

日本経済の中期見通し(2005～2010年度)

<要旨>

1. バブル崩壊後の負の遺産の処理が進み、日本経済は最悪期を脱したかのように思える。たしかに、「失われた10年」と言われるきわめて低い成長の時代からは抜け出したであろう。しかし、70年代前半をピークとした「右肩下がりの30年」とでも呼ぶべき長期的な低下トレンドが終わったわけではない。
2. 「右肩下がりの30年」をもたらしている最大の要因は、世帯形成の鈍化や出生数の減少である。少子高齢化は最近になって始まったわけではなく、出生率の低下は30年以上前から始まっており、その影響は年齢別の人口構成の変化を通してゆっくりとではあるが着実に日本経済に影響を及ぼしてきた。
3. 供給面から考えると、少子化による労働投入の減少は潜在成長率を低下させる要因となるが、労働生産性の上昇によってカバーされるであろう。このため、少子高齢化や人口減少が経済に与える影響を考えるにあたっては、需要サイドへの影響についてより深く考える必要がある。この中期見通しでは、成熟型社会へ移行する中で、日本経済の中期的な展望を需要サイドから考えた。
4. 2010年度までの日本経済は、一時的な減速はあるが、雇用不安が薄れてきた個人部門と体質改善の進んだ企業部門を中心に、平均すれば実質2%程度の成長が続く。もっとも、需要の拡大は限定的であり高い成長は期待できない。
5. 2005年度後半からの景気加速は2006年度も続き、デフレも解消するため、2006年度中にも量的緩和解除の可能性が出てくる。また、景気回復力の高まりを背景に消費税率引き上げの議論が本格化し、2008年4月には消費税が7%に引き上げられると想定する。2007年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生するため成長率が押し上げられる。2008年度には、その反動から成長率は鈍化するが、97年4月の引き上げ時と違って景気の足腰が強まっているため大幅な調整には至らず、2009～2010年度も景気拡大が持続する。



お問合せ先 調査部(東京)小林

E-mail: skoba@ufji.co.jp

1. 日本経済の現状

2002年初めから回復を続けてきた日本の景気も、薄型テレビ、半導体、液晶といったいわゆるデジタル関連需要の拡大が一服してきたこと、さらに米国や欧州など海外景気が減速してきたことを背景に、2004年度になって減速してきている。日銀短観の大企業・製造業の業況判断D I（「良い」 - 「悪い」）は、2004年9月調査をピークに低下しており、企業マインドも悪化している。しかし、数年前のような日本経済に対する極端な悲観論は影を潜めており、「日本経済はどうやら最悪期を脱している」という認識が広がってきている。

（1）「失われた10年」からの脱却

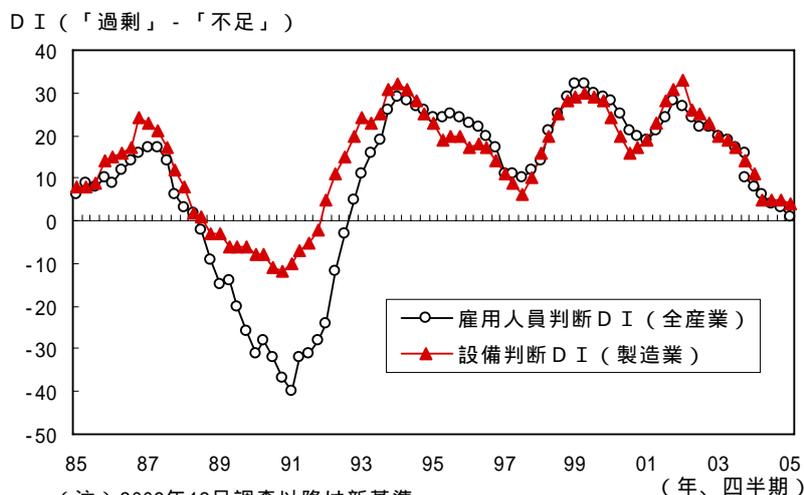
この明るい認識の広がりは根拠のあるものだろうか。

そもそも、極端な悲観論が強かったのはバブル崩壊とその後の低成長が原因であった。バブル崩壊による負の遺産は日本経済が抱える構造的な問題とされ、バブル崩壊後の低成長を指して「失われた10年」と呼ぶこともある。バブルの崩壊は土地や株式などの資産価格を急落させた。同時に、バブル崩壊後の不況によって経済成長率が低下し、企業は、利益を生み出さない不稼働資産（過剰設備）、担保割れした借入金（過剰債務）、そして仕事のない従業員（過剰雇用）を抱えることになった。

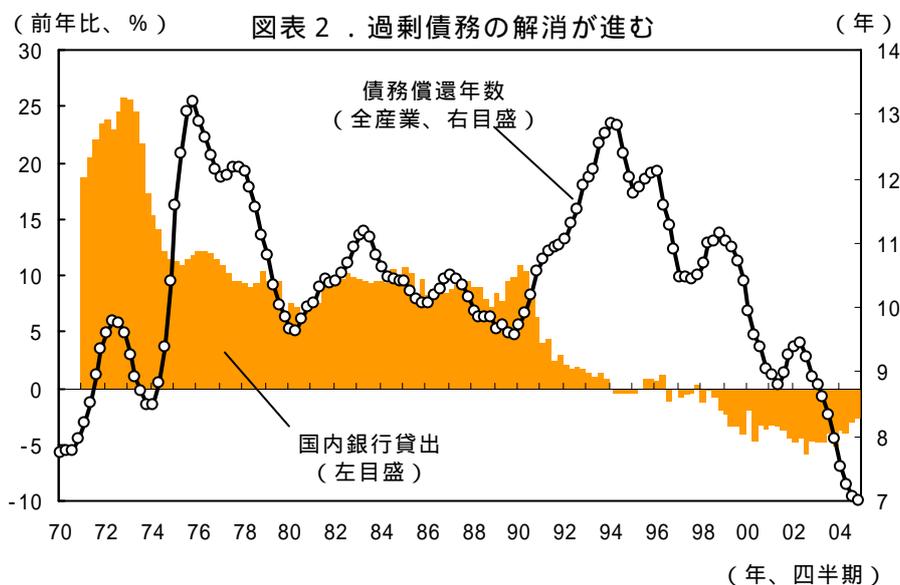
こうした過剰問題を解決するために、企業は人件費などのコストを削減するだけでなく、資産と負債を圧縮してスリムな財務構造を目指した。このバランスシート調整は、金融システム不安を伴いながら、企業の経済活動、なかでも設備投資を低迷させる一因となったのである。

しかし、企業のリストラや財務体質改善努力の成果が出て、過剰問題が解消に向かっていく（図表1）。日銀短観によると、企業の設備過剰感や雇用過剰感が薄れており、雇用は一部に不足感も出てきている。

図表1. 解消に向かう設備過剰感と雇用過剰感

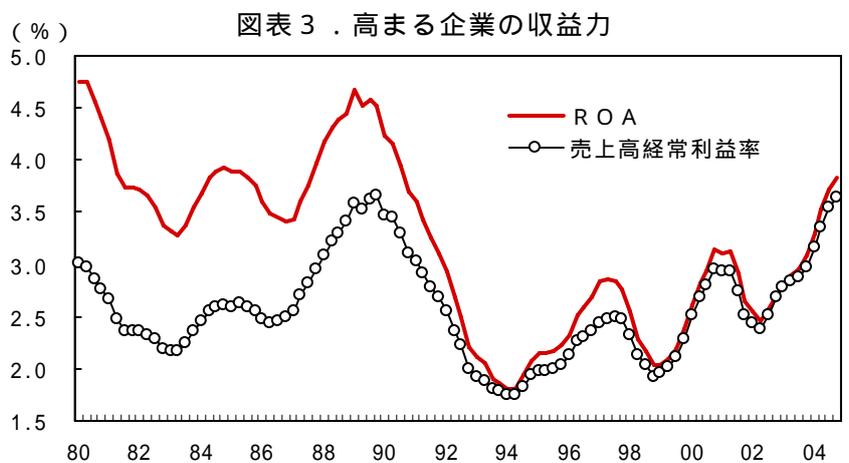


また、過剰債務問題もかなり解消してきている。債務償還年数（＝債務残高を年間のキャッシュフローで割った数字で、企業が1年間に生み出したキャッシュフローを返済に振り向けた場合、完済まで何年かかるかを示す）をみると、90年代半ば以降低下傾向が続いており、最近では全産業ベースで約7年と、70年ごろの水準よりも低下している（図表2）。



（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－法人実効税率）＋減価償却費
 （出所）財務省「法人企業統計」、日本銀行「金融経済統計月報」

企業の財務体質が改善すると収益性が向上する。過剰であった資産の圧縮によって総資産利益率（ROA）は上昇してきている（図表3）。また、リストラによるコスト削減によって売上高経常利益率はバブル期並の水準となっている。利益の増加によって内部留保が拡大して、資本の充実とともに自己資本比率も上昇し、さらに財務体質が改善する。

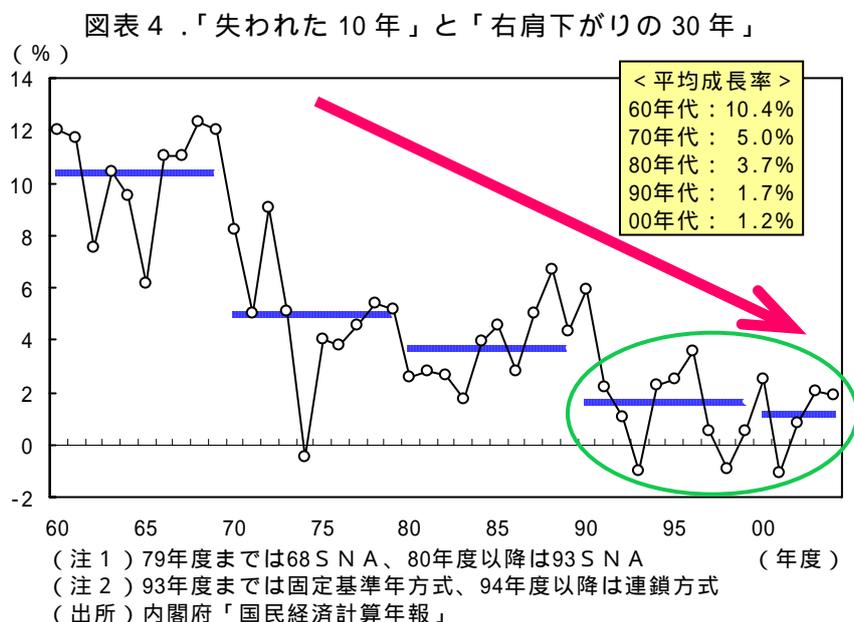


（注1）ROA＝経常利益÷総資産（期首期末平均）×100（年、四半期）
 （注2）いずれも4四半期移動平均
 （出所）財務省「法人企業統計」

バブル崩壊による負の遺産の処理が進み、企業部門の体力が回復してきたことは日本経済の中期的展望を明るくする材料である。日本経済は最悪期を脱しているという明るい認識にはそれなりの根拠がある。しかし他方において、中期的な重石が取れても、長期的には不安が残っているのではないかとの認識が強まっている。

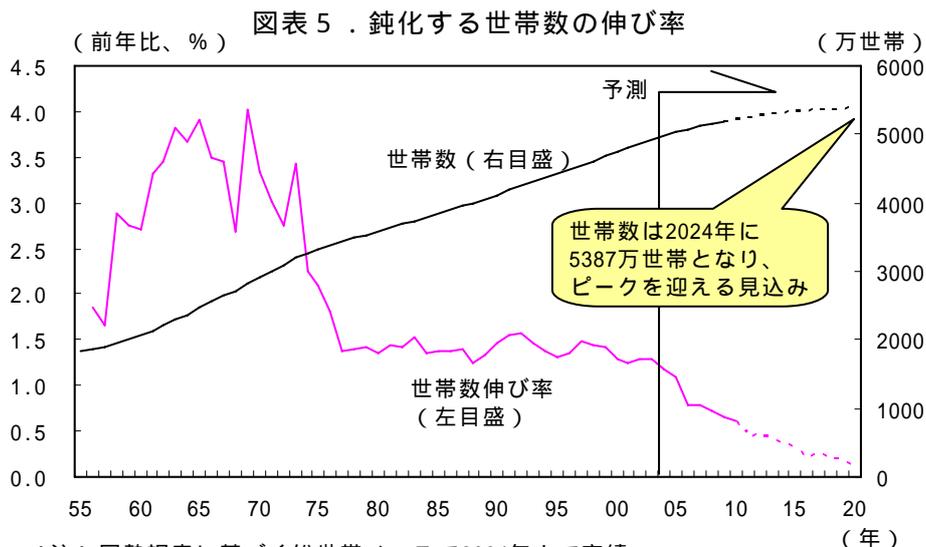
(2)「右肩下がりの30年」は終わっていない

振り返ってみると、70年代前半をピークにわが国の平均的な経済成長率は徐々に低下している(図表4)。たしかに、「失われた10年」と言われるバブル崩壊後の低成長が深刻だったのは間違いないが、「右肩下がりの30年」とでも呼ぶべき長期的な低下トレンドも見過ごしてはならない。



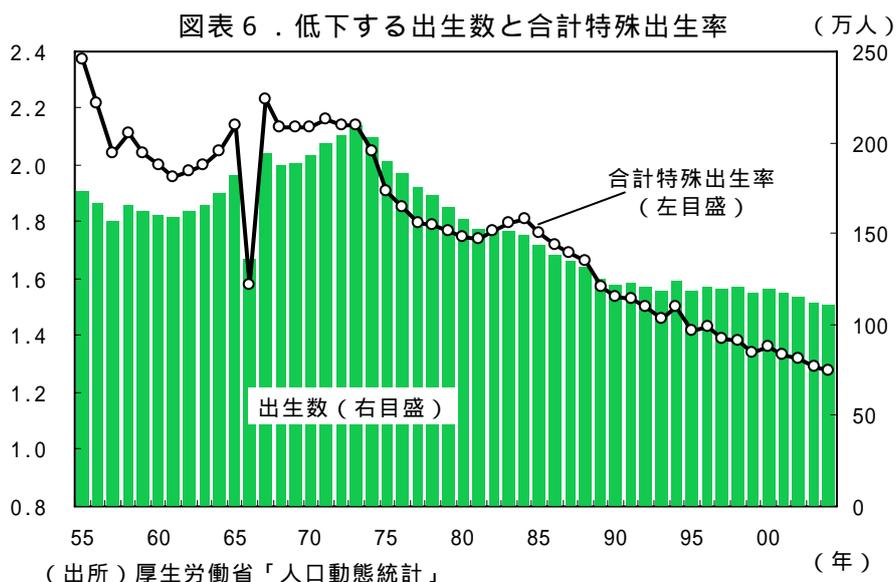
それでは、何が「右肩下がりの30年」をもたらしたのだろうか。まず、世帯形成の勢いが70年代初めに大きく鈍化したことが考えられる。そして、ほぼ同じころ出生数は減少トレンドに転じている(図表5、6)。就職や婚姻を契機にした新しい世帯の形成は、その後の所得の増加、あるいは子供の誕生や成長を伴いながら、消費が拡大していく出発点となる。世帯形成の勢いが鈍っていることは、消費の拡大にとってはマイナス材料である。

また、冷蔵庫、洗濯機、テレビ、自動車といった耐久消費財の普及がかつては個人消費を拡大させる要因であったが、その普及が一巡してしまうと消費拡大効果が薄れてくる。今でもパソコンや携帯電話といった新しい耐久財が現れるが、昔ほどの消費拡大効果は持っていない。最近普及してきている薄型テレビやDVDレコーダーのような機器は、従来のブラウン管テレビの買換え品であったり、ビデオデッキの代替商品であったりするので、需要拡大効果は限定的である。



(注) 国勢調査に基づく総世帯ベースで2004年まで実績。
2005年以降は国立社会保障・人口問題研究所の一般世帯数推計の伸び率に、2001年～2004年の総世帯と一般世帯の前年比伸び率の乖離幅を加えて、延長推計。

(出所) 総務省「国勢調査報告」、国立社会保障・人口問題研究所



長期的な成長率の低下をもたらした要因としては、このほかに 71 年のニクソンショック、その後の変動相場制移行による円高の進展が挙げられる。特に、85 年のプラザ合意後の円高の進展は、日本企業の輸出競争力を減退させて、外需主導の景気回復を難しくしたと言えよう。もっとも、その後の企業の努力によって円高に対する対応力はかなりついてきている。最近では再び 100 円近くまで円高が進んだりしているが、それでも経常収支の黒字は高水準である。非価格競争力の強い高付加価値商品の開発、海外資産の拡大による所得収支黒字の増加、あるいは知的財産の充実による特許等使用料収支の黒字化などを背景に、円高であっても黒字を確保できる力を確保している。

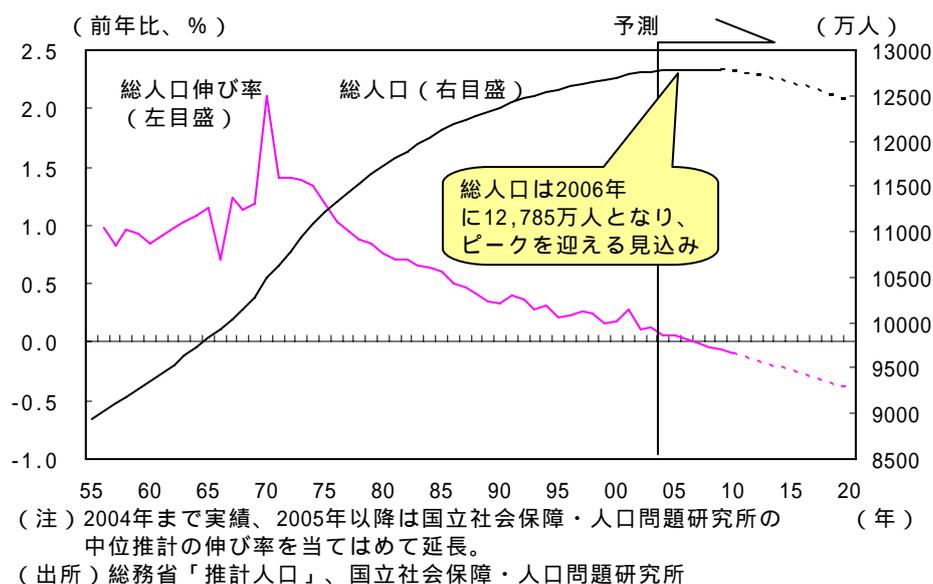
「右肩下がりの 30 年」をもたらしている要因が、世帯形成の鈍化や出生数の減少といった人口動態的な要因であるとする、最近一段と関心が高まっている少子高齢化の進展や人口減少時代の到来といった問題と根底にあるものは同じである。すでに述べたように、出生数は 70 年代初めにピークをつけており、少子高齢化は最近になって始まった話ではない。人口が減少に転じるタイミングが間近に迫り、少子高齢化の問題が一段とクローズアップされてきたのである。

2. 日本経済の中期展望

(1) 少子高齢化と人口減少のインパクト

少子高齢化や人口減少の問題は長期的な問題であり、2010年までの中期的な見通しではあまり考慮しなくてよいのかもしれない(図表7)。しかし、少子高齢化をもたらす一因である出生率の低下が30年以上前から始まっていたとすると、その影響は年齢別の人口構成の変化を通してゆっくりとではあるが着実に日本経済に影響を及ぼしていることになる。

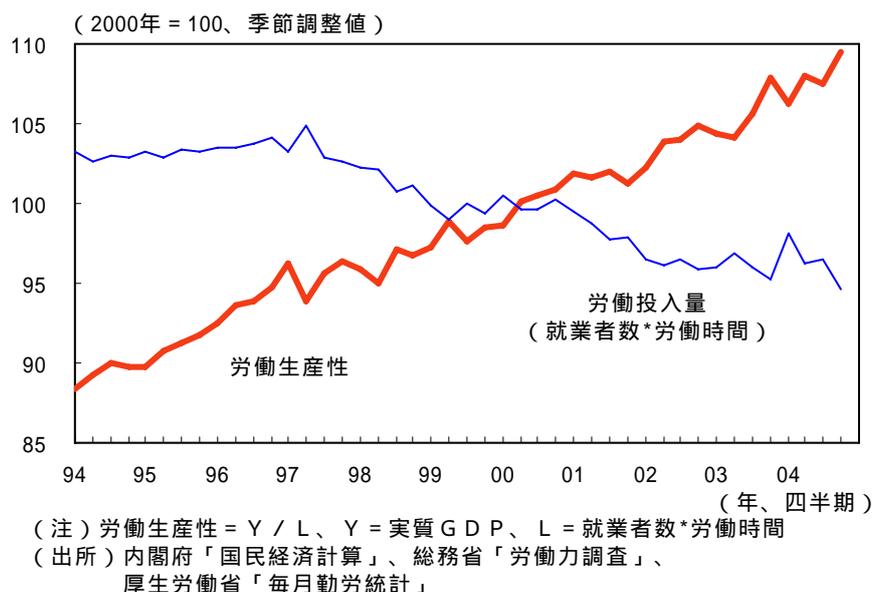
図表7. ピークアウトする総人口



多くの人が漠然と不安視している影響として、「少子高齢化が進んで人口が減少してくると成長率が低下する」というものがある。この問題は、供給サイドと需要サイドの両面から考えることができる。

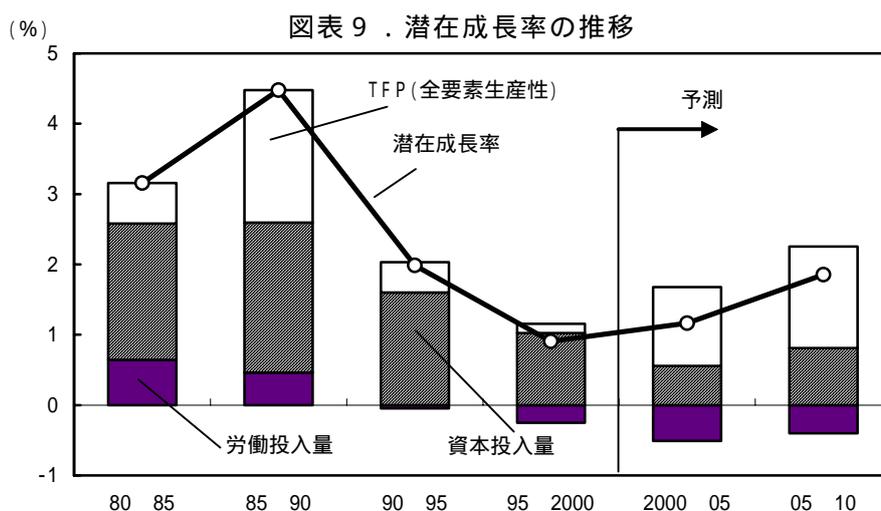
まず供給面から考えると、たしかに、2007年以降に見込まれる高齢化に伴う団塊世代の引退、あるいは少子化による若年労働力の減少は、潜在成長率を低くする要因になる。しかし、労働力人口(就業者+失業者)はすでに99年から減少に転じており、労働時間も短くなっている。つまり、労働力の減少という問題はすでに生じているのだが、その影響で経済成長率が一段と低下したということはない。実は、労働生産性が持続的に上昇しており、成長を支えてきたのである(図表8)。今後も労働投入の減少は潜在成長率を低下させる要因になるが、労働生産性(全要素生産性+資本投入)の上昇によってカバーされるであろう。

図表 8 . 高まる労働生産性



バブル崩壊後は、企業部門における不良資産の問題とそれを解決するためのバランスシート調整に関心が集まった。このため、供給面での構造改革が日本経済の成長にとって最も重要な課題であり、結果として潜在成長率が高まると言われてきた。たしかに、潜在成長率は供給サイドからのアプローチであり、長期的な成長力の目安を知る上で重要なものである(図表9)。

しかし、長きにわたって日本経済が低い成長を続けているのは、潜在成長率の低下というよりは、需要不足によって現実の成長率が潜在成長率すらも下回ってしまうためである。そうであれば、少子高齢化や人口減少による影響は、需要サイドへの影響についてより深く考える必要がある。



(注)HPフィルターにより計算されたトレンド成分の系列を元に潜在成長率を計算。労働分配率×労働投入量の伸びにより労働投入の寄与を計算し、 $(1 - \text{労働分配率}) \times \text{資本投入量の伸び}$ により資本投入の寄与を計算し、潜在成長率との残差をTFP(全要素生産性)の寄与分とした。労働分配率は各期間の平均値を用いた。
 (出所)内閣府「国民経済計算年報」、「民間企業資本ストック」、経済産業省「経済産業統計」、厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

(2) 成熟型社会における成長とは

少子高齢化の進展は日本だけの問題ではなく、先進国の多くにとって共通する悩みである。少子高齢化も含めて、日本は他の先進国と同様に成熟型社会への移行が進んでいると考えることができる。成熟型社会では個人消費、設備投資、あるいは輸出といった経済成長の原動力となる需要がどのように伸びてゆくと考えたらよいか。この中期見通しでは、成熟型社会へ移行する中で、日本経済は中期的にどの程度の成長を遂げることができるのか、需要サイドから考えてみた。

個人消費

個人消費は増加を続けるが、そのスピードは緩やかなものにとどまる。消費の核となる世帯の数はあまり伸びず、出生数の増加も期待できない。少子化対策に力を入れることは重要であろうが、一朝一夕にその効果が表れてこないのも現実である。晩婚化の動きが劇的に変化するとも思えず、新しい世帯の形成はしばらくは伸び悩んだままであろう。

企業の雇用過剰感が薄れてきたことは雇用・所得環境の悪化に歯止めをかけ、個人消費にとってプラス材料である。しかし、企業がいただく期待成長率は高まらず、企業収益が改善しても、人件費を抑制するという企業の基本的なスタンスに変わりはない。このため、雇用・所得環境の改善は限定的であろう。個人の所得が増えにくいので、個人消費の大幅な増加は期待できない。

一方、日本経済が最悪期を脱したという認識が広がっていることや物価の安定が続くことは、個人消費を下支えする材料となる。個人消費の回復は緩やかだが、底堅さは増してくるであろう。

住宅投資

住宅着工件数は年間118万戸程度で推移し、住宅投資の水準が大きく変動することはないであろう。住宅ストックはすでに量の面では足りており、空家率は12%を超えている。世帯数の増加も頭打ちであり、新規の住宅需要が大きく増加するとは考えにくい。また、住宅の質の向上とともに耐用年数も伸びており、建て替え需要もあまり期待できない。日本の住宅マーケットは新しい住宅の建築が中心であったが、今後はすでにある住宅ストックを活用する中古住宅売買や住宅リフォームの重要性が増してくる。

設備投資

設備投資は、高度成長期やバブル景気の時のような大幅な拡大はさすがに期待できないものの、比較的しっかりした増加が予想される。企業の財務体質の改善や収益力の向上によって、企業のキャッシュフローが増加していることは設備投資を増やす要因となる。しかし、バブル崩壊後に過剰な設備や債務に悩まされた経験があり、企業は投資の採算性を

十分吟味しながら設備投資を行うであろう。

一方、国内だけでなく海外との激しい競争に打ち勝つために、絶え間のない設備投資が今まで以上に必要になってくる。設備投資は景気の変動や企業収益の動向に影響を受けやすいが、安定的な投資ニーズが設備投資を底堅くする。もっとも、企業が期待する成長率が高まり、将来の需要拡大に対する自信が強まってこないと、能力増強を目的とした大型の投資には踏み切りにくい。このため、設備投資の大幅な増加は期待できない。

公共投資・政府消費

財政構造改革という基本方針の下で公共投資の削減が続いてきた。公共投資の削減はまだ続きそうであるが、GDPに対する公共投資の比率はかなり低下してきている。一方、社会資本ストックが拡大してくれば、その維持補修の必要性も増してくる。公共投資をずっと削減し続けることは難しく。しだいに下げ止まってくるであろう。

高齢化が進むこともあって社会保障関連の政府消費は拡大を続ける。増加に歯止めをかけるための制度改正が検討されることになろうが、政府消費の増加スピードを緩めることができたとしても、増加トレンドを変える事は難しいであろう。

海外需要

輸出などの海外需要は基本的には世界景気と連動する。加えて、日本の競争力が向上すればより多くの海外需要を獲得でき、逆であれば競争に負けて海外需要を失うことになる。すでに述べたように、日本企業は円高水準においても経常黒字を確保できるようになっており、今後も海外需要の拡大が経済成長率にプラスに寄与することが期待できる。

EPA（経済連携協定）やFTA（自由貿易協定）の推進は日本の競争力にプラスに働くであろう。また、工業生産力が拡大している中国など新興工業国や商品価格の上昇で潤う資源国への日本からの輸出が拡大する可能性がある。

物価

物価は、景気動向に影響されるものの、基本的には安定的に推移するであろう。原油などの商品市況の上昇は国内企業物価を押し上げる要因だが、省エネルギー、省資源技術の発達により、原燃料価格の上昇が国内物価全般に与える影響が従来よりも抑えられている。また、昔に比べて円の価値が上がっていることもドル建ての原材料価格の変動が国内物価全般に与える影響を小さくしている。さらに、原材料価格が落ち着いてくれば、国内企業物価も下落に転じてくる。

消費者物価は国内企業物価の上昇にもかかわらず、小幅な低下が続いている。需給は全体としてはまだ緩和状態にあり、安価な輸入品との競合もあるため、川上の原材料価格が上がっても消費段階までの価格転嫁は難しい。また、賃金の上昇が抑えられていることも、

サービス価格を中心に物価の安定に寄与する。緩やかながらも需要の拡大が続けば、消費者物価もいずれ前年比プラスに転じてくるであろうが、激しいインフレが起こることは考えにくい。物価上昇率は小幅なものにとどまるであろう。

金融・財政政策

金融の量的緩和政策は、消費者物価指数が前年比プラスに転じてくる 2006 年度には解除されると予想する。その後は、景気の回復と物価上昇につれて、政策金利（無担保コールレート翌日物）が小幅引き上げられる可能性がある。もっとも、予測期間を通して経済成長は緩やかであり、物価の安定が続くため、政策金利は低い水準にとどまるであろう。この結果、長期金利の上昇は限定的であり、低い水準での推移が続くと見込まれる。

財政赤字は容易に縮小しない。まず歳出面では、公共投資の抑制が続くものの、高齢化も影響して社会保障関連の支出が増加を続ける。一方、歳入面では、名目経済成長率がこれまでより高まり、税収の増加が見込まれるものの、大幅な拡大は期待できない。このままでは、財政赤字の更なる悪化は避けられず、年金など既存の社会保障制度の維持が難しくなる。このため、社会保障制度の改革や税収の拡大を意図した税制度の見直しが検討されるであろう。なお、この中期見通しでは、消費税率は 2008 年度から現行の 5 % から 7 % に引き上げられると想定している。

3. 需要項目別に見た予測内容

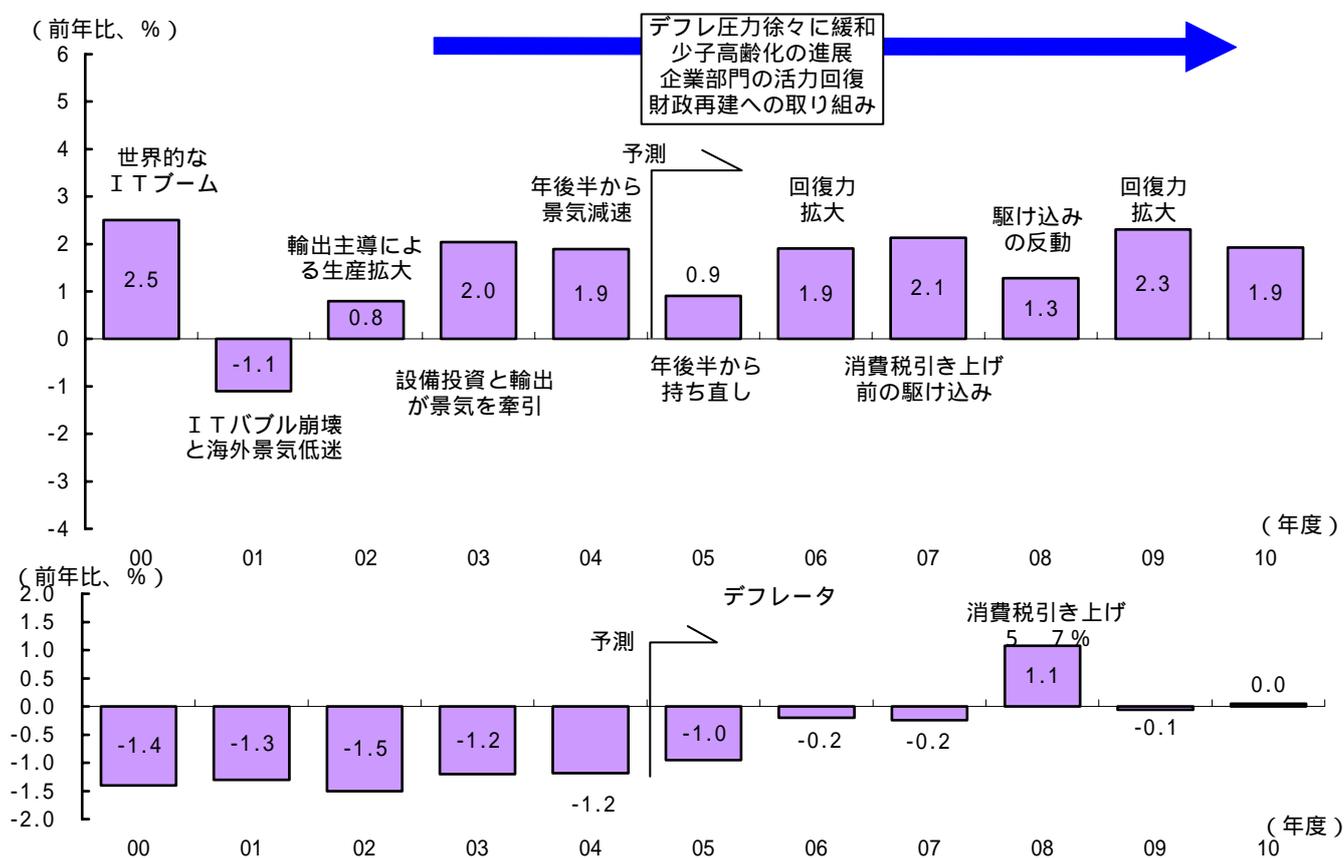
2010年度までの日本経済は、一時的な減速はあるものの、雇用不安が薄れてきた個人部門と体質改善の進んだ企業部門を中心とした回復が続くと予測している。

年毎の成長率のイメージを概観すると(図表10)、2005年度後半からの景気加速は2006年度に入ってから続き、2006年度の実質GDP成長率は1.9%まで高まって来る。同時に消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)が安定的にゼロを上回りデフレが解消するため、2006年度中にも量的緩和は解除される可能性が出てくる。景気の回復力が高まることを背景に消費税率引き上げの議論が本格化することとなり、2007年に所得税特別減税が廃止された後、2008年4月には消費税が5%から7%に引き上げられると想定する。

2007年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生するため成長率が押し上げられ、実質GDP成長率は2.1%まで上昇する見込みである。2008年度には、駆け込み需要の反動から1.3%まで成長率は鈍化する。しかし、97年4月の消費税率引き上げ時と違って景気の足腰が強まっているため大幅な調整には至らず、2009~2010年度も景気拡大が持続する。

GDPデフレ率の前年比マイナス幅は2006年度にほぼゼロまで縮小する。その後、消費税率引き上げの影響で2008年度には一時的に上昇率が高まるが、それを除けばほぼ前年比横ばいでの推移が続く。

図表10. 中期見通しのイメージ

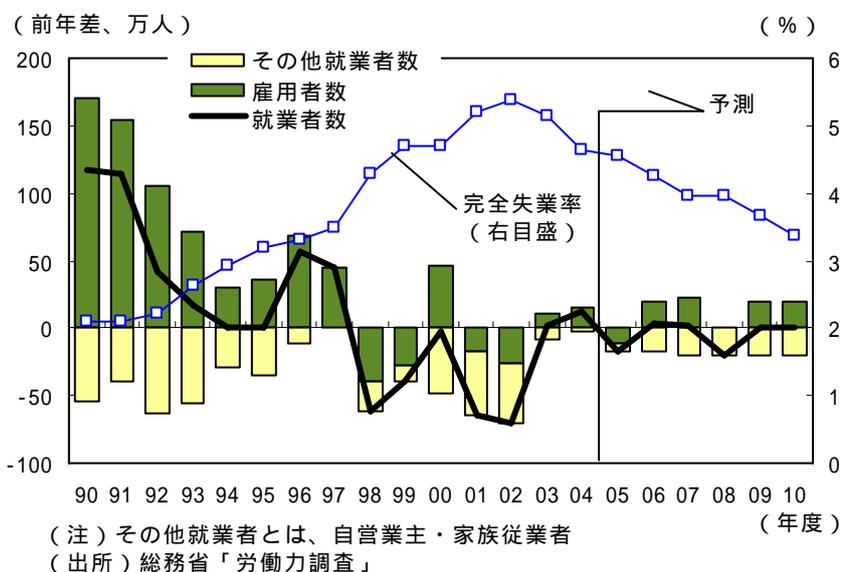


(1) 家計部門の動向

雇用

景気の回復や、団塊世代の大量退職にともなう将来の労働力不足への懸念などを背景に企業が採用を増加させており、2004年度の雇用者数は前年比で増加に転じ、完全失業率は4%台半ばに低下している(図表11)。2005年度は景気の減速を受けて雇用者数が前年比で減少に転じる見込みである。ただし、企業のリストラ圧力は一時に較べれば緩和されている。雇用調整は非正規雇用者が中心であるため、再就職先を探さないで非労働力化する人も多く、完全失業率は4%台半ばで推移する見込みである。2006年度以降は、景気の回復力が増してきて雇用者が増加し、完全失業者も減少してくる。このため、完全失業率は2010年度には3%台前半まで低下してくることが予想される。

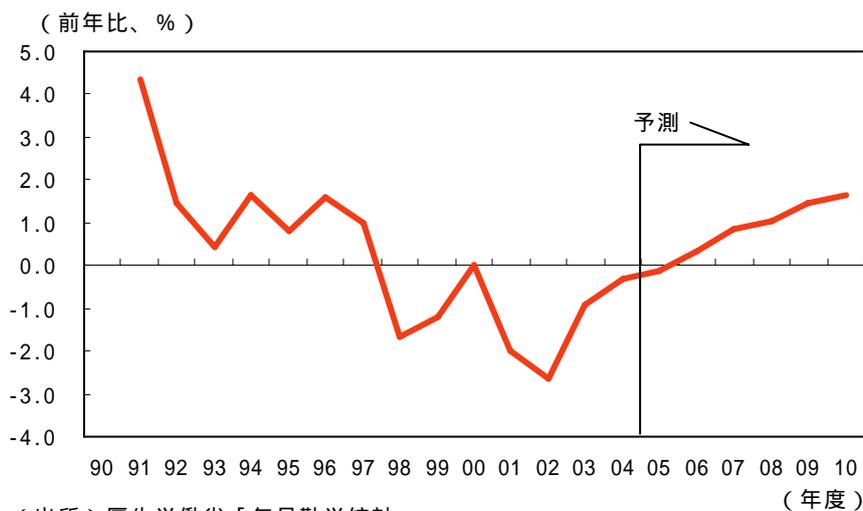
図表11. 就業者数と完全失業率



所得

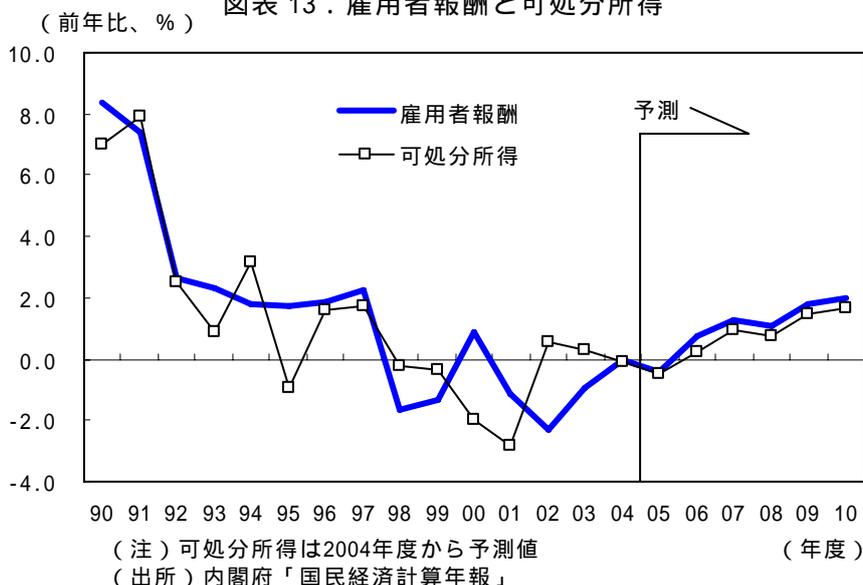
1人当たり賃金(現金給与総額)は、所定内給与が低迷しているものの、所定外給与やボーナスの増加を受けて下げ止まってきている(図表12)。また、もともと賃金水準の低い非正規雇用の拡大が一服してきており、構造的な賃金下押し圧力も弱まっている。2005年度は景気減速の影響を受けて所定外給与や冬のボーナスが伸び悩むため、1人当たり賃金も伸び悩む。しかし2006年度以降は、1人当たり賃金が上昇に転じ、その伸び率も徐々に高まっていく見込みである。背景には、デフレが終息して企業の売上高が増加してくるため、企業の人件費抑制姿勢が緩和されることや、業績との連動性が強まっているボーナスが増加することがある。

図表 12 . 1人当たり賃金（現金給与総額）



家計の可処分所得は、雇用者報酬が雇用・所得環境の改善を受けて下げ止まってきているため前年水準並みで推移している（図表 13）。しかし、2005 年度は景気減速の影響を受けて雇用者報酬が減少することに加え、社会保障の保険料引き上げ、所得税の定率減税縮小（2006 年 1 月）、低金利による財産所得の減少などにより小幅ながら減少する見込みである。2006 年度は、社会保障の保険料引き上げが続くほか、住民税の定率減税縮小（2006 年 6 月）が下押し要因となるものの、景気の回復を背景に雇用者報酬が増加基調に転じてくるため、可処分所得も増加する見込みである。2007 年度以降も、社会保障料の負担が増し続けることや、所得税特別減税の撤廃（2007 年 1 月）が可処分所得を減少させる要因となるが、景気の拡大による所得増加が続くほか、金利や資産価格の上昇によって財産所得が増加してくる見込みであり、可処分所得は小幅ながら増加基調で推移する見込みである。

図表 13 . 雇用者報酬と可処分所得

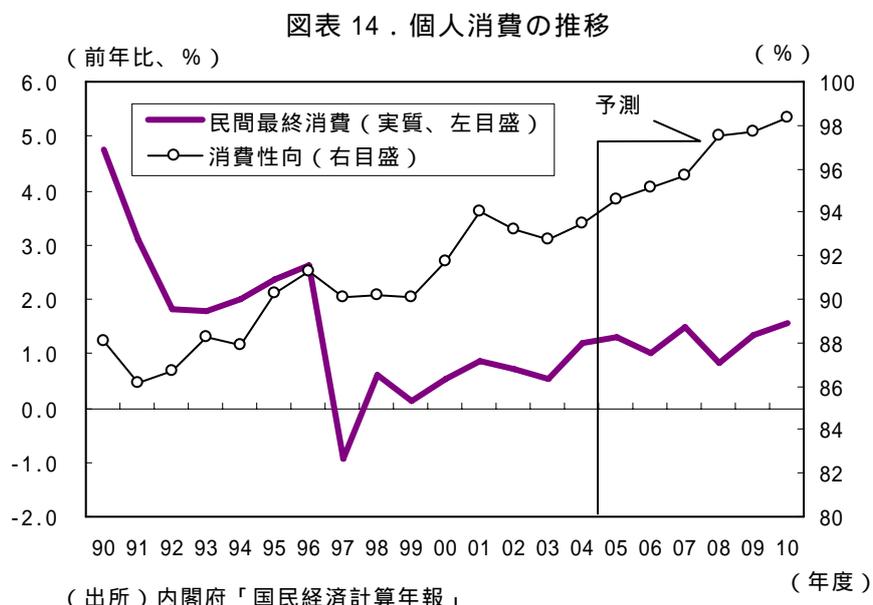


個人消費

実質消費支出は、2008年度の消費税率引き上げ前後にやや変動するものの、予測期間を通じて基本的には景気の拡大につれて、底固く推移する見込みである（図表14）。

2005年度は物価下落傾向が続くため実質所得はさほど落ち込まず、消費は底堅さを維持する。2007年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が予想され、消費の増加幅が拡大するが、2008年度には駆け込みの反動によって消費が抑制される。ただし、所得が小幅ながら増加を続けるため、大幅な落ち込みには至らない。2009年度以降も所得の増加を背景に、堅調な増加が続く見込みである。

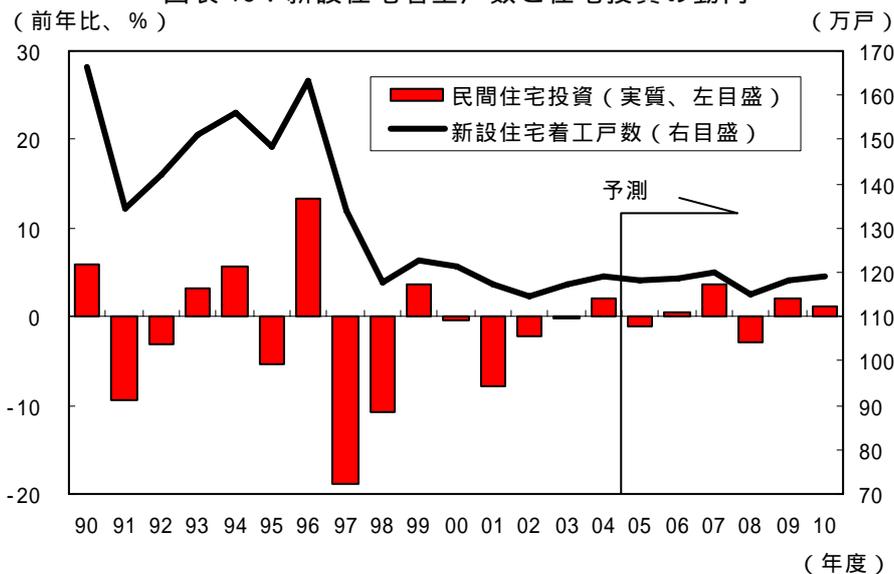
足元の消費性向は厳しい所得環境を背景に高水準で推移している。今後は、貯蓄を取り崩す高齢者世帯の増加といった構造的な押し上げ要因に加えて、景気の回復を背景とした消費者マインドの改善を受けて、消費性向の上昇が続く見込みである。



住宅投資

消費税率引き上げ前の駆け込み需要で1996年度に163万戸まで拡大した新設住宅着工戸数は、その後の所得環境の厳しさを反映して120万戸割れ(1998~2004年度平均:118.6万戸)まで減少している(図表15)。2004年度の新設住宅着工戸数(119.3万戸)を押し上げた都心部を中心としたマンション・ブームや貸家の拡大は今後一服してくることが予想される。このため、景気の回復にともなう雇用・所得環境の改善は住宅需要を押し上げる可能性があるものの、住宅ストックの充実で空家率が10%を越える状況では需要の大幅な拡大は期待しづらい。消費税率引き上げ前の駆け込み着工もさほど大きくはなく、2005~2010年度平均で118.1万戸と安定的に推移する見込みである。

図表 15．新設住宅着工戸数と住宅投資の動向



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」、国土交通省「建築着工統計」

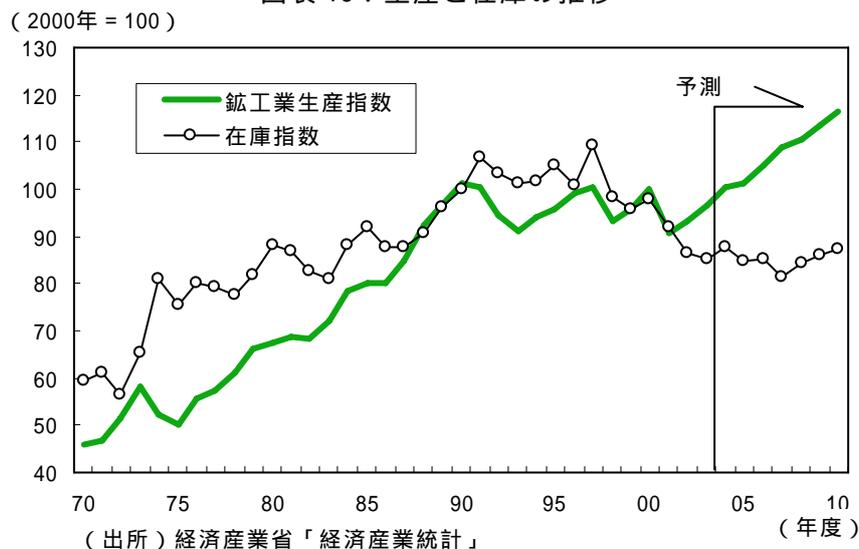
(2) 企業部門の動向

生産活動

輸出が鈍化してきたことやデジタル関連財の在庫調整によって2004年度に入ってから、生産はおおむね横ばい圏内の動きが続いている(図表16)。2005年後半には輸出、デジタル関連財とも持ち直してこようが、これまで底固く推移していた設備投資関連財が落ち込むため、2005年中は横ばい圏での動きが続くと見込まれる。もっとも、全体の在庫水準が低水準であるため生産が大きく落ち込んでいくことはなく、設備投資が回復してくる2006年からは本格的な増加基調に転じよう。

2006年度中は堅調な増加が続き、2007年度後半には消費税引き上げ前の駆け込み需要が加わって増加幅が拡大する。2008年度前半には駆け込み需要の反動が出て在庫が積み上がるため、生産にいったん調整の動きが出てくる。しかし、外需が堅調を維持することに加えて、在庫の積み上がりが小さいことや国内需要が底固さを維持することから調整は短期間にとどまろう。2009~2010年度にかけては再び堅調な増加が見込まれる。

図表 16 . 生産と在庫の推移

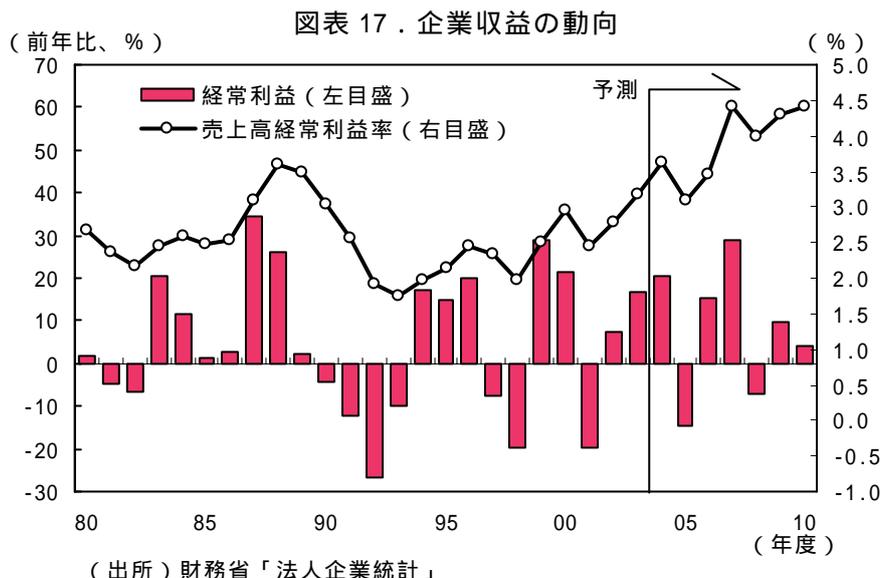


企業収益

企業の利益は、輸出やデジタル関連財の需要の伸び悩みや原油価格など国際商品市況上昇によるコスト高によって、2004年度半ば以降は勢いにかげりが出ている（図表 17）。素材産業を中心に原材料価格を販売価格に転嫁できている業種では増益基調を維持しているが、最終消費者に価格転嫁できていない業種では収益環境は厳しさを増している。原材料価格上昇の影響が強まってくる2005年度半ばまでは企業収益は低迷が続こう。

もっとも、デジタル関連財の需要や輸出が持ち直す一方、原油価格がピークアウトしてくるため、収益の落ち込みは比較的軽微にとどまる見込みである。企業利益は2005年度後半には悪化に歯止めがかかり、2006年度にかけて再び増益基調に戻ると考えられる。2007年度には、消費税率引き上げ前の駆け込みによる需要増加によって利益はさらに押し上げられよう。2008年度は、駆け込み需要の反動が出るため減益に転じる見込みであるが、最近の売上高経常利益率の上昇にみられるように、企業は売上高が伸び悩む中でも利益を実現できる体質となっている。このため利益の落ち込みは小幅にとどまり、2009年度以降は再び増加に転じてくる。

企業は、今後もコスト削減姿勢を緩めることはなく、収益力は大きくは落ち込まないと思われる。このため、予測期間を通じて、企業利益の変動幅は過去の局面と較べると小幅にとどまろう。



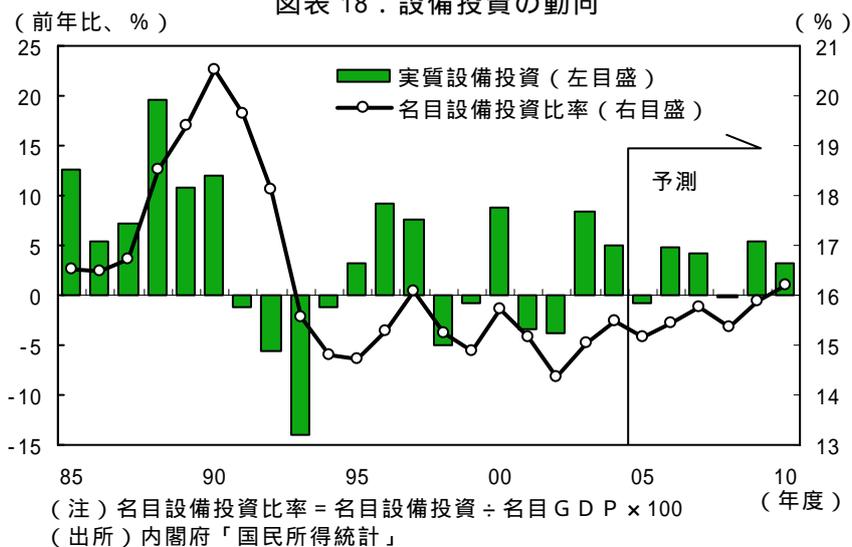
設備投資

企業の設備投資は2004年半ば以降勢いが鈍化している(図表18)。今後は企業収益が落ち込むため、一時的に減少に転じると見込まれる。ただし、生産が持ち直し企業業績の落ち込みも比較的軽微にとどまることから、設備投資の落ち込みは長くは続かず、調整は2005年中で終了し、2006年からは再び増加に転じよう。

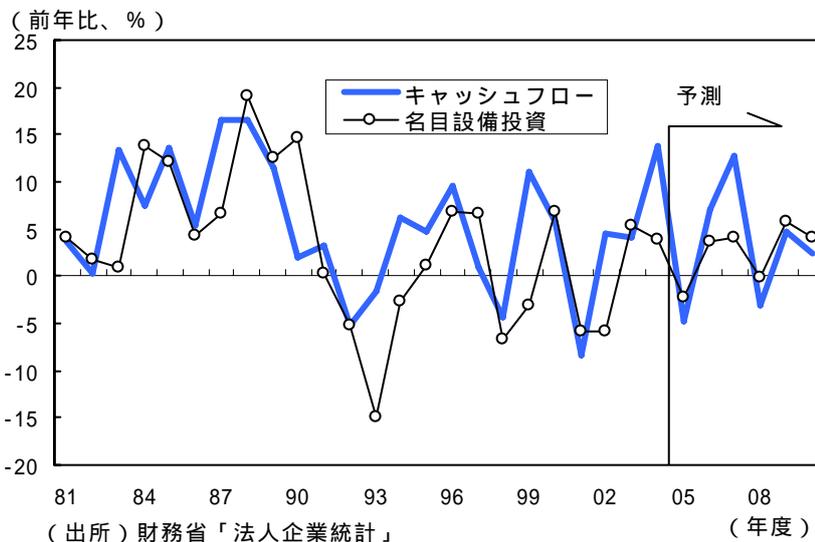
2006年度は好調な企業業績を背景に底固く推移し、2007年度には消費税率引き上げ前の駆け込み投資が出てくることによって順調な増加が続こう。2008年度は、駆け込みの反動によって年度前半は抑制気味となろうが、需要の強さを背景に持ち直しの動きが広がり、2009年度以降は再び増加基調に戻る見込みである。

企業のバランスシート調整に目処がついてきているうえ、過剰設備も少ないため、企業が設備投資を行いやすい環境にある。しかし、企業は手元の余裕資金の範囲を大きく超えて設備投資を行ない、その結果、過剰設備を抱えてしまうことには慎重である(図表19)。このため、設備投資比率は下げ止まりから上昇に転じてくるものの、緩やかな上昇にとどまる見込みである。また、能力増強のための投資の割合が減り、情報化投資や研究・開発投資の割合が増えていくため、設備投資の変動幅は小幅になっていくことが予想される。

図表 18 . 設備投資の動向

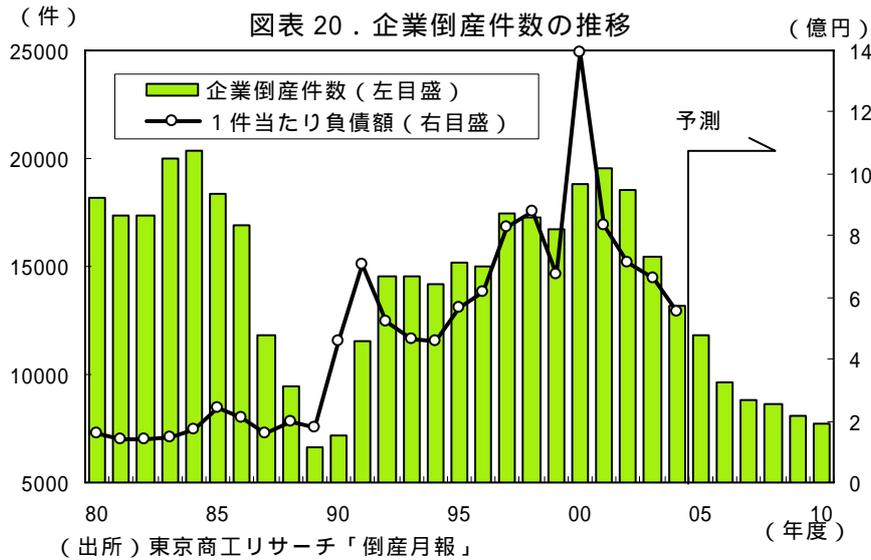


図表 19 . キャッシュフローと設備投資



企業倒産件数

企業倒産件数は、2000年度以降、減少傾向が続いているが、今後も予測期間を通じておおむね減少傾向が続くと考えられる(図表 20)。短期的な循環の波はあるものの今後の景気が比較的順調に拡大すると見込まれること、企業の財務体質や収益力が強化されてきていること、などが理由として挙げられる。1件当たりの負債額も減少傾向にあるが、企業のバランスシート調整に目途がついてきたことから判断すると、今後も減少が続くものと思われる。



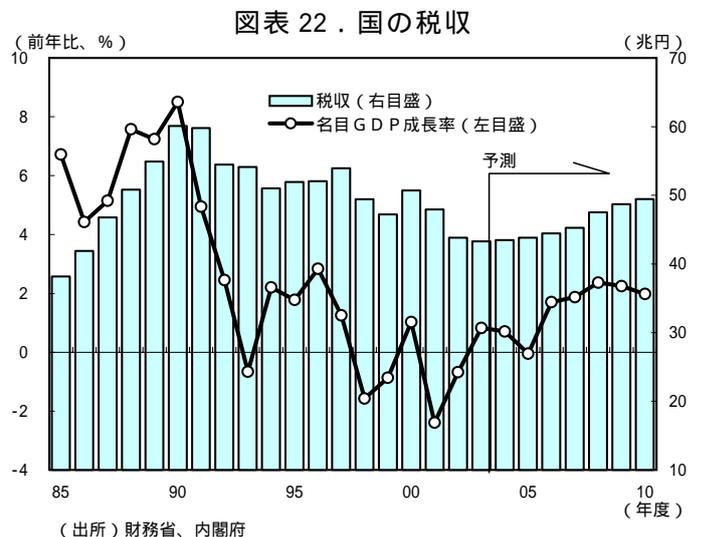
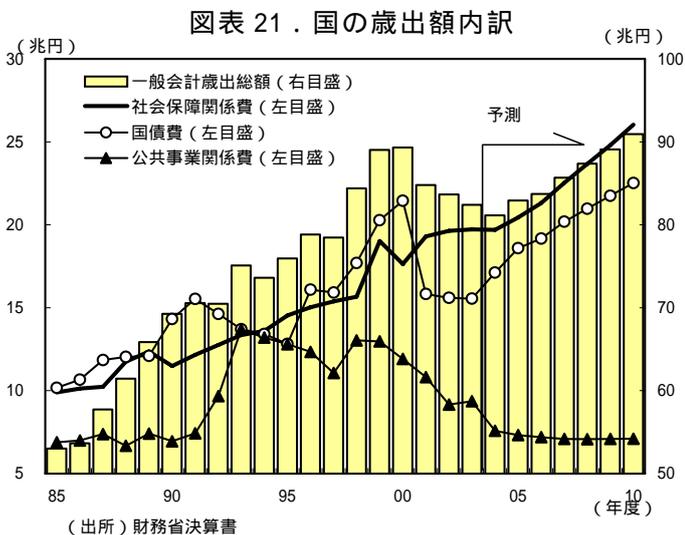
(3) 政府部門の動向

財政状況

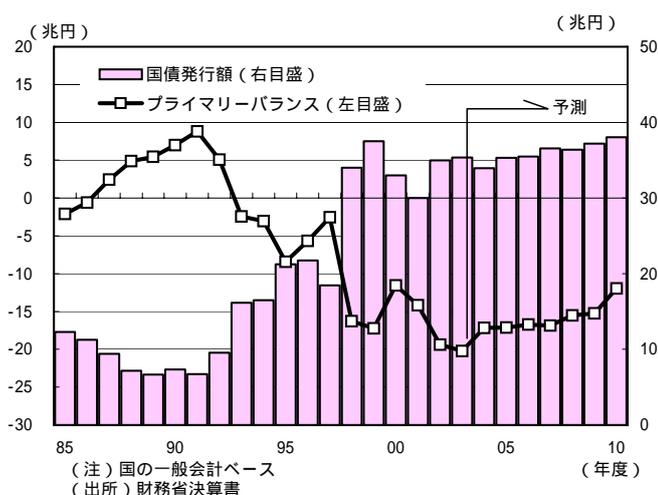
国の歳出は、公共事業関係費の抑制が続くものの、人口の高齢化を背景とした社会保障関係費の増加や、国債残高の積み上がりに伴う国債費の膨張が見込まれることなどから、2010年度にかけて増勢が続き、2010年度には90兆円台に達するとみられる(図表21)。

国の歳入については、景気の回復や消費税率の引き上げ(2008年度に現行5%から7%に引き上げを想定)により税収は増加するものの、名目GDPの高い成長率が期待できないため、税収の増勢テンポは緩やかとなろう(図表22)。

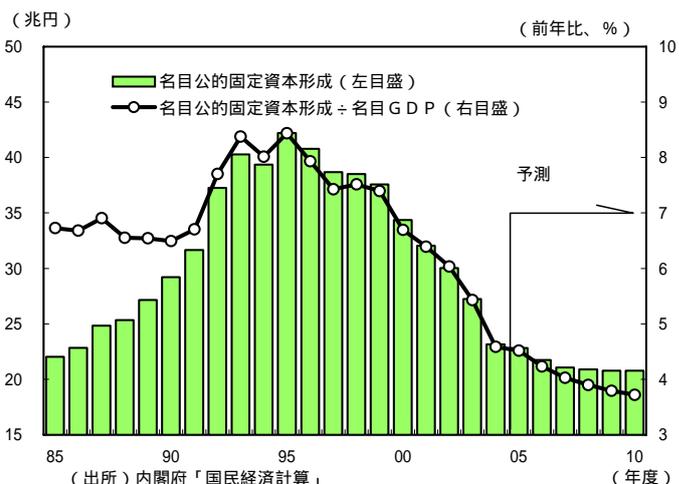
今後も基調として歳出の伸びが税収の伸びを上回ると見込まれることから、国債発行額は増加傾向が続き、2010年度には30兆円台後半まで増加しよう。また、国のプライマリバランス(基礎的財政収支)は、税収の大幅な増加が見込めない中で、改善テンポは緩やかとなろう(図表23)。



図表 23 . 国債発行額とプライマリーバランス



図表 24 . 名目公的固定資本形成



公共投資、政府支出

公共投資は 2004 年度に前年比 - 15.5%と大幅に減少した。国の公共投資は、当初予算を下回る水準で推移しており、地方の公共投資も減少に歯止めがかかっていない。2005 年度は、国の公共事業関係費が当初予算案で前年比 - 3.6%となっているが、前年度からの繰越額が大きいことなどから、減少幅は縮小する(図表 24)。

2006 年度以降も、国、地方とも緊縮的な予算の下で公共投資の減少傾向が続く。しかし、維持更新投資など恒常的に発生する投資もあり、削減ペースは徐々に小幅になり、当初予算ベースでみた公共投資は 2010 年度には下げ止まるとみられる。

一方、政府支出は 2004 年度も前年比 + 2.7%と堅調に増加している。2005 年度以降も高齢化の進展を背景に、高齢者の医療費や介護給付費など現物社会給付の増加が続くと見込まれる。予測期間中は堅調な伸びが続き、景気を下支えする要因となり続けよう。

(4) 対外部門の動向

輸出・輸入・外需寄与度

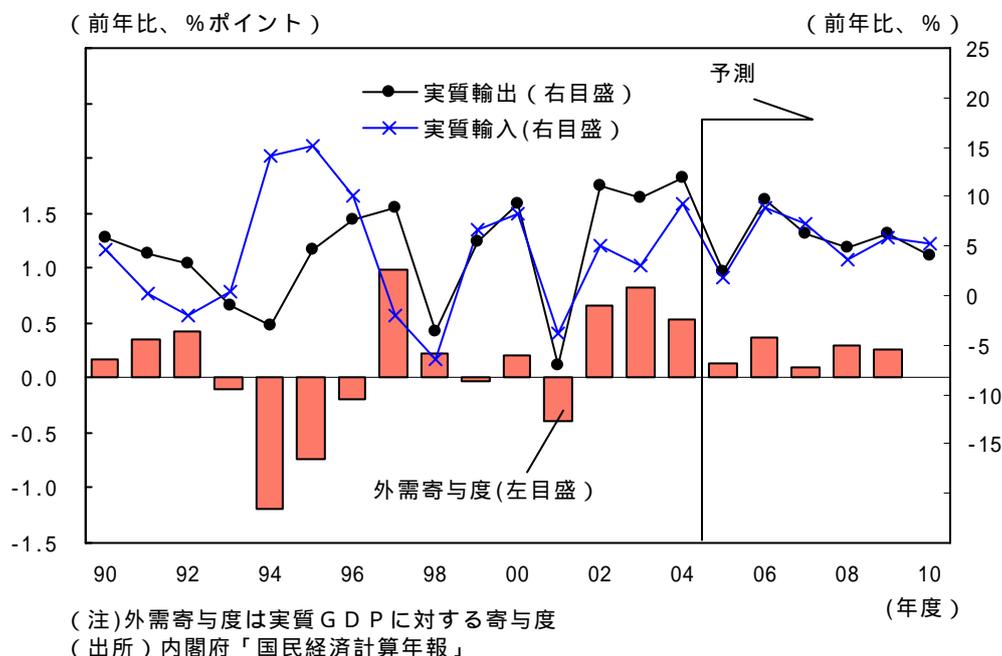
輸出は、2004 年度前半には海外景気の拡大を背景に好調に推移したが、後半はアジア諸国におけるデジタル関連部門の生産調整や世界景気の減速によって伸び悩んだ。2005 年度前半も輸出の低迷が続くが、後半になるとデジタル関連の調整一巡や海外景気の再加速により増加に転じてくるであろう(図表 25)。2006 年度から 2007 年度は、海外景気の拡大が続き、北京五輪に向けた特需も期待できるため、輸出は堅調に推移すると見込まれる。2008 年度は世界景気の減速を想定しており輸出は一時的に鈍化する。しかし、中国のインフラ投資が継続されることもあり、2010 年度にかけて輸出はアジア向けを中心に底堅く推移しよう。

輸入は、2004 年度前半には生産活動に必要な部品・原材料やアジアの生産拠点からの製品輸入を中心に大幅に増加したが、後半になると、国内の生産活動の減速を反映して部品

や原材料を中心に鈍化してきている。2005年度前半も輸入の低迷は続くが、後半になると国内景気の回復に合わせて増加してくるであろう(図表25)。2007年度は消費税引き上げ前の駆け込み需要も発生し輸入が押し上げられるが、2008年度はその反動が現れるため伸びは鈍化する。しかし、2009年度以降は国内景気の拡大を受けて再び増加するであろう。

外需寄与度は、2004年度に+0.5%ポイントと成長率を大幅に押し上げたが、2005年度は輸出の鈍化によりプラス幅は縮小する。その後も、輸出や輸入の増減により外需寄与度は変動するが、日本に比べ中国をはじめアジアの近隣諸国の成長ペースが速いことが外需の押し上げ要因となる。ただし、日本企業の生産拠点が海外シフトするため、小幅プラス圏での推移となろう。

図表25. 輸出入と外需寄与度



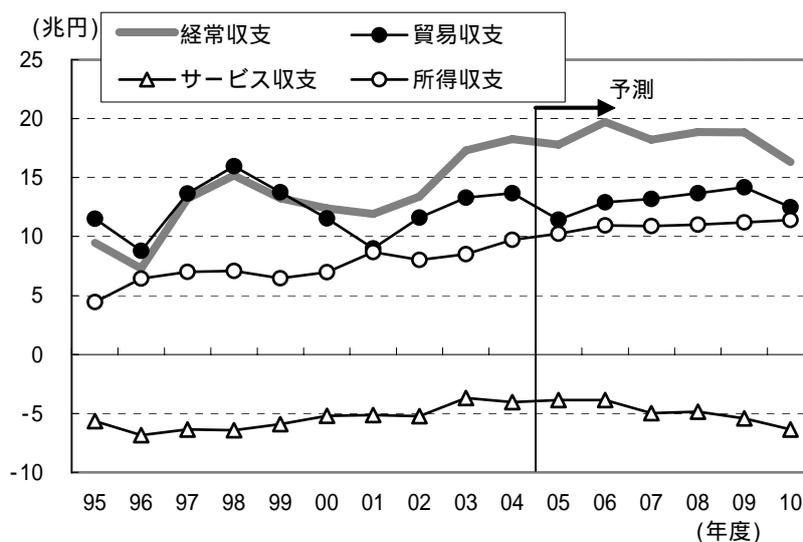
国際収支

日本の経常黒字は、予測期間中は高水準横ばい傾向で推移するであろう(図表26)。貿易収支黒字の水準は頭打ち傾向で推移し、サービス収支の赤字は続くものの、所得収支の黒字が増加傾向を続けるためである。

モノの貿易については、輸出・輸入ともに対アジア取引に牽引され増加を続けるであろう。輸出・輸入ともに伸びるため貿易収支黒字の水準は足元と同程度が続く。

サービス収支は、訪日外国人旅行者の増加や特許料収入の増加により受取が増えるものの、日本人の海外旅行や輸送費などビジネス関係の支払いが増加するため、赤字はやや拡大すると見込む。所得収支は、海外資産の増加を背景に利子・配当など受取が増加するため黒字幅が拡大する。海外資産の増加は、毎年の経常収支黒字の結果として積み上がってくるが、その内容は対先進国への証券投資が引き続き中心であろう。

図表 26 . 経常収支の内訳の推移



(出所)日本銀行「国際収支統計月報」

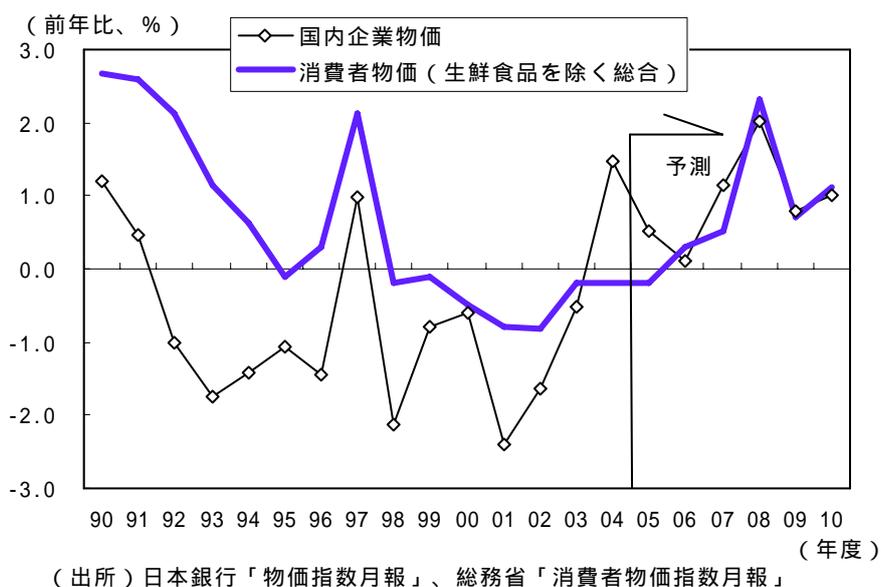
(5) 物価

足元の国内企業物価は、国際商品市況の上昇や企業再編などによる供給力の調整にともなう需給引き締めなどを受けて上昇している。一方、足元の消費者物価は、国内企業物価の上昇や、賃金の下げ止まりなどを受けて下落幅が縮小してきているものの、なおマイナス圏内で推移しており、緩やかなデフレ状況が続いている(図表 26)。

国際商品市況は、世界景気の減速を受けて最近では調整局面にあるが、中国をはじめとする新興諸国の高い経済成長を背景に、今後も高水準で推移する可能性が高い。また、川上部門の素材業種は国内需要が頭打ちとなる中で、企業再編にともなう設備集約と中国・アジア向け輸出の拡大をテコに価格転嫁力を取り戻している。このため、国内企業物価は景気減速の影響と国際商品市況の調整圧力が残る 2006 年度にかけて上昇率が鈍化するものの、2007 年度以降は総じて上昇傾向が続く見込みである。なお、2008 年度に消費税率の引き上げ(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。

消費者物価は、原材料高や人件費コスト増を価格に転嫁しようとする動きが出てくるが、個人消費の回復力は弱く、値上げは浸透しづらい。さらに、規制緩和による公共料金引き下げの影響も加わり、2005 年度はデフレ圧力が残る。しかし、2006 年度以降は、雇用・所得環境の改善が続き、個人消費の回復力が増してくることから、消費者物価は上昇に転じる見込みである。なお、2008 年度に消費税率の引き上げにより、物価上昇率は一時的に高まる見込みである。

図表 26 . 物価の推移



(6) 金融政策と金融市場

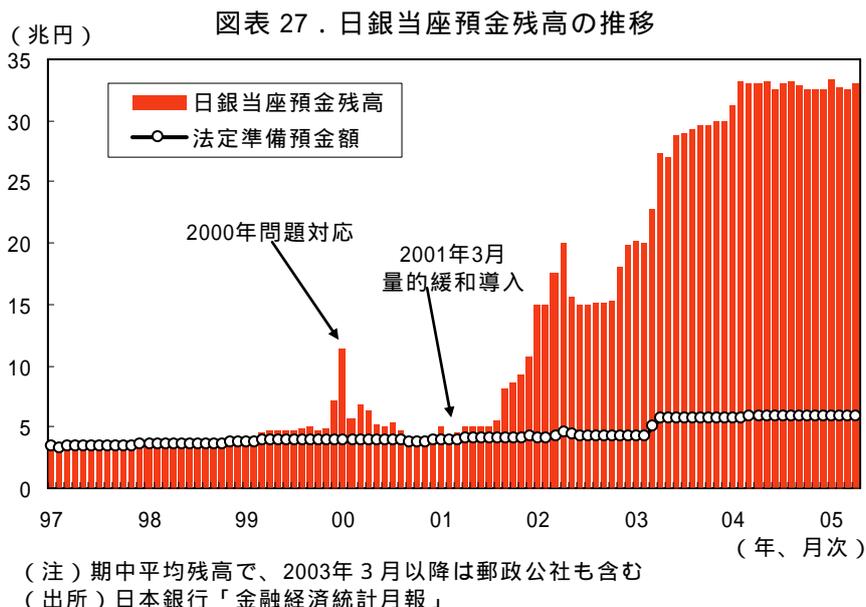
金融政策と短期金利

2001年3月に量的緩和政策が採用されてから2004年1月までの約3年の間、日銀は当座預金残高の目標水準を5兆円程度から30～35兆円程度に引き上げ、長期国債の買い切り額を毎月4,000億円から1.2兆円に拡大させた(図表27)。しかし、銀行貸出の減少が続く、マネーサプライが伸び悩むなど、当初期待されたデフレからの脱却という緩和効果は表れていない。ただし、この間、一部金融機関の破綻や国有化にもかかわらず金融市場に大きな混乱がなかったことは、日銀による大量の流動性供給によるところも大きかったと思われる。

その後、景気の拡大や物価の落ち込み幅の縮小を背景に、当座預金残高の目標水準は据え置かれている。ただし、資金需要が高まってこない中で資金を供給し続けることには限界があり、オペの札割れが目立つなど目標額の下限を維持することが技術的に難しくなった。このため、2005年5月に一時的な下限割れを容認することが決められた。

日銀は量的緩和の解除条件として、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が基調としてゼロ%以上であると判断できる、消費者物価指数(同)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、これら条件が満たされても、経済・物価情勢によっては量的緩和を継続することもある、との条件を示している。これらの条件が揃ってくるのは、消費者物価指数(同)の前年比上昇率が基調としてゼロ%を超え、金融危機再来のリスクが後退し、景気の足腰の強さが確認される2006年度と予想する。

量的緩和が解除されれば、再び金利水準をターゲットとする金融政策に戻る。当初は無担保コール翌日物金利などの短期金利を0.1%程度で安定させ、2007年度以降は緩やかな引き締め政策をとっていくことになる。



具体的には、2007年度に無担保コール翌日物金利が0.5%に引き上げられ、2008年度の消費税率引き上げによる影響を見極めながら、再び景気の拡大基調が鮮明となってくる2009年度に入って1.0%まで引き上げられる。2010年度末には1.5%に達しよう(図表28)。公定歩合については2010年度末に1.5%と予想する。

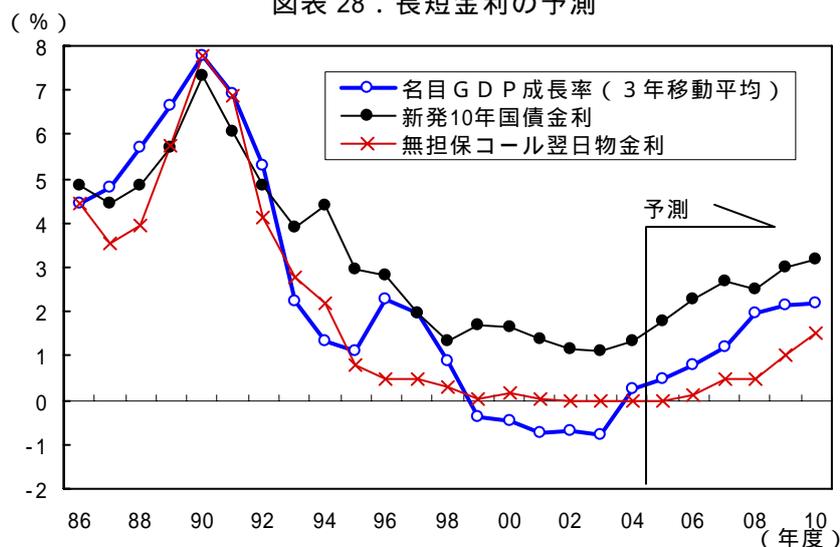
長期金利

株価が低迷していることや、景気の先行き懸念が残っていることから長期金利(新発10年国債利回り)は低水準で推移している。2005年度前半は1%台前半の現状レンジ内での推移が続くが、年度後半になって景気回復が力強さを増してくると長期金利は上昇に転じよう。さらに2006年度には、消費者物価指数の前年比がプラスになり、景気も順調に拡大するため日銀の量的緩和政策が解除される可能性が高まる。このため、長期金利にはさらに上昇圧力がかかる。その後も、物価動向や短期金利の動向を睨みながら上昇を続け、2009年度には3%を超える水準にまで上昇しよう(図表28)。

短期金利の水準に変化があるのは2006年度に入ってからであるが、長期金利は景気の堅調な拡大、デフレの解消、日銀による金融政策の方針転換などの材料を織り込む形で、2005年度後半から上昇基調に転じる。短期金利の上昇が遅れることになるため、イールドカーブはいったんスティープ化し、短期金利の引き上げが本格化する2007年度以降はフラット化することになる。

なお、これらは財政再建努力が続いていることを前提としている。国債発行額が予想以上に膨らんだ場合には、金利上昇圧力はさらに増すことになる。

図表 28 . 長短金利の予測

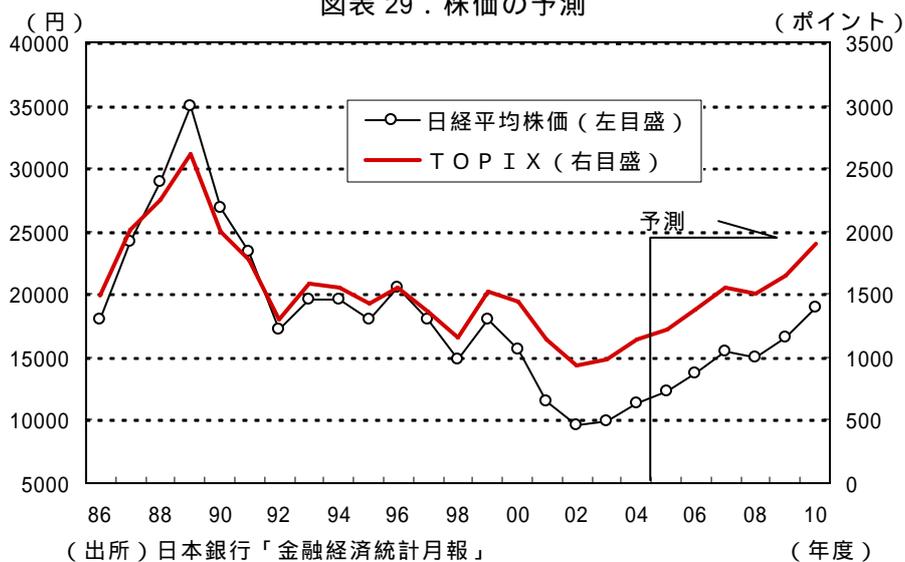


(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、内閣府「国民経済計算年報」

株式市場

株価は、企業業績の悪化を受けて 2005 年度前半はもみ合いで推移するが、2005 年度後半になって景気が持ち直してくると上昇基調に転じよう。その後もデフレの終了、景気の順調な拡大を材料に買い進まれ、2007 年度には日経平均株価で 1 万 4 千円台を回復すると予想する。企業の収益力が強化されていることを背景に、消費税率引き上げ直後の景気の一時的な停滞の時期を除けばその後も上昇を続け、2010 年度にかけては、日経平均株価で 2 万円を目指す展開となろう (図表 29)。

図表 29 . 株価の予測



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」

(年度)

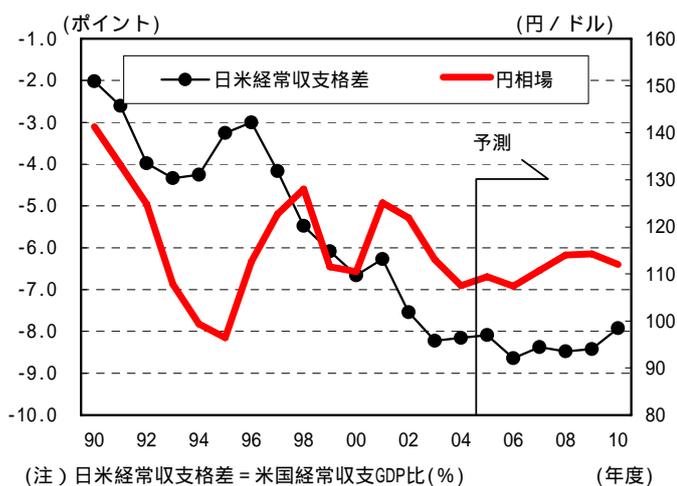
為替

為替市場では、2004 年後半からのドル安が一服し、2005 年春頃からはドルが反発しているが、大きな動きにはなっておらず、概ねレンジ内での動きにとどまっている。予測期間中も為替は大幅に変動せず、1ドル=110 円をはさんでの動きが続くと想定している。日本の景気が持ち直してきても米国の経済成長率よりも低い状態が続く一方で、幾分縮小するとはいえ日本の経常収支黒字幅は高水準を続けると見込まれるためである(図表 30)。

長期的に為替相場との関連が深い購買力平価と比較してみると、80 年代後半から 90 年代前半の時期には、日本の輸出品の米国市場における競争力によって為替が動くことと仮定する PPP (1) が円相場の動きに比較的あっていた(図表 31)。しかし、米国での現地生産化やアジアへの生産拠点の移転が進み、この PPP (1) は経済の実情に沿わなくなってきたと考えられる。

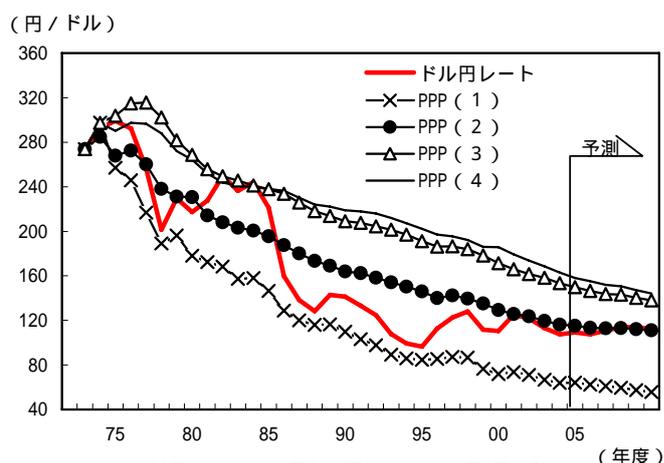
足元では、日本の国内企業物価とそれに対応する米国の生産者物価により作成した PPP (2) に比較的近い動きとなっている。PPP (2) は貿易取引を通じて両国のモノについて一物一価が成立することを想定している。今後は経済のサービス化が進み、サービスの国際取引が増える可能性もあるが、サービスの多くは国際取引に適さないのが実情である。このため中長期的なドル円相場の落ち着きどころは、サービス取引も含めて考えている PPP (3、日米の消費者物価に基づく) や PPP (4、日米の GDP デフレーターに基づく) よりも、PPP (2) に近い水準にあると考えられる。

図表 30 . 日米経常収支格差と円相場の推移



(注) 日米経常収支格差 = 米国経常収支GDP比(%)
 - 日本経常収支GDP比(%)、として作成
 (出所)米商務省「Survey of Current Business」、
 日本銀行「金融経済統計月報」

図表 31 . 購買力平価と円相場の推移

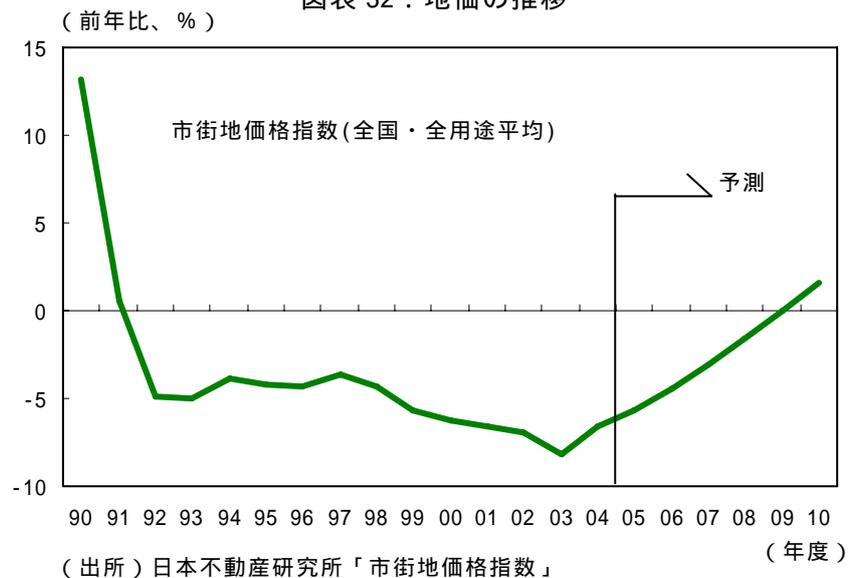


(注) PPP(1)は日本の輸出品と米国の生産者物価(最終財)、
 PPP(2)は日本の国内企業物価と米国の生産者物価(最終財)、
 PPP(3)は日米の消費者物価、
 PPP(4)は日米のGDPデフレーターに基づいて作成
 (出所)日本銀行「金融経済統計月報」、F R B、米商務省ほか

地価

地価は、地方では下落に歯止めがかかっていないものの、都心部の商業地や住宅地などの一部では上昇する地点が増加しており、全国平均でも2004年度は下落幅(前年比)が縮小した(図表32)。金融機関の不良債権処理や企業のリストラは峠を越え、今後は、景気の回復を背景に都心部の商業地や住宅地が前年比上昇に転じてくることが予想される。このため地価の下落幅は緩やかに縮小し、2010年頃には上昇に転じる見込みである。

図表32. 地価の推移



4. ISバランス（貯蓄投資バランス）の動向

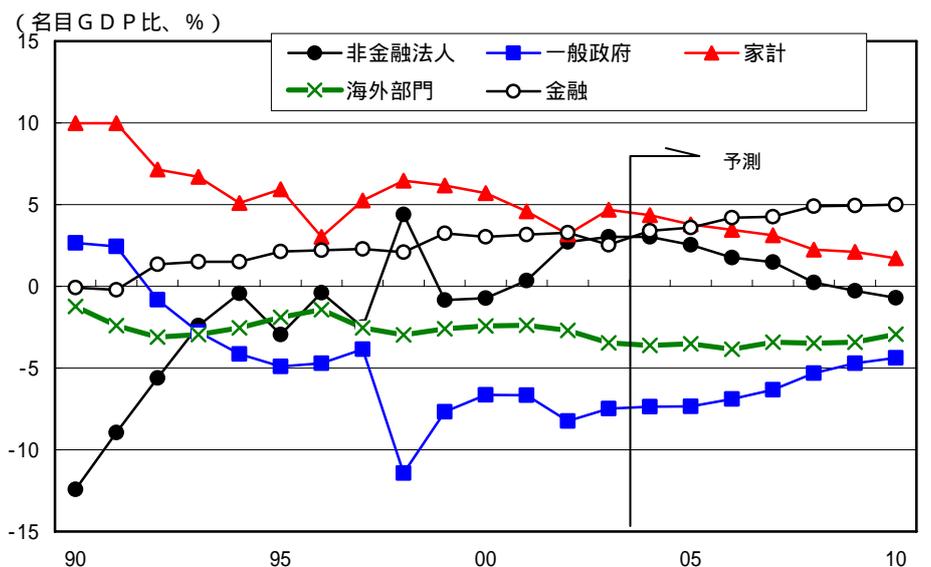
ISバランスとは、キャッシュフローと投資の差額であり、統計上の誤差を除けば経済全体でゼロになる。バブル崩壊以降、日本のISバランスは大きく変わってしまった。すなわち、恒常的な資金不足の状態にあった企業部門が貯蓄超過に転じ、大幅な財政赤字を抱える政府部門の投資超過額が拡大し、家計の貯蓄超過額の水準が低下している（図表33）。

企業が貯蓄超過になったのは、積極的に債務を削減し、新規の投資を抑制する、いわゆるバランスシート調整を進めたためである。企業の過剰問題はほぼ解消しており、今後は徐々に貯蓄超過額が減少し、投資超過の状態に戻っていくと考えられる。ただし、効率を重視して投資を選別する傾向が続くため、その速度は緩やかなものととどまろう。

家計部門では、消費性向の高い（＝貯蓄率の低い）高齢者世帯や単身者世帯の増加が続くこともあり、部門全体として今後も貯蓄率が低下していくことが予想される。政府部門は、財政再建路線の推進や景気拡大や消費税引き上げに伴う税収増加によって投資超過額の縮小が続くものの、依然として大幅なマイナスの状態が続こう。一方、海外部門の投資超過（＝日本の経常黒字）の幅は、ほぼ同水準で推移すると予測している。

ISバランスからみたりスク要因は、国内の民間部門で資金が逼迫してくる可能性がある一方で、政府部門の資金不足が続いていることであり、両者により金利上昇圧力が増幅されるリスクがある。その場合、政府部門では金利上昇によって国債費が増加し、財政赤字が拡大する。また、民間企業部門では金利上昇によって投資が抑制され、貯蓄超過の状態が続くことも考えられる。

図表33. ISバランスの動向



（注）98年度には、国鉄清算事業団等から一般会計への債務承継により一般会計から（年度）非金融法人企業へ約27兆円が資本移転されており、この一時的要因により一般会計の貯蓄投資差額はGDP比で5.3%悪化している（非金融法人は逆に貯蓄増加要因）
（出所）内閣府「国民経済計算年報」

図表 34 . 中期見通し予測総括表

		実績		予測					
		2003	04	05	06	07	08	09	10
	(年度)								
名目GDP成長率	前年比、%	0.8	0.7	0.0	1.7	1.9	2.4	2.2	2.0
内需寄与度		0.2	0.7	0.2	1.4	1.9	2.2	2.2	2.5
個人消費		-0.2	0.7	0.8	0.8	1.5	2.7	1.7	2.3
住宅投資		-0.4	2.6	-0.7	1.1	4.6	-1.4	2.5	2.1
設備投資	前年比、%	5.4	3.8	-2.2	3.7	4.0	-0.2	5.7	4.0
在庫投資(寄与度)		0.1	0.1	-0.2	0.2	0.0	0.3	-0.1	0.0
政府消費		2.2	2.8	2.1	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6
公共投資		-9.3	-14.9	-1.6	-4.7	-3.0	-0.9	-0.5	0.0
外需寄与度		0.6	0.0	-0.2	0.3	0.0	0.2	0.0	-0.5
輸出	前年比、%	6.5	11.0	2.9	8.5	6.2	3.7	4.6	2.4
輸入		1.4	13.4	5.5	7.2	7.2	2.6	5.0	6.2
民需(寄与度)	前年比、%	0.7	1.2	-0.1	1.2	1.6	1.8	1.8	2.0
公需(寄与度)		-0.5	-0.5	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
実質GDP成長率	前年比、%	2.0	1.9	0.9	1.9	2.1	1.3	2.3	1.9
内需寄与度		1.3	1.4	0.8	1.7	1.9	1.0	2.0	1.9
個人消費		0.5	1.2	1.3	1.0	1.5	0.8	1.3	1.5
住宅投資		-0.3	2.1	-1.1	0.5	3.6	-3.0	2.0	1.3
設備投資	前年比、%	8.3	5.1	-0.8	4.8	4.2	-0.2	5.5	3.3
在庫投資(寄与度)		0.1	0.2	-0.2	0.1	-0.1	0.3	-0.1	0.0
政府消費		1.2	2.7	2.4	2.4	2.6	2.6	2.7	2.8
公共投資		-9.0	-15.5	-1.2	-4.6	-2.9	-1.8	-0.4	0.0
外需寄与度		0.8	0.5	0.1	0.4	0.1	0.3	0.3	0.0
輸出	前年比、%	10.0	11.9	2.5	9.6	6.3	4.9	6.2	4.0
輸入		3.1	9.3	1.8	8.8	7.3	3.7	5.8	5.2
民需(寄与度)	前年比、%	1.6	1.7	0.4	1.5	1.5	0.6	1.6	1.4
公需(寄与度)		-0.3	-0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
GDPデフレーター	前年比、%	-1.2	-1.2	-0.9	-0.2	-0.2	1.1	-0.1	0.0
経常収支	兆円	17.3	18.3	17.8	19.7	17.9	18.6	18.8	16.3
貿易収支	兆円	13.3	13.7	11.4	12.9	13.2	13.7	14.2	12.5
経常黒字対GDP比率	%	3.4	3.6	3.5	3.8	3.4	3.5	3.4	2.9
鉱工業生産	前年比、%	3.6	4.1	0.7	3.7	3.7	1.5	2.7	2.7
消費者物価		-0.2	-0.1	-0.2	0.2	0.5	2.3	0.7	1.1
除く生鮮食品	前年比、%	-0.2	-0.2	-0.2	0.3	0.5	2.3	0.7	1.1
国内企業物価指数		-0.5	1.5	0.5	0.1	1.1	2.0	0.8	1.0
可処分所得	前年比、%	0.3	-0.1	-0.5	0.3	1.0	0.8	1.5	1.7
消費性向	%	92.7	93.5	94.6	95.2	95.7	97.6	97.7	98.3
完全失業率	%	5.1	4.6	4.5	4.2	4.0	4.0	3.7	3.4
新設住宅着工戸数	万戸	117.4	119.3	118.2	118.5	120.0	115.0	118.0	119.0
持家		37.3	36.7	36.0	36.2	37.0	35.0	36.0	37.0
貸家	万戸	45.9	46.7	46.4	46.2	47.0	45.0	46.0	46.0
分譲		33.4	34.9	35.0	35.3	35.0	34.0	35.0	35.0
給与		0.8	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
売上高(法人企業統計)	前年比、%	2.5	5.0	-0.1	3.6	1.4	2.5	2.0	1.8
経常利益(法人企業統計)	前年比、%	16.9	20.5	-14.6	15.4	28.9	-6.8	7.1	4.2
売上高経常利益率(法人企業統計)	%	3.2	3.6	3.1	3.5	4.4	4.0	4.2	4.3
倒産件数(東京商工リサーチベース)	前年比、%	-16.8	-14.7	-13.2	-20.0	-3.9	-2.3	-5.8	-4.9
地価(市街地価格指数・全国全用途)	前年比、%	-8.2	-6.6	-5.6	-4.5	-3.1	-1.6	0.0	1.6
公定歩合	期末値、%	0.10	0.10	0.10	0.10	0.50	0.50	1.00	1.50
短期金利(無担保コール翌日物)	期中平均、%	0.001	0.001	0.001	0.100	0.500	0.500	1.000	1.500
長期金利(新発10年国債)	期中平均、%	1.12	1.52	1.80	2.30	2.70	2.50	3.00	3.20
日経平均株価	期中平均、円	9,945	11,315	12,250	13,750	15,500	15,000	16,500	19,000
TOPIX	期中平均、ポイント	981	1,139	1,225	1,375	1,550	1,500	1,650	1,900
円相場	期中平均、円/ドル	113.0	107.5	109.4	107.4	110.8	114.0	114.3	112.0

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