



JRI news release

停滞色強まる新年世界経済

～ 2003年米国・欧州・アジア経済展望 ～

2002年12月13日

株式会社 日本総合研究所

調査部 経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/research/>

目 次

1 . 2002年の世界経済：回顧	1 ページ
2 . 2003年の世界経済 —— 6 つの論点	
(イ) グローバル・マネーフローの変貌	2 ページ
(ロ) 依然燻る「地政学的リスク」	4 ページ
(ハ) 米国：資産価格動向と実体経済への影響	6 ページ
(ニ) ユーロ圏：財政規律緩和を巡る動きと E C B の対応	8 ページ
(ホ) アジア：自律的回復は持続するか	10 ページ
(ヘ) 「世界同時デフレ」は生じるか	12 ページ
3 . 2003年の世界経済見通し	
(イ) 停滞色の強い展開に	15 ページ
(1) 米国：低空飛行が長期化	
(2) 欧州：ドイツは引き続き小数点成長	16 ページ
(3) アジア：回復ペースがスローダウン	17 ページ
(ロ) 数多く燻る下振れリスク	18 ページ
(ハ) 2003年わが国経済へのインプリケーション	

本リリースは、金融記者クラブ・経済研究会にて配布致します。

本件に関するご照会先

調査部 経済研究センター（市場動向クラスター）

岡 田（Tel：03-3288-4237 E-Mail：okada.tetsuro@jri.co.jp）

石 川（Tel：03-3288-4338 E-Mail：ishikawa.makoto@jri.co.jp）

要 約

1. 2002年初から秋口にかけての世界景気回復は、米国における一部分野（自動車・住宅）の好調に依存する形で実現。しかし、秋以降、自動車需要の頭打ち、「地政学的リスク」の強まりを背景に、米国景気の先行きに不透明感。世界景気回復の持続力に対する疑念が燦る状況。

2. こうした状況下、2003年の世界経済を展望する際には、以下の6つの論点について検討する必要。

（イ）グローバル・マネーフローの変貌

欧米株価の水準訂正が相当程度進んだなか、国際資金取引の一段の縮小は回避される見込みながら、90年代後半のような急拡大に転じる見込みも薄い。こうしたもとで、マネー集散の米国偏重傾向が是正されなければ、ドル安、新興市場の金融・経済不安、などの形で、世界経済にさまざまな悪影響を及ぼすリスクあり。

（ロ）依然燦る「地政学的リスク」

年初開戦が見込まれる対イラク戦争が、1～2ヵ月の「短期決戦」で収束する場合は、世界経済への追加的影響も限定的。しかし、周辺諸国を巻き込む形で長期化すれば、米国の財政赤字拡大懸念を通じた長期金利の上昇、原油価格の上振れ、マインドの著しい冷え込みと株価下落のスパイラル、の3つのルートで世界経済を大きく下押し。

（ハ）米国：資産価格動向と実体経済への影響

株価は、一段の水準訂正が生じる余地は小さいものの、大幅な戻りも期待薄。住宅価格は、金利や在庫率の低位安定が「防波堤」となり、急落は回避可能であるものの、足許の強い騰勢が次第に弱まることは不可避。こうした資産価格動向は、家計需要堅調の基盤——住宅価格上昇が住宅ローン借換などを通じて手元資金の増加をもたらす、所得減少や株価下落に伴うマイナス影響を減殺——を徐々に侵食していく可能性大。

（ニ）ユーロ圏：財政規律緩和論の強まりとECBの対応

通貨ユーロに対する信任低下の恐れ、ECBの金融緩和にもブレーキをかけかねないことから、財政規律緩和を巡る議論が拙速に進められる公算は小。ユーロ圏の財政・金融政策が景気情勢に応じ機動的に発動される状況になるまでには、相当の時間を要する見込み。少なくとも、各国による当面の財政運営は、やや緊縮的となろう。

（ホ）アジア：自律的回復は持続するか

NIEs・ASEANでは、輸出主導の景気回復が実現するなかで、中国経済の動向に左右される傾向が強まっている。中国経済の発展は、当面の景気に対しては、域内貿易の拡大を通じて引き続きプラスに作用。しかし、国際競争の激化を通じて周辺諸国の産業基盤を侵食する、といったマイナス影響も徐々に顕在化していく見通しであり、中長期的観点からの各国の対応が問われよう。

（ヘ）「世界同時デフレ」は生じるか

米国や欧州先進国の多くは、経済のサービス化が進み、新興工業国の台頭に伴うデフレ圧力への抵抗力を強めている可能性。「世界同時デフレ」突入の可能性を当面のリスクとして過大視すべきではない。ただし、政策発動の機動性、産業の新陳代謝機能、金融機能がいずれも低下しているドイツ、中国に製造基盤を切り崩され始めている一部のアジア諸国などは、他の国・地域に比べデフレ突入のリスクが大きい。

3. 以上を総合すると、2003年の世界経済は、年初開戦が見込まれる対イラク戦争が1～2ヵ月程度で収束し、その影響も限定的にとどまる、との前提を置いて、米国景気の低空飛行を主因に、総じて停滞色の強い展開が見込まれる。

(イ) 米国 ... イラク問題の影響で前半に振れが出るが、基本的には、住宅価格の騰勢鈍化、資金調達環境の厳しさなどが、景気回復力を減殺。夏場以降、調整色が明確化する見通し。

(ロ) 欧州 ... ユーロ圏は、輸出の伸び悩みに加え、経済政策・労働市場の硬直性が回復の足枷に。そうしたなかで、ドイツの低成長が一層際立つ見通し。英国は、ユーロ圏を幾分上回る成長が期待できるものの、徐々に減速へ。

(ハ) アジア ... 暦年ベースの成長率は、全域にわたり2002年とほぼ同水準。しかし、内需拡大に不安材料が燦々するNIEs・ASEANは、後半スローダウンの公算。

4. さらに、国際資本取引の一段の縮小、対イラク戦争の長期化・戦線拡大、米国の「住宅バブル」崩壊など、想定以上の下振れを招きかねないリスク・ファクターに要注意。

世界主要国・地域の実質経済成長率見通し

(%)

	2000年	01年	02年 (見込み)	03年 (予測)
米 国	3.8	0.3	2.4	1.8
ユーロ圏	3.5	1.4	0.7	1.1
ドイツ	3.1	0.7	0.2	0.6
フランス	4.2	1.8	1.0	1.1
英 国	3.1	2.0	1.6	2.1
アジア9ヵ国	7.7	3.7	5.8	5.7
中 国	8.0	7.3	8.0	7.8
NIEs4	8.5	0.6	4.0	4.0
ASEAN4	5.3	2.3	3.9	3.6

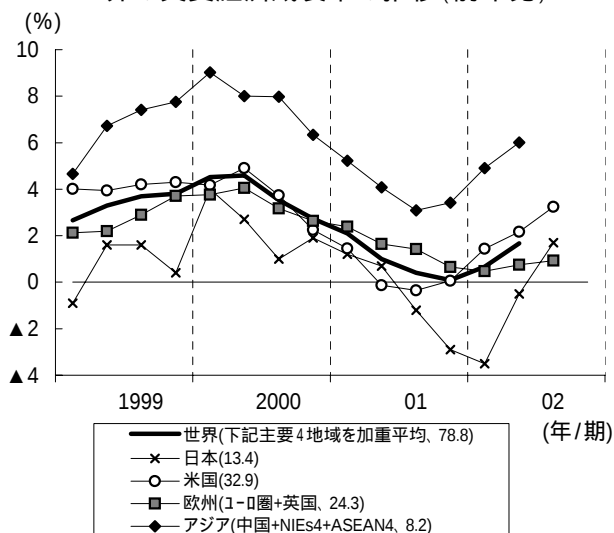
1. 2002年の世界経済：回顧

2002年の世界経済を振り返ると、年初から秋口にかけては、前年の同時多発テロ後の混乱を乗り越え、緩やかに回復。しかし、米国景気の回復は、「バブル」との指摘もある住宅市場の活況や大規模な販促策が奏功した自動車需要の急増が主因、欧州景気やアジア景気の回復も、そうした米国景気の回復を背景に、輸出主導で実現、といったように、米国における一部分野の好調に依存する構図。

こうしたなか、金融・資本市場では、ハイテク・バブル崩壊を契機に大きく低下した投資家のリスク許容度が回復しておらず、国際資金取引の縮小が持続。物価動向も、世界景気の回復ペースが緩やかな一方で、中国の生産能力拡大が加速していることから、多くの国のインフレ率が低水準で推移。

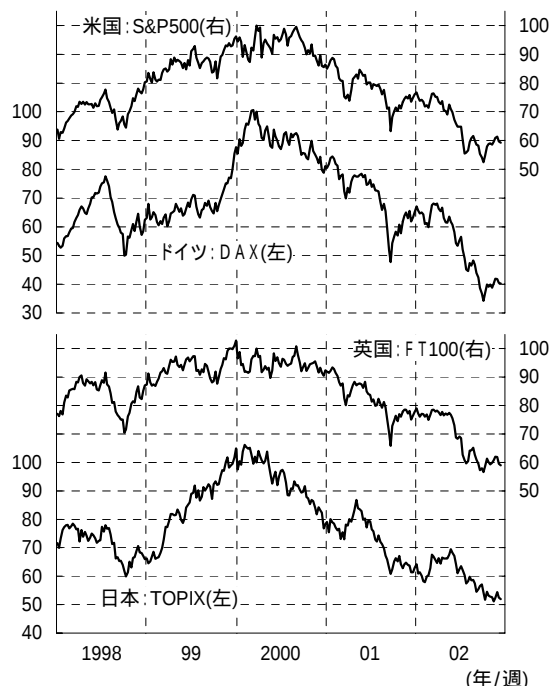
以上の状況のもとで、秋以降、不正会計問題の拡大を契機とした夏場の株価下落、イラク情勢の緊迫化、を受けた家計・企業のマインド慎重化を背景に、米国景気の先行きに不透明感。イラクの国連査察受け入れやFedによる政策金利引き下げなどにより、市場の警戒感はこのところ幾分緩んでいるものの、世界景気回復の持続力に対する疑念が払拭されるには至っておらず、「世界同時デフレ」突入への懸念も引き続き燃えている。

世界の実質経済成長率の推移(前年比)



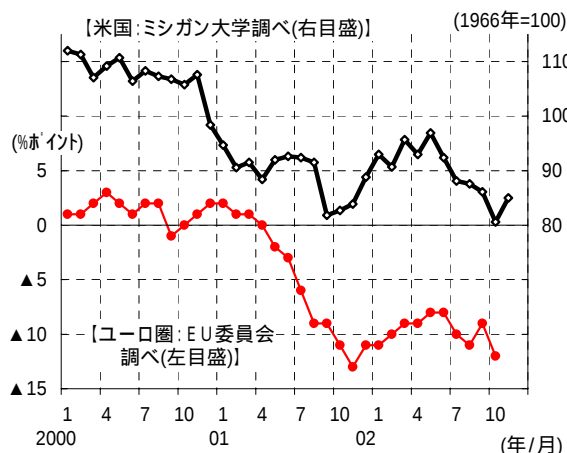
(注) 凡例カッコ内の数値は、IMF(国際通貨基金)「World Economic Outlook Database」をもとに算出された2001年世界GDPに占めるウエイト。IMFがカバーしている「世界」のうち、中南米や市場経済移行国など2割強の部分と、日本は、当レポートにおける分析・予測の対象外。

主要株価指数の推移
(2000年3月24日 = 100)



(注1) 2000年3月24日は、ハイテク・バブル期におけるS&P500のピーク時点(週末値ベース)。
(注2) 2002年12月第2週は、11日終値。

欧米・消費者信頼感指数の推移



(注) 米国の消費者信頼感指数は、景況感に関するアンケート調査結果を1966年 = 100として指数化。ユーロ圏の消費者信頼感指数は、景気、雇用、物価、(自身の)財務状況、支出性向に関するアンケート調査結果を指数化。ゼロは、プラス評価とマイナス評価の割合が一致。

2. 2003年の世界経済 ―― 6つの論点

(イ) グローバル・マネーフローの変貌

(1) 現状と背景：株価バブル崩壊を受け、対外投資はピーク比半減。

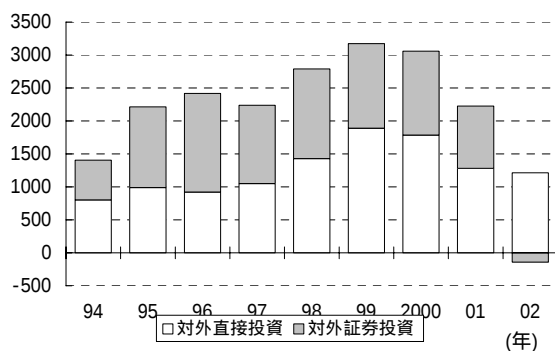
90年代後半以降、急速に拡大を続けていた国際資本取引が、2001年以降は急速に縮小。すなわち、99年、2000年と3,000億ドルを超えていた米国の対外直接投資・対外証券投資は、2002年（1～9月期の年率換算値）に1,000億ドル強とピーク対比半減。ユーロ圏の対外直接投資・対外証券投資も、2000年の8,475億ユーロから2002年（1～9月期の年率換算値）には約4,000億ユーロと半減。

90年代後半のグローバル・マネーの膨張は、経済のグローバル化進展が底流として指摘できるが、米国からの対外投資活動、ユーロ圏からの対米証券投資動向（統計制約上、時系列、地域別を遡及できる米国の証券投資統計で代用）とともに、株価の動きにつれ、90年代後半に活発化、2001年以降急速に縮小しており、欧米株価のバブル的な上昇が過度な膨張をもたらしていた側面も。

すなわち、90年代後半においては、自国の株価上昇を受けたリスク許容度の高まりが、積極的な対外投資活動を促進した一方、昨今の株価下落を受けたリスク許容度の低下が、対外投資活動の停滞を招いている、といえる。

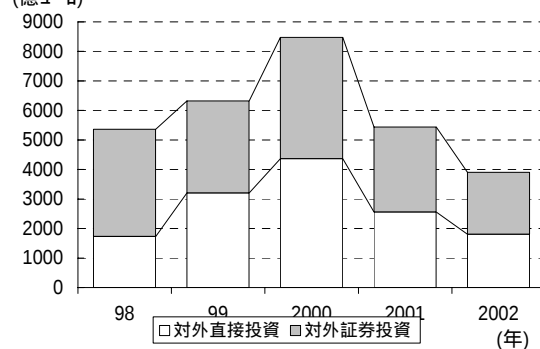
上記点を踏まえると、90年代後半の国際資本取引の急激な膨張は、もとより持続不可能なものといえ、逆に足許の急激な縮小は、実体経済に見合う水準への調整過程と位置付けられる。欧米株価とも水準訂正が相当程度進んだなか、今後、対外投資活動の縮小傾向には歯止めがかかる見込みながら、90年代後半のような急拡大に転じる公算も小。

(億ドル) 米国民間資本の対外直接投資・証券投資

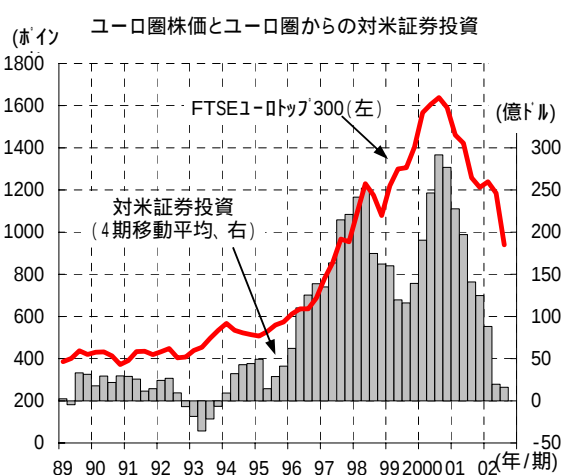
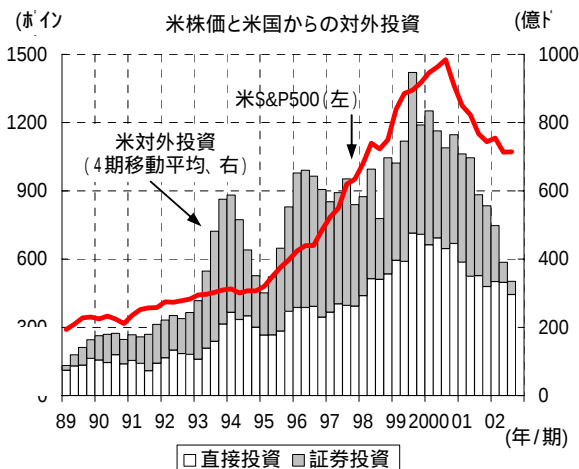


(注)2002年は1～9月期の年率換算値。
(資料)米商務省

(億ユーロ) ユーロ圏の対外直接投資・証券投資



(注)2002年は1～9月値の年率換算値。
(資料)ECB



(2) グローバル・マネー縮小の影響

：ドル安懸念、新興市場の金融・経済危機、リスク回避姿勢の強まり

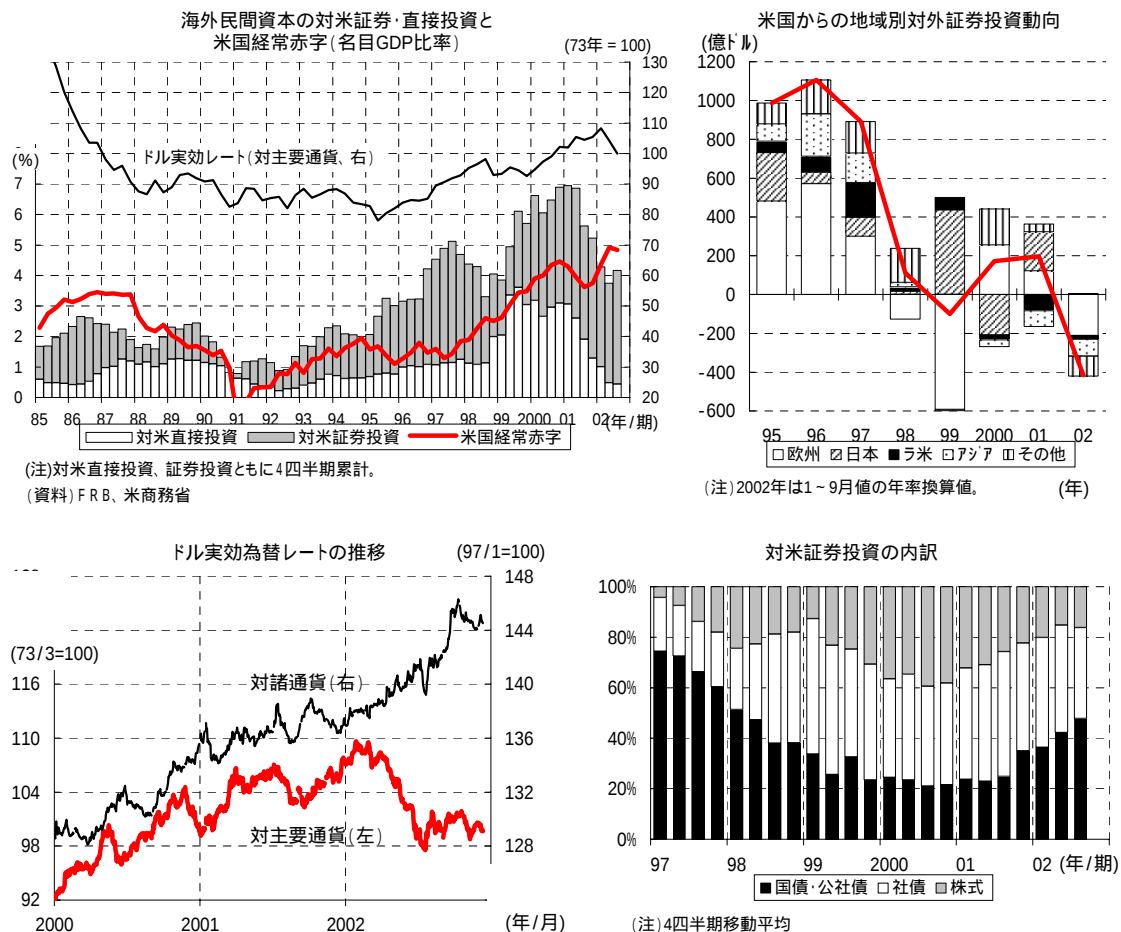
国際金融市場の縮小は、各国市場にさまざまな悪影響。

米国においては、米国経常赤字が名目GDP比率で5%前後まで拡大するなか、そのファイナンスに対する懸念が浮上。実際、2002年4～6月期以降は、経常赤字を海外からの民間資本流入で賄えないという事態に陥り、ドル安が急速に進行。日本・欧州・アジアなど外需依存の強い地域で、景気の先行き不透明感を強める要因に。

一方、米国への資金流入が減少するなか、米国では对外投资の回収の動きが顕著。なかでも、ファンダメンタルズの脆弱なアルゼンチン、ブラジルなどの新興市場で通貨・経済危機が発生。ちなみに、上記の構図を裏付けるように、ドルの実効為替レートは、2002年以降、米国への資金供給源である対主要国（EU、カナダ、日本円など）で大幅に下落する一方、米国が主たる資金供給源となっていた対諸通貨（メキシコ、台湾ドル、韓国ウォンなど）では急騰。

90年代後半のようなグローバル・マネーの拡大が期待できない下、日欧での内需喚起、米国での内需抑制などを通じて、90年代後半に膨らんだ国際間の歪みが是正されない限り、ドル不安の長期化、新興市場国での金融・経済の不安定化、といった混乱の火種は燻り続ける。

一方、国際投資資金の質的变化も注目される。すなわち、投資家のリスク許容度が低下するなか、投資対象がリスクの高い株式・社債からリスクの低い国債・公社債にシフト。こうした動きは、長期金利低下を通じて景気下支えに寄与する一方、民間企業の資金調達環境悪化を通じて、経済のダイナミズムを失わせる可能性がある。



(ロ)依然燦る「地政学的リスク」

(1) 米国のイラクに対する強硬姿勢は持続

11月13日、イラクが国連査察受け入れを表明し(27日に査察開始)、イラク情勢を巡る市場の警戒感はこのところやや一服。しかし、米国のイラクに対する強硬姿勢は崩れておらず、対イラク戦争が回避されるかどうかは、依然として予断を許さない状況。

このようななか、対イラク戦争が勃発した場合の世界経済の影響について現時点で特定することは困難。そこで、本レポートでは、新年初頭に開戦との想定のもと、「短期終結ケース」と「長期化ケース」の2つに分け検討してみた。

(2) 短期決戦の場合、追加的な影響は限定的

大方の予想通り、戦闘が「湾岸戦争同様1～2ヵ月の短期決戦」となれば、以下の点から、世界経済に与える追加的なマイナス影響は限定的にとどまることが見込まれる。

戦争状態に陥ることによる企業・家計マインドの一段の冷え込みは、一時的かつ限定的にとどまる可能性(先行き不透明感を強めている点で、イラク情勢緊迫化に伴うマイナス影響は、既に顕在化している部分もあるため)。

さらに、戦後処理が円滑に進み、国際テロ活動の封じ込めにも成功すれば、悪材料の出尽くしから、少なくとも春から年央にかけ、民需が強含む展開も期待可能。余剰生産能力の活用など、OPEC加盟国の協調的対応により、原油価格の上振れは回避可能。

軍需を中心とした政府支出の盛り上がりは、年前半のGDPを押し上げ。

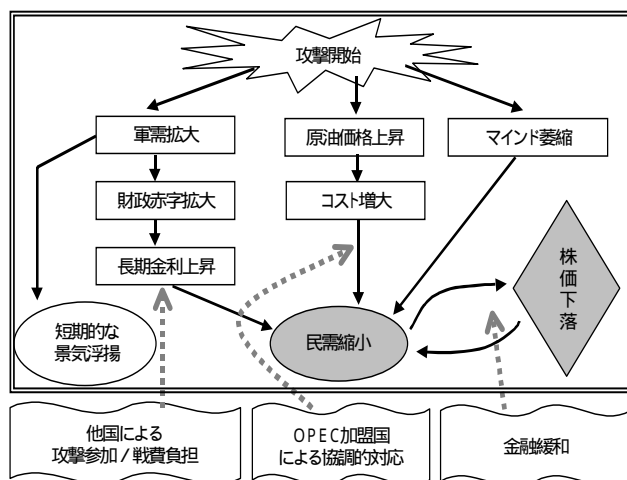
(3) 長期化の場合、3つのルートで景気下振れ

一方、戦闘が周辺の中東諸国を巻き込むような形でドロ沼化する事態になれば、以下の3つのルートを通じ、米国をはじめとする世界経済に大きな下押し圧力を課す可能性。

米国の財政赤字拡大懸念を通じた長期金利上昇圧力の高まり ... CBO(米国連邦議会予算局)の試算によれば、戦闘が1年間にわたり長期化した場合の戦費(占領後の駐留費用を除く)は、1,000億ドル前後と、2ヵ月程度で終結する場合(300億ドル前後)を大きく超過。こうした財政負担の増大により、長期金利の上昇圧力が強まる恐れ。

ちなみに、ベトナム戦争(1960～70年代)の初期には、【軍需拡大に伴う成長率の一時的上昇→長期金利の持続的上昇→景気低迷】といった展開がみられた。

対イラク開戦後に懸念される米国経済への影響



対イラク戦争の米国財政への影響 ＜米国連邦議会予算局試算をもとに作成＞

配備費用	88億～125億ドル
戦費(1ヵ月目)	76億～92億ドル
戦費(2ヵ月目以降)	61億～75億ドル/月
帰還費用	48億～73億ドル
占領後の駐留費用	14億～38億ドル/月

開戦から占領までの費用(～の合計)	名目GDP比
【2ヵ月で終結】	273億～365億ドル 0.3%
【1年長期化】	883億～1,115億ドル 0.8～1.1%

(資料)CBO<米国連邦議会予算局>[2002.9].
"Estimated Costs of a Potential Conflict with Iraq"を
もとに、日本総合研究所作成。

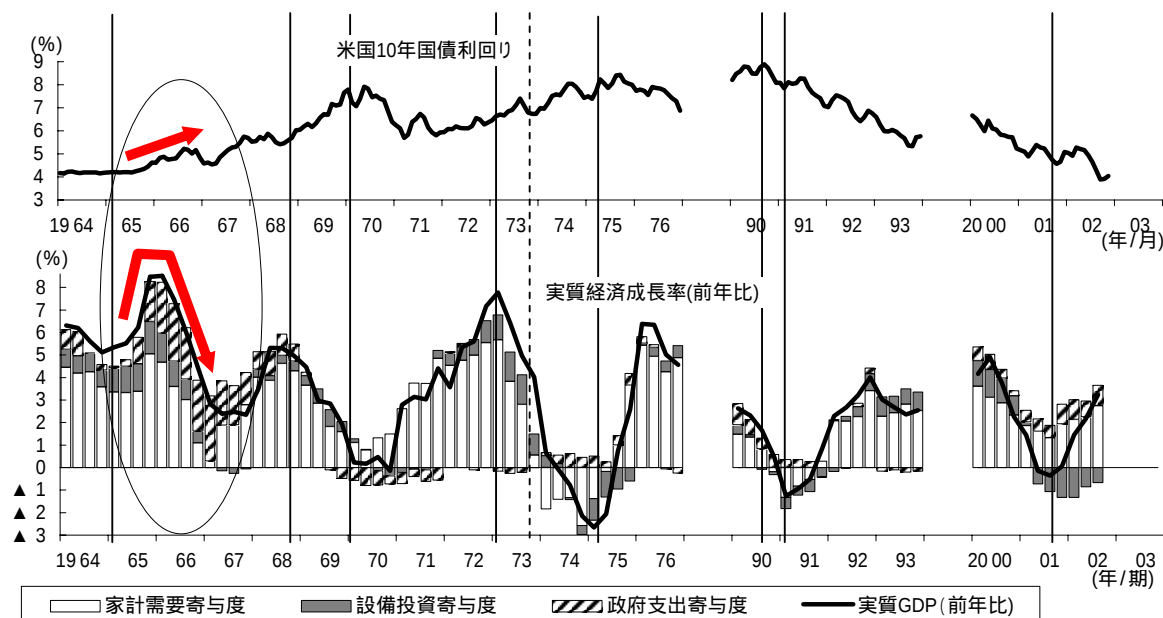
原油価格の上振れ ... 戦闘の長期化・ドロ沼化で、OPEC加盟国の協調的対応が期待できなくなる場合、原油価格の上振れは避けられず。ちなみに、当社試算によれば、原油価格が40ドル/バレルまで上昇した場合のGDP押し下げ影響は、米国で▲0.7%ポイント、ユーロ圏で▲0.9%ポイントに上る。

テロ再発不安の増大に伴うマインドの冷え込みと株価下落のスパイラル ... 米国本土でのテロ再発の可能性が著しく増大する結果、消費者・企業のマインドが著しく冷え込む恐れ。

当ルートを通じた民需下押し影響を定量的に把握することは困難であるが、戦闘が長期化するほど、 のマイナス影響も加わる形で、【民間支出下振れ→株価下落→民間支出下押し】のスパイラルが拡大していく懸念あり。

軍事行動発生前後における米国長期金利・実質成長率の動き (ベトナム戦争・湾岸戦争・今回の局面)

1965/2: 北ベトナム爆撃開始(→以後、ドロ沼化) 68/10: 北爆停止
70/2: ラオス空爆(→70/3: カンボジア爆撃→70/5: 北爆再開)
73/1: ベトナム和平協定調印 73/10: 第3次中東戦争勃発(→石油ショック)
75/4: サイゴン政府無条件降伏・戦争終結
90/8: イラク、クウェート侵攻 91/1: イラク空爆開始(→91/2: 停戦)
2001/9: 同時多発テロ事件発生



原油価格上昇の欧米経済への影響<当社試算> (7~9月期平均: 28.3ドル/バレル→40ドル/バレル)

(%ポイント)

WTI原油価格(ドル/バレル)	米国	ユーロ圏
実質GDP成長率 (下記2項目の合計)	▲ 0.7	▲ 0.9
個人消費	▲ 0.6	▲ 0.5
設備投資	▲ 2.0	▲ 2.9
消費者物価上昇率	+ 0.7	+ 0.5

(注) 試算の考え方は以下の通り。

個人消費
消費デフレと消費者物価指数の回帰結果から、
価格上昇による実質購買力の低下の影響を算定。
設備投資
企業の収益環境悪化の程度を算定し、企業収益を
説明変数に含む設備投資関数の回帰結果より算出。
消費者物価
原油価格上昇と消費者物価(エネルギー)との回帰結果
より算定。

(八)米国：資産価格動向と実体経済への影響

(1) 株価・住宅価格の動向：2003年中、力強い伸びは期待できず

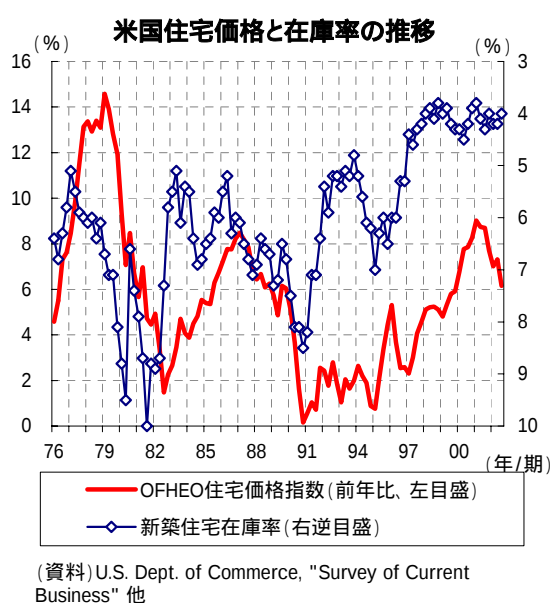
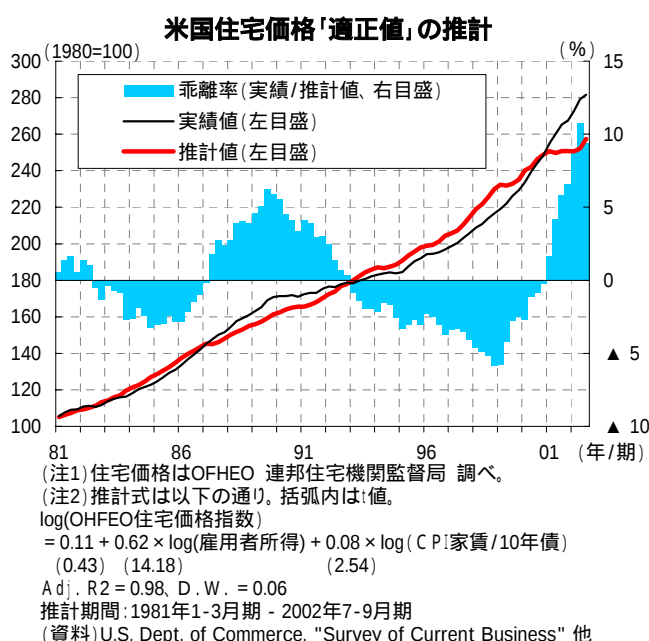
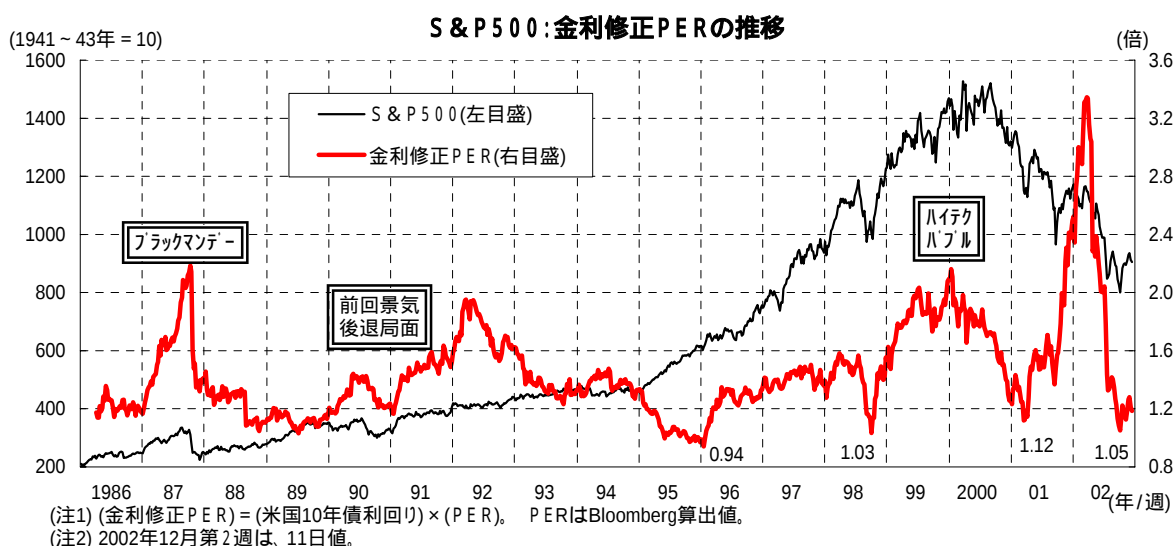
2002年秋口にかけて、米国株価は大幅に下落。不正会計疑惑の広がり、「地政学的リスク」の増大、過度の業績回復期待の修正、などが背景。

足許では、「金利修正PER」が、過去の循環的なボトム圏まで低下。これは、債券相場との裁定の観点からみた株価の割高感が概ね解消され、先行き、一段の水準訂正が生じる余地が小さくなっている状況を示唆。

もっとも、今後の実体経済が盛り上がり欠ける展開になる公算も踏まえると、米国株価は当面、大幅な戻りが期待し難い状況。

一方、住宅価格は、長期金利の低下や、持ち家志向の高まりなどを背景に、依然として強めの伸びを持続。しかし、家計部門の購買力と不動産の収益性の双方に見合った住宅価格の「適正値」を推計すると、足許の住宅価格は1割程度割高。

したがって、追加利下げを受けた住宅ローン金利の低位安定、低水準の住宅在庫率、を「防波堤」に急落には至らないとしても、先行き、騰勢が次第に弱まっていくことは不可避。



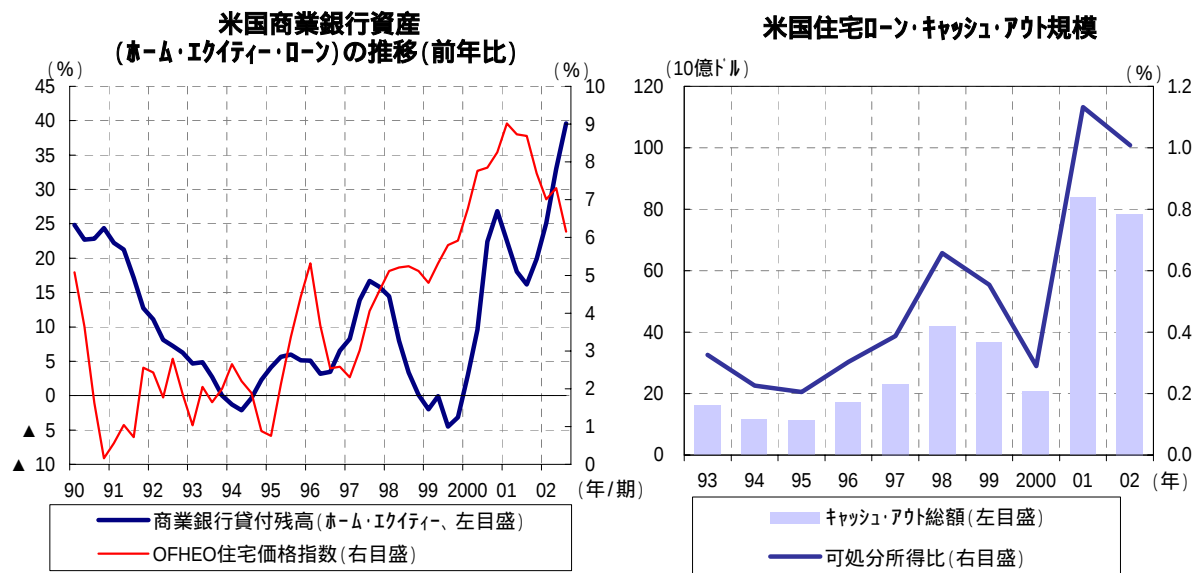
(2) 実体経済への影響：家計部門の減速は不可避。

こうした資産価格動向は、米国における家計需要堅調の基盤を徐々に侵食していく可能性大。

すなわち、2000年以降の家計需要の堅調は、住宅価格の上昇が、ホーム・エクイティ・ローンの増大や住宅ローン借り換えに伴うキャッシュ・アウトの活発化を通じて家計の手元資金を増やし(*)、所得低迷や株価下落に伴うマイナス影響を減殺したことによってもたらされている。

しかし、今後は、株価や雇用・所得環境の急回復が困難なもとで、住宅価格上昇に伴うプラス効果も徐々に剥落していく展開へ。

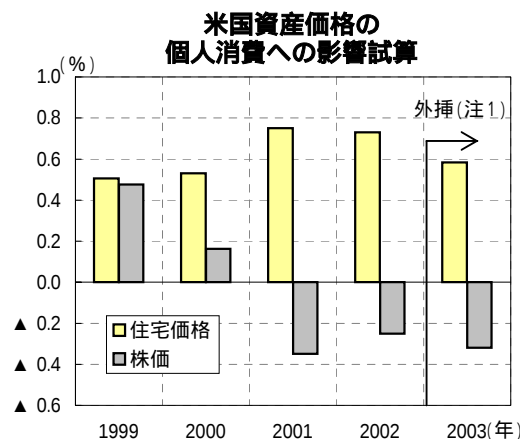
(*)フレディー・マック(連邦住宅貸付抵当公社)の調べによれば、住宅ローン借り換えに伴うキャッシュ・アウト額は、2001年以降年間約800億ドル(可処分所得のほぼ1%)となっている。



(資料)FRB, "Flow of Funds Accounts of the United States", 他

(注)2002年は7～9月期までの集計、年率換算。

(資料)Freddie Mac



(注1)住宅価格・株価水準が、2002年7～9月期対比横ばいと仮定した場合。

(注2)推計式は以下の通り。

$$\ln(\text{実質個人消費}) = -0.65 + 0.88 \ln(\text{実質可処分所得}) + 0.13 \ln(\text{住宅価格}) + 0.02 \ln(\text{株価指数})$$

< -2.71 > < +10.85 > < +2.41 > < +2.98 >

・住宅価格指数は、中古住宅価格(中間価格帯)、株価は、S&P500株価指数。

・すべて4期移動平均。・カッコ内はt値。・推計期間:1985Q1～2002Q3。・修正R²R=0.998

(二)ユーロ圏：財政規律緩和を巡る動きとE C Bの対応

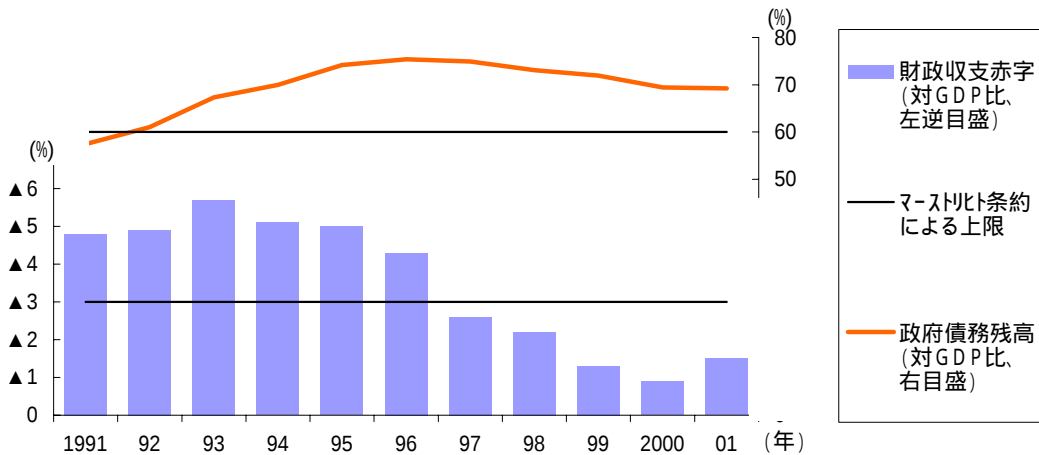
(1) 財政規律緩和の動き

景気低迷の長期化を背景に、主要国の財政状況が軒並み急速に悪化。欧州委員会は、2002年にも財政赤字対GDP比が安定協定上限の3%を突破する見通しとなったドイツに対し、赤字是正手続きを発動。フランスに対しては、その前段階である警告手続きに入る方針。イタリアは、国有資産の証券化による売却益の計上など一時的措置により、警告発動を辛うじて回避。

厳しい経済情勢を受け、各国政府から財政緩和を求める動きが一時的に活発化。もっとも、議論の展開次第では、通貨ユーロに対する信認低下につながる恐れ、通貨の番人たるE C Bの金融緩和にブレーキをかけかねない（詳しくは後述）、などから、安易な規律緩和は困難。主要国政府を含め、ユーロ圏は当面、やや緊縮的な財政運営が続く見通し。

しかしより根本的には、「安定協定」の枠組み下、景気後退期に引き締め型の財政運営が強いられるという問題の是正は避けて通れない。解決策として、財政赤字から景気変動要因を除いた「構造的赤字」に変更、公共投資の除外、などが挙げられているが、いずれも最終的には主観的な判断に委ねられる面が強く、財政規律の政治問題化が進む恐れ。

ユーロ圏全体の財政状況



(資料) European Commission

ユーロ圏諸国財政収支対名目GDPの推移

	1995	96	97	98	99	2000	01	02	03	04
ベルギー	▲3.8	▲3.8	▲2.0	▲0.8	▲0.6	0.1	0.2	▲0.1	0.0	0.3
ドイツ	▲3.4	▲3.4	▲2.7	▲2.2	▲1.6	1.2	▲2.7	▲3.8	▲3.1	▲2.3
スペイン	▲5.0	▲5.0	▲3.2	▲2.7	▲1.1	▲0.6	▲0.1	0.0	▲0.3	0.1
フランス	▲4.1	▲4.1	▲3.0	▲2.7	▲1.6	▲1.3	▲1.4	▲2.7	▲2.9	▲2.5
アイルランド	▲0.2	▲0.2	1.2	2.3	2.2	4.4	1.5	▲1.0	▲1.2	▲1.0
イタリア	▲7.1	▲7.1	▲2.7	▲2.8	▲1.8	▲0.5	▲2.2	▲2.4	▲2.2	▲2.9
ルクセンブルク	2.6	2.6	3.4	3.1	3.6	5.6	6.1	0.5	▲1.8	▲1.9
オランダ	▲1.8	▲1.8	▲1.1	▲0.8	0.7	2.2	0.1	▲0.8	▲1.2	▲0.9
オーストリア	▲3.8	▲3.8	▲1.9	▲2.4	▲2.3	▲1.5	0.2	▲1.8	▲1.6	▲1.5
ポルトガル	▲4.0	▲4.0	▲2.7	▲2.6	▲2.4	▲2.9	▲4.1	▲3.4	▲2.9	▲2.6
フィンランド	▲3.7	▲3.2	▲1.5	1.3	1.9	7.0	4.9	3.6	3.1	3.5
ギリシア	▲7.4	▲7.7	▲4.0	▲2.5	▲1.9	▲1.8	▲1.2	▲1.3	▲1.1	▲1.1

(資料) European Commission

予測

(2) E C B の選択

財政政策を巡る動きに対し、E C B も神経を尖らせている。実際、財政政策見直し論が活発化するなか、E C B 高官による批判が目立っており、10月には「安定協定」を擁護する異例の声明を発表。ユーロ経済圏への信頼低下を招きかねないとして、見直し論を厳しく批判。

ユーロ圏景気が弱含み始めるなか、主要国を中心にE C B の利下げを求める声が高まっている。しかしながら、E C B は、早期に利下げに踏み切れば、財政規律弛緩に向けた動きを容認していると解釈されかねないことから、慎重な姿勢。もっとも、E C B が利下げを躊躇し続ければ、景気が一段と悪化し、結果的に各国の財政拡大姿勢を強める可能性が大きい。

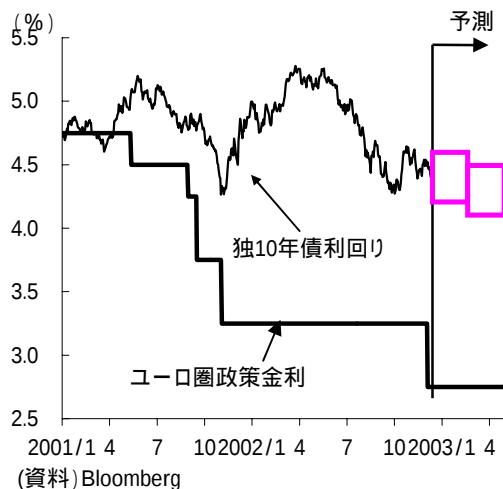
11月のEcofin（経済・財務相理事会）で、ドイツをはじめ各国政府が財政均衡協定を守る意思を再確認したことを受けて、E C B は12月5日に0.5%の利下げに踏み切った。しかし、これをもってユーロ圏の景気と財政、および金融政策を巡る「トリレンマ」が解消されたとは言えず、今後とも景気情勢に応じた政策発動の機動性に懸念が残る。

財政政策を巡る主な動き

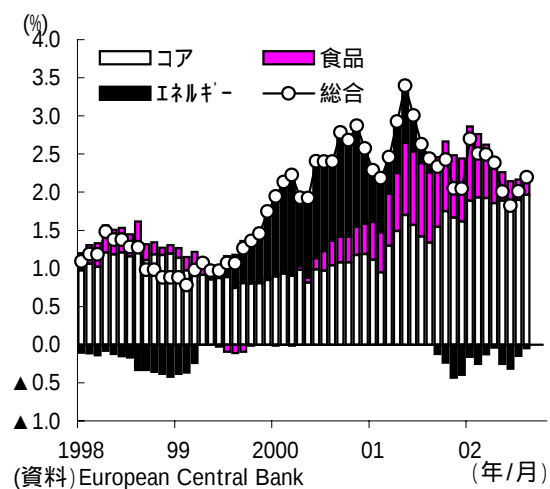
9月24日	欧州委員会は安定協定に関して新たな解釈を提示、財政均衡達成の目標を2006年に先送りした一方、財政赤字に関する判断はより明確に景気循環調整ベースの財政収支に基づくことになることを表明。
9月25日	フランスが2003年予算案を発表、家計向けは11.3億ユーロ、企業向け29.7億ユーロ、計41億ユーロの減税パッケージが盛り込まれる。
10月2日	ドイツは財政赤字の拡大を防ぐために歳出を大幅に削減、まず2003年に100億ユーロ、2004年に150億ユーロのカットを実行する方針。
10月16日	アハル・独財務相が2002年財政赤字が安定協定に定められた対GDP比3%の上限を上回る見通しを発表。
10月17日	ブレイ・欧州委員長が、「すべての柔軟性のない規則と同様に安定化協定もばかっている」と発言、大きな波紋を広げた。
10月19日	アハル・独財務相が協定の柔軟な適用を望んでいると発言。ウェルケ・独連銀総裁が、安定協定を疑問視するような発言は、ユーロの信頼性を損ねる可能性があり、極めて危険と批判。
10月21日	ブレイ・欧州委員長は、大きな財政赤字を抱えた国に、経済状況の変化を無視して財政赤字基準を適用すべきではないとの見解を表明。
10月24日	E C B は異例の声明を発表、安定協定が物価の安定や財政への信頼を育み、それを守るのは各国の利益と強調、一部の国の財政緩和に向けた動きを批判。
11月13日	欧州委員会はドイツの2002年の財政赤字が国内総生産（GDP）比で3%の上限を突破するとの見通しを発表、赤字是正手続きを発動。フランスにも警告発動手続きに入る。
11月26日	欧州委員会が、安定協定の運用見直し案を発表、政府債務残高が国内総生産（GDP）比で低い国に一時的な財政支出の拡大を認める一方、同残高の削減が遅い国にはE U としての是正手続きを発動するなどの内容。

（資料）各種新聞報道により日本総合研究所作成

ユーロ圏政策金利・ドイツ10年債利回りの推移



ユーロ圏消費者物価指数の推移（前年比）



(ホ) アジア：自律的回復は持続するか

(1) 高成長を続ける中国

中国では、直接投資の急増や積極的な財政支出を背景に、輸出と固定資産投資が好調に推移し、高い経済成長が持続。中国経済は、輸出、固定資産投資、直接投資の好循環が続き、当面安定成長を維持する見通し。

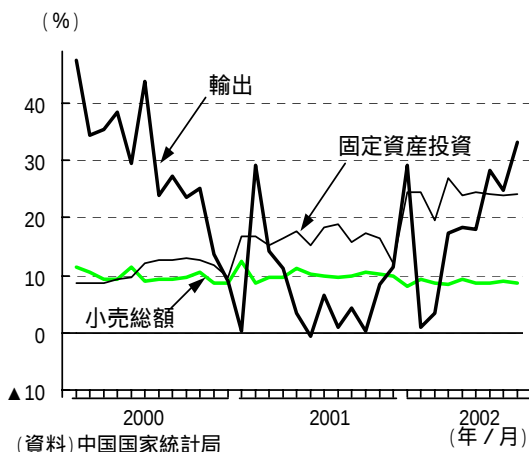
輸出は、ハイテク製品から繊維・衣料まで幅広い品目で高い伸びを持続。世界経済が減速傾向を強めているものの、コスト競争力や先進諸国からの生産シフトなどを背景に、安定して拡大する見通し。

固定資産投資は、積極財政による公共事業を中心に堅調に推移。西部大開発や2008年の北京オリンピックに向けて増加傾向が続く見込み。

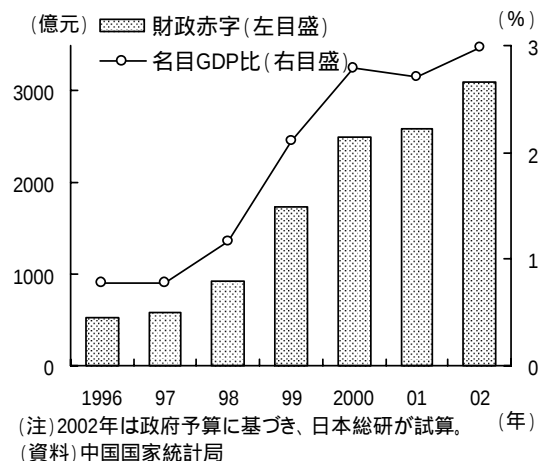
直接投資は、従来からの低廉な労働コストを目的としたものに加えて、WTO加盟による国内市場の開放を狙った投資が増加。中期的に輸出や消費の押し上げが見込まれる。

中国経済の発展に伴ってアジアの貿易構造が変化。91年と2001年を比較すると、NIEs、ASEANから中国への輸出、中国から米国への輸出が大幅に増加。アジア域内での分業体制が進展するとともに、中国が「世界の生産基地」として発展していることが背景。

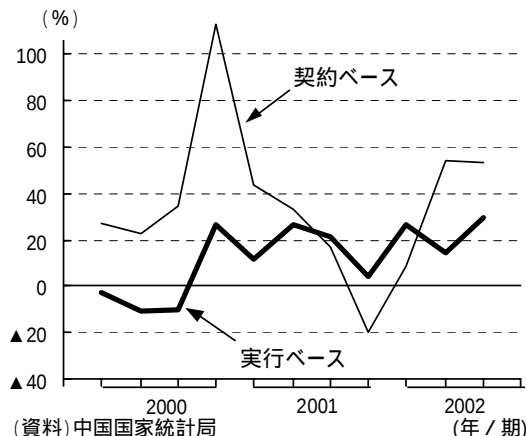
中国の主要経済指標(前年同月比)



中国の財政赤字



中国の直接投資受入(前年同期比)



アジアの輸出の変化

		アジア					日本	米国	欧州4	世界
		NIEs	ASEAN	中国	(小計)					全体
NIEs4	91	13.6	9.1	7.4	30.1	10.5	24.5	11.1	100.0	
	96	15.9	11.5	7.3	34.6	9.3	20.0	8.6	100.0	
	01	14.9	10.3	16.1	41.3	8.5	20.0	8.5	100.0	
ASEAN4	91	23.9	4.1	2.8	30.7	22.8	18.3	10.6	100.0	
	96	26.3	6.4	3.3	36.0	17.7	18.5	8.5	100.0	
	01	24.4	7.2	6.1	37.7	16.6	20.0	7.6	100.0	
中国	91	51.1	2.9	-	54.0	14.3	8.6	6.7	100.0	
	96	31.1	3.4	-	34.5	20.4	17.7	8.5	100.0	
	01	26.7	3.5	-	30.2	15.3	24.3	9.0	100.0	
アジア	91	21.4	7.1	5.3	33.8	13.7	20.8	10.3	100.0	
	96	20.7	9.0	5.2	34.9	13.1	19.2	8.5	100.0	
	01	20.3	7.7	9.5	37.5	12.2	21.2	8.4	100.0	

(資料) IMF "Direction of Trade Statistics" を基に、日本総合研究所が作成

(注) 網掛け部分は91年から96年、2001年にかけてシェアを大きく上昇させた地域

(2) 中国経済の周辺アジア諸国への影響が増大

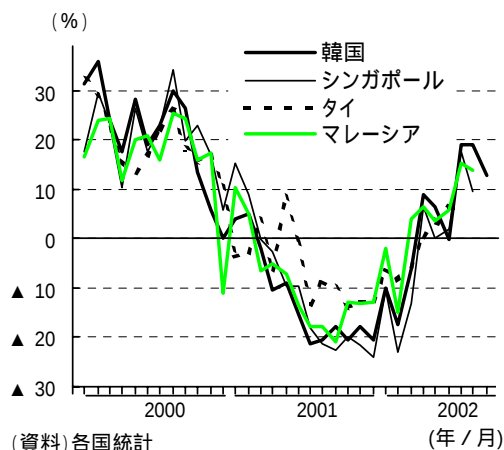
アジアで2002年半ば以降、輸出主導の景気回復が進展。各国の輸出に占める中国向けの比率は、米国と比べると依然として小さいものの、趨勢的に上昇を持続。韓国では2001年の対中輸出額が対日輸出額を上回り、中国が米国に次ぐ第2位の輸出相手国に浮上。中国は、「世界の生産基地」として発展していること、国内消費が堅調に拡大していることなどを要因に、欧米景気が不透明感を強めるなかで、アジアの輸出のアブソーバーとしての役割を高めている状況。中国経済の安定成長が当面続くと見込まれることから、近隣アジア諸国の対中輸出も増加を続け、各国で景気を下支えする見通し。

なお、中長期的な観点では、中国経済の発展が、アジア諸国に及ぼすプラスとマイナス両面の影響を考慮する必要。

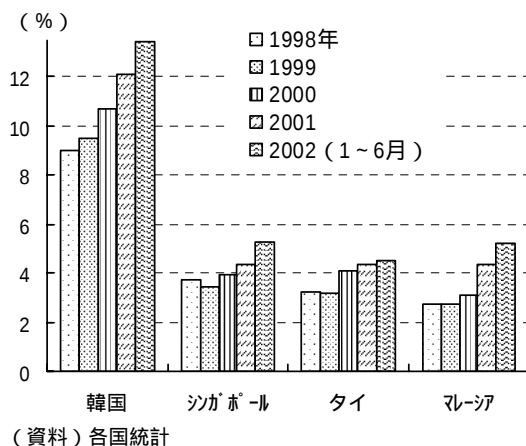
プラス面では、アジアからの対中輸出が拡大を持続、中国国内市場の開放に伴い投資機会が増加、中国からアジアへの投資が増加、などが見込まれる。またアジア諸国間では、これまでのAFTA（アセアン自由貿易地域）に加え、ASEAN+3（日本、中国、韓国）の自由貿易圏実現に向けての話し合いがスタート。自由貿易協定の枠が広がるなかであって、域内の貿易・投資の緊密化を通じて、アジアの一層の経済発展が見込める。

一方、マイナス面では、輸出市場における競合の激化、中国への生産シフトに伴う自国の雇用機会の減少、安価な中国製品の輸入による国内産業への打撃、などが考えられる。

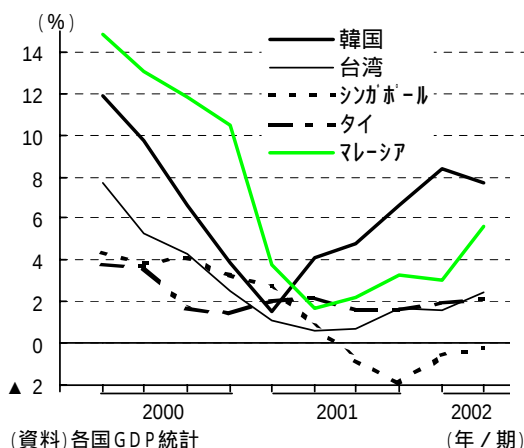
アジア主要国の輸出(前年同期比)



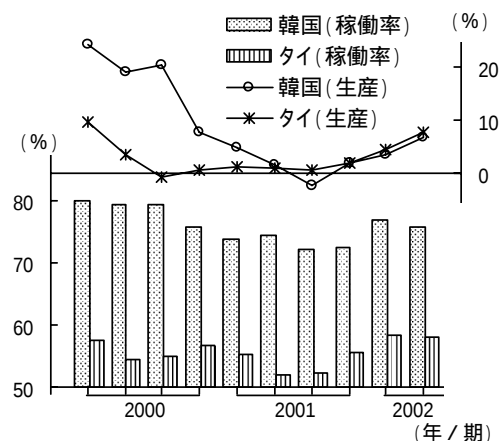
アジア主要国の対中輸出比率



アジア主要国の個人消費(前年同期比)



韓国とタイの設備投資稼働率



(へ)「世界同時デフレ」は生じるか

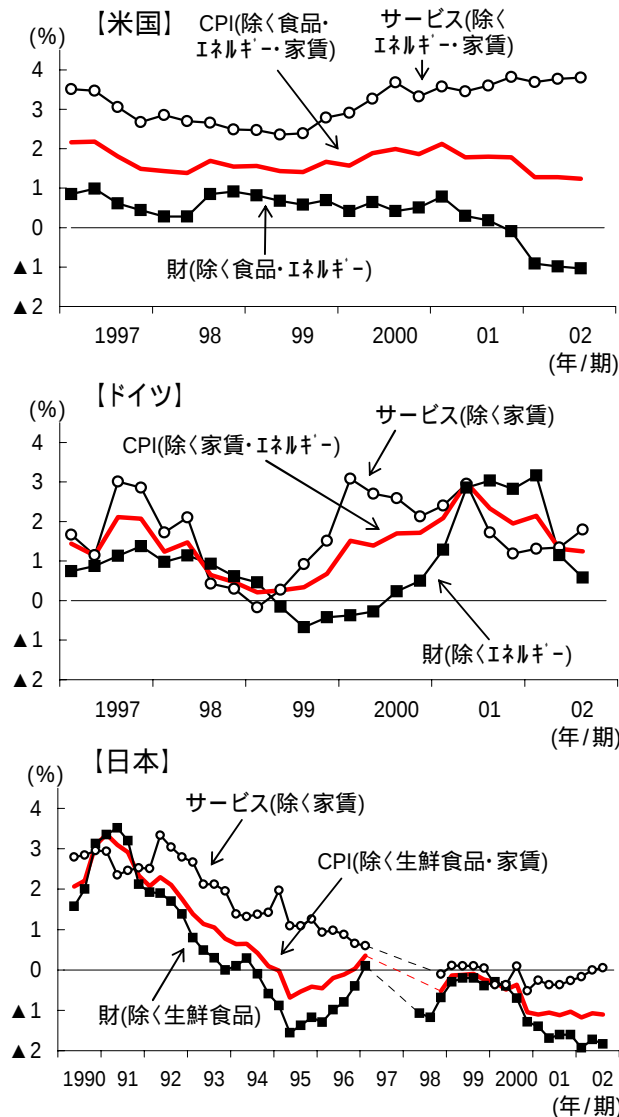
(1) デフレ圧力増大も、米・独の構図は異なる

潜在成長力を下回る経済成長、中国・東欧の工業化加速が続くなか、米国やドイツ、さらには、「世界の工場」の地位を巡る中国との競争が激化しているアジア諸国において、デフレ圧力が増大。既にデフレに苦しむ日本も含め、「世界同時デフレ」に陥るのでは、との懸念が強まる状況。

そこで、米・独のインフレ率低下の内訳をみると、米国では、新興工業国からの安価な財の輸入を許容する形で財価格が下落する一方で、サービス分野の価格が高めの伸びを持続。

一方、ドイツでは、財・サービスともにプラスの伸びを持続しているものの、双方が連動する形で、ともに前年比+1%前後のプラスで推移。こうした財・サービスの連動性は、日本でも確認される。

米・独・日の消費者物価騰落率(前年比)

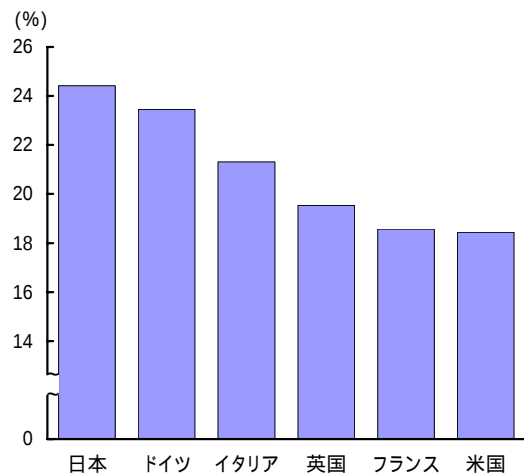


アジア諸国の消費者物価騰落率(前年比)

	1999	2000	01	02
中国	▲ 1.4	0.4	0.7	▲ 0.8
香港	▲ 4.0	▲ 3.8	▲ 1.6	▲ 2.9
韓国	0.8	2.3	4.1	2.6
台湾	0.2	1.3	▲ 0.0	▲ 0.0
シンガポール	0.0	1.4	0.8	▲ 0.6
インドネシア	20.5	3.7	11.5	13.5
タイ	0.3	1.6	1.7	0.4
マレーシア	2.8	1.5	1.4	1.7
フィリピン	6.6	4.4	6.1	3.5

(注) 2002年は1～6月値。

名目GDPに占める製造業のウエイト



(資料) OECD, "National Accounts of OECD Countries"

(注) 2001年時点。ただし、日本、米国は2000年時点。

(注1) 国際比較に際し、商品の範囲をできる限り揃えている。

(注2) 日本の97～98年は、消費税率引き上げ、医療費自己負担分増大に伴う断層を調整。

(2) 早期突入の可能性は小さいものの、一部地域のデフレ圧力は一層増大へ

米国と日本・ドイツとの間でこのような構図の違いを生む要因の一つとしては、「産業のダイナミズム」の強さを指摘可能。すなわち、米国では、開・廃業率が高水準で推移するなか、経済のサービス化（ソフト化）が進行。グローバルな市場競争圧力に晒されにくいサービス分野のウエイトが高まる結果、企業部門全体の収益体質、ひいては新興工業国の台頭に伴うデフレ圧力への抵抗力が強化されている可能性。一方、日本やドイツでは、産業の新陳代謝が米国対比不活発とみられ、名目GDPに占める製造業のウエイトも依然として高水準（米国は先進国中最低レベル）。相対的にみて、新興工業国の台頭に伴うデフレ圧力が経済全体に波及しやすい状態であるといえる。

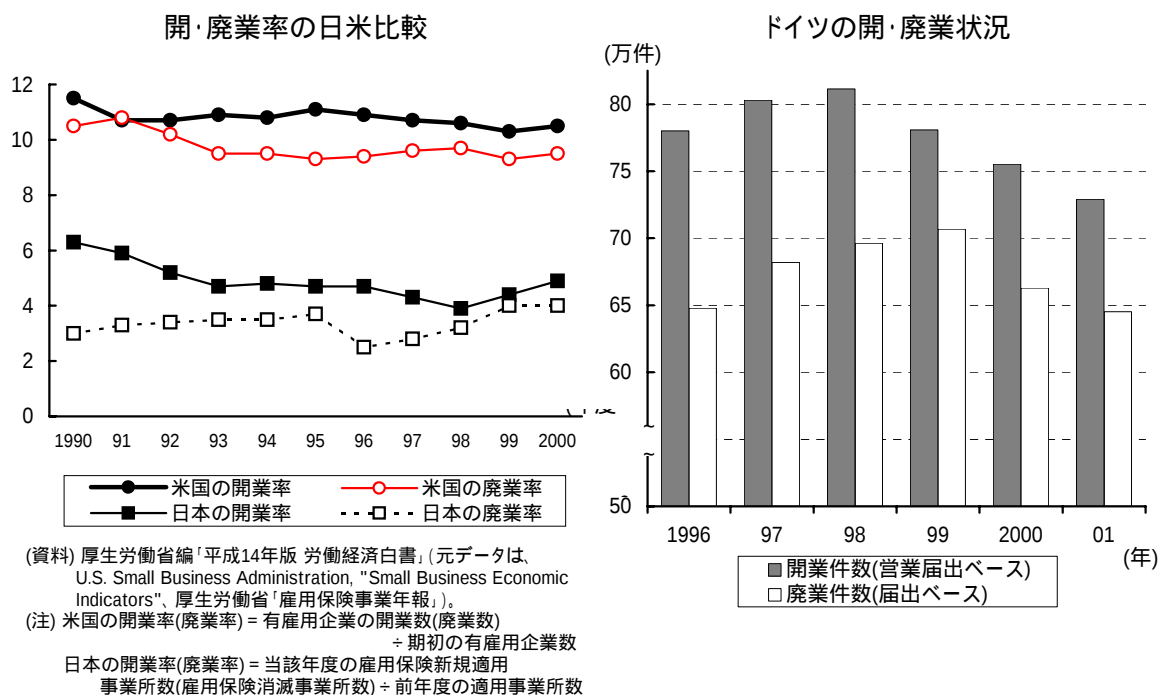
先行きを展望すると、米国では、以上みてきたような産業の新陳代謝が引き続き活発に行われることが期待されるうえ、Fedをはじめ政策当局の動きから、日本の苦い経験を教訓に、デフレ回避のため機動的に対応しようとする姿勢が窺えること、欧州先進国の多くでは米国同様、経済のサービス化に伴い製造業のウエイトが低下しているため、新興工業国の台頭に伴うマイナス影響を限定的にとどめることが期待できること、などから、「世界同時デフレ」突入の可能性を、当面のリスクとして過大視すべきではない、と判断される。

ただし、一部の国・地域、たとえば、政策当局の機動力、産業のダイナミズム、金融機能がいずれも低下しているドイツ、中国に製造基盤を切り崩され始めている一部のアジア諸国などは、他の国・地域に比べてデフレ圧力が強まりやすい環境にあることに留意する必要がある。

(3) 米国のデフレ懸念払拭に不可欠な2つの条件

また、米国についても、「未来永劫デフレに陥らない」とまで楽観視することは禁物。すなわち、財分野における供給システムのグローバル化は今後も進行し、こうした側面からのデフレ圧力は数年単位で持続するとみられる。加えて、財政収支が赤字に陥り、利下げ余地も狭まっていくなか、やや長い目でみると、伝統的な需要刺激策のみでデフレを回避していくことが困難となる可能性は排除できない。さらに、家計・企業部門の債務残高は歴史的な高水準へと積み上がっており、一旦デフレに陥れば、「デット・デフレーション」（デフレ突入→実質債務負担増大→需要下押し→デフレ深刻化、のスパイラル）に発展するリスクを孕んでいる。

結局、米国におけるデフレ懸念の完全払拭には相当な時間を要するとみられ、その際、今後も産業の新陳代謝が活発に続き、高収益ビジネスが生まれ続けていくのか、家計・企業の財務体質が着実に改善していくのか、がポイントとなる。



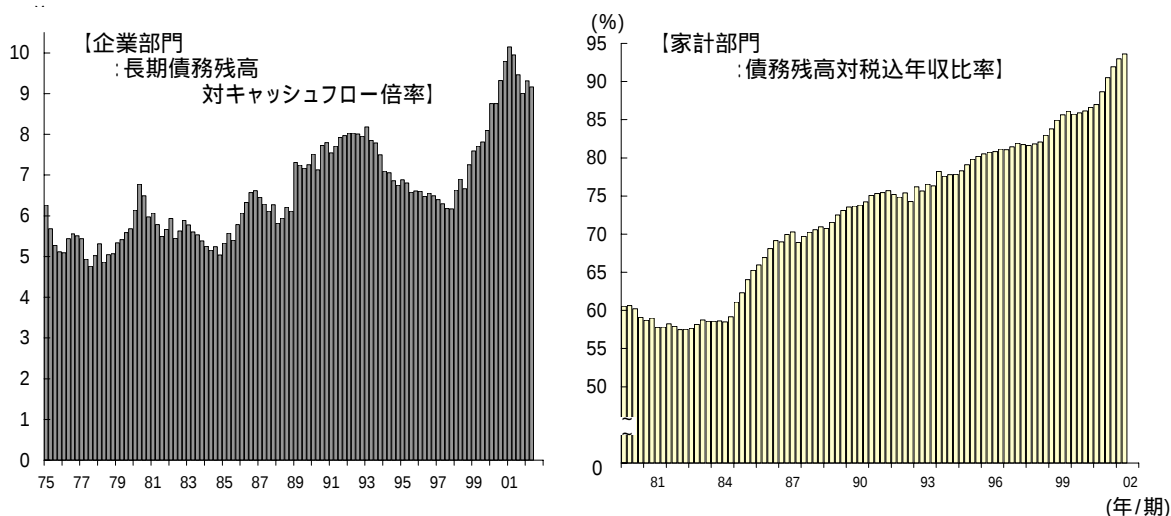
Fedレポートの概要(「デフレ阻止に向けて～1990年代日本からの教訓～」、2002年6月)

デフレ突入を事前に察知することは困難。
 デフレがもたらすマイナス影響に比べ、超金融緩和がもたらすコストは限定的。
 金利・インフレ率がゼロ近くまで低下し、デフレ突入のリスクが高まった場合、
 従来の枠組みにとらわれない大胆な政策対応が必要。
 1991～95年初の間に、日銀がもう2%ポイントの利下げを実施していれば、
 デフレは回避できた可能性(95/2Q以降では"too late")。
 当時の財政政策も景気刺激的ではあったが、デフレ回避のためにもっと積極的に
 展開される必要があった。

「デフレ」「ゼロ金利」をめぐるFed高官の最近の発言内容(2002年11月)

グリーンズパン (Fed議長)	* 米国経済は、デフレ圧力が根を下ろすという状況からはかなり乖離。仮に金利がゼロになっても、Fedは長期資産の購入などで市場に流動性を供給できる。
ファーガソン (Fed副議長)	* デフレが米国にとって真に重大なリスクになる可能性は高くない。 * 必要となれば、Fedはためらわず追加利下げを実施するだろう。 * マクロ経済が、名目金利をゼロにするほどの水準まで悪化することはない。 * 金融政策にデフレを阻止できる力がないとみるのは、もっとかけ離れている。 * もっとも、自己満足に陥るのは好ましくない。可能性は低いが、米国がデフレ危機に直面した場合、Fedはタイムリーかつ断固とした行動をとるだろう。
バーナンキ (Fed理事)	* 経済システム(とりわけ金融)の弾力性・安定性、Fedの持つ政策手段の多様性と積極的なスタンスを踏まえれば、米国がデフレに陥る可能性はきわめて小さい。 * 現段階では、デフレの「治療法」よりも「予防法」の検討が重要。インフレ率に1～3%のバッファ・ゾーンを設ける、金融安定に注意を払う、低インフレ下で景気が突然悪化する場合、先制的かつ積極的な利下げを行うことが必要。 * 仮にデフレに陥り、ゼロ金利になっても、米国の経済政策決定者が手詰まりになることは、決してない。金融政策については、長期金利に上限を設け、国債の期間・購入規模を拡大、資産の購入対象を政府機関債まで拡大、社債・CP・貸出を担保に、銀行への超低利融資を実施、外国国債を購入、との段階的シナリオが想定可能。

米国企業・家計部門の債務状況



3. 2003年の世界経済見通し

(イ) 停滞色の強い展開に

以上を総合すると、2003年の世界経済は、対イラク戦争が短期間で収束し（1～3月期中の早い段階で開戦、戦闘は1～2カ月の「短期決戦」）、その影響が限定的にとどまる、との想定を置いても、米国景気の低空飛行長期化を主因に、総じて停滞色の強い展開が予想される。

(1) 米国：低空飛行が長期化

春先にかけては、家計・企業の慎重姿勢が続くなか、景気減速が明確化するものの、国防支出の盛り上がりによりマイナス成長は辛うじて回避。

イラク問題が一段落した後は、マインド好転に伴い民需が一旦持ち直すものの、以下の諸点が大きな足枷となり、回復ペース加速には至らず。長期金利急騰への配慮は欠かせないものの、減税などの需要刺激策が十分な規模で打ち出されないと、夏場以降、再び調整色が強まる懸念大。

前述の通り、住宅価格は、暴落こそ回避可能とみられるものの、現下の騰勢を次第に弱めることは不可避。この結果、住宅ローンの借り増しなど、家計の所得外要因に基づくキャッシュ・フローは漸減へ。

収益回復の遅れ、財務内容の悪化を背景に、企業の資金調達におけるリスク・プレミアムは高水準で推移。これが設備投資を下押し続ける公算。こうしたもとで、雇用・所得環境の本格回復も期待困難。

以上より、2003年全体の実質成長率は+1.8%と、2002年の+2.4%（見込み）対比鈍化する見通し。米国経済が、1990年代後半に果たした「世界経済の牽引車」としての役割に復帰することは困難。

米国経済成長率・物価見通し

	2002年				2003年				(四半期は前期比年率、%)			
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	2000年	2001年	2002年	2003年
									(実績)		(予測)	
実質GDP	5.0	1.3	4.0	1.2	0.9	2.4	2.1	1.7	3.8	0.3	2.4	1.8
個人消費	3.1	1.8	4.1	1.5	1.2	2.2	2.0	1.8	4.3	2.5	3.1	2.0
住宅投資	14.3	2.6	2.1	1.0	0.0	0.5	▲ 1.0	▲ 3.0	1.1	0.3	3.6	0.4
設備投資	▲ 5.8	▲ 2.4	▲ 0.7	▲ 3.0	▲ 5.0	2.5	1.5	0.0	7.8	▲ 5.2	▲ 6.0	▲ 1.4
在庫投資 (寄与度)	3.0	1.5	0.5	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2	0.0	▲ 1.4	0.7	0.2
政府支出	5.6	1.4	3.1	3.0	7.0	5.0	3.5	3.0	2.7	3.7	4.3	4.3
純輸出 (寄与度)	▲ 0.9	▲ 1.7	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.3
輸出	3.5	14.2	3.3	4.5	2.0	3.0	3.0	2.5	9.7	▲ 5.4	▲ 1.1	3.7
輸入	8.5	22.2	2.3	4.0	4.0	3.5	3.5	3.0	13.2	▲ 2.9	3.4	4.6
実質最終需要	2.0	▲ 0.5	3.5	1.1	1.0	2.6	2.0	1.5	3.7	1.4	1.6	1.7
消費+住宅+設備	2.2	1.2	3.3	0.8	0.2	2.2	1.8	1.3	4.8	1.1	1.7	1.4
(前年同期比、%)												
実質GDP	1.4	2.2	3.2	2.9	1.8	2.1	1.7	1.8	3.8	0.3	2.4	1.8
消費者物価	1.3	1.3	2.0	2.5	2.2	1.8	1.8	1.0	3.4	2.8	1.8	1.7
食料・エネルギーを除く	2.5	2.4	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.4	2.7	2.3	2.1

→ (予測)

(注) 対イラク攻撃は2003年1～3月期の前半に開始、1～2ヵ月程度で収束するものと想定。

(2) 欧州：ドイツは引き続き小数点成長

【ユーロ圏】

2003年のユーロ圏景気は、回復力に乏しい状況が続く見通し。米国景気の低空飛行を背景に外需の伸び悩みが予想される一方、域内でも以下の理由から景気回復力は脆弱で、年末にかけて予想される米国景気の調整につれ再び減速する恐れ。

労働市場の硬直性 ... 賃上げ交渉を巡る労使対立の激化や、厳しい解雇規制などが企業の収益改善を遅らせ、設備投資に下押し圧力。一方、雇用環境の悪化は消費マインドに悪影響。

マクロ政策の硬直化 ... 安定協定の縛りから財政刺激策の余地が小さい一方、ECBも金融緩和に積極的ではないことから、政策面からの下支えは期待薄。

とりわけドイツの場合、上記のほか、輸出依存度が相対的に大きく、世界景気の影響を受けやすい、株安を受けたユニバーサル・バンクを特徴とする金融システムの機能低下、東西ドイツ統一の負の遺産が依然として大きい、などから、他国よりも低成長を余儀なくされる見込み。

以上から、ユーロ圏の2003年実質成長率は+1.1%と引き続き低水準を持続、潜在成長率(+2%)を回復するのは2004年以降にずれ込む見通し。なお、ドイツは+0.6%と厳しい状況。

【英国】

英国景気は、柔軟な労働市場を背景に良好な雇用情勢を維持、財政・金融面からの需要刺激を機動的に実施できる環境、などから、2003年も家計部門を中心にユーロ圏を上回る成長が可能と考えられる。しかし、年末にかけては、米国・ユーロ圏のもたつきが響き、徐々に減速していく公算大。2003年の実質成長率は+2.1%となる見通し。

欧州主要国経済・物価見通し

(四半期は季節調整後前期比年率、%)

		2001年	2002年	2003年									
		(実績)	(予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	
ユーロ圏	実質GDP	1.4	0.7	1.7	1.2	1.3	0.9	1.1	0.9	1.4	1.6	1.0	
	個人消費	1.8	0.5	▲ 0.6	1.0	1.9	1.0	1.1	0.7	1.1	1.2	1.0	
	政府消費	1.9	2.4	3.8	3.0	1.1	1.8	1.4	1.4	1.2	1.2	0.9	
	総固定資本形成	▲ 0.7	▲ 3.0	▲ 3.9	▲ 4.7	0.1	0.3	0.4	0.9	1.0	1.2	0.8	
	在庫投資	▲ 0.4	0.0	0.7	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.2	0.2	0.5	0.4	0.2	
	純輸出	0.5	0.6	1.4	0.5	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	
	実質最終需要	1.8	0.7	1.0	0.6	1.5	0.9	1.0	0.7	1.0	1.2	0.8	
	消費者物価指数 (前年同期比)	2.5	2.2	2.6	2.1	2.1	2.0	1.8	1.9	1.8	1.7	1.8	
	ドイツ 実質GDP	0.7	0.2	1.1	0.6	1.1	0.7	0.6	▲ 0.0	0.9	0.9	0.2	
	消費者物価指数 (前年同期比)	2.5	1.3	1.8	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	
フランス	実質GDP	1.8	1.0	2.4	1.7	0.9	1.2	1.1	0.9	1.3	1.3	0.9	
	消費者物価指数 (前年同期比)	1.6	1.7	2.1	1.6	1.7	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	
英国	実質GDP	2.0	1.6	0.5	2.5	3.3	2.3	2.1	1.8	1.9	1.8	1.2	
	消費者物価指数(RPIX) (前年同期比)	2.1	2.1	2.4	1.9	2.0	2.0	1.7	2.1	1.6	1.6	1.7	

(注)在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。 → 予測

(3) アジア：回復ペースがスローダウン

【NIEs・ASEAN】

NIEs、ASEANでは緩やかな景気回復が持続。もっとも、年前半の輸出回復が消費拡大や設備投資などの内需につながらないまま、回復ペースは年末にかけスローダウンすると見込まれる。

米国経済の回復ペースが減速してきたことなどを背景に、2002年半ば以降の景気回復を主導してきた輸出の伸びが鈍化する見通し。もっとも、各国とも対中輸出が堅調に推移すると見込まれることから、輸出の落ち込みはある程度緩和される見通し。

消費については、韓国、タイ、マレーシアなどで、金利低下を背景に耐久消費財や住宅を中心に底堅く推移すると見込まれる。一方、台湾、シンガポール、香港では、失業率が過去最悪水準にあることなどを背景に、回復が遅れる見込み。

設備投資は、韓国の半導体産業やタイの自動車産業で回復の動きが見られるものの、総じて、設備過剰感の高まり、中国への生産シフト、企業の景況感悪化などを背景に、回復力は弱い。

さらに、各国で財政赤字が積み上がり財政余力が低下していることから、財政出動による景気下支えに多くを期待できない。

以上から、2003年全体の成長率は、NIEsが4.0%、ASEANは3.6%と見込まれる。

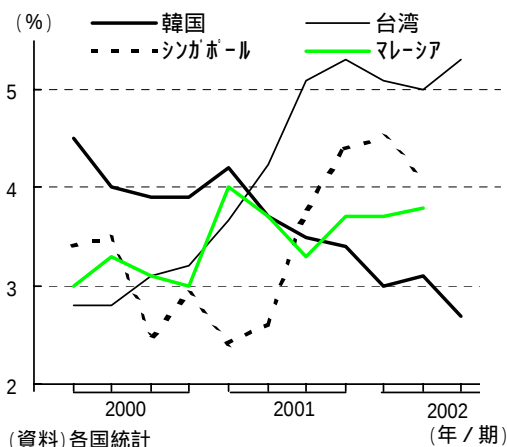
【中国】

中国では、輸出と固定資産投資が堅調に推移し、景気は拡大基調を継続する見通し。直接投資も、台湾の対中投資が解禁となったことなどを受けて一段と増加する見込み。2002年11月の共産党大会で最高指導部が交代したが、これまでの安定成長路線に基本的な変更はないと考えられる。以上から、2003年の成長率は7.8%と見込まれる。

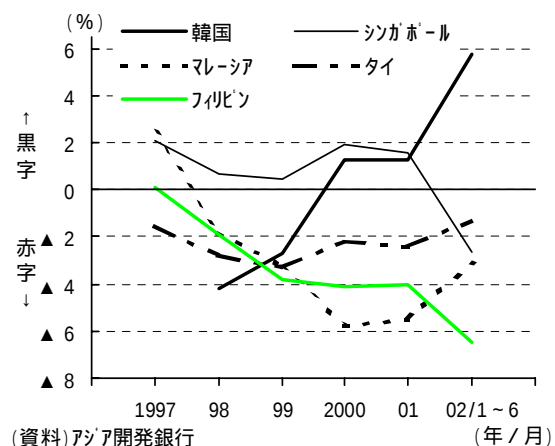
東アジア9カ国の実質GDP成長率見通し

(前年比、%)					
	1999年(実績)	2000(実績)	2001(実績)	2002(予測)	2003(予測)
韓国	10.9	9.3	3.0	5.8	4.8
台湾	5.4	5.9	▲2.2	3.3	3.5
香港	3.4	10.2	0.6	1.3	2.8
シンガポール	6.9	10.3	▲2.0	2.5	3.5
NIEs4	7.3	8.5	0.6	4.0	4.0
マレーシア	6.1	8.3	0.4	4.0	4.3
タイ	4.4	4.6	1.8	4.3	3.8
フィリピン	3.4	4.0	3.2	4.0	3.7
インドネシア	0.7	4.9	3.3	3.4	3.0
ASEAN4	3.5	5.3	2.3	3.9	3.6
中国	7.1	8.0	7.3	8.0	7.8
東アジア9カ国	6.6	7.7	3.7	5.8	5.7

東アジア主要国の失業率



東アジア主要国の財政赤字(GDP比)



(ロ)数多く燦る下振れリスク

前記メイン・シナリオに対して、想定以上の下振れを招きかねないリスク要因は、以下の通り。

グローバル・マネーフローの一段の縮小 ... 投資家のリスク許容度が回復せず、国際資本取引の縮小に歯止めがかからない場合、(1)安定的な米国経常赤字・ファイナンスへの懸念、(2)新興市場の金融・経済不安、など各国市場に甚大な影響が顕在化。

対イラク戦争の長期化・戦線拡大 ... 対イラク戦争が周辺中東諸国を巻き込む形でドロ沼化すれば、原油価格の一段の上昇、米国の財政赤字拡大への懸念を通じた長期金利上昇圧力の強まり、テロ再発不安の増大・広域化に伴うマインドの冷え込みと株価下落のスパイラル、が米国をはじめとする世界経済を大きく下押し。

米国住宅価格の急失速 ... 家計マインドの著しい悪化などを契機に、「住宅バブル」が一気に破裂する場合、米国景気が底割れし、輸出依存度の大きい国・地域を中心に世界景気にも悪影響。

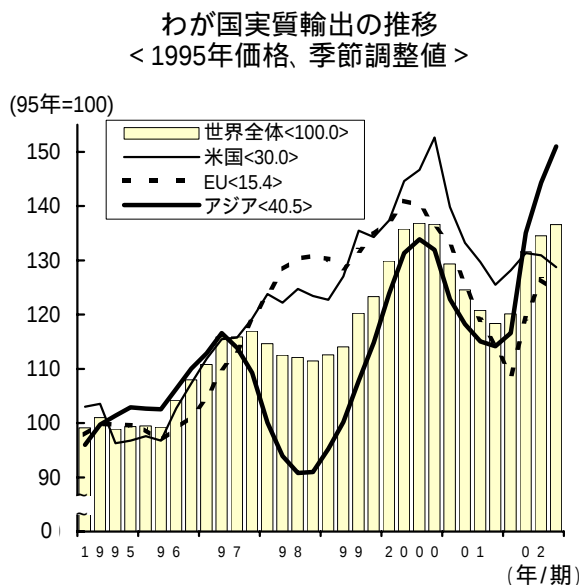
(ハ)2003年わが国経済へのインプリケーション

以上みてきたように、新年の世界景気は、米国を中心に停滞色を強める公算が大きいほか、さらなる下振れリスクを抱える波乱含みの様相。そうしたなか、わが国において中国はじめアジア向けの輸出が増勢を持続するとしても、それは、一方でわが国の製造基盤を徐々に削り込む形で実現している側面があることに留意する必要。

このような観点からも、わが国経済においては、景気の牽引役を外需から内需へバトンタッチさせること、とりわけ、設備投資を喚起し、新興工業国では供給困難な高付加価値ビジネス（技術集約度の高い製品、豊かさを知った先進国ゆえに売れる商品・サービス）の孵化を促すこと、が喫緊の課題。

(*)なお、わが国経済に関する当社見通し・政策提言については、以下のプレスリリースをご参照。

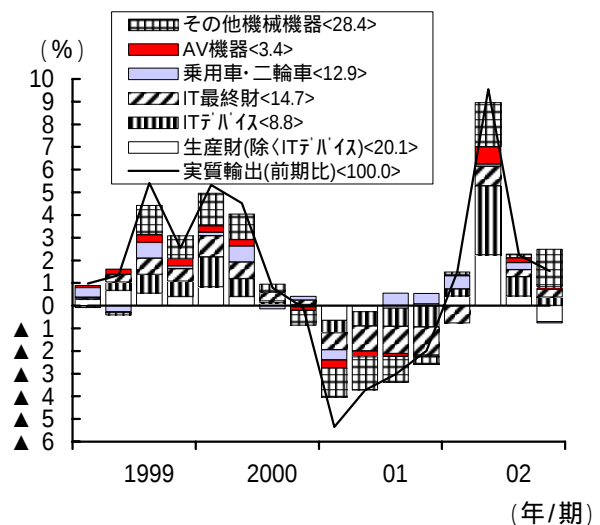
- ・ 12月5日発表「デフレ・信用収縮スパイラルの回避に向けて」
- ・ 12月10日発表「2002～2004年度改訂見通し」



(注1) 凡例< >内は、2001年度輸出総額に占めるウエイト(百分比)。

(注2) 2002年10～12月期は10月値。

わが国実質輸出(前期比)の品目別寄与度分解



(注) 2002年10～12月期は、10月値の7～9月期平均対比伸び率。