

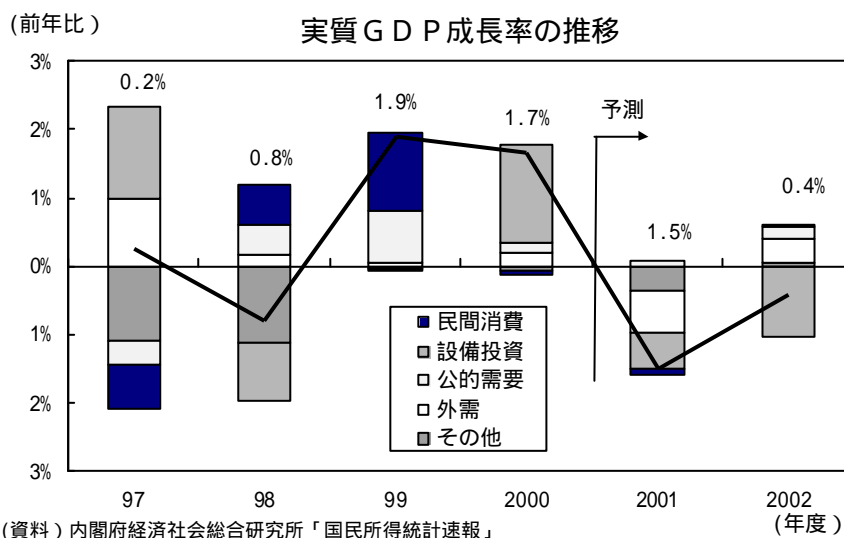
Weekly エコノミストレター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

改訂経済見通し：米国経済回復で日本も底打ちへ

< 2002 年度 0.4%成長：設備投資調整本格化で 2 年連続マイナス成長 >

1. 米国景気の回復によって 2002 年度の日本経済は緩やかな回復に向かうものの、設備投資の調整が本格化することにより、実質 0.4%のマイナス成長となるだろう。金融政策に偏重したデフレ対策では物価の下落基調は止まらず、名目成長率はこれを下回る 1.9%と予測する。
2. 2001 年度の成長率は実質 1.5%、名目 2.9%と、政府経済見通しの実績見込みを下回るだろう。税収の不足から 30 兆円の国債発行枠の達成は不可能となる恐れが大きい。名目成長率のマイナスが続く中では、税収が減少傾向を続ける恐れがあるが、これに合わせて歳出を削減すれば、経済が縮小均衡に陥る恐れが大きい。



経済調査部門

(03)3597-8419

チーフエコノミスト 樋 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

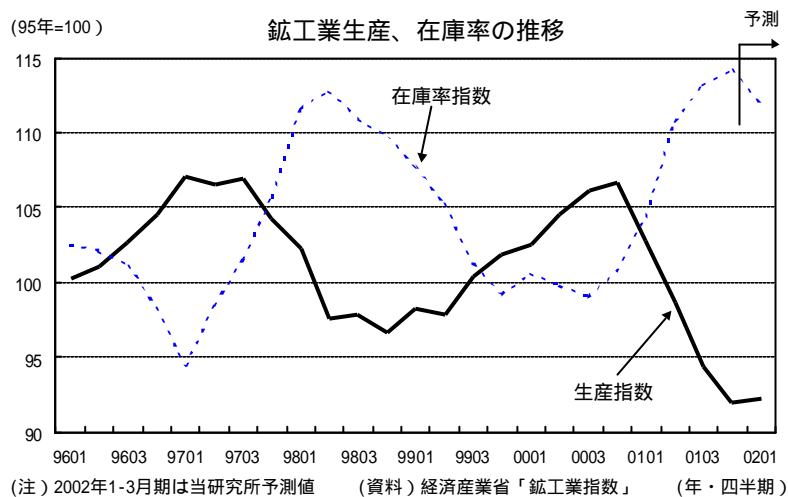
(03)3597-8405

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

年度後半回復に向かうも 0.4%の2年連続のマイナス成長

景気の悪化速度が鈍化

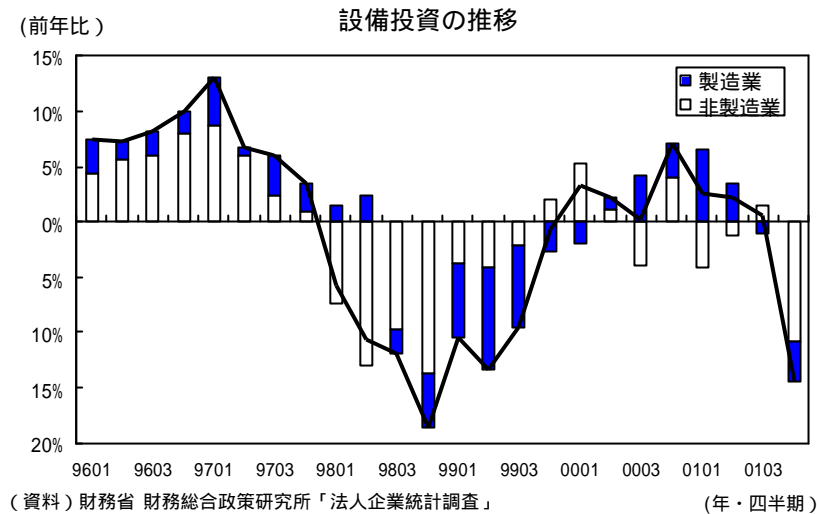
2001年に入って急速に悪化してきた景気は、2001年末ころから悪化速度がやや緩やかになった。出荷の落ち込みによって在庫率指数は依然高い水準にあるものの、在庫調整には一定の進展も見える。輸出の減少速度が緩やかになったことから、前期比で3~4%程度の急速な減少を続けてきた鉱工業生産は、2002年1-3月期には減少速度が緩まって前期比でほぼ横這い程度となると見込まれる。しかし、国内需要が弱く在庫の水準が高いことから、生産の持続的な増加には米国経済の回復による輸出の持ち直しが必要となるだろう。



2001年10-12月には設備投資が前期比実質12.0%の減少と大きく落ち込み、成長率も1.2%となったことに見られるように、国内需要は低迷が続いている。失業率は2001年12月の5.5%から2002年1月には5.3%に低下したものの、労働力人口が落ち込んだことなどが原因で、雇用状況が改善したわけではない。GDP統計上も雇用者報酬は2000年度は1.0%の増加となったが、2001年度に入ってから伸びが低下し7-9月期は前年同期比1.2%のマイナスに転落した。10-12月期も冬のボーナスの減少などから、前年同期比で2.8%の減少となっている。物価の下落を加味した実質では、7-9月期まではかろうじて前年同期比で増加を続けていたが10-12月期は1.0%の減少となっており、今後所得面から消費を抑制する要因となる恐れが大きい。

企業部門は売上の低迷によって、経常利益は大幅な減益となっており、法人企業統計季報では10-12月期は前年比31.4%の減少となっている。こうした中で設備投資が削減され、人件費も抑制されるのは、当然の方向である。GDPベースでは2001年7-9月期まで民間設備投資は実質で前年水準を上回って推移してきた。景気が2000年末から後退していたことを考えると、これまでの調整速度がむしろ緩やかであったと言うべきだろう。2002年1月の機械受注は非製造業(船舶

電力を除く)が前月比 20.3%の大幅な減少となったことから、民需(船舶電力を除く)でも前月比 15.6%の落ち込みとなった。



米国経済底打ちに残る懸念

米国経済は 2001 年 4-6 月期には景気後退に陥り、7-9 月期には実質成長率は前期比年率マイナス 1.3%に転落した。さらにテロ事件の発生とそれに続くアフガニスタンでの武力行使による影響が加わったが、事態は懸念されたよりも早期に終結した。株価の下落と消費の落ち込みの悪循環が懸念されたものの、株価はテロ事件直前の NASDAQ1600 台、NY ダウ 9000 ドル台よりもかなり上昇している。消費もゼロ金利ローンによる自動車販売の押し上げという要因もあるものの、これ以外の部分も堅調である。10-12 月期の成長率は前期比年率 1.4%のプラス成長になり、失業率も 12 月の 5.8%をピークに 2 ヶ月連続で低下した。米国経済は 2002 年半ばには景気は明確な回復を示すようになる可能性が高まっていると考えられ、2002 年の経済成長率は 1.8%となるだろう。しかし、家計貯蓄率の上昇が消費を落ち込ませる可能性や、企業収益の改善が遅れるなどの懸念材料が残っていることには注意をすべきである。

欧州では、年初からのユーロ紙幣・硬貨への切り替えが順調に進んだ。便乗値上げはサービス価格など一部に止まったとされているが、悪天候による生鮮食品価格の高騰や間接税引上げの影響が加わったことで、物価上昇率は若干高まった。景気を下支えてきた個人消費の伸びは、雇用情勢の悪化と物価の上昇から緩慢なものに止まっているが、米国景気が持ち直しの動きを見せていることから、企業の景況感や受注は好転しており、輸出主導による生産の回復や設備投資の回復への期待が広がりつつある。欧州経済は 2001 年 10-12 月期頃を底に回復に向かっていると考えられるが、2002 年上期の回復は脆弱で、回復の動きが明確になるのは下期に入ってからとなるだろう。ユーロ圏の経済成長率は 2001 年の実質 1.5%から 2002 年は 0.9%に低下すると見られる。

(米国・欧州経済の予測の詳細は次週 weekly エコノミストレター3/22号に掲載)

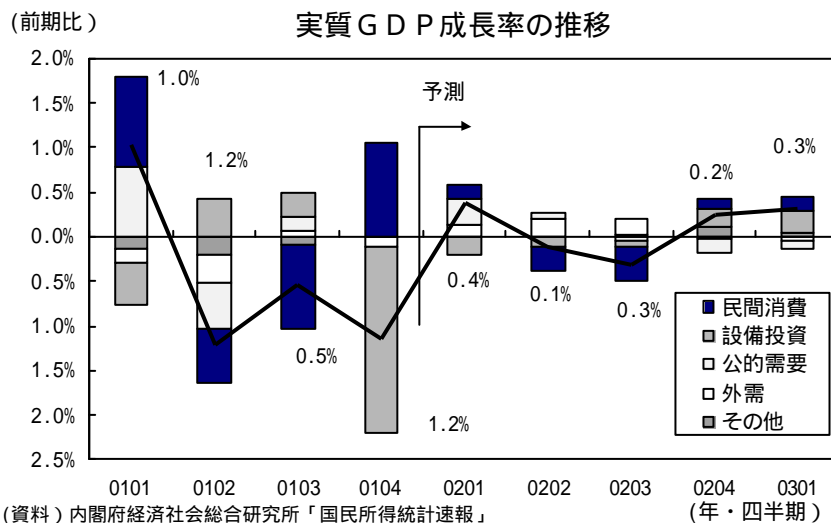
金融政策頼みではデフレ解消は困難

日銀は 2000 年 3 月に量的緩和政策に踏み切ったのち、緩和措置を次第に強化してきた。この間マネタリーベースの伸びは 7-9 月期前年同期比 10.4%、10-12 月期は 15.6%、1、2 月は 20% を超える伸びに高まったが、マネーサプライ (M2+CD) の伸びは 3% 台半ばにとどまっている。日銀による金融緩和の効果は、信用乗数の低下で吸収された形となっており、实体经济への波及はごくわずかである。日銀に対する追加的な緩和の圧力は依然大きく、今後も資金供給オペレーションの対象拡大、インフレ・ターゲットなど、さらに追加的な緩和策が模索されることになるが、この物価押し上げや景気刺激の効果に多くを期待することは難しい。2002 年度内に消費者物価上昇率が基調的にゼロを上回り、短期金利が実質的にゼロという状況が解消される可能性は極めて低い。

為替レートは 2001 年末から円安が進んだが、3 月に入って一時急速な円高があった。米国経済の回復は予想以上に早いとみられるものの、鉄鋼輸入制限の発動決定や、自動車産業など製造業からドル高に対する批判的な論調が見られるようになってきている。こうした中で外債購入による金融緩和という政策手段の可能性は低下したと考えられる。短期的には円安誘導の期待が剥落することによる円のゆりもどしがあるだろう。日本よりも米国経済の回復が先行するため、一時的には円安方向の圧力もあるが、日本の景気回復の兆しが出てくれば年度末に向けては緩やかなドル高の修正傾向をたどると予想される。

(内需の低迷が続く日本経済)

2002 年度は遅れていた設備投資の調整が本格化し、実質 6.4% の減少となるだろう。企業収益の悪化からボーナスが減少し、雇用・所得環境も悪化する。所得、消費者心理の両面から押し下げ効果が働くために消費の低迷が続き、民間消費支出は名目で 1.4% の減少、物価の下落を考慮した実質でもほぼ横這いの 0.1% 増にとどまると見られる。民間住宅投資も減少傾向が続き実質で 1.2% となり、民需は 1.3% の減少になるだろう。



2001年度の第二次補正予算による公共事業の追加の効果はあるものの、地方自治体の財政赤字削減の動きと国の財政構造改革の中で公的固定資本形成は実質 5.3%の減少となるだろう。実質経済成長率は 0.4%とマイナス成長が続き、GDP デフレータの下落も止まらないことから、名目でも 1.9%のマイナス成長が続くことになるだろう。

2002年半ばには米国経済の回復が明確となることを前提に考えれば、輸出の増加によって日本の景気も夏頃には緩やかに持ち直し始めることが期待できる。鉱工業生産が増加し、年度末に向けて設備投資が底打ちから持ち直し、成長率は徐々に高まることになるだろう。

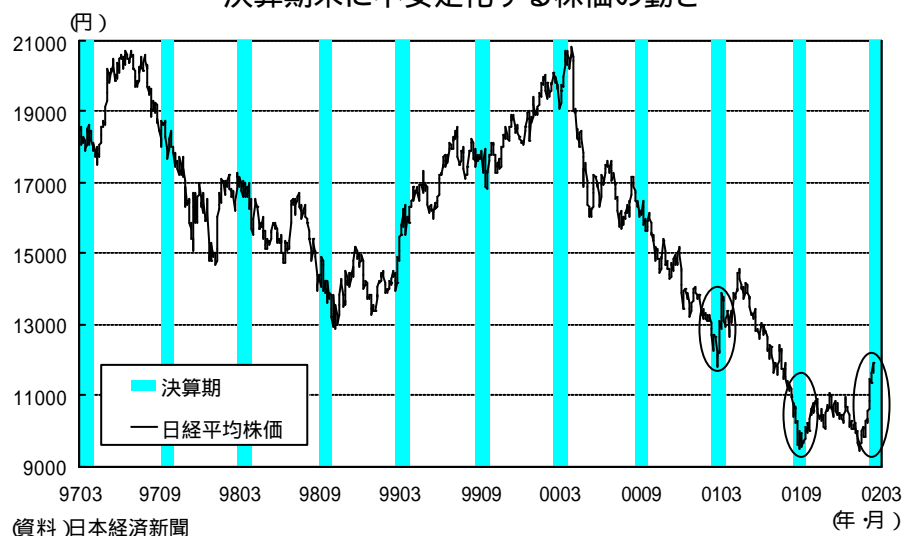
不安定化する金融市場

金融市場は年末以降、円安、株安、債券安のトリプル安の様相を見せるようになり、不安定化した。株式市場では、米国のテロ事件による下落から1万円台を回復していた日経平均株価は、2002年に入ると下落基調となり、2月6日にはバブル崩壊後の最安値となる9,420円にまで下落した。債券も売られて長期金利も1.57%にまで上昇した。その後2月末に総合デフレ対策(「早急に取り組むべきデフレ対策」)が決定されて以降、米国の株価上昇などもあって、株価は上昇し金融市場は一応の落ち着きを見せている。

今3月期末の金融市場の混乱はひとまず回避されたように見えるが、これで問題が解消したわけではない。金融機関の体力の低下から決算期末を迎えるたびに金融市場は不安定化する動きが続いている。株式市場のボラティリティを見るとこの傾向は顕著で、決算や中間決算期である9月、3月の前に株価が大きく変動するようになっている。

97年末に金融機関の経営破綻が起きたころからしばらくは株式市場は非常に不安定になった。その後公的資金の注入が行われ、99年3月以降しばらくは、景気の回復や株価が上昇傾向を辿ったことで、期末に株価が不安定化する問題は抑制されたように見える。

決算期末に不安定化する株価の動き



しかし、最近はこの決算期頃に株価が不安定化するという問題は再び拡大する傾向にある。時価会計の導入もあって多くの企業が決算期末に株価が下落するなどの危険を避けようとして行動することが、実際に決算期末直前の市場の不安定化を引き起こすような状況下では、市場の安定化を図ることには意味がある。本年3月末の危機はとりあえず乗り越えられそうだが、ペイオフ解禁後金融市場が再び不安定化する様相を見せれば、迅速に銀行に公的資金を注入するなどによって不安感を抑えて市場の安定化を図るべきであろう。

昭和金融恐慌では、日銀の緊急的な特別融資に対する損失を政府が補償するかどうかで議論が紛糾し、対応が遅れて結果的に問題が大きくなった。ペイオフ後の金融システム不安に対しても、迅速に日銀による資金供給ができないという同じ問題が発生する恐れがある。予想される事態に対して、迅速な対応がはかれるように予め日銀と政府が問題処理の枠組みに合意しておく必要があるだろう。

ビルトイン・スタビライザーを働かせよ

小泉内閣は、2001、2002年度の国債発行額を30兆円に抑制することを基本方針としてきた。2001年度は第二次補正予算で歳出の増加を行なったものの、国債整理基金資金を利用することで、形の上では30兆円の枠は守られていることになっている。しかし、特別会計の利用は実質的に国債を増発したのと同様であり、既に30兆円の枠を突破していると言える。加えて、10-12月期の経済成長率が大幅なマイナスになったことで、2001年度の経済成長率は、実質、名目ともに政府経済見通しの実績見込みを下回り、税収が不足となることは避けられない。このため事後的には、形式的にすら国債発行30兆円の枠は守られなかったということになるだろう。

2002年度も税収が更に落ち込んで、増税か歳出の大幅な削減なしに国債発行枠の目標を達成することは不可能となるだろう。景気悪化に伴う税収の落ち込みは財政の持つ景気の自動安定化機能（ビルトイン・スタビライザー）のためである。これに対して歳出の削減を行なって国債の発行額を一定に保とうとすれば、さらなる景気の悪化を招き、経済を縮小均衡に導くことになる。名目成長率がマイナスを続けるなかでは、歳出の増加が無くても税収が落ち込んで財政赤字が拡大する。こうした観点からは財政の規律は歳出規模をコントロールすることによって維持されるべきで、景気の悪化による税収の落ち込みで財政赤字（国債発行額）が拡大することは許容すべきである。

1月18日に経済財政諮問会議が発表した、「構造改革と経済財政の中期展望」の中では、「『改革と展望』期間中の政府の大きさ（一般政府支出規模のGDP比）は、現在の水準を上回らない程度とする」としている。これまでの国債発行30兆円という収支の枠に代えて、歳出に枠を設定するものの税収などの減少による赤字の拡大は容認する方向を示したことは適切であるといえる。

米国経済の見通し

		2000年 (実)	2001年 (実)	2002年 (予)	2001年				2002年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前期比年率(%)	4.1	1.2	1.8	1.3	0.3	1.3	1.4	2.5	2.6	2.9	3.2
内 需	寄与度	5.0	1.3	2.4	0.7	0.4	1.0	1.8	3.6	3.6	3.2	3.4
	民間最終消費	3.3	2.1	1.7	2.1	1.7	0.7	4.1	0.7	1.4	1.6	1.9
	固定投資	1.3	0.3	0.6	0.3	1.7	1.0	1.9	0.2	0.1	0.2	0.5
外 需	寄与度	0.8	0.1	0.6	0.6	0.1	0.3	0.4	1.1	1.0	0.3	0.2
消費者物価	前年同期比	3.4	2.9	1.3	3.4	3.4	2.7	1.8	1.0	0.8	1.3	2.0
失業率	平均(%)	4.0	4.8	5.5	4.2	4.5	4.8	5.6	5.6	5.5	5.5	5.5
10年国債金利	平均(%)	6.0	5.0	5.5	5.1	5.3	5.0	4.8	5.1	5.5	5.6	5.7

ユーロ圏経済の見通し

	単位	2000年 (実)	2001年 (予)	2002年 (予)	2001年				2002年			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
					(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)
実質GDP	前年比%	3.4	1.5	0.9	2.4	1.6	1.4	0.6	0.3	0.6	1.0	1.8
内 需	寄与度%	2.8	0.9	0.8	1.7	1.1	0.8	0.1	0.1	0.4	1.0	1.8
	民間最終消費支出	2.5	1.8	1.1	2.0	1.7	1.7	1.6	0.8	0.7	1.1	1.6
	固定資本形成	4.4	0.2	0.1	1.8	0.3	1.1	1.9	1.5	0.7	0.1	1.7
外 需	寄与度%	0.6	0.6	0.1	0.7	0.5	0.6	0.7	0.2	0.3	0.0	0.0
消費者物価 (HICP)	前年比%	2.4	2.5	1.6	2.4	3.1	2.5	2.2	2.4	1.3	1.4	1.5
失業率	%	8.8	8.3	8.6	8.4	8.3	8.3	8.4	8.5	8.6	8.6	8.5
ECB市場介入金利	%	4.75	3.25	3.25	4.75	4.50	3.75	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25

(注) 政策金利は未値

日本経済の見通し

(単位、%)

前回予測
(2001.12)

	2000年度 (H12年度) 実績	2001年度 (H13年度) 予測	2002年度 (H14年度) 予測	2001/4-6 実績	7-9 実績	10-12 実績	2002/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2003/1-3 予測	2002年度
実質GDP	1.7	1.5	0.4	1.2	0.5	1.2	0.4	0.1	0.3	0.2	0.3	0.6
内需寄与度	(1.5)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(0.6)	(1.0)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.7)
内、民需	(1.3)	(1.0)	(1.0)	(0.4)	(0.8)	(1.1)	(0.0)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(1.1)
内、公需	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)
外需寄与度	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.2)
民間最終消費支出	0.1	0.2	0.1	1.1	1.7	1.9	0.3	0.5	0.7	0.2	0.3	0.1
民間住宅投資	1.5	8.3	1.2	6.4	1.0	0.2	0.9	0.7	0.6	1.0	0.1	1.2
民間企業設備投資	9.3	3.2	6.4	2.6	1.6	12.0	1.3	0.7	0.4	1.4	1.6	6.3
政府最終消費支出	4.4	2.9	3.0	1.6	0.3	0.7	0.8	1.1	0.8	0.4	0.9	3.8
公的固定資本形成	7.4	5.3	5.3	10.3	3.2	2.0	2.5	1.7	2.9	3.4	3.9	5.2
輸出	9.4	9.4	0.5	4.9	3.0	2.7	0.2	1.0	1.5	0.4	0.7	2.4
輸入	9.6	5.0	3.6	2.6	4.2	2.0	1.3	1.2	0.3	0.9	1.4	5.1
名目GDP	0.3	2.9	1.9	1.5	0.8	1.2	0.6	0.1	0.8	0.2	0.4	1.8

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。
見通しの前提：米国経済成長率～2002年1.8%

為替～2001年度 125円、2002年度 128円 原油～2001年度 23.9ドル/バレル、2002年度 23.8ドル/バレル

<主要経済指標>

(単位、%)

前回予測

	2000年度	2001年度	2002年度	2001/4-6	7-9	10-12	2002/1-3	4-6	7-9	10-12	2003/1-3	2002年度
鉱工業生産(前期比)	4.0	10.1	1.5	4.1	4.3	2.5	0.5	0.5	0.2	0.8	1.5	4.7
国内卸売物価(前年比)	0.1	1.1	1.1	0.6	1.0	1.3	1.3	1.5	1.4	0.8	0.5	1.6
消費者物価(前年比)	0.5	0.9	0.8	0.7	0.8	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6	1.1
消費者物価(生鮮食品除き)	0.4	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	1.1
経常収支(兆円)	12.4	11.2	13.3	9.2	10.6	12.4	12.7	13.2	13.7	13.6	12.8	12.7
(名目GDP比)	(2.4)	(2.3)	(2.7)	(1.8)	(2.1)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.8)	(2.8)	(2.6)	(2.6)
失業率(%)	4.7	5.2	5.8	4.9	5.1	5.4	5.4	5.5	5.7	6.0	6.0	6.1
住宅着工戸数(万戸)	121	118	116	115	120	117	118	118	117	116	114	113
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.6	1.4	1.6	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.3
為替(円/ドル)	111	125	128	123	122	124	132	131	128	126	125	121

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」他

(日本経済担当)			
研究員	齋藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3597-8416 tsaito@nli-research.co.jp
研究員	岡田 章昌	(おかだ あきまさ)	(03) 3597-8536 aokada@nli-research.co.jp
(米国経済担当)			
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すすむ)	(03) 3597-8433 doihara@nli-research.co.jp
(欧州経済担当)			
副主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3597-8538 ito@nli-research.co.jp

(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)