

2002 年度経済見通し

— 一年度後半に持ち直すものの、2 年連続のマイナス成長 —

2002 年 3 月 15 日

三井トラスト・ホールディングス業務部

<概要>

日本経済は、構造改革を迫られている。

バブル好景気時に、当時は生産性が高く、より多くの付加価値を生み出すと思われた分野に資本や労働をシフトしたが、そのうち一部は結果的には期待どおりの成果をあげられなかった。また中国をはじめとするアジア諸国が経済発展し、そのため国際競争力を失った産業も現れた。

こうした状況下、低生産性部門・国際競争力を失った部門から高生産性部門・国際競争力のある部門への資本、労働等のシフトという構造改革が現在、喫緊の問題となっている。構造改革が進むと、生産はより効率的になり供給力が強化される。もう一方で、生産性の高い産業への設備投資は、新しい機械の生産や工場の建設など需要を生み出す。さらに、構造改革の過程では新製品の出現など新しい需要がでてくることも期待される。構造改革が進むと、日本経済は再活性化するのである。

しかし現状、不良債権の最終処理や巨額な財政赤字等の要因から、企業・家計ともリスク・テイキングに対して慎重になっており、構造改革のテンポは緩やかなものに止まっている。このため設備投資や個人消費等の内需は総じて低迷している。

バブル崩壊後、現在まで景気動向の鍵を握ってきた需要項目は、公共投資など景気対策関連の項目を除くと、輸出である。1999 年から 2000 年前半にかけて景気は一時やや持ち直したが、そのリード役となったのは輸出、特にアメリカ向けの輸出であった。この時には、輸出に触発されて設備投資も持ち直した。ところが、2001 年前半からアメリカが景気減速に入ると、日本の輸出は下押しされて、景気は再び後退に向かい現在に至っている。

以上のような弱い内需の基調は、金融・財政両面での景気対策の景気浮揚効果が限定的であることもあり、今後 2002 年度にかけても概ね続くことになろう。今後の景気の動きを握るのはアメリカ経済、そして輸出である。そのアメリカ経済であるが、今後持ち直してくるとみられる。その背景としては、まず金融・財政両面からの景気対策の効果が引き続き現れると見込まれることである。さらに、昨年 9 月に起きた同時多発テロ以降懸念されたテロ再発の可能性がかなり少なくなり、これに伴って「不確実性増加による設備投資や個人消費等の減少」という懸念も薄らいできたことである。

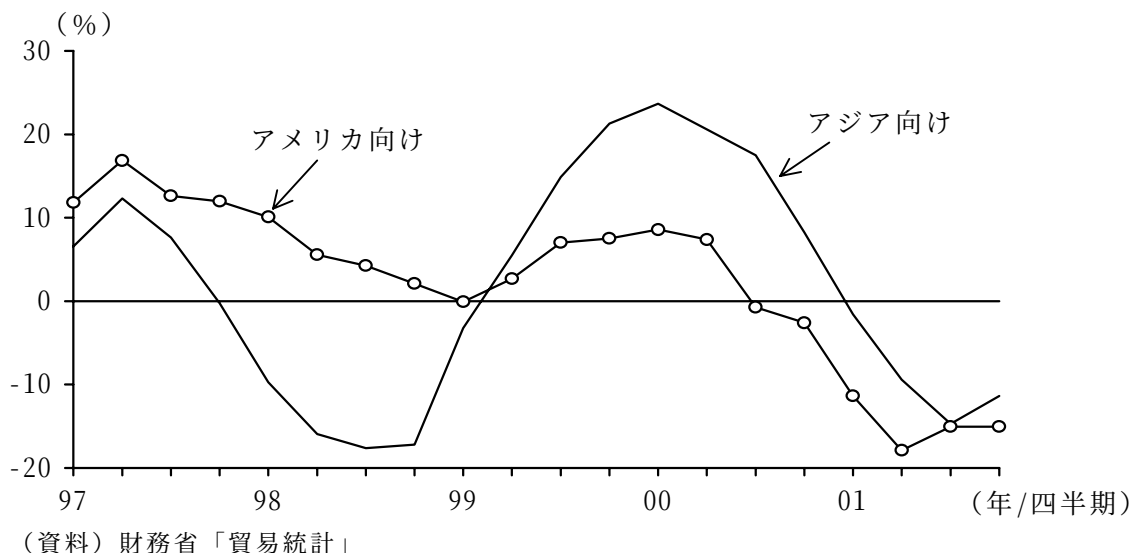
アメリカ経済の持ち直しを受けて、日本の輸出は 2002 年度後半から回復に向かうとみられる。ただし、設備投資や個人消費等の内需は引き続き総じて低調なため景気全体の回復力は弱く、2002 年度は厳しい 1 年となろう。2002 年度の実質経済成長率はマイナス 0.8%と、2001 年度のマイナス 1.2%（実績見込み）に続き、マイナス成長が見込まれる。内・外需別に寄与度をみると、内需はマイナス 0.9%、外需はプラス 0.1%である。

1. 外需およびアメリカ経済

日本の2大輸出市場はアメリカとアジアである。アメリカ向け輸出額は、14.7兆円（通関ベース、2001年実績）と輸出全体の30.1%を占める。またアジア向け輸出額は19.7兆円（同）で、シェアは40.3%である。なおEU向け輸出額は7.8兆円（同）、シェア15.9%である。そのアメリカ向け及びアジア向け輸出が2000年はじめをピークにして、その後増勢鈍化し、現在はマイナス基調となっている。

輸出を数量ベースの前年同期比伸び率でみると、アメリカ向けは2000年1～3月期には8.6%増であったが、その後アメリカ経済の減速とともに増勢鈍化し、ついに同7～9月期には0.7%減とマイナスに転じ、そしてマイナス幅は2001年10～12月期には15.1%に拡大している（図表1）。

図表1. 日本の地域別輸出の伸び（前年同期比、数量ベース）

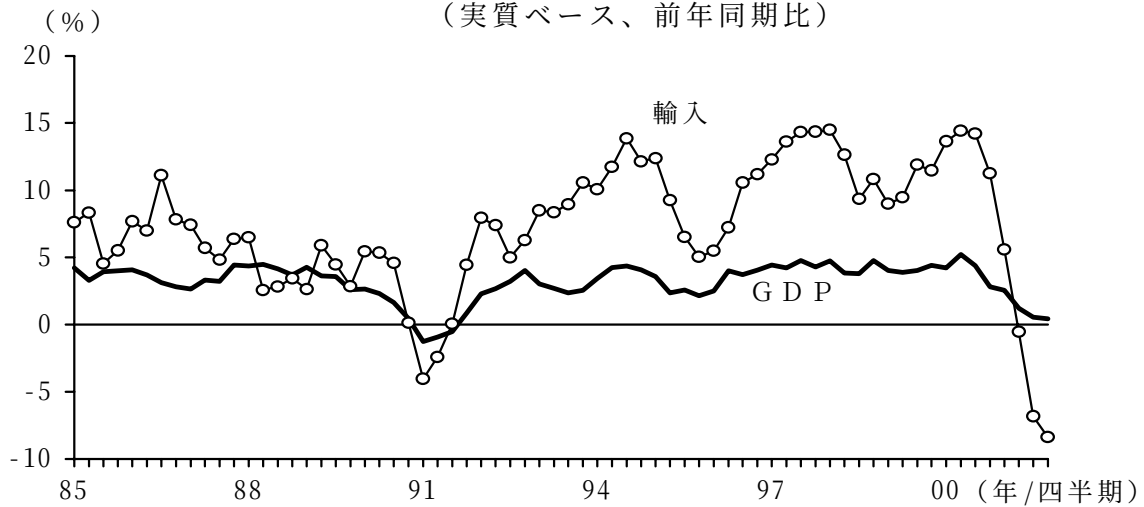


またアジア向け輸出も2001年10～12月期には11.4%減となるなど大きく落込んでいる。アジア諸国のアメリカ向け輸出依存度が高いことから、アメリカ経済減速→アジア諸国のアメリカ向け輸出の落込み→アジア経済の後退→日本のアジア向け輸出減少という面が強く、日本のアジア向け輸出減少は、元をたどるとアメリカ経済減速によるところが大きい。

アメリカ経済は、景気が悪く（良く）なると、輸入が大きく落ち込む（増加する）体質を持っている。換言すると、輸入の所得弾力性が大きいのである。景気の動きを実質GDPの前年同期比増加率でみると、1990年代に入ってから景気拡大期には、実質GDPの伸びはプラス3～5%であるのに対し、実質輸入の伸びはプラス10%前後と高い（図表2）。一方、1990年から1991年にかけての景気後退期、さらに今回の景気減速期においては実質輸入は実質GDP以上に落込んでいる。

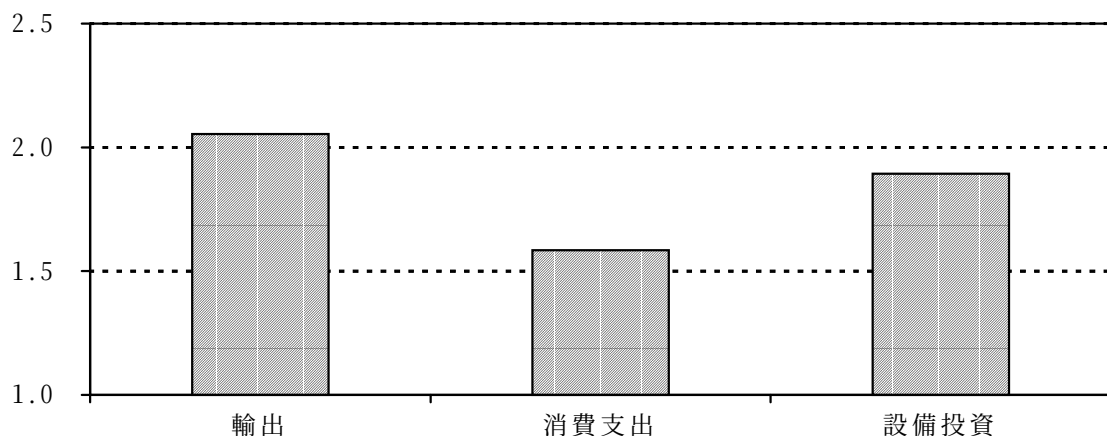
アメリカ経済はこうした体質を持っているため、今後アメリカ景気が持ち直すと、日本の輸出は、アメリカ向けという直接的なルートだけでなく、アジア向けという間接的なルートを通じて、回復するとみられる。そして輸出が持ち直すと、その波及効果を含め国内の生産額を、輸出額の2.1倍程度増加させることになる。総務庁「平成7年産業連関表」によると、輸出の生産誘発係数（輸出が1単位増加すると日本全体の生産をどの程度増加させるかを示すもの）は2.1であり、これは消費支出の1.6や、設備投資の1.9を上回っている（図表3）。

図表 2. アメリカ：GDPと輸入の伸び
(実質ベース、前年同期比)



(資料) US Department of Commerce 「Survey of Current Business」

図表 3. 最終需要項目別生産誘発係数 (95年)

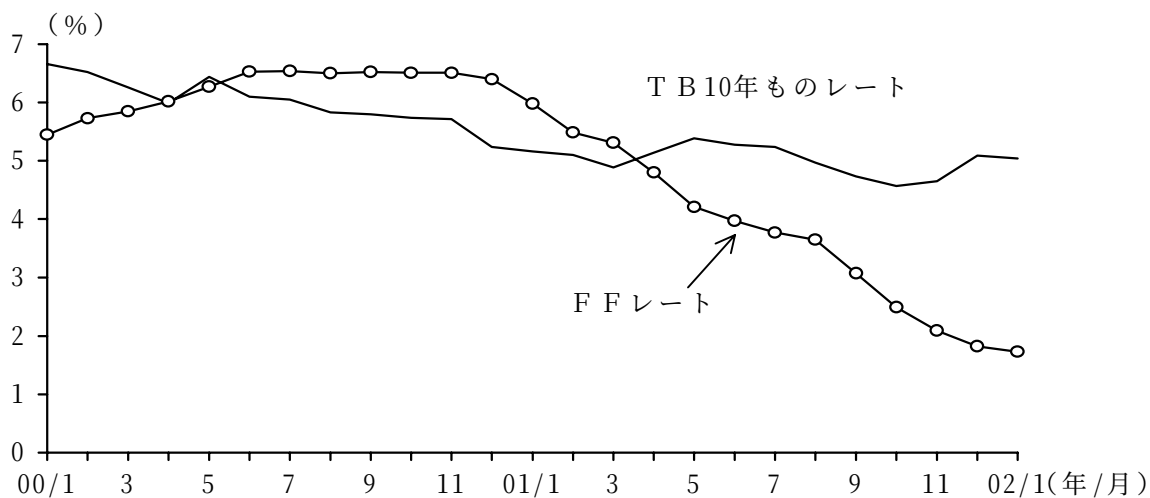


(注) 設備投資：公共投資を含む
(資料) 総務庁「平成7年産業連関表」

そのアメリカ経済であるが、2001年3月から景気後退に入り、同9月には同時多発テロというマイナス材料が発生した。景気の動きを実質GDPでみると、2000年には前年比4.1%増であったが、2001年1～3月期には前期比年率1.3%増に止まり、同7～9月期には同1.3%減とマイナス成長となった。ただし同10～12月期には同1.4%増とやや高まった。

今後2002年にかけては、アメリカの景気は持ち直すと見込まれる。まず景気対策の景気浮揚効果が、今後さらに現れてくると思われる。金融政策を取り上げると、FFレートの誘導目標水準は2001年1月以降、11回、合計4.75%引下げられ、現在1.75%の低水準にある(図表4)。こうした政策金利の引下げに応じて、長期市場金利も緩やかではあるが低下している。金融緩和策の景気浮揚効果が現れるのには時間がかかるため、今回の一連の金融緩和策についても、その景気浮揚効果が本格化してくるのは、今後2002年にかけてとみられる。財政政策としては、2001年7月にはじまった減税(2001年度から2011年度までに総額1兆3,500億ドル)等があり、これも景気押し上げに寄与する。

図表 4. アメリカの金利推移



(資料) Federal Reserve System 「Federal Reserve Bulletin」

アメリカ景気のプラス要因として、最後に同時多発テロ発生以降懸念されたテロ再発の可能性が少なくなったことが挙げられる。これまで懸念されていたのは、テロ再発の可能性→不確実性の上昇→設備投資や個人消費の萎縮であったが、この懸念が薄らいでいることは、景気にとってプラス材料となる。

以上のことから、アメリカ経済は今後 2002 年にかけて持ち直し(実質 GDP 成長率、2002 年 0.6% 増)、そのため日本の輸出も年度後半から緩やかにプラスに転じるとみられる。GDP ベースの実質輸出は、2001 年度の前年度比 8.2% 減(実績見込み)から 2002 年度には同 1.6% 増になろう。

輸入については、2002 年度後半にかけてやや持ち直すものの、2002 年度を通すと前年度比 0.7% の微増に止まると見込まれる(2001 年度実績見込み、4.8% 減)。

この結果、経常収支黒字額は 2002 年度には 12.3 兆円と、2001 年度の 11.1 兆円(実績見込み)から拡大すると見込まれる。

2. 個人消費

個人消費(実質ベース)を決めるものは、主に可処分所得(同)と消費者のマインドであり、後者のマインドは平均消費性向(=個人消費額/可処分所得額)として現れる。そこで、個人消費の伸びを、可処分所得の伸びと、平均消費性向の伸びとに分解してみた(図表 5、資料は総務省「家計調査報告」)。(注 1)

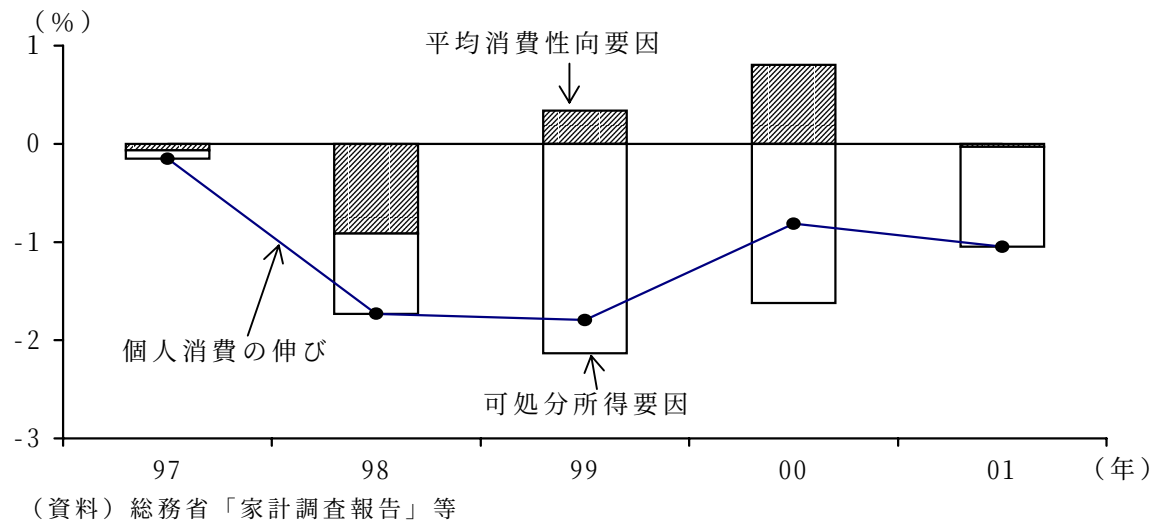
(注 1) $C = Y * (C/Y)$ であるから

$$\dot{C}/C = \dot{Y}/Y + (\dot{C}/Y) / (C/Y)$$

C: 実質個人消費 Y: 実質可処分所得

可処分所得の伸びはマイナスを続けており、個人消費を下押ししている。1999 年には個人消費は前年比 1.8% 減であったが、このうち可処分所得要因がマイナス 2.1% となっている。一方平均消費性向要因は、景気が一時やや持ち直した 1999 年や 2000 年には、個人消費押し上げに寄与した

図表 5. 個人消費の伸びの要因分解（実質ベース）



が、2001年にはマイナス0.03%と若干ではあるが、再び個人消費下押しに転じている。

このように消費者のマインドが現れる平均消費性向は、現状個人消費に対して再びマイナスの寄与となっているが、次にそのマインドの動きを内閣府「消費者態度指数」（注2）でみることにする。

（注2）消費者態度指数の作成方法

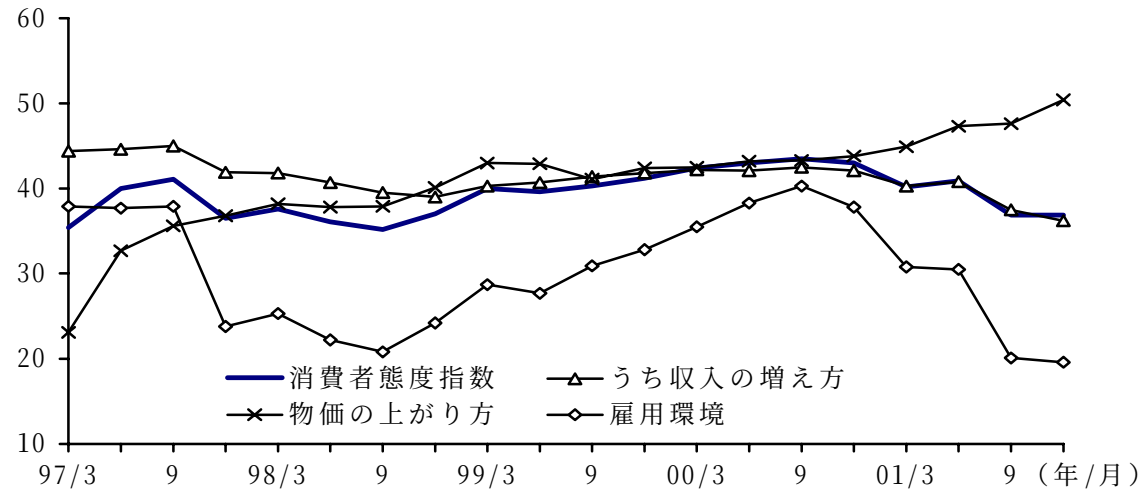
- ①「暮らし向き」、「収入の増え方」、「物価の上がり方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の5項目について、今後半年間にどのように変化すると考えているか、次に5段階で回答を求める。
- ②各項目が消費に対して「良くなる」ように変化するにプラス1、「やや良くなる」にプラス0.75、「変わらない」にプラス0.5、「やや悪くなる」にプラス0.25、「悪くなる」にゼロの評価を与える。
- ③5項目の消費者意識指標を単純平均して消費者態度指数（原系列）を算出する。

消費者態度指数は、1999年から2000年前半にかけてやや改善したものの、2000年後半から再び悪化している（図表6）。5項目のなかでは、「雇用環境」が大きく悪化している。2000年9月の40.3から直近である2001年12月には19.6に落込んでいる。消費者のマインドは、雇用環境の急速な悪化から、消費に対してより慎重になっているのである。

日銀「短観」（2001年12月調査）によると、企業（全規模合計）の「雇用人員判断DI」はプラス21%ポイントと、「雇用人員は過剰」と判断する企業の割合が、「雇用人員は不足」と判断する企業の割合を、大きく上回っている。また労働分配率をみると、現在70%弱と依然高水準にある。

今後2002年度にかけても、企業は人件費を削減するため、賃金のほか人員の抑制姿勢を維持するとみられる。したがって、個人消費決定の主要要因である可処分所得、消費者のマインドとも改善は望めず、厳しい個人消費環境が続くと思われる。実質個人消費は2001年度の前年度比ゼロ%（実績見込）に続き、2002年度にも同0.1%増に止まると見込まれる。

図表 6．消費者態度指数の推移

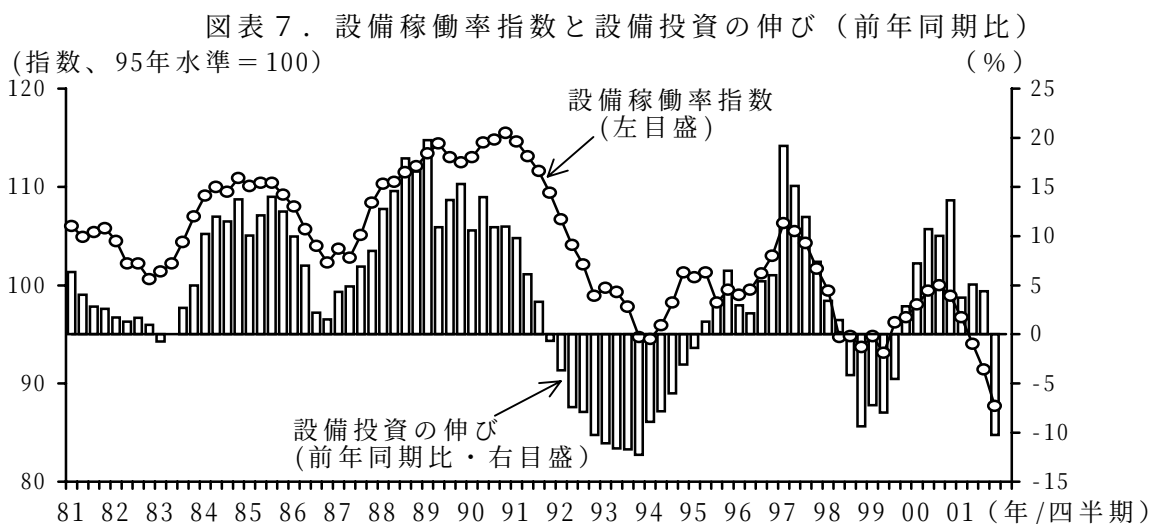


(資料) 内閣府「消費動向調査」

3. 設備投資

現状、設備投資は増勢鈍化している。設備投資（実質ベース）の前年同期比伸び率は、2000 年 10～12 月期には 13.6%増であったが、2001 年 7～9 月期には 4.4%増に止まり、そして同 10～12 月期には 10.2%減と落込んでいる。こうした設備投資変調の背景には、設備稼働率が大きく落込んでいることがある。

設備稼働率が低い（高い）と、設備投資は落込む（増加する）という関係がみられる（図表 7）。その稼働率（指数、1995 年水準=100）が、2001 年 10～12 月期には 87.7 と直近のピークである 2000 年 7～9 月期の 100.0 から 12.3%も低下しているのである。



(資料) 経済産業省「経済産業統計」

設備稼働率は、生産水準と生産能力の動きによって決まるが、短期的には前者の生産水準によって決まる面が強い。そして、その生産水準は需要の動きに左右される。1999 年から 2000 年前半にかけてアメリカ景気拡大によって輸出が拡大したことを背景に、需要は一時的に増加したが、その

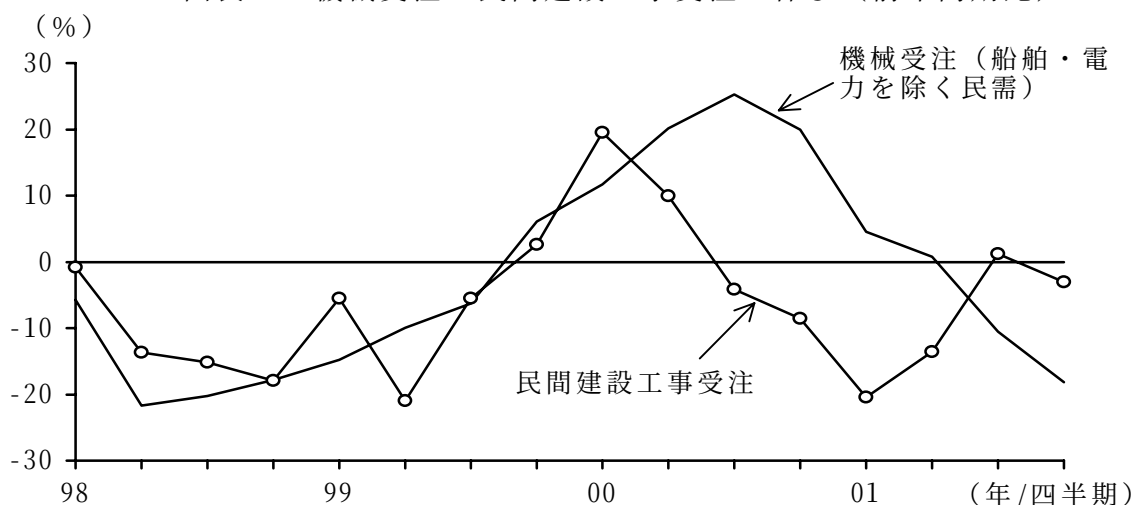
後輸出が伸び悩むとともに需要も低迷している。このため設備稼働率（指数）は、急速に低下しているのである。

今後、輸出は持ち直すものの、一方で個人消費などの内需は引き続き弱い動きとなるため、設備稼働率の大幅な改善は望めなく、設備投資にとって厳しい環境が続くことになろう。

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や民間建設工事受注は既に落込んでおり（図表 8）、これをみても設備投資の先行きは厳しいと見込まれる。

実質設備投資は 2002 年度には前年度比 6.4%減と、2001 年度の同 2.7%減（実績見込み）に続きマイナスになると見込まれる。

図表 8．機械受注と民間建設工事受注の伸び（前年同期比）



（資料）内閣府「機械受注統計報告」等

4. 住宅投資

住宅投資は、所得や雇用環境の悪化、将来不安の高まりなどにより落込んでいる。住宅投資の先行指標となる新設住宅着工戸数の伸び（前年同期比）を四半期ベースでみると、2001 年 1～3 月期から同 10～12 月期まで連続してマイナスとなっている。特に、1 戸当たり平均床面積が広い持家の落込みが大きいため、新設住宅総床面積の同伸び率は、2001 年 10～12 月期にはマイナス 11.0%と、マイナス幅は戸数ベースのマイナス 5.9%より大きい。

今後 2002 年度にかけては、所得や雇用環境等に改善は見込めないため、住宅着工は引き続き減少基調で推移しよう。新設住宅着工戸数は、2002 年度には前年度比 1.5%減の 114 万戸と、2001 年度の同 4.4%減の 116 万戸（実績見込み）に続き、落込むとみられる。実質住宅投資額ベースでは、2002 年度には前年度比 2.0%減となろう（2001 年度実績見込みは 8.3%減）。

5. 物価

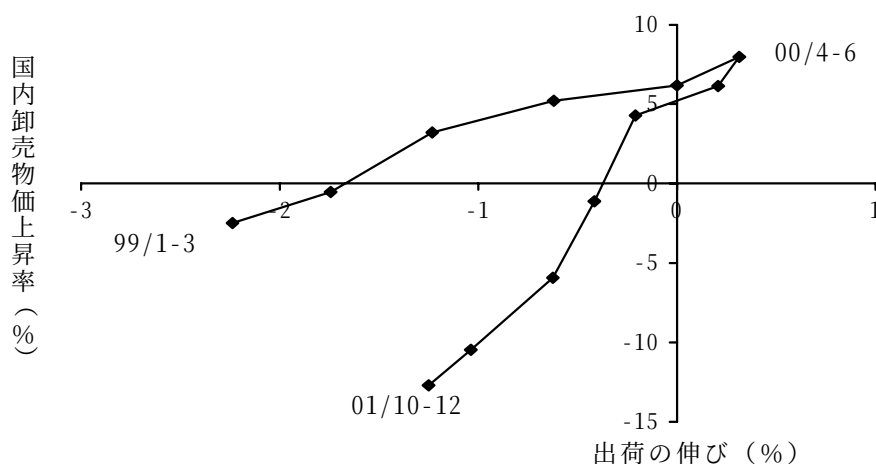
物価の下落が続いている。国内卸売物価は、2000 年 10～12 月期に前年同期比マイナス 0.2%となっており、以来マイナス基調で、2001 年 10～12 月期には同マイナス 1.3%となった。また消費者物価

（全国、除く生鮮食品）も 1999 年 10～12 月期以来、直近の 2001 年 10～12 月期（同マイナス 0.8%）まで連続して、マイナスを続けている。

物価の下落は、需要の落込みによるところが大きい。需要を示すものとして鉱工業の出荷の伸び（四半期ベースの前年同期比）をとり、また物価として国内卸売物価（同）をとると、2000 年 7～9 月以降、出荷の伸びが落込む中で、国内卸売物価下落が拡大している（図表 9）。一方、景気が一時的に持ち直した 1999 年 1～3 月期から 2000 年 4～6 月期にかけては、出荷と国内卸売物価は、ともに上昇・増加した。

今後 2002 年度にかけて、需要は引き続き総じて弱いものに止まるため、物価下落が続くとみられる。国内卸売物価は 2002 年度に前年度比 1.3%低下（2001 年度の実績見込みは 1.1%の低下）、消費者物価は同 1.2%低下（2001 年度の実績見込みは 0.9%の低下）と見込まれる。

図表 9．出荷の伸びと国内卸売物価上昇率（前年同期比）



（資料）日本銀行「物価指数月報」等

6. 金融

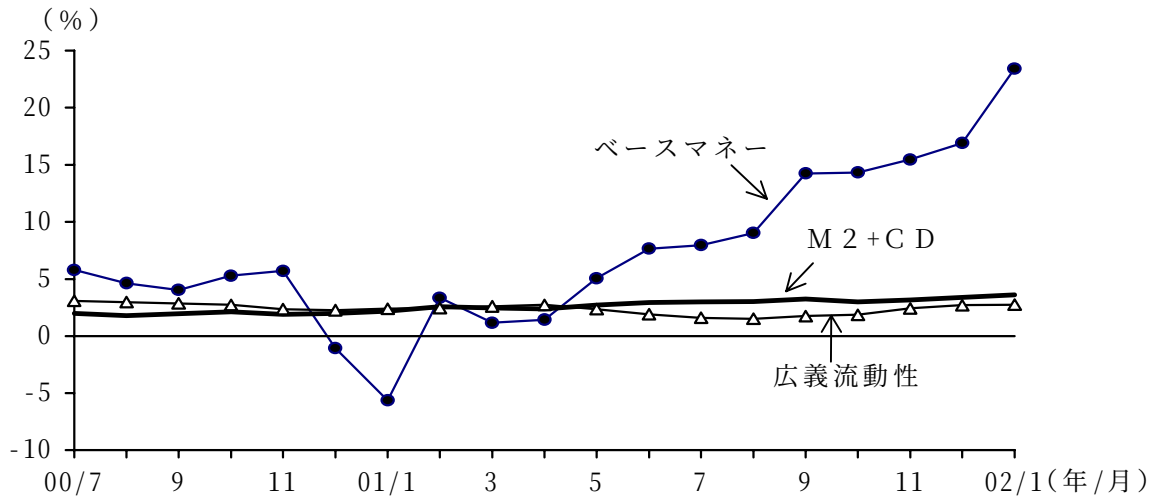
2001 年 3 月から量的金融緩和策が実施され、その後同 8 月、9 月、12 月、2002 年 2 月に拡充された。量的金融緩和策の景気浮揚に至るルートは、次のようなものが想定されていると思われる。

日銀当座預金残高増加→ベースマネー増加→M1 増加、M2 + CD 増加、広義流動性増加→ポートフォリオ調整→名目 GDP 増加

日銀当座預金残高の増加を受けて、ベースマネー（日銀当座預金＋現金通貨）が増加している。ベースマネーの前年同月比伸び率をみると、量的金融緩和策実施前の 2001 年 2 月には 3.4%増であったが、同 9 月には 10%を超えて 14.2%増となり、そして 2002 年 1 月には 23.4%増に高まっている（図表 10）。

ところが、ベースマネーよりも対象が広く、かつ実体経済に対して影響力が大きい M2 + CD や広義流動性の伸び率はやや高まっているものの、2002 年 1 月で M2 + CD は同 3.6%増、また広義流動性は同 2.7%増に止まっている。

図表 10. マネーサプライの伸び（前年同月比）



（資料）日本銀行「金融経済統計月報」

以上のとおり、量的金融緩和策の効果はベースマネーでは現れてきているものの、M2 + CDや広義流動性の段階では遅々としており、名目GDPの前期比伸び率は2001年4～6月期マイナス1.5%、同7～9月期マイナス0.8%、同10～12月期マイナス1.2%となるなど景気は現在までのところ低迷から抜け出せず、また物価は下落している。量的金融緩和策の景気浮揚効果は、現状限定的である。

次に金利面をみると、量的拡充策がとられていることから、短期市場金利（コールレート）は、現状ほぼゼロ%水準にある。一方、長期市場金利については、こうした短期市場金利の動きを受けて水準自体は低いものの、日本経済や財政に対する不安感の増大などから、やや上昇している。

今後については、引き続き量的金融緩和策が維持され、短期市場金利はほぼゼロ近傍の推移と見込まれる。また長期市場金利は、不安感からやや上昇しても、1%台での推移となろう。

7. 為替レート

円ドルレートは、日本経済の先行きに対する不安感の増大などから、円安・ドル高が進んでおり、2002年2月には1ドル＝133円前後の動きとなった。なお、3月に入りやや円高が進んでいる。

今後については、日米の景気の差は円安・ドル高に働く一方、日本の対外純資産増大・アメリカの対外純債務拡大は円高・ドル安に働くと見込まれる。この結果、円・ドルレートは、概ね現状と同じ水準の動きとなり、2002年度平均では1ドル＝127円と予想される。

以上

業務部経済調査グループ 長谷川 正 TEL 03-5232-8641（直通）

※ 本レポートは情報提供を目的として作成されたものであり、商品勧誘を目的としたものではありません。記載されているデータは、各種情報源から入手、加工したものです。正確性と完全性を保証するものではなく、また、内容については将来見解の変更もありえます。本レポートを全文または一部転載する場合は出所を明記して下さい。