

中期経済見通し

「デフレ経済からの脱却」

中期経済見通しチーム

E-mail : haji@nli-research.co.jp Tel: (03)3597-8471 Fax: (03)5512-7162

要旨

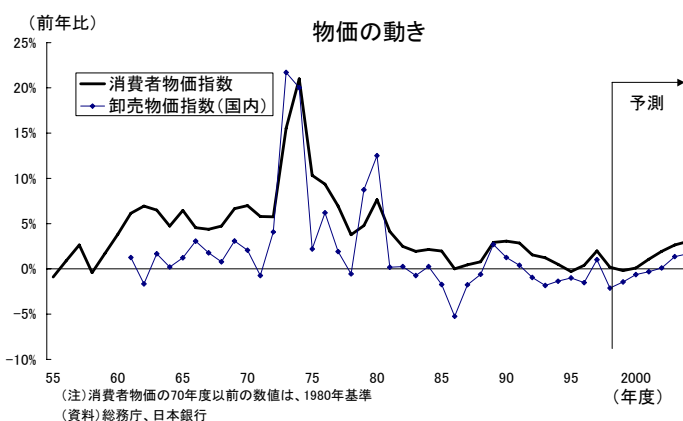
- ① 財政政策による景気下支え、金融緩和が継続されれば、21世紀初めの日本経済はデフレ基調を脱却するだろう。物価は1990年代の超安定基調から上昇基調に転じて2004年度には消費者物価上昇率が3%程度となり、経済成長率は実質で2%、名目では4%程度となる。
- ② アジア経済、欧州景気の改善など明るい材料もあるが、米国経済の減速は必然で、株価の大幅な下落などの場合には、米国はマイナス成長に陥る危険もはらんでいる。
- ③ デフレ基調の脱却後も日本経済は力強い成長は難しい。老後に備えて家計が消費を抑制して貯蓄していることが経済不振の根底にあり、問題解決には貯蓄抑制の明確な戦略が必要である。

1. デフレ基調を脱する日本経済

景気は99年春頃から回復基調にあるものの、バブル崩壊後日本経済は長期にわたる不振が続いている。財政政策による下支えや金融緩和の継続によって21世紀初めの日本経済は、デフレ基調を脱却するだろう。しかし日本経済は根底に高齢化途上で家計が現在の消費を抑えて老後に備えることから生じる「貯蓄超過＝需要不足」という本質的な問題を抱えている。このため日本経済は最悪期を脱しても回復力は弱く、内需の低迷が続くだろう。

バブル崩壊後の日本経済の大きな特徴は、物価の超安定基調である。円高基調による輸入物価の下落もあって、経済の不振と物価の下落基調が続く「デフレスパイラル」ではないかとの論争も巻き起こった。しかし、中期的に財政政策による下支えと金融緩和が続けられることによって、物価は下落基調を脱し、日本経済はデフレ基調を脱却するだろう。物価上昇は名目所得増加によって資産価値の上昇を引き起こし、不良債権問題を緩和し

て企業部門の回復を促進する。しかし、その一方で物価上昇は金融資産の目減りを引き起こし、家計が貯蓄の目減りを補おうとして消費を抑制する恐れもある。企業のリストラクチャリングの動きは、失業率の上昇や賃金の低迷の形で現われ、所得面からも消費が抑制されるだろう。こうした中で経済が成長を取り戻すには、困難な課題ではあるものの日本経済の長期的不振の根底にある貯蓄超過問題に取り組むしかない。

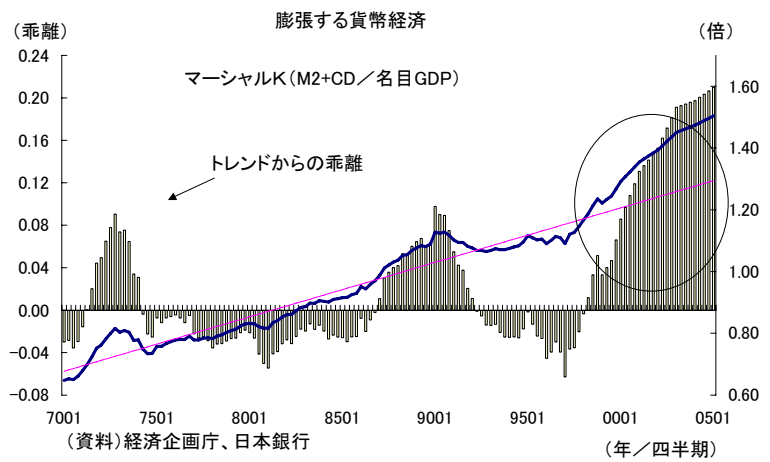


2. 経済の動向を決める要因

(1) ゼロ金利政策～上昇基調に転じる物価

バブル崩壊後、財政政策とともに金融緩和による景気刺激が続けられてきた。95年9月以来公定歩合が史上最低水準の0.5%に据え置かれたままであるのに加えて、99年2月以降は短期市場金利をゼロに誘導する「ゼロ金利政策」を行って金融緩和を強めている。さらに日銀は10月13日の政策決定会合で、短期国債の買い切りオペレーションを導入するなど、追加的な金融政策手段の整備を行った。財政政策による景気の下支えが続けられ、財政赤字の持続と日銀の緩和的な金融政策によって、マネーサプライは名目GDPをかなり上回る増加を続けるだろう。

マネーサプライとGDPや物価など経済変数の間には長期的な関係がある。マネーサプライの増加だけが長期に続くことはなく、いずれ物価やGDPに影響が波及する。バブル崩壊直後にはマネーサプライが経済規模に比べて小さいという状況になった。不良債権の存在を考慮しても現在では状況はかなり改善されている。今後も緩和的な金融政策が続けば、マネーサプライは経済規模に比べ相対的に



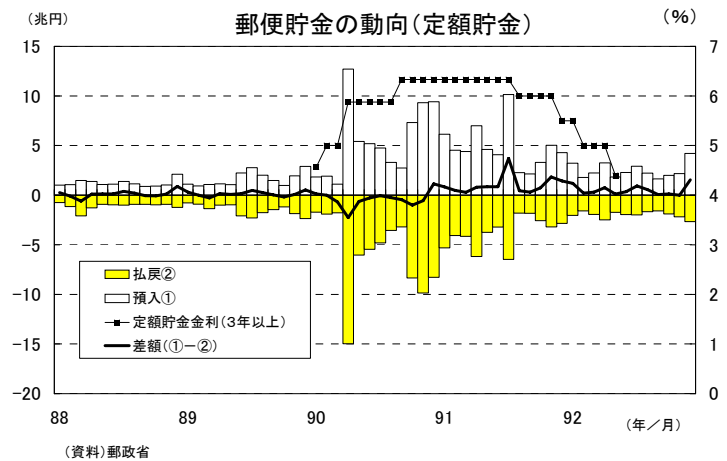
速く拡大を続けることになる。金融緩和が実質GDPの伸びにつながることを望ましいが、企業が収益重視へと変化する中では、投資の拡大などよりは価格の引き上げが起る可能性が高く、むしろ物価上昇によってマネーと名目GDPの関係が調整されるだろう。

日本経済は、円高の影響もあって物価が下落気味となるデフレ基調だが、ゼロ金利政策の効果でこれを脱し、2004年度には消費者物価は3%程度の上昇率となるだろう。企業の資金需要の低迷や金融システム不安の下で、マネタリーベースとマネーサプライの比である信用乗数は低下しているが、経済が回復する過程で信用乗数が改善し、マネーサプライが予想外の高い伸びを示す可能性もある。こうした急激なマネーサプライの伸びを少しでも抑制するために、今の時点で金融政策の効果をより高めるような準備預金制度の変更も検討しておくべきであろう。

不良債権問題の本質は、企業の負債に対して資産の生み出す収益が足りあわないことにある。負債金額は固定されているが、物価の上昇により収益は名目で増加するため、負債と収益のバランスが改善して、不良債権問題を緩和し景気の回復をもたらす。物価上昇によって、日本全体では負債と資産価値のバランスを取り戻すことができる。企業の損失は最終的には家計部門の富の減少という形で負担しなくてはならないことは確かだが、物価上昇により生じる資産の目減りという負担の分担が、社会的に望ましいという保証はない。実物資産が少なく資産構成が物価上昇による影響を受けやすい低所得者層では影響が大きく、第一次石油危機時のように低所得層ほど消費をより強く抑制する要因になる恐れもある。高齢化に向けた不安が解決されない状況下では、家計が物価上昇で目減りした貯蓄を補おうと消費を抑制する効果も無視できない。

(2)郵便貯金の2000年問題

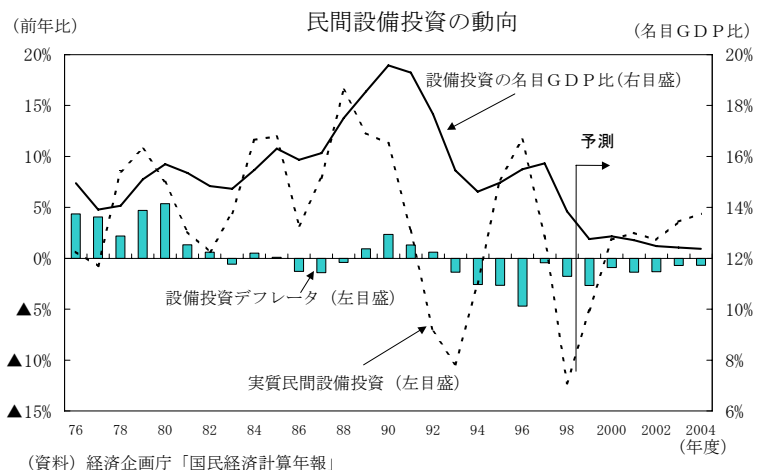
2000年春以降になると90年4月から91年末にかけて預け入れられた定額貯金が大量に満期を迎える。財政投融资制度改革によって、郵便貯金の財政投融资制度への預託が廃止されることと合わせて、市場金利への影響が懸念されている。しかし、満期を迎えた資金が大量に流出する可能性は低く、財政投融资制度改革も経過措置を講じながら実施されることから、金融市場に大きな影響を与える恐れは少ないと考えられる。



満期を迎える大量の貯金は家計消費を刺激する可能性がある。定額貯金は満期時に元利がまとめて支払われるので、家計は毎年計算上発生している利子がどれくらい良く認識していないで消費や貯蓄を行っている。2000、2001年度に満期を迎える定額貯金は元本が60兆円程度、利子は40兆円以上と推計される。低金利下の現在では高金利時代の利子が一括して支払われる定額貯金は家計には予想外に大きい収入と感じられるだろう。約100兆円と推計される満期時の元利合計のほとんどが再び貯蓄に回るだろうが、この一部が消費に回っただけで、GDPを大きく押し上げることになる。財産所得が消費に結びつくまでには時間的な後れがあることや、満期の構成を考えると、消費押し上げ効果が最も大きくなるのは、2001年度であると考えられる。景気の回復力が弱い中では、こうした特殊な要因が成長率の波を形作ることになるだろう。

(3)過剰設備問題の行方

日本経済全体の生産能力と現実の経済活動レベルの差であるGDPギャップは99年度はGDPの7%程度にも及ぶ。このように大きなギャップの原因には、景気の落ち込みもある。しかし1980年代後半のバブル期には、民間企業設備投資の名目GDP比が高度成長期並みの20%近くに達しただけでなく、それ以前から日本企業が過剰投資体質だったという問題に起因するところも大きい。日本企業が収益力を強めるためには、右肩上がりの経済を前提にした横並びの投資スタイルを変えて、各企業が戦略的に投資を選別することが必要であり、このために経済全体に占める投資の比率が低下傾向をたどるだろう。既存の設備は時間とともに償却されていくが、過去の平均的な償却スピードでは設備が適正な水準に戻るには長期間を要し、中期的に投資が抑制される要因となるだろう。



2. 中期的な経済の姿

(1) 世界経済：米国の株価調整が最大のリスク

通貨危機で混乱が続いていたアジア経済はようやく立ち直りの様子を見せている。1980年代のような高成長の再現は難しいものの、再び安定的な成長を遂げることは可能であろう。1999年のユーロ導入後低迷してきた欧州経済にも回復の動きがみられる。ポンドのユーロ参加は遅れて2004年頃となると見込まれるものの、欧州経済はさらに拡大を続けるだろう。米国経済は、株高による海外資金の流入でドル高となり、ドル高がインフレを抑制し低金利を呼び、低金利が株高を支え消費の拡大を呼ぶ好循環が続いてきたが、この間に家計貯蓄率が低下、経常収支赤字が拡大するという副作用を呼んだ。1980年代に比べて財政収支が改善しているなど経済政策の余地

が飛躍的に拡大しており、大きなマイナス成長は回避できると可能性が大きい。減速は避けられない。米国に向かっていった世界の資金が逆流するなどのケースでは、株価が大幅に調整する恐れもあり、米国経済がマイナス成長に陥るばかりでなく、日本経済にも大きな影響を与えよう。

日本経済に対する外的リスク：米国景気急減速

米国株価30%下落の米国経済への影響

	2000年の米国経済予測		差
	株価下落がない場合	株価30%下落の場合	
民間消費	1.9	-1.4	-3.3
内需	2.2	-2.1	-4.3
輸入	4.9	-4.7	-9.6
実質GDP	2.3	-0.6	-2.9
失業率	4.4	5.0	0.6
家計貯蓄率	2.5	4.2	1.8
経常収支(名目GDP比)	-3.2	-1.5	1.7
消費者物価	2.3	1.8	-0.6

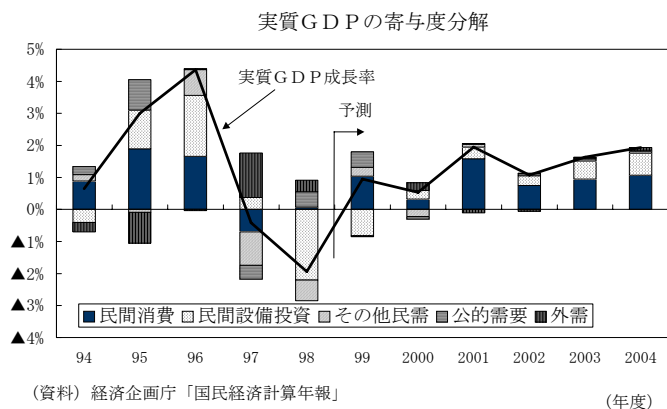
(注) すべて%表示。失業率・家計貯蓄率・経常収支のGDP比は水準、他は前年比

が飛躍的に拡大しており、大きなマイナス成長は回避できると可能性が大きい。減速は避けられない。米国に向かっていった世界の資金が逆流するなどのケースでは、株価が大幅に調整する恐れもあり、米国経済がマイナス成長に陥るばかりでなく、日本経済にも大きな影響を与えよう。

(2) 日本経済：解消しない大幅な財政赤字と経常収支黒字

財政金融政策の効果から日本経済はバブル崩壊による危機を切り抜け、回復に向かうだろう。しかし、不良債権問題や過剰設備問題の処理のためには様々な調整を迫られるなど、景気の足を引っ張る要因が多い。人口高齢化の進展で貯蓄超過問題の改善が顕著になるのは2010年以降であり、21世紀はじめの段階では基本的に経済は需要不足で経常収支は名目GDPの2%を上回る黒字が続くと見込まれる。供給面からみた日本経済の潜在的な成長力は2%程度を維持し続けるものの、中期的に需要の伸びが弱く実現される経済成長の経路は特殊要因に影響されてギクシャクしたものとなろう。99年度は財政金融政策による景気刺激が効果をあげ経済は底を打つ形となろう。しかし、2000年度には米国経済の減速や財政刺激がピークを越えることによって、景気は再びやや減速すると考えられる。2001年度には郵貯の満期の影響で消費が刺激され消費

中心に経済成長率が高まろう。予測期間の後半になると物価が緩やかに上昇しはじめ、収益が改善し不良債権問題が徐々に緩和に向かうなかで、設備投資の伸びが出てくるだろう。



企業のリストラチャリングが進展する過程では、失業率が上昇し人件費が抑制されるなど家計所得の伸び悩みをもたらすため、消費は大きな伸びを実現することはできない。現状の過剰設備の解消と企業の収益改善のためには、日本経済全体として企業の設備投資の名目 GDP 比が低下する必要がある、設備投資は中期的に抑制されるだろう。しかし、成長分野では活発な投資が行われるだろう。特に情報関連投資の価格の大幅な低下が今後も期待でき、実質では設備投資は相応の伸びを示すと見込まれる。

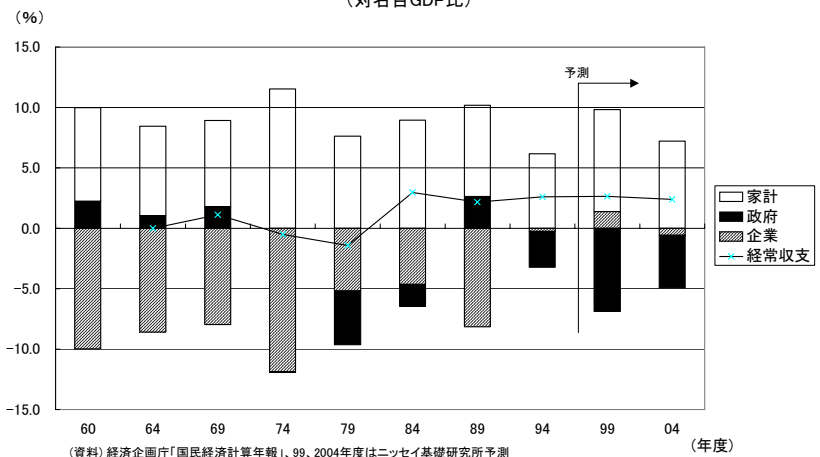
21世紀初頭に財政赤字は日本経済の大きな問題として残る。物価上昇率の高まりや企業収益の改善により税収は伸び、財政赤字の名目 GDP 比は 1999 年度をピークに緩やかに低下する。しかし、債務の累積を止めるにはこの程度の財政バランスの改善では不十分である。財政収支改善のためには増税や大規模な歳出削減が必要だが、赤字縮小を急げば対外黒字が膨張するとともに経済は再びデフレ基調に陥る危険が大きいというジレンマに陥るだろう。金融政策はマネーサプライの伸びを高め維持する緩和的な政策が継続されることを仮定した。景気の回復や金融システムの回復によって、マネーサプライが予想外に高い伸びを示す可能性もある。しかし、景気回復力は弱く強い金融引き締めは難しいため、こうした場合には予測期間の最終段階に 1990 年代とは逆に、インフレ的な経済となる恐れもある。

4. デフレ脱却後の課題

デフレ経済からの脱却は、経済が再び安定した成長経路に簡単に戻れることを意味しない。日本経済は高齢化の途上にあつて、全体としては家計部門が老後に備えて現在の消費を抑制して貯蓄に励むという姿をしている。高度成長期の日本経済は民間投資が家計の貯蓄を吸収して余りあった。しかし、経済が安定成長に移ると投資機会は縮小して貯蓄超過が明らかになり、財政部門が赤字を維持しないと経済がバランスしないという状況になった。1980 年代後半の経済政策は、「民活」などと呼ばれたように民間投資を刺激して、財政赤字を縮小しながら対外黒字の拡大を防ぐなど、経済のバランスを維持しようとしたと理解できる。企業の投資の拡大は家計の貯蓄を吸収し国際収支の黒字を縮小して、需要の拡大から高成長をもたらした。しかし、最終的には企業の投資は期待した収益が達成できず不良債権と化して、需要不足の問題を更に悪化させてしまった。

1990 年代はバブル崩壊後の経済問題も含めて再び財政赤字拡大で対処してきた。これから脱却するためには、明確な経済戦略が必要である。過去の政策の反省に立った長期的な高齢者社会への経済構造変化と整合的な問題解決の道は、貯蓄の縮小ではないか。高齢者の雇用による収入確保と就労不能な高齢者への生活の保障、介護保険制度の円滑な運用などによって、現在の家計が老後に対して消費の抑制で対応しなくても良い社会経済制度を確立することが、日本経済の長期的な安定成長に必要なものであると考える。

部門別の貯蓄投資バランス
(対名目 GDP 比)



日本経済の中期見通し結果

(前年度比、%。ただし、<>内は実質GDP成長率への寄与度)

	1998年度 実績	1999年度 見込み	2000年度 予測	2001年度 予測	2002年度 予測	2003年度 予測	2004年度 予測	99/95	2004/99
名目国内総支出(名目GDP)	▲2.1 (494.5)	0.2 (495.7)	0.0 (495.9)	2.3 (507.3)	2.3 (518.9)	3.4 (536.5)	4.0 (558.1)	0.3 0	2.4 0
実質国内総支出(実質GDP) (兆円)	▲1.9 (478.4)	1.0 (482.9)	0.5 (485.5)	1.8 (494.1)	1.1 (499.6)	1.6 (507.7)	1.9 (517.4)	0.7 0	1.4 0
国内需要	▲2.3	1.0	0.3	1.9	1.2	1.6	1.9	0.3	1.4
国内民間需要	▲3.5	0.6	0.5	2.3	1.5	2.0	2.3	0.2	1.7
民間最終消費支出	0.1	1.8	0.5	2.3	1.4	1.6	1.8	0.9	1.5
民間住宅投資	▲10.7	6.2	▲3.7	1.3	0.9	1.2	1.3	▲4.1	0.2
民間企業設備投資	▲12.3	▲5.1	1.8	2.5	1.8	3.6	4.4	▲1.3	2.8
国内公的需要	2.8	2.7	▲0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.8	0.0
政府最終消費支出	0.4	0.3	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	0.7
公的固定資本形成	6.1	4.9	▲1.4	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	0.6	▲0.7
財・サービスの純輸出	<0.3>	<▲0.0>	<0.2>	<▲0.1>	<▲0.0>	<0.0>	<0.1>	<0.4>	<0.0>
財・サービスの輸出	▲3.6	3.5	5.0	2.1	2.0	2.7	3.0	4.2	3.0
財・サービスの輸入	▲7.3	4.6	4.0	3.4	2.9	3.1	3.2	0.9	3.3
国内卸売物価	▲2.2	▲1.4	▲0.6	▲0.3	0.1	1.4	1.7	▲1.0	0.4
消費者物価	0.2	▲0.1	0.1	1.1	1.9	2.7	3.1	0.6	1.8
失業率	4.3	4.9	5.3	5.1	4.7	4.5	4.3	4.0	4.8
経常収支 (兆円)	15.2	13.2	13.4	13.2	13.1	12.7	13.3	12.1	13.1
(名目GDP比)	3.1	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5

(資料) 実績値は、経済企画庁「国民経済計算年報」、総務庁「物価統計月報」、日本銀行「金融経済統計月報」「国際収支統計月報」総務庁「労働力調査報告」他

海外経済の予測

	米 国							英 国							ユーロ地域(EMU加盟11ヶ国)						
	(実績)1998	(予測)1999	(予測)2000	(予測)2001	(予測)2002	(予測)2003	(予測)2004	(実績)1998	(予測)1999	(予測)2000	(予測)2001	(予測)2002	(予測)2003	(予測)2004	(実績)1998	(予測)1999	(予測)2000	(予測)2001	(予測)2002	(予測)2003	(予測)2004
名目GDP	5.5	4.9	4.4	3.4	4.3	4.6	4.8	5.0	3.7	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.7	4.1	4.4	4.4	4.7	4.8
実質GDP	4.3	3.5	2.3	1.3	2.1	2.3	2.4	2.2	1.6	2.1	2.2	2.0	1.9	1.9	2.7	1.8	2.2	2.3	2.2	2.4	2.4
家計消費	4.9	5.0	1.9	1.7	2.1	2.3	2.4	3.3	3.4	2.3	1.7	1.4	1.3	1.2	2.9	2.1	1.4	1.7	1.8	1.9	2.0
住宅投資	9.2	6.7	-4.2	-9.6	-0.1	2.8	3.8	9.9	5.4	2.2	3.0	2.9	2.7	2.6	4.3	4.6	2.8	2.7	2.7	3.1	3.2
設備投資	12.7	9.1	3.4	0.4	2.3	3.2	3.7														
政府支出	1.7	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	3.0	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	1.3	1.6	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
在庫投資	0.1	-0.2	0.4	0.0	0.3	0.2	0.3	0.0	-0.6	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1
輸出	2.2	2.7	6.9	5.5	5.6	5.6	5.6	2.0	0.4	2.1	4.7	4.6	4.5	4.5	6.3	2.2	7.4	7.8	7.4	8.0	8.1
輸入	11.6	11.8	4.9	2.8	5.2	6.0	6.4	8.4	5.3	4.2	4.6	4.1	4.0	4.0	8.5	4.5	7.4	7.6	7.2	8.0	8.1
卸売物価	-0.9	1.6	1.7	1.6	1.5	1.5	1.6	0.5	1.3	2.4	2.7	2.8	2.9	2.9	-	-	-	-	-	-	-
消費者物価	1.6	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4	2.7	2.3	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	1.1	1.1	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0
経常収支	-2.5	-3.4	-3.2	-2.6	-2.4	-2.4	-2.3	0.0	-0.6	-1.3	-1.5	-1.5	-1.6	-1.7	1.1	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5

(注) すべて%表示。在庫投資は寄与度、経常収支は名目GDP比、他は前年比。英国・ユーロ地域の設備投資、住宅投資欄は総固定資本形成
(資料) 実績値は米国商務省、英国国家統計局、欧州中央銀行。予測値は当研究所

中期経済見通しチーム：櫛、石川、小本、山田、斎藤、矢嶋、久保（達）