

平成12・13年度経済・金融見通し

第三経営経済研究部

この見通しは、郵政研究所の調査研究の成果をとりまとめたものであり、郵政省の公式見解を示すものではありません。

概観

企業部門を中心に民需主導の自律的回復に向けた動きが広がっている。一連の政策効果で実体経済悪化と信用収縮の悪循環を断ち切ったこと、民間部門が在庫調整や資本ストック調整を一応終えたことが、民需主導の回復に向けた基礎となっている。

生産拡大、人件費抑制をてこにした企業収益の大幅改善が、設備投資拡大に結びつくなど、回復の動きは企業部門を中心に広がっている。また、すでに雇用・所得環境にも改善の兆しが出始めており、こうした動きは家計部門の支出に波及していこう。特に、設備投資拡大は収益率の改善を背景としており、平成12年度は10%程度の拡大が見込まれるなど、典型的な循環的景気回復の様相を呈し始めている。平成12年度の実質経済成長率は、2.6%を見込む。

一方、在庫率の動きから、12年度下半期には積極的な在庫積み増し局面もいったんは転機を迎える可能性がある。これは、米国経済の減速が見込まれることとも相まって、13年度の成長率をやや押し下げる要因となろう。平成13年度成長率は、2.2%成長を見込む。

(1) 日本経済見通しの概要

【民間最終消費支出】.....12年度は+1.9%、13年度は+1.8%と緩やかな回復

企業収益の回復を背景に、所得環境は徐々に改善する。ただし、企業の人件費削減意欲は依然として根強いいため、雇用・所得環境の改善は緩やかなものとなる。このため、個人消費の伸びもこれを反映して緩やかな増加にとどまる。

【民間住宅】.....12年度は-2.8%と反動減、13年度は+0.5%とほぼ横這い

12年度下半期は、減税適用を見込んだ持家の駆け込み着工が発生するが、需要前倒しの反動減等の影響から住宅着工は漸減する。13年度下半期には、雇用不安の後退や所得の回復等から、住宅着工は下げ止まる。しかし、金利上昇、住宅ストック調整等、着工の抑制要因もあり低迷が続く。

【民間企業設備】.....12年度は+9.4%、13年度は+6.8%と景気を牽引

企業収益の回復、情報化投資や更新投資に加え、期待成長率の高まりから設備投資は増加する。13年度には、企業収益の伸びが減速を見せる中で、外部資金を積極的に取り入れるには至らず、設備投資の伸びもやや鈍化する。ただし、内需の回復基調から設備過剰感が高まることはなく、依然高水準で推移する。

【公的需要】.....公的固定資本形成：12年度は+0.8%、13年度は-0.8%と再びマイナスへ 政府最終消費支出：12年度は+0.5%、13年度も+0.3%と低い伸びを継続

公的固定資本形成は、12年度は、11年度に策定された「経済新生対策」の効果が上期を中心に本格的に現れる。この効果は年度下期には剥落する恐れがあるため、秋頃に補正予算が編成されると想定することから、前年度比でプラスとなる。また、13年度は、12年度補正予算の効果が本格的に発現するものの、当該予算額が11年度に比べて大幅に減少すると想定されるため、再び前年度比でマイナスとなる。

政府消費は、国や地方自治体の厳しい財政事情を背景とした歳出抑制の動きから、12年度、13年度ともに前年度比で低い伸びを継続する。

【外需】.....財・サービスの純輸出は、12年度-3.7%、13年度-1.9%と黒字縮小

12年度は、企業の円高吸収余力の増加や海外経済の拡大により輸出が増加基調を維持する。一方、輸入も個人消費、設備投資等の伸びを反映して内需が回復する結果増加し、純輸出は縮小する。13年度も、輸出は海外経済の拡大から増加基調を維持する。輸入も、12年度に比べて内需拡大ペースが鈍るためプラス幅は縮小するものの増加基調を維持するため、純輸出は縮小を続ける。

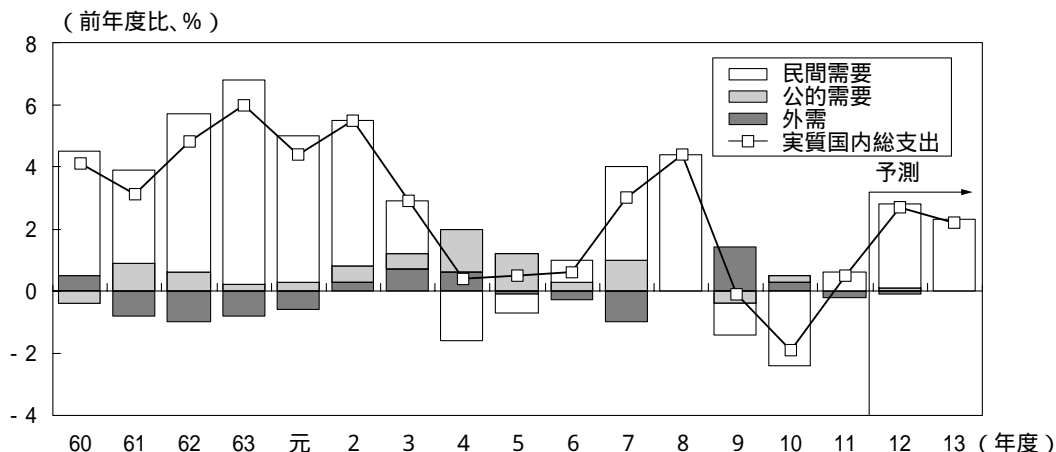
【物価】.....消費者物価（生鮮食品を除く総合）：12年度は-0.2%、13年度は+0.2% 国内卸売物価：12年度は+0.2%、13年度は±0.0%

日本経済の回復に伴い、国内需給が改善することに加え、海外経済の拡大から世界的にも需給ギャップが縮小し、物価には上昇圧力がかかる。ただし、円高や原油高の剥落から、緩やかな上昇にとどまる。

【雇用】.....完全失業率は、12年度4.5%、13年度4.1%と緩やかな改善へ

景気の緩やかな回復を受けて雇用環境は改善する。ただし、収益率向上を図る企業の人件費抑制の動きが続くほか、労働需給のミスマッチなどにより、失業率改善のペースは通常のリバウンド期より緩やか。

実質経済成長率需要項目別寄与度の推移



(2) 海外経済見通しの概要

米国経済は緩やかに減速するものの堅調に推移し、2001年には+3.6%へソフトランディング。欧州・アジアでは99年半ば以降の景気改善が続く。この結果、海外の景気は全体として堅調に推移する。

【米国経済】.....2000年は+4.8%、2001年には+3.6%へソフトランディング

2000年の米国経済は、足許でやや減速の兆しも見られるものの、水準そのものは依然として高く、+4.8%の高い経済成長となろう。2001年には、度重なる金融引締めの影響を受けて+3.6%程度にまで減速し、ソフトランディングに向けての推移となろう。

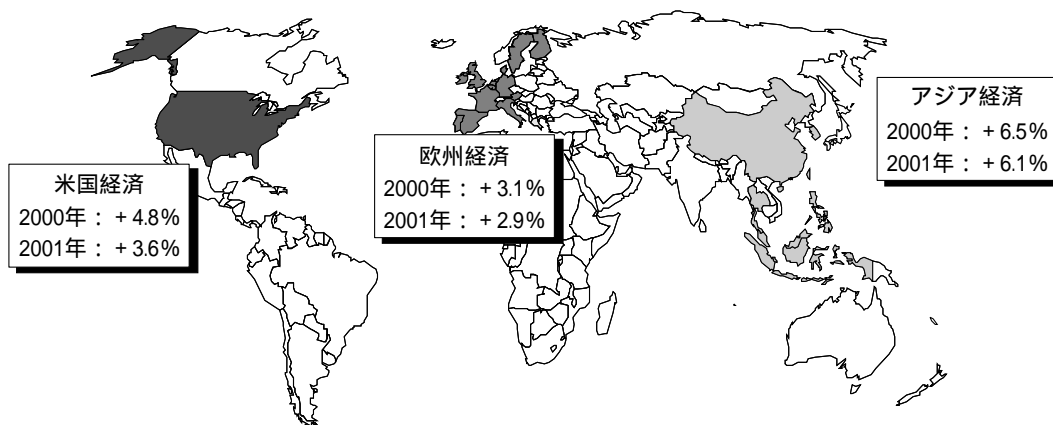
【欧州経済】.....2000年は+3.1%、2001年は+2.9%と拡大持続

2000年は、99年後半からの景気の改善傾向が続く。外需は相対的に低いユーロ水準から好調を維持し、個人消費も失業率の緩やかな低下などから堅調に推移することから、成長率は+3.1%まで高まる。2001年はユーロ域内の失業率の改善傾向が続くが、米国経済の減速を受けて外需が頭打ち傾向となり、拡大テンポがやや鈍化し3%程度となる。

【アジア経済】.....2000年は+6.5%、2001年は+6.1%と拡大傾向を継続

2000年は、経済好転の流れの中でNIEsは6%台、ASEAN4は4%台、中国は7%台のプラス成長になろう。2001年は、米国経済の減速から外需が頭打ちとなり全体的にやや減速するが、アジア全体では6%台の成長を維持することになろう。

海外主要地域の実質経済成長率（暦年ベース）



（注） 欧州はEU加盟15か国、アジアはNIEs、ASEAN4、中国の経済規模による加重平均成長率。

米国、欧州、アジア地域の経済見通し

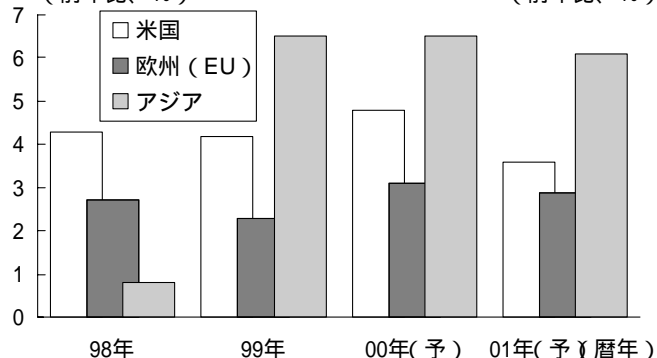
（前年比、%）

	98暦年 (実績)	99暦年 (実績)	00暦年 (予測)	01暦年 (予測)
米国	4.4	4.2	4.8	3.6
欧州 (EU)	2.7	2.3	3.1	2.9
うちドイツ	2.2	1.5	3.0	3.0
フランス	3.2	2.9	3.3	2.9
イギリス	2.6	2.1	2.8	2.5
アジア	0.8	6.5	6.5	6.1
うち NIEs	-2.3	7.4	6.7	6.0
ASEAN4	-9.0	3.1	4.4	4.9
中国	7.8	7.1	7.1	6.8

（注） 地域の成長率は、構成国の経済規模による加重平均。

米国、欧州、アジア地域の実質経済成長率の推移

（前年比、%）



（注） 各地域の経済成長率の計算については、左表参照。

(3) 金融市場見通しの概要

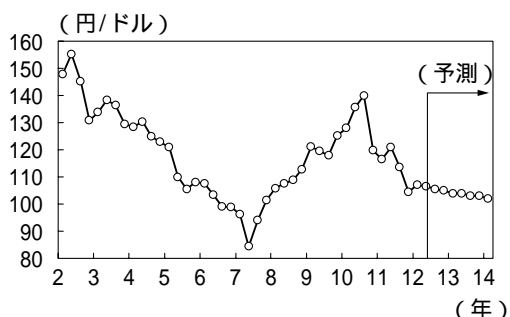
【為替レート】……ドル・円レート（年度平均値）は、12年度105円、13年度103円と円高傾向

平成12年度下期は日本経済の自律的回復が広がるため円高傾向となるが、米国経済も依然と高水準の成長となること、急激な円高には政府の市場介入警戒感が強い円の上値は限定的となる。平成13年度は日本の自律的回復が続き、日米金利差は縮小するため、円高基調は継続する。ただし、米国経済は減速するものの堅調さが持続し、日本の経常黒字や米国経常赤字は徐々に縮小傾向となるため円高進行は緩慢となる。

【原油価格】……原油価格の年度平均値は、12年度27ドル、13年度23ドルと徐々に下落

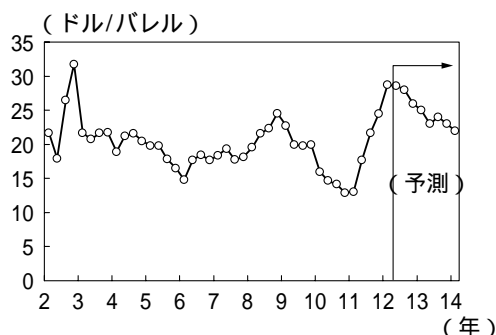
平成12年度下期は世界経済の回復による需要増に伴う需給逼迫懸念から一時的に高値となるが、OPECや非OPECの増産で徐々に下落する。平成13年度は引き続き需要が旺盛なものの、OPECの増産枠の拡大や生産枠を上回る供給過剰懸念から下落傾向が継続する。

為替レートの推移（ドル・円レート）



(注) 東京市場、中心レートの四半期平均値。
(出所) 日本銀行

原油価格の推移（WTI期近物価格）



(注1) WTIとは、国際的な原油価格指標とされている原油銘柄。
(注2) 四半期平均値。
(出所) 日本経済新聞社

【国内金利】……13年度下半期には次の利上げも視野に

10年最長国債利回り（年度平均値）は12年度1.8%、13年度2.1%と緩やかに上昇

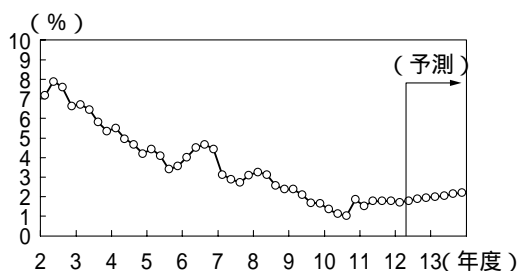
ゼロ金利政策解除後の追加的な利上げは当面行われないが、自律的な景気回復が続くことから、平成13年度下半期には次の利上げも視野に入ってくる。10年最長国債利回りは、景気の回復、設備投資の増加基調を受けて上昇する。ただし、資金需要の増加が限定的であり、物価が安定的に推移することなどから、緩やかな上昇にとどまる。

【米国金利】……FFレートは2000年後半にも小幅な引上げ

10年物国債利回りは、安定した推移

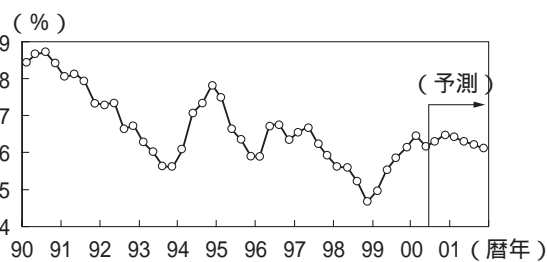
高水準の需要を抑制し、インフレを予防的に抑制するためにも、2000年後半にFFレートで0.25～0.5%の小幅の引上げが行われる。ただし、物価が安定し、景気がソフトランディングに向かう中では、金融引締めも最終局面となり、10年物国債利回りも安定的な推移となろう。

国内長期金利の推移（10年最長国債利回り）



(注) 四半期平均値。
(出所) 日本相互証券

米国長期金利の推移（10年物国債利回り）



(注) 四半期平均値。
(資料) FRB

1)日本経済見通し

見通しの視点と概要.....	9
民間最終消費支出.....	17
民間住宅.....	18
民間企業設備.....	19
公的需要.....	20
外需部門.....	21
物価.....	22

向けた調整を進めた結果といえよう。

今後の経済動向を占う上では、大きく2つのポイントが指摘できよう。

第一は、循環的側面からの検討である。景気の緩やかな回復、民間部門の資本ストック調整、雇用調整、債務圧縮の結果、構造調整圧力は軽減しつつあり、在庫循環などの通常の景気変動メカニズムが重要性を増してくる。

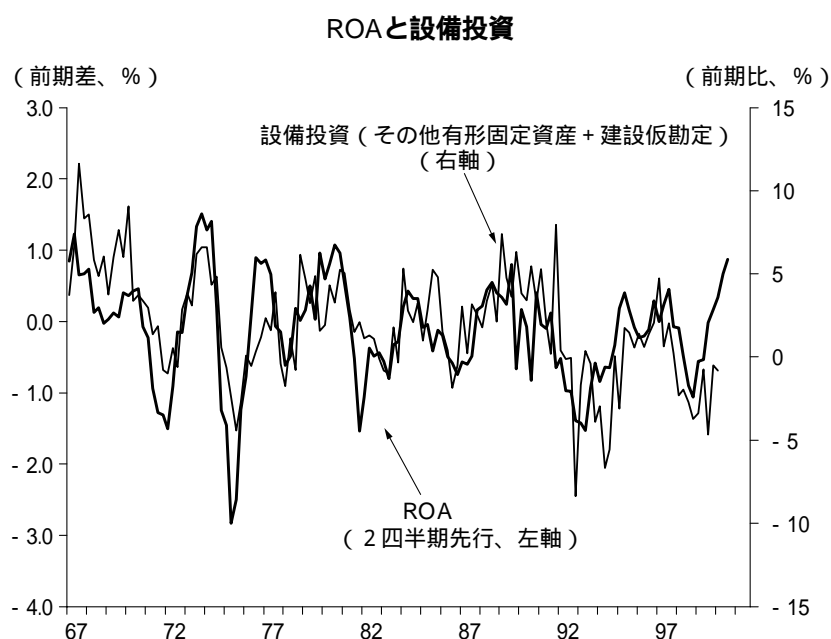
第二は、民間部門の構造調整がどの程度進展し、自律的回復の条件が整ったのかである。大規模な公共事業の追加、金融機関への公的資金注入、中小企業向け特別信用保証枠設定による金融仲介の確保、ゼロ金利政策など強力かつ異例の政策によって97年、98年の危機的状況からの脱出に成功したものの、政府地方自治体の債務残高は2000年度末には645兆円に達すると見込まれるなど、これ以上刺激策を追加することは困難になりつつある。また、99年4月からは緩やかながらも景気回復局面に入り、民需主導の景気回復が展望できる地点にたった。今後は財政、金融政策ともに、「正常化」を図る時期を探る動きが活発になろう。これまでの景気回復が、政策効果に依存する面が大きかっただけに、民間の構造調整がどこまで進み自律的回復への条件を整えたのか、政策の「正常化」への耐性がついてきたのかがカギになる。

設備投資は拡大局面入り

99年10-12月期以来2四半期連続で拡大するなど、設備投資に回復の動きが明確化してきた。6月調査の日銀短観でも、2000年度の設備投資計画は、大企業全産業で前年比4.6%増と4年ぶりにプラスに転じている。

99年冬の見通しでも指摘したように、構造的失業率の上昇幅(0.8%ポイント)からオーカンの法則を用いて趨勢的なGDP成長率の低下幅(1.2%ポイント)を算出すると、すでに99年央までに粗資本ストックの伸び(I/K)も同程度(1.5%ポイント)低下していることがわかる。個別産業によりばらつきはあるが、全産業の平均的なイメージとしては資本ストック調整は99年央には終了したと見なせる。

さらに、「法人企業統計季報」によれば、金融保険業を除く企業の経常利益は2000年1-3月期で前年比4割増と



(注) ROA = (経常利益 + 支払利息 - 割引料) / 総資産で定義。4 半期移動平均。
(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」より郵政研究所作成。

大幅増益を記録し、ROAも上昇している。このような資産収益率の改善からも、設備投資の拡大局面は当面続く公算が大きく、2000年度の設備投資は前年比10%程度の拡大に達すると予想される。

民間部門の構造調整はどこまで進んだのか

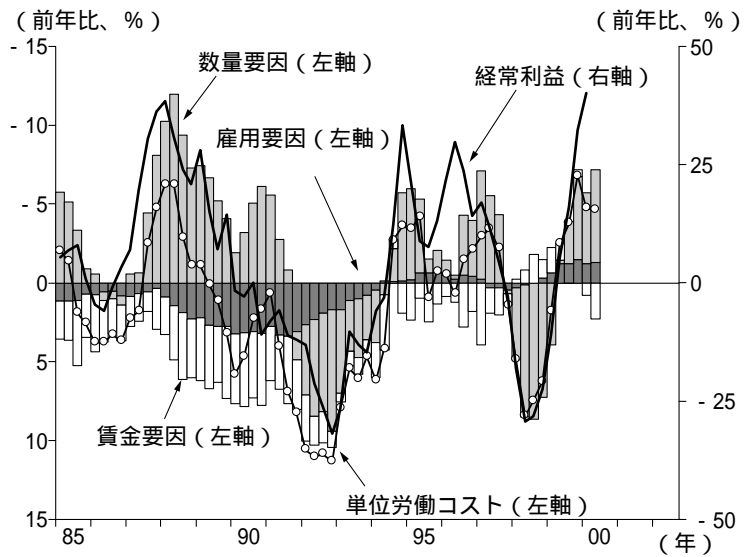
一方、企業部門のバランスシート調整はどの程度進んだのであろうか。前述のように、99年度の企業の経常利益は大幅増益となった。単位労働コストを分解してみると、生産拡大と人件費抑制が大幅な増益に寄与したことが分かる。

また、株式売却益も大幅なものであったと見られる。東京証券取引所の主体別売買動向を見てみると、99年度の株価上昇局面で、銀行（信託銀行を除く）、非金融法人企業ともに大幅に売り越している。各主体の保有銘柄構成がTOPIXと同じという前提で、98年以來の株式売買損益を試算してみると、事業法人と銀行（信託銀行を除く）でそれぞれ5兆、3.5兆円の売却益が出た計算になる。

しかし、日本経済新聞社が集計した全国上場企業1816社の2000年3月期末決算によれば、経常利益は前年比15.5%増と3年ぶりに増益に転じたが、最終損益では依然として赤字が続いていることからもうかがわれるように、こうした企業収益の大幅改善や株式売却益の多くは、不良資産の処理や年金債務の償却などにあてられたと見られる。

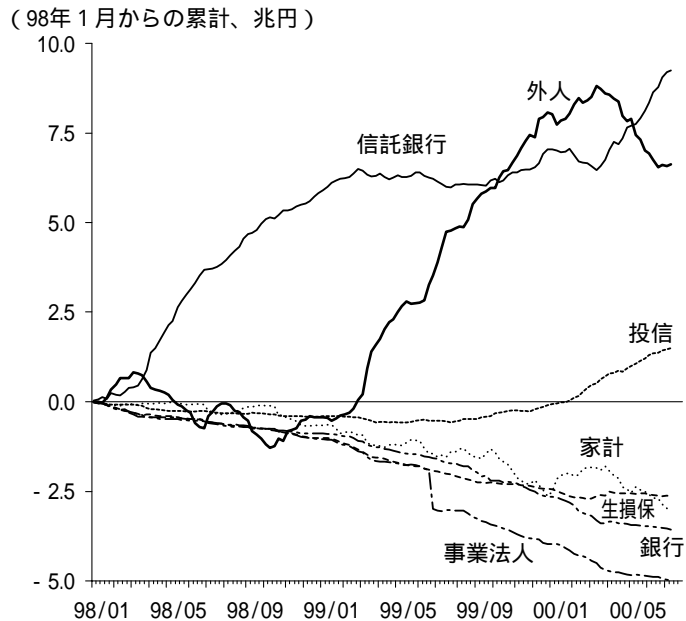
同様のことを資金循環面からも確認しておこう。まず、経常利益の50%を税引き後利益と見なし、これに減価償却費を加えたものをキャッシュフローと定義しよう。

単位労働コストと企業収益



(注) 単位労働コスト = 現金給与総額 × 常用雇用指数 / 鉱工業生産指数で定義。
(出所) 大蔵省、通産省、総務庁統計より、郵政研究所作成。

株式主体別売買動向



(出所) 東京証券取引所「東証月報」より郵政研究所作成。

さらに、こうして求めたキャッシュフローと設備投資の比率をみると、2000年1-3月期時点でも0.8と1を大きく割り込んでおり、企業の設備投資は内部資金の範囲内で行われていることがわかる。この結果、企業部門の資金余剰幅は名目GDP比5%に達するなど戦後例を見ない大幅な資金余剰が続いている。また、これに対応する形で、銀行の貸出残高は5月時点でも前年比-4.7%と減少を続けており、企業のバランスシート調整と銀行の不良債権処理が並行して進んでいることがうかがわれる。

なお、企業の設備投資がキャッシュフローの範囲内に収まっていることは、とりあえず金融機関からの借入や資本市場からの資金調達がボトルネックにはならないことも意味している。

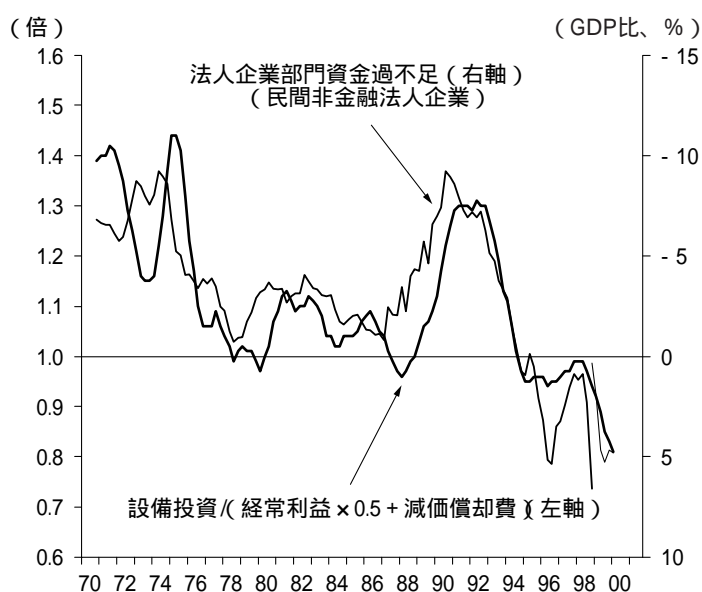
次に、企業収益の金利感应度を考えてみよう。他の条件一定の元で借入金利が1%上昇したケースを考えると、経常利益の押し下げ幅は15%程度と依然大幅で、借入金利上昇に対して依然脆弱であると判断される。これは、利益に対して未だに有利子負債残高が高止まっているため、企業は今後も利益率の改善、有利子負債の圧縮を目指す必要があるだろう。

家計部門の需要回復に遅れ

生産拡大、企業収益回復に伴い新規求人倍率、有効求人倍率ともに上昇に転じており、失業率も2月の4.9%をピークに5月は4.6%まで低下するなど基調としてはピークを打った可能性が高い。所得も、所定外給与に続き、所定内給与も前年比プラスに転じており、生産拡大、企業収益改善の動きが今後家計部門の支出にも徐々に波及していこう。

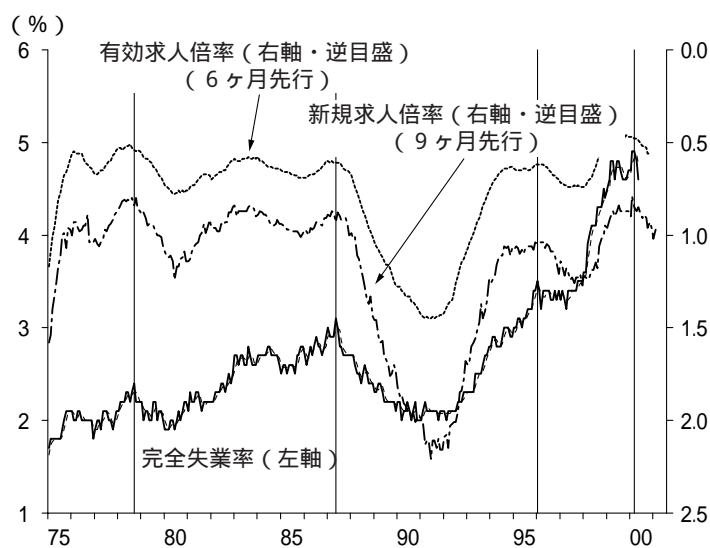
しかし、これまでも指摘してきたように、景気の回復にも関わらず雇用所得環境の改善は、企業部門と比較して緩やかなものになる可能性が指摘できる。収益率の改善を資本市場から求められている企業にとって、売上高人件費比率は改善に向かいつつも、その水準は依然として非常に高い。これは非

法人企業部門資金過不足と投資比率



(注) 計数はいずれも4四半期移動平均。
(出所) 日本銀行「資金循環勘定」などより郵政研究所作成。

失業率と有効求人倍率の先行運行関係



製造業で著しく、収益率向上のための人件費抑制の試みは今後も続くだろう。

家計部門の回復が相対的に遅れるもう一つの要因は、労働需給のミスマッチ拡大である。これについては、99年冬の見通しを参照されたい。

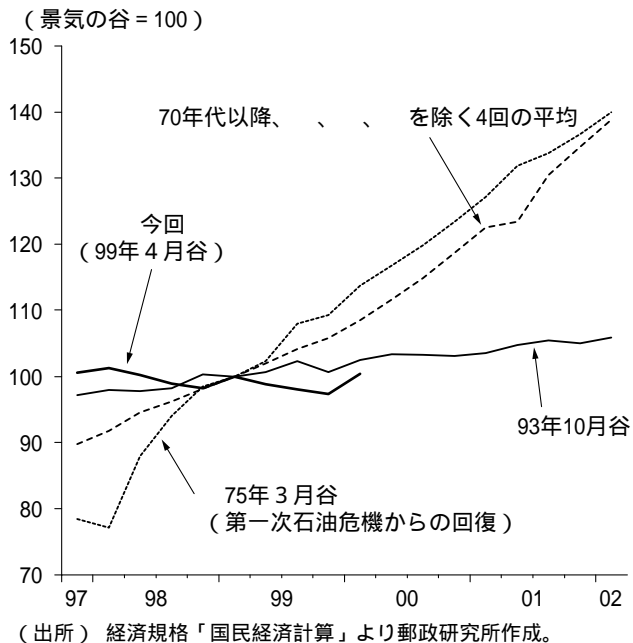
なお、本年4月から導入された介護保険制度は、40歳以上の人に保険料負担を強いる半面、介護サービスを家庭内から市場取引へ移行させる側面もあるため、消費を攪乱する大きな要因にはならないだろう。

在庫循環

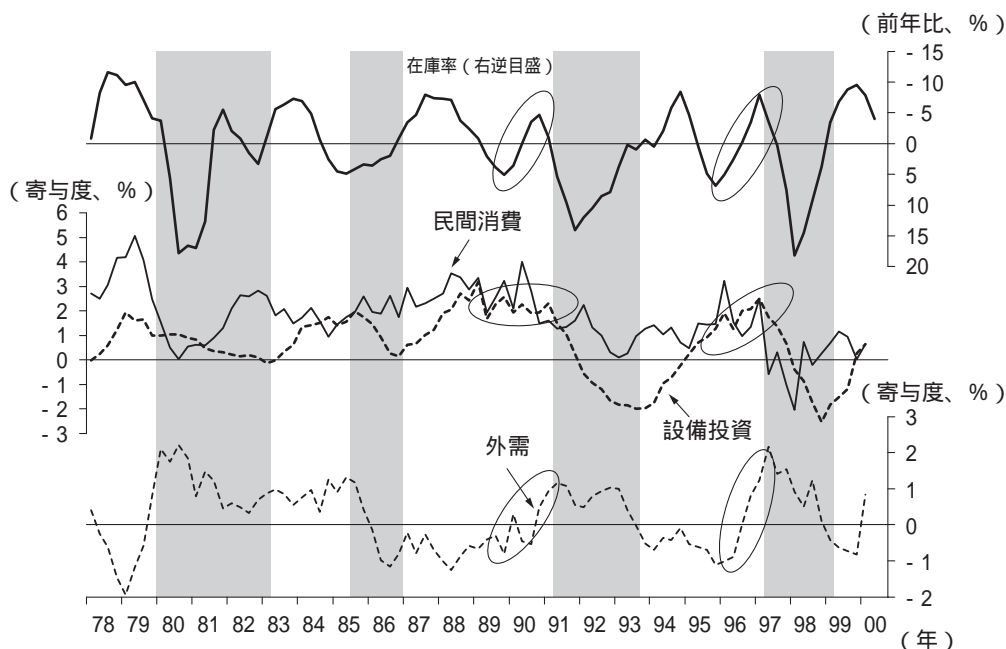
このように、企業部門を中心にバランスシート調整が一定の進展をみて構造調整圧力が軽減される中、民間部門主導の自律的回復は今後も続くと思われる。一方で、在庫率が3月には前年比で底を打っており、在庫の積極的積み増し局面は2000年度下半期には転機を迎え、生産の伸び率が鈍化に向かう可能性が出てきている。

これまで、企業は生産拡大と人件費抑制によって単位労働コストを押し下げ、企業収益の大幅拡大を図ってきたが、先行き生産拡大のペースとともに、企業収益改善にも減速感が出よう。

雇用者所得回復のペースも鈍い



在庫率と需要項目の動き



(出所) 通産省、経済企画庁統計より郵政研究所作成。

過去の在庫循環と景気の間接関係を見ると、在庫率が前年比で底を打つと（図中では逆目盛りで表示）、1年程度で景気後退局面入りするパターンが繰り返されてきた。しかし、86年および93年からの景気回復局面においては、教科書的な在庫循環のパターンを描かず、軽度の在庫調整局面をはさんだパターンとなった。過去2回の循環で在庫率が再び低下した要因は、外需の大幅な伸び、設備投資循環が成熟していなかったことに求められよう。86年、93年いずれのケースでも在庫率が再び低下し、いわば在庫循環が若返ることで生産が拡大したことが見て取れる。

今回も、在庫率の伸び率がいったん底を打った可能性がある。米国経済が減速

に向かう公算が大きく外需の大幅な拡大は期待しがたく、生産、企業収益に減速感が出るものの、設備投資循環の観点からは未だに未成熟な局面と見られ、2000年度の段階でそのまま景気後退局面入りする可能性は限定的であろう。

見通しの概要

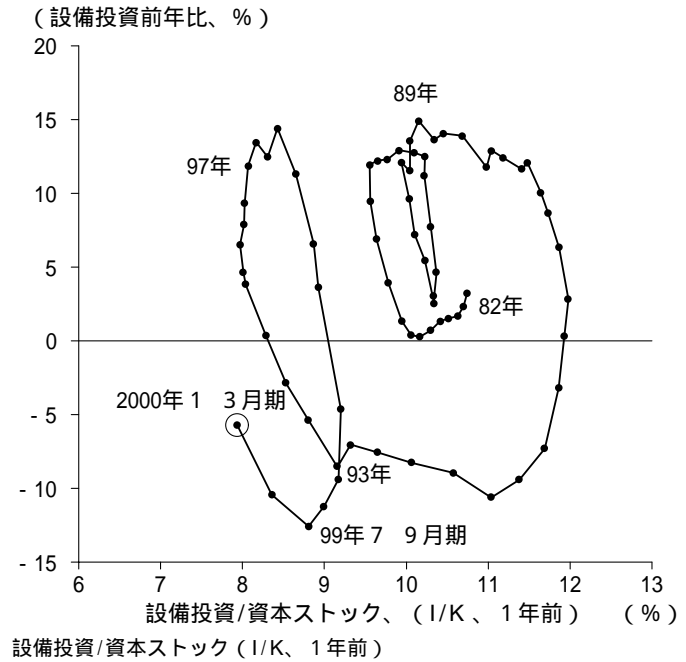
企業部門を中心に内需主導の自律的回復に向けた動きが広がっている。98年（平成10年）春から、財政均衡路線からの転換、2度にわたる金融機関に対する公的資金注入など一連の政策効果で実体経済と信用収縮の悪循環を断ち切ったこと、在庫循環や資本ストック調整の観点から見ても、すでに99年度半ば頃までに一応の調整を終えたことが、内需主導の回復に向けた基盤となっている。

生産拡大、人件費抑制をてこにした企業収益の大幅改善が、設備投資拡大に結びつくなど、回復の動きは企業部門を中心に広がっている。また、すでに雇用・所得環境にも改善の兆しが出始めており、こうした動きは家計部門の支出に波及していこう。特に、設備投資拡大は収益率の改善を背景としており、2000年度（平成12年度）は10%程度の拡大が見込まれるなど、典型的な循環的景気回復の様相を呈し始めている。2000年度（平成12年度）の実質経済成長率は、2.6%を見込む。

一方、在庫率の動きから、2000年度下半期には積極的な在庫積み増し局面もいったんは転機を迎える可能性がある。これは、米国経済の減速が見込まれることとも相まって、2001年度の成長率をやや押し下げる要因となろう。2001年度（平成13年度）の成長率は、2.2%成長を見込む。

内需主導の自律的回復が広がるにつれて、財政・金融両面で政策の「正常化」を模索する動きも出よう。しかし、ROAの伸び率に対応して設備投資拡大がみられる半面、ROAの水準そのものは依然とし

設備投資サイクル



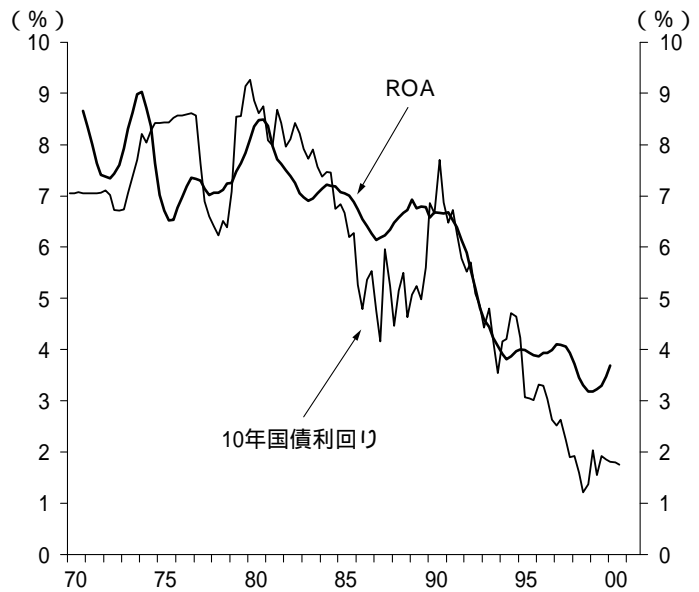
て低位にとどまっており、政策の正常化も漸進的なものにとどまらざるを得ないと見られる。

なお、予測にあたっては、大規模な信用収縮を伴う金融不安の再燃がないこと、米国経済の急速な失速は回避され、海外経済は全般的に堅調に推移することを前提とした。

以上のように、2000年度、2001年度ともに民需主導の自律的回復が続くと予測した。例えば、設備投資はROAの伸び率に対応した、前年比10%程度と通常の景気回復期と比較しても遜色のない拡大を予想した。

しかし、このようなフローの「伸び率」が回復しつつあるのに対して、ROAの「水準」は依然として96年景気回復期の4%にも達しておらず、歴史的に見ても非常に低い水準にとどまっている。また、低ROAに対応する形で、企業部門の大幅資金余剰、民間部門の需要低迷をてこ入れするための公的部門の大幅資金不足、低成長、低金利の組み合わせが、いわば低位均衡として成り立っている。だが、企業部門が大幅資金余剰を続く状態では、新たな成長局面を切り開くに十分な資本ストックの形成ができるのか疑問が残る。当面は、企業部門のバランスシート調整が続く結果、大幅資金余剰は不可避であろうが、その後の成長軌道が、新たな2%程度の成長軌道なのか、安定成長期の趨勢であった4%成長軌道なのかは依然として不透明である。

ROAと長期金利



(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」などより郵政研究所作成。

予測要約表

国民総生産（季節調整系列）

（平成2年価格、10億円、％）

	平成11年度				平成12年度				平成13年度				11年度	12年度	13年度			
	4	6	7	9	10	12	1	3	4	6	7	9	10	12	1	3		
					(予)				(予)				(予)					
民間最終消費支出	287,902	287,213	282,610	297,563	291,302	291,721	291,138	292,593	294,642	296,409	297,299	299,082	286,307	291,689	296,858			
前期比	1.1	-0.2	-1.6	1.8	1.3	0.1	-0.2	0.5	0.7	0.6	0.3	0.6						
前年比	1.9	1.7	0.1	1.0	1.2	1.6	3.0	1.7	1.1	1.6	2.1	2.2	1.2	1.9	1.8			
住宅投資	19,822	19,193	18,078	19,278	18,835	18,345	18,308	18,729	18,767	18,495	18,541	18,800	19,091	18,554	18,648			
前期比	12.9	-3.2	-5.8	6.6	-2.3	-2.6	-0.2	2.3	0.2	-1.5	0.3	1.4						
前年比	3.7	5.1	4.3	9.8	-5.0	-4.4	1.3	-2.8	-0.4	0.8	1.3	0.4	5.6	-2.8	0.5			
設備投資	78,158	76,919	79,402	82,739	81,001	85,294	89,303	91,536	93,092	91,137	92,777	93,891	79,384	86,783	92,724			
前期比	-2.1	-1.6	3.2	4.2	-2.1	5.3	4.7	2.5	1.7	-2.1	1.8	1.2						
前年比	-0.9	-6.8	1.7	3.6	3.6	10.9	12.5	10.6	14.9	6.8	3.9	2.6	-2.5	9.3	6.8			
民間在庫増減	638	73	439	273	400	938	726	927	928	929	930	931	351	748	930			
寄与度	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0			
政府消費支出	45,942	46,339	46,272	46,650	46,416	46,602	46,462	46,694	46,694	46,694	46,694	46,694	46,302	46,544	46,694			
前期比	-1.3	0.9	-0.1	0.8	-0.5	0.4	-0.3	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0						
前年比	1.4	1.2	0.2	0.2	1.0	0.6	0.4	0.1	0.6	0.2	0.0	0.0	0.7	0.5	0.3			
公共投資	44,524	40,752	38,558	35,670	40,307	40,509	39,658	38,667	39,827	39,627	39,429	38,956	39,471	39,785	39,460			
前期比	2.8	-8.5	-5.4	-7.5	13.0	0.5	-2.1	-2.5	3.0	-0.5	-0.5	-1.2						
前年比	17.3	12.2	-5.5	-17.6	-9.5	-0.6	2.9	8.4	-1.2	-2.2	-0.6	0.7	-0.9	0.8	-0.8			
公的在庫増減	166	62	-443	91	155	32	-421	34	157	21	-435	27	-30	-50	-58			
寄与度	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0			
純輸出	10,346	12,067	9,757	13,828	11,065	11,058	11,039	11,051	10,992	10,810	10,798	10,773	11,475	11,053	10,843			
寄与度	-0.1	0.4	-0.5	0.9	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0			
輸出等	65,309	68,577	69,075	72,785	170,965	72,455	73,542	74,866	75,764	76,294	77,134	77,905	68,936	72,957	76,774			
前期比	1.5	5.0	0.7	5.4	-2.5	2.1	1.5	1.8	1.2	0.7	1.1	1.0						
前年比	-0.4	3.8	7.4	13.1	8.7	5.7	6.5	2.9	6.8	5.3	4.9	4.1	5.9	5.8	5.2			
輸入等	54,963	56,510	59,318	58,957	59,900	61,397	62,503	63,815	64,772	65,485	66,336	67,132	57,461	61,904	65,931			
前期比	2.6	2.8	5.0	-0.6	1.6	2.5	1.8	2.1	1.5	1.1	1.3	1.2						
前年比	4.2	7.1	13.3	10.0	9.0	8.6	5.4	8.2	8.1	6.7	6.1	5.2	8.7	7.7	6.5			
実績GDP	487,498	482,619	474,672	486,091	489,481	494,499	496,214	500,231	505,098	504,113	506,033	509,155	482,351	495,106	506,100			
前期比	1.0	-1.0	-1.6	2.4	0.7	1.0	0.3	0.8	1.0	-0.2	0.4	0.6						
前年比	0.7	1.0	-0.2	0.7	0.4	2.5	4.5	2.9	3.2	1.9	2.0	1.8	0.5	2.6	2.2			
名目GDP	502,201	494,993	484,957	494,697	498,645	503,757	506,009	510,106	515,584	514,579	516,539	519,725	493,818	504,629	516,607			
前期比	0.4	-1.4	-2.0	2.0	0.8	1.0	0.4	0.8	1.1	-0.2	0.4	0.6						
前年比	0.1	0.2	-1.6	-1.1	-0.7	1.8	4.3	3.1	3.4	2.1	2.1	1.9	-0.7	2.2	2.4			
デフレーター	103.0	102.6	102.2	101.8	101.9	101.9	102.0	102.0	102.1	102.1	102.1	102.1	102.4	101.9	102.1			
前期比	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0						
前年比	-0.7	-0.7	-1.4	-1.7	-1.1	-0.7	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	-1.1	-0.4	0.2			

前期比寄与度

実質GDP	1.0	-1.0	-1.6	2.4	0.7	1.0	0.3	0.8	1.0	-0.2	0.4	0.6	0.5	2.6	2.2
民間最終消費支出	0.7	-0.1	-1.0	1.0	0.8	0.1	-0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	0.4	0.7	1.1	1.0
住宅投資	0.5	-0.1	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.2	-0.1	0.0
設備投資	-0.3	-0.3	0.5	0.7	-0.4	0.9	0.8	0.4	0.3	-0.4	0.3	0.2	-0.4	1.5	1.2
民間在庫増減	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
政府消費支出	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
公共投資	0.3	-0.8	-0.5	-0.6	1.0	0.0	-0.2	-0.2	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1	0.1	-0.1
公的在庫増減	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
純輸出	-0.1	0.4	-0.5	0.9	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0
輸出等	0.2	0.7	0.1	0.8	-0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.8	0.8	0.8
輸入等	-0.3	-0.3	-0.6	0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.9	-0.8
内需	1.1	-1.4	-1.2	1.5	1.3	1.0	0.4	0.8	1.0	-0.2	0.4	0.6	0.6	2.7	2.3
国内内需	0.9	-0.6	-0.6	2.0	0.3	1.0	0.6	0.9	0.7	-0.1	0.5	0.6	0.6	2.6	2.3
公需	0.2	-0.7	-0.6	-0.4	0.9	0.1	-0.3	-0.1	0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0
国内最終需要	0.9	-1.2	-1.1	1.5	1.2	0.9	0.5	0.7	1.0	-0.1	0.5	0.5	0.5	2.7	2.2
外需	-0.1	0.4	-0.5	0.9	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0

経常収支 (10億円)	3,311	3,125	2,708	3,656	2,486	2,066	2,617	2,990	2,115	1,883	2,523	2,833	12,799	10,159	9,353
対名目GDP比(%)													2.6	2.0	1.8

完全失業率	4.7	4.7	4.6	4.8	4.7	4.5	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	3.9	4.7	4.5	4.1
雇用者所得 (前年比、%)	280,851	278,398	276,513	285,127	285,906	283,131	281,490	290,829	290,767	288,510	287,401	297,809	280,222	285,339	291,122
	-1.3	-1.0	-0.9	0.4	1.8	1.7	1.8	2.0	4.7	1.9	2.1	2.4	-0.7	1.8	2.0

国内卸売物価 (前年比、%)	95.8	96.1	96.0	96.1	96.1	96.2	96.2	96.1	96.1	96.1	96.2	96.3	96.0	96.2	96.2
	-1.8	-1.4	-0.7	-0.1	0.4	0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.11	-1.0	0.2	0.0
消費者物価 (前年比、%)	102.1	102.1	102.1	102.1	101.8	101.9	102.0	102.0	101.9	102.0	102.1	102.3	102.1	101.9	102.1
	0.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.2
原油価格(WTI) (ドル/バレル)	19.3	24.5	25.6	26.9	28.6	28.0	26.0	25.0	23.0	24.0	23.0	22.0	23.1	26.9	23.0
円/ドル	120.9	113.6	104.5	107.1	106.6	105.5	105.0	104.0	104.0	103.0	103.0	102.0	111.5	105.3	103.0
国債指標利回り	1.54	1.78	1.78	1.79	1.72	1.80	1.90	1.95	2.00	2.05	2.15	2.20	1.72	1.84	2.10

民間最終消費支出

12年度は+1.9%、13年度は+1.8%と緩やかな回復

【概観】

企業収益の回復を背景に、所得環境は徐々に改善する。ただし、企業の人件費削減意欲は依然として根強いため、所得環境の改善は緩やかなものとなる。また、労働需給のミスマッチの急速な解消は見こみ難く、失業率の改善にも時間を要するとみられる。このため、個人消費の伸びもこれを反映して緩やかな増加にとどまる。

【主な要因】

雇用・所得環境の改善を背景に消費は持ち直しへ

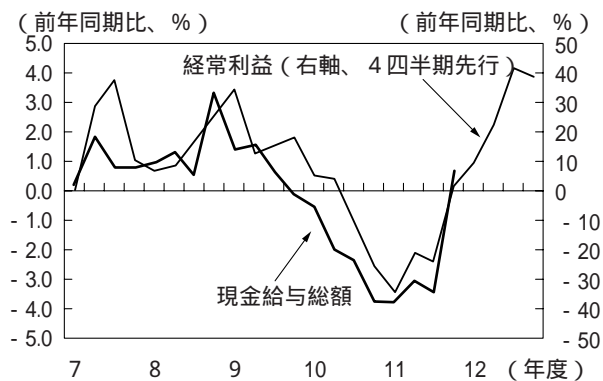
平成9年末の金融システム不安を受け異常に収縮した消費性向は、ほぼ正常レベルまで戻っている。従って、今後の個人消費の動向を占う上では所得要因が重要となろう。足元では有効求人倍率や完全失業率が改善している。すでに、企業の経常利益は大幅に改善しており、所定外に加え、所定内給与も拡大に転じるなど、雇用・所得環境には改善の兆しが見られる。企業収益改善の動きは今後、徐々に個人消費にも波及しよう。

企業の人件費削減継続から所得の伸びは緩慢

ただし、企業の人件費削減圧力が依然として強いことは、消費回復への懸念材料である。今回復局面における雇用者所得の動向を従来と比較すると、足元でやや持ち直しているとはいえ、その回復ペースは鈍い。これは、企業収益が改善しても、企業の人件費抑制意欲が根強く、家計への所得分配が従来に比べ抑制されていることが背景にあるとみられる。

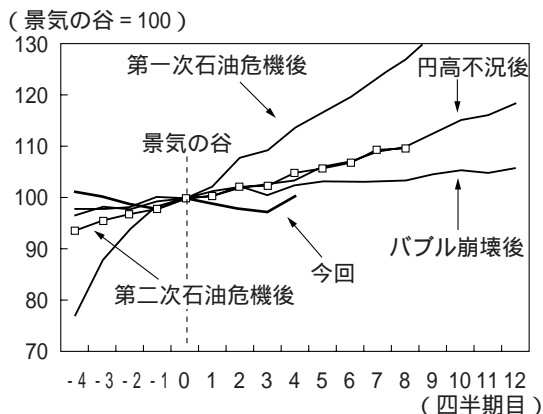
また、有効求人数が大幅に増加している半面、失業率は高水準となっているなど、労働需給のミスマッチが拡大している。このことは、職があるにもかかわらず、何らかの理由で失業を選ぶ人の数が増えていることを示唆している。例えば、5月の情報サービス業の新規求人数は前年同月比+44.6%と高水準となっているが、このような特殊技能を要する業種の労働需要の高まりが、ミスマッチ拡大の一因となっていると考えられる。このように、労働需給にミスマッチが拡大している場合、景気回復下でも失業率は高止まりやすく、消費の回復ペースは緩やかなものにとどまろう。

企業収益と家計収入



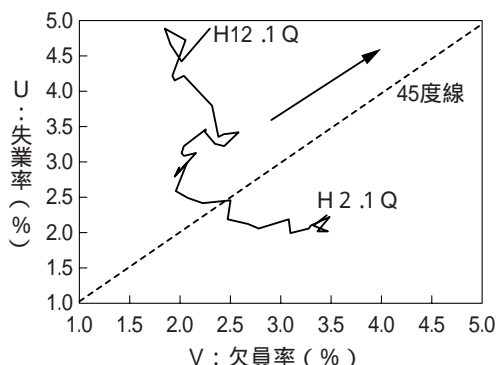
(出所) 大蔵省「法人企業統計季報」、労働省「毎月勤労統計」

景気回復局面における雇用者所得の動き



(出所) 経済企画庁「国民経済計算」

労働需給のミスマッチ拡大



(注1) 欠員率 = ((有効求人数 - 就職件数) / 雇用者数 - (有効求人数 - 就職件数))

(注2) 失業率は原数値を使用

(出所) 労働省「一般職業紹介状況」、総務庁「労働力調査」

民間住宅

12年度は - 2.8%と反動減、平成13年度は + 0.5%とほぼ横這い

【概観】

平成12年度下半期は、減税適用を見込んだ持家の一時的な駆け込み着工が発生するが、減税効果が徐々に剥落する中で、需要前倒しの反動減、金利上昇の影響から住宅着工は漸減する。13年度上半期は、低水準で推移するが、下半期には、反動減にも一定の目処がたち、雇用不安の後退や所得の回復等から、住宅着工は下げ止まる。しかし、金利上昇、住宅ストック調整等、着工の抑制要因もあり低迷が続く。

【主な要因】

政策効果の剥落で減少へ

住宅投資は、住宅ローン減税の拡充や公庫基準金利の上げ幅抑制策等から需要の前倒しが起きており、12年度後半からはその反動が現れるため、減少基調となろう。さらに、今後は景気回復に伴う市場金利及び公庫基準金利の引き上げも避けられないとみられる。長期国債指標銘柄利回りは、新設住宅着工の動きに4四半期程度先行する傾向があるが、昨年5月以降およそ半年間、上昇基調で推移している。このため、今後は、金利上昇による着工水準の下押し圧力も強まるとみられる。

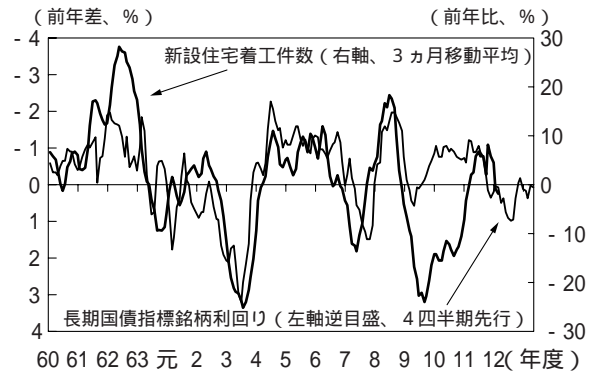
12年度後半には持家の一時的な駆け込み着工も

足元で増勢が続く分譲マンションについては、在庫回転期間（分譲マンションの在庫回転期間は分譲住宅着工戸数と逆相関で6か月程度先行する）が長くなる兆しがあり、12年度後半以降は在庫調整や先食いしていた需要の反動減から減少に転じよう。一方、半年程度の着工期間を要する持家については、12年度後半にかけて住宅減税の適用を見込んだ駆け込み着工が予想されるが、雇用・所得環境に対する先行き不透明感が払拭されていない状況では、家計の住宅投資意欲は減退しよう。

ストック調整から低迷が続く

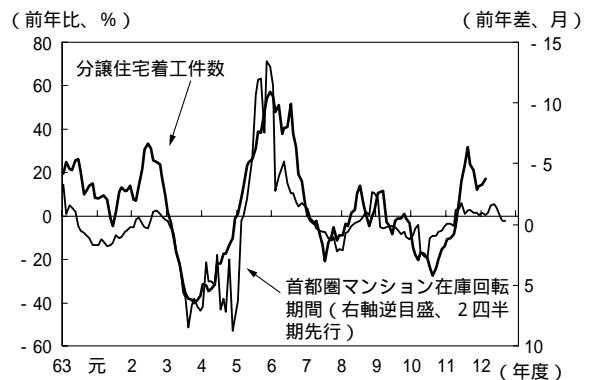
13年度下半期には、需要前倒しの反動減にも一定の目処がたち住宅投資は下げ止まる。また、所得が緩やかに回復する一方で、住宅価格が下落基調で推移することや、雇用不安の後退なども着工を促進する要因となる。さらに、定期借家制度の浸透から、貸家着工にも徐々に回復感が出てこよう。しかし、持家や分譲については、高水準の着工が継続したことによるストック調整圧力が抑制要因となるため低迷が続く。

新設住宅着工と長期金利



(出所) 建設省「建築着工統計調査報告」

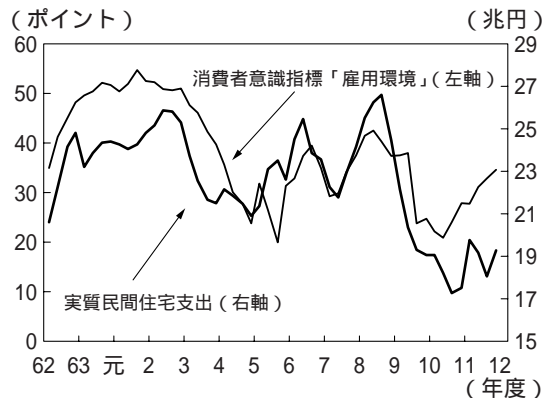
分譲住宅着工と在庫回転期間の推移



(注) 3か月移動平均

(出所) 建設省「建築着工統計調査報告」、不動産経済研究所

雇用環境と民間住宅投資



(出所) 経済企画庁「国民所得統計速報」、「消費動向調査」

民間企業設備

12年度は+9.4%、13年度は+6.8%と景気を牽引

【概観】

平成12年度は、企業収益の回復、情報化投資や更新投資に加え、期待成長率の高まりから設備投資は前年度比+9.4%と増加する。13年度には、企業収益の伸びが減速を見せる中で、外部資金を積極的に取り入れるには至らず、設備投資の伸びもやや鈍化する。ただし、内需の回復基調から設備過剰感が高まることはなく、前年度比+6.8%と依然高水準で推移する。

【主要要因】

期待成長率の上昇

個別業種毎に見れば程度の差はあるものの、全体としては、資本ストック調整は既に終了したといえる。また足許では、平成11年からの景気回復を受けて、企業の期待成長率も上昇に転じている。粗資本ストック伸び率は、企業の期待成長率に応じて決定されることから、今後は企業の想定する成長率に見合った水準まで粗資本ストック伸び率を高める動きが本格化するものと思われる。

企業収益が設備投資を牽引

リストラ効果や好調な海外経済に支えられ、企業収益は大きく改善している。企業サイドではキャッシュフローを重視するスタンスに転じつつあることから、投資の選別を進めるものの、投資採算も改善しており、設備投資の牽引役となる。

在庫循環の観点から既に企業の生産の伸びがピークを打ちつつあること、高水準の原油価格の影響から企業の投入物価が上昇していることなどから、13年度にかけて、企業収益の伸びは鈍化に向かうものの、依然高水準で推移する。

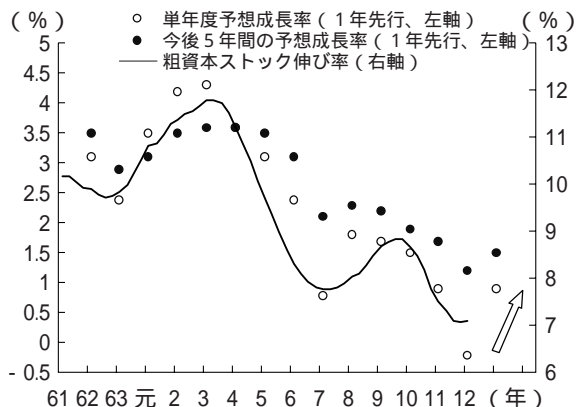
設備過剰感も改善が続く

企業の業況判断の改善の一方で、設備過剰感の改善の遅れが指摘されてきたが、ここに来て改善の動きが強まっている。

設備過剰感は、設備稼働率にほぼ連動しているが、その関係は依然として崩れてはいない。今回設備投資がボトムを打った平成11年からの設備過剰感の水準は、前回のボトムである平成6年からのそれと遜色ない程度にまで改善しており、設備投資の循環的な回復を示唆している。

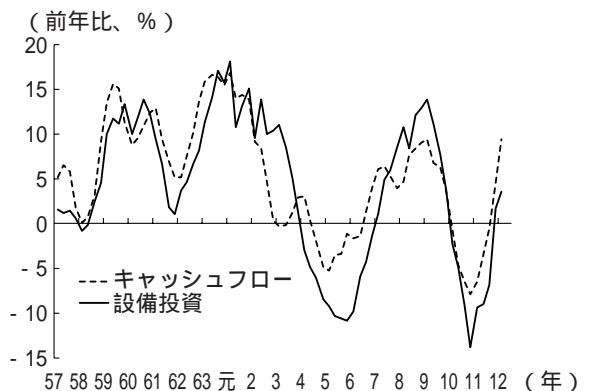
前述のように、企業の生産の伸びがピークを打ちつつあるものの、減少に転じるまでには至らない。設備稼働率も同様に推移し、設備過剰感の改善が設備投資を下支えすることになる。

資本ストック調整の終了



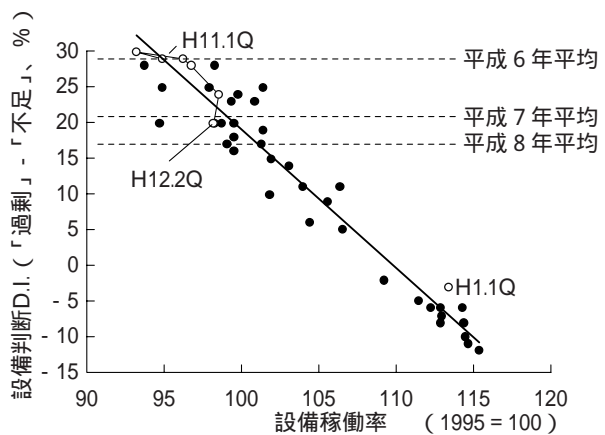
(注) 予想成長率は年次データ、粗資本ストック伸び率は四半期データ。
(出所) 経済企画庁

企業収益が牽引



(注) キャッシュフロー = 経常利益 / 2 + 減価償却費と定義。
(出所) 経済企画庁、大蔵省

設備過剰感も改善が続く



(出所) 日本銀行、通産省

公的需要

公的固定資本形成：12年度は +0.8%、13年度は -0.8%と再びマイナスへ
政府最終消費支出：12年度は +0.5%、13年度も +0.3%と低い伸びを継続

【概観】

11年度に策定された「経済新生対策」の効果は、12年度下期にはその効果が剥落する恐れがある。そのため、秋頃に12年度補正予算の編成が想定される。その効果の一部は12年度中に発現するため、12年度の公的固定資本形成は弱いながら前年度比でプラスとなる。13年度は、上期に12年度補正予算の効果が本格的に発現するものの、当該補正予算額自体が11年度に比べて大幅に減少すると想定されるため、公的固定資本形成は、前年度比で再びマイナスとなる。

一方、政府最終消費支出は、国や地方自治体の厳しい財政事情を反映したペア圧縮や公務員数抑制の動き等から、12年度、13年度とも前年度比で低い伸びを継続する。

【主な要因】

経済対策の効果剥落と限定的な補正予算効果

11年度に策定された「経済新生対策」の効果は、12年度上期に本格的に発現するものの、財政悪化を背景とした地方自治体等の弱い動きもあり、下期には剥落する恐れがある。そのため、秋頃に補正予算の編成が想定される。その効果の本格的な発現は13年度に入ってからとみられるが、一部は年度中に発現するため、12年度の公的固定資本形成は、弱いながら前年度比でプラスとなる。13年度は、上期に12年度補正予算の効果が本格的に発現するものの、当該予算額が11年度に比べ大幅に減少すると想定されるため、公的固定資本形成は、前年度比で再びマイナスとなる。

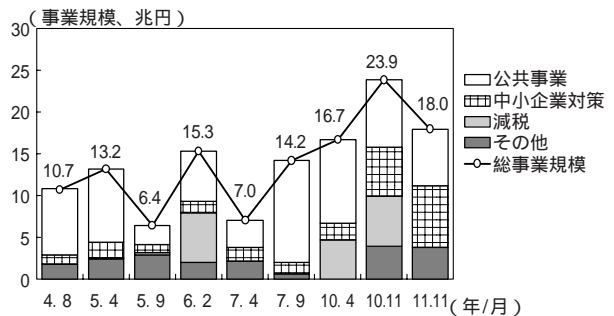
人件費抑制の動き

国と地方自治体の長期債務残高と、国、地方自治体における人件費等の伸び率をみると、年度により上下しているものの、基調としては債務の増加（財政事情の悪化）に伴って人件費等の伸びが縮小してきていることが分かる。今後も財政事情の厳しさはすぐには解消されず、また、行・財政効率化の動きもさらに進展すると予想されることから、政府最終消費支出についても、ペア圧縮や公務員数抑制の動きは続き、12年度、13年度とも前年度比で低い伸びを継続する。

公的需要の成長寄与度の動向

以上の結果、公的需要全体としては、公的固定資本形成の動きを主因として、平成12年度はプラス寄与、13年度は寄与度ゼロとなる。

最近の経済対策



(注) 日付は閣議決定日。

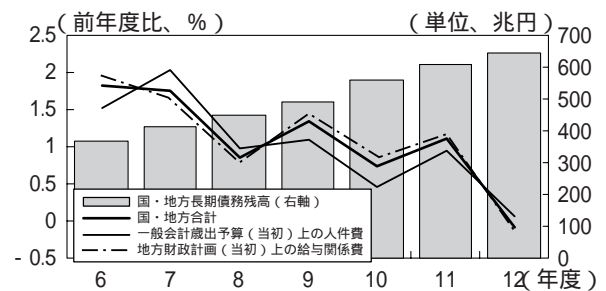
公共事業は、一般事業、地方単独事業、災害復旧事業等の合計。

減税には、所得税・住民税減税の他、政策減税が含まれる。

その他は、住宅対策、公共用地先行取得等。

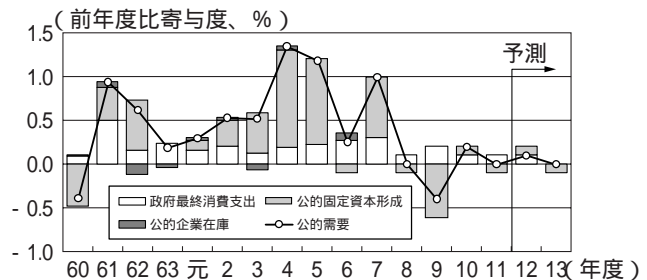
(出所) 各種報道、経済企画庁資料等より郵政研究所作成。

人件費抑制の動き



(出所) 参議院予算委員会調査室「財政関係資料集」等より郵政研究所作成。

公的需要の成長寄与度の推移



(出所) 経済企画庁「国民経済計算年報」等より郵政研究所作成。

外需部門

○財・サービス等の純輸出は、12年度 - 3.7%、13年度 - 1.9%と黒字縮小

【概観】

平成12年度の実質財・サービス等の輸出は、緩やかな円高基調、米国経済の緩やかな減速の影響は受けつつも、企業の円高吸収余力の増加やアジア経済、EU経済の拡大により増加基調を維持する。一方、輸入も個人消費、設備投資等の伸びを反映し内需が回復する結果増加し、純輸出は縮小する。

平成13年度も、引き続き緩やかな円高基調や米国経済の緩やかな減速の影響がある一方、海外経済の拡大から、輸出は増加基調を維持する。輸入も、12年度に比べて内需拡大ペースが鈍るためプラス幅は縮小するものの増加基調を維持するため、純輸出は縮小を続ける。

【主な要因】

輸出：海外経済の拡大が牽引

輸出の動きを主要地域向け輸出数量指数の前年同期比推移で見ると、アジア向けをはじめ、米国向け、EU向けも増加基調にあることが分かる。今後、平成12年度については、緩やかな円高基調や米国経済の緩やかな減速の影響は受けつつも、企業の円高吸収余力の増加や、アジア経済、EU経済の拡大に牽引され、財・サービスの輸出は増加基調を維持する。また、平成13年度も、引き続き緩やかな円高基調や米国経済の緩やかな減速の影響がある一方、海外経済の拡大から増加基調を維持する。

輸入：国内需要を反映した動き

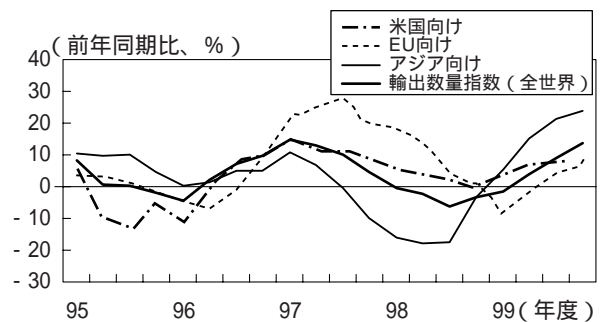
実質財・サービス輸入と実質国内需要の関係を見ると、好況で国内需要が旺盛な時期には輸入は増加し、逆に不況時には輸入も鈍化するという密接な相関関係が存在している。平成12年度は、個人消費、設備投資等の伸びを反映して内需が回復するため、財・サービスの輸入は、前年度比プラスを維持する。また、平成13年度も、12年度に比べて内需拡大ペースが鈍るためプラス幅は縮小するものの、増加基調を維持する。

外需の寄与と経常収支の動向

このような輸出入動向を反映して、実質財・サービス等の純輸出は、平成12年度、13年度とも黒字は縮小する。

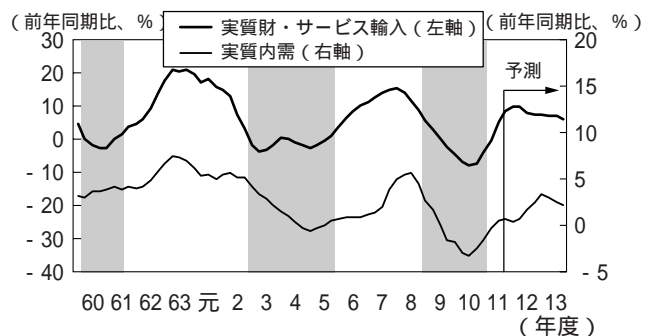
経常収支黒字の対名目GDP比については、こうした財・サービス収支の動向を受け、平成12年度は2.0%、平成13年度は1.8%となる。

主要地域向け輸出数量指数の前年同期比推移



(出所) 大蔵省「外国貿易概況」より郵政研究所作成。

実質財・サービス輸入と実質内需の推移

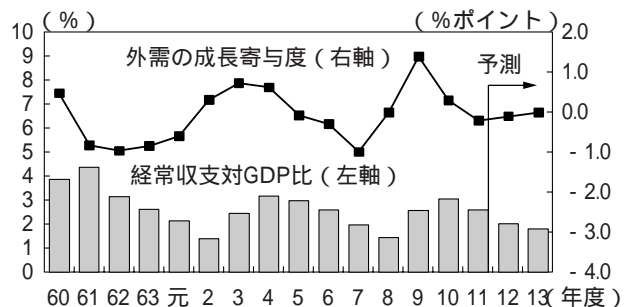


(注) シャドワーは景気後退期を示す。

財サービス輸入、内需はともに4四半期移動平均。

(出所) 経済企画庁「国民経済計算年報」より郵政研究所作成。

外需寄与度と経常収支の名目GDP比率



(注) 外需の成長寄与度は、実質GDP成長率への寄与度。

(出所) 大蔵省「国際収支状況」、経済企画庁「国民経済計算年報」より郵政研究所作成。

物 価

消費者物価（生鮮食品を除く総合）：12年度は - 0.2%、13年度は + 0.2%

国内卸売物価：12年度は + 0.2%、13年度は ± 0.0%

【概観】

平成12年度の物価は、アジア経済の拡大や欧米経済の拡大など世界的な需給ギャップ縮小による原油等の海外商品市況の上昇などに加え、日本経済も設備投資主導の自律的回復局面に入ることから、デフレ懸念が払拭され、安定的に推移する。

13年度も、日本経済の自律的回復基調が続く、需給ギャップがさらに縮小に向かうことから、物価には上昇圧力がかかる。ただし、円高基調や原油価格急騰の影響の剥落といった外部的なデフレ要因、雇用・所得環境の回復の遅れなどから、インフレには至らない。

【主な要因】

デフレ懸念の払拭

平成9年からの景気後退期において、日本経済は物価の下落と実体経済の縮小が相互作用的に進行する事態（いわゆるデフレスパイラル）に見舞われた。短期的には賃金は下方硬直性を有するため、それは企業収益の悪化という形で現れる。

依然として物価の下落は続いているものの、平成11年から企業収益は回復を続けており、足許では既に、デフレスパイラル的な状況は脱している。ただし、雇用・所得環境の回復は鈍く、インフレには至らない。

原油価格高騰の影響が剥落

平成11年から急騰している原油価格だが、既にピークを打っている。今後は産油国の増産にともなって徐々に下落し、ボックス圏での推移となる見込み。13年には供給過剰懸念から原油価格は下落基調となるため、足許で卸売物価を押し上げている石油石炭製品価格も、下落に向かい、13年には逆に物価を押し下げる要因となる。

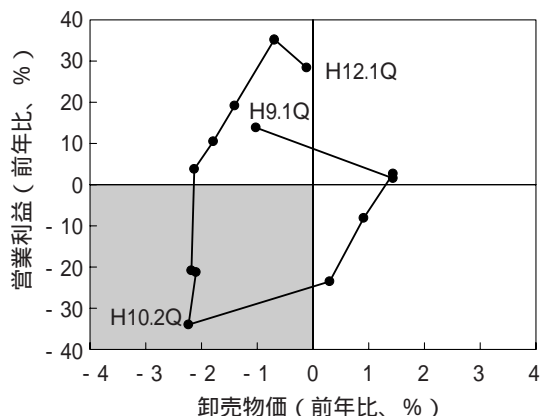
国内景気の回復

円高傾向、原油価格の下落という外生的な物価押し下げ要因はあるものの、国内景気は回復基調を持続することから、国内物価も基本的には上昇基調で推移する。

12年後半には、一時的に伸びが鈍化する局面が想定されるものの、鉱工業生産、設備稼働率とも上昇を続け、需給ギャップの縮小から物価に上昇圧力がかかる。このため、内需が物価を牽引することになる。

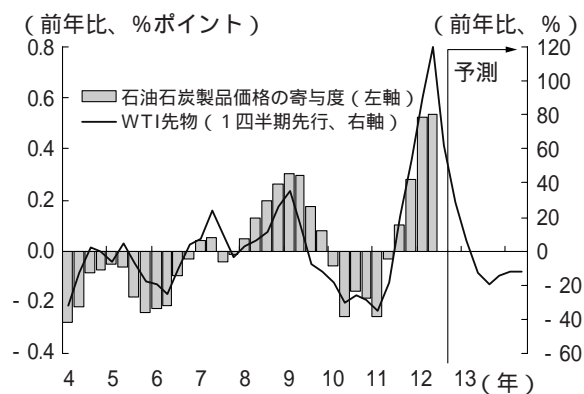
ただし、パソコンなどのいわゆる情報通信関連の耐久消費財は、陳腐化が極めて早く、これらは趨勢的な物価押し下げ要因となる。この結果物価上昇のペースは緩やかなものとなる。

デフレ懸念の払拭



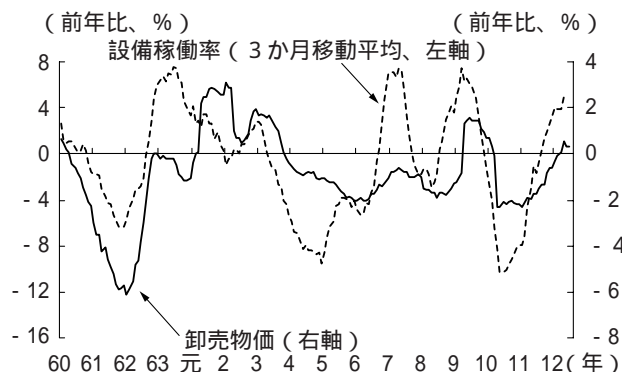
(出所) 大蔵省、日本銀行

卸売物価に対する石油石炭製品の寄与度



(出所) 日本銀行

国内景気の回復



(注) 平成元年4月消費税導入、平成9年4月消費税率引上げ
(出所) 日本銀行、経済企画庁

2) 海外経済 / 金融市場見通し

米国経済.....	24
欧州経済.....	25
アジア経済.....	26
為替レート.....	27
国内金利.....	28
米国金利.....	29

米国経済

2001年の実質経済成長率は、+3.6%にソフトランディング

【概観】

99年後半以降、加速度的に上昇した米国の経済は、足許でやや減速の兆しを見せ始めている。昨年6月以降の政策金利の引き上げが、漸く経済に波及してきたと考えられる。ただし、景気の水準そのものは依然として高く、2000年の経済成長率は+4.8%程度となろう。高水準で推移する需要を抑制し、インフレを予防的に抑制するために、当面は引締め的な金融政策が見込まれ、これらの政策効果がタイムラグを伴い、実体経済に波及する。この影響を受けて、2001年の経済成長率は、+3.6%程度へと減速し、景気はソフトランディングに向けての動きとなる。

【主な要因】

見え始めてきた金融引締めの効果

今回の金融引締めは99年6月から始まっているが、度重なる利上げにも関わらず、99年後半から2000年初にかけての経済は堅調な推移を見せた。しかし、足許では漸く景気の減速を示唆する経済指標が散見されるようになってきており、今後も一定のタイムラグを伴いながら金融引締めによる景気抑制効果は出てくる。政策金利の引き上げにより長短金利差が縮小すると、1年程度のラグを伴い景気が減速する傾向が窺われるが、現在の長短金利差は、98年後半のロシアの金融不安に端を発した金融危機の時期を除けば、90年代以降では最も縮小してきている。今後も金利の影響を受けやすい部門を中心に、景気は減速に向かう。

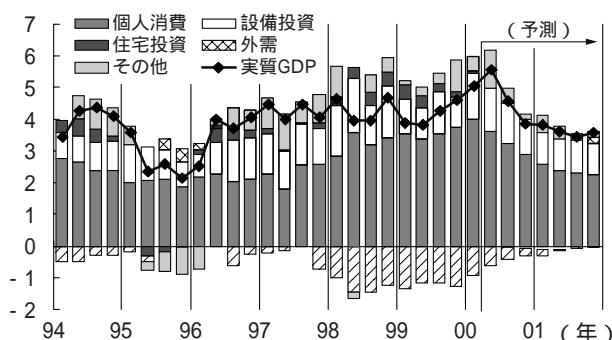
財政政策と金融緩和の余地

堅調な景気を背景に、財政黒字は拡大基調にあり、政府は今後10年間で約4.2兆ドルの財政黒字を見込んでいる。政策金利は引き上げられているものの、物価は落ち着いた推移となっている。従って、景気が急速な落ち込みを見せた時には、財政・金融ともに政策出動の余地が残されており、大幅な景気減速に至る可能性は小さく、ソフトランディングに向けての推移となる。

資産効果も徐々に剥落

実質可処分所得が伸び悩む中で、消費が堅調な推移を見せた背景には、株高などの資産効果の影響も無視できない。株価は目立った下落は見せてはいないものの、上昇ペースは確実に鈍化しており、今後は資産効果を頼みとした消費の拡大は期待し辛い状況となりつつある。

需要項目別の見通し（前年同期比寄与度）



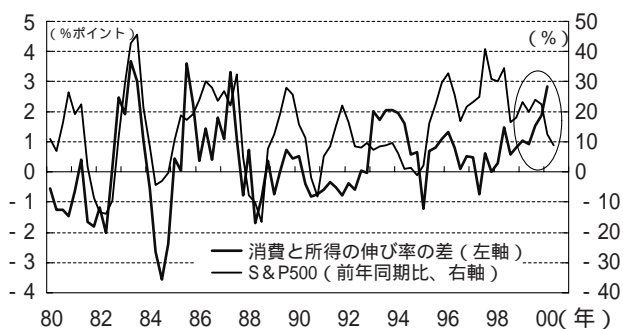
（出所） 商務省資料より郵政研究所作成。

長短金利差と経済成長率



（出所） 商務省、FRB資料より郵政研究所作成。

消費と株価の動向



（出所） 商務省、S&P社資料より郵政研究所作成。

（注） 消費と所得の伸び率の差は、実質個人消費支出の前年同期比 - 実質個人可処分所得の前年同期比

欧州経済

2000年は実質経済成長率+3.1%、2001年は+2.9%と拡大持続

【概観】

欧州経済は、99年半ばまで、外需の低迷とそれに伴う企業収益の悪化や設備投資の鈍化から景気が減速していた。しかし、99年下期以降は外需が改善し、また雇用者数が鈍いながら着実に増加していることから、景気全体も改善傾向を強めてきている。

2000年には相対的に低いユーロ水準から引き続き外需が改善し、また、失業率の一層の低下など雇用が顕著に改善し、個人消費、生産が堅調に推移することから、実質経済成長率は+3%台前半に成長する。

2001年も、ユーロ域内の失業率の改善傾向が続くが、米国経済の緩やかな減速から外需が頭打ち傾向となり、拡大テンポがやや鈍化し3%程度となる。

【主な要因】

失業率の着実な低下が景気を下支え

独、仏などの主要国をはじめ、域内の雇用情勢は99年後半から着実に改善しつつあり、2000年以降も引き続き改善が見込まれ、個人消費等を下支えする。特に仏では、2000年1月より導入された法定週労働35時間制に基づく雇用創出により、消費の押し上げ効果が期待されている。

相対的に低いユーロ水準等から堅調な外需

堅調な米国経済、急回復したアジア経済、相対的に低いユーロ水準などから、2000年の外需は堅調に推移する。

2001年は米国経済が緩やかに減速し、世界貿易の伸びが鈍化することから外需は頭打ちとなる。

独、仏などユーロ圏は、内外需とも堅調に推移し、拡大傾向を持続

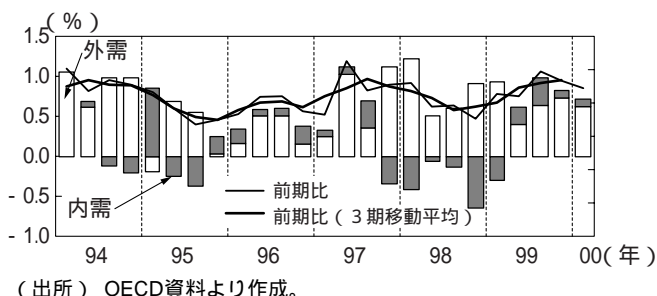
独では好調な輸出が企業心理に好影響を与え、鉱工業生産、設備投資などが好調に推移している。2000年の成長は3%程度となるが、減税を中心とした税制改革が決定したことから、2001年は個人消費が景気を下支えするとともに産業構造変化が促進される可能性がある。

仏では、新制度導入の影響もあり顕著に雇用が改善され、個人消費が好調を維持し、2000年は主要国の中で最も高い3%台半ばの成長を持続する。

英はポンド高の影響が減少し、拡大傾向を持続

英では、対ユーロで見たポンド高は緩やかに改善し好調な域内輸出が続く。生産の改善、好調な消費等から、2000年は2%台後半の成長となる。なお、ここではポンドのユーロ未加入を前提としている。

EU全体の實質GDP推移

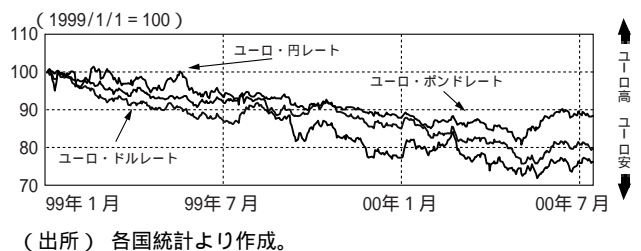


EUと主要国の實質GDP推移 (前年比、%)

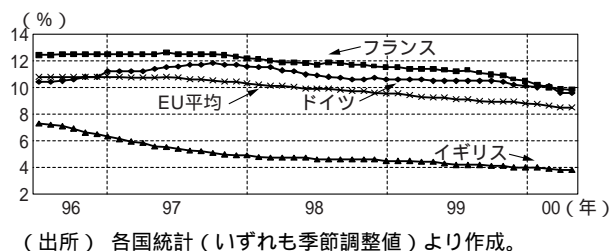
	98暦年GDPシェア(%)	98暦年(実績)	99暦年(実績)	00暦年(予測)	01暦年(予測)
EU計	100.0	2.7	2.3	3.1	2.9
ドイツ	25.3	2.2	1.5	3.0	3.0
フランス	17.0	3.2	2.9	3.3	2.9
イタリア	16.6	2.6	2.1	2.8	2.5
イギリス	14.0	1.5	1.4	2.5	2.7
その他11か国	27.1				

(注) 実績は欧州委員会及び各国統計。予測は郵政研究所。

ユーロと主な通貨との為替動向の推移



欧州主要国の失業率推移



アジア経済

2000年は実質経済成長率 + 6.5%、2001年は + 6.1%と拡大傾向を持続

【概観】

アジア経済（以下では、NIEs、ASEAN 4、中国の9か国・地域が対象）は、97年7月のタイ・パーツの下落に端を発した広範な通貨危機の影響により98年には成長率が+0.8%にまで落ち込んだものの、各国の積極財政、金利低下の効果、輸出増加等から、99年に入ると景気は急速に回復し6.5%の成長率となった。

2000年は経済好転の流れの中で、NIEsは6%台、ASEAN 4は4%台、中国は7%台のプラス成長となり、アジア全体でも6%台の成長率となる。

2001年は、米国経済の減速から外需が頭打ちとなり全体的にやや減速するが、アジア全体では6%台の成長を維持する。

【主要要因】

輸出増加が生産、雇用、消費など内需に波及し成長を牽引

アジア諸国では、99年以降、好調な海外経済を受けて輸出が増加し、各国の景気を牽引している。2000年も多くの国で輸出増が続き、産業別には、IT（情報技術）関連分野の好調の持続が、国内生産、雇用、消費等内需に波及し、各国のGDP成長率を高める要因となる。

NIEs、中国は好調持続、ASEAN 4は緩やかに拡大

NIEsでは、韓国は輸出の伸びが低下しているものの、生産、消費、設備投資等が好調を続け、2000年も+7%台の高い成長を維持する。また、台湾は輸出の伸びが高いこと及び昨年9月の大地震の復興需要が残ることから+6%台、香港は輸出に加えて民間投資、消費など内需の回復から+5%台、シンガポールも好調な内需により+6%近い成長となる。NIEs全体では2000年は+6%台、2001年も+6%の成長を維持する。

ASEAN 4では、マレーシアがエレクトロニクス製品の輸出増と公共支出増が景気を支え、タイも輸出増加と財政拡大により景気拡大が続く。

一方、フィリピンは運輸・通信等のサービス部門の堅調が景気を支え、インドネシアは、石油関連輸出増、積極財政による個人消費増等が景気を支えるものの、2000年の成長は3%台の緩やかなものに止まる。

ASEAN 4全体では2000年は+4%台、2001年も+4%台と緩やかに拡大する。

中国は積極財政等による内需振興や輸出増を背景として相対的に高い成長を維持し、2000年は+7%台、2001年は+6%台の成長を維持する。

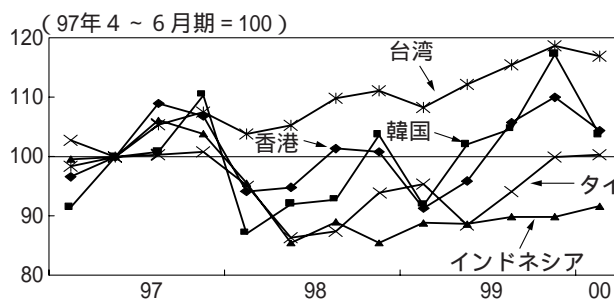
アジア経済の動向 (前年比、%)

	99暦年GDP シェア (%)	98暦年 (実績)	99暦年 (実績)	00暦年 (予測)	01暦年 (予測)
NIEs	39.9	-2.3	7.4	6.7	6.0
香港	6.7	-5.1	3.0	5.4	5.2
韓国	17.3	-6.7	10.7	7.7	6.2
シンガポール	3.6	0.4	5.4	5.9	6.1
台湾	12.2	4.6	5.7	6.3	6.1
ASEAN 4	17.8	-9.0	3.1	4.4	4.9
インドネシア	6.0	-13.2	0.5	3.3	4.2
マレーシア	3.3	-7.6	5.6	6.1	6.0
タイ	5.3	-10.2	4.2	4.8	5.4
フィリピン	3.2	-0.6	3.3	3.9	4.2
中国	42.3	7.8	7.1	7.1	6.8
9か国計	100.0	0.8	6.5	6.5	6.1

(注1) 00年、01年は、IMF、OECD、アジア開発銀行等の見通しも参考に、郵政研究所が予測。

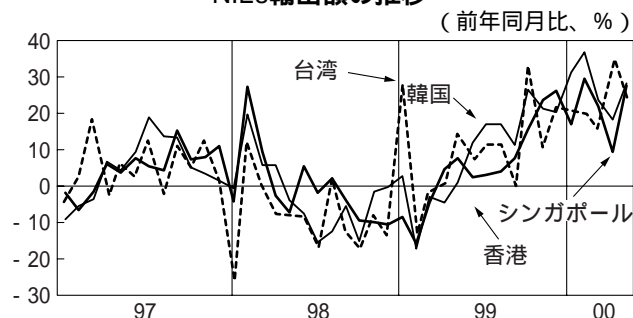
(注2) NIEs、ASEAN 4、9か国計の計数は99年名目GDPシェアによる加重平均。

実質GDPの推移



(出所) 各国統計より作成

NIEs輸出額の推移



(出所) 各国統計より作成

為替レート

ドル・円レート（年度平均値）は、12年度105円、13年度103円と円高傾向

【概観】

平成12年度下期のドル・円相場は、日本経済の自律的回復が広がるため円高傾向となるが、米国経済の成長率は減速といえども依然と高水準であること、急激な円高には政府の市場介入警戒感が強いこと等のため円の上値は限定される。日米金利差は米国のインフレ懸念が残るため縮小せず、ドルの下支えとなる。平成13年度は日本経済の自律的回復が続く一方、米国経済がソフトランディングすることから金利差も縮小し、円高傾向は継続する。ただ、日本の経常黒字や米国経常赤字は徐々に縮小傾向となり、米国経済の底堅さから円高進行は緩慢となる。

【主な要因】

日本経済の自律的な回復の広がり、米国経済のソフトランディング

平成12年度後半以降は日本経済は自律的回復が広がる一方で、米国経済が緩やかに減速することから、日米両国における先行き景況感の違いを反映して、円高ドル安基調となる。ただ、米国経済は依然高水準の成長率を維持するため、金融市場は堅調さを維持し円高圧力は限定的となる。

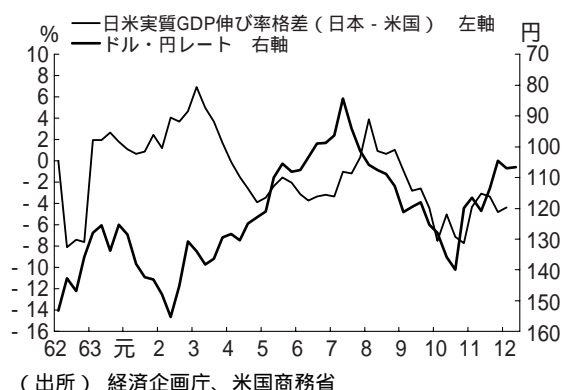
日米金利差の縮小

12年度は、日本のゼロ金利政策は解除されるものの、景気の自律的回復を阻害しないよう超低金利政策が続く。一方、米国ではインフレ懸念が残る、金利の小幅引き上げが行なわれることから日米金利差は縮小しない。13年度は米国経済のソフトランディングから米金利は安定的に推移するが、日本の金利は緩やかに上昇するため、日米金利差は縮小し、日本から米国への資本移動が鈍化し、円高圧力が高まる。

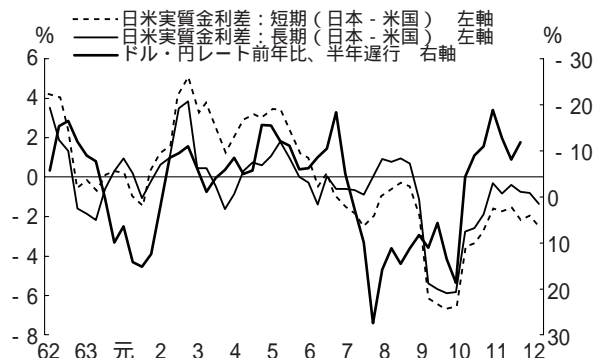
経常黒字の緩やかな減少傾向

経常収支については、平成12年度後半は欧州やアジアの景気拡大に伴う好調な輸出に支えられ経常黒字は高水準で推移するものの、13年度は日本の景気回復に伴う輸入拡大や米国経済のソフトランディングで経常黒字が緩やかな縮小傾向となることから円高圧力が徐々に弱まる。証券投資については、日本経済の自律的回復により日本への投資意欲が強まると考えられるものの、米国金融市場も堅調であるため一方的な資金移動による円高とはならない。

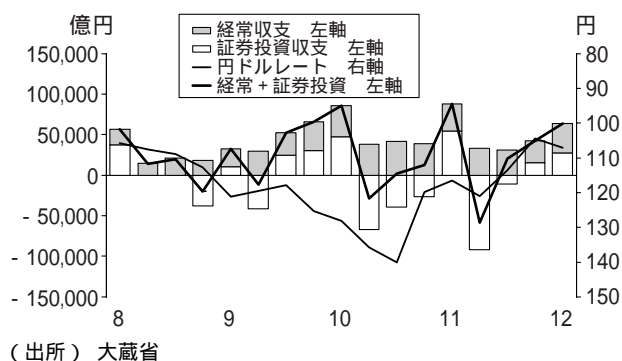
日米経済比較とドル・円レート



日米金利差とドル・円レート



経常収支・証券投資収支とドル・円レート



国内金利

13年度下半期には次の利上げも視野に

10年最長国債利回り(年度平均値)は12年度1.8%、13年度2.1%と緩やかに上昇

【概観】

ゼロ金利政策解除後の追加的な利上げは当面行われないが、自律的な景気回復が続くことから、平成13年度下半期には次の利上げも視野に入ってくる。

10年最長国債利回りは、景気の回復、設備投資の増加基調を受けて上昇する。ただし、企業が借入金などの外部資金を積極的に取り入れる状況には至らず、資金需要の増加は限定的となることや物価が安定的に推移することなどから、金利は緩やかな上昇にとどまる。

【主な要因(10年最長国債利回り)】

超低金利政策の継続：上昇抑制要因

ゼロ金利政策解除後も物価が安定的に推移し、インフレ懸念は生じないことから、超低金利政策が継続される。

景気の動向：上昇要因

景気の回復、設備投資の増加基調を受けて金利は上昇する。しかしながら、企業がバランスシート調整を進めるスタンスを維持するため、借入金などの外部資金を積極的に取り入れる状況には至らず、資金需要の増加は限定的となり、金利は緩やかな上昇にとどまる。

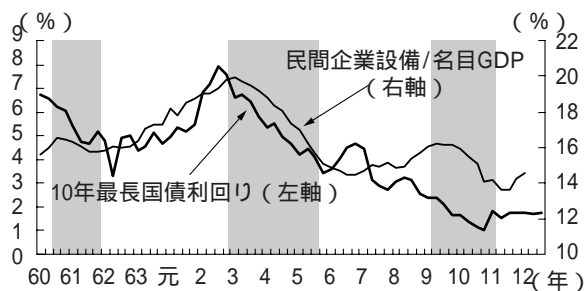
物価の動向：影響は限定的

試算によれば、物価上昇率の1%の増加は長期金利を約0.5%上昇させる要因として働く。物価は12年度は安定的に推移、13年度は上昇基調となるものの、ペースは緩やかであることが見込まれるため、金利に与える影響は限定的。

政府債務残高の増加：影響は限定的

平成12年度末の国・地方の長期債務残高は645兆円に達する見込み(大蔵省)であるなど財政は危機的状況にあり、国債の需給悪化が懸念される。これまで、民間部門の資金需要の低迷などを反映して、金融機関は資産を「貸出」から「国債」へシフトさせてきた。今後も、民間部門の資金需要の増加が限定的であり、金融機関の運用難が続くことから、国債の需給バランス悪化の懸念は生じにくく、金利に与える影響は限定的。

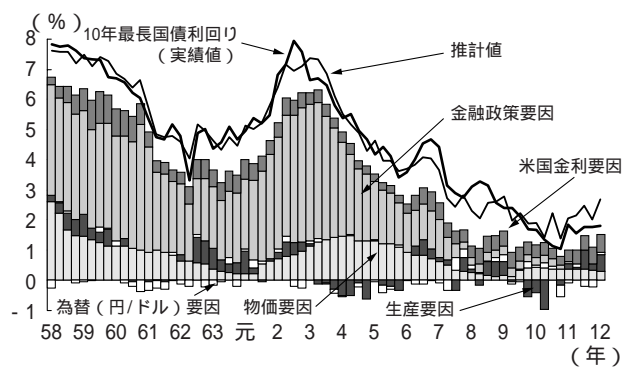
長期金利と設備投資



(注) シャドーは景気後退期。民間企業設備、名目GDPは季節調整値。

(出所) 日本相互証券、経済企画庁

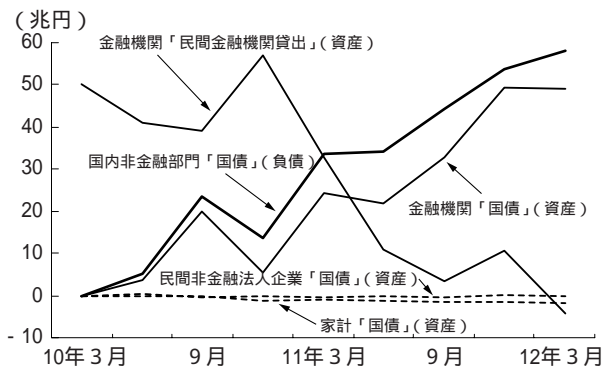
長期金利の要因分解



(注) 日本銀行調査統計局ワーキングペーパーシリーズ 98-1 山口智之、吉田知生「最近の国債金利低下の背景について」を参考に郵政研究所作成

(出所) 日本相互証券、短資協会、総務庁、通産省、日本銀行、労働省、FRB

機関別の国債の資産負債残高の推移



(注) 期末値。残高の増減を比較するため、便宜的に平成10年3月時点での残高を0兆円、金融機関「民間金融機関貸出」(資産)については50兆円とした。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」

米国金利

フェデラル・ファンド・レートは、2000年後半にも小幅引き上げ 10年物国債利回りは高止まりの後、安定した推移へ

【概観】

景気には減速の兆しも見られるが、水準は依然として高く、インフレを予防的に抑制するためにも2000年後半に小幅な金融引締めが行われる。ただし、99年6月からの金融引締めが、景気にも影響を及ぼし始めており、物価が落ち着いている中では、景気のソフトランディングに合わせ、金融引締めも最終局面を迎えることになる。10年物国債（財務省証券）利回りは、金融引き締め懸念が残る2000年後半はやや高めに推移するものの、その後は安定的な推移となる。

【主要要因】

景気のソフトランディングと物価の安定

度重なる金融引締めの影響から、漸く景気にも減速感が見られるようになってきた。ただし足許では、低水準の失業率に見られるように、雇用の逼迫感が残っており、足許での原油価格の高止まりなど、インフレが懸念される要因も見られる。しかし金融引締めの影響は、今後もタイムラグを伴って出てくるため、景気は緩やかな減速を辿り、物価も落ち着いた動きとなる。

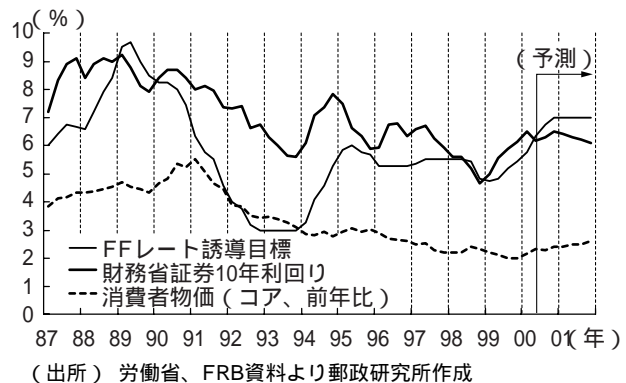
引き締めから中立へ（短期金利）

足許で景気は減速の兆しを見せ始めているものの、その水準は依然として高く、FRBのインフレ警戒的なスタンスに変化は見られず、インフレを予防的に抑制するためにも2000年後半に0.25%～0.5%の小幅な金融引締めが行われる。ただし、99年6月から2000年5月までに、FFレートで6回、1.75%に及ぶ利上げが行われており、その効果が景気にも影響を及ぼし始めている。物価が落ち着きを見せている中では、今後更なる数次に渡る大幅な引締めは考え難く、景気のソフトランディングに合わせ、金融引締めも最終局面を迎えることになる。

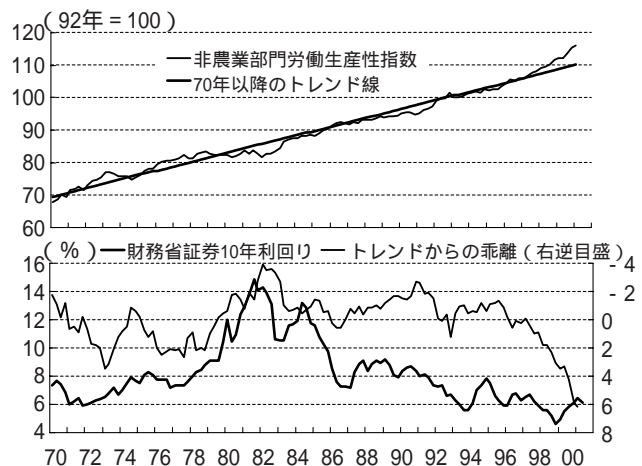
長期金利は安定的な推移へ（長期金利）

長期国債（10年物財務省証券）の利回りは、2000年後半は金融引締め懸念が残るため、やや高めの推移となる。その後は、景気のソフトランディングに合わせ、更なる引締め懸念は後退し、徐々に安定感を増していく。ただし、急激な景気の失速や株価の暴落などが無ければ、この間に金融が緩和されることも想定され難く、現状の政策金利の水準を考慮すると、金利の低下余地も限られ、6%を挟んだ推移となる。

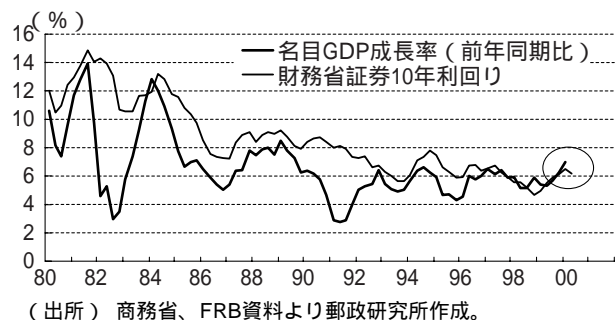
物価と金利



労働生産性と金利



成長率を下回る長期金利



執 筆 者 一 覽

日本經濟：池田 琢磨、渡辺 満、土屋 岳宏、山崎 知洋
海外經濟：若松 幸嗣、荒田 健次、佐野 貴子、堀 保浩
金融市場：若松 幸嗣、堀 保浩、山根 浩三、山本 和尋