

日本経済ウォッチ ＜2004年4月号＞

【目次】

- | | |
|---------------------------|----------|
| I. 今月の図表 | … p.1 |
| ～ 特殊要因が押し上げた2月の消費支出 ～ | |
| II. 景気概況 | … p.2 |
| ～ 強い指標も出たが、基本は外需主導の景気回復 ～ | |
| III. 今月のトピックス | |
| ～ 日本経済の中期展望を考えるうえでのポイント ～ | … p.3～13 |



【お問い合わせ先】調査部(東京) 国内経済班 E-Mail: tomomichi.akuta@ufji.co.jp

Ⅰ．今月の図表【特殊要因が押し上げた2月の消費支出】

今年2月の実質消費支出（勤労者世帯）は、前年比+6.9%と、消費税率引き上げ直前（97年3月）の増加率（同比+6.6%）を上回る結果となった。ただ今回の結果は、サンプル要因で大きく変動する自動車購入費に加え、うるう年というカレンダー要因で大きく押し上げられたものであり、消費の現状はやや割り引いて考える必要がある。

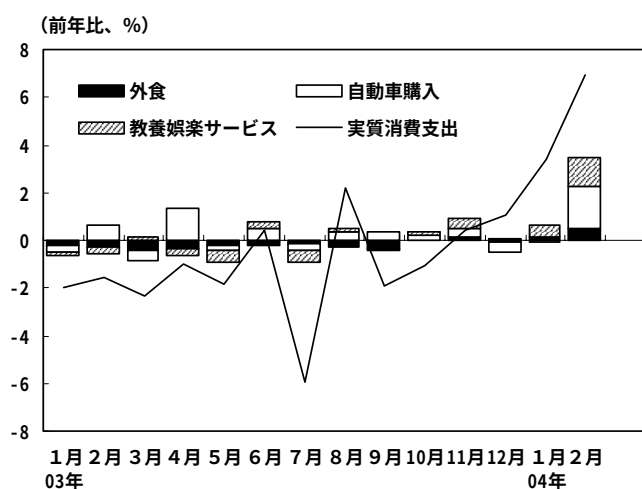
実質消費支出を品別にみると、自動車購入、外食、教養娯楽サービスが消費支出を押し上げている（図表1）。自動車購入については、供給側の統計（2月の新車販売台数）が前年比+0.0%であったことを考慮すると、家計調査での自動車購入費は、サンプル要因で上ぶれた可能性がある。

家計調査の日次データから、曜日・祝日別の外食と教養娯楽サービスの消費額（名目）をみると、外食と教養娯楽サービスは、土日祝日に平均を大きく上回る傾向にある（図表2）。今年2月の土日祝日数は、2004年2月29日が日曜日であったため、昨年比1日多い。これによって外食や教養娯楽サービスが大きく増加したことも考えられる。

そもそも2004年はうるう年なので、2月の日数は通年より1日多い。月々の1世帯あたりの消費支出額を世帯人員と月間日数で調整した消費水準指数（実質）の前年比をみると、2月は前年比+3.3%であり、増加率+6.9%のうち3%程度は、うるう年による日数増加で押し上げられたといえる。

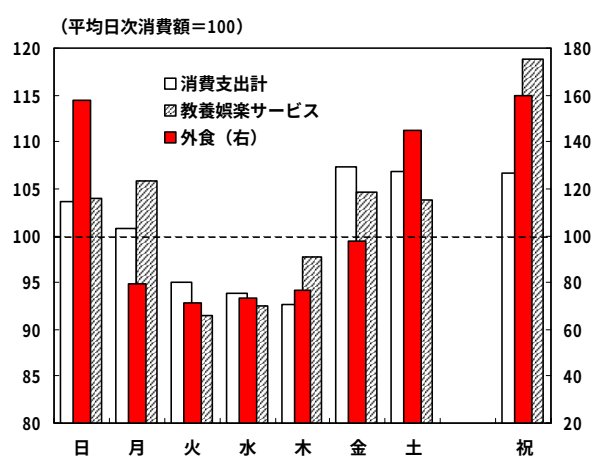
2月の現金給与総額が前年比-0.1%となるなど、所得環境は依然として厳しい。足元の消費の実勢は、家計調査で示されるほど強くなく、改善ペースは緩やかなものであると考えるべきだろう。

図表1 実質消費支出の品別寄与度



（資料）総務省「家計調査報告」

図表2 曜日・祝日別にみた消費額（名目）



（注）平均期間は2000～2003年の4年間。

（資料）総務省「家計調査報告」

II. 景気概況 ～強い指標も出たが、基本は外需主導の景気回復～

1. 景気の回復につれて景況感も着実に改善している。3 月調査の日銀短観では、大企業、中小企業、製造、非製造を問わず、幅広く業況判断 D I が改善している。また、設備判断 D I や雇用判断 D I の過剰感も弱まっており、過剰な設備・雇用といった構造問題に対する対応も着実に進んでいる。ただ、短観の数字は、これまでの景気回復、あるいは企業のリストラやバランスシート調整といった経営努力の結果が反映されているものであり、今後の方向性を示すものではない。大企業・非製造業の業況判断 D I が 7 年ぶりにプラスになったからといって、非製造業の経営環境がガラリと良くなるというものでもない。実際、先行きの業況判断は現状判断と比べてほぼ横這いにとどまっており、企業の見方は慎重である。
2. 個人消費関連の指標は底堅さを増してきており、特に 2 月の指標は良かった。全世帯の実質家計消費支出は前年同月比+5.2%と 4 ヶ月連続の増加で伸び率も高い。また、販売サイドの統計である百貨店やスーパーの売上高も前年比増加している。もっとも今年の 2 月はうるう年で日数が一日多く、しかも日曜日が 5 回あったという特殊要因に影響されている。こうした要因を差し引いても 2 月の消費関連の数字は回復を示しているが、昨年と比べて土曜と日曜が 1 日ずつ少ない 3 月の数字と平均してみた方が良いかもしれない。
3. 雇用・所得環境は持ち直してきているが、状況はあまりよくない。2 月の就業者数は前年同月比 16 万人と 3 ヶ月連続で増加しているが、増加幅は小幅である。従業者規模 500 人以上の企業では雇用者が 25 万人増えているが、1～29 人規模では 56 万人減少しており、企業規模によって状況に差がある。また、毎月勤労統計によれば、昨年冬のボーナスは輸出が好調だった製造業で 3 年ぶりに増加したものの、全体では 7 年連続で減少した。また、2 月の 1 人あたり現金給与総額（5 人以上事務所）は小幅ながら 8 ヶ月連続で減少している。所定外給与は増加が続いているが、所定内給与が前年比 -0.7%と 9 ヶ月連続で減少している。
4. 2 月の鉱工業生産は前月比-3.7%と、輸送機械、電子部品・デバイス工業、情報通信機械工業を中心に大幅に減少した。もっとも、一部業種において休日返上で増産した 1 月の反動減の要素もある。製造工業生産予測調査では 3 月が前月比+0.5%、4 月が+4.2%と増加が見込まれており、生産の増加基調はまだ続いていると考えられる。生産の増減に影響するのが輸出の動向である。2 月の輸出は数量ベースで前年比+12.0%と、一般機械、電気機械、輸送機械を中心に 3 ヶ月連続で二桁増加しており、低迷していた米国向けも増加している。アジア向け輸出は+6.8%と伸びが鈍化しているが、増加基調が続いている。
5. 特殊要因も影響して 2 月の経済指標は大きく振れているが、実体経済の状況に大きな変化が出てきているわけではない。基本的には、世界景気の回復に支えられて輸出は堅調に推移しており、外需主導の景気回復が続いていると判断できる。

Ⅲ. 今月のトピックス ～ 日本経済の中期展望を考えるうえでのポイント ～

日本経済の先行きを中期的に展望する場合、考えるべきいくつかのポイントがある。ここでは、①少子高齢化の進展、②企業部門の活力の回復、③経済のグローバル化の進展、④デフレの終息、という4つのポイントで5年後の日本経済の姿を考察してみた。なお、ここでの分析を踏まえて「日本経済の中期見通し（2004～2008年度）」を4月5日に公表する予定である。

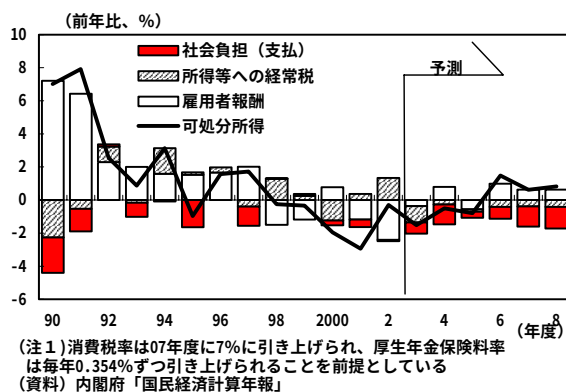
1. 少子高齢化の進展

(1) 家計に与える影響

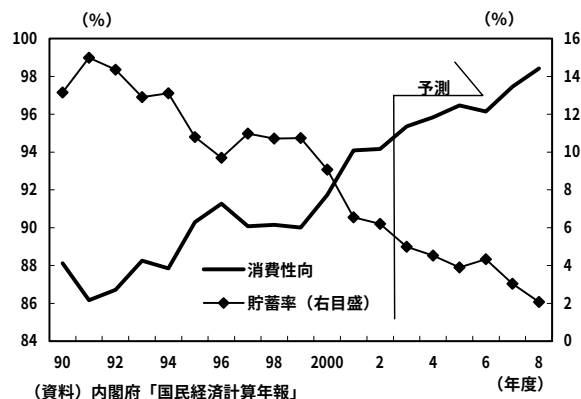
少子高齢化は、まず、家計部門の可処分所得に影響を与える。労働力人口が減少する中で雇用者数の伸びは高まらず、また、景気動向を反映して賃金の伸びも抑制された状態が続くため、経済全体でみた雇用者報酬の伸びは低いものになる。さらに、厚生年金保険料の引上げなどによる社会保障負担の増加も可処分所得の伸びを抑制することになる（図表1）。

ただ、高齢者世帯や単身者世帯など消費性向の高い世帯が増加するので、消費性向は上昇（貯蓄率は低下）し、消費を下支えする要因になる（図表2）。

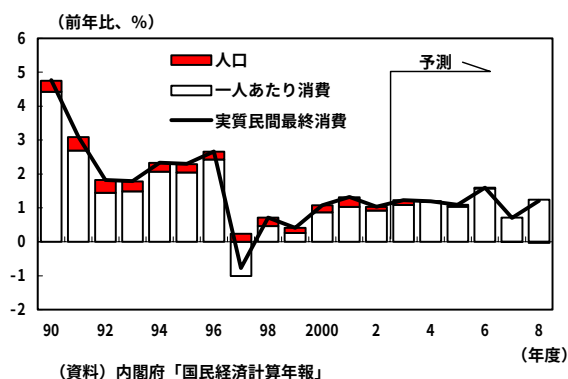
(図表1) 家計の可処分所得の推移



(図表2) 家計の消費性向と貯蓄率の推移



(図表3) 実質民間消費支出の推移



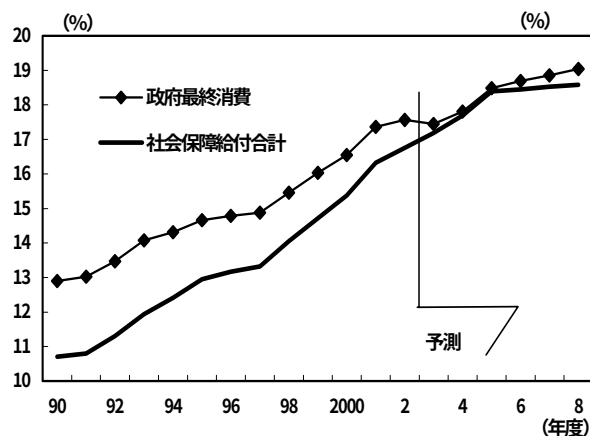
一方、人口が2007年頃から減少に転じるとみられており、これまで消費を押し上げていた要因の一つなくなる。人口が増えなくなるため、消費の伸びは1人あたりの消費の伸びで決まってくる（図表3）。

（２）政府財政に与える影響

次に政府財政に与える影響をみると、少子高齢化は政府の経常的な支出を増加させる。政府最終消費には、国防、警察、教育、司法など政府が提供する行政サービスにかかる費用が含まれる。医療受診や介護サービスを利用する際に保険制度から支払われる保険給付額も「現物社会給付」として政府最終消費にカウントされる。少子高齢化のもと政府最終消費は増加基調を続けるであろう。また、支給開始年齢の引き上げなど給付額抑制策が講じられるものの、年金受給者の増加ペースが速いため年金の支払いは増えていき、社会保障給付額は増加傾向が続く（図表4）。

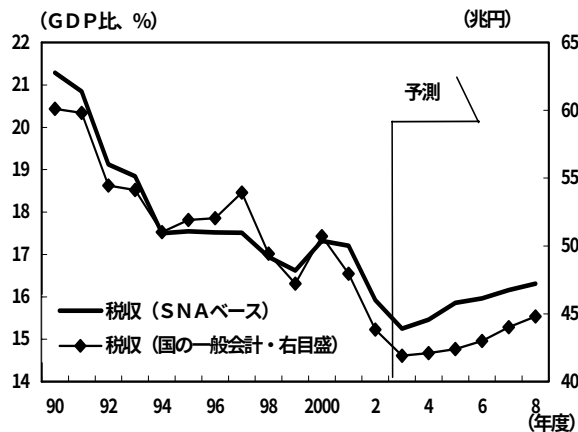
一方で、少子高齢化により政府の収入の柱である税収が伸び悩んでいる。予測では、景気回復による税収増があり、2007年度に消費税率が現行の5%から7%に引き上げられると想定したが、それでも税収は40兆円半ばへの回復にとどまろう。90年代には景気対策の一環として、所得税や法人税の減税が行われており、景気が回復しても過去の税収水準を回復することは困難である（図表5）。

（図表4）政府最終消費支出と社会保障給付の推移



（注）社会保障給付合計は現物および現物以外の社会保障給付の合計。
社会保障現物給付は政府最終消費の一部としてもカウントされる。
（資料）内閣府「国民経済計算年報」

（図表5）税収の推移

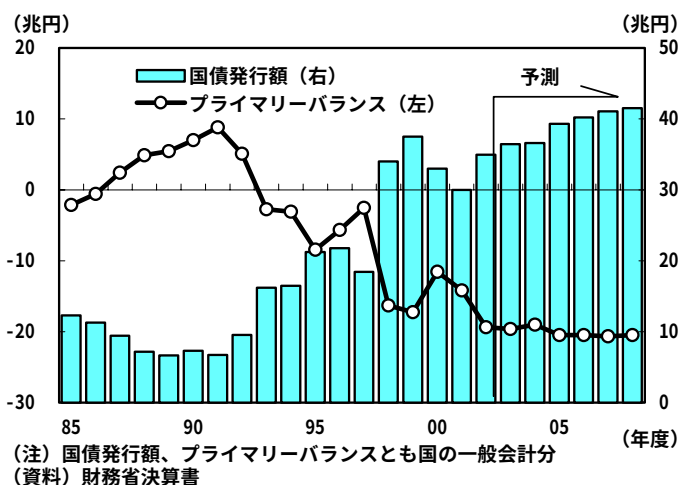


（注）税収（SNAベース）＝所得等に課される経常税＋生産
輸入に課される税
（資料）財務省「予算書」、内閣府「国民経済計算年報」

経常的な支出が増加する一方で税収が伸び悩むため、財政は赤字構造が続く。国債発行額は拡大基調が続く、2008年度には発行額が約41.5兆円に達すると予測している(図表6)。

大幅な財政赤字構造を続けたまま、金利が上昇すると、国債借入コストがさらに増加する事態となる。少子高齢化の進展とともに社会保障関係費が増加してくることはある程度容認せざるをえない面もあるが、持続可能な社会保障制度という観点から歳出の見直しが必要になってこよう。また、少子高齢化は税収基盤にも影響を与える。たとえば、働いて稼いでいる人が全人口に占める割合が低下してくれば、所得税に依存した税体系は維持が難しくなる。少子高齢化時代に見合った税体系を考える必要が出てくる。

(図表6)国債発行額とプライマリーバランス

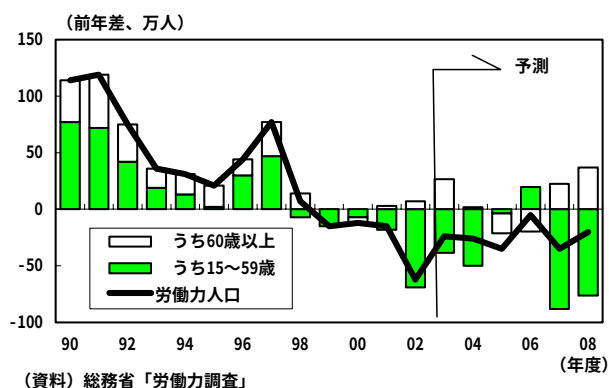


(3) 企業部門に与える影響

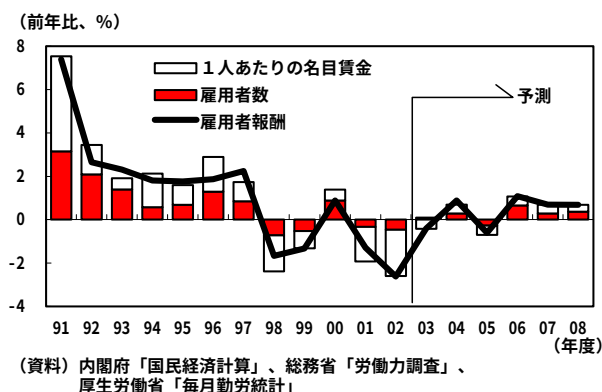
企業部門には、労働力人口の減少が影響してくる。特に1947～49年生まれの団塊世代が2007年以降、定年を迎えてくる。定年延長の実施などにより、60歳以上の労働力は増えてくると思われるが、労働力人口全体では減少が続くであろう(図表7)。

労働力不足は賃金上昇要因となるが、本予測期間では、企業はパート化などにより1人あたりの人件費を抑制するため、労働力人口の減少が賃金上昇圧力となって現れてこないと予想される。雇用者数は大幅には伸びず、1人あたり賃金も抑制されるため、企業が支払う雇用者報酬の伸びは高いものとはならないであろう(図表8)。

(図表7) 労働力人口の推移

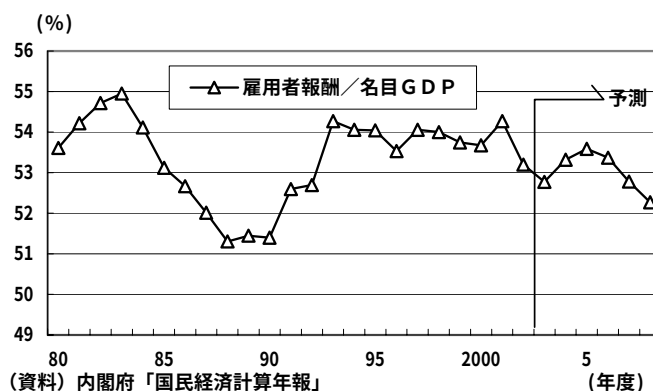


(図表8) 雇用者報酬の推移



このため労働分配率は一時的に上昇するものの、その後は再び低下する可能性がある。
企業の利益が個人には及びにくい状況といえる（図表 9）。

（図表9）雇用者報酬の対GDP比の推移

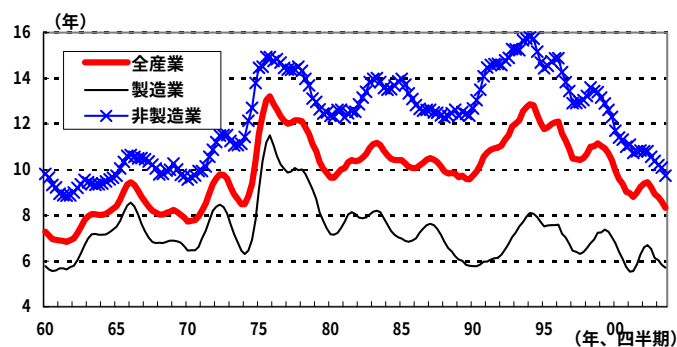


2. 企業の活力が回復

前節で述べたように少子高齢化の進展は、①労働力の減少を通じて潜在成長力を抑え、②消費の伸びを抑制し、③政府の構造的な財政赤字の要因となっている。少子高齢化、人口減少時代を迎える中で、潜在成長力を高めるためには資本の投入（設備投資）や生産性の上昇が必要である。わが国企業は、バブル崩壊によって大幅に弱体化した財務体質、収益力を十分改善させ、経済の活力を維持する役割を果たせるようになってきているのであろうか。

まず、過剰債務問題はかなり解消してきている。債務償還年数（＝債務残高を年間のキャッシュフローで割った数字で、企業の1年間に生み出したキャッシュフローを返済に振り向けた場合に完済までかかる年数）をみると、90年代半ば以降、低下が続いている。債務償還年数の適正水準を判断することは難しいが、新規の借入や社債発行が盛んであった80年代の水準を下回るところまですでに低下しており、特に製造業は60年代前半の水準にまで低下している（図表 10）。企業の借入需要が急増するとは考えにくい、過剰債務の存在が企業活動を抑制する状況は解消されてきている。

（図表10）債務償還年数の推移

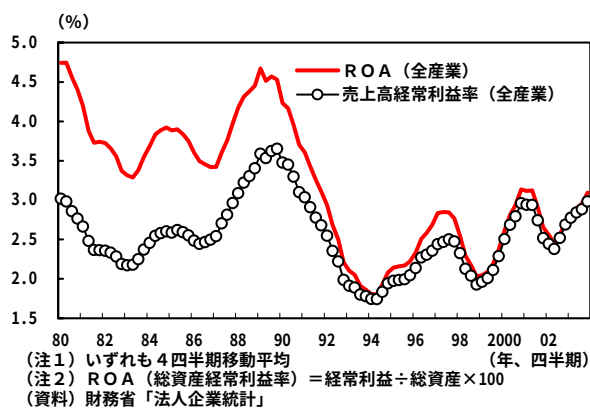


(注) 債務償還年数＝(長短期借入金＋社債＋手形割引)の4四半期移動平均÷キャッシュフローの4四半期移動平均の年率換算値×100
キャッシュフロー＝経常利益×(1－法人実税率)＋減価償却費
(資料) 財務省「法人企業統計」

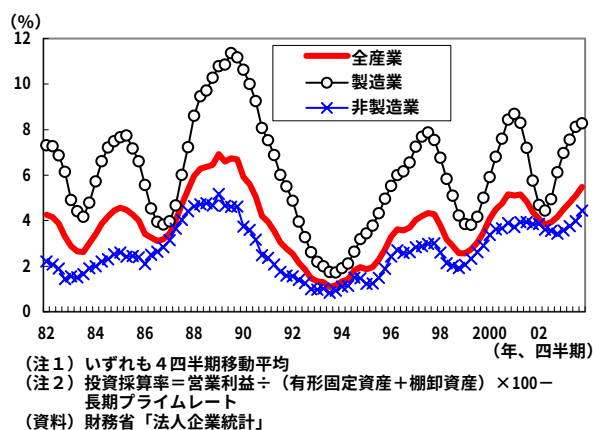
また、企業の収益性はリストラ努力を背景に回復してきている。売上高経常利益率は景気変動の影響で上下しながらも、人件費など固定費の抑制によって90年代半ばを底に上昇基調にある。また、不稼働資産の処分や過剰債務の返済が進んでバランスシートがスリム化したため、ROA（総資産経常利益率）も上昇基調にある（図表11）。

一方で、使用資産の収益率から借入金利の水準を差し引いた投資採算率は、低金利にも助けられながら改善傾向にある。投資採算率が高くなれば、企業は新規の設備投資を行うインセンティブが高まることになる。過去の動きをみても両者の相関は強い。当面、低金利の継続が想定されることもあり、企業の設備投資が増加しやすい環境が続く可能性がある（図表12）。

（図表11）売上高経常利益率、ROAの推移



（図表12）投資採算率の推移



3. グローバル化の進展

日本企業の競争力を考える上で無視できない環境変化がグローバル化の進展である。特に、中国を初めとするアジアの供給力が質・量ともに存在を高めるなかで、日本企業は国際競争力を維持できるのか。また、FTA・EPA交渉の進展によってアジアとの関係がさらに深まろうとしている中で、日本の貿易構造はどう変わってくるのか。

アジアでは、中国を中心に経済の拡大が続くことが見込まれる。また、日本との間でFTA（自由貿易協定）やEPA（経済連携協定）の締結・実施が見込まれることもあり、アジアとの経済関係が一層深まってくると考えられる（図表13）。シンガポールとのEPAは既に発効しており、メキシコとのFTA交渉も合意に至った。現在は、タイ、マレーシア、韓国などとの交渉が行われている。

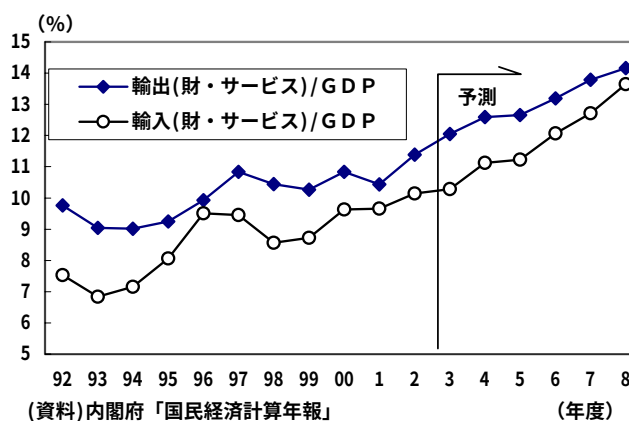
FTAやEPAは日本経済に様々な影響を与えるであろう。FTAやEPAの内容によって、どのような影響が出てくるかわ変わってくるが、いずれにしても、日本と相手国との間の輸出・輸入がともに促進される可能性が高い。

(図表13)主な F T A (自由貿易協定)・E P A (経済連携協定)交渉の進捗状況

<u>シンガポール</u>	1999年12月、F T Aについての共同研究で合意 2000年、共同検討会合 2001年1月、正式な F T A 交渉 2002年1月、日・シンガポール新時代経済連携協定に署名 2002年11月30日、発効
<u>タイ</u>	2002年4月、作業部会の設置で合意 2003年、タスクフォース設置 2004年2月、EPA締結交渉第1回会合
<u>フィリピン</u>	2002年5月、作業部会の設置で合意 2003年、合同調整チーム 2004年2月、EPA締結交渉第1回会合
<u>マレーシア</u>	2003年2月、作業部会の設置で合意 2003年9月、産学官共同研究会 2004年1月、EPA締結交渉第1回会合 2004年3月、第2回会合
<u>インドネシア</u>	2003年6月、経済連携の可能性を予備的模索に合意
<u>韓国</u>	2000年9月、日韓ビジネスフォーラム設置を決定 2002年3月、共同研究会の設置に合意 2003年12月、F T A 締結交渉第1回会合 2004年2月、第2回会合
<u>メキシコ</u>	2001年6月、産学官共同研究会の設置で合意 2002年10月、F T A 交渉開始で合意 2004年3月、正式に F T A 締結で合意 (2005年1月発効を目標)

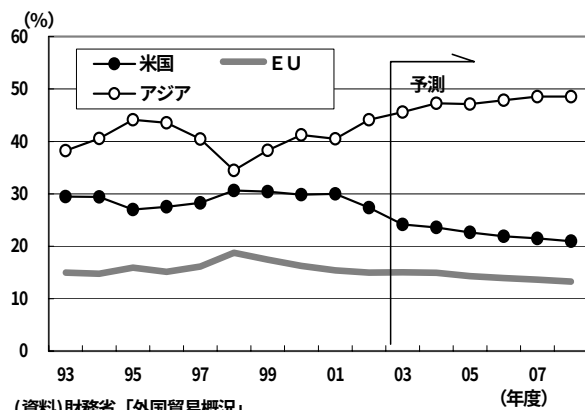
日本の G D P に占める輸出と輸入の割合はともに上昇傾向を続け、日本経済における対外取引のウエイトは高まると予想される(図表 14)。世界景気については、2004 年度後半から 2005 年度前半に一時的な減速を見込んでいるが、その後 2008 年度まで拡大が続き、貿易や資本取引が拡大しやすい環境が続くと想定している。

(図表14)財サービスの輸出・輸入(対 G D P 比)の推移

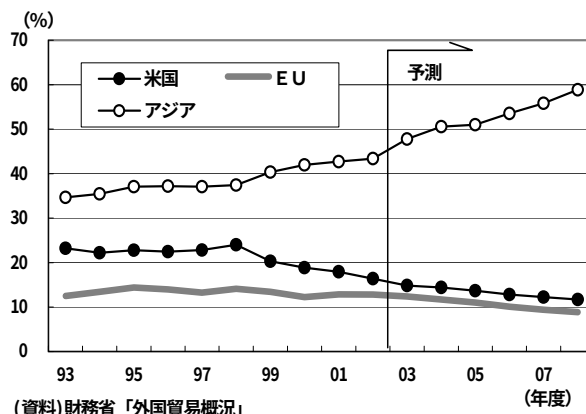


輸出の地域別の内訳をみると、対米国や対EUのウエイトは、米欧での現地生産拡大や日本の国内工場のアジアへの移転の影響により低下傾向をたどる一方で、対アジアのウエイトは、生産拠点へ向けた部品や設備機械の供給もあって、生産財や資本財を中心に高まっていくとみられる(図表15)。輸入の内訳をみても、対アジアのウエイトは、日系企業の生産拠点移転やアジア各国の供給力の拡大を背景に上昇し、米国やEUのウエイトは、米欧企業も生産拠点の海外移転を進めることもあり、低下することが見込まれる(図表16)。

(図表15) 地域別・輸出割合の推移



(図表16) 地域別・輸入割合の推移

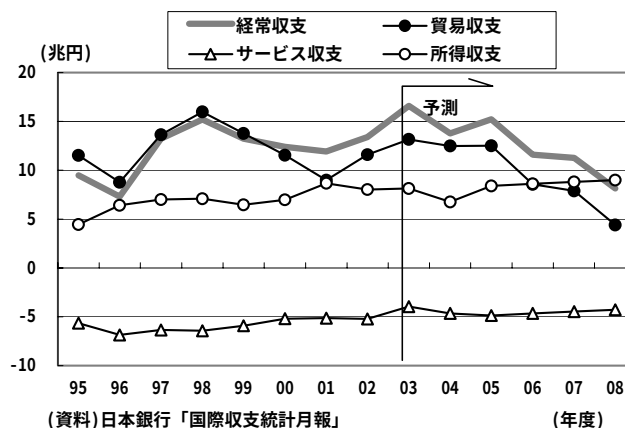


日本の対外収支構造は、貿易収支の黒字縮小、サービス収支の赤字縮小、所得収支の黒字拡大という傾向で変化し、その結果、経常収支の黒字はGDP比で縮小すると予想している(図表17)。

対アジアでは輸出よりも輸入の拡大ペースの方が速いと予想され、対アジアでは貿易収支が悪化し、日本全体の貿易収支も黒字幅が縮小してくる。サービス収支は、日本人の海外旅行の増加や運輸収支の赤字が続くものの、日本への海外旅行者の増加や特許料収入の増加などを背景に赤字幅の縮小が予想される。所得収支は、海外資産の増加を背景とした所得受取の増加が、海外への所得支払の増加を上回り、黒字幅が拡大する。2007～08年度頃には所得収支黒字が貿易収支黒字を上回っている可能性もある。

貿易黒字が競争力の強さを表すという考え方をすると、貿易黒字の縮小は日本の競争力が失われていくことを意味するが、輸入が増える一方で輸出も増加している。経済成長率に対する外需寄与が高まらなくても、海外との取引拡大は日本経済にプラスに働くであろう。

(図表17) 経常収支の内訳の推移



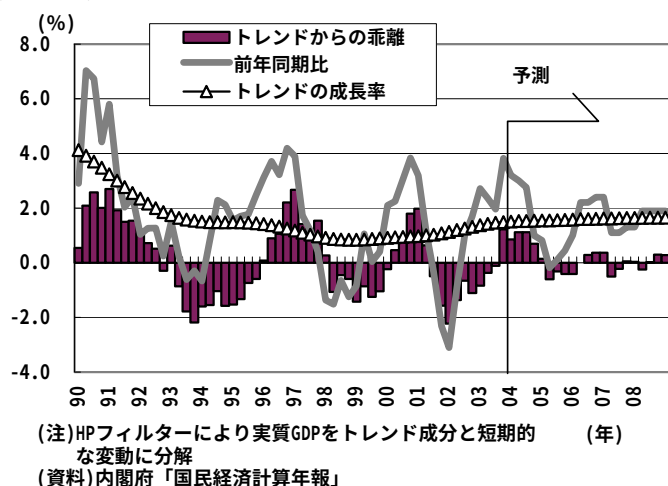
4. デフレの終息

足元では、国内企業物価や消費者物価の下落幅は小さくなってきている。背景には、国内景気の回復と国際商品市況の上昇にともなう川上からのインフレ圧力拡大がある。

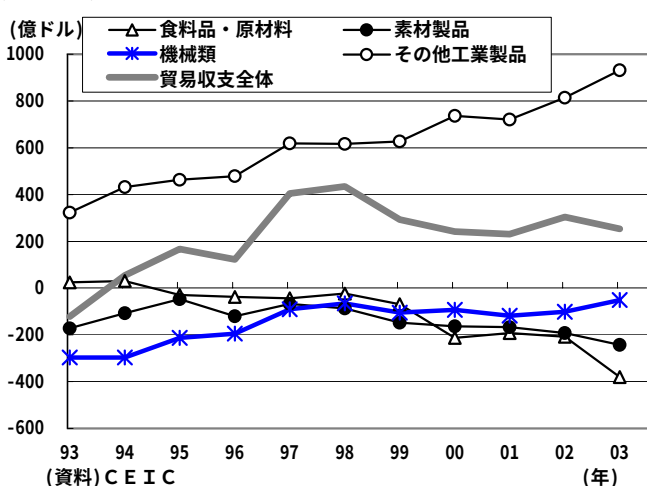
国内のデフレギャップは、景気回復に伴い縮小してきており、デフレ圧力が緩和してきている。実質GDPの推移をトレンド成分と短期的な変動（＝トレンドからの乖離）とに分解してみると、足元の実質GDPの水準はトレンドを上回るようになっており、足元では需給ギャップが縮小していることを表している（図表18）。

一方、国際商品市況の上昇は世界景気の拡大によるところが大きい。特に中国の経済成長が影響している可能性がある。品目別に中国の貿易収支をみると（図表19）、繊維や雑貨を中心とした軽工業品（図中、その他工業品）の輸出超過幅は拡大しているが、食料品・原材料や素材製品では輸入超過幅が拡大している。中国の成長は90年代以降、安価な輸出品の増加を通して川下でのデフレ要因とされていたが、原材料や素材製品で輸入超過になっていることは世界の需給を逼迫させ、川上でのインフレ圧力を生んでくる。

(図表18) 実質GDPのトレンド成分と短期的な変動

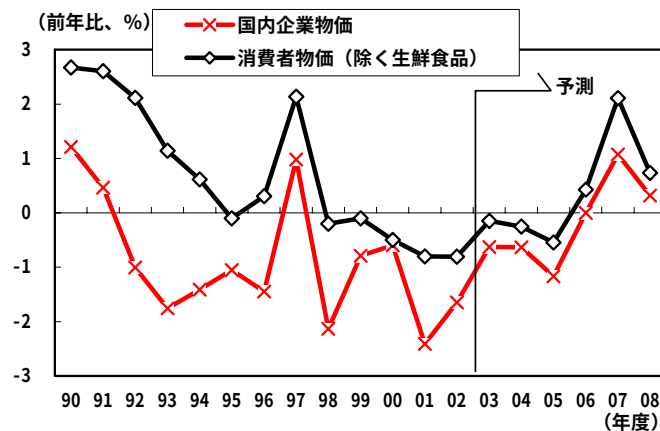


(図表19) 中国の品目別貿易収支



国内企業物価は、2005年度に景気減速の影響を受けて下落幅が再び拡大するものの、2006年度以降は景気の回復を受けてプラスに浮上する。なお、2007年度に消費税率引き上げ（5%→7%）を想定しており、物価上昇率は一時的に高まる見込みである（図表20）。今後、川上での原材料高を消費者に価格転嫁しようとする動きが出てくるが、最終需要が弱いため消費者段階での値上げは浸透しづらい。このためデフレ圧力は残り、2005年度にかけて消費者物価の下落幅は広がってくるであろう。しかし、2006年度以降は、国内企業物価の上昇に加えて、雇用・所得環境も回復傾向が続くため、消費者物価も上昇に転じる。なお、2007年度は消費税率引き上げにより、物価上昇率が一時的に高まる（図表20）

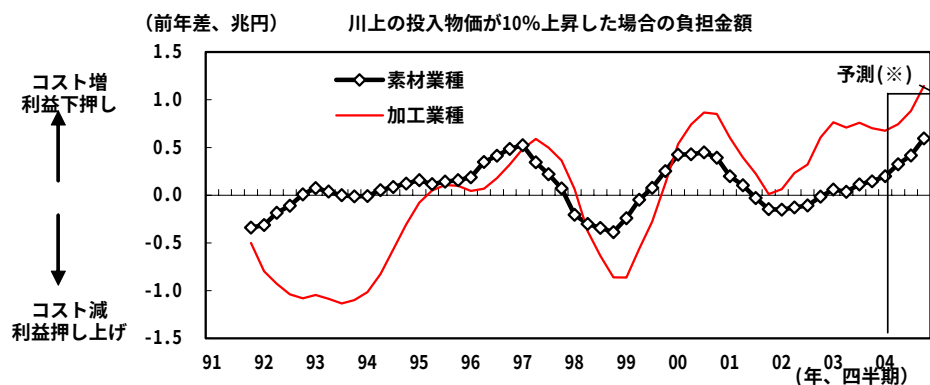
(図表20)国内企業物価・消費者物価の推移



(資料) 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」

デフレ終息への動きは、経済にどのような影響を与えるであろうか。まず、川上でのインフレ圧力は加工業種を中心に企業収益にマイナスに効いてくる可能性がある。国際商品市況の上昇は、まず、原材料を使用する素材業種の負担増になる。しかし、素材業種においては、この負担は素材製品の価格にある程度転嫁できている。しかし、素材製品のユーザーである加工業種では、素材製品の価格上昇によるコスト増を消費者に価格転嫁できずにいる(図表 21)。消費者の低価格志向が強いことや企業間競争が激しいことを背景に消費者への価格転嫁はあまり進まないとみられ、川上でのインフレ圧力は加工業種の負担となる構図が続く可能性がある。

(図表21)川上の投入物価上昇により素材業種・加工業種が受ける影響

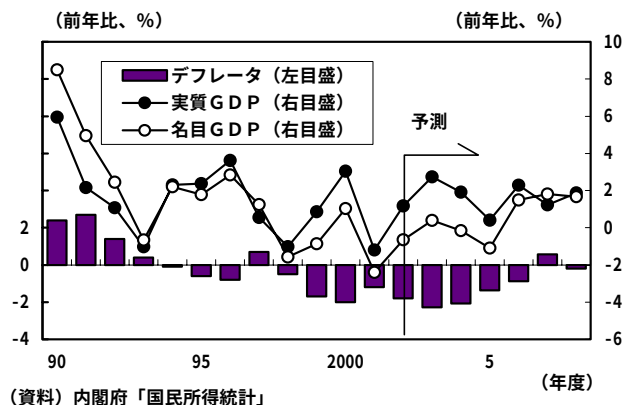


(※) 2004年10以降は予測。予測の前提は、素材業種の投入物価が1年間で10%上昇し、価格転嫁率が今回(2001年末～足元2004年1月)の国際商品市況上昇局面と同程度である場合を想定した。
 (注1) 中央4四半期移動平均。直近になるほど欠落が出てくるが、傾向を抽出する上で支障はないのでそのまま計算した。
 (注2) ◆素材業種：鉄鋼、石油・石炭製品、紙・パルプ・木製品、化学製品、非鉄金属
 ◆加工業種：電気機械工業、一般機械工業、精密機械工業、輸送用機械工業
 (資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「物価指数月報」

また、デフレが終息すると、名目成長率がマイナスでも実質成長率がプラスであるということがなくなる。いわばデフレによる実質成長率の押し上げがなくなってくる。企業サイドからみると、実質成長率と実感との乖離がなくなってくるかもしれないが、一方で、デフレによる実質所得の向上は、ある程度、家計にゆとりをもたらしていたと考えられる。

デフレ終息後は名目での手取所得が増えないと、家計の所得環境が徐々に苦しくなる可能性もある(図表 22)。

(図表22)名目成長率・実質成長率・デフレーター推移

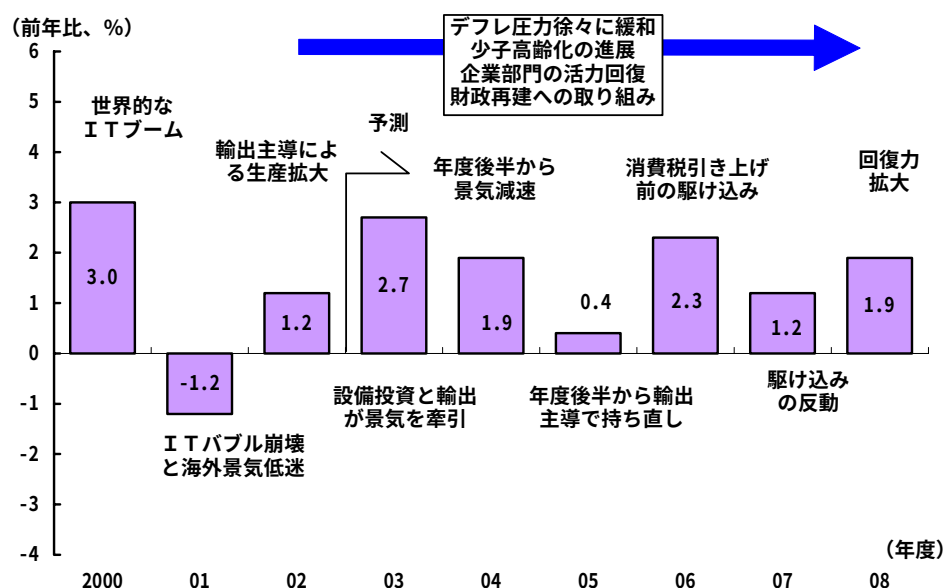


5. 中期見通しのイメージ

以上のような環境変化のもとで、予測期間中の景気は、一時的な減速はあるものの、構造改革の進んだ企業部門を中心とした回復が続くと予測している。

年毎の成長率のイメージを概観すると(図表 25)、2003 年度は 2.7%程度の成長が見込まれるが、2004 年度は後半から景気が減速するため 1.9%成長と鈍化し、2005 年度は後半から景気が持ち直すものの 0.4%という低成長を見込んでいる。しかし、2006 年度には景気の回復力が増してくる。2007 年 4 月に消費税の引き上げ(5%→7%)を想定しているため、駆け込み需要の発生も 2006 年度の成長率を押し上げる。2007 年度にはその反動から成長率は鈍化するが、大幅な調整にはいわず、2008 年度も景気回復が持続する。

(図表23)中期的な経済成長のシナリオ:実質GDP成長率の推移



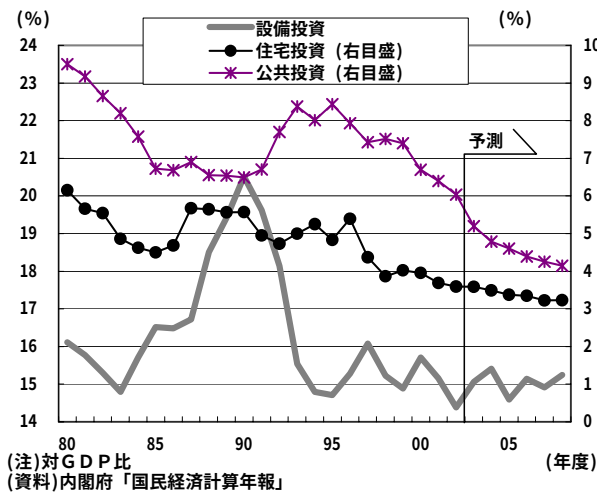
6. 成熟型社会への移行

こうした中期的な成長イメージの結果、浮かび上がってくる5年後の日本経済の姿はどんなものであろうか。経済全体としては、投資中心の若い経済から消費中心の成熟型経済への移行が進む。若い経済とは、所得の多くを貯蓄に回し、その貯蓄で設備投資、住宅投資、公共投資を賄い、経済全体のストックを速いペースで増やしていく経済である。成熟型経済とは、若い間に蓄えたストックを有効に活用しながら投資先を絞り込み、所得のうちの多くを消費に回して消費生活を充実させる経済である。

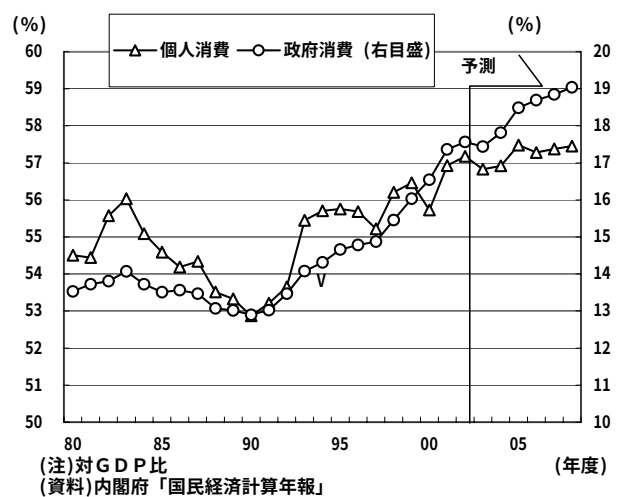
すでに、投資活動は従来に比べてGDPに占めるウエイトが低下している。設備投資のGDP比は景気動向や企業収益に応じて循環的な変動をするが、バブル期のような水準に上昇することはないであろう。住宅投資、公共投資のGDP比は、世帯数の伸びが鈍化していることや政府の厳しい財政状況を反映して、90年代以降、低下傾向が続いており、2008年度まで見通しても同様の傾向が続く可能性が高い(図表24)。一方で、消費のウエイトが増している。政府最終消費のGDP比は人口高齢化に伴う医療費や介護費の増加を背景にかなり速いペースで上昇し、個人消費のGDP比は高齢者や単身者など消費性向の高い世帯が増えることなどを背景に緩やかに上昇していく(図表25)。

成熟型社会へ移行することで、投資主導の高い成長率を実現することは難しくなってくる。同時に景気による変動の大きい投資のウエイトが低下し、変動の小さい消費のウエイトが高まることで、経済全体としては景気変動の波が小さくなる可能性がある。

(図表24)低下する投資のウエイト



(図表25)高まる消費のウエイト



※ 本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。