

STP法18カ月経済予測

経済調査部

停滞は日本経済の末端にまで及ぶ。特に、陰となり日向となり景気を下支えしてきた中小企業が収益悪化・資金繰りの厳しさから景気の自律回復を促す推進力を失ってきている。個人消費がマインドの悪化に加えて所得の落ち込みから低迷を続けていることも厳しい。

三方一両損の大岡裁きでソフトランディングのために国民の血税を投入し続けるのか。それならば、血税を投入するに十分なだけの納得性のある説明があつてしかるべきであろう。

あるいは長期的に成長制約となりかねない財政政策のあり方を思い切って問い直すのか。それにしても、既得権益に対して「さわらぬ神にたたりなし」のスタンスをとり続けているは抜本的な改革はかなわない。

手のうちをさらけ出した上で冷静な議論を尽くすのが世界の常識である。インターネット・衛星放送を通じて各国の状況は想像以上に世界を駆けめぐる。だが現実に日本発の情報として世界に伝わるのは不毛の堂々巡りである。

いまさら言うまでもないが、「長期ビジョンの提示」と「内外への情報開示」はグローバル時代のキーワードである。

1. 日本経済を取り巻く環境

(1) アジア

韓国、タイをはじめアジア経済は総じて景気後退色を強めており、輸出環境の悪化、企業負債及び金融機関不良債権の重し、金融システムを含む構造改革の難題を抱えて、各国とも早期の自律的な回復は難しい状況にある。99年下期に底入れし緩やかな回復に向かおうが、98年の成長率はマイナス1%、99年は2%半ばにとどまる。

日米景気、ロシア情勢、中国元の推移、インドネシア政情等により、回復がさらに遅れる可能性もある。何よりも日本の景気底離れを確実にする政策と為替相場の安定が望まれる。

図表-1 アジア各国の実質GDP成長率(前年比、%)

	97年実績	98年予測	99年予測
中国	8.8	6.0	6.5
韓国	5.5	-6.5	-1.5
台湾	6.8	4.0	5.0
香港	5.3	-5.0	0.0
シンガポール	7.8	0.5	1.5
タイ	-0.4	-7.0	-1.5
インドネシア	4.6	-15.0	-5.0
マレーシア	7.8	-6.0	-2.0
フィリピン	5.1	0.0	2.0
東アジア平均	6.5	-1.0	2.4

(注)タイの97年は政府予測値

(2) 米国

98年末から99年上半期にかけて米国経済は小さな調整を行う。

- ・個人消費は、消費性向が99.9%(98/6)まで上昇するなど、株価の上昇によって押し上げられている。株価調整によって、今後の消費は減速感を強めることになる。
- ・設備投資は、設備稼働率の低下、資本財受注の伸び悩みなどから、これまでの力強さは期待薄。
- ・純輸出は、アジア経済の早期回復が期待しにくいことから、景気のプラス要因にはならない。
- ・在庫調整は進展中。
- ・住宅投資は、金利低下から大幅に増加。関連消費の拡大が期待できるが、景気全体の牽引役には不十分。

図表-2 米国経済予測

(単位, %)

	97年実績	98年予測	99年予測
実質GDP	3.9	3.4	1.9
鉱工業生産(前年比)	5.0	3.6	2.9
生産者物価(前年比)	0.4	-1.0	0.9
消費者物価(前年比)	2.3	1.7	2.6
経常収支(年率:億ドル)	-1552	-2040	-2150
(名目GDP比)	-1.9	-2.4	-2.4
失業率	4.9	4.5	4.8

株価上昇が景気を実力以上に押し上げており、株価調整が個人消費中心に景気を冷やすことになろう。

- ・消費性向を、失業率、可処分所得、株価で説明すると、95年以降の上昇は株価要因が非常に大きい。
- ・9月に入り、NY株価は、アジア経済、ロシ

ア金融危機に加えて、企業業績の不透明感から調整局面入りしており、今後景気の下押し要因に。

(3) 欧州

ドイツ

98年4-6月期の実質GDP成長率は4月の付加価値税率引き上げの反動で前期比年率0.4%に低下した(98年1-3月期は5.9%)。

また、エマージング・マーケットの金融・経済危機の影響などから輸出の伸びが低下している。

98年下半期は、輸出の伸び悩みから設備投資・個人消費はやや鈍化するものの底堅く、98年全体の成長率は2.7%と予測する。99年は雇用環境の改善などから個人消費が持ち直し、設備投資も国内需要に支えられ堅調であるものの、輸出の鈍化が続き2.0%に低下しよう。

イギリス

98年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率1.9%に低下した(98年1-3月期は3.1%)。

ポンド高による輸出の低迷が続き、成長率は98年2.3%、99年1.5%に低下しよう。

図表-3 ドイツイギリスの実質GDP成長率

(前期比年率%)

	97年実績	98年予測	99年予測	98年上期	98年下期	99年上期	99年下期
独 実質GDP	2.3	2.7	2.0	3.3	1.5	2.1	2.4
内需	1.5	2.6	2.1	4.2	1.2	2.2	2.8
外需	0.8	0.1	-0.1	-0.9	0.3	-0.1	-0.5
英 実質GDP	3.4	2.3	1.5	2.6	0.7	1.6	2.1
内需	3.8	3.6	1.9	4.5	1.2	2.0	2.4
外需	-0.4	-1.3	-0.4	-1.9	-0.5	-0.4	-0.3

(注) 98年下期以降は予測値

2. 予測の論点(日本経済)

(1) 自律回復力を阻むものは何か

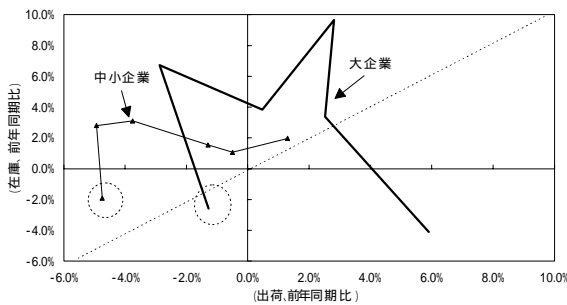
～中小企の低迷が阻害要因に

景気の自律回復の動きは大企業を中心に進展し、在庫調整は最終需要財でほぼメドが着く状況。

しかし、構造改革の遅れを原因とする中小企業の収益環境の悪化は、景気の自律回復力を削ぎ、回復後の牽引力を弱める。

景気の谷は、在庫調整調整にメドがつく99年6月頃と見込まれるが、中小企業の回復は遅れを主因に回復感の乏しいものとなる。

図表-4 最終財在庫の調整が遅れる中小企



(2) 中小企業の収益悪化要因(a)

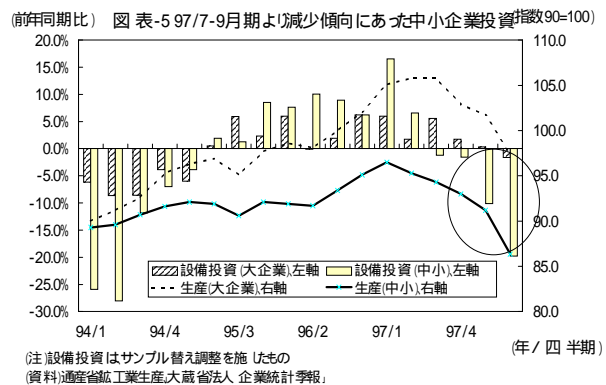
平成不況を上回る業況悪化が示す通り中小企業の収益環境は大幅悪化。調整圧力は大企業に比べ強い。

- ・ リストラの遅れ(設備・雇用・債務)から資本効率の改善が進まず、内需低迷が収益悪化が増幅。
- ・ 国際的な競争激化から、アジア向けを中心に輸出は減少(大企業は輸出を伸ばす)。
- ・ また、金融貸し渋りの影響から、財務体質に余裕のある企業まで設備投資が抑制される。リストラの遅れは、中小企業の設備投資、雇用面で大企業リストラの受け皿役を果たしてきた影響が大きい。

・ 設備投資は懐妊期間の長い建設のウエイトが大きく(90年以降増加基調強める)、収益悪化はストック調整の深刻化につながりやすい。

・ 雇用は、95年度以降も持続的に進められた大企業リストラの受け皿となった。

中小企業の調整は大企業・中小企業間の企業間格差を更に広げ、景気底入れ後の景況感回復の遅れにつながる。



(注)設備投資はサンプル替え調整を施したもの
(資料)通産省広工業生産大蔵省法人企業統計季報

(3) 中小企業の収益悪化要因(b)

中小企業の資金繰りが一段と厳しさを増している。

中小企業の資金調達手段は「借入れ」が大きな比重を占めている。

・ 大企業が自己資本比率の上昇と銀行借り入れ依存度低下を示しているのに対し、中小企業は、自己資本比率がこの20年間ほぼ横這い、銀行借入の依存度は上昇。

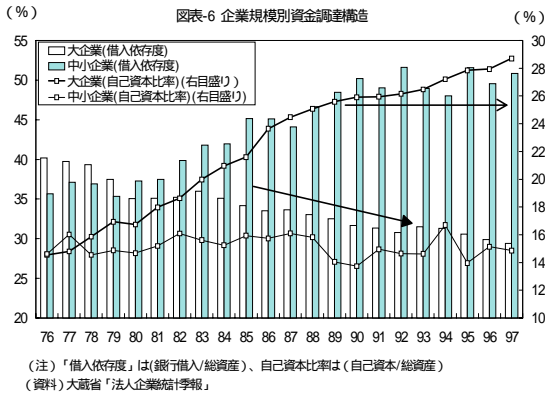
・ 中小企業は、エクイティファイナンス・社債等の資金調達のルートが拡がらず。

このような資金調達構造の中、金融機関の信用リスクマネジメントの適正化がすすみ、既存の中小企業の企業行動は資金面から大きく制約される。

・ 大企業と中小企業とにわけ、企業規模別に設備投資関数を推計すると、中小企業の設備投

資関数には、金利が有意に効かない一方、キャッシュフローが重要な決定要因となっている。

- ・ 中小企業の企業行動は、資金面からの制約を受けやすいことがわかる。



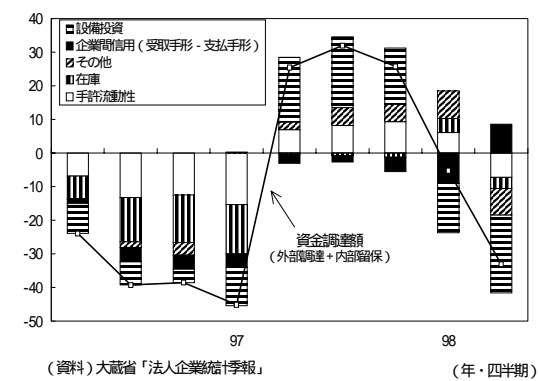
(4) 中小企業の収益悪化要因(c)

中小企業は、国際競争力、先行きの不透明感に加え、資金繰りの厳しさからも、設備投資を抑制している。

国内銀行の貸出動向には企業間格差

- ・ 貸出額は、全体では前年比マイナス傾向を続けるが、規模別でみると97年に入り、「大企業向け」は底打ちとなる一方、中小企業向けの「減少幅」は更に拡大。
- ・ 昨年後半以降、中小企業の「運転資金」の借り入れは急減している。売上減少も大きな要因だが、運転資金調達の苦しさも一因。この状況に対応するため、中小企業は設備投資の抑制を行った可能性が高い。
- ・ 97年後半以降、中小企業は「在庫資金」調達、「手元流動性」維持のため、設備投資抑制に手を付ける。

図表-7 中小企業の資金運用・調動方向(前年差)



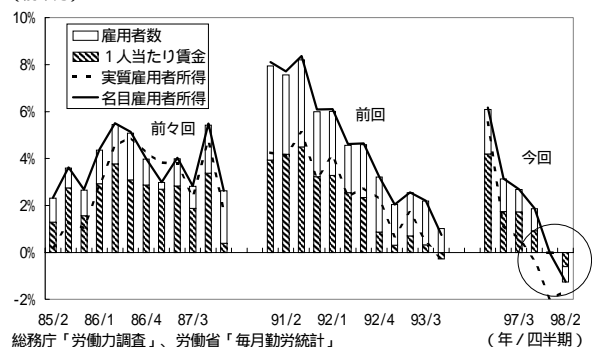
(5) 消費不振の根源は何か

個人消費の低迷が続いている。97年秋以降の大幅な落ち込みはマインドの悪化による部分が大きかったが、最近は所得の落ち込みが消費低迷の主因となっている。雇用者所得は実質では97/10-12期より、名目でも98/4-6期には前年比マイナスに転じている。98年度の雇用者所得は初のマイナスとなる可能性が高い。

日本の賃金は春闘制度などから欧米諸国と比較すると従来より伸縮性が高かった。しかし、今回の景気後退局面においては、賃金の圧縮だけではなく、従来は見られなかった雇用者数の本格的な削減が行われているのが特徴である。

また、雇用調整は正社員(一般労働者)を中心に行われており、雇用調整がしやすいとされるパートタイム労働者数はむしろ増加している。このことは1人当たりの賃金を更に低下させ、家計を一層圧迫することにつながっている。

図表-8 雇用者所得の推移(過去の景気後退局面との比較)



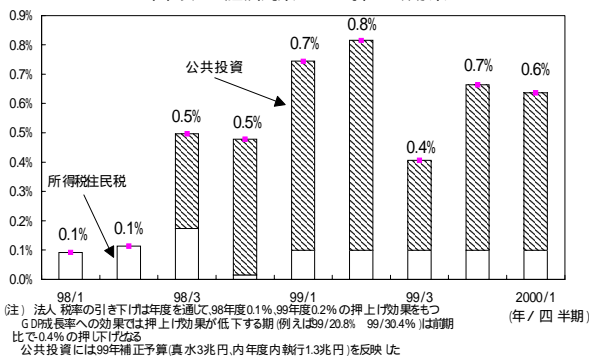
(5) 15 カ月予算の経済効果

15 カ月予算編成により、GDPは98年度1.8%、99年度2.6%の押し上げ効果をもつが、民間需要の落ち込みは大きく波及効果は限定的。実質的には景気下支えの効果しかない。

15 カ月予算のみでは、99年度7-9月期には効果が一巡（前期比ベースではマイナスの効果）する。景気は底打ち後も底離れしないことから、99年度に追加対策に追い込まれる可能性が高い。

公共投資では建設業、減税ではサービス業を中心に効果がみられる。これらの業種は中小企業で業況の悪化の著しいところであり、直接的な効果は期待できよう。

図表-9 経済対策のGDP押し上げ効果



3. 18 カ月予測

～ STP 法による予測ライン

(1) 日本経済

設備投資の減少など企業部門の調整が強まり、実質GDP成長率は98/7-9月期前期比マイナス0.1%、10-12月期同+0.3%とゼロ成長が続く。

転換点は99/4-6月期。NBIは、98/2月にマイナス40と今局面では最悪を示した。98/4月にマイナス13と持ち直し、昨年秋以降にみられた急速な経済活動の収縮には歯止めはかかるが、その後改善は見られない。98年度内

は一進一退の状況が続く。景気の谷は、在庫調整、資本ストック調整にメドがつく99年6月になる。

予測ライン

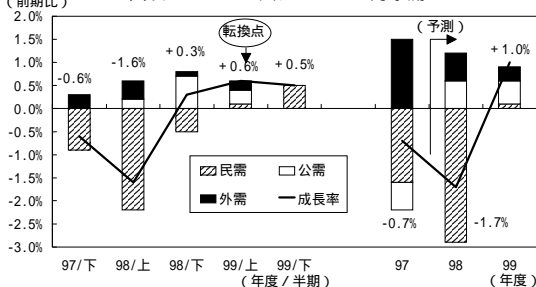
98年度は自律回復に向けた調整期、実質成長率はマイナス1.7%と2年連続のマイナス成長。

企業体力の確保に向けた調整が進展し、失業率は99年に4.7%まで上昇する。

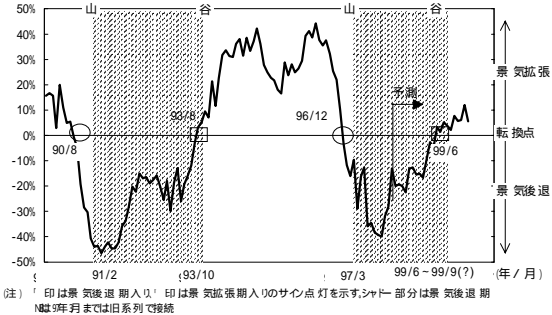
アジアの不調を欧米景気の底固さが補い、輸出の大幅な落ち込みは回避されよう。しかし、一方民需の低迷から輸入は大幅減少となり、結果的に黒字が拡大、経常収支の名目GDP比は4%の水準に近づく。

99年度は景気が4-6月期に底入れするが、中小企業の調整の遅れ等から民需主導の力強い回復には時間がかかる。政府は15カ月予算に続き、年後半には4兆円規模の補正予算策定に追い込まれる。実質成長率は1.0%。

図表-10 STP法による18カ月予測



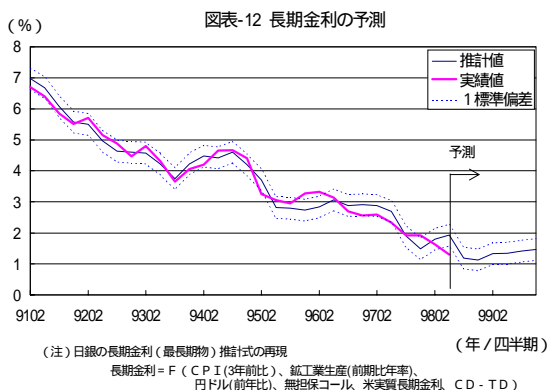
図表-11 99年9月に転換点サイン点灯



(2) 金融市場

長期金利

98年度は、「景気低迷、マネーの質への逃避、日銀の量的緩和」から長期金利は低水準で推移、99/1-3月期で1%程度の水準にとどまろう。99年度は、在庫、資本ストック調整がすすみ、景気は底入れするものの、構造調整から回復力は弱く、金利の上昇ペースは限定的。



為替

年度末にかけて米国景気が減速し、日米の成長率格差は縮小する。これに加え、経常収支黒字の着実な積み上がりと物価上昇率格差の拡大が日米比較面からの円安修正要因となる。しかし、日米金利差は縮小しないこと、日本経済のファンダメンタルズが一層悪化することで長期的な円安圧力が続く。円高・円安要因が拮抗する横ばい圏内の動きになるう。

4. 政策提言

(1) 中小企業対策、住宅対策

今回の景気調整は需要不足ではあるが、それを生み出す原因が金融システムや雇用、そして中小企業調整という構造課題である。また、92年度以降 80兆円の経済対策をうちながら、民間活力と民間需要の引き出しに失敗してきた

ことを考えれば、その効果の評価を正当に行うべきである。

今後の景気対策は、日本の構造課題を解決する際の痛みをいやす手段として位置づける。

その構造課題は日本の将来ビジョンとセットで対応する。景気対策、中期構造対策も中期財政ビジョンの中で考える。

景気底割れ回避の15カ月予算、当研究所想定99年度追加対策では、景気浮揚策として特に、中小企業対策、住宅取得促進を通じた波及効果の高い政策を重点的に進める。

中小企業対策では、昨年秋以来、政府による累次の貸し渋り対策、活性化対策が実施されてきたが、中小企業等を取り巻く環境は一段と厳しい。そこで

- ・特に、運転資金(資金繰り)、設備投資資金の融資枠拡充
 - ・新規産業育成の点から、ベンチャー企業向け融資の拡充(信用保証制度の改善など)
 - ・資金調達ルートが多様化
- 住宅対策では、所得環境の悪化を補完できるよう住宅取得時の負担軽減策として、
- ・住宅ローン減税の利子控除方式の導入検討
 - ・住宅ストックの活性化を促進する税制の見直し(中古住宅取得・リフォーム等住宅ストック稼働促進、消費税、住宅取得税、固定資産税等、取得時コストの圧縮)

雇用の中期構造対策の推進

新規事業・新規雇用の創出を既存企業ではなく、新規企業(ベンチャー等)にゆだねる仕組みづくり

- ・リスクマネーの供給確保
- ・一生涯にわたり教育機会が確保できる仕組みづくり(個人能力の確立と価値観の多様化)
- ・知的所有権の保護

(2) 財政ビジョン

将来の日本の成長力を削ぐ懸念が高まった
財政を立て直すビジョン提示が必要

景気底割れ回避から積極的な財政出動の声が強いが、財政に関する情報が閉ざされていることもあり、財源の議論が抜け落ちている。投入規模が大きくなる緊急事態であればある程、より長期ビジョンが重要となる。また財政錯覚を避け、国民の合意を取り付けるためにも財政についての十分な情報開示が必要

財政の現状は92年度以降、80兆円にも及ぶ経済対策と成長率の低下に伴う歳入減から長期財政収支は極めて厳しい。

1) 社会保障関係費の自然増（前年比3.8%）、それ以外の一般歳出は前年比0%の前提で、税収の自然増によって国のプライマリー・バランス（注）を達成しようとするれば、必要な名目成長率は4%。

2) 逆に0%成長が続けば、単年度のプライマリー・バランスを埋めるためには毎年6%の歳出削減（社会保障関係費以外の一般歳出）が必要。

一方、貯蓄超過の中での需要落ち込みに対しての財政出動は意味のある場合もあり、常に均衡財政がよいとは言えない。中長期的な財政赤字の許容度を「最適成長理論」から試算すれば、

- 1) 財政赤字の許容度は人口成長率と貯蓄率で決まる
- 2) 現状の人口成長率と貯蓄率を考えれば現在の財政赤字は許容水準だが、今後は高齢化に伴い、貯蓄率が低下し財政の黒字化が求められる。構造改革を伴う財政健全化には時間がかかるため、チャンスは今しかない。

財政再建に向けた取り組み

1) 98、99年度は景気底割れ回避のため積極財政出動（99年度は追加補正4.7兆円を見込み2000年度以降潜在成長率の2%の成長ラインにのせる）、2007年度を目途にプライマリー・バランス化

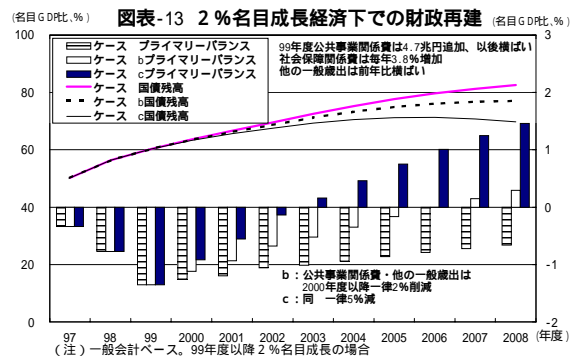
2) 2000年度以降2%の名目成長率を前提にすれば

i.) 社会保障関係費を除く一般歳出の毎年一律2%以上削減

ii.) 成長ラインにのるのが遅れた場合は以下のいずれかが更に必要

- ・ 制度の是正、財源圧縮を目的とした社会保障制度改革を実施し、社会保障関係費を毎年1.5%削減

- ・ 時期は選ぶが国民年金の賦課方式移行とその財源確保等を目的とした消費税率のアップ + 3%



(注) 「プライマリー・バランス」は一般会計ベースの
「公債金収入を除く歳入」=「国債費除く歳出」

(18カ月経済予測の詳細については経済調査部発行のエコノミスト・レター28号、財政ビジョンに関する政策提言の詳細については同35号をご覧ください。)

18カ月経済見通し [日本経済]

GDP 6ヶ月予測

景気の転換点

	97年度 (H9年度) 実績			98年度 (H10年度) 予測			99年度 (H11年度) 予測			(単位; 前期比, %)					前回予測 98年度
	97年度	98年度	99年度	98/7-9	10-12	99/1-3	4-6	7-9	10-12	2000/1-3					
実質GDP	-0.7	-1.7	1.0	-0.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3			-0.3		
内需寄与度	(-2.2)	(-2.3)	(0.7)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)			(-0.9)		
内、民需	(-1.6)	(-2.9)	(0.1)	(-0.6)	(-0.1)	(-0.1)	(-0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.3)			(-1.1)		
内、公需	(-0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(-0.0)	(-0.0)	(-0.0)			(0.2)		
外需寄与度	(1.5)	(0.6)	(0.3)	(-0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(-0.0)	(-0.1)			(0.6)		
民間最終消費支出	-1.1	-0.4	0.9	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3			0.9		
民間住宅投資	-21.1	-7.9	-0.4	-4.5	0.7	-0.5	-0.0	0.6	0.4	0.7			-8.3		
民間企業設備投資	0.7	-12.6	-3.1	-3.2	-2.3	-1.3	-0.5	-0.2	0.4	0.8			-7.2		
公的固定資本形成	-7.2	6.8	4.8	8.2	2.9	0.4	2.0	-0.3	0.0	-0.3			1.0		
輸出	9.0	-2.0	2.9	-0.3	1.5	0.8	0.9	0.6	0.5	0.2			-3.8		
輸入	-2.9	-7.8	1.0	1.1	0.8	-0.8	-0.0	0.6	0.7	0.8			-9.6		
名目GDP	0.3	-1.7	0.5	-0.0	-0.0	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2			-0.3		

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。
 見通しの前提：98年度～為替136円、原油13.6ドル/バレル。99年度～為替133円、原油14.3ドル/バレル。公定歩合は0.5%で据え置き。
 公共投資～98年度第2次補正予算（真水4兆円）、99年度補正予算（真水3兆円）。

<主要経済指標>

	97年度			98年度			99年度			(単位, %)					前回予測 98年度
	97年度	98年度	99年度	98/7-9	10-12	99/1-3	4-6	7-9	10-12	2000/1-3					
鉱工業生産 (前期比)	1.2	-7.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.6	-0.2	0.2	0.2	0.4			-5.5		
総合卸売物価 (前年比)	1.2	-0.4	-0.7	-0.3	-0.3	0.5	-0.3	-0.9	-0.8	-0.7			-0.6		
消費者物価 (前年比)	2.0	-0.3	-0.1	-0.3	-0.7	-0.7	-0.4	-0.1	-0.0	0.0			-0.3		
経常収支 (兆円)	12.9	17.3	19.0	17.9	17.6	18.7	19.0	19.5	19.0	18.7			18.6		
(名目GDP比)	(2.6)	(3.5)	(3.8)	(3.6)	(3.5)	(3.8)	(3.8)	(3.9)	(3.8)	(3.7)			(3.7)		
失業率	3.5	4.4	4.7	4.4	4.5	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7			4.4		
住宅着工戸数(万戸)	134	120	121	115	121	120	121	121	122	122			128		

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものであるがその正確性と完全性を保障するものではありません。
 ・本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved