

# 内外経済の展望

## 日・米・欧経済のバランス回復と日本経済再生の方向性

### 〔要　　旨〕

1. 2000年の内外経済の課題は、各国経済の相互依存が強まっているなかで、過熱気味の米国経済のソフトランディングとユーロ圏・日本の景気回復という、米国経済への1極依存からの脱却、日・米・欧経済のバランスのとれた回復が達成できるかである。
2. 米国経済は、3回の利上げ後も内需中心の高成長が続き景気過熱感が残っている。現状の労働力需給逼迫が続ければ、人件費上昇によるインフレ懸念再燃は避けられず、FRBは労働力需給緩和の展望が得られるまで、利上げによって景気拡大鈍化を図るとみられ、利上げ局面が長期化する可能性がある。2000年の米国景気は利上げで個人消費を中心に徐々にスローダウンするとみられるが、景気過熱・株価上昇が続きインフレ懸念が強まるなかで急速・大幅な引締め政策をとらざるをえない場合には過熱・腰折れのリスクがある。
3. ユーロ圏経済は、99年央より外需悪化に歯止めがかかり、2000年も穏やかな拡大基調を維持しようが、依然国別成長率格差等が大きいなかでECB(欧州中央銀行)の金融政策運営は難しいものとなるリスクがある。アジア経済は足元で急回復しており、2000年も金融改革等の進捗で回復時期は国により格差は出てくるものの、総体としては穏やかな回復が見込まれる。アジアのリスク要因は国有企業改革等を抱えた中国経済の動向である。
4. 日本経済は、景気対策の継続実施、金融システム不安の解消等により政策関連需要を中心に、在庫調整の進展とアジア・米国向け等の外需に牽引された生産の回復傾向もあり、穏やかに回復しつつある。2000年度の日本経済は、企業のリストラ継続による雇用・所得環境の厳しい状況は継続するが、企業収益は大企業中心に増益基調が定着し景況感も改善され、年度後半には情報関連を含む設備投資が回復するとみられる。2000年度は従来の政策需要回復から、供給サイドの効率化が需要増加をもたらす自律回復へ向かう準備期間であり、実質成長率は1.0%程度になると見込まれる。
5. 日本のゼロ金利政策の解除は、早ければ民需の自律回復が確信される2000年度後半にも想定されるが、2001年4月のペイオフ解禁等をにらみ市場動向を追隨する形での相当慎重なスタンスでの対応となろう。長期金利は国債管理政策の強化で悪い金利上昇を抑制しつつ、年度後半に景気自律回復が見えてくれれば良い金利上昇の局面に向かうとみられる。株価は金余りとリストラによる企業収益回復期待の継続で底堅く推移しよう。  
日本の景気回復のリスクは円高の進行や悪い金利上昇等もあるが、最大のものは米国景気の過熱・腰折れで、この場合はドル安・米国株安・米国債券安の生じる懸念が強く、日本を含む世界経済の回復基調が一時的に頓挫する可能性もある。
6. 2000年度の内外経済は、種々のリスクを内包しながら日・米・欧経済のバランスのとれた回復に向かっていくとみられる。そのなかで日本経済は2001年以降の本格的な自律回復の準備期間と位置付けられるが、中長期的な日本経済再生の起爆剤として様々な規制緩和、法整備とあわせIT(情報技術)革命の進展が期待される。

## 目 次

1 . 日本経済の中期的展望とIT 革命	( 2 ) 単一金融政策の難しさを抱える
( 1 ) 見通し策定にあたっての留意点	ユーロ圏の経済
( 2 ) 米国のIT 革命と日本の企業カルチャー	( 3 ) 金融改革等の進捗で回復に差が出る
( 3 ) 日本型IT 革命と長期安定成長の可能性	アジア経済
2 . 海外経済の展望	3 . 日本経済の展望
( 1 ) インフレ懸念の払拭が焦点になる	( 1 ) 自律回復に向けての正念場となる
2000年の米国経済	日本経済
	( 2 ) ゼロ金利解除は2000年度後半以降に

## 1 . 日本経済の中期的展望 とIT 革命

(1) 見通し策定にあたっての留意点  
今回、2000年度経済見通しを策定するにあたって、執筆メンバーの問題意識を擦り合わせるため事前に確認し合った留意点がある。それは、第一に、日本経済が自律回復の軌道に乗るかどうかのキーポイントは設備投資の動向であり、今回は設備投資に多少力点を置いた分析を行う。その場合、情報関連投資が自律回復を牽引する起爆剤になるか否かについて検討する。第二に、アジア経済が予想外に急回復しており、アジア向け輸出の好調が日本の景気回復を後押しする力となっているが、通貨危機から2年と経過しておらず、また、構造調整も終えていないアジアの景気回復は確かな持続力があるのか、その点を分析する。第三に、グローバルにみれば、今回のアジア・

欧州・日本の景気回復は米国の持続する高成長に牽引されている側面が強く、また、それゆえに、世界経済の最大のリスクは過熱気味の米国景気、米国株価の高騰がはじけることであるといえる。そのようなリスクシナリオの可能性について検討する。第四に、ファンダメンタル面の分析を通じてゼロ金利政策の転換時期を予想し、その場合の長期金利の上昇のスピードと水準について検討する、ということであった。

その結果は、各論をみていただくことしたいが、紙数の都合もあり、必ずしも十分に分析しきれなかった点も多々あろう。とくに、情報関連投資の動向については、それがたんに景気回復の牽引役として期待されているということだけでなく、IT(情報技術)革命が中長期的に日本経済に構造変革をもたらすものとして注目されている。そこで、各論に入る前に、IT革命と日本経済の中期的展望について若干補足しておきたい。

## (2) 米国のIT革命と日本の企業

### カルチャー

米国では、90年前後に金融危機を経験し、多くの企業が設備・雇用・債務の三つの過剰の削減に努めた。91年に景気は後退から回復に転じたが、ホワイトカラーを中心に戦略的雇用調整が続き、90年代の初めはジョブレス・リカバリー(雇用を伴わない回復)と呼ばれた。しかし、90年代半ば以降になると、設備投資主導で景気が拡大し、雇用も増加していった。その牽引役が情報関連投資である。日本の現状と照らしてみると、日本はかつての米国のジョブレス・リカバリー時代に相応している。

90年代半ば以降米国が経験したのは、情報通信技術の高度化が生産性を高め、インフレを抑制し、同時に新しい雇用を生み出すという成長軌道である。IT革命は、空間(距離)と時間というそれまでのビジネスの制約条件を緩和した。ネット取引、電子商取引にみられるように、遠隔地のためそれまで対象にできなかった新しい顧客層を開拓し、顧客データベースの充実によって顧客ニーズに合った商品を提供することを可能にした。流通段階の情報ネットワーク化により在庫を大幅に縮小することができ、商品によっては、消費者から生産者に直接個別仕様で注文を出すこともできる。製造業であれば、部品の規格を統一し、多数の部品製造業者から見積もりを出させることで大幅なコスト削減も図れる。いわば、これまでの生産・流通・消費のあり方を根本的に変革するほどの影響力をもっているの

である。

それでは、日本ではどうか。日本の企業も、企業の競争力を支えるのは情報化投資によるスピード化、効率化であることを認識し始めており、統計に表れないIT関連投資は年間12兆円は下らないという試算もある。また、日本を代表する大手製造業のなかにも、モノ作りにこだわる従来型製造業の枠を超え、情報エレクトロニクス部門の強化、サービス事業強化を打ち出す企業も増えてきている。そして、このような情報関連投資が本格的景気回復の原動力になるという期待感が非常に強い。

しかし、日本の電子取引市場は、成長過程に移行しつつあるが、成長の環境は必ずしも十分には整っていない。まず第一に、高速・大容量の情報通信を可能とする情報通信インフラの整備、通信料・インターネット接続料などのコスト問題の解決がまだ不十分であるし、パソコンの世帯普及率(98年日本32%、米国50%)やインターネットの世帯普及率(98年日本11%、米国37%)、学校普及率(日本18%、米国78%)をみても米国とはかなりの格差がある。また、そのようなハード面での条件整備がまだ不十分というだけでなく、オープン系コンピュータ・ネットワーク整備の水準が米国と日本では大きな格差がある。

第二に、米国では、雇用増加を伴う景気回復に至るまでは、業務プロセス全体の根本的な再編を図ろうとした米国企業の経営革新への長年にわたる取り組みがあった。米国には、従来のビジネスモデルを果敢に

破壊し、新しいモデルを創造することを是とする企業風土がある。ITはあくまで手段であり、それが効果を発揮するためにはビジネス・プロセスのリエンジニアリングが不可欠である。このようなカルチャーに欠ける日本の企業風土のなかではIT効果の浸透に時間がかかるとみた方が良いであろう。

第三に、米国でIT革命が加速した背景には、設立まもない企業でもその将来性があれば市場から大量に資金を調達できる仕組みがあり、リスク・テイク・マネーが存在する。日本でもマザーズ市場(新興企業向け市場)の開設(99年11月)、NASDAQ・ジャパンの開設(2000年末予定)などもあり、従来よりベンチャー企業の資金調達が改善されるものと思われるが、過去日本のベンチャーキャピタルが日本の起業家創出にそれほど役立たなかつたことを考えると、それほど楽観的にもなれない。

第四に、IT革命はバラ色の経済社会の到来を必ずしも意味しない。とくに、構造変革が進む経過期間はいろいろな軋轢<sup>あつれき</sup>が生じる。すなわち、情報技術の発展は、市場規模をローカルからグローバルなものに拡大し、世界的な大競争時代を招来する。その結果、寡占化が進み、勝ち組みと負け組みへの二極化が顕著になる。ネット取引により卸業などの中間業者の排除が進む。また、価格の透明性が高まり、高コストのメーカーや非効率な小売企業は淘汰される。販売チャネルとしての店舗の見直しが行われるとともに、多数の営業マンが不

要になり、職を失う。通産省、アンダーセン・コンサルティングの調査によれば、今後5年間に情報化による雇用創出が249万人、削減が163万人と推計されているが、米国の例をみてもIT革命が雇用創造に結びつくまではタイムラグがあり、IT革命初期は失業者が増えることを覚悟すべきであろう。

このようにみてみると、短期的には、IT革命が自律回復への原動力としてすぐにでも機能すると考えるのは楽観的過ぎるのであり、その効果が顕現するのは2~3年後とみた方がよいであろう。それまでは、外需とバランスシート調整を終えた企業の戦略的設備投資が日本の景気を牽引するという形になろう。

### (3) 日本型IT革命と長期安定成長の可能性

しかし、中長期的には、今回の短期循環的な景気回復が腰折れしないうちに、IT革命の効果が発現すれば、日本も米国のように長期安定成長期に入る可能性は高い。その場合は、日本の特性を生かしたIT革命の展開がカギをにぎるであろう。日本では、世界一の普及率を誇る携帯電話やコンビニエンスストアがあり、全国津々浦々にネットワークを持つ宅配便も存在する。このような日本特有の社会インフラ、ネットワークをうまく活用することによって、生活レベルでのIT革命は米国以上に進展するかもしれない。また、2001年から商用化される次世代携帯電話ではデータ通信と移動電

話が融合するし、家電製品をインターネットに直接つなぐ家電企業共同の技術研究もスタートし、2001年中には実験システムを構築するという。携帯電話・家電製品とインターネットの融合は日本の家庭や個人を一気にIT革命に参加させる、いわば、「大衆が動く」契機となるかもしれない。

このように、2001年から2002年にかけてが日本型IT革命の元年になる可能性が高く、景気の本格的かつ長期的な自律回復はその時になるのではなかろうか。

最後に、今回のアジア・欧州・日本の景気回復は、米国の持続する高成長に牽引された輸出の増加が寄与している面が強いのをみても分かるように、グローバル経済の相互依存が強まっている。これは、グローバルな規模での生産拠点の再編、貿易面での相互依存関係の深化等によるものであるが、情報ネットワークの高度化はこのような相互依存をさらに強めるであろう。このようにグローバル経済化が深化するなかでの景気循環というものをどのように予測するかが今後の課題であることを付言して、以下の各論に入ることとしたい。

## 2. 海外経済の展望

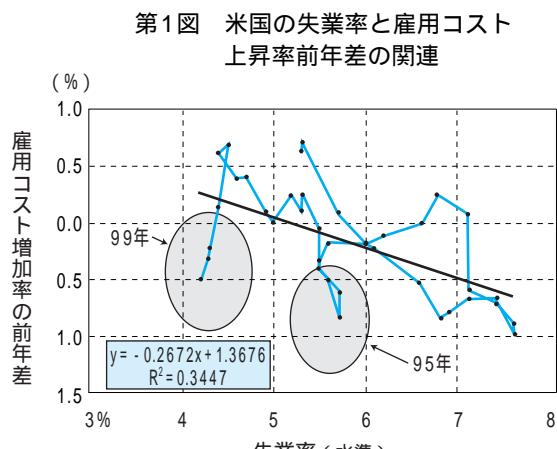
### (1) インフレ懸念の払拭が焦点になる 2000年の米国経済

a. 3度めの利上げに踏み切った米FRB  
米国経済は6月と8月の利上げ以降も依然として高成長を続け、賃金、物価等にイ

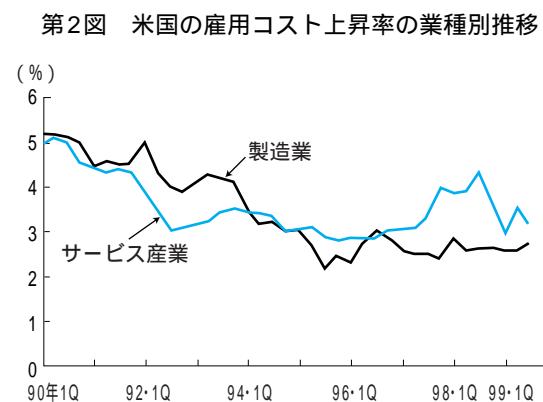
ンフレ圧力の高まりを示す指標がみられたことから9月後半から10月にかけて、株・債券・為替ともに一時軟調な展開になった。その後は雇用コスト（賃金+福利厚生費）指数の落ち着きや、（改訂の影響もあるが）GDP統計でのデフレータの安定、労働生産性の伸びの継続等、インフレ懸念を沈静化させる指標が発表されて市場の動搖は収まったが、FRB（米国連邦準備制度理事会）は11月16日のFOMC（連邦公開市場委員会）で、先行きのインフレリスクへの対応としてFFレートと公定歩合をそれぞれ0.25%引き上げた。2000年にかけての米国経済を考えるにあたっては、やはりインフレリスクの払拭が可能かどうかが問題となる。その意味では、現状では落ち着いていいるものの、雇用コストの動向が最も重要であり、労働需給逼迫が雇用コストにどう影響するかという点が、ポイントになろう。

#### b. 労働力需給逼迫がいずれ雇用コストを 加速

90年代の米国ではこれまで失業率の低下にもかかわらず大幅な雇用コストの増大にはなってこなかったが、中期的にみれば労働力需給の逼迫（失業率の低下）がいずれ雇用コスト上昇率の加速に結びつくという関係は否定できないとみられる（第1図）。図のトレンドラインから外れているのは95年と99年（現状）であるが、両者に共通しているのはサービス産業の雇用コスト上昇率が、失業率低下にもかかわらず前年よりも鈍化していること（第2図）であり、これに



資料 米国労働省  
(注) 期間は90年1Q～99年3Q。



資料 第1図と同じ  
(注) 前年比。

はサービス職における労働条件の変更までのラグの影響が大きいと考えられる。

95年時点については、94年の大幅利上げで年後半からは企業収益の伸びが鈍化するなかで、その影響が、特にサービス産業ではラグを置いて95年の雇用コスト抑制につながったと考えられる。99年は昨年後半のロシア危機等による業績悪化が、ラグを置いてこれまでのところサービス産業の雇用コストを抑制しているとの見方ができる、2000年にかけては中期的トレンドに回帰して、低失業率が雇用コスト上昇率の「加速」

に結びつく可能性が高いと考えられる。99年に入りてからは原油等の一次産品価格上昇によって消費者物価上昇率が高まるなかで、実質雇用コスト上昇率は(特にサービス職で)逆に鈍化している。2000年にはこの部分を回復する動きも表面化する可能性がある。いずれにせよ、4.1%(10月)の失業率という状態で雇用コストの安定が続くというシナリオは蓋然性に乏しいとみられ、いずれは第1図のトレンドラインに回帰してくるものと考えられる。

ただし、雇用コストの伸びが即座にインフレ加速に結びつくものではないこともいうまでもない。雇用コスト上昇率が高まっても労働生産性の上昇分は単位労働コスト上昇にはならないからである。91年第2四半期以降の今回の米国の景気回復局面で米国非農業企業部門の労働生産性は年間2%のトレンドで上昇しており、90年代後半だけでは平均2.5%前後の上昇率になっている。IT革命の成果を取り込むことで、今後とも生産性の上昇は期待できようし、仮に単位労働コストが上昇しても、競争激化のなかで価格転嫁ではなく企業利潤の圧迫につながる可能性も高い。その意味では実際のインフレ率の上昇ペースは緩やかなものにとどまると考えられるが、雇用コスト上昇率が安定しなければ、市場のインフレ懸念再燃は避けられない。2000年にかけては、米国のインフレ懸念が依然残り、最終的にインフレ懸念が払拭されるには、失業率が少なくとも4%台後半にまで上昇し労働力需給逼迫感が薄らぐことが必要である。

第3図 メインシナリオにそった場合の失業率



資料 実績値は米国労働省、見通しについては本文参照

う。

ただ米国の場合、90年代平均で生産年齢人口（就労可能年齢）が年間204万人（月間17万人）増加しているため、労働力率が一定（足元の67%）と仮定すれば新規の労働力人口は月間11.4万人程度は増加することになる（ $17 \times 0.67$ ）。したがって失業率を上昇させるためには雇用の減少が条件になるわけではない。例えば2000年の前半に就業者（家計調査ベース）の増加数が月次11万人、後半に8万人、2001年には月間7万人程度の増加に抑制できたとすれば、2001年の終わりには失業率は4.5%程度まで上昇することになる（第3図）。

この場合、労働時間を一定とし、就業者数のみからみた労働投入量は前年比1%弱（2000年前半）～0.6%程度（2001年後半）に鈍化するから、労働生産性の上昇率が2～2.5%という前提のもとでは、成長率が2000年に3～3.5%、2001年に2.5～3%に鈍化してくる展望が得られれば、インフレリスクを防ぎつつソフトランディングの経路に乗つてすることになる。FRBがインフレ

リスクとして最も懸念しているのが労働力需給逼迫、賃金上昇であることは明らかだから、このような経路から外れるリスクについては、予防的な利上げによって需要自体を抑制する対応に出てくることになる。

#### c. 需要面では消費・住宅投資が鈍化の見込み

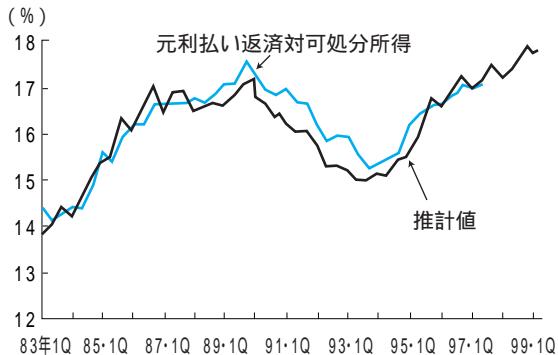
以上が労働市場に着目して供給面からみた米国経済安定化への展望であるが、このシナリオが実現するためには、需要面では個人消費と住宅投資の伸び率鈍化が条件になる。

個人消費は98年に4.9%増、99年も5.1%増（見込み）と高い伸びを続けているが、その間実質可処分所得は4.1%（98年）、3.4%（99年第3四半期までの平均の前年比）、と消費の伸びを下回り、家計では消費性向の上昇（貯蓄率は改定後97年末の4.4%から足元では2.1%まで低下）や負債増加によって所得以上の消費の伸びを実現してきた。この背景には株高による資産効果があったことはいうまでもない。

しかし家計の負債形成に関しては、利上げによる抑制効果に加え、元利金返済額の可処分所得に対する比率が80年代のピークを上回っているとみられること（第4図）等から、今後の伸びには限界があると考えられ、2000年以降は消費の伸びも次第に所得の伸びの範囲内に収まってこよう。

ただし前述のように、労働力需給逼迫によって2000年には労働報酬の伸びが高まる

第4図 米国家計の元利払い返済  
対可処分所得比率の推移



資料 実績値については米FRBで97年第2四半期まで。  
推計値はflow of fundsの負債ストックとともに負債  
種類別の元本償還年限を設定の上、元本返済と利払い  
を合計して当方で試算したもの。

とみられることから個人消費の増加率は3%台半ば程度にはなる見込みである。住宅投資は水準としては高いレベルを維持するとみられるものの、金利上昇や地方圏での賃貸住宅の空室率の高まり等を背景に、今後は緩やかに鈍化していくとみられる。

#### d. 設備投資は情報化投資中心に堅調

一方企業部門は、景況感を増すNAPM(全米購買部協会)指数が製造業、非製造業ともに50を上回って拡大傾向が至るとしているように、一部素材関連や非耐久財製造業等の輸入圧力の大きい業種を除けば、2000年にかけても増益基調を維持するとみられる。労働力需給逼迫の影響で今後は人件費が上昇してこようが、情報処理機器の導入等によって生産性の向上を図り、省力化を進めていく対応がなされよう。設備稼働率が低水準であるために能力増強型の投資は2000年にかけて鈍化が見込まれるもの、情報化投資中心に設備投資は堅調な伸びが

予想される。

企業業績に関するリスクとして、株高によって業績自体が(本業いかんにかかわらず)底上げされ、それによって株が上昇する等、実体の希薄な業績改善が含まれているという指摘には留意を要する。例えば株高によって企業年金基金が積み立て過剰になってそれが利益の上乗せとなっている等の状態であり、GE(ゼネラルエレクトリック)の98年の税引前利益138億ドルのうち10億ドルがそれにあたるとの指摘(英エコノミスト99/9/11)もある。株高は個人消費を支えるだけでなく、企業業績自体も株高によって上積みされているとすれば、株価が下落した際にはその反動もまた大きくなるリスクがあることには留意する必要がある。

#### e. 過熱・腰折れが最大のリスク

米国景気はIT革命の成果を企業の効率化に生かす等によって生産性の上昇を実現させてきているとみられ、その意味ではいまだ持続的成長の余地はあると考えられるが、労働力需給逼迫等のマクロ的な制約から、当面は景気減速が必要な状態である。

そのような米国景気にとって最大のリスクは景気の過熱からインフレ加速が実際に進行し始め、利上げ幅が大幅になって将来的な調整(インフレ解消のコスト)が大きなものになるというブーム・バストシナリオである。景気過熱に至らないためには、前述したように個人消費の減速が条件になるが、個人がさらに貯蓄率を低下させて負債

拡大型の消費を続ける場合には、そのシナリオの実現可能性が高まることになる。ここ数年株価と個人消費の連動性がさらに高まる関係にあるから、株価の上昇が続いた場合には個人消費の過熱が収まらないリスクは高いし、2000年が大統領選挙の年であることも成長率底上げ要因として注意する必要がある。

第二のリスクとしては株価特にハイテク銘柄の下落リスクである。将来の利益期待のみで買われているようなネットワーク関連企業の株価については、利益期待の剥落による暴落リスクが付きまとっている。ただし利益期待の剥落によるハイテク株下落に関しては、かえって景気を安定化させる作用もあり、景気の大幅減速につながれば利下げも可能と、政策的対応の余地がある。

第三のリスクとしては、GDP比3%台後半という過去最大の経常赤字に対するファイナンスリスクがある。この点に関しては米国のインフレリスクが抑制されて米国資本市場が大きく動搖する事態が抑えられれば、米国内需の減速と海外景気持直しで次第に経常赤字も徐々に鈍化の方向をたどるとみられ、極端なドル不信任には至らない見込みである。欧洲経済が予想以上の改善をみせた場合には、ユーロ圏資産への選好が高まってドル資産が売られるリスクはあるが、それはかえって米国景気の安定化につながり、また過度な資産価格下落には（インフレ加速の懸念がなければ）利下げや財政での対応が可能である。米国景気にとって

第1表 米国経済見通し総括表

		1999年 (見込み)	2000年(見通し)		
			上期	下期	
実質GDP	%	3.9	3.2	3.4	3.1
	%	5.1	3.5	3.7	3.3
個人消費	%	9.1	6.9	7.7	6.0
	%	6.7	0.7	1.1	0.2
設備投資	%	0.5	0.1	0.1	0.2
	%	1.2	0.4	0.6	0.2
住宅投資	%	3.7	8.3	7.8	8.8
	%	11.7	8.8	9.7	7.9
在庫投資	%				
	%				
純輸出	%				
	%				
政府支出	%	3.1	2.5	2.7	2.2
	%				
経常収支	10億ドル	337.4	384.4	194.8	189.7
貿易収支	10億ドル	273.2	313.0	148.9	144.5
消費者物価	%	2.2	2.6	2.7	2.5

資料 実績値は米国商務省、予測値は農中総研作成  
(注) 1.貿易収支はIMFベースの財貨・サービス収支。  
2.単位が%のものは前年比増加(上昇)率。  
3.在庫投資と純輸出は寄与度。

はやはりインフレ加速、金利大幅引上げが最大のリスクになろう。

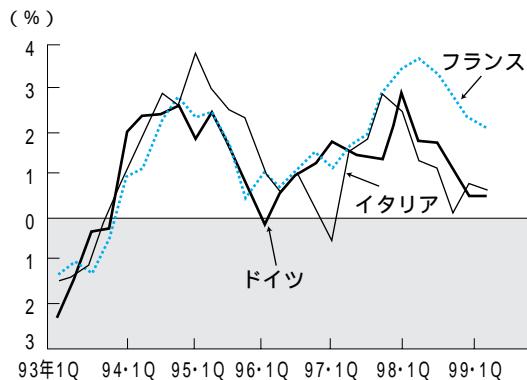
FRBは99年に入りこれまで3回の利上げを行ったが、それは昨年の利下げの修正という意味合いもあった。今後も、予防的対応で景気安定化可能とみられるものの、インフレ懸念払拭に向けての政策対応は長期的なものになると考えられる（第1表）。

（注1）OECDの“economic outlook66”(99/11)では、ブーム・バストシナリオの場合、2000年に4.1%、2001年に1.5%、2002年が0.2%とリセッションに陥るが、ドル大幅下落（2000年に20%下落）の場合は外需改善効果で、株下落（2000年に30%下落）の場合は利下げ可能となることでソフトランディング可能とのシナリオを描いている。

## （2） 単一金融政策の難しさを抱える ユーロ圏の経済

a. 緩やかな拡大基調にあるユーロ圏経済  
ユーロ圏（通貨統合に参加している11か国）の景気は全体としては緩やかな拡大基

第5図 ドイツ、フランス、イタリアの実質GDP増加率



資料 EUROSTAT  
(注) 前年比。

調にあるものの、国による景気拡大ペースの差が依然大きいことが、今後のECB(欧州中央銀行)の金融政策に関する不透明要因になっている。中心国であるドイツ、フランス、イタリア等と、周辺国の中、スペイン、フィンランド、アイルランド等との成長率格差も大きいものの、中心国の中でも、好調なフランスと低迷するドイツ、イタリアという成長率格差が現状では明確になっている(第5図)。

3国は合計でユーロ圏GDPの7割を占めており、その中心国間での景気格差が今後とも縮小しない場合には、ユーロ圏の単一金融政策当局であるECBの政策スタンスも動搖する(あるいはマーケットの信認が揺らぐ)リスクがあることは否定できない。2000年にかけてユーロ圏の経済を考える場合、この中心国間の成長率格差の行方が一つのポイントになろう。

#### b. 3国の成長率格差の要因

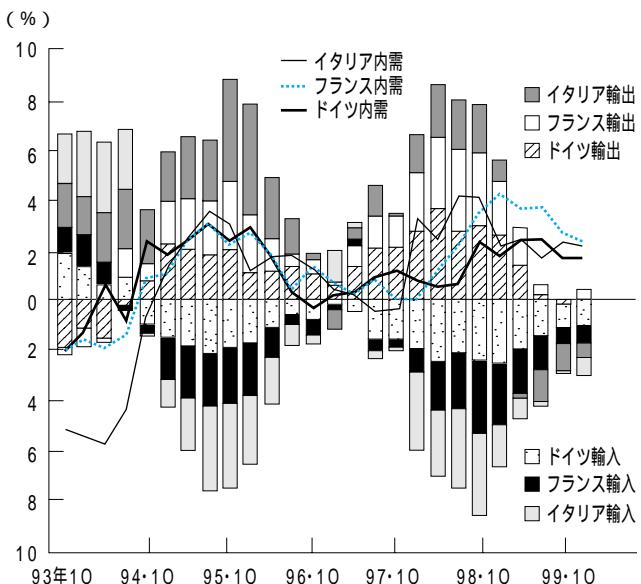
3国の成長率格差について、それぞれ内

外需(輸出、輸入)に分けて寄与度分解すると、内需の寄与度は3国で大きな差がない、ドイツがやや弱い程度であること、外需寄与度の差については、まず輸出寄与度に関してはドイツ、フランスには差がないが、イタリアは輸出減少が外需の悪化要因になっていること、輸入については、フランスがマイナス寄与が小さいが、ドイツ、イタリアはマイナス寄与が大きいこと、等が明らかである(第6図)。

つまり、ドイツ、フランス、イタリア3国の成長率格差は現状では外需部分に集中しているが、その外需も、ドイツでは輸入要因が大きく、イタリアでは輸出・輸入ともに成長抑制要因になっていることが指摘できる。

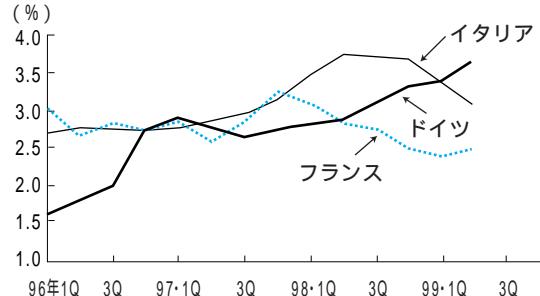
そこで3国の実質財・サービス輸入(GDPベース)を、内需と実効為替レートか

第6図 ドイツ、フランス、イタリアの内需及び輸出入の実質GDP成長率への寄与度



資料 第5図に同じ  
(注) 前年比。輸入は符号を逆にしている。

第7図 ドイツ、フランス、イタリア実質輸入の実質内需に対する弹性値の推移



資料 EUROSTAT, 各国統計等

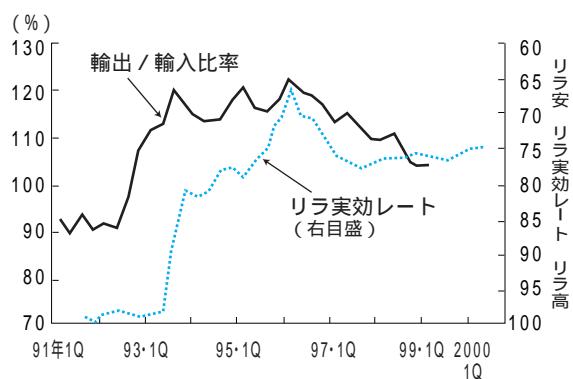
(注) 推計式 (91年1Qから99年2Qまでの全体の結果。  
実際のパラメータ変化の測定は、96年1Qまでのパラ  
メータを96年1Qの値とし、その後は推計期間を1期  
ずつずらしながら測定。)

ドイツ :  $\ln(\text{実質輸入}) = -15.0008 + 2.7069 \times \ln(\text{実質内需})$   
修正済み  $R \times R = 0.884$  (- 9.993) (6.7939)  
+ 0.6899  $\times \ln(\text{実質実効為替レート}, 10 \text{期先行})$   
(2.3490) カッコ内はt値  
フランス :  $\ln(\text{実質輸入}) = -14.1847 + 2.4171 \times \ln(\text{実質内需})$   
修正済み  $R \times R = 0.9903$  (- 37.11) (22.881)  
+ 0.986509  $\times \ln(\text{実効為替レート}, 8 \text{期先行})$   
(10.8292) カッコ内はt値  
イタリア : 実質輸入前年比 = 2.4877 + 2.4748  $\times (\text{実質内需前年比})$   
修正済み  $R \times R = 0.7482$  (2.886) (8.7645)  
+ 0.1039  $\times (\text{実効為替レート前年比}, 3 \text{期先行})$   
(1.0511) カッコ内はt値

らなる簡単な回帰式で推計し、輸入の内需に対する弹性値の変化をみると、フランスが横ばいなし若干の低下、イタリアが若干上昇であるのに対し、ドイツについてはここ2~3年の間に明らかな上昇が認められる(第7図)。

ドイツにおけるこのような変化の背景については慎重な検討をするが、例えばドイツの場合、90年代に入り対外直接投資がほぼ一貫して流出超になっていることに示されるように、旧東欧圏等への生産設備の移転、それによる逆輸入(企業内貿易含む)の増加等が考えられる。もちろんそのこと自体は企業レベルでは生産性の向上に結び付くし、欧州全体としても資源配分効率の改善に結び付く可能性が(将来的には)大きいとみられるものの、ドイツ一国レベルで

第8図 リラの実効レートとイタリアの実質輸出/輸入比率の推移



資料 EUROSTAT, 実効レートはイングランド銀行の発表を利用

(注) 実効レートは3期先行。輸出/輸入比率は実質GDPベース。

考えれば、それに対応した国内経済の調整(サービス経済の効率化による雇用吸収等)が進むまでは、国内景気の低迷要因になりうる。

またイタリアの場合は輸入増加による所得流出だけでなく、輸出も悪化していることから、為替レートの水準自体に問題(割高)がある可能性もある。イタリアの実効為替レートと輸出/輸入比率(GDPベース)の間にはある程度の相関が認められ、通貨危機後のリラ反転の過程では、輸出/輸入比率が低下している(第8図)。通貨統合以前であれば為替レートの減価による調整も可能であったが、通貨統合後は不可能(ユーロ圏以外に対してはユーロの下落で調整可能としても)だから、現状為替水準での外需の悪化に対しては、生産性の向上、コスト削減等によってその回復を図る以外にはない。

ドイツの内外需をめぐるこのような変化は、通貨統合に先立つEU市場統合(関税撤廃等)の影響によって、数年かけて経済構造

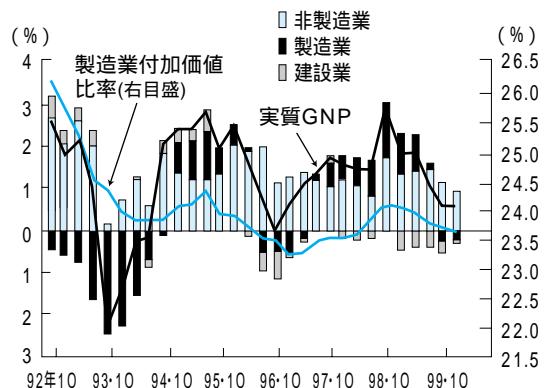
が変化してきたことを示唆しているとも考えられ、短期間でもとに戻るような性格ではなかろう。96年の欧州全体の景気回復局面では、ドイツとフランスはほぼ同様の景気回復軌道をたどったが（前掲第5図）、その年の成長率（ドイツ+0.8%、フランス+1.2%、イタリア+0.9%）に対して外需の寄与度はそれぞれ+0.5%、+0.4%、+0.4%と回復の主力を成し、3国ともにいわゆる外需主導の回復だった。景気回復パターンは当時の方がむしろ似通っていたといえる。しかし市場統合の影響が浸透し、通貨統合が開始されるなかで、3国経済の構造は、少なくとも外部環境変化への対応の面では異質になってきている。主要3国の成長率は今後2%台半ばから後半に収斂していくというメインシナリオのなかで、リスクがあるとすれば、イタリア、ドイツの外需動向がその一つとなろう。

#### c. 成長分野へのシフトは可能か

ただし、ドイツ、イタリアにみられる変化は、将来的にはマイナスとは限らないことは前述した通りである。輸入の所得弹性値上昇が、ドイツ企業が多国籍化して生産拠点を海外に移しつつあることの結果だとすれば、その企業はグローバルに事業展開することでより効率的かつ競争力ある企業になる可能性もある。問題はそれによって国内に余剰となった資源をより効率的な分野にシフトしていくかどうかということである。

その意味で、それぞれの国の産業構造の

第9図 ドイツ実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移



資料 ブンデス銀行

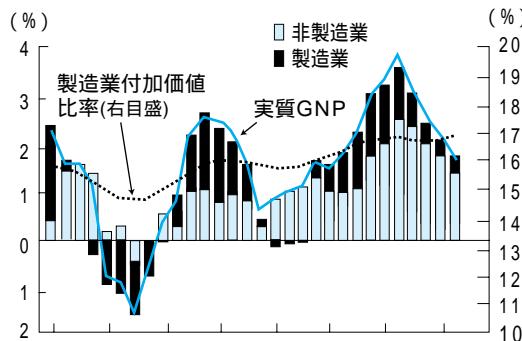
（注）増加率は前年比。付加価値比率は水準。

変化にも、注目しておく必要があろう。3国のGDPを供給サイドから産業別に寄与度分解すると、まずドイツについては、非製造業の実質付加価値の伸びが、製造業にみられるような循環的変動とは独立的に安定増加基調にあるものの、景気を牽引するような動きはみられない点が特徴といえる（第9図）。非製造業の内容はデータ不足で不詳だが、景気変動に左右されない点からは、規制的なセクターのウェイトが高いことが推察される。

またドイツの製造業のウェイトは、低下してきたものの足元で23%台半ばと比較的高く推移している。

フランスについては、ここ2~3年における非製造業の寄与度拡大が顕著である（第10図）。ここでも詳細は不詳だが、企業向けサービスや不動産関連の伸びが堅調となっている。また製造業も付加価値ウェイトは17%程度と水準は低いものの、ここ数年はウェイト上昇の動きもあり、成長分野へのシフト等の動きもうかがえる。

第10図 フランス実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移

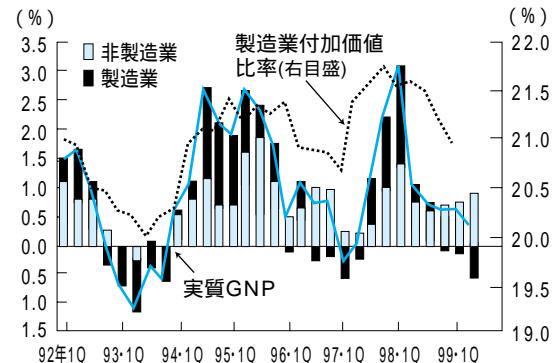


資料 INSEE  
(注) 第9図に同じ

イタリアについては、非製造業が99年に入ってからは製造業の落ち込みを補うようにプラス幅を拡大する動きもうかがえるが、まだ明確なトレンドとはいえない(第11図)。製造業のウェイトは21%程度だが近年では上昇トレンドをもった循環を描いている。

供給面からの検討ではデータ制約等もあって現状では明確な展望は描きづらいが、ドイツにおいて特に産業構造が硬直的で成長分野へのシフトが遅れていることを

第11図 イタリア実質GDP増加率と業種別寄与度及び製造業の付加価値比率の推移



資料 イタリア中央銀行  
(注) 第9図に同じ

示唆する内容になっている。ITやネットワーク関連では北欧企業の方が先進的との見方もあり、ドイツの産業構造が成長分野にスムースにシフトしてゆけるかが注目されよう。

#### d. 欧州でも雇用が増加基調に

足元の欧州で最も改善のみられるのが雇用情勢であろう。これまで欧州では好況不況にかかわらず失業率が上昇ないし高止まりし、構造的な高失業が問題となってきた。しかし昨年後半以来の欧州景気の減速局面でも、ユーロ圏の雇用は比較的底堅く、失業率も緩やかな低下トレンドとなっている。この点は従来の欧州から大きく変わった点であり、EU当局等の経済見通しが比較的楽観的なのも雇用情勢の改善に着目している面であろう。97年6月のアムステルダム条約以降、各国政府が雇用増加のための「アクションプログラム」を作成して労働市場改革を推進してきた成果があらわれ始めているともみられ、なかでもパート労働等に対する規制の緩和によってパート形態での雇用が増加している点がECBの月報等でも指摘されている。既存労働者に関する労働条件の変更等には時間を要しようが、パート労働拡大をきっかけに労働市場の柔軟性が次第に高まっていく(この成功例がオランダといわれる)可能性がある。雇用情勢の改善が続ければ、物価安定による実質購買力増加と低金利による住宅投資拡大等を通じて、個人部門は欧州景気の拡大のベースになろう。設備投資も情報化投資

中心に2000年以降も増加基調を維持するところがある。ユーロ圏の景気はドイツとイタリアが外需面で不確定性を有していることを除けば、全体として拡大基調を維持していくとみられ、焦点は次第に物価動向にシフトしていく。

物価に関しては、通貨統合による産業再編・競争激化の動きや通信関連の規制緩和による価格低下等もあり、総じて物価の安定基調は崩れないといわれるものの、欧洲経済が対外開放度が高い（輸出、輸入の対GDP比率が高い）ことによって輸入物価上昇の影響が米国や日本等と比べて大きい点に留意する必要がある。OECDによれば、原油価格が10ドル上昇した時に、消費者物価への影響は米国では1年目+0.4%、2年目までの合計で+0.6%にとどまるのに対し、EUでは1年目+0.6%、2年目は+1.1%と倍近く消費者物価を上昇させると試算されている（“economic outlook 66” 99/11）。

国内サービス価格低下等でユーロ圏全体の消費者物価上昇率は目標の2%以下には抑えられる見通しであるが、消費者物価の上昇が賃金交渉に影響して賃上げ率が高まれば、景気過熱感のある周辺諸国ではイン

第2表 国際機関による欧州主要国の経済見通し

	IMF(99年10月)		OECD(99.11)		EU委員会(99.11)	
	1999年	2000	1999	2000	1999	2000
ドイツ	1.4	2.5	1.3	2.3	1.5	2.6
フランス	2.5	3.0	2.4	3.0	2.5	2.9
イタリア	1.2	2.4	1.0	2.4	1.1	2.2
英国	1.1	2.4	1.7	2.7	1.8	3.4
EMU11か国	2.1	2.8	2.1	2.8	2.1	2.9
EU15か国	2.0	2.7	2.1	2.8	2.1	3.0

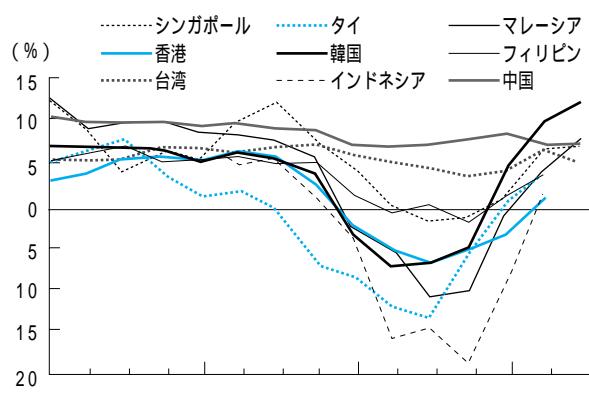
資料 IMF、OECD、EU委員会資料

フレ懸念が高まるリスクはあろう。その際、中心国特にイタリア、ドイツ等の景気低迷が長引いていれば、ECBとしても政策判断が難しくなる局面があろう。11月利上げは4月利下げ分の修正であったためスムーズに行われたものの、今後の政策発動に際しては、摩擦発生のリスクもある。

### （3）金融改革等の進捗で回復に差が 出るアジア経済

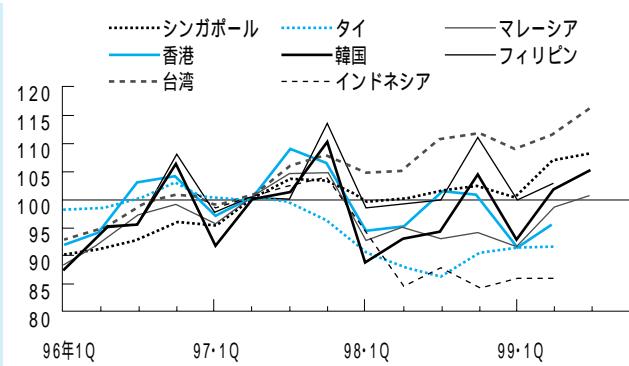
a. 足元急回復を示すアジア各国景気  
アジア各国の今年第2四半期のGDP成

第12図 アジア各国GDP成長率の推移（前年比）



資料 Datastream

第13図 アジア各国GDPの推移（97.2Q=100）



資料 第12図に同じ

第3表 アジア各国GDP需要項目の前年比寄与度推移

(単位 %)

	韓国		マレーシア		タイ		インドネシア	
	1998年 2Q	99.2Q	98.4Q	99.2Q	98.3Q	99.2Q	98.4Q	99.2Q
実質GDP	7.2	9.8	10.3	4.1	13.3	3.7	18.7	1.8
個人消費	6.1	4.7	6.4	1.3	7.2	0.4	5.0	1.5
固定投資	8.6	1.5	21.3	2.7	11.1	1.0	12.7	5.8
在庫投資	6.4	5.0	0.9	0.0	-	-	3.9	3.8
純輸出	13.8	0.5	19.3	7.0	-	-	4.3	4.9
輸出	4.9	7.2	2.3	12.4	-	-	12.9	14.6
輸入	8.9	7.7	17.0	5.4	-	-	17.2	19.5
政府支出	0.1	0.3	2.7	1.0	1.2	3.7	1.5	0.4

資料 Datastream

(注) 1.各国の98年はGDP成長率のボトム期数値。タイは一部数値未公表。  
2.Qは四半期を表す。以下同じ。

長率は各国とも前年比プラス成長に転じ急回復を示している(第12図)。アジア危機の影響が軽微であった国々(香港,シンガポール,台湾,フィリピン,中国)では香港を除き危機前のGDP水準を上回り(第13図),懸念が残るのは中国の景気減速とその香港への影響である。

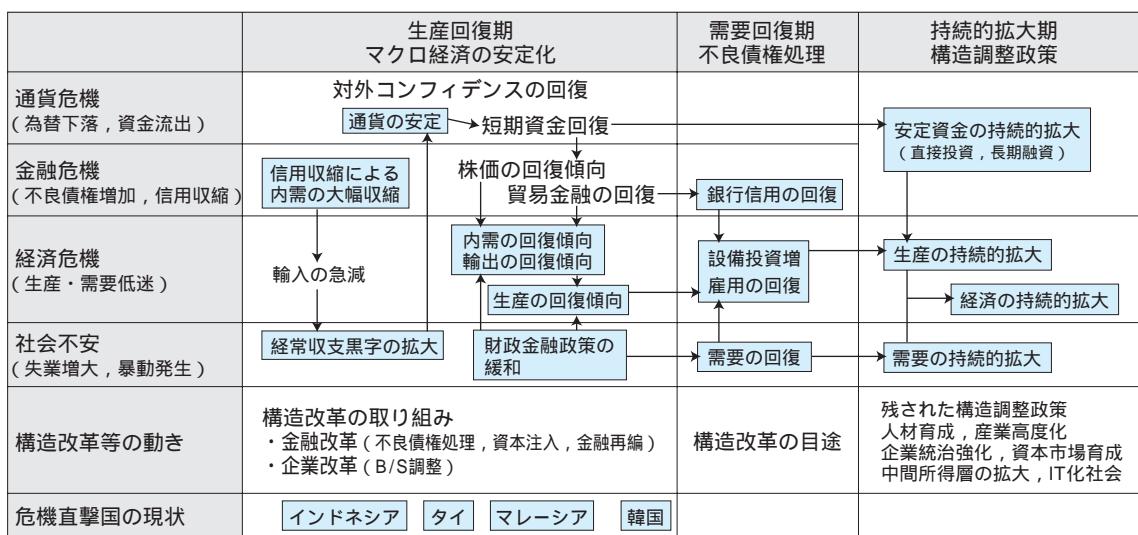
他方,危機の直撃を受けた国々では,回

復の様相が各々異なるが(第3表),回復振りは韓国,マレーシア,タイ,インドネシアの順である。すなわち,韓国では生産の回復が軌道にのり個人消費,設備投資,失業率も持ち直し傾向で,GDPも危機前水準をほぼ回復しており景気の足取りはかなり底堅い。マレーシアは危機の影響が他国に比し軽微で,かつ輸出主導の経済構造でハイテク関係等の輸出

が堅調であり,また個人消費にも底打ちの兆しがみられる。タイでは自動車等の外資系企業の回復の兆しがみられるも,総体としては公的需要依存で回復度は低い。インドネシアは政治的にやっと落ち着きを取り戻しつつある状況で純輸出依存の回復となっている。

危機直撃国景気の現状は,経済活動の水

第4表 アジア景気回復のメカニズムと自律景気回復プロセス



資料 各種報道, レポートから作成

準としては依然低く、景気対策、輸出の回復、株価回復による内需の回復傾向等で（昨年のマイナス成長の反動もあり）前年比プラスになったもので、依然本格的景気回復軌道にのっているとはいえない段階である。

#### b. 自律景気回復プロセスにおける位置付け

アジア景気回復の現状をアジア景気回復のメカニズムとして整理すると、第4表のとおり危機による信用収縮で内需の急激な収縮 輸入急減による経常収支黒字の拡大 通貨の安定 株価の回復による内需（および域内輸出）の回復傾向 景気対策の効果とあわせ生産の回復傾向となるであろう。

まだ本格的景気回復軌道にのっていない危機直撃国の今後の自律景気回復プロセスを展望した場合、生産回復期、需要回復期、

持続的拡大期と分類され、現状各国とも生産回復期（マクロ経済の安定）の段階（韓国が需要回復期に入りつつある）と位置づけられ、需要回復の段階等へ進んでいくか（本格回復へ向かっていくか）は、銀行信用の回復、海外資金の流入、財政金融の緩和いかんとみられる。

#### c. 金融改革、企業債務問題の進展に格差

銀行信用回復の根幹は金融改革、企業債務問題の進捗によるが、進展する韓国、マレーシアと遅れるタイ、インドネシアに二極化されてきている（第5表）。4国とも2000年中は金融改革等に注力する時期となるが、韓国、マレーシアは早ければ2000年中に目途が立つるとみられる。

韓国、マレーシアでは不良債権買取り、公的資金注入ともに進展している。韓国で

第5表 各国の金融システム再建・民間企業債務問題への取組状況

	韓国	マレーシア	タイ	インドネシア
不良債権比率（%）	11.4（3月） 11.3（6月）	14.9（98年11月） 12.4（6月）	47.7（5月） 46.8（7月）	70（推定値）
金融再編	銀行営業停止52行外資へ売却予定 総合金融会社 許認可取消16 生保、投信にも問題	銀行合併2 ファイナンスカンパニー 吸収12 中銀は大幅な金融グループ再編を推進中	銀行一時国有化4 外資へ売却予定 ファイナンスカンパニー閉鎖56	銀行営業停止66 銀行国有化11 銀行資本増強9 国有銀行の再編等を予定ほか
公的資金投入額	銀行支援等約31兆ウォン、債権買取約21兆ウォン等投入済	銀行支援62億Mドル、債権買取は額面で4百億Mドル投入済	7.7千億バーツの銀行支援、5千億バーツの競売損失補填を予定	銀行支援等約157兆ルピア、JBRAへの債権移管220兆ルピア実施済
民間企業債務	政府・銀行主導で財閥改革、金融監督委員会主導のワークアウト。ワークアウト対象15グループ248社中78社完了。38社進行中	企業債務処理委員会の48件、310億Mドルの債務のうち12件、114億Mドルは処理終了（最大のコングロマリットのレノンを含む）（約40%進捗）	企業債務再編諮詢委員会の管理下で102千件6802億バーツのリストラまとめり、22.6千件12046億バーツの案件交渉中（約20%進捗）	ジャカルタイニシアチブの参加企業181社、11.6兆ルピア+208億ドルの債務のうち22社2兆ルピア+30億ドルにつき交渉成立（約12%進捗）
進捗度	リストラコストは64兆ウォン、約56兆ウォン実施済。今後増大の見込	リストラコストは約340億Mドル。小額不良債権買取80億Mドル別途実施予定	リストラコストは約1.3兆バーツ、4割程度実施。競売結果でコスト増大見込	リストラコストは約550兆ルピア、資本注入、清算で今後更に増大の懸念

資料 各国中銀、各種報道、レポートから作成

（注）不良債権比率はノンパンク含む3か月ベース。左側数値が過去ピーク値、右側数値が直近値。

は金融再編も進み銀行貸出に回復の兆しもあるが、先行きに懸念が残る大字問題や99年末から新資産健全性基準導入の予定から公的資金の追加投入が必要となろう。しかし政府が引き続き強いリーダーシップで金融改革等に取り組んでいくとみられる。マレーシアでも2000年末までの金融グループの再編計画や総選挙実施による2000年予算の景気刺激型の採用等政府の強いリードが期待できる。他方、タイ、インドネシアでは金融再編は相応に進展したが、タイでは銀行不良債権の公的買い取り機関が機能せず公的資金注入も進んでおらず、インドネシアでは不良債権の公的機関への移管の進展はあるものの対外民間債務問題解決の遅延や改革を本格化していくため資金的基盤の弱さ等で、両国とも実質的不良債権処理は進んでいない。さらに、タイでは2000年初めに予定される総選挙の争点に对外債務の増大が挙がっているため景気対策や金融改革に大規模な財政出動ができない状況にあり、インドネシアでは挙国一致政権成立で華人資本回帰の兆しのプラス面もあるが、一部地域での独立への動き等依然政治面で不安定性がくすぶっており、改革の急進展は望めないであろう。

#### d. 注目される海外資金の動向

回復のもう一つのカギとなる海外資金については、国際金融協会(IIF)の韓国、ASEAN4(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン)

の見通し(第6表)によると、98年の海外資金は銀行貸出純減でネット流出となつたが、1999年、2000年はプラスに転ずる見込みである。

銀行貸出についてはIIFのレポートでは2000年に韓国の多額の借入返済を見込んでいるが相当部分は99年までに返済予定であり、その分を加味すると2000年の民間資金はネット流入になろう。しかし銀行貸出の純減傾向は2000年まで継続するとみられ、国内資本市場の育成が必要となろう。

直接投資は98年にM&A関連(6割)で急増し、99年も堅調であるが、国ごとの格差は顕著(韓国、マレーシアの増加、タイ、インドネシアの減少)で、金融改革等の進捗度に海外企業等が注目していることがうかがえる。

株式投資は99年前半にアジア景気の回復期待で資金が還流したため、IIFも9月に99年の資金流入を上方修正したが、夏場以降原油価格等商品市況が反転上昇し世界的なデフレ圧力が消滅し、欧米で金利が上昇

第6表 IIFの韓国、ASEAN4への資金流入見通し

(単位 億ドル)

	1996年 (実績)	97 (実績)	98 (見通し)	99(見通し)		2000(同)
				99.4.25	99.9.25	
経常収支	548	261	692	446	463	288
民間資金計	1,023	2	276	3	51	20
直接投資	47	59	95	125	·	·
株式投資	139	15	43	60	·	·
銀行貸出	627	212	361	160	·	·
その他	210	171	53	23	·	·
公的資金計	33	281	234	76	57	86
多国間	20	224	193	17	·	·
2国間	13	57	41	93	·	·
資金流入合計	990	283	42	78	108	66

資料 Institute International Finance 「Capital Flows to Emerging Market Economies」

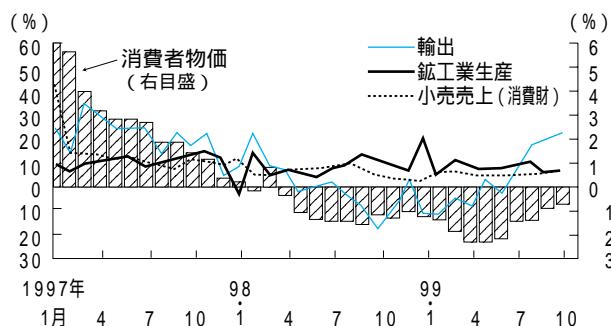
レンドに転じたことでアジア株はボックス入りしている。今後は総じて流動性相場から業績相場に転じ、国により格差が出て大幅な流入増加は見込めないとみられる。なお、マレーシアの通貨資本規制も経済の回復振り等によって撤廃が視野に入ってこう。

#### e. 中国経済の動向はリスク要因

アジアの回復の影響は中国にも波及し、7月以降のアジア・日本向け輸出の急回復で懸念されていた人民元切下げ観測は遠のいている。しかし、国内景気は国有企业の生産過剰、三大改革による失業者の増加、GITIC問題等による外資流出等で深刻なデフレに陥っており、財政金融両面からの景気刺激、輸出振興のための増税還付率引き上げ等を行うも第3四半期のGDP成長率は7%と減速傾向は止まっていない(第14図)。

これに対し、9月の共産党4中全会で国有企业改革を従来の3年で完了との方針から3年で困難な状況から脱却し2010年までに構造調整を通して国有経済の比重を縮小

第14図 中国主要経済指標の推移(前年比)



資料 第12図に同じ

する方針へ変更した。具体的には国有四大商業銀行が各々設立した資産管理会社に国有企業向け等の不良債権を移管し、株式交換、資産の売却や証券化で処理するもので、改革をペースダウンさせデフレ圧力を緩和しようとする狙いである。

2000年の中国経済は輸出増加、財政金融面の内需喚起策(公的投資、マネーサプライの増加等)や確実視されるWTO加盟による直接投資の増加期待等で、7%程度の成長確保をめざすが、財政的にまだ余裕があるので相応の成長は可能で、それにより香港も穏やかな回復軌道をたどるであろう。ただし、WTO加盟等による改革の滞りや輸出の停滞等でデフレが悪化する場合には、人民元切下げ観測が再燃する懸念も残るが、その場合もアジア各国の経常収支等のファンダメンタルズの改善から影響は限定的とみられる。

#### f. 穏やかに回復するアジア景気

2000年のアジア景気は、金融改革等の進捗度、海外資金の流入、タイ以外での景気対策の継続等により回復時期に差は出るも、総体としては穏やかな景気回復軌道に向かうとみられる(第7表)。危機直撃国は金融改革等に注力していく段階であるが、韓国(成長率は今年の反動で低下)、マレーシアは順調であれば需要回復期に向かうものの、タイは足踏み、インドネシアも本格回復には時間要するであろう。また危機の影響の軽微な国は中国、香港を除き本格回復に向かうとみられる。

第7表 アジア経済見通し  
実質GDP伸び率

(単位 %)

	1998年 (実績)	1999年(見通し)			2000年(見通し)		
		ADB(99.9)	IMF(99.9)	OECD(99.11)	ADB(99.9)	IMF(99.9)	OECD(99.11)
NIES	1.8	5.2	5.2	-	5.2	5.1	-
香港	5.1	0.5	1.2	0.0	1.5	3.6	4.0
韓国	5.8	8.0	6.5	9.0	6.0	5.5	6.5
シンガポール	1.5	5.0	4.5	-	6.0	5.0	-
台湾	4.8	5.5	5.0	-	6.3	5.1	-
ASEAN4	9.8	-	1.4	-	-	3.6	-
インドネシア	13.2	2.0	0.8	0.5	4.0	2.6	2.5
タイ	9.4	3.0	4.0	3.8	5.0	4.0	5.0
マレーシア	7.5	2.0	2.4	4.5	3.9	6.5	5.5
フィリピン	0.5	3.0	2.2	3.2	4.5	3.5	4.5
中 国	7.8	6.8	6.6	7.1	6.0	6.0	6.8
日本除くアジア全体	3.7	5.5	5.3	-	5.5	5.4	-

資料 IMF「World Economic Outlook (99年9月)」, ADB「Asian Development Outlook (99年9月)」,  
OECD「Economic Outlook (99年11月)」

海外のリスク要因としては、米国景気の予想以上の堅調さの継続で利上げが追いつかない場合で、アジア各国景気にとって輸出面等でプラス効果が見込める。しかし、このケースは米国経済の不均衡を拡大させ世界経済を不安定にするリスクを内包している。

最後に、危機直撃国では中長期的に財政赤字拡大による民間投資のクラウディングアウトの懸念があり、海外資金流入が必要となる。そのためには、アジアは高貯蓄率、勤勉な労働力等良好なファンダメンタルズを有するが、金融改革等に目途が立った後に残された構造調整政策(人材育成、産業の高度化、資本市場の育成、中間所得層の拡大、IT社会の実現等)の実施が必要で、これらの面でも日本の果たす役割が期待されよう。

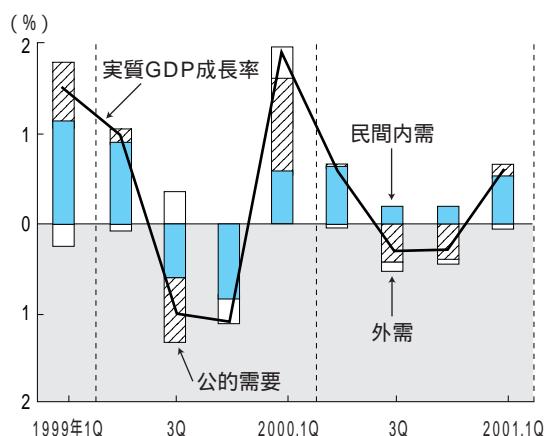
### 3. 日本経済の展望

#### (1) 自律回復に向けての正念場となる日本経済

##### a.マイナス成長からの脱出

97年3月以降、後退局面入りしていた国内景気は、同年秋の相次ぐ金融機関の破綻やアジア経済危機などを背景に一段と低迷が続き、98年度の実質GDP成長率は1.9%と戦後最悪の水準を記録した。景気の落ち込みを受けて、当局は98年4月以降、公共事業の拡大や減税等の景気対策、金融システム安定策、ゼロ金利政策といった経済対策を次々と打ち出した。その結果、金融不安の解消とともに消費者心理が好転し、消費性向が改善、在庫調整の進展で生産も下げ止まり始めた。金融機関の貸し渋りの緩和や中小企業への信用保証枠拡大などを

第15図 実質GDP成長率(季調済前期比)



資料 経企庁「四半期別国民所得統計速報」  
(注) 99年3Qまでは実績値。4Q以降は当総研予測値。

受けて企業の景況感も改善し、99年第1四半期の実質GDP成長率は季節調整済で前期比+1.5%と、6四半期ぶりにプラス成長に転じた。

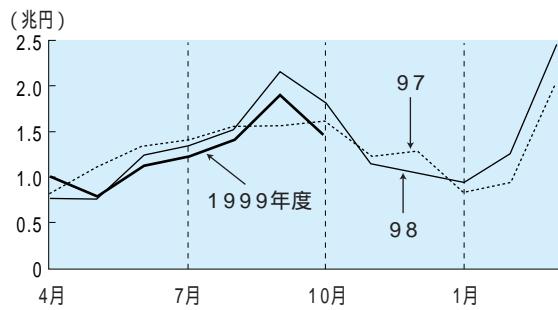
翌四半期も、住宅ローン減税政策・低金利効果から住宅投資が伸びたこと、所得の減少が続いたにもかかわらず消費が伸びたことに支えられ、前期比+1.0%と引き続きプラス成長を達成した(第15図)。

#### b. 政府部門による下支え

このように景気は下げ止まりの様相を見せ始めているが、政策効果によるところが大きく、まだその足取りは弱い。民需が本格的に回復するまでは引き続き公共投資等の財政政策および金融政策による下支えが必要であろう。

99年度下期の公共投資の息切れが懸念されているが、足元で官公庁の建設受注額や公共工事着工総額が前年比で減少しているのは、前年も経済対策により公共投資が積

第16図 公共工事着工額の推移



資料 建設省「公共工事着工統計」

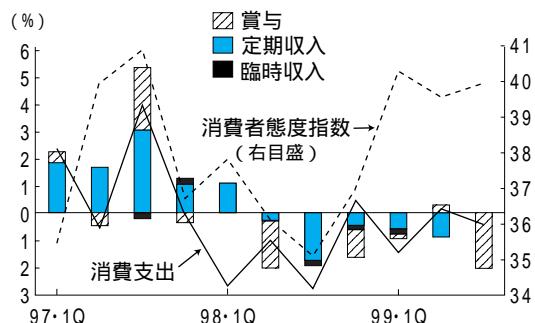
極的に拡大されていたためであり、受注高・着工金額の水準は比較的高い(第16図)。本年11月に発表された経済新生対策に盛り込まれた公共事業は、議会での決定時期等を考慮すると、国による事業は2000年第1四半期、地方での公共事業は第2四半期から実施され、切れ目のない政策効果が望めそうだ。

ただ、中小・ベンチャー企業振興、情報化推進といった中期的施策は、経済の本格回復の環境整備として評価できるが、短期的な効果が期待される従来型の公共事業の需要拡大効果はこれまでよりも弱くなると予想される。また、公共事業の約6割を実施する地方自治体の財政が、税収伸び悩みと地方債残高の拡大に圧迫されていることから、地方施行分の公共事業の未達成分が大きくなる懸念もある。

#### c. リストラ進行下でも底堅い個人部門

政府部門とともに今後の経済成長の下支えになるのは個人部門であろう。99年度は賞与カットの影響が大きく、雇用者所得は前年度比マイナスを予想するが、金融不安

第17図 個人消費・収入と消費者マインドの推移



資料 総務庁『家計調査』、経企庁『消費動向調査』  
(注) 1.消費者態度指数を除き前年同期比伸び率。  
2.消費支出は全世界。

の影響で消費マインドが大きく冷え込んだ昨年に比べて、今年度は株高の進行など景況感の改善等により消費性向は高い水準を維持すると思われる。その結果、個人消費は大きな伸びは期待できないものの、下振れすることもないだろう。

個人消費の本格的回復が見込めない要因としては所得の減少が大きい。2000年度は、企業の雇用過剰感はピークを越したものの依然強く、企業のリストラ圧力はなお続くと思われる。パート労働者の雇用割合が増加しているほか、一般労働者でも特に中高年層の賃金引下げ圧力は強く、所得の減少は避けられないだろう。収入増を伴わない貯蓄取崩型消費には限界があり、個人消費の抑制要因となる（第17図）。

しかし一方で、財政による雇用支援策、外需の回復に伴う生産増等の下支え要因もあり、雇用不安が極端に悪化するとは考えにくい。満期に達した郵貯の利息収入・介護保険サービスの

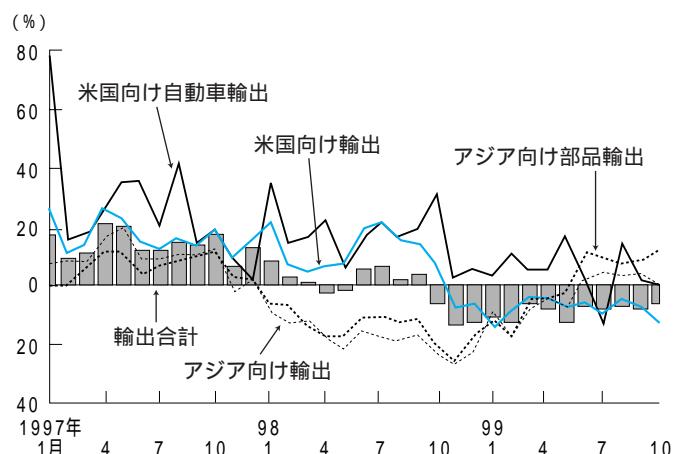
効果もあり、全体的に景況感が改善するなか、消費は底堅く推移すると見込まれる。

また、99年度は住宅ローン減税や住宅金融公庫貸出金利の引下げといった政策効果が住宅投資の大幅な増加につながったが、2000年度は需要の一巡から前年に比べ、やや低めの水準に落ち着くであろう。

#### d. 当面の景気押し上げ要因 輸出

1999年度から2000年度にかけては輸出拡大が景気の押し上げ要因となるだろう。米国経済が好調な上、アジア経済の予想外に早い回復を受け、円高の進行にもかかわらず6月以降、輸出数量は急回復している。アジア経済の回復に伴う需要増から、アジア向けの鉄鋼・化学製品・電子部品等の中間加工財の輸出が増えているほか、米国の堅調な個人消費の恩恵を受けて、足元でやや勢いが弱まっているものの米国向け自動車輸出が伸びている（第18図）。これから

第18図 輸出金額の推移



資料 大蔵省『外国貿易概況』

(注) 1. 前年比増減率。  
2. アジア向け部品は、自動車部品、音響・映像機器部品、半導体等電子部品の合計。

2000年度にかけて拡大ペースは緩やかになるものの、米国経済の好調やアジア経済の回復が続き、また、世界的な半導体需要の増加が見込まれることから、輸出増加基調は持続できるであろう。

#### e. 回復の芽がみられる設備投資

輸出増により、一時的には外需牽引型の経済成長が続くであろうが、製造業の総売上高に対する輸出比率は過去20年間、2割から3割の間で安定しており、日本経済が本格的な回復を果たすためには内需拡大による「自律的回復」を達成する必要がある。しかし、設備投資の先行指標である機械受注をみても、足元は前年比プラスに転じてきているが、前年の落ち込みが大きかったため、水準自体は低い。

企業が設備投資を抑制する主な原因としては、バブル期および95~96年にかけての情報化関連投資ブームにおける積極投資の結果、設備過剰状態が続いていること、債務負担や不良債権の増加によりバランスシートが痛んでいること、期待成長率が下がっていること、が挙げられる。

91年以降の平均設備稼働率指数は100.9と、それ以前の10年間の平均107.8を大きく下回っており、バブル後、恒常に設備過剰が続いていることがわかる。2000年度も規制緩和等で競争が激化し、戦略的投資を拡充する一方で不採算部門は切り捨てるといった経営方針の転換、よりコスト削減に重点を移す傾向が強くなること、会計制度の変更を控え資本効率重視の経営方針に転

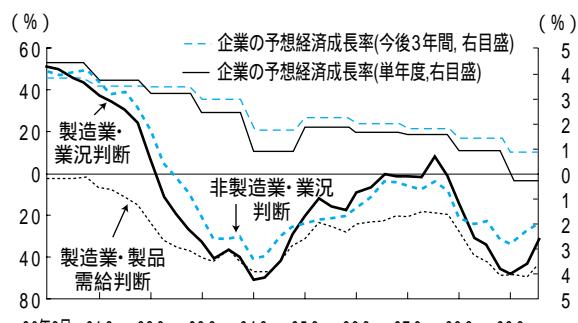
換する企業が多いことなどから設備投資・雇用抑制基調は続くだろう。

また、日銀短観にもみられるように景気全般に対する企業マインドは改善しているものの、実際の売上予想については電気・通信・小売といった一部業種を除くと慎重な企業が多い(第19図)。鉱工業指数をみてても、アジア向け輸出増を受けて生産財出荷は伸びているが、最終財の出荷は内需不振を反映してあまり伸びていない。企業が新規投資に踏み切るには、内需の回復期待が盛り上がることが必要となる。

一方、12月日銀短観での99年度企業売上・収益は、全規模・全産業ベースで1.0%減収、16.8%の増益の見込みとなっており、リストラによる企業収益回復基調が鮮明になってきた。業種間格差はあるが2000年度もリストラによる収益回復が続くだろう。

このような環境下で、一部では設備投資回復の芽がみられるようになった。自動車・電気機械などの一部加工型製造業では

第19図 企業の景況感



資料 経企庁「企業行動に関するアンケート調査」、  
日銀「主要企業短期経済観測調査」

(注) 1. 業況判断は先行きについて「良い」-「悪い」。  
2. 製品需給判断は先行きについて  
「需要超過」-「供給超過」。

高付加価値分野での研究開発投資等、戦略的投資が伸びているほか、輸出増に伴う更新投資需要が出てくることが期待できる。また、世界の情報化の流れやアジア企業の成長などを背景に、今後さらに激化する競争を勝ち抜いていくためには生産性の高い設備を新規投資していく必要性があり、今後は過剰感の緩和よりも企業の体力の向上（バランスシート調整、リストラ）、収益の改善、景気見通しの好転が新規投資に踏み切るポイントとなるだろう。

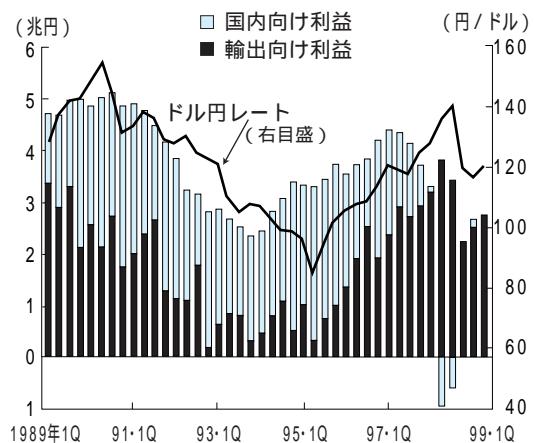
バランスシート調整、リストラの進捗状況については業種間、企業間で格差が広がり、「勝ち組み企業」が現れ始めた。これらの勝ち組み企業が本格的に設備投資を開始する時期を注視する必要がある。

#### f. リスクシナリオ　円高の進行

しかし、過度の円高が進めば企業マインドは一気に冷え込み、投資抑制姿勢が続く可能性が大きくなる。消費の本格回復が期待できないなか、円高により輸出の採算が悪化すれば企業収益は圧迫され、リストラ圧力がさらに強まる危険もある。生産拠点の分散や海外景気の回復傾向により円高抵抗力は増しているものの、内需が不振な現在、製造業の収益はほとんど輸出に頼っているため、これ以上の円高の進行は企業の体力低下をもたらす（第20図）。

2000年度下期には公共投資の伸びも弱まり、住宅投資も駆け込み需要の反動減が見込まれることから、設備投資の大幅な減少が続くと景気腰折れの可能性も出てくる。

第20図　製造業国内・輸出向け経常利益



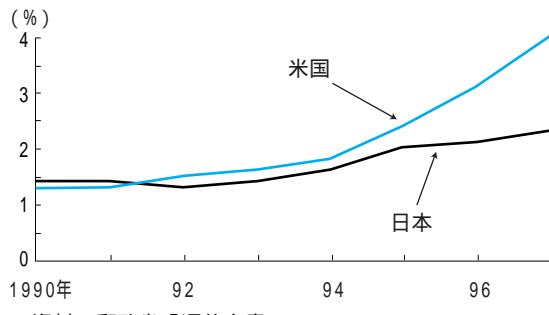
資料　大蔵省「法人企業統計季報」、通産省「鉱工業出荷内訳表」、日銀「企業短期経済観測」「金融経済統計月報」

- (注)
- 1.「法人企業統計」の製造業売上高を「日銀短観」の輸出手率で按分。
  - 2.1.で求めた国内・輸出向け売上を、鉱工業出荷内訳表を用いて数量ベースに直し、製造業の総コストから単位当たりのコストを算出。
  - 3.2.の単位当たりコストに売上数量を掛け、国内・輸出向けコストを算出。
  - 4.1.から3.を差し引いて、国内・輸出向け利益を試算。

#### g. 情報化関連投資の拡大

中長期的には、情報化関連投資が日本経済の起爆剤となる可能性を秘めている。現在でも企業の設備投資全体に占める情報化関連投資のウェイトは高まってきているが、バブル後の情報化関連投資の伸びは米国と比較すると低水準にとどまっており、日本の情報通信関連市場の成長可能性はまだ大きい（第21図）。旧来企業の生産性上昇、新産業の誘発による雇用拡大・需要喚起といった波及効果が期待されるほか、特に携帯電話普及率の高い日本はモバイル分野でグローバル競争で優位に立てる可能性がある。ただ、その前提として、インターネット通信費用引下げなどのインフラ整備、経営スタイルの見直しなども含めた

第21図 情報化投資額対GDP比率



資料 郵政省『通信白書』

企業の情報技術の積極活用姿勢、が必要である。

しかし一方では情報化を通して効率化が進むと、中間流通業・下請けといった既存の体制が不要になり、一時的に失業者の増

加などの景気攪乱要因を引き起こす。IT革命により、その失業者を吸収できる程度の市場の拡大が見込めるのかが問われる。また、派遣社員やパート労働者の割合が増えたとはいえ、いまだ雇用制度の硬直性は強く、新産業への労働力移行の障害となる。

#### h. 景気回復の正念場

2000年度の日本経済は、政策効果や外需に支えられながら自律回復への環境づくりをする、いわば準備期間となるだろう。企業・個人のマインドがもちこたえている間にバランスシート調整、コスト削減といっ

第8表 日本経済見通しの概要

	1998年度 実績	1999年度見通し		2000年度見通し	
		上期	下期	上期	下期
名目GDP 実質GDP	% %	2.0 1.9	0.0 0.7	0.5 1.0	0.4 0.4
国内民間需要	%	3.0	0.2	0.2	0.6
民間最終消費支出	%	0.6	1.8	1.5	2.1
民間住宅	%	10.9	6.7	3.6	10.3
民間企業設備	%	9.5	7.8	8.6	7.0
民間在庫増加	10億円	218.4	634.8	786.4	151.6
国内公的需要	%	1.2	4.2	8.8	0.4
政府最終消費支出	%	1.4	0.8	0.7	0.9
公的固定資本形成	%	1.5	7.3	19.1	0.7
財貨・サービスの純輸出	10億円	12,202.5	11,279.4	5,706.5	5,572.8
輸出	%	3.8	1.1	1.2	1.0
輸入(控除)	%	7.0	3.1	4.0	2.2
卸売物価 消費者物価	% %	2.5 0.1	3.1 0.2	3.8 0.1	2.4 0.2
経常収支 貿易・サービス収支	兆円 兆円	15.2 9.6	14.1 8.4	7.2 3.9	6.9 4.5

資料 実績値は経済企画庁「四半期別国民所得統計速報」、予測値は農中総研作成

(注) 1.単位が%のものは前年比増加率。

2.主な前提条件。

		1998年度	1999	2000
為替レート	円/ドル	128.0	111.1	105.0
CDレート 3か月物	%	0.5	0.1	0.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	13.9	18.6	24.0

99年11月発表の経済新生対策は、うち1兆円が99年度中に実施され、残りは2000年度に繰り越しと想定。

景気対策として2000年度下期に3兆円程度の経済対策が実施されるものと想定。

た企業の体质改善，そして労働市場の流動化，情報関連インフラの整備，中小・ベンチャー企業振興といった，規制緩和や法整備などのマクロ的な環境が整えられれば，2001年度以降，民間企業の活力主導のしっかりした自律的回復がようやく実現するだろう。

(2) ゼロ金利解除は2000年度後半以降に

a. ゼロ金利解除の条件

日銀は，現在のゼロ金利政策を「デフレ懸念が払拭される展望がみえるまで」継続するとしている。デフレ懸念という点では物価動向が指標といえる。足元の物価動向は，在庫調整進展や原油高等の海外商品市況回復など短期的需給の改善で横ばいで推移しているものの，日銀短観などからみて雇用・設備などボトムラインの需給ギャップは依然大きく，潜在的デフレ懸念がある。こうした潜在的デフレ懸念が薄れる状況とは，民需の持続的な回復＝設備投資が回復してくる状況といえよう。これからすれば，設備投資の回復が期待できる2000年度後半にゼロ金利解除が想定される。

ただ，金融機関の債券保有が高まっていることや，企業のバランスシート調整が進行中であることから，日銀も，ゼロ金利解除が長期金利急上昇や円急騰を招き再度の金融不安，景気失速につながるような事態は回避したく，2001年4月のペイオフ解禁に向けて現在進められている金融セーフティネットの拡充策の整備により潜在的金融不安を一掃し，株価も安定的に2万円台

を維持できているような十分条件がそろった上で，市場追随でゼロ金利解除に踏み切る公算が高いとみられる。

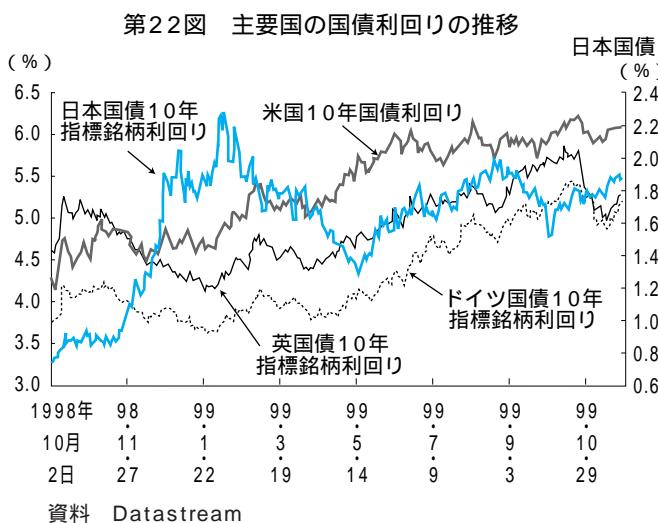
b. 国債管理政策で長期金利上昇を抑制

99年度下期の長期金利は，ゼロ金利効果等での力ネ余りと，第2次補正予算での国債増発や郵貯大量償還に絡む資金運用部資金繰り懸念による国債需給悪化懸念が交錯するなかで，1%台後半で推移してきた。

2次補正での国債増発は7.6兆円で，5年債が初めて発行され大半が中短期債になる計画である。郵貯大量償還による資金運用部の資金繰り対策としては，運用部が保有国債を対市中売り現先を実施し，その際必要に応じて日銀もその相手方となることで，運用部に補完的に流動性供給を実施することが決定された。

一方，力ネ余りの状況は，銀行の貸出動向でみると，99年10月の貸出平残は前年同月比5.5%減と8月をピークにマイナス幅がやや縮小しており，企業の借入返済の動きも一服してきた感はある。ただ，2000年度に有価証券の時価評価及び退職給付会計が導入されることから，企業の財務体质改善の動きは2000年度も継続するとみられる。また，銀行も，ペイオフ解禁を控え，あえてリスクのある貸出を伸ばすより財務体质改善を優先し，有価証券の時価評価導入から債券のデュレーションの短期化を意識しつつも，当面，消去法での国債購入は継続するとみられる。

以上より，2000年度前半の長期金利は，



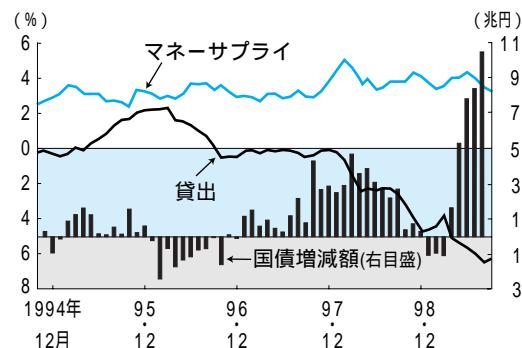
景気動向がほぼ横ばうなかで、欧米の金利動向などが上昇圧力になり2%台に乗せる局面もあるが、カネ余りと国債管理政策の強化で、基本的には1%台後半で推移しよう（第22図）。

#### c. 良い金利上昇か悪い金利上昇か

年度後半については、当社の見通しどおり設備投資が回復に向かえば、長期金利も2%台半ばに向け上昇しよう（良い金利上昇）。

逆に景気回復にもたつき、雇用面などで

#### 第23図 銀行のバランスシート（前年同月比）



資料 日銀『経済統計月報』  
(注) 貸出は5業態計、マネーサプライはM2+CD。

リストラによるデフレ懸念が強まるような場合には、金融政策としては、まずは、TB買切りオペなどによりターム物金利の低下を促すような調節を実施しよう。最近の大蔵副財務官のインフレターゲット論などから量的緩和政策に期待する向きもあるが、日銀副総裁は「量」よりも「ゼロ金利の時間軸の効果」（デフレ懸念が高まれば市場のゼロ金利期待が長期化することで金融緩和効果が生じる）を強調しており、いわゆるマネタイゼーションに踏み込まない方針である。

仮に、再度財政拡大の措置が採られた場合には、長期国債の買切りオペの増強可能性は残るが、それがスパイラル的な財政悪化ひいては日本の貯蓄超過の解消を連想させ、いわゆる悪い金利上昇につながるトリガーになる懸念はある（第23図）。

#### d. 円高地合い継続

日本の景気回復期待に加え、ECBの通貨政策の不透明感やドイツ政府の企業再建問題への介入などからユーロ安が進行したことで、11月下旬に円ドル相場は101円台に円高が進行した。ユーロ圏の景気は回復基調にあることや、米国も生産性など相対的なファンダメンタルズは依然強いこと、100円割れの円高は日本の景気失速につながる懸念があることなどから、一時的に100円割れがあっても、その水準で円高が定着する事態は当面想定し難い。目先的には、日本が長期金利上昇を抑制する姿勢を打ち出す一

第24図 ドル／ユーロとドル／円の推移



資料 第22図と同じ

方で、米国は利上げによりとりあえず株式・債券市場が落ち着きドル安不安が後退したことから、円高修正の余地があるとみられる（第24図）。

2000年度は日本の景気回復期待を背景に円高地合いは継続しようが、日本の景気回復がもたつく場合でも、当社の米国景気の見通しからは米国のインフレ懸念はくすぶり、ドル安不安の高まりから円高が進行するリスクには留意したい。

#### e. ミクロの構造改革を評価する株式市場

99年10月中旬に1万ドル割れとなったNYダウがその後持ち直しているのに歩調を合わせる形で、日本の株式市場も総じて堅調な展開となっている。内容的には、日経平均株価に比べTOPIX、店頭平均株価の上昇が目立っている。こうした二極化は、銀行、企業の持ち合い解消売りが素材株を中心広がる一方で、外人、投信の買いが情報通信関連の特定銘柄に集中しているためである（第25図）。

情報通信関連銘柄の上昇は、米国のIT革

第25図 株価の推移



資料 第22図と同じ

命によるデジタル・エコノミーの進展が、今後日本でも期待できる兆しが出てきたことが背景にある。今後の日本の自律的景気回復のリード役を情報通信関連産業が担うことは十分想定され、今後も株式市場のコア業種となろう。

ただ、足元のこうした業種の上昇スピードは急激で、テーマ性で上昇している銘柄も多く、目先的には、Y2K問題での流動性低下懸念や長期金利上昇リスクなどもあり、いったんはスピード調整の局面を迎える。

2000年度前半にかけて、需給面では、時価会計導入（持ち合い株式を「その他有価証券」と規定すれば時価評価は2001年度から）や金融再編の動きから持ち合い解消は加速が予想される。一方、99年度既に6兆円を買い越した外人投資家は、規模は細るもの、米国株の高値リスクもあり国際分散投資の視点からの買いを継続するとみられる。また、投信が99年8月以降買い越しとなっているが、ゼロ金利による投信を通じた個人資金の流入は継続し、郵貯の償還資

第9表 東証1部業種別時価構成比

(単位 %)

	1999年10月末	98年度末比増減	96年度末比増減	89年度末比増減
通信業	11.5	4.7	9.0	9.8
電気機器	16.7	1.3	3.0	5.3
サービス業	4.1	1.2	2.3	3.0
小売業	5.2	0.5	0.8	1.7
その他金融業	2.2	0.2	1.0	1.6
医薬品	4.0	0.5	0.6	1.6
輸送用機器	7.5	1.5	2.4	1.4
ゴム製品	0.8	0.3	0.1	0.2
その他製品	1.9	0.1	0.2	0.1
精密機器	1.1	0.2	0.3	0.0
水産・農林業	0.1	0.0	0.1	0.1
倉庫・運輸関連業	0.1	0.1	0.1	0.1
陸運業	2.9	1.1	1.1	0.2
鉱業	0.1	0.0	0.1	0.2
化学	4.3	0.6	0.6	0.3
食料品	2.4	0.6	0.2	0.3
パルプ・紙	0.6	0.0	0.1	0.3
保険業	1.3	0.3	0.3	0.4
金属製品	0.5	0.2	0.3	0.4
石油・石炭製品	0.4	0.1	0.5	0.5
海運業	0.3	0.1	0.1	0.6
非鉄金属	0.9	0.2	0.6	0.7
卸売業	3.4	0.2	0.1	0.7
不動産業	0.7	0.4	0.6	0.7
機械	2.9	0.4	0.4	0.7
空運業	0.3	0.1	0.4	0.8
ガラス・土石製品	0.8	0.4	0.6	0.9
繊維製品	1.0	0.1	0.5	0.9
証券業	2.0	0.3	0.1	1.0
電気・ガス業	2.9	1.3	1.2	1.8
鉄鋼	1.2	0.2	1.4	2.5
建設業	1.7	0.7	1.6	2.9
銀行業	14.6	0.4	3.3	7.8

資料 東京証券取引所「統計月報」より作成

金もある程度は株式にも向かうとみられる。

ファンダメンタルズ面では、事業規模18兆円の経済新生対策等で当面景気失速の懸念は少ない。企業収益については、I/B/E/S社が10月時点での集計した各シンクタンクの企業アナリストによる2000年度の平均予想EPS(1株当たり利益)は日経平均ベースで35.5%の増加見通しであり、これによる日経平均1万8千円水準のPER(株価収益率)は35.0倍と特に割高感はない。

以上により、2000年度前半の株式市場は底堅く推移するとみられる。年度後半にかけては、マクロ的には景気回復がもたつくような局面でも、リストラによる企業収益の回復基調が維持されれば、2万円台に乗せる公算は高いとみられる(第9表)。

銘柄的には、情報通信関連は業種としてはコア銘柄とはいえ、競争激化から個別企業の新陳代謝は激しくなるとみられる。また、リストラもキーワードとなろうが、単なるコスト削減ではなく、IT革命を経営に取り込み生産性向上につなげていけるような

企業の選別が重要となろう。

リスクとしては、米国のインフレ懸念の強まりによる米国株価の調整やこれに伴うドル安(円高)進行と、足元の景況感の改善によって企業のリストラ努力が緩むことなどに留意が必要であろう。

- (1章 鈴木利徳・すずきとしのり  
 2章 - (1)(2)小野沢康晴・おのざわやすはる  
 2章 - (3)千葉 進・ちばすすむ  
 3章 - (1)鈴木亮子・すずきりょうこ  
 3章 - (2)堀内芳彦・ほりうちよしひこ)