

2001・2002年度内外経済見通し (2001年7月予測からの改訂)

激的な輸出減少に苦しむ日本経済

2001年の日本経済は、70年代以降で最大の輸出数量減少により景気後退を余儀なくされた。輸出減少は、米国におけるIT関連機器需要の急速な縮小によるものであり、その影響は日本だけではなく世界的な広がりを見せている。さらに、米国を襲った同時多発テロの悪影響が一時的とはいえ今後避けられないことから、2001年における世界全体の成長率は、90年代以降で最も低くなる可能性が高い。

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・設備投資は輸出激減にもかかわらず、予想外に堅調である。その理由としては、第一に非製造業の収益がリストラ効果などで増益基調を維持しており、非製造業の設備投資・雇用が堅調を維持していること、第二に輸出減少が電気機械に集中しており他産業へのマイナスの波及が限られていることが挙げられる。その中で、ダウ平均株価は持ち合いの解消による需給関係の悪化に、製造業の収益悪化懸念が加わり、9月に入り1万円の大台を割った。

2002年度については、輸出が下げ止まりから回復に転じることから、景気は次第に明るさを増して行く。その中で非製造業の設備投資は、次世代携帯電話などの通信関連を中心に安定した拡大を続ける。また個人消費も、所得の拡大が素直に消費増加につながり、徐々に伸び率が高まる。2001年度の成長率は0.2%(2001年7月予測0.7%)、2002年度は1.6%(同2.1%)と予想する。

一方2002年の米国経済は、IT関連設備投資を初めとする設備投資の調整が一巡し、金利引下げの効果が本格化することから、緩やかに景気は回復に向かう。財政・金融政策両面からの下支えにより、リセッションは回避できるが、ITバブルに伴う負債急増と株価下落の影響により設備投資の回復に手間取るため、しばらく成長率は低めが続く。2001年の成長率は1.1%(同2.1%)、2002年は1.6%(同2.6%)を予想する。

2001年9月26日
新生銀行 経済調査室

． 2001年度の日米経済

2001年の日本経済は、輸出の急速な減少により、景気後退を余儀なくされている。輸出数量は、昨年夏のピークから既に17%減少している。これは70年代以降では最高の落ち込みであり、戦後最大と言えるかも知れない。特に電気機械輸出の減少はまさに激烈であり、ピークから35%近く数量は落ち込んでいる。この輸出の落ち込みは、米国におけるIT関連機械需要の減少と世界的な携帯電話・パソコン需要の伸び悩みによるものである。まさに典型的な過去に例を見ない大きな輸出ショックが、ようやく回復へのきっかけをつかみかけていた日本経済を襲った。その影響は、電気機械産業に関連する製造業の設備投資にもマイナスに働き始めている。

その一方で、個人消費と非製造業の設備投資は意外なほど底堅い。例えば、乗用車販売台数は第1四半期の年率430万台が、直近では450万台近くに高まっている。また東京地区百貨店の売上高は、8月まで3ヶ月連続でわずかではあるが、前年同月を上回っている。一方非製造業の投資動向の先行指標として、非製造業からの機械受注の動きを見て見ると、一進一退ではあるが7月まで増加基調にある。この様に、輸出の激減は電気機械を中心に製造業を直撃しているものの、そのマイナスの効果は意外なほど、他のセクターに及んでいない。この理由としては第一に、電気機械産業の特性に求められる。電気機械産業は自己完結性の強い産業であり、需要の変動は周辺分野や海外のサプライヤーに大きな影響を与えるが、製造業の他分野、非製造業には大きな変動をもたらさない。従って、米国におけるITバブルの崩壊は、米国のIT関連業界と日本の電気機械メーカーに、ほとんど時差なく大きなマイナスを与えたが、日本のITに関連の薄い製造業や非製造業に波及効果を見出すことは今のところ難しい。

第二に、非製造業の収益が好調なことが個人消費と非製造業の設備投資を下支えしている。非製造業の収益は、第2四半期まで順調に増加を続けている。リストラの効果などが遅れて出てきていると思われる。従って、非製造業に属する企業の雇用拡大意欲は底堅く、これが製造業における雇用リストラの進展にも関わらず、労働市場が決定的に悪化することを防いでいる。個人消費が堅調な背景には、この様な事情がある。さらに収益が好調でキャッシュフローが潤沢なことが、設備投資にプラスに働くことは当然であろう。なお住宅投資と公共投資については、経済対策効果が徐々に薄らいでいることから、基調として既に減少傾向が定着している。ただし、2000年度における3兆5千億円の補正予算による公共投資追加分の多くが2001年度に持ち越されていることから、2001年度の公共投資の落ち込みは一時的に小幅なものとなる。また住宅投資では持家の落ち込みが相対的に大きい。以上の要素を織り込むと、2001年度の成長率は0.2%と、98年度の0.6%以来のマイナス成長となる。

一方家賃の下落、中国からの割安な工業製品の流入により物価は下落傾向を続けており、消費者物価上昇率は0.8%と2000年度の0.5%からさらに下落幅が拡大する。金融市場に目を転じると、持ち合い株式の解消が進む中で、製造業収益の急速な悪化が確実なため、株価は昨年春以来の下落に歯止めがかからず、米国同時多発テロ発生直後の9月12日、ついにダウ平均株価は1万円の大台を割った。また日本銀行は、3月19日に事実上ゼロ金利政策を復活させた後、景気後退の深刻化に伴い、小刻みな金融緩和策を8・9月に打ち出している。また円レートは、8月に入り米国経済の失速を確認して円高方向に動き始め、9月半ばには116円台に達している。

米国経済は、IT関連需要の予想以上の落ち込みにより、景気停滞感が2001年半ば以降急速に強まっている。IT関連需要の急落の背景としては第一に、ベンダーファイナンスにより人為的に拡大し

た需要が一挙に失われたことが挙げられる。ベンダーファイナンスとは、通信機器メーカーなどが、通信関連企業に与える売掛金ファイナンスであり、ここ1～2年通信関連企業は通信機器メーカーからの信用供与により大規模な設備投資を行う資金をファイナンスしていた。通信機器メーカーは、売上を伸ばすことを株式市場から強く求められており、リスクを承知の上でベンダーファイナンスによる売上のかさ上げを図った。ベンダーファイナンスの全体像は米国でも把握されていないが、大手通信機器メーカーは数千億円の売掛金を計上しており、業界全体で数兆円の不良債権が発生する可能性がある。そして通信需要の先行きに疑問が持たれ始めた瞬間に、ベンダーファイナンスによる人為的な需要創造は一挙に縮小せざるを得なかった。

第二に、携帯電話・パソコンの需要の伸びがスローダウンしてきた影響が指摘出来る。高めの成長を前提に部品メーカーに仮発注を行っていた携帯電話・パソコンメーカーが、需要の伸びを下方修正すると共に、在庫調整の必要から一挙に部品発注を絞り込んでいる。

第三に、2000年に相次いで下された二つの判決が、IT産業の先行きに対する楽観論に冷や水を浴びせた。一つは6月に下されたマイクロソフト社に対する分割を含む事業是正判決であり(2001年9月に米国司法省は分割を断念)、今一つは7月に下されたナップスター社に対するサービス停止の仮処分決定である。マイクロソフト社のケースは、情報通信分野における独占的な地位を利用して、不当な利益を得ること全般に対する警告と受け止められた。また、ナップスター社のケースは、同社が仲介している個人間の音楽情報交換(実質的な音楽CDの交換)による情報需要の増大が、著作権保護の観点から厳しい制約を受けることを余儀なくされると解釈出来る。バラ色で語られていた情報関連ビジネス全般に対する見直しが、この二つの訴訟から本格化した様だ。

いずれにせよ、米国のIT関連機器需要はこの様な要因により、バブル的な拡大が一挙に是正され、機械受注ベースで見ると昨年6月のピークから約40%減少している。このIT関連機器の需要急減が、米国経済だけではなく、世界経済全体を不況寸前にまで追い込んでしまった。米国では、IT需要急減の影響が、雇用や企業収益の悪化を通して、個人消費やIT以外の設備投資にもマイナスをもたらし始めている。9月以降、400億ドル近い所得税減税と短期金利下げの効果が本格化すると思われるが、同時多発テロが個人消費・設備投資に一時的にせよ悪影響を与えるのは避けられないため、2001年の成長率は、91年以来で最も低い1.1%に止まる。他方なかなか歯止めのかからない株価下落や景況感の悪化に対応して、FRBが更なる政策金利下げに踏み込む可能性が高い。さらに、成長率のスローダウンとエネルギー価格の下落により、消費者物価上昇率は3.0%(前年3.4%)に低下する。

欧州経済も、世界的なIT不況の影響により減速を余儀なくされているが、年初の減税の効果などから、日米経済に比較すれば落ち込みは小幅なものに止まっている。さらにアジア経済は、IT関連輸出の急減に加えて、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、急速に停滞感を強めている。

．2002年度の日米経済

イ．日本経済の予測

輸出減少は2002年初めまで続き、製造業の設備投資減少も2001年度一杯は避けられない。しかし、世界的なIT需要の落ち込みが2001年内に一巡することから、2002年に入り、輸出は横這いに転じ、若干のタイムラグを置いて製造業設備投資も底打ちする。その間、個人消費は所得の伸び

程度の緩やかな拡大が維持可能であり、非製造業の設備投資も堅調を維持することから、景気が完全に失速することはかろうじて避けられる。言い換えれば、生産 雇用 所得 消費のマイナスの循環が完全にスタートする直前で、日本経済は踏み止まる。米国経済の失速リスクは排除できないが、IT需要に比較して、米国の個人消費、IT以外の設備投資が日本の輸出に対するマイナスの影響は軽微であり、必要以上に事態を悲観的に見なくとも良いだろう。さらに、9月以降日米欧の中央銀行が金融緩和で完全に足並みを揃えてきたことから、低金利の効果が2002年初め頃から本格化すると期待出来る。またここ数年日本経済に対する最大のリスクであった、米国におけるITバブルの崩壊が現実のものとなったことから、かえってリスクと言えるものが当面見当たらなくなった。

2002年度に入る頃から輸出は緩やかな回復に向かい、個人消費と非製造業の設備投資は徐々に拡大テンポが加速してくる。個人消費については、失業率が2001年度末にピークを迎えることから、消費者心理が改善し、所得の伸びが素直に消費拡大に繋がる。引き続き、乗用車・IT関連機器の需要が底堅く推移する。また非製造業の設備投資は、通信産業における次世代携帯電話関連とブロードバンド関連投資が本格化してくること、流通産業における設備投資が2000年末に生じた駆け込み投資集中の反動の一巡により回復してくることから、増勢が維持される。製造業の設備投資も、代替投資を中心に2002年半ば頃から増加し始める。2002年度初めの投資水準は97年のピークを15%以上下回っており、投資回復の余地は大きく、下振れの懸念は小さい。さらにキャッシュフローに対する設備投資の比率も1をかなり下回っており、企業の設備投資拡大余力は大きい。

一方住宅投資と公共投資の減少は避けられそうにない。引き続き小泉政権の下で、財政を通じた景気刺激策が縮小過程にあることがその背景として指摘出来る。その中では、マンションを中心とする分譲住宅が、都心部の好立地における物件の掘り起こしに成功している事から好調を維持している。また2001年度の補正予算で追加される1兆5千億円程度の公共投資追加のほとんどは、2002年度に支出される。輸出は、海外の景気回復がスローテンポなものに止まること、円高が緩やかに進行することから、2002年下期から回復に転じるが、伸びは1%台の小幅なものとなる。輸入も中国からの製品輸入増加が、次第にスローダウンして来ることから2%強の伸びに止まる。

2002年度の成長率は1.6%と再び緩やかな回復が始まる。経常収支黒字は、輸出の急減により、2001年度に前年度の12.1兆円から7.3兆円に急速に減少した後、2002年度には8.2兆円に若干増加する。消費者物価上昇率は、2002年度を通じて前年比でマイナスが続く。徐々にデフレ圧力は小さくなっていくが、円高が進むこともあり、物価上昇率がプラスに転じるのは2003年以降のこととなろう。なお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徐々に進み、経済に決定的なマイナスとはならない。

ロ．海外経済の予測

2001年第4四半期に、同時多発テロの影響が米国の個人消費・設備投資にマイナスをもたらすのは避けられないが、2002年度に入ると少なくとも個人消費への影響はかなり薄らぐ。第二次世界大戦後、先進国を襲った悲劇として今回の同時多発テロと比較できるのは、恐らく95年1月の阪神大震災と3月の地下鉄サリン事件だけだろう。阪神大震災において直接の死者は約5,500人に達し、被害額は兵庫県によれば10兆円前後と推計されており、今回のテロによる被害に匹敵する。さらに3月に生じた地下鉄サリン事件は、日本の中枢を襲った無差別テロ事件として、日本人に深刻な

恐怖を与えた。その当時、これだけの事件が起これば、消費者マインドの冷え込みは不可避と言われていたが、実際には個人消費はこの二つの事件の影響をほとんど受けていない。今回の同時多発テロは、「阪神大震災＋サリン事件」以上のショックを米国民に与えたと考えることも出来るが、事件の後遺症を必要以上に過大評価することも危険ではなかろうか。

一方設備投資に関しては、航空機・大型建築物を中心に個人消費より影響が長期化する懸念があり、利下げによる企業収益改善のプラス効果を一部相殺してしまう恐れがある。ただし、IT関連投資については、2001年秋の時点で既に底打ちを示唆する指標も現れており、2002年下期には緩やかではあるが、再び増勢に転じる可能性が高い。2000年まで4%前後の成長率を5年間続けてきたことから、米国経済には低貯蓄率、膨大な経常収支赤字など調整を必要とする部分がまだ残っている。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にくい、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。2002年の成長率も1.6%に止まる。

欧州経済は、世界的なIT不況の影響を乗り越えれば、米国よりスムーズに成長軌道に復帰できる可能性が高い。域内および周辺諸国における設備投資がいよいよ活発化することが期待できる。アジア諸国は、日本以上にIT不況からの回復に手間取る。

・金利・為替予測

イ．日本の金利

日本銀行は、実質的なゼロ金利政策を2002年度一杯継続することになる。これは、2001年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。長期金利は、2002年秋頃に景気の底打ちを確認して上昇に転じるが、そのスピードはデフレ傾向が払拭できないことから、緩やかなものに止まる。

ロ．米国の金利

F R Bは、景気の一層の悪化を防ぐため年内にも、追加的金利引下げを実施し、実質短期金利はほぼゼロとなる。その後は、景気回復が確認される2002年秋まで、金利を低めに維持する。一方長期金利は、短期金利の引き下げに加えて、景気の悪化とインフレ率の低下を受けて、年内一杯低下を続けるが、その低下幅は短期金利以下となり、長短金利格差は90年代初めに近い水準まで広がる。その後長期金利は、2002年半ばから、景気の底入れを受けて緩やかに上昇に向かう。

ハ．円レート

円レートは、米国経済の不振が予想以上となってきたことから、2001年末頃から円高の動きが定着する。ただし、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、日本経済に対する不安感などから、円高のテンポは緩慢なものに止まる。ユーロは、米国経済に比較して欧州経済が順調に回復に向かうことから、ユーロ高基調が維持される。平均円レートは、2001年度121円、2002年度113円と予想する。

以上

わが国主要経済指標の予測

G D P 関連指標 (兆円、%、()内は前年度比伸び率、[]内は寄与度)

	2000年度 (実績)	2001年度 (予測)	2002年度 (予測)
国内総生産(実質)	530.7 (1.0)	529.8 (0.2)	538.4 (1.6)
民間最終消費支出	289.4 (0.0)	292.0 (0.9)	297.5 (1.9)
民間住宅投資	20.1 (1.9)	18.5 (8.0)	19.1 (3.2)
民間企業設備投資	84.9 (4.6)	85.9 (1.3)	89.3 (3.9)
政府最終消費支出	86.0 (3.3)	87.6 (1.9)	88.9 (1.5)
公的固定資本形成	37.9 (6.1)	37.0 (2.4)	35.9 (3.1)
在庫投資	0.0 [0.1]	0.1 [0.0]	0.0 [0.0]
純輸出	12.5 [0.2]	8.8 [0.7]	7.7 [0.2]
輸出	59.7 (9.3)	55.8 (6.5)	56.5 (1.3)
輸入	47.2 (9.8)	47.0 (0.5)	48.8 (3.9)
国内総生産(名目)	510.8 (0.6)	501.1 (1.9)	505.6 (0.9)
G D P デフレーター	96.3 (1.5)	94.6 (1.7)	93.9 (0.7)
鉱工業生産指数	104.9 (4.0)	95.8 (8.6)	96.4 (0.6)
卸売物価指数	96.8 (0.2)	97.4 (0.6)	96.2 (1.2)
消費者物価指数	99.9 (0.5)	99.1 (0.8)	98.7 (0.4)

(注) 実質値は1995年基準、鉱工業生産、卸売物価は1995年 = 100、消費者物価は2000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 (実績)	2001年度 (予測)	2002年度 (予測)
経常収支	12.1	7.3	8.2
貿易収支	11.5	7.1	7.5
輸出	49.8 (6.6)	46.8 (6.1)	45.0 (3.8)
輸入	38.3 (16.1)	39.7 (3.8)	37.5 (5.5)
サービス収支	5.2	6.1	6.0
所得収支	6.7	7.7	7.9
経常移転収支	0.9	1.3	1.2
円レートの	110.5	120.7	112.5

通関数量指数 (1995年 = 100)

輸出数量指数	123.4 (4.8)	110.4 (10.5)	112.1 (1.5)
輸入数量指数	125.5 (9.8)	122.9 (2.0)	125.8 (2.4)

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)	9,224.0 (4.1)	9,329.6 (1.1)	9,483.6 (1.6)
(名目)	9,872.9 (6.5)	10,206.0 (3.4)	10,511.2 (3.0)
個人消費	6,257.8 (4.8)	6,431.4 (2.8)	6,558.7 (2.0)
住宅投資	371.4 (0.8)	376.4 (1.4)	353.8 (6.0)
民間設備投資	1,350.7 (9.9)	1,299.9 (3.8)	1,265.5 (2.6)
政府支出	1,572.6 (2.7)	1,626.0 (3.4)	1,665.3 (2.4)
連邦	545.9 (1.7)	556.1 (1.9)	569.7 (2.4)
地方	1,026.3 (3.2)	1,069.5 (4.2)	1,095.7 (2.4)
民間在庫投資	50.6 [0.1]	15.1 [0.7]	42.5 [0.6]
純輸出	399.1 [0.9]	409.9 [0.1]	414.7 [0.1]
輸出	1,133.2 (9.5)	1,113.0 (1.8)	1,121.0 (0.7)
輸入	1,532.3 (13.4)	1,522.9 (0.6)	1,535.7 (0.8)
鉱工業生産指数	147.5 (5.6)	143.9 (2.4)	144.3 (0.3)
生産者物価指数	138.0 (3.7)	141.5 (2.5)	142.2 (0.5)
消費者物価指数	172.3 (3.4)	177.4 (3.0)	181.2 (2.2)

(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	444.7	423.5	418.1
財・サービス収支	375.7	359.1	350.3
財収支	452.2	437.9	435.1
輸出	772.2 (12.8)	744.1 (3.6)	746.9 (0.4)
輸入	1,224.4 (18.9)	1,182.0 (3.5)	1,181.9 (0.0)