



Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

日本経済の中期展望～二兎を追う政策運営を

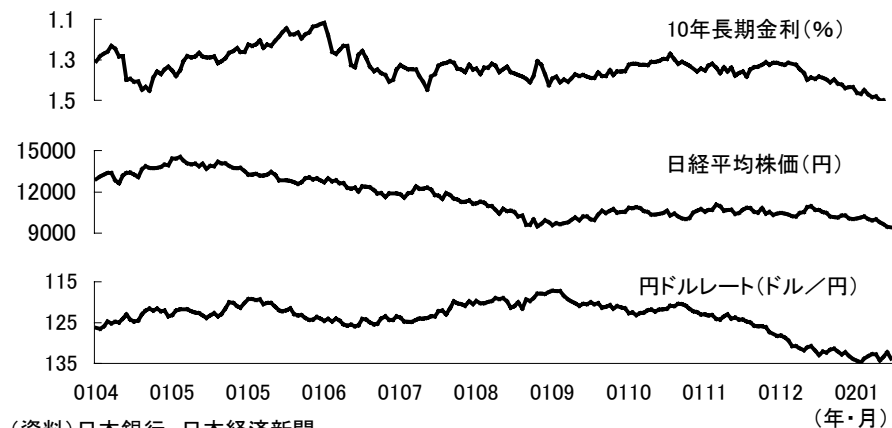
<日本経済>

1. 鉱工業生産の急速な下落から基調の変化が見られる。雇用環境の悪化による消費の低迷や設備投資の減少が続くことは避けられない。
2. 金融市場はトリプル安の様相を呈しはじめている。金融市場の不安定化を招く事態に至れば、政府は金融機関への公的資金の注入などの思い切った緊急措置を迅速に取るべきだ。

<今週の焦点：日本経済の中期展望>

1. 経済財政諮問会議の中期展望では、2004年度にはデフレから脱却できるとしている。この楽観的と見られる前提でも財政赤字の削減は容易ではない。歳出削減による財政赤字の削減には限界があり、将来は増税が避けられないだろう。
2. 日本経済は現在の景気不振と将来の貯蓄不足の両方の問題を解決するために、二兎を追う経済政策運営が求められている。

足もと懸念される日本市場のトリプル安



チーフエコノミスト 樋 浩一(はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

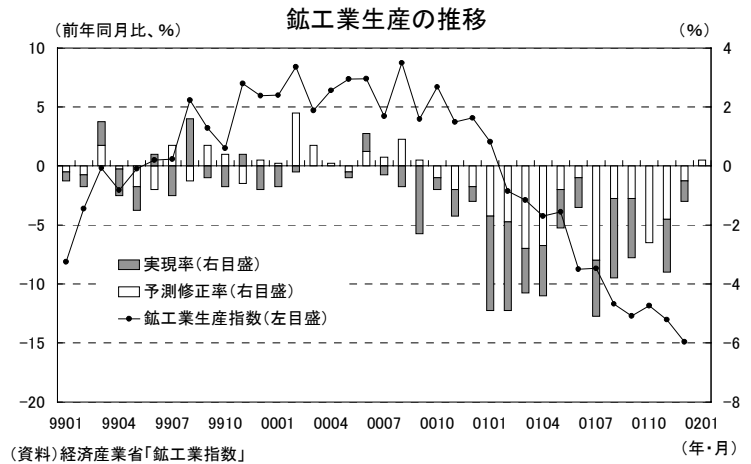
ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

< 日本経済の動き >

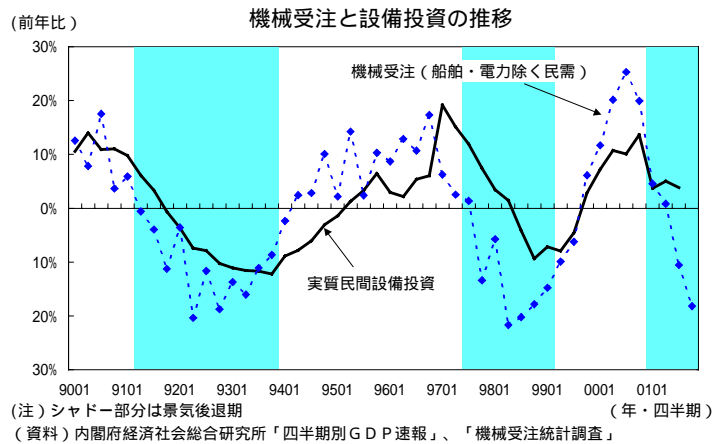
基調の変化が見られる生産

10-12 月期の鉱工業生産指数は、前期比 2.3%と4 四半期連続の大幅なマイナスとなったものの、12月の生産は前月比2.1%の増加となり、製造工業生産予測調査でも1月、2月と引き続き増加が見込まれているなど、これまでの急速な減少基調が変化を見せている。製造工業の実現率・予測修正率は依然下方修正の傾向にあるが、1月の予測修正率は16ヶ月ぶりにプラスとなるなど変化の兆しも見える。



在庫率指数は依然高水準にあるものの、在庫指数は5月をピークに低下傾向にあり、在庫調整には一定の進展がみられる。

景気が2000年10月をピークに後退に向かった後、2001年の7-9月期も民間企業設備投資は前年同期比で実質3.8%増加しており、まだ減少に転じてはいない。設備投資の調整にはもたつきも見られ、本格的な設備投資の調整はむしろこれから起ると考えるべきだろう。



2月8日に発表された機械受注統計では、10-12月の受注額（船舶・電力を除く民需）は前期比7.8%の減少となり、

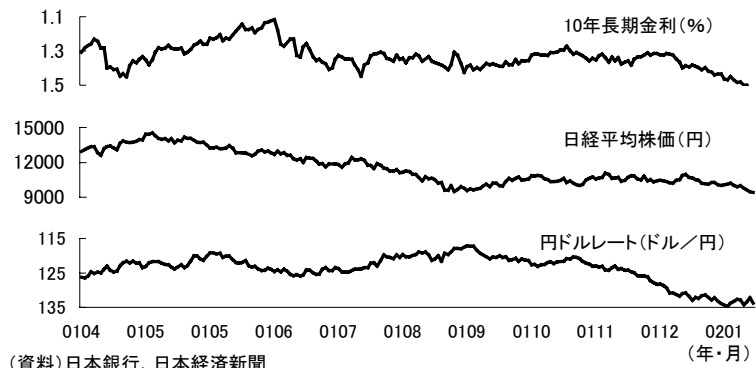
1-3月期の見通しもスピードは緩やかになったものの引き続き0.4%の減少となっている。

12月の景気動向指数（速報）は、先行指数は30.0%、一致指数は33.3%となり、それぞれ7ヶ月連続、12ヶ月連続で50%を下回った。景気の悪化が続いていることを裏付けるものとなっている。当研究所のNBIは12、1月とも景気後退シグナルを出しているが、12月の30.3から13.7へと若干シグナルは弱まる見込みであり、景気は後退局面にはあるものの急速な悪化から状況の変化を示している。（P9参照）

年度末を控えて不安定化していた金融市場では、田中外相の辞任問題で小泉内閣の支持率が大きく低下し、米株式市場が大幅な下落を示したことも加わって、日経平均株価、東証株価指数ともにバブル崩壊後の安値を更新した。債券も売られて長期金利

(長期国債 10年もの)は1.5%台に上昇している。為替は変動幅が大きくなっているが、昨年の12月以降円安傾向にあることから、円安・株安・債券安のトリプル安の様相を呈している。

足もと懸念される日本市場のトリプル安



長期金利の上昇が景気に影響するルートは通常は企業の設備投資や民間の住宅投資を通じた経路が重視されるが、現状では金融機関の保有債券の価格下落の影響が大きいだろう。株価の下落で金融機関の保有株式は含み損を抱えているものも増えており、バランスシートの悪化から不良債権処理のための原資が枯渇しており、債券価格の下落(金利は上昇)は不良債権問題処理のための原資不足の問題をさらに悪化させる。金融市場の不安定化問題は決算期末を迎えるたびに繰り返されている。経済が全体的には健全であれば、時価会計など企業情報の開示を進めることが金融市場全体の安定をもたらすはずだ。しかし現状では逆に年度末の決算を恐れて企業が危険回避的な行動をとることを促進し、資産価格の下落を招くという結果を招いている。

物価の下落基調が企業の過剰債務や金融機関の不良債権の処理をより難しいものになっていることは確かだ。総理が施政方針演説で「政府は、日銀と一致協力して、デフレ阻止に向けて強い決意で」臨むと述べたなど、日銀に対する一層の金融緩和と圧力は強い。2月8日の金融政策決定会合では現状維持となったが、金融市場の不安定化もあり日銀は年度末までには、より強い量的緩和政策が採用されるだろう。日銀がどこまで踏み切ることになるかは、今後の金融市場の状況次第だろう。しかし金融政策による対応は限界に来ており、その効果に大きな期待を抱くべきではない。為替レートについては米国経済が予想以上に早い回復を見れば一段の円安が進む可能性が大きくなるが、米国の回復も緩やかなものにとどまれば、大幅な円安が進むことはないだろう。

万一金融市場が更に不安定化するような事態が発生すれば、政府・日銀は金融機関への公的資金の注入など思い切った緊急措置を迅速に実施すべきだ。このため日銀が必要な資金を供給するための仕組みの細部などを予め政府と詰めるなど、事態に即応できる体制の整備が必要である。このために一時的に財政負担が急拡大したりすることもやむを得ないだろう。

< 今週の焦点：中長期的な日本経済 >

揺れる経済政策

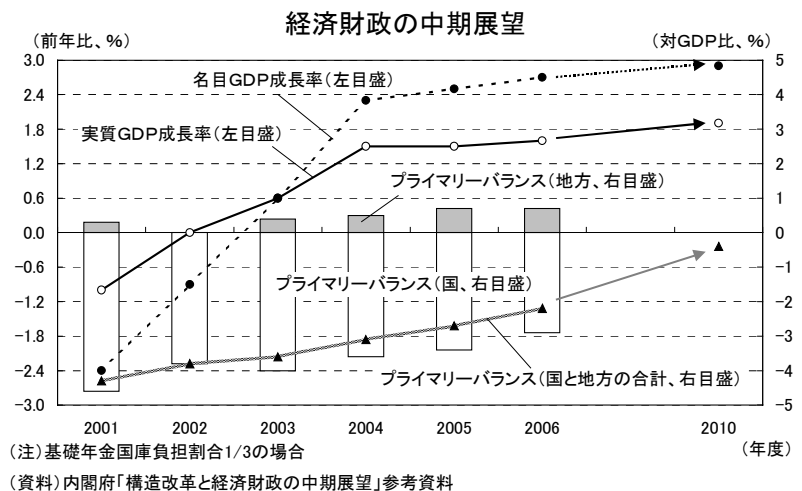
決算を控えて金融市場はトリプル安の様相を呈していることなどから、構造改革を進めて日本経済を立て直すべきか、景気回復を優先すべきかという論争が再び活発となっている。この10年の間、日本の経済政策は景気重視と財政赤字削減を中心とする構造改革の間で行ったりきたりを繰り返してきた。これは現在の危機と将来の危機のどちらを優先するかという問題だ。

高齢化が進めば家計貯蓄の取り崩しがおき、いずれ国債の借り換えにも困難が生じる可能性が高い。このままでは年金制度も行き詰まり、債券価格は下落、インフレが発生するだろう。財政赤字の削減など構造改革は、将来日本経済に発生する危機の回避には欠かせないものである。しかしこれまでのところは、将来の危機回避に取り組んでも構造改革の影響で景気が悪化し目前の経済が不安定化してしまい、将来よりも足元の危機回避が優先課題となって、結果的には将来の危機は拡大してきた。

小淵内閣は「二兎を追うものは一兎をも得ず」との格言をひいて景気回復を目指した。政府債務の膨張と引き換えに確かに景気は回復し一兎を得たように見えたが、確実に手中にしたわけではなかった。財政赤字の削減に手をつけようという現在、景気は再び悪化しており、もう一匹の兎である財政赤字の削減はおろか、つかまえたはずの景気回復という兎も手中から逃げてしまった。これは景気刺激が途中で打ち切られたからでも、景気の刺激規模が小さすぎたからでもない。財政赤字の削減と景気回復という相互に矛盾する問題の解決に単純に挑んでも、単に行ったり来たりを繰り返すだけということだ。いずれ日本経済は疲弊しきってしまうだろう。

中期的展望

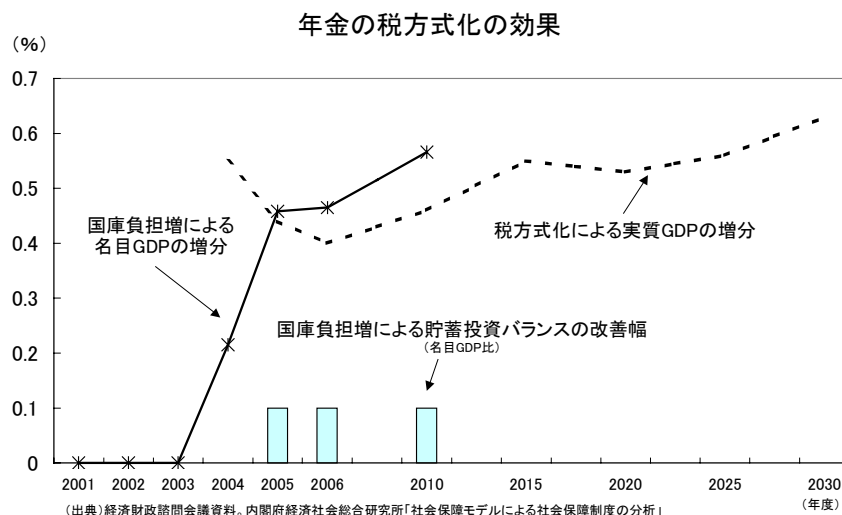
経済財政諮問会議は「構造改革と経済財政の中期展望」を発表した。2004年度以降は経済成長率が実質1.5%程度、名目2.5%程度かそれ以上に改善するというシナリオはかなり楽観的と言えるだろう。こうした楽観的な経済情勢を前提にし、2003年度以降投資的経費を毎年度3%ずつ削減し、人件費の削減などを行なうという野心



的な歳出削減計画を前提としても財政赤字の縮小は容易でない。

基礎年金の国庫負担を現状のままとしたケースでは、プライマリーバランスの赤字幅は 2001 年度の GDP 比 4.3% から 2006 年度でも 2.2% に縮小するに過ぎず、黒字化するのは 2010 年代初頭のこととなる。利払い費まで含めた財政収支である貯蓄投資バランスの名目 GDP 比は 2001 年度のマイナス 6.9% から 2006 年度でもマイナス 4.4% にしか縮小しない。この赤字水準は前回財政赤字の削減が大きな課題となりはじめた 95、96 年ころや、それ以前のピークの 77、78 年ころの水準である。この結果は歳出削減による財政赤字の縮小には限界があり、財政収支の改善を高齢化の進展に間に合わせるには、いずれどこかで増税が避けて通れないことを意味する。

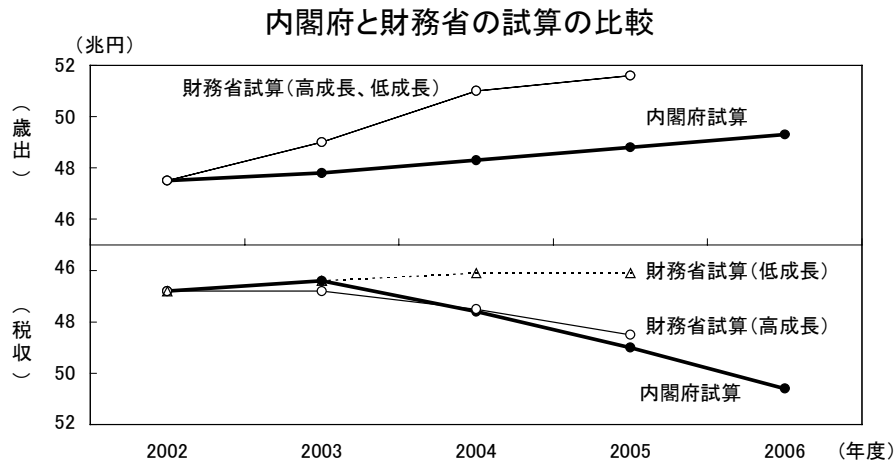
内閣府は基礎年金の国庫負担を二分の一に引き上げた場合の試算も発表している。国庫負担の差によって大きな差が見られるわけではないが、国庫負担割合を高め、その分増税したケースの方が、名目成長率がわずかではあるがが高く、貯蓄投資差額の名目 GDP で見た財政赤字の状況は少し良い。名目 GDP は現状の国庫負担割合の場合に比べて 2004 年度では 0.22 ポイント増加し、2010 年度にはこの差は 0.57 ポイントに拡大する。政府部門の貯蓄投資差額の赤字は名目 GDP 比で 0.1% 改善するとしている。これは国庫負担割合の増加に見合う増税としては消費税率の引上げが想定されているためと考えられる。これとは別に内閣府経済社会総合研究所が発表した「社会保障モデルによる社会保障制度の分析」では、基礎年金を全額国庫負担とし、消費税率を引き上げた場合（図では「税方式化」）に、現状の国庫負担率の場合よりも経済成長率が高まるとしている。



しかしこれらの結果の評価には慎重であるべきだ。経済分析や経済予測の際にはしばしば、経済のパフォーマンスは短期的には需要によって決まり、長期的には供給力によって決まるという考え方をすることがある。しかし日本経済が 10 年にもわたって不振を続けていることに見られるように、こうした捉え方には問題がある。例えば経済社会総合研究所が年金の税方式化（基礎年金を全額国庫負担とし、消費税率を引き上げた場合）のシミュレーションに用いたモデルは、

基本的に供給力によって経済のパフォーマンスが決まる形になっており、経済成長率が高まるのは年金保険料という所得課税を引き下げることによる労働供給の増加によるものである。現在の方式との実質 GDP の乖離も 2025 年度には 0.56%だが 2004 年度でも 0.55%となっている。労働力不足から供給力の伸びが低下する恐れの大い将来の高齢化社会の状況を良く現しているものの、需要の不足による経済不振が続いている現状では労働力は過剰であり労働供給の増加による経済成長率の上昇は期待できない。むしろ消費税率の引上げは消費の落ち込みをもたらす成長率が低下する恐れが大いだろう。

新聞報道によれば財務省は従来の「財政の中期展望」に当たる試算を与党に提示している。内閣府の試算とは経済成長率のパスが異なるほかに、税収の弾性値などに若干の差がある様だが、試算の結論に影響するようなものではない。大きな違いは内閣府が歳出の削減をはじめからおり込んでいるのに対して、財務省の試算はこれが織り込まれていない点である。



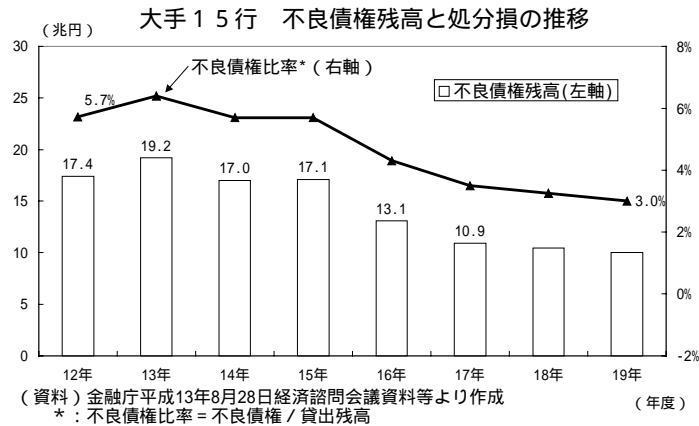
(注)財務省による税収試算の名目成長率の前提は、高成長: 1.25%(2003年度)、2.5%(2004~5年度)、低成長: 0.5%(2003~5年度)。

(資料) 経済財政諮問会議資料、財務省試算は新聞報道による。

財務省の試算で経済成長率が高めのケース(図の「財務省試算(高成長)」)は 2005 年に名目 2.5%の成長が見込まれており内閣府の試算と成長経路は似ている。このため両者の税収の見通しはほとんど差がないものの、歳出が大きく異なる。これは財務省の試算では歳出の削減を見込んでいないため歳入不足額を大きくする原因となっている。内閣府の試算では 2005 年度の一般歳出が 48.8 兆円に抑制されているのに対して、現状の歳出構造を前提にしている財務省の試算では 51.4 兆円にまで増加してしまう。歳出の削減には政治的な抵抗が大いだけでなく、政府支出を抑制する中で 2004 年度にデフレを脱却できるまでに経済が回復しうるか疑問である。財務省は名目経済成長率が 2003 年度以降 0.5%にとどまる場合(図の「財務省試算(低成長)」)も試算しているが、これによれば税収は 2002 年度を下回って推移し歳入不足を歳出削減でまかなうにはさらに大規模な歳出削減が必要となる。

景気回復が不良債権問題を緩和する

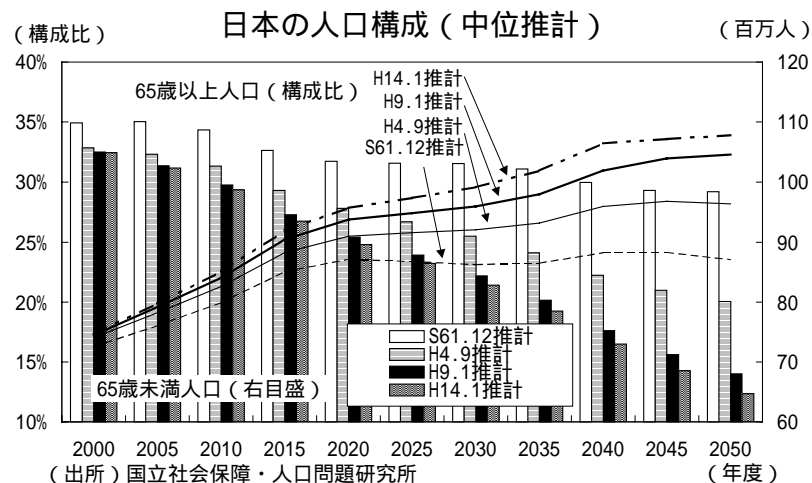
経済財政の中期展望と昨年夏に金融庁が取りまとめた不良債権処理の見通しを比較すれば、貸出に占める不良債権比率が目に見えて低下するのは経済成長率が高まる2004年度からで、全体として描かれている計画が、「不良債権処理の進展による景気回復」ではなく、「景気回復による不良債権問題の緩和」であることが明らかになる。



不良債権処理は半ば国際公約となっており、海外の投資家からは「小泉内閣の構造改革のシンボル」と見られている以上、これが直接的に景気の回復をもたらすわけではなくとも、金融市場の安定を取り戻すためには避けて通れない。しかし景気の回復・物価上昇率の改善という先まで睨んだ対策なしには、たとえ公的資金を注入して既存の不良債権を一気に処理しても景気の悪化で新規の不良債権発生が続き、次第に問題が悪化することは目に見えている。

予想を上回る人口高齢化速度

社会保障・人口問題研究所が1月31日に発表した将来推計人口では、これまでの推計に比べて高齢化のスピードは速く将来の人口構造の高齢化の程度もより厳しいものとなるという結果となった。65歳以上の高齢者の割合は2000年には人口の17.4%だったが2014年には25.3%に達し、2050年には35.7%にも達する。



高齢社会への対応で急がれるのは、年金制度の安定である。1999年に行われた財政再計算では現状の国庫負担三分の一で2025年に厚生年金の保険料率は27.8%に上昇するとされていた。しかし出生率の推移の予測がこれまで常に楽観的過ぎたために、人口推計は人口高齢化の速度を過小に評価してきた。これを前提として計算された厚生年金や国民年金の財政収支も常に楽観的すぎるものであった。新しい人口推計を用いれば同じ条件下で保険料率はさらに上昇するはずである。高齢化が進んだ後に現役世代の負担が高まらないようにするためには、保険料率を早めに引き上げて年金の積立金を多くするか、年金の支給額を減らすことが必要だ。

しかし、保険料率の引上げは可処分所得の減少を通じて消費を抑制し景気を悪化させるし、年金支給額の引下げは家計が公的年金に代わって自ら老後の資金を貯えようとして消費の抑制要因となり、やはり景気を悪化させる恐れもある。将来の問題解決の方法は明らかでありながら、現在の景気問題ゆえに実行ができないという矛盾がここにもある。人口高齢化の速度がこれまで考えられていた以上であることは、よりこの矛盾への対応が難しいことを意味している。

二兎を追う方法

我々は日本経済の本質的問題は人口構造の少子高齢化にあると考える。現在は高齢化の途上で生まれる家計貯蓄が吸収しきれず需要不足となって経済を停滞させる。一方高齢化が進めば貯蓄は不足し、供給力不足が問題となる。現在の需要不足による景気問題と将来の供給力不足・貯蓄不足の問題はどちらか一方だけを解決すれば良いというものではなく、両方ともに解決する必要がある。まず一方を解決し、次にもう一方の問題解決に取り組んでも成功はおぼつかないのは実証済みだ。つまりは両方の解決に役立つ政策を見つける、「二兎を追う」政策が必要なのだ。

二兎を追うことは原理的には可能なはずである。人口構造自体はいまさら変えようもないが、労働力人口の問題は解決可能である。要するに15~65歳の人口が生産に従事すると考えるから問題が解決できないのであって、将来は65歳以上でも健康であれば働けるようにすれば良い。これによって高齢社会を年金と貯蓄によって対応する必要性は低下し、現在の家計貯蓄の必要性も年金保険料の引上げの必要性も低下するので、現在の景気不振の原因である消費の拡大が可能となる。また、将来高齢者が働くことは生涯で働く時間が延びることを意味しない。(この点については、週刊東洋経済、2001年5月26日号「中高年労働市場の活性化策」斎藤・櫛を参照)

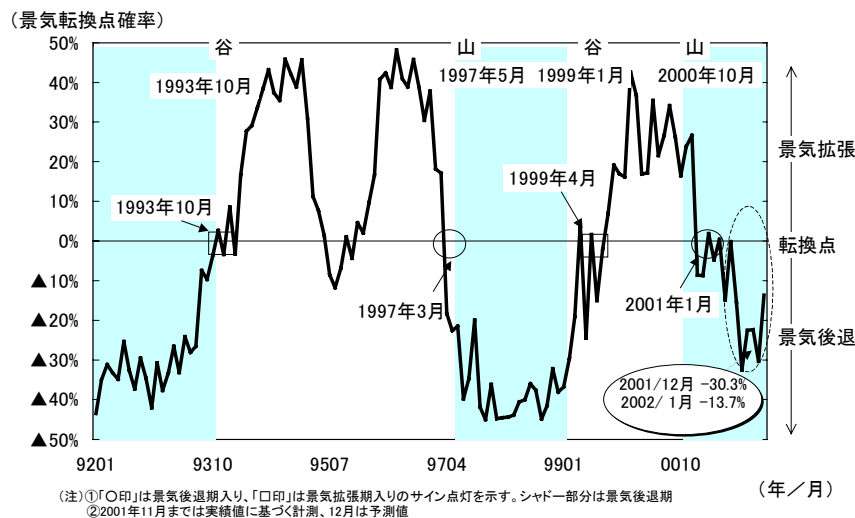
経済財政の中期展望は「生涯現役時代」を政策の柱に掲げているが、これこそが経済政策の支柱となるべき思想である。これに沿って様々な分野の政策を組み立てていく必要があるだろう。もちろん短期的な経済危機回避にはこれは間に合わない。当面の危機が迫る場合には必要があれば金融機関への公的資金の注入などの緊急的な政策を行なう一方で、こうした長期的な視点に立った「二兎を追う政策」を組み合わせるべきではないか。

< ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) >

研究員 岡田 章昌

12月： - 30.3%、1月（予測値）： - 13.7%

12月のNBIは - 30.3%と2桁マイナスとなり、景気後退局面の継続を示唆するものとなった。12月は、新車販売台数は前月比 + 3.5%と引き続き堅調に推移したが、これまで底堅く推移してきた新規求人件数が前月比 - 5.7%と大幅に減少した。これに加え、建築着工床面積や新築住宅着工床面積の減少傾向が鮮明化したことから、NBIのマイナス幅は再び拡大した。



1月のNBI（予測値）は - 13.7%とマイナス幅が縮小する見通しである。

1月は、マネーサプライ（M2 + CD）が投資信託からの資金シフトを背景に前年同月比 + 3.6%と拡大傾向を継続させている。また、新車販売台数が前月比 + 8.1%と堅調な推移を継続させているほか、日経商品指数（17種）が円安進展を背景に前年同月比 - 0.4%とマイナス幅を大きく縮小させている。

	2001年					→ 予測値
	8月	9月	10月	11月	12月	2002年 1月
ニッセイ景気動向判断指数(NBI)	-15.5%	-32.6%	-22.5%	-22.4%	-30.3%	-13.7%
景気後退確率	65.5%	82.6%	72.5%	72.4%	80.3%	63.7%
内閣府景気動向指数						
先行DI	33.3%	25.0%	0.0%	9.1%	30.0%	50.0%
一致DI	0.0%	9.1%	0.0%	10.0%	33.3%	—

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

＜基礎研インデックス - ヒストリカル・データ - ＞

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
00/2	36.8%	101.7	▲0.3%	▲0.7%	▲0.9%	-9.9%
00/3	16.9%	104.5	2.8%	2.0%	1.7%	6.8%
00/4	17.2%	102.9	▲1.5%	▲0.7%	▲0.3%	17.5%
00/5	35.4%	103.2	0.3%	0.1%	0.0%	23.1%
00/6	21.5%	104.6	1.4%	0.9%	0.7%	16.4%
00/7	26.6%	103.3	▲1.3%	▲1.6%	▲1.8%	7.4%
00/8	34.1%	104.9	1.5%	1.1%	0.9%	15.7%
00/9	26.2%	103.3	▲1.5%	▲0.5%	▲0.1%	13.7%
00/10	16.5%	103.6	0.3%	0.1%	0.0%	14.0%
00/11	23.8%	103.9	0.3%	0.0%	▲0.1%	7.0%
00/12	26.6%	105.5	1.5%	0.7%	0.3%	3.2%
01/1	-8.7%	103.7	▲1.7%	▲0.4%	0.1%	7.7%
01/2	-8.7%	105.4	1.6%	1.6%	1.7%	18.7%
01/3	1.8%	106.1	0.6%	▲0.6%	▲1.3%	27.1%
01/4	-4.8%	103.1	▲2.8%	▲1.0%	▲0.1%	30.9%
01/5	0.4%	102.2	▲0.9%	▲0.3%	▲0.1%	24.2%
01/6	-14.8%	102.3	0.2%	▲1.2%	▲2.0%	19.5%
01/7	-0.2%	100.9	▲1.4%	0.0%	0.8%	9.2%
01/8	-15.5%	101.5	0.6%	0.8%	0.9%	0.6%
01/9	-32.6%	99.5	▲2.0%	▲1.8%	▲1.9%	-4.4%
01/10	-22.5%	99.3	▲0.2%	0.6%	1.1%	-8.2%
01/11	-22.4%	100.1	0.8%	0.4%	0.2%	-13.9%
01/12	-30.3%	100.9	0.8%	0.1%	▲0.3%	-14.2%
02/1	-13.7%					-15.0%
02/2						6.0%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改訂
(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改訂(2001年10月)

(注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数(NBI): 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ: 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近値は Weekly「エコノミスト・レター」2002年1月25日号参照。

二面等価月次GDP: GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近値は Weekly「エコノミスト・レター」2002年1月25日号参照。

為替インデックス: 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。直近値は Weekly「エコノミスト・レター」2002年2月1日号参照。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)