

## 日本・米国マクロ経済レポート

2004年11月14日  
東京三菱銀行 調査室

	日 本	米 国
1.マクロ経済見 通し	<p><b>短期:</b> 日本経済は昨年度 3%台の成長率を達成し本年も順調に拡大してきた。当初は米国景気の力強い拡大と中国の景気過熱を主因として輸出主導により景気が拡大。企業部門の景況改善は広範な業種・中小企業へと広がりを見せ、さらに家計部門にも波及している。企業業績の回復、株価上昇、雇用情勢の好転が消費者マインドの改善につながり前半までの個人消費は押し上げられてきた。ただし今後は昨年後半から今年前半までの高成長から巡航速度(1.5~2.0%成長)に向けた調整局面を迎えよう。まず外需には米国・中国の景気減速によって鈍化の兆しが散見される。また個人消費も企業の雇用コスト抑制スタンスを背景とする家計所得の伸び悩みにより減速傾向を示している。また世界経済全体のリスクとしての原油価格の高騰が外需経由で悪影響を及ぼす可能性がある。こうしたことから、デフレ解消には今しばらく時間を要し、早くても2006年となることが予想される。</p> <p><b>中長期:</b> 民間部門の自助努力により企業部門の構造問題 - 過剰債務・過剰設備・過剰雇用 - がほぼ解消した。まず、企業部門の総負債対GDP比はバブル以前の水準にまで低下、バランスシート調整がほぼ完了した。また不良債権処理の進捗、不良債権比率の低下で金融システム不安が再燃する懸念は少ない。企業サイドでは長年の設備投資抑制で設備年齢が上昇しており更新需要が高まっている。総資産利益率は80年代後半の水準まで回復。また雇用調整も峠を越え、失業率はようやく低下に向かい始めた。日本経済は縮小均衡から拡大均衡へと向かいつつある。規制緩和による新たなビジネスの増加や、製造業の国内回帰が散見される。生産性の高い分野への労働力のシフトで労働生産性は上昇していくものと予想される。それによって賃金も底堅い動きとなればデフレ解消が確かなものとなる。長期的なリスクとしては財政赤字拡大が挙げられる。政府部門の構造改革は道半ばである。</p>	<p><b>短期:</b> 米経済はITバブルの崩壊から順調に回復・拡大している。積極的な財政金融政策が功を奏し、昨年から今年にかけて力強い景気拡大を達成した。現局面は政策効果により加速した局面から巡航速度の成長への過渡期と位置づけられる。とくに昨年個人消費を大きく押し上げた大型減税の効果一巡による反動も大きい。企業部門は生産が持ち直し製造業を中心に順調に推移している。ITバブル崩壊後のバランスシート調整が終わり、設備投資も活発化した。景気の牽引役は、家計から企業へ移行、再び雇用を通じて家計へ、という好循環が展望できる。ただし、雇用の回復力が過去の景気回復局面に比べて鈍い。労働生産性の上昇が雇用を抑制していることが背景。今後については、企業部門の業績好調・景況感がどこまで維持できるかがポイントである。リスク要因としての原油価格上昇が挙げられる。消費への悪影響、企業のマージン圧迫が景況感に響くリスクに留意する必要がある。</p> <p><b>中長期:</b> ITバブル崩壊後の調整が長引くリスク、デフレリスクは解消したとあってよい。大きく加速した生産性の伸びは今後鈍化するものの3%台の成長は概ね維持可能であろう。今後は積極的な財政金融政策の解消、すなわち、低金利の正常化と財政赤字問題への取り組みが課題である。過去に例をみない低金利の長期化が資源配分を歪め、将来のリスクを醸成する可能性に目配りが必要だ。一方、急激な修正は景気に対して悪影響を及ぼす恐れがある。財政赤字・経常赤字への懸念で海外からの資本流入が低迷する可能性、その結果、ドル安と長期金利上昇が並存するリスクに注意が必要だ。</p>
2.経常収支・財 政収支	<p>経常黒字は拡大している(2003年度、GDP比3.4%)。貯蓄投資バランスからその要因をみれば企業部門の貯蓄超過が主因である。潤沢なキャッシュフローに基づく債務返済と、一方での投資抑制が貯蓄超過をもたらした。家計部門の貯蓄超過は減少しており、政府部門も大幅な資金不足で財政赤字は引き続き高水準である(2003年度、GDP比7.3%)。収支面からその要因を探ると対アジア貿易黒字の拡大がその大宗を占める。今後は構造調整終了・内需主導型経済への移行で経常黒字は緩やかに縮小することが期待される。そのためにも民間部門の期待成長率を高めるための規制緩和、税制改革が必要だ。家計の将来不安を解消する社会保障制度改革が望まれる。一方、かかる内需主導型経済への移行、経常黒字の縮小で、財政赤字問題が顕在化する可能性がある。マクロの資金余剰縮小、企業の投資活動の活発化で資金循環が変化し、政府部門の資金不足=財政赤字のファイナンスに支障を来たすおそれがある。現状でもすでに公共投資は抑制しているが財政赤字は増大し続けている。現在は低金利の恩恵があるが、利払い増加による財政硬直化のリスクはさらに高まった。将来、内需拡大とともに財政赤字問題の弊害が長期金利上昇として顕在化すれば、民間部門の足を引っ張る可能性がある。デフレ解消を睨みつつソフトランディングに向けた取り組みが必要だ。安易な増税ではなく歳出のさらなる弾力化、効率化を、また規制緩和・民間部門活性化による歳入増を促進すべきである。</p>	<p>財政赤字・経常赤字が急速に拡大している。まず経常赤字は過去最大の5300億ドル、GDP比4.8%に達し(2003年)、今後も容易に縮小しそうにない。赤字拡大の要因は、先進国内における米国の相対的な高成長、内外成長率格差の結果といえる。高成長を支えたのは、バブル崩壊後の緊急避難的な積極的財政政策だ。財政赤字はイラク関連軍事支出の増大も手伝って2003会計年度に3750億ドル、GDP比3.5%にまで急拡大した。こうしたいわゆる「双子の赤字」の拡大によりドルに対する不安感は根強い。但し、現時点ではドルに対する信認が大きく揺らいだとまではいえず、2002年以降長期のドル下落も割高調整の範囲内である。また、現状では財政赤字の弊害=実質長期金利の上昇などは顕在化していない。ドル安一服による海外からの資本流入や、インフレ懸念の後退、低金利政策が長期金利上昇を抑制している。もっとも今後の状況変化で悪影響が顕在化する可能性はある。財政赤字・経常赤字ともに維持不能な水準、との市場の認識は払拭できず、常にドル安圧力、長期金利上昇(債券相場下落)圧力がかかろう。財政赤字削減、貯蓄率の緩やかな上昇による経常赤字抑制、軟着陸が模索されるべきである。行政予算局の見通しでは今後赤字は縮小に向かうとされているが、医療関連支出は増大見込みであり、また安全保障支出は容易に削減できない可能性が大きい。今後予想される財政赤字削減策の具体化、成果を見極める必要がある。</p>

	日 本	米 国
3. 中国	<p><b>全般的な状況：</b>引き続き 8%を超える高成長を続け、ここ数年アジアの成長を牽引してきた。しかし昨年から景気は過熱、バブルの様相を呈している。沿海部・工業を中心に不動産・設備投資など固定資産投資が過熱。反面、内陸部・農業・農村は出遅れ、乱開発による農地減少・汚染が問題となっている。政府にとってはまず成長のボラティリティー回避が至上命題であり、従来の経済発展至上主義から、格差拡大の回避、調和のとれた成長を目指した政策運営に明確に舵を切った。現在、市場原理によらない選択的しかし強力な景気抑制策がとられている。政府主導の政策的な資源の最適配分が行われている。メインシナリオはソフトランディングであるが、当面のリスクとしては景気抑制策が効かないリスクと効きすぎるリスクの双方がある。中国経済の不安定化はアジア経済にとっても懸念材料だ。抑制策の傍らで不良債権問題や金融システムの安定化への取り組みが必要だ。できるだけ早期の資本規制緩和や柔軟な為替制度への移行が今後の課題である。ただし不安定な中国経済に鑑みて、経済情勢に応じた対応が望まれる。中国は長期的には世界経済の内需の担い手として成長が期待される。日本、中国を中心とするアジアの成長が世界経済不均衡解消に寄与、米国の経常赤字を貯蓄投資バランス面から解消する一助になることが最良のシナリオだ。</p>	
	<p>対中貿易収支(含む香港向け)は既に2002年から黒字化、中国のWTO加盟で加速した。中国の台頭は日本企業にとって「脅威」ではなく「機会」との捉え方が太宗となっている。最近では産業空洞化など雇用面での悪影響より景気拡大に寄与するプラス面が目立つ。中国における生産拠点の拡充から電機・機械など生産財・資本財輸出が増加、固定投資過熱による鉄鋼等素材輸出が加速、所得水準の上昇により高付加価値消費財の輸出も増加した。今後については、対中輸出は今後過熱経済の沈静化によって減速が予想される。しかし長期的には中国経済の拡大により増加すると見込まれる。アジア経済が受ける恩恵は間接的にも日本にも好影響を及ぼすだろう。対中輸入も増加する可能性があるが相対的に付加価値の低い製品となる。日本は高付加価値・高技術力部門に集中することで住み分けが進みつつあり、すでに本邦製造業の一部で設備投資を国内に回帰する動きがみられる。</p>	<p>対中貿易赤字は拡大傾向、対中輸入は全体の12%を占め日本を凌駕している。中国は2000年以降最大の貿易赤字相手国であり、99年687億ドルから2003年は1241億ドルへと大幅に増加した。こうしてみると、日本に比べて中国経済の拡大に伴う恩恵が相対的に少ないのは事実である。雇用伸び悩みとあいまって対中赤字拡大により中国脅威論が高まった。但し、米国製品と中国製品との競合はごく一部に限られている。中国製品のために雇用が侵食されているとの受け止め方は過大評価だろう。日本同様、電機・電子を中心とする製造業で中国との住み分けが進んでいる。人民元切り上げが対中赤字改善につながるかは未知数である。</p>
4. エネルギー問題、とくに石油問題	<p><b>全般的な状況：</b>足元では原油価格急騰が進捗し50ドルの大台に乗せている。価格高騰の背景としては、需要サイドにおいては、世界景気の循環的拡大、中国など新興諸国の長期的成長、が、供給サイドにおいては、乏しい増産余力、地政学的リスク、ロシアや米国の一部生産拠点での操業停止、が挙げられる。もっとも、価格上昇による景気への悪影響は幸い今のところそれほど深刻ではない。その理由は、石油ショックに比べ一般物価上昇率で実質化した場合の価格は低いこと、この間に先進国においてはエネルギー効率が上昇していること、などである。ただし、限界的な価格上昇率は大きく今後の動向とその影響は注視する必要がある。また、需給実態以上に価格が上昇している可能性も否定できない。投機資金の流入による過度な価格上昇については監視を強化する必要がある。</p>	
	<p>エネルギー供給のうち原油は概ね5割で最大のシェアを占める。原油輸入先はアラブ首長国連邦、サウジアラビアでそれぞれ4割を超える。中近東への依存度合いが9割近くに達するなど調達先が集中しておりリスクが高く、エネルギー安保という観点からは分散多様化が課題である。原油価格高騰の日本経済への影響は米国に比べ相対的に軽微といえるのではないかと。円高の影響によって第二次石油危機時点に比べた円価格はなお半値程度にとどまっている。またエネルギー効率の面では、GDP1単位あたりの原油輸入量は0.44と70年代の1.11の半分以下である。企業への影響は総じて限定的のようだ。コスト増加は売上増加、生産性の上昇、などで吸収できる範囲内との見方が多い。ただし、今後物流や一部業種によっては影響が顕在化してくる可能性はある。家計への影響は米国よりも少ない。家計支出に占める石油製品の割合は日本が2.3%と、米国の4.8%の半分である。ただし、外需を通じた影響は日本の方が米国よりも大きい可能性がある。中国・アジアの経済成長への悪影響は原油価格10ドル上昇で-0.8%(IEA)に達するとの試算がある。</p>	<p>エネルギー供給のうち原油は4割で最大の比率を占めるが、天然ガスや石炭にも分散している。調達面では、原油消費量のうち3割程度が国内産で賄えている。残りはサウジアラビア、カナダ、メキシコ、ベネズエラにほぼ均等に分散している。ただ、安保上は懸念なくとも原油価格の高騰の悪影響からは免れられない。影響が70年代よりも軽微な理由は、石油危機以降のエネルギー効率の上昇・改善であり、この点は日本と同様。家計へのインパクトも金額的な影響をみればそれほど深刻ではない。家計支出に占めるエネルギー関連支出は5%となお90年代平均以下である。消費者物価への影響も、サービス比率上昇と困難な価格転嫁により限定的だ。懸念されるのは消費者のセンチメント悪化。限界的な価格上昇が続けば悪影響が拡大する恐れがある。</p>