

## 2002・2003年度内外経済見通し (2001年12月予測からの改訂)

### 最悪期を脱しつつある日本経済

2001年度の日本経済は、70年代以降で最大の輸出減少により景気後退を余儀なくされたが、年度末に至り僅かではあるが明るさが見えてきた。まず米国のITバブル不況が一巡し、輸出減少に歯止めがかかってきたことがプラス材料である。さらに、懸命な生産調整の結果ようやく在庫率が低下し始めており、生産活動も大底を模索している。設備投資の減少基調が続いていること、金融不安が完全には払拭されていないことなど不安材料は残っているが、景気後退は最終局面に入ったと考えて良いだろう。

2002年度は年央から緩やかな景気回復が始まる。強いて言えば輸出を景気の牽引役と見なすことが出来るが、前年度における輸出急減の後遺症が個人消費や設備投資に残るため回復力はしばらく緩やかなものに留まる。特に、電気機械輸出が米国を中心としたIT分野における過剰設備の存在により拡大に弾みがかかりにくいこと、企業の人件費抑制努力により雇用者所得が伸び悩むため個人消費の回復がスローテンポにならざるを得ないことが、悪材料として指摘出来る。ただし、2002年度末頃から、企業収益の持ち直しを受けて設備投資が本格的な増勢に転じ、雇用拡大とボーナス増加により個人消費伸び率も高まってくることから、成長テンポは加速し始める。また景気回復を受けて円への信頼が高まり、2003年度には本格的円高が進む。2002年度の成長率は0.2% (2001年12月予測0.1%)、2003年度は2.7% (同2.0%) を予想する。

米国経済は、IT関連設備投資の調整が一巡し、景気刺激政策の効果が維持されることから、2002年初めから緩やかに回復に向かう。財政・金融政策両面からの下支えにより、今回のリセッションは軽微かつ短期なものに止まったが、その一方で巨額の経常収支赤字とITバブルに伴う負債急増と言う二つの構造問題の調整は先送りされてしまった。その結果として、政策効果が一巡する2003年の成長率は、景気回復2年目としては低めの水準に留まる。2002年の成長率は1.8% (同0.2%)、2003年は2.5% (同2.7%) を予想する。

2002年3月19日  
新生銀行 経済調査室

## ・ 2001年度後半の内外経済

2001年度の成長率は マイナス1.4%と70年代以降で最低となるが、年度下期には、僅かではあるが明るさが見え始めている。第一に、急速に落ち込んできた輸出に下げ止まりの気配が出てきた。2001年第4四半期の輸出数量指数は前期比年率3.1%の減少と、第1四半期の12.1%減、第2四半期の20.7%減、第3四半期の10.9%減に比較して落ち込み幅が一挙に縮小した。さらに2002年1月には、アジア向けの鉄鋼・化学製品輸出増加により輸出数量は前月比で10.1%の急増を記録した。今回の輸出減少を引き起こした米国のIT関連機器需要減少の一巡が、輸出底打ちの基本的要因である。さらに、日本以上に米国IT不況の悪影響が大きかった韓国・台湾など東アジア諸国において、原材料・部品の在庫調整が終了したことから日本からの輸入が増え始めている。

第二に、日本の在庫調整もようやく進み始めてきた。製造業は2001年第1四半期以来、輸出急減に対応して、急速に生産の絞り込みを進めてきたが、残念ながら需要落ち込みのスピードが予想以上であったことから在庫率は昨年秋まで下げ渋っていた。しかし第4四半期に入り、ようやく在庫の削減テンポが高まってきたことで、在庫率も低下に向かい始め、生産調整は最終段階に入った。

第三に、金融不安が解消されつつある。4月からのペイオフ解禁を前に、一部の預金取り扱い金融機関からの資金流出、持ち合い解消に伴う株価下落などで、金融市場が混乱し実体経済に悪影響を及ぼすことが懸念されていた。これに対し金融庁は、2001年度に入り不良資産問題が深刻な中小金融機関を50以上破綻処理し、大手銀行に対しては大口貸出先を中心とした特別検査を実施するとともに、空売り規制を強化して、金融市場の安定化に努めており、それなりの成果が見え始めている。特に、3月に入り株価が1万1千円前後で推移していることが、金融市場にある種の落ち着きをもたらしている。

その一方で、不安材料がなくなったわけではない。個人消費と設備投資の先行きは依然として不透明である。個人消費については、企業の人件費削減努力が続いており、雇用者所得が減少している中で、かろうじて弱含み底這いが維持されている。大型倒産の発生などがあれば、消費マインドが一挙に悪化する懸念も捨てきれない。設備投資についても、先行指標である機械受注は、月毎の振れが依然として大きい中でまだ下げ止まったとは言えず、回復の目処は立っていない。特に2001年度上期まで堅調を続けていた非製造業の設備投資の弱さが気にかかる。

また物価は下落傾向を続けており、2月の東京都区部における消費者物価の前年同月比は1.7%減と60年代以降で最大の下げ幅を記録した。ただしここ数ヶ月下げ幅がさらに拡大した要因は、生鮮食料品の値下がりによるものであり、所謂デフレスパイラルの深刻化により、価格下落に拍車がかかっているとは言えない。円レートは、日本経済に関する見方が海外で最も悲観的になった2001年12月から2002年1月にかけて120円台から130円台へ円安が進んだ。その後、内外経済への楽観的な見通しの広がりもあり、3月初めに120円台後半まで戻した。また10年国債金利は、円安の進行や巨額の政府債務への懸念などから、やや下げ過ぎの水準からの是正が生じた後、直近では1.5%前後のほぼ妥当な水準にある。

米国経済に対する見方は、9月11日の同時多発テロ後大きく揺れ動いているが、最近では楽観派が多数を占めている。その背景としてはまず、2001年第4四半期の実質GDP成長率が年率1.4%と大方の予想を上回ったことが指摘できる。さらに、2002年に入ってから自動車販売台数・住宅着工戸数などが高水準を維持していること、2月の非農業雇用者数が前月比で7万人の増加と7ヶ月ぶり

にプラスに転じており雇用調整も一段落した可能性が高いこと、今回の不況をもたらしたIT関連投資の落ち込みもほぼ一巡したこと、なども楽観論を支えている。この様に米国経済の勢いは足元それなりに強いが、昨年夏に実施された総額400億ドルに達する所得税還付、2002年1月から始まった所得税最低税率の引き下げ(15%から10%へ)、きわめてアグレッシブな金融緩和などの経済政策効果を考慮すれば、本格的なりセッションが回避できたことはそれほど驚くべきことではない。結局2001年の成長率は、1.2%とプラスが維持されフルリセッションは避けられた。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2.8%(前年3.4%)に低下した。

一方米国経済にやや先行してアジア経済は、回復に向かいつつある。IT関連機器輸出の急減で一挙に不況に陥ったアジアNIEs諸国の経済は、米国IT不況の一巡に加えて、各国における一連の景気刺激政策の効果と堅調な個人消費を背景に2001年秋には底打ちから拡大に転じている。日本と同様に不良資産処理やデフレに悩まされている国もあるが、景気回復の決定的障害とはなっていない。欧州諸国も、米国IT不況の影響から抜け出しつつある。設備投資調整が一段落したこと、エネルギー価格急騰の悪影響が薄れたことが明るい材料である。

## ・2002・2003年度の内外経済

### イ．日本経済の予測

2002年度の日本経済は、年央から回復に向かう。しかし、戦後最大規模の外需減少の後遺症が残るため、回復テンポは2002年度中は緩やかなものに留まる。本格的な景気回復は2003年度に持ち越される。2002年度の成長率は0.2%と僅かながらプラスに転じ、2003年度の成長率は2.7%と潜在成長率(2%前後)を若干上回る。

まず、2001年度の20%近い企業収益減少と海外との競争激化を受けて、企業の収益回復努力はかってないほど真剣なものとなっており、その中でも人件費削減・抑制は大手企業におけるベアゼロ・定昇凍結に見られるようにこれまでになく厳しいものとなっている。2002年度夏のボーナス支給もマイナスとなることは確実である。従って、雇用削減が一段落するものの、雇用者所得は2001年度の1.6%減に続いて、2002年度も0.9%の減少となる。この雇用者所得の伸び悩みが、個人消費低迷の長期化をもたらす。ただし、雇用調整が既にかなり進展していることから雇用不安は今後徐々に緩和され、このことが消費者心理の緩やかな好転をもたらす個人消費の底割れ回避に繋がる。

また人件費同様に設備投資の抑制も2002年度半ばまで続く。輸出増加により生産は多少拡大し、企業のキャッシュフローは高水準を維持するが、低水準が続く稼働率と完全には払拭されない金融市場の不安定性を背景に、企業は余裕資金を借入金返済に優先するスタンスを崩さない。さらに90年代において、積極的な経済対策により意図的に膨れ上がった住宅投資・公共投資が、持続可能な水準に落ちつつあることも、景気にマイナスに働く。特に住宅投資は、高水準の都心の高層マンション建設が2001年度下期にピークをつけ、2002年度には減少に向かう。

この様な厳しい環境の中で、ほぼ唯一2002年度の景気を牽引するのは輸出となろう。アジア向けを中心として輸出は2002年度初めから拡大に転じ、徐々にそのテンポが高まる。この輸出拡大は、2002年度内は円レートが多く製造業の採算レートと考えられる110円以下の円安水準を続けるため、製造業の収益改善に直結し、企業心理の好転をもたらす。

2003年度に入ると、IT不況の後遺症がほぼ払拭されるとともに、住宅投資・公共投資も80年代半ばごろの水準にほぼ戻り、ようやく日本経済は、生産 雇用 所得 消費のプラスの循環が素直に動き始める環境を取り戻す。この時点から景気をリードするのは設備投資である。企業収益の拡大によるキャッシュフローの増加が、金融環境が一步一步正常化すると共に債務返済から投資拡大に向かう。90年代を通して不安定な経済環境が続いたことから、日本企業は設備投資を長期間抑制気味にしており、設備全般に陳腐化・老朽化が進んでいる。言い換えれば、必要な更新投資を十分に行ってこなかった。この様に抑えられてきた設備投資が、2003年度に入れば本格的に動き出す。また情報通信関連投資や新製品開発投資など前向きの投資も増え始める。ただし、付加価値の低い製造業セクターにおける中国への生産基地シフトが続くことが、若干設備投資の勢いを弱めることは避けられない。

設備投資の盛り上がりは、若干のタイムラグを置いて雇用・賃金の増加に結びつき、個人消費の回復も本格化する。製造業の雇用削減が一段落する中で、サービス・流通産業の雇用が再び拡大に転じ、失業率も2003年度末には4%台半ばに低下する。所得面では、企業収益の回復とともにボーナスが積み増される。足元のボーナスの絶対水準は90年代の平均をかなり下回っており、積み増しの余地は大きい。個人消費の中では、先送りされてきた乗用車の買換え需要、高級品需要が所得環境の持ち直しとともに顕在化してくる。

消費者物価は、生鮮食料品の一時的な値下がりへの反動に加えて、低価格の輸入繊維・家電製品の流入が一段落するため、2002年度下期から値下がり率がかなり縮小する。所謂デフレ傾向は沈静化するが、賃金コスト上昇率(賃金上昇率-労働生産性上昇率)がマイナスを続けるため、物価はきわめて安定した状態が維持される。2002年度の消費者物価上昇率は0.6%、2003年度は0.2%となる。経常収支黒字は、12兆円台の高水準が続く。日本の経常収支黒字の中心は、90年代末に貿易収支黒字から所得収支黒字にスイッチした。中国を中心とするアジアからの製品輸入増大により貿易収支黒字が縮小する中で、日本企業による現地生産の定着・黒字化で所得収支黒字が拡大している。

日本経済は、ここ10年間バブル時代の呪縛からなかなか脱却できなかった。景気回復を待って不良資産問題を解決しようとした先送り戦略の失敗と、肥大化した公的部門合理化の遅れがその最も重要な二つの要因と考えられる。さらに、2001年度は米国発ITバブル崩壊の影響を受け、不良資産問題が一層こじれ、経済は戦後最悪の状況に陥った。しかし、市場に促されて2001年度に入って不良資産問題の解決スピードは加速している。また小泉政権の下で本格的な公的部門縮小も具体化しつつある。高齢化社会への対応など、まだ解決策にコンセンサスが見出されていない問題もあるが、日本経済の基礎的な条件は一時に比べ改善しつつあると見てよい。2002年度はそのターニングポイントの年となる可能性が高い。

#### □．海外経済の予測

米国経済は緩やかな回復が続き、成長率は2002年1.8%、2003年2.5%を予測する。ITバブル不況からの脱出は、積極的な経済政策の実行によりスムーズに達成できそうだが、逆に言えば不均衡の是正は不十分なものに留まった。2002年については、減税や金利引下げの効果が徐々に薄らぐことにより景気回復テンポは、期待されるほどには高まらない。具体的には、ゼロ金利自動車ローンや住宅ローン金利低下で一時的に高まった自動車需要・住宅投資が年央から伸び悩む。設備投資も、長距離通信関連設備の過剰が十分に解消されていないことから、90年代末のような爆発的な伸びは期待

できない。このような傾向は2003年に引き継がれ、景気回復2年目としては、成長率は低めに留まる。

米国経済の構造問題として、低貯蓄率と膨大な経常収支赤字がかねてから指摘されてきた。90年代は好調な経済成長を背景に、海外からの自発的な投資流入で膨大な経常収支赤字はファイナンスされてきた。足元では、日本・欧州の景気回復力が弱いため、米国への資本流入が特に細っているとは言いにくい。しかし、米国と日本・欧州の成長率の逆転が2年程度続くと投資家の見方に大きな変化が生じる可能性が否定できない。またエンロン問題などで指摘され始めているように、90年代に蓄積した米国企業の過剰債務問題からも目が離せない。このような状況を受けて、ドル暴落から米国経済が再び調整過程に入るとすれば、2004年以降であろう。

アジア諸国は、世界的な労働集約型工業製品の生産基地として、高めの成長が当面維持可能である。欧州経済は、金利低下余地が残されていること、EU統合・拡大の効果が高まってくることから、2003年以降やや高めの成長が期待できる。

#### ・金利・為替予測

##### イ．日本の金利

日本銀行は、ゼロ金利政策を2003年度一杯継続する。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年半ばから2003年初めにかけて、景気の底打ちを確認して上昇するが、その上昇幅は景気回復テンポが緩やかなことから、小幅なものに留まる。その後円高が進む事から景気回復が本格化するにもかかわらず長期金利は横這いで推移し、本格的な上昇局面は2003年度末からのこととなる。

##### ロ．米国の金利

F R Bの金融緩和政策は、昨年末で終わった。景気回復が確認される2002年秋以降、F R Bは短期金利を緊急避難的な超低水準から、ニュートラルな水準(3~4%)まで徐々に引き上げる。一方長期金利も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が、上昇幅は短期金利以下となり、長短金利格差は縮小する。

##### ハ．円レート

円レートは、日本の景気回復の動きを受けて2002年春から円高が徐々に進む。ただし景気回復力が弱いことから行き過ぎた円高への警戒感が強まり、120円前後まで進んだところで一旦円高はストップする。2003年度に入り日本の景気回復が本格化したことを確認して再度スタートする円高は、日米経常収支格差が一層拡大していることなどからそのテンポが速く、2003年度末には円レートは100円前後に達する。ユーロは、欧州経済の回復に伴いユーロ高が緩やかに進み、E C Bに対する信頼が高まってくる2003年にはそのテンポが加速する。平均円レートは、2002年度122円、2003年度108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)

	2001年度 (見込)	2002年度 (予測)	2003年度 (予測)
国内総生産(実質)	528.2 ( 1.4 )	529.2 ( 0.2 )	543.6 ( 2.7 )
民間最終消費支出	289.2 ( 0.3 )	290.3 ( 0.4 )	298.5 ( 2.8 )
民間住宅投資	18.3 ( 9.4 )	17.2 ( 6.3 )	17.3 ( 0.6 )
民間企業設備投資	87.9 ( 1.6 )	86.9 ( 1.1 )	94.4 ( 8.7 )
政府最終消費支出	89.9 ( 2.8 )	90.9 ( 1.1 )	91.7 ( 0.9 )
公的固定資本形成	35.2 ( 5.9 )	35.5 ( 0.7 )	32.8 ( 7.7 )
在庫投資	2.0 [ 0.1 ]	0.7 [ 0.2 ]	0.3 [ 0.2 ]
純輸出	9.6 [ 0.6 ]	9.2 [ 0.1 ]	8.8 [ 0.1 ]
輸出	54.4 ( 9.1 )	53.9 ( 0.9 )	55.8 ( 3.5 )
輸入	44.9 ( 4.8 )	44.7 ( 0.2 )	47.1 ( 5.2 )
国内総生産(名目)	498.6 ( 2.8 )	494.0 ( 0.9 )	503.8 ( 2.0 )
GDPデフレーター	94.4 ( 1.4 )	93.3 ( 1.1 )	92.7 ( 0.7 )
鉱工業生産指数	94.3 ( 10.0 )	92.9 ( 1.5 )	95.9 ( 3.2 )
卸売物価指数	97.0 ( 0.1 )	96.3 ( 0.6 )	94.3 ( 2.1 )
消費者物価指数	98.9 ( 1.0 )	98.3 ( 0.6 )	98.1 ( 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 (見込)	2002年度 (予測)	2003年度 (予測)
経常収支	11.3	12.1	12.2
貿易収支	7.9	7.9	8.2
輸出	45.6 ( 8.5 )	45.2 ( 0.7 )	43.9 ( 3.0 )
輸入	37.9 ( 0.9 )	37.4 ( 1.4 )	35.7 ( 4.5 )
サービス収支	5.0	4.7	4.8
所得収支	9.6	10.1	10.0
経常移転収支	1.1	1.2	1.1
円レートの	125.0	122.0	107.8

### 通関数量指数

(1995年 = 100)

輸出数量指数	109.6 ( 11.1 )	111.6 ( 1.8 )	116.7 ( 4.6 )
輸入数量指数	120.5 ( 3.9 )	122.4 ( 1.6 )	128.1 ( 4.6 )

## 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 (実績)	2002年 (予測)	2003年 (予測)
国内総生産(実質)	9,332.3 ( 1.2 )	9,504.9 ( 1.8 )	9,746.7 ( 2.5 )
(名目)	10,205.6 ( 3.4 )	10,487.4 ( 2.8 )	10,911.1 ( 4.0 )
個人消費	6,449.8 ( 3.1 )	6,584.0 ( 2.1 )	6,749.1 ( 2.5 )
住宅投資	376.8 ( 1.5 )	376.4 ( 0.1 )	387.6 ( 3.0 )
民間設備投資	1,308.6 ( 3.1 )	1,222.5 ( 6.6 )	1,272.5 ( 4.1 )
政府支出	1,628.6 ( 3.6 )	1,681.9 ( 3.3 )	1,717.2 ( 2.1 )
連邦	560.4 ( 2.7 )	580.1 ( 3.5 )	591.2 ( 1.9 )
地方	1,067.4 ( 4.0 )	1,101.8 ( 3.2 )	1,126.0 ( 2.2 )
民間在庫投資	61.8 [ 1.2 ]	16.3 [ 0.8 ]	46.3 [ 0.3 ]
純輸出	410.2 [ 0.1 ]	437.0 [ 0.3 ]	494.8 [ 0.6 ]
輸出	1,080.8 ( 4.6 )	1,016.4 ( 6.0 )	1,048.6 ( 3.2 )
輸入	1,491.0 ( 2.7 )	1,453.5 ( 2.5 )	1,543.5 ( 6.2 )
鉱工業生産指数	140.1 ( 3.8 )	137.7 ( 1.7 )	141.7 ( 2.9 )
生産者物価指数	140.7 ( 2.0 )	138.4 ( 1.6 )	139.6 ( 0.8 )
消費者物価指数	177.1 ( 2.8 )	178.9 ( 1.1 )	182.3 ( 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 (実績)	2002年 (予測)	2003年 (予測)
経常収支	417.4	417.6	473.1
財・サービス収支	347.8	344.2	399.4
財収支	426.6	408.4	462.7
輸出	720.8 ( 6.7 )	663.7 ( 7.9 )	696.3 ( 4.9 )
輸入	1,147.4 ( 6.3 )	1,072.2 ( 6.6 )	1,159.0 ( 8.1 )