



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

中期経済見通し（2002～2007年度）

<要旨>

1. 90年代はデスインフレの時代となったが、先進諸国経済のパフォーマンスは概して良好で、日本のみが著しい不振に陥ったのは、バブル崩壊の後遺症による面が大きい。
2. 日本経済が立ち直るためには、設備、雇用、債務に見られる企業部門の3つの過剰問題の解消が必要である。しかし過剰債務については改善の方向にあるものの、設備、雇用の過剰解消は進みにくく、今後も景気の下押し要因となる。
3. 日本を悩ませている需給ギャップは、人口高齢化により労働力人口が減少することでも解決に向かうが、これは「縮小均衡」であり、望ましい問題の解決方向ではない。
4. 米国景気の持ち直しによる輸出増加を背景に 2002 年度は景気回復局面となるが、財政政策や金融政策による更なる内需の刺激効果は期待できない上に、国内の民間需要の伸びが限られ、自律的な景気回復とはならない。外需依存の景気回復が円高をもたらし、2003 年度中に外需の成長寄与がマイナスとなって、景気は再び減速局面に向かうだろう。
5. 予測期間後半には、米国経済が立ち直り外需の緩やかな改善によって日本経済はもち直すが、設備投資と消費の低迷が続くことから低成長にとどまろう。
6. 2007 年度頃には、物価下落幅が次第に縮小し、デフレ脱却が展望できるようになるが、量的金融緩和が解除されるのは 2007 年度以降となろう。
7. 日本経済全体のバランス回復なしに、政府部門だけ赤字を削減することは不可能である。急速な財政赤字の削減は、却ってこれ迄以上に財政状況を悪化させる恐れもある。
8. 米国の経常収支赤字は拡大しており、このファイナンスに問題が生じればドルの大幅な下落が起こるリスクがある。

経済調査部門

(03)3597-8419

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/>

1 世界的ディスインフレと日本の失われた10年

90年代の世界経済では「ディスインフレ」が大きな特徴であった。経済のグローバル化が進展する中で旧計画経済圏諸国の市場経済への移行が本格化し、市場競争に参加する国、企業の急拡大と競争激化が価格低下を生み出した。先進国から中国など発展途上国への投資の拡大が、この流れを増進させた。世界全体での供給力増加が達成され、先進国は安価な輸入品が増加することで、国内の好況が続いてもインフレが生じないといった好循環を生み出した。

しかし、日本経済だけはこの先進国の好循環が見られなかった。もともと80年代から他の先進国と比較して物価上昇率が低めであったが、90年代に入りさらに低下し、90年代後半には物価上昇率がマイナスとなる「デフレ」を経験することとなる。

日本の実質経済成長率は、1980年代の4.1%から1990年代はバブル崩壊後の92年以降では95、96年度を除いて成長率が1%前後で平均でも1.4%と三分の一程度の低成長となっている。90年代の日本の成長率はG7の中で最低であり、80年代と比較した低下幅は最悪である。さらに98~2001年では0.8%、消費者物価の上昇率が0.6%と、物価の下落と経済の停滞が同時に進行するようになった。先進国

経済は90年代全般的には良好なパフォーマンスを示した一方で、日本経済は「失

	CPI年平均上昇率(%)				実質GDP年平均成長率			
	1970's	1980's	1990's	'98~'01	1970's	1980's	1990's	'98~'01
日本	9.0	2.5	1.2	0.6	4.4	4.1	1.4	0.8
アメリカ	7.0	5.5	3.0	2.8	3.6	3.0	3.0	3.1
イギリス	12.5	7.4	3.7	2.1	2.4	2.4	2.1	2.5
ドイツ	4.9	2.9	2.3	1.7	2.9	1.8	2.9	1.9
フランス	8.9	7.3	1.9	1.3	3.3	2.3	1.7	3.1
カナダ	7.3	6.5	2.2	2.3	4.8	3.1	2.2	3.5
イタリア	12.3	11.0	4.1	2.3	3.9	2.4	1.5	2.1

IMF「International Financial Statistics」

(注)日本の実質GDP平均成長率は内閣府「国民経済計算年報」から算出した。
なお算出の際、70年代は68SNA、80年代以降は93SNAを用いた。

われた10年」と呼ばれるような惨たんたる状況であった。同じように物価が鎮静化しながら日本だけが90年代長期低迷を余儀なくされたのは、国内にその要因があるからである。

1.1 バブル崩壊の後遺症

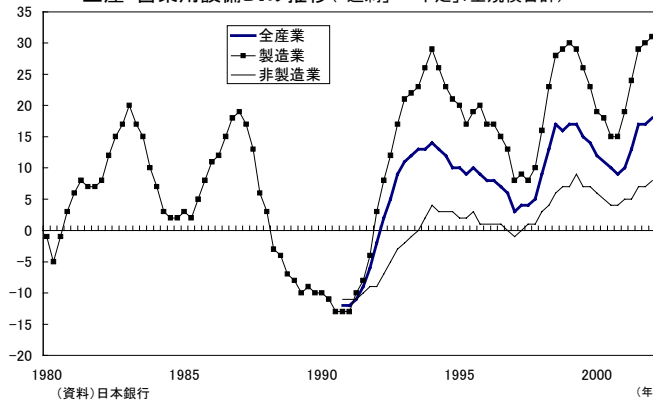
90年代の長期低迷の直接的な原因は、バブル崩壊による後遺症にある。バブル崩壊により、日本企業は設備、雇用、債務の3つの過剰問題を抱えることとなる。これらの過剰は、経済全体で見た場合、供給超過・需要不足を意味し、それが長期化、深刻化することで失業率の高まり、稼働率・資本効率の低下、累増する不良債権を抱えるとともに、デフレ圧力を高めることとなった。98年度以降は、消費者物価(全国、除く生鮮食品)が4年連続前年比でマイナスとなるなど過去に例の少ない「デフレ」状況にまで陥っている。この状況を改善し、日本経済の持続的成長を

現するためには、これらの過剰問題を改善することが不可欠である。

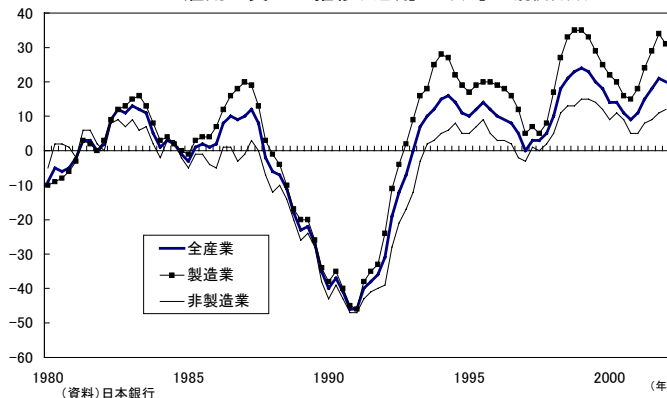
設備、雇用については、短期的な景気変動によって、過剰感が低下する局面もあったが、低下幅は限られており、トレンドとしてはバブル崩壊後一向に改善を示していない。過剰雇用の一つの指標である労働分配率は、バブル期に上昇した賃金の調整が遅れたためバブル崩壊後にさらに上昇速度が高まった。近年はボーナスの減少など賃金の抑制や失業者の増加などによって雇用者報酬は減少基調にあるが、労働分配率は依然として過去に比べて高水準であり、企業にとって人件費が大きな収益上の負担となっているという状況は改善していない。またマクロ経済で見ても、日本経済の供給能力に対して需要が大きく不足した状況にあって、需給ギャップは大きく開いている。こうした状況は、個別の産業や企業には設備や人員の不足があっても、日本経済全体として見れば設備も人員も余剰を抱えていることを意味しており、設備投資の拡大や賃金の上昇には繋がり難い状況が依然として続いていることを意味している。日本経済の潜在的な経済成長率は、実質で1%強と見られるが、景気低迷下では現実の経済成長率はこれを下回り、設備と雇用の過剰解消はなかなか進まないと予想される。労働効率、資本効率の改善がまだ見えず、特に設備、雇用の過剰問題は今後も続くだろう。

過剰債務については、相当程度の処理が進んできた。過剰債務問題は、売上げや利益に対して、借入残高が大き過ぎるというストックの問題と、利息支払が大き過ぎるというフローの問題の両面が存在していた。しかし91年以降金融緩和によって金利水準が急速に低下し、ここ数年間は超低金利となったことから、利払費用の名目GDP比は3%程度にまで低下した。1970年代以降の最低水準が6%程度であったことから見

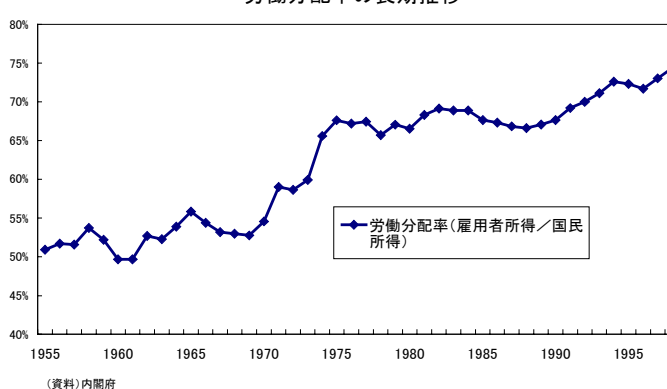
生産・営業用設備DIの推移(「過剰」-「不足」:全規模合計)



雇用人員DIの推移(「過剰」-「不足」:全規模合計)



労働分配率の長期推移



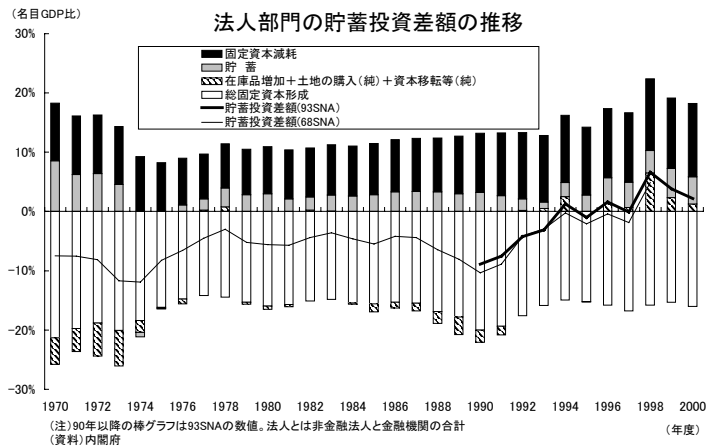
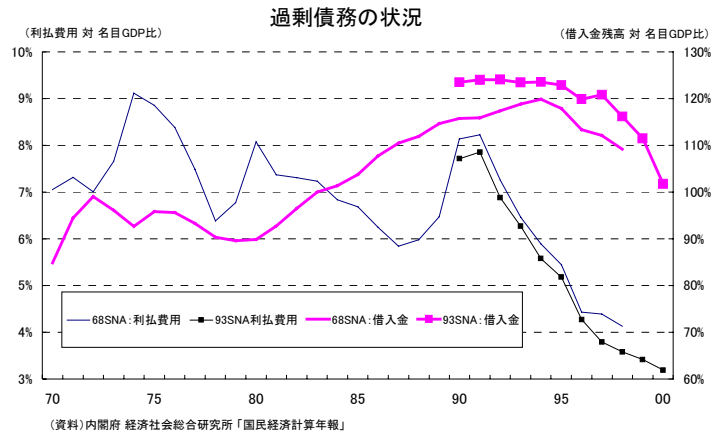
でも、低水準となっており、フローの問題は既に解消されていると考えることができる。ストックの問題はこれに比べて改善が遅れてきたが、借入金の名目 GDP 比は 2000 年度には 100% 程度にまで低下し、バブル以前の水準に近づいている。

このまま債務残高の減少が続けば、企業のバランスシートの面からは設備投資を拡大することが十分可能な状況となるだろう。しかし、借入金利の負担がいくら低くても投資そのものが失敗するリスクが高ければ、企業は設備投資を躊躇するに違いない。マクロで見た需給ギャップが大きいことは、日本経済全体で見ればこうしたリスクが容易には解消されないことを意味しており、設備投資の増加は限定的だろう。

1.2 企業主導の経済成長の限界

バブル崩壊後の日本経済に特異な現象は、企業部門が資金余剰主体となっていることである。

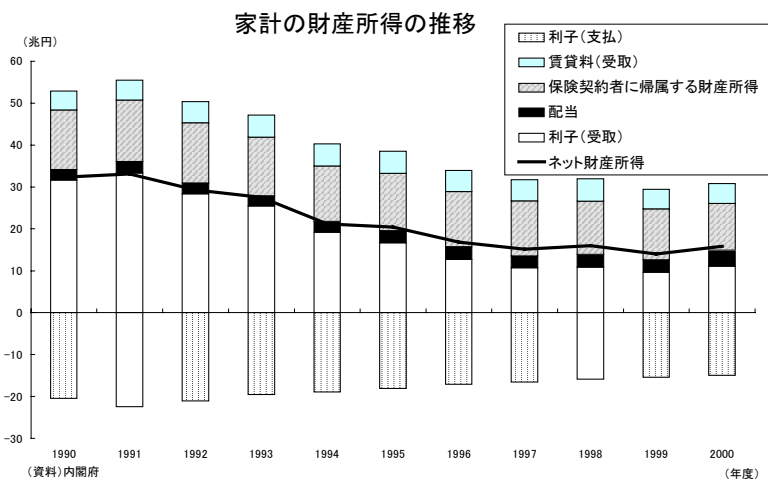
通常の経済では、家計部門の貯蓄を企業部門が借入れて設備投資を行っており、企業部門は資金不足となっている。過去の恐慌時などには企業部門が資金余剰主体になっていることが見られるが、極めて例外的な事態であると言えよう。過剰雇用問題の指標とも言える労働分配率は、バブル崩壊後上昇し顕著な低下を示していないために、企業収益は圧迫されている。しかし、超低金利によって利払いが減少したことで、配当も含めた企業部門の財産所得の支払いが減少し、税負担も減少したことで企業部門の貯蓄はむしろ増加している。またバブル期の過剰投資は減価償却費の増加を招き企業収益の圧迫要因となったが、資本調達上はプラス要因として働いている。その一方で企業の設備投資や土地の取得といった投資側の要因が減少したため、企業部門の貯蓄投資バランスは大きく改善し資金余剰となっている。この余剰資金は債務の返済に使われてきたと考えられるが、このまま資金余剰が続けば、企業部門の債務の GDP 比はバブル期以前と比べても低水準にまで低下することになる。このような企業のバランスシートのストック面での改善に加えて、超低金利による機会費用の低下が設備投資の増加につながって、今後企業の資金余剰という不自然な状況が解消され、デフレ的な経済状況の改善に至る可能性はあるだろう。



では、企業の設備投資拡大による日本経済の持続的な拡大に、どこまで期待できるだろうか？設備投資は短期的には需要であるが、設備が完成して稼働し始めれば供給力の増加に繋がる。企業の期待成長率が低下している現状では、能力増強のための設備投資が大幅に増加することを予想するのは難しい。省力化、合理化投資であっても、企業はコストの削減を通じて投資資金を回収し利益をあげる必要があるから、このための投資であれば制約が無いということはない。設備投資の名目 GDP 比を長期に観察すれば、高度成長期に名目 GDP の 20%程度もあった設備投資の比率は、第二次石油危機後は 15%程度に低下していた。バブル期には再び 20%程度に上昇したが、これが過剰投資だったことは明らかだ。人口増加率が低下するなかでも経済成長は可能だが、かつてのような高成長を望むことはできない。当然設備投資の収益機会は減少し、GDP に占める設備投資の比率の上昇にも限界があるはずだ。

設備投資が増加して企業部門の資金余剰が解消されてもそれだけでは持続的な景気拡大には力不足と言えるが、日本経済の回復のきっかけを作ることにはなるであろう。

もう一つの可能性は、企業の財産所得の支払いが増加し、貯蓄が減少することによって、貯蓄投資バランスの黒字が解消されることである。家計の財産所得の受取は金利の低下によって大きく縮小してきた。経済学では生産は所得に等しく、賃金と財産所得に分割されはするものの、国民所得はすべて家計に帰ってくると考える。しかし、バブル崩壊後に企業の貯蓄が債務の返済に当てられてきた状況では、家計の財産所得の受取が大きく低下してきた。家計の財産所得の受取が正常化すれば、家計所得が増加して消費が増加し、デフレからの脱却が可能となる。

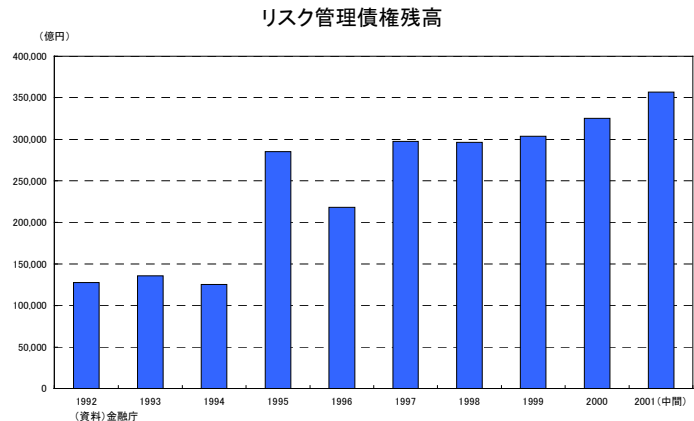
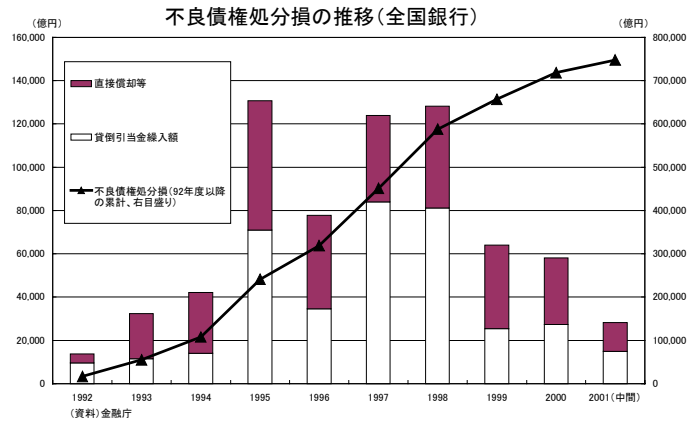


家計の財産所得は利息の受取が 1990 年度の 31.6 兆円から 2000 年度には 11.1 兆円に減少したことを主因に、大きく減少している。この間、家計の金融資産は 990 兆円から、1415 兆円へと大きく増加しており、家計の金融資産の収益率は大きく低下したことになる。家計の財産所得の減少は、1990 年度から 2000 年度の家計可処分所得の伸びの低下のうちで、0.5%分を説明することになり、家計消費の低迷の一因と考えることができよう。家計の財産所得の低下は基本的に金利の低下による利息所得の減少によるものであり、これが元に戻るとすれば金利の上昇が必要だ。デフレ的な経済状況の改善の前に金利が上昇するということは考え難く、唯一の可能性は、企業

が余剰資金を配当の増加という形で、株主に還元するようになることである。

企業収益が家計の財産所得に至るルートを阻害しているもう一つの問題は、金融システムの問題である。金融機関はバブル崩壊後に70兆円超（92～2001年度中間決算の累積）に及ぶ不良債権の処理を行ってきた。不良債権の処理のために、毎年の利益や過去に積み上げた利益の蓄積が使われてきており、もし不良債権処理がなければ、金融機関の株主への配当や株価の上昇の形で利益が還元されたであろうし、預金者にもより多くの利払いが可能であったはずである。

不良債権の処理は進められてきたが、不良債権の処理が終われば景気が良くなるというルートよりは、景気の回復による企業倒産の減少や企業収益の増加が新規の不良債権の発生を抑制して、不良債権問題の解決を容易にするという因果関係の方が強い。実際にこれまでの不良債権の処理で、金融機関の自己資本は大きく毀損しており、今後の業務純益で徐々に不良債権の処理を行うことはできても、一気にこの処理を行うことは現実的ではないだろう。もちろん、金融システム不安が再燃するような場合には、公的資金の再注入によって市場の心理を安定化させる必要があるだろうが、公的資金を注入して不良債権を処理しても、いずれ新規不良債権の発生によって問題は悪化してしまうから、景気の回復がなければ不良債権問題は終わらない。



2 中期見通し(2002～2007年度)

2.1 中期見通しの概要

2002年度の日本経済は、米国経済の立ち直りによって景気は回復するものの、回復力は脆弱である。財政政策や金融政策による更なる内需の刺激効果は期待できない上に、先に見たバブル崩壊後の日本経済を悩ませてきた「過剰債務、過剰設備、過剰雇用」の問題は依然解決されておらず、国内の民間需要の伸びに限られる。このような状況からすれば、国内の経済政策や国内需要の自律的な伸びによって景気が大きく回復することは期待できないだろう。経常収支の黒字拡大が明確な円高圧力となって現われ、2003年度中に外需の成長寄与がマイナスとなり、景気減速が

明確となろう。現在の循環的な回復は脆弱かつ短期にとどまる可能性が高い。

予測期間後半には、米国経済が立ち直り外需の緩やかな改善によって日本経済はもち直すが、設備投資と消費の低迷が続くことから低成長にとどまろう。

2.2 海外経済の中期の見通し

2.2.1 米国経済

米国経済は、消費が底堅く推移する中、設備投資のマイナスが景気の足を引張る形が続いている。設備投資のマイナスは、90年代のIT投資を中心とした過剰投資が尾を引いているためであり、製造業では生産・受注が回復を見せているものの、未だに稼働率は低く、企業収益の回復も遅れている。今後、設備投資は回復に向かうと見られるものの、IT産業等のストック調整が持続するため緩やかな回復に留まろう。当面の消費支出にも力強さは期待できない。雇用の回復の遅れから賃金所得の伸び率は低下を続けており、また、90年代を通じて低下してきた貯蓄率は下限に張り付いた推移を見せている。資産効果により消費を支えてきた株式市場は、企業収益への懸念に企業会計不信とテロ再発懸念等が加わり急低下しており、さらに下落を続けるなら、逆資産効果の懸念も出てこよう。

今回のリセッションは、減税・利下げ等の迅速な政策対応もあり、本年1-3月期には年率6.1%の高成長を見せたことなどから、短期かつ底の浅いものとなりそうであるが、その分、上記のように調整に未了感が残るため、今後の成長率は、2002年2.3%、2003年2.9%と緩やかに上昇し、中期的に3%程度を目途にした緩やかな成長になると思われる。

2.2.2 欧州経済

欧州経済は総じて回復の過程にあるが、回復の速度には緩急の差が見られる。ユーロ圏全体では、在庫調整の進展と輸出環境の改善から生産の回復基調が続くが、米国経済の回復が緩慢に止まることもあり、2002年通年の成長率は1.2%と低位に止まろう。景気回復は2003年に本格化し、その後も潜在成長率と見られる2%台半ばの成長が続く見込みである。硬直的な労働市場改革の進展と単一通貨圏内における制度調和はユーロ圏経済活性化の鍵を握る構図は続こう。予測期間中のユーロ相場は、ユーロ発足当時に比べ対米金利、景況格差が小幅なものとなること、経常赤字や資本流出など国際収支面からの圧力も緩和されることから、底固い推移が予想される。

欧州の統合は、2002年3月に現金がユーロに一本化され、単一通貨導入が予定どおり完了したことで、質的な深化と地域的な拡大の両面で新たな段階に入りつつある。2007年までの期間には、深化の面では、統合の最終到達点である政治統合の目標設定に向けた前進が予想され、拡大の面では、現EU加盟国のうちユーロ未参加の英国など3カ国のユーロ導入、EU加盟交渉中の中・東欧など12カ国のうち10カ国程度の先行加盟が実現する可能性は高い。拡大により

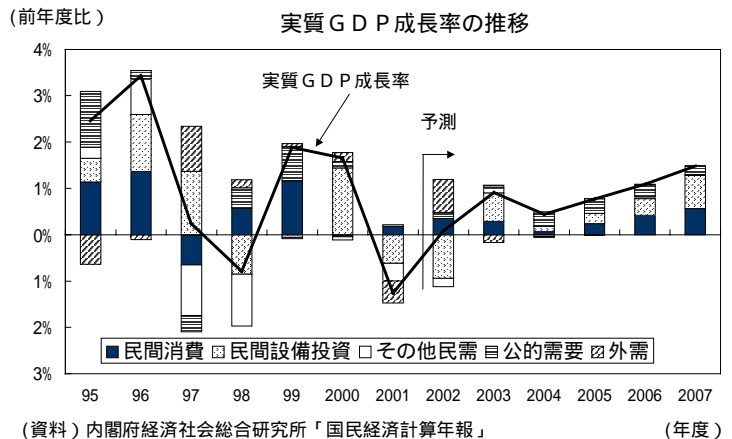
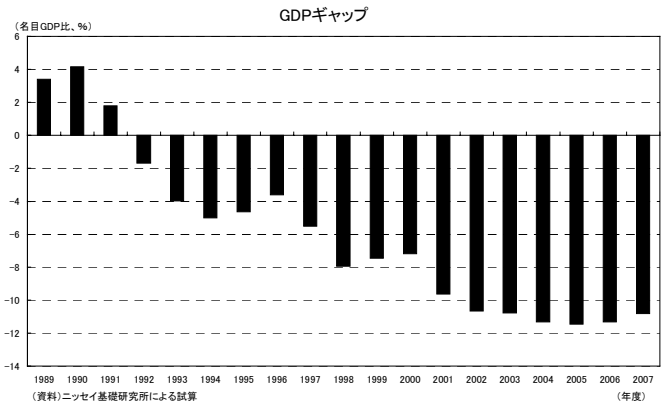
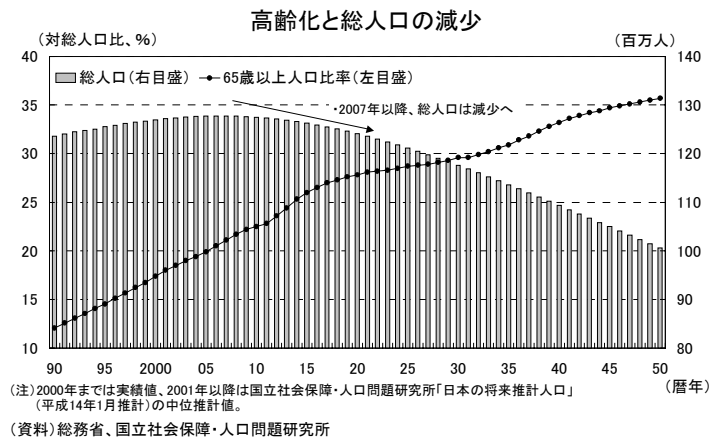
意思決定の困難さは増し、制度面での手直しも必要となるが、世界における欧州のプレゼンス向上に資するものとなろう。

2.3 日本の中期的展望

2.3.1 高齢化による需給ギャップ縮小

社会保障人口研究所の将来推計人口によれば、日本の総人口は2007年度には減少が始まると予想されているが、高齢化によって生産年齢人口と呼ばれる15-64歳人口はすでに減少が始まっている。これまで見てきたような供給超過需要不足問題は、高齢化により供給力が低下することで解消に向かう。2025年には15-64歳の生産年齢人口は2000年の8638万人から7233万人へと16.3%も減少してしまう。2025年の日本経済は現在の需要不足、デフレ的な経済とは全く逆の供給力不足、インフレ的な経済であると考えられる。しかし供給力の低下を待つのみでなければ問題が解決しないとすれば、それは現在のデフレ問題解決には長い時間が必要であることを意味している。また供給力の低下によって現在の需給ギャップが解消されるという解決は、日本経済が縮小均衡に向かうことを意味しているという点でも、国民にとって望ましい状況であるとは言えない。

現在の日本の潜在成長率は、90年代に入り大幅に低下し平均で2%台前半となっている。しかし、現実の経済成長率が1.7%(90年代平均)であったために、潜在的なGDPと現実のGDPのギャップは2002年度時点で10.7%にも拡大している。予測期間である2000年代前半の潜在成長率につ



いては、労働人口の減少や一層の時短の動きが加速することから労働投入量は潜在成長率を引き下げる要因となる。設備過剰問題の是正により設備投資の増加によって資本ストックの増加が続き、IT投資などによる経済全体の効率化も予想され、労働のマイナス寄与を一部は補うものの、潜在GDPの伸び率は予測期間中の平均で1%にまで低下するだろう。

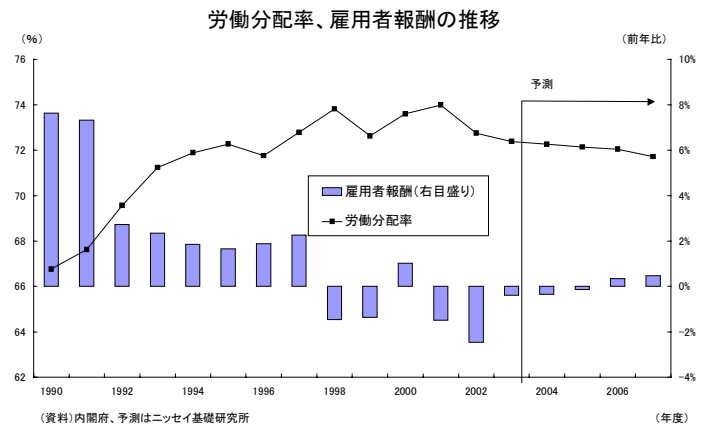
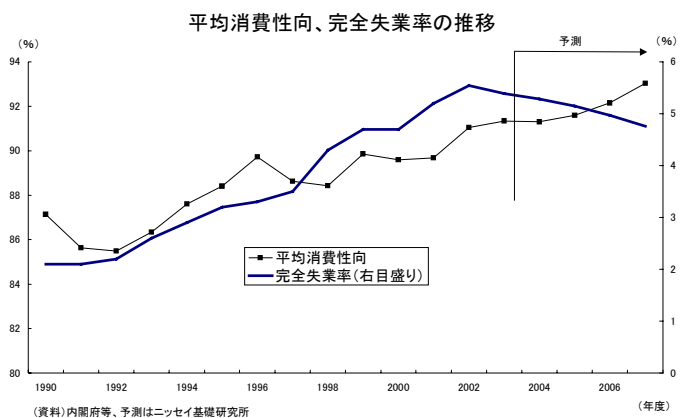
2003年度中に景気が後退し始めて、経済成長率が再びゼロ近辺に低下することから、需給ギャップはさらに拡大する。その後景気の持ち直しによって2006年度には成長率が潜在成長率並みの1%程度にまで回復することから再びギャップが縮小し始め、2007年度には前年度比で0.5ポイントの縮小となって、予測期間末にはデフレ圧力の低下が見えてくるだろう。

2.3.2 部門別の動向

(家計部門)

労働分配率の高止まりから雇用者報酬の伸びは予測期間中低水準にとどまると考えられ、またデフレ的な状況の改善も遅れると見られることから超低金利が持続し、利子所得の増加も見込まれないなど、家計所得の伸びは低迷しよう。一方、90年代後半低下が続いていた消費性向は、今後若干の改善が期待できよう。90年代後半消費性向を引き上げてきた要因は不安が高まったことにある。失業・倒産といった短期のリスクと、年金に代表される社会保障制度の維持可能性への不安が高まったことにある。予測期間において、失業は2002年度5.4%をピークに徐々に低下するだろう。また2004年には年金再計算が行われ、給付削減、負担増が明確にされ社会保障維持可能性への不安は低下することが見込まれる。これらのことで消費性向は予測期間後半に向け上昇が予想される。民間消費支出は予測期間中平均で実質0.6%の低い伸びと見込まれるが、2007年度には1.0%にまで伸びが高まるだろう。

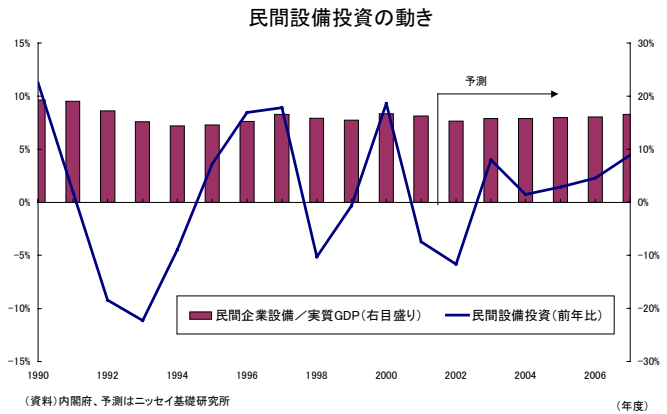
住宅投資は総じて低迷が予想される。家計所得が低迷を続ける上に、人口が減少に向かうなどの人口要因もマイナスに寄与するだろう。さらに低金利や税制による住宅投資の刺激で前倒しされていた住宅需要の反動減が予想される。住宅投



資は予測期間中平均で実質 0.1%とほとんど横這いの状況が見込まれる。

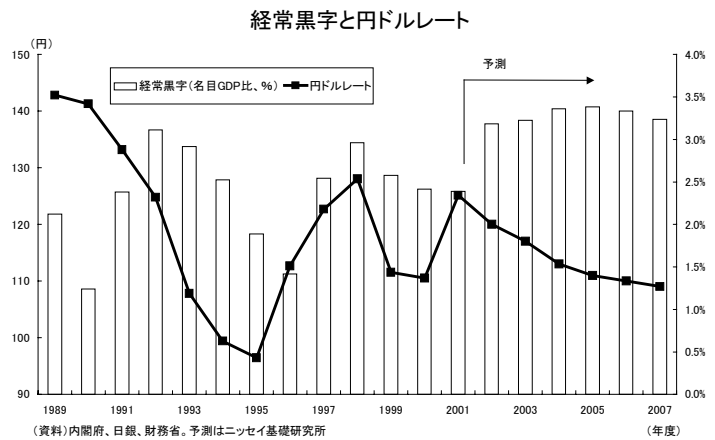
(企業部門)

民間企業設備投資は、2001、2002年度とマイナスの後、2003年度には4.0%の増加に転じる見込みである。景気の後退によって2004年度には増加率が0.8%に落ち込むが、景気が再び拡大に向かうことで2007年度には4.5%に伸びが高まろう。しかし部門別の貯蓄投資バランスが示すように企業部門の資金余剰状態は継続するなど、設備投資の力強さはなく、予測期間中の平均伸び率は実質 2.6%にとどまるだろう。名目 GDP 比でも2007年度に14.7%と2002年度の13.9%からは上昇するものの、過去に比べれば低水準となるだろう。



(経常黒字)

円ドルレートは、予測期間中、日本の物価が下落基調をたどるため購買力平価でみて名目では円高化が進むことや、米国の経常収支赤字の状況から判断してドルが下落傾向となると考えられることから、円高ドル安傾向に推移し、2002年度平均120円が2007年度には109円となろう。

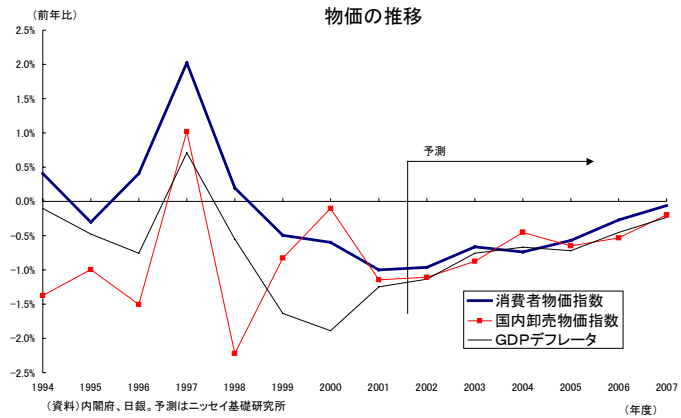


我が国の経常収支黒字は、2001年度11.95兆円(名目GDP比2.4%)であったが、2002年度は米国向け輸出が増加し15.75兆円(名目GDP比3.2%)まで拡大する見込み。2003年度は日本経済の景気鈍化が明確になる一方、輸出の伸びがプラスを維持することから、経常黒字はさらに拡大し、2005年度には16.72兆円(名目GDP比3.4%)に達するだろう。予測期間末の2007年度は、内需拡大に伴う輸入増、円高の進行(2002年度120円 2006年度110円)で、経常収支黒字増加に歯止めがかかるだろう。

(金融政策と金利)

2001年3月に日銀は量的金融緩和に踏み切った後、目標である当座預金残高の水準を引き上げ量的緩和を進めている。日本経済は2003年度中に景気後退に向かい、その後再び回復基調をたど

ることとなるが、量的金融緩和解除の条件となっている消費者物価の前年比がマイナスを脱することはなく、量的緩和は継続されるだろう。予測期間末には需給ギャップが縮小し始め、物価の下落幅も縮小に向かって 2007 年度には GDP デフレータが 0.2%、消費者物価が 0.1% となるなどデフレ脱却が展望できうる経済状況とはなろう。ただし量的金融緩和の解除条件である「消費者物価（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」という状況にはならず、量的金融緩和解除は 2007 年度以降となり、短期金利は超低金利状態が続くだろう。



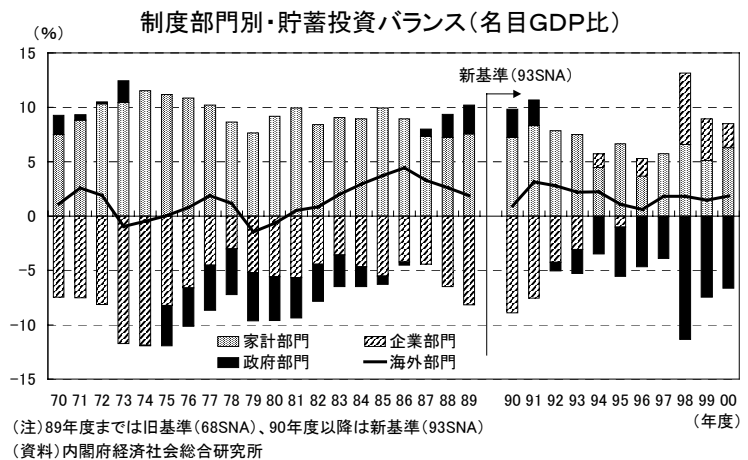
長期金利は、今後も毎年度 100 兆円超の国債の大量発行は続くものの、貯蓄投資バランスが示すように、企業の資金需要も当面弱いと見られ、家計余剰資金が金融機関を通じて国債に向かう構図に変化は見られない。景気回復が明確となり需給ギャップの縮小が始まる 2006 年度には、物価下落幅の縮小から数年内に量的金融緩和が解除されるという予測が折り込まれる形で、それまでの 1.3% を中心とした推移から長期金利が上昇を始めるだろう。成長率が一段と高まる 2007 年度には長期金利水準がさらに上がり 1.6% 程度になるだろう。その後も長期金利上昇圧力が高まり金利は上昇トレンドをたどることとなる。

2.3.3 避けられない財政赤字の持続

日本経済が低迷を続ける根底には、人口高齢化途上の貯蓄投資の不均衡問題がある。高度成長期には、高い家計の貯蓄率を高成長に対応した企業の旺盛な設備投資が吸収して、日本経済は貯蓄と投資の均衡が取れていた。しかし、第一次石油危機を契機とした成長の屈折で、設備投資需要が低下し、貯蓄過剰問題が顕在化した。

1980 年代後半のバブル経済下では、期待成長率の高まりから企業の設備投資が名目 GDP の 20% に達し企業部門の貯蓄不足が拡大するとともに、

資産効果から家計の消費が拡大し貯蓄率が低下して、日本経済は一時的に貯蓄と投資のバランス



が改善した。しかし、バブルの崩壊によって経済成長率が低下すると、バブル期の設備投資が過剰であったことが明らかとなり、過剰設備、過剰債務問題が顕在化した。このため企業の設備投資がさらに縮小して企業部門は資金過剰部門となり、バブル崩壊後長期にわたって貯蓄投資の不均衡が拡大している。

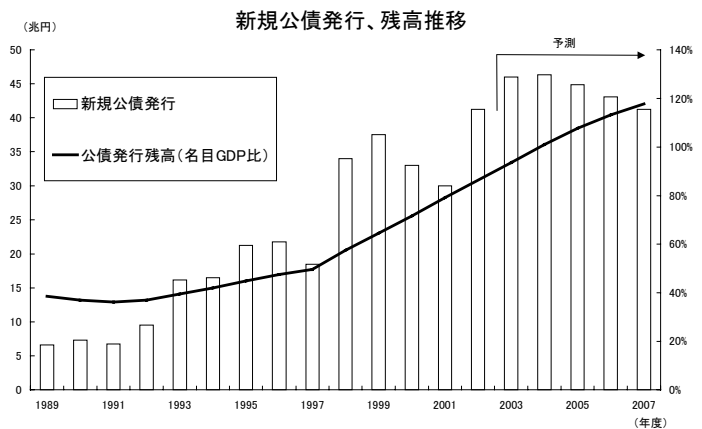
このように民間部門が大幅な過剰貯蓄を抱えた状況では、経常収支が大幅な黒字になるか政府部門が大幅な赤字を出すかのいずれかが必要になる。大幅な対外黒字は円高をもたらしたり経済摩擦を引き起こしたりして長期間は維持できず、結局大幅な財政赤字が続く結果となっている。

バブル崩壊後、景気刺激的な財政・金融政策が取られて循環的には景気回復は見られたものの、長期低迷のトレンドに変化を与える力はなかった。それはバブル崩壊による後遺症への処方箋が適切でなかったという問題もあるが、貯蓄投資のアンバランス問題をどのように解決するかという観点に欠けていたために、短期の景気回復は見られたものの、持続的な回復に至らなかったのである。

財政収支は、緩やかな財政再建に向けた歳出カットが続くと想定したが、税収増加が見込めないことから、予測期間を通じて若干赤字幅は拡大する。新規公債発行は、2001年度30兆円となったものの、それ以降は増加し2007年度には41.2兆円に達する。公債残高は、2007年度には593.4兆円と名目GDP117.7%となろう。

上で述べた貯蓄投資バランスの考え方から見れば、日本経済全体の貯蓄投資バランスの問題を解決せずに、部分的に財政赤字だけを削減することは不可能である。民需の回復が予測期間後半にしか望めないことから、財政支出の急激な縮小や増税などによる歳入の増加は不可能であろう。

こうした中で急激に財政赤字を削減しようとするれば、97年度の消費税率引上げ・特別減税廃止などの財政構造改革と同じように景気の急速な悪化を招き、再び景気を立ち直らせるために大規模な財政政策の発動が必要となり、結果的には却って財政状況をより悪化させてしまう危険が増大するだろう。



3 日本経済が考えなければならないリスク

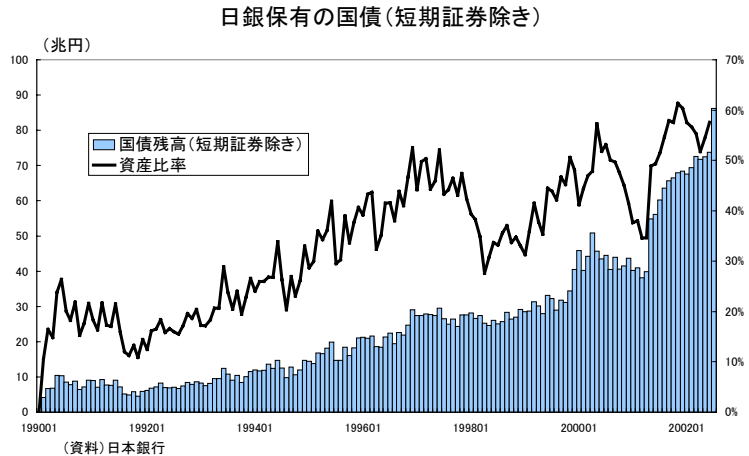
3.1 増大する金利上昇リスク

予測期間中に長期金利の上昇が極めて早いピッチで起こってしまうリスクを十分認識しておか

なければならない。第一に日銀の金融緩和によって短期金利が低水準を続ける中で、企業部門が資金余剰主体となっているという状況が急速に正常化して、民間の大量の資金調達で長期金利を押し上げる可能性があるだろう。第二に大量の国債発行が続き国内でも長期国債を保有するリスクが懸念されるようになって、パニック的な国債の売却が起ることである。第三は、この見通しのようにデフレ解消による金融政策の転換が展望できるようになった時点で、金融機関が金利上昇リスク回避のために一斉に売却行動をとる場合である。

90年代大量の国債発行が続いたにも関わらず順調に消化された背景には、金利低下、BIS規制などから国債保有のインセンティブが高まったことある。90年代前半には主に公的部門の国債保有が急激に増加しているが、90年代後半には、貸出低迷が続いたこともあり民間金融機関の国債保有は急激に増加している。

このうちの何割かはスワップや先物を利用して金利上昇リスクをヘッジしていると思われるが、過去との比較においては相当程度の金利リスクが民間金融機関に内包されていることは確かだろう。



国債保有状況(2001年末)

金融機関	金融機関					非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外
	中央銀行	国内銀行	保険・年金基金	郵便貯金	公的金融機関					
86.9%	15.1%	10.0%	21.6%	10.0%	16.9%	0.4%	5.2%	2.5%	0.3%	4.7%

(注) 国債には財融債を含む。また政府短期証券は除く
(資料) 日本銀行

金利上昇に転じた場合、民間金融機関はキャピタルロス回避のため、売り主体に転じることが予想される。また日銀もマネー供給から吸収に転じるために、現在保有している国債を売り、マネーを吸収することになる。大量発行が継続する中で、金利上昇に転じた場合、発行、流通市場両方で、問題が生じるリスクが高まっている。国債管理政策ではストックを管理する財務省とフローをコントロールできる日銀の間でなんらかの合意を準備しておく必要があるだろう。

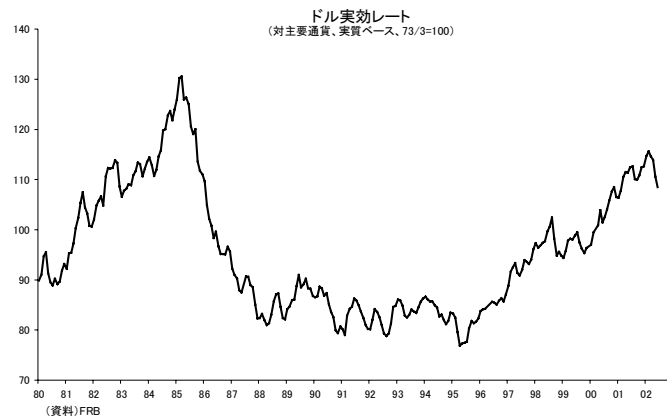
3.2 ドル急落の可能性

米国の経常収支は80年代前半に赤字が拡大した後、90年代に入り一旦は赤字幅が縮小した。しかし、90年代後半以降になると赤字が再び増え始め、2000年には総額4,100億ドル、名目GDP

比 4.2%にまで赤字幅が拡大した。最近のこうした「ドル高」と「経常収支赤字増大」の組合せは、80年代にも見られた現象であり、前回は85年9月のプラザ合意によってドルが大幅に切下げられるという結末に至っている。

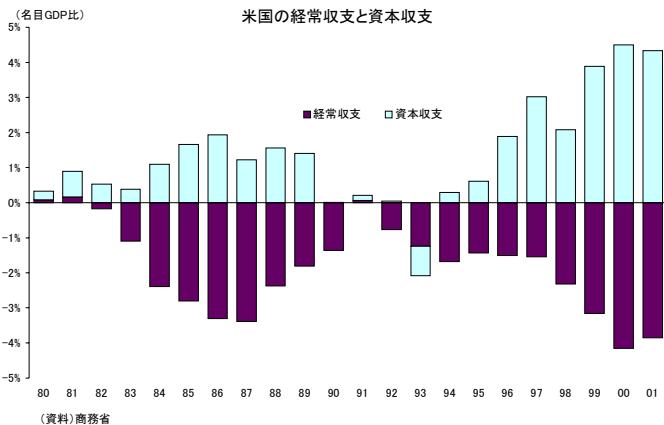
プラザ合意当時と現状を比較した場合、確かにドルの実質実効レートが割高となっている点や、経常収支赤字が増大しているといった点は共通している。しかしその一方で、米金利の水準は80年代に比べて低水準かつ比較的安定している点が異なっている。これは1980年代前半の経常収支の赤字が財政赤字との「双子の赤字」と呼ばれたように、80年代には財政赤字のファイナンスの

ために長期金利が高止まりしていたのに対して、クリントン政権下の財政改革によって過去数年間の黒字を背景に、長期金利は低下し財政政策に柔軟性が確保されているといった違いを挙げることもできよう。しかし、ブッシュ政権の減税や昨年のテロ事件後の国防支出の増加が米国経済の早期の立ち直りをもたらした一方で、財政収支が再び赤字化すると見込まれている点は大きな懸念材料である。



米国の経常収支赤字が膨大となった現状では、ドル急落のリスクが皆無であるとは言いきれない。

米国株式市場の不安定化は、これまで好調な経済成長に支えられて米国の株式市場や企業買収のために流入していた資金の流れを細め、現状のような高水準の経常収支赤字をファイナンスすることが難しくなるからだ。たとえ米国がドルの急激な下落を好まないにしても、仮に米国の金融経済情勢が一段と悪化し、金利の引下げが不可欠となったような場合、米金利が既に欧州を下回るような状況下では、ドル安をコントロールしきれなくなるケースも想定できよう。



85年当時の円はかなり過小に評価されていたと見られるが、現状は円の実効レートや円ドルレートの購買力平価との乖離から判断して著しい過小評価とは見られない。また米国の貿易収支赤字の原因として日米間の収支の寄与は、85年当時に比べて現在では相対的に小さくなっており、ドルの下落が起きた場合でも、円の対ドルでの上昇は85年当時ほどの規模になることはないだろう。

米国が企業会計不信問題を早期に解決し、株価の安定や経済の回復に成功すれば急激な為替レートの変動は回避できると考えられるが、これに失敗すればドルの急速な下落とそれに伴う円高が起ってしまう危険は否定できないだろう。

(日本経済・構造分析)					
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	
副主任研究員	矢嶋 康次	(やじま やすひで)	(03) 3597-8407	yyajima@nli-research.co.jp	
(日本経済・モデル担当)					
副主任研究員	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3597-8416	tsaito@nli-research.co.jp	
(金融・為替担当)					
副主任研究員	熊谷 潤一	(くまがい じゅんいち)	(03) 3597-8448	kumagai@nli-research.co.jp	
(米国経済担当)					
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すすむ)	(03) 3597-8433	doihara@nli-research.co.jp	
(欧州経済担当)					
副主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3597-8538	ito@nli-research.co.jp	

(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もありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)

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)

	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	[年度平均値]		
	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測	97/92	02/97	07/02
名目国内総支出(名目GDP) (兆円)	▲0.3 (513.0)	▲2.5 (500.2)	▲1.1 (494.9)	0.1 (495.6)	▲0.2 (494.5)	0.0 (494.7)	0.6 (497.8)	1.2 (504.0)	▲1.5	▲1.0	0.4
実質国内総支出(実質GDP) (兆円)	1.7 (535.7)	▲1.3 (528.9)	0.1 (529.3)	0.9 (534.1)	0.4 (536.5)	0.8 (540.6)	1.1 (546.5)	1.5 (554.6)	▲1.5	0.3	0.9
国内需要	1.5	▲0.8	▲0.6	1.1	0.5	0.8	1.1	1.5	▲1.5	0.2	1.0
国内民間需要	1.8	▲1.1	▲1.0	1.4	0.2	0.6	1.1	1.8	▲1.3	▲0.2	1.0
民間最終消費支出	▲0.1	0.3	0.6	0.5	0.1	0.4	0.8	1.0	▲1.5	0.8	0.6
民間住宅投資	▲1.5	▲8.5	▲5.4	0.1	0.2	▲0.7	0.5	▲0.5	1.4	▲4.3	▲0.1
民間企業設備投資	9.3	▲3.7	▲5.8	4.0	0.8	1.4	2.3	4.5	▲0.8	▲1.3	2.6
国内公的需要	0.6	0.1	0.6	0.3	1.3	1.3	1.1	0.8	▲2.4	1.3	0.9
政府最終消費支出	4.4	2.8	2.7	2.4	2.7	2.6	2.3	2.1	▲2.7	3.4	2.4
公的固定資本形成	▲7.4	▲5.8	▲5.2	▲5.5	▲2.7	▲2.7	▲3.2	▲3.8	▲1.8	▲3.5	▲3.6
財・サービスの純輸出	<0.2>	<▲0.5>	<0.7>	<▲0.2>	<▲0.0>	<0.0>	<0.0>	<0.0>	<▲0.0>	<0.1>	<▲0.0>
財・サービスの輸出	9.4	▲8.0	5.7	1.2	1.4	1.7	2.1	2.3	▲4.7	1.6	1.7
財・サービスの輸入	9.6	▲4.7	▲1.4	3.6	2.2	2.2	2.5	2.8	▲6.0	0.4	2.6
国内卸売物価	▲0.1	▲1.1	▲1.1	▲0.9	▲0.5	▲0.6	▲0.5	▲0.2	1.0	▲1.1	▲0.5
消費者物価	▲0.6	▲1.0	▲1.0	▲0.7	▲0.7	▲0.6	▲0.3	▲0.1	▲0.8	▲0.6	▲0.5
失業率	4.7	5.2	5.5	5.4	5.3	5.2	5.0	4.8	3.1	4.9	5.1
経常収支 (兆円)	12.4	11.9	15.7	16.0	16.6	16.7	16.6	16.3	11.3	13.7	16.5
(名目GDP比)	(2.4)	(2.4)	(3.2)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.2)	(2.3)	(2.7)	(3.3)
為替レート(円/ドル) 平均	110.5	125.1	120.0	117.0	113.0	111.0	110.0	109.0	107.8	119.0	112.0
コールレート(%) 平均	0.15	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.3	0.1	0.0
長期金利(最長期、%) 平均	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	3.2	1.5	1.4

(資料)内閣府 経済社会総合研究所「国民経済計算年報」、総務省統計局「物価統計月報」、「労働力調査」、日本銀行「金融経済統計月報」他



米国経済中期見通し（予測表）

[1] 実質 GDP 成長率と需要項目別の伸率（前年比；%）

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	5年平均
実質 GDP	4.1	1.2	2.3	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
内需（*）	4.8	1.3	2.8	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
消費支出	4.8	3.1	3.0	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7
設備投資	9.9	▲ 3.2	▲ 6.7	3.5	4.5	4.8	5.0	5.2	4.6
住宅投資	0.8	1.5	3.4	1.2	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6
在庫投資（*）	▲ 0.1	▲ 1.1	0.7	0.4	0.0	▲ 0.2	0.1	0.0	0.1
政府支出	2.7	3.6	4.8	2.4	2.2	1.7	1.5	1.5	1.9
外需（*）	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
輸出	9.5	▲ 4.5	▲ 3.3	4.7	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5
輸入	13.4	▲ 2.7	0.4	4.6	4.0	4.0	4.0	4.0	4.1

*（注） 内・外需、在庫投資は寄与度。 5年平均は2003年以降の予測値平均。

（資料）米国商務省

[2] 物価、経常収支、金利、等

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	5年平均
消費者物価上昇率	3.4	2.8	1.6	2.2	2.4	2.6	2.7	2.7	2.5
経常収支（名目GDP比）	▲ 4.2	▲ 3.9	▲ 4.2	▲ 4.2	▲ 4.1	▲ 4.0	▲ 3.8	▲ 3.7	▲ 4.0
FF金利目標（平均）	6.2	3.9	1.8	2.4	3.0	3.5	3.8	3.8	3.3
10年国債利回り（平均）	6.0	5.0	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4	5.4	5.3

（資料）米国商務省、労働省、連銀

欧州経済中期見通し（予測表）

[1] 実質GDP成長率と需要項目別の伸率(前年比%)

	単位	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	5年 平均
		(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	
実質GDP	前年比%	3.5	1.4	1.2	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.3
内需	寄与度%	2.9	0.8	0.5	2.6	2.3	2.3	2.2	2.3	2.0
	民間最終消費支出	前年比%	2.5	1.7	1.3	2.6	2.3	2.3	2.3	2.2
	固定資本形成	〃	4.7	▲ 0.5	0.5	3.3	2.9	2.9	2.8	2.9
外需	寄与度%	0.6	0.7	0.8	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4

[2] 物価、経常収支、金利等

消費者物価(HICP)	〃	2.4	2.5	2.2	2.2	2.2	1.7	1.8	1.8	2.0
経常収支	対GDP比%	▲ 0.9	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ECB市場介入金利	%	4.75	3.25	3.75	4.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.67
10年国債	%	5.3	4.8	5.0	5.1	4.9	4.8	4.9	4.9	4.9
対ドル為替相場		0.92	0.90	0.95	1.01	1.05	1.08	1.09	1.11	1.0

(注) ユーロ圏(12か国)ベース。10年国債はドイツ国債の利回り。政策金利は未値

5年平均は2002年以降の予測値平均

(資料) 欧州統計局、欧州中央銀行