

日本経済中期見通し

—詳細版—

第三経営経済研究部 主任研究官 佐々木文之
研究官 荒田 健次
研究官 佐藤 孝則

- ・この見通しは、郵政研究所の調査研究の成果をとりまとめたものであり、総務省の公式見解を示すものではありません。
- ・尚、前月号の郵政研究所月報（2001年12月号）にサマリー版を掲載しております。要約、参考文献等は前月号を参照ください。

キーワード

中期見通し、潜在成長率、生産性、資本ストック、設備投資、労働市場、民間消費支出、財政収支、物価、金融政策、不良債権、米国経済、為替レート、長期金利

I. 我が国の潜在成長力の検証と推計

(1) 生産関数の推計

中期経済予測を行ううえで、まずは供給力の源泉となる要素から積み上げた我が国の潜在的成長力を検証、推計することが必要である。成長に投入される要素は労働、資本ストック、その他である。

潜在成長力を計測する際の一般的な関数タイプはコブ・ダグラス型、CES型(Constant Elasticity)、トランス・ログ型の3タイプである。なかでも、コブ・ダグラス型はその操作性の利便性から最も多く利用されている。その一般的な関数は次の通りである。

$$Y = ALK$$

(産出量 Y 、資本ストック K 、労働投入 L 、 α 、 β はそれぞれ、労働、資本の生産弾力性で $\alpha + \beta = 1$ 。一次同次、収穫一定を仮定。)

上記関数に基づいて我が国の実質国内総生産 (GDP) を推計してみると、労働弾力性は0.328、資本弾力性は0.672となる。この結果に従って実質GDP成長率を要素別に分解してみると次ページの図表1の通りとなる。後に潜在成長力を想定する際に前提となる全要素生産性 (TFP: Total Factor Productivity) は、1990年代の10年間で概ね年平均0.9%の寄与度となっている。一方、資本ストックの寄与度は1.2%、労働投入量のそれは-0.4%となっており、バブル崩壊後もある程度資本ストックに依存した成長を遂げていることになる。

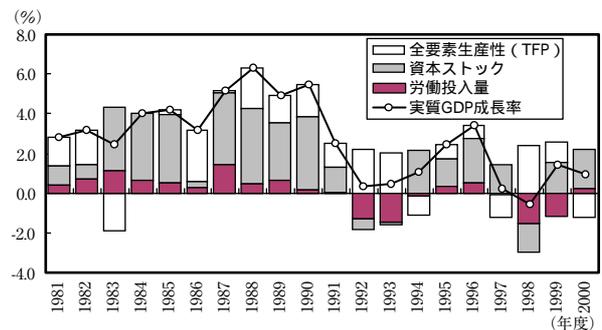
一方、CES型関数^(注)によって推計した結果、資本の弾力性は0.318～0.328程度、労働の弾力性は0.672～0.682との結果が得られた(図表2)。これは、上記コブ・ダグラス型とほぼ同程度の弾力性である。(尚、トランス・ログ型の生産関数^(注)で資本ストックをIT関連と非IT関連に分けて推計した場合(図表3)、IT資本ストックの項は負となり有意でない結果が得られた。これは、IT資本の積み上がりは主として1990年代に加速したが、その時期の我が国の経済成長率は低かったためと推察される。一方、非IT資本、労働の弾力性は高く、また交差項をみると、IT資本ストックと労働が有意に負となっており、代替関係にあることが推察される。)

次にこの結果に基づいて我が国の潜在成長力についておおよその目処をつけてみたい。

(2) 我が国潜在成長力の推定

先ず全要素生産性について検討する。全要素生産性には技術革新等様々な要因が集約されている。資本や労働の質的向上、知識資本ストック、(R&D)、IT化要因、規制緩和要因(産業の独占度を測るハーフィンダール指数等により代理)等を説明変数として個別に推計することも可能ではあるが、実際に定量化することは容易ではない。ここでは、今後5年間を我が国経済構造の調整期間と位置付け、90年代のトレンドが暫くは継続するものと想定して、全要素生産性の成長寄与度を0.9%と予測する。

図表1 実質GDP成長率の要素別寄与度分解



(注) 推計式は以下の通り。全要素生産性はソロー残差。期間は1980年から2000年の四半期ベース。
 $\ln(Y/L) = -2.3338 + 0.3283 \ln(K/L) + 0.0025t$
 (-2.7791) (9.734) (5.396) $\text{adj}R^2 = 0.990$ $DW = 0.65$
 Y: 実質GDP L: 労働投入量 K: 資本ストック(稼働率修正)
 t: タイムトレンド
 (出所) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業生産統計」等より郵政研究所作成。

図表2 CES型生産関数による推計

A_0	t	K	L
-2.3338	0.0022	0.3183	0.6817
-(214.65)	(3.74)	(8.68)	(8.68)

adjR = 0.992 DW = 0.67

(注) 推計期間は1980～2000年の四半期ベース。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より郵政研究所作成。

図表3 トランス・ログ型生産関数による推計

	係数	t 値
K1	-0.258	-9.78
K1K1	-0.001	-0.12
K1K2	0.068	9.74
K2	0.876	14.32
K2K2	-0.126	-8.17
L	0.382	9.33
K1L	-0.068	-21.91
K2L	0.058	5.79
LL	0.010	1.31
0	-3.786	-271.33
T	0.009	10.00

(注) K1: IT資本ストック、K2: 非IT資本ストック
 1980～2000年の四半期ベース。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より郵政研究所作成。

(注) CES型の関数形は $Y = A_0 e^{gt} [K^\alpha + (1-\alpha)L^\alpha]^{1/\alpha}$ 。代替弾力性は $\sigma = 1 / (1 - \alpha)$ と一定である。

トランス・ログ型は $\log Y = \alpha_0 + \alpha_K K + \alpha_L L + \alpha_E E + \alpha_T T + \frac{1}{2} \alpha_{KK} (\log K)^2 + \alpha_{KL} \log K \log L + \alpha_{EE} \log K \log E$
 $+ \frac{1}{2} \alpha_{LL} (\log L)^2 + \alpha_{LE} \log L \log E + \frac{1}{2} \alpha_{EE} \log K (\log E)^2 + \frac{1}{2} \alpha_{TT} T^2 + \alpha_K T \log K + \alpha_L T \log L + \alpha_E T \log E$
 Eはその他生産要素

ただし、以下に述べるような上積み分を想定することも可能と考えられる。それは、IT化と規制緩和の効果によるものである。

経済企画庁（当時：現内閣府）が97年6月に実施した「規制緩和などの経済構造改革が経済に与える影響について」をみると、全要素生産性が上昇する要因として、情報通信ストックの外部性効果や労働規制緩和の生産性向上効果、人的資本に対する投資促進効果等が主たるものとして挙げられている。成長に寄与する主たる効果は最終的に全要素生産性を0.95%上乗せするという結果になっている。

そこで、IT化による効果分は0.2%程度が徐々に実現されていくと想定する。また規制緩和の効果については、経済企画庁（1997年）想定の1/3程度とみなす。先ずIT化については、IT部門の全要素生産性上昇率により体现されると考える。また、労働規制緩和の生産性向上効果、人的資本に関する投資促進効果については、長期を要するものであるため、今後5年間においては、最終的な効果の半分程度の0.1%ずつと想定する。その場合、規制緩和効果上乗せ分としては0.2%程度を前提とすることができる。これらの効果を上乗せすると、全要素生産性は0.4%程度の上乗せが可能と考えられる。

図表4 規制緩和により見込まれる全要素生産性の上昇

<ul style="list-style-type: none"> ・情報通信ストックの外部性効果 全要素生産性：0.40%（1998 - 2003年） ・労働規制緩和の生産性向上効果 全要素生産性：0.28%（1998 - 2003年） ・人的資本に対する投資促進効果 全要素生産性：0.27%（1998 - 2003年）
【合計】0.95%

（出所）経済企画庁（1997）「規制緩和などの経済構造改革が経済に与える影響について」

次に労働投入量を検討する。国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」によれば、日本の人口は僅かながらも2007年までは増加する見込みである。しかし、趨勢的に低下する出生率を背景として生産年齢人口（15歳から64歳）は1995年をピークとして低下していく。生産年齢人口の年平均伸び率を計算すると、1995年から2000年までの間に-0.2%、2000年から2005年までは-0.5%、2005年から2010年までは-0.8%と減少する予測になっている。今次中期見通しでは、この国立社会保障人口問題研究所の推計をベースに、1995年時点と同様の労働力率を前提とする。1995年から2000年までにおいては、年平均で辛うじてプラス（0.24%）となるものの、2000年から2005年の年平均では0.20%のマイナスに転じる。

最後に、資本ストックについては、90年代の平均の伸びである、3.6%を前提とする。ピークを過ぎつつあるとはいえ、業種によってはなおストック調整過程にあることを勘案すれば、90年代のトレンドがもう暫く続くものと予想されるためである。

図表5 潜在成長率の推計

	2005年度
全要素生産性（TFP）	0.90% ~ 1.30%
全要素生産性（現状トレンド）	0.90%
IT効果（上乗せ分）	0.20%
規制緩和効果（上乗せ分）	0.20%
労働寄与分（労働投入量）	-0.14%
資本寄与分（資本ストック）	1.15%
計	1.91% ~ 2.31%

（注）1．労働人口は-0.2%、労働参加率は2000年度横這いを想定。

2．資本ストック伸び率は3.6%を想定。

3．労働弾力性は0.68、資本弾力性は0.32を前提。CES型、トランス・ログ型関数においても概ね同様の弾力性が推計された。

（出所）郵政研究所作成。

以上の想定に、前述した労働弾力性、資本弾力性に基づいて我が国の潜在成長力を推定すると、概ね1.9%~2.3%程度と見込まれる。

(3) GDPギャップの状況

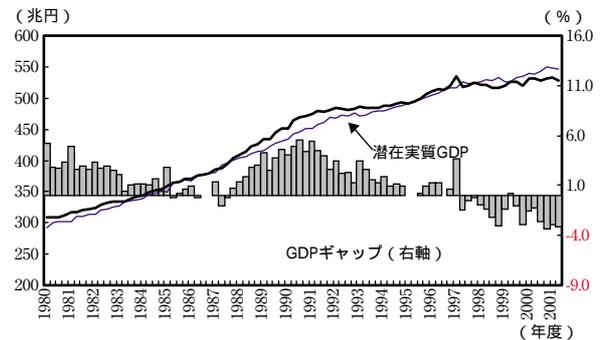
上記の通り、概ね我が国の潜在成長力は2.0%前後との推計が得られたが、潜在的GDPを論じる際に議論となるGDPギャップについて触れておきたい。

潜在的GDPとは、労働、資本、その他要素がインフレを起こさない程度、自然失業率の状態においてフルに稼働した場合の趨勢的な、言い換えれば中長期的にみた平均的なGDPの水準である。従って、実際のGDPの水準が潜在GDPを下回る状態では供給が上回るため、物価が下落し、その程度が大きい場合には現在の我が国の様なデフレとなる。その反対に、実際のGDPが潜在GDPを上回る状態では物価の上昇が生ずる。

先のコブ・ダグラス型関数、及びHPフィルターによってGDPギャップを推計してみた(図表6、7)。いずれにおいても足元でGDPギャップは概ね4.0%と推計される。

後述するように、今次中期見通しのメインシナリオにおいては、予測期間の最終年度である2005年度に潜在成長率並みの2.0%の実質GDP成長率を予測している。言い換えれば、それまではGDPギャップがなかなか解消されず、デフレ的な状況が続くことが予想される。成長率はいわば傾きであって、水準自体のギャップが解消するためには潜在成長率を上回る期間が相当程度継続する必要がある。

図表6 コブ・ダグラス型生産関数による潜在GDPの推計



(注) 推計式は以下の通り。

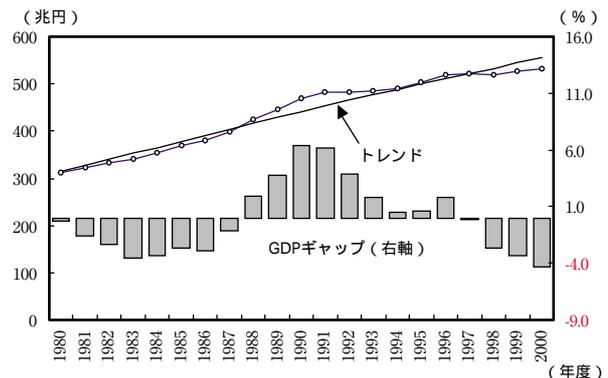
$$\ln(Y/L) = -2.3387 + 0.3283 \ln(K/L) + 0.0025t$$

(-277.91) (9.734) (5.396) adjR2=0.990 DW=0.65

Y: 実質GDP L: 労働投入量
K: 資本ストック(稼働率修正) t: タイムトレンド

(出所) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業生産統計」より郵政研究所作成。

図表7 HP (Hodrick Prescott) フィルターによるGDPのトレンド推計



(注) 以下の損失関数を最小化するgを抽出。

$$g: \text{成長成分} \quad c: \text{循環成分} \quad \text{調整パラメータ (1600とした)} \quad \text{MIN}_{(g)^{t-1}} \left\{ \sum_{t=1}^T C_t^2 + \sum_{t=1}^T [(g_t - g_{t-1}) + (g_{t-1} - g_{t-2})]^2 \right\}$$

(出所) 内閣府「国民経済計算」より郵政研究所作成。

II. 緩やかな回復にとどまる個人消費

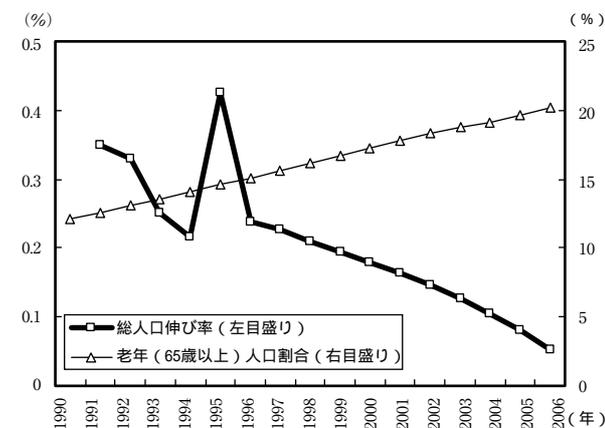
1990年代の個人消費はゆるやかな伸びにとどまった。実質民間最終消費支出の前年度増加率は1980年代平均が3%台であったのに対して、1990年代平均は1%台に低下した。この要因は、バブル崩壊による企業収益の悪化により、所得の伸びが低迷したことに加えて、1990年代後半には大手金融機関の破綻、景気の長期低迷などにより、所得・雇用の不安から消費を控えたためである。これは、低下基調であった貯蓄率が1997年度以降、上昇傾向に転じたことからもうかがわれる。

今後の中期的な消費について、まず考慮すべきポイントは少子高齢化の進展である。国立社会保障・人口問題研究所によると(図表8)、老年(65歳以上)人口割合は2000年の17.2%から2005年には19.6%に上昇する見込みである。

ライフサイクル仮説によると、消費は現在及び将来の所得、つまり生涯所得によって決定される。これは、相対的に所得の多い現役世代が貯蓄を行い、逆に相対的に所得の少ない退役世代が貯蓄を取り崩すことになる。したがって、高齢化の進展は貯蓄率を押し下げる要因となると考えられる。にもかかわらず、1990年代後半に貯蓄率が上昇した要因は、前述のとおり金融機関の破綻や景気の低迷により将来不安が高まり、消費者がリスク回避的に行動した結果、貯蓄を増やしたものと考えられる。

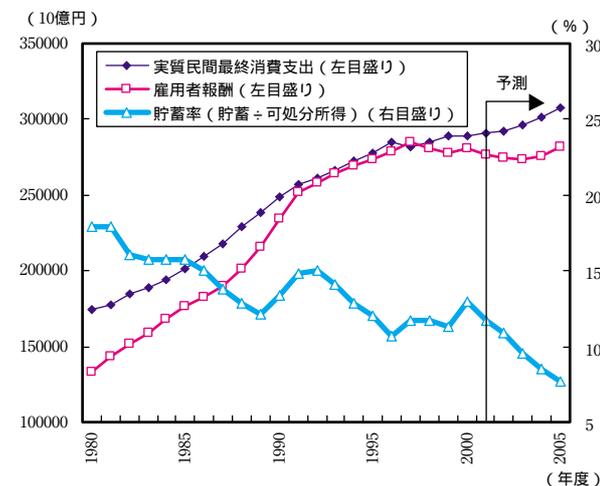
これを総務省の全国消費実態調査を用いて、年齢別の貯蓄率を推計した日本銀行調査統計局「最近の貯蓄率とその変動要因について」(2001)に従って確認する(図表10)。それによると、全世界帯の家計貯蓄率は、1994年から1999年にかけて、34.9%から35.1%にわずかに上昇している。1999年を年齢別で見ると、30歳未満の若年世帯が23.0%と最も低く、次に60歳以上、30歳台、40歳

図表8 将来人口推計



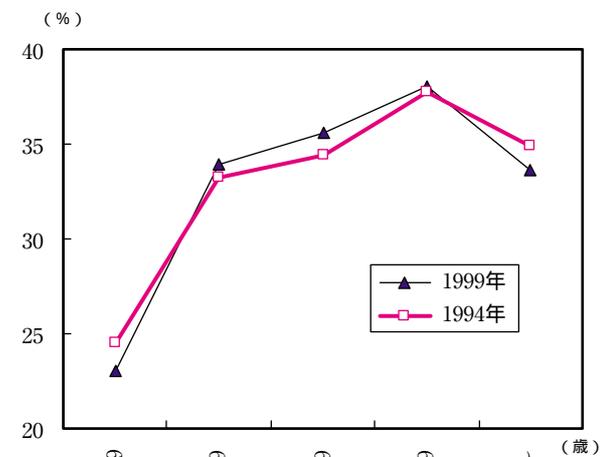
(出所) 国立社会保障・人口問題研究所

図表9 消費、所得、貯蓄率



(出所) 内閣府「国民経済計算」、予測は郵政研究所作成。

図表10 世帯年齢別貯蓄率



(出所) 日本銀行調査統計局「最近の貯蓄率とその変動要因について」(2001年)

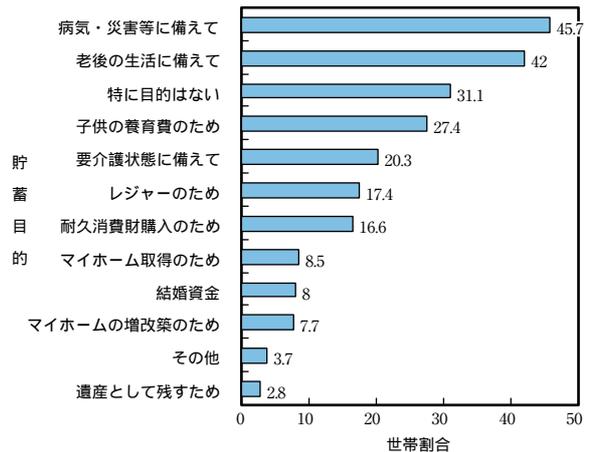
台と続き、50歳台の世帯が38.0%と最も高い。これは、年齢が上がるにつれて貯蓄率が上昇し、50歳台で貯蓄率がピークを打った後、貯蓄率が低下に向かうことを示している。老年人口割合は今後も上昇する見込みであること、現在、団塊の世代と呼ばれる50歳台前半は、我が国で最も人口の多い年齢層であり、これらの世代が徐々に退職世代に入ることが予想されることを考えると高齢化は貯蓄率の低下要因となることが予想される。

しかし、高齢化の進展に関わらず、家計貯蓄率は1994年から1999年にかけてわずかながら上昇した。これを年齢別にみると、30歳未満、60歳以上の世帯では貯蓄率は低下したものの、主要な就業者層である30歳から60歳までの世帯において、貯蓄率が上昇している。この要因としては、前述の通り予備的貯蓄によるものと考えられる。予備的貯蓄とは、雇用や年金の不安、財政赤字の増大などによる将来の増税の懸念により、消費者が将来の所得が減少すると予想し、貯蓄を行うことである。

こうした将来の不確実性から生じる予備的貯蓄の存在については、郵政研究所の実施した「家計における金融資産選択に関する調査」(2001年1月実施)からもうかがわれる。それによると、貯蓄の目的は「病気・災害に備えて」「老後の生活

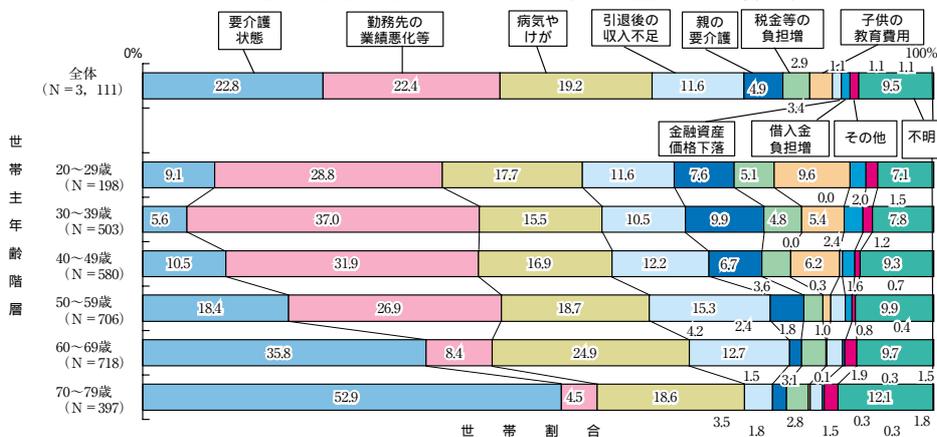
に備えて」といった理由がそれぞれ45.7%、42%と高く、貯蓄の主な目的は将来不安であることを示している(図表11)。さらに、「もっとも不安に思うこと」との質問に対して、60歳未満では「勤務先の業績悪化」が最も回答が多く、その中でも30歳台、40歳台ではその比率が30%を超えており、働き盛りの世代において、雇用不安が増大したことがわかる(図表12)。この様に、1990年代後半においては、中年層を中心に将来不安が高まり、予備的貯蓄を増やしたことが分かる。こうした将来不安を抑えるためには、公的年金や医療保険の信頼性を高めるなどの施策が必要であるが、一朝一夕に解決できるものではない。

図表11 目的別貯蓄保有状況



(出所) 郵政研究所「家計における金融資産選択に関する調査」(2001年)

図表12 もっとも不安に思うこと (世帯主年齢階層別)



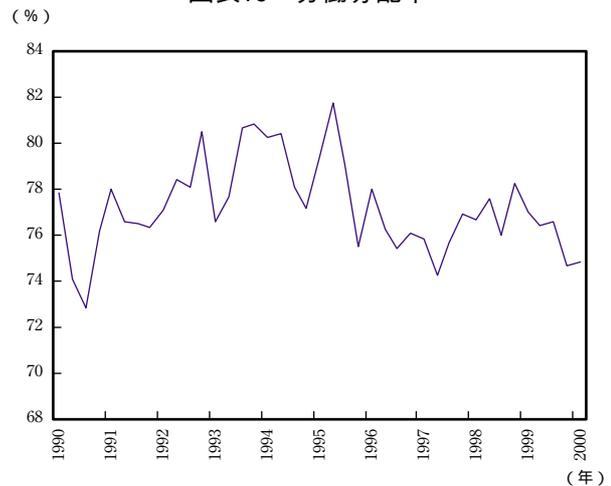
(出所) 郵政研究所「家計における金融資産選択に関する調査」(2001年)

今後の貯蓄率については、高齢化の進展に伴い低下圧力がかかるものの、払拭されにくい将来不安要因により、当面は徐々に貯蓄率が低下すると考えられる。1990年代後半は貯蓄率が上昇したものの、これは大手金融機関の破綻など金融危機に端を発した貸し渋りなどにより倒産が多発したためであり、不良債権の抜本的な処理により金融機能が正常化すれば、貯蓄率低下のトレンドは引き続き続くであろう。ただし、年金・医療などの将来不安は依然として残っており、こうした不安が解消されない限り貯蓄率の低下は漸減的なものに止まるであろう。したがって、標準ケースでは2000年度13.0%の貯蓄率が2005年度には7.7%に漸減すると予測する。

また、消費に決定的な影響を与える家計の所得は、1990年代を通して概して低い伸びに止まった。特に1998～1999年度の雇用者報酬はマイナスの伸びとなった。労働分配率をみると1990年代前半は80%近辺で推移していたが、1990年代後半から低下し、2000年は75%程度となっている（図表13）。このような労働分配率の低下要因は、企業の所得分配構造が変化したためと考えられる。従来の日本企業は終身雇用制度や年功序列的な賃金構造により、企業収益が悪化しても雇用者の賃金は高止まりしていた。しかし、企業が国際化し、株式の持ち合い解消が進むにつれて、企業における株主の役割が大きくなり、企業も株主重視の経営が求められるようになった。その結果、所得全体に占める企業所得の比率が高まり、労働分配率が低下した。このことは、今後企業収益が回復したとしても、家計部門にはあまり分配されず、企業部門により多く分配されることを示している。このような労働分配率の低下傾向は、今後も進展することが想定される。

従って、標準ケースでは雇用者報酬は2001～2005年度にかけて前年度比 -1.5～-1.9%と年度平

図表13 労働分配率



(注) 国民経済計算ベース。
(出所) 内閣府「国民経済計算」より郵政研究所作成。

均でほぼ横ばいに推移すると予測する。当初は景気後退により所得環境が低迷するが、その後は景気回復に伴い増加に転じる。ただし、増加に転じたとしても、その伸びは小幅にとどまるであろう。デフレの進行により企業収益は鈍化傾向を示すこと、前述の通り企業がROE重視の経営への転換を求められており、企業収益の伸びに比べて、所得の伸びは限定的にとどまることが予想され、所得を取りまく環境は厳しい。また、労働者派遣事業の規制緩和などにより労働市場の整備が進み、派遣社員やパートタイマーの比率が高まることも所得全体を押し下げる要因となろう。

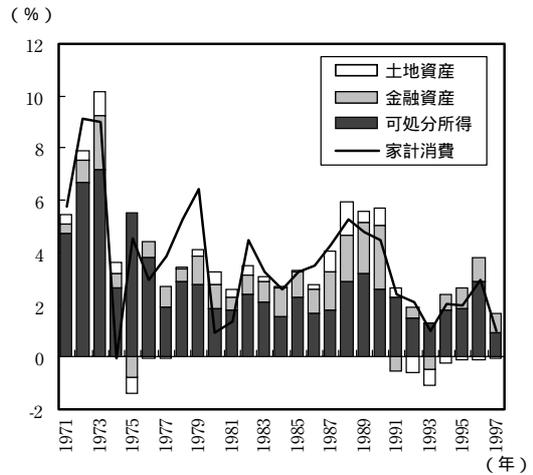
次に、資産価格の変動が消費に与える要因を検証する。バブル以降、地価は下落し続けており、家計の保有する土地資産の価値は減少している。他方、金融資産は現金・預金を中心に残高を増加させている。流動性制約仮説によると、家計の借入額には限度があるため、保有する金融資産の範囲内で消費を決定する。つまり、家計が際限なく借入れを行うことができないとすると、金融資産の減少は消費を減少させる。これを可処分所得、金融資産、土地資産を説明変数としたマクロ消費関数で推計した結果が図表14である。

推計結果を寄与度で見ると、所得が消費に与える寄与度が最も大きく、また説明力も高い。また、金融資産も安定的に寄与している。一方、土地資産については、バブル期前後では影響が見られるものの1990年代以降はほとんどその影響は見られない。従って、資産価格の変動については金融資産が一部消費に影響を与えるものの、その効果は限定的であると言えよう。このように資産価格の変動によって、消費を上昇させる効果は少ないことから、資産価格を上昇させるインフレ政策によって、個人消費を刺激する効果はほとんど期待できないといえよう。

次に、消費の内容を耐久財、半耐久財、非耐久財、サービス、IT関連に分類してみると(図表15) バブル崩壊以降はIT関連の支出が高い伸びを示している。また、自動車などの耐久財、レジャー・教育などのサービスも相対的に高い伸びを示している。他方、衣料などの半耐久財、食料などの非耐久財は相対的に低い伸びとなっている。消費者が生活必需品を中心として非耐久財、半耐久財などの生活必需品の単価を抑える一方、IT関連、サービスなどライフスタイルを豊かにする消費を拡大していることを示しており、「消費の二極化」現象が観察される。日本社会の成熟化に伴い、個々の価値観は多様化しており、消費についてもその影響が見られる。今後も少子高齢化により、自由な時間を多く持つ高齢者層の比率が高まることから、IT関連、サービスへの支出が高まるものと考えられる。

中期的な消費動向は所得の動向に大きく影響されるが、標準ケースでは所得の伸びはほぼ横ばいと予測される一方、高齢化の進展により貯蓄率は徐々に低下するため、消費は緩やかな伸びにとどまるであろう。従って、民間消費支出は、2001～2005年度にかけて前年度比+0.5～+2.0%と緩やかに回復するものと予測する。また、不良債権・

図表14 民間消費支出伸び率の寄与度



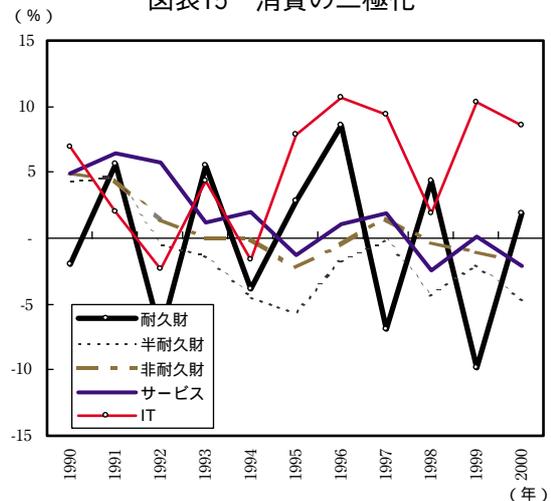
(注) マクロ消費関数の推計結果
 ・推計期間 1970～97年
 ・主たる推計結果(係数)

実質可処分所得	前期金融資産残高	前期土地資産残高	R ²	D.W.
0.5867 (18.37)	0.0439 (5.40)	0.0097 (2.92)	0.998	0.93

()内はt値

(出所) 内閣府「国民経済計算」より郵政研究所作成。

図表15 消費の二極化



(注) IT関連はパソコン、ワープロ、通信機器、通信費。名目ベース。
 (出所) 総務省「家計調査」より郵政研究所作成。

財政赤字問題の早期解決により将来不安が解消される楽観ケースでは民間消費支出は+0.6～+2.6%と予測する。一方、不良債権・財政赤字問題解決の遅れにより将来不安が解消されない悲観ケースでは、民間消費支出は2001～2005年度にかけて、+0.4～+0.7%と予測する。

Ⅲ. 求められる生産性の向上

人口の高齢化、長期景気低迷等の問題を抱えた日本が、潜在成長力を高めるためには、生産性を向上させることが不可欠である。米国の例を参考に生産性の動向を検証してみたい。

日本の年平均労働生産性の伸びは、1990～1999年で平均+1.1%、90年代前半は+0.7%、後半は+1.3%とやや上昇している。

一方米国の場合は1990～1998年で、平均1.34%、1990～1995年が+1.2%に対して1996～1998年は+2.2%と上昇しており、1996年以降高まる傾向にあることがわかる。これを産業別に見てみると、基本的には製造業の伸びが高く、製造業の中で特に電気機械等の機械系が高くなっている。その原因として指摘されるのが、資本ストックの質の向上や情報通信革命による効果、経営革新等である。

資本ストックの質の向上とは、労働生産性の伸びが高まっている業種において、ピンテージが大きく低下し、老朽設備の更新により資本の生産能力が向上しているということである。

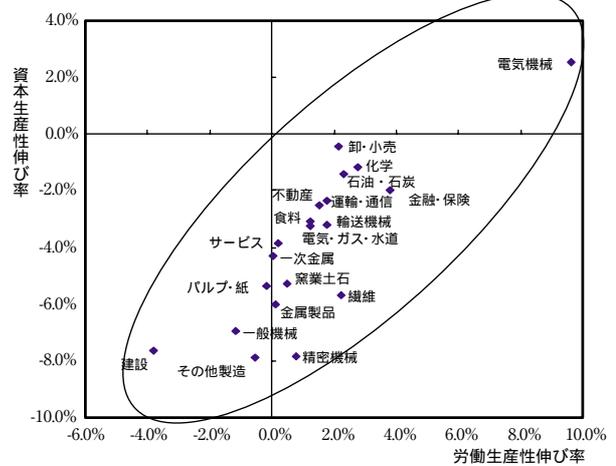
情報通信革命の効果では、情報化（IT化）の進展が労働生産性の明確な上昇に結びついていない（生産性のパラドックス）が、90年代以降、労働生産性の向上している業種においては、情報関連ストックが全資本ストックに占める比率が高まり、相関が見られつつある。

経営革新とは、企業組織のフラット化等の組織改革、経営革新が経営効率を向上させ、労働生産性の上昇をもたらしたとの見方である。

次に、資本生産性の伸びをみる。日本の場合、1990～1999年で-3.0%、90年代前半では-3.3%に対して後半は-2.4%とやや改善している。

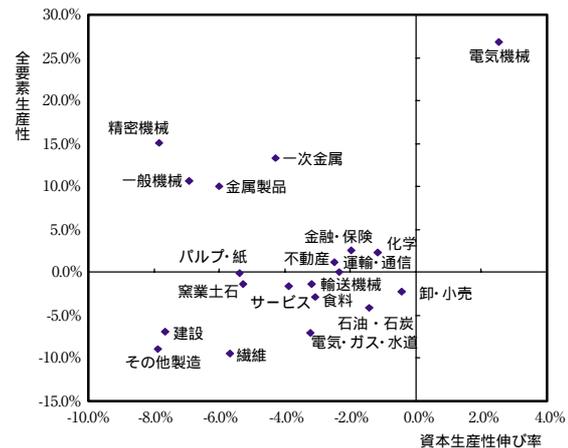
業種別に労働生産性と資本生産性の関係を見る

図表16 業種別資本生産性と労働生産性の相関（1990～1999年）



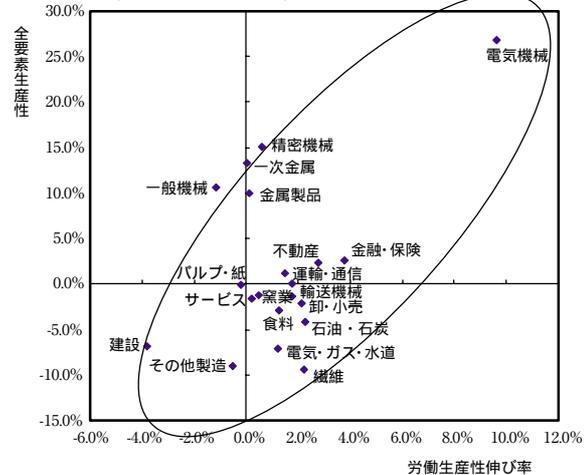
（出所）内閣府「国民経済計算」等より郵政研究所作成。

図表17 業種別全要素生産性と資本生産性の相関（1990～1999年）



（出所）内閣府「国民経済計算」等より郵政研究所作成。

図表18 業種別全要素生産性と労働生産性の相関（1990～1999年）



（出所）内閣府「国民経済計算」等より郵政研究所作成。

と、両者には概ね正の相関がある（図表16）。業種別にみると、労働生産性は上昇しているが、資本生産性が低下している業種がほとんどである。その理由としては単なる投入生産要素間のシフトが生じているだけであり、その業種における技術革新が進んでいないためと思われる。つまりIT化の効果が発現していないか、老朽設備と新規設備の並存、それに伴うピンテージの上昇等のためと思われる。

米国においては、労働生産性の高まりの一因として、資本整備の充実が指摘されている。日本においても、資本生産性の上昇、資本装備の充実が労働生産性を向上させる可能性は高いものの、近年においては、ほとんどの業種において資本生産性は低下しており、労働生産性の貢献度合いを低くしている可能性がある。

次に全要素生産性と資本生産性、労働生産性の相関を見てみる。

まず、全要素生産性と資本生産性の相関を見てみる。日本においては、全要素生産性の向上が、資本生産性の向上に結びつくという明確な相関関係は（電気機械を除いて）見られない（前頁図表17）。これは、一部で全要素生産性の上昇を達成しながらも、設備の更新が進展せず、新規設備と老朽設備の並存、一部資本ストックのピンテージの上昇等により、全体としての資本生産性はむしろ低下したことに原因があると考えられる。

一方、全要素生産性と労働生産性には正の相関が見てとれる（前頁図表18）。米国の場合は全要素生産性の伸び率が全体的に労働生産性より低いことから、労働生産性の伸びは全要素生産性より資本装備等によりもたらされたと解釈することが出来るが、日本の場合は、全要素生産性は資本生産性より労働生産性と関わっていると見ることが出来る。

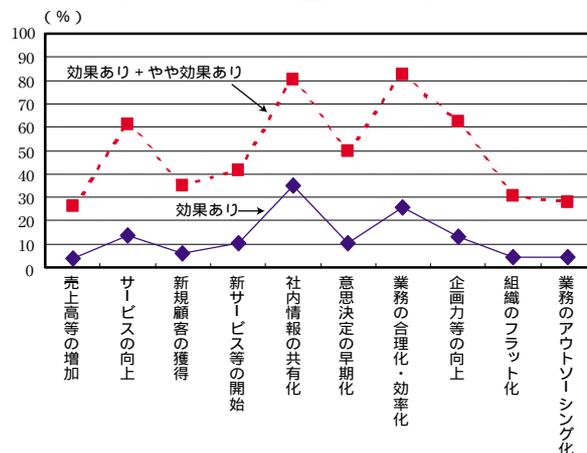
生産性の向上にはIT化が不可欠であるが、

図表19 米国における労働生産性加速へのIT寄与

	労働者1人当たりIT資本の増加 percentage point a	IT製造部門全要素生産性の上昇 percentage point b	ITの寄与度 percentage point c = a + b	生産性の加速 percentage point d	ITの寄与率 percent e = c / d
Oliner and Sichel (1996-1999年と1991-1995年の差)	0.45	0.26	0.71	1.04	68.3%
Congressional Budget Office (1996-1999年と1974-1999年の差)	0.40	0.20	0.60	1.10	54.5%
Economic Report of the president (1995-1999年と1973-1995年の差)	0.47	0.23	0.70	1.47	47.6%
Jorgenson and Stiroh (1995-1998年と1990-1995年の差)	0.31	0.19	0.50	1.00	50.0%
Whelan (1996-1998年と1974-1995年の差)	0.46	0.27	0.73	0.99	73.7%

（出所）U. S. Department of Commerce, “Digital Economy 2000”

図表20 IT化が企業に与えた効果



（出所）経済企画庁調査局「IT化と企業組織・人材育成に関するアンケート」

IT化の進展が労働生産性を押し上げるルートとしては、IT産業自体の効率性上昇、ITストックの蓄積、ITストックとその他資本ストックや労働力との間におけるプラスのシナジー効果が考えられるが、いずれも統計的に確認は出来ていない。米国では90年代後半における労働生産性上昇率の加速の1/2～2/3程度がIT化によるものという研究成果がある（図表19）。

日本でも、経済企画庁が行った「IT化と企業組織・人材育成に関するアンケート」調査でITが業務の合理化・効率化に効果があったかという問いに「効果あり」または「やや効果あり」と回答した企業が約8割に達する（図表20）。

また、IT化と最も関連が深い電気機械業の労働生産性の伸びが最も高いことからIT化が労働生産性の向上に寄与することが推察される。

日本のIT化の進捗状況を米国と比較する一つの目安として、パソコン普及率をみてみると、日本の約50%（2001年3月実施、内閣府「消費動向調査」）に対し米国は約60%（1999年時点米国調査会社発表）と、まだ日本にはITの普及余地があり、それに伴い労働生産性の向上も期待できる。

しかし、パソコン等を配備しハード面のみIT化しただけでは効果は限定的である。それに伴う、人的資本や企業組織の変革（組織のフラット化等）が同時に行われないとIT化による労働生産性の上昇は発現しない。この点が日本と米国における労働生産性の伸び率の違いに出ていると思われる。

一方、今後生産性上昇の見込める産業への資源配分をスムーズに行うためには、労働市場の柔軟性が不可欠である。産業間、職種間の労働移動性をみると、相当程度、前職業、前職種と同じ分野に再就職していることが分かる（図表21、22）。

日本の場合、異業種、異職種への転職は雇用契約、賃金体系の面から困難である。労働生産性の低い業種から労働生産性の高い業種への人材移動がスムーズに進まない点も日本の労働生産性の向上を阻害している要因と思われる。

シェア拡大型の経営からROA、ROE重視型の経営への移行が求められている。労働生産性を向上させる設備投資（IT投資等）、労働生産性に見合った賃金体系、労働生産性の低い産業から高い産業への人材のシフトが今後求められる。

図表21 産業間の労働移動性向（12年全期）

区 分	前 職 業										
	鉱業	建設	製造	運輸・通信	卸売・小売	金融・保険	不動産	サービス	電気ガス水道 公務員	農林 漁業	
現職	鉱業	32.2	2.6	1.2	3.7	0.0	0.8	0.0	0.1	0.9	4.6
	建設	0.5	5.4	0.8	0.5	0.4	0.6	1.9	0.4	0.5	1.2
	製 造	1.5	0.5	2.8	0.6	0.7	0.5	0.7	0.5	0.6	0.8
	運輸・通信	0.9	0.5	0.6	5.9	0.5	0.6	0.6	0.8	0.5	1.1
	卸売・小売	0.9	0.5	0.6	0.6	2.0	0.9	1.0	1.0	0.7	0.6
	金融・保険	1.0	0.1	0.6	0.3	1.0	7.1	1.0	1.2	0.7	0.4
	不 動 産	0.0	2.2	0.2	0.3	0.5	0.6	13.9	1.4	0.5	0.4
	サービス	0.9	0.5	0.6	0.5	0.6	0.9	0.4	1.5	1.8	1.5
	電気ガス水道	0.0	0.1	0.4	0.5	0.4	1.2	0.0	0.6	4.7	0.0

（注）算出方法
A産業からB産業に移動する場合
（A産業からB産業に移動した労働者数 / A産業から移動した労働者数合計）
/ （B産業に移動した労働者数合計 / 全産業労働移動者数合計）
（出所）厚生労働省雇用統計課作成

図表22 職種間の労働移動性向（12年全期）

区 分	前 職 種								
	専 門 ・ 技 術	管 理	事 務	販 売	サ ー ビ ス	運 輸 ・ 通 信	生 産 工 程 ・ 労 務	そ の 他	
現職	専 門・技 術	5.0	0.3	0.2	0.3	0.5	0.2	0.2	0.5
	管 理	0.3	16.4	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3
	事 務	0.2	0.9	4.5	0.6	0.5	0.1	0.2	0.7
	販 売	0.4	0.4	0.7	3.3	1.1	0.2	0.4	0.6
	サ ー ビ ス	0.3	0.3	0.6	0.6	2.9	0.6	0.6	0.8
	運 輸・通 信	0.3	0.2	0.1	0.5	0.6	10.0	0.4	0.9
	生 産 工 程・ 労 務	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.6	3.2	0.9
	そ の 他	0.5	0.3	0.4	0.8	0.8	0.6	0.7	8.6

（注）算出方法
A職種からB職種に移動する場合
（A職種からB職種に移動した労働者数 / A職種から移動した労働者数合計）
/ （B職種に移動した労働者数合計 / 全職種労働移動者数合計）
（出所）厚生労働省雇用統計課作成

IV. 緩やかな伸びが見込まれる民間設備投資

民間設備投資の動向を見てみると1950年代末より、1980年頃までの間に10年前後の中期循環（ジグラーサイクル）的な変動が頻繁に観察された。しかし、1980年代に入って、3～4年サイクルの小さなサイクルに留まるようになり、それ以前にみられた大きな変動が観察されなくなった。ところが、1987年以降再び大きな盛り上がりを見せ、かつて見られた中期循環的な様相を呈している。バブル期を循環と見るべきかどうかは議論の分かれるところであるが、循環論的な立場からすれば、今後民間設備投資が再び盛り上がりを見せてもそれ程違和感はないことになる。

近年の動向を見ると、バブル崩壊後長らくストック調整を余儀なくされたが、99年4月を谷とする回復局面においては、IT関連が寄与し景気をリードしてきた。しかし、昨今のIT需要減速等の影響により、足元では2001年1～3月、4～6月と2四半期連続でマイナスの伸びとなっている。

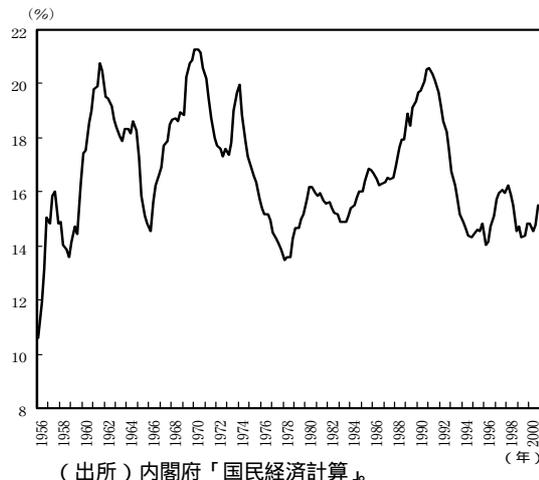
中長期的にみた設備投資は、キャッシュフロー、期待成長率等を要因としながら、時計回りの循環図を描く（図表25）。

その循環図によれば、1990年から1995年にかけて大きく左方向にシフトしていることがわかる。これは企業の期待成長率の低下を反映したものと推察される。循環図からみれば、今後設備投資が急激に低下することは想定しづらい。基本的には緩やかな伸びが見込まれる。

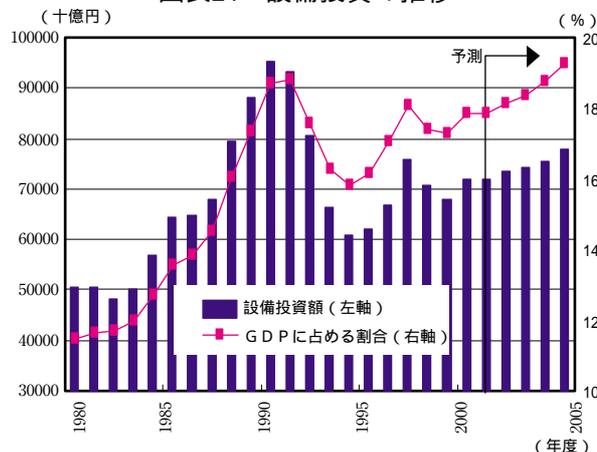
また、企業の設備投資の目的としては、更新投資、研究開発投資、省力化投資、高付加価値化投資等がある。

更新投資の強さを測る際の尺度となるピンテージの推移をみても（図表26）。ピンテージとは設備の設置時期からの経過年数を指す。それによ

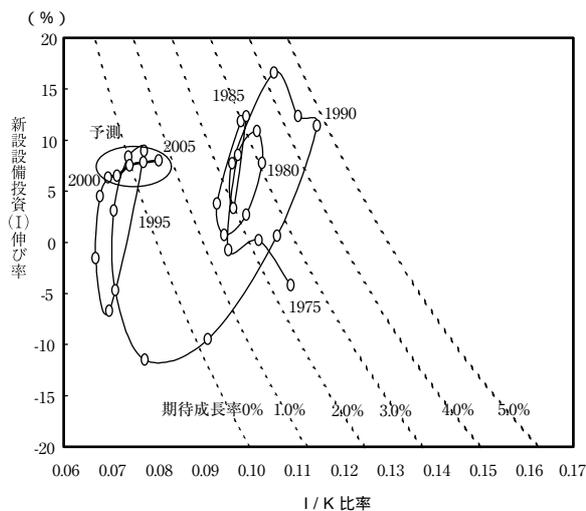
図表23 民間企業設備投資のGDP比率の推移



図表24 設備投資の推移



図表25 期待成長率と資本ストック循環



(注) 1. 予測数値は資本ストックの償却率6.0%、資本ストックの伸び率3.6%を前提。
2. 期待成長率の双曲線は資本ストックの償却率6.0%、資本係数の伸び2.0%を前提。
(出所) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック」、予測は郵政研究所作成。

ると、足元でビンテージの急激な上昇がみられ、企業が更新投資を控えてきていることがわかる。このことは前述の生産性の分析で指摘したとおり、資本生産性の悪化にも繋がることから、企業の競争力維持の点から考えれば、更新投資を控えることは想定しにくい。

日本政策銀行が2001年8月に実施した投資動機調査で、製造業の「能力増強投資」のウェイトは2000年実績の31.8%から2001年度計画は28.4%と減少するが、「維持・補修投資」は2000年度実績の14.8%から2001年度計画は15.4%と上昇する。中期的には更新投資需要が設備投資を下支えするものと予想される。

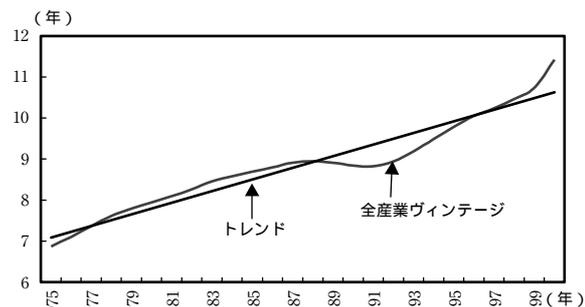
次に設備投資の源泉であるキャッシュフローの動向をみてる（図表27）。周知の通り、キャッシュフローは設備投資決定の大きな要因である。

今次予測では、2001～2002年度は減益の見込みであるが2003年度から若干ながらも増益を予想している。一方、設備投資・キャッシュフロー比率（図表28）をみると、足元では製造業で100%を下回って推移している。これは、手元資金があっても債務の返済に回しているためである。一部産業については、今後ともその傾向は継続するものと予想される。よって、今後の企業収益の改善によるキャッシュフローの増加が設備投資に与える影響は限定的とみられる。

次に投資採算要因をみてる。営業利益を有形固定資産で除し、それから長期プライムレートを差し引いたものを投資採算としてみると、設備投資とほぼ平行に動く（図表29）。足元では投資採算が減少傾向にあるが、2003年度からの増益に伴い、投資採算も上昇に転ずる見込みである。

最後にIT投資の先行きについては、日本政策投資銀行のアンケート調査によると全産業で2001年度においてIT投資を前年度比+21.7%計画しており、こうした動きは中期的にみても堅調に推

図表26 ビンテージの推移

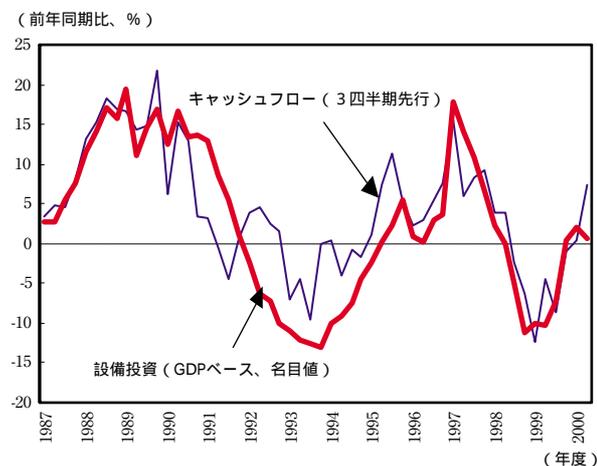


(注) 1. 1970年国富調査における民間企業の有形固定資産の平均経過年数は6.8年でありこれを元に以下の算式で経過年数を算出。

$$\text{平均経過年数} = ((\text{前年末年数} + 1) \times (\text{前年度末資本ストック} - \text{当年度除却額}) + \text{今年度新設額} \times 0.5) / \text{当年度末資本ストック}$$

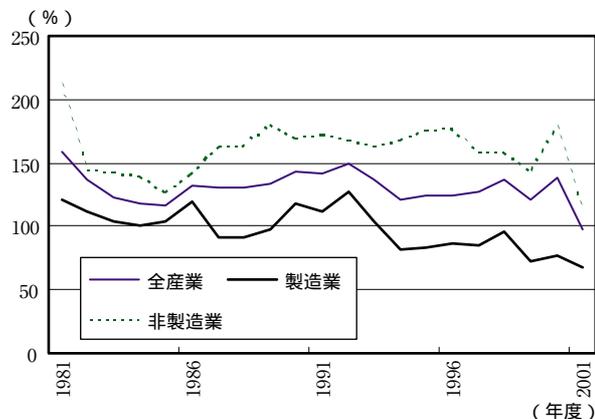
 2. 実質ベース
 3. 90年から93SNA
 (出所) 内閣府「国民経済計算」、1970年「国富調査」より郵政研究所作成。

図表27 キャッシュフローの推移



(注) $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益} \times 0.5 + \text{減価償却費}$ として算出。
 (出所) 内閣府、日本銀行

図表28 設備投資・キャッシュフロー比率の推移



(出所) 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より郵政研究所作成。

移ることが見込まれる（図表30）。

総務省「平成13年版情報通信白書」によれば、IT投資の民間設備投資に占める割合は1990年が11.3%であったの対し、1999年は22.8%と直近10年程度で倍近くに伸びている。IT投資額でみると1990年が約10兆円、1999年が約18兆円になっている。それに対し米国の場合は、1990年が約844億ドル、1999年が約4,734億ドルと、直近10年程度で5倍近くの伸びを示している。

また、実質GDPに占めるIT投資の比率を米国と比較してみると、日本も上昇傾向にあるが、米国は1996年以降急激にその比率を向上させ、1999年度においては、日本の3.5%に対し5.2%と大きく差を広げている。米国では、IT投資が成長率の牽引役になっていることがわかる。

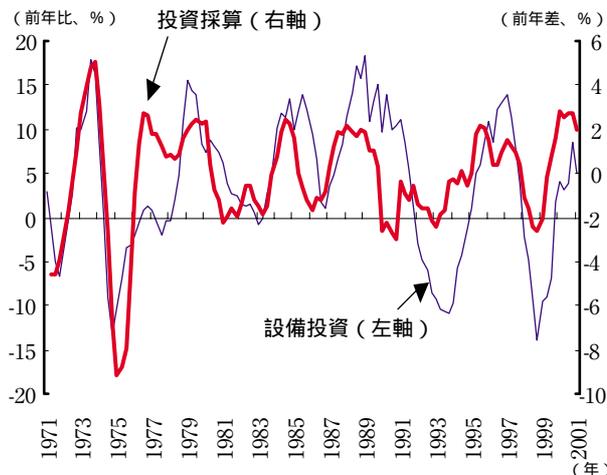
米国に比べ、日本のIT投資額の伸びは低く、前述の生産性の分析でも指摘したが、生産性の日米格差の一因になっていることが推察される。

2001年1月に総理を本部長、全閣僚と民間の有識者を本部員として、官民挙げてIT施策を推進するIT戦略本部を発足させた。更に、「我が国は5年以内に世界最先端のIT国家に」という目標を掲げた「e-Japan戦略」を決定するとともに、3月には、具体的な行動計画を定めた「e-Japan重点計画」を策定した。6月には「e-Japan戦略」、「e-Japan重点計画」を各府県の平成14年度の施策に反映する年次プログラムとして、「e-japan 2002プログラム」（平成14年度IT重点施策に関する基本方針）を策定した。「e-japan 2002プログラム」は、「高速・超高速インターネットの普及の推進」、「教育の情報化・人材育成の強化」等5本の柱を基本的な方針としている。

今後は官民を挙げて、ITに取り組むことが明確になっており、IT関連の投資が経済成長の牽引役になることが期待される。

今次中期見通しでは、更新投資及びIT投資が

図表29 設備投資と投資採算の推移



（注）投資採算=営業利益/有形固定資産-長期プライムレート
（出所）内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」、日本銀行「金融経済統計月報」より郵政研究所作成。

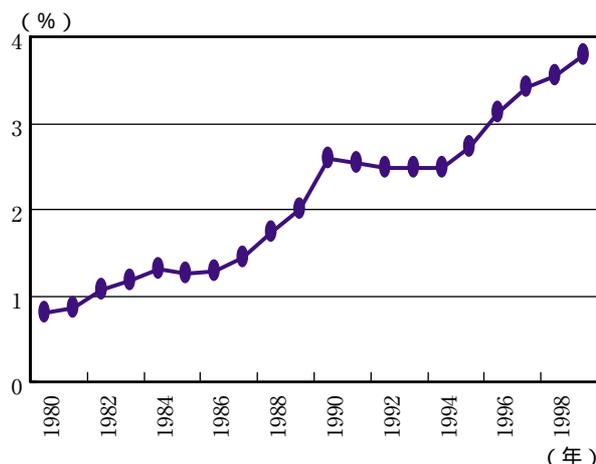
図表30 情報化投資の概要（2001年度計画）

（単位：億円、％）

業種	情報化投資額		情報化増減率 2001/00 (1,807社)	設備投資増減率 2001/00 (1,807社)	情報化投資の構成比		情報化/設備投資	
	2000年度実績	2001年度計画			2000年度実績	2001年度計画	2000年度実績	2001年度計画
	(1,807社)		(1,807社)	(1,807社)				
全産業	10,322	12,565	21.7	1.3	100.0	100.0	7.7	9.3
製造業	3,396	4,122	21.4	13.3	32.9	32.8	11.1	11.9
非製造業	6,927	8,443	21.9	▲2.3	67.1	67.2	6.7	8.3

（出所）日本政策投資銀行

図表31 IT資本ストック比率の推移

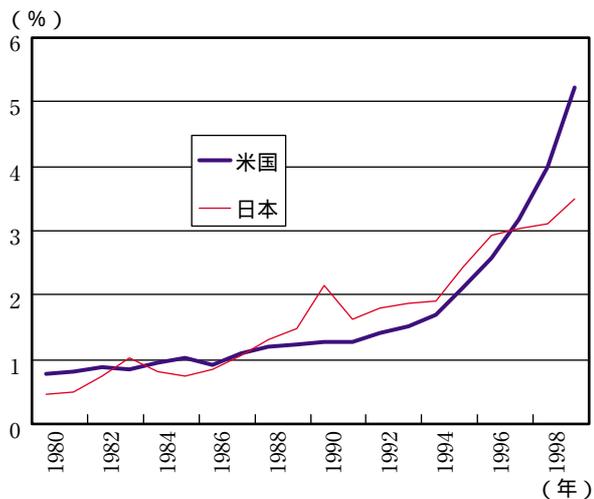


（出所）総務省「平成13年度版情報通信白書」

民間企業設備投資を下支えするものと想定している。標準ケースでは2001年度の+0.3%から2005年度の+4.3%へと緩やかな伸びを予想する。

楽観ケースでは、2005年度には前年比+8.4%と高い伸びへと加速することを予想する。その一方、悲観ケースでは、2005年度には前年比+1.9%と低い伸びに留まることを予想する。

図表32 設備投資に占めるIT投資割合の推移



(出所) 米国「国民経済計算」、
総務省「平成13年版情報通信白書」

V. 構造変化の進む労働市場

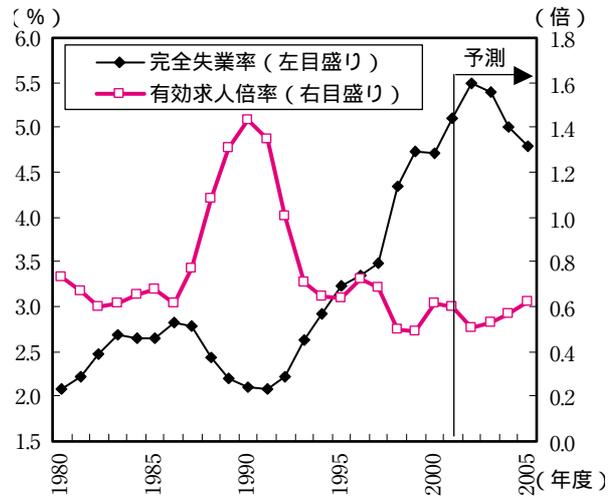
1990年代は労働環境が大きく変化した。バブル期以前では2%前後で推移していた失業率がバブル崩壊後急速に上昇し、2001年7月には5%台となった。これは、先進国の中でも米国、英国よりも高い水準である。一方で少子高齢化の影響から労働力人口は1998年度より減少に転じている状態を考えると、労働市場において需給のミスマッチが生じていることが推察される。

これを、失業と求人のトレードオフを示すUV曲線で検証してみたのが図表34である^(注)。UV曲線は労働市場における超過需要を示す未充足求人率と、超過供給を示す雇用失業率が等しくなる点の推移を表したものである。1970年以降安定的とみなせる期間を4期間抽出し推計を行った。

これによれば、1970年代から1980年代にかけての均衡失業率は2.3%であったが、雇用失業率が徐々に上昇し、1980年代後半にUV曲線が右上方にシフトし、均衡失業率は3.0%に上昇した。その後、バブル景気による未充足求人率の大幅な低下により、1990年代前半にUV曲線は左下方にシフトし、均衡失業率は2.6%に低下した。しかし、バブル崩壊により未充足求人率にほとんど変化がないまま雇用失業率が大きく上昇し、1990年代後半には均衡失業率が3.0%に上昇した。

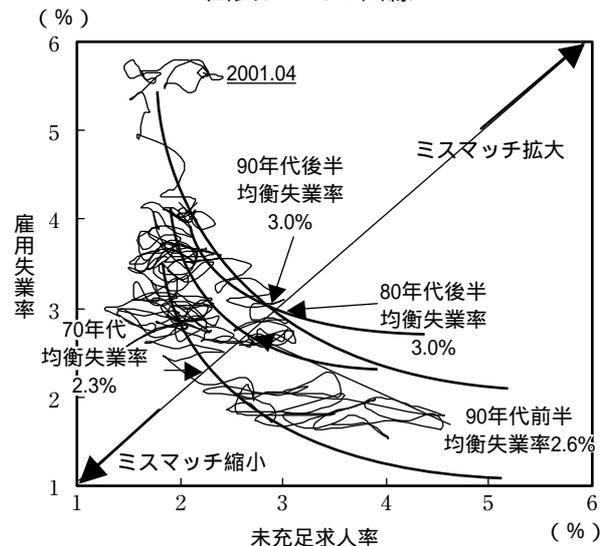
1990年代後半以降は、均衡点はUV曲線に沿って左上方に移動しているが、これは景気の後退により、失業と求人がともに悪化していることを示している。しかし、1999年後半頃からは、雇用失業率が5%台半ばで安定しているにも関わらず、未充足求人率が上昇傾向にある。これは、労働市

図表33 完全失業率、有効求人倍率



(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」、予測は郵政研究所作成。

図表34 UV曲線



(出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」より郵政研究所作成。

場に何らかの構造変化が起きて、UV曲線が右上方にシフトした可能性を示している。

こうした変化の要因としては、雇用のミスマッチが挙げられる。雇用のミスマッチとは、企業と求人の間に年齢、給与、能力、経験などの条件が一致せず、雇用されずに失業者が生じる現象で

(注) UV曲線推計法

$$\ln(\text{雇用失業率}) = a \cdot b \cdot \ln(\text{未充足求人率})$$

$$\text{雇用失業率} = \text{完全失業者数} / (\text{雇用者数} + \text{完全失業者数})$$

$$\text{未充足求人率} = \text{未充足求人数} / (\text{雇用者数} + \text{未充足求人数})$$

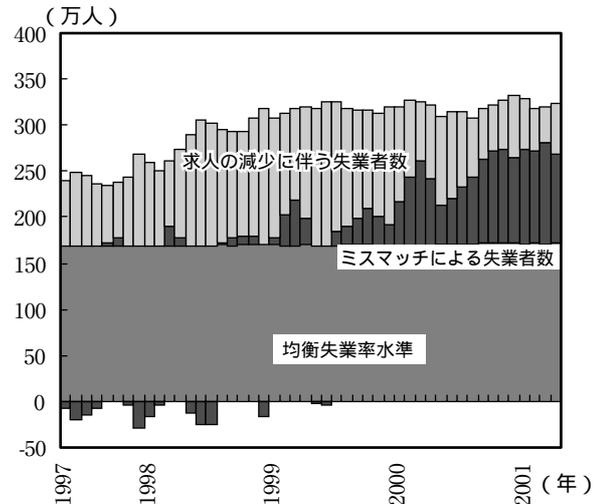
$$\text{未充足求人数} = (\text{翌月への繰越求人} + (\text{当月の有効求人} - \text{当月の就職件数})) / 2$$

ある。ミスマッチによる失業者数を1990年代後半のUV曲線を当てはめて試算を行うと（図表35）、1999年以降ミスマッチによる失業者数は増大し、現時点において雇用失業率5.7%のうち、1.7%（97万人）がミスマッチによる失業、1.0%（55万人）が求人の減少に伴う失業となった。特に、1999年後半以降において、ミスマッチによる失業が急速に伸びていることがわかる。こうしたミスマッチによる失業は仮に景気が回復したとしても、改善は限定的にとどまることが予想される。

経済産業省と㈱リクルートワークス研究所による「雇用のミスマッチの実態分析」では、企業側の求人ニーズと雇用者が持つ求職ニーズを割り出し、両者の比較が可能な60職種について雇用のミスマッチの実態を分析している（図表36、37）。雇用のミスマッチを産業別に、需給ギャップによる「量」のミスマッチと能力・スキルなどによる「質」のミスマッチに分けて調査している。

調査によると「量」のミスマッチの状況は、「求職 - 求人」で定義される需給ギャップは営業系職種、設計・IT関連などの専門職において高

図表35 ミスマッチによる失業者数の推移

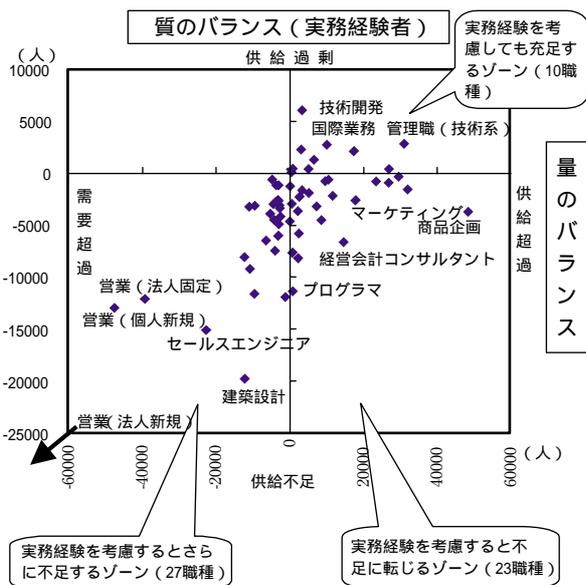


(注) 推計方法
 ミスマッチによる失業率 = 現実の失業率 - UV曲線上の失業率
 求人の減少による失業率 = UV曲線上の失業率 - 均衡失業率
 (出所) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」より郵政研究所作成。

い求人意欲がある一方、企画職・管理職などホワイトカラー系職種では低い求人に止まっている。

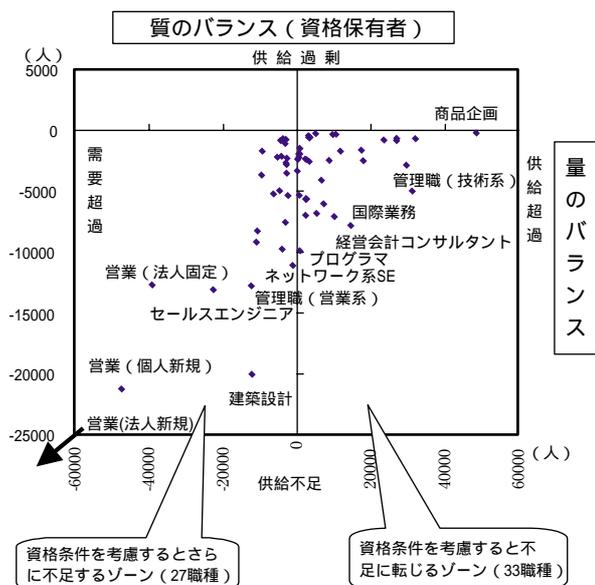
また、「質」のミスマッチの状況は「実務経験」と「資格保有」の2つに分けている。「実務経験」については、一定の実務経験を必要とする求人は

図表36 需要と実務経験者の過不足状況



(出所) 経済産業省、㈱リクルートワークス研究所

図表37 需要と資格保有者の過不足状況



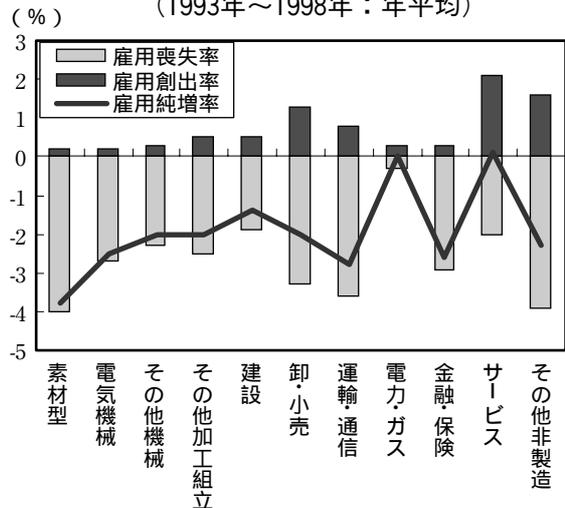
(出所) 経済産業省、㈱リクルートワークス研究所

全体の59.7%と実務経験に対するニーズは高いものの、実際に実務経験を有する者の比率は20.5%と不足している。特に設計・IT関連などの専門職を中心に実務経験のニーズが高い。また、「資格保有」については、資格を必要とする求人は全体の43.2%と必ずしも高くないが、求人側が求める資格を保有している人材の比率は18.2%と不足している。特に国際関連業務（語学検定など）、薬剤師、公認会計士、IT関連（情報処理技術者など）の高度な専門職・技術職を中心に資格に対するニーズが高い。

これらを集計すると、「量」と「質」両面で供給過剰となっている職種、つまり求人ニーズを全て満たし、雇用のミスマッチが生じていない職種はゼロである。一方、「量」と「質」両面で人材不足となっている職種は27職種と全体の45%を占めている。特に、営業、セールスエンジニア、設計、ネットワーク系SEなどの職種において雇用のミスマッチが顕著である。この調査によると、需給要因である量的なミスマッチよりも能力・スキルなどの質的なミスマッチが大きく、企業が必要とする実務経験や資格を十分に持っていないことなどから、採用が進まない状況にあることがわかる。

次に、業種別に雇用の創出と喪失をみている。日本政策投資銀行「調査」（2000年3月）では、個別企業までさかのぼることにより、雇用の創出と喪失を調査している（図表38）。それによると、バブル崩壊以降においては、あらゆる業種で雇用創出率が低下し、雇用喪失率が上昇している。ただし、サービス、卸・小売に関しては1%を超える雇用創出率を維持している。一方、雇用喪失では、金融・保険、運輸・通信などに加えて、製造業全般で-2%以下の雇用喪失率となっている。これは、中国などアジア諸国が製造業の生産拠点として発展してきたため、それに代替する形で雇

図表38 業種別雇用創出率と雇用喪失率
(1993年～1998年：年平均)



(出所) 日本政策投資銀行「調査」(2000年)

図表39 企業規模別雇用創出率と雇用喪失率
(1993年～1998年：年平均)

	雇用創出率	雇用喪失率	雇用純増率	雇用創出企業の割合
1 - 299人	2.5	2.4	0.1	36.8
300 - 499人	1.3	2.3	-1.0	33.0
500 - 999人	1.3	2.4	-1.1	31.3
1000 - 4999人	0.6	2.7	-2.1	20.7
5000人 -	0.3	3.0	-2.7	12.6

(出所) 日本政策投資銀行「調査」(2000年)

用が喪失したものと考えられる。さらに、この調査時点（1993～1998年）では建設業の雇用喪失率は-2%を超えてはいないが、労働力調査によると、建設業の就業者数は前年比マイナスを続けており、今後不良債権の最終処理や公共工事の削減などで、建設業の雇用喪失が大きくなるものと考えられる。

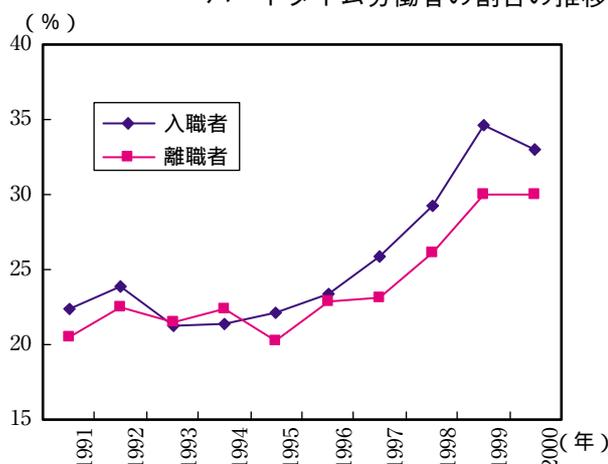
さらに、企業規模別でみると、特に1990年代後半においては、従業員数5,000人以上の大企業において雇用喪失率が最も高くなっている（図表39）。これは、製造業の生産拠点が中国など人件費の安いアジア諸国に移転したため、特に大企業において多くの雇用が喪失したものと考えられる。また、同調査における企業データを用いた推計によると、売上高の伸びが雇用増加の重要な要因となってい

る一方、従業員の高齢化により人件費負担の重い企業や、社齢が高く成長率が低下した企業の雇用が減少していることを指摘している。このことから、社齢の若い成長力のある企業の育成が、雇用創出にとって重要なことがわかる。

雇用のミスマッチ解消のためには、専門的知識の習得などスキルアップのための教育が必要であるが、特に中高年層にとっては新たなスキルを習得することは困難を伴う。さらに、Ⅲ章で分析した通り、日本では労働移動の際に、大部分が前職と同じ職業に就いており、異業種への転職はほとんど見られない。特に産業構造の変化に伴い、製造業、建設業からサービス業への労働移動が求められているが、実際にはこうした労働移動は活発ではなく、結果として失業者を増加させている。産業ごとに求められる人材の能力・スキルはそれぞれ異なることから、ミスマッチを早急に解消することは困難であろう。

このように能力・スキル面での解消が短期的に難しい中、雇用の流動化を促進するための方策としては労働市場の規制緩和が挙げられる。図表40のとおり、現在入職者・離職者に占めるパートタイム労働者の割合は年々増加しており、パートタイム労働者、派遣労働者に対する基盤整備が必要である。具体的にはパート・派遣労働のような雇用形態でも安心して就業できるように雇用保険や年金・医療保険を適用できるようにする、また最近増加している派遣労働者については、派遣期間の延長や適用対象業務の拡大により、専門的業務の流動化を促進するなどの施策である。さらに雇用の流動化を図るために職業紹介事業制度の規制緩和も必要である。現在、民間の職業紹介事業については手数料規制などさまざまな規制が存在しており、人材ビジネスの発展を阻害している。こうした人材ビジネスが活発化することで、雇用の

図表40 入職者・離職者に占めるパートタイム労働者の割合の推移



(出所) 厚生労働省「雇用動向調査」

流動化が促進されるであろう。

足元の雇用環境としては、景気の低迷、生産の減退などを背景として、企業の雇用過剰感が強い状況が続くものと想定される。更に、企業は生産性の向上を求められており、企業収益が回復したとしても、企業は大幅に雇用を増加させるとは考えにくく、雇用の増加は限定的にとどまるだろう。また、雇用のミスマッチはここ2～3年で拡大しており、構造要因による失業者が増加しないしは、歩留まることが予想される。

従って、今後2年間は不良債権の最終処理の進展等により、失業率が上昇するものと予測される。その後は、海外景気の回復などにより企業の労働力需要も高まることから失業率は改善するものと思われる。ただし、雇用のミスマッチは一朝一夕には払拭されず、失業率は高止まりする。完全失業率は、2002年度に5.5%まで悪化、2005年度には4.8%に改善すると予測する。また、楽観ケースでは2002年度に5.1%まで悪化、2005年度に4.0%に改善すると予測する。一方、悲観ケースでは2002年度に5.8%まで悪化、2005年度に5.5%まで改善すると予測している。

VI. 不可避の財政改革

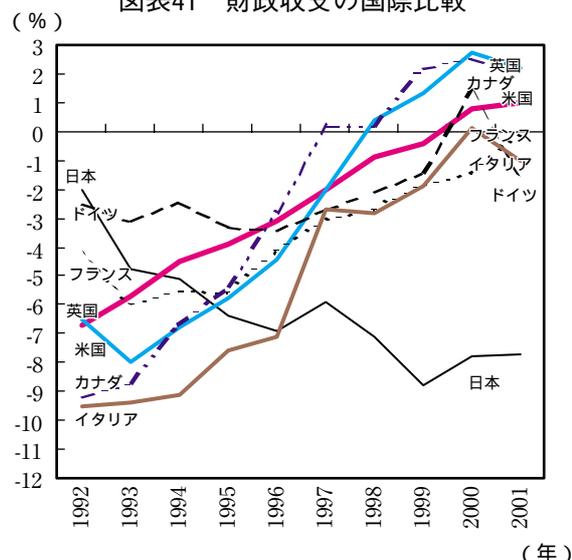
財政状況が悪化している。2001年度末の国及び地方の長期債務残高は666兆円程度に上ると見込まれており、対GDP比で128.5%程度に達する見込みである。単年度の財政収支で見ても、日本政府推計による2001年度の国及び地方の財政収支は対GDP比で-6.4%と大幅な財政赤字の見込みである。

我が国の財政状況の度合いを主要先進国と比較すると（図表41、42）、財政収支（SNAベース）は、1990年初頭までは、主要先進国中最も良好であった。また、債務残高（SNAベース、国及び地方の合計）についてもドイツ、フランス、英国について良好な水準を維持していた。ところが、直近の2001年度においては、我が国の財政状況は大幅に悪化し、財政収支、債務残高ともに大幅に悪化し、主要先進国中最悪の水準となった。この要因は、バブルの崩壊により景気が悪化し、税収が伸び悩むとともに、1992年8月の総合経済対策を皮切りに度重なる財政支出・減税を繰り返したためである。税収は1990年度には60.1兆円であったが2001年度には50.7兆円まで減少した。逆に歳出総額は1990年度の69.3兆円が、2001年度には89.8兆円へと増加した。

一方、他の主要先進国においては、90年代初頭時点では我が国より財政収支が悪化していたものの、その後各国が財政再建を行い、2001年においては総じてほぼ財政収支の均衡を達成している。

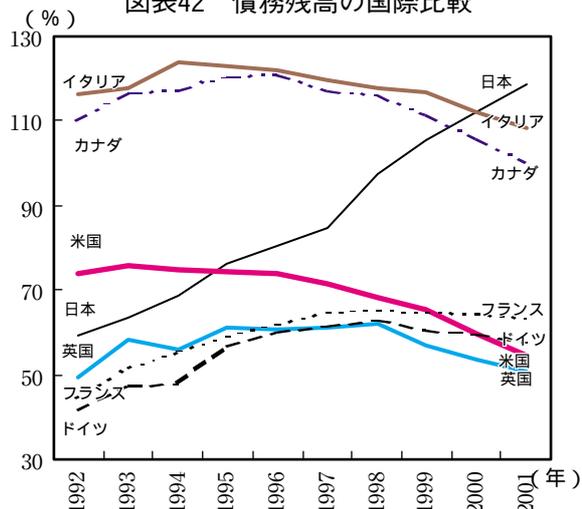
米国では1980年代のレーガノミクスによる大規模な減税により財政赤字が拡大した。また、貿易収支も大幅な赤字となったため、財政赤字とともに「双子の赤字」が米国経済を悪化させた。こうした中、1990年代に入り所得税引上げなどによる歳入増加、国防費削減などによる歳出削減を図り、財政再建を図った。さらに、IT産業を牽引

図表41 財政収支の国際比較



（出所）OECD「エコノミック・アウトルック」（2000年）

図表42 債務残高の国際比較



（出所）OECD「エコノミック・アウトルック」（2000年）

として経済が回復した結果税収も増加し、2000年には財政収支が黒字に転換した。

また、EU諸国では、各国とも1990年代を通じて、財政収支を改善させているが、この最大の要因は周知の通り、EU通貨統合の条件としてマーストリヒト条約により、財政赤字の対名目GDP比率3%以内、政府債務残高の対名目GDP比率60%以内と定められたためである。EU諸国はこの基準を達成するために、年金支給年齢の引上げなど社会保障制度の見直しや国有企業の民営化などを実施し、財政の再建を図った。こうして、

1990年代後半には、各国の財政赤字対GDP比率は3%以内に達成された。

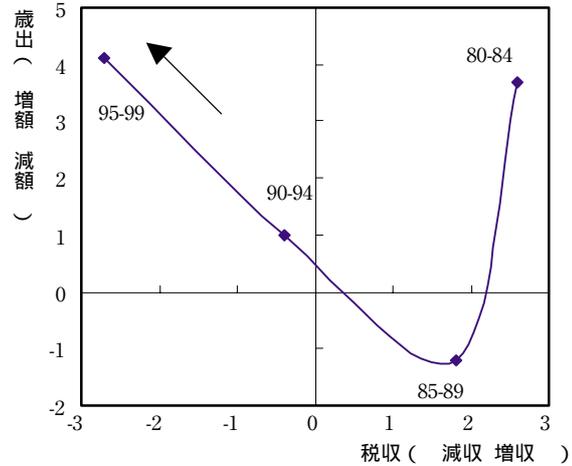
こうした各国の財政状況の過程を税収と歳出の要因から検証してみる(図表43、44)。ここでは、1980~1990年代の5年毎の時期区分について、税収および歳出の増減をプロットしている。

1980年代前半の日本は、「歳出増加 - 税収増加」のゾーンに位置していたが、1980年代後半にかけて強力な歳出カットが実施されて「歳出カット - 税収増加」のゾーンに移行し、財政再建が達成された。しかし、1990年代に入ると、バブル崩壊により景気が悪化、税収が減少した。さらに、公共投資を中心とした景気対策が相次いで発動されたため、歳出が急増し、「歳出増加 - 税収減少」のゾーンに移行した。こうして、1990年代に渡って景気の本格的な回復がないまま、減税と公共投資を中心とした景気対策が繰り返し実施され、財政悪化の度合いを強めることとなった。

また、米国では、1980年代は前述のように大規模な減税を中心とした政策が実施されたが、歳出増加を招き「歳出増加 - 税収減少」のゾーンに留まった。その後、歳出カットと増税を中心とした財政再建を行い、「歳出カット - 税収増加」のゾーンに移行した。歳出削減による財政収支の改善はイギリス、ドイツ、イタリアなどでも観察されており、財政再建には歳出削減がまず不可欠であることが分かる。ただし、フランスでは、歳出削減を主体とする財政再建が意図されたが、マイナスカットにまで至らず、税収の増加により財政収支の悪化を防いでいる。このように他の主要先進国の財政政策は、1990年以降歳出規模を拡大させてきた日本とは対照的となっている。

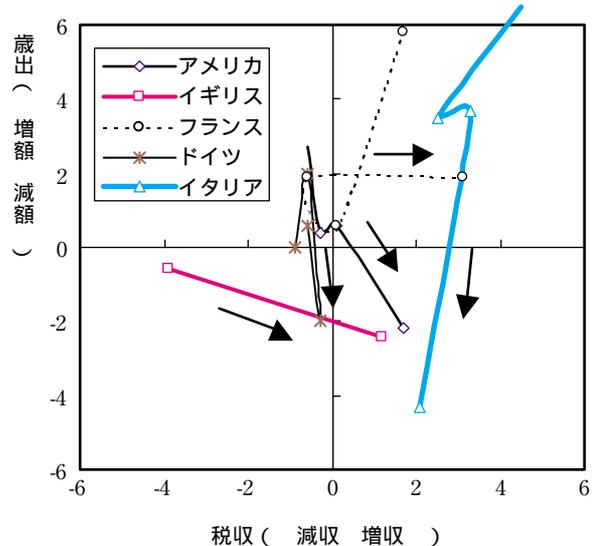
次に、財政収支悪化の要因を考える。通常、景気が悪化すると所得や消費が落ち込み税収が伸び悩む。また、失業者が増加するため、失業給付などの歳出が増加する。こうして景気が悪化すると

図表43 我が国の財政改革の推移

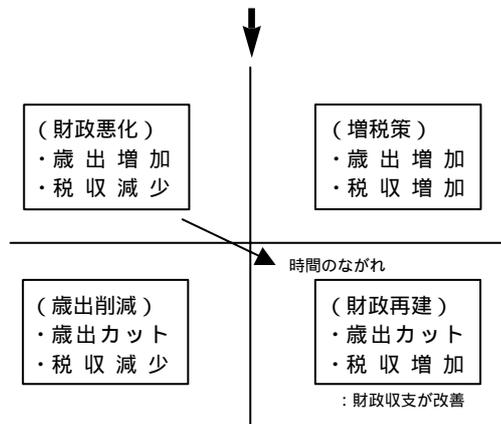


(注) 数字は対名目GDP比率の変化幅%ポイント(5年前との比較)
(出所) OECD資料より郵政研究所作成。

図表44 各国の財政改革の推移

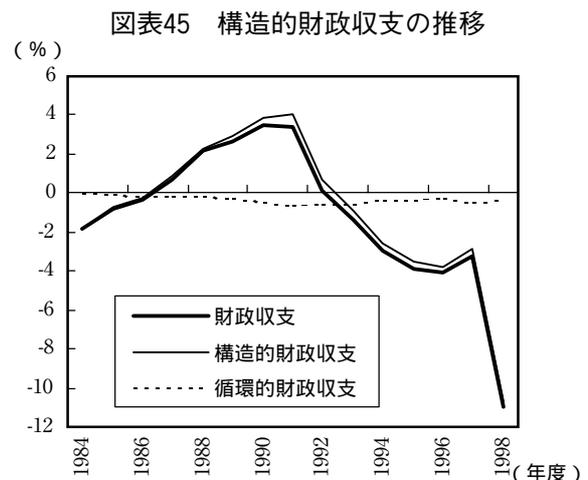


(注) 数字は対名目GDP比率の変化幅%ポイント(5年前との比較)
(出所) OECD資料より郵政研究所作成。



財政収支の悪化要因となり、逆に景気が回復すると財政収支の増加要因となる。このような景気循環の過程で生じる財政収支を循環的財政収支と呼ぶ。一方で少子高齢化による社会保障関係費の増大、裁量的な公共投資の増額、税制の見直しによる歳入構造の変化など、景気循環によらない財政収支を構造的財政収支と呼ぶ。財政収支を景気循環による循環的な要因と、歳入歳出の制度に起因する構造的な要因に分解してみた（図表45）。まず構造的財政収支式を推計し、財政収支から構造的財政収支を除いたものを循環的財政収支とする^(注)。これによると、ほぼ全期間を通じて、財政収支のうち、ほとんどが構造的財政収支により説明され、景気循環から説明することのできる循環的財政収支は非常に小さい。このことから、景気回復により税収が回復し、財政赤字が解消されるといったシナリオを描くことが困難な状況であることがわかる。1990年代後半の日本の財政収支は大幅に悪化した。公共投資と減税を中心とするケインズ型政策が結果として成功しなかったといえる。

次に、個別に歳入歳出を2001年2月に財務省が策定した「財政の中期展望」にしたがって確認する（図表46）。まず歳出については、社会保障費の伸びが2004年度まで4～5%台と高い伸びを示している。これは、現状の社会保障の給付額、社会保険料の維持を前提としたものであるが、少子高齢化により高齢者の割合が上昇し、医療・年金を中心に国庫負担が増大するためである。公的年金については厚生年金の支給開始年齢を段階的に



(注) CES型生産関数より郵政研究所作成。
(出所) 内閣府「国民経済計算」より郵政研究所作成。

図表46 財政の中期展望（平成13年2月）

(単位：兆円、%)

		12年度	13年度	14年度	15年度	16年度
歳出	国債費	22.0	(▲21.8) 17.2	(7.1) 18.4	(6.2) 19.5	(6.3) 20.8
	地方交付税	14.9	(12.7) 16.8	(15.6) 19.5	(1.3) 19.7	(6.9) 21.1
	一般歳出	48.1	(1.2) 48.7	(1.6) 49.5	(1.6) 50.2	(2.2) 51.3
	社会保障関係費	16.8	(4.7) 17.6	(5.1) 18.4	(4.2) 19.2	(4.2) 20.0
	公共事業関係費	9.4	(0.0) 9.4	(0.0) 9.4	(0.1) 9.4	(0.2) 9.5
	その他	21.9	(▲1.0) 21.7	(▲0.4) 21.6	(0.0) 21.6	(1.2) 21.8
計	85.0	(▲2.7) 82.7	(5.6) 87.3	(2.5) 89.5	(4.1) 93.2	

(単位：兆円、%)

		12年度	13年度	14年度	15年度	16年度
歳入	税収	48.7	(4.2) 50.7	(▲0.7) 50.4	(0.4) 50.6	(1.4) 51.3
	その他収入	3.7	(▲3.0) 3.0	(1.2) 3.6	(4.2) 3.5	(1.4) 3.5
	公債費	32.6	(▲13.2) 28.3	(17.5) 33.3	(6.4) 35.4	(8.2) 38.3
	計	85.0	(▲2.7) 82.7	(5.6) 87.3	(2.5) 89.5	(4.1) 93.2

(注) 1. () 書きは対前年度伸率
2. 12年度は当初予算
3. 実質経済成長率2%、消費者物価上昇率0%、名目経済成長率2%等を仮定
(出所) 財務省

60歳から65歳に引上げるなどの措置が取られているものの、高齢化による支出増加を抑えるには至っていない。そのため2000年の年金改正法では、基礎年金について2004年までの間に安定した財源

(注) 構造的財政収支式

ここで、 B^* ：構造的財政収支、 T^{i*} ： i 税に関する構造的税収、 G^* ：構造的政府支出、 T^i ： i 税に関する税収、 G ：政府支出、 Y^* ：潜在GDP水準、 Y ：GDP、 ϵ_i ： i 税のGDP弾力性、 ϵ_G ：政府支出のGDP弾力性とする、

$$B^* = T^{i*} - G^* - \text{capital spending}$$

$$\frac{T^{i*}}{T^i} = \left(\frac{Y^*}{Y} \right)^{\epsilon_i}, \quad \frac{G^*}{G} = \left(\frac{Y^*}{Y} \right)^{\epsilon_G}$$

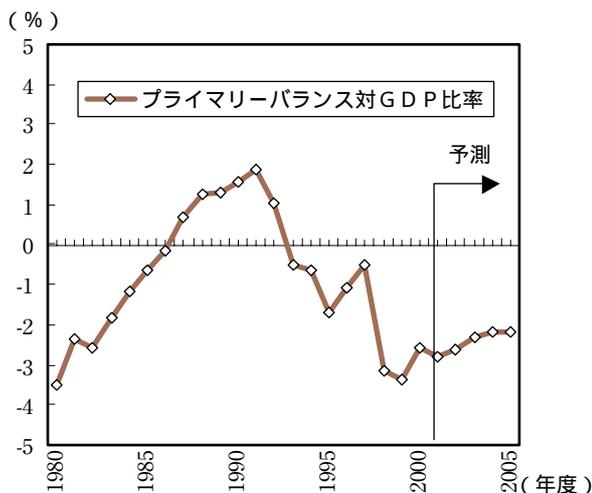
を確保し、国庫負担の割合を2分の1に引き上げを図るなどの方針が示されている。医療についても、増大する医療費抑制のため患者の自己負担割合を2割から3割に引き上げる、高齢者医療制度の対象年齢を70歳から75歳へ引き上げるなどの方針が示されている。しかし、景気が悪化する中でこうした社会保障制度改革が実現するかは不透明である。

また、公共事業費は現行の9兆4千億円を維持しているが、我が国の公共事業費の対GDP比率は6%程度と他の主要先進国と比べて2～3倍の水準を維持しており、削減余地は大きい。日本の公共事業費が高止まりしているのは、1990年代に景気対策として、公共事業が活用されたためである。しかし、公共事業の恩恵を被ったのは建設業中心であり、他の産業にその効果があまり波及したとはいえない。その結果、公共事業の景気刺激効果は限定的なものに止まった。景気対策としての公共投資は、新規需要を創出する事業を中心に実施するよう歳出構造の見直しが必要である。

他方、歳入については、仮に名目成長率を2%とした場合でも伸び率はほぼ横ばいであることから、厳しい歳入状況が想定される。こうした財政状況のもと公債発行による歳入は2002年度以降30兆円を大幅に越える試算がなされている。

このような財政状況のもと小泉内閣は「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」において、国債発行の30兆円以内への抑制と中期的なプライマリーバランスの均衡を目標とすることが明記された^(注)。小泉内閣は、景気対策のための安易な財政支出を慎み、マイナス成長もやむなしといった経済スタンスを取っており、歳出削減を中心とした緊縮財政が取られると想定する。ただし、直間比率の見直しなど税制の改正、

図表47 プライマリーバランス



(出所) 財務省「一般会計」、内閣府「国民経済計算」、予測は郵政研究所作成。

社会保障制度の抜本的な改革、公共事業費の大幅な削減など構造的財政収支を均衡させる政策が実施されなければ財政収支の改善は難しい状況にあることは前述の通りである。更に景気悪化により税収の落ち込みが大きい一方、景気対策としてある程度の歳出が予想されよう。

標準ケースでは、年間30兆円を超える国債発行は止むを得ないと想定し、大幅な財政赤字の解消は難しい。国の歳入における公債金収入によって定義される財政赤字は、2001年度(補正後ベース)の対名目GDP比 - 5.9%から2005年度の - 5.9%とほぼ横ばいを予測する。また、プライマリーバランスについては2001年度(補正後ベース)の対名目GDP比 - 2.8%から2005年度の - 2.2%に緩やかに改善するものと予測する。また楽観ケースでは財政赤字は、2001～2005年度にかけて - 5.9%～ - 5.7%、プライマリーバランスは - 2.8%～ - 2.0%と予測する。一方悲観ケースでは財政赤字は、2001～2005年度にかけて - 5.9%～ - 6.5%、プライマリーバランスは - 2.8%～ - 2.6%と予測する。

(注)プライマリーバランスとは税収から公債費を除く歳出を差引いたものである。なお、プライマリーバランスの均衡を達成すると、金利(利子率) = 名目経済成長率であれば、債務残高は対GDP比で見ても一定に保たれる。

VII. デフレ傾向の続く物価

物価の下落が続いている。消費者物価指数は1998年4月以来、国内卸売物価指数は2000年10月以来、前年同月比で下落が続いている。こうした状況を受けて、2001年3月に発表された月例経済報告において、「持続的な物価下落」をデフレと定義し、日本経済は緩やかなデフレにあるとした。

項目別に見ると、消費者物価指数においては、交通・通信費、被服及び履物等の下落寄与が大きく、卸売物価では、電気機器、輸送用機器の下落寄与が大きいことはよく知られている。

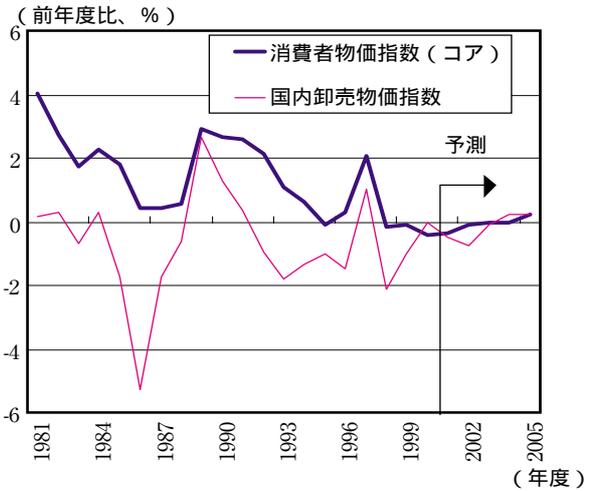
卸売物価を財別に寄与度分解してみると、1998年～2000年は中間財のマイナス寄与が大きく物価下落の主要因になっていたが、2000年初頭より、中間財がプラス寄与に転じる一方で最終財が依然マイナス寄与を継続し、その幅は更に拡大している。いわゆる「ユニクロ現象」と言われる垂直分業から水平分業への移行が年々浸透し、格安の輸入品の増加が最終財価格を下落させている大きな要因の一つである。

実際、国内卸売物価を「単位労働コスト」、「輸入物価」、「需給要因」、「輸入浸透度」の項目で要因分解してみると、「輸入浸透度」の上昇が最近の下落に大きく寄与していることがわかる（図表49）

1989年第1四半期に6.8%だった輸入浸透度が2001年第1四半期には12.6%まで上昇しており、直近10年程度で倍近く上昇している。割安な輸入品の増加により国内産業が競争力を維持するために値下げを行い、それが波及することで物価を押し下げている状況となっている。

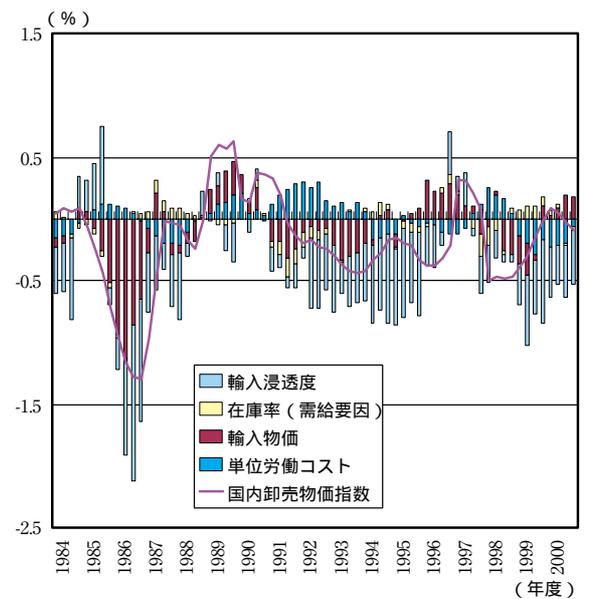
通商産業省の「2000年海外事業活動基本調査」によれば、1990年度に6.4%であった海外生産比率は1999年度には12.9%となっており、2000年度も14.5%と予測している。海外生産へのシフト

図表48 物価指数の推移



（出所）総務省、日本銀行、予測は郵政研究所作成。

図表49 国内卸売物価の変動要因



（注）推計式

$$\ln WPI = \alpha \times \ln ULC + \gamma \times \ln IPI + \delta \times \ln ZAIKO + \epsilon \times \ln SHINTO + DT$$
 WPI：国内卸売物価指数（総平均）
 ULC：単位労働コスト（季節調整値）＝
 （現金給与総額（製造業））×（常用雇用指数（製造業））
 /（生産指数（製造工業））
 IPI：輸入物価（総平均）
 ZAIKO：在庫率（製造工業）（季節調整値）（ ）需給要因とした。
 SHINTO：輸入浸透度
 DT：消費税導入ダミー
 （89年Ⅱ四半期以降1、それ以前は0）

（出所）日本銀行「卸売物価指数」、労働省「毎月勤労統計」、通商産業省「鉱工業生産指数」、通商産業省「鉱工業生産活動分析」等により作成。

逆輸入の増加という傾向は今後も継続する見込みである。海外生産比率を業種別にみても、繊維は1990年度3.1%が2000年度見込で9.2%、電気機械で1990年度11.4%が2000年度見込25.2%、輸送機械で1990年度12.6%が2000年度見込33.2%となっている。物価の下落幅の大きい業種ほど海外生産比率を高めていることがわかる。

また、「規制緩和」、「流通革命」も引き続き物価を抑制する方向に働こう。「物価レポート2000」（旧経済企画庁）では規制緩和による消費者物価の下落寄与度を97年度0.08%、98年度0.38%、99年度0.04%、流通革命による消費者物価の下落寄与度を97年度0.11%、98年度0.07%、99年度0.16%と試算している。2001年3月には「規制改革推進3か年計画」が閣議決定され、今後とも規制緩和は着実に進展するものと思われる。

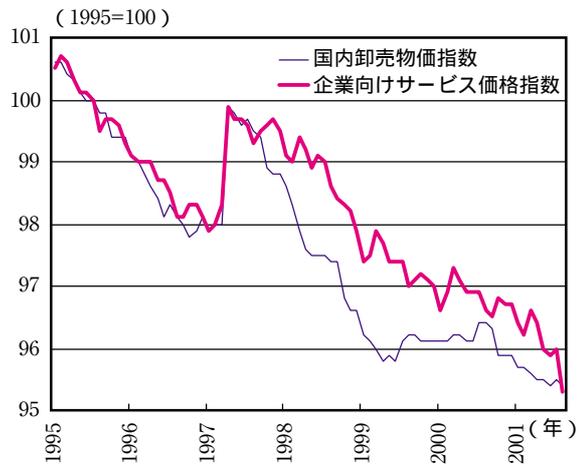
次に全要素生産性とデフレーターとの伸びの相関をみる。全要素生産性が上昇すると価格が下落するという相関があることがわかる（図表51）。特に電気機械は他業種に比べ全要素生産性の高い伸びと、デフレーターの高下という際立った結果となっている。IT設備の充実が生産性に影響を与え、価格を下落させているためである。設備投資の項でも述べたが、今後もIT投資は不可避免的に伸びが相当程度見込まれることから、物価の下落押し圧力になることが想定される。

以上の論点は、いわば供給サイドに寄因するものと考え、一方で需要不足による物価低下圧力も働いている。

潜在的GDPと実際のGDPの隔離であるGDPギャップとGDPデフレーターの様子を見ると、弱いながらも逆相関となっており、GDPギャップが拡大する局面では、物価には下落圧力がかかることがわかる（図表52）。尚、前述（図表49）の推計では“在庫率”で代理している。

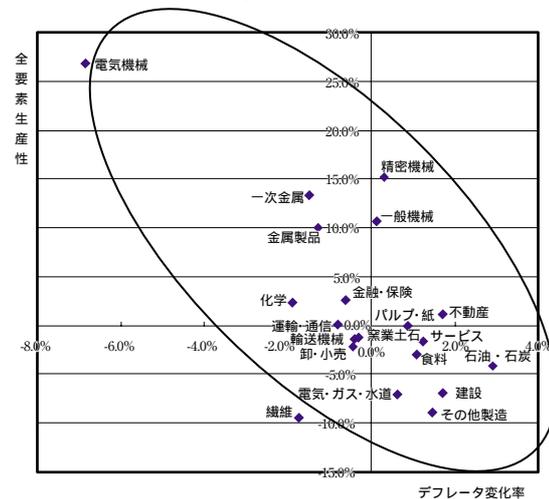
足元ではGDPギャップは概ね4%以上となっ

図表50 WPIとCSPの推移



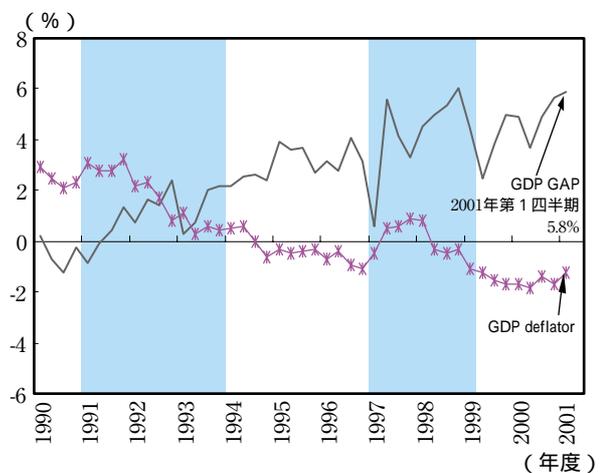
(出所) 日本銀行

図表51 業種別全要素生産性とデフレータの伸びの相関 (1990~1999年)



(出所) 内閣府「国民経済計算」等より郵政研究所作成

図表52 GDPギャップと物価指数



(注) シャドーは景気後退期を表す。

(出所) 内閣府「国民経済計算」より郵政研究所作成。

ており、このギャップが解消するまでは、相当程度の時間を要する。消費の項でも述べたが、消費は中期的には緩やかな伸びにとどまるため、2003年度まではGDPデフレーターはマイナスと予測する。その後は緩やかな景気回復を要因に徐々にプラスに転じるものと見込まれる。

従って、当面デフレ傾向は継続するものと予想され、消費者物価については、2002年度まではマイナスとなるが、2003年度から徐々にプラスに転じ、2005年度には+0.2%と予想する。国内卸売物価についても、2003年度までマイナスを続け、

2004年度からプラスに転じ、2005年度には+0.3%を予測する。

また、楽観ケースでは、景気の早期回復に伴う消費の回復から、消費者物価は2002年度以降から上昇傾向となり、2005年度には、+0.7%、国内卸売物価については、2003年度から上昇し、2005年度には+0.6%を予測する。

悲観ケースでは、景気回復の遅れから、消費者物価が上昇へ転じるのが2004年度以降となり、2005年度に0.4%、国内卸売物価は、予測期間中はプラスに転じないものと予測する。

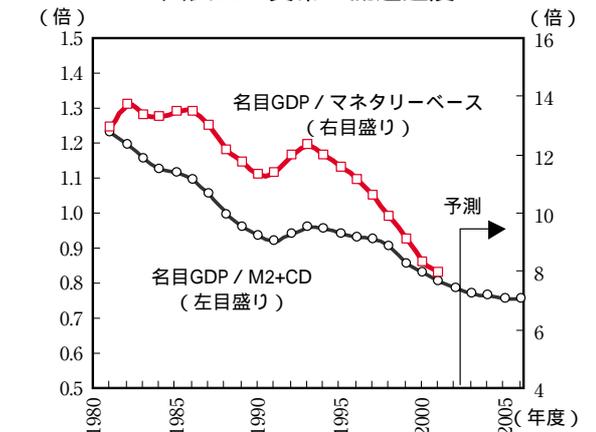
VIII. 金融政策、金利、為替の展望

日本銀行は2001年3月19日に金融市場調節の操作目標を、これまでの無担保コールレート（翌日物）から、日本銀行当座預金残高へ変更した。更に、実施期間の目処として消費者物価を採用し、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで継続することとした。すでに短期金利はほぼゼロ%に低下していたものの、政策目標を「金利」から「量」に変更したこと、「消費者物価」という具体的な指標を用いて、「安定的にゼロ%以上となるまで」と具体的な期限を定めたことは大きな政策変更である。

量的緩和政策の有効性については、貨幣の流通速度が参考となる（図表53）。貨幣の流通速度とは、名目GDPをマネタリーベースで割ったものである。1985年頃までは、日本の貨幣の流通速度は14程度で安定したものの、1990年代以降低下傾向にあり、直近では8程度まで下がっている。これは、マネタリーベースの伸びに比べて、名目GDPの伸びが低いためであり、量的緩和政策が限定的な効果しかもたらさない可能性を示唆している。さらに、マネタリーベースの代わりにM2+CDを用いた場合でも同様の低下傾向を示している。

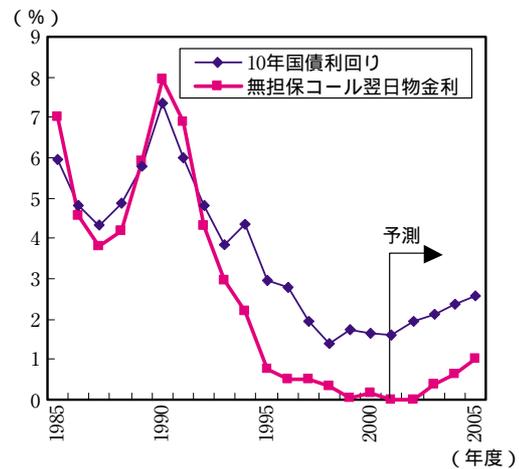
この要因としては、名目金利の低下に伴い貨幣保有コストが低下していること、金融不安により予備的動機に基づく貨幣需要が急増する一方、経済活動が収縮していることなどがあげられる。今後についても、デフレ圧力が強いこと、名目金利が低位にある状況から貨幣の流通速度は当面低下

図表53 貨幣の流通速度



（出所）内閣府「国民経済計算」、日本銀行資料、予測は郵政研究所作成。

図表54 長期金利、コールレート



（出所）Bloomberg、予測は郵政研究所作成。

し続けるものと予想される。

金融政策に関するルールは、金利に関してはテイラールール、量に関してはマッカーラムルールがそれぞれ代表的である。

テイラー・ルール^(注)は、インフレ率の目標値からの乖離とGDPギャップのトレンドからの乖離に反応して、操作変数である短期金利の水準を調整しようとするものである。「平成11年経済白書」

（注）テイラールール推定式

$$i_t = p + 0.5(p - p^*) + 0.5 \cdot GAP + y^*$$

i_t : コールレート、 GAP : GDPギャップ、 p : 消費者物価、 p^* : 消費者物価平均値（目標インフレ率の代理変数）、 y : 実質成長率（均衡実質金利の代理変数；Taylor（1993）では、均衡実質金利が潜在成長率で近似できるとしている

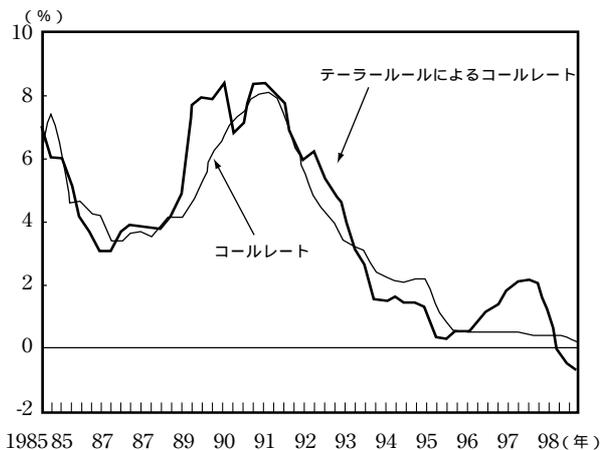
ではテイラ - ルールによりコールレートを計算している (図表55)。これによると、テイラ - ルールによるコールレートと、実際のコールレートは長期的には同じ傾向で推移していることが分かる。ただし、時期を細かく見ていくと次のような点が指摘できる。

- ・ 1989年のバブル期初期ではテイラ - ルールによる推計値が実際のコールレートよりも高い。これは、金融の引締めが遅れたことを示している。
- ・ 1992年のバブル期直後はテイラ - ルールによる推計値が実際のコールレートより高い。これは、金利の下降期において、実態以上に金融緩和が行われたためである。
- ・ 1993 ~ 1995年の景気後退期においては、テイラ - ルールによる推計値が実際のコールレートより低い。これは、景気後退期にも関わらず、金融の緩和措置が不十分であったことが分かる。
- ・ 1996 ~ 1998年にかけては、テイラ - ルールによる推計値は上昇したのに対して、実際のコールレートは上昇していない。この時期においては金融引締めが可能であったものの、できなかったためであろう。
- ・ 1998年以降は、テイラ - ルールによる推計値がマイナスとなっている。実際のコールレートはゼロ近辺で推移しているため、推計値とのギャップが生じている。

このように、全般的にみると金融政策は、実際のコールレートを後追いつる形で実施されたものと観察される。特に、バブルの発生期とバブルの崩壊期においては、金融政策実施の遅れにより、逆に景気変動を増幅させたものと考えられる。

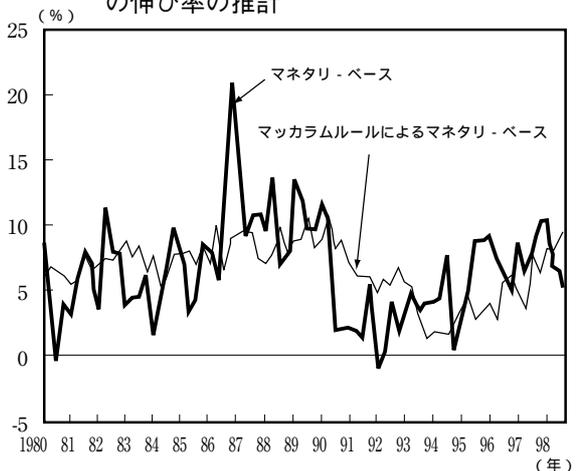
次に、マネタリーベースなどの量を政策目標と

図表55 テイラールールによるコールレートの推計



(出所) 経済企画庁「平成11年経済白書」

図表56 マッカラムルールによるマネタリーベースの伸び率の推計



(出所) 経済企画庁「平成11年経済白書」

した金融政策をみていく。代表的なマッカラムルールによると名目GDPの目標経路からの乖離にあわせてマネタリーベースの伸び率が決定される。「平成11年経済白書」では同様にマッカラムルールによりマネタリーベースの伸び率を計算している (図表56)注)。それによると、マネタリーベースの伸び率はかなり変動が激しいが、大まかに次の点が指摘される。

(注)マッカラムルール推定式

$$b_t - b_{t-1} = r - (1/16) [x_{t-1} - b_{t-1} - x_{t-17} - b_{t-17}] + (x_{t-1}^* - x_{t-1})$$

ここで、 b_t : t 期におけるマネタリーベースの対数値、 r : 中長期実質成長率にGDPデフレータの平均を加えて名目化したものの対数値、 x_t : t 期における名目GDPの対数値、 x_t^* : t 期における名目GDP目標値の対数値、 α : 調整速度 (マッカラムによると0.25) である。

- ・1980年代後半から1990年頃のバブル期にかけては、マッカラムルールによる推計値が実際のマネタリーベースの伸びを下回っており過剰な金融緩和政策が取られたことを示している。
- ・1990～1994年のバブル崩壊後は、マッカラムルールによる推計値が実際のマネタリーベースを若干上回っており、過剰な金融引締め政策が取られたことを示している。
- ・1998年以降はマッカラムルールによる推計値が実際のマネタリーベースの伸びを上回っている。

以上よりマッカラムルールによる分析でも、概ねテイラ - ルールと同様の結果が得られた。ただし、マネタリーベースの伸び率はコールレートに比べて実際の変動が激しく、量的な金融政策の実行が困難であることが分かる。

これらの金融政策の推計結果も参考にすれば、当面は金融緩和政策が続くことが予想される。従って、標準ケースでは消費者物価が安定的にプラスに転じる2003年度まで、無担保コールレート（翌日物）はほぼゼロ%が続くと予測する。一方、マネーサプライを示す $M_2 + CD$ は、足元の景気低迷により、2002年度には前年度比+1.9%と伸びは鈍化するものの、その後景気回復により伸び率は上昇し、2005年度には前年度比+3.0%の伸びを予測する。また、楽観ケースでは無担保コールレートは2002年度半ばまでほぼゼロ%が続く。 $M_2 + CD$ は2002年度に伸び率が+2.1%まで鈍化するものの、2005年度に+4.2%まで上昇すると予測する。一方、悲観ケースでは無担保コールレートは2004年度半ばまでほぼゼロ%が続く。 $M_2 + CD$ は2002年度に伸び率が+2.0%まで鈍化し、2005年度に+2.8%まで上昇すると予測する。

長期金利については、標準ケースでは現状の1.3～1.5%水準から2005年度には2.5%程度へと緩やかに上昇を見込む。その背景は次の通りである。

- ①前述の通り、短期金利については、ゼロ金利解除が2003年度後半に予想されている。
- ②インフレについては、需給ギャップは当面は大きいものの、中期予測後半に向けて徐々に上昇することが予想されること。
- ③財政赤字拡大に伴い、国債の発行残高が増加してきたが、これまではデフレ状況、貸出の需要後退等により、金利に対しては低下要因として働いてきた。今後、財政が更に悪化すれば、リスクプレミアムとして上昇圧力要因に転じることも考えられるが、政策論として財政赤字は削減する方向でコンセンサスが形成されつつある。こうした要因を背景として、上昇圧力は緩やかなものになると予想される。また、楽観ケースでは長期金利は2005年度に4.2%程度まで上昇すると予測する。一方、悲観ケースでは、2005年度に2.8%程度と上昇幅は限定的であると予測する。

次に為替動向を考察してみる。長期の為替動向を予測する方法として、購買力平價説、マネタリー・アプローチ、アセット・アプローチ、ポートフォリオ・バランス・アプローチ等が挙げられる。その中では資産の不完全代替性を前提としたポートフォリオ・バランス・アプローチが比較的説明度が高い。

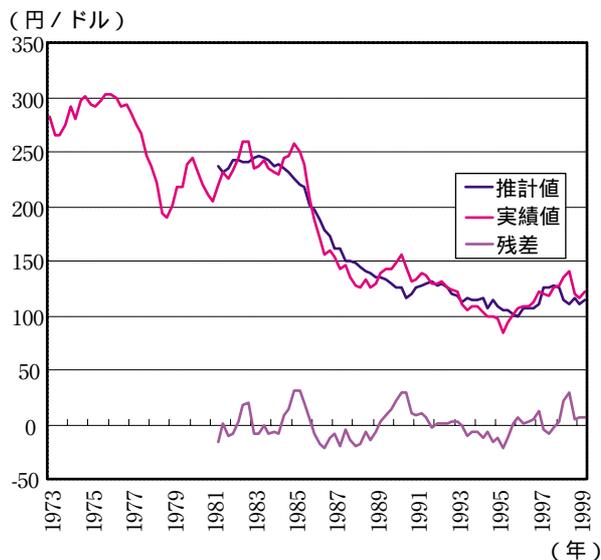
ポートフォリオ・バランス・アプローチとは、内外金融資産の取引にはリスク・プレミアムが発生すると仮定したものである。郵政研究所「為替レートの決定メカニズム及び予測の理論に関する調査研究」（2000年）では、ポートフォリオ・バランス・アプローチに基づく推計を行っている（図表57）。ここでのポイントは、一国の為替に関するリスク・プレミアムが対外金融資産残高の増加関数であると仮定している点である。これによれば、日本の累積国債発行額のパラメータは統計的に有意な値を示している。従ってこの点に限っ

例えば、日本の財政赤字拡大は円安圧力として想定される。

今次中期見通しについては、日米金利差、経常収支を前提として、上記ポートフォリオ・バランス・アプローチを参考として、日米景況感格差等を勘案して予測を行っている。

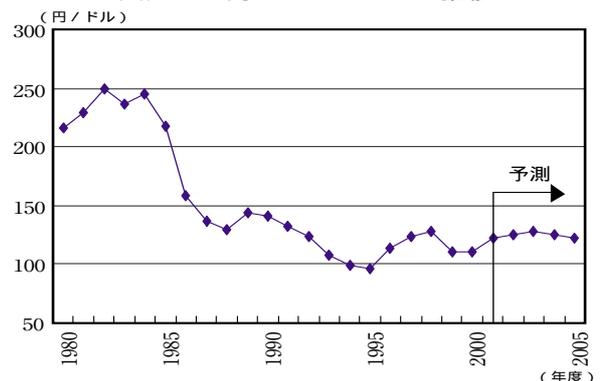
先ず、日米の景況感格差については、米国経済の調整過程に対する不透明感があることは確かだが、景気後退期にある我が国の構造改革推進によるデフラインパクトに対する不透明感の方が強いものと予想する。次に金利差については、8回にわたる米国の金融緩和により日米金利差は縮小しているものの、我が国景気の減速感、財政赤字、不良債権問題等の要因が勝り、その影響が顕在化していない。こうした状況は2003年度まで継続するものと思われ、それまでは緩やかな円安傾向を辿るものと予想される。レンジとしては120～135円を想定している。その後、前述の通りゼロ金利解除時期が2003年後半に予想されること、その時期には構造改革の効果も徐々に発現し始めることから緩やかな円高傾向に向かい、2005年度には110～125円程度のレンジで推移するものと予想される。経常収支については、今年度に米国景気減速の影響が最も強く現れるものと想定され、2002

図表57 ポートフォリオ・バランスアプローチの推計結果



(注) 当頁の注参照。
(出所) 郵政研究所「為替レートの決定メカニズム及び予測の理論に関する調査研究」(2000年)。

図表58 円・ドルレートの推移



(出所) 日本銀行、予測は郵政研究所作成。

(注) 推計式は以下の通り

$$\log RE = \alpha_0 + \alpha_1 \left[-\frac{1}{2} (\dots) \right] + \alpha_2 \left[-\frac{S^2}{C} (M_{11}^u B^j + M_{12}^u B^g + M_{13}^u B^e + M_{14}^u B^c) \right] + \alpha_3 (debt^j / nY^j)$$

- ・推計期間：73年第1四半期～99年第2四半期
- ・使用データ： $debt^j$ ：日本の累積国債発行残高 nY^j ：日本の名目GDP RE ：実質為替指数
 α_1 ：日本実質金利 α_2 ：米国実質金利
 M_{ij}^u ：円ドル、マルクドル、英ポンド、加ドルの分散・共分散行列
 $B^j B^g B^e B^c$ ：日本、EMU、英国、カナダの累積経常・直接投資収支を、先進7ヶ国の名目GDPを合計し指数化した値で割った計数

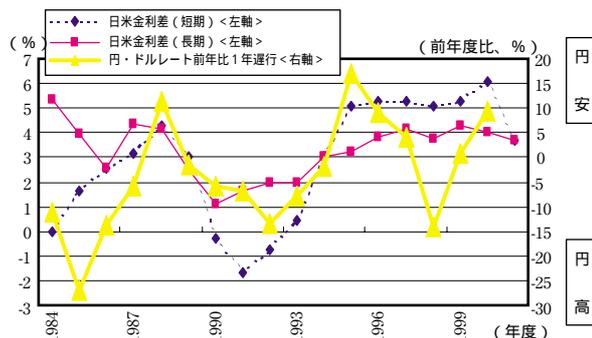
説明変数				自由度修正 決定係数	標準誤差	ダービン・ ワトソン値				
定数項	0	1	2				3			
-0.54	(-7.38)	-0.22	(-5.73)	-1.91	(-11.31)	+0.12	(9.04)	0.848	0.09	0.55

年度はその反動からやや改善しよう。2003年度以降は米国経済が2%程度の回復過程に入るものと予想されるため、輸出の回復から経常収支は8兆円台後半に改善するものと予測する。

また、楽観ケースでは、財政赤字の縮小、不良債権処理が早期に進み、日米景況感格差が早期に縮小することから、2005年度には100～115円の円高のレンジで推移するものと予測する。

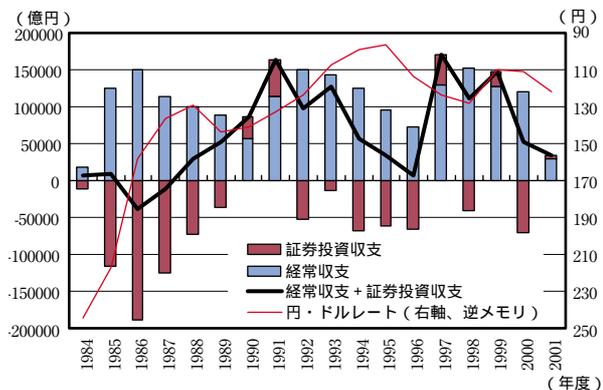
悲観ケースでは、2005年度には120～135円のレンジで推移するものと予測する。

図表59 日米金利差と円・ドルレート



(出所) 長期金利は10年国債指定銘柄(日本)と10年物財務省証券(10年)、短期金利は無担保コールON(日本)、FFレート(米国)

図表60 経常収支・証券投資収支と円・ドルレート



(出所) 財務省