

# 2002～2003 年度経済情勢報告フォローアップ

## 及び計量モデルによる 2003 年度日本経済の展望

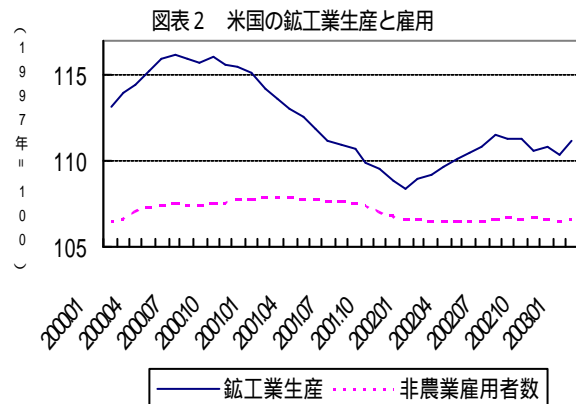
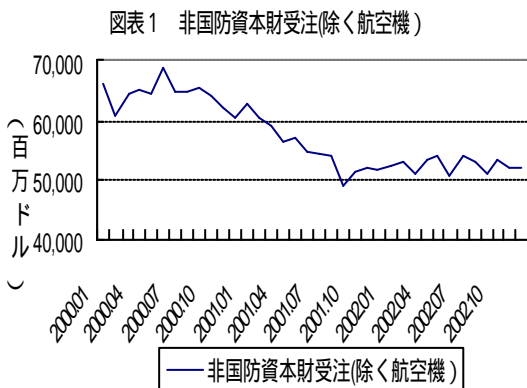
1. 踊り場を迎えている海外経済
  2. 既にピークアウトした日本経済
  3. 早急な政策当局の強力な積極策の協調実施が不可欠な 2003 年度
- (付表) 連合総研モデルによるシミュレーション結果

- 前提条件と結果 -

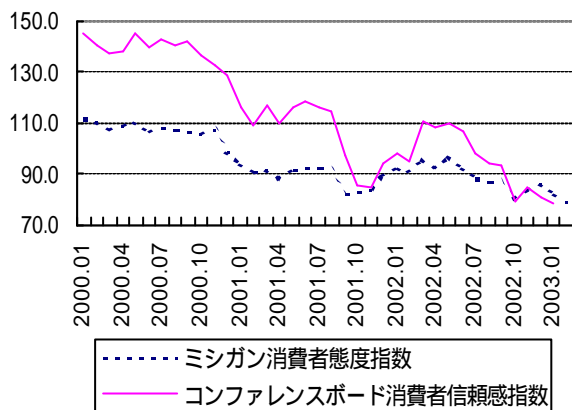
### 1. 踊り場を迎えている海外経済

米国経済は、昨年年初以来緩やかな景気が回復しました。これは可処分所得の緩やかな拡大と金利の低下を受けて、個人消費や住宅投資などの家計部門が景気を下支えしてきたためです。しかし、設備投資の先行指標である非国防資本財受注もこのところ一進一退であり、IT関連を中心に依然として設備投資が振るわないため、設備投資へのパトンタッチが円滑に行われておりません(図表1)。昨年夏以降、生産活動や雇用に弱い動きがみられ、雇用所得環境の悪化懸念や株価の低迷から消費者マインドも弱含みの動きとなっています(図表2～3)。景気の先行指数が基調として弱含むなど先行きの景気に不透明感が増しています(図表4)。

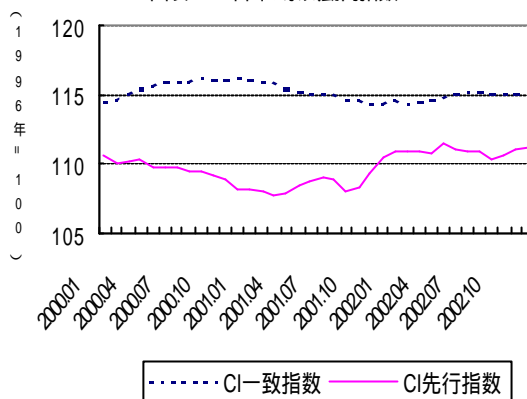
このため、ブッシュ政権は今年に入り向こう10年で総額6,740億ドルの減税(名目GDP比0.9%の規模)を主体とした新総合経済対策を策定し、更なる景気のコ入れを図っています。しかしながら、議会での審議に時間がかかりそうであり、確定申告を行わないとお金が還付されないの、経済効果が現れるのは2004年春になりそうです。さらに、最も大きな減税項目である個人の配当課税撤廃の恩恵を受けるのは消費性向の低い高額所得層に限られますので、経済効果も思ったより大きくはならないと指摘されています。このため、当面米国経済の減速は避けられそうにありません。



図表3 米国の消費者マインド



図表4 米国の景気動向指数



欧州経済は、2002年に純輸出や生産主導で一旦回復しました。しかしながら、米国経済の減速、原油価格上昇、ユーロ高や株安等の景気下押し要因により純輸出や生産活動が頭打ちとなっており、景気は減速しています。こうした中、財政赤字が既にEUでの取極めの上限に達している国があり、財政面からの景気刺激策は事実上制約されている状況です。

アジア経済に目を転じますと、中国は引き続き堅調な一方で、NIEsやASEAN諸国の多くでは米国景気の減速を受けて景気がスローダウンしています。

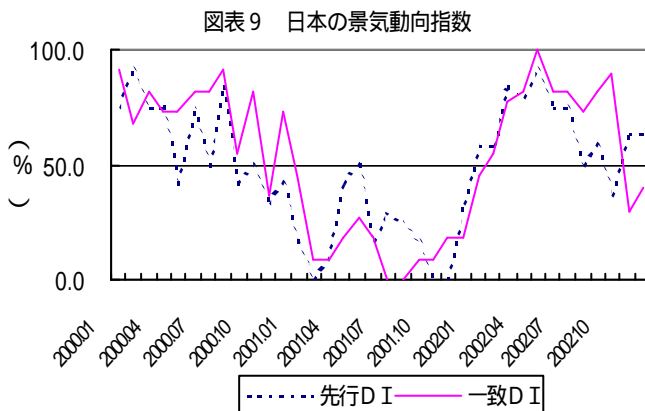
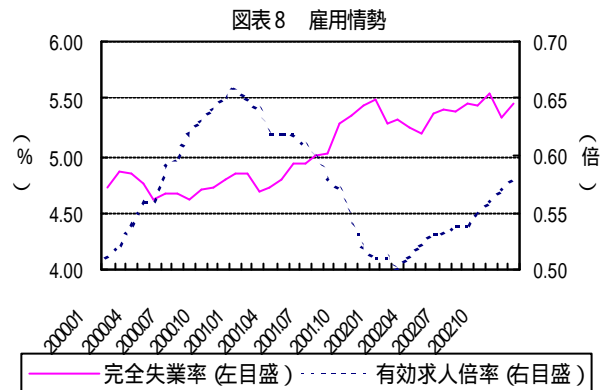
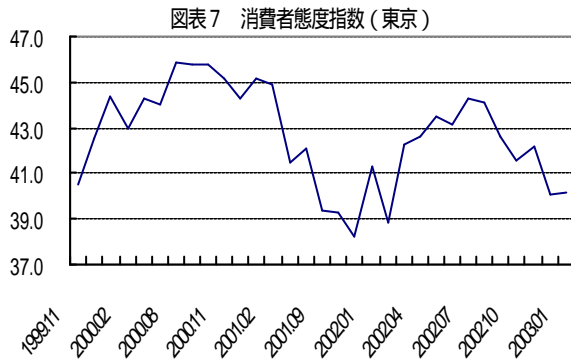
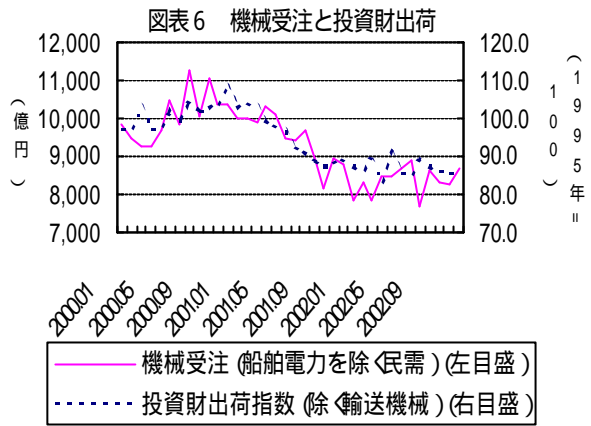
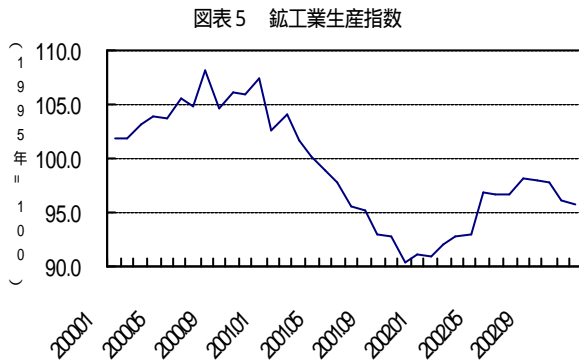
このような状況を総括しますと、世界経済は踊り場を迎えていると言えます。

## 2. 既にピークアウトした日本経済

(純輸出が支えた2002年度)

日本経済は、昨年2月に一旦底入れして持ち直しに転じました。反転のきっかけは海外経済の回復です。それまでの厳しい生産調整で在庫が圧縮されていましたが、輸出の回復を背景とした在庫復元の動きから、生産が増え、設備投資も下げ止まりへの動きがみられました。パートタイム等の非正規労働が増え始め、生産の増加につれて所定外給与も増加し、消費者マインドも昨年夏まで好転したため、雇用者報酬が減少する中でも民間最終消費支出は実質で増加を続けました。

しかしながら、デフレが進行し、過剰債務の実質負担が重くなる上に、設備の過剰感がなかなか解消していません。企業が固定費・変動費双方を相当削減する努力をして利益を増やしても、債務デフレが続く中では債務返済を優先する企業が多いのです。従って、純輸出の増加等の外部環境が好転しても、なかなか設備投資の増加に結び付き難い状況です。加えて、昨年夏以降純輸出の鈍化を受けて、鋳工業生産指数も弱含んできており(図表5)、設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く国内民需)や投資財出荷(除く輸送機械)も弱い動きとなっています(図表6)。また、これまで底固かった民間最終消費支出についても、生活習慣が消費の変動を抑える歯止め(ラチェット)効果が相当効いていたものとみられ、昨年夏より企業の費用削減努力が家計所得の減少と消費者マインドの悪化を伴い始めており(図表7) 今後は景気の不透明感の高まりで個人消費の伸び率は次第に縮小していくものと見込まれます。



(減少の度合いを強める平均給与)

こうした中、雇用・賃金環境に目を転じますと、有効求人倍率が緩やかに上昇傾向にあるものの、完全失業率は、5%半ばの高い水準で推移しています(図表8)。特に、建設・流通・金融・不動産等において、リストラ圧力が依然として根強く存在しており、今後とも非自発的な離職の増加懸念があります。また、所定外給与がこのところ増加しているものの、賞与等が大幅な減少、所定内給与の減少により、現金給与総額は、減少の度合いを強めています。

こうした状況を受けて、日本の景気動向指数でも10月の先行D.I.は10ヵ月ぶりに景気拡大と後退の境になる50%を下回り、11、12月の一致D.I.は2ヵ月連続で50%を下回りました(図表9)。個別系列の転換点を検出すると、景気の山は今年の8月になる可能性があります。これは、一致系列のうち8月までにピークアウトしたのが鉱工業生産指数、鉱工

業用生産財出荷指数、稼働率指数、営業利益、中小企業売上高の6系列と過半となっていたからです。しかしながら、拡張（回復）の期間がたった6ヵ月と極めて短く、量感を示す一致C Iの極小値から極大値までの上昇率が9.3%しかなく、これらの系列が今から2～3ヵ月のうちに反転しなければ、2002年の状況は後で振り返ってみれば回復というよりは一時的な「踊り場」とみなされることとなるでしょう。

（極めて脆弱な景気持ち直し）

こうした足下の状況を踏まえると、2002年度の実質経済成長率はやや回復する見込みです。しかしながら、実質国内民間需要の実質経済成長率への寄与度は0.3%ではありますが、これを牽引するのは民間最終消費支出（前年度比1.3%増）と民間在庫投資（寄与度0.5%増）で、民間設備投資（同5.2%減）や民間住宅投資（同3.3%減）は大きく減少するものと見込まれます。このように民間需要が全体として緩やかに増加する中で、公需の寄与度が0.1%となるため、内需の寄与度は0.4%となります。アジア向けを中心とする輸出の回復を背景に純輸出寄与度（寄与度0.7%のプラス）は年度全体としては増加するため、全体として実質経済成長率は1.1%程度になるものと見込まれます。しかしながら、民間在庫投資を除いた実力の国内民需は寄与度0.2%とマイナスであり、2002年度における景気持ち直しの実態は極めて脆弱と言えます。

### 3. 早急な政策当局の強力な積極策の協調実施が不可欠な2003年度

（デフレ促進的な予算案）

2003年度においては、日本経済の最大の課題であるであるデフレから脱却することが喫緊の課題ですが、現実には次のような景気の下押し圧力があると予想されます。

第1に、昨年秋以来の株安（8%下落）がこれから個人消費を押し下げる（名目成長率への寄与度0.22～0.27%）（参考1）。

第2に、社会保障負担の増加や給付の抑制等の家計の負担増（約2.4兆円）が予定され、2003年度の個人消費を冷やす（名目成長率への寄与度0.29%）（参考2）。

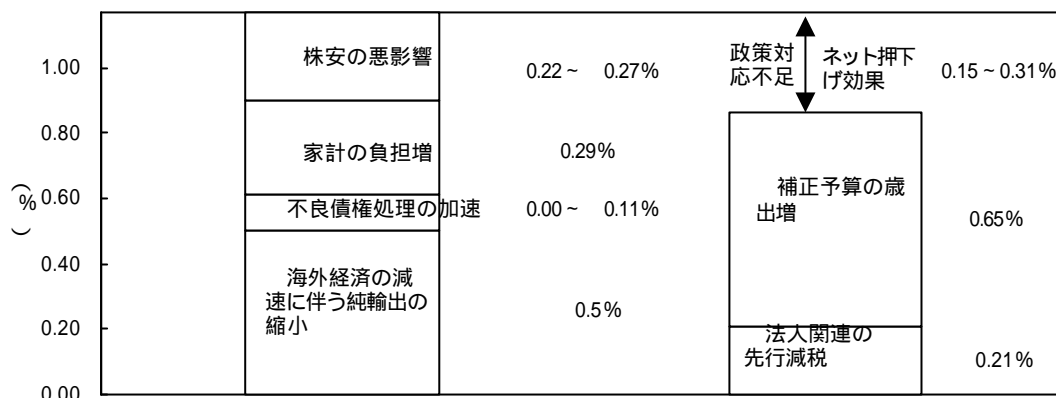
第3に、不良債権処理の加速が2003年度の経済の下押し圧力になる（雇用者所得の減少だけに影響を限った極めて控え目な試算ながら名目成長率への寄与度0.0～0.11%）（参考3）。

第4に、海外景気の減速により、外需（＝純輸出）の寄与度が低下することによる悪影響が予想される（名目成長率への寄与度0.5%）。

以上4つの要素を勘案すると、名目成長率への寄与度で1.01～1.17%の低下要因となりますが、昨今の2002年度補正予算による支出の拡大（名目成長率への寄与度0.65%、参考4）や2003年度の法人関連の先行減税（名目成長率への寄与度0.21%、参考5）による経済の押し上げ効果は最大限に見積もっても名目成長率への寄与度に換算して0.86%にしかりません。

従って、今の予算案ではどんなに頑張っても、名目成長率への寄与度ベースで0.15～0.31%だけ名目成長率を押し下げる効果があるので、到底デフレ脱却を目指すものではなく、むしろデフレを促進するものといえなくはありません（図表10）。

図表 10 当面の景気の下押し要因と政策対応の効果 (名目成長率への寄与度)



(強力なマクロ経済政策の協調が不可欠)

このような状況においてはいきなり2%を超える高い成長は非常に困難でしょう。しかしながら、適切なリフレ政策を実施すれば、更に一層深刻な状況に陥ることを防ぎ、デフレを克服することは不可能ではありません。ただ、実際の政策運営体制に目を転じますと、政府と日本銀行はマクロ経済運営を協調して行うべき政策当局でありながら、マクロ経済運営がうまくいかず、デフレに陥っている責任について互いになすり合い、積極的なデフレ克服策については互いに押し付けあうように反目する関係にあります。これで適切なマクロ経済運営を行うことができるのでしょうか。まず政策当局同士がデフレからの脱却策を協調して行うことが不可欠であり、そのためには可能な範囲内で政策協定を締結することが望まれます。

(求められる政府支出の拡大と日本銀行によるファイナンス)

現在日本銀行はマネタリーベースを拡大して実質的な量的緩和政策を行っていますが、信用面との対応を見ますと、民間銀行が貸出を縮小させているため、マネーサプライはあまり伸びず、需要不足があるため、物価が下落する構造になっています。デフレを阻止するには、金融面からのリフレ政策とともに需要不足を解消させることが先決です。このためには、財政支出の拡大が最も確実ですが、財源としての赤字国債の増発は長期金利を上昇させる懸念が指摘されます。しかし、日本銀行が既発国債の買切額を増額するという政府支出の実質的なファイナンスを行う形で量的緩和を実施すれば、副作用を相殺することが可能です。これを大規模に実施すればインフレ期待も生じてきます。上手なソフトランディングを容易にするために、そのような段階で、物価がオーバーシュートしないよう適宜適切にインフレターゲットを実施するのが有効になっていくものと考えられます。また、何よりも人々に政策の転換を印象付けることが重要です。

(危機的な雇用情勢への対応)

他方、現在不良債権処理が引き続き大きな課題となっています。不良債権処理を強力に

推進することは短期的には、非常なデフレ圧力になりますし、不良債権処理が景気を悪化させ、さらに不良債権を生み出すことも考えられます。しかしながらデフレを克服できなければ、不良債権問題も解決困難です。不良債権処理を着実に推進するためにも、短期的な悪影響を相殺するような強力なマクロ経済政策を早急に行うことが不可欠となります。

さらに、労働政策においては、雇用保険・不良債権処理等雇用対策にかかる国庫負担の更なる積み増し、社会福祉・環境等公共的サービス部門での雇用創出、マッチング・カウンセリング・能力開発機能強化に向けた官民総動員策（人的・インフラ整備等）、産業再生機構等法的枠組みを活用した企業・雇用再生への努力が是非とも必要です。

そこで、今回のシミュレーションでは、デフレ克服のための強力なマクロ経済政策を実施したケース〔ケースA〕と、景気の状態が悪化してもなお政策転換が図られない〔ケースB〕を想定し、結果をみてみることにします。

〔ケースA〕 - デフレスパイラルを回避するために必要な2003年度補正予算の早急な編成

ケースAでは、デフレからの脱却を最優先に考えます。まず、春季賃上げ率が2%となり、財政政策に関しては、民間需要が大きく落ち込み景気の状態が深刻なものになる中で、公的需要によって景気の底上げを行うために、2003年度当初に赤字国債を財源として大型補正予算を編成し積極的な財政運営を行います。具体的には、補正予算で国費4.2兆円の公共投資関係費（事業規模8.4兆円）を追加して、2003年度の公共投資を前年度比で10%増やすこととします。

このケースでは、民間需要を公的需要によって下支えすることにより、設備投資は増加し深刻なデフレスパイラルに陥ることを防ぐことができます。2003年度の実質経済成長率は、これだけの政策の下支えにより、ようやく1.2%成長と2%には達しないものの、2002年度並みのプラスの成長を確保することが可能となり、2003年度からの成長軌道を正常なものとするための展望を拓くことができるようになります。さらに、失業率は悪化が阻まれ、横ばいの5.4%となります。また、消費者物価の低下も0.6%と若干縮小し、今後のデフレ抑圧へ向けた橋頭堡を築くことができます。

〔ケースB〕 - 依然として見えないデフレからの脱却

ケースBでは、企業は依然として厳しいリストラを継続し、人件費を抑制し、賃上げ率も低いものに止まることを想定しています。

こうしたケースでは、景気は再び腰折れし、純輸出の減少を受けて生産が低迷し、設備投資・研究開発減税も空しく、設備投資は0.6%となる見通しです。名目可処分所得が社会保障負担等の増加により減少するため、実質の民間最終消費支出は0.1%の増加に止まる見込みです。民間住宅投資は厳しい雇用所得環境からも引き続き落ち込み、全体として内需の寄与度は0.0%に、外需の寄与度は0.1%に縮小します。この結果、2003年度の実質経済成長率は、0.1%とほぼゼロになると見込まれます。また、失業率は引き続き悪化し5.6%に達します。消費者物価の低下も0.7%となり、デフレからの脱却は依然として見えてき

ません。

以上、2つのケースの比較で明らかなように、2003年度にデフレを克服するためには、新年度入り後早急に大規模な補正予算を編成するとともに、日本銀行が長期金利上昇を抑えるべく適切な金融政策を行うことが不可欠といえます。また、労働政策においては、雇用保険・雇用対策にかかる国庫負担の増額、公共的サービス部門における雇用創出等が不可欠です。こうした政策を着実に実現することによって、国民の安心が高まり経済の回復への道筋が切り拓かれると考えられます。

#### (参考1) 株安の影響

株式資産額の限界消費性向 0.04~0.05 (IMFやFRBの研究)

名目個人消費から名目GDPへの乗数 1.2

名目個人消費の減少率 = 株安 8% × 0.04~0.05 = 0.32~0.4%

名目GDP成長率への寄与度 = 0.32~0.4% × 0.56 × 1.2 = 0.22~0.27%

#### (参考2) 2003年度の制度改正に伴う家計部門の負担増(2.38兆円)の内訳とその影響

健康保険法改正 15,000億円

高齢者介護保険料上げ 2,000億円

雇用保険給付削減 2,000億円

年金物価連動 3,600億円

配偶者特別控除廃止 1,197億円

(上乘せ部分の廃止)(2004年1~3月分、年全体では4,790億円)

(個人住民税は2005年度から)

負担増の名目GDP比は0.48%

名目GDP成長率への寄与度 = 0.48 × 0.6 = 0.29% 可処分所得の名目GDP乗数 0.6

#### (参考3) 不良債権処理加速の影響

- ・ 新しい内閣府の不良債権処理の影響分析では、離職者が2002年度は42~65.3万人、2003年度は15~60.7万人増加、失業者は2002年度で14.3~22.2万人、2003年度は5.1~20.7万人増加
- ・ ベースラインからの雇用者所得の低下幅は2002年度9,757~15,165億円、名目GDP比0.20~0.30%、2003年度9,780~23,882億円、名目GDP比0.20~0.48%
- ・ 可処分所得の名目GDP乗数が0.6とすると、ベースラインからの名目GDPの低下幅は、名目GDP比で2002年度0.12~0.18%、2003年度0.12~0.29%
- ・ 2003年度の名目GDP成長率への寄与度はその差分なので、0.00~0.11%
- ・ 不良債権処理加速で更なる貸し渋りが生じて設備投資が抑制される他、雇用不安の高まりから消費性向が低下するなどの影響も考えられますが、こうした影響につき定量的に試算することは容易ではありません。従って、この影響試算は、雇用者所得の減少を受

けた個人消費の減少に限定しているため、極めて控え目な点に留意する必要があります。

(参考4) 2002年度補正予算による支出の拡大の効果

- ・ ネットの事業規模 2.7 兆円 (名目 GDP 比 0.54%) の拡大
- ・ 財政支出の名目 GDP への乗数 1.2
- ・ 名目 GDP 成長率への寄与度 =  $0.54\% \times 1.2 = 0.65\%$

(参考5) 法人関連の先行減税の効果

- ・ 法人関連の先行減税によるキャッシュ・フローの増加 (初年度) = 1.304 兆円 (名目 GDP 比 0.26%)
- ・ 設備投資 / キャッシュ・フロー倍率 = 0.67、名目民間設備投資の名目 GDP への乗数 1.2
- ・ 名目 GDP 成長率への寄与度 =  $0.26\% \times 0.67 \times 1.2 = 0.21\%$
- ・ 設備投資とキャッシュ・フローの関係はあくまで全法人企業の平均的な関係を示しますが、決して安定的なものではありません。しかも、過剰負債を抱えている企業が多い状況では、キャッシュ・フローが増えても借金の返済に充ててしまう可能性が高いため、この効果の試算は過大な点に留意する必要があります。



## (附表) 連合総研モデルによるシミュレーション結果

--前提条件と結果--

		2001年度 実績	2002年度 実績見込	2003年度予測	
				ケース A	ケース B
予 測 の 前 提 条 件	名目政府消費(伸び率)	2.0%	1.2%	1.4%	1.4%
	名目政府投資(伸び率)	-6.6%	-6.0%	10.0%	-3.7%
	公定歩合(年度末)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
	春季賃上げ率	2.01%	1.66%	2.0%	1.6%
	対ドル円レート(円/ドル)	125.1	122.8	122.5	122.5
	実質世界GDP(伸び率)	1.7%	2.8%	2.8%	2.8%
	原油価格(ドル/バーレル)	24.1	28.3	26.4	26.4
国 民 経 済 計 算	実質GDP成長率	-1.2%	1.1%	1.2%	0.1%
	内需寄与度	-0.7%	0.4%	1.2%	0.0%
	外需寄与度	-0.5%	0.7%	0.0%	0.1%
	実質民間最終消費(伸び率)	1.4%	1.3%	0.2%	0.1%
	実質民間住宅投資(伸び率)	-8.0%	-3.3%	-1.7%	-1.4%
	実質民間設備投資(伸び率)	-3.4%	-5.2%	1.1%	-0.6%
	実質民間在庫投資(寄与度)	-0.6%	0.5%	-0.1%	-0.1%
	実質政府最終消費(伸び率)	2.2%	2.5%	2.5%	2.8%
	実質公的固定資本形成(伸び率)	-4.9%	-4.7%	10.6%	-3.1%
	実質財貨・サービスの輸出(伸び率)	-7.2%	8.3%	1.4%	1.4%
	実質財貨・サービスの輸入(伸び率)	-3.2%	2.6%	1.9%	0.9%
	名目GDP(兆円)	502.6	501.1	503.1	497.5
	同 増加率	-2.5%	-0.5%	0.4%	-0.7%
物 価	国内企業物価上昇率	-2.5%	-1.7%	-1.0%	-1.0%
	消費者物価上昇率 - 全国・総合 -	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.7%
労 働 関 係 指 標	名目1人当たり雇用者報酬(伸び率)	-0.8%	-1.9%	-0.4%	-0.7%
	名目雇用者報酬(伸び率)	-1.1%	-2.7%	-0.8%	-1.3%
	失業率	5.2%	5.4%	5.4%	5.6%
	有効求人倍率(倍)	0.63	0.53	0.54	0.52
	就業者数(伸び率)	-1.0%	-1.7%	-0.6%	-0.7%
	年間総実労働時間	1843	1842	1839	1834
そ の 他	鉱工業生産指数(伸び率)	-10.3%	2.4%	0.7%	0.2%
	経常収支(兆円)	11.9	13.5	12.8	13.3
	同 対GDP比率	2.4%	2.7%	2.5%	2.7%