

平成 11・12 年度経済・金融見通し

第三経営経済研究部長 浅野 文昭

本稿は、平成 11・12 年度の経済・金融動向の見通しをとりまとめたものですが、ここに示した見通しおよび意見にわたる部分は、筆者の個人的見解に基づくものです。

○概観

- 平成 11 年度は、これまでの政策効果によって、需要低下と信用収縮による悪循環から一応抜け出した。ただし、下半期については公共投資の息切れなどを契機に民間部門の潜在的な調整圧力が再び顕在化する懸念もある。平成 11 年度全体では、企業部門がバランスシート調整や、雇用調整を続ける中で民需の低迷が続く一方、公需がこれを押し上げる形で実質経済成長率は+0.5%となろう。また、雇用調整が進む結果、失業率は年度平均で 5.0%まで上昇しよう。
- 平成 12 年度は、高収益体質への転換を目指した企業部門の構造調整の動きがなお残存するため、実質経済成長率は+0.2%と回復のペースは緩やかなものにとどまる。企業が人件費を抑制する結果、企業の収益性が改善し、株価が上昇基調となれば消費者心理を下支えしよう。ただし、同時に家計所得が低迷、失業率も年度平均 5.3%と高止まりすると見込まれるため、家計部門の需要回復は鈍いものとなる。構造調整は、短期的には回復を鈍いものとするが、中長期的展望を開く上では必要不可欠なものである。

(1) 日本経済見通しの概要

【民間最終消費支出】・・・11年度は+0.9%、12年度は+0.5%と緩やかな回復にとどまる

足元で消費にやや改善がみられるが、企業の雇用調整を背景として、所得の落ち込みが続いており、回復の持続性には疑問が残る。企業のリストラは、一方で収益性改善、株価上昇を通じて消費者心理を下支えする。しかし、他方で雇用調整、賃金抑制によって家計所得が低迷し、失業率も高止まることから、消費の回復は緩やかなものにとどまる。

【民間住宅】・・・・・・・11年度は+5.0%、12年度は-0.5%と反動減

11年度下半期以降は、住宅減税による下支え効果が徐々に剥落すること、金利の上昇、所得の低迷をうけて、減少に転じる。12年度下半期以降の回復も、緩やかなものにとどまる。

【民間企業設備】・・・・・・・11年度は-5.2%、12年度は-0.4%と調整が続く

企業の設備過剰感が残り資本ストック調整の動きが続く。一方で、人件費負担の減少等から企業収益は緩やかに持ち直す。ただし、国内民需が低水準で推移するため、回復は12年度後半にずれ込む。

【公的需要】・・・・・・・公的固定資本形成：11年度は+9.9%と増加、12年度は-3.3%と反動減

政府最終消費支出：11年度は+1.1%、12年度は+1.5%と低い伸びを継続

公的固定資本形成は、11年度は、これまでの経済対策の効果により増加する。しかし、12年度については、今後、11年度第2次補正予算を想定しても、前年度比マイナスに転じる。

政府消費は、厳しい財政事情を背景とした歳出抑制の動きから、11、12年度とも低い伸びを継続する。

【外需】・・・・・・・財・サービスの純輸出は、11年度-11.0%と黒字が縮小、12年度+10.6%と拡大

11年度は、これまでの円高効果が下半期から剥落することや、アジア経済の緩やかな回復により、輸出が増加する。一方、輸入も国内需要の緩やかな回復や原油価格の上昇基調により増加するため、黒字は縮小する。12年度は、欧州やアジア等、海外経済の回復と比較して国内景気の回復が緩やかなものにとどまるため、黒字は拡大する。

【物価】・・・・・・・消費者物価：11年度は-0.1%、12年度は0.0%と安定

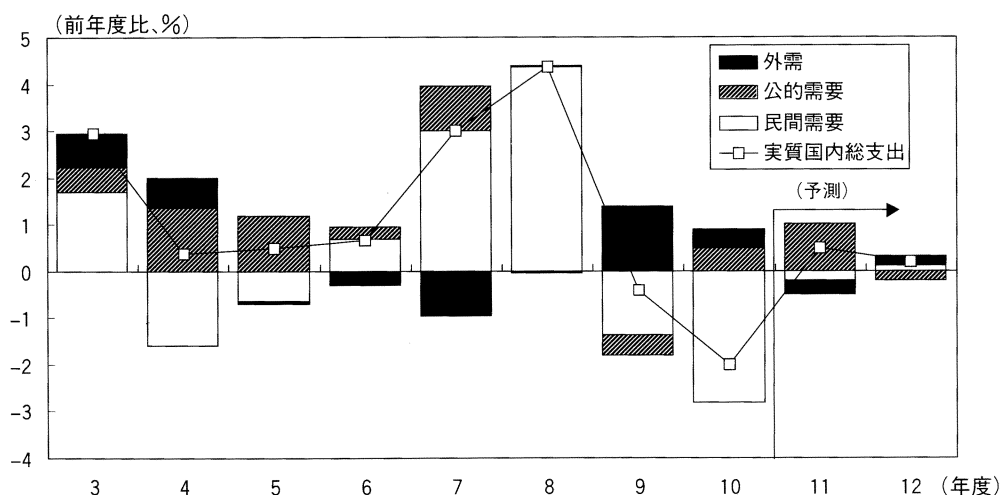
国内卸売物価：11年度は-1.1%、12年度は+0.3%と安定へ

国内需要の持ち直しによる需給ギャップの縮小や、世界経済の回復基調に伴う商品価格の上昇等から、物価は安定基調で推移し、デフレ懸念は後退する。

【雇用】・・・・・・・完全失業率は、11年度5.0%、12年度5.3%と高止まり

企業が低収益体質からの脱却を図るため、雇用調整が進む。

実質経済成長率需要項目別寄与度の推移



(2) 金融市場見通しの概要

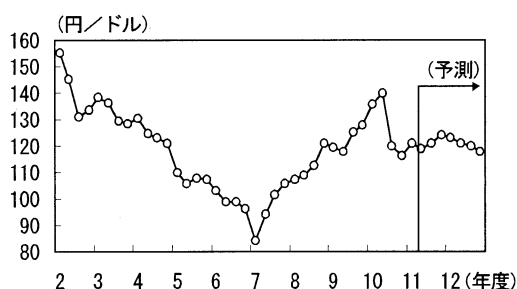
【為替レート】 …… ドル・円レート(年度平均値)は、11年度121.2円、12年度120.5円

11年度は、日米景況感格差がやや拡大し、ドル高方向に水準が切り上がる。12年度は、日本経済の回復期待感が先行、徐々に金利差が縮小し、円高傾向に転じる。

【原油価格】 …… 通関原油価格(年度平均値)は、11年度18.4ドル、12年度17.0ドル

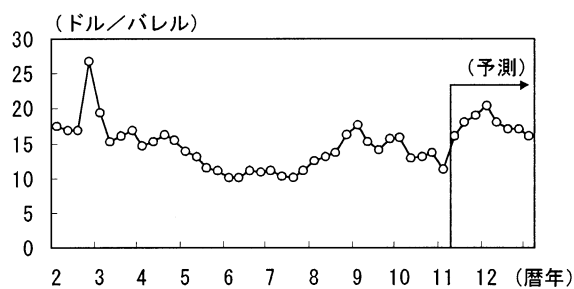
11年度はOPEC諸国等産油国による減産の維持、世界経済の緩やかな回復に伴う需要増により需給が引き締まり緩やかに上昇する。12年度は景気回復による需要増があるものの、価格上昇に対して減産態勢の見直しにより供給拡大の動きがみられ、ボックス圏での小動きとなる。

為替レートの推移
(ドル・円レート)



(注) 東京市場、中心レートの四半期平均値。
(資料) 日本銀行

原油価格の推移
(通関ベース入着価格)



(注) 四半期平均値。
(資料) 大蔵省

【国内金利】 …… 公定歩合は、低金利政策が維持され、0.5%で据え置き

10年最長国債利回り(年度平均値)は11年度1.7%、12年度2.0%と緩やかに上昇

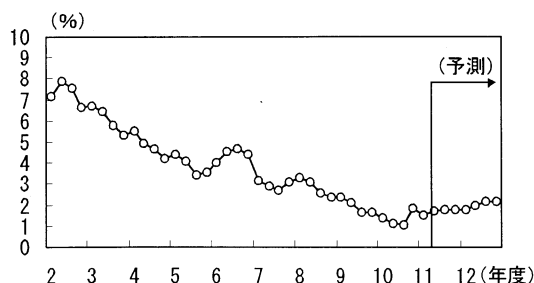
公定歩合は、現在の低金利政策が引き続き維持され、据え置かれる。10年最長国債利回りは、信用不安の後退により官民スプレッドの縮小が進む一方、景気の腰折れ懸念が残ることから、一方向に動きにくくボックス圏で推移する。12年度に入り景気が再び底入れした後は、緩やかな上昇局面を迎える。

【米国金利】 …… FFRレートは99年後半に予防的に小幅引き上げ、公定歩合は据え置き

30年物国債利回り(期中平均値)は99年後半は6.1%、2000年は5.75%へ低下

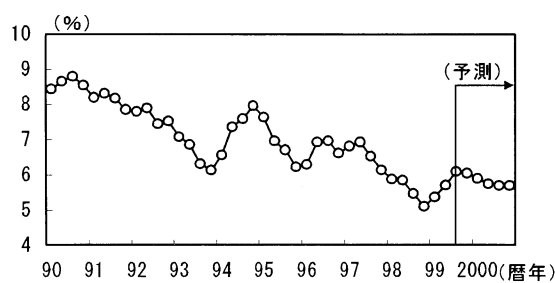
政策金利は、やや高めの経済成長と雇用の逼迫からくるインフレ懸念に対し、99年後半にフェデラル・ファンド・レートが予防的に小幅(0.25%)引き上げられる。ただし、その後は中立のスタンスに戻される。公定歩合は4.5%のまま据え置かれる。30年物国債利回りは、99年中は金融引締め懸念から6%をやや上回った水準で推移するものの、2000年には、緩やかな景気減速と財政黒字の拡大を受けて低下し、5%台後半での推移となる。

国内長期金利の推移
(10年最長国債利回り)



(注) 10年最長国債利回りの四半期平均値。
(資料) 日本相互証券

米国長期金利の推移
(30年物国債利回り)



(注) 四半期平均値。
(資料) FRB

(3) 海外経済見通しの概要

1999 - 2000年の海外経済は、米国では景気拡大テンポが緩やかに減速するものの堅調に推移し、欧州では一旦減速した後、99年下期以降緩やかに回復する。アジアでは経済・通貨危機の影響が弱まり、底打ちから回復に向かう。

【米国経済】 99年の経済成長率は+3.8%、2000年には+2.8%へ緩やかに減速

99年後半の米国経済は、堅調な雇用と所得の環境を受けて堅調に推移する。2000年には、99年中に行われた予防的な金融引締め効果と、資産効果の剥落から、景気は緩やかに減速するものの、大幅な後退には至らず堅調に推移し、2%台後半の成長率が見込まれる。

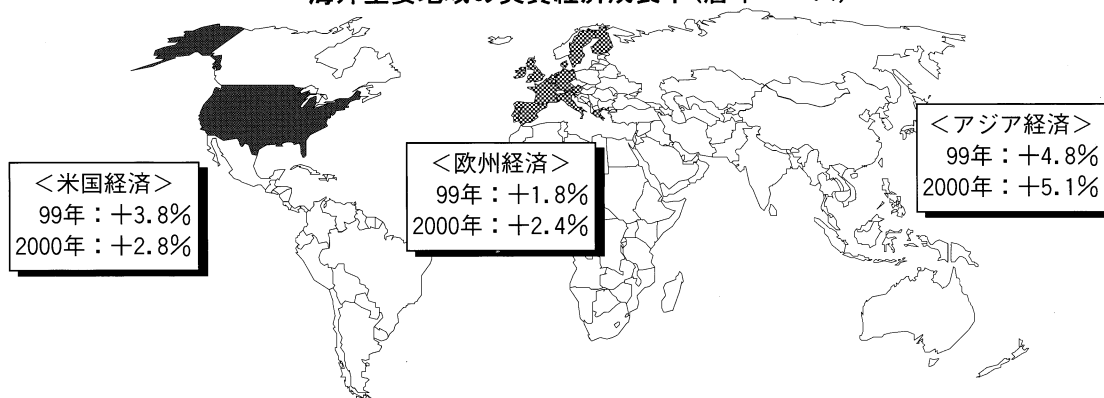
【欧州経済】 99年のEU全体の成長率は+1.8%、2000年は+2.4%と緩やかに回復

99年の欧州経済は、前年のアジア、ロシア等経済混乱の影響による輸出の低迷や設備投資の鈍化等から減速するが、下期には外需が回復傾向となる。2000年には個人消費も景気を下支えし、EU全体の成長率は、+2.4%と緩やかに回復する。

【アジア経済】 99年の成長率は+4.8%と底打ちから回復、2000年は+5.1%と回復傾向持続

99年のアジア経済は、経済・通貨危機の影響が残るものの、各国の積極財政政策、金融緩和から景気は底打ち、回復する。ASEAN4はゼロ%台、NIEsは3%台のプラス成長となり、アジア全体の成長率は+4.8%と底打ちから回復する。2000年は、中国の成長が6%前後に低下するものの、他の諸国では内需が徐々に回復するなど、全体では+5.1%と回復傾向を持続する。

海外主要地域の実質経済成長率(暦年ベース)



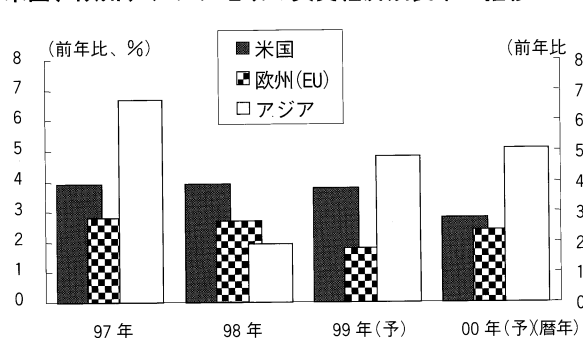
(注) 欧州はEU加盟15か国、アジアはNIEs、ASEAN4、中国の98年時点の経済規模による加重平均成長率。

米国、欧州、アジア地域の経済見通し

	(前年比、%)			
	97暦年 (実績)	98暦年 (予測)	99暦年 (予測)	2000暦年 (予測)
米国	3.9	3.9	3.8	2.8
欧州(EU)	2.7	2.7	1.8	2.4
うちドイツ	1.9	2.0	1.6	2.2
アジア	6.7	1.8	4.8	5.1
うちNIEs	5.9	-1.9	3.5	4.2
ASEAN4	3.1	-7.3	0.6	2.7
中国	8.5	7.8	7.2	6.5

(注) 各地域の成長率は、構成国の経済規模による加重平均。
欧州の実績は、各国統計及び「海外経済データ」(99/6)に基づくもの。

米国、欧州、アジア地域の実質経済成長率の推移



(注) 各地域の経済成長率の計算については、左図参照。

1. 日本経済見通し

見通しの視点と概要	9
民間最終消費支出	19
民間住宅	20
民間企業設備	21
公的需要	22
外需	23
物価	24

見通しの視点と概要

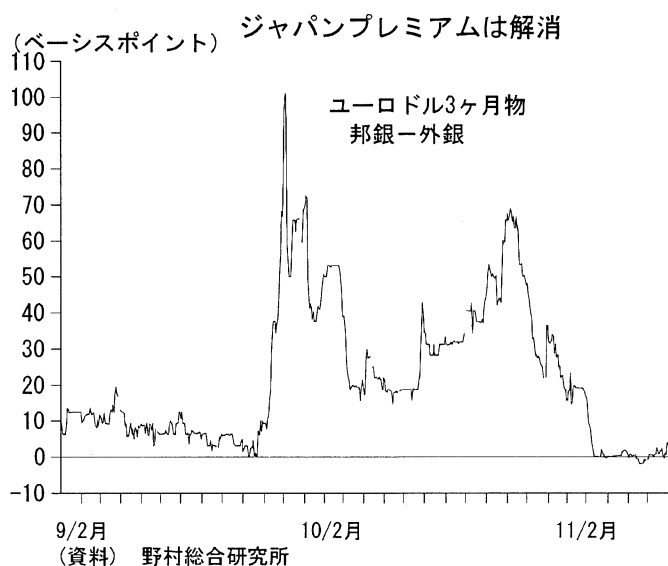
【現状と見通しの視点】

平成9年3月以来、わが国経済は以下の3つのショックによって景気後退局面に入った。第一に、平成9年4月の消費税率引き上げ、特別減税の打ち切り、医療費の患者負担の引上げなどの国民負担増が重なり個人消費が落ち込む一方、財政均衡を指向して政府支出が縮小に転じた。第二に、9年7月のタイを始めアジア諸国で次々と通貨危機が発生し海外の需要が落ち込んだ。第三に9年の秋以降、大手の銀行や証券会社の経営破綻を契機にした信用不安の高まりから、急激な信用収縮が発生し、これが設備投資の落ち込みに拍車をかける一方、企業倒産、失業者の増大につながった。このように実体経済の悪化と信用収縮が悪循環を起こした結果、わが国経済は平成9年10-12月期から平成10年10-12月期まで戦後初の5四半期連続のマイナス成長を記録し、失業率も平成11年6月には4.9%と過去最高水準まで上昇するなど、第一次石油危機時にも体験しなかった戦後最悪の景気後退局面に直面することになった。

このような急速な景気の落ち込みに対して、政府は以下のような重要な政策転換を含む対策を打ち出した。第一に、需要低下によって引き起こされる悪循環を断ち切るために、平成10年4月に総合経済対策、11月に緊急経済対策の一環として公共事業を大幅に追加するとともに財政構造改革法を凍結し、財政均衡から拡張へと方向転換した。さらに、特別減税の延長、地域振興券の配布、住宅取得促進策の拡充をおこない、需要刺激策をとった。

第二に、金融システムへの不安、取引先への信用不安が信用収縮、ひいては景気悪化の原因であるとみなし、平成10年2月に金融機能安定化法を成立させ、30兆円の公的資金枠を設定、2兆円を注入した。

ついで平成10年10月に金融再生関連法を成立させ、金融システムの再生、健全化を目指し総額60兆円の公的資金を用意し、今年の3月末には大手銀行にその一部が注入された。従来、金融機関への公的資金注入については厳しい批判があったが、大手金融機関の相次ぐ破綻などを契機に、この面でも大きな政策転換がなされた。この結果、



平成 11 年 3 月以降はユーロドル市場での邦銀と外銀の資金調達コストの差、いわゆるジャパンプレミアムもほとんど解消され、金融システム不安は後退しつつある(図)。

第三に、信用収縮対策として中小企業を対象とした 20 兆円規模の信用保証枠を設定することで金融仲介機能を補完し、信用収縮に伴う連鎖反動的な企業倒産をくい止めた。

第四に、金利上昇を抑制するために日銀によるゼロ金利政策が発動されるなど、金融緩和政策が続けられている。

以上のような政策をいわば総動員することで、実体経済と信用収縮の悪循環を遮断しデフレスパイラル的な状況に歯止めをかけた。一方、企業の在庫調整も進展している。

平成 11 年 1-3 月期の実質 GDP が 6 四半期ぶりに前期比プラス成長に転じ、景気に下げ止まり感がでてきたのも、こうした一連の対策の効果によるものといえよう。今後についても均衡財政への政策の再転換や、急速な信用収縮を伴う金融システム不安、海外経済の急激な悪化などを想定しなければ、基本的には緩やかな回復基調をたどることになるだろう。ただし、現在の景気後退は、必ずしも循環的な要因にのみ起因するとは考えられない。企業の低収益性に由来する民間部門の資本ストック、雇用に対する過剰感は依然として強く、金融機関の不良債権問題も最終的な処理をみていない。こうした民間部門に残存する調整圧力が、景気回復の足取りを重く、不確かなものにするリスクが依然として残っている。

政策効果も先行き剥落する懸念も指摘される中、今後の景気動向を展望する上でポイントとなるのは、民需による自律的回復の可能性である。以下では、構造調整を企業が低収益性から脱却を図る動きとして捉え、その程度と、それによってもたらされるであろう所得分配の変化による影響について考察する。

【高収益体質への脱却を目指す企業】

企業が構造調整を進める背景として、収益性の悪化が指摘できる。また、企業の収益性悪化は、資金の貸し手である金融機関側から見た不良債権問題にもつながっている。収益性は、収益に対して、それを得るのに要する投入コストあるいは投入資源（総資産や自己資本）の割合などで表される。従って、収益性は、①景気回復等による売上げの増加、②人件費などのコストや資産の圧縮、によって改善される。このうち企業側の自助努力で実現可能なのは、雇用調整によるコスト圧縮や資本ストック調整などの構造調整である。銀行の貸出金利や投資家の要求する利回りに見合わない低収益企業は、最終的には倒産などの形で排除されることになる。構造調整によって高収益体質への転換を図ることは、企業の生き残りをかけた不可避的な行動と考えられる。

6 月調査の日銀短観によれば、企業は平成 11 年度の売上げを前年度比+0.3%とほぼ横ばいでみているのに対して、経常利益は前年度比 19.2%の増益を見込んでいる。これは企業が何らかの経費を削減することで、実際に収益性の向上を目指していることを示唆している。以下では、企業が収益性を改善するために、どの程度の雇用調整や資本ストック調整

を要するのか検討してみよう。

【雇用調整による所得分配の変化】

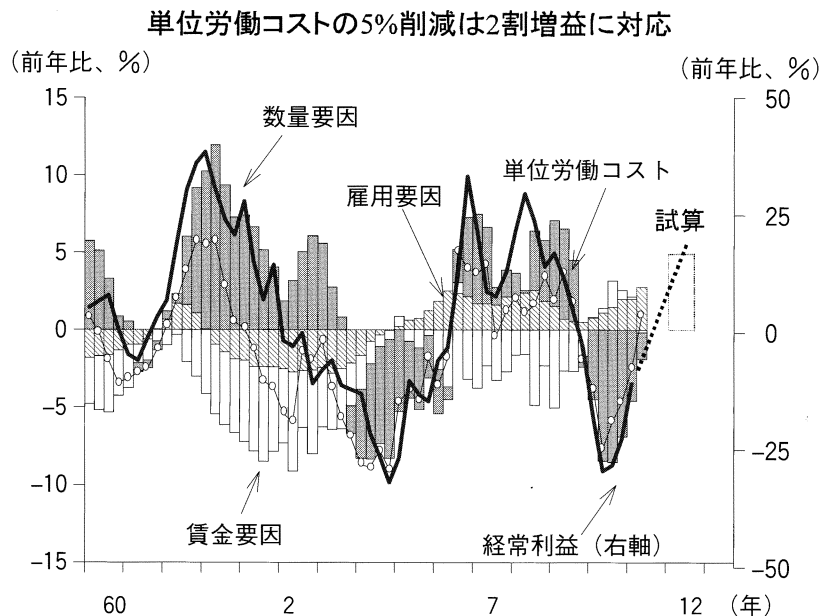
ここでは上述のケースにおいて、経費が人件費部分で削減されると仮定し、こうした経費削減圧力が雇用や所得にどの程度影響するのか、大まかに試算してみた。「法人企業統計」ベースの経常利益を、単位労働コストで単回帰した結果を用いると、売上高が前年度比+0.3%とほぼ横ばいの中で19.2%増益を達成するためには、人件費を前年度比で5.1%程度と大幅に削減する必要があると試算される(図)。仮に5.1%の人件費抑制のうち2%ポイントを雇用の削減で達成しようとする、失業者はさらに120万人程度増加して450万人を超え、失業率は6.6%に達すると同時に、就業者の賃金も3%低下する計算になる。

企業が増益を達成する一方で、雇用の減少や賃金の低下によって家計の所得が大幅に低下することは、所得分配の変化を意味する。たとえば、人件費を5.1%削減するケースでは、売上高人件費比率は10年度末の14.1%から13.3%に低下することになる。

このような所得分配の変化が家計部門の支出に及ぼす影響には、2つの相矛盾する効果があると考えられる。すなわち、一方では企業収益改善を評価して株価が上昇基調となれば、消費者心理の下支え要因となることが期待できる。しかし、他方では大幅な人件費抑制はそのまま雇用者所得の低下(労働分配率の低下)につながると同時に消費者心理の悪化要因ともなりうる。この

ような所得分配の変化がもたらすであろう相反した効果は、マクロ経済上どちらが大きいのか、重要な論点となる。

ここでは、家計調査ベースの平均消費性向を、株価と失業率で推計してみた。平均消費性向は、変動が激しいため、変化の基調を抽出するために2四半期移動平均を取った。推計結果によれば、失業率の1%ポイント上



(注) 単位労働コスト=現金給与総額×常用雇用指数/鉱工業生産指数で定義

(資料) 大蔵省、通産省、総務庁統計より郵政研究所作成。

$$\text{経常利益(前年比)} = -3.51 * \text{単位労働コスト(前年比)} + 0.10$$

(-13.18) (7.93)

()内はt値

推計期間 1985年第1四半期から1999年第2四半期

自由度修正済み決定係数 0.64 D.W.比 0.90

【低収益性からの脱却には資産圧縮も必要】

低下する企業の資産効率

(%)

ROA

+σ

平均

-σ (前年比、%)

総資産

(前年比、%)

経常利益

30 35 40 45 50 55 60 2 7 12 (年)

産経常利益率（ROA）をみると、昭和 30 年以来、景気拡大期に上昇し、後退期には低下するというパターンを繰り返しながら、平均的水準である 1.0%をはさんで推移してきたことがわかる。しかし、「バブル期」に急速に資産を拡大したこと、その後大幅に需要が低下したことを背景に、「バブル崩壊」後には ROA が過去の平均的な変動レンジを超えて低下しており、企業の資産効率急速に悪化している(図)。

前述の、11年度に人件費を前年度比5.1%削減、経常利益ベースで同19%増益を達成するケースでROAがどの程度改善するかを検討してみよう。ここでは、設備投資を抑制することで企業は資産残高を一定に保つと仮定する²。このケースでROAは、10年度末の0.5%から11年度末0.6%に上昇するものの、昭和30年以降の平均的水準1.0%に及ばないばかりか、景気が一時的に回復した平成8年度末の0.7%にも満たない。このことが示唆するのは、大規模な人件費の抑制だけでは企業の収益率が十分に高まらないということである。企業は、収益性向上のために投資案件の選別強化などを通じた設備投資の抑制、保有資産の整理を

² このような仮定を導入すると資産効率が高まりやすい。

同時並行的に進めるとみられる³。

【不良債権の最終処理とは】

金融機関も不良債権問題という形で、同様の問題を有している。そもそも、金融機関の不良債権問題とは、融資先である事業会社の保有資産の収益性が、利払いにも事欠くほど悪化していることに起因するもので、両者は同根のものである。

まず、11年3月末に大手行に対して注入された7兆円超の公的資金の効果をみてみよう。平成10年9月中間期の分類債権毎に一定の償却率を前提として算出した想定ロスから、これまで積み立ててきた貸倒引当金を差し引くと、大手17行ベースで8.6兆円の償却資金が必要であると試算

される。これに対し
て公的資金7.3兆円、
銀行の独自増資2兆
円が新たに銀行に
注入されることで、
自己資本比率の低
下を招くことなく、
不良債権の処理に
一応のめどが立ったことになる(表)。

大手17行の要償却額の試算		(兆円)					
		総与信額	I分類	分類債権	II分類	III分類	IV分類
自己査定	(a)	381.2	337.0	44.9	39.7	4.4	0.8
想定償却率	(b)				(15%)	(70%)	(100%)
想定ロス	(c)=(a)*(b)	9.8			6.0	3.1	0.8
一般貸倒引当金	(d)	1.3					
要償却額	(e)=(c)-(d)	8.6					

(注) 計数は平成10年9月中間決算時。

公的資金注入額および独自増資額	
公的資金注入額	7.25
独自増資	2.02
(合計)	9.27

しかし、注意が必要なのは、不良債権処理のうち貸倒引当金を積み上げる間接償却にとどまっている部分が大きいことである。債権放棄などの直接償却を行うケースでは、①銀行のバランスシートから不良債権が消えるため、二次損失の可能性はなく、貸倒損失計上後の収益性は向上する。②借り手の債務も圧縮され、バランスシート調整が進む。③借り手が破綻し、一部債権を回収するケースでも損失は発生するものの銀行にキャッシュインフローが生じるなど、実体的な不良債権処理が進むと考えられる。

これに対して、処理が間接償却にとどまっている段階では不良債権はバランスシート上に残っており、不動産価格の下落などで担保価値が低下すると二次損失のリスクがある。また、処理前後で銀行の収益性に変化はない。さらに、銀行の不良債権問題が、同時に企業の過剰債務問題であるという点に注目すると、借り手の債務も圧縮されずバランスシート調整が進まない。このように、間接償却は不良債権の最終処理とはならず、实体经济の回復にも寄与しない可能性がある。さらに、金融機関による直接、間接の不良債権処理にも関わらず、景気の後退や不良債権査定の厳格化によって年々新たに不良債権が発生して

³ もっとも、企業の資産は、実物資産ばかりではなく、持ち合い株式など多くの金融資産が含まれており、これを解消する形でも資産圧縮が進む可能性がある。

いることにも留意が必要である(表)。

公的資金の注入や海外事業からの撤退などによって、金融機関は不良債権処理を一応進めた上で、自己資本比率規制をクリアした。公的資金の注入や政府が中小企業向けに 20 兆円規模の信用保証枠を設定したことで、信用不安に伴う金融仲介機能の麻痺状態から脱し、信用収縮圧力は緩和している。しかし、銀行がバランスシートの健全化を進めていることには変わりがない。金融機関は、不良債権処理や保有有価証券の評価損に伴う自己資本の毀損や BIS の自己資本比率規制などによってリスク許容度が低下している。このため、一定のリスク、リターンを持つ融資案件に対して、従来よりも高いリスクプレミアムを要求する状況になっている。こうした現象は、金融機関のバランスシート調整が終了するまで続くと思われる。また、注入された公的資金も最終的には買い戻しを期待されている資金であり、その間に金融機関は収益性を高めることを求められている。これは、一面では利ざやを拡大する動きにつながりやすく、資金の借り手からみれば貸し渋りに他ならない。結局、事業会社と金融機関のバランスシート調整が同時並行的に進み、低収益性が改善されなければ、合理的な金融機関が積極的に貸し出しを増やす状況にはないと考えられる。

【国際会計基準導入の影響】

企業の収益性に対する投資家の関心の高まりは、連結重視、時価会計導入を柱とした国際会計基準の適用など、より多くの情報開示を迫っている。こうした制度面の変化も、企業の構造調整を促す要因となっている。

たとえば上場企業は、平成 12 年度（平成 13 年 3 月期末）決算からの年金債務の計上開始を控えている。先行して SEC 基準を採用し年金積み立て状況を公表した 27 社の平成 10

全国銀行の不良債権処分損の推移

	(億円)						
年度	平成4	平成5	平成6	平成7	平成8	平成9	平成10(中間)
不良債権処分損	16,190	41,052	54,553	134,445	78,193	132,682	37,055
個別貸倒引当金純繰入額	9,291	13,791	16,252	71,626	35,032	84,124	25,944
直接償却等	4,235	20,900	28,085	59,802	43,158	39,927	7,196
貸出金償却	2,044	2,354	7,060	17,213	9,730	8,506	3,312
共同債権買取機構への売却損	2,191	18,546	21,025	25,261	11,330	10,434	942
平成4年以降の累計	16,190	57,242	111,795	246,240	324,433	457,115	494,170
直接償却等の累計	4,235	25,135	53,220	113,022	156,180	196,107	203,303
不良債権額	127,746	135,759	125,462	285,043	217,890	297,580	300,780
個別貸倒引当金残高	18,670	30,234	42,984	114,270	104,360	159,290	147,230
未カバー不良債権残高	109,076	105,525	82,478	170,773	113,530	138,290	153,550
当期発生不良債権		28,913	17,788	219,383	-23,995	119,617	10,396

(注)

1. 不良債権処分損は、個別貸倒引当金(従前の債権償却特別勘定)純繰入、貸出金償却、共同債権買い取り機構への売却、その他の債権放棄や支援損などの合計額。
2. 不良債権額の欄は、リスク管理債権の金額。ただし、平成7～8年度は破綻先債権、延滞債権先、金利減免等債権の合計額であり、6年度以前は破綻先債権、延滞債権の合計額。
3. 6年度以前は、都銀、長信銀、信託の主要行のみの計数。なお()内は、主要行のみの計数。
4. 直接償却等は、貸出金償却、債権売却損、支援損等の合計額。ただし、6年度以前は、貸出金償却および共同債権買い取り機構への売却損の合計額。
5. 9年度以降は、北海道拓殖、徳陽シティ、京都共栄、なにわ、福德、みどりの各行を含まない。
6. 当期発生不良債権は、不良債権残高の増分ー直接償却額で定義。

(資料)金融監督庁「10年9月末におけるリスク管理債権等の状況について」より、郵政研究所作成。

年度の企業年金の積み立て不足額は、4兆6千億円にのぼり、自己資本額の2割にのぼる。企業はこれら積み立て不足を最長15年間で計上する必要がある。企業の資金繰り、ひいては設備投資などに影響が及ぶのは、退職給付引当金を計上する時ではなく、実際にキャッシュアウトフローが生じる「退職給付引当金」を取り崩す時点である。しかし、企業の隠れた債務と解釈できる年金債務積み立て不足額の会計上の認識は、市場による企業評価の修正を通じて企業の資金調達コストを押し上げる懸念がある。このため企業はなるべく早期に、退職給付引当金の取り崩し、現金による追加的年金拠出などの方法で不足額の圧縮を図る誘因があると考えられる。これは、経常利益ベースでの企業収益が回復しても設備投資の回復は鈍いものにとどまる要因の一つとなろう。

国際会計基準導入に伴う年金債務問題の認識は、今後の所得分配や雇用慣行にも影響を及ぼす可能性がある。従来の年金制度である確定給付型年金は、企業が従業員に対して確定利回りを保証する義務があり、運用利回りがこれを下回れば企業に追加負担が生じる。企業が追加負担に耐えられないと想定される場合は、労使の合意のもとで予定運用利回りの引き下げなど、実質的に家計から企業に所得が移転するケースも生じうる。これに対して現在導入が検討されている確定拠出型年金⁴は、企業は一定額を拠出するだけでよく、運用利回りの変動リスクを負担する必要がない。この結果、新型年金制度への移行が進んだ場合、年金資産の運用リスクは企業部門から家計部門へ移転することになる。80年代以降の米国で労働分配率が低下基調となった背景の一つは、確定拠出型年金制度の導入による企業負担の軽減であったとみられる。

一方、新制度の導入は、雇用の流動化を促す要因ともなる。わが国の雇用流動化を妨げている要因の一つは、サラリーマンが転職すると制度上、それまで積み立てた企業年金の受給権を失ってしまうことであると指摘されてきた。しかし、確定拠出型年金の場合は、従業員一人一人が個別に年金資産を運用する形を取るために、一定の就業期間を満たせば転職先に年金を移し替えることが可能で、雇用流動化を阻む障害のひとつが取り除かれることにつながる。

【合成の誤謬】

以上、企業が高収益体質への脱却を図る中で、雇用調整、資本ストック調整が進み、所得分配に変化が生じる可能性と影響についてみてきた。これらの動きは、個別企業にとっては合理的なものである。しかし、こうした調整は、少なくとも短期的には経済にデフレ圧力をもたらし、多くの企業によって同時に進められれば実体経済の悪化と調整圧力増大の悪循環、いわゆる合成の誤謬に陥るリスクがある。従って、引き続き民間部門の調整に

⁴ 米国の制度になぞらえて、日本版401kプランとも呼ばれる。なお、平成12年度末までに確定拠出型年金への移行が始まることは、本予測では想定していない。

伴うデフレ圧力を、遮断する方策を用意することが重要となろう。

【見通しの概要】

平成 11 年度上半期は、これまでの政策効果によって、①急速な需要の低下に歯止めがかかったこと、②信用不安の後退や特別信用保証枠の設定で信用収縮圧力が緩和されたこと、③民間部門における在庫調整が進展していること、などを背景に景気は緩やかな回復過程をたどる。特に、需要低下と信用収縮による複合的な悪循環から一応抜け出たとみられる点は大きい。また、生産の下げ止まり、雇用調整のある程度の進展を受けて企業の収益環境は改善してきている。株価もこれを好感する形で上昇基調をたどってきており、消費者心理の改善にも寄与している。

ただし、下半期については、公共投資の息切れ等を契機に民間部門の潜在的な調整圧力が再び顕在化するリスクが残っている。前回見通し（平成 10 年 12 月）では、「相当規模の追加的経済対策が打ち出されること」を前提としたが、平成 11 年度一次補正予算案は 5000 億円規模の雇用対策にとどまり、想定していたものよりかなり小さい。むしろ足元で景気に回復感が出ていることで、追加的補正予算が組まれると想定される時期は、従来の見通しよりも後ずれし、規模についても小さいものとなる可能性が浮上している。さらに、中小企業向け特別信用保証枠による借入金の元金返済猶予期間が切れることをきっかけに、中小企業の資金繰りが再び悪化し、企業倒産や失業が増勢を強める懸念もある。このため、11 年度下半期は調整色をやや強める展開となろう。

平成 11 年度全体では、企業部門が資本ストックや債務圧縮などのバランスシート調整や、雇用調整を続ける中で民需の低迷が続く一方、公需がこれを押し上げる形で実質経済成長率は+0.5%となろう。また、雇用調整が進む結果、失業率は年度平均で 5.0%（年度末 5.2%）まで上昇しよう。

平成 12 年度は、回復過程をたどるが、高収益体質への転換を目指した企業部門の人件費抑制など構造調整の動きがなお残存するため、実質経済成長率は+0.2%と回復のペースは緩やかなものにとどまる。企業の人件費抑制の動きは、所得分配を変化させる。一方では、企業の収益性が改善されるため、株価がこれを評価し上昇基調となれば消費者心理を下支えしよう。他方では、家計所得が低迷し、失業率も年度平均 5.3%と高止まる。このため、個人消費、住宅投資など家計部門の需要は、回復のペースが鈍いものとなる。企業の収益性改善は、通常は設備投資を増加させる要因である。しかし、今回の局面については人件費抑制だけでは、過去の平均的な水準まで企業の資産効率を高めることは困難である。金融機関の不良債権処理の動きとも相まって、企業の資産圧縮や新規設備投資抑制の動きが続く公算が大きく、設備投資の回復は通常の景気回復期よりもかなり鈍いとみられる。公需についても、平成 11 年度末にかけて「真水ベース」で 3 兆円規模の公共投資が追加（効

果は平成 12 年度中に発現)されることを前提としたが、大型経済対策が相次いだ前年度と比較するとマイナス寄与に転じる。一方、外需については、海外経済の回復のペースが相対的に速いため、若干のプラス寄与を見込む。

金融機関や企業の低収益性からの転換を目指した構造調整の動きによって、12 年度も緩やかな回復にとどまる。しかし、こうした調整は、別の側面からみれば「バブル崩壊」以降の負の経済的遺産を償却するために必要不可欠なものである。平成 11 年度、12 年度とも、構造調整に伴うデフレスパイラル的悪循環に陥るリスクを適切な政策で回避しつつ、中長期的なわが国経済の回復を準備する時期と位置づけることができよう。

なお、予測に当たっては、均衡財政政策への転換、大規模な信用収縮を伴う金融不安の再燃、海外経済の急激な悪化はないものと想定した。

予測要約表

国民総生産（季節調整系列）

（平成2年価格、10億円、％）

	平成11年度				平成12年度				10年度	11年度	12年度
	4-6月期 (推)	7-9月期 (予)	10-12月期 (予)	1-3月期 (予)	4-6月期 (予)	7-9月期 (予)	10-12月期 (予)	1-3月期 (予)		(予)	(予)
民間最終消費支出	286,093	285,407	284,436	284,436	285,130	285,541	287,083	288,059	282,660	285,093	286,453
前期比	0.4	-0.2	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.5	0.3			
前年比	1.3	1.2	1.0	-0.2	-0.3	0.0	0.9	1.3	0.1	0.9	0.5
住宅投資	18,712	19,161	19,046	19,084	19,046	18,837	18,837	18,893	18,100	19,001	18,903
前期比	8.1	2.4	-0.6	0.2	-0.2	-1.1	0.0	0.3			
前年比	-4.5	4.2	11.4	10.3	1.8	-1.7	-1.1	-1.0	-10.8	5.0	-0.5
設備投資	74,534	73,416	71,654	71,081	71,010	70,797	73,204	74,522	76,694	72,671	72,383
前期比	-1.2	-1.5	-2.4	-0.8	-0.1	-0.3	3.4	1.8			
前年比	-6.8	-5.7	-2.6	-5.8	-4.7	-3.6	2.2	4.8	-12.2	-5.2	-0.4
民間在庫増減	1,448	957	1,238	1,456	1,112	938	726	927	1,444	1,275	926
寄与度	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.1
政府消費支出	45,857	45,903	45,811	46,132	46,501	46,687	46,547	46,780	45,447	45,926	46,629
前期比	0.4	0.1	-0.2	0.7	0.8	0.4	-0.3	0.5			
前年比	1.4	0.7	1.1	1.0	1.4	1.7	1.6	1.4	0.4	1.1	1.5
公共投資	43,344	46,205	46,112	46,066	45,467	45,331	43,019	41,944	41,334	45,432	43,940
前期比	-7.8	6.6	-0.2	-0.1	-1.3	-0.3	-5.1	-2.5			
前年比	16.6	19.9	8.2	-2.0	4.9	-1.9	-6.7	-8.9	5.0	9.9	-3.3
公的在庫増減	0	0	0	0	0	0	0	0	-108	0	0
寄与度	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	11,205	10,571	11,445	11,458	12,151	12,459	12,577	12,223	12,552	11,170	12,353
寄与度	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.4	-0.3	0.2
輸出等	65,813	65,616	66,600	66,999	67,803	68,278	68,619	68,825	65,181	66,257	68,382
前期比	2.4	-0.3	1.5	0.6	1.2	0.7	0.5	0.3			
前年比	0.6	-1.5	3.3	4.2	3.0	4.1	3.0	2.7	-3.7	1.7	3.2
輸入等	54,608	55,045	55,155	55,541	55,652	55,819	56,042	56,603	52,629	55,087	56,029
前期比	2.8	0.8	0.2	0.7	0.2	0.3	0.4	1.0			
前年比	3.7	4.7	5.7	4.6	1.9	1.4	1.6	1.9	-7.5	4.7	1.7
実質GDP	481,194	481,620	479,743	479,714	480,418	480,589	481,993	483,347	478,122	480,568	481,587
前期比	-0.3	0.1	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3			
前年比	0.5	0.9	1.3	-0.6	-0.2	-0.2	0.5	0.8	-2.0	0.5	0.2
名目GDP	497,845	498,285	496,840	497,307	498,535	498,712	500,669	502,075	494,404	497,569	499,998
前期比	-0.3	0.1	-0.3	0.1	0.2	0.0	0.4	0.3			
前年比	0.0	1.3	1.7	-0.4	0.1	0.1	0.8	1.0	-2.1	0.6	0.5
デフレーター	103.5	103.5	103.6	103.7	103.8	103.8	103.9	103.9	103.4	103.5	103.8
前期比	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0			
前年比	-0.5	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.1	0.3

前期比寄与度

(%)

実質GDP	-0.3	0.1	-0.4	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3	-2.0	0.5	0.2
民間最終消費支出	0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.5	0.3
住宅投資	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.2	0.0
設備投資	-0.2	-0.2	-0.4	-0.1	0.0	0.0	0.5	0.3	-2.2	-0.8	-0.1
民間在庫増減	0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	-0.1
政府消費支出	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
公共投資	-0.8	0.6	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.5	-0.2	0.4	0.9	-0.3
公的在庫増減	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純輸出	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.4	-0.3	0.2
輸出等	0.3	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.5	0.2	0.4
輸入等	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.9	-0.5	-0.2
内需	-0.3	0.2	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4	-2.4	0.8	0.0
国内民需	0.4	-0.4	-0.5	-0.1	0.1	0.0	0.8	0.5	-2.8	-0.2	0.1
公需	-0.7	0.6	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.5	-0.2	0.4	1.0	-0.2
国内最終需要	-0.4	0.3	-0.6	-0.1	0.1	0.0	0.3	0.3	-2.1	0.8	0.0
外需	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	0.4	-0.3	0.2

経常収支 (10億円)	3,471	3,965	4,662	4,654	3,939	4,216	4,604	4,226	15,380	16,752	16,986
対名目GDP比(%)									3.1	3.1	3.2
完全失業率	4.7	4.8	5.1	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3	4.3	5.0	5.3
雇用者所得 (前年比、%)	284,617	278,080	275,985	278,029	278,924	274,743	274,881	279,419	283,642	279,178	276,992
	-1.0	-1.2	-1.8	-2.3	-2.0	-1.2	-0.4	0.5	-1.3	-1.6	-0.8
国内卸売物価 (前年比、%)	95.8	95.8	95.9	96.0	96.0	96.0	96.1	96.3	97.0	95.9	96.1
	-1.8	-1.7	-0.8	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	-2.2	-1.1	0.3
消費者物価 (前年比、%)	102.3	102.4	102.4	102.2	102.2	102.2	102.3	102.5	102.5	102.4	102.3
	0.0	0.3	-0.5	-0.3	-0.1	-0.2	-0.1	0.3	0.1	-0.1	0.0
原油入着価格 (ドル/バレル)	16.0	18.0	19.0	20.5	18.0	17.0	17.0	16.0	12.8	18.4	17.0
円/ドル	120.9	119.0	121.0	124.0	123.0	121.0	120.0	118.0	128.0	121.2	120.5
国債指標利回り	1.54	1.70	1.80	1.75	1.80	2.00	2.15	2.20	1.3	1.7	2.0

民間最終消費支出

○11 年度は+0.9%、12 年度は+0.5%と緩やかな回復にとどまる

【概観】

足元で消費にやや改善が見られるが、企業の雇用調整を背景として、所得の落ち込みが続いており、回復の持続性には疑問が残る。企業のリストラは、一方で収益性改善、株価上昇を通じて消費者心理を下支えする。しかし、他方で雇用調整、賃金抑制によって家計所得が低迷し、失業率も高止まることから、消費の回復は緩やかなものにとどまる。

【主な要因】

■ 疑問の残る消費回復の持続性

1-3 月期の GDP 統計によると、実質民間最終消費支出は、前期比+1.2%（名目は同+0.7%）と回復した。しかし、所得はむしろ落ち込んでいることに注意が必要である。毎月勤労統計の現金給与総額をみると、1-3 月期は前年同期比-3.7%、4-6 月期は同-4.3%と大きく落ち込んでいる。給与が前年水準を大きく割り込む等、所得環境が悪化する中での消費回復は、持続性に疑問が残る。

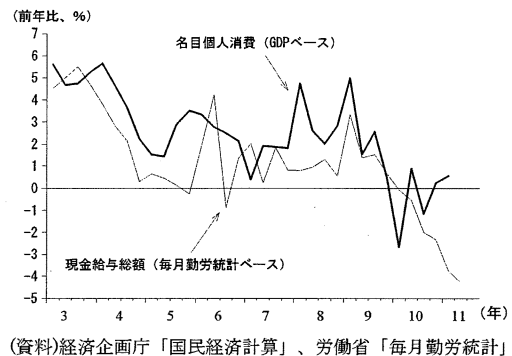
■ 賃金の低迷

11 年度は、企業収益悪化などの影響をうけて、春闘賃上げ率が 2.1%と過去最低の伸びとなった。最近の賃金動向の特徴は、もともと変動の大きなボーナスや所定外賃金だけでなく、これまで安定的に推移してきた所定内賃金についても、大きく落ち込み始めていることである。下半期から 12 年度にかけても、企業の賃上げ抑制圧力が続くことに加え、雇用調整圧力も残ることから、所定外給与の減少が続く。所定内給与についても前年割れが続くことが予想され、現金給与総額は減少傾向となる。

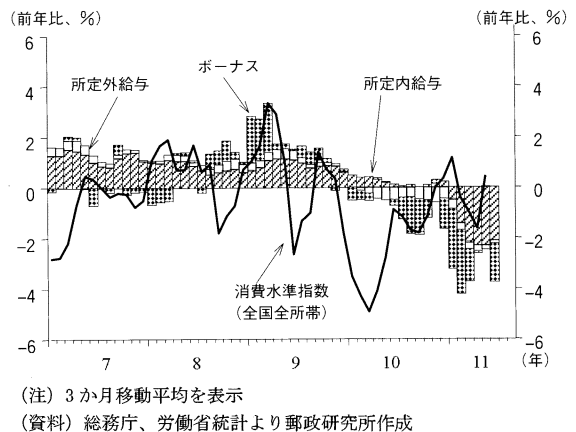
■ 雇用調整継続から 12 年度の回復過程は緩やか

6 月調査の日銀短観によれば、平成 11 年度に、企業は売上高横ばいの中で、増益を計画しており、今後、人件費削減は一段と進むことが予想される。人件費削減を通じた企業の収益性向上は、一方で、株高をもたらし、資産効果を通じて消費者心理の改善に貢献する可能性もある。他方で、雇用調整は、所得の低迷や失業率上昇をもたらし、個人消費への下押し圧力として働くため、12 年度以降の回復過程は緩やかなものにとどまる。

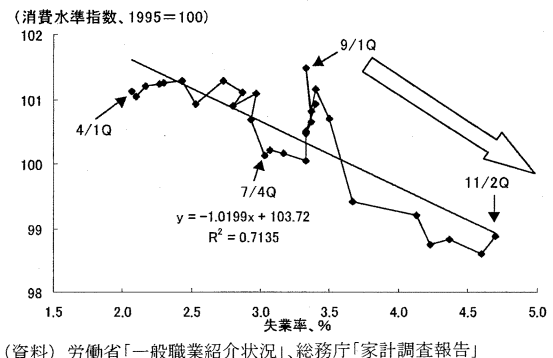
現金給与総額と個人消費の推移



賃金の落ち込み



失業率と消費水準指数の推移



民間住宅

○11 年度は+5.0%、平成 12 年度は-0.5%と減速へ

【概観】

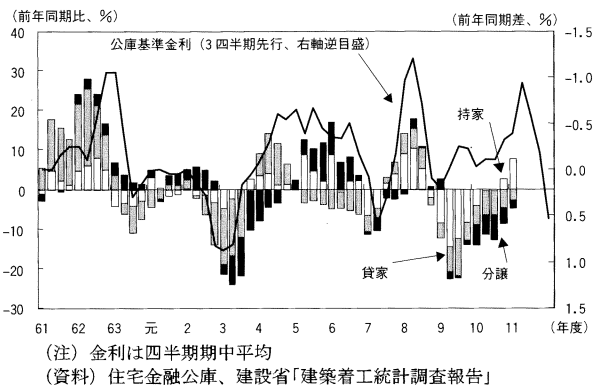
平成 11 年度下半期以降は、住宅減税による下支え効果が徐々に剥落するほか、金利の上昇、雇用調整の本格化による雇用不安の高まりから、住宅投資は減少基調で推移する。12 年度下半期には、企業収益の改善から所得は下げ止まりに向かうものの、失業率は高止まるなど、雇用不安が引き続き存在するため、住宅投資回復の足取りは、緩やかなものととどまる。

【主な要因】

■ 11 年度下半期には金利低下の効果も剥落へ

住宅取得促進政策が奏効し、持家中心に住宅投資は回復基調にあるが、住宅金融公庫融資による持家着工戸数が大きく増加した反面、貸家や分譲は低迷が続いている。公庫のマイホーム新築向け融資も今年度第 1 回申し込みは、前年と同水準にとどまった。公庫の利率は住宅着工と逆相関で 3 四半期程度先行する傾向があるが、すでに公庫基準金利が 2.6%まで引き上げられるなど、金利は上昇に転じている。従ってこれまでの低金利等による住宅投資の盛り上がりも夏場までで、11 年度下半期以降は減少基調に転じよう。

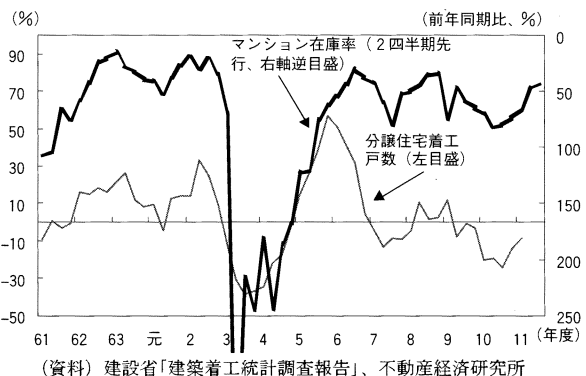
公庫金利と住宅着工の推移



■ 住宅ローン減税による押し上げ効果も限定的

住宅ローン減税の追加拡充は、平成 12 年末までの入居者に適用される。分譲住宅の大半を占めるマンションについては、工事期間や在庫調整の進展（在庫率は、分譲住宅着工と逆相関で 2 四半期先行する）等を考慮すると、11 年度下半期に減税適用のための駆け込み着工が見込まれる。しかし、在庫圧縮のために新規着工が抑制される懸念もあり、着工戸数の大幅な伸びは期待しにくい。

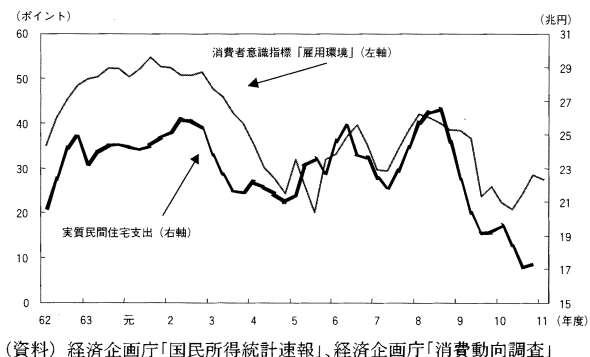
分譲住宅着工と在庫率



■ 雇用調整の継続から住宅取得は手控へ

6 月の失業率は既往最悪の 4.9%となるなど、雇用・所得をめぐる環境は依然悪化が続いている。企業の雇用調整の本格化によって、今後については、雇用環境がむしろ悪化するとみられる。このため、12 年度についても、先行きの所得・雇用環境に対する不安感から、家計は住宅取得には慎重となるため、住宅投資回復への足取りは緩やかなものととどまる。

雇用不安と民間住宅投資



民間企業設備

○11年度は-5.2%、12年度は-0.4%とストック調整が続く

【概観】

平成11年度は、企業の設備過剰感が強く、資本ストック調整を受けて前年度比-5.2%と落ち込む。12年度も、設備過剰感は残り、資本ストック調整の動きが続く。一方、雇用調整の進展から人件費負担は減少し、在庫調整を受けて生産も下げ止まることから、労働生産性が改善し、企業収益も緩やかに回復する。ただし、国内民需の基調は弱く、前年比でプラスに転じるのは年度後半にずれ込む。この結果、12年度の民間企業設備投資は、前年度比-0.4%と前年割れの状況が続く。

【主な要因】

■ 資本ストック調整の継続

このところ企業の業況判断が改善している一方で、設備の過剰感は高止まっている。日銀短観の設備判断D.I.は平成4年3月調査時にゼロとなって以来、「過剰」超の状態が続いている。この背景には、生産能力の過剰と需要の低迷という2つの要因がある。設備稼働率を生産能力と鉱工業生産とに分解し、平成4年3月調査時点と比較してみると、生産能力は平成9年をピークに徐々に減少している一方で、鉱工業生産は大きく落ち込んでいる。

足元では在庫調整の進展から鉱工業生産には持ち直しの動きも見られ、今後緩やかに上昇すると見込まれるが、依然低水準で推移することから、設備の過剰感は高止まりとなる公算が大きい。

■ 雇用調整による企業収益の緩やかな改善

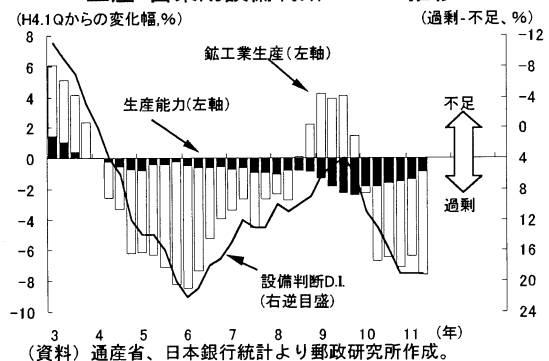
これまでは需要の低迷による労働生産性の落ち込みが企業収益を圧迫してきたが、生産の持ち直し、雇用調整の進展によって、労働生産性の悪化にも既に歯止めがかかっており、今後、企業収益も改善に向かうことが予想される。さらに、雇用調整や賃金抑制という形で人件費負担の圧縮が進み、単位労働コストの低下が続くことから、企業収益は緩やかに回復する。

■ 民間設備投資は前年割れが続く

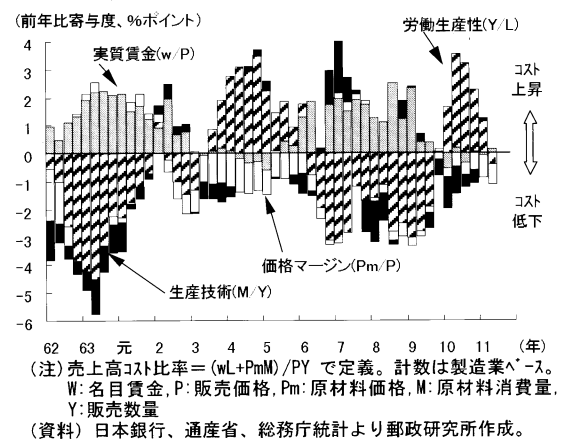
人件費の抑制が進むなかで企業収益が緩やかに回復するため、労働分配率は低下し、企業のキャッシュ・フローは改善する。このため、設備投資に持ち直しの動きが出てくる。

ただし、国内民需の基調が弱いことや銀行のバランスシート調整が続くことに加えて、企業が資産効率の向上を目指す為、投資に選別の動きが強まることから、更新投資や情報化投資などが中心となり、全体的には回復のペースは緩やかなものにとどまろう。

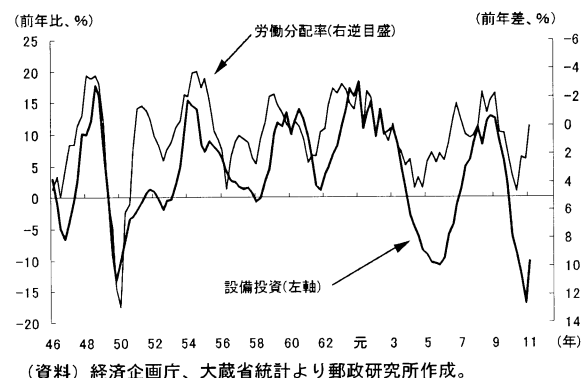
生産・営業用設備判断D.I.の推移



売上高コスト比率の要因分解



労働分配率と設備投資の推移



公的需要

- 公的固定資本形成：11年度は+9.9%と増加、12年度は-3.3%と反動減
- 政府最終消費支出：11年度は+1.1%、12年度は+1.5%と低い伸びを継続

【概観】

平成11年度の公的固定資本形成は、10年度に策定された二度にわたる経済対策の効果から2年連続の増加となる。しかし、平成12年度については、今後、11年度第2次補正予算を想定しても、前年度比で再びマイナスに転じる。

一方、政府最終消費支出は、我が国の厳しい財政事情を反映した歳出抑制の動き等から、平成11年度、12年度ともに前年度比1%台の低い伸びにとどまる。

【主要因】

■ 経済対策の反動

「総合経済対策」及び「緊急経済対策」の効果から、平成10年度の公的固定資本形成は、前年度比でプラスに転じた。11年度も、当初予算の増や当該対策の効果により前年度比プラスを続け、景気の下支え役を果たすこととなる。しかし、11年度下半期には、これが息切れする懸念がある。秋に第2次補正予算が組まれると想定しても、効果が現れるのは12年度に入ってからとみられる。

12年度の公的固定資本形成は、当該11年度第2次補正の効果も考慮しても、前年度比で再びマイナスに転じる。

■ 厳しい我が国の財政事情

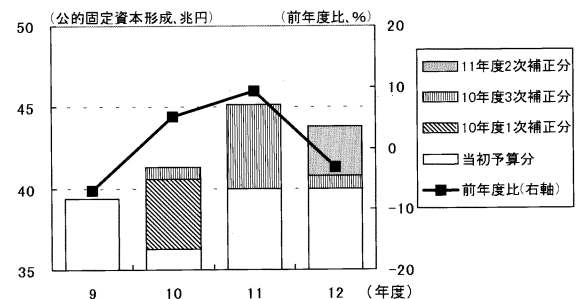
我が国の財政事情を一般政府債務残高の対名目GDP比でみると、財政収支の黒字化に成功した米国はもとより、通貨統合のための緊縮政策を採ったEU諸国と比較して悪化が著しい。さらに、平成10年度には、旧国鉄及び国有林野事業債務の一般会計への継承分も加わったことから、我が国の財政状況は、主要先進国の中でも際立って厳しい状況となっている。

このような厳しい財政事情を反映して、政府最終消費支出についても、歳出抑制のための公務員の定員純減等の動きから、平成11年度、12年度ともに前年度比1%台の低い伸びに留まる。

■ 公的需要の成長寄与度の動向

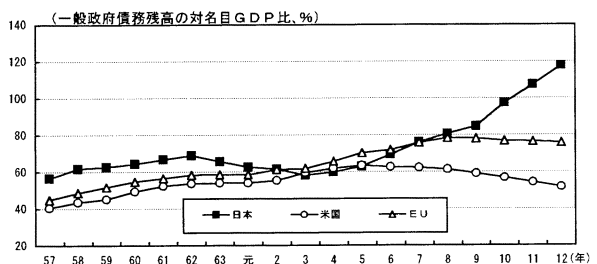
以上の結果、公的需要全体としては、公的固定資本形成の動きを主因として、平成11年度はプラス寄与、平成12年度は一転してマイナス寄与となる。

経済対策の効果試算



(注) 9年度 GDP ベースの公的固定資本形成を同年度の公共工事関係当初予算とみなし、それを基に以降の当初予算分を試算。
10年度1次及び3次の補正予算額は、それぞれ真水で4.3兆円、6.8兆円と想定。
11年度中に2次補正が組まれ、規模は真水で3兆円と想定。
12年度当初予算分は、11年度と同額と想定。

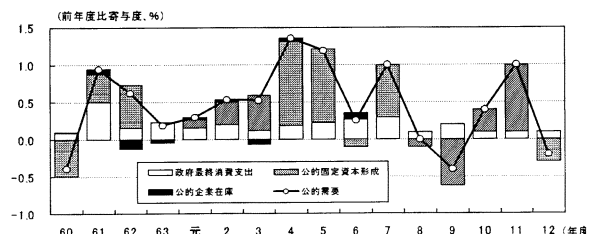
厳しい我が国の財政事情



(注) 暦年ベース。平成11、12年はOECD見込み。
一般政府とは、国、地方、社会保障基金の合計。
※日本の数値には、旧国鉄及び国有林野事業債務の一般会計への継承分が含まれる。

(資料) OECD「OECD ECONOMIC OUTLOOK」JUN. 1999

公的需要の成長寄与度の推移



(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

外需部門

○財・サービス等の純輸出は、11年度-11.0%と黒字が縮小、12年度+10.6%と拡大

【概観】

平成11年度の実質財・サービス等の純輸出は、これまでの円高効果が下半期から剥落することや、アジア経済の緩やかな回復により輸出が増加するものの、輸入も国内需要の緩やかな回復や原油価格の上昇基調により拡大するため、黒字は縮小する。

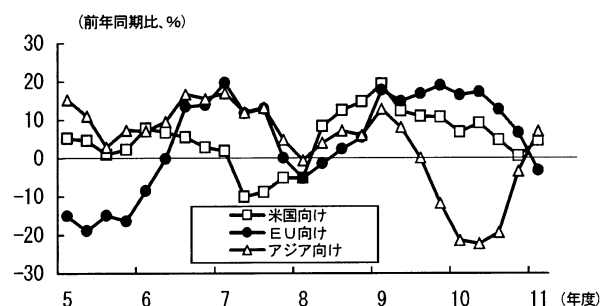
平成12年度は、欧州やアジア経済の緩やかな回復により、輸出が増加基調を維持する一方、輸入は、国内景気の回復が緩やかなものとどまるため小幅のプラスとなり、黒字は拡大する。

【主要要因】

■ 輸出：円高効果の剥落、海外経済の緩やかな回復

輸出の動きを主要地域別の実質輸出額の推移で見ると、米国向けが弱い動き、EU向けが減少傾向、アジア向けが増加傾向にあることが分かる。今後、平成11年度については、これまでの円高効果が下半期から剥落することやアジア経済の緩やかな回復により、財・サービスの輸出は増加に転じる。また、平成12年度も、アジア経済に加え欧州経済の緩やかな回復も加わり、引き続き増加基調を維持する。

主要地域別実質輸出額の推移

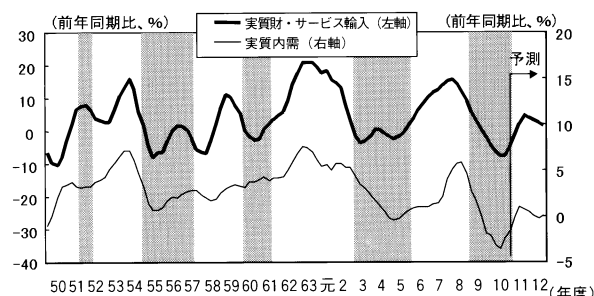


(資料) 大蔵省「外国貿易概況」、日本銀行「卸売物価指数」

■ 輸入：国内需要を反映した動き

実質財・サービス輸入と実質国内需要の関係をみると、好況で国内需要が旺盛な時期には輸入も増加し、逆に不況時には輸入も鈍化するという密接な相関関係が存在している。平成11年度は、国内需要が緩やかに回復することや、原油価格の上昇基調により、財・サービスの輸入は、前年度比プラスとなる。一方、平成12年度は、国内景気の回復が緩やかなものとどまるため、前年度比で小幅のプラスとなる。

国内民需と実質財・サービス輸入の推移



(注) シェドローは景気後退期を示す。

国内民需、財サービス輸入はともに4四半期移動平均。

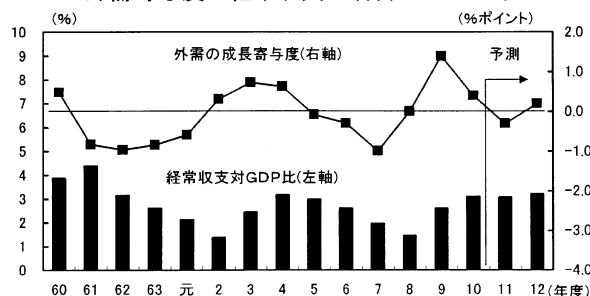
(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」

■ 外需の寄与と経常収支の動向

上記の輸出入動向を反映して、実質財・サービス等の純輸出は、平成11年度は黒字縮小によりマイナス寄与となるものの、12年度は黒字が拡大するためプラス寄与に転じる。

経常収支黒字の対名目GDP比については、こうした財・サービス収支の動向を受け、平成11年度は3.1%、平成12年度は3.2%となる。

外需寄与度と経常収支の名目GDP比率



(注) 外需の成長寄与度は、実質GDP成長率への寄与度。

(資料) 大蔵省「国際収支状況」、経済企画庁「国民経済計算年報」

物価

○消費者物価：11年度は-0.1%、12年度は0.0%と安定

○国内卸売物価：11年度は-1.1%、12年度は+0.3%と安定へ

【概観】

平成11年度の物価は、設備稼働率の下げ止まりにみられる需給ギャップの縮小や、アジア経済の回復や欧米経済の拡大など世界的な需給ギャップ縮小による原油等の海外商品市況の回復などから、卸売物価は対前年でのマイナス幅が縮小していく一方、消費者物価は安定する。

12年度も、緩やかながらも景気が回復し、需給ギャップが縮小に向かうことから、デフレ懸念は後退する。下半期は、円高基調となることに加えて、前年の大幅な原油価格急騰の効果が剥落するため、国内物価は安定する。

【主な要因】

■ 需給ギャップの縮小

設備稼働率指数が、平成9年以降再び低下するなど製品需給が緩和しており、国内卸売物価下落の要因となってきた。公需の息切れをきっかけに、11年度下半期は一時的に調整色が強まるが、基調としては緩やかに景気が回復するため、需給ギャップは徐々に縮小に向かう。この結果、卸売物価は対前年でのマイナス基調に歯止めがかかり、消費者物価は安定基調が続く。

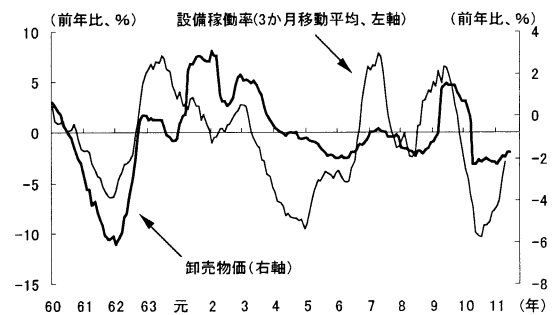
■ 原油価格等の影響

国内需給に加えて、アジア経済の回復などを受けて世界的に見ても需給ギャップが縮小する。商品市況をみるとすでに原油価格が産油国の減産維持に伴い急騰し、C R B指数も下落幅が縮小に転じており、今後輸入物価の上昇を通じて物価押し上げ要因となる。ただし、12年度下半期には、円高基調となることに加え、前年からの急速な原油価格上昇などの影響が剥落することもあり、国内物価は安定基調が続く。

■ 金融政策の効果

銀行の貸出残高の対GDP比の動きは、物価動向に対して2年ほど先行しており、先行きのデフレ圧力の緩和を示唆している。もともと、銀行がバランスシート調整を進める過程で信用創造機能が低下しており、足元では貸出金残高の減少が続いている。今後も、こうした資産圧縮の動きが続くと見られることや、国内景気の回復も緩やかなものにとどまることから、そのままインフレに結びつく事態は見込みがたい。

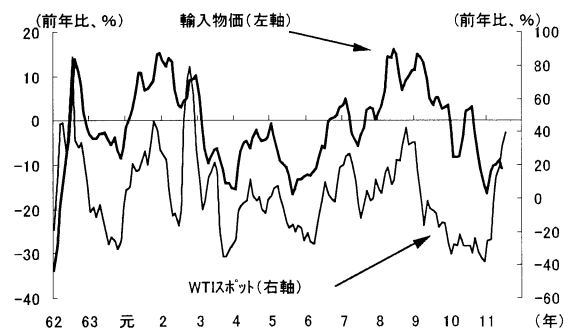
需給ギャップの縮小



(資料)通産省、日本銀行

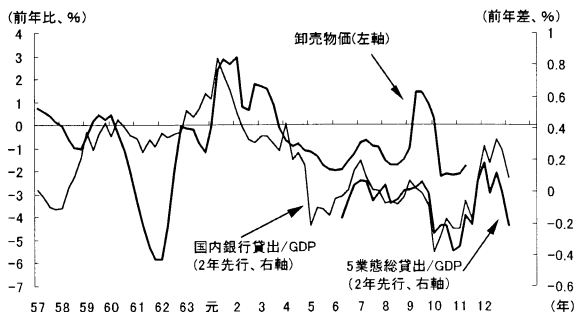
(注)平成元年4月消費税導入、平成9年4月消費税率引上げ

原油価格上昇が輸入物価を押し上げ



(資料)日本銀行

金融政策の効果



(資料)日本銀行、経済企画庁

(注)平成元年4月消費税導入、平成9年4月消費税率引上げ

2. 金融市場/海外経済見通し

為替レート	26
国内金利	27
米国金利	28
米国経済	29
欧州経済	30
アジア経済	31

為替レート

○ドル・円レートは、ボックス圏で推移する中、11年度末は124円とやや円安方向、12年度末は118円とやや円高方向。

【概観】

11年度下期のドル・円相場は、対米経常黒字が高水準で推移するものの、日本の一時的な景気腰折れ懸念と堅調な米国経済による日米景況感格差、大幅な金利差から、ドル高傾向となる。12年度は、日本経済に対する回復期待感の高まりと金利差の小幅縮小から、資金流入が進み、円高傾向で推移する。また、ヘッジファンド等グローバル・マネーの動向から為替が乱高下する場面もありうる。

【主な要因】

■ 為替相場の決定要因

為替相場の決定メカニズムには諸説あるが、「長期的には購買力平価に収斂するものの、短・中期的には経常収支、金利差等の影響を受けて乖離する」とされる。日米購買力平価の動きをみると、昭和50年代以降長期的な下降トレンドにあり、長期的には円高傾向が続いていることが分かる。

■ 日米景況感格差、日米金利差等による日米間の資金移動

11年度下期は、米国金利が金融引締めによりやや高めに推移する。一方、日本では、景気の一時的な腰折れ懸念が残る中で、日銀によるゼロ金利政策が維持される。このため、金利差はやや広がり、対外証券投資は買い越し基調が続き、ドル高要因となる。

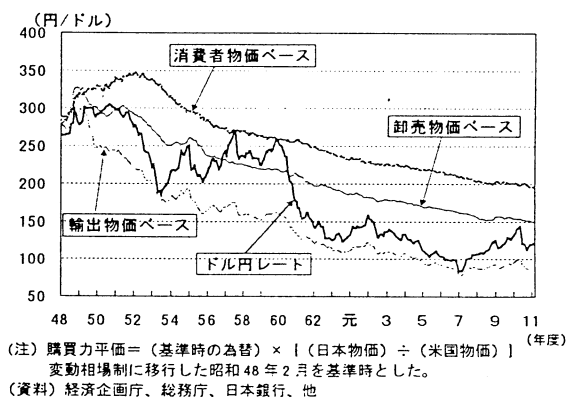
12年度は、日本経済の回復期待から国内金利が緩やかに上昇する一方、米国金利は、景気の緩やかな減速等から徐々に低下し、金利差は小幅縮小する。このため、対外証券投資は幾分鈍化し、ドル高要因は弱まる。

また、欧州やアジア等海外経済の回復期待、N Y株式の高値警戒感などから、グローバルな分散投資が進展し、ドル安要因となる。

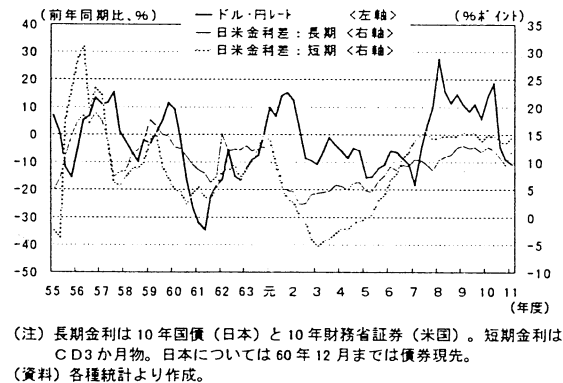
■ 対米経常黒字

日本の対米経常黒字の水準は、実需面でのドル売りの圧力の強さを示しており、今後も経常黒字は高水準で推移することから、円高圧力がかかる。

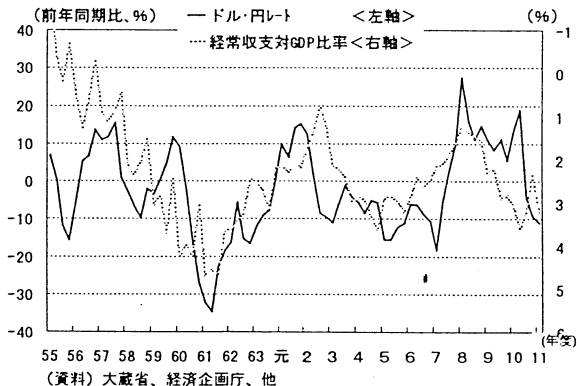
購買力平価とドル円レート



日米金利差とドル円レート



経常収支とドル円レート



国内金利

○ゼロ金利政策が維持され、公定歩合は据え置き

○10年最長国債利回り(年度平均値)は11年度1.7%、12年度2.0%と緩やかに上昇

【概観】

景気回復を金融面から支えるために現在のゼロ金利政策は引き続き維持される。公定歩合は据え置かれ、他の短期金利も、低位安定的に推移する。

10年最長国債利回りは、信用不安の後退による官民スプレッドの縮小が進む一方、景気の腰折れ懸念が残ることから一方向に動きにくくボックス圏で推移する。12年度に入り景気が緩やかながらも回復していく中で、金利は緩やかに上昇する。なお、ゼロ金利政策解除の思惑や国債増発に伴う需給悪化懸念は波乱要因となり、一時的に金利が急騰する場面もありうる。

【主要要因(10年最長国債利回り)】

■ 景気の動向

一連の経済対策の効果が剥落する11年度下期にかけて、景気腰折れの懸念が残り、金利は低下圧力を受ける。12年度に入ると景気が緩やかながらも回復していくため、金利は上昇局面を迎える。ただ、物価が安定的であり、また、企業の設備過剰感から資本ストック調整の動きが続き、企業の資金需要が弱いことから、金利上昇は緩やかなものとなる。

■ リスク資産への回帰：緩やかな上昇要因

一連の金融再生策で、信用不安は後退しているが、リスク資産から国債など安全資産へ資金をシフトさせた「質への逃避」からの回帰は、道半ばである。国債利回りと民間金利との官民スプレッドは、過去10年間の平均を大きく上回っており、縮小方向へ圧力がかかる。

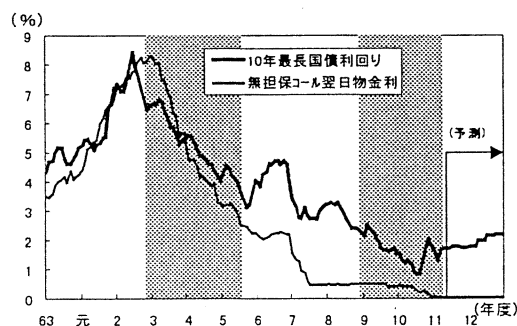
■ ゼロ金利政策解除への思惑：一時的波乱要因

日銀によるゼロ金利政策が継続されるため、金利の上昇は抑制される。しかし、12年度には景気が緩やかに回復する中で、物価が安定的に推移し、デフレ懸念が後退することから、ゼロ金利政策解除の思惑で、乱高下する場面もある。

■ 需給の動向：波乱要因

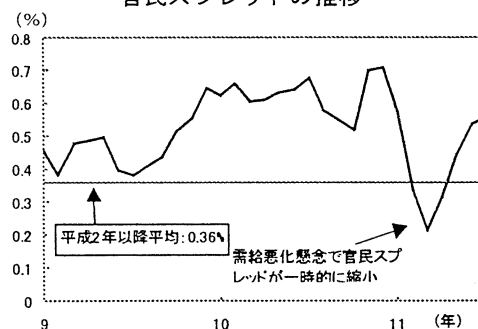
経済対策実施や税収不足等に伴う国債増発に市場の注目が集まっている。先行きの国債需給悪化懸念は根強く、国債発行計画の発表を受けて、金利に上昇圧力がかかる場面もある。

景気動向と長短金利



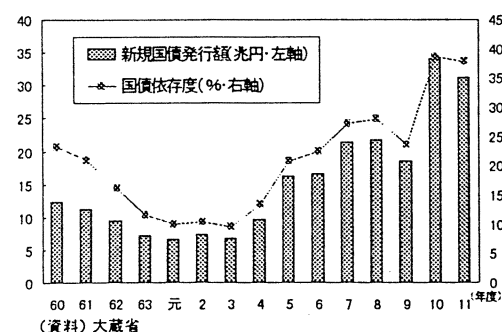
(注) シャドーは景気後退期。(資料) 日本銀行、日本相互証券

官民スプレッドの推移



(注) 官民スプレッド：(10年スワップ金利-10年最長国債利回り)の3か月移動平均(資料) トウキョウフォレックス、日本相互証券

新規国債発行額と国債依存度の推移



(資料) 大蔵省

米国金利

○フェデラル・ファンド・レートは99年中に小幅引き上げ、公定歩合は据え置き
○30年物国債利回りは緩やかに低下し、2000年には5%台後半へ

【概観】

99年中は高めの経済成長が続き、雇用の逼迫からくるインフレ懸念が残り、予防的に小幅な金融引締めが行われる。フェデラル・ファンド・レートは6月の引き上げに続き、99年中に再度0.25%引き上げられ5.25%とされるものの、公定歩合は4.5%のまま据え置かれる。30年物国債(財務省証券)利回りは、金融引き締めを受けて99年中はやや高めに推移するものの、2000年には景気の緩やかな減速と、財政黒字の拡大を背景に低下に転じ、5%台後半での推移となる。

【主要因】

■ 堅調な景気と安定した物価

景気は堅調な雇用情勢と所得環境から、やや高めの成長が続く。このため、賃金面からの物価上昇圧力は懸念されるものの、生産性の上昇、海外の物価の落ち着き、国際的な競争激化を受けて、物価上昇は抑制され、総じて安定的な推移となる。このため物価面からの金利上昇圧力は限定的となり、大幅な金利の上昇には至らない。

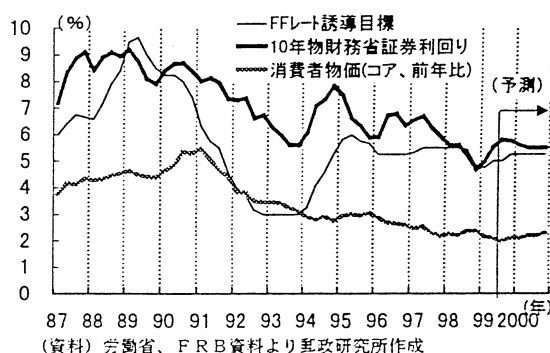
■ 予防的引締めスタンスの金融政策（短期金利）

やや高めの経済成長と、雇用の逼迫を受けて、インフレ懸念を未然に防ぐためにFRBは予防的な金融引締めを行う。98年後半に引き下げたフェデラル・ファンド・レートを、99年6月に続き、99年中に再度0.25%引き上げ5.25%とする。この予防的な引き締めの効果や、株価の上昇も一段落するものと思われ、これまで個人消費を下支えしてきた資産効果の剥落から、景気は緩やかに減速してゆく。物価も落ち着いた推移となることから、更なる金融引締めは必要とされず、2000年は金融政策は中立のスタンスが維持される。

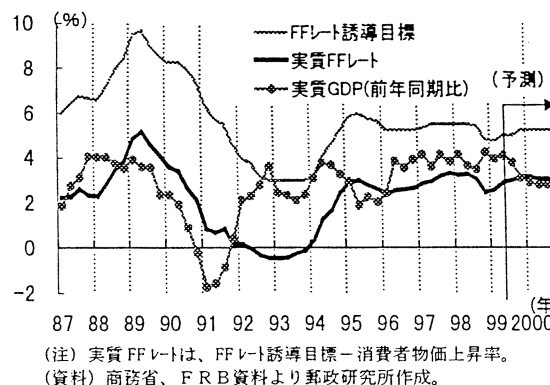
■ 景気のソフトランディングと財政収支の改善（長期金利）

長期国債(30年物財務省証券)の利回りは、99年中は、金融引締め懸念もあり6%をやや上回る水準で高めに推移する。ただし大幅な金融引締めの可能性は少なく、物価も安定的に推移していることから上限も限られる。さらに好調な景気を受けて財政黒字は今後も拡大していくことが見込まれることから、国債の発行額も限られ、この面からも金利低下圧力がかかる。2000年は、金利は再び緩やかに低下し5%台後半での推移となる。

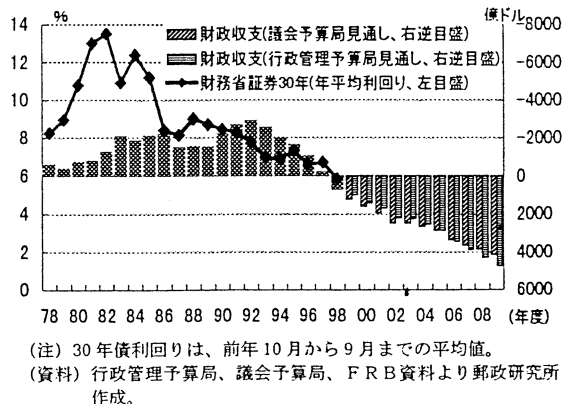
物価と金利



景気と金融政策



財政収支と金利



米国経済

○99 年の実質経済成長率は+3.8%、2000 年には+2.8%へ緩やかに減速

【概観】

米国経済は、91 年 3 月以降の景気拡大が続き、60 年代に記録した戦後最長の景気拡大期間に並ぶ勢いである。好調な雇用環境からくる所得の堅調と、株価上昇などの資産効果に下支えされ、個人消費支出や住宅投資といった民需がリードする形の成長が続いている。このため 99 年は+3.8%の高めの経済成長が続くが、2000 年に入り、予防的な金融引締め効果と、資産効果の剥落から、徐々に経済は減速を始め、+2.8%の成長率へ緩やかに減速していく。

【主要要因】

■ 緩やかに減速する個人消費と住宅

これまでの堅調な米国経済を支えてきたのは個人消費と住宅投資であった。雇用環境はやや逼迫した状態が続き、実質可処分所得も堅調な伸びとなっている。この面からの下支えは今後も受け続けるものの、株価に代表される資産効果が剥落してくる公算が高いこと、貯蓄率がマイナスとなっていること、金利の上昇を受けて消費者信用も伸び悩むことなどから、個人消費がさらに拡大して行く余地は狭まりつつある。個人消費は、2000 年にかけて緩やかに減速して行く。住宅投資は、足下の金利上昇の影響を受けて減速して行く。

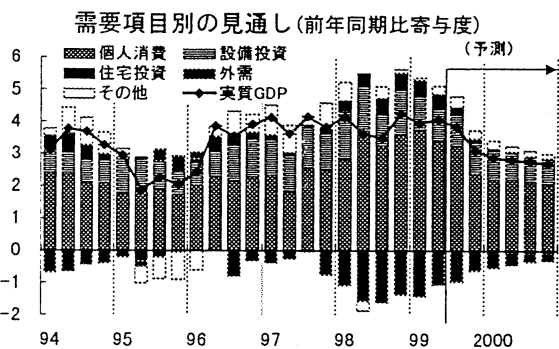
■ 堅調な設備投資と歯止めがかかる貿易赤字

設備投資は、好調な企業収益を背景に堅調に推移する。製造業が回復傾向にあることや、在庫と設備稼働率が低水準にあることから、企業の設備投資を下支えする。

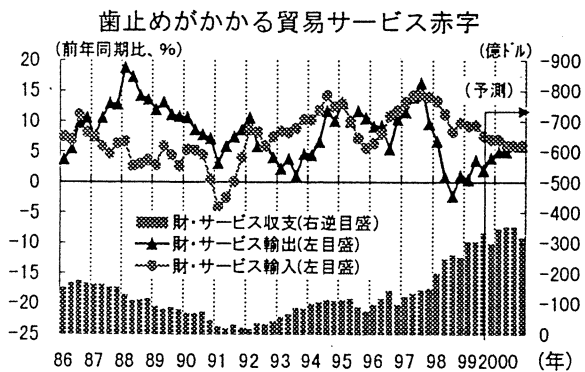
一方、外需は足下で内需が堅調に推移していることから、輸入が高止まり、貿易サービス収支は暫く高水準の赤字が続く。ただし、海外の景気が緩やかながらも回復傾向にあり、今後は輸出の増加も期待され、2000 年には赤字は縮小傾向に転じ、外需の景気に対する下押し圧力は和らぐ。

■ 安定した物価

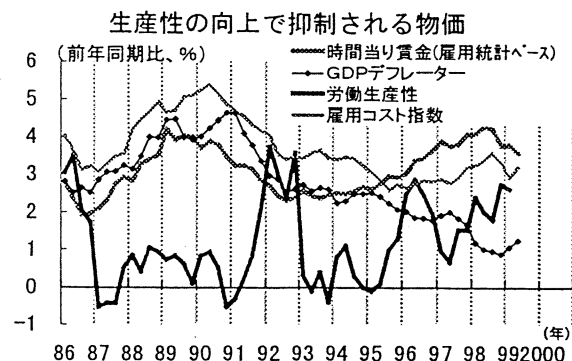
雇用が逼迫する中で、賃金面からの物価上昇懸念は残るが、労働生産性の高まりがこれを吸収し、物価全体に対する上昇圧力は抑制される。米ドル高による物価抑制効果は和らぐ一方で、国際的な価格競争が続くことから、商品価格等の影響で一時的な触れは生じるものの、今後も物価の上昇は限定的であり、総じて安定した推移が続く。



(資料) 商務省資料より郵政研究所作成。



(資料) 商務省資料より郵政研究所作成。



(資料) 商務省、労働省資料より郵政研究所作成。

欧州経済

○99年は実質経済成長率+1.8%と減速、2000年は+2.4%と緩やかに回復

【概観】

欧州経済は、96年以降緩やかに回復を続け、98年には内需が堅調に推移し実質経済成長率は、+2.7%に達した。しかし、98年半ば以降は、外需の低迷とそれに伴う企業収益の悪化や設備投資の鈍化から、99年にかけて景気は減速している。99年下期以降は外需が改善傾向を示すものの、雇用改善ペースは鈍く、99年の実質経済成長率は+1.8%に止まる。

2000年には、外需の回復が進展し、また、個人消費が景気を下支えし、実質経済成長率は+2.4%と緩やかに回復する。

【主な要因】

■EU域外輸出の落ち込み等外需の鈍化

アジア、ロシア、中南米等経済の混乱の影響による輸出の低迷と、それに伴う設備投資の鈍化が、98年後半以降の成長率を急低下させた。

99年後半以降は、海外経済の落ち着き、ユーロ安による輸出競争力向上から外需は緩やかに回復するが、99年の欧州経済減速の主因となる。

■ドイツは内外需ともに緩やかな回復にとどまる

ドイツは、EU域外輸出の落ち込み、企業マインド悪化から98年末にはマイナス成長となった。

99年は、賃金交渉の高水準での妥結、政府の雇用重視から、個人消費は堅調に推移するものの、企業収益の鈍化から設備投資は低迷し、外需の回復も鈍く、成長率は1%台半ばに止まる。

2000年は、失業率は高止まりするものの、内外需の緩やかな回復から、成長率は2%台となる。

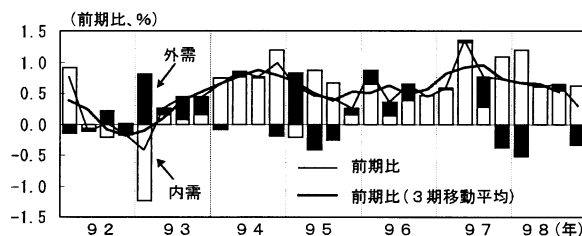
■フランスは堅調な固定資本投資などから緩やかな拡大テンポを持続

フランスでは、家計の住宅取得や企業のハイテク投資など固定資本投資が堅調に推移し、99年の成長率は2%程度となる。2000年には、雇用プログラムの効果も一巡し、個人消費の伸びは鈍化するものの、外需の緩やかな回復から、2000年も2%台の成長を持続する。

■イギリスはポンド高の影響等から調整が続く

イギリスでは98～99年の7回の金融緩和(政策金利引下げ)が景気を下支えするが、ポンド高の影響等から景気の低迷が続き、99年の成長は0%半ばに止まる。2000年には景気は緩やかに回復するものの、2%程度の成長に止まる。

EU全体の実質GDP推移



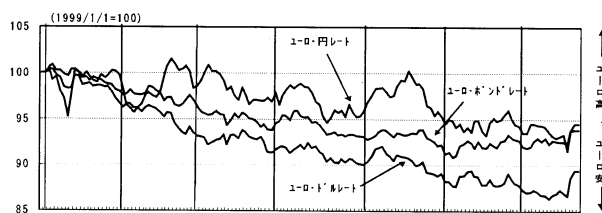
(資料) OECD資料より作成。

EUと主要国の実質GDP推移 (前年比、%)

	98暦年GDP シェア(%)	97暦年 (実績)	98暦年 (実績)	99暦年 (予測)	00暦年 (予測)
EU計	100.0	2.7	2.7	1.8	2.4
ドイツ	25.6	1.9	2.0	1.6	2.2
フランス	17.2	2.0	3.3	2.2	2.4
イギリス	16.3	3.6	1.7	0.8	1.9
イタリア	14.0	1.5	1.3	1.3	1.9
その他11か国	26.9	4.3	4.2	2.6	3.0

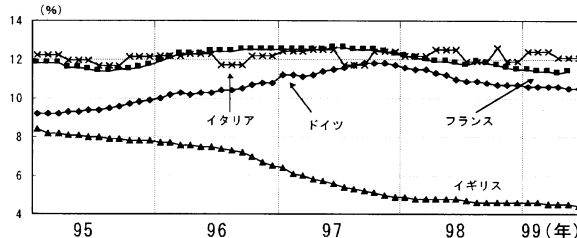
(注) 実績は欧州委員会。ドイツなど4か国の予想は郵政研究所。その他11か国は、IMF、欧州委員会、ドイツ6大研究所、OECDの各国別予想の単純平均を98年名目GDPシェアで加重平均した。

ユーロと主な通貨との為替動向の推移



(資料) イタリアを除き各国統計より作成、イタリアはOECD資料。

欧州主要国の失業率推移



(資料) 各国統計(いずれも季節調整値)より作成。

アジア経済

○99 年は実質経済成長率+4.8%と回復、2000 年は+5.1%と回復傾向持続

【概観】

アジア経済（以下では、NIEs、ASEAN4、中国の9か国・地域が対象）は、97年7月のタイ・バーツの下落に端を発した広範な通貨危機の影響から、98年の成長率は+1.8%にまで落ち込んだ。

99年は、各国の積極財政、金利低下の効果等もあり、全体として景気は底打ちする。ASEAN4はゼロ%台、NIEsは3%台のプラス成長となる。アジアの成長率は+4.8%と回復する。

2000年は、中国の成長率が6.5%程度に低下するものの、他の諸国では内需が徐々に回復するなど、全体では+5.1%と回復傾向を持続する。

【主な要因】

■ 積極財政、金融緩和の進展等

アジア諸国では、99年第一四半期以降、経済・市場動向が好転している。この要因としては、①98年半ば以降のIMF型緊縮政策の転換（積極財政、金融緩和への転換）、②通貨安や好調な米国経済を背景とした輸出数量の増加、③アジア株上昇による資産効果等があげられる。

しかし、多くの経済指標の水準は未だ低く、本格的な景気回復にはなお時間を要する。

■ NIEs、ASEAN4は回復、中国は伸びが鈍化

NIEsでは、韓国は輸出と消費の回復等を背景として景気回復感が高まり、台湾、シンガポールは輸出主導により緩やかに回復する。一方、香港は、雇用環境の悪化から内需が低迷する等景気の調整局面が長引き、99年はマイナス成長に止まる。

NIEs全体では99年は+3.5%、2000年も+4.2%と緩やかに回復する。

ASEAN4では、フィリピンは農業生産の回復と名目15%増の公共支出増が景気を支える。タイは輸出の持ち直しと景気対策により、99年にプラス成長に転じる。マレーシアでは資本規制の緩和から資金流出の危機が薄れ、好調な輸出と公共支出増が景気を支える。一方、インドネシアは、為替の安定、金利低下から景気の回復基調は強まるものの、低迷する個人消費や不安定な政局等から、99年はマイナス成長に止まる。

ASEAN4全体では99年は+0.6%、2000年は+2.7%と緩やかに回復する。

中国は公共投資拡大を背景として相対的に高い成長を維持するものの、輸出競争力の低下から、99年は+7%、2000年は+6.5%程度に止まる。

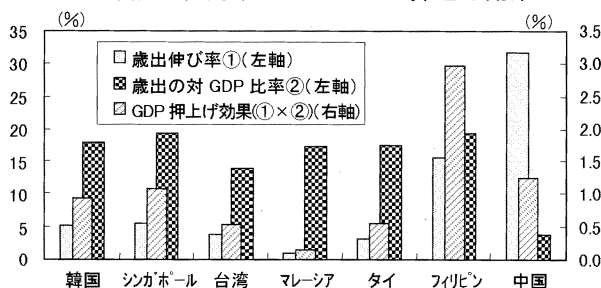
アジア経済の実質GDP推移（前年比、%）

	98暦年GDP シェア(%)	97暦年 (実績)	98暦年 (実績)	99暦年 (予測)	00暦年 (予測)
NIEs	40.8	5.9	-1.9	3.5	4.2
香港	7.9	5.3	-5.1	-1.0	2.5
韓国	16.7	5.0	-5.8	5.5	5.0
シンガポール	4.0	8.0	0.3	2.5	3.5
台湾	12.1	6.8	4.8	4.0	4.5
ASEAN4	13.4	3.1	-7.3	0.6	2.7
インドネシア	1.7	4.7	-13.7	-4.0	2.5
マレーシア	3.2	7.7	-6.7	1.0	2.0
タイ	5.4	-1.3	-9.4	1.0	2.5
フィリピン	3.1	5.2	-0.5	2.0	3.7
中国	45.8	8.5	7.8	7.2	6.5
9か国計	100.0	6.7	1.8	4.8	5.1

(注1) 99年、00年の予測は、IMF、OECD、アジア経済研究所、野村総合研究所等の予測も参考に、郵政研究所が予測。

(注2) NIEs、ASEAN4、9か国計の計数は、98年名目GDPシェアによる加重平均。

99年度積極財政によるGDP押し上げ効果



NIEs 輸出額の対前年同月比伸び率の推移

