



JRI news release

2001～2002年度改訂見通し

2001年9月21日

株式会社 日本総合研究所
調査部

<http://www.jri.co.jp/research/>

本件に関するご照会等は調査部 森村・山田(03-3288-4524・4245)宛てお願い致します。
(Email: matsumura.hideki@jri.co.jp、yamada.hisashi@jri.co.jp)

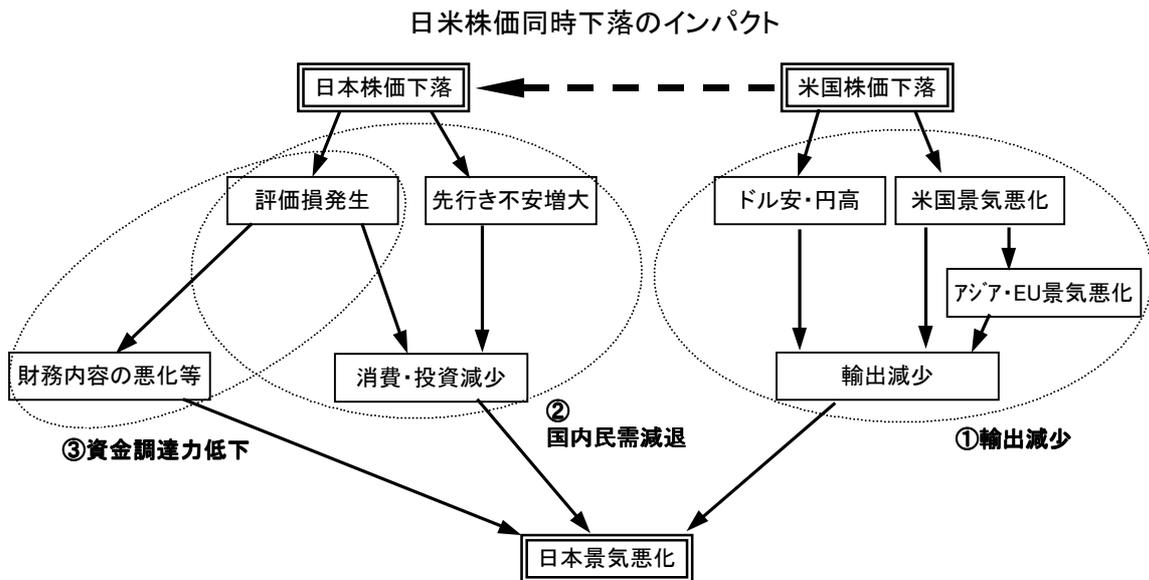
米国景気後退・日米同時株安がわが国景気を大きく下押し

9月11日、米国で大規模な同時多発テロが発生。米国民をはじめ世界の人々に大きな衝撃が広がっているほか、国際金融市場の混乱、航空網はじめ物流機能の障害など、企業活動の各種インフラに無視できない影響が顕現。

米国当局のテロに対する断固たる姿勢と周辺各国のサポート体制、各国中央銀行による協調的かつ臨機応変な対応により、テロに伴う混乱が引き金となり世界的な信用収縮が生じる事態は避けられる見通し。しかし、これまで企業部門の調整を個人部門が下支えるかたちで底割れを回避してきた米国景気は、今回の事件を契機にリセッション入りし、株式相場とともに来年半にかけ不安定な状況が続く公算大。

こうした情勢は、本年入り後調整色を強めているわが国景気にも少なからぬ影響。具体的には、米国景気悪化・円高進行に伴う輸出減少、わが国株価下落を通じた国内民需減退（逆資産効果、マインド下押し効果の顕在化）などのマイナス作用が本年度下期を中心に顕在化する公算大。

ちなみに、日米株価が同時に15%下落した場合（ベースラインは本年8月の平均水準を想定）、これらマイナス作用により、わが国実質成長率は0.8%ポイント程度（向こう1年間）下押しされるものと試算。これは、本年度のわが国実質成長率が大幅マイナス成長に落ち込む可能性を示唆。



【日米株価15%下落に伴うわが国実質成長率への影響（向こう1年間、①・②のみ試算）】

	ベースライン (01/8平均)	15%下落		わが国成長率押し下げ
TOPIX (ポイント)	1174.71	998.50	→	①輸出減少 ▲ 0.25%ポイント
NYダウ (ドル)	10331.27	8781.58		②国内民需減退 ▲ 0.55%ポイント
NASDAQ (ポイント)	1935.36	1645.06		①+② ▲ 0.80%ポイント

(注1) 輸出減少効果は、以下をもとに試算。

(1) 米国株価15%下落に伴う米国成長率押し下げ(1年目): ▲0.4%ポイント
(OECD Economic Outlook 66, Dec-99を参考。利下げによる安定化効果を除去)

(2) 輸出数量の所得弾力性: 0.64(1988~95年)

(3) わが国輸出の対GDP比率(2000年度、実質): 11.2%

(4) 円ドル相場は5%の円高を想定(8月平均121.63円/ドルをベースラインとすれば、115.55円/ドル)。この場合の実質輸出押し下げ: ▲2.0%ポイント

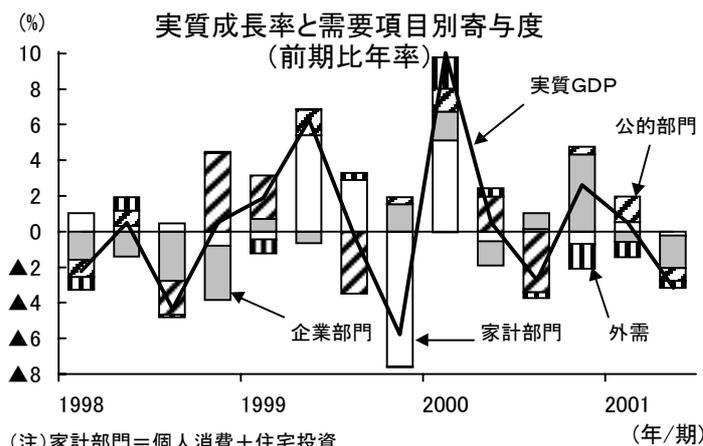
(注2) TOPIX15%下落に伴う国内民需減退効果の内訳は、個人消費: ▲0.4%ポイント、住宅投資: ▲3.3%ポイント、設備投資: ▲3.0%ポイント、輸入: ▲3.1%ポイント。

個人消費以外は総崩れ

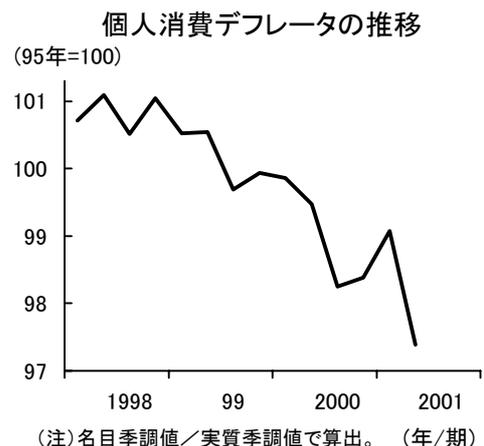
4～6月期の成長率は前期比年率 3.2%と三四半期ぶりのマイナス成長となり、景気調整色の強まりを確認する内容。個人消費は2四半期連続の増加となったものの、設備投資・住宅投資・公共投資がいずれも2桁減となったほか、外需も成長率を押し下げる方向に作用。需要項目ごとの動きを整理すると以下の通り。

- (1) 個人消費：所得・雇用環境や消費マインドは悪化傾向にあるものの、物価下落が一段と強まっていることを受けて、実質ベースでは底堅さを維持。
- (2) 設備投資：製造業では収益の急激な悪化を受けて電気機械・一般機械を中心に大幅減少に転じたことに加え、非製造業でも不動産業、運輸・通信業を中心に減少傾向が持続。もっとも、金融・保険業、サービス業では、IT投資を中心に堅調を維持。
- (3) 輸出：海外景気の低迷持続を背景に、IT分野を中心に2四半期連続の大幅減少。
- (4) 公共投資：地方自治体の投資抑制が続いているなか、2000年度補正予算による公共事業追加の効果が減衰。

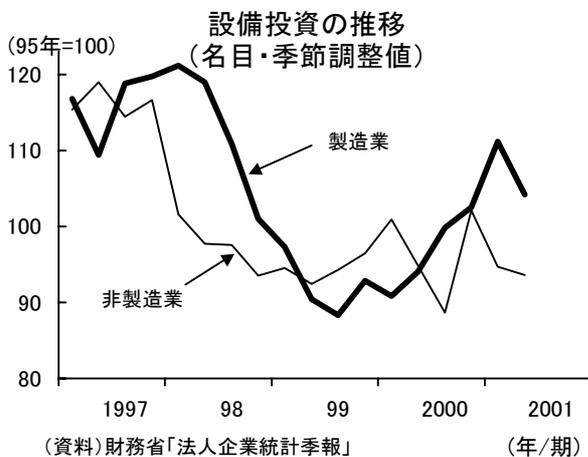
7～9月期についても、設備投資と輸出の減少傾向が持続するなか、公共投資も大幅減少となる公算が大きいことから、プラス成長に転じる公算は小。



(注) 家計部門＝個人消費＋住宅投資
 企業部門＝設備投資＋民間在庫投資
 政府部門＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
 外需＝輸出－輸入

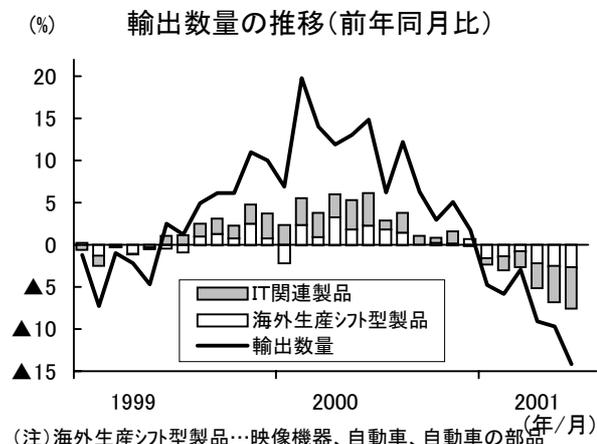


(注) 名目季調値／実質季調値で算出。(年/期)



(資料) 財務省「法人企業統計季報」

(年/期)



(注) 海外生産ソフトウェア製品…映像機器、自動車、自動車の部品
 IT関連製品…パソコン、半導体等電子部品、半導体製造装置、通信機

景気後退は長期化の可能性

2001年度後半を展望すると、米国同時多発テロの発生、株価の大幅下落に伴う景気下押し圧力が強まるなか、厳しい状況が続く見通し。

- (1) 米国での同時多発テロの影響で世界的な景気悪化が予想されることから、少なくとも年度内は輸出の大幅減少が持続。
- (2) 個人消費が低空飛行を続け、設備投資の調整局面入りが明確化するなか、テロによる先行き不安増大、株価の大幅下落によって家計・企業マインドが一段と悪化することから、年末にかけ個人消費・設備投資の減少ペースが拡大。
- (3) 今秋にも補正予算編成が見込まれるものの、地方財政の緊縮スタンスが持続するもとで、公共投資の減少傾向が持続。

以上の結果、2001年度の実質成長率は 1.4%と大幅なマイナス成長に。

2002年度を展望しても、米国経済の回復基調への転換が不透明なもとで、構造改革に伴う下押し圧力が次第に高まる結果、景気後退局面が持続し、2年連続のマイナス成長へ。

もっとも、景気的大幅な落ち込みは外需・公的需要によるものであり、構造改革の具体化による将来展望が示されれば、国内民需のスパイラル的な悪化は避けられ、経済・金融パニックの発生は回避される見通し。

- (1) セーフティーネットの整備により、97年末のような金融危機が再発する公算は小。
- (2) IT革命への取り組み進展を背景に、ソフトウェアを中心にIT投資の落ち込みは軽微にとどまる見込み。加えて、過剰設備の調整が進展するなか、大規模なストック調整が生じる事態は避けられる見通し。
- (3) 名目家計所得の減少は避けられないものの、物価下落が実質購買力の下支え要因となるほか、政府の雇用対策の効果も期待できることから、個人消費の底割れは回避の公算。

わが国の経済成長率・物価見通し

(半期は前期比年率、%)

	2000年度			2001年度			2002年度
	上期	下期	(実績)	上期	下期	(予測)	(予測)
実質GDP	2.0	0.7	1.0	1.8	2.7	1.4	0.7
個人消費	2.3	0.6	0.0	1.7	1.9	0.3	0.4
住宅投資	5.8	4.2	1.9	21.5	1.2	10.7	0.4
設備投資	1.7	14.5	4.6	8.2	7.4	3.2	1.6
在庫投資(寄与度)	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
政府消費	4.0	2.3	3.3	2.6	2.7	2.6	1.7
公共投資	2.9	8.7	6.1	6.0	6.9	6.4	5.9
純輸出(寄与度)	0.6	1.0	0.2	0.5	0.5	0.6	0.1
輸出	13.2	1.7	9.3	10.1	7.8	7.5	1.6
輸入	9.8	9.6	9.8	7.5	4.4	2.7	1.0
国内民需(寄与度)	0.9	2.0	0.7	1.3	2.3	0.7	0.6
官公需(寄与度)	0.4	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
名目GDP	0.8	0.3	0.6	2.0	4.5	3.3	2.4
消費者物価	0.7	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9

→ (予測)

(注1) 名目GDP、消費者物価は前年(同期)比。

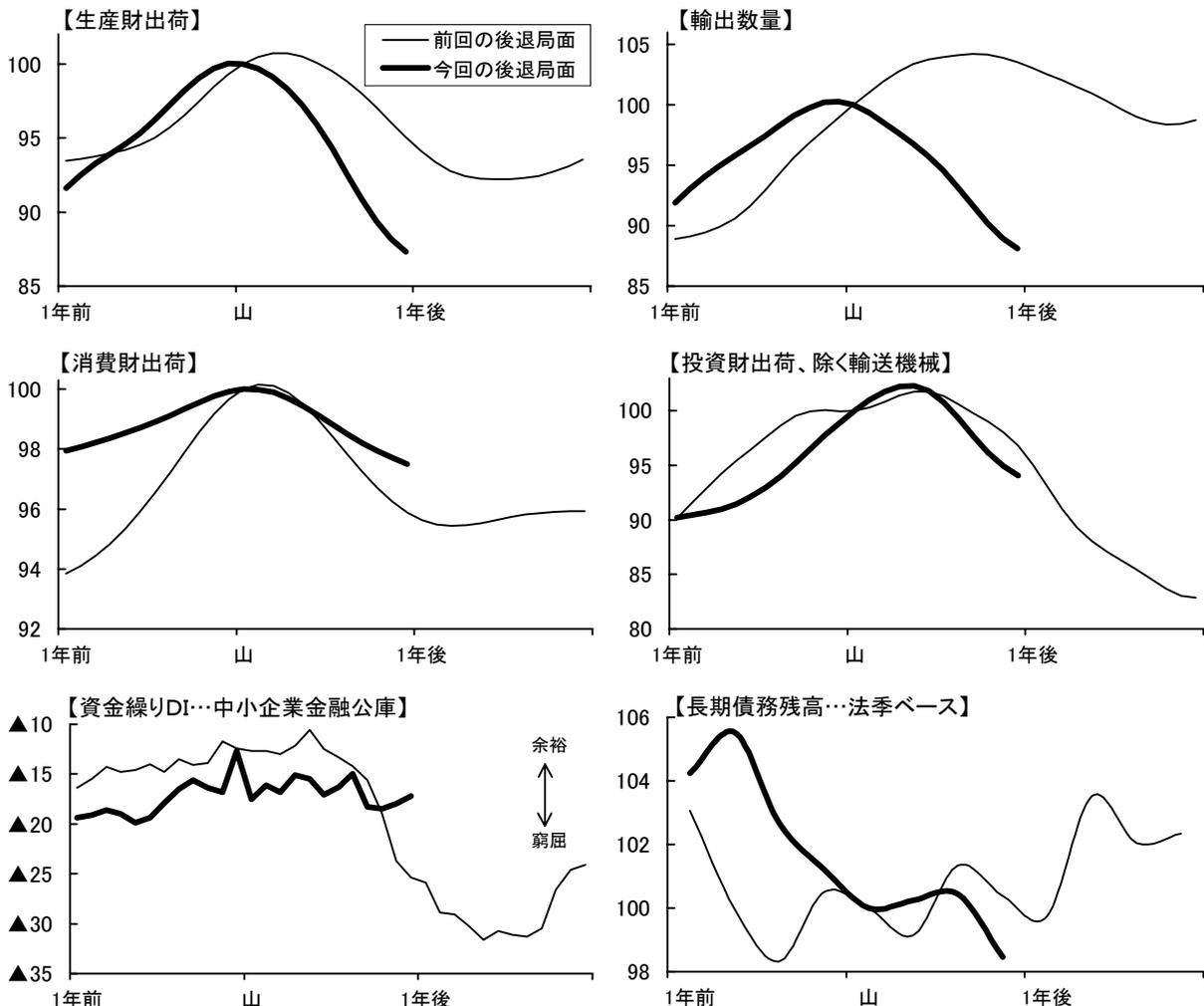
現時点では危機的状況には至っておらず

足元の状況を、前回の景気後退局面と比較すると、次の三つの違いを指摘可能。

- (1) 生産財の調整が深刻化
世界的なIT需要減少を受けて、電子デバイスの生産・輸出が急速に落ち込み、景気後退の引き金に。
- (2) 国内最終需要の落ち込みは緩やか
一方で、前回の後退局面を先導した個人消費の落ち込み幅は緩やかにとどまっている。この背景としては、物価下落が家計の実質購買力を下支えしていることが挙げられる。また、設備投資は前回とほぼ同じペースで落ち込んでいるものの、企業部門での過剰設備削減は着実に進展しており、資本ストック調整圧力が高まっているのは電気機械など一部産業に限られていることから、2002年以降は、減少幅が徐々に緩やかになっていく見通し。
- (3) 金融危機の再発は回避
金融機関への公的資金投入、セーフティーネット整備などから、金融危機が再発するリスクは過去に比べ低下。加えて、企業負債も、依然として高水準ながら着実に減少する方向。

以上から判断すれば、景気後退スピードは98年当時に匹敵するものの、これは海外経済急減速によってもたらされた生産財での調整が主因であり、信用収縮を伴った97～98年のような「経済・金融危機」といえるほどには現在のところ深刻化していないと判断。

景気後退局面の比較



(注1) 資金繰りDIは原系列。その他は景気の山を100として指数化(前回:1997年3月、今回:2000年8月)。

(注2) 資金繰りDIと長期債務残高は季節調整値。その他は季節調整値から異常値を取り除いた趨勢循環値。

構造改革推進が最大の景気対策

1. 当面の政策対応のあり方

米国での大規模テロという非常事態の発生を踏まえ、国際金融秩序の早期安定回復に向け、出来得る限りの処置を臨機応変、迅速に講じるべき。

日銀による十分な流動性の供給

為替安定に向けた協調

補正予算の前倒し編成（「30兆円枠」にこだわるべきではないが、最初に額ありきではなく、有効な雇用対策・新産業育成に必要な施策に限定して、可能な限り積み上げるべき）

景気の先行き不透明感、株価下落など不安要因が増大しているなか、構造改革を棚上げして、公共事業を中心とする大型補正予算を主張する向きもある。しかし、現在の後退局面では、信用収縮が回避され、個人消費が堅調を維持していることを考慮すれば、「何でもあり政策」に踏み切るほどの状況とはいえず。

敢えて巨額の対策を講じた場合、ここ数年をみても公共事業積み増しによる景気浮揚効果は極めて限定的であることが明らかになっており、逆に、大量の国債増発が、長期金利の上昇や構造改革路線後退に対する失望によって株価暴落を引き起こしかねない。

また、デフレを払拭するための日銀による量的緩和拡大やインフレ・ターゲティング導入も、現在の物価下落が高コスト体質の是正に向けたグローバルな調整圧力が真因となっていることを考慮すれば、効果は疑問。

つまり、景気情勢が極めて厳しいとはいえ、総需要管理政策の効果は限界に達しており、当面のマイナス成長も甘受せざるを得ない現実を直視すべき。こうした状況を認識すれば、これまでの枠を超えた強力な雇用面でのセーフティーネットを構築する必要があり、補正予算で講じるべき雇用対策はそうした厳しい認識を前提とした万全のものでなければならない。

このようにみれば、構造改革の力強い推進こそが最大の景気対策といえる。すなわち、今後打つべき経済対策の効果は、将来への展望を開くことで家計・企業・投資家のマインドを改善させ、前向きの行動を誘発することに求めるべき。

2. 構造改革プロセスの遂行に向けて

加えて、当面、米国景気回復の展望が開けないという厳しい環境下、株価の底割れを回避するためには、構造改革の取り組みを日々具体化し、改革継続のメッセージを国民およびマーケットに発信し続けることが不可欠。そのためには、不良債権処理の道筋、特殊法人改革の断行、資本市場育成の具体策、社会保障改革の全体像、財政再建のシナリオ、などを提示することが必要。

とりわけ、財政再建については中期的な方針の一貫性こそが重要であり、「単年度の目標は歳出抑制を目的に設定し、景気実態に応じてフレを許容する一方、2010年度までにプライマリー・バランスを均衡化させる」といった、中期的には一貫性を持ちつつ、短期的には目標達成のスピード調整を可能にする政策目標を設定すべき。

なお、政策提言の詳細については、後日発表予定。