

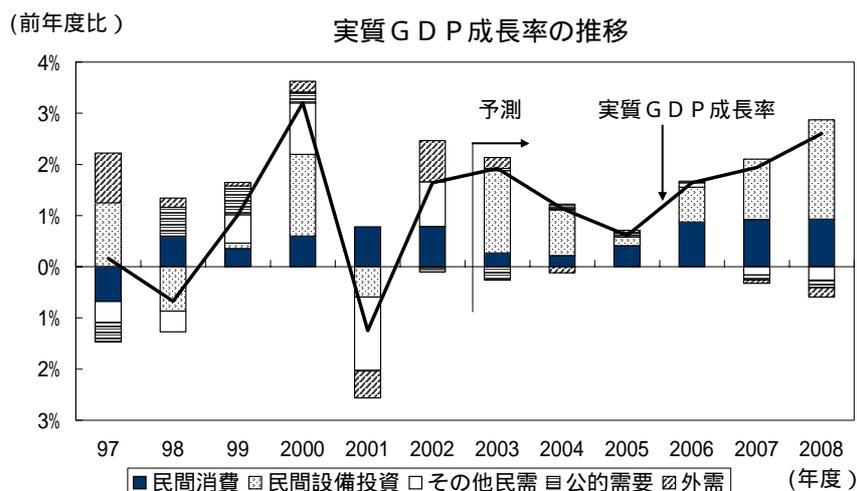
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 中期経済見通し～視野に入るデフレからの脱却

< 2008 年度実質 2.6% 成長：消費者物価上昇率も 0.6% >

1. バブル崩壊後の過剰問題は徐々に改善してきている。不良債権問題は大手銀行に限ればかなりの進展が見られ、今後は地域金融機関の経営改善が中心課題となるだろう。
2. 米国経済は当面高めの成長が見込まれるが、中期的には安定的な成長に収束、欧州経済も緩やかに持ち直すだろう。ただし、米国の双子の赤字問題からドル急落懸念は残る。
3. 日本経済は一時停滞するが 2006 年度には設備投資の持ち直しで回復に向かい、2008 年度には実質 2.6% 成長、消費者物価上昇率 0.6% となり、デフレからの脱却が実現しよう。
4. 高齢化の進展による労働力人口の減少などから供給力の伸びは低く、2002 年度に GDP の 7% に達するデフレギャップは、2008 年度には 5% にまで縮小しよう。過剰設備問題の改善、労働需給の改善による賃金上昇も伴ってデフレを終息させると予測する。
5. 為替安定や規制改革による設備投資の刺激があれば、消費者物価上昇率は 2006 年度にもプラスに転ずる可能性があり、デフレからの脱却時期をより早めることができるだろう。



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

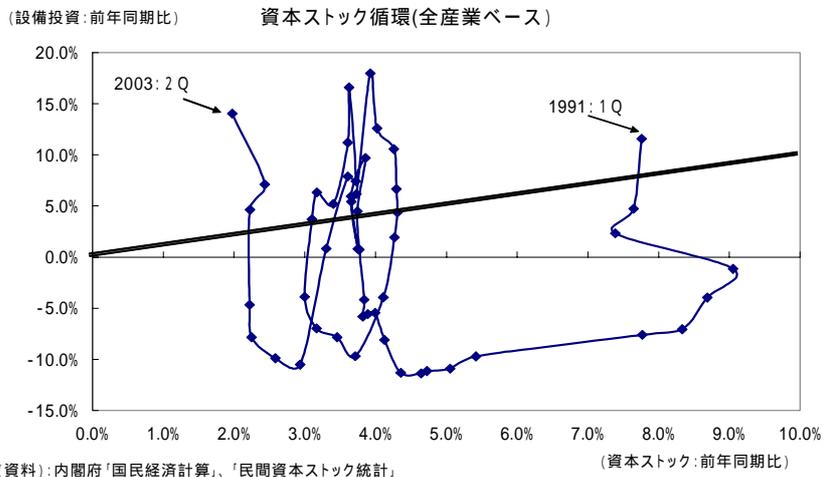
: (03)3597-8405

## デフレからの脱却

### 1. 日本経済の現状

(改善する企業マインド)

2001年に米国のITバブル崩壊による外需悪化で景気後退に陥った日本経済は、2002年初めから輸出の持ち直しによって回復に向かい2002年度の実質成長率は1.6%、2003年度も1.9%となる見込みである。2003年に入ってイラク情勢の緊迫によって米国の景気回復が停滞したことやSARSの発生などによって一時的な停滞が見られたものの、これらの外部要因が改善したこともあって、景気回復の動きが続いている。りそな銀行への公的資金の注入によって金融システム不安が大幅に後退し、株価も持ち直したことも加わって、日本経済の先行きに対する見方は明るくなっている。日銀短観9月調査では2年9ヶ月ぶりに大企業・製造業の業況判断DIがプラスとなるなど企業マインドにも明るさが見え、2003年度の設備投資計画(ソフトウェア除き)も全規模・製造業で5.9%の増加となっている。4-6月期の民間企業設備投資の伸びは前年同期比実質14.0%に達して設備投資の回復が明らかとなっており、資本ストック循環の観点からも設備投資が増加し、ストックの伸びが高まる局面にあることが見て取れる。



しかし、2002年度の名目成長率は0.7%で、2003年度も0.3%のマイナス成長が見込まれ、名目成長率と実質成長率の逆転は続いている。消費者物価の下落基調も続いており、日本経済はデフレ状態を脱していない。こうした中で、9月20日にドバイで開催されたG7において発表された共同声明は、日本の為替市場への介入をけん制するような内容となり円高が進んだ。為替レートは1ドル110円台後半の推移から100円台に円高が進んでおり、景気への影響が懸念される状況にある。

(不良債権・過剰問題の進展)

バブル崩壊後の日本経済は長期にわたって低迷が続いてきたが、企業部門の資金余剰が続いたことで、過剰問題の一つである過剰債務問題は全体として見れば改善が進んだ。

政府は金融再生プログラムに基づいて、2004年度に不良債権比率を2002年時点の半分程度に低下させることを目指している。2001年4月の緊急経済対策において、破綻懸念先、破綻先・実質破綻先の債権は、原則として発生から3年以内にオフバランス化するという枠組みが打ち出された。2002年4月にはそのペース基準が明示されたが、2003年末のオフバランス化の進捗ペースは政府の基準を上回っていると言える。主要行の不良債権処理にはかなりの進展が見られ、政府目標はほぼ達成可能と言えるところまで来ている。今後も新規不良債権の発生は続くと見られるが、現在の傾向が続けば大手銀行では不良債権の処理額は毎年のフローの収益内に収まるようになるだろう。

破綻懸念先債権、破綻先・実質破綻債権のオフバランス化状況  
(大手行<除く新生銀行、あおぞら銀行>)

不良債権の発生時期	対象債権額 (当初、兆円)	オフバランス化の 進捗率 (03/3月末、実績)	政府が示している03/3 月末時点の処理の目処
00/上期以前発生時期	12.7	96%	100%
00/下期発生分	3.4	86%	80%
01/上期発生分	3.0	82%	50%
01/下期発生分	6.9	74%	50%
02/上期発生分	2.0	60%	
02/下期発生分	3.0		

(資料) 日本銀行「2002年度決算からみた全国銀行の経営状況」

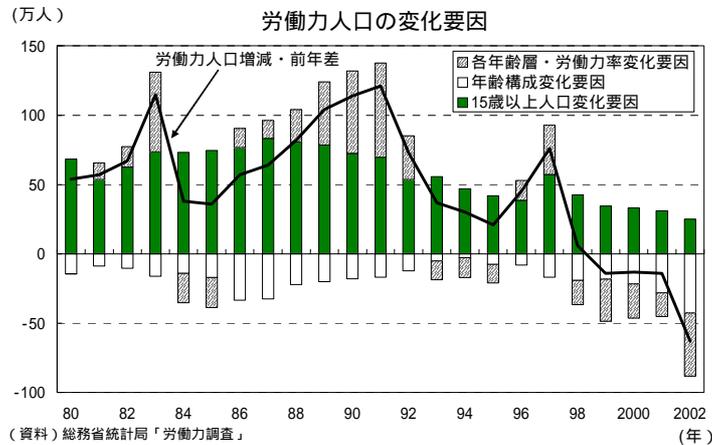
ただし繰延税金資産の扱いなど不確定要因も多い上に、景気が予測以上に低迷すれば不良債権の発生が大幅に増加して、再び問題が悪化する恐れも残っている。また大手銀行以外の不良債権の処理はこれから本格化すると考えられるなど、問題が完全に解決するメドはまだ立っていない。金融システムの安定化の課題は、今後は国内業務が中心である地域金融機関の経営改善が焦点となっていくと考えられる。

企業の設備投資は、バブル期には高度成長期並みの名目GDP比で20%程度にまで増加したが、2002年度は14.3%にまで低下している。製造工業生産能力指数は2000年を100として2002年は94.7に低下しており、過剰な生産能力の削減もある程度進んでいる。日銀短観でも設備の過剰感は低下してきており、企業収益の改善もあって2003年度の設備投資は実質10.1%の増加となるものと見られる。

## 2. デフレからの脱却

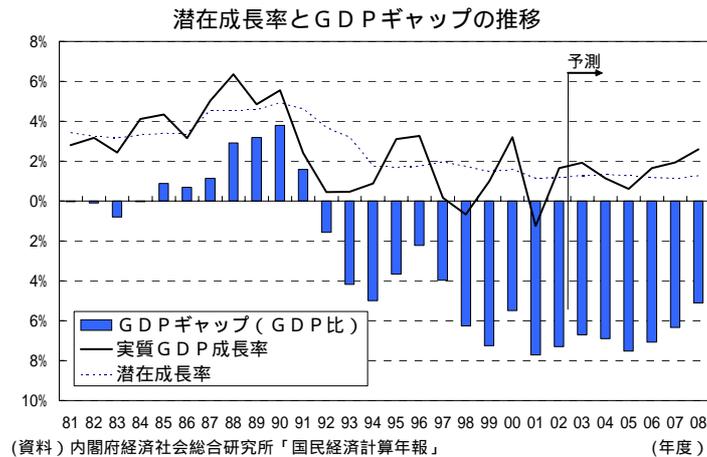
(人口高齢化の影響)

今後中期的に日本経済に大きな影響を与えるのは、人口構造の急速な高齢化の影響である。生産年齢人口(15~64歳)は、既に1995年をピークに減少を始めている。予測期間の末期には、1947年~49年のベビーブームで生まれた団塊の世代が60歳の定年を迎え始めるなど、人口高齢化による労働力の減少の影響がはっきりし始めるだろう。総人口も減少するため需要の伸びが低下するが、労働力人口減少速度ははるかに速い。このため需要の伸びの鈍化に比べて供給力の伸びの低下が著しく、デフレギャップは徐々に解消に向かい物価の下落圧力が低下しよう。



80年代前半には3%台半ばだった日本の潜在成長率は、80年代後半から90年初頭にかけては4%台半ばまで高まったと見られる。しかし、バブル崩壊後は、設備投資の停滞に伴う資本ストックの伸びの鈍化、労働力人口の伸びの低下、労働時間短縮の影響による労働投入量の伸びの鈍化等から潜在成長率は急速に低下し、90年代後半には1%台半ばまで低下したと推計される。

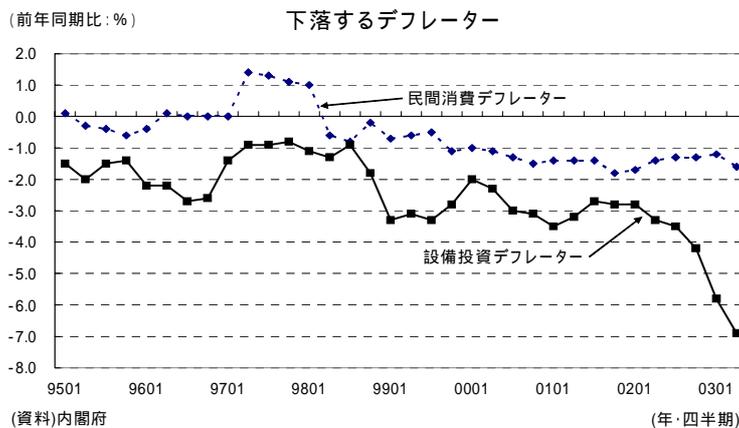
資本ストックの伸びは足もと2%台前半まで低下しているが、2003年度の設備投資が二桁の伸びとなる見込みであること、予測期間の後半には高い伸びとなることから、2008年度には3%台半ばまで伸びが高まる。しかし予測期間中は、労働力人口は減少し続けることに加えて、労働力人口中で女性や比較的高年齢層の比率が高まるため、パートタイム労働者比率の上昇が続くと見られることなどから労働時間の短縮がさらに進む。「労働力人口×総労働時間」で表される労働投入量の減少幅は拡大傾向が続き、2008年度には年間1%程度のマイナスとなると見込まれる。このため、今後の潜在成長率は足もとの技術進歩率に大きな変化がないことを前提とすれば、予測期間平均で1%台前半にとどまろう。



日本経済の産出力と実際の需要の差であるGDPギャップは、バブル崩壊後拡大傾向が続いており、足もとでは7%台になっていると推計される。しかし、今後は1%台前半の低い潜在成長率が続く中で、2006年度以降は実際の成長率がそれを上回る伸びとなるため、GDPギャップは2008年度には5%台まで縮小すると予測する。

(物価の動向)

実質成長率が高まっていることには、設備投資デフレーターの下落幅が拡大していることによって、設備投資の実質の伸びが押し上げられるという要因がある点に注意が必要である。設備投資デフレーターは2003年に入って前年比の下落幅が急速に拡大している。設備投資の中でも価格の下落が大きいIT関連投資が増加しているなど、設備投資の内容の変化がデフレーターの下落の原因の一つと見られる。もう一つの原因は、日本銀行が2002年12月から従来の卸売物価指数に代えて、企業物価指数を公表するようになり、これがGDPの推計に用いられることになったことである。



企業物価指数はこれまで発表されていた卸売物価指数に比べて下落幅が拡大しているが、統計の基準年が1995年から2000年に変更されたため、価格の下落によって市場が拡大してきた商

品のウエイトが上昇したことが一因となっている。さらにこれ以外に、企業物価指数では品質や性能の向上を考慮するなどの改善が加えられたことも、かつてに比べて物価の下落を大きく見せる原因となっている。逆に言えば、企業物価指数が作成されるまではカウントされていなかった品質や性能の向上が実質の設備投資の伸びに表れることになっており、2000年以前に比べて実質経済成長率は高めに出やすくなっている可能性が大きいことを考慮すべきである。しかし、予測期間の後半には実質2%を超える成長となることを考えれば、こうした要因を考慮してもGDPギャップはある程度は縮小することになるだろう。

デフレの原因となっていると考えられるGDPギャップは、縮小に向かうとは言っても予測期間の末期でもGDP比で5%程度と、過去に比べて大幅である。実際には生産に使われる設備は投資されてからの時間の経過とともに経済的な陳腐化が進むことや、バブル期に建設されたりゾート施設のように投資時点よりもはるかに低い収益しか得ることができないものがあるなど、過去に建設された資本ストックの実質的な価値が過大に評価されていることも考えられる。このためここから計算される生産能力が上方のバイアスを持っている可能性があるだろう。また雇用情勢の改善は賃金の下落を止める原因となり、労働集約的なサービス価格の上昇などによって、GDPギャップがかなりの規模で存在するにも関わらず、デフレは次第に解消に向かうことになるだろう。消費者物価の下落は2007年度には解消され、2008年度には0.6%の上昇となる。一方、GDPデフレーターは、設備投資デフレーターの下落などによって2008年度でもマイナスにとどまると見込まれる。

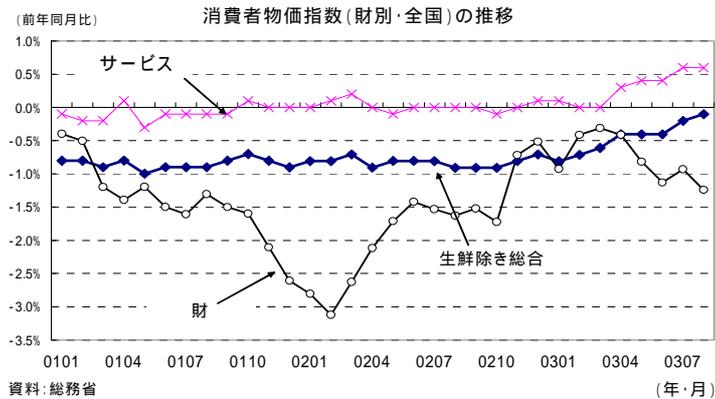
為替レートを安定させ、過剰設備問題の改善で増加に向かう設備投資の伸びを、規制改革などによってさらに加速させる政策があれば、日本経済はより早い速度でデフレギャップを縮小させていくことになる。この場合には消費者物価上昇率は2006年度にはプラスに転ずる可能性があり、デフレからの脱却時期をより早めることができるだろう。

#### (量的金融緩和の解除時期)

デフレは、企業収益の減少や、価格の下落期待が消費者の買い控えを招くなどの問題を引き起こす。消費者物価の上昇率は消費税率の変更など税や健康保険の自己負担の変更や地方自治体の手数料の変更などによってプラスになりうる。しかし、このような形で消費者物価が上昇に転じてても、消費者の買い控えの問題は解決される可能性があるが、企業収益の改善には寄与しない。デフレから脱却できたと言えるためには、この意味からも消費税の増税などの特殊要因を除いた形で消費者物価の上昇率がプラスとなる必要がある。

日銀は2001年3月に量的金融緩和政策を導入した際に、この政策は「消費者物価指数(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、継続する」とした。10月10日の金融政策決定会合では、量的緩和政策継続のコミットメントの明確化がおこなわれ、消費者物価指数の前年比上昇率が単月でゼロ%以上となるだけでなく基調的な動きとしてゼロ%以上

であると判断できること、消費者物価指数の前年比上昇率が先行き再びマイナスとなると見込まれないこと、が必要であることが明確に示された。消費者物価は2003年度に入り前年比の下落幅が縮小している。しかし健康保険制度の変更、発泡酒増税、たばこ税引き上げなどの特殊要因の寄与が0.3%程度あり、これを除けば2003年度に入っても基調的には0.5%程度の上落が続いている。米価の上昇などが加われば前年比でプラスとなる可能性もあろうが、単に消費者物価指数の前年比上昇率のプラスが数カ月続くというだけでは、特殊要因が剥落してマイナスに戻る可能性があるため、それでは量的金融緩和解除条件の安定的なプラスとは言えない。さらに、実際に日銀が量的金融緩和を解除するには、ゼロ%を上回る上昇率の「のりしろ」が必要であろう。



予測では2007年度には消費者物価の上昇率はほぼゼロとなるが、金融政策の変更は前年比の上昇率が安定的にプラスとなる2008年度後半となるだろう。量的金融緩和政策を解除すれば日銀は再び金利を操作目標とした政策に復帰することになる。2000年にゼロ金利を解除した際にはそれ以前に0.02%程度にまで低下していたコールレートは0.25%に引き上げられた。今回はより慎重に金融緩和の解除が行われ、現在0.001~0.002%程度で推移しているコールレートの水準を0.1%に引き上げることを目標とする可能性が大きいだろう。

日銀が超低金利政策を採用する以前の1997年頃までの、長期金利と短期金利や経済諸変数との関係からすれば、短期金利がほぼゼロの水準でも長期金利は2%台半ばの水準となることが予想される。現在はこの過去の関係から見ると長期金利の水準は大きく下方にずれているが、この乖離はデフレ脱却が見え、量的金融緩和が解除されれば急速に解消されるだろう。このため長期金利は量的金融緩和が視野に入り始める2007年度頃には、その時期を巡る思惑から大きく変動するようになり、2008年度に実際に政策の変更が行われれば2%を超える水準に上昇するだろう。

### 3. 国際経済情勢

(安定成長に向かう米国経済)

米国では、2004年の大統領選挙再選を目指すブッシュ政権の景気刺激策等もあって、景気は回

復歩調にある。ただし、消費支出は減税や利下げの効果を得て景気を牽引しているが、雇用の回復の遅れから賃金所得の伸び率は低く、また、金利の下げ止まりから住宅ローンのリファイナンス等これまで消費を促進してきた要因が剥落しつつあり、消費支出の持続性についての懸念は払拭できない状況である。一方、長らく調整下にあった設備投資も回復に向かっているが、90年代後半の過剰投資が尾を引いているため、構築物投資や通信機器等のストック調整に遅れが見られ、本格的な回復は2004年以降にずれ込もう。

また、当面の景気は回復基調をたどると見られる中で、財政赤字と経常赤字の双子の赤字が懸念される。現状では、景気が回復途上にあつて民間資金需要が盛り上がりを見せていないこと、インフレ期待が遠のき金利が落ち着いた推移にあること、等から双子の赤字の影響は大きくないものの、今後の景気回復の進展とともに、その影響が顕在化する恐れが指摘されよう。来年選出される政権にとっての主要な経済面での課題は、現政権の雇用・経済成長対策から、双子の赤字の対策へと移行していくものと思われる。そのため、中期的には、歳出の抑制等が進められる一方、金利上昇圧力が根強く続くと思われる。今後の成長率は、2003年2.6%、2004年3.5%と回復を辿ると見込まれるが、その後は、上記のような景気抑制的要因の影響もあって、緩やかな成長に収束していくものと思われる。

#### (欧州経済も持ち直しへ)

2003年前半は停滞が続いたユーロ圏経済でも、年央からは景気回復の兆しがあらわれており、2004年にかけて、輸出環境の改善により外需が好転、内需に波及するかたちで景気は回復に向かう見込みである。しかしながら、雇用改善に時間を要すること、ドイツなどで実施される社会保障制度や労働市場改革が、短期的に内需を抑制する効果を持つことから、景気回復のテンポは緩やかに留まるであろう。成長率は2003年の0.5%に続き、2004年も1.7%となり、潜在成長率並みの成長軌道への回帰は2005年以降となる見込みである。

ユーロ圏内では、ドイツ、フランスの2大国が景気の一層の悪化を回避するため、2004年の所得税減税実施を決め、3年連続で財政赤字が上限とされるGDPの3%を上回る可能性が高まったことで財政規律が揺らいでいる。根本の原因は、ユーロ圏が統一された為替相場と金融政策のもとで、域内の景気格差を調整するために必要なメカニズム、すなわち物価・賃金の伸縮性や生産要素の移動性の高さを備えていないために、財政に負担がかかりやすくなっていることがある。労働市場の改革と社会保障制度の改革は、ユーロ圏の持続的な発展の課題である。

2004年5月に新たに欧州連合(EU)に加盟する中東欧など10カ国は、加盟後速やかにユーロ参加の条件達成に向けた努力を開始することになるが、2年間の対ユーロ為替相場の安定が求められていることや、財政赤字が上限のGDP比3%を大きく超過している国が多いことから、ユーロ参加の実現はハンガリーなど最も早いケースでも2008年となる見込みである。すでにEUに加盟しているがユーロに参加していない3カ国についても、スウェーデンは今年9月の国民投

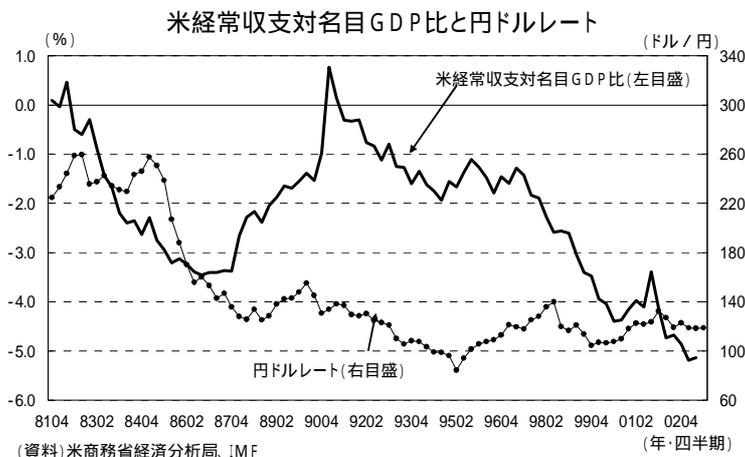
票が大差の否決に終わったこと、イギリスも今年6月に見送った国民投票をブレア政権の任期中に実施する可能性を残しているが、世論調査を見る限り反対多数の形成逆転は難しいと見られることから、ユーロ参加国数の拡大は、当面実現しないと考えられる。

(双子の赤字とドル下落リスク)

米国の経常収支の赤字は2002年には名目GDP比で4.6%に上昇したのに加えて、クリントン政権下で黒字化していた財政収支も2002会計年度には赤字化し、2004会計年度には赤字幅は4800億ドルにのぼると見込まれており、再び双子の赤字が問題化する恐れが高まっている。財政赤字の拡大は、歳入面では、リセッションによる歳入の減少の中、景気刺激のため2001年・2003年と二度にわたる大型減税を実施したこと、歳出面では、一般歳出の伸び率を抑制する中、テロ対策、アフガン・イラクへの相次ぐ出兵等により国防関係支出が急増したことが大きな要因となっている。減税実施と国防支出の影響により、2004年度の財政赤字は上記のように拡大する見込みであるが、景気の拡大が持続すれば、2005年度以降は税収増とアフガン・イラク関連の支出減により赤字の縮小が期待できる。ただし、税率自体が低下しているため、歳入の回復はより緩慢なものとなり、財政の均衡には相当の時間を要することとなる。

米国の経常赤字は、90年代後半の好況時のように、景気回復期に輸入が増加して収支が悪化する傾向がある。今後の世界経済では、米国の景気回復が先行する形になると見られ、米国の輸出の伸びに多くは期待できないため、経常赤字の急速な改善は難しいだろう。

現下の米国経済では、雇用の回復が遅れ、なおストック調整が持続していることもあってインフレ懸念が遠のき、長期金利は低水準にあり、財政赤字により政府と民間で資金を取り合う状況には至っていないが、やがて双子の赤字の影響は顕在化してくる可能性が強い。持続的な景気の拡大が続けば、民間の資金需要も高まり金利上昇が経済成長を阻害する恐れがある点は、中期的なリスクとして十分留意しておく必要がある。



予測においては米国経済が安定成長を続け海外からの資金流入が順調に続き、経常赤字が維持

できることを前提としている。しかし、資金流入が不安定となった際に、ドルの下落が起こる恐れがある。この際にはプラザ合意時のような主要通貨間の調整だけではなく、アジア通貨の調整が主体になる可能性が大きいだろう。ユーロは 1999 年に発足してから大幅に下落を続けたが、その後現時点ではほぼ発足当時の水準に復帰している。一方、多くのアジア通貨は、1997 年の通貨危機で大幅に下落したままの状態が最近まで続いており、中国・元も 1994 年以降 1 ドル 8.28 元の水準に据え置かれたままであるなど、依然として対アジア通貨の調整の余地が相対的に大きいと考えられるからである。見通しでは緩やかな円高が続くと想定したが、急速なドルの下落が起こるリスクは小さくない。

ドルの下落は米国にとってインフレという弊害を伴う恐れがあるが、現状ではその懸念は小さい。2004 年には選挙を控え、雇用の回復の遅れている米国では、政治的にも為替レートの調整によって海外との生産コストの差の調整を求める声が高まりやすいことも、こうしたリスクを高める要因である。

## 4. 日本経済の中期見通し

( 社会保障制度改革とその影響 )

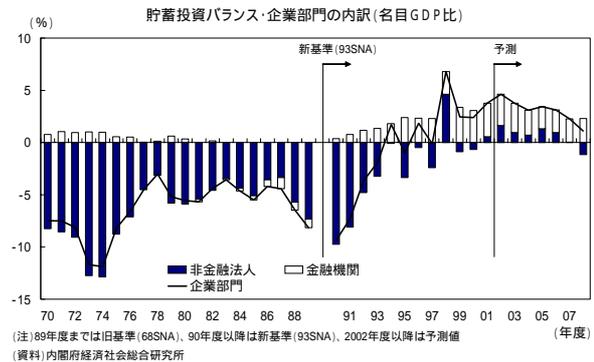
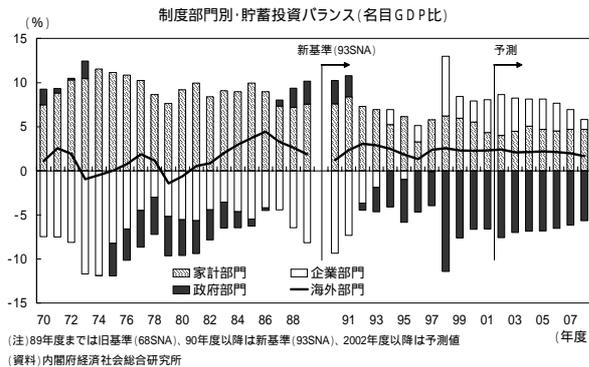
2004 年度は 5 年に一度公的年金の財政再計算が行われる年に当たる。現時点においては、最終的にどのような制度で決着するかは不透明であるが、いずれにしろ今後の厚生年金保険料の引き上げ、および給付水準の引き下げという方向性が今回の年金改革で示されることは間違いない。前回 1999 年度には景気に配慮して保険料水準の引き上げが見送られていることに加えて、少子化の進展が予想以上に進み、景気低迷による保険料収入の低迷も続いているため、過去の制度改革に比べて制度維持のために必要となる年金保険料の引き上げ幅は大きくなる恐れが大きい。これを単年度で行うことは現在の日本経済の回復力が力強いものではないことから無理であり、保険料の引き上げは毎年度少しずつ徐々に行われることになるだろう。給付面では給付の削減につながる物価スライドは今年度予算で一部解除され、今後残りの凍結分も解除されるだろう。しかし給付の削減は今後年金の受給が始まる新規の受給者が中心となる可能性が強い。

保険料率・給付水準とならぶ今回の年金改革のもうひとつの焦点は、基礎年金の国庫負担率引き上げである。現行では基礎年金の給付に対し 3 分の 1 の国庫負担が行われているが、前回年金改正の際に、「2004 年までの間に安定財源を確保し、2 分の 1 への引き上げを図る」ということになっていた。しかし国庫負担引き上げの条件であった 2 兆 7 千億円におよぶ「安定した財源」については、依然として目処がたっていない。段階的に国庫負担を引き上げる場合でも、財源の確保が必要であることに変わりはない。現在の議論で財源の最有力候補とされているものは、消費税率の引き上げによるものであり、財源として必要な 2 兆 7 千億円は、消費税率の約 1 % 分に相当する。しかし小泉総理が自ら「任期中は税率を引き上げない」と明言していることに加え、現在の経済動向に鑑みても当面消費税率の引き上げは現実的ではないだろう。

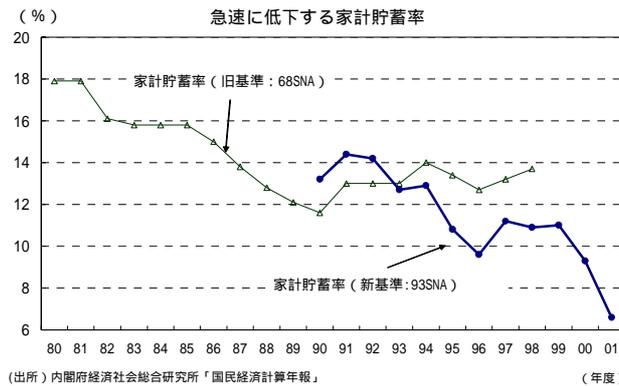
当見通しでは、来年度の年金改革で国庫負担の引き上げは行われたいとの想定を置き、公的年金の負担面では、厚生年金保険料率が毎年10月に0.384%ずつ引き上げられ、給付面では、物価スライドによる削減は実施されるものの、制度改正による年金給付の削減は、2008年度までマクロではほとんど影響がないという前提を置いた。

(貯蓄投資バランス)

バブル崩壊後の日本経済では、企業の貯蓄投資バランスの赤字が著しく縮小し98年度以降黒字となるという異常な状況が続いている。企業部門の貯蓄投資差額の黒字は予測期間中には解消されないが、2002年度に名目GDP比で4.6%にまで拡大した企業部門の黒字は2008年度には1.1%まで縮小するだろう。予測期間後半には設備投資が活発化するため、非金融法人に限れば貯蓄投資差額は2008年度に赤字に転じると見られる。金利の上昇によって家計の財産所得が増加すれば、金融法人部門の貯蓄投資差額の黒字が縮小することになる。予測期間中に長期金利は上昇し始めるが、本格的な金利の上昇の影響が顕在化するのには2008年度よりも後になるため、企業部門の貯蓄投資バランスが正常化するのには遅れるだろう。



バブル崩壊後の92年度以降赤字が続いている一般政府の貯蓄投資差額は、2001年度実績で名目GDP比で6.6%となっている。予測期間中は、公共投資の削減継続、景気回復に伴う税収増が赤字削減に寄与するが、高齢化の進展による医療、介護、年金などの社会保障費の増加が赤字を拡大させる方向に働く。企業部門の黒字が縮小することは、日本経済全体の貯蓄投資バランスの点から見ると、この分だけ経常収支の黒字を増やすことなく、政府部門の赤字の縮小が可能となることを意味している。しかし現実の経済・財政状況に鑑みれば、大規模な増税などによって政府部門の赤字を大幅に縮小し黒字化できる状況にまでは至らないだろう。2008年度の財政赤字は2002年度よりも若干縮小し5.7%と予測する。



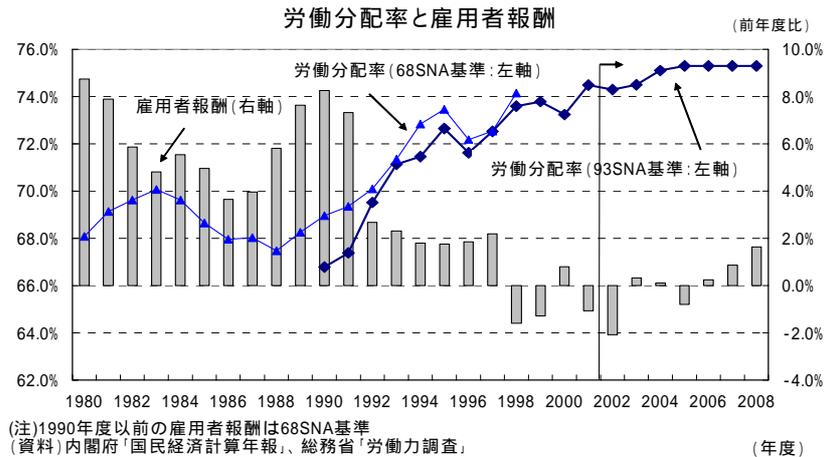
1990年度に13.2%だった家計貯蓄率は、2001年度には6.6%にまで低下した。2000、2001度の貯蓄率の急速な低下は、定額貯金の利子所得は毎年の所得に計上される一方で、これに対する所得税は利子の受け取り時にまとめて計上されるというGDP統計の作り方にも原因がある。これによって定額貯金が大量に満期を迎えた2000、2001年度は可処分所得が少なくなって貯蓄率が低くなる一方で、それ以前の年は可処分所得が多くなって貯蓄率が高まっている。この影響を除去すれば、貯蓄率は2000年度が0.5%ポイント、2001年度は0.9%ポイント上昇する一方で、それ以前の年は0.2%程度低下し、GDP統計で見ると最近の貯蓄率の下落幅は小さくなる。

定額貯金の集中満期の影響が小さくなる2002年度以降は、GDP統計ではこの効果によって貯蓄率が押し下げられることはなくなる。家計貯蓄率の傾向的な低下は、貯蓄率の低い高齢者の比率が徐々に上昇しているためであるが、90年代以降の貯蓄率の低下は、金利の低下や所得の伸びの鈍化などにも影響されている。金利が上昇傾向に転じ、所得の回復もある程度見込めることから、家計部門の貯蓄投資バランスの黒字は予測期間中維持されるだろう。

### (成長率と経済の姿)

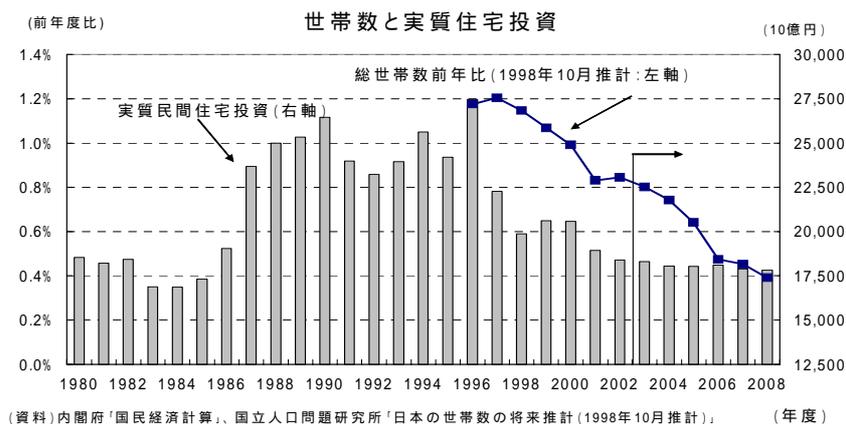
2004年度には年金制度改正などによって負担が増加し消費の伸びが鈍化することや、円高の影響で外需が悪化することなどから年度後半には景気は減速するだろう。2005年度には後退局面入りし、成長率は0.6%まで低下すると予測する。2006年度には資本ストックの調整が終わり循環的な設備投資の回復が期待できることなどから景気は持ち直し、2008年度には2.6%の成長となるだろう。

雇用、所得環境については、労働分配率が高止まりするなかで、引き続き企業の人件費抑制傾向は継続することが予想され、当面大幅な改善を望むことは難しい。ただし予測期間の後半には雇用者報酬が名目でも増加基調に転じることが見込まれ、2008年度には前年度比で1.6%の増加となるだろう。また失業率も2006年度までは5%超の水準が続くものの、2008年度には4.5%まで改善するだろう。



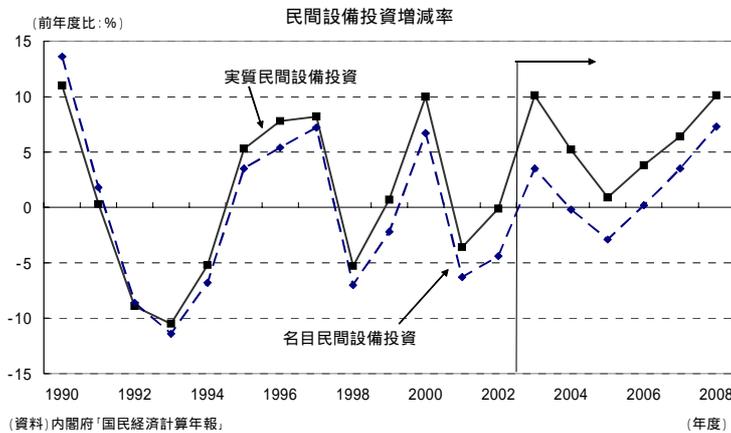
しかし、深刻化する国の財政赤字や各保険財政収支の悪化に伴い、今後は小規模ながら家計の負担増を伴う税制改正、社会保険制度改革が頻繁に実行される可能性が高い。予測期間においても、既に雇用保険料や厚生年金保険料の引き上げが予定されているが、このような制度改革が消費を停滞させてしまうリスクは中長期的に存在することになる。

住宅は、家計の所得・雇用環境にしばらく大きな改善が期待できないことに加え、予測期間の後半には金利上昇も予測されるため、家計の住宅取得意欲は引き続き低調なものとなる可能性が高い。住宅投資の潜在的な需要を示す世帯数の動向を見ても、世帯の増加率は中長期的に鈍化していくことが見込まれており(国立人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計 1998年10月推計」)、新設住宅着工戸数も、今後は前年度比のマイナス幅は縮小していくものの、予測期間中を通じて、ほぼ横ばいで推移するものと予測する。住宅ストックの増加による維持補修需要の拡大や、地価の下落による住宅取得能力の改善などによって住宅面積が広がるなどの質の改善というプラスはあるものの、新設住宅着工戸数の減少から予測期間を通じた実質民間住宅投資の増加率は年平均0.5%となる見込みである。



企業の設備投資は、2003年度は企業収益の改善を背景に堅調な伸びとなるが、2004年度に外需が悪化し消費の伸びがさらに低下すると、再び鈍化するだろう。2006年度にはストック調整の終了から設備投資の伸びが再び高まってくると予想される。デフレーター下落により設備投資

の実質増加率が、過去の経験に比べて高めに出ることは既に指摘したとおりで、2008年度の実質の伸びは10.1%になり、予測期間の5年間の平均の伸びは5.3%とこれまでの5年間の伸び3.1%を上回る。一方、名目の伸びは1.5%とこれに比べれば低いものにとどまる。名目GDPに占める設備投資の比率も、2008年度で15.8%と、2002年度の14.3%から若干高まる程度だろう。



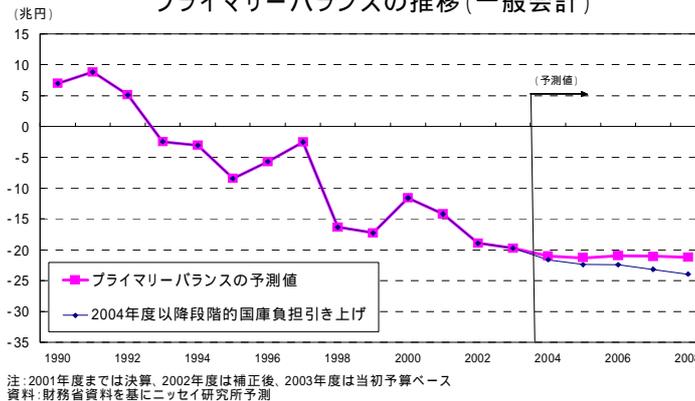
財政赤字縮小の動きのため、政府支出の伸びは抑制されるだろう。公共事業は新規の社会資本の建設から次第に維持・補修に比重が移っていくために削減が難しくなるだろう。2002、2003年度は公的固定資本形成の8%程度の削減が行われたが、2004年度は名目で4%の減少となり、2005年度以降は削減幅が縮小し3%となると想定した。予測期間平均の公的固定資本形成の減少は名目では3.2%となるが、価格の下落が続くため、実質でみれば減少幅は年平均1.8%にとどまることになる。政府消費では、健康保険の自己負担増の様な形で公共サービスに対する消費者負担の増加が行われて、現在政府消費に計上されている支出の一部が民間消費に計上されることになるだろう。政府消費も抑制されるが、高齢化に伴う医療・介護支出の増加や社会資本の減耗の増加などによって、年平均実質0.4%、名目0.4%の増加となるだろう。

米国経済に主導される形で世界経済の拡大が続くため輸出は緩やかな伸びを続けるだろう。しかし緩やかながら円高傾向が続くことや国内景気の回復によって輸入の伸びが輸出を上回り、予測期間平均では外需の実質成長率への寄与は0.1%のマイナスとなるだろう。

### (プライマリーバランスの回復)

一般会計のプライマリーバランスは名目GDP比で約4%の赤字となっているが、政府は国と地方を合わせたプライマリーバランスを2010年代初頭に黒字化することを目指している。しかし、2008年度によろやくデフレからの脱却が見えてくるとい見通しの下では、予測期間中に大規模な増税などによってプライマリーバランスの赤字を縮小させることは難しい。

プライマリーバランスの推移(一般会計)



厚生年金や国民年金の保険料を抑制するために、前回の年金制度改正の時点で、国庫負担を現行の基礎年金給付額の 1/3 から 1/2 に引き上げることが決まっている。しかし、大幅に拡大した一般会計の赤字を縮小させるだけでも難しい状況にあり、年金の国庫負担増はほとんど実現が不可能な状況にあると言えるだろう。大規模な増税を行わないという前提では、国の一般会計のプライマリーバランスの赤字は予測期間後半にようやく若干縮小する程度であり、年金の国庫負担の引き上げを行えばプライマリーバランスの赤字は拡大を続けていき、2010 年代初頭の黒字化はより難しくなる。国庫負担率を 2004 年度から 2008 年度まで徐々に引き上げた場合でも当初は影響が小さいが次第に影響が拡大するため、プライマリーバランスの赤字がむしろ拡大していつてしまう。年金の国庫負担増は年金保険料の抑制のためであるが、国庫負担増のために増税が必要である。負担の形態が変わるだけでいずれにせよ国民の負担は増加することを考えれば、問題の本質的な解決策とは言えないだろう。

## 日本経済の中期見通し

(前年度比、%。ただし < >内は  
実質 GDP 成長率への寄与度)

	2001年度 実績	2002年度 実績	2003年度 予測	2004年度 予測	2005年度 予測	2006年度 予測	2007年度 予測	2008年度 予測	[年度平均値]		
									98/93	03/98	08/03
名目国内総支出(名目 GDP) (兆円)	2.5 (502.6)	0.7 (499.2)	0.3 (497.7)	0.6 (494.5)	0.9 (490.1)	0.4 (492.2)	1.0 (497.2)	1.9 (506.6)	1.1	0.7	0.4
実質国内総支出(実質 GDP)	1.2	1.6	1.9	1.1	0.6	1.6	1.9	2.6	1.3	1.2	1.6
国内需要	0.7	0.9	1.8	1.3	0.6	1.7	2.1	2.9	1.3	1.1	1.7
国内民間需要	0.9	1.2	2.6	1.6	0.7	2.2	2.8	3.8	1.2	1.3	2.2
民間最終消費支出	1.4	1.4	0.5	0.4	0.8	1.6	1.7	1.7	1.4	1.0	1.2
民間住宅投資	8.0	2.9	0.5	1.3	0.1	0.3	1.2	0.4	3.7	1.6	0.5
民間企業設備投資	3.6	0.1	10.1	5.2	0.9	3.8	6.4	10.1	2.0	3.1	5.3
国内公的需要	0.1	0.3	1.1	0.4	0.3	0.1	0.4	0.7	1.7	0.4	0.1
政府最終消費支出	2.2	1.9	1.0	0.9	0.7	0.6	0.1	0.1	2.7	2.8	0.4
公的固定資本形成	4.9	6.3	6.3	1.8	1.0	1.5	2.1	2.5	0.2	5.3	1.8
財・サ - ビスの純輸出	< 0.5 >	< 0.8 >	< 0.2 >	< 0.1 >	< 0.0 >	< 0.0 >	< 0.1 >	< 0.2 >	< 0.0 >	< 0.2 >	< 0.1 >
財・サ - ビスの輸出	7.2	12.2	4.2	1.7	1.9	2.2	2.2	2.1	4.4	4.6	2.0
財・サ - ビスの輸入	3.2	5.5	3.0	3.5	2.0	2.9	3.6	4.5	4.9	4.1	3.3
鉱工業生産	9.1	2.8	1.2	1.4	0.1	2.2	2.5	3.0	0.5	0.2	1.8
国内企業物価	2.4	1.6	0.9	0.7	0.9	0.5	0.1	0.0	1.0	1.3	0.4
消費者物価	1.0	0.6	0.3	0.5	0.6	0.2	0.1	0.6	0.5	0.6	0.1
消費者物価(生鮮食品除く)	0.8	0.8	0.3	0.5	0.6	0.2	0.1	0.6	0.5	0.5	0.1
失業率(%)	5.2	5.4	5.3	5.3	5.4	5.2	4.9	4.5	3.4	5.1	5.1
経常収支(兆円)	11.9	13.4	13.2	12.0	12.6	12.5	11.8	10.7	11.5	12.8	11.9
(名目 GDP 比)	(2.4)	(2.7)	(2.7)	(2.4)	(2.6)	(2.5)	(2.4)	(2.1)	(2.3)	(2.5)	(2.4)
為替レート(円/ドル) 平均	125	122	114	108	107	106	105	104	112	117	106
コールレート(%) 平均	0.008	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.10	0.84	0.04	0.02
10年国債利回り(%) 平均	1.4	1.2	1.0	1.2	1.3	1.4	1.8	2.2	2.7	1.4	1.6

(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「消費者物価指数月報」、「労働力調査」、日本銀行「金融経済統計月報」他

## 欧米経済の中期見通し

### 米国経済の見通し

	単位	2001年 (実)	2002年 (実)	2003年 (予)	2004年 (予)	2005年 (予)	2006年 (予)	2007年 (予)	2008年 (予)	5年平均	
実質GDP	前年比:%	0.3	2.4	2.6	3.5	3.3	3.2	3.1	3.0	3.2	
内需	寄与度:%	0.4	3.1	3.1	3.9	3.5	3.4	3.3	3.2	3.5	
	消費支出	前年比:%	2.5	3.1	3.0	3.4	3.2	3.0	2.9	2.8	3.1
	設備投資	前年比:%	5.2	5.7	1.6	7.5	7.1	6.3	5.6	5.3	6.4
	住宅投資	前年比:%	0.3	3.9	5.7	0.5	0.5	0.8	1.0	1.6	0.7
	在庫投資	寄与度:%	1.3	0.7	0.1	0.4	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
外需	寄与度:%	0.2	0.7	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	

消費者物価(CPI-U)	前年比:%	2.8	1.6	2.3	1.3	2.0	2.2	2.4	2.4	2.1
経常収支	対名目GDP比%	3.9	4.6	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1
FF目標金利	年末:%	1.75	1.25	1.00	1.00	1.50	3.50	3.75	3.75	2.7
10年国債利回り	平均:%	5.0	4.6	4.0	4.0	4.5	5.1	5.4	5.4	4.8

\*5年平均は2004年以降の予測値平均。

### ユーロ圏経済の見通し

#### [ 1 ] 実質GDP成長率と需要項目別の伸率(前年比%)

	単位	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	5年 平均	
		(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)	(予)		
実質GDP	前年比%	1.6	0.8	0.5	1.7	2.3	2.4	2.4	2.3	2.2	
内需	寄与度%	1.0	0.2	1.0	1.5	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	
	民間最終消費支出	前年比%	1.8	0.4	1.2	1.6	2.2	2.3	2.3	2.2	2.1
	固定資本形成	"	0.2	2.7	1.3	1.8	2.6	2.7	2.7	2.5	2.5
外需	寄与度%	0.6	0.7	0.6	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	

#### [ 2 ] 物価、経常収支、金利等

消費者物価(HICP)	前年比%	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
経常収支	対GDP比%	0.3	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ECB市場介入金利	%	3.25	2.75	2.00	2.00	2.50	3.25	3.50	3.50	3.0
10年国債	%	4.9	4.8	4.0	4.0	4.3	4.5	4.5	4.5	4.3
対ドル為替相場		0.90	0.94	1.12	1.17	1.18	1.19	1.19	1.19	1.18

(注) 政策金利は未値

#### (総括)

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

#### (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

#### (金利・為替、金融問題担当)

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

シニアエコノミスト 矢嶋 康次 (やじま やすひで) (03) 3597-8047 yyajima@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) 3597-8647 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證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)