

調 査

第19号
(2001年3月)

内 容

最近の経済動向	2
- 今次景気回復力の弱さとその背景 -	

最近の経済動向

今次景気回復力の弱さとその背景

【要 旨】

I . 日本経済は99年4月を景気の谷として、輸出や設備投資に支えられ緩やかな回復を続けてきたがそのペースは鈍化してきている。所得、雇用環境の改善の弱さを反映して、消費が低調なまま推移しており、財政事情の厳しさから公共投資は減少し、輸出も頭打ちになるなど、全体として浮揚感に乏しく、生産の伸びも鈍化してきている。

個人消費は依然、低調に推移している。名目賃金は2000年に入ってプラスに転じたものの、夏季賞与は微増にとどまるなど、全体として伸び悩んでいる。消費支出デフレーターの下に伴う名目消費の不振が、販売面などから見た消費の回復実感を弱いものとしている。新興専門店の販売は好調だが、中小小売店を含む小売業全体を牽引するには至っていない。

設備投資は、電気機械などいわゆるIT関連業種を中心に製造業では、急速な回復を示しているが、小売業の前倒し出店やサービス業の一部の伸びに牽引されて先行して増加していた非製造業では、足踏み状態にある。先行指標についても、製造業はなお増加が見込まれるが、非製造業は建設受注などの動きも弱いなど、先行きは必ずしも楽観できない。

住宅投資は99年からの住宅ローン減税拡充により、持家が先行して持ち直した後、99年後半からは、分譲がこれに続いたが、全体として横這いとなっている。分譲は首都圏のマンションなどで契約率が8割程度で推移するなど、販売は好調だが、在庫もやや増加している。

公共投資は、財政事情の厳しい地方を中心に減少傾向にある。今後、2000年10月に策定された新発展政策の効果も期待されるが、公共工事の請負金額は前年比で減少が続いている。

景気を牽引してきた輸出は、米国の景気減速や、ユーロ安などを映じて、2000年後半にかけて頭打ちとなっている。一方輸入は、アジアからの輸入を中心に緩やかな増加を続けており、純輸出は前年の水準を下回って推移している。

鉱工業の出荷は、設備投資に牽引される資本財で伸び率が高まっている他は、建設財、消費財とも停滞し、ウェイトの大きい生産財では在庫積み上がり局面を迎え、全体的にも

在庫が増加に転じ、出荷の伸びが鈍化してきている。

物価は原油高の影響を除き、弱含みが続いている。求人環境は改善しているが失業率は高止まり、雇用者は増加しているが、自営業主等での減少が目立っている。ゼロ金利の解除以降、短期金利はやや強含んだが、株価は低迷し、資金需要が弱い中、金融機関は国債の運用を増やしている。

Ⅱ．今次の景気回復は、輸出や設備投資の民需により牽引されているが、消費の低迷が顕著であり、従来に比べてその回復力が弱いことが大きな特徴である。

個人消費低迷の背景には、企業収益の改善から雇用者報酬増加への波及が弱い点が考えられ、90年代を通じて、労働生産性が伸び悩む中で上昇してきた労働分配率の高さも、その一因と見られる。設備投資は、回復の立ち上がりは比較的早かったものの、牽引役に広がりやを欠き、伸びも緩やかである。足下の企業収益の改善は固定費の削減による面が大きく、収益の改善の割に設備投資の増勢が弱い一因と考えられる。

今回の回復を牽引してきた輸出は、海外の景気に左右される面が強いが、輸入は日本の景気その他、相対価格や対外直接投資の要因などにより増加基調にあり、国内供給への影響も高まっている。90年代を通じた国、地方の債務の積み上がりにより、公共投資の拡大余地は限られ、金融も与信面の低迷が顕著である。物価は従来からの財価格の低下傾向に加え、サービス価格が賃金とともに軟調な動きを見せている。

．米国経済は2000年末で拡大117ヵ月と戦後最長を更新したが、足下で減速傾向を示している。個人需要は、貯蓄率がマイナスとなるほどの伸びを見せてきたが、減速が懸念されている。設備投資は情報関連を中心に高い伸びを続けてきたが、頭打ち傾向となっている。雇用も失業率が上昇に転じるなど、労働需給はやや緩んできている。

株価は、2000年春まで急騰していたナスダックが年末に向け、ピークの半分以下になるなど急速に調整が進み、これと並行して各種景気指数は低下を示している。こうした中、連邦準備制度理事会は、2001年1月に誘導金利を計1%引き下げたが、景気の先行きに対する警戒感が高まっている。

(2001年2月23日記)

[担当：調査部経済調査班 E-mail:report@dbj.go.jp]

【目 次】

【要 旨】

	頁
第Ⅰ章 回復ペースが鈍化する日本経済	5
1. 概況：生産は増加続くも、伸びは鈍化	5
2. 出荷の伸びは鈍化、在庫は生産財中心に増加	7
3. 消費は低調に推移	9
4. 設備投資は非製造業で足踏み、先行指標に鈍化の兆し	12
5. 住宅着工は横這い	17
6. 公共投資は減少傾向	18
7. 輸出は頭打ち、輸入は増加が続く	20
8. 卸売物価は下げ止まり、消費者物価はなお弱含み	22
9. 自営業主を中心に就業厳しく、失業率は高止まり	23
10. 株価は軟調、長期金利は低下気味	25
第Ⅱ章 今次景気回復の弱さとその背景	27
1. 80年代以降の景気回復パターンと今回との比較	27
2. 個人消費低調の背景 生産性足踏みの中、高止まる労働分配率	28
3. 立ち上がりは早いものの、広がりが遅れている今回の設備投資回復	30
4. 企業収益の急回復に比べ、抑制気味に推移する設備投資	33
5. 輸出は景気回復に寄与、輸入は消費財等を中心に増加	35
6. 国、地方とも債務重く、物価軟調で実質金利下げ止まり	37
7. 物価は賃金の低迷を伴い軟調に推移	39
第Ⅲ章 減速傾向を示す米国経済	42
1. 概況：消費、設備投資などに鈍化傾向	42
2. 情報関連投資は高い伸びで推移、経常収支は過去最大の赤字に	43
3. 株価調整と強まる景気減速傾向	45

既刊目録

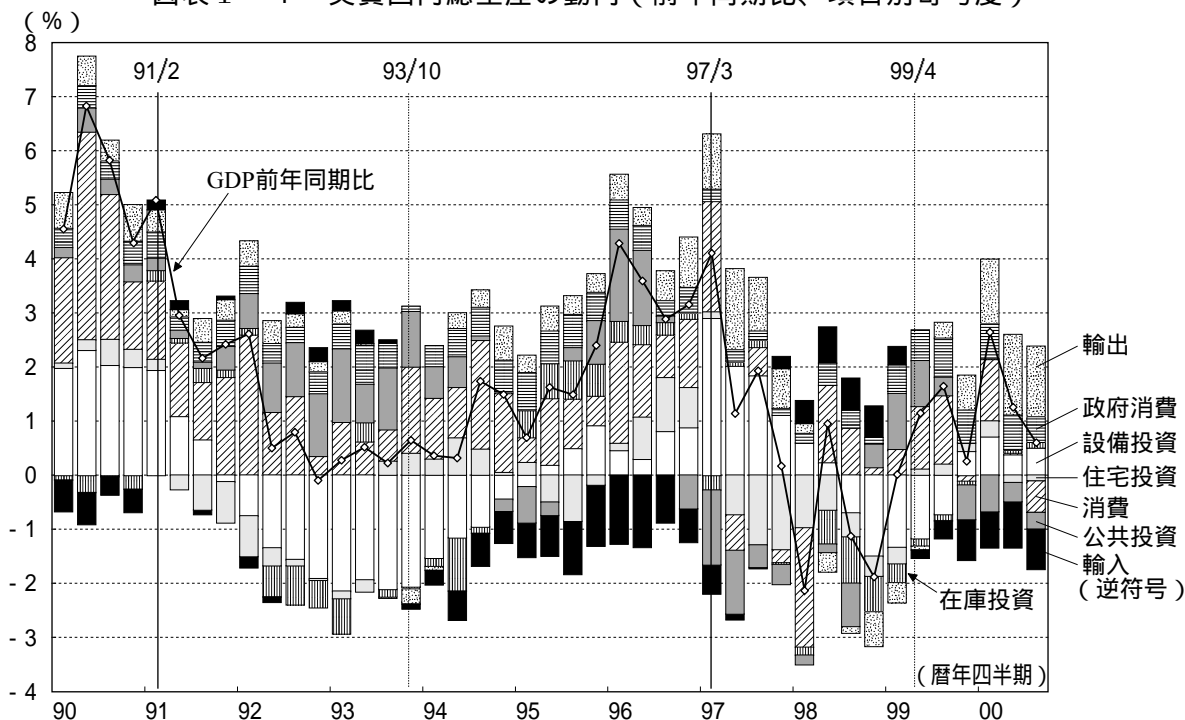
第 I 章 回復ペースが鈍化する日本経済

1. 概況：生産は増加続くも、伸びは鈍化

日本経済は、99年4月を景気の谷として、緩やかな回復が続いてきたが、そのペースは鈍化してきている。世界経済の持ち直しに伴う輸出の増加と設備投資が需要を押し上げている半面、所得・雇用環境の改善がはかばかしくなく、消費が低調なまま推移していることから、全体として浮揚感に乏しい動きとなっている。

実質国内総生産（図表 I - 1、93SNA準拠）は、98年度前年度比0.6%減のマイナス成長の後、99年度には同1.4%増と2年振りにプラス成長に転じた。四半期で見ると、99年第1四半期に前年とほぼ同水準に戻り、99年第2四半期の前年比1.1%増以降、2000年第3四半期まで6四半期連続のプラス成長となっている。

図表 I - 1 実質国内総生産の動向（前年同期比、項目別寄与度）



（備考）内閣府「国民経済計算」（93SNA準拠）により作成。1995年基準。

参考：95年基準改訂国民経済計算（93SNA準拠）による実質国内総生産成長率の改訂幅（%）

年度	91	92	93	94	95	96	97	98	99
95年基準(93SNA)	2.5	0.4	0.4	1.1	2.5	3.4	0.2	0.6	1.4
90年基準(68SNA)	2.9	0.4	0.5	0.6	3.0	4.4	0.1	1.9	(0.5)
改訂幅	0.4	0.0	0.1	0.5	0.5	1.0	0.3	1.3	(0.9)

（備考）内閣府資料により作成。99年度の90年基準の数字は速報ベース。

需要項目別の動向を見ると、民間最終消費支出は低調に推移している。99年度上期は単身世帯の消費動向が反映され前年比2%台前半の高い伸びとなったが、その後の足取りは重く、2000年第3四半期は3四半期振りの前年割れとなっている。企業収益の改善が家計の所得増加に波及していく力が従来に比べて弱く、失業率も高水準で推移しており、消費の回復を遅らせている背景の一つとなっているものとみられる。

民間企業設備投資は、99年第4四半期に前年比2.9%増と6四半期振りの増加に転じ、以降2000年第3四半期まで4四半期連続のプラス成長となっている。外需に支えられて回復基調にあるが、製造業はIT関連を中心に大幅増加となっているのに対して、非製造業はサービス業を中心に減少となるなど、業種の広がりには乏しい姿となっている。また、先行指標で見ると、機械受注は今のところ拡大を続けているものの、建設工事受注はウェイトの大きい非製造業を中心に減少傾向がみられるなど、今後の設備投資回復の持続性には留意が必要である。

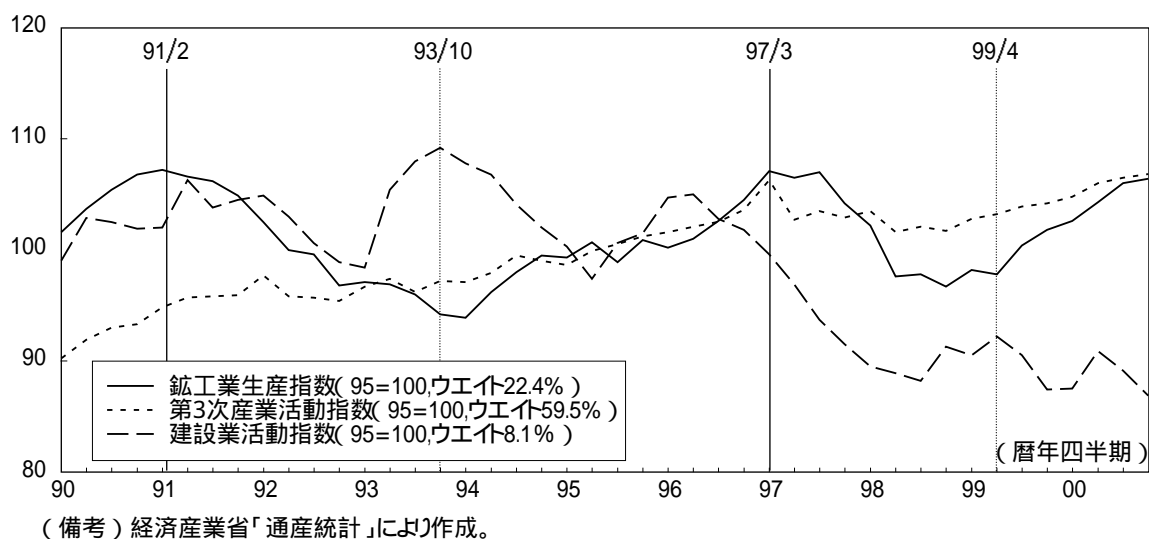
民間住宅投資は、低金利の持続や住宅減税の効果などにより、99年第2四半期以降4四半期連続で前年比増加となった後、先行して増加していた持家の着工戸数が減少に転じたことから2000年第2四半期以降2四半期連続の前年割れとなった。新設住宅着工戸数は99年度全体で120万戸を上回ったが、足下では持家とマンション等の分譲が一進一退を続け全体として横這いの状況にある。

公的固定資本形成は、98年度の2度にわたる経済対策の効果が一巡したことなどから、99年第4四半期以降、4四半期連続で前年を下回る状況となっている。99年11月に決定した経済新生対策（総額18兆円）及び2000年10月に決定した新発展政策（総額11兆円）の進捗は見込まれるものの、地方の財政状態の厳しさが続くことが予想され、減少傾向が続くものとみられる。

財・サービスの輸出入を見ると、輸出はアジアをはじめ世界的な好景気を背景に、99年第3四半期以降前年比で増加に転じ、2000年に入って同2桁の増加で推移している。但し、季調済前期比で見ると、2000年第3四半期で0.2%と微増にとどまり、今後は米国経済の減速を受けた世界的な成長鈍化の影響が注目される。輸入はアジアからの輸入を中心に増加しており、99年第4四半期以降前年比10%前後の伸びとなっている。純輸出の寄与は、2000年第1四半期以降3四半期連続のプラスとなっているが、今後の動向には注意が必要である。

なお、政府見通し（2001年1月31日閣議決定）によると、2000年度実績見込みは同1.2%増とやや鈍化するが、2001年度は所得・雇用環境の緩やかな改善と企業の増益基調の継続を背景として、消費と設備投資等の民需を中心とした自律的回復軌道を辿り、同1.7%増と再び伸びが高まると見込まれている。

図表 I - 2 生産関連指標（季調値）の推移



次に主要な生産関連指標である鉱工業生産指数、建設業活動指数、第3次産業活動指数の動きを見る（図表 I - 2）。

鉱工業生産指数は、99年第2四半期を底に、電気機械とその派生需要や、輸出の伸びに支えられて、全体として2000年第4四半期まで増加を続けているが、伸びは鈍化しつつある。月次では2000年8月の水準が最も高くなっており、今後生産がこの水準を超えて増加を続けていくか注目される。

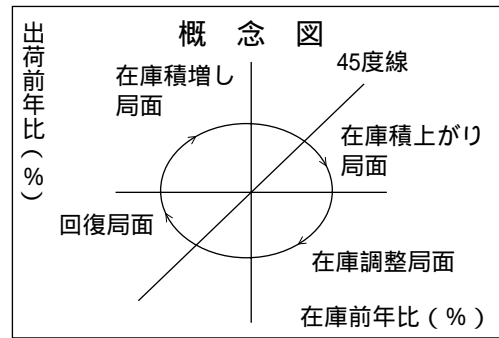
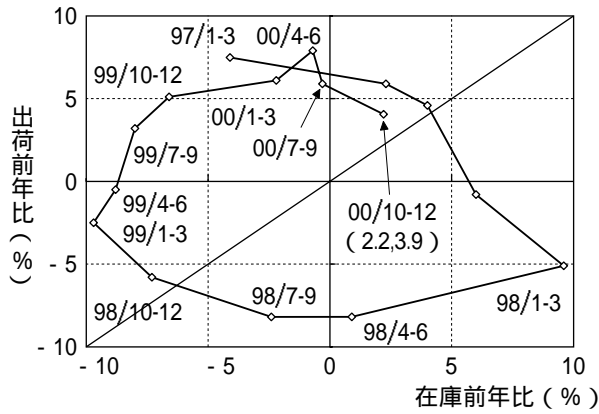
建設業活動指数は、公共工事の進捗により98年第4四半期以降一時上向いたが、その後頭打ちとなり、足下まで低調に推移している。第3次産業活動指数は、全体としての動きは鈍いが、移動通信や運送が堅調な運輸・通信業等の寄与により、緩やかながら増加している。

2. 出荷の伸びは鈍化、在庫は生産財中心に増加

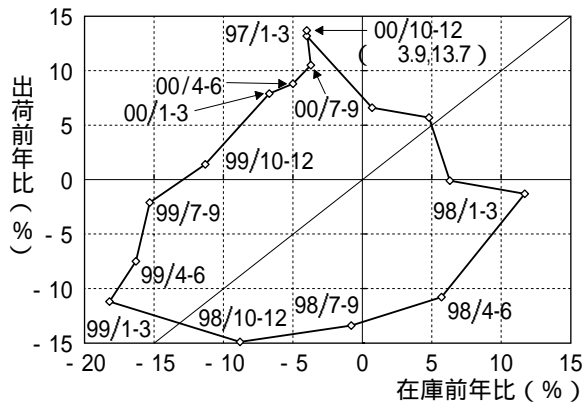
出荷と在庫の前年比伸び率の関係から、2000年第4四半期までの在庫循環状況をみると、出荷は鉱工業全体で2000年第2四半期をピークに伸びが鈍化しつつある一方、在庫は生産財を中心に鉱工業全体でも増加に転じてきており、「在庫積増し局面」がかなり成熟した段階に到達したことを示す動きとなっている（図表 I - 3）。

財別の状況をみると、資本財（除輸送機械）は、設備投資の増加を背景に出荷が高水準の伸びを維持しており、在庫は減少が続いている（図表 I - 4）。建設財は、公共投資の減少に加え、民間建設投資も工場など一部を除き低調であり、出荷は前年並で停滞している（図表 I - 5）。消費財は、内需は緩やかに回復しつつあるものの、米国経済の減速などを背景に輸

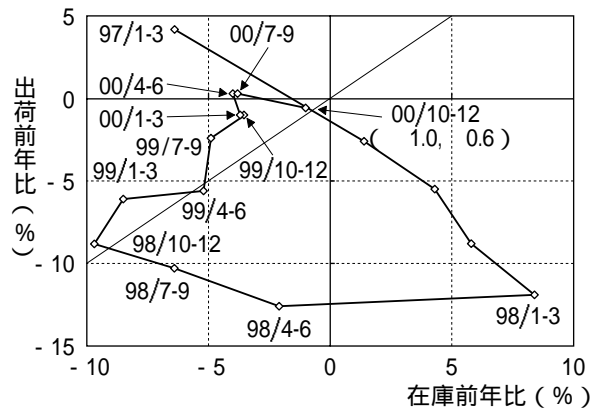
図表 I - 3 鉱工業全体の在庫循環



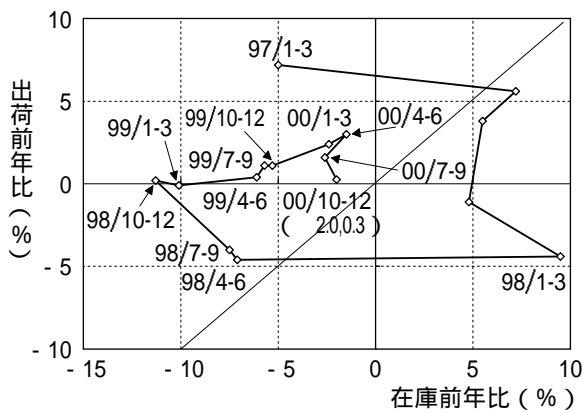
図表 I - 4 資本財(除輸送機械)の在庫循環



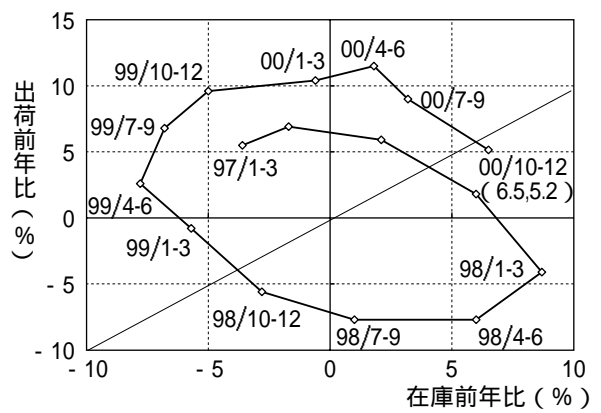
図表 I - 5 建設財の在庫循環



図表 I - 6 消費財の在庫循環



図表 I - 7 生産財の在庫循環



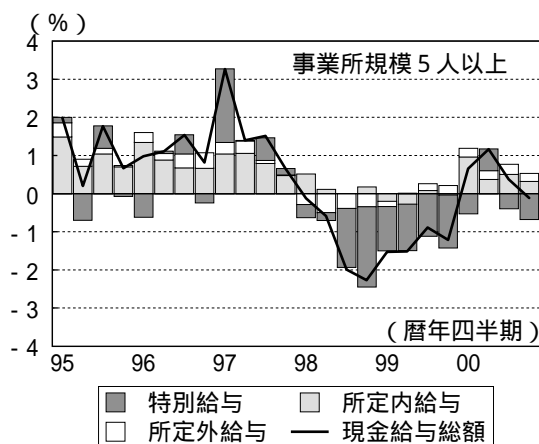
(備考) 経済産業省「鉱工業指数」により作成。

出が頭打ちとなったことから、出荷が足下でほぼ横這いと伸び悩んでいる（図表Ⅰ-6）。建設財、消費財ともに総じて需要の基調が弱い中、在庫は前年以下の水準に抑えられている。生産財は、最終需要財に先行して出荷が回復し、鉱工業全体の伸びを牽引してきたが、2000年後半に入って出荷の伸び率鈍化と在庫の増加が急速に進み、足下では「在庫積上がり局面」の目安となる45度線を超えてきている（図表Ⅰ-7）。出荷の伸び率鈍化については、比較対象となる前年の水準が高まったことや、2000年前半の世界的な需要過熱の反動という側面もあるが、電気機械や鉄鋼などの一部品目で市況悪化や生産調整の動きも出てきており、今後の需要動向次第では調整が本格化する可能性もある。最終需要財の回復の足取りが重い中、こうした生産財の動きを中心として、鉱工業全体の在庫循環は2001年前半にも回復持続か調整局面入りかの岐路を迎えるものと考えられる。

3. 消費は低調に推移

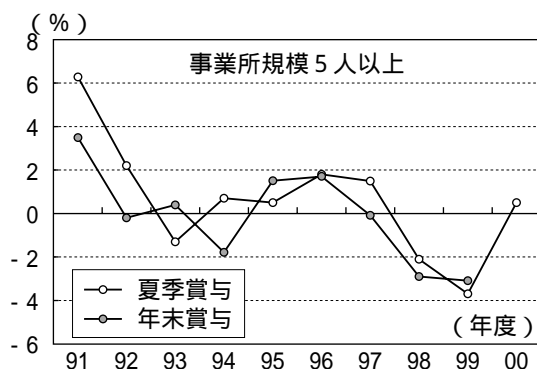
所得環境について、一人当たり現金給与総額の動向を見ると（図表Ⅰ-8）、2000年第1四半期以降4四半期連続のプラスで推移しているものの、全体として伸び悩んでいる。所定外給与は残業時間の緩やかな増加を反映して99年第3四半期以降プラスが続いているが、所定内給与は2000年の春闘賃上げ率が2.06%と過去最低水準を更新したことから緩やかな持ち直しとなり、特別給与もようやく下げ止まる状況にとどまっている。特別給与の内、夏季賞与と年末賞与（いずれも民間ベース）を取り出して、その前年比の推移を見ると（図表Ⅰ-9）、2000年の夏季賞与は同0.5%の微増にとどまっており、年末賞与についても、12月の特

図表Ⅰ-8 一人当たり現金給与総額の前年比(寄与度)の推移



(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。

図表Ⅰ-9 一人当たり夏季賞与と年末賞与の前年比の推移



(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 夏季賞与は当年6月～8月、年末賞与は当年11月～翌年1月の各3カ月間に賞与として支給された給与。

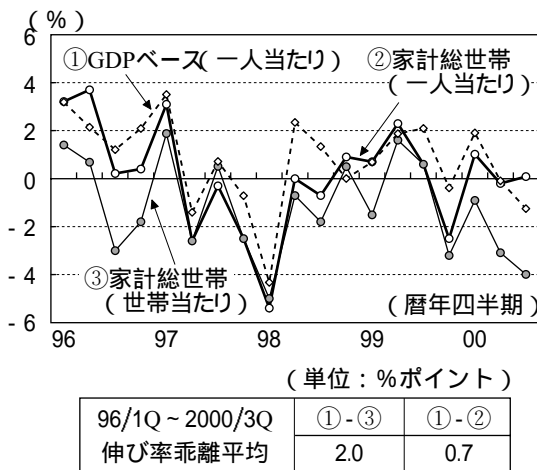
別給与が前年割れとなったため、プラスに転じるか予断を許さない。このように、所得環境は全体として最悪期は脱したものの、その改善のテンポは力強さを欠いている。

単身者を含む家計総世帯ベースで実質消費支出前年比の動きを見ると（図表Ⅰ-10）、世帯当たり（③）では2000年に入り同3～4%程度の大幅な減少となっているが、一人当たり換算（②）で見ると前年並みの水準が維持され、GDPベースの一人当たり民間最終消費支出（①）に近い動きとなり、乖離も縮小する（96年第1四半期～2000年第3四半期までの乖離平均：①-③は2.0%ポイント、①-②は0.7%ポイント）。世帯当たりで見た消費は、世帯人員の減少を反映し、実勢よりも低く出ている傾向があるとみられる。

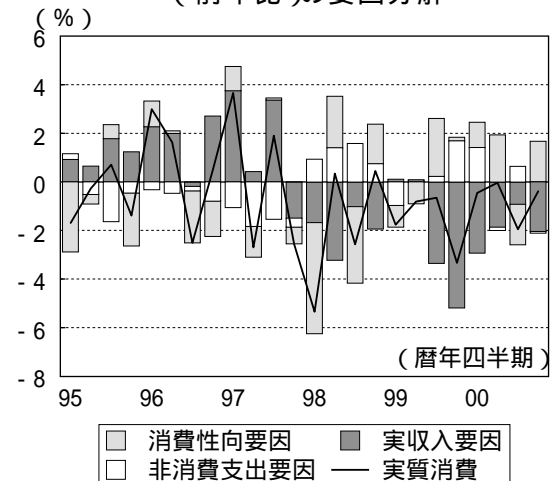
図表Ⅰ-11は消費低調の要因を家計調査の勤労者世帯における実質消費支出の動向から見たものである。ここでは消費増減要因を実収入（本給、残業代や賞与を含む税込み収入）、非消費支出（所得税・住民税、社会保険料等）、消費性向（実収入から非消費支出を引いた可処分所得から消費に回る割合）の3つに分解した。

99年第3四半期から2000年第1四半期にかけては減税継続に伴う非消費支出の減少と消費性向の上昇がボーナスの減少や前年の地域振興券の反動等による実収入の悪化で相殺されていたが、足下でも実収入が振わず、消費性向の上昇を打ち消している。

図表Ⅰ-10 実質消費支出(前年比)の比較



図表Ⅰ-11 勤労者世帯の実質消費支出(前年比)の要因分解



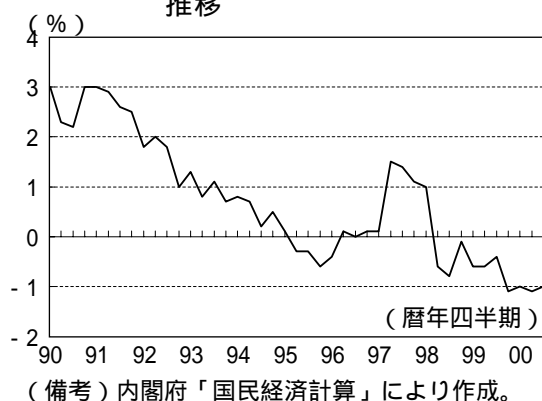
- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計総世帯集計結果」「家計調査」「消費者物価指数」「推計人口」により作成。
 2. 家計総世帯は農林漁家世帯と30人以上の寮・寄宿舎に住む単身者を除く総務省試算値。
 3. $C/P = a \times (Y - T) / P$ の要因分解は以下の通り。
 $(C/P) = a \times (Y/P) - a \times (T/P) + a \times (Y - T) / P + \text{残差項}$
 (実収入要因) (非消費支出要因) (消費性向要因)
 C: 消費支出、Y: 実収入、T: 非消費支出、a: 平均消費性向、P: 消費者物価
 4. 地域振興券による実収入押上げ分は99/1Q+1.0%、99/2Q+0.1%(本行試算)。

消費性向(季調値)	
99/3Q	71.9%
99/4Q	71.3%
00/1Q	70.8%
00/2Q	72.7%
00/3Q	70.9%
00/4Q	71.8%

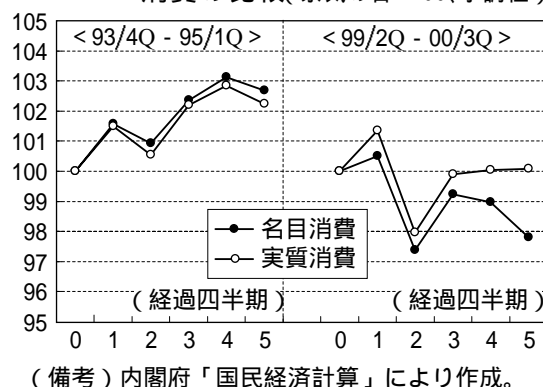
消費回復の実感のなさは、消費支出デフレーターの下落が98年第2四半期以降10四半期連続と長期化しており（図表Ⅰ-12）、今回は前回の景気回復局面と異なり、名目消費の不振が際立っていることに起因する面もあると考えられる（図表Ⅰ-13）。前回は景気の谷（93年第4四半期）を起点に名目消費は実質消費をやや上回りながら回復したのに対して、今回は景気の谷（99年第2四半期）を起点に名目消費は実質消費を下回って推移しており、両者の乖離は足下で2%程度に広がっている。

これをモノの供給サイドである販売統計から確認したのが図表Ⅰ-14である。小売業販売額指数（季調値、95=100）全体で見ると、2000年に入り下げ止まったものの、引き続き低調な動きとなっている。耐久財関連（家庭用機械器具、自動車）と半・非耐久財関連（織物・衣服・身の回り品、飲食料品）に分けて見ると、小売業全体の2割弱を占める耐久財関連は2000年に入り持ち直しの動きが一服しており、全体の4割のウェイトを占める半・非耐久財関連も99年後半の大きな落ち込み以降低迷状態が続いている。特に後者は衣料品での価格競争の激化、食料品での低価格な輸入品の増加等の影響が続いているものとみられる。

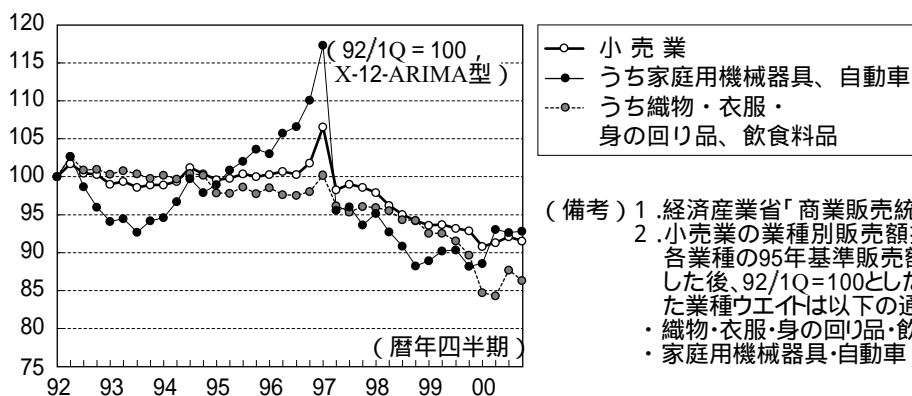
図表Ⅰ-12 消費支出デフレーター前年比の推移



図表Ⅰ-13 景気回復局面の名目消費と実質消費の比較(景気の谷=100、季調値)



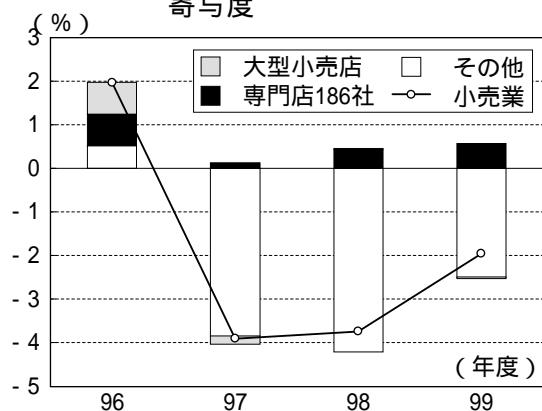
図表Ⅰ-14 小売業販売額指数（季調値）の推移



近年は業態別でみると新興専門店の動向に注目が集まりやすい。図表Ⅰ-15は日経流通新聞で99年度日本の小売業500社ランキングの中で専門店に格付けされ、95年度まで売上高が遡及可能な186社を抽出し、かつ販売統計の小売業全体と大型小売店（百貨店、スーパー）を所与として、その他業態を残差で推計し、前年比伸び率の寄与度で見たものである。小売業全体の売上げが97年度以降低迷を続ける中で、専門店186社のプラス寄与は97年度0.1%、99年度0.6%と徐々に大きくなっており、小売業全体に占める割合も95年度6.4%、99年度8.9%へ高まっている。なかでも95-99年度平均伸び率では医薬品11社12.4%増、家電・カメラ36社10.7%増と二桁成長となっている。しかしその一方で、中小小売店を含むその他業態のマイナス寄与は依然大きく、専門店が小売業全体を牽引するには至っていない。

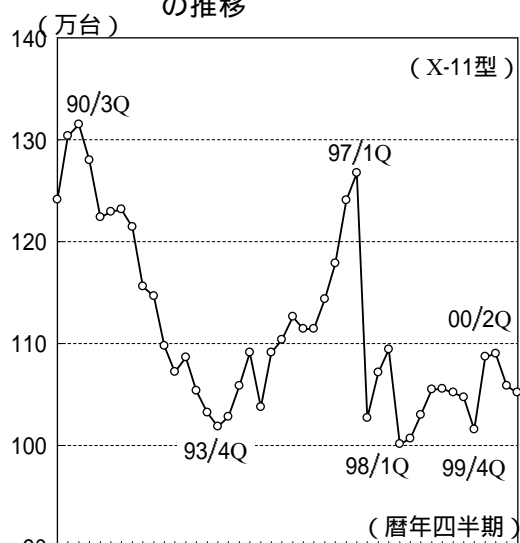
また、耐久財のうち自動車の新車新規登録・届出台数（季調値）をみると（図表Ⅰ-16）、99年第4四半期を底に2000年第2四半期まで持ち直していたが、昨年秋以降の新車効果はリコール問題等の影響もあり、全体を牽引するまでに至らず、2000年第3四半期以降2四半期連続で低下し、回復力に乏しい動きとなっている。

図表Ⅰ-15 小売業売上高伸び率の業態別寄与度



(備考) 1. 経済産業省「商業販売統計」、日経新聞社「流通会社年鑑」、日経流通新聞「日本の小売業500社ランキング」により作成。
2. 99年度日本の小売業500社ランキングより専門店に格付けされ、95年度まで売上高が遡及可能な186社を抽出、その他は小売業から大型小売店(百貨店・スーパー)と専門店186社を除いた残差推計。

図表Ⅰ-16 新車登録・届出台数(季調値)の推移



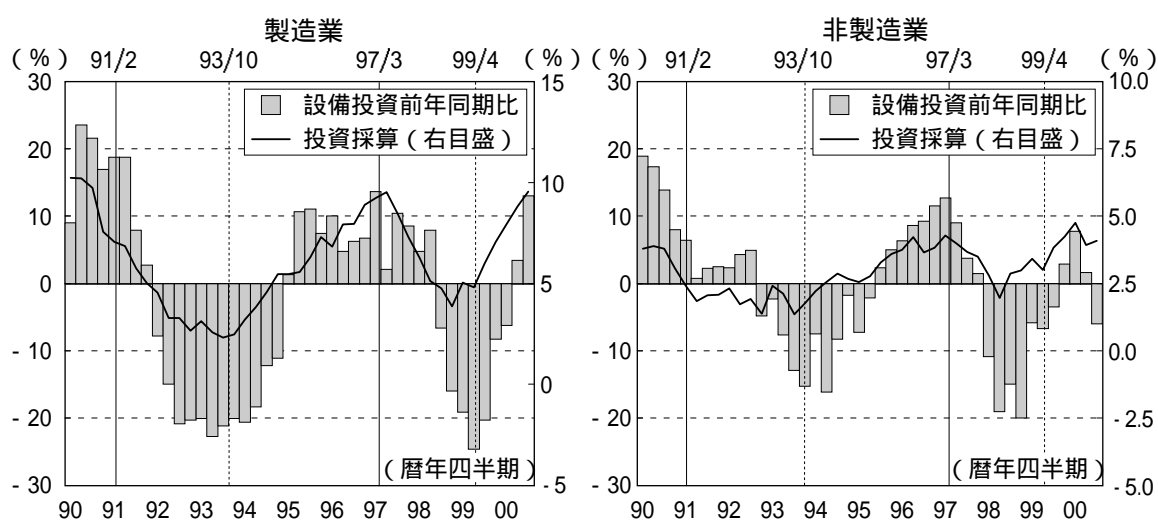
(備考) 内閣府「景気動向指数」により作成。

4. 設備投資は非製造業で足踏み、先行指標に鈍化の兆し

法人企業統計により業種別の設備投資状況をみると（図表Ⅰ-17）、製造業は電気機械のほか非鉄金属、窯業・土石などいわゆるIT関連業種を中心に2000年第3四半期前年比13.0%増と急速な回復振りを示しているが、製造業に先んじて回復の動きがみられた非製造業はサービス業を中心に同5.9%減（4期振りの減少）と足踏み状態となっている。99年第4四半期から2000年第1四半期にかけての非製造業設備投資の増加は、卸・小売業（新社屋、再開発関連の大型投資、大店立地法施行に伴う出店前倒し投資）、サービス業（旅館・ホテル、個人サービス、娯楽関連）の伸びに牽引されたものであるが、多くの部分は一時的、局所的な増加に過ぎなかった可能性がある。

経験的に設備投資と関連の高い投資採算（営業資産利益率 - 新規貸出約定平均金利：詳細は図表Ⅰ-17備考参照）の推移をみると、製造業では2000年第3四半期も引き続き改善し、前回のピークであった97年第2四半期に並ぶ水準に達したが、非製造業では高水準ながらここ2四半期は改善が一服した形となっている。今回の回復局面において、製造業の設備投資は当初慎重であったものの、足下では投資採算の改善の歩調に追いつくように急回復してきたのに対し、非製造業の設備投資は99年第4四半期から2000年第1四半期にかけての一時的増加を別とすれば、投資採算の改善にもかかわらず一貫して回復力が弱いことがわかる。その要因の一つとしては、規制緩和によるコスト削減圧力の強い業種、バランスシート問題を抱え構造調整圧力の強い業種における設備投資の抑制が指摘されよう。

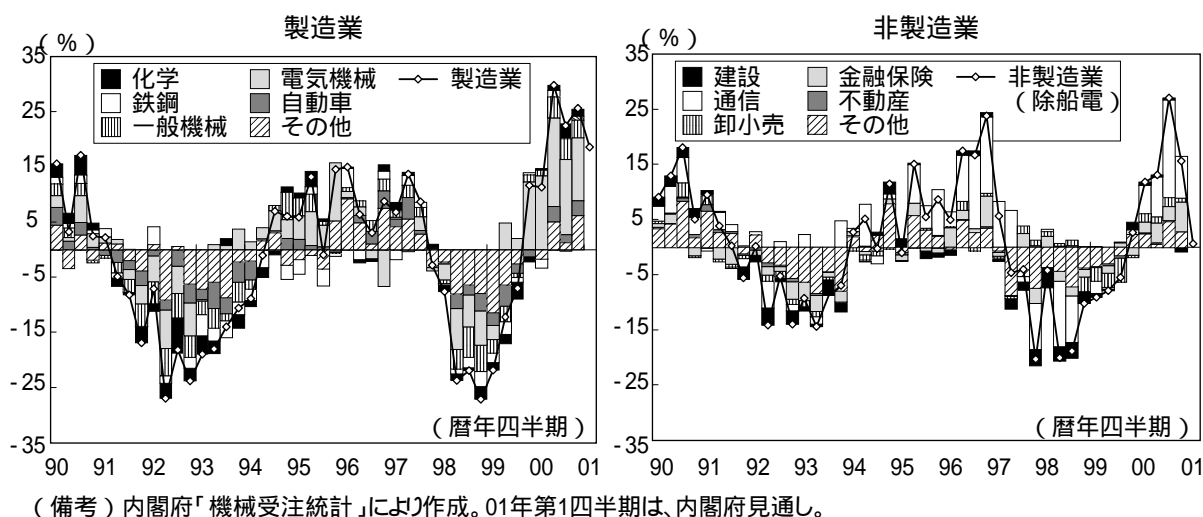
図表Ⅰ-17 設備投資前年同期比と投資採算(全規模)



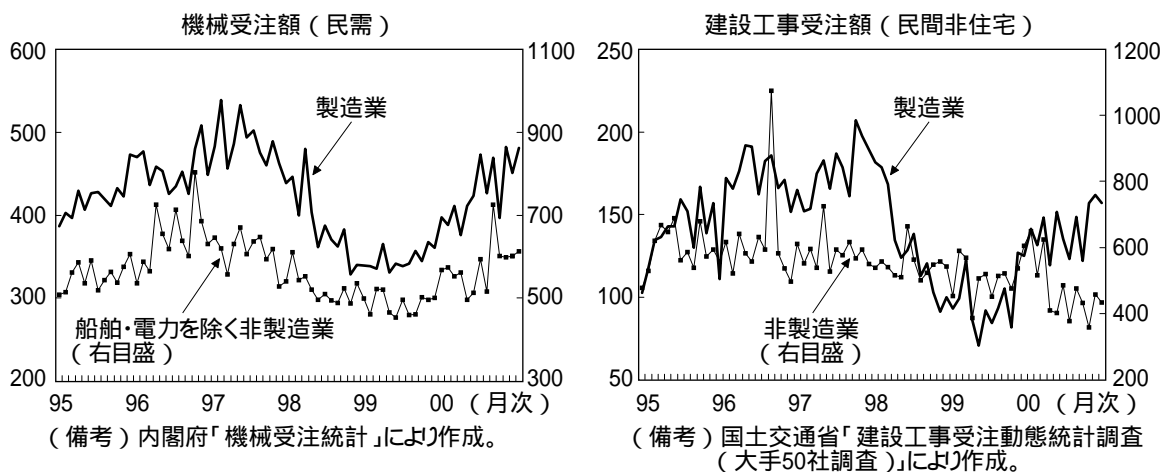
- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」等により作成。
 2. 投資採算=営業資産利益率-国内銀行等貸出約定平均金利(新規、総合)
 但し、営業資産利益率=営業利益/期首期末平均(有形固定資産+棚卸資産)
 3. 事業税に係る会計処理規則変更(98/12省令改正)の影響については修正を加えていない。

設備投資に対して2四半期程度先行する¹機械受注（船舶・電力を除く民需。図表Ⅰ-18）は、製造業が電気機械、非製造業が通信業からの受注を牽引役として、ともに前年比二桁の増加を示しており、2001年前半までは設備投資が堅調に推移する公算が大きい。しかし、2001年第1四半期の機械受注見通しでは、製造業、非製造業ともに減速し、全体で7四半期振りに前期比減となることが見込まれている。建設投資の先行指標である建設工事受注（民間非住宅）が非製造業を中心に弱含んでいること（図表Ⅰ-19）や、第2節の在庫循環分析に基づく生産ピークアウトの可能性なども考慮すると、2001年後半以降の設備投資の先行きについては決して楽観できる状況にはない。

図表Ⅰ-18 機械受注業種別寄与度(前年同期比)



図表Ⅰ-19 先行指標の季節調整値推移(10億円)



1. 先行期間の計測については、補論参照。

【補論】93SNAベースの財別設備投資額推移と、先行指標の先行期間の計測について

国民経済計算は、2000年10月をもって95年基準・93SNAによる計数に改定され、設備投資に関しては新たにソフトウェアを含めることとなった。本補論では、簡易な方法ではあるが95年基準・93SNAでの財別設備投資額の四半期推移を推計し、当該データをもとに先行指標の先行期間を改めて確認してみたい。

(1) 財別設備投資額の推計方法及び推計結果

① 推計方法

ソフトウェアについては、国民経済計算年報において1990年以降各暦年の総固定資本形成額に占める名目、実質の投資額を知ることができる。これをもとに、1995年産業連関表・固定資本マトリックスにおける公民比率によって民間部門の計数を求めると、ソフトウェア投資額は名目、実質ともに1990年～99年までの9年間に年平均7.4%で成長しており²、うち民間分は99年で名目5.7兆円、設備投資額に占めるウェイトは7.6%と試算される。四半期分割には、内閣府「民間企業資本ストック」の無形固定資産新設投資額の系列（93SNAベース、ソフトウェア投資額に対応）を用いた。

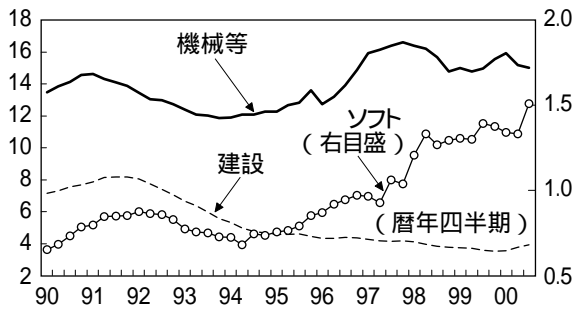
次にGDPベースの設備投資額から上で推計したソフトウェア投資額を控除した残差を有形固定資産投資額とみなし³、さらに国土交通省「建設総合統計」等を用いて別途推計した建設投資額を控除した残差を機械等投資額とした。

② 推計結果

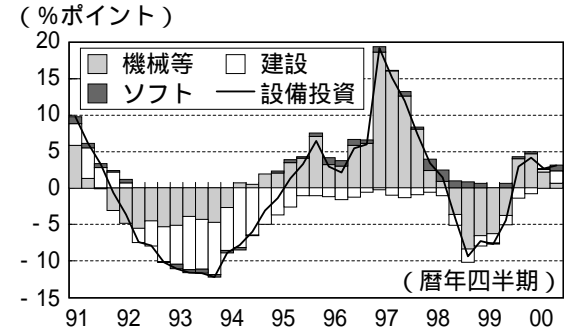
上記により推計された、機械等、建設、ソフトウェアの3分類による財別実質設備投資額の推移（季節調整済）及び実質設備投資額前年比に対する寄与度は、図表Ⅰ-20、21に示した通りである。ソフトウェア投資は、97～98年にかけてと足下で大きな伸びを示しており、設備投資に占めるウェイトは小さいものの全体をある程度押し上げていることがわかる⁴。

-
2. 推計方法から、公的部門と民間部門の伸び率は同じと仮定されている。
 3. 正確には93SNAによって有形固定資産から無形固定資産に分類変更されたプラントエンジニアリングを含む。
 4. 2000年第3四半期の実質設備投資額前年比3.3%増に対し、ソフトウェアの寄与度は+0.8%ポイントであった。

図表 I - 20 実質設備投資額の投資対象別推移(季節調整済、兆円)



図表 I - 21 実質設備投資額前年同期比の投資対象別寄与度

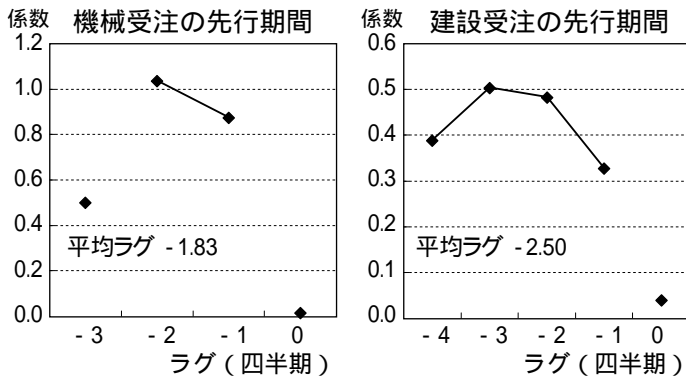


(備考) 1 内閣府「国民経済計算」,「民間企業資本ストック」,国土交通省「建設総合統計」,「建設工事費デフレータ」等により作成。
2 投資内容のうち「機械等」は、別途推計した建設投資額、ソフトウェア投資額を設備投資額全体から控除した残差として計算されたもの。

(2) 先行指標の先行期間の計測

前節で得た機械等投資額、建設投資額の名目季節調整済系列を、それぞれ機械受注額(船舶・電力を除く民需)、建設工事受注額(民間非住宅)の名目季節調整済系列に回帰し、先行期間を計測する。ラグ構造には2次のアーモン・ラグ(端点制約なし)を想定し、ラグの長さは機械に関しては0~3四半期、建設に関しては0~4四半期とした。推計期間はデータが利用可能な91年第1四半期から2000年第3四半期までとし、残差の推移を参考に97年第1四半期以降について構造変化ダミーを挿入した。以上による推計結果は図表 I - 22に示す通りであり、ラグパターンの形状、係数の有意性ともに概ね良好と考えられる。平均先行期間は機械受注で1.8四半期、建設工事受注で2.5四半期となっており、機械受注に関しては従来目安とされていた2~3四半期より若干短いことがわかる。この点は、IT関連のウェイト増などにより設備投資対象となる機械が小型化していることを反映した現象と解釈することができよう。

図表 I - 22 先行指標の先行期間の計測



(備考)
1 データ出所は、図表 I - 19~21に同じ。季節調整済。
2 推計式: 名目機械等投資額 = 定数項 + (t: 名目機械受注額_t), t=0~-3、および名目建設投資額 = 定数項 + (t: 名目建設工事受注額_t), t=0~-4を、アーモンラグ(2次、端点制約なし)を用いて最小二乗法により推計。機械受注額は船舶・電力を除く民需、建設工事受注額は民間非住宅。推計期間は91/Q1~00/Q3で、97/Q1以降定数項ダミーを挿入。
3 推計値を線でつないだ部分は5%水準で有意。

5. 住宅着工は横這い

新設住宅着工戸数（季節調整済み年率）は、96年第4四半期の169万7千戸をピークとして、その後急速に減少し、98年第3四半期には120万戸台を割り込み、年末まで減少傾向を続けた。しかし、99年1月からの住宅減税の拡充や低金利の効果により、99年第1四半期には120万戸台へと持ち直し、その後一進一退を続けながらも全体としては横這い傾向にある（図表Ⅰ-23）。前年比伸び率への寄与を利用関係別に見ると（図表Ⅰ-24）、99年第1四半期からの持ち直し当初は持家が先行したが、99年後半からは、マンションなどの分譲がこれに続き、2000年の終りにかけて持家分譲とも横這い圏の動きとなっている。

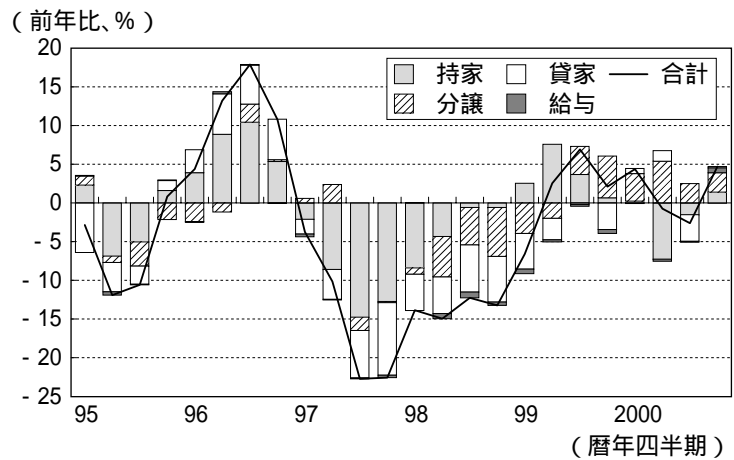
持家は、99年度の前半には金利の先高感があったこと（図表Ⅰ-25）や、住宅減税の適用が当初2000年12月までの入居を条件としていたことから増加したが、その後は基調として減少傾向が続いていた。これは、公庫の基準金利が2000年に入って2.8%程度で安定していたことや、住宅減税の駆け込みが一服したことによるものと考えられる。

図表Ⅰ-23 新設住宅着工戸数



(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表Ⅰ-24 利用関係別新設住宅着工戸数
(伸び率寄与度)



(備考) 図表Ⅰ-23に同じ。

図表Ⅰ-25 住宅ローン金利の推移

(単位：%)

	99/6	7	8	9	10	11	12	00/1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	01/1
住宅公庫	2.50	2.60			→2.80			→2.75	2.80	2.85	2.80	2.75			→2.80	2.85		→2.80		→
都銀変動	2.375															→2.5				→
都銀固定(5年)	2.60	2.70	2.85	2.70	→2.65	2.60				→2.75	→2.65	2.75	→2.90					→2.80	2.75	
〃(10年)	3.55	→3.75	3.60		→3.50	→3.40	3.55	→3.50	→3.45	→3.60	→3.65	→3.55	3.50					→3.55	3.50	

(備考) 1.住宅公庫の金利は、基準金利(「一定の良質な住宅」に適用される当初10年間の金利)。
2.同月内に複数回変更があった場合、最終のデータ。

持家着工の先行指標である住宅公庫へのマイホーム購入資金の申込件数は、2000年度第1回には4.3%の増加となったが、第2回目には42.1%の減少となった（図表Ⅰ-26）。しかしながら、第3回は4.5%の減少と減少幅が縮小した。現行の有利な住宅減税の適用期限（2001年6月）が近づいていることや、99年第3回の水準が低かったことによるものと考えられる。

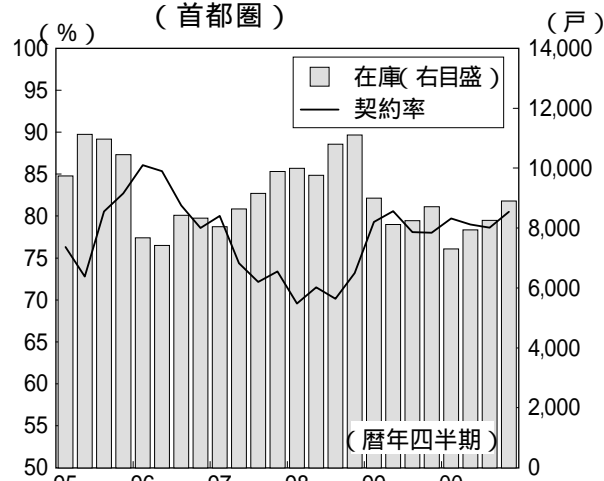
マンション等の分譲は、2000年の前半まで二桁増を続け、持家の不調を補っていたが、年後半には伸びがやや鈍化した。マンションの工期は9ヵ月から1年程度と持家よりも長いため、駆け込み需要が先に一段落したものと考えられる。99年以降、首都圏マンションの契約率は80%程度で堅調に推移しているが、足下では完成在庫がやや増加している（図表Ⅰ-27）。貸家は、供給過剰気味の状態であり、減少基調で推移している。

図表Ⅰ-26 住宅公庫のマイホーム購入資金申込件数

		募集 期切	受付 日数 (日)	申込 件数 (千件)	前年 比 (%)	基準 金利 (%)
97 年度	第1回	5/30	10	55	-47.7	3.10
	第2回	9/12	15	52	-60.3	3.10
	第3回	11/28	18	47	-21.9	3.00
	第4回	3/6	19	57	-33.2	3.00
98 年度	第1回	6/5	23	62	13.3	2.75
	第2回	9/30	31	67	28.8	2.55
	第3回	12/25	37	70	49.9	2.00
	第4回	3/26	48	101	75.1	2.20
99 年度	第1回	6/18	36	62	0.0	2.40
	第2回	10/29	67	88	32.6	2.60
	第3回	1/14	61	37	-47.3	2.80
	第4回	3/10	33	38	-62.5	2.75
00 年度	第1回	6/30	49	65	4.3	2.75
	第2回	9/22	34	51	-42.1	2.75
	第3回	12/22	38	35	-4.5	2.80

（備考）住宅金融公庫「住宅金融月報」により作成。

図表Ⅰ-27 マンション契約率と完成在庫（首都圏）



（備考）1（株）不動産研究所「首都圏マンション市場動向」により作成。
2 契約率は、各月販売分のうち当月中に販売契約された戸数の割合の四半期平均。完成在庫は四半期末値。

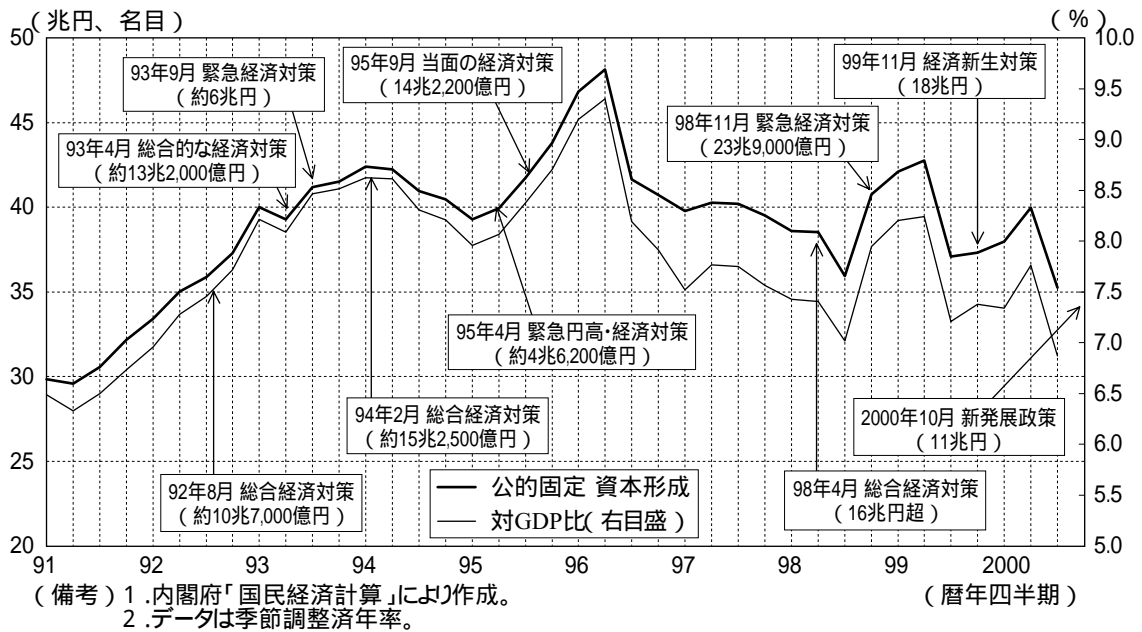
6. 公共投資は減少傾向

公共投資（公的資本形成、季節調整値）は、98年4月策定の総合経済対策（事業規模16兆円超）や98年11月策定の緊急経済対策（事業規模23兆9000億円）により、98年第4四半期から増加に転じ、99年第1、2四半期にGDP比で8%超まで増加した（図表Ⅰ-28）。しかし、足下の2000年第3四半期には同7%弱まで低下している。

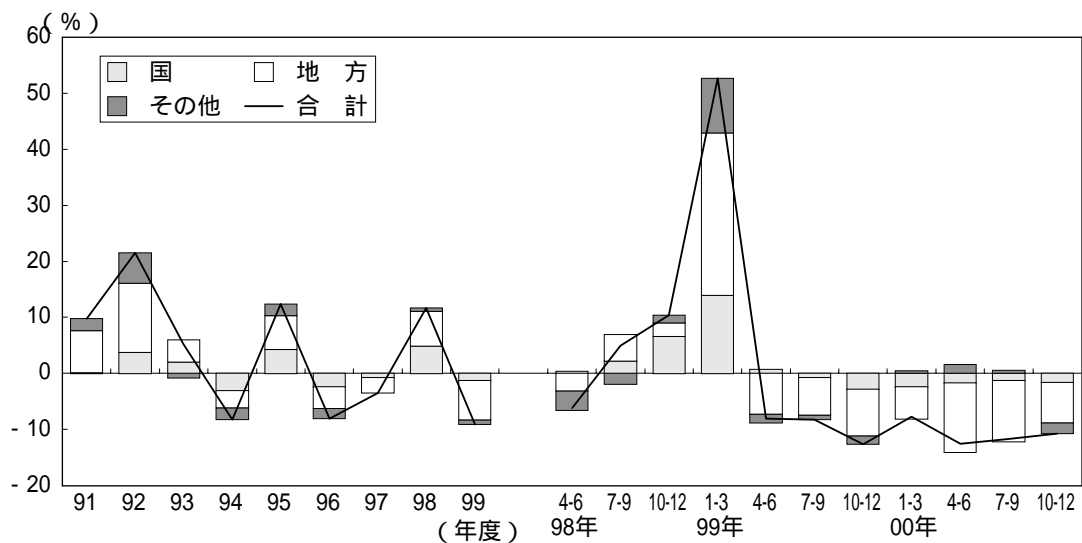
先行指標である公共工事請負金額は、経済対策の効果によって99年第1四半期に前年比52.7%増の大幅な増加となるなど、98年度には11.7%の増加となったが、99年度に入ってから財政事情の厳しい地方を中心としてマイナスに転じ、99年度は9.1%の減少となった（図表Ⅰ-29）。

2000年度に入ってから、99年11月に策定された経済新生対策（事業規模18兆円程度）の効果がいっくら見られるものの、前年比でのマイナス基調が継続しており、足下の2000年第4四半期まで7四半期連続でマイナスとなっている。今後、新発展政策（事業規模11兆円程度）の効果が見込まれるが、減少傾向が続くものと見られる。

図表 I - 28 公共投資額の推移



図表 I - 29 公共工事請負金額の推移（前年同期比）



(備考) 保証事業会社協会「保証事業表」により作成。

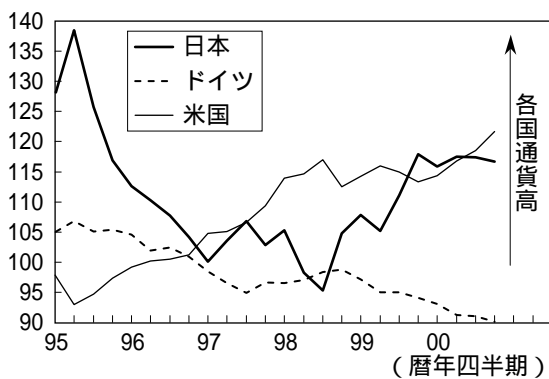
7. 輸出は頭打ち、輸入は増加が続く

為替レートの動向を実質実効レートで見ると（図表Ⅰ-30）、円は98年9月から99年12月にかけて強含んだ後、2000年に入ってから、ほぼ横這いで推移した。

輸出入数量の動きを、季節調整した月次の指数で概観してみると、輸入は国内景気の緩やかな回復のもとで増加を続けている一方、これまで増加が続いていた輸出は、2000年後半にかけて、海外景気の減速を背景に頭打ちとなっている（図表Ⅰ-31）。

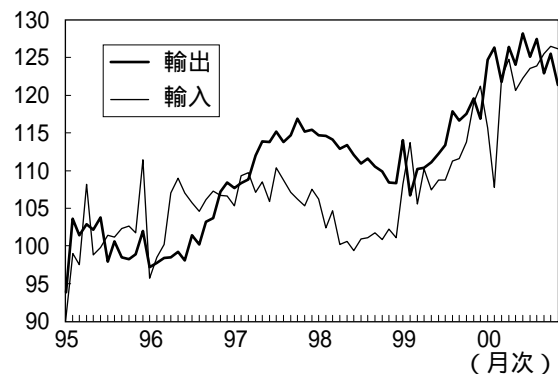
輸出数量は、アジア経済の回復を受けて99年第3四半期以降は再び前年比で増加に転じ、2000年第1四半期、第2四半期と大幅な増加となった。しかし、2000年第3四半期は、米国景気に減速感がみられるなか、米国向けが前年同期比0.2%の減少に転じ、同年第4四半期も前年を下回る水準となっている。欧州向けは、99年第3四半期以降堅調な動きを見せていたが、ユーロ安傾向が続くなか、2000年第3四半期は、第1、2四半期に比べて前年同期比増加幅が縮小し、同年第4四半期は自動車等が振るわず減少に転じている。アジア向けは、アセアン諸国及び韓国の通貨危機の後、99年第2四半期に5.7%の増加に転じてから大幅な増加を続けており、輸出全体の伸びを牽引している。しかしながら2000年第3四半期は、引き続き前年を上回る水準となったものの、前期比ベースでは鋼船やカラーテレビが減少となる等伸びは鈍化し、同年第4四半期も同様の傾向が続いている。

図表Ⅰ-30 実質実効為替レート
(90年=100)



(備考) 1. JPMorgan“World Financial Market”により作成。
2. 当該国と貿易相手44カ国との物価水準により為替レートを実質化し、90年の工業製品貿易額で加重平均。

図表Ⅰ-31 輸出入数量指数
(95年=100)



(備考) 1. 日本関税協会「外国貿易概況」により作成。
2. 当方試算による季節調整値(X-12ARIMA)。

鉱工業生産統計により財別輸出向け出荷を見ると（図表Ⅰ-32）、99年は変成器、固定コンデンサ等生産財を中心に増加したが、2000年に入ると、生産財のほか、精密測定器や鋼船、開閉制御装置等資本財の増加も顕著となっている。

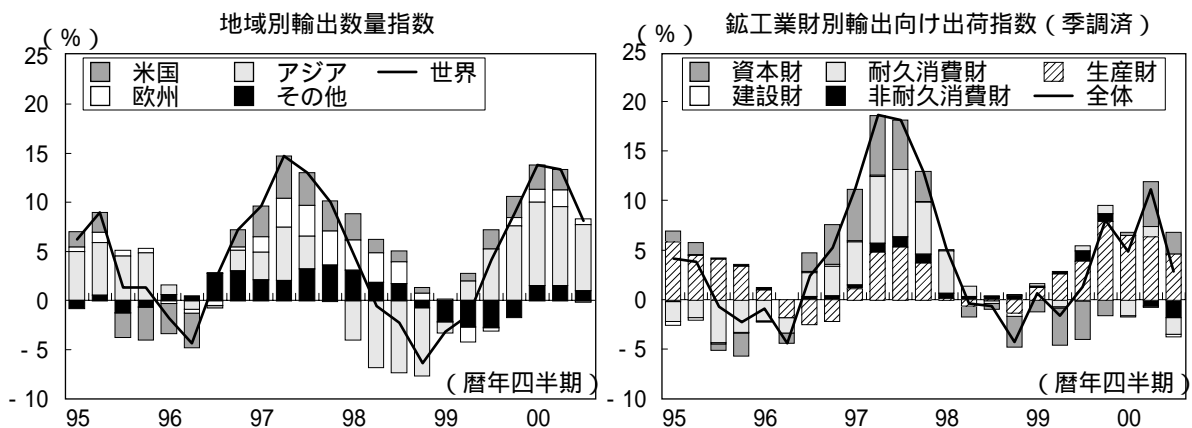
一方、輸入数量は（図表 I - 33） 内需不振の影響で98年第3四半期には6.8%減まで落ち込んだが、その後、99年第1四半期に4.0%の増加に転じた後は内需の緩やかな回復と円高の進行を背景に8四半期連続で増加し、前年を上回る水準が続いている。

地域別では、99年以降、アジアからの輸入が順調に増加しており、輸入全体の前年比増加に対する寄与の大半を占めている。

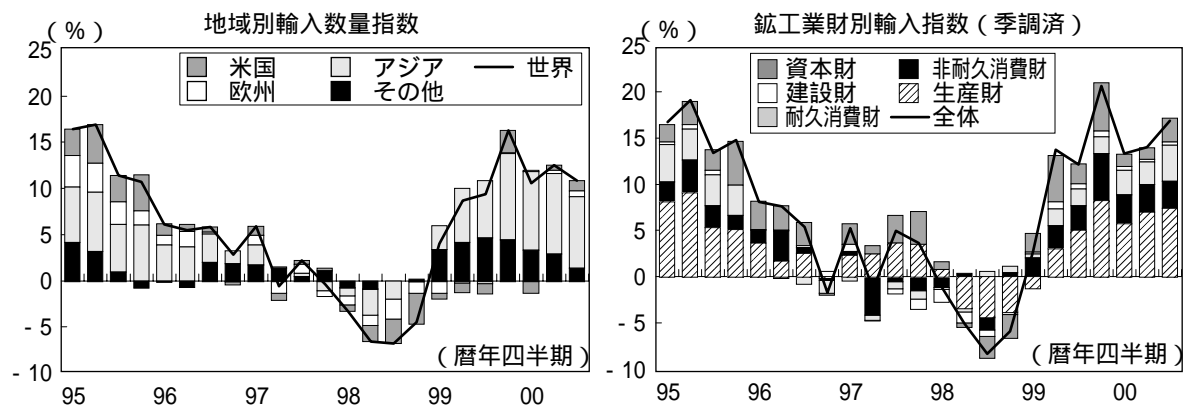
財別に見ると、99年以降、国内生産の回復に伴い生産財・資本財の輸入が増加したほか、2000年に入ってからでは耐久および非耐久消費財の伸びも顕著となっている。

純輸出の動きについては、輸入量が99年第1四半期から増加に転じ、輸出量は少し遅れて99年第3四半期から増加に転じて以降増加が続いていることから、99年は前年比マイナスに転じた。2000年に入り、輸出入ともに増加を続けてきたが、足下では輸入の増加が続いている一方、輸出の伸びが鈍化していることから、純輸出はおおむね前年の水準を下回って推移している。

図表 I - 32 輸出量増減率（前年同期比、寄与度）



図表 I - 33 輸入量増減率（前年同期比、寄与度）



（備考）日本関税協会「外国貿易概況」、経済産業省「鉱工業生産活動分析」により作成。

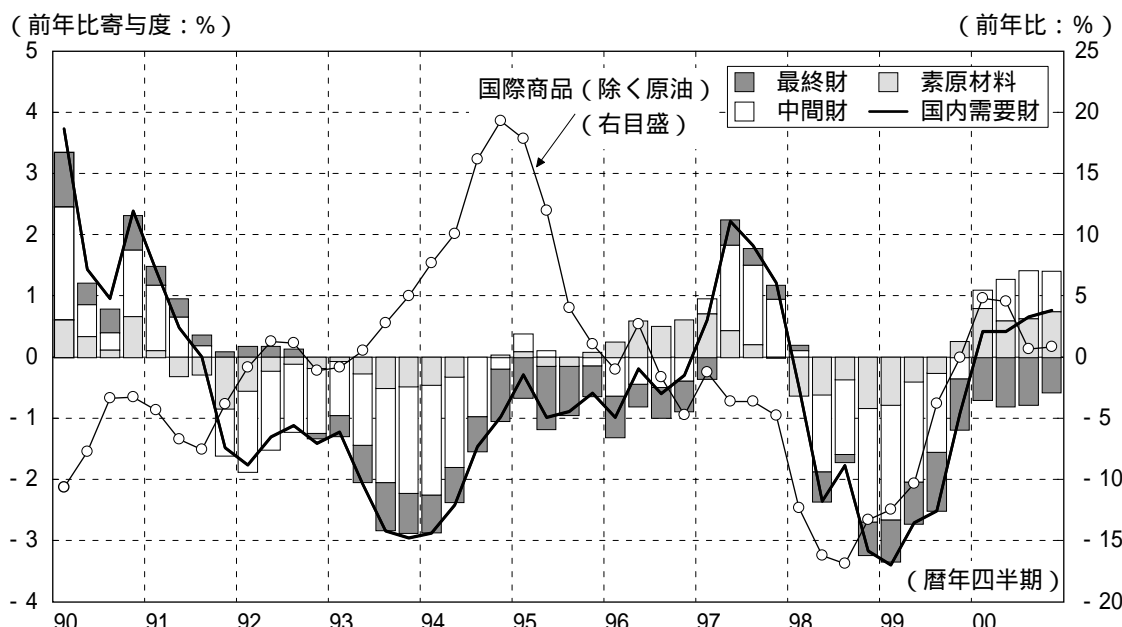
8. 卸売物価は下げ止まり、消費者物価はなお弱含み

主に一次産品からなる国際商品市況（除原油）は（図表Ⅰ-34）、99年に入りアジア経済の回復等、世界経済の好転から金属価格等が上昇したことなどから2000年第1四半期には約4年振りのプラスに転じた。その後、世界的な農産物の豊作見通し、世界経済の減速などを受けて同年第3四半期には前年をわずかに下回るなど、足下では横這いからやや弱含みで推移している。

国内需要財の卸売物価（国内と輸入の加重平均、図表Ⅰ-34）については、原油価格の上昇などを受けて素原材料、中間財が前年比で上昇に転じたことから2000年に入り上昇している。しかし、最終財については98年以来のマイナス基調が依然として続いており、従来1年程度のラグを経てみられた価格転嫁は現状では現われていない。

一方、企業向けサービス価格（図表Ⅰ-35）は2000年に入って下落幅は縮小したが、これは主に国際的に決まる外洋貨物輸送の値上がりを反映したもので、通信・金融分野での規制緩和等による下押し圧力に加え、情報機器等を含むリース価格、不動産賃貸料の低下などから軟調な動きが続いている。

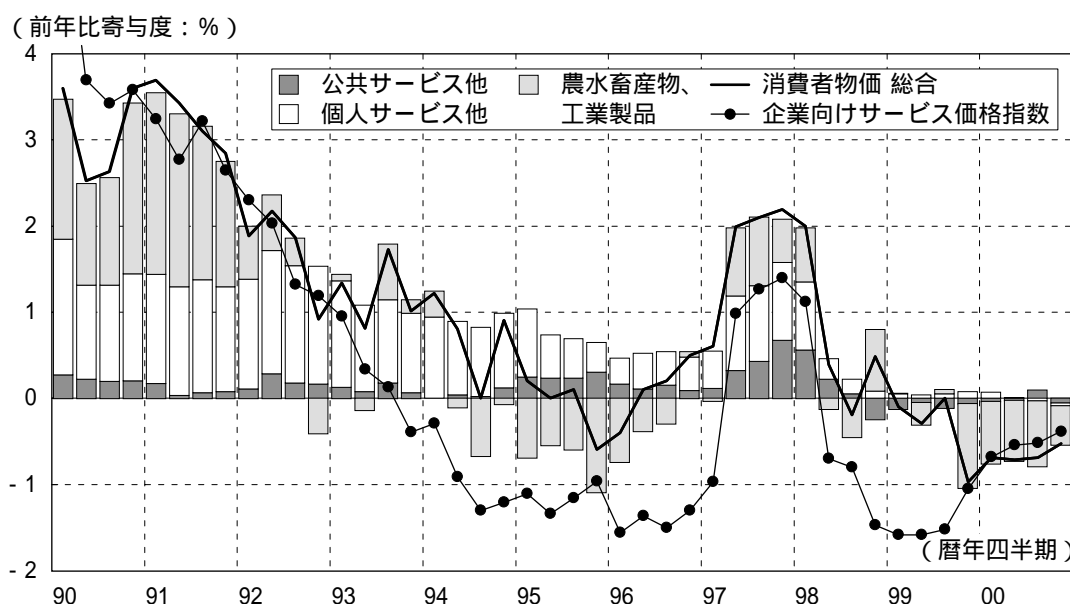
図表Ⅰ-34 商品市況及び卸売物価（国内需要財）の推移



- （備考）1. 日本銀行「物価指数月報」、IMF “International Financial Statistics” により作成。
 2. 卸売物価は、国内需要財で国内と輸入の平均。
 3. 国際商品市況の2000年第4四半期は10月、11月平均。

消費者物価は99年から前年比でマイナスを続けている。商品・サービス分類で見ると（図表Ⅰ-35）、商品（農水畜産物・工業製品）は99年第4四半期から下落を続けている。輸入品との競合による生鮮食品の大幅な値下がりが目立っているほか、繊維製品、耐久財を中心に家具・家事用品や教養・娯楽など、価格低下は広範な財に及んでいる。サービス価格も軟調が続いている。特に個人サービス（公表された個人サービスに出版、家賃、外食を加えたもの）については、娯楽関連、外食、通信などが押し下げ要因となっている。

図表Ⅰ-35 企業向けサービス価格及び消費者物価（商品・サービス）



(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」により作成。
 2. 個人サービス他には、出版物、家賃、外食を、公共サービス他には電気・都市ガス・水道を含む。
 3. 企業向けサービスには、リース・レンタル、運輸、通信、不動産賃貸、銀行手数料・保険料等を含む。

9. 自営業主を中心に就業厳しく、失業率は高止まり

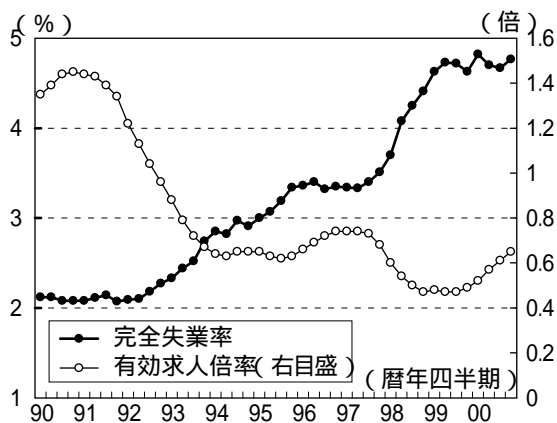
雇用環境は全体として見ると、はかばかしい改善がみられない。マクロ面の代表的な雇用指標である有効求人倍率と完全失業率の動きを見ると（図表Ⅰ-36）、前者は求人数の高い伸びを反映して99年5月の0.46倍を底に徐々に持ち直し、2000年12月には0.66倍となったものの、後者は過去最悪となった2000年3月の4.9%からほぼ高止まった状態で推移しており、12月も4.8%と依然高水準である。

完全失業者数の増減を求職理由別に見ると（図表Ⅰ-37）、99年に入り人員整理・事業不振等による「非自発的離職」を理由とした失業者を中心に、その増加幅が急速に鈍化し、2000年第2四半期以降2四半期連続で一旦は減少に転じたものの、足下では自分又は家族の都合による「自発的離職」を除いて再び増加している。

就業者数は産業別にみると（図表Ⅰ-38）、サービス業や運輸・通信業を除くと弱い動きが続いている。特に製造業は97年第3四半期以降の減少基調が止まらず、卸売・小売業、飲食店も全体として見れば業況が思わしくなく、従来ほどの雇用吸収力はみられない。

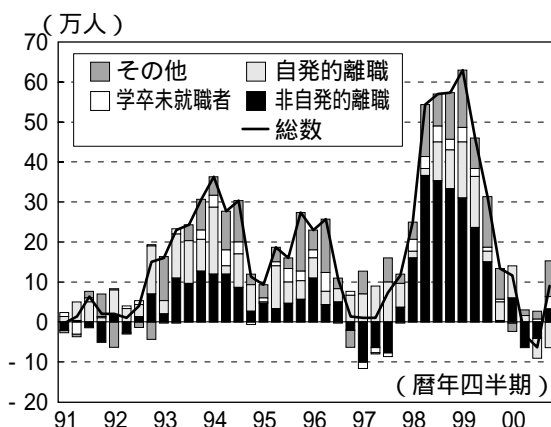
こうした中、就業者数全体としては足下で98年第1四半期以来11四半期振りの増加となっている。就業者数伸び率を従業上の地位別で見ると（図表Ⅰ-39）、雇用者数は2000年第2四半期に9四半期振りに増加に転じた後、足下までプラス寄与が拡大しているが、自営業主・家族従業者は2000年第2四半期以降逆にマイナス寄与が大きくなっている。

図表Ⅰ-36 有効求人倍率と完全失業率の推移



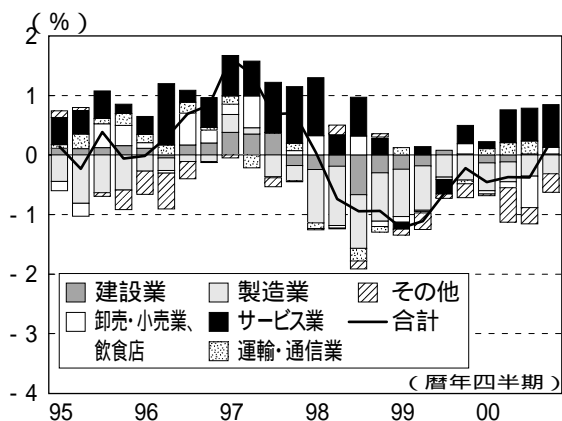
（備考）総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」により作成。

図表Ⅰ-37 求職理由別完全失業者数の前年差



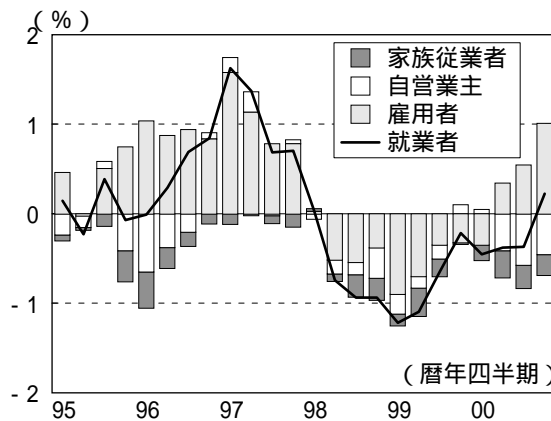
（備考）1.総務省「労働力調査」により作成。
2.総数と内訳の合計との乖離分は「その他」に含まれる。
3.「非自発的失業」は人員整理・事業不振・定年等による離職、「自発的失業」は自分または家族の都合による離職、「その他」は専業主婦等（非労働力人口）で新たに仕事に就くために仕事を探し始めた者など。

図表Ⅰ-38 就業者数伸び率の産業別寄与度（前年同期比）



（備考）総務省「労働力調査」により作成。

図表Ⅰ-39 就業者数伸び率の従業上の地位別寄与度

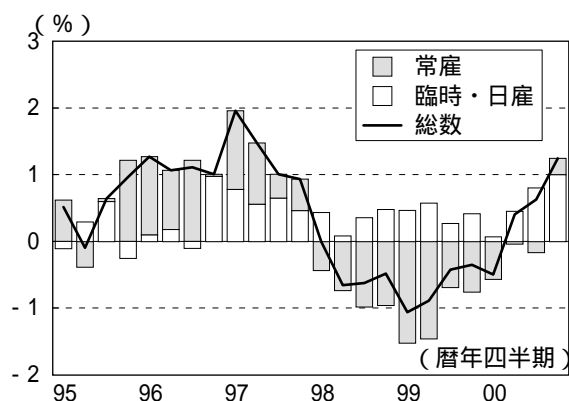


（備考）総務省「労働力調査」により作成。

但し、増加が続く雇用者の内訳を見ると、必ずしも楽観できる状況ではない。雇用者の増減を常用雇用と臨時・日雇別に見ると（図表Ⅰ-40）、98年第1四半期以降前年割れを続けてきた常用雇用に足下下げ止まりの兆しが出ているが、増加の牽引役は相対的に人件費負担の低い非正社員系である臨時・日雇に変わりない。

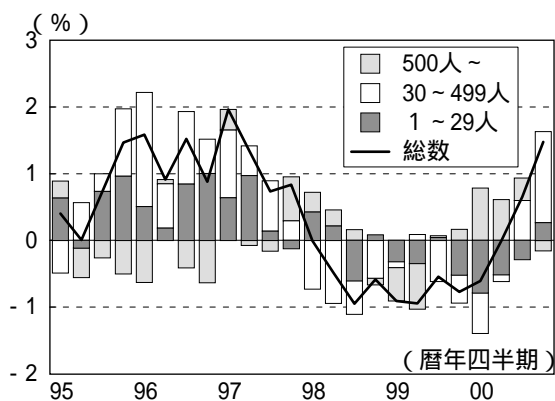
また、雇用者の増減を従業者階級別で見ると（図表Ⅰ-41）、足下では中堅（30～499人）企業での雇用増加が目立つが、2000年前半に増加していた大企業（500人以上）は減少に転じ、中小（1～29人）企業は企業倒産件数の増加が続いていることも影響して回復力が弱く、全体としてまだら模様である。

図表Ⅰ-40 雇用者数(非農林)伸び率の寄与度分解



（備考）総務省「労働力調査」により作成。

図表Ⅰ-41 雇用者数(非農林、除く官公)伸び率の寄与度分解



（備考）総務省「労働力調査」により作成。

10. 株価は軟調、長期金利は低下気味

ゼロ金利政策により、99年3月以降、無担保コール翌日物は0%近傍で推移していたが、2000年8月のゼロ金利解除後は、0.25%の水準に誘導されている（図表Ⅰ-42）。この影響や、年越え資金需要の要因によって、短期金利の代表であるCD3ヵ月金利（買い）はやや強含んだ。2001年に入り年越え資金の要因は剥落し短期金利は低下した。

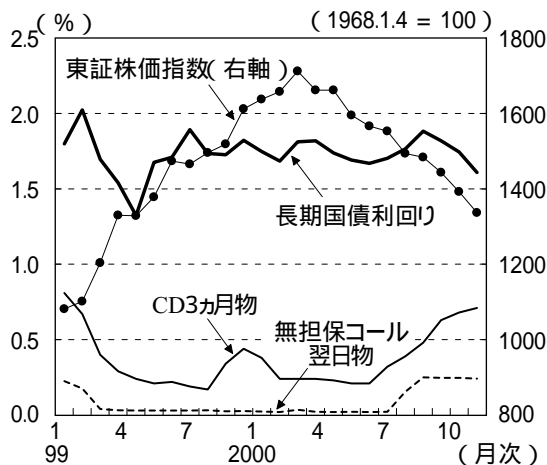
長期金利は、99年6月頃から1.8%程度で推移し、特に99年度の後半からは小幅な動きで安定して推移していたが、その後2000年9月に一時1.9%近くまで上昇した後、足下では1.4%前後まで低下している。

株価は99年の上昇から一転して、2000年に入って低下した。99年の株高を支えた外国人の株式の買越は、2000年には売越に転じた（図表Ⅰ-43）。

マネーサプライ（M2+CD）の伸びは、98年度から99年度の前半まで概ね3%台後半で推移していたが、99年度の後半に一時1.9%まで低下し、足下は2%台で推移している（図表Ⅰ

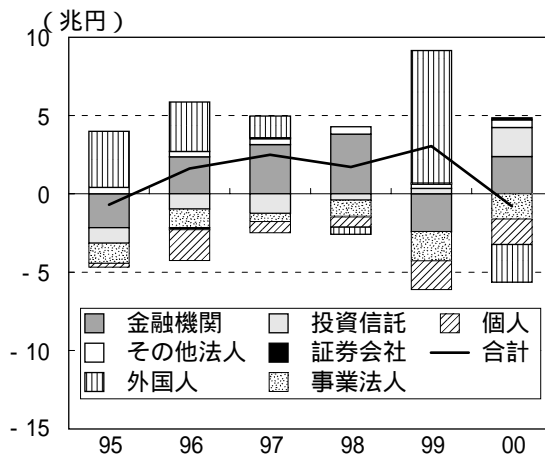
- 44)。内訳を見ると、2000年7月からCDは増加に転じているものの、準通貨（定期預金等）を取り崩す動きに加え、預金通貨の伸びが低下している。その一方で、銀行部門の貸出は減少しており、資産の増加は専ら国債の保有に向かっている（図表 I - 45）。

図表 I - 42 主要金融指標の推移



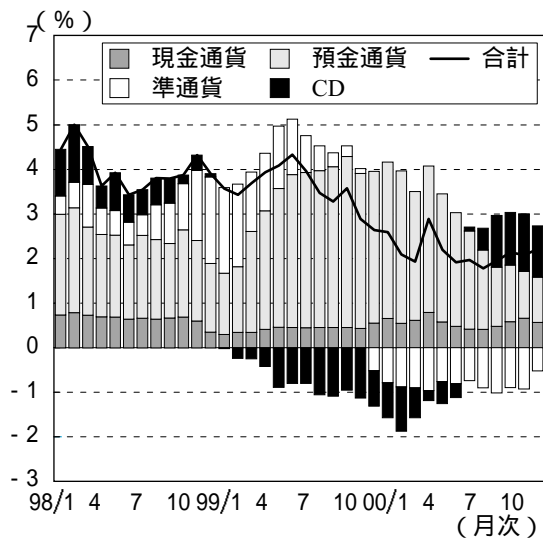
(備考) 1. 日本経済新聞により作成。
2. 長期国債利回りは、10年もの。
3. CD3ヶ月物は新発気配レート(買い)。

図表 I - 43 株式買越し額



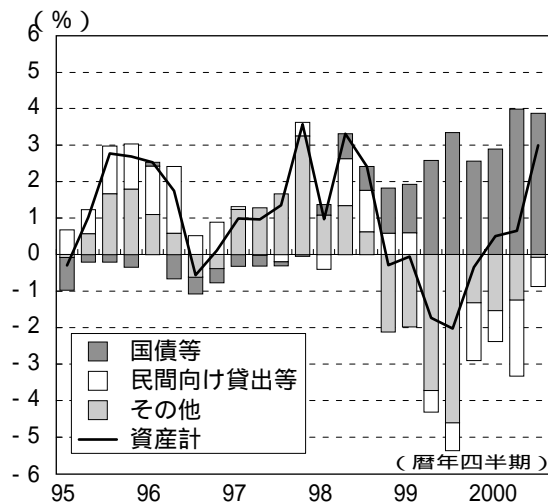
(備考) 1. 東京証券取引所「東証統計月報」により作成。
2. 東証第一部の委託売買ベース。

図表 I - 44 マネーサプライの伸び率



(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 平残、前年同期比。

図表 I - 45 銀行部門の資産の伸び率



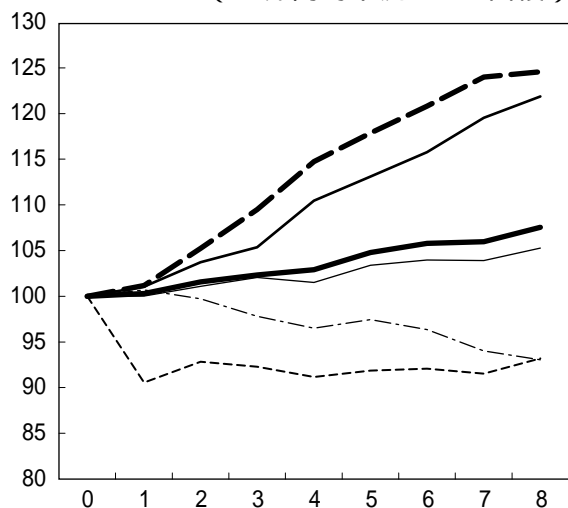
(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 銀行部門は、預金通貨銀行ベース。
3. 伸び率は、未残の前年比。

第Ⅱ章 今次景気回復の弱さとその背景

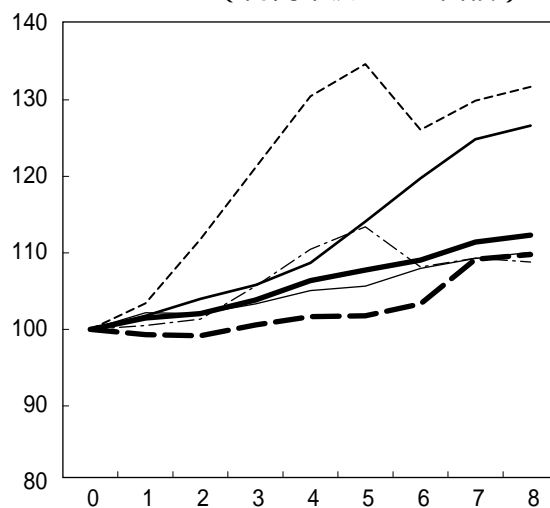
1. 80年代以降の景気回復パターンと今回との比較

景気が底打ちをしてからの景気回復過程で、どの需要項目が全体を牽引したかを見るため、80年代以降について、景気の底を100とし、その後の実質値の推移を見た（図表Ⅱ-1、2、3、4）。99年第2四半期を底とした今回の回復は、景気底打ちまでの過程で景気を下支えした公共投資（公的資本形成）と住宅投資が景気底打ち後は、牽引役を退いたのに代わって、輸出と設備投資が全体を牽引してきた。

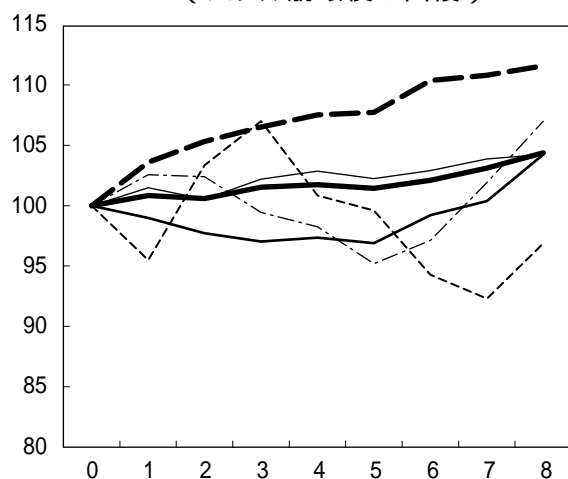
図表Ⅱ-1 83:1Q 85:1Q
（世界同時不況からの回復）



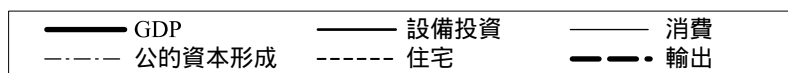
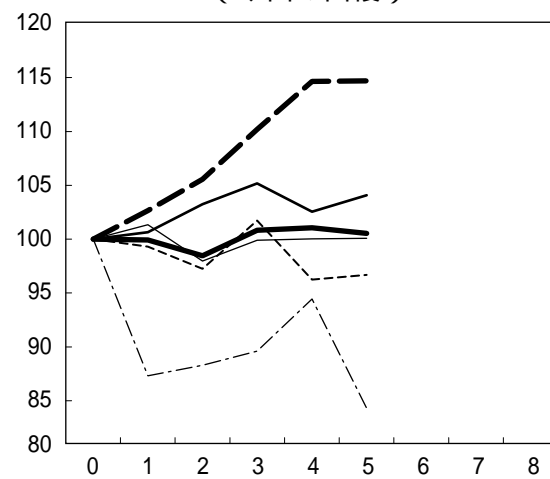
図表Ⅱ-2 86:4Q 88:4Q
（円高不況からの回復）



図表Ⅱ-3 93:4Q 95:4Q
（バブル崩壊後の回復）



図表Ⅱ-4 99:2Q 2000:3Q
（今回の回復）



（備考）1. 内閣府「国民経済計算年報」により作成。
2. 景気の谷の水準=100とする指数。

景気の底からの回復過程で、輸出と設備投資が牽引した点では、83年第1四半期から世界同時不況からの回復のパターンと似ている。この時も、電気機械や輸送機械といった輸出関連産業の機械投資が高い伸びを示した点は、今回の伸びが電気機械など機械投資を中心としている点と、共通しているが、前回堅調だった非製造業が、今回は力強さに欠ける点で相違している。

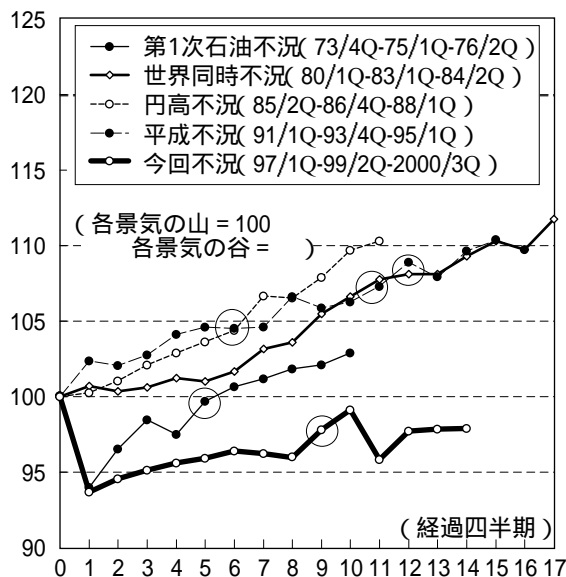
また、バブル崩壊後の93年4四半期からの回復と比べると、輸出の伸びが牽引していた点では共通しているものの、前は設備投資の不振に対し、消費が比較的底堅く推移していたのに対し、今回は消費の低迷が顕著である。

2. 個人消費低調の背景 生産性足踏みの中、高止まる労働分配率

今回は、実質個人消費の低迷が長引き、かつ景気の谷（99年第2四半期）から5四半期が経過しているものの、その回復力が弱い点が大きな特徴となっている。これを過去の主な不況からの回復局面（景気の山～景気の谷～谷から5四半期）と対比したものが図表Ⅱ-5である。ここでは四半期ベースで見た場合の各景気の山にあたる実質消費水準を100とした指数で描いている。

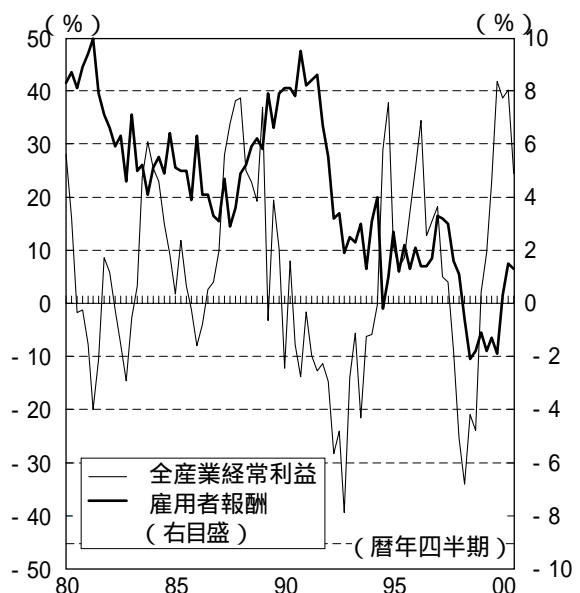
第1次石油危機を除く過去の不況からの回復局面（世界同時不況、円高不況、平成不況からの各回復局面）では、実質消費水準は景気の山の水準を下回ることなく増加して推移した。これに対して今回は、97年第2四半期に消費税率引き上げによる駆け込みの反動が大き

図表Ⅱ-5 実質個人消費の各景気局面の比較



(備考) 1.内閣府「国民経済計算」により作成。
2.第1次石油不況のみ68SNAベース。

図表Ⅱ-6 企業収益と雇用者報酬の前年比



(備考) 1.内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」により作成。
2.雇用者報酬は90/4Qまで68SNAベース。

く表れ、その後景気の谷をつけるまで2年間にわたって低調な動きが続いた。しかも、景気が谷をつけた後もほぼ横這い状態で推移しており、2000年第3四半期で未だ97年第1四半期の水準を2%程度下回っている。今回の消費の低調ぶりは、当初今回不況とほぼ同じ程度の落ち込みを見せた第1次石油危機不況からの回復局面における実質消費水準が、景気の谷(75年第1四半期)までには不況前の水準に戻り、その後緩やかに回復過程を辿ったことと比較しても、明らかである。

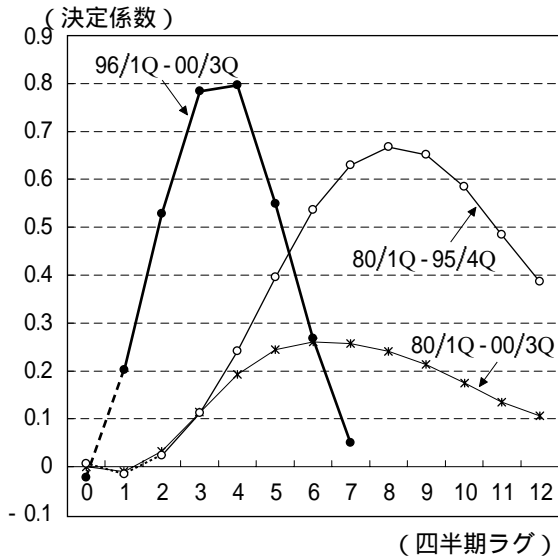
今回の消費低調の背景の一つとして、第3章の第3節で名目賃金が伸び悩んでいる点を指摘したように、企業部門の収益の改善が家計部門の所得へと明確に波及していない可能性が考えられる。ここでは、こうした点をマクロ面から見た企業収益と所得との関連、生産性と労働分配率の観点からみておく。

雇用者報酬は企業活動の付加価値から分配されるため、雇用者報酬の増減は企業収益の増減と密接に関連していると考えられる。図表Ⅱ-6は法人企業統計季報の全産業経常利益の前年比とSNA統計の雇用者報酬の前年比を対比させたものである。両者の関係を見ると、バブル期は経常利益が2~3割の大幅増益となると、雇用者報酬はしばらく遅れて8~9%台の高い伸びをみせたが、90年代後半になると経常利益がバブル期並の大幅増益となっても雇用者報酬は1~3%台の低い伸びにとどまるようになった。今回も経常利益は99年第3四半期以降2桁の増益を続けているが、雇用者報酬は2000年第3四半期で1.3%の低い伸びである。

しかも企業収益の改善が雇用者報酬に波及するまでの期間を時差相関により計測すると(図表Ⅱ-7)、90年代後半以降早まっていることがわかる。推計期間が80年第1四半期~95年第4四半期の場合、雇用者報酬に最も反映されるのは企業収益が回復してから約2年後であったが、2000年第3四半期まで延ばすと相関が低くなる。このため推計期間を96年第1四半期~2000年第3四半期とすると、企業収益の改善が雇用者報酬に反映されるまでの期間は約1年へ短縮されている。仮にこの関係が今後も維持されるとすると、2000年度下期の企業収益が鈍化した場合、その影響は2001年度下期にあらわれることとなり、所得環境は十分好転しないまま再び悪化する可能性がある。

所得の好転には生産性の向上が不可欠である。実質労働生産性の長期推移(70年~99年)を見ると(図表Ⅱ-8)、80年代まではほぼ順調に上昇傾向がみられたが、90年代に入り伸び悩み、特に96年以降は90年代前半同様、再び足踏みの状態にある。これを産業別に見ると非製造業での生産性の改善がほとんど見られなくなっている。こうした中、国際的に見て相対的に低いといわれてきた日本の労働分配率は90年代に入り急上昇し、94年度以降は80%台前半の過去最高水準で推移している。長期的に80%前後で安定的に推移している米国の労働

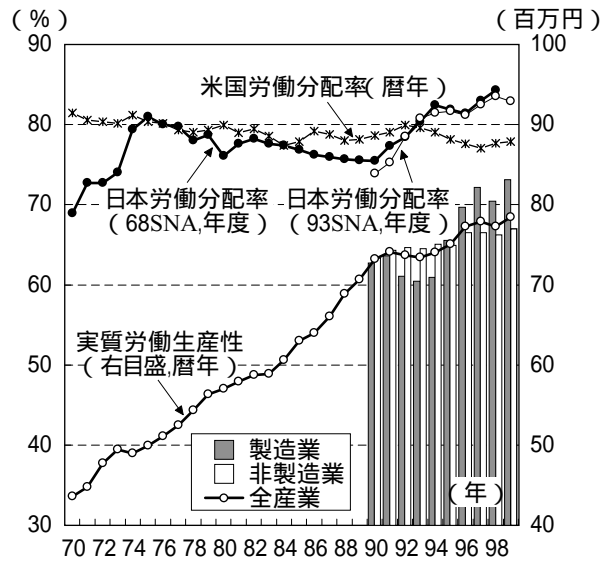
図表Ⅱ-7 企業収益と雇用者報酬の時差相関



(備考) 1.内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」により作成。

2.雇用者報酬前年比 = + *全産業経常利益前年比 - t を基に、3つの推計期間による相関の度合いを確認。グラフの点線部分は統計的に有意でないことを表す。データは3期移動平均。

図表Ⅱ-8 労働分配率と実質労働生産性



(備考) 1.内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、米商務省「Survey of Current Business」により作成。

2.労働分配率 = 雇用者報酬 / (国民所得 - 個人企業所得)

3.実質労働生産性 = 実質産業別GDP / 産業別就業者数

70-89年は68SNAと93SNAの90-98年平均差を用いて推計。

4.非製造業は建設業、電気・ガス・水道業、卸売・小売業、金融・保険業、不動産業、運輸・通信業、サービス業。

分配率の動きとは対照的である。90年代は過去にないほどの生産性の足踏みと労働分配率の急上昇が見られた。このため、労働分配率の上昇余地は少なく、生産性の向上がみられない状況で、家計部門の所得が今以上に増加していくことは期待薄であると思われる。

3. 立ち上がりは早いものの、広がりが遅れている今回の設備投資回復

今回の景気回復においては、設備投資が牽引役の一つとして回復当初から注目を集めてきた。しかしGDPベースの実質設備投資額の足下の動きをみると、2000年第2四半期に前期比2.5%減と1年振りに減少し、続く同第3四半期も前期比1.5%増にとどまっており、期待されたほど伸びていないという見方もある。このような設備投資の推移は、過去の景気回復過程と比較して、どのような特徴が見られるであろうか。

まず、景気回復当初の設備投資の立ち上がりの早さ・遅さをとらえるため、設備投資の谷と景気の谷の前後関係を見てみる。図表Ⅱ-9は、GDPベースの実質季節調整済設備投資額の増減(86年第4四半期以前はタイムトレンドを除去した系列の増減による。詳細は図表の備考参照)により設備投資の山谷を判定したものであるが、80年代から第11循環(いわゆる

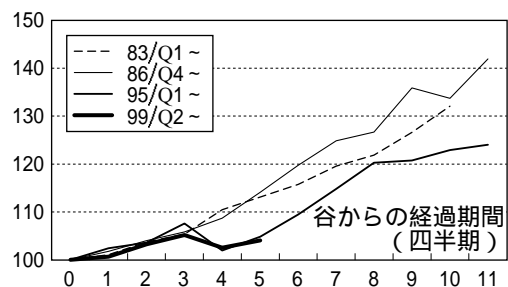
平成景気の山（91年第1四半期）にかけては、景気の山谷と同時か、1四半期の遅れで山谷を迎えてきたことがわかる。これに対し平成景気の後の谷（93年第4四半期）から続く第12循環の山（97年第1四半期）にかけては、設備投資が景気の谷から5四半期も遅れて底を打った後、景気の山から3四半期遅れて天井をつけており、バブル崩壊後のストック調整深刻化による設備投資回復の遅れが尾を引き、次のピークにおける転換の遅れにつながった可能性がある。今回の回復過程では、設備投資は99年第2四半期に景気の谷と同時に底を打っており、従来のパターンに戻った形に過ぎないとはいえ、前回との比較では立ち上がり早いことから、回復当初の牽引役としての印象が強まったものと考えられる。

次に、設備投資が底を打ってからの回復力の強さをとらえるため、谷を100とした推移を過去の景気回復過程と比較してみる。図表Ⅱ-10によれば、谷から3四半期目までは過去3回の回復期と比べ大きな差はみられないが、4四半期目以降において前回と同様に回復ペースが鈍化していることがわかる。

図表Ⅱ-9 景気基準日付と設備投資の山谷の関係

景気 谷	設備投資			景気 山	設備投資		
	谷	ラグ	拡大 期間		山	ラグ	後退 期間
				80/Q1	80/Q1*	0*	12*
83/Q1	83/Q1	0	10	85/Q2	85/Q3	1	5
86/Q4	86/Q4	0	18	91/Q1	91/Q2	1	15
93/Q4	95/Q1	5	11	97/Q1	97/Q4	3	6
99/Q2	99/Q2	0	(5)				

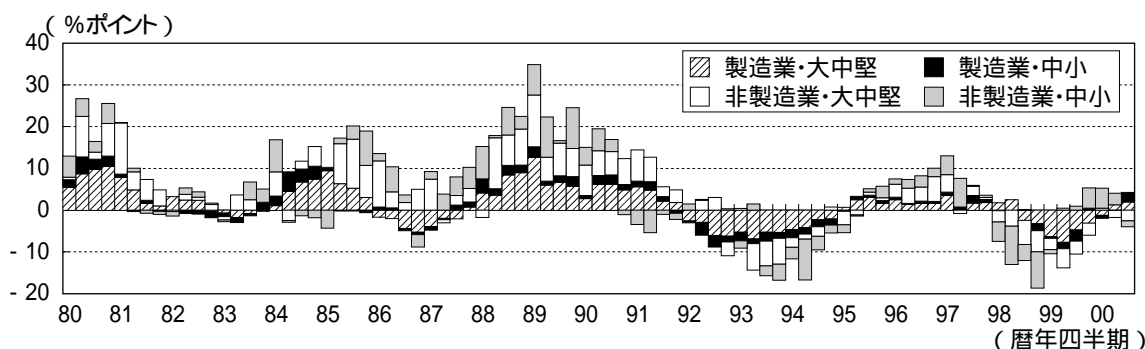
図表Ⅱ-10 設備投資の谷からの推移(実質季調値、谷=100とする指数)



- (備考) 1.内閣府「景気基準日付」「国民経済計算」により作成。
 2.設備投資の山谷の判定はGDPベースの実質季調済設備投資額による。ただし86/Q4の谷以前については、原数値からタイムトレンド(景気基準日付の前4Q～後4Qの期間で線形回帰)を除去した系列により判定した。なお、*印は90年基準、68SNAのデータによる。
 3.ラグ(景気基準日付からの遅れ)及び拡大・後退期間の単位は四半期。99/Q2の谷からの拡大期間は、00/Q3現在。

底打ち後の回復に力強さがみられない原因を探るため、法人企業統計季報の名目設備投資額前年同期比の業種別規模別寄与度をみると(図表Ⅱ-11)、今回の回復局面では当初中小非製造業の伸びが寄与したものの足下で減少に転じ、これに代わって製造業が大中堅、中小ともに牽引役となっており、大中堅非製造業は減少基調が続いている。いわゆる「全員参加型」の設備投資拡大がみられた平成景気は別としても、83～85年にかけてと95～97年にかけては、いずれも後半期における非製造業の増加が設備投資拡大を息の長いものにしており、足下までの非製造業の動向と併せて考えると、今回の設備投資拡大期間が過去の例(83年第1四半期から10四半期、95年第1四半期から11四半期、図表Ⅱ-9参照)と同程度まで持続

図表Ⅱ - 11 名目設備投資額前年同期比の業種別規模別寄与度



(備考) 財務省「法人企業統計季報」により作成。大中堅は資本金1億円以上、中小は資本金1千万円以上1億円未満。

する保証は今のところない。

業種別動向をさらに詳しく分析するため、各回復期において今回と同じく谷から5四半期目までの期間をとって、名目設備投資額前年同期比に対する業種別累積寄与度（各期の寄与度の単純合計）を計算し、増加寄与と減少寄与とに分けて上位5業種への集中度（シェア）を見てみる。図表Ⅱ - 12によれば、今回は増加寄与に占める上位5業種集中度が78.5%と過

図表Ⅱ - 12 名目設備投資額前年同期比の業種別累積寄与度と集中度(谷から5四半期目まで)

<増加寄与上位5業種と集中度>

83/Q2~84/Q2	%ポイント	87/Q1~88/Q1	%ポイント	95/Q2~96/Q2	%ポイント	99/Q3~00/Q3	%ポイント
事業所サービス	18.5	事業所サービス	9.4	事業所サービス	7.4	映画・娯楽	5.9
電気機械	11.8	その他運輸・通信	5.8	電気機械	7.0	電気機械	5.8
金属製品	3.1	卸売	5.0	その他運輸・通信	4.6	卸売	2.6
その他製造業	1.9	不動産	3.5	金属製品	1.7	旅館・ホテル	2.4
不動産	1.9	小売	3.1	個人サービス	1.6	個人サービス	1.9
上位5業種集中度	74.2%	上位5業種集中度	54.2%	上位5業種集中度	62.7%	上位5業種集中度	78.5%

(別掲)

IT関連製造業計	13.3	IT関連製造業計	0.4	IT関連製造業計	9.4	IT関連製造業計	7.3
同上集中度	26.4%	同上集中度	0.9%	同上集中度	26.2%	同上集中度	30.7%

<減少寄与上位5業種と集中度>

83/Q2~84/Q2	%ポイント	87/Q1~88/Q1	%ポイント	95/Q2~96/Q2	%ポイント	99/Q3~00/Q3	%ポイント
鉄鋼	-5.1	輸送機械	-4.0	電力	-2.5	電力	-5.4
輸送機械	-3.5	鉄鋼	-2.7	不動産	-1.3	輸送機械	-4.2
海運	-1.7	旅館・ホテル	-2.3	建設	-1.3	その他運輸・通信	-3.5
旅館・ホテル	-1.4	海運	-1.3	海運	-0.7	一般機械	-1.8
一般機械	-1.1	一般機械	-0.9	石油・石炭	-0.7	不動産	-1.8
上位5業種集中度	78.3%	上位5業種集中度	77.3%	上位5業種集中度	78.9%	上位5業種集中度	58.6%

(備考) 1 財務省「法人企業統計季報」により作成。業種名は適宜略称を用いている。

2 設備投資の谷から5四半期の間の前年比ベースでの累積寄与度を法人企業統計の業種細分類(製造業18業種、非製造業17業種)により算出。集中度は増加(減少)寄与業種の合計(減少の場合は絶対値)に占める上位5業種のシェア。

3 IT関連製造業は、電気機械、非鉄金属、窯業・土石、一般機械、精密機械のうち、増加寄与のみ合計したもの。集中度は増加寄与業種に占めるシェア。

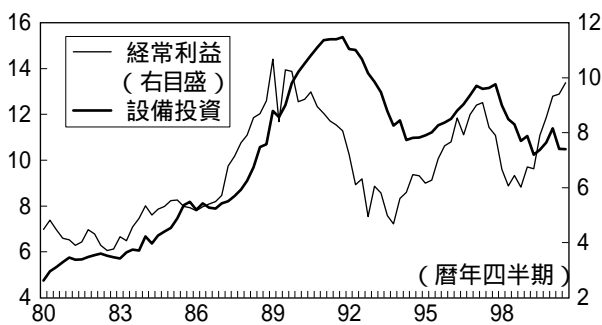
去4回で最も高い。83年第2四半期～84年第2四半期は比較的今回に近かったが、集中度が50～60%台にとどまっていた87年第1四半期～88年第1四半期や95年第2四半期～96年第2四半期と比べれば、今回は牽引役が特定業種に集中し、広がり欠けていることが指摘される。また、上位5業種の顔ぶれが電気機械を除くと映画・娯楽を筆頭とする非製造業で占められており、うち旅館・ホテル、個人サービスは既に足下で減少に転じていることも、回復の持続性に関する懸念材料といえる。なお、一般に強調されているIT関連製造業（定義は図表の備考参照）の寄与は、シェアで見ると過去4回で最も大きいですが、83年第2四半期～84年第2四半期や95年第2四半期～96年第2四半期と比べて特筆すべき水準とはなっていない。

さらに減少寄与に占める上位5業種集中度をみると、今回を除く過去3回が70%台の後半でほぼ一定していたのに対し、今回は58.6%と低いことも注目される。増加寄与とは対照的に、減少寄与が幅広い業種に分散しているという事実は、バランスシート調整などの下押し圧力が従来以上に強く、設備投資の回復を弱いものに行っている可能性を物語っているといえよう。

4. 企業収益の急回復に比べ、抑制気味に推移する設備投資

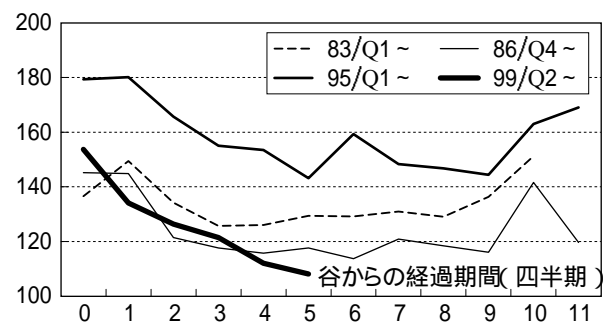
今回の設備投資回復のもう一つの特徴としては、企業収益の改善に比べ、設備投資の回復が緩慢であるという点が指摘される。図表Ⅱ-13は、法人企業統計季報における全産業全規模合計の経常利益と設備投資の推移（季節調整済）を見たものであるが、経常利益は98年第4四半期の6.0兆円を底として、足下では9.8兆円と80年代以降のピークである89年頃に迫る水準にまで回復してきているのに対し、設備投資は名目値であるとはいえ、今のところ極めて緩やかな伸びにとどまっているように見える。

図表Ⅱ-13 設備投資と経常利益の推移比較
（全産業全規模、兆円）



（備考）財務省「法人企業統計季報」により作成。
季節調整済。

図表Ⅱ-14 設備投資 / 経常利益比率の設備投資の谷からの推移(全業種全規模、%)

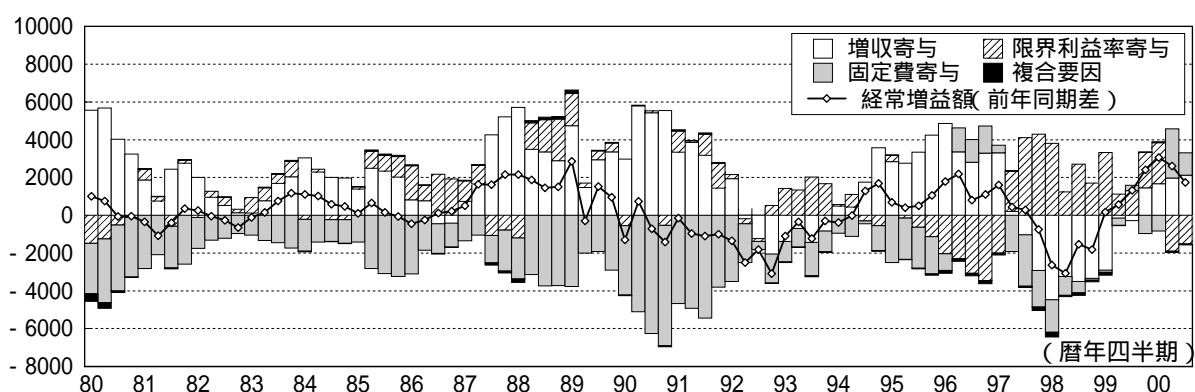


（備考）図表 -13に同じ。

このような状況が過去の回復と比べてどの程度顕著なものであるかを見るため、経常利益に対する設備投資の比率（設備投資／経常利益比率）を、設備投資の谷からの推移で比較してみる。図表Ⅱ-14によれば、回復初期に設備投資／経常利益比率が低下する、即ち利益ほどには設備投資が伸びないこと自体は、過去の回復時に共通して見られる現象であり、今回に限った特徴ではないことがわかる。ただし、今回は設備投資／経常利益比率の低下幅が大きく、水準的にも足下（谷から5四半期目）では過去4回で最低となっている。この点は、企業の慎重姿勢を示唆する特徴といえ、今後この格差が拡大していくのかどうか注目される。また、前回の回復時には設備投資／経常利益比率が一貫して高く、利益に比べて積極的な設備投資が行われたことを示しており、前回との比較において今回の慎重姿勢がより際立って見えるという点も指摘されよう。

企業収益に比べて設備投資が抑制気味に推移している背景を増益構造の点からみると、今回の増益局面においては従来に比べ増収要因の寄与が小さく、限界利益率要因も足下ではマイナスとなっているのに対し、固定費の削減がプラスに寄与していることが特徴である（図表Ⅱ-15）。一般に企業収益の改善が設備投資の増加につながる理由は、キャッシュフローの増加という資金調達面のメリットを別にすれば、設備投資の最も基本的な判断基準である将来の期待成長率もしくは期待収益率が改善するためと考えられるが、今回の増益構造は企業の将来に関する見通しを明るくする材料には乏しく、設備投資につながりにくい面があるといえよう。

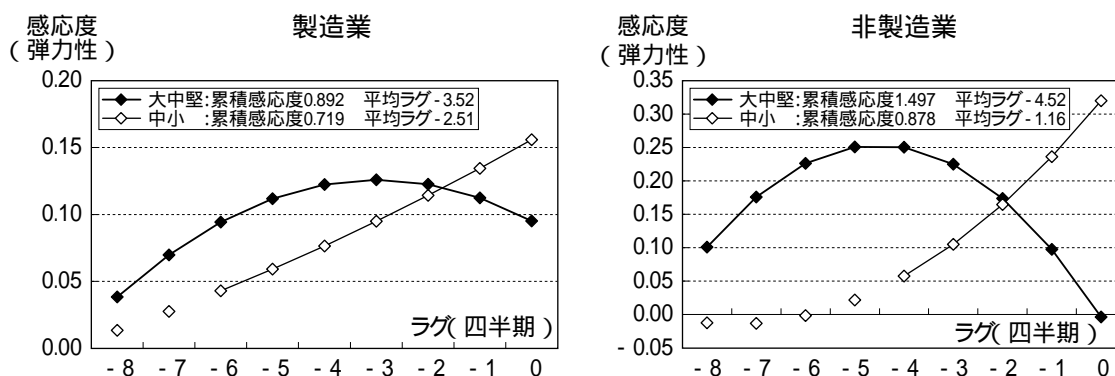
図表Ⅱ-15 経常利益額前年同期差の要因別寄与(全業種全規模、10億円)



- (備考) 1 財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2 要因別寄与は、 $\text{経常利益} = \text{売上高} \times \text{限界利益率} \text{MPR} - \text{固定費} \text{FC}$ の関係から、 $(S \times \text{MPR}_0)$ を増収寄与、 $(\text{MPR} \times S_0)$ を限界利益率寄与、 FC を固定費寄与、残差を複合要因として算出した(は前年同期差、添字の0は前年同期値を表す)。
 3 固定費 = 人件費 + 減価償却費 + 支払利息割引料と定義した。

企業収益は今後、米国経済の減速などを背景にこれまでの急回復が鈍化してくる可能性もある。例えば2000年12月の日銀短観では、全産業全規模の経常利益は2000年度上期が前年同期比30.0%増であったのに対し、下期は同4.2%増と大幅に鈍化する計画となっている。このような企業収益の動向が設備投資に与える影響を見るため、設備投資と経常利益の関係を2次のアーモン・ラグ（ラグ期間は0～8四半期、9四半期前の係数をゼロとする端点制約付き）を仮定して業種別規模別に関数推計を行った（計測期間はラグパターンが大きく異なる第11循環を除く80年代以降の全期間）。推計結果は図表Ⅱ-16に示す通りであり、大中堅企業よりも中小企業の方が足下の利益に敏感に反応する傾向があることがわかる。足下の設備投資を牽引している製造業について平均ラグ期間を算出すると、大中堅企業が約3.5四半期、中小企業が約2.5四半期であることから、2000年度下期の企業収益が減速傾向を示した場合、設備投資に対する影響は中小企業で2001年度上期から、大中堅企業でも同下期から顕在化する可能性が高いといえる。

図表Ⅱ-16 設備投資の経常利益に対する感応パターン(業種別規模別)



(備考) 1 財務省「法人企業統計季報」により作成。季節調整済。大中堅は資本金1億円以上、中小は資本金1千万円以上1億円未満。
 2 $\ln(\text{設備投資}) = \text{定数項} + (t \cdot \ln(\text{経常利益}_t))$ 、 $t=0 \sim -8$ を、アーモンラグ(2次、 $t=-9$ について $=0$ とする端点制約付き)を用いて最小二乗法により推計。推計期間は、80/Q1～86/Q4及び93/Q4～00/Q3。
 3 推計値を線でつないだ部分は5%水準で有意。

5. 輸出は景気回復に寄与、輸入は消費財等を中心に増加

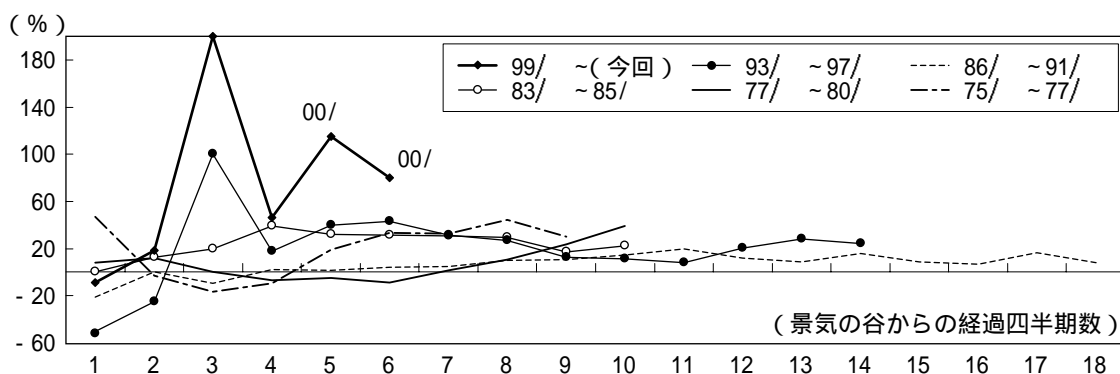
今回の景気回復局面における実質GDPの伸び率（前年同期比）に対する輸出の寄与率を、過去の局面と比較してみると（図表Ⅱ-17）今回は過去に比べて大きいものとなっていることがわかる。

今回の回復局面において輸出が拡大した背景を探るため、輸出数量の動きを輸出相手国の所得要因、輸出相対価格要因、対外直接投資要因に分解してみよう（図表Ⅱ-18）。米国向け輸出については、99年後半から前年に比べて円高となったため、輸出相対価格は上昇し、相

対価格要因はマイナスの寄与となっている。しかし近年、米国景気の拡大を反映して、所得要因がプラスを続け、特に99年後半から2000年前半にかけて寄与が高まっていることから、対米国輸出の拡大が続いてきたことがわかる。ただし2000年第3四半期は、所得要因が若干伸び悩んだとともに、それまで高い伸びを示していた乗用車等の輸出が伸び悩んだことから、頭打ちとなっている。

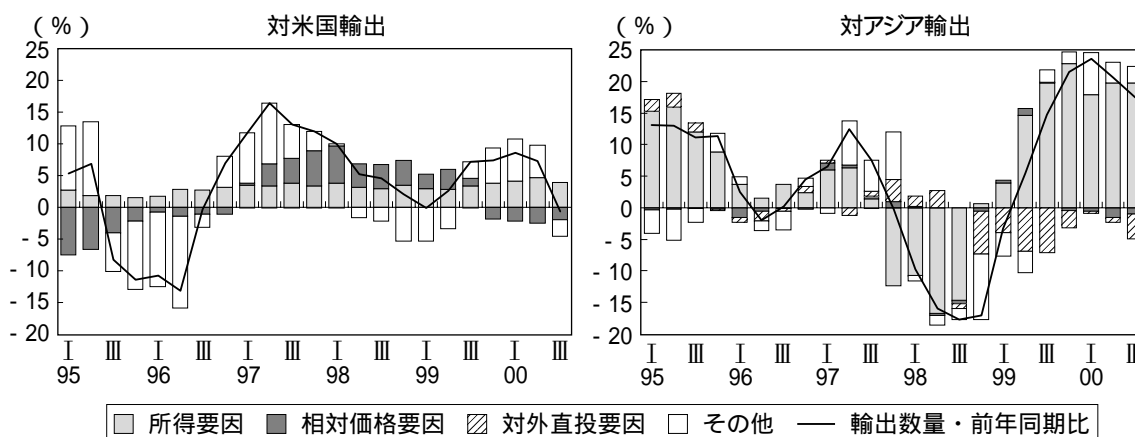
アジア向け輸出については、99年から所得要因が大きく回復しており、それが近年の輸出増の主な要因となっていることがわかる。財別にみると、2000年第1四半期以降、開閉制御装置等の資本財や半導体集積回路等の生産財を中心に増加している。

図表Ⅱ - 17 実質GDP伸び率（前年同期比）に対する輸出の寄与率（景気回復局面の比較）



（備考）内閣府「国民経済計算」(80/ 以前は68SNAベース、以降は93SNAベース)により作成。

図表Ⅱ - 18 輸出数量の要因分解

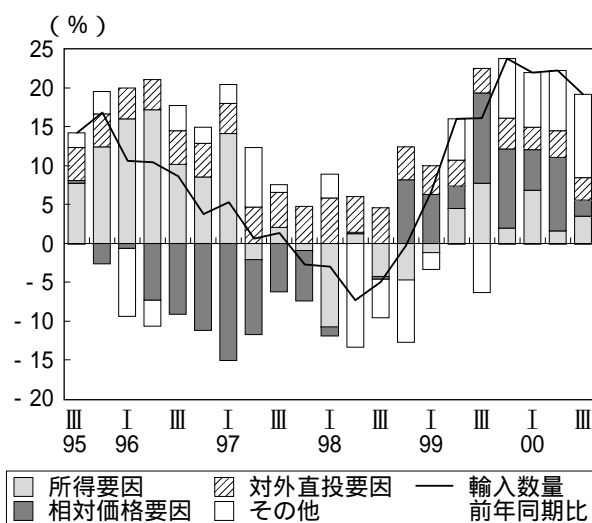


（備考）1 日本関税協会「外国貿易概況」、財務省「対外直接投資状況」、内閣府「国民経済計算」、IMF「International Financial Statistics」により作成。
 2 季調済輸出数量指数を、所得要因(米:実質GDP、アジア:輸入数量)、相対価格要因(輸出価格指数/米・アジアWPI)、対外直接投資要因(アジアのみ。累計直接投資額/日本の名目GDP)に分けて、OLSにより推計した。

一方、輸入についても、国内の所得要因、輸入相対価格要因、対外直接投資要因に分けてみると（図表Ⅱ - 19）、特にアジアからの輸入が99年以降増加している背景には、国内需要が増加に転じていること、輸入相対価格が低下していることなどがあげられる。内需が緩やかな回復を続けていることに加え、繊維製品や化学製品、金属製品、機械製品などの輸入価格が低下している点は、前回の増加局面と異なっており、今次局面の特徴となっている。またアジアへの直接投資の増加が続いており、輸入を押し上げる一要因となっていることが伺われる。

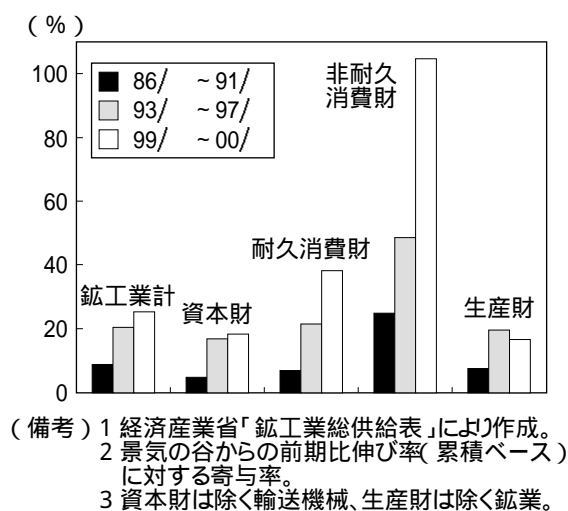
また財別の動向についても、今次局面と過去の景気回復局面とを比較してみた。今次局面の鉱工業総供給の伸びに対する輸入財の寄与率は、バブル期や前回の回復期に比べて高くなっている（図表Ⅱ - 20）。特に非耐久及び耐久消費財の寄与率が顕著に高くなっているが、これは、輸入相対価格が低下するなか、アジアからのものを中心に、AV関連機器や被服・履物などの輸入品が国内市場へ浸透する傾向が強まっていることを示している。

図表Ⅱ - 19 輸入数量の要因分解
（アジアからの輸入）



（備考）1 データは図表 - 18と同様。
2 季調済輸入数量指数を、所得要因（日本の実質内需）、相対価格要因（輸入価格指数/日本の国内WPI）、対外直接投資要因に分けて推計。

図表Ⅱ - 20 鉱工業総供給の伸びに対する輸入財の寄与率



（備考）1 経済産業省「鉱工業総供給表」により作成。
2 景気の谷からの前期比伸び率（累積ベース）に対する寄与率。
3 資本財は除く輸送機械、生産財は除く鉱業。

6. 国、地方とも債務重く、物価軟調で実質金利下げ止まり

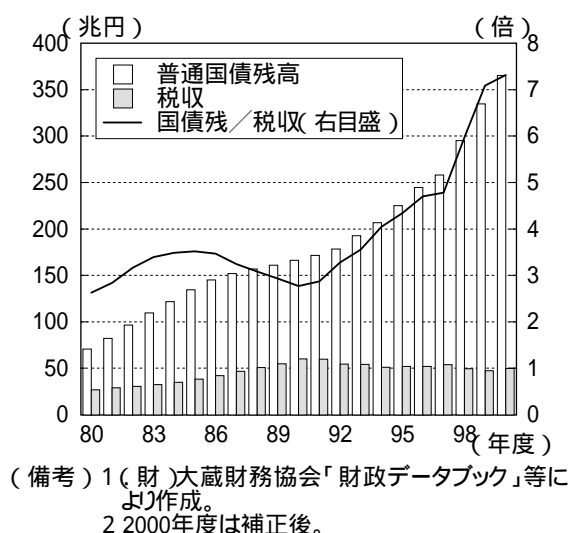
90年代に入り、国、地方とも税収が低迷する中、累次の景気対策もあり、債務残高は急増している。国、地方とも債務負担が重くなり、財政的に余力に乏しい状況である。

国の税収については、80年代を通じて上昇したが、その後は90年度の60兆円をピークとして減少しており、ここ数年は50兆円を切っている（図表Ⅱ - 21）。普通国債の残高は80年代

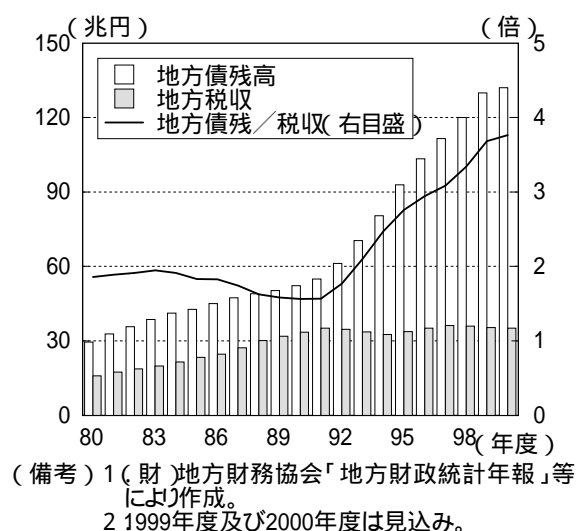
から上昇を続けているが、90年代には累次の景気対策もあり、増加が加速している(2000年度は、税金、債務残高とも補正予算による修正後の計数)。国債/税金比率を見ると、92年度には2.8であったが、99年度には7.3まで上昇している。

地方については、税金は91年度に35兆円まで増加した後やや減少し、97年度にかけてはやや持ち直したものの、以後は伸び悩んでいる(図表Ⅱ-22)。地方債の残高は90年代に入ってから、国と同様に急激に増加している。地方債/地方税金比率は、90年度までは2を下回っていたが、2000年度は3.8となる見込みである。

図表Ⅱ-21 国債残高と税金



図表Ⅱ-22 地方債残高と地方税金

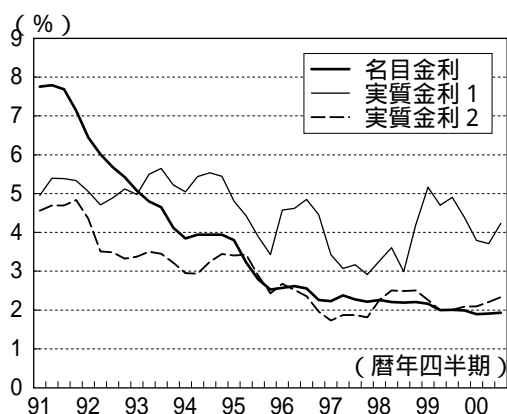


金融面をみると、実質金利は下げ止まっており、与信の低迷も顕著である。

名目金利(ここでは新規貸出約定平均金利の長期総合)は、90年代はじめての7%台から、足下では2%台を切るところまで、大きく低下している。しかしながら、物価が軟調であるため、実質金利は名目金利ほどは低下していない。期待インフレ率の代理変数として設備投資デフレーターの上昇率を取ると(実質金利1)、実質金利は97年までは低下したが、その後はやや上昇している(図表Ⅱ-23)。消費者物価指数の上昇率を取っても(実質金利2)、97年以降は下げ止まっている。

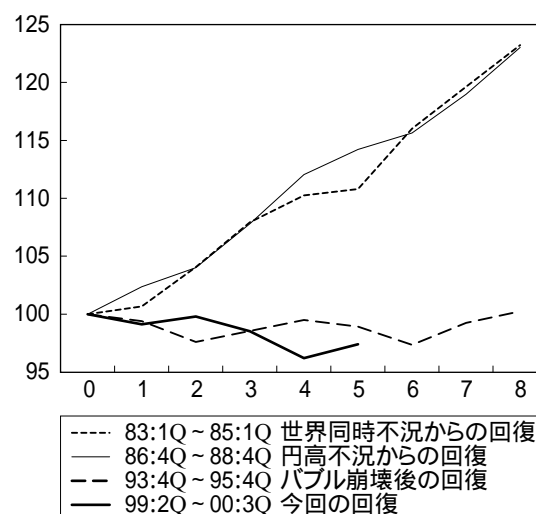
また、借り入れ需要も弱く、80年代と比べて、90年代は与信面の低迷が顕著である(図表Ⅱ-24)。80年代の世界同時不況や円高不況からの回復時には、与信は景気の回復と歩調を合わせて増加していたが、90年代に入っては、バブル崩壊後、今次とも、景気が回復する中で低迷している。

図表Ⅱ - 23 名目金利と実質金利



(備考) 1 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「経済統計月報」、総務省「消費者物価指数月報」により作成。
 2 名目金利は、新規貸出約定平均金利の長期総合。
 3 実質金利1は、民間企業設備投資デフレ率前年比により計算。実質金利2は消費者物価指数(生鮮食料品除く全国・総合)により計算。97年4月の消費税増税(1.5%)、9月の医療費値上げ(0.4%)の影響を控除。

図表Ⅱ - 24 回復局面の金融機関の貸出水準の推移

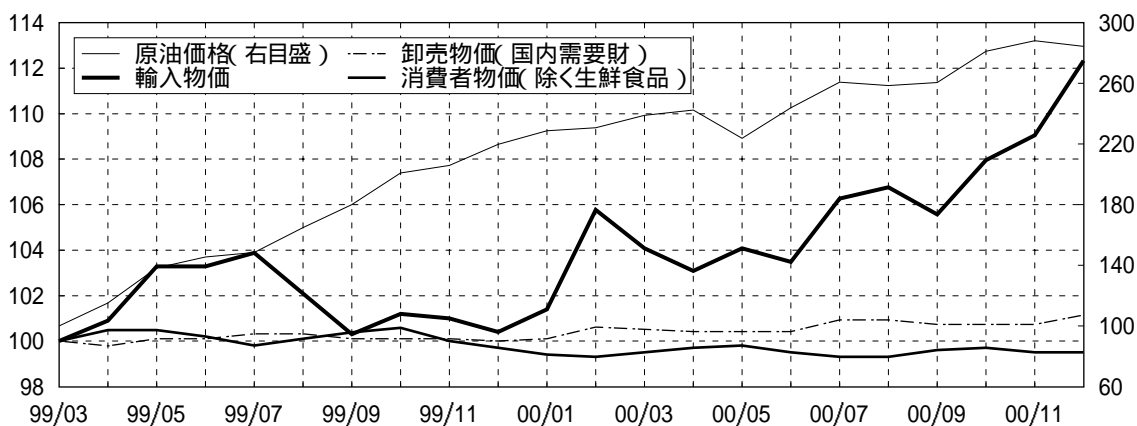


(備考) 1 日本銀行「国内銀行銀行勘定」により作成。
 2 景気の谷の水準=100とする指数。
 3 横軸の数字は、谷からの経過四半期数。

7. 物価は賃金の低迷を伴い軟調に推移

原油価格はOPECの減産政策、世界経済の回復を背景に99年3月を底に反転、足下では3倍近くまで上昇してきている(図表Ⅱ - 25)。しかも今回景気回復局面と時期が重なっているが、コスト上昇圧力は経済全体には及んでいない。輸入物価についてはこの1年半余りで9.0%上昇したものの、国内需要財(輸入と国内)でみた卸売物価では同じ期間に0.7%の上昇、消費者物価はむしろ低下するなどほとんど影響は現われていない。もちろん第Ⅰ章の8でみたようにこの間素原材料の価格上昇が卸売物価全体を引き上げてはいたものの、原油や石油製品等の代金が取引(あるいはGDP)に占める割合は低下してきているために、その影響は軽微にとどまっている。

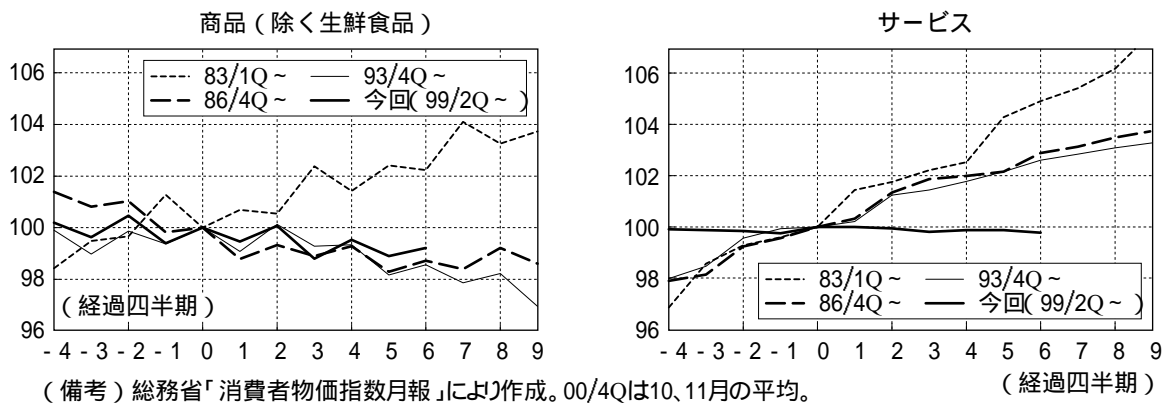
図表Ⅱ - 25 原油価格と物価指標



(備考) 1. 財務省「貿易統計」、日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」により作成。
 2. 99/3を100とした指数としている。

次に消費者物価について、商品、サービス分類を利用して過去の景気回復局面との比較を行う（図表Ⅱ - 26）。商品（除く生鮮食品）については、前回（93年～）前々回（86年～）においても景気回復と物価の低下が同時に起きている。前々回は円高の進行、原油価格の安定といった外的要因もあったものの、前回にはすでに工業製品（費目別には教養娯楽耐久財など）の下落があり、今回の物価下落が特に目立っているとはいえない。

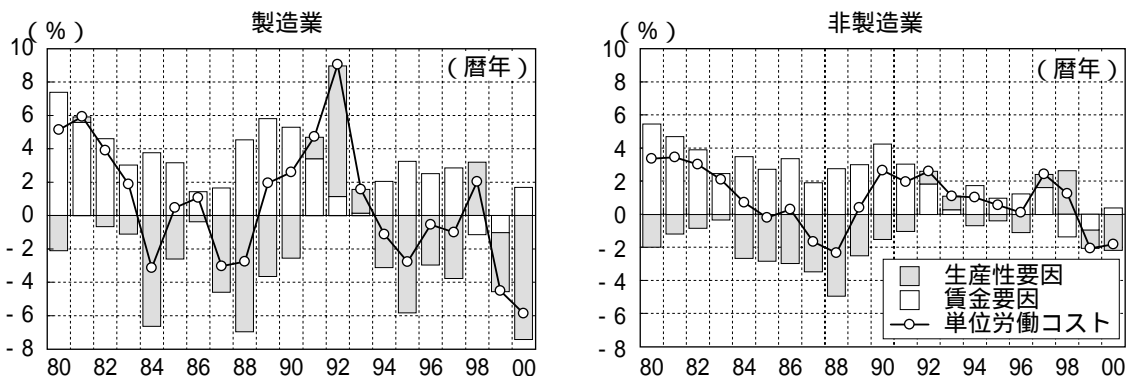
図表Ⅱ - 26 景気の谷を100とした商品、サービスの消費者物価指数



一方のサービス価格については、過去3回の回復局面では年率2%程度の上昇を見せているのに対し、今回は前年並みあるいはわずかながら低下傾向を示している点が注目される。前章で見たように個人サービス、公共サービスともに98年以降価格は安定してきており、ウェイトで約半分を占めるサービス価格の安定化が消費者物価の低下の要因ともなっている。

物価に関連して単位労働コストをみたのが図表Ⅱ - 27である。単位労働コストは労働コ

図表Ⅱ - 27 単位労働コストの寄与度分解（前年比伸び率）



(備考) 1 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「労働力調査」、経済産業省「経済産業統計」により作成。
 2 単位労働コスト指数=名目賃金指数×就業者数/活動指数。2000年は1-10月合計の前年比。
 3 製造業は活動指数に鉱工業生産指数の製造工業を用いた。
 4 非製造業は、電気ガス水道業、卸売・小売業、金融・保険業、不動産業、運輸・通信業、サービス業。賃金指数は常用雇用から加重平均して合成した。活動指数は第3次産業総合を用いた。

ト÷付加価値（GDP）で定義され、物価と一対一の対応はしないものの、労働コスト面からの物価への圧力をみる場合によく用いられる。なお、ここでの製造業/非製造業の区分は先の商品/サービスとは合致しない⁵。前年比の伸び率をみると製造業、非製造業ともに変化の方向は似ており、また物価指数ともおおむね整合的である。

単位労働コストを生産性要因と賃金要因に分解すると⁶、生産性要因については景気循環要因から振れが大きいものの、特に製造業で改善幅（単位労働コストの減少要因）が大きく、単位労働コストを大幅に引き下げている。また、製造業、非製造業ともに賃金要因が98、99年にマイナスとなり、2000年1 - 10月はプラスになったものの、特に非製造業で伸び率が低位にとどまり、下押し要因となっていることがわかる。

-
5. 単位労働コストは全業種について計算できるが、非製造業に含まれる小売業での変化は商品に反映される。また、卸売業などは卸売段階での物価に影響し、商品、サービスいずれにも広範に波及する。
 6. $\text{単位労働コスト} = \text{名目賃金} \times \text{就業者数} / \text{付加価値} = \text{名目賃金} / \text{生産性}$ となる。なお、ここでは就業時間を勘案しておらず、賃金、生産性への分解には稼働具合が加味されていないため、好況時に稼働が高まった場合には生産性、賃金上昇率ともに大きくなり、循環的な要因が強く表れる。ただ、単位労働コストには影響しない。

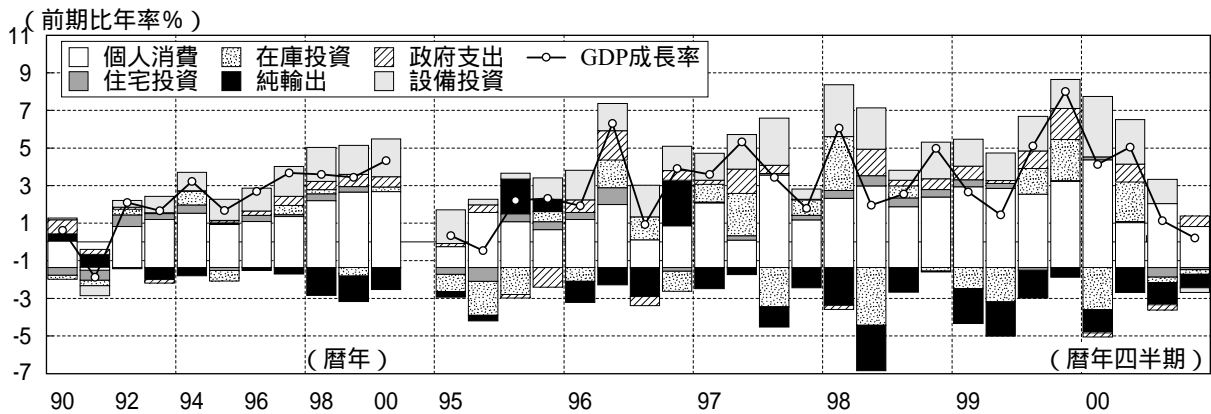
第 章 減速傾向を示す米国経済

1. 概況：消費、設備投資などに鈍化傾向

米国経済は91年3月以来の戦後最長の景気拡大⁷を続けてきているものの、2000年後半から減速傾向を示してきている。今回の景気拡大は実質GDP成長率（図表 - 1）が90年代前半の3 - 4%から97年以降は4%台、2000年5%へと高まっており、長期間にわたる上に生産性の向上を伴い拡大ペースが速まってきた点が特徴的である。しかしながら、四半期の成長率（年率）でみると、2000年に入って4.8%、5.6%と推移したあと、7 - 9月期2.2%、10 - 12月期1.4%と減速してきている。

内訳をみると、個人消費は引き続き底堅い動きをみせる一方、設備投資は2000年第1四半期には年率20%を超える伸びを示した後、第3四半期には同7.7%増に減速し、第4四半期には1.5%の減少となるなど、頭打ち傾向を示している。5年連続で拡大した住宅投資は頭打ちから第3四半期には減少に転じた。純輸出は、好調な内需を反映して、引き続き輸入の伸びが輸出の伸びを上回っており、マイナスに寄与している。

図表 - 1 実質GDP内訳



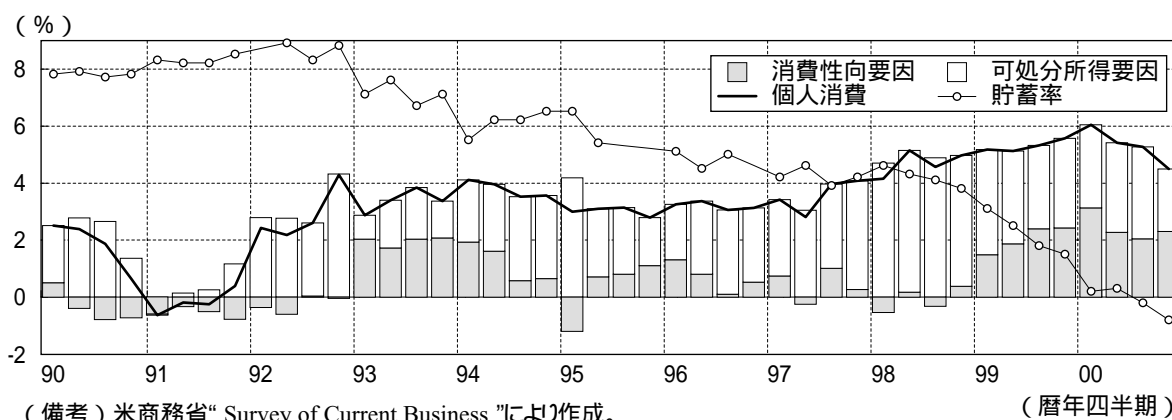
個人消費の伸び率は趨勢的に高まり、98年以降は年率で4 - 6%の高成長を続けてきた（図表 - 2）。背景には可処分所得の増加があるものの、消費性向が99年以降上昇を続けており、貯蓄率は2000年第3四半期にマイナス0.8%まで低下している。こうした消費の高い伸びについては後にみるような株価の上昇を受けた資産効果を原因とする意見が多く、2000年、特に年末に向けて株価が低迷するなかで、クリスマス商戦、12月の自動車販売台数などにも

7. NBERの景気循環日付による。これまでの最長は60年代（61年2月～69年12月）の106ヵ月であったが、今回の拡大局面は2000年12月で117ヵ月と記録を更新している。

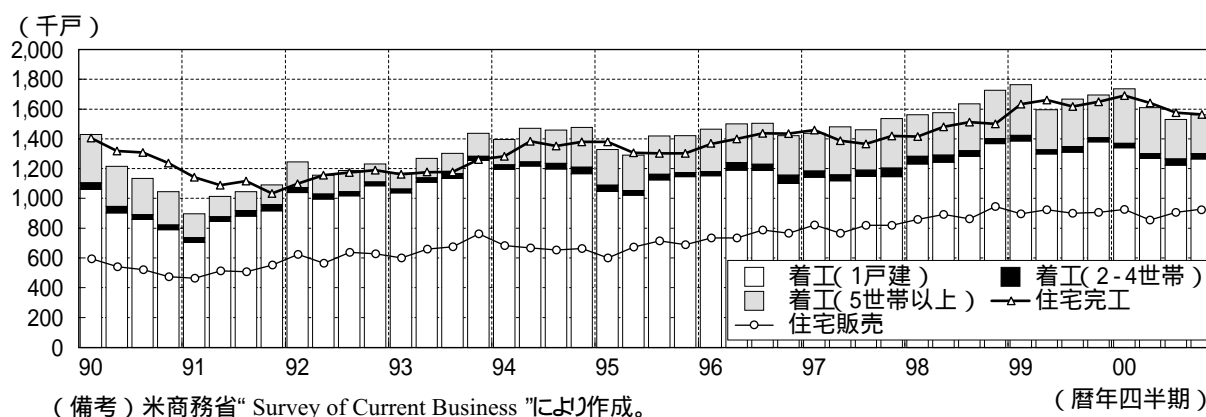
減速傾向がみられた。しかしながら、1月の指標では小売販売などに盛り返す動きも見られており、今後の動向が注目されている。

次に、住宅投資を月次の指標から眺めると（図表 - 3）、着工件数は年率100万戸からピークの99年第1四半期には180万戸に迫る勢いであったが、2000年第3四半期以降は150万戸台まで低下した。足下ではモーゲージ金利の低下もあってやや復調の動きも見られるものの、今後とも横這いから弱含みで推移すると見込まれる。

図表 - 2 個人消費の前年同期比



図表 - 3 住宅投資の推移



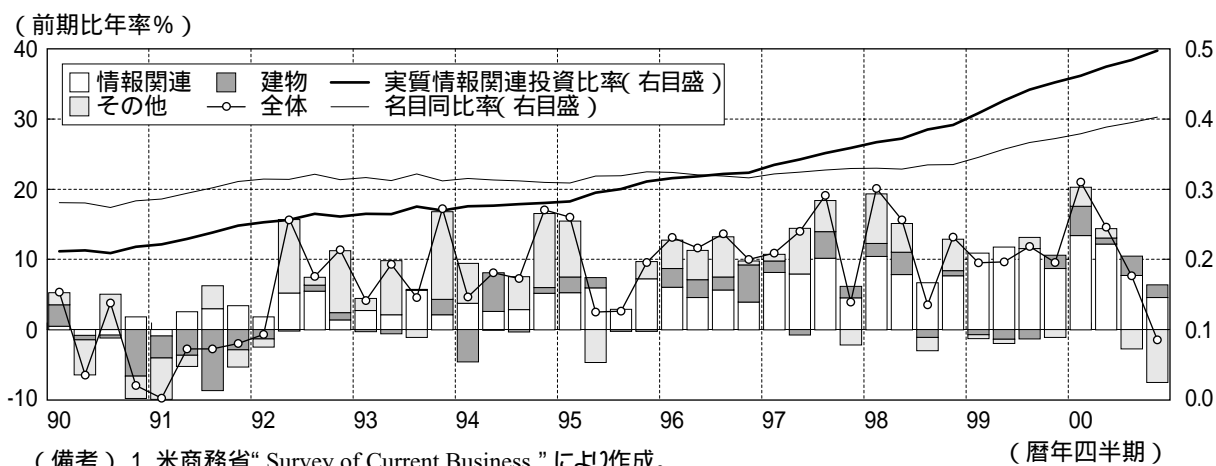
2. 情報関連投資は高い伸びで推移、経常収支は過去最大の赤字に

設備投資は92年第2四半期から2000年第3四半期まで8年余り増加を続けてきた（図表 - 4）。この期間中、情報関連投資の寄与率は平均で7割を超えており、設備投資額全体に占める割合（情報関連投資比率）も26%から2000年第3四半期の48%まで高まった⁸。設備投

8. 名目では情報関連投資比率は同じ期間中に28%から39%へ増加してはいるものの、実質よりは低い割合となっており、当分野での技術進歩の早さが実質での投資額を押し上げている。

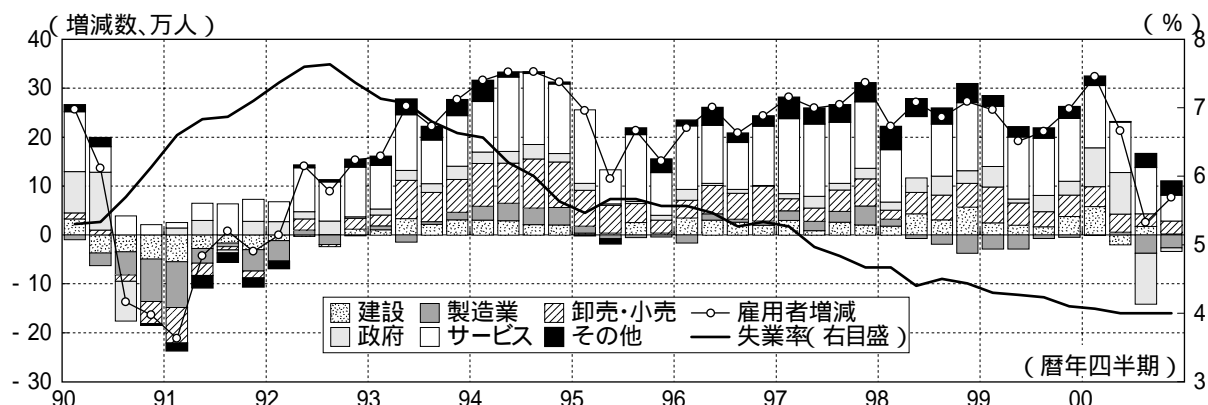
資のGDPに占める割合も同期間中に8.9%から15.4%へ上昇し、情報関連投資のGDP成長への寄与はより高まってきている。このように設備投資を牽引してきた情報化投資の伸び率も2000年第1四半期の13.4%から低下してきており、同年第4四半期には非IT分野の投資が減少となったことから、全体で1.4%のマイナス成長に転じている。

図表 - 4 実質設備投資の前期比内訳と名目 / 実質の情報関連投資比率



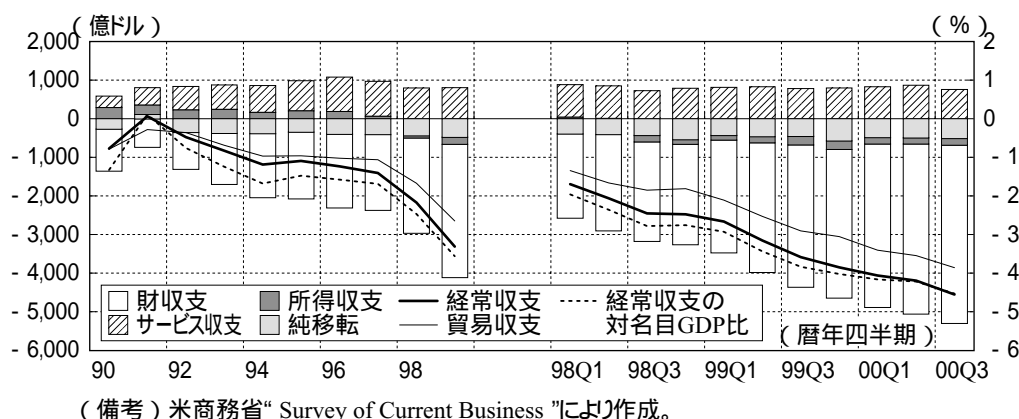
雇用者数も同じく92年第2四半期以降、平均で毎月20万人余り増加してきたが、足下では増加幅が縮小しており、民間部門の雇用増は2000年第3四半期に8年ぶりに10万人を切った(図表 - 5)。内訳では製造業の雇用者が98年から減少傾向となる一方でサービス業などが堅調に増やしてきたが、最近ではこのサービス業の吸収力が若干弱まっている。失業率は99年10月以降3.9~4.1%の範囲で推移してきたが、2001年1月には4.2%に上昇、需給がやや緩んできていることを示している。

図表 - 5 雇用者数増減と失業率



経常収支（国際収支ベース、図表 - 6）は99年に3,315億ドルと過去最大の赤字幅を記録した後も、内需の拡大を背景に財の輸入が増加を続けており、最近期では季調値年率で4,550億ドルの赤字幅となり、記録更新は確実となっている。赤字幅の対GDP比でも、98年2.5%、99年3.6%から最近期では4.5%へと上昇している。ただし、月次の貿易収支では財の輸入は2000年9月をピークに減少してきており、景気の減速や原油価格の安定化も手伝って貿易収支の悪化には歯止めがかかるものと見られる。

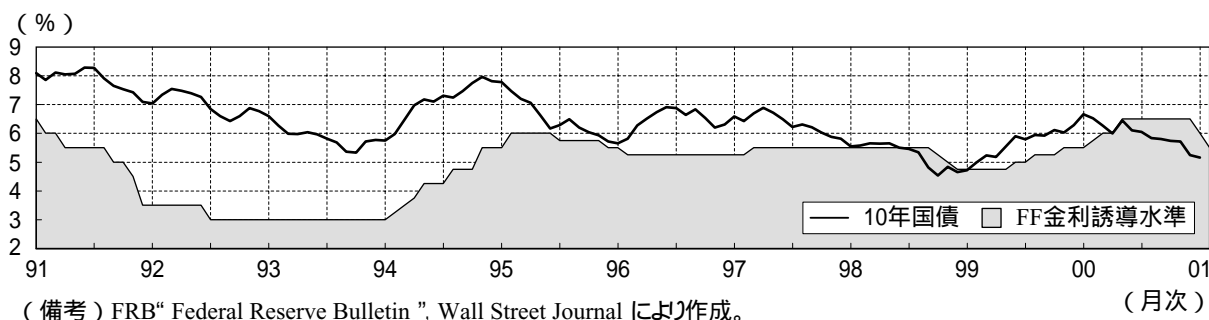
図表 - 6 経常収支の内訳と対GDP比



3. 株価調整と強まる景気減速傾向

FRB（連邦準備委員会）は99年6月から2000年5月まで計6回、累計1.75%の引き上げでFF金利の誘導水準（図表 - 7）を6.5%とし、2000年夏までは景気過熱感からさらなる利上げも噂されていた。しかしながら秋に入って指標に徐々に減速の兆しがみられるようになり、12月に入って急速に減速感が強まるなかで、12月19日のFOMC（連邦公開市場委員会）は政策運営方針をインフレ警戒型から中立型を飛ばして景気配慮型へと移行した。さらに市場で利下げ期待が強まるなか、2001年1月3日には臨時のFOMC会合で0.5%の利下げを決定、さらに同31日には定例会合で0.5%の追加利下げを行い、84年11月以来になる1ヵ月間に1%の金融緩和を行った。

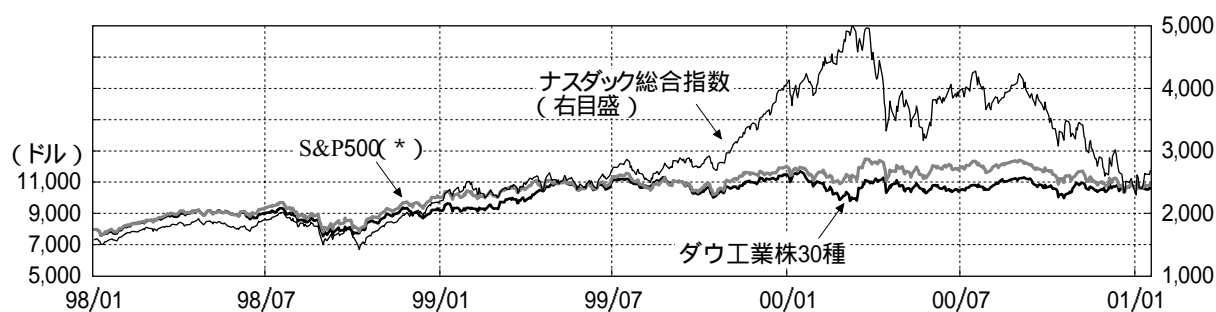
図表 - 7 長短金利



一方、10年物の長期国債利回り（図表 - 7）はFRBの金利引き締めに伴う景気減速を見越し、株価の伸び悩みもあって2000年1月の6.5%をピークに低下局面に入った。4月以降は10年国債とFF金利の長短金利逆転が続いており、減速感の強まりから12月に5%近くまで低下した後、FOMCの利下げを経て5%強の低い水準で推移している。

株価（図表 - 8）は2000年9月以降にハイテク企業の収益見通しが下方修正されると調整局面を迎えた。ダウは10月18日に終値で1万ドルを切った後は徐々に10,500ドル前後へ戻したが、ナスダックはじわじわと値を下げ、11月20日以降は3,000を割り込み、12月20日には2332.78と、3月10日に記録した最高値の5048.62の半値以下まで低下した。2000年2月にはニューエコノミー株人気からダウが売られナスダックの最高値へとつながったが、今回は逆にハイテク株が値を下げる展開が続いている。年が明けて金融緩和措置がとられたあとは両指標ともに回復の動きをみせたものの、依然として足下の景気情勢に敏感な動きを続けている。そもそもナスダックは99年下期以降ダウ等を上回る高い伸び率を示してきたが、今回の下落を通じてその上乘せ分は殆ど失われたとみることができる。また、大手株30種からなるダウより多くの株をカバーするS&P500で見ると、最高値（3月24日、1527.46）に対して足下で1割程度の低下となっている。

図表 - 8 株価指数



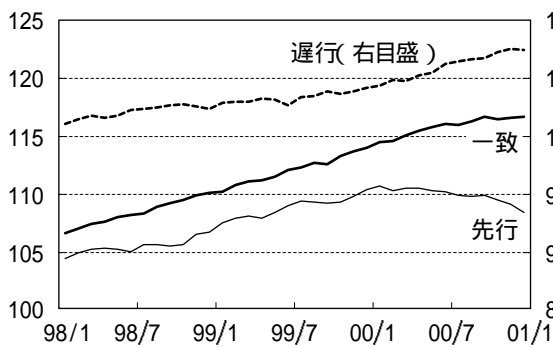
（備考）Dow Jones DRIにより作成。S&P500(*)は98年年初をダウに一致させて描いている。

景気指数（図表 - 9）でも先行指数は2000年1月をピークに横這いの後、10月以降は連続して低下している。また、マインド面では消費者信頼感指数（図表 - 10）がやはり10月以降続けて、かつ急速に低下しているほか、NAPM（全米購買部協会）の製造業指数についても景況感の境目となる50を8月に割り込んだ後も低下を続け、1月には41.2と、経験的にGDPが縮小に転じる42.4を割り込んでいる。

商業銀行の貸付残高（図表 - 11）は99年第4四半期以降、年率10%を超える拡大を続けてきたが、2000年第3四半期にかけて2期連続で伸びが鈍化しており、M1でみたマネーサ

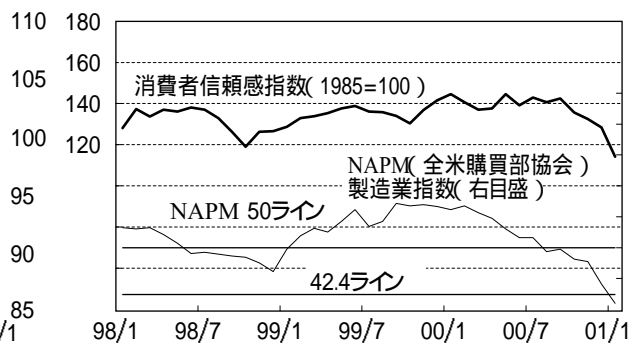
プライが前年比で2000年10月から減少に転じたことと併せて信用供与が低下している事を示している⁹。また、一般に不動産に関わる不良債権は多くないといわれているが、内訳をみると商業・産業向け融資のほかでは不動産向け融資もかなりの寄与となっている。株式市場の低迷はCPやジャンクボンド市場への資金流入の減少を伴っており、一部銀行の資産内容が市場で問題視されるなかで今後の資金調達余力について警戒感が強まっている¹⁰。また、消費者についても住宅ローンを除く消費者借入残高（図表 - 11）は高い消費の伸びを反映して近年その増加率が高まっており、株価の低迷に伴う急速な家計バランスの悪化が心配される。

図表 - 9 景気指数



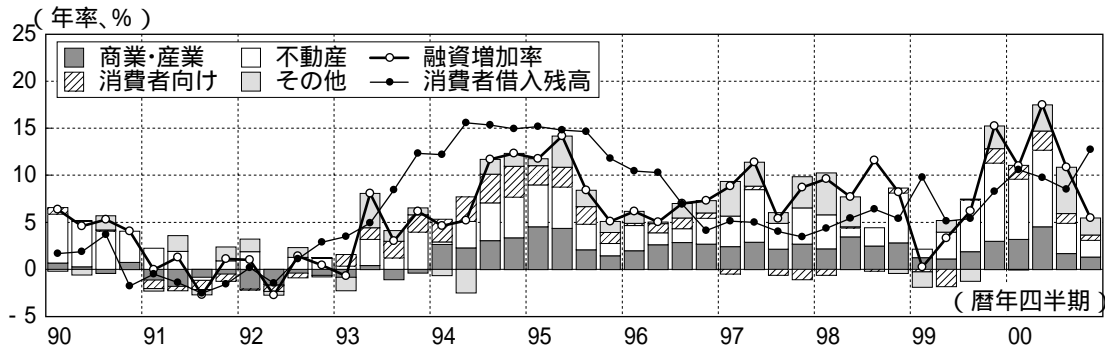
（備考）The Conference Board“ Leading Economic Indicator ”により作成。

図表 - 10 消費者信頼感指数、NAPM指数



（備考）The Conference Board“ Consumer Confidence Index ” NAPM“ Report on Business ”により作成。

図表 - 11 銀行融資および消費者借入の残高伸び率（期末前期比）



（備考）FRB“ Federal Reserve Bulletin ”により作成。消費者借入残高の2000年第4四半期は11月末残高。

以上、2000年は夏過ぎまで景気過熱への警戒感が続いたが、足下での成長率は短期的とはいえ軟着陸（潜在成長率程度の成長率への減速）の水準を下回っているとみられ、またグリ

9. 銀行の融資態度の硬化はFRBが三カ月毎に行う調査“ Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices ”にも現われている。
 10. 1月3日のFOMC後のコメントでは、販売・生産の弱さ、消費者信頼感の減退、エネルギー価格高騰による購買力の低下と併せて、金融市場の一部でtight conditionになっていると指摘された。

ンスパン議長は1月25日の議会証言で足下ではゼロ成長に近いとの認識を示し、以後も下方リスクを懸念する発言を行っている。FRBは引き続き利下げを行う方針を示しており、ブッシュ新政権は公約でもあった減税を前倒しで実施する用意を進めている。しかし、減税は議会の承認を得て施行されるのは早くも夏前後とみられること、また比較的即効性のあるといわれる金融政策も効果が浸透するには一般に2～3四半期が必要とされる。グリンスパンの手腕への信頼もあって、多くのエコノミストは2001年第2四半期以降は回復に向かうと予測しているが、当面は先行きをめぐって経済指標、市場の動向に敏感にならざるを得ないだろう。

『調査』既刊目録 項目別・最近刊

項目別：2001年3月現在（95年度以降発行分）

最近刊：2001年3月現在（最近30刊分）

数字は号数（ ）は発行年月で項目ごとに降順配置。

99年9月以前は日本開発銀行発行・同年10月以降は日本政策投資銀行発行。

定期調査

経済・経営

1. 設備投資計画調査報告

・1999・2000・01年度（2000年8月）	15（2000.10）
・1999・2000年度（2000年2月）	7（2000.3）
・1998・99・2000年度（1999年8月）	2（1999.10）
・1998・99年度（1999年2月）	254（1999.3）
・1997・98・99年度（1998年8月）	251（1998.10）
・1997・98年度（1998年2月）	239（1998.3）
・1996・97・98年度（1997年8月）	234（1997.10）
・1996・97年度（1997年2月）	223（1997.3）
・1995・96・97年度（1996年8月）	220（1996.10）
・1995・96年度（1996年2月）	209（1996.3）
・1994・95・96年度（1995年8月）	206（1995.10）

2. 最近の経済動向

・今次景気回復の弱さとその背景	19（2001.3）
・ITから見た日本経済	12（2000.8）
・90年代を振り返って	4（2000.1）
・設備投資と資本ストックを中心に	258（1999.7）
・長引くバランスシート調整	252（1999.1）
・今回の景気調整局面の特徴	245（1998.8）
・日本経済の成長基盤	237（1997.12）
・民需を牽引するストック更新と新たな需要	227（1997.6）
・グローバル化の進展とそのインパクト	221（1997.1）
・今次景気回復局面の特徴と持続力を中心に	216（1996.7）
・構造的課題を抱えながらも穏やかに回復する日本経済	207（1996.1）
・円高の動向と影響を中心に	205（1995.8）

3. 最近の産業動向

・内需の回復続き、多くの業種で生産増加	13（2000.8）
・輸出はアジア向けで堅調、内需は回復に力強さがみられず	5（2000.1）
・全般的に穏やかな回復の兆し	260（1999.8）

1. 内外経済一般

・家計の資産運用の安全志向について	16（2000.10）
・米国の景気拡大と貯蓄投資バランス	8（2000.4）
・消費の不安定化とバブル崩壊後の消費環境	1（1999.10）
・米国経済の変貌	255（1999.5）
- 設備投資を中心に -	
・アジアの経済危機と日本経済	253（1999.3）
- 貿易への影響を中心に -	
・人口・世帯構造変化が消費・貯蓄に与える影響	248（1998.8）
・資産価格の変動が家計・企業行動に与える影響の日米比較	244（1998.7）
・為替変動と産出・投入構造の変化	242（1998.6）
・米国経済の再生と日本への示唆	238（1998.3）
- 労働市場の動向を中心に -	
・日本企業の対外直接投資と貿易に与える影響	229（1997.8）
・貿易構造の変化が日本経済に与える影響	226（1997.5）
- 生産性及び雇用への効果を中心に -	
・対日直接投資と外資系企業の分析	225（1997.3）
・わが国の家計消費・貯蓄動向	210（1996.4）
- 成長力維持のための一考察 -	

2. 金融・財政

・国際金融取引に見るグローバル化の動向	233（1997.10）
・国際比較の観点からみた企業の資金調達動向	213（1996.6）
・金融環境の変化と実体経済	203（1995.6）

3. 設備投資

- ・日本企業の設備投資行動を振り返る 17(2000.11)
 - 個別企業データにみる1980年代以降の特徴と変化 -
- ・90年代の設備投資低迷の要因について 262(1999. 9)
 - 期待の低下や債務負担など中長期的構造要因を中心に -
- ・設備投資行動の国際比較 222(1997. 3)
 - 日米仏企業データに基づく実証分析 -

4. 企業経営・財務

- ・企業における情報技術活用のための課題 230(1997. 9)
 - グループウェア導入事例にみる人的能力の重要性 -

産業・社会

1. 産業構造・労働

- ・労働市場における中高年活性化に向けて 11(2000.6)
 - 求められる再教育機能の充実 -
- ・企業の雇用創出と雇用喪失 6(2000. 3)
 - 企業データに基づく実証分析 -
- ・製造業における技能伝承問題に関する現状と課題 261(1999. 9)
- ・近年における失業構造の特徴とその背景 240(1998. 4)
 - 労働力フローの分析を中心に -
- ・労働ピックバン 224(1997. 3)
 - 自由化されるホワイトカラー 職業紹介 -
- ・我が国の産業の雇用動向について 202(1995. 5)
- ・就業構造変化と雇用流動化 201(1995. 5)

2. 研究開発・新規事業

- ・最近のわが国企業の研究開発動向 247(1998. 8)
 - 技術融合 -
- ・わが国企業の新事業展開の課題 243(1998. 7)
 - 技術資産の活用による経済活性化への提言 -
- ・日本の技術開発と貿易構造 241(1998. 6)
- ・最近のわが国企業の研究開発動向 204(1995. 7)
 - 高度な技術立国となるために -

3. 環境

- ・わが国環境修復産業の現状と課題 3(1999.10)
 - 地下環境修復に係る技術と市場 -
- ・欧米における自然環境保全の取り組み 256(1999. 5)
 - ミティゲーションとビオトープ保全 -
- ・環境パートナーシップの実現に向けて 250(1998.10)
 - 日独比較の観点からみたわが国環境NPOセクタ - の展望 -
- ・わが国機械産業の課題と展望 232(1997. 9)
 - ISO14000シリーズの影響と環境コスト -

4. 都市・地域開発

- ・東アジア主要都市における業務機能の立地環境 219(1996. 9)
- ・首都圏における住宅問題の考察 211(1996. 4)
 - ミクロデータによる住宅市場の検証 -

5. 情報・通信

- ・エレクトロニック・コマース(EC)の産業へのインパクトと課題 246(1998. 8)
- ・情報家電 235(1997.11)
 - 日本企業の強みと将来への課題 -
- ・ソフトウェア産業飛躍の可能性を探る 212(1996. 5)
 - ユーザーニーズへの対応力が鍵 -
- ・米国における情報関連投資の要因・経済効果分析と日本の動向 208(1996. 3)

6. バイオ・医療・福祉

- ・高齢社会の介護サービス 249(1998. 8)
- ・DNA解析研究の意義・可能性および課題 231(1997. 9)
 - 社会的受容の確立が前提条件 -
- ・ヘルスケア分野における情報化の現状と課題 228(1997. 8)
 - ヘルスケア情報ネットワークをめざして -

7. エネルギー

- ・電気事業の規制に関する議論について 214(1996. 6)
 - 日本における電気事業の規制緩和と
米国の事例に見るインプリケーション -

8. 化学

- ・わが国化学産業の現状と将来への課題 14(2000. 9)
 - 企業戦略と研究開発の連繋 -
- ・化学工業における事業戦略再構築の
方向性について 218(1996. 8)

9. 機械

- ・労働安全対策を巡る環境変化と機械産業 10(2000. 6)
- ・わが国自動車・部品産業をめぐる国際
的再編の動向 9(2000. 4)
- ・わが国半導体産業における企業戦略 259(1999. 8)
 - アジア諸国の動向からの考案 -
- ・わが国機械産業の更なる発展に向けて 257(1999. 5)
 - 工作機械産業の技術シーズからみた
将来展望 -
- ・わが国半導体産業の現状と課題 215(1996. 6)

10. 運輸・流通

- ・消費の需要動向と供給構造 18(2000.12)
 - 小売業の供給行動を中心に -
- ・道路交通問題における新しい対応 236(1997.12)
 - IT& インテリジェント・トランスポート・システムズ)
の展望 -
- ・わが国流通システム変革の方向性 217(1996. 7)
 - 多様な消費選択を支えるための基盤
強化に向けて -
- ・航空旅客需要と国際空港整備 200(1995. 4)

最近刊の索引

- ・ 19(2001. 3) 最近の経済動向
- ・ 18(2000.12) 消費の需要動向と供給構造
- ・ 17(2000.11) 日本企業の設備投資行動を振り返る
- ・ 16(2000.10) 家計の資産運用の安全志向について
- ・ 15(2000.10) 設備投資計画調査報告(2000年8月)
- ・ 14(2000. 9) わが国化学産業の現状と将来への課題
- ・ 13(2000. 8) 最近の産業動向
- ・ 12(2000. 8) 最近の経済動向
- ・ 11(2000. 6) 労働市場における中高年活性化に向けて
- ・ 10(2000. 6) 労働安全対策を巡る環境変化と機械産業
- ・ 9(2000. 4) わが国自動車・部品産業をめぐる国際的
再編の動向
- ・ 8(2000. 4) 米国の景気拡大と貯蓄投資バランス
- ・ 7(2000. 3) 設備投資計画調査報告(2000年2月)
- ・ 6(2000. 3) 企業の雇用創出と雇用喪失
- ・ 5(2000. 1) 最近の産業動向
- ・ 4(2000. 1) 最近の経済動向
- ・ 3(1999.10) わが国環境修復産業の現状と課題
- ・ 2(1999.10) 設備投資計画調査報告(1999年8月)
- ・ 1(1999.10) 消費の不安定化とバブル崩壊後の消費環境
- ・ 262(1999. 9) 90年代の設備投資低迷の要因について
- ・ 261(1999. 9) 製造業における技術伝承問題に関する現
状と課題
- ・ 260(1999. 8) 最近の産業動向
- ・ 259(1999. 8) わが国半導体産業における企業戦略
- ・ 258(1999. 7) 最近の経済動向
- ・ 257(1999. 5) わが国機械産業の更なる発展に向けて
- ・ 256(1999. 5) 欧米における自然環境保全の取り組み
- ・ 255(1999. 5) 米国経済の変貌
- ・ 254(1999. 3) 設備投資計画調査報告(1999年2月)
- ・ 253(1999. 3) アジアの経済危機と日本経済
- ・ 252(1999. 1) 最近の経済動向