

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 同時多発テロ事件：米景気回復の遅れと悪循環リスクの拡大

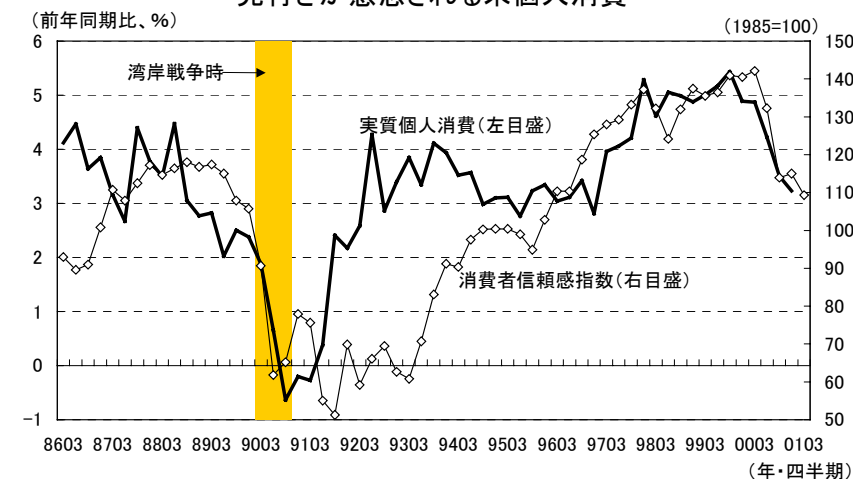
### <日本経済>

1. 輸出数量の減少が続き鉱工業生産は引き続き減少傾向にあり、景気は一層悪化している。日銀短観9月調査では設備投資の圧縮の動きと企業収益の悪化が明らかだ。
2. 消費は一部に明るい動きもあるが、全体としては低迷が続いている。雇用・所得環境は一段と悪化して消費の回復は難しく、テロ事件の影響も加わって景気は厳しい状況にある。

### <今週の焦点：同時多発テロ事件の影響>

1. テロ事件そのものの経済的な影響は、阪神・淡路大震災などの大事件や湾岸戦争の経験などからみて、短期間で解消されると予想される。
2. 今回の事件は、米国経済の回復時期の遅れや、消費低迷と株価の下落という悪循環リスクの拡大をもたらすだろう。米国経済が悪循環に陥り景気の本格的な回復までに長期間を要することになれば日本経済は景気低迷下で円高に見まわれる恐れが大きい。

### 先行きが懸念される米個人消費



チーフエコノミスト 榎 浩一 (はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

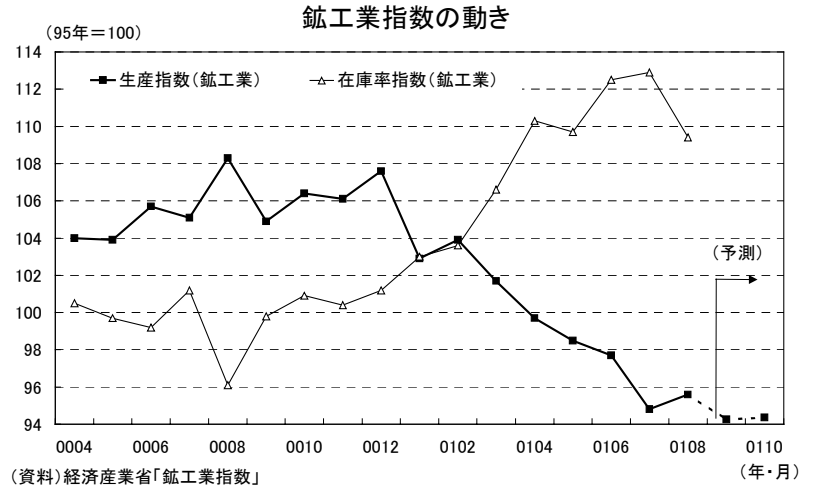
ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

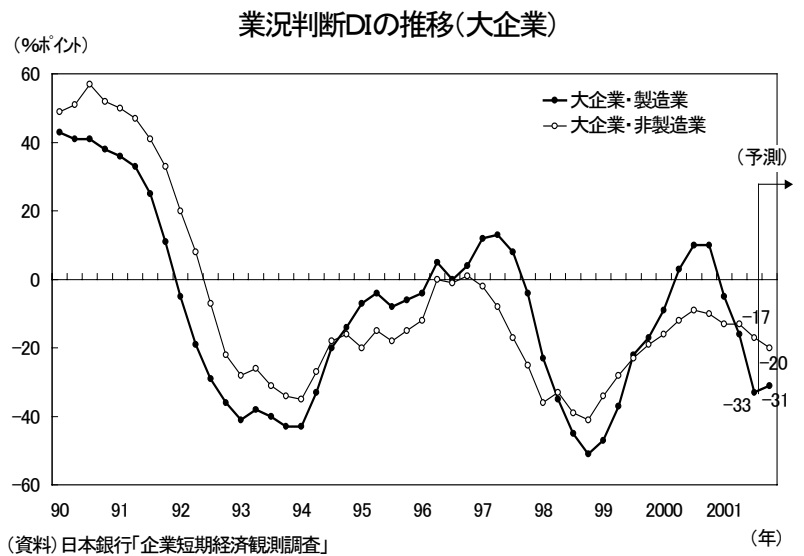
## < 日本経済の動き >

### 急速に悪化する企業部門

鉱工業生産指数は、4-6 月期前期比 4.1%の大幅なマイナスとなった後、7月も前月比 3.0%となった。8月は前月比では 0.8%増と若干持ち直したものの、前年比では 11.7%減と前年水準を大きく下回っており、生産は大きく落ち込んでいる。輸出数量は前年比で大幅な減少を続けており、これを受けて生産が低迷し、稼働率指数も低下傾向を続けているなど、設備投資が回復することは難しい状況にある。



10月1日に発表された日銀短観(9月調査)では製造業の業況感が引き続き大幅に悪化するとともに、非製造業でも業況感の悪化が見られた。2001年度の経常利益は、6月調査では前年比 1.2%増(全規模全産業)と、2000年度の 18.0%の増益に続いてかろうじて増益が続く計画だったが、今回調査では大幅に下方修正され 9.2%の大幅減益となった。こうした企業収益の悪化を背景に、大企業製造業では設備投資計画が大きく下方修正されているなど、企業の設備投資圧縮の動きが明確になってきている。今後、設備投資がさらに落ち込むことは避けられないだろう。

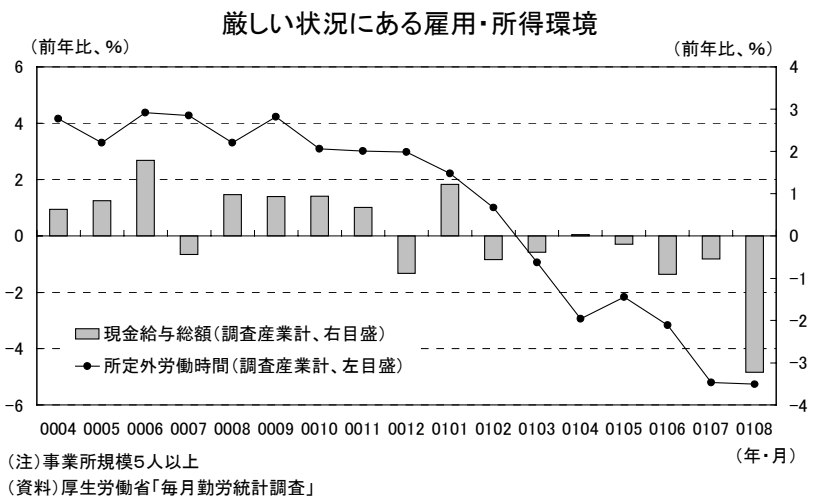


8月の景気動向指数速報(内閣府)は、先行指数は 71.4%で 2ヶ月連続で 50%を上回ったものの、一致指数は 0%となり 8か月連続で 50%を下回り、景気の悪化が続いていることを裏付けるものとなっている。

## 雇用・所得環境が更に悪化

8月の有効求人倍率は0.59に低下し、失業率も7月に引き続いて5.0%となるなど、雇用環境の悪化が続いている。所定外労働時間（事業所規模5人以上、調査産業計）は、3月以降前年比でマイナスが続いており、特に製造業では8月は12.1%の減少となるなど減少が顕著である。このため年明け以降賃金も減少基調にあって、現金給与総額（事業所規模5人以上、調査産業計）では8月は前年比3.2%の減少となった。現金給与総額は98年度1.7%、99年度0.8%と減少が続いた後、2000年度は0.4%の増加となり所得面からも消費の拡大が期待されたわけだが、このまま推移すれば2001年度に再び減少に転じるのは確実で、所得面からも家計消費が伸び難い状況にある。

住宅着工戸数は減少を続けていたが、7月、8月は貸家の着工が増加したことで前年比で増加に転じている。新車新規登録台数は前年比で増加基調にあり7月は7.3%、8月は5.5%と堅調な伸びを見せたが、9月は2.3%の減少となっている。家計部門では、一部に明るい動きも見られるものの、商業販売額（小売業）や家計調査の消費支出が前年比で減少基調が続いているなど、全体的には不振が続いている。



夏のボーナスが前年比で増加となるとの期待もあったが、6～8月の賃金の動向から判断して、今年の夏のボーナスは前年比で減少となった模様である。また、6、7月の気温が高かったことから「猛暑効果」でエアコン販売の好調などによる消費の押上げも指摘されていたが、一部の商品の売上が伸びたにとどまり家計消費全体を押し上げるには至らなかった。雇用・所得環境が全体的に悪化する中では家計消費が力強い回復を示すことは当分期待できないだろう。

日本経済は、企業部門、家計部門ともに悪化の度合いを強めている。財政、金融政策による景気刺激策は手詰まりに近い状態にあり、景気の回復は米国景気の持ち直しによる輸出の増加がきっかけとなる可能性が高い。しかし9月11日に発生した、米国の同時多発テロ事件は、米国の景気回復時期を遅らせるか、そもそも早期に景気回復が望めないような深い調整をもたらす可能性があり、日本経済の先行きは一段と厳しいものとなっている。

## < 今週の焦点：同時多発テロの影響 >

### 日本経済への影響は米国経済経由

同時多発テロ事件とそれに続くアフガニスタンへの軍事行動によって世界経済の先行きの不透明感は増大し、日本経済の先行きへの不安もさらに増している。

この事件の経済への影響は、日本でも航空機利用の減少などの形で現れているが、この一方で国内旅行が増加するなどの形で需要のシフトも見られ、国内需要の明確な落ち込みを招いているわけではない。中東地域の混乱では常に原油価格高騰のリスクがあるが、今回の場合にはこれまで米国経済の好調によって原油価格が高止まりしていたものが、事件後にはむしろ下落した。軍事行動の長期化によって周辺の産油国に影響が及べば原油価格の上昇も考えられるが、米経済の減速で世界景気が後退し需給が緩和する可能性が高い。軍事行動の範囲が拡大するなどの事態に至らない限り、原油価格の上昇が日本経済に悪影響を及ぼすという恐れは小さいだろう。

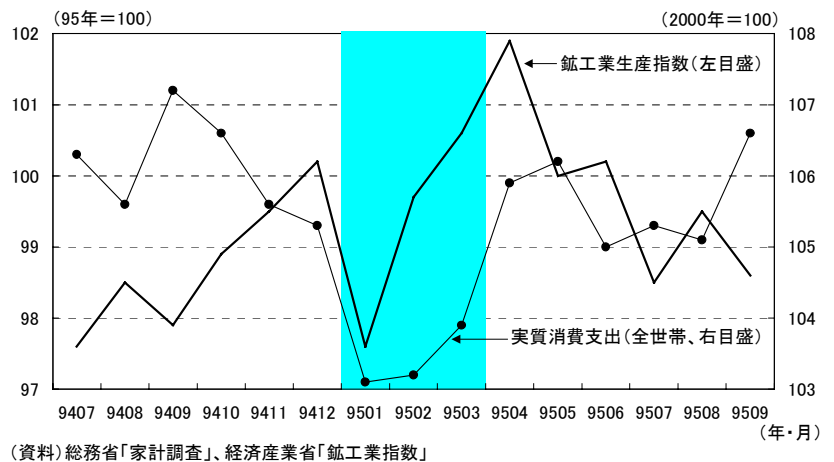
日本経済への影響は原油価格の上昇や日本の需要の落ち込みといった直接的な形ではなく、テロ事件の舞台が米国であったことから米国経済経由でのものとなるだろう。

### 米景気回復の遅れと悪循環リスクの拡大

米国経済はテロ事件の前から減速が明らかで、減税と金融緩和の効果で景気が底を打つというメインシナリオと、株価の下落と消費の悪化の悪循環に陥るというリスクシナリオが有り得た。テロ事件による経済へのマイナスのインパクトは、二つの形で経済に影響を与え得る。第一は、来年の初めころと言われてきた景気の底の時期を後ズレさせることだ。第二は、そもそも米国経済の回復に時間がかかるという悲観的なシナリオが現実化する確率を高めることである。

阪神大震災後に落ち込んだ生産と消費

NY 市はテロ事件の経済的損失を2年間で10兆円超とする試算を発表したと伝えられている。しかしビルの倒壊による経済的損失がある一方で、経済活動に与える影響という観点からすればビルを再建するための建設活動はプラスとして評価されるため、損失が相殺されてしまうものも多い。またテロ事件の



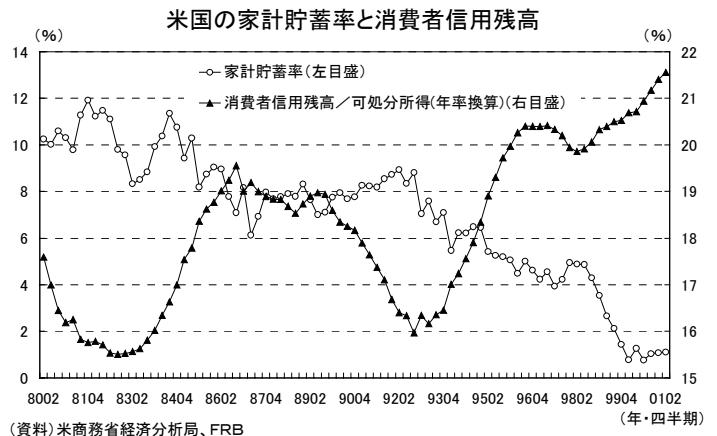
ような社会的大事件も、経済に与えるインパクトは比較的短期的なものだ。95年1月の阪神・淡路大震災では、6000人を超える犠牲者が出るとともに、交通が寸断され火災もあって物的にも大

きな被害が出た。このため1月には鉱工業生産が大きく落ち込んだが、2月にはほとんど元のレベルに回復している。当然被災地の生産は落ち込んだが、部品の供給などをこの地域に頼っていた企業は調達先を変更するなどの対応を迅速に行なった。今回のテロでも倒壊したビルに入居していた金融機関も迅速に営業を再開しているなど企業の対応は意外に速い。消費者心理に与える影響はもう少し長い可能性がある。95年は3月に地下鉄サリン事件が起きたこともあり、1～3月に消費の落ち込みが見られる。生産が2月には回復したのに比べて2月の消費も落ち込みが見られる点では、企業の立ち直りに比べれば消費の回復の方が時間を要する可能性があるだろう。

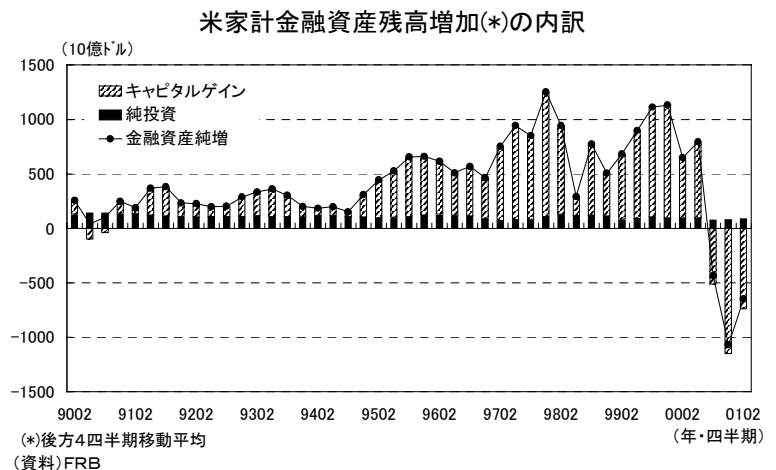
米国で参考になるのは、90年の湾岸戦争当時の状況である。(Weeklyエコノミストレター9月21日号参照)この時にはイラクのクウェート侵攻によって住宅投資や耐久財消費が落ち込みを見せたが、他国籍軍による攻撃が短期間で終了すると消費や住宅投資は回復し、原油価格の下落もあって金融緩和が行われ、その後は景気の拡大が起こった。今回のテロ事件と軍事攻撃の影響が過去のこれらの事件と大きく異なるのは、90年代の長期にわたる景気拡大からの減速と事件が重なった、過去の軍事衝突と異なり米国本土の被害が発生した、という2点においてである。

### 悪循環リスクの増加

この事件が起こる前から米国経済には消費の減速と株価下落の悪循環に陥るリスクが存在した。今回の事件で、一時的ではあっても消費が落ち込んだり株価が下落したりすると、この悪循環のきっかけになる可能性があり、事件の発生は悪循環発生の確率を高めたといえるだろう。



米国の家計貯蓄率は90年代に入ってから急速に低下した。この一方で消費者信用残高の所得比は大幅に上昇している。こうしたことが可能であったのは、米国の家計が株価の上昇によって金融資産が増加し、負債の増加にも関わらず、ネットでの資産残高の増加を維持してきたからだ。株価の上昇が家計の金融資産を増加させて消費を拡大し、消費の拡大が企業の売り上げ増加となり企業収益の増加を通じて株価を上昇させる、という好循環が形成されてきた。



しかし最近の株価の下落によって、

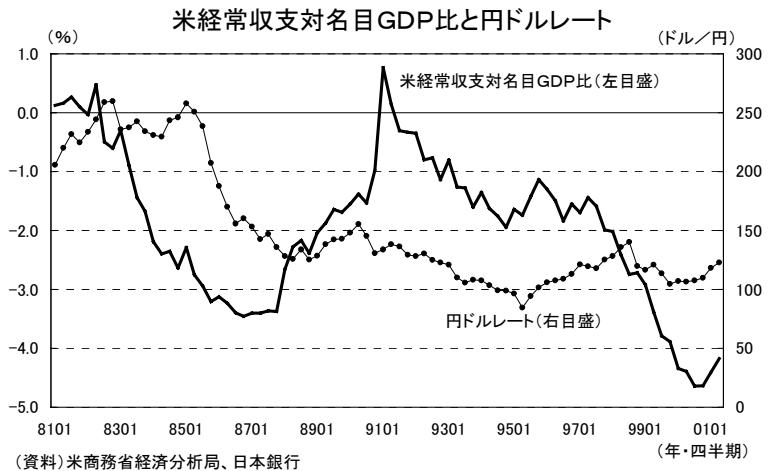


家計は大幅なキャピタル・ロスを被っており、株価の上昇と消費の拡大の好循環は、消費の縮小と株価下落の悪循環に転化してしまうリスクがある。今回のテロ事件とそれに引き続く武力行使が一時的なものであっても消費の落ち込みに繋がると、それがきっかけになって企業収益の低下、株価の下落、家計金融資産の減少、消費の低迷という悪循環に陥るリスクを高めることになるだろう。

## ドル下落リスクの拡大

1980年代はじめの米国は財政赤字と国際収支の赤字の双子の赤字に苦しんだ。1990年代の景気拡大では強い米国経済をめぐって民間資金の流入が起きたことや、80年代に問題となった財政赤字の解消が進んだことで、米国の経常収支赤字の拡大が問題とされることは少なかった。しかし最近の経常収支赤字

のGDP比は、プラザ合意による大幅なドル下落による調整が必要だった80年代半ばをも上回る水準にあり、ドルの下落リスクは高まっていた。



「有事のドル高」という経験則も今回は成り立たないだろう。この事件以前に米国本土が戦争によって被害を受けたのは遠い過去のことだ。湾岸戦争時もテロの危険などは認識されていたものの、戦闘は本土から離れた地域で行われたものであり現実に本土に生活する一般市民に被害が及ぶという緊迫感は無かった。今回の場合には米国の経済活動の中心とも言うべきニューヨークが被害を受けたことや、軍事行動が長期化した場合に米国でさらなるテロ事件が発生することも予想されるという点で過去の戦争と大きく異なっている。また軍事行動自体が、湾岸戦争では対象がイラク軍という目に見える組織であったのに対して、今回の場合には、どこに存在するのかわかりしなないテロ組織であり、対象も定かでないという問題がある。米国政府が繰り返し指摘しているように、長期化する恐れが大きい。

これまで軍事衝突がおこれば、米国が最も安全な資産の逃避先であるとの考えから「有事のドル買い」が起こった。しかし今回の場合にはテロ事件直後に円高・ドル安となったように、逆に米国本土が最もテロによる攻撃の対象になりやすいとみなされている。今後軍事行動が長期化すれば、米国経済の減速という要因だけでなくこの面からもドルが売られる恐れがある。

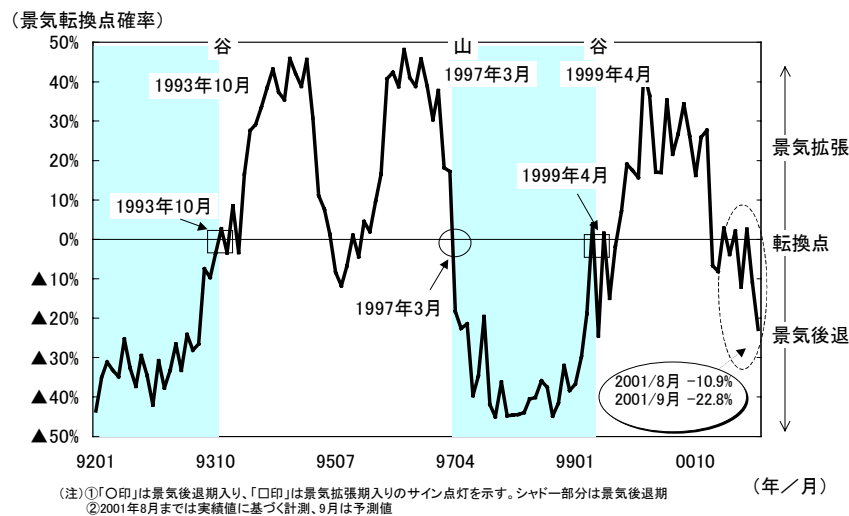
テロ事件の事態收拾が長期化すれば、日本経済は米国経済の低迷による輸出の減少という数量面だけではなく、ドル安円高による輸出採算の悪化という面からも悪影響を受ける可能性が高く、景気低迷下で円高にみまわれるという厳しい状況となる恐れがある。

## < ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) >

研究員 岡田 章昌

8月： - 10.9%、9月（予測値）： - 22.8%

8月のNBIは - 10.9%と2桁マイナスとなり、景気後退局面を示唆するものとなった。8月は新車販売台数の堅調な動きやマネーサプライ（M2 + CD）の拡大傾向が続いたが、新規求人数が前月比で - 3.8%のマイナスに転じたほか、日経商品指数が前年同月比でのマイナス幅を拡大したことや建築着工が前月の大幅増の反動でマイナスに転じたことがマイナス方向に寄与した。



9月のNBI（予測値）は - 22.8%とマイナス幅を拡大する見通しである。9月は、マネーサプライ（M2 + CD）が郵貯満期資金シフトを背景に前年同月比 + 3.7%と拡大傾向が続いているが、これまで堅調に推移してきた新車販売台数が前月比 - 13.7%と大幅マイナスに転じているほか、日経商品指数（17種）も世界的なデフレ基調を背景に前年同月比 - 8.7%とマイナス幅を大幅に拡大している。

	2001年						→ 予測値
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
ニッセイ景気動向判断指数(NBI)	-3.8%	2.2%	-12.1%	2.6%	-10.9%	-22.8%	
景気後退確率	53.8%	47.8%	62.1%	47.4%	60.9%	72.8%	
内閣府景気動向指数							
先行DI	27.3%	63.6%	36.4%	55.6%	71.4%	37.5%	
一致DI	18.2%	36.4%	36.4%	10.0%	0.0%	—	

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

## ＜基礎研インデックス - ヒストリカル・データ - ＞

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
99/10	19.1%	97.5	0.1%	▲0.8%	▲0.9%	-24.0%
99/11	17.4%	98.2	0.7%	0.2%	▲0.4%	-34.7%
99/12	15.7%	98.2	0.0%	▲0.4%	▲0.8%	-34.2%
00/1	42.6%	98.4	0.2%	1.9%	3.1%	-27.1%
00/2	36.6%	98.4	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	-10.5%
00/3	17.0%	98.5	0.2%	0.9%	0.2%	6.2%
00/4	17.0%	99.1	0.6%	▲0.9%	▲0.5%	16.9%
00/5	35.3%	98.7	▲0.4%	0.2%	0.1%	22.5%
00/6	21.6%	100.4	1.8%	1.3%	1.3%	15.9%
00/7	26.7%	99.6	▲0.8%	▲1.6%	▲2.2%	7.2%
00/8	34.4%	101.2	1.6%	1.1%	0.8%	16.4%
00/9	26.3%	99.7	▲1.5%	▲0.2%	0.2%	14.2%
00/10	16.2%	100.7	1.0%	0.2%	0.5%	13.9%
00/11	25.9%	100.2	▲0.5%	▲0.1%	▲0.3%	7.1%
00/12	27.7%	103.6	3.4%	0.4%	▲0.2%	3.8%
01/1	-6.7%	101.5	▲2.0%	▲0.9%	▲0.4%	7.5%
01/2	-8.1%	102.8	1.3%	2.1%	2.3%	18.7%
01/3	2.8%	104.3	1.4%	▲0.7%	▲2.2%	26.7%
01/4	-3.8%	101.2	▲2.9%	▲0.6%	0.6%	31.1%
01/5	2.2%	100.7	▲0.5%	▲0.7%	▲0.6%	24.0%
01/6	-12.1%	100.4	▲0.3%	▲0.5%	▲0.8%	19.1%
01/7	2.6%	99.4	▲1.0%	▲0.5%	▲0.2%	9.0%
01/8	-10.9%	99.2	▲0.2%	0.3%	0.7%	-0.2%
01/9	-22.8%					-5.1%
01/10						-8.6%

(注1) NBIは個別系列の季節調整替に伴い、2001/5月に過去に遡及してデータを改訂

(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改訂(2001年10月)

### (注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数(NBI): 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ: 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2001年9月28日号参照。

二面等価月次GDP: GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2001年9月28日号参照。

為替インデックス: 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2001年10月5日号参照。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)