

2002・2003年度内外経済見通し

ITバブル崩壊に沈んだ日本経済

2001年度の日本経済は、米国におけるITバブル崩壊による輸出激減が、製造業収益の悪化を通じて個人所得の減少、個人消費・住宅投資の不振をもたらし、本格的景気後退局面に突入した。さらに9月11日の同時多発テロの影響などから、企業が急速に先行きの経済に不安感を強めたため、設備投資も縮小を余儀なくされ始めている。世界同時不況の中で、成長率は、1.0%と98年度の0.8%を下回り、70年代以降で最低となる。

2002年度に関しては、米国経済が緩やかな回復に転じる中で、電気機械を中心とする輸出が持ち直してくることから、次第に景気は回復に向かう。ただし、大きく落ち込んだ製造業収益の悪影響が残り、雇用・設備投資の持ち直しに手間取ることから、成長率は0.1%と僅かなプラスに止まる。

2003年度については、景気回復が半年から1年程度続くことを前提とすれば、企業収益の拡大が雇用と設備投資の増加に本格的に結びつき、成長率は2.0%に高まる。特に設備投資はキャッシュフローが豊富なだけに、企業が経済の先行きにある程度の展望を持てれば、急増する可能性もある。

このような標準的な見方に対して、2001年度末から2002年度初めにかけて、日本経済が一時的にかなり危険な状態に陥る可能性が否定出来ない。長期化した低成長が一部企業の体力を著しく弱めていることから、倒産件数が過去最高水準に達しており、不良資産増加と雇用不安深刻化を通じて、需要がさらに急減する恐れがある。また、米国経済も相次ぐ金利引下げや減税による景気刺激効果は期待できるものの、構造的な問題である低い貯蓄率と多額の経常収支赤字はほとんど改善しておらず、景気後退が予想外に深くなり、長引く恐れがある。内外共ここ数ヶ月の経済動向が将来に決定的な影響を持つだろう。

2001年12月25日

新生銀行 経済調査室

．内外経済の現状

１．日本経済の現状

２００１年度の日本経済は、予想をはるかに超えるＩＴ関連輸出の減少により、深刻な景気後退を余儀なくされ、成長率は１．０％と７０年代以降で最低となる見込みである。ＩＴ関連輸出の中心である電気機械輸出数量はこの１年間に３０％以上減少している。２０００年秋から始まったＩＴ関連輸出減少は、当初は電気機械産業の生産と設備投資の縮小に止まっていた。しかし、２００１年春頃から電気機械メーカーが本格的な雇用削減に踏み切り始め、失業率が１０月に５．４％に上昇するなど雇用環境が急速に悪化してきたため、個人消費と住宅投資への悪影響が顕在化してきた。

個人消費の中では、耐久消費財の落ち込みが目立っている。特に、家電製品の中で価格水準の高い冷蔵庫・洗濯機や乗用車の販売水準が２００１年秋以降落ち込んでいる。雇用環境の悪化と賃金の低下を背景として、高額耐久消費財の買い替えが先送りされている。また住宅投資も落ち始めている。１９９９年１月から２００１年６月（当初は２０００年１２月まで）まで実施されていた住宅ローン特別減税による需要前倒しの反動に加えて、耐久消費財同様に雇用情勢の悪化が持家建て替えの縮小をもたらしているため、住宅着工戸数は２００１年秋以降減り始めている。

一方設備投資は、大企業製造業の減少を零細企業の増加がカバーして、２００１年度上期まで意外なほど好調を維持していたが、ここに来て急速に減少する気配が濃厚になっている。電気機械産業を中心とする大企業製造業の設備投資は、２００１年度に入り輸出急減・収益悪化を背景として減少が始まっていた。一方非製造業に属する零細企業の設備投資は、輸出減少の影響を受けにくいことに加えて、２０００年度収益が回復していたことから、２００１年度上期まで増勢が続いていた。しかし、好調を維持していた非製造業からの機械受注が、９月以降減り始めている。一時的に集中していた電力からの発注がピークアウトしたこともあるが、個人消費の悪化、企業収益の減少、９月１１日の同時多発テロの発生などから、企業の経済の先行きに対する見方が急速に悪化していることが、その背景として指摘出来る。またトラックの販売台数が急速に減り始めていることも、先行きの設備投資の赤信号である。この様な理由から、２００１年度下期の設備投資は、急減する可能性が高い。

次に今回の景気後退の引き金を引いた輸出の動きを見ると、電気機械を初めとして、落ち込みは止まったと言える。米国におけるＩＴ関連投資の急速な減少による日本の輸出減少は、米国における投資調整の一巡、欧州における携帯電話過剰在庫の解消により一段落した。その他の製品についても、日本同様にＩＴバブル崩壊の影響が厳しかったアジア諸国向けが、落ち込みから下げ止まりの気配を見せ始めている。また公共投資も２０００年度補正予算（１１月成立）で追加された約５兆円のプラス効果により一時的に減少に歯止めがかかっている。

金融市場に目を転じると、金利は１９９９年以降３年間、基本的に超低水準横這いを続けている。その中で景気の一層の悪化を受けて、日本銀行は３月１９日の金融政策決定会合において、金融政策の直接の目標を従来のインターバンク短期金利から日本銀行当座預金残高に変更すると共に、ゼロ金利政策を復活させた。その後、日本銀行は８月・９月・１２月に目標とされる当座預金残高を引き上げると共に、９月には公定歩合を０．２５％から０．１％に象徴的ではあるが引き下げた。

このような金融政策手法の変更は、残念ながら景気後退に歯止めをかける効果を十分には発揮できていない。一部には、量的緩和が不十分であり、日本銀行はインフレーターゲットを設定して、遮二無二マネーサプライを供給せよとの意見もある。しかし、現在の様な深刻な不況下において、有意に物価上昇率

が上がるまでマネーサプライを増やすためには、日本銀行が民間保有の土地・社債等を数兆円規模で購入する必要がある。これは、実質的に国会の議決を経ない財政支出であり、補助金のばら撒きに他ならない。基本的には、金融政策だけで景気は良くならないと、認識すべきだろう。

円レートは、昨年未から100円台から120円台に緩やかな円安傾向が続いている。日本経済への懸念の高まりと経常収支黒字が縮小してきたことが、その背景として指摘出来る。また株価も、景気後退の深刻化を受けて、年初の1万3千円台が夏までに1万円台へ値下がりしてきた。9月11日の同時多発テロ直後に、一時9,500円まで値下がりしたが、直近は1万円台でやや値動きの激しい状態が続いている。消費者物価上昇率は、食料品価格の下落、輸入製品の浸透、家賃の低下などの影響で、対前年比で1%強のマイナスが続いている。なお消費者物価指数は、8月から採用品目の変更が行われ、パソコン・牛丼・携帯電話通話料などが新たに採用されたが、その影響は予想より小さく、マイナス幅は小幅拡大に止まった。

ここで改めて今回の景気後退が、当初の予想以上に深刻なものとなった背景を考えて見ると、勿論米国のITバブル崩壊の激烈さをまず指摘することができる。ただし、それに加えて次のような要因も影響している。まず個人消費が景気下支えの役割を果たすことが出来なかった。曲がりなりにも景気が拡大していた2000年度中も消費者心理はどちらかと言うと悪化傾向にあり、消費マインドは冷え込みを続けた。雇用情勢に明るさが見えなかったこともあるが、本格的な高齢化時代を迎え社会保障全体の見直しが話題に上るたびに、中高年齢層の生活防衛スタンスが強まっていることがその原因の一つと考えられる。

第二に、企業は依然として10兆円前後のフリーキャッシュフロー（使途自由の手元資金）を、借金返済に優先的に使い、設備投資を抑え気味にしている。バブルの後遺症から、金融機関経営が依然として不安を抱えている中で、業況の良否に関わらず、企業はできるだけ借入金を減らし、財務の安定性を高めようとしている。貸し渋りと言うより、借り渋りが実態に近いのではなかろうか。

第三に、製造業において中国への雇用流出が生じている。中国人従業員の意識改革が進み、低賃金労働力の魅力が一段と高まったため、繊維産業だけではなく製造業の幅広い分野で中国への工場進出が活発化している。製造業雇用激減の理由の一つはここに求められる。

いずれにせよ日本経済は、戦後最も厳しい経済情勢に直面していると言わざるを得ない。さらに財政・金融政策は、ここ10年でほぼ使い切られており新たな効果的な景気刺激策を期待することは出来ない。倒産件数が70年代以降で最高水準に達してきたこと、一段の失業率上昇が避けられそうにないことなどから、消費者・企業家マインドがさらに冷え込み、需要減少の結果生じる悪性デフレスパイラルが一挙に加速する恐れが否定出来ない。2002年4月のペイオフ解禁を控え、金融機関への目も一層厳しさを増しており、ここ数ヶ月が日本経済の未来にとって決定的に重要な時期となろう。

2. 海外経済の現状

世界経済は、第一次オイルショック直後の74・75年以来となる、深刻な同時不況に見舞われている。その最も大きな要因は、米国におけるITバブルの崩壊であり、当然米国経済も、本格的な景気後退を免れなかった。1991年4月に始まった戦後最長の景気拡大は、丁度10年（120ヶ月）目の2001年3月にピークを打った。2001年の成長率は、1.3%と2000年の4.1%を大きく下

回り、過去10年間で最低となることが確実である。2001年第3四半期の成長率は年率1.1%と、93年第1四半期以来のマイナスとなった。設備投資の落ち込みに加えて、雇用減少や9月11日のテロの影響により個人消費の伸びが低くなったことがその要因である。

世界的な不況をもたらした米国のITバブルの崩壊は、米国経済にも当然の事ながら大きな影響を及ぼし始めている。昨年3月にNASDAQ株価指数がピークをつけてITバブルの崩壊が始まってから、約1年経ってIT関連設備投資が減り始めた。これは、バブルの最中に計画されたプロジェクトが、状況が変化したにも拘わらず何らかの形で継続されたためと思われる。日本のバブル崩壊後、土地関連プロジェクトがなかなか中止されなかったことと同様である。長距離光ファイバー敷設工事や大規模ローカルLAN工事などは、なかなか途中で止めることは出来ない。

ただし、さすがに2001年に入るとIT関連投資は急速に減り始め、その影響が雇用を通して夏頃から、個人消費に及び始めた。ちょうどその時総額400億ドルに達する大規模な所得税減税が、7月から9月にかけて実施に移され、9月11日に同時多発テロが発生した。雇用減少とテロのマイナス効果、減税のプラス効果に加えて、需要急減を恐れた自動車メーカーのゼロ金利ローンの影響も加わり、個人消費の動きはランダムになり、トレンドが見出しにくくなった。ただし、12月半ばまでの動きを見てみると、結局雇用減少のマイナスが全体の流れを決めている。実質個人消費の増加ペースは、2000年上期までの年率5%増が、2000年下期に4%、2001年上期に3%へと低下した後、足下は0~1%まで落ち込んでいる。雇用減少テンポは、年間150万人前後と前回90~91年不況並みになっており、個人消費はマイナスとなってもおかしくはないが、減税の効果がマイナスの回避に貢献している。

さらにIT関連機器の輸入減少が大幅なものとなっているため、通常の不況期より輸入の減少幅が大きいことも、何がしか米国経済にはプラスに働いている。ちなみに、外需の成長率への寄与度は、2000年の0.6%が、2001年には0.1%にかなり縮小する。

この様な状況を踏まえ米国では、FRBが2001年1月3日から12月11日までの間に11回、通算で4.75%の短期金利引下げを実施している。この結果、足下の短期市場金利は2%弱と1950年代以来の低水準となり、10年国債金利も5%強とここ30年間で最低の水準に達した。この様なかつてないほどの積極的な金融緩和策は、バブル崩壊の悪影響を出来るだけ小さくするために、グリーンズパンFRB議長が、自らの失敗を踏まえた上で決断した結果である。一方株価は、テロ後の9月21日に8,326ドルの安値を記録したが、その後は積極的な金融緩和策や個人消費の底割れ回避が市場に評価され、1万ドル前後まで回復してきた。また一時3%台半ばまで高まった消費者物価上昇率は、エネルギー価格上昇などの一過性の要因がピークを超えた事に加え、失業率が2000年10月の3.9%のボトムから11月には5.7%まで急速に上昇しており、賃金上昇率も低下してきたため、2%台まで低下している。

欧州経済は、米国におけるITバブル崩壊に、欧州各国において繰り広げられた携帯電話バブル崩壊が加わり、IT輸出依存度の高いドイツにおいて特に景気悪化が目立っている。欧州における第3世代携帯電話免許入札競争の結果、欧州各国の携帯電話会社に20兆円強の免許料支払義務が生じ、一挙に各社の経営状態は悪化した。その影響で、欧州の携帯電話販売は急速に冷え込み、欧州を中心に5千万台の携帯電話過剰在庫が発生した(年間販売数量4億台前後)。また肝心の第3世代携帯電話関連投資は資金不足のため先送りされている。さらに、ドイツにおいては米国ほどではないにせよITバブルが

生じていた。ドイツのナスダックであるノイアマルクトの株価は、2000年3月につけた最高値9,666から、2001年9月には一時718まで90%以上下落している。欧州主要国の中でドイツの景気が最も思わしくないのは、IT関連機器輸出の割合が高いことに加えて、このドイツ版ITバブル崩壊のマイナスの効果が発生しているためと考えられる。2001年の成長率はかろうじてプラスを維持できる程度と考えられる。

他方、英国はそもそもIT関連機器を初めとする電気機械産業が弱いためにITバブル崩壊の影響を受けにくいこと、ユーロへの参加を拒み独自の金融政策を維持できていること、公的セクターにおける欠員が多く(リストラの行き過ぎ)労働需給の悪化がマイルドなことから、引き続き2%強の高めの成長率を維持しており、2001年の成長率はG7各国の中で最高となる見込みである。フランスも、ドイツに先駆けて雇用関係の規制緩和を進めたことにより雇用が底堅いことやIT関連輸出への依存度の低さなどから、成長率はスローダウンしているものの、2%前後は維持できる見込みである。

アジア経済は、中国を除いて米国のIT不況の影響を深刻に受けている。中国は、世界的な量産製品生産基地としての役割の高まりにより、直接投資が引き続き高水準であり、好調な経済パフォーマンスに繋がっている。その他のアジア諸国は、IT関連機器輸出減少のマイナスの影響が続いており、特に97・98年のアジア経済危機で底力を見せた台湾・シンガポールが、IT関連機器輸出急減により2001年にはマイナス成長を余儀なくされることが、今回の世界的なIT同時不況を象徴している。一方韓国は、IT関連以外の輸出が堅調で、2001年は2%前後のプラス成長の達成が見込まれている。さらにASEAN諸国は、政治情勢に不安を抱えているものの、IT関連機器輸出比率の高いマレーシアを除いて、成長率の低下は比較的小幅に止まっている。

・日本経済の見通し

1. 2002年度の日本経済

2002年度は、IT関連輸出急減の影響が残るため、需要回復テンポは緩慢なものとならざるを得ず、成長率は0.1%に止まる。米国経済の立ち直りと円安の進展を背景に、IT関連輸出を中心に輸出が2002年春頃から増勢に転じることが、景気をわずかつづ明るい方向に導く。しかし、2000~2001年の鉱工業生産急減から収益悪化を余儀なくされた製造業で、設備投資の抑制と雇用の削減が続くことが、経済全体の重荷となる。巨額の不良債権とその背後にある体力を消耗した企業群の問題も、一挙に解決することは引き続き難しいと考えられる。世界経済全体の回復力も弱く、日本経済にとっては体力を回復するためのリハビリの一年と位置付けられよう。

(個人消費)

個人消費は、雇用情勢の好転と共に徐々に明るさを取り戻してくるが、実質伸び率は0.1%と低い状態が続く。ただし、消費構造の変化を統計が追いきれていないため、2000年度を含めて伸び率が上方修正される可能性が個人消費には残されている。

まず、個人消費に最も大きな影響を与える雇用は、緩やかな改善を見せる。2001年春から本格化してきた製造業の雇用リストラは2001年度下期にピークを迎え、その後徐々に削減テンポがスローダウンする。また、2001年度に雇用を下支えしてきたサービス業が引き続き新規採用を続ける。失

業率は、2002年春まで就業者数の減少は続くが、労働力化率が落ち込むため急激な上昇は避けられ、2001年度の5.2%に対し、2002年度は5.4%への小幅な上昇に止まる。また賃金は、2001年度の収益悪化の影響が2002年度夏頃まで残るためマイナス基調が続くが、その後は収益の持ち直しとともに、中立からプラスに向かう。総じて、雇用と賃金を取り巻く環境に顕著な改善は望めないものの、2002年度中に個人消費をさらに下振れさせる事態は避け得ると考えられる。

その中で、2001年度に不振に陥った耐久消費財需要に回復が期待できる。特に乗用車については、80年代後半に購入された車両が既に買い替え時期に入っており、雇用・所得の先行きに明るさが見えれば、需要が予想外に盛り上がることも考え得る。また、大型化・高機能化の進むテレビ、テロの影響で抑制された海外旅行の代替効果が続く高級ブランド商品などは引き続き好調を持続する。一方で普及率の上昇してきたパソコン・携帯電話の需要は伸び悩みが続く。

（住宅投資）

2002年度の住宅着工戸数は、2001年度の116万戸から110万戸に減少し、実質伸び率は3.4%となる。住宅需要は基本的に住宅が充足された80年代後半から、雇用情勢と税制からの影響がさらに強くなった。雇用環境が良好で、所得の伸びが高い時期には、持家の建て替えが促進され、住宅一次取得者が増加する。さらに、景気対策として住宅ローン減税が実施されると、一時的に建て替え需要などが前倒しされる。

99年度から2000年度上期にかけてはこの様なプラス要素がすべて揃い、住宅投資は上振れた。しかし、2000年度下期以降2002年度にかけて、プラス要素は姿を消し、住宅投資は低迷を余儀なくされる。特に建て替え時期の選択にフレキシビリティの大きい持家の不振が続く。さらに、地価下落と企業の遊休用地処分の高まりでブームとなった都心の高層マンション建築も、99年度から2000年度にかけて潜在需要を取り込んだあと、水準の低下を余儀なくされる。その中で貸家は、老朽化した貸家からの住み替え需要を取り込み、2000年度並みの水準が維持される。

（設備投資）

設備投資伸び率は、1.4%と2001年度の1.3%のプラスからマイナスとならざるを得ない。これは、企業収益の急速な悪化から、2001年度下期に設備投資が激減する影響が、統計的に2002年度の伸び率を下振れさせるためである（マイナスのゲタは2.7%）。2002年度中の設備投資は、電気機械産業の設備投資絞込みの一巡、大店立地法施行を前にした駆け込み出店投資の反動で抑制されていた店舗関連投資が増勢に転じること、携帯電話関連など通信関連投資の増勢が続くことなどから、基調としては緩やかな拡大が続く。

マクロ的に見れば、雇用リストラなどによる固定費削減効果により、企業収益が2002年度に再び持ち直してくること、企業のキャッシュフローが引き続き豊かなことが、設備投資の下支え要因となる。

（公共投資）

2002年度の公共投資は前年度比1.4%増と減少局面の中の一時的踊り場となる。これは、地方政府の公共投資抑制が2000～2001年度にピークを迎えたこと、2001年度第2次補正予算による追加公共投資の多くが2002年度に繰り越されたことによる。なお2001年度の公共投資は、

2000年度補正予算の消化状況が悪く、2000年度並に落ち込んだ。

(輸出入)

2002年度の輸出数量伸び率は、70年代以降で最大の落ち込みとなった前年度における11.2%から、0.7%と僅かな増加に転じる。今回の景気後退をもたらした輸出減少はひとまず終わる。電気機械が25.9%から0.9%のプラスに転じることが何と云っても、全体の流れを決める。米国においてIT関連投資の削減が一段落する中で、低価格新製品の導入によりパソコン販売が上向していること、欧州を中心とする携帯電話過剰在庫が2001年末にほぼ解消したことが、電気機械輸出にプラスに働く。その他の製品については、アジア向け輸出が新設プラント稼動と景気低迷による落ち込みからかなりの急角度で回復する化学製品と、米国向け輸出の減少が避けられない自動車を除くと、円安と世界経済の回復のプラス効果を受け、いずれも緩やかな拡大に転じる。電気機械を除くと、日本の輸出品は総じて海外の景気変動の影響を受けにくくなっている。需要変動が大きい最終製品の組み立てが海外にシフトしていることが、その背景として指摘出来る。

一方輸入数量伸び率も、2001年度の5.2%のマイナスから1.0%の増加に転じる。ここでも電気機械を初めとする一般機械の動きが全体の動きを左右している。90年代に輸入製品の浸透度が高まったことにより、輸入と国内需要の連動性はさらに高まっており、景気が緩やかな回復に向かうことが、輸入の拡大に繋がる。また、中国からの衣料製品・家電製品などの流入拡大テンポは徐々にスローダウンしつつある。

(国際収支)

2002年度の経常収支黒字は、10.9兆円と前年度の10.2兆円から微増する。2001年度には、輸出の急速な減少から貿易収支黒字が前年度の11.5兆円から7.6兆円に激減したが、所得収支黒字が6.7兆円から9.2兆円へ急増したことから、経常収支黒字は前年度比で2兆円弱の減少に止まった。所得収支黒字急拡大の背景としては、海外子会社の再投資収益の増加が挙げられている。これは連結決算の普及などによる、従来計上されていなかった収益分の上乗せの可能性が高い。2002年度については、輸出入共に緩やかな増加に止まるため、貿易収支黒字はほぼ横這いの7.9兆円となり、所得収支も特殊要因が一巡して増加テンポが弱まるため、経常収支黒字に大きな変化はない。なお、サービス収支赤字は、5～6兆円前後でここ10年間安定しており、テロの影響による海外旅行者減少の影響も全体を動かすほどのインパクトはない。

(物価)

2002年度の消費者物価上昇率は0.4%と4年連続で物価は下落を続けるが、下落テンポは若干緩やかとなる。これは、食料品価格の低下が、中国からの野菜輸入拡大や狂牛病の影響などが薄れるため、一巡することによる。なお、消費者物価の下落への寄与が大きいのは、農作物・家賃・家電製品である。これらの価格の低下は、不況を背景にこれまで割高だった価格が、国際標準価格にサヤ寄せされているため生じている。

2.2003年度の日本経済

2003年度は、輸出減少ショックが一巡し、懸案の不良資産問題にほぼ目処がつくため、企業マインドが好転し、抑えられていた更新投資が活発化する。さらに、個人消費も所得増加テンポの高まりと共に、本格的な拡大に向かう。この間日本銀行は、自ら設定した条件により「ゼロ金利政策」を維持せざるを得ず、実質金利が徐々に低下してくることも、景気にプラスに働き始める。不良資産問題も景気回復の定着と共に、新規発生額が漸減し、ようやく解決のメドがつき始める。

（個人消費）

2003年度の個人消費は、安定した回復に向かう。可処分所得の伸びが、就業者数の増加と賃金上昇率の高まりにより2%近くに達し、消費者マインドに明るさが戻ることがその要因である。サービス業に属する企業の採用意欲は足下の景気減速にも関わらず旺盛であり、製造業の雇用リストラが一巡する2003年度には、雇用は順調な拡大を始める。長期化した採用の抑制により生じた人員構成の歪み是正や、新規事業分野での人員増加を、機会があれば企業は実行に移すことを考えている。また中国への雇用流出は、2001年度からWTO加盟が実現する2002年度がピークとなり、さらに中国への雇用シフトが加速するとは考えにくい。

個人消費の中では、乗用車の買い替え需要がさらに拡大し、次世代携帯電話サービス、高速通信回線サービスが本格的な普及局面に入ることから、IT関連機器需要が盛り上がる。さらに2001年度下期から2002年度上期にかけてテロの影響で抑制される旅行需要も盛り上がる。

（住宅投資）

2003年度の住宅着工戸数は109万戸と、前年度横這いに止まる。雇用情勢が好転し、持家の落ち込みに歯止めがかかるが、2001年度下期から土地手当てを抑え始めた影響が、分譲住宅（マンション）の着工に残ることがその背景として指摘出来る。また2003年12月に、現行の住宅ローン減税が期限を迎えるが、何らかの形で継続される可能性が高いこと、99年度から2001年度にかけて建て替え需要の前倒しが生じていることから、駆け込み着工は僅かなものに止まる。

（設備投資）

2003年度の設備投資は、企業収益の本格回復と共に伸び率が5.0%に高まる。急速な収益悪化によって削減された零細企業・中小企業の更新投資が、盛り上がってくる。また、潤沢なキャッシュフローに支えられて大企業製造業の前向きな設備投資が、電気機械産業を中心に再び増加に転じる。ITバブルの後遺症が一巡することにより、半導体・液晶・長距離通信関連の生産拡大投資が積み増される。さらに非製造業では、通信関連投資が増勢を続けるほか、2003年前後に集中する、東京都心の大型ビル竣工をきっかけとして、都市再開発関連投資の拡大が生じる。流通業における新店舗開発・既存店舗リフォーム投資にも期待が持てる。

（公共投資）

2003年度の公共投資は減少テンポが再び加速し伸び率は7.7%となる。2002年度に大型補正予算による公共投資追加がないことがその要因である。ただし、2003年度末の名目公共投資は80年代半ばの水準に戻り、2004年度以降公共投資削減テンポはスローダウンする。

(輸出入)

2003年度の輸出数量は、4.4%に拡大テンポが若干加速する。IT関連製品輸出が米国・アジア向けを中心に伸び率を高めることによる。ただし、為替レートが円高に向かい始めること、中国製品との競争関係が厳しくなることにより、世界経済の本格的回復に拘わらず輸出の伸びは従来ほどには高まらない。他方輸入数量伸び率も、4.3%と国内需要の拡大に伴って伸び率が高まる。2%前後の内需の伸びに対し、4%前後輸入が伸びる状態がノーマルと言える。

(国際収支)

2003年度の経常収支黒字は、12.8兆円と前年度の10.9兆円をかなり上回る。ただし98年度の15.2兆円に比較すれば水準はまだまだ低い。円高に伴い、円建て輸入額が減ることが経常収支黒字拡大の原因であり、黒字が傾向的に拡大するわけではない。

(物価)

2003年度の物価上昇率は、0.2%と下落幅がさらに縮小する。ただし、農産物・サービスの価格は上昇に転じるが、円高の進展を受けて工業製品価格の下落が続くため、2003年度中に消費者物価上昇率が前年比でプラスに転じることはない。

．海外経済の見通し

2002年は、世界経済の回復に向けた助走の1年と位置付けられる。米国ITバブル崩壊の悪影響が一巡すること、世界同時不況の結果生じた世界同時超金融緩和のプラスの影響が2002年に入り徐々に顕在化してくることが、回復へのきっかけを作る。2003年に入ると、各国で生産 雇用 所得 消費の前向きのサイクルが定着し、IT投資も半導体の性能アップなどから再び本格的な拡大が始まるため、世界経済は順調な成長軌道に戻る。

1．米国経済の動向

2002年の米国経済は、年央から緩やかな回復に転じるが、成長率は0.2%に止まる。回復のきっかけは、IT関連設備投資の底打ち、金利低下による利払いコスト軽減効果の高まりである。企業収益の回復が展望できるようになれば、雇用リストラは終わり個人消費も次第に伸び率を高めてくる。まずIT関連設備投資の先行指標と考えられる半導体需要の動きを見てみると、既に2001年9月に底を打っており、IT関連設備投資の下げ止まりは近いと考えられる。長距離基幹系通信設備投資は、設備過剰が著しいため2003年以降に回復は先送りされるが、オフィス内のLAN構築、パソコンなどの更新投資が2002年上期から増加に転じる。

また1年間で4.75%に達したFRBの積極的な金利引下げにより、企業の利払い負担は、2001年の5500億ドルから5000億ドルに減少し、この効果だけで11%の増益効果が発生する。さらに従来の不況期よりも素早いとも言える、積極的な雇用リストラにより人件費負担の伸び率が大きく低下することも企業収益には当然プラスに働く。また2001年に生じた急速な減益により、利益率は

過去の不況期のボトム近くに既に達しており、これ以上の減益は避けられる可能性が高い。

2000年3月のITバブル崩壊から企業収益の悪化、雇用の減少と約1年かけて今回の不況は本格化してきた。同様に、IT関連設備投資の持ち直しから企業収益の回復、雇用の拡大には1年程度の期間は必要とされるだろう。従って、米国が本格的な回復過程に入るのは2003年春頃と予想される。なお2001年夏に実施された400億ドルの減税前倒しに加えて、総額500億ドル前後の減税と財政支出拡大が予定されており、これは2002年上期に生じる、自動車需要の反動減などによる景気落ち込みを、ある程度マイルドにする効果を発揮する。

2003年に入ると、需要増加 生産拡大 雇用増加 所得増加と言う通常の景気拡大パターンが定着し、成長率は2.7%に高まる。ただし、90年代の様に4~5%近くまで一挙に成長率が加速することは難しいと考えられる。第一に、90年代後半の個人消費拡大を支えた資産価格バブル(株価の高騰)の再現が予想出来ない。ITバブルの崩壊で、米国機関投資家は潜在的に巨額の含み損を抱えているはずであり、日本の90年代と同様に不良資産処理が経済の重荷となる懸念が強い。第二に、80年代から問題とされてきた低貯蓄率と、その結果である巨額の経常収支赤字が解消されていない。好況期には低貯蓄率も経常収支赤字も、問題として意識されることはないが、低成長が長引くにつれその解消が海外から迫られる可能性が高い。その帰結の一つは依然としてドル暴落である。第三に、再び財政収支が悪化してきた。10年間続いた好況の結果、米国は財政問題から自由になったと一時思われたが、早ければ2002年度にも財政収支は赤字に転落する恐れがある。米国も日本と同様に、時期は遅れるものの本格的な高齢化社会に突入する。順調な税収の増加で隠されていた社会保障関連予算の増大が、再び問題とされる事は確実である。

米国経済も90年代の日本と同様、低成長を中期的に余儀なくされる可能性がゼロではない。

2. 欧州経済の動向

欧州経済も日米と同様に軽い不況に突入しているがその程度は軽い。EUの平均成長率は2000年の3%強から、2001年には1%半ばに低下した後、2002年はさらに1%前後に低下すると見込まれる。その背景としては、a) 米国向けIT関連製品輸出への依存度が低く、米国ITバブル崩壊の影響を受けにくいこと、b) 2001年上期に各国で実施された所得税減税の効果により2001年内の個人消費の落ち込みが軽かったこと、c) EU統合の効果による企業活動の活発化により設備投資が底堅く推移していること、が挙げられる。

2002年上期中は、ドイツを中心として設備投資の軽い調整が続くため景気はやや停滞色を残すが、下期に入れば金融緩和効果(ECBの短期金利下げは2000年10月以降通算1.5%)が本格化することに加えて、米国経済の持ち直しが若干のタイムラグを置いて欧州にもプラスの効果を及ぼす。ただし、欧州経済は、日本・アジア経済と比較して明らかに自律性が高く、米国経済からの影響が良くも悪くも小幅に止まるため、景気回復テンポはここでも2002年中は緩やかなものに止まる。その中で、主要国の中で最も経済状態の悪いドイツについては、落ち込みが大きかった反動で、回復テンポがやや高めとなる。

さらに2003年に入ると、EU統合の効果がさらに高まり、EU再拡大の動きも本格化するため設備投資の伸び率が上昇し、成長率は2%台に戻る。

3. アジア経済の動向

中国を除くアジア諸国の景気回復テンポも、2002年中は他の地域同様にスローとならざるを得ない。これは、輸出依存度が高いアジア諸国の宿命と言えよう。さらに、NIEs各国には、IT関連機器製造装置の過剰生産能力が存在しており、設備投資調整が2002年も続く。結局アジア諸国の景気回復が本格化するのには、世界経済が順調な成長軌道に乗る2003年とならざるを得ない。また現状ITバブル崩壊で苦しめられている台湾・シンガポール・マレーシアなどが、2003年以降は相対的に有利な立場に戻る。また、インドネシア・フィリピンは引き続き政治的な不安定性が、直接投資の縮小などを通して経済にマイナスの影響を及ぼす懸念が残る。

一方世界同時不況の中で、例外的に高めの成長を維持している中国は、WTO加盟直後の2002年がブームの頂点となり、2003年以降成長が踊り場に差し掛かる可能性がある。加工組み立て製品の供給基地として世界中から直接投資を受け入れることで、高めの成長を維持している中国だが、最大の輸出先である米国の個人消費需要が伸び悩みに転じれば、ある程度の調整が起こらざるを得ない。また、WTO加盟の結果生じる様々な義務の負担が、徐々に高まってくる。放置されている環境問題への対応も、早晚本格化させる必要があるだろう。豊富な労働力を生かした加工組み立て製品への民間企業の特化戦略は、今のところ成功しているが、経済成長が鈍化すればこれまで放置してきた素材やサービスセクターの国営企業問題が再び再燃する恐れもある。

4. 一次産品価格動向

原油価格は、世界経済拡大テンポのスローダウンによる需要伸び悩みから、価格下落圧力が2002年一杯続く。WTIベースの平均原油価格は、2001年の24ドルから、2002年には19ドルに低下する。2003年に入ると需要が持ち直してくることから、21ドルに価格は若干上昇する。また、OPECを初めとする産油国の減産がスムーズに維持されないと、97～98年の様な原油価格急落の可能性もある。その他の一次産品価格は、基本的に供給能力余剰の状態が続いていることから、横這いから低下基調が続く。

. 金利・為替予測

1. 日本の金利動向

日本銀行は、ゼロ金利政策を2003年度一杯続ける。これは、ゼロ金利政策解除の条件を「消費者物価が安定的にゼロ%以上になること」と、明言したことによる。2003年に入ると、日本銀行は短期金利の引き上げを模索する動きを始めるが、自らの課した政策発動条件に縛られる状態が続く。

その中で長期金利は、2002年半ばまで1%台前半の超低水準が続いた後、景気動向の不透明感が徐々に払拭されてくる2002年末から緩やかな上昇局面に入り、1%台後半に達する。ただし、2003年夏以降は、円高が100円を目指して進み始めること、財政赤字のピークアウトが確認されることから、長期金利は横這い基調で推移する。

2. 欧米の金利動向

F R Bの金融緩和政策は、短期実質金利がほぼゼロ近くに達したことで最終局面に入った。2002

年早々に追加的に最後の金利引下げが行われる可能性は残されているが、公定歩合は12月11日に1.5%に引き下げられており、いずれにせよ今後の下げ余地は限られている。その後、FRBは2002年秋頃まで金融緩和効果を見守るスタンスを保つ。景気回復が確認される2002年末に至ると、FRBが緊急避難的な低金利政策から通常の緩和政策への変更を開始するため、短期金利(TB3ヶ月)は3%台に戻る。なお短期金利引上げのタイミングが多少前倒しされる可能性もあるが、2002年秋口まで物価上昇率が下がり続ける過程では、FRBも短期金利引上げを躊躇する。さらに2003年下期に入ると、景気拡大テンポが加速して来ることから、金融政策は緩和からニュートラルに移り、短期金利は4%台に乗る。

一方米国の長期金利(10年国債)は、2002年半ばまで現状の5%前後の水準が続く。その後短期金利上昇に先行して長期金利は2002年秋から緩やかな上昇局面に入り、2003年末には6%前後に到達する。財政収支は黒字から赤字に転換するが、物価が安定基調を維持するため長期金利の上昇テンポは、通常の景気回復局面に比較して穏やかなものとなる。

ECBの金融政策は、2002年を通じて慎重な緩和姿勢が続く。安易な金融緩和に傾かないことで、ECBへの信認を高めることが、長期的な経済・物価パフォーマンスを改善することに繋がるとECBは判断する。長期金利も5%弱の水準でほぼ横這いが続く。2003年に入ると、ECBは金利をニュートラルな水準(4~5%)に戻す動きを段階的に進め、長期金利も5%台後半まで上昇する。

3. 為替レートの動き

円ドルレートは、日本経済が深刻な不況に苦しむ2002年上期には、一時130円を超える円安が進む。下期は、最悪期が過ぎたことを確認して、120円前後の水準まで円高が進み、さらに2003年度に入ると、日本経済のソフトランディングを確認して、円高が一段と進み、2003年度末には100円前後に達する。なお、日米の消費者物価上昇率の格差から、円ドルレートの購買力平価は明らかにここ5年間で15%程度低下しており、100円前後の水準は行き過ぎた円高とは言いにくくなる。平均円レートは、2001年度124円、2002年度118円、2003年度107円と予想する。

ユーロドルレートは、行き過ぎたユーロ安の是正が、2003年まで緩やかに進み、2003年末には1ユーロ=1.1ドル程度に達する。米国への資金流入がピークアウトすること、巨額の経常収支赤字の存在が改めてクローズアップされることから、ドルは主要通貨に対しほぼ全面的に弱くなる。

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)

	2001年度 (予 測)	2002年度 (予 測)	2003年度 (予 測)
国内総生産 (実質)	530.5 (1.0)	530.9 (0.1)	541.2 (2.0)
民間最終消費支出	287.9 (0.8)	288.3 (0.1)	295.8 (2.6)
民間住宅投資	18.5 (8.4)	17.9 (3.4)	18.0 (0.7)
民間企業設備投資	90.4 (1.3)	89.2 (1.4)	93.6 (5.0)
政府最終消費支出	90.0 (2.9)	91.0 (1.0)	91.7 (0.9)
公的固定資本形成	35.5 (5.3)	36.0 (1.4)	33.2 (7.7)
在庫投資	1.8 [0.0]	0.7 [0.2]	0.3 [0.2]
純輸出	10.0 [0.5]	9.3 [0.1]	8.6 [0.1]
輸出	54.8 (8.4)	54.4 (0.7)	55.9 (2.7)
輸入	44.8 (4.9)	45.1 (0.6)	47.2 (4.8)
国内総生産 (名目)	501.2 (2.3)	497.3 (0.8)	505.4 (1.6)
GDP デフレーター	94.5 (1.4)	93.7 (0.8)	93.4 (0.3)
鉱工業生産指数	94.4 (9.9)	92.7 (1.8)	95.7 (3.2)
卸売物価指数	96.9 (0.1)	95.9 (1.1)	94.5 (1.5)
消費者物価指数	99.2 (0.7)	98.8 (0.4)	98.6 (0.2)

(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)

	2001年度 (予 測)	2002年度 (予 測)	2003年度 (予 測)
経常収支	10.2	10.9	12.8
貿易収支	7.6	7.9	9.9
輸出	45.5 (8.7)	44.2 (2.9)	44.8 (1.5)
輸入	37.9 (0.9)	36.3 (4.3)	35.0 (3.7)
サービス収支	5.3	5.0	5.2
所得収支	9.2	9.2	9.2
経常移転収支	1.2	1.2	1.1
円レート	123.6	118.0	107.3

通関数量指数 (1995年 = 100)

輸出数量指数	109.6 (11.2)	110.4 (0.7)	115.3 (4.4)
輸入数量指数	119.0 (5.2)	120.2 (1.0)	125.4 (4.3)

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)

	2001年 (見込)	2002年 (予測)	2003年 (予測)
国内総生産(実質)	9,343.9 (1.3)	9,358.3 (0.2)	9,614.5 (2.7)
(名目)	10,215.5 (3.5)	10,357.7 (1.4)	10,784.5 (4.1)
個人消費	6,444.1 (3.0)	6,496.0 (0.8)	6,634.3 (2.1)
住宅投資	376.8 (1.5)	349.2 (7.3)	366.2 (4.9)
民間設備投資	1,304.7 (3.4)	1,208.3 (7.4)	1,243.0 (2.9)
政府支出	1,623.4 (3.2)	1,659.6 (2.2)	1,694.3 (2.1)
連邦	558.4 (2.3)	573.3 (2.7)	584.3 (1.9)
地方	1,064.4 (3.7)	1,086.3 (2.1)	1,110.0 (2.2)
民間在庫投資	35.1 [0.9]	16.3 [0.5]	46.3 [0.3]
純輸出	407.7 [0.1]	420.9 [0.1]	427.6 [0.1]
輸出	1,085.5 (4.2)	1,031.0 (5.0)	1,063.6 (3.2)
輸入	1,493.2 (2.6)	1,451.9 (2.8)	1,491.1 (2.7)
鉱工業生産指数	140.2 (3.8)	136.9 (2.4)	139.8 (2.2)
生産者物価指数	141.4 (2.4)	140.8 (0.4)	141.9 (0.8)
消費者物価指数	177.3 (2.9)	179.5 (1.3)	182.9 (1.9)

(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)

	2001年 (見込)	2002年 (予測)	2003年 (予測)
経常収支	410.3	382.8	390.9
財・サービス収支	340.5	309.5	317.2
財収支	431.1	417.1	429.5
輸出	721.9 (6.5)	662.9 (8.2)	695.5 (4.9)
輸入	1,153.0 (5.8)	1,080.1 (6.3)	1,125.0 (4.2)