

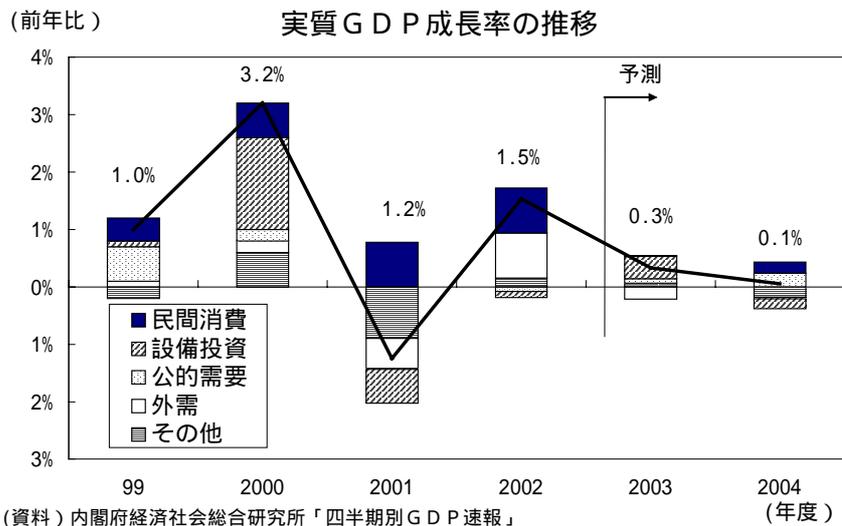
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 縮小を続ける経済活動～二次 QE 後見通し

### < 深刻な名目 GDP の縮小：2003 年度は 0.3% 成長 >

1. 2002 年度の実質成長率は 1.5% となったが、名目成長率は依然としてマイナスが続いている。不良債権問題の根底にある過剰債務問題を解消するためには、名目 GDP の拡大が必要である。
2. 名目 GDP には帰属家賃など経済活動に連動しない部分があり、これを修正すれば伸びは平均 0.4% ポイント低下するので実態はより深刻である。家計貯蓄率の急落は利子所得の動きが主因だが、金融資産の蓄積不足は、将来的に消費の足枷となる恐れもある。
3. 6 月 11 日発表の GDP 第二次速報（二次 QE）をもとに、5 月に発表した 2003 年度改定経済見通しを微修正した。景気の現状や先行きの見方に変更はなく、2003 年度の見通しは実質経済成長率 0.3%、名目成長率は 1.5% である。



経済調査部門

(03)3597-8419

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/>

## 縮小を続ける経済活動

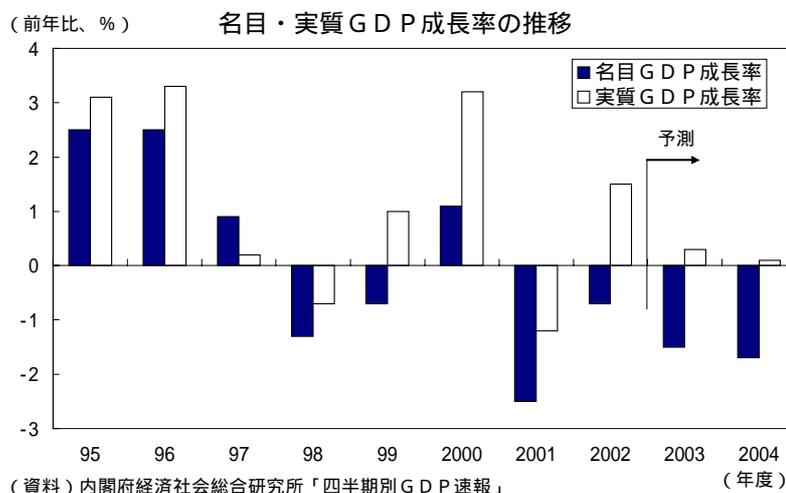
### 1. 深刻な名目GDPの減少

(不良債権問題と名目GDP)

今年1月に閣議決定された2003年度の政府経済見通しでは、2002年度は実質0.9%、名目マイナス0.6%が見込まれていた。6月11日に発表された1-3月期GDP2次速報によれば、2002年度の実質成長率は1.5%となり政府経済見通しをかなり上回ったが、名目GDP成長率はマイナス0.7%とむしろマイナス幅が大きくなった。実質経済成長率が高まったにも関わらず、名目成長率が見込みを下回っていることは、デフレが政府の想定以上に深刻化していることを示している。

バブル崩壊後過剰債務問題に悩む日本経済にとって物価の下落は大きな問題である。企業は売り上げや利益に比べて債務が多すぎるという問題を抱えているが、これを改善するためには分母に当たる売り上げや利益を増加させるか、分子の債務を削減する必要がある。バブル崩壊以前は企業が保有する土地や株などの資産を売却することで債務を削減することができたが、資産価格が大幅に下落している中ではこうした方法で債務を削減することは難しい。また物価が下落する中では売り上げや利益を増加させることも難しく、過剰債務問題の解決を困難にしている。

名目GDPの減少は日本の企業全体の売り上げのパイが縮小していることを示しており、個々の企業が売り上げを伸ばすには他の企業のパイを奪うしかないという状況にあることを意味する。こうした中で日本の企業全体が不良債権問題＝過剰債務問題の改善を進めることは、極めて難しい。実質GDPが緩やかながらも拡大しているのは良いことだが、物価の下落がこれを凌駕して名目GDPの縮小が続いている点で、日本経済は深刻な状況にあると言うべきである。



### （見かけより深刻な経済活動の縮小）

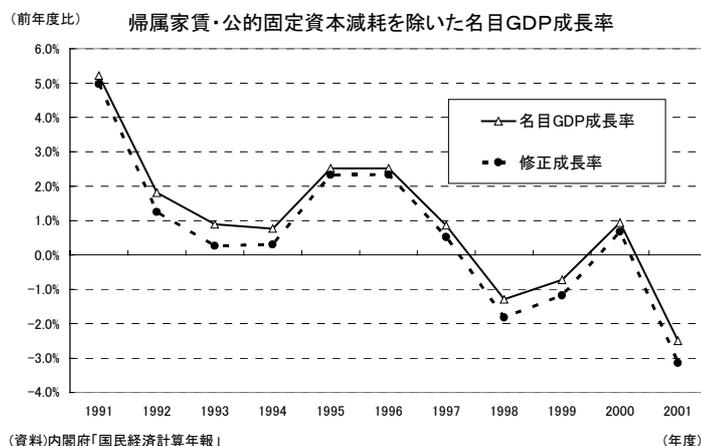
さらに、現実の企業などの経済活動は GDP よりも伸びが低いという問題がある。GDP 統計では「帰属家賃」や社会資本の固定資本減耗など、実際に現金の支払いなどの経済的な取引が行われなくとも、国全体の経済生産と考えられているものがある。名目 GDP の伸びはこうした部分が拡大していることによって、現実に企業活動が行われている市場の規模の伸びよりも高い数字が出ていることに注意をすべきである。

こうした調整は GDP 統計の作成方法についての国際的な取り決めに従ったもので、経済的にも必要なものである。持ち家に住んでいる人の家賃を GDP に算入する「帰属家賃」という考え方は、次のようなパラドックスを解消するために取り入れられているものだ。例えば、実際に支払われた家賃だけが消費として捉えられていると、持ち家に住んでいた2人の消費者が転勤でお互いの家を借りあって住むようになった場合には、お互いに家賃の支払が発生するのでそれ以前にくらべて消費が増加することになる。しかし実際にはこの二人の生活のレベルは変わらないので、これだけで GDP が拡大するのはおかしい。こうした問題を解消するために、GDP では持ち家に住んでいる消費者は、自分の家に対して家賃を払っているという計算を行っている。

また、政府消費に社会資本の減耗分が計上されるようになったのは、政府がいくら社会資本を整備して国民の生活が便利になっても、GDP に表れてこないのはおかしいという問題を解消するためのものだ。

こうした調整は、国民の経済的な厚生を計るという意味からは欠かせないものだが、一方で企業の経済活動のレベルを知り景気の状態を判断するという用途から見ると、GDP を使い難くしていると考えられる。

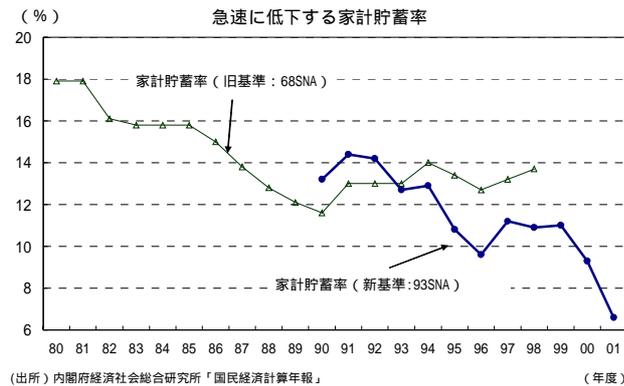
名目 GDP から帰属家賃と社会資本の固定資本減耗を除いて、企業の経済活動や市場を通じた経済取引の動きにより近い「修正名目 GDP」を作成し、この伸びを見てみると、修正名目 GDP の伸びは発表されている名目 GDP の伸びを一貫して下回っている。1991年度から2001年度の平均で見ると、名目 GDP の伸びは0.4%ポイント高めに出ている。このように、例えば企業の売り上げの減少など不良債権問題の解決を巡る状況は、名目 GDP の縮小以上に深刻であることが分かるのである。



## 2. 貯蓄率の低下は何を意味しているのか？

(急落した家計貯蓄率)

家計貯蓄率は急速に低下している。1990年度に13.2%だった家計貯蓄率は、2001年度には6.6%に低下した。人口構造の高齢化によって老後資金を貯蓄する人口層の割合が低下し、むしろ貯蓄の取り崩しを行うことの多い高齢者層の割合が増加することで、貯蓄率が長期的に低下していることは確かだ。しかし2001年度、2002年度の貯蓄率の低下は急速であり、人口構造の変化だけで説明することはできない。



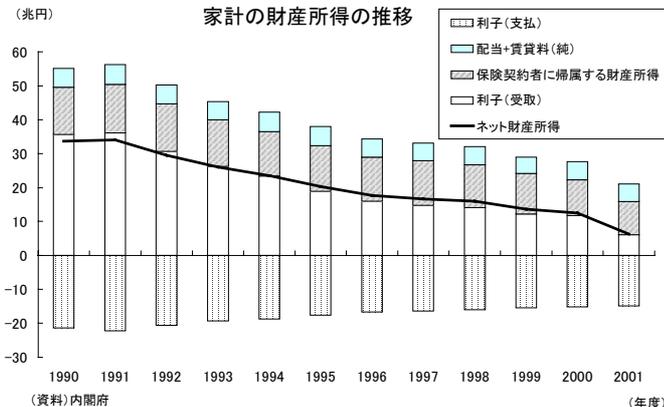
このように貯蓄率が急速に低下した原因は幾つか考えられる。第一は、財産所得、特に利子所得の動きである。郵貯の定額貯金のように長期間複利で運用される資産について、GDP統計では毎年発生する利子を所得として計算しているが、消費者はこれらを完全には把握していないだろう。1990年度初めから1991年度にかけて、郵貯の定額貯金は最高では6.33%という高金利だったために大量預け替えが発生し、2000、2001年度はこれが集中的に満期を迎えた。消費者の多くは満期になって10年分の利子を一度に手にしてこの一部が消費に使われたため、統計上は貯蓄率が低下した可能性があるだろう。

またこの定額貯金の集中満期の影響はGDP統計の推計方法の問題とあいまって、2000、2001年度の家計貯蓄率を低めに見せ、それ以前の貯蓄率を高めを示すというバイアスをもっていることが考えられる。これは定額貯金の利子所得は毎年の所得に計上される一方で、これに対する所得税は満期時に利子を受け取ることによってまとめて計上されるからである。これによって2000、2001年度は税負担が高まり可処分所得が少なくなる一方で、それ以前の年は可処分所得が多くなっている。「可処分所得 - 消費」で定義される貯蓄が定額貯金の満期時には少なく、それ以前の年では多くなる。こうしたGDP統計の推計上の問題を調整すれば、貯蓄率は2000年度は、0.5%ポイント、2001年度の貯蓄率は0.9%ポイント上昇する一方で、それ以前の年は0.2%程度低下し、GDP統計で見ると最近の貯蓄率の下落幅は小さくなる。また定額貯金の集中満期の影響が小さくなる2002年度以降は、利子所得に対する税負担が可処分所得を押し下げるという効果がなくなるので、逆にGDP統計でみた貯蓄率は高まるはずである。

利子率の低下で家計の利払いも減少している。90年度の家計の利払いは21.4兆円だったが、

2001年度には14.9兆円になり5兆円以上も減少している。家計の所得のうちで消費に使われなかった分が貯蓄ということになるので、借入金の元本の返済や利子の支払いは貯蓄として扱われる。GDP統計では小さな個人経営の会社の借り入れも家計の負債になってしまっているが、一般の消費者も住宅ローンなどの形でかなりの負債を持っているので、この面での影響はかなりある。家計の住宅ローンの元利返済は契約によって決まっており、いわば強制的な貯蓄という面があるが、金利の低下によって90年度に8兆円だった住宅ローンの利払いは2001年度には5.7兆円に減少しており、これも貯蓄率の低下に寄与していると考えられる。

また金利の低下によって家計の利子所得の受取りは1990年度の35兆円から2001年度にはわずか6兆円へと大きく減少している。家計が受け取る利子所得をあまり意識しないで消費を行っているとするれば、利子所得が多くても少なくとも消費水準があまり変わらないということが考えられ、利子所得の大幅な減少によって貯蓄率が低下しているということもあるだろう。



第二は、ラチェット効果である。所得が減少しても、子供の教育費のように簡単に支出水準を変えることができないものがあるために、消費性向が上昇し貯蓄率が低下したという面があるだろう。住宅の帰属家賃消費もこの効果に含めて考えることができる。所得の増加を見込んで購入した住宅への帰属家賃は、普通の家賃のように所得が低下したからといってより安い住宅に住み替えて支出を減らすということができない。第三には、物価の下落によって実質金融資産残高が増加したという資産効果が発生している可能性もあると考えられる。

(将来的に消費が伸びない原因となる恐れも)

しかし、こうした所得低迷下での消費の拡大は、長期的には消費に対してマイナスに働く恐れもある。例えば、利子所得の減少が短期的には消費に大きな影響を与えなくとも、貯蓄率の低下は金融資産の蓄積が少ないことを意味しており、所得が増加しても金融資産の増加にまわされてしまい、消費が伸び難い原因となる可能性がある。

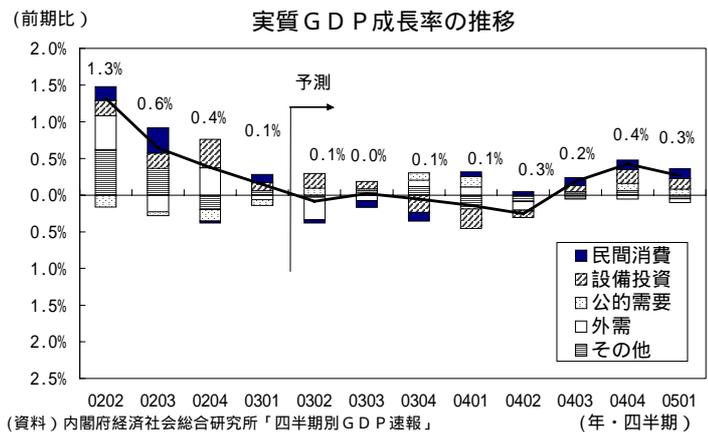
デフレの消費への効果としては、消費者が値下がりを待つので消費が手控えられということが言われる。物価の下落による実質金融資産残高の増加が消費を支えているとするれば、逆にデフ

レが解消されても、物価が上がるので買い急ぎをするというメカニズムでは消費が伸びない可能性があることを意味するだろう。

### 3. 戦後最短の景気回復～マイナス成長が続く名目GDP

(戦後最短の景気回復)

内閣府は昨年の景気回復の動きについて、2002年1月を暫定的に谷と認定した。米国のITバブル崩壊によって落ち込んでいた輸出が持ち直し、昨年前半は鉱工業生産の急速な増加がみられたが、夏以降はこの速度が低下した。実質GDPの成長率は2002年4-6月期の1.3%から2003年1-3月期には0.1%に低下し、景気回復力の弱まりは明白である。イラクでの戦争終了後も米国の景気回復力が弱く、外需の鈍化が見込まれることに加えて、ボーナスの減少と総報酬制の導入による社会保険料負担の増加によって7-9月期の消費の落ち込みが予想されることから、景気後退となることは避け難い。昨年初めに始まった景気回復は1年余りで終了し、戦後最短の景気回復局面となるだろう。



(2003年度は実質0.3%成長に減速)

2次QE発表に伴い、5月22日に発表した経済見通しを修正した。景気の状態認識や先行きの見方に変更はなく、経済成長率などの諸数値も微修正されているに過ぎない。2003年度は、外需の息切れに加えて、所得の低迷などから消費が伸び悩み、実質経済成長率は0.3%に減速するだろう。名目成長率は2003年度1.5%、2004年度も1.7%とマイナスが続く見通しである。

日銀は福井総裁誕生後、次々と政策を打ち出しているが、デフレの改善はおろかその前提となるマネーサプライの伸びの改善すら達成できていない。日銀当座預金残高の目標は15~20兆円から27~30兆円に増加されているが、5月のマネーサプライの伸びは前年同月比1.6%にとどまっている。金融政策のみによってデフレからの脱却を実現することは難しいと考えるが、今回資産担保証券の買い入れを決定したように、日銀は今後も買い入れ資産の多様化を進めて行くことになるだろう。

(米国、欧州の経済見通しは次週6月20日(金)のWeeklyエコノミストレターに掲載します。)



## 日本経済の見通し (2003年1-3月期二次QE(6/11発表)反映後)

(単位、%)

	2002年度 実績	2003年度 予測	2004年度 予測	2003/4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2004/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	2005/1-3 予測
実質GDP	1.5	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4	0.3
				0.3	0.1	0.2	0.6	1.0	0.7	1.7	1.1
				1.2	0.4	0.0	0.2	0.4	0.3	0.2	0.7
内需寄与度	(0.7)	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.3)
内、民需	(0.8)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.2)
内、公需	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	(0.8)	(0.2)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
民間最終消費支出	1.4	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
民間住宅投資	2.9	3.5	0.1	1.9	0.6	0.6	0.4	0.0	0.0	0.5	0.6
民間企業設備投資	0.7	2.5	1.1	1.3	0.6	1.4	1.7	0.6	0.5	1.2	0.9
政府最終消費支出	2.0	1.7	1.9	0.4	0.1	0.6	1.0	0.0	0.4	0.7	0.7
公的固定資本形成	6.5	3.6	1.3	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.7	0.3	0.7
輸出	11.9	1.0	0.2	2.1	1.4	0.5	0.5	0.5	0.7	0.1	0.2
輸入	5.3	1.1	0.6	0.7	0.9	0.3	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
名目GDP	0.7	1.5	1.7	0.3	0.6	1.0	0.9	0.3	0.5	0.3	0.6

(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。その他の需要項目はすべて前期比。

&lt;主要経済指標&gt;

(単位、%)

	2002年度	2003年度	2004年度	2003/4-6	7-9	10-12	2004/1-3	4-6	7-9	10-12	2005/1-3
鉱工業生産(前期比)	2.6	0.1	0.4	0.1	0.7	0.7	0.4	0.1	0.2	0.6	0.5
国内企業物価(前年比)	1.6	1.4	2.0	0.9	1.1	1.5	2.0	2.2	2.2	1.9	1.7
消費者物価(前年比)	0.6	0.6	1.0	0.3	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
消費者物価(生鮮食品除き)	0.8	0.7	1.0	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
経常収支(兆円)	13.3	11.6	10.4	12.1	11.6	11.2	11.7	12.1	10.9	9.7	8.9
(名目GDP比)	(2.7)	(2.4)	(2.2)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.3)	(2.0)	(1.9)
失業率(%)	5.4	5.7	6.2	5.5	5.5	5.7	6.0	6.1	6.2	6.3	6.3
住宅着工数(万戸)	115	111	108	112	111	111	109	109	108	109	108
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.1	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
為替(円/ドル)	122	116	111	119	117	115	114	112	110	110	110
原油価格(ドル/バレル)	27	25	21	28	25	23	22	21	21	21	21

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」他

(日本経済担当)

シニアエコノミスト 斎藤 太郎 (さいとう たろう) (03) 3597-8416 tsaito@nli-research.co.jp

研究員 篠原 哲 (しのはら さとし) (03) 3597-8046 shino@nli-research.co.jp

(金融・為替担当)

シニアエコノミスト 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 すずむ) (03) 3597-8433 doihara@nli-research.co.jp

(欧州経済担当)

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はありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)