

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		
	2001年		2002年		2003年				2004年		2004年				
	1	2	1	2	1	2	3	4	1	2	2	3	4		
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	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	

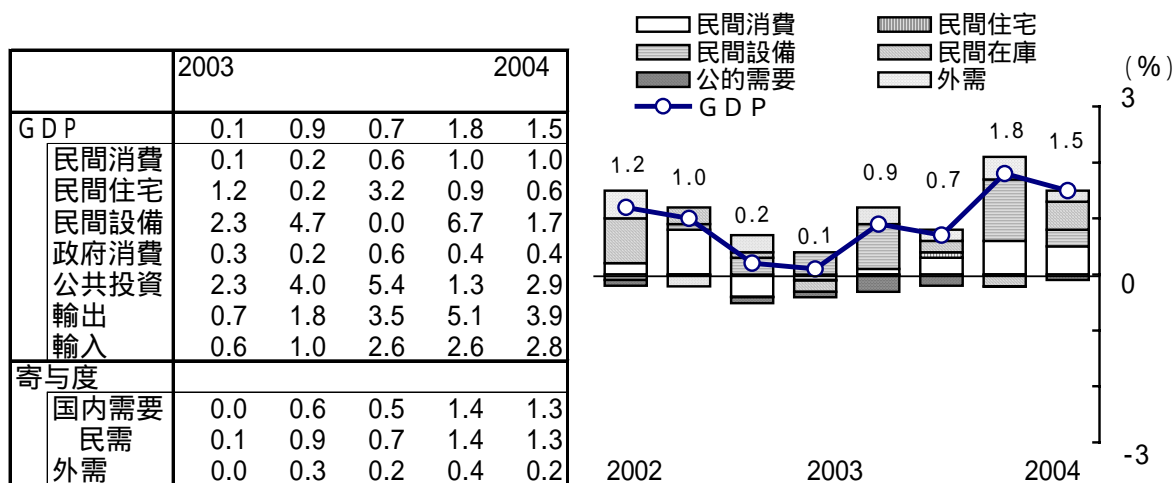
注1：天気マーク☀は前年比4%以上、☂は前年比0%~4%、☁は前年比4%~0%、☂は前年比4%超を基準にしている。

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2004年6月9日時点での入手可能なデータに基づく。

実質国内総支出と内外需別寄与度の推移(前期比) 単位:%



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報 平成16年1~3月期(二次速報値)」(2004.06.09発表)

年度後半の減速で見方分かれる日本経済

2003年度は3.2%成長、今後横ばいでも2004年度は2%成長

日本の景気回復は、輸出型製造業大企業から非製造業や中小企業にも広がり、雇用や消費など家計部門にも波及しつつある。

6月9日に内閣府が発表した1～3月期のGDP速報（二次速報）では、実質成長率は前期比年率6.1%と8四半期連続のプラス成長となり、名目成長率も前期比1.0%と4四半期連続プラス成長となった。この結果、2003年度の実質成長率は2年連続プラスの3.2%となり、名目でも0.7%と3年ぶりのプラス成長となった。今後1年間、横ばいで推移しても、2004年度は実質2%成長と政府見通し（1.8%）を上回る計算となる。

民間予測の大勢は、年度後半～来年度に調整局面

最近発表されている民間主要機関の2004・2005年度の年央修正見通しをみると、2004年度については、上方修正され、2年連続の3%成長を見込んでいる。ただ、今年度後半から2005年度にかけて、米国や中国経済の減速を受けて輸出が鈍化することから、国内景気も減速を余儀なくされるとというのが標準的な見方となっている。もっとも、米・中経済の減速については、それほど大きく落ち込むことはないとするのが大勢である。

2004・2005年度の年央経済見通し

（単位：%、但し政府見通しは年初）

年度		実質GDP成長率			完全失業率	消費者物価	
		消費	設備	輸出			
2003（実績）		3.2	1.6	12.4	10.9	5.1	0.2
2004 見通し	政府	1.8	1.1	7.2	5.5	5.1	0.2
	民間平均	3.3	2.2	9.2	10.3	4.8	0.1
	最高	4.1	2.5	13.4	12.5	4.6	0.1
	最低	2.7	1.8	6.0	8.1	4.9	0.4
2005（民間平均）		1.6	1.2	4.3	4.6	4.7	0.1

（注）民間平均は、主要10社の平均

ただ、国内経済の減速の程度に関しては、悲観的な見方と楽観的な見方の二つに分かれている。金融市場でも、米国の金融引締めを折り込んで、5月上旬から世界同時株安の様相を呈しており、サウジでのテロなどから原油価格が高騰するなど、先行き不透明感も漂いだしている。

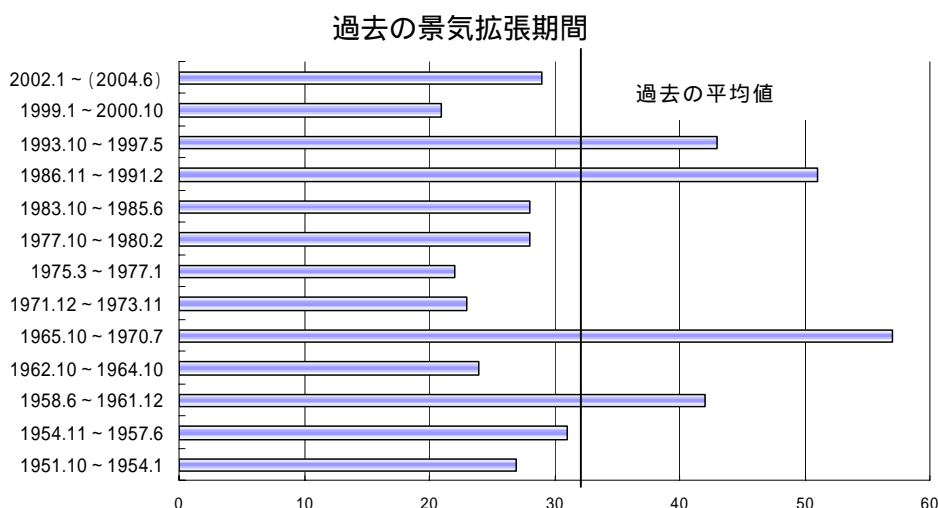
楽観シナリオは、企業部門を中心に構造変化が起きており、回復は長期化するとみている。バブル崩壊後の負の遺産処理に目途がつき、企業の収益構造が改善されているほか、海外経済との分業についても単なる空洞化論から、高付加価値分野の国内回帰など新たな国際分業体制構築の動きも強まっている。失われた10余年を経て、強い日本経済・産業が甦りつつあるとするものだ。

悲観シナリオは、海外経済の減速から、輸出や生産が鈍化して企業収益の悪化を招く。収益悪化から設備投資は減少し、雇用・所得面にもマイナスの波及効果が起こる。さらに、介護保険や年金、配偶者特別控除の廃止などの税・社会保障負担の増加で、家計部門が低迷し、景気後退にいたるというものだ。

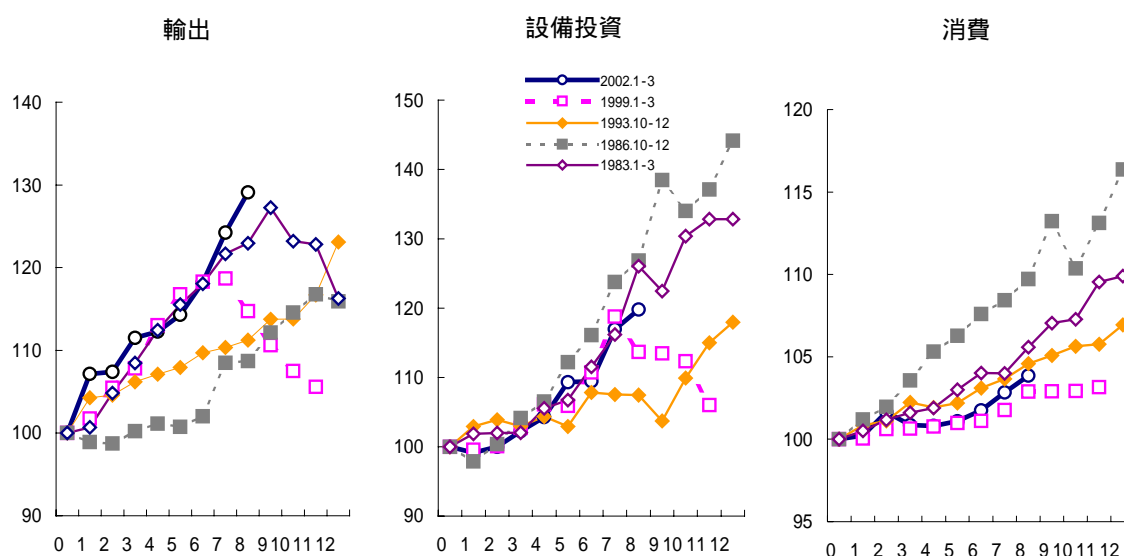
この二つのシナリオについて考えてみたい。

過去の景気循環平均からみると、景気はまもなく転換点だが

バブル崩壊後3度目となる今回の景気回復は、2002年1月の景気の谷から4月で27ヵ月を経過している。過去13回の景気循環における平均景気拡張期間は33ヵ月で、単純にあてはめると2004年度後半には景気転換点を迎える計算となる。ただ、過去の景気循環をみると、40ヵ月超の景気拡大も4回ある。今回の景気回復も、息の長い回復になる可能性がある。



今回の景気回復は、従来型の景気対策に頼らない回復と評価されている。景気の谷からの拡張局面を過去と比較してみると、輸出の伸びは最も高くなっている。典型的な外需主導回復である。ただ、従来とは異なって、円高圧力が高まっていることは確かだが、貿易摩擦は生じていない。しかし、米国や中国での金融引き締め観測が高まっており、これまでのような大幅な伸びはできないだろう。設備投資は、ほぼ従来と同様の動きとなっている。前回は2年で頓挫したが、今回はどの程度の持続力を持つかが課題となる。消費は、前回同様、回復感が乏しい。GDPの6割を占める消費に波及しなければ、今回景気回復の長期化は望めない。



設備投資：幅広い回復要因、消費：期待される所得増に裏打ちされた回復
 景気回復の持続力を占う鍵は、企業の設備投資、家計消費が握っている。

設備投資については、以下の理由により、かなり底固い動きが続くと考えられる。 企業収益の改善：企業のリストラが進んでおり、日銀短観や各種企業アンケート調査などをみても企業の収益改善傾向は継続すると見込まれている。大半の企業が投資をキャッシュフローの範囲内で行っており、企業収益の改善が設備投資の下支えとなろう。 金融不安の沈静化：メガバンクでは不良債権処理が着実に進んでおり、金融不安はほぼ解消され、中小企業向けに無担保ローンを伸ばすなど、前向きにリスクを取ろうという動きが顕在化してきている。 デジタル景気：デジタルカメラ・薄型TV・DVDレコーダといったデジタル家電が世界的なヒット商品となっている。商品のライフサイクルが短いことから、国内で開発し製造する形態が増えており、関連部品、素材を含め、国内での投資が広がって

いる。中国特需：中国の高成長で鉄鋼や建設機械などの需要が増大しており、今後もインフラ整備関連の巨大な需要が期待できる。一時的には引締めにより中国経済が減速することはあっても、中期的には巨大なマーケットとしての存在は変わらない。更新投資の顕在化：企業の期待成長率が徐々に高まってきていること、過剰設備の廃棄が進んでいること、企業のバランスシートが改善していることから、更新投資が顕在化しつつある。現在の設備投資の回復は、こうした多様な要因に支えられている。前回のようにITバブル崩壊と金融不安により設備投資が腰折れした状況とは異なり、かなり腰の強い回復となっている。中小企業製造業にも投資の回復が広がっており、中小非製造業にまで及ぶことが期待される。

これまで、消費が盛り上がりには欠けるものの堅調を保っているのは、若年層と高齢者層が、所得が低下するなか貯蓄を取り崩して消費している側面があった。ただ、景気回復の進展に伴い、雇用環境は着実に改善している。就業者数もこの4ヵ月連続で増加しており、企業収益の改善に伴い所得の低下にも歯止めが掛かりつつある。消費者心理も上昇している。夏場以降は、所得増加の裏づけを伴った消費増加という好循環に入ることが期待できる状況になってきた。実際、サラリーマン世帯の家計消費は10～12、1～3月と2四半期連続プラスののち4月は前年比7.2%増と、前年の反動要因はあるものの2年半ぶりの大幅な伸びとなった。もっとも、秋以降は、年金保険料アップ、配偶者特別控除の廃止といった税・社会保障負担の増加が予定されており、所得増加の足を引っ張ることになる。消費の堅調がどこまで続くかが、今回景気回復の持続力と地方、非製造業への広がりを左右することになる。

以上を勘案すると、2004年度の3%成長は大方の予想通り達成可能であり、所得の増加の裏づけを伴った消費につながれば、2005年度も2%程度の成長が持続する楽観シナリオの実現性が出てくる。

最後に、今回景気回復のリスク要因についてみておきたい。

リスク要因：米国・中国の減速、原油価格高騰

景気回復の今後を考える上で、二つの大きなリスク要因がある。一つは、米国、中国が金融引締めで景気後退に陥らないか、二が原油価格高騰で世界経済が混乱しないかである。

米国：3四半期連続4%台成長、インフレ抑制に向け金融政策転換

米国の景気も上ブレしている。5月27日に発表された1～3月期の実質GDP成長率(改定値)は年率4.4%に上方修正され、3四半期連続で4%以上を記録した。内訳をみると、個人消費や住宅投資が上方修正されたほか、企業の在庫投資も大幅に上方修正されるなど、内需は力強く推移している。

最近の指標をみても、鉱工業生産は3四半期連続増の後、4月も上昇しており、企業の景況感も高水準が続いている。3、4月は2ヵ月連続で非農業雇用者数が大幅に増加するなど、景気の遅行指標である雇用情勢も改善してきた。また、原油価格は40ドル/バレル超まで高騰しており、ガソリン価格が史上最高値を記録するなどエコノミストの物価上昇見通しも上方修正されている。

こうしたなか、連邦準備制度理事会(FRB)のグリーンズパン議長はデフレの脅威はもはや問題ではなく、1年以上続けてきたデフレ警戒から、インフレ圧力を抑制するため金利の上昇が必要と、金融政策の転換を示唆している。

金融政策は、直ちに発動できる半面、実体経済への影響にはラグを伴う。このため、政策が転換されても、効果が顕現するまで数回にわたって金利が引上げられる(通常なら3%程度上昇)。こうしたこともあり、グリーンズパン議長の発言を契機に、世界的に株価が下落するなど金融市場が一時混乱した。しかし、年後半には、消費を支えていた減税効果が剥落すること、ガソリン価格上昇が消費を抑制することなどから、引き締めのテンポはそれほど厳しくないとの見方が広がり、このところ落ち着きを取り戻している。

標準的な見方としては、年内の金利引上げ幅は0.5～1.0%に止まり、金融引締めによる米国の景気後退というリスクはそれほど大きくはないだろう。

中国経済：金利引上げより裁量的な政策で投資抑制

中国では、昨年後半から、10%程度の高成長が続いており、景気過熱が懸念され始めた。当初、預金準備率操作や公定歩合引上げなどの金融政策が取られていたが、全般的な過熱ではなく、一部産業の投資過熱が問題との認識から、不動産、鉄鋼、アルミなど特定産業向け貸出しの抑制といった裁量的な政策に転換している。一時盛んだった通貨切上げ議論も、今年になって貿易赤字を記録していることから沈静化している。今後の物価動向次第だが、消費者物価上昇率が大幅に高

まらない限り、全般的な金融引締めによる景気後退のリスクは低下している。

また、中国経済に牽引される形で、東アジア経済全体も順調に推移しており、次第に輸出だけでなく内需も景気拡大のエンジンになり始めている。中国やタイでは、都市中間層や若年層消費の台頭から消費も盛り上がっており、2004年には出遅れ気味だったシンガポールや香港のほか、選挙が終わり政治的に安定するとみられる韓国、台湾、インドネシア、フィリピンなどでも消費者心理の回復が期待されている。アジア開発銀行の2004年の経済見通しでは、中国は2003年より減速するものの8%台の高成長、その他の国・地域では2003年を上回る5～7%程度を見込んでいる。

中国経済の減速はリスク要因だが、それほど過大視する必要もなさそうだ。

アジア開発銀行（ADB）の経済見通し（4月28日発表）

単位：%

	中国	香港	台湾	韓国	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン
2003	9.1	3.3	3.2	3.1	1.1	6.7	5.2	4.1	4.5
2004	8.3	6.0	5.4	4.8	5.6	7.2	5.8	4.5	5.0
2005	8.2	5.0	4.7	5.2	4.8	6.2	5.6	4.5	5.0

原油価格高騰：10ドル/バレル上昇で世界経済は0.5%減速

1990年以降をみると、原油価格が高騰した時期が90年と2000年の2回ある。いずれも、その後、世界的な景気後退に見舞われている。今回もそうした懸念が生じている。IEA（国際エネルギー機関）は、原油価格が10ドル/バレル（2535）上昇した場合、全世界のGDPを0.5%低下させるという試算結果を発表した。かなり影響はあるが景気回復軌道を脱線させるほどではないとしている。また、現在、需要に見合った供給は確保されており、現在の価格高騰は長続きしないとみている。しかし、原油価格が、最大の景気かく乱要因といえるだろう。

10ドルの原油価格上昇が世界経済にあたる影響（IEAの試算）

（単位%）

	世界	米国	ユーロ	日本	中国
GDP	0.5	0.3	0.5	0.4	0.8
消費者物価		+0.5	+0.5	+0.3	+0.8

【松尾・長谷川】