

2001年3月30日

2001年度の経済見通し（3月改訂） 景気の減速基調が強まり成長率は+0.6%に鈍化

[要 旨]

1. 米国景気の急減速の影響が、わが国の輸出や生産の鈍化となって現れている。鉄鋼や半導体などの生産財において在庫の積み上がりが顕著であり、企業の生産調整は生産財を中心に今後しばらく続こう。ただ、最終需要財の在庫が低水準であることや、米国経済が年後半には利下げ効果の顕在化などによって持ち直すとみられることなどから、今回の生産調整が深刻化する可能性は低い。
2. また、企業の設備投資にも先行き減速の兆しがうかがえる。GDPベースの設備投資に半年程度先行する機械受注は、年明け以降、増勢が大幅に鈍化している。これまで好調の続いていたIT関連機器の受注も、半導体製造装置を中心に増勢の鈍化が著しい。生産の減速や株価の下落などを背景に企業は設備投資に対して慎重になっており、機械受注の動きなどから判断して、今後設備投資はIT関連製品を作る側の投資を中心に減速基調が鮮明になると見込まれる。
3. 一方、個人消費は家電製品など耐久財消費の一部に明るさがみられるものの、全体としては回復感に乏しい状況が続いている。この背景には、雇用者一人当たりの所得が伸び悩んでいることがあげられる。2001年度の春季賃上げ率が過去最低の前年度並にとどまると見込まれるなど、企業の人件費抑制スタンスが続くことから、当面、個人消費は足取りの重い展開を余儀なくされよう。
4. 以上のような景気判断と10～12月期の実質GDP実績値を織り込んだうえで当社の前回予測（2000年12月発表）を改訂すると、2000年度の実質GDP成長率は+1.2%（前回は+1.7%）、2001年度は+0.6%（同+1.3%）となる。輸出の減速や設備投資の増勢鈍化、個人消費の足踏みなどから、景気は次第に減速基調を強めよう。ただ、米国経済の年後半持ち直しなどにより輸出や生産が年度下期には回復に向かうことから景気の失速は回避され、年度の成長率はプラスを維持すると見込まれる。

【本件に関するお問い合わせ先】
（株）浜銀総合研究所 調査部
主任研究員 北田英治
TEL 045-225-2375

鮮明となる輸出の減速

年明け以降、景気の先行き不透明感が急速に広がっている。その主因は、米国景気の急減速を受けて、これまで景気をけん引してきた企業部門にかけりが見え始めている点にある。

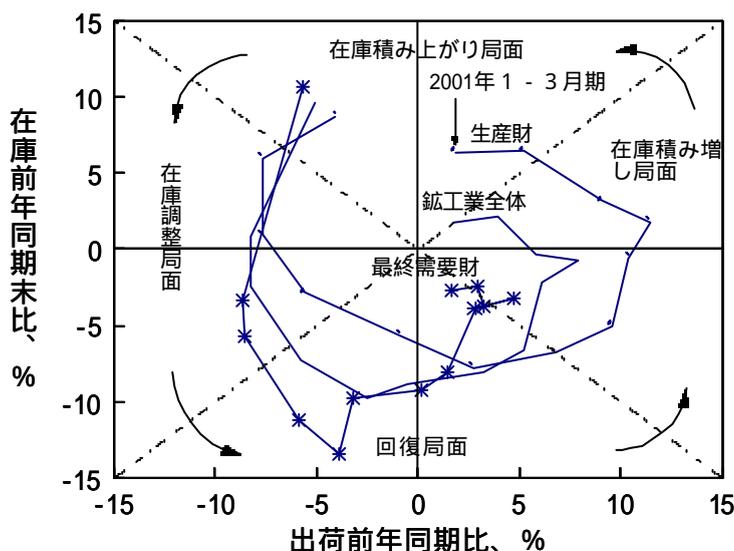
まず、輸出の動向をみると減速基調が鮮明になっている。2月の輸出数量指数（通関ベース）は前年比-5.7%と2か月連続で前年割れとなった。地域別には、欧米向けに続いてアジア向けも前年割れに転じており、米国景気の急減速の影響がアジア経済の成長鈍化を通じて間接的にもわが国へ押し寄せている。また品目別には、鉄鋼などで大きく落ち込むとともに、IT（情報技術）関連製品を含む電気機器でも増勢の鈍化が顕著である。

生産財を中心に続く企業の生産調整

輸出減速の影響は企業の生産活動にも及んでいる。1月の鉱工業生産指数は前年比+1.9%と、10～12月期（同+4.6%）に比べて増勢が鈍化した。IT関連製品の生産についても10～12月期が前年比+16.4%となった後、1月には同+4.8%と大幅に伸びが鈍化している。鉄鋼や半導体などの生産財では在庫が増加基調にあり、在庫循環図をみると「在庫積み増し」局面から「在庫積み上がり」局面へ移行したのがわかる（図表1）。米国景気の減速は既往の利上げ効果の残る年央までは続くとみられ、わが国企業の生産調整も生産財を中心に今後しばらく続こう。

もっとも、以下の要因を踏まえると、今回の生産調整が深刻化する可能性は今のところ低いとみられる。まず第1に、消費財など最終需要財の在庫が低水準であり、在庫面からの生産調整圧力はあまり強くないと考えられることである。また第2に、輸出の行方を大きく左右する米国景気が、年明け以降に相次いで実施された利下げ効果の顕在化、製造業の在庫調整の終了、減税法案の成立に

図表1 在庫積み上がり局面に入った生産財



（注）2001年1～3月期は1月の数値。
（経済産業省「生産・出荷・在庫指数」より作成）

よる消費マインドの上昇などの要因から、年後半には持ち直すとみられることである。年初来の円安が半年程度の時間差を伴ってわが国の輸出を押し上げることも、生産の回復にとってプラスとなる（注）。

（注）2001年1～3月期平均の対ドル円レートは、2000年10～12月期平均に比べて1ドル8円程度の円安となっている。マクロモデルによる試算では1ドル当たり8円の円安は実質輸出を約2.0%ポイント押し上げる。

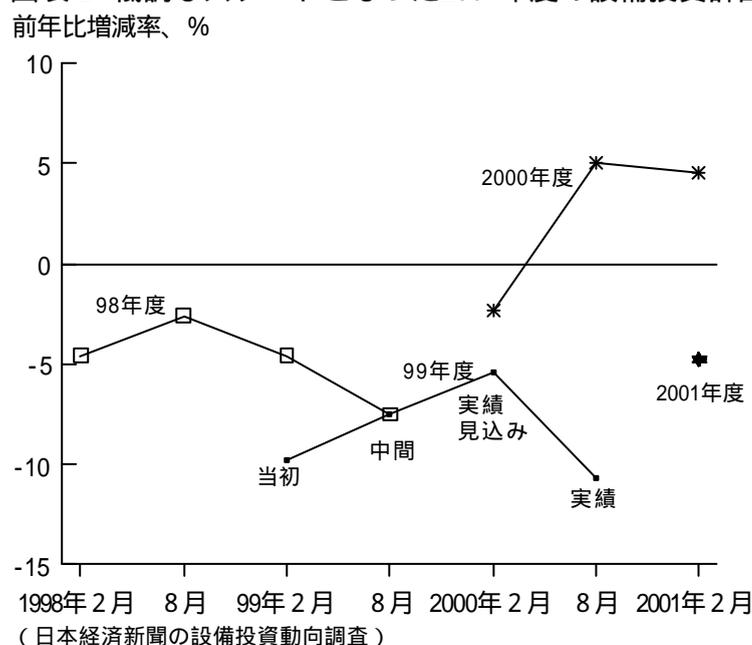
企業の設備投資意欲は弱含み

企業の設備投資にも先行き減速の兆しが現れている。GDPベースの設備投資に半年程度先行する機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1月には9,669億円（季調値）と10～12月期の平均水準を10.5%下回った。前年比でも10～12月期の19.9%増から、1月には0.8%増へと急激に鈍化している。これを機種別にみると、鉄道車両や航空機が大幅に下落するなど特殊な要因も含まれているが、これまで好調の続いていたIT関連機器でも増勢が急激に鈍化している。なかでも半導体製造装置の受注は前年比11.8%減と99年1月以来の前年割れとなった。

企業の設備投資に対する慎重なスタンスは、2001年度の設備投資計画からもうかがえる。日本経済新聞社の集計によれば、2001年度の当初計画（2001年2月時点）は全産業ベースで前年実績見込み比4.8%減となっている（図表2）。業種別には、製造業では電気機械などの減少から同1.9%減となった。2000年度に大幅な設備投資を行った大手半導体メーカー5社の2001年度の半導体投資は前年度を2割程度下回る計画となっている。また、非製造業では小売業が本店立地法の施行に伴う影響から大幅なマイナスに転じることなどを受け同6.9%減となった。

例年この時期に発表される計画は前年割れとなる傾向があるものの、今回は景気の後退色が強まった98年度当初計画（全産業ベースで前年比4.6%減）よりも

図表2 低調なスタートとなった2001年度の設備投資計画



マイナス幅が大きく、企業が先行きの設備投資に対してかなり慎重にみている姿がうかがえる。この背景には、輸出や生産の減速などを受けて企業収益の増勢が鈍化していることに加え、年明け以降の株価の一段の下落が投資マインドを冷やしていることがあげられよう。機械受注の動向などから判断すると、今後設備投資はIT関連製品を作る側の投資を中心に減速基調を強めていく可能性が高い。

依然として重い個人消費の足取り

家計部門に目を転じると、個人消費は一部に明るさがみられるものの総じて足取りが重い。2月の家電製品販売額は前年比2.5%増と、家電リサイクル法の施行(4月)を前にした駆け込み購入の影響などから15か月連続の増加となった。しかし、1月の家計調査において実質消費支出(全世帯ベース)が前年比0.5%減となるなど、全体としては依然回復感に乏しい状況が続いている。

この背景にはマクロベースでみた所得の改善が鈍いことがあげられる。すなわち、雇用者数が2000年5月以降前年比プラスで推移しているものの、雇用者一人当たりの所得は伸び悩んでいる。増加が期待された冬のボーナスは低調なものにとどまり、また生産の鈍化を受けて製造業を中心に残業手当も増勢が鈍っている。加えて注目されるのは所定内給与の伸びが鈍いことである。1月の所定内給与は前年比0.0%にとどまった。この背景には、企業が人件費抑制のために正社員の雇用を抑制する一方、相対的に固定給の低いパートタイマーなどの雇用を増やしていることがある。実際、雇用者増加の内訳をみると、常用雇用が微増にとどまる一方で、臨時雇用が大幅に増加している。

先行きに関しても、現在労使間で交渉中の2001年度の春季賃上げ率は、自動車などの一部で明るい動きも伝えられているものの、全体では過去最低だった前年度(2.06%)をкаろうじて上回るか否かの低水準である。今後、生産活動の鈍化による残業手当の減少も見込まれることなどから、当面個人消費は足取りの重い展開を余儀なくされよう。

公共投資は地方を中心に減少へ

一方、公共投資に関しては、2000年10月の「日本新生のための新発展政策」に盛り込まれた追加公共事業の効果が徐々に現れつつある。1月の公共工事受注額は前年比9.8%増と2か月ぶりに前年水準を上回った。

ただ、地方の公共事業が減少基調にあるなかで、先行き公共投資には多くを期待できない。2001年度の国の当初予算における公共事業関係費(9.4兆円)は前年とほぼ同額であるのに対し、地方財政計画における地方単独事業は前年に比べて1兆円の減額となった。また、日本経済新聞社の集計によれば、2001年度の都道府県の当初予算案における地方単独事業は前年度に比べて3.6%削減されている。前年の景気対策の効果が一巡する7~9月期以降、公共投資は再び減少基調をたどると見込まれる。

物価は下落基調が鮮明

このように実体経済の減速が懸念されるなかで、物価が下落基調を鮮明にしている。2月の国内卸売物価は半導体市況の悪化などから前年比-0.4%と、5か月

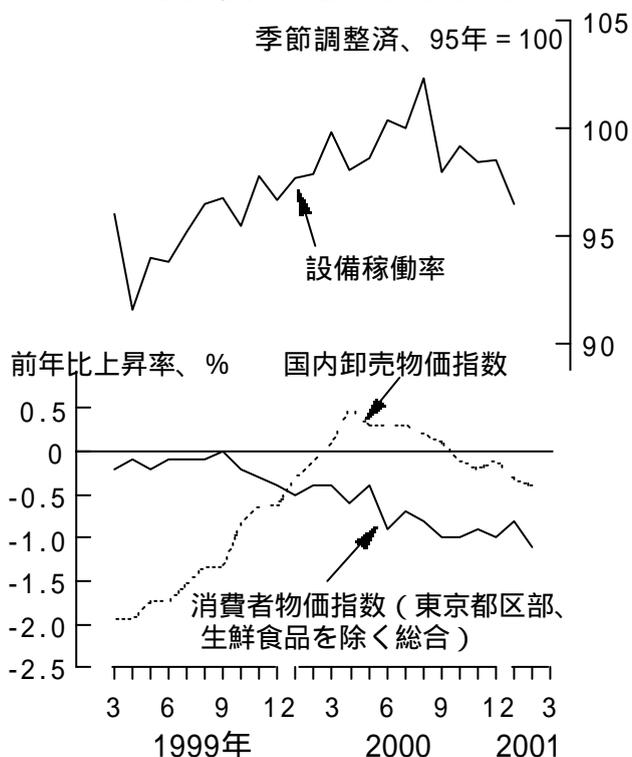
連続で前年水準を下回った（図表3）。また同月の消費者物価（東京都区部、生鮮食品を除く）も衣料品の下落などから同-1.1%と、17か月連続で前年水準を下回った。政府は3月の月例経済報告において、「持続的な物価下落をデフレと定義すると現在の日本経済は緩やかなデフレにある」との見解を初めて示している。

このような物価下落の要因に関しては、需要不足という面と流通合理化や技術革新など供給サイドの構造変化という面の両面があげられる。両要因による影響度合いを厳密に分けることは困難なものの、需給ギャップを反映する設備稼働率をみると2000年の秋口以降低下基調で推移しており、最近では需要不足による物価下落圧力が強まりつつあると考えられる。

日本銀行は量的緩和を実施

こうしたデフレ圧力を緩和するために、日本銀行は3月19日の政策委員会・金融政策決定会合で量的金融緩和の実施など追加の金融緩和措置を決定した。これによって実質的にはゼロ金利が復活したものの金利は既に超低水準にあり、また企業のキャッシュフローは設備投資額を優に上回っていることなどから判断すると、外部資金調達の増加を通じた設備投資の刺激という実体経済への直接的な効果は限定的なものとなろう。しかしながら、今回の追加金融緩和措置では物価下落に歯止めがかかるまで金融緩和を継続することが示されるなど、日本銀行はデフレ対策に本格的に取り組む姿勢を明確にしており、この点は株式市場の安定に寄与するといえよう。

図表3 設備稼働率の低下と歩調を合わせるように下落する国内物価



（日本銀行「卸売物価指数」など）

2001年度の経済成長率は+0.6%と予測

以上のような景気判断と10～12月期の実質GDP実績値（前期比+0.8%）を織り込んだうえで、当社の前回予測（2000年12月）を暫定的に改訂すると、2000年度の実質GDP成長率は+1.2%（前回は+1.7%）、2001年度は+0.6%（同+1.3%）となる（図表4）。当社が予測した以上に速いテンポで米国景気が減速していることに加えて、年明け以降、株価の下落などによって先行き不安が高まっていることなどから、2000年度と2001年度の双方の成長率を前回に比べて下方に修正した。

2001年1～3月期は、輸出が減速基調を強めるものの、2000年10月の景気対策の効果により公共投資が増加し、また家電リサイクル法施行に伴う駆け込み需要などから個人消費も増加が見込まれ、実質GDPは前期比プラスとなろう。

2001年度に関しては、当初は引き続き公共投資が景気を下支えするとみられる。しかし、輸出の減速や設備投資の増勢鈍化、個人消費の足踏みなどから、景気は

図表4 わが国の景気見通し（2001年3月改訂）

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	99年度 実績	2000年度 実績見込み	2001年度 見通し	前期比増減率%	
				上期	下期
実質国内総支出（GDP）	1.4	1.2	0.6	[0.3]	[0.1]
個人消費	1.5	▲0.1	0.4	[0.4]	[0.5]
住宅投資	5.1	▲1.3	▲2.0	[▲3.6]	[▲0.4]
設備投資	▲1.0	5.1	2.9	[0.0]	[▲1.0]
政府消費	4.0	3.4	2.6	[1.2]	[1.4]
公共投資	▲0.7	▲4.3	▲4.2	[0.3]	[▲4.9]
輸出	5.3	10.1	1.6	[0.2]	[2.0]
輸入	6.2	10.3	3.7	[0.7]	[0.5]
名目国内総支出	▲0.2	▲0.4	▲0.3	[▲0.4]	[▲0.1]
鉱工業生産	3.4	4.7	0.8	▲0.2	1.7
雇用者数	▲0.5	0.7	0.6	0.5	0.6
国内卸売物価	▲1.0	0.0	▲0.4	▲0.4	▲0.3
消費者物価	▲0.5	▲0.5	▲0.2	▲0.2	▲0.1

（注）今回の改訂にあたっては、2001年度中は景気対策による公共事業の積み増しは行われず、金融政策は緩和措置が継続される、2001年度の対ドル円レートの平均は1ドル=118円、米国の2001年の実質経済成長率は+2.1%などを前提条件としている。

次第に減速基調を強め、対策効果の一巡する夏場には景気の停滞色が鮮明になる。もっとも、年度下期には米国景気の持ち直しによって輸出や生産が回復に向かい、年度末にかけては景気も徐々に上向いてくると見込まれる。2001年度の実質GDP成長率に対する内外需別の寄与度は、国内民間需要が+0.6%、国内公的需要が+0.1%、海外需要（輸出 - 輸入）が-0.1%と、外需の落ち込みを民需が補う形となる（図表5）。

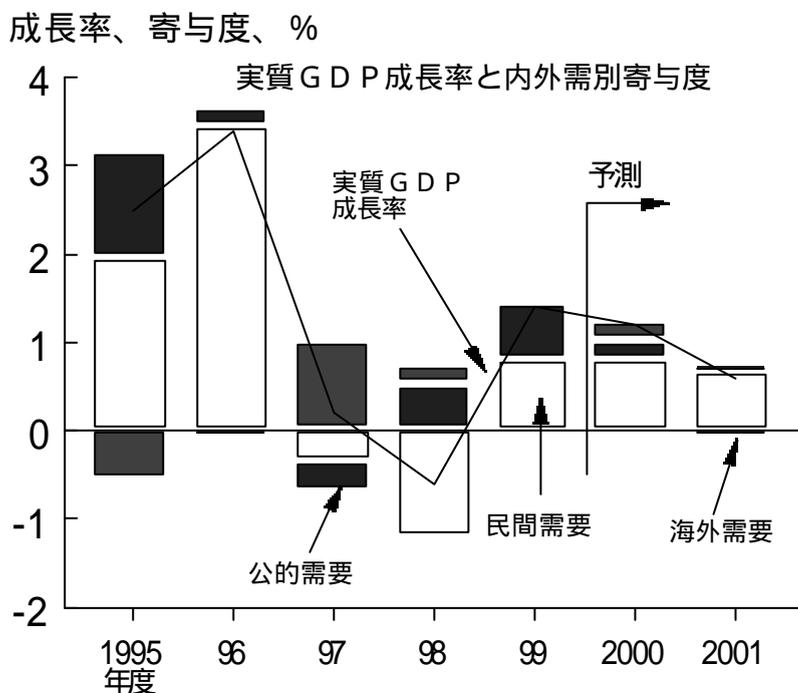
なお、2001年度の名目GDP成長率は-0.3%（2000年度実績見込みは-0.4%）とデフレ傾向の持続を反映して4年連続のマイナスとなる。

悲観シナリオではマイナス成長

上記の標準シナリオは株式市況の安定や米国景気の年後半持ち直しが大前提となっている。そこで悲観シナリオとして、米国景気の持ち直しが株価の下落などから2002年以降へ後ズレ、米国株価の下落や日本の政局混迷などから日本の株価が下落基調で推移、景気の失速回避のために財政面からの景気対策が行われるなどを前提に予測を再計算してみた。

これらの前提の下では、消費・投資マインドが一段と冷え込み、民需が減少基調をたどる。また輸出も米国向けを中心に落ち込みが続こう。悲観シナリオでは、2001年度の実質GDP成長率は-0.5%と98年度以来のマイナス成長に転じ、景気は後退局面へ移行すると予測される。

図表5 2001年度の成長率は一段の鈍化



（内閣府「四半期別国民所得統計速報」より作成、2000年度と2001年度は浜銀総研の予測）

以上