

日本経済の中期見通し（2004年度～2008年度）

～企業部門の活力が問われる少子高齢化時代～

<要旨>

わが国経済は2002年初めをボトムにした景気回復局面にある。バブル崩壊後、雇用や債務の過剰問題、不良債権問題、資産デフレなど、さまざまな構造問題が、低成長の要因として挙げられてきたが、バブル崩壊後3回目となる今回の景気回復は、持続的な成長に復帰するきっかけになるとの期待も出ている。そこで、少子高齢化の進展、企業部門の活力の回復、グローバル化の進展という重要な環境変化を切り口にして、日本経済の中期展望を試みた。

少子高齢化の進展は、労働力の減少を通じて日本経済の潜在成長力を抑え、消費の伸びも抑制する。また、医療費や介護費など経常的な支出を増加させるため、財政赤字が拡大する。少子高齢化、人口減少時代を迎える中で、活力ある企業の存在は重要である。バブル崩壊でダメージを受けた日本企業はバランスシートを圧縮し、高収益分野へ生産資源を集中することにより、収益性を高めてきた。また低金利のもとで投資採算が改善してきており、設備投資が出てくる環境は整ってきた。

経済のグローバル化が進み、中国をはじめとするアジアの供給力が質・量ともに拡大することが見込まれるため、日本企業は厳しい競争に晒される。対アジアを中心に日本の貿易黒字は縮小すると予想されるが、輸出と輸入を合わせた海外との取引の増加は日本経済にプラスに働くであろう。

日本の潜在成長率は90年代後半には1.0%程度まで低下していたとみられるが、2005～2008年度には1.6%程度まで上がってくると予測している。少子高齢化の影響により労働の寄与はマイナスが続くが、設備投資の回復から資本の寄与はプラス幅の縮小がとまり、企業部門の経営努力やIT革命の成果により全要素生産性が向上するであろう。

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、年間では0.4%の低成長を見込んでいる。しかし、2006年度は2.3%の成長を見込む。これは、景気の回復力が増す上に、2007年4月に想定している消費税の引き上げによる駆け込み需要も寄与するからだ。2007年度はその反動から成長率は1.2%に鈍化するが、大幅な調整には至らず、2008年度も景気の回復が持続し1.9%の成長が予想される。

5年後の日本経済のイメージを考えてみると、まず、社会全体が成熟型社会へ移行する。このため、経済全体に占める投資のウェイトは低下し、消費のウェイトが増してくる。投資主導の高い経済成長率を実現することは難しくなってくるが、これまでに蓄えたストックがあるため所得のより多くを消費に回すことができる。

財政は経常的な支出が増加する一方で、税収が伸び悩むため、慢性的な赤字構造が続く。持続可能な社会保障制度という観点からの歳出の見直しや少子高齢化時代に見合った税体系の検討が必要になってこよう。

企業物価や消費者物価でみたデフレは2006年に終息し、同年度中に量的緩和政策も解除される。金利や株価も上昇に転じてくるが、地価はマイナス幅が縮小するもの下落傾向が続くであろう。



【目次】

<u>1．景気の現状と中期的な位置づけ</u>	・・・P．1
<u>2．中期的な経済環境と潜在成長力</u>	
（1）少子高齢化の進展	・・・P．1
企業に及ぼす影響	
家計に及ぼす影響	
政府財政に及ぼす影響	
（2）企業部門の活力の回復	・・・P．6
過剰債務の減少	
過剰ストックの調整進展	
投資採算の改善	
企業の収益性が向上	
設備投資のウェイトは低下	
（3）グローバル化の進展	・・・P．10
F T A、E P Aの動き	
輸出比率・輸入比率の上昇	
アジアのウェイト拡大	
経常黒字の縮小	
（4）潜在成長率	・・・P．13
<u>3．中期見通しと5年後の日本経済</u>	
（1）中期見通しのイメージ	・・・P．14
（2）貯蓄・投資（I S）バランスからみた日本	・・・P．15
企業部門	
家計部門	
政府部門と海外部門	
I Sバランスからみたリスク要因	
（3）5年後の日本	・・・P．18
成熟型社会への移行	
財政構造改革への取り組みが進むか	
（a）税収の伸び悩みと非裁量的支出の増加が続く	
（b）プライマリーバランスの改善は困難、高水準の国債発行が続く	
デフレは終息へ	
（a）物価上昇率がプラスへ	
（b）金融政策と金利～2006年度に量的緩和解除	
（c）株価と地価	
<u>4．需要項目別にみた予測内容</u>	
（1）企業部門の動向	・・・P．24
生産活動	
企業収益	
設備投資	
企業倒産	
（2）家計部門の動向	・・・P．27
雇用・賃金	
可処分所得	
個人消費	
住宅投資	
（3）海外部門の動向	・・・P．31
円相場	
輸出・輸入	

1. 景気の現状と中期的な位置づけ

わが国経済は、2002年初めをボトムにした景気回復局面にある。バブル崩壊後も、93年10月から始まった移動体通信の設備投資拡大を伴う景気回復、99年1月をボトムとするITブームなど循環的な景気回復を経験したが、総じてみれば日本経済は低成長を脱することができなかった。

低成長が続いている理由として、雇用や債務の過剰問題、不良債権問題、資産デフレなどさまざまな構造的要因が挙げられてきた。しかし、ここにきて日本を長く苦しめた構造問題が解消に向かい、バブル崩壊後3回目となる今回の景気回復が、日本経済が持続的な成長軌道に復帰するきっかけになるとの期待も出てきている。

本中期見通しでは、少子高齢化の進展、企業部門の活力の回復、グローバル化の進展、を中期的に重視すべき経済環境の変化として捉え、その影響を分析する。そして、こうした環境変化を前提にして、日本経済の潜在成長力を考察したうえで、5年後の日本経済の姿を探ってみた。

2. 中期的な経済環境と潜在成長力

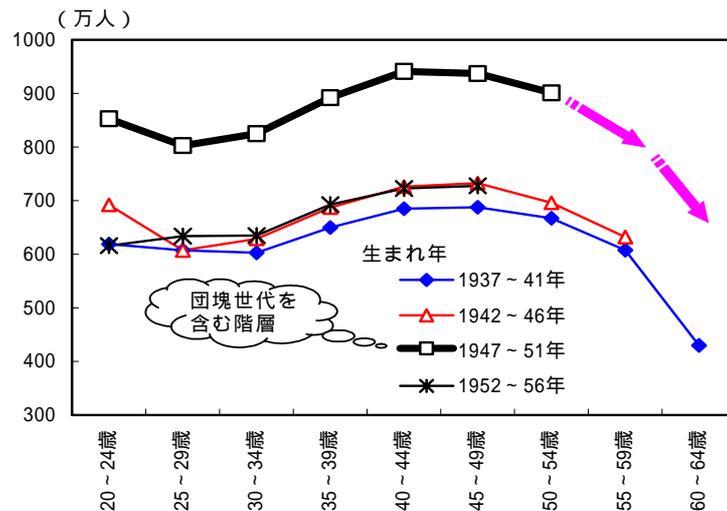
中期的な経済環境の変化として最も根本に関わるものであり、また避け難いものは少子高齢化の進展であろう。少子高齢化はここにきて急に生じた問題ではない。出生率は70年代前半をピークに低下基調が続いており、世帯数の増加率も70年代半ば以降は低位安定状態である。若年労働力が減っているため生産年齢人口は96年から減少を続けており、労働力人口も99年以降は縮小している。さらに高齢者も含めたわが国の総人口は2007年から減少に転じることが見込まれている。少子高齢化という構造変化はこれからも続き、さまざまな経済主体の活動に影響を与えながら、潜在的な成長率を押し下げる要因として作用する可能性がある。

(1) 少子高齢化の進展

企業に及ぼす影響～労働力不足が視野に入るも、賃金抑制傾向続く

少子高齢化が進むことで、労働力の面からは「人余り」から「人不足」の時代へと移ってることが見込まれる。特に2007年以降は団塊の世代が定年退職を迎え始める。5歳刻みのデータを見ると、2001年時点で1947～51年生まれ（1947～49年生まれの団塊の世代を含む）の人は50～54歳であり、そのうち労働力人口は901万人と前後の世代に比べ200万人ほど多い。2001年で50～54歳の人は10年後には、60～64歳となり多くが労働市場から退出することが見込まれる。仮に前の世代（1937～41年生まれ）と同じようなパターンを想定すると、団塊世代を含むこの世代の労働力人口は今後10年間で334万人減少することになる。実際には定年延長の実施などにより前の世代に比べ労働市場にとどまる傾向が強まるかもしれないが、団塊世代の引退により労働力の不足が顕著になってくる可能性がある（図表1）。

(図表1) 世代別の労働力人口の推移(2001年までの5年毎の推移)

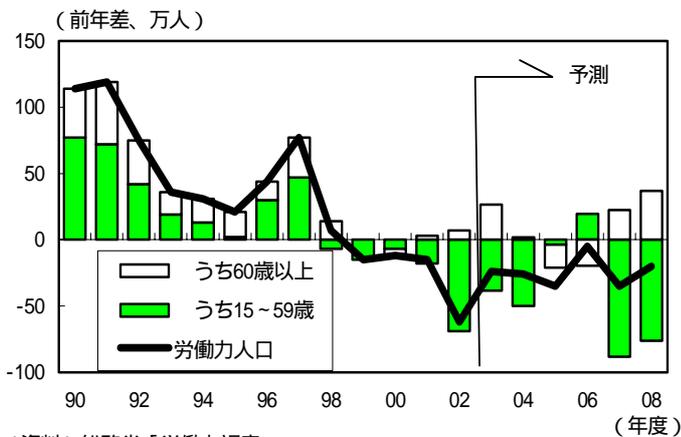


(注1) 団塊世代とは1947～49年生まれの人を指す。
 (注2) 直近値(右端のプロット)は2001年時点の数値。
 (資料) 総務省「労働力調査」

また、団塊世代の高齢化に加えて少子化の影響により新規に労働市場に参加する若年層の数が減ってきているため、15～59歳の労働力人口は減少傾向で推移する。2007年度以降は、団塊世代の参入により60歳以上の労働力が増加することが見込まれるが、労働力人口全体では減少基調が続くであろう(図表2)。

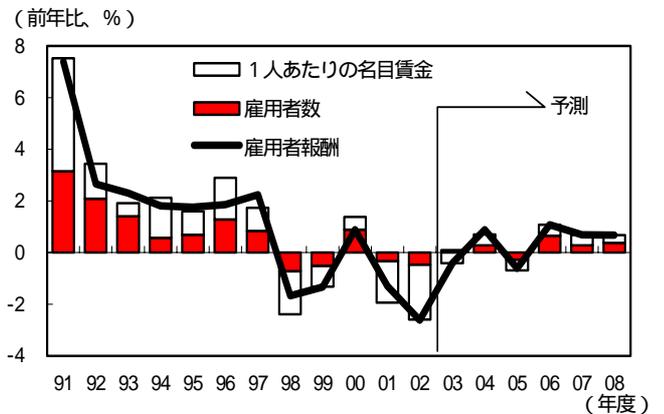
労働力の不足は賃金の上昇要因であるが、本予測期間内では、企業は景気が回復してもパート化などにより1人あたりの人件費を抑制するため、労働力不足の影響が賃金上昇圧力となって現れてこないと想定している。雇用者数は大幅には伸びず、1人あたり賃金も抑制されるため、企業が支払う雇用者報酬の伸びは高いものとはならないであろう(図表3)。

(図表2) 労働力人口の推移



(資料) 総務省「労働力調査」

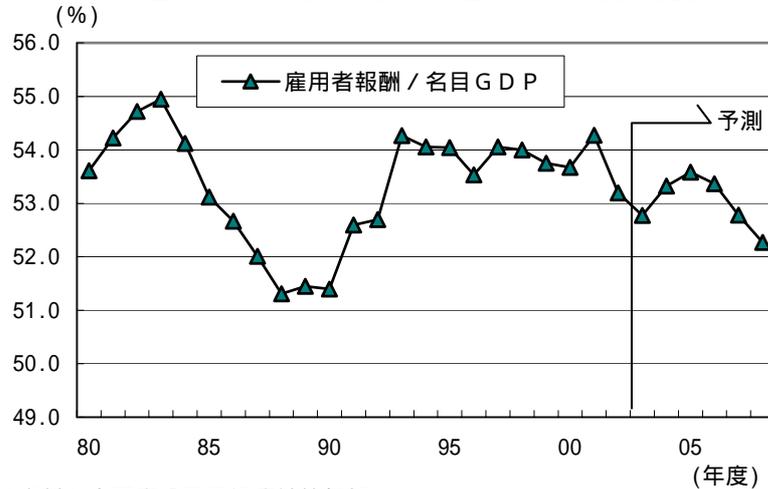
(図表3) 雇用者報酬・雇用者数・1人あたり賃金の推移



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

売上の高い伸びは期待できず、企業の人件費抑制姿勢が続く。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。企業の利益拡大が家計には及びにくい状況といえる（図表4）。

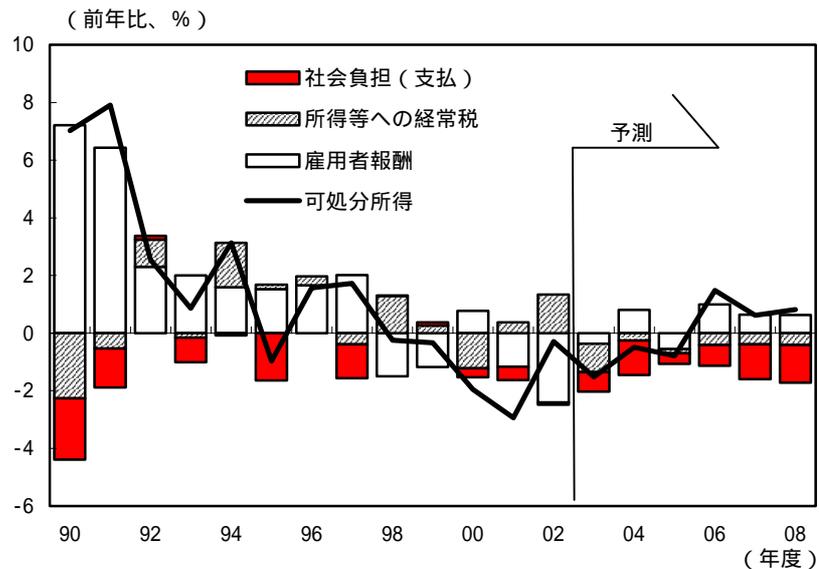
（図表4）雇用者報酬の対名目GDP比の推移



（資料）内閣府「国民経済計算年報」

家計に及ぼす影響～所得の伸び悩み続くが、消費性向は上昇
 景気が回復しても雇用者報酬の伸びは限定的にとどまる一方で、厚生年金保険料率が毎年0.354%ずつ引上げられるなど社会保障負担の増加や配偶者特別控除(上乘せ分)の廃止や老年者控除の廃止などの増税により家計の負担は増える。家計の可処分所得の伸びは2005年度までマイナスとなり、2006～2008年度も1%前後にとどまる(図表5)。

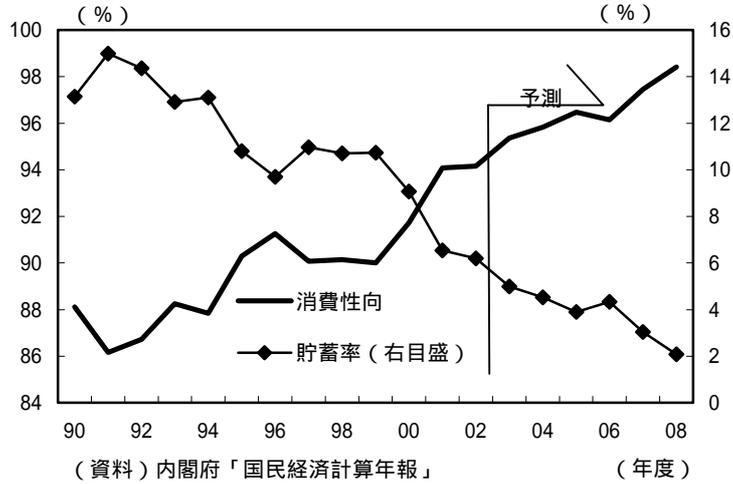
（図表5）家計の可処分所得の推移



（資料）内閣府「国民経済計算年報」

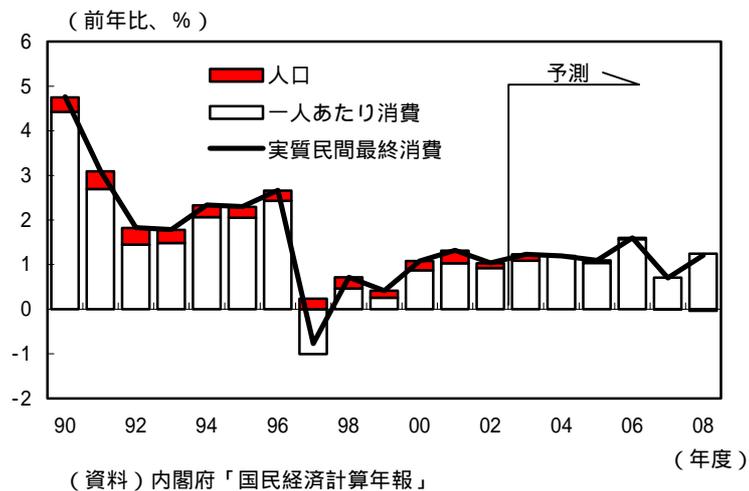
ただし、高齢者世帯の増加や晩婚化による単身世帯の増加など消費性向の高い世帯の割合が高まることなどを背景に消費性向は上昇し、個人消費の下支え要因となる（図表6）。

（図表6）家計の消費性向と貯蓄率



2007年頃には人口が減少に転じる見込み¹であり、人口増による消費押し上げ効果はなくなる。1人あたり実質消費は1%前後の伸び率を続け、これがほぼ実質個人消費全体の伸びとなる（図表7）。

（図表7）実質個人消費・人口・1人あたり消費

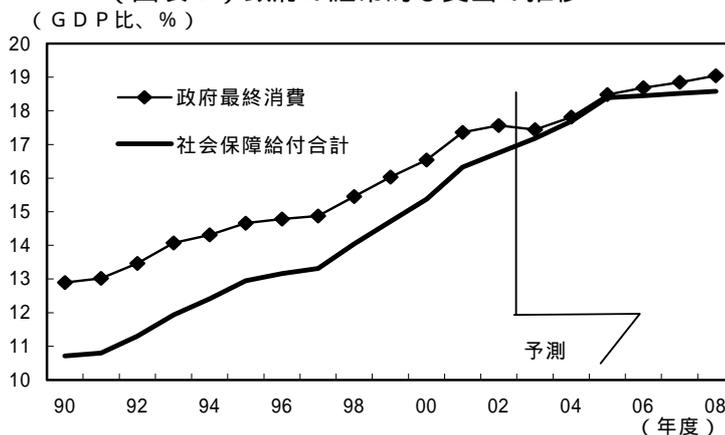


¹国立社会保障・人口問題研究所の見通し（中位予測値）

政府財政に及ぼす影響～経常的支出の増加と税収の伸び悩み

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。このほか、医療受診や介護サービスを利用する際の国庫負担分も「現物社会給付」として政府最終消費にカウントされる。このため、少子高齢化が進むと医療や介護関連の歳出が拡大して、政府財政が悪化する。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（図表8）

（図表8）政府の経常的な支出の推移

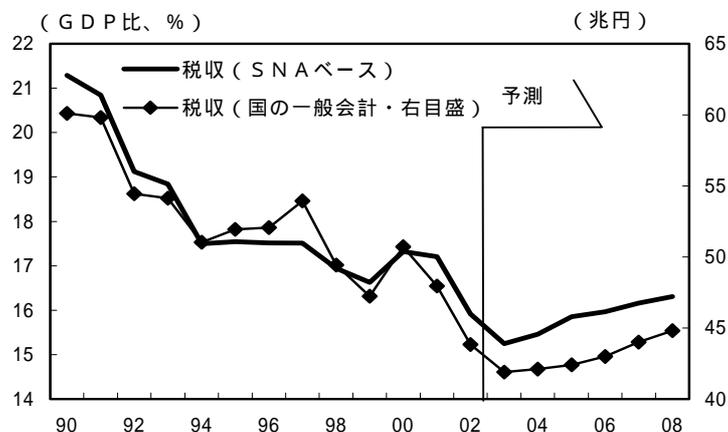


（注）社会保障給付合計は現物および現物以外の社会保障給付の合計。
 社会保障現物給付は政府最終消費の一部としてもカウントされる。
 （資料）内閣府「国民経済計算年報」

一方で、政府の収入の柱である税収が伸び悩んでいる。予測では、2004年度以降、景気回復による税収増や消費税率の引き上げにより、税収は幾分持ち直してくる。しかし、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。実質に比べて名目成長率が低いことも税収の伸びを抑える要因である（図表9）。

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。このため、国債発行額はさらに増加する可能性がある。少子高齢化のもとでは財政再建への取り組みは簡単には進まず、赤字構造が長期化しやすい。

（図表9）政府の税収の推移



（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」

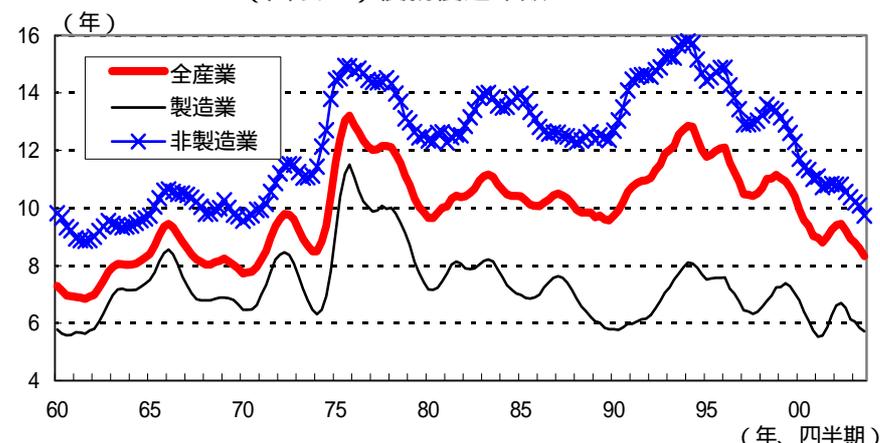
(2) 企業部門の活力の回復

少子高齢化が進み、人口減少時代を迎える中で、活力ある企業の存在は重要な役割を果たす。労働投入が減少する中で、中期的な潜在成長率を高めるためには資本の投入や生産性の上昇が必要となってくる。また、政府消費の拡大に象徴されるように、高齢化に伴うコストを担うのは最終的には企業であり、そこから所得を得ている個人である。バブル崩壊によって大きく変化したわが国企業の財務体質、収益力は十分改善して、経済の活力を維持する役割を果たせるのであろうか。

過剰債務の減少

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いる。債務償還年数の適正な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に拡大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



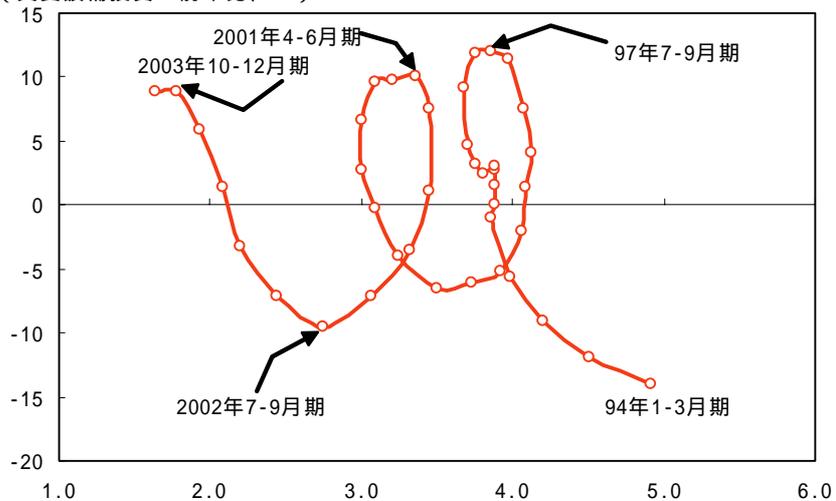
(注) 債務償還年数 = (長短期借入金 + 社債 + 手形割引)の4四半期移動平均 ÷ キャッシュフローの4四半期移動平均の年率換算値 × 100
キャッシュフロー = 経常利益 × (1 - 法人実効税率) + 減価償却費
(資料) 財務省「法人企業統計」

過剰ストックの調整進展

次に過剰ストックの問題をみてみよう。新規の設備投資と資本ストックの関係をみると、既存の生産設備の除却が進んでいるため資本ストックの伸びは鈍化している一方で、足元では新規の設備投資が増加している(図表11)。不稼働の設備を処分してバランスシートの圧縮を進めてきた結果、ストック調整が進んで過剰設備問題に目処がついてきている。過剰ストックの減少が新規の設備投資が増加に転じる一因になっていると考えられる。設備稼働率も上昇が続いていることや、日銀短観における設備投資判断DIの動きをみても、企業の設備過剰感が薄らいできていることがうかがえる(図表12)。

(図表11) 資本ストックの循環図(全産業)

(実質設備投資・前年比、%)



(注1) 4期後方移動平均値 (実質民間企業資本ストック前期末・前年比、%)

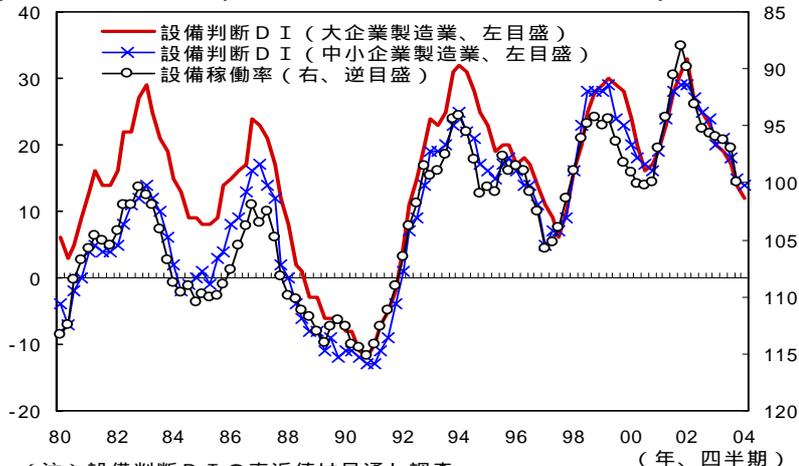
(注2) 2004年1-3月期の実質設備投資は10-12月期の数字と同じと仮定

(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

(図表12) 設備判断D Iと設備稼働率(製造業)

(「過剰」-「不足」)

(2000年 = 100)



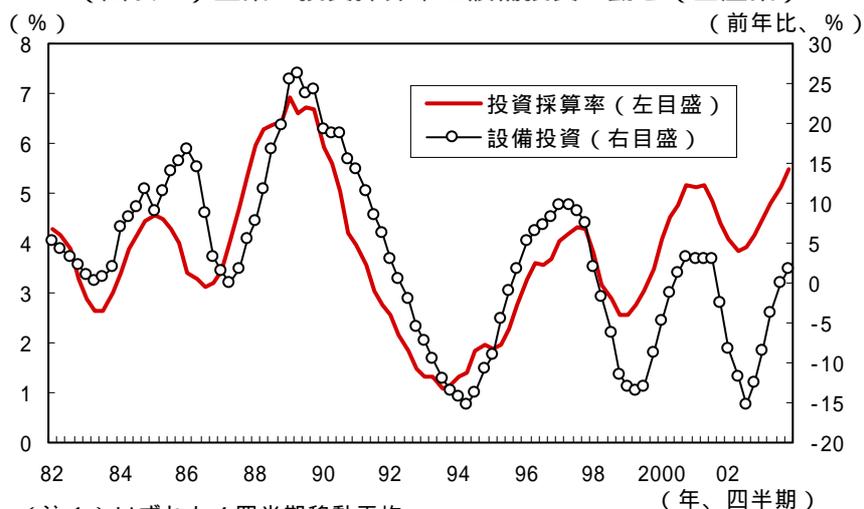
(注) 設備判断D Iの直近値は見通し調査

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

投資採算の改善

企業はバランスシートを圧縮し、収益性の高い分野に生産資源を集中することによって、資産の収益率を高めてきた。同時に低金利が続いているため、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改善傾向にある(図表13)。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関係は強いことがわかる。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13) 企業の投資採算率と設備投資の動き (全産業)



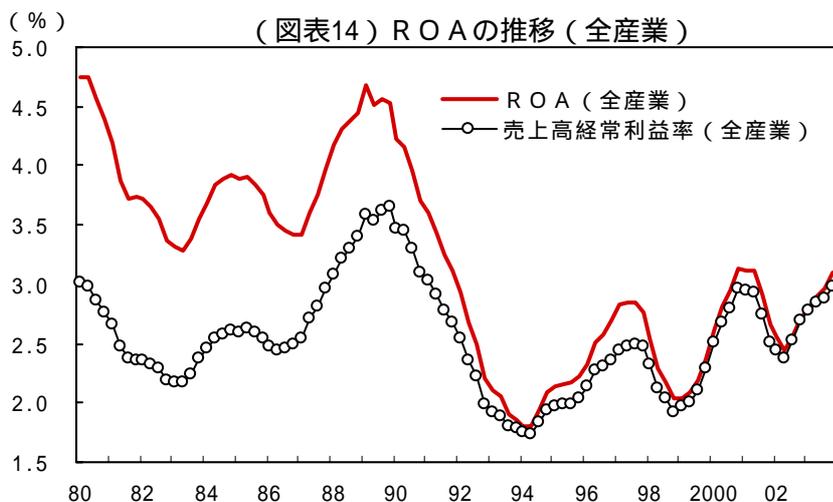
(注1) いずれも4四半期移動平均

(注2) 投資採算率 = 営業利益 ÷ (有形固定資産 + 棚卸資産) × 100 - 長期プライムレート

(資料) 財務省「法人企業統計」

企業の収益性が向上

企業の収益性はリストラ努力を背景に回復してきており、売上高経常利益率やROAは景気変動の影響で上下しながらも90年代半ばを底に上昇基調にある(図表14)。



(注1) いずれも4四半期移動平均

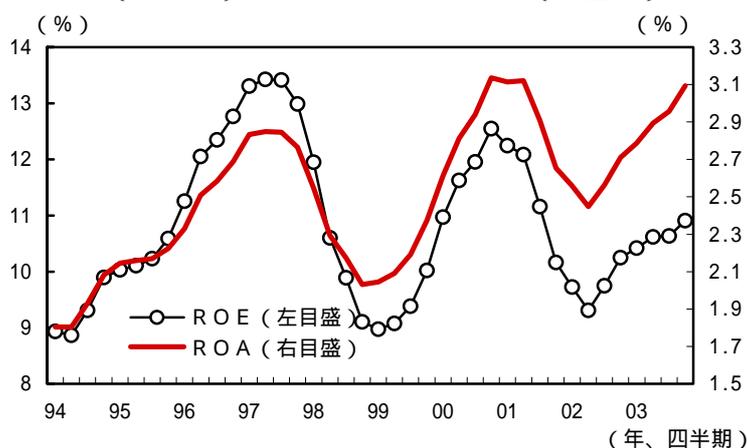
(年、四半期)

(注2) ROA (総資産経常利益率) = 経常利益 ÷ 総資産 × 100

(資料) 財務省「法人企業統計」

一方、ROEの回復度合いは、ROAと較べると遅い(図表15)。これは、株主利益よりもバランスシートの圧縮による財務基盤の強化や、売上高が伸び悩む中でコスト圧縮による収益性の向上を最優先させてきた結果である。今のところ、企業は新規の借入増加には慎重である。しかし、すでにみたように過剰債務問題は新規の設備投資資金を借り入れる際の障害ではなくなっている。今後は、借入を増加させ(財務のレバレッジを高め)、ROEを引き上げることが課題となってくると思われ、バランスシートの圧縮の動きにも徐々に歯止めがかかってくる可能性が高い。

(図表15) ROAとROEの推移(全産業)



(注1) ROA = 経常利益 ÷ 総資産 (期首期末平均) × 100

(注2) ROE = 経常利益 ÷ 総資本 (期首期末平均) × 100

(資料) 財務省「法人企業統計」

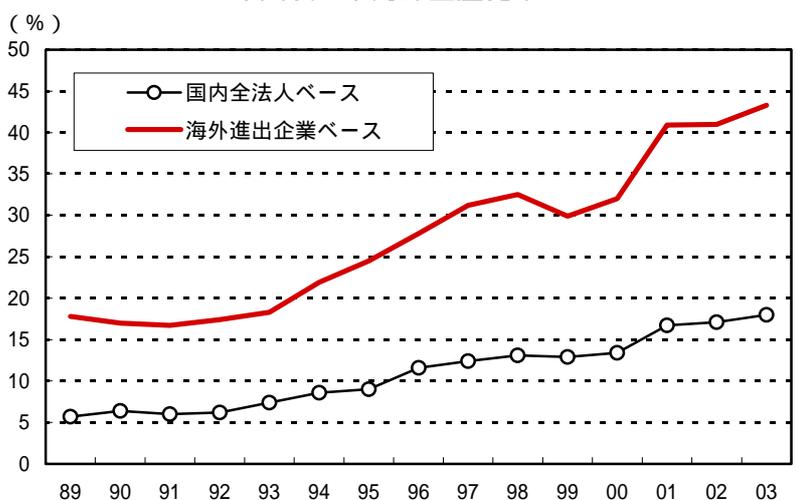
設備投資のウェイトは低下

設備投資が回復する環境が整っており、経済全体に占める設備投資の割合は実質ベースでは上昇してくるが、国内設備投資の拡大を抑制する要因もある。

まず、企業が投資採算性を重視しつつ設備投資を選別するため、80年代後半のバブル期のように設備投資が盛り上がることはないであろう。また、日本企業の活力が回復し、設備投資環境が好転したとしても、それが全て国内に振り向けられるとは限らない。海外生産比率の上昇が続いているように、日本企業が生産拠点を海外に移す動きは続いている。今後も新規に設備投資を行う場合には、国内ではなく海外拠点で行う割合が上昇する余地がある(図表16)。

2006年度以降については、量的緩和の解除などを契機に金利が上昇しはじめる可能性があり、上昇が急であると投資採算性を悪化させることによって設備投資の抑制要因となってくる可能性がある。

(図表16) 海外生産比率



(注) 国内法人ベースの海外生産比率 = 現地法人売上高 / 国内法人売上高。海外進出企業ベースの海外生産比率 = 現地法人売上高 / 本社企業売上高。03年度は見込み額 (年度)

(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」

(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・量ともに存在感を高めるなかで、日本企業は国際競争力を維持できるのか。また、F T A・E P A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。

F T A、E P Aの動き

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F T A(自由貿易協定)やE P A(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が見込まれる(図表17)。シンガポールとのE P Aは既に発効しており、メキシコとのF T A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。

F T AやE P Aは日本経済に様々な影響を与えるであろう。F T AやE P A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。

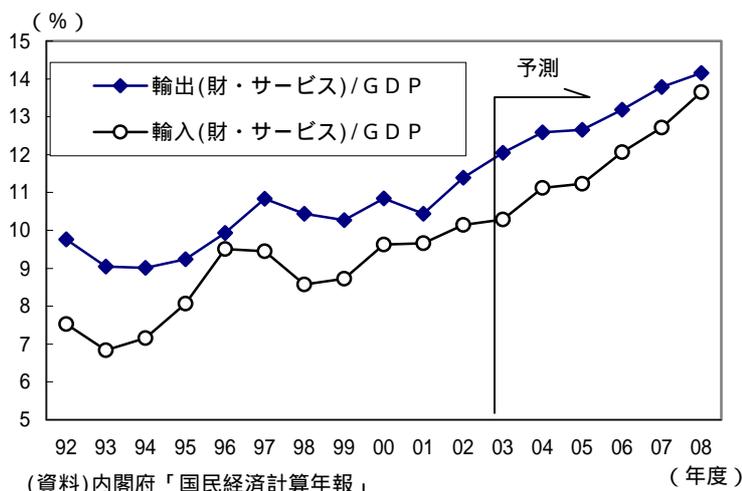
(図表17) 主なF T A(自由貿易協定)・E P A(経済連携協定)交渉の進捗状況

シンガポール 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
タイ 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
フィリピン 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
マレーシア 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
インドネシア 2003年6月、経済連携の可能性を予備的模索に合意
韓国 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
メキシコ 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)

輸出比率・輸入比率の上昇

日本のGDP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ェイトは高まると予想される(図表18)。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。

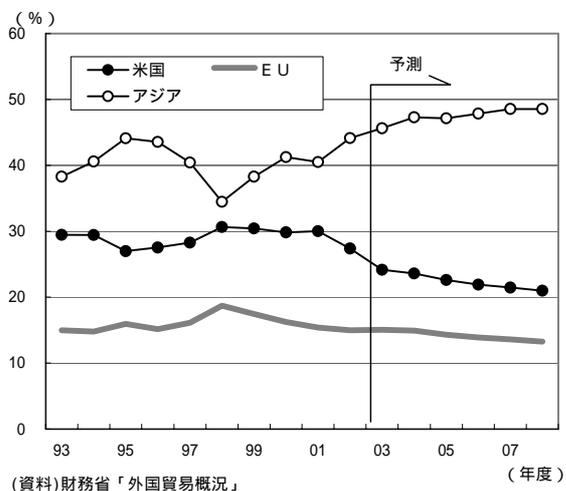
(図表18) GDPに占める輸出・輸入の割合



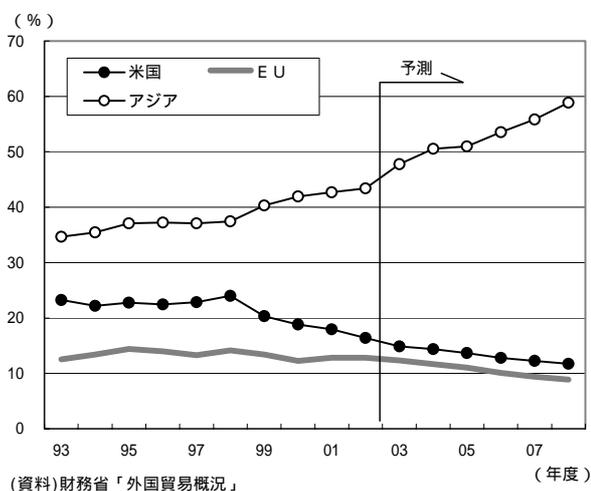
アジアのウェイト拡大

輸出の地域別の内訳をみると、対米国や対EUのウェイトは、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、対アジアのウェイトは、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19)。輸入の内訳をみても、対アジアのウェイトは、日系企業の生産拠点移転やアジア各国の供給力の充実を背景に上昇し、米国やEUのウェイトは、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20)。

(図表19) 地域別・輸出割合の推移



(図表20) 地域別・輸入割合の推移



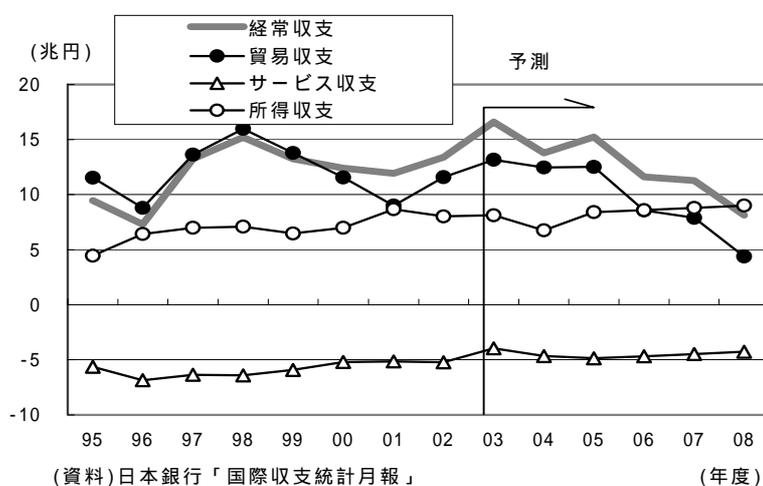
経常黒字の縮小

対アジアについては、輸入の拡大ペースの方が輸出の拡大ペースよりも速いと予想しており、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(図表21)。貿易黒字が競争力の強さを表すという考え方からすれば日本の競争力は失われていくことになるが、輸入が増える一方で輸出も増加してくる。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。

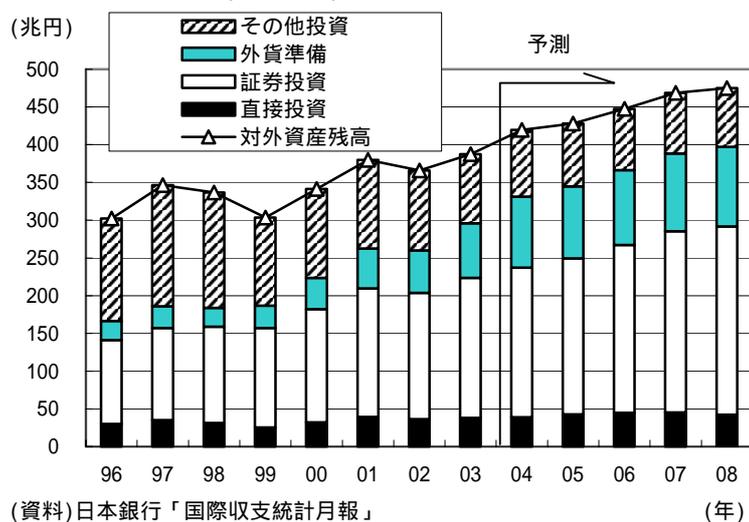
サービス収支は、日本人の海外旅行の増加や輸送収支の赤字が続くものの、日本への海外旅行者の増加や特許料収入の増加などを背景に赤字幅の縮小を予想している(図表21)。所得収支は、海外資産の増加を背景とした所得受取の増加が、海外への所得支払の増加を上回り、黒字幅が拡大する(図表21)。2007～08年度頃には所得収支黒字が貿易収支黒字を上回っている可能性もある。海外資産の増加は、毎年の経常収支黒字の結果として積みあがってくるが、その内容は対先進国への証券投資が引き続き中心であろう(図表22)。

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、経常収支の黒字はGDP比で縮小すると予想している(図表21)。

(図表21) 経常収支の内訳の推移



(図表22) 対外資産の推移



(4) 潜在成長率

日本経済の潜在成長率は低下してきていると言われるが、中期的な成長力はどの程度であろうか。成長の要因を労働投入量の寄与、資本投入量の寄与、労働と資本の伸びによって説明できない全要素生産性(TFP)の寄与の3つの部分に分けてみる。

まず、労働投入量については、80年代まではプラスであったが、90年代はマイナスの寄与に転じ、2000～2005年度には労働力人口の減少やパート化による1人あたり労働時間の短縮のため、マイナス幅は拡大しているとみられる。2005～2008年度には高齢者の労働参加が増えるものの、団塊の世代の定年が影響し労働投入量はマイナス寄与が続くと見込まれる(図表23)。

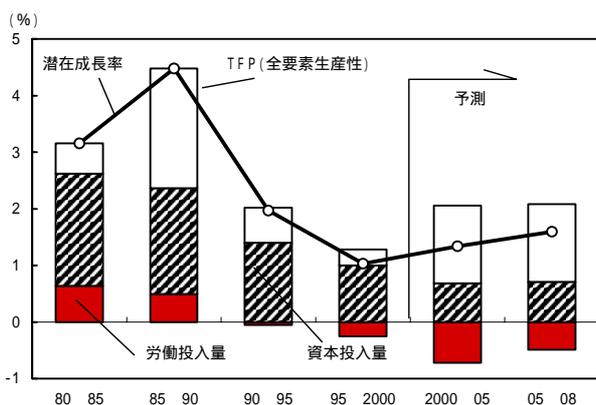
資本投入量は、資本ストックの伸びの鈍化を背景に、80年代から90年代にかけてプラス寄与の幅の縮小が続いていた。2000～2005年度はさらにプラス幅が縮小するが、設備投資の回復を背景に2005～2008年度にはプラス幅の縮小がとまってくると想定している(図表23)。

全要素生産性(TFP)の押し上げ効果は、85～90年度の2.1%ポイントから90～95年度に0.6%ポイント、95～2000年度には0.3%ポイントに低下したとみられるが、2000～2005年度には1.4%ポイント程度まで戻してきたとみられる。TFPの上昇は、技術進歩などによるマクロ経済の効率性の向上を表すが、人件費の圧縮や資産のスリム化といった企業部門の経営努力やIT革命の成果などが全要素生産性(TFP)の回復につながってきた可能性がある。2005～2008年度も同程度のTFPの向上を見込んでいる(図表23)。

日本の潜在成長率は、80年代後半には4.5%程度であったが、90年代前半には2.0%程度に低下し、90年代後半には1.0%程度まで低下していたとみられる。しかし、足元の経済情勢からすると、2000～05年度には1.3%程度まで持ち直したとみられ、今後、2005～2008年度には1.6%程度まで上がってくると想定している(図表23)。

デフレギャップは、2000～05年度でみると拡大が見込まれるが、足元では現実の成長率が高まっているため縮小していると推察される。このため2005～08年度は、潜在成長率の上昇を上回って現実の成長率が高まり、デフレ圧力が後退する見込みである(図表24)。

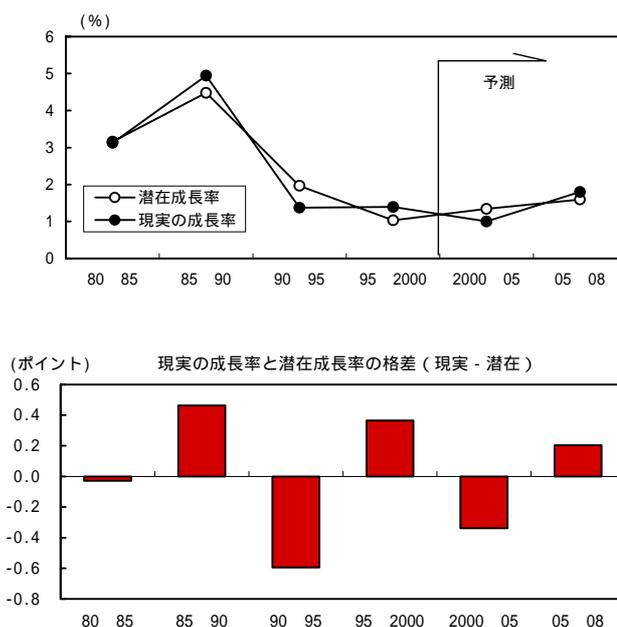
(図表23) 潜在成長率とその内訳



(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-労働分配率)×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。

(資料)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」

(図表24) デフレギャップの状況



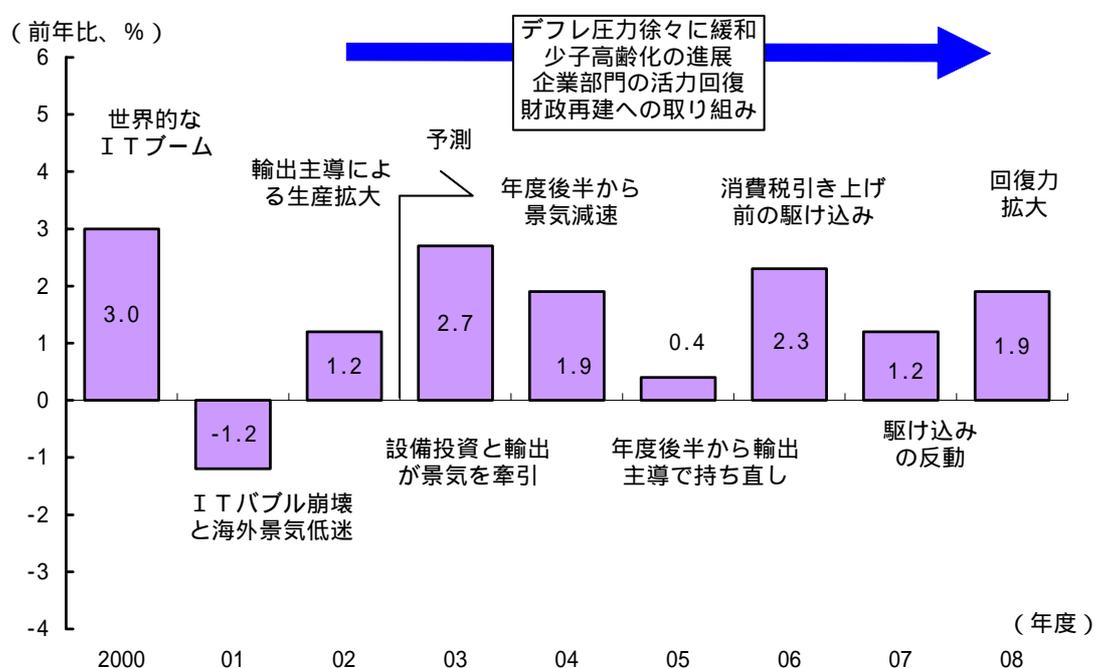
3. 中期見通しと5年後の日本経済

(1) 中期見通しのイメージ

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、大幅な調整にはいたらず、2008年度も景気回復が持続する。

(図表25) 景気の中期的なイメージ



(2) 貯蓄・投資 (IS) バランスからみた日本

ISバランスとは、キャッシュフロー（内部資金）と投資の差額であり、統計上の誤差²を除けば経済全体ではゼロになる。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。ISバランスの変化は今後も続くのか、それとも元に戻る動きが出てくるのか。ここでは企業、家計、政府、海外の部門ごとにISバランスをみる。

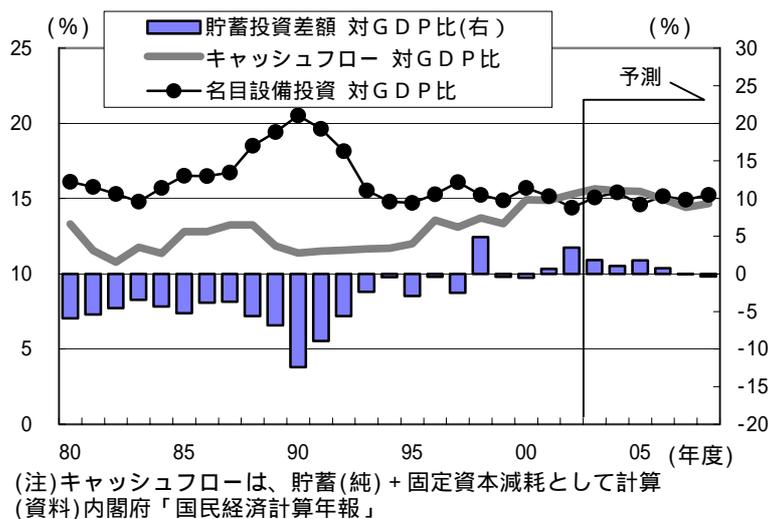
企業部門

バブル崩壊後、株価と不動産の大幅な下落によってそれらを保有する主体はバランスシートの再構成を余儀なくされた。もっとも大きな打撃を受けたのは負債を大量に抱えている民間企業部門であった。企業部門では資産の評価額が目減りする一方で、自己資金の何倍もある負債の金額は変わらなかったため財務体質が悪化した。

そこで企業部門は、負債の返済や資産の圧縮あるいは自己資本の充実をおし進めてきた。その結果、企業部門の貯蓄投資バランスは大幅に変化した。非金融法人部門の貯蓄投資バランスを対GDP比でみると、80年代前半は5%前後の投資超過で推移し、バブル期には10%を上回る投資超過幅となっていたが、足元では逆に貯蓄超過になっている（図表26）。経済が拡大しているときには、一般に民間企業部門は、家計部門などから集めた貯蓄を有望な投資先に投資し、その利益を家計に分配したり再投資して更なる利益の拡大を追及するものだが、バブル崩壊後は、企業が収益を負債の返済に回し、投資はむしろ圧縮されるという縮小均衡の構図がみられていた。

しかし、先に述べたように非金融企業部門の財務体質は改善し、活力が回復してきている。効率を重視して投資を選別する傾向が続くため、80年代のように5%の投資超過に戻ることはないと思われるが、本予測では、2006年頃から企業部門は投資超過の状態に戻っていくと想定している（図表26）。

(図表26) 企業部門のISバランスと主な要因

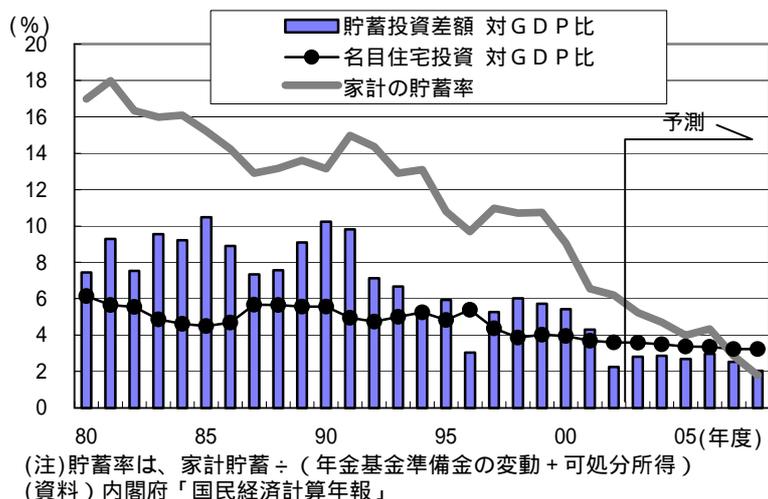


² 2002年度の誤差は1.6%分あり、貯蓄よりも投資の方が多い。

家計部門

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、部門全体として貯蓄率が低下していく。住宅投資は増えてこないが、貯蓄率の低下ペースが速く家計部門の貯蓄超過幅は縮小する(図表27)。

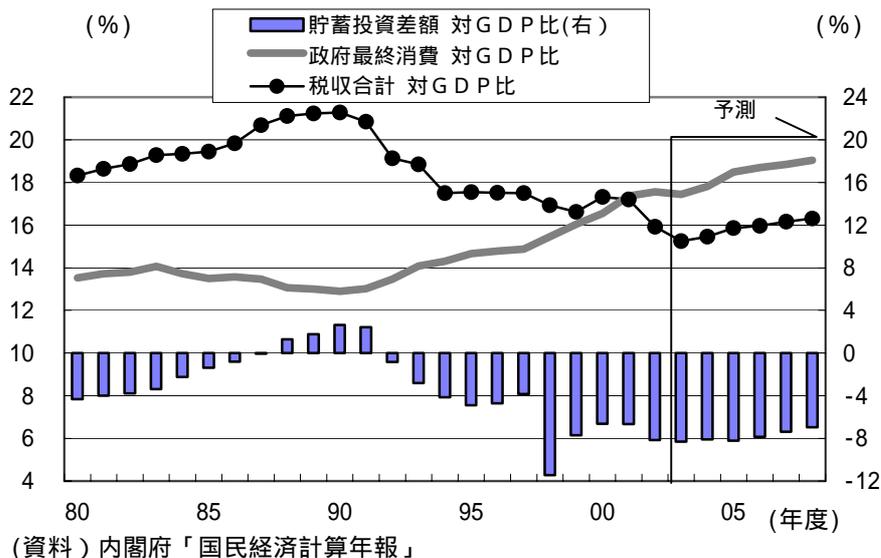
(図表27) 家計部門のISバランスと主な要因



政府部門と海外部門

政府部門は、財政赤字構造が続き大幅な投資超過が続くと考えられる(図表28)。一方、海外部門の投資超過(=日本の経常黒字)の幅は、前述のとおり対アジアを中心に貿易黒字が減少するため、縮小してくると予測している。

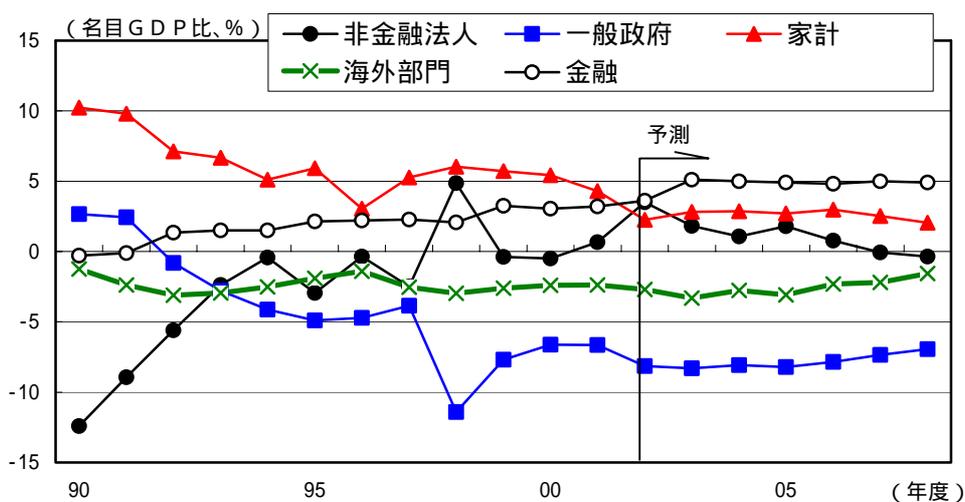
(図表28) 政府部門のISバランスと主な要因



ISバランスからみたリスク要因

ISバランスからみたリスク要因は、国内の民間部門では資金が逼迫してくる可能性がある一方で、政府部門が財政赤字を続け国債を累増させていることであり、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、政府部門では金利の上昇によって国債費が増加するため、政府財政の赤字幅が拡大する。また、民間企業部門では、金利の上昇がせっかく整ってきた企業の投資環境に悪影響を及ぼすため、投資が抑制され、貯蓄超過の状態が続くことが考えられる(図表29)。

(図表29) 日本のISバランスの推移



(注) 98年度については、国鉄清算事業団等から一般会計への債務承継等(約27兆円)による一般会計から非金融法人企業への資本移転が含まれており、この一時的な要因により一般会計の貯蓄投資差額は名目GDP比で約5.2%悪化している(非金融法人は逆に貯蓄増加要因)
 (資料) 内閣府「国民経済計算年報」

(3) 5年後の日本

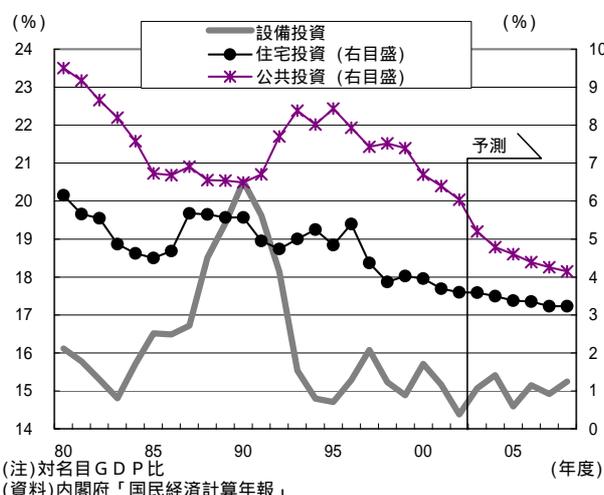
成熟型社会への移行

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。

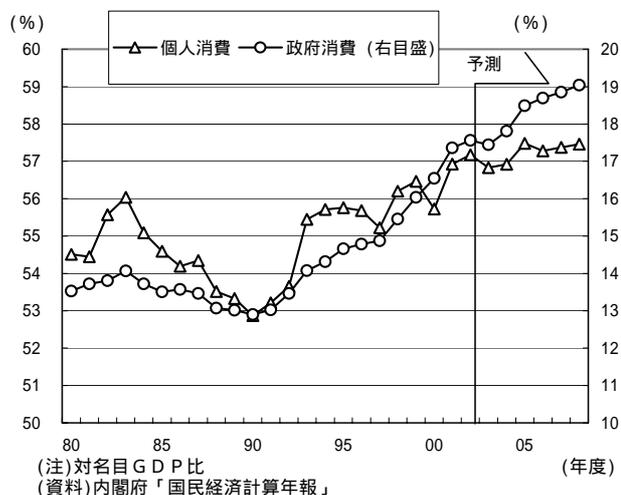
すでに、投資活動は従来に比べてGDPに占めるウェイトが低下している。設備投資のGDP比は景気動向や企業収益に応じて循環的な変動をするが、バブル期のような水準に上昇することはないであろう。住宅投資、公共投資のGDP比は、世帯数の伸びが鈍化していることや政府の厳しい財政状況を反映して、90年代以降、低下傾向が続いており、2008年度まで見通しても同様の傾向が続く可能性が高い(図表30)。一方で、消費のウェイトが増している。政府最終消費のGDP比は人口高齢化に伴う医療費や介護費の増加を背景にかなり速いペースで上昇し、個人消費のGDP比は高齢者や単身者など消費性向の高い世帯が増えることなどを背景に緩やかに上昇していく(図表31)。

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ェイトが低下し、変動の小さい消費のウェ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30) 低下する投資のウェイト



(図表31) 上昇する消費のウェイト



財政構造改革への取り組みが進むか

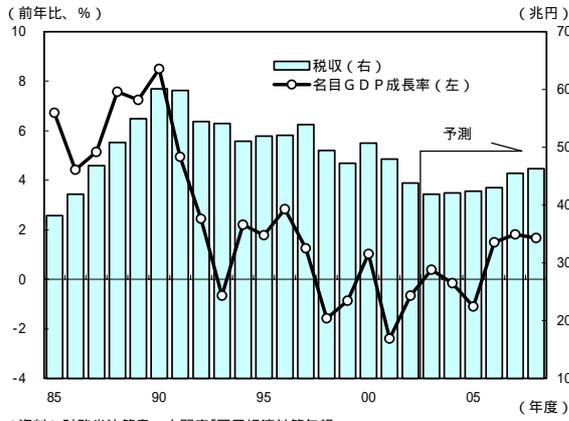
(a) 税収の伸び悩みと非裁量的支出の増加が続く

税収は、景気の回復にともなって持ち直してこようが、大幅な増加には至らず、低水準での推移が続く。2007年度に消費税率が現行の5%から7%に上げられると想定したが、税収は40兆円台半ばへの回復にとどまろう(図表32)。

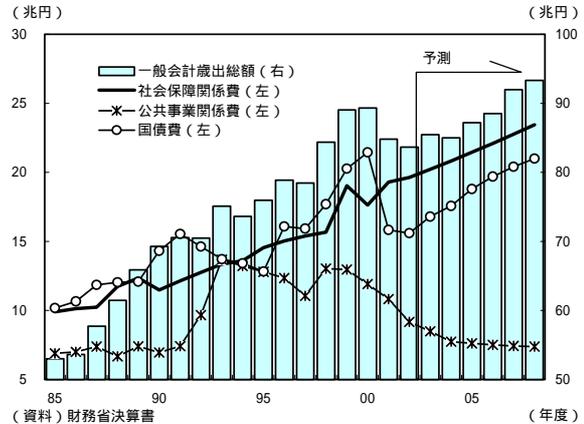
公共事業関係費などの裁量的経費を中心に抑制が図られるものの、人口構成の高齢化を背景と

して社会保障関係費の伸びが続くほか、国債残高の積み上がりにもない国債費が膨張する。このため、国の歳出は増加が続き、2007年度には90兆円台に達する見通しである（図表33）。

（図表32） 税収の推移



（図表33） 国の歳出額内訳



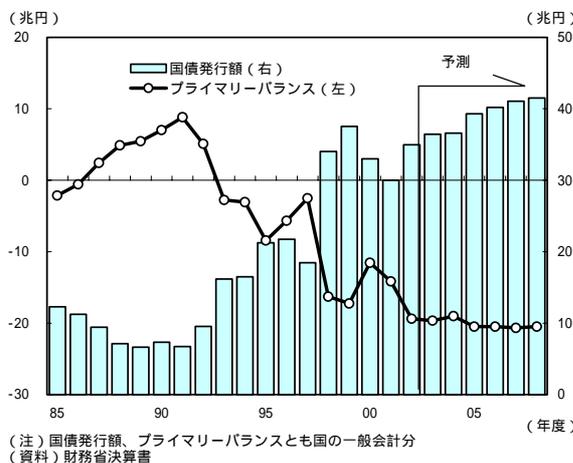
（b）プライマリーバランスの改善は困難、高水準の国債発行が続く

税収の伸び悩みと歳出規模の拡大により、国債発行額は拡大基調が続く。2008年度には、発行額は約41.5兆円に達しよう。税収の大幅な改善が見込めない状況ではプライマリーバランスの改善は難しく、マイナス20兆円前後での推移が続こう（図表34）。

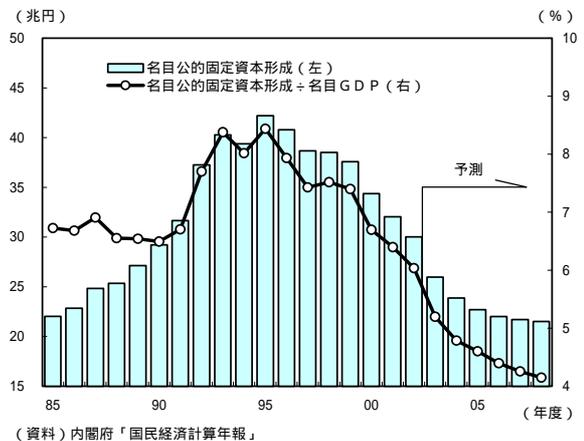
名目公共投資は、国、地方自治体ともに関連予算の縮小が続く、景気対策としての事業の追加も実施されないため減少が続く。名目GDPに占める名目公共投資の割合は2004年度には5%を割り込み、その後も低下が続く見込みである（図表35）。

大幅な財政赤字構造を続けたまま、金利が上昇すると、国債借入のコストがさらに増加する事態になる。少子高齢化の進展とともに社会保障関係費に増加圧力がかかることは容認せざるを得ない面もあるが、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34） 国債発行額とプライマリーバランス



（図表35） 名目的固定資本形成



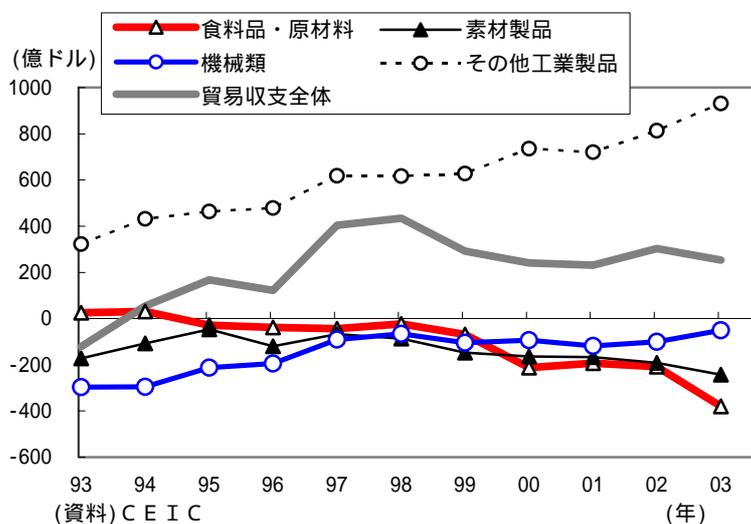
デフレは終息へ

(a) 物価上昇率がプラスへ

足元では、国内企業物価や消費者物価の下落率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36)、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の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。

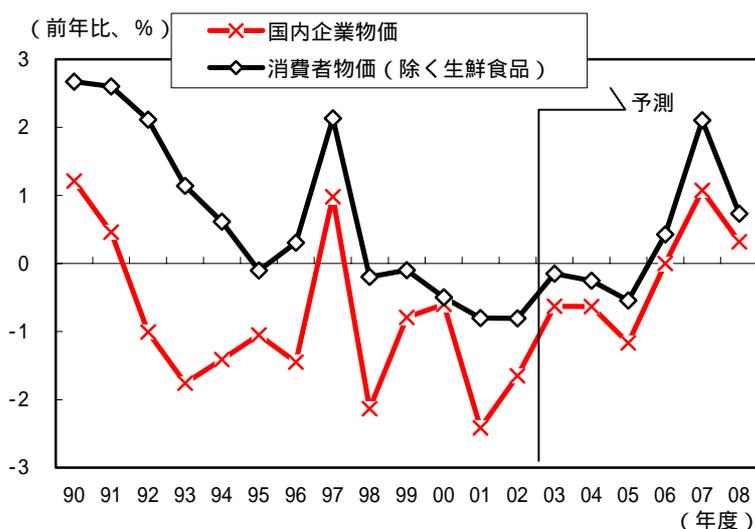
(図表36) 中国の品目別・貿易収支



こうした中で、国内のデフレギャップも縮小しており、デフレ圧力が緩和してきている。国内企業物価は、景気の回復と川上からのインフレ圧力により足元では下げ止まっている。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37)。

消費者物価は、国内企業物価の下落幅縮小と特殊要因(医療費自己負担割合の引き上げ、たばこ増税など)により、足元では下げ止まっている。今後は、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値上げは浸透しづらく、デフレ圧力は残る。特殊要因がはく落してくる上に、景気減速の影響で国内企業物価の下落幅が再び拡大してくるため、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37)。

(図表37) 物価の動向



(資料) 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」

(b) 金融政策と金利～2006年度に量的緩和解除

2001年3月に量的緩和政策が採用されて3年が経過した。この間、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。しかし、銀行の貸出の減少が続き、マネーサプライの増加は限られるなど、当初期待されたデフレからの脱却という緩和効果は極めて限定的となっている。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の供給によるところも大きかったと思われる。

2002年以降、景気の拡大が続き、物価の前年比マイナス幅が縮小してきているため、最近では追加緩和の声は後退し、逆にいつ量的緩和が解除されるかに注目が集まっている。日銀は消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで、量的緩和政策を継続するとの方針を示している。さらに最近では、単月ではなく、基調的な動きとして0%以上であると判断できることが必要、消費者物価指数(除く生鮮食品)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、こうした条件が満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断することもある、との条件を追加している。

日銀が示している条件が揃ってくるのは消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が基調として0%を超え、銀行の不良債権問題にめどが立ち、ペイオフも完全に解除されるなど、金融危機再来のリスクが後退した状態になり、景気の足腰の強さが確認される(たとえば、名目GDP成長率がプラスとなる)2006年度に入ってからと予想する。

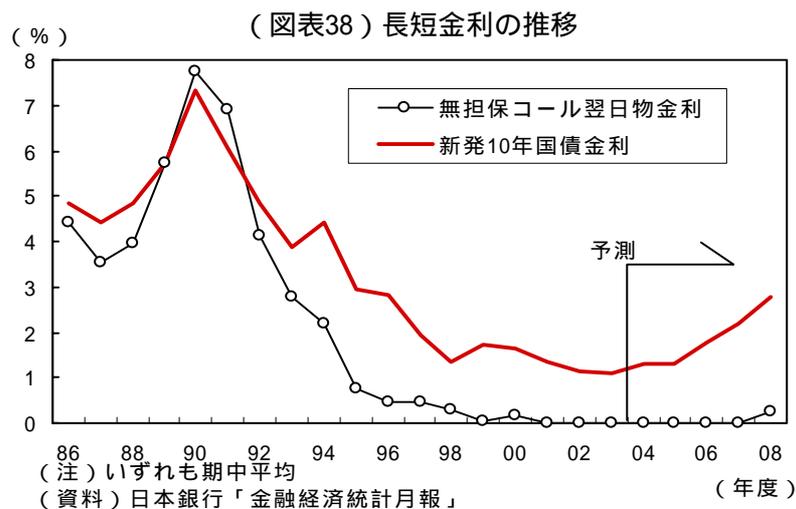
量的緩和を解除した後は、無担保コール翌日物金利の水準を誘導する政策に戻ることになるが、当初は翌日物などの期間の短い金利は量的緩和時とあまり水準を変えないで低位で安定させるであろう。その後、物価と景気の状態を睨みつつ徐々に水準を引き上げることになるが、しばらくは実質ゼロ金利を維持するであろう。具体的には、消費税率引き上げによる影響を見極

めながら、再び景気の拡大基調が鮮明となってくる2008年度に入って、無担保コール翌日物金利はまずは0%から0.25%に引き上げられ、年度中に0.5%まで引き上げられる可能性がある（図表38）。公定歩合については2008年度末に0.5%と予想する。

長期金利（新発10年国債利回り）は、2005年度までは概ね1%台前半での推移が続こう。景気回復の局面では金利上昇圧力がかかることも予想されるが、本格的な資金需要が高まる状態にはならず引き続き債券投資に対する需要が根強いと思われること、景気も2004年度後半から2005年度半ばまでは調整局面にあることなどから、金利の上昇余地は小さい。その後は量的緩和の解除や景気回復を織り込みながら上昇し、2008年度には3%近い水準を予想している（図表38）。

短期金利（無担保コール翌日物）の水準に変化があるのは2008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、2006年度から上昇基調に転じよう。短期金利の上昇が遅れることになるため、イールドカーブはスティープ化していく。

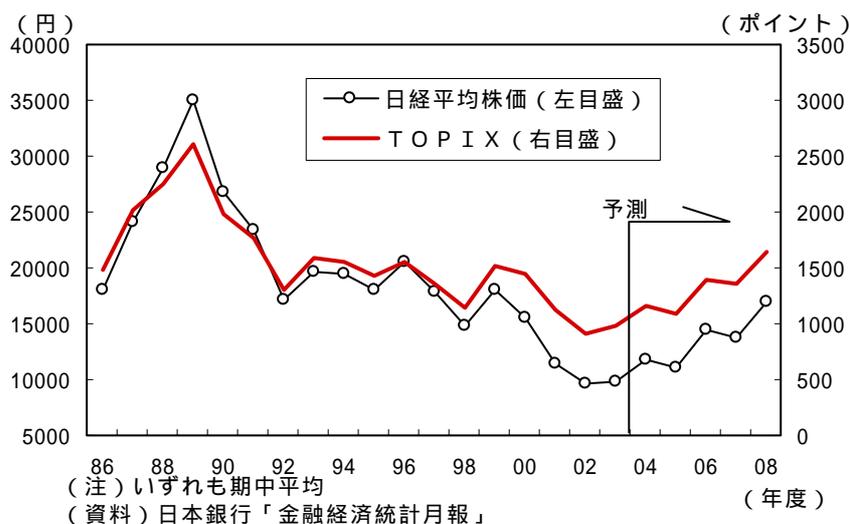
なお、これらは財政再建努力が続いていることを前提としている。国債発行額が予想以上に膨らんだ場合には、金利上昇圧力はさらに増すことになる。



(c) 株価と地価

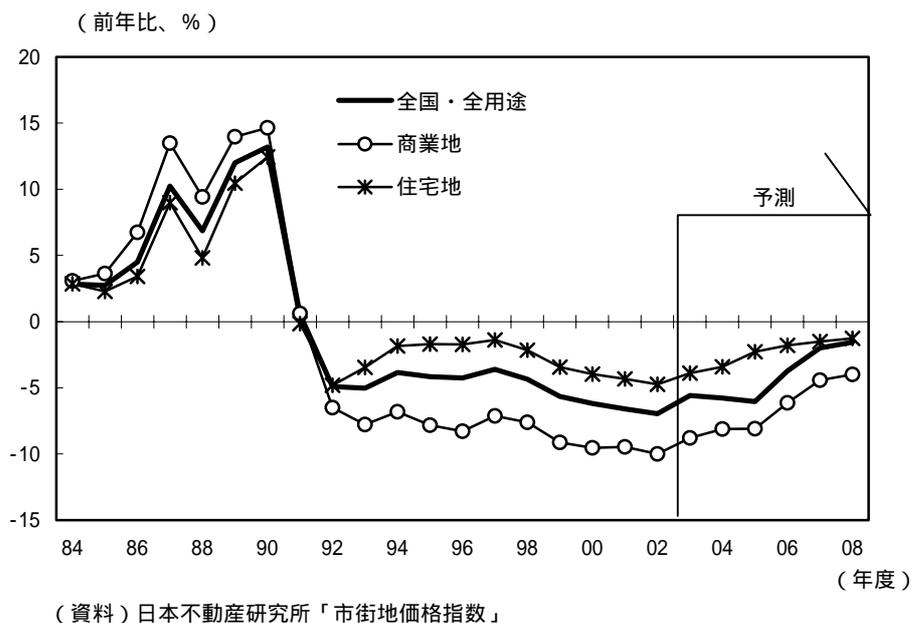
株価は、2004年度前半は景気の堅調な拡大や企業業績の改善を受けて底固く推移するが、2005年度にかけて景気が調整局面に入り、企業業績も低迷するため、軟調な展開となると予想される。再び上昇基調に転じるのは2005年度半ばあたりからで、デフレの終了、景気の順調な拡大を材料に買い進まれ、2006年度には日経平均株価で1万5千円台を回復しよう。これまで上昇局面で頭を押さえる要因となってきた持合解消の売りは、おおむね目処がついていると思われ、需給面での不安材料は小さいと考えられる。消費税引き上げ直後の景気の一時的な停滞の時期を除けばその後も上昇を続け、2008年度にかけては、日経平均株価で2万円を目指す展開となる（図表39）。

(図表39) 株価推移



足元の地価は、東京都区部など上昇する地点が増加しているが、地方の多くでは地価下落に歯止めがかかっておらず、全国平均でみると地価の下落傾向は続いている。今後は、景気が減速する2005年度まで、足元と同程度の下落幅で推移した後、商業地を中心に徐々に下落幅が縮小する見込みである。商業地は、金融機関の不良債権処理や企業のリストラの動きが今後も続くが、2006年度以降は景気回復を背景に下落幅の縮小が続く。住宅地は、消費税率引き上げによる住宅の駆け込み需要の影響から05、06年度に下落幅が縮小するものの、その後は、新規住宅需要の伸び悩みなどから下落幅縮小ペースが鈍化し、小幅ながらも下落傾向が続く見込みである(図表40)。

(図表40) 地価の推移



4 . 需要項目別に見た予測内容

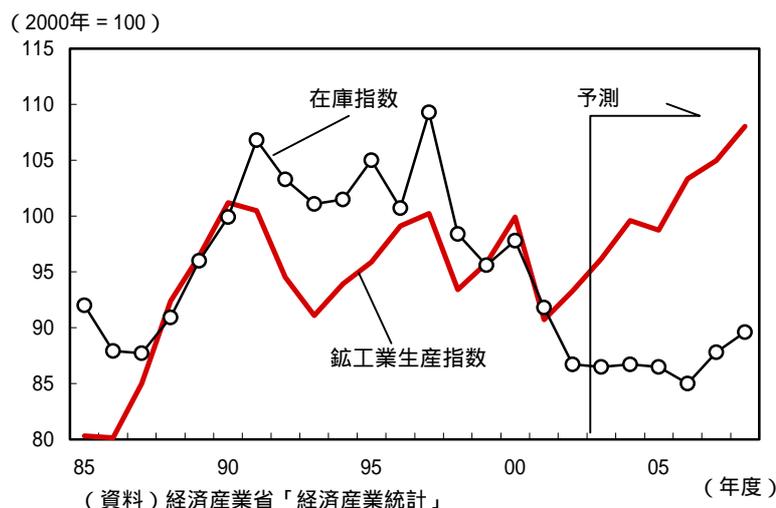
(1) 企業部門の動向

生産活動

好調な輸出に支えられて、生産は2003年初めから増加基調に転じていたが、輸出の伸びが鈍化したことを受けて2003年に入ると停滞感が広がった。その後、2003年秋以降は輸出の持ち直し、さらにデジタル家電関連の堅調な需要を背景に再び上昇基調に戻っている。輸出とデジタル家電関連の需要はともに当面堅調な推移が見込まれるうえ、設備投資関連の資本財生産の増加も加わって、生産の増加傾向は2004年度半ばまで続こう。2004年度後半になると米国景気を始めとした海外景気の減速を受けて、輸出が伸び悩み始める。デジタル家電関連の需要拡大は続くものの、デジタル家電本体とその部品も含めて、中国を始めとした海外での生産が進んでおり、国内の生産を大幅に押し上げる要因にはなりづらい。また、2005年に入ると設備投資の動きが一服してくることも、生産を抑制する一因となる。このため、生産は2004年度後半から2005年度半ばにかけて減少基調を続けると見込まれる（図表41）。

しかし、在庫水準が低いため生産調整も比較的軽微にとどまる見込みである。海外景気が立ち直り、輸出が回復し始める2005年度後半には生産も回復に転じ、2006年度中は堅調な増加が続こう。2007年4月に想定している消費税引き上げを控えた駆け込み需要も、2006年度中の生産増加を加速させる。2007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可能性がある。しかし、2008年北京オリンピックを控えての中国の需要拡大をはじめとして外需が堅調を維持することに加えて、設備投資も底堅く推移するため、生産が大きく落ち込むリスクは小さい。2008年度に向けて再び生産増加の勢いが増すことなるう（図表41）。

(図表41) 鉱工業生産・在庫指数の推移



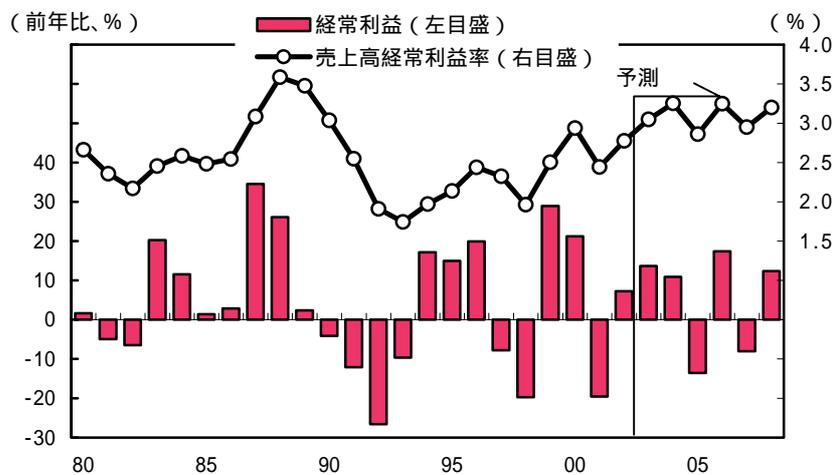
企業収益

企業の利益は、2004年度半ばまでは輸出をはじめとする出荷・売上の拡大に支えられて堅調に増加しそうであるが、2004年度後半から2005年度半ばにかけては景気の低迷を背景に減益に転じる見込みである。足元で上昇が続いている国際商品市況の上昇が投入コストを押し上げる一方で、最終消費者にはなかなか価格転嫁できないという状況も、利益を圧迫する要因として効いてくる。さらに、リストラ効果が一巡していることや、設備投資の増加を受けた減価償却費の負担の増加といったコスト増加の要因も加わってくる。

その後、2005年度末にかけては、景気の底打ちを受けて企業利益も持ち直し始めよう。2006年度には、輸出の順調な増加など景気の拡大に加えて、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る。2007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ような体制を整えつつあり、利益の落ち込みは小幅にとどまり、2008年度には再び増加に転じてくる（図表42）。

企業収益力（売上高経常利益率）の回復が続いており、今後も新規雇用の抑制などリストラの手を緩めないため、収益力は大きく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の変動にとどまろう。

（図表42）企業収益の動向



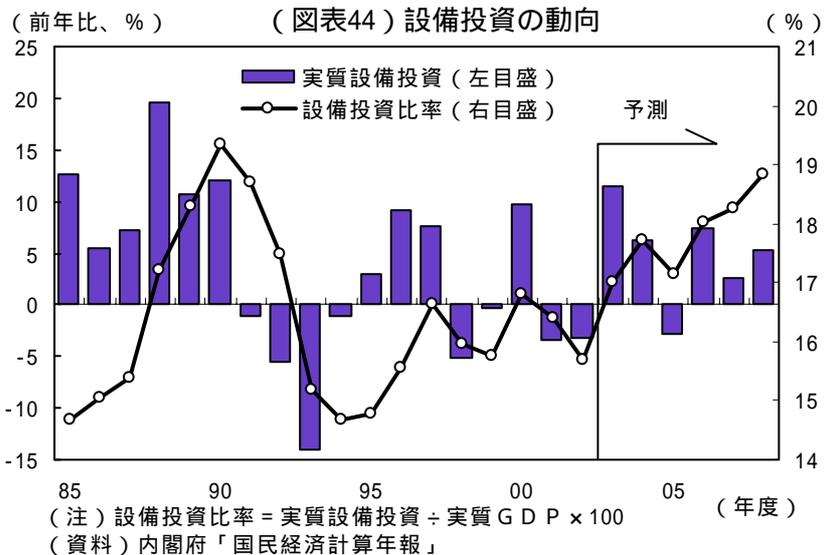
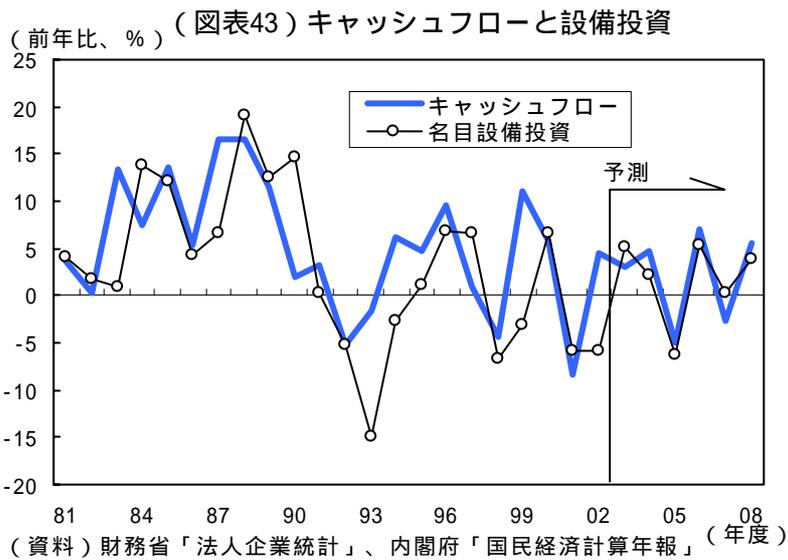
（資料）財務省「法人企業統計」

設備投資

2002年初めに生産が増加に転じ、設備稼働率も上昇したものの、企業の設備投資水準はまだ低い状態が続いた。さらに、収益が回復したにもかかわらず、設備投資はしばらく盛り上がり欠ける動きが続いていた（図表43）。しかし、2003年度に入ってこれまでは見送っていた能力増強投資などの大型投資が出てくるなど、製造業を中心に増加している。設備投資の増加は2004年中は続く見込みである（図表44）。2年以上にわたって設備投資の増加が続いたことに加えて、企業収益も減速しているため、2005年になると企業の設備投資の動きが一服してくる。もっとも、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

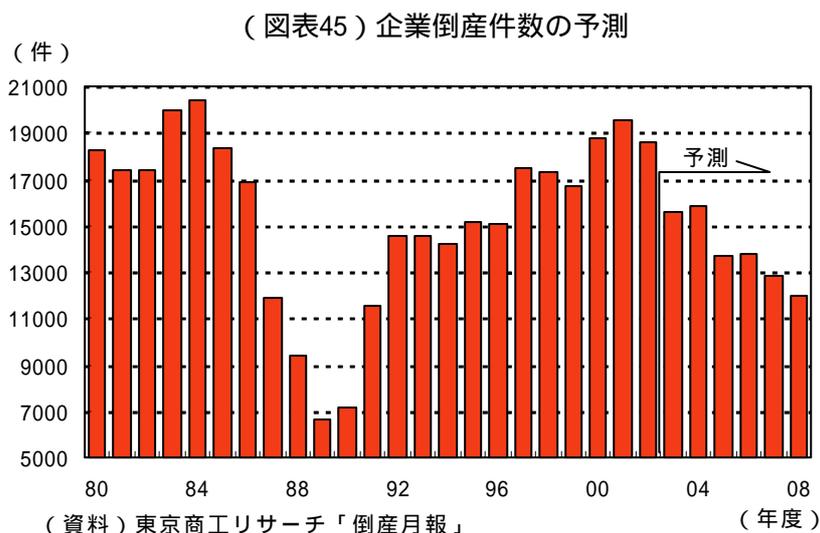
の落ち込みは長くは続かず、2005年度末には減少に歯止めがかかると考えられる。2006年度になると、景気が持ち直してくることや、消費税率引き上げ前の駆け込みの投資が出てくることによって増加しよう。2007年度は、駆け込みの反動によって年度前半は抑制気味となろうが、需要の強さを背景に持ち直しの動きが広がり、2008年度にかけて増加する見込みである（図表44）。

企業のバランスシート調整に目処がついて、过剩設備も減少していることを背景に実質ベースでみれば設備投資比率は上昇することになり、設備投資は実質経済成長を牽引する役割を果たすであろう。



企業倒産

企業倒産件数は、2003年度に大幅に減少した後も、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45）。短期的な循環の波はあるものの大きな落ち込みはなく、中期的には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、また90年代半ば以降、企業の倒産件数が増加し、かなりの企業が淘汰されたこと、などが理由として挙げられる。



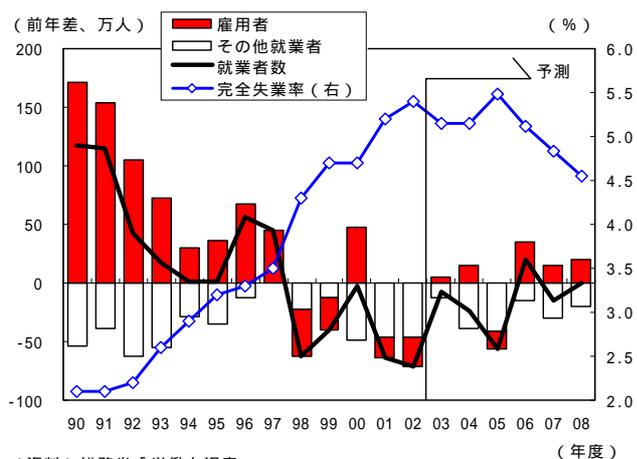
(2) 家計部門の動向

雇用・賃金

完全失業率は景気の回復を背景にやや低下してきている。2004年度は、企業収益の改善にともなって、雇用者の増加が見込まれるが、自営業者や家族従業者といったその他就業者の減少基調が続くこと、などから完全失業率の大幅な改善は見込みづらい。2005年度は、景気の減速を受けて雇用者が前年比減少に転じるため、完全失業率は上昇しよう。しかし、2006年度以降になると、景気が回復軌道に乗ってくることから、雇用者が増加し、完全失業者も減少してくるため、完全失業率は緩やかに低下する（図表46）。

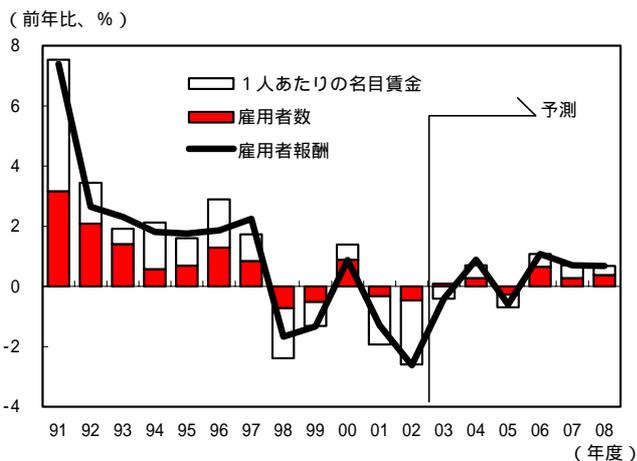
1人当たり名目賃金は、企業の人件費抑制姿勢に加えて、低コストの正社員以外の雇用拡大や、賃金水準の高い中高年層の労働力人口に占めるウェイト低下といった構造的な賃金下押し圧力が働くため、高い伸びは期待できない。ただし、企業の賃金制度は業績との連動性が強まっており、収益が改善すれば賞与を中心にある程度の増加は見込めるであろう。雇用者報酬は、景気に連動しながら、最高でも1%程度の伸びにとどまる見込みである（図表47）。

(図表46) 完全失業率と就業者数



(資料) 総務省「労働力調査」

(図表47、前掲図表3) 雇業者報酬の要因分解

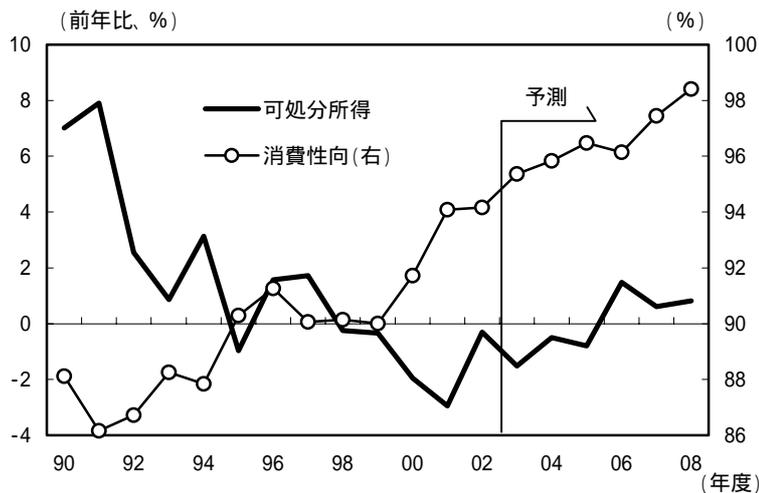


(資料) 内閣府「国民経済計算年報」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」

可処分所得

- 家計の可処分所得は、雇業者報酬だけでなく、廃業率の上昇を背景に個人企業の所得も伸び悩むことから大幅な増加は期待できない。2005年度までの可処分所得は、社会保障保険料の引き上げの影響や低金利による財産所得の減少から減少基調で推移する。しかし、2006年度以降は、景気回復を背景に可処分所得は小幅ながら増加を続ける見込みである。年金保険料率の引き上げが続くものの、可処分所得を押し下げるほどには社会保障給付が削減されず、金利上昇による財産所得の拡大が見込まれるためである(図表48)。

(図表48) 可処分所得と消費性向の推移



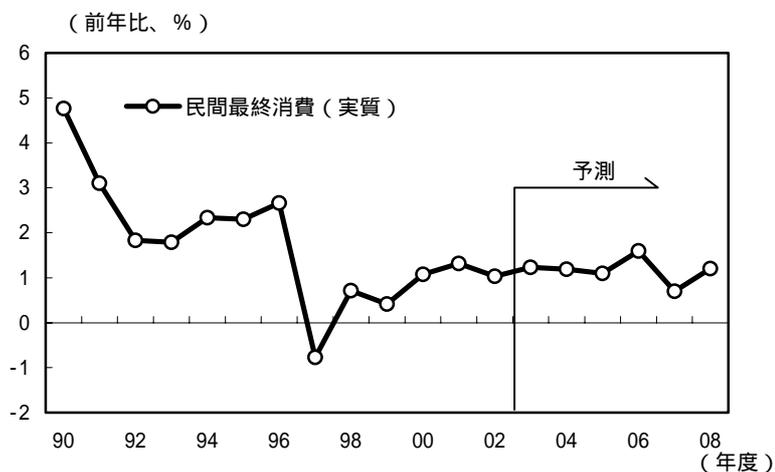
(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

個人消費

実質消費支出は、消費税率引き上げ前後にやや変動するものの、基本的には景気動向に大きく左右されず、安定的に推移する見込みである。2005年度までは、物価下落傾向が続くことから実質所得はさほど落ち込まず、消費は底固さを維持する。2006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、景気に対してプラスに寄与する。2007年度以降の消費は、消費税引き上げの影響により抑制されるが、所得は緩やかながらも増加を続けるため大幅な落ち込みには至らない（図表49）。

2000年以降、所得環境の厳しさが続いたが、家計は消費性向を引き上げることで消費水準を維持してきた。2003年度以降の消費性向は、景気が回復する2006年度に若干の低下を見込むものの、中長期的に続く高齢化の進展などを背景に上昇傾向を維持する。こうした消費性向の上昇は、消費をある程度下支えする（図表48）。

（図表49）個人消費の推移



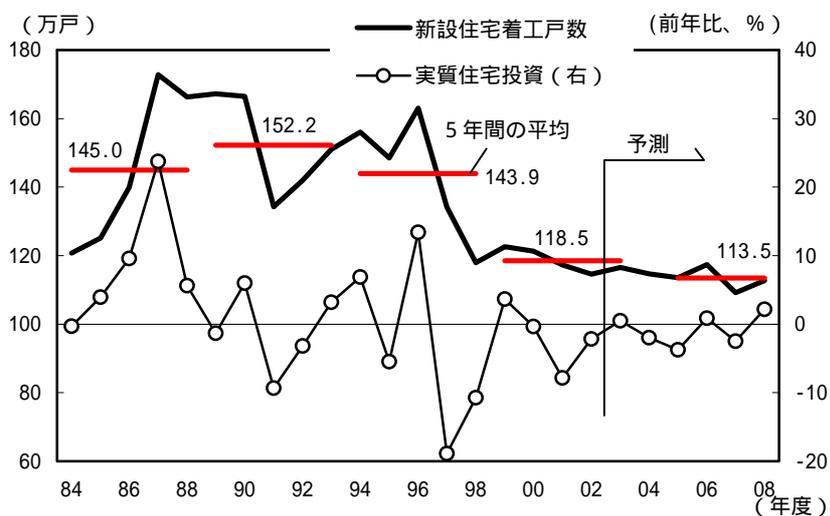
（資料）内閣府「国民経済計算年報」

住宅投資

消費税率引き上げ前の駆け込み需要で96年度に163万戸まで拡大した新設住宅着工戸数は、その後の不況で120万戸程度（99～2003年度平均：118.5万戸）まで減少した。今後（2004～08年度平均）は114万戸程度まで水準が低下するが、消費税率引き上げ前の駆け込み着工もさほど小さくなく、安定的に推移する見込みである（図表50）。

短期的な住宅投資は、税制や金利によって変動するが、近年ではこうした政策による住宅投資刺激効果は減衰しており、今後は所得を中心とする景気動向で決定されると考えられる。中長期的には、住宅投資は世帯数伸び率や住宅の耐久性などで決定される。ただ、世帯数伸び率は、若年人口の減少を背景に低下傾向を続けると予想される。また住宅の耐久性は、性能の向上などから長期化する傾向にあり、住宅建替需要は減少している。住宅取得年齢層に入る団塊ジュニアが、住宅需要を押し上げる可能性があるが、可処分所得の伸び悩みや地価の下落傾向なども考慮すると、大きな期待は持ちづらい。

（図表50）住宅投資の動向



（資料）国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算年報」

(3) 海外部門の動向

円相場

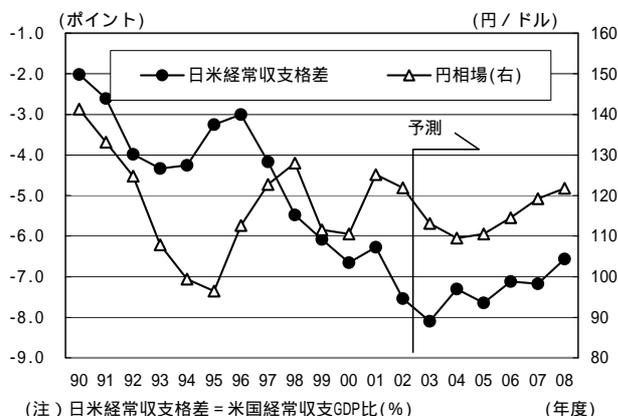
円相場は、緩やかに円安が進むと予測している。日本の景気が持ち直してきても、日米の経済成長率を比較すると日本の方が低い状態が続くことに加えて、日本の経常収支黒字の縮小を見込んでいるためである。米国の経常赤字は続くものの、日本の経常黒字が縮小するため、日米の経常収支格差は小さくなると思われる(図表51)。

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(図表52)、80年代後半から90年代前半まで、日本の輸出品の米国市場での競争力を表すPPP(1)が円相場の動きに比較的あっていた。しかし、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ていると考えられる。

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。

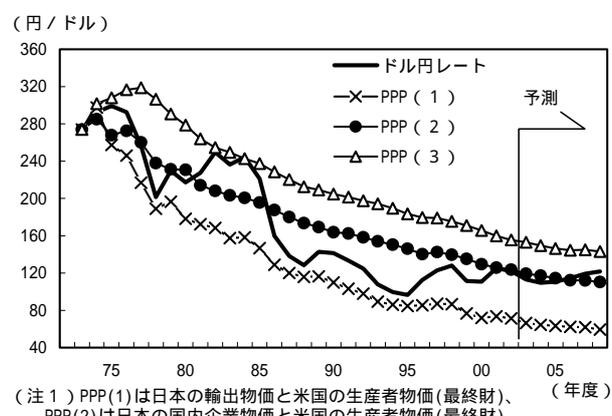
今後は経済のサービス化が進み、サービスの国際取引が増える可能性もある。このため、サービスも含んだ消費者物価に基づくPPP(3)もある程度参考指標となってくるであろう。ただし、サービスの多くは国際取引に適さないのが実情であり、PPP(3)よりもPPP(2)に近いところに、ドル円相場の中長期的な平均レートがあるとみている。

(図表51) 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
 (資料) 米商務省「Survey of Current Business」、
 日本銀行「金融経済統計月報」

(図表52) 購買力平価と円相場の推移

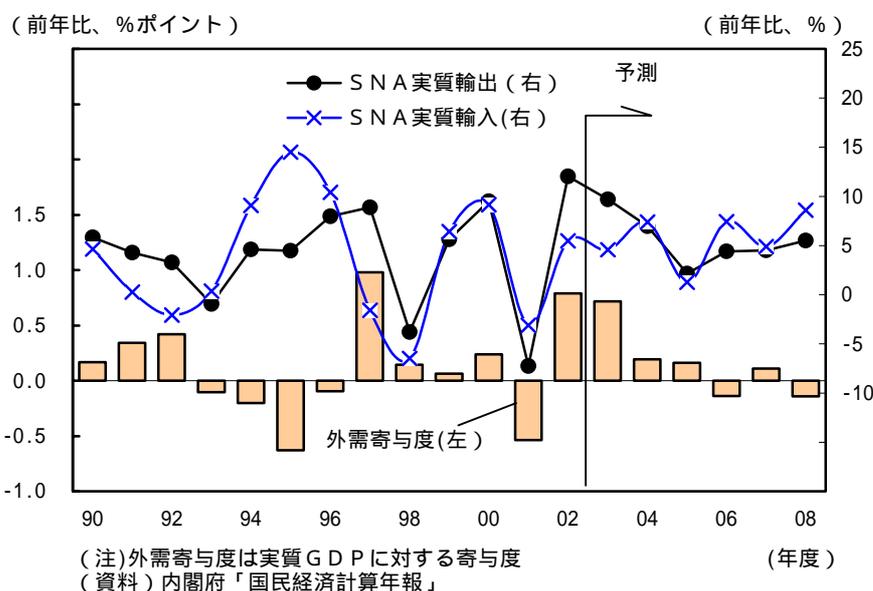


(注1) PPP(1)は日本の輸出物価と米国の生産者物価(最終財)、
 PPP(2)は日本の国内企業物価と米国の生産者物価(最終財)、
 PPP(3)は日米の消費者物価、
 (資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、
 米労働省「Monthly Labor Review」

輸出・輸入

輸出は、03年度前半に海外景気の停滞やSARSの影響により伸び悩んだが、後半には海外景気の回復に伴い、エレクトロニクス関連部品を中心に大幅に増加した。2004年度前半もエレクトロニクス関連部品や資本財が輸出全体をけん引すると予想している。しかし、2004年度後半になると、海外景気が減速して輸出の伸びが鈍化する。2005年度前半も輸出の低迷は続くが、後半になると海外景気の持ち直しにより増加に転じてくる。2006年度から2008年度にかけては、海外景気の拡大や北京オリンピック関連の需要を背景とした輸出の増加が見込める(図表53)。輸入は国内景気の回復に伴い増加しており、2004年度前半は生産活動に必要な素原材料やアジアの生産拠点からの製品輸入を中心に増加を続けると見込まれる。2004年度後半になると、国内景気が減速し生産も減少することから、部品や原材料など生産財を中心に輸入は低迷するとみられる。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伴って輸入が増加してくる。06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、07年度はその反動が現れる。08年度は景気回復を受けて輸入の伸びが高まる(図表53)。外需寄与度は、2003年度に+0.7%ポイントと大幅に成長率を押し上げ、2004年度~2005年度もプラスとなるが、内需の盛り上がる2006年度と2008年度はマイナスに転じる見込みである。日系企業のアジアへの生産拠点シフトやアジア企業の供給力の向上による輸入浸透度の上昇という構造要因のため、平均してみると輸出に比べ輸入の方が高めの伸びとなる(図表53)。

(図表53) 実質輸出・実質輸入と外需寄与度の推移



(図表54) 中期見通し予測総括表

(年度)	実績			予測						
	2000	01	02	03	04	05	06	07	08	
名目GDP成長率	前年比、%	1.0	-2.4	-0.7	0.4	-0.2	-1.1	1.5	1.8	1.7
内需寄与度		1.3	-1.9	-1.1	-0.1	0.2	-1.1	1.7	1.8	2.2
個人消費		-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	1.1	2.0	1.8
住宅投資		-0.6	-8.9	-3.3	0.2	-2.9	-4.3	0.6	-1.9	1.7
設備投資	前年比、%	6.6	-5.8	-5.8	5.2	2.2	-6.4	5.3	0.2	3.9
在庫投資(寄与度)		0.5	-0.4	0.3	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.0
政府消費		4.3	5.3	6.3	2.2	2.8	2.6	2.6	2.7	2.7
公共投資		-8.5	-6.8	-6.3	-13.5	-8.1	-4.9	-3.1	-1.4	-0.9
外需寄与度		-0.3	-0.5	0.5	0.5	-0.3	0.0	-0.2	0.0	-0.5
輸出	前年比、%	6.7	-6.0	8.4	5.2	3.9	0.9	6.1	6.6	4.8
輸入		11.5	-2.1	4.3	0.7	7.7	1.3	8.6	6.9	9.3
民需(寄与度)	前年比、%	1.3	-1.9	-0.8	0.7	0.2	-1.3	1.3	1.3	1.7
公需(寄与度)		0.1	-0.1	-0.3	-0.9	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.5
実質GDP成長率	前年比、%	3.0	-1.2	1.2	2.7	1.9	0.4	2.3	1.2	1.9
内需寄与度		2.8	-0.7	0.4	2.1	1.7	0.2	2.4	1.1	2.0
個人消費		1.1	1.3	1.0	1.2	1.2	1.1	1.6	0.7	1.2
住宅投資		-0.3	-7.8	-2.1	0.5	-2.0	-3.8	0.9	-2.5	2.2
設備投資	前年比、%	9.7	-3.5	-3.3	11.4	6.2	-2.9	7.5	2.5	5.2
在庫投資(寄与度)		0.5	-0.5	0.4	0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.0
政府消費		4.7	2.7	2.1	1.2	2.6	3.0	2.0	0.9	2.5
公共投資		-7.8	-5.2	-5.0	-12.1	-6.8	-3.6	-2.7	-2.3	-1.5
外需寄与度		0.2	-0.5	0.8	0.7	0.2	0.2	-0.1	0.2	-0.1
輸出	前年比、%	9.5	-7.2	12.0	9.5	7.0	2.4	4.9	5.0	5.5
輸入		9.2	-3.1	5.5	4.9	7.3	1.1	7.3	4.9	8.6
民需(寄与度)	前年比、%	2.6	-0.7	0.4	2.6	1.6	-0.1	2.1	1.0	1.6
公需(寄与度)		0.2	0.0	0.0	-0.5	0.1	0.3	0.2	0.1	0.4
GDPデフレータ	前年比、%	-2.0	-1.2	-1.8	-2.3	-2.1	-1.4	-0.9	0.6	-0.2
経常収支	兆円	12.4	11.9	13.4	16.6	13.8	15.2	11.6	11.3	8.1
貿易収支	兆円	11.5	9.0	11.6	13.2	12.5	12.5	8.6	7.9	4.4
経常黒字対GDP比率	%	2.4	2.4	2.7	3.3	2.8	3.1	2.3	2.2	1.6
鉱工業生産	前年比、%	4.3	-9.1	2.8	3.1	3.6	-0.9	4.6	1.6	2.9
消費者物価		-0.6	-1.0	-0.6	-0.3	-0.3	-0.5	0.4	2.1	0.7
除く生鮮食品	前年比、%	-0.5	-0.8	-0.8	-0.1	-0.3	-0.5	0.4	2.1	0.7
国内企業物価指数		-0.6	-2.4	-1.6	-0.6	-0.6	-1.2	0.0	1.1	0.3
可処分所得	前年比、%	5.0	-2.9	-0.3	-1.5	-0.5	-0.8	1.5	0.6	0.8
消費性向	%	91.7	94.1	94.2	95.4	95.8	96.5	96.1	97.5	98.4
完全失業率	%	4.7	5.2	5.4	5.2	5.1	5.5	5.4	5.1	5.0
新設住宅着工戸数	万戸	121.3	117.3	114.6	116.5	114.7	113.6	117.4	109.2	112.7
持家		43.8	37.7	36.6	37.3	36.5	36.3	37.2	34.0	35.8
貸家	万戸	41.8	44.2	45.5	45.6	45.1	45.2	46.5	44.0	45.0
分譲		34.6	34.4	31.6	32.8	32.3	31.7	33.0	30.5	31.3
給与		1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
売上高(法人企業統計)	前年比、%	3.3	-3.3	-5.6	3.5	4.0	-1.9	2.7	0.5	2.4
経常利益(法人企業統計)	前年比、%	21.2	-19.6	7.2	13.6	10.9	-13.6	16.6	-8.8	11.1
売上高経常利益率(法人企業統計)	%	2.9	2.4	2.8	3.0	3.3	2.9	3.3	3.0	3.2
倒産件数(東京商工リサーチベース)	前年比、%	12.2	4.1	-5.0	-16.0	1.2	-13.3	0.7	-7.2	-6.3
地価(市街地価格指数の全国・全用途)	前年比、%	-6.2	-6.6	-7.0	-5.6	-5.8	-6.0	-3.7	-2.0	-1.6
公定歩合	期末値、%	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.50
短期金利(無担保コール翌日物)	期中平均、%	0.153	0.008	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.250
長期金利(新発10年国債)	期中平均、%	1.64	1.36	1.12	1.12	1.31	1.29	1.75	2.20	2.80
日経平均株価	期中平均、円	15,597	11,439	9,582	9,944	11,700	11,000	14,500	13,800	17,000
T O P I X	期中平均、ポイント	1,442	1,134	932	981	1,163	1,088	1,400	1,350	1,650
円相場	期中平均、円/ドル	110.5	125.1	121.9	113.0	109.5	110.5	114.5	119.3	121.8

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