予断許さぬ実体経済

設備投資中心に上方修正される2003年度経済見通し：民間平均で0.4%

春先までの日本経済先行きを悲観する見方は、イラク戦争終結、SARS終息、金融不安の後退などから和らぎ、心理面には明るさが戻ってきた。バブル後最低まで落ち込んでいた株価や長期金利も、年初来高値を更新している。

最近発表されている民間主要機関の2003年度の年央修正景気見通しをみても、設備投資を中心に上方修正されている。

2003年度の年央経済見通し(%) (但し政府見通しは年初、( )内は昨年末時点)

	実質GDP 成長率	実質GDP			完全 失業率	消費者 物価	
		消費	設備	輸出			
2002 (実績)	1.5	1.4	-0.7	11.9	5.4	-0.6	
2003 見通し	政府	0.6	0.4	1.8	1.8	5.6	-0.4
	民間平均	0.4 (0.2)	0.2 (0.1)	2.6 (0.0)	1.7 (1.4)	5.6 (5.7)	-0.4 (-0.7)
	最高	1.1 (0.9)	0.9 (1.0)	4.9 (2.8)	4.7 (4.7)	6.0 (6.2)	0.1 (-0.4)
	最低	-0.2 (-0.9)	-0.6 (-2.8)	0.6 (-2.9)	-3.3 (-3.4)	5.4 (5.2)	-0.8 (-1.1)

昨年末に発表された2003年度当初見通しと比較すると、民間機関平均は0.4%とわずかに上方修正されているが、今年度もダラダラ不況が続くとみるのが大半だ。しかし、最低は0.9%から0.2%と0.7%上方修正されており、早ければ今年度前半にも景気後退局面を迎えるという悲観論はなくなった。

年度後半に関しては、前半の軽い調整局面を脱し、緩やかな回復軌道に戻るとする見方と、米国の景気回復の遅れ、企業収益の悪化などから景気後退局面を迎えるとの見方に分かれている。このところの株価の上昇に対しても、年度後半の回復を先取りしているとみるか、世界的な金余りを反映した実体経済の改善を伴わないミニバブルだとするかに分かれている。

株価上昇に現れている現在の景気回復期待が本当に実現するのか、最近の経済指標を中心に考えてみたい。

世界経済の現状と展望：米国を中心に緩やかな回復が期待される

海外経済の動向をみると、これまで世界経済の牽引車であった米国経済は90年代の長期景気拡大後の調整に手間取っている。イラク戦争の早期終結で、心理面

## 景 気 動 向

での重しはとれたものの、消費、投資とも回復のテンポは鈍い。金融緩和、減税と相次いで景気テコ入れが図られており、年後半には潜在成長率に見合った3%後半の成長軌道に戻ることが期待されている。EUも、予想外のユーロ高などから景気は停滞色を強めている。2003年の見通しは下方修正が相次いでおり0%台に止まるとみられている。アジアはSARS（新型肺炎）がほぼ予測通りに終息したことから、早期に従前の順調な状況に復帰することが期待される。

以下、地域別にみてみたい。

### (1) 明年の大統領選挙を控え景気回復が政策課題になる米国

米国も、イラク戦争の早期終結に伴い消費者や企業の心理は持ち直している。景気の急回復も期待されたが、これまでのところ、実体経済面の指標は一進一退が続いている。金融緩和、減税、ドル安政策などで景気テコ入れを図っているが、景気の本格的な回復は、後ズレする傾向が続いている。

消費者心理は4月、5月と回復した後、6月は、ほぼ横ばいにとどまった。雇用情勢は悪化している。6月は、非農業部門の雇用者数の減少幅が拡大し、失業率が約9年ぶりの高水準(6.4%)となった。企業の景況感も、改善が続いているものの、6月も依然として好不況の分かれ目である50を下回っている。鉱工業生産も5月、3ヵ月ぶりにプラスとなったが、上昇幅は0.1%と僅かで、回復というよりも下げ止まり感のほうが強い。設備投資向けの耐久財の受注も5月、2ヵ月連続減少となるなど、設備投資に回復感はうかがわれない。

2003年の成長率は、昨年続き2%台前半の成長に止まるとみられている。

こうしたことから、明年に大統領選挙を控え、景気重視の政策転換が図られており、年後半には潜在成長率に見合った3%台後半の成長路線に復帰することが期待されている。景気テコ入れ策として、金融緩和：FRB（連邦準備理事会）は6月下旬、デフレ懸念に配慮して7ヵ月ぶりの利下げを実施し（日本のコールレートにあたるFFレートを1.25%→1.0%に）、1958年以来の水準に引き下げた、大型減税：7月から実施、ドル安政策の三つが期待されている。

米国は、バブル崩壊後の日本経済の長期停滞を反面教師に、デフレ防止を前面に打ち出した積極的な政策運営を行っている。しかし、90年代の長期好況期に膨れ上がった消費、投資を通常のペースに引き締めるまでには、それなりの時間がかかる。米国の景気回復に余り大きな期待はできないだろう。

## 景 気 動 向

### ( 2 ) 欧州は2003年ゼロ成長の見込み：ドイツ経済にデフレ懸念

2003年の域内成長率見通しは、ユーロ高の進行もあり、0.4～1.0%へと下方修正されており、欧州中銀は6月上旬に利下げに踏み切った(2.5%→2.0%)。しかし、ドイツのifo研究所はドイツの2003年成長率見通しを0%へと下方修正しており、ドイツでもデフレ懸念が広がっている。また、比較的堅調だったフランスも消費が落ち込むなど景気停滞感が広がっている。

### ( 3 ) SARS終息で景気テコ入れ図るアジア

アジアでは懸念されていたSARSが6月で一応終息したことを受けて、各国・地域で景気テコ入れ策や金融緩和などが実施されている。これまでのところ、輸出は比較的堅調に推移しており、4～6月期の減速は一時的なものに止まり、景況感も持ち直している。また、世界的な金融緩和の影響で、各地の株式市場は活況を呈している。ただ、今後、渡航延期などで商談が停滞していた影響が貿易面等に現れることから、2003年の中国の成長は7%台に止まるとみられている。

こうしたなかで、SARSの直接的な影響を受けなかった韓国は、内需不振等から景況感が落ち込んでいる。

日本経済の現状と展望：活況を呈する株式市場、一進一退の生産

### ( 1 ) 転機を迎える株式市場：バブル期並みの出来高を連日記録

日本経済も、株価の上昇に象徴されるように、心理面の回復が先行している。

日経平均株価は4月28日につけた7,608円を底に急反発している。当初は海外からの投機資金の流入による一時的なものとしてされていたが、連日、出来高がバブル期並みの10億株超を記録し、国債から株式市場へと資金がシフトしていることもあり、相場が中期的な転機を迎えているとの見方も出てきた。

日本の株価が底打ちした背景には、世界的なデフレ懸念から先進国で金融緩和が相次いでおり世界同時株高となっていること、りそな銀行への公的資金投入の際、既存株主の責任が問われなかったことから金融株への投資に安心感が出ていること、為替市場への大量介入により過度の円高阻止の政府の姿勢が明確になっていること、企業収益がリストラ主体にしる大幅に改善したことなどを素直に反映したことなどが上げられる。過度の悲観から、株価が大きく下げる懸念は薄らいできているといえよう。

( 2 ) 企業の業況判断も持ち直し：2003年度も増益の見込み

心理面先行の回復を印象付けたのが、7月1日に発表された6月調査の日銀短観だった。業況判断DI(「良い」-「悪い」)は大企業・製造業で2四半期ぶりに改善したほか( 10 5 )、大企業・非製造業や中小企業でも小幅な改善が続いている。企業収益の改善も続く。設備投資も非製造業はマイナスの計画となっているものの、大企業・製造業で11.5%増と久々の二桁増となっている。

景気ウォッチャー調査でも、4月、5月と2ヵ月連続で低下した後、6月は3.7ポイント改善し( 38.4 42.1 )今年になって最も高い値となった。

( 3 ) 実体経済を示す指標は明暗相半ば：一進一退の生産、弱い消費

一方、最近発表された経済指標は、足元の実体経済は依然として強弱相半ば、横ばい状態にあることを示している。鉱工業生産は5月、6月と上昇するものの、7月は低下が見込まれるなど一進一退が続く。家計消費支出も半年以上、前年比マイナスが続いている。消費者心理は、4月、5月と改善していたものの、6月調査では、今年から夏季一時金での健康保険・厚生年金負担が上げられたことから手取り金額が大きく減少し、悪化した。

ただ、一部に明るい指標も出始めている。設備投資の先行指標といわれる機械受注も5月に予想を上回る増加を示しており、4～6月期は前期比プラスと持ち直しの動きがうかがわれる。今年上期の企業倒産も4年ぶりの前年を下回った。また、5月の就業者数が2年2ヵ月ぶりに増加したほか、現金給与総額も約2年ぶりに前年比プラスに転じた。消費者物価の前年比下落幅も縮小しており、デフレの進行に歯止めがかかりつつあるようにも見受けられる。

( 4 ) 2003年度後半の展望：輸出、設備投資に支えられた緩やかな回復

以上の状況を勘案すると、2003年度後半の景気は、過度の悲観論から脱しつつあるものの、実体経済を取りまく状況には大きな変化はなく、輸出と設備投資に支えられた緩やかな回復が続こう。景気回復の鍵を握る輸出は、米国の景気回復次第という予断を許さない状況が続く。長期好況の後の調整局面にあることを考慮すれば、それほど大きな期待はできない。企業収益の改善を背景に、設備投資という新たな成長の芽が出かかっている。人口減少社会を目前に控え、基調としては慎重な投資姿勢が続くなか、都市再生、規制改革等により、この新たな芽をいかに伸ばしていくか、官民の知恵と実行力が求められている。 【松尾・長谷川】