

第3回STP法18カ月経済予測

経済調査部

われわれは容易ならぬ岐路に立たされている。市場主義が正しいとしても、急速に押し進められると暴力的な破壊力を発揮することをアジアやロシアなど多くのエマージング・マーケットで、先進各国の市場で、いやというほど学んだ。しかるに時の流れに委ね、棹さす努力を怠った場合のリスクにはいまだに思い至っていない。

4 四半期連続のマイナス成長。2年連続のマクロ経済の縮小。企業部門では日本型システムの自壊が着実に強まっている。雇用不安が国民の心を曇らせている。

21世紀は700日を余すばかりとなった。限られた財源を最大限に活用して当面の経済を正常な軌道に戻すこと、持続的な成長のために中長期的な構造改革を推し進めること。これを二つながらに実現しなければ、われわれは混迷への道を歩むことになる。

1. 日本経済を取り巻く環境

(1) アジア

アジア経済は深刻な不況に直面している。実体経済は域内の通貨・金融危機の影響により消費と投資が急激に冷え込む中、外部環境悪化による輸出低迷、金融部門を含む構造改革の重しなどから、回復の兆しは見られない。98年の実質GDP成長率は-0.5%と97年6.4%に比べ大幅に低下しよう。

金融機関の不良債権処理と金融システム改革、企業部門の財務体質強化と過剰設備・人員調整など、各国の構造改革がようやく始った。その過程で発生する信用収縮や企業倒産、設備投資の削減、失業増加などは短期的に実体経済を一段と悪化させる。

99年上期は日米欧の景気減速による輸出の伸び悩み、構造改革途上での景気下押し圧力、外国からの投資の慎重姿勢など、依然として本格的な景気回復は考えにくい状況。下期から経済は徐々に安定化に向かい、99年の実質GDP成長率は2.4%と高まる。ただ、成長率が小幅なプラスに転じても失業は増加するなど、むしろ厳しい経済状況に対する国民の不満や社

会不安の増幅が懸念される。また、金融改革により新しい金融システムが機能し金融機関の対外信任と資金供給能力が回復するまでにはかなり時間もかかる。

アジア経済は2000年に入り構造改革の一段落と新しいシステムの稼働、輸出環境の改善などを背景に緩やかな回復に向かい、4%程度と総じてプラス成長に転じよう。但し、各国の構造改革の進展度合い、人民元の推移、ブラジル・ロシア情勢等の外部環境の変化など、リスク要因に引き続き注意を要する。

図表 - 1. アジア経済見通し総括表 (前年比、%)

	97年実績	98年見込み	99年予測	2000年予測
中国	8.8	7.7	6.5	7.0
韓国	5.5	-6.0	-1.0	2.0
台湾	6.8	5.0	4.5	5.0
香港	5.3	-5.0	-0.5	2.0
シンガポール	7.8	0.5	1.0	2.0
タイ	-0.4	-7.5	0.0	2.0
インドネシア	4.6	-15.0	-5.0	0.0
マレーシア	7.8	-6.5	-1.5	0.0
フィリピン	5.1	0.0	1.5	3.0
アジア9カ国	6.4	-0.5	2.4	4.1
中国除き8カ国	5.2	-4.8	-0.1	2.3
NIES 4カ国	6.0	-2.2	0.9	2.9
ASEAN 4カ国	3.7	-9.2	-1.8	1.1

注：97年成長率は政府予想値

(2) 米国

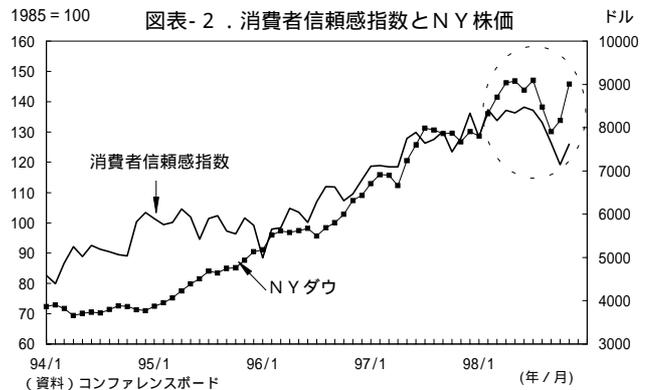
98年末から99年上半期にかけて米国経済は1%台成長に減速する。

個人消費は、貯蓄率がマイナス0.2% (98/10)まで低下するなど、株高に依存した過剰消費の状態。今後は家計が貯蓄率を上昇させる動きが出てくる。また、図表-2に見られる通り消費者のマインドは、株価の大幅調整＝逆資産効果の形で消費を冷え込ませるリスクを残す。

設備投資は、企業収益の伸び悩み、設備稼働率の低下などから、情報関連投資を除き、今後は伸びが緩やかになる。

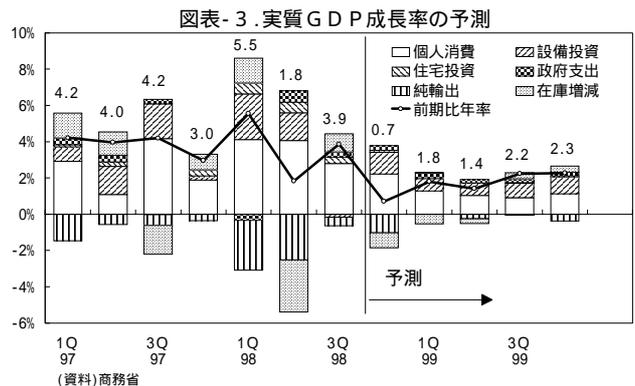
住宅投資は、金利低下から大幅に増加。関連

消費の拡大が期待できるが、景気全体の牽引役には力不足。



予測ライン

98年の成長率は3.6%に対して、99年は1.9%と減速するが下期は2%前半の成長へ戻る。2000年は、2.3%の成長を見込む。



(3) 欧州

ドイツ

在庫調整やアジア等の金融・経済危機の影響による輸出の伸び悩みが見られるものの、外需から内需へのバトンタッチが進み、98年の成長率は2.7%となる。

企業部門と家計部門の乖離が際立つが、企業部門の調整も99年上期に山を超える。個人消費については雇用環境の改善が消費マインド

を支え、99 年下期には E U 統合に伴う市場拡大を背景に設備投資も増加するため、内需主導で 2 % 半ばの成長を維持する。

2000 年は、アジア等の金融・経済危機の収束に伴う輸出増、2000 年にかけて実施されよう E C B (欧州中央銀行)の金利引き下げの効果等により、成長率は 3 % 弱まで上昇しよう。

イギリス

アジア等の金融・経済危機、ポンド高の影響によって輸出の伸びが低下、内需も鈍化しており、98 年の成長率は 2.6% に低下する。

99 年は、さらに内需の減速が進み、輸出の不振も続くため、成長率は 1.1% に低下する。

2000 年は、アジア等の金融・経済危機が収束に向かつて外需が改善し、国内の在庫調整も進展することから、成長率は 2.0% にやや回復する。

図表- 4 . 各国の実質 G D P 成長率(前年比、%)

	98年 予測	99年 予測	2000年 予測
E U	2.8	2.3	2.6
ドイツ	2.7	2.3	2.6
内需寄与度	2.4	2.1	2.8
外需寄与度	0.3	0.2	-0.2
英国	2.6	1.1	2.0
内需寄与度	3.9	1.8	2.4
外需寄与度	-1.3	-0.7	-0.4
その他の諸国	2.9	2.5	2.7

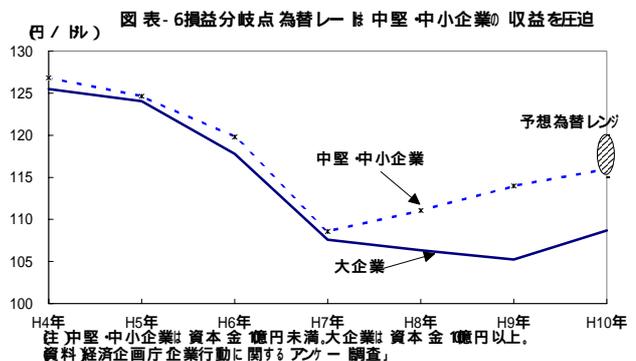
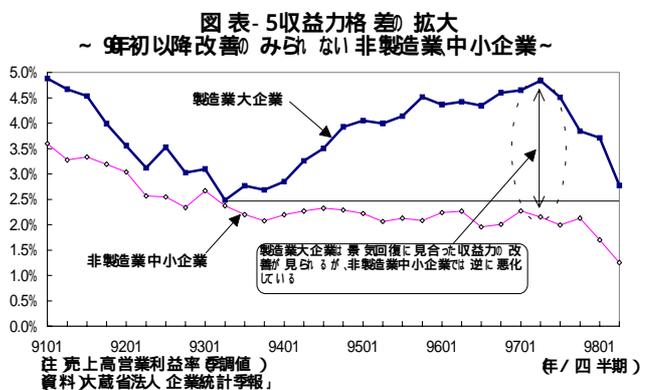
2 . 予測の論点(日本経済)

(1) 企業部門の収益力の低下と円高の影響

企業の収益力は規模・業種間格差が大きく、特に中小企業・非製造業は 90 年度以降、収益力は低下している。金融緩和、従来型公共投資による政策的な押し上げ効果は小さく、企業の調整が必至の情勢。

- 1)非製造業、中小企業のコスト腰高構造は、景気回復期にも改善がみられない
- 2)金融緩和による金融負担の軽減も見込めず、財政政策も従来型に偏る中では、政策的な収益押し上げも限界的

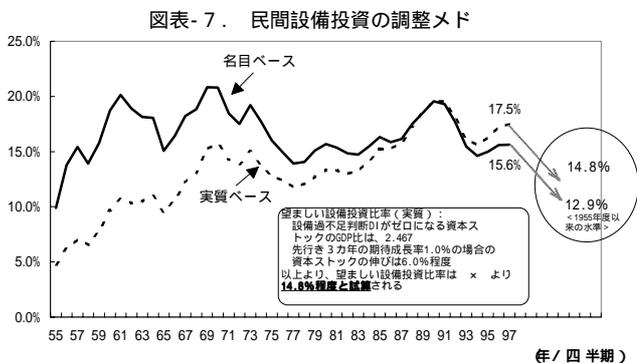
直近の「損益分岐点」為替レート(企画庁調査)は、中小企業の円高抵抗力の低下を示している。前回後退局面時より円高の影響は小さいものの、企業収益の更なる圧迫要因となる。円高の収益に与える影響にはラグがみられ、99 年度にかけて顕在化する見込み。



(2) 景気調整のメド ～設備投資の調整

設備投資は、最終需要の長期低迷から調整が中小企業に止まらず大企業にまで波及したこと、円高による企業収益の圧迫などから、更なる調整を余儀なくされている。

設備投資調整は、現在の設備過剰感が解消され、かつ、先行きの期待成長率が1%見合いの水準まで資本ストックの調整が必要と考える。設備投資のGDP比率(名目)は、12.9%と戦後の最低水準となる可能性がある。



(3) 景気調整のメド ～雇用調整

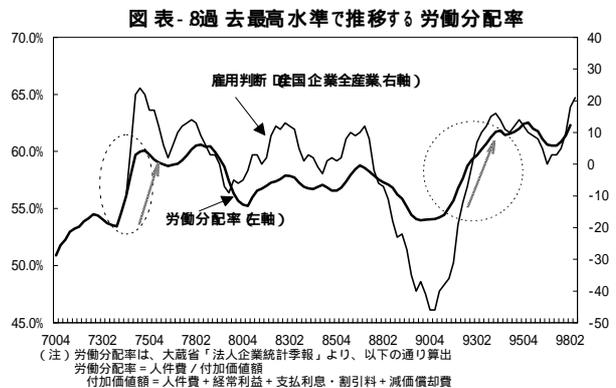
90年以降、労働分配率は過去最高水準で推移し、企業の収益力を圧迫している。

労働分配率の上昇は第1次オイルショック時(前回)には労働係数(従業員数÷付加価値額)と実質賃金の両方の高まりが主因であったのに対し、今回は労働係数の上昇が主因。雇用者数の削減圧力が従来に増して強くなっている。

雇用過剰感が解消する水準まで雇用調整が進むと考えると、雇用者所得(退職金等含まず)はマイナス4%程度の調整が必要。これは、マクロで10兆円超の所得低下に相当し、所得減税ではその4割程度の穴埋めしかならず、消費を抑制させる。

雇用者数は97年度比で-1.6%削減され、失業率は99年度4.9%、2000年度に5.2%まで

上昇する。これは企業内過剰雇用分(150万人)の40%に相当する。賃金単価(一人当たり賃金)は-2.6%引き下げられる。

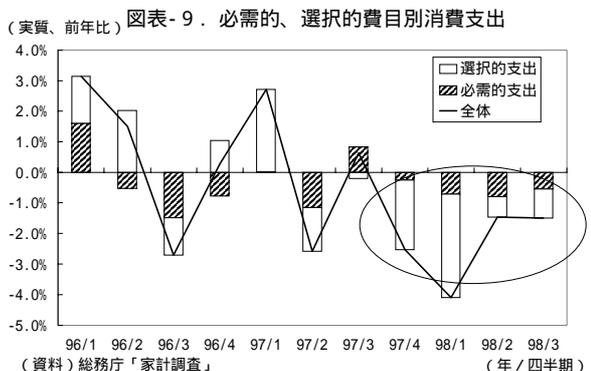


(4) 低迷が続く消費の背景

個人消費は、外食、教養娯楽サ-ビスなどの「選択的支出」を中心に落ち込み、これは支出のタイミングを選ぶことが出来るため、家計の防衛的な行動が反映されやすい。豊かさを映じて選択的支出ウェイトが趨勢的に高まり(70年:32%、80年:37%、97年:43%)、景気後退局面における消費の減少幅を大きくする要因になっている。

必需性の高低に消費を分けると、選択的支出の方が所得要因、マインド要因双方の影響を強く受ける。

賃金の調整圧力は依然高く、失業率の上昇基調などから消費者マインドの改善も短期的には見込みにくい。今後とも所得、マインド両



面から家計の防衛的な行動が続き、それに伴って選択的支出の抑制を中心とした個人消費の低迷が続こう。ただし、名目所得が減少しても、一方で価格の低下を通じて実質購買力が上昇することから、3年連続のマイナスはかろうじて避けられよう(99年度+0.3%)。

(5) 財政政策の効果

民需の落ち込みを全てカバーできないが、一連の経済対策(減税、追加公共投資)、景気配慮型の99年度当初予算により、GDP成長率は98年度0.6%、99年度0.9%押し上げられる。

四半期別に見れば、99年7-9月期がピークで、以後の効果は減少。1999/2000年度は経済の構造調整に支障をきたさない、景気ニュートラルな財政政策を想定。

公共投資：99年度以降は、対策効果の剥落に伴う急激なマイナス効果を緩和する程度の追加公共投資(各年度、真水3兆円)を想定

減税：2000年は99年減税(定率減税)が恒久減税化されると想定。社会保険料は2000年度も凍結。

一方、経済対策のカンフル効果が逆に企業の調整速度を鈍らす可能性がある。抱きかかえ型の対策ではなく、財政収支の将来ビジョンや公共投資の重点目標の明示、そして消費性向を押し下げる公的年金制度の抜本見直しに政策を集中することが重要である。

3. 18カ月予測

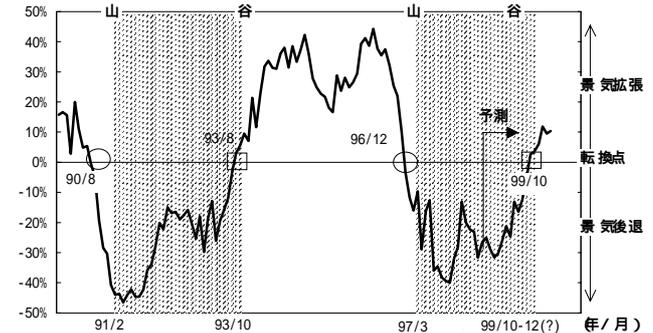
～ STP法による予測ライン

(1) 日本経済

GDP 6カ月予測：設備投資の減少など企業部門の調整が強まり、実質GDP成長率は98/10-12月期が前期比+0.1%、99/1-3月期が同+0.0%と引き続き厳しい状況。

景気の転換点：NBI(ニッセイ景気動向判断指数)は、98/11月判明時点でマイナス26.8と小幅改善した。深刻な調整リスクは若干和らいたが、景気は再調整過程にある。景気の転換点は資本ストック調整、雇用調整のメドがつく99/10-12月期の見込み。

図表-11. NBI、99年10-12月が景気の谷と試算



注)「印」は景気後退期入り、「印」は景気拡張期入り。サイン点を示すシャド部分は景気後退期。NBI99年10月までは旧系列で接続

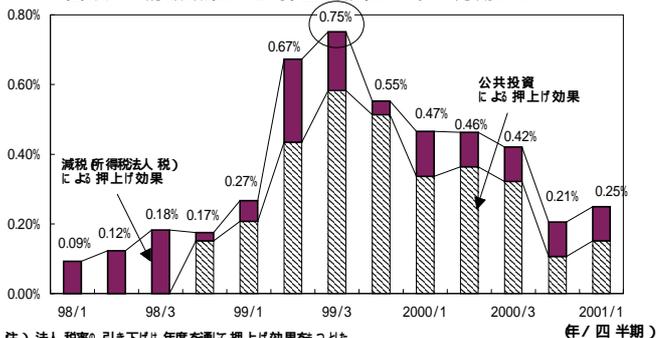
予測ライン

98年度の実質成長率は-2.4%と2年連続のマイナス成長。企業の設備投資調整、雇用調整が進展し、生産も在庫の再調整から低迷が続く。

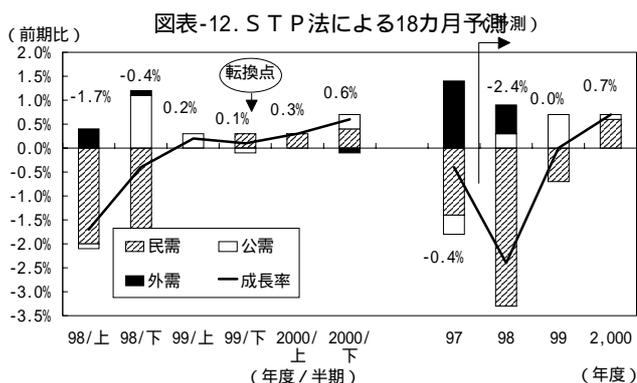
99年度は公共投資の大幅増加により成長率は押し上げられるが、設備投資の減少が続く、外需のプラス寄与もなくなることからゼロ成長。

2000年度は資本ストック、雇用面の調整にメドがつき、収益力が改善してくることから設備投資が緩やかに回復に向かう。実質成長率は0.7%。

図表-10. 財政政策のGDP押し上げ効果は99年7-9月期がピーク



注) 法人税率の引き下げは年度を通じて押し上げ効果をつとた。GDP成長率への効果では、押し上げ効果が低下する期(例えば99/3の0.75%、99/4の0.55%)も前期比で-0.20%の押し下げとなる

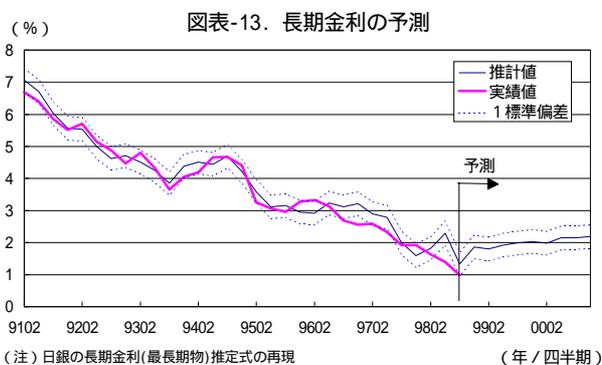


(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

(2) 金融市場

長期金利

99年度は、()景気の底打ち、()国債の大量増発、()金融関連法の成立等による金融不安の後退()質への逃避の巻き戻し等から長期金利は緩やかに上昇、年度平均で1%後半の水準となろう。2000年度も景気回復力に力強さを欠き、金利の上昇ペースも限られる。年度平均で2%程度の推移。



(注) 日銀の長期金利(最長期物)推定式の再現
 長期金利 = F(CPI(3年前比)、鉱工業生産(前期比年率)、円ドル(前期比年率)、無担保コール、米実質長期金利、C/D-TB)

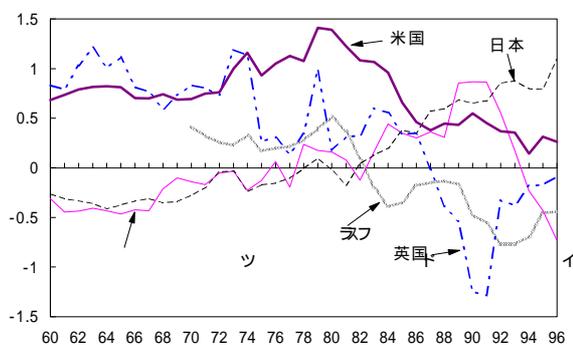
為替

米国経済が小さな調整局面を迎え日米の成長率格差は縮小し、新ユーロ誕生でドル選好の低下が懸念される中で高い経常収支黒字は円高要因となる。しかし、依然大きい日米金利差と日本の景気回復の遅れがこれを相殺し、米国への資本の流れは維持されよう。

90年代に入り債務国化している米国だが、対外資産・負債の指標である「対外投資収益の純受取り」に「技術ロイヤリティーの純受取り」を加えた広義の「対外ポジション」収支は現在でも黒字を維持しており、対外ポジションは見かけほどには悪くないといえる。貿易収支改善に中期的に取り組むことは必要不可欠だが、当面、赤字のファイナンス問題が危機的な状況を迎えるとは考えられない。

日本経済が自律的な回復期に入るまで、大きく円高方向には進みにくい展開になるだろう。

図表-14. 対外ポ 収支 拠 国際比較 (Pヨ) 「



図表-15. 為替の見通し

	98				99				2000	
	4-6	7-9	10-12	H11/1-3	H11/4-6	7-9	10-12	H11/1-3		
成長格差(米-日)	4.7	6.5	1.0	2.0	0.9	1.3	2.3	2.3	1.9	1.8
米国(前期比年率)	1.8	3.9	0.7	1.8	3.0	1.4	2.2	2.3	2.4	2.5
日本(")	-2.9	-2.6	-0.3	-0.2	-2.4	0.5	0.9	0.0	0.1	0.7
経常収支(米-日)	-5.6	-6.5	-6.3	-5.9	-6.2	-6.3	-6.6	-6.3	-6.3	-6.5
米国(GDP比)	-2.7	-2.8	-3.2	-2.8	-2.9	-3.0	-3.0	-3.2	-2.9	-3.1
日本(")	2.9	3.7	3.1	3.1	3.3	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4
日米長期金利差(米-日)	4.2	4.1	4.3	3.5	3.7	3.6	3.8	3.9	3.8	4.2
米国(30年債)	5.9	5.5	5.3	5.3	5.5	5.5	5.6	5.8	5.9	6.3
日本(10年債最長期)	1.6	1.4	1.0	1.9	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1
物価上昇率格差(日-米)	-1.2	-1.8	-1.4	-2.1	-2.5	-2.7	-3.3	-3.4		-3.0
米国(前年比)	1.6	1.6	1.6	2.1	1.6	2.3	2.5	2.6	2.7	2.9
日本(前年比)	0.4	-0.2	0.2	0.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.7	-0.7	-0.1

ファンダメンタルズからみた円/ドルレート	135.7	140.0	120程度	125±10
----------------------	-------	-------	-------	--------

	125±10	125±10	130±10	130±10
--	--------	--------	--------	--------

	120±10
--	--------

4 . 政策提言

提言：不可欠な公的年金の抜本改革

消費低迷の長期化の背景には公的年金制度への不安もある。制度が抱える問題を国民が理解しやすい形で示し、国民的議論を尽くしたうえで可能な改革の選択肢を明示することが不安解消には不可欠である。

公的年金の現状と厚生省の改正案

1) 経済成長率の低下と若年人口減少

「賦課方式」に近い現行の運営方式は「賃金上昇率 + 勤労世代人口増加率 > 利子率」という条件が満たされた高度経済成長期には有効に機能したが、経済成長率の趨勢的低下と若年人口の減少に伴って見直しを迫られている。現状の仕組みでは将来の保険料負担増が避けられない。制度を安定的に維持するには、長期的収支の健全性を高めるとともに制度を支える加入者の納得感・信頼感を得ることが必要である。

2) 改正案でも大きな世代間格差

厚生省の改正案(98/10/28)による厚生年金の収支改善効果は評価できる。しかし、「後発世代ほど負担に対する給付の割合が低下」という大きな世代間格差の構造は変わらない。

生涯賃金は時価ベースでは後発世代ほど高くなるが、現在価値ベースでは上位より 団塊世代、 団塊後世代、 戦前世代の順となる。戦前世代は当初の生涯賃金が低く、公的年金による所得移転を受けることは合理性がある。しかし、「生涯賃金 - 生涯負担 + 生涯給付」でみ

た移転後所得は団塊後世代が一番低い。既に引退している世代と現役世代の間より、今後引退する団塊世代とそれ以降の世代の間の格差が深刻。団塊世代が引退するまでに「生涯賃金が一番高い団塊世代に後発世代から所得移転する」仕組みを抜本的に改めることが必要である。

公的年金の抜本改革案

1) 基礎年金は国民全員に満額確保

老後も最低限の水準の生活を営めるよう満額の基礎年金をすべての人に確保することが必要である。国民年金保険料を廃止し、財源を税とすれば未加入や保険料免除者等の低額年金の問題は解消する。次善の策だが、消費税は共稼ぎ世帯・片稼ぎ世帯を差別することなく生涯所得に比例した課税が可能で、若年人口が減少する中で勤労世代と引退世代が痛みを分かちあえる。必要税率は現在 4.9%、ピーク時 9.1%程度となる。

2) 報酬比例部分は段階的に積立方式に移行

積立方式への移行をはかる。報酬比例部分に関しては、世代間所得移転を発生させない方向へ。積立方式移行による収益率向上により「給付は現行水準、保険料率は引下げ」も可能。移行後は人口構成変化の影響を受けない。

「二重の負担」問題は、給付削減・予定通りの料率・消費税率引上げで積立不足を段階的に償却。償却後は民営化が望ましいが、公的年金が担ってきた「長生きのリスク」担保を継続するため、私的終身年金の普及が必要である。

図表-16. 今回改正案(第案)による世代別生涯所得の内訳(単位:万円)

生年	1930年	1935年	1940年	1945年	1950年	1955年	1960年	1965年	1970年	1975年
A 生涯賃金	16802	19669	22071	23379	23447	23385	21997	20545	18978	17002
B 生涯負担	1158	1562	2022	2540	2958	3436	3734	3966	4043	3941
C 生涯給付	5676	5127	4631	4099	3836	3609	3330	3120	2919	2695
D 生涯純給付(C-B)	4518	3566	2608	1560	877	173	-405	-846	-1124	-1246
E 生涯所得(A-B/2+C)	21899	24016	25690	26209	25803	25276	23460	21682	19876	17726
給付負担比率(C/B)	4.90	3.28	2.29	1.61	1.30	1.05	0.89	0.79	0.72	0.68
(同 現行制度)	(5.47)	(3.66)	(2.56)	(1.82)	(1.47)	(1.26)	(1.12)	(1.00)	(0.89)	(0.82)

(注)利子率4.0%、賃金上昇率2.5、インフレ率1.5%。98年価格換算。

18カ月経済見通し [日本経済]

GDP 6ヶ月予測

景気の転換点

(単位; 前期比、%)

	98年度 (H10年度) 予測			99年度 (H11年度) 予測		2000年度 (H12年度) 予測		GDP 6ヶ月予測				景気の転換点				前回予測	
	98/10-12	99/1-3	4-6	7-9	10-12	2000/1-3	98年度	99年度									
実質GDP	-2.4	0.0	0.7	-0.1	-0.0	0.1	0.2	-0.0	0.0	-1.7	1.0						
内需寄与度	(-3.0)	(-0.0)	(0.7)	(-0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(-2.3)	(0.7)						
内、民需	(-3.3)	(-0.7)	(0.6)	(-0.9)	(-0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(-2.9)	(0.1)						
内、公需	(0.3)	(0.7)	(0.1)	(0.8)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(-0.1)	(-0.1)	(0.6)	(0.5)						
外需寄与度	(0.6)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(-0.0)	(-0.0)	(0.0)	(-0.0)	(0.0)	(0.6)	(0.3)						
民間最終消費支出	-0.3	0.3	0.8	-0.2	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	-0.4	0.9						
民間住宅投資	-8.4	1.2	1.6	-2.7	3.0	1.0	0.7	0.6	1.1	-7.9	-0.4						
民間企業設備投資	-14.1	-6.1	0.7	-3.9	-2.3	-1.0	-0.5	-0.3	-0.2	-12.6	-3.1						
公的固定資本形成	3.5	7.7	0.3	9.2	4.4	0.5	0.9	-1.4	-1.7	6.8	4.8						
輸出	-2.4	-0.8	1.8	-0.2	-0.5	-0.8	-0.3	0.5	0.4	-2.0	2.9						
輸入	-8.0	-1.4	2.2	-0.4	-0.2	-0.9	-0.7	0.8	0.4	-7.8	1.0						
名目GDP	-2.4	-0.5	0.6	0.3	-0.3	-0.0	0.1	-0.1	-0.2	-1.7	0.5						

(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。

見通しの前提：為替～98年度 131円、99年度 128円、2000年度 121円 公定歩合～0.5%で据え置き

原油～98年度 13.0ドル/バレル、99年度 11.7ドル/バレル、2000年度 12.1ドル/バレル

公共投資～99,2000年度ともに3兆円(真水)の追加補正予算

減税～99,2000年度ともに4兆円規模(2000年度は全て恒久減税) 社会保険料～2000年度まで保険料引き上げ凍結

<主要経済指標>

	98年度			99年度		2000年度		GDP 6ヶ月予測				景気の転換点				前回予測	
	98/10-12	99/1-3	4-6	7-9	10-12	2000/1-3	98年度	99年度									
鉱工業生産(前期比)	-7.5	-1.3	1.0	-0.7	-0.3	-0.4	-0.3	-0.2	0.3	-7.6	-0.5						
総合卸売物価(前年比)	-2.4	-4.5	-1.2	-3.4	-4.0	-5.8	-6.4	-3.6	-1.9	-0.4	-0.7						
消費者物価(前年比)	0.1	-0.5	-0.1	0.2	0.0	-0.2	-0.2	-0.7	-0.7	-0.3	-0.1						
経常収支(兆円)	15.8	16.2	16.5	15.2	15.0	15.5	16.2	16.6	16.6	17.3	19.0						
(名目GDP比)	(3.2)	(3.3)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.3)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.8)						
失業率	4.3	4.9	5.2	4.4	4.5	4.7	4.9	5.0	5.1	4.4	4.7						
住宅着工戸数(万戸)	118	121	123	116	119	120	121	122	122	120	121						

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
 ・本レポート内容について、将来見解を変更することもありえます。
 ・本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。