

2001・2002年度内外経済見通し (2000年12月予測からの改訂)

輸出減少を乗り越えて安定成長にチャレンジ

2000年秋以降の日本経済は、輸出数量の大幅な減少により急ブレーキがかかった。米国におけるITブームの反動が予想外に大きかったことに加えて、アジア諸国が不良資産問題の解決に手間取っていることが、輸出落ち込みに繋がっている。さらに米国の株価下落が、世界的な株安を引き起こしており、企業マインドが慎重になってきた。

2001年度の日本経済は、このような悪環境の中、厳しい状況が続くものと考えられるが、個人消費・設備投資を中心として緩やかな回復基調を何とか維持することは可能だろう。その理由としては、第一に輸出減少のピークは2000年度下期であり、2001年度に入るとそのマイナス幅がかなり小さくなること、第二に個人消費は所得の伸びが好転するにつれて明るさを増すと考えられること、第三に電気機械や電力を除くと企業の設備投資スタンスに大きな変化は見られないこと、が挙げられる。

勿論米国経済がリセッションに突入する懸念や、日本の不良資産問題が制御不能の状況となる危険性などから、2001年度の日本経済が深刻な不況に陥る可能性は否定できない。しかし、ここ数ヶ月の株価下落の過程で、問題点の認識や対応策の準備などは、着実に進んでおり、昨年夏頃の状況に比べれば最悪の事態を回避できる可能性はかえって高まっている。さらに2002年度に入れば、待望久しかった個人消費の本格的回復が、消費者マインドの改善と共に始まることが期待できる。2001年度の成長率は1.8% (2000年12月予測2.5%)、2002年度は2.7% (同3.2%)と予想する。

一方米国経済は、財政・金融両面からの下支えにより、リセッションは回避できるが、株価下落の逆資産効果により、低貯蓄率と膨大な経常収支赤字と言う二つの構造問題の解消が始まり、低い成長率をしばらく続ける可能性が高い。最近の論調で言えば、V字型・U字型の回復ではなく、L字型の回復になろう。2001年の成長率は2.2% (同2.3%)、2002年は2.1% (同3.2%)を予想する。

2001年3月28日
新生銀行調査部

．日米経済の現状

2000年下期の日本経済は、個人消費の伸び悩みに加えて、輸出が急速に減少したことから、設備投資は順調な拡大を続けているものの、一時的な停滞局面入りを余儀なくされた。ただし、支出面の統計である速報値GDP統計は、個人消費を過小評価している可能性が高い。個人消費は、2000年冬のボーナス支給が公務員に対する支給カットにより伸び率が若干のマイナスに止まるなど、所得の伸びが芳しくなかったことに加えて、高水準の倒産件数や歯止めのかからない株価下落などから、消費者マインドの好転がはかばかしくなかったため、伸び悩みを余儀なくされた。ただし、供給面の統計を見ると、消費は底堅く伸びていると考えることも可能である。輸出は、米国経済の急速なスローダウンの影響に加えて、1999年から2000年上期にかけての急増の反動が出て、これまでにないテンポでの減少を余儀なくされている。電気機械・化学製品・金属製品・自動車などの主力輸出製品が総崩れの状態にある。その中で、好調な企業収益を背景として、設備投資は好調を維持しているが、景況感の悪化から設備投資の先行指標といわれている機械受注には翳りが出ている。

金融市場に目を転じると、日本銀行は景気停滞感の広がりに対応して、2月9日以降矢継ぎ早に金融緩和策を打ち出し、3月19日には事実上のゼロ金利政策復活を決定すると共に、前回よりゼロ金利政策解除の条件を厳しく設定し、不況回避への意思を明確にした。10年国債金利はこの様な積極的な金融緩和策を受けて再び低下に転じ、3月末には1%ぎりぎりの水準に達した。さらに一時1万2千円を下回った株価も、反発に転じている。また円レートは、日本の金利低下に加えて、輸出の不振から経常収支黒字が急速に縮小していることから円安が進み、3月末には120円台前半の水準となった。

一方米国の2000年下期成長率は、上期の年率5.9%から2.8%に低下し、かなりきついブレーキがかかった。一連の金融引締め政策と原油価格高騰のマイナスが、若干のタイムラグを置いて現れたこと、99年下期から2000年上期にかけての急成長の反動が生じたことが、その要因である。ただし、2001年に入ってから発表された各種の経済指標は、底堅いものが多く、一挙にリセッションに突入する気配は今のところない。さらに予想外に急速なスローダウンと株安を受けて、FRBは積極的な金融緩和策を打ち出しており、1月以降公定歩合は通算1.5%引下げられた。

欧州経済も、金融引締め政策と原油高のマイナスの影響により、2000年下期の成長率はやや鈍化しているが、その程度は日米より軽微である。さらにアジア経済は、米国向け輸出の不振に加えて、不良資産問題の再燃と政治情勢の不透明性拡大などから、停滞感を強めている。

．日米経済の展望

イ．日本経済の予測

予想外の輸出落ち込みにより、自律的回復の定着は2001年度下期以降に先ずれした。2001年度上期中は、輸出落ち込みのマイナスの影響が残ることから、成長率は低めの水準を続ける。下期に入ると、個人消費の回復を軸に徐々に成長率は高まってくる。2002年度に入ると、個人消費・設備投資は順調な拡大を続けるが、公共投資が本格的な抑制局面に入るため、回復テンポは一挙に加速しない。不良資産問題は、2001年度にはほぼ峠を越える。

個人消費は、ボーナスが2001年夏支給分からプラスに転じることに加えて、企業の新卒採用が積極化し労働市場にも明るさが見えてくることから、ようやく持ち直しに転じる。特に、乗用車・IT関

連機器の需要が底堅く推移する。ただし、企業の人件費抑制スタンスに変化が生じないことから、雇用・賃金の伸びは2002年度に入ってもモデレートな水準に止まり、個人消費の勢いには弾みがつきにくい状態が続く。

住宅投資は、減税効果の一巡により2000年度から横這い基調に転じている。低金利が持続することから、2002年度上期まで持家の建替え需要は堅調に推移し全体を底支えするが、2002年度下期に入ると金利上昇の影響から着工戸数は減少に転ずる。

2001年度上期の設備投資は、輸出の急減、株価の下落などによる計画の暫定的先送りの影響を受け伸び率が一時的にスローダウンする。2001年度下期に入ると、緩やかな景気回復が維持できたことを確認し、豊富なキャッシュフローを背景として、更新投資に加えてIT関連投資が再び勢いを取り戻し始める。2002年度には、電力の投資調整が一段落することに加えて、次世代携帯電話関連・高速通信網関連の設備投資が本格化することから、設備投資の伸びはさらに高まる。

2001年度の公共投資は、景気優先の経済政策が維持されることから、3兆円程度の予算が2000年度に続いて追加され、前年度比で微減に止まる。2002年度には、財政再建を目指した公共投資抑制策が本格的にスタートすることから、公共投資は大きく落ち込む。

輸出は2001年度上期中、電気機械を中心に減少が続く。世界的なITブームの過熱を背景に上振れしていた受注の調整が進むためである。さらに海外生産の拡大に伴う自動車輸出の減少も生じる。2001年度下期には、この様な一過性の要因が払拭されることに加えて、円安メリットの影響が出てくるため、輸出は増勢に転じる。ただし、米国経済の調整が長期化することに加え、2002年度に入ると為替レートが円高に転じることから、回復テンポは穏やかなものに止まる。一方輸入も、1999・2000年度に急増した反動に加えて、2000年度下期の円安の影響により、2001年度の伸び率はかなりスローダウンする。しかし、中国を始めとする東アジアからの開発輸入が日本経済に定着してきたことから、輸入がマイナスに転じることはなく、2002年度には、景気回復テンポの加速に加えて、円高が進むことから輸入の伸びも徐々に高まる。

経常収支黒字は、輸出の伸び悩みにより2000年度下期から2001年度上期にかけて急速に減少し、年率7兆円前後まで落ち込む。その後は、輸出の持ち直しにより7兆円強の水準が2002年度末まで維持される。一方消費者物価上昇率が、プラスに転じるのは2002年夏頃となる。最近の消費者物価下落の背景を分析すると、通信料金低下と中国からの輸入品の影響が無視出来ない。市場確保を狙った通信料金引下げは2001年半ばにほぼ終わり、コスト削減と普及の一巡から中国製品の影響も2002年初めには弱まる。

不良資産問題の解決は、金融機関の自助努力と政府の支援を組み合わせることで2001年度中にはほぼ目処がつく。大胆な整理は、経済的にも好ましいことではなく、政治的にも実現が困難であるが、ペイオフ解禁を2002年4月に控えて、やや厳しい選択を迫られる場面も十分にあり得る。

ロ．米国経済の予測

2000年下期の景気のスローダウンは、大方の予想を越える厳しいものとなった。特に、株価の下落に歯止めがかからなかったことが、不安感を高めている。2001年上期は、やや行過ぎたスローダウンの反動で一時的に成長率は高まるが、下期以降は90年代の高度成長期に生じた構造的なアンバランスの是正が本格化することから、景気には下押し圧力が常に働く状態が続く。具体的には、マイナス

にまで低下した貯蓄率が株価下落に伴う逆資産効果の本格化により徐々に高まり、4千億ドル近くにまで増大した経常収支赤字の削減もドル安を伴いながら進行し始める。このような状況に対し、2001年秋頃までは金融緩和政策が、2001年冬以降は減税による財政政策が、経済の完全な失速を防ぐために継続的に打ち出される。減税規模は、ブッシュ新大統領の減税案が前倒して実行に移されるため、2002年には年率2千億ドル程度に達する。その中で、個人消費の伸び鈍化、住宅投資の減少が特に目立ち、設備投資は高水準の企業収益を背景に底堅く推移する。名目GDP対比の設備投資比率は、80年代初め以来の高水準に達しており、設備投資調整が生じる可能性を完全に否定することは出来ないが、金利引下げによる企業収益の下支え効果が見込めること、IT関連投資は一時的な調整局面を過ぎれば再び勢いを取り戻すことから、設備投資の減少は避けうると考えられる。

また一部にはV字型回復を予想する論者もいるが、その前提は4%前後の潜在成長率である。80年代に2%台と考えられていた潜在成長率が、IT技術革新だけで4%に一挙に高まったとは考えにくい。さらに、90年代末の高成長は、自動車・住宅など従来型の大型商品のブームによりもたらされた部分が大きく、その反動で米国の自動車メーカーなどは厳しいリストラの実施を余儀なくされている。日本の90年代ほど経済パフォーマンスが悪化するとは言いが、しばらく米国は低めの成長率を余儀なくされ、底が長いU字型またはL字型の景気パターンが生じる可能性が高い。

・金利・為替予測

イ．日本の金利

日本銀行は、ゼロ金利政策を2002年夏ごろまで約1年半継続することを余儀なくされる。これは、3月19日の金融政策決定会合において、ゼロ金利を消費者物価上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで維持すると明言したことによる。2002年秋以降日本銀行は、金利引上げを模索し始め、長期金利は上昇に転じるが、急速な政策転換によるショックを恐れるため、引上げは小幅で段階的なものとなる。2002年度末の長期金利は2%台半ばを予想する。

ロ．米国の金利

F R Bは、景気スローダウンが予想外に速いテンポで進んできたこと、株価バブルの調整になかなか目処がつかないことから、2001年夏ごろまでアグレッシブな金利引下げを続け、短期金利は3%前後まで低下する。その後低めの成長率が続いたため短期金利は3%台が2002年末まで維持される。一方長期金利も、低い成長率と低めのインフレ率が維持されるなかで、国債残高の減少が続くことから2002年初めまで徐々に低下し、10年国債の金利は4%台半ばに達する。

ハ．円レート

円レートは、輸出の不振による経常収支黒字の縮小、ゼロ金利政策の復活、日本経済に対する信認低下などから2001年夏ごろまで円安が続き、一時130円台を突破する。ただしその後は、日本経済の持ち直しと米国経済にV字型回復がないことを確認して円高が始まり、2002年度末の円レートは100円前後となる。ユーロは、米国経済に比較して欧州経済が堅調を維持することから、ユーロ高基調が維持される。平均円レートは、2001年度123円、2002年度106円と予想する。

以上

わが国主要経済指標の予測

GDP 関連指標 (兆円、%、()内は前年度比伸び率、[]内は寄与度)

	2000年度 (見込)	2001年度 (予測)	2002年度 (予測)
国内総生産(実質)	532.4 (1.3)	542.0 (1.8)	556.7 (2.7)
民間最終消費支出	289.5 (0.0)	295.7 (2.1)	305.7 (3.4)
民間住宅投資	20.3 (1.1)	20.3 (0.2)	20.4 (0.3)
民間企業設備投資	84.9 (4.7)	90.6 (6.7)	98.2 (8.5)
政府最終消費支出	86.1 (3.4)	87.1 (1.3)	88.0 (1.0)
公的固定資本形成	39.3 (2.8)	38.9 (1.0)	36.0 (7.4)
在庫投資	0.1 [0.1]	0.7 [0.1]	0.8 [0.0]
純輸出	12.2 [0.1]	8.7 [0.7]	7.5 [0.2]
輸出	59.8 (9.6)	58.3 (2.5)	59.1 (1.3)
輸入	47.6 (10.7)	49.7 (4.3)	51.6 (3.9)
国内総生産(名目)	511.1 (0.5)	516.8 (1.1)	530.6 (2.7)
GDPデフレーター	96.0 (1.7)	95.4 (0.7)	95.3 (0.0)
鉱工業生産指数	105.8 (5.0)	108.0 (2.1)	111.2 (2.9)
卸売物価指数	96.8 (0.2)	97.4 (0.7)	96.1 (1.4)
消費者物価指数	101.4 (0.6)	101.2 (0.2)	101.3 (0.1)

(注) 実質値は1995年基準、鉱工業生産、卸売物価、消費者物価は1995年 = 100、卸売物価は総合

国際収支関連指標 (兆円、%、()内は前年度比伸び率)

	2000年度 (見込)	2001年度 (予測)	2002年度 (予測)
経常収支	11.4	7.6	7.3
貿易収支	11.3	7.2	6.5
輸出	49.8 (6.5)	48.8 (2.0)	46.9 (3.9)
輸入	38.5 (16.8)	41.5 (8.0)	40.3 (2.9)
サービス収支	5.0	5.1	5.0
所得収支	6.3	6.7	7.0
経常移転収支	1.2	1.3	1.2
円レートの	110.3	122.5	106.3

通関数量指数 (1995年 = 100)

輸出数量指数	123.4 (4.8)	118.1 (4.3)	120.0 (1.6)
輸入数量指数	125.4 (9.7)	127.8 (1.9)	131.7 (3.1)

米国主要経済指標の予測

GDP 関連指標

(10億ドル、%、()内は前年比伸び率、[]内は寄与度)

	2000年 (実績)	2001年 (予測)	2002年 (予測)
国内総生産(実質)	9,318.6 (5.0)	9,526.3 (2.2)	9,723.2 (2.1)
(名目)	9,962.7 (7.1)	10,375.6 (4.1)	10,712.2 (3.2)
個人消費	6,294.4 (5.3)	6,476.1 (2.9)	6,578.6 (1.6)
住宅投資	366.3 (0.5)	359.0 (2.0)	331.3 (7.7)
民間設備投資	1,413.3 (12.6)	1,463.0 (3.5)	1,523.5 (4.1)
政府支出	1,579.0 (2.8)	1,623.9 (2.9)	1,688.7 (4.0)
連邦	548.1 (1.5)	560.5 (2.2)	577.2 (3.0)
地方	1,030.3 (3.5)	1,063.5 (3.2)	1,111.5 (4.5)
民間在庫投資	61.8 [0.2]	65.5 [0.0]	58.0 [0.1]
純輸出	412.7 [1.0]	461.4 [0.5]	457.0 [0.0]
輸出	1,126.5 (9.1)	1,167.7 (3.7)	1,204.9 (3.2)
輸入	1,539.2 (13.6)	1,629.1 (5.8)	1,661.9 (2.0)
鉱工業生産指数	147.5 (5.7)	147.9 (0.3)	149.4 (1.0)
生産者物価指数	138.0 (3.7)	140.5 (1.8)	142.0 (1.1)
消費者物価指数	172.3 (3.4)	176.8 (2.6)	181.1 (2.4)

(注) 実質値は1996年連鎖ウェイト、鉱工業生産は1992年 = 100、
生産者物価は完成財、1982年 = 100、消費者物価は1982-84年 = 100

国際収支関連指標

(10億ドル、%、()内は前年比伸び率)

	2000年 (実績)	2001年 (予測)	2002年 (予測)
経常収支	435.4	447.6	439.7
財・サービス収支	368.5	395.2	387.1
財収支	449.5	467.6	463.7
輸出	773.3 (13.0)	811.7 (5.0)	845.2 (4.1)
輸入	1,222.8 (18.7)	1,279.3 (4.6)	1,308.9 (2.3)