

## 第8回 STP法に基づく18カ月経済予測

発行：経済産業調査部門

「一年かけ収束する家計と企業の景況感乖離。  
国民実感を伴った景気回復は下半期から」

### 目次

1. 予測概要	P. 1-6
2. 景気の現状を直視する	P. 7-8
3. 三つの二極化	P. 9-11
4. 企業のリストラ行動が個人消費へ与える影響	P. 12-14
5. 二極化が収斂したドイツ経済、欧州経済は3%の成長	P. 15
6. 好調な消費がつづく米国	P. 16-18
7. 輸出がピークアウトし、正念場を迎えるアジア経済	P. 19
8. GDPを1%引き下げる2000年度の財政政策	P. 20
9. 予測値一覧	P. 21-22
10. (参考) STP法とは	P. 23

### 担当者一覧

担当	氏名	E-mail	電話
予測総括・提言	久保 英也	kubo@nli-research.co.jp	3597-8470
日本経済	小巻 泰之	ykomaki@nli-research.co.jp	3597-8472
〃	日向 雄士	thyuga@nli-research.co.jp	3597-8046
〃	斎藤 太郎	tsaito@nli-research.co.jp	3597-8416
〃	矢嶋 康次	yyajima@nli-research.co.jp	3597-8047
米国経済	武居 秀樹	takei@nli-research.co.jp	3597-8536
〃	熊坂 有三	yuzokuma@panix.com	(NY駐在)
アジア・欧州経済	李世勳	leesh@nli-research.co.jp	3597-8538

FAX 03-5512-7162

# 1. 一年かけ収束する家計と企業の乖離。 国民実感を伴った景気回復は下半期から

上席主任研究員 久保 英也

## 1. 二極化が進む景気

10 - 12 月期 GDP にみる家計部門と企業部門の乖離や政府の景気の底入れ宣言と各種アンケート調査の業況感との大きな差をどう理解すればよいのだろうか。

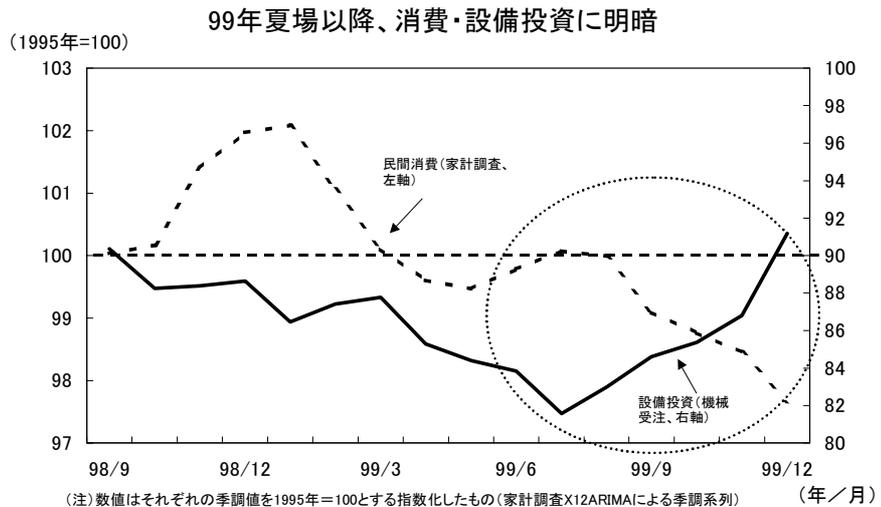
中小企業に近いほど、消費者に近いほど景気の先行きに慎重になり、そこに属する国民ウエートは高い。大方の国民が実感として捉えている経済の調整圧力は一般のマクロ統計でみるより強い可能性がある。1年以上のタームで考えれば、少なくとも景気の先行きを悲観的にみる必要はないが、ここ2四半期ほど調整する現実はしっかり受け止めるべきだ。

景気は99 / 4を底に拡大を続けているが、企業のリストラが遅れ馳せながら本格化し、企業部門と家計部門に大きな乖離が発生している。

企業部門はアジア・米国を中心とした海外需要とIT投資に支えられている。好調な生産、固定費の削減努力と変動費の低下が生み出す豊かなキャッシュフローを基に低

生産性部門から本業・高生産性部門へのリストラチャリングが進んでいる。具体的には常用雇用の削減とパート代替、賃金ファンドの総額抑制と能力給が建った賃金格差、BTOB取引の拡大等による調達コストと在庫の圧縮、本業部門強化と情報化に向けた設備投資の本格化の3つである。

当然のことながら、企業部門の行動は家計部門に大きな影響を与える。新卒にしわ寄せした大企業の雇用総数の削減に加え中小企業・情報関連産業等成長産業における「優秀、若手、専門」人材の採用希望と求職者スキルとのミスマッチも起こる。また、時間外給与



の伸びは高いものの水準は依然低く、所定内給与も減少基調を辿ることから当面雇用・所得環境が大きく好転する状況にはない。

しかし消費性向は雇用者所得が伸び悩む中でも、景気の最悪期は脱したという意識と企業業績の急回復、従業員の自信回復等から反落しない。これが景気の底割れを防ぎ、逆に二極化の拡大と長期化を実現する。

従って、今後の日本経済を読むポイントは「家計と企業の二極化はいかに収束するか」である。

具体的には

丁寧にみたい二極化構造の現実、「三つの二極化」

在庫循環からみた二極化の収束

外部リスクとなる米国経済の見極め

三点である。

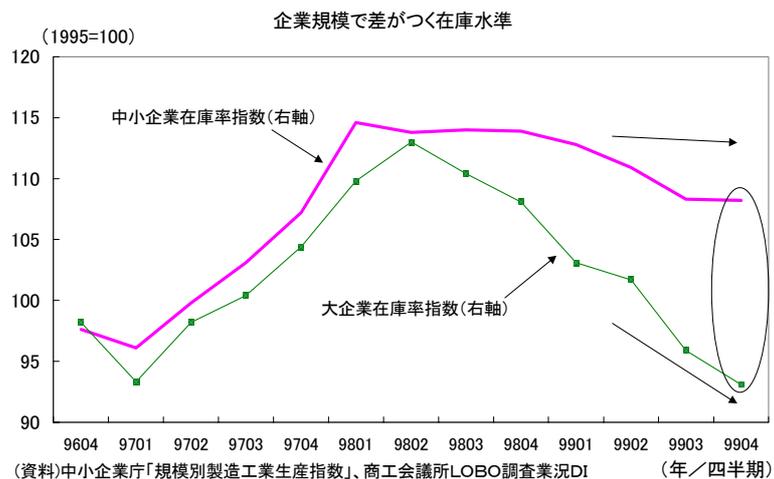
## 2. 三つの二極化

景気回復の定石である「企業収益の拡大 設備投資増加 所得増 個人消費増加」のパターンは二つの部門の乖離がある中で、すぐには実現しない。有機的な経済の仕組みの中では自ずと解消するという見方もあるが、1年前のドイツのように（この時は家計部門好調、企業部門不調）この乖離が一年以上続き、その間低成長が持続するという可能性もある。両部門の乖離は直接的には輸出の増加により収束したが、背景にはユーロ統一市場に向けた新規産業・企業の誕生とその新規求人が消費者マインドを下支え ワークシェアリングを通じた雇用確保 金属労協など依然強力な一部労働組合の存在（企業競争力には逆に効く）がある。と

については日本にも発生する可能性がある。

日本の家計と企業の二極分化の構造を更に詳しくみてみよう。家計と企業それぞれに下部構造がある。企業部門の中で、大企業（ウエートは低い为好調業種に属す中小企業を含む）と一般中小企業の乖離

中小企業の中での製造業と非製造業の乖離 個人消費の中での情報化関連消費とそれ以外の乖離の三つである。



大企業と中小企業の乖離は上図のような在庫格差に加え業況感、固定費の高さなど収益

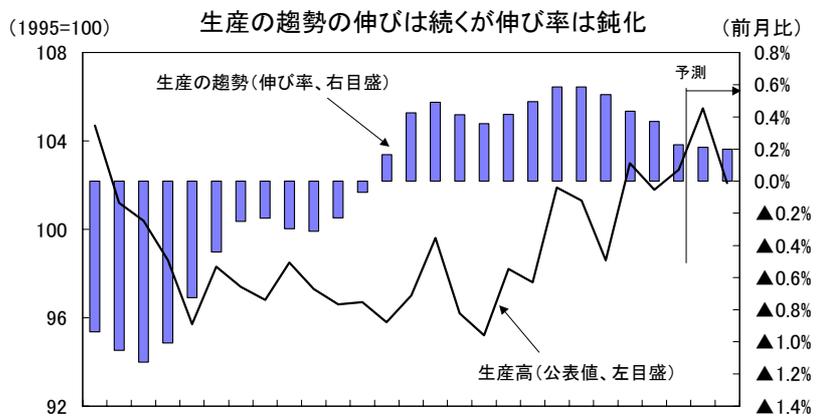
構造すべてに渡って見られる。中小企業のなかでは回復を示す製造業と停滞する非製造業の乖離が鮮明である。情報関連消費は独身者世帯の牽引から好調だが、所得が増えない中ではそれ以外の選択的消費を抑制するという形が続く。海外需要、IT投資、IT消費に近いかどうか各産業や個々企業の景況感を決めることになる。例えば、いずれからも遠い小売業に代表される中小企業の非製造業は弱さが際立つ。

また、従来の景気拡大が時間と共に全産業に広がるのに対し、今回はそのスピードと広がり欠ける。電気産業、一般機械等属する大企業製造業が生産や設備投資を増やしてもそれ以外の産業に属する中小企業の追従は当面小さい。全賃金に占める中小企業の割合は7割、設備投資に占める割合は4割、中小企業非製造業に限っても、同じく5割、3割をも占める。二極化の下部構造が修正され、広がりを持った本格的な景気の立ち上がりを見るには更に時間を要す。

### 3. 在庫循環から二極化を展望する。

在庫は景気のボトムアップ時に見られる生産をいくら増やしても在庫が減少する幸せな「意図せざる在庫減」局面から既に「在庫の積み上げ局面」に入った。また、生産の拡大は続いているが、その趨勢部分の伸び率は徐々に低下しつつある。

外需のプラス寄与は続くものの、現状の民間消費の低迷が小さな在庫の調整局面を夏場に



(注) 鉱工業生産の季調値(X-11ベース、左目盛)は通産省発表値。生産の趨勢は当研究所推計値

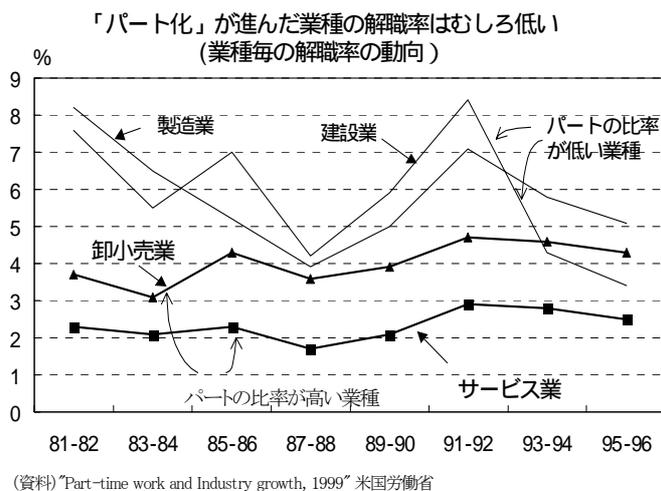
(資料) 通産省「鉱工業生産」より当研究所にて推計・作成

招来させるかもしれない。生産面からも景気は小さな調整局面を迎える。ただ、その調整度合は企業がリストラチャリングにどこまで、どういうペースで踏み込むかと雇用市場の構造変化により決まる。

#### (1) 変っていく雇用市場

雇用市場は、情報化と規制緩和の進展から、サービス業や卸・小売り業の新規求人が大きく増加している。一方製造業は生産額リンクをした臨時工・パート新規求人にとどまり、建設業は92年以降120兆円を超える景気対策・公共事業で水膨れした推定80万人も過剰雇用の削減にでている。年度前半は製造業のリストラに伴う雇用圧縮の動きと昨年の中小企業安定化基金で繋いだ個人事業者の倒産が同時に増え不安定な状況が続く。ただ、年度後半には、介護サービス分野や15%程度の伸びが続く情報サービス業における雇用の伸びが勝り雇用市場の構造変化が加速する。

米国で95年以降のパートタイマーから起こった雇用市場変化の端緒が日本でもみられることだ。米国のパートタイマー主導雇用構造は、労働コストを直接労働者に支払う給与と社会保険料等間接コストに分け、労働意欲を落とさず雇用コストを節約する戦略 医療費など福利厚生費の抑制対応 共稼ぎ世帯の被扶養者としての福利厚生費を節約 パートタイマーは成長産業に偏る等である。パートタイマーは既に雇用者の25%を占め、長期雇用契約など形態も様々で、パート化が進んだ業種の平均勤続年数はむしろフルタイマーより長い。



日本もここ10年でパートタイマーの割合は5ポイント上昇し、2割となったが今後もこの占率は高まろう。また、FRINGE BENEFIT等間接給与を安く(年金・医療保険料など)、直接給与の水準はフルタイマーに近いという仕組みに向けその中身も変わっていく。パートタイマー職種も時給の二分化が加速(例えば日本でも情報処理技術者の高時給、3000円)する。時間当たり高賃金者の増加は失業率の高い若年層の堅調な消費者マインドや消費支出を支える理由の一つである。一足飛びに米国型パート就業構造に変わるわけではないが、日本でも常用雇用とパートタイマーの境は今後更に低くなる。総雇用者数も年度末にかけプラスになる。また、個人事業の倒産も一巡後は落ち着き、電気機械・輸送産業に集中した生産増も全産業へ広がることから、消費性向は99年度の前年比0.2ポイントのマイナスに対し、2000年度は横這いとなる。年度後半には前年同期に比べ1.5ポイントの大きなプラスとなる。

雇用者所得も特別給与の伸びを見込んで、低い所定内賃金(基本給)から依然厳しい状況だが、99年度のマイナス1%から2000年度にはほぼ横ばいとなる。

家計の可処分所得は雇用者所得が横ばいでも社会保障給付の増加もあり、2000年度は0.5%増加する。可処分所得の増加と雇用市場の質的变化に伴う消費者マインド底割れの回避そして物価の低下が2000年度の実質民間消費を0.6%増加させる。

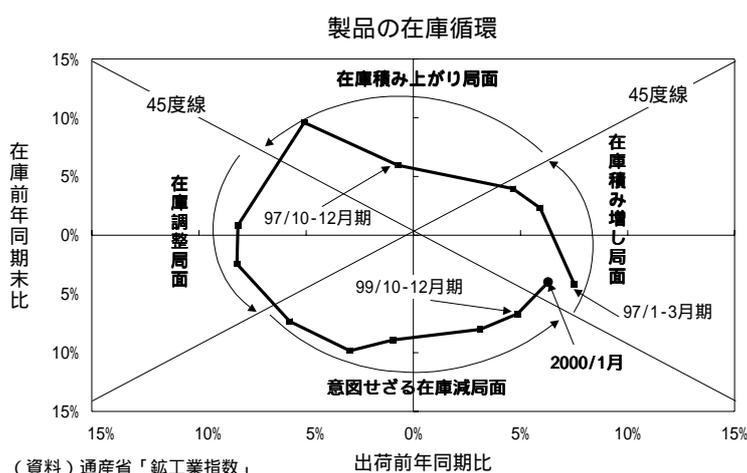
## (2) 企業の経営環境に盲点はないか

楽観論がかまびすしい企業の経営環境は確かにNYダウの変動など不安定要因は残るものの、海外経済に暗雲は見えない(アジア6%成長、欧州3%成長)。しかしながら見落とされている2つの要因への留意が必要だ。一つは99年の一方的に進んだ円高のラグを持った需要下押し要因。2000/4-6月期以降の純輸出に大きなマイナス圧力がかかる。もう一つは30ドルの価格が長期化する原油価格の影響だ。日本の交易条件(製造業の国内

製品価格と輸入価格の比)は大きく悪化しており、CPI が上昇しない中では、企業部門の中で、そのコストを負担することになる。恐らく長い流通経路の中で、相対的に力が弱く既に二極化の底辺にいる中小企業が負担する可能性が高い。

ただ、年度後半には為替の影響も減衰し、設備稼働率は102を越える。IT 関連などの独立投資に加え、本業部門の能力拡大、生産性向上を狙った本格的な設備投資も期待できる。

2000 / 2月に実施した当研究所の「景況アンケート」(全国 4000 社、中小企業が中心)にみる 2000 年度の設備投資の実施割合は 66%(前年同期時 + 10ポイント)にも及び、また、3割の企業が情報化投資を膨らますと答えている。



以上から、消費者マイ

ンドの底割れ回避や設備投資の増勢から、最終需要は回復し、在庫循環は再び在庫積み増し局面に戻る。

#### 4. 米国経済のリスクは限定的

NY ダウの動きと実体経済は切り離して考えられるほど、米国のマクロ経済は安定感がある。成長寄与の2割を支えた資産効果は今後減衰すると思われるが、個人消費のベースとなる可処分所得の増加も4%を越え、その雇用コストを支払っても労働コストの上昇は回避される状況にある。ユニットレイバーコストは低いままである。ITの実体経済への浸透拡大によるBTOB、BTOC取り引きの拡がりは生産工程の見直しや調達手法の変化、情報収集・加工コストの大幅低下により、生産性を押し上げている。

この動きは当初のインターネット関連分野から、セキュリティー分野、既存企業の顧客管理、顧客開拓まで広がり、消費者への実質所得移転(サービス向上、価格の低下)を進めている。ITを応用する企業の株の上昇と厳しい銘柄選別というパターンを繰り返し、NYダウ、ナスダックの乱高下は2000年度いっぱい続く。ただ、実体経済はその競争に伴う生産性の上昇を続け、米国の2000年の成長率は4%(ただ、ゲタの関係から実体は3%成長)となる。

気になるのは、米国の金融政策が株式市場を気にしすぎるため、十分引締め効果が及んでいないのではないかとという点である。99/4Qをみても経常赤字を上回る国際資金流

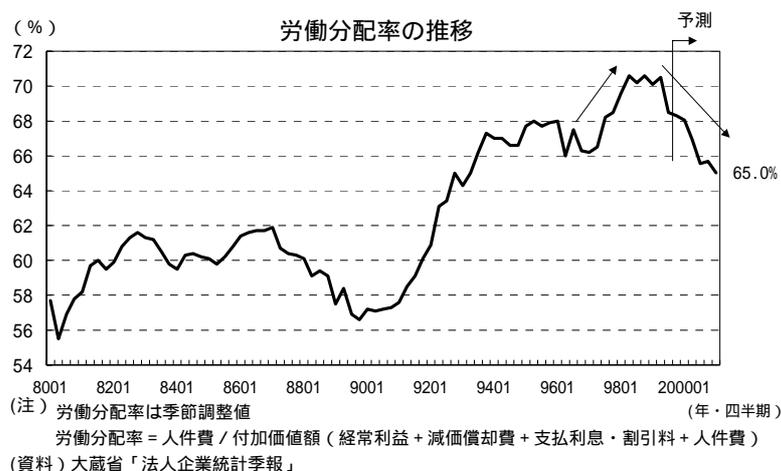
入の動きは変わっていないが、経常赤字のファイナンスの条件は米国の物価上昇懸念が顕在化しないことである。当面金融政策の引き締め基調は変わらず、市場対話型の政策運営に伴う小幅かつ頻繁な利上げが今後も続く。

## 5. 景気の小循環を持つ 2000 年

家計と企業の景況感乖離の収束は企業のリストラクチャリングと家計への波及度合で決まる。企業の付加価値の中で、雇用者に支払う人件費の割合である労働分配率でその目処が立てられる。労働分配率は景気局面により上下するが、90年代初頭まで約60%であった。90年代の後半は利益の減少と上昇を続ける人件費が労働分配率を70%まで押し上げていた。グローバルスタンダードを議論する前に過去平均の分配率に戻る必要がある。

企業は雇用者所得の伸びを0%に抑えつつ、変動費の圧縮と売上増加により、売上高経常利益率を3.3%、年度末労働分配率65%までもっていく。2001年度以降

もこの調整は続くが、2000年度が山場となる。前述のように家計部門はマインドを落とすこと無く、可処分所得はプラスの伸びを維持し個人消費も底割れない。



年度前半の日本の成長構造は、増加する設備投資が公的需要のマイナスを相殺、GDPの6割を占める個人消費はゼロ近傍という姿であろう。夏場にかけては生産の小さな調整もあり、結局、年度前半の成長率は0%となる。4-6月期のGDPは再びマイナスとなろう。年度後半には、特別給与の増加やパート主力ではあるが雇用総数の増加に加え郵便貯金の満期の消費刺激効果も手伝い、内需主導の生産活動が再び増加する。国民が景気の回復を実感できるのは2000年冬頃となる。年度後半の成長率は1.5%まで上昇し、2000年度の成長率は1%となる。2000年度はいわば、「景気の小循環を持つ1年」となる。

年度前半の厳しい現実から、目を背けることは逆に景気を不安定化させる。また、前年度に比べ公的需要が5兆円も減少することから補正予算という声も上がるが、今回は民間の自律性に任せることが最良の選択である。

過度な楽観や悲観に流れず、現実を直視していけば、必ず明るい展望が開けてくる。

以上

## 2. 景気の現状を直視する (1)特殊要因除きの景気

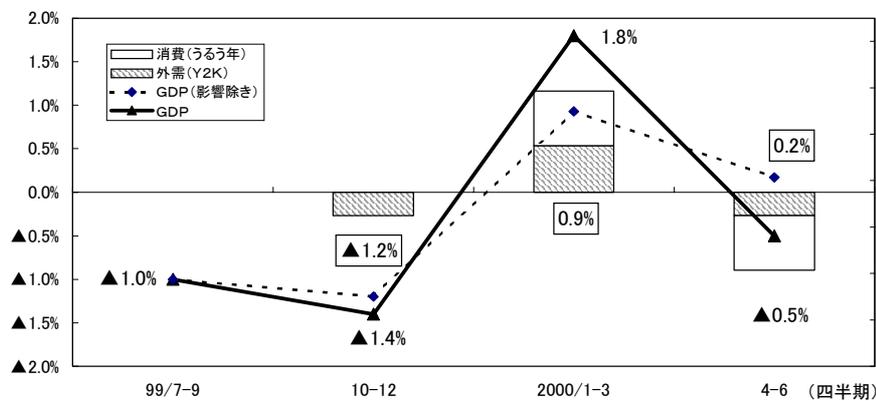
<結論> 特殊要因で揺れる成長率。大きな趨勢を読むことが重要である

Y2Kの影響は、消費、在庫においては小さかったものの、輸入面で大きな変動が窺える  
 うるう年要因の影響は完全に調整季節調整しきれず、2000/1-3月期のGDPを0.5%押し上げる  
 この結果、1-3月期のGDPの実勢は公表値より0.9%低く、逆に4-6月期は0.7%高い。うるう年、Y2Kにより、景気実勢を読みにくくしている。

<担当：小巻 泰之>

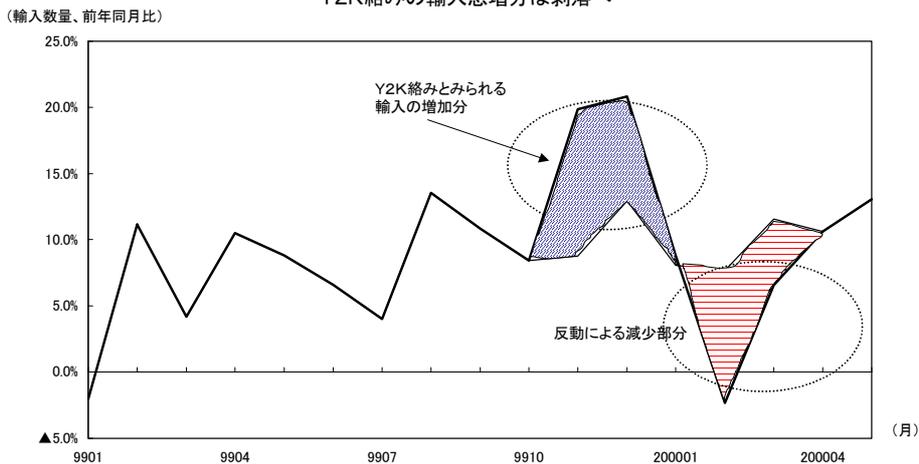
Y2K、うるう年要因から、景気実勢が読みづらい状況へ

10-12月期、2000/1-3月期の景気攪乱要因



(注)①Y2Kの影響は輸出入にのみ現れたと仮定  
 ②うるう年の影響は、消費にのみ現れると仮定。過去のうるう年時の消費の伸びを勘案し想定した  
 ③グラフの口内の数値は、Y2K、うるう年の影響除き

Y2K絡みの輸入急増分は剥落へ



(注)①Y2K要因等による輸入の急増分は、趨勢的とみられる輸入の伸びを上回る部分とした。趨勢的な輸入数量の伸びは、80/1~99/10月までの趨勢の伸びを利用(推計にはX12-ARIMAモデルを利用)  
 ②足もとの輸入は、2000年2月中旬(大蔵省発表、輸入額▲2.4%減)を利用し、3月以降は予測値

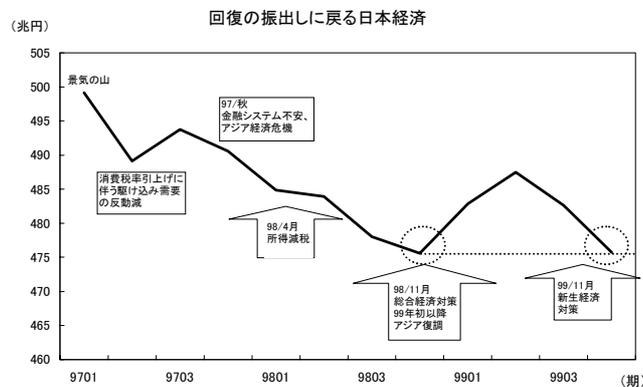
## 2. 景気の現状を直視する (2) 鮮明になる二極化

### < 結論 >

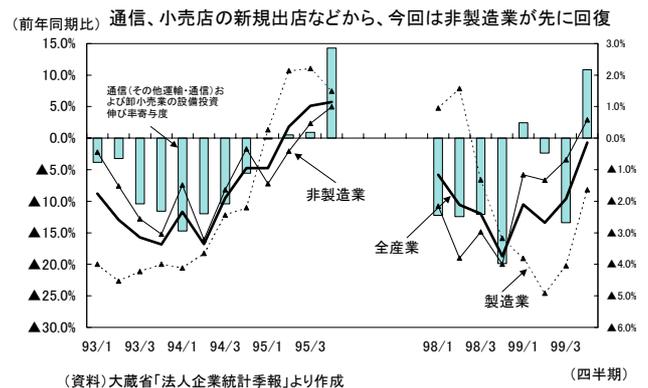
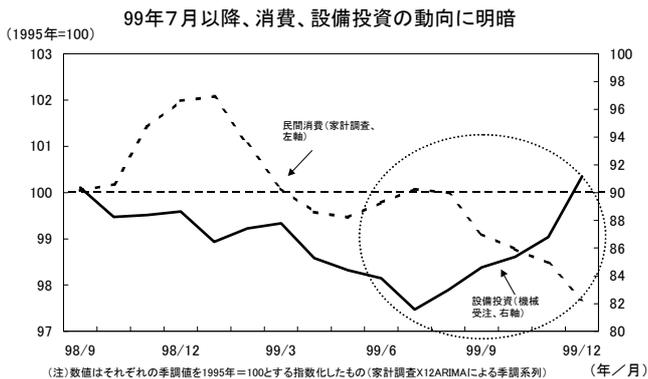
- 99/7-9、10-12 月期の 2 期連続マイナス成長の主因は、年度前半に急増した財政政策がはく落したこと。GDP の水準は 98 年 10-12 月期まで後戻りした(図 1)。しかし、輸出の好調とリストラの進展を背景にした企業の収益環境の改善から、設備投資は回復基調を明確にしている。
- 家計部門と企業部門の二極化が鮮明化し、景気の回復ペースは緩慢である(図 2)  
 家計部門は所得環境の悪化が続き、消費の低迷が続く一方、企業部門は設備投資が回復  
 設備投資の内訳は、通信、小売等が好調を維持する一方、鉄鋼、輸送機械等は不振。通信関連を主に非製造業の設備投資回復が先導した

< 担当 : 小巻 泰之 >

### 1. 景気は 98/10-12 月期の水準へ(図 1)



### 2. 二極化が鮮明となる景気(企業と家計の乖離、通信関連・小売関連とその他業種の乖離)(図 2)



### 3. 三つの二極化 (1) 大企業と中小企業、中小企業の製造業と非製造業の乖離

1. 業況感の回復は大企業主導で、中小企業では回復感が乏しい状況が続く。

- ・ 前回の景気回復局面に比べ、大企業の景況感の改善幅は小さいが、DIの水準は「いい」と「悪い」が拮抗するまでに改善している。
- ・ 一方、中小企業の景況感、改善幅、DIの水準共に前回の景気回復局面をいまだ下回っている。
- ・ 大企業に比べ中小企業の回復感が弱く、中小企業の中で、製造業に比べ非製造業の弱さが特徴的である。

<担当：日向雄士>

(注) 今回の「景気の谷」は 99/4 月と仮定。

1. 中小企業の景況感が前回に比べ芳しくない。大企業ではDIの改善幅では劣るものの水準は前回を上回る。

#### 大企業業況判断BSIの変化

・ 大蔵省景気予測調査 (中心値: 0, 季調値)

	景気の谷	3Q後	変化幅
93/4Q~	-21.1	2.8	23.9
今回	-9.5	4.9	14.4

・ 経企庁法人企業動向調査 (中心値: 0, 季調値)

	景気の谷	2Q後	変化幅
93/4Q~	-38.0	-11.0	27.0
今回	-15.0	-1.0	14.0

(注) 法人企業動向調査は業界景気見通し

(注) 両調査とも四半期調査

#### 中小企業業況判断DIの変化

・ 商工会議所LOBO調査 (中心値: 0)

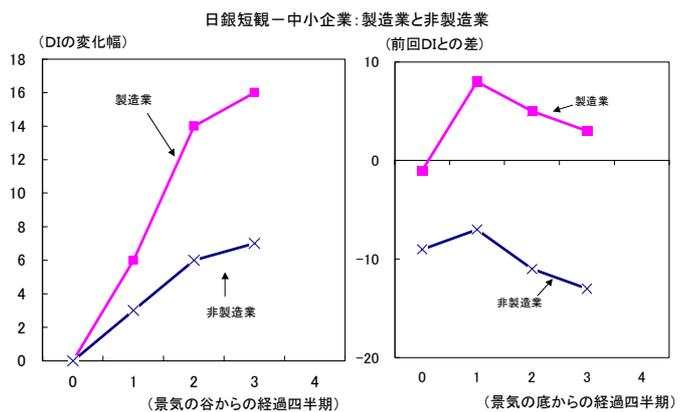
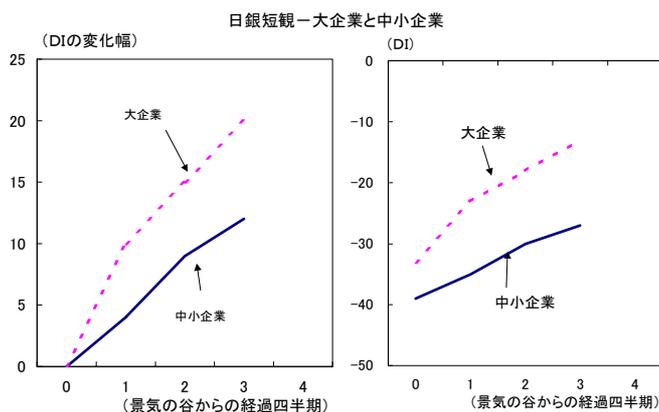
	景気の谷	10ヶ月後	変化幅
93/10~	-55.0	-18.7	36.3
今回	-45.9	-42.8	3.1

・ 商工中金「中小企業月次景況観測」(中心値: 50)

	景気の谷	10ヶ月後	変化幅
93/10~	42.8	50.0	7.2
今回	44.0	47.6	3.6

(注) 両調査とも月次調査。2000/2月調査時点。

2. 大企業に比べ中小企業の回復感が弱い。特に非製造業での回復感の弱さが目立つ。



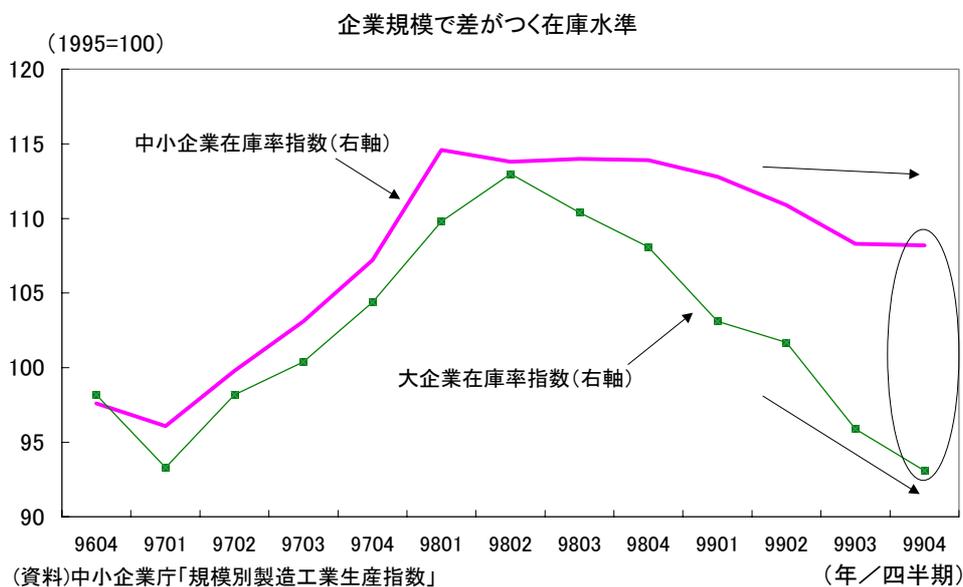
### 3 . 三つの二極化

#### ( 2 ) 収益構造にみる大企業と中小企業の乖離

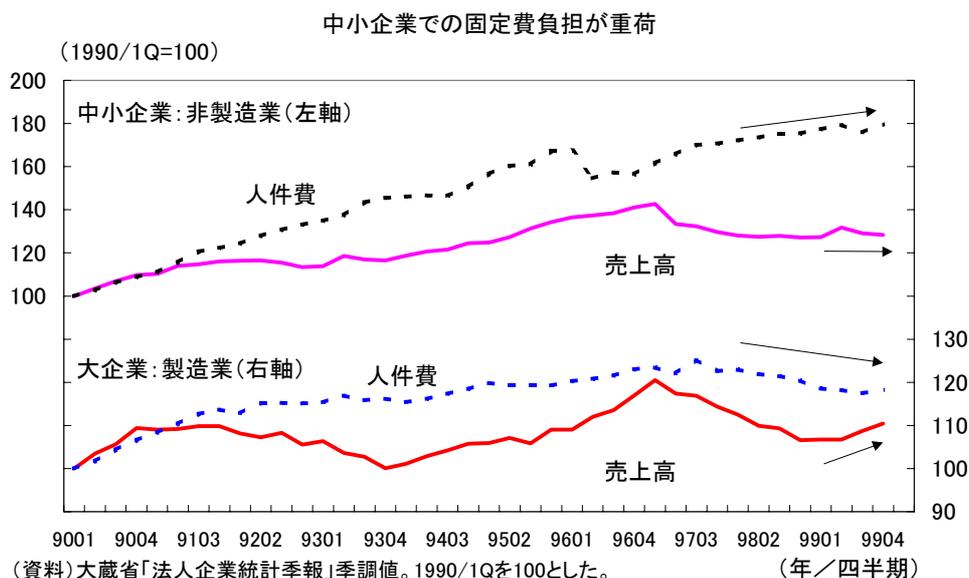
- 1 . 大企業と中小企業の景況感の格差は 在庫水準、 売上高固定比率に顕著に見える。中小企業の景況感回復には時間がかかる。
- ・ 在庫率指数は、大企業では在庫率の低下とともに在庫調整が進んでいるのに対し、中小企業では依然高止まりを続け、在庫調整圧力が引き続き強い。
  - ・ 売上高固定比率は、大企業においては売上の減少と共に人件費も引き下げられているのに対し、中小企業では最近まで人件費が上昇を続けていた。

<担当：日向雄士>

#### 1. 中小企業では在庫調整があまり進んでいない。



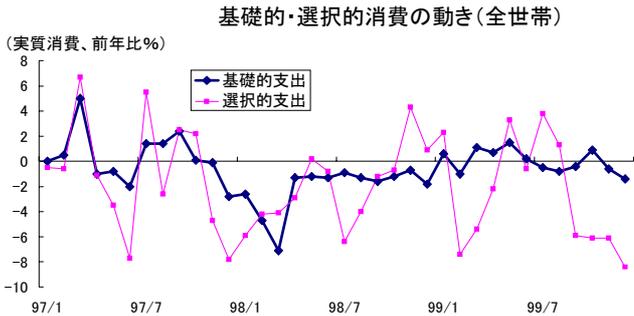
#### 2. 固定比率が高止まり



### 3. 三つの二極化(3) 情報関連支出とそれ以外の乖離

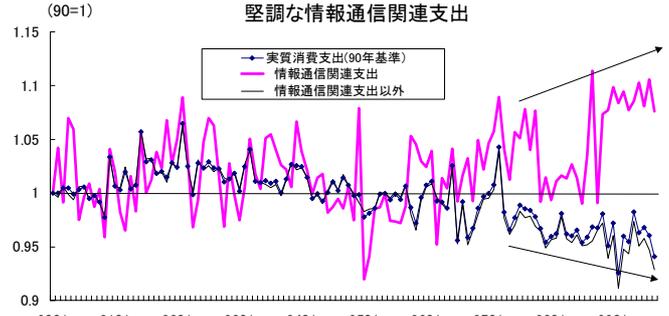
消費不振の中で選択的消費が減少する一方で、情報通信向け支出は堅調に推移している。  
 世帯別には、比較的収入の少ない若年層で顕著な伸びを示し、高年齢ほど慎重な姿勢が見られる。  
 情報通信への支出が全世代に拡がることで消費全体を押し上げる条件で、消費の盛り上がりにはもう少し時間がかかる。

(矢嶋康次)



(注) 支出弾力性(消費支出総額の変化率に対する費目支出の変化率の比)が1.00未満の費目を基礎的支出、1.00以上の費目を選択的支出という。基礎的支出には、食品、家賃、光熱費、保健医療サービスなど、選択的支出には、教育費、教養娯楽用耐久財(パソコンなど)、バケーション旅行費などが含まれる。

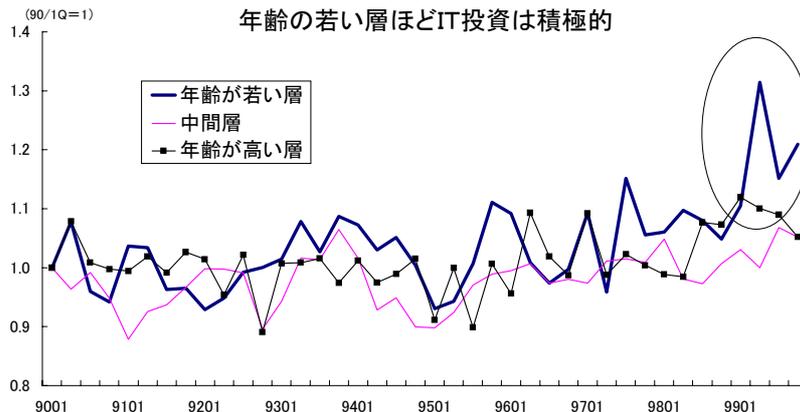
(資料)総務庁



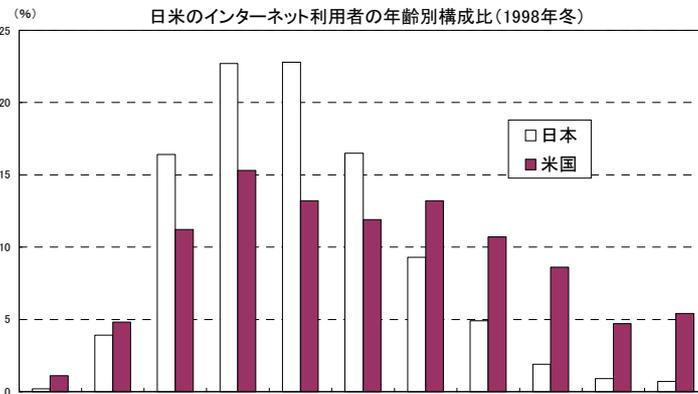
(注1) 数値は、季調済の値、消費者物価により実質化を行っている。

(注2) 情報通信関連支出とは通信、教養娯楽用耐久財、教養娯楽サービス費用の合計

(資料)総務庁



(注) 年齢が若い層とは、家計調査における年間収入五分位階級によるI分類。中間、年齢が高い層はそれぞれ、III、V分類を示す  
 IT投資とは、家計調査支出項目中の消費支出に占める通信費・教養娯楽用耐久財・教養娯楽サービスの割合で、消費者物価により実質化を行っている。



(資料)「第7回インターネット・アクティブ・ユーザー調査」(日経マルチメディア1999年2月号)  
 「第10回WWWユーザー調査」(米国ジョージア工科大学)により作成

## 4. 企業のリストラ行動が個人消費へ与える影響

企業収益が大幅に改善している。売上の回復は緩やかだが、経常利益は 99/1-3 月に前年比プラスに転じて以降伸びを高めている。99/10-12 月期は前年比 41.8%の大幅増益となった(図1)。

売上高経常利益率は 99 年に入ってから急速に改善し、前回の景気のピーク時(97/1)水準にまで戻っている(図1)

経常利益率の改善要因をみると、人件費は 97~98 年度にかけて大きな利益率低下要因として働いたが、徐々にマイナス幅を縮小、ここにきてようやくプラスに転じている。一方、変動費は 97 年以降、一貫して利益率の改善要因として大きく寄与してきた(図2)。

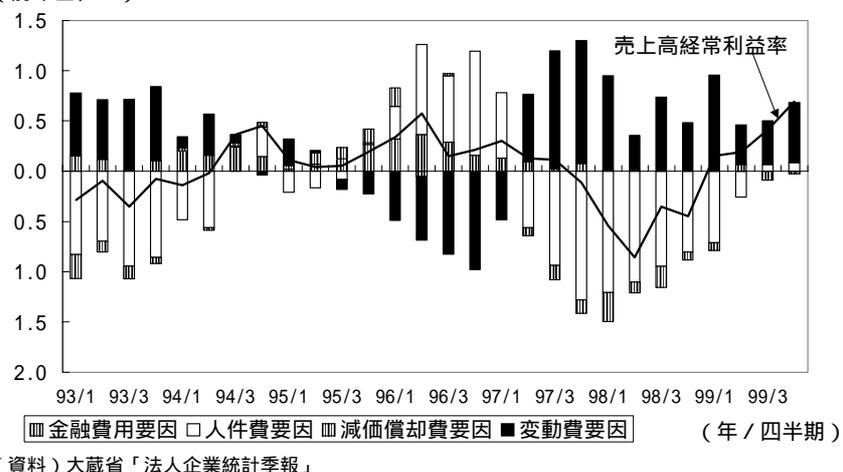
企業は削減の難しい人件費にも手をつけているものの、利益率向上の中心は、売上原価などの変動費を大幅に削減することにより対応している。

<担当：斎藤 太郎>

図1 売上高経常利益率の推移



(前年差、%) 図2 売上高経常利益率の要因分解(全産業)



## 4. 企業のリストラ行動が個人消費へ与える影響

企業の収益率の改善は、労働分配率にも好影響を及ぼす。97/1-3 月期の 66.2%から 98/10-12 月期には 70.6%まで上昇した労働分配率（法人企業統計ベース、季節調整値）はその後減少に転じ、99/10-12 月期には 68.3%まで低下した（図 1）。

人件費の削減はあまり進んでいないが、変動費の削減による利益率の改善が付加価値額を大幅に増加させた。これが労働分配率の低下につながっている。

労働分配率は、主に売上の増加や利益率の改善から、2000/1-3 月期には 65%程度まで低下する（図 1、表参照）。

これにより企業の賃金削減圧力はやや緩和される。GDPベースの雇用者所得は 98 年度 1.6%、99 年度 1.0%、2000 年度 0.1%とマイナス幅が縮小する。

可処分所得は、収入のマイナス幅の縮小や社会保障給付の増加等から小幅プラス（+0.5%）。個人消費は 99 年度の+0.9%に対し、2000 年度も+0.6%の増加となろう（図 2）。

<担当：斎藤 太郎>

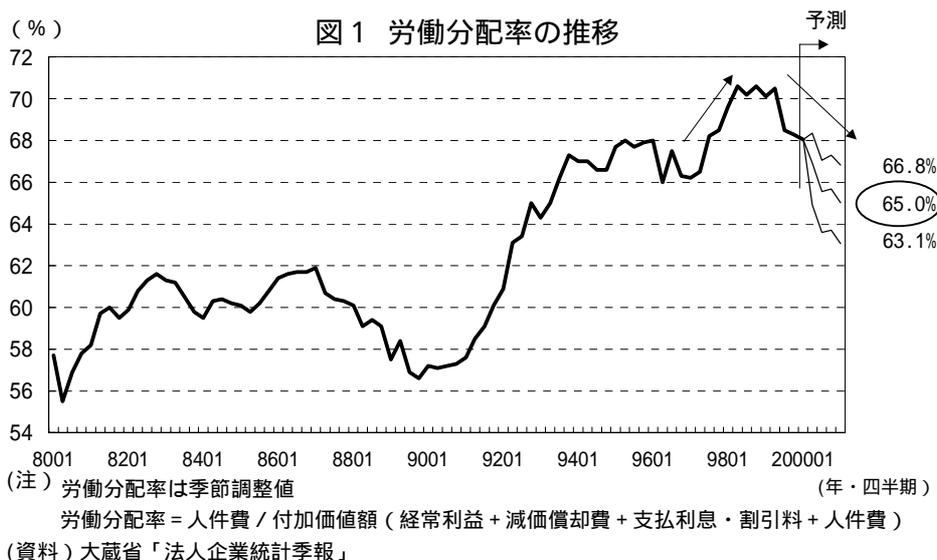
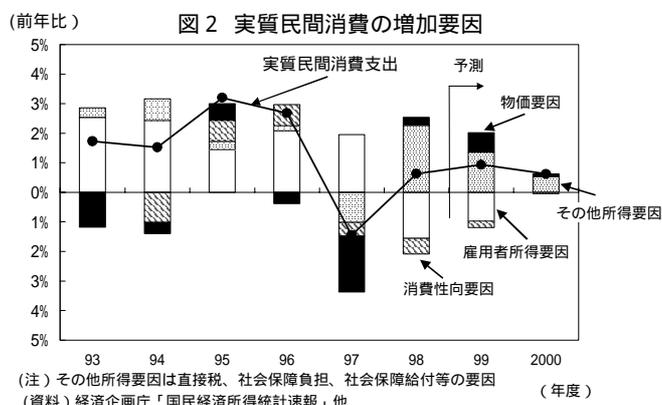


表 売上高、人件費の伸びと労働分配率の関係(試算)

	98年度	99年度見込	2000年度予測		
			①	②	③
売上高(前年比)	▲4.9%	1.0%	3.0%	3.0%	0.0%
人件費(前年比)	1.4%	0.6%	0.0%	▲3.0%	0.0%
経常利益(前年比)	▲19.8%	26.0%	39.5%	56.7%	18.9%
売上高経常利益率	2.0%	2.4%	3.3%	3.7%	2.9%
労働分配率(年度末)	70.4% (70.1%)	68.8% (68.0%)	65.8% (65.0%)	63.8% (63.1%)	67.4% (66.8%)

(注) 2000年度は売上高、人件費の伸びを仮定した場合の労働分配率  
人件費以外の費用(主に変動費)は現在の削減ペースが続くと仮定した  
(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」



## 4. 企業のリストラ行動が個人消費へ与える影響

2000年1月の一人当たり賃金上昇率がプラスとなった。一般労働者の賃金とパートタイム労働者の賃金がともに上昇。

パートタイム労働者の伸びはやや鈍化しているが、それは

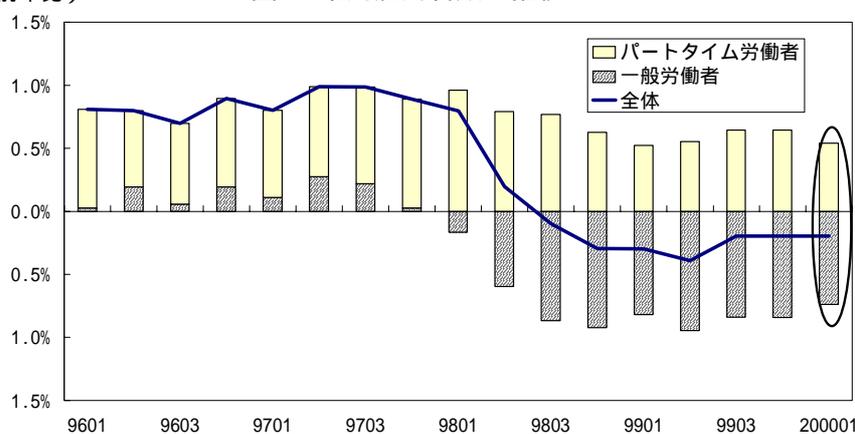
(i)雇用量の下支え効果が弱まることを意味する(図1)。

(ii)逆に、パートタイム労働者比率の上昇スピードの鈍化は一人当たり賃金の低下要因を縮小させる(図2)。

パートタイム労働者が一般労働者に振り変わる時の雇用者所得は慎重に見る必要がある。

<担当：斎藤 太郎>

(前年比) 図1 常用雇用者数の推移

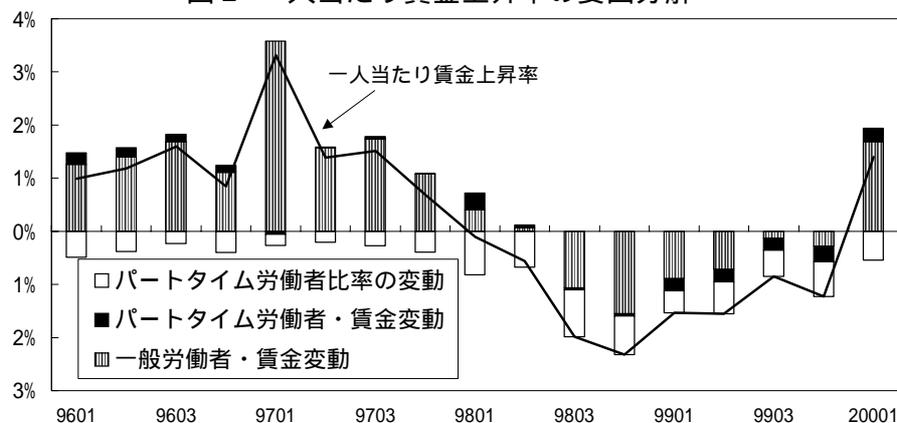


(注) 棒グラフは寄与度。20001は単月の数値、その他は四半期データ

(年・四半期)

(資料) 労働省「毎月勤労統計」

(前年比) 図2 一人当たり賃金上昇率の要因分解



(注) 一人当たりの賃金上昇率を一般労働者・パートタイム労働者それぞれの賃金上昇要因と労働者の構成要因(パートタイム比率の変動)に寄与度分解した。(賃金水準の低いパートタイム労働者のウェイトが高まることは一人当たりの賃金の低下要因となる)。20001は単月、それ以外は四半期の数値。

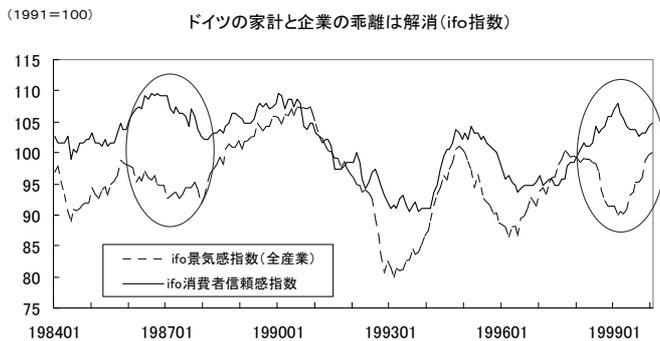
(資料) 労働省「毎月勤労統計調査」

## 5 . 二極化が収斂したドイツ経済、欧州経済は3%の成長

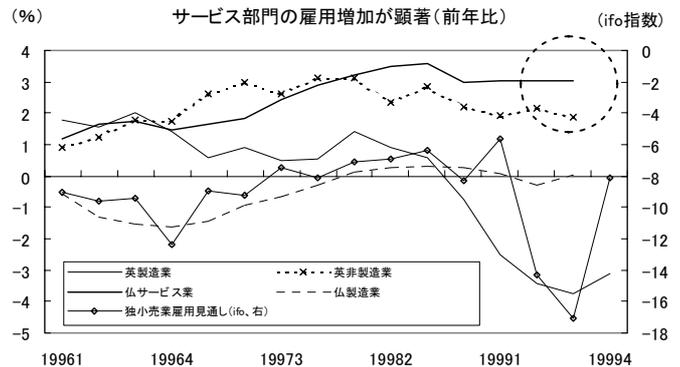
### <要旨>

- 1 . ドイツで顕著であった企業景況感と家計部門との乖離は、輸出増加 生産回復を背景に企業部門の調整が進み、99年に入りほぼ解消した。雇用と所得の伸びは依然低いが、サービス部門の雇用増や物価安定など消費環境は悪くない。
  - 2 . 99年の欧州15カ国の実質成長率は2.2%（実績見込み）と98年の2.7%に比べて減速した。ただ、遅れていた英・独の99年10-12月の成長率（前年比）は英2.9%、独2.3%と回復が鮮明になってきた。2000年の欧州経済の実質成長率は、3.0%程度と安定成長が続く。
  - 3 . 春頃に集中する賃上げ交渉は前年比2～3%に抑えられようが、99年のユーロ安、原油高等から物価上昇圧力は高まっている。ECB（欧州中央銀行）の政策金利は、予防的引き締め観点から昨年11/4（2.5% 3.0%）、今年2/3（3.25%）、3/16（3.50%）に引き上げられたが、2000年央頃までに追加利上げが予想される。
- <担当：李世勳>

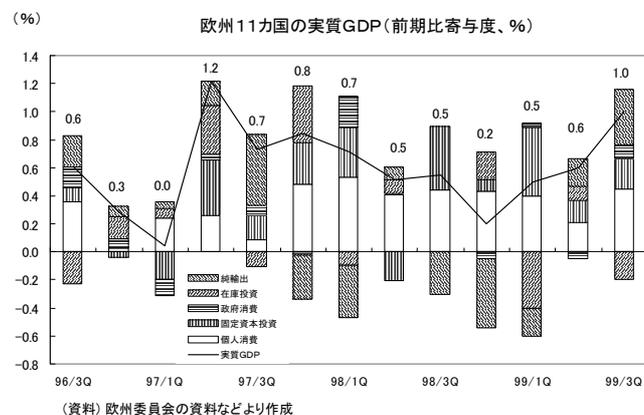
### 1 . 企業部門の調整は、ほぼ終了



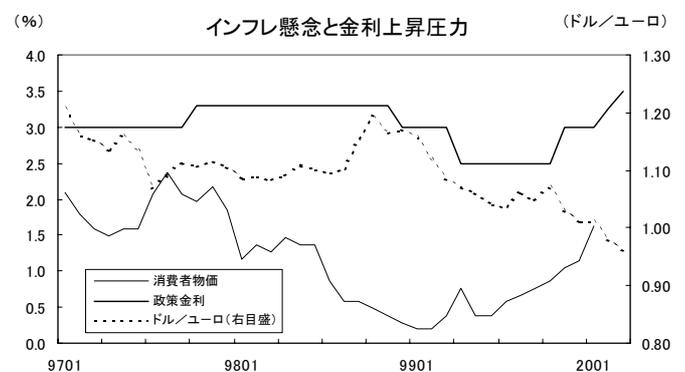
### 2 . サービス部門の雇用増加が顕著



### 3 . 99年下期から景気回復が鮮明に



### 4 . 残るインフレ懸念と金利上昇圧力



## 6 . 好調な消費が続く米国

90年代の持続的な株価上昇は米国の景気を加速させた。FRBのマクロモデルは、米国の家計は資産加の3～4%を消費にまわすことにより、国内最終需要を約1%ポイント押し上げた（直近5年間）と試算している。90年代後半の成長のうち、約2割は資産効果によることになる。

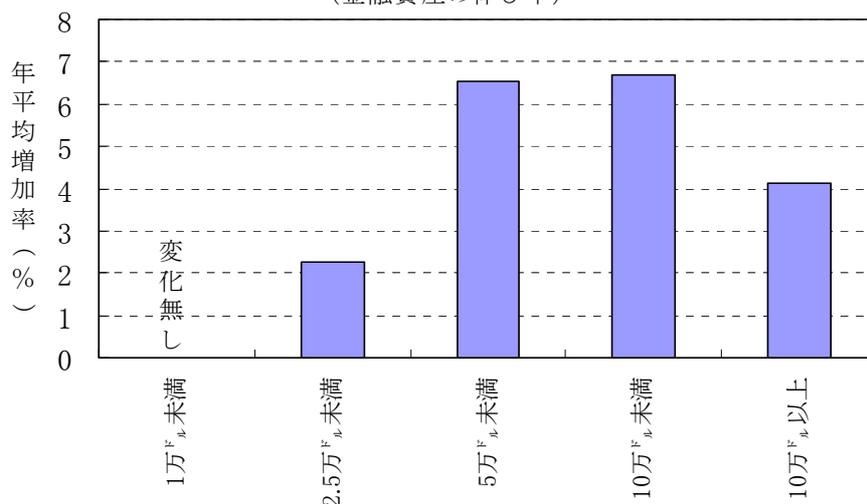
注目すべきは、低所得層にも株式保有が拡がり、株価上昇の恩恵は国民各層に幅広く浸透するようになったことである。

）過半数を占める年収2万5千ドル～10万ドルの中堅層が、積極な株式関連投資により資産形成に成功

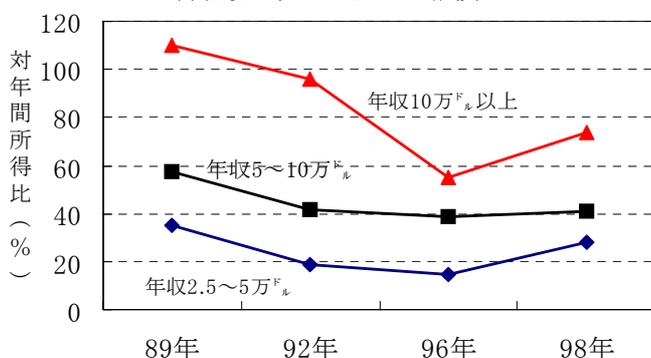
）世帯所得に対する未実現のキャピタルゲインの割合がほぼ一定で推移しており、米国家計は利益確定の売却と再投資のバランスをとるなかで、潤沢なキャッシュフローの一部を耐久消費財等の高額商品の購入に充ててきたと推察される。

株高による資産効果は持続的な株価上昇によってのみ維持されるもので、昨年末以降株価が高原期に入ったことから、今後耐久財消費の伸びは落ち着いていくだろう。 <担当：武居秀樹>

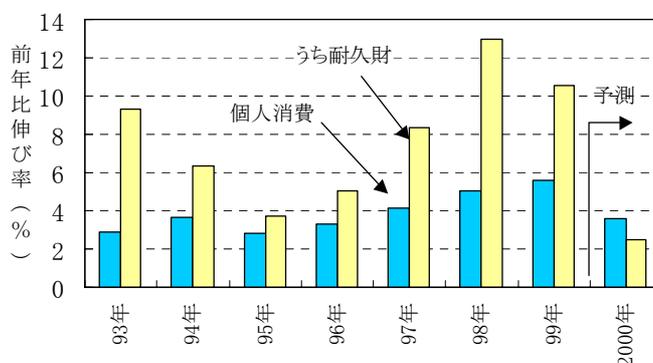
順調に増加した中堅所得層の金融資産  
(金融資産の伸び率)



一定範囲に調整されている含み益  
(未実現キャピタルゲインの推移)



減速に向かう個人消費



(資料) "Survey of Consumers Finances, 1998" FRB、米国商務省

## 6 . 好調な消費が続く米国

90年代の経済成長により、米国家計の実質所得は着実に増加している。92-98年に家計の実質所得(平均値)は年率2.6%上昇し、83-89年の年率1.1%を大きく上回った。

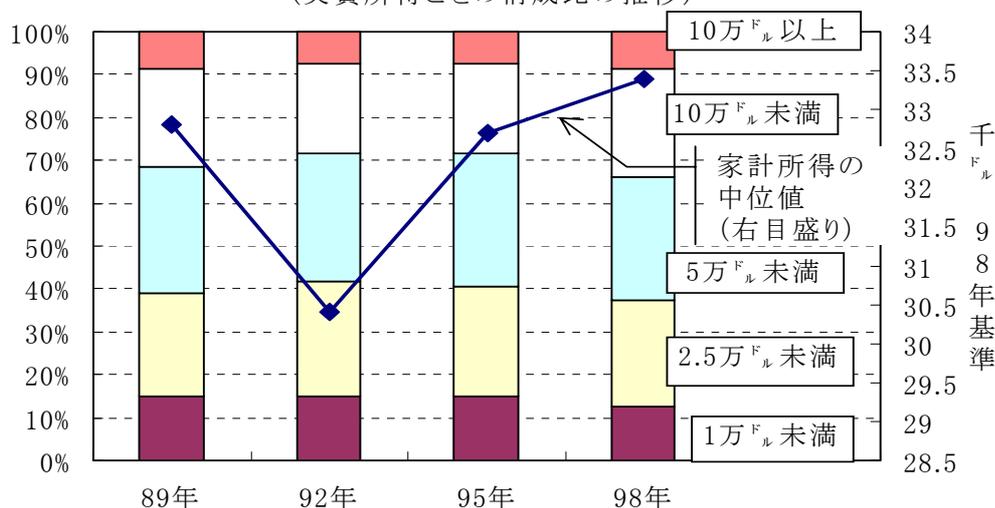
所得階層別では、世帯年収2万5千ドル未満の比較的低所得層が全体に占める割合が4.4%ポイント低下する一方で、世帯年収5万ドル~10万ドル未満の比較的高所得の層が同程度増加、

長期停滞の続いていた黒人層で4半世紀ぶりに顕著な上昇がみられ、しかも上昇の始期・伸び率ともに優位にあることから、景気拡大の恩恵が幅広い層に及んでいる。

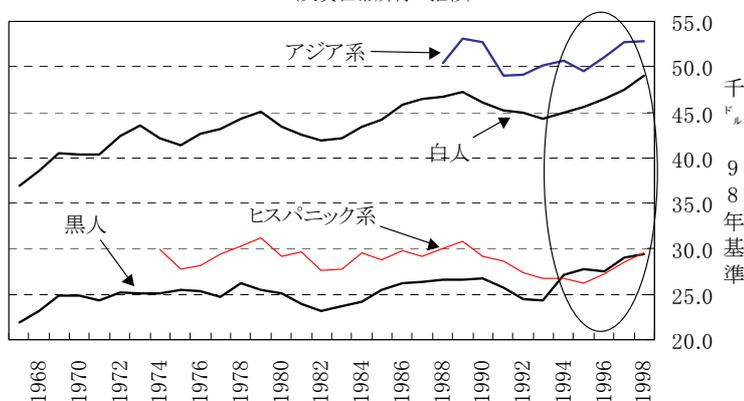
こうした傾向は米国家計の支出動向にも顕著に現れており、これまで「繁栄に取り残されてきた低所得層」が潤ったことが、消費ブームの一因である。

「株高による過剰消費」と「株価調整による反動減」が懸念される米国経済だが、幅広い層での所得増加は消費下支えに作用し、株価下落時の影響の一部は緩和されると考えられる。 <担当：武居秀樹>

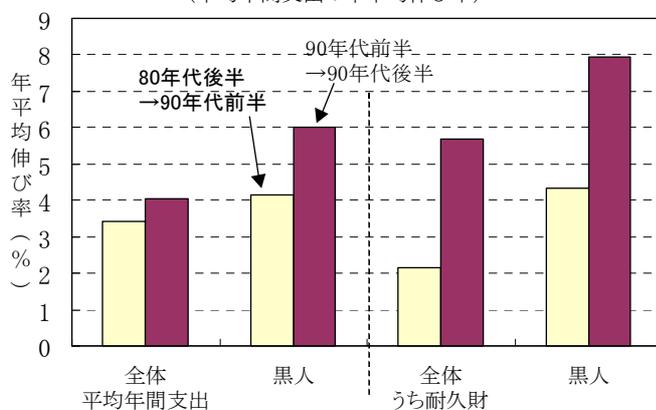
全体的に底上げされた家計所得  
(実質所得ごとの構成比の推移)



幅広く行きわたる景気拡大の恩恵  
(実質世帯所得の推移)



高い伸びを示す黒人家庭の年間支出  
(平均年間支出の年平均伸び率)



(資料) "Survey of Consumers Finances, 1998" FRB、米国労働省

## 6 . 好調な消費が続く米国

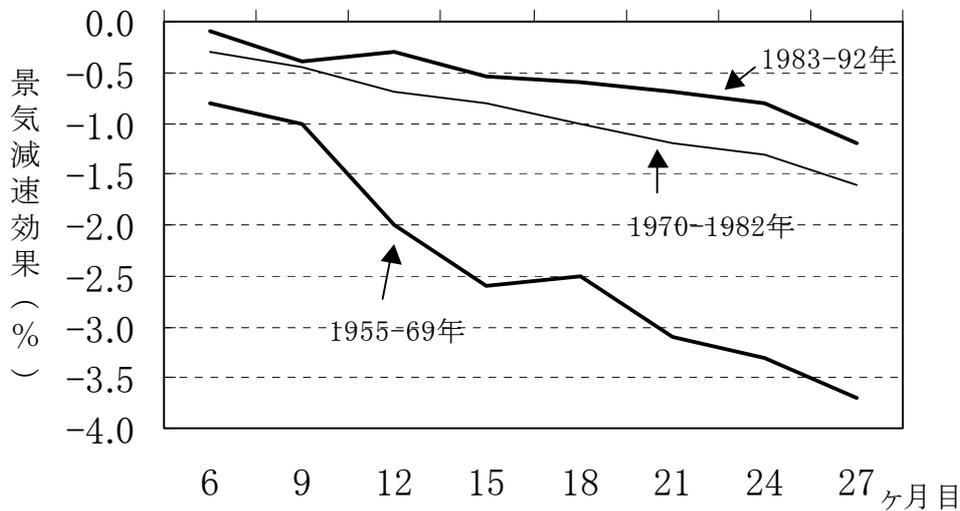
最近8ヶ月間に4回(計1%ポイント)の利上げが行われた米国だが、なお追加利上げが必要な状況が続く。

FFレート引き上げが实体经济に及ぼす影響は、速効性(反応までの期間)、感応度(実質GDPの変化幅)の両面で小さくなっており、金融政策の景気減速効果は低下している。

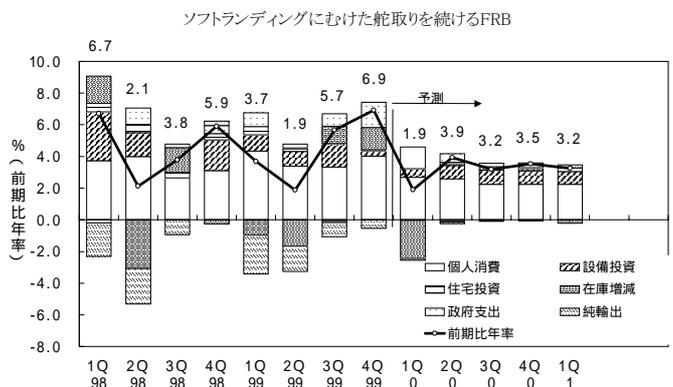
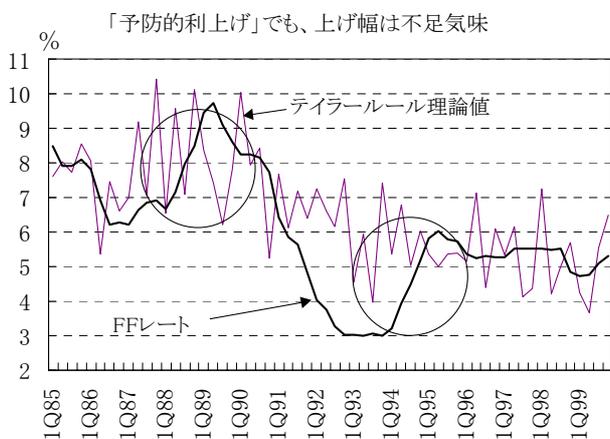
グリーンスパン議長の市場対話型の政策運営(「短期政策金利の穏和化」)で、小幅な利上げを連続的に行うスタンスが持続している。しかし99年のように、ア)株価上昇が続き資産効果が持続した、イ)Y2K特需、などの特殊要因により景気が加速した場合の政策対応には遅れが生じやすい。

今後も株式市場への悪影響を回避するため、一度の利上げ幅は25bpとなる可能性が高い。实体经济とのバランスをみれば、さらに2回程度の追加利上げが必要になる。 <担当: 武居秀樹>

低下している景気減速効果  
(利上げ実施後の実質GDP押し下げの推移)



(資料) "Macroeconomics 6<sup>th</sup> edition" Robert J. Gordon



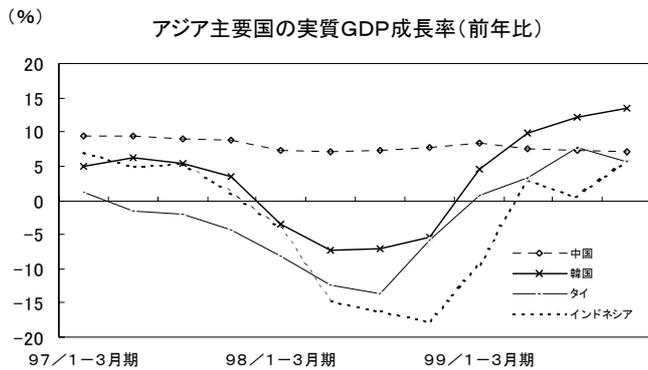
(資料) FRB、米国商務省

## 7. 輸出がピークアウトし、正念場を迎えるアジア経済

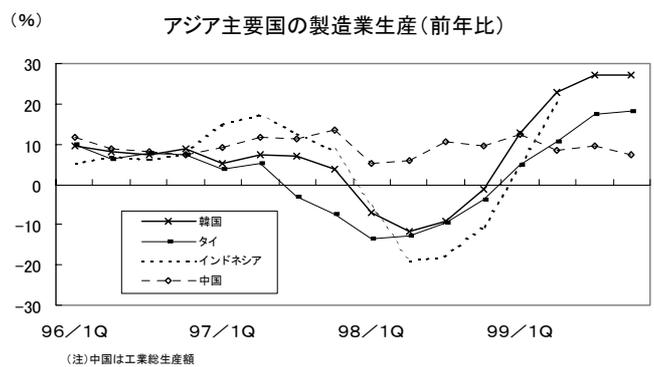
### < 要旨 >

1. アジア経済は 99 年下期から V 字型の急回復を示した。輸出増加に加え、財政支出と低金利などの景気浮揚政策が内需を押し上げたためである。NIEs に比べ出遅れていた ASEAN 諸国の回復も本格化し、中国の景気減速懸念も一服した状況。中国を含むアジア 9 カ国の実質 GDP 成長率は、98 年 0.5% から 99 年 6.2% に急回復し、2000 年も 6% の成長が続く。
  2. アジア経済回復の主因は輸出増加。地域別推移をみると、日本と域内向け輸出が大幅マイナスとなった 98 年とはうって変わり、99 年はほぼ全地域で輸出が増加に転じた。輸出増の内訳は、通貨安による為替要因はほぼ剥落し、世界景気と需要に応じた数量要因が大きく寄与している。但し、2000 年に入り韓国、台湾、シンガポールなどで輸出の伸びがほぼピーク・アウトし、貿易収支も黒字縮小、もしくは小幅赤字を記録している。各国とも 2000 年は外需の成長率寄与度がマイナスとなる可能性が高い。
  3. アジア経済の持続的な安定成長のためには構造改革が緊要である。金融機関の不良債権の負担は重く、企業の財務体質は依然として弱い。金融市場の自由化が進む中、再び短期的な外国資本の流出が増加している。金融・企業改革の成功による国際競争力の強化だけが金融市場の安定と持続的な経済成長の条件である。
- < 担当：李世勲 >

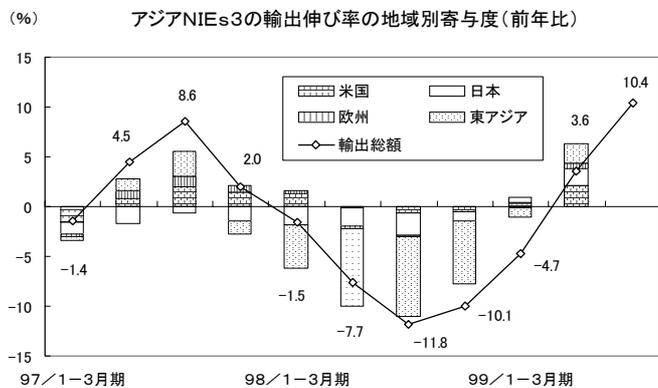
### 1. 予想以上の急回復を示すアジア経済



### 2. 生産の急激な回復テンポは、ほぼ頂点



### 3. 欧米に続き、日本や域内輸出も本格的に増加



### 4. 為替要因は剥落、数量要因が主因

アジア各国の輸出金額の変化要因

国	比較時期	輸出総額 (米ドル、前年比)		
		為替要因	価格・その他	数量要因
中国	98/4Q	-7.3%	0.0%	-3.3%
	99/4Q	16.1%	0.0%	18.8%
韓国	98/4Q	-5.5%	-9.8%	8.6%
	99/4Q	24.3%	9.0%	13.5%
台湾	98/4Q	-13.0%	-4.5%	-6.3%
	99/4Q	21.1%	-0.2%	20.1%
タイ	98/4Q	-6.4%	8.9%	-16.8%
	99/4Q	16.2%	-4.8%	27.1%
マレーシア	98/4Q	5.2%	-8.4%	5.4%
	99/4Q	18.8%	0.0%	16.4%

## 8 . GDP を 1 % 引き下げる 2000 年度の財政政策

### < 結論 >

- 景気回復を牽引してきた公共事業、減税等による政策効果は、今後減衰し 2000 年度は 1 % と景気に対し抑制的なものと見込まれる ( 図 1 )

補正予算の編成がなければ、2000 年度の予算現額は前年比で約 5 兆円程度が減少する見込み  
2000 年度は介護保険は導入されるが、追加対策は実施されないと想定

< 担当 : 小巻 泰之 >

### 1. 2000 年度は公共投資の減少から、財政は抑制的に ( 図 1 )

財政政策の想定

( 単位 : 兆円 )

	1998年度			1999年度			2000年度		
	当初予算	補正	計	当初予算	補正	計	当初予算	補正	計
<b>公 国全体</b>			44.4			42.0			36.2
(GDPベース)			(39.1)			(38.7)			(35.1)
前年比			5.4%			▲5.4%			▲13.8%
<b>共 中央分</b>	9.0	4.0	16.1	9.4	3.8	15.8	9.4	0.7	11.9
前年比	▲7.8%		30.6%	5.0%		▲2.0%	0.0%		▲24.3%
<b>事 地方分</b>	29.2		28.3	29.5		26.2	28.4		24.3
前年比	▲6.0%		0.3%	0.9%		▲7.4%	▲3.6%		▲7.5%
<b>業 (成長率寄与)</b>			(▲0.0%)			(▲0.1%)			(▲0.7%)
-----									
<b>税 所得税・住民税減税</b>			3.5			4.9			4.0
(成長率寄与)			(0.2%)			(0.1%)			(▲0.1%)
<b>制 法人税減税</b>			0.8			2.3			2.3
等 (成長率寄与)			(0.1%)			(0.1%)			(0.0%)
<b>介護保険料負担</b>									▲1.6
(成長率寄与)									(▲0.2%)
<b>(GDP成長率への寄与)</b>			<b>0.2%</b>			<b>0.1%</b>			<b>▲1.0%</b>

(注) 数値は全て予算進捗ベースにて算出。( ) 内の数値は、各年度の財政政策によるGDP成長率の押し上げ効果

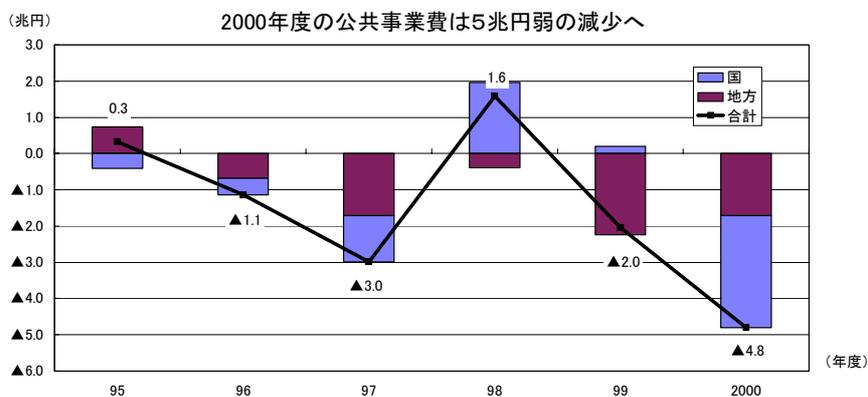
< 試算の前提 >

① 公共事業 : 合計の数値は前年度の繰越し等を勘案した予算現額、地方の当初予算は地方財政計画ベース

② 減税 : 2000年度も4兆円規模の所得増進課税の繰越しを想定

③ 社会保険料 : 厚生年金は2000年度も保険料引き上げ凍結、介護保険料は11/5政府決定による

### 2. 2000 年度の公共事業費は減少へ ( 図 2 )



(注) 数値は前年度との差額を算出。地方は補助事業および単独事業の合計、国は一般会計額としその合計とした。なお、厳密には、国分には地方分の事業費が含まれているが、ここでは補助事業の50%と地方単独および一般会計の単純合計値を国全体の公共事業費と見立てた  
一般会計 : 98年度までは決算値

99年度は補正後予算額、繰越額および予備費(5000億円)より予算現額を算出し、2000年度への繰越しを15%と見込んだ

2000年度は、当初予算に繰越額を加えたもの(補正予算なしと想定)

地方分 : 97年度までは決算値、98年度は都道府県、市町村決算をもとに推計

99年度は地方単独は新聞報道(1/7日経)、補助事業は過去の進捗をもとに推計

2000年度は地方単独は新聞報道(2/22日経)、補助事業は地方財政計画等から推計

## 9. 予 測 値 一 覧 [ 日 本 経 済 ]

### G D P 6 ヶ月予測

	98年度 (H10年度) 実績	99年度 (H11年度) 予測	2000年度 (H12年度) 予測	GDP 6ヶ月予測		(前期比、%)			前回予測	
				2000/1-3	4-6	7-9	10-12	2001/1-3	99年度	2000年度
実質GDP	1.9	0.4	1.0	1.8 7.4 0.3	0.5 1.9 0.9	0.6 2.4 0.5	0.6 2.6 2.5	0.8 3.4 1.7	0.7	0.7
内需寄与度	( 2.2)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	( 0.5)	(0.8)	(0.9)	(1.1)	(0.7)	(0.4)
内、民需	( 2.4)	(0.4)	(1.4)	(0.8)	( 0.1)	(0.6)	(0.9)	(1.3)	(0.3)	(0.5)
内、公需	(0.2)	(0.2)	( 0.6)	(0.1)	( 0.4)	(0.2)	( 0.0)	( 0.2)	(0.3)	( 0.1)
外需寄与度	(0.3)	( 0.1)	(0.2)	(0.9)	(0.0)	( 0.2)	( 0.3)	( 0.3)	(0.0)	(0.3)
民間最終消費支出	0.6	0.9	0.6	0.8	0.5	0.8	0.9	1.3	1.5	0.5
民間住宅投資	10.9	4.8	4.4	3.3	0.8	2.5	0.4	0.8	3.2	6.3
民間企業設備投資	9.5	2.7	6.7	0.6	1.1	1.5	2.0	3.6	6.2	2.8
公的固定資本形成	1.5	1.3	7.0	1.3	5.0	2.0	0.5	3.0	3.0	1.7
輸出	3.8	5.0	6.7	2.4	1.9	0.6	1.2	1.6	3.0	2.1
輸入	7.0	7.4	6.5	4.1	2.0	2.6	3.5	4.0	3.6	0.2
名目GDP	2.0	0.8	0.0	1.2	0.9	0.9	0.3	1.3	0.5	0.0

(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。  
 見通しの前提：公定歩合～0.5%で据え置き  
 原油～99年度 23.3ドル/バレル、2000年度 26.5ドル/バレル  
 減税～99,2000年度ともに4兆円規模(2000年度は全て恒久減税)

### < 主 要 経 済 指 標 >

	98年度	99年度	2000年度	GDP 6ヶ月予測		(単位、%)			前回予測	
				2000/1-3	4-6	7-9	10-12	2001/1-3	99年度	2000年度
鉱工業生産(前期比)	7.1	3.0	4.1	2.3	0.6	1.1	0.9	1.3	2.6	1.3
国内卸売物価(前年比)	2.1	1.0	0.7	0.2	0.4	0.9	0.8	0.6	1.1	0.3
消費者物価(前年比)	0.2	0.4	0.1	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.4	0.1
経常収支(兆円)	15.2	12.7	12.3	13.9	14.2	13.2	11.5	10.4	12.6	13.1
(名目GDP比)	(3.1)	(2.6)	(2.5)	(2.8)	(2.9)	(2.7)	(2.3)	(2.1)	(2.5)	(2.6)
失業率	4.3	4.7	4.8	4.8	5.0	4.9	4.8	4.7	4.8	4.8
住宅着工戸数(万戸)	118	122	119	124	121	118	118	117	121	113
国債最長期金利	1.6	1.8	1.9	1.8	1.6	1.8	2.0	2.2	1.7	1.9
為替	128	112	105	107	110	105	105	100	111	106

# 9. 予測値一覧

# 「海外経済：米国・欧州・アジア」

## 【米国経済】

(単位, %)

	98年 (H10年) 実績	99年 (H11年) 実績	2000年 (H12年) 予測	10-12 実績	2000/1-3 予測					2000年 前回予測
					2000/1-3	4-6	7-9	10-12	2001/1-3	
実質GDP	4.3	4.1	3.9	6.9 4.5	1.9 4.1	3.9 4.6	3.2 4.0	3.5 3.1	3.2 3.5	2.9
個人消費	4.9	5.3	4.4	5.5	4.0	3.8	3.3	3.3	3.3	3.4
設備投資	12.7	8.3	5.6	2.8	4.0	6.1	6.5	6.0	5.8	5.9
住宅投資	9.2	7.4	1.1	0.5	1.0	3.0	1.5	1.5	0.0	1.3
在庫投資	0.1	0.4	0.2	1.4	2.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
政府支出	1.7	3.7	5.1	9.2	8.0	3.0	1.2	1.2	1.2	2.0
純輸出	1.3	1.3	0.4	0.5	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4
輸出	2.2	3.6	7.4	8.7	7.0	7.0	5.0	6.0	7.0	7.1
輸入	11.6	11.8	7.9	10.0	6.0	6.0	4.0	4.0	4.0	7.7
名目GDP	5.5	5.6	6.0	9.1	4.1	6.3	5.6	5.9	5.6	5.0

(注) 実質GDPの上段は前期比年率、下段は前年比。名目GDP、各需要項目は前期比年率

### <主要経済指標>

(単位, %)

	98年	99年	2000年	10-12	2000/1-3	4-6	7-9	10-12	2001/1-3	2000年
鉱工業生産(前年比)	4.3	3.5	3.0	4.3	4.1	3.2	2.6	2.3	3.6	1.8
生産者物価(前年比)	0.9	1.8	2.5	2.9	3.0	2.7	2.3	1.9	2.1	2.1
消費者物価(前年比)	1.6	2.1	2.6	2.4	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
経常収支(年率: 億ドル)	2210	3390	3700	3990	3900	3750	3600	3550	3200	2990
(名目GDP比)	2.5	3.7	3.8	4.2	4.1	3.8	3.6	3.5	3.1	3.1
失業率	4.5	4.3	4.6	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	4.5	4.5

## 【欧州経済】

### 欧州経済の見通し(前年比, %)

	97年実績	98年実績	99年予測	2000年予測
実質GDP	2.4	2.7	2.2	3.0
ドイツ	1.5	2.0	1.5	2.6
イギリス	3.5	2.2	2.0	2.8
消費者物価	1.7	1.3	1.2	1.7
ドイツ	1.9	1.0	0.6	1.6
イギリス	2.8	2.7	2.2	2.5
経常収支	1.4	1.0	0.8	0.8
ドイツ	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
イギリス	0.8	-0.1	-1.2	-1.0

(注) EU15カ国ベース、経常収支は対GDP比  
英消費者物価は、住宅金利支払いを除くベース  
(資料) 欧州委員会、英統計局の資料、海外経済データほか

## 【アジア経済】

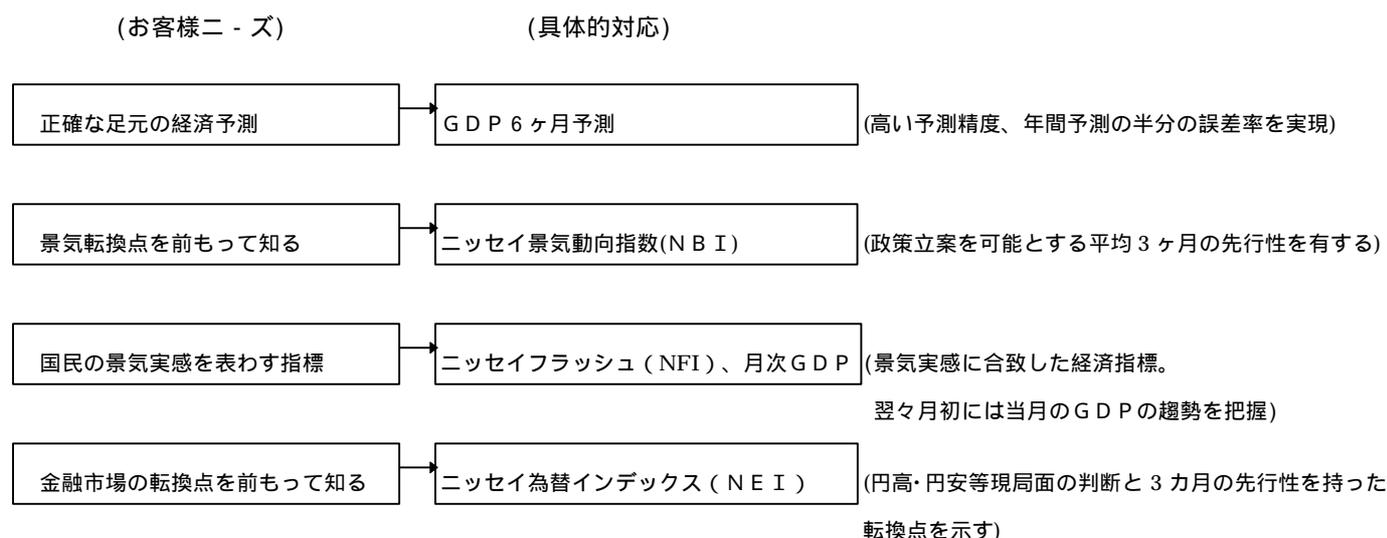
### アジア経済の見通し(前年比, %)

	経済規模, %	97年実績	98年実績	99年実績	2000年予測
中国	37.3	8.8	7.8	7.1	7.0
韓国	18.0	5.0	-5.8	10.2	6.0
台湾	11.5	6.8	4.8	5.4	5.5
香港	7.1	5.3	-5.1	2.9	4.5
シンガポール	3.9	9.0	0.3	5.3	5.0
タイ	6.2	-1.8	-10.0	4.4	5.0
インドネシア	8.7	4.7	-13.2	0.2	6.0
マレーシア	4.0	7.5	-7.5	5.4	5.5
フィリピン	3.3	5.2	-0.5	3.2	4.0
<b>アジア9カ国</b>	<b>100.0</b>	<b>6.2</b>	<b>-0.5</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>
中国除き8カ国	62.7	5.1	-4.8	5.7	5.5
NIES4カ国	40.4	6.0	-2.2	7.2	5.5
ASEAN4カ国	22.3	3.5	-9.4	2.8	5.3

(注) 経済規模は各国の名目GDP比(97年)  
(資料) 各国政府、アジア開発銀行の資料ほか

## 10. STP法 (Short-termforecast and Turning Point 法) とは

1. 4つのお客様ニーズにこたえる経済予測手法。予測精度の高いGDP6カ月予測をベースにニッセイ景気動向判断指数(NBI)等独自指標を駆使し、景気と金融市場の転換点を見据えた予測ラインの設定を特色とする。また、総合判断の中で、計量分析を大きく位置づけ、マクロモデルによる予測値の間の整合性等を重視している。



### 2. 予測パフォーマンス (91~97年度, 92/4~99/4Q)

	GDP6カ月予測 (92/4Q~99/4Q)	年度予測 (91FY~97FY)
	ニッセイ基礎研	他機関(52機関)
修正平方平均誤差	0.59	1.08