２００１年の経済展望～日本・アメリカ・アジア～

２１世紀政策研究所
理事長　田 中　直 毅

経済企画庁が国民所得統計を発表しておりますが、旧基準と新基準を見て、いったいわれわれは上りのエレベーターに乗っているのか、下りのエレベーターに乗っているのかわからないという状態です。経済予測の場合に、通常はまず足下の固めを行うわけですが、７－９月期のＧＤＰ統計が依然として信頼に足るものとはいえない、というのはたいへんつらいことです。気象予想でいいますと、現在の気圧配置が十分には描ききれないということを意味しているわけですから、現在ただいまの気圧配置が明らかでないのに予測はできるのか、というテーマがあります。

わが国の政府統計の改革はもはや避けては通れない話ですが、実際には、このテーマは依然としてこなされておりません。来年は、われわれはもう政府統計の再設計について提言せざるを得ないというふうに思っておりますが、いずれにしろ、システミックリスクに襲われ、今日景気がはたして持続できるかどうかというときに、足下の気圧配置もできないというのはたいへん残念なことです。

この間われわれがとってきた方法は、経済の実態をそれぞれの消費とか投資の項目毎に足し上げて、われわれが上りのエレベーター、あるいは下りのエレベーターなのか、ということを確定するのではなくて、マーカー的な手法で日本経済の実態に迫ろうとしてまいりました。元々は、システミックリスクに襲われた日本経済の現状をどのようにとらえたらいいのかということで、経済データの発表が遅いものですから、なかなか現状がどうなっているのかわからない。

そこで、べつにお医者さんの手法に学んだわけではありませんが、マーカーというかたちで体を写し取るようなものがやはり要るんだ、というふうに思いました。それで、私どもの、既に何度かご説明してはいるんですが、６変数をとりまして、それに対する時系列モデルをつくって、このマーカーの役割を果たしてもらうというやり方をとっております。６変数は（Ｐ１７、図１）マネタリーベース、ＷＰＩ、機械受注、国債の利回り、鉱工業生産指数、そして円ドルの為替レートと、この６変数の多変量時系列モデルを使いまして、足下において何が起きているのかということをこれまで議論してまいりました。

それで今回も、これを使いまして、現状がどうなっているのかについての手がかりを得たいと思います。まず，機械受注の対前年比実績と、日銀の短観の業況判断指数を比べてみます。今週発表されました業況判断指数が前期比でみて改善していなかったのですが、本来、今までのパターンを見ていただけばわかるんですが、機械受注が今のようなかたちで対前年比が上がっているとき，間違いなく景気回復の局面だといえます。12 月に発表された短観は改善してしかるべきなんですが、横這いだったわけです。これがいったい何を示しているのか、というところからくるんだと思います。

これが 98 年、システミックリスクが 97 年 11 月、大型の金融企業破綻以降システミックリ

スクに襲われたわけですが、この６変数を使いまして機械受注を予測してみますと、１月２月３月はこういう形をしております（Ｐ１８、図２）。なお、この黒い太線のが実績値でございまして、機械受注の対前年同月比伸び率を示しています。各月での予測はその月までの６変数のデータを入れて、パラメータを推計し直すという逐次推計を用いて計算しております。

この逐次推計による予測値は、１月２月３月はだいたい同じようなところですが、それ以後、月を追うにしたがって悪化していったわけです。そして、これが円キャリトレードのアンワインディングを起こしました 10 月以降、これをキックバックするかたちで戻っております。お手元に紙を用意しましたので、後ほどご確認していただければと思います。

これはどういうことかといいますと、この６変数を使いました時系列モデルは、通常の場合には予測として使えるわけですが、システミックリスクに襲われたような場合には、インプットされる経済変数に大きな偏りがあります。大きな偏りを写し取りますと、これは思ったような結果が出ない場合に、learning by doing で、先行き予測を下方修正していくというかたちになります。すなわち、傾向的に投入される変数に偏りが出てきた場合には、プリズムに光を通したようにこういう、赤から紫に至るようなかたちの大きな分布の変化を示すわけです。このモデルでは、円キャリトレードのアンワインディングが起きました 1998 年 10 月というものの特性を示しておりまして、11 月 12 月とこれがキックバックするように戻っているわけです。

これは 98 年でございまして、99 年をご覧になっていただきますと、毎月の逐次予測については、最初は悪かったわけですが、実績が多少好転してまいりますと、これも learning by doing で、逐次予測は好転してきます。しかし実際には、実績値はこの 99 年の毎月の数値より 2000 年にかけてこういうかたちで好転していったわけです。機械受注はしばらくしますと民間設備投資にはね返りますので、これがシステミックリスクからの回復過程ということになります。ちょうどこの 98 年の 10 月以降、こういうかたちで回復を遂げていったというのがこの姿でございます。これは 2000 年を１月から７月まで示したものでございますが、１月はＹ２Ｋに対処するために日本銀行がマネタリーベースをきわめて潤沢に出しましたので、１月の予測値はこういうかたちでイレギュラーになっているわけですが、それ以後、２月から７月まではこういうかたちで予測値がほぼ束のようになってきております。

これまで、1990 年代のデータをずっと分析してみますと、こういうかたちで逐次推計の予測値が束になっているときは予測精度が非常に高いわけです。われわれはだんだん、２月３月４月と束が重なってまいりましたので、2000 年はたしかに景気は上昇しているといいますか、機械受注は好転しているんだけれども、気になるなと。だんだん、こういうサイクルを持っているわけですから、ここで対前年比ゼロということなんですが、その持ち上げる力が 2001 年以降、2001 年に入ってから少しずつくたびれてくる。成長率の減速ということが起きるし、このパターンは何を拾い上げているのか、ということが気になっていたわけであります。

これが８月９月 10 月と、いま 10 月までのデータが利用可能でございますが、これがやはりこうなっているわけです。ただし、この８月９月で予測値はこうだったんですが、実際の 10 月のデータがここでしたので、この逐次推計では 10 月はもう少し、この 11 月 12 月とも

うちょっと高くなるかも知れない、一気に減速はしないかなと。いずれにしろ、2001 年に入りますとこういう姿をとっておりまして、これもちょうど光の束が収斂しているというケースでございまして、残念ながら、こういうカーブを描く可能性というのは相当強くなっているわけです。

そうしますと皆様方の中には、「いや、財政支出を増やせばこんなことは避けられるのではないか」というふうに言われるかも知れません。しかし、このデータはたしかに６変数しかとっておりませんし、そこには財政支出のデータは一切ございませんが、背景には生産指数とか、あるいは機械受注が悪くなる、要するに不況が厳しくなれば必ず財政支出は増える、というのが織り込まれておりますので、これは財政支出を増やせばこういうふうにサチュレートする、あるいは成熟していくものをひっくり返すことができる、とはいえません。これまでのサイクルでも、景気が後退した場合は必ず財政支出を増やしておりますので、この局面において財政支出増を思い切ってやればこのサイクルを崩すことができる、という立論は不可能だろうと私は思います。残念ながら、こういう状態を示しているわけです。

それでは、日本経済をいったいどのデータを使ってどのように展望するかということなんですが、ここでは一応６変数を使って見てください。これが６月時点。６月時点というのは、６月の６変数がそろった時点ですから、いちばん遅く公表される機械受注が出るのは８月、２ヶ月後の 10 日より少し前ですから、これは８月の８日か９日、その時点でそろえたものでございますが、機械受注はこういうかたちで、2001 年の年末にかけて機械受注も対前年比ゼロになるなと。それから、生産指数も 2002 年の初めにはほとんどゼロの近傍にいくのかな、とこういう感じでございます。

これは７月もほぼ同様でございまして、８月も同じような数値でございます。９月もそう、そして 10 月と、いちばん新しい時点でも同様の形を示しております（Ｐ２０、図３）。そうなりますと、このマネタリーベースを見ていただきますと、これは日本銀行のビヘイビアをそれなりに拾い上げているので、まあ若干はこういう対前年比ゼロとか、卸売物価がマイナスになるというような局面ではマネタリーベースを増やす傾向はこれまでもありますから、この時系列モデルはそれを拾い上げていまして、まあ若干はマネタリーベースは増えるのかな、ということでございますが、まあこういうかたちの機械受注の推移をしていますし、円も、どちらかといえば安くなるのかな、とこういう傾向を示しております。

それでは、国民所得統計が頼りにならない、少なくとも足下を判断する上で頼りにならないというときに、いったい問題をどうやって収斂させるのかということなんですが、日本にだけあって世界にない統計というのがいくつかあります。家計調査、これは消費を表すにはどうも不適切だと皆さん言っているわけです。私の友人で、役人をしていた人が青森に赴任したら家計調査というのは県庁がやるんだそうですが、きちんと書いてくれる人がなかなか見つからないので、赴任したばかりだけど、あなたのようにきちっとつけてくれる人はつけてくれといわれるそうです．なので，厳密にサンプリングがおこなわれているかについては疑問の余地があると思われます。家計調査はたしかに世界でやっていないのに対して、毎月毎月日本ではデータが出てくるというわけなのですが、にもかかわらず，使いにくいともっぱら言われています。

しかし法人企業統計は、これまでの私の経験からいくと、これは使える。使えるというのは、われわれが問題を絞り込んでやってみたいときはこれはけっこう使えるデータでございまして、世界にこの種のデータがありませんので、これは日本としては、いま使えるデータとして私はいいと思っているんです。これは、資本金 1,000 万円以上の企業に対してアンケートを出して無作為抽出でやっているわけですが、大企業、中堅企業、それから中小企業、とこういう分け方で分類、企業規模、この場合は資本金規模でやっているわけです。これは資本金 10 億円以上というケースなんですが、調達サイドと運用サイドと両方になっているわけです。

これだけではちょっと見にくいので、１つ１つ見てみたいと思うんですが、これは資金調達の問題、資金調達で対前年比どのくらい増えているかということです。先程見ていただきましたように、97 年の第３四半期にシステミックリスクが起きまして、そして 98 年はシステミックリスクにずっと襲われたわけですが、資本金 10 億円以上という規模でみてみますと、これが調達サイドでございまして、社債をご覧になってください。社債を増やすのは、システミックリスクに襲われた、企業は自己防衛しなければいけない。銀行はキャピタルクランチ、もうとてもじゃないが自己資本の部分がどんどん損なわれているので融資はできない、という状態になってきているわけです。

そこで資本金 10 億円以上の大企業は何をしたかというと、このシステミックリスクがきたということがはっきりした 98 年の１－３月期から、こういうかたちで社債発行をしているわけです。この１－３、４－６、７－９、10－12 と社債発行をするわけですね。98 年の 10 月にシステミックリスクが終わります。円キャリトレードのアンワインディングが終わりますと、もう対前年比で社債の発行は減少させております。

そして借入金ということになりますと、10 億円以上の企業を見てください。この期間は、これは銀行の理由によってなかなか貸してもらえない、この期だけはたまたま増えていますが。そしてシステミックリスクが終了した以降、すなわち 99 年以降をご覧になってください。借入金をどんどん返済しています。ただ、この７四半期の中で１四半期だけこれがありますので、全部の四半期にわたって対前年比で借入金を減らしているわけではないんですが、基本的にはこういうかたちで減らしている。社債の発行額もこういうかたちで減らしている。内部留保が増えているというのがここでおわかりだと思います。

では、運用サイドをこの 10 億円以上で見ますと、運用サイドもきわめて明快でございまして、システミックリスクが 98 年 10－12 で終わりますと、ここで長期資金需要というのがここから出てまいります。99 年１－３月から出まして、７四半期のうち６四半期にわたってこの長期資金需要というものを運用において、要するに設備投資というかたちに充てるかたちをとっているわけです。

流動性の積み増しは、このときまで流動性の積み増しをやるわけです。手元流動性がこの横棒ですから、システミックリスクに襲われて以降は自己防衛のために、とにかく手元に流動性を積み増す。どうやったら流動性を積み増せるか。すぐできることは、在庫投資を止める。それから、在庫をたたき売ってキャッシュにする。設備投資も全部遅らす、ストップさせる。ということをやると liquidity、手元流動性が回復しますが、システミックリスクが

終わったらもう手元流動性というのは、言うなれば平時においては無駄な金ですから、それは対前年同期比で、１－３月期から流動性をこういうかたちで削っているわけです。

ですから、資本金 10 億円以上の企業を集めてこの調査をすると、ものすごく焦点が明確になるわけです。すなわち、システミックリスクに襲われたときには自己防衛のためにものすごい勢いでやる。ですからもう投資は、設備投資も在庫投資もしない、というかたちで大幅に経済は停滞する。それはシステミックリスクに襲われたということなんですね。終わったら、では中長期の投資のために必要なプロジェクトは進めるということでありますし、ここにこういう、長期資金需要というかたちで出ているのは、明らかにＩＴに備えるわけです。B to B というマーケットができた、e-procurement も進めなければいけない、コストを大幅に抑制するために B to B は本気になってやる、というかたちで、ものすごく焦点の絞られた対応をしているわけです。

資本金 10 億円以上の企業を抽出して調査すると、ここまで明確な姿がわかるわけです。問題は、これだけ明快にテーマを絞り込んでいる日本企業に対して、政策が問題をアサインしていないことになるわけです。あとは中堅・中小企業になるわけですが、これですと資本金１億円から 10 億円までなんですが、これを見ると、そこまでこの集計指標では議論を絞り込むことができません。ということは、資本金 10 億円までをとるとやはりいろんな対応をされている企業があって、それを集めてみて、集計指標でやってみても、やはりその企業が当面しているテーマは絞りきれない。いろんな企業があるということが、その資本金１億から 10 億についてはいえる。

他の規模でみましても、残念ながらテーマをこの期間中絞り込むわけにいかないわけです。たとえばこれを見てみましょうか。資本金が 5,000 万円から１億円ですね、そういう、資本金の規模だけで見たものなんですが、運用サイドでみて長期資金需要、これが出ているんですかというと、全然出てきていない。要するに先程 10 億円以上でみたように、たとえばＩＴに備え、B to B に備えて本気になって投資しなければいけないと思っておられる企業は多いんでしょうが、実際にそれが実現できているところは少ないものですから、集計したもので言うと、決してそういう投資は出ていないということになるわけです。

それから、この手元流動性は、先程見ましたように、10 億円以上は手元流動性はこの間もう減らしているんですが、これでみると、手元流動性積み上げておられます。これはもちろん、10 億円以上の企業がやっておられるような問題の絞り込みをされている企業は、企業規模にかかわらずあるんですが、集計してみるとそれはやはり確認できないということになるわけです。

おそらくここに日本経済の問題がありまして、今のマクロの経済政策を一律で「企業部門は」とか、そういうふうに言うのはもはや無理でありまして、停滞した日本経済の状態から日本経済がもう一度活力を取り戻すためには、問題点を絞り込んで対応されている企業に政策を明確にアサインするという態度がいるんだろうと思います。

こういうふうに考えてみますと、今の日本の現状はどういうことかというと、まず財政支出増を通じて景気の循環をひっくり返すということはもう相当に困難だということを示しているのが第一でございます。それから放っておけば、改革の手段が施されない、もっと明確

に言いますと、ここで取り上げましたように問題点を絞り込んでいる企業に合わせたかたちの政策展開が行われないと、シリコンサイクルも含めていま景気の、少なくとも増分が減っていくという、増加率が減少するという現象がいま、考えられているわけですから、どうやらモデル上はシリコンサイクルに相当するものを拾い上げ始めておりますので、しかも、予測の確度はかなり高いと思われますので、焦点を絞った政策展開、それは「経済改革」と総称されるものになろうかと思いますが、それをやる以外にはないというふうに私は思います。

もちろん、金融政策の効果はゼロではありませんし、われわれはシステミックリスクに襲われた日本経済のときにはもう金融政策、マネタリーベースというかたちでみた日本銀行の思い切った対応が必要だというふうに申し上げてまいりました。今日においてもそれはある程度は予測されることとして…先程見ましたように、マネタリーベースの増加率が少しは膨れ上がるだろうと。本当に停滞がはっきりしてくれば膨れ上がるだろうということにみせていたわけですが、それをもう少し明示的なかたちで採用することはできると思います。しかし、それによってこのサイクルそのものをひっくり返すことはできないというのが実際だろうと思います。

それでは経済改革というのは何を目的にするのか、ということなんですが、私はとりあえず株価と考えてもいいのではないかと思っています。それは、来３月期の株価水準が今よりも大幅に落ち込んでいるというふうに考えますと、これは来年度の経済にとってやはり容易ならざる事態だろうと思います。銀行がこの間対応しなければいけないいくつかのことがあるわけですが、引当金を積んでいくためにはやはりキャピタルゲインが出るような株式市場というのは不可欠だと思いますし、それに、今では持ち合い解消というテーマも出てきているわけです。

実質支配力基準というのが会計のほうから入りました。法律の先生に聞きますと、実質支配力基準というようなあいまいな基準でもって連結の範囲を決めるなどということは、純粋法理論からいけばとてもじゃないが受け入れられる話ではなかった。しかし、会計の基準というものがプラクティスとして定着させるべきだ、という議論がこれだけ反映しますと、連結についても実質支配力基準でいこうとなった。実質支配力基準というのは法律上定義するのではなくて、要するに世間常識にしたがって、ということなんです。そういう common law といいますか、実態を反映した会計基準なり、それに関わって企業経営が行われるという基準が入ったというのは、グローバリズムというのはそういうことなんですが、それからいくとこの株式持ち合いというのは、ご存じのように、たいへん苦しいところに追い込まれるわけです。

減損会計というのも入るということでございますので、もし株価が来年にかけてどんどん崩れていくということになりますと、民間部門における構造改革が簡単には進まないということになりますから、改革をいくら叫んでみても、先程言いましたように、問題を非常に収斂させておられる企業はものすごく増えているわけです。たまたま大手の企業だとそれは拾い上げられますが、規模が小さくてもそういうふうに問題を絞り込んでおられる企業はいっぱいあるわけです。ただ、集計してみると規模が小さいところでは確認できないということですが、しかし、そういうところも自ら構造的な問題に手を打とうとすると、地価は下がり

続けるのはもうほぼ確実ですから、問題は株価が下がったのでは何にもならないということです。

株価に影響を与えるということは要するに投資家の判断に影響を与えるということですから、投資家は何を考えているのか、ということになるわけです。世界の株式市場といいますか資金の流れで考えてみますと、いま日本株に流れがくればきわめていい。世界の資金の流れの上では、日本株にきたら本当に誰しもいいなと思う状況になっているわけです。アメリカにおける株価の調整についてはジェフさんが先程いろいろ説明してくれましたけれども、やはり新しいお金がアメリカにいくという雰囲気ではない。

しかし日本では崩れている、そして bargain hunting という領域にもう入ってきているわけですから、それでは日本以外に持って行き先があるのかということになると、ヨーロッパはどうか、日本以外のアジアはどうか、ということになりますけれども、その奥行きからいってもアメリカにいっていたお金が日本以外のところでその場を得るというのは非常に難しい。しかし問題は、日本でそういう楽観的な見通しができるかどうか、投資家はそういう見通しができるかどうかということなんですが、これはもう構造改革をやるんだという路線が定着するならば、それはもう半年後、１年後の業績をにらんで買うことができる、ということになるわけです。

私はそういう意味で、日本でリストラクチャリングを行ったうえで新しいところに資源を配分し、そして株式持ち分に対する利益率を好転させるためにやるべきことは全部やろうと思っておられる企業経営者は多いし、そのために必要な投資はするというかたちで問題を絞り込んでおられるわけですが、それを支援するようなかたちで日本政府の支出や日本政府の投資が行われていない、というところに問題があるわけです。

それでは、リストラクチャリングも本格的にできるということになれば、それはどういうときにできるのか、ということになると、その企業分割法制はもっと速く展開されなければいけませんし、連結納税というテーマも、まあいま１つ１つ織り込まれようとはしておりますが、当然、もっとテンポを上げろという話に当然なるわけです。また、柔軟な労働の参与を許すような仕組みが要るということになりますし、その場合には今まで働いていた職場から退出を迫られる人が出てくるわけですから、そして新しい職場を見出すという行動に入られるわけですから、そのためには年金制度改革というのは不可欠であります。持ち運びの可能な年金というシステムにできるだけ早く移せるような企業年金法の改正が必要ですし、それから確定拠出型の年金というものを中心にして、年金改革の課題に取り組まなければいけない。

そういうソフトインフラをつくるための政府支出増だとすれば、われわれはもう少し 90 年代はうまくできたなと。公共事業というかたちで日本列島に職をばらまくのではなくて、公的年金の未積立部分を補充するための国債発行を行うとか、政府部門に生じている non-performing asset を解消するための国債を発行するということだったら 21 世紀のキャッシュフローを増やすための政府投資という性格だったわけですが、残念ながらそういうかたちの政府投資ではありませんでした。

しかし、これはもう今からでも遅くないので、従来のような公共事業を日本列島にばらま

くというのはやめて、政府投資というのは日本全体のキャッシュフローが増えるようなかたちのところにお金を使うという明確な目標を掲げ、そこではもう年金改革も行うと。勤労者は持ち運び可能な年金システムを入手できますという、これが改革の具体的な流れだと思いますけれども、そういう姿が出されれば、先程見ましたように、焦点を絞った対応をされているところはそれを使って自分たちの利便の向上を図られるということだと思います。それでキャッシュフローを増やそうという政策に入られる。

では、われわれはあとどのくらい持ち時間があるのかということですが、もし来年３月の株価が本当に気になるということだったら、もう年明けすぐにでも政府ははっきりした改革路線を示す必要があります。それはもちろん来年の４月から実施できるというわけではないので、時間はかかるでしょう。しかし、「これをやる」という方向が明らかになれば、当然のことですが投資家はそれを先取りしますから、日本経済、これはついに 21 世紀反転すると。日本の持っていた技術とか、日本が備えている、要するに国際社会が評価しているものがもう一度日本の経営の上に乗っかってくる。それが表に出てくるということを評価して、一挙に買いが入るわけです。

99 年以降、日本株に対して国際社会からの買いが入った大きな理由は何だったかというと、大手電機企業を中心として次々とリストラを発表されました。リストラの結果が出てくるのはしばらく先なんですが株価が大幅に好転したのは、もちろん 98 年 10 月にシステミックリスクが終わったというのが大きいんですが、それだけではなかった。きっかけは、日本を代表する大手電機会社が相次いでリストラを発表されましたら、日本に株式購入の金が、世界の投資家からやってきた。もう一度、そういうかたちでもってくる必要がある。少なくともそういう動きを誘導しないと民間の改革路線は持続しない、というところにきているわけです。

もし来年３月が気になるのだったら、もう本当にこの１ヶ月ぐらいの間に用意しなければいけないということですし、先程のビジネスサイクルでいいますと、来年年央までぐらいは持つかも知れない。とりあえず、来年年央まではそんなに景気ががたがたになるという姿ではなさそうですので。その間およそ半年、たまたま来年７月に参議院選挙がありますので、参議院選挙までに日本の改革の姿、誰に焦点を当てて何をするのか、ということがきわめて重要になる。

そのときには、何も大企業に向けてということではないんです。ちゃんと問題を絞り込んだ経営をされているのは規模の小さい企業にもいっぱいあるわけですから、そういう人たちにとって利便のあるもの、ということになりますと、年金改革とともに簡素な税体系をつくるというようなことはきわめて重要な問題でありますし、そういう中で言いますと、新規企業設立が起きるということからいきますと、地代が下がるというようなことも新しい企業の取り組みからいけば好条件なんですから、その好条件を生かして経済活動を引き上げるということが重要になると思います。

次に、米国経済について少し見てみたいと思います。米国も、同様な６変数を使ってアメリカのモデルをつくってみました。私としては使えるというふうに思っていますし、少なくともつい最近までは、このモデルを通じて日本経済を予測するよりもアメリカ経済を予測す

ることのほうが簡単であったということであります。

これはアメリカのマネタリーベースでございますが（Ｐ２１、図４）、グリーンスパンは 1987 年に就任しておりまして、それまではボルカーの時代です。ボルカーの時代はマネタリーベースの対前年比の変化というのはこの範囲ですから、非常にマネタリーベースについて持続的なといいますか、autonomous な目標を前提にしていました。

ところがグリーンスパンの時代は、ここから始まるんですが、振れが非常に大きいですね。Ｙ２Ｋの問題がありますのでちょっとここのところだけは異常値でございますが、これ以降非常に振れ幅が大きい。普通の言葉でいえば、裁量的金融政策。グリーンスパンの秘密はこの裁量的金融政策にあったということです。それでは、たとえばこれは何と対応しているかというと、物価がこういうふうに下がるとき、これは生産者価格でございますが、下がるのを確認して緩める。価格が上がり始めますとこれを抑制する。グリーンスパンの裁量的金融政策というのは、こういう対応関係に位置しているわけです。

結果として、グリーンスパンのこの裁量的金融政策によって実現したものを考えてみますと、これは製造業新規受注の対前年比でございます。これはボルカーさんのときはこういうかたちですが、90 年代こういうかたちですね、きわめて安定的。だから、裁量的金融政策でものすごく振っています。実態経済のところでは、投資環境ではこういうことでございまして、これが生産でございます。生産の、もちろん山・谷はございますが、前年比でみてみますと非常に安定的な生産の推移をしておりまして、これがグリーンスパンの秘密というか、魔術ということになります。

マネタリーベース、もうちょっと詳しくみてみますと、ここからグリーンスパンは就任していますので、ここまで下げて、その後こうやって、これだけやっているわけです。今、ここまで来たわけですが、このあと皆が予測しているのは、もう一度裁量的な金融政策を使うということですから、ここからはマネタリーベースを上げていくだろう、という予測が非常に強いわけです。

これは（ｐ２２、図５）、97 年についてアメリカの新規受注の逐次推計をとってみたんですが、こういうかたちなんですが、ご存じのように 97 年の７月にアジアの通貨危機が起きまして、その後一次産品の値段というのはものすごく下がるわけです。これはグリーンスパンにとっても非常に好条件、要するに物価が気になってしょうがないときだったわけですから、アジアがヒットされたときに実は強者、世界最強のアメリカはそれから利益を得たということはもう間違いないことがわかります。これが逐次推計の１月２月…７月まではこうですが、その後、好転するわけです。これが 11 月 12 月なんですが、一次産品を中心としてインフレがもう完全に沈静化します。そうすると、これを見てください。好転するわけです、ここまでこのモデルは好転するだろうという予測をしています。

まあ実際はその 11 月 12 月はできすぎでして、実態はこの予測を拾うようにしていったわけですが、これを見ただけでもアジアの通貨危機によって実際にはアメリカは利益を得た。物価安定という利益を得て、そのあと投資が出る。これは 97 年の後半ですが、対前年比で新規の受注を増やしています。そのことをこのデータが入ると逐次推計はここまでよくなるだろうと示しております。暮れにはこういうデータを示したので、まあそこまではいかなかっ

たんですが、こういう姿を示した。本来なら下がるところが下がらなかった、ということであります。

98 年なんですが、98 年は８月末に大手のヘッジファンドの破綻があって、その後アメリカではいろんな危機、エマージングマーケットの危機説もありましたし、エマージングマーケットを扱っているインベストメント・バンクの部門は一気に縮小していくということがあったわけですし、それからグリーンスパンは 98 年の年末にかけて３回にわたって金利を引き下げます。これも見てみますと、この前半はこういう予測だったんですが、これが７月８月なんですが、こうなると、そのあと予測値はこういうふうになります。その通りにこういくわけですが、これはここで、年末には対前年比で新規機械受注は改善に向かう。こういう流れはあったんだけど、ここへ立ち上げる、これを生み出したのはグリーンスパンのあの果敢な金利の引き下げだったというふうにいえると思います。

99 年はこういうかたちでございまして、まあそれなりに当たりがよくなって、2000 年を見ていただきますと、2000 年がこうなんです。2000 年のこれをご覧になっていただくと、問題はこの 10 月までなんですが、この時系列モデルは、ここはちょっと、思いの外下がっているんですが、来月は、これが本当はもうひとつ改善するというふうになっているんです。

もしこれがこうなったとします。アメリカで変調がもし起きて、新規受注がここのところ、11 月 12 月と悪いというふうに出ますと、これまでのこのモデルは直近の異常値を感知するかたちになりますので、たぶんこのへんになってくると思います。この１、２ヶ月がけっこう重要なので、次に発表されるデータがこのへんのような下ぶれした実績値にきますと、今までは収斂していた予測値から離れると思います。

私どもの研究所では毎月新しい発表があるたびにアメリカについての結果を出しますので、ここはやはりアメリカは要注意ですね。これがあと２ヶ月ぐらい低いデータ、低いといっても今までに比べてですが、あるいは予測値に比べて、これが予測値ですから、この 2000 年に入って行われた予測値の、この中には入ってこないと。ここにもし実績値が入ってこないと、アメリカでもやはり多少変化は起きると考えるべきだと私は思っています。

そういう意味では、今まではもう日本のエコノミストはものすごくきついと。きついというのは足下の気圧配置もなしにやっているということですから、何かマーカーをその都度工夫してやらなければいけない。しかしアメリカというのは楽だなと。予測値の中に必ず入ってきますので、こんな楽な商売はない。アメリカのエコノミストはどうやって差異化してるのか、どうやったら給料もらえるのか、他人事ながら心配だったんですが、いよいよアメリカもエコノミストの才覚が問われるところにきていまして、けっこうこの２ヶ月ぐらい重要だと私は思っています。

でもたぶん、このモデルが本当にグリーンスパンのビヘイビアを拾い上げていると思うのは、これが今年の２月の時点、２月のデータを入れた、これはマネタリーベースはだいたい横這いできますよ、というデータですし、それからこれは、新規機械受注がずっと 2001 年も、2000 年２月の時点で 2001 年いっぱいはもうだいじょうぶです、アメリカの変調はありませんと。ＩＩＰは下がってきます。しかしこれは輸入拡大というかたちでありまして、アメリカの場合は生産にはなかなか反映しない、これが輸入によってカバーされる、ということが

出て、生産は少しずつ停滞していくんだけれども投資は続く、ということを予測していました。これは３月もそうなんです。

それで、このあたりがアメリカの株のピークなんです。４月をみてください。４月になると株は、ＮＡＳＤＡＱはもう崩れたんですが、そうするとこのモデルはマネタリーベースを2001 年にかけて増やしていくということを予測しているわけです。次を見てください、５月でしょう。５月、６月、７月、８月。このモデルはこういうかたちでグリーンスパンのビヘイビアを織り込んでおりまして、その間、アメリカの投資はこういうかたちで持続するだろう、しかしグリーンスパンはこういうかたちで動くだろう、ということを示しているわけです。

９月がこれでして、10 月がこれです(Ｐ２４、図６)。10 月の段階のマネタリーベースでみて、金融緩和基調が 2001 年から 2002 年にかけて金融は緩和の基調にいきますよと。そして投資は持続し、生産もこういうかたちでいくというのがここまでのデータなんですが、先程言いましたように、ちょっと気になり始めていますので、これからの２～３ヶ月がポイントかなというふうに思います。ちなみにこれは 98 年のケースなんですが、98 年、ヘッジファンドが破綻したときに、その直後にこのモデルはグリーンスパンが金融をとんとんとんと 98 年の暮れにかけて緩和したのを拾っているかというと、これずっと見てください。５月、６月、７月、８月でしょう。ここでヘッジファンドの破綻が起きたわけですね。で、９月、10 月、11 月、12 月、と。ここではそんな目立っては拾っていません。

ということは 98 年､あのシステミックリスクが起きたときのことをこのモデルは拾っていまして、逆に言いますと、98 年はあれだけ果敢な金融緩和をグリーンスパンがやるとは思っていなかったとということ、つまりは、その前までのデータではあそこまでは予測できなかった、ということを意味している。ちょうどそのときにアメリカでＩＴ時代といいますか、98 年から 99 年にかけてインターネットレボリューションというものが立ち上がってきましたので、投資が続いたということになります。

これが 99 年の時点でございまして、これを見てもらいましょうか。アメリカのＧＤＰは日本よりは使えるので、これで見てください。アメリカは、これが個人消費ですから、個人消費が成長率の過半を占めていることはもうはっきりしていますが､設備投資が大きいんです。設備投資で保っている。もちろん個人消費は大きいんです、３分の２を占める個人消費が寄与していることは間違いないんですが、この赤いのが、設備投資で持ち上げている部分がこういうかたちでして、アメリカは設備投資がこういうかたちで続いているということになります。

この民間設備投資のＧＤＰ比率が、ついに現在の日本並みにまで上がってまいりました。昔はわれわれ、まあ今から考えればバブルなんですが、その頃アメリカのエコノミストに、アメリカというのは 10 パーセントぐらいだなあ、と指摘し、日本は見てみろ、20 までいってるぞ、とこう言っていて、やっぱりアメリカの生産性はなかなか回復しないぞ、というふうに言っていたんですが、ここがついに日本並みにまできましたので、そうするとこれはどうなるのか。ここまでくれば、普通絵を描くとこうなるんですね、こっちは。だからそろそろいいところまで来ているかな、とは思いますが、とにかくすごい勢いで設備投資がここへ

きているわけです。

これがグリーンスパンが気にしているやつでして、ここがＧＤＰデフレータでこう上がってきたわけですね。だから締めたわけです。賃金も、抑制されているとはいうものの、やはりここのところが気になっているんですね。だから、先程言いましたように機械受注だけからいうと気になるんですが、簡単には緩和に踏み切れないというのはこれなんです。賃金とＧＤＰデフレータ、これが気になっているということです。

生産性はたしかに回復していまして、農業を除く部門は、まあアメリカ全体と考えてもいいんですが、こういうかたちで拡大しています。ちなみに、この 1.5 パーセント程度だったときに、実はこの研究所が始まる直前に、97 年の２月でしたか、アメリカ回ってこようと思って、ボルカーに会ってアメリカの金融政策を聞いたときに彼が言っていたのは、「どんなデータを使ってみても、アメリカの生産性の伸び率というのは１パーセント台なんだ」と。「だから、もしＧＤＰが３パーセント以上伸びたときには、もう金融は引き締めにいかざるを得ない。やはりこれから引き締めだな、俺の責任じゃないけど」と言っていたんですが、ここからこういうかたちで伸びているんです。

この移動平均ですが、こういうかたちで生産性の伸びが起きていまして、これがなんで起きたんだと。これがインターネット時代とたまたま重なるものですから、このインターネットのせいだろうということになっているわけですが、それがどういうかたちで組み込まれているかはまだ十分な研究報告書が出ていない段階だと思います。しかしいずれにしろ、この伸び率は本当にこの２、３年に起きていることなんですね。

問題は、このグリーンスパンの神話がはたして続くのかということなんですが、覆す要因というのはあるわけです。それはどういうことかというと、グリーンスパンはプラグマティストで、金融緩和に入るでしょう。金融緩和に入ったときにはたして投資は本当に出てくるのか、という話なんですね。少し気になっているのは、明らかにアメリカにおいて bricks and mortar というところにおいてＩＰＯが難しくなって、株式公開が難しくなると、その方面の研究開発費用を調達することが難しくなっているわけです。

bricks and mortar の業界においては、もはや売上高の非常に多くを使って研究開発に回すということではなくて、商品設計をして投資家を募ると。投資家を募って、投資家の金でもって、それを使い切るようにして研究開発を行い、やがてそれをキャッシュフローに結びつける、とこういう行動ですから、Ｒ＆Ｄのどこまでをベンチャーキャピタルのお金を通じてやっているのか。どこまでを支弁しているのか、ということからいくと、この１～２年ものすごく上がってきたわけです。

しかし今年の３月から４月、５月とＮＡＳＤＡＱが崩れます。ＮＡＳＤＡＱの中でも 50 銘柄だけを取ると、ものすごいですね。４分の１とか５分の１になっているわけです。それがまさにＩＴ銘柄だったわけですが、したがってその分野ではＩＰＯがきわめて難しくなった。難しくなったということは、非常に大ざっぱに言うと、その分野の研究開発投資というのはやはり止まり始めているわけです。

問題はＩＴ投資、インターネットの基盤が拡がることを通じて BtoB の世界で新しいチャンスが生まれておりまして、それが「煉瓦と漆喰」といわれる bricks and mortar に対比さ

れる、従来のアメリカ産業の、これはもう製造業も非製造業も合わせてですが、その分野において、今度は効率市場となったマーケットを使って新しいチャレンジが起きている。ここに火をつけられれば、「グリーンスパンというのはやっぱり魔術師だ」ということになるわけです。したがって、議論のポイントはおそらく、B to B のマーケットにおいて効率市場とも呼ぶべきものがどの程度アメリカに出来上がっているのか。これはイエスという人がかなり多いですね。もうかなりいっているだろうと。

問題は、その土俵を使ってチャレンジする人たちが bricks and mortar の業界にいるのかどうか。これはたぶんイエスと言う人のほうが多いと思います。それが出てくればアメリカにおける投資は持続するし、もうそれが出てくればグリーンスパンはその声名をほしいままにするでしょう。グリーンスパンの後の人がかわいそうだなあ、とは思いますけれども。ジャック・ウェルチの後のＧＥの社長みたいなものですから、これはもうどうにも気の毒ですが、まあ誰かはやるでしょう。そうなるかどうか、というのがポイントなんですね。

もう１つポイントは、ドルレートとアメリカに対する直接投資の渦が持続するのか、という問題だと思います。現在アメリカは、毎月 400 億ドルずつ資本収支で入超でないと困るんです。それだけ経常収支の赤字が増えちゃったわけです。これをどちら側から見るかということなんですが、インターネット時代になってはっきりしたのは、「もう買える企業はアメリカにしかない」というので、ヨーロッパを中心にものすごい勢いでアメリカの企業に対する買いが入りました。ですから、ものすごい勢いで資本収支の黒字をつけたわけです

黒字がいいか赤字がいいかといったら黒字がいいに決まっているわけですから、資本収支が黒字というのはアメリカがチャーミングだと。売るもの、売るものというのは企業なんですが、企業は売っても売ってもいくらでも埋めるというその生産力を意味していると。資本収支の黒字があって、こんなにも資本収支の黒字があるから、しょうがないから財でも買ってやるか、というので経常収支の赤字を増やしてきた、という姿できたわけです。

ただ問題は、たとえばヨーロッパから、まあ日本からも含めてなんですが、では本当にアメリカ企業に対する買いは持続するのか、という問題があるわけです。これは少しずつ懸念の材料が出てまいりまして、ヨーロッパでも「モバイルフォンシステムは本当に儲かるのか」というレポートがいっぱい出るようになりました。今年、モバイルフォンで入札をしたわけです。日本円にして 10 兆円なんていう金額で買ったわけですが、べつに余分な金があるわけではありませんから、モバイルフォンの各会社が銀行から借りて買ったわけです。ではそれは返せるのか、という話になるわけです。日本からの情報発信はだんだん減ってきているんですが、この２ヶ月ほどをみていて、ＮＴＴドコモのニュースが何を言ったか、というのがものすごくキャリーされていまして、ＮＴＴドコモの担当者の人が「モバイルフォンというのはそんなに儲からないよ」と言っていたりします。そんな 10 兆円で入札なんかして儲かるものかと、まあそこまでは言ってないらしいんですが、インプリケーションはそういうことだというので、ドコモとｉモードはヨーロッパの雑誌でもアメリカの雑誌でもものすごい勢いでとりあげられているんですが、読んだ人たちが「やっぱりこれは無理だな、モバイルフォンというのはそんなに儲かるものじゃない」と。あの入札価格は高すぎた、融資した銀行は返してもらえるだろうか、というような話が出てまいりまして、本当にアメリカの企業を

買い続ける力がユーロの側になくなった場合は、やはり月々400 億ドルというのは気になるわけです。ＧＤＰで４パーセントを上回る経常収支の赤字ですから、「ドルは持つかね」という話は、これはやはり当然出てくるわけです。

今日もユーロはドルに対して上げているようで、このドルが減価するというようなことになると、インフレの話はけっこうきついなということになるわけでして、非常に大ざっぱに言うと、経常収支の赤字がこんなに大きいのは、結果としてアメリカの成長減速がなければこれを減らすわけにはいくまいということになります。ヨーロッパを中心としてアメリカの企業を買う能力に合わせたぐらいにまで経常収支の赤字を減らそうということになると、それはアメリカの成長減速ということでないと帳尻は合わないという話になります．これはマクロの学者というのはそういうふうに議論するんですが、そういう力はどこかではたらくのではないか、と。そういう力がはたらくということですからユーロとドルとの為替に代表されるのでしょう。これが思ったようでないとなかなかアメリカは、グリーンスパンのマジックは利かないかも知れない。

それがこの 2001 年の前半でほぼ結論が出ると思います。2001 年の前半はアメリカの成長減速が今年は５パーセント程度、来年が３パーセントぐらい、という意見が多いんですが、３パーセントで済むのかなと。2.5 とか２にちかいところまでいくんじゃないか、という議論も一部にありますが、そういう、アメリカにおける成長減速というものはどの程度になるのか。それはグリーンスパンの魔術との間でどういう関係に入るのか、というのが問われると思うんです。

アジアのことなんですが、アジアはやはり気になることが多いんですね。これは韓国のケースなんですが、韓国の株がこういうかたちで、ここのところ下げてきているわけです。それで、生産がたしかにものすごく回復しまして高いんですが、ここのところ、問題が起きている。いちばん問題はこのウォンなんですが、ウォンがこういうかたちで崩れてきたわけです。韓国について、現在はやはり本当に冷え切っていまして、鉄鋼とか石油化学製品とか、そういうものはものすごく荷余り、在庫調整が必要になると。シリコンサイクルの影響もある。それからいちばん大きい理由は、今年の初めからですが、海外からの投資が韓国にいかなくなったんです。韓国だけではなくて、アジアに今はきていないんです。日本以外のアジアは世界のインベスターにとってきわめて周辺的なマーケットになりまして、もう情報収集する気さえないというぐらい冷え込んでいます。それはもう、いま韓国がそうですし、東南アジアもそうです。

台湾についても、non-performing loans がやっぱりあるんですね。90 年代の初めに台湾でも銀行設立が自由になりまして、十数行の銀行がどっと新規参入したんですが、これらが当然のことですが競争をして、高い金利でとって貸し出したわけですが、そんなに貸し出し先のいいところが急に増えるわけではありませんから、気がついてみたらやはり株と土地にからめとられていた、ということで、この non-performing loans の問題をついに台湾も抱えてしまった。ハイテクの分野でもたいへんな評価があるわけですが、アメリカの投資家を中心として世界の投資家は、「台湾も２年ぐらいはだめだな」というような雰囲気が、ちょうど陳水扁さんが当選する頃から、「いや、政治問題だけじゃない。non-performing loans が台湾

の問題だ」ということになったわけです。

それで、韓国について同じ手法でやってみますと、97 年は当然のことながら、年の前半はこういうかたちで非常に安定的な予測をしていたわけですが、このシステミックリスクというかクライシスに巻き込まれましたから、97 年の暮れからぐじゃぐじゃになってくるわけです。98 年はこういうかたちで、もうほとんど何にも情報がない、情報がとれない。要するに、本当に無茶苦茶になるとこういうふうになるんです。非常に気の毒な状態になったんですが、99 年から回復が始まりますでしょう。改革が始まると、韓国のデータを使ってもだいたい生産指数、これは生産指数の推計をやるんですが、かなり収斂してきたこういうかたちになる。

2000 年もだいたいこういうかたちできたんですが、ここからまた問題が難しくなるわけです。その難しくなるぎりぎりのところに、海外の投資に対してやっぱり開けきれなかった。日本は長銀の処理の問題でも、不良債権の部分は国が、というか納税者の金できれいにして、健全な部分は外の人に売ったわけです。なんであんなことするんだ、という意見もいっぱいありますし、しかし日本の銀行に買う余力が当面なかったんだからしょうがないだろう、という意見もある。しかし国際社会へのメッセージは明らかで、ともかく買い手を募って売ってしまうと。これはやはり日本の改革だと。

そこまではやはり「韓国のほうが割り切ってる」説がある時期濃厚だったんですが、投資家の行動を見ていると、いや、割り切り始めてるのは日本で、韓国は割り切ってない、というのが 2000 年に入ってからの、私が知るかぎり国際的な投資家の評価です。そのときから韓国に対しての投資というのは本当に細ってきた。それが、結局大宇自動車をフォードに売り切れなかったと。安値で売ったら叩きのめされちゃう、とこういう心理がやはり残っていた、というのが私の理解です。韓国でも、そういう意味では調整がやはり 2001 年にあるのでしょう。

それから東南アジアでもいくつか抱えた問題がありますが、時間がきましたので後ほどの討論で、もしアジアの問題を議論する時間がありましたら議論しますけれども、要するに海外の投資家がいま一生懸命見ているのは台湾なんです。台湾がもし２年ぐらいじゃなくて５年もいまのように続いたらどうなるのか。金融機関救済のためにキャピタルインジェクションが必要ですから、台湾の今の政治体制でキャピタルインジェクションができるのか、と。そこでもたもたしたりすると、２年で済まなくて５年ぐらいかかるんじゃないか。そうすると、日本と中国を除く東アジアというのはずっと投資家にとっては関心のないところになってしまうんです。それでいいのか。

台湾がもしそうなると、日本と中国を除くところには関心は相当低くなる、というのがいま流れでして、逆に言いますと日本は、中国にももちろん輸出していますが、中国以外の東アジアにも輸出をしていますから、それはやはりまずいですよね。それに対してどうするのか、というテーマがありますので、これは後ほど討論の時間にやってみたいと思います。

株価だけ、ちょっと見てください。この成長率を見ますと、アジアの成長率みんなこれですごいなと。上昇に転ずるのは日本のシステミックリスクが終わったときからなんですが、要するに円が上昇すると韓国のＧＤＰはこういうふうに上昇してきたわけです。ここへきてさあ、どうなるのか心配だということなんですね。香港もまあ…しかし香港の場合は中国の

影響が大きいですから、というか、もう中国ですから、香港はこれだけ指摘すればいいと思いますが、中国は来年は成長率が上昇しそうですね。だから、中国はこういうかたちできて、上昇する。まあ、どれだけデータが信頼できるかという問題はあるんですが、しかしトレンドからいくと今年よりは来年のほうがよさそうだというのが中国の情勢、これはもうＷＴＯ加盟以降の新しい情勢が中国にきているということです。

これは他の国ですが、インドネシアでもタイでも、ここのところちょっと気になるんです。こうきた、でもけっこう成長率高いじゃないか、ということなんですが、なにしろ直接投資が来なくなりましたので、non-performing loans の問題も解消していないということから、どの程度いけるんだというのがやはり東南アジアに出てきています。少なくとも日本からの輸出ということになりますと、鋼材においても、プラスチックその他化学製品についても、既に今年の９月 10 月 11 月と影響が出ていることは、皆様ご存じのとおりでございます。

韓国の株価も、日本のシステミックリスクが終わって円が急騰して以降、韓国の株価はこういうふうに回復してきまして、円レートときわめて連動してきたんですが、円レートはこうだったんですが、やはり今年に入ってからＮＡＳＤＡＱが崩れて、ここからはやはりアメリカの影響が大きくて、ここまでは日本の影響、ここからはやはりシリコンサイクルの影響が出ている。最近になると、もうちょっと深刻な話が出ている。ここまで崩れると、やはり海外から投資がきてほしいんですね。しかし熱気は完全に冷めている、ということです。

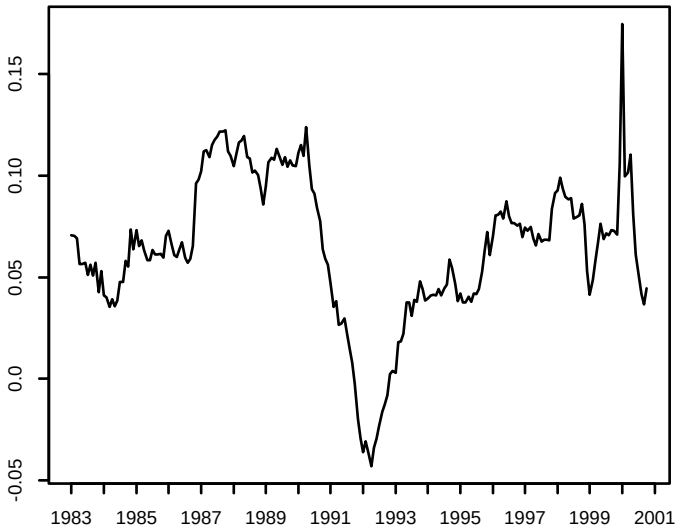
台湾は、台湾の株価もこういうかたちで落ちていますので、このへんは政権不安なんですが、こっちは違うんです。このいちばん大きな理由は、政権不安というよりは non-performing loans なんです。台湾が崩れたんですね、投資家サイドに。ですから、韓国が崩れて、台湾が崩れて、東南アジアが問題を先送りしている、という話の中でアジアが推移し始めている。2001 年はアジア予測がもう本当に重要に、特に日本にとっては重要なテーマになったというのが私の理解でございます。

そういうことからいくと、日本がしゃんとしないと、改革で問題を絞り込んだ対応をしないとまたアジアの波に呑み込まれるのではないか、また, アジアの波を水際ではね返して雄々しく振る舞うということができなくなるのではないか、という心配がございます。

以　上

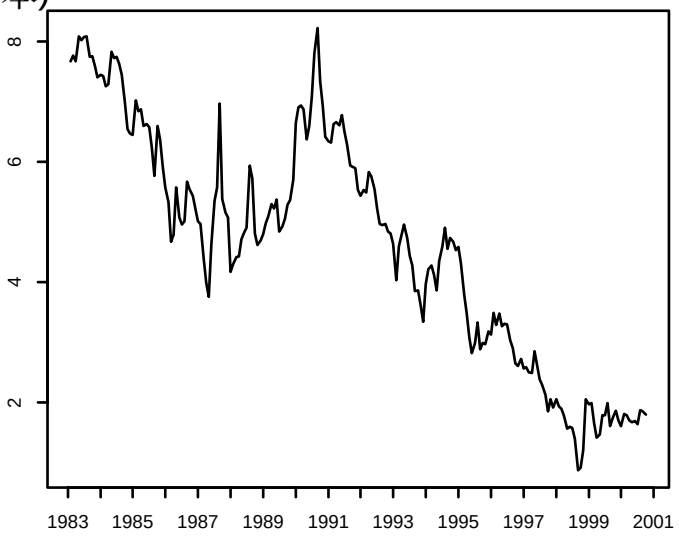
図１　マネタリーベース

観測系列
(日本)

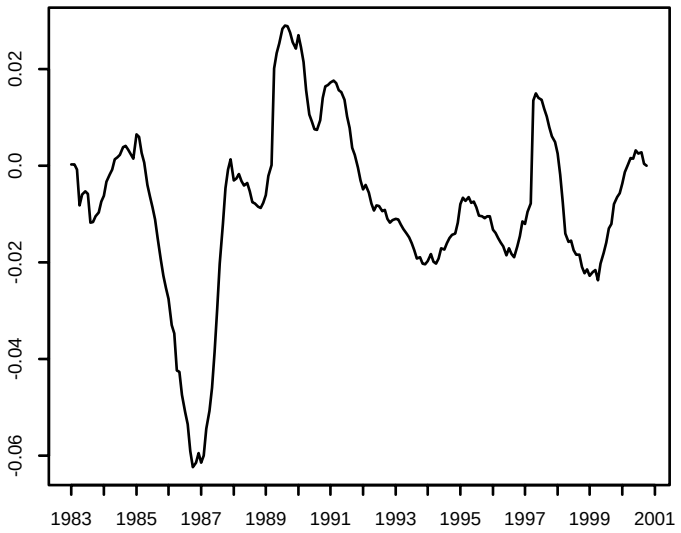


(前年同月比平均伸び率)

国債の利回り(10years bond)

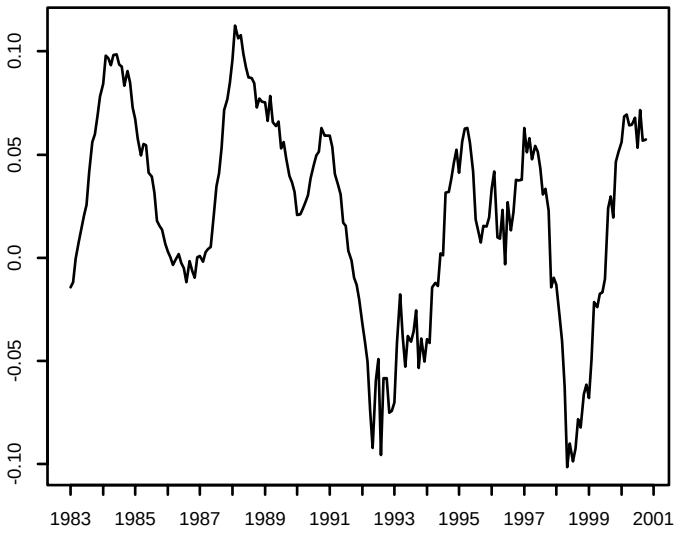


卸売物価(WPI)



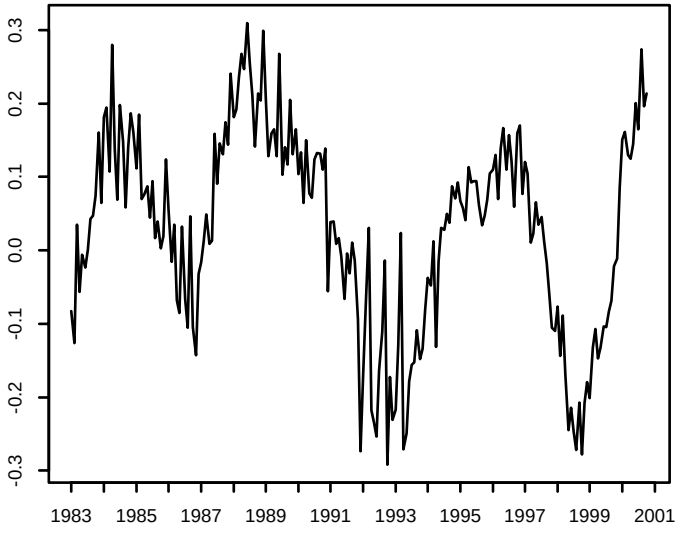
(前年同月比平均伸び率)

鉱工業生産指数(IIP)



(前年同月比平均伸び率)

機械受注



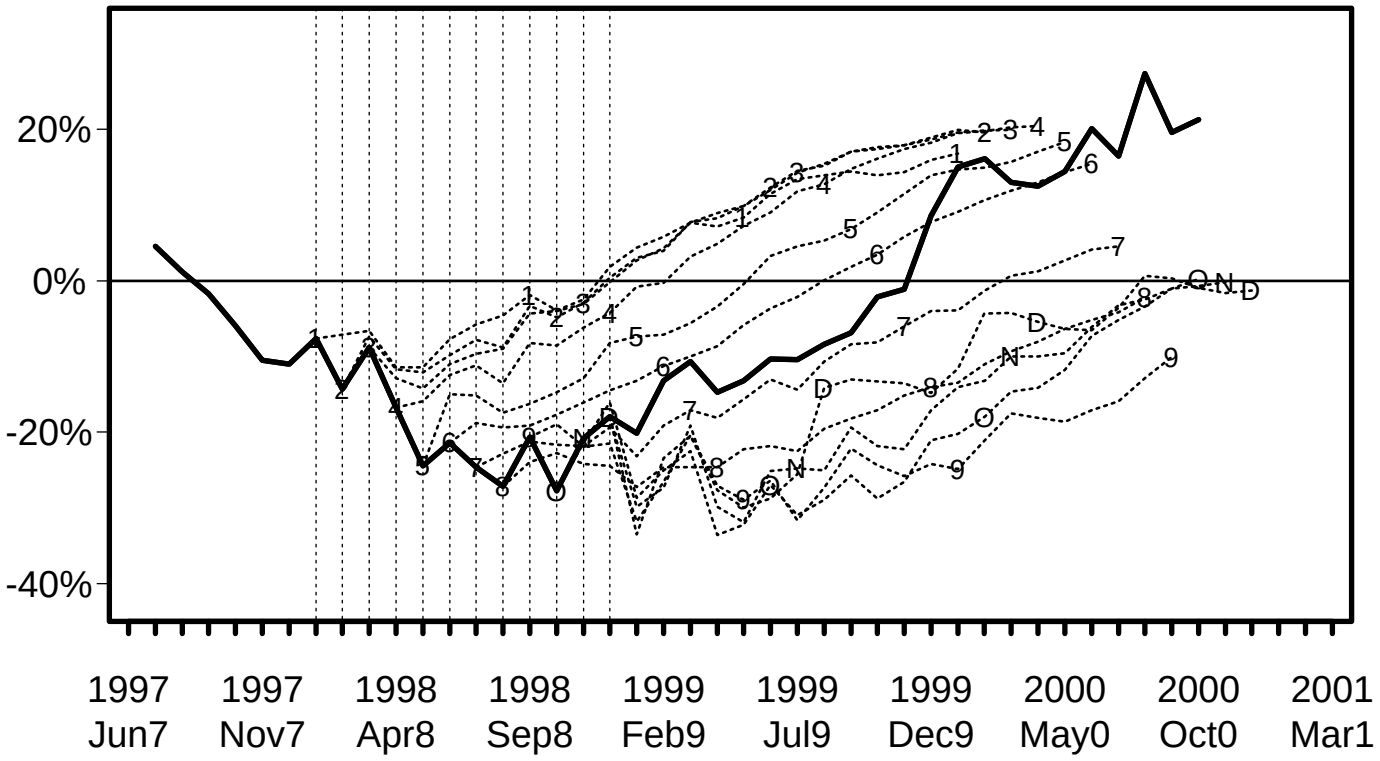
(前年同月比平均伸び率)

為替相場 (Dollar-Yen)

図2

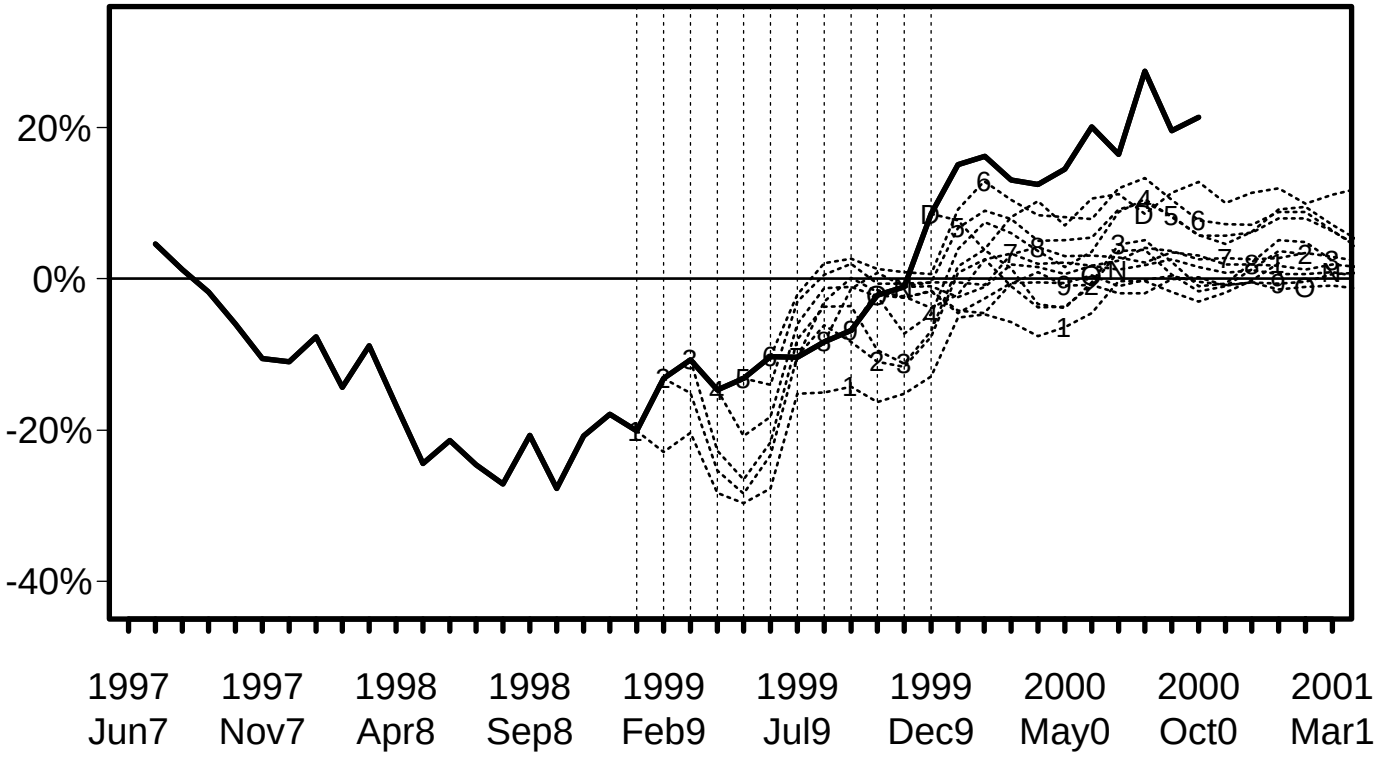
1998年 1月---12月

機械受注



1999年 1月---12月

機械受注



2000年 1月---10月

機械受注

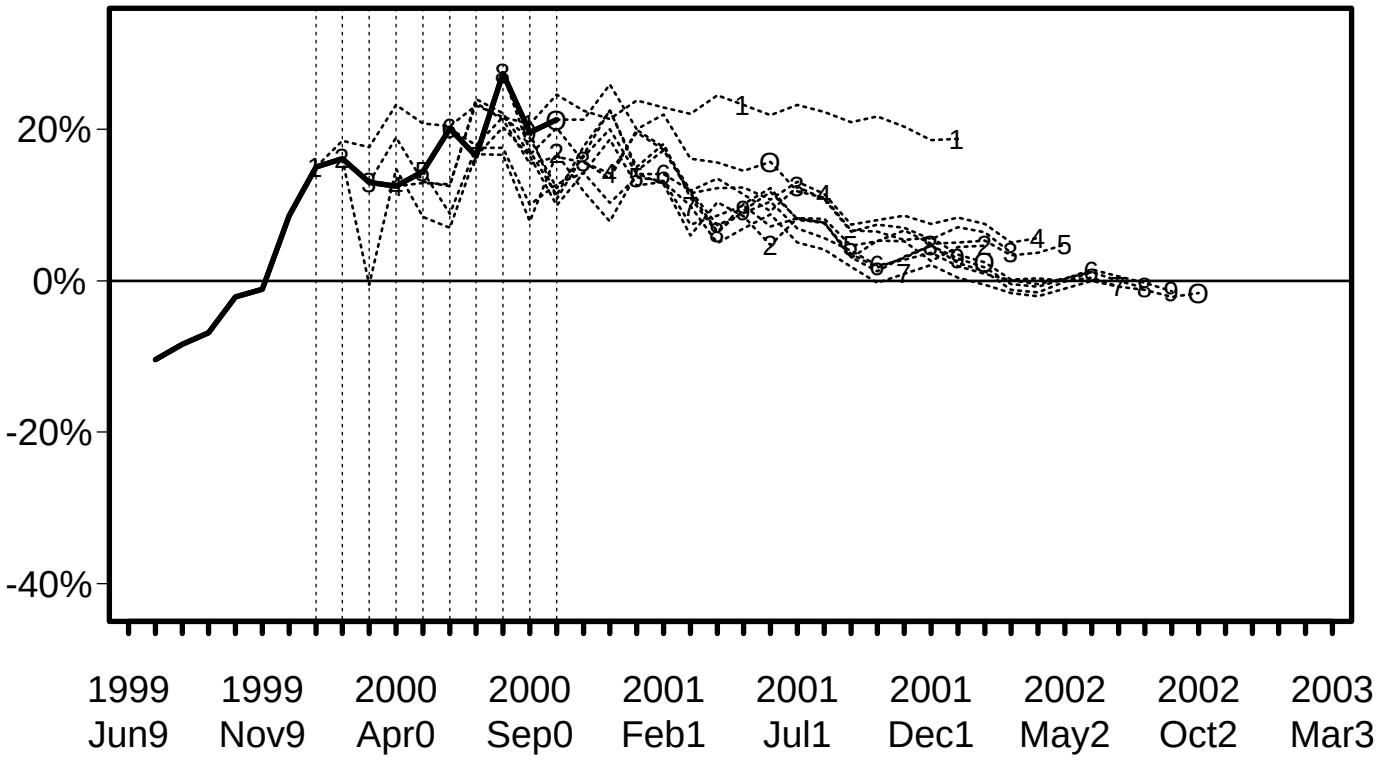


図３　2000年10月時点の予測

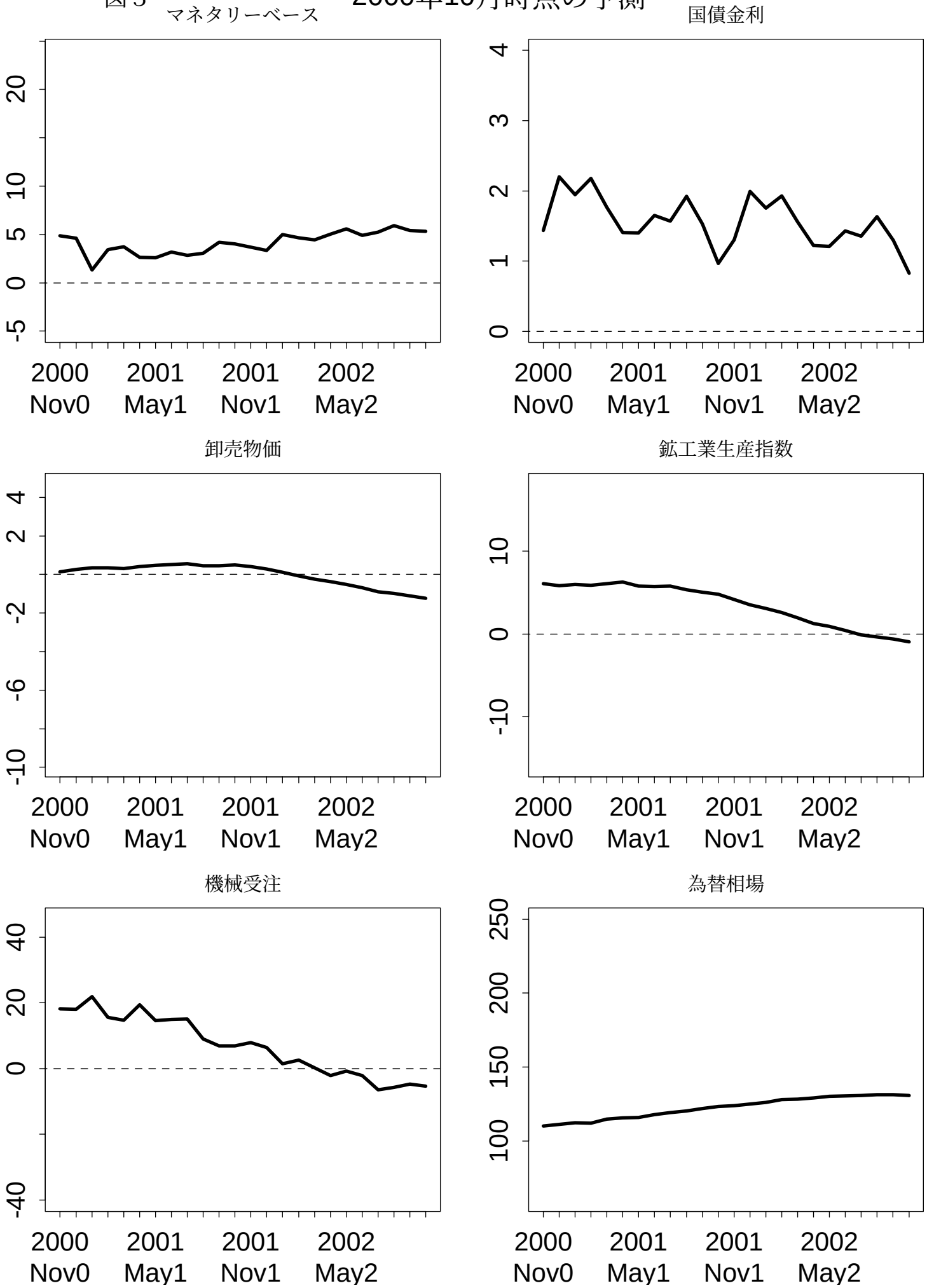
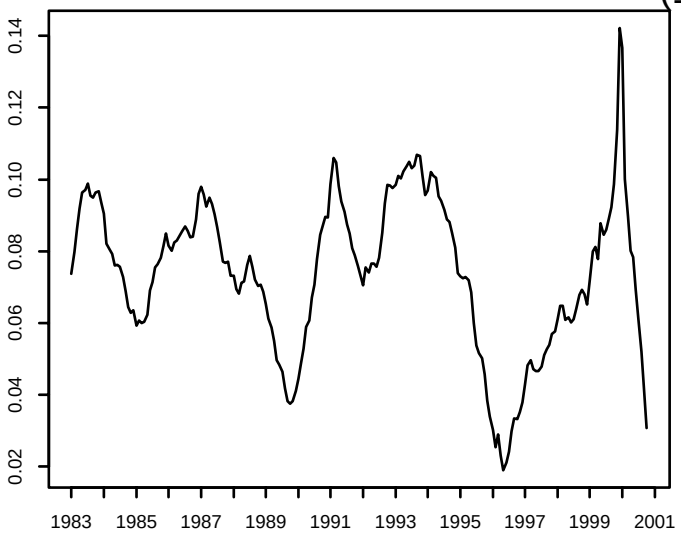


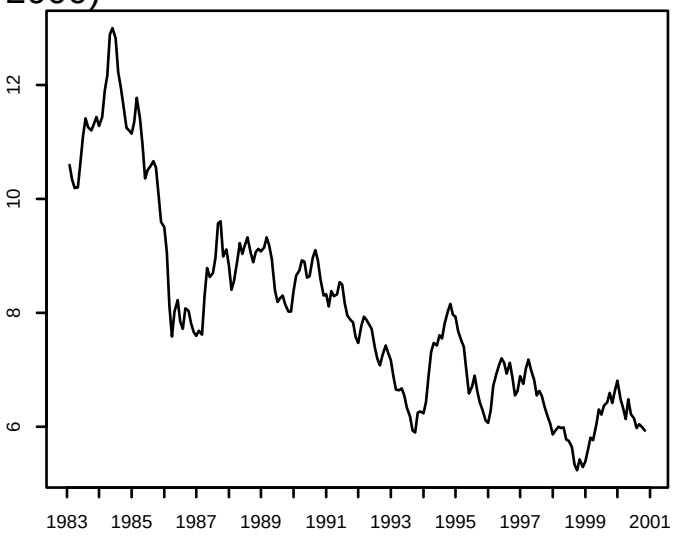
図４　マネタリーベース

米国のデータ
(1983-2000)

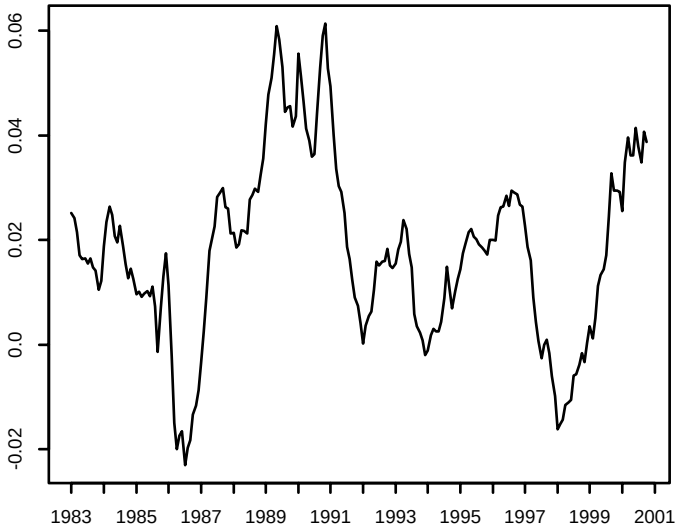


(前年同月比平均伸び率)

米国債の利回り (超10Y)

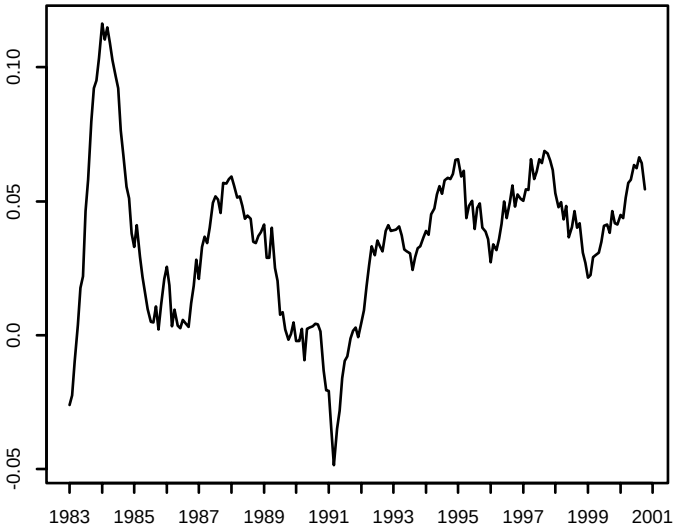


生産者物価(PPI)



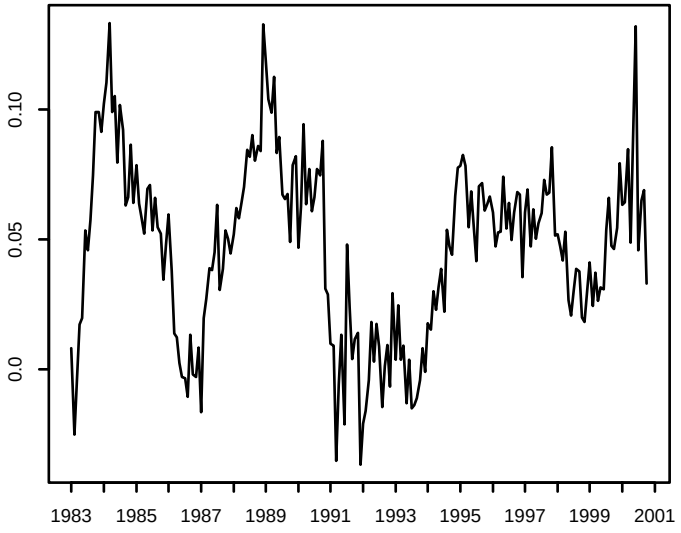
(前年同月比平均伸び率)

生産指数(IIP)



(前年同月比平均伸び率)

製造業新規受注



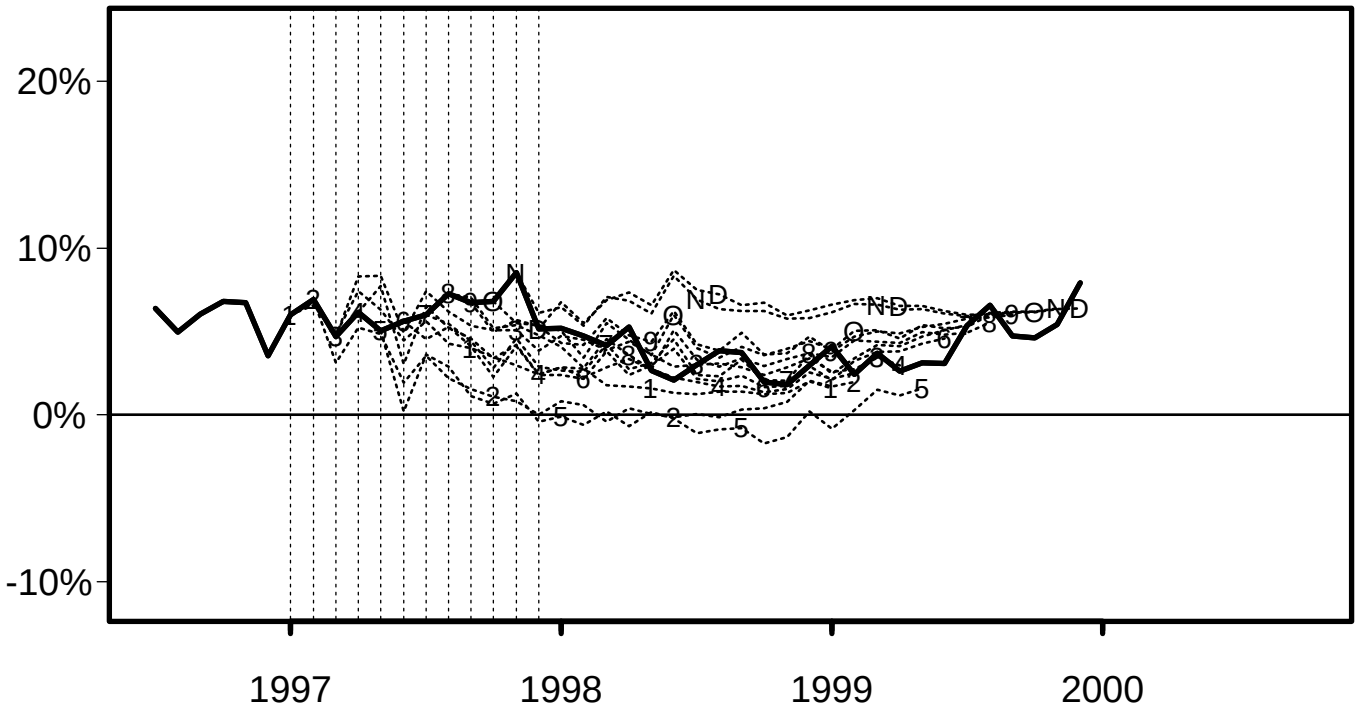
(前年同月比平均伸び率)

為替相場 (Dollar-Yen)

図５

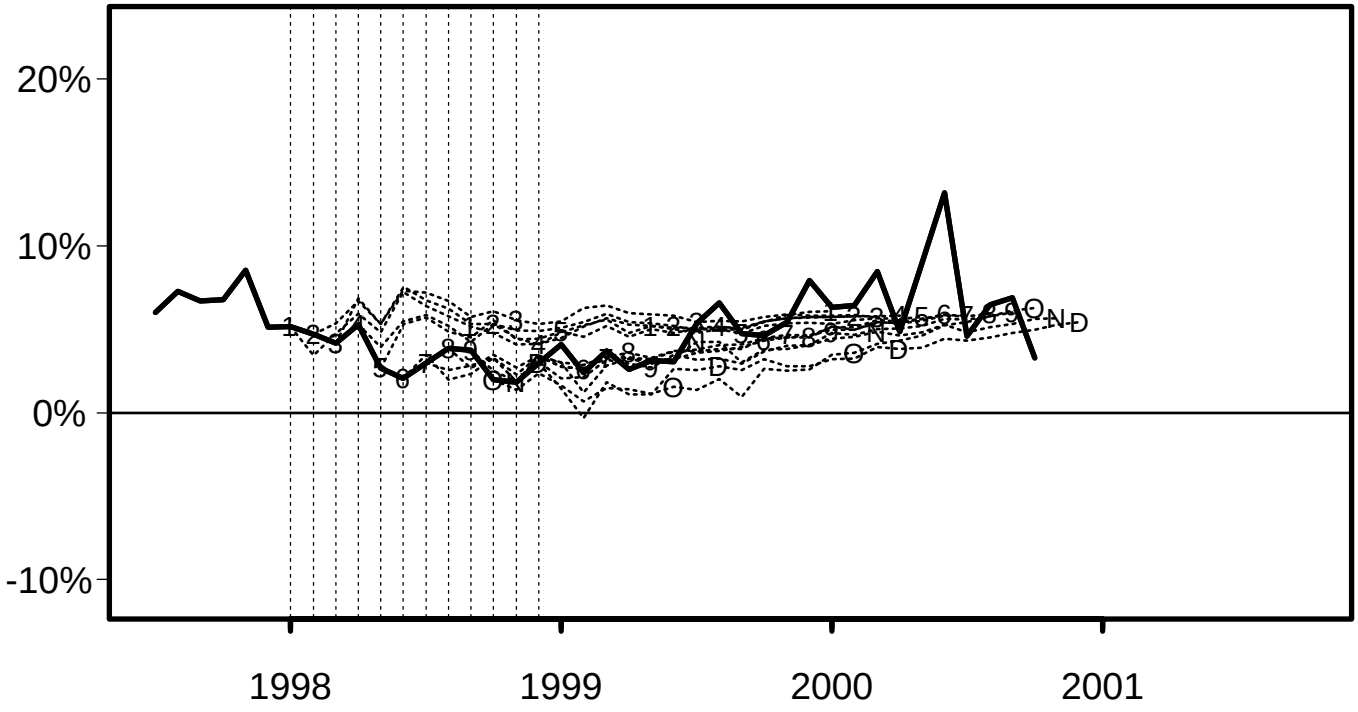
1997年 1月---12月

US 新規受注



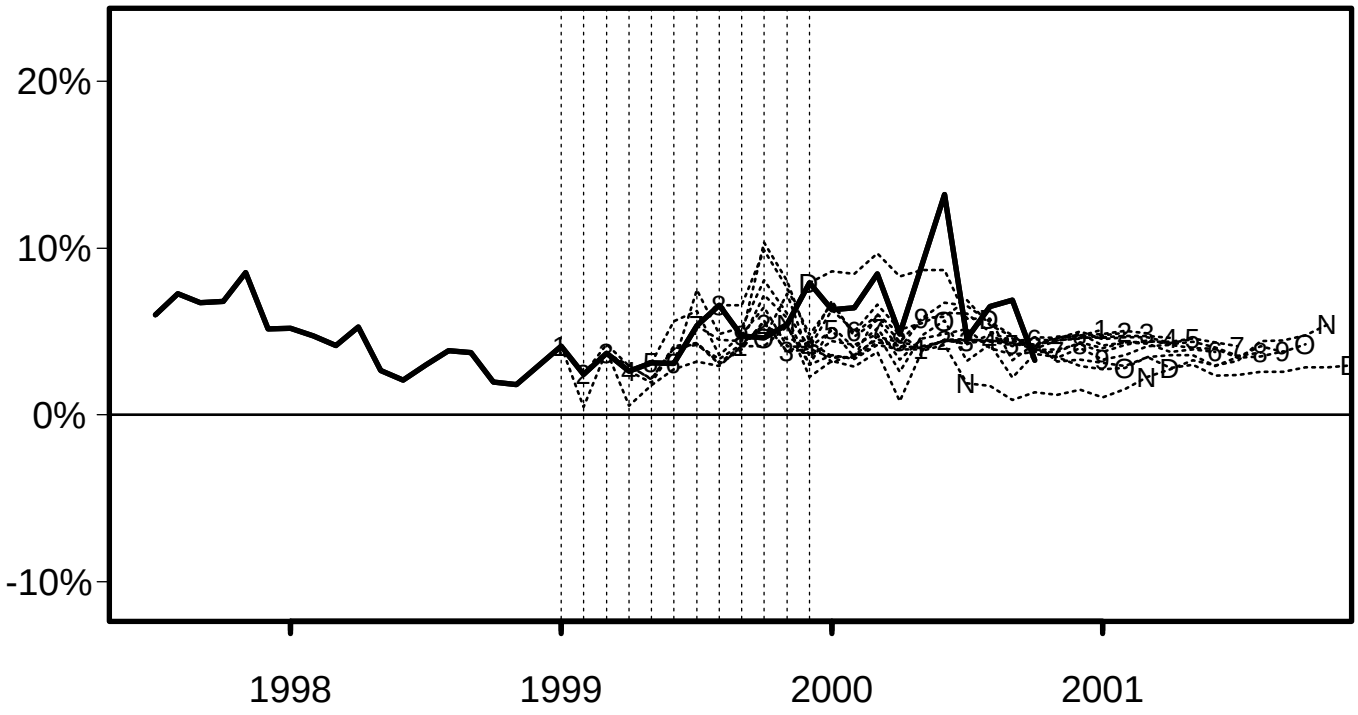
1998年 1月---12月

US 新規受注



1999年 1月---12月

US 新規受注



2000年 1月---10月

US 新規受注

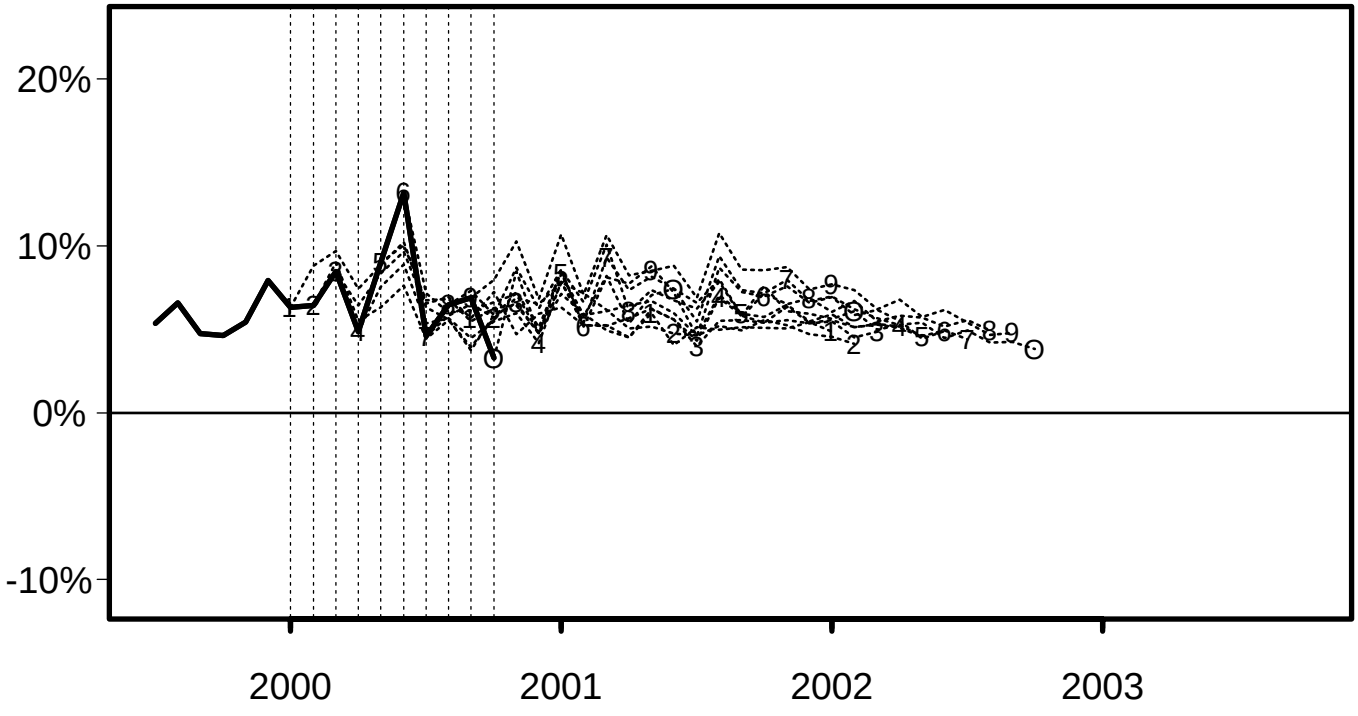
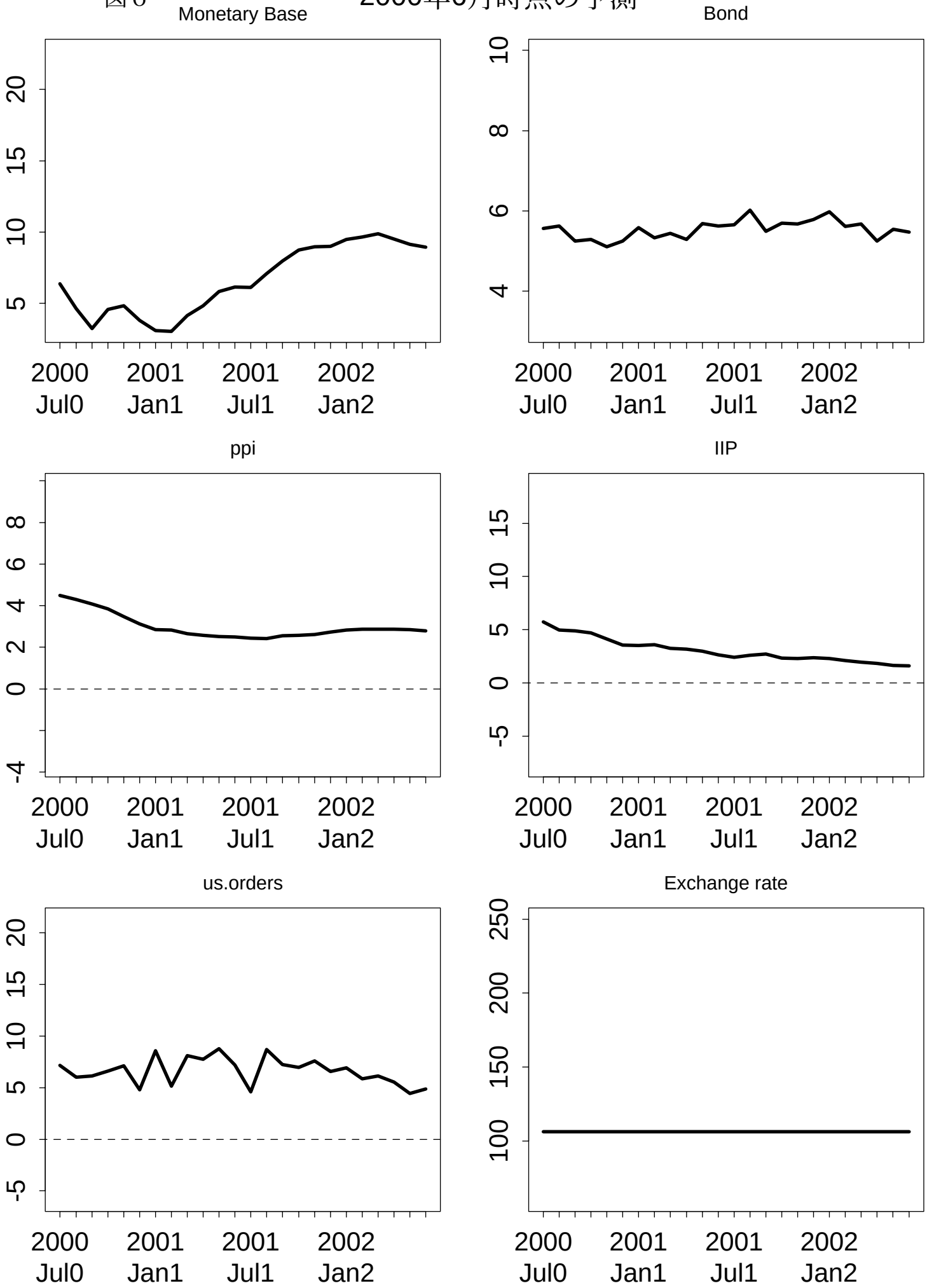
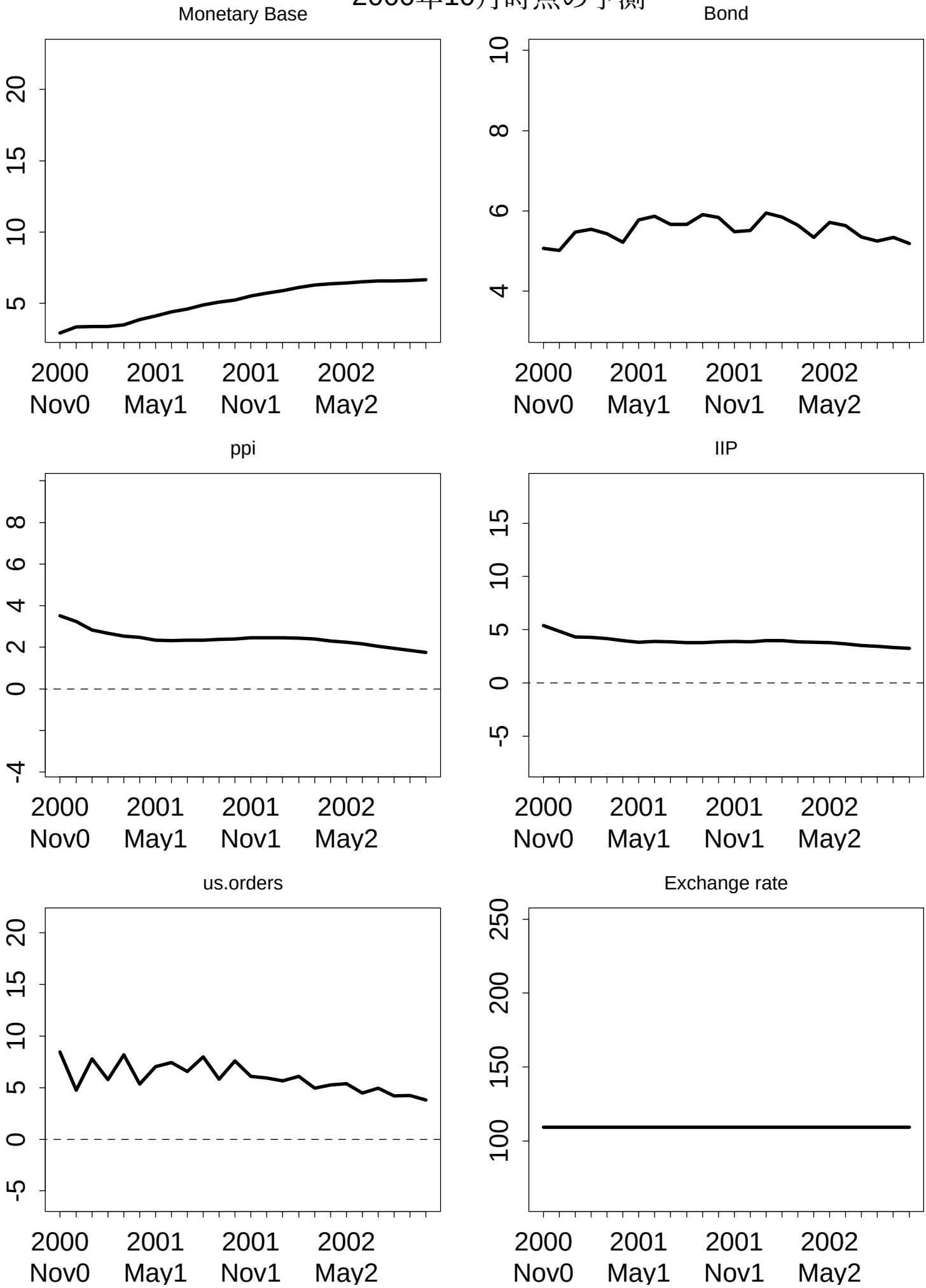
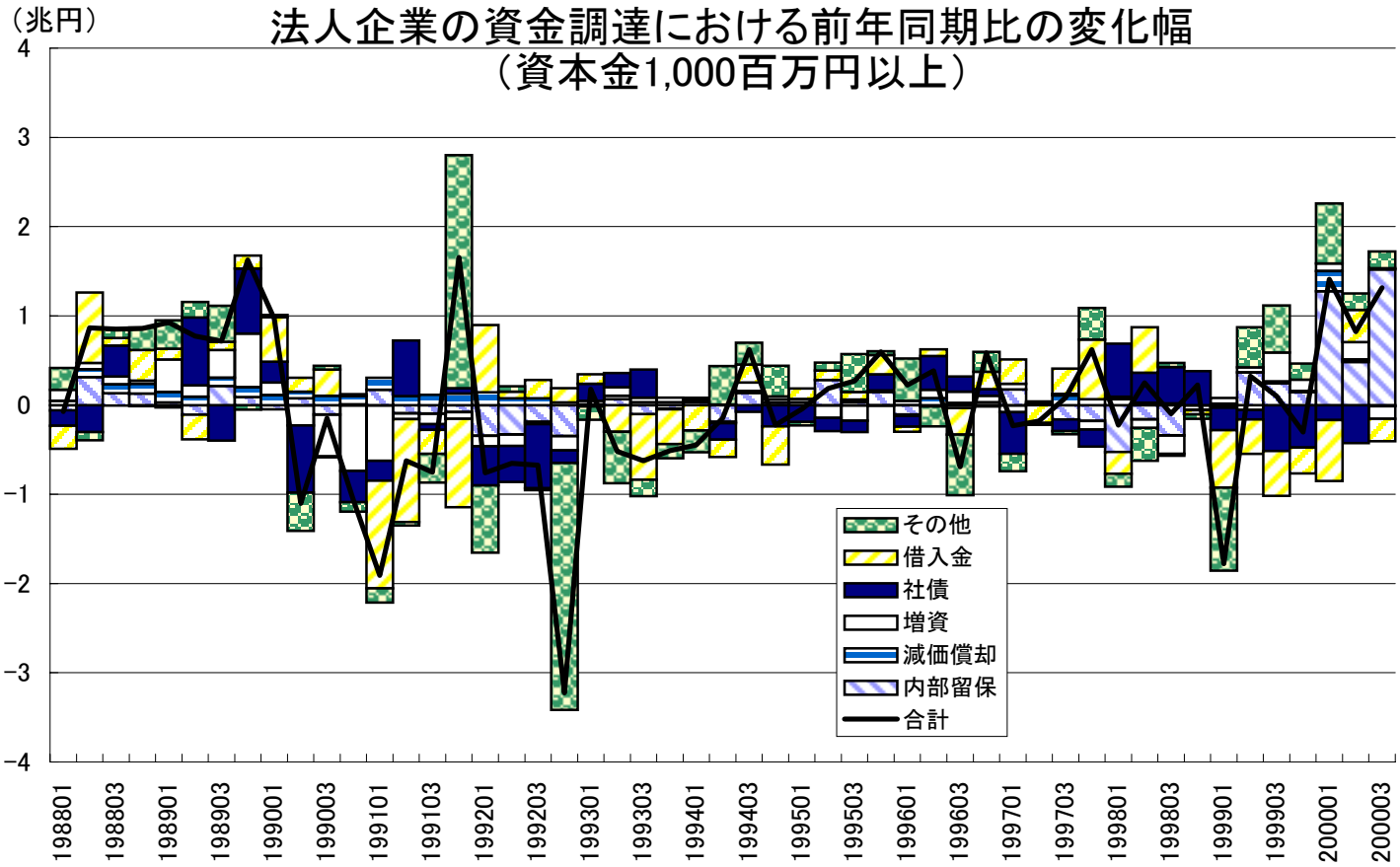


図６　2000年6月時点の予測

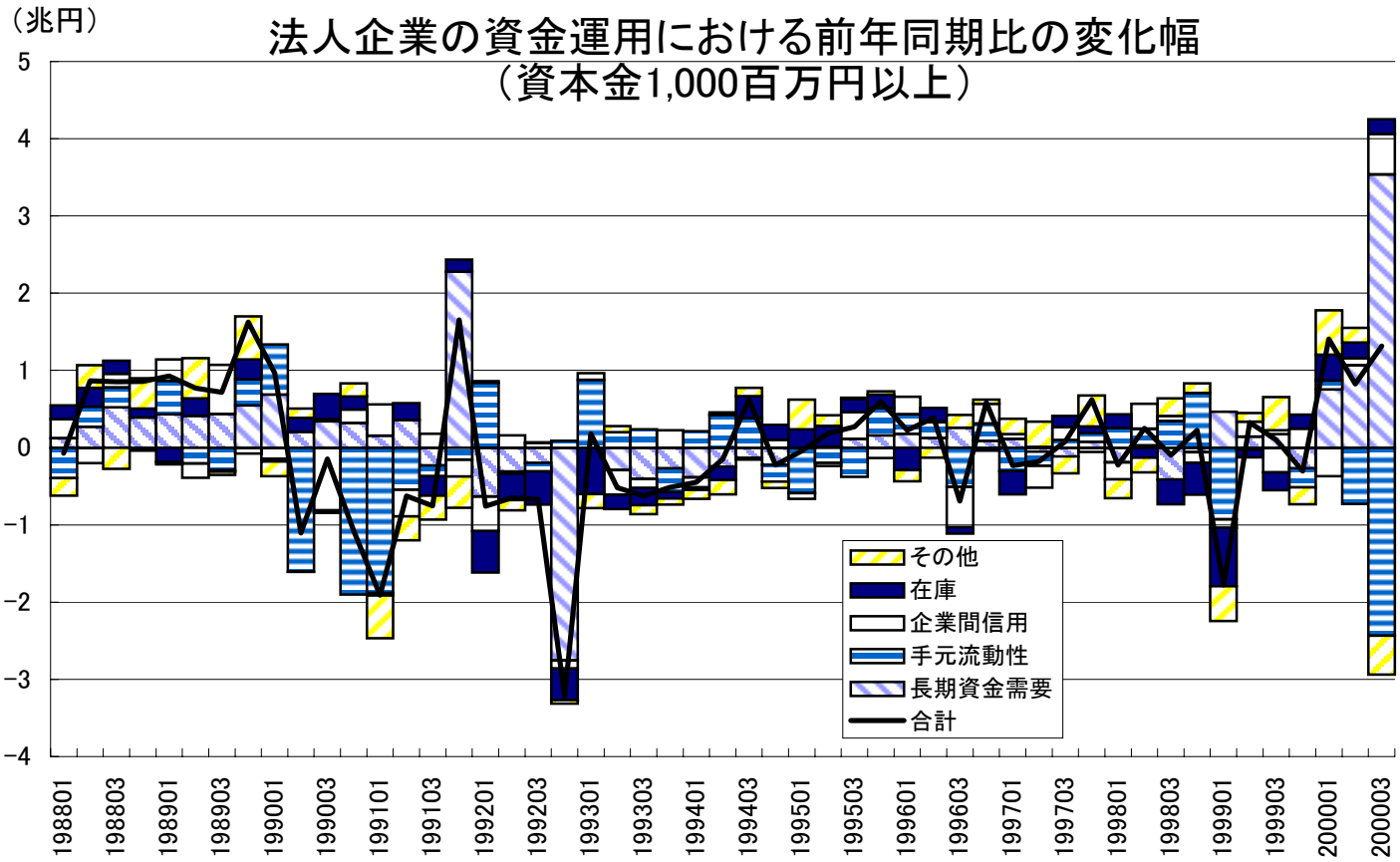


2000年10月時点の予測

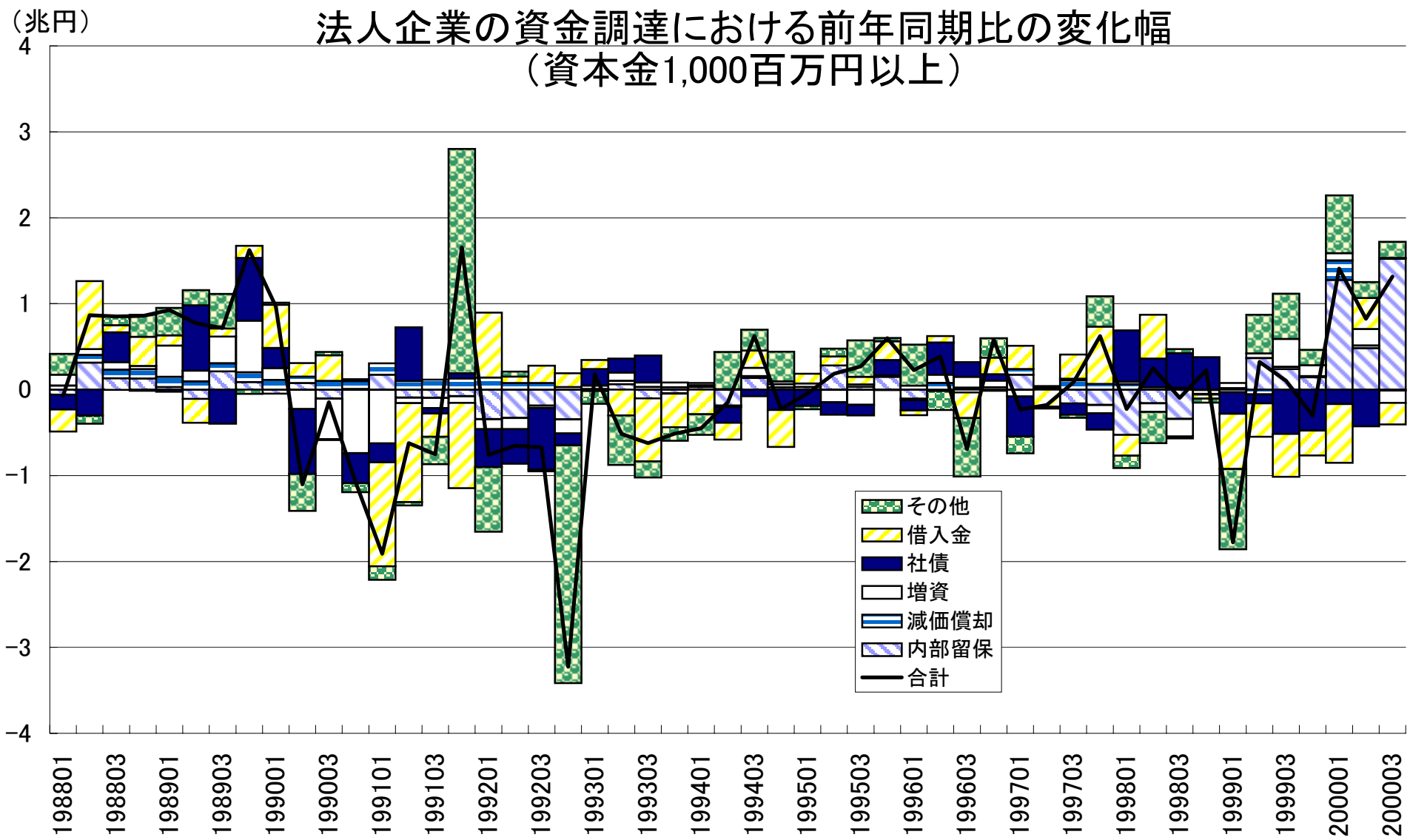




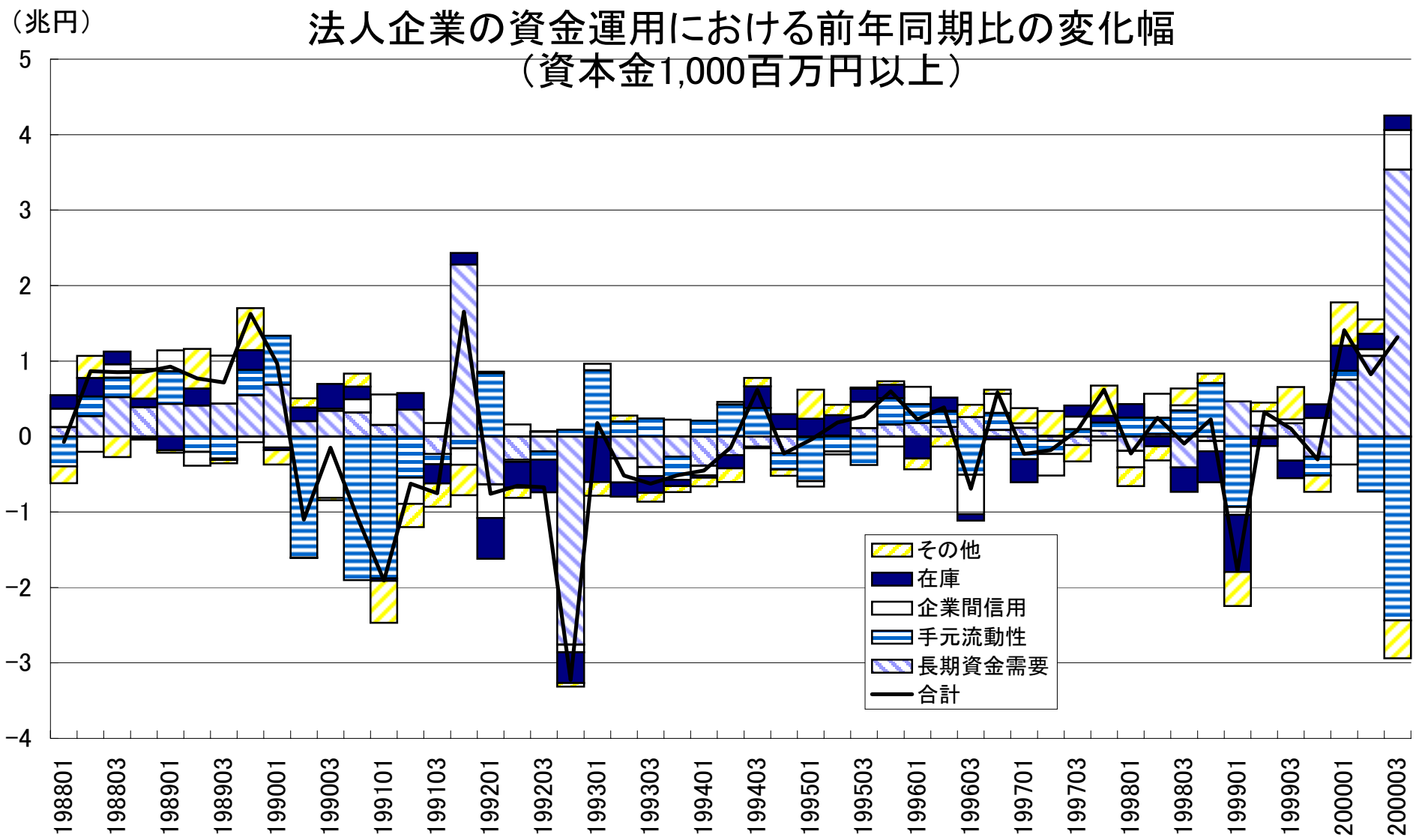
（出所）大蔵省「法人企業統計」



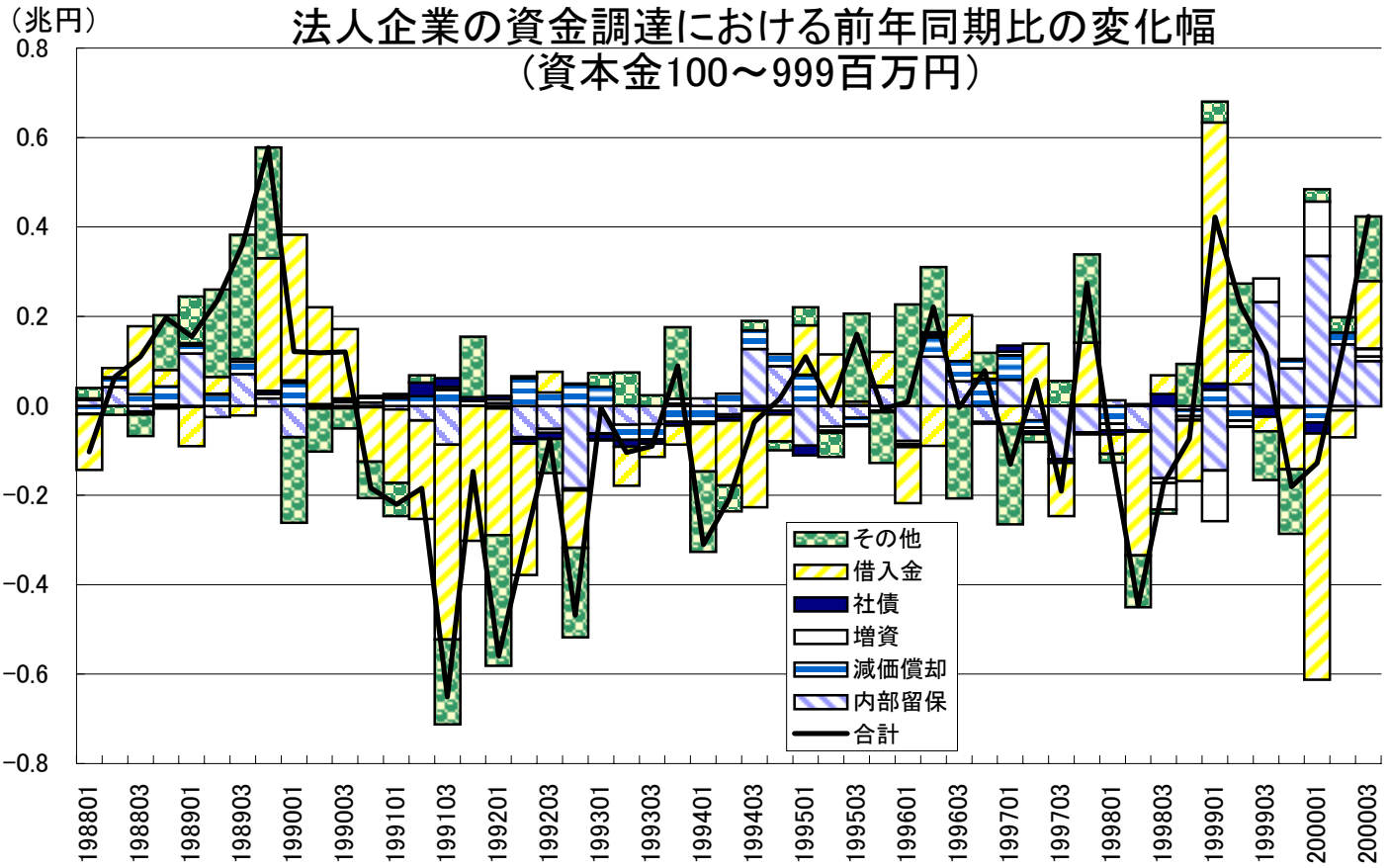
（出所）大蔵省「法人企業統計」



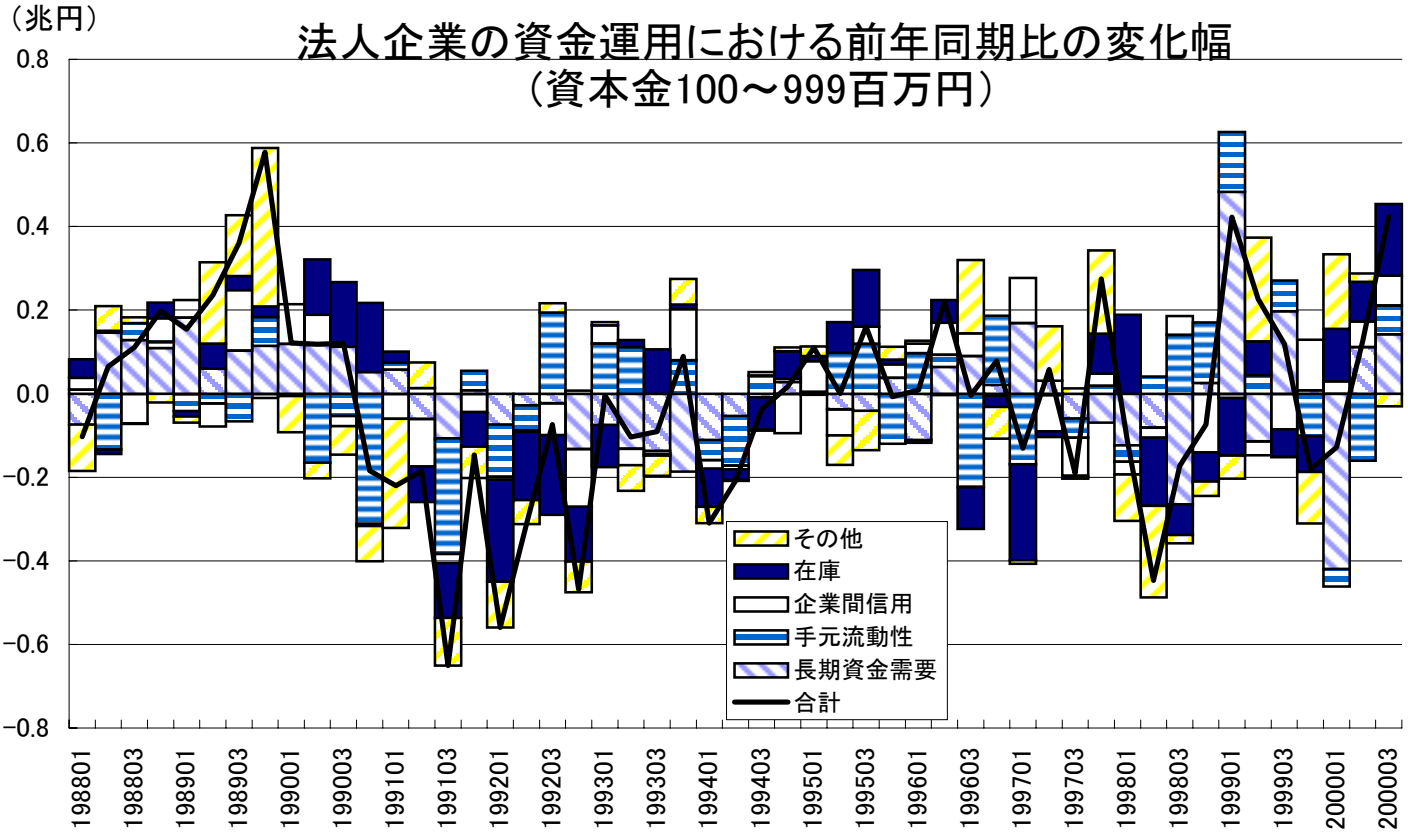
（出所）大蔵省「法人企業統計」



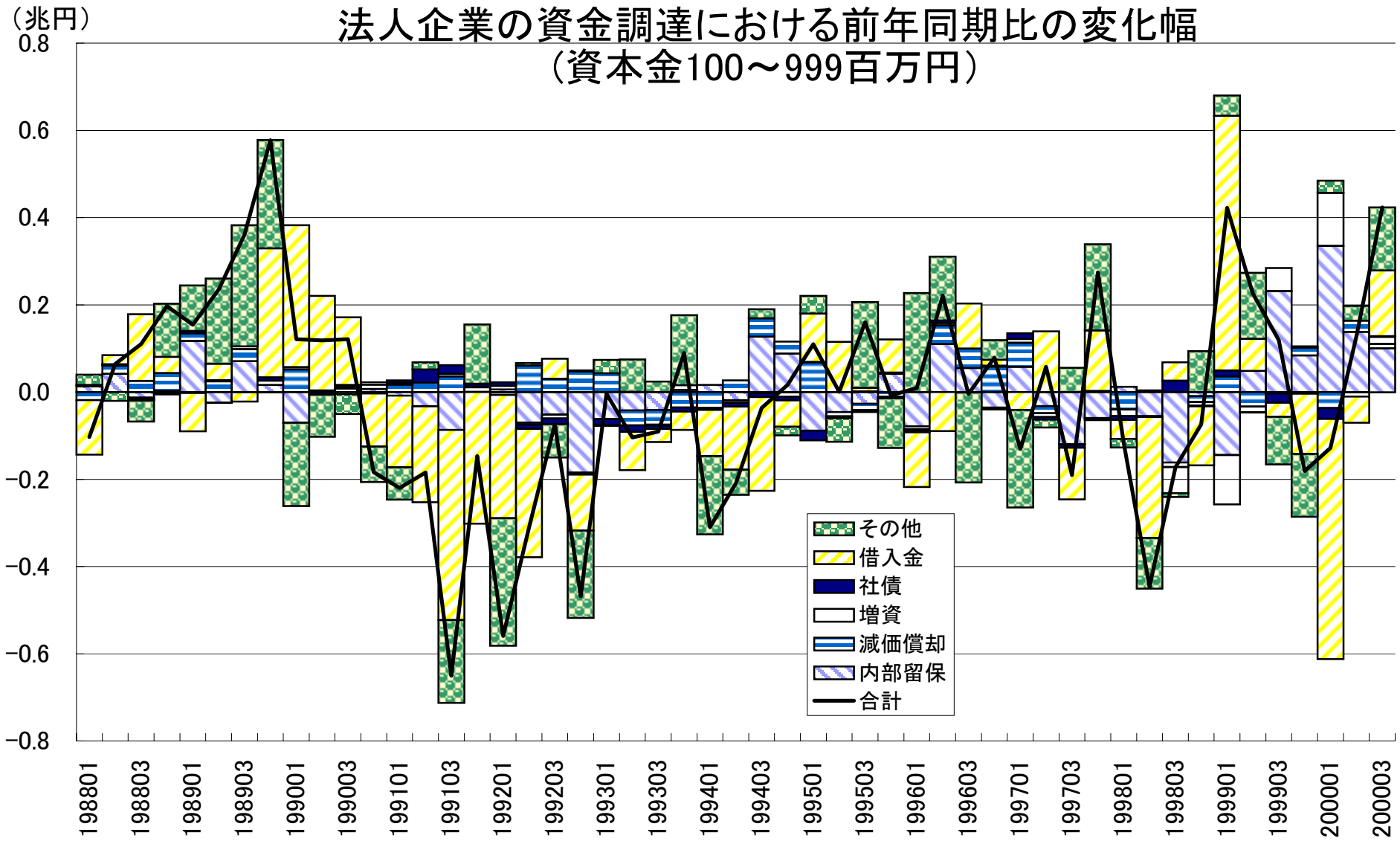
（出所）大蔵省「法人企業統計」



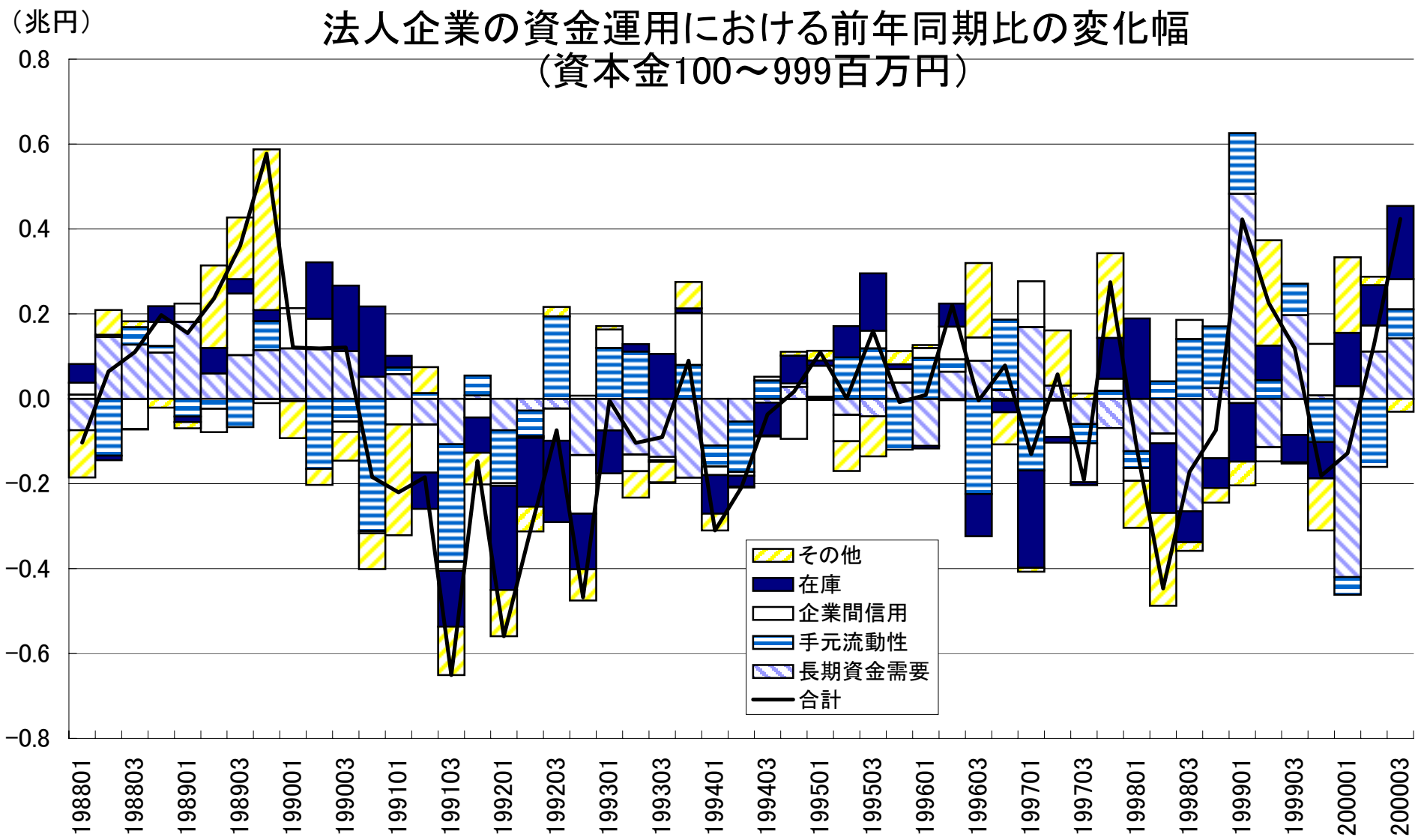
（出所）大蔵省「法人企業統計」



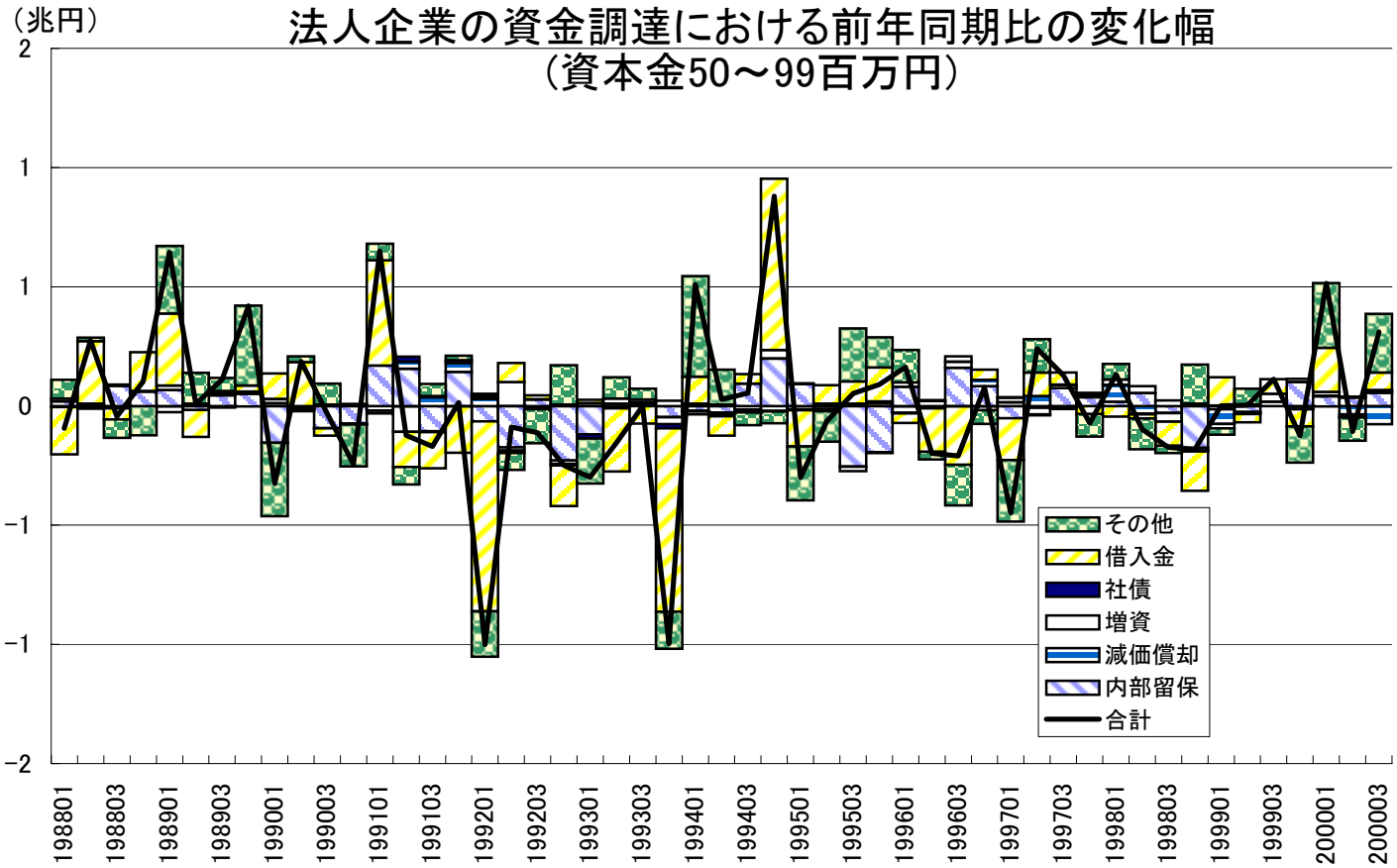
（出所）大蔵省「法人企業統計」



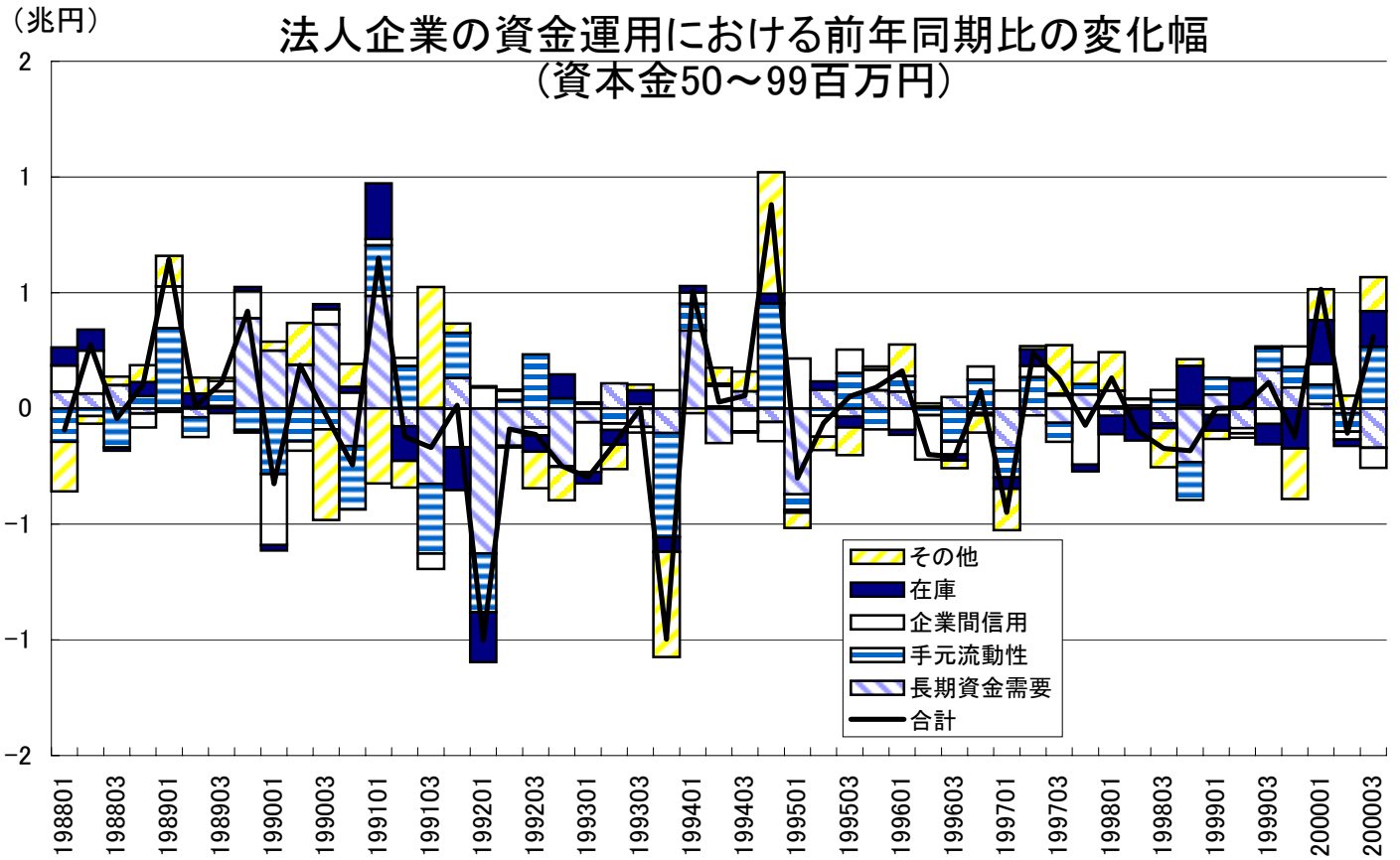
（出所）大蔵省「法人企業統計」



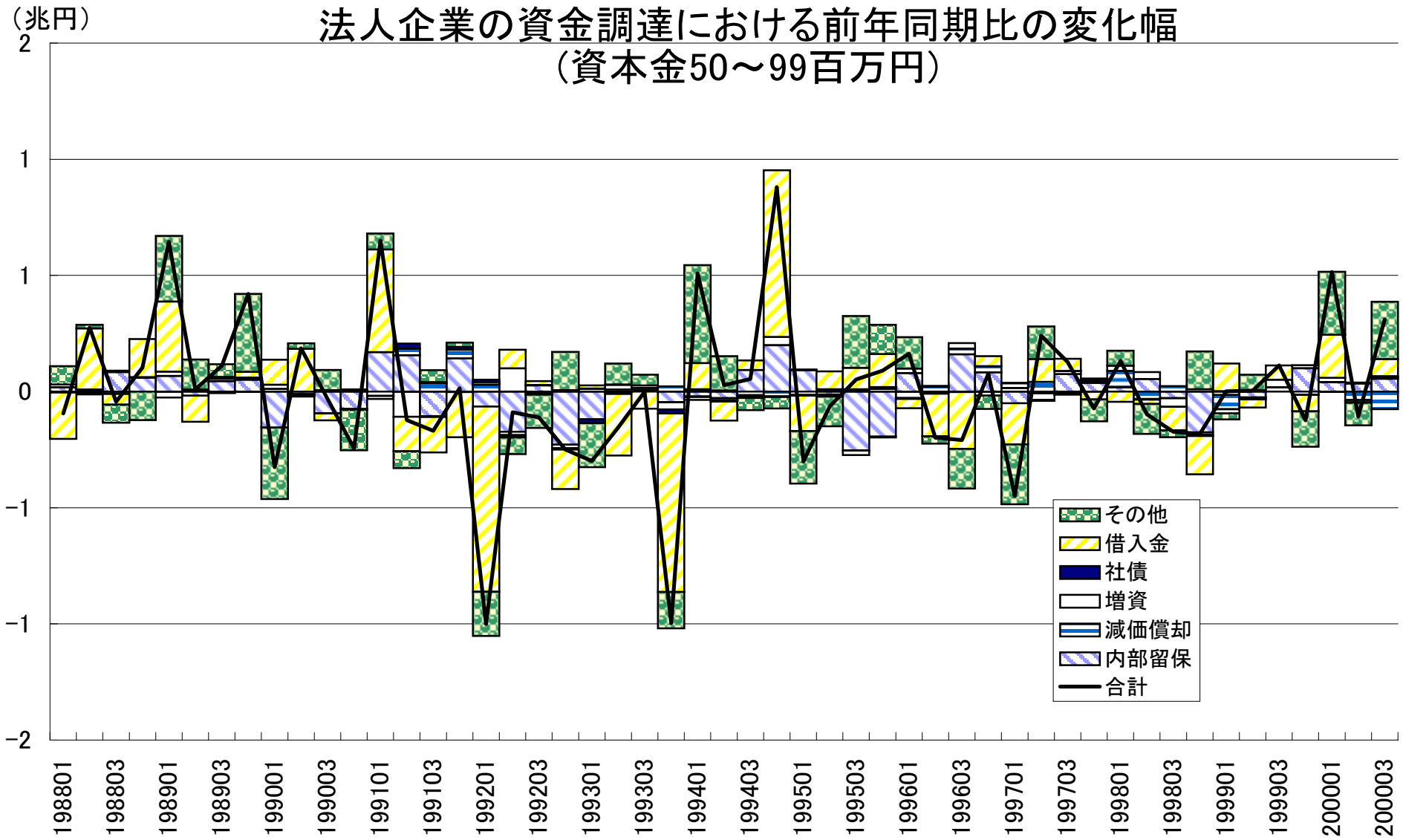
（出所）大蔵省「法人企業統計」



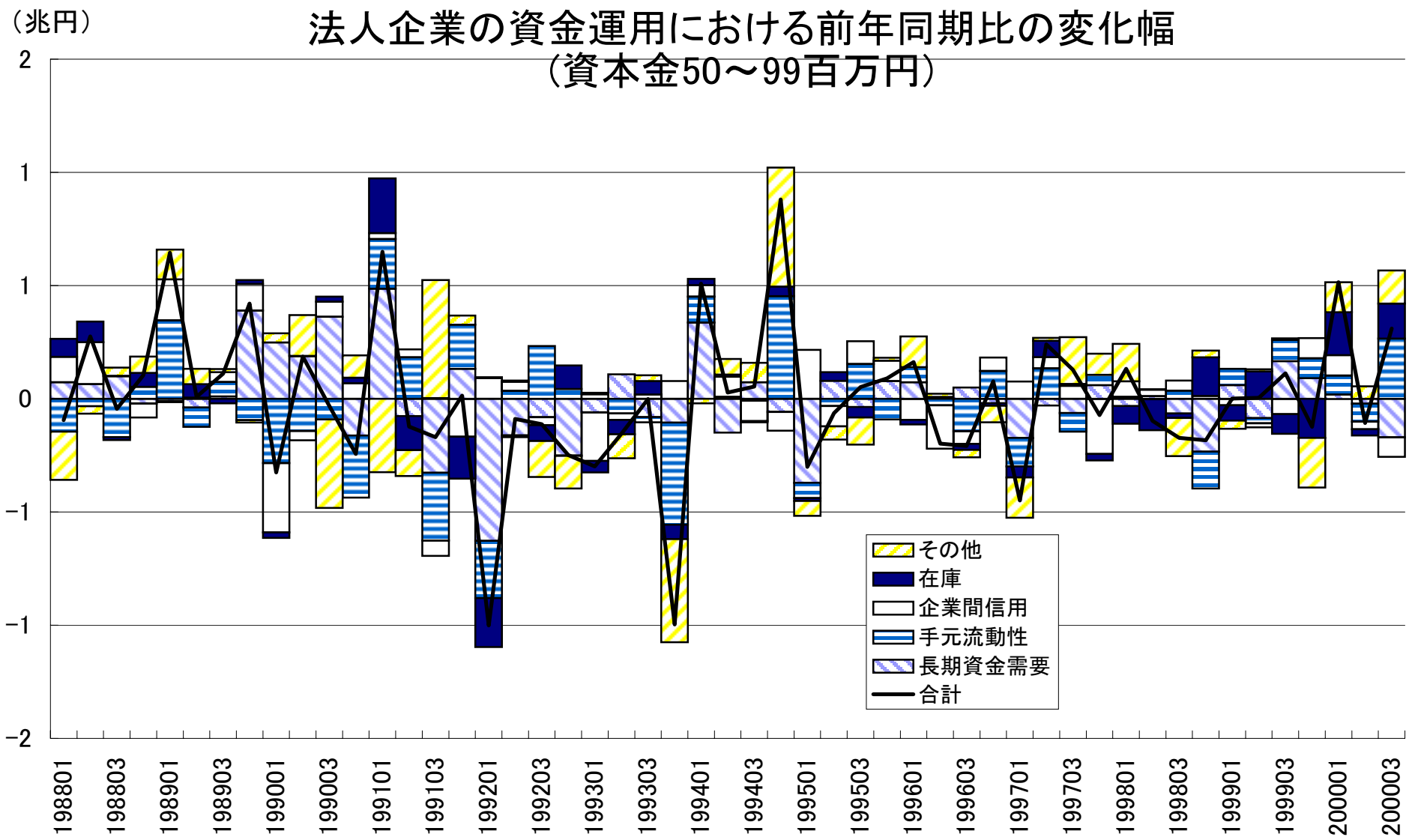
（出所）大蔵省「法人企業統計」



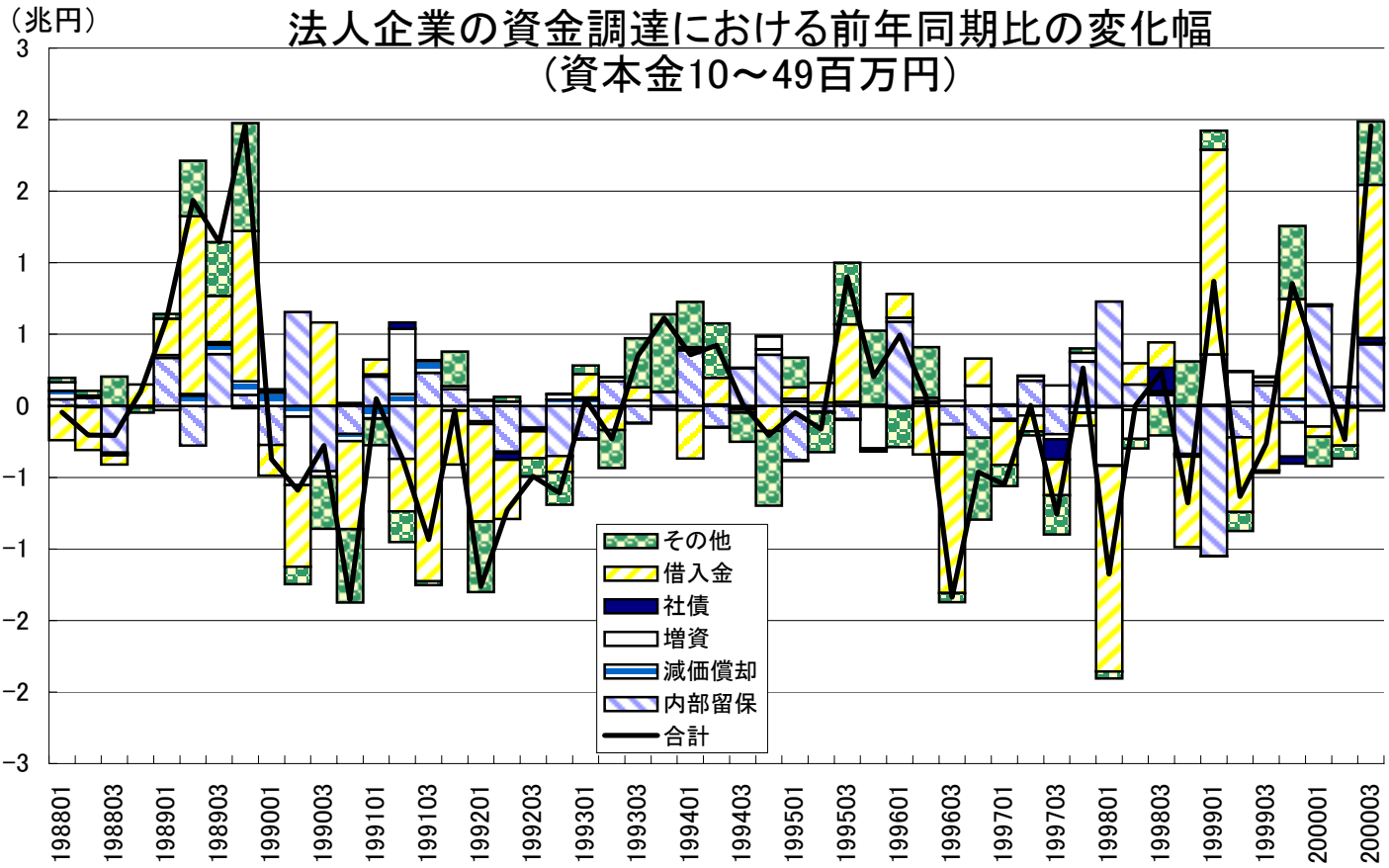
（出所）大蔵省「法人企業統計」



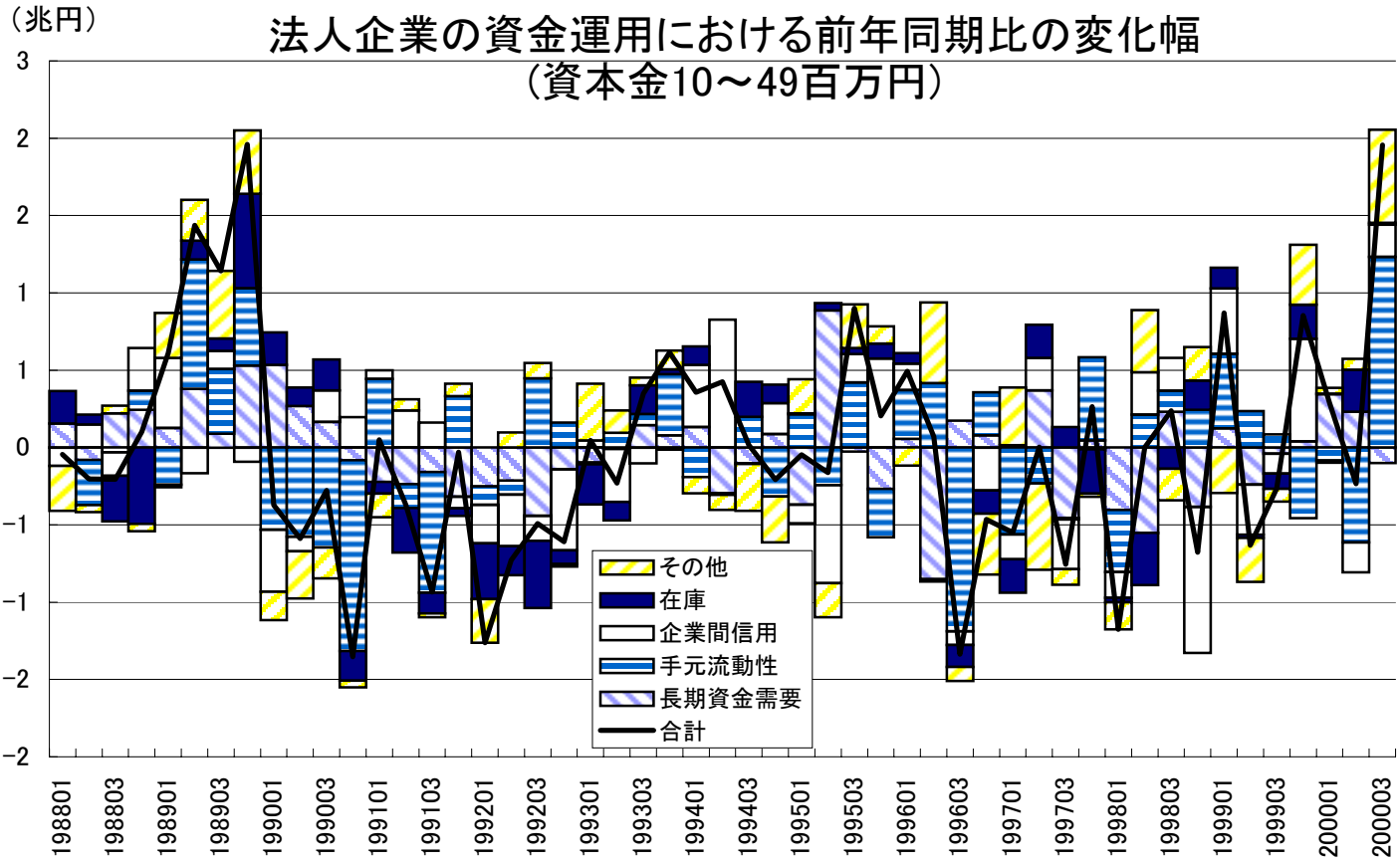
（出所）大蔵省「法人企業統計」



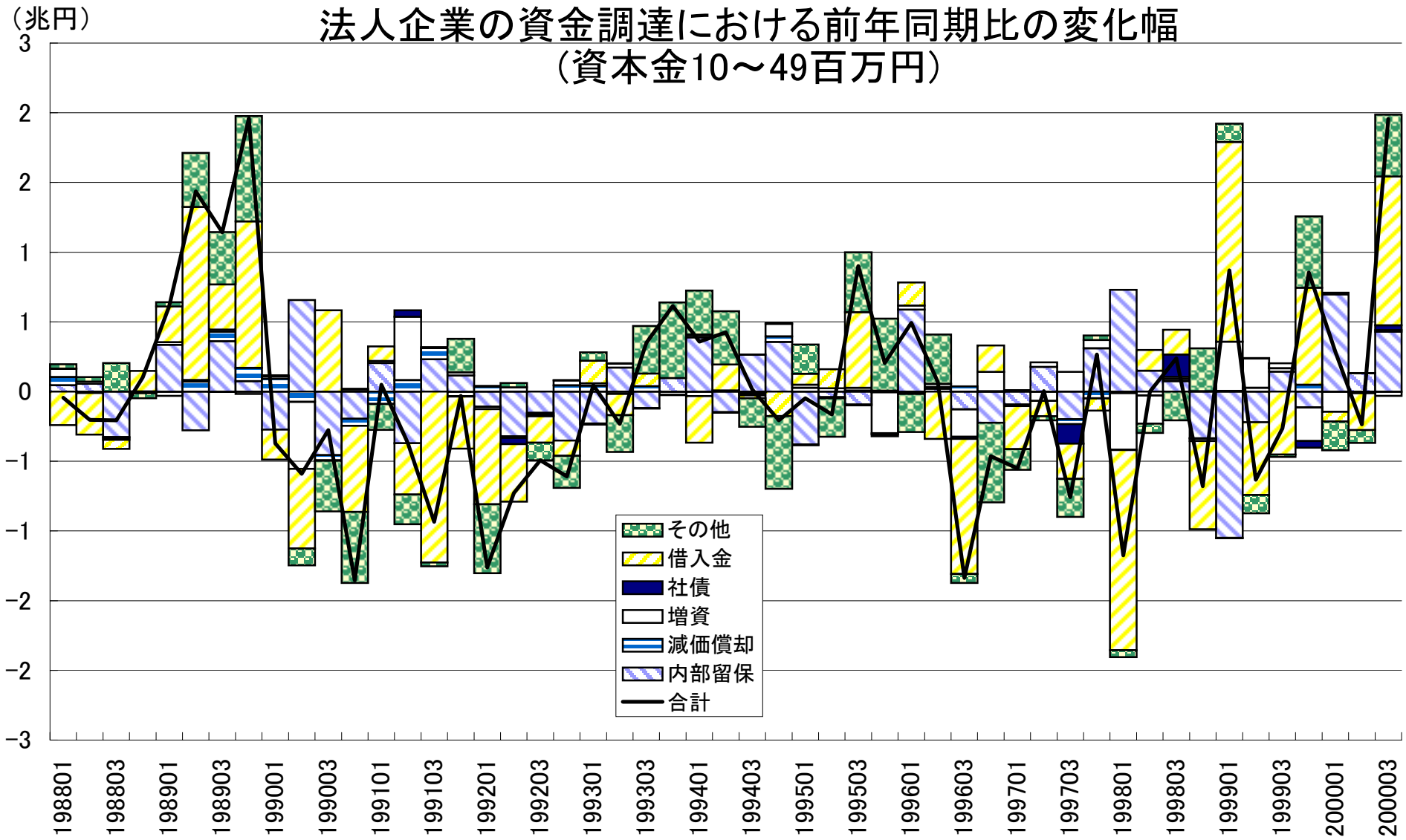
（出所）大蔵省「法人企業統計」



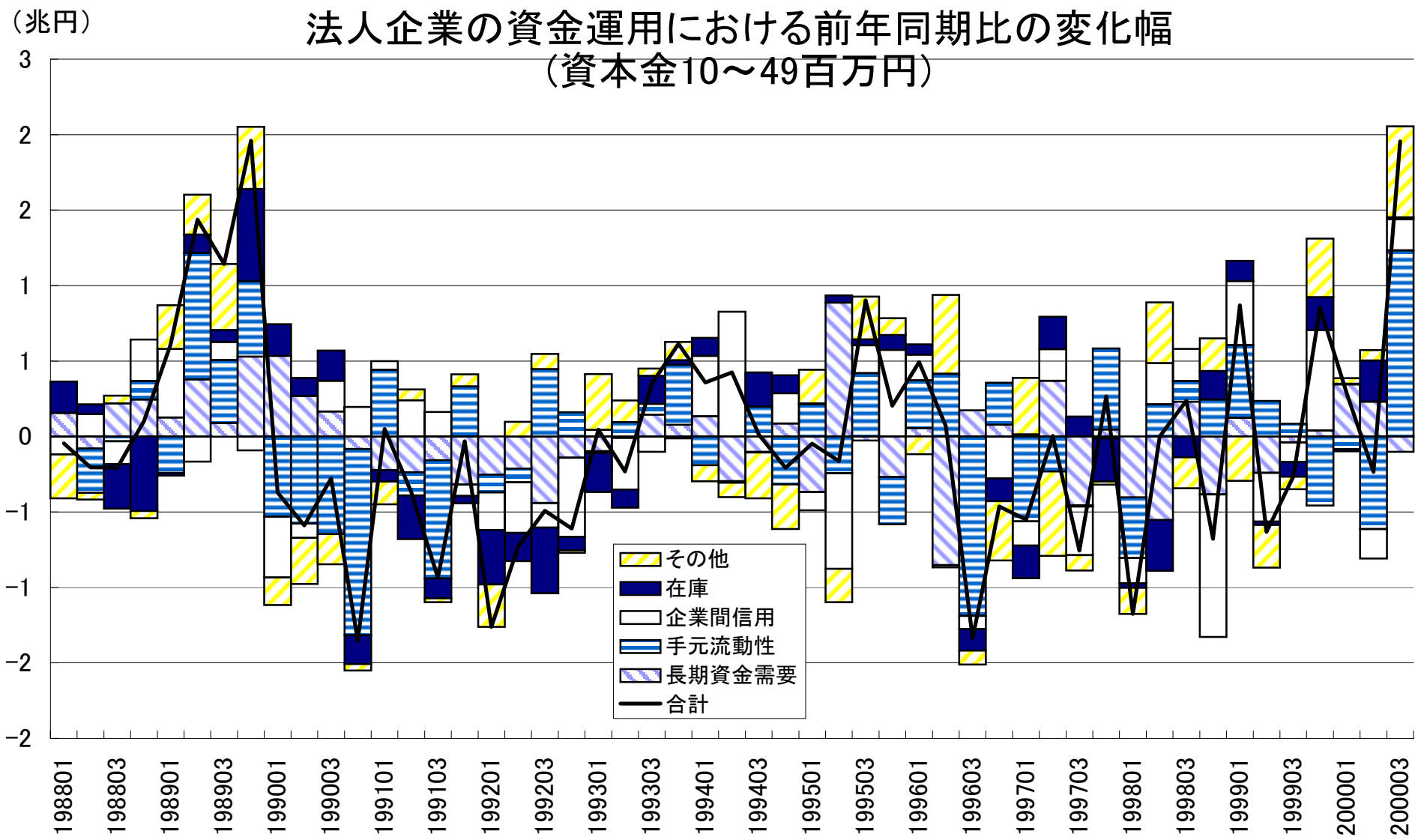
（出所）大蔵省「法人企業統計」



（出所）大蔵省「法人企業統計」

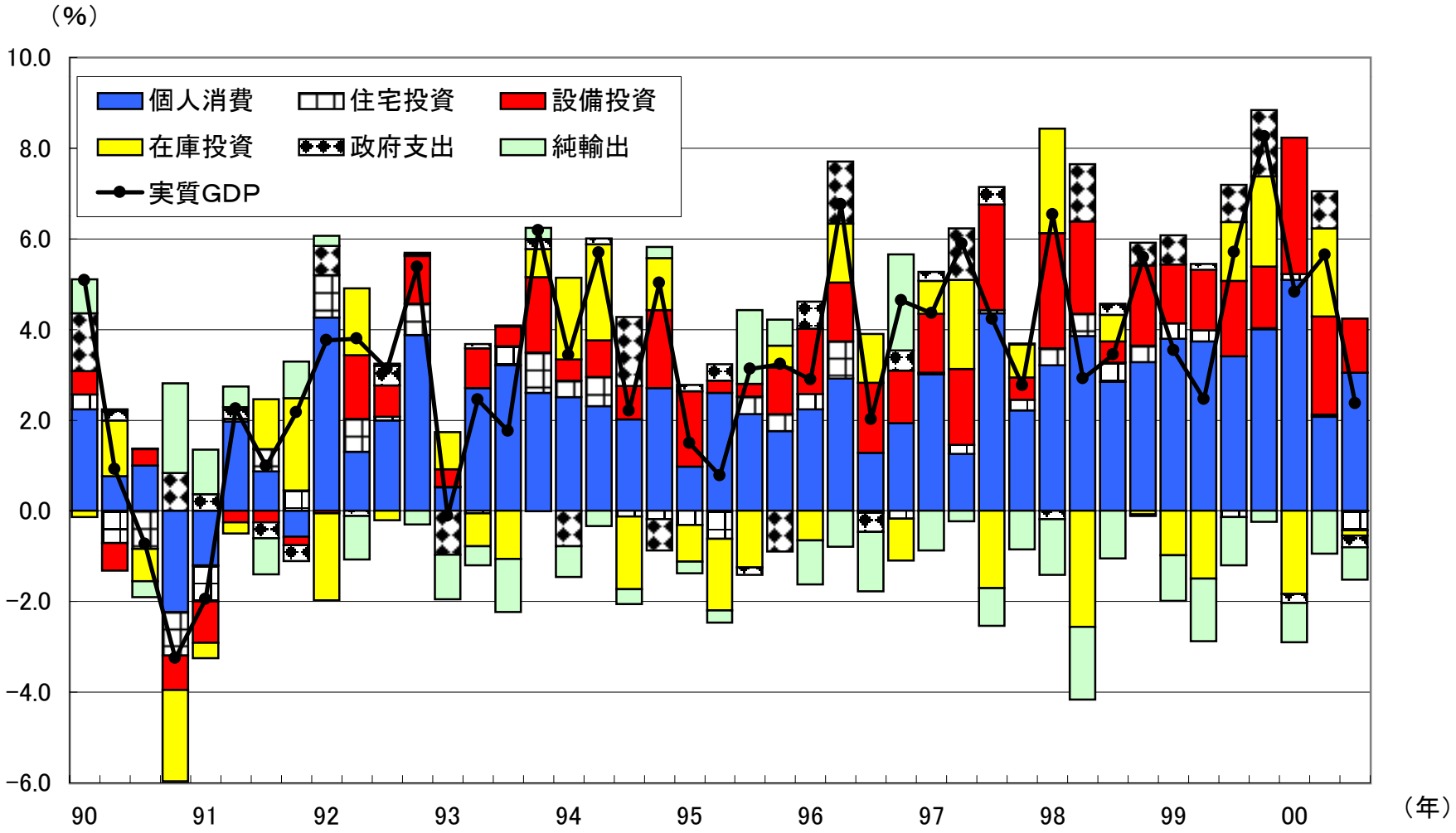


（出所）大蔵省「法人企業統計」



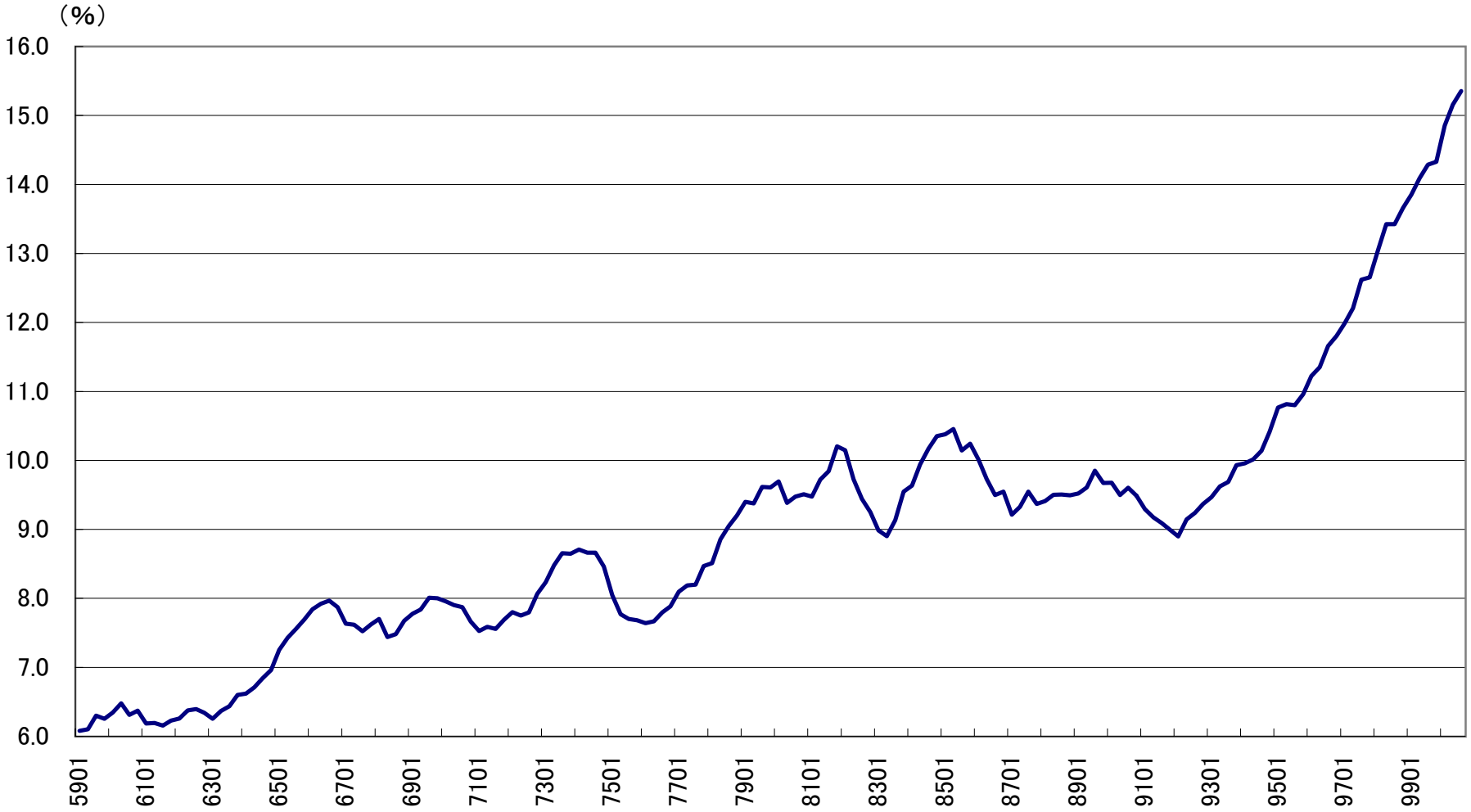
（出所）大蔵省「法人企業統計」

実質GDPの項目別寄与度（前期比年率）



（出所）米国商務省「Bureau of Economic Analysis」より21世紀政策研究所作成
（注）　2000年11月29日公表分（2000年7～9月期2次速報）まで反映

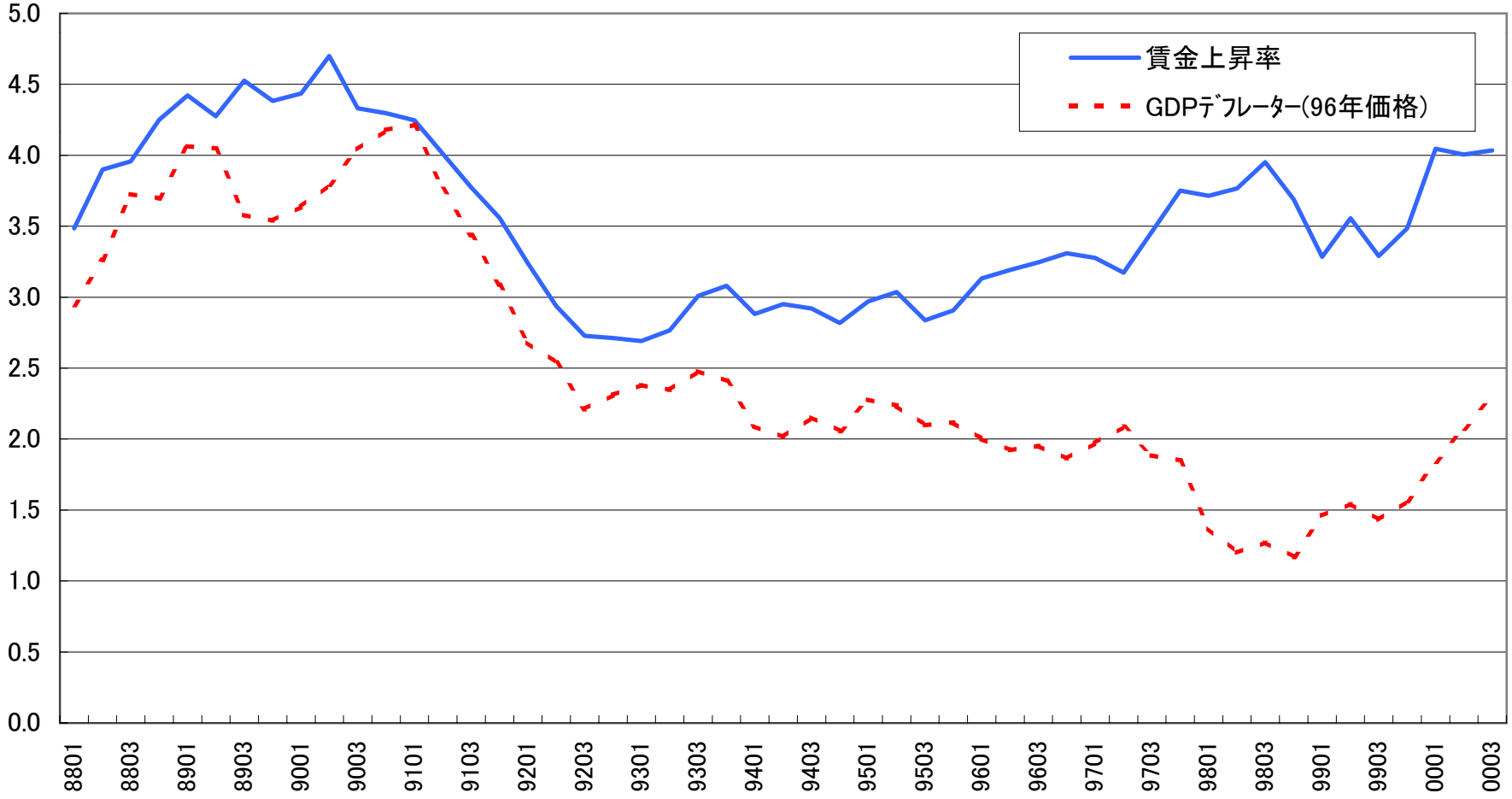
設備投資の実質GDPに対する比率の推移



（資料）米国商務省「Bureau of Economic Analysis」より21世紀政策研究所作成

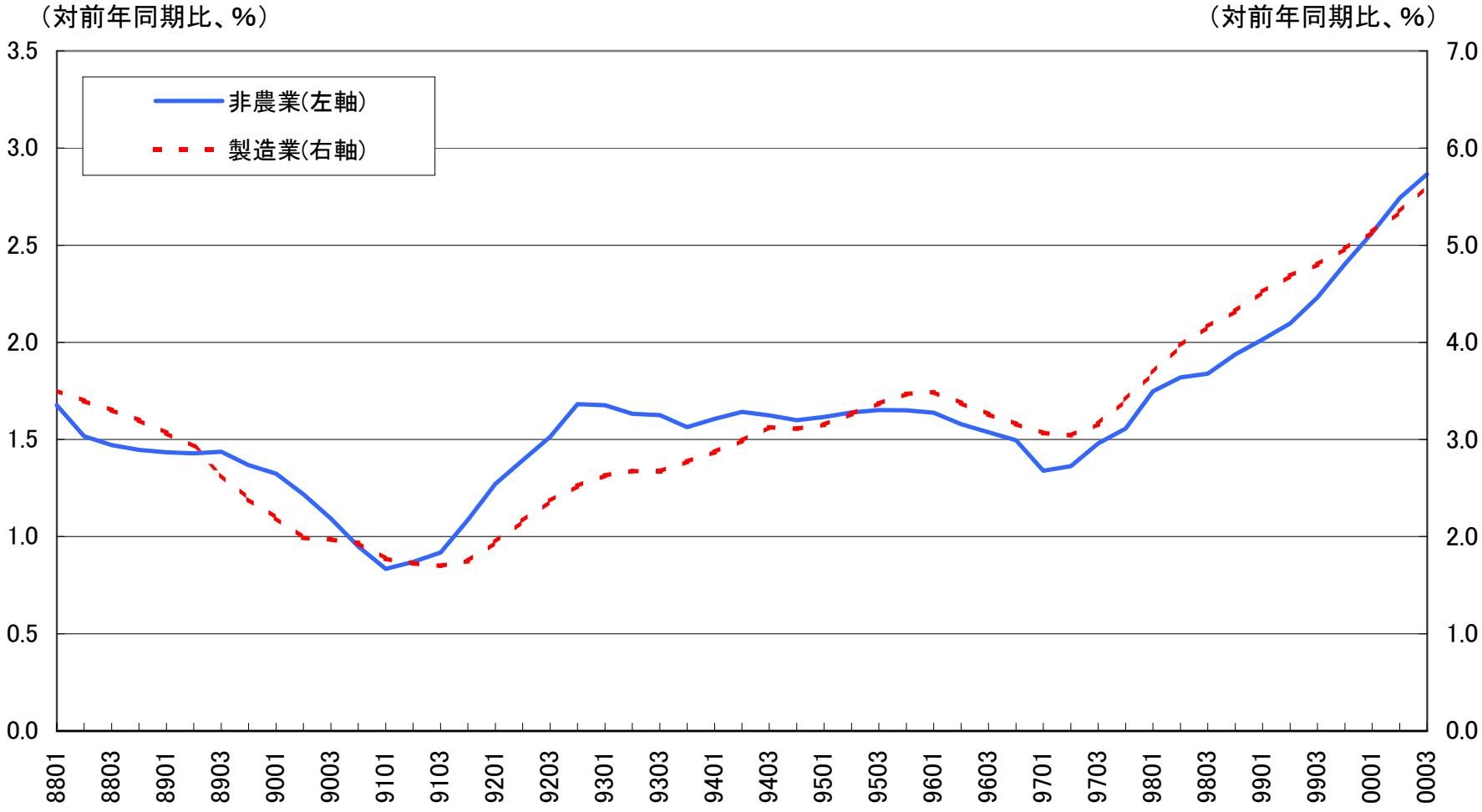
物価と賃金

（対前年同期比、%）



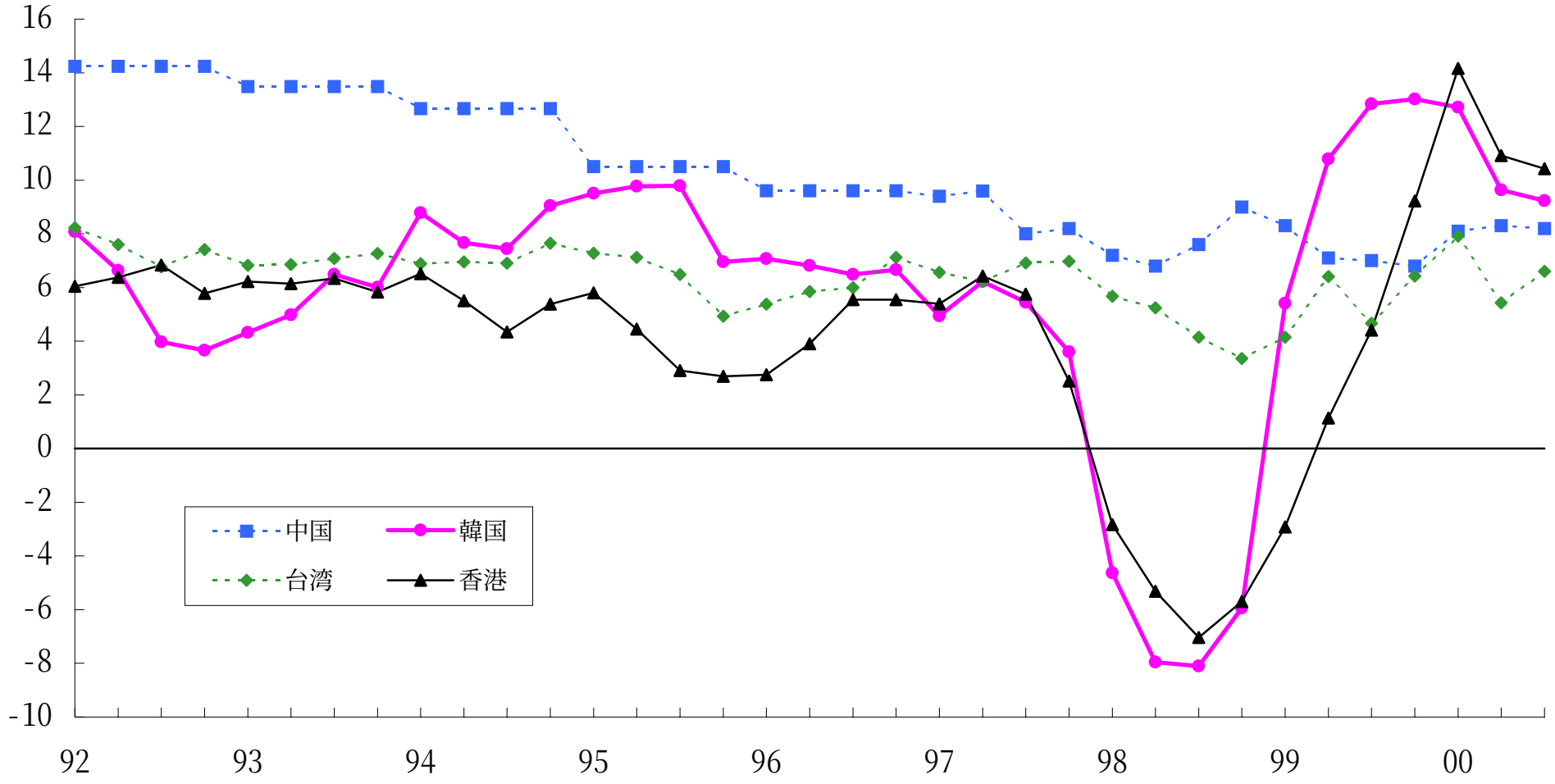
（資料）米国労働省、米国商務省「Bureau of Economic Analysis」より21世紀政策研究所作成

部門別労働生産性（16期移動平均）

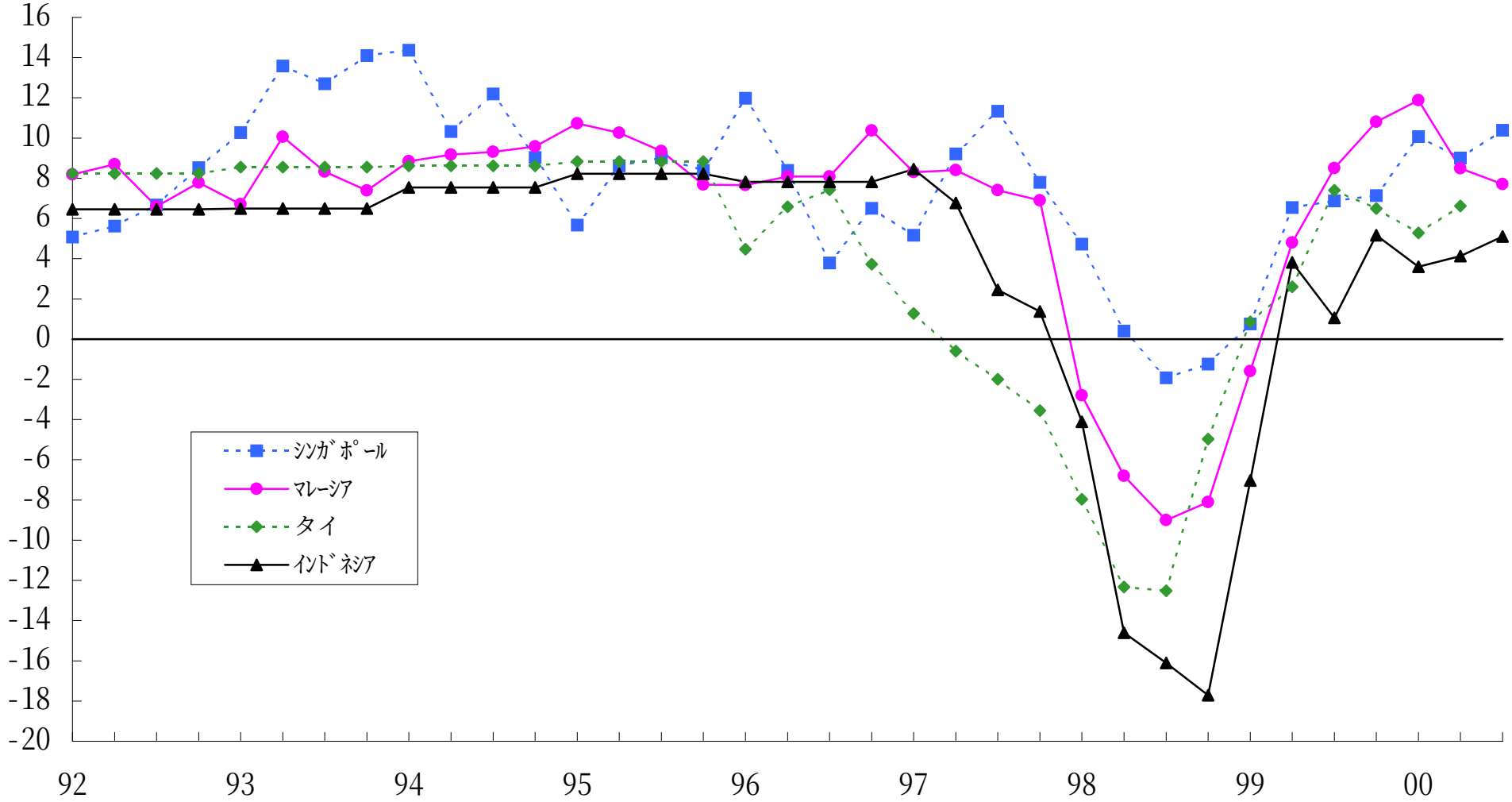


（資料）米国労働省「Productivity and Costs」より21世紀政策研究所作成

アジア各国の実質ＧＤＰ成長率（対前年同期比、％）

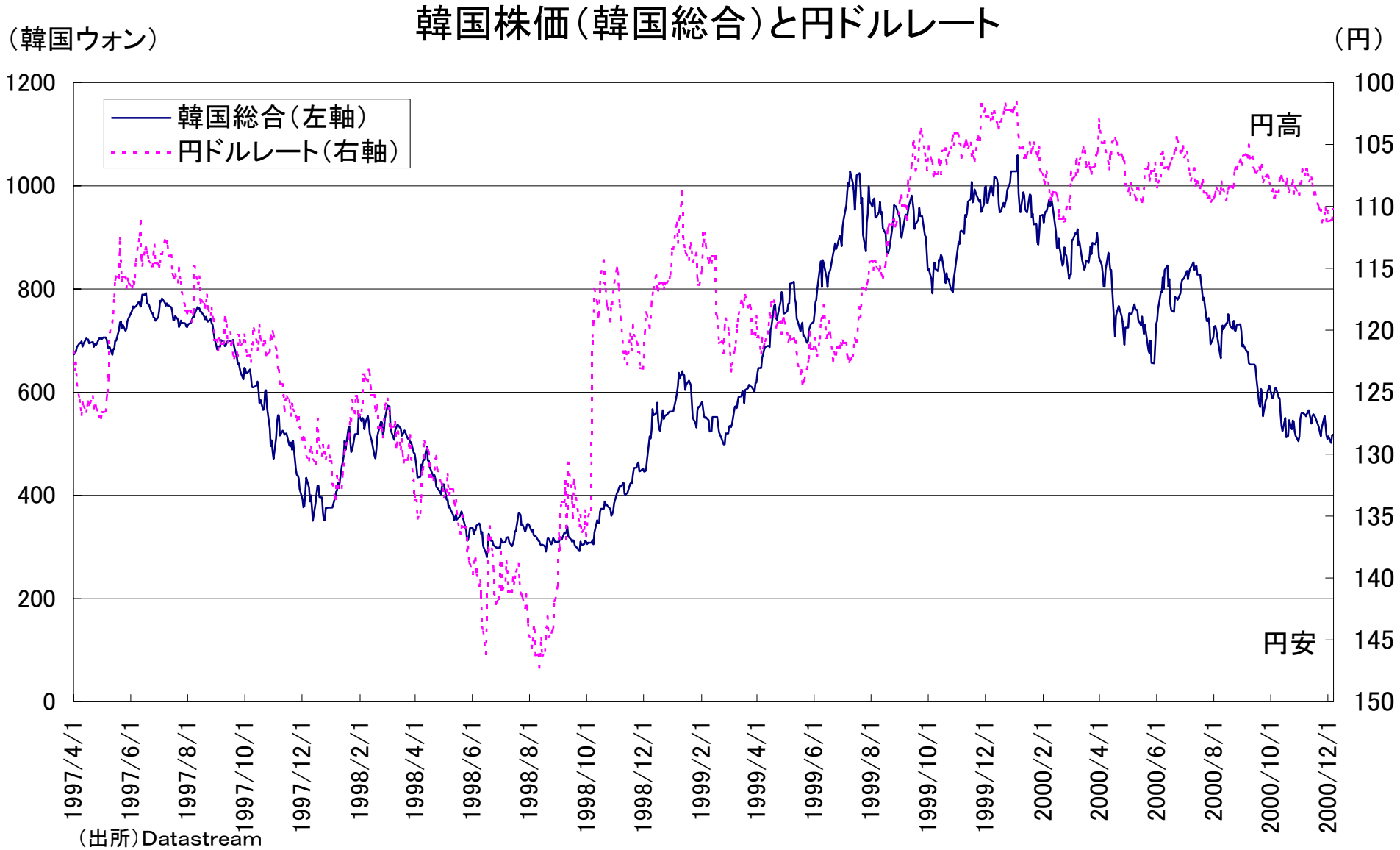


アジア各国の実質GDP成長率（対前年同期比、%）



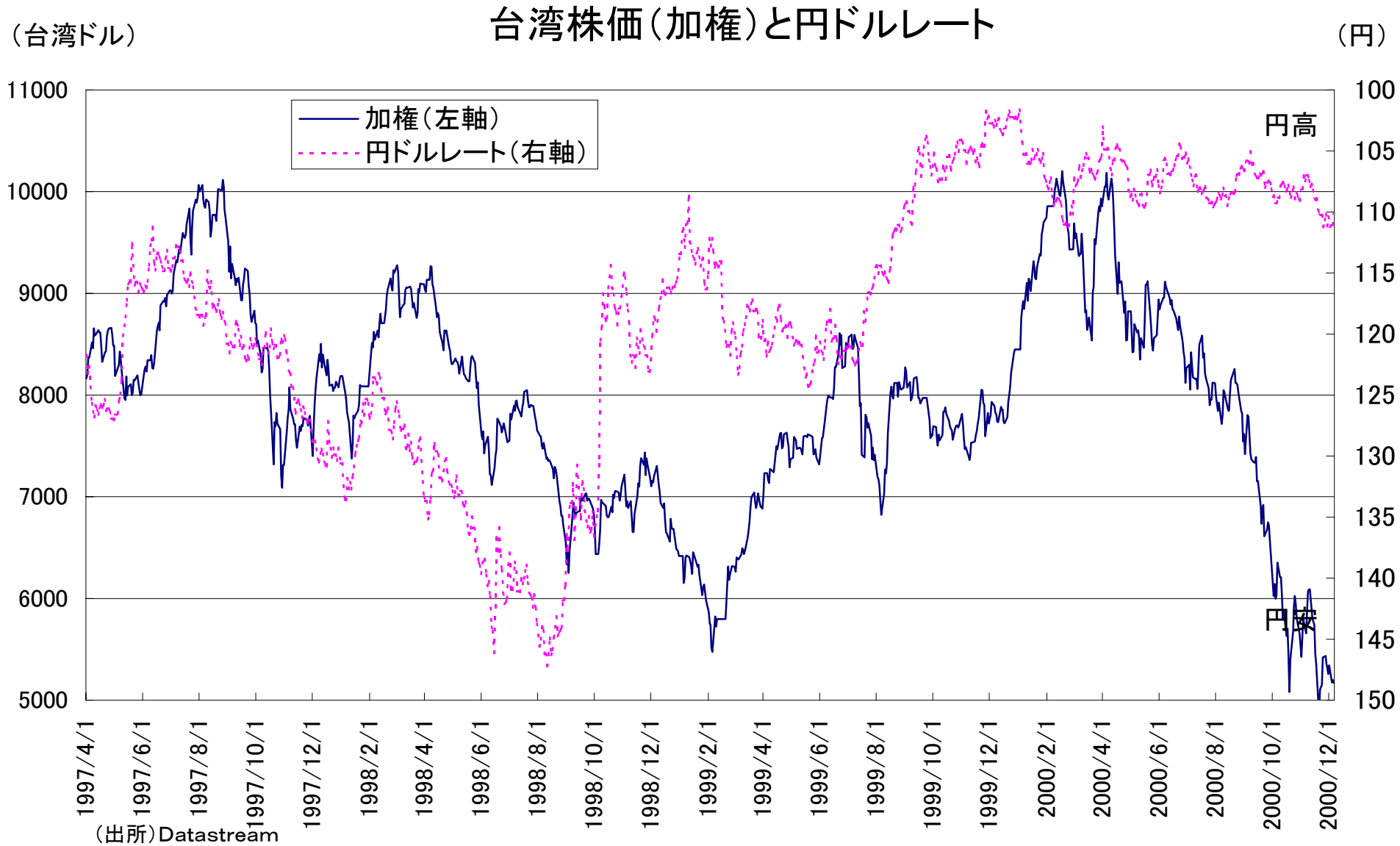
（資料）Datastream

韓国株価（韓国総合）と円ドルレート



（出所）Datastream

台湾株価（加権）と円ドルレート



（出所）Datastream