

来年度の景気見通し（要旨）



講師 モルガン・スタンレー証券会社
チーフ・エコノミスト兼株式調査部長

ロバート・アラン・フェルドマン 氏

に加えて、長期的な財政の持続性に関して若干話をしたいと思います。特に最近の選挙では年金問題が非常に大きな話題になっていますが、それがどう分析できるかということを紹介したいと思います。

1. 景気を見る視点

本日のテーマですが、皆さんにとって、やはり来年の景気はどうかということが大事だと思いますが、再来年、さらにその先がどうか、先を読んで今年の活動を決めるということが重要ですので、そういう意味で「持続性」を中心にしてお話ししたいと思います。この「持続性」という言葉を使うときに、私は二つの種類があると思っています。

一つは「景気の持続性」、即ち在庫循環とか、生産循環の持続性です。もう一つはいわゆる「構造的な持続性」です。構造的な持続性とはどういうことかといいますと、もちろん経済は生き物ですからどんどん変わっていく中で、資源がもう使わなくていいところから使いたいところに移るかどうかということです。構造的な持続性には、マクロとミクロ的な部分があります。マクロは改革が進展しているかどうかということで、ミクロは各企業の経営者や社員が頑張っ、自分の会社にとって最適な資源配分を行っているかどうかということです。今日はこの2種類の持続性

2. 景気の持続性

(1)世界経済の展望

さて、景気の持続性ですけれども、世界経済を展望しますと、私は、世界経済の成長率を03年が3.1%、04年が4.1%と予測していますが、米国には貿易収支の赤字からドル暴落のリスクはありますが、所得に加え雇用も改善していますので、03年が3.0%、04年が4.7%と加速すると予測しています。ヨーロッパも一応、今年に比べ若干高くなるとみえています。日本にとって最も大事な中国は、過熱気味で03年が8.5%、04年は中国当局がバブルの回避を意図して、金利の引き上げや窓口指導を通じて金融機関の貸し出しを抑制しようとしていますので、6%以下にはならないものの減速するとみえています。

このように、世界経済は悪くはないけれども、景気が大きく浮上するという環境ではないというのが一つのポイントだと思います。これに加えて、世界経済を展望するうえで大事な要因は、石油価格と円相場の二つの要因があります。

最近の原油価格（WTI）をみると、32～33ドルで高止まりしています。来年も世界経済の回復が続き、イラク情勢が不透明ではありますが、原油の供給が抑制されるため、高止まりの状況が続くと予測しています。これは、日本にとってはコスト高となりマイナス要因です。

二つ目は円相場です。円相場は対ドルで現在108～110円のレンジで動いていますが、来年末は102～105円位まで円高になるとみえています。その理由は、日本の経常黒字が相変わらず大きいことや、民間資本の海外流出分があまり戻ってこないということが挙げられます。また、日本の当局は米国との関係上、現在の水準より円安をもたらす介入ができにくくなっていることも、その要因となっています。

数週間前、スノー財務長官は中国の人民元を変動相場制に移行させ、切り上げるよう公では言っていました。しかし、それはあくまでも米国内向けのことで、本気で言ったわけではありません。友人である上海の大学の先生が言うには、人民元が変動相場制になると、大量の人民元がドルに交換され、逆に人民元が安くなってしまうということです。それというのは、中国の国民は、自国の通貨をあまり信頼していなく、ドルを欲しがっているからなのです。また、ドル安となると米国への資金流入が先細り、米国の貿易収支赤字を誰が埋めるのが問題となってきます。

また似たようなことですが、最近、貿易摩擦が多少再燃していますが、来年大きな問題になることは多分ないでしょう。ブッシュ政権は政治的理由で鉄鋼の保護貿易主義をとっていますが、これに対抗してヨーロッパ、日

本、中国などがWTOの決定をもとに、報復措置をとることを明言しました。このため、ブッシュ政権は米国内の保護貿易主義者に対して、「やりたいのですけども、実はそれをやったらいろんなうるさいことを言われるし、報復措置をとられてしまうから、全体として見ればマイナスですよ。」と言って説得しやすくなっています。つまりWTOがうまく機能しているからです。

ということで、04年度の世界経済環境は悪くはないです。ただし、為替には不安定な要因があります。それは、先のドバイ会議でG7（米、英、独、仏、伊、加、日）の機能不全が明らかになったように、その体制が時代遅れとなっているからです。G7の体制は、中国（人民元）が参加していないにも拘わらず、統一通貨のユーロと英国ポンドの1.5通貨分しかない欧州からは4カ国も参加しているのです。本当に人民元が問題だったら、むしろ中国を正式なメンバーとして入れて議論すべきですね。今まで成功してきたG7による為替コントロールが今後は難しくなりつつあることを暗示しています。そういう意味で為替市場のぶれがその分大きくなってくる可能性はあると思います。

(2)日本の景気予測

現時点では日本の景気（上昇）に持続性があるとみることが通説となっていますが、私は景気の持続性には若干疑問を持っています。つまり来年の後半から成長率が若干低下すると予測しています。

そのように予測した背景は、鉱工業生産指数のトレンド分析にあります。生産指数をみるとときには、上向きか下向きかだけでなく、

トレンドの勢いをみるのが重要です。現時点の勢いは強い方に属し、徐々に弱くなっても不思議でない水準にありますので、6～9ヵ月後には成長率は若干鈍化するとみています。

また、在庫水準が構造的に下がってきています。つまり、メーカーの在庫水準が97年以降の在庫管理の技術革新によって著しく低下しているのです。したがって、在庫循環をみますと、すでに成熟局面に入っているとみられますので、来年後半には後退期とまでいえるかどうかはわかりませんが、成長率が僅かに低下しそうな状況になるのではないかと考えています。

次に、設備投資についてですが、名目では伸びていなくても、IT関連製品の価格が下がっているため、統計上ですが、物価の低下を反映した実質ベースでは、急激に伸びています。ただし、実態としては緩やかな伸びが続くとみています。その根拠は、稼働率が改善し、倒産件数もかなり減少していますが、IT分野では上昇している民間機械受注でさえも、受注全体のピークは過去に比べ徐々に低くなってきており、力強く伸びる状況には

ないからです。また、民間建設着工は今後も減少が続くと予想されるからです。

消費については、値段が安くなった食料品や衣料品への支出が減る一方、節約されたお金が住居、通信、医療などの支出に向かうという、支出項目間での移動は顕著ですが、消費は全体としては伸びていません。家計調査の数字によると、所得が4%減っても、消費が2%減るに止まっています。所得が下がっても消費が底固かった理由は、貯蓄率が低下したからです。仮に所得が増加してきても、国民はまず貯蓄率を元に戻そうとする傾向が想定されますので、消費全体はさほど伸びないと思います。

物価が安くなるのはいいことですが、それによって失業者が発生します。失業者の雇用を確保するために、規制緩和によって新しい産業を創出し、労働市場の流動化を図ることは政策の課題です。

したがって、03年度は設備投資の伸び率(12.6%)が高目ですが、経済成長率は2.5%となり悪くはなく、04年度は若干下がる(1.6%)と思います。四半期では04年10

12月期まで若干プラスの成長となりますが、05年1～3月期にはゼロ成長を予測しています。また、デフレについては終わらず、来年は消費者物価が若干マイナスに戻るとみていますので、売上高は減少します。企業経営者にとっていかにコストを削減して利益をあげるかが課題であると思います。

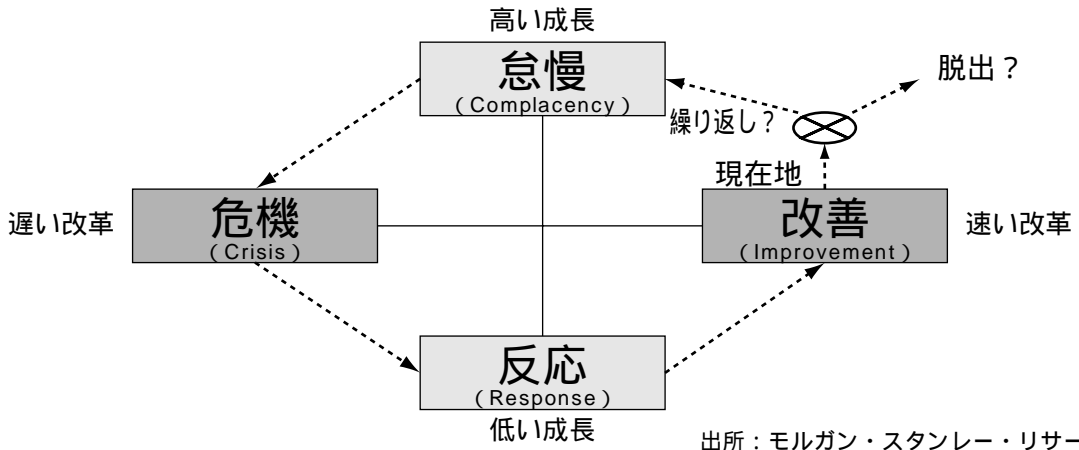
3. 構造的な持続性

(1) マクロの持続性

さて、次に私の持論であるクリック



CRIC サイクル



CRIC サイクルを用いて、景気と政策(改革)の絡み合いを説明します。このサイクルとは、「危機(Crisis)」「反応(Response)」「改善(Improvement)」「怠慢(Complacency)」という4局面を循環するモデルです。景気を判断して対策(政策)を実行するまでにタイムラグがあり、また、対策(政策)を打っても、景気が反応するまでに時間がかかります。そのために循環が発生してしまいます。

一つの例を申し上げますと、1990年に株価が大きく暴落して、時間がかかりましたが、ようやく92年に宮沢政権が反応しまして、大きな景気対策を出しました。その後、93年に景気が回復しましたが、銀行などの金融セクターの改革を十分に行わなかった結果、景気も悪くなって、次に円相場の危機が起きました。景気対策も打ちましたが、村山政権が5年間の規制緩和計画を3年間で実行するという反応がありました。このように最近の10年間でこのサイクルを5～6回繰り返してきました。

現在の日本は景気が良く改革が進み「改

善」局面にありますが、よくなったときは怠慢してしまうことがよくありますので、今回も、同じように怠慢局面になってまた危機になっていくのかという心配は当然あります。しかし、以前と違って今の政治や企業は改善してきていますので、今度こそ悪循環から脱出する確率が高いと思います。

政治面では今回の選挙は大きな意味がありました。党内の抵抗勢力が弱まって小泉政権と野党の二大政党になりましたが、これを孫子の兵法にあてはめて分析すると当然の帰結となります。また、年金改革の議論を深めたように、民主主義の新陳代謝を促す良い結果となりました。二大政党になると、政策で成果をあげなければ国民に支持されないからです。政策が様々な面で改善され、日本経済は良い方向に動き出していると思います。マクロからみた構造的な持続性は改善の方向にあります。

(2) 財政の持続性

では、構造的な持続性が改善されるなかで、今後の道のりはどうなるのでしょうか。現在

の財政面についてみると、プライマリー・バランス（注1）の安定を図ることが国民にとって重要な問題となっています。私の試算によれば、イールドギャップ（利子率と成長率との差）と負債比率（政府負債がGDPに占める比率）を変数として説明すると、プライマリー・バランスを現状の6%の赤字から3%の黒字に転換する必要があります。それは、約46.9兆円の赤字を削減することになります。この46.9兆円を、例えば、4割増税、6割歳出カットの基本方針で臨むとすれば、増税は18.8兆円、歳出カットは28.4兆円となります。増税の18.8兆円を消費税でやるなら、5%から14.4%への引き上げになります。歳出カット28.4兆円の半分を公共事業から賄うとすると、厳しい現状からさらに4割カットになります。残る14兆円を経常歳出から削減する必要があります。いちばん大きな歳出項目は、年金、医療、失業保険などの社会保険です。さて、最近、年金の給付と保険料負担の議論が盛り上がっていますが、バランスを考えると、年金だけでなく社会保障関連の給付全体を計算上2割削減、拠出金を2割増加させることとなります。しかし、厚生労働省の案では年金の給付額を約7%削減して、所得代替率（現役世代の平均所得に対する割合）を56%ぐらいに下げることになっています。これでは不十分だと思います。

とにかくこれらを全て実行しないと負債比率が爆発してしまいます。難しい課題ですが、不可能ではないと考えます。いままで国民が議論してこなかったことが、ここに来て漸く政治の場で議論されることは大きな進歩であると思います。

(3) ミクロの持続性

ミクロの持続性は様々な良いことがあります。例えば、資産総額に対する利益率は、法人企業統計によれば、90年までは4%程度でしたが、90年代前半に一旦は2%以下まで下がり、その後上昇し、現時点で3%程度に改善しています。もう一つは、レバレッジド比率（株主資本に対する負債総額比率）は、75年のピーク時は8倍程度に達していましたが、2年前は3.1倍と低下し、今はアメリカ（2.6倍）並みとなり、バランスシート調整が進んでいます。また、産業再生に関しては、仕組み、法律、民間のガイドラインなどは、他国と遜色ないものとなってきており、再生計画に関しても金融庁や企業も現実的に変わってきていますし、あとは実行するだけあります。

4. 結び

政策的な持続性あるいは構造的な持続性は非常に良くなっています。来年の景気が若干悪くなくても、構造変化が良い方向に向かっているのも、むしろ前向きにビジネスに取り組むことができる良い環境が整ってきたと思います。これで私のほうからの話を終わらせていただきたいと思います。ご清聴、ありがとうございます。

（注1）プライマリー・バランスとは、国債費（過去の借金である国債の元金償還費と利払い費）を除いた歳出と新たな国債発行額を除いた歳入との財政収支をいう。

（本稿は平成15年12月3日に武蔵野銀行本店3階ホールで行われた、ぶぎん経済講演会の要旨を編集部でまとめたものです。）