



**JRI news release**

# 日本経済の中期展望(～2009年度)

～デフレからの脱却と成長持続への課題～

2004年12月1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/thinktank/research/>

## 《目次》

1. 景気の現状	1ページ
2. 当面のリスク要因	
1) 海外経済と輸出の牽引力	2ページ
・米国経済	
・中国・アジア経済	
・輸出の牽引力	
・円高の影響	
2) 原油価格上昇の影響	6ページ
3) 製造業部門の調整圧力	7ページ
・電子デバイス分野の調整深刻化は回避	
・素材、自動車など牽引力が多様化	
3. 中長期的な課題	
1) 下げ止まりから緩やかな上昇トレンドへ	9ページ
2) 企業部門の自己革新能力	10ページ
・収益体質の改善はさらに進展	
・設備投資は緩やかに回復	
3) 家計部門の牽引力	12ページ
・所得環境は下げ止まり	
・貯蓄率低下の背景と個人消費	
4) デフレの展望と原材料価格上昇の影響	14ページ
・デフレ脱却の展望	
・原材料価格上昇の影響	
5) 財政健全化の道筋	16ページ
・歳出合理化と経済活性化が不可欠	
・社会保障改革の重要性	
4. 景気のシナリオ	18ページ
5. 成長持続への条件	20ページ

## 《 要 約 》

1. わが国経済は、電子デバイス分野の生産調整、輸出の増勢鈍化、素材価格の上昇などの影響を受けて、2004年半ばから調整色が出てきている。もっとも、消費マインドの持ち直しを背景に個人消費が堅調を維持しているほか、企業部門の設備投資スタンスも底堅さを保つなど、景気の基調が大きく崩れているわけではない。

2. 2005年度を展望するうえでは、外需の牽引力、原油価格上昇の影響、製造業部門の調整圧力、の3点がカギを握ることになる。

イ) 米国経済・アジア経済は、緩やかな減速に向かうものの、景気が失速するリスクは小さいと判断。こうした底堅い海外経済の動向を背景として、わが国の輸出はペースは鈍化しながらも、大幅減少は回避する見通し。なお、円高によるマイナス影響は、わが国企業の収益体質改善、輸入原材料価格の下落などを勘案すれば、円高が加速していかない限り深刻化しない見込み。

ロ) 原油価格の上昇は、最終価格への転嫁が困難な状況下、コスト増による収益押し下げ要因として働くものの、売上増による増収効果も期待できることから、企業業績が大きく悪化する公算は小さい。ただし、海外経済を下押しするルートを通じて、輸出減などによりマイナス影響が強まる可能性には注意が必要。

ハ) 電子デバイス分野の生産調整は、世界的に需要が底堅いこと、2000年のような生産能力の急増が避けられていること、を背景に比較的軽微にとどまる見込み。また、素材関連・自動車など電気機械以外の牽引力が高まっているため、製造業全体の生産活動が大きく減少する可能性は小さい。

二) 以上から、当面、景気は調整状態を余儀なくされるものの、2005年度下期から、企業部門に牽引されて景気回復に向かう見通し。

3. 2009年度までを展望すると、企業部門の収益体質、家計部門の回復力、デフレからの脱却、財政健全化、の四つが焦点に。

イ) 素材価格の上昇が収益圧迫要因として働き続けるものの、経営効率化の取り組み持続、人件費抑制スタンスの維持、有利子負債の削減などを背景に、収益体質の改善は今後もさらに進む見通し。

ロ) 労働分配率の引き下げ圧力が残るなか、所得環境の大幅改善は期待薄。もっとも、1998年以降の所得の大幅減少トレンドには歯止めがかかっており、今後、所得環境は緩やかに持ち直す見通し。この結果、増税・社会保障負担を踏まえた可処分所得はほぼ横ばいの推移。加えて、消費マインドの改善、高齢化進展による消費性向上昇なども見込まれることから、個人消費は名目ベースで年1%程度の増加に。

ハ) 需給ギャップの縮小により、2006年以降、デフレ脱却が展望できる状態に。ただし、その後も、賃金の抑制が続くことから、物価上昇は緩やかなものととどまる公算。また、原材料価格の上昇分も企業部門で吸収される構図が続き、最終製品価格への波及は限定的にとどまる見通し。

二) 財政再建への道筋を確保するためには、経済活性化による成長率の回復と、歳出合理化・税収増加を、同時に達成することが必要。また、家計への負担増を進めるにあたっては、家計の将来不安を払拭することが大前提であり、そのためには社会保障制度を再構築することが不可欠。

ホ) 以上をもとにすれば、2006年度以降のわが国経済は、企業部門に牽引する形で緩やかな回復傾向が続く見通し。もっとも、家計への負担増が段階的に進められる結果、個人消費は低空飛行から脱することは困難。内需主導の回復力が脆弱にとどまるなか、外的ショックにより景気が失速するリスクを排除することはできず。

4. 潜在成長率ペースを維持するためには、企業部門の三つの過剰、企業革新力、国民生活、財政・金融政策、の四つを「正常化」していくことが必要。

こうした観点に立てば、企業部門としては、成長分野への経営資源集中、未来産業への先行投資、人事・報酬制度の再構築、に取り組むべき。

また、政府としても、わが国経済の基礎体力を強化するための各種措置を講じ、企業部門の改革を支援していくことが必要。また、社会保障制度、地方分権、公的金融の見直しを優先的に行い、家計への負担増はこれらの制度改革にメドが立った後に進めるべき。

# 景気は調整局面入り

(1) 2004年半ばから景気は調整局面入りした公算。

鉱工業生産...電子部品・デバイス分野での在庫積み上がりを主因に、生産調整が進展。2004年7～9月期の鉱工業生産は、5四半期ぶりに前期比マイナスに。もっとも、鉱工業在庫率が低水準にとどまるなど、製造業全体の生産調整圧力はそれほど強まってはならず。

輸出...欧米向け輸出が減速。台湾・韓国からの輸出も鈍化し始めており、欧米経済の減速がアジア地域にも波及し始めた可能性。もっとも、中国向けの牽引力が低下していないため、輸出全体では緩やかな増勢が持続。

原油価格の上昇...最終価格への転嫁が困難な状況下、企業のコスト負担増により減収要因に。また、海外経済を下押しするルートを通じて、輸出減によるマイナス影響が強まる可能性も。

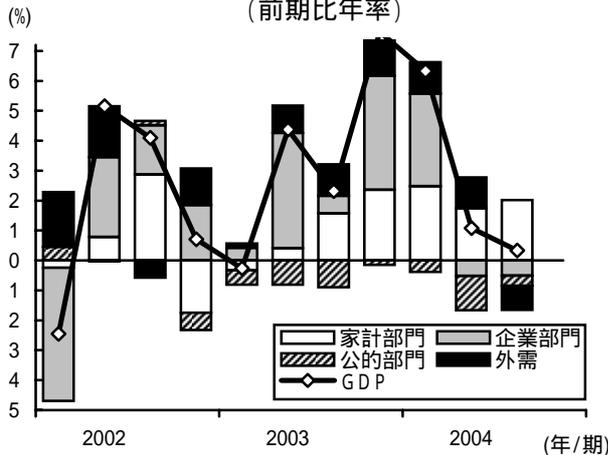
(2) もっとも、以下のように景気の基調はなお底堅く、一方的に景気後退圧力が強まっている状況でもない。

所得・雇用環境が下げ止るもと、消費マインドの持ち直しにより個人消費は堅調推移。

設備過剰感が薄れるなか、企業の設備投資スタンスは底堅く推移。

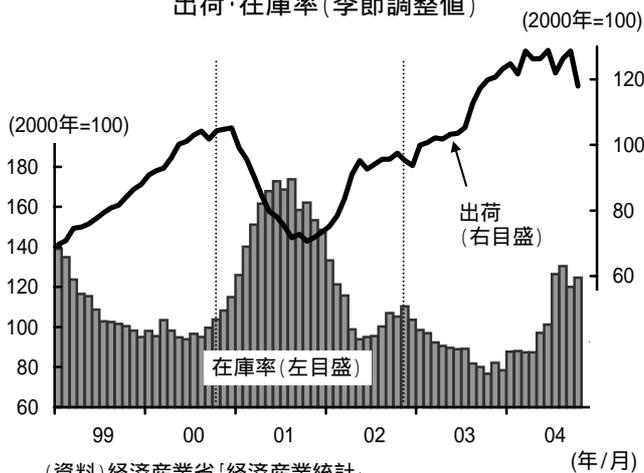
2005年度の景気動向は、上記三つのマイナス要因が足元の景気の底堅さを崩すまでに至るかどうかが焦点。

(図表1-1) GDP成長率の寄与度 (前期比年率)



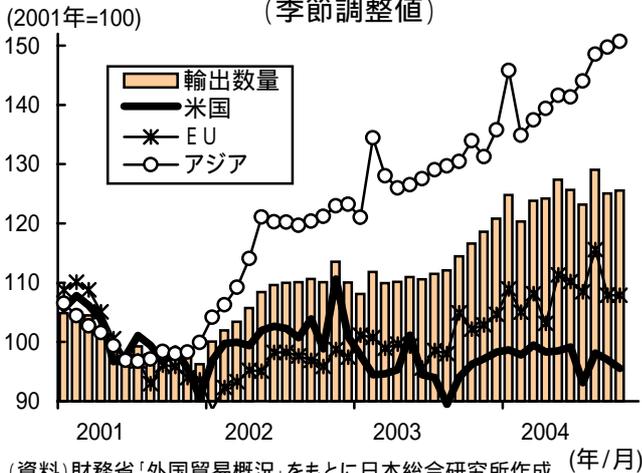
(資料)内閣府「国民経済計算」をもとに日本総合研究所作成

(図表1-2) 電子部品・デバイスの出荷・在庫率 (季節調整値)



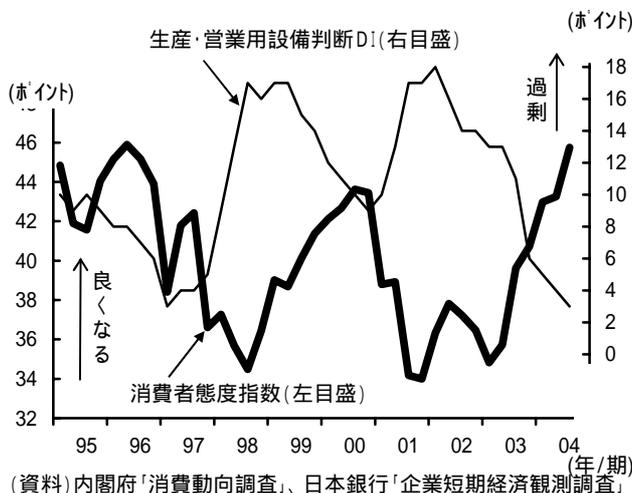
(資料)経済産業省「経済産業統計」

(図表1-3) 輸出数量の推移 (季節調整値)



(資料)財務省「外国貿易概況」をもとに日本総合研究所作成

(図表1-4) 消費マインドと設備過剰感



(資料)内閣府「消費動向調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

## 米国経済:2005年の成長率は3%へ減速

(1) 米国景気は、家計部門を中心に減速傾向が強まる方向。家計部門の減速は、雇用の改善ペース鈍化や減税効果の剥落が背景。一方、堅調を維持してきた企業部門でも、回復傾向にも頭打ち感。すなわち、鉱工業生産の増勢が鈍化してきたほか、企業マインドが弱含むもとで設備投資が伸び悩み。消費者物価は、エネルギー価格の上昇が抑えられているなか、安定的に推移。

(2) 2005年を展望すると、以下の4点から、成長ペースは3%にまで減速する見通し。

減税効果の剥落：主要な減税策が2005年以降も延長されることになったものの、減税による個人消費押し上げ効果の減衰は避けられず。

物価上昇による購買力低下：原油価格上昇がガソリン価格を押し上げ、実質個人消費を下押し。

素材価格の高騰：原油などの素材価格の高騰が企業収益を下押し。

設備投資の減速：消費の先行き懸念等が企業マインドの足枷となるうえ、IT投資も循環的な増勢鈍化局面へ向かうなかで、設備投資が減速。

なお、原油価格上昇が景気に与えるマイナス影響には注意が必要であるが、向こう1年間1バレル=50ドル前後での推移であれば、以下の2点から景気の基調は底堅いため、後退局面入りは避けられ、2006年以降は再び回復傾向を強める公算。

雇用の改善が緩やかながらも持続する見込み。

ITバブル後の資本ストック調整が一巡するなか、設備過剰感は強くない。

もっとも、家計部門の貯蓄率低下に依存した消費の拡大や、政府部門による一段の景気刺激策に限界があるなか、1990年代後半のような高成長は期待しがたく、2006年以降は3%強の回復軌道に復帰する見通し。

(図表2-1) 米国経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%)

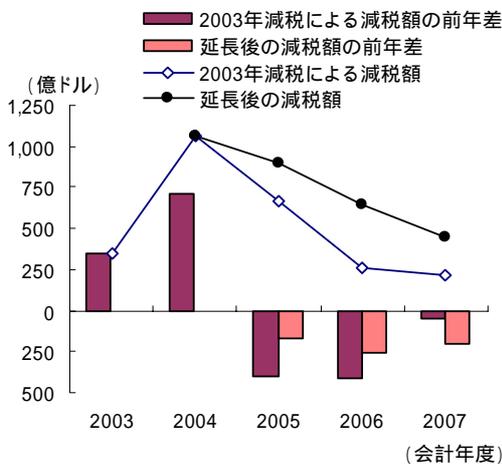
	2004年					2005年				
	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)
実質GDP	4.5	3.3	3.7	3.2	4.4	3.0	2.6	2.4	2.8	3.0
個人消費	4.1	1.6	4.6	3.4	3.7	3.2	2.7	2.6	3.0	3.1
住宅投資	5.0	16.5	3.1	3.3	9.9	0.9	2.1	3.2	4.0	0.7
設備投資	4.2	12.4	11.7	8.2	10.0	5.6	5.0	5.4	9.2	7.3
在庫投資	1.2	0.8	0.5	0.3	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.1
政府支出	2.5	2.2	1.4	1.6	2.1	1.8	2.6	2.2	1.6	1.9
純輸出	0.8	1.1	0.7	0.3	0.6	0.0	0.2	0.5	0.1	0.3
輸出	7.3	7.3	5.1	6.4	8.7	7.2	7.2	6.8	8.2	6.8
輸入	10.6	12.6	7.7	6.2	10.0	4.8	6.2	7.7	6.1	6.6
実質最終需要	3.3	2.5	4.3	3.5	3.9	3.2	2.6	2.2	3.1	3.1
消費者物価	1.8	2.8	2.7	3.0	2.6	3.2	3.0	2.8	2.6	2.9
除く食料・エネルギー	1.4	1.8	1.8	2.1	1.8	2.3	2.2	2.1	2.1	2.2

→ 予測

(資料) 米国商務省"Survey of Current Business"

(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) 減税規模の試算



(資料) Joint Committee on Taxation資料

(図表2-3) 米国経済における原油価格上昇の影響

(2004年10月以降向こう1年間)  
(2004年1~9月平均40(ドル/バレル)対比)

(%ポイント)

WTI原油価格	50(ドル/バレル)で推移した場合	60(ドル/バレル)で推移した場合
実質GDP成長率 (下記2項目の合計)	0.4	0.8
個人消費	0.4	0.7
設備投資	1.3	2.7
消費者物価上昇率	+0.5	+1.0

(10億ドル)

原油収支悪化額	32.2	65.0
家計部門の負担額	15.4	29.1
企業部門の負担額	16.8	35.9
税引前利益比(%)	2.2	4.8

(資料) 各種統計をもとに日本総合研究所作成

## 中国・アジア経済：緩やかに減速するも高成長持続

(1) NIEs、ASEAN諸国では、内外需の拡大により景気回復が持続しつつも、一部で減速の兆し。

2004年4～6月期はいずれも高成長となったものの、これは前年同期がSARS不安によって低成長となったことの反動によるところが大。7～9月期にはシンガポール、台湾、韓国等で成長率が減速。とりわけ、韓国では輸出が頭打ちとなったほか、個人消費が再び落ち込んだため、8月の利下げに続いて9月には減税を実施するなど、景気対策を強化。

物価は、原油高や通貨安（フィリピン、インドネシア）を背景に上昇傾向。

今後を展望しても、米国経済の減速や原油高を背景に、東アジア経済は緩やかな減速に転じる見通し。

(2) 中国では、7～9月期の実質GDP成長率が前年同期比+9.1%と減速傾向。投資抑制策が功を奏した模様。

10月の固定資産投資は前年同期比+26.4%と緩やかな減速傾向。また、マネーサプライと銀行融資の前年比伸び率も10月にはそれぞれ+13.5%、13.3%と増勢鈍化。騰勢が加速していた消費者物価も、足元では頭打ちの兆し。

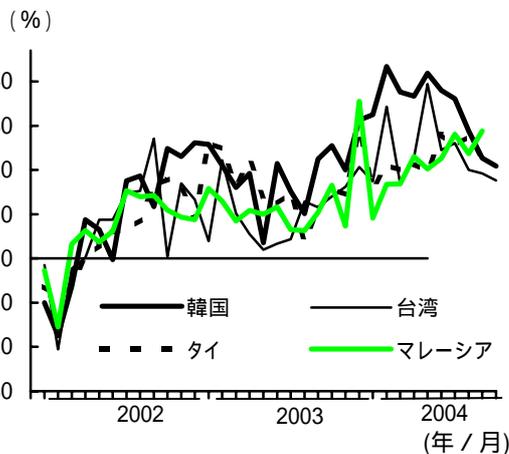
もっとも、安定成長を実現するには固定資産投資の伸び率をさらに調整する必要あり。10月末に9年ぶりの利上げ(+0.27%)が行われた後も引き締め政策は継続され、最終的には安定成長路線へシフトする見通し。

(図表3-1) 東アジア9カ国の実質GDP成長率見通し  
(前年同期比)

	2001年 (実績)	2002年 (実績)	2003年 (実績)	2004年 (予測)				2004年 (予測)			
				1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
韓国	3.8	7.0	3.1	3.7	2.2	2.4	3.9	4.5	5.3	5.5	4.6
台湾	2.2	3.5	3.2	3.5	0.2	4.0	5.7	5.8	6.7	7.7	5.3
香港	0.6	2.3	3.3	4.0	1.0	3.6	4.5	4.5	6.8	12.1	n.a
シンガポール	1.9	2.1	1.1	1.7	3.9	1.7	4.9	8.6	7.5	12.5	7.7
NIEs4	1.1	4.9	3.0	3.5	0.6	2.9	4.5	5.6	6.1	7.5	-
マレーシア	0.3	4.4	5.3	4.6	8.3	5.3	6.6	7.0	7.6	8.0	n.a
タイ	2.1	5.4	6.7	6.7	5.8	6.6	7.8	6.0	6.6	6.3	n.a
フィリピン	3.0	3.1	4.5	4.8	4.0	4.8	5.0	5.8	6.5	6.2	n.a
インドネシア	3.8	4.3	4.1	5.5	4.8	3.7	4.1	4.6	5.0	4.3	n.a
ASEAN4	2.5	4.4	5.0	5.6	5.6	4.8	5.6	5.6	6.1	5.7	-
中国	7.5	8.3	9.3	9.9	7.9	9.6	9.9	9.3	9.8	9.6	9.1
東アジア9カ国	4.0	6.3	6.1	6.5	4.7	6.2	7.2	7.2	7.6	8.1	-

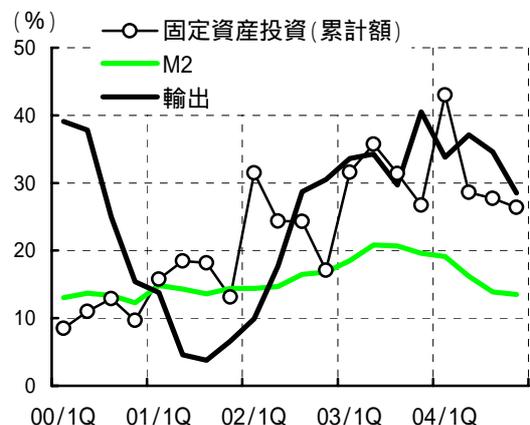
(資料) 各国統計

(図表3-2) 東アジア主要国の輸出



(資料) 各国統計

(図表3-3) 中国の主要経済指標  
(前年同期比)



(資料) 中国・国家統計局

(注) 2004年10～12月期は10月値。

## 輸出は2005年にかけて鈍化するも、大幅減少は回避

(1) わが国の輸出は、2003年後半以降、世界的な景気回復、とりわけアジアの高成長を背景に、機械から鉄鋼・化学などの素材製品まで幅広い分野で増勢が持続。もっとも、2004年後半以降、米国景気の減速などを背景に、増勢が鈍化。

(2) 今後を展望すると、米国景気が減速するなか、輸出の増勢は2005年にかけて減速傾向が続く見通し。もっとも、輸出全体が大幅マイナスとなることは避けられる公算。

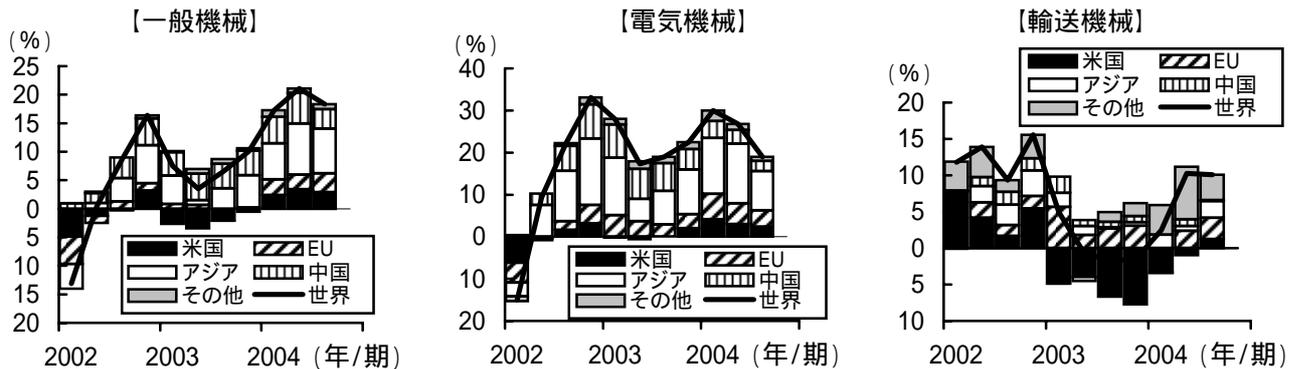
わが国の米国向け輸出については、輸出全体に占めるウエートが24.6% (2003年) とアジア諸国 (46.4%) に比べて小さく、それ自体の影響は相対的に低下。

一方、アジア向け輸出については、同地域での高成長持続とともに経済の自立性が高まるなか、米国経済減速の影響は無視できないものの、波及度合いは過去に比べて低下。すなわち、アジア各国の米国向け輸出の所得弾力性は、中国など一部を除いて低下傾向にあり、米国経済減速の影響を受けにくくなっている。加えて、中国についても、経済が拡大するとともに、輸出が中国の景気を左右する度合いも低下しつつあり、米国経済減速の影響は限定的であると判断。

(3) 輸出品目別にみると、最大のウエートを占める電気機械については、直接的にもアジア経由の間接的にも、最大の最終需要地である米国の影響が依然大。このため、直接の米国向け輸出のみならず、アジア向け輸出についても、米国経済の減速が下押し圧力として作用。

一方、アジア域内需要のウエートが大きい素材や一般機械については、輸出の増勢が持続する見通し。輸送機械についても、主力の米国向けの減速が予想される一方、アジアやその他地域向けの増加がカバーする公算。

(図表4-1) 実質輸出の寄与度 (前年同期比)



(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「日銀統計月報」  
(注) アジアには中国を含まない。

(図表4-2) 米国経済減速がアジア各国に及ぼす影響

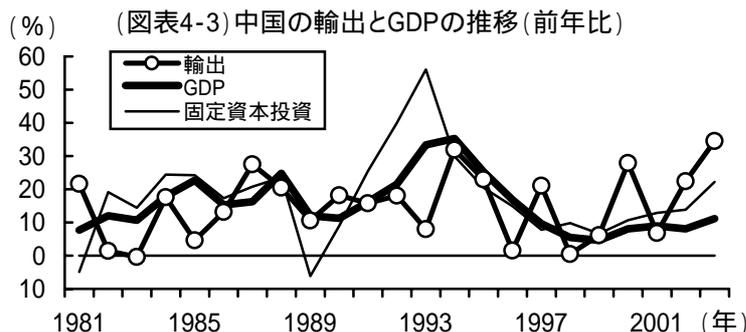
	日本	韓国	香港	台湾	SP	ML	IN	PL	タイ	中国
実質輸出の米国GDP弾力性値 (1991 - 2004年)	0.81	3.63	0.79	1.84	2.14	4.06	2.69	4.28	2.31	4.70
(1995 - 2004年)	0.79	4.03	0.64	1.62	0.42	1.68	0.57	0.02	0.90	4.92
対米輸出 / 輸出 (2003年、%)	24.6	18.4	14.0	18.0	13.8	19.5	14.3	20.6	18.3	26.7
対米輸出 / GDP (2003年、%)	2.7	6.4	5.9	9.0	16.9	25.2	4.9	13.3	11.1	11.6
各国GDPへのインパクト (%)	0.02	0.26	0.04	0.15	0.07	0.42	0.03	0.00	0.10	0.57

(資料) 各国統計をもとに日本総合研究所作成

(注) SP = シンガポール、ML = マレーシア、IN = インドネシア、PL = フィリピン

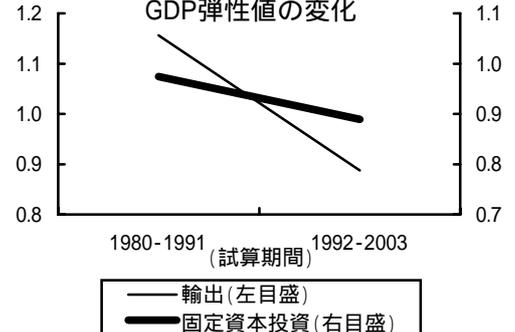
インパクトは米国GDPの1%ポイント減速が各国の実質GDPに及ぼす直接的な影響のみ。

インパクトの試算には1995 - 2004年の弾力性値を使用。



(資料) 中国統計

(図表4-4) 中国の輸出・投資のGDP弾力性値の変化



(資料) 中国統計をもとに日本総合研究所作成

## 向上する日本企業の円高耐久力

(1) 円ドル相場は、2003年秋以降1ドル=110円を挟んだ一進一退の推移であったが、2004年10月に入って円高・ドル安傾向を強め、11月下旬には100円台前半に。底流には米国の巨額の経常赤字に対する懸念。

景気に調整色がみられ始め、これまで回復を牽引してきた輸出の増勢が鈍化してきているだけに、急激な円高進行は輸出産業にマイナス影響を及ぼすことが懸念される。

(2) もっとも、マクロ的には、平均して1ドル=100円前後の円高にとどまる限り、深刻な影響が及ぶ公算は小。

損益分岐点が低下する等企業の収益体質が大きく改善するなか、円ベースの手取り減少はある程度吸収可能。1ドル=98円でも小幅増益を確保できるとの試算結果(外貨建て輸出の円換算による目減りの影響を試算、現実には輸入価格低減効果もある)。

アジア向けを中心に、域内国際分業の進展の結果として輸出入が同時に増加。このため、円高の進行は輸入価格の下落で一定程度相殺できる構造に。

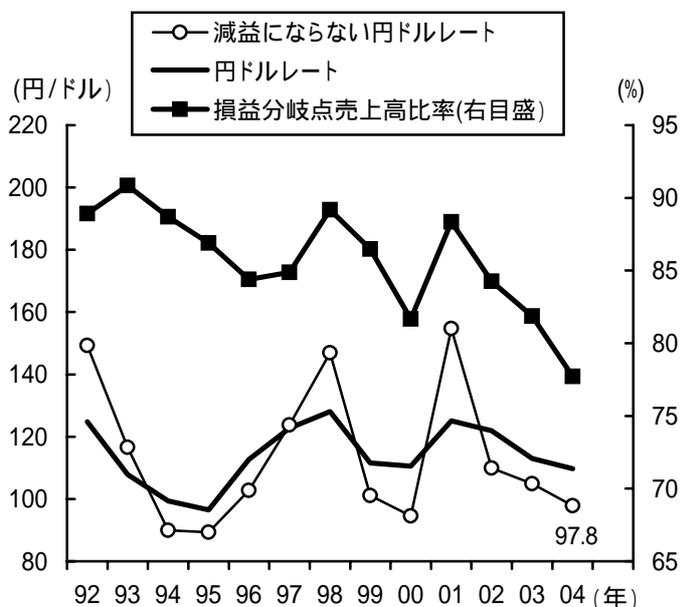
輸出品の非価格競争力の向上、海外売上増加により、円高が日本企業の売上数量に及ぼす下押し作用は着実に低下。

逆に、急騰した輸入原材料価格を引き下げる効果が期待。

(3) 中期的にみれば、米国の経常赤字、日本の経常黒字を背景に、実質為替レートが過去20年間のほぼ平均に対応する水準に向けて為替調整が行われれば、1ドル=90円に向けて円高が進む可能性。対中赤字拡大が米国の経常赤字の大きな原因となるなか、人民元相場の大幅な切り上げが行われない限り、ドル安圧力が働く構図。

ただし、円高進行ペースが2009年度に1ドル=90円になる程度の緩やかなペースであれば、今後引き続き日本企業の体質強化が見込まれるなか、円高のマイナス影響は限定的。

(図表5-1) 増益を維持できる円ドルレート水準 (製造業)



(資料) 財務省「法人企業統計季報」「貿易概況」「貿易取引通貨別比率」等をもとに日本総合研究所作成。

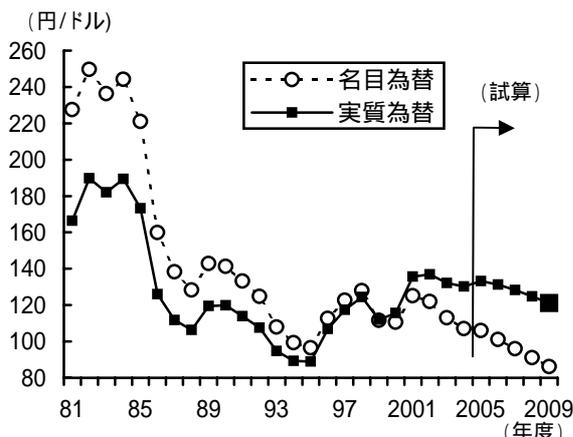
(注1) 減益にならない円ドルレート = (前期利益 - 固定費 - 変動費 + 国内売上 + 円建輸出額) / 外貨建て輸出額 < ドル建て >

(注2) 2004年度は4-6月期のデータをもとに試算。

(図表5-2) 輸出入数量間の相関係数

1995年1-3月 ~ 99年10-12月	0.550
2000年1-3月 ~ 04年7-9月	0.905

(図表5-3) 中期的な円ドルレートのシミュレーション



(資料) 内閣府「国民経済計算」などをもとに日本総合研究所作成。

(注1) 2009年に過去20年間の実質為替レートに回帰するとの前提で試算。

(注2) 実質化はGDPデフレーターを用いている。

## 原油価格

# 海外景気下押しを通じたマイナス影響に注意が必要

(1) 原油価格は、2002年初の1バレル=約20ドルを底に上昇傾向。とりわけ、2004年の騰勢は著しく、WTIベースでは秋口に歴史的な水準(50ドル前後)まで到達。この背景には、産油国の増産余力が乏しいなかで、新興国で原油消費の拡大が続くという基調的な需給逼迫、中東をはじめとした産油国の政情不安に伴う「地政学的なリスク」への警戒感、それらに乗じた投機的な動き、などを指摘可能。

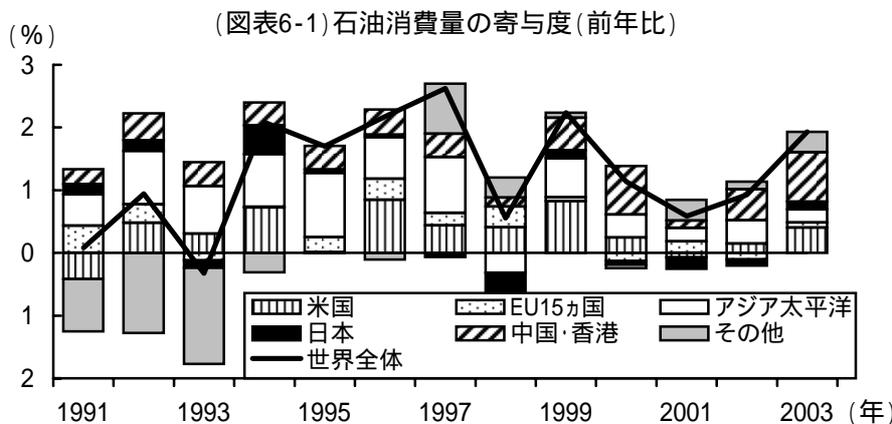
もっとも、日本の輸入価格はドバイとの連動が強く、その上昇ピッチはより緩やかで、足元は40ドル強で推移。

(2) 原油消費の拡大は世界的な景気拡大傾向を映じたもので、とりわけ中国で顕著。中国の1日あたり石油消費量は1995年の339万バレルから2003年には598万バレルへと8年間で76%増加し、米国に次ぐ世界第2位(シェア7.6%)の消費国に。中国経済の高成長持続が見込まれること、原油の利用効率が日本の4分の1と低いことを踏まえると、今後も需要の増加基調は不変と判断される。このため、産油国情勢が改善しても、原油価格が35~40ドルを持続的に下回る公算は小。

(3) 原油高は、コストアップ要因として企業収益を下押しする見通し。2004年度の輸入原油価格の平均が40ドル/バレル(2004年11月以降WTIベースで1バレル=40ドル台後半で推移した場合に対応する水準)で推移したとすると、企業収益は前年度対比約2兆円下押しされると試算される。もっとも、原油価格上昇の背景にある需要増が、売上高の増加要因となるため、企業収益が大幅に悪化する公算は小(2兆円の減益も売上高が0.8%増加すれば相殺可能)。

ただし、産油国情勢の一段の悪化によって原油価格の騰勢がさらに強まる可能性も。また、ガソリン消費の比率が高く価格上昇が家計を直撃する米国(注)や、原油の利用効率の低いBRICS諸国の景気が減速し、売上高が下押しされるリスクには注意が必要。

(注) 油種別の消費シェアをみると、世界全体では31.6%がガソリンであるのに対し、米国では46.2%。

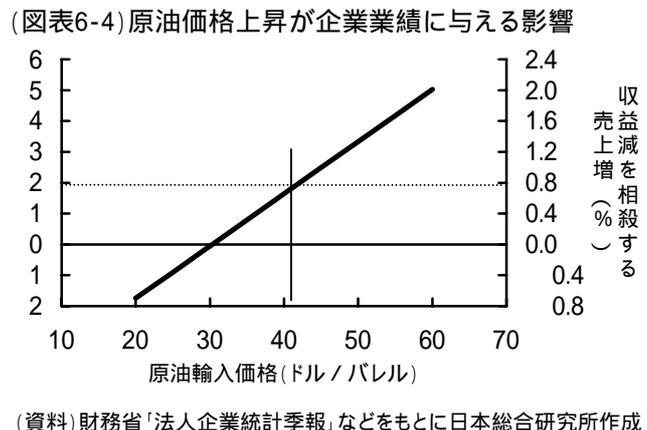
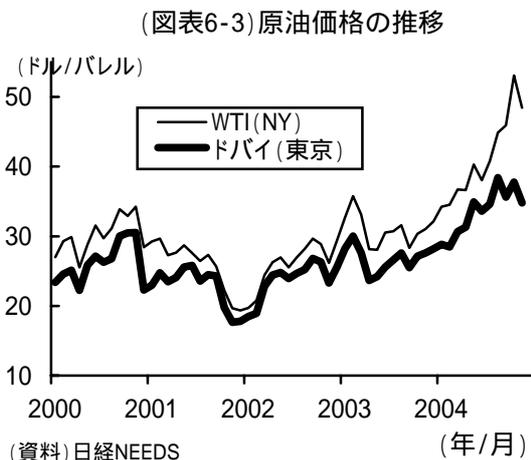


(資料)BP "Statistical Review of World Energy"  
(注)アジア太平洋には日本・中国・香港は含まない。

(図表6-2) 石油利用の効率性(2003年) (ドル)

EU15カ国	1859.83
イギリス	3227.38
フランス	2710.39
ドイツ	2765.27
イタリア	2336.17
ロシア	493.64
アメリカ	1502.10
カナダ	1198.20
メキシコ	883.69
ブラジル	790.82
日本	2336.12
中国	646.84
韓国	719.68
インド	686.47
シンガポール	381.30
オーストラリア	1892.92

(資料)IMF, BP資料  
(注)原油消費1バレルあたりのGDP。



## 電子デバイス分野の調整深刻化は回避

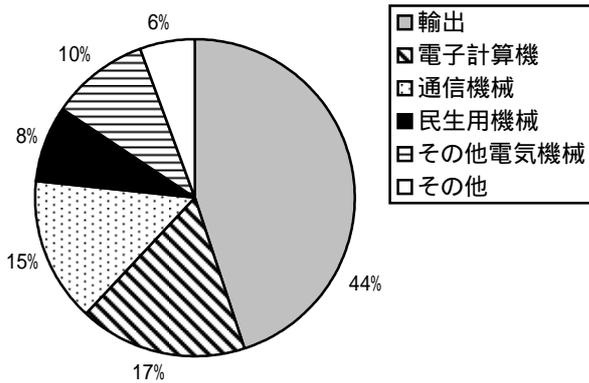
(1) 電子部品・デバイス分野の在庫積み上がりは、携帯電話および一部のデジタル家電の循環的な需要減少が主因であり、電気機械全体の需給バランスが大きく悪化しているわけではない。

(2) 今後の需要動向を展望すると、以下の3点から大きく減少する事態は回避されると判断。  
 電子部品・デバイスが使用される最終製品の多様化。コンピューター・通信機械といった設備投資向けだけでなく、デジタル家電・乗用車などの民生向け製品でのデバイス需要も急拡大。この結果、特定製品の需要急減が全体に与えるマイナス影響は限定的に。  
 最終需要地の広がり。米国・欧州でのIT需要に加えて、中国をはじめとするアジア地域での需要も急拡大。  
 製品自体の高度化。主力製品が、DRAMなどの汎用品から、システムLSI・CCDなど高付加価値製品へとシフトし、シリコンサイクルの影響を受けにくい体質に。  
 実際、在庫調整が進展するもとも、電子部品・デバイスの出荷は緩やかながらも増勢が持続。

(3) 一方、供給サイドをみると、確かに足元では生産能力が急拡大しているものの、すでに半導体製造装置受注の増勢が鈍化し始めていることから、生産能力水準が過度に拡大していくリスクは小さく、2001年を下回る水準で抑制される見通し。

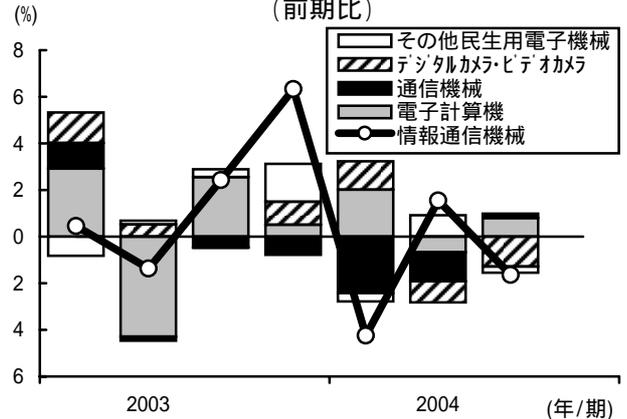
(4) 当面は、在庫の削減、市況悪化を背景に、電子部品・デバイス分野の生産調整が続く公算が大きいものの、内外需要の堅調さを背景に、調整は軽微かつ短期間にとどまり、2005年後半ごろから再び生産は回復基調に復帰すると予想。設備投資も2005年度中は抑制スタンスが維持されるものの、抑制気味の供給能力を勘案すると大幅減少は回避の公算。

(図表7-1) 電子部品・デバイスの出荷先



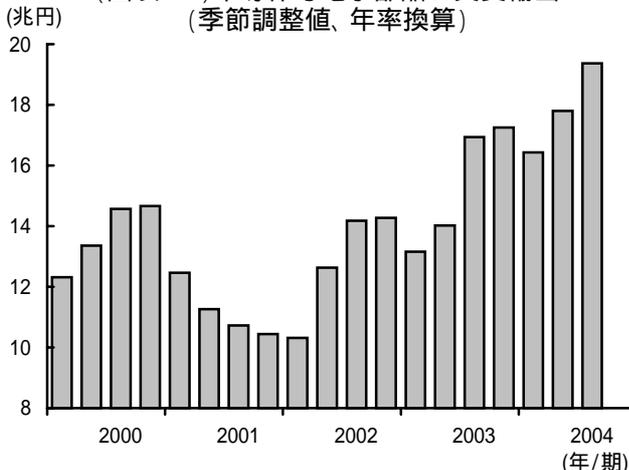
(資料) 経済産業省「平成14年簡易延長産業連関表」

(図表7-2) 情報通信機械の出荷寄与度 (前期比)



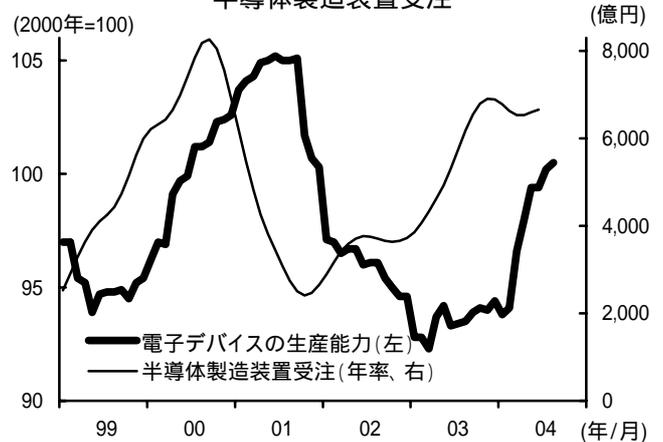
(資料) 経済産業省「経済産業統計」

(図表7-3) 半導体等電子部品の実質輸出 (季節調整値、年率換算)



(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「物価指数月報」

(図表7-4) 電子部品・デバイスの生産能力と半導体製造装置受注



(資料) 経済産業省「経済産業統計」、内閣府「機械受注統計調査報告」

## 製造業部門では、素材・自動車など牽引力が多様化

(1) 電気機械産業は、1999年以降、世界的なIT需要の急拡大を背景として鉱工業生産の回復を大きく牽引し、その後の調整局面でも生産減少の中心役となるなど、製造業生産の好不調の波を決定づける役割を果たしてきた。

2003年以降の回復局面も「デジタル景気」と呼ばれることが多いが、実際のところ、電気機械はそれほどの牽引力を発揮していない。むしろ、今回の生産回復局面は、素材産業、一般機械、輸送機械など、電気機械以外の業種の牽引力が目立ってきたことが特徴。電気機械以外の業種が製造業生産を下支えする力が強まってきたことは、2001年のような大規模な生産調整が起こるリスクが小さくなっていることを意味する。

(2) 電気機械以外の業種でも生産回復が明確化してきた背景には、以下の2点が指摘可能。

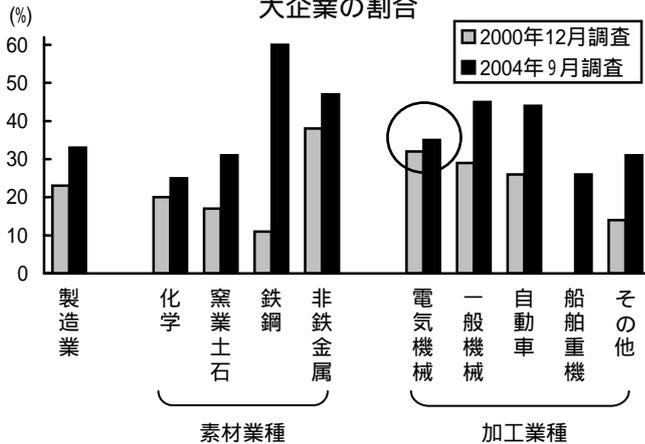
### 海外経済の回復

中国経済の高成長により、鉄鋼・化学などの素材製品の需要が急拡大したほか、設備投資向けの一般機械、海上輸送用の船舶などの需要も急拡大。また、中国だけでなく、世界的な景気回復によるプラス効果も顕在化。とりわけ自動車は、米国からの需要が頭打ちとなるなか、欧州・中東・南米など向けの輸出も急増。

### 過剰生産能力の整理

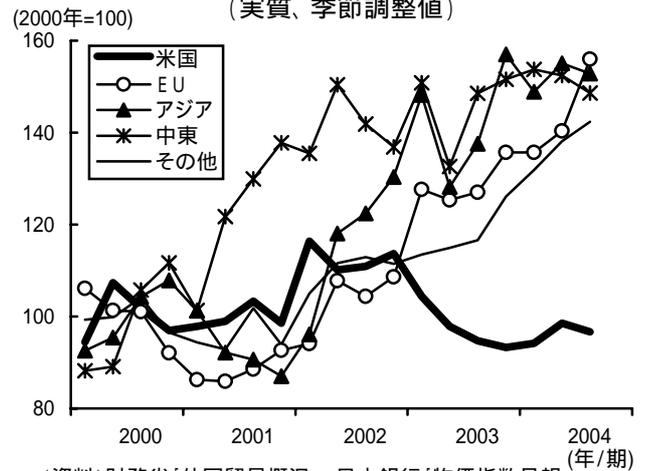
過剰設備の廃棄を進めてきた結果、生産能力が大幅に低下し、需要の回復と相まって稼働率が急回復。鉄鋼・輸送機械などでは、バブル期以来の高い稼働率水準に。こうした需給引き締まりが製品価格の上昇につながり、価格転嫁に成功した川上段階の企業では業績が大きく改善。

(図表8-1) 業況が「良い」と考える大企業の割合



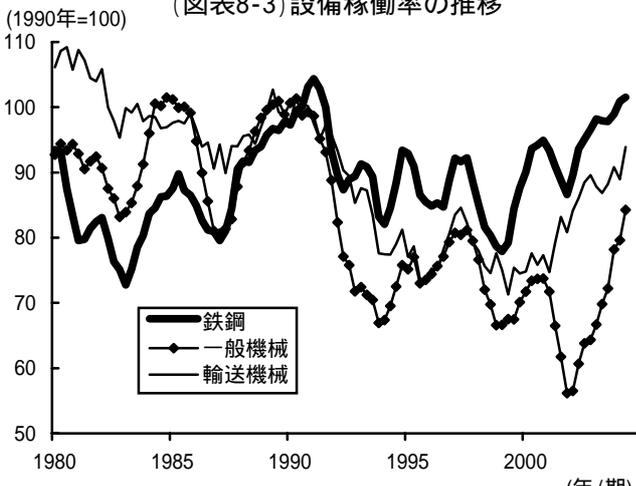
(資料) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表8-2) 自動車・同部品の地域別輸出 (実質、季節調整値)



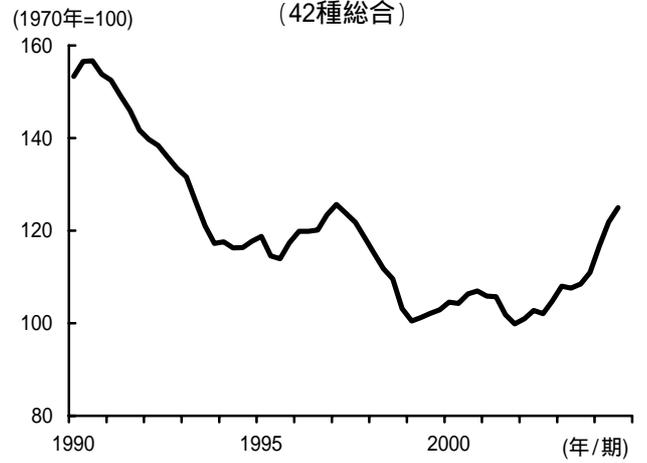
(資料) 財務省「外国貿易概況」、日本銀行「物価指数月報」

(図表8-3) 設備稼働率の推移



(資料) 経済産業省「経済産業統計」

(図表8-4) 日経商品価格指数の推移 (42種総合)

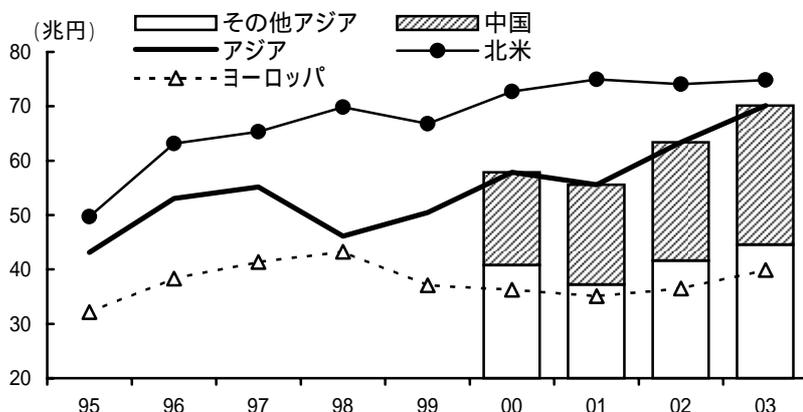


(資料) 日本経済新聞

## 下げ止まりから緩やかな上昇トレンドへ

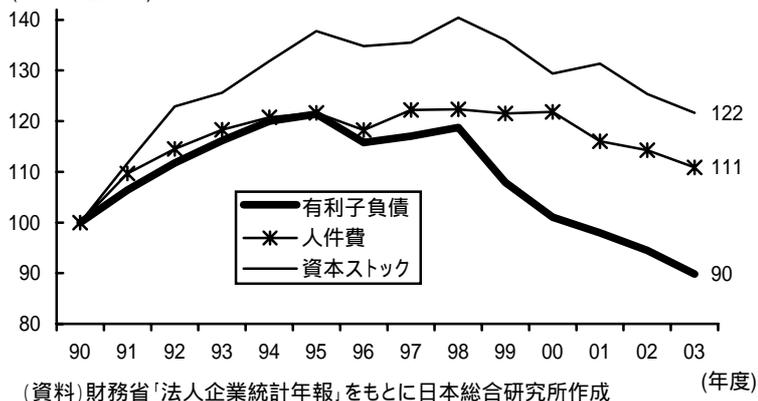
- (1) 以上みてきたように、2005年は調整色が強まるものの景気の大規模悪化は避けられる見通し。この基本的な背景には以下の2点。
- イ) 新たなステージに入った日本企業のグローバル展開  
中国経済が「市場」としての性格を強めるなか、日本企業のアジア進出が加速。加えて、欧米向けについても一段の現地生産化を進め、日本企業の「グローバル企業」化の進展により、国内市場低迷でも収益をあげることの出来る体制を構築。
  - ロ) 「三つの過剰」に象徴される負の遺産の処理の進展  
1990年代末以降、これまでにない大胆な業界再編、企業リストラクチャリングが断行され、マクロ的には、過剰設備・過剰債務・過剰雇用の問題にほぼ目処。
- (2) つまり、バブル崩壊後の日本経済の下降トレンドは、1990年代終わり以降最近までの企業部門のリストラクチャリングの進展と新たな市場の登場によって歯止めがかかっており、すでに日本経済は下げ止まりから緩やかな上昇トレンドに転じつつある。その意味で、2005年は「中期的な回復トレンドのなかでの短期的な調整局面」と位置付け。
- (3) そこで次の問題は、今後中期的なトレンドの上昇が明確化していくかどうか、という点。こうした観点からは以下の4つが焦点。
- イ) 企業部門の収益体質...依然として欧米企業対比劣る収益体質はさらに改善されるか。設備投資の回復力は加速するか。
  - ロ) 家計部門の回復力...企業部門から家計部門への所得移転は進むか。消費性向は一段と上昇するか。
  - ハ) デフレ脱却の時期とその後の物価動向...デフレ脱却はいつか。インフレの時代が来るか。
  - ニ) 財政健全化の展望...財政健全化のプロセスのなかで、累積的な増税は成長をどの程度下押しするか。

(図表9-1) 日本企業の海外部門売上(輸出+海外生産)の推移



(資料) 財務省「外国貿易概況」、経済産業省「海外事業活動基本調査」  
(注) 中国は香港を含む。ヨーロッパは東欧・旧ソ連諸国を含む。2003年度は見込み。

(1990年度=100) (図表9-2) 三つの過剰の調整状況



(資料) 財務省「法人企業統計年報」をもとに日本総合研究所作成

## 収益体質の改善はさらに進展する可能性

(1) 売上高経常利益率は、製造業・非製造業ともにバブル期に近い水準にまで回復しており、売上高が低い伸びにとどまるなかでも収益を上げることのできる体質に転化。ここ数年の利益率上昇の主因は、人件費を中心とした固定費の削減によるもの。しかし、より長い目でみて、バブル期以前の収益構造と比較すると、以下のような特徴を指摘可能。

人件費、減価償却費は依然として利益率を押し下げる方向に作用。

金融費用、その他変動費が利益率改善に大きく寄与。売上高に占める比率を1990年度と比べると、それぞれ1.7%、1.4%の低下で、合計で利益率を3%ポイント押し上げ。

(2) 金融費用の減少は支払金利の低下が主因であり、加えて、ここ数年は負債残高の減少も寄与し始めている。一方、その他変動費の減少は、調達・物流・管理業務面での地道な効率化努力が奏効した可能性大。実際、1990年以降、変動費比率の低下が著しいのは、製造業ではなく非製造業。

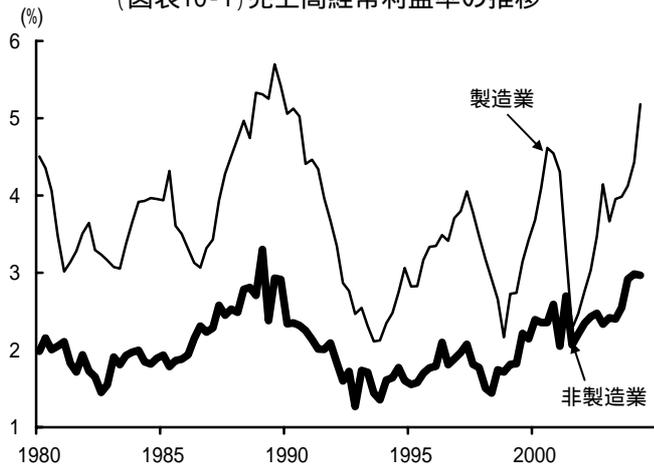
(3) 今後を展望すれば、一次産品・素材価格の上昇が収益圧迫要因になるものの、緩やかなペースでの利益率改善が持続する可能性。

経営効率化への意識が一段と強まるなか、変動費の削減努力は引き続き継続される見通し。

高止まりしている人件費比率を引き下げる動きが維持される可能性大。ここ数年みられたような大幅な人件費削減は沈静化するものの、従業員への付加価値分配を抑制することを通して、人件費比率を引き下げる動きが進展する可能性。

金融費用は、今後、金利上昇が予想されるなかで、利益率を押し下げる方向に転じる見込み。もっとも、債務残高の減少効果も期待できるため、利益率を大きく下押しする懸念は小。

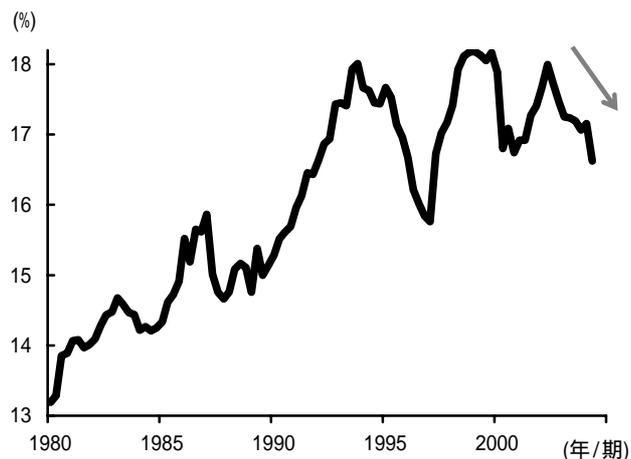
(図表10-1) 売上高経常利益率の推移



(資料)財務省「法人企業統計季報」

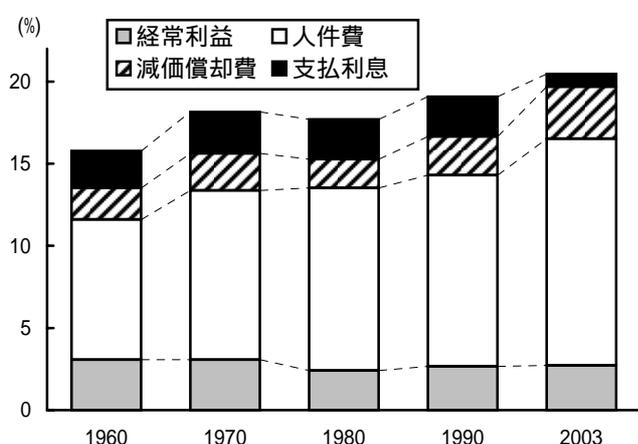
(年/期)

(図表10-2) 売上高固定費比率(全産業)



(資料)財務省「法人企業統計季報」

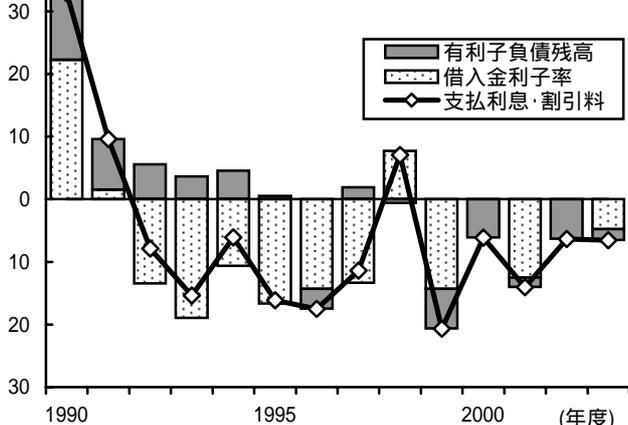
(図表10-3) 売上高に占めるコストの割合



(資料)財務省「法人企業統計年報」

(年度)

(図表10-4) 支払利息の変動要因(前年度比)



(資料)財務省「法人企業統計年報」

## 設備投資は外需向けに牽引されて緩やかに拡大

(1) 企業収益の回復を主因にキャッシュフローが大幅に拡大しており、設備投資が本格回復に向かう条件が整いつつある。しかし、現在のところ、設備投資よりも債務返済が優先されているため、設備投資とキャッシュフローとの乖離が急拡大。

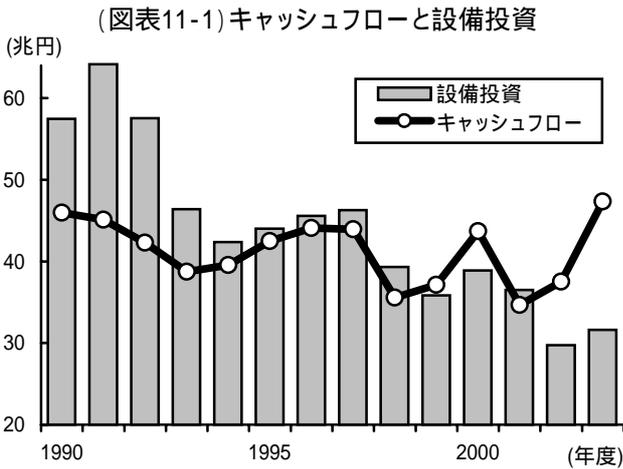
(2) キャッシュフローが設備投資に向かわないのは、期待成長率がなかなか上昇しないため。実際、名目ベースの設備投資比率をみれば、2004年7～9月期時点で15%台後半と、すでに過去の循環上のピーク水準に差し掛かっているため、GDP規模からみた設備投資は上限に達しつつある(90年代後半以降、設備投資のGDP比率は14～16%の間で変動)。当面、景気回復が鈍化すると予想されることから、設備投資の増勢もペースダウンする可能性大。

(3) 中長期的に展望しても、内需の本格回復が期待薄ななか、設備投資も外需依存型から脱却することは困難で、緩やかなテンポでの回復にとどまる見通し。

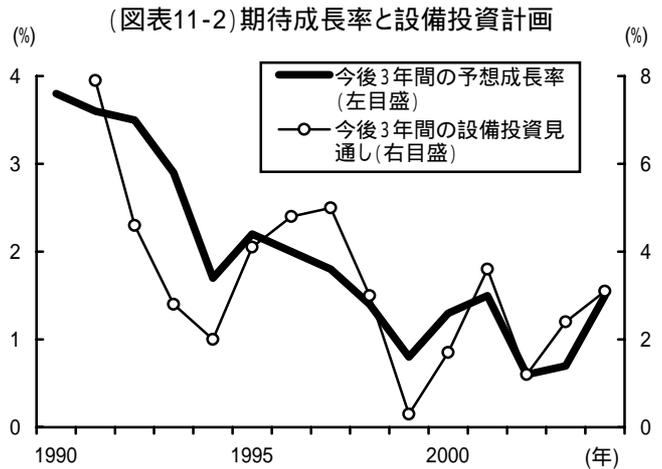
### 内需向け設備投資

政府部門の支出が減少傾向を続け、可処分所得の回復が緩やかにとどまるなか、内需の回復力は脆弱で、非製造業での設備投資増加は限定的。

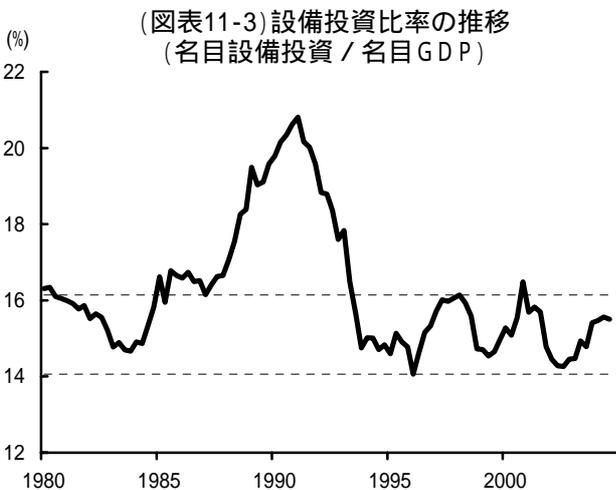
海外需要は現地生産で賄うという方針の下、輸出目的の国内設備投資ではなく、海外直接投資が優先される見込み。ただし、現地生産向けの投資財・部品などの輸出は確実に誘発されるため、一般機械・電気機械などの機械メーカーを中心に、設備投資の増勢は持続する見通し。



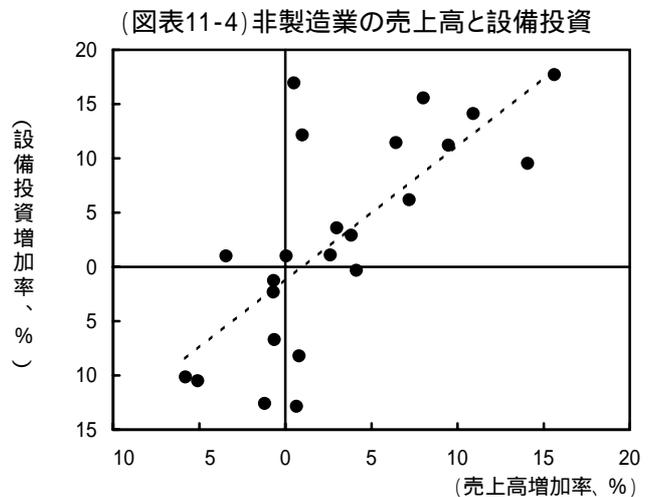
(資料) 財務省「法人企業統計年報」  
(注) キャッシュフロー = 当期純利益 - 役員賞与 - 配当 + 減価償却



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」  
(注) 調査時点は各年1月。調査対象は上場企業。



(資料) 内閣府「国民経済計算」 (年/期)



(資料) 財務省「法人企業統計季報」  
(注) 設備投資はラグを考慮して、今期・翌期の平均伸び率。

## 所得環境は下げ止まり

(1) 2001年度以降減少傾向をたどっていた雇用者所得に下げ止まりの兆し。これは、サービス業を中心に雇用者数が増加基調に転じてきていることが主因。今後を展望すると、所定内給与を中心とした賃金抑制傾向が続く一方で、企業の人員過剰感の解消を背景に雇用環境の改善傾向が予想されることから、雇用者所得は当面緩やかに改善していく見通し。

もっとも、中長期的にみれば、国際競争の激化を背景とした労働分配率の世界的な低下トレンド(注)のなか、雇用者所得の回復テンポは極めて緩やかなものにとどまる見込み。

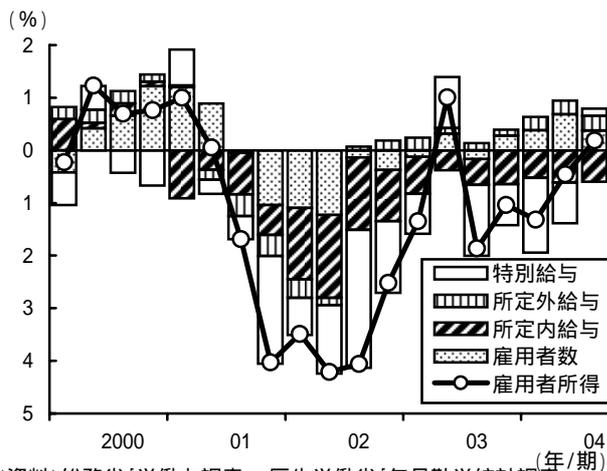
(注) 背景には、株主重視の経営姿勢の強まり、設備ストックの更新スピードの速まり等を指摘できる。

(2) 社会保障給付は、高齢者(受給資格者)の増加による受取額の増大から、2002年度にネットベースで受取超に転化。社会保障の制度変更がなければ、高齢化の進展による増加額が社会保険料負担の増加額を上回ることが予想され、今後とも黒字幅が年間約2兆円のペースで拡大していく見通し(中位推計では、65歳以上の高齢者が全人口に占める割合は今後10年間で約6%上昇)。

(3) 財産所得は、金利低下を背景とした利子所得の減少によって伸び悩んでいたが、金利が底を打っており利子所得の追加的な減少余地が限られていることや、企業業績の回復によって配当収入が増加が見込まれることから、今後は下げ止まりから回復に向かうと予想。

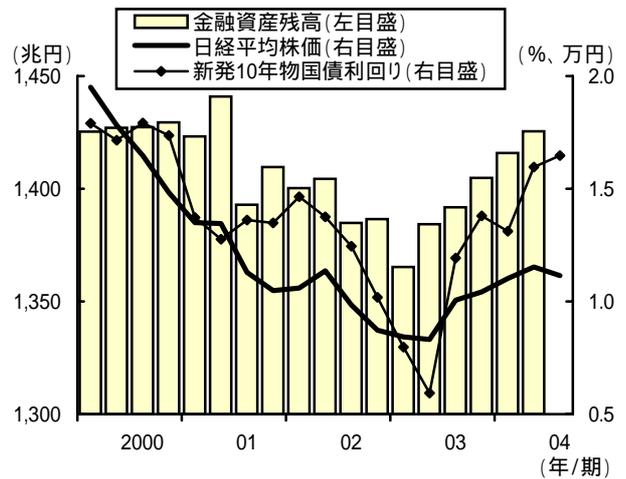
(4) 以上のような所得押し上げ効果がある一方、定率減税廃止や社会保障負担の増加により、可処分所得は横ばいから微増の推移。

(図表12-1) 雇用者所得の寄与度(前年同期比)



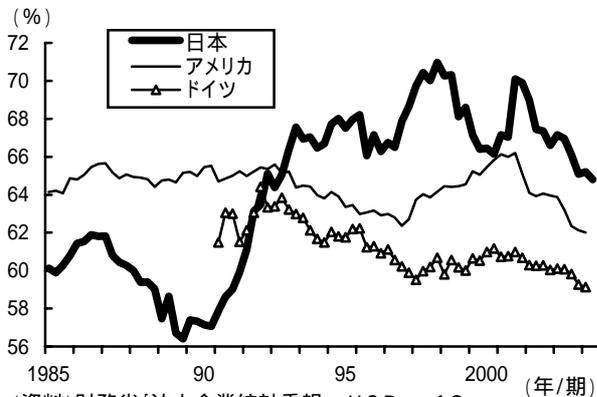
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」  
(注) 雇用者所得 = 雇用者数 × 現金給与総額

(図表12-2) 家計の金融資産残高と金利・株価の推移



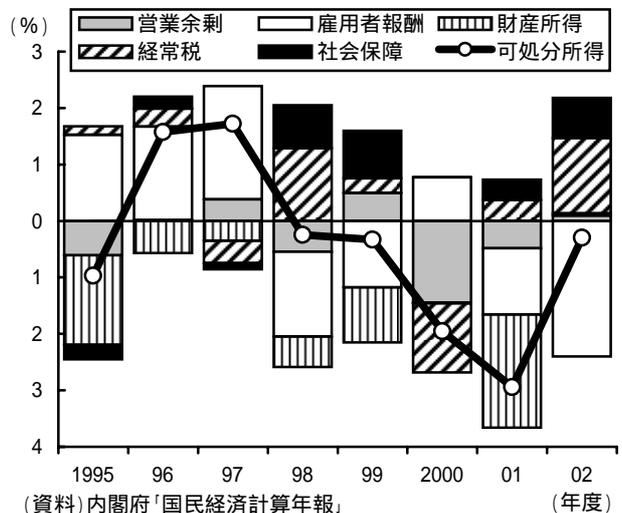
(資料) 日本銀行「資金循環統計」他

(図表12-3) 労働分配率の国際比較



(資料) 財務省「法人企業統計季報」、U.S. Dep of Commerce, "Survey of Current Business", Deutsche Bundesbank  
(注) ドイツは雇用者報酬のGDPを就業者ベースに換算。

(図表12-4) 可処分所得の寄与度(前年度比)



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

## 貯蓄率低下が消費を下支え

(1) 家計貯蓄率をみると、高齢者無職世帯は1997年、勤労者世帯は1998年を境に低下トレンドに転換。この主な要因として以下の5点を指摘可能。

【短期的要因】

消費者マインドの改善...内閣府「消費動向調査」の消費者意識指標や、「景気ウォッチャー調査」の景気の現状判断DI（家計動向関連）をみると、景気回復を受けて2003年以降趨勢的に改善。

ラッシュ効果...食費をはじめとする基礎的支出や過去の消費水準を維持しようとする消費者心理があるため、所得の減少ほど消費を抑制できず、結果的に貯蓄率が低下することに。

【中長期的要因】

高齢化の進展...高齢者は貯蓄を取り崩して消費をする（貯蓄率がマイナス）ため、高齢化は貯蓄率の押し下げに寄与。

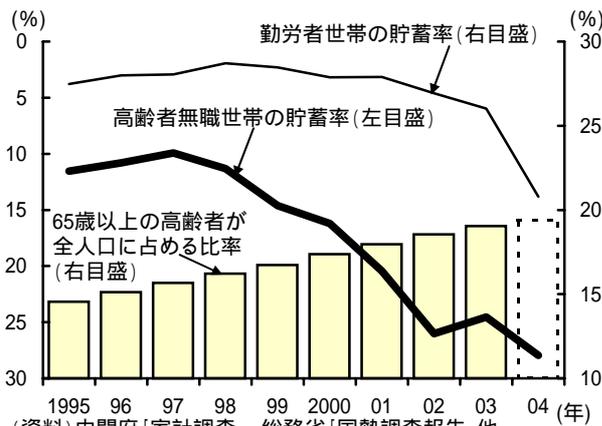
ピギー効果...デフレによる家計の保有金融資産の実質価値増加を背景とした購買力の上昇。

利子所得の大幅減少...金利低下、株価低迷による財産所得の減少。

(2) 今後を展望すると、デフレの緩和によってピギー効果が剥落し、利子所得の減少に歯止めがかかることが予想されるものの、高齢化の進展によって、貯蓄率は中期的に低下傾向をたどる見通し。もっとも、短期的には、景気の減速を背景とした消費者マインドの悪化によって、低下ペースが鈍化する局面も。

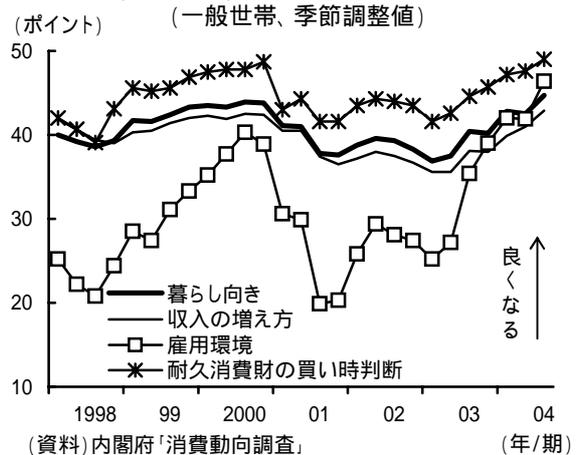
(3) 貯蓄率低下を背景に、名目消費は今後緩やかに増加するが、可処分所得は横ばいから微増で推移するため、中期的なトレンドは年率+1.0%程度にとどまる見通し。

(図表13-1) 世帯タイプ別にみた貯蓄率の推移



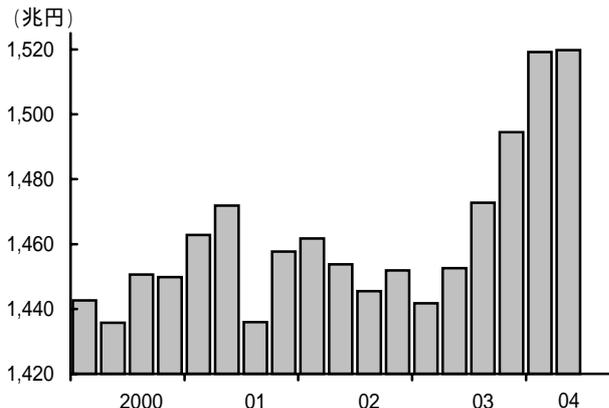
(資料)内閣府「家計調査」、総務省「国勢調査報告」他  
 (注1)高齢者比率は各年10月1日現在の値。  
 (注2)2004年の貯蓄率は1～6月平均。  
 (注3)2004年の高齢者比率は、中位推計。

(図表13-2)消費者意識指標の推移



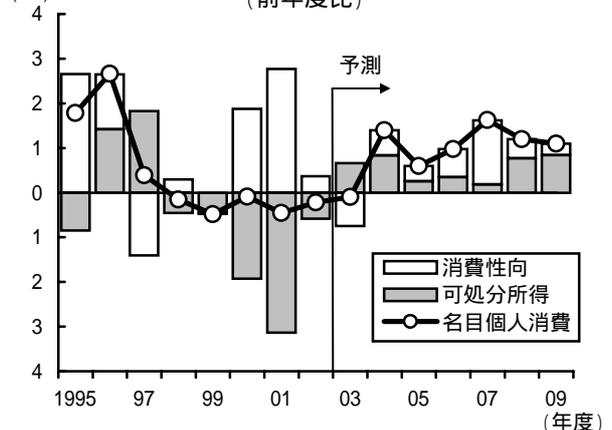
(資料)内閣府「消費動向調査」 (年/期)

(図表13-3)家計の実質保有金融資産残高の推移



(資料)日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」(年/期)  
 (注)期末値を民間最終消費デフレーターで実質化。

(図表13-4)名目個人消費の変動要因 (前年度比)



(資料)内閣府「国民経済計算年報」をもとに日本総合研究所作成

# デフレ脱却は2006年以降

## (1) 消費者物価は当面小幅マイナスが持続

消費者物価(除く生鮮食品)は、2000年末から2002年半ばにかけて前年比 0.7~0.9%のマイナスとなったが、2002年末以降は下落テンポが鈍化。足元では前年比 0.2%程度の小幅マイナスで推移。今後を展望しても、景気が巡航速度ないしはこれをやや下回る展開が予想されるなか、2005年末ごろまでは現状程度の小幅マイナスが続く見通し。

なお、非耐久財分野では消費者嗜好の品質重視へのシフトから上昇する品目が出てきているほか、最近の原油高がガソリン価格引き上げなど物価押し上げ要因となるものの、不作であった昨年の反動から米価が反落すること、技術革新が進み競争も激しい耐久消費財分野での下落基調は変わらないこと、などにより上昇圧力は相殺。

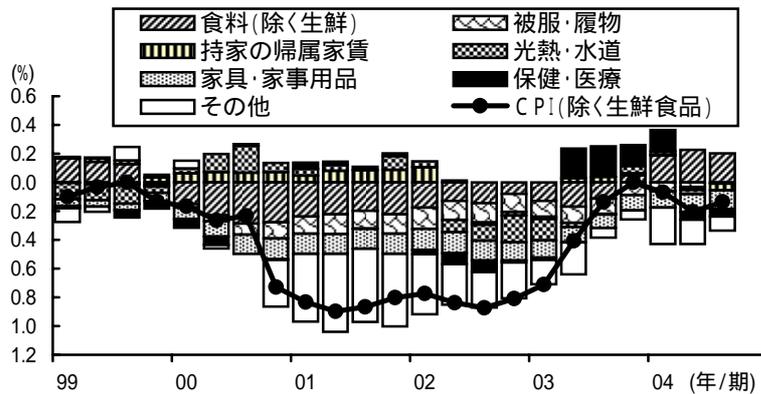
## (2) デフレ脱却は2006年以降

2006年入り以降は、景気が再び回復傾向を明確化するもとの、米価の下落要因なども剥落することから、消費者物価のマイナス基調からの脱出が定着する見通し。ちなみに、日銀短観の雇用人員判断DIおよび設備判断DIから作成した「需給ギャップ指数」と消費者物価の過去の関係からみれば、早晚デフレからの脱却が達成されてもおかしくない状況。ただし、今後景気が減速に向かうことから「需給ギャップ指数」の「過剰」幅が一旦拡大することが予想されるため、デフレ脱却は再び「需給ギャップ指数」の「過剰」幅の縮小傾向が定着する2006年入り以降となる見通し。

## (3) デフレ脱却後も物価安定続き、金利上昇も限定的

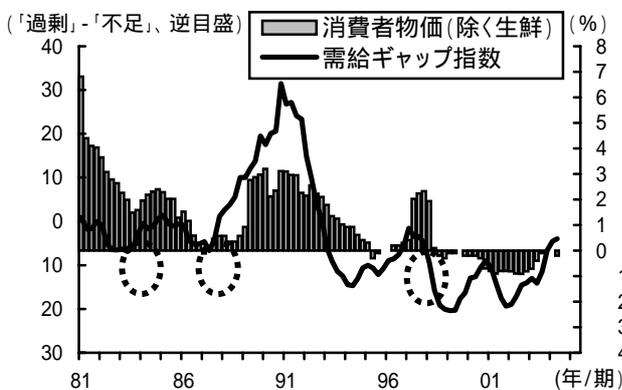
デフレ脱却後についても、当面、物価の安定基調は持続する見通し。最大の要因は労働コストの下落基調。競争激化のもと世界的に労働分配率の低下傾向が観測されるなか、引き続き賃金の抑制傾向は続くとみられ、この面から物価に対しては抑制圧力がかかる見通し。ちなみに、最近のGDPデフレータの下落の大半は単位労働コストの低下で説明できる状況。また、所得伸び悩み、増税・社会保障負担増の将来懸念から、家計の低価格志向は根強く残存。

(図表14-1) 消費者物価指数の変動要因(前年同期比)



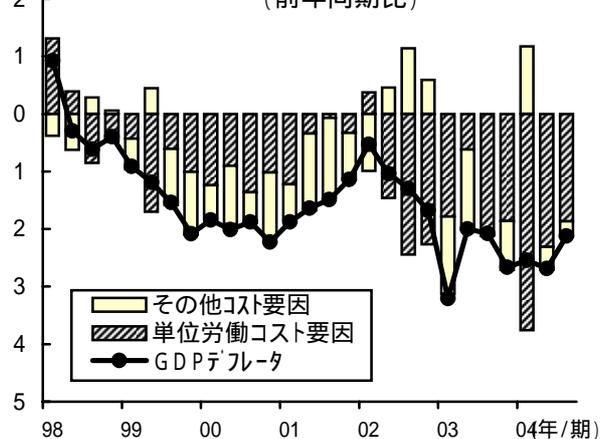
(資料) 総務省「消費者物価指数月報」

(図表14-2) 需給ギャップと消費者物価の推移



(資料) 日本銀行「短観」、総務省「消費者物価統計月報」  
 (注) 需給ギャップ指数 = 雇用人員判断DI × 雇用分配率( )  
 + 設備判断DI × (1 - )

(図表14-3) GDPデフレータの変動要因(前年同期比)



(資料) 内閣府「国民経済計算」

## 原材料高の波及は極めて緩やか

### (1) 原材料高は長期化の様相

近年資源開発が抑制される一方、BRICsを中心としたエネルギー効率の良い新興国の成長加速により、原油をはじめとする一次産品は需要超過の状態に陥っており、商品市況は急進。これに、デフレ懸念から超金融緩和策を採られた結果、過剰流動性が発生しており、投機資金が商品市況を押し上げる状況。金融引き締めスタンスへの転換が緩慢ななか、原材料高は長期化の様相。

### (2) 消費者物価段階への波及は極めて限定的

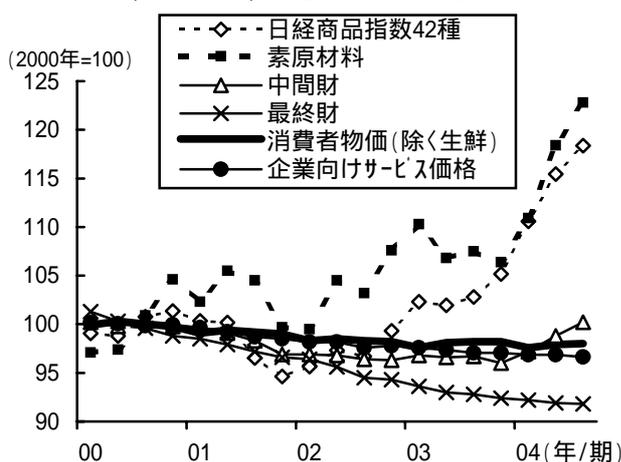
原材料高は中間財段階までは徐々に波及してきて一方、最終需要財は平均的には下落基調が続いている状況。背景には、コスト構造の違い。中間財を供給する鉄鋼・化学等素材業種は、商品製造コストに占める素材・一次産品の割合が高く、価格転嫁は避けられない。また、食料品、繊維製品といった素材型製造業でもウエートは高く、非耐久消費財価格は下げ止まりから小幅プラスに転じつつある。

その一方で、輸送機械、電気機械といった加工製造分野、商業や個人向けサービス等非製造業分野では素材型中間財・一次産品の中間投入が全体のコストに占める割合は小さく、その他のコスト削減で吸収可能。

### (3) 価格交渉力の差で業種別には収益のバラツキ

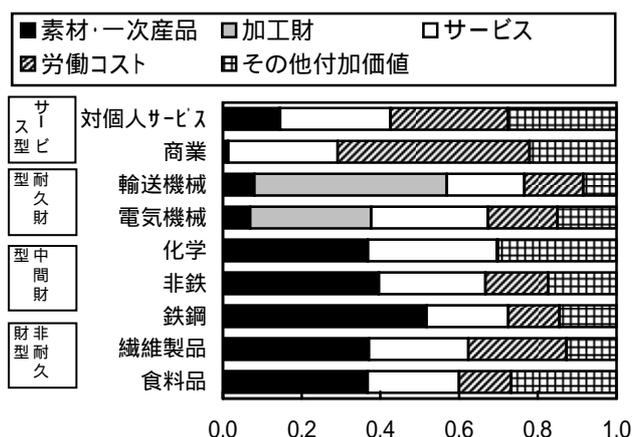
さらに、素材型製造業、加工型製造業の間でも設備稼働率の違いで価格転嫁上昇にバラツキ。例えば、企業の合併が進み、設備の合理化が進んだ鉄鋼では産出価格の大幅上層がみられる一方、稼働率の低い繊維では産出価格はマイナス基調を脱せず。

(図表15-1) 諸物価指数の推移



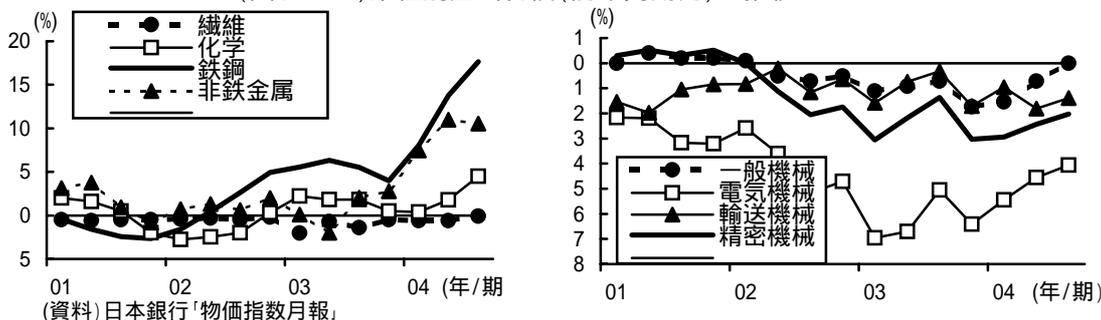
(資料) 日本銀行「物価統計月報」、総務省「消費者物価統計月報」、日本経済新聞

(図表15-2) 業種別のコスト構造の比較



(資料) 総務省「産業連関表(2000年)」  
(注) 生産要素を5種類に分け、生産者価格ベースの投入係数を表示したもの。

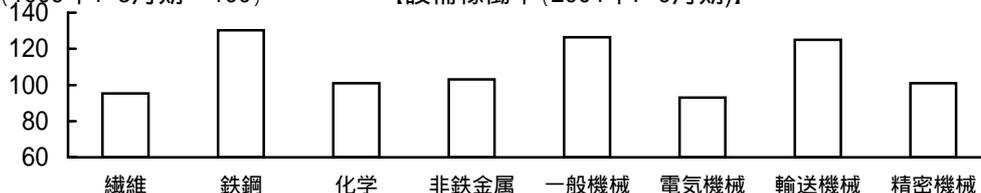
(図表15-3) 業種別産出物価(前年同期比)の推移



(資料) 日本銀行「物価指数月報」

(1999年1-3月期 = 100)

【設備稼働率(2004年7-9月期)】



(資料) 経済産業省「経済産業統計」

## 財政健全化には歳出合理化と経済活性化が不可欠

(1) 現状の歳入・歳出構造のままでは財政赤字は発散

このところ年間平均の財政赤字が30兆円を超え、国債残高のGDP比率が100%近くに達する状況下、歳入・歳出構造を抜本的に見直さない限り財政赤字は発散。

ちなみに、税制改革なし、歳出も過去のトレンドで伸びていくとすれば、2015年にプライマリーバランスのGDP比は4%に達し、ISバランス論からすれば民間部門の資金余剰を公的部門の資金不足が上回り、経常収支が赤字に転落するのは必至の状況(現状放置シナリオ)。この場合、金利急騰、円暴落を通じて深刻な不況とギャロッピング・インフレの並存が状態することは避けられず。

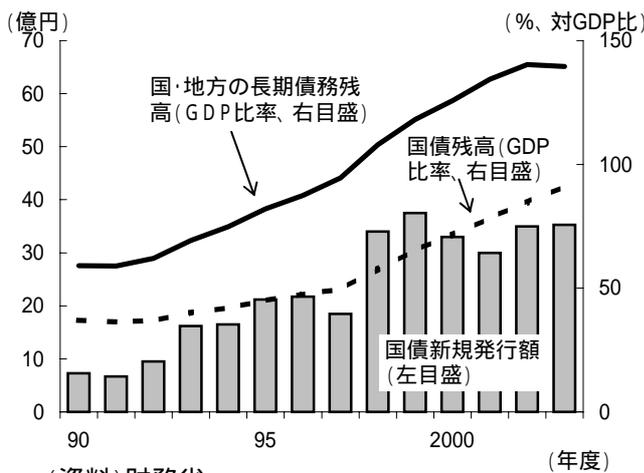
(2) 財政健全化には歳出合理化と経済活性化が不可欠

一方、社会保障構造改革、地方分権を通じた歳出の抜本的削減、に加え、2007年度以降の10%までの緩やかな消費税率の引き上げにより、着実なペースでの経済成長率の持続を前提にすれば、2010年代半ばにはプライマリー・バランスは均衡を達成できる見通し(改革遂行シナリオ)。

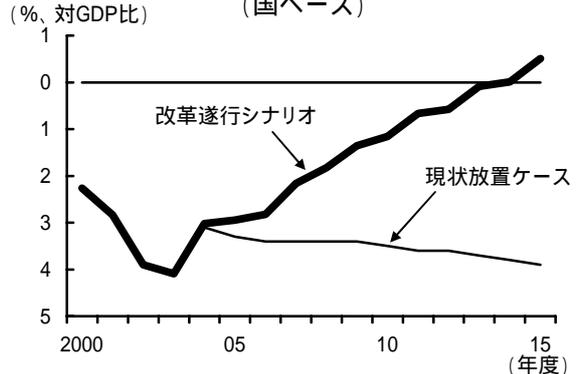
この間、巨額の財政赤字が長期金利の急騰を引き起こすリスクを強調し、財政再建を急ぐべきとする議論もあるが、経常黒字が残る限りは財政赤字が深刻な「悪い金利上昇」をもたらす公算は小。そこで、今後の部門別資金過不足(ISバランス)状況を展望すると、現状の日本企業の競争力が維持されれば、2010年代前半でも十分な黒字が残る見通し。

ただし、これは「着実なペースでの経済成長率の持続」と「日本企業の競争力の維持」が前提であり、大幅な歳出削減・消費税率引き上げに十分耐え得る強靱な経済体質を構築していることが不可欠。その意味で、企業部門が引き続き財務体質を強化する努力を続ける一方、世界市場の開拓、新製品・新サービスの創出にこれまで以上に注力することが必要。

(図表16-1) 財政赤字と国債残高のGDP比の推移

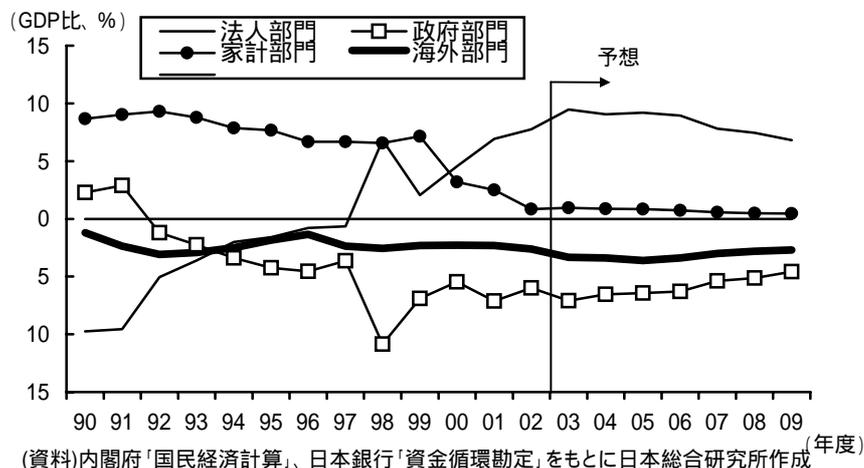


(図表16-2) プライマリーバランスのシミュレーション (国ベース)



試算の前提は以下のとおり。  
 【現状放置シナリオ】 社会保障費は年率4%、その他歳出は名目成長率と同率で増加。税制改革無し。  
 【改革遂行シナリオ】 社会保障は年率2%、その他歳出は年率2~3%で削減。定率減税は廃止。消費税率は10%まで引き上げ。

(図表16-3) 部門別資金過不足の中期展望(改革遂行シナリオ)



## 社会保障改革の重要性

(1) 財政健全化のためには増税や社会保障負担の増加は避けて通れず。しかし、それが家計の可処分所得を累積的に下押しし、経済成長率を下押ししていく恐れ。

現在、1999年に導入された定率減税の縮小・廃止が議論されており、今後数年間のうちに3兆円強の追加的な家計負担が発生。

今回の年金改革で、年金保険料が2017年までに4.72%ポイントの引き上げられることが決まったが、これにより引き上げ完了後に家計所得は約3.5兆円下押しされると試算。

消費税率引き上げは不可避であり、仮に10%まで引き上げられれば、所得はさらに10兆円以上減少。

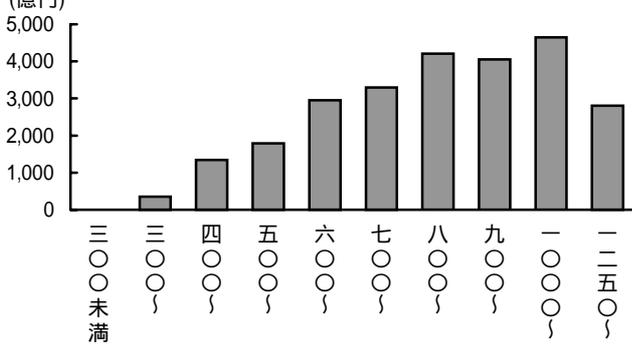
(2) この点に関して、90年代後半以降の社会保障制度改革と個人消費の関係を振り返ると、二つの興味深い事実。

年金不安の高まりによる現役世代の消費性向低下。1998年には、翌年の公的年金改革を控え、将来年金制度が破綻するのではないかという「年金制度への不信」が急速に広がるなか、30～40歳代の現役世代の消費性向は急低下した。

介護保険導入による高齢者の消費性向上昇。高齢無職世帯の消費性向の動きをみると、90年代後半には110～115%程度で比較的安定していた。しかし、2000年の介護保険導入以降、消費性向の水準は大きく上昇し、2002～2003年には125%前後まで高まっている。

(3) 以上のことは、消費性向の変動がすべて社会保障制度のあり方で説明されるわけではないにせよ、社会保障制度は家計の消費行動に無視できない影響を及ぼすことを示唆している。つまり、十分に信頼に足る社会保障制度が整備されれば、増税・社会保険料が可処分所得を減らそうと、消費性向が上昇して消費水準は維持される可能性を物語る。さらに、社会保障分野を適度に民間に市場開放していけば、産業活性化を通じて所得環境自体の改善も期待可能。その意味で、財政再建に向けて定率減税廃止や消費税率引き上げが議論の俎上に上りつつあるが、それに先行して年金・医療・介護・雇用の一体的見直しを行い「持続可能で信頼の持てる社会保障制度」を構築することが優先課題。

(図表17-1) 定率減税廃止による消費減少額(試算)



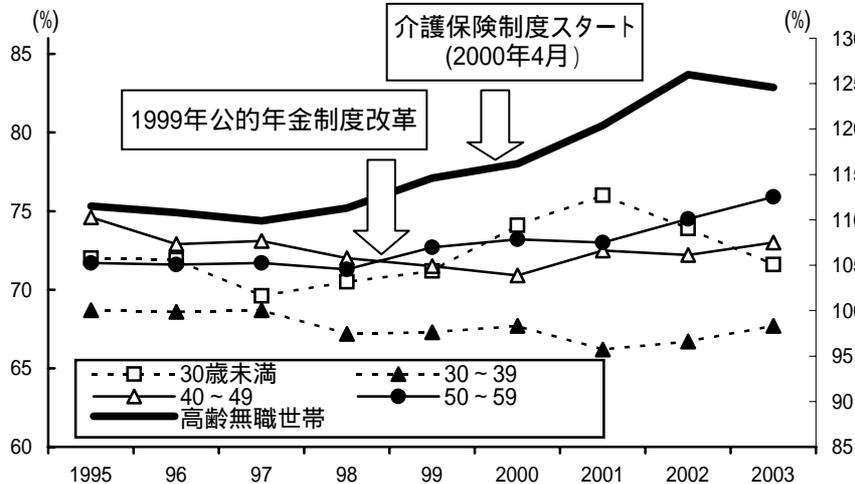
(資料) 日本総合研究所作成。  
(注) 合計すると2兆5444億円になる。

(図表17-2) 厚生年金保険料引き上げの収益圧迫影響

	(億円、%)	
	保険料収入 (企業負担分)	保険料率 (企業負担分)
2001年度	99,680	6.79
2017年度	134,326	9.15
増加分	34,646	2.36
収益押下げ作用 (2002年度対比)		11.2

(資料) 財務省「法人企業統計」などをもとに日本総合研究所作成。

(図表17-3) 世帯タイプ別消費性向の推移



(資料) 総務省「家計調査報告」

(年)

## 調整局面を経て、2005年度下期から企業部門主導の回復へ

- (1) 2005年度を展望すると、上期は、以下の3点を背景に、景気は調整局面が持続する見通し。  
 設備投資が、生産・輸出の増勢鈍化などを受けて、製造業を中心にペースダウン。  
 2004年10月から始まる家計負担増により可処分所得に下押し圧力がかかり、個人消費の増勢が鈍化。  
 原油価格の上昇が、ガソリン価格上昇を通じて家計の負担増となるほか、最終製品価格への転嫁が困難ななか、コスト増を通じて企業収益の回復ペースも鈍化。

もっとも、中国経済の成長持続により輸出の増勢は続くこと、電子部品・デバイスを中心とした生産調整は軽微にとどまるほか、素材・自動車などの生産は堅調を維持すること、雇用過剰感が薄れて所得環境が緩やかに持ち直すなか、基調としては個人消費の底堅さが持続すること、などから、景気が大きく落ち込んでいく事態は回避される公算。2005年度下期からは、企業部門に牽引されて、再び回復に向かう見通し。

- (2) 2006年度以降を展望すると、バブル崩壊後の各種調整圧力が一段と減衰するなか、以下の3点を背景に、緩やかなペースでの回復傾向が続く見通し。

中国を中心とするアジア経済の成長に牽引されて輸出が持続的に拡大。  
 収益体質の改善を背景に企業収益が緩やかに回復するなか、設備投資の回復傾向が持続。  
 所得の緩やかな持ち直し、消費性向の高止まりにより、個人消費が底堅く推移。

もっとも、財政再建スタンスが明確化するなか、定率減税の廃止、各種控除の縮小、消費税の引き上げなどにより、家計への負担増が段階的に進められる結果、個人消費の増勢加速は困難な見通し。

- (3) このように、今後2009年度にかけての日本経済は、財政再建の下押し圧力を受けつつも、企業部門主導の「緩やかな上昇トレンド」をたどると展望される。

(図表18) わが国の経済成長率・物価見通し

(%)

	2004年度			2005年度			2006年度	2007年度	2008年度	2009年度
	上期	下期		上期	下期					
実質GDP	3.0	2.2	2.0	1.9	1.4	2.7	2.4	2.7	2.0	1.5
国内民需*	2.8	2.4	2.1	1.5	0.8	2.2	2.4	2.8	2.0	1.2
個人消費	2.9	3.6	1.2	1.6	1.5	2.0	1.5	2.0	0.9	0.8
住宅投資	2.1	2.1	2.6	0.1	1.4	0.2	0.6	3.8	0.7	2.8
設備投資	6.5	3.0	5.2	3.8	2.4	5.3	7.6	8.2	7.2	4.2
在庫投資*	0.1	0.2	0.4	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
官公需*	0.5	0.8	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
政府消費	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	1.7	1.7	1.9	2.0
公共投資	15.7	21.0	7.9	6.1	5.1	6.6	5.6	4.8	4.2	2.3
純輸出*	0.6	0.6	0.1	0.3	0.5	0.4	0.0	0.2	0.1	0.1
輸出	12.0	12.3	4.5	5.4	5.7	5.8	5.7	5.6	4.6	4.2
輸入	10.1	10.8	7.5	4.5	3.2	4.3	7.7	10.0	7.3	5.0
名目GDP	1.0	1.5	0.5	0.8	0.8	0.8	1.1	1.9	2.0	1.3
消費者物価	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.4	1.2	1.4

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

(注1) 国内民需、在庫投資、官公需、純輸出は寄与度。

(注2) 上期・下期は前期比年率、前期比年率寄与度。

(注3) 2006、2007年度で定率減税を廃止、2008、2009年度に消費税率をそれぞれ1%引き上げ。

(注4) 消費者物価は生鮮食品を除くベース。

## 予想されるリスク要因

家計部門の回復に弾みが見つからないなか、基本的には外需依存型・製造業主導型の成長パターンを続けざるを得ず、景気回復力は脆弱にとどまる見通し。こうしたなか、以下のような要因により、景気が腰折れして後退局面に転じる恐れも。

### イ) 悪い金利上昇(経済停滞シナリオ)

財政赤字拡大と長期金利上昇の「負のスパイラル」の発生。金利上昇による景気悪化と積極的財政・金融政策がもたらす財政破綻のイメージが併存。この場合、長期金利が高止まる一方、実質成長率は1%程度で低迷。

### ロ) 増税による消費腰折れ(デフレ再来シナリオ)

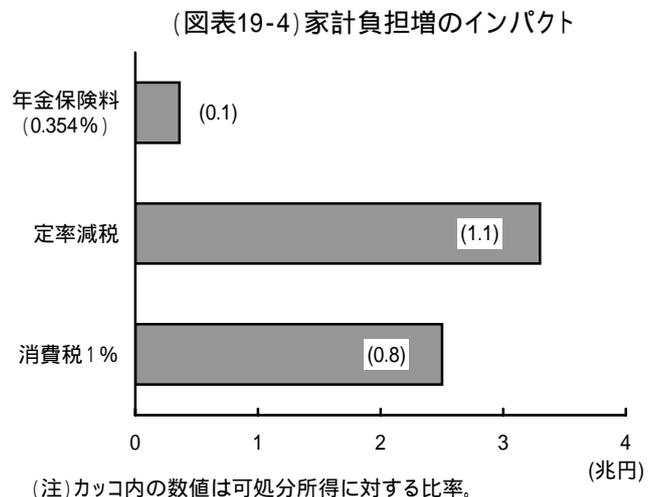
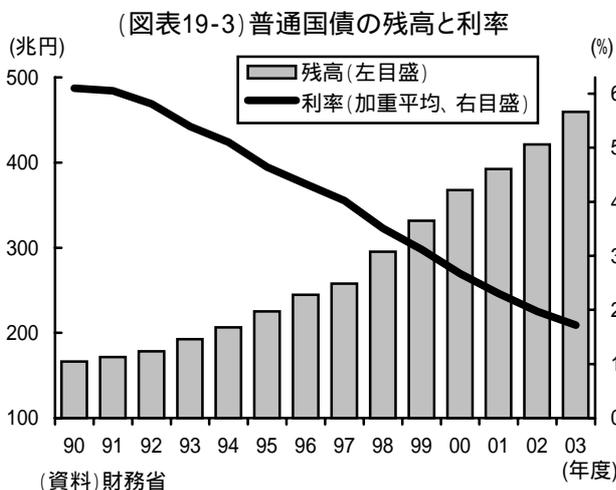
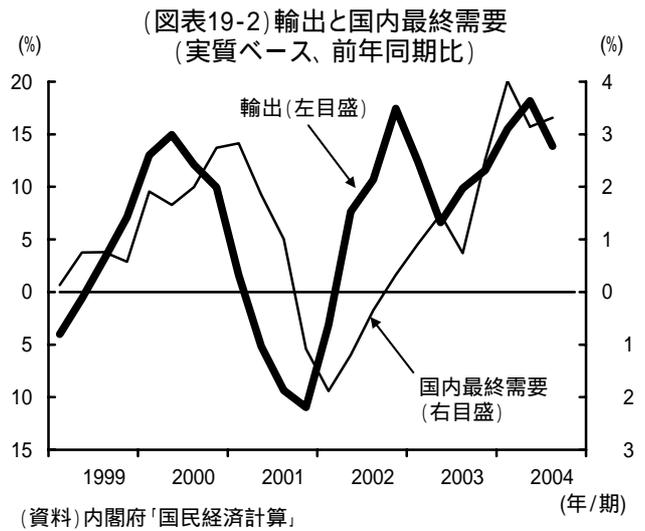
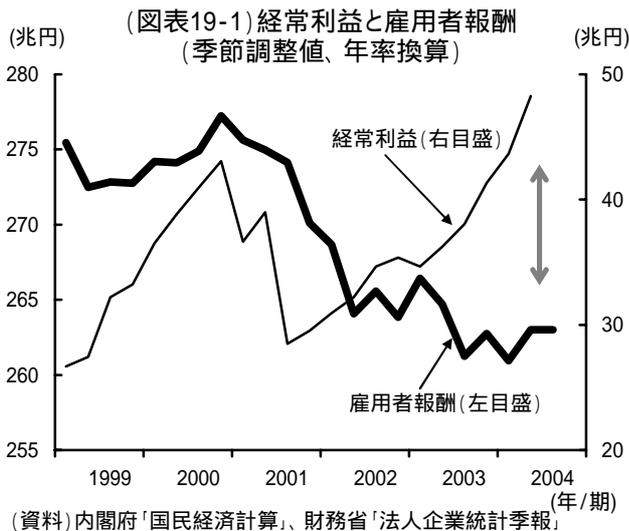
所得環境の回復を待たずに、定率減税廃止を2005~2006年度に実施。加えて、2007年度以降、毎年1%ずつ10年間の消費税率引き上げを決め、社会保障制度の見直しが遅れるなか、先行き生活不安だけが強まり、個人消費が失速、デフレ経済に逆戻り。

### ハ) ドル暴落(デフレ再来シナリオ)

ドル暴落を契機に世界同時不況に入り、円高急進で日本経済は再びデフレ経済に逆戻り。実質ゼロ成長が持続し、物価はマイナス基調に転化、長期金利は1%割れへ。

一方、世界的な好況が到来し、経済成長率が加速するなか、インフレ経済に移行するというシナリオも想定可能。

すなわち、米国経済の上振れ、BRICsの成長加速、国内所得の増勢加速などにより、景気拡大テンポが加速。この結果、一次産品価格のさらなる上昇もあり、インフレ経済へ移行。名目成長率は3~4%に達し、長期金利も上昇が明確化。



## 日本経済「正常化」に向けた4つのハードル

## 1. 4つのハードルと2005年の位置付け

イ) 日本経済が「失われた10年」を脱し、2%半ば程度といわれる潜在成長率を持続的に達成できるという意味での「経済正常化」を実現するためには、以下の4つのハードルを乗り越えていく必要。

## 【第1のハードル：三つの過剰の「正常化」】

過剰設備・過剰雇用・過剰債務というバブル期の負の遺産を整理し、新しい環境に前向きに対応していけるだけの基礎体力を回復する必要。この面ではかなりの程度の進展がみられ、マクロ的には大きな足枷要因ではなくなりつつある。

## 【第2のハードル：企業革新力の「正常化」】

民間部門の成長力の源泉は企業の革新力であり、その発揮のためには負の遺産の処理をして基礎体力を回復すれば終わりではなく、一段と厳しくなるグローバルな競争に伍していくに十分な、瞬発力・腕力・戦略構築力を強化していく必要。しかし、製造業は持ち前の製造現場の強さを回復しているが、本社部門の戦略構築力は不十分であり、非製造業の革新力もまだまだ。

## 【第3のハードル…国民生活の「正常化」】

高齢化進展・財政健全化のために増税・社会保障負担の増加、社会保障給付の効率化が不可避ななか、その下押し圧力を撥ね退けるに十分な家計部門の健全さを回復する必要。その実現のためには、適正な分配率のもとで家計にも十分に富が配分されるとともに、増税・社会保障負担の増加が国民生活の安定のために使われるという信頼が得られる社会保障改革を実現させることが不可欠。

## 【第4のハードル：財政・金融政策の「正常化」】

将来世代への付回しとなる新規国債の発行が毎年30兆円を超す状況が常態化し、効率的な資金配分を歪める超低金利状態が続くという、いわば財政・金融政策の「つかい棒」に頼る状況から、日本経済が一人立ち出来る状況に復帰する必要。それには、民間部門が十分な成長力を取り戻していることが条件となるが、同時に政策転換に伴う各種調整圧力を吸収していく政策措置を講じる必要。加えて、企業の低収益体質を温存させ、個人金融資産の効率的運用を阻害して利子・配当所得の下押し要因となってきた、公的金融の肥大化に本格的なメスを入れる必要。

ロ) 詰まるところ、日本経済の現在は第1のハードルを漸く乗り越えつつあるものの、第2のハードルは途半ばであり。第3、第4のハードルについては乗り越える十分な見通しが立っているとは言いがたい。山登りに喩えれば、依然として四合目当たりに居ると言えよう。

ハ) そうしたなか、景気に減速傾向が出てくる「2005年」は、その後の日本経済が本物の再生に向けた新しい軌道に乗れるかどうかを左右する重要な1年に。経済活力の強化・国民生活の安定・財政健全化の同時達成につながる企業・家計・政府の各部門内および部門間での富・資金の分配・投資の「均衡方程式の解」を模索することが大きなテーマ。

## 2. 企業部門の課題

以上のような認識に立って、今後企業部門が取り組むべき課題をまとめれば以下の通り。

## 第1は「経営資源の成長分野へのシフト」

純粹持株会社制度や執行役員制度の戦略的活用等の組織・機構改革と科学的な経営管理手法の開発・活用により、ROA重視の経営を一段と強化  
株主重視姿勢を強めつつ、経営トップの高い倫理観と従業員の積極的な経営参加意欲に支えられた、日本の経営風土を十分に考慮した新しい企業統治のあり方の構築

## 第2は「未来産業の種子に対する攻めの先行投資」

長期的な視野に立ったR & D投資への安定的資金配分とR & D部門のパフォーマンス向上のための取り組み  
他社とのアライアンス、業界横断的合併など、一企業を超えたレベルでの高リスク・高リターン型投資への積極的取り組み

## 第3は「高生産性・高賃金を誘発する人事・報酬制度の構築」

短期思考・コスト削減偏重に陥った「似非」成果主義を見直し、高度専門人材の確保・育成とチーム生産性の向上を目指した付加価値誘発型の真の成果主義人事の構築  
就労形態に囚われない、職務内容と職務レベルで公平な人事・処遇制度の構築

## 増税は社会保障・地方主権・公的金融の改革の後に

## 3. 求められる経済政策

イ) 企業部門の革新努力を支え、日本経済の基礎体力を強化していくために必要な経済政策面での課題は以下の通り。

- 第1は企業の革新力発揮のためのインフラ整備  
F T Aの推進・知財保護・研究開発重点化 比較優位原理に基づく製造基盤強化  
規制改革・独禁政策 競争促進を通じた経営革新の誘発
- 第2は国民生活に安心を与える雇用政策・社会保障改革  
積極的労働市場政策 産業構造転換に適応するための能力開発の支援  
社会保障の抜本改革 効率化と勤労促進の同時達成、税制との一体改革
- 第3は金融市場の正常化、財政健全化への取り組み  
量的緩和の円滑な解除・郵政民営化 金融市場における市場メカニズムの正常化  
地方分権を前提とした財政健全化 「自立・自助」による財政依存の脱却  
調整圧力緩和措置 企業再生支援・再就職支援・地方自立支援のための時限的措置

ロ) 向こう1年程度を展望して、取り組むべき最優先課題と財政・金融政策面での望ましい対応は以下の通り。

## 【最優先課題】

- 1) 社会保障の将来ビジョンの明確化  
制度変更の必要が無く、勤労福祉理念と一体化されたスリムで就労形態に中立的な年金制度の構築  
社会的入院の削減、定額方式の積極的活用、混合診療の許容などによる最低保障・効率運営・サービス多様化の同時達成を目指す医療・介護制度の一体改革
- 2) 国と地方の新しい役割分担  
地方主権の実現性を念頭に置いた行政単位の見直し(道州制など)  
基礎研究・外交・安全保障・年金制度を除く、あらゆる行政の立案・執行機能の地方への移譲をゼロベースで検討  
を前提とした思い切った三位一体改革
- 3) 金融セクターにおける官民の役割分担の明確化  
イコールフットイングを上位概念とする郵貯民営化の断行  
公的金融のリファイナンス業務への特化  
業際規制の速やかな緩和・撤廃

## 【財政・金融政策】

- 1) 2005年度予算は総額前年度並みに抑制。教育・基礎研究・安全保持を最重視して配分を大胆に見直し。
- 2) 定率減税廃止・縮減は2005年度中に行うべきでない。社会保障・地方主権・公的金融の改革断行を前提に、2005年後半の景気動向をみて持ち直し傾向が出てくれば、2006年度以降数年かけて段階的に廃止していくべき(景気回復基調が続くとこの前提で、2006~07年度に定率減税を廃止、2008年度に消費税率を1%ポイント引き上げ)。
- 3) 金融政策面では当面量的緩和政策を維持すべき。2005年後半の景気動向をみて、市場との対話を制度的に担保する新たな金融政策フレームへの移行を実施すべき。  
(注) 新たな金融政策フレームについては当社レポート「デフレ脱却の展望の金融政策のあり方」(2004.6.30リリース)をご参照。

ハ) 財政健全化については以下のような手順で進めるべき

- 1) 財政赤字が大きな問題として顕在化するの、経常黒字が大幅に縮小した場合であり、その意味で産業基盤を強固にしていけば今後10年程度は財政健全化の猶予はある。したがって、プライマリーバランスの均衡時期の目標を2010年代半ばから後半に設定する。
- 2) 財政健全化にあたっては、「産業基盤の強化を通じて経済成長率を高めること」「地方への権限委譲を前提とした内容の抜本的見直しを通じた歳出の思い切った合理化」「リスクとリターンを適切に実現する効率的な金融市場の整備」を優先すべき。そのための具体的な歳出構造見直し・金融制度改革については2006年度までに明示する。
- 3) 2007年度以降、景気動向を見極めながら、2006年度までに決定された歳出構造の抜本的見直しの姿を前提に、2年に1%ポイント程度の緩やかなペースで消費税率を10%まで引き上げ、プライマリーバランスの均衡化を達成。