

A R C 作成：主要経済指標の天気マップ

	四半期別推移												月別推移		
	2001年			2002年			2003年			2003年					
										8	9	10			
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・受注金額	☁	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☁	☂	☂	☂	☂	☂	☂	
新設住宅・着工戸数	☂	☂	☁	☂	☁	☂	☂	☁	☁	☂	☁	☂	☁	☁	
輸出・数量指数	☂	☂	☂	☂	☁	☀	☀	☀	☀	☂	☂	☂	☂	☀	
マネー・サプライ	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	

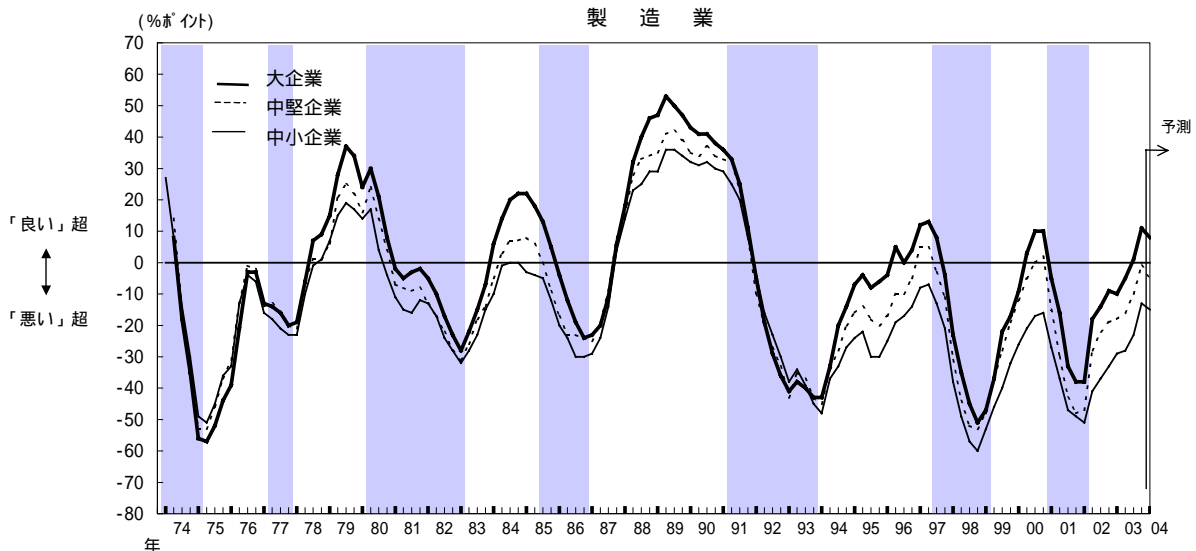
注1：天気マーク☀は前年比4%以上、☂は前年比0%~4%、☁は前年比4%~0%、☂は前年比4%超を基準にしている。

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12月12日時点での入手可能なデータに基づく。

日銀短観（12月調査） 製造業の業況判断推移



## 輸出主導の景気回復から消費へのバトンタッチが課題

持ち直しの兆し明確に、2003年度は2%成長に

日本の景気は秋以降、持ち直しの兆しが明確になりつつある。

実質経済成長率は2003年7～9月期まで6四半期連続でプラス成長となっている。9月に公表された内閣府の2003年度修正経済見通しでは、実質2.1%（当初予測は0.6%）、名目0.1%（同 0.2%）へと上方修正している。10月以降の主要指標の動向をみると、輸出や生産の増加が顕著となっており、修正見通しを上回る可能性も高まっている。

バブル崩壊後、三回目の循環的な景気回復局面である。

今回の景気回復の特徴は直接的な景気対策なしで、むしろ公共投資はマイナスが続いており、財政は景気の足を引っ張っているにもかかわらずプラス成長を維持していることだ。

今回景気回復を支える4つの要因：米中経済、IT、経済無策、デフレ

景気回復の原因として以下の四つの理由があげられる。

一は、世界的な景気回復だ。ITバブル崩壊後、世界的にデフレ懸念が高まり、拡張的な財政金融政策がとられている。特に、米国、中国が積極財政を展開しており、この両国に主導され世界同時景気回復の様相を呈している。

二は、IT産業の復活だ。前回IT投資のピークだった2000年問題対策で投資された情報機器が更新の時期を迎えていることに加え、インターネットにおけるブロードバンドの急速な普及、携帯電話の世代交代、デジカメ・DVDレコーダー・薄型TVといった新デジタル家電の登場で、投資、消費両面でIT産業の成長力がよみかえっている。

三は、経済無策のケガの功名ともいえる構造調整の遅れだ。当初、不良債権処理などが果敢に進められ、改革のデフレ効果が先行することが懸念されていた。しかし、デフレ効果が先行するほどの構造調整は行われていない。むしろ、りそな銀行への公的支援にみられるように、経営者責任も株主責任も金融監督行政責任も問わない姿勢が、市場の安心感につながっている。皮肉なことに、経済無策

が民間部門の自立を促し景気回復が進展する下で、不良債権処理や企業のリストラを進展させている。輸出型製造業を中心に企業マインドも改善している。

四が、ゆるやかなデフレのプラス効果だ。設備投資関連部材の価格低下が投資を促し、消費でも高齢者を中心に貯蓄率が低下し消費を下支えしている。ただ、名目でみると成長率はゼロに止まっており、名目賃金の減少が続くなど、景気回復の実感が薄いのも事実だ。実質2%成長といっても、デフレで底上げされた数字ともいえる。

2004年度も引き続き輸出頼み、年度後半の米中経済が懸念材料

前二回のバブル崩壊後の景気回復は、景気対策により循環的に持ち直しに転じたものの、金融不安など外的ショックが加わると構造問題が表面化し厳しい景気後退に転じた。今回も、海外経済の減速、円高の急進、金融不安など外的ショックに弱い状況は変わらない。

ただ、以前よりはショックに対する抵抗力は強まっている。大手銀行を中心に不良債権処理に一定の進展がみられる。2005年4月のペイオフ解禁を控え、金融行政は危機管理モードにあり、金融システム不安は沈静化している。輸出頼みとはいうものの、米国だけでなく中国も市場として成長してきており、輸出関連製造業以外にも設備投資が広がりつつある。もっとも、公共投資の減少が続き、企業のリストラが続く間は、個人消費に大幅な改善が期待できないという状況には変化はない。景気回復スピードが加速する状況にはない。

課題は、米中の景気拡大がいつまで続くかだ。米国の景気は大幅減税とデフレ警戒の超低金利に支えられている。財政赤字も拡大しており、来秋の大統領選挙後は、財政は緊縮気味に、金融は正常スタンスに戻ることが想定される。中国も、景気はやや過熱の兆候をみせている。外貨の流入でマネーサプライが増加しており、金融引締め、人民元切り上げなども早晩、視野に入ってくる。いずれにしても、両国とも、現状のような拡大ペースは維持不可能だろう。

2004年の日本経済は、年後半に予測される海外経済の減速に備えて、構造調整を進め、内需主導の自律回復の準備を急ぐことが課題になる。輸出から個人消費へいかにバトンタッチしていくか、年金、医療などの将来不安を和らげる制度改革のビジョンを示すことが求められる。

【松尾・長谷川】

# 米国と中国、双発のエンジンが牽引する世界経済

明るさ増す世界経済：回復の主役は米国と中国

世界経済は明るさを増している。

2003年の夏は、長雨や酷暑など世界的な異常気象に見舞われた。ところが、このところ発表された各国の7～9月期GDPは予想外に順調だ。米国は20年ぶりの高成長、日本は6四半期連続のプラス成長、中国も9%成長、停滞色の強かったユーロ圏にも持ち直しの動きが波及し始めている。

こうした動きを先取りするかのように、11月初めには、英国、豪州が小幅ながら政策金利の引上げに踏み切った。世界的な金融緩和局面は転機を迎えているのかもしれない。現に、原油、非鉄、貴金属などの国際市況は上昇しており、穀物在庫も70年代以来の低水準となっている。

回復の主役は中国と米国だ。90年代の世界経済は米国が単独で牽引していた。中国は、これまで安値の輸出で世界デフレの原因とまで言われていた。ところが、これまでの海外からの直接投資に消費が加わり、輸入大国の様相を呈してきた。世界経済を引っ張るエンジンが米国、中国と二つになっていることが、予想外の底固さにつながっている。

2004年の世界経済をみるポイント：中国、米国、IT投資

現在の明るさが一時的か、持続可能かのポイントは、中国、米国、IT投資の動向いかんということになる。以下、この点について個別にみてみたい。

WTO加盟で世界経済へのインパクト増す中国

2003年の世界経済はWTOに加盟した中国のインパクトが現実化した年だった。従来の世界の工場としての中国だけでなく、市場開放が進むことで、沿岸部を中心にマーケットとしての中国が加わってきた。

2003年1～9月の輸入増加額（前年比）を中国・米国・日本3カ国で比較すると、中国860億ドル、米国741億ドル、日本340億ドルと中国の増加額が米国を上回っている。従来は輸出用製品のための部材、直接投資の増加に伴う機械設備に加え、インフラ整備のための建設機械、消費財と輸入の中身が多様化している。

従来の投資が牽引する経済から、このところ消費も加わった力強い成長を実現しつつある。1～9月期の小売は、自動車（78%増）、携帯電話（74%増）、住宅販売（36%増）などバブル的な様相を示している。自動車や鉄鋼など一部産業では過剰投資の兆しも現れている。今後も、景気拡大の基調は続くものの、2003年後半のようなペースは維持不可能だろう。

2004年後半に向け、何らかの引締め措置がとられることが予想される。

デフレ警戒と大統領選挙を控え、異例の景気刺激続く米国

米国は、大統領選挙を迎え、減税、超低金利による景気浮揚を図っている。

米国の金融政策当局は、ITバブル崩壊後のデフレのリスクに配慮し、2003年7～9月期に20年ぶりの高成長（年率8.2%）を記録した後も、「当分の期間」金融緩和の継続が必要とのスタンスを崩していない。財政面からも、2004年前半に所得税還付が行われる（250億ドル程度）見込みとなっており、2004年年初までは、拡張的な財政金融政策が維持される。通常の政策スタンスに戻るのは、来秋の大統領選挙後とみられている。

巨額の財政・貿易という双子の赤字よりも、デフレのリスクを優先した政策によりITバブル崩壊後の調整が円滑に進むのか、それとも、日本と同様の問題先送りなのか、結論が出るのは2004年後半以降ということになる。

IT産業の復活は本物か：拭えない投資循環の存在

デジカメ、DVDレコーダー、薄型TVに代表されるデジタル家電が世界的なヒット商品になりつつある。インターネットのブロードバンド化も急速に進みつつある。ITバブル崩壊で一旦落ち込んだIT産業が成長産業として復活しているのが、今回景気回復の特徴である。

確かに新商品のヒットにより、新增設投資の計画も相次いでいる。しかし、半導体時代からこの産業の投資循環の存在は周知の事実である。今回の投資の盛り上がりもその轍を踏まない理由はない。特に、グローバルな供給・需要体制が構築されてきているだけに、投資循環の波は大きくなっているのかもしれない。

以上のように、2004年の世界経済は、年前半は中国、米国の景気拡大に牽引されるものの、後半にかけ減速していくことが想定される。

リスクとしては、世界的な金融市場の混乱、中東情勢の悪化、テロなどが考えられる。こうした危機をいかに封じ込めるかリスク管理が問われる。【松尾・長谷川】