

内外経済の展望

—— 内需主導の回復を迫られるなか、構造改革が課題となる日本経済 ——

〔要 旨〕

1. 2001年の内外経済のポイントは、年前半に下振れが見込まれる米国景気が金融緩和や財政政策等によりソフトランディング可能かという点と、穏やかな回復軌道をたどってきた日本経済が内需主導で踊り場から脱却できるかである。
2. 米国は過熱的高成長から安定成長への移行局面にあるが、株価下落の影響に加え、移行局面特有の、予想やリスク判断の振れが大きくなること等もあり、足下で下振れリスクも高まっている。2001年の米国景気は、年前半が在庫調整の影響による生産の停滞に加えて株価下落による消費・投資抑制等の下振れ要因もあり、潜在成長率といわれる3.5%を下回る成長にとどまるとみられるものの、FRBが成長率下振れに対して早期の金融緩和で対応する方針を明確にしていることや、財政黒字から政策余力が大きいこと等もあり、年後半にかけては成長率の持ち直しが予想される。
3. 輸出依存度の高いアジア経済は、米国景気の減速等によるIT関連需要の伸び鈍化や原油高等の外部環境の悪化等で、景気過熱気味であったNIEs、マレーシアが減速し、景気の持続的拡大可能な安定成長軌道を模索する局面になろう。ただし、年前半は米国景気の鈍化の影響で、景気急減速とそれに伴う構造改革の遅れ等が懸念される。
4. IT関連を中心とする設備投資と好調な外需の二本柱が牽引して、穏やかな景気回復軌道をたどってきた日本経済は、米国の景気減速に伴う輸出の伸び悩みや半導体の在庫調整局面入りなどから景気回復に足踏みの兆しがみられつつある。2001年度の日本経済は、前半は米国景気の鈍化等の影響で停滞基調を脱しきれないものの、米国の早期の金融緩和等による年度後半の海外景気の持ち直しを見込めば、公共投資、住宅投資、輸出などが鈍化・減少するなかで、所得環境の改善による個人消費増加とITを利用する業種への設備投資の裾野の広がりが景気を牽引する形となろう。実質成長率は1.5%程度と低空飛行ではあるが、景気回復は腰折れすることなく、踊り場から脱却するものと見込まれる。
日本の景気回復のリスク要因としては、米国経済のハードランディング、持続するデフレ圧力や企業倒産多発等による金融システムの不安、財政赤字の悪化による「日本売り」のリスク、などの景気の下振れにつながるリスクが大きいことに留意が必要である。
5. 景気回復の踊り場を迎える日本では、米国景気の減速度合いを見極めつつ、2001年度中は現状の超低金利政策が継続されるであろう。長期金利も低位でのみ合いが続くとみられるが、財政悪化による潜在的金利上昇懸念は解消されない状況が続こう。株価は景気減速を織り込んで調整局面が続いているが、当面、上値の重い展開が続いていこう。
そのなかで、わが国企業のバランスシート調整、雇用調整、過剰設備の是正など民間レベルでの構造改革に向けての努力は現在進行中であり、今後は財政・年金など公的部門の構造改革が大きな課題となつてこよう。

目 次

1．世界的な景気減速と日本の構造改革

- (1) はじめに
 - (2) 米国の景気減速の影響
 - (3) 構造変化・構造改革とデフレ圧力
 - (4) 企業の構造調整の進展と個人消費
- ### 2．安定成長に向けた分岐点にある米国
- (1) 循環的な減速に資産価格下落が加わる
 - (2) 米国企業業績の今後をどうみるか
 - (3) 米国企業は短期では固定費高い体質に
 - (4) 資産価格下落の影響
 - (5) 株価下落と設備投資
 - (6) 米国の資産バブルは株価に限定
- ### 3．環境悪化で安定成長を模索するアジア景気
- (1) 回復基調なるもアジア景気に鈍化の兆し
 - (2) IT需要の鈍化等で輸出伸び鈍化へ
 - (3) 中国経済堅調なるも、伸び悩むアジア内需
 - (4) リスクは米国景気急減速と原油高止まり
 - (5) 成長鈍化で安定成長を模索するアジア景気

4．2001年度日本経済は踊り場から緩やかな成長へ

- (1) 設備投資伸び率は徐々に鈍化
- (2) リストラなどで利益率を高めつつある企業
- (3) 所得の増加で個人消費は微増継続
- (4) 景気回復にマイナスに働く物価下落
- (5) 輸出の伸び率は鈍化
- (6) 公共事業は減少傾向
- (7) 3つのリスク

5．2001年中日本は超低金利政策継続に

- (1) 米国景気減速から景気回復は踊り場に
- (2) 年内は超低金利政策継続に
- (3) カネ余りvs財政悪化リスク
- (4) 当面円安地合いに
- (5) 上値の重い株式市場

1．世界的な景気減速と 日本の構造改革

(1) はじめに

今回の見通し作業を進める過程で見通しチーム内で何回か議論したが、議論の過程で我々の見通しが少しずつ日本の景気に対しては厳しい見方に傾いてきた。その背景にあるのは、米国景気に対する見通しが分析を進めることでより厳しいものになったこと、国内については、デフレによる景気下押し圧力の強さ、株価下落に伴う不良債権処理の遅れ・金融不安再燃のリスク、

日本の構造改革の遅れなどをより強く認識せざるを得なかったことである。

詳しくは各論を読んでいただきたいが、ここでは2001年度の日本経済を予測する上での留意点をリスクシナリオを強調する形で簡単に整理しておきたい。

(2) 米国の景気減速の影響

まず第一に注視すべきことは、米国の景気減速がどの程度のスピードと深さを持って進むかということである。90年代後半の米国経済は、ハイテク神話と株高・借入に支えられた潤沢な流動性を背景に投資や消費が膨らみ、経済は過熱状態にあった。し

かし、昨年、株価下落を契機に米国経済は調整過程に入った。約11兆ドルの株式を保有する家計部門、株式に依存したベンチャー企業の資金調達、人件費抑制手段であったストックオプションなど、株式は米国経済に深くかわかり、その推進役を果たしていただけに、いったん株価が調整局面に入ると連鎖的に経済全体が収縮過程に入っていく。また、「過熱的高成長から安定成長への移行過程に生ずる期待の過度な下振れ」(第2章参照)は景気減速に拍車をかけるリスクも高い。

我々のメインシナリオでは、米国経済の柔軟性を評価し、FRBによる機動的な金融政策の実施を前提に下期には米国景気が落ち着きを取り戻すと予測したが、米国経済の調整が長期化するリスクも小さくないことを指摘しておきたい。

そして、米国経済が予想以上に急減速した場合、アジア地域はその影響を強く受けることになる。アジア経済が97年の通貨・経済危機から立ち直った契機は、米国の好景気に支えられた輸出の大幅な増加であった。アジア地域は諸外国の企業の生産拠点としてしっかり組み込まれており、輸出主導型の経済構造であるといえ、それだけに米国経済の成長鈍化の影響は大きい。また、国により格差はあるが、全体的には経済の構造改革は不十分であり、内需の景気牽引力は弱い。NIEs, ASEAN5の域内需要の規模は日本の3分の1にも満たず、最大の輸出先である米国経済減速の影響を補うにはまだ力不足である。

このような米国、アジアを中心とする世界的な景気減速が日本の景気回復に与える影響は軽視できないものがある。これまでの景気回復の主役はIT需要と輸出の増加によって業績が好調であった大企業製造業であった。輸出の鈍化は大企業製造業の景況感の悪化をもたらし、設備投資を抑制する方向に働くであろう(12月の日銀短観によれば、大企業製造業の業況判断は9月比変わらずの10ポイントであるが、先行きについては3ポイントの悪化が見込まれている)。大企業製造業の設備投資の伸びが鈍化すれば全体の設備投資に与える影響も大きく、個人消費と並んで来年度の景気のリード役である設備投資が予測よりも下振れするリスクがある。このように世界的な景気減速は日本の景気回復の主体であった大企業製造業を直撃し、景気の牽引力が大幅に弱まる可能性もある。

(3) 構造変化・構造改革とデフレ圧力

第二に留意すべきことは、物価の下落が止まらないことである。景気回復下の物価下落という珍しい現象が日本で進行している。物価の下落は、消費者にとっては実質的な所得の増加を意味するといわれるが、名目所得が伸び悩むなかで消費を後押しする力は極めて限定的であり、むしろ、経済全体では需要不足によるマイナスの影響の方が大きい。

製品価格の下落は企業にリストラ、コスト削減の継続を強いることとなり、その分、雇用調整、賃金抑制は長期化し、個人

消費の伸びが抑えられることになる。

物価下落の背景にあるのは、まず、需要の弱さからくる需給ギャップの存在である。日銀の試算によれば、2000年初めの需給ギャップは9%前後であり、99年初めの11%より縮小しているとはいえ、まだかなり大きい。次に、今の日本は、物の生産・流通がグローバル化したことによる内外価格差の是正過程、すなわち国際価格の浸透の過程にある。しかも、昨年は、商品の価格だけでなくサービス価格までもがマイナスに転じた。基本的には「サービス」は貿易財とはなりにくく、「商品」のように国境を越えた取引を通じて内外価格差が是正されるというプロセスに乗りにくい。そのため、海外との競争にさらされない分、価格低下圧力が弱まる。にもかかわらず、サービス価格が低下し始めたのは、労働市場の需給が依然として緩和状態にあること、および、規制緩和により通信などの国内サービス業の競争が激化していることを反映している。

地価は9年連続で下落している。すでに、バブル期に暴騰した分は剥げ落ちており、バブルの修正だけでは今の地価下落を説明できない。基本的には、経済や社会の構造変化で、土地保有の重要性そのものが低下してきたことが背景にある。企業サイドからみれば、重厚長大型の旧来型産業は縮小過程にあり、その面での土地需要は先細りである。成長力のある情報技術産業、ハイテク産業などは土地をそれほど必要としていない。また、資本効率重視への経営

の転換やバランスシート調整のために企業の土地流動化ニーズも強い。家計サイドからみれば、少子高齢化で住宅需要は減少傾向である。日本経済研究センターの試算によれば、日本の土地資産額（民有地）は現在、名目国内総生産の3倍程度であり、米国（1倍程度といわれる）と比べてまだ割高であるという。地価はまだ数年下落を続ける可能性が高いとみられる。

また、米国株価の下落に連動する形で日本の株価も下落し続けている。株価下落の背景には時価会計導入を控えた持合い株の売却、不良債権の処理コスト捻出のための益出し売りなどがある。持合い株については、大手銀行はここ数年で15～20兆円の持合い株を売り切ると推測されている。銀行が売りに出れば、事業法人も銀行株や他の法人の株を売りに出すと見込まれ、その額は10～20兆円といわれる。さらに、流動性確保に備えた生保の株式売却も加えると、潜在的な株式売却圧力は40兆円は下らないといわれている。また、不良債権に関しては、大手銀行16行は92年度から99年度にかけて累計50兆円以上の不良債権を処理した。にもかかわらず、昨年9月の中間決算でも大手16行の不良債権残高は17兆円もある。2000年度も業務純益で不良債権処理費用を賄えない状況になっており、不良債権の処理の約半分を株式の益出しに頼っている状況である。しかし、都銀、長信銀の含み益消失日経平均の水準は1万4千円前後といわれており、現状、ほとんど含み益を失っているものと思われる。株式の売却が

株価下落を招き、株価など資産価格の下落が不良債権の発生につながり、その不良債権処理の益出しのために株式売却が行われるという悪循環のなかで株価は上昇のきっかけをつかめない状況が続いているのである。

日本経済は、いま構造改革を進めている過程にあるが、その過程のなかで、物価・地価・株価が一体となって下落しており、そのことが不良債権処理の遅れや金融システムへの不安を惹起するとともに、景気に対しても強い下押し圧力としていまだに作用しているのである。我々は、デフレ圧力が景気に与える影響を注視することが肝要であろう。

（４）企業の構造調整の進展と個人消費

第三に、今回の景気回復は企業部門先行・家計部門遅行の形で進んでいる。企業業績が改善したのは、輸出やIT需要という循環的な要因もあるが、企業が過剰設備の廃棄、財務の改善、雇用調整などリストラに積極的に取り組み、収益力が強化されてきたという側面もある。さらに、最近では、コスト削減のためのリストラから生産・流通・販売というビジネスフロー全体を再設計するリエンジニアリングへの取り組み、業界内での共同資材調達、合併を含む業界再編による合理化・効率化など民間レベルでの構造調整は着実に進展してきている。このような企業努力によりキャッシュフローは過去最高水準に拡大し、それが設備投資の原資となっているのである。

デフレ圧力があるかぎり、このような企業の構造調整は続くことになるが、それは家計部門・個人消費にとっては雇用調整・賃金抑制という形で跳ね返ってくる。

また、大企業の構造調整は、下請け企業の選別、下請け企業への合理化要請という形で下請け企業にしわ寄せがいく。日本の全就業者数のうち大企業に勤めている者は約１割に過ぎず、圧倒的大多数が中小零細企業か、農林漁業従事者である。一部の大企業の業績が回復しても、中小零細企業の業況が回復しないかぎり日本の個人消費が本格的な回復軌道に乗ることはあり得ない。

さらに、労働需給における職種・技能・年齢のミスマッチの問題がある。失業者の４分の３はこのような構造的要因に起因しているといわれる。旧来型産業から成長力のある新産業へ労働力を円滑に移していくことが課題であり、労働資源を効率的に再配分する労働市場の構造調整が必要となっている。現在は戦後の日本を支えてきた終身雇用制度、年功序列型賃金という日本型雇用システムが変革を迫られている時であり、新しい日本型雇用モデルを創出する過渡期にあるといえよう。過渡期ゆえに企業部門の回復が家計部門の回復へと円滑には波及していかないのである。

企業の構造改革の努力は、短期的には景気抑制要因であるが、中期的には成長力を強める要因である。そのような時間のラグを見据えることが大切であろう。このように民間レベルでの構造改革に向けての取り組みは現在進行中であるが、日本経済にとっ

て問題なのは政府レベルの構造改革（財政，税制，民営化，年金，規制緩和など）への取組みが遅々として進まないことである。そのことが日本経済の中長期的な展望の足かせとなっており，また，財政問題を契機に株安・円安という「日本売り」が発現するリスクを潜在的に抱えている。景気回復が長期的な安定軌道に乗るためには公的部門の構造改革の進展が必要条件であり，その動向を注視する必要がある。

以上，2001年度の景気を見通す上での主な留意点を簡単に整理してみたところで，以下の各論に入ることとしたい。

2．安定成長に向けた 分岐点にある米国

（1）循環的な減速に資産価格下落が加わる

米国景気は99年6月末以来の利上げ（計175ベースス）の影響に加え，2000年4月半ば以降ナスダック指数が半値にまで低下するという資産価格（特に株式時価総額）下落を伴った景気の減速局面を迎えている。今回の減速局面の今後を考えるポイントは企業業績の行方と資産価格下落の影響であろう。

まず企業業績については「鈍化しても堅調な増益基調」をたどるならば，資産価格下落による個人消費鈍化のなかでも，情報化投資中心に堅調な設備投資の拡大によって消費鈍化・投資堅調型の景気のスムーズなスローダウンが可能だ。しかし企業業績の鈍化が予想外に大幅，場合によっては減

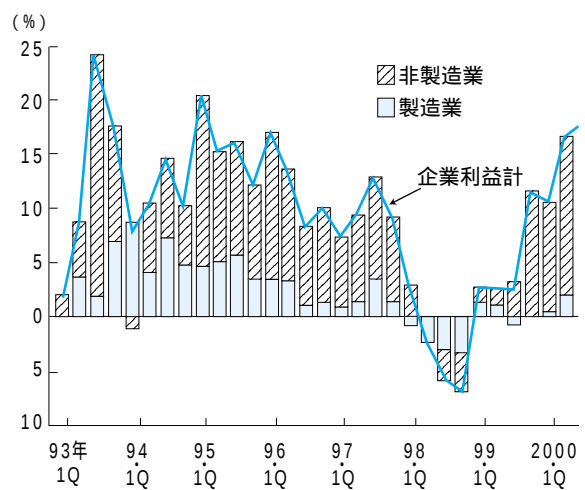
益になるようなケースでは，雇用の伸びが大きく鈍化，あるいは雇用減少が続く等の事態も予想され，所得減少を伴う消費の大幅鈍化から景気の減速スピードが大幅になるリスクが高まることになる。そこでまず米国のマクロ企業業績の今後について考えてみたい。

（2）米国企業業績の今後をどうみるか

米国のマクロ企業業績の今後を考える場合，90年代前半と後半とでは利益増加の内容が大きく異なっているという認識が不可欠である。90年代前半から96年ごろまでの増益局面は第1図の通り，製造業，非製造業が比較的バランスのとれた形で増益に寄与していたが，97年以降は非製造業が増益分の大半を占めるという内容に変化した（第1図）。

製造業と非製造業とでは，売上の変化に

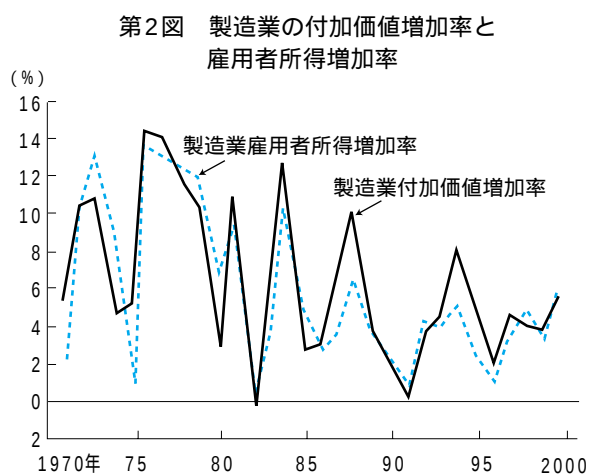
第1図 米国のGDPベース企業利益増加率と業種別寄与度



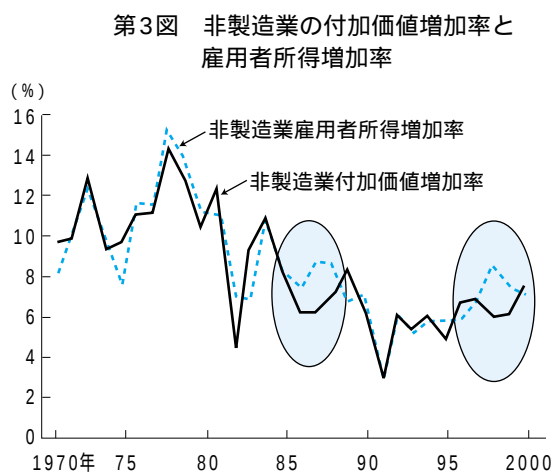
資料 米国商務省
(注) 税引前利益の前年比増減率。

に対する雇用調整のスピードが大きく異なる（ここでは売上の代理変数として売上粗利益に相当する名目粗付加価値を利用）。

第2図のように、製造業では雇用者所得の変化は付加価値の変化に連動しており、雇用調整が素早く行われることを示している。製造業では業況の変化が在庫や市況、稼働率等に明瞭に現れ、それに応じたレイオフ等の体制が労使合意の元で整備されていることが、このような連動関係の背後にあらう。



資料 第1図に同じ
(注) 前年比。付加価値の増加率は98年まで実績、99年以降は農中総研推計値、雇用者所得は99年まで実績値、2000年は農中総研推計値。

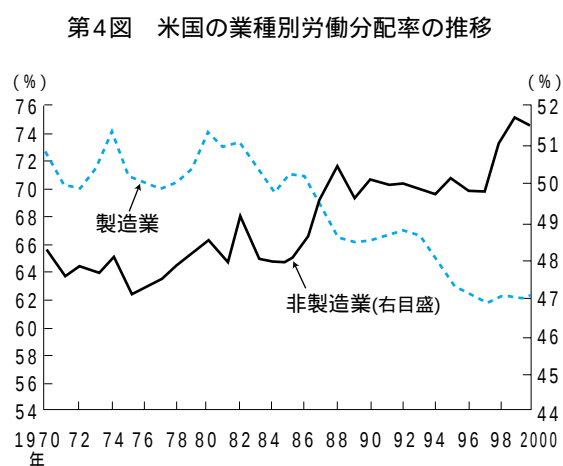


資料 第1図に同じ
(注) 第2図に同じ。

一方非製造業では(第3図)、付加価値増加率の変化に対する雇用者所得の連動性は製造業程高くなく、特に付加価値増加率が急速に鈍化した時に、雇用者所得の伸びが高止まって両者の乖離が拡大、それが数年間続く局面があることが特徴だ(86~88年や97~99年)。

労働市場の柔軟性が高い米国でも、非製造業では業況変化が早期には把握しづらいことや、人的資本への依存度が高いために人件費切下げや解雇が人材流出やモラルの低下となって、かえって業績への悪影響が大きくなる等の問題が、雇用調整スピードを(特に業績悪化局面で)緩慢なものにしていることが考えられる。

結果的に労働分配率(雇用者所得/付加価値)も、製造業では緩やかな低下トレンドをたどっているのに対し、非製造業では一時的な急上昇局面を含んだ緩やかな上昇トレンドをたどるという対照的な形になっている(第4図)。



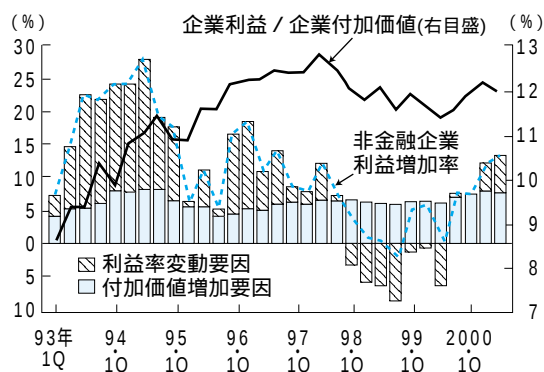
資料 第1図に同じ
(注) 98年までは実績。99年以降は農中総研推計。

(3) 米国企業は短期では固定費高い体質に

以上を踏まえて米国のマクロの企業業績を振り返ってみる。米国企業は90年代前半には製造業で労働分配率低下、非製造業で横ばい(第4図)という収益体質の健全性が維持されるなかで、製造業、非製造業のバランスのとれた企業業績改善が続き、94年の利上げの影響を受けた95年の一時的な減速局面でも利益率改善から増益基調の維持が可能であった。しかし90年代後半には、(ドル高が影響している面があるが)増益の大半が非製造業セクターに偏るなかで、非製造業の雇用調整の遅れという特徴が企業業績全体においてより明瞭になり、98~99年のロシア危機の際には、付加価値増加率が小幅鈍化するだけで増益率が急速に低下するというという体質に変化した(第5図)。

そしてその体質は、足下でも変わってい

第5図 米国の非金融法人企業税引前利益増加率の要因分解と利益率の推移



資料 第1図に同じ
(注) 前年同期の企業利益対付加価値比率のもとでの利益増加額を付加価値増加要因とし、それ以外を利益率変動要因としたもの。

第1表 米国の名目GDP増加率別の企業業績の見通し

	6%のケース	5%のケース	4%のケース	メインシナリオ5.6%
製造業名目付加価値増加率	4.0	2.7	1.5	3.5
製造業雇用者所得増加率	4.0	2.7	1.5	3.5
製造業利益増加率	4.0	2.7	1.5	3.5
非製造業名目付加価値増加率	6.6	5.5	4.5	6.1
非製造業雇用者所得増加率	5.5	5.5	5.5	5.5
非製造業利益増加率	13.2	5.7	1.9	10.2
マクロ企業利益増加率	10.9	4.9	1.0	8.5

資料 農中総研作成

(注) 業績別の名目GDP増加率は全体の名目GDP増加率との単回帰(81~98年)の結果を元に延長して推定したもの。
雇用者所得増加率は試算の前提として置いたもの。
雇用者所得以外の費用部分は2000年(推定額)と費用比率が一定として試算。

ない。製造業における素早い雇用者所得の調整、非製造業における緩やかな調整という前提で2001年のマクロ企業業績を予想してみると、2001年の名目GDP増加率が6%、5%、4%と三つのケースで、マクロ企業業績はそれぞれ10.9%、4.9%、1.0%と、4%の名目成長率ではマクロ企業業績が減益になるとの試算となった(第1表)。

この試算は、2000年に7.4%増程度と見込まれる非製造業の雇用者所得が2001年に5.5%増にまで鈍化するという雇用者所得の緩やかな調整過程を前提にしているが、短期的にこれ以上急速な調整が行われる場合には、需要自体の鈍化スピードも速まってハードランディングリスクが高まるから、ソフトランディング過程における雇用者所得の調整スピードとしてはある程度の妥当性を持つと考えられる。

以上の試算から結論できるのは、米国経済がソフトランディングするためには、非製造業の雇用調整スピードに見合う形で必要の鈍化ペースを緩やかなものにする必要

があることであり、プラス成長を保っていても名目成長率が4%程度という期間が続くと、マクロ企業業績が減益に陥り、雇用の急激な調整、需要の急速な鈍化等、デフレ的なサイクルに陥るリスクが高いということである。その意味で米国は安定成長に向けての分岐点にある。非製造業労働市場で安定成長経路に見合った雇用者所得増加ペースへの鈍化が浸透する(期待の変化が浸透する)までは、高めの需要成長率を保つことによって企業業績の急激な悪化を防ぐ必要がある。

このような「過熱的高成長から安定成長への移行局面」自体が抱えるリスクについては、FRBも十分に認識しているとみられる。グリーンSPAN議長は12月5日の講演のなかで、移行局面には金融市場でリスクが再評価され、リスク判断が振れやすいこと、安定成長への移行期には、高成長期ならば吸収されたであろうような小さな悪影響によっても経済のリスクが高まること、拡大の勢いをいくぶんか失った経済状態においては、資産価格の低下が家計や企業の支出の過度な抑制を引き起こす可能性について注視することが必要等と、移行局面におけるリスクの高まりに言及している。成長率が2%台にとどまった第3四半期に続き第4四半期も3%台程度の成長になるとの見方が強まるなかで、FRBは調整的な金融緩和によって移行期の下振れリスクを防止する政策をとろう。

具体的には、在庫調整の影響による需要下押し要因のある来年前半に、早い段階か

ら調整的な利下げを行う可能性が高い。利下げによる需要持ち直しとドル実効レート低下を通じた海外収益の好転等を前提にすれば、企業の増益基調の維持と雇用の緩やかなスローダウンというシナリオの可能性は十分にある。

(4) 資産価格下落の影響

次にナスダック指数下落等、資産価格下落の実体経済への影響を考える。株価下落は逆資産効果を通じて個人消費を抑制する要因になり、また企業の資金調達に影響を与えて設備投資にもマイナスの影響を及ぼす。

まず個人消費への影響について、株式時価総額の変化の消費への影響という考え方から整理してみる。

グリーンSPAN議長が昨年3月に講演した内容によれば、米国の場合これまで、株式時価総額の1ドル増加につき3~4セントが消費増加につながるという傾向があるとのことであり、マネーフロー表によれば米国の株式時価総額は2000年第1四半期末の20兆2,320億ドルから第3四半期末には19兆471億ドルへと1.2兆ドル弱減少した。第4四半期に入っても株価の下落が続いており、株式時価総額との相関の高いウィルシャー5000株価指数を利用すると、ウィルシャー5000株価指数が2000年末に現状レベルの12,500ポイント程度となった場合、株式時価総額は17兆6,600億ドル程度にまで低下、時価総額の減少幅は2.7兆ドル弱となると推定される。株価の資産効果とまった

く同じ効果が株価下落時にも働く（時価総額減少分の3～4%相当の消費が減少）とすれば、800～1,000億ドル程度の名目消費減少になるが、これは現状6.8兆ドルの名目個人消費の1.2～1.6%に相当する。第3四半期の名目個人消費は前年比で7.9%の増加となっているから、逆資産効果を大きく見積もっても、現状程度の株価調整であれば、消費の過熱を抑える効果にとどまる程度のものであるということになる。

もちろん今後の株価次第で逆資産効果の拡大もありうるが、むしろ今後の消費にとってのリスクは、前述したように企業業績の悪化ペースが速まった場合に雇用調整のペースも加速して所得の伸びが鈍化してくる場合である。企業業績の悪化が株価の下落につながることは言うまでもなく、この場合には逆資産効果と所得の伸び鈍化の両面から個人消費が抑えられ、減速ペースが加速することになる。個人消費のスムーズなスローダウンのためにも、前述のよう

な金融緩和策等により当面の下振れリスクを防ぐ必要がある。

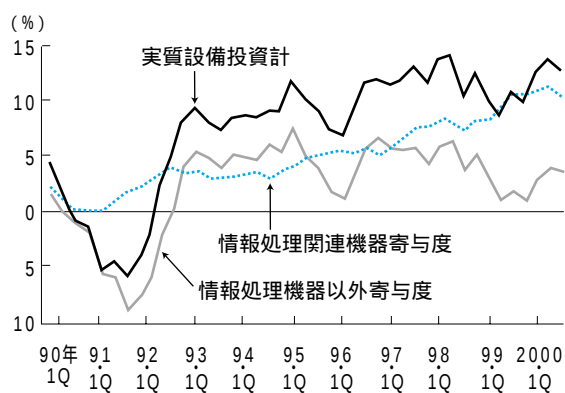
（5）株価下落と設備投資

次に設備投資への影響を考える。90年代以降の米国の設備投資を振り返ると、情報処理機器投資の構造的な増加とそれ以外（建物、産業用機器、輸送用機器等）の循環的変動とに二分される（第6図）。

情報処理機械は更新サイクルが短いことが恒常的な投資拡大につながっているとの見方もある。しかし、投資のファイナンスという面からは、90年代半ばごろまでは情報処理機器投資といえどもキャッシュフローの伸びによって制約されていたのに対し、後半になるとキャッシュフローの制約を外れて高い伸びを続けてきたことが明らかである（第7図）。

その結果、企業の設備投資は急速に外部ファイナンス（借入、起債）に頼る傾向を強め、マネーフロー表によれば、米国企業のファイナンスギャップ（名目設備投資・在庫

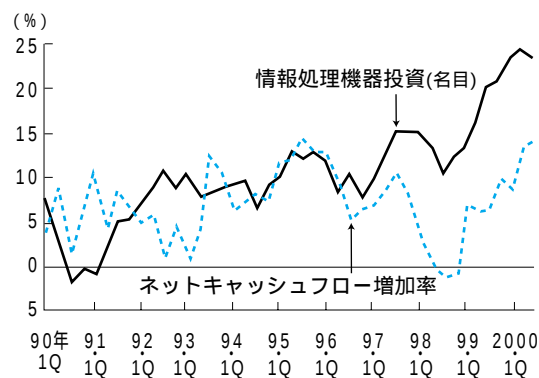
第6図 米国の実質設備投資増加率と内訳別寄与度



資料 第1図に同じ

(注) 前年比増加率寄与度、チェーンウェイトデフレータのためそれぞれの要因の寄与度は合計の増加率に一致しない。

第7図 米国企業のネットキャッシュフロー増加率と情報処理機器設備投資増加率(前年比)



資料 第1図に同じ

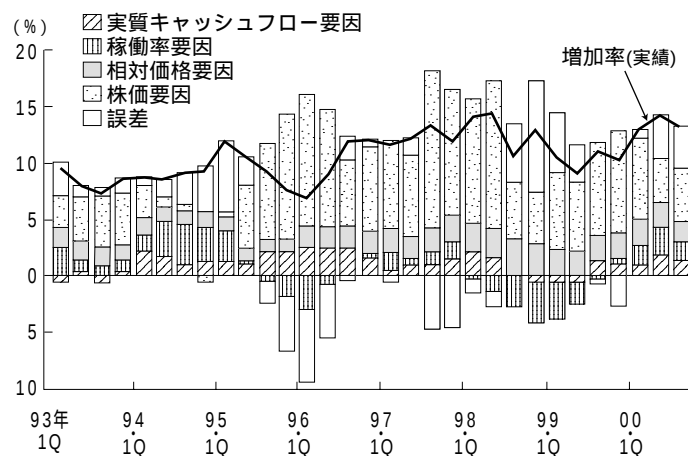
投資の合計)―(配当控除後の税引後利益+減価償却費)は97年の1,000億ドル強から2000年には2,000億ドル強と過去3年間で倍増している。このファイナンスは株高を前提としたものであり、結果的に株価下落が債券市場でのクレジットスプレッドの拡大、銀行の融資基準のタイト化等といった事態を招くに至っている。株式自体が企業の設備投資の原資として大だったわけではないものの、株価下落により(将来の事業拡大の期待はあっても)財務内容が悪く当面の収益性の低い企業で設備投資が難しくなる等の影響が今後顕在化する。

ここでは実質設備投資を実質キャッシュフロー、設備稼働率、相対価格要因(雇用コスト指数/設備投資デフレータ)、カバレッ

ジの広いウィルシャー5000株価指数で回帰するモデルでその影響を考える(第8図)。

モデルは極めてラフな推計にとどまっており、その結果は幅を持つてみる必要があるが、90年代後半に入って株価上昇が設備投資を上振れさせてきた要因として重要であったことは事実であろう。株価下落の影響を受けて当面は設備投資にも下押し圧力が高まろうが、ダウやS&P500等のいわゆるオールドエコノミー株は足下でも横ばい圏内にとどまっていること、利下げ等により企業業績も増益基調を維持でき、キャッシュフロー増加が見込まれること等を考えれば、設備投資の鈍化も2001年半ばごろでボトムアウトしてこよう。

第8図 米国実質設備投資増加率の寄与度分解



資料 米国商務省, FRB, 労働省, datastream
(注) モデルの概要: $\ln(\text{実質設備投資}) = -5.83634 + 0.245961 * \ln(\text{実質キャッシュフロー}) + 1.229636 * \ln(\text{鉱工業設備稼働率}) + 0.49732 * \ln(\text{相対価格要因}) + 0.373838 * (\text{株価要因})$
補正後 $R^2 = 0.9787$ t 値
実質キャッシュフロー: キャッシュフローをCPIで割り引いたもので、2四半期ラグ。 1.1845
鉱工業設備稼働率: 2.4937
相対価格要因: 民間雇用コスト指数/設備投資デフレータ 1.1599
株価要因: ウィルシャー5000株価指数水準 3.1894
推計期間: 1990年第1四半期~2000年第3四半期

(6) 米国の資産バブルは株価に限定

高成長から安定成長への移行局面では、前述した通り、調整スピードの相違の影響や、予想の振れが大きくなること等により景気の下振れ圧力が高まる可能性が高いが、FRBは短期的な下振れリスクに対しては金融緩和によって対応するスタンスを明確にしている。また今回の米景気減速はバブル崩壊を伴うものだが、米国のバブルはナスダックを中心とした新興企業株に限定的とみられ、不動産市場等への波及は弱く、その意味ではその影響もコントロール可能な範囲と考えられる。

第2表 米国経済見通し総括表

		2000年 見込み	2001年見通し		
			上期	下期	
実質GDP	%	5.1	3.3	3.0	3.4
個人消費	%	5.3	3.4	3.3	3.6
設備投資	%	13.2	7.9	7.5	8.3
住宅投資	%	0.1	0.3	0.4	0.2
在庫投資	%	0.2	0.2	0.2	0.1
純輸出	%	1.0	0.4	0.3	0.6
輸出	%	10.0	8.3	8.7	7.9
輸入	%	14.3	8.7	8.3	9.2
政府支出	%	2.6	2.6	1.8	3.5
経常収支	10億ドル	443.2	486.5	228.1	258.4
貿易収支	10億ドル	372.3	412.4	194.5	217.8
消費者物価	%	3.3	2.8	3.0	2.6

資料 実績値は米国商務省、予測値は農中総研作成。

(注) 1.貿易収支はIMFベースの財貨・サービス収支。

2.単位が%のものは前年比増加(上昇)率。

3.在庫投資と純輸出は寄与度。

経済の移行期に政権の移行(かつスムーズとはいえない)が重なったことで、当面は米国景気の下振れリスクが高まろうが、長期金利低下が既に住宅投資の底打ちにつながっている等の自律的な動きや、財政黒字から減税等の余力があることもあり、現状では2001年後半にかけて安定成長軌道に乗ることは可能と考える。

3. 環境悪化で安定成長を模索するアジア景気

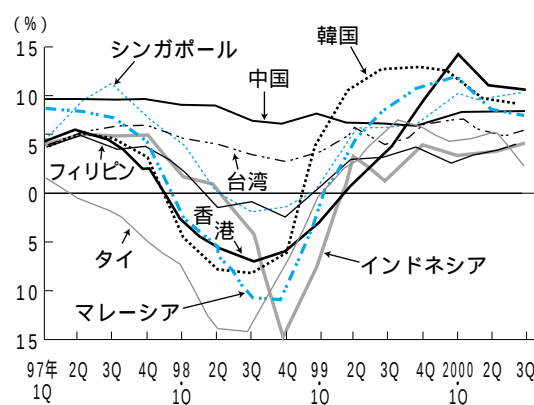
(1) 回復基調なるもアジア景気に鈍化の兆し

アジア経済は景気回復基調を維持しているが、回復を牽引してきた輸出・生産活動の伸びに鈍化の兆しが現れており、また、輸出増等が波及し回復してきたNIEs、マレーシアの設備投資、個人消費等の内需も足下鈍化の兆しが出てきている。

IT関連産業集積度の格差等で二極化状

況を呈してきたアジア経済は、急回復・高成長を記録してきたNIEs、マレーシアの成長鈍化、他方で原油価格上昇による輸出増を主因にインドネシアが堅調な成長を示し、成長率の面からは足下二極化の傾向が薄れてきている(第9図、第3表)。金融市場も、株高が内需回復に寄与

第9図 アジア各国GDP成長率の推移(前年比)



資料 Datastream, 新聞報道等

第3表 アジア各国実質GDP成長率
需要項目別寄与度

(単位 %)

	1999年		2000		
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
韓国	12.8	13.0	12.7	9.6	9.2
個人消費	6.3	5.8	6.1	4.6	3.0
固定資本投資	7.7	7.1	6.5	1.5	2.9
純輸出	0.0	1.1	1.6	4.5	3.5
マレーシア	8.6	11.0	11.9	8.5	7.7
個人消費	2.2	3.2	6.7	5.8	5.1
固定資本投資	3.0	1.7	3.7	6.7	6.3
純輸出	4.4	2.3	1.7	5.0	6.0
タイ	7.8	6.5	5.1	6.3	2.6
個人消費	4.4	4.3	3.1	3.0	2.1
固定資本投資	0.4	2.2	4.8	0.3	0.5
純輸出	5.9	4.7	8.4	5.8	5.4
インドネシア	1.1	5.2	3.6	4.1	5.1
個人消費	3.8	1.6	1.8	1.8	-
固定資本投資	5.0	0.6	2.8	4.0	-
純輸出	0.5	6.0	3.2	4.8	-

資料 第9図に同じ

していたが、米国株価調整の連鎖、構造改革の遅れや政治不安等で株式・為替市場とも動揺している。

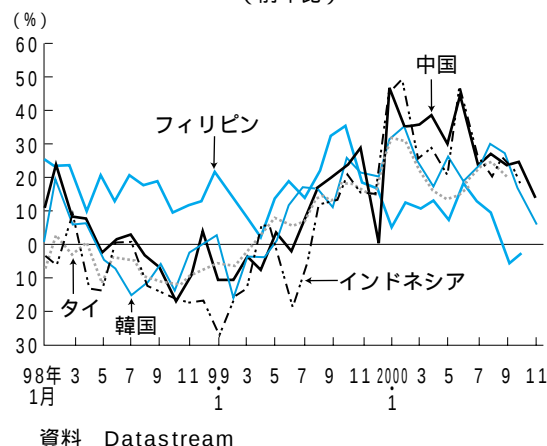
外需依存の回復は外部の環境変化に弱い面があり、本稿ではアジア景気回復の持続性、景気後退の可能性を検討してみたい。

(2) IT需要の鈍化等で輸出伸び鈍化へ

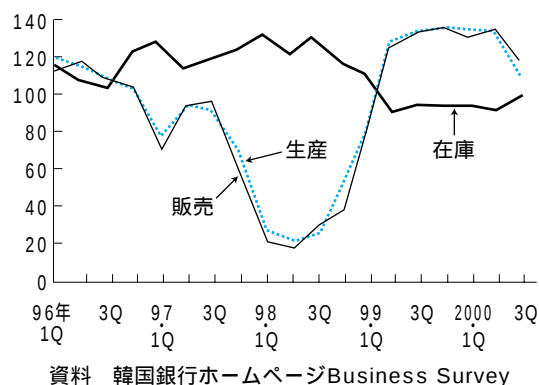
アジア、特にNIEs、マレーシアの景気急回復を支えてきた輸出は、主力輸出品のIT関連製品が欧米でのPC需要鈍化や昨年初の電子部品不足による仮需の剥落を契機とした輸出数量の伸び鈍化・単価下落で、足下で輸出全体の伸びが鈍化している。韓国の11月前年比輸出増加率は従前の二けたの伸びから6.5%、米国向け輸出のウェイトの高いフィリピンの10月輸出額が前年割れになった(第10図)。また、台湾、韓国等では納期の先送り等による在庫増で、2001年第1～2四半期にかけ在庫調整局面入りする懸念が強いとみられ、当面輸出鈍化は避けられない状況である。既にDRAMスポット価格等が軟化しているが、需給緩和で価格下落の広がり懸念もある(第11図)。

しかし、供給サイドの半導体業界団体WSTSが10月に公表した、世界のメーカー68社の集計による半導体需要中期見込みでは、次世代携帯電話、デジタル家電、通信インフラ整備等IT関連需要の拡大で、1999年から2003年までの年平均成長率を減速傾向ながら19.7%と底堅い伸びを見込んでいる。また、一時不足した電子部品用の設備増強が2001年後半には稼働してくること、

第10図 アジア各国のドル建て輸出の推移
(前年比)



第11図 韓国電子電気産業の生産・販売・在庫指数推移



さらに、IT関連需要のウェイトの高い米国景気の利下げによるソフトランディングを見込めば、消費財輸出には影響が出るも、IT関連需要の大幅減少は回避されるとみられることや、中国WTO加盟のプラス効果も期待されることから、在庫調整の終了する2001年半ば以降輸出は穏やかに回復し、アジアの輸出は2001年通年では大幅な鈍化・純減には至らないであろう。

(3) 中国経済堅調なるも、伸び悩むアジア内需

個人消費はNIEs、マレーシアで景気急回復による所得環境等の改善で順調に回復してきたが、他方でタイ、インドネシアでは政治不安等による先行きの不透明感から穏やかな回復にとどまり、危機前の水準を依然クリアしていない状況にある。ところが、足下で自動車新車販売に韓国、マレーシアでも鈍化の兆しがみられる（第12図）。

これは、前述の輸出・生産の鈍化、原油高や株価低迷等による企業収益や消費センチメントへの影響等によるとみられる。

原油高のアジア経済への影響は、現状の実質原油価格がオイルショック時の水準に達していないこと、デフレギャップが残存するなか、原油高が波及しても各国のCPI上昇率は比較的低水準にとどまり、直ちにインフレ懸念や金融引締めにつながることは考えにくいこと、原油価格はOPECの増産等で足下で既に軟化の兆候もあり、冬場需要期以降、需給関係から軟化するとみられることから、アジア経済全般への影

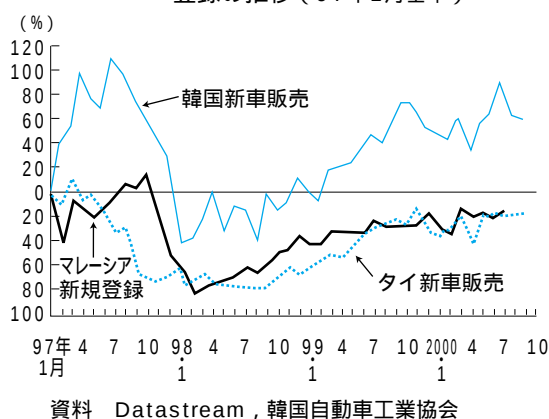
響は限定的なものにとどまろう。しかし、石油消費効率の低さや所得移転度合いの高いフィリピン、タイ、韓国等では、輸出・生産の伸び鈍化等の影響もあり企業収益悪化等を通じ個人消費に影響が出てこよう。

設備投資は、足下IT関連投資が主体であり、IT関連産業集積度等で国ごとの格差が大きい。前述のIT需要に対する過剰期待剥落や個人消費鈍化の影響で伸びは鈍化してこようが、外資や信用力のある国内企業を中心に相応の伸びは維持されよう。IT関連以外の投資は為替安で輸出競争力は強まっているが、米国・アジア景気の減速や同業種の銀行融資依存度の高さから、構造改革の遅れた国を中心に伸び悩むとみられる。

財政出動は、ASEAN諸国や中国では景気状況等からある程度の景気刺激策が見込まれようが、NIEs諸国では相応の成長が確保されればあまり期待できないであろう。

このようにアジアの内需は、今後鈍化が予想されるが、他方で中国経済は輸出、財政出動に下支えされ内需も回復基調にある。今後はWTO加盟による直接投資流入増による設備投資拡大が期待され、他方それに伴う輸入増加が予想される。しかし、輸出は米国・アジア景気の減速で伸び鈍化が避けられないとみられ、また、構造改革も債務の株式化等で国有企業経営にプラスの効果を与えている面もあるが、不良債権処理等の抜本的な改善は進展していない。2001年の中国経済は、不安要因はあるものの、財政出動の継続と設備投資、そして回復基調の個人消費で7%超の成長が持続さ

第12図 アジア各国の自動車新車販売・登録の推移（97年1月基準）

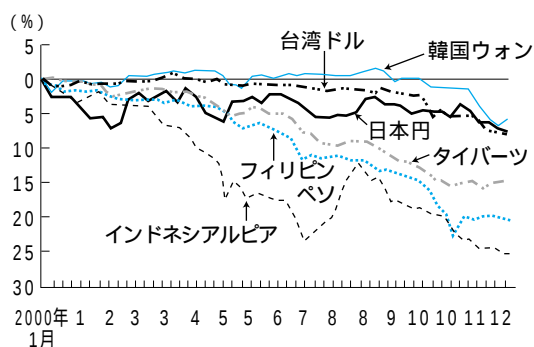


れ、アジア景気を下支えする役割を果たそう。

(4) リスクは米国景気急減速と原油高止まり

アジアの金融市場は99年はおおむね堅調、安定的に推移したが、2000年に入りフィリピン、インドネシアはじめタイ、台湾の政治情勢の不安定化、構造改革の遅れ、韓国大手財閥企業の倒産等のアジア独自のマイナス材料とネットバブル崩壊による米国株調整、原油高等世界経済の先行き不透明感の高まりで外国人投資家のリスク許容度の低下によるアジア金融市場からの資金流出等もあり、株安、為替安やフィリピン等では金利上昇を招いている。特に、従来堅調であった韓国ウォン、台湾ドルも足下で下落している。しかし、アジア危機時の水準を割り込んでいるのは現状フィリピンペソのみであり（第13図）、為替安の要因はほかに低金利政策によるアジアと米国の金利差縮小で、企業が為替リスク回避のため従来のドル建て債務を現地通貨建て債務へ転換したことによる現地通貨売りの要因もある。

第13図 アジア通貨の対ドルレート推移
（2000年1月初基準）



資料 Datastream

また、直接投資も足下韓国での構造改革の遅れの顕在化、労働争議の再燃等で欧米からの投資が前年比減少に転じているが、中国やNIEs諸国に集中する傾向が続いており、構造改革に進展がなければこの傾向は当面継続する可能性がある。

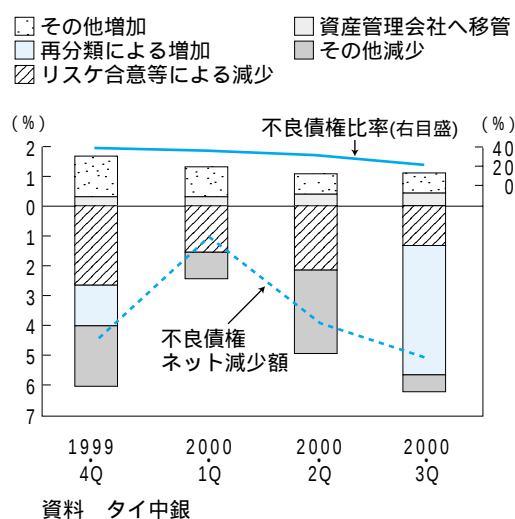
今後の金融市場は、米国経済が穏やかにソフトランディングし金利も低下基調となり、アジア輸出の大幅な鈍化・純減はなく、原油価格は早晩下落傾向になる、という見通しがマーケットのコンセンサスになれば、アジアの景気後退の可能性は低く、政治情勢が不透明なインドネシア、フィリピン、タイ等を除き金融市場の大きな混乱は回避されるとみられる。

しかし、このシナリオが崩れた場合、アジア景気の下振れリスクとなる。第一のリスクは米国経済の予想以上の急減速で、この場合はIT関連需要への影響に加え、海外資金の流出等で金融市場にも影響しよう。その影響はアジア全域、特にIT関連輸出のウェイトの高いマレーシア、シンガポール等が大きいとみられるが、さらに、日本のアジア向け電子部品等中間財や資本財輸出にも影響し、日本経済へも影響を与えよう。

第二のリスクは中東等の混乱による原油価格高止まりで、インフレ懸念や経常収支悪化による金融引締めで景気と金融システムへ影響し、インドネシア、フィリピン等の財政赤字問題が顕在化しよう。さらに経常収支悪化による為替安から輸入物価上昇でインフレ再燃が懸念される。

さらに、アジアの景気回復の足かせとな

第14図 タイ不良債権比率推移とその増減要因
(全金融機関ベース)



る要因は、構造改革の遅れである。タイの不良債権比率はピークの99年5月47.7%から10月22.2%と表面上改善しているが、第14図の通り不良債権処理は実質進んでおらず、インドネシアでも同様に外資や一部優良企業を除き、地場企業は資金調達が困難な状況が続いている。

しかし、これらによって97年の危機が再燃する可能性は低い。貿易黒字、外貨準備増、短期対外債務の減少等のファンダメンタルズの改善や各国当局や国際機関による政策対応力の向上等によって、混乱が広範に伝播するリスクは低い。

(5) 成長鈍化で安定成長を 模索するアジア景気

2001年のアジア景気は、外部環境の不透明感はあるが、韓国

の大手財閥問題や台湾の政治不安が一時的混乱で収束してくれば、中国のWTO加盟効果もあり、景気後退の可能性は低い。むしろ、韓国等の危機以降の急回復は過熱気味で持続不能とみられ、NIEs、マレーシアを中心にアジア各国は、2000年前半をピークとして足下の成長鈍化により、景気の持続的拡大可能な安定成長軌道をめざす局面となろう。ただし、前述の米国景気急減速のリスクは従前に比しむしろ高まっているといえよう(第4表)。

タイ、フィリピンでは2001年前半に総選挙の予定があり、インドネシア等を含め政治リスクが深刻化すると、構造改革がさらに遅れ、海外資金流出等にもつながり、景気回復の二極化が当面避けられない事態に陥る懸念には留意が必要である。

第4表 アジア経済見通し

(単位 %)

	1998年 (実績)	1999 (実績)	2000 (見通し)		2001 (見通し)	
			IMF (2000/9)	ADB (2000/11)	IMF (2000/9)	ADB (2000/11)
NIEs	2.3	7.6	7.9	8.2	6.1	6.3
香港	5.1	3.0	8.0	9.5	4.8	7.5
韓国	6.7	10.7	8.8	8.5	6.5	6.0
シンガポール	1.5	5.4	7.9	8.8	5.9	6.0
台湾	4.7	5.7	6.5	6.8	6.0	6.0
ASEAN4	9.5	2.9	-	-	-	-
インドネシア	13.2	0.3	4.0	4.0	3.5	5.0
タイ	10.4	4.2	5.0	4.5	5.0	4.6
マレーシア	7.5	5.6	6.0	7.5	6.0	7.0
フィリピン	0.5	3.2	4.0	3.8	4.5	3.3
中国	7.8	7.1	7.5	8.0	7.3	7.5
日本除くアジア全体	3.8	6.3	6.7	7.1	6.6	6.4

資料 IMF World Economic Outlook(2000年9月)、新聞報道等に基づき農中総研作成

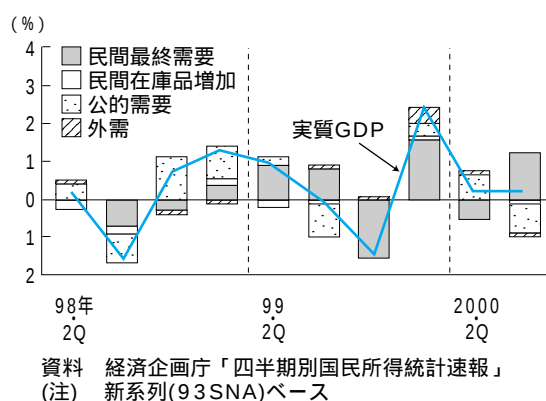
4 . 2001年度日本経済は踊り場から緩やかな成長へ

2000年1～3月期からプラス成長となった日本経済は、携帯電話、パソコンなどの機器を中心にしたIT関連の設備投資と、好景気にわいた米国、著しい回復を遂げたアジアなどへの輸出に主導されて、緩やかながら景気回復を続けている（第15図）。

現在の景気回復を特徴づけるのはITである。2000年度の日本のパソコン普及率は30%を超え、携帯電話市場は4千万台に達すると見込まれている。デジタル技術を使った製品はこのほかにもカメラ、テレビなどに及び、その売れ行きは非常に好調である。電機大手5社の2000年度の半導体関連の投資額は約1兆円にのぼり、設備投資を大幅に増加させ、半導体などIT製品はアジア、米国向け輸出を急増させる中心的役割を果たした。

また、企業の業績は二極化傾向にあり、全体としては増収増益となりつつあるが、

第15図 実質GDPの推移（季調済前期比）



倒産の件数は99年を上回る水準で推移し、負債総額も戦後最悪の水準となっている。労働市場における求人数は急増しているものの、雇用のミスマッチもあって、失業率は高止まったままである。また、企業はコスト削減のために常用雇用者を減らしてパート労働者を増やしたり賃金の伸び率を低く抑えるなど人件費を抑制していることから、個人消費は微増にとどまっている。

このようななかで、2000年半ばから米国経済の減速が鮮明となるとともに、輸出数量の減少がはじまり、電気機械産業などの景況感改善が鈍りつつある。2001年度の国内経済を見通す場合、重要なポイントとして、IT一極集中だった設備投資が、そのほかの分野で本格化するか、数量ベースで伸び率が鈍化しはじめた輸出の先行き、

回復が緩やかな個人消費の動向、の3点があげられるだろう。この点については、

家電のデジタル化、電子商取引の拡大、情報ネットワークの導入による企業経営の改革などで設備投資は各産業に徐々に波及していく、米国、アジアともハードランディングの可能性は低いとみられ、輸出の鈍化は限定的、所得の緩やかな増加傾向が続いて個人消費を後押ししていく、と見込み、2001年度上期にかけて景気は足踏みするものの、腰折れする可能性は少なく、2001年度も実質1.5%程度の緩やかな成長が続くと予想する。

(1) 設備投資伸び率は徐々に鈍化

設備投資は、6～9か月程度の先行指標

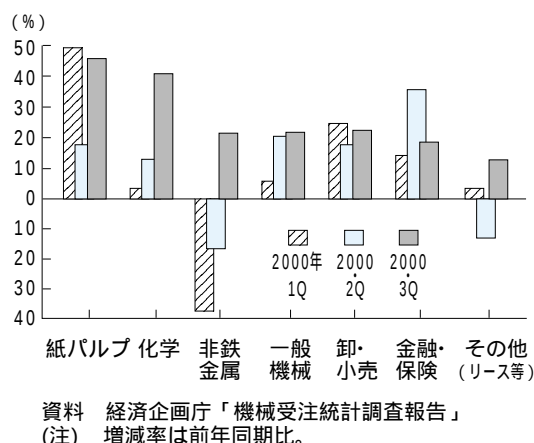
となる機械受注が2000年10～12月期まで大幅に増加すると見込まれていることから、IT産業(電気機械、精密機械、土石・窯業、通信)を中心に少なくとも2001年前半までは堅調に推移する可能性が高い。

しかし米国のパソコンの売れ行き鈍化などから半導体需給は緩和しはじめており、半導体製造装置の機械受注は足下にかけて減速してきている。日銀短観では、電気機械などで先行き需給の悪化を見込み、足下でやや在庫過剰感が出てきたことから、2001年度前半にかけて在庫調整が行われそうである。現在では半導体はパソコンだけではなく、携帯電話、デジタルカメラといった家電製品などに広く利用され、半導体関連の設備投資は以前ほどにはパソコンの売れ行きに影響されにくくなっているとはいえ、IT産業の設備投資は2001年度上半期には伸び率が落ちてくるだろう。

一方、ITそのものではないが、ITに関連した産業の設備投資は2000年度上半期から増加に転じ、2001年度にかけて高まりそうである。機械受注の内訳をみると、製造業では、情報通信機器の説明書などの需要が増え続けている紙パルプ、エレクトロニクス分野の需要が急増する化学、光ケーブルや半導体ウエハー関連投資が増大している非鉄金属、IT関連機器や事務機器、機械部品、金属加工・産業機械の投資が増えている一般機械などの伸びが顕著である(第16図)。

またITを利用する産業として、電子商取引拡大のために情報化を進める小売、振り

第16図 IT産業以外の主な業種別機械受注



替え需要や情報機器の需要増大が見込まれているリース、といった非製造業の投資増加も目立つ。

非製造業で特にITを積極的に利用しはじめている産業が金融・保険である。インターネットバンキングやコンビニバンキング、テレビバンキングに力を入れており、激しい競争を繰り広げている。このため、日銀短観によると99年度はマイナスだった金融機関合計の設備投資は、2000年度は一転してプラス33.2%と急増が見込まれている。

ネットワークを活用した新しいビジネスモデルの構築は各産業に波及しつつあるといえる。

この背景には、DSL(デジタル加入者線)、携帯電話、CATV(有線テレビ)を使ったインターネットの高速化が国内で急ピッチに進められていることがあげられる。米国などでは90年代半ばからはじまったCATVやDSLを通じたインターネットの高速化をきっかけとして、企業対企業、企業対個人の電子商取引が各産業に広がり、好景気の

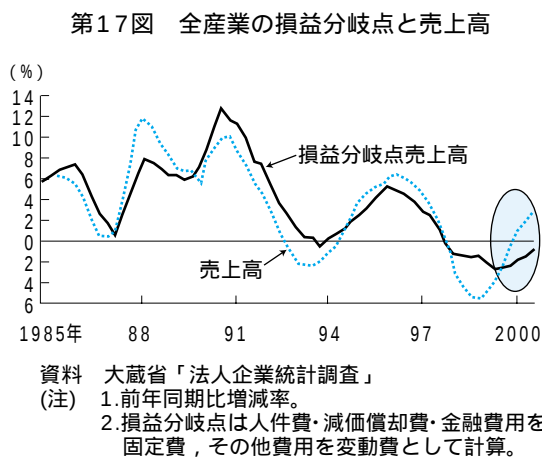
一層の拡大を可能にした。

急速に進むインターネットの高速化が多くの家庭、企業に普及することなどで、情報化に関する設備投資は半導体を中心にした電機産業に限らず、各産業へ徐々に波及するとみられる。このため、2001年度の設備投資の伸び率は鈍化するものの、急激に減速することはなく、プラス4.8%程度を維持すると見込んでいる。

(2) リストラなどで利益率を高めつつある企業

企業は変動費の削減を進め、人件費を抑制するなどのコスト削減に努めており、財務体質が改善されてきている。その結果、増益となるか減益となるかの売上高の基準を示す損益分岐点売上高の伸び率は売上高の伸び率に比べて足下では低く、それだけ利益が出やすい体質になりつつある。

法人企業統計調査によると、2001年3月期の企業決算は好調な輸出などの追い風を受けて、全産業ベースで増収増益となる見通しである。損益分岐点売上高を試算する



と、現状では企業は売上高が横ばいにとどまっても増益となる見込みであり、2001年度も企業は設備投資に回すキャッシュフローに不足することはないとみられる(第17図)。

(3) 所得の増加で個人消費は微増継続

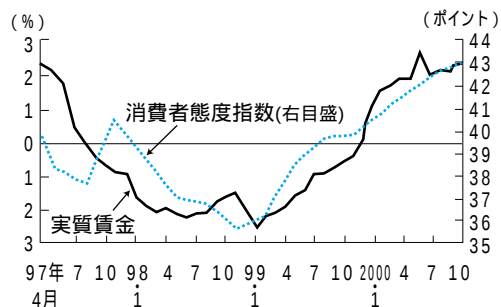
これまで回復の歩みが遅いと懸念されてきた個人消費は、2000年度上半期は前年同期比で 0.6%と97年度下期以来のマイナスに転落したが、その後は緩やかな回復を続けている。

実質賃金でみた個人所得は98年度、99年度と2年度続けて減少となったものの、2000年に入ってから増加に転じ、6月以降は前年同月比プラス1.5~2.0%で推移している。製造業を中心に所定外労働時間が増加しているため所定外給与の伸び率が高くなっている。また2000年度夏のボーナスはプラス0.5%と3年ぶりに増加となった上、冬のボーナスも増加すると見込まれており、所得環境は改善傾向が続いている。

このような所得環境の改善の背景には、2001年3月期決算で増収増益が見込まれている好調な企業業績がある。しかし企業は上昇が続いた労働分配率を適正水準に戻すため人件費を抑制し、賃金の伸びは企業業績の改善に比べて非常に緩やかなものとなっており、2001年度も実質賃金の伸び率は現状程度にとどまるであろう(第18図)。

雇用環境も少しずつ改善しつつある。99年には0.5倍を割った有効求人倍率は0.6倍まで回復し、有効求人数は前年比でプラス

第18図 個人所得と消費者態度



資料 労働省「毎月勤労統計調査」、経済企画庁「消費動向調査」

(注) 1. 実質賃金指数は30人以上の事業所の前年同期比の6カ月移動平均。
2. 消費者態度指数は全世帯季調値の6カ月移動平均。

20%以上の高い伸びを続けている。ただし、求人数が増加しても完全失業率は4%台半ばで高止まりしたままである。これは、職を求めている人が多数存在するにもかかわらず、企業が求めている技術や知識を持った人材が不足するミスマッチが発生しているためである。

企業の求めている人材は、企業の情報ネットワーク化を反映してコンピュータやネットワークシステムの技術者が多く、技術の習得には時間を要する。このため、再就職をあきらめて早めに引退生活に入る高齢者や、就職する意欲を失って親に経済的に依存する若者が増えており、総務庁は約300万人の失業者のほかに、このような「潜在的失業者」が2000年8月で約400万人にのぼると推計している。就業者の数は2000年9月まで3年近くにわたって前年同月比で減少し、個人消費全体の伸び率を弱める一因となっている。

雇用環境は改善しつつあるが、個人消費を急速に改善させる状況ではなく、実質民

間消費の伸び率は、実質賃金の伸び率の範囲内で2001年度にかけて緩やかに増加していくであろう。

(4) 景気回復にマイナスに働く物価下落

内外価格差の解消を伴いながら安い輸入品が国内市場に浸透していること、及び需給ギャップにより、物価の下落が進行していると思われる。このため、低価格の輸入品の需要が増え、ディスカウントショップなどの小売から外食産業、衣料品などで価格破壊が進んでいる。消費者物価は99年9月から前年比でマイナスが続き、原油高でプラスとなっていた国内卸売物価は、原油高が一服するとともに足下で再びマイナスとなっている。

これまで約30年間にわたって円高が進行してきたにもかかわらず、国内市場の輸入障壁などが、相対的に安くなった輸入品の国内市場での増加を妨げ、結果的に内外価格差を広げてきた。しかし、原材料や商品調達のグローバル化が進み、輸入品が国内に浸透し、物価を下落させていると思われる。

物価の下落は、消費者の実質賃金や実質購買力を押し上げる効果はあるものの、企業などは名目の売上高、利益などを基準にするため、物価の下落は名目の売上高などを押し下げ、企業の景況感などにマイナスに働く面がある。また物価の下落は、企業の債務を実質的に増やし、企業の過剰債務問題の解決を長引かせるという弊害がある。

消費者にとっても、実質購買力が向上す

るとはいえ、名目の所得が増えなければ心理的にプラスには働きにくい。住宅ローンなどを抱えている家庭では、物価下落によって実質の返済額が増加するという面がある。

物価の下落は、経済のグローバル化に伴う内外価格差の縮小という構造的要因もあり、当分継続することが予想され、景気回復にとって阻害要因として働く面が大きい。

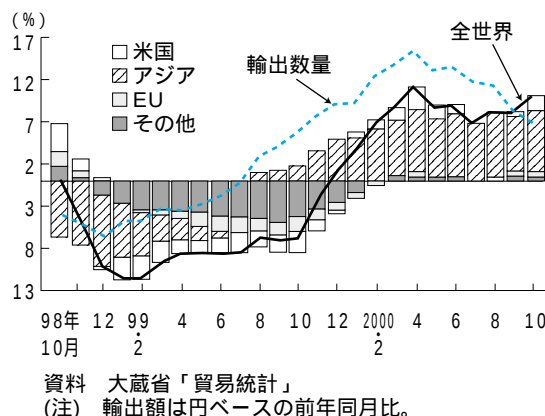
(5) 輸出の伸び率は鈍化

99年から始まった輸出回復局面は、通貨危機から急速に回復したアジア市場向けが牽引役となった。なかでも半導体等電子部品が急増したが、半導体はアジア諸国を通じて加工・製品化され、最終的には米国市場にわたる部分が多い。またアジア経済は米国経済に大きく左右されるため、日本の輸出は米国経済に依存する度合いが相対的に高い。その米国経済は2000年度半ばから減速し、それに伴ってアジア経済も減速をはじめ、日本の輸出数量の増加率は鈍化しはじめている。

足下の円安の影響で円ベースの輸出額は横ばいからやや増加傾向にあるが、2000年度後半から2001年度前半にかけて輸出額の増加率は鈍化するだろう（第19図）。

ただし米国・アジア経済ともハードランディングの可能性は低いとみられる。また2001年度後半は国内景気下げ止まりで円安が修正されると予想するが、アジア向け輸出は日本の技術力や日系企業の割合が高いことなどを背景として、価格弾性値がEUや

第19図 輸出の増減率と地域別寄与度



米国に比べてかなり低いと推計されている。このような理由から、2001年度前半にかけて輸出の伸び率は減速するものの、2001年度後半には、輸出額の増加率は持ち直すだろう。

輸入は国内経済の回復と原油高の影響で、2000年度に入ってから数量ベース、円ベースともに前年同期比でプラス10%前後で推移したが、2000年後半から円安が進行し、増加幅が拡大した。2000年末から原油価格の高騰は沈静化しつつあり、国内経済は2001年度上期にかけて足踏みする見込みであることから、2001年度になって輸入額の伸び率はやや鈍化するであろう。

(6) 公共事業は減少傾向

2000年度の公共事業は、政府や地方公共団体の財政赤字を映して総じて抑制されている。政府は2000年秋に総額4兆8千億円の補正予算を決定したものの、公共事業費の2兆5千億円は経済対策の規模としては99年度よりも縮小し、また地方自治体の2000

年度の普通建設事業費は単独事業費を中心に抑制傾向が顕著であるなど、今年度の公共事業のマイナス(前年度比)はさけられない状況である。

2000年秋の補正予算に計上された公共事業の多くは2001年度上期に執行されるとみられるが、地方自治体においては、その厳しい財政状況のなかで、公共事業の追加に対する取組姿勢に温度差がみられ、経済対策の効果は限定的であろう。

バブル崩壊後100兆円を超える景気対策が講じられてきたが、中央・地方政府の財政赤字を考えると、経済対策を行うことはきわめて慎重に取り組まざるを得ない。2001年度は実質でプラス1%台半ばの成長率を確保できる見通しとなるが、政府としては2001年度は特別の経済対策を打たずにしばらく景気の動向を見守るものと思われる。

2001年度の公共事業費は、当初予算に予備費が盛り込まれるなど政府はその役割を依然として否定してはいないが、地方からすでに始まっている財政再建の流れは明らかであり、その減少傾向は止められないであろう。公共事業への政策評価制度導入に注目が集まっているなか、公共投資の量的拡大による景気浮遊策はすでに過去のものになりつつあるといえる。

(7) 3つのリスク

リスクシナリオとしては、第一に米国経済のハードランディングがあげられる。日本の設備投資は、好況にわいた米国経済の影響でアジア、欧米向け輸出が増えたこと

が追い風となった。しかし景気減速が鮮明となった米国の経済成長率が2001年に3%以下となると、現在の日本の輸出増加を支えるアジア経済が低迷する要因ともなり、日本の対米国、対アジア輸出は落ち込むことになる。さらに輸出の落ち込みは電気機械、一般機械、精密機械といった輸出比率の高い産業の設備投資を抑制することになる。

第二は、金融システム不安の顕在化である。地価・株価が低迷するなかで、融資先の破綻や相次ぐ債権放棄などで銀行の不良債権処理問題は長引いている。生命保険は多額の逆ざやを抱え、経営を圧迫している。株価の低迷は問題を深刻化させ、金融システム不安が再燃する可能性も否定できない。

第三は、財政赤字の悪化である。度重なる経済対策などで国と地方を合わせたGDP比の赤字は120%を超え、財政赤字の削減は緊急の問題となっている。しかし政府の取組みは遅々として進んでおらず、財政問題を契機に金利が高騰するリスクを潜在的に抱えている。

重要なのは、規制緩和を推進して国内産業の競争力を高め、経済対策に頼らない自律景気回復を達成するとともに、年金・社会保険制度改革を含む公的部門を効率化することであろう。21世紀も着実に構造改革を進め、その成果を国内外に示すことが不可欠と思われる(第5表)。

第5表 2000, 2001年度国内経済の概要

		99年度	2000年度予想			2001年度予想		
		実績	通年	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	1.4	1.6	1.2	1.9	1.5	1.3	1.6
名目GDP	%	0.2	0.0	0.5	0.4	0.3	0.0	0.5
国内民間需要	%	1.1	1.4	0.7	2.2	2.0	1.9	2.1
民間最終消費	%	1.5	0.3	0.6	1.2	1.5	1.3	1.7
民間住宅	%	5.1	4.3	3.2	5.5	4.4	4.7	4.2
民間企業設備	%	1.0	6.5	6.2	6.8	4.8	4.9	4.6
民間在庫増加	10億円	698.9	103.2	237.2	134.0	386.0	30.3	355.8
公的需要	%	2.5	1.2	0.7	1.6	1.1	1.1	1.1
政府最終消費支出	%	4.0	3.3	3.5	3.2	2.6	2.5	2.6
公共投資	%	0.7	3.3	4.6	2.0	2.9	2.8	3.0
財貨・サービスの純輸出	10億円	11,622	12,731	6,887	5,844	11,219	5,981	5,238
輸出	%	5.3	9.2	13.2	5.4	3.3	2.3	4.2
輸入	%	6.2	9.1	9.9	8.3	7.4	6.9	7.8
デフレーター	%	1.5	1.6	1.7	1.5	1.2	1.3	1.1
卸売物価(総合)	%	2.5	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0
消費者物価(全国)	%	0.5	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
経常収支	兆円	12.8	12.1	6.8	5.3	10.5	5.4	5.1
貿易サービス収支	兆円	7.8	7.1	4.1	3.0	6.0	2.9	3.1

資料 実績値は経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」、予測値は農中総研作成

(注) 1. 93SNA。単位が%のものは前年比増減率。

2. 前提：2001年度は経済対策による補正予算はなし。そのほかの前提条件は以下の通り。

		99年度	2000	2001
為替ルート	ドル/円	111.5	110.5	109.0
C Dレート3ヵ月物	%	0.06	0.36	0.48
通関輸入原油価格	ドル/バレル	20.8	28.4	28.0

5. 2001年中日本は超低金利政策継続に

(1) 米国景気減速から景気回復は踊り場に

12月日銀短観では、全体としての景況感は9月調査比横ばいとなり、先行きやや悪化を見込む向きが増加した。米国でのパソコン売上鈍化など世界的IT需給の緩和と、個人消費の回復のもたつきが主因である。特に製品

需給・在庫判断からみると米国景気減速から電機、鉄鋼、化学などの業種で3月にかけて小幅の在庫調整が予想される。

ただ、2000年度の企業収益や設備投資は多くの企業規模・業種で上方修正されている

第6表 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

	2000年度			2001			
	9月実績	12予想	3予想	6予想	9予想	12予想	3予想
CDレート(3ヵ月物)	0.33	0.50	0.40	0.40	0.40	0.50	0.65
短期プライムレート	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.625
10年最長期国債	1,840	1.70	1.85	1.80	1.85	1.95	2.10
長期プライムレート	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.6
為替相場	105	112	115	115	110	108	105
日経平均株価	15,747	14,500	15,500	15,500	16,000	17,000	18,500

資料 実績は日経新聞調べ、予想値は農中総研作成

(注) 月末値。

る。これは雇用・設備の過剰感が緩やかながらも低下基調にあり、企業の体質強化が着実に進展してきたためとみられ、現時点では、当面の景気は回復のスピードは鈍化するものの、回復過程の踊り場と判断できよう（第6表）。

（2）年内は超低金利政策継続に

日銀が10月末に公表した「経済・物価の将来展望とリスク評価」で指摘した5つの景気下振れリスクのなかでIT需給緩和など一部が顕在化しつつあることや、前年比マイナスの続く消費者物価に加え、国内卸売物価も10月から再びマイナスに転じたことから、ゼロ金利政策復活の声も出始めている。

これについては、ゼロ金利政策は、金融システム不安によるデフレスパイラル回避の緊急策の意味合いが強く、また、導入のタイミングからみると、98年12月の資金運用部の国債買い入れ停止発表を契機とする長期金利の急騰とそれに伴う円高の抑制、加えて政治サイドからの国債引き受け要請を回避するためにゼロ金利政策導入に踏み切った面も大きかったとみられる。これに対し長期金利はゼロ金利解除前より低い水準に低下し、為替も円安が進んでいる現状を考えればゼロ金利政策復活の可能性は低いとみられる。仮に復活するとすれば再度金融システム不安の再燃や米国株暴落による景気失速など外生的ショックがあった場合であろう。

ただ、景気回復の足取りが心もとないな

かで、財政政策には余裕なく金融政策へのプレッシャーは従来以上のものがあると思われる。従って、次回利上げについては、来年度前半にかけての米国景気減速による景気回復の踊り場を経て、米国景気の安定成長への移行と国内の設備投資の広がりにより下期以降の景気自律回復の足取りを確認できてから、時期的には2002年に入ってからになるだろう。

（3）カネ余りvs財政悪化リスク

債券市場では、長期金利が景気減速から失速観測を織り込み、一時1.5%台まで低下し、資金運用部による国債買い切りの3月で事実上打ち切り発表も特に悪材料とならなかった。

これはカネ余りの状況が続いているためで、上場企業（除く金融）の9月中間決算のキャッシュフロー計算書でみると有利子負債額は半期で2000年3月末の2%にあたる3.9兆円が圧縮されており、銀行貸出（5業態計）でみても11月平残は前年比4.0%減と、企業の設備投資は回復しつつも財務体質改善に向け負債削減が続いている。こうした動きは来年度にかけても継続されるとみられ、仮に現状の貸出金4%減、預金2%増が続くと銀行は来年度も30兆円弱のカネ余りとなり、予定される28.3兆円の新発国債も吸収可能となる。従って、前述の景気見通しからすれば国債増発による長期金利上昇懸念は限定的で、基本的には年内は1%台後半で推移しよう。

しかし、現政権は財政再建については

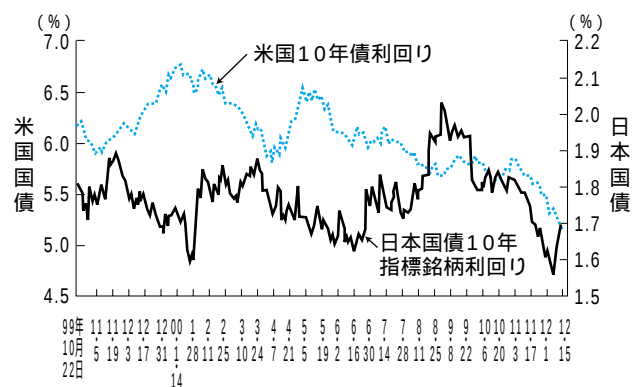
2003年度から着手といっているが、来年度予算でも児童手当拡充や整備新幹線の新規着工など従来のバラマキ型予算の側面がみられ、潜在的な財政悪化リスクは確実に増大しているとみられる。

2001年度からの財投改革による財投債発行については、市中消化が10兆円と発表され、ほぼ市場の予想通りであった。ただ、

財投債は償還財源が租税ではなく特殊法人の資産で厳密な意味で国債ではないが、事実上は国の信用で発行するものであることから財投債の大量発行は国債格下げリスクになること。財投改革により国の隠れ借金問題（地方交付税の財源不足補填のための交付税特別会計の資金運用部借入 + 市中借入 = 38兆円など）の顕在化。財投債発行年限につ

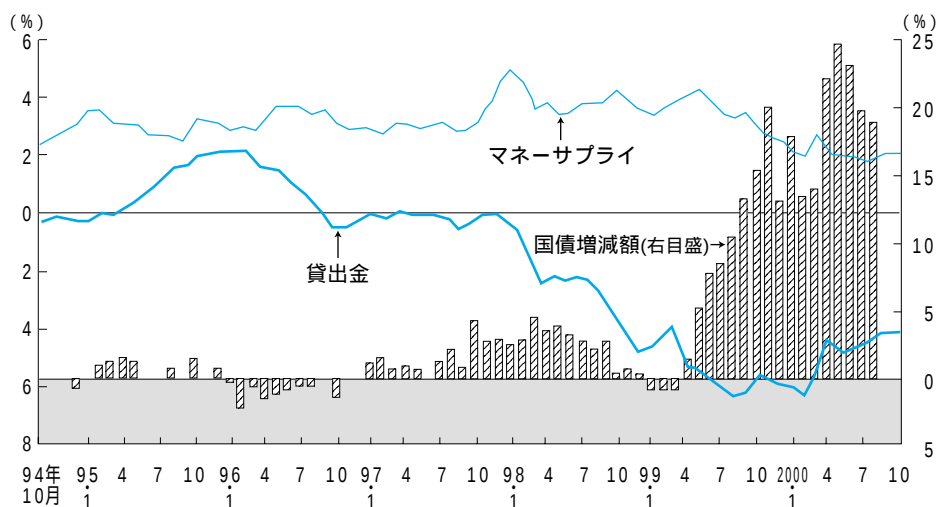
いての、調達サイドの政府系金融機関のニーズ（平均運用期間17年）と運用サイドの郵貯のニーズ（大量償還もあり短期化ニーズ強い）の相違、など懸念材料は多く、今後こうした状況が徐々に判明していくとみられる。目先的には、1月からの国債決済のRTGS化で国債の流動性低下が懸念されるなかで、決算期末に向けて債券での益出しやヘッジの動きと重なりと予想外の長期金利上昇のリスクもある（第20,21図）。

第20図 日米長期金利の推移



資料 Datastream

第21図 銀行のバランスシート（前年同月比）



資料 日銀『経済統計月報』

(注) 貸出金は5業態計、マネーサプライはM2 + CD。

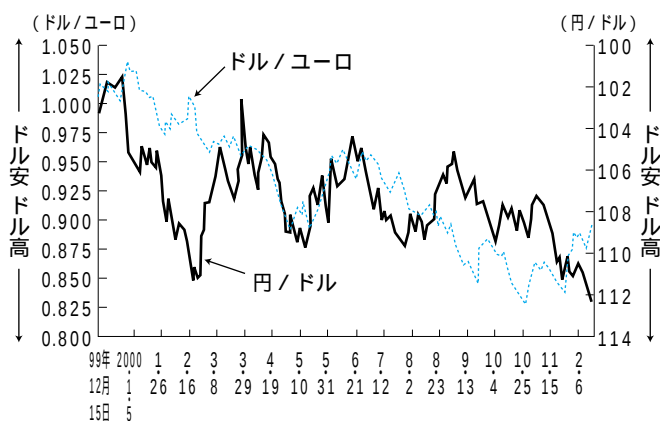
(4) 当面円安地合いに

ドル・円相場は1年近く続いた105～110円のレンジを脱し徐々に円安が進んでいる。

その背景としては、まずは景気動向。景気動向としては、米国も減速しているが利下げや減税など政策対応の余地は大きくハードランディングは回避が可能とみられる一方、日本は構造改革にもたつくなかで景気回復スピードが鈍化しつつあるが、金融・財政とも対応余地が限定的で相対的には日本にリスクが大きい。また、貿易面で原油高で輸入増が続くなかで2000年半ばから輸出の伸びがやや鈍化し貿易黒字が減少傾向にある。今後原油高は一服も輸出の鈍化が続く来年度前半にかけ減少基調は継続しよう。

次に、日米の政治情勢である。米国ブッシュ政権で主要経済ポストに座るとみられるリンゼー元FRB理事は、最近の講演で日本に財政再建への転換を求め、いわゆる「外圧」の放棄を表明している。為替政策としては、米国の巨額の経常赤字のファイナンスのための従来からの「ドル高は国益」政策は維持、日本が財政再建を進める上で短期的に懸念されるデフレ圧力についてはこれをカバーすべく円安と日本の外需依存も容認するとしている。もちろん米国景気が減速するなかで円安容認は限定的なものといえようが、政策発動余地が乏しいなかでは日本にはウエルカムである（ただ大幅な円安は長期金利上昇リスクとなる）。

第22図 ドル／ユーロとドル／円の推移



資料 Datastream

しかし、日本は政局の不透明感強く、こうした米国の政策スタンスの転換にどう対応するのかも読めず悪い意味で円売り要因となっている。

以上の状況から来年度前半にかけ円安地合いが続くとみられる。ただ、ドルも米国が経常赤字のファイナンス問題を抱えるなかで景気腰折れリスクがないわけではないこと。ユーロ圏の景気動向はやや減速も域内貿易が多いことで世界的景気減速の影響も軽微で、米・欧の成長率格差も縮小方向にあり、ユーロが持ち直す方向にあることなどから、円が対ドルで120円を超えて一方的に円安が進む可能性は少ないであろう（第22図）。

(5) 上値の重い株式市場

株式市場も景気減速を織り込んで調整局面が続いている。企業業績は、証券系シンクタンクのボトムアップによる12月の2001年度予想は、おおむね9月調査時点よ

りやや下方修正されたものの10%前後の増益予想となっており、日経平均1万4千円台は底値圏とみられる。

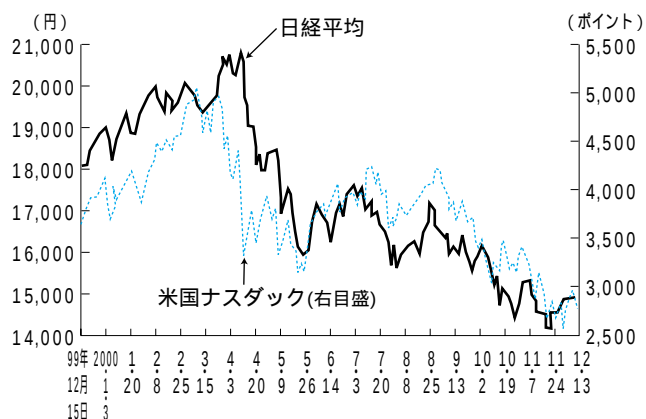
ただ、1万4千円台前半は主要行の株式含み益が枯渇する水準であり、1万4千円を割れるような状況になると金融システム不安の再燃も懸念され、米国の景気減速度合いの見極めがつかないなかで、特に3月の決算期末にかけ株価水準には留意が必要であろう。

金融機関・企業が持合い株式の解消を進め国内には年金資金以外買い手があらず、外人投資家動向が日本株動向を左右する状況は来年度も継続し、米国株連動のパターンが継続しよう。

米国株はNYダウは米国の早期利下げを織り込み底堅い展開となっているが、ナスダックはIT関連企業の業績下方修正から下値不安を抱え値動きの荒い展開（いわゆるニューエコノミー売りのオールドエコノミー買いの展開）となっており、実際利下げがあれば底値は固まるとみられるが、持ち直しには来年度下期以降の業績回復を待つことになるろう。

日本株もリストラで業績回復した中低位のオールドエコノミー株が物色されているが、上値を追うには2001年度の業績下方修正の中心となった電機セクターの業績持ち

第23図 日米株価の推移



資料 第22図に同じ

直しが必要であり、当面は上値の重い展開が続こう。

なお、円安、株安とも不良債権問題、年金問題、財政問題、IT化・グローバル化に向けた構造改革等の構造問題が遅々としか進まない閉塞的な状況を嫌気している面が大きく、そうした点で7月の参院選ないしそれ以前に政権交代が起こり、構造改革に向け将来展望が描ける状況になれば大きなターニングポイントとなるろう（第23図）。

（調査第二部）

執筆者	1章 概要	鈴木 利徳
	2章 米国経済	小野沢康晴
	3章 アジア経済	千葉 進
	4章 国内経済	名倉 賢一
	5章 国内金融	堀内 芳彦