



JRI news release

2004～2005年度改訂見通し

～デフレからの脱却と成長持続への課題～

2004年7月6日

株式会社 日本総合研究所
調査部 経済研究センター

<http://www.jri.co.jp>

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す知識エンジニアリング企業です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称:株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創 立:1969年2月20日

資 本 金:100億円

従 業 員:3,137名

社 長:奥山 俊一

理 事 長:門脇 英晴

東京本社:〒102-0082 東京都千代田区一番町16番 TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社:〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号 TEL 06-6534-5111 (代)

《目 次》

1. 景気の現状	1ページ
2. 海外経済と外需	2ページ
・米国経済の行方	
・中国経済の行方	
・中国経済減速の影響	
3. 強化される企業部門と増益持続への課題	5ページ
・史上最高益更新と今後の見通し	
・生産の国内回帰と設備投資の行方	
・ポスト・デジタルと新規サービス事業	
・企業規模別の二極化は残存	
4. 雇用・賃金構造の変化と消費の不安定化	9ページ
・進む人件費の変動費化	
・個人消費は回復続くも加速せず	
5. デフレからの脱却	11ページ
・デフレ緩和の背景	
・デフレ脱却後も物価は安定	
・金利上昇リスクと量的緩和解除のタイミング	
6. 景気のシナリオ	14ページ
・2004～2005年度見通し	
・当面のリスク・ファクター	
7. 成長持続への条件	16ページ
・日本経済復活へ残された課題	
・日本経済完全復活のための六つの提言	

《 要 約 》

1. わが国景気は強めの回復ペースが持続しており、国内民需の牽引力拡大、物価の下落幅縮小など、徐々に自律回復への兆しが現れている。もっとも、海外経済の失速が懸念されるほか、国内でも素材価格上昇・金利上昇などのマイナス要因も顕在化。

2. こうした状況下、今後を展望するうえでポイントとなるのは、①海外経済、とりわけ中国経済の動向がわが国経済に与える影響、②素材価格上昇による企業収益への影響と設備投資の行方、③雇用・賃金構造の変化と個人消費持ち直しの持続性、④デフレ脱却の展望とその影響、の4点。

(1) 中国経済は、これまでの金融引き締め効果が現れて、固定資本投資が減速に向かっており、当局の政策コントロール能力は高く、2004年末に向けてソフトランディングに成功する見通し。こうしたなか、わが国輸出を牽引している中国向け輸出をみると、金融引き締めの影響を直接受ける固定資本関連製品のシェアがそれほど高くないため、輸出全体への影響は一定範囲にとどまるものと判断される。

(2) 企業部門をみると、最終製品価格への転嫁は容易ではなく、素材価格の上昇がコスト増として働いて、製造業部門を中心に企業収益を押し下げる見通し。もっとも、景気回復を背景に売上増による増益効果も強まっていることから、企業収益は増益を維持することは可能。企業収益の回復に加え、電気機械を中心に生産拠点の国内回帰の動きも出始めていることから、設備投資は高いペースでの回復が続く見通し。

もっとも、わが国景気が本格回復するためには、足元の景気を牽引している製造業部門に加え、サービス産業が回復に向かうことが必要。また、企業規模別の好不調の二極化状態も根強く残存。

(3) 失業率は今後も緩やかに改善していくと予想されるものの、家計の所得環境は、①ミスマッチ残存などから雇用者数の大幅増が期待できないこと、②企業が固定費削減を目的に、人件費を変動費化する動きが広がっていること、などから回復ペースは緩やかにとどまる見通し。こうした所得環境の低迷下でも、消費マインドの改善、デジタル家電市場の拡大などを背景に、当面、個人消費は回復傾向は続く見通し。もっとも、若年層での就労環境悪化、2004年度後半からの家計負担増加などにより、個人消費の増勢が強まる見込みは小。

(4) 実体経済の回復を背景に需給ギャップが急速に縮小したことに加え、中国からの低価格製品輸入の拡大も一巡したこと、消費者物価の下落幅が急速に縮小。需給ギャップは2005年入り後には解消するとみられ、デフレ脱却の条件は整うものの、その後も生産性上昇・名目賃金低迷などを背景に、基本的にはディスインフレ状態が持続する見通し。

インフレ加速の可能性が小さい一方、企業部門の二極化状態も根強く残ることから、早期の量的緩和解除は副作用が大きく、当面は量的緩和政策を継続すべき。この間に、金融政策のフレームワークについてのコンセンサス形成を図ることが重要。

3. 以上を踏まえて先行きを展望すると、2004年度については、①輸出の増勢、②設備投資の高い伸び、③個人消費の堅調、の3点を背景に、回復傾向が持続する見通し。2005年度については、①設備投資の循環的な調整局面入り、②制度変更に伴う家計負担増、を背景に年度後半にかけてスローダウンする見通し。ただし、中国経済の成長持続、企業部門の体質改善などを勘案すれば、調整は軽微にとどまると予想。

4. わが国経済は、バブル崩壊後の長期停滞局面を脱し、ようやく「正常への回帰」過程が始まった段階。もっとも、復活を宣言するには、中国依存度の上昇、雇用・賃金調整の持続、産業別・規模別の二極化など、解決すべき課題も残存。こうした問題解決のためには、①F T Aの戦略的活用、②新規サービス産業の活性化、③積極的労働市場政策の展開、④地方主導の産業・雇用構造の転換推進、⑤金融政策正常化に向けたコンセンサス形成、⑥社会保障改革・財政健全化計画の提示、の六つに取り組むことが必要。

外需・内需の双方に支えられて回復持続

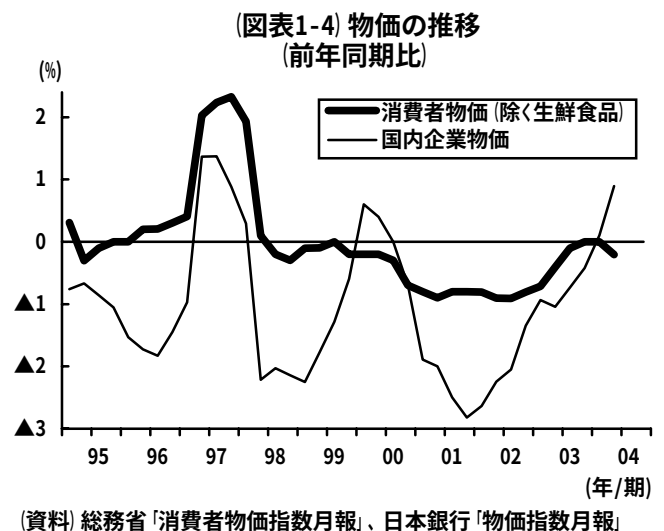
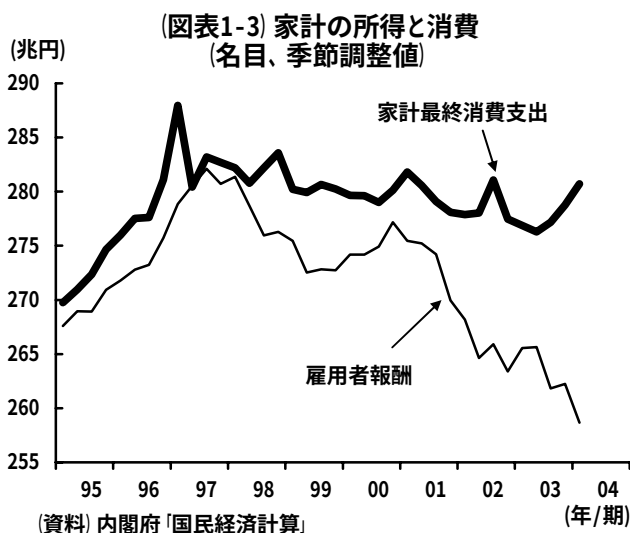
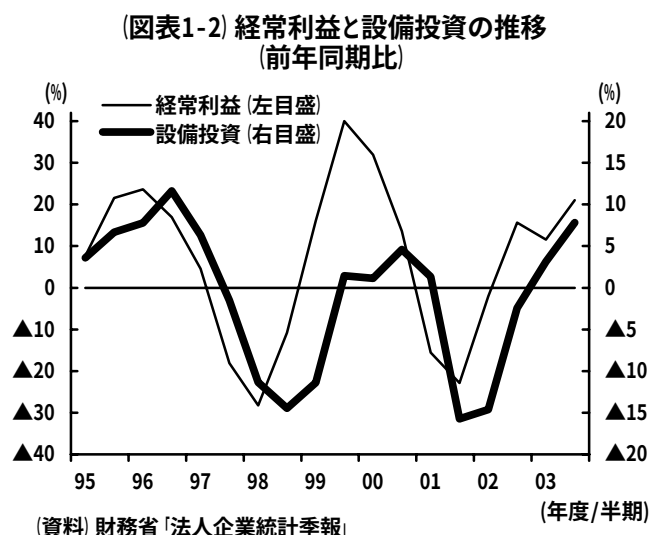
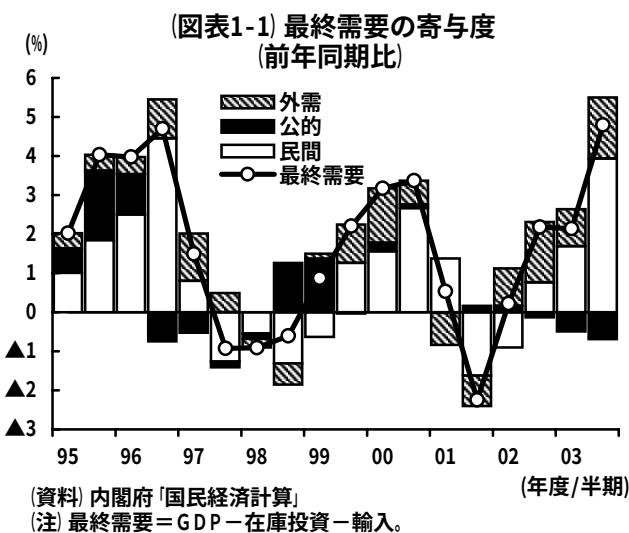
(1) わが国景気は2003年後半以降、強めの回復ペースが持続。足元の景気の特徴は、当初の牽引役であった外需に加えて、個人消費・設備投資などの国内民需の牽引力が強まるなど、徐々に自律回復への兆しが現れている点。

- ①企業部門…リストラ・輸出増などを背景に企業収益が大幅に改善。これを受けて、設備投資も製造業を中心に前回の回復局面以上のペースで増勢が持続。
- ②家計部門…所得環境の回復は遅れているものの、消費マインドの改善、高齢者層による下支えなどにより、個人消費が底堅く推移。
- ③物価…需給ギャップの縮小を主因に、98年以降続いていた消費者物価の下落傾向に歯止め。素材価格の上昇を主因に、川上段階ではむしろ物価上昇圧力が強まっている状況。

(2) もっとも、中国経済が金融引き締めに移ったほか、米国経済でも減税効果一巡・金利上昇・原油価格高騰などの先行き懸念材料が台頭。国内経済でも、素材価格の上昇が企業収益のマイナス要因として働いているほか、景気回復期待の強まりを背景に金利にも上昇圧力がかかっている。

(3) 以上の現状認識のもとで、先行きを展望するうえでポイントとなるのは以下の4点。

- ①海外経済、とりわけ中国経済の動向がわが国経済に与える影響
- ②素材価格上昇が企業収益に与える影響と、積極性が見られ始めた設備投資の行方
- ③雇用・賃金構造の変化と個人消費持ち直しの持続性
- ④デフレ脱却の展望とその影響



米国経済の行方

- (1) 米国経済の現状をみると、企業部門では、収益の好調に支えられ設備投資の増勢が加速。家計部門では、大型減税の効果もあり、個人消費が堅調に推移。雇用の増勢が強まるなかで、景気の回復基調が明確化している。
- (2) 先行きを展望すると、雇用回復傾向の定着に伴い、減税効果剥落による景気減速は限定的なものにとどまり、景気の拡大基調が続く公算。もっとも、企業に先行き不透明感が根強く残るなか、所得の増加は過去の景気拡大局面に比べ緩やかなものにとどまる見込み。加えて、以下の景気抑制要因が顕在化するなか、年後半の景気拡大ペースはややスローダウンする見通し。
- ①利上げを先取りした金利の上昇が、耐久財消費や住宅投資の抑制要因となること。ちなみに、金利が1%上昇した場合の影響を試算すると、実質GDP成長率を▲0.7%押し下げるとの結果。
- ②原油高を受けたガソリン等、石油製品価格の急騰が、物価上昇を通じ、実質個人消費を下押し。世界的な原油需要の堅調、米国各州の環境規制強化に対応した精製能力の不足等から、石油製品価格は当面高止まりする見通し。
- ③素材価格の上昇や、ドル安傾向一服による輸出の増勢鈍化が、企業収益の改善ペースを鈍化させること。
- (3) 2005年入り後は、①2001年終盤以来の景気拡大期が循環的な調整局面に入る動き、②大統領選後の財政引き締め動きが強まる見通し。企業は過剰設備・在庫に対し慎重な姿勢を続けていることから、調整は小幅なものにとどまり、景気後退には至らないものの、成長率は2%台に減速する見通し。
- (4) 景気拡大が続くもとで、デフインフレ傾向からの脱却が進むものの、インフレ高進に至る可能性は低い。企業のコスト抑制姿勢は依然強く、労働生産性を上回る賃金上昇には慎重。このため、FEDの政策金利引き上げは、94年、99年からの利上げ局面に比べ緩やかなものとなる公算。

(図表2-1) 米国経済成長率・物価見通し

	2002年 (実績)	2003年					2004年					2005年	
		1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	1～3	4～6	7～9	10～12	(予測)	1～3	4～6
実質GDP	2.2	2.0	3.1	8.2	4.1	3.1	3.9	4.0	3.4	2.8	4.3	2.7	2.9
個人消費	3.4	2.5	3.3	6.9	3.2	3.1	3.8	3.1	3.2	2.8	3.8	2.4	2.4
住宅投資	4.9	4.6	4.4	21.9	7.9	7.5	4.6	▲2.0	▲4.0	▲2.0	4.3	▲2.0	▲2.0
設備投資	▲7.2	▲0.6	7.0	12.8	10.9	3.0	5.3	6.5	5.5	4.0	7.5	4.0	4.0
在庫投資	0.4	▲0.8	▲0.2	▲0.2	0.7	▲0.1	0.6	0.4	0.2	▲0.1	0.3	0.1	0.1
政府支出	3.8	▲0.4	7.4	1.8	▲0.1	3.3	3.0	6.0	4.3	3.8	3.3	3.5	4.0
純輸出	▲0.7	0.8	▲1.4	0.8	▲0.4	▲0.4	▲0.8	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.1	0.0
輸出	▲2.4	▲2.0	▲1.1	9.9	20.5	2.0	7.5	4.3	5.2	6.3	8.5	5.0	5.5
輸入	3.3	▲6.8	9.1	0.8	16.4	4.0	10.4	4.4	5.1	4.9	8.0	4.0	3.5
実質最終需要	1.7	2.7	3.2	8.4	3.4	3.1	3.2	3.7	3.2	2.9	4.0	2.6	2.8
消費者物価	1.6	2.9	2.2	2.2	1.9	2.3	1.8	2.8	2.5	2.5	2.4	2.4	2.2
除く食料・エネルギー	2.3	1.7	1.5	1.3	1.1	1.4	1.4	1.9	2.0	2.2	1.9	2.2	2.0

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

(図表2-2) 金利上昇(+1%ポイント)の米国経済への影響 (%)

需要項目別の影響		GDPへの影響 (寄与度)	
実質個人消費に与える影響	▲0.4	家計部門	▲0.4
可処分所得増加	+0.3		
住宅価格下落	▲0.6		
株価下落	▲0.1		
実質住宅投資に与える影響	▲1.9		
実質設備投資に与える影響	▲3.4	企業部門	▲0.3
収益減少	▲0.4		
家計需要減少	▲0.9		
株価下落	▲2.1		
		合計	▲0.7

(資料) 米国商務省"Survey of Current Business"他から日本総合研究所試算

(図表2-3) 原油価格上昇(35→40ドル)による米国経済への影響 (%ポイント)

実質GDP成長率	▲0.2
個人消費	▲0.2
設備投資	▲0.9
消費者物価上昇率	+0.3
(10億ドル)	
原油収支悪化額	▲25.0
家計部門の負担額	▲14.2
企業部門の負担額	▲10.8
税引前利益比(%)	▲1.5

(資料) 米国商務省"Survey of Current Business"他から日本総合研究所試算

(注) WTIが1バレル35ドル(2004年1-3月期平均)から40ドルに上昇した場合の影響(向こう1年間)。

中国経済の行方

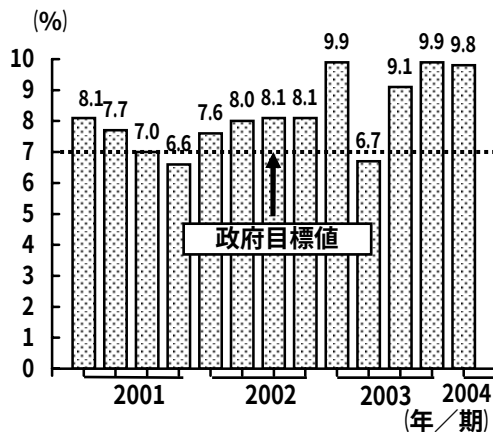
(1) 中国では、1～3月期の成長率が前年比+9.8%と、3四半期持続で+9%超の高成長を記録。個人消費、輸出が堅調に推移するなか、とりわけ固定資産投資がきわめて力強い増勢（同+43.0%）を維持していることが背景。

これを映じて、物価上昇圧力やエネルギー（とりわけ電力）不足が顕在化。景気は過熱の様相を呈しており、これを受けて中国人民銀行は金融引き締めを強化しつつある。2003年秋口以降、投資抑制を目的に、融資規制強化や国債発行減額などを実施。加えて、今年3月25日に公定歩合を引き上げ（+0.63ポイント）、4月25日に預金準備率を7%から最大8%へと引き上げ。さらに、5月には投資予定額の増勢がとりわけ著しい（注）鉄鋼、セメントなどへの新規融資を禁止。

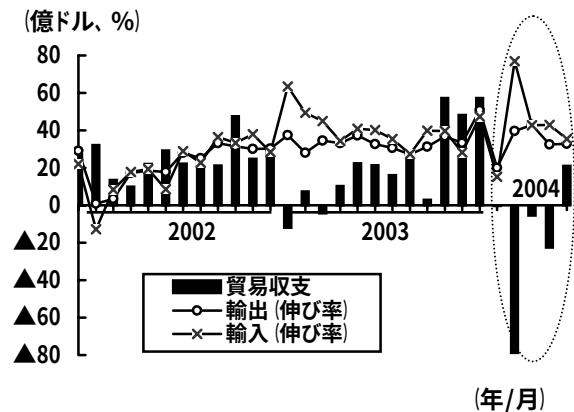
(2) こうしたなか、5月の固定資産投資が前年比+18%に鈍化し（1～5月累計は同+34.8%）、マネーサプライの伸びも同+17.5%に低下するなど、投資抑制策は徐々に効果を現しつつある。このため、早期の貸出金利引き上げの可能性は小。引き締め効果が広がりを見せるとともに、景気のソフトランディングが実現する見通し。

（注）1～3月期の投資予定額は、鉄鋼が前年比+107.2%、セメント関連が同+101.4%。

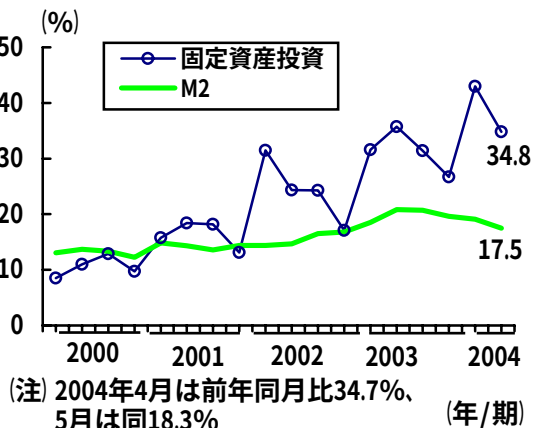
(図表3-1) 中国の実質経済成長率
(前年比)



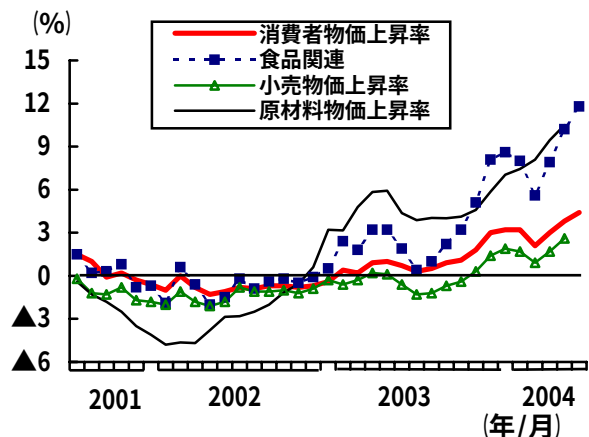
(図表3-2) 中国の貿易収支と輸出入 (前年比)



(図表3-3) 中国の固定資産投資 (累計額)
とマネーサプライ (前年同期比)



(図表3-4) 中国の物価上昇率
(前年比)



中国経済減速の影響

(1) 中国の高成長に支えられ、わが国の対中輸出は前年比二桁の増勢を持続。日本の輸出全体に占めるウェイトも12%と、確実に存在感を高めつつある。そうしたなか、前年比10%近い成長は加熱気味との見地から中国政府は投資抑制策を取り始めており、今後、中国景気が減速した場合の対中輸出への影響を見極めることが必要。

そこで、品目別に対中輸出の構成をみると、以下の3点から、投資抑制から中国経済が減速してきても、それ自体の影響は一定範囲内にとどまるものと判断。

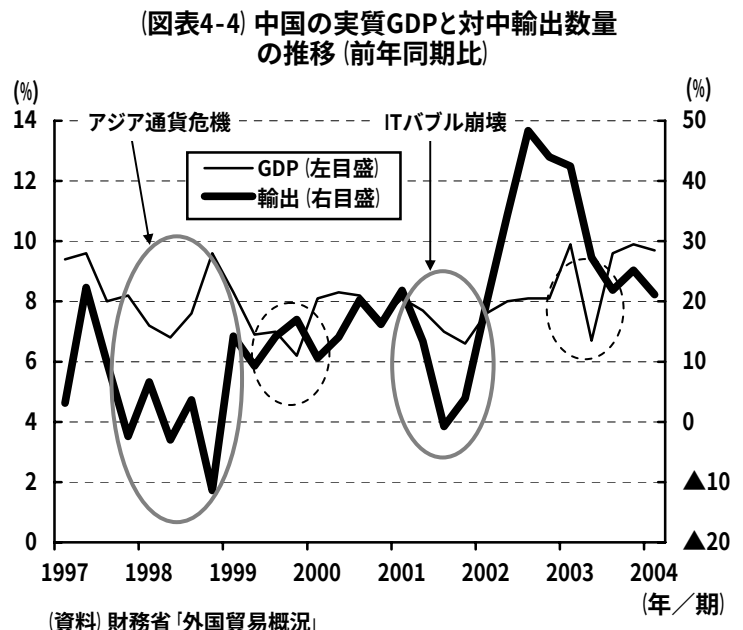
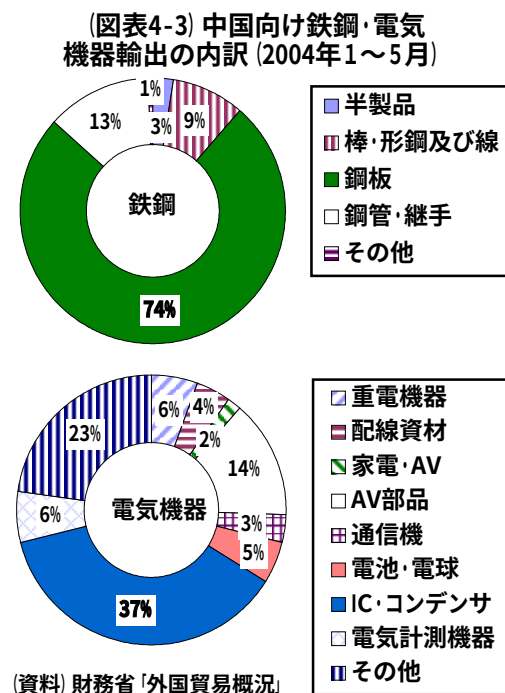
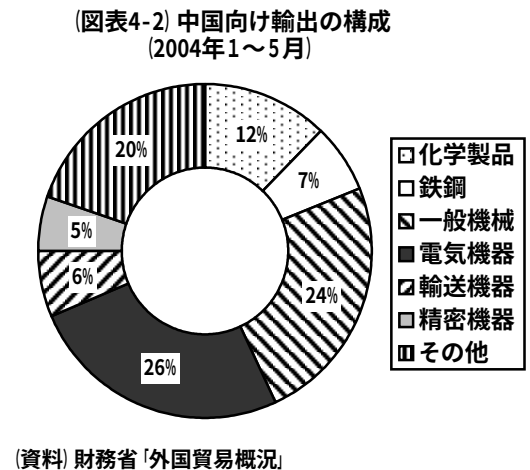
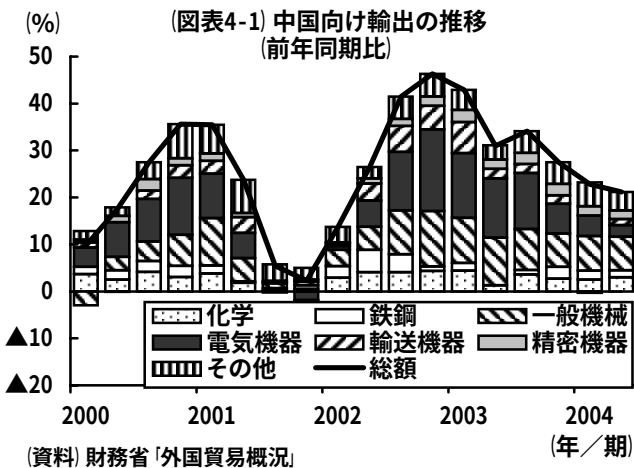
①一般機械、電機機械がそれぞれ4分の1を占める。一般機械は設備投資と密接に関連しているものの、電機機械については半分が部品であり、加工組立を経て中国国外へと再輸出される割合が高いとみられる。

②これまで高い伸びをみせてきた素材については、鉄鋼は74%が鋼板が占めるが、その多くは自動車や家電の日系企業の現地生産等に用いられるなど、最終的には消費との連関が強くなっている。

③中国の投資抑制は土木工事関係や地元企業の投資がターゲットであり、主に日本の投資財の輸出先となっている外資の投資活動が大きく落ち込む公算は小。

(2) 一方、中国の経済成長率と対中輸出の関係をみると、成長率が8%を大きく割り込んだのはここ数年で4回あるが、日本の対中輸出が前年割れとなったのはそのうち2回。ただし、この2回はともに、アジア通貨危機、ITバブル崩壊という深刻な要因が同時に発生したケース。

(3) 以上を総合すれば、目下の投資抑制策が成長率を鈍化させ、一時的に巡航速度を下回るとしても、それだけで日本の対中輸出が大きく落ち込む公算は小さいものと判断される。



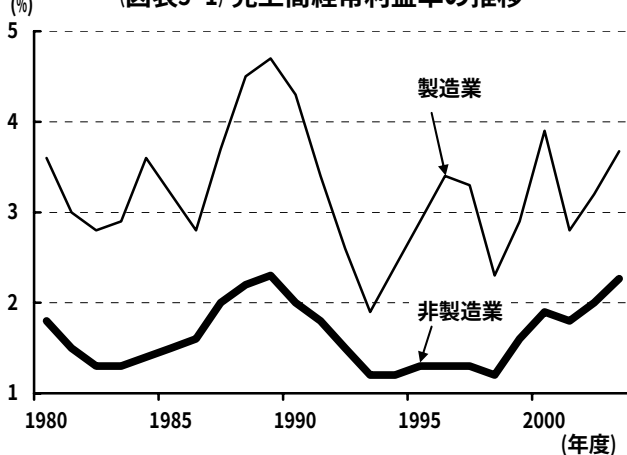
史上最高益更新と今後の見通し

(1) 2003年度の企業収益は2年連続の増益を達成。2002年度の収益回復の主因は人件費削減などのリストラ効果であり、とりわけこの傾向は非製造業で顕著。しかし、2003年入り後は、リストラ効果が一巡する一方で、景気回復に伴う売上増加要因が収益拡大に大きく寄与。

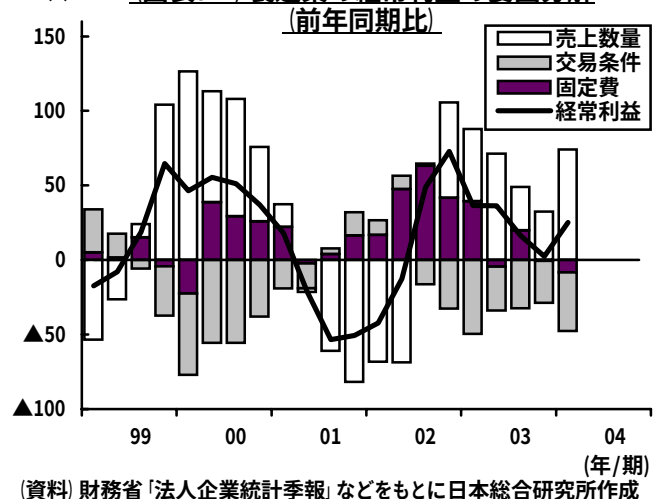
(2) もっとも、2003年後半から素材価格が急上昇したため、最終製品価格への転嫁が困難な状況下、企業部門のコスト増加要因に。2003年10～12月期の製造業の経常利益は、交易条件の悪化を主因に増勢がほぼゼロにまで鈍化。今後を展望しても、世界的な景気回復持続を背景に素材価格には上昇圧力がかかりやすい状況が続くことに加え、地政学的要因もあって原油価格の騰勢も強まったことから、企業収益の押し下げ圧力は持続する見通し。ちなみに、投入価格が足元の水準で高止まりすると仮定すると、交易条件（産出価格/投入価格）悪化によるコスト負担増は製造業の経常利益の半分に達すると試算。

(3) ただし、素材価格上昇によってマクロの企業収益が減少に転じる公算は小。そもそも、素材価格の上昇は世界的な景気回復を背景としたものであるため、売上数量の拡大によって収益を押し上げられる傾向が強まっている。実際、収益減少分を相殺できる売上高の伸びは4.4%と試算されるが、今後、内外景気の回復を受けて、売上高は5%を上回って増加すると見込まれる。したがって、2004年度の経常利益は、2003年度に比べ鈍化する可能性はあるものの、3年連続の増益を達成する見通し。

(図表5-1) 売上高経常利益率の推移



(図表5-2) 製造業の経常利益の要因分解

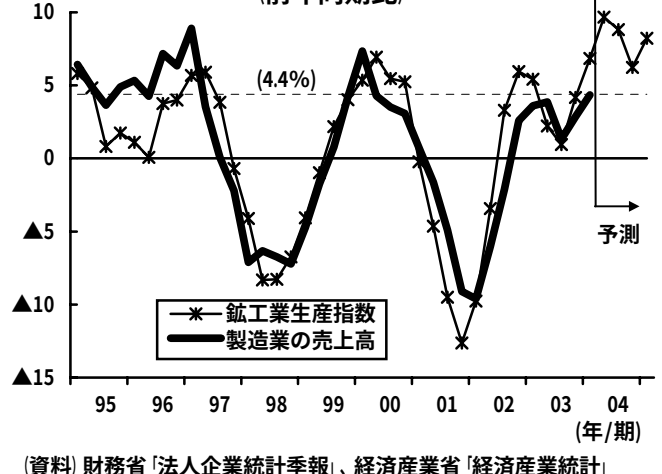


(図表5-3) 素材価格上昇を背景とした交易条件悪化が製造業収益に与える影響

	2002年度	<試算>
売上高	377.5	+0.3%
原材料費	241.3	+2.9%
人件費	61.6	+0.0%
減価償却費	12.2	+0.0%
その他	50.3	+0.0%
経常利益	12.1	6.4 (▲47.2%)
収益減少を相殺するのに必要な売上高	394.1	(4.4%)

(資料) 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「物価指数月報」
経済産業省「産業連関表」をもとに日本総合研究所作成
(注) 足元(2004年4月)の伸び率で試算(投入価格:前年同月比+2.9%、産出価格:同+0.3%)。

(図表5-4) 製造業の生産指数と売上高



生産の国内回帰と設備投資の行方

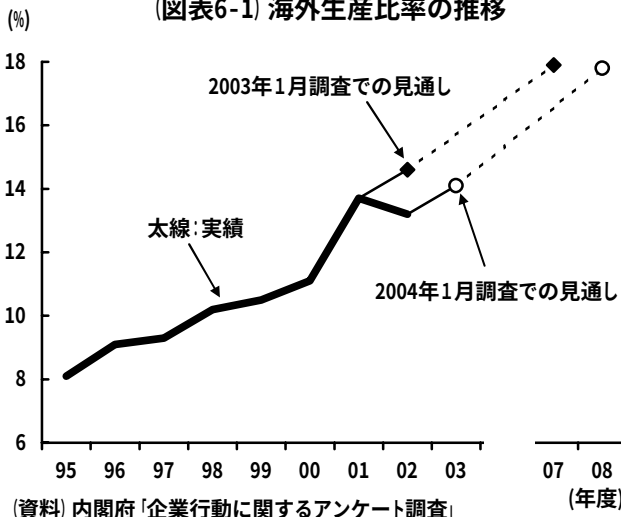
(1) 生産拠点の海外シフト一辺倒の動きが止まり、国内生産に回帰する動きが出始めている。2004年初の海外生産比率の実績見込み・計画を見ると、1年前と比べて上昇ペースが緩やかに。この背景には、①消費者の嗜好の多様化、②資本効率を意識した経営への転換、などを背景に、企業が、これまでの低価格路線から高付加価値路線に切り替え始めたことを指摘可能。この結果、コスト削減が重要な低付加価値製品は中国をはじめとする海外で生産し、高い技術を要する高付加価値製品は国内で生産するという、内外での生産拠点の棲み分けが形成されつつある。

典型的なのは、市場が急拡大している薄型テレビ。技術集約度が極めて高い薄型テレビは、電子デバイス・部品メーカーなども含めて日本国内に生産拠点が集約し、鉱工業生産全体を大きく押し上げる要因に。また、高付加価値化の進展により、大幅な入超だったテレビの輸出入構造が、薄型テレビの輸出増を主因に出超に転じている。

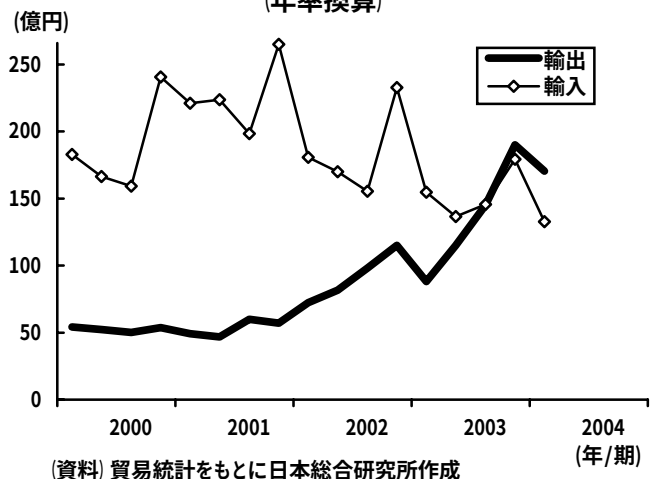
(2) 今後の設備投資を展望すると、こうした生産拠点の国内回帰にも支えられて、製造業を中心に増勢が持続する見通し。足元の動きをみても、電気機械・一般機械などに牽引されて、機械受注が堅調に増加する一方、工場建設も持ち直し傾向。非製造業では回復に遅れがみられるものの、製造業での生産拡大が続けば、いずれそのプラス影響が波及し、設備投資が持ち直しに向かう公算。

中長期的にみれば、企業部門の経営姿勢が積極化する結果、キャッシュフローを債務返済に優先的に割り当てる動きが終息し、前向きな設備投資・事業展開に振り向ける企業が増えることも期待可能。こうした動きが顕在化すれば、キャッシュフローが設備投資額を大きく上回っているだけに、設備投資の高い伸びが長続きする可能性も。

(図表6-1) 海外生産比率の推移



(図表6-2) テレビの輸出入金額の推移
(年率換算)



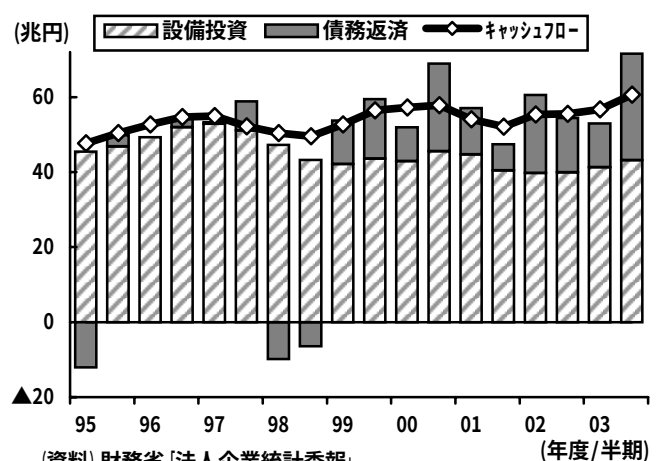
(図表6-3) 2004年度の設備投資計画 (前年度比、%)

	全規模			
	大企業	中堅企業	中小企業	
全産業	6.3	7.9	7.4	▲ 2.4
製造業	17.4	20.1	11.6	9.4
化学	16.7	14.7	20.3	31.5
鉄鋼	▲ 2.4	▲ 8.4	15.2	50.4
一般機械	15.9	18.7	27.4	1.7
電気機械	29.2	29.1	21.1	45.8
自動車	18.8	22.8	2.9	9.3
非製造業	1.8	2.6	5.9	▲ 6.3
建設・不動産	▲ 2.9	▲ 4.2	31.3	▲ 27.1
小売	16.8	22.9	0.8	14.8
運輸	5.9	10.0	▲ 8.3	▲ 3.9
情報通信	▲ 3.2	▲ 4.8	9.8	▲ 25.4
サービス	▲ 1.4	▲ 0.8	5.1	▲ 5.7
リース	3.2	4.1	1.7	1.1

(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査結果」(6月調査)

(注) ソフトウェアを含み、土地投資を除くベース。

(図表6-4) キャッシュフローの使途



(注) キャッシュフロー＝経常利益／2＋減価償却費。

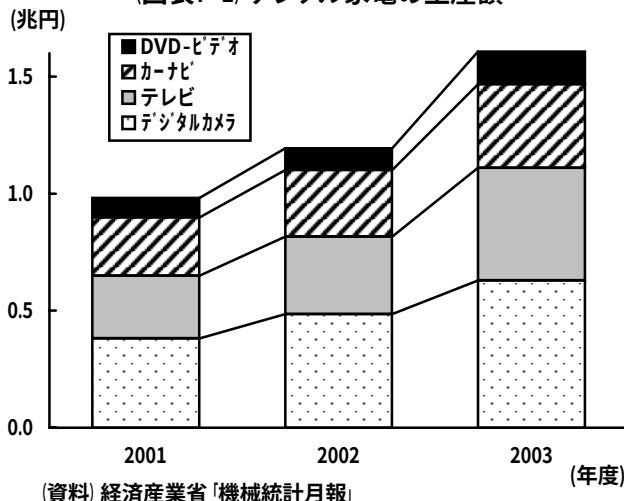
ポスト・デジタルと新規サービス事業

(1) 2002年以降、デジタルカメラ、薄型テレビを中心とするデジタル家電市場が急拡大し、景気回復の牽引役の一つに。当面、薄型テレビ・DVDレコーダーを中心に、デジタル家電による景気押し上げ効果は引き続き期待可能。デジタル家電以外にも、製造業部門での絶え間ない製品開発努力によって、次々と新しい市場が創出される展開が見込まれ、電気機械を中心とした製造業部門の成長が景気拡大の原動力になると予想される。

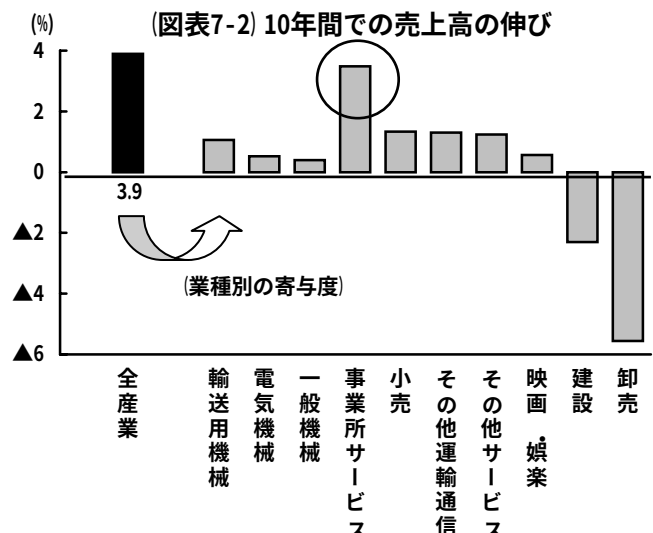
(2) もっとも、製造業部門の生産拡大だけでわが国経済が本格回復に復帰するのは困難。例えば、電気機械産業で生産が急増しても、生産性の引き上げによってカバーするため雇用は全く増えず。そのため、「売上増→収益増→所得増→消費増」という自律回復のメカニズムが十分に機能しておらず、個人消費主導の景気回復にはつながりにくい状況。

(3) わが国経済が本格回復に向かうためには、広い意味での「サービス産業」が着実に拡大して行くかどうかが大きなカギ。実際、過去10年間の産業構造をみても、売上高・従業員数が大きく増加しているのは、企業向け・個人向けを中心とするサービス関連産業。雇用の受け皿となるサービス分野の活性化を進めるためには、規制緩和を進め、新たな事業機会を創出していくことが必要。

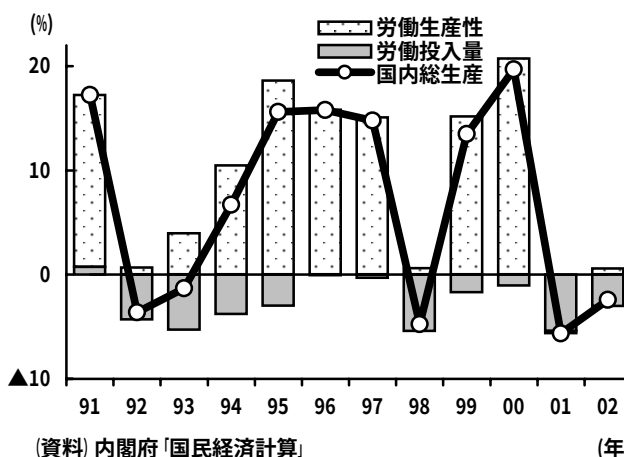
(図表7-1) デジタル家電の生産額



(図表7-2) 10年間での上高の伸び



(図表7-3) 電気機械の国内総生産増加の要因分解 (前年比)



(図表7-4) 産業別の事業所数・従業員数の伸び (1996年→2001年)

	事業所数	従業員数
電気通信に付帯するサービス	438.9	202.4
看護、派看護婦、介護老人保健施設等	204.6	214.2
労働者派遣	145.4	74.9
老人福祉事業	80.0	72.3
知的障害・身体障害者福祉事業	50.1	20.4
ソフトウェア	49.7	46.8
ハンバーガー店	33.8	22.9
囲碁教室、工芸教室、カルチャー教室等	24.6	35.4
結婚相談、ペット美容、便利屋、易占等	21.4	131.9
焼肉店	17.8	62.3
電気通信・信号装置工業	14.0	23.2
建物サービス	13.4	8.0
療術業	11.9	21.8

(資料) 総務省「平成13年事業所・企業統計調査」

企業規模別の二極化は残存

(1) 景気回復の持続を背景に、遅れてきた中小企業の業況も改善傾向。経常利益の動きをみると、大企業では2002年半ばから前年比プラスに転じた後、中小企業でも2003年入り後は増益基調に。2004年1～3月期には、中小企業は前年同期比+25.8%という高い伸びに。

(2) もっとも、規模別の業況格差を生んでいる各種構造要因は残存しており、売上高経常利益率など収益体質における格差はなお大きい。この要因としては以下の2点。

①コスト構造や財務体質など、企業の基礎体力の格差

売上高人件費比率や長期債務対キャッシュフロー倍率をみると、格差は1990年代に拡大し、現在でも中小企業の体質改善に遅れ。

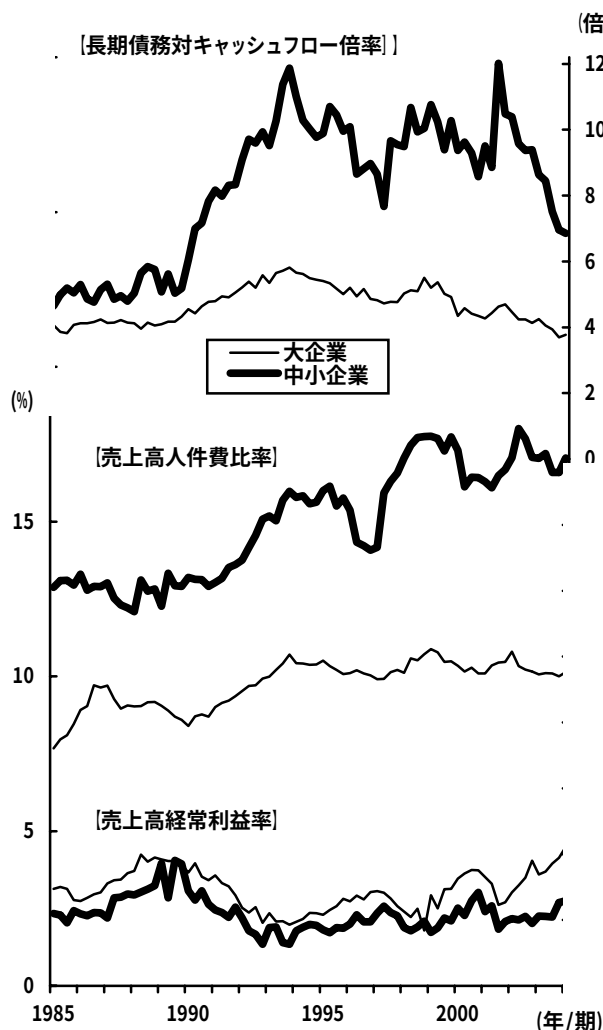
②企業のバーゲニング・パワー（価格交渉能力）の格差

IT化や貿易の深化に伴う内外市場の一体化、国内市場の成熟や規制緩和を背景に、企業間競争が激化。このもとで、特徴ある製品や卓越した技術に欠ける中小企業がとりわけ厳しい競争環境に直面し、バーゲニング・パワーを喪失。この結果、中小企業の交易条件

（販売価格／仕入価格）は、大企業に比べて大きく悪化。

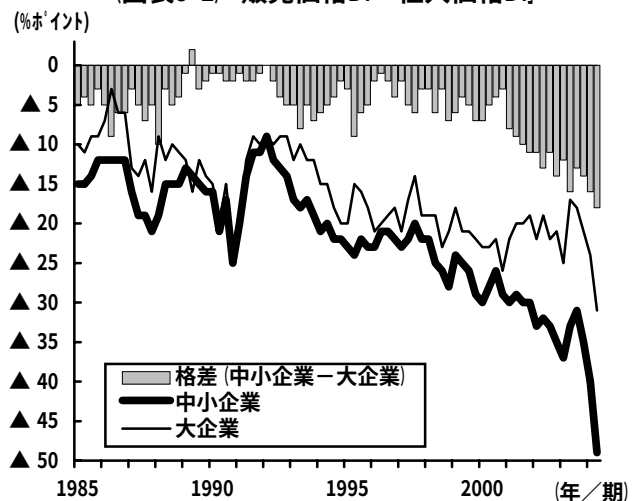
(3) 今後を展望すると、当面、景気拡大傾向が持続するもとで、中小企業の業況改善は続くものの、各種構造要因は一朝一夕には解消し難く、規模別の業況格差は根強く残る見通し。

(図表8-1) 企業体質関連指標



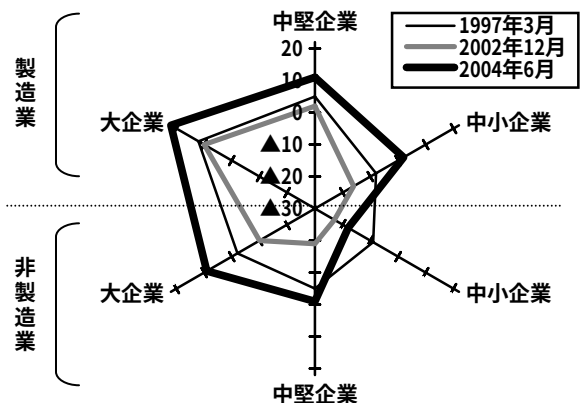
(資料) 財務省「法人企業統計季報」

(図表8-2) 「販売価格DI－仕入価格DI」



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表8-3) 景気回復期の業況判断DIの比較



(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

進む人件費の変動費化

(1) 低下に向かう労働分配率

イ) 90年代を通じて上昇傾向をたどってきた完全失業率は、2003年後半以降緩やかながらも低下傾向を示す。半年以上にわたって失業率が低下傾向を続けるのは、90年代に入って以降では初めてのこと。この背景には、景気回復が定着するなか、労働分配率が93年半ば以来の水準にまで低下し始めたこと。

ロ) 労働分配率が低下に向かい始めた理由は以下の2点。

- ① 付加価値額の回復…2002年中を通じて生産・物流プロセスの再編を通じて変動費比率の引き下げが進展。さらに、2003年に入って、アジア向けをはじめとする輸出の増加を主因に売上がプラス基調に転じ、付加価値額が回復。
- ② 人件費の抑制…賃金の安いパートタイマー等非正社員の比率の引き上げ、成果主義賃金の導入により、分子である人件費が減少傾向に。

(2) 進展する「人件費の変動費化」

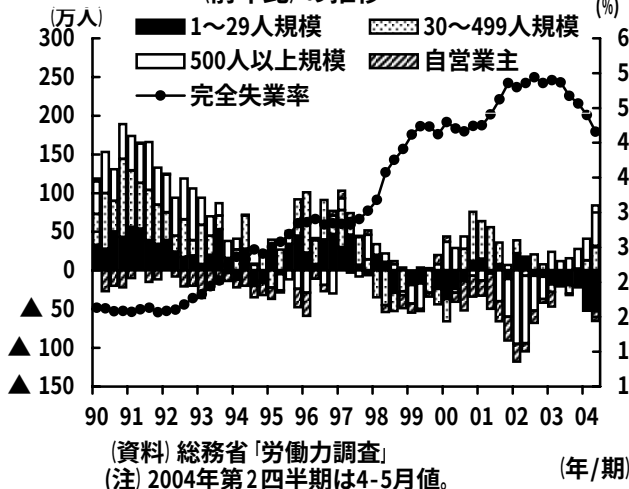
イ) 今後を展望しても、労働分配率が緩やかな低下トレンドをたどるなか、失業率も徐々に改善していく見通し。ただし、当面、就業者数の大幅増加は期待できず、失業率が持続的に4%近辺にまで低下していくのは困難と判断。

- ① 雇用のミスマッチの残存
- ② 企業の収益体質強化スタンスの強まり
- ③ 新規雇用の創出力は当面限定的

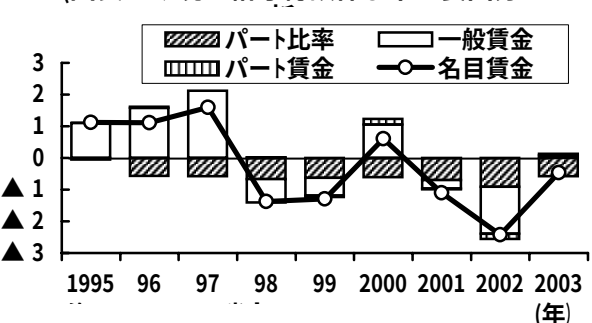
ロ) 賃金面に関しても、国際的な競争激化に加え、将来的な社会保険料率の持続的上昇を背景に企業が人件費抑制スタンスを緩めることはなく、人件費の「変動費化」を進めることで固定費削減を推進する方向。

- ① 解雇規制の緩い非正規雇用の増加は、雇用量の景気変動に伴う調整スピードを速めることに
- ② 企業は基本給を削減する一方、企業業績の還元は賞与で行う方向

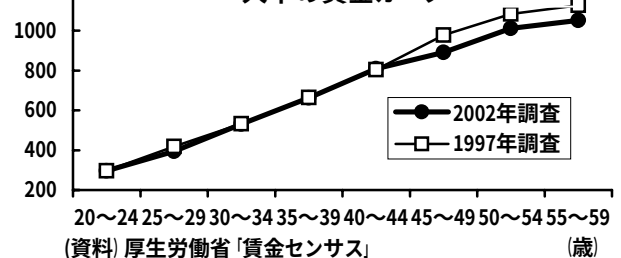
(図表9-1) 完全失業率と企業規模別雇用者数
(前年比)の推移



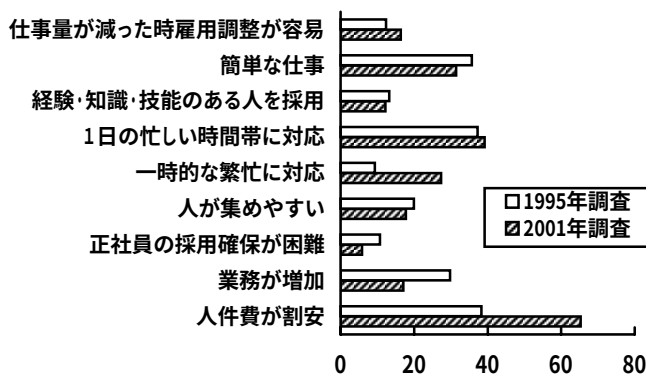
(図表9-3) 現金給与総額伸び率の要因分



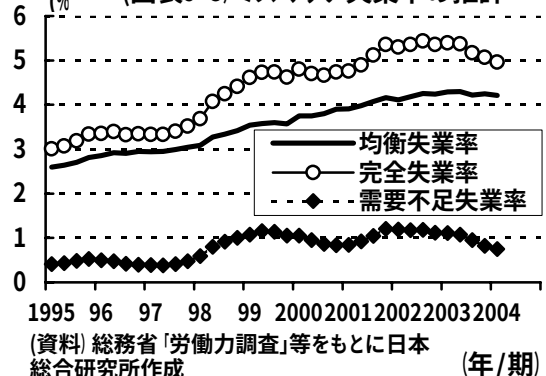
(図表9-4) 製造業・男性標準労働者・大卒の賃金カーブ



(図表9-2) パートタイマーの雇用理由別事業所数割合



(図表9-5) ミスマッチ失業率の推計



個人消費は回復続くも加速せず

(1) 回復傾向続く個人消費

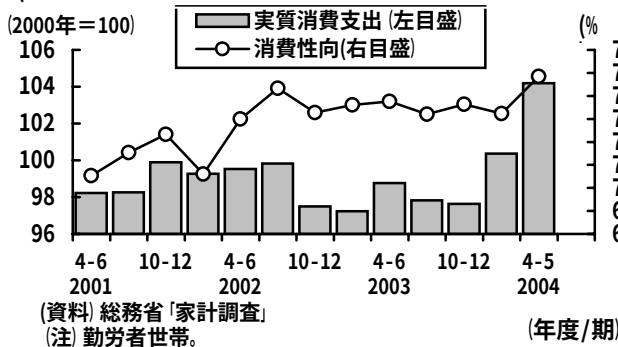
- イ) デフレによる金融資産の実質購買力の向上、ネットベースの社会保障受取の増加が引退世帯の購買意欲を喚起するなか、現役世代が厳しい所得・雇用環境に直面するもとでもマクロの消費は堅調に推移。さらに、ここにきて所得・雇用環境が持ち直しに向かうなか、消費者マインドの改善も加わり、消費の持ち直し傾向が鮮明に。
- ロ) 今後を展望しても、少なくとも2004年度中に関しては回復傾向が続く見通し。
 - ① 所得・雇用環境の改善持続…企業業績の改善を背景に、企業の採用意欲は徐々に持ち直し。賃金面でもボーナス・所定外給与を中心に持ち直しへ。これを受けて個人消費も回復傾向。
 - ② 耐久消費財が牽引…デジタル家電の普及過程に伴い、耐久消費財の売れ行き好調が持続。加えて、2003年後半来の住宅建設の持ち直しが、耐久消費財の購入に波及。

(2) 増勢加速を阻む要因

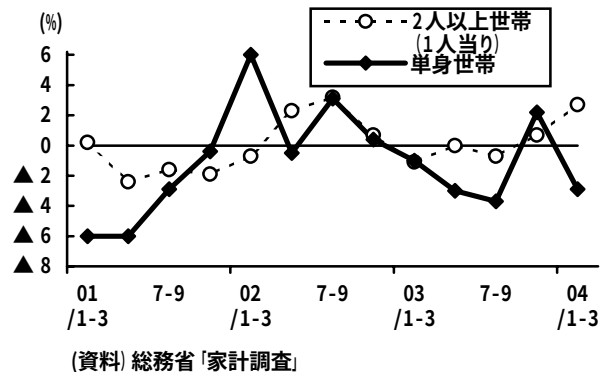
個人消費は、当面回復傾向をたどるものの、2005年度に向けて増勢加速は困難。

- ① 人件費の変動費化…人件費の変動費化は「安定所得」ではなく「一時所得」の増加を意味しており、その増加に伴う消費誘発効果は相対的に小。
- ② 若年層の厳しい所得・雇用環境…新規採用の抑制、フリーターの増加等若年就労環境が悪化するなか、これまで活発であった若年単身世帯の購買活動に鈍化の兆し
- ③ 家計負担の増加…厚生年金保険料の引き上げ、配偶者特別控除の廃止など、各種家計負担の増加が消費活動を下押し。

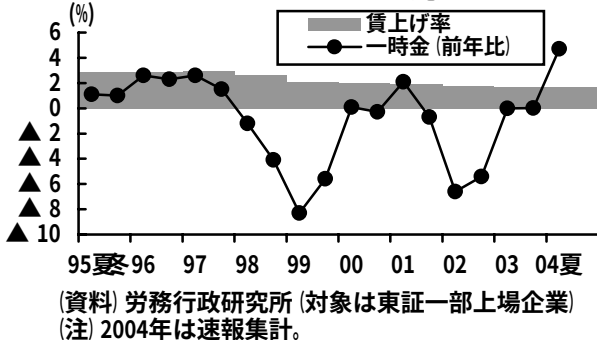
(図表10-1) 実質消費支出、消費性向の推移 (季節調整値)



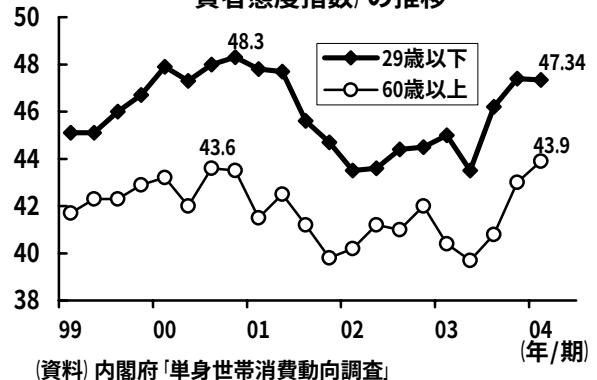
(図表10-4) 単身世帯の消費動向



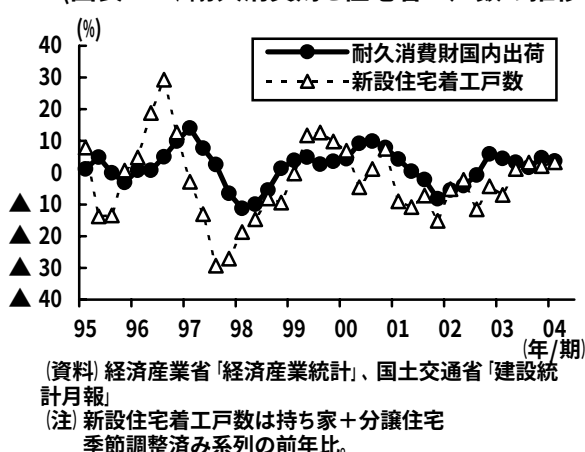
(図表10-2) 一時金 (前年比) の推移



(図表10-5) 単身世帯の消費マインド (消費者態度指数) の推移



(図表10-3) 耐久消費財と住宅着工戸数の推移



(図表10-6) 家計関連の制度変更のスケジュール

2004年	10月	厚生年金保険料の引き上げ	▲3,200
	12月	配偶者特別控除の廃止 (年末調整)	▲4,800
2005年	1月	高齢者控除の廃止	} ▲2,400
		公的年金等控除の縮小	
	4月	国民年金保険料の引き上げ	▲400
		雇用保険料の引き上げ	▲1,500
	6月	配偶者特別控除廃止に伴う課税所得・住民税増加	▲1,800
	9月	厚生年金保険料の引き上げ	▲3,200

(注) 右端の数値は年間の可処分所得増減 (億円)。

デフレ緩和の背景

(1) 緩和に向かうデフレ

イ) 消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、2001～02年にかけて1%近い下落傾向が続いた後、2003年入り以降、徐々にマイナス幅が縮小し、2003年末から2004年初めにはゼロに。2004年度に入って、医療費自己負担増加による押し上げ影響が剥落したことから4～5月に再びマイナスに落ち込んだものの（前年比▲0.2%、▲0.3%）、前年比下落率は大幅に縮小。

ロ) 中身をみると、食品で前年比プラス基調が定着してきたことが大きく寄与しているほか、被服・履物分野でもマイナス幅の縮小が目立つ。一方、交通通信、教養娯楽分野ではデフレ基調が持続。

(2) デフレ緩和の背景

イ) 消費者物価の下落率縮小の要因

① デフレギャップの縮小…90年代末からの物価下落の要因として大きかったのはデフレギャップの拡大。しかし、2003年後半以降景気回復が明確化することでデフレギャップが急速に縮小し、物価下落を緩和させる方向に作用。

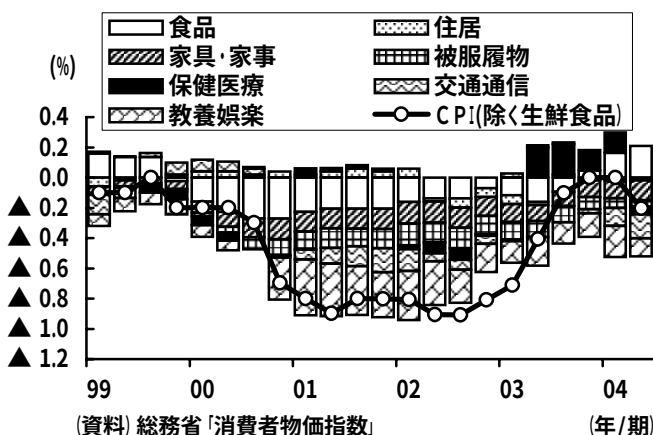
② 輸入浸透度の頭打ち…中国をはじめとしたアジア諸国から安価な製品が急激に流入してきたこともデフレの要因として無視できず。その動きを反映して輸入浸透度が急ピッチで上昇。しかし、この点に関しても2003年以降輸入浸透度が低下傾向に転じており、安価な製品輸入が国内価格体系を押し下げる動きが一巡しつつあることを示唆。

ロ) 背景にある日中貿易関係の変化

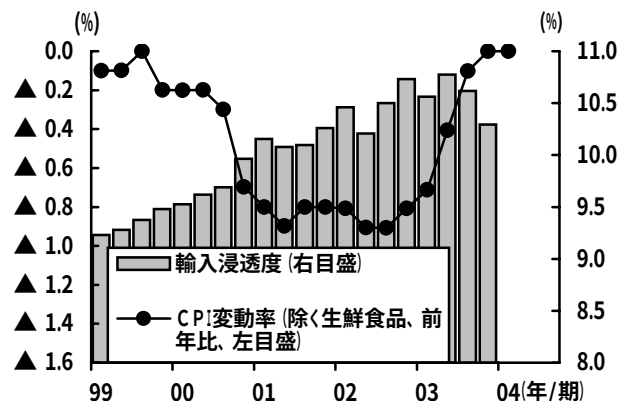
① 中国の位置付けの変化…中国の日本企業にとっての位置付けは、90年代末から2002年ごろまでは「生産拠点」に重点があったものの、昨年ごろからは「販売市場」としての意味合いも強まっている。これを映じて対中貿易収支が大きく改善する方向。

② 日本企業の生産体制の変化…労働集約分野への中国・アジアへの生産拠点の移管を進める一方、国内工場を高付加価値製品の生産拠点として位置付け、デフレに強い製品開発を推進。

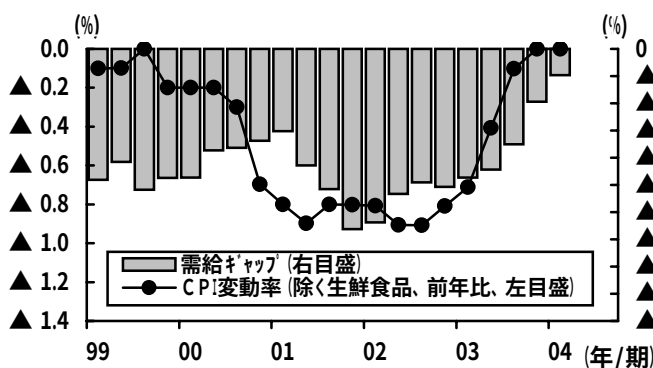
(図表11-1) 消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)の推移



(図表11-3) CPI変動率と輸入浸透度の推移

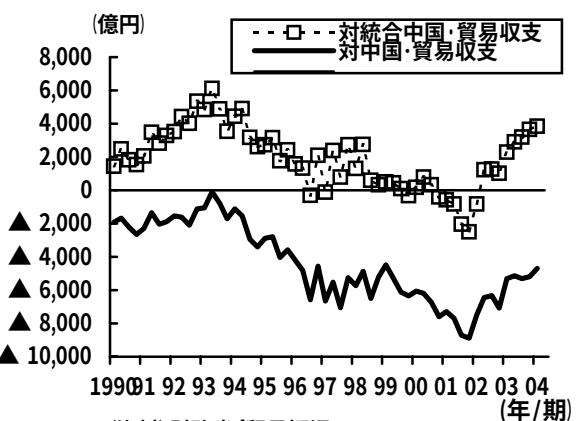


(図表11-2) CPI変動率とGDPギャップの推移



計算、カズオ・ミナモト・日本総合研究所作成

(図表11-4) 対中貿易収支の推移



デフレ脱却後も物価は安定

(1) デフレ脱却の時期

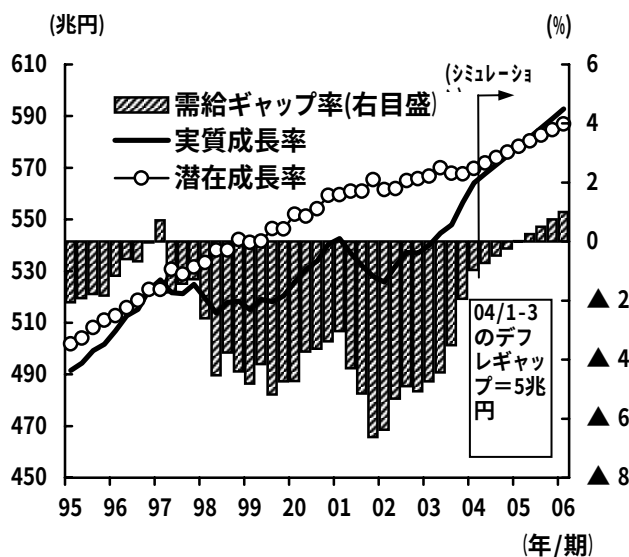
- イ) 労働集約分野におけるアジア諸国との生産コスト格差が縮小し、輸入浸透度の上昇がデフレの要因となる状況が一段落するなか、GDPギャップがいつ解消するかが、デフレ脱却の時期を占う際の有力なメルクマールに。
- ロ) そこで、一定の前提（潜在成長率：1.5%、実質成長率：2.5%）のもとでGDPギャップがゼロになる時期を試算すると、2005年1～3月期に。この面から判断する限り、2005年中にはとりえずデフレから脱却するメドが立つものと判断。

(2) 物価安定は持続

2005年中にデフレから脱出できる展望が開けてきたものの、インフレ率が加速していく公算は小。デフレ脱却後も基本的にはディスインフレ基調が続く公算。

- イ) 生産性上昇が原材料コスト高を吸収…原材料コストの高騰が川上段階の物価を押し上げるものの、川下段階の物価安定は今後も持続。
- ロ) 名目賃金低迷がサービス物価を下押し…財価格は大幅下落から若干プラスに転じてくる一方で、サービス価格が落ち着き。背景には企業の人件費抑制スタンスの継続を受けた名目賃金の低迷。

(図表12-1) 需給ギャップ解消のシミュレーション



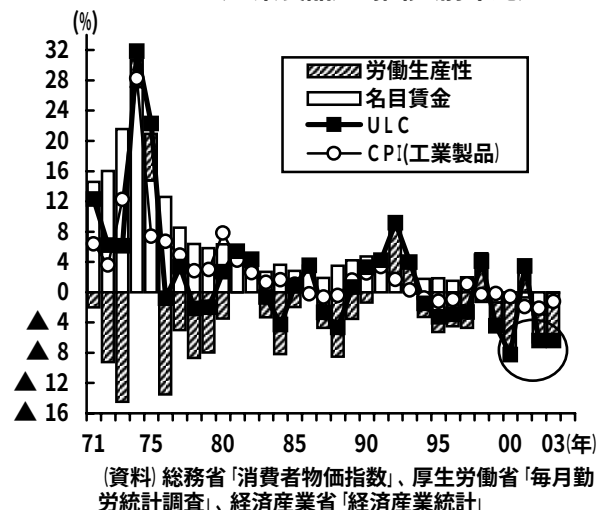
(注1) マクロ需給ギャップの試算方法は以下の通り。ただし、Y:実質GDP、L:就業者数、h:1人当たり平均労働時間、s:稼働率、 α :雇用分配率、を表すものとする。

① $\Delta \ln Y = \alpha \cdot \Delta \ln L + (1 - \alpha) \cdot \Delta \ln s + TFP$ において、 $h = \max h$, $s = \max s$, $TFP = TFP$ のトレンド成長率を代入することで $\Delta \ln Y^*$ (潜在GDP成長率) を算出。なお、 $\max h$, $\max s$ は暦年ベースの最大値 ($\max h$ は所定内労働時間+最大所定外労働時間)。

② 日銀短観の設備判断DI、雇用判断DIにより実際のGDP=潜在GDPである基準時点を定め、それを基準に $\Delta \ln Y^*$ を用いて各期の潜在GDP水準を試算。

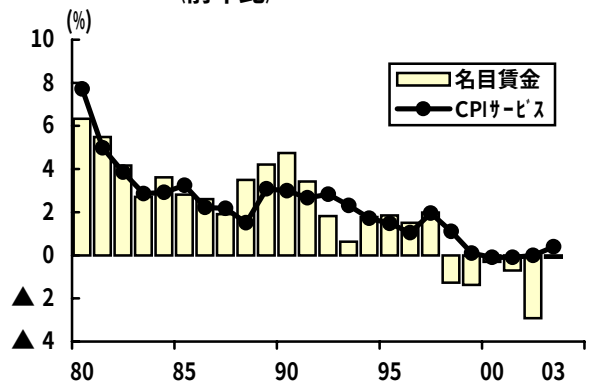
③ マクロ需給ギャップ = (現実のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP
(注2) シミュレーションは実質成長率が年率2.5%、潜在成長率が年率1.5%で伸びていくと想定した場合。

(図表12-2) 製造業単位労働コストとCPI(工業製品)の推移(前年比)



(資料) 総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、経済産業省「経済産業統計」

(図表12-3) 名目賃金、CPI(サービス)の推移(前年比)



(資料) 総務省「労働力調査」厚生労働省「毎月勤労統計調査」

金利上昇リスクと量的緩和解除のタイミング

(1) 長期金利の均衡水準

わが国における長期金利と名目成長率の推移をみると、90年代のバブル崩壊後の超低金利局面を別として、80年代の「正常時」には、金利が2～3年のラグを伴って成長率の動きに収束するという動き。

デフレ脱却後も当分の間はディスインフレ状態が定着することが予想されるもと、名目成長率はせいぜい2%台にとどまるとみられる。名目成長率との過去の関係を前提にすれば、長期金利は2004年中は1%台後半で推移し、その後1～2年かけて2%台乗せが定着するというマイルドな上昇にとどまる見通し。

なお、わが国は経常黒字国であり、国債の大半が日本国民により保有されているため、財政リスク・プレミアムが直ちに顕在化する状況には至っていない。

(2) 量的緩和解除についての考え方

イ) 早期解除に伴うリスク

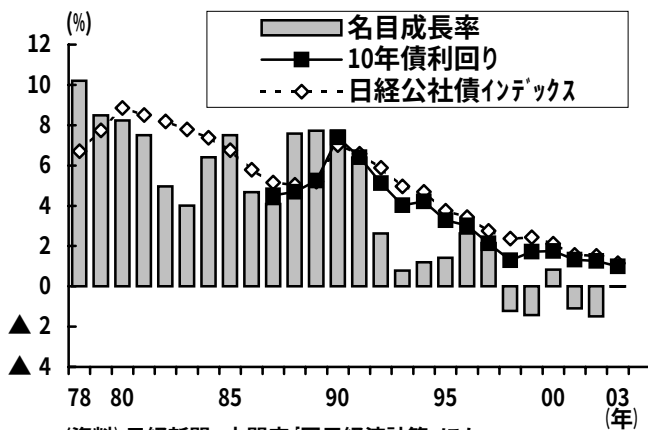
- ① 金利上昇のインパクト…金融政策正常化後の金利体系についてのコンセンサスが存在しないもとで、量的緩和を解除すれば金利が急騰するリスク。その場合、過剰債務解消が遅れる中小企業非製造業分野で倒産が急増する恐れ。
- ② 業況改善の二極化…平均値で業況が改善しているとはいえ、業況の二極化は残存。平均値で語られる以上に、業況の悪い企業が多く存在することに留意。

ロ) 解除遅滞の副作用

- ① インフレ転化の可能性…デフレ脱却後も物価安定の持続が予想されるもとで、消費者物価がプラスに転じてきても小幅であれば、量的緩和解除を急ぐ理由はない。
 - ② 資産インフレの可能性…一部の都市部地価等を除き、全般的な資産インフレのリスクは小。
- ハ) 以上を総合すれば、ポスト・デフレ期がディスインフレの状況であるならば、中期的にも長期金利は2%～2%台半ば程度の比較的低い水準で安定するはず。

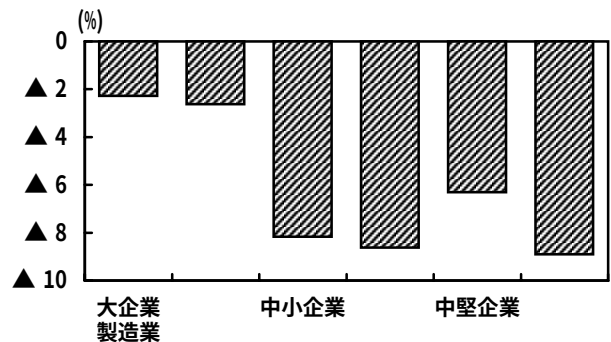
量的緩和の解除が遅れることの副作用よりも急いで解除することによるリスクの方が大きい点も踏まえれば、2004年度中は量的緩和を継続し、解除は金融政策のフレームワークについてのコンセンサスが形成された後に行うことが望ましい。

(図表13-1) 長期金利と名目成長率の推移



(資料) 日経新聞、内閣府「国民経済計算」ほか。

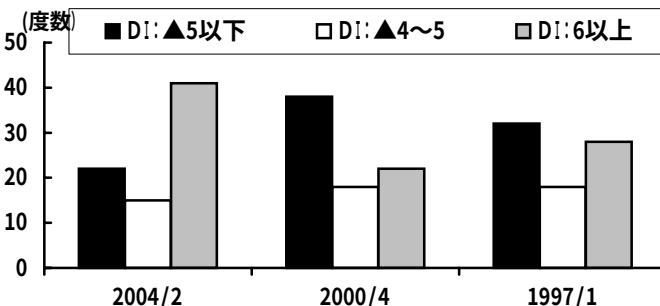
(図表13-2) 長期金利1%上昇の経常利益への影響



(資料) 財務省「法人企業統計季報」

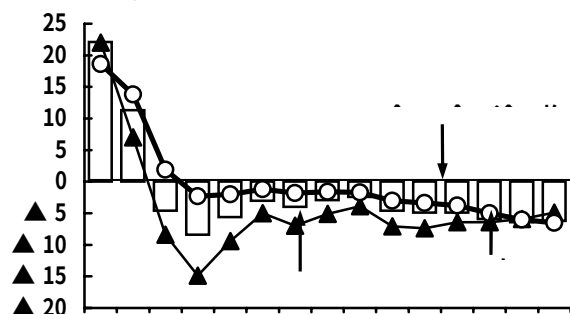
(注) (注) 2003年度末のバランスシートを前提に長期金利が1%上昇したときの2003年度経常利益に対する比率を算定。

(図表13-3) 日銀短観業況判断DIのバラツキ



(資料) 日本銀行「全国短期経済観測調査」(調査時点、年/四半期)
(注) 業種別・規模別の最小単位でみたときの業況判断DIが、3つの時期ごとにそれぞれのレンジ内にいくつあるかをカウントしたもの。

(図表13-4) 地価動向の推移 (前年比)



(資料) 国土交通省「公示地価」

2004～2005年度の見通し

(1) シナリオの前提

- イ) 財政政策では、2005年度も緊縮スタンス維持。ただし、定率減税廃止などの新たな負担増は発生せず。金融政策では量的緩和政策を維持(2005年度後半に漸次日銀当預残の縮小に着手)。
- ロ) 米国経済は、2004年内は景気回復が持続するものの、2005年入り後、金利上昇、素材価格の上昇などを背景に減速へ。中国経済は、基本的に高いペースでの成長が続くものの、金融引き締め効果が徐々に顕在化して2004年度末から拡大ペースがやや減速。

(2) 景気のコース

- イ) 2004年度は、2003年度後半の高成長から巡航速度へと減速するものの、以下の3点を背景に回復傾向を続ける見通し。
 - ①欧米・アジア経済の成長により、輸出の増勢が持続。とりわけ、中国向け輸出は、「世界の工場」としての地位確立とともに、内需拡大の効果も期待できることから、素材・部品・資本財と幅広く増加する見通し。
 - ②設備投資は、企業収益の回復傾向が持続するなか、資本財価格の大幅下落が持続することあて、製造業を中心に高いペースでの伸びが持続する見通し。
 - ③個人消費は、所得が緩やかな持ち直しに向かうなか、消費マインドの改善、デジタル家電の市場拡大などもあって、底堅く推移する見通し。
- ロ) 2005年度入り後は、デジタル家電関連の設備投資の一巡、制度変更に伴う家計負担増などを背景に、年度後半に向けてスローダウンする見通し。もっとも、①中国経済の成長持続により海外需要の増勢は持続すること、②国内でも企業リストラの進展などを背景に景気回復の裾野が広がっていること、などを勘案すれば、急激な景気腰折れに至る公算は小さく、調整は軽微にとどまる見通し。

(図表14) わが国の成長率・物価見通し

(半期は前期比年率、%)

	2003年度 (実績)	2004年度			2005年度		
		上期	下期	(予測)	上期	下期	(予測)
実質GDP	3.2	4.3 (5.1)	2.4 (3.2)	4.1	2.5 (2.4)	1.9 (2.2)	2.3
個人消費	1.4	2.5	1.7	2.5	2.0	1.6	1.9
住宅投資	0.3	1.7	▲ 1.5	0.9	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 1.4
設備投資	12.0	13.2	9.5	12.9	6.3	2.9	6.1
在庫投資	0.2	0.4	▲ 0.1	0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1
政府消費	0.9	2.0	1.5	1.8	2.1	1.8	1.9
公共投資	▲ 12.1	▲ 10.1	▲ 8.5	▲ 9.7	▲ 6.8	▲ 6.6	▲ 7.1
純輸出	0.8	0.5	0.1	0.6	0.4	0.5	0.3
輸出	10.9	10.7	5.9	11.3	6.0	5.6	5.9
輸入	4.8	9.6	7.3	9.4	4.4	3.2	4.8
国内民需	2.9	4.0	2.5	3.8	2.0	1.4	2.0
官公需	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	▲ 0.0
名目GDP	0.7	2.6	1.6	2.1	1.0	0.9	1.0
消費者物価	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1

→ (予測)

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数月報」をもとに日本総合研究所作成

(注1) 在庫投資、純輸出、国内民需、官公需は前期比年率(前年比)寄与度。

(注2) 実質GDPの下段、名目GDP、消費者物価は前年(同期)比。

当面のリスク・ファクター

もっとも、以下のようなリスク・ファクターには注意が必要。

(1) デジタル家電の生産調整

家電・デバイスメーカーが供給能力を一気に拡大し、1999年のように生産調整が起きるリスク。実際、足元の生産能力指数は拡大し始めているため、今後の需給動向に注意しておくことが必要。もっとも、在庫が低水準にあること、海外需要よりも国内需要に牽引されていること、などを勘案すれば、深刻な調整に転じる可能性は小。

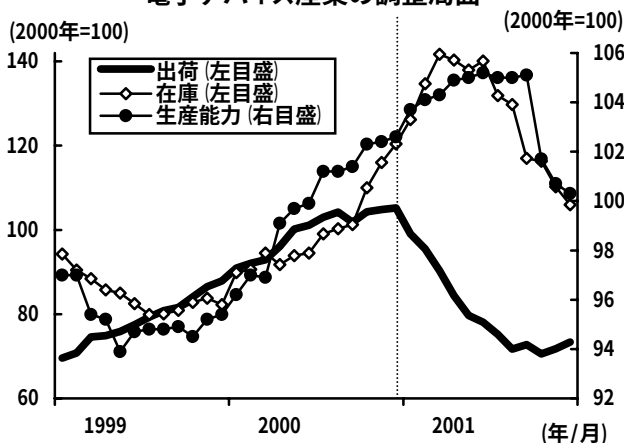
(2) 海外経済の失速

当面、海外経済は堅調を維持する公算が大きいものの、各国とも固有の不安材料を抱えながら回復している状況であるため、景気が失速するリスクも排除できず。

(3) 所得税増税の可能性

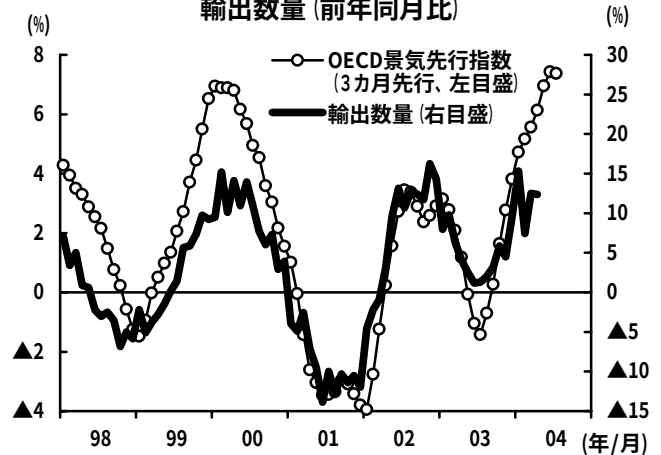
今年度後半から、年金保険料の引き上げ、配偶者特別控除の廃止などにより、家計負担が拡大するため、これによって雇用者所得の増加分が一部剥落する見通し。加えて、2005年度税制改正で定率減税が廃止された場合、可処分所得が1%程度減少することになるため、所得環境はむしろ悪化することになる。

(図表15-1) 前回IT景気終盤における
電子デバイス産業の調整局面



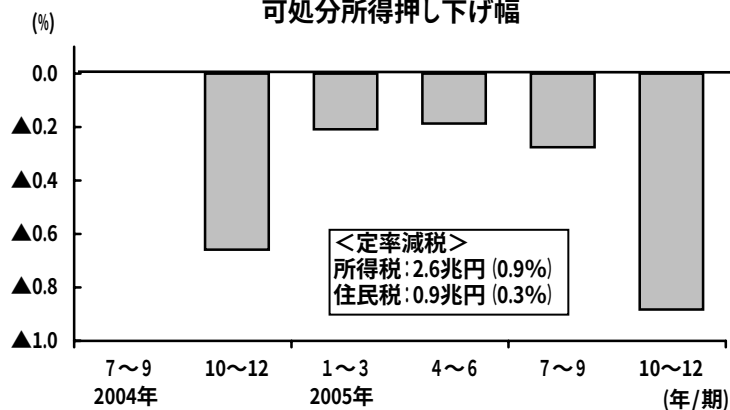
(資料) 経済産業省「経済産業統計」

(図表15-2) OECD景気先行指数と
輸出数量 (前年同月比)



(資料) 財務省「外国貿易概況」、OECD, "Main Economic Indicators"

(図表15-3) 制度変更に伴う
可処分所得押し下げ幅



(資料) 日本総合研究所作成

(注) 1四半期の可処分所得額に対する負担増加額の比率。

“日本経済復活”へ残された課題

1. 景気の現局面

わが国経済はバブル崩壊後の長期停滞局面を脱し、漸く「正常への回帰」の過程が始まったところ。すなわち、①文字通り身を削るリストラ・スリム化努力の継続により、企業の三つの過剰の問題にはほぼメドが立つ一方、②市場としての中国の台頭を契機に新たなマーケットが広がり始めるなか、③維持・強化してきた製造技術分野における優位性が顕在化。

今後を展望しても、中国が基本的には高成長を維持することが予想されるなか、**製造業セクターが景気回復を牽引する状況が2～3年にわたり続くことが期待可能。**

2. 残された課題

もっとも、日本経済の“復活”を宣言するにはなおいくつもの課題が残存。

(1) 日本企業の中国向け売り上げが急激に増えた結果、**日本経済が中国経済の動向に大きく左右される体質に**。中国景気が想定以上に大きく下振れる際に足元をすくわれる恐れがあり、中国以外のアジア、さらにはユーロ圏など、販売市場を多様化していく必要。

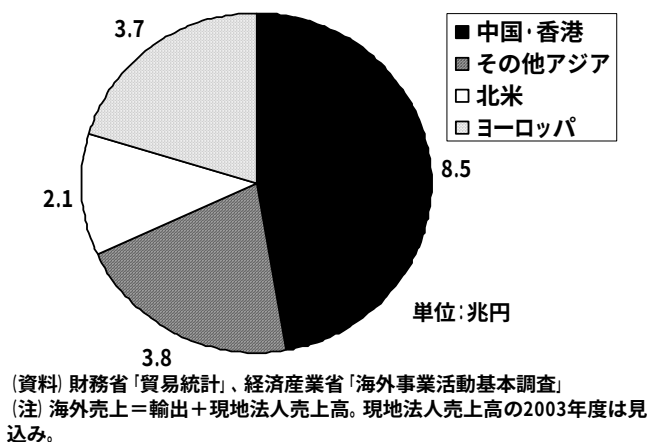
(2) 「工場」レベルにおける日本の強みを活かした製造技術分野での“常勝パターン”構築への取り組み（ブラックボックス化、知財戦略の強化、多能工化）の動きは着実に進展してきている一方、**「本社」レベルにおけるマーケティング力・資材調達力・事業構造組み換え力等については尚一段の強化の余地。**

(3) 失業率の上昇トレンドに歯止めがかかったとはいえ、人件費の変動費化が進む結果、雇用の質が悪化。とりわけ、若年層で無業者やフリーターが増えており、**将来の日本を支える人材の能力が劣化する恐れ。**

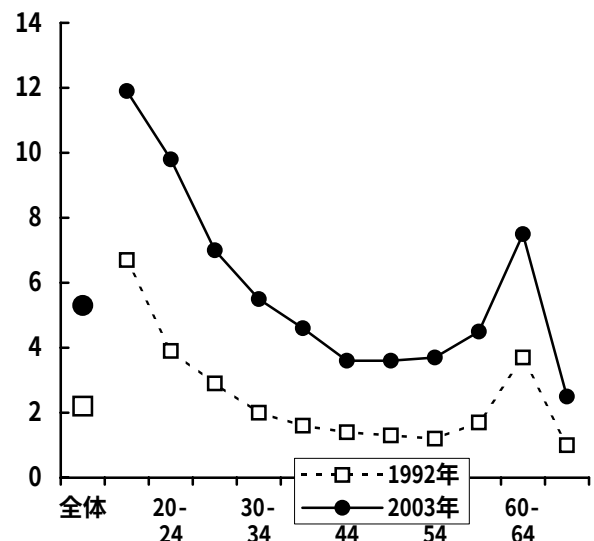
(4) マクロ景気は回復に向かっているとはいえ、産業別・規模別・地域別の業況格差は根強く残るなか、**超低金利局面からの修正が急激に生じた場合、大量の企業倒産・失業が発生する恐れ。**

(5) 将来、かつて欧米で生じたクラウドニングアウトを避けるためには、今後財政健全化に向けて本格的に取り組む必要。その際、**消費税率引き上げ、社会保障制度のスリム化は不可避となるが、社会保障制度への信頼を喪失したままで増税・保険料率引き上げ・給付カットが行われていけば、個人消費が収縮していく恐れ。**

(図表16-1) 地域別にみた日本企業の海外売上
の増加分 (2000→2003年)



(図表16-2) 年齢別完全失業



日本経済完全復活のための6つの提言

3. 政策課題

前項で指摘した問題解決に向けて、以下の六つに取り組む必要。

【提言1】 F T Aの戦略的活用による日本企業の“グローバル企業化”の推進

人口減少社会への移行を前提とすれば、製造技術の優位性の維持・強化を基礎として、世界市場に“Made in Japan”製品を販売していくことが日本経済繁栄の基礎。その前提は自由貿易体制の維持であり、F T Aを戦略的に活用することにより、アジア諸国との間で自由貿易圏を形成していくとともに、E U拡大で巨大な市場として期待できるヨーロッパ諸国との間にも積極的に貿易・投資関係を深化させていくべき。

【提言2】 規制改革・起業支援を通じた新規サービス産業の活性化

製造業が一段の生産性向上を要請されるなか、安定的な雇用拡大のためにはサービス産業の活性化が不可欠。そのためには、医療・介護・教育分野での規制改革・競争政策の強化により、サービスの多様化・高度化を通じて雇用を創出していく必要。同時に、人材関連ビジネスの一段の自由化などを通じて事業所サービスの成長を促すことが必要。事業所サービスの発展は、製造業をはじめとした企業の生産性向上に寄与。

また、エンジェル税制の拡充、日本版L L C（有限責任会社）制度の早期導入など、雇用の受け皿となる新規ビジネスの起業をサポートする環境整備が必要。

【提言3】 能力開発支援を軸とした積極的労働市場政策の展開

製造技術の競争力を現場で支える多能工の養成、本社機能強化の個人ベースの基礎となる経営管理専門知識の効率的取得、そして、新しい産業が要請する技能・知識を効率的に身に付けることのできる産学官連携の職業教育・技能転換システムの創設が不可欠。また、公共職業紹介の自治体への権限委譲・民間委託を通じた効率的なジョブ・マッチングの仕組みを整えるべき。

【提言4】 地域経済・中小企業再生に向けた地方主導の産業・雇用構造の転換推進

三位一体改革のもとで地方の自立が求められるなか、中央主導の画一的なものではない、地方主導の地域の特性を活かした産業・雇用政策を転換する必要。地域ごとに、産業界、労働組合、教育機関、地方自治体が協力する形で産業・雇用ビジョンを策定・実施すべき。

【提言5】 金融政策正常化に向けた“出口政策”についての市場のコンセンサス形成

デフレ脱却後もデフレーション状態が持続することが予想されるなか、長期金利は名目成長率の回復にややラグを伴って今後1～2年かけて1%台後半から2%台前半程度に収束していく見通し。問題はこうしたポスト・デフレの姿のコンセンサスができていないことが投資家心理を不安にさせていることにあり、コンセンサスが出来てしまえば量的緩和を解除しても大きな混乱は起こらないはず。

量的緩和の解除が遅れることの副作用よりも急いで解除することによるリスクの方が大きい点も踏まえれば、2004年度中は量的緩和を継続し、解除は金融政策のフレームワークについてのコンセンサスが形成された後に行うべき。

【提言6】 雇用・財政・税制・社会保障制度を一体化した“安心創造・財政再建プラン”の提示

90年代の下降トレンドに歯止めがかかった今、90年代の積極的財政政策のツケとしての巨額の財政赤字を削減していく道筋を具体的に描くべきとき。もっとも、業況改善になおバラツキが残るなか、財政健全化のプロセスは慎重を期す必要。その意味で、消費税率引き上げ、所得税定率減税廃止は経済再生が進捗した2007年度以降の実施とすべき。さらに、社会保険料引き上げ、年金給付水準引き上げも含め、家計負担の中期的増加が不可避なもとで、増税開始までに雇用・財政・税制・社会保障制度を一体化した、国民に安心を与えることのできる財政再建計画を提示する必要。