

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			
	2002 年			2003 年				2004 年					2004 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	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂	☂

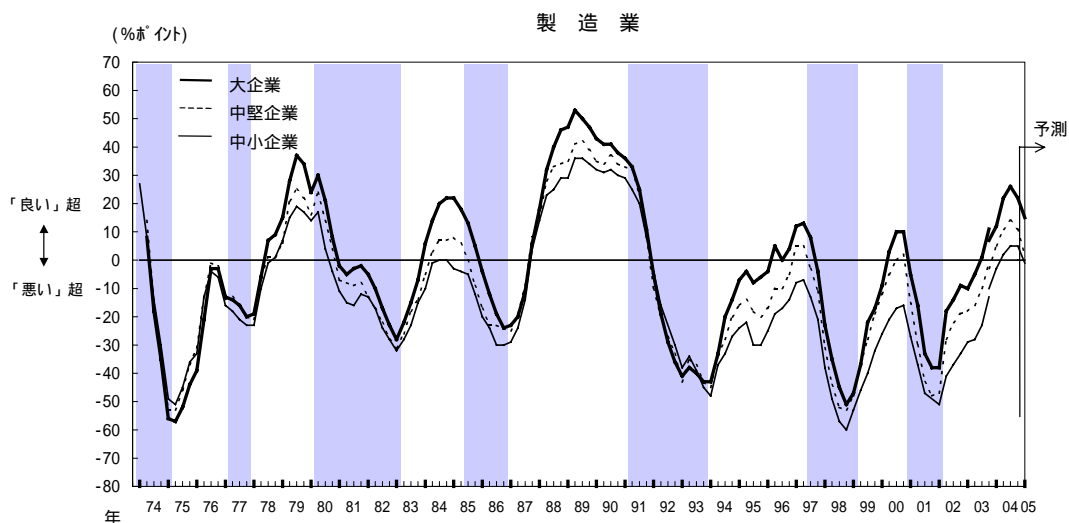
注1：天気マーク☀は前年比4%以上、☂は前年比0%～4%、☁は前年比4%～0%、☂は前年比4%超を基準にしている。

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2004年12月22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） 業況判断の推移



ミ二調整局面を経て年後半には回復する日本経済

輸出、設備投資鈍化でミ二調整局面に：2005年後半には2%程度の成長に日本の景気回復は微妙な段階にさしかかってきた。

2004年7～9月期のGDP成長率は、輸出、設備投資の鈍化から前期比0.1%（二次速報値）とゼロ成長に止まった。今回景気回復を当初リードしてきたIT産業では、在庫調整局面に入り、個人消費も勢いを欠いている。

今後、米国、中国経済の成長鈍化、ドル安、原油価格高騰などの影響が顕在化してくることから、バブル崩壊後、3回目となる今回景気回復は、景気循環的には軽い調整局面を迎えようとしている。

これまで2回のバブル崩壊後の景気回復は、財政のテコ入れで回復に転じたものの、早すぎた財政再建への路線転換やITバブル崩壊を契機に厳しい景気後退に陥ってきた。景気は回復したといってもその基盤が脆弱だったわけだ。しかし、今回の景気回復は、公共投資の削減が続くなか、製造業の輸出、設備投資主導で回復してきている。景気回復の基盤はかなりしっかりとしている。

2005年前半は軽い調整局面が続くものの、景気後退に陥ることは免れ、年後半には2%程度の成長に戻り、2006年にはデフレ脱却のメドがたつだろう。

景気後退を免れる3つの理由：海外経済、リストラ、金融不安の解消

調整局面を迎えるものの、景気後退を免れる理由として、海外経済が堅調を維持、リストラの進展、金融不安の解消があげられる。以下、個別にみていきたい。

堅調を維持する海外経済：成長志向の米国、中国

日本の景気を左右する第一の要因は依然として海外経済、なかでも米国、中国の動向である。両国に共通するのは、成長志向が強いことだ。

2004年の米国経済は大統領選挙の年ということもあり、減税、金融緩和という景気最重視のスタンスをとった。2005年は、減税効果の剥落、金融緩和の終了により減速はするが、失速するわけではない。財政赤字削減、雇用創出という二つの課題を達成するため、引き続き成長重視の政策が維持される。

中国も投資ブーム抑制のために金融引締めを行っている。2005年は、何らかの

形で人民元の対ドルレート引上げが見込まれる。しかし、社会の安定を維持するために成長重視の姿勢は変わらない。年前半は、人民元切上げなどで多少の混乱があっても年後半には持続可能な成長路線に戻るだろう。

米中が減速はするものの持続可能なスピードで成長すれば、日本からの輸出もそれなりの増勢が期待される。

企業部門の改革の進展：リストラの進展、機敏な在庫対応

これまでの回復局面との大きな違いが企業部門の改革の進展だ。リストラの進展により、大企業を中心に企業収益は過去最高を更新する勢いとなっている。IT分野では設備過剰も指摘され始めているものの、鉄鋼など素材産業では中国需要の拡大で供給力不足が生じていることもあり、投資の広がりが期待される。雇用情勢も改善しており、一部に人手不足の業種が現れてきている。懸念されているIT分野の在庫調整も、2001年のITバブルの教訓から、早めの対応が行われており、大きく積みあがった状況ではない。2005年前半にも終了するだろう。

金融不安の解消：不良債権処理の進展、企業収益の改善

これまで景気が調整局面にさしかかった時、危機を増幅したのが金融不安だった。しかし、今回はこうした懸念が解消されている。主要都市銀行の不良債権処理が順調に進行しており、金融機関は前向きなリスクをとる姿勢に転換している。企業収益が改善していることから株式市場の下落余地も限られている。

景気失速のリスク：財政再建、ドル安、原油供給

軽い調整局面を迎える日本の景気が失速するリスクとしては、以下の3つが考えられる。一が早すぎる財政再建への転換のリスクだ。今回の景気回復は企業に偏っており家計部門に未だ恩恵が及んでいない。定率減税廃止など増税を打ち出し、消費マインドを萎縮させることは避けなければならない。二がドル安のリスクだ。米国は緩やかなドル安を容認する姿勢だが、これがドル危機につながると、世界経済全体の危機につながる。通貨面での国際協調が試される局面が生じるかもしれない。三が、原油需給が逼迫するなか、中東の政情不安などから原油の供給面で問題が生じるリスクだ。

こうしたリスクに対する配慮は必要なものの、2005年前半の調整局面を経て年後半には回復するというのが標準的な見方であろう。 【松尾・長谷川】

市場原理で均衡回復目指すグローバル経済

30年ぶりの高成長となった2004年世界経済：高成長のヒズミも表面化

IMFの9月の予測では2004年の世界経済は、5%成長とこの30年間で最高の成長率を記録する見込みとなっている。

大統領選挙の年となった米国が、大幅な減税や超金融緩和により景気最優先の政策をとったことに加え、米国の景気拡大が世界に波及し、中国だけでなく、ブラジル、ロシア、インドといった発展途上大国もグローバル市場経済に統合され始めたためである。その一方で、2004年は高成長のヒズミも表面化した年だった。米国、中国といったエネルギー消費大国の高成長が続いた結果、原油需給が逼迫し、投機や供給不安の懸念から、原油価格が高騰した。今後も大幅な価格下落は見込み難い状況となっている。さらに、米国が巨額の財政赤字、経常赤字（双子の赤字）を記録し、国際金融の不均衡が拡大している。

2005年は持続可能な成長を目指し、市場原理の働きにより、上昇した原油価格への対応を進め、国際金融の不均衡の是正を目指す年となろう。

2005年経済を抑制する原油高、ドル安、中国：市場原理による調整に期待

2005年の世界経済は、30～40ドル/バレルの原油価格、緩やかなドル安、中国経済の鈍化が成長を抑制し、3～4%程度の成長へと減速するだろう。

景気のビルトイン・スタビライザー(安定装置)となる原油価格

原油価格は高止まりするとの見方が増えている。世界経済の成長の主役がGDP当たりエネルギー消費量の多い、発展途上国に移りつつあり、需要が急増しているからである。世界経済が深刻な景気後退に陥らない限り、原油需給の逼迫は続き、原油価格は30～40ドル/バレルの高値が続くだろう。非産油国はこの新たな価格帯への対応を迫られる。原油価格の高騰は、原油消費国にとっては増税と同じ効果を持つから、成長抑制要因となる。国際エネルギー機関の試算では、原油価格が10ドル/バレル上昇すると、世界経済は0.5%程度減速するとされている。新規油田開発には時間を要することから、当面、原油価格が需給を敏感に反映し乱高下することにより、景気のバランスをとることになりそうだ。

ドル安による国際金融の不均衡是正の動き：高まる中国への切上げ圧力

2004年に明らかになった世界経済のもう一つのヒズミが米国の巨額の財政・経常赤字だ。ブッシュ政権は、財政赤字削減は経済成長により2010年までに半減するとしており、為替政策への注目が集まっている。

最近の米国の歴代政権の為替政策をみると、一期目と二期目で政策を大きく転換している。レーガン政権は一期目はドル高を容認していたが、二期目はプラザ合意を契機にドル安政策に転じた。クリントン政権は、当初、円高ドル安を目指し一時は80円/ドルを記録したものの、二期目は「強いドル」へと転換した。ブッシュ政権はどうか。一期目は日本の為替介入を容認していたが、風向きが変わっている。為替レートは市場で決まるとしており、人為的に為替レートを操作するのは好ましくないとしている。グリーンSPANFRB議長は最近の講演で「米国の巨額の経常赤字が続けば、いつかはドル資産の購買意欲が減じる」としてドル安容認ともとれる発言を行っている。

円やユーロの対ドルレートは変動相場制となっていることから、2005年は中国などアジア通貨が実質的な切上げを迫られる可能性が高い。通貨切上げを実施、容認した国を中心に成長は抑制されることになる。

過熱する経済の抑制が課題の中国：原油価格高騰、通貨切上げ、金融市場整備

高度成長を続けてきた中国も成長の壁に直面し始めた。統制経済から市場原理に根ざした改革により、過熱する経済をいかに抑制するかが課題となっている。

一が、エネルギー・素材多消費型の現在の成長パターンを、省資源・サービス経済へと転換することである。一次産品の高騰、地球環境問題など世界経済へ与える影響が顕在化しつつある今、現状の経済構造で成長することは世界から受入れられなくなってきた。エネルギー価格の高騰が産業構造転換の一つの契機となる。二が、通貨切上げ圧力だ。日本をしのぐ貿易大国となってきた今、いつまでも固定為替レートを維持することはできない。何らかの形で為替変動の自由度を高めることが必要だろう。三が、市場経済に相応しい国内金融市場の整備だ。今後、リスクに応じた貸出市場の創出など金融の一層の自由化が必要となる。

2005年は、地域経済のグローバル経済への統合が進むなか、市場原理による調整メカニズムにより、持続可能な成長への軟着陸が図られることになる。ただ、市場原理はしばしばオーバーシュートすることには注意が必要だ。【松尾・長谷川】