

2001、2002 年度経済見通し

2 年連続のマイナス成長へ

中央三井信託銀行調査部

平成 13 年 9 月 14 日

< 要約 >

2001 年度後半の日本経済を見通すと、後退色が強まる公算が大きい。まず、日本経済回復の鍵を握る米国経済をみると、雇用の削減が進むことや、家計が重い債務負担を抱えていることから個人消費は手控えられ、設備投資も情報技術（IT）投資を中心に減少が続き、景気は調整色を強めると予想される。一方、日本経済では、米国など世界経済の減速により輸出が減少することから、生産の落ち込みは続く公算が大きい。そのため、雇用、所得環境の一層の悪化は避けられず、個人消費の減少は続くと思込まれる。設備投資に関しても、企業収益の低下により、減速基調を辿るとみられる。景気の一段の落ち込みが懸念されるため、補正予算（事業規模 2 兆円程度）が編成されるものの、雇用対策が中心となり、従来型の公共事業追加は見送られると予想される。

2002 年度の日本経済を見通すと、年度後半に持ち直すものの、総じて厳しい 1 年となろう。年度前半においては引き続き景気は低迷するものの、年度後半以降、米国の個人消費、設備投資を中心とした景気の持ち直しを契機に、日本の輸出は増加し、生産活動も徐々に拡大すると見込まれる。そのため、雇用、所得環境が改善し、個人消費にも明るい兆しが見え始め、設備投資も次第に拡大すると予想される。但し、構造改革が本格化する中、公共投資は 2001 年度に続き削減され、年度を通じ景気の下押し要因となろう。

この結果、2001 年度の実質経済成長率はマイナス 0.9%、2002 年度にはマイナス 0.4% と見込まれる。

	2000 年度 実績	2001 年度 予測	2002 年度 予測
実質 GDP 成長率 (%)	1.0	0.9	0.4
内需 (寄与度、%)	0.8	0.4	0.7
外需 (寄与度、%)	0.2	0.5	0.3
経常収支 (兆円)	12.1	8.9	11.0
為替レート (円/ドル)	110.5	120.0	115.0
消費者物価上昇率 (%)	0.6	1.2	0.9
米国実質 GDP 成長率 (暦年)	4.1	1.0	1.0

(尚、本予測では、9 月 11 日に発生した米国同時多発テロが経済に与える影響については織り込んでおりません。この影響については、巻末に記載の補論をご参照下さい。)

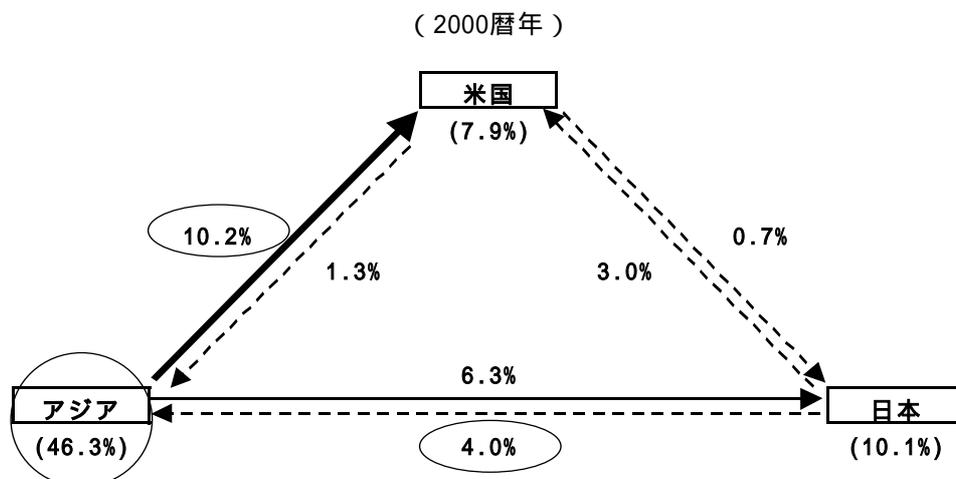
< 本件に関するご照会 > 調査部経済調査グループ 岸田 英樹 03 5232 8641 (直通)

1. 景気の概況と先行き 自律反発力に欠ける日本経済、米国経済の動向がポイントに

日本経済は後退色を一段と増している。その要因の一つとして、米国経済の減速による日本の輸出の減少が挙げられる。昨年後半以降、米国では情報技術（IT）投資を中心に設備投資が急速に落ち込み、個人消費も雇用情勢の悪化などから伸びは鈍化しつつある。このような米国の景気減速を受け、日本の輸出の約3割を占める米国向けは急速に落ち込んでいる。

さらに、米国経済の減速は、日本の対米輸出の減少といった直接的なものにとどまらず、対米輸出依存度の高いアジア（注1）の景気後退といった間接的な経路を通じても日本経済に影響を及ぼす（日本の輸出額の約4割がアジア向け）。その背景には、アジア経済は米国の需要動向との結びつきが強いことに加え、日本もアジア経済の影響を受けやすいことが挙げられる。アジアの対米輸出依存度（米国向け輸出額 / 名目GDP）は10.2%と高く、それだけアジア経済は米国経済の影響を受けやすい。一方、日本の対アジア輸出依存度は4.0%と、対米輸出依存度の3.0%に比べて高く、我が国にとってアジアは重要な輸出先である（図表1）。2000年後半以降の米国経済の減速は、日本の対米輸出減少に直接波及しているだけでなく、アジア経済の悪化を通じ、対アジア向け輸出にもダメージを与えているとみられる。

図表1 日米アジアの3極輸出依存関係
米国の景気減速はアジア経由でも日本に影響



- (注1) ここでのアジアとは、中国、韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン、マレーシアの9ヵ国、地域を指す。
- (注2) 矢印の傍の数字は、相手先への輸出額（通関ベース） / 名目GDP。
- (注3) **→** は10%以上、**→** は5%以上10%未満、**- - - - ->** は5%未満。
- (注4) 国、地域名の下にあるカッコ内の数字は通関輸出額 / 名目GDP。
- (注5) アジアの46.3%は域内輸出（例えば、中国から韓国への輸出）を含む。
- (資料) 財務省「貿易統計」
内閣府「海外経済データ」
U.S Department of Commerce "Survey of Current Business"
アジア各国、地域統計

このように日本の輸出環境が悪化していることもあり、製造業の生産活動が急速に冷え込んでいる。特に、世界的なIT不況により電気機械工業の生産低下は顕著である。生産の冷え込みを受け企業は雇用調整を進めており、家計が消費を手控える動きは強まっている。また、設備投資に関し

ても、収益環境の悪化により減速している。

今後を見通すと、個人消費、設備投資といった民間需要に自律反発力を欠いている日本経済が立ち直るには、短期的には米国経済の回復がポイントとなろう。すなわち、米国経済の回復 米国、アジア向け輸出の増加 生産の拡大 企業収益の増加 雇用、所得の改善を通じた個人消費の持ち直し、設備投資の拡大、という外需依存型の景気回復である。

まず、日本経済回復の鍵を握る米国をみると、今後、雇用調整の本格化、家計の抱える重い債務負担により消費支出は手控えられ、設備投資も企業業績悪化、過剰設備により落ち込み、景気の調整色は強まるとみられる。しかしながら、2002 年半ば以降、家計の債務負担軽減が進むことに加え、在庫調整の進展により生産が持ち直すことから、雇用、所得環境が徐々に改善し、個人消費は次第に増加すると予想される。設備投資も、生産増加に伴う稼働率の上昇、収益環境の改善により IT 投資を中心に拡大し、景気は緩やかに回復すると見込まれる。

一方、日本をみると、当面、米国経済の減速により、輸出、生産は減少し、個人消費、設備投資の落ち込みは続く公算が大きい。2002 年度後半以降、米国経済の緩やかな回復を契機に輸出、生産が増加し、民間需要にも徐々に明るさが出てくるといった、外需依存型の景気の持ち直しが見込まれる。但し、財政再建等の構造改革は短期的には雇用の減少といった痛みを伴うこともあり、今年度、来年度とも日本経済は総じて厳しい状況となろう。

(注1) ここではアジアを、中国、韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン、マレーシア、の計9カ国、地域とした。

2. 日本経済 2001 年度後半にかけて景気は減速、2002 年度後半持ち直すも総じて厳しい状況

(1) 個人消費 雇用、所得環境の悪化により低下

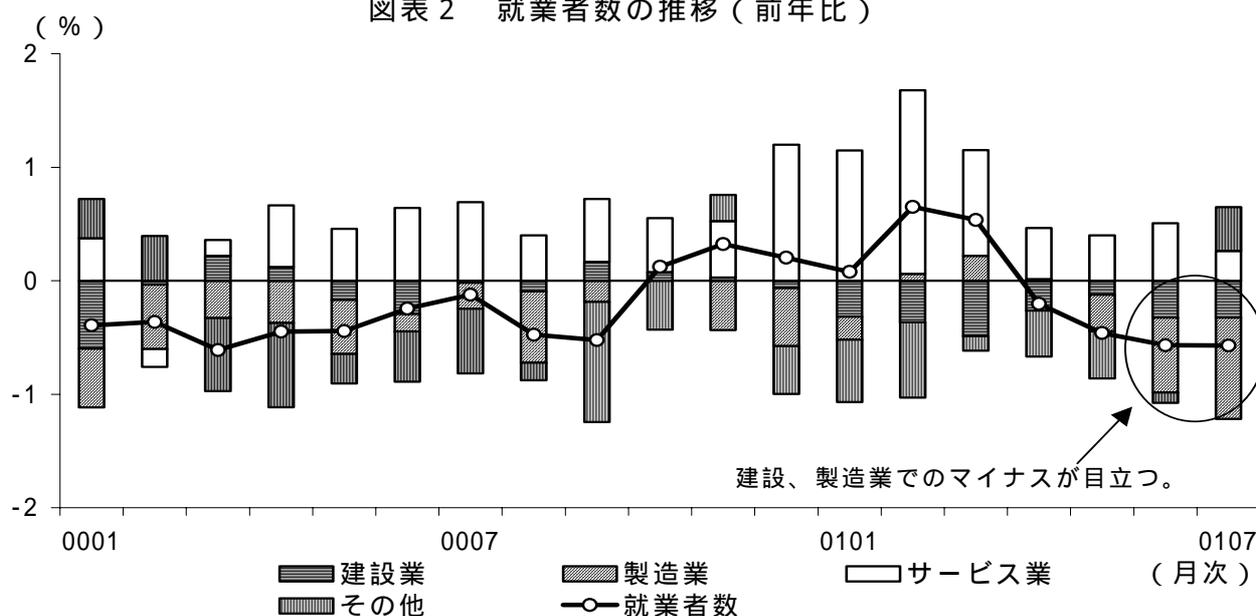
個人消費は低調な動きを続けている。総務省「家計調査報告」によると、7月の全世帯の実質消費支出は、食料、住居への支出が落ち込んだことから、前年比 1.6%減と4ヵ月連続のマイナスとなった。

このように家計が消費を手控える背景には雇用情勢の悪化がある。7月に失業率は5%と過去最悪を記録し、就業者数は、IT不況に苦しんでいる製造業や、公共事業減少の影響を受けやすい建設業を中心に落ち込んでおり、全体では4月以降4ヵ月連続して前年水準を割り込んだ(図表2)。

今後を見通すと、景気の後退、構造改革の推進に伴う失業者の増加に備えるべく、補正予算により雇用対策が実施される公算が大きい。しかしながら、求人求職間のミスマッチが根深いこともあり、短期的には雇用環境の改善に直結しにくいとみられる。収益の悪化を背景に企業の人件費抑制スタンスが強まることから、雇用、所得環境の悪化は避けられず、当面個人消費は減少すると見込まれる。2002 年度後半にかけて、米国経済の緩やかな回復による輸出の増加を契機として、生産活動が徐々に回復するため、雇用、所得環境が改善し、個人消費はやや持ち直すものの、年度を通じ低迷すると予想される。

2001 年度の実質個人消費は前年度比 0.2%減、2002 年度には同 0.5%減となろう。

図表2 就業者数の推移（前年比）



(資料) 総務省 「労働力調査」

(2) 住宅投資 減少基調で推移

住宅投資の先行指標となる新設住宅着工戸数は2001年4 - 6月期に前年同期比6.2%減と2四半期連続してマイナスとなった。とりわけ、持家着工が同13.2%減と大きく落ち込んだことが全体の着工戸数の低下に拍車をかけた。

今後を見通すと、住宅着工は減少基調で推移しよう。利用関係別にみると、持家に関しては、住宅ローン減税の延長措置(2003年末まで入居)がとられているものの、雇用、所得に対する家計不安の高まりから住宅取得意欲は低下し、着工は落ち込むとみられる。分譲についても、住宅取得意欲の低下等によりマンション需要に一服感が出ている一方、在庫の積み上がりもみられることから、着工は減少すると予想される。2002年度も、厳しい景況感の中、年度を通して住宅着工は引き続き落ち込む公算が大きい。

新設住宅着工戸数は2001年度には113.6万戸(前年度比6.4%減)、2002年度には112.2万戸(同1.2%減)と見込まれる。2001年度の実質住宅投資は前年度比9.8%減、2002年度には同1.3%減となろう。

(3) 設備投資 内外需要の低下、収益環境の悪化により減少基調へ

設備投資は減速している。財務省「法人企業統計季報」をみると、2001年4 - 6月期の設備投資(全産業)は前年同期比2.3%増と、2000年10 - 12月期の同7.1%増、2001年1 - 3月期の同2.5%増から伸びは鈍化した。

2001年度を見通すと、ソフトウェア投資(GDPベースの設備投資の約5%を占める)などITを使う側の投資は堅調に推移するものの、全体では、収益環境の悪化により、企業の設備投資に対する意欲は一段と慎重化すると予想される。実際、日銀「短観」(6月調査)によると、2001年度

下期の設備投資計画（全規模・全産業）は前年同期比 14.8%減と、上期の同 5.3%増から一転して大幅に落ち込む計画となっている。また、設備投資の動きに約半年先行する機械受注（除く船舶・電力）は 1 - 3 月期の前年同期比 4.6%増から 4 - 6 月期には同 0.8%増と伸びが鈍化し、7 - 9 月期は同 8.6%減とマイナスに転じる見込みである。

2002 年度を展望すると、前半においては設備投資が手控られるものの、後半にかけて、内外の需要がやや改善し、収益、企業マインドが持ち直すことから、設備投資は徐々に増加すると予想されるが、その足取りは重いものとなる。

2001 年度の実質設備投資は前年度比 1.2%減、2002 年度には同 0.9%減となる。

（４）公共投資 今年度、来年度とも景気の下押し要因に

2001 年度の公共投資は、年度を通して景気の下押し要因となる。中央政府の公共事業関係費（当初予算ベース）は 2000 年度補正後予算に比べ約 2 兆円少ない。また、財政難にある地方自治体を見ると、2001 年度地方財政計画における地方単独事業費は前年度当初計画に比べて 1 兆円減額となっている。景気の下支えをするべく、補正予算の編成が見込まれるものの、雇用対策といったセーフティーネットが中心となり、小泉内閣の方針を勘案すると、従来型の公共事業追加は見送られる公算が大きい。2001 年度の実質公共投資は前年度比 3.1%減となる。

2002 年度も、中央政府の公共事業関係費（当初予算ベース）、地方政府の地方単独事業が大幅にカットされる公算が大きいことから、公共投資はさらに落ち込むと見込まれる。2002 年度の実質公共投資は同 6.9%減となる。

（５）外需 2002 年度前半まで輸出は減速基調

輸出をみると、米国、アジア、欧州の景気の冷え込みを受けて、落ち込みが続いている。今後を見通すと、当面、米国など世界経済の減速により、低下基調は続くと思われる。2002 年度後半にかけては、輸出は米国向けを中心に拡大に向かう可能性が高い。2001 年度の GDP ベースの実質輸出は前年度比 6.3%減、2002 年度には同 3.8%増と見込まれる。

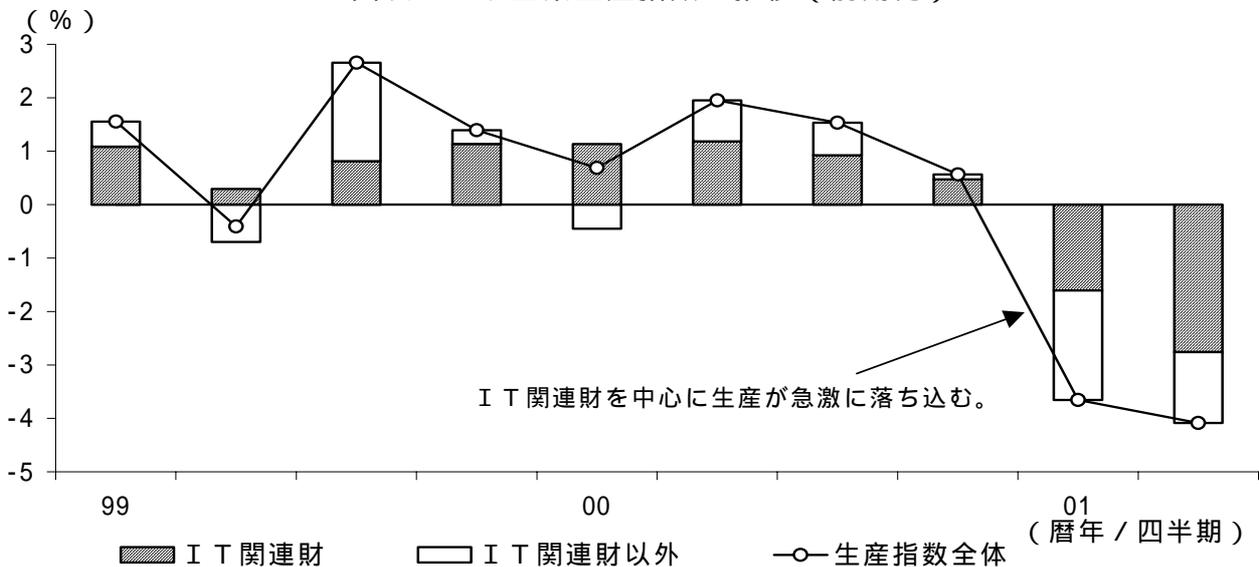
輸入をみると、生産拠点の海外シフト等に伴う逆輸入の動きや、消費者の低価格指向などを背景にアジア諸国、地域からの輸入がある程度見込まれるものの、内需の落ち込みにより伸びは徐々に低下するとみられる。2002 年度後半にかけては、内需がやや持ち直すことから、プラス基調となる。2001 年度の GDP ベース実質輸入は、前年度比 1.9%減、2002 年度には同 1.3%増と予想される。その結果、経常収支黒字は 2001 年度の 8.9 兆円から、2002 年度には 11.0 兆円へ拡大すると見込まれる。

(6) 生産 2002 年度前半にかけて低下基調

4 - 6 月期の鉱工業生産指数（確報値）は前期比 4.1%減と 1 - 3 月期の同 3.7%減からマイナス幅は拡大し、生産活動の急速な冷え込みを示した。内訳をみると、IT 関連の生産が世界経済減速の波を受けて大幅に落ち込んだ（図表 3）。7 月も電気機械工業を中心に生産が低下したことから、前月比 2.8%減（速報値）と 5 ヶ月連続のマイナスとなった。8、9 月の生産指数が製造工業予測調査の予測値（同 4.3%増、同 3.0%減）通り実現した場合でも、7 - 9 月期は前期比 1.9%減と、3 四半期連続のマイナスが見込まれている。さらに、このところの生産動向をみると、生産指数は前月に発表される製造工業予測調査の予測値を昨年 7 月以降 13 ヶ月連続して下回る（生産が大きく落ち込んだ 98 年度をみても最高 3 ヶ月連続である）など、企業の見込みを上回るスピードで低下している。そのため、7 - 9 月期実績の伸びは予想伸び率である前期比 1.9%減をさらに下回る可能性もある。

生産の先行きを展望すると、2001 年度後半にかけて、国内、海外需要ともに減速を強めるとみられ、出荷の低下、在庫の積み上がりにより、生産活動の落ち込みが予想される（図表 4）。2002 年度を見通すと、前半においては引き続き低迷するものの、後半以降、在庫調整が進み、海外需要の回復に伴い、IT 関連財を中心に生産は増加するとみられる。2001 年度の鉱工業生産指数は前年度比 7.7%減、2002 年度には同横ばいと見込まれる。

図表 3 鉱工業生産指数の推移（前期比）

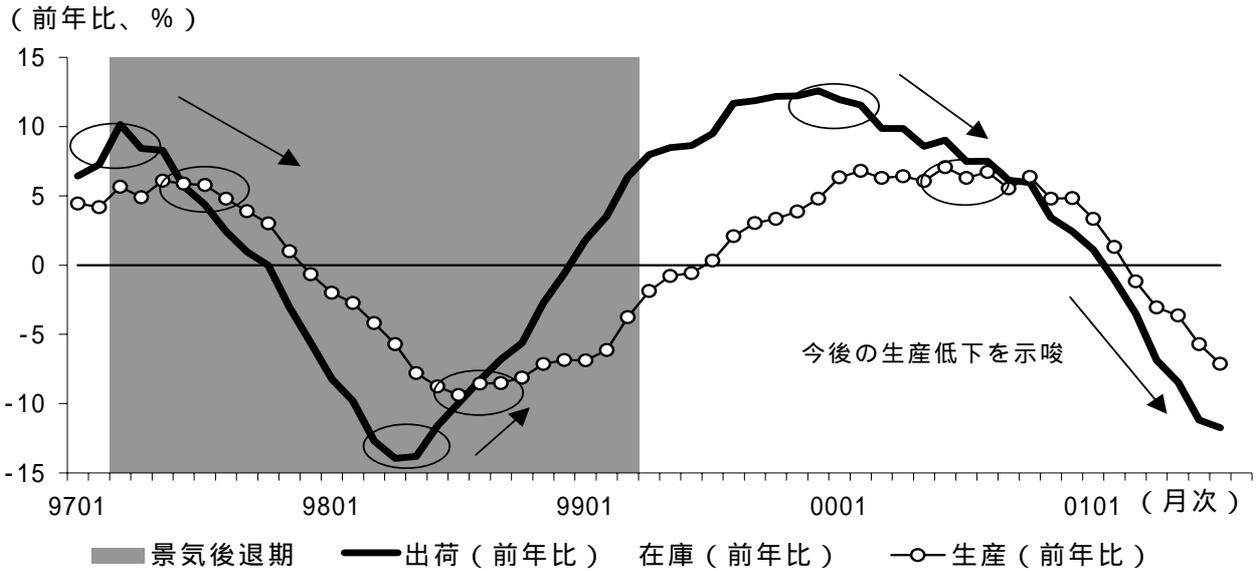


(注 1) ここでの IT とは、半導体製造装置、通信機械、通信・電子部品、半導体素子、集積回路、半導体部品、電子計算機、電池とした。

(注 2) IT 関連財の生産指数に占めるシェアは 12.7% (95 年時点)。

(資料) 経済産業省「経済産業統計」

図表4 出荷 - 在庫バランス



(注) 出荷、在庫、生産指数(原数値)を3ヵ月移動平均した指数の前年比を計算。
 (資料) 経済産業省「経済産業統計」

(7) 物価 根強い物価低下圧力

国内卸売物価は8月に11ヵ月連続マイナスの前年同月比0.9%低下となり、下落基調が続いている。大きな要因として、世界的なIT需要の減退により、電気機器の価格が大きく低下したことがある。物価動向に大きな影響を与える為替レートは昨年と同時期に比べ円安で推移しているものの、世界的なIT市況の悪化要因が為替円安要因を上回り、国内卸売物価を押し下げている。

消費者物価も低下基調にある。全国ベースの消費者物価指数(7月)は同0.8%低下と23ヵ月連続で前年水準を割り込んだ。品目別にみると、被服及び履物、交通・通信の下落が続いている。

今後、流通合理化、技術革新といった供給側の構造変化による価格低下圧力が根強い中、国内の需要低下が続き、物価の下落基調は続くと思込まれる。国内卸売物価指数は2001年度前年度比0.9%低下、2002年度同0.8%低下、消費者物価指数は2001年度同1.2%低下、2002年度同0.9%低下と予想される。

(8) 金融政策、金利 今後も続く量的緩和政策の枠組み、低金利

日銀は8月13、14日の金融政策決定会合で、日銀当座預金残高を、従来の5兆円程度から6兆円程度に増額し、併せて長期国債の買い入れをこれまでの月4千億円ペースから月6千億円ペースに増額するといった追加金融緩和を決定した。しかしながら、物価の下落基調は根強く、量的緩和政策のメルクマールとなっている消費者物価指数(全国ベース、除く生鮮食品)の低下抑制の効果は限定的とみられる。今後を見通すと、消費者物価指数(同)の前年比ゼロ%以上が2002年度までに実現する可能性は低く、量的緩和政策の枠組みは2002年度末まで続く公算が高い。むしろ、デフレの実体経済への影響が深刻化する可能性もあり、日銀当座預金残高目標額の引き上げ(6兆円程度から7兆円程度へ)、長期国債の買い入れ増額、外国為替の購入を通じた円安誘導、社債、

資産担保証券（ABS）の購入など量的緩和政策のさらなる拡充が行われる可能性もある。

金利動向をみると、3月の量的緩和政策の導入以後、無担保コールレート（翌日物）はほぼゼロ%近傍での推移が続いている。また、長期金利は7月に一時1.5%を上回ったものの、その後低下し、このところ1.4%台となっている。今後を見通すと、量的緩和政策が続き、短期金利（無担保コールレート）は概ねゼロ%近傍で推移すると見込まれる。長期金利は、量的緩和政策の継続、国債の新規発行抑制に伴う債券市場の需給改善に加え、国内企業の資金需要の欠如により機関投資家の資金が引き続き国債購入に向かう公算が大きく（利回りの低下要因）、総じて1%台での推移となろう。

（9）為替レート 2001年度は現状よりやや円高傾向に、2002年度は概ね横ばいの推移に

為替レート（円ドルレート）に大きな影響を及ぼす日米金利差（米国の金利水準 日本金利水準）要因をみると、米国では景気の一段の減速により金利引下げは今後も行われるとみられるが、日本の金利はすでに超低水準にあるため、金利がさらに低下する余地は限られている。そのため、日米金利差は縮小方向に進み、2001年度の円ドルレートは緩やかな円高基調となろう。2002年度においては、米国の利下げが一服するとみられることから、日米金利差の縮小に歯止めがかかり、概ね横ばいの推移となろう。為替レート（年度平均）は2001年度には1ドル=120.0円、2002年度には1ドル=115.0円と予想される。

3. 米国経済 当面、雇用調整、家計の資金繰り悪化により個人消費が低下

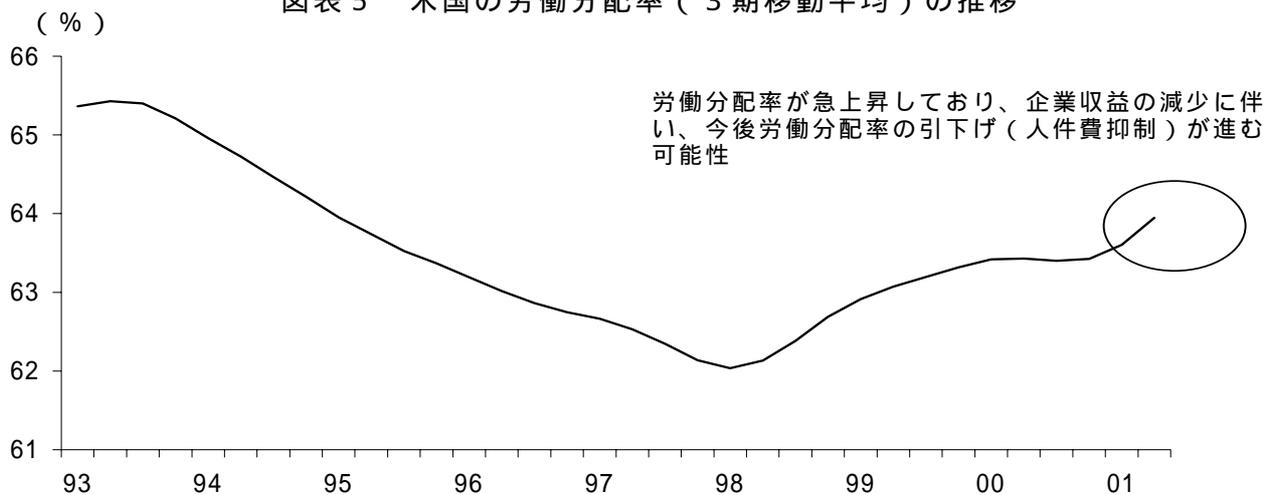
2001年4-6月期の実質GDP（改定値）は、設備投資が大幅に落ち込んだことから、季節調整済み前期比年率で0.2%増と、前期の同1.3%増から伸び率が縮小し、米国経済にブレーキがかかっていることを示した。

4-6月期以降の景況感をみても、底打ちの兆しはみられない。企業の業況判断を示すNAPM（全米購買部協会）製造業指数は、8月に47.9%と、製造業の業況判断の分岐点となる50%を13ヵ月連続して下回った。

2001年後半を見通すと、GDPの約7割を占める個人消費や、設備投資といった民間需要の減速は避けられず、米国経済は一段と調整色を強めるとみられる。個人消費の低下の要因として、まず企業の人件費抑制が挙げられる。企業収益が低下する中、このところ労働分配率（付加価値に占める人件費の割合）は急上昇しているため、今後雇用削減により労働分配率の引下げ（人件費抑制）が行われる可能性が高い（図表5）。

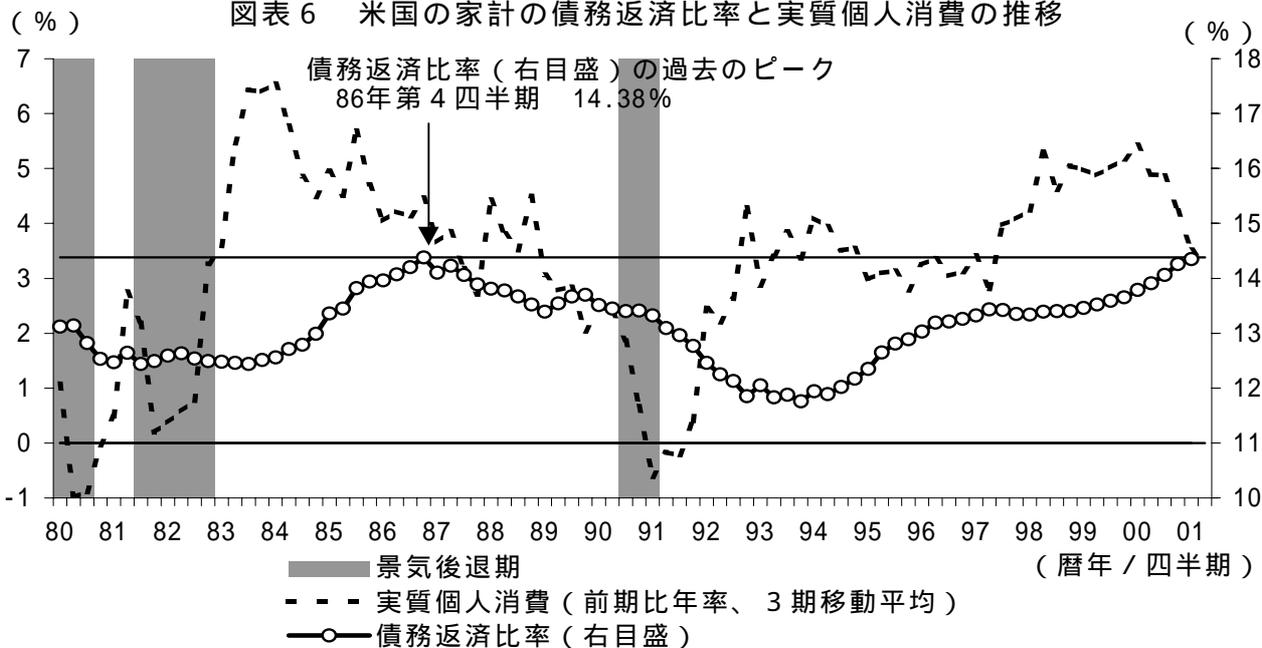
さらに、家計の債務返済負担の高まりも個人消費の押し下げ要因となろう。90年代、家計が支出の拡大に向けて借入を増やした結果、可処分所得に対する債務返済額（元利払費合計）の比率は94年半ば以降上昇傾向にあり、2001年1-3月期にはほぼ過去最悪（86年第4四半期）の水準に達した（図表6）。このように、家計は重い債務負担を抱えていることから、過度に高まった負担を軽減すべく、支出を手控えるとみられる。7月より小切手による戻し減税が実施されているものの、減税分の多くが消費支出に回らず債務削減などに充当されると見込まれる。

図表5 米国の労働分配率（3期移動平均）の推移



(注) 労働分配率 = 人件費 / 企業部門 GDP (いずれも季節調整済み) (暦年 / 四半期)
 (資料) Department of Commerce "Survey of Current Business"

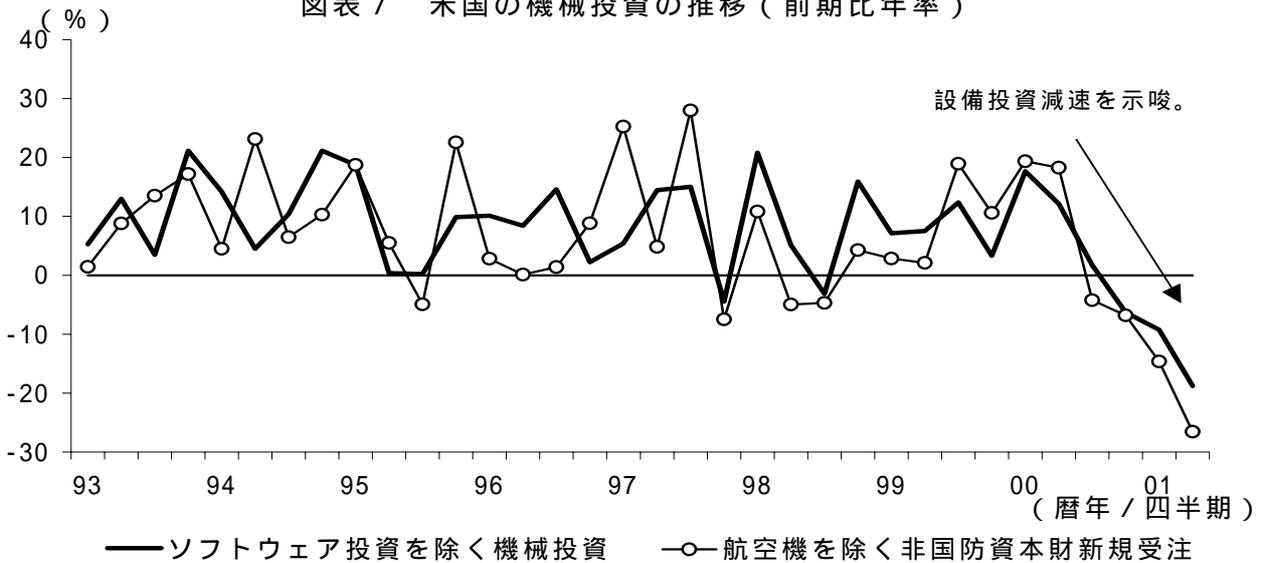
図表6 米国の家計の債務返済比率と実質個人消費の推移



(注) 債務返済比率 = 債務返済額 (元利合計額) / 可処分所得
 (資料) F R B ホームページ、Department of Commerce "Survey of Current Business"

次に、設備投資をみると、引き続き企業の設備投資に対する意欲は慎重なものとなろう。その背景には、設備過剰感の高まりが挙げられ、とりわけ、90年代に急拡大してきたIT投資のストックが過剰となっている。加えて、個人消費など需要の低下により企業収益の悪化が続き、企業が設備投資に踏み切る公算は小さい。実際、設備投資の約6割を占める機械投資の先行指標である非国防資本財新規受注（航空機を除く）をみると、2000年7 - 9月期以降4四半期連続して前期比マイナスとなり、今後の設備投資減速を示唆している（図表7）。

図表7 米国の機械投資の推移（前期比年率）



（資料） Department of Commerce "Manufacturer's Shipments, Inventories, and Orders", "Survey of Current Business"

このように、米国経済は今後調整色を強めると予想され、2001年の実質GDP成長率は1.0%と見込まれる。

2002年を展望すると、個人消費に関しては、年前半において、家計は債務負担軽減に向けて引き続き消費を抑制する公算が大きい。しかし、年後半にかけて、大型減税のサポートもあり債務負担の軽減が進むことに加え、在庫調整の進展により生産が持ち直すことから、雇用、所得環境が徐々に改善し、個人消費も次第に拡大に向かうと予想される。また、設備投資に関しても、後半にかけて、2001年初来の金融緩和政策の効果が発現するとみられる中、生産の増加に伴う稼働率の上昇や収益の増加の結果、設備投資環境は好転すると見込まれる。特に、IT投資は平均使用期間（注2）が3.5年（当社調査レポート2001年8月号「米国におけるIT投資」参照）と比較的に短いことから、徐々にではあるが拡大する公算が大きい。2002年の実質GDP成長率は1.0%となろう。

（注2）平均使用期間は、除却率（99年の除却額 / 98年末の純ストック残高）の逆数とした。

（補論） 米国同時多発テロの影響について

本予測では、9月11日に発生した米国同時多発テロが経済に与える影響については織り込んでいない。

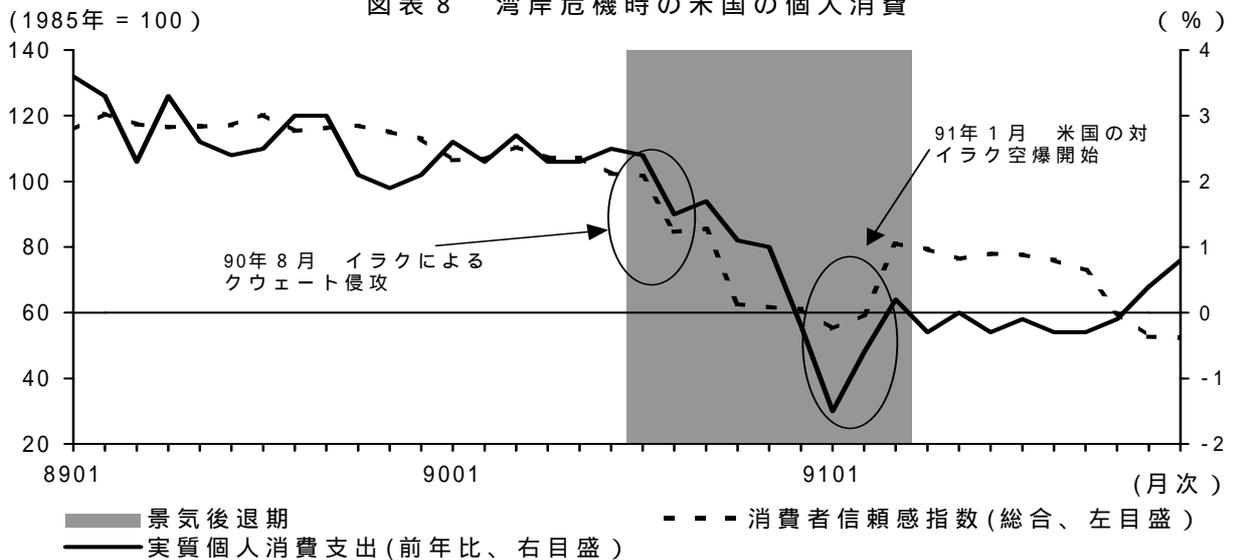
現時点で考えられる米国経済への影響として、短期的には、消費者マインドの低下による個人消費の落ち込みが懸念される。90年の湾岸戦争勃発時には、イラクがクウェートに侵攻した8月以降、米国の消費マインドは急速に冷え込み、個人消費低下の一因となったと考えられる（図表8）。

但し、今後の米国政府の対応次第では、個人消費への影響は限定的なものとなる可能性も否定できない。過去の事例をみても、91年1月の米国のイラク空爆開始後、消費者マインドは反発し、個人消費のマイナス幅縮小に寄与したとみられる（図表8）。

米国の個人消費の低下が長引いた場合、日本の輸出、生産、企業収益が減少し、我が国の景気に

悪影響を及ぼすと予想される。米国政府の対応、並びに為替、原油、株式市場の動きを含めて、今後の展開を注視する必要がある。

図表8 湾岸危機時の米国の個人消費



(資料) Department of Commerce "Survey of Current Business"
The Conference Board "The Consumer Confidence Survey"

以上