

第2章 世界同時減速から回復へ

本章では、世界同時減速の特徴を分析し、景気回復の動きへとつながるメカニズムを明らかにする。そして、今後の景気動向を占う上でのリスクを検討する。

第1節 世界同時減速の特徴

1. 世界同時減速の動き

世界同時減速とは

2000年後半以降いくつかの経済で景気の減速が生じたが、2001年にはほとんどすべての主要経済が減速したことから、世界同時減速と呼ばれた。

世界経済の減速はまずアメリカでみられた。経済成長率は、在庫投資の減少と設備投資の鈍化を背景に2000年7～9月期から鈍化し始めた。IT部門の生産は非IT部門に比べて急速に減速した。

アメリカの減速は、世界のIT需要拡大を背景に景気拡大が続いていたアジアに波及した。IT関連製品の対米輸出の大幅な減少等から韓国と台湾が2000年10～12月期にまず減速し、その後シンガポール、タイ、マレーシア等が成長率を低下させた。2001年半ばには台湾、シンガポール、マレーシアがマイナス成長を記録した。

一方、欧州では、減税政策、雇用拡大等により2001年初めまでは内需を中心として景気は拡大を続けていた。しかし、ユーロ圏では同年4～6月期から景気の減速が鮮明になり、年末にはマイナス成長に落ち込んだ。

このように世界経済の減速はアメリカから主要経済に波及していったが、2001年9月の同時多発テロによりアメリカは同年7～9月期にマイナス成長に転じた。これにより世界経済の減速が一層鮮明となり、世界同時不況のリスクが高まった。アメリカに加え、日本、ドイツ、台湾、シンガポール、マレーシア等では景気は後退局面に移行した。

このように世界同時減速の局面では、アメリカの景気減速による需要の減少を通じて各経済の外需が減少した。それが次第に生産の低下、内需の減少に波及していった。また、今回の景気後退局面に陥った国は、概して産業構造や貿易構造がIT部門に特化しており、そのため景気が比較的早く減速し、しかもその度合いが深かったという

特色がある。

なお、アメリカでは2001年10～12月期には個人消費が持ち直したことなどからプラス成長に転じ、2002年春には景気に底固めの動きがみられた。アジアでも韓国、台湾、シンガポール等では製造業を中心に回復への動きがみられた。一方欧州ではフランスがマイナス成長に陥るなど景気は一段と減速した（第 -2-1表）。

第 -2-1表 主要国の実質GDP成長率

(%)

国/地域		2000年				2001年			
		1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月
前 期 比 年 率	アメリカ	2.3	5.7	1.3	1.9	1.3	0.3	-1.3	1.7
	ドイツ	4.1	4.8	0.4	0.6	1.6	0.2	-0.7	-1.0
	フランス	3.1	3.5	2.3	4.2	1.6	0.8	1.8	-0.6
	イギリス	1.5	4.1	3.1	1.8	2.6	2.0	1.7	0.0
	オーストラリア	1.9	4.3	1.3	-1.6	2.3	4.3	4.6	5.2
前 年 同 期 比	日本	4.0	2.7	1.0	1.9	1.2	-0.4	-0.5	-2.2
	中国	8.1	8.3	8.2	7.4	8.1	7.8	7.0	6.6
	韓国	13.1	10.2	10.0	5.0	3.7	2.9	1.9	3.7
	台湾	7.9	5.1	6.7	3.8	0.9	-2.4	-4.2	-1.9
	シンガポール	10.7	8.7	10.9	11.4	5.0	-0.5	-5.4	-6.6
	マレーシア	11.7	8.0	7.6	6.3	3.1	0.5	-1.2	-0.5
	フィリピン	3.3	4.3	4.6	3.8	3.2	3.2	3.3	3.8

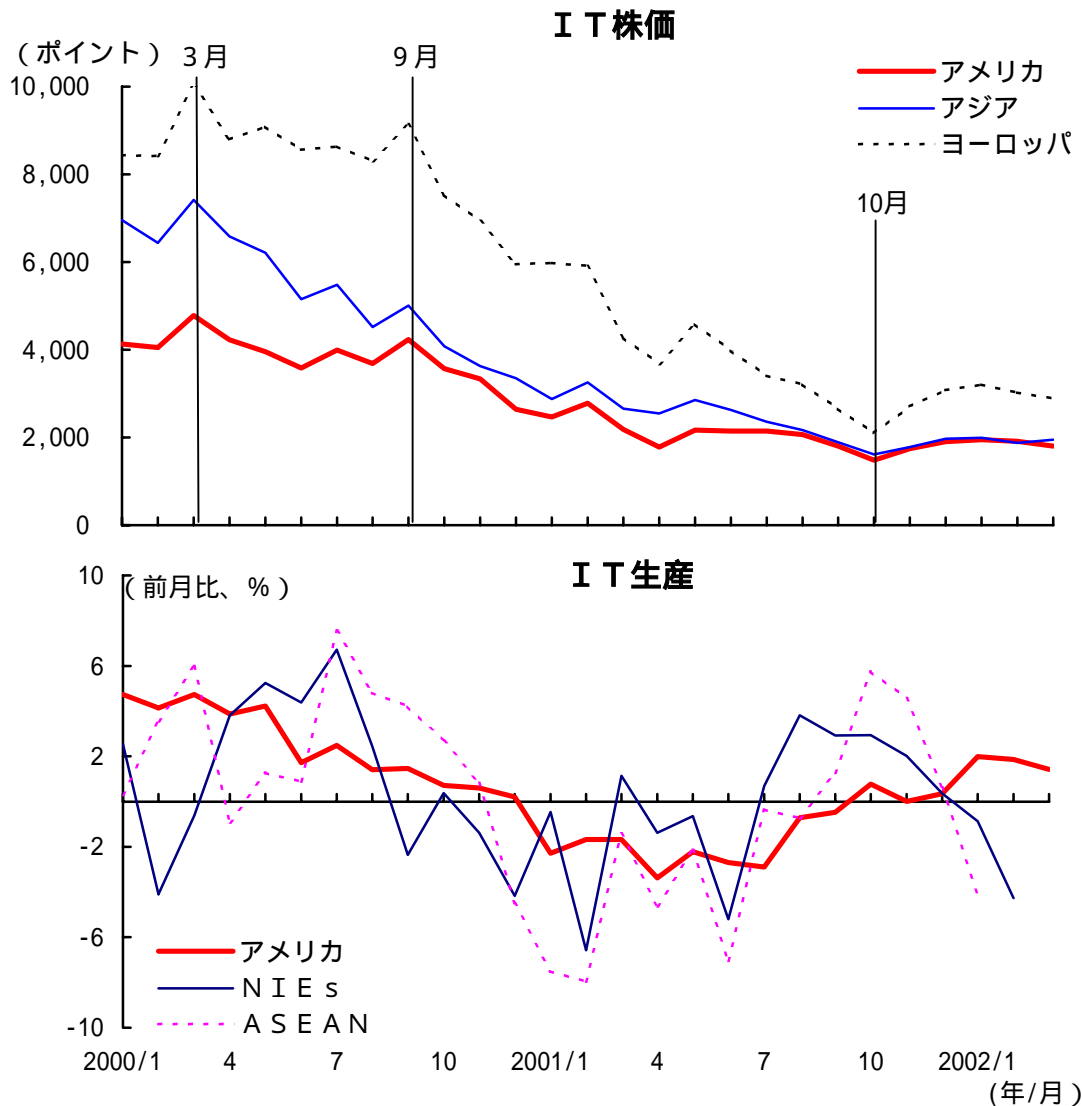
(備考) 各国統計より作成。

世界同時減速のきっかけはアメリカITバブルの崩壊

世界同時減速のきっかけはアメリカのITバブルの崩壊であった。ナスダック総合指数は2000年3月にピークをつけた後下落に転じ、9月以降急落した。これに連動する形で世界各市場のIT関連株価も下落した。この結果、IT投資ブームの終焉とIT需要の鈍化から、IT生産は2000年秋以降減少に転じた（第 -2-2図）。

ITバブルは世界的なインターネットブームの中、ドットコム企業等に対する期待が異常に高まったために発生した。そのため、IT関連企業の株価は収益状況にかかわらず高騰した。例えば、2000年3月にIT関連企業の株価収益率は67.8倍（ナスダック市場）と、99年1月の49.5倍と比べて大幅に割高になっていた。しかし、光ファイバー事業やブロードバンド事業等に対する需要の伸び悩みや、ドットコム企業の収益に改善の兆しがみられなかったことなどから、IT関連企業に対する期待は急速に縮小し、2000年9月以降株価が急落、ITバブルは崩壊した。

第 -2-2図 世界のIT株価とIT生産の推移
ITバブル崩壊をきっかけにIT生産も減少



- (備考) 1. 株価はDatastream、生産はアメリカはFRB、NIEs及びASEANは各国統計より作成。
2. アメリカの株価はナスダック総合指数、アジア、ヨーロッパはIT関連株。
3. アメリカのIT生産は半導体、通信、コンピュータ、NIEs及びASEANは主に電気・電子機器で構成される。

IT投資ブームが終わると、それまでの需要予測が過大であったことから、過剰な在庫や生産設備が発生した。IT関連企業は、それらを削減するため、大幅な生産縮小、投資削減、雇用調整に迫られた。この動きは2000年半ばからすでに減速していた非IT部門にも波及し、在庫・資本ストック調整の動きがあらゆる業種に広がった。さらに、雇用調整が徐々に家計部門にも影響し、これに株価下落による逆資産効果も加わったことから、個人消費が鈍化しアメリカ経済全体が減速した。

アメリカのITバブル崩壊に端を発するIT不況は、金融、貿易を通じて急速に世界経済全体に波及した。金融面では、アメリカのITバブル崩壊を契機に世界の株式市場は下落局面に入った。韓国、シンガポール、日本、台湾、マレーシア等が相次いで下落に転じている。株価の下落は各国で企業部門の調整を招き、2000年夏にアメリカの生産（全産業）が減少に転じると、その後ほぼ半年の間に各国の生産も減少に転じた。貿易面では、IT部門では国際分業が進展していたため、世界のIT輸入の23.3%（2000年）を占めるアメリカのIT需要の落ち込みが、アジア、日本、ヨーロッパの輸出に連鎖的に波及した。

アメリカの景気後退を決定づけた同時多発テロ

アメリカ経済は2000年後半から減速していたが、2001年9月11日にアメリカで発生した同時多発テロは経済の不確実性を高め、景気後退を決定づけた。

同時多発テロによる一次的影響は、次のようなものがあった。ワールドトレードセンター破壊等による直接的な物的損害、旅行や出張等人の流れのストップによる影響（航空、旅行等）、物流の停滞による輸送・貿易の減少（運送等）、消費者マインドの落ち込みと消費パターンの変化、「質への逃避」と呼ばれる安全資産への一時的移行である。

直接的な被害総額（米商務省）は、建物等構築物が162億ドル（2001年7～9月期GDP比0.6%）、その他保険費用等の損害が52億ドル（同0.2%）となっている。また、人や物の流れの停滞は、特に航空業界等の収益を悪化させ、企業のレイオフ等により雇用情勢は一段と厳しいものとなった。

米商務省によれば、直接的な損害に加え個人消費の減少は年率7億ドル、一時的解雇による賃金減少は同33億ドルであり、一方で緊急サービス就業者への支払は同8億ドルとなり、これらを合わせると実体経済への影響は月間のGDP比で0.1%に上った。これに対して、同時多発テロ後のアフガン空爆の影響等により、10月の軍需資本財受注は前月比で131億ドル増加しており、これは7～9月期名目GDPの0.5%に相当する。

また、同時多発テロが及ぼす二次的影響については、保険や安全対策による営業コストの増加、航空や列車による運送を避けることによる在庫増加、リスク選好度の低下による社債スプレッド拡大等リスクプレミアムの上昇、海外投資抑制等がある。このような二次的な影響は、IMFの試算によれば成長率を年率で0.2%程度押し下げるとしている。

こうした結果、アメリカでは景気後退の深化が懸念された。また、その影響が世界

に波及し、世界が同時不況入りするのではないかとの懸念が広がった。このような状況に対して、後述するように、金融面では主要国間で協調利下げが行われ、財政面では安全対策強化や被災者救援等を目的とした支援措置が実施された。

同時減速の要因

ここでは、アメリカで生じたIT不況がほとんど瞬時に他の地域へ伝播していった要因を整理してみたい。

第一は、IT関連財について、アメリカを中心とする世界の輸出入の連関が深化したことである。これは、いくつかの観点から指摘できる。世界全体のIT輸入におけるアメリカの輸入シェアは、前述したように2000年は23.3%に高まっている（97年21.8%）。アメリカの輸入全体に占めるIT関連財の割合は、2000年は17.4%に上っている（97年16.9%）。2000年のアメリカのIT輸入に占める各地域のシェアは、アジアが53.3%、日本が17.1%、EUが6.3%となっており、アジアのシェアが圧倒的に大きい。2001年上半期における各国の対米輸出に占めるIT関連財の割合は、マレーシア、シンガポールが70%を超えるのをはじめ、フィリピン、台湾、韓国等も40～60%台と大きな割合を占めている。これに対しヨーロッパは最も割合の大きなフィンランドでも13.2%と、対米輸出に占めるIT関連財の割合は低い。

このように、アメリカとアジアとの貿易連関が深まっていることから、アメリカのIT需要の減少はアジア経済に大きな影響を与える構造になっている。同時に、アジアのIT需要の減少は、IT輸出国でもあるアメリカのIT輸出や生産を減少させ、IT貿易を連鎖的に縮小させる結果となった。

第二は、IT生産の世界的な連鎖の深まりにより（後述）IT関連財の価格変化が世界に同時に広がることである。今回の減速局面において、半導体価格（DRAM（記憶保持動作が必要な随時書き込み読み出しメモリー））の地域別推移をみると、アメリカ、ヨーロッパ、アジアの各地域で同時に変化している。IT関連財では標準化が世界で進んでいるため、価格下落が世界で同時に広がったことが生産の同時的減少をもたらした。

同時減速の背景にあるITの新しい生産体制

アメリカのIT不況が世界に波及していった背景には、IT分野において進んでいる新しい生産体制がある。それは、サプライチェーン・マネジメント（SCM：Supply Chain Management）と呼ばれ、そのグローバルな展開がIT不況の振幅を各経済で大きくした要因になった。EMS（Electronics Manufacturing Services、電子機器受託製造

サービス)¹への生産委託により発注元の手電子機器メーカーは在庫レベルを低下させた一方、EMSは需給逼迫による部品不足懸念からメーカーの発注以上に部品・材料を大量発注した。そのため、需要が減少すると、メーカー、EMS、部品メーカーとサプライチェーンの上流に行くほど実需とのギャップが拡大し、在庫の積み上がり方も大きくなったのである。このようなIT生産の連鎖が世界的規模で進んでおり、これがアメリカの需要減少を各経済で増幅させた。

2. IT不況の特徴

過去の局面と比較すると、今回の世界景気減速はIT不況であったと言える。

過去2回の世界景気後退との比較

IT部門の不況が、今回の世界同時減速の主たる要因であった。特に中国を除くアジア主要国では生産減少の100%²がIT部門によるものであった。ただし、アメリカではIT部門の落ち込み方は大きいものの、IT産業の比率が低いため生産全体への影響は小さく10%程度であった。

過去にも世界の同時的な景気後退は2回あったが、それは原油という生産要素のサプライショックがきっかけとなった不況であった。これらと比較するため、OECD加盟国についてGDP成長率、生産、輸入の動向を調べると次のような違いが分かる(第-2-3図)。

成長率：今回は、第一次石油ショックよりは落ち方が緩やかである。第二次石油ショックよりは急であるが、第二次石油ショック時は不況が長期化した。

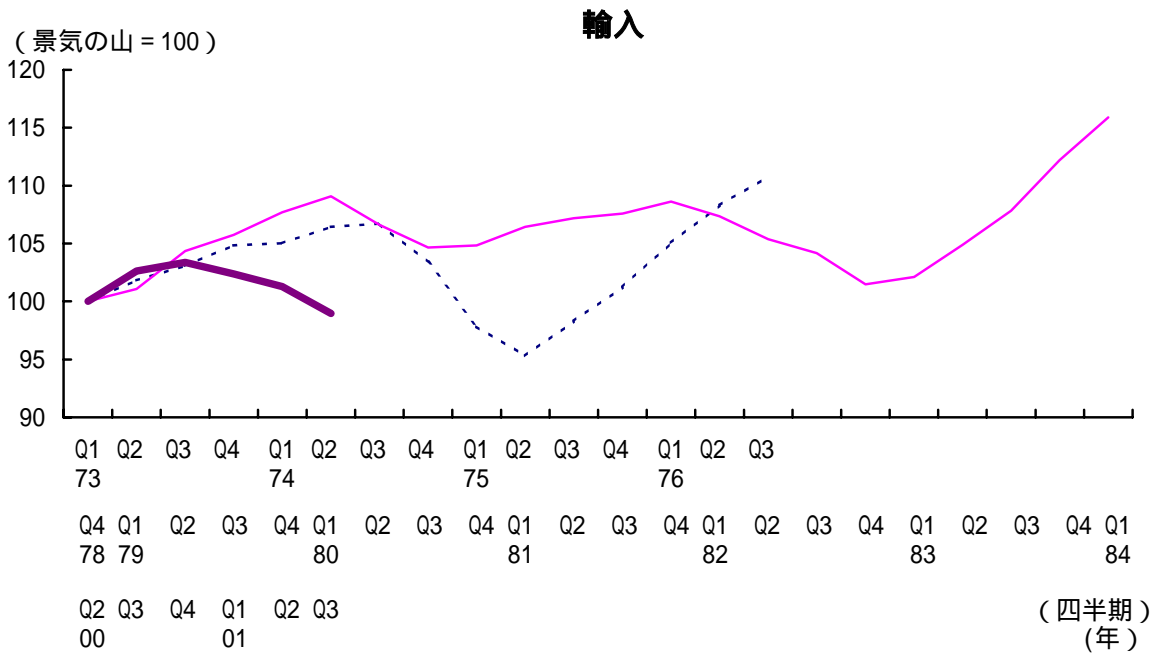
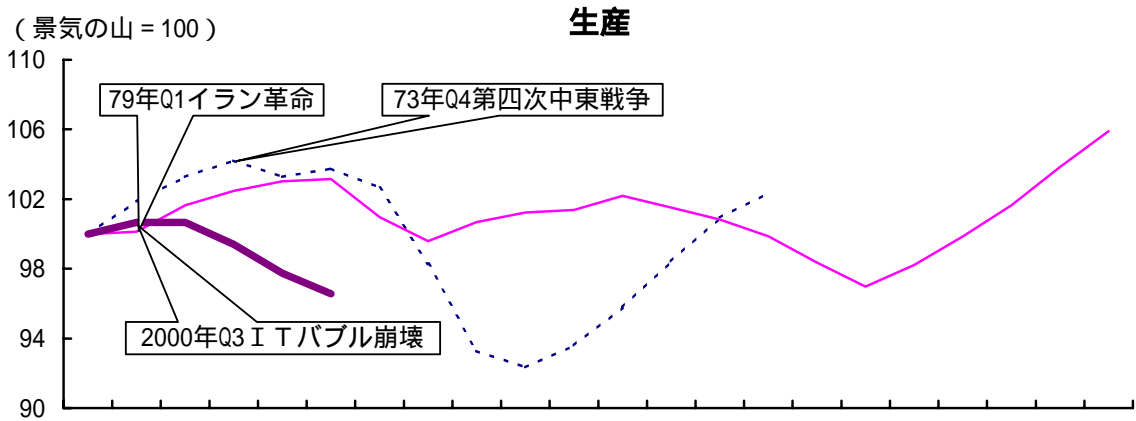
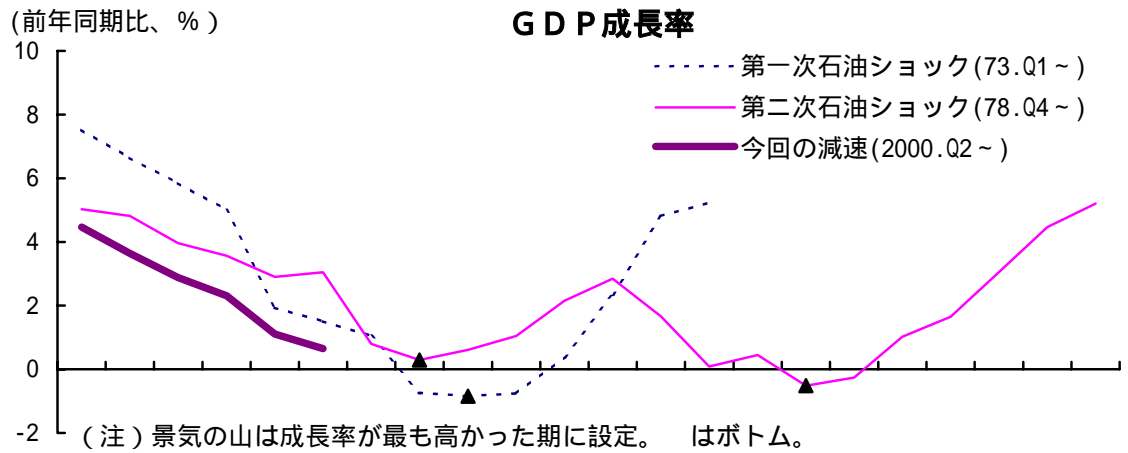
生産：第一次、第二次石油ショック時はいずれもショックがあった後、1年ほどたってから減少しているが、今回はショック後半年くらいで急速に減少している。

輸入：生産と同様に、今回はショック後半年くらいで減少している。

¹EMSとは複数のメーカーから受注した電子機器の受託生産を専門に行う企業のことを指す。単なる製造下請けではなく製品の設計、調達、在庫管理、配送、保守・修理まで行う。発注元はその製品を自社ブランドで販売する。

²韓国、台湾、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンの生産減少率に対するIT産業の寄与率。

第 -2-3図 これまでの不況時との比較（OECD）



(備考) Datastreamより作成。

以上のように、今回の特色は生産と輸入の落ち込みがショックの発生時点から急速であった点にある。

この背景として、以下の点が挙げられる。

過去2回の石油ショック時はサプライショックであり、交易条件の大きな変化によって、産油国に所得移転が生じ非産油国の直接的な需要減少につながった。その後、各経済の需要減少が貿易連関を通じて世界に広がっていった。

今回は、需要減少が引き金となり、IT関連財の需要と生産の連関が世界的に広がる中で生じた在庫や投資の循環が基本的なメカニズムである。さらにIT関連部門から非IT部門に波及することで、後退局面が深まった。

回復への動きを考えるにあたっては、過去2回と今回では次のような差異がある。

過去2回の後退では原油の相対価格変化に合わせて生産構造を再構築する必要があったが、今回は在庫循環が進展するなかで自律的回復メカニズムを期待することができる。過去2回は高インフレに対処するため金融政策が引き締め基調であったのに対し、今回は金融が緩和されている。このため、今回は回復への重しは軽いと考えられる。

第一の特徴：IT生産比率、輸出比率の高いところほど成長率の低下が大きい

IT不況であったことから、いくつかの特徴を指摘することができる。

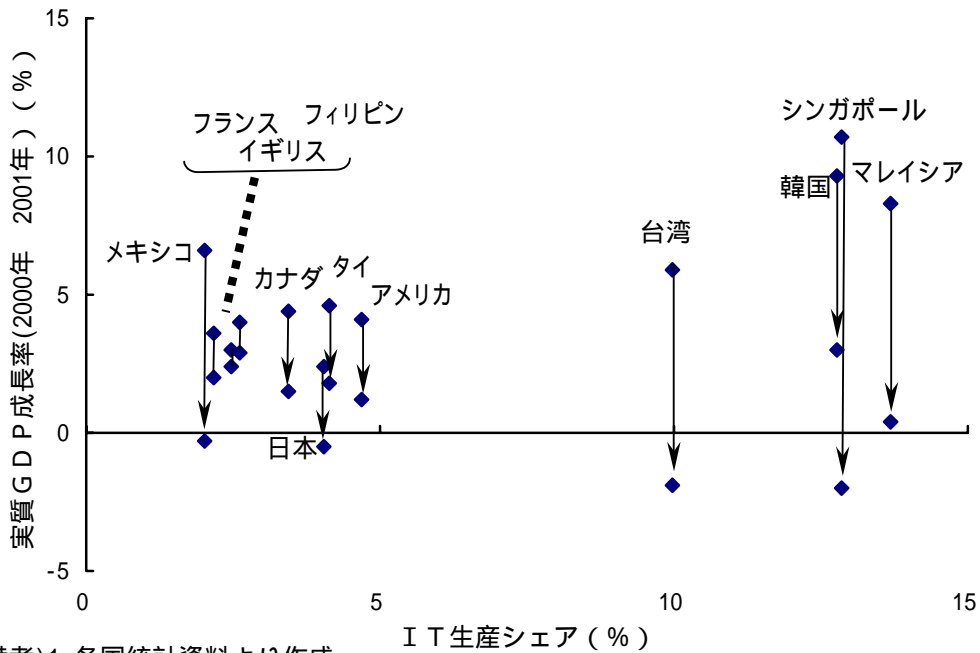
経済別に成長率の減少幅とIT関連財生産がGDPに占める比率(以下、「IT生産比率」との関係性を調べると、その比率が高いほど成長率の低下が大きいことが分かる(第-2-4図)。

IT生産比率が10%以上である韓国、台湾、シンガポール、マレーシアでは、2001年の成長率の減少幅が6～13%ポイント程度と比較的大きく、景気減速・後退が急速であった。逆にIT生産比率が3%に満たないフィリピン、フランス、イギリスでは成長率の低下幅は小さい。IT関連財の定義が各国統計の分類により違うなどデータの制約があり、また、メキシコのような例外もあるが、おおむねIT関連財生産の比率が高い国は、今回の景気後退局面において急速な成長率の低下を経験した。

同様にIT関連財輸出がGDPに占める比率と成長率の低下幅の関係を調べると(第-2-5図)これらの比率が高い韓国、台湾、シンガポール、マレーシア等東アジア諸国で成長率の低下幅が大きい傾向があることが分かる。

以上のように、アジア通貨危機後の回復においてNIEs、ASEAN等の東アジア地域は、IT関連機器の世界的な需要増加を背景に電子・電気機器の輸出を大幅に増加させていたため、今回の景気後退がより厳しいものになったと考えられる。

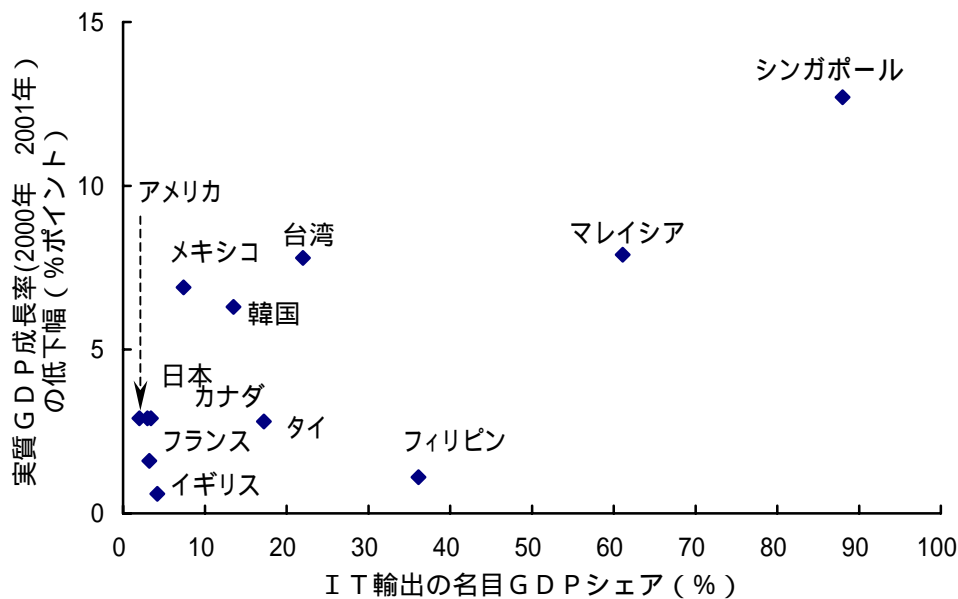
第 -2-4図 IT生産シェアと成長率の関係
IT生産比率が高いほど成長率の低下幅が大きい



- (備考) 1. 各国統計資料より作成。
 2. IT生産シェアは、2000年(メキシコは99年)の名目GDPに占めるIT生産額の割合。
 3. IT生産額が公表されていない国については、(製造業生産額) × (IT品目の製造業生産指数に占めるウェイト)により算出した。
 4. 各国/地域のIT生産データは以下による。

	IT生産額	製造業生産指数のIT品目
アメリカ	電子・電気機器、通信機器	
カナダ	電気・電子機器 + 通信機器等	
メキシコ	電気機器 + 家庭用電気機器 + ラジオ・テレビ + 情報処理機器 + その他の電子機器	
日本	電気機械	
韓国		事務用計算機 + 電気機器 + ラジオ、テレビ、通信機器
台湾		電機電子器材
シンガポール	電気機械・設備 + 電子製品・部品	
タイ		電子・電気製品
マレーシア		電気機械、設備、部品
フィリピン	電気機械	
フランス		電気部品 + 電気製品
イギリス	電気・光学機器の付加価値額	

第 -2-5図 I T輸出シェアと成長率の関係
輸出シェアが大きいほど成長率の低下幅が大きい



- (備考) 1. JETRO資料、IMF “ International Financial Statistics ”、
OECD “ National Accounts ”、各国統計資料より作成。
2. I T輸出シェアは、2000年の名目G D Pに占めるI T輸出額の割合。

第二の特徴：I T生産の連鎖が弱いところでは景気減速にずれ

世界経済が同時に減速したが、N I E sが最も強い影響を受けた一方で、イギリス、フランスでは波及伝播が遅れた。また、フィリピン、中国、オーストラリアのように大きな減速を免れた国・地域もある。こうした違いの背景には、産業の発展段階や特定品目に関する輸出依存度の差といった経済構造の違い、内需が好調で比較的外需変動の影響を受けにくかった国とそうでなかった国との差があると考えられる。

イギリス、フランスではアジアより遅れて景気の減速が始まり、影響の度合いも比較的小さかった。特に、I T輸出においてアジアは2001年初に減少に転じた経済があった一方で、欧州主要国はその時点では増加を続けていた。これは、欧州とアメリカのI T製品の産業内貿易指数が大きく貿易連関は高かったが(後述) I T輸出に占める対米輸出の割合が小さかったこと、通貨統合の好影響や主要各国の減税政策が個人消費を下支えしたこと、ユーロ安により輸出競争力が高まり外需が成長に寄与していたこと、などが理由として挙げられる。一方、ドイツが早くから景気後退に陥ったのは、イギリスやフランスと比較してE U域外に対する輸出依存度が高かったことなどが考えられる。

アジアでは、フィリピンの経済成長が堅調である。総輸出に占めるI T関連輸出の

シェアやIT輸出に占める対米輸出シェアがかなり高いにもかかわらず、2001年10～12月期で3%台の実質経済成長率を維持している。これは、GDPに占める製造業部門の比率やIT部門の生産比率(IT生産/名目GDP)が他のアジア諸国と比較してかなり小さいこと、農業部門とサービス部門が大きく、両部門が最近好調であったこと、金利の低下や物価の安定等により個人消費が堅調だったことが理由として挙げられる。

中国では、世界経済減速の影響を受けたのが遅く、比較的高い経済成長を続けた。輸出増加率も2001年10～12月期においては前年同期比で6.6%増(IT輸出では7～9月期で同6.6%増)と、低下幅は小さい。これは、中国とアメリカのIT製品の産業内貿易指数が小さいことから貿易関連は比較的低いこと(後述)、輸出依存度や総輸出に占めるIT関連輸出のシェアが小さいこと、政府の景気刺激策により個人消費や固定資産投資等の内需が好調であったことなどが要因である。

また、オーストラリア経済は、アメリカを第二位の輸出相手先としているにもかかわらず、2000年7月の財貨・サービス税の導入後、一時的に落ち込んだ以外好調さを維持している。これは、IT生産・IT輸出の依存度が低く世界的なIT不況の影響を受けにくかったこと、鉱業や農業分野のウエイトが比較的高く、豪ドル安により主要輸出品目である食料品、石炭等の輸出が好調であったこと、住宅ローンの低金利や住宅購入促進策等の実施により内需が底固かったこと等が挙げられる。

前回のIT不振が景気減速につながらず、今回は景気後退に陥った理由

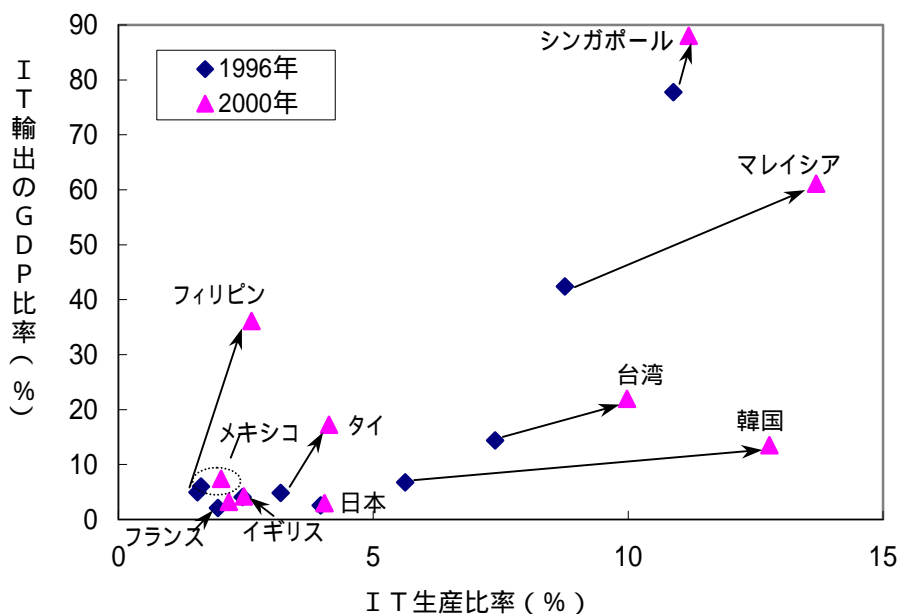
ITの不振は90年代後半にも起こった。96年に半導体(特にDRAM)の供給過剰により世界的な価格の暴落が起こり、96年から98年の半導体市況は低迷した。同期間に、アメリカではそれまで二桁で拡大してきたIT(コンピュータ、コンピュータ周辺機器、半導体、通信機器)貿易が、96年に急激に減速し、97年にはいったん増勢を戻したものの、98年には再び輸入が減速、輸出は減少となった。NIEsやASEAN等のIT輸出や生産は96年に急激に減速し、その後はマレーシアとフィリピンを除き、98年まで減速傾向が続いた。

しかし、こうしたIT関連の市況悪化は99年には回復し、アジアのIT生産及びIT輸出は99年から2000年にかけて急速に拡大した。例えば、主要輸出品目であるDRAM価格暴落により96年、98年とIT輸出減少に見舞われた韓国では、99年初めからIT輸出は2桁台の伸びを続け、2000年のピーク時には前年同月比で50%を超える伸びとなった。アメリカでも99年にはIT貿易は再び拡大し、2000年には輸出が前年比23%、輸入が同21%の伸びとなった。

この期間に日本の景気後退やアジア通貨危機が生じたが、世界同時減速には至らなかった。このような違いを考える際に重要なポイントの第一が、アメリカの景気である。前回のIT市況悪化が起きた90年代後半はアメリカの景気が好調であり、IT関連生産は一貫して増加を続けた。アメリカは90年代を通じて世界最大のIT製品輸入国であり、好景気によってアジア地域等からのIT関連製品需要の下支えを続けた。それに対し、今回はアメリカから需要の減少が起こり、景気の後退を深めた。

第二が、アジア経済におけるITシフトである。99年から2000年にかけては世界的なITブームによって急速にIT関連の需要が伸びた。そのため、アジア通貨危機からの回復過程にあった東アジアの国では、IT輸出が回復の原動力になった。その結果、96年と比較してIT関連製品への依存度が高まった。特に韓国、台湾、マレーシアでは、この期間にIT生産比率が大幅に高まっている(第-2-6図)。また、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンでは、96年からIT輸出のGDP比率が急速に高まった。このような二つの要因が重なって、今回のIT不況が世界に広がり、景気後退が急速かつ厳しいものになったと考えられる。

第 -2-6図 90年代後半と2001年のIT不況の比較
東アジアでIT関連製品への依存度が高まった



(備考)1. J E T R O貿易白書、IMF “ Direction of Trade Statistics ”、各国統計より作成。

2. 今回のIT不況は2000年、前回のIT不況は96年の値。ただし、メキシコのIT生産比率の今回は99年の値。

3. IT生産比率のデータ及び算出方法は、第-2-4図を参照。

同時減速の背景となった世界貿易の深まり

ここでは、世界貿易構造を詳しくみることによって、貿易関連の深まりが世界の急速な同時減速につながった点を考察しておこう。

アメリカのIT需要減少が急速に他地域へ波及していった背景には、産業内貿易の進展がある。産業内貿易は、同一の産業部門における製品の相互取引のことである。このような水平貿易の高まりは、当該地域間で分業体制が進展し貿易関連が深まっていることを示す。IT製品について主要国・地域間の産業内貿易指数を算出すると、以下のような特徴がある（第 2-7図）。なお、指数が100に近いほど産業内貿易の進展を示す。

アメリカは、日本、アジア、EUと貿易関連が強い（IT製品に関する産業内貿易指数が高い）。このうち、日本とアジアは、アメリカのIT製品輸入におけるシェアが高く、日本は17%（2000年、以下同）、アジアは53%に達する。したがって、アメリカのIT生産や需要の減少は、これらの地域に大きな影響を及ぼす。

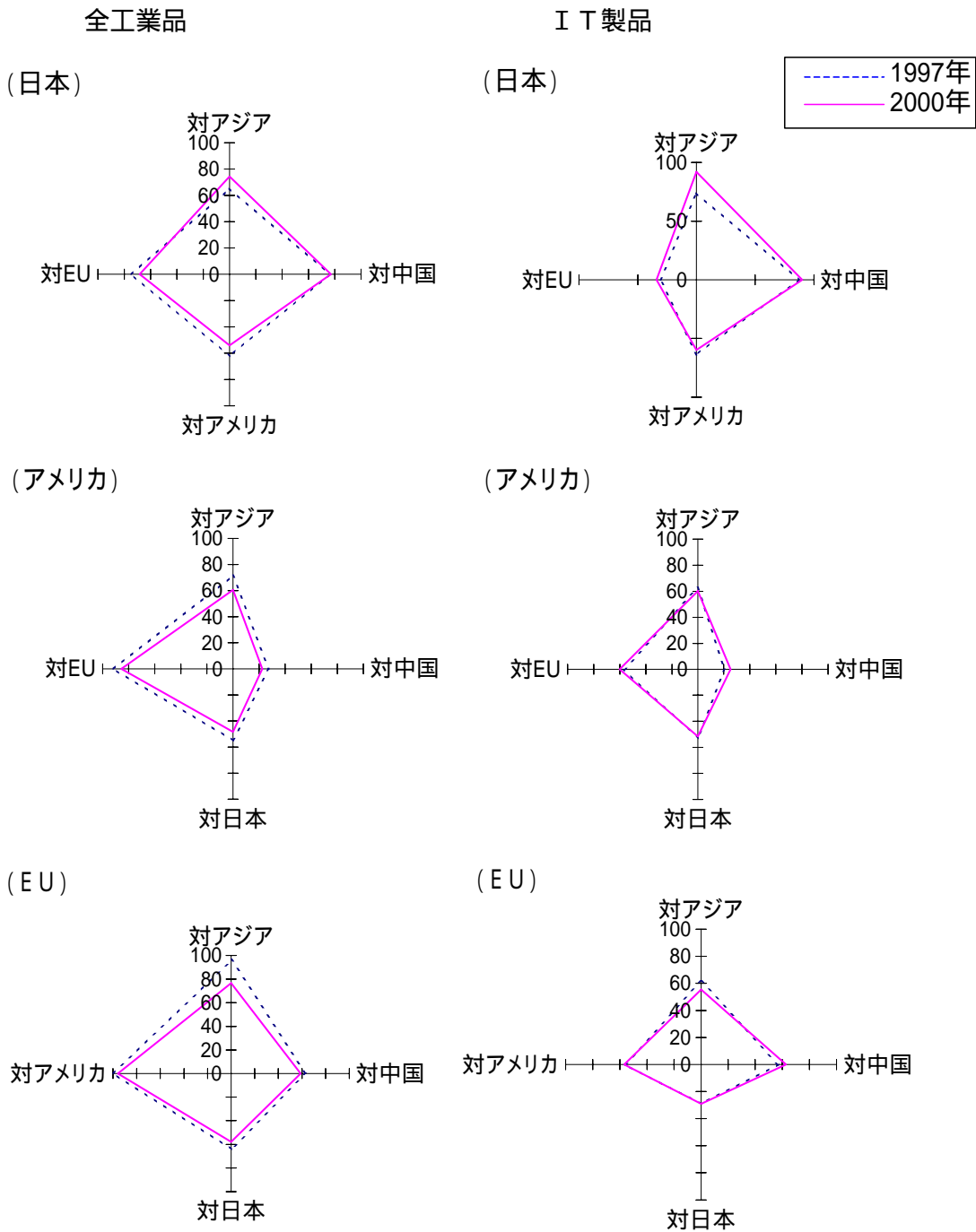
日本は、アジアと中国に対して貿易関連が極めて強い。このため、アメリカのIT製品需要の減少は、前述のとおり日本とアジアに共に影響を与えると同時に、影響が相互に増幅される関係にある。

EUは、アメリカのIT製品輸入に占めるシェアは6%とそれほど大きくないが、IT製品貿易についてアメリカとの関連が強いためにアメリカから影響を受けるほか、アジアとの関係でも日本と同様アメリカからの影響が増幅される関係にある。

また、図にはないが、アジア地域はIT製品の域内貿易比率が高く、アジアのIT製品輸出の47%がアジア域内向けである。このことからIT製品分野での域内分業が進展しており、アメリカからの影響がアジア域内でも相互に増幅し合う関係であると考えられる。

このような貿易関連の構造が働いているために、世界のIT製品の4分の1を輸入するアメリカで起こった需要の減少は、他の地域へ増幅されて広がっていったと考えられる。

第 -2-7図 アジアを中心に高いITの産業内貿易指数



(備考)1. WTO “ International Trade Statistics 2001,2000 ” より作成。

2. 産業内貿易指数は以下の数式によって算出した。

$$\left(\frac{\text{当該地域への当該製品の輸出額} - \text{当該地域への当該製品の輸入額}}{\text{当該地域への当該製品の輸出額} + \text{当該地域への当該製品の輸入額}} \right) \times 100$$

3. IT製品は、「Office machines and telecom equipment」を使用。

4. 「アジア」には「中国」が含まれ、「日本」は含まれない。

変わるIT製品の比較優位

次に、IT関連財の貿易でアジア地域の比較優位がどのように変化しているのかを調べてみたい。IT関連製品で主要11か国経済につき顕示対称比較優位指数（RSCA、指数はマイナス1からプラス1の値をとり、プラスの値が大きいほど比較優位にある）を算出した（第-2-8図）。データの制約で、アジア地域は日本、中国、韓国、香港、台湾しか含まれないが、この11か国経済で世界のIT輸出の7割を占める（2000年）。

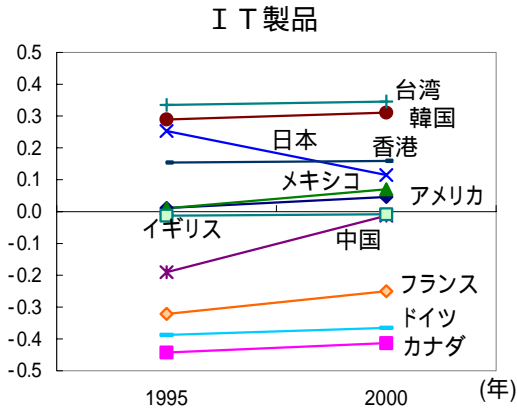
第一の特徴は、アジア地域が圧倒的に比較優位にあることである。

第二の特徴は、アジア地域の中で比較優位に変動が生じていることである。中国の躍進が著しく、事務用機器、コンピュータ、電気通信機器で大幅に上昇している。

韓国、台湾は全般的に優位を続けており、コンピュータ、半導体等での強さが目立つ。日本は、海外へ生産拠点が移転していることもあり、比較優位指数が低下する結果となっている。

なお、データの制約上ここにASEANの国が含まれないが、別のデータを用いてIT製品の世界全体に対する比較優位指数（RSCA、2000年）を算出すると、アメリカが0.1、日本が0.2であるのに対し、シンガポールは0.6、マレーシア0.5、フィリピン0.6、タイ0.3となり、明らかに優位を持っていることが分かる。

第 -2-8図 I T 関連製品に関する顕示対称比較優位指数 (RSCA) の比較 (1995~2000)
アジアが圧倒的に優位

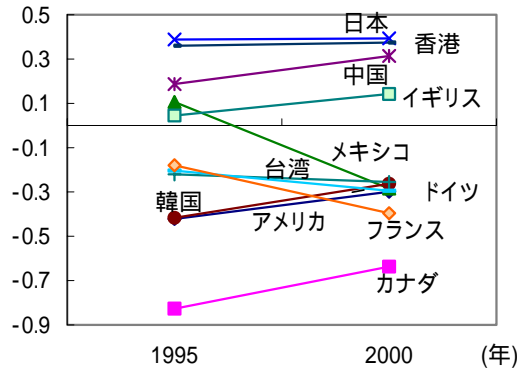


(注) 顕示対称比較優位指数(RSCA)は、バラッサの顕示比較優位指数(RCA)を単調変換したもので、-1~+1の範囲内でプラスならば比較優位を、マイナスであれば比較劣位を表すものである。
ここでは以下の方法により算出した。

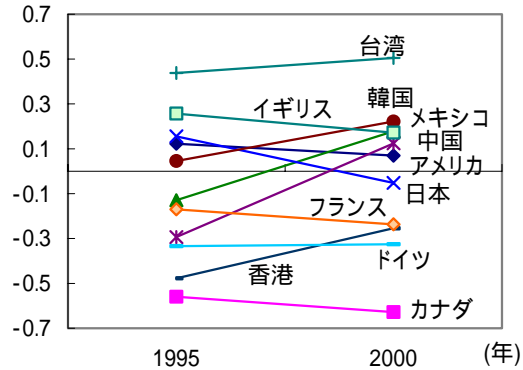
$$\text{顕示比較優位指数 (RCA)} = \frac{\text{(その国・地域の輸出に占めるその財の比率)}}{\text{(対象国・地域の輸出の合計に占めるその財の比率)}}$$

$$\text{顕示対称比較優位指数 (RSCA)} = \frac{\text{RCA} - 1}{\text{RCA} + 1}$$

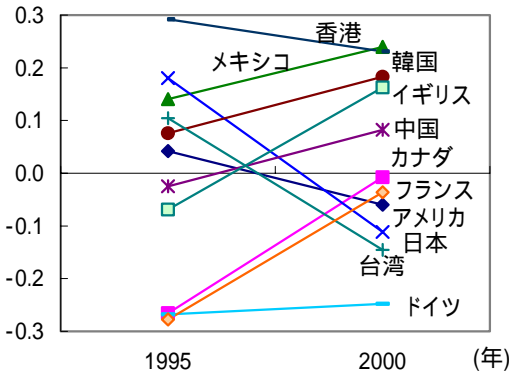
【内訳】 事務用機器



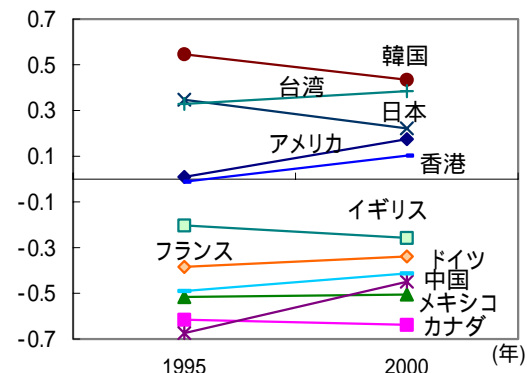
コンピュータ



電気通信機器及びその部品



半導体等



- (備考) 1. OECD OLIS "International Trade of Commodity Statistics"より作成。
 2. I T 製品には、内訳として ~ の各製品及びその他が含まれる。
 3. I T 製品の定義は、W T O "International Trade Statistics 2000"の「Office Machines and Telecom Equipment」に準じS I T C 75 (事務用機器・コンピュータ) 76 (通信・音声記録装置) 776(半導体等)とした。また、~ の各製品の定義は以下の通り。
 事務用機器 (S I T C 751)、 コンピュータ(自動電算機とその部品が含まれる) (S I T C 752)、 電気通信機器及びその部品 (S I T C 764) 半導体等 (S I T C 776)
 4. 台湾の2000年は99年の数値を用いた。

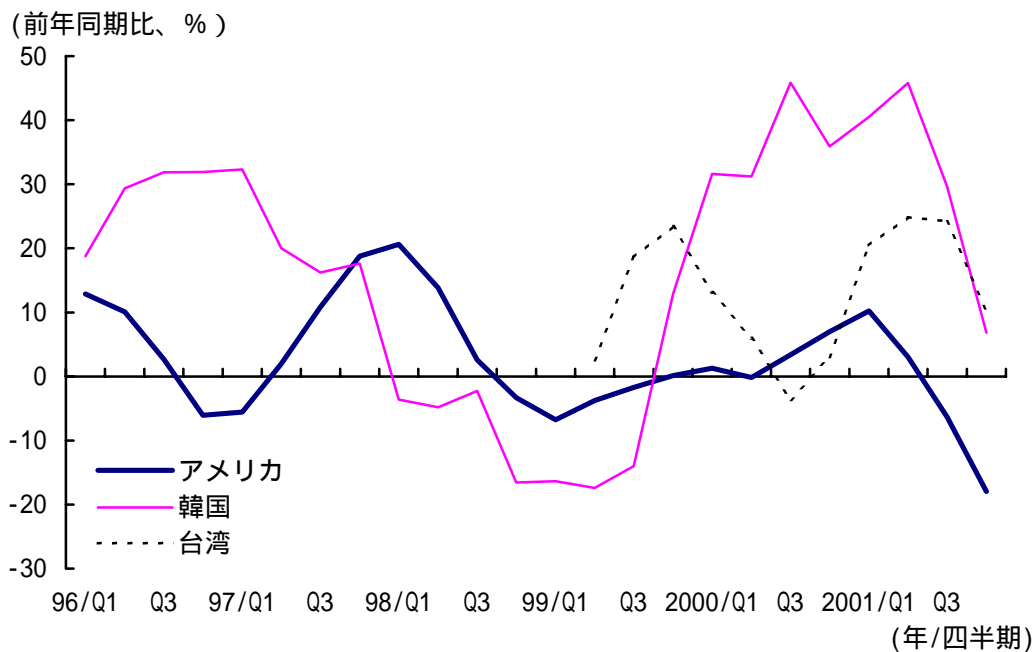
第2節 景気減速から回復への動き

2002年に入るといくつかの指標が底入れを示すようになった。前年の同時減速から予想よりも早期に立ち直った要因を三つのポイントに絞って整理してみたい。

第一のポイント：IT部門で速かった在庫調整

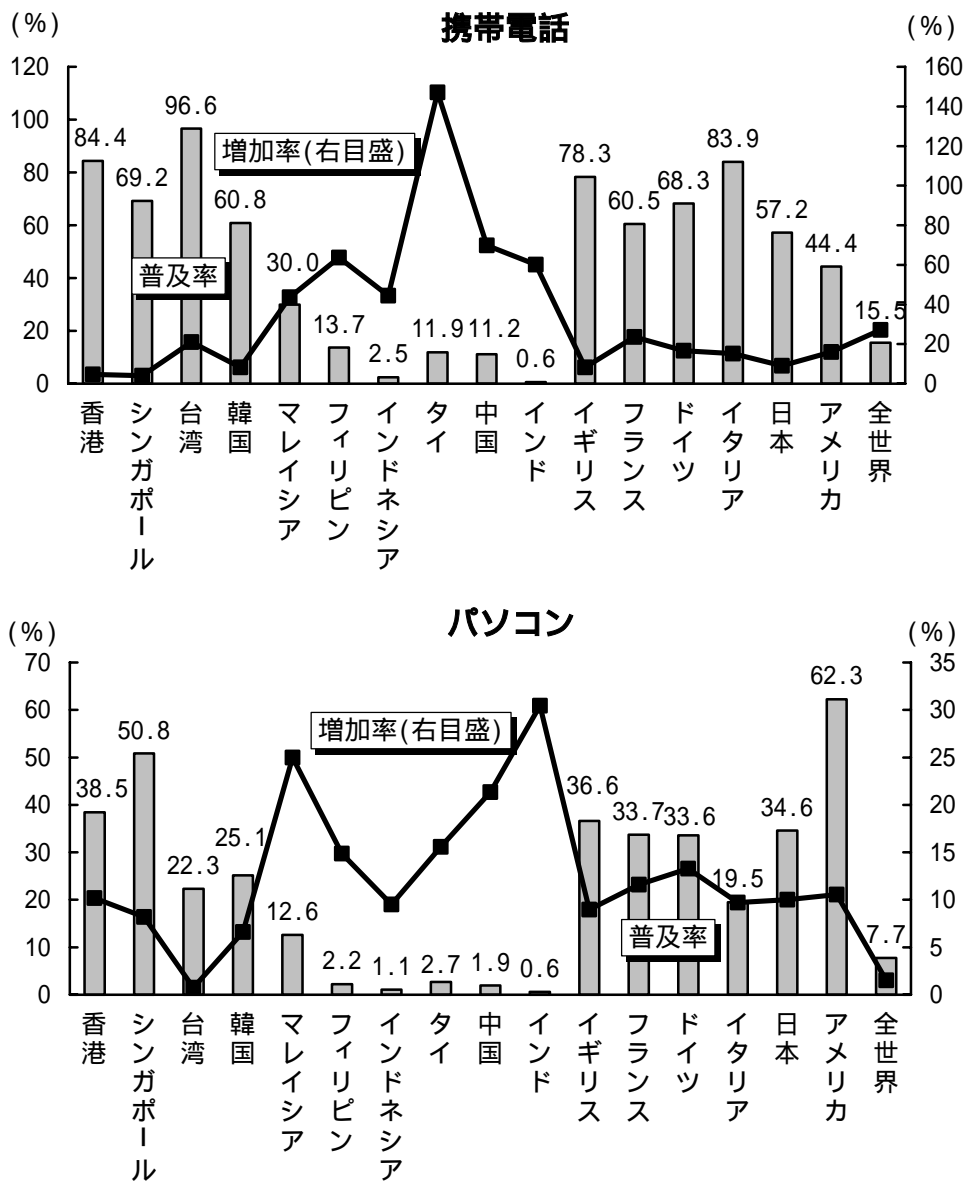
2001年の世界の半導体出荷は10、11月には前月比プラス（3か月移動平均）となるなど、下げ止まりの動きがみられた。世界のパソコン出荷台数も2001年10～12月期は前期比でプラスになった。このようにIT生産は2001年末には回復しだした。これは、IT関連部門で在庫調整が急速に進展したことの結果である。アメリカ、韓国、台湾をみると、在庫調整はかなり進展しており、2001年10～12月期の在庫はアメリカで前年を2割下回り、韓国、台湾も増加率が急速に低下している（第-2-9図）。

第-2-9図 IT関連在庫の推移
2001年後半に在庫調整が急速に進展



(備考)各国統計より作成。

第 -2-10図 IT普及の国際比較
普及率の低いアジアで需要は堅調



- (備考) 1. International Telecommunication Union (ITU) 資料より作成。
 2. 携帯電話普及率は100人当たり加入者数。パソコン普及率は100人当たりの保有台数。増加率はそれぞれの前年比伸び率。
 3. ドイツのパソコンについては2000年のデータを使用。それ以外は2001年のデータ。

このように在庫調整が急速に進展した理由として、第一に、IT関連製品の生産調整や価格調整が速かったことが大きく寄与している。生産調整が迅速に行われた背景には、前述したようにEMSへの製造委託の進展がある。自社生産の場合には、固定費抑制のために稼働率の維持が優先され、生産調整が進みにくい傾向がある。しかし、

製造委託の場合には、E M S への発注を抑えるだけで自社は生産調整ができる。

第二に、I T 製品への需要が根強く、消費の底割れがなかったことも在庫調整の進展に寄与した。2001年のI T 輸入数量は各経済でそれほど低下していない。特にA S E A N、中国、インドにおいてはI T 普及率がまだ低いため、I T 消費は堅調に増加した（第 -2-10図）。携帯電話加入者数については、ヨーロッパやアメリカが伸び悩んだ一方、アジアはタイ、中国での急速な普及を主因として前年比38.7%と高い伸びを示した。パソコン所有台数もアジアで堅調に推移し、なかでもインド、マレーシア、中国はそれぞれ前年比30.4%、25.0%、21.4%増となった。

アメリカのI T 関連受注や輸入が2001年秋以降持ち直し始めたのに伴い、アジアのI T 生産やI T 輸出も回復している（第 -2-11図）。また、9月の同時多発テロの影響はI T 生産の回復にほとんどみられなかった。このようにI T 不況からの立ち直りは、やはりI T 部門から始まっている。

第二のポイント：原油価格の低下が企業収益を下支え

2001年の景気後退局面を緩やかなものにした第二の要因として、原油価格の下落が挙げられる。原油価格の下落は、投入コストの低下を通じて企業収益を下支えするとともに、国内物価の下落要因となり家計の実質購買力の維持につながった。

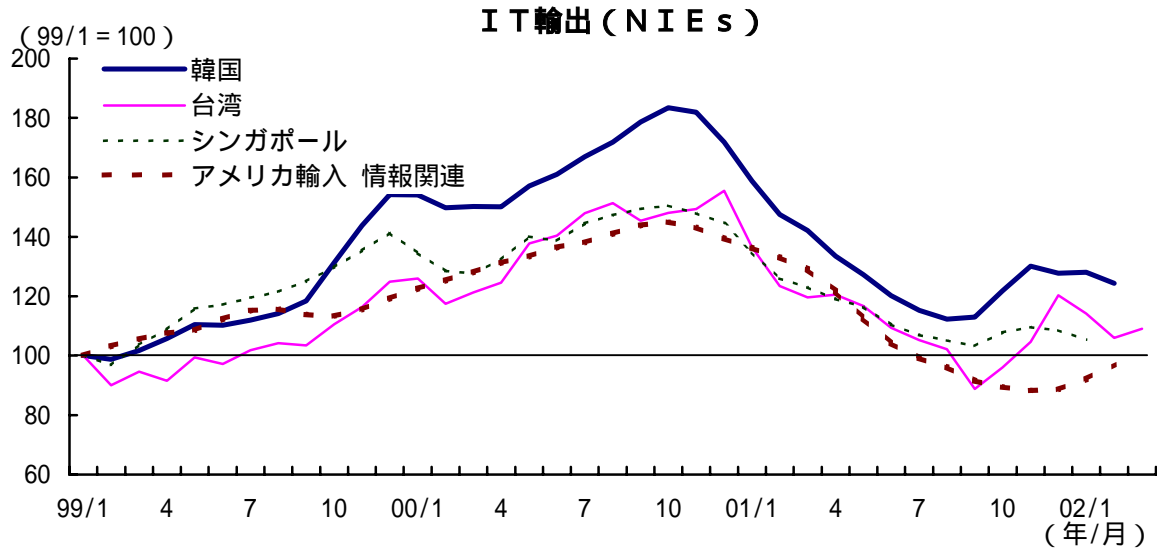
原油価格は、2000年にかけて世界的な需給のひっ迫から高騰し、同年9月には1バレル37ドル台（北海プレント・スポット価格）まで上昇した。その後はO P E C の増産、世界経済の減速を受けて需給が緩和したことから下落に転じ、2001年に入っても原油価格は下落基調で推移した。さらに9月に同時多発テロが発生すると急落し、11月には16ドル台まで下落した。

原油価格の下落により、原油輸入国では交易条件が改善した。アメリカの交易条件（輸出物価指数/輸入物価指数）は2000年に前年比 4.6%と悪化したが、2001年は同2.9%と改善した。同様に、韓国、ドイツ、フランス等でも前年の悪化が2001年にはプラスに改善した。収益環境が厳しいなかにおいて、交易条件の改善は収益の下支え要因となったとみられる。

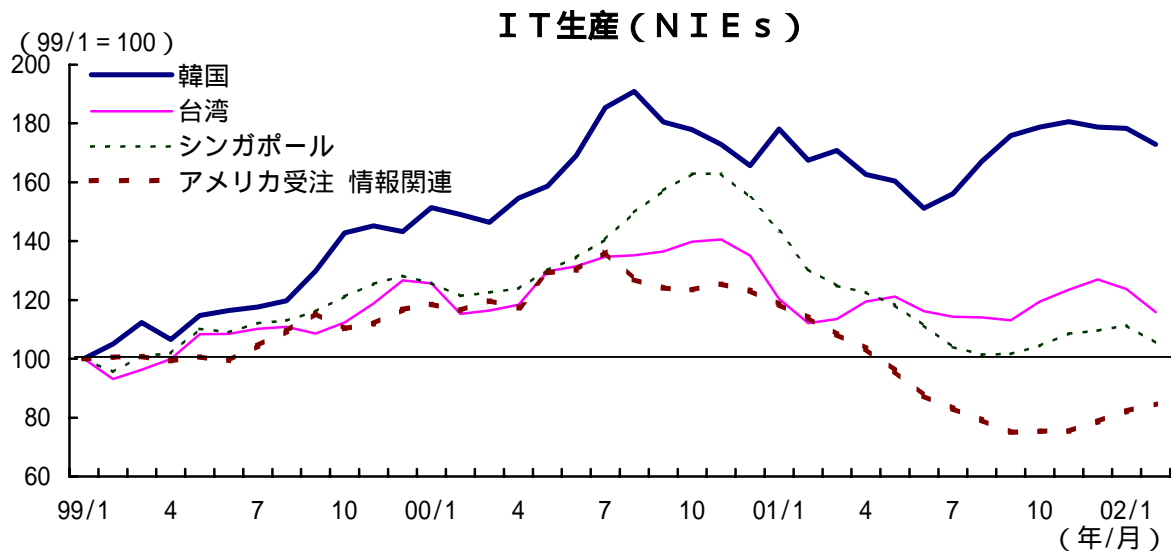
こうした動きに在庫調整の進展も加わり、2001年末から企業の景況感が改善している。アメリカでは同時多発テロ直後の2001年10月に景況感が急激に悪化したが、翌月以降急速に改善し、12月にはほぼ9月の水準を回復した。低下が続いていたヨーロッパでも、12月を底に改善している。アジアでは、韓国での改善が早かった一方、シンガポールも年末には持ち直した（第 -2-12図）。景況感の内訳については、アメリカや韓国では雇用面も含め全般に改善がみられる、ヨーロッパでは生産や輸出の見

通しに改善がみられる一方、雇用見通しについては依然厳しい見方が続いている、という違いがある。

第 -2-11図 アジアのIT輸出とIT生産の推移
アメリカの需要持ち直しに伴いアジアの生産は回復



- (備考) 1. 各国統計より作成。
 2. IT関連品目とは、韓国は家電、情報通信機器、半導体の合計、台湾、シンガポールは電機・電子器材、通信機器の合計を指す。
 3. 3か月移動平均値を使用。

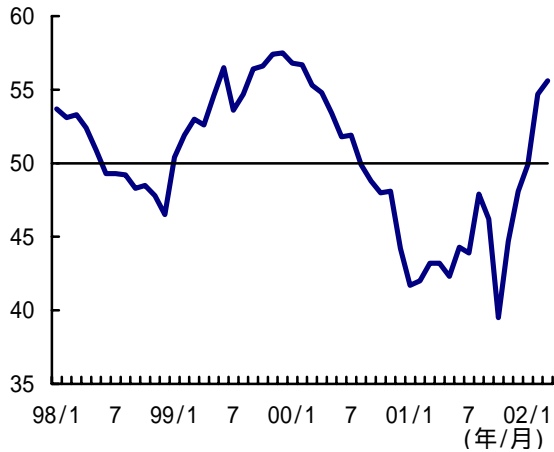


- (備考) 1. 各国統計より作成。
 2. IT関連品目とは、韓国は事務用計算機、電気機器、ラジオ・テレビ、通信機器などの合計、台湾は電機電子器材、シンガポールは電子製品・部品の合計を指す。
 3. 韓国は季調値、その他は原数値の3か月移動平均値を使用。

第 -2-12図 主要国の企業景況感

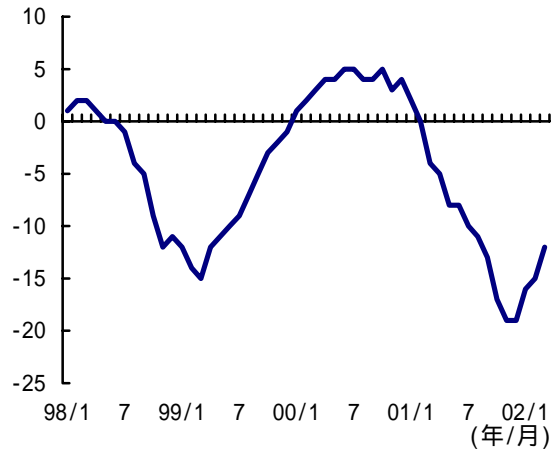
企業景況感は2001年末から改善

アメリカ (ISM総合指数)



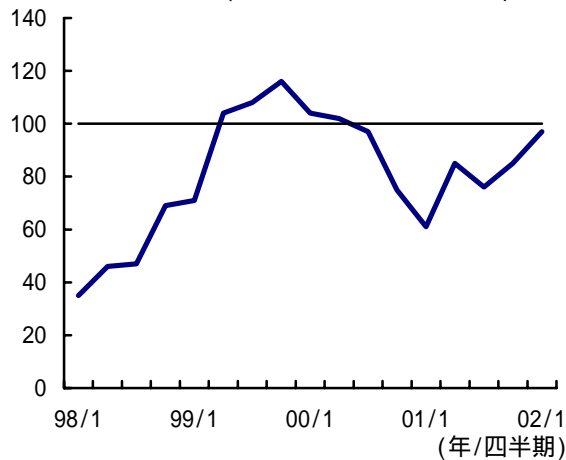
(備考)1. 全米供給管理協会 (ISM) 資料より作成。
2. 50を上回れば、製造業の景況感は好調、下回れば不振を示す。

ヨーロッパ (製造業信頼感指数)



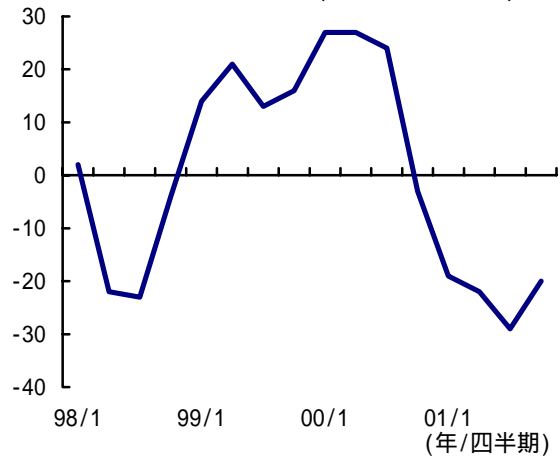
(備考)1. 欧州委員会資料より作成。
2. プラスの数字は、景気がよいと答えた企業が悪いと答えた企業より多いことを示す。

韓国 (製造業業況判断指数)



(備考)1. 韓国銀行資料より作成。
2. 100を上回るほど、景気が良いと答えた企業が悪いと答えた企業よりも多いことを示す。

シンガポール (製造業景況感)



(備考)1. シンガポール統計局資料より作成。
2. プラスの数字は今後6か月について、上向くとの見通しを示し、マイナスは悪化するとの見通しを示す。

第三のポイント：財政金融面から政策が下支え

世界同時減速が深い不況に陥ることなく回復への動きに転じる上では、政策の果たした役割が大きかった。以下、財政政策と金融政策に分けて明らかにしよう。

財政政策：中期的な減税策と同時多発テロ後の緊急策

財政面からの景気下支え政策が、多くの国や地域において効果を挙げた。12の主要国や地域の政策に基づいて、その特徴を整理してみよう。

政策は、大きく二つのタイプに分けられる。第一は、世界同時減速が明確に認識される以前に、主に中期的な観点から実施されていたものである。その政策効果が、2001年の景気減速局面において発現することによって、景気下支えの役割を果たした。第二は、アメリカにおける同時多発テロを受けて世界同時不況のリスクが高まるなか、そのリスクに対処するために実施された景気刺激策である（第 2-13表）。

・世界同時減速が明確に認識される前に実施されていた政策

これらに共通する政策目的は、税負担の軽減、国際競争力の強化等によって中長期的な経済成長を確実にすることである。アメリカでは、2001年6月に所得税率の引下げ、所得税控除の拡大等を中心とした減税が行われ、81年レーガン改革以来の20年ぶりの大型減税となった。その減税規模はGDP比1.2%程度（年平均）に達し、大統領経済諮問委員会（CEA）の試算によると、減税により0.5%ポイントのGDP押し上げ効果があるとしている。アメリカ以外で行われた政策を合わせて計算すると、これらの政策規模は各関係国・地域GDPの0.3～2.4%程度に達する。

・同時多発テロを受けて実施された政策

同時多発テロにより不況の深化が懸念された国々では、追加的政策が実施された。主な内容は、テロ対策、航空業界への支援等を目的とした財政支出であった。アメリカでは、緊急歳出法及び航空業界支援法に基づく500億ドルの緊急支出が行われ、財政支出の規模はGDP比0.5%程度に達する。その他の国や地域を合わせると、政策規模は当該GDPの0.03～2.5%程度に達する。

こうした二つのタイプを合わせた政策効果は相当の大きさになっており、これらが2001年中に発現することによって、景気の悪化が緩やかなものになったと考えられる。また、それぞれの財政政策は複数年にわたるものが多く、そのGDP押し上げ効果は2002年以降も発現することが期待される。

第 -2-13表 2001年の財政政策

中期的な減税策と同時多発テロ後の緊急策

		アメリカ	カナダ	ドイツ	フランス	イタリア	イギリス
世界同時減速が明確に認識される前に実施されていた施策		減税（所得税率引下げ、所得税控除拡大）（2001～2011年）	減税（所得税率・法人税率引下げ）（2001～2005年）	減税（所得税率・法人税率引下げ）（2001～2005年）	減税（所得税率引下げ、法人付加税の撤廃、社会保障賦課税減税）（2001～2003年）	減税（所得税率・法人税率引下げ）（2001年）	減税（課税最低限引上げ、扶養手当・扶養控除引上げ）（2001年度）
の規模 (注)	総額	1兆3,485億ドル（2001～2011年）	1,000億加ドル（2001～2005年）	625億マルク（2001～2005年）	1,196億フラン（2001～2003年）	28兆リラ	36億ポンド
	1年当たりの規模	1,226億ドル（GDP比1.2%）	200億加ドル（GDP比1.8%）	125億マルク（GDP比0.3%）	399億フラン（GDP比0.4%）	28兆リラ（GDP比1.2%）	36億ポンド（GDP比0.4%）
テロ事件以降実施された施策		・緊急歳出法（テロ対策、国防、復旧活動） ・航空業界支援法（政府債務保証、緊急支援）	テロ対策（空港セキュリティ強化、治安強化）	テロ対策（空港セキュリティ強化、警備強化）	景気刺激策（特別減価償却、雇用対策）	特別予算計上（テロ対策）	テロ対策（警備強化、テロ資金規制）
の規模 (注)	総額	500億ドル	77億加ドル（2001～2005年）	30億マルク	35億ユーロ	25兆リラ	2.5億ポンド
	1年当たりの規模	500億ドル（GDP比0.5%）	15億加ドル（GDP比0.1%）	30億マルク（GDP比0.1%）	35億ユーロ（GDP比0.2%）	25兆リラ（GDP比1.1%）	2.5億ポンド（GDP比0.03%）
		中国	香港	韓国	シンガポール	マレーシア	タイ
世界同時減速が明確に認識される前に実施されていた施策		・インフラ投資（西部大開発計画）（2000年～） ・公務員給与引上げ（30%引上げ）	貧困・失業対策（貧困層支援、職業訓練）	・減税（所得税率・法人税率引下げ）（2002年） ・補正予算（地方自治体への補助金） ・失業者対策（2001年）	・減税（所得税率・法人税率引下げ）（2002年4月～） ・景気刺激策（公共事業前倒し、ビジネスコスト削減措置、雇用対策）（2001年7月～2002年6月）	・減税（クレジットカード課税の撤廃） ・財政支出（インフラ整備、産業振興）	・減税（付加価値税引下げ）（1998年4月～2002年9月） ・緊急予算（雇用対策、中小企業支援）（2002年度）
の規模 (注)	総額	1,500億元	270億香港ドル（2年間）	7.6兆ウォン	37億シンガポールドル（うち減税15億Sドル）	30億リンギ	580億バーツ
	1年当たりの規模	1,500億元（GDP比1.6%）	135億香港ドル（GDP比1.1%）	7.6兆ウォン（GDP比1.5%）	37億Sドル（GDP比2.4%）	30億リンギ（GDP比0.9%）	580億バーツ（GDP比1.2%）
テロ事件以降実施された施策		公務員給与引上げ追加決定（年末ボーナス拡大）	・景気・雇用対策（減税、中小企業支援、雇用創出） ・航空業界支援	・減税（特別消費税引下げ） ・補正予算（第二次：インフラ整備、航空業界支援）（2001年）	景気刺激策（所得税・法人税戻し減税、地場企業支援、公共事業前倒し、雇用対策）（2001年10月～）	・景気刺激策（インフラ整備、社会的弱者・失業者支援） ・減税（所得税）	
の規模 (注)	総額		150億香港ドル	2.5兆ウォン	113億Sドル（2001～2003年）	43億リンギ	
	1年当たりの規模		150億香港ドル（GDP比1.2%）	2.5兆ウォン（GDP比0.5%）	38億Sドル（GDP比2.5%）	43億リンギ（GDP比1.3%）	

- (備考) 1. 各国政府発表等より作成
 2. 金額が分かるものを計上。
 3. 期間を複数年とする財政政策や年度ベースのものを含むため、実施年数で単純に除し、1年当たりの規模とした。期間が不明のものは1年とみなした。

・財政収支は悪化

他方、景気減速によって多くの国や地域で財政収支が悪化した。

上記の政策を実施するための財源を確保するため、一部の国では増税や歳出削減等の措置が行われた。また、アメリカのように財政黒字に基づいた措置がとられた国もあった。しかし、景気減速に伴い多くの国や地域で税収が減少し、黒字の減少や赤字の拡大が生じた（財政の自動安定化機能）。

アメリカは、2001年8月、2002年度予算教書で示した2001年度財政収支見通しを下方修正した。同実績値は、下方修正された見通しを更に下回り、黒字額が大幅に縮小した。さらに、2003年度予算教書でも2002～2004年度に3年連続の財政赤字になると見通されている。

ユーロ参加国間では、ドイツの財政赤字問題が焦点となった。ユーロ参加国は、ユーロ圏の財政規律を担保するため、財政安定化協定により財政赤字をGDP比3%以下に抑えることが義務付けられており、財政赤字の増大が著しい国に対しては警告が発動されることになっている。ドイツの2001年財政収支はGDP比2.7%とユーロ圏で最悪となり、警告の発動が検討された初めての国となった。その結果、2002年2月のEU経済相・蔵相会合（ECOFIN）において、ドイツが2004年までに財政収支の均衡を達成することを約束したことから、警告の発動は見送られた。

金融政策：積極的な金融緩和

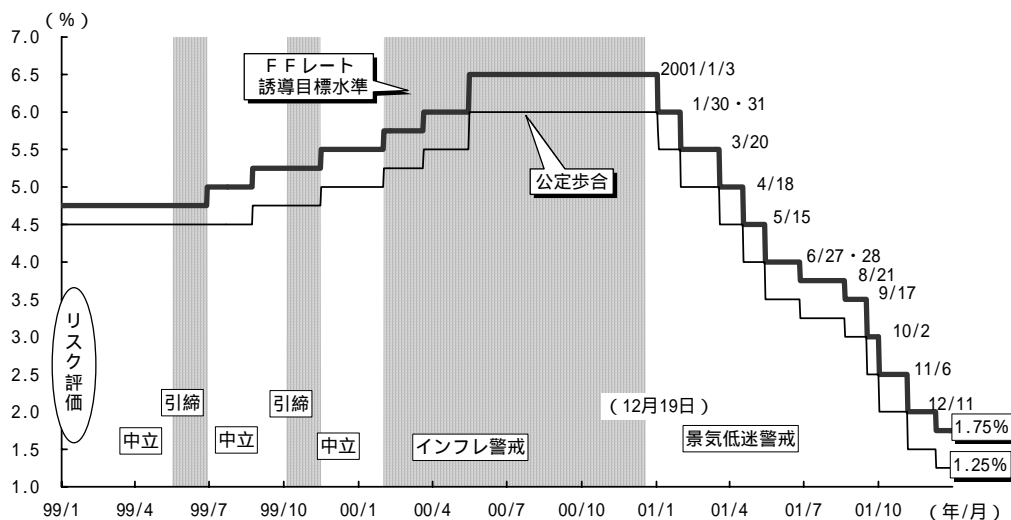
アメリカ、ユーロ圏をはじめ多くの国や地域では2001年に入ってから積極的な金融緩和が実施された。多くの国や地域で金利は過去最低水準となった。

アメリカでは、2001年1月から金融緩和局面に入り、年末までに合計11回4.75%ポイントの利下げを実施した。これにより、2000年末に6.50%であったフェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準は1.75%となり、同レートは61年7月以来40年ぶりの低水準となった。また、ユーロ圏では合計1.50%ポイント、イギリスでも同2.00%ポイントの利下げが行われ、政策金利（ユーロ圏：短期オペの最低応札金利、イギリス：レポ金利）がそれぞれ3.25%、4.00%となった（第-2-14図）。

また、各国・地域の中央銀行は、世界同時減速を受けて2001年に入ってから市場に潤沢に資金を供給したほか、9月の同時多発テロに際しては金融市場を順調に機能させるために、協調して金融政策を実施した。

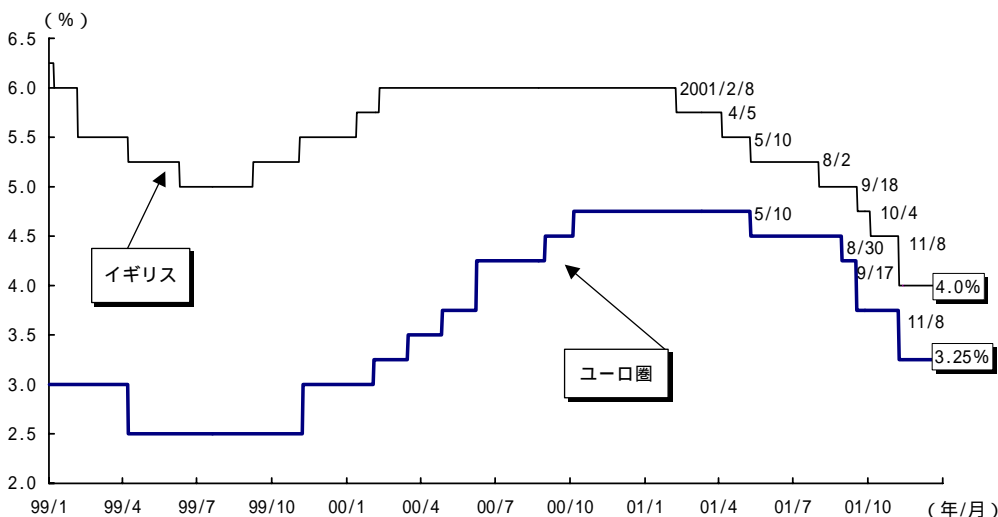
第 -2-14図 欧米の政策金利(1999～2001年)

アメリカ



- (備考) 1. リスク評価は、物価の安定と景気拡大の維持という長期的な二つの政策目標を追求していく上で現存する「リスク」に対する連邦公開市場委員会 (FOMC) の見方を示したものである。
 2. FF (フェデラル・ファンド) レートは、日本の(オーバーナイト)コールレートに相当する銀行間取引の指標レート。

ユーロ圏・イギリス



- (備考) 1. ユーロ圏は、欧州中央銀行 (ECB) の短期オペ最低応札金利は、ECBと各国中央銀行から成るユーロシステムが実施する2週間物の売戻し条件付債券買いオペによる公開市場操作において重要な役割を果たす金利。
 2. イギリスは、イングランド銀行が公開市場操作を実施する際の金利。

・実体経済への効果

積極的な金融緩和策の効果としては、以下の三点が挙げられる。

第一に、金融緩和策は、消費者のローン負担を軽減し個人消費を下支えした。特に、アメリカでは、ゼロ金利キャンペーン（ビッグ3などの自動車メーカーが自動車販売に当たりローン金利をゼロにした）等、自動車業界の販売促進活動の効果から、個人消費は底堅く推移し、自動車産業等の在庫調整を早めた。また、韓国では、金利低下により個人ローンが増加し、個人消費増加に寄与した。

第二に、金融緩和でモーゲージ金利が低下したほか、借換え需要を創出するなど、住宅建設は、アメリカ、アジア、欧州等多くの国や地域で景気回復を下支えした。アメリカでは、同時多発テロ直後から住宅ローンの借換えが急増し、個人がホームエクイティローン等を利用して得た資金の多くが消費に向かったといわれる。

第三に、企業に対しては、金利が引き下げられたために利払い費が減少するという効果が現われている。しかし、大幅な金融緩和にもかかわらず、銀行が貸出態度を引き締めたことや、短期金利に比べて長期金利が低下していないことが懸念される。特に、アメリカでは、FRBの調査に示されるように、銀行の貸出態度の硬化（貸出金利の引上げ、審査の厳格化等）が著しい。また、企業の中には、バランスシートの悪化から債務の圧縮を迫られていること、利益率が低下していることなどから、新規の投資に回す資金繰りが厳しいケースもある。

・ドルは増価基調

今回の金融緩和局面では、多くの主要国で金融緩和が進められ、同時多発テロの影響でドルがやや減価した後も、アメリカ経済への早期回復期待が浮上したことなどから、ドルが増価基調で推移した。ドルの実効レートをみると、通常では金融緩和に伴って通貨が減価するところ、今回の金融緩和局面ではむしろドルは堅調に推移した。このため、アメリカでは、輸出産業の競争力が低下している。しかし、強いドルはアジア経済の価格競争力を強め、それらの輸出にプラス要因となった。

IT部門が緩やかな同時回復へ

これまで述べてきた回復への要因をまとめておこう。

第一に、IT部門で在庫調整が速かった。その結果、主要経済でIT生産は増加に転じている。アメリカのIT関連受注や輸入が2001年秋以降増加し始めたのに伴い、アジアのIT生産やIT輸出も回復している。これに加え、原油価格の下落が収益を下支えし、企業の景況感が改善している。また、2002年に入ってからアメリカの非

IT部門についても回復し始めている。しかし、IT部門を中心に過剰な資本ストックの調整は遅れており、設備投資の回復についてはその時期や回復力に不透明感が残っている。

第二に、各国地域の財政面からの刺激策や金融緩和政策の効果が大きかった。これが需要の追加になると同時に民需を支えた。2002年にもこれらの政策効果が引き続き現われ、景気回復を後押しすることが期待される。

このような要因から、アメリカでは景気回復の動きがみられ、その他の主要経済ではIT部門を中心に生産回復が始まりつつある。この結果、アメリカの景気後退は、短期的な循環の観点からは最も軽微なものに終わる可能性が高まっている。

第3節 今後の景気動向に関するリスク

最後に、今後の景気動向についてのリスクを整理しておこう。明るい材料、下方リスクと両方考えられるが、結論としては、世界経済が回復に向かって動き出すシナリオが強まる方向にあると判断できる。

1. 明るい材料

生産性上昇率の維持

今後の景気動向を占う上で、明るい材料がある。今回の景気後退局面ではアメリカで労働生産性上昇率が維持されていることである。2000年後半からの景気減速局面において、労働生産性上昇率は鈍化していたが、2001年10～12月期に労働生産性上昇率は前期比年率5.2%（前年同期比2.0%）と伸びを高めた（第 -2-15）。また台湾でも労働生産性上昇率の回復が明瞭である。97～2000年の平均上昇率は6.0%であったが、2001年10～12月期には前年同期比で6.5%まで回復している。

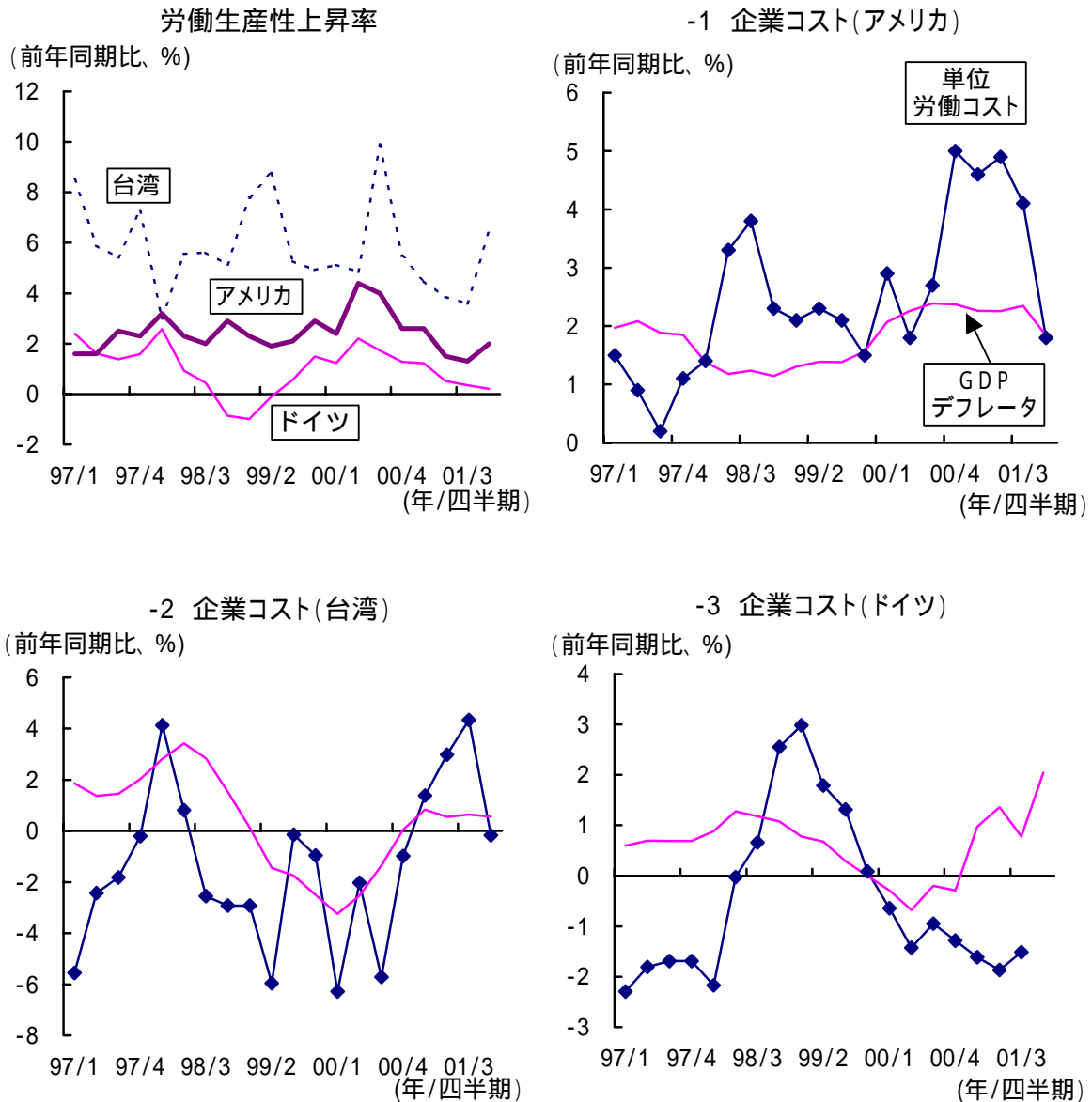
このように労働生産性上昇率が早期に回復している背景としては、大幅な生産調整に伴い急速な雇用調整が行われたことが挙げられる。

労働コストと収益改善

労働生産性上昇率の早期回復を受けて、単位労働コスト上昇率は、2001年後半から急速に低下している。アメリカでは2001年7～9月期、台湾でも10～12月期から上昇

率が低下している（第 -2-15 -1、 -2図）。他方ドイツでは、99年後半以降賃金上昇率の大幅な抑制が続いている。そのため、2001年の景気後退局面で単位労働コストは下落が続いている（第 -2-15 -3図）。

第 -2-15図 企業収益改善の要因



(備考) 1. 各国統計により作成。
 2. ドイツの労働生産性は実質GDPの伸び - 雇用者数の伸び、単位労働コストは時間当たり賃金の伸び - 労働生産性の伸びによって推計した。

こうしたことは、企業収益の改善にとって好ましい材料である。アメリカや台湾では2001年に企業収益が大きく減少した。しかしGDPデフレーターと単位労働コストの

上昇率の差は縮まってきており、10～12月期にアメリカは差がなくなり、台湾ではGDPデフレータの上昇率が上回っている。これは企業収益の改善を示唆している。さらに企業収益の改善は設備投資にも望ましい影響を与えることが期待できる。

アメリカの稼働率は反転上昇へ

アメリカの設備投資は、2001年中は4期連続して減少した。設備投資の動きは、稼働率と相関関係が強い(第 -2-16 図)。70年以降過去5回の景気の谷前後の平均値をみると、稼働率が上昇に転じると設備投資は3か月遅れて反転上昇する関係がみられる(第 -2-16 図)。

稼働率は、2000年6月をピークに低下し続けていたが、2001年9月以降は低下が緩やかとなり、2002年1月には上昇に転じた(第 -2-16 図)。

こうした結果、設備投資については、過去の経験則に当てはめると、2002年央までには持ち直す可能性があると考えられる。耐久財受注が増加に転じるなど、設備投資の先行きについて明るい材料が現われつつあることも、こうした可能性を示唆している。

2001年末には8月末の株価水準を回復

2000年初から下落基調で推移していた株価は、2001年9月の同時多発テロによって世界経済の先行きが大きく懸念されたことから、各国で急落した(9月下旬の1週間の主要市場における下落率は10～20%)。

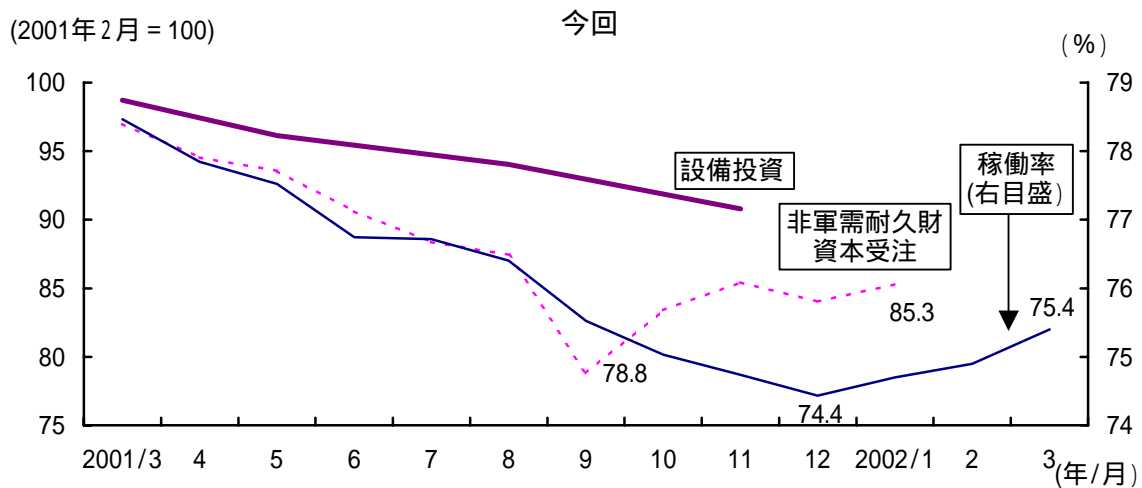
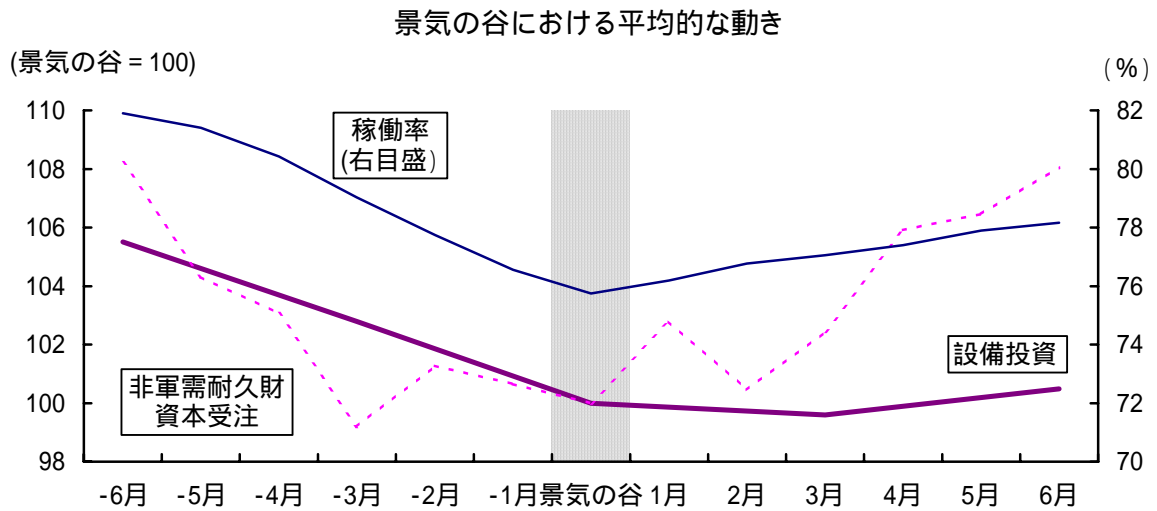
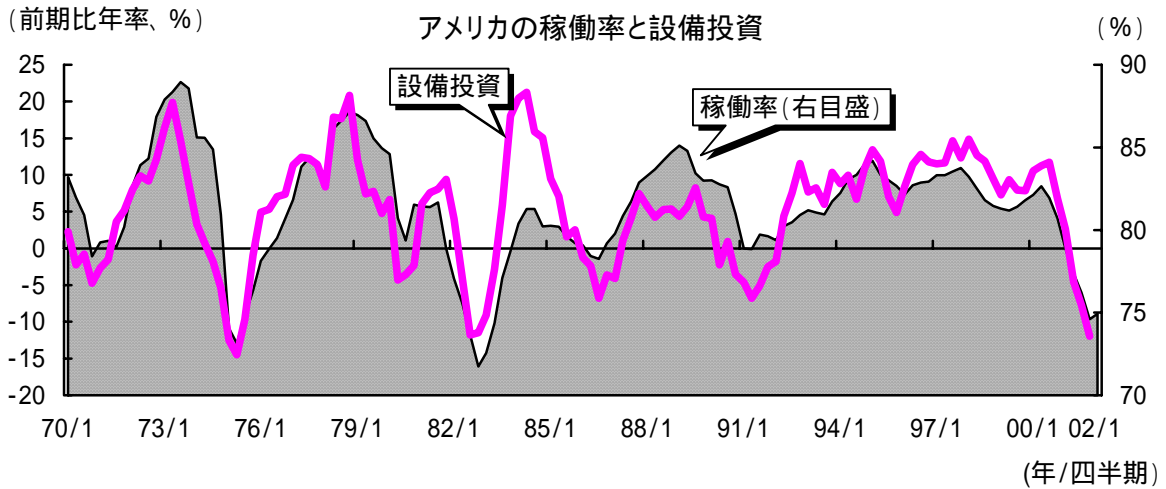
しかし、その後は、主要国が協調利下げを実施したこと、主要国がテロ対策を含め財政面から景気刺激策を実施したこと、一部のアメリカIT企業がリストラの効果から予想を上回る決算や業績見通しを示したことなどから、2001年末には主要市場で軒並み8月末の水準を回復した。

アメリカ市場の特徴を調べると、IT株の比率が高いナスダック総合指数の上昇幅がダウ平均を大きく上回っており(テロ後4か月でナスダック25.7%、ダウ10.4%)、株価回復はIT株が牽引していることが分かる。

2001年12月にアメリカ総合エネルギー会社エンロンが破綻したことを契機に、企業会計への不信感が高まったことなどから、株価は2002年に入ると一時弱含んだ。その後はアメリカの景気回復期待の高まりに伴い、株価は上昇傾向で推移している。

またアジア市場についても、アメリカ景気回復期待の高まりに伴い、主要市場で株価は軒並み上昇している。韓国や台湾では、景気回復とともに外国人投資家の積極的な買いもあり、同時多発テロ後の半年の上げ幅はアメリカ市場を上回っている。

第 -2-16図 アメリカの稼働率



- (備考) 1. アメリカ商務省、FRBにより作成。
 2. 上段図の設備投資は前期比年率の3期移動平均。
 3. 中段図の稼働率は70年以降の過去5回の景気の谷前後の平均値。
 設備投資、非軍需耐久資本財(航空機を除く)は、同期間の伸び率の平均から景気の谷を100として算出。

2. 景気回復の下方リスク

今後の景気動向については、以下の二つの下方リスクが考えられる。

アメリカの資金調達に関する問題

第一は企業の資金調達が厳しい環境下にあることである。第2節で述べたように金融緩和は、景気後退を緩和する効果を有したと考えられる。しかし、世界経済のインフレ率が低い中で実質金利が高止まりしていること、アメリカ総合エネルギー会社エンロンの経営破綻に端を発する企業会計への不信感等から資金はリスク回避の動きを強めていること、資金が企業の設備投資に回っていないことなどの問題点を指摘することができる。またFRBが公表している銀行融資担当者の貸出態度をみると、引締め傾向が続いており、今後の資金需要の拡大に対して、貸出態度が好転しない場合には、景気を下振れさせる一因となる可能性がある。

家計および企業部門のバランスシート悪化

第二は、バランスシートの悪化である。主要国について、家計の金融負債残高（可処分所得比）の推移をみると、ほとんどの国で増加傾向となっている（第 -2-17図）。

家計の支払金利（可処分所得比）や企業の支払金利（税引き後利益比）の推移をみても、アメリカやイギリスなどでは90年代後半に、家計は借入れを増やし消費を続けており、企業部門では債務負担が増加傾向にある。

しかし、アメリカの家計について詳しくみると、バランスシートが見かけほどは悪化していないとも考えられる。その理由としては、住宅価格の上昇が、株式等の金融資産の価格下落によるバランスシートの悪化を相殺していることが大きい。アメリカの住宅価格は、消費者物価上昇率を大幅に上回って上昇している。またその他の要因としては、消費者及び住宅ローン返済の滞納率が前回の景気後退期に比べればそれほど高い水準にはないこと、バランスシートの悪化は主に高所得者の家計に起きているため、その消費抑制効果がやや誇張されている可能性があることも挙げられる。

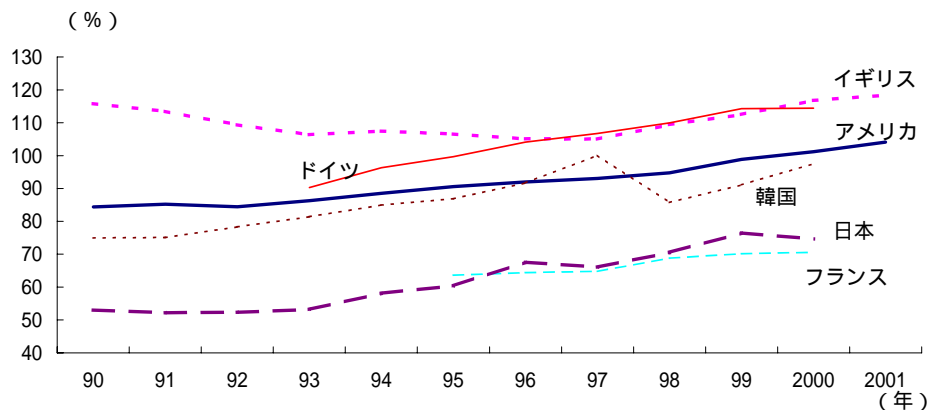
物価動向にも留意

2001年には、世界同時減速と主要経済における全般的な供給過剰を受けて、多くの国や地域でインフレ率が低下傾向となった。特に香港、台湾、シンガポール等、アジアでのデフレ傾向が強まった。現実のインフレ率低下は、家計の実質購買力を増加させ、企業の原料・仕入価格も低下する一方、実質の債務負担を増加させることになる。

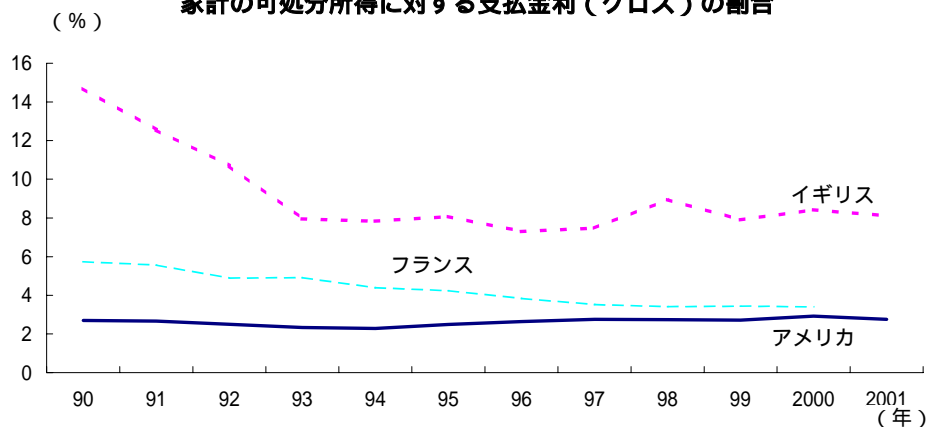
さらに、物価の見通しが下落基調にある場合には、企業では将来の販売価格下落見込みから在庫積み増し意欲が薄れ、設備投資が抑制されるなどの問題が生じ、家計では買い物を先送りしようとする傾向が強まるなど、経済活動に悪影響を与える。

第 -2-17図 主要国における家計・企業の財務状況

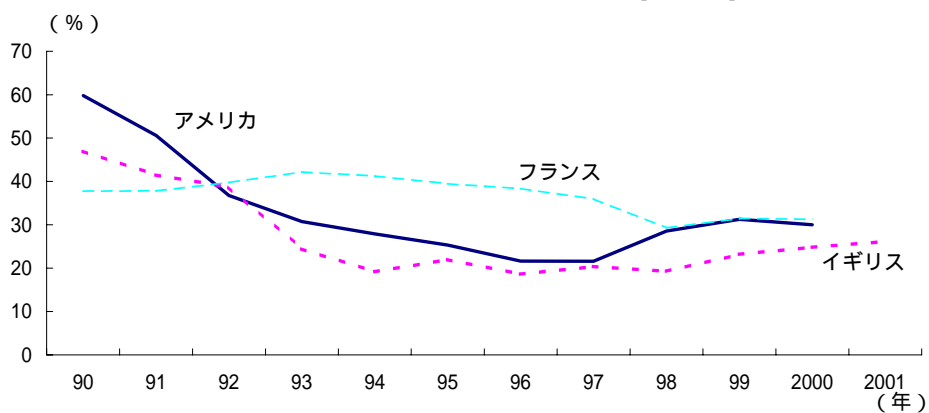
家計の可処分所得に対する金融負債の割合



家計の可処分所得に対する支払金利（グロス）の割合



非金融企業の税引き後収益に対する支払金利（ネット）の割合



- (備考) 1. 貯蓄動向調査、Flow of Funds、National Statistics、Banque de France、Deutsche Bundesbank、Bank of Korea資料より作成。
 2. 2001年のイギリスの数字は、7～9月期までのデータより算出。アメリカ、イギリス、ドイツ、韓国の家計部門は対家計民間非営利団体を含む。の日本は、年間収入に対する負債の割合。

2001年には今後の物価見通しについて、物価下落を見込む企業や家計が増え続けた（第 2-18図）。こうした傾向が続けば、2002年の経済成長にとって景気の下押し要因となりかねないが、2002年に入ると、アメリカ、シンガポール、EUでは物価の見通しに変化が現われつつあり、物価の下落見通しが弱まっている。一方、韓国では2001年10～12月期には成長率が前期比年率6%を超えていたが、物価は下落の見通しが増えていた。

他方、2002年春には中東情勢の不透明感等の理由から原油価格が大幅に上昇した。また、ユーロ圏では、原油価格と食料品価格を除くコアインフレ率が強含み傾向で推移していることに対して、欧州中央銀行が注意を払う状況となっている。

このようなことから、今後の物価動向については見極めていく必要がある。

プロフィットレス・リカバリーとダブルディップの不安

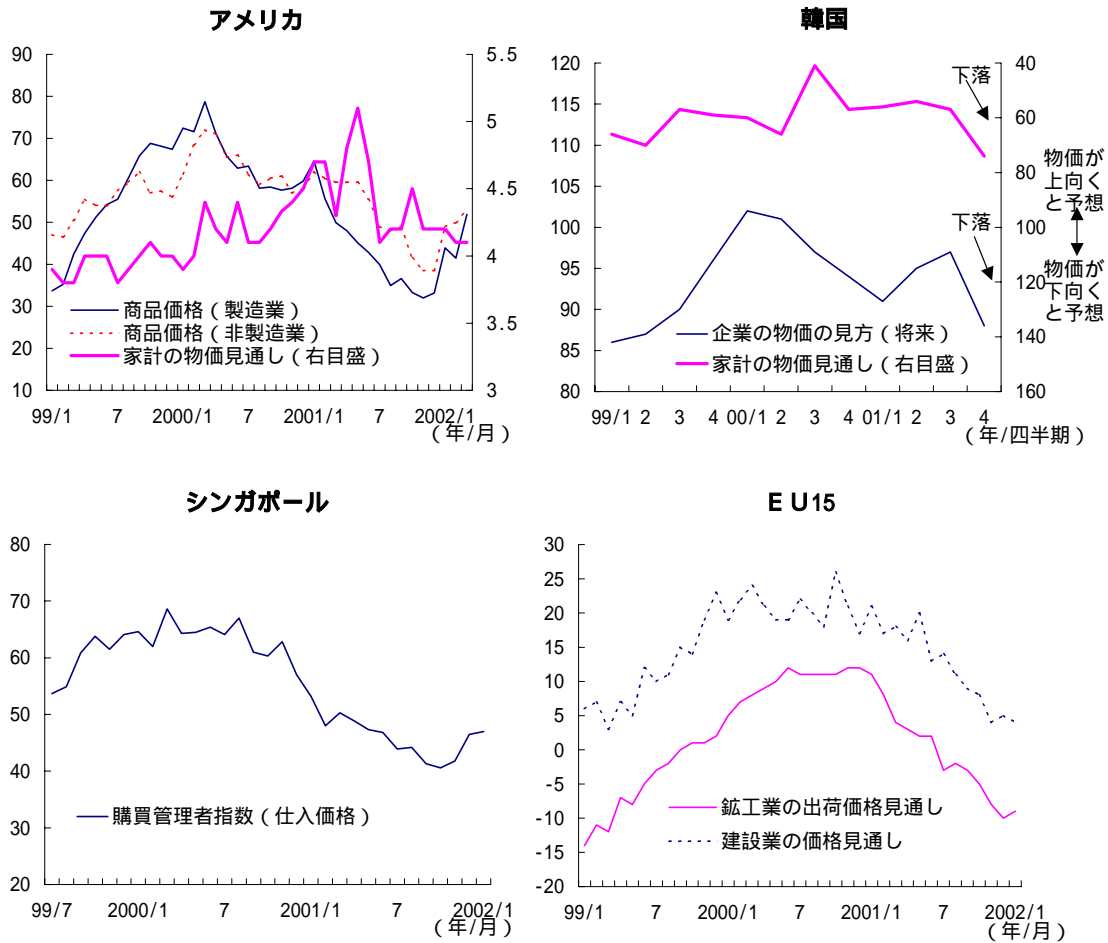
今後の景気動向にとってもう一つの不安の種が企業収益であり、今後も厳しい収益環境が続くのではないかと考えられる。その要因として、供給が過剰であり企業間競争が激しく、製品価格の上昇可能性が限られていることが挙げられる。このため、今後の景気回復は、プロフィットレス・リカバリー（利益なき回復）になるのではないかといわれる。

企業収益の改善が弱いことに加え、過剰な資本ストックを抱えて投資マインドも弱いため、企業部門は今後の需要変化に弱い可能性が高い。また、企業収益の改善が緩やかであることは、雇用の改善も緩やかとなる可能性がある。このことは、80年代初めのようなダブルディップを想起させる。

アメリカ経済は、第二次石油ショックを受け80年1月に景気後退入りした後、大幅な金融緩和の下で通貨量が急増し、緩やかに回復した。しかし、インフレが収まらなかったことから、81年には再びマネーサプライの伸びが急激に抑制された。金融引締めにより異常に高い実質長期金利が長期間続いたため、設備投資、住宅投資を中心として内需が不振となり、81年7月から再び後退局面に入った。加えてドル高が長期化したことから、輸出も大幅に減少した。

今回の景気回復局面と80年初めを比較すると、今回は物価上昇率が安定しているという違いがあるものの、企業部門に弱さがあり設備投資の回復力に不透明さがある点では共通している。今後の景気回復局面においてダブルディップを回避できるかどうかは、消費や投資といった最終需要がどの程度しっかりと回復するかが鍵を握っている。回復初期は前向きな在庫投資で成長率が高まるとみられるが、消費が持ち直しを続け、設備投資の増加に切れ目なく成長の主役が続いていくことがポイントとなろう。

第 -2-18図 主要国における家計・企業の物価見通し



- (備考) 1. コンファレンス・ボード、全米供給管理協会、Bank of Korea、シンガポール購買原料管理協会、European Commission資料より作成。
2. アメリカの家計の物価見通しは、「先行き12か月に対する物価上昇率」についての回答の平均。商品価格は、前月に比べて当月が「高くなった」に(+1)、「変わらない」に(+0.5)、低くなったを(0)として、回答結果の構成比(%)で加重平均したもの。商品価格は、前月に比べて当月が「高くなった」に(+1)、「変わらない」に(+0.5)、低くなったを(0)として、回答結果の構成比(%)で加重平均したもの。
3. 韓国の家計の物価見通しは、6か月後の物価が6か月前に比べて、(「大きく下落」×1.0+「多少下落」×0.5-「多少上昇」×0.5-「大きく上昇」×1.0)÷(全応答数)×100+100にて算出。したがって、100を下回った場合には、物価が上昇すると見る向きが多いことを示す。企業の物価見通しは、物価の先行きについて(「上がると答えた数」-「下がると答えた数」)÷(全応答数)×100+100として算出したもの。
4. シンガポールの商品価格は、50を超えていれば、過去に比べて現在の物価が高くなったと回答した割合が、低くなったと回答した割合よりも多いことを示す。
5. EU15の価格見通しは、将来の物価が「上がるの回答の割合」-「下がるの回答の割合」を各国の個人消費で加重平均したもの。

年後半には同時的な回復も

以上みてきたように、今後の景気動向は下方リスクをはらんでいるものの、生産性上昇率が維持されているほか、企業収益の改善や設備投資の増加が期待できる環境が徐々に整いつつある。したがって、アメリカ経済の回復が望ましい影響を世界経済に与えることによって、海外経済は緩やかながら回復に向かい、年後半にはそろって回復局面を迎えるという姿が中心的なシナリオになると考えられる。