

# 日本経済ウォッチ < 2006年3月号 >

## 【目次】

- |                             |          |
|-----------------------------|----------|
| 1 . 今月のグラフ                  | p . 1    |
| ～ 上がる国内企業物価、なかなか上がらない消費者物価～ |          |
| 2 . 景気概況                    | p . 2    |
| ～ 景気回復の勢いは昨年 10～12 月がピークか～  |          |
| 3 . 今月のトピックス                | p . 3～14 |
| ～ 日本経済の中期的成長力を考える～          |          |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班  
小林 (E-Mail: s.kobayashi@murc.jp)

## 1. 今月のグラフ ～ 上がる国内企業物価、なかなか上がらない消費者物価

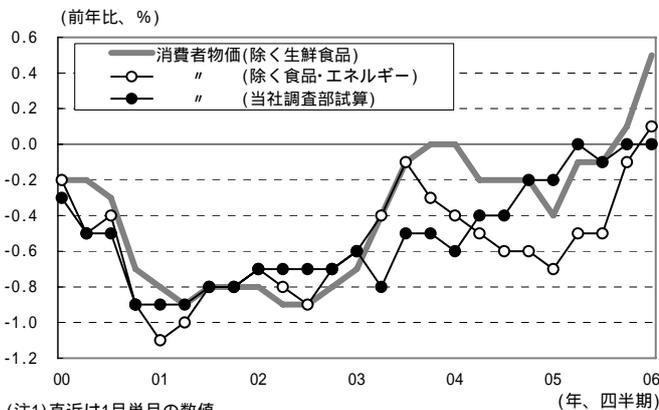
1月の全国の消費者物価（除く生鮮食品）は前年同月比+0.5%と消費税引き上げの影響があった98年3月以来の上昇幅となった。いよいよ量的緩和政策の解除も間近との思惑が強まっているが、物価上昇のかなりの部分はガソリン価格、電気料金、ガス料金など原油価格の高騰に影響されたものである。また、天候要因に影響された昨年秋までのコメ価格の下落が落ち着いてきたことも、消費者物価の押し下げ圧力を緩和している。食品・エネルギーを除いたベースでみると、消費者物価の上昇幅はより小幅である。

この他、制度の変更で上下する医療費価格や規制緩和によって価格が低下している通信費などは、需要動向とは関係なく消費者物価を変動させる。足元では、固定電話料金引き下げによる下押しが一巡したことが、物価上昇率を押し上げている。そこで、こうした要因も取り除き、需給動向をより反映しやすい消費者物価を試算してその推移を見ると、2001年に入ってマイナス幅が縮小してきているが、2005年度に入ってからほぼ横ばいになったまま変わっていない（図表1）。

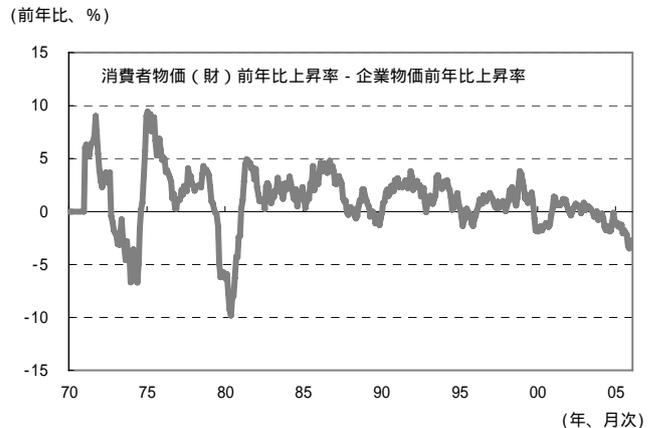
除く生鮮食品ベースで見ると物価上昇幅は拡大してきているが、需給関係をより反映しやすいベースで見ると、ここ数ヶ月の状況はあまり変わっていない。量的緩和政策が、デフレ脱却を目指して続けられているのであれば、1月の数字は解除のタイミングを早める材料にはならないはずだ。

一方、1月の国内企業物価は前年比+2.7%と、消費税導入後を除けば第二次石油ショックの時代以来の上昇幅を記録している。もともと、国内企業物価よりも消費者物価の上昇幅の方が大きかったのだが、徐々に乖離幅が縮小して最近では逆転している。つまり消費者物価よりも国内企業物価の方が上昇している（図表2）。生産段階に近い国内企業物価と小売段階の消費者物価（財価格）の上昇率の差は、企業にとってのマージンと考えることもできる。需給ギャップが縮小してデフレ圧力は後退しているが、マージンを改善できるほど需要が回復しているわけではない。

図表1 消費者物価の推移



図表2 消費者物価と企業物価の上昇率格差



## 2. 景気概況 ～景気回復の勢いは昨年10～12月がピークか～

景気回復期待が高まっている。昨年10～12月期の実質GDP成長率（一次速報）は前期比+1.4%（年率+5.5%）と予想以上に高い伸びであった。この結果を受けて発表された民間シンクタンクの経済見通しを平均すると、実質で2006年度+2.6%、2007年度+2.1%、名目では両年度とも+2.3%であり、強弱はあるものの名実ともに2%強の成長を見込むところが多い。当社調査部も、日本経済は2%程度の成長軌道をたどると予測している。今年の11月には戦後最長であった「いざなぎ景気」を超える可能性が高まっている。

しかし、景気回復の勢いという点では、昨年10～12月期がピークとなるかもしれない。前年同期と比べた10～12月期の成長率は実質で+4.2%、名目でも+2.6%とかなり高いものであり、この勢いを維持するのはさすがに難しいだろう。実際、実務に携わっている方に合って話を伺うと、たしかに最悪期を脱して回復が続きそうだという明るい雰囲気を感じられる一方で、2006年度は前年度に比べて減速するのではないかという慎重な見方が少なくない。

2005年度は、乱暴な言い方をすれば、できすぎの年だったのかもしれない。経常利益は2004年度にバブル期のピークを越えたが、2005年度はこれをさらに上回ることが確実である。原油をはじめとする原材料費の上昇がマイナス要因となったが、それまで続けてきたリストラによる固定費圧縮の成果に加えて、BRICsなど新興国をはじめとする世界経済の成長が日本からの輸出を拡大させた。スリムになった企業体質に、外部環境にも助けられた売上の増加が加わって、収益環境としてはかなり恵まれていたといえる。

また、2005年度は、雇用や所得環境の持ち直しが個人消費の回復を支えたが、同時に消費者マインドの改善が消費の回復を加速させたようだ。内閣府が作成している消費者態度指数は、景気が回復して雇用・所得環境が持ち直すにつれて改善してきているが、昨年12月はバブル景気がピークを付けた直後の91年6月以来の水準にまで上昇した。景気が最悪期を脱して、先行きの不安が後退してきたといっても、足元の高揚ぶりはやや行き過ぎの感もある。デパートでは高額商品が売れて、お正月の福袋が飛ぶように売れたようだが、消費者マインドの改善が少なからず影響しているだろう。

2006年度は景気回復が続くものの、その勢いは昨年より鈍化してくる。原油価格の上昇が一服してくるとしても、リストラによる人件費や支払利息の減少基調は一巡しており、少しずつだが増加に転じる。デジタル関連の商品では相変わらず販売価格の下落が続いている。経常利益の増加幅が縮小してくれば、設備投資の伸びも減速してくるだろう。また、雇用や所得環境の回復が緩やかなものにとどまるので、行き過ぎた消費者マインドの改善はいずれ修正されてくる。マインドの高揚で盛り上がっていた個人消費の伸びも小幅になってくるだろう。民間シンクタンクの見通しでも、2006年度の成長率は2005年度よりも低くなるという予測が多い。

### 3. 今月のトピックス ～日本経済の中期的成長力を考える～

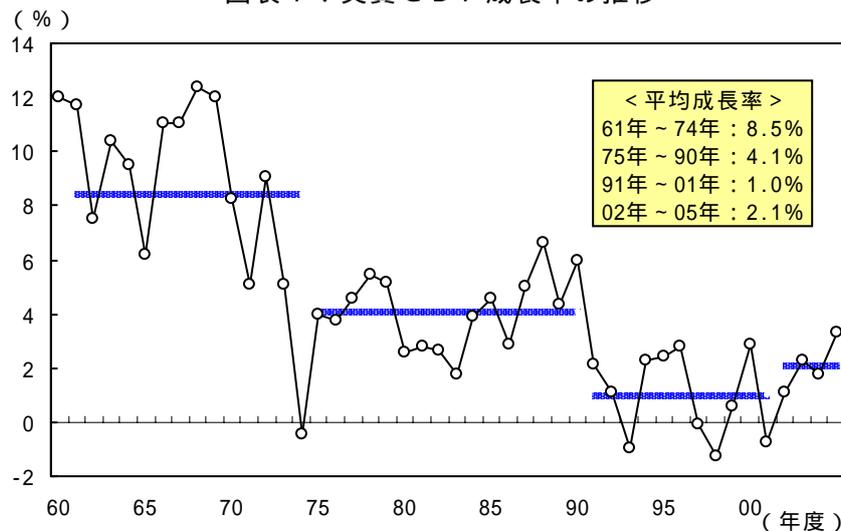
ポスト・デフレ時代とも言える 2006、2007 年度は実質 2% 程度の成長を続けるのではないというのが、当社調査部の見通しである（調査レポート 05 / 112 「2006 / 2007 年度の経済見通し」参照）。日本経済は、バブル崩壊後の極めて低い成長を脱して着実な成長を続けるものの、完全復活というほどの高い成長を望むのは難しいと考えるからである。先月発表された民間調査機関の経済見通しをみると、景気回復が続くという点においては概ね一致しているものの、どの程度の成長力を持っているのかという点では見方が分かっている。そこで、今回は、日本経済の中期的な成長力について考えてみた。

#### （1）日本経済の中期的成長力

図表 1 は、戦後の日本経済の成長率を概観したものである。70 年代前半までの高度成長期は平均 8 % 台半ばの成長を記録した後、70 年代後半から 80 年代は平均 4 % 程度の成長を続けた。しかし、その後の「失われた 10 年」とも呼ばれるバブル崩壊後の 10 年間は、マイナス成長も織り交ぜながら平均 1% の成長にとどまった。

2002 年 1 月をボトムに今回の景気回復が始まっているが、この 4 年間の成長率は少し持ち直して 2 % 程度となっている（2003 年度は 3.3% と想定）。中期的な成長レベルを 2 % 程度と慎重にみるか、3 % 程度と強めにみるか、調査機関によって違いがあるようだ。過去の成長率と比べると誤差の範囲内と言ってしまうればそれまでだが、両者の経済の見方には温度差がある。

図表 1 . 実質 GDP 成長率の推移



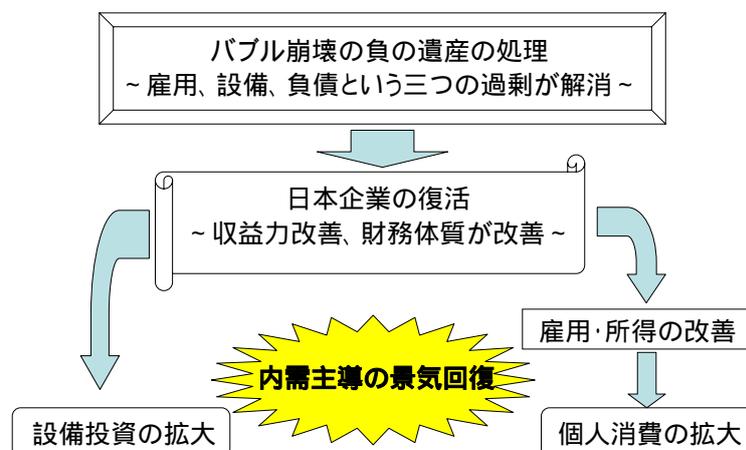
（注 1）79 年度までは 68 S N A、80 年度以降は 93 S N A  
 （注 2）93 年度までは固定基準年方式、94 年度以降は連鎖方式  
 （注 3）2005 年度の成長率は 3.3% と想定。  
 （資料）内閣府「国民経済計算年報」

中期的な成長力が高まっている根拠としては、図表 2 に示したような経済状況の変化が挙げられている。

バブル崩壊の負の遺産の処理が終わって、雇用、設備、債務といった三つの過剰問題が解消してきた。

この結果、企業の収益力と財務体質が改善し、設備投資が拡大する環境が整ってきた。企業の収益拡大は、雇用や所得環境を改善して個人消費を増加させる要因になった。設備投資と個人消費という内需主導の回復が可能になるので、米国を始めとする世界経済の動向にあまり左右されず成長できる。

図表 2 . 成長力が高まったという根拠



## ( 2 ) 成長力向上に対する四つの疑問

たしかに、バブル崩壊の負の遺産を処理することによって企業の活力は戻ってきたようだ。図表 2 で示したような変化が起きている事は多くの人々が認めるところだろう。しかし、「だから日本経済は完全に復活した」と言うには、まだいくつか考慮しないといけないポイントがある。

日本経済の中期的な成長力を考えるためには、バブル崩壊の負の遺産の処理についてしっかり検証してみる必要がある。また、少子高齢化が日本経済に及ぼす影響についても考察が必要になってくる。そうした観点から見ると、日本経済の復活に関して以下の四つの疑問が浮かんでくる。

日本企業は本当に復活したのか

バブル崩壊がもたらしたものは負の遺産だけだったのか

負の遺産の処理はすべて終わったのか

少子高齢化は経済にどう影響するのか

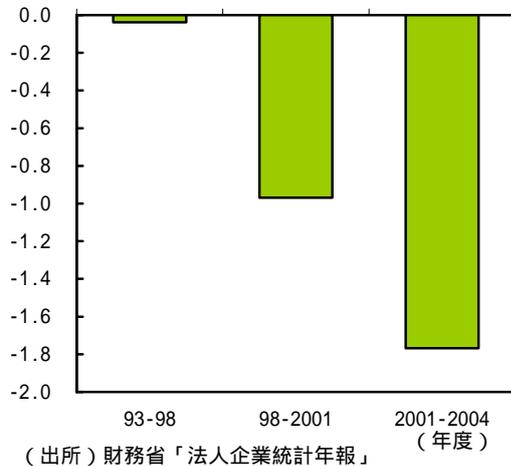
## 日本企業は本当に復活したのか

日本企業は本当に復活したのか。企業収益が改善している背景を探ることで考えてみる。図表3は、バブル崩壊の後、初めて景気が持ち直した93年度から足元までを3期間に分けて、それぞれにおける損益分岐点比率（売上高／損益分岐点売上高）の変化を見たものである。これによると、98年度以降損益分岐点比率が低下しており、2001年度以降はその度合いが一段と強まっている。企業収益の安定度は着実に高まっていると言える。

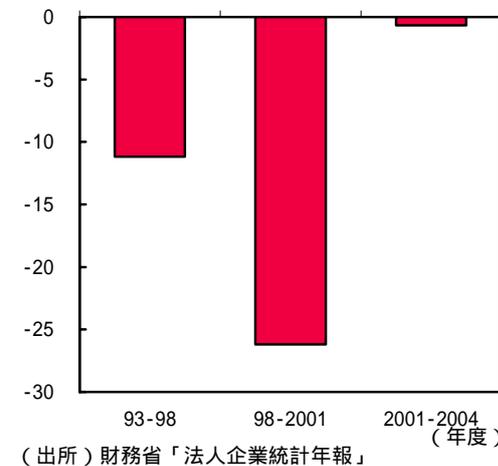
一方、図表4は同じ期間について損益分岐点売上高の変化を見たものである。これによると、人件費の圧縮などリストラが本格化した98～2001年度までの期間は損益分岐点売上高が減少しているのに対して、2001年度以降では損益分岐点売上高はほとんど減少していない。

つまり、企業の収益力は向上を続けているのだが、98年度以降の数年間がリストラによるコスト削減によって企業収益力が改善していたのに対して、2001年度以降は景気回復にあわせて売上数量が拡大して収益力が向上する構図に変わってきている。リストラ効果が一巡しており、内外の需要の拡大によって収益改善が支えられているとすると、世界経済が減速するようなことがあれば、日本企業の収益にマイナスに作用する。日本企業の収益力は万全であり、世界経済の動向に影響を受けにくいとは言い切れない。

図表3．損益分岐点比率の年平均変化幅  
（%ポイント）



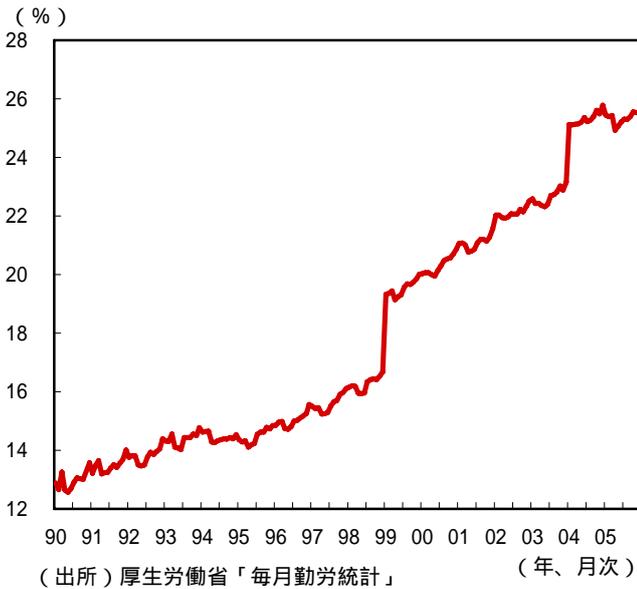
図表4．損益分岐点売上高の年平均変化幅  
（兆円）



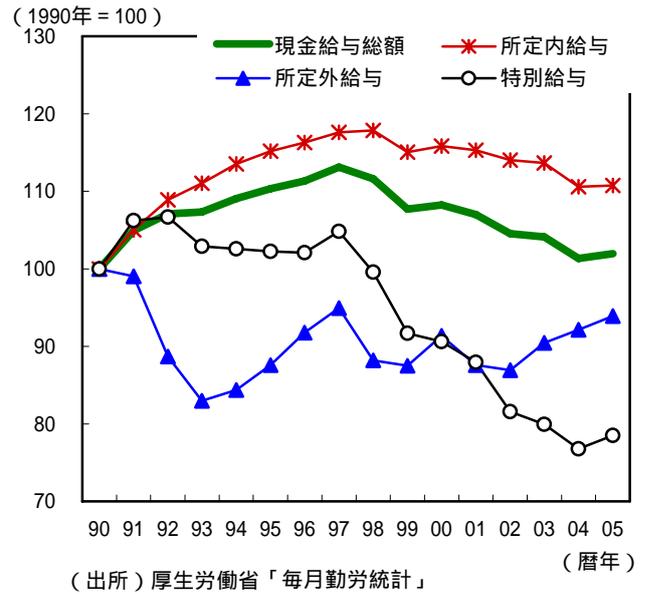
## バブル崩壊がもたらしたものは負の遺産だけだったのか

バブルの崩壊は日本経済に負の遺産をもたらすと同時に、企業経営においてさまざまな教訓を残した。まず、人件費の抑制である。固定費である人件費を変動費化し、コストを削減するために、パートタイマーの活用が進んだ（図表5）。リストラが本格化した98年度以降は、それまで安定的に増加していた所定内給与が減少し、現金給与総額（一人当たり賃金）全体が抑えられた（図表6）。企業収益の改善は、賃金や雇用にとってプラス材料であることは確かだが、それでも企業は人件費の拡大には慎重である。

図表 5 . パートタイム労働者比率

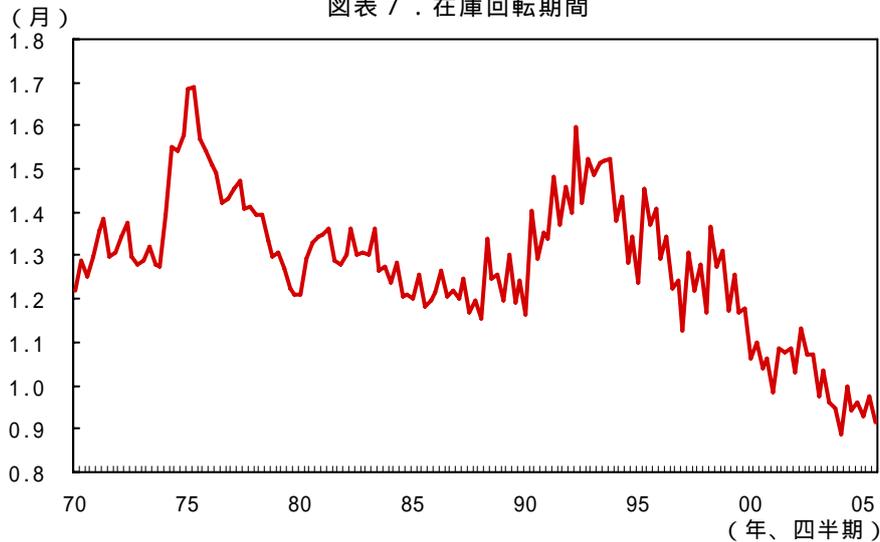


図表 6 . 現金給与総額とその内訳の推移



在庫の圧縮もバブル崩壊後のデフレ時代に得た企業の教訓である。企業は出荷の増加に備えた在庫の積み上げに慎重である。図表 7 は在庫回転期間の推移を見たものだが、90年代中ごろを境に低下基調が続いており、足元では在庫水準が売上高 1 か月分をも下回っている。鉱工業生産統計によると、2002 年以降は出荷の増加基調が続いているが、在庫はあまり増えず、低水準での推移が続いている。在庫を積み増さないで、それだけ生産の増加は抑えられる。

図表 7 . 在庫回転期間

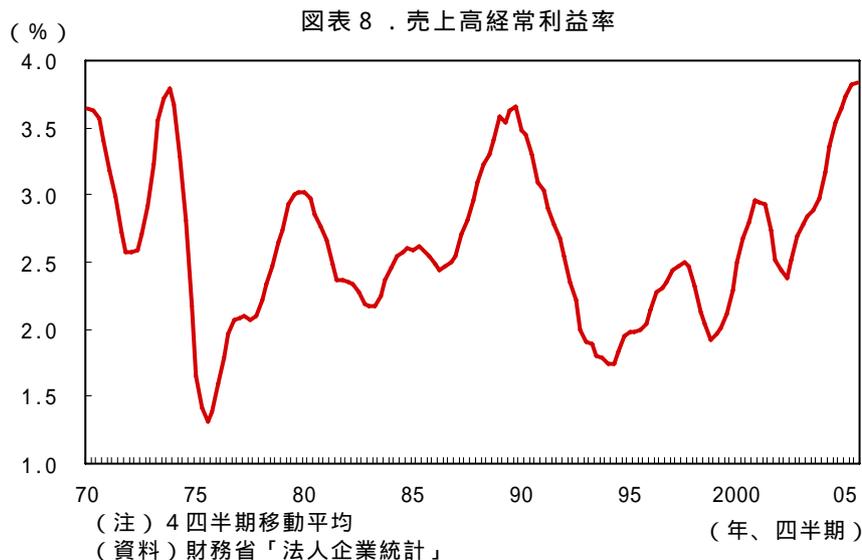


(注) 在庫回転期間 = (期首・期末棚卸資産平均) ÷ 月次売上高 × 100  
 (資料) 財務省「法人企業統計」

在庫水準が低下している要因としては IT (情報通信) 技術の活用による在庫管理の向上が考えられるが、同時に売上よりも利益を重視する企業が出てきていることも影響しているのではないかと考えられる。売上の増加を最優先するのであれば、多少売れ残りが出て販売チャ

ンスを逃さないように在庫を積み増す必要がある。しかし、利益の確保を優先するのであれば、品切れになって購入できない人が出てきても、在庫を増やさず売れ残りが出ないようにすることになる。売上高経常利益率が過去最高水準に達している背景には、売上よりも利益を重視するという企業行動の変化があるかもしれない（図表8）。

後述するが、設備投資に対する態度も以前に比べて慎重になっているようだ。バブルの崩壊と、そこからの回復の過程で企業が得たさまざまな教訓は、企業行動を慎重にしている。慎重な企業行動は、過熱による景気の腰折れを防ぐことになるが、景気回復における力強さは減じてくる。



### 負の遺産の処理はすべて終わったのか

企業におけるバブル崩壊の負の遺産はかなり解消してきたようだが、家計においてはどうか。企業と違って家計は、債務と資産を圧縮するバランスシート調整を迫られることは少ない。たしかに、新しい持ち家に住み替えようとするときに、今住んでいる住宅が希望した価格で売れなくて、買い替えをあきらめることはあるのだが、そうした場合を除けば、バブルのときに購入した住宅価値が低下していても、毎月の住宅ローンの返済が滞らない限りは債務超過の問題が顕在化しない。

しかし、景気の低迷によって所得が伸び悩む一方で、多額の住宅ローンの返済が続くならば、お金がうまく回るように消費を抑制したり、貯蓄を取り崩したりする必要が出てくる。つまり、家計においては、バブル崩壊の影響がバランスシート調整としてではなく、キャッシュ・フロー調整として現れてくる。

図表9は、家計のお金のインフロー（流入）・アウトフロー（流出）の状況を示したものである。まず、お金のインフローについてみると、2003年度は、97年度に比べて、家計の総所得が39.2兆円減少している。内訳では雇用・所得環境の悪化から雇用者報酬が23.5兆円減っており、金利低下による利息収入の減少が影響して財産収入が16.5兆円減少して

いる。次に、お金のアウトフローについてみると、2003年度の家計最終消費支出は97年度に比べて0.6兆円の減少とほとんど変わっていないが、金融資産の増加額が34.4兆円縮小しており、貯蓄の取り崩しが増えたと推察できる。

図表9. 家計のキャッシュフローの変化

(単位: 兆円)

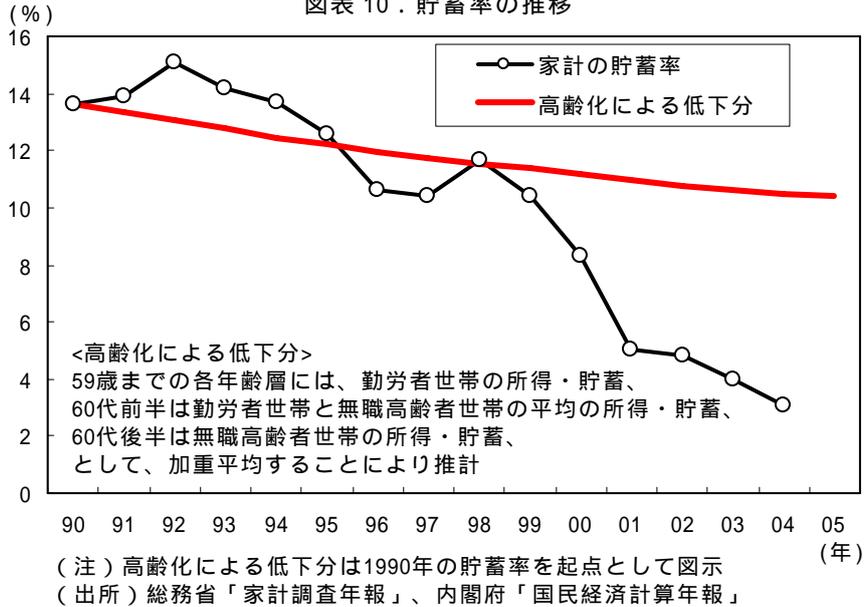
<u>キャッシュ・イン</u>		<u>キャッシュ・アウト</u>	
<<1997年度>>			
総所得	425.7	経常支払	
自営業収入	28.7	家計最終消費支出	277.0
雇用者報酬	279.6	経常税	30.5
財産収入	37.3	社会保険支払	66.4
社会保障給付	59.5	その他経常移転	24.8
その他経常移転	20.6	財産所得支払	18.2
負債の増加	27.9	資産購入	
		金融資産の増加	38.7
		実物資産の購入(純)	4.5
合計	453.5		455.5
<<2003年度>> (変化幅)			
総所得	386.4	経常支払	
自営業収入	22.0	家計最終消費支出	276.4
雇用者報酬	256.2	経常税	23.1
財産収入	20.8	社会保険支払	65.7
社会保障給付	68.2	その他経常移転	22.6
その他経常移転	19.3	財産所得支払	14.3
負債の増加	9.5	資産購入	
		金融資産の増加	4.3
		実物資産の購入(純)	-1.9
合計	396.0		406.4

(注) 統計上の誤差などにより合計項目は一致しない  
 家計の総収入のピークである1997年と2003年との比較  
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」

企業のバランスシート調整によって、家計のキャッシュフロー調整がより深刻なものになった可能性がある。人件費の抑制や低金利の継続が家計の雇用者報酬や預金利息収入を減らしたからである。企業がバランスシート調整を終えて負の遺産を解消しても、家計においてはキャッシュフロー調整が続く。所得の大幅な回復が期待できないのであれば、住宅ローンの返済が終わるまで調整が続くこともある。また、貯蓄の取り崩しによって老後に備えた貯蓄形成が遅れているとすると、将来の消費が抑制される可能性があったり、所得が回復したときに貯蓄の再形成に回ったりする可能性もある。

なお、貯蓄の取り崩しが拡大しているのは、高齢化による影響も考えられる。高齢者は貯蓄を取り崩して消費の原資にするのが通常であり、他の世代に比べて消費性向が高い。高齢化が進めば、貯蓄の取り崩しが増えて経済全体の消費性向も上がってくる。図表10は90年を基準にして高齢化による貯蓄率の低下を試算し、実際の貯蓄率の推移と比較したものである。これによると、90年代終わりごろから高齢化による影響以上に実際の貯蓄率が低下している。このころキャッシュフロー調整のために貯蓄の取り崩し起きたと推察される。

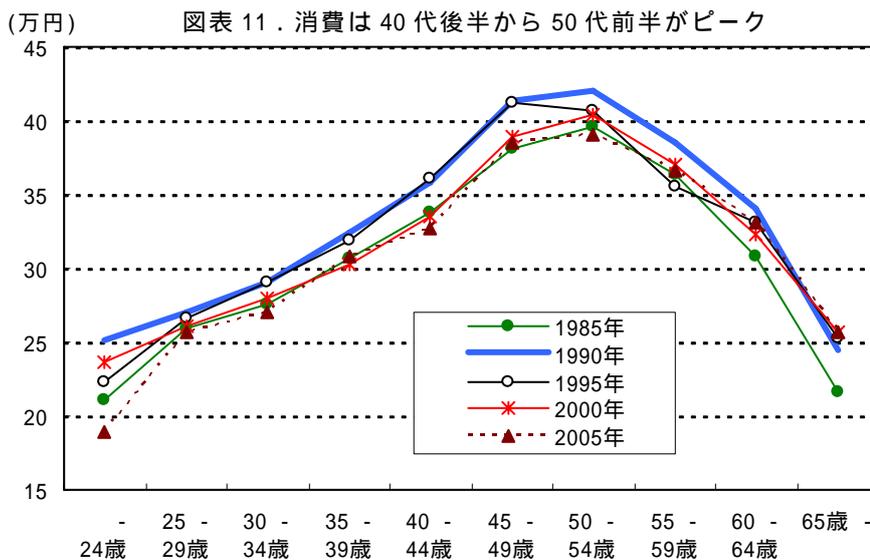
図表 10 . 貯蓄率の推移



### 少子高齢化は経済にどう影響するのか

少子高齢化の影響としては、労働投入量の減少によって潜在成長率が低下するという供給サイドの問題に関心が集っている。しかし、個人消費を中心とした需要サイドに与える影響にも注意が必要であろう。

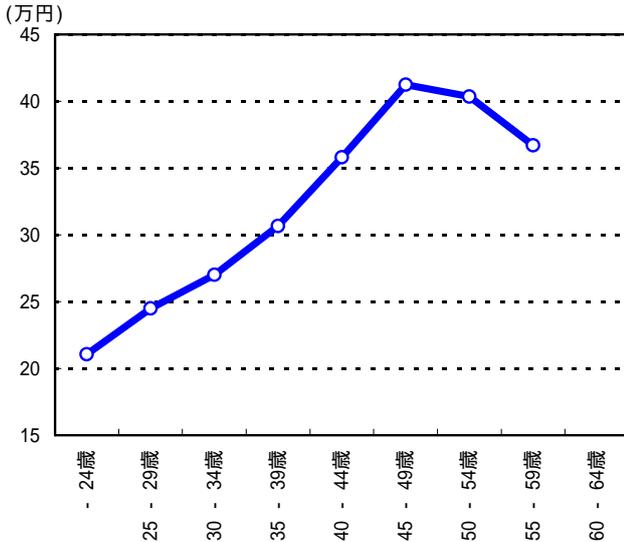
図表 11 は、ある年の1ヶ月の平均消費支出を世帯主年齢別に見たグラフである。これを見ると、世帯ごとの消費支出は世帯主年齢が40歳代後半から50歳代前半にピークを迎えることが分かる。子供が生まれて世帯の構成員数が増えて、さらに子供の教育費といった支出が拡大するからである。過去から現在に至るまで、この消費パターンは安定的である。



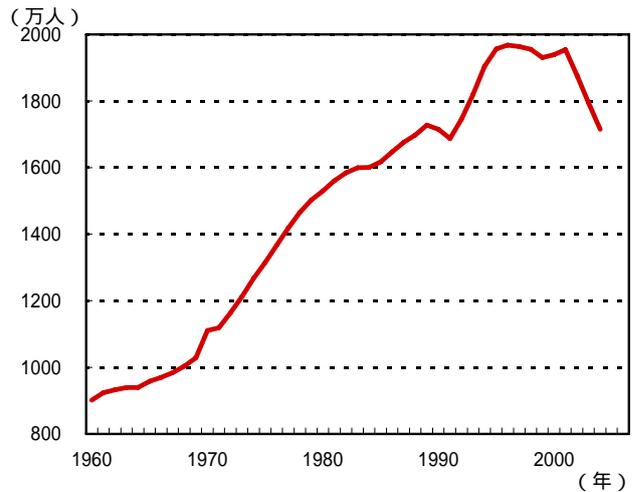
次に、団塊世代（1947～49年生まれ）を含む46～50年生まれの世帯主の消費支出をたどって消費支出のライフサイクルとして見てみると、この世代の消費は40歳代後半にピークを迎えたことが分かる（図表12）。また、消費がピークを迎える40歳代後半から50歳代前半の人口は、団塊世代の加齢によって2002年以降は減少スピードが高まっている（図表13）。

団塊世代が引退すると高齢者を対象にするシルバーマーケットは拡大するだろうが、少子高齢化の進展は個人消費を中心に中期的に需要を抑制する要因となる。

図表12．世帯主が1946-50年生の世帯の消費



図表13．40代後半～50代前半人口推移



(出所) 総務省「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」

(注) 消費者物価指数(帰属家賃を除く総合)により2000年基準に実質化、団塊世代は47～49年生まれ  
(出所) 総務省「家計調査報告」

## (2) 設備投資と個人消費の中期的展望

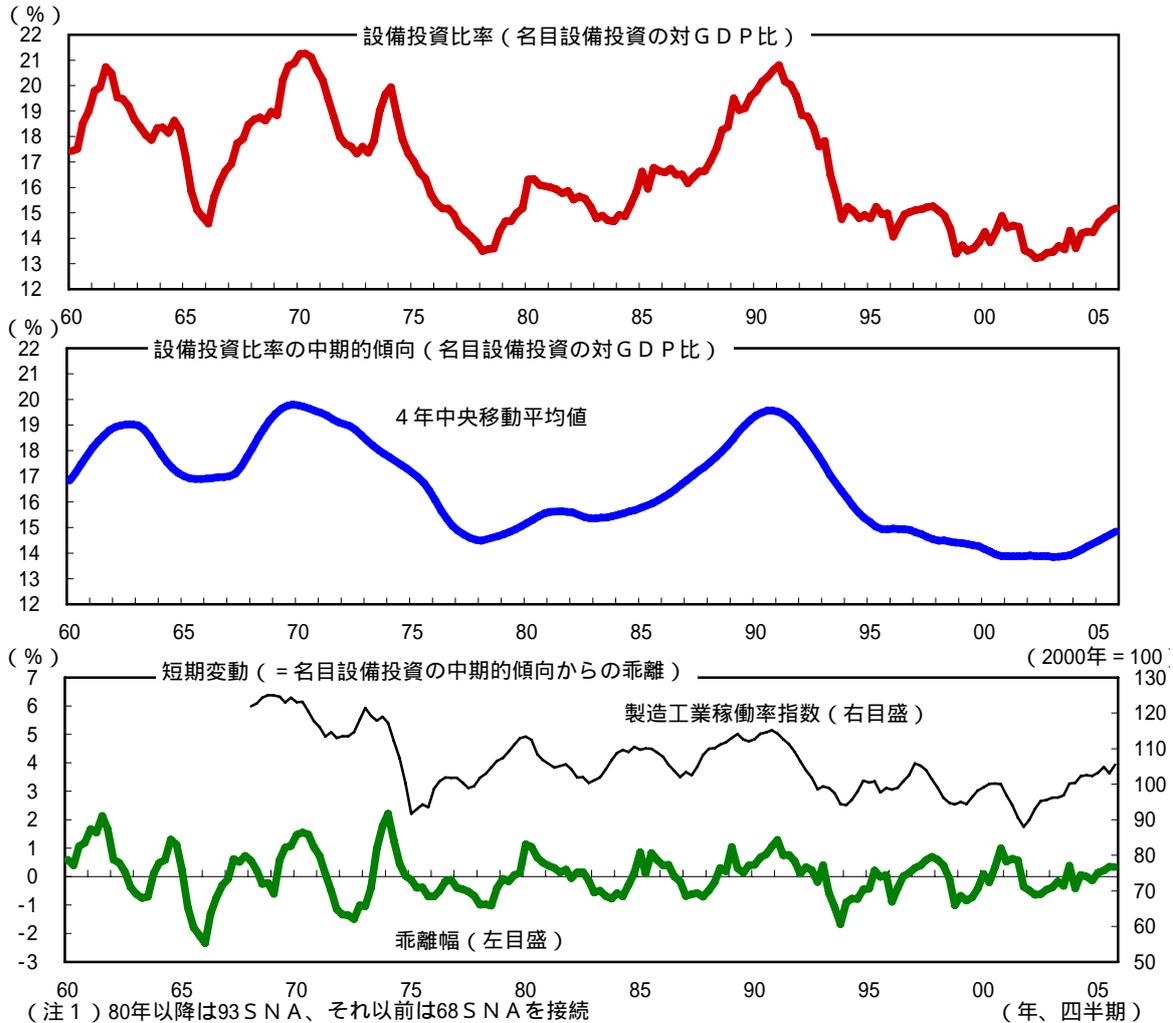
バブル崩壊の負の遺産の処理が終わったことで日本経済は最悪期を脱してきているが、これまで見てきた四つの疑問点から考えてみると、成長率を抑制する要因もある。内需主導の経済成長の中核となる設備投資と個人消費は今後どの程度の拡大が期待できるだろうか。

### 設備投資

まず、設備投資の中期的なトレンドを見てみよう。図表14の上段のグラフは、設備投資比率(設備投資/GDP、名目ベース)の推移を示したものであり、中段のグラフは短期的な景気サイクルの影響を除いて中期的なトレンドを見るために4年移動平均をとったものである。そして、下段のグラフは実績(上段)と中期変動(中段)の乖離をとって、短期的変動を抽出したものである。ちなみに、短期的変動は設備稼働率の変動と連動が見られる。

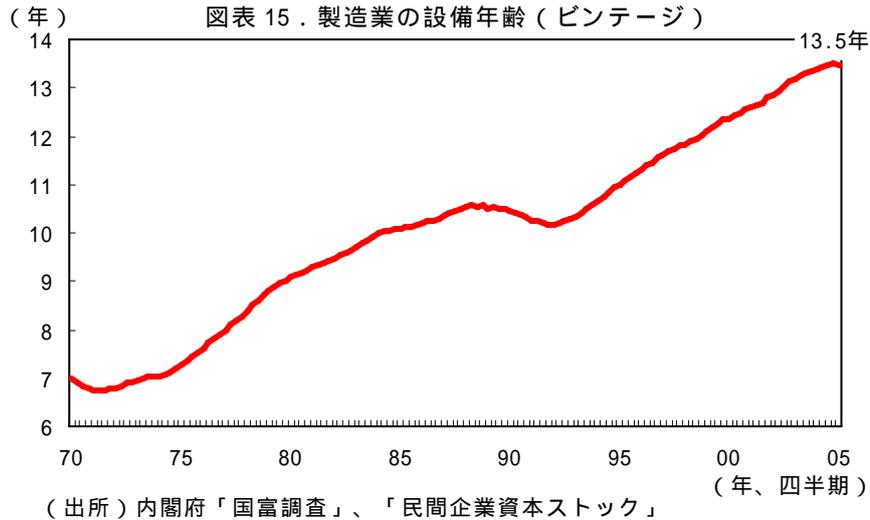
中段のグラフで中期的トレンドを見ると、設備投資比率は 60 年代に 2 度、そしてバブル景気のころの 90 年にかけて大きな山を描いている。そして、バブル崩壊後は低下トレンドが続いていたが、ここ 2 年ほどは上昇に転じており、設備投資が中期的な拡大サイクルに入ったという見方もできる。

図表 14. 設備投資比率の中期的トレンドと短期的変動

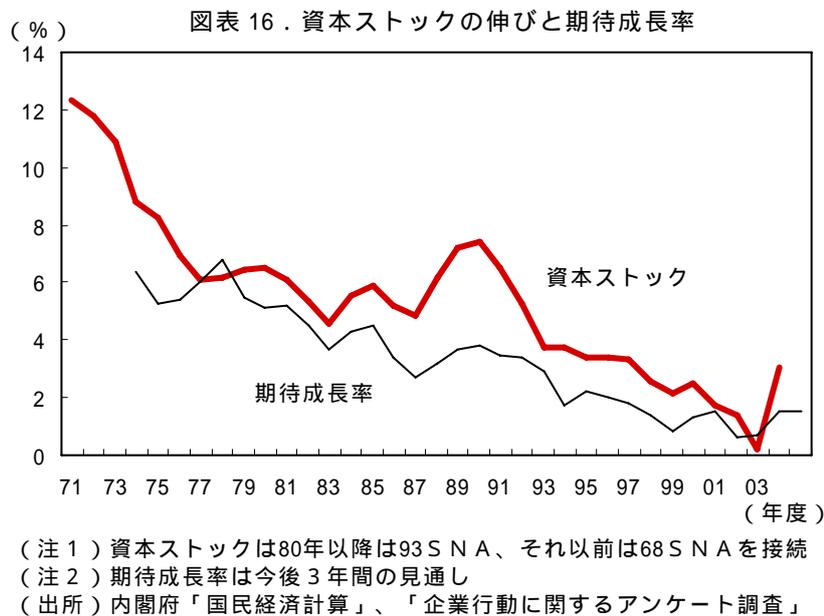


(注 1) 80 年以降は 93 SNA、それ以前は 68 SNA を接続  
 (注 2) 2006 年以降の数値は当社調査部の見直しを利用  
 (出所) 内閣府「国民経済計算年報」、経済産業省「経済産業統計」

60 年代、80 年代において、設備投資比率が上昇を続けたときは、鉄鋼、輸送機械、電気機械など設備投資の増加を牽引する業種があったが、今回は中期的な拡大を引っ張る業種が今のところ見当たらない。しかし、更新投資の拡大が期待できる。これまで収益の低迷などを理由に必要な更新投資が先送りされてきたからである。図表 15 は、製造業の設備年齢の推移を見たものであるが、足元では 13.5 年とかなり高い水準となっている。



設備投資が本格的に拡大するためには、企業経営者の期待する成長率が高まって、生産能力を拡大するために資本ストックを増やそうという意欲が強まってこないといけない。図表 16 は、資本ストックの伸び率と期待成長率 (内閣府の「企業行動におけるアンケート調査」の今後 3 年間の見通しを使用) を示したものであるが、両者がほぼ同じように推移していることが分かる。低下を続けてきた期待成長率であるが、景気回復が続いていることもあって足元ではやや持ち直してきている。直近の数字は 2005 年 1 月時点の調査で 1.5% であるが、今年の調査では 2 ~ 3% 程度に高まっている可能性がある。



期待成長率の上昇は設備投資を拡大させる要因のはずだが、企業の設備投資態度は慎重になっている。資本ストックの伸び率と期待成長率を単純に比べることはやや乱暴かもしれないが、過去の数字を比べてみると、資本ストックの伸び率は期待成長率を上回ること

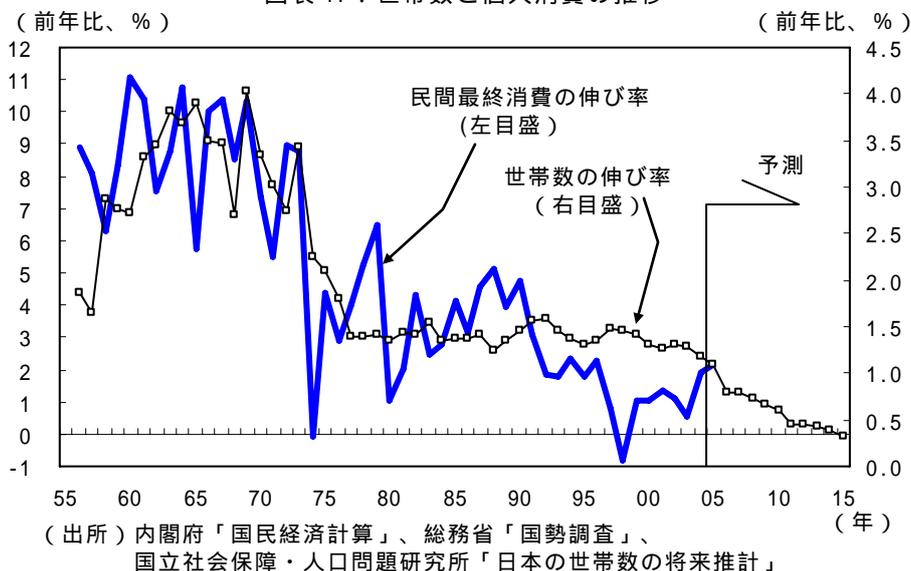
が多く、特にバブルのときは上振れ幅が大きかった。しかし、足元では両者がほぼ同じレベルになっており、企業の設備投資態度が慎重になっていることが推察される。

設備投資比率の中期的トレンドをみると、再び拡大局面に入る兆しが出ている。少なくとも、これまで先送りされていた更新投資が、企業収益の改善とともに顕在化してくるので、設備投資の増加がしばらく続く可能性がある。また、期待成長率の上昇も設備投資にとってプラス材料である。しかし、過剰設備を抱えてしまったバブル崩壊の教訓が生きており、企業は設備投資を慎重に選別しながら実施してくるだろう。成熟段階に入った日本経済でかつてのような設備投資の伸びは期待できないと考えられる。

## 個人消費

個人消費の長期的な推移を見ると、70年代前半までの高度成長期には平均9%近い高い伸びを示し、70年代後半以降の安定成長期でも平均4%程度の拡大が続いた。しかし、バブル崩壊後は消費が伸び悩み、大手金融機関の破綻もあって先行きの不安が高まった98年には、第一次石油ショック直後の74年以来の前年比減少を記録した。その後、雇用・所得環境が持ち直し、先行きに対する不安が後退するにつれて、消費者マインドが改善して、個人消費は回復してきている（図表17）。

図表17. 世帯数と個人消費の推移



雇用・所得環境はバブル崩壊後の最悪期を脱し、改善傾向が続くと思われる。間近に迫った団塊世代の引退と、他方における若年人口の減少もあって、雇用の不足感が一部に出てきている。しかし、バブル崩壊による教訓が生きており、企業は人件費の増加に慎重であろう。また、家計のキャッシュフロー調整が続いており、所得の増加のうちいくらかは消費ではなく、過去に取り崩した貯蓄の積み増しに回ると考えられる。

さらに、少子高齢化といった人口動態の変化は、今後個人消費を抑制する要因となる。まず、世帯数の伸び率の低下が予想される。図表 17 で示したように、世帯数の拡大は個人消費の拡大と連動している。社会人になって親元を離れて独立したり、結婚によって新たな世帯を形成したりすることは、個人消費の核となると同時に、その後の消費ライフサイクルのスタートとなる。世帯数が伸びなくなってくることは、その時点の消費だけではなく、将来の個人消費の伸びも抑制することになる。

さらに、消費のライフサイクルから見て、高齢化が進むことは個人消費を抑制する要因となる。図表 18 は、2000 年を基準にして、世帯数が一定とした場合に年齢構成の変化が個人消費にどのように影響しており、今後どのように影響してくるかを推計したものである。これによると、少子高齢化という人口の年齢構成の変化は 90 年ごろから個人消費にマイナスに作用するようになっており、今後もその傾向が続きそうである。

最悪期を脱して緩やかに回復している個人消費であるが、消費に影響する構造的な要因を考えると、あまり高い伸びは期待できないであろう。

