調査レポート０２／１０３
２００３年２月２０日

日本経済の中期見通し（2003年度～2007年度）

～少子高齢化社会への適応を図る日本経済～

＜要　旨＞

○ 日本経済の中期的な成長率に影響を与える要因として、少子高齢化の進展と設備投資の低迷という二つが重要であろう。この二つの要因の分析によって見通される日本経済のこれからの姿は、上昇あるいは下降といった中期的な一方向のトレンドを続ける経済ではない。かわりに浮かび上がってくるのは、低い成長レンジで短期的な変動を繰り返す日本経済の姿である。

○ 2003年度から2007年度までの成長率を平均すると実質＋0.8%という低い伸びにとどまると予測される。2003年度は設備投資の下支えにより年度半ばまでは景気回復が続くが、それ以降は後退局面に入るため、2002年度よりは成長率が低下する。2004年度は前年度後半からの景気後退が本格化するため、成長率はマイナス領域に入ってくる。2005年度になると景気は後退から再び回復に転じ、2006年度には回復力が増してくる。2007年4月に消費税率の引き上げ（5%→7%）を想定しているため、2006年度は駆け込み需要によって成長率が高まる。もっとも、2007年度にはその反動から成長率は大幅に鈍化する。

○ 予測期間を通じて少子高齢化がさらに進展し、個人消費の高い伸びは期待できない。また、設備投資は企業収益に連動して比較的短い変動を続け、中期的な盛り上がりは期待しにくい。さらに、財政再建への取り組み、不良債権の処理、過剰ストックの削減が続けられるが、すぐに問題が解消するわけではない。

○ しかし、少子高齢化が進み、日本経済が成熟型社会へ移行すると考えるならば、もとより個人消費の高い伸びや、生産量の拡大を目的とした設備投資の急速な拡大は期待できない。そう考えてみると、本見通しで示された成長率のイメージはそれほど悲観的な結果ではない。また、財政構造の改革、不良債権処理、過剰供給力の解消といった問題は、解決に向けて着実に対応しているかどうかが重要であり、解決に時間がかかることはある程度甘受しなければならない。大事なことは少子高齢化社会の到来という不可避の環境変化に対応した、効率的で生産性の高い経済社会の構築をきちんと進めていくということである。そして成長率の高さを競うのではなく、安定的な成長を実現することが重要となってこよう。

○ 消費税率引き上げを想定している2007年度を除けば、予測期間を通して物価の下落が続く。ただ、少子高齢化時代に適応した成熟型社会への移行が円滑に進んでいる限り、物価上昇率がプラスかマイナスかという問題はあまり重要ではないであろう。

UFJ総合研究所

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

１．景気の現状と中期的な位置づけ

（１）中期的にみた景気の現状

○ バブル崩壊後の日本経済は年毎の変動はあるものの、平均してみれば低い成長を続けている。また、先行きの見通しについては、しばらく低成長が続くとの見方が大勢である。本中期見通しでも2003年度から2007年度まで平均すれば＋0.8%という低い伸びにとどまると予測している。

○ それでは、低成長が続く理由は何であろうか。世の中ではさまざまな構造要因が低成長の理由として挙げられている。それらの中には低成長の原因と考えられる要因もあれば、どちらかというと低成長の結果として生じた要素が強いものもある。例えば、デフレの継続、不良債権の増加、財政赤字の拡大といった要因は低成長の結果生じてきた構造問題と捉えることができる。

○ これに対して、中期的な成長を決定する重要な構造要因として少子高齢化の進展が挙げられる。少子高齢化の進展は今に始まったことではなく、出生率や人口増加率は70年代初めにピークをつけている。その後の長寿化を伴った急速な少子高齢化の進展は、所得構造や消費構造に影響を与え、低成長の一因となっている。また、同時に個人消費の安定化に寄与し、景気変動を平準化させる効果もある。

○ 経済の中期的な変動を形成する需要項目としては設備投資が挙げられる。しかし、設備投資比率（設備投資÷ＧＤＰ）でみると、設備投資の中期的拡大はバブル経済時に盛り上がって以降は現れておらず、変動は小規模、短期的なものになっているようである。こうした設備投資動向の変化の背景としては、企業の期待成長率の低下、過剰設備、企業の財務構造の悪化といった要因が考えられる。

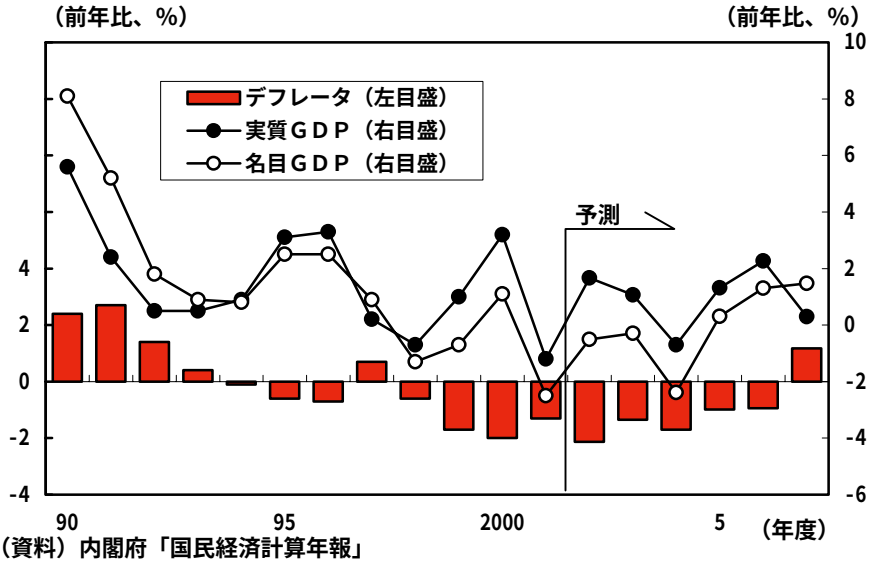
（２）中期的な見通し

○ 本見通しでは、日本経済の中期的な成長率に影響を与える少子高齢化や設備投資の低迷といった要因について分析する。こうした構造要因の分析を通じて導き出される日本経済の中期的な姿は、中期的な上昇トレンドや下降トレンドを示すというよりは、低い成長水準での短期的な変動を繰り返すといったイメージである。

○ 予測期間を通じて少子高齢化がさらに進展し、個人消費の高い伸びは期待できない。一方、設備投資は比較的短い変動を続け、中期的な盛り上がりは期待できない。また、低成長が続く中、デフレ状態が継続するであろう。こうした状況下で、財政再建への取り組み、不良債権の処理が続けられるが、状況は大きく変化しないと思われる。総じて言えば、従来の右肩上がりの成長から一定の範囲内で拡大・縮小を繰り返す成熟型社会への転換が一層進むことになろう。

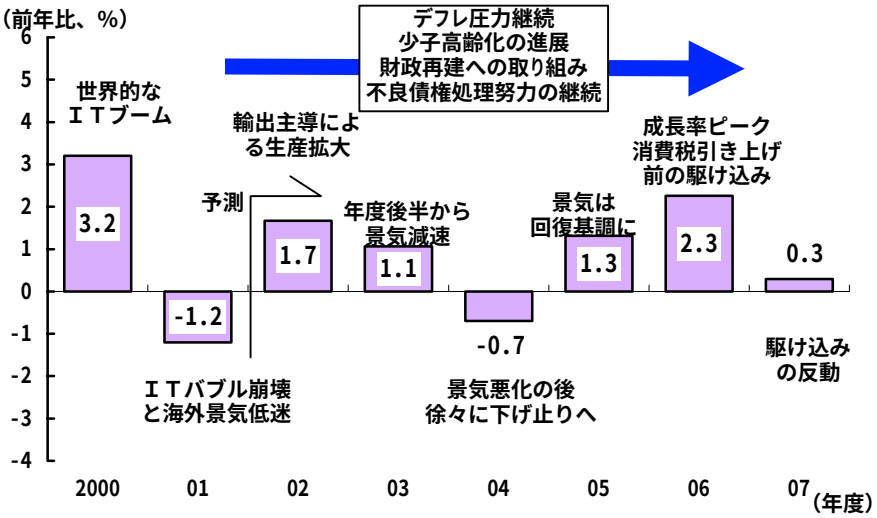
○ 年毎の成長率のイメージを概観すると（図表１）、2003年度は設備投資の下支えなどにより年度半ばまでは景気回復が続くが、それ以降は後退局面に入るため、2002年度よりは成長率が低下する。2004年度は前年度後半からの景気後退が本格化するため、成長率はマイナス領域に入ってくる。2005年度になると景気は後退から再び回復に転じ、2006年度には回復力が増してくる。2007年４月に消費税の引き上げ（５%→７%）を想定しているため、2006年度には駆け込み需要によって成長率が高まる。しかし、2007年度にはその反動から成長率は大幅に鈍化する。2007年度にはＧＤＰの名実逆転現象が解消するが、これは消費税引き上げの影響によるものである。

（図表１）景気の中期的なイメージ



（資料）内閣府「国民経済計算年報」

【中期的な経済成長のシナリオ：実質ＧＤＰ成長率】

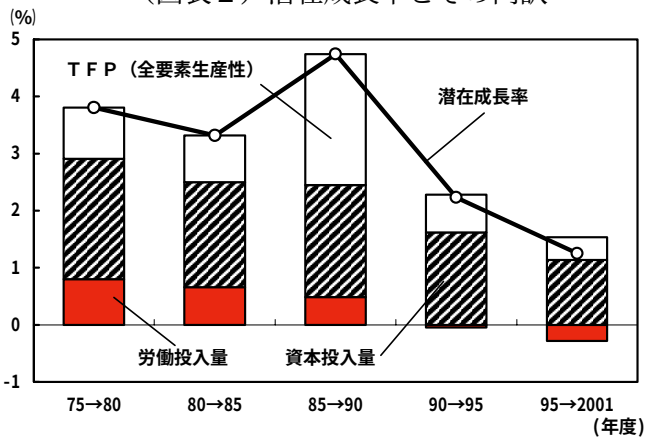


（３）潜在成長率

○ 現在の日本経済の潜在成長率については、標準的なコブ・ダグラス型生産関数を用いた試算では90年代後半に1.3%程度まで低下しているとみられる（図表２）。この試算によると、デフレギャップとインフレギャップの存在を示す実際の成長率と潜在成長率との伸び率格差は、90年代前半ほどではないが、足下でもマイナスの状態（実際の成長率の伸びが潜在成長率の伸びを下回る状態）が続いている（図表３）。

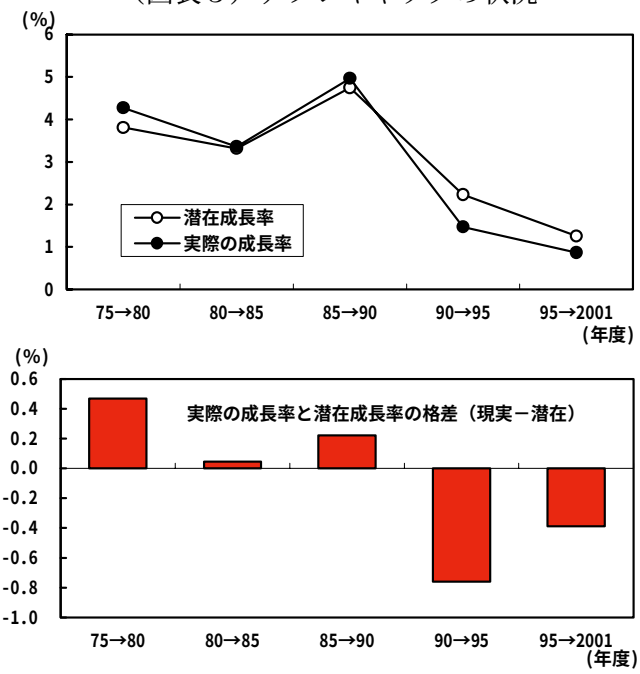
○ 2007年度までの潜在成長率については、90年代後半と概ね同水準で推移すると考えられる。労働力人口の減少や労働時間の短縮の動きなどから労働投入量は押し下げ要因となる可能性があるが、設備投資の増加や設備稼働率の上昇によって資本投入量が増加し、情報技術など新技術の活用によって生産性の伸びが拡大すれば、その落ち込みを補うことができると思われる。一方、2002年度～2007年度にかけての実際の成長率は平均0.8%程度と予想され、デフレ圧力は予測期間を通じて残るとみられる。

（図表２）潜在成長率とその内訳



（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」
【潜在成長率の推計方法】
ln(Y/LH)=-4.4613+0.0024*T1+0.0051*T2+0.37*ln(KS/LH)
(418.13) (7.18) (12.86)
Adjusted R*R=0.8512 D.W.=2.0125
推計期間：1975/1Q～2002/3Q
ただし、Y：生産量(実質GDP)
KS：稼動資本量(K:稼働率、S:資本ストック)
LH：稼動労働量(L:就業者数、H:労働時間)
T1：75/1Qから86/4Qまで１次増加、以降横ばいのタイムトレンド
T2：87/1Qから93/4Qまで１次増加、以降横ばいのタイムトレンド
0.37は75年以降の資本分配率の平均。
(労働分配率=雇用者所得/国民所得、資本分配率=１－労働分配率)

（図表３）デフレギャップの状況



（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」

２．中期的な見通しを予測する上でのポイント

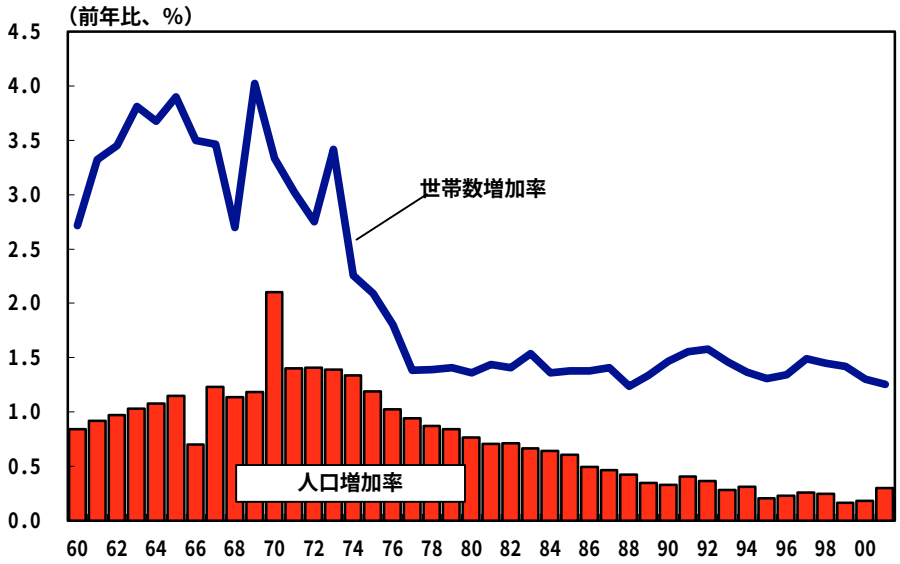
前述のとおり、少子高齢化の進展と中期的な設備投資の変動は、中期的な見通しを考える上で重要なポイントである。以下、この２つの要因について分析してみる。

（１）少子高齢化が及ぼす影響

①人口動態の変化

○ まず、人口動態の変化について概観しよう。人口増加率は70年代初めにピークアウトした後、低下傾向が続いている。国立社会保障・人口問題研究所の見通し（中位予測値）によると、2007年には人口が減少に転じる見込みである。世帯数増加率は、核家族化の進展などにより人口増加率に比べればやや高いとはいえ、70年代前半に急低下したのち低迷が続いている（図表４）。

（図表４）人口増加率と世帯数増加率

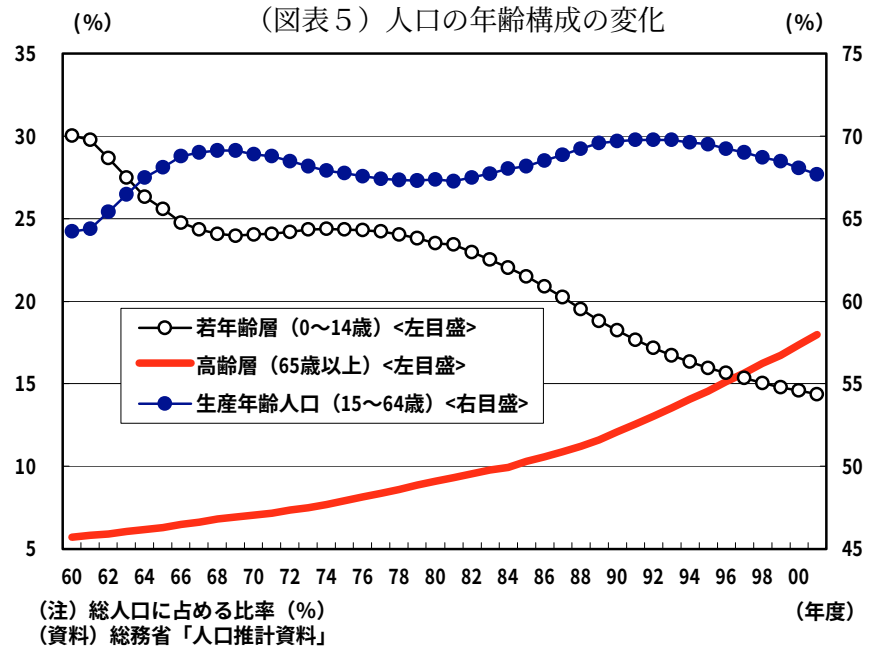


（注）70年は、72年に復帰した沖縄の人口を含む。
（資料）総務省「日本統計月報」、「住民基本台帳」

○ 次に人口の年齢別構成の変化をみると、少子化を反映して若年層の割合が低下を続ける一方で、長寿化の影響もあって高齢層の割合が上昇している。ちなみに1997年に65歳以上人口が0～14歳人口を上回り、生産年齢人口（15～64歳）の割合は1992年をピークに低下に転じている。少子化の影響は、当初、若年人口の減少要因となるだけであるが、いよいよ労働の担い手である生産年齢人口の減少として現れるようになってきている（図表５）。

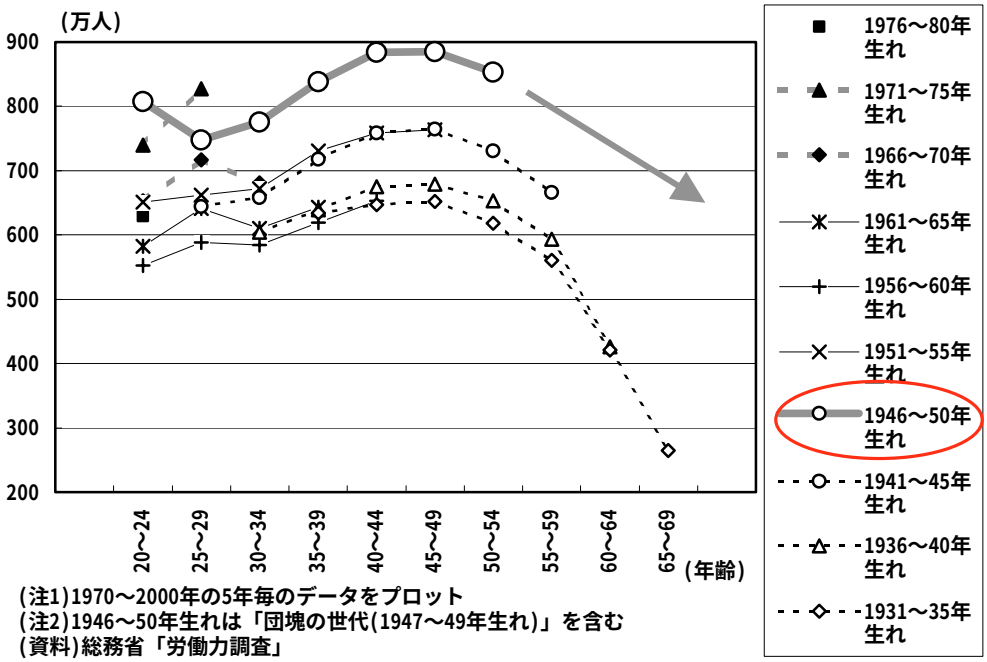
○ 本中期見通しの期間を超えて、今後10年後を考えると、現在50代半ばの団塊世代（1947～1949生れで全人口の5%強を占める）の現役生活からの引退が視野に入ってくる（図表６）。足元の失業問題と同時に将来の労働力不足も考慮すべき重要課題である。

（図表５）人口の年齢構成の変化



（注）総人口に占める比率（%）
（資料）総務省「人口推計資料」

（図表６）生れ年別労働力人口の推移



(注1)1970～2000年の5年毎のデータをプロット
(注2)1946～50年生れは「団塊の世代(1947～49年生れ)」を含む
(資料)総務省「労働力調査」

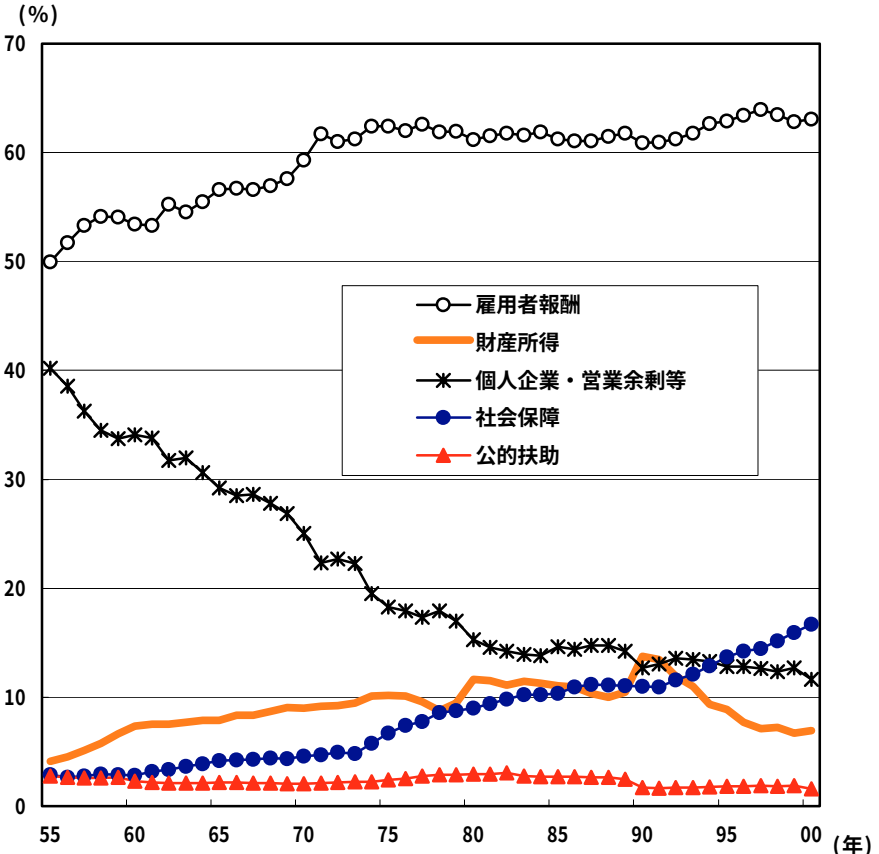
②年代構成の変化が及ぼす影響

○ 人口の年齢別構成の変化は、所得分配の状況に影響してくる。家計部門の収入源の変化をみると、働いて得る所得、具体的には自営業者の収入と雇用者報酬を合計したウェイトが低下している。まず、主としてサラリーマンの給与所得を表す雇用者報酬は70年代前半までは所得全体に占めるシェアを拡大させていたが、それ以降は全収入の6割強の水準でほぼ横ばいを続けている。また、主として自営業者の収入を表す個人企業・営業余剰は一貫してその割合を低下させており、70年代はじめには粗収入の2割強を占めていたが、足元では1割強を占めるに過ぎなくなっている。これに対して、家計の収入源としてウェイトを増してきたのが、老齢年金の給

付が大半を占める社会保障であり、70年代はじめの5%前後から現在は15%強に達している（図表７）。

○ このように、家計の収入源のうち、景気動向に敏感な自営業の収入のウェイトが下がり、景気動向に左右されにくい年金受給のウェイトが高まってくると、収入面の景気への感応度が低下し、結果として家計の消費支出行動が景気にあまり左右されず安定的になる可能性がある。

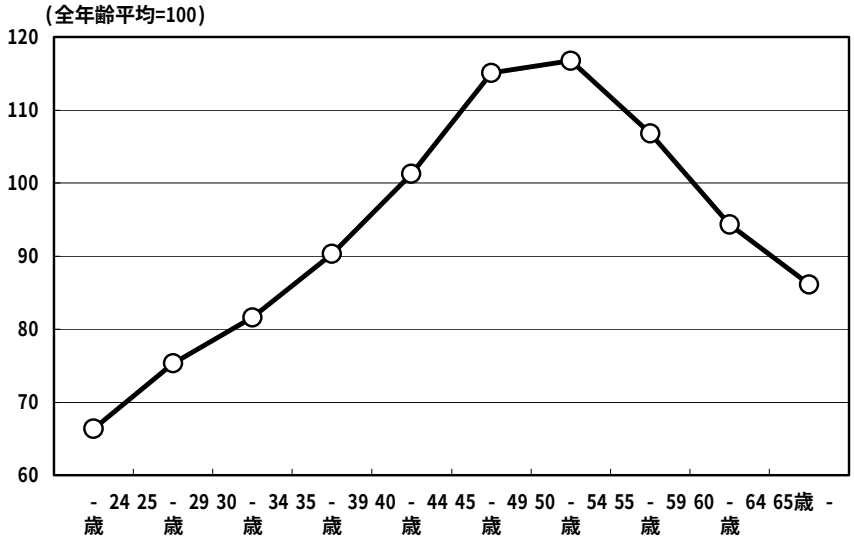
（図表７）家計の収入源の変化



(注)家計の粗収入(＝雇用者報酬＋財産所得＋営業余剰･混合所得＋社会保障＋公的扶助）に対する比率。混合所得には家族労働者への報酬が含まれる。89年以前は68SNAの数値。
(資料)内閣府「国民経済計算年報」

○ 需要面からみると、団塊の世代の消費がライフステージからみてピークアウトしてきており、消費の下押し要因となる。すなわち、世帯あたりの消費は、50代前半にピークとなり、50代後半、60代と年齢を重ねると減少してくる。これから、40代、50代を迎える世代が他の世代に較べて数が少ないことも、中期的に消費にマイナス要因となろう。団塊の世代の子供が中心となって形成する団塊ジュニア世代（71～74年生れ）が30代半ばに差し掛かりライフステージの面からは消費の拡大期に入ってくるものの、団塊世代と比較した人口数や昨今の所得の伸び悩みを考慮すると、消費全体を盛り上げるには力不足であろう（図表８）。

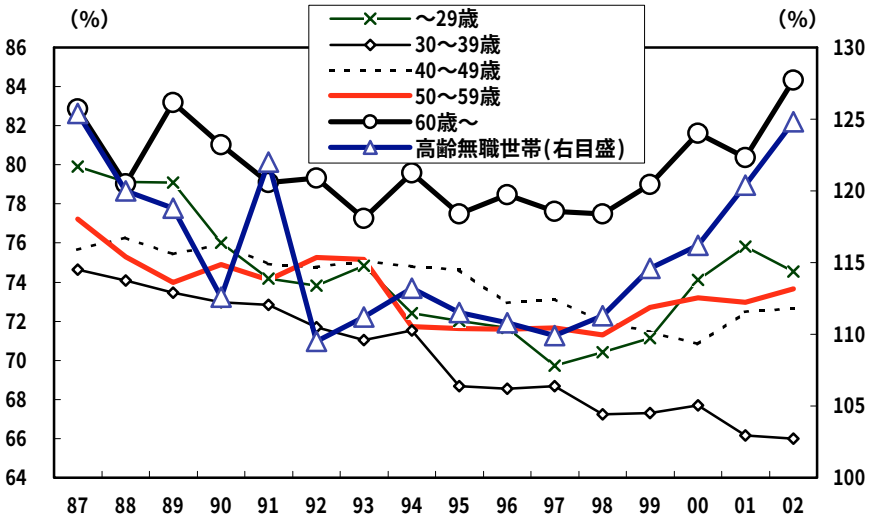
（図表８）年齢別消費パターン



(注)1990～2001年の世帯主の年齢階級別の消費支出のデータを基に作成
(資料)総務省「家計調査年報」

○ 一方、高齢化が進展すると消費性向が上昇する。高齢者は将来不安が高いため、消費せずに貯蓄をしているとの指摘もあるが、実際には高齢者貯蓄を取り崩して消費している。年代別に消費性向をみると、高齢者ほど消費性向は高く、近年上昇すらしている。特に無職の高齢者世帯は貯蓄を取り崩して消費に回すのが一般的であり,消費性向は100%を超えている。消費性向の高い高齢者の割合が高まってくることは、経済全体でみた消費性向を上昇させる（図表９）。

（図表９）年齢別消費性向

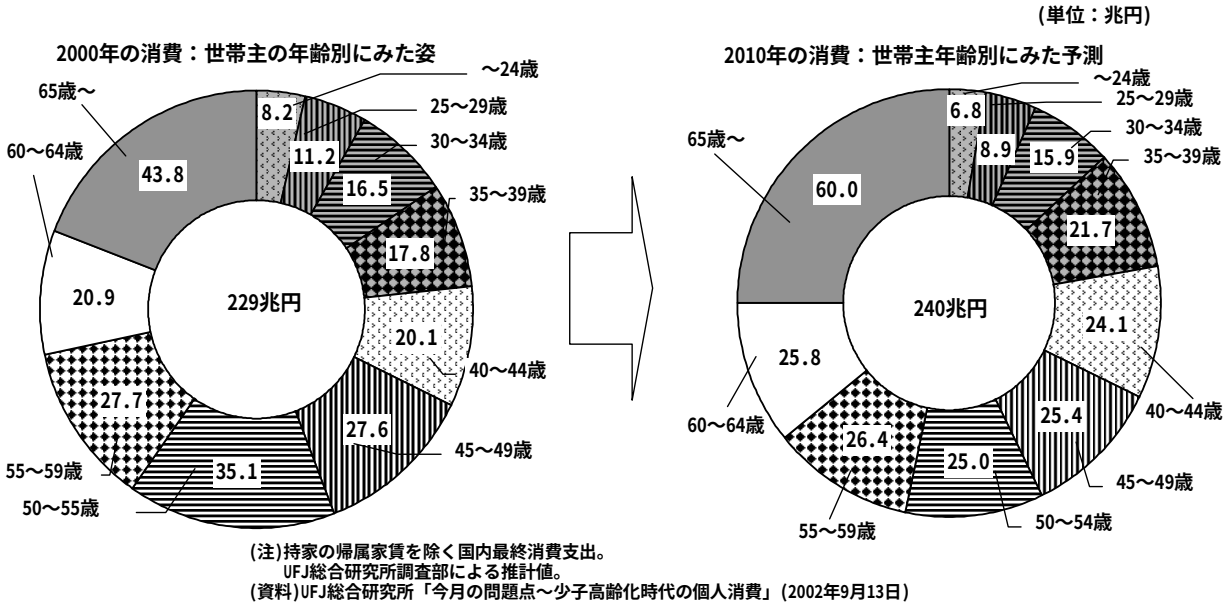


（注1）高齢無職世帯以外は、勤労者世帯。
（注2）2002年度は直近1年間（02年1月～02年12月）の値を使用。
（資料）総務省「家計調査年報」

○ 年齢別にみたマーケットとして注目されるのは高齢者市場である。世帯主年齢別にみて、65歳以上の消費が全体に占める割合は2010年に25.0%に達し、60歳以上では35.8%に上昇する（図表10）。

○ このように少子高齢化の影響は、所得分配や家計の消費行動を中心として、経済全体に影響を及ぼしてくることになる。

（図表10）世帯主年齢別・個人消費の予測



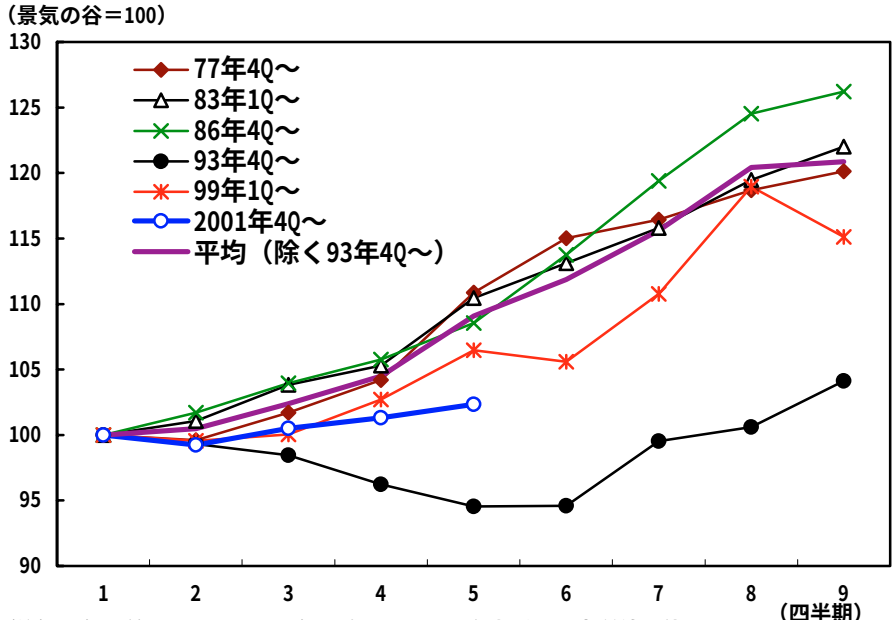
(注)持家の帰属家賃を除く国内最終消費支出。
UFJ総合研究所調査部による推計値。
(資料)UFJ総合研究所「今月の問題点～少子高齢化時代の個人消費」(2002年9月13日)

（２）企業部門の抱える課題

①設備投資の低迷

○ 2001年初めからの今次景気回復局面において、設備投資の回復の遅れが目立っている。過去の景気回復局面と比較してみると（図表11）、オイルショック以降の25年間で景気が谷をつけた後、設備投資の増加が見られなかったのは93年第４四半期以降の景気回復局面だけである（93年当時は、バブル経済崩壊後、景気が一時的に底を打ったものの、企業が過剰設備を抱え、また過剰債務の圧縮を行なったことから低迷が続いた。もっとも、この時も95年になると移動体通信投資などがリード役となり、設備投資は拡大した）。従来の景気回復パターンでは、設備投資の回復が景気の牽引役となっているわけであるが、今回はそうした動きが弱い。

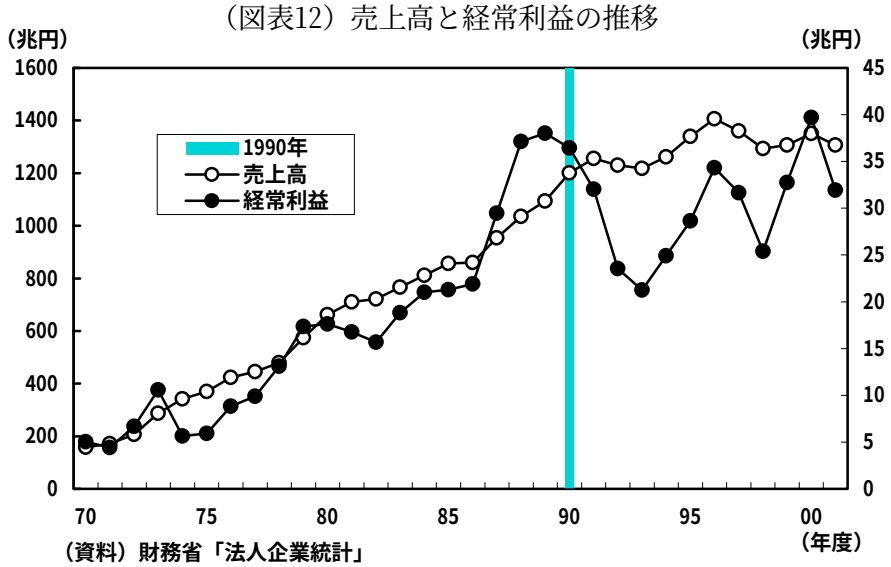
（図表11）景気の谷と設備投資の関係



（注）79年以前は68ＳＮＡ、99年以降は93ＳＮＡ参考系列の実質値を使用
（資料）内閣府「国民経済計算年報」

○ 企業の収益動向を見てみると、バブル経済の絶頂期にあった90年と比較してみても遜色はない。経常利益の水準に大きな違いはなく、売上高はむしろ90年の水準を上回っている。それにもかかわらず、設備投資が出てこないのはなぜであろうか。

（図表12）売上高と経常利益の推移

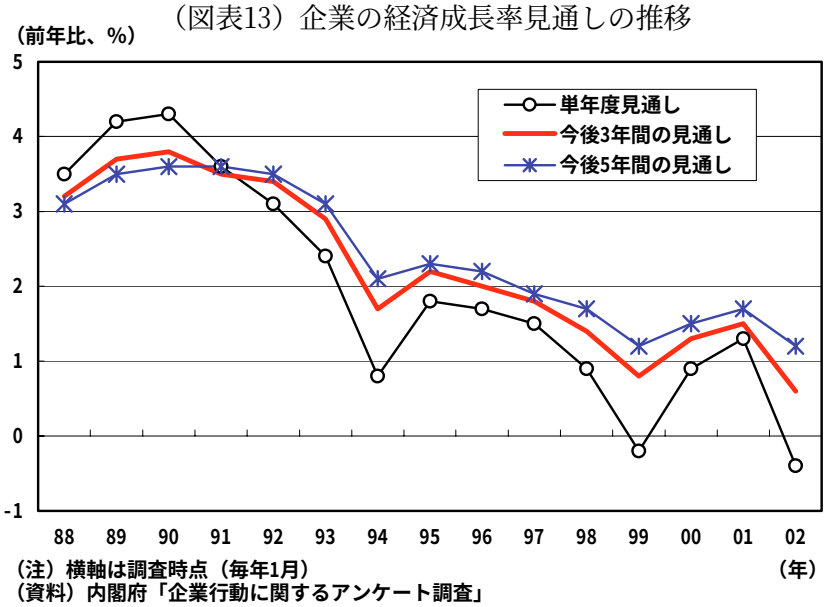


（資料）財務省「法人企業統計」

②設備投資低迷の諸要因

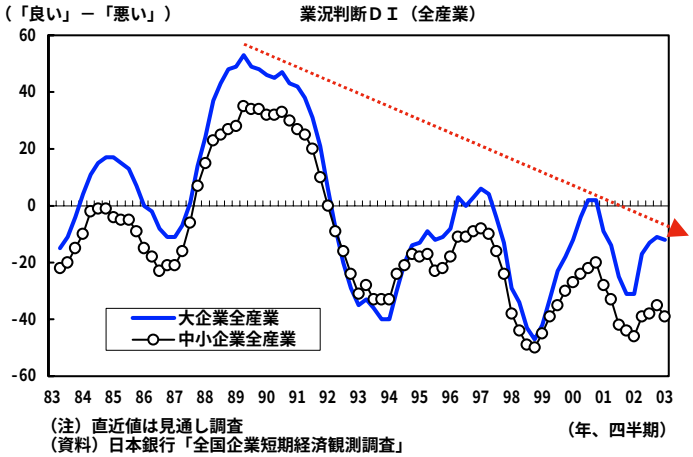
○ 第一の原因として、先行きの需要に対する企業の見方が慎重になっている結果、景気の拡大期にあっても企業マインドの回復が鈍いことが考えられる。期待成長率の動きを見ると、90年代以降、一貫して低下傾向にある（図表13）。また、企業マインドの動きを示す日銀短観の業況判断ＤＩの推移を見ると、90年代以降の景気回復局面において、ピーク時の水準が大企業でかろうじてプラスに転じているだけであり、中小企業ではマイナス圏内での推移にとどまっている（図表14）。さらに、企業マインドに先行する傾向がある企業収益との関係で見ても、収益の改善が業況判断の改善に結びつきづらくなっている（図表15）。これは、足元で業績が改善していても短期間に終わるとの懸念があることや、リストラ努力などによって改善している部分が少なからずあることが関係しているためと思われる。

（図表13）企業の経済成長率見通しの推移



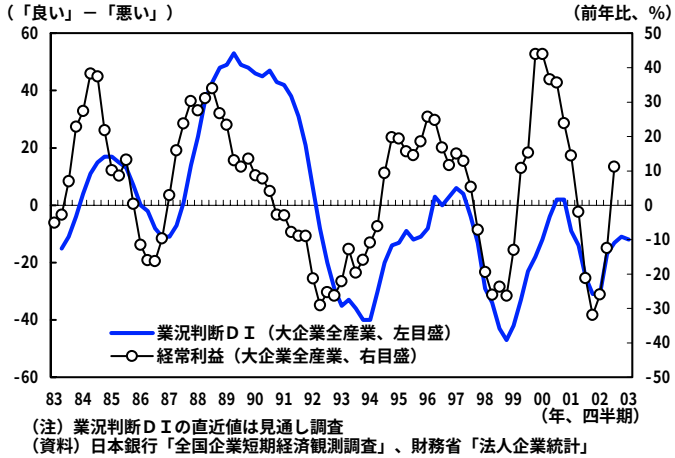
（注）横軸は調査時点（毎年1月）
（資料）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

（図表14）業況判断ＤＩ（全産業）の推移



（注）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」

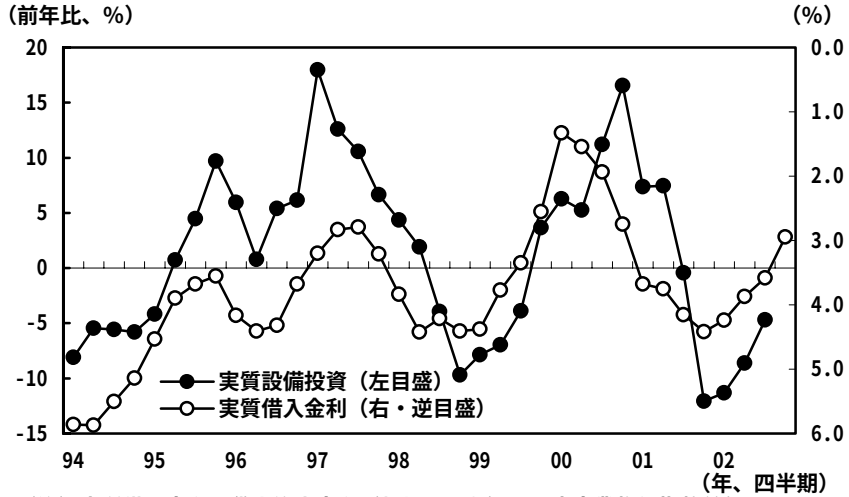
（図表15）業況判断ＤＩと企業収益の関係



（注）業況判断ＤＩ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」、財務省「法人企業統計」

○ 株価がバブル崩壊後の最安値近辺にあり、地価も下落が続くなど資産デフレに歯止めがかからないことも、企業の財務体質の悪化を通じて企業マインドを慎重にさせているとも考えられる。さらに、デフレ進行下で販売価格の下落が止まらず、売上高を伸ばしづらくなっていることも心理的な影響を及ぼしているだろう。デフレの進行は、売上高の減少要因になるだけではなく、実質借入金利の上昇をもたらし、設備投資意欲を減退させる効果がある。もっとも、設備投資実質借入金利（新規の長期借入分）と設備投資の関係を見ると、物価のマイナス幅が縮小しているため足元で実質金利は低下しており、設備投資が盛り上がった2000年の水準と比較すると依然として高水準にあるものの、同じく設備投資が拡大していた95～96年の水準と較べるとほぼ同水準である（図表16）。

（図表16）実質借入金利と設備投資

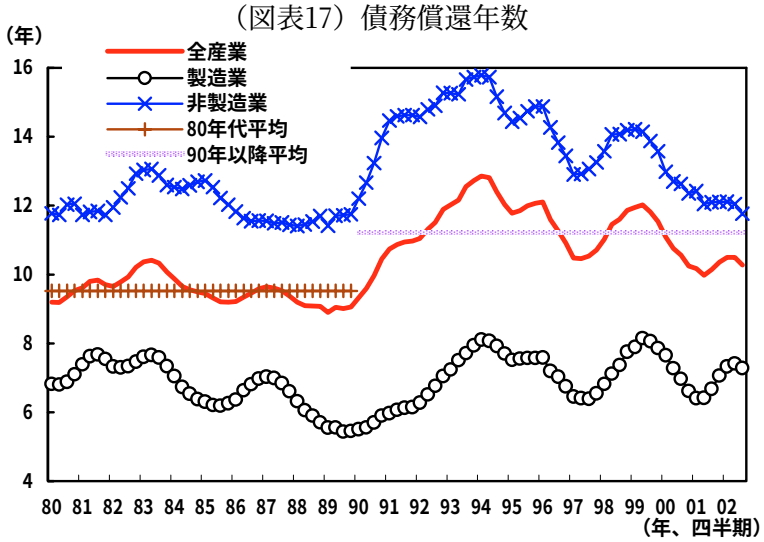


（注）実質借入金利＝貸出約定金利（新規・長期）－国内企業物価指数前年比
（資料）日本銀行「金融経済統計月報」、内閣府「国民経済計算年報」

○ このように、企業マインドの改善の鈍さが設備投資意欲の高まりを阻害している可能性がある。こうした状況の下では、設備投資は手元資金の範囲内で、必要最低限の更新投資や修繕・維持投資にとどまってしまう。企業が先行きの需要見込みに強気になれない以上、実際の需要が高まってくるまでは、新規の設備投資を控える動きが続く可能性がある。

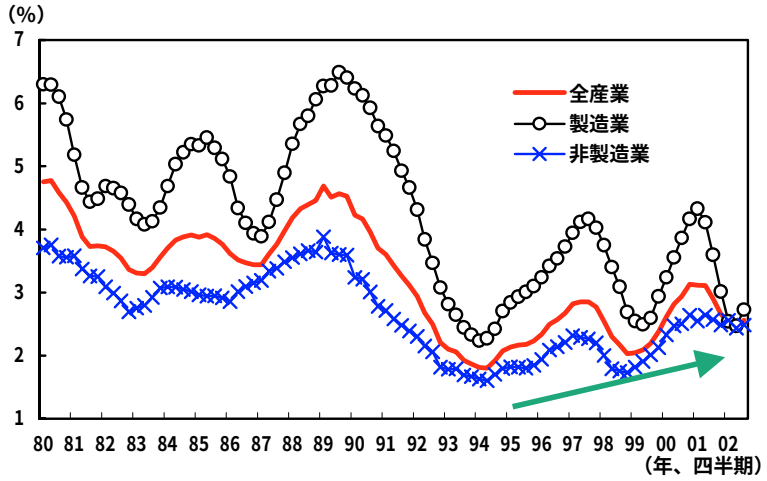
○ 設備投資が出てこない２つめの原因として、企業の経営スタンスが規模の拡大から質を重視する戦略に変化してきたことが考えられる。財務体質の強化や収益力の向上が経営の優先課題となり、債務を増加させてまで資産を拡大させることを避ける動きが広がっているのである。債務償還年数（有利子負債残高を１年間のキャッシュフローで割ったもの）は、90年代前半に急速に上昇した後、企業のバランスシート調整の動きを受けて徐々に低下し、その効果もあって企業のＲＯＡ（総資産経常利益率）は90年代半ばを底に上昇に転じている（図表17、18）。ただし、債務償還年数の水準は80年代を上回っており、ＲＯＡも80年代の水準と比較すると低水準にとどまっている。このため、企業の財務体質強化や収益力向上に向けた努力は当面継続される可能性があり、積極的に設備投資を行ない、資産を拡大させることに企業は慎重であると思われる。投資性向（キャッシュフローのうち設備投資にまわした割合）は企業が債務の圧縮に動いた結果、90年代を通じて低下を続け、足元でようやく下げ止りの兆しが出てきている（図表19）。資産拡大が見込めない中、投資性向は当面現状水準での推移が続こう。

（図表17）債務償還年数



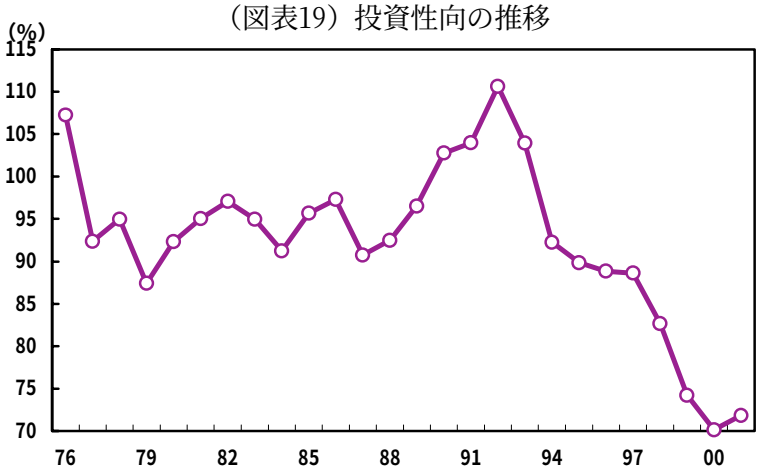
（注）債務償還年数＝(長短期借入金＋社債＋手形割引)の４四半期
移動平均÷キャッシュフローの４四半期移動平均の年率換算値×100
キャッシュフロー＝経常利益×法人実効税率＋減価償却費
（資料）財務省「法人企業統計」

（図表18）総資産経常利益率の推移



（注）総資産経常利益率＝経常利益4四半期移動平均÷総資産4四半期移動平均×100
（資料）財務省「法人企業統計」

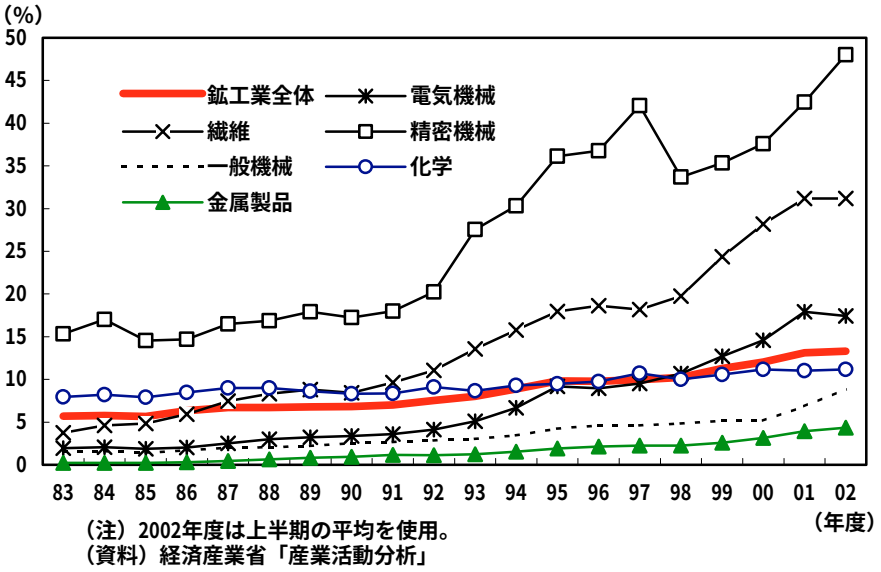
（図表19）投資性向の推移



（注）投資性向＝設備投資／キャッシュフロー×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」

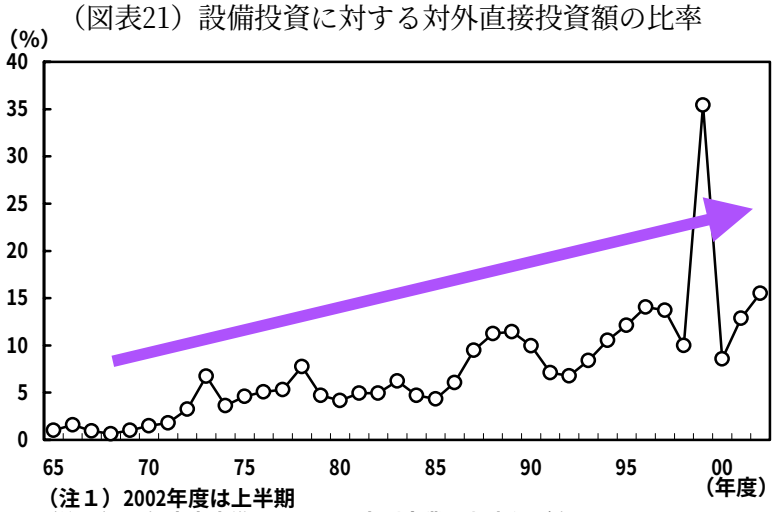
○ さらに製造業では、生産拠点の海外移転の動きが続いていることが、国内での設備投資を抑制している原因として考えられる。国際市場での価格競争力の低下や安価な海外製品の流入により、わが国の輸入浸透度は精密機械や電気機械を中心に上昇傾向が続いている（図表20）。さらに輸出相手国との貿易摩擦の回避や、円高対応策としての要因も加わり、生産拠点の移転や現地企業の買収などが積極的に行なわれている。この結果、企業の国内での設備投資に対する対外直接投資額の比率は上昇を続けている（図表21）。海外に進出すれば、国内の生産が海外現地工場で代替されることになり、その結果として海外生産比率（現地法人売上高÷国内法人売上高）は上昇傾向にある（図表22）。海外現地法人で生産された製品は逆輸入という形で流入してくるため、輸入浸透度をさらに押し上げることにつながる。

（図表20）輸入浸透度の推移



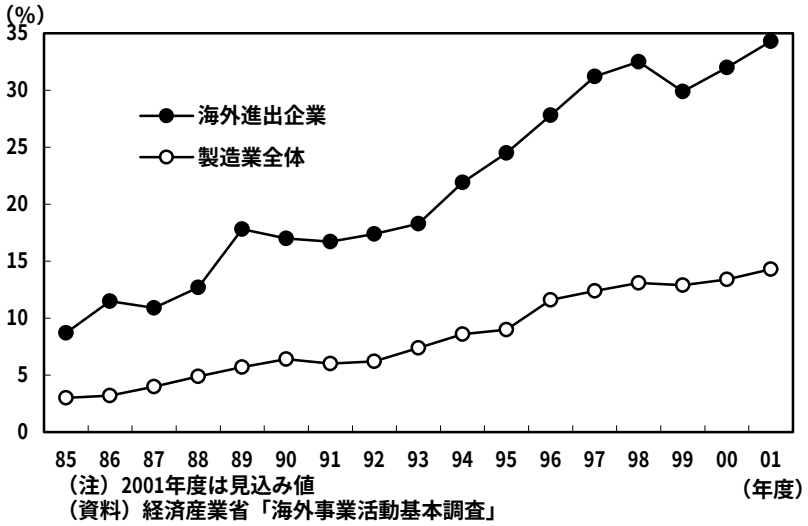
（注）2002年度は上半期の平均を使用。
（資料）経済産業省「産業活動分析」

（図表21）設備投資に対する対外直接投資額の比率



（注１）2002年度は上半期
（注２）99年度高水準であるのは大型企業買収案件が多かったため
（資料）財務省「対外及び対内直接投資状況」

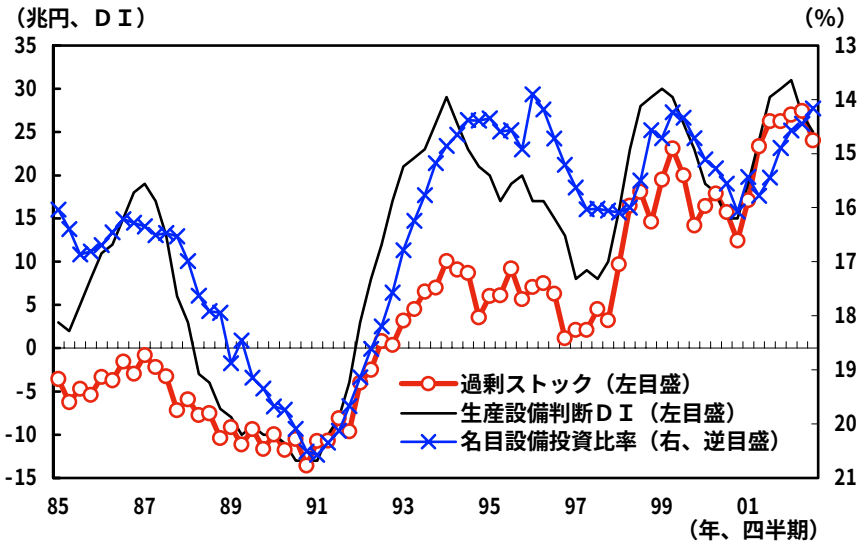
（図表22）海外生産比率の推移



（注）2001年度は見込み値
（資料）経済産業省「海外事業活動基本調査」

○ 最後に、依然として過剰設備が大きいことが設備投資低迷の原因として挙げられる。ストック調整の動きは続いているが、それを上回るペースで需要が落ち込んでおり、企業の設備過剰感は解消していない（図表23）。老朽化した設備の廃棄が徐々に進むと同時に、実際に需要が回復してくるまでは設備過剰感が急速に解消されるとは想定しづらく、今後も新規の設備投資を抑制する可能性がある。

（図表23）過剰設備の推移



（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」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

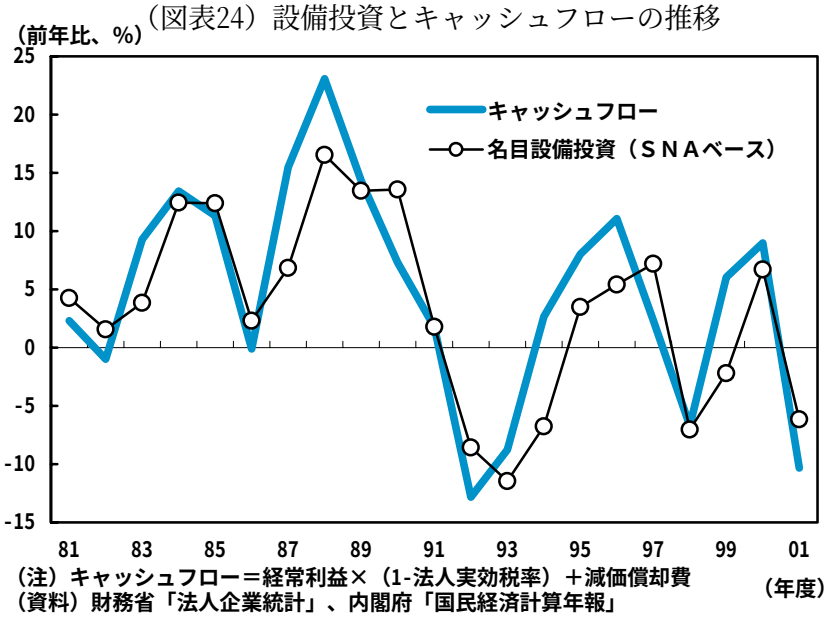
【 過剰設備の推計方法 】
＜需給ギャップからの推計方法＞
生産量(実質GDP)を投入資本量と投入労働量で説明するコブ･ダグラス型の生産関数を推計。その推計結果に平均的な資本･労働の投入量を代入して平均的なGDPを計算。

GDPギャップ＝(現実のGDP－平均的なGDP)/平均的なGDP

とし、このGDPギャップに資本ストック額を掛けたものを過剰設備とした。

○ 以上のように、企業を取り巻く環境は厳しく、積極的に設備投資を行なっていく材料に乏しい。ただし、能力増強投資といった設備投資は期待できないものの、設備投資が全くなくなる訳ではない。すでに企業はぎりぎりの水準にまで新規投資を抑制してきている。通常の生産活動を行なうためには、最低限の更新投資は必要であり、またリストラ・効率化のための投資、情報化投資などは企業の生き残りのためにも必要である。さらに今後は環境関連投資も必要となってこよう。こうした投資は、比較的小規模であり、ある程度は企業の収益状況に応じて柔軟に対応させることが可能である。このため、設備投資の動きは収益（キャッシュフロー）への連動性がより強まっていくと考えられる（図表24）。

（図表24）設備投資とキャッシュフローの推移



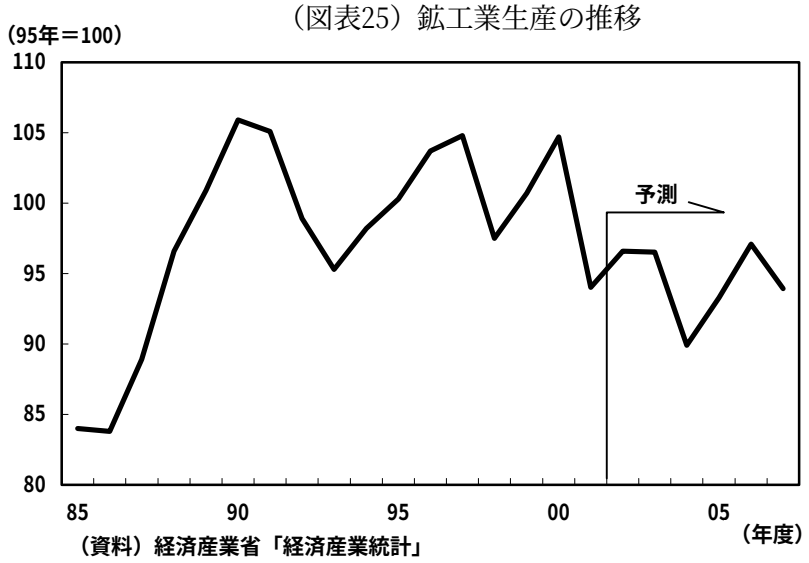
（注）キャッシュフロー＝経常利益×（1-法人実効税率）＋減価償却費
（資料）財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算年報」

３．項目別に見た予測内容

（１）企業部門の動向

○ 好調な輸出を主因として2002年初めから増加基調にあった生産は、2002年秋以降は停滞感が広がっている。輸出が急速に落ち込むリスクは小さいと思われるが、内需の低迷を背景に2003年度後半には調整局面入りすると考えられる。2004年前半までは海外景気が堅調に拡大するため輸出の伸びが下支え要因とはなるが、設備投資を中心に内需の低迷が続くこと、在庫調整局面に入ることから生産の落ち込みが続く。在庫調整に目処が立ち、生産が持ち直しに転じるのは2005年度からであり、消費税引き上げによる駆け込み需要が加わる2006年度に伸びが加速する。ただし、駆け込み需要の反動が予想される2007年度については、再び落ち込みが見込まれる。生産動向については、このように比較的短期間での循環的な動きが続こう（図表25）。

（図表25）鉱工業生産の推移

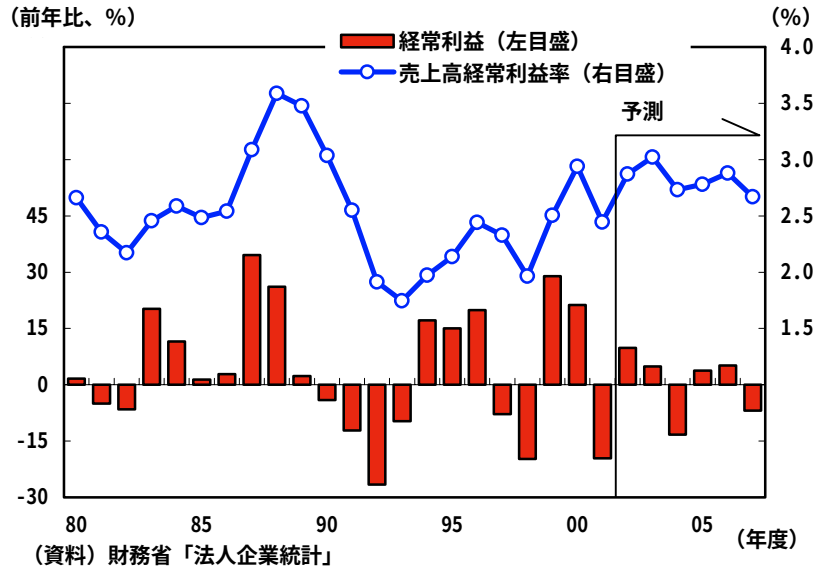


（資料）経済産業省「経済産業統計」

○ 企業収益については、2003年度上期までは増益基調が続きそうであるが、2003年度下期には景気が後退局面を迎えるため次第に増勢が鈍り、減益に転じると予想される（図表26）。2004年度は年度を通じて落ち込みが続くが、年前半までの好調な外需に下支えされ、落ち込み幅は過去の局面と較べると小幅にとどまる。2005年度から2006年度にかけては、収益は好調に推移しよう。2005年度には内需の回復を受けて増益に転じ、2006年度には消費税引き上げ前の駆け込みによって収益はさらに押し上げられる。ただし、2007年度に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。

○ 売上高は伸び悩みが続くが、企業が新規雇用の抑制などリストラを継続することから収益構造は次第に強化され、売上高経常利益率に大きな落ち込みは生じないと思われる。このため、予測期間を通じて、企業収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る。

（図表26）企業収益の動向

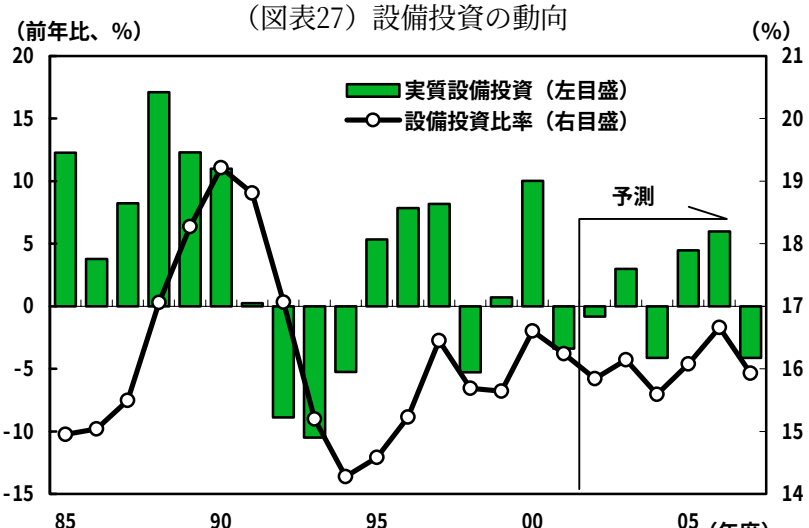


（資料）財務省「法人企業統計」

○ 企業の設備投資は2001年度に減少した後、2002年度になって企業業績の改善を背景に、更新投資を中心に緩やかに回復してきている。2003年度も回復の動きが続くが、年度後半には収益の悪化に合わせて次第に減少に転じ、2004年度中は低迷が続こう（図表27）。2005年度になると景気が持ち直してくるため増加基調に転じ、2006年度には消費税引き上げ前の駆け込みによってさらに増加テンポが増す見込みであるが、2007年度には駆け込みの反動によって減少すると予想される。

○ 予測期間を通じて、設備投資の増減の波は小規模かつ短期的な動きにとどまろう。これは、すでに述べたように、①大幅な需要の拡大を見込める分野が見出しにくく、大規模な資本ストックの拡大を企業が避けるという傾向が続くこと、②このため設備投資が更新投資中心となり、その動きが景気や収益との連動性を強めていくこと、③アジアを中心に生産拠点を海外に移転する動きが続き、生産能力増強のための設備投資が減少すること、などが主な要因である。

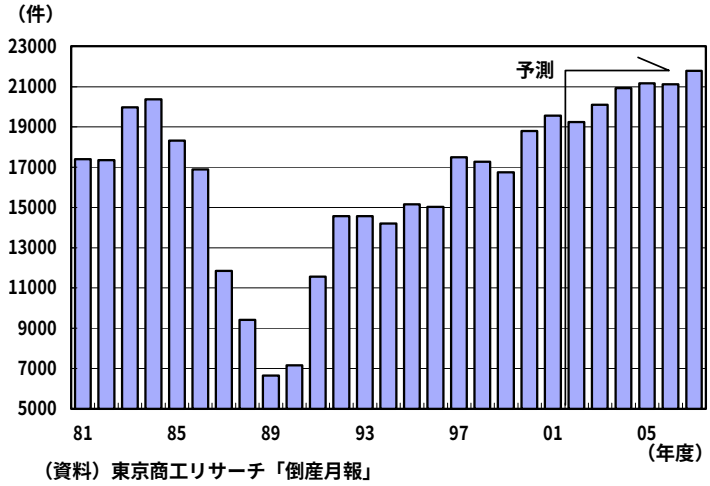
（図表27）設備投資の動向



（注）設備投資比率＝実質設備投資÷実質ＧＤＰ×100
（資料）内閣府「国民経済計算年報」

○ 企業倒産件数は、2002年度は若干減少する可能性があるものの、2003年度から2005年度にかけては増加が続く可能性がある。景気が2004年度にかけて後退し、その後も高い成長が望めず、中小企業を中心に収益環境が厳しく、地価の下押しも続く中、倒産件数は高水準で推移するであろう。2006年度にいったんは倒産件数が減少に転じるものの、景気が低迷する2007年度には再び増加しよう。

（図表28）企業倒産件数の予測



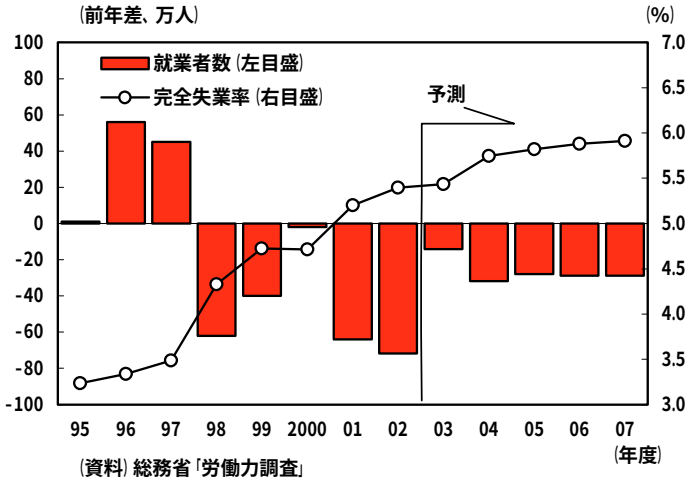
（資料）東京商工リサーチ「倒産月報」

（２）家計部門の動向

○ 足元では完全失業率が史上最悪の水準で推移し、就業者数の前年割れが続くなど、雇用情勢は依然として厳しい（図表29）。2003年度は、企業収益の回復を背景に就業者の減少幅が一時的に縮小するが、成長率が鈍化する2004年度以降は自営業者の倒産・廃業増加を主因に就業者数の減少基調が続く。

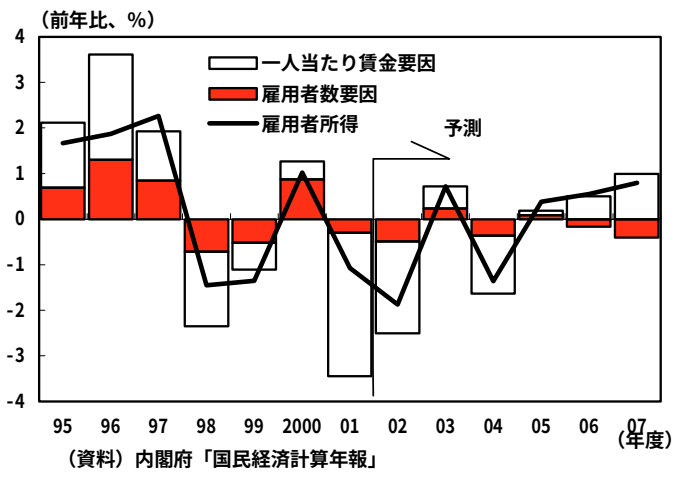
○ 一人当たり名目賃金は、物価下落や企業収益の低迷を背景に大幅な伸びが期待できない。2007年度は消費税引き上げに伴い所定内給与が若干引き上げられるが、実質賃金は前年比マイナスとなる見込みである。雇用者所得の伸びは、企業の人件費抑制姿勢を背景に雇用者数が微増にとどまることから、最大でも１％程度にとどまる（図表30）。

（図表29）完全失業率と就業者数



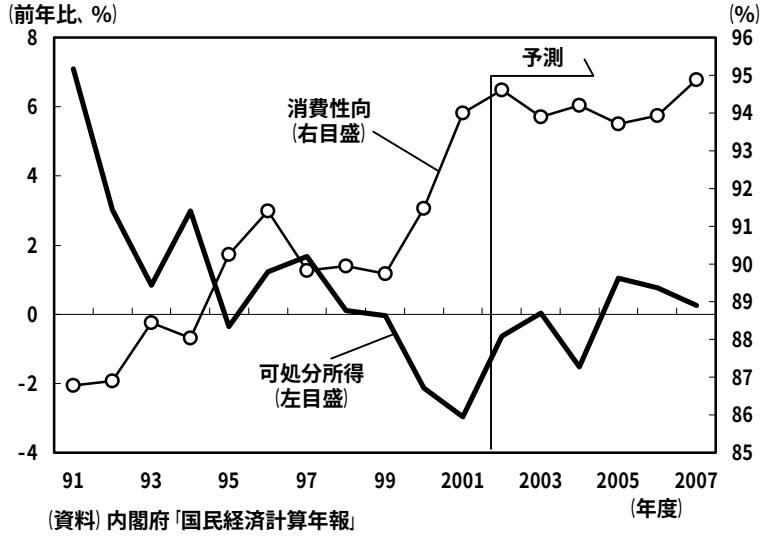
（資料）総務省「労働力調査」

（図表30）雇用者所得の要因分解



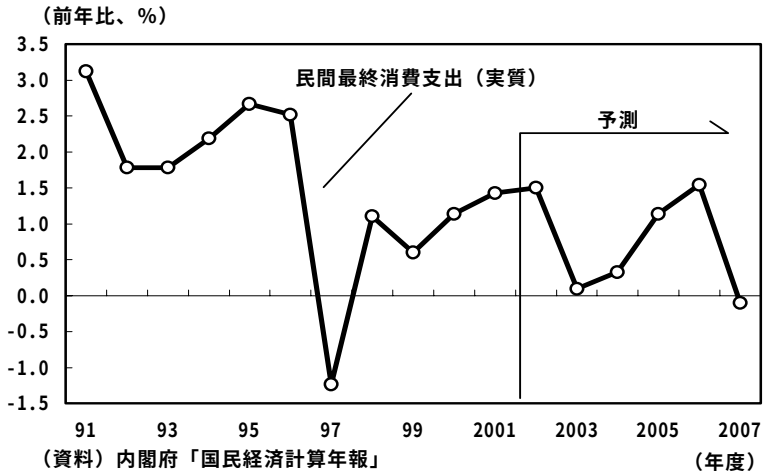
（資料）内閣府「国民経済計算年報」

（図表31）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」

（図表32）個人消費の推移



（資料）内閣府「国民経済計算年報」

○ 家計の可処分所得の動向について述べると(図表31)、2002～2003年度は、雇用者報酬の伸び悩みや社会保障保険料の値上げの影響により、大幅な増加は期待できない。2004年度には老齢年金の給付開始年齢引き上げの影響も加わるため、減少するであろう。2005年度以降は、雇用者報酬の回復につれ緩やかに回復する見込みである。

○ 実質消費支出については（図表32）、2002年度は1%台の伸びを維持するが、景気後退が予想される2003～2004年度は消費の伸び率が鈍化する。2005年度になると、景気回復に伴って消費も増加に転じ、2006年度には消費税引き上げ前の駆け込み需要もプラスに寄与すると考えられる。2007年度は、消費税引き上げの影響により、消費は抑制されると予想している。

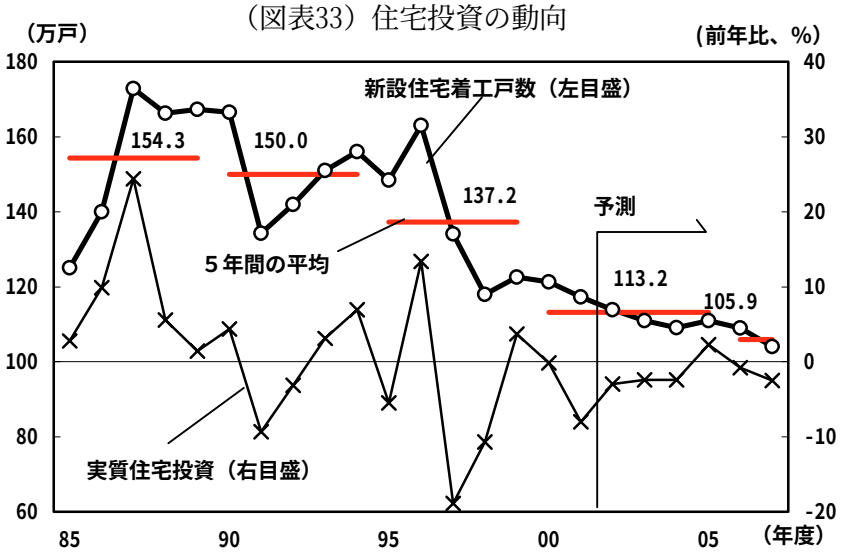
○ 2000年代に入っても所得環境が厳しい状況が続き、家計は消費性向を引き上げることで、消費水準を維持する結果となっている（ラチェット効果、2001年や2004年（予測）にみられる）。なお、ラチェット効果による消費の下支えや消費性向の上昇は、短期的なものに過ぎないはずだが、先述のとおり、人口の高齢化によって、中長期的にも消費性向は上方へのシフトが起こっているとみられる。

○ 新設住宅着工戸数は、1991～95年の150万戸から1996～2000年には137万戸へと減少し、さらに2001～2005年には113.2万戸と110万戸台前半、2006～07年には105.9万戸と110万戸割れが定着するとみられる（図表33）。実質住宅投資は2005年度には、景気の回復と消費税率引き上げ前の駆け込み着工により増加に転じるものの、それ以外はマイナスが続く。

○ 住宅投資は、中期的に世帯数伸び率の低下や住宅の耐久性向上による除去率の低下（建替需要の減少）により大幅な増加は期待しづらい。短期的な変動要因については、住宅ローン減税の適用や超低金利の状態が長期化しているため、これらの政策の住宅投資刺激効果は減衰し、所得や消費者マインドによる変動が中心になってくると考えられる。

○ 住宅投資の下支え要因としては、人口構成面から団塊ジュニアの住宅需要が挙げられる。また、建築時期別ストックをみると、新耐震設計法が施行された1980年以前に建築された住宅が持家系（持家＋分譲）あるいは一戸建てを中心に多い。さらに築30年を経過した住宅ストックも増加しており、建て替え、住み替えの潜在需要は大きい。景気の回復局面ではこれらの潜在需要が顕在化する可能性もある。供給要因としては、金融資産の低パフォーマンスにより、地主など資産家の資産運用先として貸家が魅力的になっている面もある。また、これまで底固く推移してきたマンションは販売に頭打ち傾向が出てきており、今後、着工も鈍化が見込まれるが、好立地物件を中心に供給戸数はある程度は維持されるとみられる。

（図表33）住宅投資の動向

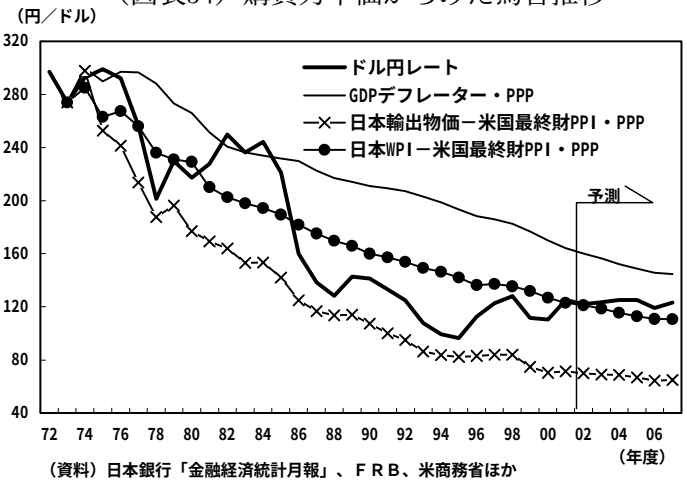


（資料）国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算年報」

（３）円相場と外需の動向

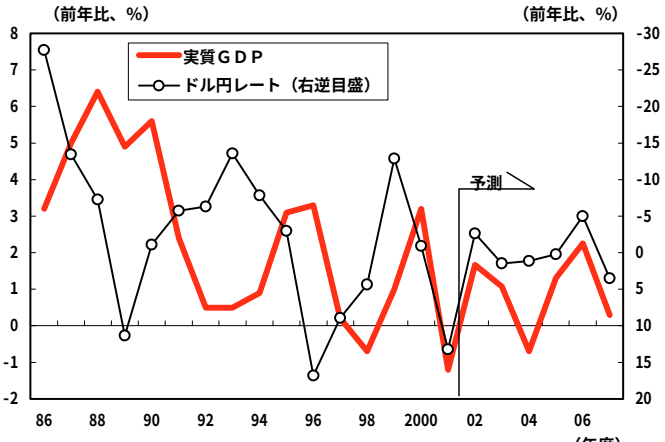
○ 為替相場は、米国によるイラク攻撃など海外情勢の緊迫化によるドル安が進行したが、足元では１ドル＝120円近辺で推移している。中長期的な円相場の均衡関係を示す購買力平価によると、今後の為替相場は引き続き緩やかな円高の進行を示唆しているが（図表34）、日本の景気回復力が弱いことから1ドル＝120円前後のレンジで推移するとみられる（図表35）。

（図表34）購買力平価からみた為替推移



（資料）日本銀行「金融経済統計月報」、ＦＲＢ、米商務省ほか

（図表35）実質ＧＤＰと為替推移



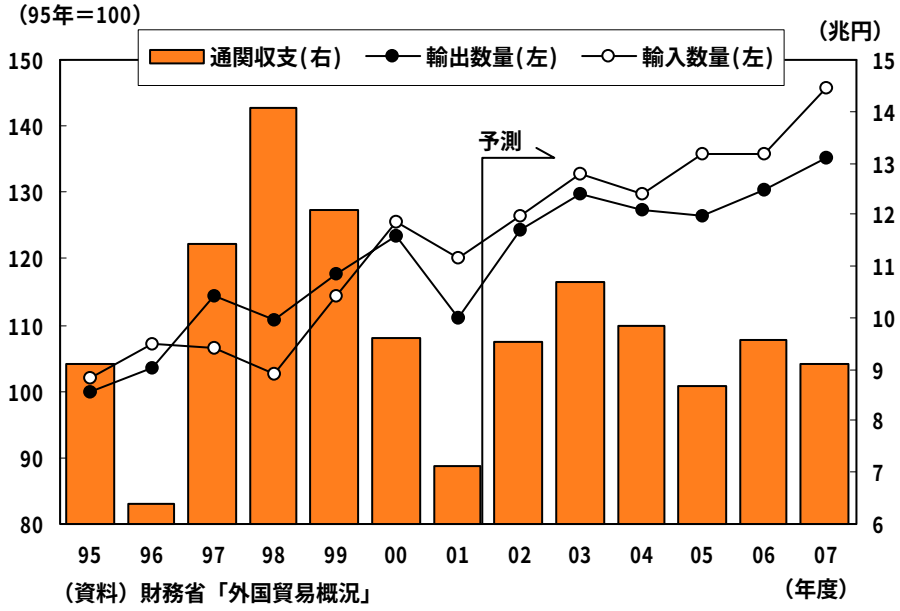
（資料）日本銀行「金融経済統計月報」、内閣府「国民経済計算」

○ 輸出は2002年度に入り、アジア向け輸出や自動車輸出の好調を背景に増加基調に転じている。今後は、米国景気がピークを迎えるとみられる2004年度前半まで増加基調が続く見込みである。2004年度後半以降は、米国景気のピークアウトを受けて伸びが鈍化するが、中国を始めとしたアジア諸国の高成長が続きアジア向け輸出が底堅く輸出全体を下支えするため、大幅には落ち込まないと予想される。2006年度から2007年度にかけては、米国景気の回復に伴って輸出は再び増加に転じよう（図表36）。

○ 輸入は内需の回復を受けて、2002年度に入り回復基調に転じている。国内景気の回復力が弱いため大幅な増加は見込めないが、輸入浸透度上昇といった構造的要因もあり、2003年度中は増加基調が続くとみられる。2004年度には国内景気が低迷するためいったん伸びは鈍化するが、2005年度以降は景気の回復に伴って、再び増加基調となる見込みである。2007年度は内需低迷を受けて伸びは一時減速することとなろう。

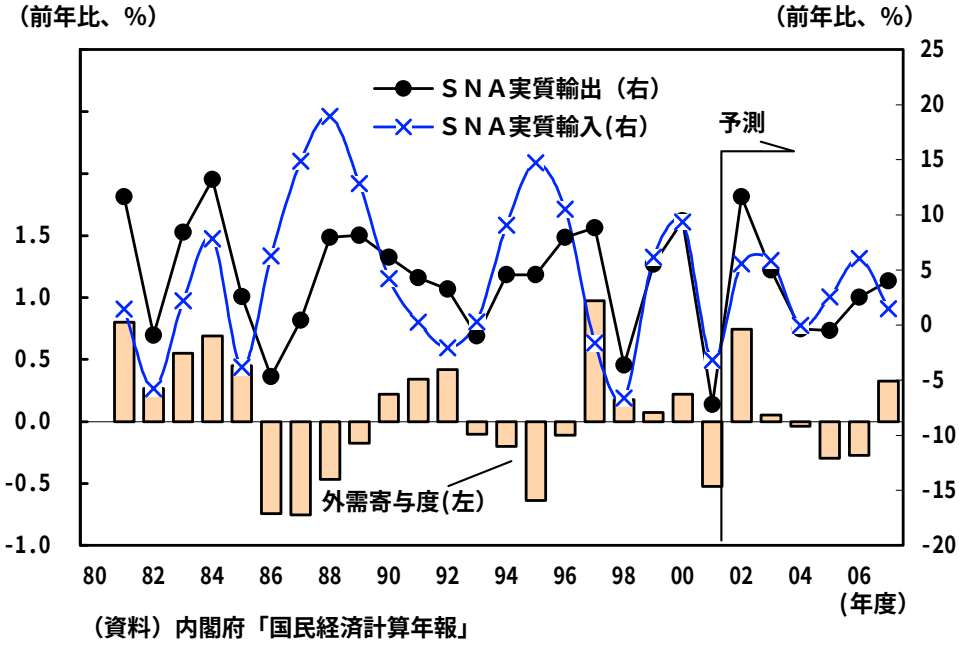
○ 外需寄与度は2002年度にプラスに転じた後、2003年度は輸入の増加ペースが相対的に増してくるため、ほぼ中立となる。2004年度も輸出入が同程度の減速となるため寄与度は中立が続く。2005年度以降は輸出の減速と輸入の回復をうけてマイナス寄与に転じ、再びプラス寄与となるのは2007年度以降となる見込みである（図表37）。

（図表36）輸出入数量と貿易収支推移



（資料）財務省「外国貿易概況」

（図表37）実質輸出入と外需寄与度

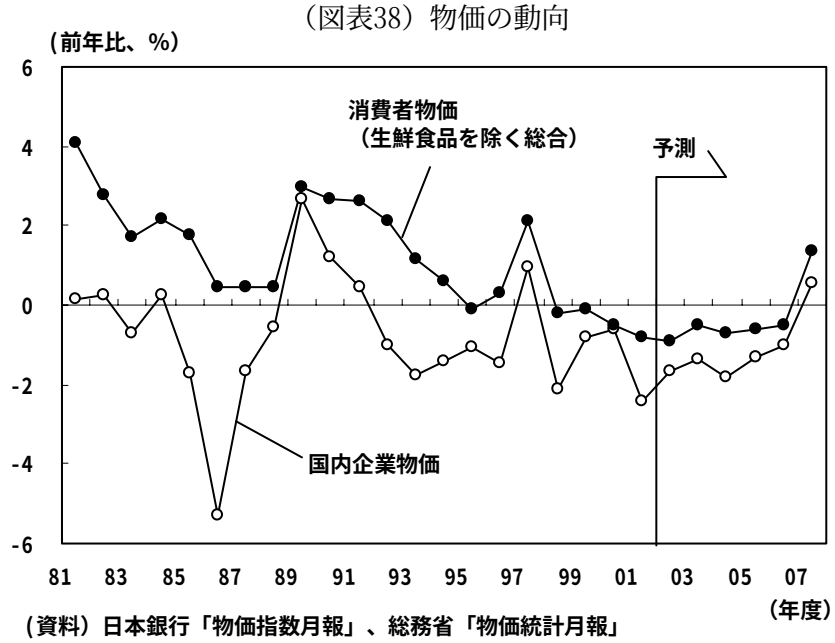


（資料）内閣府「国民経済計算年報」

（４）物価・地価の動向

○ 物価は、2007年度の消費税率引き上げ（５％→７％）に伴う物価上昇を除けばデフレが続く（図表38）。国内企業物価は景気回復に伴って下落幅が縮小に向かうが、最終需要が弱いため値上げが浸透しづらいことや、技術革新（品質の向上）を反映した価格下落が続くため、デフレ圧力が残る。消費者物価（生鮮食品を除く総合）も、企業物価の下落が続くことや、企業のコスト削減努力、輸入浸透度の上昇などが価格上昇を抑制するため、緩やかな低下傾向が続く。

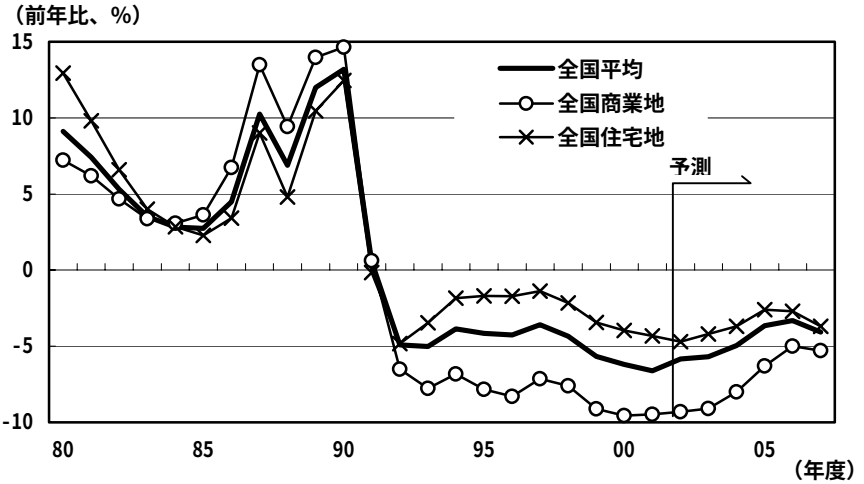
（図表38）物価の動向



（資料）日本銀行「物価指数月報」、総務省「物価統計月報」

○ 地価動向については、足元では、６大都市圏の一部では下落幅が縮小する動きも見られるものの、地方での下落幅が拡大を続けており、全体として下げ止りの気配は見られない（図表39）。商業地は、今後も金融機関の不良債権処理や企業のリストラの動きが続くため下落傾向が続くが、景気が回復する2005～2006年度を中心に下落幅は縮小するであろう。しかし、景気が後退する2007年度には、下落幅は再び拡大する見込みである。住宅地は、消費税率引き上げ前の住宅の駆け込み需要の影響が2005～2006年度の地価にも現れるものの、住宅着工が長期的には減少傾向であることから、影響は下落幅を縮小する程度にとどまると思われる。総じて地価は、景気の影響を受けるものの予測期間を通じて下落傾向が続くと見込まれる。

（図表39）地価の推移



（資料）日本不動産研究所「市街地価格指数」

（５）財政

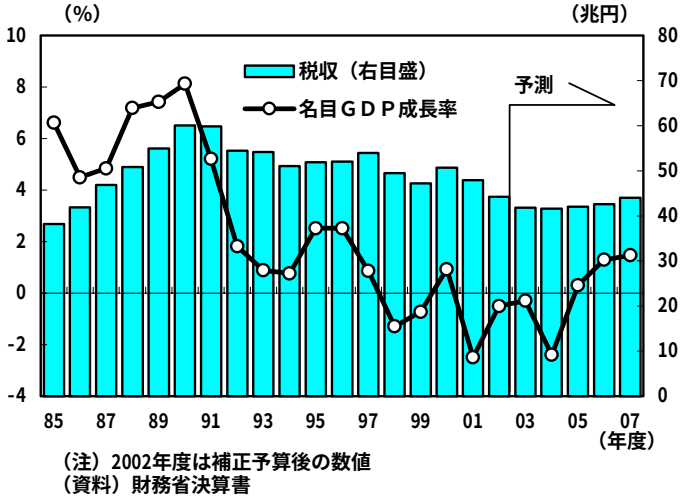
○ 税収は、名目成長率が大きく拡大しないため、低水準での推移が続く。07年度に消費税率が５％から７％に引き上げられると想定したが、税収は44兆円程度にとどまり02年度の水準を下回る見通しである（図表40）。また税収が低迷するため、国債発行額は拡大基調で推移する。07年度の発行額は約47兆円となり、国債依存度は約50％まで上昇する（図表41）。

○ 名目公共投資は、大規模な景気対策が実施されないため減少基調を続ける。名目ＧＤＰに対する名目公共投資の割合は、07年度には６％を切る水準にまで縮小すると見込まれる（図表42）。

○ 04年の年金制度改革では、基礎年金の国庫負担割合が１／２へ引き上げられる一方で、大幅な年金給付抑制・年金保険料引上げは見送られると想定した。このため社会保障関係費は増勢を続け、国債発行額の拡大に伴い国債費も増加基調で推移する。公共事業関係費は抑制されるものの、歳出総額は拡大を続ける（図表43）。

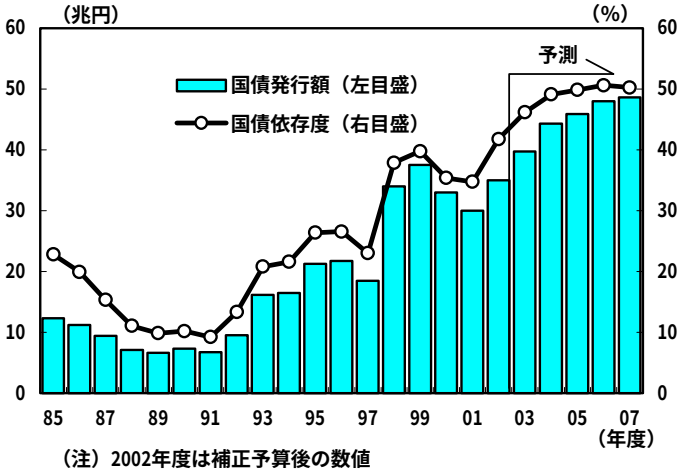
○ 税収が低迷する一方、歳出は拡大基調を続けるため、国および地方の長期債務残高（国の長期債務と地方の長期債務の合計）は拡大する。政府債務の解消に向けた財政再建議論はさらに活発化する見込みである。

（図表40）税収推移



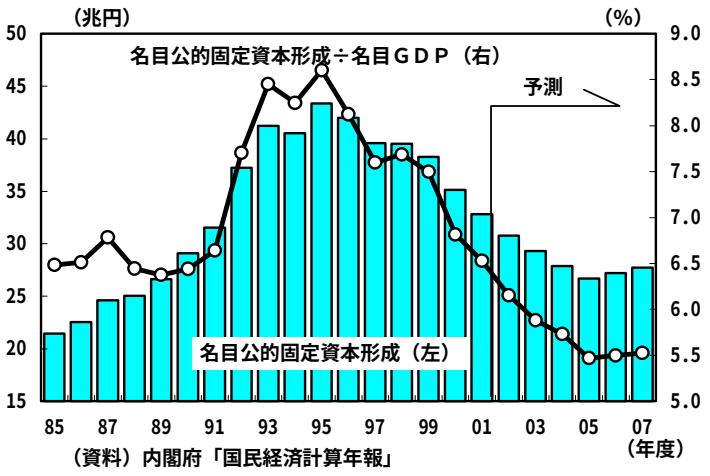
（注）2002年度は補正予算後の数値
（資料）財務省決算書

（図表41）国債発行額と国債依存度



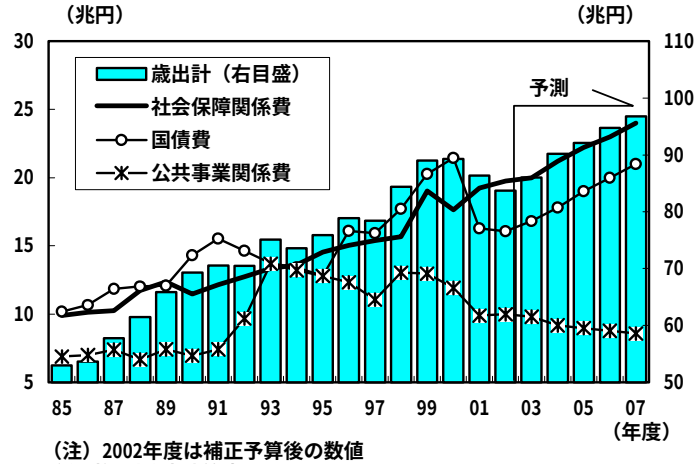
（注）2002年度は補正予算後の数値
（資料）財務省決算書

（図表42）名目固定資本形成の推移



（資料）内閣府「国民経済計算年報」

（図表43）歳出額内訳



（注）2002年度は補正予算後の数値
（資料）財務省決算書

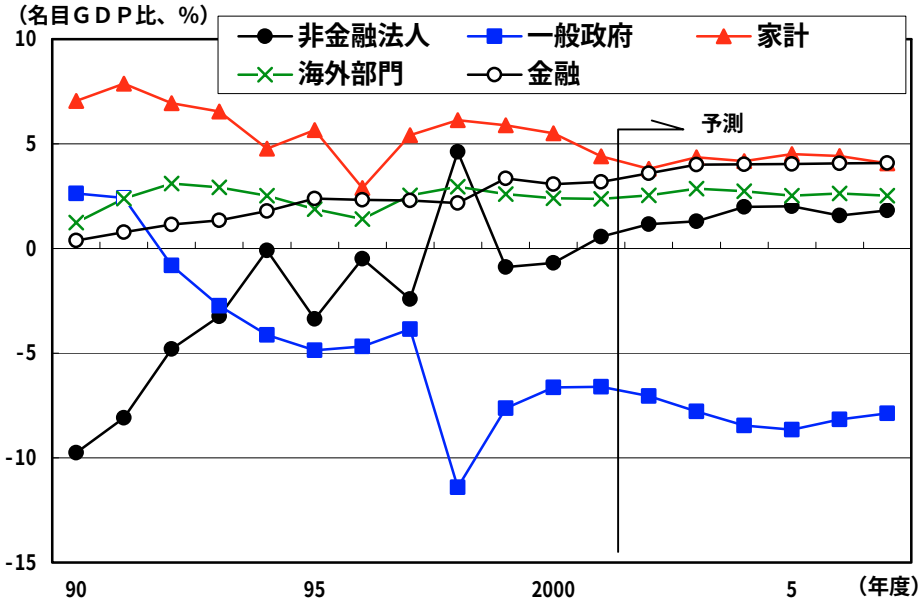
（６）金融政策と金利動向について

○ 2001年３月に量的緩和政策が採用されて２年近くが経過した。この間、日銀は当座預金残高の目標水準を５兆円から15～20兆円に引き上げ、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、マネーサプライの増加は限られ、物価は前年比マイナスでの動きが続いている。今後も追加的な金融緩和観測が高まりやすく、当座預金残高の目標水準の引き上げや長期国債の買い切り額の増額などに加え、インフレターゲットの導入や外債購入などの政策が実施される可能性がある。

○ しかし、国内需要に力強さが欠ける状況下において、追加的な金融政策による物価への影響は限定的なものにとどまると思われ、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比マイナス推移が続く。2007年度の消費税引き上げを受けて物価は前年比プラスに転じるが、同時に景気も停滞することが予想されるため、予測期間中に量的緩和が解除される環境は整わないと予想される。

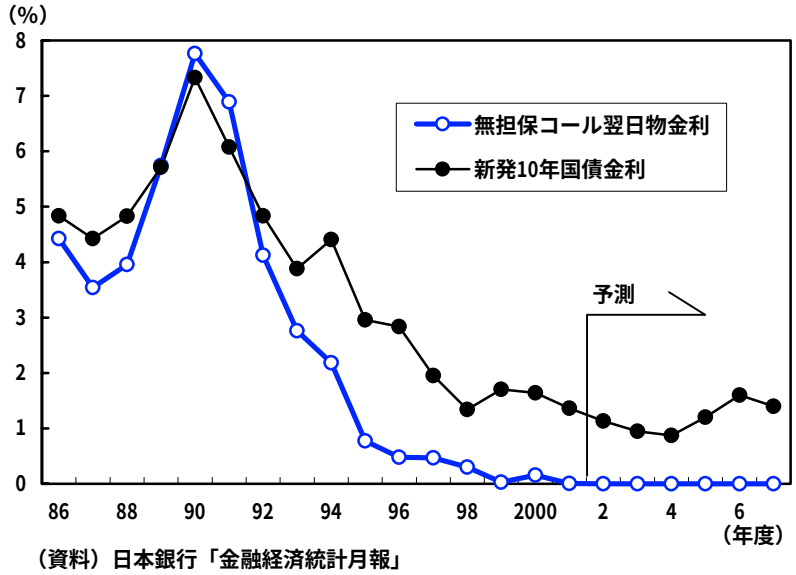
○ 長期金利は概ね低水準での推移が続くであろう。景気回復の局面では上昇圧力がかかることも予想されるが、家計部門や非金融法人部門で貯蓄超過の状態が続き、経常黒字も高水準を維持することに加え（図表44）、財政再建に向けた動きが出始めること、量的緩和が継続されることから金利は大幅な上昇には至らない。2006年度にかけて長期金利はやや上昇するものの、予測期間中は１％台での動きにとどまると予想した（図表45）。

（図表44）貯蓄投資バランスの推移



（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」

（図表45）長短金利の推移



（資料）日本銀行「金融経済統計月報」

おわりに

○ 予測期間を通じて少子高齢化がさらに進展し、個人消費の高い伸びは期待できない。また、設備投資は企業収益に連動して比較的短い変動を続け、中期的な盛り上がりは期待しにくい。さらに、財政再建への取り組み、不良債権の処理、過剰ストックの削減が続けられるが、すぐに問題が解消するわけではない。

○ しかし、少子高齢化が進み、日本経済が成熟型社会へ移行すると考えるならば、もとより個人消費の高い伸びや、生産量の拡大を目的とした設備投資の急速な拡大は期待できない。そう考えてみると、本見通しで示された成長率のイメージはそれほど悲観的な結果ではない。また、財政構造の改革、不良債権処理、過剰供給力の解消といった問題は、解決に向けて着実に対応しているかどうかが重要であり、解決に時間がかかることはある程度甘受しなければならない。大事なことは少子高齢化社会の到来という不可避の環境変化に対応した、効率的で生産性の高い経済社会の構築をきちんと進めていくということである。そして成長率の高さを競うのではなく、安定的な成長を実現することが重要となってこよう。

○ 消費税率引き上げを想定している2007年度を除けば、予測期間を通して物価の下落が続く。ただ、少子高齢化時代に適応した成熟型社会への移行が円滑に進んでいる限り、物価上昇率がプラスかマイナスかという問題はあまり重要ではないであろう。

（図表46）中期見通し予測総括表

		実績		予測					
	（年度）	2000	01	02	03	04	05	06	07
名目ＧＤＰ成長率	**前年比、％**	**1.1**	**-2.5**	**-0.5**	**-0.3**	**-2.4**	**0.3**	**1.3**	**1.5**
内需寄与度	前年比、％	1.4	-2.0	-0.9	-0.4	-2.1	0.5	1.8	1.1
個人消費		-0.2	-0.2	0.1	-1.2	-1.1	-0.2	1.0	1.3
住宅投資		-0.4	-9.1	-4.3	-3.0	-3.4	1.8	-1.4	-1.9
設備投資		6.7	-6.2	-4.7	-0.8	-8.0	0.5	2.8	-4.6
在庫投資（寄与度）		0.5	-0.5	0.1	0.4	-0.5	0.1	0.2	0.3
政府消費		4.3	2.0	1.2	2.2	2.8	2.8	2.9	3.3
公共投資		-8.2	-6.6	-6.2	-4.7	-4.9	-4.2	1.9	1.9
外需寄与度		-0.3	-0.5	0.4	0.1	-0.3	-0.1	-0.5	0.4
輸出	前年比、％	6.7	-6.0	8.2	3.2	-1.5	-1.1	-0.2	5.7
輸入		11.5	-2.1	4.5	2.4	0.9	0.2	4.6	2.3
民需（寄与度）	前年比、％	1.3	-1.9	-0.7	-0.5	-2.4	0.2	1.1	0.3
公需（寄与度）		0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.7	0.8
実質ＧＤＰ成長率	**前年比、％**	**3.2**	**-1.2**	**1.7**	**1.1**	**-0.7**	**1.3**	**2.3**	**0.3**
内需寄与度		2.9	-0.7	0.9	1.0	-0.7	1.6	2.5	0.0
個人消費		1.1	1.4	1.5	0.1	0.3	1.1	1.5	-0.1
住宅投資		-0.2	-8.0	-3.0	-2.4	-2.4	2.3	-0.8	-2.5
設備投資	前年比、％	10.0	-3.4	-0.8	3.0	-4.1	4.5	6.0	-4.1
在庫投資（寄与度）		0.5	-0.6	0.3	0.3	-0.4	-0.1	0.2	0.3
政府消費		4.8	2.2	2.1	2.5	2.8	2.6	2.5	2.7
公共投資		-7.4	-4.9	-4.3	-3.3	-3.1	-2.8	1.5	0.6
外需寄与度		0.2	-0.5	0.7	0.1	0.0	-0.3	-0.3	0.3
輸出	前年比、％	9.5	-7.2	11.7	5.0	-0.3	-0.5	2.5	4.0
輸入		9.1	-3.2	5.6	5.9	0.0	2.5	6.0	1.5
民需（寄与度）	前年比、％	2.7	-0.7	0.8	0.8	-1.0	1.3	2.0	-0.6
公需（寄与度）		0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.6	0.5
ＧＤＰデフレータ	**前年比、％**	**-2.0**	**-1.3**	**-2.1**	**-1.3**	**-1.7**	**-1.0**	**-0.9**	**1.2**
経常収支	兆円	12.4	11.9	12.7	14.3	13.3	12.3	13.0	12.7
貿易収支	兆円	11.5	9.0	11.4	12.6	11.7	10.4	11.4	10.9
経常黒字対ＧＤＰ比率	％	2.4	2.4	2.5	2.7	2.7	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産	前年比、％	4.0	-10.2	2.7	-0.1	-6.9	3.8	4.1	-3.3
消費者物価		-0.6	-1.0	-0.7	-0.5	-0.8	-0.6	-0.5	1.4
除く生鮮食品	前年比、％	-0.5	-0.8	-0.9	-0.5	-0.7	-0.6	-0.5	1.4
国内企業物価指数		-0.6	-2.4	-1.6	-1.4	-1.8	-1.3	-1.0	0.6
可処分所得	前年比、％	5.0	-3.0	-0.6	0.0	-1.5	0.5	0.8	0.2
消費性向	％	91.5	94.0	94.6	93.9	94.2	93.5	93.7	94.7
完全失業率	％	4.7	5.2	5.4	5.4	5.7	5.8	5.9	5.9
新設住宅着工戸数	万戸	121.3	117.3	113.9	111.0	109.2	111.0	109.0	104.0
持家		43.8	37.7	36.6	36.2	34.1	36.2	35.1	32.4
貸家	万戸	41.8	44.2	45.3	45.0	45.5	45.4	45.3	45.3
分譲		34.6	34.4	30.6	28.7	27.0	28.7	27.8	25.7
給与		1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
売上高（法人企業統計）	前年比、％	3.3	-3.3	-6.5	-0.3	-4.1	2.0	1.5	0.4
経常利益（法人企業統計）		21.2	-19.6	9.8	4.9	-13.3	3.8	5.2	-6.9
倒産件数（東京商工リサーチベース）	前年比、％	12.2	4.1	-1.7	4.4	4.1	1.2	-0.3	3.2
地価（市街地価格指数の全国・全用途）	前年比、％	-6.2	-6.6	-5.8	-5.7	-5.0	-3.7	-3.3	-4.1
公定歩合	期末値、％	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
短期金利（無担保コール翌日物）	期中平均、％	0.153	0.008	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
長期金利（新発10年国債）	期中平均、％	1.64	1.36	1.14	0.95	0.88	1.20	1.60	1.40
円相場	期中平均、円/ドル	110.5	125.1	121.9	123.6	125.0	125.3	119.1	123.2

※ 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