

最近の経済動向

— デフレ下の日本経済 —

【要 旨】

I. 1999年4月を景気の谷として緩やかに回復してきた日本経済は、米国経済の冷え込み、情報技術(IT)関連分野における需給の急速な悪化を背景として調整局面にある。雇用・所得環境の厳しさを映じて消費が低調なまま推移するなか、輸出は米国向けに続いてアジア向けも減少に転じ、輸出と並ぶ牽引役であった設備投資も先行き弱含みとなるなど、総崩れの懸念が増してきている。

個人消費は低調に推移している。この背景には、厳しい経営環境の下、企業収益の改善が家計所得の増加につながらなかったことや、財政赤字、年金問題など将来に対する不安の高まりもあり、今後も低調な状況が続くものとみられる。

設備投資は、99年末以降増加が続いた。しかし、牽引役がIT関連の製造業に集中し拡がりに欠けたことなどから、従来に比べ総じて勢いが弱い。IT関連を中心に生産は既にピークを超え、先行指標の機械受注も大幅に減速していることから、2001年度の設備投資は弱含みから減少に転じる公算が大きい。

住宅投資は、2000年度に入って住宅ローン減税の押し上げ効果が一巡し、2年振りに減少に転じた。公共投資は、当面2000年秋の補正(新発展政策)の進捗はみられるものの、財政構造改革の機運が盛り上がるなか、今後も減少傾向が続く可能性が高い。

輸出は、2000年度後半に入って米国を中心とする世界経済の減速を映じ、減少に転じている。一方、輸入は内需の減速に伴い鈍化しているものの、アジアからの輸入などの構造要因から今後も底堅く推移するものとみられる。

鉱工業の在庫循環状況を見ると、2001年1-3月期以降、生産財(半導体や液晶などの中間財)を中心に在庫調整局面に入っている。雇用面では、製造業を中心に所定外労働時間、求人にも弱含む動きがみられ、失業率は、今後の更なる悪化が懸念される。

金融面をみると、マネーサプライの伸びが続いている一方、銀行貸出は減少が続いており、リスクの低い国債等での運用が窺われ、国債利回りは低下基調にある。短期金利は日銀の量的緩和を受け、ゼロ近傍で推移している。消費者物価は、工業製品を中心に下落が長期化しており、今後も金融緩和が継続されるものとみられる。

II. 物価は99年度以降の景気回復局面でも持続的に下落し、内閣府は「デフレ」と認定した。

本調査では、デフレを日本経済が直面する需要・供給両面での構造的諸相が集約された現象と捉え、その背景や実態経済に与える影響について分析した。

供給面のデフレ要因としては、技術進歩に伴う生産性上昇(電気機械等)、規制緩和・新規参入増(通信等)、輸入増加(繊維製品等)などが挙げられる。データ分析により、機械器具では、生産性上昇によるコスト低下と輸入品との競争によって価格が低下していること、繊維製品では、日本メーカーの直接投資による生産技術向上・コスト低下が輸入価格を引き下げていることなどが確認できた。

需要面からのデフレは、家計・企業・金融・政府すべての部門におけるバランスシート問題に起因する面が大きい。その結果である持続的物価下落が、実質債務負担の増加などを通じて新たなバランスシート問題を生み出している。家計では、企業のリストラ圧力、金融の不良債権処理、政府の債務負担増大によって、退職金や年金などの将来不安が醸成され、消費需要が低調なものとなっていること、それによる物価下落が住宅ローン返済世帯での消費不振をもたらしていることが確認できた。また、企業部門で産出物価の下落が織り込まれていることが確認され、実質金利の高止まりが設備投資の抑制要因となっていること、さらに、過去に調達した債務の負担が実質的に増大していることが懸念される。

物価の下落に加え、資産価格の下落は、逆資産効果により消費を抑制するほか、担保価値の下落を通じて設備投資を抑制する効果を持つものと考えられる。

今後の政策対応としては、潜在供給力を増加させるための構造改革とともに、受け皿となる需要・雇用機会の創出や、経済の下方リスクに対する万全な備えが不可欠である。

III. 米国経済は、2000年後半から減速傾向が明らかになっている。個人消費は、貯蓄率が3四半期連続でマイナスとなるなど消費支出の持続性が懸念される。設備投資は、90年代後半の牽引役であった情報関連投資が減速している。鉱工業生産は2000年後半以降伸びが鈍化し、それに伴い製造業の雇用者も減少し、失業率は上昇に転じている。

2001年に入り連邦準備理事会が相次いで利下げを行なっていること、7月以降は減税効果も想定されるなど、米国経済は年末にかけて回復に向かうとの見方も多く、日本経済の先行きを占ううえで、一つの重要な要素として注目される。

(2001年6月25日記)

[担当:経済調査班 E-mail: report@dbj.go.jp]

【目次】

本文頁 【図表頁】

第Ⅰ章 調整局面にある日本経済

- | | | |
|----------------------------------|----|----------|
| 1. 概況：生産は急速に減少 | 5 | 【30】 |
| 2. 出荷は前年割れ、在庫調整深まる | 6 | 【31】 |
| 3. 所得が伸び悩み、消費は低調に推移 | 7 | 【32, 33】 |
| 4. 設備投資は先行指標が大幅減速 | 9 | 【34】 |
| 5. 住宅投資は減少 | 10 | 【35】 |
| 6. 公共投資は減少傾向 | 11 | 【36】 |
| 7. 輸出は減少、輸入は伸びが鈍化 | 12 | 【37】 |
| 8. 所定外労働時間・求人に弱含む動き | 13 | 【38】 |
| 9. 量的緩和により短期金利はゼロ近傍、消費者物価は引き続き下落 | 13 | 【39】 |

第Ⅱ章 デフレ下の日本経済

- | | | |
|--------------------------------|----|------|
| 1. はじめに | 15 | 【40】 |
| 2. デフレ現象とそれを取り巻く日本経済の構造問題 | 15 | 【40】 |
| 3. 需給両面の要因から価格は下落 | 16 | 【41】 |
| 4. 輸入の増加が物価下落に寄与 | 17 | 【42】 |
| 5. 実質所得は底固いが、ローン返済負担が消費下押し | 19 | 【43】 |
| 6. 販売価格が下押しされるなか、人件費抑制で企業収益を確保 | 21 | 【44】 |
| 7. 実質金利は高止まり、企業の実質債務負担は増大 | 22 | 【45】 |
| 8. 金融資産は負債と両建てで増加、実物資産は減少 | 23 | 【46】 |
| 9. 政府の債務負担増大と高まる将来不安 | 24 | 【47】 |

第Ⅲ章 減速している米国経済

- | | | |
|---------------------------|----|------|
| 1. 概況：設備投資は頭打ち、雇用は製造業で減少 | 26 | 【48】 |
| 2. 情報関連投資が減少、雇用は製造業で大きく減少 | 26 | 【49】 |
| 3. 企業収益の減少と調整がみられた株価 | 27 | 【50】 |

既刊目録

<分析・執筆担当者>

和田 肇	総括
中村 純一	第Ⅰ章1、2、4節、第Ⅱ章1、2、3、6、7節
安藤 浩一	第Ⅰ章5、6、9節、第Ⅱ章8、9節
宮永 径	第Ⅰ章3、8、9節、第Ⅱ章5、9節
品田 直樹	第Ⅰ章7節、第Ⅱ章4、9節、第Ⅲ章1、2、3節

第 I 章 調整局面にある日本経済

1. 概況：生産は急速に減少(図表30頁)

1999年4月を景気の谷として緩やかに回復してきた日本経済は、好調を続けた米国経済の冷え込み、情報技術(IT)関連分野における需給悪化を背景に生産が急速に減少し、調整局面にある。需要面をみると、雇用・所得環境の厳しさを映じて消費が低調なまま推移するなか、輸出は米国向けに続いてアジア向けも減少に転じ、輸出と並ぶ牽引役であった設備投資も先行き弱含みとなるなど、総崩れの懸念が増してきている。

2000年度の実質国内総生産は、前年度比0.9%増と、2年連続のプラス成長を果たしたものの、成長率は99年度の1.4%を下回った。四半期で見ると、99年1-3月期以来、9期連続でプラス成長(前年同期比。以下同じ。)を続けてきたが、2001年1-3月期には輸出の大幅な減速などから、全体でほぼ横這いにまで鈍化した(図表 I-1)。

需要項目別の動向をみると、民間最終消費支出は、耐久財関連など一部に持ち直しの動きがみられたものの、総じて低調なまま推移した。2000年度の成長率は、ゼロをはさんで一進一退の動きとなり、家電リサイクル法適用前の駆け込み需要があった2001年1-3月期も前年同期比0.5%減にとどまった。この結果、年度全体で0.2%減と3年振りのマイナス成長に終わった。消費低迷の背景には、厳しい経営環境の下、企業収益の改善が賃上げなどによる家計所得の増加につながらなかったことや、財政赤字、年金問題など将来に対する不安の高まりが指摘され、今後も低調な状況が続くものとみられる。

民間企業設備投資は、99年度から2000年度前半にかけてのIT関連を中心とする生産の盛り上がり背景に、99年10-12月期から6期連続でプラス成長を続け、2000年度全体で4.6%増と3年振りに増加した。しかし、牽引役がIT関連の製造業に集中し拡がりに欠けたこと、収益の改善の割に慎重な投資姿勢が続いたことなど、従来の拡大局面に比べ総じて勢いが弱く、四半期で見ても伸び率は一度も二桁に届かなかった。IT関連を中心に生産は既にピークを越え、先行指標である機械受注も大幅に減速していることから、2001年度の設備投資は半ば前から弱含みとなる可能性が高い。

住宅投資は、2000年度に入って住宅ローン減税の押し上げ効果が一巡し、持家の着工戸数が減少傾向に転じたことなどから、年度全体で1.9%減と2年振りに減少した。新設住宅着工戸数は、持家の減少に加え、マンション等分譲にも頭打ちの兆しがみられることから、今後も全体として弱含みで推移するとみられる。

公共投資は、民需がある程度持ち直したことや国及び地方の厳しい財政事情を映じ、99年10

ー12月期から6期連続で減少しており、2000年度全体で6.1%の大幅減となった。今後についても、2000年10月に決定された新発展政策(総額11兆円)の進捗は見込まれるものの、規模は小さく、財政構造改革の機運が盛り上がるなか、減少傾向が続くものとみられる。

輸出は、欧米経済の堅調、アジア経済の急回復により、99年7-9月期から増加に転じ、ピークとなった2000年1-3月期から7-9月期にかけては3期連続で二桁増と、国内総生産の牽引役を果たした。しかし、2000年度後半に入って米国を中心として世界経済の減速感が強まったことから、2001年1-3月期には前年同期比1.4%増にまで伸びが鈍化し、季節調整済前期比では8期振りの減少に転じた。

輸入は、2000年度後半にやや鈍化したものの、アジアからの輸入を中心として着実に増加しており、この結果、純輸出の寄与は2001年1-3月期に5期振りのマイナスに転じた。当面、米国経済の回復時期や回復の速さが不透明さを増すなかで、輸出の減少が続く一方、輸入は構造的要因から今後も底堅く推移するとみられ、純輸出は国内総生産のマイナス要因となることが見込まれる。

以上の諸情勢から、2001年度の実質国内総生産については、政府見通し(2001年1月31日閣議決定、1.7%増)の下方修正は必至とみられており、マイナス成長に転落する可能性もある。

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

鉱工業生産指数は、99年4-6月期からの回復を牽引した電気機械関連の需要減、在庫調整により、2001年1-3月期には7期振りの低下に転じた。製造工業生産予測調査の結果を用いた試算によれば、続く4-6月期も低下は確実かつ大幅なものになると見込まれ、鉱工業生産は急速に減少している。

第3次産業活動指数は、通信業の趨勢的な伸びに加え、ウエイトの大きいサービス業も今のところ底堅く、全体として緩やかな増加を続けている。建設業活動は、公共工事の進捗による持ち直しが一服した99年度後半以降、低調なまま推移している。

2. 出荷は前年割れ、在庫調整深まる(図表31頁)

在庫の前年比伸び率を横軸に、出荷の前年比伸び率を縦軸にとり、その推移を時系列的にみると、時計回りの円い軌跡を描くことが経験的に知られている。このことは、生産者は基本的には出荷数量に応じた生産を行おうとするが、景気循環に伴って出荷の伸びが変化する際、その変化を認識し生産数量の調整に至るまでにタイムラグがあるため、その間のギャップが在庫の変動となって現れること、すなわち在庫循環の存在を示している。

具体的には、出荷が回復する局面では、当初生産水準は低いままであるため、生産者の意図しない在庫の減少が生じる(31頁概念図の回復局面)。さらに出荷の増加が続くと、生産者は生産を増やし、適正水準に戻るまで在庫の意図的な積増しが行われる(在庫積増し局面)。やがて景気がピークを越えると、出荷の伸びは鈍化しはじめるが、生産者は高水準の生産を続けているため、出荷の伸びを在庫の伸びが上回るようになる(第1象限で45度線を左上から右下に切る)。これは、在庫が生産者の意図に反し、適正水準を上回って増加することを意味する(在庫積上がり局面)。さらに景気が後退し、出荷の減少が続くと、生産者は生産を減らし、増えすぎた在庫が適正水準に戻るまで出荷の減少以上に生産を抑える(在庫調整局面)。以上の4局面を経て、在庫循環は一巡することになる。

概念図を踏まえて2001年1-3月期の在庫循環状況を見ると、鉱工業全体では、出荷が7期振りの減少に転じる一方、在庫は生産財を中心に増加が続き、一挙に調整局面入りしており、4月以降は調整がさらに深まりつつある(図表 I-3)。

財別の状況を見ると、唯一資本財(除く輸送機械)の出荷がプラスを維持しているものの、国内設備投資の増勢鈍化を映じ、伸び率は二桁から急低下してきており、在庫は若干ながら増加に転じている(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ることから、出荷が減少傾向にある(図表 I-5)。消費財は、非耐久財出荷の減少が続くなか、内需が牽引してきた耐久財出荷が7期振りに減少に転じている(図表 I-6)。生産財は、半導体集積回路をはじめIT関連を中心として、出荷が減少に転じるとともに在庫の増加幅が拡大しており、在庫調整の長期化が懸念される状況にある(図表 I-7)。

在庫調整局面入りした今次循環の特徴は、鉱工業全体で見ると、出荷の減少ペースが前回の調整局面とほぼ同じであるにもかかわらず、在庫の積み上がり方が小さい点にある。生産財を除くと、需要さえ下げ止まれば比較的早めに生産が立ち上がる状況にあるといえ、米国経済の持ち直し時期や国内消費の動向などが今後の鍵となる。

3. 所得が伸び悩み、消費は低調に推移(図表32-33頁)

毎月勤労統計調査から一人あたり現金給与総額を見ると(図表 I-8)、2000年に入って3四半期連続で前年を上回ったものの、10-12月期以降は前年並みの水準にとどまっており、伸び悩んでいる。この内訳をみると、残業時間の増加を反映して99年中から増加を続けてきた所定外給与の伸びが鈍化してきたほか、所定内給与も直近期では減少している。また、特別給与は支給時期のずれこみなどから2001年1-3月期は増加しているが、このうち賞与のみを取り上げた調査結果を見ると(図表 I-9)、2000年の夏季賞与は夏季・年末を通じて3年振りの増加となった

が、続く年末賞与は再び前年を1.3%下回った。春季賃上げ率についても3年連続で過去最低を記録してきたが、2001年度についても昨年を下回る見込みとなっており、所得環境は今後厳しさを増していく可能性が高い。

家計の消費支出について最近期までの動きをみるために、家計調査(農林漁家世帯を除く二人以上の全世帯)の消費支出に調整を行った¹(図表I-10)。名目、実質ともに、景気回復局面にあった99年4-6月期以降も消費支出は緩やかな増加にとどまっており、低調に推移している。また、97年の消費税率引上げ以降は実質消費が名目を下回っているが、近年の物価低下傾向を反映じて、実質の伸び率は名目を上回っており、名目での不振が引き続き顕著となっている。なお、ここに含まれていない単身世帯の消費支出は前年比で98年度1.0%、99年度4.6%の増加であったが、2000年度は高齢者を除く世帯で減少幅が大きく、前年度を6.8%下回った。当調査は2人以上の世帯と比べてブレが大きいいため、この数字のみで判断することは難しいが、総世帯の1/4を占め、GDP速報にも反映される単身世帯の消費は、従来意識されてきたよりも弱いといえよう。

図表I-11では家計調査の勤労者世帯について、実質消費支出の伸びを実収入(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。実質消費支出は、2000年中から僅かに持ち直す動きがみられるが、実収入要因は99年4-6月期から8四半期連続でマイナス寄与となっており、これを消費性向の上昇が補っている。しかし、消費性向は99年来の上昇傾向を経て2001年1-3月期には73.2(季節調整値)と、4年ぶりの高水準に達しており、今後は頭打ちや反動も予想される。

次に、消費に関連した供給側の指標をみると、小売業販売額指数(1995年平均を100とした季節調整値、図表I-12)では、物価水準の低下もあって全体では97年からなだらかに水準を下げた後、2000年以降はやや回復傾向を示している。内訳をみると、織物・衣服・身の回り品、飲食料品については引き続き減少傾向にあるものの、家庭用機械器具、自動車は99年10-12月期を底に回復してきており、小売業全体の動きを牽引している。

乗用車の新車登録・届け出台数(図表I-13)も2000年に入って底堅く推移している。軽、普通車は減少に転じているものの、新型車が相次いだ小型車の販売が好調となっている。2000年度全体の乗用車販売台数(軽を含む)は425.7万台(対前年度1.7%増)と、2年度連続の増加となっており、業界では2001年度についても微増を見込んでいる。

¹ ここでは、用途が明確でない項目(こづかい、贈与金、他の交際費、及び仕送金)と変動の大きい自動車を除いた上、減少傾向にある世帯人数の影響を除くために推計人口ベースの消費支出に換算した。続いて、財・サービス別に分けて実質化し、最後にセンサス局X-11にて季節調整を行った。なお、ここでは単身世帯、農林漁家世帯のデータを含まず、持家の帰属家賃や自動車購入が含まれないなど、概念上GDPベースとは一致しない。計数は1995年平均を100とする指数とした。

乗用車と並んで好調な家庭用耐久財については、2001年4月のリサイクル法導入に伴い駆け込み需要がみられた。図表 I - 14では図表 I - 10と同様な調整を行い、実質消費の前期比の内訳をみている。リサイクル法の対象4品目(冷蔵庫、洗濯機、クーラー、及びテレビ)への支出は2001年1-3月期に前期比69%増加し、消費支出全体を0.8%押し上げたが、これは1997年1-3月期の消費税率引上げ前の駆け込み時を上回っている。97年には反動減が大きく、GDPベースの民間最終消費支出は、1-3月期に5.3%増加した後、翌期は6.3%の減少へ落ち込んだ(実質、季調済前期比)。しかし、今回については、2001年1-3月期に調整済みの家計調査、GDP速報(実質前期比横這い)ともに伸びは過去2四半期並にとどまっている。すなわち、広く財・サービスに影響した消費税の引上げと異なり、リサイクル法対象4品目への消費支出は95-99年平均で0.9%程度のシェアであり、4月以降の反動は限定的と考えられよう。

これまでのところ、比較的堅調な自動車販売、またリサイクル法施行に伴う駆け込み需要という耐久財を中心としたプラス材料がみられたものの、今後については、横這い、あるいは弱含みの二通りの見方ができよう。まず、図表 I - 14でみるとリサイクル法施行前の2001年1-3月期には、対象4品目以外の財への消費支出は減少しているが、4月以降にはこれらの財への消費が回復、全体としては引き続き横這い程度で推移する可能性が考えられる。一方で、これらの他の財への支出が回復しない場合には、既に消費は減退局面に入ってきており、1-3月についてはリサイクル法の影響から上乘せがあったに過ぎないとの見方も可能である。4月単月の家計調査によれば、リサイクル対象4品目を除く消費支出は前年を大きく下回っており、後者の見方に沿った結果となっている²。図表 I - 15で3月に行われた消費動向調査から、今後半年間についての消費者の見通しをみると、5つの調査項目を単純平均した態度指数は、99年7-9月期から小幅ながらも5四半期連続で改善を続けてきたが、雇用環境を中心に2000年10-12月期から悪化に転じ、直近期には物価を除く4項目全てにおいて前期より悪化している。こうした要素も含めて考えると、今後の消費動向については、所得、雇用環境などの影響を受けて弱含む可能性が高いと思われる。

4. 設備投資は先行指標が大幅減速(図表34頁)

法人企業統計により業種別の設備投資状況をみると、製造業は2000年4-6月期に前年同期比で増加に転じて以降、電気機械を中心として急回復し、2001年1-3月期には22.6%増と90年4-6月期以来の高い伸びを示した(図表 I - 16)。これに対し非製造業は、99年10-12月期に製造業に先んじて増加に転じたものの持続性を欠き、2000年度に入ってからゼロをは

² ただし、4月の家計調査では、自動車、授業料、葬儀費用などがサンプル要因から前年を大きく下回っており、前年比マイナス幅5.2%は割り引いてみるべきであろう。

さんで一進一退の動きとなった。2001年1-3月期には、大店立地法施行に伴う小売業の出店前倒し投資の一段落や、旅館・ホテルなどサービス業の一部で前年の反動があったことから、非製造業全体で5.8%の減少となり、GDPベースの設備投資減速につながった。

経験的に設備投資と相関の高い投資採算(営業資産利益率-新規貸出約定平均金利:詳細は図表I-16の備考参照)の推移をみると、製造業は2000年10-12月期まで順調に改善を続け、前回のピークを上回る水準に達した後、2001年1-3月期にはやや低下した。非製造業は2000年1-3月期まで改善を続けて前回のピークを上回った後、一進一退ながら弱含みとなっている。

今次回復局面における製造業の設備投資姿勢は、当初投資採算の動きに比べ慎重であったが、2000年度に入ってから、逆に投資採算を上回る勢いで伸びている。投資採算や生産面には既に翳りがみられることから、IT関連分野などで投資のオーバーランが生じた可能性もあり、今後の反動が懸念される。一方、非製造業の設備投資姿勢は、投資採算に比べ一貫して弱い。その要因としては、第一に投資採算の改善といっても固定費削減による増益という側面が少なくないこと、第二に規制緩和等を背景に強いコスト削減圧力を受ける業種で投資の抑制が続いていること、が指摘される。

設備投資に対して2四半期程度先行する機械受注(船舶・電力を除く民需)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、ともに前年同期比で二桁の増加を示していたが、2001年1-3月期には急速に鈍化した(図表I-17)。特に製造業においては、IT関連の需給悪化を背景に牽引役であった電気機械からの受注が急速に冷え込み、発注済物件のキャンセルの影響も相まって³一挙に前年割れとなっており、内閣府見通しによれば、続く2001年4-6月期には製造業全体でも減少に転じる見込みである。非製造業においても、機械受注こそ製造業に比べ底堅さをみせているが、ウエイトの大きい建設投資の先行指標である建設工事受注(民間非住宅)は低迷を続けている。先行指標の動きからみて、2001年度の設備投資は弱含みから減少に転じる公算が大きいといえる。

5. 住宅投資は減少(図表35頁)

新設住宅着工戸数(季節調整済年率)は、98年には120万戸台を割り込んでいたが、99年に入ってから住宅ローン減税の導入や低金利の効果によりやや持ち直し、年率120万戸程度で推移してきた(図表I-18)。99年度全体では122万6千戸、2000年度全体でも121万3千戸と、2年連続で120万戸を上回っている。しかしながら2001年1-3月期には、年率118万2千戸と

³ 機械受注統計において、発注済物件のキャンセルは発注時点に遡らずキャンセル時点の受注額から控除される。

120万戸を割り込み、このところ減少している。

前年比伸び率への寄与を利用関係別にみると(図表 I - 19)、99年1-3月期からの持ち直しについては、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いた。2000年には一進一退となったが、このところは駆け込みが一段落し、分譲は横這いであるものの、持ち家を中心に減少している。

持家は、住宅ローン減税の適用期間が延長されたことや、公庫の基準金利が2.8%程度で安定していたことにより(図表 I - 20)、2000年度には基調としては減少していた。年度内の動きとしては、7-9月期にいったん増加したが、このところ減少に転じている。これは比較的有利な住宅ローン減税の適用期限(2001年6月)を見込んでの駆け込み需要がいくらか生じ、その後一段落したものと考えられる。

住宅公庫の基準金利は2000年末から低下し、2001年4月には2.45%となっているが、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申込件数はマイナス基調となっている。2000年度第2回目の42.1%減に続き、第3回は4.5%の減、第4回は11.5%の減少となった(図表 I - 21)。

マンション等の分譲は2000年の7-9月期まで好調で、持家の不調を補っていたが、2001年の1-3月期には伸びが鈍化している。マンションの契約率(首都圏)は99年から8割程度で堅調に推移しているが、このところ完成在庫はやや増加している。(図表 I - 22)。貸家は供給過剰気味の状態で、2000年度は1.8%減とマイナス幅は縮小したものの4年連続の減少となった。

6. 公共投資は減少傾向(図表36頁)

公共投資(公的資本形成、名目季節調整値)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10-12月期から増加に転じ、99年第1、2四半期にGDP比で8%超まで増加した(図表 I - 23)。

その後は、99年11月に決定された経済新生対策(総額18兆円)の効果により、2000年4-6月期にはある程度持ち直したものの、2000年7-9月期および10-12月期には同7%弱まで低下した。2001年1-3月期にも同7%にとどまっている。今後は、2000年10月に決定された新発展政策(総額11兆円)がある程度の支えとなることが見込まれるものの、実施については地方を中心とした財政状態の厳しさが影響することが予想され、今後も基調としては減少傾向が続くものとみられる。

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98年度には11.7%の増加となったが、99年度には財政事情の厳しい地方を中心にマイナスに転じ、9.1%の減少となった

(図表 I - 24)。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)の効果がいくらかみられるものの、前年比でのマイナス基調が継続しており、2000年度は12.9%の減少であった。今後は、新発展政策(事業規模11兆円程度)の効果は期待されるものの、減少傾向が続くものとみられる。

7. 輸出は減少、輸入は伸びが鈍化(図表37頁)

為替レートの動向を実質実効レートでみると(図表 I - 25)、円は、2000年中はほぼ横這いで推移したが、2001年1-3月期には円安が進んだことから大きく下落した。一方、米国は緩やかなドル高傾向が続いている。

輸出入数量の動きを、季節調整した月次の指数で概観すると(図表 I - 26)、輸出数量は、米国を中心に海外景気が減速しつつあるなか、昨年後半より減少に転じていることがわかる。一方、輸入数量は、2000年中は国内景気の緩やかな回復のもとで増加を続けていたが、2001年に入ると伸びが鈍化しており、月次の水準はほぼ横這いになっている。

輸出数量は(図表 I - 27a)、2000年4-6月期までは米国の好景気とアジア経済の回復に支えられ、前年同期に比べて高い伸びを続けていた。しかし2000年7-9月期になると米国景気の減速から米国向けが減少に転じ、2001年1-3月期では、米国向けは機械機器や化学製品を中心に前年同期比11.3%減と二桁のマイナスになった。欧州向けはユーロ安傾向が続くなかで伸びが鈍化し、2000年10-12月期以降、前年を下回る水準となっている。また、99年から2000年にかけて輸出の拡大を牽引してきたアジア向けについても、米国の景気減速の影響を受けて機械機器などの伸びが急速に鈍化しており、2001年1-3月期では前年同期比減少に転じた。

鉱工業生産統計により財別輸出向け出荷の動向をみると(図表 I - 27b)、2000年後半以降は、耐久・非耐久消費財が減少するとともに、それまで増加していた生産財が低迷していることが特徴となっている。

一方、輸入数量は(図表 I - 28a)、99年1-3月期に前年同期比増加に転じた後、国内景気の緩やかな回復のもとで増加を続けていたが、2001年1-3月期は、これまで高い伸びを示していたアジアからの輸入が、機械機器などを中心に鈍化し、全体でも前年同期比の増加幅は縮小した。

財別にみると(図表 I - 28b)、前年同期比増の寄与の大半を占める半導体集積回路などの生産財は引き続き増加しているが、2001年1-3月期にはやや増加幅が縮小した。また繊維製品などの非耐久消費財も増加幅が縮小傾向にある。

8. 所定外労働時間・求人に弱含む動き(図表38頁)

雇用面では、2000年中にいくらかみられた回復から再び悪化する兆候が表れてきている。図表 I - 29 でみると、有効求人倍率は、99年5月の0.46倍を底に2000年12月に0.66倍へ上昇した後は、新規求人数が求職者数に比して伸び悩んでいることから、2001年4月には0.62倍まで低下している。完全失業率についても99年以降4.7%を超えて推移しており、2000年12月、2001年1月に過去最悪の4.9%を記録している(2001年に入ってから季調替え後)。失業者数(図表 I - 30)は98年中に高まった後、引き続き300万人台の高水準で推移しており、非自発的失業者数は99年4月の景気の谷を抜けてからも変化が乏しい状況が続いている。

就業者数の内訳を季節調整済の前期比で確認すると(図表 I - 31)、産業別ではサービス業で引き続き増勢を保っているが、直近の2001年1-3月期には建設業などで振るわず、3期ぶりに減少となった。また、自営・家族従業者が引き続き減少傾向にある一方、これまで堅調に増加してきた臨時・日雇の雇用者が直近では減少となっている。雇用者について企業規模別で比較すると、2000年4-6月期以降増加していた30~499人規模の中堅企業が直近期に減少に転じたほか、従業員500人以上の大企業は引き続き低調に推移している。

最後に、景気情勢をより敏感に反映する所定外労働時間(季節調整済)の動きをみたものが図表 I - 32 である。99年に入った前後から上昇してきたが、2001年に入って全産業、製造業ともに減少に転じている。前回は97年7-9月期に減少に転換しており、その後雇用情勢が悪化したこと、また、図表 I - 15 でみたように消費者が雇用環境について悲観的な見方を強めていることなどを勘案すると、雇用情勢は再度悪化局面に入っている可能性が高く、高止まりしてきた失業の今後の動向にも再び注目が集まることとなる。

9. 量的緩和により短期金利はゼロ近傍、消費者物価は引き続き下落(図表39頁)

無担保コール翌日物は、ゼロ金利政策により99年3月以降0%近傍で推移していたが、2000年8月にいったんゼロ金利が解除となり、2001年の2月までは0.25%の水準に誘導されていた(図表 I - 33)。その後、2月の金融緩和と3月下旬の量的金融緩和による実質的なゼロ金利政策への復帰により、再びゼロ%近傍まで低下している。

短期金利の代表であるCD3ヶ月金利(買い)は、ゼロ金利の解除や、年越え資金需要の要因によって、2000年の後半にはやや強含んだ。2001年に入り年越え資金の要因は剥落し幾分低下したが、その後のゼロ金利政策への復帰を受けて0.1%台に低下している。

国債利回りは、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、2000年9月初めに2%近くまで上昇した後は低下基調であり、足もと

では1.3%程度で推移している。

マネーサプライ(M2+CD)の伸びは、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-34)。内訳をみると、低金利下で定期預金が減少し、現預金等を積み増す動き等が寄与して、マネーサプライの伸びが高まっている。その一方、貸出は減少を続けている。特殊要因修正後の伸び率でみると、マイナス幅はほぼ横這いである。この背景としては、資金需要の低迷に加え、銀行部門が貸出に積極的ではなく、資金の運用にあたって国債の購入等の比重を高めている点があげられる。

日銀が3月19日に決定した量的金融緩和は、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比が安定的にゼロ以上になるまで継続することとされた。図表I-36で消費者物価の商品・サービス分類をみると、最近では農水畜産物・工業製品の下げ幅が直近にかけてやや広がる一方、個人サービス(出版、家賃、外食を含む)や公共サービス(電気・都市ガス・水道を含む)も横這いからやや弱含んで推移している。2000年度全体では前年度に続いて0.5%低下したほか、四半期では98年4-6月期から11期続けて横這いもしくは低下しており、内閣府が2001年3月に行ったデフレ定義の一つである物価低下の長期化がみられる。

企業向けサービス価格について、海外要因から上昇した外洋貨物輸送及び国際航空貨物運送を除いた指数でみると、電話や専用線などの通信、金融手数料、コンピュータや通信機器を含むリースを中心に98年4-6月期以来の前年割れが続いている。また、最近では通信、リースで特に下げ幅が大きくなっており、2000年後半より再び低下傾向が強まってきている。消費者物価とあわせてみると、価格低下傾向はサービス分野を含めて広範に及んでいる。

第Ⅱ章 デフレ下の日本経済

1. はじめに(図表40頁)

1990年代以降の日本経済を象徴する動きとして、成長率の下方屈折とともに、物価の下落が指摘される。消費者物価指数は99、2000年と戦後初めて2年連続の低下を経験し、GDPデフレーターも95、96年と2年連続で低下した後、さらに98年から2000年にかけて3年連続で低下するなど、その動きは最近になって加速している。このような状況を受け、内閣府は、3月の月例経済報告において、「デフレについては、これまで日本では、論者によって様々な定義が用いられてきたが、『持続的な物価下落』をデフレと定義すると、現在、日本経済は緩やかなデフレにある。」と言及した⁴。

本章では、デフレの背景や実体経済に与える影響について、多様な論点を整理しつつ、デフレ下の日本経済の諸相についてデータに基づいた分析を行う。

2. デフレ現象とそれを取り巻く日本経済の構造問題(図表40頁)

市場経済において、価格の変化は需要・供給を巡る諸条件の変化を反映するシグナルであり、デフレ(物価の持続的の下落)は、日本経済が直面する需給両面での構造問題(もしくは構造変化)が集約された現象ととらえることができる。

標準的なケインジアン・モデルにおいて、実質国内総生産 Y と物価水準 P は、財市場及び貨幣市場のマクロ的な需給均衡条件を表す右下がりの総需要曲線 AD と、賃金または価格の名目硬直性を前提として導かれる右上がりの総供給曲線 AS の交点で決まる(36頁の模式図参照)。このとき、物価の下落は総供給曲線の右方シフト(①)、総需要曲線の左方シフト(②)、あるいはその両方(③)によってもたらされる⁵。

近年の日本経済の状況を念頭におくと、物価下落の背景にある構造要因としては、供給面では技術進歩・生産性上昇(電気機械等)、規制緩和・新規参入増(通信、金融、エネルギー等)、輸入増加(食品、繊維製品)などがあげられ、一方、需要面では家計の将来不安に伴う消費抑制、企業部門への不断のリストラ圧力に伴う設備投資抑制などの影響があげられる。

需要面の要因は、根本的には全ての部門にわたるバランスシート問題に起因する面が大きい。その結果である持続的な物価下落が、実質債務負担の増加などを通じて新たなバランスシート問題を生み出している可能性がある。加えて、デフレには実質金利、実質賃金の高止まりを通じ

⁴ デフレの定義を見直した理由や背景については、岡本直樹(2000)、「デフレに直面する我が国経済—デフレの定義の再整理を含めて」、内閣府景気判断・政策分析ディスカッションペーパーにおいて詳しく解説されている。

⁵ 物価の下落は、曲線のシフトだけではなく、形状(傾きや曲がり方)の変化によっても生じうるが、単純化のため後者のケースは考慮していない。

た経済活動の抑制効果もありうることから、特に需要側主導の物価下落(②)においては、いわゆるデフレ・スパイラル(物価下落と所得水準縮小の連鎖)に陥る危険性が懸念される。

供給側主導の物価下落現象(①)は、GDPの増加を伴うことから「良いデフレ」と称される場合もあるが、通常は完全雇用所得 Y_F も増加するためGDPギャップの解消に直結するわけではない。また、総供給曲線を右方にシフトさせる要因は、安価な輸入製品の増加のように、同時に総需要曲線を左方にシフトさせてしまい、GDPの増加にはつながらない可能性もある(③)。

政策面では、潜在供給力を増加させるような構造改革(総供給曲線の右方シフト)も、不良債権の最終処理も、受け皿となる需要の増加が伴わなければデフレを加速させる恐れがあること、かつそうした需要の増加は自動的に保証されるものではないことに、細心の注意が払われるべきである。規制緩和など需要創出のための環境整備は重要であるが、一朝一夕には効果が現れない可能性を認識し、金融政策を含め経済の下方リスクに対する備えを万全に行うことが求められる。

以下では、上記のフレームワークを踏まえ、デフレの背景や影響に関する実証的な分析を行う。

3. 需給両面の要因から価格は下落(図表41頁)

最初に、日本経済の数量と価格からみた足取り、すなわち実質GDPとGDPデフレータの動きをみることにより、最近のデフレ現象が、前述の総需要・総供給(AD-AS)モデルにおける3つの経路のうち、いずれの特徴を持つものであるかを確認する(図表II-1。実質GDP、GDPデフレータはともに季節調整値。デフレータの季節調整値は当方で算出)。

90年以降の日本経済を、物価(=デフレータ)の動きを基準として大別すれば、93年10-12月期(第11循環の谷)までの物価上昇期と、それ以降の物価下落期に分けられ、99年以降は特に物価下落の動きが速まった時期と位置づけられる。さらに細かくみると、90年から91年にかけては、平成景気が91年2月にピークを迎え実質GDPの伸びが頭打ちとなるなか、湾岸戦争の影響等、どちらかといえば供給側主導でデフレータがやや足早に上昇した。92年から93年にかけては、供給側の押し上げ要因の剥落から物価の上昇テンポが減速した一方、バブル崩壊の影響から民間需要が弱まるなか、公的需要が下支えし、実質GDPはほぼ横這いで推移した。94年から96年にかけては、実質GDPが増加する一方で、デフレータの緩やかな低下が続き、「デイスインフレーション」と呼ばれる状況にあった。設備投資の回復に公共投資の増加が加わり需要が強含みで推移するなか、供給側ではいわゆる「価格破壊」の動きが次第に強まり⁶、総供給曲線の右方シフトが持続的に生じていたと考えられる。97年から98年にかけては、97年1-3月期から消

⁶ 例えば経済企画庁「平成7年度年次経済報告」を参照。

費税引き上げに伴う駆け込み需要とデフレータの上昇がみられた後、その反動をきっかけに景気は後退に転じた。アジアの通貨・経済危機、円高の急進、国内の金融システム不安と貸し渋りの深刻化など、需要側に強い下押し圧力が働き、98年にはデフレータの低下とともに実質GDPがマイナス成長に転落し、デフレ・スパイラルの懸念が強まった。

以上を踏まえ、99年以降最近までの動きをみると、94年から96年にかけてのデイスインフレ期と同様、景気拡大局面にあつて実質GDPの増加とデフレータの低下がみられる。しかし、当時と大きく異なるのは、実質GDPの増加よりむしろデフレータの低下が主役になっている点であり、その低下ペースはデフレ・スパイラルが懸念された97年から98年にかけてを遙かに上回っている。40頁の模式図に当てはめれば、デイスインフレ期は供給側主導の物価下落①であつたのに対し、99年以降は景気拡大期にもかかわらず需給両要因が相まって物価を押し下げる③の経路を辿っていると考えられよう。その背景には、直接的には家計の将来不安、企業への不断のリストラ圧力、より根本的には経済のグローバル化やバランスシート問題などに起因する構造的な需要の弱さが指摘される。

次に90年代後半の物価下落の背景を、国民経済計算における産業別の数量と価格の動きからみってみる(図表Ⅱ-2)。図は95年を100としたときの99年の数量(=実質GDP)と価格(=デフレータ)の状況を産業ごとに表しているが、製造業では電気機械、非製造業では通信における価格低下の動きが突出している。半面、両業種とも数量が大幅に伸びており、数量と価格の積である名目GDP(図では双曲線上が95年と同水準を表す)は若干ながら増加している。このほか価格低下、数量増加の業種としては、化学、金融・保険、電気・ガス、対事業所サービスなどがあり、これらは多かれ少なかれ供給側主導の価格低下の側面が強いと考えられる。他方、素材産業や農林水産業などでは価格低下と同時に数量も減少しており、需要側主導と位置づけられる。

4. 輸入の増加が物価下落に寄与(図表42頁)

最近の物価の動きを、消費者物価指数(CPI)と国内卸売物価指数(WPI)の各々からみて、その特徴を明らかにしてみよう。

まず、生鮮食品を除くCPIと、消費財のWPIの動きを比較すると(図表Ⅱ-3)、前者は消費税率アップの影響を除けば、95年頃から緩やかな減少を続ける一方、後者も93年頃から減少しており、近年は両者とも減少傾向にある。しかし、98年から99年にかけては、WPIに比べてCPIの下落の方が若干緩やかだったが、2000年以降は、WPIの下落が緩やかになっているのに対して、CPIの下落傾向が相対的に高まっている(CPI/WPI比は、2000年以降、低下傾向が弱まってきている)。

CPIの下落傾向が最近強まっているのは、どのような財が主因となっているのだろうか。生鮮食品を除くCPIの前年同期比伸び率を、財別に寄与度分解してみると(図表Ⅱ-4)、CPI全体で前年同期比減となった98年1-3月期以降、一貫して一般商品の下落が続いており、全体の下落の主因ともなっている。特に2000年7-9月期以降、家具・家事用品や被服及び履き物などを中心に下落幅が拡大している。また、2000年7-9月期以降は、それまで前年同期に比べて上昇していた一般サービスも下落に転じており、消費者物価は全般的に弱含んでいる。

一方、WPIの動きをみると(図表Ⅱ-5)、2000年は原油価格の高騰の影響を受けて素材や石油の価格が上昇し、WPI全体の水準を押し上げた。しかし機械器具の下落が継続しており、特に2000年度下期は電気機器や輸送用機器、精密機器などの下落が大きかった。

こうしたWPI下落の背景を探るため、下落が続いている機械器具のWPIの動きを、コスト要因、需要要因、輸入物価要因、輸入浸透要因に分けて推計した⁷(図表Ⅱ-6)。推計結果によると、機械器具のWPIは98年以降下落が続いているが、その主な要因は99年度下期から異なっている。99年度上期までは、国内景気が低迷しており需給バランスが悪化していたことが、下落の要因として大きかった。しかし99年度後半は、内需の緩やかな回復とともに需給バランスは改善した一方、円高による輸入原材料価格の下落や企業の自助努力による生産性向上などによりコストが削減されたこと、また輸入品の国内浸透が傾向的に強まっており、輸入品との価格競争が常態化しつつあることなどが物価下落の要因として顕著となった。

近年、輸入品が国内に浸透してきており、その背景として、アジア諸国の生産技術の向上、対外直接投資・開発輸入の増加、円ベースの輸入価格の下落などが考えられる。特に99年から2000年にかけては円ベースの輸入価格が大きく下落したが、その動きの背景をみるために、代表的な2製品の輸入価格指数をいくつかの要因に分解した⁸(図表Ⅱ-7)。

繊維の輸入物価は、98年から2000年にかけて前年の水準を下回る傾向が続いていたが、その主な要因として、円高だけでなく、アジア等における繊維製品の生産コストが下がったことがあ

⁷ 推計式は、 $\ln(\text{石油・石炭を除くWPI}) = (\text{定数項}) + \alpha (\text{損益分岐点比率}) + \beta (\text{製商品需給判断 D.I.}) + \gamma \ln(\text{輸入物価指数}) + \delta (\text{国内総供給に占める輸入品の割合})$ で、OLSで推計した(推計期間は83年4-6月期~2000年10-12月期)。なお損益分岐点売上高は、 $\text{固定費} = (\text{人件費} + \text{減価償却費} + \text{支払利息}) - (\text{受取利息} + \text{その他営業外収益})$ 、変動費は固定費以外の費用として算出した。また、需給ギャップの代理変数として日銀短観の製商品需給判断 D.I.を用いているが、このD.I.の動きは内閣府「日本経済の現況2000」等で推計されている需給ギャップの動きと比較的近いものになっている。

⁸ $\mathbf{M(F)}$: 貿易統計より求めた価格指数(フィッシャー式、円ベース)、 $\mathbf{M(L)}$: 貿易統計より求めた価格指数(ラスパイレ式(基準時数量一定)、円(ベース)、 $\mathbf{M(P)}$: 貿易統計より求めた価格指数(パーシェ式(比較時数量一定)、円ベース)、 $\mathbf{B(L)}$: 日銀・輸入物価指数(ラスパイレ式、円ベース)、 $\mathbf{Bf(L)}$: 日銀・輸入物価指数(ラスパイレ式、契約通貨ベース)としたとき、以下の関係が成り立つ。

$$\mathbf{M(F)} = \sqrt{\mathbf{M(L)} \times \mathbf{M(P)}} = \mathbf{M(L)/B(L)} \times \sqrt{\mathbf{M(P)/M(L)} \times \mathbf{B(L)/Bf(L)} \times \mathbf{Bf(L)}}$$

= (同一品目の高付加価値化または低コスト化要因) × (品目構成高度化要因) × (為替要因) × (市況要因)

ここでは、内閣府「平成12年度年次経済報告」等を参考に、同一品目の質的变化を「品質を考慮した日銀価格と通関ベースの平均単価の比」、品目構成高度化を「価格を一定としたときの基準時数量と比較時数量の比」、為替変動を「円ベースと契約通貨ベースの価格比」、市況変動を「契約通貨ベース価格(≒国際価格)」とみなしている。なおグラフ中の「コスト・構成変化要因」は、同一品目の高付加価値化要因と品目構成高度化要因の合計。

げられる。日本の繊維メーカーが中国等に進出することで現地での生産技術が向上していることなどもあり、海外製品の価格競争力が強まっている。こうした傾向は特に99年に顕著に表れており、その後も続いているが、直近では円安もありその下落寄与は小さくなっている。

一方、パソコンを含む電機の輸入物価は、99年から2000年7-9月期までは、繊維と同じく円高の影響により下落していた。しかし、その一方で輸入品の性能・機能は高まっており、特に2000年1-3月期以降は大きく向上している。AV機器等の海外生産シフトのほか、台湾、韓国などアジア諸国での半導体等電子部品の生産増が進んでいることもあり、海外生産品の高付加価値化が進んでいることがわかる。

このように2000年にかけて下落が続いた輸入物価だが、その下落の要因は一様ではなく、財によって異なることが窺える。

5. 実質所得は底固いが、ローン返済負担が消費下押し(図表43頁)

物価低下の消費への影響は、直接には「モノ・サービスが安くなる」こととして実感されるが、生計費全体に対する購買力として実質賃金の前年比をみたものが図表Ⅱ-8である。高度成長期以降常態化してきたインフレは、94年前半までにみられるように、名目賃金の上昇を減殺していたが、95年頃より物価が安定するなかで、その影響は小さくなっていった。一方、名目賃金は98年から99年にかけて前年を下回った後、第Ⅰ章でみたようにやや改善して現在に至っているが、加えて、99年以降に消費者物価の低下が顕著となり、名目賃金と同じ、あるいはそれを上回るプラス寄与をしてきており、実質所得が底固く推移する一因となっている。

実際、消費者はこうした物価の低下を好感しているとみられる。消費動向調査における物価の上がり方についての消費者意識指標(図表Ⅱ-9)は、消費者物価の前年比に呼応してほぼ逆向きに動いており、近年の物価変動はゼロ近辺で比較的小幅ではあるものの、その下落は消費者にも実感されている。もちろん、消費者が物価下落を景気についての悪い兆候と考える可能性はあるものの、物価下落は直接には、上でみたようなプラス要因であると考えられよう⁹。

一方で、供給側からみた売上不振など名目消費の伸び悩みが伝えられている。そこで、一般に価格低下が大きいとされる衣料を取り上げ、90年代の購入単価と数量の動きを図表Ⅱ-10でみる。ここでは家計調査(農林漁家世帯を除く二人以上の全世帯)で把握されている29品目について、各年の数量と単価の前年比伸び率を、前年の購入金額で加重平均しグラフに描いている¹⁰。また、右下がりの45度線は購入金額を前年並にする数量と単価の伸び率の組み合わせ

⁹ 当調査の調査票においては、物価の低下は解答欄の配置上、他の調査項目のプラス材料と並べて配置されており、総合指数への計算においてもそのように取り扱われている。

¹⁰ ここでは家計調査の分類に従って購入単価を計算しており、物価指数のような銘柄指定等により品質を勘案したものとはなっていない。

を示しており、これより右上方であれば前年の購入金額を上回り、左下方であれば下回る。まず、単価下落は90年代中7年と長期に及ぶものとなっている。一方、数量についても7年において減少しており、購入金額については91年を除く全ての年において前年を下回り、特に単価が下落した年はいずれも購入金額が前年を下回っていることがわかる。90年代は価格低下が顕著であるが、これを補うような数量の増加はみられなかったといえる¹¹。

このように供給側からみて名目消費の不振が確認できるものの、家計調査において「衣類・履き物」の全消費支出に占めるシェアは91年の7.3%から2000年の5.1%まで一様に低下しており、代わって「交通・通信」、「教養・娯楽」などのシェアが高まっている。こうした消費パターンの変化を念頭におけば、消費者が自身の効用を引き下げてまで消費を引き下げているとは必ずしもいえない。また、全体の消費水準を議論するには、所得の伸び悩みを物価下落が補っている点のほかに、将来の経済環境、あるいは過去に負った債務の影響を改めて考える必要がある。

まず、物価下落の広義の貯蓄、あるいは将来の購買力への影響を考えると、市場金利の低下を通じた、利子所得や年金支給額の減少による貯蓄の目減りが想定される。また、家計は貯蓄の約半分を実物資産、特に土地・住宅で保有しているが、資産価格が低下すればその分の損失を受ける。一方の負債については、家計は全体では貯蓄超過となっているものの、住宅ローン等の借入れは名目金利で固定されているケースが多く、実質金利負担は借入れ当初の想定を上回ることになる。

図表Ⅱ－11は消費実態調査から2人以上世帯に占める住宅ローン返済世帯(以下ローン世帯)の比率と、その貯蓄・負債状況をみたものである。まず、ローン世帯は、若干その比率を下げているとはいえ、全体の約1/3を占めている。また、家計全体では純貯蓄(貯蓄－負債)は増加傾向にあるが、ローン世帯では89年に17万円と若干のプラスであったものが、94年には負債が貯蓄を上回り、99年には純負債は393万円に拡大している。これについてはローンによる住宅の新規取得が増加した、もしくは既存のローン世帯の返済が進まなかったなど複数の要因が考えられるが、ローンの有無による純貯蓄の格差は広がっている結果となった。

また、図表Ⅱ－12をみると、ローン世帯ではローン返済額の可処分所得に占める比率が90年代を通じて趨勢的に上昇しており、2000年には可処分所得の2割に迫ろうとしている¹²。こうしたローン返済負担の増加による消費への影響は同じ図表Ⅱ－12の消費支出の前年比からみることができる。サンプル数の相違もあってかローン世帯の消費は変動も大きいですが、97年以降、この世帯の消費支出は4年連続して前年を下回っており、減少幅も非ローン世帯に比して大きく、不振

¹¹ 因みに、同様にして81～90年の10年間をみると、単価は全ての年で上昇、購入金額も81、84年を除いて増加している。

¹² もちろん、消費支出に占める住居費もローン世帯では可処分所得の1.6%と、非ローン世帯の5.5%を下回る(2000年平均)が、帰属家賃を含まないとはいえ、ローン返済負担に比する規模ではない。

が顕著になっている。

このように、ローン世帯において消費意欲が減退している状況をみたが、先にみたように、貯蓄超過の世帯においても実物・金融資産の目減りは避けられない。物価下落は直接には家計の購買力を引き上げるプラスの働きをするものの、ストック面ではマイナスの影響を及ぼしている。さらに、後でみるように、物価下落が経済成長の鈍化、ひいては将来所得の下方修正や不安ととらえられた場合にはマイナスの影響はさらに大きくなるであろう。

6. 販売価格が下押しされるなか、人件費抑制で企業収益を確保(図表44頁)

物価下落は、仕入価格、賃金、金利などと販売価格の相対関係や、販売数量の変化を通じ、企業収益に直接、間接に様々な影響を与える。一般的には、物価下落は総じて企業収益の下押し要因と考えられるが、その大きさやタイミングが実際どの程度であるのかは、実証的な把握が必要とされる。

製造業の産出・投入物価の動きをみると、98年頃までは総じて投入物価の下がり方が大きく、収益環境(交易条件指数)は改善傾向にあった(図表Ⅱ-13)。ただし、99年以降は投入物価がやや持ち直すなか、産出物価はほぼ横這いとどまっており、若干ながら収益を圧迫している可能性がある。

物価下落の影響として、最もよく指摘されるのは、人件費の名目硬直性に伴う実質賃金コストの増大である。ただし、それが労働生産性の伸びの範囲内に収まっている限り、生産性向上のために別途かかったコスト(設備関係費、教育訓練費等)を別とすれば、吸収可能な水準とみることができる。図表Ⅱ-14は、就業者1人当たりでみた実質賃金コストと労働生産性の動きを比較したものであるが、産出物価を基準にみた実質賃金は一貫して上昇しているものの、99年以降は生産性の上昇を下回る伸びにとどまっている。

以上を踏まえ、法人企業統計における製造業大企業の売上高経常利益率の変化を、主として物価変動の影響という観点から要因分解してみる¹³(図表Ⅱ-15)。99年以降の売上高経常利益率の改善は、産出物価の下落を受けて実質賃金要因のマイナスが続くなか、労働生産性の上昇効果がそれを大幅に上回ったことにより実現した。生産性上昇の要因は、主として景気回復に

¹³ 要因分解の考え方は次の通り。

① 代表的な固定費である人件費、減価償却費、支払利息割引料以外は全て変動費とみなし、売上高経常利益率前年差を、限界利益率(=1-売上高変動費率)の前年差と、売上高固定費率の前年差とに分解する。前者(要因a)は、交易条件や投入原単位(生産物1単位の生産に必要な原材料、燃料などの量)の変化などを反映する。

② 売上高固定費率の前年差を、1人あたり人件費に対する産出物価変動の直接の影響を示す実質賃金効果(要因b)、労働生産性の変動効果、償却・金利費用の変動効果(要因e)に分解し、労働生産性効果はさらに販売数量の変動効果(要因c)と人員数の変動効果(要因d)とに分解する。

要因分解式は、S:売上高、MP:限界利益、PE:人件費、F:減価償却費+支払利息割引料、OP:経常利益、O:販売数量、p:販売価格、L:人員数、w:1人あたり人件費、とすれば次の通り($S=O \times p$ 、 $OP=MP-(PE+F)$ 、 $PE=L \times w$)。

伴う販売数量増の効果によるが、人員削減効果の寄与もかつてに比べ大きくなっている。

非製造業は、物価下落の収益への影響を端的に測定することが難しいが、交易条件に相当する指標として価格判断DIの推移をみてみると、近年では、製造業よりも非製造業において販売価格の仕入価格に対する相対的な低下傾向が強くなっており、非製造業における収益環境の厳しさを物語っている(図表Ⅱ-16)。

7. 実質金利は高止まり、企業の実質債務負担は増大(図表45頁)

企業が設備投資に関する意志決定を行う際に勘案する金利コストは、名目金利に将来予想される物価変動(に伴う貨幣価値の変動)を加味した実質金利である。期待物価上昇率がマイナスの場合、名目金利はマイナスとなりえないこと(非負制約)により、実質金利が高止まりして設備投資が抑制される可能性があり、デフレに伴うコストの一つとされる。

日銀短観の販売価格判断(翌3ヵ月見通し)と、産出物価上昇率の実績値を利用して、製造業における企業の期待物価上昇率をカールソン・パーキン法¹⁴により推定すると、概ね92年頃から長期にわたってマイナスを続けていることが示されている(図表Ⅱ-17)。すなわち、企業は99年前半には1.5%、最近でも1%を超える販売価格低下を織り込んでいる。これに対し、企業の新規調達金利は、短期金利がゼロ近傍に誘導されるなかでほぼ下げ止まっており、期待物価上昇率を用いて試算した実質金利は3%前後で推移している(図表Ⅱ-18)。2%弱とも1%程度ともいわれる日本経済の潜在成長率¹⁵から考えて、決して低い水準とはいえない。

企業財務面でデフレのもう一つのコストとして指摘されるのが、既存債務の実質負担増である。もちろん企業が経済合理的であれば、調達時点で予想された物価変動は実質金利の形で織り込み済みであるはずだが、事前に予期しえなかった物価変動は追加的な負担増と認識される¹⁶。その影響は、返済資金の源泉である収益力に対する債務負担が重いほど深刻である。

法人企業統計に基づき、企業の債務償還年数(フローの返済原資との関係でみた債務負担の重さ)の推移をみると、製造業、非製造業とも、90年前後を境に直近まで長期化傾向が続いてお

$$\Delta(OP/S) = \frac{\Delta(MP/S)}{\uparrow \text{要因a}} + \frac{(PE_0/S)(\Delta p/p_0 - \Delta w/w_0)}{\uparrow \text{要因b}} + \frac{(PE_0/S)(\Delta O/O_0)}{\uparrow \text{要因c}} - \frac{(PE_0/S)(\Delta L/L_0)}{\uparrow \text{要因d}} - \frac{\Delta(F/S)}{\uparrow \text{要因e}}$$

なお、添字の0は前年同期値、 Δ は前年同期差を表す。

$\Delta O/O_0$ は $(\Delta S/S_0 - \Delta p/p_0)$ 、 $\Delta w/w_0$ は $(\Delta PE/PE_0 - \Delta L/L_0)$ により算出した値、 $\Delta p/p_0$ は製造業産出物価指数伸び率を用いている。

¹⁴ カールソン・パーキン法とは、日銀短観のような、ある変数の将来の変化方向に関するサーベイデータから、当該変数に関する母集団の予測値の平均及び標準偏差を推定する手法である。母集団分布や期待形成に関する仮定の置き方等により、様々な計算方法があるが、ここでは中山・大島(1999)「インフレ期待の形成について」日本銀行調査統計局 Working Paper99-7における定式化を利用した。

¹⁵ 潜在成長率は、前提とするモデルや仮定の置き方によって様々な試算結果が得られ、定説となる数字は存在しないが、日本銀行調査統計局(2000)「わが国の物価動向-90年代の経験を中心に-」日本銀行調査月報2000年10月号では、伝統的なアプローチによる計測例として2%弱、非製造業の稼働率等を考慮した計測例として1%程度という数字が紹介されている。

¹⁶ 物価上昇率に関する期待が一樣であれば、経済全体でみれば債務者から債権者への所得再分配に過ぎないが、債務者と債権者の支出性向の違い(前者が高い)による下押し圧力が働くことされる。

り、特に98、99年度は特別損失の計上等により高止まっている¹⁷(図表Ⅱ－19)。業種別規模別にみて、特に償還年数が長い建設、卸・小売、不動産や中小企業では、デフレに伴う実質債務負担の増大による影響が大きいものと考えられる(図表Ⅱ－20)。

8. 金融資産は負債と両建てで増加、実物資産は減少(図表46頁)

物価の下落のみならず、資産価格の下落も経済に少なからぬ影響を持っている。特にバブル崩壊以降の株価や地価の下落は、逆資産効果となって消費を抑制しているほか、担保価値の下落等を通じて企業の設備投資を抑制する効果を持っているものと考えられる。以下では、最近までの資産価格の動きを整理し、それによる資産価値の変動と影響を概観しておこう。

株価は、98年度にバブル以降の最低水準まで低下した後、99年度にはいったん持ち直したが、2000年度には再び低下した(図Ⅱ－21)。その後、足もとでは、2001年3月にやや持ち直す動きがみられたものの、5月には値を戻している。地価は、91年度の上期をピークとして次第に低下し、90年代後半にはやや低下のテンポが緩んだが、再び低下している(図Ⅱ－22)。足もとにおいても、一部に底入れする動きもみられるものの、全体としては下落が継続している。

このような資産価格の動きを反映して、株式については98年までキャピタルゲインの発生が続いた。99年には大幅なキャピタルゲインが発生したものの、2000年にはそのうちかなりの部分が失われており、特に金融機関や法人企業への影響が著しい(図Ⅱ－23)。土地についてはキャピタルロスの発生が継続しており(図Ⅱ－24)、2000年以降もこの傾向が継続しているものとみられる。特に、家計に与えている影響が著しい。キャピタルロスは会計上は顕在化しているとは限らないが、その場合にも含み損として認識され、それによる保有価値額の減少が家計の消費行動や企業の投資行動を抑制しているものと考えられる。

以上のように、株価については一進一退の動きがあり、景気の変動に伴って変動している面がある。株価水準の変動幅が大きいことは依然経済にとっての攪乱要因であるが、変動の中心としての株価水準についてはある程度調整済みである可能性が高い。一方、地価の継続的な下落は景気に対する下押し圧力として作用し続けている。土地について、適正な市場価値がどの程度の水準であるかを推し量るのは容易ではないが、地価の低下が継続していることに鑑みれば、得られる収益の割引現在価値よりもまだ高い可能性がある。

家計の住宅ローンや企業の銀行借入れについては、資産の価値や価格が減少してもそれに見合っただけで減少するわけではないので、それらの返済負担が現金収入を圧迫している。また、低金利下ではあるものの、デフレのために実質金利は大きく下がってはいない(6節及び図表Ⅱ－18

¹⁷ 税効果会計導入の影響を調整した後では、80年度以降で最長となっている(全産業全規模)。

を参照)。

国全体の資産価値の動向を見ると、金融資産は年々増加を続けているが、その増加の多くは負債と両建てである(図Ⅱ-24)。金融市場のプレゼンスが大きくなっていることの影響は大きい。このことにより経済全体の実質的な富はさほど増えていない。国としての正味の資産は純金融資産(金融資産から金融負債を差し引いたもの)である対外純資産と実物資産の合計であるが、このうち、対外純資産は経常黒字の増加を反映して増加しているものの、90年代には足もとでは85兆円程度である。正味資産の全体は、地価の下落を反映した実物資産の減少を反映して減少しており、90年末から99年末までに564兆円減となっている。(図Ⅱ-25)。

9. 政府の債務負担増大と高まる将来不安(図表47頁)

累次の経済対策の実施等により、国及び地方の財政収支の赤字幅は90年代を通じて拡大している。一般政府の財政収支(対GDP比)は、中央政府の赤字幅の拡大等により92年度からマイナスに転じているが、96年度の-4.7%まで毎年マイナス幅が拡大した。97年度には-3.8%とやや持ち直したものの、99年度には-7.4%であり(98年度については、国鉄長期債務及び国有林野累積債務の一般会計承継に係る分を除いたベースでは-6.3%)、2000年度には赤字幅がさらに拡大する見込みである(図表Ⅱ-27)。

このような財政収支の動きを受け、国と地方の長期債務残高の合計は90年代に急増し、90年代の後半にはGDPの水準を超え、2001年度末には666兆円と対GDP比で128.5%となる見込みである。財政収支の赤字が続くなか、債務負担は重さを増している(図表Ⅱ-28)。

財政については、この3月下旬から4月にかけて財政制度審議会が行った「財政についての意識調査」によると、「財政の現状を見て、将来に不安を感じますか?」という問いに対して、「とても不安を感じる」が86%、「少し不安を感じる」が11%となっており、不安を感じる人が97%に上っている(図表Ⅱ-29)。

各種のアンケート調査からみると、物価の持続的低下(デフレ)傾向が強まった90年代後半において、財政、年金や老後の蓄えに関する不安が高まっており、消費マインドに無視できない影響を与えている可能性が指摘される。

図表Ⅱ-30は、郵政省(現総務省)が、老後の生活に対する意識等を調査したものである。世帯主の年齢が30~59歳で夫婦2人以上を含む世帯(4,800世帯)を対象に行ったところ、老後不安の内容としては、99年(調査時点は2000年1月)は公的年金等の受取に対する不安が最も多かった。またこの回答率は、90年の回答率と比べると大きく増加しており、年金に関する不安が増大していることがわかる。

図表Ⅱ－31では、内閣府の消費動向調査から消費者態度指数、ならびに日本リサーチ総研の生活不安度指数から総合的な消費者の意識をみている。消費者態度指数¹⁸は、2000年9月にかけて改善した後、12月以降悪化に転じ、2001年3月にはリサイクル法施行の影響等から先行きの耐久財の買い時判断が悪化したことも加わって、前回の景気の谷の水準にまで低下している。また、生活不安度指数¹⁹は今後1年間の暮らし向きについての意識調査から作成される指数であるが、90年代を通じて趨勢的に将来見通しが悪化してきている点がまず注目される。一部金融機関の破綻等が広がった98年にピークをつけた後、99年からの景気回復局面ではやや持ち直したものの、2000年後半から再び悪化しており、消費者態度指数と同様の動きをみせている。このように、財政、年金、所得・雇用環境の不安に伴う老後の蓄えについての不安が高まってきており、消費マインドには無視できない影響を与えている。

¹⁸ 消費者態度指数は暮らし向き、収入の増え方、物価の上がり方、雇用環境、及び耐久消費財の買い時判断の5つの見通し調査から作成する。各項目ごとに、今後半年間の消費に対する影響により、「良くなる」に+1、「やや良くなる」+0.75、「変わらない」+0.5、「やや悪くなる」+0.25、そして「悪くなる」に0の各ポイントを与え、加重平均により項目ごとの消費者意識指標作成する。これら5指標を単純平均したものが消費者態度指数である。指数は0～100の値をとる。各項目の最近の変化については図表Ⅰ－15を参照。

¹⁹ 生活不安度指数は、「悪くなる」、「やや悪くなる」、「やや良くなる」及び「良くなる」の回答をそれぞれ2、1、-1、及び-2点とし、加重平均した上で1を加え、100倍する。よって、指数は-100～300の間の値をとり、大きいほど今後の暮らし向きを悪くみている比率が高い。

第三章 減速している米国経済

1. 概況：設備投資は頭打ち、雇用は製造業で減少(図表48頁)

米国経済は91年3月以来の戦後最長の景気拡大を続けたものの、2000年後半から減速傾向が明らかになっている。実質GDPの四半期別成長率(前期比年率)は、2000年1-3月期、4-6月期はそれぞれ4.8%増、5.6%増と高い伸びを示したが、その後、同年7-9月期は2.2%増、10-12月期は1.0%増と伸びが鈍化し、直近である2001年1-3月期(暫定推定値)は1.3%増と減速している。

GDPの内訳をみると(図表Ⅲ-1)、2001年1-3月期は、輸入の減少により純輸出が増加に転じたほか、個人消費はほぼ前期並の伸びとなったが、設備投資は頭打ちとなり、在庫調整が進んだことが特徴になっている。

個人消費は(図表Ⅲ-2)、可処分所得の増加とともに消費性向も上昇を続け、2000年1-3月期頃まで非常に強い伸びを続けた。2000年末、株価が低迷するなか、クリスマス商戦や自動車販売の不振がみられたものの、2001年1-3月期は、一部で積極的に拡販インセンティブが賦与され自動車販売が盛り返したこともあり、引き続き所得の伸びを上回って推移した。この結果、貯蓄率は三四半期連続でマイナスとなっており、消費支出の持続性が懸念される。

住宅投資については(図表Ⅲ-3)、着工戸数の推移をみると、98年後半から2000年1-3月期頃まで強い伸びを示した後、2000年4-6月期から10-12月期にかけて年率160万戸を下回る水準が続いた。しかし2001年1-3月期は、モーゲージ金利の低下の影響に加えて、2000年末の悪天候による着工のずれ込みという特殊要因もあったことから、再び160万戸台の高水準となった。また、需給バランスを示す指標²⁰も2000年後半から改善しており、販売面も堅調が続いている。

2. 情報関連投資が減少、雇用は製造業で大きく減少(図表49頁)

設備投資は(図表Ⅲ-4)、92年4-6月期から2000年7-9月期まで拡大を続けてきたが、2000年10-12月期に35四半期振りに前期比減少となった。2001年1-3月期は再び若干のプラスになったが、鉱工業生産の低迷や景気の先行きに対する不透明感などにより、設備投資の伸びは鈍化している。

特に90年代後半の設備投資の伸びを支えてきたのは、ハードウェア及びソフトウェアの情報関連投資だったが、ハードウェアは2000年10-12月期から、ソフトウェアは2000年7-9月期から

²⁰ 期中に売り出された戸数の、売約済となった戸数に対する比率は低い水準にとどまっており、在庫の積み上がりはみられていない。なお4月単月の動きをみると、販売が減少したため比率はやや上昇した。

伸びが鈍化し、2001年1-3月期はハードウェア、ソフトウェアともに前期比減少となった。設備投資全体に占める情報化投資の比率(名目ベース)をみると、特に99年頃から急速に上昇したが、2001年1-3月期は11四半期振りにその比率が前期に比べて低下した。

鉱工業生産は(図表Ⅲ-5)、2000年後半になって伸びが鈍化し、2001年1-3月期は前期比減少となった。消費財は、個人消費の減速に伴って3期連続の前期比減少となり、設備機器は、設備投資の伸びの鈍化に伴って93年7-9月期以来の前期比減少に転じた。

こうした鉱工業生産活動の縮小に伴い、製造業の雇用者数も減少している。雇用者数は(図表Ⅲ-6)、2000年4-6月期まで大幅に増加し、失業率も低下傾向が続いていた。しかし2000年7-9月期以降は、雇用者の増加テンポが鈍化しており、特に製造業は減少幅が拡大している。失業率は4%程度まで低下した後、2000年末以降上昇に転じている。

3. 企業収益の減少と調整がみられた株価(図表50頁)

個人消費の減速や生産の減少がみられるなか、企業の売上高は(図表Ⅲ-7)、2000年7-9月期をピークとしてその後は減少に転じている。企業収益も2000年10-12月期は99年7-9月期以来の前期比減少となった。製造業は2000年4-6月期、非製造業は2000年7-9月期をピークに減益となっており、生産調整や雇用・設備の調整、事業再編などを強いられている。

こうした企業収益の動きと株価の関連性をみてみよう(図表Ⅲ-8、Ⅲ-9)。図表Ⅲ-8は、一株あたり純利益(Earnings Per Share)の事前の市場予測と実績との乖離を業種別に示したものである。株価の短期的な動きを左右する要因として、企業業績の実績のほか、業績の予測と実績の乖離(EPS Surprises)が考えられる。株価は4月中旬にかけて、景気減速が明らかになるとともに、医薬や運輸、コンピュータ関連等の業種で、事前の市場予測を下回る業績を発表した企業が多かったこともあって、ハイテク株を中心に下落した。しかし、4月18日に米連邦公開市場委員会が2001年に入り4回目となるフェデラル・ファンド金利の誘導水準の引き下げを決定すると、それを市場は好感した。また、事前の市場予測を上回る業績を発表する企業が多くなったこともあり、その後は株価・長期金利とも上昇に転じた。5月15日には今年5回目の金利引き下げ(0.5%)が行われ、誘導水準は4.0%となった。

2001年に入り米連邦準備理事会(FRB)が金融緩和政策を相次いで行ったことで、景気対策に対するFRBの積極的な姿勢が確認され、一時調整がみられた株価は、足下では概ね安定的な動きとなっている²¹。しかしながら、製造業を中心とする雇用情勢の悪化が、今後個人消費に悪影響を及ぼす可能性は高く、企業収益の先行きについては引き続き慎重な見方が必要と思われる

²¹ ただし、2001年5月下旬以降は、その後に発表された企業の1-3月期決算が再び芳しくないものであったことや、4-6月期の決算見通しが下方修正されていること等を材料に、6月中旬にかけて株価はやや下落している。

る。

当面の米国経済は、生産活動の低迷、設備投資の抑制、雇用情勢の悪化などにより成長率の鈍化を余儀なくされる一方、利下げ、減税効果もあり年末にかけて回復するとの見方が多い。日本経済が調整局面を迎えた一つのきっかけが、米国経済の冷え込みに伴う輸出の減少にあることは第1章でみた通りである。したがって米国経済の今後の動向は、日本経済の先行きを占ううえでの重要な要素として注目される。

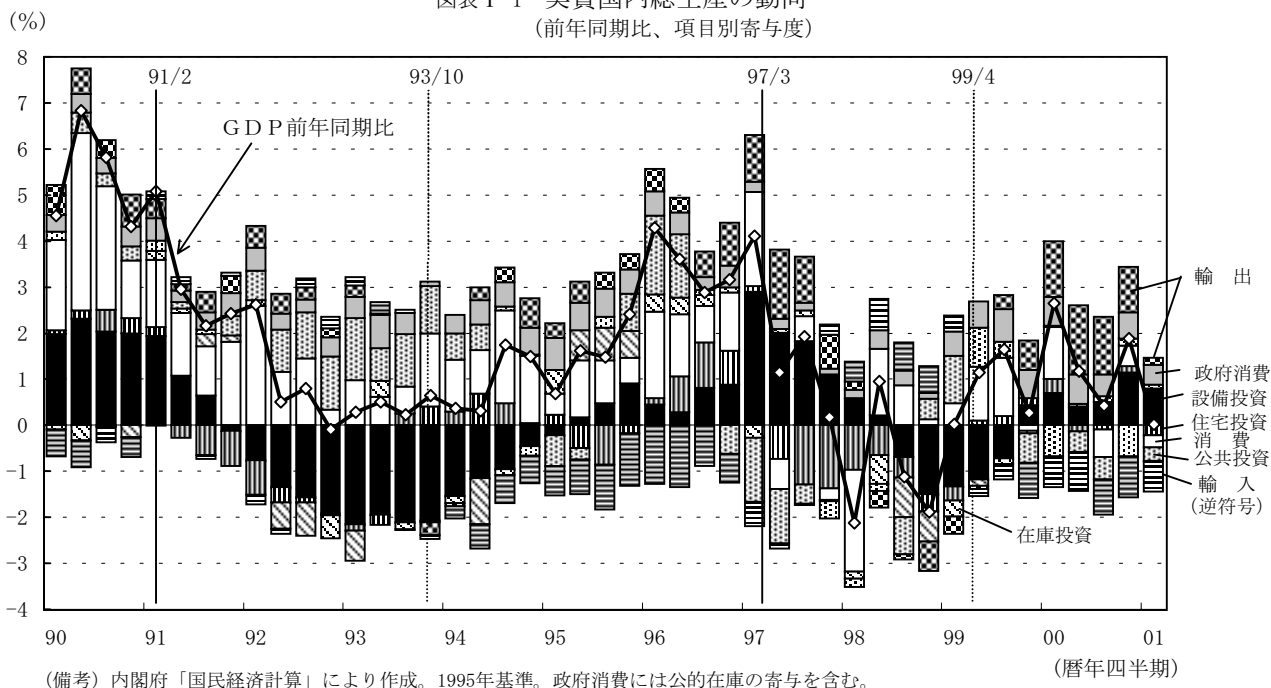
I. 調整局面にある日本経済

概況：生産は急速に減少

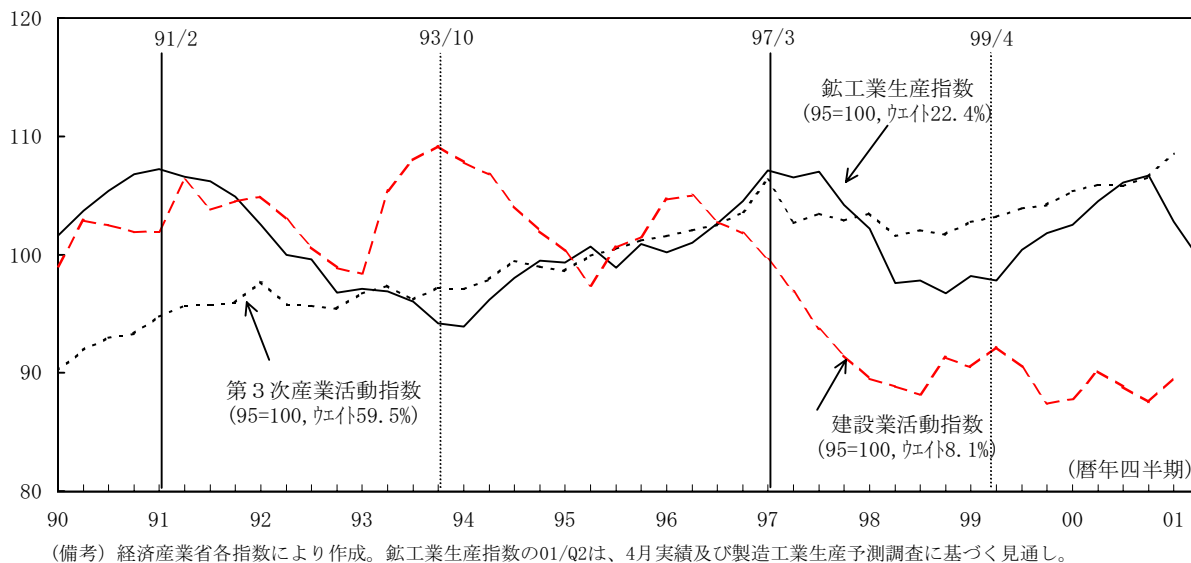
・日本経済は、米国経済の冷え込みなどを背景に生産が急速に減少し、調整局面にある。民間消費は低調に推移している。設備投資は減少に転じつつある。住宅投資と公共投資は減少している。輸出はアジア向け、欧米向けともに減少し、輸入も減少している。

・鉱工業生産は、電気機械関連の需要減、在庫調整から、2000年10-12月期をピークに急速な減少に転じた。第3次産業活動は、通信業の趨勢的な伸びに加え、ウエイトの大きいサービス業も今のところ底堅く、全体として緩やかな増加を続けている。建設業活動は低調に推移している。

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)



図表 I-2 生産関連指標 (季調値) の推移

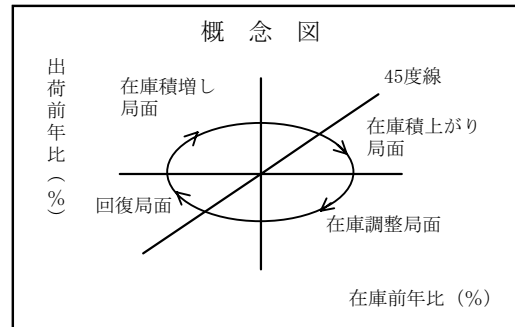
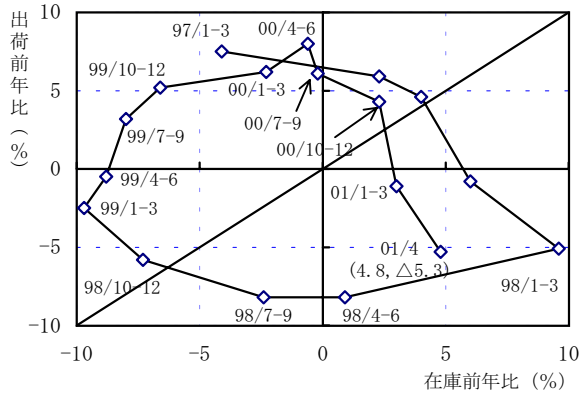


出荷は前年割れ、在庫調整深まる

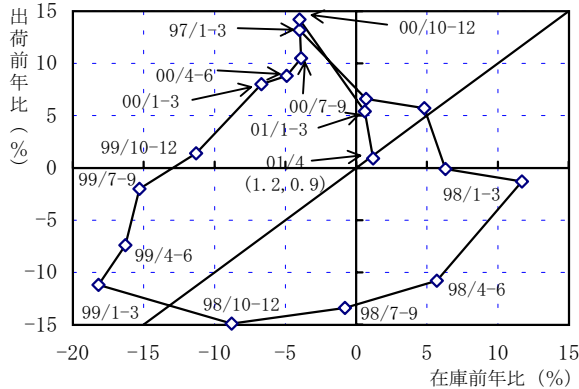
・鉱工業全体の在庫循環は、出荷が大幅に減少する一方、在庫は生産財を中心に増加が続き、調整が深まりつつある。

- (1) 資本財：出荷の伸び率が大幅に鈍化し、在庫は増加に転じた。
- (2) 建設財：公共投資が減少し民需も低調であることから、出荷が減少傾向にある。
- (3) 消費財：非耐久財出荷の減少が続くなか、堅調であった耐久財出荷が7四半期振りに減少に転じた。
- (4) 生産財：電気機械関連を中心に在庫増が続き、当面は調整局面が続くものと見込まれる。

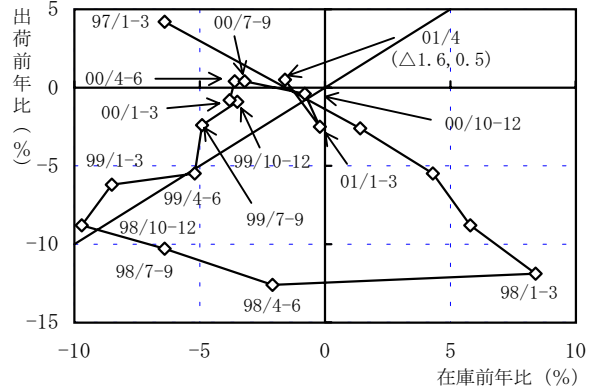
図表 I-3 鉱工業全体の在庫循環



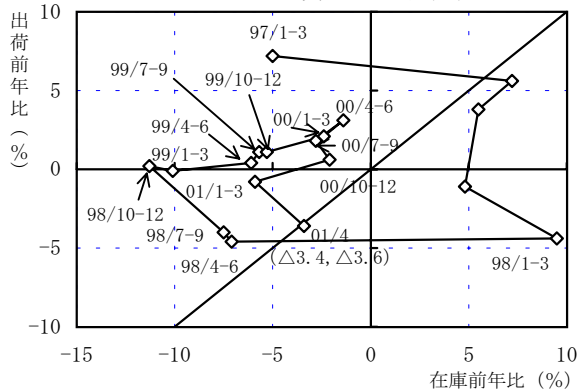
図表 I-4 資本財(除輸送機械)の在庫循環



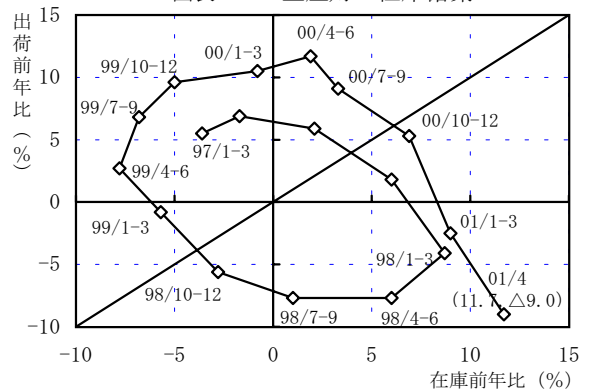
図表 I-5 建設財の在庫循環



図表 I-6 消費財の在庫循環



図表 I-7 生産財の在庫循環

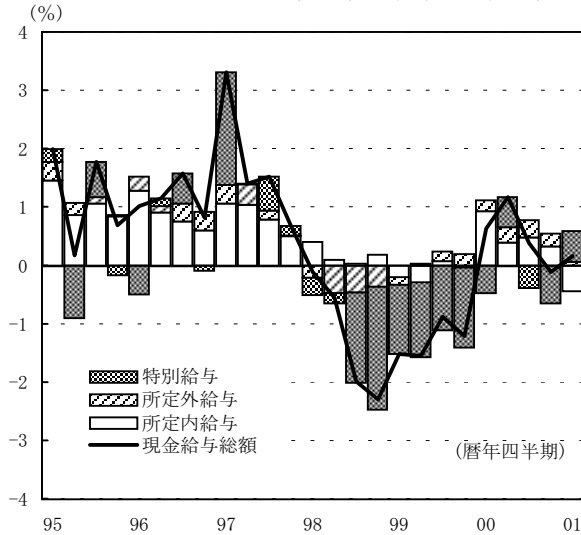


(備考) 経済産業省「鉱工業指数」により作成。

所得が伸び悩み、消費は低調に推移

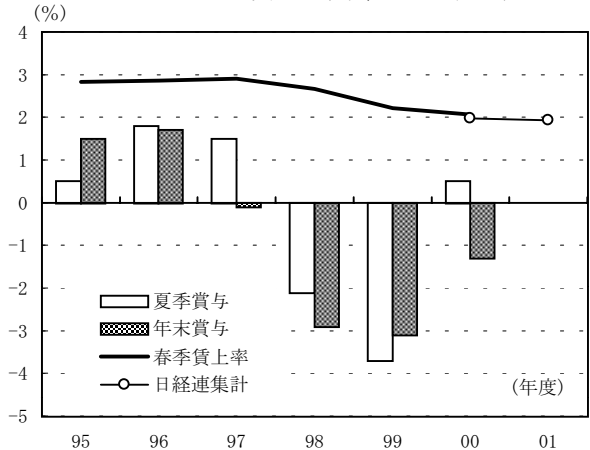
- ・名目賃金は、全体として伸び悩んでいる。所定外給与の伸びが鈍化する一方、所定内給与は最近期ではマイナスに転じている。賞与は年末に再び減少したほか、春季賃上げ率が4年連続で過去最低を更新する見込みとなっており、所得環境は依然厳しい。
- ・消費支出は低調に推移している。家計調査(全世帯)をマクロベースに調整した消費支出は、名目ではほぼ横這い、実質でも微増にとどまっている。
- ・勤労者世帯の実質消費は、実収入が減少するなかで、税負担の減少や、消費性向の上昇に下支えされ微増となっているが、今後については頭打ちや反動も懸念される。

図表 I-8 一人当たり現金給与総額 前年同期比



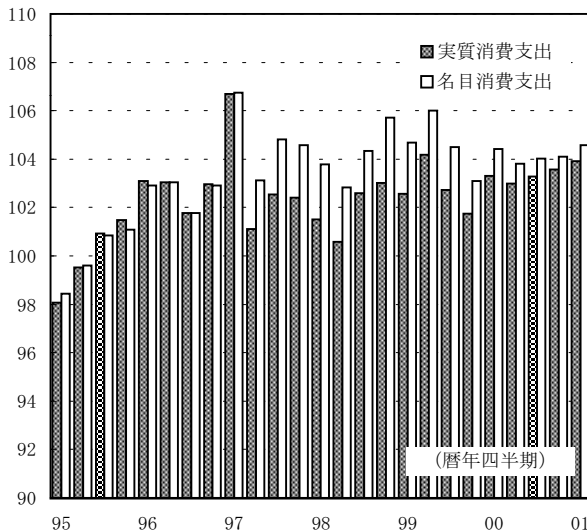
(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 事業所規模5人以上。

図表 I-9 春季賃上率、賞与の前年同期比



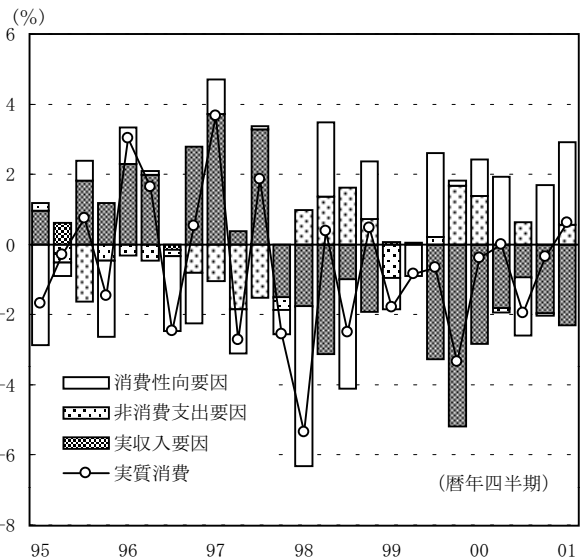
(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日本経営者団体連盟資料等により作成。
2. 夏季賞与は6～8月、年末賞与は11～1月の間に賞与として支給された給与。事業所規模5人以上。
3. 春季賃上げ率は従業員1000人以上、資本金20億円以上で労働組合のある上場企業。
4. 日経連集計は、妥結済みの大手209社平均。

図表 I-10 家計調査による消費動向 (季調済)
(指数、1995=100)



(備考) 1. 総務省「家計調査」「消費者物価指数」「人口推計」により作成。
2. 消費支出は、家計調査全世帯の消費支出から、こづかい、贈与金、他の交際費、仕送り金、及び自動車購入費を除き、世帯人数の減少、及び人口増加を調整した。実質化は消費者物価指数(帰属家賃、自動車を除く)を用い、耐久財、半耐久財、非耐久財、サービスに分けて行った。最後に季節調整(X-11)を行った。

図表 I-11 実質消費前年比の要因分解



(備考) 1. 総務省「家計調査(勤労者世帯)」「消費者物価指数」により作成。
2. 実質化は帰属家賃を除く総合により行った。
3. 要因分解は下記の通り(全て実質)。

$$\Delta C = \alpha \cdot \Delta Y - \alpha \cdot \Delta T + \Delta \alpha \cdot (Y - T)$$

(要因) (実収入) (非消費支出) (消費性向)

C:消費支出、Y:実収入、T:非消費支出、 α :消費性向

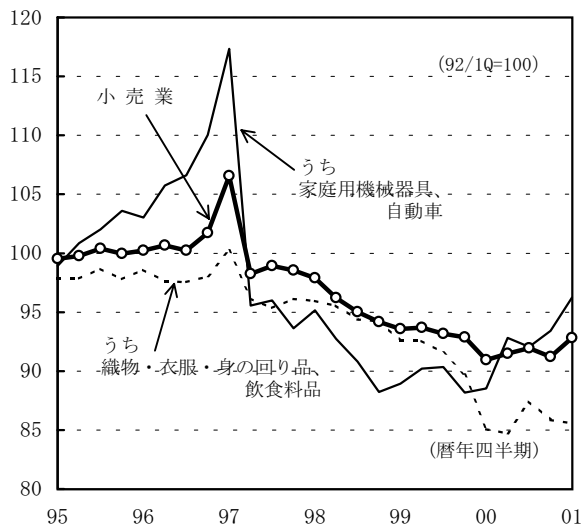
・小売業販売額は2000年中横這いで推移したあと、2001年1-3月期にやや持ち直した。衣服・飲食料品等は価格低下もあり水準を下げているが、家電・車等は2000年中から持ち直してきており、全体の動きを牽引している。

・新車登録台数は小型車の新車効果もあり、2000年に入って98、99年水準を僅かながら上回って推移している。

・2001年4月からのリサイクル法適用前の家電4品目への駆け込み需要を家計消費支出からみると、2001年1-3月期の4品目への支出は消費税率引き上げ前の97年1-3月期を上回るプラス寄与となった。しかし、家計はその他の支出を減らしたため、消費支出全体の伸びは低く、97年のような盛り上がりは見られず、4月以降の反動減についても限定的となる可能性が高い。

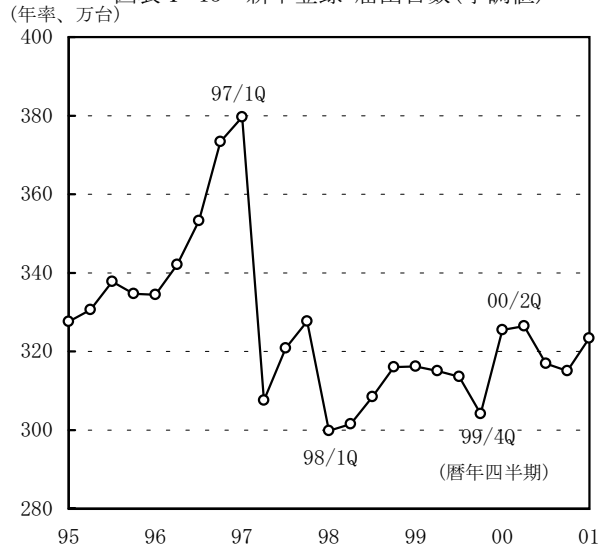
・消費者態度指数をみると、3月調査では雇用環境、収入の増え方、暮らし向きについて悪化を予測する傾向が強まっており、消費者マインドはやや悪化してきている。

図表 I-12 小売業販売額指数(季調値)



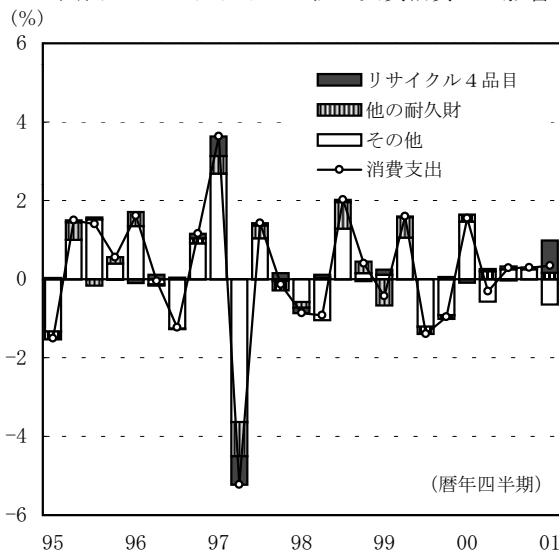
(備考) 1. 経済産業省「商業販売統計」により作成。
2. 小売業の業種別販売額指数(季調値)内訳は、季調済の公表値を各業種販売額で加重平均した。

図表 I-13 新車登録・届出台数(季調値)



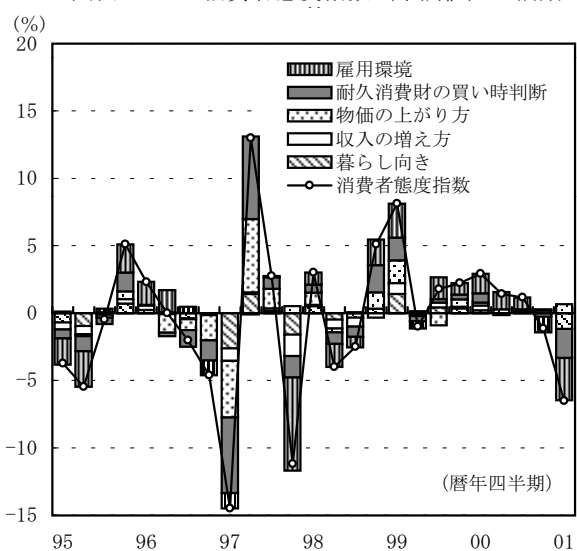
(備考) 内閣府「景気動向指数」により作成。

図表 I-14 リサイクル法の実質消費への影響



(備考) 1. 総務省「家計調査」「消費者物価指数」により作成。
2. 図表 I-10と同様の調整を行っている。
3. リサイクル4品目は、冷蔵庫、洗濯機、クーラー及びテレビ。

図表 I-15 消費者態度指数(季調値)の前期

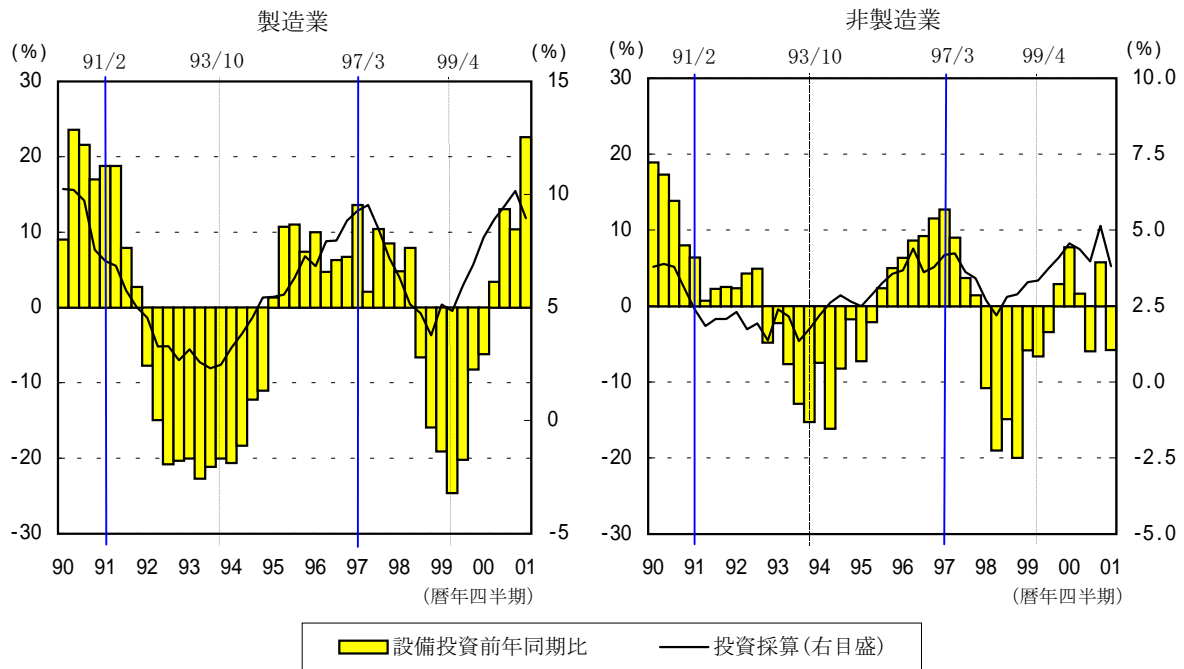


(備考) 1. 内閣府「消費動向調査」により作成。
2. 消費者態度指数は今後半年間の見通しをアンケート調査したもの。
3. 内訳は季調済の計数から再按分した。

設備投資は先行指標が大幅減速

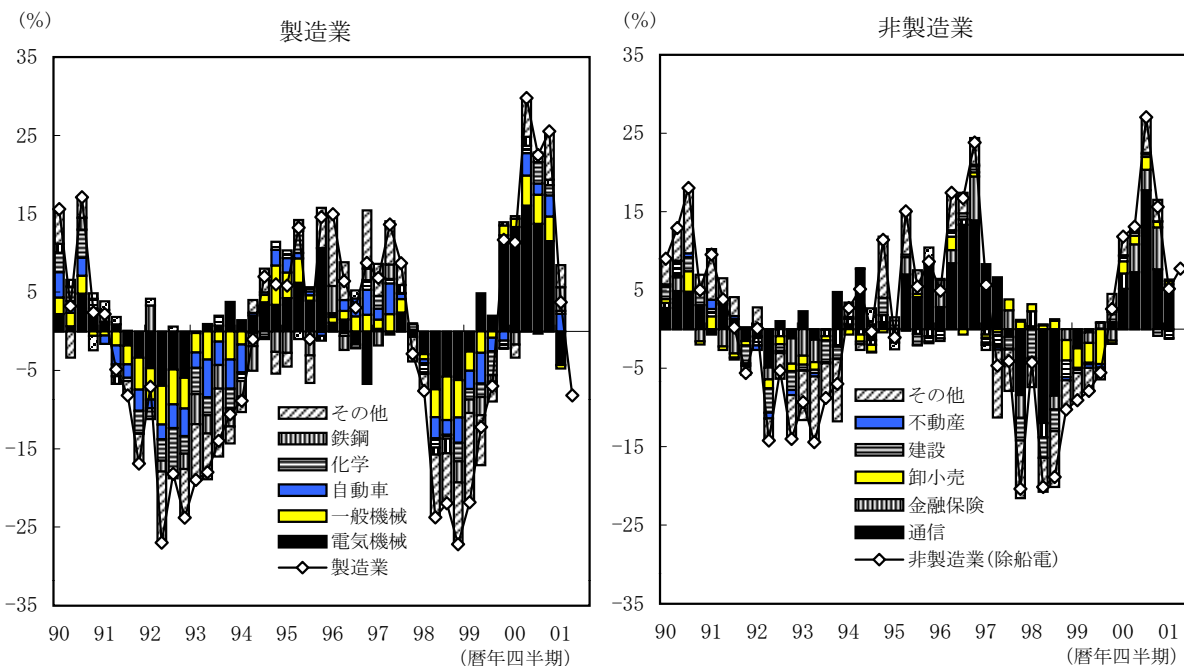
- ・ 投資採算は、売上増と固定費削減による増益を背景に、製造業、非製造業ともに改善傾向が続いてきたが、2001年1-3月期にはやや低下した。
- ・ 設備投資は、製造業では大幅な増加が続いているが、非製造業は一進一退の動きとなっており、全体としては増勢が鈍化しつつあるものとみられる。
- ・ 先行指標である機械受注は、電気機械関連の生産減少等を背景に大幅に減速し、2001年4-6月期には製造業からの受注が前年比減に転じる見通しであり、設備投資は先行き弱含みとみられる。

図表 I-16 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。

図表 I-17 機械受注業種別寄与度（前年同期比）

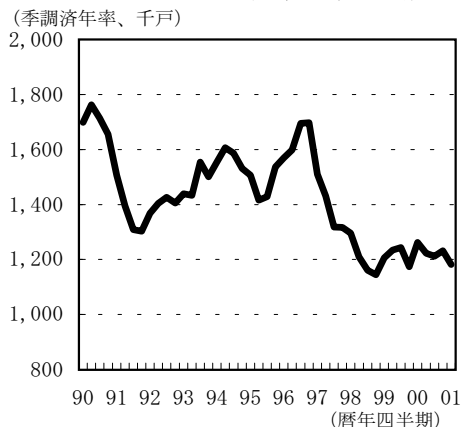


(備考) 内閣府「機械受注統計」により作成。01年第2四半期は、内閣府見通し。

住宅投資は減少

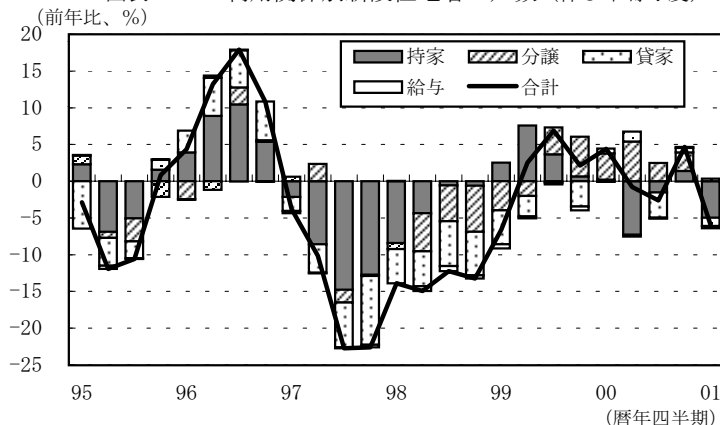
・新設住宅着工戸数は住宅減税等により99年以降やや持ち直し、年率120万戸程度で推移してきたが、このところ、分譲は横這いであるものの、持ち家を中心に減少している。
 ・住宅公庫の基準金利は2000年末から低下し、2001年6月には2.55%となっているが、申込件数の前年比はマイナス基調となっている。マンションの契約率（首都圏）は99年から8割程度で堅調に推移しているが、完成在庫はやや増加している。

図表 I-18 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-19 利用関係別新設住宅着工戸数（伸び率寄与度）



(備考) 図表 I-18 に同じ。

図表 I-20 住宅ローン金利の推移

	00/1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	01/1	2	3	4	5	6
住宅公庫	2.80	2.75	2.80	2.85	2.80	2.75			2.80	2.85		2.80		2.70	2.55	2.45	2.60	2.55
都銀変動	2.375								2.5							2.375		
都銀固定(5年)	2.60			2.75		2.65	2.75		2.90			2.80	2.75	2.70	2.60	2.50	2.60	2.55
〃 (10年)	3.50	3.40	3.55		3.50		3.45		3.60	3.65		3.55	3.50	3.45	3.35	3.20	3.45	3.35

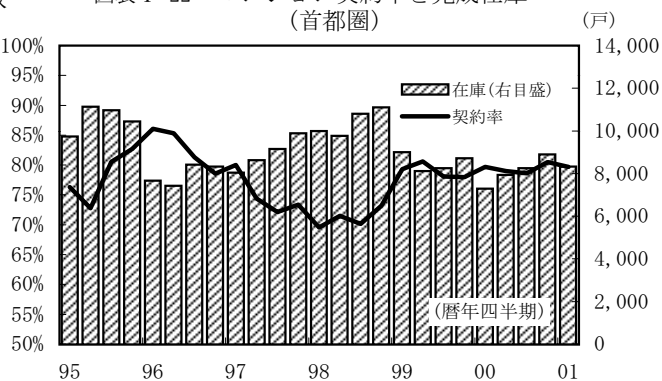
(備考) 1. 住宅公庫の金利は、基準金利(「一定の良質な住宅」に適用される当初10年間の金利)。
 2. 同月内に複数回変更があった場合、最終のデータ。

図表 I-21 住宅公庫のマイホーム購入資金申込件数

年度	募集 月切	受付日数 (日)	申込件数 (千件)	前年比 (%)	基準金利 (%)	
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
	第4回	3/23	43	33	-11.5	2.55
01年度	第1回	5/28	23	28	N.A.	2.45

(備考) 1. 住宅金融公庫「住宅金融月報」により作成。
 2. 2001年度から受付回数が年6回(従来は年4回)に変更されており、前年度との単純な比較はできない。

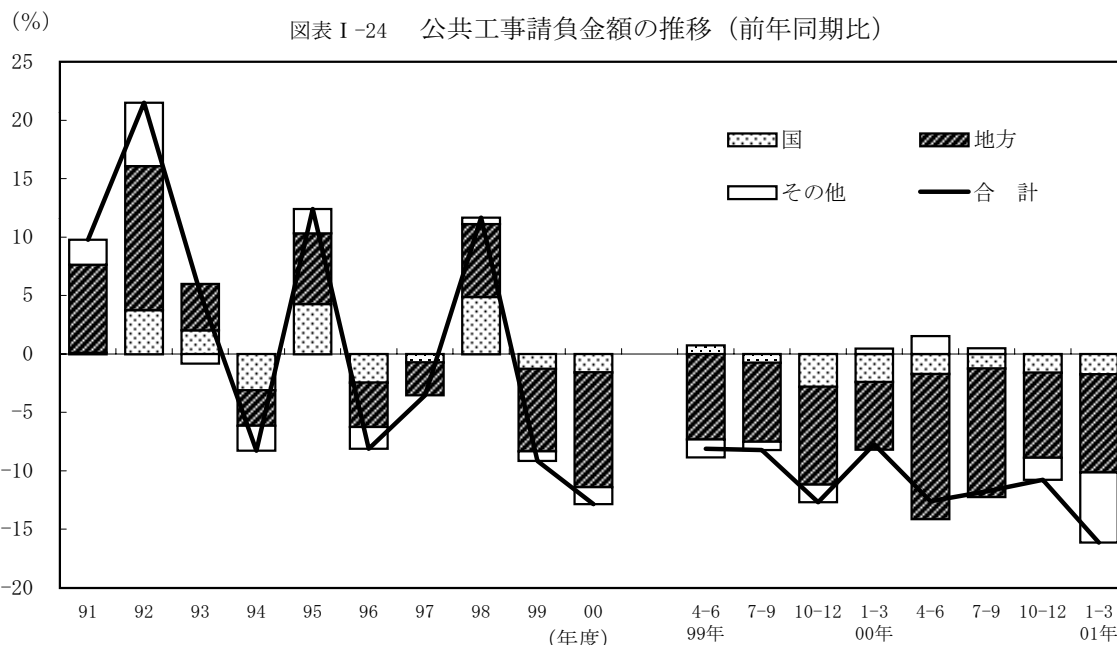
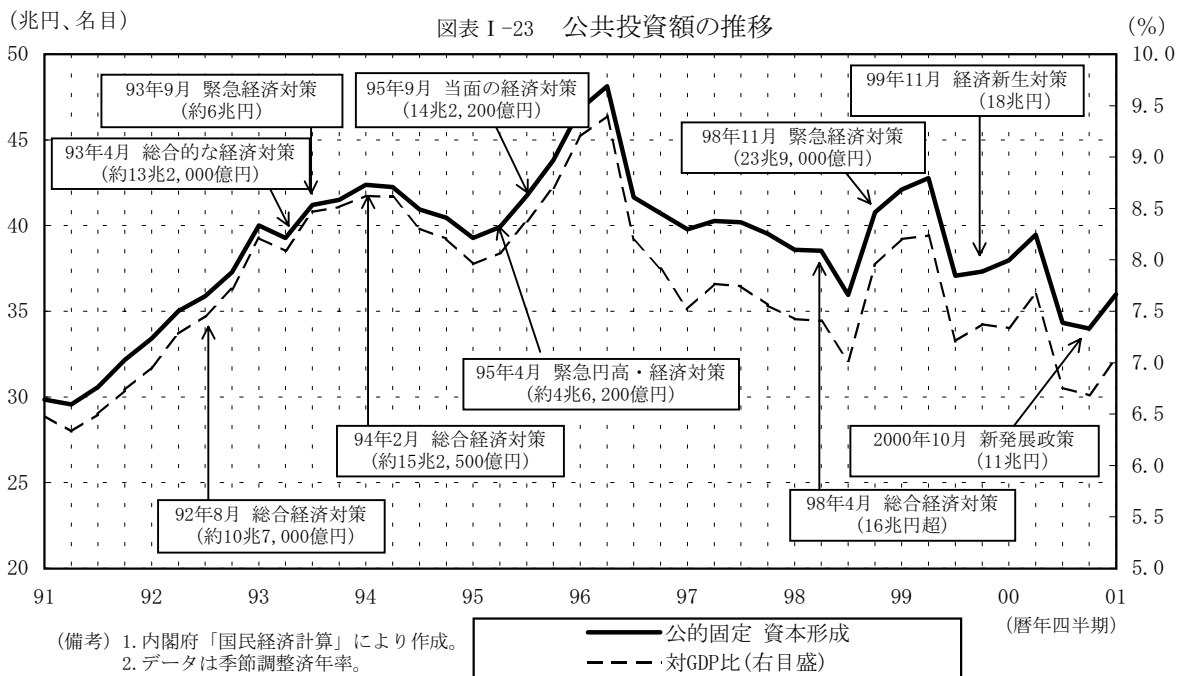
図表 I-22 マンション契約率と完成在庫(首都圏)



(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。

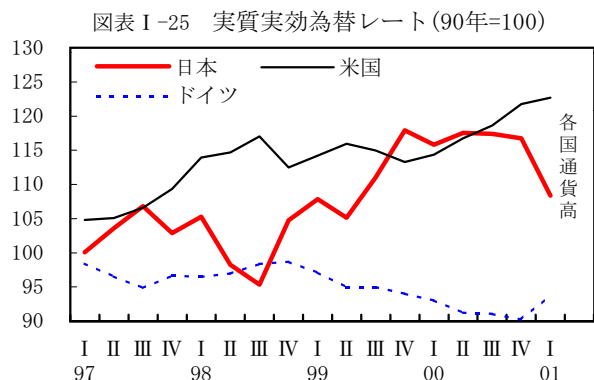
公共投資は減少傾向

- ・公共投資（公的資本形成）は、経済対策により99年1-3月期から4-6月期にかけてGDP比で8%超まで増加したが、足下では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、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、足下までマイナス基調が続いている。

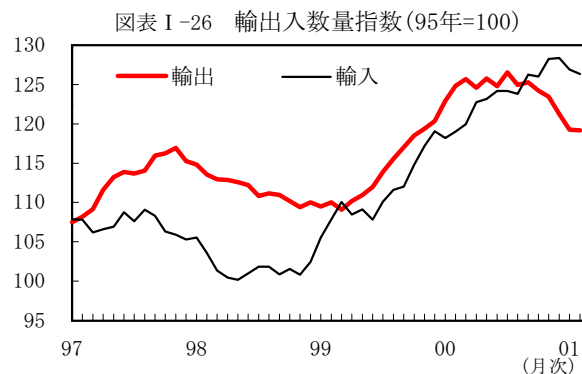


輸出は減少、輸入は伸びが鈍化

- ・日本の実質実効為替レートは、2001年1-3月期に円安が進んだことから、下落している。
- ・輸出は、米国を中心に海外景気が減速しつつあるなか、米国向けが大きく減少したほか、これまで牽引してきたアジア向けも減少に転じている。
- ・一方、輸入は、資本財や非耐久消費財等を中心に伸びが鈍化しており、水準はほぼ横這いになっている。

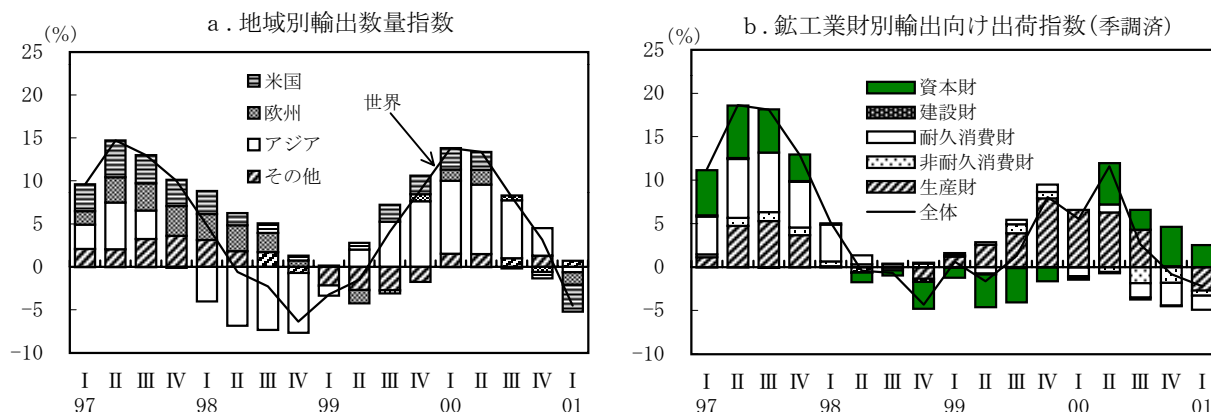


(備考) 1. JPMorgan“World Financial Market”により作成。
2. 当該国と貿易相手44カ国との物価水準により為替レートを実質化し、90年の工業製品貿易額で加重平均。

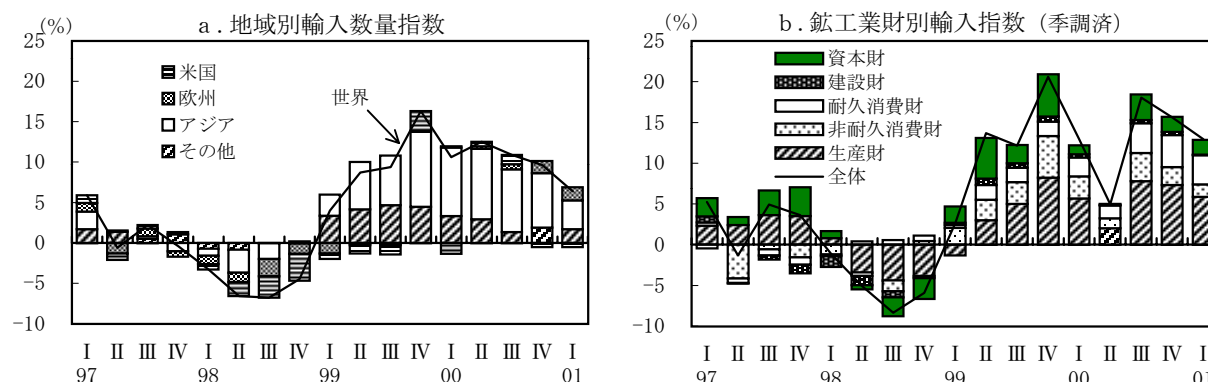


(備考) 1.財務省「貿易統計」により作成。
2. X-11による季節調整値の3ヵ月移動平均値。

図表 I-27 輸出货量増減率(前年同期比、寄与度)



図表 I-28 輸入量増減率(前年同期比、寄与度)

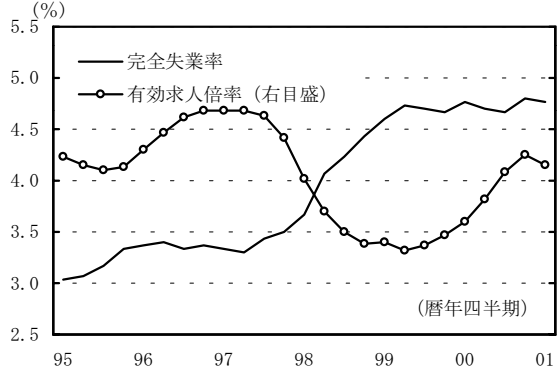


(備考) 財務省「貿易統計」、経済産業省「産業活動分析」により作成。

所定外労働時間・求人に弱含む動き

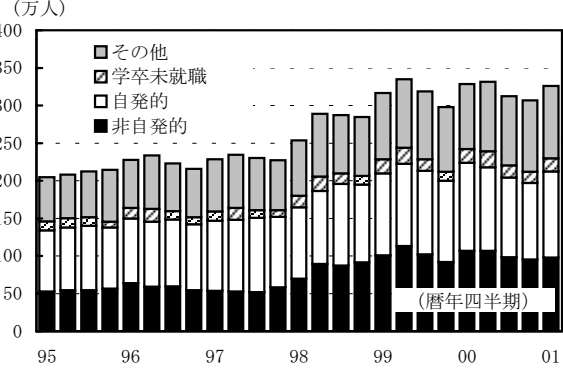
- ・有効求人倍率は99年5月の0.46倍から2000年12月の0.66倍まで上昇した後、2001年4月の0.62まで低下している。完全失業率は2000年12月、2001年1月に過去最悪の4.9%となり、完全失業者数、そのうちの非自発的失業ともに高水準で推移している。
- ・就業者数は、2000年後半に2四半期連続で増加したが、直近では、建設、卸売・小売等を中心にマイナスに転じた。地位別では、これまで臨時・日雇を中心に増加してきた雇用者も含め、全種別で減少となった。雇用者の企業規模別では、若干回復していた中堅・中小（500人未満）が減少に転じ、大企業は依然低調に推移している。
- ・所定外労働時間は、全産業、製造業ともに直近では前回の景気の山であった97年7-9月期以来の減少に転じる動きとなった。

図表 I-29 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。

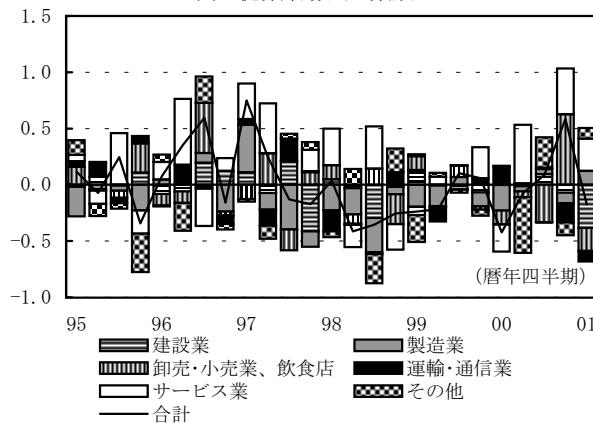
図表 I-30 求職理由別完全失業者数



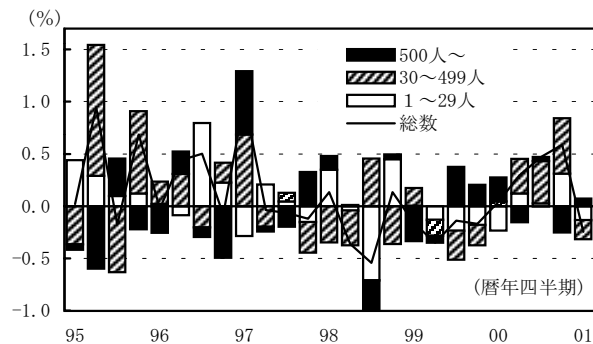
(備考) 1. 総務省「労働力調査」により作成。
2. 「その他」は総数と内訳の合計との乖離分を含む。

図表 I-31 就業者数/雇用者数

(1) 就業者数 産業別



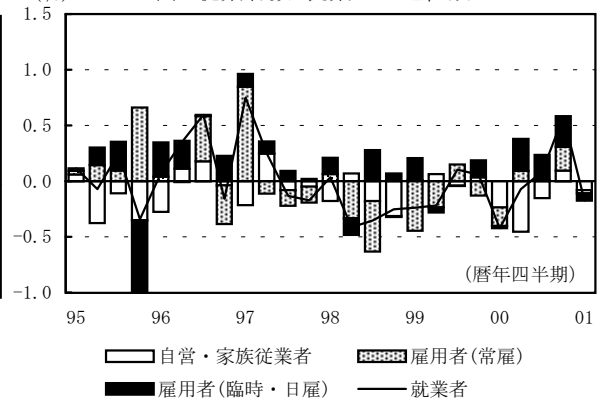
(3) 雇用者数 企業規模別 (除く官公)



(備考) 1. 総務省「労働力調査」により作成。
2. X-11にて季節調整を行った。

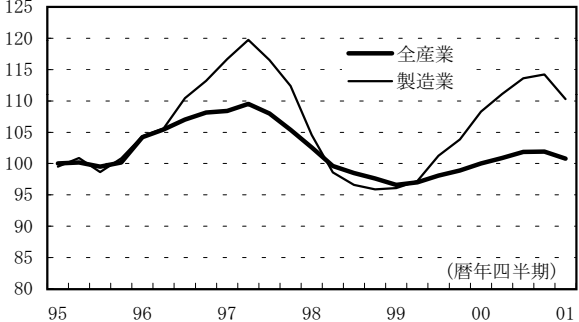
前期比 (季調済) の寄与分解

(2) 就業者数 従業上の地位別



図表 I-32 所定外労働時間 (季調済)

(指数、1995=100)

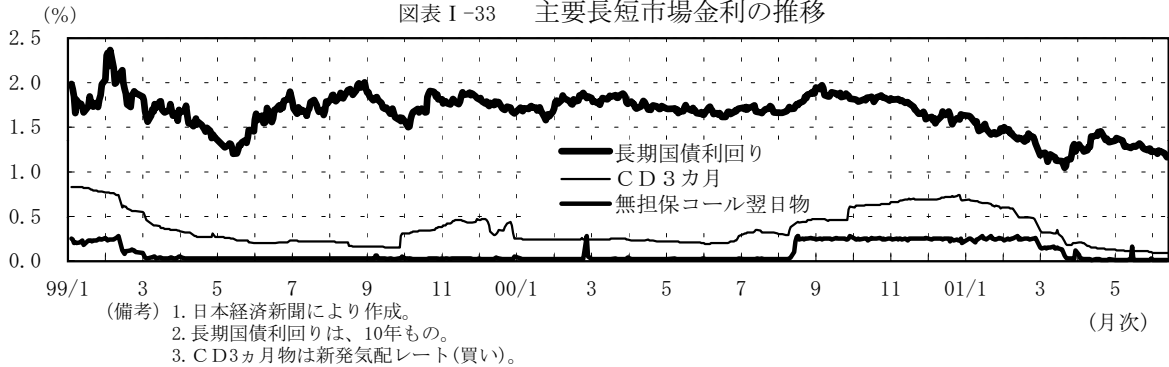


(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。

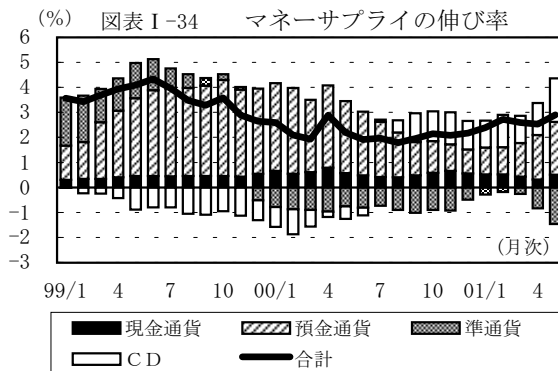
量的緩和により短期金利はゼロ近傍、消費者物価は引き続き下落

- ・ 3月下旬の量的金融緩和により、無担保コール翌日物の誘導金利はゼロ%近傍まで低下している。これを受けてCD3ヵ月もの金利（買い）も0.1%台に低下している。
- ・ 国債利回りは、2000年9月初めに2%近くまで上昇した後は低下基調であり、足下では1.3%程度で推移している。低金利下で預金等を積み増す動きもあって、マネーサプライは伸びを高めているが、貸出は減少を続けている。
- ・ 消費者物価（除く生鮮食品）は、農工商品価格が低下する一方、従来上昇していた個人サービス価格が横這いで推移し、全体では6四半期連続で前年を下回っている。企業向けサービス価格も、通信、金融、リースを中心に低下基調を強めている。

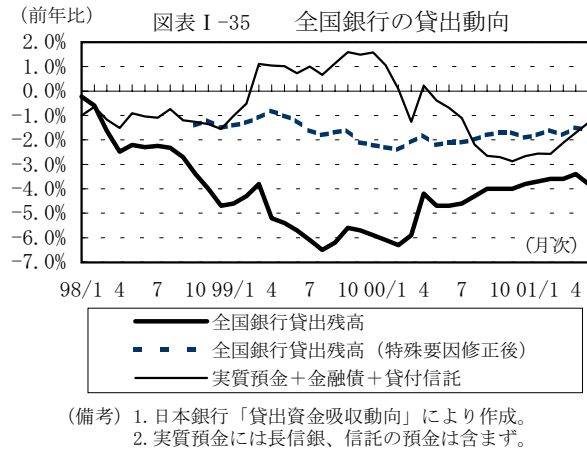
図表 I-33 主要長短市場金利の推移



図表 I-34 マネーサプライの伸び率

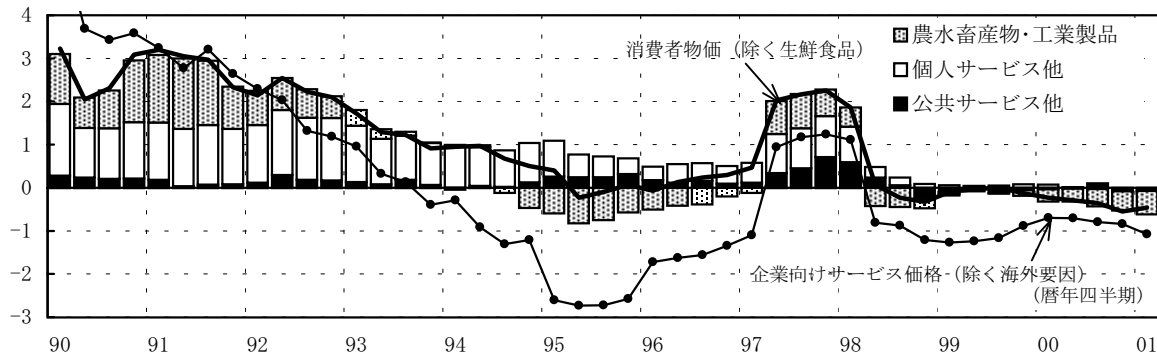


図表 I-35 全国銀行の貸出動向



図表 I-36 消費者物価(除く生鮮食品)及び 企業向けサービス価格(除く海外要因)

(前年比寄与度、%)

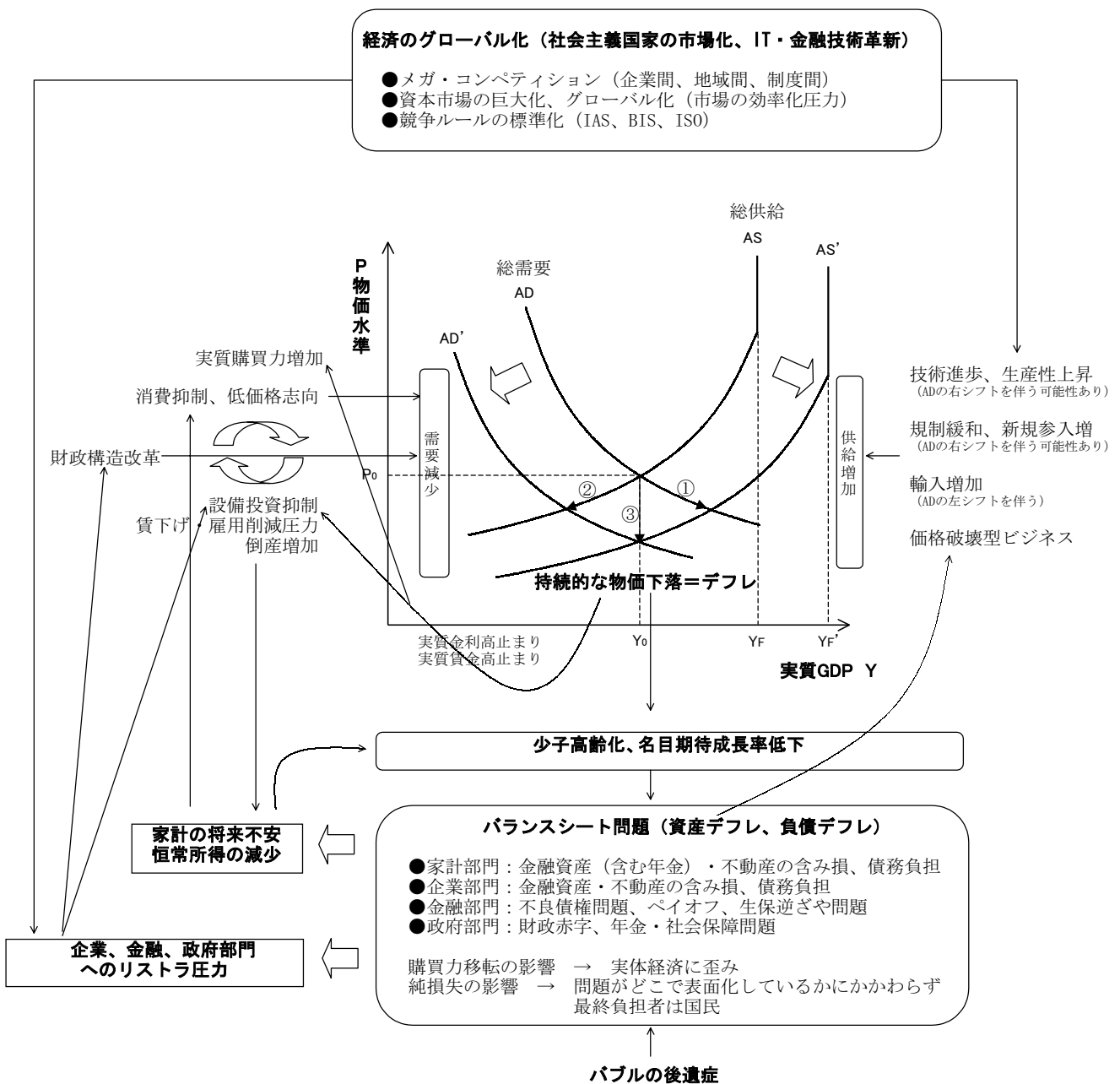


II. デフレ下の日本経済

デフレ現象とそれを取り巻く日本経済の構造問題

デフレの定義（内閣府、2001/3）

- デフレとは、物価の持続的な下落である。
- 消費者物価指数(CPI)を基本にデフレを判断する。なお、卸売物価指数(WPI)やGDPデフレーターも参考指標として見ていくことが重要。
- 消費者物価指数(CPI)を指標とし、「持続的な」を2年以上と定義すると、戦後では今回が初のデフレとなる。

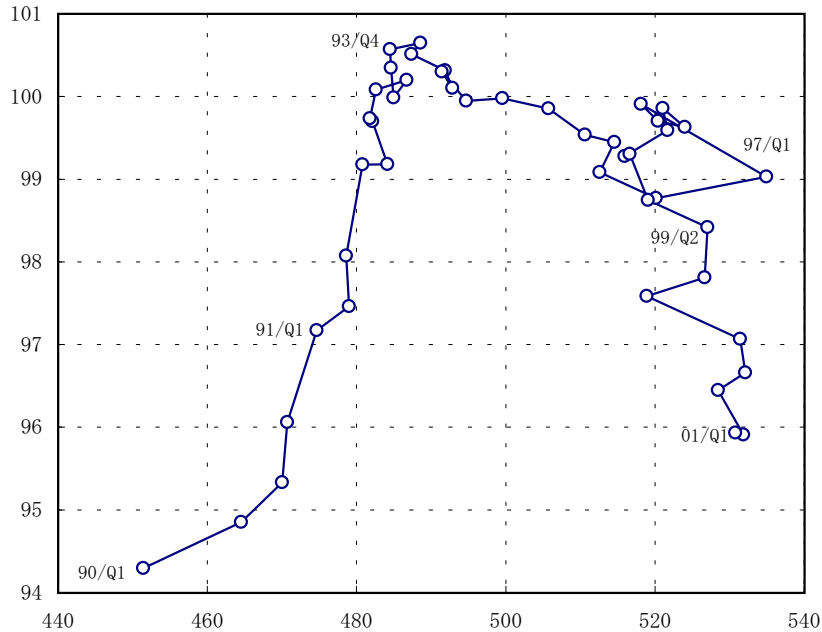


（備考）日本政策投資銀行作成。

需給両面の要因から価格は下落

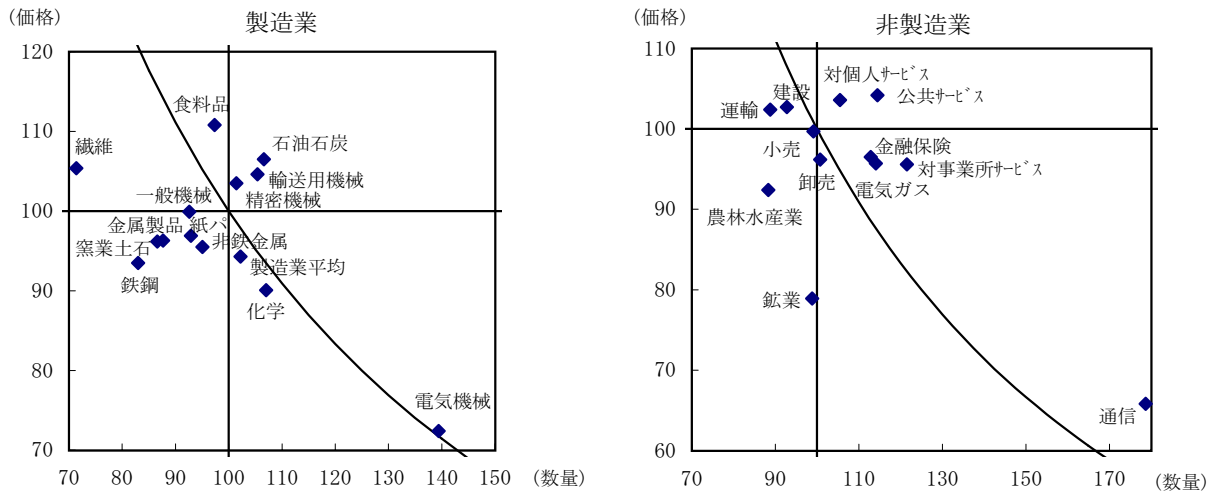
・マクロ的にみた90年以降の価格と数量の動きは、93年第4四半期を谷とする景気拡大期における緩やかな価格低下を伴う数量増加局面、97～98年のマイナス成長を経て、99年第2四半期以降は景気拡大期にもかかわらず数量増加は緩慢で価格低下が速まっている。
 ・価格と数量の動きを産業別にみると、製造業では電気機械、非製造業では通信、金融・保険、電気・ガスなどの業種で、技術革新、規制緩和、競争激化など供給側主導とみられる価格低下、数量増加の動きが確認される。

図表Ⅱ-1 マクロ的にみた数量・価格変化
 (横軸=実質GDP(兆円)、縦軸=GDPデフレータ)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
 2. 実質GDP、GDPデフレータともに季節調整値(デフレータの季節調整値は、名目・実質各GDP原系列から算出されるインプリシット・デフレータをもとに、当方で季節調整処理を行ったもの)。

図表Ⅱ-2 産業別にみた数量・価格変化(95年=100とした99年の指数)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
 2. 不動産業は、持家の帰属家賃を含むため除外した。
 3. 各図の双曲線は名目GDPが100となる数量と価格の組み合わせを示しており、曲線の右上側が100超、左下側が100未満に対応している。

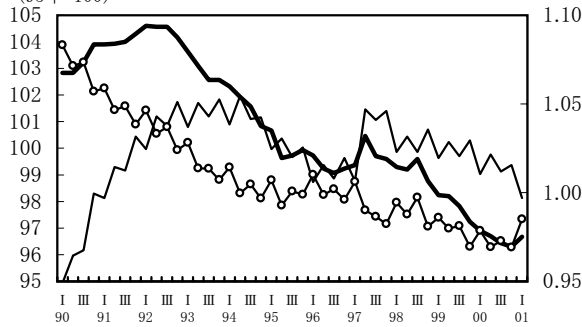
輸入の増加が物価下落に寄与

・2000年以降、国内卸売物価指数の下落が緩やかになっているのに対して、消費者物価指数は下落傾向が相対的に強まっている。消費者物価指数の内訳をみると、一般商品を中心に低下幅が拡大しており、最近では一般サービスも低下している。

・一方、国内卸売物価指数の内訳をみると、素材や石油等は2000年に入って原油価格の高騰の影響によって上昇したが、機械器具は下落傾向が続いている。機械器具の価格下落の背景としては、98年ごろは需要の減退が大きく、最近では低価格の輸入品増に伴う価格競争や生産コストの削減等が寄与していることが考えられる。

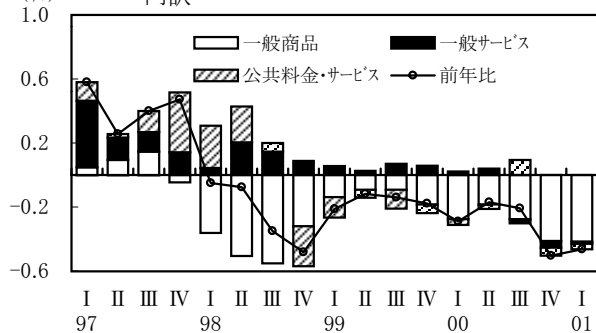
・輸入物価の下落には、99～2000年にかけて円高が寄与したが、繊維等では低コスト化の進展もみられた。一方、電機では、輸入品の性能・機能が向上し高付加価値化が進んでいる。

図表Ⅱ-3 国内卸売物価指数(WPI)と消費者物価指数(CPI) (95年=100)



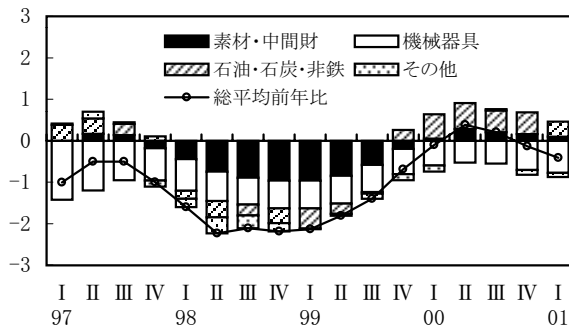
(備考) 日本銀行「卸売物価指数」、総務省「消費者物価指数」により作成。

図表Ⅱ-4 消費者物価指数(生鮮食品を除く)前年比の内訳



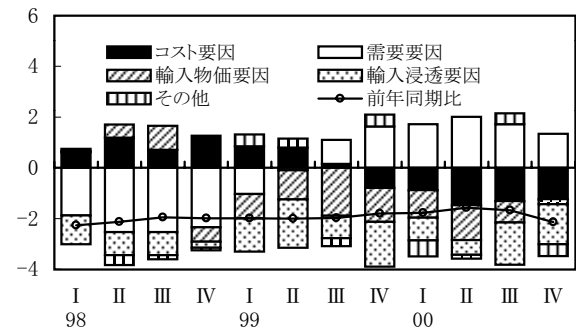
(備考) 1. 総務省「消費者物価指数」により作成。
2. 消費税率アップは調整済。

図表Ⅱ-5 国内卸売物価指数(WPI)の内訳



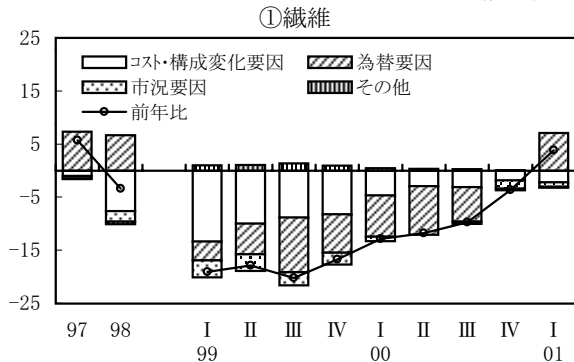
(備考) 1. 日本銀行「卸売物価指数」により作成。
2. 消費税率アップは調整済。

図表Ⅱ-6 WPI(機械器具)前年比の背景



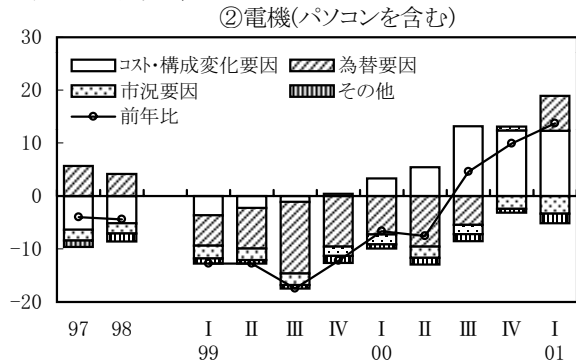
(備考) 1. 日本銀行「卸売物価指数」「全国短観」、経済産業省「鉱工業総供給表」財務省「法人企業統計季報」により作成。
2. コスト要因には損益分岐点比率、需要要因には製産品需給判断D.I.を用いて、OLSにより推計した。

図表Ⅱ-7 輸入価格指数・前年比の要因分解



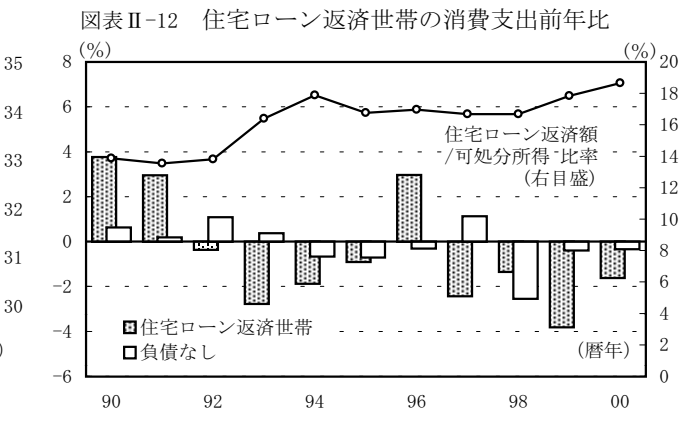
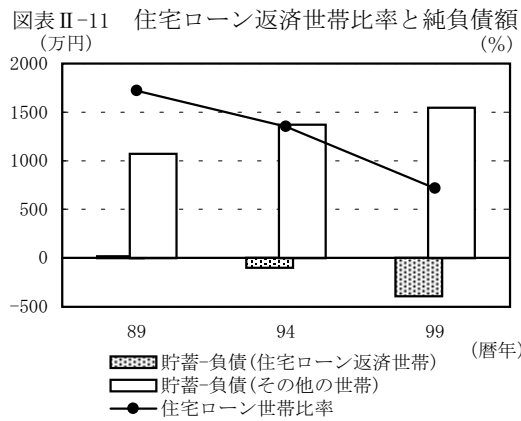
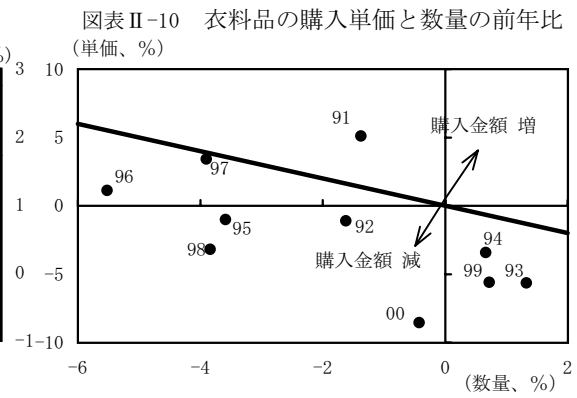
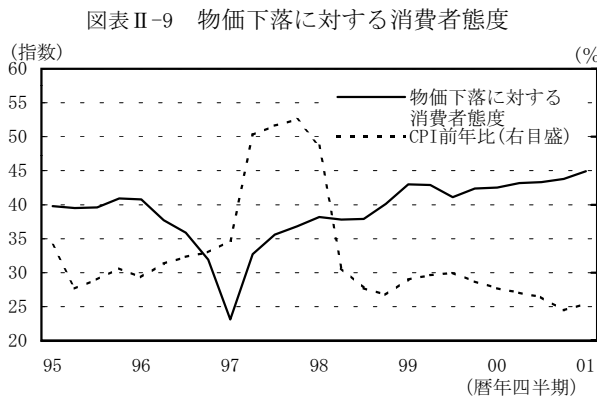
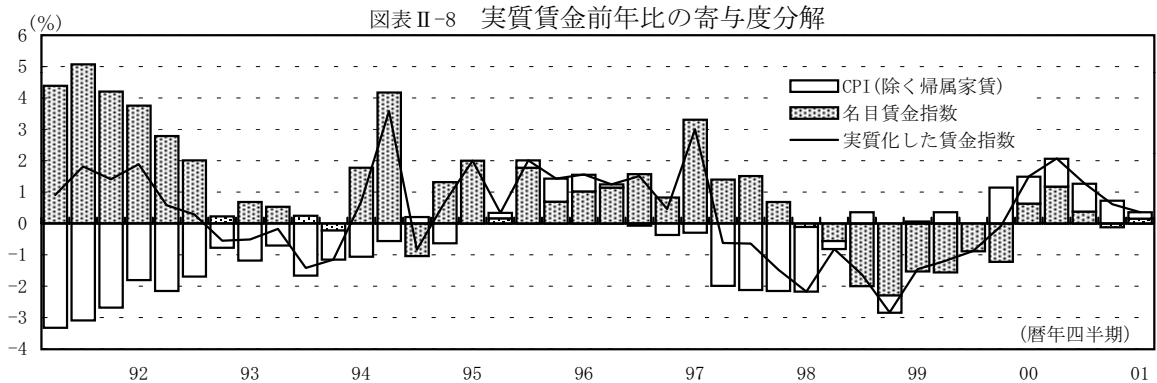
(備考) 1. 財務省「貿易統計」、日本銀行「卸売物価指数」により作成。

2. 前年比は、財務省「貿易統計」よりフィッシャー式で求めた価格(95年基準)、「コスト・構成変化要因」は、貿易統計よりラスパイル式(基準時数量一定)で求めた価格と日銀輸入物価指数(円ベース)との比(同一品目での品質などの変化)と、貿易統計よりパーシェ式(比較時数量一定)で求めた価格とラスパイル式価格との比(品目構成の変化)の合計、「為替要因」は日銀輸入物価指数の円ベース価格と契約通貨ベース価格の比、「市況要因」は日銀輸入物価指数の契約通貨ベースでの伸びをもとに、各々算出した。



実質所得は底固いが、ローン返済負担が消費下押し

- ・ 賃金は2000年に入って名目で持ち直したに加え、足下では物価下落が寄与し、実質では底固く推移している。
- ・ 消費者は物価の低下を好感している。
- ・ 衣料品の購入単価と数量の変化を90年代についてみると、単価下落を補うような数量増は見られず、全体の購入金額は減少している。
- ・ 家計全体では純貯蓄（貯蓄－負債）は増加傾向にあるが、二人以上世帯の約1/3を占める住宅ローン返済世帯は99年には393万円の純負債を抱えるなど貯蓄・負債状況は悪化している。また、この世帯ではローン返済額の可処分所得に占める比率が上昇しており、消費支出はそれ以外の家計に比べ不振が顕著になっている。



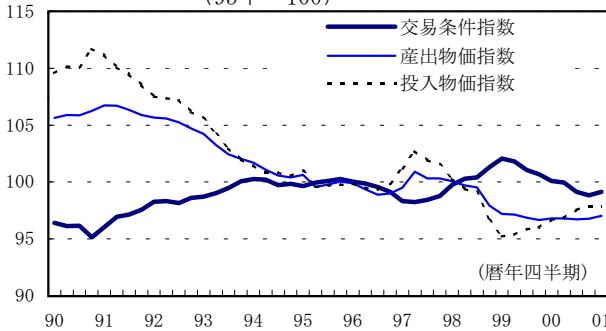
販売価格が下押しされるなか、人件費抑制で企業収益を確保

・製造業の産出・投入物価の動きをみると、98年頃までは総じて投入物価の下がり方が大きく、収益環境（交易条件）としては改善傾向にあったが、99年以降は投入物価がやや持ち直すなか、産出物価はほぼ横這いにとどまっている。産出物価を基準にみた実質賃金は一貫して上昇しているが、99年以降は生産性の上昇を下回る伸びにとどまっている。

・製造業の売上高経常利益率の変化を要因分解すると、実質賃金要因のマイナスが続いているものの、足下では生産性上昇の効果が大幅に上回り、利益率を押し上げている。生産性上昇に占める人員削減の効果は以前より大きくなっている。

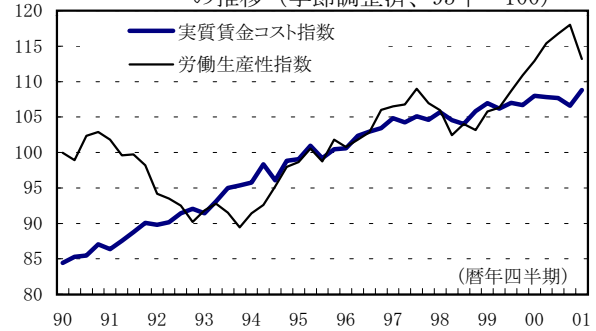
・販売価格判断D Iの推移をみると、近年では製造業よりも非製造業において仕入価格に対する相対的な低下傾向が強くなり、非製造業における収益環境の厳しさを物語っている。

図表Ⅱ-13 製造業の投入・産出物価の推移 (95年=100)



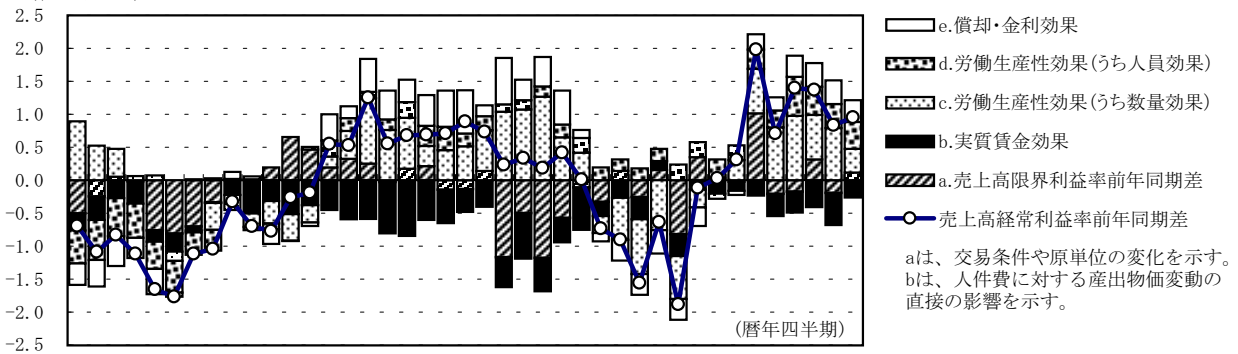
(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」により作成。
2. 交易条件指数=産出物価指数/投入物価指数。

図表Ⅱ-14 製造業の実質賃金コスト、労働生産性の推移 (季節調整済、95年=100)



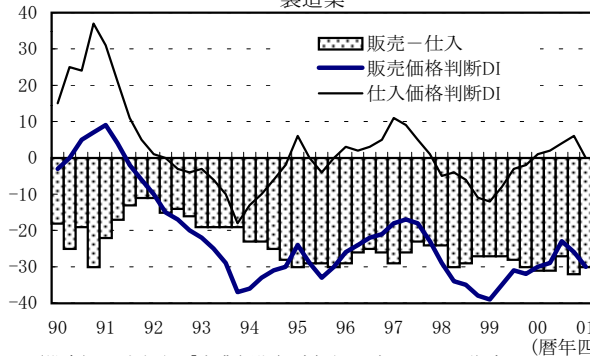
(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、総務省「労働力調査」、経済産業省「鉱工業指数」により作成。
2. 実質賃金コスト指数=名目賃金指数/産出物価指数 (消費税調整後) 労働生産性指数=製造工業生産指数/就業者数

(%ポイント) 図表Ⅱ-15 製造業大企業の売上高経常利益率前年差の要因分解

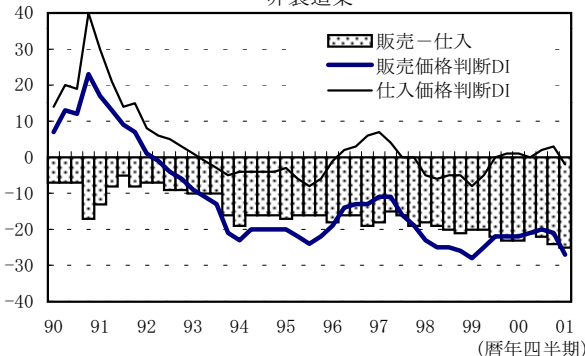


(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「物価指数月報」により作成。
2. 限界利益=経常利益+ (人件費+減価償却費+支払利息割引料)

図表Ⅱ-16 業種別販売価格、仕入価格判断DIの推移 (全規模計)



(備考) 日本銀行「企業短期経済観測調査」により作成。

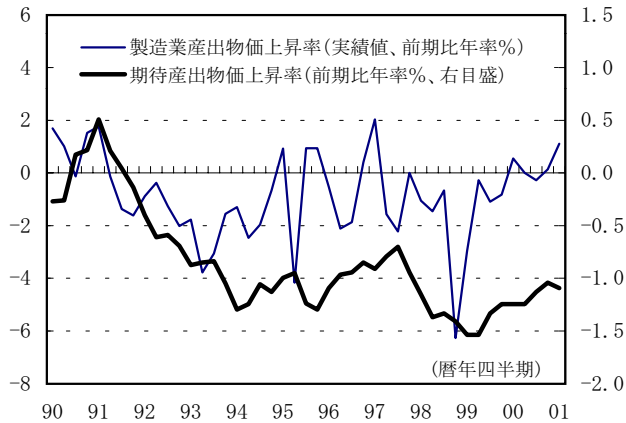


実質金利は高止まり、企業の実質債務負担は増大

・企業の期待物価上昇率は長期にわたりマイナスを続け、足下では1%を超えるデフレを織り込んでいる。企業の新規調達金利は、短期金利がゼロ近傍に誘導される中でほぼ下げ止まっており、期待物価上昇率を用いて試算した実質金利は3%前後で推移している。

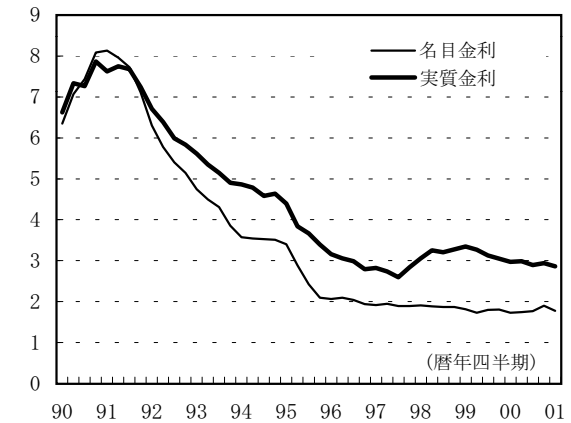
・企業の債務償還年数（フローの返済原資との関係でみた債務負担の重さ）は、99年度も特別損失の計上等により全体として高止まっている。デフレ期待を考慮に入れると、債務負担は実質的に増大している可能性もあり、名目償還年数の長い非製造業や中小企業では特にデフレの影響が深刻であると考えられる。

図表Ⅱ-17 製造業販売価格判断翌期見通しに基づく期待産出物価上昇率の計測



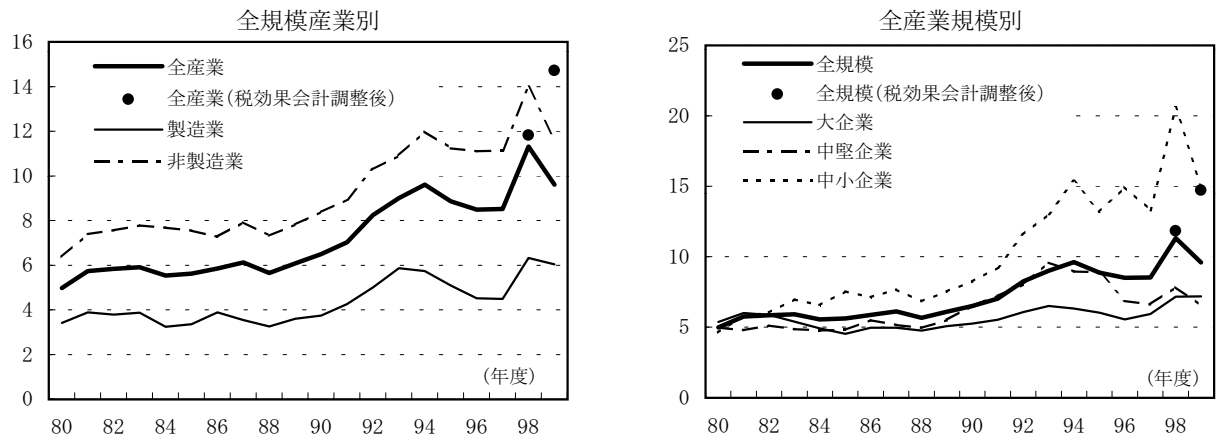
(備考) 1. 日本銀行「企業短期経済観測調査」「物価指数月報」により作成。消費税調整済。
2. 計測方法は、カールソン・パーキン法による。

図表Ⅱ-18 期待産出物価上昇率に基づく実質金利の推移



(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」等により作成。
2. 名目金利は、国内銀行等貸出約定平均金利（新規、総合）。
3. 実質金利は、図表Ⅱ-17による期待産出物価上昇率により計算。

図表Ⅱ-19 法人企業の債務償還年数の推移



図表Ⅱ-20 業種別規模別債務償還年数（99年度）

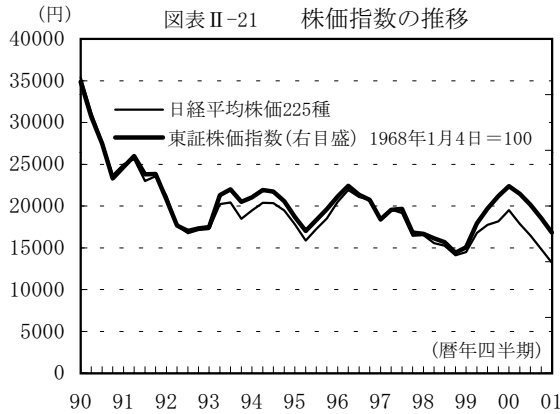
製造業平均	6.0	非製造業平均	11.6	全産業全規模平均	9.6
食品	5.1	建設	23.4	同上税効果調整後	14.7
化学	3.3	卸・小売	17.5	大企業	7.2
鉄鋼	10.2	不動産	44.3	中堅企業	6.5
一般機械	10.4	運輸・通信	6.7	中小企業	15.0
電気機械	4.2	電力	8.1		
輸送機械	4.7	サービス	6.1		

(備考：図表Ⅱ-19～20共通)
1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
2. 債務償還年数＝(社債＋長期借入金)／(税引後損益－配当賞与＋減価償却費)
98年度より税効果会計の導入により、従前に比べ税引後損益が押し上げられているため、データが入手可能な全産業全規模については、税効果会計がなかった場合の試算値も表示した。

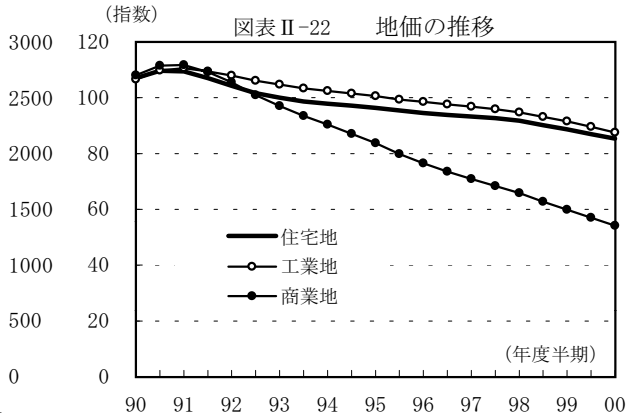
金融資産は負債と両建てで増加、実物資産は減少

・株価は、98年度にバブル以降の最低水準まで低下した後、いったん99年度には持ち直したが、2000年度には再び低下した。99年には大幅なキャピタルゲインが発生したが、2000年にはそのうちかなり部分が失われた。

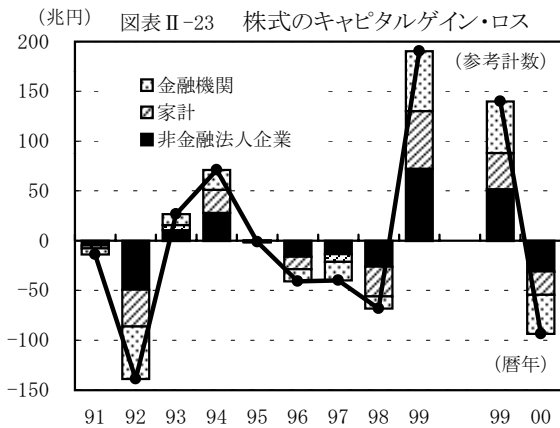
・地価の低下は継続しており、土地にはキャピタルロスが発生している。国全体では金融資産の増加の多くは負債と両建てであり、正味資産は実物資産の減少を受けて減少している。



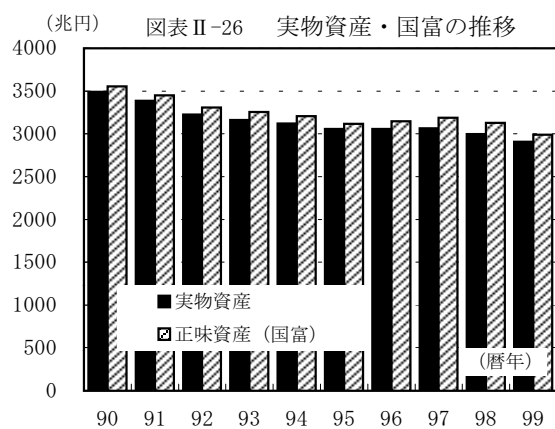
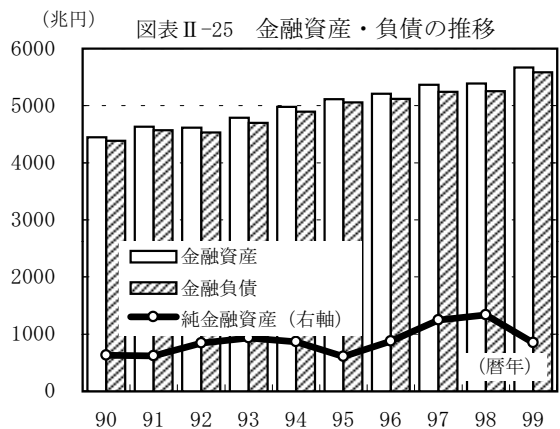
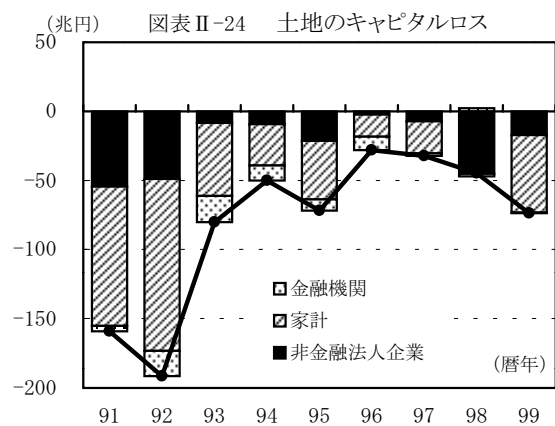
(備考) 1. 「東証統計月報」、「日本経済新聞」により作成。
2. いずれも東証一部。



(備考) 1. (財)日本不動産研究所「市街地価格指数」により作成。
2. 89年度末=100とした指数。



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算年報」により作成。93SNAによる。調整勘定のうち再評価勘定。
2. 参考計数については、日本銀行「資金循環勘定」の調整表により作成しており、上場・店頭登録株式のみの計数である(国民経済計算では非公開株式の市場評価分も含んでいる)。

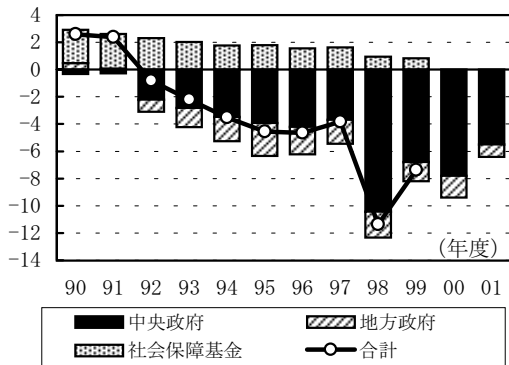


(備考) 内閣府「国民経済計算年報」により作成。93SNAによる。

政府の債務負担増大と高まる将来不安

・国及び地方の財政収支の赤字幅は90年代を通じて拡大している。2001年度末には、国と地方の長期債務残高は対GDP比で128.5%となる見込みであり、財政収支の赤字が続く中、債務負担は重さを増している。
 ・各種のアンケート調査からみると、物価の持続的低下（デフレ）傾向が強まった90年代後半において、財政、年金や老後の蓄えに関する不安が高まっており、消費マインドに無視できない影響を与えている可能性が指摘される。

図表Ⅱ-27 一般政府の財政収支 (対GDP比)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、財務省資料により作成。
 2. 2000年度及び2001年度は見込み。社会保障基金については、データなし。

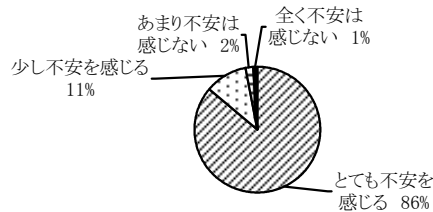
図表Ⅱ-28 国及び地方の長期債務

(単位:兆円)

	90年度末	95年度末	2000年度末	2001年度末
国・地方合計	266	410	642	666
対GDP比	60.6%	83.7%	125.0%	128.5%

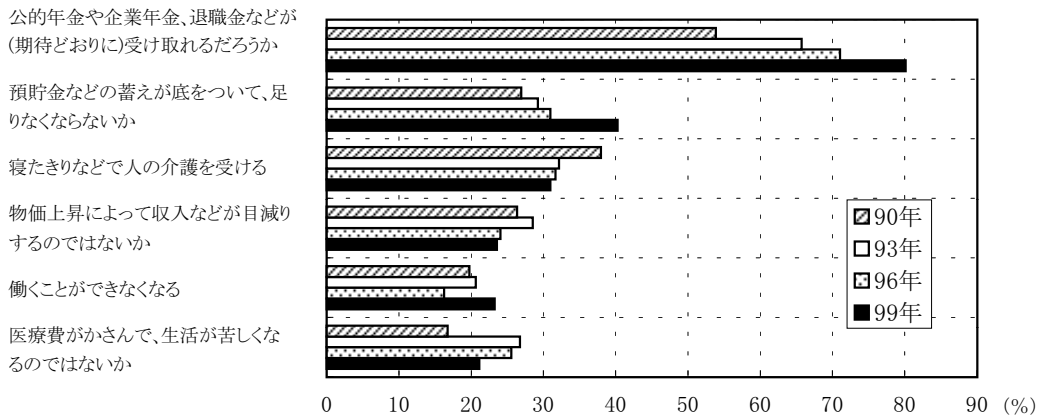
(備考) 1. 財務省資料により作成。
 2. 2000年度は補正後、2001年度は予算。

図表Ⅱ-29 財政の将来に関する不安



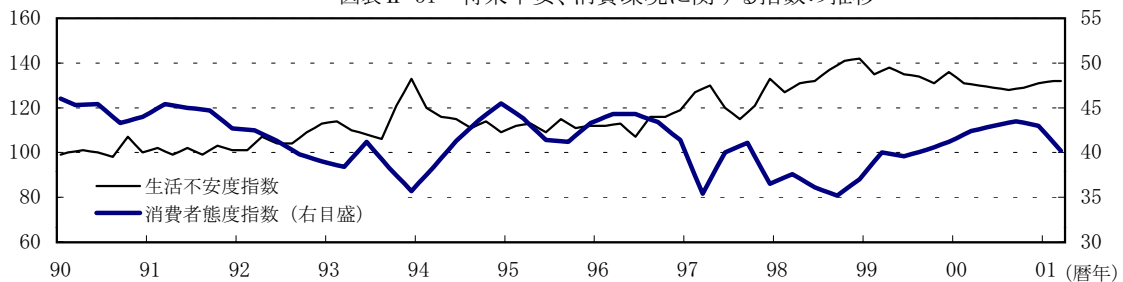
(備考) 1. 財政制度等審議会「財政についての意識調査アンケート結果」により作成。
 2. 3月27日～4月17日調査、回答数1230名。

図表Ⅱ-30 老後不安の内容 (複数回答)



(備考) 総務省「平成11年個人年金に関する市場調査」により作成。

図表Ⅱ-31 将来不安、消費環境に関する指数の推移



(備考) 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」により作成。

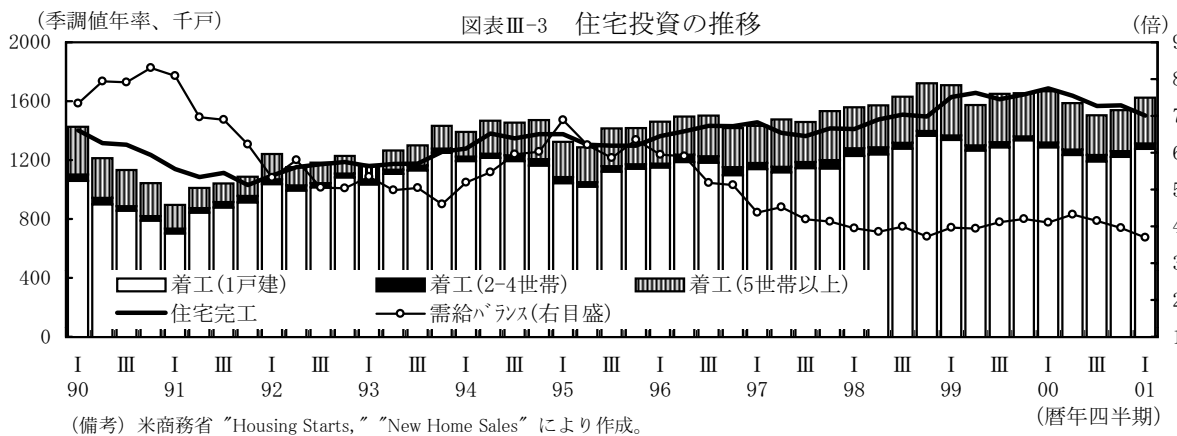
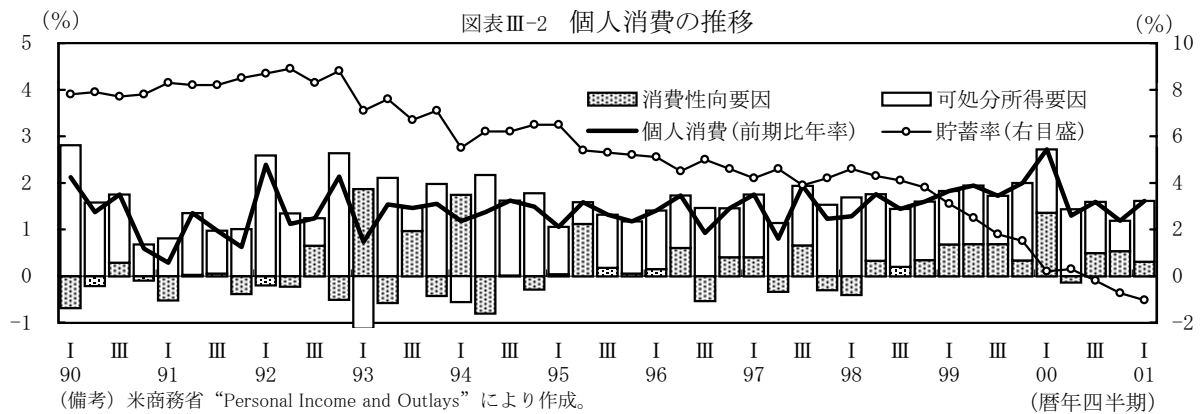
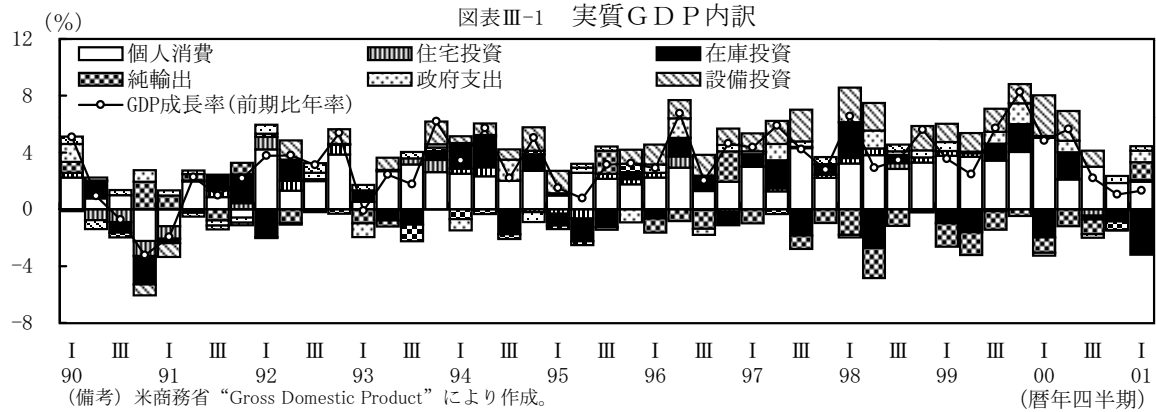
Ⅲ. 減速している米国経済

概況：設備投資は頭打ち、雇用は製造業で減少

・米国経済は、全体として減速している。2001年1-3月期の実質GDP伸び率(暫定推定値)は、輸入が減って純輸出が増加したことや、個人消費が略前期並の伸び率となったことから、前期比1.3%増(2000年10-12月期は前期比1.0%増)となった。しかし、設備投資は頭打ちとなっており、個人消費の伸びはこれまでの高い水準に比べると鈍化していることから、全体では99年10-12月期をピークに減速している。

・個人消費は、自動車購入等一部では堅調な動きがみられ、引き続き所得の伸びを上回っているものの、伸びは鈍化している。

・住宅投資は、このところ年率160万戸台の高水準で推移している。

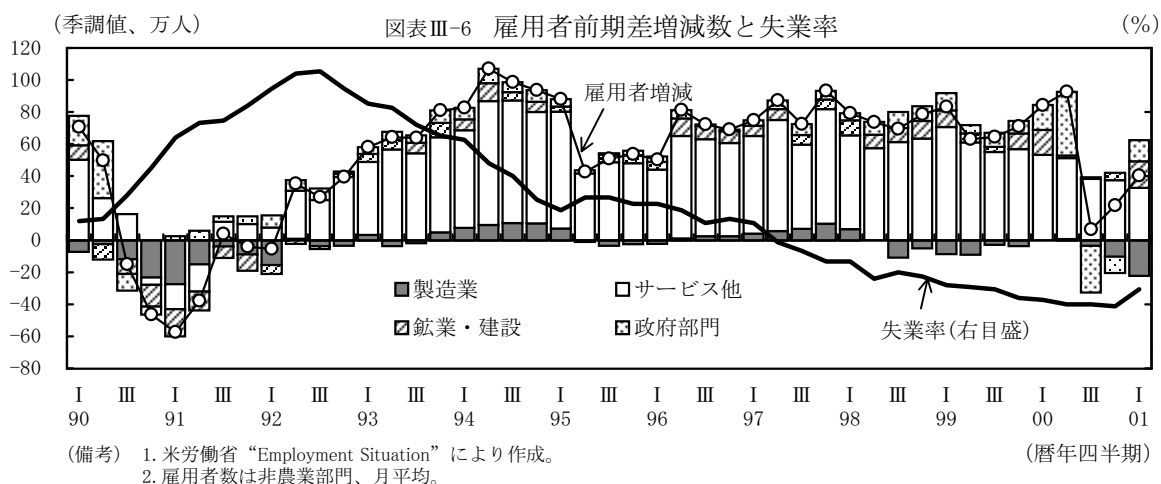
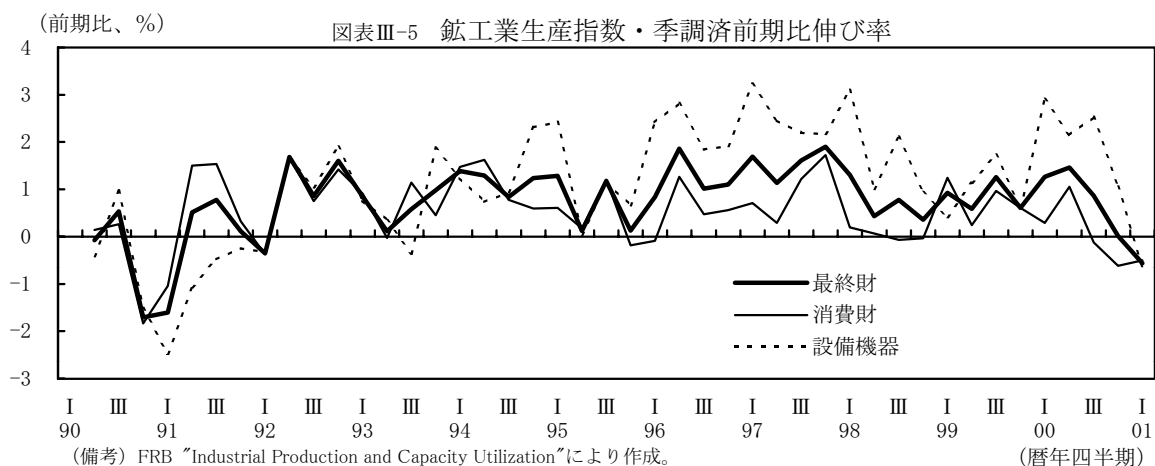
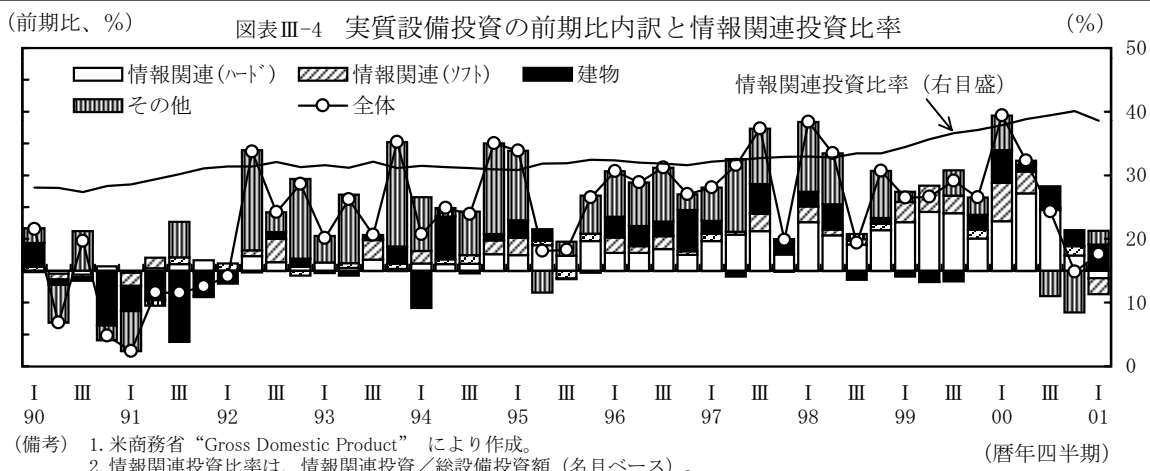


情報関連投資が減少、雇用は製造業で大きく減少

・実質設備投資は、2000年4-6月期以降伸びが鈍化している。特に2001年1-3月期は、これまで全体を牽引してきた情報関連が、91年1-3月期以来の前期比減少となった。

・鉱工業生産は、減少している。消費の減速に伴って消費財の減少が続いているほか、設備機器も設備投資の伸びが鈍化していることから、2001年1-3月期は前期比減少に転じた。

・雇用者数の伸びは鈍化傾向にある。特に製造業の雇用者が、生産活動の縮小に伴って大きく減少している。失業率は4%程度まで低下したあと横這いで推移し、足下ではやや上昇している。

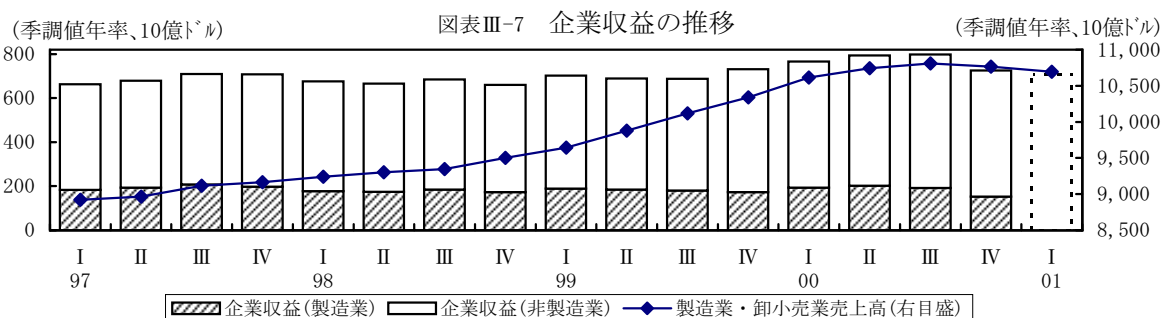


企業収益の減少と調整がみられた株価

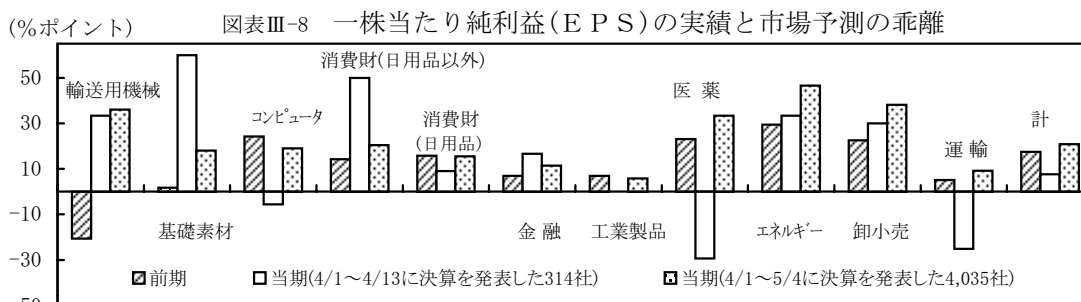
・企業収益は、生産の減少や個人消費の伸びの鈍化により売上高が低迷するなか、2000年10-12月期は、99年7-9月期以来の前期比減少となった。

・株価は4月中旬にかけて、景気減速が明らかになるとともに、医薬や運輸、コンピュータ関連等で市場予測を下回る業績を発表した企業が多かったこともあり、ハイテク株を中心に調整がみられ低下した。長期金利も略同様に低下した。しかし、4月18日にFOMCが今年4回目のFF金利誘導水準の引き下げを決定したことを市場が好感し、また市場予測を上回る業績となった企業も多くなったことから、以降は株価・長期金利とも反転して上昇した。なお、5月15日には今年5回目の金利引き下げ(0.5%引き下げ)が行われ、誘導水準は4.0%となった。

・しかしながら、雇用情勢の悪化等が今後、個人消費に悪影響を及ぼす可能性は高く、企業収益の先行きについては慎重な見方が必要と思われる。



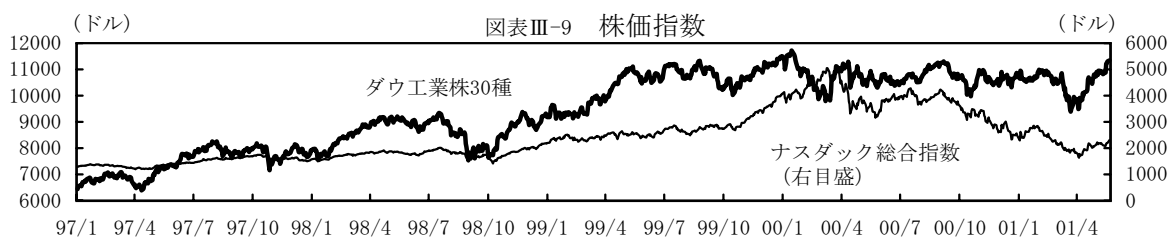
(備考) 米商務省“Corporate Profits by Industry Group,” “Manufacturing and Trade Inventories and Sales”により作成。



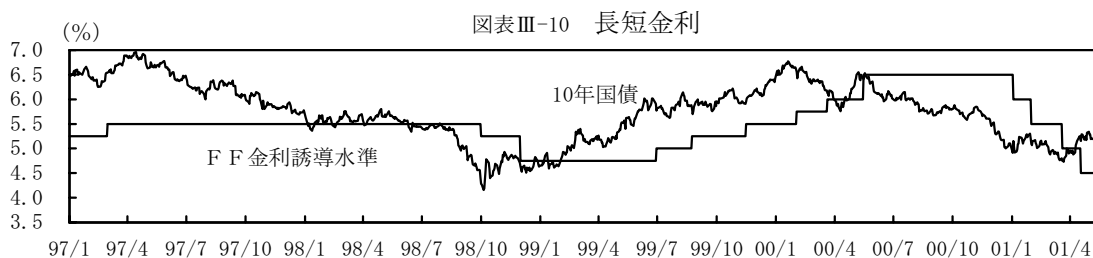
(備考) 1. Zacks Investment Research資料により作成。

2. 値は、(EPSの実績額>市場予測額となった企業の割合)-(EPSの実績額<市場予測額となった企業の割合)。

3. 前期決算は主に00年10-12月期、当期決算は主に01年1-3月期。



(備考) Dow Jones, DRIにより作成。



(備考) FRB“Federal Reserve Bulletin”, Wall Street Journalにより作成。

『調査』既刊目録 項目別・最近刊

項目別：2001年7月現在(96年度以降発行分)

最近刊：2001年7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

・2000・01年度 (2001年3月)	21 (2001. 3)
・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)

2. 最近の経済動向

・デフレ下の日本経済	26 (2001. 7)
・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)

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)
・全般的に緩やかな回復の兆し	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)

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

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 - グループウェア導入事例にみる人的能力の重要性 -	230 (1997. 9)

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 - 求められる再教育機能の充実 -	11 (2000. 6)
・企業の雇用創出と雇用喪失 - 企業データに基づく実証分析 -	6 (2000. 3)
・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 - 労働力フローの分析を中心に -	240 (1998. 4)
・労働ビックバン 自由化されるホワイトカラー 職業紹介	224 (1997. 3)

2. 研究開発・新規事業	
・最近のわが国企業の研究開発動向 - 技術融合 -	247 (1998. 8)
・わが国企業の新事業展開の課題 - 技術資産の活用による経済活性化への提言 -	243 (1998. 7)
・日本の技術開発と貿易構造	241 (1998. 6)

3. 環境	
・家電リサイクルシステム導入の影響と今後 - リサイクルインフラの活用に向けて -	20 (2001. 3)
・わが国環境修復産業の現状と課題 - 地下環境修復に係る技術と市場 -	3 (1999.10)
・欧米における自然環境保全の取り組み - ミティゲーションとピオトープ保全 -	256 (1999. 5)
・環境パートナーシップの実現に向けて - 日独比較の観点からみたわが国環境NPOセクターの展望 -	250 (1998.10)
・わが国機械産業の課題と展望 - ISO14000シリーズの影響と環境コスト -	232 (1997. 9)

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 - ミクロデータによる住宅市場の検証 -	211 (1996. 4)

5. 情報・通信	
・ケーブルテレビの現状と課題 - ブロードバンド時代の位置づけについて -	22 (2001. 3)
・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 - 日本企業の強みと将来への課題 -	235 (1997.11)
・ソフトウェア産業飛躍の可能性を探る - ユーザーニーズへの対応力が鍵 -	212 (1996. 5)

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 - 社会的受容の確立が前提条件 -	231 (1997. 9)
・ヘルスケア分野における情報化の現状と課題 - ヘルスケア情報ネットワークをめざして -	228 (1997. 8)

7. エネルギー

- ・分散型電源におけるマイクロガスタービン 24 (2001. 3)
 - その現状と課題 -
- ・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

- ・わが国半導体製造装置産業のさらなる
発展に向けた課題 23 (2001. 3)
 - 内外装置メーカーの競争力比較から -
- ・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察 -
- ・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

- ・物流の新しい動きと今後の課題 25 (2001. 3)
 - 3PL(サードパーティ・ロジスティクス)からの示唆
- ・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)
 - ITS(インテリジェント・トランスポート・システム)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 -

最近刊の索引

- ・ 26(2001. 7) 最近の経済動向
- ・ 25(2001. 3) 物流の新しい動きと今後の課題
- ・ 24(2001. 3) 分散型電源におけるマイクロガスタービン
- ・ 23(2001. 3) わが国半導体製造装置産業のさらなる発展に向けた課題
- ・ 22(2001. 5) ケーブルテレビの現状と課題
- ・ 21(2001. 3) 設備投資計画調査報告(2001年3月)
- ・ 20(2001. 3) 家電リサイクルシステム導入の影響と今後
- ・ 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) 1999・2000・01年度(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