

東京三菱レビュー

2005 年日本経済の展望

景況感が大きく振れた 2004 年

暖冬とはいえ、猛暑の後では、寒さが思いのほか身にしみるものだ。振り返ると、2004 年のわが国経済は、年前半には回復の動きが明確化したものの、後半に掛けては一転して減速感が強まるという、景況感が大きく振れた一年であった。

2004 年の新年は、久方ぶりの高成長と共に幕を開けた。回復局面入りから既に 2 年が経過し、前年の一時期には減速感が出ていたわが国景気は、輸出の増加を起点に再び持ち直しの動きを明確化、1~3 月の実質 GDP 成長率（前期比年率+6.8%）は米国（同+4.5%）を上回るまでに勢い付いた。この間、米国だけでなく、中国の高成長が、とりわけわが国の素材業種の生産活動を押し上げるなど、これまでになかった特徴的な動きがみられた。また、デジタル家電に代表される IT 関連需要が内外で盛り上がったことも、輸出の増加だけでなく、わが国 IT 産業が競争力の維持・強化のために国内での設備投資を積極化させる転機となり、景気の加速に拍車を掛けた。こうして“デジタル・中国特需”、“景気加速”といった賑やかな言葉を目にする機会が急増した家計のマインドは、雇用や所得の先行き期待から顕著に改善、いわば“期待先行”で個人消費にも回復基調が及んだ。

この間、金融市場も一層活況を呈した。株式市場では、日経平均株価が 4 月 26 日には 12,163 円 89 銭と、2001 年 8 月以来実に約 3 年ぶりの高値を記録、この間、売買代金がバブル期ピークに迫るなど、わが国景気の回復を印象付けた。一方、為替市場では、外国人投資家による日本株投資の増加を背景に円の対ド

ル相場が一時 103 円台の高値を記録したものの、春頃には、政府・日銀の大規模介入に加え、米国の利上げ観測も手伝って円高傾向は一服、不透明要因が一つ払拭された。こうしたなか、日銀は、6月の金融経済月報で「わが国景気は回復している」と、それまでの「緩やか」との表現を削除、バブル崩壊後最も強気の判断を示すに至り、巷では、日本経済復活に対する確信を強める向きも少なくなかった。

8月には、アテネオリンピックにおける日本選手の活躍に多くの人々が熱狂し、日本列島に降り注ぐ猛暑の日差しは勢いを増していった。ところが、久方ぶりの暑い夏の到来とは裏腹に、景気はこの頃を境に次第に減速感を強めていった。きっかけの一つは、米国・中国の金融引き締めであった。米国では、FRBがインフレの抑制と中立的な金利水準への回帰を目指して6月に4年ぶりの利上げを実施したほか、これと相前後して中国では加熱する投資熱を抑制するため、政府が金融引き締めに乗り出した。景気過熱を抑えるための政策変更であったが、タイミング悪く、原油価格が1バレル=55ドル台の史上最高値を記録するまでに高騰、内外の企業・家計・市場のマインドに冷水を浴びせた。これらを背景に世界経済の成長テンポが鈍化していくなかで、半導体需要の波であるシリコンサイクルも下降局面に入り、わが国景気のリcoveryを勢い付かせてきたIT関連セクターも変調を来した。同セクターは、世界的な需要増を先取りする形で供給能力を拡大してきたタイミングで逆に需要の伸びが鈍化、後ろ向きの在庫調整圧力が発生したことで景気の下押し要因となったのだ。さらには、不幸にも相次いだ台風や地震といった自然災害が、景気の減速感を一段と強めてしまった。

こうした変調を敏感に映じ、金融市場では、4月の年初来高値をピークに株価がじりじりと値を下げ、長期金利も水準を切り下げていった。一方、為替市場では、米国のいわゆる「双子の赤字」を材料としたドル安円高が進み、わが国景気の先行き不安を一層募らせている。いずれにしても、様々な不安材料を抱えた新年日本経済の船出は、なかなか順風満帆とはいかないようだ。

楽観できない新年前半のわが国経済

問題は新年経済の展望だが、結論を先取りすれば、わが国景気は前半にかけて足踏み感の強い状況が続く虞が強く、一時的には更に調整色を深める可能性があるだろう。

前半に景気の足を引っ張るとみられるのは、輸出や設備投資といった企業部門だ。まず、輸出については、既に減速傾向が鮮明化しているが、肝心の海外需要環境の改善が見込みにくいため、引き続き減速が続こう。米国は、ここ半年間の利上げ効果や原油価格上昇の悪影響がラグをもってでてくることで、

この先成長率が幾分鈍化してくるとみられるし、近年わが国の輸出先として重みを増している中国についても、引き続き投資抑制策の影響から成長ペースは鈍化するとみられる（詳細は、東京三菱レビューNO.2004 - 20「2005年世界経済の展望」ご参照）。

設備投資についても、これまでのような勢いは期待しにくい。企業の投資環境を左右する収益は、輸出低迷を受けた売上数量の伸び悩みに加え、人件費削減効果の一巡、原油価格の高止まりなどを背景に、伸び率が低下していくとみられる。加えてIT関連セクターでは、積み上がった在庫を圧縮するため、生産が一時的に調整局面入りする可能性が高く、設備投資を更に下押す要因となる公算が大きい。このため企業部門については、瞬間風速でみればかなり厳しい局面も予想されよう。

冴えない企業部門の代わりに、底支えの役割が期待されるのが家計部門だが、残念ながら回復力は限定的にとどまりそうだ。これまでの個人消費は、雇用や所得の増加“期待”といったいわばマインド先行で堅調に推移してきたわけだが、今後企業部門が厳しい局面を迎えるなかでは、肝心の雇用者報酬の回復に多くを期待できそうにない。加えて、2006年から始まる定率減税の縮小がいよいよ視野に入ってくるだけに、これまでとは逆にマインド面が消費を下押す懸念すらあるからだ。

また、公的部門による需要押し上げも期待できない。報道によれば、確かに相次ぐ台風や地震などの災害復旧対策として、1兆円前後の追加予算投入が見込まれるところだが、肝心の公共工事全体のパイが国・地方の財政難を背景に減少傾向を続けるなかには、景気の浮揚効果までは期待しにくい。こうしてみると、新年前半のわが国経済には慎重な見方が必要となりそうだ。

新年半ば以降の景気再加速に期待

もっとも、足元の企業部門を取り巻く環境を踏まえると、年前半の景気減速が、前回（2001年）のITバブル崩壊時のような深刻な調整にまで陥る懸念は小さく、むしろ、新年半ば以降、海外経済の成長が再び加速に向かえば、わが国景気も徐々に回復軌道に復していくとみてよいのではないかと。

まず、新年前半にかけての海外需要動向は、既述の通り米国や中国を中心に成長テンポの鈍化が続くとみられるが、これまでのところ景気後退に陥るほどの深い調整となる兆候は窺えない。また、国内の構造面に目を転じて、わが国経済がバブル崩壊以降抱え続けてきた過剰設備、過剰債務、過剰雇用という3つの過剰は、全体としてみればほぼ解消しており、その結果、企業の収益性、資産効率が格段に改善するなど、外的ショックに対する耐久力を高めている。また、消費・投資マインドに大きな影響を及ぼす株価の動向は、景気の減速傾

向が強まるなかにあってもつとに冷静だ。

しかし、新年半ば以降の循環的な景気再加速を過信し、構造改革の手綱を緩めてはいけない。たしかに3つの過剰はほぼ解消しているものの、この先、2007年には人口が減少に転じるほか、先進諸国では類をみない少子高齢化の加速が続くなど、新たな構造面の重石が長期に渡って押し掛かかることが予想される。こうした重石に負けない経済の成長基盤を確立すべく、すでに社会保障制度改革や財政再建、構造改革特区の活用、郵政3事業の民営化、FTAを始めとしたグローバルな取引環境の創設といった様々な構造改革が動き出している。これら改革の実効性をどれだけ高めることができるかが、今後の日本経済の趨勢を決めることとなる。

おりしも新年の干支は「乙酉（きのと・とり）」。その意味するところは、「去年出た芽が、まだ外界の抵抗が強いために真っ直ぐ伸びないで曲折していること（乙）」、「中で醸し出されている力が、成熟の極みに達していること（酉）」。その字義に鑑みれば、新年は「内包されている新しい力を十分成熟させ、次なる飛躍に備える年」といえよう。構造改革の成否の重要な鍵を握る酉年を、いかに舵取りしていくか、改めて我々の底力が問われる年だ。

（H16.12.17 森 祥人）

< 日本経済の見通し >

(前年比、%)

	2003年度 (実績)	2004年度 (見通し)	2005年度 (見通し)
名目GDP	0.8	0.5	0.1
GDPデフレーター	1.1	1.5	1.2
実質GDP	1.9	2.1	1.1
個人消費	0.5	1.9	1.0
住宅投資	0.5	0.3	0.7
民間企業設備	8.2	6.2	2.8
民間在庫(10億円)	504	634	770
政府支出	1.5	2.0	0.5
公共投資	9.2	16.2	9.1
財貨・サービスの輸出	9.9	12.1	4.6
財貨・サービスの輸入	3.4	8.1	3.3
鉱工業生産	3.5	4.9	0.8
国内企業物価	0.5	1.5	0.1
消費者物価(除く生鮮食品)	0.2	0.1	0.1
経常収支(10億円)	17,297	17,783	18,640
貿易収支(10億円)	13,299	13,695	14,438
円相場(円/ドル)	113	108	106

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 東京三菱銀行 調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

MTFG
三菱東京フィナンシャルグループ

 東京三菱銀行