

トピックス

「日本経済の中期展望」

主任研究員：石川 達哉

Email: isikawa@nli-research.co.jp Tel: (03)3597-8420 Fax: (03)5512-7162

要旨

- ① 設備資本の潜在的な収益率は15%と依然高い。ただし、巨額の負債を抱え、土地や金融資産も含めた総資産の圧縮、資本ストック調整の途上にあり、新規設備投資は抑制傾向が続く。
- ② 今後の企業部門の構造調整は雇用面に及び、失業率は5%台に達する。景気が底入れしても、失業率は高止まりし、賃金上昇率も低い。
- ③ 通常の不況期では消費が景気の下支え役を果たすが、将来に対する不透明感の高まりから消費性向が落ち込み、今局面では消費が低迷している。しかし、景気底入れと各種調整の進行とともに消費性向は徐々に回復可能で、トレンドラインへの復帰は2003年度の見込み。
- ④ 財政政策は2000年度以降、中立姿勢に転換。それでも、国と地方の財政赤字は2003年度にGDP比8%程度残り、国債残高は420兆円に達する。経常収支の趨勢は大きく変わらず、GDP比3%の黒字。
- ⑤ 99～2003年度の平均成長率は1.1%にとどまるが、民間部門の自立再生に向けた助走期間と位置づけられる。

1. 総括：望まれる民間部門の再生

今後5年間の日本経済は、引き続き企業のバランスシートや雇用面での調整圧力が残り、実質GDP成長率の期間平均は1.1%にとどまる見込みである。民需の第1の柱である消費は2003年度にかけて消費性向が徐々に回復するが、所得の伸びが低いため増勢は弱い。第2の柱である設備投資は2000年度までストック調整が続いた後、緩やかに増加する。期間成長率は低いが、民間部門の調整が進むことで次の5年間に財政構造改革に着手する素地が少しずつ整うとみられる。

日本経済の中期展望(総括表)

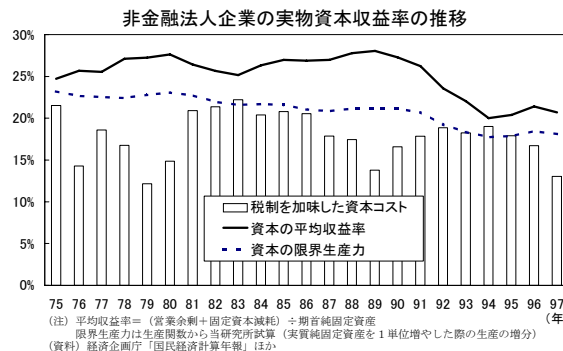
	98年度	99年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	99～2003年度平均
名目GDP	-2.5	-0.6	0.7	1.5	1.9	2.4	1.2
実質GDP	-2.3	0.0	0.7	1.3	1.6	1.9	1.1
民間消費	-0.1	1.2	1.0	1.6	2.1	2.3	1.6
住宅投資	-10.7	2.1	0.8	1.0	1.2	1.5	1.3
設備投資	-13.9	-9.5	0.4	1.5	2.4	3.6	-0.3
政府支出	2.8	4.8	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.9
輸出	-3.4	-0.6	2.1	1.8	1.8	1.9	1.4
輸入	-7.7	0.7	2.8	1.7	2.3	2.6	2.0
財政収支	-7.2	-6.5	-6.3	-5.9	-5.6	-5.3	-5.9
国・地方	-9.8	-9.1	-8.9	-8.5	-8.2	-7.9	-8.5
経常収支	3.3	3.1	3.2	3.1	2.9	3.1	3.1
消費者物価	0.1	-0.5	-0.1	0.2	0.3	0.5	0.1

(注) 前年度比(%)、財政収支・経常収支は名目GDP比(%)

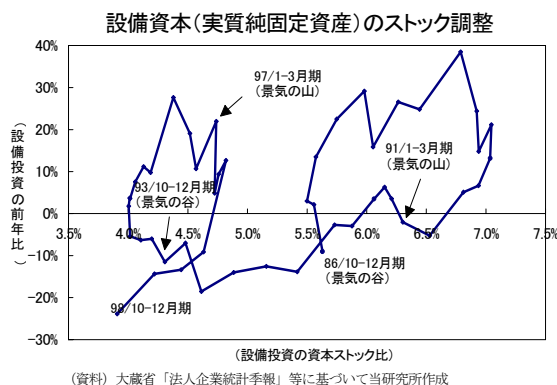
なお、中期展望の出発点となる当面の景気については、①98年度に在庫調整がかなり進捗、②設備投資減少で資本ストック調整が進行中、③大幅増加した公庫融資申し込みから今後の住宅着工増が確実、④消費は低調ながらも耐久財の一部に改善傾向、等から、99年度内に底入れするとみた。当レポートでは、底入れ後の中期的な成長力を見極める際の論点として、①設備投資低迷は資本の潜在的収益率低下によるものか、他の要因によるものか、②消費性向はなぜ落ち込んでいるか、回復するとすれば何年かかるか、③財政政策は積極型を維持するか、中立姿勢や再建路線へ転換するか、を端緒に分析を行い、中期動向を展望した。

2. 設備投資低迷の背景：潜在的収益率は高いが、債務圧縮のため新規投資は抑制

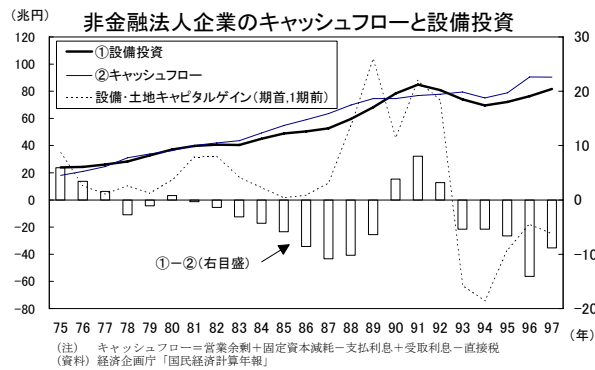
今後の設備投資について、設備資本の収益率が低下しているので回復は見込めないとする見方がある。しかし、以下に述べるように潜在的収益率は依然高く、過剰ストックの調整が終わる2001年度以降には緩やかな回復が予想される。まず、設備資本の収益率実績については、確かに91年頃より低下がみられる。これはバブル期の安易な投資、および、その後の景気低迷に伴う稼働率下落を反映したものと考えられる。しかし、現在は20%に持ち直している。また、経済が正常な成長軌道に戻った際の新規投資の潜在的収益率（限界生産力）は15%（資本減耗分控除後は6%）と推計される。「経済の成熟化（資本ストックの蓄積）による資本収益率の低下」とは認められない。



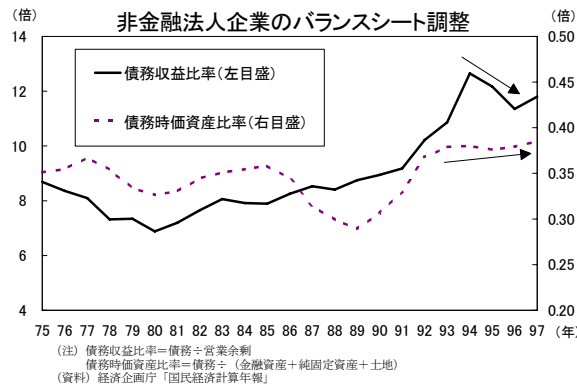
現在の設備投資減少の第1の要因は、景気後退に伴う資本ストック過剰感の高まりである。新規投資の潜在的収益率が低下していないといっても、当面の需要と比べれば生産能力、および、資本ストックは過大である。そのため、企業は既存設備の償却を進め、新規投資を減らしている。中期的な期待成長率が低下している分、前回より谷が深くなり、ストック調整はまだ1～2年続く。



第2の要因は、資産・負債全般にかかわるバランスシート調整圧力である。長期的に見ると設備投資は結果的にキャッシュフローとほぼ同水準で実施されている。借入れ資金の制約はあるものの、資本が正常な営業利益を稼得する限り、自己資金面での懸念は小さい。しかし、近年は巨額のキャピタルロス（91年以降の累計264兆円）が発生し、投資がキャッシュフロー額を下回っている。これは80年代後半に資産と両建てで増やした負債が足枷となっているためと考えられる。



これまでの調整努力により「債務収益比率」は若干改善したが、資産価格下落で「債務時価資産比率」は高止まりしている。そのため、新規の事業や投資に対するリスク許容度が回復していない。この状況から脱却するには、単に設備資本の償却・除却を行うだけでなく、遊休土地や収益率の低い金融資産の売却など資産全般の圧縮を継続し、更にはフローの営業利益から徐々に負債を返済していく他はない。今後、数年間はそうした取組みが続き、設備投資の抑止力となる。設備ストック調整は99～2000年度にかけて目処がつく見込みだが、その後も設備投資の伸びは低位にとどまろう。



Box 1: 資本コスト

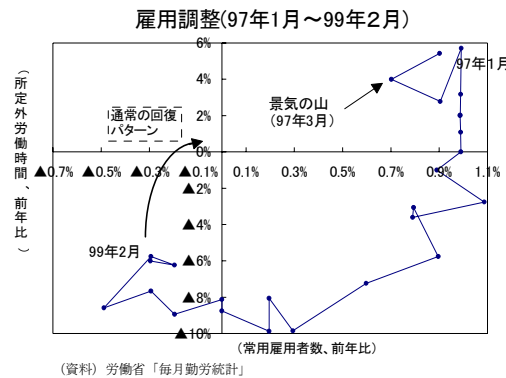
金利のほか資本の減耗分や各種法人税・法定償却制度を加味した投資の機会費用。加速度償却制度の導入や投資税額控除の拡大は資本コストを低下させ、設備投資を促進する効果があるため、注目されている。

また、理論的には、資本コストと資本の限界生産力が一致するため、後者を推計することによって実質金利の均衡水準の目安が得られる。税制要因を省略すれば、前者は実質金利＋資本減耗率に等しい。

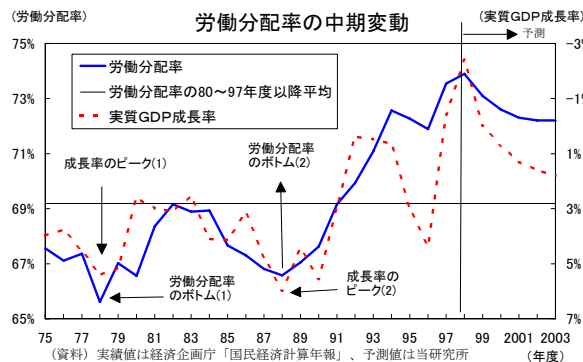
$$\begin{aligned} \cdot \text{資本コスト} &= \{(1 - \text{実効法人税率}) \times \text{金利} + \text{資本減耗率} - \text{固定資産価格上昇率}\} \\ &\quad \times (1 - \text{法定償却による節税効果の割引現在価値}) \div (1 - \text{実効法人税率}) \end{aligned}$$

3. 雇用・所得の調整圧力: 通常の回復パターンを外れ、伸び悩み

短期動向に視点を戻すと、現在は景気の谷の前後に見られる「雇用者数、所定外労働時間ともに減少する」状況にある。通常の雇用循環では、景気底入れとともに「雇用者数は減少するが、所定外労働時間が増加する」回復局面を経て、やがては「雇用者数、所定外労働時間ともに増加する」拡大局面へと移行する。しかし、企業収益との関係を踏まえると、成長率の落ち込みに比べて雇用調整(雇用者数・賃金)は不十分であり、中期的な雇用者数拡大や賃金上昇は抑制されざるを得ない。前述のとおり、企業は債務圧縮に向け収益基盤を強化する必要に迫られており、雇用リストラは続くからだ。



日本経済全体の所得を労働の取り分(労働分配率=1人当たり雇用者所得×雇用者数÷国民所得)と資本の取り分(資本分配率=1-労働分配率)に分けると、平均的には前者が70%、後者が30%である。ただし、不況期には企業が過剰雇用を抱えるために労働分配率が上昇し、好況期には労働分配率が低下するという変動パターンを辿る。今回は景気低迷が従来になく長期化したことで過剰雇用の膨張と企業収益の圧迫(資本分配率低下)が著しい。これまでの労働分配率の上昇幅が大きかった分、今後の回復過程で雇用者数と賃金の上昇が抑えられ、所得分配は企業に多めに振り向けられよう。定期昇給等で十分な賃金抑制ができなければ雇用者の数は増やせない。その場合、失業率はさらに上昇して5%台に乗り、景気底入れ後も高止まりする見込みである。



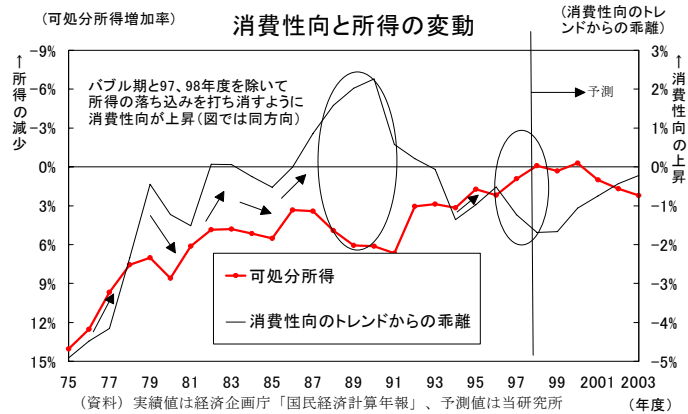
雇用の中期展望

年度	98	99	2000	2001	2002	2003
就業者数	6479	6412	6410	6413	6418	6423
雇用者数	5343	5308	5314	5348	5381	5411
失業率	4.3%	4.9%	5.2%	5.2%	5.2%	5.3%

(単位) 就業者・雇用者は万人

4. 消費性向の回復可能性：遅くとも2003年度までにトレンドラインへ復帰

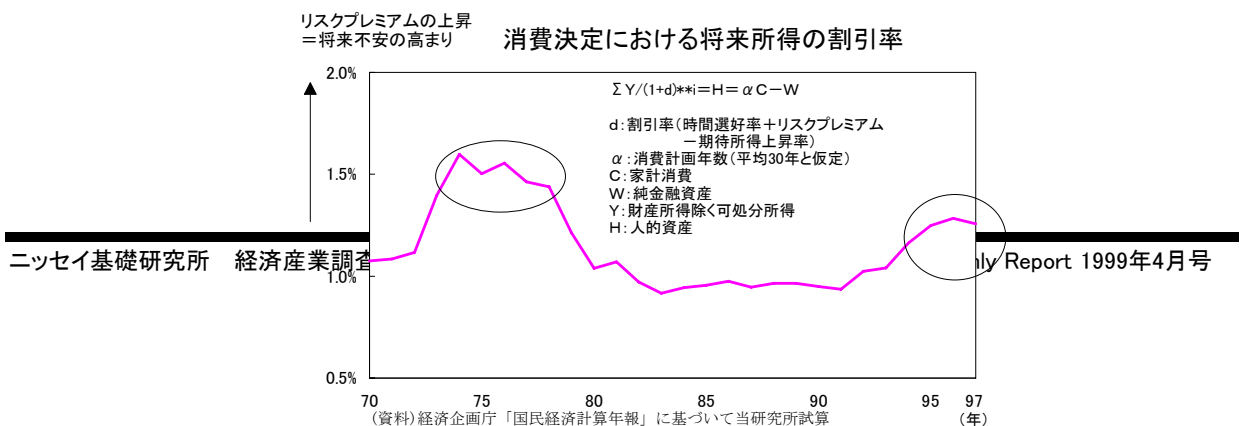
通常の景気後退期では、消費性向が上昇し、消費が景気下支え役となる。消費と貯蓄の選択は長期的な所得や資産形成と不可分であり、突き詰めれば生涯にわたる時間視野の中で決定されるべきものである。所得減少が景気循環に伴う一時的なものという認識の下では、所得が減少する程には消費水準は落とさないのが合理的であり、結果として消費性向が上昇するのである。こうした消費の安定傾向は「慣習効果」とも呼ばれているが、97年以降の局面ではその力が働かず、むしろ消費



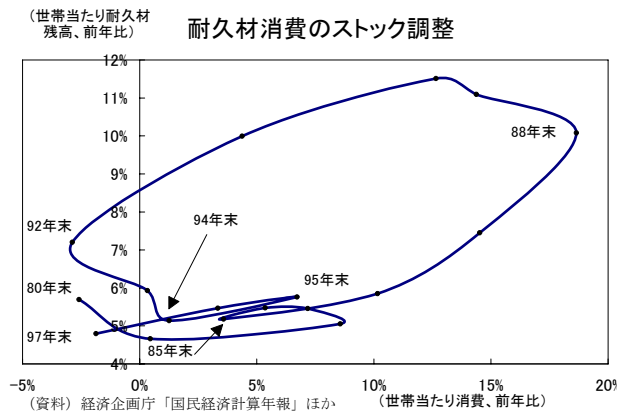
性向は大きく落ち込んだ。雇用・所得面での将来不安が一気に高まったことが原因とみられる。

背景にあるのは、第1に、度重なる景気対策にも関わらず実質GDP成長率が戦後初めて2年連続のマイナスとなったこと。第2に、大手銀行の経営破綻で金融システム不安が高まったこと。第3に、高齢化の進展に伴って本来ならば抜本的に見直されねばならない税制・社会保障制度の改革が遅々としていること、である。将来に対する不透明感の高まりから景気後退期に消費性向が低下するという現象は第一次石油危機後にもみられ、消費決定の際に将来所得を現在価値に換算する際の割引率（うち、リスクプレミアム）の上昇が共に観察される。

石油危機時には消費性向がトレンドラインに復帰するまで、景気の谷から約4年かかっている。この間にリストラが進み、不安感が少しずつ解消したと考えられる。今回は99年に景気底入れし、経済・金融の再生に向けた取組みが進行すれば、遅くとも2003年度までに消費性向が回復することは十分可能である（消費性向：97年度87%→2003年度90%）。因みに、消費性向1%の上昇で消費1.1%、実質GDP0.7%（波及効果も含めれば1.1%）が押し上げられる。



買い替えサイクルの観点からも消費性向回復の環境は整いつつある。消費飽和論が見られるようにこれまで耐久材の買い控えが続いてきた結果、耐久財ストックの伸びは歴史的な低水準にある。将来所得への不安から企業の設備ストック調整と同様に調整の谷は深くなっており、フローの新規購入額は期首ストックのうち年率15%の減耗によって失われる分をわずかに上回る程度である。換言すれば、買い替え分だけでも現状程度の需要は続き、不安心理さえ解消されれば新規需要拡大が見込める。即ち、耐久財に対する潜在的需要はむしろ高まっていると見られる。



消費（＝可処分所得×消費性向）を決定するもう一方の要因である所得環境に関しては、改善は乏しい。まず、可処分所得の中核をなす雇用者所得に関しては、雇用者数拡大・賃金上昇ともに期待できない。雇用者所得増加率（雇用者数増加率+1人当たり雇用者所得増加率）は1%程度と見られる。また、雇用者所得に課される税・社会保障負担は、景気と財政の制約から、負担増・負担減のいずれにも変更しにくい状況にある。すなわち、①現在の特別減税がそのまま恒久化することは困難であり、また、②中堅以下の所得階層では税より社会保障負担の方が重いという状況も続く。取組みは先になるとみられるが、改革の方向性として現役労働者の負担を軽減すべく「社会保険料から税へ」「直接税から間接税へ」のシフトについて国民的議論の気運が高まろう。

99年の片稼ぎのサラリーマン世帯(4人家族)の税・社会保険料負担

(万円)	給与収入	社会保険料	定率減税なしの場合			定率減税後			定率減税効果		
			所得税	住民税	税計	所得税	住民税	税計	所得税	住民税	税計
300	30.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
400	40.9	1.5	2.4	3.9	1.2	2.0	3.3	-0.3	-0.4	-0.7	
500	51.1	8.5	5.9	14.4	6.8	5.0	11.8	-1.7	-0.9	-2.6	
600	61.3	15.5	9.4	24.9	12.4	8.0	20.4	-3.1	-1.4	-4.5	
700	71.5	22.8	16.1	39.0	18.3	13.7	32.0	-4.6	-2.4	-7.0	
800	81.8	30.8	24.1	55.0	24.7	20.5	45.2	-6.2	-3.6	-9.8	
900	92.0	44.6	32.1	76.7	35.7	28.1	63.8	-8.9	-4.0	-12.9	
1000	98.5	61.3	40.4	101.7	49.0	36.4	85.5	-12.3	-4.0	-16.3	
1100	102.3	79.5	49.6	129.1	63.6	45.6	109.2	-15.9	-4.0	-19.9	
1200	106.0	97.8	58.7	156.5	78.2	54.7	132.9	-19.6	-4.0	-23.6	
1300	109.7	123.7	74.5	198.1	98.9	70.5	169.4	-24.7	-4.0	-28.7	
1400	113.4	141.9	86.3	228.3	116.9	82.3	199.3	-25.0	-4.0	-29.0	
1500	117.1	166.8	98.2	265.0	141.8	94.2	236.0	-25.0	-4.0	-29.0	

(注) ①社会保険料は厚生年金・政管健保・雇用保険を想定
②住民税は所得割(標準税率)

以上のとおり、消費性向は徐々に回復するが、可処分所得の伸びが低いいため、消費の増勢は緩やかなものである。

5. 財政政策の変更：中立型に戻るが、再建路線への転換は困難

景気対策による公共投資の拡大、減税等で98年度の国と地方の財政赤字（旧国鉄債務継承分26兆円を除く）は名目GDP比10%の48兆円、国債残高は300兆円に達したと見られる。99年度には政府債務のGDP比はイタリアを抜いて先進国最高の120%超となる見込みである。しかし、95、96年の景気回復の後、97年度に一気に財政再建を進めようとして深刻な景気後退につながったこともあり、当面は景気への配慮から急激な財政再建策は取りづらい。国の一般会計予算は99年度も景気支持型の内容であり、引き続き巨額の赤字と国債発行は免れない。

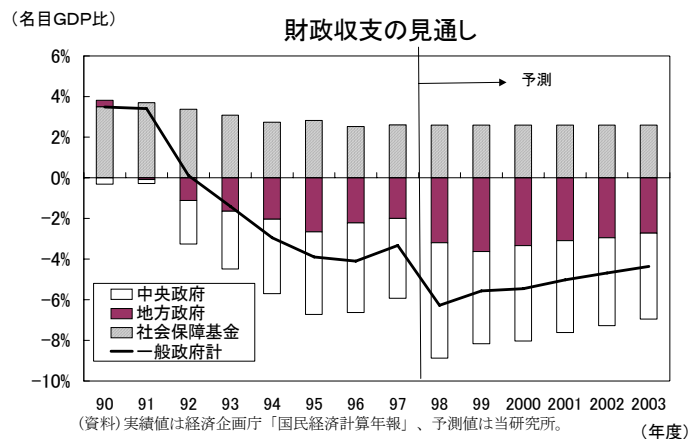
他方、財政赤字をいつまでも放置すれば、金利上昇を招くだけでなく、国債費が膨らみ財政運営を硬直化させてしまう。また、公需の下支えがなくなると景気が再失速するなど、民間部門の自立再生を却って遅らせてきた可能性もある。景気が底入れし、民需が自律的に回復してくれば、財政政策は中立型に戻される公算が高い。

国の一般会計の中期展望

年度		99	2000	2001	2002	2003
歳出	国債費①	19.8	18.3	18.4	19.1	19.9
	利払い	11.1	11.2	11.5	11.8	12.3
	整理基金繰入	4.7	5.5	5.9	6.3	6.8
	その他	4.1	1.6	1.0	1.0	0.8
	地方交付税②	13.5	14.9	15.7	15.8	16.0
	一般歳出③	48.5	46.9	46.9	46.9	46.9
	社会保障関係	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
	公共事業関係	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
	その他歳出	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
	決算不足補填	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
計(①+②+③)	81.9	80.1	81.0	81.8	82.9	
歳入	税収④	47.1	46.9	48.5	49.5	50.2
	その他収入⑤	3.7	2.8	3.0	2.9	2.9
	公債金収入⑥	31.1	30.4	29.6	29.4	29.8
	計(④+⑤+⑥)	81.9	80.1	81.0	81.8	82.9
	プライマリーバランス(④+⑤-②-③)	-11.2	-12.1	-11.2	-10.3	-9.8

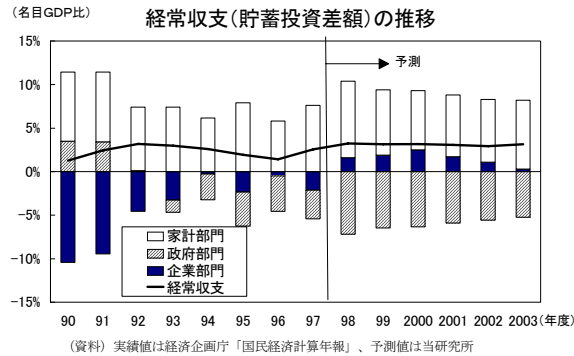
(資料) 大蔵省「中期財政試算(99年1月)」等に基づいて当研究所試算

緩やかな景気回復の中で財政政策は中立型に戻るという前提でも、5年後のプライマリーバランスは黒字に転換しない。国と地方を合わせた赤字はGDP比8%程度残り、国債残高は420兆円に達する。なお、2008年頃から団塊世代が引退年齢に達し、社会保障部門の収支悪化は必至である。財政構造改革先送りのタイムリミットは2005年頃であろう。それまでに民間部門が再生し、経済が正常軌道に戻っていなければ改革実行は危い。今後5年間はその足場固めの期間である。

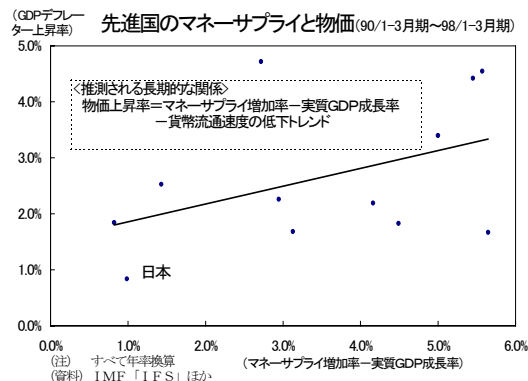


6. 構造変化ない経常収支：GDP比3%前後の黒字が続く

経常収支を部門別貯蓄投資バランスから展望すると、足元では企業部門が投資減から貯蓄超過に転じた見込みである。2000年度以降は政府赤字が縮小する一方、消費が緩やかに回復する家計部門と企業部門の貯蓄超過が縮小する。したがって、経常収支はGDP比3%前後の黒字が続く。趨勢変化は、団塊世代引退に伴う家計貯蓄率低下と財政赤字拡大が予想される2010年前後である。



貿易面からみると、輸出・輸入ともに2000年度以降緩やかに拡大する見込みである。輸出を規定する①価格要因(物価と為替)、②所得要因(海外景気)のうち、国内物価(後述)・為替ともに大きな変動要因が見当たらないことから、実質為替レート下落による輸出拡大は見込み難い。他方、海外景気に関しては、減速中の欧州経済が2000年度からは回復に向かい、再建途上のアジア経済もマイナス成長から脱すると見られる。高成長を続ける米国経済は中期的には3%弱の持続可能なペースに減速し、世界経済全体としては徐々に成長率が高まるという程度であろう。輸出は主として所得要因で拡大するが、景気を牽引する力には乏しい。また、内需回復に伴う輸入増大で、経常収支は大きく変わらない。なお、物価に関しては、実需の回復によって下落状況を脱し、安定傾向を持続する。物価とマネーサプライは長期的には比例関係にあり、金融機関の不良債権処理と自己資本比率改善のため貸出抑制が中期的に続き、マネーサプライの伸びは低位にとどまるとからである。



以上の分析・展望を踏まえて日本経済の中期動向を要約すると、「構造調整下での回復」となる。重要なのはこの期間に民間部門の自立再生を進めることである。調整を先送りすれば成長率は一時的に上がるが、制約要因が残って中長期的成長力を損なう。本格的な高齢社会の到来も間近に迫っており、公需依存の成長パターンを脱却し、財政構造改革への足場固めをすることが必要だ。