

# 中期経済見通し

経済調査部

## <要旨>

1. 90年代前半の世界経済は、大陸欧州や日本の景気停滞、市場経済移行国のマイナス成長などから、ブーム期であった80年代後半に比べて低成長にとどまった。90年代後半は、世界的な物価の安定傾向、先進諸国の財政赤字抑制、国際金融市場の安定などの中、前半よりは良好なパフォーマンスを期待できよう。
2. 米国経済は、91年3月の景気底入れの後6年以上に及ぶ拡大局面を続けている。活発な企業間競争の下で旺盛な設備投資とリストラが実施され、生産性上昇を通じた高成長と低インフレの共存が可能となっている。クリントン政権下で財政赤字は縮小し、長期金利の低下が投資を活性化させてきた。3月下旬にFRBは2年2ヵ月振りにFFレートを引き上げた。追加利上げが予想され、予防的引き締めから景気は98年頃にかけてやや減速しよう。その後2001年にかけては消費、設備投資中心に拡大過程に向かい、97年～2001年の平均成長率は、2.4% (91～96年、2.0%) となろう。
3. EU経済は東西ドイツ統合、EU市場統合を背景とした90年代初頭にかけてのブームの反動、インフレ抑制を目指したドイツの金融引き締めから、92、93年と景気が後退したが、その後の金融緩和転換から回復傾向が続いている。景気回復力の弱さ、失業増大により各国財政赤字は拡大する状況にあるものの、EMU（欧州経済通貨統合、99年1月スタート）実現に向けた各国の政治的意志は固い。EMU開始後も混乱の可能性はあるが、為替リスクと取引コスト低減などから、EU経済は活性化しよう。また経済政策運営の安定化も域内経済成長に寄与することから、長期的には、欧州は大ユーロ圏として飛躍しよう。その途上となる97～2001年は、平均2.4% (91～96年、1.8%) の成長となろう。
4. 東アジア経済は、域内外との貿易拡大などを通じた相互依存関係の高まりの

中、高成長を実現してきた。今後は、ASEANが好調なもの、韓国、中国等の鈍化から、東アジア全体では、97～2001年の成長率は平均7.0%（91～96年、8.4%）とやや低下しよう。

5. 日本経済は、バブル崩壊の後遺症などから脆弱さを抱えた状況が続いており、21世紀には高齢社会が到来する。このため、バブル崩壊の後遺症克服と高齢社会への備えのために各種の構造改革を進める必要があり、その進行途上となる97～2001年度は平均1.6%（91～96年度、1.5%）と、2%台半ばとみられる潜在成長率を下回ろう。

6. 21世紀には日本人の人口は急速に高齢化し、経済、社会に大きな変化をもたらそう。高齢社会の到来前に構造改革を成し遂げることが重要な課題である。改革は痛みや調整コストを伴うが先送りは許されない。今後5年間は正に正念場の時期である。

<目次>

はじめに	5
I. 世界経済の中期的動向	5
1. 概観	5
(1) 現状	5
(2) 先進諸国の財政赤字	7
(3) インフレの低下	9
(4) 金利の低下	11
(5) 財政赤字縮小とインフレ低下の影響	13
(6) 中期的見通し	14
2. 米国経済	15
(1) 現状	15
(2) 見通し	16
(3) 見通しのリスク	17
3. EU経済	18
(1) EU経済全体	18
(2) ドイツ経済	21
4. 経済通貨統合の行方	25
(1) 欧州経済通貨統合 (EMU) のスタート	25
(2) EU経済に与えるEMUの影響	28
(3) EMUに関して残された議論のポイント	33
(4) ユーロの見通し	34
5. アジア経済	36
(1) 現状	36
(2) 見通し	37
II. 日本経済の構造問題と政策的課題	39
1. 高齢化迫る日本経済	39
(1) 2005年頃よりベビーブーマー世代が引退	39
(2) 今後5年間は労働力は微増、潜在成長率は2%台半ば	40

2. バブル後遺症からの回復状況	41
(1) 過剰投資の反動とストック調整	41
(2) 金融機関は不良債権抱え、貸出抑制	43
(3) 雇用調整は労働時間から労働者数、雇用コストへ	44
(4) 上昇続ける法定福利費、高止まりする人件費	45
3. 為替レートと対外バランス	46
(1) 円高、黒字、景気低迷の悪循環	46
(2) 為替レート変化と対外バランスの長期的変化	47
(3) 製品輸入の増大と持続する産業構造調整圧力	48
4. 悪化する財政バランス	49
(1) 財政依存の景気	49
(2) 増大する国と地方の負債残高	49
(3) 政策課題は構造改革への本格的取組み	50
III. 日本経済の中期予測	52
1. 財政・金融政策等の前提	52
2. 中期的成長経路	52
3. 急変しない貯蓄投資バランス	53
(1) 国民負担率は40%超、財政赤字改善は僅か	53
(2) 対外収支は黒字維持	54
4. 変革求められる賃金・雇用体系	56
(1) 摩擦的失業は増大	56
(2) 正職員比率は低下	56
(3) 雇用流動化に向けた退職金制度の転換	57
5. 金融	58
(1) 現状	58
(2) 見通し	59
むすび	61

## はじめに

世界経済は、旧ソ連・東欧の計画経済国の市場経済への移行、欧州の市場統合など大きな変化を遂げつつある。バブル期には日本がリードを奪ったかに見えた、日米の国際競争力も再び米国の優位が強調されるようになった。21世紀に向かつての世界経済は欧州の経済通貨統合、各国経済の相互関係の深化など、更なる変化が予想される。

日本経済はバブル崩壊の後遺症などから脆弱さを抱えた状況が続いている。また、21世紀には日本の人口は急速に高齢化し、経済・社会に様々な影響が及ぶこととなろう。バブルの後遺症を克服し、高齢社会の到来前に構造改革を成し遂げることが重要課題である。

以下では、日本経済を取りまく世界経済の環境と日本経済の中期的な行方を検討したい。

## I. 世界経済の中期的動向

### 1. 概観

90年代前半の世界経済は一足早く回復に転じた米国を除けば先進国経済が総じて調整局面となったことから、ブームだった80年代後半に比べて低い成長にとどまった。90年代後半の世界経済は、世界的な低インフレ、先進諸国の財政赤字の抑制、国際金融市場の安定によって良好なパフォーマンスが期待できるだろう。

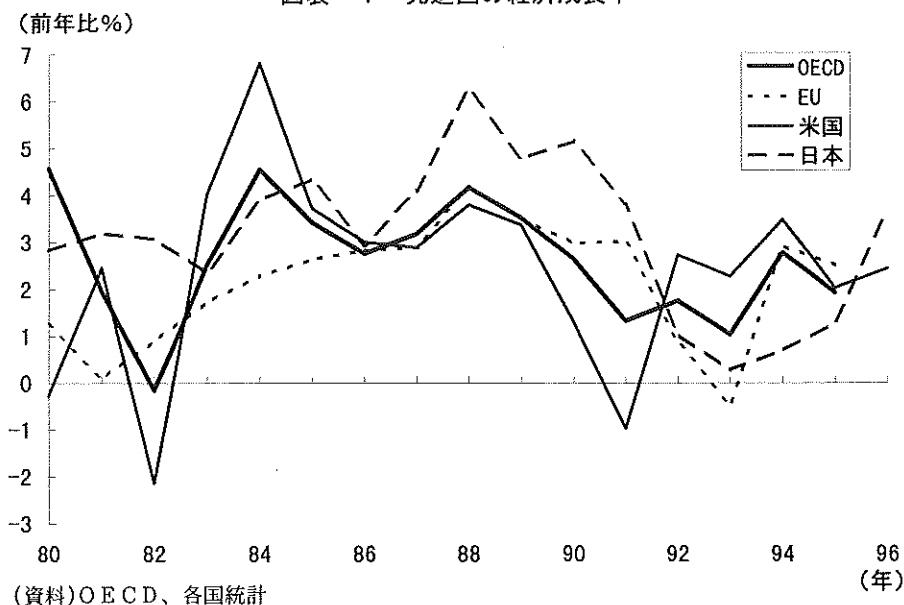
#### (1) 現状

80年代後半の世界経済は先進諸国が総じてブームを経験し高い成長を遂げた。89年のベルリンの壁崩壊を契機に旧計画経済諸国が市場経済に移行、第二次世界大戦後長年続いた冷戦構造が崩壊し、代わって湾岸戦争など地域間や民族間の紛争が顕在化するなど政治的にも大きな変化が起こった。90年代前半は、米国が91年3月を底に回復に転じたものの先進諸国の経済は総じて調整局面にあった。

---

全体総括：正地、I 1.世界経済概観：榎、田坂、I.2米国経済：木下、I.3 EU経済：田坂、I.4経済通貨統合の行方：田坂、井口、I.5アジア：牛越、II.Ⅲ.1～4：榎、石川、小巻、斎藤、矢嶋、Ⅲ.5金融：高橋

図表-1 先進国の経済成長率



米国経済は82年11月から90年6月まで長期の景気拡大を続けていたが、80年代後半の米国では住宅、オフィスビル等の不動産ブームが起こった。この間、85年のプラザ合意によってドルが大幅に下落、87年のブラックマンデーで米国の株式市場が調整に陥るなどの波乱があった。80年代後半のブームの裏側では、家計や金融機関、企業のバランスシートの悪化が進んだことが91年3月以降の景気回復が当初力強さに欠けた一因となっている。

欧州でも80年代後半は同様にブームが起こった。92年の欧州市場統合に向けて各国の投資が活発化し、日本など域外からの直接投資も増加したことから高い成長を遂げた。欧州各国は景気の過熱から金融引き締めへ転じていたが、90年に東西ドイツの統一が実現すると、ドイツ経済は旧東ドイツ地域の整備のための需要の拡大から過熱気味となり、ドイツは公定歩合を92年7月には8.75%にまで引き上げた。金融引き締めから景気の後退局面にあった欧州各国にドイツの高金利が伝播したことから、欧州経済は不振に陥った。また、高金利によるマルク高で欧州通貨は不安定なものとなり、92年9月には英国がERMから離脱、イタリアも一時的に離脱するなど通貨の混乱が生じた。

日本でも85年のプラザ合意後の円高を乗り越え86年11月を底に景気が回復に向かうと、低金利に支えられて株価、地価など資産価格が上昇し、成長率が高まった。しかし、89年に株価がピークを迎え、地価が大幅に下落してバブルが崩壊すると、バブル期の過剰投資の反動と金融機関の不良債権問題が発生し、傾向的な円高が起こったことにより経済は深刻かつ長期の不振に陥った。

90年代前半は、比較的早く調整を脱した米国は91年3月を底に回復に転じたが、先進諸国は全体的には調整の時期であったといえよう。90年代半ばの世界経済の特徴は、先進諸国が財政赤字の縮小に本格的に取り組むようになったこと、世界的にインフレが鎮静化していたこと、これらを受けて長期金利が低水準であることである。以下でこれらを順に検討したい。

## (2) 先進諸国の財政赤字

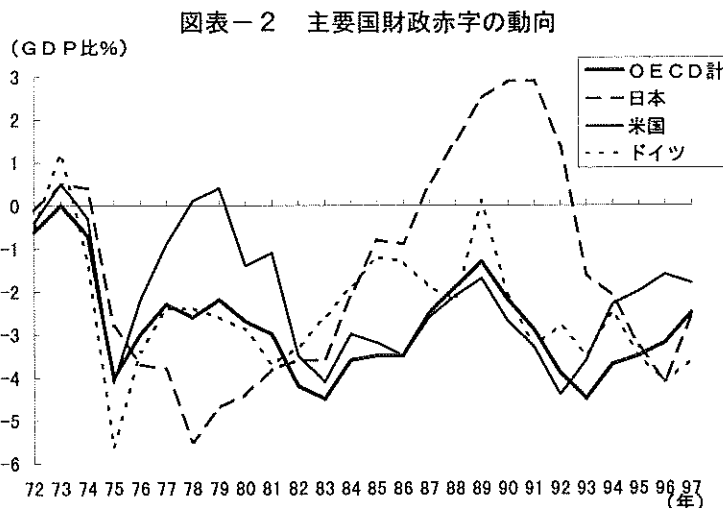
長期的にみると、先進諸国では高齢化による社会保障給付の膨張、政府部門の拡大による財政支出の膨張が続き、国民負担率引き上げに対する政治的な困難などの要因から財政赤字の拡大傾向が続いてきた。80年代後半には先進国経済では景気拡大による税収の増加、分母となる名目GDPの拡大などから、財政赤字のGDP比は低下傾向となったが、90年代に入ると景気の減速によりブームで覆い隠されていた問題が顕在化するなどから再び急速に悪化することとなった。

80年代はじめの米国では家計部門の貯蓄率の低さとあいまって、財政赤字は対外収支の赤字となって「双子の赤字」問題となっていた。対外収支の大幅な赤字はドルのサステナビリティ問題を引き起こし、ドルへの信任の揺らぎ、ドル不安を引き起こした。また、大幅な対外収支のファイナンスのためには世界から資本が米国に流入する必要があるが、80年代はじめには米国の高金利が世界の資金を米国に引きつけてドル高を招き、これが経常収支の赤字を一層拡大させることになるという悪循環を発生させた。レーガン政権の下で減税が行われたことにより経済は拡大したが、歳出の削減は進まず高金利による利払いの増大もあって財政赤字を拡大させることとなった。80年代後半の米国経済は、①ドル高の是正による輸出の拡大、②住宅、オフィスビルなど不動産投資ブームの発生により景気は拡大し、GRH法などの財政赤字削減の動きもあって財政赤字のGDP比は若干低下した。しかし、不動産投資の増加は、ブームが去ると逆に80年代末には金融機関の経営問題を引き起こし、破綻処理などのために預金保険コストが増大し、財政赤字の大きな要因となった。

旧西ドイツでは、日本と同様78年のボン・サミットで「機関車論」から財政支出による積極的景気刺激策がとられたことに第二次石油危機による景気の停滞が加わって財政収支が大幅に悪化した。このため80年代から財政再建の努力が続けられ、80年代後半の好景気にも支えられて、財政赤字の名目GDP比の低下が続いた。しかし、90年の東西ドイツの

統合で旧東ドイツ地域への失業手当の支出、旧東ドイツ地域の社会資本整備の支出等の負担が発生したことに91年には湾岸戦争に対する財政支援も加わって、財政赤字のGDP比は大幅に拡大した。英国、仏でも80年代後半は財政バランスが改善したが、90年代に入って景気後退で失業関連などの支出が増加したこと等から財政収支は再び悪化した。

日本では、80年代の財政再建の動きに、バブル景気による税収の増加、89年4月の消費税導入による税収の増加もあって、90年度には「赤字国債からの脱却」を実現した。しかし景気が後退に陥ると、バブル期の税収増加を支えた法人税、不動産取引、証券取引等の税収が落ち込み、景気対策による公共事業費の増加、減税などによって財政収支は大幅な悪化を示している。



(注)一般政府財政赤字。96年はOECD見込み、97年はOECD予測。  
 (資料) OECD Economic Outlook, Dec 96

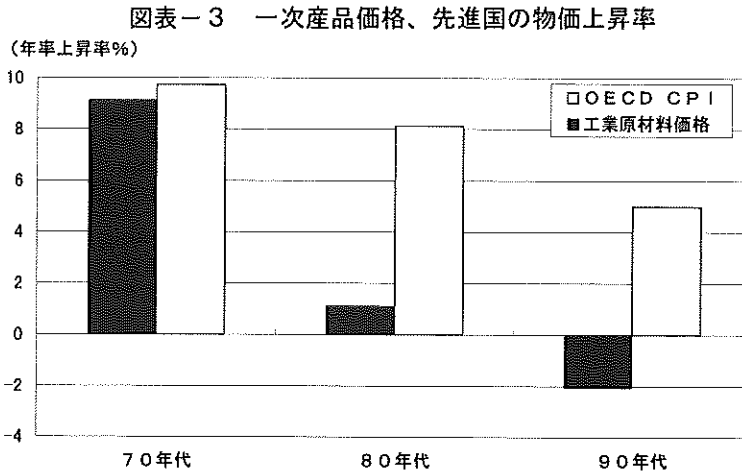
こうした財政赤字の拡大傾向に対して、米国では93年に登場したクリントン政権下で政府部門の赤字の縮小が進んだ。一方欧州ではマーストリヒト条約によって、経済通貨統合を99年1月に実現することとしており、このためのコンバージェンス・クライテリア（経済収斂基準）として、①物価の安定度、②財政の健全度、③長期金利水準、④通貨の安定度の4項目を達成することを求めている。財政の健全度については、財政赤字の名目GDP比3%以下、政府債務残高の名目GDP比60%以下という基準を定めていることから、各国は財政赤字削減に取り組むこととなり赤字の縮小傾向が顕著となった。

90年代前半に先進国中で唯一大幅に財政赤字が拡大し続けた日本も、97年度の消費税率の引き上げ、財政構造改革等によって今後は赤字の縮小に転ずると考えられ、OECDの予測によれば、先進諸国の財政赤字は今後さらに縮小する見込みである。



### (3) インフレの低下

80年代の世界経済はデスインフレの時代となり、90年代も物価の安定が続いている。この要因としては、先進諸国経済が総じて調整局面にあったこと、世界的な企業間競争の激化、一次産品価格の安定、金融政策の成功、などがあげられよう。

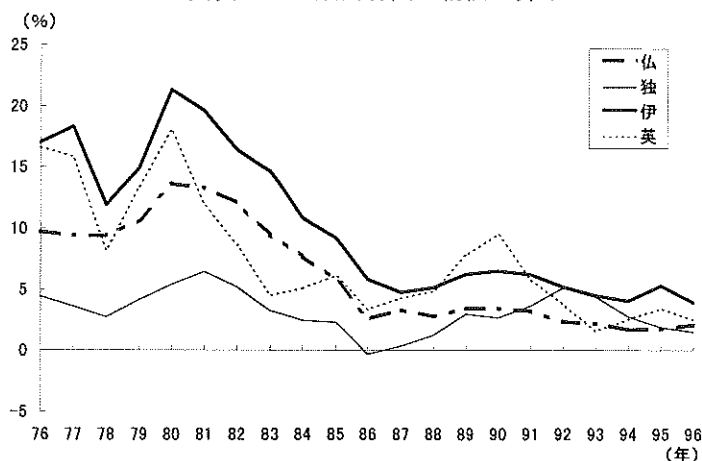


(資料)OECD、IMF

70年代、80年代には石油危機が発生し、一次産品価格の上昇から世界的なインフレが発生したが、90年代はこうした要因もなく原材料価格の上昇によるインフレは抑制された。80年代後半の世界的なブームにおいても一次産品価格の上昇は

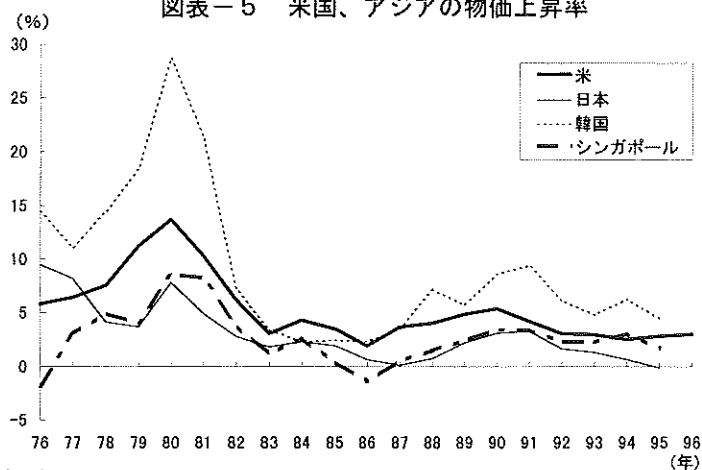
マイルドなものにとどまった。この背景には先進諸国経済のサービス化が進展して、景気の拡大が、供給が非弾力的な一次産品の価格上昇に繋がってインフレが進行するというメカニズムが働き難くなったことも指摘できよう。もっとも、一次産品価格の上昇率が先進諸国の物価上昇率を下回っていることは、一次産品の輸出に依存している発展途上国経済にとっては交易条件の悪化を意味している。しかし、二度の石油危機では同じ発展途上国の中で非産油国から産油国への所得の大幅な移転が起こり、非産油途上国の経済に大きなダメージを与えた。発展途上国の経済成長には工業化が不可欠であり、少なくともテイクオフに成功して工業化の段階に達した「中進国」にとっては、原材料価格の低下はプラスに働いたはずである。一次産品の価格の安定は短期的には途上国の利益にならなかった可能性は残るが、長期的には工業化を促進しテイクオフを助ける要因になったと考えられる。

図表-4 欧州各国の物価上昇率



(資料) IMF

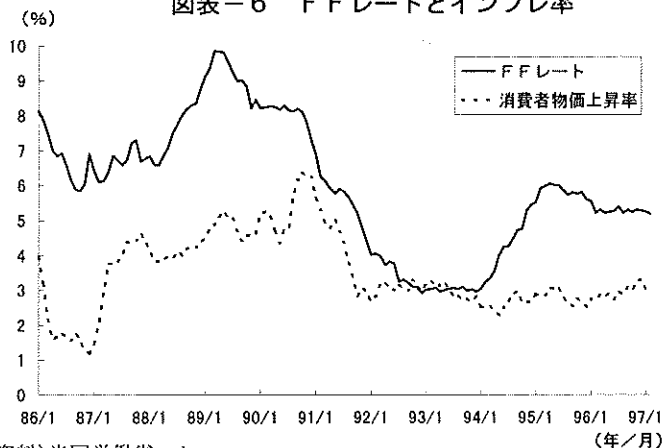
図表-5 米国、アジアの物価上昇率



(資料) IMF

安定していたものの、米国、英国や日本などで不動産価格が上昇して資産価格のバブルが発生し、その後の経済の調整を招いたことも否定できない。特に日本の場合には、80年代後半の高いマネーサプライの伸びが地価、株価のバブル膨張を可能にしたという点で、物価の安定にもかかわらず、金融政策が成功したという評価はできないであろう。

図表-6 FFレートとインフレ率



(資料) 米国労働省、datastream

とりわけ先進諸国については、インフレの抑制は経済、金融政策の成功を指摘できよう。特に欧州においては経済・通貨統合のためのマクロ政策対応で、物価安定を重視するドイツの主導により政策運営が物価抑制的になったことが指摘できよう。

欧州各国の物価上昇率は、第二次石油危機前後の80年代初めには、英国、イタリアでは20%近い高率のインフレだったが、最近では数%程度に収斂してきている。80年代後半の先進国では消費者物価、卸売り物価は安

90年代の米国では予防的引き締めが成功して長期にわたる経済の拡大に成功している。米国は91年を底に景気拡大局面を迎えたが、94年2月からFFレートを連続的に引き上げた。この時点で消費者物価上昇率は3

%程度の上昇であったから、物価上昇の加速が現実のものとなる前に金融政策の転換が行われたことになる。その後、95年には金融政策は緩和に転じたが、97年3月には消費者物価の上昇率が依然3%程度であるにも関わらず、経済が好調であることからインフレ圧力が高まっているとして再びFFレートを0.25%引き上げた。こうした比較的早めの金融政策の転換は、現実インフレが悪化してから政策を転換するのに比べて調整を軽微なものにとどめることに成功し、長期にわたる景気の拡大に成功してきたものと見られる。もっとも、この間に米国の株価は上昇を続け、株価にバブルが発生しているのではないかという懸念がつきまとっていることは否定できない。

#### (4) 金利の低下

インフレの鎮静化と財政赤字の縮小を受けて先進諸国の金利は大幅に低下した。実質金利で見るととりわけ米国金利の低下が顕著である。

インフレの沈静化、財政赤字の縮小傾向を受けて先進諸国の金利は大幅に低下している。

90年代初めはドイツの高金利が欧州全体に波及し、景気の抑制要因となった。ドイツの金利は、東西ドイツ統一による財政赤字の拡大、統合による資金需要の高まりに対する期待から89年末ころから急上昇した。その後も統一ブームによる景気過熱が明らかになるにつれ、金融引き締めから金利の上昇が続いた。欧州各国はERMを形成し各国通貨の変動

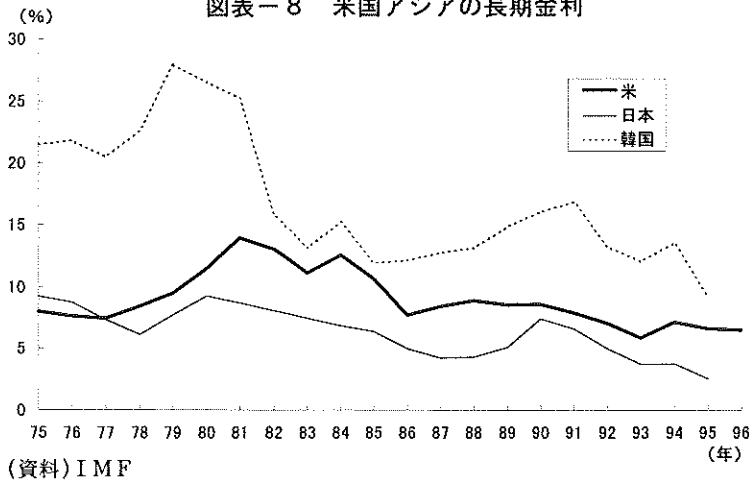
図表-7 欧州各国の長期金利の推移



(資料)IMF

幅を一定のバンドの中に取りめるようにしていたため、ドイツの高金利によるマルク高に対応するため、各国とも景気が後退局面に入っていたにも関わらず、高金利を維持して通貨を防衛することを強いられた。しかし、その後ドイツの金利は連続的に引き下げられ、欧州各国の金利も低下に転じている。

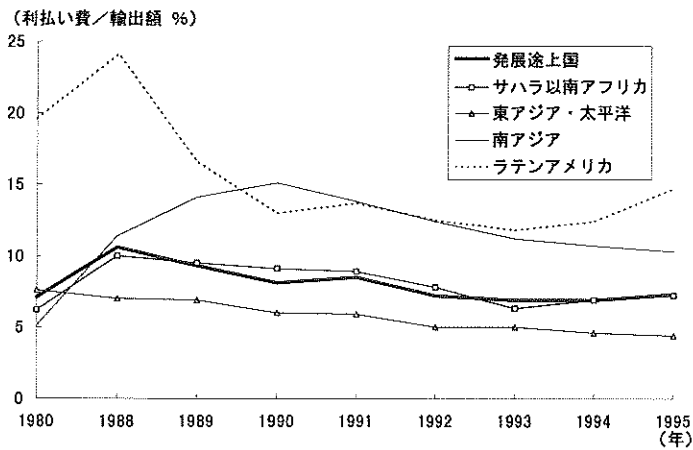
図表-8 米国アジアの長期金利



米国の長期金利を30年国債金利で見ると、80年代前半は15%近い水準にあったが、97年初めでは約7%の水準にまで大幅に低下している。80年代前半はインフレ抑制とレーガノミクスによる財政政策の緩和を補う意味もあって、金融政策は

引き締めが続いたことから実質金利でも米国の金利は高かった。80年代に70年代と比べて実質金利が上昇したのは、金利の自由化が進展したことも一因である。90年代に入って長期金利が低下した原因は①インフレの収束によって金融政策により物価上昇を抑制する必要が低下した、②財政赤字の削減によって民間投資のクラウディングアウトが小さくなった、などのためと考えられる。日本は、バブル景気による経済の過熱のため90年代初めには金利は高い水準にあったが、バブル崩壊による経済の低迷などから、超低金利政策が継続されており、長期金利、短期金利ともに低水準になっている。

図表-9 途上国の利払い負担



発展途上国の利払いと輸出の比率を見ると、90年代は80年代の水準からは低下しており、先進国の金利の低下を受けて発展途上国の利払い負担の低下が見てとれる。米国は資金不足国ではあるが、ドルが基軸通貨としての地位を保っている

ため、国際的な資金は米国の金融市場を経由する形で発展途上国に流れており、途上国の利払い負担には米国の金利が大きく影響している。債務の通貨別の内訳をみるとドル建てがほぼ半分を占めており、米国の長期金利の低下は発展途上国の債務の利払い負担の軽減として途上国経済にプラスに働くだらう。また、途上国の通貨が米国の高金利によるドル高で減価し交易条件が悪化するという問題も、高金利によるドル高が是正されたことから

90年代には解消されている。90年代後半の途上国の累積債務問題は先進諸国とりわけ米国の長期金利の金利低下によって大幅に緩和されると考えられる。

#### (5) 財政赤字縮小とインフレ低下の影響

主要先進国の財政支出の削減は、従来の総需要管理的な経済政策の観点からは経済成長に対して需要の減少というマイナス効果をもつと考えられる。しかし、財政赤字は政府の資金調達による高金利から民間投資のクラウディングアウトを引き起こし、長期的にはインフレの懸念を高める原因ともなっており、財政赤字削減の直接的なマイナス効果を金利の低下による民間設備投資の伸びのプラス効果が上回る状況と考えられている。もっとも、92年度以降の経済対策等による大幅な財政赤字の拡大と政府債務残高の累増にも関わらず日本の長期金利は史上最低水準にある。将来高齢化が進み国内の資金余剰が大幅に縮小すれば同じ効果が働くと見られるが、現在の日本にも当てはまるかどうかは議論のあるところであろう。

先進諸国の財政赤字の削減は、発展途上国経済が成長を遂げるための投資資金を確保するのに寄与するだろう。90年代はじめには世界的な資金不足から高金利が発生することが懸念された。アメリカが双子の赤字を背景に資金需要を発生させていたほか、国際収支黒字国だった旧西ドイツが東西ドイツ統一のための膨大な資金需要の発生から赤字国に転落した、旧ソ連や東欧、中南米では経済発展による潜在的な資金需要が存在し、かつてオイルマネーを背景に多額の資金供給を行っていた中東も湾岸戦争後の復興のための資金需要が見込まれた。さらに活発な成長を続けるアジアでは成長を支えるための多額の設備投資が必要と考えられ、世界的な資金の逼迫が懸念されたのである。

しかし、旧ソ連や東欧経済は不振で資金需要が発生しなかったこと、アジアでの投資需要はかなりの部分が自国の貯蓄によってまかなわれたことなどから、世界的な資金不足の顕在化は免れた。90年代後半は、旧ソ連経済や東欧経済は上向くと考えられることから来る資金需要の拡大はあるであろう。米国経済の長期にわたる拡大は設備投資の需要を通じて米国内に多くの資金需要を作り出す。しかし、米国の長期金利は現在よりも若干上昇することは考えられるが、大幅な上昇はあるまい。アジアでの資金需要はそのほとんどが自国の貯蓄の増加でまかなわれると見られることから、先進諸国の財政赤字の抑制傾向が続けば、世界的な資金不足から国際金融市場の金利が大幅に上昇することはないだろう。(ニッセイ基礎研究所「調査月報」96年10月号参照)

インフレの低下は物価安定化のための金融引き締めによる経済の調整を軽微にし、発展途上国経済が先進諸国の「ストップ・アンド・ゴー」による景気変動の波に影響されることを少なくするであろう。とりわけ、国際金融市場における信用力の低い発展途上国にとっては、一時的な国際市場の金利の上昇や輸出不振による国際収支の悪化が国内経済や国際金融市場における資金調達に重大な困難を産むこともあり、先進国経済の安定的な拡大が経済発展に大きく寄与するだろう。

## (6) 中期的見通し

90年代前半は先進諸国の景気の低迷、旧計画経済諸国やアフリカ諸国の不振から、世界経済は低迷したが、今後5年間は比較的良好な成長を遂げよう。

アジアでは、インフレ抑制のため中国の成長率がやや低下する他、OECDに加盟した韓国を初めとするNIEs諸国では、経済の成熟化から依然高成長ではあるものの速度はやや鈍化すると見られる。ASEAN諸国の高成長は続こうが、東アジア経済全体ではやや成長率が低下しよう。旧ソ連、東欧、アフリカがマイナス成長からプラス成長に転換する他、米国経済はインフレの抑制に成功し、情報通信関係の世界的な技術革新をリードして長期に渡っ

図表-10 主要地域の実質経済成長率の見通し (%)

	1997	1998	1999	2000	2001	平均
米国	2.5	1.9	2.1	2.6	2.8	2.4
欧州	2.1	2.3	2.4	2.6	2.5	2.4
東アジア	—	—	—	—	—	7.0

て成長を続けている。欧州では99年の通貨統合に向けた設備投資の盛り上がり期待でき、景気後退に陥った90年代前半の成長率を上回ろう。

(注)平均は97年から2001年までの平均成長率

米国、欧州、アジアの各地域別の経済の現状と見通しの詳細は、以下にあるとおりである。この他の地域では、旧ソ連・東欧諸国は、計画経済から市場経済への移行過程での混乱が続いたが、ようやく軌道に乗りつつあり今後は回復傾向をたどるだろう。90年代後半の国際経済に大きなインパクトを与えると考えられる欧州の通貨統合についても以下で検討を行なっている。

90年代はじめには欧州の市場統合や北米自由貿易協定が排他的なブロック経済の形成に向かうのではないかという懸念があった。しかし、現実にはこうした地域的な自由貿易の推進は、域内貿易の拡大だけでなく市場統合に向けた域外からの直接投資の拡大を通じてより世界経済の相互の結びつきを強めたと言えよう。90年代後半はWTOの下で世界貿易が

これまで以上の拡大を遂げ、先進諸国の経済発展が途上国からの工業製品の輸入拡大を通じて、途上国経済の発展を促すであろう。

冷戦後の世界経済は「平和の配当」によって高い成長が期待されていたが、その果実は現実のものとはなっていない。90年代後半の世界経済は、以下のようなリスク要因を抱えている。第一に、計画経済が市場経済に移行するには法制度、徴税制度など市場メカニズムが機能するための制度を確立する必要がある、これには想像以上に時間が必要だった。旧ソ連、東欧諸国などの経済は回復に向かいつつあるが、その基盤は脆弱で経済的不振が保守的な勢力の巻き返しなどに繋がる可能性は大きい。第二に、冷戦による東西対立の解消はそれまでこれに隠れていた地域間、民族間の対立を表面化させ、これらが世界経済の不安定要因になっている。第三に、先進諸国にも米国の株価の下落、欧州の通貨統一に伴う混乱の可能性など、否定できないリスクが残されている。

## 2. 米国経済

### (1) 現状

米国経済は、91年3月に景気の底を打ってから6年以上に及ぶ拡大局面が持続している。今回の景気拡大の初期は、雇用の伸びが緩慢にとどまるなど、力強さに欠ける展開となった。「好況下のリストラ」の言葉に示されるように、米国企業がコスト削減と同時に活発な設備投資を行い、競争力の回復に努めたことが背景にある。しかしその成果もあって、最近では失業率が5%近傍まで低下するなど、景気の強さから米国が世界経済の主役の座を回復したかの感がある。

また、今回の景気拡大を特徴づけているのが、景気拡大と低インフレの共存である。国際的あるいは国内の企業間競争の激化が、生産性上昇を促し、生産性向上のための投資がこれまでの熟練技能を陳腐化させたことなどを背景として労働市場の構造変化を生じさせていると考えられる。その好循環の結果が好況と低インフレの共存といえよう。

クリントン大統領は、再選を果たした。第一期の最大の功績は財政赤字の削減である。好況による税収の増加、国防費の削減を許容する時代背景、金融システム混乱の収束等、好条件が重なったといえるが、増税に成功し、就任後の財政赤字は縮小し続けている。このことが、低金利を実現させ、投資を活性化するとともに、消費者の債務過多問題を軽減

したといえよう。

また、低金利、低インフレは、金融市場の歴史的な活況をもたらしている。長期金利は一時5%まで低下し、最近でも7%前後の水準にあり、やや長い目でみれば金利水準は低い。株価については、ベビーブーマー世代の投資行動に支えられている面が強いが、最高益を次々と更新する米国企業の復活を象徴するように一時7000ドル（NYダウ）を突破した。

## (2) 見通し

見通しの検討ポイントは、生産性向上と低インフレの持続性の如何、財政赤字削減議論の方向性にあると考えられる。

現在の成長ペースは暫く持続し、インフレ率はやや上昇しよう。97年3月にFFレートが5.5%に引き上げられたが、さらに6%程度まで引き上げとなろう。景気はこうした予防的な引締めから98年頃にかけてやや減速しよう。しかし、在庫調整圧力や、企業・家計のバランスシートの悪化は回避されており、減速は短期間にとどまり、景気後退には至らないと考えられる。その後、2000年にかけて個人消費、設備投資中心に拡大過程に向かう。成長率は平均で2.4%となろう。財政政策については、引き続き財政赤字削減に向けた努力が続けられよう。しかし、入院基金等の信託基金の財源が枯渇する可能性があり、抜本的な対応がされない場合は、財政赤字の再拡大を招き、金利の上昇要因となる。また、いわゆるベビーブーマー世代が2010年頃から退職を迎え始めることから、米国が抱える双子の赤字のリスクはくすぶり続けると考えられる。90年代半ばのインフレ圧力を減殺する好条件は、なくならないまでもこれまでのような力はなく、ややインフレ率は上昇に向かおう。こうした中、金融政策はインフレ抑制的なスタンスが維持されると考えられる。

金融市場面は、低インフレと財政赤字縮小の追い風が弱まることから、金利は上昇基調を辿り、現在の7%を下回る水準から2000年には8%近傍に上昇しよう。株価も同じく、企業収益の好調な伸び、低金利が現状の水準を維持するのはやや難しいことから、調整的な動きと上昇が繰り返されることとなろう。しかし、ベビーブーマー世代の投資行動は、金融資産の選択行動が変化したものと位置づけられ、大幅な株価の下落はなからう。



図表-11 米国の主要経済指標

(%)	[暦年]								[年平均値]		
	94年	95年	96年	97年	98年	99年	2000年	2001年	90/85	96/90	01/96
名目GDP成長率	5.8	4.6	4.4	4.8	4.3	4.3	5.1	5.3	6.6	4.7	4.7
実質GDP成長率	3.5	2.0	2.4	2.5	1.9	2.1	2.6	2.8	2.9	2.0	2.4
内需(寄与度)	4.0	2.1	2.5	2.4	1.6	1.9	2.6	2.8	2.6	2.1	2.3
外需(寄与度)	▲0.5	▲0.0	▲0.1	0.1	0.3	0.1	0.0	▲0.1	0.3	▲0.1	0.1
消費(前年比)	3.1	2.3	2.5	1.6	1.1	1.5	2.1	2.3	3.0	2.1	1.7
設備(前年比)	9.8	9.5	7.3	8.4	5.9	4.5	5.0	5.9	0.6	4.6	5.9
鉱工業生産	5.0	3.2	2.8	2.8	2.5	3.0	3.6	3.9	2.4	2.6	3.1
失業率	6.1	5.6	5.4	5.3	5.6	5.7	5.6	5.4	5.9	6.4	5.5
消費者物価指数	2.6	2.8	3.0	2.6	2.9	2.8	3.1	3.1	4.0	3.1	2.9
経常収支	▲1,484	▲1,482	▲1,641	▲1,387	▲1,256	▲1,352	▲1,603	▲1,753			
経常収支/GDP	▲2.14	▲2.04	▲2.17	▲1.75	▲1.52	▲1.57	▲1.77	▲1.84	▲2.62	▲1.57	▲1.76
財政収支	▲1,850	▲1,463	▲1,106	▲997	▲1,090	▲1,215	▲1,381	▲1,611			
財政収支/GDP	▲2.67	▲2.02	▲1.48	▲1.26	▲1.32	▲1.41	▲1.52	▲1.69	▲3.59	▲3.12	▲1.45

(注) F F レート、30年国債の年平均値の欄は、順に86~90年、91~96年、97~2001年の単純平均

### (3)見通しのリスク

リスク要因として、①インフレ率の大幅な上昇、②財政赤字の大幅な再拡大、③金融資産(株価)の大幅下落等が考えられる。

インフレ率が、6年以上の景気拡大にもかかわらず低水準に止まっている背景には、労働生産性の上昇、労働市場の構造変化、内外市場との競争の激化、ドル高等が挙げられる。労働生産性の上昇は、積極的な情報化投資を進めた結果と推察されるが、リストラ、リエンジニアリングといった経営手法がもてはやされた結果、大胆な人員削減が実施され、労働投入が抑制された側面を否定できない。また、それを可能にした背景として、人材派遣等の雇用形態が一般化し労働組合が弱体化するなど、経営者と労働者の力関係が変化したことも指摘できる。

経営のスリム化を一段と進めることができなければ、生産性上昇率の低下を招き、コストの上昇を価格に転嫁せざるを得ない状況となろう。そうした状況では、F R Bは、インフレ抑制のために成長を犠牲にしても金融引締め(予防的引締めではなくて本格的引締め)を実施せざるを得ず、景気後退局面入りの可能性がある。

金融資産(株価)の上昇は、低インフレ率の要因と重なる部分があるが、企業収益の堅調、低金利に支えられてきた。また、老後を控えたベビーブーマー世代の資産選択行

動の変化の結果として、投資信託が好まれていることが背景にある。株価の急ピッチの価格上昇は、キャピタルゲインを通じて、消費の押し上げ、あるいは家計のバランスシート改善に寄与したと考えられる。現在の株価水準は、F R B議長が議会証言で指摘した通り、やや割高となっている可能性がある。今後の企業収益、金融政策の動向によっては、大幅な下落局面を迎えることがあろう。その場合は、個人消費の足を引っ張り、家計のバランスシートの悪化を招き、景気後退をもたらす可能性がある。

財政赤字は、クリントン政権の誕生後、継続して縮小してきた、先に指摘した通り、幸運に恵まれた面がある。財政赤字の元凶である福祉制度の抜本的な改革は見送られてきており、現状のままでは、2001年以降に入院基金等の枯渇が懸念されている。現在は、2002年に向けて財政を均衡させるための努力が払われているが、実現する保証はない。再び、財政赤字が拡大することになれば、金利の上昇、ドル安を招き、景気後退、物価上昇を招く可能性がある。

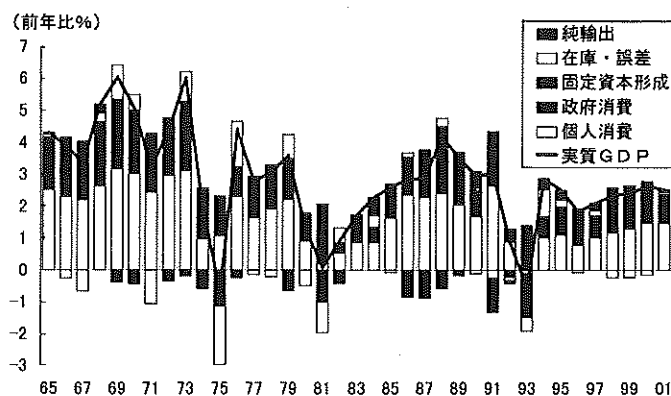
### 3. E U 経済

#### (1) E U 経済全体

##### ①現状

E U<sup>(1)</sup>経済は、東西ドイツ統合（90年）とE U市場統合（92年）によるブームでE U経済は80年代終盤から90年代初頭にかけて高成長を記録した。その後、景気過熱によるインフレ圧力

図表-12 EU・GDP成長率



(注)96年以降は見込み/予測。  
(資料)OECD

抑制を目指してドイツ連銀が金融引き締めを進めたため、92、93年と景気が後退した。ドイツの高金利政策は、市場での欧州弱小通貨売りからポンド、リラのE R M（欧州為替レ

(1) E U加盟国は、ドイツ、フランス、イギリス、イタリア、スペイン、ベルギー、デンマーク、ギリシャ、アイルランド、ルクセンブルク、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランド、スウェーデンの計15カ国。

ートメカニズム) 離脱、その他通貨の変動許容幅拡大というERMの事実上の崩壊を招き、欧州統合進展への期待は一時遠のいたかにみえた。

その後ドイツ連銀の金融緩和転換を受け、EU景気は在庫調整の進展、外需の堅調推移により回復に転じた。95年から96年にかけて景気は一時的な減速を経たものの、基調としては緩やかに上向きつつある。ただし、景気持ち直しの中でもEUの雇用は拡大せず、失業高止まりが各国で深刻な社会問題となっている。

景気回復力の弱さ、失業増大によりEU各国政府の財政赤字が拡大する状況下でも、経済通貨統合(EMU: 詳細は「4. 経済通貨統合の行方」参照) 実現に向けた各国の政治的意志は固く、通貨統合開始日は99年1月1日と決定された。各国とも第一陣での参加を目指した参加条件達成の努力が続いている。

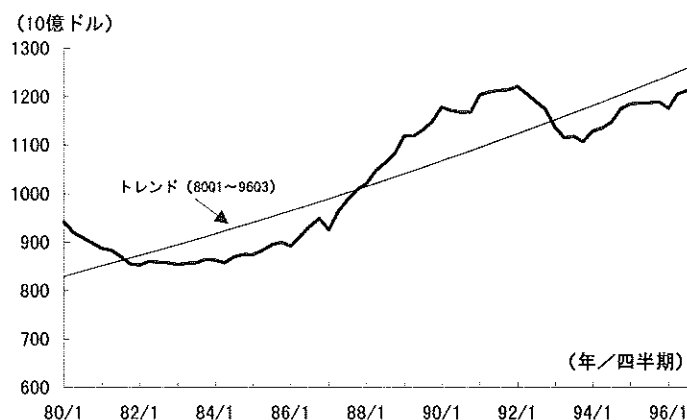
## ②見通し

### a. 見通し概要

97~2001年のEU経済は、平均2.4%ペースの成長となろう。これは90年代前半の平均成長ペース1.7%よりは高まるものの、EU市場統合を控えた投資ブームなどにより域内の景気が加速した80年代後半(同3.3%)には及ばない。

景気を牽引するとみられるのは、①EMU対策のための企業投資、②中東欧経済の立ち直り・欧州通貨弱含みを受けた輸出の堅調、である。企業投資は80年代終盤の過剰投資とその後の低迷期を経て、循環的には拡大局面に入りつつある。

図表-13 EUの設備投資とトレンド



(注)設備投資は実質ベースの固定資本形成。トレンドは対数値による。  
(資料)OECD

金利の低位安定とEMU開始による先行き不透明感払拭も投資積極化要因となろう。

これと対照的に消費はやや伸び悩もう。物価安定により実質ベースでの所得はある程度伸びようが、失業率の下げ渋り、財政改革での年金・税制改革による負担(感)増が個人消費の足を引っ張ろう。

また政府消費も抑制が続こう。ただし、独（98年秋）、仏（98年春）は総選挙を控えて大胆な財政改革は難しく、また失業手当給付など景気循環的な歳出は法改正なしには縮小できないことから、EMUの財政面からのデフレ効果は懸念されているほどではないとみられる。むしろ各国政府の財政改革への取り組み姿勢が市場に評価されれば、長期金利は低位安定し、景気にはプラスとなろう。

在庫投資は積み増し局面に入りつつあるが、EMUにかかわる先行き不透明感から、積み上げ、取り崩しの大きな動きは予想し難い。98～99年頃からやや積み増しペースが鈍化に転じると見込んだ。

物価は、域内の経済成長が抑制され、GDPギャップの解消には至らないとみられること、EMUの枠組みと新通貨ユーロの価値の維持のため、財政・金融政策とも引き締め気味に維持されるとみられることから、安定推移が続こう。

図表-14 EUの主要経済指標

(%)	[暦年]						[年平均値]		
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	90/85	96/90	01/96
実質GDP成長率	1.8	2.1	2.3	2.4	2.6	2.5	3.3	1.8	2.4
CPI上昇率	2.5	2.2	2.4	2.4	2.6	2.8	4.3	3.6	2.5

#### b. 見通しのリスク要因

今後のEU経済を取りまくリスク要因としては、以下が挙げられよう。

21世紀初頭にかけてのEU経済に関する最大の不確定要因はEMUである。各国のファンダメンタルズ収斂が進まず、イタリア、スペインなど「南欧諸国」が明らかな落ちこぼれ（数年遅れでも参加は無理）となる場合、あるいはEMU自体の延期という事態となれば、これまでドイツを中心とするコア諸国と「南欧諸国」の間で収斂が進んできた金利・為替は一転、格差が拡大しよう。

EMU開始後もマーストリヒト条約の財政基準遵守を定めた「安定協定」が各国財政運営を縛ることになる。しかし、各国で低成長が長引けば「安定協定」の運用がなし崩しとなる可能性もあり、その場合ユーロは減価し、ユーロ金利は上昇する。

また、通貨が統合されても、各国の社会・経済構造の違いから成長率格差、金利格差の拡大の可能性がある。

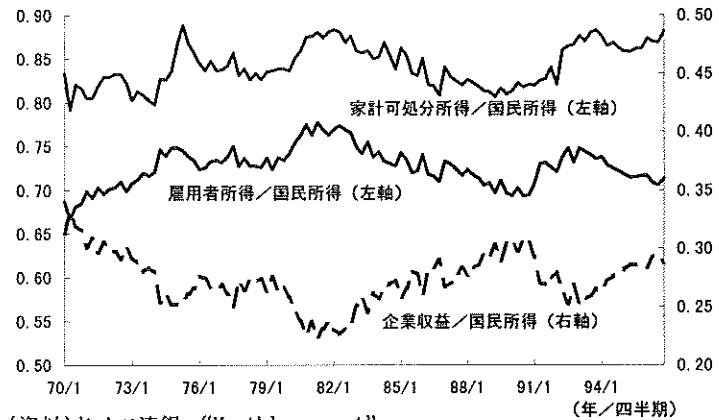
## (2)ドイツ経済

### ①現状

ドイツ経済は95年のマルク急騰により景気回復の牽引役である輸出が打撃を受け、95年第4Q、96年第1Qと前期比マイナス成長に落ち込んだ。その後、マルク下落安定を背景に輸出は

再び拡大基調を強め、ドイツ景気は外需から内需へのバトンタッチの局面に向かおうとしている。

図表-15 ドイツの所得分配



(資料)ドイツ連銀、“Monthly report”

### ②見通し

#### a. 見通し概要

97年～2001年のドイツ経済は、平均2.2%ペースの成長となろう。

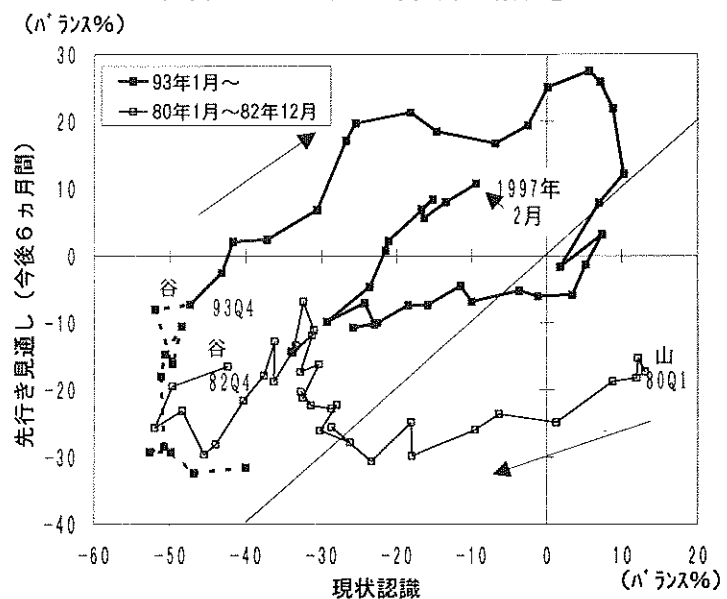
在庫調整はほぼ終了しつつあり、生産も今後循環的に拡大に向かおう。

成長の牽引役は企業投資である。80年代終盤の過剰投資のストック調整はほぼ

終了しており、今後、更新投資、EMU対策投資、情報化投資の拡大が予想される。ただし国内企業の海外進出の動きは続き、国内新規投資の頭を抑えよう。

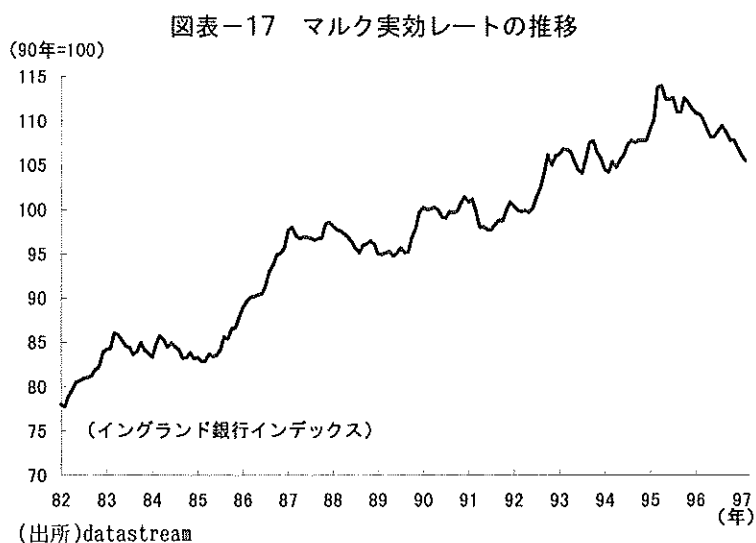
企業投資と対照的に個人消費は、雇用伸び悩み、社会保障制度改革、VAT引き上げによる負担(感)増から伸び悩もう。

図表-16 ドイツの製造業の景況感



(注)山、谷は景気の転換点。現状認識、先行きとも「良い」-「悪い」の回答割合。  
(資料) i f o 研究所

対EU外通貨での為替安定（やや弱含み推移）から、外需は好調に推移し、引き続き成長に寄与するとみられる。貿易黒字拡大により、東西ドイツの統一後赤字に転落していた経常収支は黒字に転換しよう。



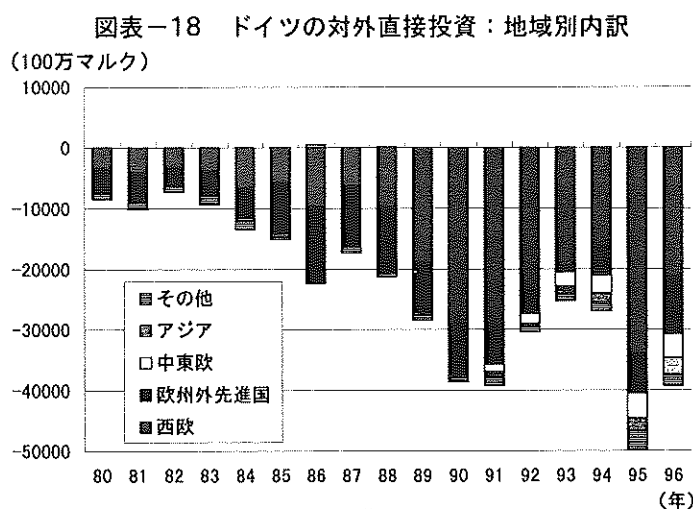
b. 政府の構造改革計画

コール政権は、96年4月に発表した「雇用と成長のためのプログラム」、97年1月に発表した税制改革案などにより、いくつかの経済構造改革案を示した。手厚すぎる社会保障制度の見直し、営業時間などの規制の緩和、課税ベース拡大と抱き合わせでの直接税減税がその主なものである（後掲表参照）。

労働組合、野党などの反対によりすでにいくつかの項目は放棄、延期、計画縮小を余儀なくされており、「高福祉、高コスト、高失業」構造からの転換を図るために政府がどの程度指導力を発揮できるかが注目される。

c. 企業・資本の国外流出に歯止めをかけられるか

急激なマルク上昇がストップし、労働コスト面、税制面の見直しも徐々に行われていることから、国内空洞化の危機が叫ばれた95、96年と比較すれば企業海外進出の動きは下火になろう。ただし構造的なコスト高の問題は残るため、非価格競争



争力の高い高付加価値部門を除いて企業の国外流出の傾向は続こう。現在、対外直接投資の相手先としては先進国が大きなシェアを占めるが、高成長の期待されるアジア、中東欧への進出が今後、より積極化されるとみられる。

d.硬直的な労働慣行／制度の改革の進展

労働組合は、賃上げ幅の縮小は受け入れても、社会保障制度の枠組み自体の見直しには依然として抵抗が強い。個別交渉でより柔軟な労働協約を締結する動きはみられるものの、ドイツが第二次世界大戦後一貫して進めてきた「社会的市場経済」からの国民の意識転換には、時間がかかろう。

③リスク要因

今後のドイツ経済動向を予測する上での国内リスク要因は、政治面にあり、「98年総選挙／コール首相の去就」が挙げられる。

与野党を見渡してもコール首相の有力な対抗馬は見当たらないものの、「2000年までに失業者半減」との公約に反して失業率は高止まったままであり、与党内からも欧州通貨統合優先のコール政策に対する不協和音がきかれる。「欧州通貨統合を見届けた上で勇退」がメインシナリオであるが、志半ばでの引退となれば、政府が強力に進めようとしている税制等の改革の行方も含め、ドイツ経済の先行きが読みづらくなろう。

図表-19 ドイツの主要経済指標

(%)	[暦年]						[年平均値]		
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	90/85	96/91	01/96
名目GDP成長率	2.4	3.8	4.5	4.7	4.2	4.5	5.9	4.4	4.3
実質GDP成長率	1.4	2.3	2.6	2.1	1.8	2.3	3.4	1.4	2.2
失業率	10.4	10.6	10.2	9.8	9.8	9.6	8.3	10.2	10.0
生計費上昇率	1.4	1.8	2.3	2.7	2.3	2.4	1.4	2.7	2.3
財政収支 (GDP比)	-3.8	-3.4	-2.9	-2.4	-2.2	-2.2	-1.5	-3.2	-2.6
貿易収支 (億マルク)	977	1160	1250	1300	1300	1320			
経常収支 (億マルク)	-220	-120	-70	0	20	50			

(注)東西ドイツ統一のため、マクロ統計は90/91年で非連続。

## ドイツ政府の構造改革案

### <税制改革>

- 所得税率引き下げ（最高53→39%、最低25.9→15%、99年より）
- 法人税率引き下げ（内部留保利益45→40→35%、配当利益30→28→25%、98、99年）
- 連帯税引き下げ（7.5→5.5%、98年より）
- 付加価値税引き上げ（15→16~17%、未定、99年より？）
- 公的年金、失業手当、夜間休日出勤手当などにも一部課税

### <規制緩和>

- 閉店法の改正（小売店の平日、土曜日の営業時間延長、96年11月より）

### <雇用対策>

- 零細企業の従業員解雇規制を緩和（規制適用範囲を従業員5人以上→10人以上、99年より）
- 疾病手当の削減（法定給与保証100%→80%、法改正は済んだものの適用は抵抗大で困難）

### <社会保障改革>

- 女性の年金受給開始年齢引き上げ（60才→63才、2000年より）



#### 4. 経済通貨統合の行方

##### (1) 欧州経済通貨統合 (EMU) のスタート

###### ① 99年スタートの公算大

###### 通貨統合スケジュール

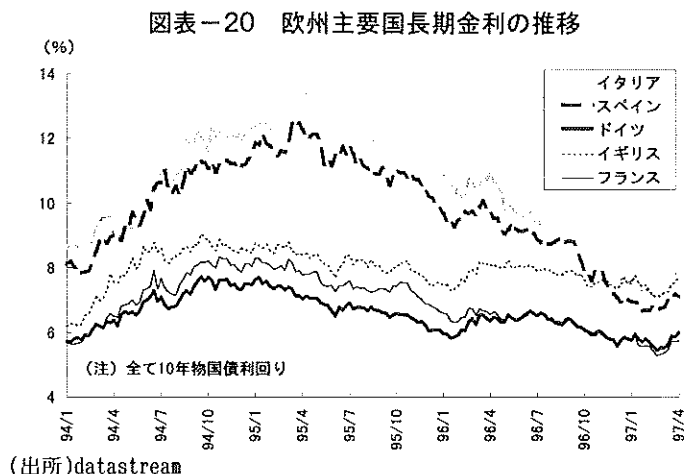
1996~97	マーストリヒト条約見直しのための政府間協議
(1997.5.1.	イギリス総選挙実施)
1997	<b>EMU参加国決定基準年</b>
1997.4.~5.	参加国決定 (EU首脳会議で特定多数決) 欧州中央銀行設立、新通貨ユーロの造幣開始
(1998.3.	フランス総選挙)
(1998.10.	ドイツ総選挙)
1999.1.1.	<b>EMU統合開始</b> 各国通貨とユーロとの為替相場固定、統一金融政策開始 金融市場でのユーロ建て取引開始 (帳簿上のみ) 公的機関のユーロ建て債券発行開始 (既存債転換期限については未定) 流通通貨はまだ各国旧通貨
2002.1.1.までに	<b>流通通貨の並存体制開始</b> ユーロ紙幣・コインの流通開始、旧通貨の回収開始
2002.7.1.までに	<b>通貨統合完成</b> 各国通貨の回収終了、ユーロが唯一の法定通貨となる

96年秋頃より、EU金融市場では通貨統合を先取りした各国長期金利水準の収斂が進んでいる。スペイン、イタリアは、第1陣、あるいはせいぜい2、3年遅れでの参加の可能性が高まったとして、ドイツとの長期金利格差が大幅に縮小してきた。これはEMU参加見送りとみられるイギリスの長期金利の動きと対照的である。また通貨統合を熱心に推進してきたフランスの長期金利は、数年前までの対独プレミアムが消滅し、むしろドイツ長期

金利を下回る水準で推移している。

足元の各国景気は低迷気味であり、マーストリヒト条約のEMU参加条件を厳密に解釈すれば、97年に関してこれを満たす国は、EU15カ国中ルクセンブルク1国に止まる可能性が高い。しかし、EMU99年開始に向けて（イギリス以外の）加盟国は政治的に強く結束しており、収斂条件に関しては柔軟な解釈がなされよう。

昨年11月にEU委員会があまりに楽観的との批判を受けた経済見通しを発表し、多数国参加による99年からのEMU開始をアピールしたことも、ドイツが「安定協定（後述）」合意のために、過剰財政赤字→即、制



裁、というかねてからの強硬主張を最終的に取り下げたことも、「なんとしてもEMUをスタートさせる」という欧州の堅い決意の現れである。

欧州大陸内では、シェンゲン条約<sup>(2)</sup>によって95年7月より国境でのコントロールが行われなくなり、国どうしの境はますます意識され難くなっている。境目のない地域を行き来するのに持つべき通貨が幾種類もあるのは煩雑であり、通貨統合は、「人・モノ・カネ」の移動自由化に続く自然な流れといえよう。

ドイツの景気低迷からこのところEMU開始延期観測<sup>(3)</sup>が台頭しているが、一度明らかにされた日程の変更は統合へのモメンタムの喪失につながり、金融市場を大混乱に陥れるリスクもある。「さもなくばEU分裂」という危機的状況にならない限り、EMUは99年開始が遵守されるとみられる。

(2)1985年5月に、調印国における人の移動を完全自由化することを目指して締結された。当初参加国のベネルクス3国、フランス、ドイツにスペイン、ポルトガルを加えた7カ国間で、国境でのパスポートコントロール廃止、航空路線の国内線扱いなどが行われている。

(3)99年1月1日からのEMU開始は96年12月のダブリンEUサミットで改めて確認されているが、「99年からの参加が可能な条件達成国はなし」という判定を下すなどして実質上EMU開始を延期することは可能である。

通貨統合の先延ばし決定は「99年開始」を織り込んだ金融市場へのインパクトが非常に大きく、また統合モメンタム喪失、EU分裂につながりかねないため、各国とも極力避けたいシナリオである。ただ、EMUの核となるべきドイツが参加条件を達成できず、一方イタリアがあくまで第一陣参加を主張した場合（次節参照）は、交渉決裂を避ける最終手段として、収斂・協調体制の維持を改めて確認した上で短期間（せいぜい1~2年）のEMU開始延期、という選択肢が取られる可能性はあろう。

②21世紀初頭のEMU参加国は11カ国

EMU参加国は、マーストリヒト条約に定めた収斂条件の達成状況（97年実績見込み）をもとに、98年4月末から5月初め頃に決定される。

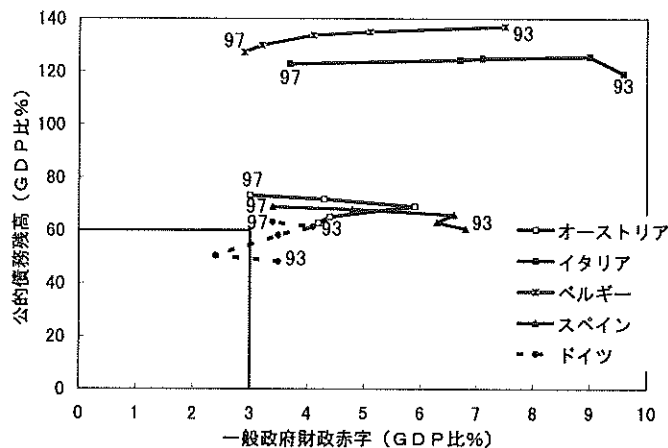
図表-21 欧州各国の通貨統合参加条件達成状況

	(1) インフレ率	(2) 為替相場	(3) 長期金利	(4) 財政赤字額	(5) 公的債務	(6) オプト・アウト (不参加権留保)	(7) 総合評価
ドイツ	○ 1.5	○	○	× 3.4	× 63.2		○
フランス	○ 1.3	○	○	× 3.2	○ 56.6		○
イタリア	○ 2.5	○	○	× 3.7	× 122.9		×
イギリス	○ 2.5	ERM離脱中	○	× 3.7	○ 56.5	○	—
スペイン	○ 2.9	○	○	× 3.4	× 68.9		△
オランダ	○ 2.1	○	○	○ 2.3	× 76.0		○
ベルギー	○ 1.9	○	○	○ 2.9	× 127.2		○
スウェーデン	○ 2.1	ERM未加盟	○	○ 2.5	× 78.5		×
オーストリア	○ 1.8	○	○	○ 3.0	× 73.3		○
デンマーク	○ 2.5	○	○	○ 0.4	× 70.4	○	—
フィンランド	○ 1.7	○	○	○ 1.7	× 60.2		○
ポルトガル	○ 2.6	○	○	○ 2.9	× 67.6		×
ギリシャ	× 7.2	ERM未加盟	×	× 5.7	× 104.5		×
アイルランド	○ 2.0	○	○	○ 1.1	× 76.0		○
ルクセンブルク	○ 1.8	○	○	○	○		◎

(注) (1)~(5)の評価基準は欧州通貨統合参加のための経済ファンダメンタルズ収斂基準に基づく  
 (1)、(4)、(5)はOECDによる97年予測(96年12月)、(2)は97年3月末時点の状況、(3)は97年1月の状況  
 (7)の判定は当研究所による。◎：問題なく参加、○：一部未達成ながら参加、△：参加できるかどうか微妙、  
 ×：99年からの参加は困難、—：不参加権行使の可能性  
 (資料) OECD Economic Outlook Dec 96

99年からの参加が確実にみられるのは、ドイツ、フランス、ベネルクス3国、オーストリア、アイルランド、フィンランドの8カ国である。イギリス・デンマークは不参加権（オプトアウト）行使により、またスウェーデン、ギリシャは

図表-22 参加条件達成？ 未達成??



(注)96年はOECD見込み。97年はOECD予測。  
 (資料)OECD Economic Outlook, Dec.96

ERM未加盟により不参加の見込みであり、残るイタリア、スペイン、ポルトガルの扱いが問題となる。

イタリアは公的債務残高がGDP比100%を超えており、収斂条件の60%を大きく上回っているものの、これはEMU当初参加が確実にみられるベルギーも同様である。ベルギーはいわゆる「マルク圏」に属し、また国内にEUの主要機関も数多く存在するなど欧州

統合の中心的存在であり、通貨統合不参加は考えられないが、一方で、EC成立当初からの加盟国であるイタリアも、「政治的に」排除が難しい点では同様である。さらには、イタリアを参加させればこれよりも経済パフォーマンスの良好なスペイン、ポルトガルの排除は困難となる。

現在市場では、99年1月1日からのEMU参加はまず8カ国が先行するものの、それら参加国発表と同時に「南欧諸国」の半年から1年半程度の「時間差参加」を宣言することで、「8カ国先行」派と「11カ国参加」派の妥協を計るとの観測が流れている。関係者はこうした議論の存在を否定しているが、「イタリア、スペイン、ポルトガルは97年時点では条件未達成ながら98年には達成見込み」であるとして、98年時点でこれら諸国の2000年からのEMU参加が発表される可能性は否定できない。EMUはこれまでも、各加盟国のメンツをたてながら政治的妥協を繰り返すことで統合へのモメンタムを維持してきたのである。

南欧3カ国は財政赤字の削減を強力に進めており、遅くとも21世紀初頭には収斂条件の達成が可能とみられる。後発組の時間差参加という政治的妥協が図られないとしても、21世紀初頭には11カ国体制でのEMU運営が行われている公算が高い。

## (2)EU経済に与えるEMUの影響

EMU開始後も、(ERMがそうだったように)時に混乱や後退はあろうが、異通貨間の取引コスト・為替リスクの低減により、域内相互の経済交流はますます活発化しよう。また安定的な経済政策運営も域内経済成長に寄与し、長期的には、欧州は大ユーロ圏として飛躍しよう。EUは経済面のみならず政治面でも統合が進展し、その政治力、経済力の強化により、世界の舞台でも欧州のプレゼンスはますます高まろう。

### ①経済への影響

#### a. プラス面

##### 経済・社会構造改革の促進

EU各国にとって、EMUという目標の存在が経済・社会構造改革の推進力となっている。たとえばイタリア、スペインなどがインフレ加速的な賃上げ体系の見直しを進めてきたのも、EMSという縛りの中で自国通貨の価値を維持するためであった。

各地のストライキにみられるように「社会保障後退」に対する労働者の抵抗は強いが、

公共部門のスリム化・民営化、人口高齢化に見合った社会保障制度の改革などに対して、各国政府は真剣な取り組みをみせている。

EMUは、欧州諸国がいずれにせよ手をつけざるを得なかった社会・経済システムの改革を促進する引き金となっている。短期的には国民に負担増を強いることになって、長期的には経済活性化、競争力強化につながる、という見方はEU諸国の有識者の間では共通の認識となっているようである。

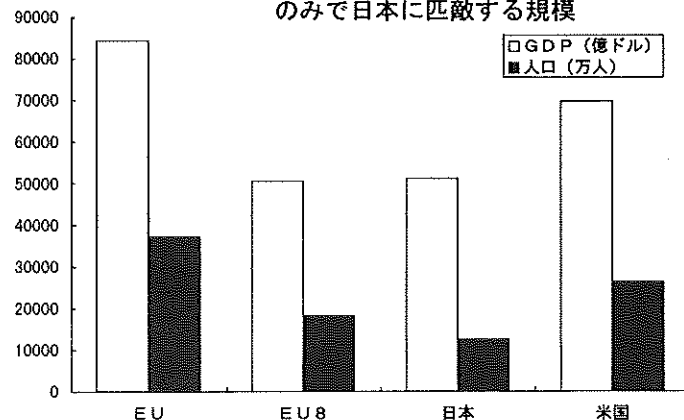
### 共通経済政策による経済安定化

各国政府の財政赤字縮小努力により長期金利のプレミアムが縮小し、経済成長を促進する。また欧州中央銀行は各国政府からは独立して物価安定を最優先に政策運営すると考えられ、物価、通貨の安定が期待できる。

### 通貨統一によるコスト減、経済活性化

経済的結びつきの強い地域での流通通貨が統一されることにより、コスト減、経済活性化が期待できる。たとえば域内では為替手数料や通貨ヘッジのコストが消滅し、また欧州広域に事業展開している企業にとっては資金調達コストの軽減効果も大きい。企業は長期計画を立てやすくなり、域内投資や相互貿易の拡大が期待できる。

図表-23 ユーロ経済圏はコア8カ国のみで日本に匹敵する規模



(注)95年の数値  
(資料)OECD

IBMが96年11月に英仏独伊西5カ国の企業200社の財務担当者に対して行ったアンケートの結果によれば、EMU開始後、予想される企業財務活動の変化として最も多く挙げられたのはキャッシュ管理の簡素化(30%)、ついで対他国支払いに関するコスト低減(18%)、財務活動の合理化・集中化(13%)などとなっている。

また、価格表示が同一通貨で統一されることにより、価格透明性が高まり、競争による価格の低下が期待できる(これは企業部門全体としてみれば負担増)。

## b. マイナス面

### 2 通貨併用・通貨交換に伴う一時的なコストの発生

このコストは、特に金融機関にとって大きいものになるとみられる。EMU開始(99年)から旧通貨回収終了(遅くとも2002年6月)までは、新旧両通貨の二重のシステムが併用されることになる。金融機関は異通貨間の取引において通貨交換をする義務があり、こうした業務への対応の準備を98年年末までに終える必要がある。また、ユーロ紙幣・コインへの交換も、手数料を徴収したとしてもわずかな金額に抑えざるを得ないとみられ、金融機関の収益圧迫につながる可能性がある。また外為業務縮小に伴う収益減もある。

一方非金融企業では、たとえば小売業においては二重価格表示の導入に伴うコスト発生が予想される。

### 通貨変動による景気調整不可、経済政策の機動性低下

変動相場制の下では、為替変動によって内外需給の不均衡をある程度調整することができるが、EMU参加国はこの景気調整機能を放棄することになる。さらにEMU参加国の財政政策は「安定協定<sup>(4)</sup>」に縛られ、また残る金融政策も欧州中央銀行が欧州全体の経済状況を見渡しての政策運営となるため、一部の国のみが景気後退・景気過熱となった場合、機動的に対処する政策手段がない。そのため、各国の景気変動のブレや地域成長格差の拡大が懸念される。

EUが通貨統合を目指すにあたっての障害として、労働市場の柔軟性が低いこと、またEU規模での財政面からの所得移転システムが完備していないことが指摘される<sup>(5)</sup>。域内で景気のズレが生じた場合、労働市場が柔軟であれば労働力、あるいは賃金の移動(変

---

(4) EMU参加国は、EMU開始後も年間財政赤字をGDP比3%以下に抑えるよう努力する。3%を越えた場合、GDP比0.2~0.5%相当の無利子預金を欧州中央銀行に預託、2年間赤字超過が続けば没収される。ただし「例外的な状況」の場合はこの限りではない。すなわち、

- 赤字超過が自然災害など当局のコントロール外の事情による、あるいはその年の成長率が-2%を下回る不況であれば制裁は免除、
- 成長率が-2~-0.75%の間であればEU閣僚理事会で討議の上、制裁を発動するかどうか決定、
- 成長率が-0.75%以上であれば「原則として」制裁を発動。

——ドイツは、新通貨ユーロの安定維持のため、財政赤字超過の場合は「自動的に」制裁を発動すべきと主張していたが、フランスなどからの強硬な反対にあい、妥協を余儀なくされた。

(5) いわゆる「最適通貨圏(optimum currency areas)」の議論である。最適通貨圏とは、「各国が国内均衡と対外均衡を同時に達成することのできる通貨地域の範囲(「国際金融論」河合正弘、1994)」である。この最適通貨圏を形成するためには、a)経済の対外開放度が高い、b)労働・資本の移動性が大きい、c)経済構造の同質性が高い、d)金融市場の統合度が高い、e)経済政策の協調性が高い、という諸条件が満たされていなければならないとされる。

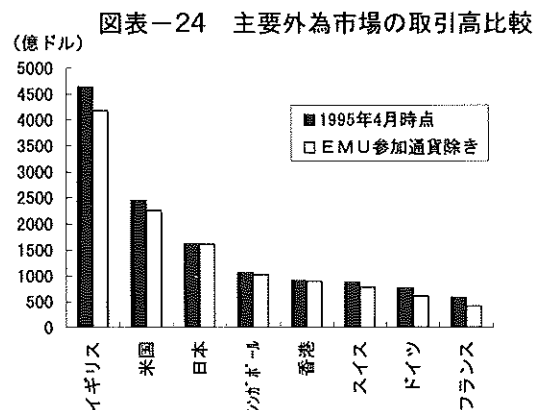
動)によってこのショックを緩和することができるが、EU各国の硬直的な労働慣行、非賃金労働コストの高さから、現状ではこの調整機能には期待できない。あるいは、国家間の財政移転が行われれば需給不均衡を調整することができるはずであるが、EUとしての予算の規模は、総額でも96年に域内GDP比1%超に過ぎず、域内所得再分配を行うには不十分である(これに対して各国政府の歳出規模は総額でEUのGDP総額の50%)。

EU15カ国全体で見れば、その経済規模は日米を上回る世界最大の同一通貨使用地域となるが、日米と比較してEUの失業率の高さは突出している。通貨統合がEU経済の飛躍、雇用創出につながるかどうかは、労働市場改革の進展如何にかかっているとみえる。

## ②金融市場への影響

### a. 為替市場

95年時点で、世界の外為取引全体の30%がロンドン市場に集中していた。しかもその割合は89年(26%)、92年(27%)の調査時点と比較して高まっている。ロンドン市場の位置(アジア



(注) 1 営業日平均取引残高(国内インターバンク取引に関する二重計算調整後。) EMU参加通貨除きは独マルク、仏フランス、英ポンドおよびECUに関わる取引高を除いたベース。  
(資料) BIS(96年5月レポート)

と米州の取引をつなぐ時間帯に開く)、人的資源・ノウハウの蓄積という強みは、EMU開始によって欧州通貨間取引が消滅した後もロンドン市場優位を支える要因となろう。

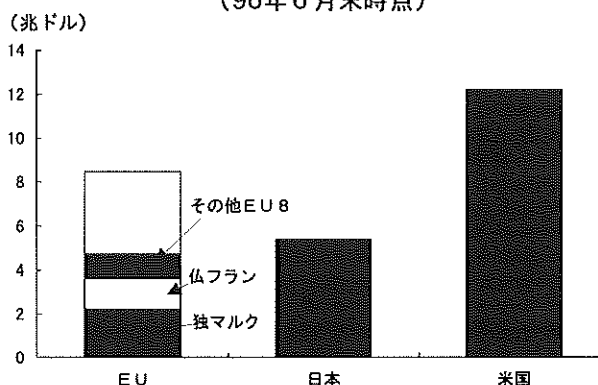
これと比較して欧州大陸諸国の為替市場は規模が圧倒的に小さく、かつEMU開始によって消滅するローカル取引の割合が高い。

EMUによって欧州外為取引はロンドンへの集中を強める可能性が高い。

### b. 短期金融市場

ユーロ圏の金融調節は欧州中銀の指示により各国中央銀行が各国市場で行うことになるとみられるが、各国市場には流動性や制度の違いがあるため、金融制度、税制の域内統一が進展しないよりは、より魅力的な市場への資金集中が進むとみられる。

図表-25 “EURO” 債市場の規模  
(96年6月末時点)



(注)数字は国内証券、国際債、ユーロノートの発行残高合計  
(資料)BIS, International Banking and Financial  
Market Developments, Nov 96

### c. 債券市場

ユーロ債市場は、日本円の債券市場に匹敵する規模のマーケットとして誕生する。欧州においてはひとつひとつの発行体の規模が小さく、流動性の点では日米の市場と比較してやや見劣りするものの、通貨リスクなしで「比較的高金利の債券」から「より安全性の高い債券」まで豊富に商品が揃うことは魅力ともいえる。

図表-26 EU諸国の外貨建て債務格付け

	Moody's	S&P
ドイツ	Aaa	AAA
フランス	Aaa	AAA
オーストリア	Aaa	AAA
ベルギー	Aa1	AA+
ルクセンブルク	Aaa	AAA
オランダ	Aaa	AAA
アイルランド	Aa2	AA
デンマーク	Aa1	AA+
フィンランド	Aa1	AA
イギリス	Aaa	AAA
スウェーデン	Aa3	AA+
スペイン	Aa2	AA
イタリア	Aa3	AA
ポルトガル	A1	AA-
ギリシャ	Baa1	BBB-

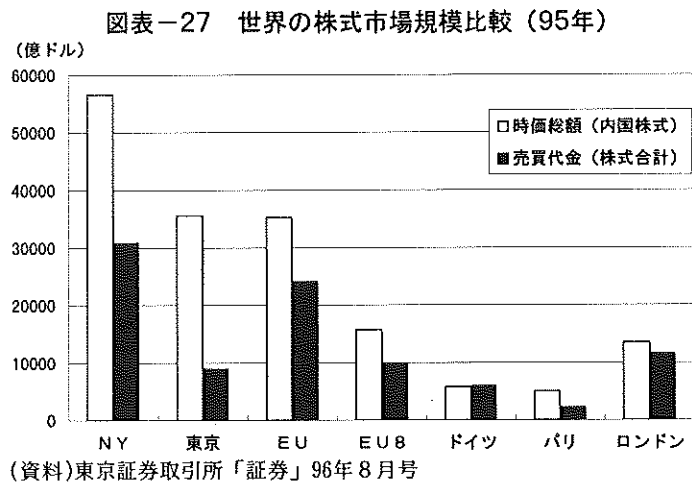
(注)97年2月時点。

また、たとえば「EU債」、「独仏共同国債」などの発行はより政治統合が進んだ後の話で当面は考えにくいですが、各国ソブリンものの格付けは現在でも各国ほとんどトリプルAであることから、複数発行債券のクーポン、償還日を同一にすることで流動性の拡大を図ることも可能という見方もある。



#### d. 株式市場

多数国の同一業種銘柄の株価比較が容易となり、また為替リスクがなくなることにより、域内分散投資の拡大が期待される。ただし、各国上場基準、会計基準、株式取引にかかわる税・手数料の違いから、企業、投



資家双方ともより魅力的な株式市場に集中し、市場の淘汰は進むことになる。

一方で、経済の同質化、為替変動の消滅がユーロ圏内の分散投資の魅力を削ぐ懸念もある。欧州内であれば、むしろEMU不参加のイギリス、スウェーデン、スイスなどへの資金シフトが起きる可能性もある。

### (3)EMUに関して残された議論のポイント

#### ①「柔軟条項 (flexibility chapter)」

現在EUの政府間会議 (IGC) においてマーストリヒト条約の見直しが進められているが、その協議での、いわゆる「柔軟条項」を巡る加盟国間の対立が伝えられている。「柔軟条項」とは、欧州統合に積極的な一部加盟国が先行して統合の深化を進めることを認めるもので、一部英紙が、改正される欧州連合条約に独仏がこれを盛り込もうとしていると伝えた。これに対してイギリスは、排他的な多段階統合につながるとして断固反対の構えである。

もしこうした条項が取り入れられるとしても、適用は当面、国境コントロールの廃止など、ややマイナーな問題に限られるとみられているが、欧州統合問題に関して、イギリスを中心とする消極派と独仏を中心とする積極推進派とではもともと「体温」がかなり違うだけに、妥協点が見出せなければEU分裂にも発展しかねない。今後の議論の行方が注目される。

## ②租税の調和

EMU開始が目前に迫り、EU各国はにわかに「租税の調和」の必要を叫び出している。

EU域内ではすでに「人・モノ・サービス・資本」の移動が自由化されており、EMU開始によって国境を越えた相対価格の比較が容易となれば、資金シフトが発生するのは必然である。EU諸国の税率は、たとえばVATでは下は15%のドイツ、ルクセンブルクから上は25%のデンマーク、スウェーデンまで(96年)、法人税(基本税率)では下はフィンランドの25%から上はイタリアの52.2%まで(94年)と、大きな開きがある。

各国とも、資金流出は食い止めたいが「安定協定」の縛りで安易な減税はできず、また徴税権は国家主権の中核であるだけに、簡単には合意に至りそうもない。しかし、税制の調和なしでは経済通貨統合を長く維持することは無理であろう。今後紆余曲折があるとしても、時間をかけて、欧州各国は財政・政治統合を進めることになると思われる。

図表-28 EU諸国の諸税率の違い

(%)	付加価値税	法人税	金融関連限界実効税率	
			銀行預金	株式購入
ドイツ	15	45	53.6	9.7
フランス	20.6	33.3	38.8	10.0
イタリア	19	52.2	56.9	11.8
イギリス	17.5	33	33.4	10.0
オーストリア	20	34	39.3	6.9
ベルギー	21	39	15.5	10.6
デンマーク	25	34	67.6	18.6
フィンランド	22	25	28.2	29.0
ギリシャ	18	40	52.8	0.0
アイルランド	21	40	39.1	34.7
ルクセンブルク	15	39.4	0.0	10.2
オランダ	17.5	35	57.1	12.8
ポルトガル	16	39.6	51.0	7.2
スペイン	15	35	49.6	21.6
スウェーデン	25	28	56.9	40.8

(注)付加価値税は96年1月時点の標準税率。  
法人税率は、留保利潤に対する94年時点の基本税率。金融関連の限界実効税率は、  
各国の平均的な労働者の投資における、税引前実質収益率と税引後実質収益率の差(95年)  
(資料)OECD

## (4)ユーロの見通し

ここでは、欧州通貨の中期的動向を分析する。本予測期間中(97~2001年)にEMU(欧州通貨統合、99/1)が予定されている。EMUが予定どおり成立した際には、通貨統合参加国の国民通貨が消滅、「EURO(ユーロ)」が誕生することとなる。EUROは1対1でECU(欧州通貨単位)に交換されることとなっているが、以下では、まず、「ECU」の構造と特徴を分析、その分析結果をもとにユーロの方向性をさぐることにする。

## ① ECUの推移～マルクと連動

### EURO（ユーロ）とECU

99年1月のEMUスタート時点では、ユーロの対外価値は、「1 ECU = 1 EURO」が原則。しかし、EUROの対外価値決定（あるいは直前のECUの対外価値）の具体的方法・その決定時期は決まっていない。以下の3つの案を中心に議論されているが、いずれも一長一短があり、その決断は98年下期までズレ込む可能性もある。

#### < EUROの対外価値決定の代表的な案 >

A) 現ERMの中心レートを用いる

B) 移行直前の一定期間の相場の平均を用いる(“Lamfalussy Rule”)

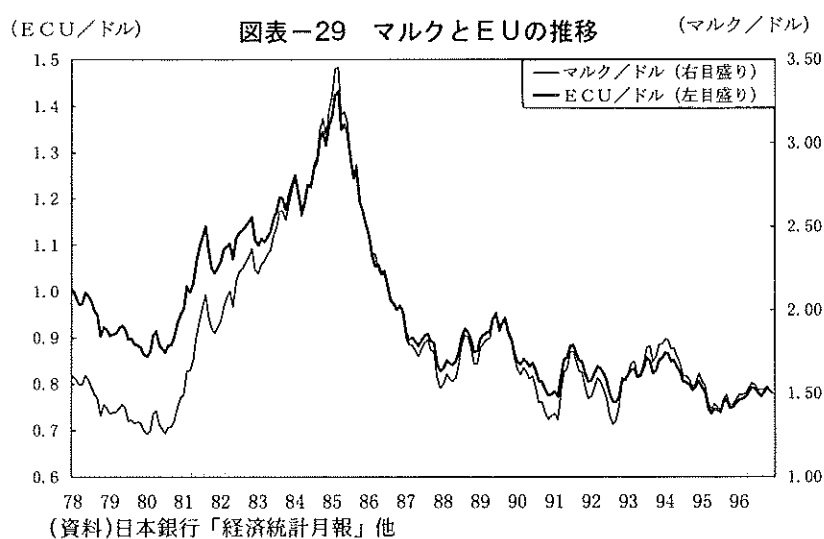
移行前：3～6カ月の平均レート

C) 99年1月1日の直前の市場レートを用いる

### ECUとマルク

99年1月からEUROと交換される「ECU」は、79年のEMS(欧州通貨制度)の発足とともに介入通貨として誕生した。79年以降のECU対ドルレートの推移をみるとほぼ独マルクに連動した動きとなっており、直近は特にその傾向が強まっている。これは、ECUに占める独マルクの割合が高いことに加え、99年の統合に向け、フランス等の欧州通貨が独マルクに強く連動しているためである。

独マルクが、ECUの価値を決める形であり、欧州通貨制度は実質的に「マルク本位制」といえる。ECUの延長線上にあるEUROをみる際にも、独マルクの動向が重要である。



## ②今後の予想

99年1月から通貨統合が予定されているものの、政治的思惑も絡み、なお、その動向は不透明である。これまでの通貨統合を巡る経緯、今後の政治的日程等を考えると、以下のようなシナリオが想定できる。

まず、通貨統合参加国が財政規律を維持、安定的な経済運営に成功する場合には、ユーロはマルクと同程度の強さを持った通貨になり、対ドルでボックス圏内の中、循環的な動きとなるだろう。

イタリア等南欧諸国が通貨統合への参加が認められ、しかも、経済運営に失敗した時には、ユーロは下落するとみられる。ただし、その影響が独仏にまで及ばない時には、イタリア等南欧諸国の通貨構成割合は10%程度と低いため、その影響は限定的となるだろう。独仏のファンダメンタルズまで悪化する際には、ボックス圏を下に突っ切り、傾向的に下落するリスクがある。この場合、ユーロは、マルクより弱い通貨となる。

通貨統合により、欧州経済のファンダメンタルズが改善する時には、ユーロはボックス圏を上放れ、傾向的に上昇するとみられ、ユーロはマルクより強い通貨となるだろう。

今後の「ユーロの動向」は、通貨統合参加国の問題とともに、統合後の各国の財政スタンス並びに欧州中央銀行（ECB）の金融政策に大きく左右されることになるだろう。

## 5. アジア経済

### (1)現状

東アジア（中国、NIEs、ASEAN）の成長率は、輸出の伸びの低下等により鈍化傾向にあるものの、中国等では金融緩和などにより上昇の兆しがみられる。

過去10年、東アジアの高成長を支えてきた最も重要な要因は、他の地域よりも速いスピードで貿易など域内外との相互依存関係を高めてきたことであった。しかし、96年以降、総じて輸出は、①世界的な半導体市況の低迷、②円安傾向等にともなう輸出競争力の低下などから鈍化傾向にある。

### 中国

93年央からの金融引き締めにより、94年以降景気は鈍化傾向にあったが、96年に順次行

われた金融緩和などにより、成長率に上昇の兆しがみられる。インフレ率は依然低下傾向にある。

## NIEs

韓国は、95年10-12月期より、輸出の鈍化などから減速傾向にある。97年も、労働関係法改正に反対するストの影響なども加わり、成長率はさらに低下する見通しである。台湾は、95年下期より、輸出の伸び低下などから景気は鈍化傾向にあった。96年に順次行われた金融緩和などにより、景気回復の兆しがでていたが、口蹄疫による経済への影響が懸念される状況にある。香港は、94年下期より、輸出の鈍化、政治面での先行き不透明感などから景気は減速傾向にあったが、新空港関連プロジェクトによる内需の拡大などにより、成長率はやや高まる傾向にある。シンガポールは、96年以降、エレクトロニクス製品・部品の海外需要の鈍化にともなう輸出の伸びの低下などから、景気は減速傾向にある。

## ASEAN

景気は、インドネシア、フィリピン、ベトナムが拡大傾向にあるが、タイ、マレーシアでは拡大テンポが鈍化している。総じて、インフレ率は落ち着き傾向にある。また、輸出入は鈍化している。

## (2)見通し

今後、中期的にみて、東アジア経済は、ASEANが好調なものの、韓国、中国等の鈍化から、全体では成長率がやや低下しよう。輸出は、①緩やかな円高、②米国等の景気堅調一などから、徐々に回復に向かう可能性が大きい。

構造的な変化として近年特徴的なのは、貿易・直接投資等において、これまでアジア経済は米国などに大きく依存してきたが、今日、東アジア域内での相互依存関係のウエイトが拡大している点である。そのため、域内における一国の景気動向、経済政策、国際問題などが東アジア経済全体に与える影響は大きくなってきている。

こうした観点から、東アジア経済全体に影響を及ぼす要因として、①米国の景気動向の他、②中国の金融政策、③南北朝鮮問題、中台関係の推移、④APEC等地域統合に向けた試み一などが注目される。

## 中国

96年以降の金融緩和傾向などから成長率は上昇し、インフレ率も高まると予想される。

インフレ抑制のため金融は引き締め傾向となり、実質GDP成長率は97-2001年において年平均8.5%まで低下しよう。国営企業改革の遅れ、沿海部と内陸部の格差、米中貿易摩擦等も成長のマイナス要因となろう。

#### NIEs

依然高成長であるものの、経済の成熟化から、97-2001年における実質GDP成長率は年平均5.8%に低下しよう。特に韓国は、高い賃金上昇率などから国際競争力が低下、景気は鈍化傾向が続こう。

#### ASEAN

国内の生産性は総じて維持され、輸出の増勢の回復、先進国に加えてNIEs諸国などからの直接投資の増加もあり、高成長が持続しよう（97-2001年の実質GDP成長率年平均値7.5%）。

図表-30 東アジアの実質GDP成長率（年平均値%）

（暦年）	90/85	96/90	2001/96
東アジア計	8.2	8.4	7.0
中国	7.9	11.5	8.5
NIEs	9.1	6.9	5.8
ASEAN	7.2	7.1	7.5

（注）実績値は各国統計によりニッセイ基礎研究所推計  
95年のASEAN、東アジア計及び96年は見込み、97年以降は予測値

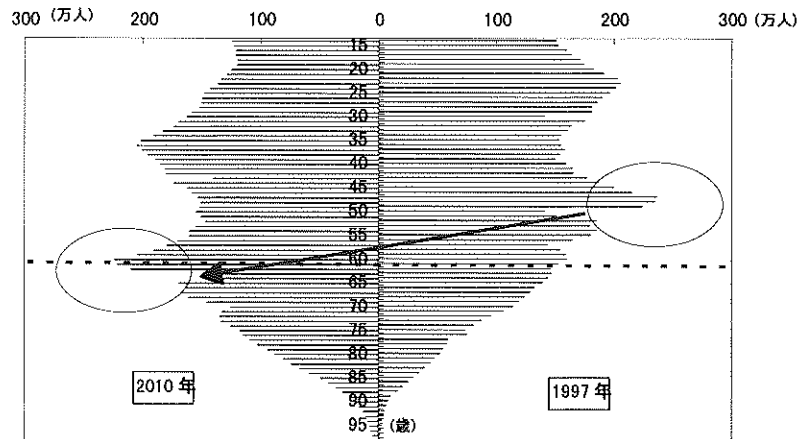
## II. 日本経済の構造問題と政策的課題

### 1. 高齢化迫る日本経済

#### (1) 2005年頃よりベビーブーマー世代が引退

日本は本格的な高齢社会の入り口にさしかかっている。国立社会保障・人口問題研究所の最新の将来人口推計によれば、15-64歳人口は94年をピークに減少しており、2006年には65歳以上人口の割合が20%を超える。また、2005～10年頃には人口の絶対数が多いベビーブ

図表-31 各歳別人口構成の変化  
(1997年と2010年の比較)



(資料)国立社会保障・人口問題研究所

ブーム世代が引退年齢に達し、以降は高齢化による労働力人口の減少・貯蓄率の低下などの経済への影響が顕在化するだろう。今後5年程度の期間は、21世紀の本格的高齢時代への過渡期と位置づけられよう。

現役世代が引退年齢に達すると、①生産能力面ではその分だけ労働力の減少となる。②家計の消費・貯蓄面では、消費支出の水準は現役時と大きくは変わらないため、公的年金(社会保障)制度から受ける給付額だけではまかなえない分を貯蓄残高の取り崩しなどで対応する。そのため、家計貯蓄率が低下する。③政府貯蓄面では、政府の支出である社会保障給付が増える一方、社会保険料収入が減少するため、政府貯蓄が減少する。④投資・資本ストックの面では、家計貯蓄・政府貯蓄の減少に見合う海外からの資本流入が金利上昇を伴わずに起こらない限り、投資の減少が起こる。その結果、資本ストックの伸びが低下し、さらに生産能力の伸びが低下する。

ただし、新卒者を中心に新たに労働市場に参入し、生産や貯蓄の担い手となる世代も現れるので、引退する人口と新規に勤労者となる人口のバランスがとれていれば前述の影響はかなりの程度相殺される。新規勤労者数は究極的には出生数によって決まる。引退した

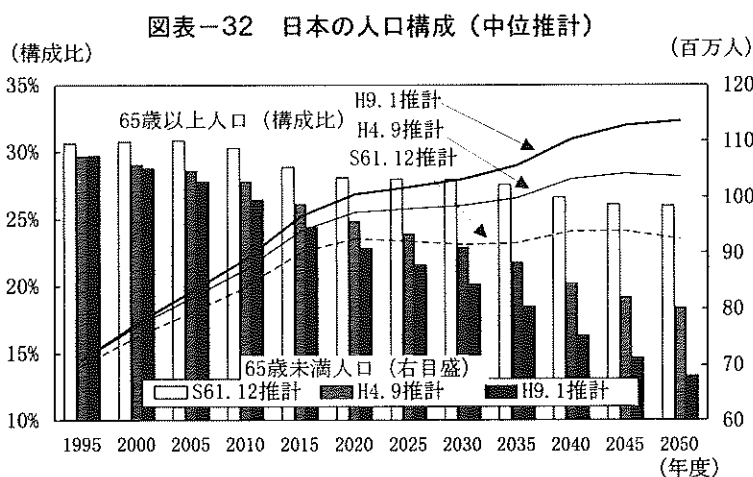
世代を社会として無理なく支えていくためには、現役期間に十分な準備を行うこと、そのための社会的経済的システムを整えることが重要なことは言うまでもない。それだけでなく、社会の主役となる世代が生まれてくることが不可欠である。これまでの高齢化対策は「高齢者に対する施策」を中心に論議されてきたが、出生数を確保するための「少子化対策」にも取り組むことがいま必要である。

前述の最新将来人口推計によれば、高齢化は従来予想を上回るスピードで進み、高齢化率のピークも高くなって

いる。これは、高齢者数は従来予測とほぼ同じだが、若年人口が大幅に下方修正されたことによる。出生数が予想以上に低下した基本的背景は出生・育児に関わる機会費用の上昇である。

出産・育児は働く女性に多

大な負担を強いるとともに、そうした負担が少なければ得られたはずの女性労働力と出生したはずの人口を社会として失っている。育児施設の充実のほか、教育システムの見直し、住宅環境の改善など出生率を引き上げるような社会的対応策が必要である。

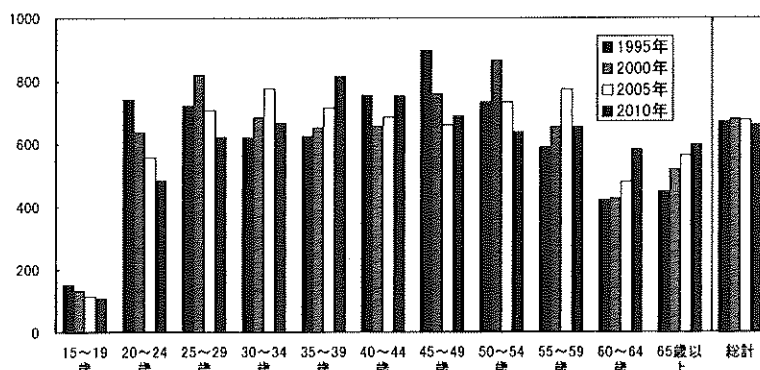


(資料)国立社会保障・人口問題研究所

## (2)今後5年間は労働力は微増、潜在成長率は2%台半ば

ただ、出生数が少ない世代が就労可能年齢に達するまでは、少子化による労働力への影響は限定的と考えられる。生産の担い手となる年齢階層の人口は、「15～64歳」で見れば既に減少し、「20～59歳」でも近年中に減少の見込みであ

図表-33 年齢階層別の労働力人口の推移



(注)単位は総計のみ十万人、他は万人  
(資料)実績値は総務庁「労働力人口」、予測値は当研究所による

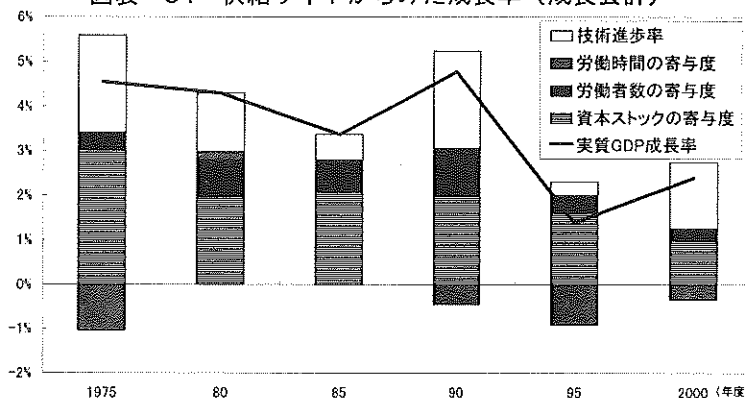
るが、20歳代～40歳代を中心に女子労働力率の上昇が続くことから、労働力人口は2000年



代初頭までは緩やかに増加しよう。ただし、「労働力率が相対的に低い年齢階層（中高年者層）」へ人口構成がシフトしていくことから、社会全体としての労働力率は低下する見込みである。

長期的な経済成長経路を決定づけるのは供給面、生産能力面であり、生産能力を構成する基本要素（生産要素）は技術、労働投入（労働者数×労働時間）、資本ストックである。利用可能な生産要素の組合せによって得られる生産能力の伸び

図表-34 供給サイドからみた成長率（成長会計）



(注)①5年前からの年平均変化率  
②95年度までは実績値、2000年度は潜在成長率の予測値  
(資料)実績値は経済企画庁「国民経済計算年報」ほか、予測値は当研究所

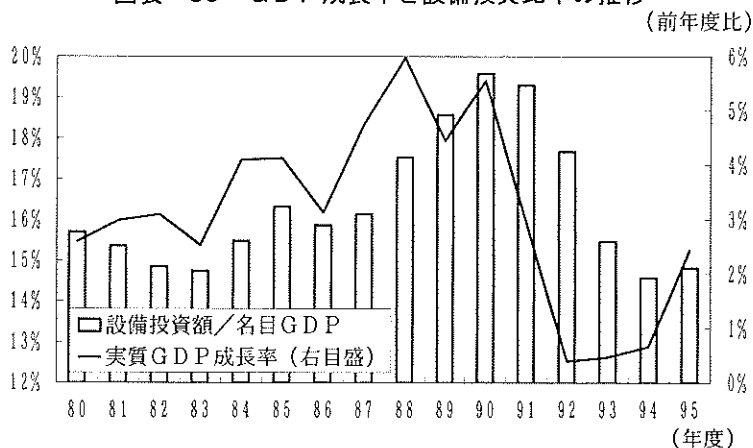
を潜在成長率とすれば、潜在成長率は2000年くらいまでは2%台半ば程度となろう。ただし、各種の構造改革の実施を通じて今後も従来と同じような生産性上昇率（過去25年間平均は1.5%程度）を維持すること、資本・労働を最大限活用することが前提となる。

## 2. バブル後遺症からの回復状況

### (1) 過剰投資の反動とストック調整

日本経済はバブル経済の崩壊から91年2月をピークに景気後退に陥り、93年10月まで長期にわたる不況が続いていた。現在景気は回復過程にあるが、過去の景気回復期に比べて速度は遅く、力強さに欠けている。

図表-35 GDP成長率と設備投資比率の推移



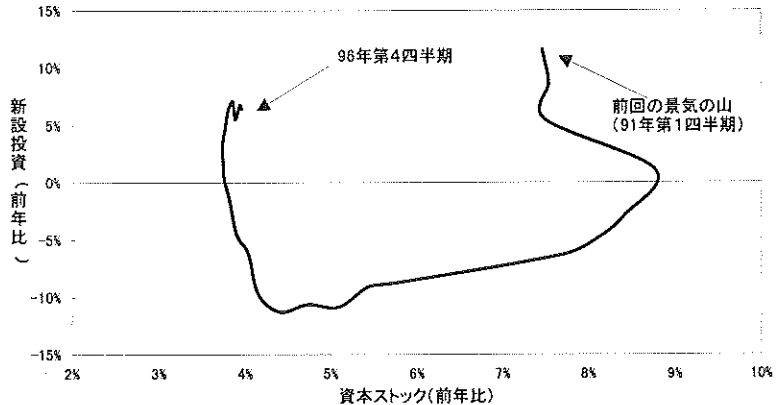
(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

回復の過程でも、95年春に

は急激な円高が発生し景気回復は一服状態となった。96年春にも在庫調整などから回復の足跡が見られたなど、足取りはおぼつかないものだった。

景気低迷の最大の要因は、バブル期の過剰投資の反動である。特に、将来の成長を過大に見積り、収益性に対する吟味を十分に行わずに投資した結果、バブル崩壊とともに利益に貢献しない機械や設備が顕在化した。

図表-36 資本ストック調整

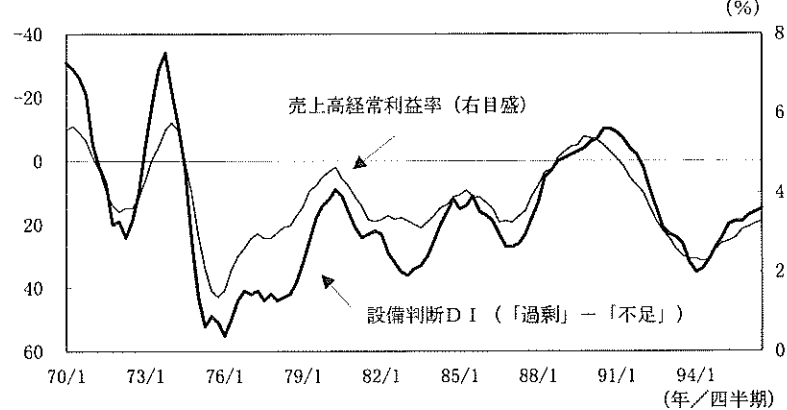


(資料)経済企画庁「民間企業資本ストック統計」

このため、企業は既存事業の再構築に取り組み、過剰ストックの圧縮と新規投資の抑制が行われた。設備投資の名目GDPに対する比率は90年度には高度成長期並みの20%近くに達していたが、その後は14%程度にまで落ち込んだ。設備投資の減少は、総需要の減少となって92年度から94年度までは実質GDP成長率は3年連続で0パーセント台という低成長が続いた。

しかし、第1次石油ショック期なみの低水準に落ち込んでいた売上高経常利益率も、長期にわたる企業リストラによりようやく円高不況期直後の水準まで回復しつつある。加えて、携帯電話やPHSなどの移動体通信などの新しい需要が見

図表-37 売上高経常利益と設備判断DI (製造業)



(注)売上高経常利益率は4四半期移動平均値  
(資料)大蔵省「法人企業統計季報」日本銀行「企業短期経済観測調査」

込まれるようになったため、94年度後半から設備投資は増加に転じている。95年度は半導体、96年度は自動車産業などで設備投資が増加し、徐々に業種別や規模別の広がりも見られるようになっている。

設備投資は回復に向かっているとは言うものの、新しい分野の需要拡大によるところが大きい。大都市のオフィスビルに典型的に見られるように、バブル期の過剰投資は未だに需要拡大によって吸収されておらず、さらなる需要拡大に対応して能力増強的な投資が出てくるには至っていない。全般的には利益率の回復はいまだ十分とはいえず、リストラは今後も続けられよう。

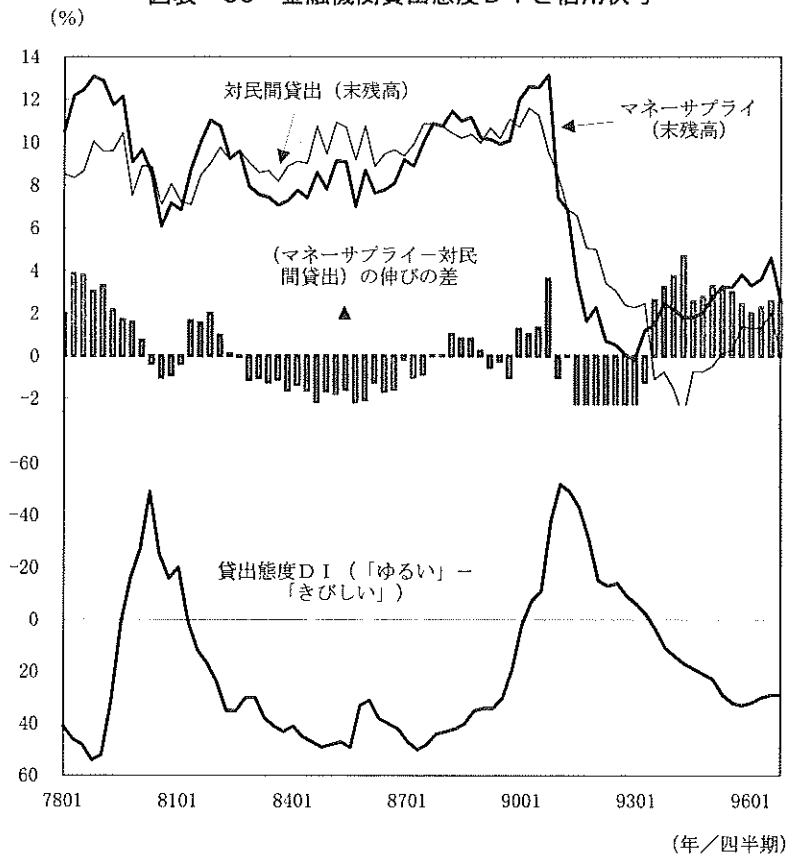
(2)金融機関は不良債権抱え、貸出抑制

さらに、バブル崩壊によって生じた企業のバランスシート問題、金融機関の不良債権問題の処理は依然道半ばである。93年第2四半期以降、銀行の対民間貸出しの伸びはマネーサプライの伸びを下回る状況が続いている。その基本的な理由は企業の資金需要が弱いことである。バブル期に肥大した債務を圧縮するために、新規の借入れを控え、極力自己資金で対応しようとする行動が見受けられる。他方、金融機関の側でも、貸出しを抑制しつつ、保有資産の配分変更をはかるといふ行動がうかがえる。こうした低金利下における金融機関の貸出抑制は、中小企業などの設備資金調達における「量」的な側面での制約条件になることも懸念される。

また、株式市場の脆弱な状況も続くなど金融システムに対する不安感も依然払拭されていない。

このように、バブル崩壊からの脱出は依然途上にあると考えられる。

図表-38 金融機関貸出態度DIと信用供与



(資料)日本銀行「経済統計月報」「企業短期経済観測調査」

### (3)雇用調整は労働時間から労働者数、雇用コストへ

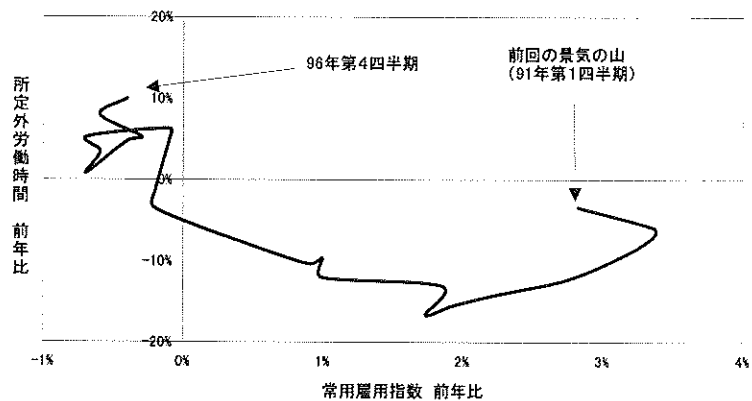
バブル崩壊の影響は設備面だけでなく、雇用面でも顕在化した。80年代後半、企業は将来の若年労働力の不足を見込んで採用人数の拡大に走った。この時期には、賃金以外の附加給付、従業員福利面でも各企業が争うようにして、大盤振る舞いが行われた。景気が後退に陥ると、企業は一転して過剰雇用を抱えることとなり、人件費の抑制に迫られることとなった。

世界的にみれば、日本の失業率は低水準にとどまっており、失業率が二桁に達したドイツを始めとする欧州各国はもちろん、労働力不足によるインフレが懸念される米国の失業率をも下回っている。この理由としては、労働市場の需給が悪化すると職探しをやめてしまい統計上「失業者」として現れない潜在的な失業者の存在や、企業が社内に「過剰雇用」という形で余剰労働力を抱え込んで、失業者の増加を防いでいることも指摘される。

しかし、景気低迷の長期化によって、企業内の調整は少しずつ変化している。

まず、①時間外労働時間の削減によって労働投入の調整がされた。この段階では労働者の頭数の調整は行われない。しかし、②景気回復・需要拡大によって過剰雇用が吸収されるというメカニズムが働かず、雇用者数を削減する調整も行わ

図表-39 雇用調整 (30人以上事業所)

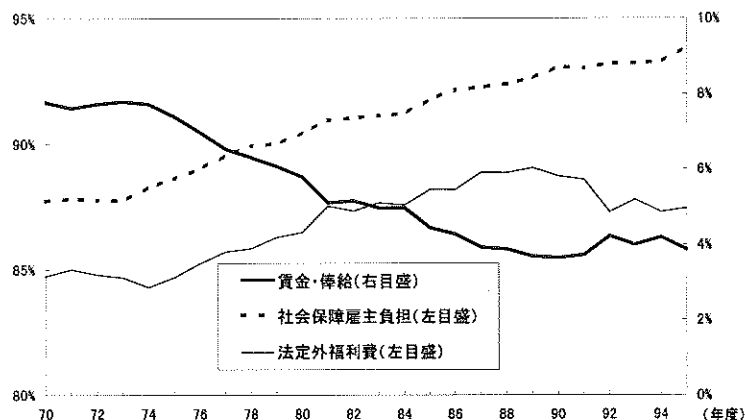


(資料)労働省「毎月勤労統計」

れた。その後、③景気は緩やかな回復に転じたが、企業は労働者数を増やすことはせず、所定外労働時間の増加で対応した。従業員規模30人以上の事業所では、減少率は縮小しているものの、依然、労働者数の減少が続いている。

ところで、過剰設備が償却・廃棄等によってある程度の調整が進捗したのに対し、主として新規採用の抑制を通じた雇用者数の調整は遅々としたものである。そのため、賃金・附加給付にも調整が及んでいる。雇用コストにおける法定外福

図表-40 雇用コストの内訳（構成比）



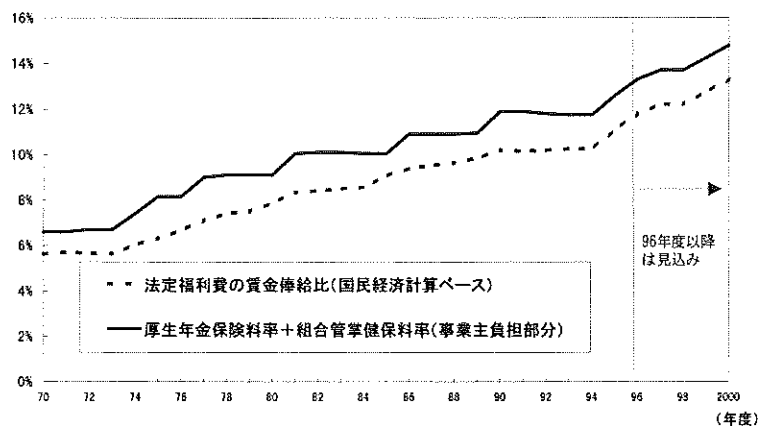
（資料）経済企画庁「国民経済計算年報」

利費の構成比は89年度には6.0%まで上昇したが、95年度は5.0%まで低下した。従業員福利制度に関して、本当に必要なものだけを選別し、重要度の低いものは削減が行われたから、と考えられる。

#### (4) 上昇続ける法定福利費、高止まりする人件費

景気が長期間にわたって低迷を続ける一方、高齢化を背景にした厚生年金保険料率・健康保険料率の上昇は一貫して法定福利費を押し上げている。雇用者数の削減が緩やかなことに加え、こうした法定福利費の上昇が人件費を高止まりさせている。

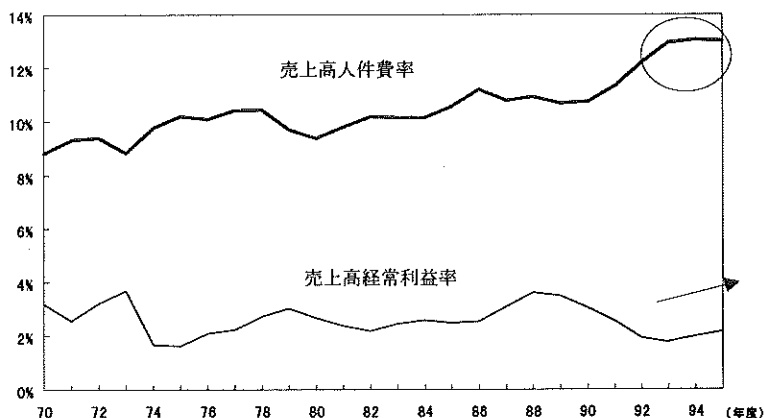
図表-41 社会保険料率と法定福利費



（資料）経済企画庁「国民経済計算年報」ほか

ハブル崩壊後、歴史的な低水準に落ち込んだ売上高利益率とその後の企業リストラで改善傾向を見せているのに対し、売上高人件費率はかつてない水準で高止まりしたままである。93年10月以降、景気は緩やかに回復しているが、企業は賃金抑制を続けざるを得ない

図表-42 売上高経常利益率と売上高人件費率



(資料)大蔵省「法人企業統計季報」

状況となっている。95年度および96年度の春闘賃上げ率は2年連続して史上最低の2.8%台にとどまった。

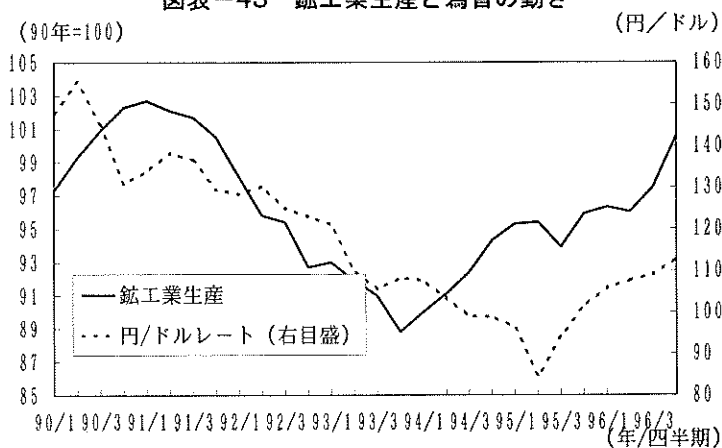
依然、企業の雇用過剰感は払拭されておらず、また、今後も社会保険料率の引上げが予定されていることから、雇用者数・賃金の両面で抑制姿勢が続き、家計所得の伸び悩む要因として作用しよう。

### 3. 為替レートと対外バランス

#### (1)円高、黒字、景気低迷の悪循環

91年度以降の傾向的な円高が輸出企業の収益を圧迫し、設備投資の減少などから輸入の不振を招き、これが経常収支黒字の拡大に繋がって更なる円高を招くという悪循環が発生したことも景気の回復を困難なものとした要因である。円高の

図表-43 鉱工業生産と為替の動き



(資料)通産省「通産統計」

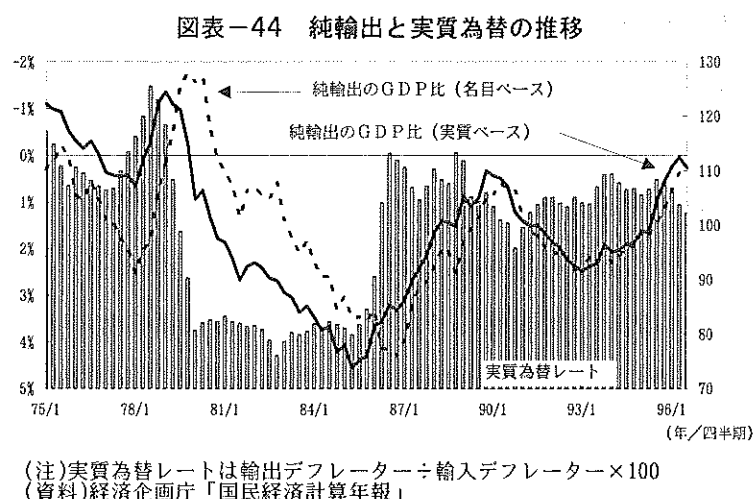
国際収支調整効果が表れるまでには時間がかかったが、円高によって輸入の大幅な伸びが続き、経常収支黒字の減少が続いた。

その後、為替レートも95年4月の80円割れの超円高から修正が続き、97年3月現在では120円台にまで下落している。このため、輸入の伸びは鈍化し、輸出の伸びが持ち直し傾向となったことから、96年度半ば頃より外需は景気下支え要因に転じている。一時足踏みの見られた鋳工業生産の動きも、再び回復軌道に乗った。97年度からの消費税率が3%から5%に引き上げられることから、96年後半には引き上げ前の駆け込み需要を見込んだ嵩上げも加わって、鋳工業生産の増加が加速している。

## (2) 為替レート変化と対外バランスの長期的変化

前述の通り、為替レート変化による国際収支調整は遅れが伴うため、その効果ははっきりと現れるまでは円高が円高を招き、その後に急激に円安化するというように、為替レートの振幅が大きくなり、それに伴って景気の循環変動も増幅されるという傾向がある。このような為替レートと純輸出の関係は、景気動向を見きわめるうえでは極めて重要である。

両者の関係をやや長い時間軸の中でとらえると、実質為替レートが増価（国際価格競争力は低下）してから、数四半期遅れて、実質純輸出が減少し、更に遅れるかたちで名目純輸出（経常黒字）が減少するという関係がまず観察される。同



様に、純輸出の減少が定着すると実質為替も減価するという関係、さらには、実質為替の減価がやがて純輸出の増加につながるという関係もみられる。

実質為替レートと経常収支（純輸出）は相互依存の関係にあり、実質為替が経常収支を変化させる一方、経常収支が実質為替を変化させるのである。そのため、長期的には実質為替レートの変動はある程度の幅の中にとどまる、言い換えれば、名目為替レートは購買力平価の近傍で変動することになる。これを貯蓄投資バランスの観点（経常収支＝貯蓄投資差額）から捉え直すと、為替レート変化は貯蓄投資バランスの循環的な変動をもたらすものの、構造的な貯蓄投資バランスには影響しないということである。貯蓄投資バランスの構造的な変化をもたらすのは、基本的には人口動態変化に伴う貯蓄率の変化である。

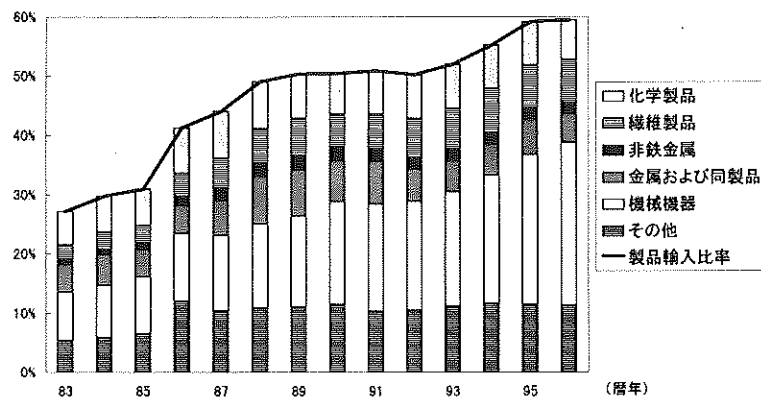
高齢化が本格的に進展すれば、家計貯蓄率が低下し、国内での生産を上回る水準で消費を行うような状況が現出する。これこそが貯蓄投資バランス、すなわち、経常収支の基調を赤字化させるものである。

今後5年間に關しては、急激な高齢化の進展はないから、対外バランス変化は為替レート変化と景気変動という枠組み中心に決まることになる。

### (3)製品輸入の増大と持続する産業構造調整圧力

輸出入の収支戻が循環的変動を示しているのに対して、急増した製品輸入は急速な円高が止まっても高水準のままである。輸入品目の内訳が変化したということは、貿易構造、ならびに、その背後にある国際的な比較優位の構造が変化したと

図表-45 製品輸入比率の推移



(資料)大蔵省「外国貿易概況」

いうことである。日本は、円高・高賃金という生産コスト環境の下、東南アジア諸国の技術面での追い上げを受けており、より高付加価値のものを生み出すことが求められている。

東南アジア諸国からの製品輸入は今後も続き、産業構造変化を促す圧力として作用しよう。日本企業は改良的な技術革新とコストダウンによって、世界市場に大きなシェアを占めるようになったが、パソコン市場の拡大では、米国企業の経営手法の前に後塵を拝することとなった。新興工業諸国の追い上げによる国内産業構造の転換や、欧米先進諸国と競争するための、革新的な技術開発や経営革新を可能とするような経済・社会システムの構築のため、当面は模索や調整の時期を迎えるだろう。



#### 4. 悪化する財政バランス

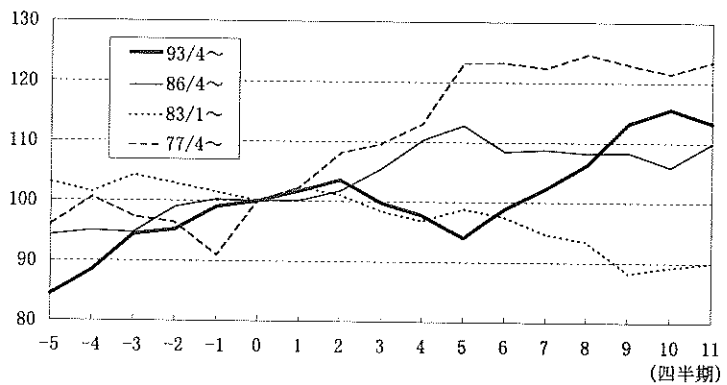
##### (1) 財政依存の景気

バブル崩壊後の景気低迷は長期に及んだため、数次にわたる景気対策で公共投資が行われ、建設国債が大量発行された。景気対策として公共投資の拡大が行われた後に景気回復が定着すれば、通常、追加的支出は控えられるものである。し

かし、93年10月からの現回復局面では、民需の自律的回復力が乏しいこともあり、景気の谷から2年以上経過しても公共投資は高水準のままである。その結果、日本経済の公的需に対する依存度は例をみないほど高いものとなっている。

また、97年度の消費税率引上げ（3%→5%）に先行するかたちで所得税・住民税の減税（94年度：特別減税5.5兆円、95年度以降：恒久減税3.5兆円、95・96年度は特別減税2兆円継続）も行われ、歳入不足から赤字国債も発行された。バブル期には資産取引の活発化や好況を背景にした自然税収増があったことから、80年代の行財政改革も不十分なままであった。

図表-46 景気回復期の公的固定資本形成の動き

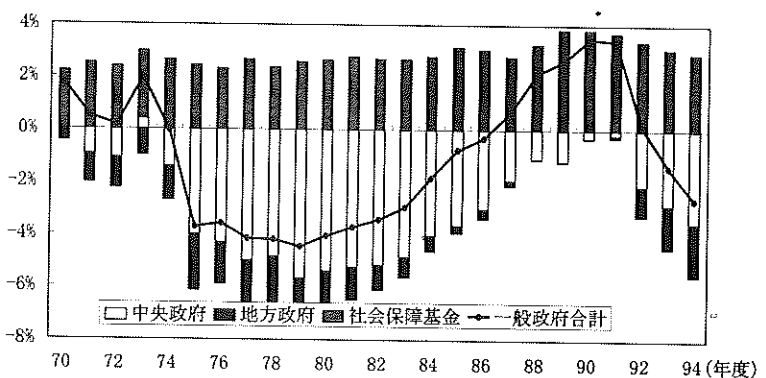


(注)突然の景気の谷を100とした動き  
(資料)経済企画庁「国民経済計算速報」

##### (2) 増大する国と地方の負債残高

こうして、財政赤字は大幅に拡大し、先進国中でも最も財政赤字の大きな国の一つになってしまった。96年度の国債発行額は22.4兆円、一般会計の国債依存度は28.8%に達した。97年度は、消費税率の引き上げと

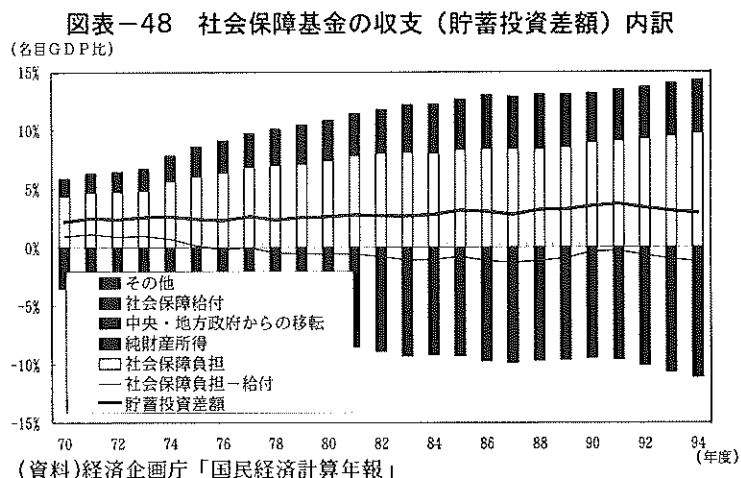
図表-47 一般政府貯蓄投資差額内訳 (名目GDP比)



(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

特別減税の廃止によって国債発行額が減少するが、それでも年度末の国債残高は250兆円を超える水準になろうとしている。

一般政府（中央政府、地方政府と社会保障基金の合計）ベースでの財政収支は95年度現在で名目GDP比－4％程度の赤字にとどまっているが、社会保障基金が3％程度の黒字を続けて



いるからであり、中央・地方政府に限れば－7％程度まで赤字は増えているのである。しかし、その社会保障基金も、保険料収入と給付の差額に関しては70年代後半より給付超過となっており、積立金からの運用収入のほか、公費による補填でまかなわれている。21世紀半ばの高齢社会では、高齢者の増加とともに年金給付が増加、医療費も急速に膨張し、現在の負担率を引き上げない限り急速に財政赤字が拡大する。

### (3)政策課題は構造改革への本格的取組み

日本経済は「21世紀の本格的高齢社会に向けて経済社会システムを変更するという長期的な課題」と「バブル経済崩壊による後遺症からの脱却という循環的な課題」の二つの課題への対応が必要である。

戦後の日本経済を支えてきたいわゆる「日本型システム」は経済・社会状況に応じた合理的システムという面があった。しかし、日本が高齢社会に向かい大きく変化するに従って、状況は大きく変わっており、変革が必要となっている。

高齢化社会対策として最も重要なのは、社会保障制度の見直しであろう。国民負担率が高水準となるのを抑制するには、社会保障制度の改革が必要である。高齢化で年金制度を始めとする社会保障制度の維持のために国民負担率が極めて高まるのは、21世紀半ばと考えられる。しかし、年金制度を始めとする社会保障制度改革には長期間をかけなければ国民は対応が不可能であることを考えれば、高齢化が本格化する前の21世紀初めまでの期間に将来にわたる改革を進めることが必要である。

循環的課題では規制緩和を軸としつつ、企業金融・財政のリストラを図り、構造改革を

進めることである。橋本内閣は、行政改革、経済構造改革、金融システム改革、社会保障構造改革、財政構造改革、教育改革の6大改革を進めようとしている。こうした改革は長期的に見れば経済社会の諸効率を高め、日本経済の成長力を高めるものであり、改革のための調整コストがあるからといって先送りすべきものではない。こうした改革への本格的取組みが、循環的課題にとってもまた、長期的な課題にとっても基本であろう。

### Ⅲ. 日本経済の中期予測（97～2001年度）

#### 1. 財政・金融政策等の前提

国内の財政政策面では、97年度に2%の消費税率の引き上げと94年度から続けられてきた所得税と住民税の特別減税の廃止が行われるが、その後は消費税率の引き上げ等による増税は行われないと仮定した。また、支出面では抑制的な運営が行われ、現行の公共投資基本計画は計画期間が2年延ばされると考えた。この結果、97年度以降の公共事業（公的固定資本形成）費はほぼ横這いとなる。行財政改革により政府消費の伸びも、最近の平均的な伸びを下回る実質1%程度と仮定した。社会保障負担と社会保障給付については現在の年金・医療制度を前提とした。

金融政策では、物価が安定的に推移することから基本的には低金利が続くと考えられるが、消費税率の引き上げ・特別減税の廃止の影響による経済の足踏みからの脱却が明確になる98年度始めまでには公定歩合の1.0%への引き上げがあり、その後も引き上げ方向と考える。

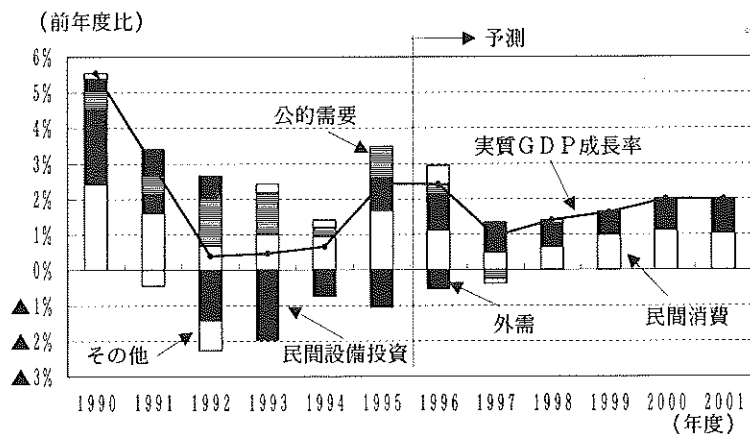
海外経済に関しては、「I. 世界経済の中期的動向」の見通しを前提としている。円ドルレートは、内外インフレ率格差や対外黒字の動向などを基に97年度の1ドル=112円から2001年度には105円に上昇することになると見込んだ。

#### 2. 中期的成長経路

97年度の日本経済は、消費税率の引き上げ、所得税・住民税の特別減税の廃止が行われるとともに、景気対策により増加していた公共事業も抑制される見込みである。

しかし、設備投資は増加基調にあることから、財政

図表-49 実質GDP成長率の推移



(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

緊縮による景気の足踏みは比較的短期間で終了し、98年度以降は日本経済は再び回復軌道をたどるものと考えられる。97年度のように急速な負担の増加と公的支出の減少はないものの98年度以降も緩やかな国民負担の増加と抑制的な公的支出の動きが続くと考えられる。

また、各種の構造調整が進む中、民間部門のリストラなども進行途上にあることなどから、2%台半ばとみられる潜在成長率は達成できない。家計の所得・消費が伸び悩み、5年間の実質経済成長率は年平均1.6%と予測される。

物価は、低めの成長、労働需給の緩和基調等の下で安定傾向となろう。

図表-50 日本経済の中期見通し（特に記載のない限り、%）

	1997	1998	1999	2000	2001	[年度平均値]		
						90/85	96/90	2001/96
名目GDP (兆円)	2.1 (512)	1.8 (521)	2.1 (532)	2.4 (545)	2.5 (558)	6.2	2.2	2.2
実質GDP	1.0	1.4	1.6	2.0	2.0	4.8	1.5	1.6
内需（寄与度）	(0.8)	(1.4)	(1.6)	(1.8)	(1.7)	(5.3)	(1.6)	(1.5)
外需（寄与度）	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(-0.6)	(-0.1)	(0.1)
民間消費	0.8	1.1	1.7	1.9	1.8	4.4	2.0	1.5
民間住宅投資	-3.7	1.5	-0.5	0.2	0.4	9.2	0.3	-0.5
民間設備投資	3.9	3.3	3.2	3.5	3.3	10.1	-1.2	3.5
財貨・サービスの輸出	4.5	3.5	3.4	4.3	4.7	3.5	3.9	4.1
財貨・サービスの輸入	3.1	3.3	3.3	3.0	2.9	11.5	5.0	3.1
鉱工業生産	1.6	1.1	1.8	2.2	2.2	4.7	-0.5	1.8
消費者物価	1.4	0.4	0.5	0.4	0.6	1.4	1.0	0.7
総合卸売物価	1.3	0.4	0.3	0.3	0.8	-1.6	-1.3	0.6
経常収支（兆円）	8.9	9.4	9.4	10.2	11.1	10.1	11.7	9.8
（名目GDP比）	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.9)	(2.0)	(2.7)	(2.5)	(1.8)

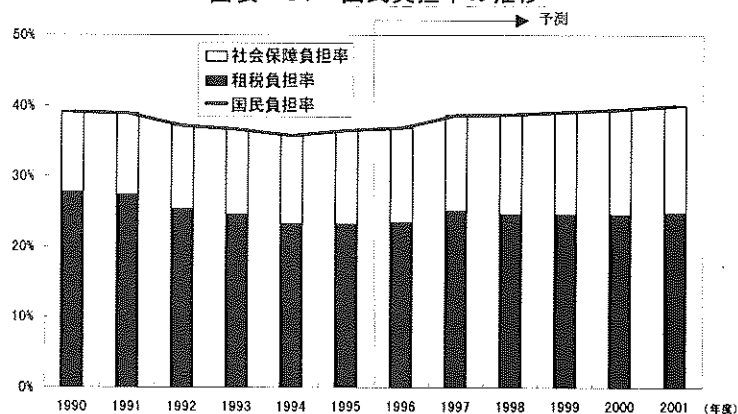
(注)年度平均値欄の経常収支は順に、86～90年度、91～96年度、97～2001年度の平均

### 3. 急変しない貯蓄投資バランス

#### (1)国民負担率は40%超、財政赤字改善は僅か

消費税導入直後の物価上昇により課税最低限が実質的に引き下げられるという増税効果があるため、租税負担率は僅かながら上昇する。また、厚生年金保険料率の引上げ等により、社会保障負担率も上昇し、2001

図表-51 国民負担率の推移



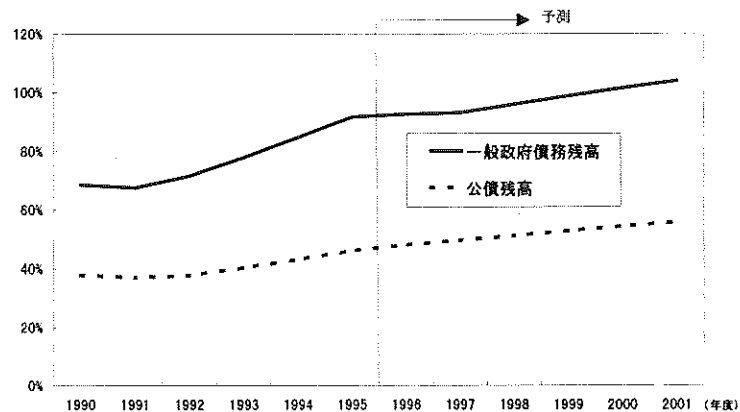
(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

年度の国民負担率は40%を越えよう。なお、介護保険などの導入を行い、国民負担の増加で対応すれば、国民負担率は政府が目標としている40%台をはるかに越え、50%を大幅に上回る可能性がある。

年金・医療など社会保障部門（社会保障基金）は名目GDP比で3%程度の黒字を続けているが、本格的高齢化への過渡期にあたる2001年度くらいまでは貯蓄超過幅が若干低下する程度にとどまろう。国および地方公共団体などを合わせた「政府」部門の財政赤字（貯蓄投資バランス）は名目GDP比で2%程度の貯蓄不足となると見られる。政府は2005年度までに国と地方公共団体を合わせた赤字の名目GDP比を、EUの通貨統合の基準である3%以内に抑えることを「財政健全化目標」として96年末に決定したが、2001年度時点では依然この水準を上回る恐れが強い。

また、政府債務残高の名目GDP比は増加ペースが鈍化するものの、2001年度には100%を上回ろう。これはプライマリーバランス（利子の受取り・支払いを除いた財政収支）が赤字を続けることに加え、既存の債務から生じる利払いが累

図表-52 公的債務残高（名目GDP比）の推移



(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

増することによる。先進国共通の傾向として、政府債務残高が増大すると実質金利が高くなるという関係がみられ、「政府債務の増大→実質金利高→民間投資の抑制→生産力の停滞→税収減、財政赤字の悪化→政府債務の増大」という悪循環を断ち切るためにも、更なる改革によって財政再建を推進することが必要である。この点、政府部内で検討されていると言われる財政健全化目標の前倒しとそのために必要な諸制度改革が早期に実現することが望まれる。

## (2) 対外収支は黒字維持

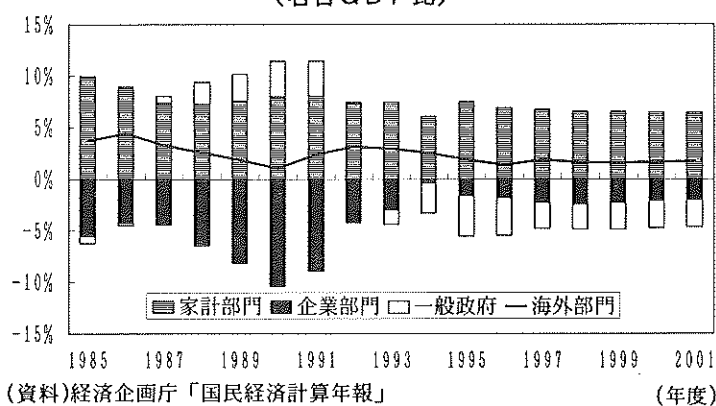
日本の対外バランス（経常収支）は黒字幅がやや拡大しよう。

国内の各部門の貯蓄投資バランスを合計したものが国全体の貯蓄投資バランスであり、これは対外バランスに等しい。部門別にみると、まず本予測の期間中は高齢化による家計

貯蓄率の低下の本格化は予想されない。社会保障制度改革のなかで公的年金の給付水準の引き下げなどが明確化すれば、むしろこれと代替的な家計の貯蓄は増加する可能性もあることから、2001年度時点でも家計の貯蓄超過は名目GDP比で6%強と見られる。バブル崩壊後の地価の下落や超低金利と消費税率引き上げ前の駆け込みで、96年度の住宅投資は大幅に増加したが、この反動もあって民間住宅投資は中期的に低い伸びとなろう。バブル崩壊後設備投資が急速に減少したことから、企業部門（法人）の投資超過幅はほぼゼロにまで縮小したが、徐々に拡大するだろう。しかし、経済成長率が低下する中では投資の大幅な増加は予想しにくい。80年代末から90年代の始めにかけての設備投資水準は結局維持不能で、大幅なストックの調整につながった。したがって、バブル期のように名目GDP比で5%を越える投資超過が再び起こるとは考え難い。企業部門の投資超過幅は2001年度時点で名目GDP比で2%程度に拡大する程度であろう。

上記のような貯蓄投資バランスでは、名目GDP比で2%弱の経常黒字となることを意味しているが、これは為替レートが現状の1ドル=120円台から緩やかな上昇をするに留まるとい

図表-53 制度部門別貯蓄投資差額の推移  
(名目GDP比)



う前提と整合的である。NIEsだけでなくASEAN各国も日本の有力な輸出競争相手となっていくと見られ、世界経済が順調に拡大すればこの程度の為替水準では、名目GDP比で黒字が若干拡大すると考えられる。

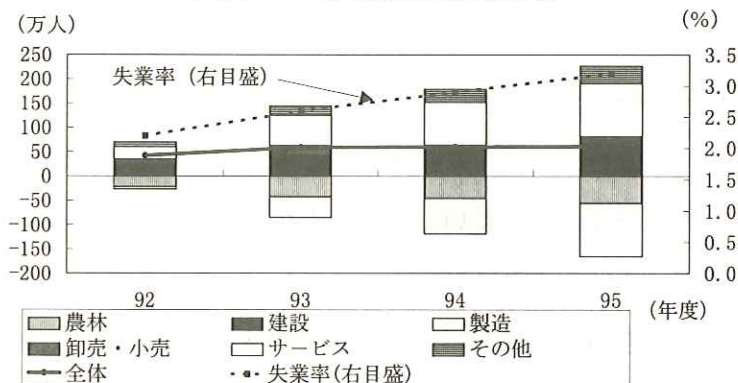
ただし、大幅な対外黒字の拡大は予想されない。輸入品が新しい市場に参入するには困難を伴うが、過去の円高時に日本市場に定着した輸入品は為替レートが多少円安に振れても日本市場から駆逐されることはない。また、日本の生産コストの上昇から国内の生産拠点を海外に移転してしまっている企業も、生産拠点を簡単には国内生産に戻すことはできないという円高の履歴効果があるためである。

## 4. 変革求められる賃金・雇用体系

### (1) 摩擦的失業は増大

92年度以降、公共事業の増加を中心とする大規模な経済対策が行われ、建設業の就業者が増加してきた。今後は、財政再建の中で公共事業費も抑制されると考えられることから、建設業からの労働力の移動に伴う摩擦的な失業の増加も懸念

図表-54 産業別就業者増加数



される。一連の経済対策が実施される直前の91年度を起点として就業者数の増減を見ると、製造業と農林業が大幅に減少し、それにほぼ見合う程度の増加がサービス業を中心に起こっている。建設業の就業者の増加は、全就業者数の増加にほぼ見合う程度であり、この分がなければ失業率は1ポイント程度は高まっていたと考えることもできる。

また、高齢化によって日本経済の成長率が低下すれば、将来の発展に備えて不況時に企業が過剰雇用を抱えるという行動もなくなり、景気の変動による失業者の増加が激しくなるだろう。産業構造変化による転職の増加も摩擦的な失業の要因となるだろう。このため、中期的にみても雇用市場の需給は改善せず、雇用者所得の伸びも低いものに留まると考えられる。こうした状況の中では、家計は将来の賃金上昇を前提に多額の住宅ローンを借り入れるという行動にもより慎重となるものと考えられ、住宅投資や消費行動がより慎重なものとなるとみられる。

### (2) 正職員比率は低下へ

常用雇用者におけるパートタイム労働者の比率は、90年の12.7%から年々上昇し、96年現在15.0%となっている。労働派遣事業者から各企業に派遣される労働者も構造的に増加しており、雇用形態の多様化が着実に進行していることがわかる。パートタイム労働者と派遣労働者に共通するのは、①契約期間が短く、②一般にボーナスの支払いや社会保険料



の事業主負担をしなくてよい場合が多いこと、と考えられる。所定内労働日数、所定内労働時間が正規従業員（一般労働者）より短い労働者は、統計上は「パートタイム労働者」として集計される。平均的にはパートタイム労働者の1人当たり定期給与が一般労働者の約半分という事実は、文字どおりの「アルバイト」など時間当たり給与の低い労働者がいる一方で、勤務実態・仕事の内容は「正規従業員」とほとんど変わらない労働者が数多く含まれていることを示すものである。

図表-55 パートタイム労働者比率の上昇が総賃金費用・雇用者数に与える影響

		96年実績		一般労働者の労働投入1割をパートタイム労働者で代替	
		一般労働者	パートタイム労働者	一般労働者	パートタイム労働者
労働者1人当たりの比較	時間当たり定期給与	100	48.8		
	時間当たりボーナス	100	10.5		
	時間当たり総給与	100	40.1		
	労働時間	100	57.4		
全体の比較	労働者数	100	17.7	90	35.1
	労働者数×労働時間	100	10.1	90	20.1
	総給与	100	4.1	90	8.1
総労働者数		117.7		125.1 (6.3%増加)	
総給与計		104.1		98.1 (-5.8%減少)	

(注) 一般労働者実績値を100とした場合の指数  
(資料) 労働省「毎月勤労統計調査」をもとに当研究所にて作成

仮に、現在の一般労働者による労働投入（労働者数×時間）の1割をパートタイム労働者で代替することができれば、総労働者数は6%程度増加するが、総給与費用は-6%程度減少するとみられる。企業は人件費抑制の必要に迫られており、能力的には「正規従業員」に遜色ない「パートタイム労働者」を増やすことになるだろう。

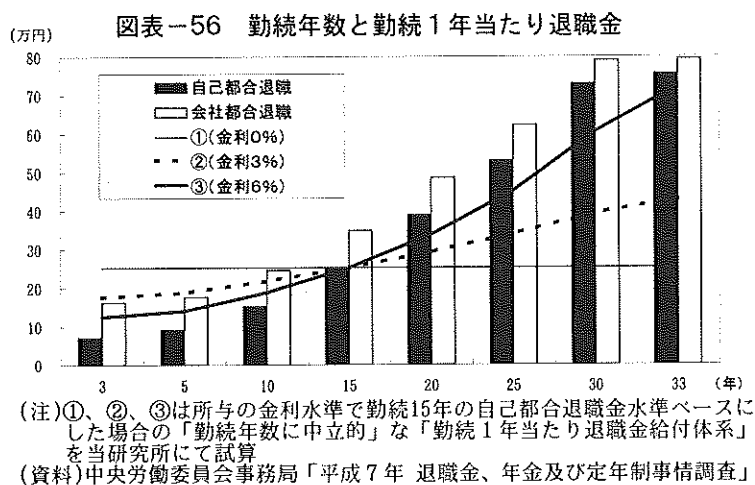
### (3)雇用流動化に向けた退職金制度の転換

企業の成長を前提とした、年功によるベースアップと春闘によって、毎年賃金が上昇するという右肩上がりの賃金決定の仕組みも転機を迎えている。大企業では年功序列型の賃

金体系の下での終身雇用が中心となっているが、ここでも年俸制、能力給的な雇用の拡大が起こるであろう。

賃金以上に固定的性格、年功的性格を有しているのが、退職金・退職年金である。右上がりの成長経済の下で労働者を長期にわたって同一企業にとどめることは、人的資本蓄積を通じて、生産性の向上を可能にする。それは結果的に企業の成長に貢献し、労働者への分配も高める方向で機能してきた。しかし、期待成長率が低下し、今後は産業構造の転換と雇用の流動化が求められる状況となっている。

現在の標準的な退職金の給付体系は勤続年数に対して累進的であり、「勤続年数1年当たりの退職金」に換算しても勤続年数が長いほど有利になっている。こうした体系を「勤続年数に中立的（勤続年数1年当たりに換算すれば定額）」な体



系へと変えるなどして、企業間、産業間の労働移動を阻害しないように改めなければならない。

労働者にとっては「離職しやすく」、企業にとっては「解雇しやすい」と同時に、転職希望者が「不利にならずに職を見つけやすく」企業が「中途採用者を問題なく受け入れられる」ような賃金・雇用システムが必要である。こうした雇用流動化の要請に対応することができなければ、企業としても日本経済としても、21世紀を生き延びることは困難となるろう。

## 5. 金融

### (1)現状

デフレ懸念の出る中、95年9月に公定歩合は史上最低の0.5%に引き下げ、コールレートは低め誘導と超低金利政策がとられ、継続されている。この間、設備投資や住宅投資など景気を下支えする一方で、短期調達 — 長期運用型の都市銀行を中心とする金融機関経営を間接支援してきた。

消費税引き上げなど公的負担増加後の景気情勢、金融機関経営への懸念の中、超低金利政策の修正観測は大幅に後退している。

こうした短期金利の長期据え置き観測に加え、良好な需給を背景に長期金利は史上最低水準を更新しつつある。

## (2)見通し

基本的には97年度下期以降長短金利ともに緩やかな上昇傾向をたどろう。

内外需ともに緩やかに回復し、金融セクターはリストラ・再編が予想される。金融システムは安定性を維持しよう。そうした中、日銀は97年度下期から金利水準の引き上げを模索し始め、長期金利は緩やかな上昇となろう。

リスクとして次に述べるポイントの動向とともに景気動向とも絡んで円が上下に大きくぶれた場合、規則緩和の進展と影響の顕在化が想定と大幅に異なった場合などが考えられよう。

予測のポイントとなるのは景気回復の時期と程度とともに、景気とも関連した①金融機関経営の変化、②財政収支の帰趨 ―― が挙げられる。

### ①金融機関経営の変化

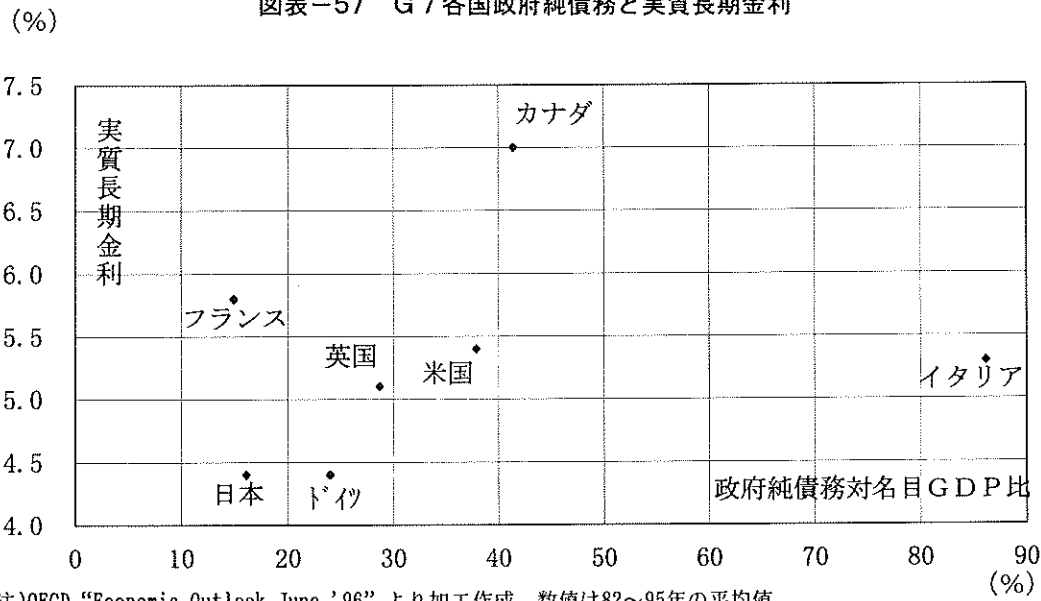
金融機関経営に関しては予測期間中に98年4月の早期是正措置の導入、2001年金融ビッグ・バンの実施により本来業務を健全にしつつ、他業務への進出機会を探るという展開になる。差し当たり早期是正措置が問題となり、各金融機関は不良債権を処理しつつ、自己資本比率を高め、体力を強化しながらビッグ・バンに備えることになるだろう。

既に実施されているB I Sの自己資本比率は資産に占める貸出比率に影響した。96年9月決算の国際基準採用行データが入手可能な59行のクロスセクションデータで推計すると、劣後性負債で補わない本来的なB I Sの自己資本比率が高い方が貸出比率が高い結果となった（注参照）。

自己資本比率が低い金融機関には貸出よりもリスクウェイト（資産を計算する際にリスク毎に加重平均するウェイト）が低い国際などの債権にシフトする誘因となろう。予測期間中、景気の回復に比べ、貸出量の伸びは低いものとなろう。

日本は92年以降の度重なる経済対策により財政収支を悪化させ政府純債務では95年でも対名目GDP比でもまだG7諸国の中フランスについて少ない国となっている。が、政府粗債務ベースではG7諸国の中イタリア、カナダに次いで悪い国となっている。

図表-57 G7各国政府純債務と実質長期金利



財政収支悪化は潜在的な長期金利上昇要因となるが、予測期間中は毎年の公債依存度は20%以下に抑制され、長期債務残高の名目GDP比もそれほど悪化しないため長期金利への財政要因からの上昇圧力は限られよう。

(注)自己資本規制の貸出行動に与える影響の計測。

$$\begin{aligned}
 \text{貸出/リスクアセット比率} &= 92.827 + 0.944 * \text{劣後負債を除いた時の自己資本比率} \\
 &\quad (13.296) \quad (1.230) \\
 &+ 4.267 * \text{国内資金利鞘} - 4.694 * \text{未処理の不良債権} \\
 &\quad (0.573) \quad (-6.299)
 \end{aligned}$$

(注)未処理の不良債権とは破綻、延滞債権から債権償却特別勘定を引いたものの対貸出残高比率 ( ) 内はt値

$$\text{自由度修正済み決定係数} = 0.445$$

(参考) Takatoshi Ito and Yuri Nagataki Sasaki [1996] "Impact of the Basle Capital Standard on Japanese Banks' Behavior" 郵政研究所 Discussion Paper

## む す び

日本経済は、21世紀の高齢化社会への対応とバブル崩壊による経済の混乱による後遺症への対応を迫られている。日本経済は中期的にこれらの調整のために、潜在的な成長力を下回る成長を余儀なくされるだろう。しかしながら、こうした改革や調整を先送りすることは、さらに問題の解決を困難にし、改革や調整に伴う痛みを大きくするだけである。

97年に入って円安、株安が進んだことから、日本経済に対する悲観論が広まった。しかし、戦後の日本経済の発展が世界に誇るべきものであることは否定できない事実であり、わが国は世界でも豊かな国の一つである。

もちろん、日本の経済社会も大きな変貌を遂げ、わが国を取りまく国際環境も大きく変化した。戦後の経済発展に優れた成果をもたらした制度、システムといえども新しい環境にマッチしたものとは限らない。21世紀も日本が世界で最も豊かで活力のある国であり続けるためには、思い切った改革が必要であろう。

改革には痛みが伴う。制度の変更によって既得権を失う場合も当然出てくるであろう。現在のわが国に求められているのは、個別産業や個別の地域、個々人の既得権益を捨てて、将来の日本経済の発展のための新たな制度やシステムを構築することである。今あるパイの取り分を争うよりも、将来のパイの拡大を目指して改革を進めることを我々の課題とすべきである。