

調 査

第 38 号
(2002 年 7 月)

内 容

最 近 の 経 済 動 向
グローバル化と日本経済

最近の経済動向

グローバル化と日本経済

【要 旨】

．世界の主要国・地域の経済成長を比較すると、日本の90年代以降の趨勢的減速が明瞭である。短期的な景気変動は、近年、米国・欧州・アジア・日本の中で連動性が高まっており、日本経済は世界の牽引役である米国、それに機敏に対応するアジアに遅れて変動している。

米国経済は、GDP成長率が2001年10 - 12月期以降回復している。これは個人消費が自動車や住宅関連を中心に堅調であることによる。一方、設備投資は情報関連に明るさのみられるが、稼働率が低水準であるなど設備ストックの調整は終了していない。

欧州主要国経済は、底固めの段階にある。ドイツ、フランスともに2001年の減速は輸出悪化によるものであったが、2002年に入り輸出の増加とともに景気に下げ止まりがみられる。

アジア主要国経済は、回復している。輸出への依存が大きい台湾、シンガポールで回復傾向が鮮明となった。韓国は、個人消費が堅調ななかで輸出回復に伴い更に拡大した。

中国経済は、他の国・地域との連動性はさほどみられず、公共投資や不動産投資、公務員給与引き上げで堅調な消費、外国からの積極的な直接投資が牽引し、高成長が持続している。

．日本経済は、米国・アジア経済の回復、IT関連分野の調整一巡を背景として、底固めの段階にある。先行きに関しても、雇用情勢が消費に及ぼす影響などが懸念されるものの、全体としては底離れに向かうものとみられる。

供給面をみると、鉱工業生産はIT関連の需給悪化から電気機械を中心に2001年10 - 12月期まで急速に減少し、90年代以降で最低水準となったが、2002年1 - 3月期にやや増加に転じ、その後も持ち直しが続く公算が大きい。この間、在庫循環状況を見ると、生産財（電子部品などの中間財）の調整が前回の循環を上回る規模で生じたが、2002年1 - 3月期には最終需要財に先駆けて回復局面入りするなど、鉱工業全体の循環を牽引している。一方、第3次産業活動は企業活動の縮小や消費低迷などにより軟調に推移し、建設業活動は低調に推移している。雇用面では、大企業を中心とする非自発的失業の増加により、失業率は5%台の高水準が続いている。なお、生産の回復に伴い所定外労働時間は増加に転じた。

需要面をみると、輸出はアジア向け、米国向けを中心に底を打っているが、これが消費や設備投資などに波及し、内需が牽引役を果たすまでには、なお時間を要しよう。

個人消費は、財政赤字、年金問題など将来不安により低調に推移し、所得・雇用環境が不

透明ななか、当面弱含みが続くものと見込まれる。設備投資は、非製造業で規制緩和業種の抑制が続く一方、製造業の投資採算には持ち直しの兆しがみられる。過去の投資採算との関係や、先行指標の動きからみて、設備投資は2002年度後半に下げ止まりに向かうことが予想される。住宅投資は、貸家に堅調さがみられるものの、持家を中心に低調に推移している。公共投資は、財政構造改革のもとで今後も減少傾向が続く可能性が高い。輸出は今後も回復基調が見込まれる。輸入は内需縮小により減少した後、直近では横ばいとなっているが、中国等からの構造的増加は続いていくものとみられる。

金融面をみると、日銀の量的緩和策が推進されるなか、市場は信用リスク回避型となり、リスクマネーの供給制約のために、政策効果の浸透に時間を要している。一方、消費者物価は下落が続き、デフレが定着しているため、当面金融緩和が継続されるものとみられる。

・グローバル化に伴い日本経済は空洞化するのではないかとの懸念が、80年代半ばの円高不況、90年代半ばの超円高期に続いて3度目の高まりをみせている。特に今回は実勢円ドル・レートが輸出企業の採算レートよりも円安であるにもかかわらず懸念が生じていること、中国の競争力への関心が大きいことが特徴である。本調査では、空洞化問題に関する客観的な議論の材料を提供するべく、データに基づいた整理を行った結果、次の事実が見出された。

第一に、グローバル化を表す一つの指標として直接投資の世界シェアをみると、近年欧米間、EU域内での大規模M&Aの活発化とは対照的に、日本は対外・対内ともに著しく低い。

第二に、海外投資と国内投資は代替的というよりはむしろ補完的である。また、欧米現地法人のROAも改善しているが、日本の本社も含めた収益の全体的な底上げが肝要である。

第三に、一般に海外生産シフトに伴う輸出代替効果のみが喧伝されがちだが、輸出誘発効果も存在すること、さらに逆輸入に伴う消費者の経済厚生向上にも目を向ける必要がある。

第四に、日本は債権大国と言われ対外純資産は大きいですが、グロスの資産規模は米英よりも小さい。運用面をみると債券等リスクが低い資産が主体であり、得られる果実は少ない。

第五に、中国は直接投資受入れをバネに発展してきたが、日本以外の国からの受入額の方が多く、日本が投資すると否とにかかわらず競争力は高まるものとみられる。

以上のように、空洞化懸念にもかかわらず、日本経済のグローバル化はむしろ遅れていると言える。今後も進むとみられるグローバル化が、生活の質や産業基盤の強化に結びつくような、適応力の高い経済構造の構築が求められる。(2002年6月19日 記)

[担当：経済調査班 E-mail:report@dbj.go.jp]

【目 次】

本文頁【図表頁】

第 章 回復する世界経済	
1. 世界経済の回復と日本経済.....	5 【37】
2. 米国：個人消費は持ち直し、設備投資は減少が続く.....	6 【38】
3. 米国：生産は持ち直し、雇用は厳しい状況が続く.....	6 【39】
4. 欧州主要国（独、仏、英）の経済は底固めの動き.....	7 【40】
5. アジア主要国経済（韓国・台湾・シンガポール）は回復.....	9 【41】
6. 中国：内需拡大により高成長を維持.....	10 【42】
第 章 底固めの段階にある日本経済	
1. 概況：生産は緩やかながら回復へ.....	11 【43】
2. 在庫調整は着実に進展し、生産財を中心に回復局面へ.....	13 【44】
3. 雇用は縮小続くが、労働時間は増加.....	14 【45】
4. 消費環境は依然厳しいものの、マインドに明るさもみられる.....	15 【46、47】
5. 設備投資は引き続き減少、先行指標は製造業に下げ止まりの兆し.....	17 【48】
6. 住宅投資は低調に推移.....	18 【49】
7. 財政事情を反映し、公共投資は減少傾向.....	19 【50】
8. 輸出は底打ち、輸入は横ばい.....	20 【51】
9. 卸売物価は下落が鈍化し、消費者物価は引き続き下落.....	21 【52】
10. 低金利下で信用リスク回避の動き.....	22 【53】
第 章 グローバル化と日本経済	
1. 海外生産の拡大と高まる空洞化への関心.....	24 【54】
2. 世界の輸出に対する日本のシェアは低下.....	26 【55】
3. 世界の直接投資はEUを中心に急拡大.....	27 【56】
4. 全産業の設備投資に比べ小さい内外直接投資.....	28 【57】
5. 製造業の欧米進出法人のROAは改善傾向.....	29 【58】
6. 海外生産に伴い近年急増する逆輸入.....	32 【59】
7. 証券投資の累増で所得収支の黒字は貿易黒字並に.....	34 【60】
8. 直接投資をバネに発展する中国.....	36 【61】

既刊目録

<分析・執筆担当者>

和田 肇	総括
中村 純一	第 章 1、2、5 節、第 章 1、4、5 節
藤井 昭光	第 章 4 節、第 章 7、10 節、第 章 7 節
宮永 径	第 章 1 節、第 章 3、4 節
品田 直樹	第 章 2、3 節、第 章 8 節、第 章 6 節
林 忠輝	第 章 5、6 節、第 章 8 節
高橋 通典	第 章 6、9 節、第 章 2、3 節

第 章 回復する世界経済

1 . 世界経済の回復と日本経済 (図表 37 頁)

日本の経済成長は90年代に入り、他の国・地域と比べ鈍化しており、特に90年代後半は他国との成長率格差が拡大している。主要国、地域の実質 GDP の推移を、1990年を100とした指数で比較すると(図表 - 1) まず、NIEs と ASEAN 主要4ヶ国は98年のアジア危機に際してマイナス成長を記録した以外、ほぼ一貫して先進諸国を上回る成長を遂げたことがわかる。一方、先進国を比較すると、80年代には日本の成長率が米国、EU を上回っていたが、90年頃から揃って成長が鈍化した¹。この停滞からいち早く脱した米国は、過去最長の景気拡大を果たして日本、EU との差を広げてきた。さらに、EU が統合の進捗もあって堅調な成長を続けたのに対し、日本はアジア危機や金融不安等による98年の急速な景気後退以降、停滞色が強まっており、指数ではEU から1割程度低い水準にとどまっている²。

これら国、地域間の経済成長の関係を年ベースの相関でみると(同図相左下)、日本はASEAN と、ASEAN はNIEs と、また米国はEU と正の相関を示しており、長期的には、アジア内で、あるいは欧米間で景気の連動性が高い。一方、アジア危機収束後について四半期ベースの相関をみると(同図相右上)、安定して7%以上の成長を続ける中国以外の国、地域での連動性が高いことがわかる。

そこで、対象を関係の深い米国、NIEs に絞り、時差相関により日本との先行関係をみると(図表 - 2)、対米国、対NIEs とともにマイナスのラグの場合に相関関係が強く、両地域の経済変動は日本に先行する傾向がみられる。NIEs はIT 関連を中心に対米輸出依存度が高まっており、米国を中心とした景気の動きに敏感に反応していると考えられる³。

こうした関係を踏まえて現状を確認すると(図表 - 3)、2001年には牽引役であった米国が景気後退局面に入り、NIEs、日本でも成長鈍化がみられた。しかし、最近期には、米国の成長率が再び高まっており、IT 貿易などで米国と密接な関係を持つNIEs もいち早く、そして急速に成長率を高めてきている。NIEs、米国に遅れて景気変動を迎えるという過去の経験からすれば、日本の景気回復に向けた好環境が整ってきているといえよう。

¹ 本稿において、EU は断りのない限り通貨圏12カ国ではなく、15カ国ベースを指す。

² 2001年の指数は、NIEs188、ASEAN4が157、米国139、EU125に対して、日本115となっている。なお、図中の網掛け部分はHPフィルターで平滑化して求めたトレンドを実績が下回った年とした。

³ NIEs と米国の相関を直接みても、NIEs が先行する傾向がある。また、自己分を含めて複数のラグ次数を同時に勘案したグランジャー因果性のテストによっても、NIEs が日本に先行する関係が示される。

2. 米国 : 個人消費は持ち直し、設備投資は減少が続く (図表 38 頁)

2000 年後半以降減速が続いていた米国景気は、2001 年 7 - 9 月期に 1993 年 1 - 3 月期以来のマイナス成長となった後、10 - 12 月期は前期比年率 1.7% 増、2002 年 1 - 3 月期 (暫定推定値) は同 5.6% 増と 2 四半期連続で前期比プラスとなり、回復局面に入った。

実質 GDP の伸びのうち、増加寄与で目立つのは個人消費である。個人消費は 2001 年 4 - 6 月期、7 - 9 月期と弱含み、同時多発テロ事件もあって先行きが不安視された。しかし、政府の減税策が実施されるなか、自動車販売が、ゼロ金利ローンやキャッシュバック等の積極的な販促によって好調が続いたことや、住宅投資が堅調であったことに関連して建築材料など住宅関連の消費も比較的好調だったことにより、消費は持ち直している。

一方、設備投資は 2001 年 1 - 3 月期以来、前期比減少が続いており、低迷を脱していない。後述のように稼働率は低水準で推移しており設備ストックの調整は終わっていない。また企業収益も不味である⁴ことから、設備投資の回復にはしばらく時間がかかると考えられる。ただし、建物や一般的な機械投資が減少を続ける一方、コンピュータ等情報関連のハードウェアへの投資は 2001 年 10 - 12 月期、2002 年 1 - 3 月期と 2 期連続で増加しており、一部には明るさがみられる。

3. 米国 : 生産は持ち直し、雇用は厳しい状況が続く (図表 39 頁)

鉱工業生産 (図表 - 7) は 2001 年 10 - 12 月期まで減少が続いた。設備投資の低迷により設備機器の落ち込みが大きかったことに加え、消費財でも減少傾向となった。しかしその後、在庫調整の進展に伴って生産は持ち直し、2002 年 1 - 3 月期は 6 四半期ぶりの前期比増加に転じた。堅調な消費を背景に消費財が増加するとともに、設備機器も減少幅が大きく縮小した。一方、稼働率は 2001 年を通じて低下傾向が続き、2002 年 1 - 3 月期も依然として 80% を大きく下回る低水準となっており、設備投資の抑制要因となっている⁵。

雇用情勢は厳しい状況が続いている。雇用者数は 2001 年 4 - 6 月期から 2002 年 1 - 3 月期まで前期比減が続いている。業種別にみると、製造業の雇用者数減少が顕著になっているほか、90 年代の雇用者増を支えてきたサービス業 (卸小売その他を含む) も、一部には同時多発テロの影響もあり 2001 年 10 - 12 月期に大きく落ち込むなど、低迷している。そうしたなか、失業率は 2000 年 10 - 12 月期には 4 % 程度であったものが、2002 年 1 - 3 月期には 5.3% にまで上

⁴ 2001 年 10 - 12 月期以降の税引前償却前利益はそれ以前に比べて水準が上がっているが、これは政府の減税策に基づく減価償却や欠損繰越に関する制度変更の影響を受けているためである。

⁵ 製造業稼働率が概ね 80% を越えると、設備投資と正の相関が強くなると考えられる。日本政策投資銀行『今月の注目指標』No.10 (<http://www.dbj.go.jp/japanese/research/download/indicate.html>) を参照。

昇し、5月は5.8%となっている。

金融面(図表 - 9、10)については、株価は、2002年初にかけて景気回復期待を背景に大幅に上昇した。しかし3月下旬には、急速に景気回復期待が膨らんだことによる利上げ予想や、逆に市場の予想ほど企業業績が回復しないとの懸念、さらに中東情勢の緊迫化もあって下落に転じた。4月以降は、企業業績の先行きに対する慎重な見方や、景気の本格的回復に対する懐疑的な意見が出て軟調になっている。一方、金利については、景気が回復局面入りしたことから、フェデラル・ファンド金利の誘導水準は1.75%に据え置かれている。長期金利は、株価の上下などに影響されつつも、概ね横ばいで推移している。

4. 欧州主要国(独、仏、英)の経済は底固めの動き(図表40頁)

欧州主要国では、99年以来ユーロ通貨圏(12カ国)に属するドイツ及びフランス、EU加盟国(15カ国)ながら現在のところユーロ通貨圏外にあるイギリスという3カ国の経済状況について概観する。

ドイツ経済は、2000年後半、原油高やユーロ安を背景とした物価上昇を背景に民間消費が減少寄与に転じ、EU域内では先行して減速し始めた(図表 - 11 敢)。2001年には米国のIT投資減速の影響が世界の製造業へ波及するなかで、資本財等を中心とする輸出の鈍化等を受け、生産面でも減速感が強まり、成長率(実質国内総生産、季節調整値・前期比年率)は、2001年7 - 9月期には0.7%減、10 - 12月期には1.0%減と2四半期連続でマイナス成長となるなど、ユーロ圏最悪となった。この間、輸出の伸び悩みに加え、内需も低迷した。民間消費は、2001年1月からの減税により可処分所得が増加しているものの、その効果は同年後半には消費者マインドの悪化により衰えてしまった。また、固定資本形成は、東西ドイツ統合以降の建設ブームによる過剰投資の結果、建設部門が構造的に低迷していることが未だ足を引っ張っている。2002年に入り、米国で景況感が先行的に回復するなか、対ドルでのユーロ安もあって、輸出の伸びが拡大してきたことから、1 - 3月期の成長率(同)は0.7%増と持ち直してきており、現在底固めの段階にある。

フランス経済は、2001年初よりドイツ経済と同様に輸出環境悪化を反映し、減速し始めた(図表 - 11 柑)。民間消費が比較的堅調に推移しているものの、輸出の減少寄与が続き、固定資本形成の伸びが鈍化している。成長率(同)は、2001年10 - 12月期には在庫減の影響もあって1.8%減と2四半期ぶりに再びマイナスとなった。2002年に入り、輸出が増加へ転じ、生産回復期待から企業マインドが改善、在庫調整も一段落するなど、1 - 3月期の国内成長率(同)は1.4%増と持ち直しており、現在底固めの段階にある。

イギリス経済は、99年央から拡大してきたが、2001年の成長率(同)は、4 - 6月期2.0%

増、7 - 9月期 1.7%増と徐々に伸びが鈍化してきており、10 - 12月期には 0.0%減と 91 年 10 - 12月期以来のマイナス成長となった(図表 - 11 框)。この間、民間消費は堅調が続いてきたが、独、仏同様の外需低迷や対ユーロでのポンド高を背景とした輸出減少などから、製造業が生産水準を切り下げ、設備投資が抑制されてきた。2002 年に 1 - 3月期の成長率(同)は、民間消費の伸びがやや鈍化したこともあって、0.1%増にとどまっており、3カ国の中では相対的に弱い。

生産面での直近の動向を鉱工業生産指数(季節調整値)でみると、フランスがすでに前期比で増加傾向にあるのに対し、ドイツがほぼ前期並、イギリスはいまだ減少傾向である(図表 - 12)。このように、2001年終盤以降の3カ国の状況は、生産動向と上記経済成長の循環がほぼ整合的である。すなわち、概ね 2001 年 10 - 12月期を底とした動きながら、底離れに向けた勢いには各国で違いがみられる。

続いて、雇用情勢を失業率(IL0 基準、季節調整値)の推移でみる(図表 - 13)。ドイツでは、サービス産業の雇用増などを受け、98 年後半より失業率が低下し、2000 年末にはピークを 2%以上下回る 7.7%に達した。しかし、2001 年初来、製造業の生産縮小などを背景に雇用調整が進んだことから、2002年初には 8.1%の水準まで徐々に上昇してきた。このような雇用情勢悪化を受けて、政府は介護等の低賃金労働者に対する補助の段階的導入などにより、雇用拡大を図っているが、直近の失業率は横ばい圏で推移している。他方、雇用条件面では懸念材料がある。2002 年 5 月、ドイツ最大の労働組合である金属産業労組 IG メタル(組合員約 280 万人)が賃金改定交渉を巡って 7 年振りのストライキを実施し、結果的に 2002 年は一時金 120 ユーロ支給と 6 月以降 4%賃上げ(2003 年は 3.1%)で妥結したことから、他産業の賃金改定に対しても影響を与えるものとみられる。したがって、労働コスト上昇による企業収益の圧迫を通じ、生産面への波及や雇用調整などが懸念される。

フランスの失業率は、景気拡大や公的雇用拡大などから、2001 年前半には 8.6%とピーク比 3%以上低い水準まで低下してきた。しかし、2001 年後半から企業業績悪化と歩調を合わせて徐々に上昇し、2002 年 3 月には 9.1%の水準にある。2002 年 5 月に再選を果たしたシラク政権は、97 年に導入した週 35 時間労働の定着や地方自治体等における低賃金労働補助制度の維持・拡大など、雇用対策を強く掲げており、その効果が期待される。

イギリスでは、失業給付抑制や規制緩和などにより、積極的に労働市場の柔軟性を高めてきたことから、93 年以降失業率は一貫して低下し、2001 年前半には 5%を下回った。2002 年 3 月では 5.1%とわずかに上昇しているものの、依然 25 年ぶりの低水準で推移している。企業業績の悪化などによる雇用調整が懸念されたが、サービス産業の堅調は続いており、現在のところ雇用情勢の悪化には至っていない。

ユーロ通貨圏の物価は、2001年後半以降インフレ懸念が後退しつつある（図表 - 14）。これまでの上昇要因となっていたエネルギー価格が安定化し、狂牛病や口蹄疫等に伴う食料品価格上昇も一服しており、ユーロの極端な軟調も沈静化している。2002年に入り、年初は悪天候の影響で生鮮食料品に上昇圧力がかかり、一部国の煙草税導入などの影響もあったが、消費者物価上昇率は、欧州中央銀行の参照値2%を若干上回る程度の水準で推移している。今後は、景気回復期待の中で独労使交渉にみられるような、労働コストに起因する物価上昇がやや懸念される。なお、2002年1月のユーロ現金通貨導入は、ユーロ価格表示化に伴う便乗値上げが懸念されたが、全体の物価への影響は軽微であり、むしろ長期的には、ユーロ圏内の価格が収束する結果、物価水準を押し下げる方向へ働くと思われる。

欧州中央銀行は、2001年5月から11月まで、景気減速に配慮して政策金利を4.75%から3.25%まで引き下げる金融緩和措置を講じた。11月以降は、景況感の下げ止まりを背景に景気配慮と物価動向との両睨み状態であり、2002年6月まで政策金利の据え置きが続いている。

5. アジア主要国経済（韓国・台湾・シンガポール）は回復（図表 41 頁）

アジア主要国経済は、回復局面に入っている。2001年のGDP成長率は、韓国の3.0%増に対して、台湾1.9%減、シンガポール2.0%減とマイナス成長であった。四半期の成長率では（図表 - 15）韓国では2001年7 - 9月期を底に成長率が拡大し、2002年1 - 3月期は5.7%増（前年同期比、以下同じ）となった。台湾も2001年7 - 9月期を底として2002年1 - 3月期に0.9%増とプラス成長に転じた。シンガポールは、1四半期遅れ2001年10 - 12月期が底となっている。2002年1 - 3月期には前年比減少幅が急速に縮小したが、1.7%減と依然としてマイナスにとどまった。

製造業生産指数は（図表 - 16）GDPとほぼ同様に推移している。4月単月では韓国、台湾、シンガポールでそれぞれ7.4%、8.4%、8.1%の増加となり、回復傾向が鮮明になってきている。

3国・地域で経済成長に違いが出たのは、民間消費動向の違いによる。GDP成長率の内訳をみると（図表 - 17）韓国では99年以降、消費がプラスに寄与している。一方、台湾・シンガポールでは、純輸出がプラスに寄与しているものの、投資（固定資産形成）がマイナスを続けている。また、シンガポールでは消費もマイナス寄与となった。

輸出入は（図表 - 18）いずれの国・地域でも2002年に入り前年比減少幅が縮小に転じた。4月単月では米国とアジア周辺国の需要回復により半導体などが回復基調となり、3国・地域とも輸出が大幅な増加となった。また輸入は韓国、台湾で増加となった。

今回の世界的な景気減速局面でも、韓国はマイナス成長とならなかった。韓国はアジア危機

の際に、IMFのもとで大幅な構造改革がなされ、それが今回の景気の悪化を限定的なものにしたとの見方が多い。また、昨年来の利下げや特別消費税の減税など消費刺激策が、消費の伸びを維持させる要因となった。しかしながら、このところ低金利を背景に個人の借入れが増加しており、不動産や株式に流入して「ミニバブル」による景気過熱が懸念されるに至った。このため韓国銀行は、物価は依然安定しているが2002年5月に予防的な利上げ(無担保コール翌日物金利4.00%→4.25%)を行い、2000年10月以来の利上げとなった。

6. 中国：内需拡大により高成長を維持(図表42頁)

中国の実質GDP成長率は(図表-19)2001年通年では7.3%増、2002年1-3月期は7.6%増と高成長を続けている。工業生産付加価値額も(図表-20)高い伸びを続けており、4月単月では前年同月比12.1%増となった。このような高成長を維持しているのは、消費と固定資本形成の伸びによる。

消費財小売総額は(図表-21)公務員給与引き上げなど消費刺激策により高い伸びを維持してきた。ただ、このところ若干鈍化しており、2002年1-3月期の8.4%増に続き、4月単月では8.2%増にとどまった。このため本年7月にさらなる公務員給与引き上げを行った。

固定資本形成は(図表-22)2002年に入り伸び率が高まっている。1-3月期の26.1%増に続き、4月単月では28.4%増であった。これは不動産投資、財政支出による投資の増加が牽引しているとみられる。固定資本形成における直接投資のシェアは近年減少傾向にあるものの、2000年は5.1%と依然として重要な役割を果たしている。

輸出入は(図表-23)2001年に伸び率が鈍化した、2002年に入り増加幅が拡大した。4月単月の輸出、輸入の前年同月比はそれぞれ17.2%増、17.8%増となった。貿易収支は黒字を維持しており、2001年は対世界で225億ドル、対日でも22億ドルの黒字であった。

消費者物価は(図表-24)若干のマイナスで推移している。4月単月では前年同月比1.3%減と下落幅が拡大した。サービスを含まない小売物価指数や工場出荷指数は一層下落している。

第 章 底固めの段階にある日本経済

1 . 概況 : 生産は緩やかながら回復へ (図表 43 頁)

日本経済は、米国・アジア経済の持ち直し、IT 関連分野の調整一巡などを背景に、底固めの段階にある。先行きに関しても、雇用情勢が消費に及ぼす影響などが懸念されるものの、全体としては底離れに向かうものとみられる。

2001 年度の実質国内総生産は前年比 1.3% 減と、98 年度以来 3 年ぶり、現行基準 (1980 年度以降) では 2 度目のマイナス成長に終わった。IT 不況の影響などから前年度の牽引役であった輸出と設備投資が減少に転じたほか、低迷が続く消費は 0.3% 増とわずかな増加にとどまり、公的需要も厳しい財政事情から下支え役とはなり得ず、総崩れの状況となった。また、デフレ基調が続くなか需要の弱さも相まって、国内総生産デフレ率は前年比 1.2%、4 年連続の低下となった。しかしながら、米国・アジア経済の持ち直しや IT 関連の在庫調整進展を受けて鉱工業生産は 2001 年 10 - 12 月期に底を打ったとみられ、年度末にかけては景況感にも明るさがみられ始めた。2002 年 1 - 3 月期の実質国内総生産は、輸出の減少幅が縮小に転じたことなどから、前年比 1.6% 減と減少幅が縮小し、前期比では 1 年ぶりのプラス成長となった (図表 - 1) 。

国内総生産 (総支出) を構成する各需要項目の動向をみると、消費は、財政赤字、年金に対する将来不安などを背景に引き続き基調が弱いなか、所得・雇用環境の悪化から低迷を続け、名目では 2002 年 1 - 3 月期まで 8 期連続の前年割れとなっている。企業のリストラ姿勢は一段と厳しさを増しており、失業率は 2001 年末に 5.5% と過去最悪の水準に上昇したほか、雇用を確保している家計にとっても賃金収入の上昇は望みがたい。2002 年度の企業収益は大幅増益が予想されていることに加え、景況感の改善を背景に消費者マインドも好転しつつあるが、こうした要因が所得・雇用環境や消費性向を通じて消費の増加にどの程度結びついていくか、現段階では極めて不透明な状況といえる。

設備投資は、2001 年 7 - 9 月期の実質前年比 4.4% 増から 10 - 12 月期には一転して同 10.3% 減へと急激な落ち込みを示し、2002 年 1 - 3 月期も同 11.5% 減と低迷している。このような急変を受けて産業空洞化を懸念する声がにわかに高まっているが、統計作成上の技術的要因の影響や供給側統計の動きなども勘案すると、実勢としては IT 不況の影響を受けて 2001 年前半から減少に転じていたと考えられ、ならしてみれば減少ペースは通常景気後退期に比べ特に早いとはいえない。電子部品を中心とする在庫調整の進展、生産の底入れなどを背景に、製造業の投資環境は徐々に改善に向かっており、機械受注などの先行指標にも製造業には下げ止まりの兆しがみられるが、非製造業の先行きは弱含んできていることなどから、設備投資が牽引役

を果たすまでにはなお時間を要すると考えられる。

住宅投資は、実質前年比で2002年1 - 3月期まで5期連続の減少と、依然低調に推移している。家計の将来不安、厳しい所得・雇用環境を反映し、持家の減少が続いていることに加え、地価下落、都心回帰志向などを背景に堅調であった首都圏の分譲マンションも息切れしつつある。

公共投資は、国、地方とも厳しい財政事情を反映し、実質前年比で99年10 - 12月期から減少を続けており（横ばいの2001年1 - 3月期を除く）、2002年度の対国内総生産比（名目ベース）は6.4%と、前年度からさらに0.4%ポイント低下している。財政構造改革路線を継続する国、財政事情の厳しい地方ともに、今後も減少傾向が続くものとみられる。

輸出は、アジア向けに続いて米国向けも底を打ちつつあり、全体として増加に転じている。2001年4 - 6月期に実質前年比で2年ぶりの減少に転じた後、同10 - 12月期には減少幅が二桁に拡大したが、2002年1 - 3月期には前年比4.5%減と減少幅が縮小し、実質前期比では6期振りの増加となった。輸入は、内需の弱さを反映し実質では2001年7 - 9月期以降、前年を下回っているが、2002年1 - 3月期には実質前期比で0.0%の微減と、ほぼ横ばいの状況にある。輸出の底打ちが先行していることを受け、純輸出は2002年1 - 3月期に5期ぶりの実質前年比プラス寄与となった。

以上の諸情勢からみて、2002年度の実質国内総生産は、世界経済の持ち直しを背景に輸出を中心として年度半ばには下げ止まり、輸出回復を受けて消費、設備投資も年度末に向け底入れするとみられるが、年度全体では2年連続のマイナス成長となる可能性も十分にある。なお、政府は今年の1月時点において、2002年度の実質成長率見通しを0%程度としている⁶。

次に、こうした国内総生産の動きを供給側から確認するため、全産業活動指数を構成する主要な生産関連指標である鉱工業生産指数（ウェイト22.4%）、第3次産業活動指数（同59.5%）、建設業活動指数（同8.1%）の最近の推移をみておく（図表 - 2、季節調整値）。

鉱工業生産指数は、IT関連の需給悪化から電気機械を中心に2001年10 - 12月期まで4期連続で合計14%の急速な低下となったが、在庫調整の進展に伴い、2002年1 - 3月期には電気機械の生産が底を打ち、全体でも0.5%の上昇に転じた。4月の実績及び5月、6月の製造工業生産予測調査からみて、4 - 6月期も引き続き上昇する公算が大きく、鉱工業生産はIT関連を中心に緩やかながら増加に転じたとみられる。

第3次産業活動指数は、企業活動の縮小、消費の低迷、通信業の成長鈍化などを背景に2001年10 - 12月期まで3期連続で緩やかに低下してきたが、2002年1 - 3月期には前期比0.1%と小幅ながら上昇し、下げ止まりの兆しがみられた。ただし、景気が底離れに向かっても内需の

⁶ 内閣府「平成14年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」（平成14年1月25日閣議決定）による。

基調は当面弱いとみられることから、下げ止まりの動きが持続的なものであるか否か、しばらく見極めが必要な状況にある。

建設業活動指数は、民需、官公需ともに弱く、低調な推移を続けている。2002年1 - 3月期に公共工事や民間土木工事の進捗によるとみられる持ち直しがあったものの、2001年1 - 3月期には同様の持ち直しに続いて翌期にそれを上回る反動減を経験しており、今回も一時的な動きに終わる公算が大きい。

2. 在庫調整は着実に進展、生産財を中心に回復局面へ（図表44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を行う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表れること、すなわち在庫循環の存在を示している。

具体的には、景気が拡大し出荷が増加する局面では、生産者はビジネスチャンスを逃さぬよう、生産を増やし、在庫を意図的に積増していく（在庫積増し局面）。やがて景気がピークを越えると、出荷の伸びを在庫の伸びが上回るようになる（第1象限で45度線を上から下に切る）。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）。しかし、やがて景気が底を打ち出荷が回復に向かうと、出荷の減少ペースを上回って在庫が減少するようになる（第3象限で45度線を下から上に切る）。これは、生産者の意図しない在庫の減少を意味し（回復局面）、在庫が適正水準を下回ったことを認識した生産者は、再び生産を増やし始める。以上の4局面を経て、在庫循環は一巡することになる。

概念図を踏まえて最近の在庫循環状況を見ると、鉱工業全体の在庫循環（図表 - 3）は2002年1 - 3月期で調整局面入り後5四半期目を迎えた。前回の循環（調整局面入り後5四半期目で回復局面入り）に比べると若干ペースは遅いものの、在庫の減少幅が拡大し出荷の減少幅が縮小に向かう調整の動きは着実に進展しており、4月の実績などからみて、2002年4 - 6月期には回復局面入りする可能性が高い。前回の回復局面入り前後と比較すると、電子部品など生産財の調整が最終需要財よりも先行している点が特徴といえる。

財別の状況を見ると、資本財（図表 - 4）については、IT関連など一部に下げ止まりの兆しがみられるものの、全体としては国内設備投資の減少を背景に出荷の大幅な減少が続いている。在庫は減少幅が拡大しつつあるものの、回復局面入りにはなお時間を要するものと見込ま

れる。建設財（図表 - 5）については、民間設備投資のほか住宅投資、公共投資の低調もあり、資本財と同様、出荷の減少幅に縮小の動きはみられない。在庫は減少幅が拡大しつつあるが、回復局面入りの見通しは立てがたい状況にある。消費財（図表 - 6）については、出荷が依然として低調であり、在庫にも目立った動きはみられない。2002年1 - 3月期には乗用車など輸出の増加により出荷の減少幅が若干ながら縮小し、さらに4月単月では回復局面に位置しているが、他の財に比べ短期的には不規則な動きに左右される面があることや、内需の基調も当面弱いとみられることから、こうした変化が持続的なものであるか否か、現段階では見極めがたい。生産財（図表 - 7）については、電子部品を中心に在庫の増加が前回の循環を上回る規模で生じ、最終需要財で在庫の増加が殆どみられないなかであって今回の在庫調整の主役となったが、調整一巡後の動きも早く、2002年1 - 3月期には最終需要財に先がけて回復局面入りするなど、鉱工業全体の循環を牽引している。

3．雇用は縮小続くが、労働時間は増加（図表 45 頁）

生産面で回復がみられるなか、労働関連では一部の指標で落ち着きがみられるものの、雇用人員は縮小傾向が続いている。有効求人倍率（図表 - 8）は、2002年1 - 3月期の0.51倍まで5期連続で低下している。また、失業率についても、単月では2001年12月に5.5%の過去最高を記録した後、季節調整などテクニカルな要因もあり若干低下しているが、依然高水準にある。失業者の内訳では（図表 - 9）、倒産、リストラなどによる不況型の失業である非自発的失業者の増加が目立っている⁷。なお、失業者の増加は以下でみる雇用の減少幅より小さいが、これは求職をあきらめた者の増加などから労働力率が低下を続けているためである。これら潜在的な求職者の増加を踏まえると、景気が順調に回復した場合にも、失業率の低下は当面期待できないであろう。

就業者数は縮小傾向が続いており（図表 - 10）、2002年1 - 3月期には前年比106万人の減少となった。産業別には、製造業、建設業での減少が続いており、企業破綻が相次いだ卸売・小売業も2期連続で減少している。サービス業は引き続き増加しており、他部門からの雇用吸収を含めて、下支え役となっている。

従業上の地位別では（同図表）、趨勢的に減少している自営業者に加え、このところ雇用者の減少が目立っている。常雇の雇用者の減少幅が拡大していることに加え、過去には不況期にむしろ増加していた臨時・日雇の雇用者も前年並にとどまっている。企業規模別にみると（同

⁷ 労働力調査では、従来、定年がどの失業理由に該当するかは回答者の判断に委ねられていたが、2002年から選択肢として独立した。労働力調査では非自発的理由の内数として公表されているが、変更前との対応関係が不明確なため、図中では別項目とした。

図表) 雇用者の減少は500人以上の大企業が中心となっており、主に中堅、中小企業で雇用が減少した98年前後とは異なる状況にある。なお、IT不況を受けた大手電気機械メーカーのリストラ策に注目が集まったが、現状では製造業での雇用減少のうち、電気機械の割合は半分に満たず、雇用削減の動きは幅広い産業で起きている⁸。

最後に、所定外労働時間は、生産の動きに対応して、2002年1 - 3月期に増加に転じている(図表 - 11)。労働時間は、景気に敏感に反応し、代表的な景気遅行指標である常用雇用に対して2四半期程度先行することが知られている。しかし、前回99年の景気回復時には製造業の所定外労働時間は景気の谷に合わせて底を打ったものの、雇用は4 - 5四半期後にわずかに増加した後、はかばかしい改善をみずに再度減少に転じた。構造的な調整圧力は引き続き高いが、賃金や雇用の調整は緩やかに時間をかけて行われる。こうしたことから、生産面での急速な回復がない限り、雇用の回復は2003年以降にずれこむ可能性が高いといえよう。

4. 消費環境は依然厳しいものの、マインドに明るさもみられる(図表46 - 47頁)

消費は97年以降低調な状況にあり、横ばいの動きが続いている。雇用情勢の回復は遅れが見込まれることに加え、所得環境にも厳しさが目立つ。毎月勤労統計調査の一人当たり現金給与総額は、2001年4 - 6月期以降、所定内、所定外、及び特別給与の全てで減少が続いている(図表 - 12)。所定内給与は、春季賃上げ率の低下、パート比率やサービス業比率の上昇などから減少となっている。また、特別給与の大部分を占める賞与は、デフレの進行もあって2001年末は過去最大の減少幅を記録した(図表 - 13)。こうした賃金抑制傾向を反映して、この春の賃上げ率は5年連続で過去最低を更新すると見込まれる。

デフレの影響を除いた実質購買力は前年並みを維持しているが、所得増加率の低下は消費に対してマイナスの影響をもたらす。加えて、ベースアップや定期昇給を前提とした賃金決定方式が変容しつつある。消費は当期の所得と将来の所得見通しのいずれにも左右されると考えられるが、消費者が現在の賃金調整を、企業業績の回復を通じて長期的な所得増に結びつくと考えるか、単に所得の減少要因と捉えるかにより、消費への影響は異なってくると考えられる。

そこで、現在の消費動向について、代表的な需要側統計である家計消費の全世帯消費支出をみると(図表 - 14)、名目の消費支出は99年7 - 9月期から前年割れを続けている⁹。デフレにより実質消費の減少幅は小幅にとどまるが、5四半期連続のマイナスとなっている。図表

⁸ ただし、各社のリストラ案は今後数年にわたる計画であるため、その進捗によって雇用削減が進む可能性はある。

⁹ ここでは、直接に家計が消費しない項目(贈与金、及び仕送り金)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員数の影響を除いている。

- 15では、所得が把握できる勤労者世帯の実質消費支出の増減を、実収入、非消費支出、及び消費性向に要因分解している。収入の変化が短期的な要因と捉えられた場合、消費性向がこれを補って消費水準を維持する、いわゆるラチェット効果が働くが、2001年には消費性向による下支え効果は明確でなくなっている¹⁰。上でみた所得に原因を求めるとすれば、短期的な所得の伸び悩みとともに、長期的な所得見通しの悪化が指摘できよう。

なお、2002年1 - 3月期のGDP統計では、実質消費は前年比1.1%の増加と堅調な動きを示した。これは、基礎統計である家計調査や単身世帯収支調査(今年から家計調査に統合された)を反映しているが、一定の幅をもってみる必要がある。例えば、図表 - 15では、この時期に家計調査による所得は増加しているが、10倍以上のサンプル数をもつ毎月勤労統計(図表 - 12)では賃金は減少を示している。また、世帯数で約1 / 4を占める単身世帯について、収支調査では2001年を通じて減少した後、2002年1 - 3月期には実質6.0%の大幅増に転じている。推計方法などの改善は図られてきたものの、これら需要側統計は標本数が少ないために誤差が大きく、消費の微小な増減を計るには問題が多いことが再三指摘されてきた¹¹。4 - 6月期のGDP速報からは供給側統計を加味することが決定されたが、企業と比べて家計の母数が圧倒的に大きいことや、回答の正確性の問題もあり、引き続き需供両面の指標から総合的な判断を行うことが求められよう。

続いて、供給側の指標である小売業販売額指数(図表 - 16)をみると、減少傾向が長期にわたって続いている。このうち家庭用機械器具は、2001年4月のリサイクル法施行に伴う反動減に加え、近年の牽引役であったパソコン販売が前年割れに転じたため、急速に低下している。また、衣類、食品等も、単価下落もあって減少が続いている。こうしたなか、新車販売台数は2000年頃より横ばいから微増で推移している(図表 - 17)。ただし、単価の低い小型、軽自動車比率の上昇もあって、販売額の増加には必ずしも結びついていない。

旅行取扱高をみると(図表 - 18)、米国でのテロ事件により大きく落ち込んだ海外旅行は、徐々に減少幅が縮小してきている。国内旅行については、消費者の低価格指向に加えて飛行機利用の手控えもあり単価は下落しているが、パッケージ物を中心に客数は前年を上回っている。旅行全体では前年割れとなっているものの、着実な回復がみられ、前年並みで推移する百貨店売上高と同様に、生活必需品以外の選択的消費の部分では、一定の底堅さがみられる。長期的には、必需品の価格低下も手伝って、耐久財やサービスへの支出割合は上昇しており、消

¹⁰ 98年中には、急速な景気後退を背景に収入と消費性向が揃って低下した。

¹¹ 家計調査の標本数は、二人以上の世帯が約8000、単身世帯は700弱であり、前者の消費支出の標準誤差率は1.4%と公表されている。GDPベースでは、91年1 - 3月期以降の家計最終消費支出伸び率の標準偏差は前期比、前年比ともに1.6%となっている。

費支出総額の増加へ向けて、さらなる伸びが期待される分野といえよう。

最後にマインド面をみると、2002年に入って改善している（図表 - 19）。今後半年間の見通しを表わす消費者態度指数は、3月調査において物価以外の全項目で改善がみられた¹²。昨年秋以降、米国でのテロ事件、国内での狂牛病発症、大型倒産、失業率の上昇など、マインドを冷やす要因が相次いだ。その後、株価が落ち着きを取り戻し、「三月危機」を乗り切ったこと、景気回復の兆しが報じられたことが、マインド好転の背景に挙げられている。また、オリンピックやワールドカップといった大型イベントの効果、2月からの暖冬の影響などを指摘する見方もある。

しかし、これら指数の水準は依然歴史的にも低位である。加えて前回マインドの改善がみられた99年には実際の消費支出が回復するには至らなかった。先行きへの期待は高まりつつあるものの、消費の回復に向けては、所得、雇用といった実体面での環境改善が鍵を握るものと考えられる。これらの動向を踏まえると、消費の回復には時間を要すると考えられ、当面は見通しの改善を通じて消費がどの程度景気回復を下支えするかが注目されよう。

5．設備投資は引き続き減少、先行指標は製造業に下げ止まりの兆し（図表 48 頁）

設備投資は、製造業、非製造業ともに引き続き減少している。

法人企業統計等から、営業資産利益率マイナス新規貸出約定平均金利により定義した企業の投資採算を算出し、設備投資¹³前年比伸び率との関係を見ると、両者の間には高い相関が認められる（図表 - 20）。経験的には、製造業で5%、非製造業で25%という水準が、設備投資増減に関する投資採算の閾値になっているという見方ができる。

製造業について最近の動向をみると、投資採算は景気後退を背景に2000年10 - 12月期のピークから急速に悪化し、2001年7 - 9月期以降3期連続で閾値の5%を下回っている。設備投資の前年比は投資採算が閾値を割り込むと同時に減少に転じ、2002年1 - 3月期には電気機械を中心に27.8%減まで減少幅が拡大している。2002年1 - 3月期の投資採算には下げ止まりの兆しがみられ、2002年度の業績見通しも今のところ大幅増益とされるものの、回復局面の初期においては投資採算の改善に対し設備投資の底入れが遅れる傾向がみられることから、業績回復の効果が目に見えてくるのは2002年度後半以降と考えられる。

一方、非製造業の設備投資は、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抑制

¹² 物価については、パソコンやファーストフードなどの一部商品での値上げの影響もあり、デフレが弱まると回答する割合が増加した。指数上はマイナス要因となる。

¹³ 法人企業統計では、2001年7 - 9月期分の調査から「ソフトウェアを含む設備投資額」を公式の設備投資額としているが、それ以前の時系列データが入手できないため、参考系列である「ソフトウェアを除く設備投資額」によって分析を行う。

が続いていることなどから、98年以降ほぼ一貫して投資採算に比べ低調に推移してきた。今回の景気後退局面における投資採算の悪化は今のところ目立つものではないが、設備投資の前年比は2001年10 - 12月期以降、二桁減となっている。

設備投資の代表的な先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、製造業からの受注に下げ止まりの兆しがみられる（図表 - 21）。

製造業からの受注は、IT関連の需給悪化を受けて電気機械を中心に2001年4 - 6月期より前年比で減少に転じ、調整が一般機械にも広がった2001年10 - 12月期には前年比36.4%減と現行基準（87年4 - 6月期以降）では過去最大の減少幅を記録した。しかし、2001年末以降、電子部品の在庫調整進捗を背景に電気機械の投資マインドも最悪期を脱したとみられ、2002年1 - 3月期の製造業からの受注は前年比24.5%減と減少幅が縮小した。内閣府の見通し（企業の見通し単純集計値×最近3期の平均達成率）によれば、2002年4 - 6月期は前年比29.3%減と再び減少幅が拡大する形となっているが、生産の持ち直しや1 - 3月期実績における達成率改善の動きを織り込めば、二番底に向かう可能性は小さいものと考えられる。

一方、非製造業からの受注（船舶・電力を除く）は、2001年前半までは通信業、金融・保険業を中心に底堅い動きを示していたが、2001年7 - 9月期に前年比で減少に転じ、2002年1 - 3月期には前年比16.8%減と減少幅が拡大した。固定電話の投資抑制、携帯電話の成長鈍化などを背景に通信業からの受注が落ち込んでいるほか、金融・保険業からの受注も合併・統合や新規参入に伴うIT投資が一巡したことなどをを受けて減少に転じている。2002年4 - 6月期は、内閣府調査によれば前年比13.0%減の見通しであるが、製造業とは逆に達成率が大幅に悪化してきており、実勢はさらに弱いものと考えられる。

機械受注の先行きは、非製造業の動向が当面の下押し要因となることが懸念されるものの、今後景気回復が着実なものとなれば、製造業を牽引役として民需全体としても下げ止まってくることが期待される。前回の回復局面においては、98年10 - 12月期に鉱工業生産と同時に製造業からの受注が底を打ち、船舶・電力を除く民需全体では99年4 - 6月期に底を迎えたが、同様の関係を単純に今回のケースに当てはめれば、2001年10 - 12月期が鉱工業生産及び製造業からの受注の底であり、2002年4 - 6月期が船舶・電力を除く民需全体で機械受注の底となる。機械受注は、経験的に設備投資に2 - 4半期程度先行することから、設備投資は2002年度後半に下げ止まりに向かうことが予想される。

6．住宅投資は低調に推移（図表49頁）

新設住宅着工戸数（季節調整値年率）は、1999年以降、年率120万戸前後で推移していたものの、2001年に入り120万戸を割り込む傾向が現れつつある（図表 - 22）。この要因を把握

するために住宅着工戸数前年比を寄与度分解してみると(図表 - 23) 持家が住宅ローン減税の駆け込み着工の反動に加え¹⁴、雇用・所得環境の悪化を背景に前年を大きく下回っていることが主因であることが見てとれる。一方、貸家は比較的面積の狭い物件を中心に、2001年4 - 6月期以降、前年を上回る堅調な動きを示している。

住宅着工床面積前年比(図表 - 24)でみると、一戸当たりの面積が広い持家の減少が響き、着工戸数よりもさらに前年比の下げ幅が大きい。

こうした先行指標である住宅着工の推移と同様、民間住宅投資(季節調整値年率)は98年半ば以降20兆円程度で推移したが、2001年1 - 3月期に落ち込み、直近では18兆円台で推移している(図表 - 25)。

1999年以降堅調であったマンション¹⁵市場(図表 - 26、27)は、直近では、首都圏、近畿圏ともに契約率が低下し、在庫が趨勢的に増加している¹⁶。総戸数が200戸以上の大規模、高層マンションや、首都圏における専有面積が平均で30m²以下のワンルームマンション等、一部に依然堅調さはみられるものの、全体的には消費者の選別が厳しくなっているものと推測される。

7. 財政事情を反映し、公共投資は減少傾向(図表50頁)

公共投資(公的資本形成、名目季節調整年換算値)は、新発展政策(2000年10月決定、事業規模11兆円)の効果などから2001年初に一時的な増加はあったものの、大型経済対策の効果剥落に加え、財政事情悪化を受けた歳出削減の影響により、99年後半以降ほぼ一貫して減少している(図表 - 28)。この結果、公共投資の直近の水準は、対GDP比(名目季節調整値)6%台半ばまで低下してきている。

先行指標である公共工事請負金額をみると、2001年度は前年比7.8%減と3年連続の減少となった(図表 - 29)。2001年度は、5月に発足した小泉内閣の財政改革路線に沿った歳出削減を受け、98年度以降毎年度実施されてきた事業規模10兆円超の大型経済対策がなく、年度後半には減少幅が拡大した。特に、公共投資の7割を占める地方実施分は、財政事情の厳しさ

¹⁴ 住宅ローン減税(2001年6月末までの入居者に適用)が、いわゆる新住宅ローン減税(2001年7月以降2003年12月末までの入居者に適用)に比べ、控除期間、総額の点で比較的可利であったため、駆け込み着工が生じたとみられる。

¹⁵ マンションとは、構造が、鉄骨鉄筋コンクリート造、鉄筋コンクリート造、鉄骨造のいずれかで、建て方が共同造、利用関係は分譲住宅にあたるものを指す。

¹⁶ 新設住宅着工統計では、マンション着工は分譲着工に含まれ、その割合は2001年度で65%(着工戸数ベース)となっている。この内、首都圏、近畿圏のマンション着工戸数合計は、最近期では、全国の7割をこえる程度となっている。したがって、首都圏、近畿圏のマンション契約率、在庫動向は、マンション着工、分譲着工の先行きを判断するうえで重要である。

を反映して抑制が顕著である。2000年度決算では地方の投資的経費が前年比8.9%減となっており、地方単独事業のみならず、国からの財政支援が得られる補助事業も減少幅が大きく、また、新発展政策分も完全実施には至っていないとみられるなど、歳出削減に向けた取り組みが強化され、減少傾向が続いている。

2002年度は、2001年度補正予算（11月決定1次補正分事業規模0.6兆円、1月決定2次補正分事業規模4.1兆円）の実施が見込まれる一方、当初予算では国の公共事業関係費は前年比10.7%減、地方財政計画による投資的経費は同9.5%減といずれも減少幅を拡大させていることから、基調としては減少傾向が続くものとみられる。

公共投資が減少傾向で推移するものの、景気低迷や所得税等減税により歳入も低調に推移していることから、国、地方ともに、高水準の財政赤字が続いている。財政赤字分を国債、地方債発行及び地方交付税交付特別会計借入などによって資金調達してきた結果、債務残高は急速に増加してきており、2002年度末の国・地方計の長期債務残高は693兆円と対GDP比約140%に達する見込みである（図表 - 30）。

現在の日本の一般政府債務残高は先進国の中で突出しており、さらに、公債発行や利払・償還を除いた基礎的財政収支（プライマリーバランス）の大幅赤字が続いている（図表 - 31）。この状況はイタリア、カナダなどが90年代後半から財政再建路線を歩む様子と対照的である。

8．輸出は底打ち、輸入は横ばい（図表51頁）

為替レートの動向を実質実効為替レートでみると（図表 - 32）、日本は、2001年1 - 3月期に円安が進んで低下した後、景気の減速を背景に低位で推移している。一方、米国は景気の減速が明らかになった2001年7 - 9月期以降、ドル高傾向は弱まっているものの、上昇傾向が続いた。ユーロは、概ね横ばいで推移している。

こうしたなか、円/ドルレートの水準を購買力平価と比べてみると（図表 - 33）、2001年の円/ドルレートは、ここ2年ほど続いた円高方向から円安方向に変わり、下落傾向が続いている購買力平価に近づいた。

このような為替の動きのもとで、わが国の輸出入の動向にはそれまでの減少基調から変化がみられている。輸出入数量の動きを、季節調整を施した月次指数で概観すると（図表 - 34）、輸出数量は米国やアジアの景気後退によって2001年11月まで減少が続いていたが、その後、米国経済の回復、アジア向け輸出の持ち直しによって底を打ち、増加に転じている。一方、輸入も内需の低迷により2001年10月頃まで減少していたが、その後は横ばいで推移している。

輸出数量を仕向地別にみると（図表 - 35）、2001年1 - 3月期から10 - 12月期にかけて米国、EU、アジア向けがいずれも前年比マイナスを続けていたが、2002年1 - 3月期は、IT

関連の在庫調整が進んだアジア向けが前年比プラスに転じた。また、景気回復の動きが進む米国向けも、自動車の堅調などに支えられて前年比減少幅が縮小した。

経済産業省「産業活動分析」で財別の輸出向け出荷の動向をみると(図表 - 36)、2001年の減少は主に半導体集積回路をはじめとする生産財の落ち込みによるものだったことがわかる。2002年1 - 3月期に入ると、生産財(鋼半製品、普通鋼鋼帯) 耐久消費財(普通自動車、電子応用玩具)、資本財(鋼船、開閉制御装置)などが前期に比べて大きく増加に転じた。

一方、輸入の財別動向をみてみると(図表 - 37)、こちらも2001年後半は生産財の減少が顕著で、その他資本財なども減少していた。最近では国内の在庫調整が進むなか、これらの輸入はアジアからのIT 関連などを中心に持ち直しており、全体では概ね横ばいに推移している。特に2002年1 - 3月期は、資本財(パーソナルコンピュータ、外部記憶装置)や生産財(電子計算機部品、電気金)が前期に比べて増加した。

9 . 卸売物価は下落が鈍化し、消費者物価は引き続き下落(図表52頁)

国際商品市況(除く原油)(図表 - 38)は、2000年10 - 12月期に下落に転じた後、2001年中は世界的な景気減速から前年を下回った。2002年1 - 3月期にかけて、米国、アジア経済の回復期待や供給削減効果から、銅やアルミといった金属製品、天然ゴムなどの農産物において下落幅が縮小、また供給過剰感から下落が続いていたコーヒーを含む飲料でも下げ止まりつつあり、全体としても下落幅が縮小している。

国内需要財の卸売物価(国内と輸入の加重平均)は、2000年1 - 3月期以降、前年を0.4 ~ 0.8%程度上回っていた。これは、最終財が引き続き下落していたものの、輸入品比率の高い素原材料が米国の需給逼迫を反映した原油価格高騰により上昇していたことに加え、中間財も上昇していたためである。しかし、2001年7 - 9月期に、中間財が国内品の下落、原油上昇寄りの剥落から前年を下回り、全体でも下落に転じた。直近2002年1 - 3月期にかけては、素原材料、中間財の動きに合わせて、下落はやや鈍化している。

消費者物価指数¹⁷(除く生鮮食品)は、2000年10 - 12月期にかけて前年比下げ幅が拡大し、直近も同様の傾向が続いている(図表 - 39)。サービスはわずかに前年を下回る程度である一方、財は技術進歩や安価な輸入品の浸透を主因として、パソコン、冷蔵庫といった耐久財など工業製品を中心に前年を下回っている。2001年10 - 12月期には、サービスが電気代の上昇等から前年をわずかながら上回ったものの、工業製品の下落幅拡大から、全体では下落が続いて

¹⁷ 消費者物価指数は、平成13年8月発表分から、平成12年度基準に改定され、新たにパソコンや外国パック旅行などが指数計算に採用する品目として加えられた。改定により、より家計の消費構成の実態に近づいた形で消費者物価指数が測られることとなる。

いる。

企業向けサービス価格は、リース・レンタル、通信・放送、広告などを中心に下落が続いている。直近では、手数料の引き上げから金融・保険がわずかながら上昇寄与したこと、通信やリースで下落が鈍化してきたことはあるものの、依然全体で前年を1%程度下回っている。

10. 低金利下で信用リスク回避の動き（図表 53 頁）

金融市場では、2001年3月、日銀が当座預金残高を金融政策の直接的な誘導目標とする量的緩和を実施して以降、無担保コール翌日物はゼロ%近傍で推移している（図表 - 40）。短期金利の代表であるCD 3ヵ月金利（買い）は、量的緩和開始以降概ね0.1～0.15%で推移してきたが、2002年1月には、都銀などの期越え資金需要の傍ら、地域金融機関等ではペイオフ一部解禁を控えた資金確保の動きが広がり、一時的な金利上昇がみられた。一方、長期金利の指標である10年物国債利回りは、2001年7月以降、財政赤字への懸念と資金運用難が拮抗する市場心理を反映し、概ね1.3～1.4%のボックス圏で推移していたが、2002年1月には期末の金融危機懸念に根ざした不安心理を背景に、海外投資家による先物主導の国債売却が膨らみ、1.5%に達した。この時期、国債価格下落による金融機関の運用悪化に加え、銀行株価の下落と企業の持ち合い株式の評価損とがスパイラル的に拡大するとの懸念が広がった。しかしながら、3月下旬には、景況感の底打ちや金融危機懸念の後退などを背景に株価が持ち直し、投資家の不安心理が後退したことから、長短ともに再び低金利基調へ回帰している。

金融政策では、2001年9月の米国同時多発テロ事件の影響が落ち着きをみせて以降も、量的緩和が継続、拡大されている。追加的緩和措置として、12月には日銀当座預金残高の誘導目標が10～15兆円程度へと引き上げられ、さらに、年度末対策として、このレンジにこだわらない潤沢な資金供給が実施された。4月には、大手金融機関の合併に伴うシステムトラブルの影響から、高水準の資金供給がしばらく維持されたが、4月末以降は、年度末対策前の目標レンジへ戻ってきている。

金融調節の手段としては、長期国債買切りを8月決定の月額6,000億円から、12月8,000億円、2月末には1兆円へと増額決定するとともに、短期資金供給オペレーションの対象に不動産・住宅等を担保とする資産担保証券（ABS、アセットバックトセキュリティ）、同コマーシャルペーパー（ABCP）などを追加した。オペ対象拡大の背景には、大量資金供給の結果、市場に資金余剰感が広がり、オペの入札額が目標額に達しない「札割れ」が頻発したことがある。結果的には、12月以降、短期国債買切オペや期間のやや長めの手形などを積極的に利用し、目標の残高維持がなされた。

日銀当座預金と流通現金の合計であるマネタリーベースの前年比をみると、上記の金融政策

を反映して、2001年は一貫して伸び率を高め、2002年1 - 3月期には27.8%増、特に3月以降は日銀当座預金残高が20兆円を超えて推移したことから、前年比30%以上の増加となっている(図表 - 41)。一方、マネーサプライは、銀行預金を主とする $M_2 + CD$ でみると、2001年後半以降、前年比3%台で推移している。マネーサプライをマネタリーベースで除した信用乗数は、92年前半には13倍に達していたが、マネタリーベースの伸びが相対的に高いことを受けて、低下基調で推移しており、現行金融政策の効果浸透に時間を要する結果となっている。直近では、急速なマネタリーベース拡大を反映し、8倍を割り込む歴史的な低水準にある。

$M_2 + CD$ を種別に寄与度分解してみると、2001年以降、普通預金の増加幅と定期性預金の減少幅がともに拡大し、対照的となっている(図表 - 42)。この背景には、定期預金で2002年4月より1000万円以上の大口に対する預金保険保護が廃止されることに対応した預け替え、

MMF・公社債投信で、2001年11月のエンロン破綻に伴う運用資産元本割れを経験した投資資金の普通預金への流入など、信用リスクを回避する動きがあるとみられる。

さらに、 $M_2 + CD$ を信用面からみると、増加の主因は国債購入であり、民間向け貸出や事業債・株式などは減少が続いている(図表 - 43)。したがって、民間銀行も引き続き信用リスクを縮小する姿勢を崩していない。なお、外債投資が主体の対外資産購入は、米国の景気回復を反映した金利の下げ止まり感から、やや伸び悩んでいる。

以上のように、金融市場では投資家も金融機関も信用リスクを回避する傾向が続き、リスクマネーの供給が制約されている。このような金融仲介機能の低下に直面し、金融緩和政策の効果が浸透するには時間を要している可能性がある。

第 章 グローバル化と日本経済

1 . 海外生産の拡大と高まる空洞化への関心 (図表 54 頁)

日本経済は底離れに向かいつつあるが、堅調な米国、アジア経済に比べ基調は依然弱いとみられる。こうしたなか、マクロ的には貿易黒字の一時的な縮小、ミクロ的にはIT 関連産業における中国をはじめとするアジア企業の台頭などをきっかけに、経済グローバル化との関連において、景気回復の持続性や日本経済の中期的な将来像に対する懸念が再び高まっている状況にある。本節ではこうしたグローバル化の進展と高まる懸念の背景について概観する。

まず、日本企業のグローバル化の進展を示す代表的な指標として、海外生産比率と直接投資の動きをみってみる(図表 - 1)。経済産業省の海外事業活動動向調査によると、製造業の海外生産比率は、プラザ合意を受けて急速な円高が始まった 85 年度には 3 % に過ぎなかったが、多少の波はあるものの上昇を続け、2001 年度には 14 % となった。累積対外直接投資額(国際収支ベース¹⁸、85 年度以降) の国内総生産に対する比率も、構造的な経常黒字を背景に海外生産比率と同様、着実な上昇を続けてきた。一方、貿易黒字の対国内総生産比率をみると、概ね景気後退期に上昇し景気拡大期に低下する循環的なパターンを繰り返してきたが、2001 年度の同比率は景気後退期にもかかわらず低下した。こうした状況を受けて、海外生産の拡大に伴い貿易黒字がこのまま縮小傾向をたどり、やがて赤字に転落するのではないかという懸念がにわかに高まった。

もう一つの論点は、国内設備投資が低迷を続けていることとグローバル化との関係である。日本企業の内外投資の推移をみると(図表 - 2) 対外直接投資の国内設備投資に対する比率は、バブル期の海外不動産投資ブームによるピーク(89 年度、9 %) を経て、93 年度にいったん 2 % まで低下したが、その後は緩やかな上昇傾向にある。現地法人による設備投資の国内設備投資に対する比率は、バブル崩壊後に上昇し 96 年度に 6 % まで上昇した後、やや水準を下げて安定的に推移している。このうち製造業は 97 年度に 12 % まで上昇した後、10 % 前後で推移している。マクロ的にみる限り、ここ数年で極端な事態が生じているとは考えにくい。日本を代表する企業が海外での投資比率を高めるといった個別事例もあり、人的資源やコスト面で日本の企業立地上の魅力が低下し、国際競争にさらされた日本企業が海外投資に重点を移していく結果、国内投資の抑制が景気の持続力を弱めるとともに、日本経済の中長期的な生産性、技

¹⁸ 直接投資統計には、国際収支統計の資本収支に計上される直接投資(資産) と、外為法に基づく届出及び報告を財務省が集計した直接投資実績(いわゆる届出統計) の 2 種類がある。前者が実行・支払ベースで投下資本の回収(返済、減資) や実物資産の売却などを控除したネットの数字であるのに対し、後者は届出・計画ベースでグロスの数字であり、両者の動きには実際かなりの乖離がみられる。また、業種別、地域別に詳細な内訳が把握できるのは、届出統計のみである。

術力に悪影響を及ぼすのではないかという懸念も大いに高まっている。

貿易収支の問題も国内投資の問題も、企業の海外展開による国内経済の疲弊という点で、いわゆる「産業の空洞化¹⁹」問題と言い換えてもよい。実際、「空洞化」に対する関心の移り変わりを新聞記事の掲載件数の推移によって定量的にみると(図表 - 3) 2001年以降は円高不況期(86~87年)、超円高期(94~95年)に続いて、3度目の高まりをみせていることがわかる。今のところ超円高期ほどの件数には達していないが、興味深い点としては、過去2回については円高が輸出企業の採算レートを上回って進行した時期であったのに対し、今回はむしろ円安期にもかかわらず空洞化に対する関心が高まっていることが指摘される。さらに、その背景としてクローズアップされている中国に関しては、超円高期にも海外生産との関係で急速に関心が高まったが、今回はとりわけ競争力の観点が注目されていることがわかる(図表 - 4)。

以上のように、グローバル化の中での日本経済に対する現下の懸念とは、一言でいえば製造業の海外生産拡大に伴う空洞化問題であり、空洞化は発散的な過程をたどって日本経済に致命的な打撃を与えるのではないかと、といった極端な悲観論が目立つ状況にある。しかし、この問題に対する理解を深めるためには、以下に述べるような見方があることも認識しておく必要がある。第一に、日本企業のグローバル化もしくは海外生産の拡大は中長期にわたる趨勢的な動きであり、かつ貿易黒字の縮小は2001年度時点では従来の変動範囲を超えるものではなかった(しかも2002年度には上昇が見込まれている)にもかかわらず、空洞化への関心は大きな波を描いており、中長期的なグローバル化のトレンドとは必ずしも整合的でない。第二に、海外生産比率と累積直接投資比率の上昇は、大まかにいえば対外資産の国内生産規模に対するウェイトが高まるにつれて、それを使用して行う海外生産の国内生産規模に対するウェイト(すなわち海外生産比率)も高まるという、日本が経常黒字国であり続ける以上避けて通れない道を示している²⁰。仮に日本の経常収支が赤字に転じるような状況になれば、資本の流れや為替レートなど種々の調整メカニズムが働き、発散的な過程を経ずに新たな均衡状態に到達すると考えることは、さほど不自然ではない。第三に、日本を代表する企業は世界を代表する多国籍企業であり、それらが日本以外での投資比率を高めることも驚くべきことではない。そして何より

¹⁹「産業の空洞化」は学術用語としては必ずしも定着しておらず、定義も論者によって様々である。「空洞化」を巡る様々な議論や定義については、中村・渋谷(1994)「空洞化現象とは何か」、通商産業研究所、において詳細にサーベイされている。

²⁰もちろん、これは論点を明確にするため単純化した見方である。直接投資は経常収支黒字による対外資産蓄積の一部に過ぎないし、現地生産も直接投資の目的の一部に過ぎない。さらに、現地法人の規模が拡大するにつれて独自の資金調達による設備投資も増加するため、直接投資が増加しなくても海外生産比率は高まりうる。

も、旧共産主義国の市場経済化による世界市場の融合と、規制緩和、資本市場の巨大化、情報技術の飛躍的な進歩がもたらした「メガ・コンペティション（大競争）」の流れは、もはや押しとどめることのできないものとなっている。

次節以降では、印象論の陥穽を避けつつ、空洞化問題に対する客観的な議論の材料を提供すべく、中長期のトレンドを踏まえ、国民経済に対するマグニチュードを正しく実感することを目的として、データに基づいた整理を行う。

2．世界の輸出に対する日本のシェアは低下（図表 55 頁）

本節では、世界の貿易、直接投資の現状把握を行う。

世界の商品貿易の名目輸出総額（図表 - 5）は、80 年におよそ 2 兆ドルであったものが、趨勢的に増加し、2000 年には 6 兆ドルを超えるに至った。最近の特徴としては、2000 年に世界的な IT ブームを背景として、半導体や通信機器といった IT 製品を中心に貿易額が増加したことが指摘できる。しかし、2001 年には最大の輸入国である米国をはじめ世界的な景気減速から輸出総額は減少した。日本のシェアは輸出品の海外生産移管などにより、93 年以降相対的に低下しており、86 年の 10.3% から 2001 年では 6.7% となっている。

図表 - 6 は、世界の各国・地域の輸出割合を 5 年毎にみたものである。アジアのシェアは 80 年には 9 % 程度であったが、NIEs、ASEAN 諸国において輸出志向型の工業化が進展したことに加え、中国の工業化もあり、2001 年では 21% 程度まで拡大している。各国・地域の貿易関係を 2001 年時点で横断的にみると（図表 - 7）、日本はいずれの国・地域に対しても貿易黒字となっており、米国は貿易赤字となっていることが確認される。アジアは、先進国向け輸出の増加に加え、域内貿易が活発化したことにより、世界に占める輸出割合を増加させている。

次に、グローバル化をみるうえで貿易とともに重要である直接投資をみていく。直接投資とは他国での生産、販売、営業活動のため、子会社を所有することである²¹。そのため、モノの輸出入のみの貿易とは違い、経営上のノウハウ、技術等の企業特殊資産が移動するという特徴がある。図表 - 8 では、各国・地域の直接投資（1999 年時点）の関係を概観している。米国と EU 相互の直接投資が、他の国・地域に比べ、非常に大きいことが分かる。これは、次節の各国・地域の直接投資動向でも触れるが、国境を超えた M & A の増加が主因となっている。日本は、図表 - 7 でみた貿易での関係と比較すると、相対的にかなり小さいことがわかる。

²¹ IMF マニュアルでは、直接投資とは居住者による非居住者企業に対する永続的権益の取得を目的とした国際投資のことを指し、株式等の取得を通じた出資については普通株または議決権の 10% 以上の持ち分の保有のことをいう。

3 . 世界の直接投資は EU を中心に急拡大 (図表 56 頁)

世界の対外直接投資 (図表 - 9) は、95 ~ 97 年は 4000 億ドルの水準であったが、98 年から EU の寄与により急拡大し、2000 年には 1 兆 2000 億ドルに迫る水準となっている。直接投資の出し手は、約 9 割を先進国が占め、とりわけ、EU は 98 年以降 7 割前後と中心的な存在となっている。一方、世界の対内直接投資²² (図表 - 10) の状況をみると、先進国の占める比率は、95 ~ 97 年は 6 割程度であったが、98 年以降比率は高まっており、2000 年には 8 割程度に至っている。直接投資の最近の特徴は、投資の出し手、受け手の両面で、欧米が大部分を占めていることである。こうした欧米の動向とは対照的に、日本の世界全体に占める直接投資の割合は、対外で概ね 6 % 以下、対内で 1 % 以下とわずかな比率に留まっている。

次に、米国、EU、日本それぞれの対外直接投資の時系列推移をみていく。

米国の直接投資時系列推移をみると (図表 - 11)、98 年に 1300 億ドルまで増加し、99 年からは 1400 億ドルの水準で推移している。投資先は、一貫して EU が 4 割から 5 割と高いシェアを占め、とりわけ英国の比率が高い。好調な米国経済、企業業績を反映し株価が高騰したことから、株式交換による M & A が行なわれ、EU での電気通信、金融・保険などに向けた直接投資が活発となった。投資先としての日本は、米国企業による経営破綻した日本企業の買収もあり、98 年以降、3.5 ~ 6 % 程度の比率となっている。

EU の対外直接投資を投資先別にみたものが図表 - 12 である。EU の対外直投は、97 ~ 99 年にかけて EU 域内投資の拡大により急増し、99 年にはおよそ 6600 億ドルとなっている。こうした背景には、EU 域内での経済統合とインフラストラクチャー分野を中心とした規制緩和、グローバル市場での競争を踏まえた米国企業への M & A がある。各企業間での国境を超えた競争を促す環境が整い、大型の M & A が増加したことや、非常に大規模な企業間での M & A が生じている。例えば、電気通信産業では、域内での規制が原則撤廃されたことで、広く EU 域内での営業活動を目指す各企業が、M & A を通じ他国に進出したり、規模を拡大することで、EU 域内の次世代携帯電話の免許取得や設備投資負担に対応している。また、金融・保険では、ユーロ圏の誕生による市場のさらなる統合、米国の業態間規制の緩和、医薬品ではゲノム研究等で研究開発費が高騰したこと、石油では民営化等が主因となり、大規模な M & A が生じている。

最後に、日本の直接投資の時系列推移をみていく。図表 - 13 は、財務省「対外及び対内直

²² 世界合計が、対外直投と対内直投で一致していない。この理由は、JETRO「ジェットロ投資白書 2002」によれば、以下の 3 点が考えられる。計上する国・地域数の違い (対外 146、対内 193) 各国中央銀行等と IMF 等国際機関によりカバーできない国は UNCTAD が推計している 再投資利益や利益送金、オフショア市場との取引の扱い等について各国の直接投資の定義や評価方法が異なる。

接投資状況」²³により、日本の対外直接投資を国・地域別にみたものである。日本の対外直接投資は、バブル期の90年度には8兆円を越える水準であったが、その後減少し、93年度から増加基調に転じたが、98年度には再び減少した。99年度は一転して7兆円を超え比較的高水準であったものの、その後減少に転じ、2001年度では4兆円台となっている。投資先国・地域の特徴をみると、98年度以降、米国に替わりEU向けが最多となっており、2001年度では約3割を占めている。業種別では(図表 - 14) 近年、M & Aを主因に、電気機械、たばこ事業を含む食品(99年)、通信(2000年)のシェアが高い。

世界的にみた日本の対外及び対内直接投資は、図表 - 9、10や欧米間の直接投資推移をみるに、わずかな程度に留まっている。直接投資がグローバル化を示す一つの指標とすれば、いまだ発展余地があることを示唆している。

4. 全産業の設備投資に比べ小さい内外直接投資(図表57頁)

第1節でみたように、グローバル化の進展に伴う日本経済への懸念の中で、海外投資シフトによる国内投資の空洞化問題への関心が占めるウェイトは大きい。しかし、企業が海外展開を進めると国内投資が減少するという命題は、必ずしも自明なものではない。仮に資金や生産要素(資本・労働)が一定の価格で無尽蔵に調達でき、かつその移動に摩擦が存在しないとすれば、純現在価値が正のプロジェクトには全て投資するはずであり、海外投資がいかに高収益であっても国内投資水準に影響を及ぼすものではない。もちろん、実際には資金や生産要素には多かれ少なかれ供給制約があるから、海外に収益性の高い投資機会が増えれば国内投資に抑制的な影響を与える可能性は否定できないし、集積効果などによる収穫逓増原理が働く場合は、海外シフトが加速して最終的には国内投資が完全に代替されてしまうようなケースも考えうるが²⁴、現実が両極端の奈辺に位置するかはデータによって推測するほかはない。

国内投資と海外投資の関係を明示的に検証することは容易でないが、日本を含む主要先進国の推移を比較することは一つの手がかりになろう。図表 - 15は、日、米、独、仏、英の各国について、80年以降(独は91年の東西統一以降)5年毎の国内設備投資、対外直接投資、対内直接投資の推移(いずれも全産業ベース)を国内総生産に対する比率として時系列的に示したものである。ただし、比較にあたっては以下のような留意点がある。すなわち国民所得統計上、日本の「民間企業設備」にあたる数字を公表しているのは米国のみであるため、独、仏、

²³ 世界各国・地域との、直接投資での関連をみるという観点から、投資先が詳細である当データを用いた。

²⁴ この場合でも、海外の投資機会が技術的な理由等により当該企業に独占されているケースを除けば、海外への投資見送りが国内投資の増加につながるわけではない。なぜなら、見送った投資機会をライバル企業が実施することによって、いずれにしても国内立地は競争に勝ち残れないからである。

英の国内設備投資は、総固定資本形成から一般政府分と住宅を除く形で算出している。したがって、一般政府による住宅投資が二重に控除されている可能性があるなど、厳密な意味での民間企業設備概念とはなっていない。

これを踏まえたうえで図表に目を移すと、まず対内外直接投資比率に関しては、近年は欧州経済統合に伴う企業間競争の激化と業界再編の活発化、株価高騰を背景とした株式交換手法による「メガ・ディール²⁵」の増加、エネルギー、通信などインフラ関連産業の規制緩和などを要因として、欧州各国で急速な上昇がみられる点が特徴といえる。株価高騰の影響を割り引く必要はあるものの、仏・英では、直近で対外直接投資が国内設備投資を上回る状況となっている。米国については、国内経済規模の大きさもあり、欧州に比較するとかなり緩やかではあるが、やはり対内、対外ともに直接投資比率は上昇傾向にある。これに対し、日本は対内、対外ともに低位にとどまっている。

こうした直接投資比率の動向に比べると、各国の国内設備投資比率は安定的に推移しており、直接投資による影響を見出すことは難しい。さらに、日本の国内設備投資比率は、時系列的にみれば近年は低迷しているといえるが、2000年の水準を欧米と比較すれば、定義の差がある²⁶とはいえ欧米より依然として高い。日本の場合、国際比較から浮き彫りになるのは、対外直接投資の増加による国内設備投資の抑制ではなく、直接投資からみたグローバル化が流出、流入ともに遅れているという事実である。

5．製造業の欧米進出法人のROAは改善傾向（図表58頁）

前節では、全産業ベースでの内外投資の関係を主要国間で比較し、海外投資が国内投資の抑制要因とは必ずしもいえないことを示した。しかし、海外投資による国内投資の代替が懸念されているのは専ら製造業についてであるから、製造業に焦点を絞った検証も必要とされる。データの制約から業種別の動向について国際比較を行うことは難しいが、本節では企業財務的な観点からこの問題にアプローチする。なお、本節では業種別データが必要であるため、国内設備投資、減価償却費及びキャッシュフローのデータは法人企業統計季報²⁷、対外直接投資のデータは財務省の直接投資実績（届出統計）を利用しており、第1節、第4節のデータとはベース

²⁵ 一般に「メガ・ディール」とは、完了日が判明している10億ドル以上のM & A案件を指す。

²⁶ ただし、前述の点を除けば、各国とも93SNAに準拠しており（米国は独自体系であるが設備投資に関しては93SNAと同じ）比較可能性は高い。

²⁷ 法人企業統計季報は国内法人の単独決算に基づく統計であるから、海外に進出していない企業も含め、日本に所在する本社企業の状況を示していると考えられる。なお、設備投資額は除くソフトウェアである（脚注13を参照）。

が異なる点には留意が必要である²⁸。

図表 - 16は、製造業について本社企業の減価償却費、キャッシュフロー²⁹に対する内外投資の比率をみたものである。まず、国内設備投資の推移をみると、最近是对減価償却費比率で100程度、対キャッシュフロー比率で70程度と、80年代半ばと比べてもかなり低い水準にあることが確認できる。一方、対外直接投資と現地法人の設備投資額を含む総投資³⁰の推移をみると、対減価償却費比率では150程度と、80年代半ばとほぼ同水準を維持している。投資の対減価償却費比率を投資意欲の代理変数とみれば³¹、国内投資に限って見た場合ほど日本企業の投資意欲は衰えておらず、バブル前後のアップダウンを除けば概ね一定しているという解釈も可能であろう。ただし、総投資についても、キャッシュフローに対する比率でみると、2000年度は90を切る低水準となっている。また、海外への投資のうち現地法人による設備投資については、必要資金の大半を現地で調達（現地法人の自己資金プラス現地での外部資金調達）しているため（図表 - 17）国内法人の資金負担は見かけの投資対キャッシュフロー比率ほど大きくはない。以上から、製造業に限ってみても、少なくともファイナンス面で海外投資が国内投資をクラウド・アウトしている可能性は小さいと考えられる。

次に、製造業の国内設備投資を横軸、海外投資（対外直接投資と現地法人の設備投資額の合計）を縦軸にとって、実績値の軌跡から両者の時系列的な相関をみってみる（図表 - 18）。データは、短期的なブレを排除するため、年次データの3年移動平均値を用いており、正の相関（右上がりの関係）が観察されれば、国内投資と海外投資は相互補完的な関係にあり、負の相関（右下がりの関係）が観察されれば、両者は代替的な関係にあるということになる。これを踏まえたうえで図表に目を移すと、85年度から94年度にかけては、国内投資の急速な拡大と縮小が生じたことから、両者は概ね正の相関を保ちながらも、いったん大きく右方へ湾曲し、続いて左方へ揺り戻す動きがみられる。95年度以降については、国内投資は小さな増減を繰り返した一方、海外投資は着実に増加したため、軌跡は上方へ向かっている（直近を除く）。全体としては、バブル前後の時期（89～94年度）を除けば、中長期的には正の相関が保たれているとみることができよう。年々の動きはマクロ経済環境、キャッシュフローなど共通要因の影響から正の相関を持ちやすいこと、バブル期を起点とすれば左上方へのシフトが生じている

²⁸ 国内設備投資はSNAに比べ小さく、対外直接投資は国際収支統計に比べ大きくなる傾向があるため、全体として海外投資のプレゼンスが大きく見えることになる。

²⁹ キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費とする簡便法により算出。

³⁰ 現地法人による設備投資額のうち、本社企業が資金を引き受けた部分は直接投資にも含まれるため、二重計上されている。

³¹ データの制約により無視しているが、本来、分母の減価償却費には現地法人分も含めるべきであり、その分、総投資の対減価償却費比率は過大評価されている点に注意が必要である。総投資の対キャッシュフロー比率に関しても同様の点が指摘される。

という見方もありうることなどに留意する必要があるが、製造業の国内投資と海外投資は今までのところ概ね補完関係にあったといえる。

最後に、地域別の投資収益率を比較することにより、資本投下の合理性の観点から国内投資と海外投資の関係をみてみる。もし海外でのリスク調整済の（期待）投資収益率が国内を明らかに凌駕し、かつ生産拠点の移動にかかる調整コストが小さいのであれば、海外シフトを進めることは経済合理的な行動であるといえる。ただし、現実には企業の期待収益率を観察することは困難であるため、以下では収益率の実績値の推移から分析する。

まず、国際収支統計からみた直接投資の収益率の推移をみてみる（図表 - 19）。直接投資の収益率とは、利子配当等受取額と現地法人の内部留保に対する持ち分増加額の合計を、対外直接投資残高で除したもの（分母分子ともに現在の為替レートで円換算）であり、後にみる現地法人のROAから直接投資に由来する部分のみを取り出した概念とみることもできよう。ただし、業種別データは存在しないため全産業ベースの数字であること、統計作成上、現地法人の内部留保に対する持ち分増加額については決算期末から半年遅れて統計に反映される（タイムラグがある）ことに留意する必要がある³²。

これを踏まえたうえで直接投資収益率の推移をみると³³、98～2000年にかけてアジア経済危機の影響による収益率の落ち込みがみられるが、2001年には5.7%とほぼ危機前の水準に回復しており、日本国内の実物、金融資産の収益率に比較して高い。もちろん、投資機会としての有利性は、収益変動リスクや成長率、インフレ率などを考慮しなければ判定できないが、企業の意志決定が直近の状況に左右される傾向があるとすれば、現在は国内投資に比べ海外投資の優先度が高まりやすい状況にあることは間違いない。地域別には、利用可能な最新のデータである2000年時点では北米の水準が相対的に高い。

次に、経済産業省の海外事業活動基本調査から、製造業の海外現地法人における地域別資産シェアとROA（総資産経常利益率）の推移をみる（図表 - 20）。この調査は、海外に現地法人を有する日本企業を対象に3年に1度実施されるもので、最新の調査は98年度時点³⁴とやや古いだが、業種別地域別の動向を把握することができる。公表される計数は会計上の数値で、有効回答のみ集計したものである。

³² 国際収支統計上、直接投資収益の中の「再投資収益（現地法人の内部留保に対する持ち分増加額）」については、各企業からの報告書提出を待って決算月の6ヵ月後から12ヵ月均等配分されている（日本銀行「2001年の国際収支（速報）動向」を参照）。なお、直接投資収益の中の「配当金・配分済支店収益」や「利子所得」は支払ベースである。

³³ IMFマニュアル第5版に基づき対外資産負債残高統計が国際収支統計に組み込まれたのが96年であり、95年以前の遡及データは今のところ利用できない。

³⁴ 国際収支統計のようなタイムラグはなく、会計年度に対応している。

これを踏まえたうえで89年度の状況と95、98年度の状況とを比較すると、概ね次のような特徴が見てとれる。第一に、海外現地法人のROAは大きく変動しているが、趨勢的に低下を続けている本社企業のROAに比べ、相対的には向上しつつある。第二に、しかしながら98年度の状況は、アジア経済危機の影響があるとはいえ、絶対水準として高いとはいえない。第三に、地域別にみると、当初低収益を余儀なくされていた欧米進出法人のROAに改善がみられる。第四に、中国は資産シェアの面では着実に存在感を高めているが、ROAは低水準にとどまっており、少なくとも98年度時点では先行投資的な状況から脱していない。

あくまでラフな観察結果に過ぎないが、リスクなどを考慮すれば日本と海外の収益率格差は決定的なものとはいえず、日本企業にとってはむしろ内外ともに収益率の絶対水準を高めることが優先課題であると思料される。実際、2000年度には海外現地法人の撤退件数が進出件数を上回るなど³⁵、日本企業の海外展開も選択と集中の段階を迎えている。このようななか、中国など成長期待による先行投資的な性質の強い地域については、成長リスクに対する備えも重要な課題になってくるといえる。

6．海外生産に伴い近年急増する逆輸入（図表59頁）

本節では、海外生産シフトが輸出入に与える影響について言及する。まず、わが国の輸出入数量と、その動きに大きな影響を与える内外所得との関係を分析する。輸出入数量のそれぞれについて所得弾性値を推計したものが図表 - 21である³⁶。

これによれば、わが国の輸出の所得弾性値は低下する一方、輸入の所得弾性値は緩やかに上昇している。したがって、内外の所得がともに1単位増加した場合、わが国の貿易収支の黒字は縮小する傾向にあるといえる。こうした変化が起きている背景として、海外生産シフトが輸出入の動きに影響を与えていることが考えられる。

そのメカニズムを整理したものが図表 - 22である。はじめに海外生産シフトに至るまでの道筋を考えると、国内での平均的な生産性の上昇率が海外での上昇率より上回っている場合、国内の産業構造の変化により上昇率に業種間格差が生まれると、平均以上の上昇率を達成している産業は、海外に対して比較優位を有することになる³⁷。つまり、そのような財の輸出競争力

³⁵ 経済産業省「2001年海外事業活動動向調査」。

³⁶ 輸出入数量を被説明変数とし、輸出については海外需要（世界の実質輸入）を所得要因、輸出物価指数／世界卸売物価指数を相対価格要因に、輸入については国内需要（日本の実質内需）、輸入物価指数／国内卸売物価指数を相対価格要因にして、カルマン・フィルターを用いて所得要因のパラメータを推計した。推計期間は1986年第1四半期～2001年第2四半期。初期値には1982年第1四半期～85年第4四半期の推計値を用いた。

³⁷ 貿易財の比較優位・劣位が何によって決定されるかについてはいくつかの説が存在する。生産要素の賦存の比率が貿易パターンを決めるといふヘクシャー＝オリーンの要素賦存比率説などがあるが、ここでは、近年の

は十分なレベルにあるので、輸出は増加する。一方、国内の平均的な生産性上昇率よりも低い業種は、海外の水準との比較で比較優位の有無が決まる。海外の生産性上昇率よりも低い業種は、比較劣位となり輸出競争力が弱まって輸出が減る。そのため生産性上昇を図って海外に生産拠点を移すこととなる。

また、以前は国内で平均以上の生産性上昇率を有し比較優位をもっていた産業が、何らかの理由により比較劣位化して海外生産を余儀なくされる、つまり、いわゆる「空洞化」する場合がある。この要因としては次のようなものが考えられる。まず、現実の為替レートが購買力平価より著しく、かつ長期的に円高方向に振れた場合、輸出価格競争力が低下して海外生産シフトを迫られる。

また、国内での生産性上昇の水準が相対的に低下した場合も考えられる。例えば、これまで海外市場では高付加価値品だったものが、マーケットの拡大や量産化により低廉化し、その製品全体でみると日本製の価格競争力が失われるケースが考えられる。あるいは海外が直接投資を受け入れることなどによって競争力を高め、日本の生産性上昇の水準を上回るケースもありうる。このように国内での生産性上昇の水準が相対的に低下すると、比較劣位化して海外生産に切り替えざるを得なくなる。

こうして海外生産シフトが起きた際に、それは輸出入にどのような影響を与えるのだろうか。まず輸出に対する影響を考えると、上述したように、輸出競争力が低下して比較劣位化した財は輸出が減り、その落ち込みを補うため海外生産を行う。この輸出を減少させる効果は「輸出代替効果」と呼ばれる。一方、海外生産拠点を立ち上げる際に必要な資材や機械を国内から調達する場合、国内から現地法人に向けて資本財等の輸出が発生する。立ち上げ以降、徐々に現地調達比率を上げていくのが一般的であるものの、一定の期間は国内で生産されるような競争力のある資本財や生産財が必要となるため、そうした財の輸出は続く。このような輸出を促す効果は「輸出誘発効果」と呼ばれる。

次に、輸入への影響としては、これまで国内生産・国内消費していた財が海外生産に切り替わった場合、逆輸入が増える（「逆輸入効果」）。また、国内で生産していたときに必要であった輸入原材料は、海外生産にシフトすれば不要となるため、その分の輸入が減少する（「輸入転換効果」）。

海外生産シフトが直接的に輸出入に与える影響を整理すると、以上のようなになる。したがって、輸出入数量のマクロ的な変化は、こうした様々な効果が組み合わさった結果である。海外

わが国にみられる産業別格差をという観点から、生産性つまり生産費の相対的比率の相異が貿易パターンを決定するというリカードの比較生産費説に立っている。

生産シフトが輸出入の動向をどう変化させているかを考えるにあたっては、財によってその経路が異なることを認識しなければならない³⁸。

そこで、財別にみた輸出入数量の推移を、海外直接投資動向と合わせてみたものが図表 - 23、24 である。輸出をみると、海外直接投資が累積的に増加するにしたがって、財によりその動きにばらつきがみられる。1985～92年度頃まではいずれの財も同程度に増加していたが、以降は生産財や資本財の輸出は増加基調が続く一方、非耐久消費財の輸出水準はそれまでよりも低位にとどまっている。生産財や資本財には輸出誘発効果が、非耐久消費財には輸出代替効果が現れている可能性がある。

一方、輸入については、90年代以降も多くの財で増加基調が続いており、総じて逆輸入効果が高まっていることが示唆される。特に、非耐久消費財だけでなく資本財も顕著に増加しているが、増加している資本財にはコンピュータの周辺機器等が含まれており、こうした IT（情報技術）関連の資本財は、近年輸出入ともに増加している点が特徴となっており、いわゆる産業内貿易（同一財の双方向貿易）の活発化を示している³⁹。

以上のように、わが国企業の海外生産シフトが輸出入に与える影響は、財によって様々である。昨今の国際競争力や空洞化に関する議論では、直接的な輸出代替効果だけが喧伝されることがしばしばあるが、マクロ経済全体への影響をみる場合はそれ以外の効果についても考慮しなければならない。中期的にみるとわが国の輸出に対する海外所得の弾性値は小さくなる傾向にあるなかで、また海外生産シフトが進むことで輸出代替や逆輸入が起こる一方、資本財を中心とする産業内貿易の活発化もみられる点を考えると、今後わが国の貿易収支の黒字を維持するには、産業構造の変化への迅速な適応と輸出競争力のある分野への資源の効率的配分が不可欠である。

7．証券投資の累増で所得収支の黒字は貿易黒字並に（図表 60 頁）

1980年代以降の日本の国際収支は、経常収支が黒字で推移する一方、資本収支が赤字（資本の流出）で推移してきた（図表 - 25 敢）。経常収支の内訳に着目すると、趨勢的に所得収支の黒字が拡大してきており、2001年度には、循環的な貿易黒字の縮小もあって、両者がほぼ同水準に達している。ここでは、所得収支の黒字や対外純資産が高水準に達するなかで、「債権大国」と称される日本の状況について検証してみる。

³⁸ 日本政策投資銀行『調査』第19号「最近の経済動向 - 今次景気回復の弱さとその背景 - 」36～37頁では、海外直接投資が対アジア輸出入に及ぼす全体的な影響について、マクロ的に分析している。

³⁹ わが国の IT 財貿易や産業内貿易については、日本政策投資銀行『調査』第29号「変貌するわが国貿易構造とその影響について - 情報技術関連（IT）財貿易を中心に - 」第3、4章を参照されたい。

まず、所得収支の内訳をみると、証券投資収益が大半を占めており、海外活動拠点の拡大などによる直接投資収益のウェイトは小さい（図表 - 25 柑）。したがって、所得収支の黒字拡大には、日本企業の生産拠点グローバル化などが直接的にもたらした効果ではなく、次にみるような証券投資、中でも米国債を中心とする外債投資収益の増加によるものとみられる。

次に、ストックベースの対外資産・負債のバランスを各国と比較する（図表 - 26）。全体でみると、純資産では確かに米、英、独の3国を上回るものの、グロスでみた対外資産規模は、米、英よりも著しく小さい。また、名目GDP比でみると、ドイツの半分に過ぎない。資産種類別にみると、対外資産規模が小さい原因は、直接投資及び株式投資の低水準にあることがわかる。また、よく指摘されるように直接投資では、対内投資の水準が著しく低い。これを直接投資の内外インバランスという観点で捉えることもできるが、むしろ、対内、対外ともに低水準と把握するのが素直な見方であろう。したがって、日本市場への外国企業の参入拡大あるいはM & A等による経営参加に対する期待が大きいと同時に、日本企業が積極的に海外展開する余地も未だ十分あるといえよう。

さらに、証券投資に絞ってみると、株式投資の負債及び債券投資の資産、すなわち海外投資家による日本企業株保有及び日本投資家による外債保有はともに相応の水準に達している。一方で、日本投資家による外国株式保有及び海外投資家による日本の債券保有はともに低水準である。したがって、日本の投資家は相対的に株式よりも債券投資を好む、すなわち確定利回り志向が強いものとみられる。

この背景には、最終的な運用リスクを負う家計部門の姿勢の偏りがある。家計の保有する金融資産の内訳を各国比較すると、日本の家計では現預金比率が55%と突出する一方、株式、債券、投資信託といった短期的に運用成果が顕在化する資産の保有割合が小さい（図表 - 27 敢）。ちなみに、この段階で株式保有比率は、米国25%、英国17%、ドイツ16%、日本9%である。

ただし、同図敢で保険・年金基金（日本では28%相当）とされている運用は株式・債券などに投資されており、投資信託（日本では2%相当）にも株式型、債券型など性格が異なるものがあるなど、家計にとっての本来の運用状況を十分には説明できない。したがって、保険・年金基金、投資信託及び預貯金について金融機関等運用機関の資産内容に応じて按分してみた（図表 - 27 柑）。この結果、預金の割合が高い日本の家計が金融資産の40%を貸出で運用しているという特徴が得られる。さらに、保険・年金基金など機関投資家経由により市場で運用される資産を加えてみると、株式のウェイトが米国51%、英国48%、ドイツ33%、日本15%と大差が生じる。なお、債券のウェイトは相対的に各国間で差が小さい。

日本の家計の資産運用については、保有住宅価格の変動という実物資産上のリスクが相対的

に高い点や欧米企業の株式に馴染みが薄い点なども影響しているとみられるが、金融資産運用をみる限り、預貯金による銀行部門貸出へ資金供給が集中している。将来、リスクをとって成長企業に対して投資し、その果実を得るといふ資金循環を発達させるためには、資本市場のさらなる充実が必須である。また、図表 - 27 で判明したように、資本市場への資金の流れは機関投資家を通じて太くなるという特徴があることから、投資信託などの金融商品に対する個人投資家の信頼獲得が期待される。

8 . 直接投資をバネに発展する中国 (図表 61 頁)

中国への直接投資は (図表 - 28)、92 年の改革開放の加速以降、急拡大した。実行ベースの水準は 98 年をピークに頭打ち気味となったが、2001 年には W T O 加盟を見越し、98 年を上回る 468.5 億ドルとなった。日本からの直接投資は 2000 年に 29.2 億ドルと直接投資受入額の 7 % であった。

直接投資の増加に伴い外資系企業による貿易が増加しており (図表 - 29)、2001 年には輸出入の約 5 割を占めた。貿易収支の内訳をみると、外資系企業の収支が 98 年に黒字化し、2001 年には黒字幅が拡大した。一方、国有企業の黒字幅は近年縮小している。

外資系企業による貿易収支を貿易形態別にみると (図表 - 30)、97 年までは直接投資関連の輸入による赤字が加工貿易の黒字を上回り、収支は赤字であった。直接投資による生産が軌道に乗り、加工貿易の黒字が拡大することで、98 年から収支が黒字に転じた。

国際収支をみると (図表 - 31)、直接投資の流入と経常収支黒字により外貨準備が増加している。2001 年末には世界 2 位の 2,122 億ドルに達した。

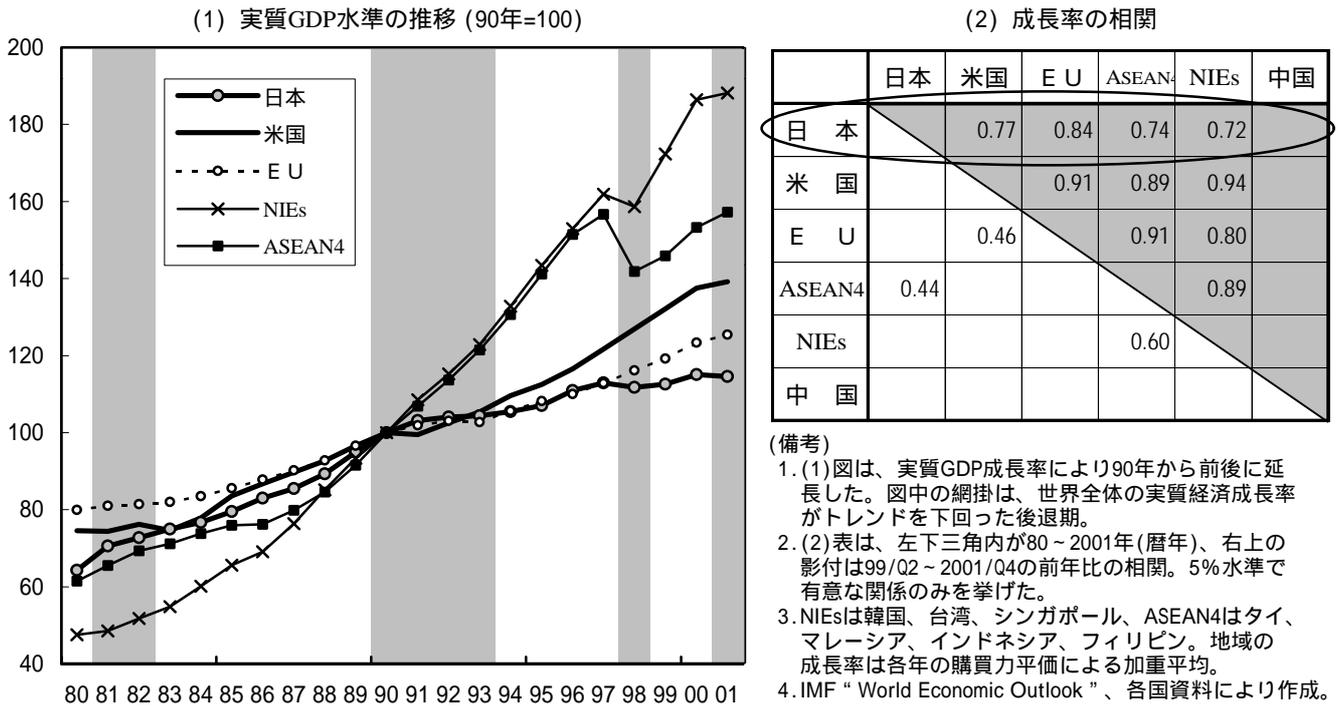
人民元レートは 94 年以来、実質的に米ドルペッグとなっている (図表 - 32)。なお、世界銀行によると 2000 年の米ドル換算による 1 人当たり GNI は 840 ドル、購買力平価換算では 3,920 ドルであり、人民元の購買力は米ドル換算の 4.7 倍であった。購買力の観点からみても元は割安であるとの見方が可能である。

. 回復する世界経済

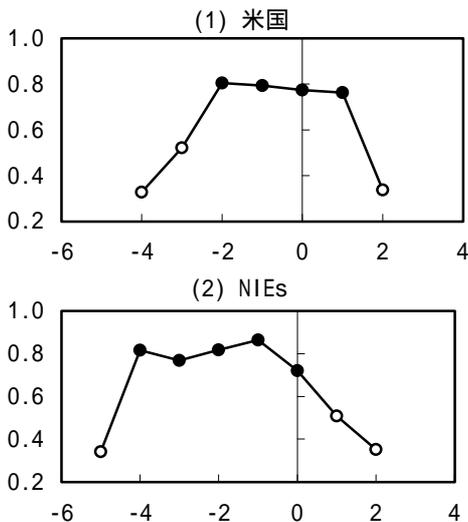
世界経済の回復と日本経済

- ・日本の経済成長は90年代に入って他の国・地域と比べて鈍化しており、特に90年代後半には他国との成長率格差が拡大している。
- ・日本の経済成長率について、他の国・地域との相関をみると、中国を除く各国、地域との相関が強く、近年はNIEsが日本に先行する傾向がある。
- ・2001年には世界的に成長鈍化がみられたが、米国、アジア諸国等は回復過程に移りつつある。世界的な需要回復は、日本の景気回復にとって好環境をつくりだしている。

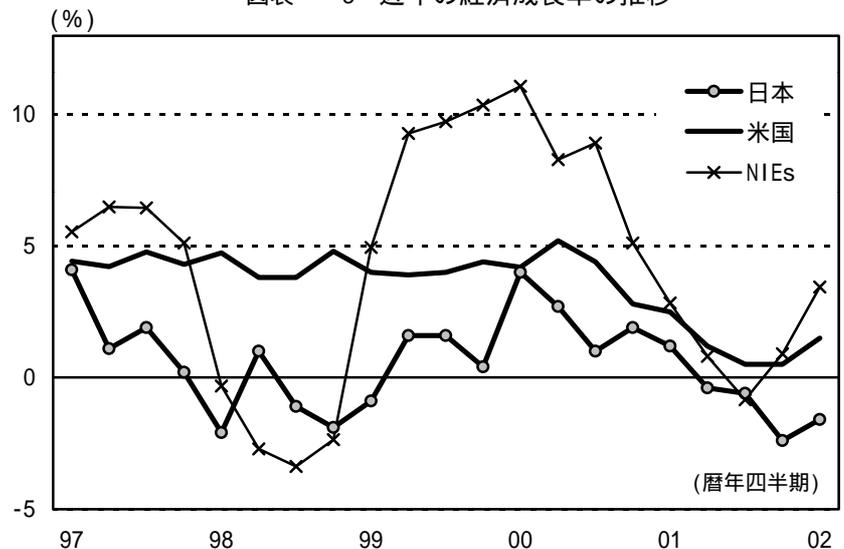
図表 - 1 主要国・地域の経済成長



図表 - 2 日本との先行関係



図表 - 3 近年の経済成長率の推移



(備考)
 実質GDPの四半期前年比(図表 - 3参照)につき、日本との時差相関をみたもの。サンプル期間は99/Q2～2001/Q4。は5%水準で有意。

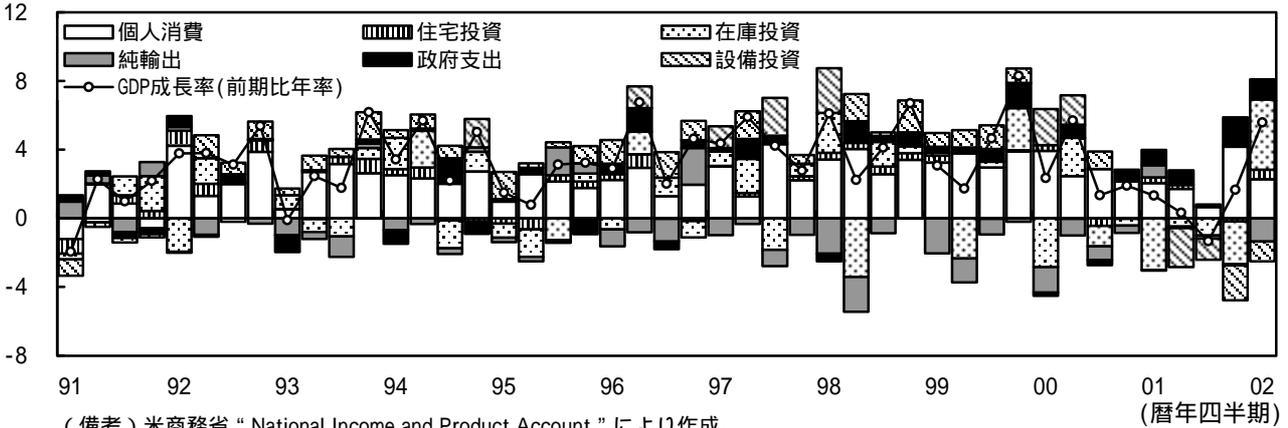
(備考)
 1. 実質GDPの前年比。NIEsはIMFの購買力平価(95-2000年の平均値)による加重平均。
 2. 内閣府「国民経済計算」、米商務省“Survey of Current Business”ほか各国資料、IMF “World Economic Outlook”により作成。

米国：個人消費は持ち直し、設備投資は減少が続く

- ・米国経済は回復局面にある。2002年1 - 3月期の実質GDP(事前推定値)は、在庫投資の増加や個人消費の堅調などにより、前期比年率5.6%増と2四半期連続で増加となった。
- ・個人消費は、2001年7 - 9月期にかけて、景気後退に加え同時多発テロの発生などもあり弱含んだものの、その後は自動車や住宅関連の堅調が続いており、持ち直している。
- ・企業収益は、2001年7 - 9月期まで前期比減少が続いた後、10 - 12月期からは減税策の影響もあって税引前償却前利益は増加している。設備投資は、稼働率の低迷を背景に全体では減少が続いているが、コンピュータ等の情報関連には明るさがみられる。

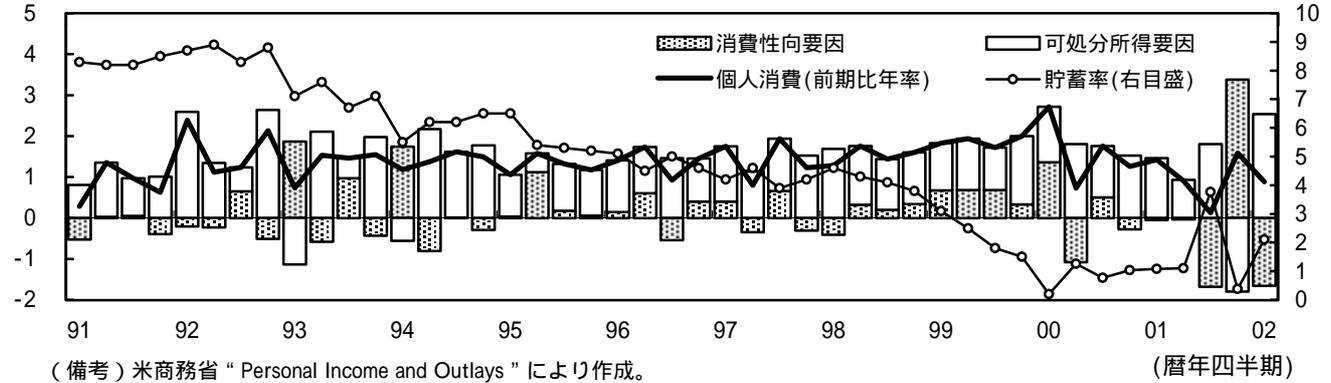
(前期比年率、%)

図表 - 4 実質GDPの推移



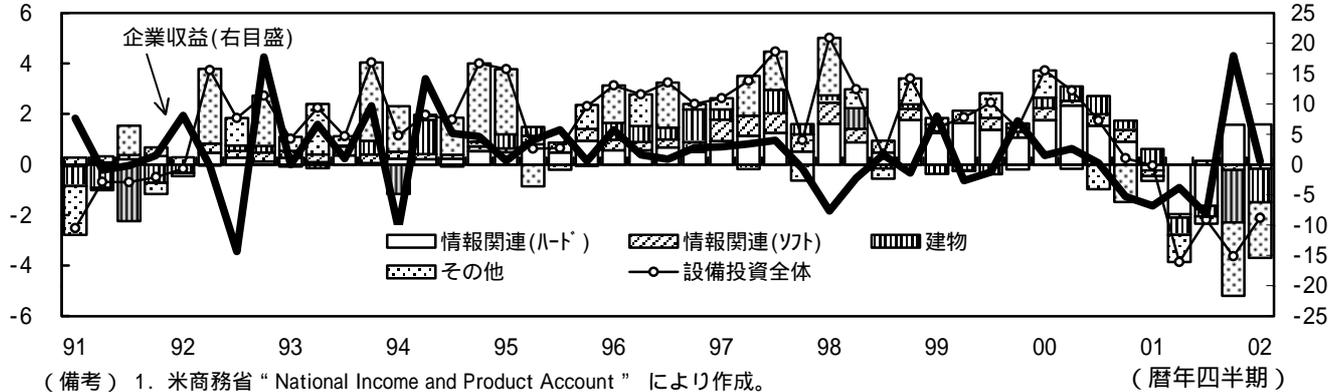
(前期比年率、%)

図表 - 5 個人消費の推移



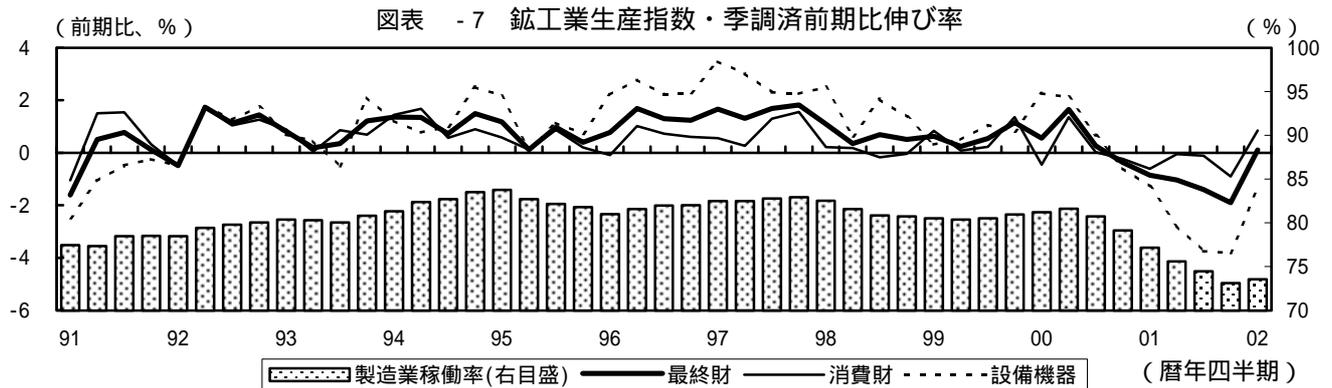
(前期比年率、%)

図表 - 6 実質設備投資と企業収益の推移

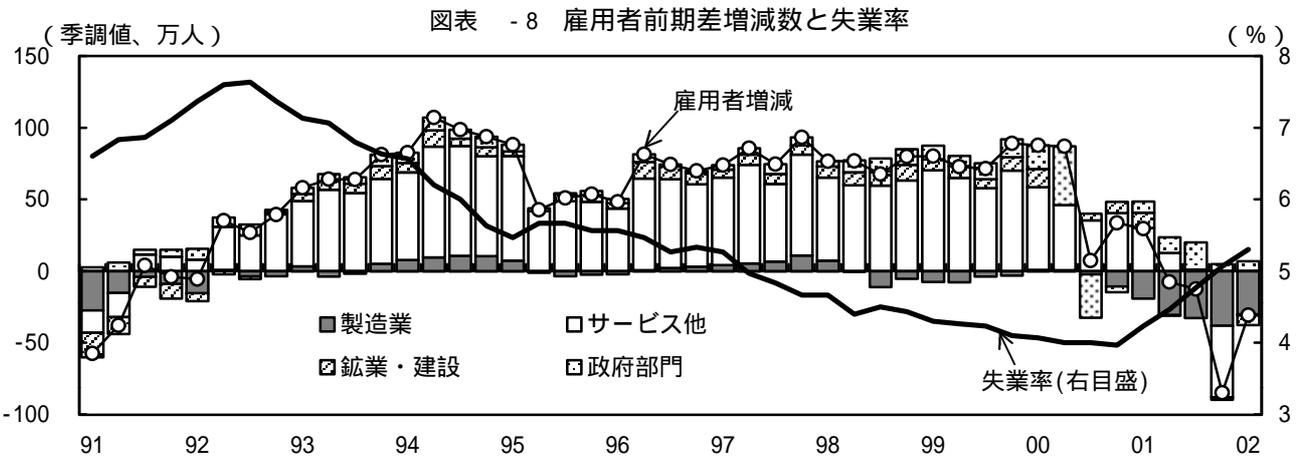


米国 : 生産は持ち直し、雇用は厳しい状況が続く

- ・ 鉱工業生産は、在庫調整の進展を背景に持ち直している。2002年1 - 3月期は、消費財は6四半期ぶりに前期比増加となり、設備機器は減少幅が縮小した。一方、稼働率は低水準で推移しており、設備投資の抑制要因となっている。
- ・ 雇用情勢は厳しい状況が続いている。雇用者数は、製造業で7四半期連続の前期比減少となり、非製造業でも2001年10 - 12月期にはサービス業などを中心に大きく落ち込み、全体では4四半期連続で減少している。そうしたなか失業率は上昇基調にあり、2002年1 - 3月期は5.3%、4月には6.0%となった。
- ・ 株価は、2002年初めにかけて景気回復期待を背景に大幅に回復したが、3月下旬には利上げ予想や企業業績懸念、中東情勢の緊迫化等により下落した。4月以降は企業業績の先行きに対して慎重な見方もあり軟調に推移している。長期金利は概ね横ばいで推移している。



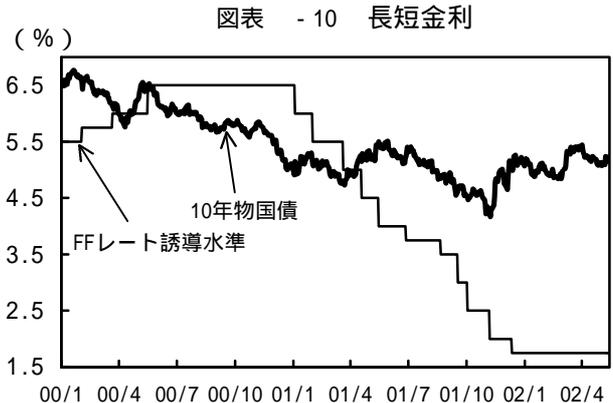
(備考) FRB “Industrial Production and Capacity Utilization” により作成。



(備考) 1. 米労働省 “Employment Situation” により作成。
2. 雇用者数は非農業部門、月平均。



(備考) Dow Jones, DRIにより作成。

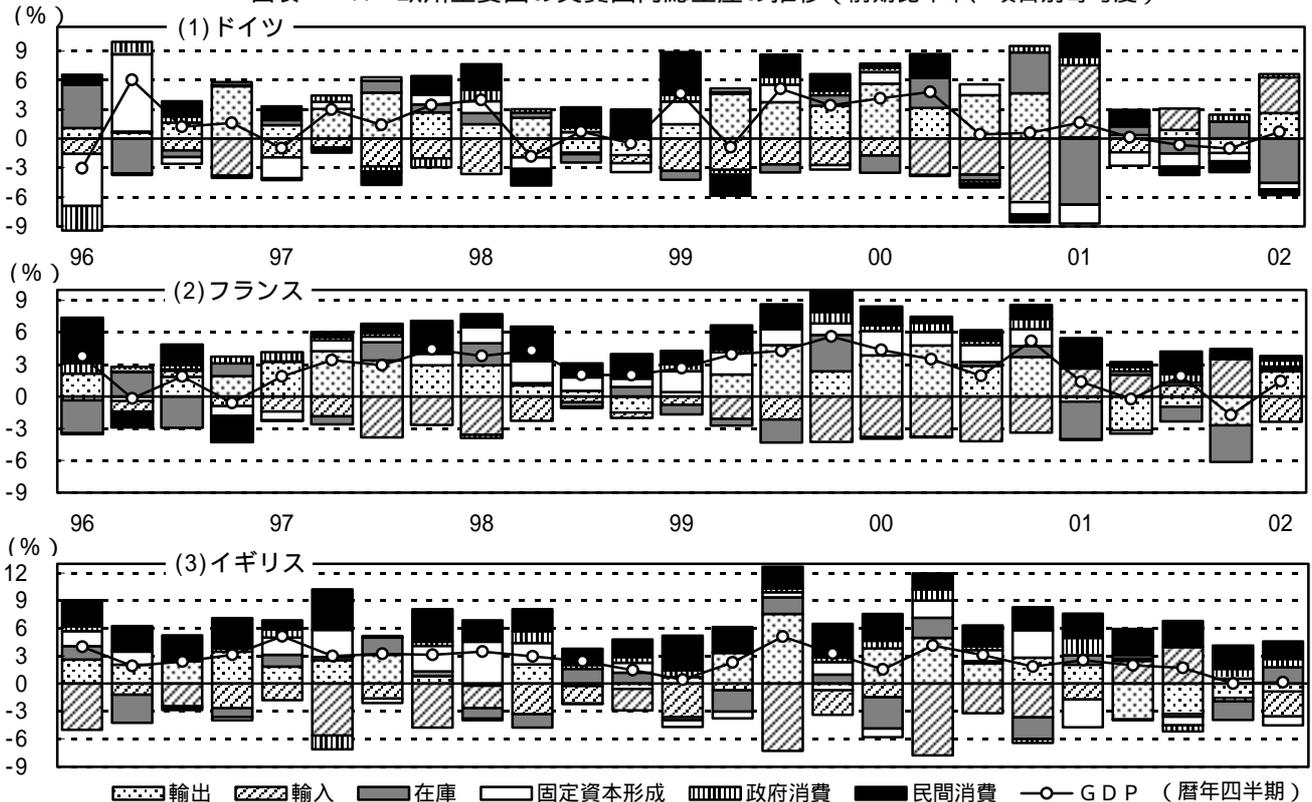


(備考) FRB資料, Wall Street Journalにより作成。

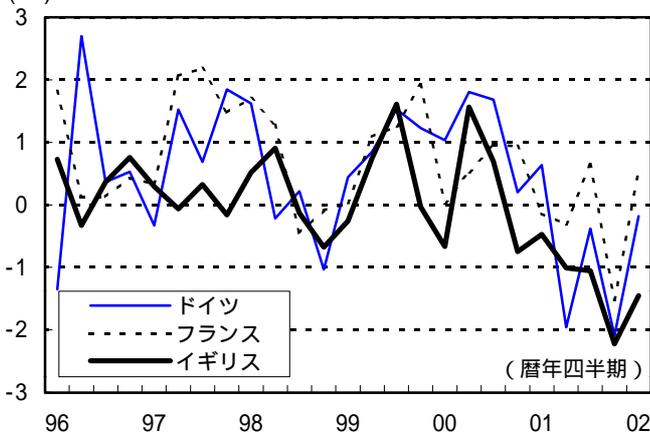
欧州主要国（独、仏、英）の経済は底固めの動き

- ・ 2000年後半からドイツ経済が先行して減速し、フランスおよびイギリス経済も、2001年10 - 12月期には、マイナス成長となった。
- ・ 直近では、ドイツおよびフランスの生産には底打ち傾向がみられ、雇用情勢は、各国とも失業率の上昇が小幅にとどまっているなど、全体として底固めの動きがみられる。
- ・ また、欧州中央銀行は、2001年央にインフレ懸念が沈静化する中、景気に配慮して5月より計1.5%の利下げを実施したが、11月以来、物価と景気の両睨みにより、政策金利を据え置いている。

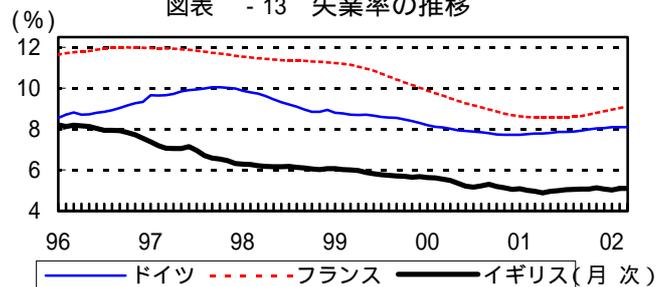
図表 - 11 欧州主要国の実質国内総生産の推移（前期比年率、項目別寄与度）



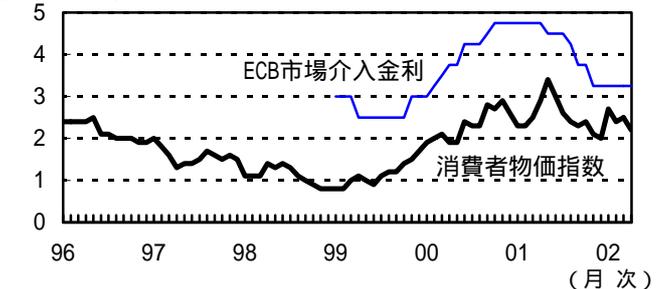
図表 - 12 鉱工業生産指数（前期比）



図表 - 13 失業率の推移



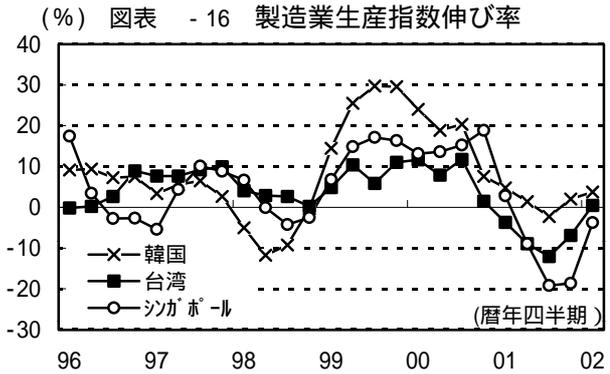
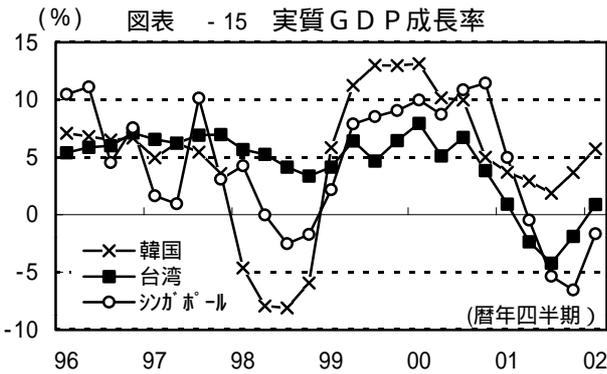
図表 - 14 ユーロ通貨圏の消費者物価と金融政策（前年比、%）



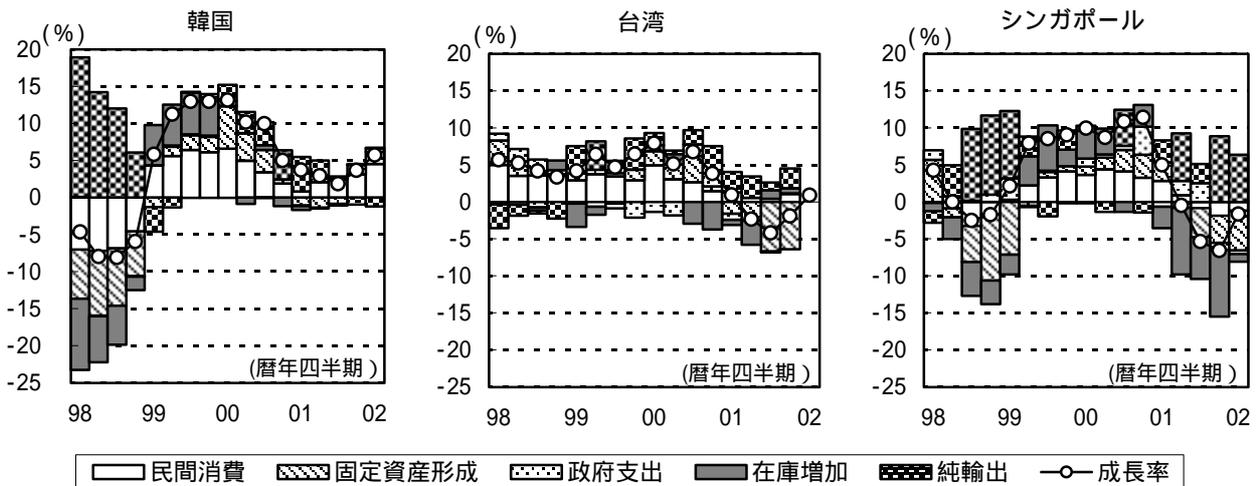
- (備考) 1. 独連邦統計局、仏国立統計経済研究所、英中央統計局、欧州統計局および欧州中央銀行の各資料により作成。
2. 図表 - 14を除き季節調整値による。
3. 失業率は各国比較のためILO基準値による。

アジア主要国経済（韓国・台湾・シンガポール）は回復

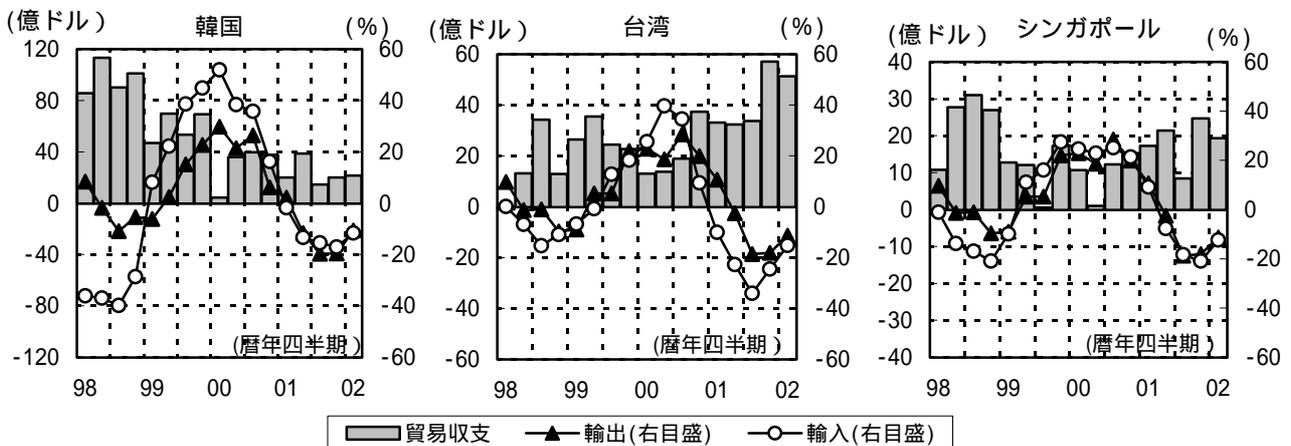
- ・アジア主要国経済は、回復局面に入っている。2001年のGDP成長率は、韓国の3.0%増に対して、台湾1.9%減、シンガポール2.0%減とマイナス成長であった。四半期の成長率では、韓国ではさらに拡大し、台湾は2002年1 - 3月期に増加に転じ、シンガポールは減少幅が縮小した。製造業生産指数からみて、今後も回復傾向が続くものとみられる。
- ・GDP成長率の内訳をみると、韓国は消費がプラスに寄与し続けている。台湾、シンガポールは、純輸出がプラスに寄与している。
- ・輸出入はいずれの国でも減少幅が縮小している。貿易収支は黒字を維持している。



図表 - 17 実質GDP成長率寄与度



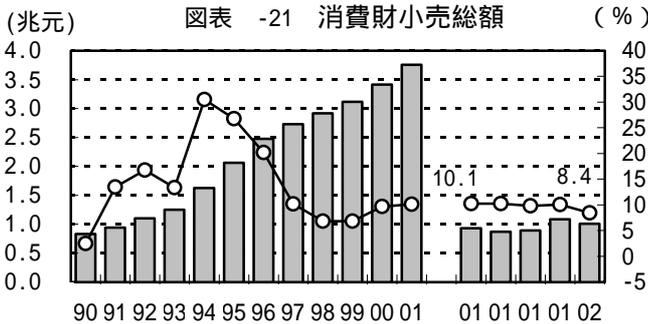
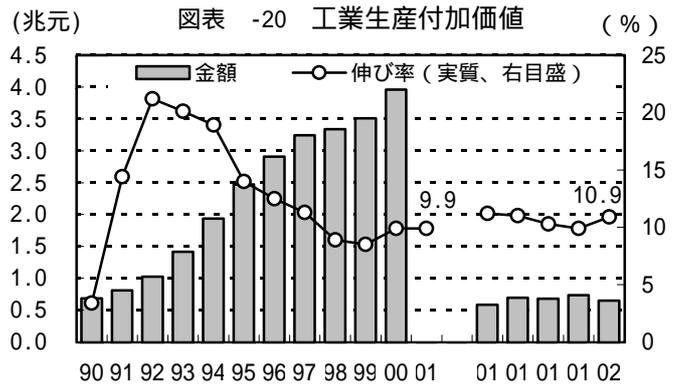
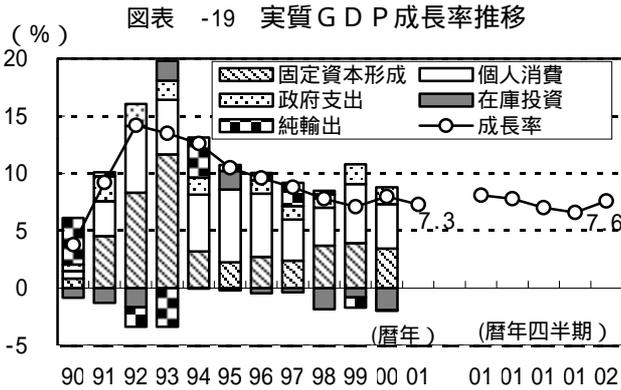
図表 - 18 貿易



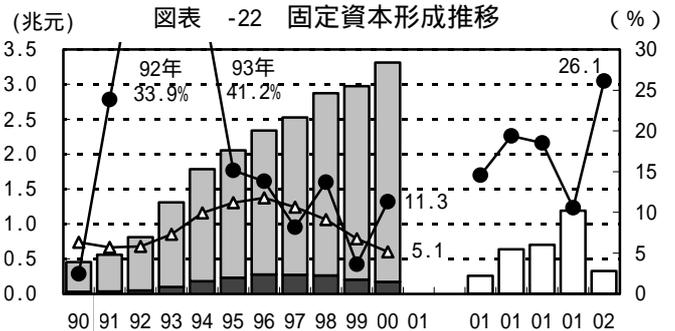
(備考) 1. 韓国銀行、台湾行政院、シンガポール統計局資料により作成。
 2. シンガポールの貿易収支は、当該通貨建の公表値を平均為替レートで換算。
 3. 伸び率は前年同期比。

中国：内需拡大により高成長を維持

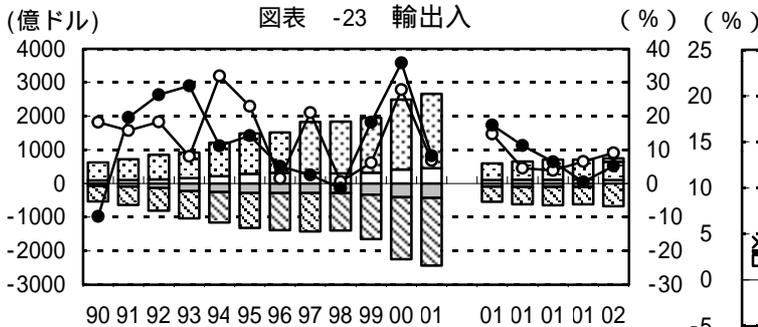
- ・中国の実質GDP成長率は、2001年は7.3%、2002年1 - 3月期は7.6%と高成長を続けている。工業生産付加価値もそれぞれ9.9%、10.9%の伸びとなった。
- ・高成長を維持しているのは、消費と固定資本形成の伸びによる。消費財小売総額は、公務員給与引き上げなど消費刺激策により高い伸びを維持した。固定資本形成も高い伸びを維持している。固定資本形成における直接投資のシェアは下がっているものの、2000年は5.1%と依然として重要な役割を担っている。
- ・輸出入は2001年に入り伸び率が鈍化した。貿易収支は黒字を維持しており、2001年は対世界で225億ドル、対日で22億ドルであった。
- ・消費者物価はゼロ近傍を推移しているが、サービスを含まない小売物価指数、工場出荷指数は一層下落している。



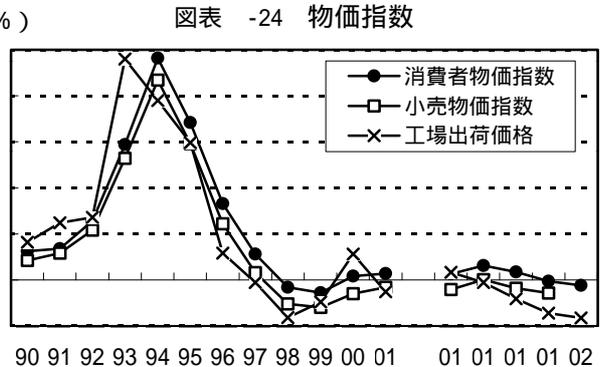
合計 合計の伸び率(右目盛)



直接投資 直接投資以外
合計 伸び率(右目盛)
直接投資の割合(右目盛)



対日輸出 対日輸入
対日輸出 対日輸入
輸出伸び率(右目盛) 輸入伸び率(右目盛)



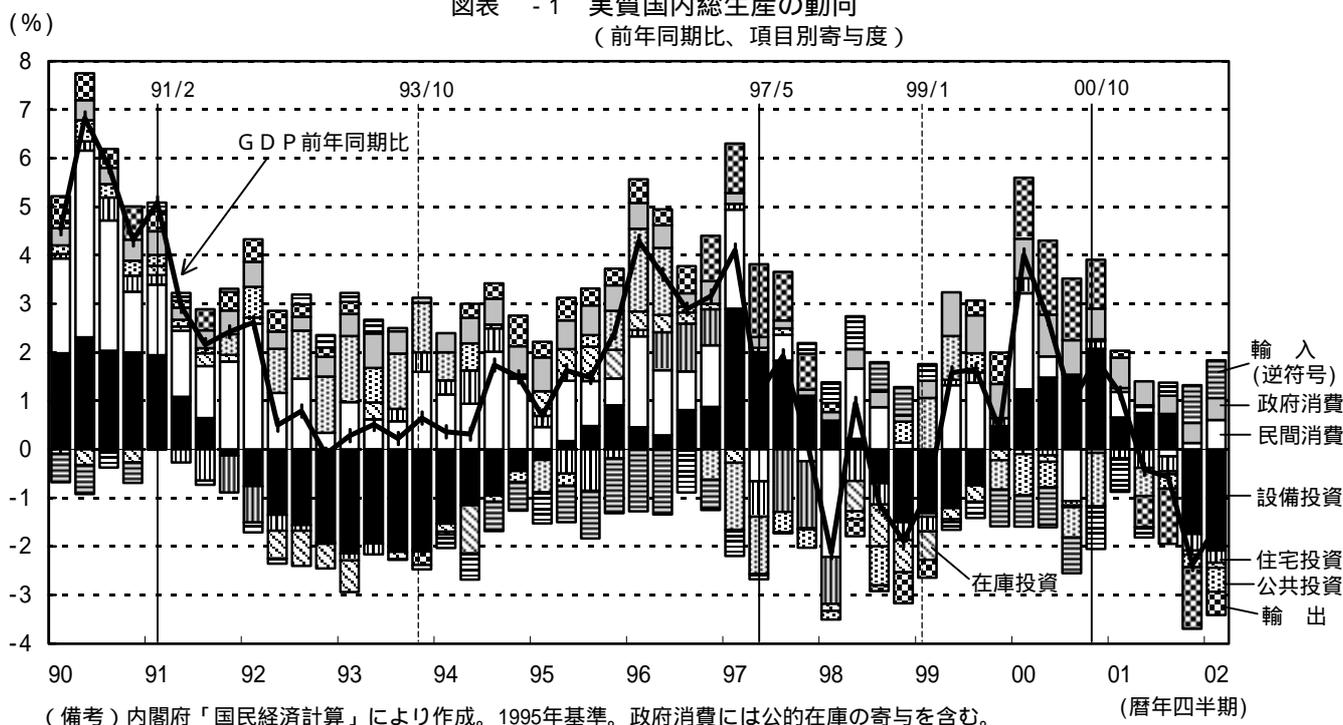
- (備考)
1. 図表 -19はIMF "International Financial Statistics" により作成。
 2. その他の図表は中国統計年鑑、中国経済景気月報により作成。
 3. 工業生産付加価値の四半期のデータと2001年の伸び率は、国有企業または売上が500万元以上の企業が対象。伸び率は実質。
 4. 伸び率は前年同期比。

・底固めの段階にある日本経済

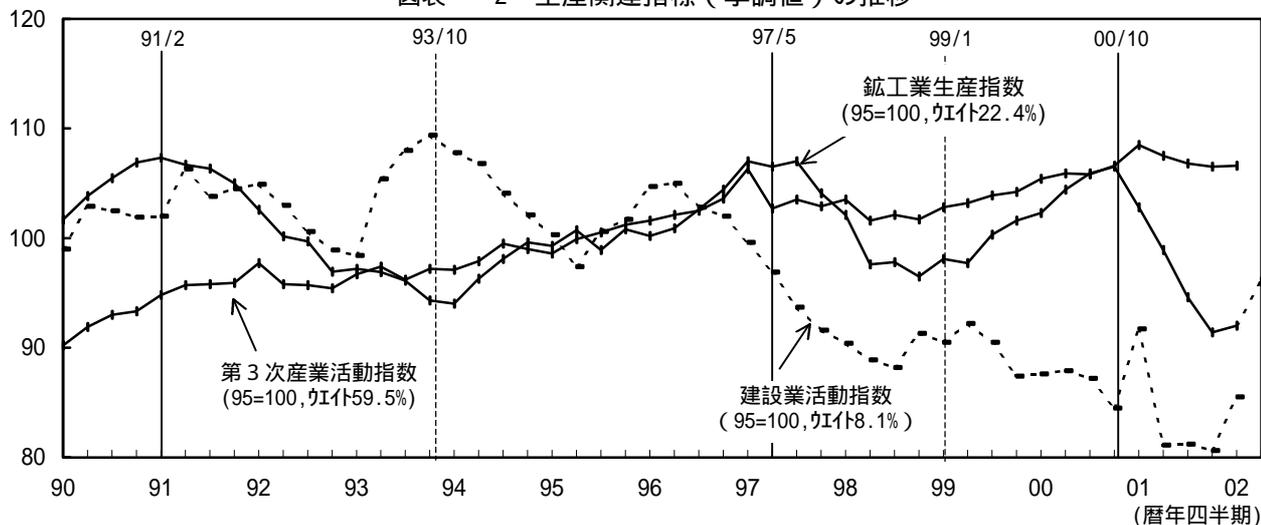
概況：生産は緩やかながら回復へ

- ・日本経済は、米国・アジア経済の持ち直し、IT関連分野の調整一巡などを背景に、底固めの段階にある。今後、雇用情勢の厳しさが消費を抑制する懸念はあるものの、景気は底離れに向かうものとみられる。
- ・需要面をみると、個人消費は所得・雇用環境の厳しさを反映して依然弱い。設備投資は減少が続いているが、先行指標は製造業に下げ止まりの兆しがみられる。住宅投資と公共投資は低調に推移している。輸出はアジア向けに続き米国向けも底を打ちつつあり、全体では増加に転じている。輸入は横ばいとなっている。経常収支の黒字は緩やかに増加している。
- ・供給面をみると、在庫調整は着実に進展しており、生産はIT関連を中心に底を打ち、緩やかながら増加に転じている。第3次産業活動は下げ止まりの兆しがみられる。建設業活動は低調に推移している。

図表 - 1 実質国内総生産の動向
(前年同期比、項目別寄与度)



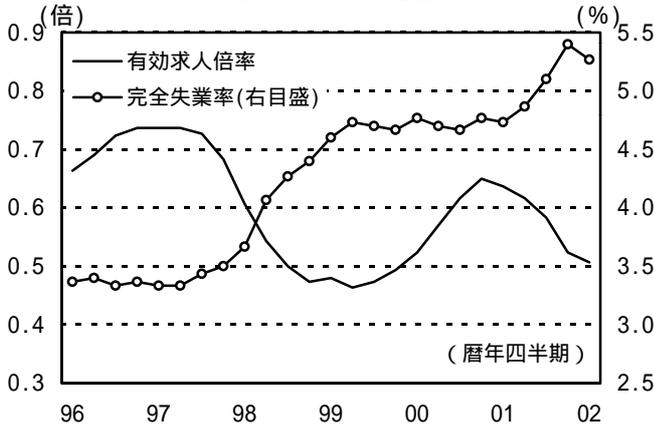
図表 - 2 生産関連指標(季調値)の推移



雇用は縮小続くが、労働時間は増加

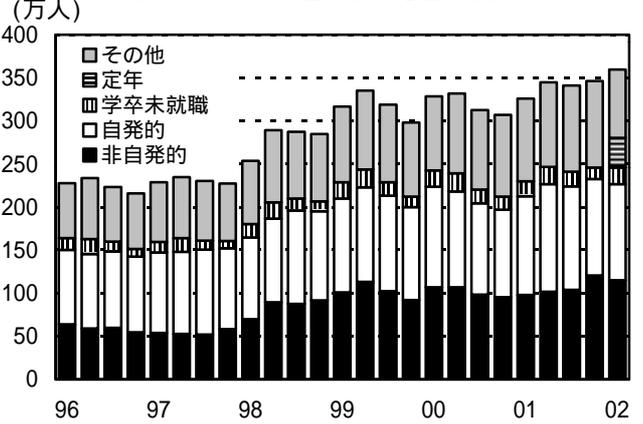
- ・有効求人倍率は、2002年に入り下げ止まりつつある。完全失業率は2001年12月に5.5%のピークをつけた後も、非自発的失業者を中心に依然高水準にある。
- ・就業者数は、サービス業では堅調であるものの、製造業、建設業の減少幅が拡大を続けている。自営・家族従業者の傾向的な減少に加え、常雇の雇用者の減少幅が拡大しており、企業規模別では、500人以上の大企業で減少が目立っている。
- ・所定外労働時間は、2002年に入って増加に転じている。

図表 - 8 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。季節調整値。

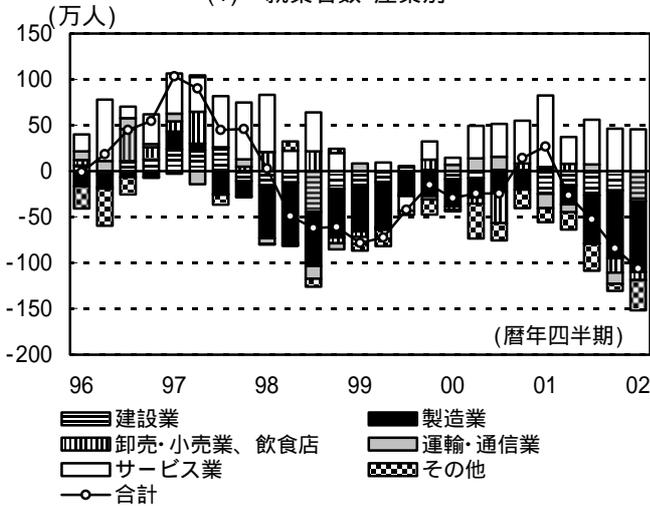
図表 - 9 求職理由別 完全失業者数



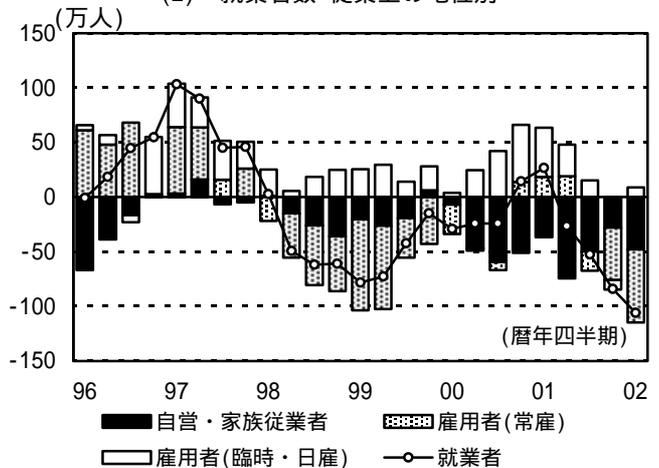
(備考) 1. 総務省「労働力調査」により作成。
2. 「定年」は2002年から選択肢に加えられ

図表 - 10 就業者数および雇用者数 前年差の内訳

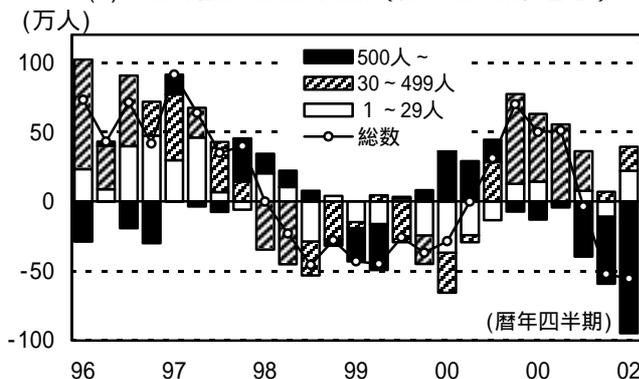
(1) 就業者数 産業別



(2) 就業者数 従業上の地位別

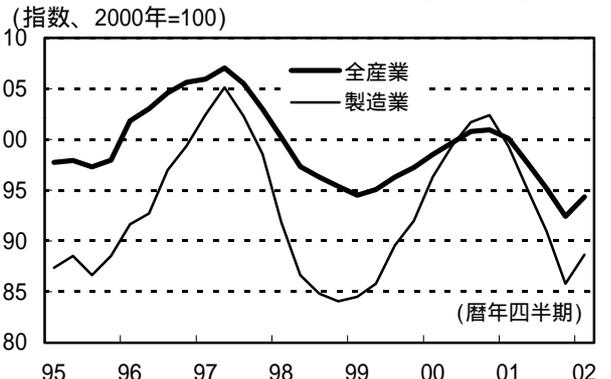


(3) 雇用者数 企業規模別 (除く農林業、官公)



(備考) 総務省「労働力調査」により作成。

図表 - 11 所定外労働時間 (季調済)

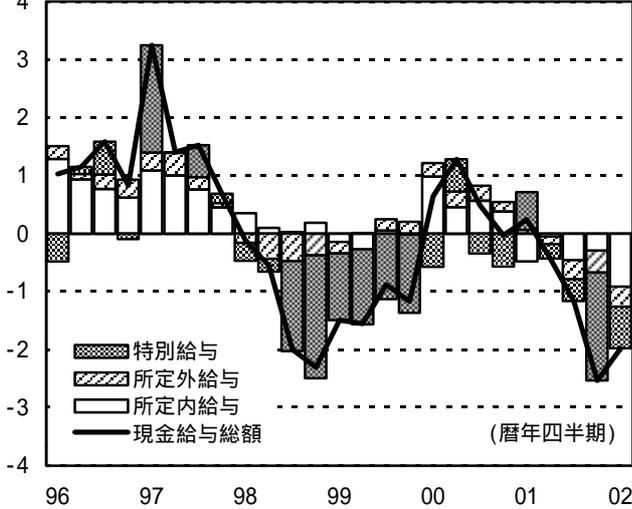


(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。

消費環境は依然厳しい

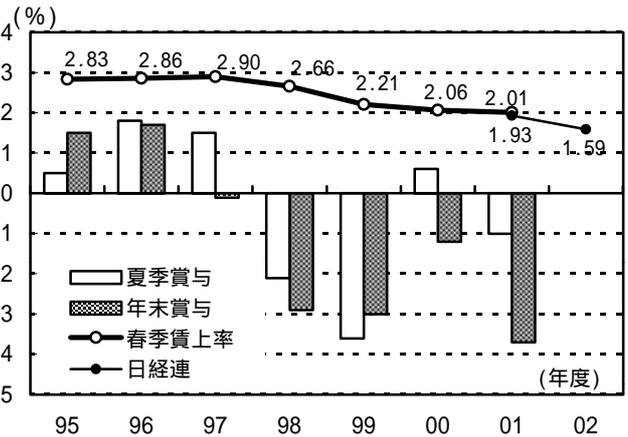
- ・名目賃金は、減少が続いている。2001年の冬季賞与は過去最大の減少率となり、この春の賃上げ率も過去最低を更新するなど、所得環境は厳しい。
- ・家計の名目消費支出は、前年を下回る状況が2年半に亘り続いている。デフレの影響を調整した実質でも5四半期連続の減少となっている。
- ・収入減が長期化するなか、消費性向による消費の下支え効果もみられなくなっている。

図表 - 12 一人当たり現金給与総額 前年同期比 (%)



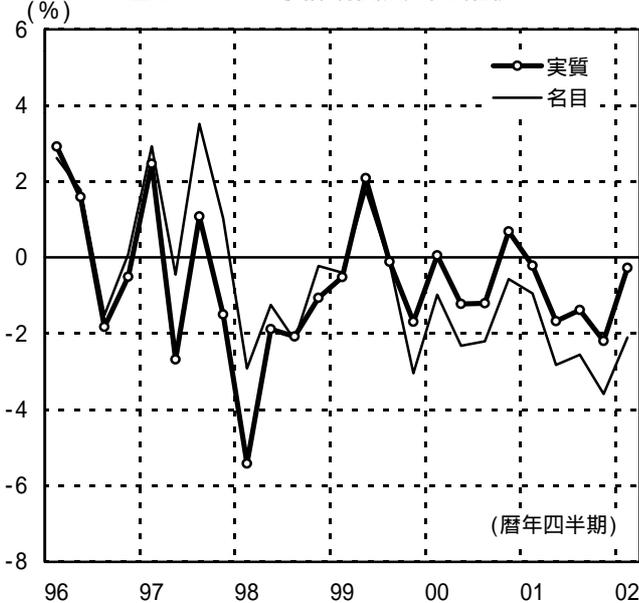
(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 事業所規模5人以上。

図表 - 13 春季賃上率、賞与の前年同期比 (%)



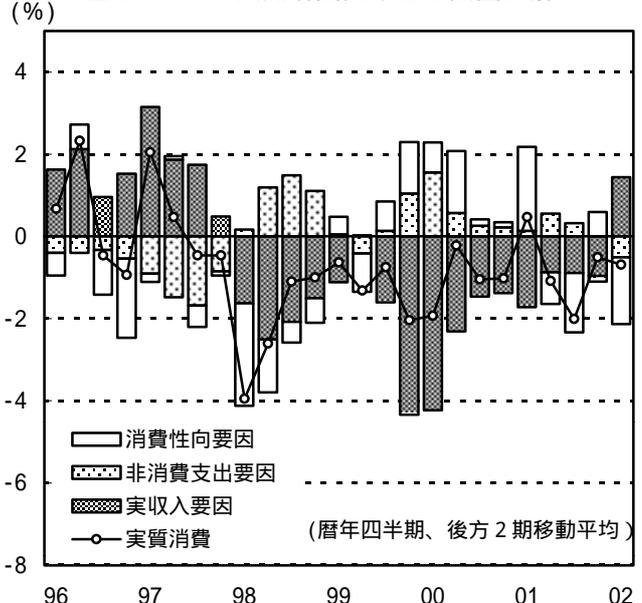
(備考)
1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、日経連「春季労使交渉妥結結果」により作成。
2. 夏季賞与は6~8月、年末賞与は11~1月の間に賞与として支給された給与。事業所規模5人以上。
3. 春季賃上げ率は従業員千人以上、資本金20億円以上の労働組合のある上場企業。
4. 日経連は、回答のあった大手191社の平均。

図表 - 14 家計消費支出の推移 (%)



(備考)
1. 総務省「家計調査」(全世帯)、「消費者物価指数」により作成。
2. 自動車、贈与金、仕送り金を含まず、世帯人員数の変化の影響を除いている。
3. 実質化は消費者物価指数(帰属家賃及び自動車を除く総合)による。

図表 - 15 実質消費前年比の要因分解 (%)



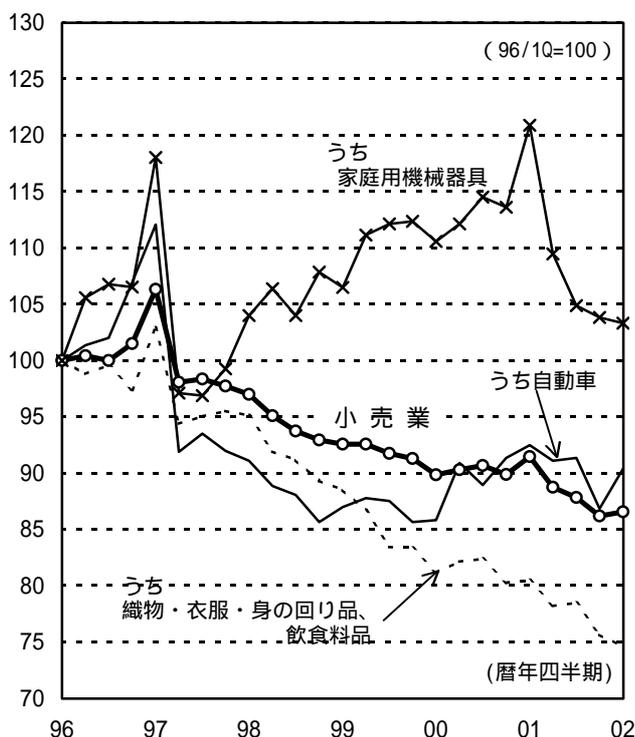
(備考)
1. 総務省「家計調査」(勤労者世帯)、「消費者物価指数」により作成。
2. 実質化は帰属家賃を除く消費者物価指数総合による。
3. 要因分解は下式に基づいて行った(全て実質)。
$$DC = a \cdot DY - a \cdot DT + Da \cdot (Y - T)$$

(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、a:消費性向

消費マインドには明るさも

- ・小売業販売額は減少傾向が続いている。衣服・飲食料品等は価格低下の影響が大きく、家庭用機械器具も低価格化の進展に加え、昨年の家電リサイクル法適用前の駆け込みの反動、パソコン販売の減少などから水準を落としている。
- ・乗用車の新車登録台数は、新車投入などから小型、軽など低価格車種を中心に堅調に推移している。
- ・旅行取扱高は、9月の米国テロ事件以降減少が続いているが、海外旅行は徐々に減少幅が縮小し、国内旅行は単価低迷を旅行者数の増加が補い、前年並みとなっている。
- ・消費者マインドは、景況感の改善を受けて、2002年に入って好転しつつある。しかし、99年の様にマインドの改善が消費回復へ結びつかなかった例もあり、今後所得・雇用などの消費環境が鍵を握るものと思われる。

図表 - 16 小売業販売額指数(季調値)



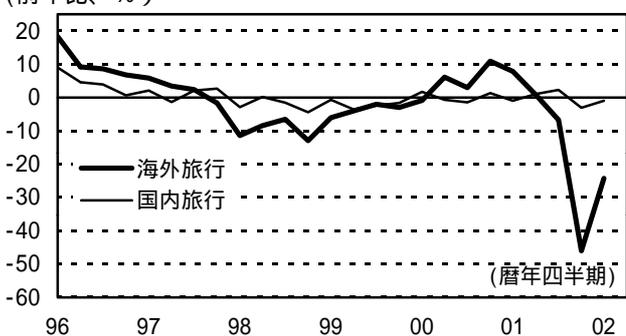
(備考)1. 経済産業省「商業販売統計」により作成。
2. 小売業の業種別販売額指数(季調値)内訳は、季調済の公表値を各業種販売額で按分した。

図表 - 17 新車登録・届出台数(季調値)



(備考)自動車販売連合会資料により作成。軽を含む乗用車。02/2Qは4、5月平均。

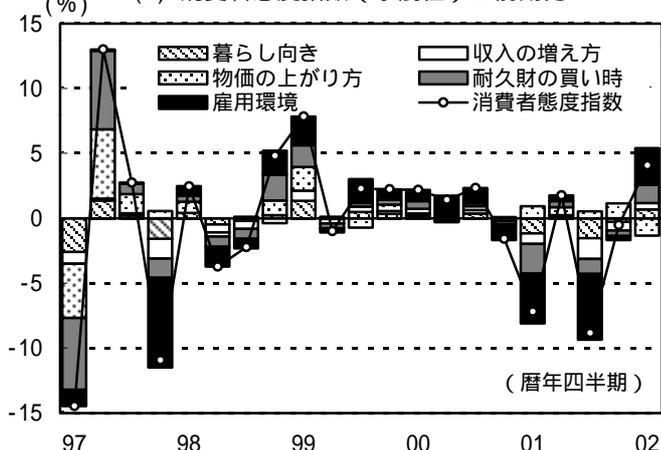
図表 - 18 旅行取扱高



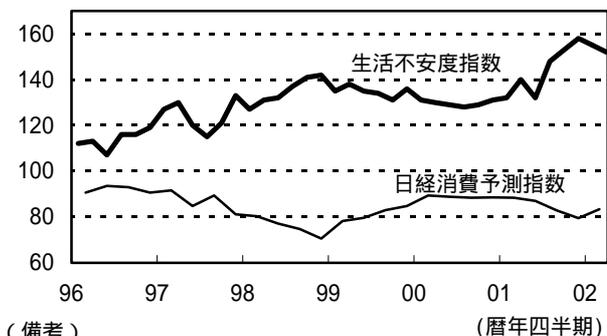
(備考)国土交通省「主要旅行業者50社の旅行取扱状況」により作成。

図表 - 19 消費者マインド指標

(1) 消費者態度指数(季調値)の前期比



(2) 他のマインド指標の動き

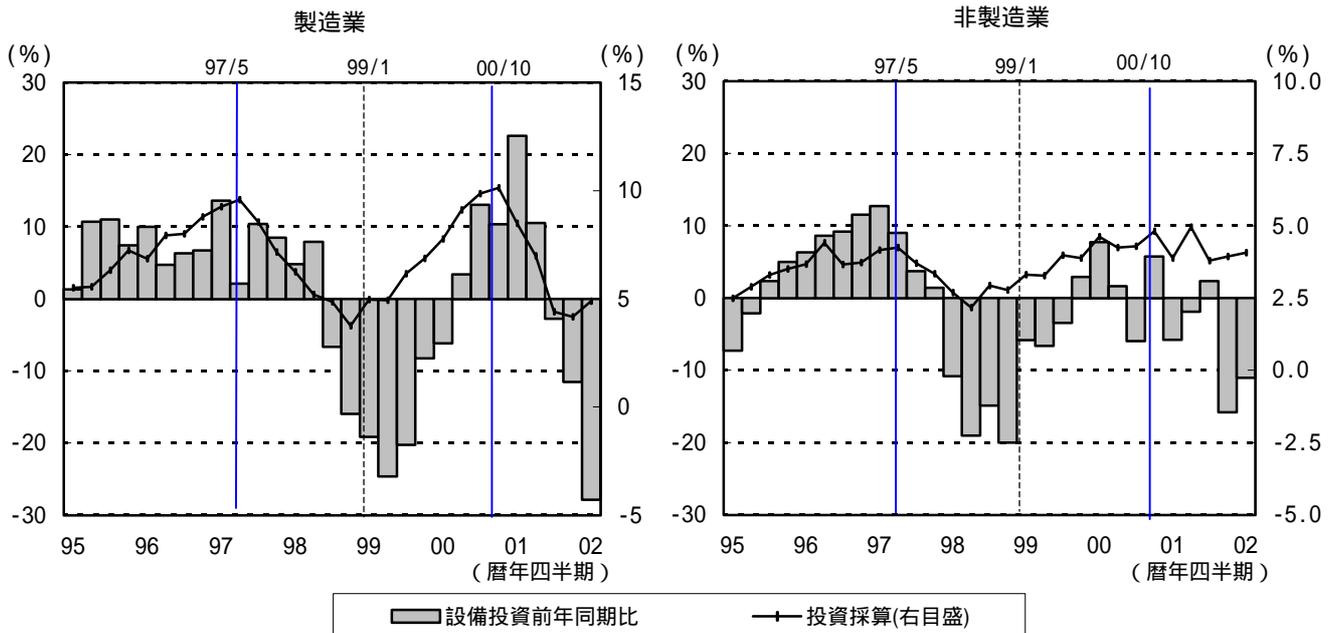


(備考)1. 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、日経産業消費研究所資料により作成。
2. 消費者態度指数は今後半年間の見通しに関する調査。内訳は季節調整済の計数から再按分した。

設備投資は引き続き減少、先行指標は製造業に下げ止まりの兆し

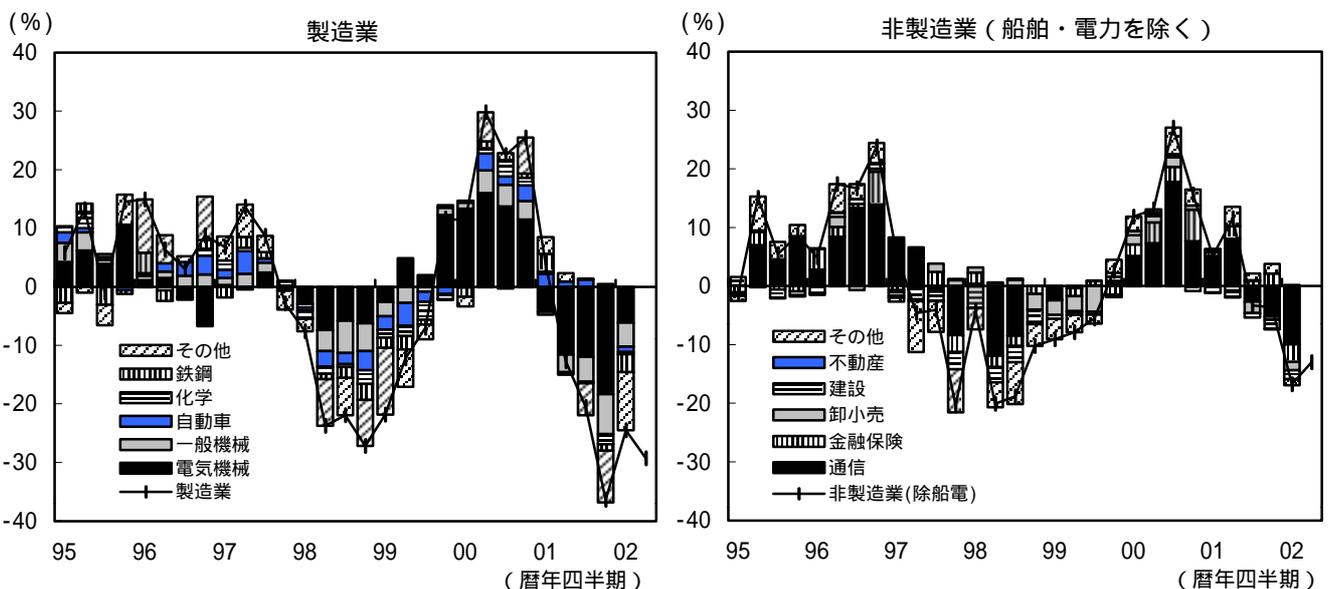
- ・ 投資採算は製造業で設備投資増減の目安となる5%を下回っており、設備投資の前年比は製造業が3割近い大幅減、非製造業も二桁減と、ともに減少を続けている。
- ・ 設備投資に半年程度先行する機械受注は、非製造業からの受注は通信を中心に減少幅が拡大しているものの、製造業からの受注は電気機械を中心に減少幅が縮小している（前期比では下げ止まり）。設備投資は、2002年度後半に下げ止まりに向かうことが予想される。

図表 - 20 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。設備投資は、除くソフトウェア。
 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）
 ただし、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 - 21 機械受注業種別寄与度（前年同期比）

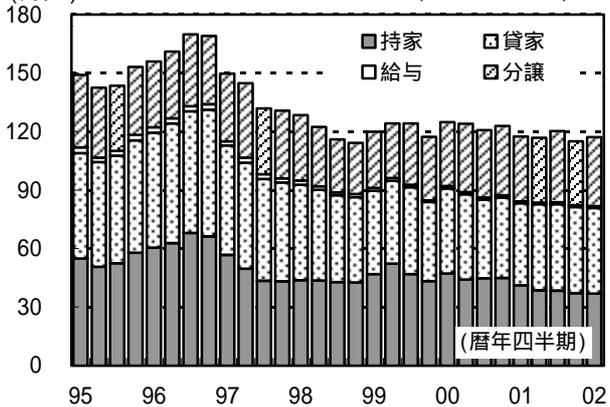


- (備考) 内閣府「機械受注統計」により作成。2002年4-6月期は、内閣府見通し。

住宅投資は低調に推移

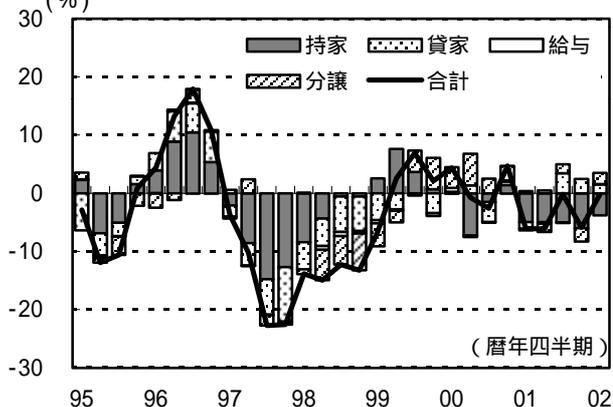
- ・新設住宅着工戸数は、持家が前年を下回っているものの、貸家が堅調であることから、年率120万戸弱で推移している。床面積で見ると、一戸あたりの面積が広い持家の減少が響き、前年比での落ち込みが顕著となっており、住宅投資は依然低調に推移している。
- ・99年以降堅調であったマンション市場は、首都圏、近畿圏ともに、契約率がやや弱含み、在庫が増加している。

図表 - 22 住宅着工戸数(季調値年率)推移



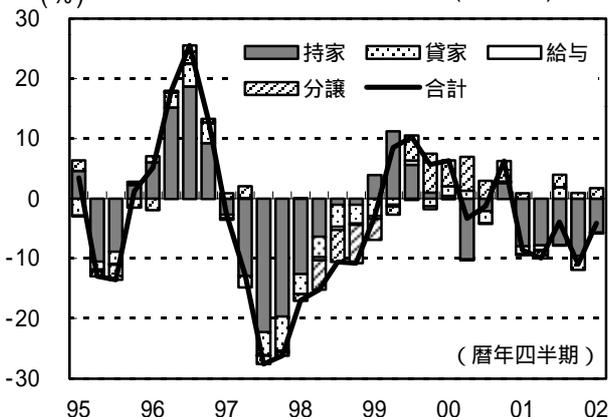
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表 - 23 住宅着工戸数(前年比)



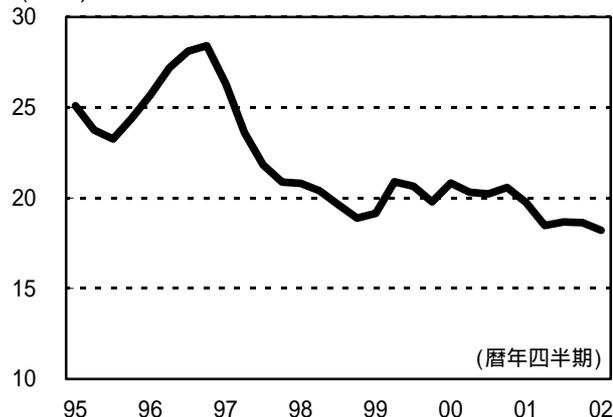
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表 - 24 住宅着工床面積(前年比)



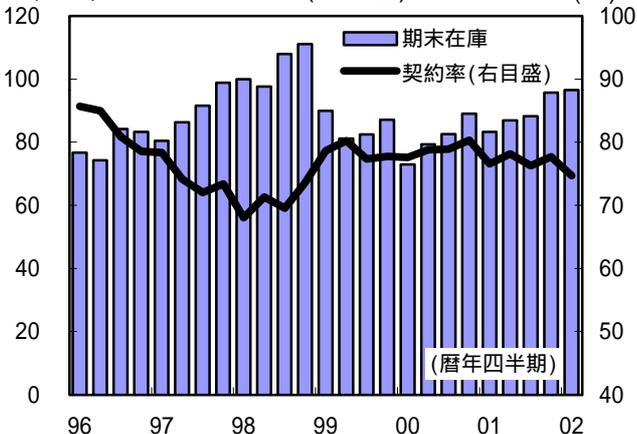
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表 - 25 実質住宅投資(季調値年率)



(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

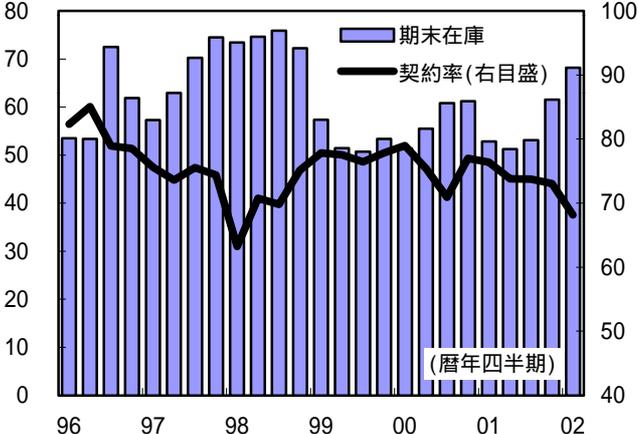
図表 - 26 マンション契約率と完成在庫(首都圏)



(備考) 1. 不動産研究所「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。

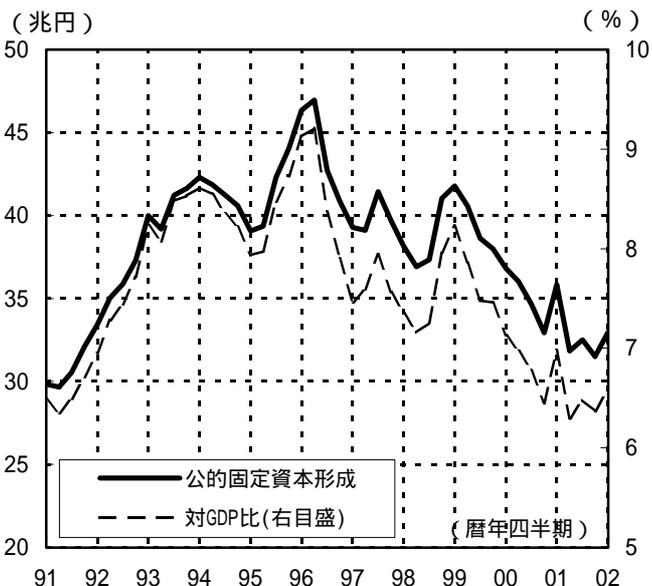
図表 - 27 マンション契約率と完成在庫(近畿圏)



財政事情を反映し、公共投資は減少傾向

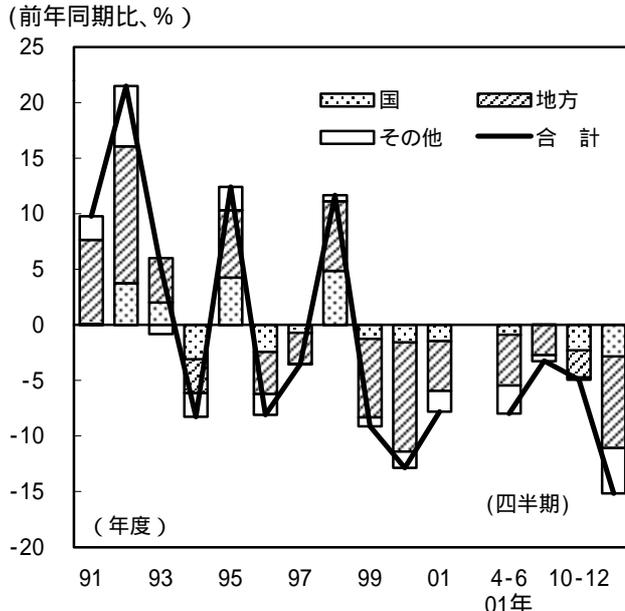
- 公共投資（公的資本形成）は、99年後半以降ほぼ一貫して減少しており、GDP比では6%台半ばまで低下してきている。先行指標である公共工事請負金額は、99年度以降、財政事情の厳しい地方分の減少を主因にマイナス基調が続いている。
- 2002年度末の国・地方計の長期債務残高は、693兆円（対GDP比約140%）に達する見込みである。日本の政府債務水準は国際的にみて著しく高く、プライマリーバランス（公債に関する歳出入を除く基礎的財政収支）も大幅な赤字が続いている。90年代後半から財政再建へ向かいつつあるイタリア、カナダなどと対照的である。

図表 - 28 公共投資額の推移



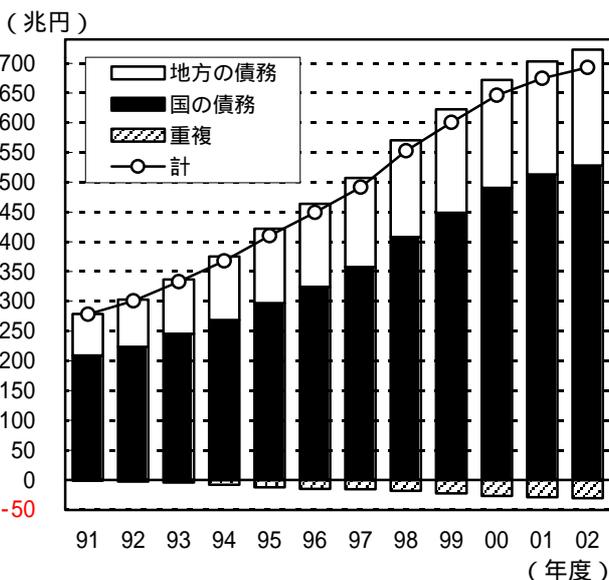
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. データは名目季節調整済年率。

図表 - 29 公共工事請負金額の推移



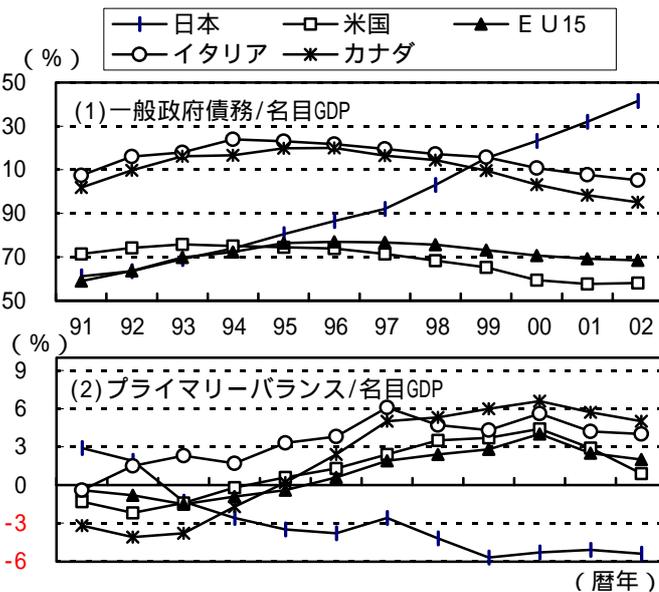
(備考) 1. 保証事業者協会「公共工事前払金保証統計」により作成。
2. 凡例中、地方は「都道府県」および「市町村」の計。その他は「事業団・公団」および「地方公社」等の計。

図表 - 30 国および地方の長期債務残高



(備考) 1. 財務省「財政関係資料(平成14年3月)」により作成。
2. 2001年度は補正予算後、2002年度は当初予算による見込み。

図表 - 31 財政状況の国際比較

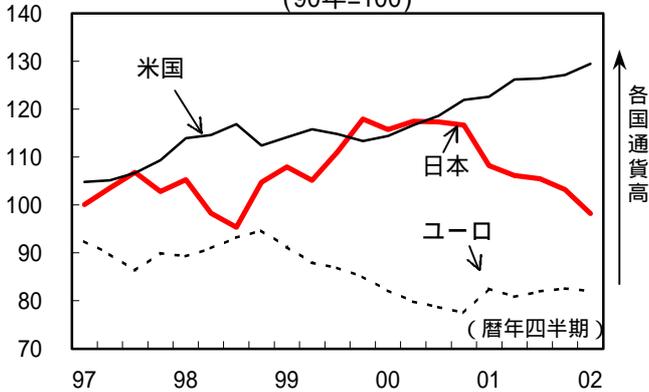


(備考) 1. OECD "Economic Outlook70" により作成。
2. 2001、2002年は推計値。
3. 2000年の欧州には携帯電話ライセンス売却収入（プライマリーバランスで1%前後）を含む。

輸出は底打ち、輸入は横ばい

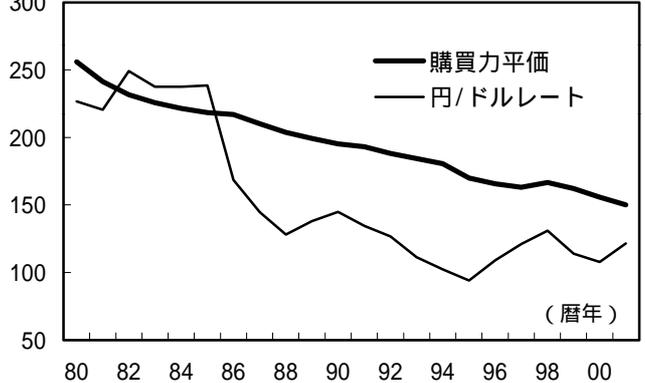
- ・日本の実質実効為替レートは、2001年1 - 3月期以降、円安が進んでいる。
- ・輸出は、景気回復に転じた米国向けが底を打ちつつあるほか、在庫調整が進むアジア向けが回復していることから、全体では増加に転じている。
- ・輸入は、これまで減少していたアジアからの機械機器等が持ち直しており、全体では横ばいとなっている。

図表 - 32 実質実効為替レート (90年=100)



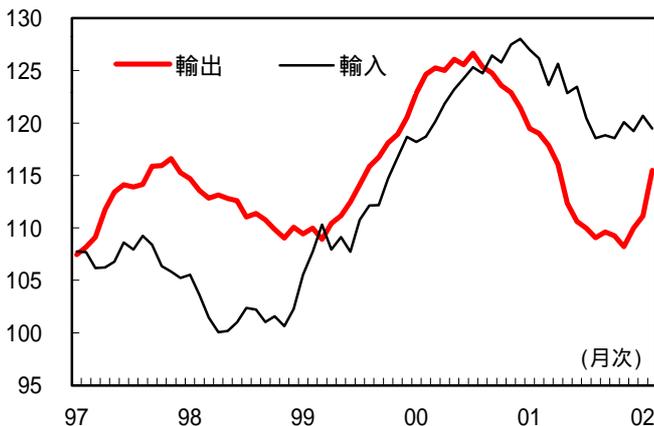
(備考) 1. JPMorgan "World Financial Market" により作成。
2. 当該国と貿易相手44カ国との物価水準により為替レートを実質化し、90年の工業製品貿易額で加重平均。

図表 - 33 日本の購買力平価と対ドルレート (円)



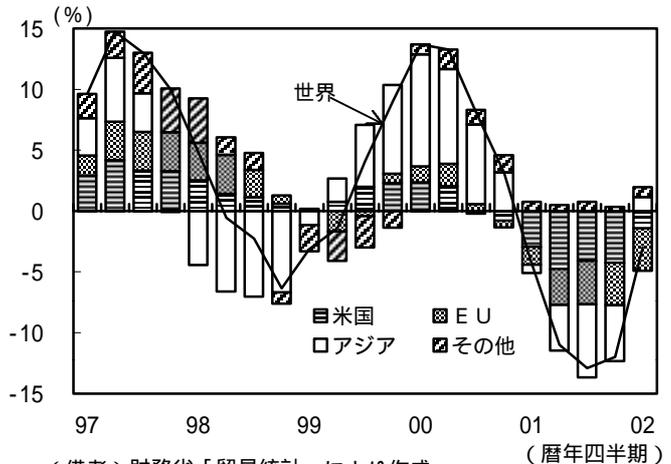
(備考) OECD "Purchasing Power Parities and Real Expenditure" により作成。

図表 - 34 輸出入数量指数 (95年=100)



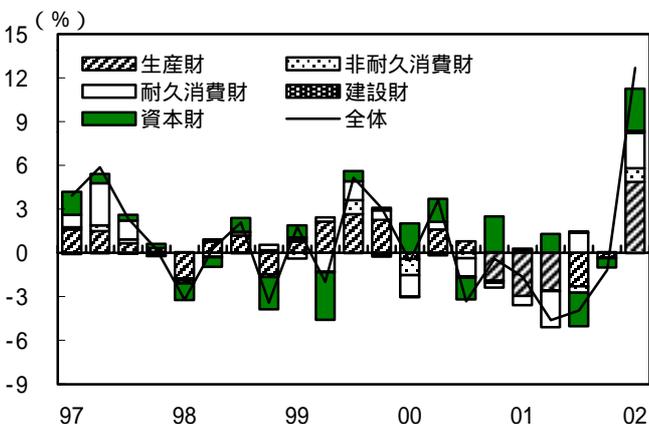
(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。
2. X-11による季節調整値の3ヵ月移動平均値。

図表 - 35 地域別輸出数量指数 (前年同期比)



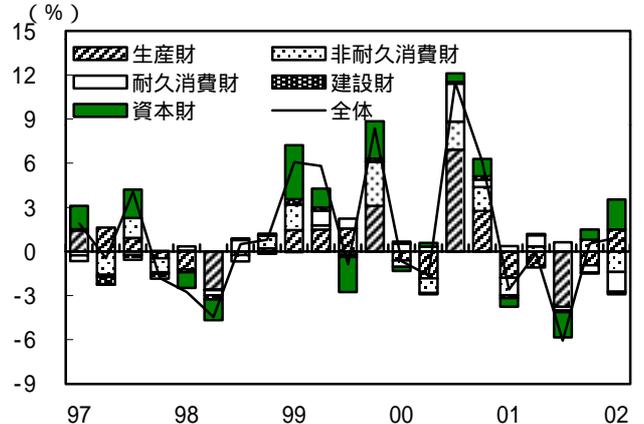
(備考) 財務省「貿易統計」により作成。

図表 - 36 鉱工業財別輸出向け出荷指数 (季調済前期比)



(備考) 経済産業省「産業活動分析」により作成。 (暦年四半期)

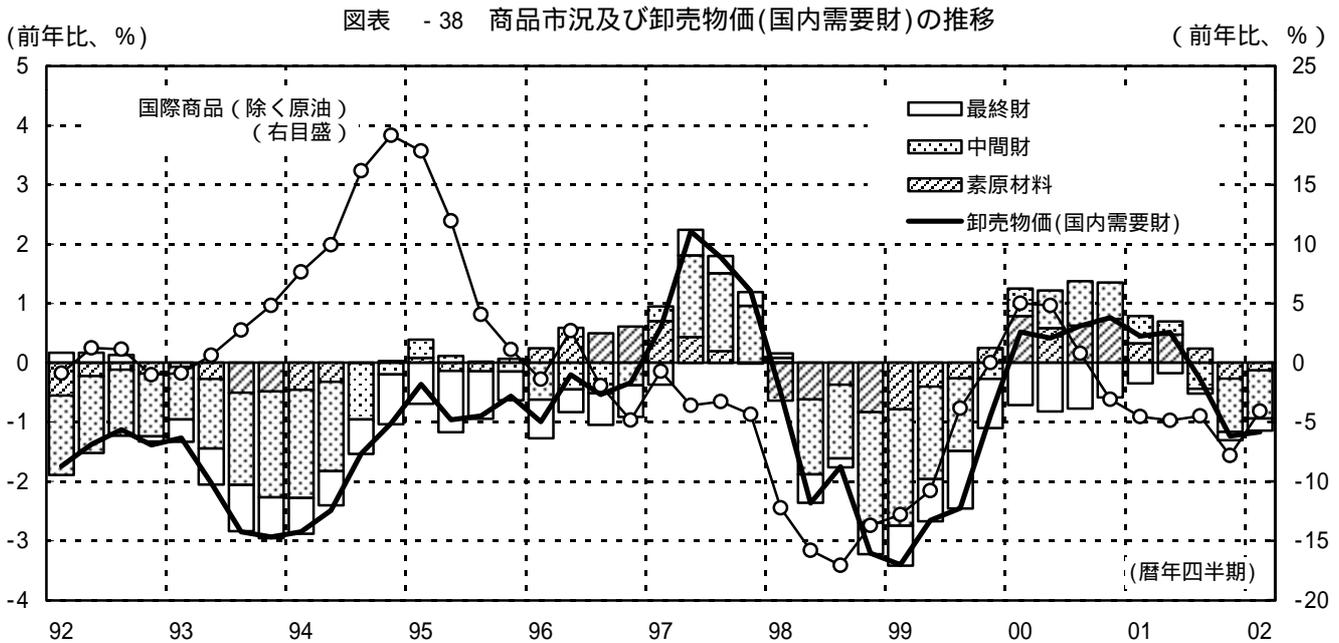
図表 - 37 鉱工業財別輸入指数 (季調済前期比)



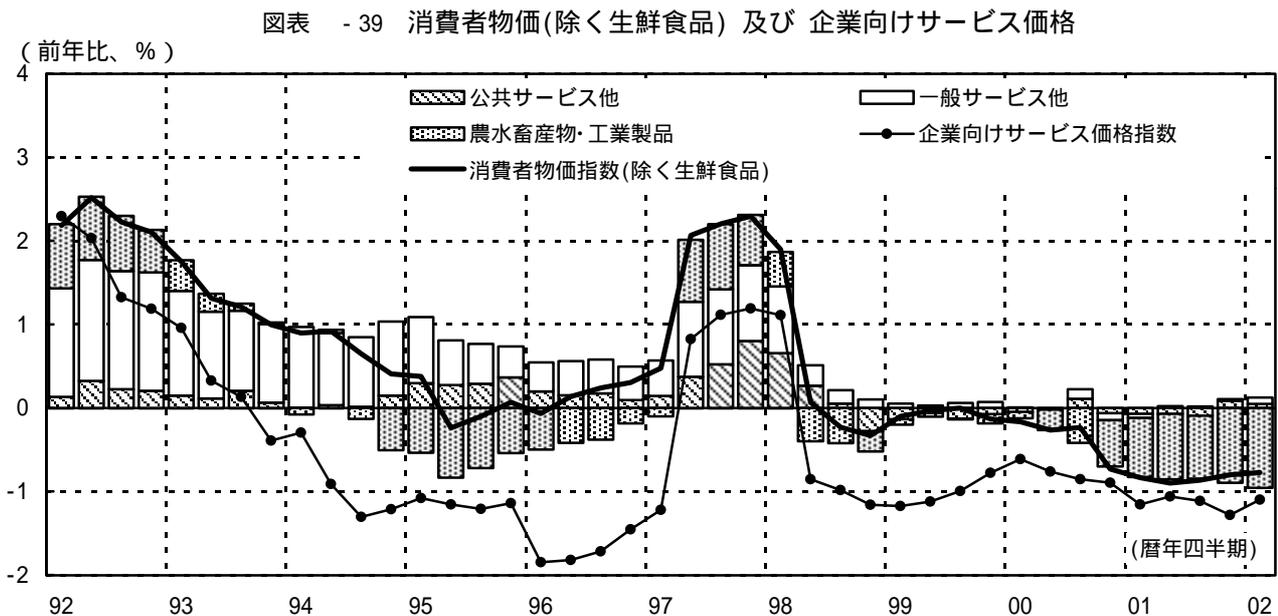
(備考) 経済産業省「産業活動分析」により作成。 (暦年四半期)

卸売物価は下落が鈍化し、消費者物価は引き続き下落

- ・卸売物価(国内需要財)は、前年を下回っているものの、2002年1 - 3月期にかけて、素原材料、中間財の動きに合わせて、下落がやや鈍化している。国際商品市況は、世界的な景気悪化から2000年10 - 12月期以降、前年を下回っていたが、米国経済の回復等を背景に下落幅が縮小している。
- ・消費者物価(除く生鮮食品)は、耐久消費財を含む工業製品を中心に下落が続いている。企業向けサービス価格は、リース・レンタルや通信・放送を中心に下落が続いている。



(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。

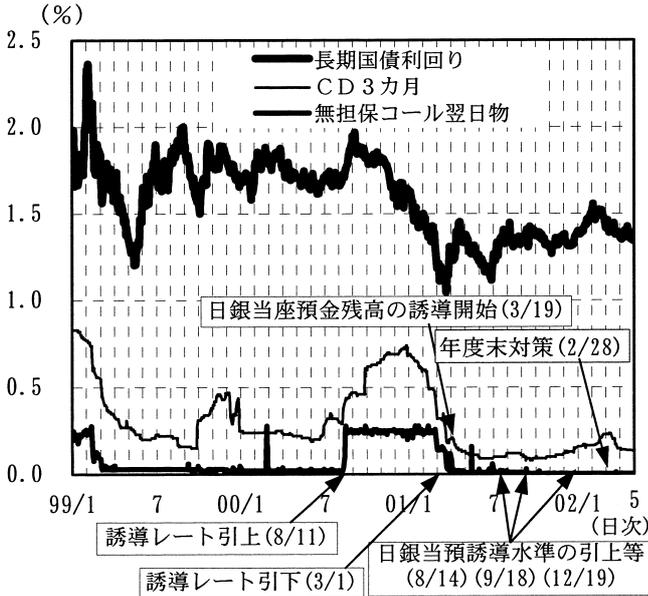


(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」により作成。
2. 一般サービス他には出版物を、公共サービス他には電気・都市ガス・水道を含む。
3. 企業向けサービス価格指数は、外洋貨物輸送及び国際航空貨物輸送を除いている。

低金利下で信用リスク回避の動き

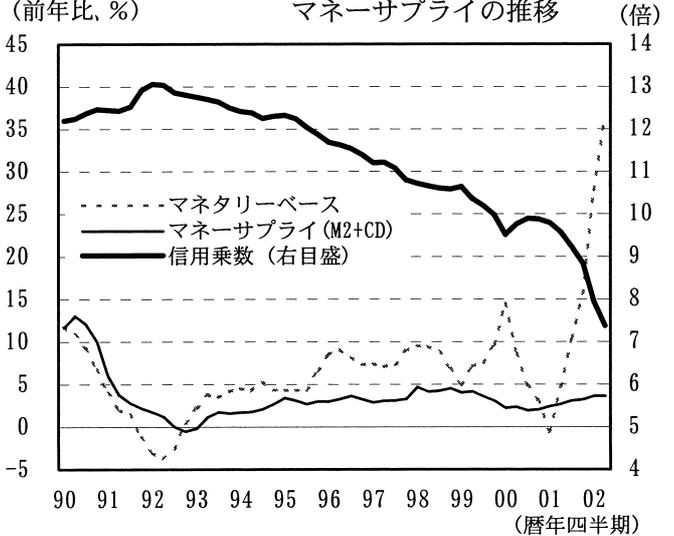
- ・ 金融市場では、年初から、期越え資金需要とペイオフ解禁を控えた資金確保の動きが重なり、3ヵ月物などで一時的な金利上昇がみられた。国債利回りは、格付引き下げ懸念に加え、金融機関の決算対策や海外投資家の売りもあり、数ヵ月来のボックス圏から一旦乖離する場面があったが、3月の期末危機懸念の後退とともに落ち着き、再び低金利基調に戻った。
- ・ マネタリーベースは、国債買い切りオペ増額や期末対策による一時的な短期資金供給の急増もあり、直近では記録的な増加となった。
- ・ マネーサプライは、投資信託や預金保護対象外となる大口定期預金から普通預金等への資金シフトが顕著となり、信用面では民間向け貸出減少、国債購入の増加が続くなど、リスク回避的な資金運用傾向が強まっている。

図表Ⅱ-40 主要市場金利の推移



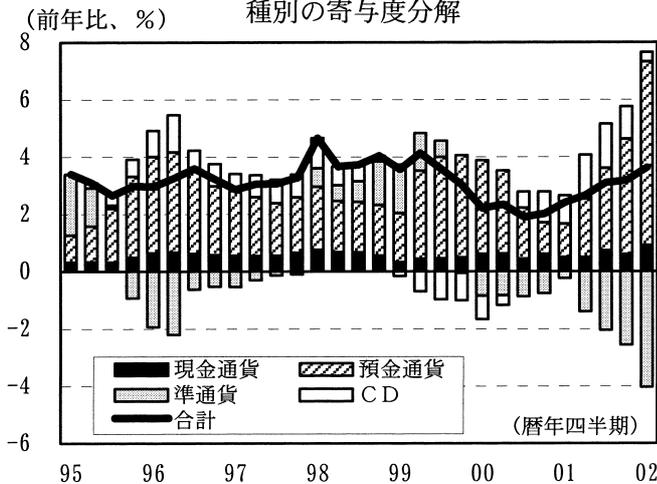
(備考) 1. 日本経済新聞により作成。
2. 長期国債利回りは、10年物。
3. CD3ヵ月物は新発気配レート(買い)。

図表Ⅱ-41 マネタリーベースとマネーサプライの推移



(備考) 1. 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」により作成。
2. 前年比は期中平均残高による。
3. 信用乗数=マネーサプライ (M2+CD)/マネタリーベース。季節調整値による。
4. 直近2002年4-6期は4月単月の数値による。

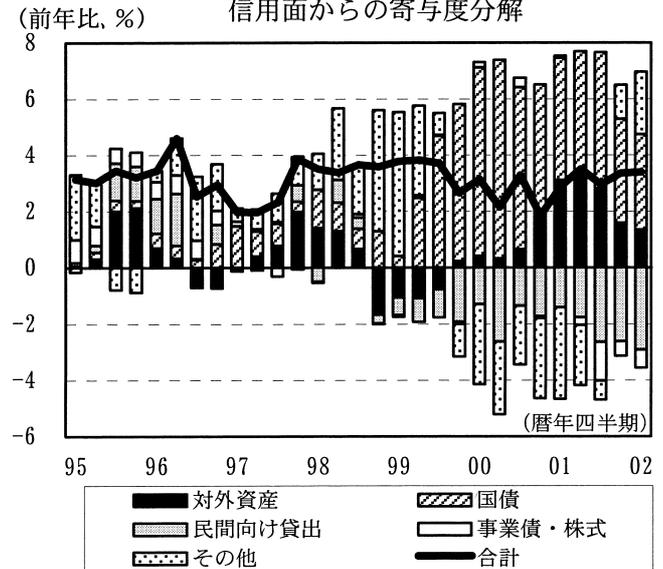
図表Ⅱ-42 マネーサプライ (M2 + CD) 種別の寄与度分解



(備考) 1. 日本銀行調査統計局「金融統計経済月報」および「マネーサプライ(速報)」により作成
2. 期中平均残高による。

	M1	M2
現金通貨：非銀行部門保有の銀行券	○	○
預金通貨：要求払い預金(当座預金、普通預金等)	○	○
準備通貨：定期性預金(定期預金等)	○	○

図表Ⅱ-43 マネーサプライ (M2 + CD) 信用面からの寄与度分解



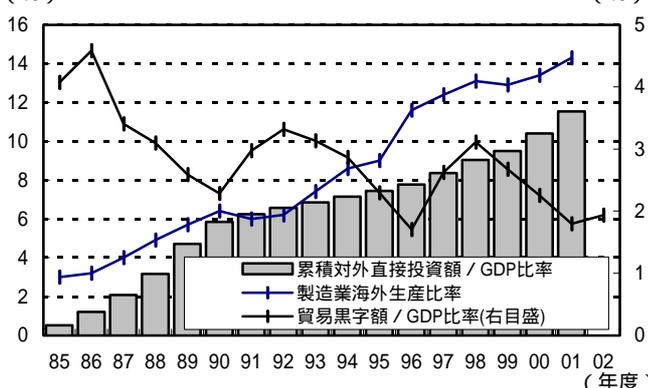
(備考) 1. 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」により作成。
2. 期末残高による。

グローバル化と日本経済

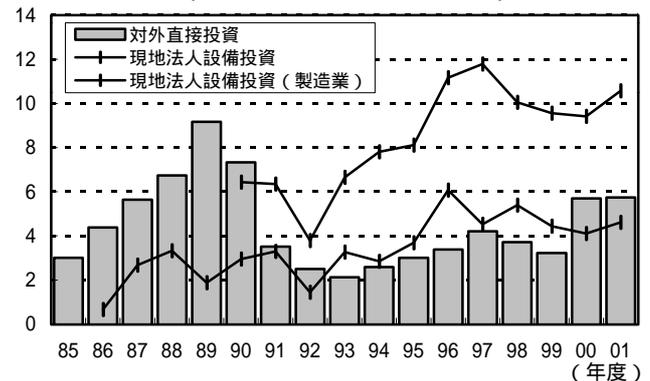
海外生産の拡大と高まる空洞化への関心

- 日本経済は底離れに向かいつつあるが、堅調な米国、アジア経済に比べ基調は依然脆弱である。経済のグローバル化が進むなか、マクロ的には貿易黒字の一時的な縮小、ミクロ的にはIT関連産業における中国をはじめとするアジア企業の台頭などをきっかけに、景気回復の持続性や日本経済の将来像に対する懸念が再び高まっている。
- 海外生産比率、累積対外直接投資額の対GDP比率は趨勢的に上昇してきており、日本企業の国際化の進展を示している。これに対し、貿易黒字の対GDP比率は88年度以降2%弱から3%強の範囲で循環的に変動している。2001年度は景気後退期にもかかわらず低下したことが注目されたが、2002年度は上昇に転じる見込みである。
- 対外直接投資の国内設備投資に対する比率は、バブル期の海外不動産投資ブームを経て、93年度にいったん2%まで低下した後、緩やかな上昇傾向にある。現地法人による設備投資の国内設備投資に対する比率は、バブル崩壊後に上昇し96年度に6%まで上昇した後、やや水準を下げて安定的に推移している。このうち製造業は、97年度に12%まで上昇した後、10%前後で推移している。
- いわゆる「産業の空洞化」に対する関心の移り変わりをみると、2001年以降は、円高不況期（86～87年）、超円高期（94～95年）に続いて、3度目の高まりをみせている。過去2回がいずれも円高が輸出企業の採算レートを上回って進行した時期であったのに対し、今回はむしろ円安期である点が注目される。その背景としてクローズアップされている中国に関しては、超円高期にも海外生産との関係で急速に関心が高まったが、今回はとりわけ競争力の観点が注目されている。

図表 - 1 海外生産の進展と貿易黒字

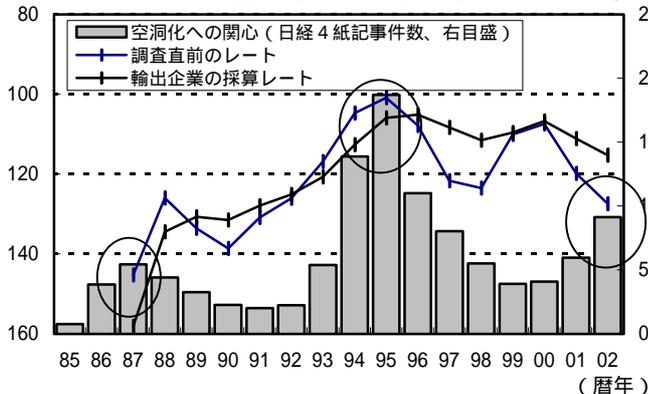


図表 - 2 対外直接投資、現法設備投資の推移 (対GDPベース国内設備投資比率)

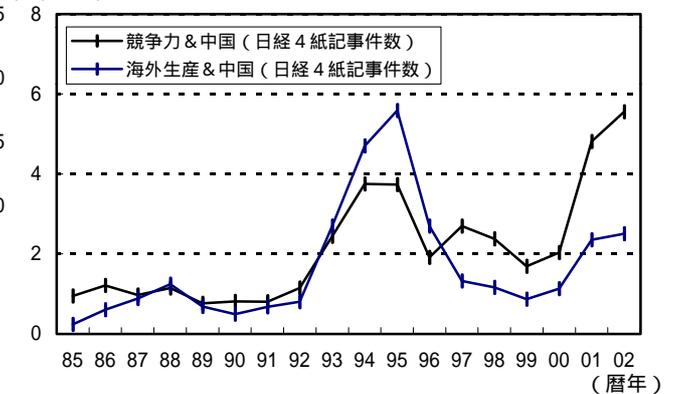


- (備考) 1. 経済産業省「海外事業活動動向調査」、日本銀行「国際収支統計」、内閣府「国民経済計算」等により作成。
 2. 2001年度の海外生産比率は予測値。なお、2000年度は予測値の14.5%から実績では13.4%に下方修正された。
 3. 累積対外直接投資額は国際収支ベースで、85年度以降の累積額。
 4. 2002年度の貿易黒字額 / GDP比率は政府見通しベース。2001年度の現地法人設備投資額は回答企業の予測値。なお製造業の現地法人設備投資額の推移は、製造業のGDPベース国内設備投資推計値に対する比率を示している。

図表 - 3 空洞化への関心と円ドルレート (円/ドル) (百件) (百件)



図表 - 4 中国への関心の変化

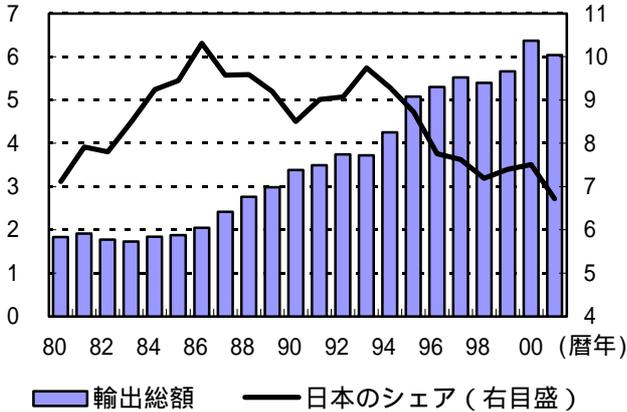


- (備考) 1. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、日経テレコン21により作成。
 2. 各項目の記事件数は、日経4紙のキーワード記事検索によるヒット件数(空洞化については市街地&空洞化を除く。2002年の数字は6月14日までの件数の年換算値。
 3. 輸出企業の採算レート及び調査直前のレートは、調査時点が毎年1月のため翌年調査との平均値を表示している。ただし2002年については1月調査の数字をそのまま使用している。

世界の輸出に対する日本のシェアは低下

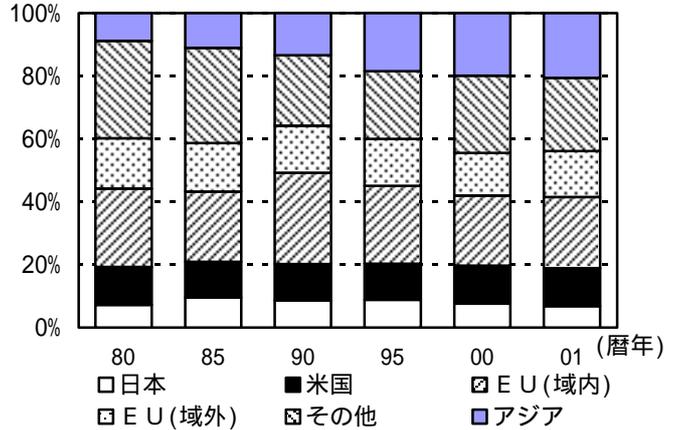
- ・世界の輸出総額は、2000年にはIT関連製品を中心に増加したものの、2001年は米国経済の景気減速が響いて、減少した。世界全体に占める各国・地域の輸出割合は、日本が低下している一方、アジアが上昇している。
- ・地域別貿易収支では、米国が各国・地域に対して、貿易赤字となっている。
- ・世界の対外直接投資は、欧米を中心とした国境を超えたM & Aの増加により、98年以降増加している。世界の対外・対内直接投資に占める日本の割合はわずかである。

図表 - 5 世界の輸出総額 (兆ドル) (%)



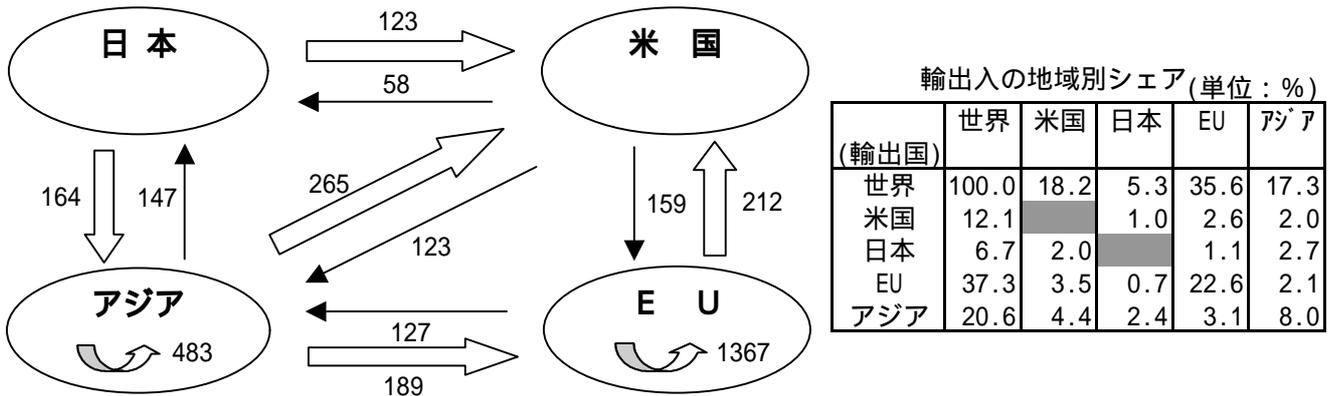
(備考) IMF "Direction of Trade Statistics" により作成。

図表 - 6 世界の輸出の地域別シェア



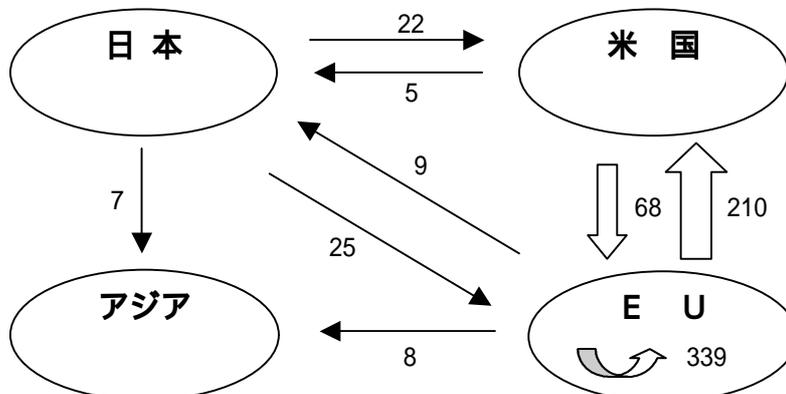
(備考) IMF "Direction of Trade Statistics" により作成。

図表 - 7 日本、米国、EU、アジアの貿易関係 (2001年、単位：10億ドル)



(備考) 1. IMF "Direction of Trade Statistics" により作成。
2. 日本・EU間については、EU 日本 40、日本 EU 65(単位：10億ドル)

図表 - 8 日本、米国、EU、アジアの直接投資関係 (1999年、単位：10億ドル)

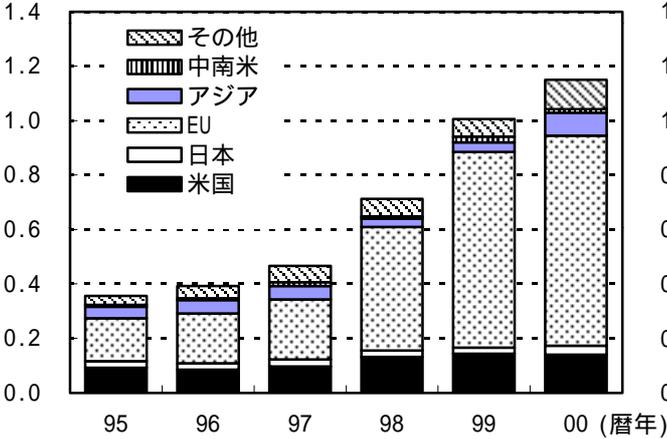


(備考) 1. Bureau of Economic Analysis "U.S. Direct Investment Abroad"、Eurostat "European Union Direct Investment Yearbook 2000"、財務省「対外及び対内直接投資状況」により作成。
2. 日本の数値は、年度ベース。ドル換算は、日本銀行「インターバンク・中心相場月平均」の年度平均を使用。
3. 米国 アジアは、12(単位：10億ドル)、アジアから各国・地域への投資は省略。

世界の直接投資はEUを中心に急拡大

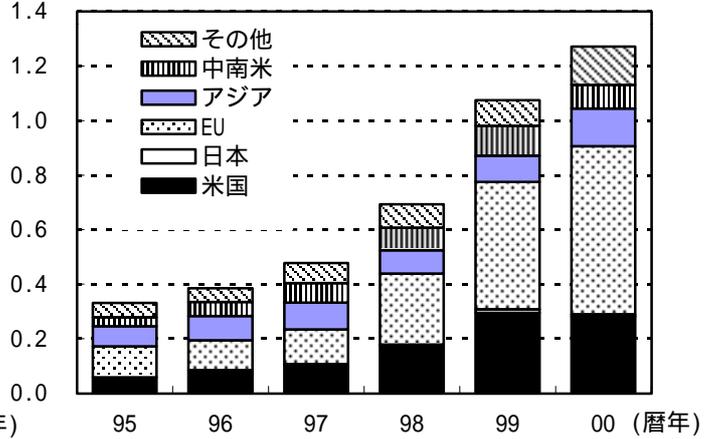
- ・世界の直接投資は、EU域内及びEU・米国間における、金融・通信分野を中心とした大型M & Aが増加の要因となっている。
- ・特にEUは、ユーロ圏の成立を背景に、域内投資が増加している。
- ・日本の対外直接投資は、2000年度には通信分野でのM & Aもあり、5兆円を超えたものの、2001年度には4兆円程度となっている。

(兆ドル) 図表 - 9 世界の対外直接投資



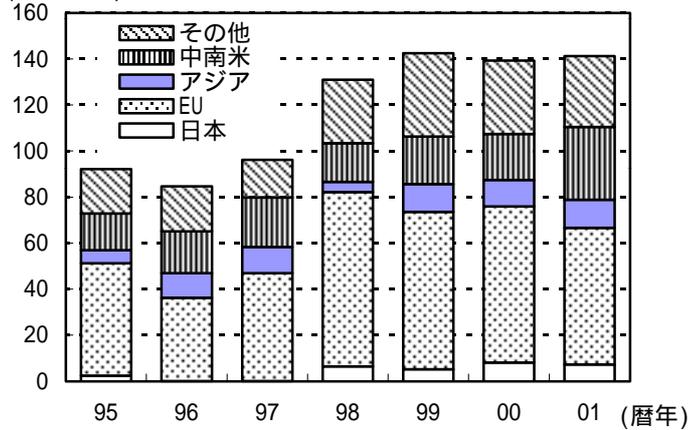
(備考) UNCTAD “World Investment Report 2001” により作成。

(兆ドル) 図表 - 10 世界の対内直接投資



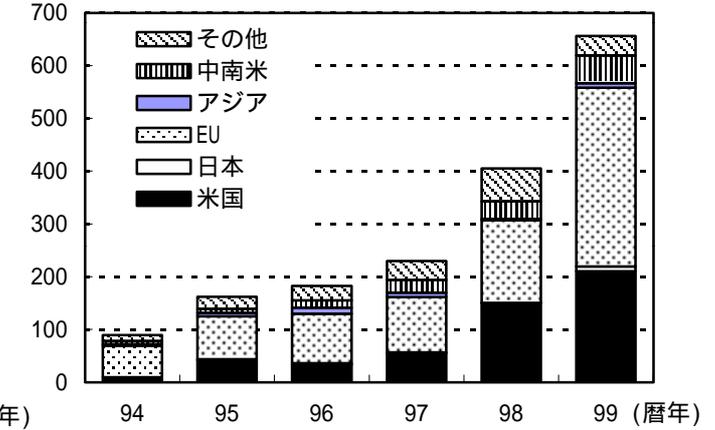
(備考) UNCTAD “World Investment Report 2001” により作成。

(10億ドル) 図表 - 11 米国の対外直接投資



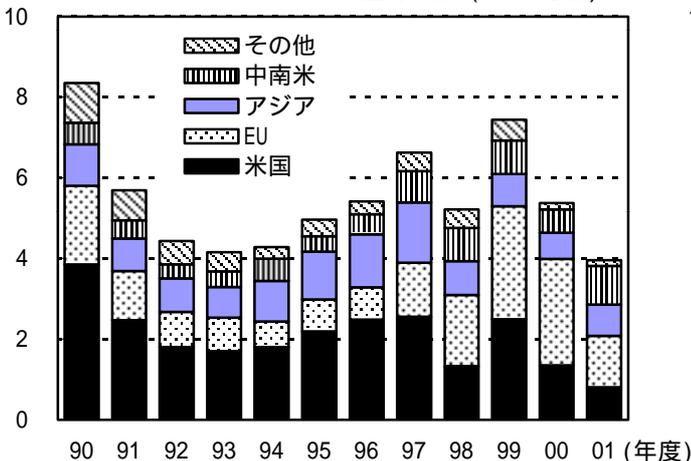
(備考) Bureau of Economic Analysis “U.S. Direct Investment Abroad” により作成。

(10億ドル) 図表 - 12 EUの対外直接投資



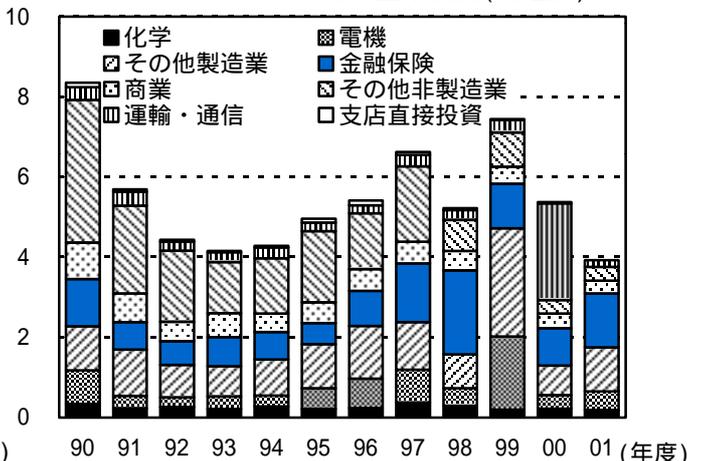
(備考) Eurostat “European Union Direct Investment Yearbook 2000” により作成。

(兆円) 図表 - 13 日本の対外直接投資(投資先別)



(備考) 財務省「対外及び対内直接投資状況」により作成。

(兆円) 図表 - 14 日本の対外直接投資(業種別)

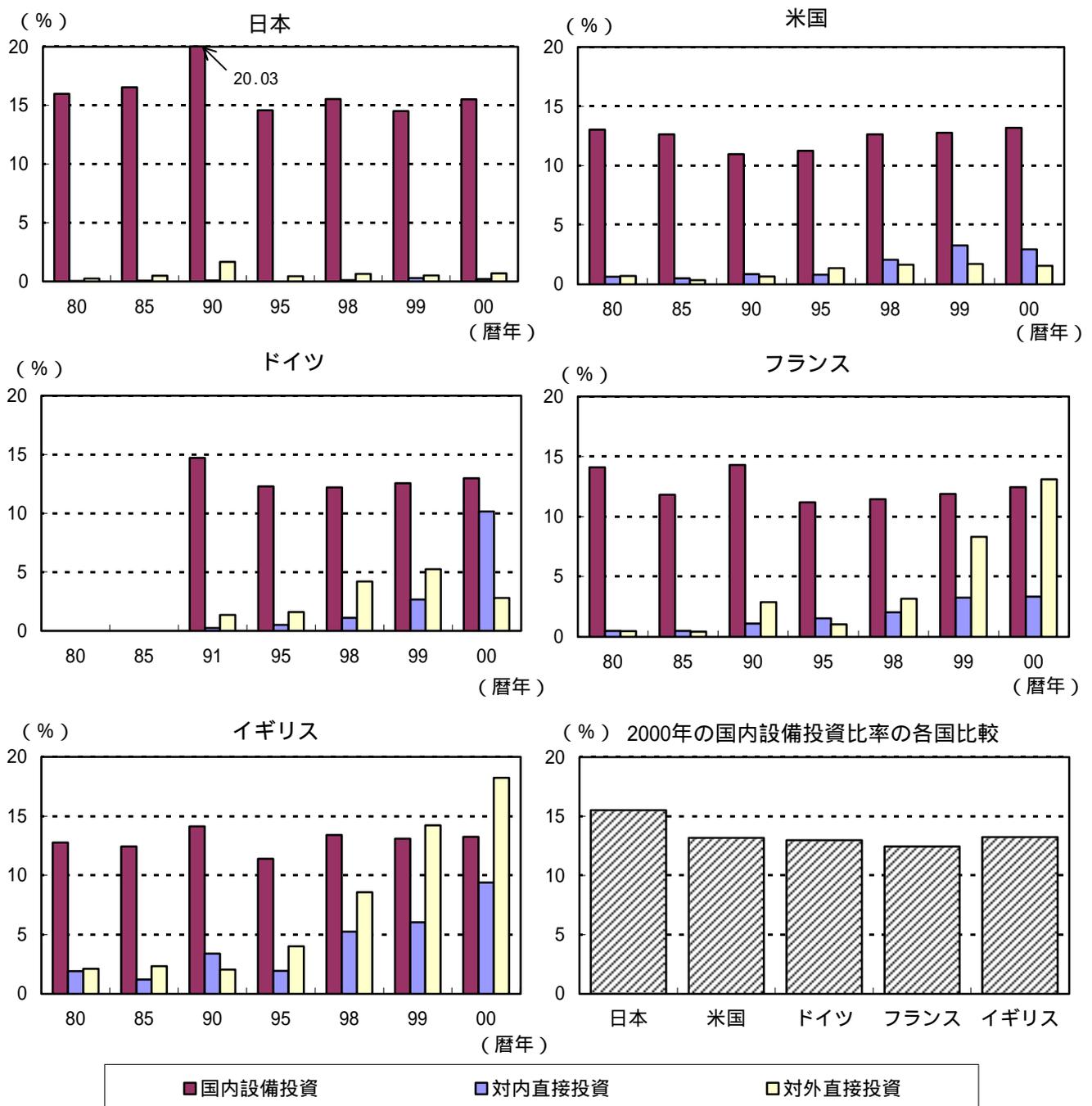


(備考) 財務省「対外及び対内直接投資状況」により作成。

全産業の設備投資に比べ小さい内外直接投資

- ・主要先進国の国内設備投資と対内外直接投資の推移（対GDP比率）をみると、近年は欧州経済統合、株高によるメガ・ディールの増加、インフラ産業の規制緩和などを背景に、特に欧州において対内外直接投資比率の急速な上昇がみられ、米国も上昇傾向にあるが、日本は対内、対外ともに低位にとどまっている。一方、国内設備投資比率の推移については、各国ともこうした対内外直接投資の動きとの間に明瞭な相関は観察されない。
- ・日本の国内設備投資比率は、90年代に入ってかつてに比べ低迷しているが、欧米よりは依然として高い。

図表 -15 国内設備投資、対内外直接投資推移（対GDP比率）の国際比較



(備考) 1. OECD “National Accounts”、IMF “International Financial Statistics” により作成。暦年データ。

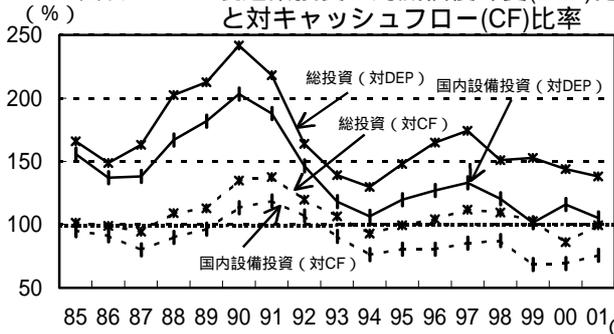
2. 対GDP比率は全て名目(current price) ベース。

3. 国内民間設備投資額は、日本、米国については国民所得統計の公表値。その他の国については国民所得統計上、公表値が存在しないため、総固定資本形成額から一般政府と住宅を除いて算出しており、日米とは概念上の差異が残されている。

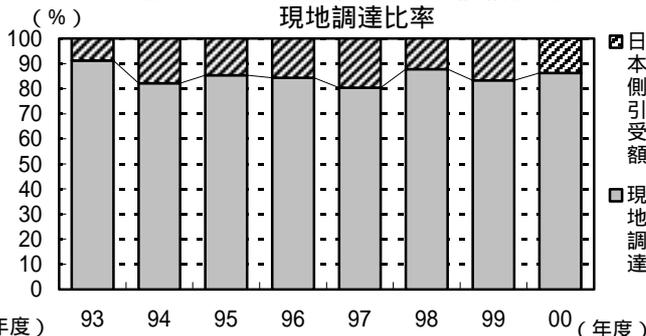
製造業の欧米進出法人のROAは改善傾向

- ・製造業の国内設備投資の対減価償却費比率は、最近ではほぼ100に近い水準まで低下してきている。対外直接投資、現地法人の設備投資額を含む総投資に対する比率でみると、最近では150前後で推移しており、80年代半ばとほぼ同程度である。以上をキャッシュフローに対する比率でみると、2000年度は総投資でも90を切る低水準となった。
- ・製造業現地法人は設備投資資金の大半を自己調達（含む現地外部調達）しており、海外投資が資金調達面で国内設備投資をクラウド・アウトしている可能性は小さいと考えられる。
- ・製造業の国内設備投資と海外投資（対外直接投資と現地法人の設備投資額の合計）の関係をみると、バブル前後の時期（89～94年度）を除けば、両者は概ね補完関係にあった。
- ・直接投資の収益率（全産業）は、アジア経済危機前の水準に回復してきている。現地法人のROA（製造業）は、80年代に積極進出した欧米で、当初の低収益から改善している。

図表 -16 製造業投資の対減価償却費(DEP)比率と対キャッシュフロー(CF)比率

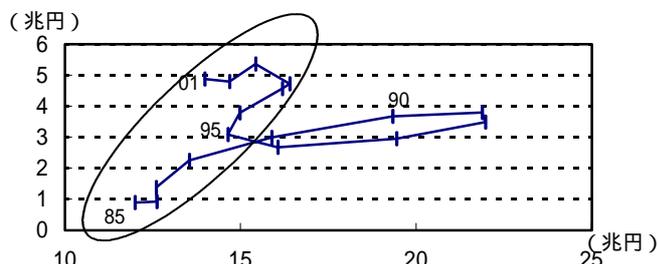


図表 -17 製造業現地法人設備投資の現地調達比率



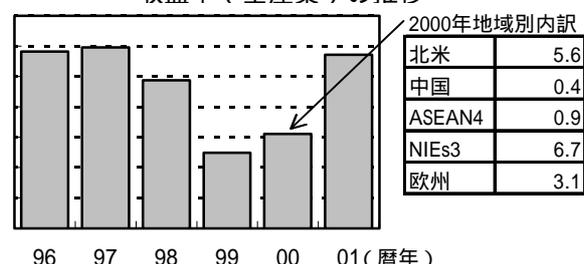
- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」「対外直接投資届出実績」、経済産業省「海外事業活動動向調査」により作成。
 2. 総投資 = 国内設備投資（法人季報ベース、除くソフトウェア）+ 対外直接投資（届出ベース）+ 現地法人の設備投資額。
 2001年度の現地法人設備投資額は予測値。
 3. キャッシュフロー = 経常利益 × 0.5 + 減価償却費により算出。

図表 -18 製造業国内設備投資と海外投資の関係
 （横軸：国内設備投資、縦軸：海外投資、後方3年移動平均値）（%）



- (備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」「対外直接投資届出実績」、経済産業省「海外事業活動動向調査」により作成。
 2. 国内設備投資は法人季報ベース、除くソフトウェア。
 海外投資 = 対外直接投資（届出ベース）+ 現地法人の設備投資額。
 2001年度の現地法人設備投資額は回答企業の予測値。

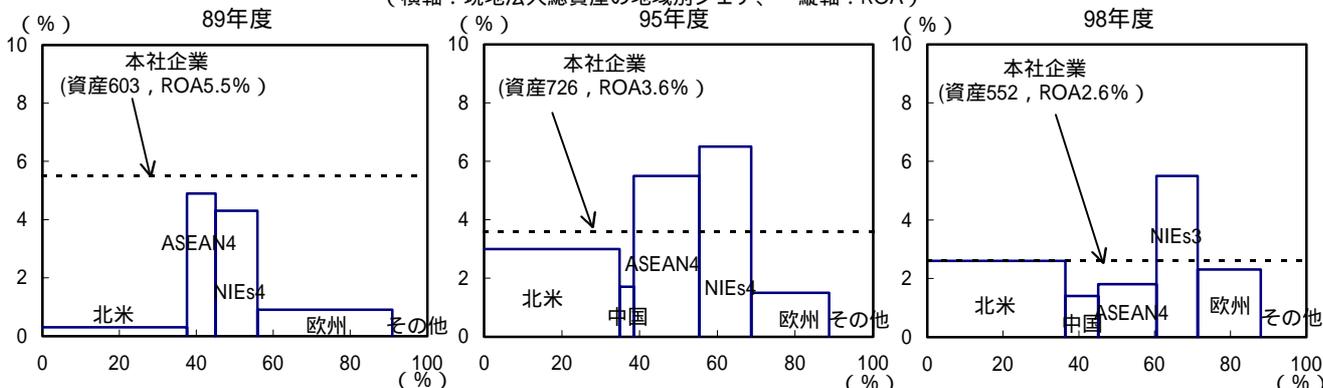
図表 -19 国際収支統計からみた直接投資収益率（全産業）の推移



- (備考) 1. 日本銀行「国際収支統計」「本邦対外資産負債残高統計」により作成。
 2. 直接投資収益率 = 直接投資収益受取額 / 期首期末平均直接投資残高

図表 -20 製造業海外現地法人の地域別資産シェアとROA

（横軸：現地法人総資産の地域別シェア、縦軸：ROA）

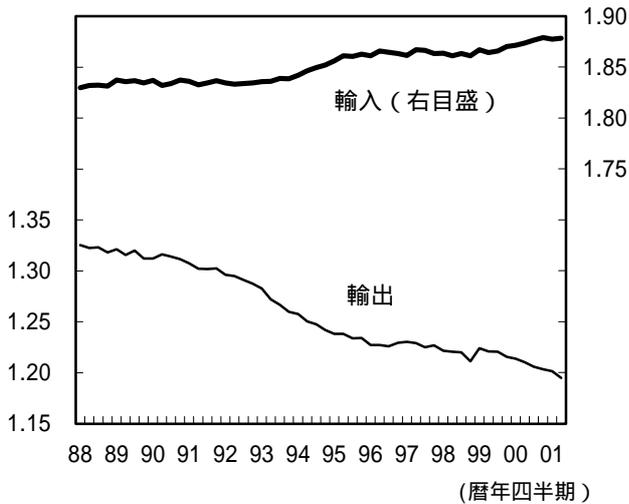


- (備考) 1. 経済産業省「海外事業活動基本調査」により作成。89年度 = 90/3以前の、95年度 = 96/3以前の、98年度 = 99/3以前の最新の決算に基づく集計。総資産の回答企業とROAの回答企業は完全に同一ではない。
 2. ROA = 総資産経常利益率。本社企業の資産の数字は、現地法人総資産の合計を100とした値。
 3. ASEAN4はマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。NIEs3はシンガポール、台湾、韓国。香港は95年度以前についてはNIEs4、98年度については中国に含まれ、中国大陸は89年度についてはその他に含まれる。なお、その他地域のROAは不明であるため表示していない。

海外生産に伴い近年急増する逆輸入

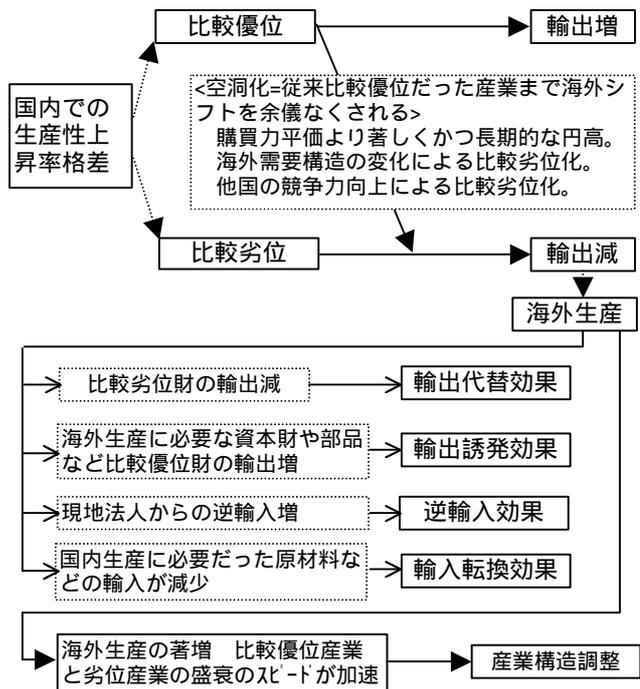
- 日本の輸出の所得弾力性は低下する一方、輸入の所得弾力性は緩やかに上昇しており、財収支の黒字は趨勢的に縮小傾向にある。
- 海外に比べ生産性の上昇率が相対的に劣る財は、輸出が減少し海外生産を余儀なくされる（輸出代替効果）とともに、現地法人向けに資本財等が輸出される（輸出誘発効果）。一方、現地法人からの輸入が発生する（逆輸入効果）とともに、原材料等の輸入が減る（輸入転換効果）。
- 近年、海外直接投資が累積的に増加するとともに、生産財や資本財の輸出は誘発効果等により増加を続けているが、非耐久消費財の輸出は代替効果により減少している可能性がある。一方、輸入は多くの財で増加傾向にあり、総じて逆輸入効果が高まっているとみられる。

図表 - 21 輸出入数量の所得弾力性の推移

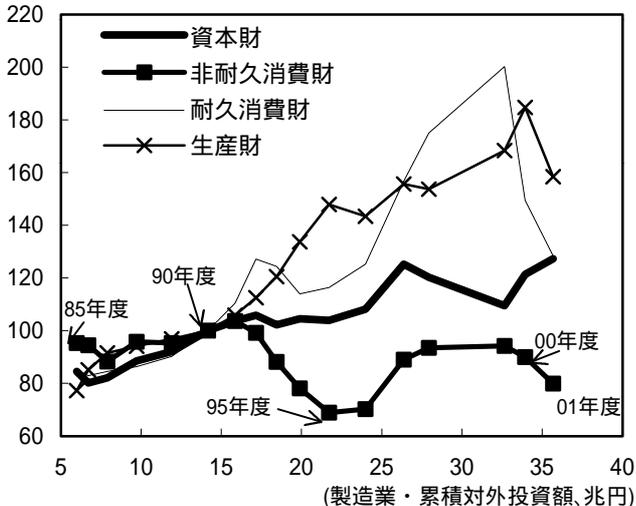


(備考) 1. 財務省「貿易統計」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「卸売物価指数」、IMF「International Financial Statistics」により作成。
2. 輸出入とも所得要因（日本の実質内需、世界の実質輸入）、相対価格要因を説明変数とし、カルマン・フィルターで推計。

図表 - 22 海外生産シフトと輸出入への影響

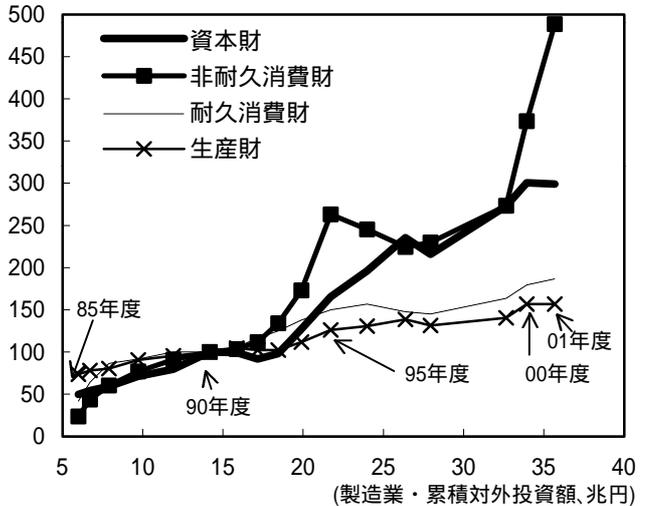


図表 - 23 製造業・累積直接投資額と財別輸出数量 (輸出数量指数、90年=100)



(備考) 1. 経済産業省「鉱工業出荷内訳表」、財務省「対外直接投資状況」により作成。
2. 累積対外投資額は70年度からの累計。

図表 - 24 製造業・累積直接投資額と財別輸入数量 (輸入数量指数、90年=100)

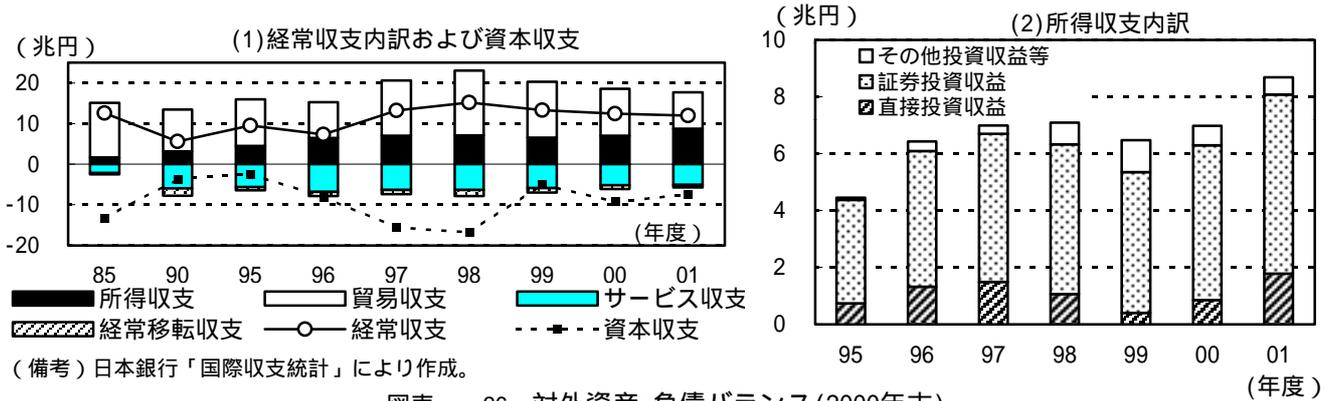


(備考) 1. 経済産業省「鉱工業総供給表」、財務省「対外直接投資状況」により作成。
2. 累積対外投資額は70年度からの累計。

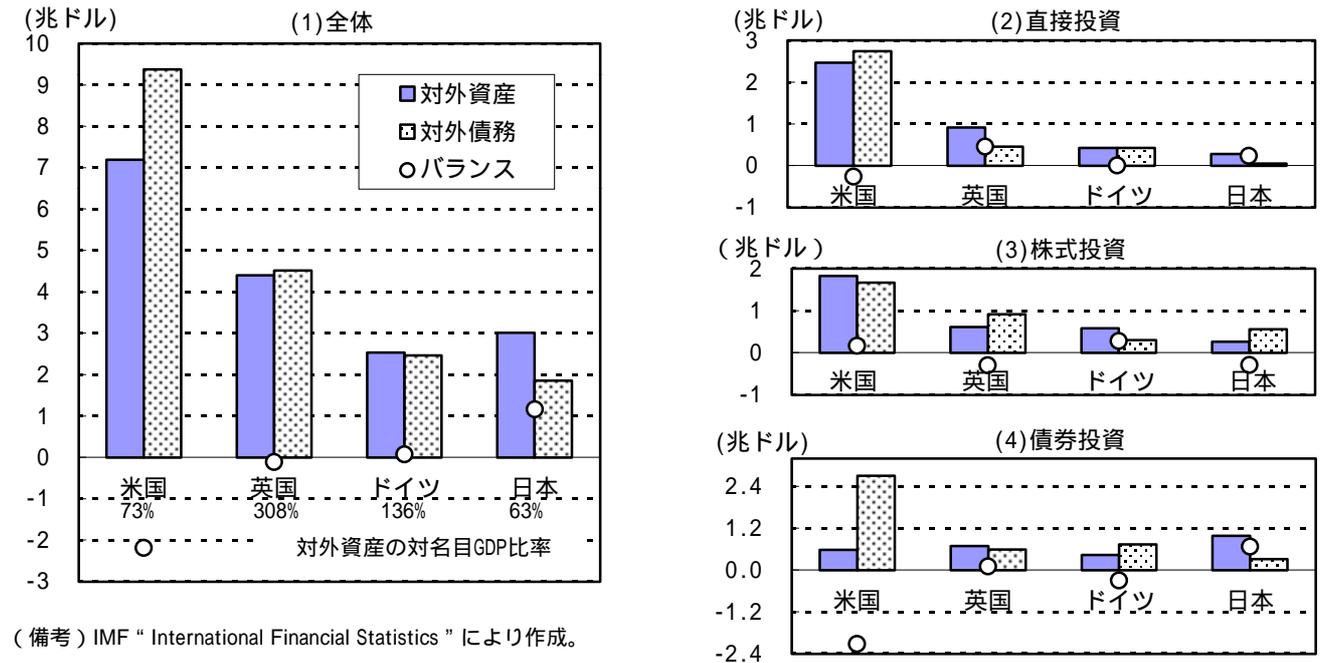
証券投資の累増で所得収支の黒字は貿易黒字並に

- ・国際収支では、経常収支の内訳として所得収支の黒字が貿易黒字に迫りつつある。但し、所得収支の内訳は、証券投資収益が主体であり、直接投資収益のウェイトは小さい。
- ・日本は債権大国と言われるが、グロスで見た対外資産・債務は、米、英よりも小さい。
- ・直接投資では、対内投資水準が非常に低く、対外投資水準も相対的には低い。
- ・証券投資では、対外株式投資および対内債券投資の水準が著しく低い。これは、日本の家計の資産運用における危険回避志向などを背景に、内外の株式投資には慎重である一方、高水準の国債発行が殆ど国内で消化されている、という特徴的な状況を反映している。

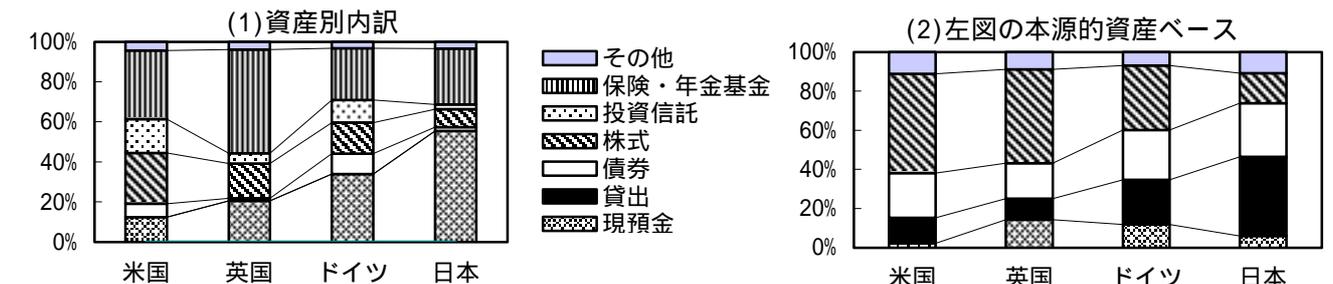
図表 - 25 日本の経常収支の推移



図表 - 26 対外資産・負債バランス(2000年末)



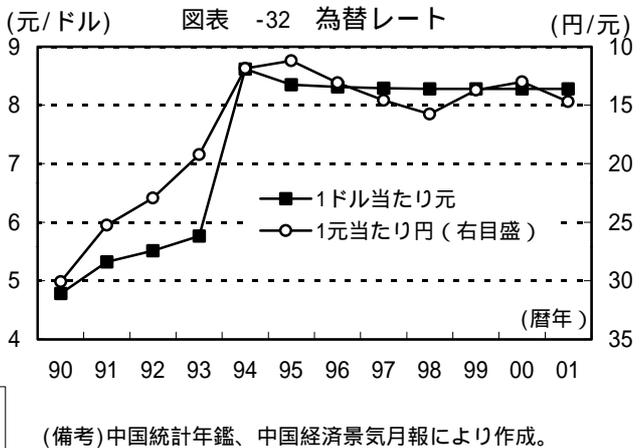
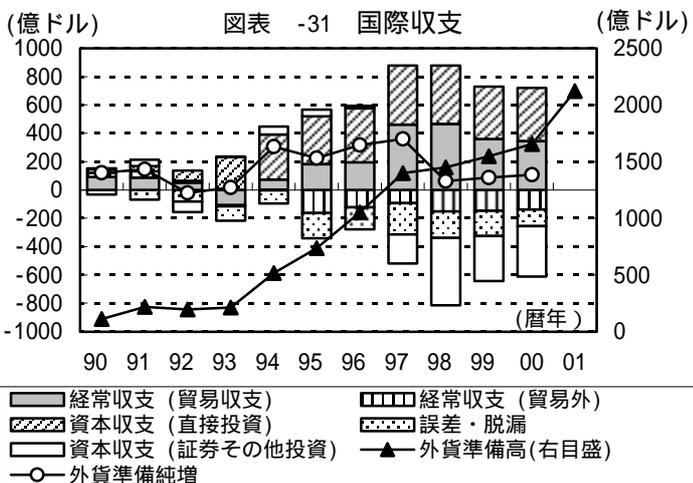
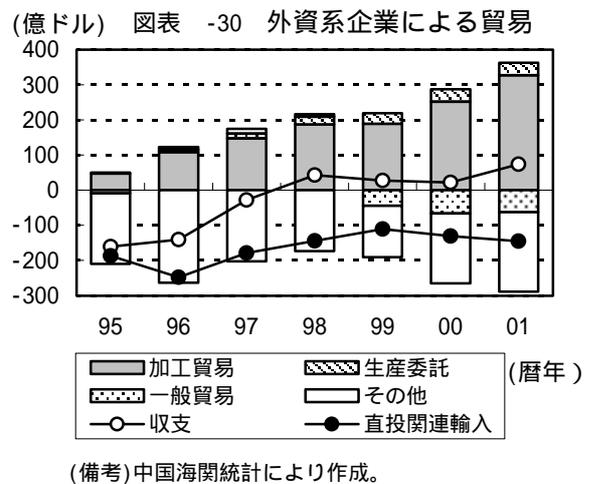
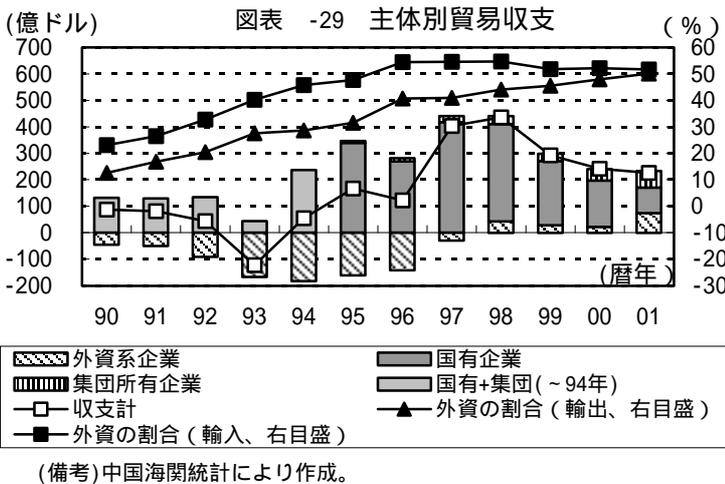
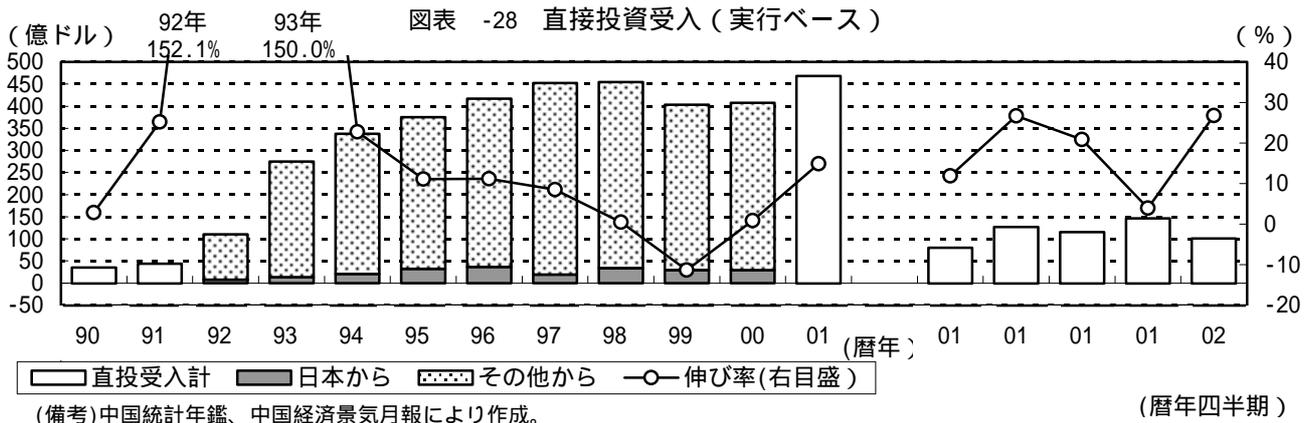
図表 - 27 家計保有金融資産(2000年末)



直接投資をバネに発展する中国

- ・中国への直接投資は92年の改革開放の加速以降、急拡大した。98年をピークに頭打ち気味となったが、2001年には中国のWTO加盟を見越して再び拡大に転じた。2000年の日本からの直投受入は29.2億ドルで直投受入額の7%を占めた。
- ・直接投資の増加に伴い外資系企業による貿易が増加し、2001年には輸出入の約5割を占めた。外資系企業による貿易収支は、90年代前半は直接投資関連の輸入により赤字であったが、加工貿易の黒字拡大により98年から黒字化した。
- ・直接投資黒字と経常収支黒字により外貨準備が増加し、2001年末には世界2位の2,122億ドルに達した。人民元レートは94年以来、実質的に米ドルペッグとなっている。世界銀行によると2000年の人民元の購買力は米ドル換算の4.7倍であり(注)、元は割安であるとの見方が可能である。

(注)世界銀行World Development Indicators 2002の購買力平価換算の1人あたりGNI(3,920ドル)と米ドル換算(840ドル)から計算した。



『調査』既刊目録 分野別・最近刊

分野別: 2002年7月現在(97年度以降発行分)。

最近刊: 2002年7月現在(最近30刊分)。

数字は号数、()は発行年月で分野ごとに降順配置。

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

1. 設備投資計画調査報告

・2001・02年度 (2002年2月)	37 (2002. 3)
・2000・01・02年度 (2001年8月)	28 (2001.10)
・2000・01年度 (2001年2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)

2. 最近の経済動向

・グローバル化と日本経済	38 (2002. 7)
・デフレ下の日本経済と変化への兆し	31 (2001.12)
・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)

3. 最近の産業動向

・主要産業の生産は、素材、資本財産業を中心に減少へ	27 (2001. 7)
・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)
・一般的に緩やかな回復の兆し	260 (1999. 8)

経済・経営

1. 内外経済一般

・変貌するわが国貿易構造とその影響について 情報技術関連(IT)財貿易を中心に	29 (2001.11)
・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 設備投資を中心に	255 (1999. 5)
・アジアの経済危機と日本経済 貿易への影響を中心に	253 (1999. 3)
・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 労働市場の動向を中心に	238 (1998. 3)
・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 生産性及び雇用への効果を中心に	226 (1997. 5)

2. 金融・財政

・近年の企業金融の動向について 資金過不足と返済負担	35 (2002. 3)
・国際金融取引に見るグローバル化の動向	233 (1997.10)

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

4 . 企 業 経 営 ・ 財 務

- ・ROA の長期低下傾向とそのミクロ的構造 30 (2001.12)
企業間格差と経営戦略
- ・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

- ・労働分配率と賃金・雇用調整 34 (2002. 3)
- ・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 261 (1999. 9)
現状と課題
- ・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

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)

3 . 環 境

- ・使用済み自動車リサイクルを巡る展望と課題 36 (2002. 3)
- ・都市再生と資源リサイクル 33 (2002. 2)
資源循環型社会の形成に向けて
- ・環境情報行政と IT の活用 32 (2002. 1)
環境行政のパラダイムシフトに向けて
- ・家電リサイクルシステム導入の影響と今後 20 (2001. 3)
リサイクルインフラの活用に向けて
- ・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 セクターの展望
- ・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 . 情 報 ・ 通 信

- ・ケーブルテレビの現状と課題 22 (2001. 3)
ブロードバンド時代の位置づけについて
- ・エレクトロニック・コマース(EC)の 246 (1998. 8)
産業へのインパクトと課題
- ・情報家電 235 (1997.11)
日本企業の強みと将来への課題

5 . 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 228 (1997. 8)
課題
ヘルスケア情報ネットワークをめざして

6. 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

7. 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

8. 機械

- ・わが国半導体製造装置産業のさらなる発展 23 (2001. 3)
に向けた課題
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 9 (2000. 4)
的再編の動向
- ・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

9. 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・システムズ)
の展望

最近刊の索引

- ・38 (2002. 7) 最近の経済動向
- ・37 (2002. 3) 設備投資計画調査報告(2002年2月)
- ・36 (2002. 3) 使用済み自動車リサイクルを巡る展望と課題
- ・35 (2002. 3) 近年の企業金融の動向について
- ・34 (2002. 3) 労働分配率と賃金・雇用調整
- ・33 (2002. 2) 都市再生と資源リサイクル
- ・32 (2002. 1) 環境情報行政とITの活用
- ・31 (2001.12) 最近の経済動向
- ・30 (2001.12) ROAの長期低下傾向とそのミクロ的構造
- ・29 (2001.11) 変貌するわが国貿易構造とその影響について
- ・28 (2001.10) 設備投資計画調査報告(2001年8月)
- ・27 (2001. 7) 最近の産業動向
- ・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. 3) 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2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) 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

ISSN 1345-1308

2002年7月17日

調 査 第 38 号

編 集 日 本 政 策 投 資 銀 行
調 査 部 長 荒 井 信 幸

発 行 日 本 政 策 投 資 銀 行
〒 100 - 0004
東 京 都 千 代 田 区 大 手 町 1 丁 目 9 番 1 号
電 話 (03) 3244 - 1840
(調 査 部 総 務 班 直 通 問 い 合 せ 先)
e-mail : report@dbj.go.jp
ホ ー ム ペ ー ジ http://www.dbj.go.jp

(印 刷 O T P)