

## 第1章

## 景気回復力の展望

日本経済は、2001年中悪化を続けたが、2002年に入って悪化テンポが次第に弱まり、景気は底入れし、一部に持ち直しの動きがみられるようになった。今後の景気回復力の強さや持続性は、どのように展望できるであろうか。本章の目的は、今回の景気底入れの背景を明らかにするとともに、底入れ後における景気回復力について検討することにある。

第1節では、景気の現状と今回の景気底入れの特徴を整理し、並行して進行しているデフレの要因及び影響について明らかにする。デフレについては、財・サービス価格面だけでなく、資産価格面についても検討する。第2節では、今回の景気底入れまでの局面において各経済主体がどのような行動をとったのかを、企業部門、銀行部門、家計部門に分けて検証する。第3節では、マクロの財政金融政策はどのように運用され、またそれはマクロ経済にどのような影響を及ぼしたのかを分析する。最後に、第4節では、景気底入れ後の日本経済を取り巻く環境を整理し、先行きについてどのように展望できるかを検討する。

結論をあらかじめ要約しておけば次のようなことになる。

景気が底入れした背景には、過去例を見ないような急速かつ大幅な生産調整が行われたなかで、世界経済の回復を背景に輸出が大幅な増加を示したことがある。しかし、他方で、企業や銀行のバランスシートや雇用等の調整は引き続いて進められており、これを受け家計の消費行動も低迷している。

輸出の増加や生産の持ち直しが企業収益の増加や雇用・所得環境の改善をもたらせば、次第に民間需要が回復に向かうことが期待される。しかし、企業や銀行の調整はまだ続くので、景気に対する下押し圧力は続き、当面の景気回復力は脆弱なものにとどまる。加えて、世界的な株価下落がみられるなかで、世界経済の先行き不透明感が強まっている。世界経済等の動向が日本経済を下押しする事態となれば、企業部門を起点とする景気回復が腰折れする可能性も否定できない。

## 第1節 景気底入れの背景

日本経済は、2000年10月に<sup>1</sup>景気の山を越え、景気後退局面に入った。その後、2001年を通じて、生産は大幅に減少するとともに、失業率も既往最高水準を更新し、景気は悪化を続けた。実質経済成長率は、2001年4 - 6月期以降マイナスに転じた。デフレが進行する中で、日本経済がデフレスパイラルに陥るのではないかとの懸念さえ生じた。しかし、2002年に入

注 (1) 暫定基準日付であり、将来景気動向指数の採用系列が入れかえられた場合等に変更される可能性が残っている。

ると、輸出が増加に転じ、生産は下げ止まった。景気は、1 - 3月期には底入れしたと判断される<sup>2</sup>。

景気循環の観点からみると、今後景気が底入れから持ち直していくと90年代以降では3回目の景気回復となる。GDPデフレーターでみると、90年代半ば以降マイナスが続いているので、その意味でデフレ下における3回目の景気回復期となる<sup>3</sup>。過去2回の回復局面<sup>4</sup>では、海外経済の減速や金融システム不安などをきっかけに、民間需要主導の力強い回復が達成されないうまま、後退局面に移行した。今回の景気回復力は、どのように展望できるであろうか。

本節では、今回の景気底入れの背景及び過去2回の回復局面と比べた特徴点と、デフレの現状について検討する。

## 1 景気は底入れへ

### (1) 景気の現局面

#### 景気の悪化から底入れへ

今回の景気後退は、2000年後半以降、アメリカ経済が急速に減速し、それを契機に世界的に景気が減速するなかで、輸出が急減することによって始まった。

実質GDPの推移をみると(第1-1-1図)、2000年前半までは純輸出や設備投資が成長を牽引したが、2000年10-12月期になると純輸出が減少に転じた。そのことは、在庫の積み上がり、それに対応するための生産の減少をもたらし、景気は2000年10月以降、後退局面に移行した。個人消費が2001年4-6月期、7-9月期に微減となり、設備投資が減少を続ける中で、実質GDPは、2001年4-6月期から2002年1-3月期まで4期連続でマイナス成長を記録し、2001年度の実質経済成長率も前年度比1.9%減となった。この間、雇用情勢は大きく悪化した。完全失業率は上昇傾向にあったが、7月に5%台に乗った後、12月には5.5%を記録した。他方、国内卸売物価や消費者物価などの物価は下落を続け、地価や株価などの資産価格も下落を続けた。こうした状況のなかで、デフレスパイラルの懸念が生じたため、その阻止を目的に、財政政策面では第2次補正予算の編成を行うとともに、金融政策面では一層の量的緩和が進められた。

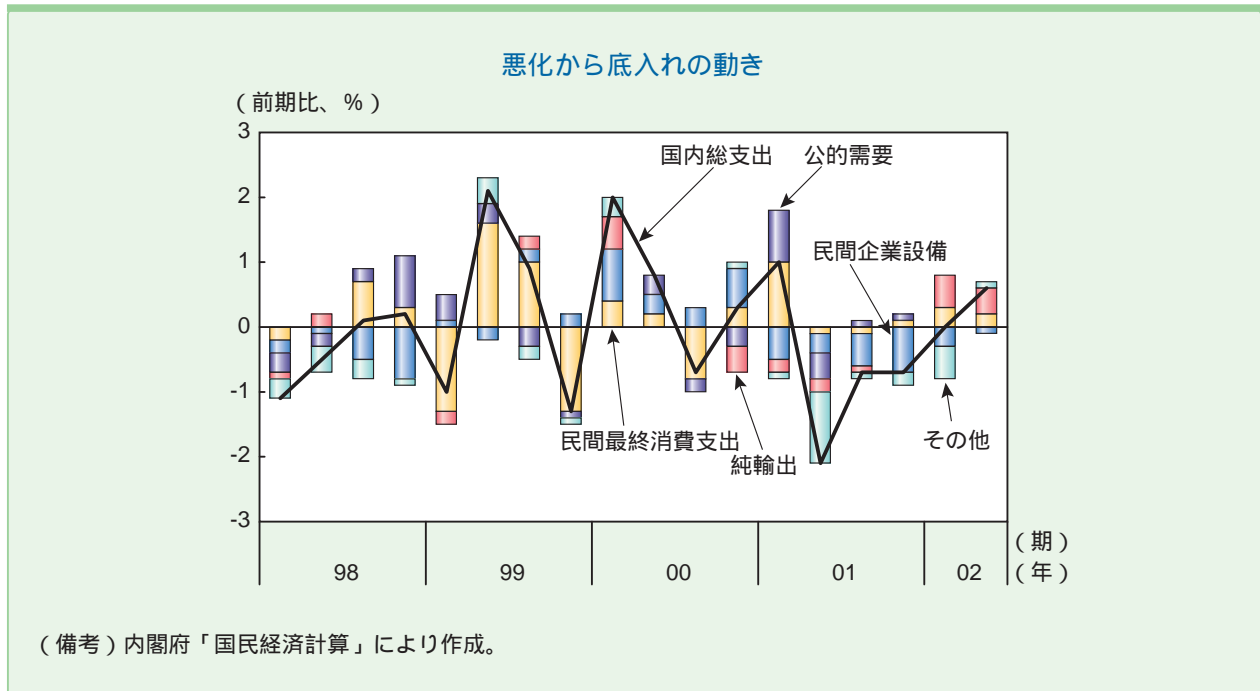
2002年に入ると、輸出が下げ止まり、増加に転じた。これによって出荷が下げ止まると、在庫調整の進展を背景に、生産も下げ止まりをみせることになった。業況判断も、大企業を中心に下げ止まりに向かい、企業収益についても下げ止まりの兆しがみられた。他方、失業

注 (2) 本年の「年次経済財政報告」においては、景気の谷を2002年1-3月期として使用するが、これは暫定的に使用する日付で、正式には、経済社会総合研究所の景気動向指数研究会において、後に統計的手法によって判定されるものである。

(3) GDPデフレーターは、消費税率が引き上げられた97年度を除いて、94年7-9月期以降前年比マイナスが続いている。なお、90年代初頭以降1回目の景気回復局面は93年11月~97年5月であるので、同局面の最初の3四半期程度の間、GDPデフレーターは前年比プラスであった。

(4) 景気基準日付上では、93年11月~97年5月と99年2月~2000年10月の2回。

第1-1-1図 実質GDPの項目別寄与度



率の上昇は一服し、国内卸売物価も下げ止まり、横ばいで推移するようになった。

今回の景気の谷を仮に2002年1 - 3月期とすると<sup>5</sup>、景気後退局面の長さは約5四半期となる。第2次石油ショック以降の景気後退局面の平均期間は約9四半期であるので、今回の景気の底入れは相対的に短期間で実現されたことになる。

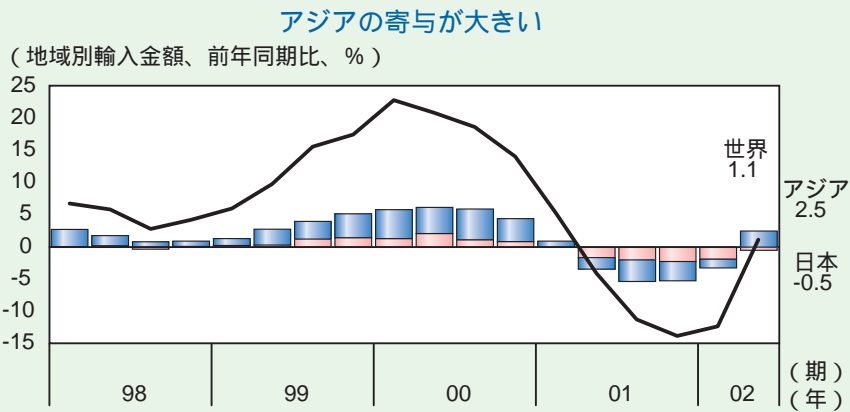
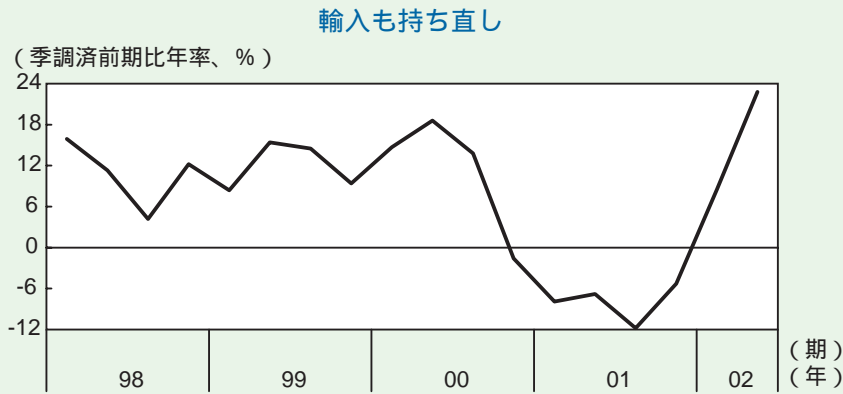
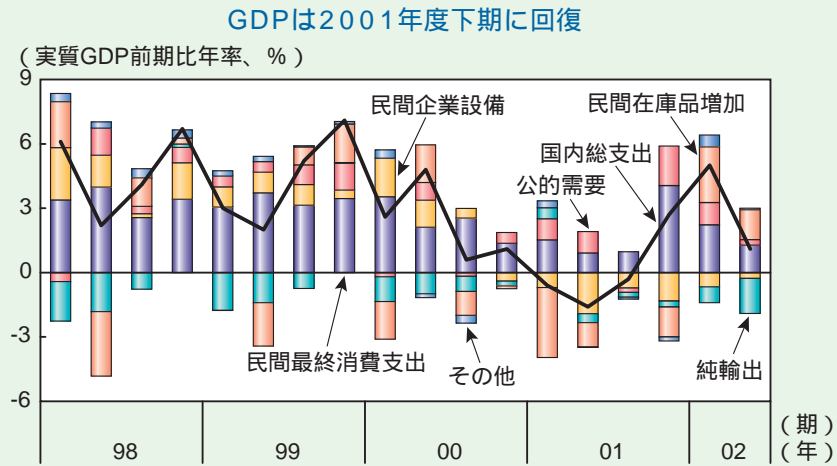
#### 景気底入れの背景 - 対外要因：輸出が増加

今回の景気底入れの背景については、対外要因と国内要因とに分けて考えることができる。まず、対外要因としては、前述のとおり、2001年中大幅に減少した輸出が、2002年に入って下げ止まり、年央にかけてアジア向けを中心に大幅な増加を示したことが挙げられる。輸出が増加に転じた要因をやや詳しくみると、以下のように整理できる。

第1に、アメリカ経済における景気回復である。アメリカ経済は、ITバブル崩壊を受けて2000年央頃より減速を始め、2001年1 - 3月期から3期連続でマイナス成長を記録することになった。しかし、IT関連財を中心に在庫調整が急速に進展したことに加え、減税や金融緩和を柱とする積極的な財政金融政策が打たれた結果、個人消費が堅調な動きを示すことになった。この結果、実質GDPは、2001年10 - 12月期、2002年1 - 3月期と成長率を高めた(第1 - 1 - 2図上図)。アメリカ経済は、2002年1 - 3月期には、景気回復過程に入ったと判断される。

注 (5) 前ページ注2参照。

第1-1-2図 アメリカ経済の動向



(備考) 1. アメリカ商務省統計により作成。  
2. ここでのアジアとは、韓国、香港、台湾、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン、マレーシア、インド、中国の10カ国のこと。

第2に、アジア経済も回復したことである。アジア経済は、アメリカ経済の景気回復を先取りする形で、IT関連財の輸出が主導しながら回復の動きを示した。また、韓国などでは、個人消費や建設投資が増加をするなど内需も堅調となった。

なお、我が国からの輸出がアジア向けを中心に増加している理由としては、アジアの生産増においてアメリカ向けの輸出が大きく寄与していることから、アメリカ経済の回復の影響が大きいといえる。IT関連財の在庫調整の進展、消費の堅調な動きを背景に、アメリカを最終需要地、アジアを組立加工地として、日本からアジアへの部品輸出の大幅な増加がもたらされていると考えられる。実際、アメリカにおける輸入は、2002年に入って大きく増加している（前掲第1-1-2図中図、下図）が、これにはアジアからの輸入の寄与が大きい。

第3に、為替レートが円安で推移したことである。円の対ドルレートは、2000年10-12月期には109.82円であったが、2001年1-3月期に118.09円となった後、円高に振れた局面もあったものの、基本的には円安基調で推移し、2002年1-3月期には132.46円となった。このような円安は、日本の輸出品の価格競争力を強化し、輸出増加に寄与したと考えられる。2000年10-12月期以降、円の対ドルレートが一定で推移したときに比べ、その後の円安は2002年4-6月期の輸出数量を2.6%強高める（四半期伸び率を平均0.4%強引き上げる）影響があったと試算される（付注1-1）。

### 景気底入れの背景 - 国内要因：在庫調整の終了

このような対外要因は、輸出を通して景気の底入れをもたらす要因の1つとなったことは間違いない。しかし、これだけでは、早い時期の底入れは可能ではなかったであろう。景気の底入れを可能にしたもう1つの要因として、国内要因もみておく必要がある。特に重要なのは、企業部門における急速かつ大幅な生産調整である。景気の悪化に伴って出荷が大きく減少し、在庫が大幅に積み上がったが、企業部門は急速かつ大幅な生産調整を行った。このような生産調整と、輸出の増加を背景とする出荷の下げ止まりによって初めて、在庫調整が速やかに終了することとなったのである。

もっとも、国内部門全体を見渡すと、強い調整圧力の下にあった。企業部門は、中期的な観点からバランスシート調整、資本ストック調整、賃金・雇用調整等を強力に進めた。銀行部門も、不良債権が依然として高水準で推移するなかで、金融仲介機能が低下した状態が続いた。家計部門も、厳しい雇用・所得環境と先行き不透明感のなかで、個人消費や住宅投資について慎重な姿勢を取らざるを得なかった。これらは、景気に対する下押し圧力として作用した。

また、この間、財政金融政策は、デフレスパイラルに陥る懸念を払拭するために、機動的な対応を行った。財政政策は、財政構造改革の観点から2001年度予算に取り組んだが、2001年12月にはデフレスパイラル阻止のための緊急対応プログラムを策定し、第2次補正予算の編成を行った。金融政策は、2001年3月に採用された、日銀当座預金残高を操作目標とする

量的緩和政策の目標水準が、累次にわたって引き上げられていった。財政金融政策のマクロ的な効果については、第3節で詳しく検討することにする。

## (2) 今回の景気底入れの特徴

### 過去の景気回復局面との比較：期待成長率は一層低下

景気は底入れし、今後持ち直していけば、バブル崩壊後の90年代初頭以降、3回目の回復局面となる。過去2回の回復局面では、海外経済の減速や金融システム不安などをきっかけに、民間需要主導の力強い回復が達成されないままに後退局面に移行してしまった。今回の景気回復力を展望するために、ここでは、現在の局面について、過去2回の回復局面と比較しながら、特徴点を整理することにしよう。

今回の景気後退及び景気底入れが、海外経済の減速とその回復によるところが大きいことは既にみたが、その結果として、過去2回と比較しても、生産などの変動幅は大きい。今回の景気底入れを2002年1 - 3月期として、輸出、生産、稼働率の動きを比較してみると（第1 - 1 - 3図）、今回の特徴は、景気の谷に向けて、落ち込みが急になっているとともに、底入れ時のリバウンドも大きくなっていることである。

次に、民間需要の動向をみてみよう（第1 - 1 - 4図）。設備投資については、景気の谷に向けて、今回は前回とほぼ同じペースで、減少が続いている。底入れ後の状況についてみると、93年秋以降の回復期においては、バブル崩壊後の資本ストック調整が深いものとなったため、なおしばらくは減少傾向が続いた。明確に増加に転じたのは95年度以降であり、その後97年までは携帯電話やパソコンなどの本格的な普及も背景に、比較的高い伸びを示した。しかし、アジア危機や金融システム不安をきっかけに、98年入り以降減少に転じている。次の99年初からの回復局面では、バブル崩壊直後に比べ、ストック調整圧力が小さく、比較的早めに回復に転じ、IT関連を中心に増加した。しかし、95 - 97年の回復に比べても盛り上がり欠けるまま、米国を始めとする海外経済の減速による輸出及び生産の減少が波及する形で、2001年度には大きく減少した。

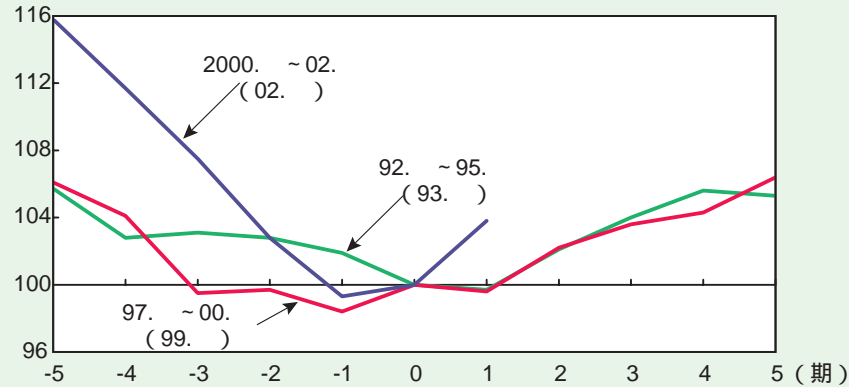
一方、個人消費について、景気後退から底入れにかけての動きをみると、前回は金融システム不安などを背景に消費者の不安心理が高まり、消費が落ち込んだことと比べると、今回は、前々回同様、前期比では底固く推移している。ただし、消費水準としては、97年秋以降強まった消費者の先行きへの不安感が大きくは改善されない状態が続いていることもあり、低迷が続いている。

以上が実体経済の動きであるが、最後に、先行きに対する経済主体の見方を比較しよう（第1 - 1 - 5図）。マインド面を、企業の業況判断D.I.や消費者態度指数をみると、低水準ながらも過去2回の水準まで改善している。しかし、他方で、企業の期待成長率は一層の低下を示している。マインド面での底入れが裏付けられているが、先行きの回復力については、過去と比べても、やや慎重ないし悲観的な見方が強いといえる<sup>6</sup>。

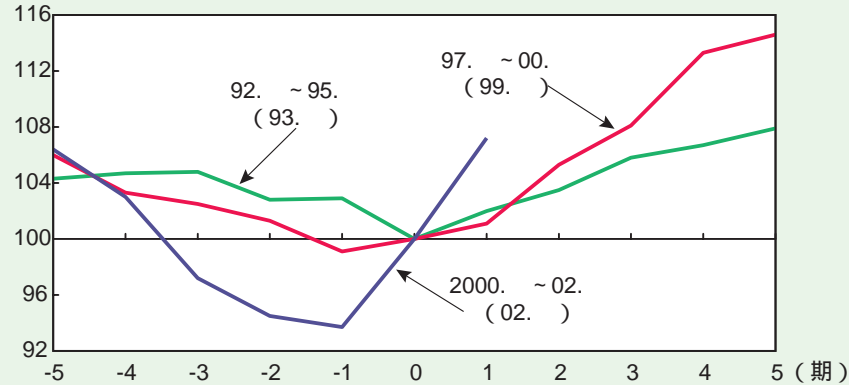
第1-1-3図 景気局面の比較（1）

生産、輸出、稼働率は今回落ち込みが急でリバウンドも大きい

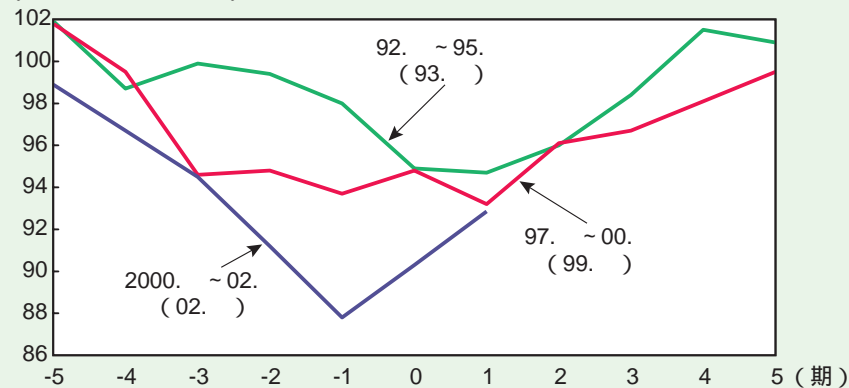
(生産、景気の谷 = 100)



(輸出、景気の谷 = 100)



(稼働率、95年 = 100)

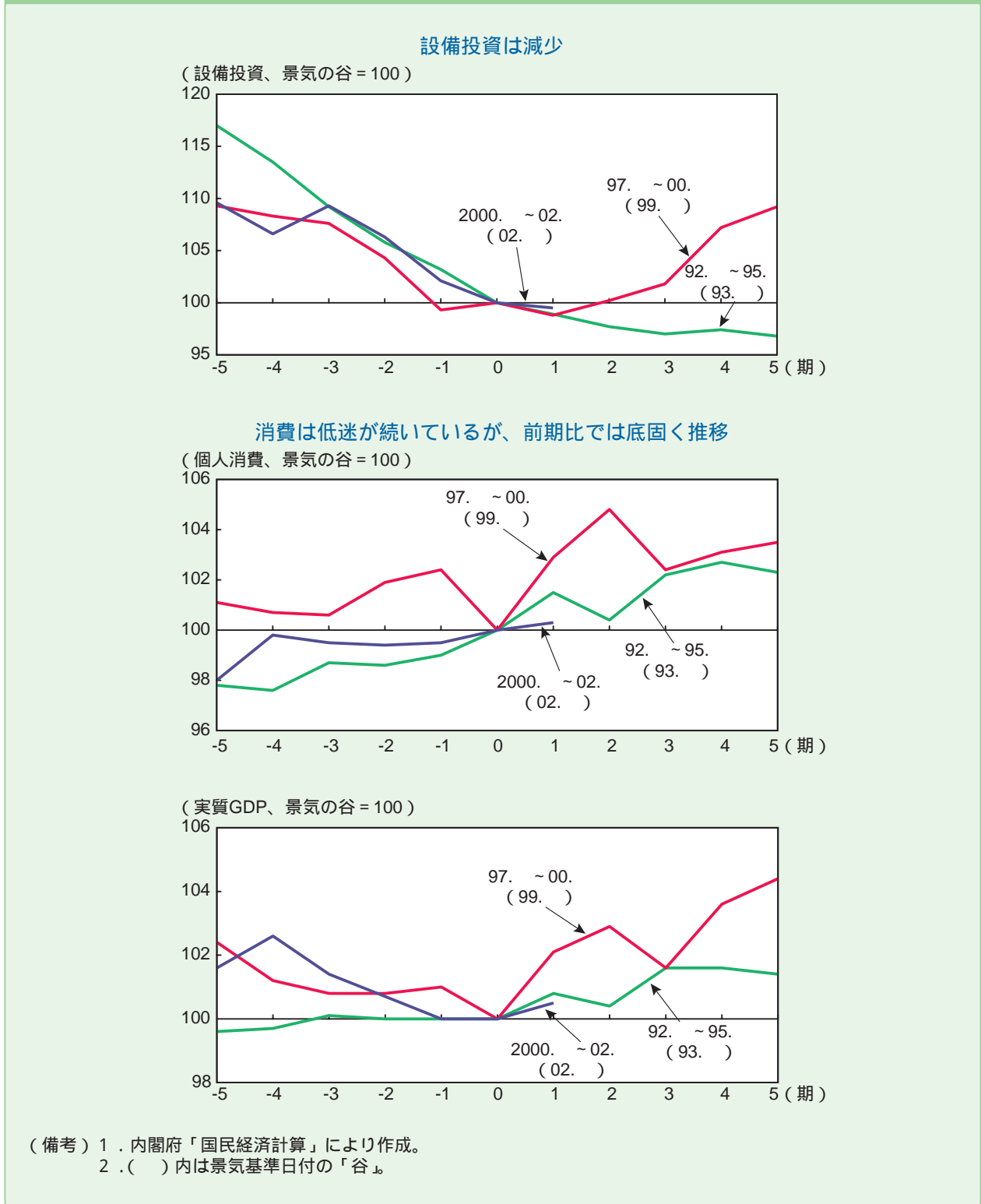


- (備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」、財務省「貿易指数」により作成。  
 2. ( )内は景気基準日付の「谷」。今回局面については本年「年次経済財政報告」において暫定的に使用する日付。以下同様。

今回の景気底入れ時の特徴は、輸出の増加を背景に、鉱工業生産が急速かつ大幅な落ち込みから持ち直していることである。しかし、同時に、期待成長率が過去に比べてさらに低下しており、今後の回復力が力強さを欠くものであることも示唆している。こうした特徴を踏

まえ、各経済主体の動向及び先行きの見方などについての詳しい分析は、2節以降で行うこととする。

第1-1-4図 景気局面の比較(2)

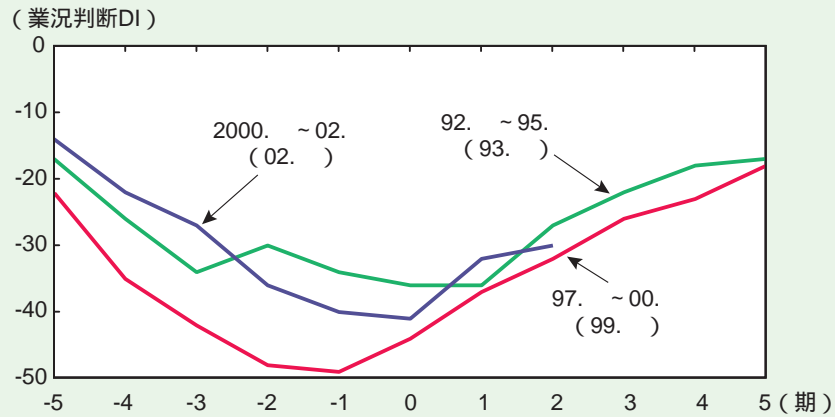


注(6) なお、企業の期待収益などを反映する株価をみても、底入れ時としては、今回が最も低い水準となっている。

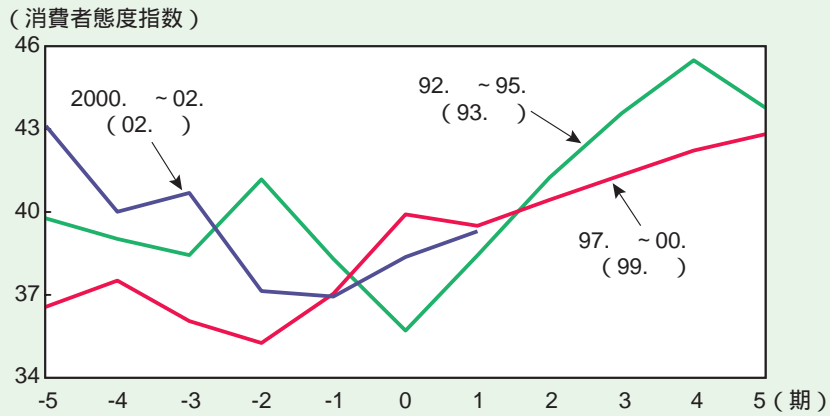


第1-1-5図 景気局面の比較(3)

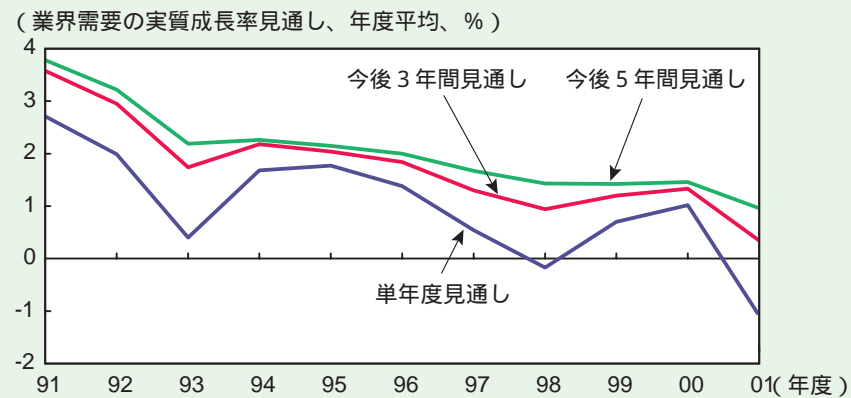
業況判断はやや改善



消費者マインドもやや改善



成長率見通しは一層低下



(備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、内閣府「消費動向調査」、「企業行動に関するアンケート調査」により作成。  
 2. ( )内は景気基準日付の「谷」。