

2003年7月9日

## 第54回 景気分析と予測

### 要 旨

財団法人 関西社会経済研究所  
マクロ経済分析プロジェクト主査 伴 金 美  
(大阪大学大学院経済学研究科教授)

1. 日本経済は足踏み状態にあるが、消費や投資の動きが底堅いことから、下ぶれの可能性は小さく、2003年度は0.8%程度の成長を見込める。2004年には世界経済の回復が本格化し、成長率は1.3%程度となろう(今回の予測、2002年12月時予測のマイナス0.3%から、1.1%上方修正している。修正した要因は、設備投資のマイナス5%からプラス3%、実質輸出の2%から4%への上方修正による。)
2. 6月25日に米国F R BはF F金利の目標値を市場の予想に反して0.25%の引き下げにとどめたことから、市場に金利先安感が失われ、低下傾向にあった長期金利を0.5%反転させる失敗を犯した。今回のF R Bの決定は、米国の食料及びエネルギーを除くコア消費者物価指数の下落を念頭に置いたデフレへの対応であったが、低下傾向にあった長期金利を反転させたことで、緩やかな景気に水を差すことが懸念される。特に、米国経済を牽引してきた住宅投資を低迷させ、下落傾向にある設備投資にとどめを刺すことが懸念される。さらに、ここ最近のドル安傾向を反転させる可能性が高い。
3. 最近の長期金利の反転に対する措置として、日本銀行は長期国債の買い入額の増額を行い、金利先高感の発生を未然に防ぐことが求められる。日銀は長期金利への介入はできないという立場を採っているが、十分にその能力を持っており、そのような公式見解は放棄すべき時期である。
4. 日米欧経済は2002年後半から急速に減速し、特にE Uはユーロ高もあり、2003年1 - 3月期の成長率はゼロとなっている。日米欧経済が回復するのは、2003年後半からであり、それも緩やかなものとなろう。
5. 米国の経常収支の悪化はG D P比で4%を超え、1985年のプラザ合意直前を上回る水準にある。そのため、これまで続いてきたドル高傾向に歯止めがかかりつつある。ただし、対ユーロでは大幅に下落したものの、アジア通貨のドルに対する修正幅は小さく、アジア通貨への調整圧力は続く。したがって、円は上昇することはあっても、下落することはない。

6. アジアを震源とする世界的なデフレ基調は、米国や欧州でも進行しており、食料品、エネルギー及びサービスを除く消費者物価指数は前年比で1%まで低下している。金融当局は、これまで金利引き下げで対応しているが、デフレ基調の改善はみられない。ただし、デフレ基調は続くものの、実質の経済活動は緩やかながら回復傾向を示す。
7. アジア経済のデフレ状況は、2002年と比較すれば改善する傾向にあるが、深刻な状況が続いている。しかし、実質経済成長は高い水準を維持しており、SARSの影響が懸念されたものの、日本のアジア向け輸出を堅調に推移させており、日本経済を下支えしている。
8. わが国の企業収益は改善傾向にあるが、キャッシュフローの改善にもかかわらず、余剰資金は有利子負債の返済などに充てられており、設備投資を積極的に行う環境にない。しかし、競争力を維持するために最小限の投資を行う必要があることから、底堅い動きを示すと考えられる。
9. 所得環境の悪化にもかかわらず、家計は耐久消費財への支出を中心として底堅く推移している。その結果、貯蓄率が低下している。1990年代の貯蓄率は低下傾向にあり、1990年の9.3%から2001年には6.6%まで低下したが、2003年は5%にまで低下すると思われる。その結果、家計は資金供給の担い手としての力を失いつつある。
10. 貯蓄率の動向、雇用環境や設備投資の動向から判断すると、日本経済は人口減少を前提として動きつつある。その中で、企業競争の激化は雇用者を二層化し、短期的には技術を持たない若年層の失業率を深刻なものとしている。即戦力を重視するミクロ的・短期的な立場に立つ合理性と、人的資本の形成を含めたマクロ的・長期的な立場に立つ合理性の乖離に政策の視点を向けることが必要となろう。