

## 第1章

## 着実に持ち直す日本経済

日本経済は、リーマンショック後の厳しく深い景気後退を経て、2009年春頃から持ち直し局面にある。ただしこれは輸出や経済対策の効果にけん引された面が依然として強く、国内民需を中心とする自律的な回復には今一步の状況である。今後はいかに所得面と支出面の好循環を生み出し、持続的な回復軌道に乗せていくかが課題である。その一方で、経済活動水準が依然低いこともあって、日本経済は数々の重荷を背負っている。その端的な例が、設備や雇用の過剰感、物価の持続的落下すなわちデフレ、さらには税収減等を通じた財政状況の悪化であり、これらをどう克服していくかが問われている。

こうした問題意識から、本章では、次の3つの論点について検討する。第一が、実体面から見た景気の動向である。先行きとの関係では、外需を取り巻く環境、公共投資削減の影響、民需の自律的要素の見極めが焦点となる。第二は、デフレの現状と金融資本市場の動向である。特に、主要国では我が国だけがデフレに陥ったことから、その構造的な背景を探ることに力点を置く。第三は、財政を巡る論点である。現在の財政の持続可能性について警鐘を鳴らすだけでなく、国際的な比較などを通して我が国財政の構造的な問題を抽出する。

## 第1節 実体面から見た景気の動向

我が国経済は2009年春頃から、徐々に持ち直しの動きを見せ始めた。本節では、今回の持ち直し局面について、各種経済指標の動きからその特徴を振り返り、今後を展望する際のポイントを考える。最初に、マクロの視点から全体的な特徴、外的要因の状況を把握した上で、企業部門、家計部門の動向を順次見てみよう。

## 1 今回の景気持ち直しの特徴と対外経済環境

今回の景気持ち直しは、その初期段階を中心に、海外景気の改善と経済対策によって支えられたことが特徴である。今後の課題は、景気の持ち直しがより自律的なものとなり、持続的な景気回復過程に移行できるかどうかである。以下では、「現在の日本経済はどういう状況か」「今回の持ち直し局面の特徴は何か」「対外経済環境と公共投資削減の影響をどう見るか」といった諸点を検討する。

## (1) 現在の日本経済はどういう状況か

最初に、現在の景気がどういう状況かを分析する。具体的には、GDPの動きを実質と名目の両面から振り返った後、両指標の乖離を示すGDPデフレーター動きを説明することで、マクロ的な視点から景気の動向を概括的に整理する。

### ●輸出と個人消費が景気の持ち直しをけん引

我が国の景気は2007年10月<sup>1</sup>をピークに後退局面に入り、2008年9月のリーマンショック後は急速な景気の悪化を経験した。その結果、実質GDPでは、2008年4-6月期から2009年1-3月期にかけての約1年間、前期比マイナスが続くこととなった。2009年4-6月期になってようやく前期比プラス成長に転じたが、その後の持ち直しの動きを実質GDPとGDPギャップを見ることで振り返ると、次のような特徴が指摘できる（第1-1-1図）。

第一に、輸出と個人消費がけん引した。輸出増加の背景には、新興国を始めとする海外景気の改善があるが、世界各国における在庫の急速な圧縮に伴う在庫復元効果という面もあり強めの数字となった。個人消費も2009年4-6月期以降にプラスとなり、実質GDPの押し上げ要因となっている。エコカー減税・補助金や家電関連のエコポイント制度などの政策が、耐久財消費を押し上げることで個人消費を増加させた面が強いと考えられる。

第二に、その一方で、設備投資や住宅投資など他の民間需要は弱い動きを続けてきた。海外経済の改善による輸出増加、経済対策に支えられた個人消費の伸びといった要因が日本経済の持ち直しを支えてきたが、今後は、こうした動きが企業や家計の所得やマインド面の改善などを通じ、所得面と支出面の好循環を生み出し、設備投資や住宅投資、個人消費の自律的回復につながっていくかがポイントになる。

第三に、需給ギャップは2009年4-6月期以降の景気持ち直しとともに、マイナス幅の縮小傾向が見られる。2009年1-3月期に潜在GDP比8%程度の大幅なマイナスを記録した後、GDPギャップは緩やかに縮小している。しかし、依然としてマイナス幅は大きく、経済全体として大幅な需要不足（供給過剰）が続いている。この大幅な需要不足の存在が、設備や雇用の過剰感を通じて、設備投資の抑制や雇用環境の厳しさにつながっており、また、物価面においては、需給環境の緩みから継続的な物価の下押し圧力となっている。

### ●名目GDPは低水準が続く

次に、名目GDPの動きから現在の景気局面を見てみよう。かつてのインフレ時には、物価変動による景気の「錯覚」を排除するためには実質値で議論することが重要とされた。しか

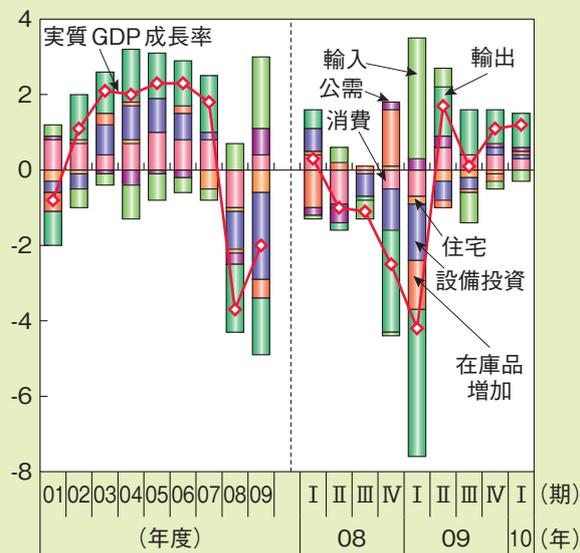
注 (1) 景気動向指数研究会（2009年1月29日）の結論を踏まえた暫定的な景気基準日付。

## 第1-1-1図 実質GDPとGDPギャップの推移

輸出と個人消費が景気の持ち直しをけん引、需給ギャップは改善するも大幅なマイナス

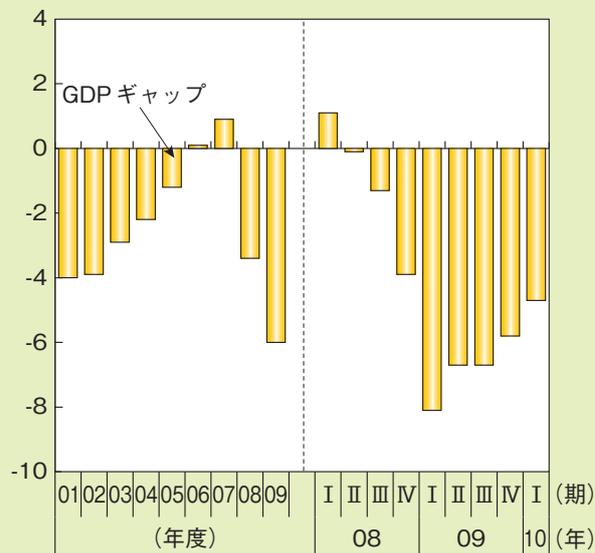
## (1) 実質GDP成長率とその寄与度

(前年度比、前期比、%)



## (2) GDPギャップの推移

(%)



(備考) 左図：内閣府「国民経済計算」により作成。

右図：GDPギャップは内閣府試算値。GDPギャップ=(現実のGDP-潜在GDP)/潜在GDP。

し、現在のようなデフレ状況下においては、家計や企業の収入金額に直結する名目値の方が「実感」に近いといわれることもある<sup>2</sup>。ただし、この場合でも、購買力という面を考えれば、実質値で議論の方がより適切ともいえる。いずれにしても、名目値、実質値それぞれの特徴を踏まえた上で、両方の数字を見ていく必要がある。名目GDP成長率について、各需要項目別の寄与度を見ると、次の特徴が指摘できる(第1-1-2図)。

第一に、2009年4-6月期以降の持ち直し局面であっても、名目成長率は前期比ゼロ%近傍で推移していた。名目成長率で見れば景気持ち直しのテンポは非常に弱いといえる。

第二に、需要項目別に見ると、輸出がけん引しているのは実質成長率と同様であるが、個人消費によるけん引力が弱い。個人消費はエコカー減税・補助金やエコポイントの効果等で耐久消費財を中心に増加している。しかし、価格面を見ると、耐久消費財の価格下落が大きく、名目値の伸びはその分抑制されている。その結果、個人消費の増加による名目GDP成長率の押し上げ効果は、実質値と比較して抑制されたものとなっている。企業側から見れば、消費数量は伸びているが、売上げがあまり伸びない状態ということになる。

第三に、GDPの水準を名目値で見ると、2009年度の名目GDPは直近ピーク時2007年度の9割程度にとどまっている。過去に遡って比較すれば、バブル崩壊直後の90年代前半頃の水準まで名目GDPは低下している。経済規模がバブル崩壊直後の水準まで縮小したともいえる。

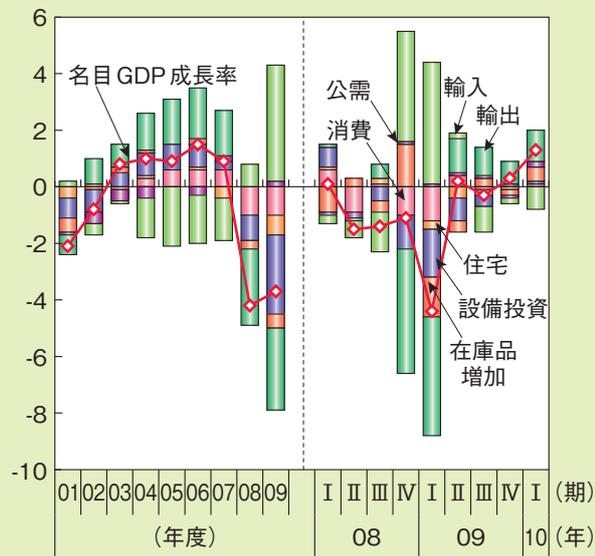
注 (2) 実際に日銀短観の業況判断DIや消費者態度指数との相関を調べると、過去は名目GDPよりも実質GDPとの相関が高い時期が多く見られたが、最近では名目GDPとの相関も高まっている(コラム1-1参照)。

第1-1-2図 名目GDPの推移

名目GDP成長率は依然として低く、経済規模の拡大は足踏み

(1) 名目GDP成長率とその寄与度

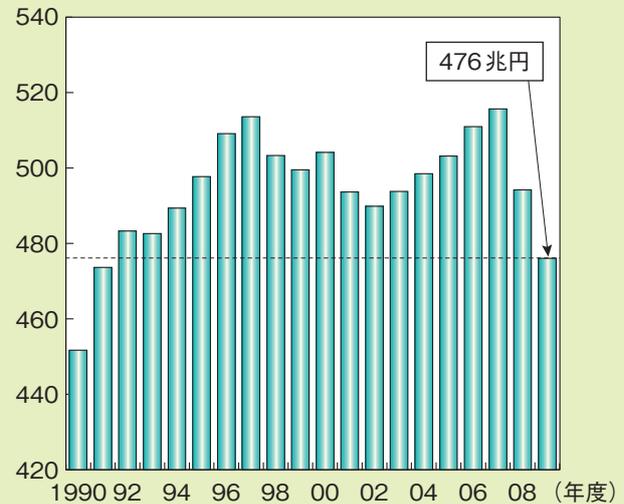
(前年度比、前期比、%)



(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

(2) 名目GDP実額の推移

(兆円)



名目GDPの縮小は、経済規模との相対関係が重要な、例えば、社会保障支出などの財政支出や税収といった財政制度の設計等を難しくしている。名目値を議論する際には、「実感」という視点だけでなく、議論の対象が「規模」を重視すべき事項かどうかという視点が重要になる。

● GDPデフレーターは2009年4-6月期から下落

実質値と名目値の動きの乖離はGDPデフレーターの動きに等しい。ここでは、GDPデフレーターを需要項目別と分配面から要因分解してみよう。なお、GDPデフレーターは前期比では振幅が大きく基調を捉えにくいいため、以下では前年同期比の動きで議論する(第1-1-3図)。

第一に、GDPデフレーターの前年同期比は2009年4-6月期からマイナスに転じた。その要因を需要項目別に見ると、輸出デフレーターの下落とともに個人消費デフレーターの下落が大きく効いている。輸出デフレーターは、リーマンショック後の世界経済の低迷を反映し、2008年10-12月期以降大幅な下落となった。他方、個人消費デフレーターについては、下落傾向が続く耐久消費財への需要増などを背景に、消費財・サービス価格が下落したことが主因である。このほか、設備投資や公需デフレーターも下落しており、主たる需要項目のデフレーターはすべて下落することとなった。

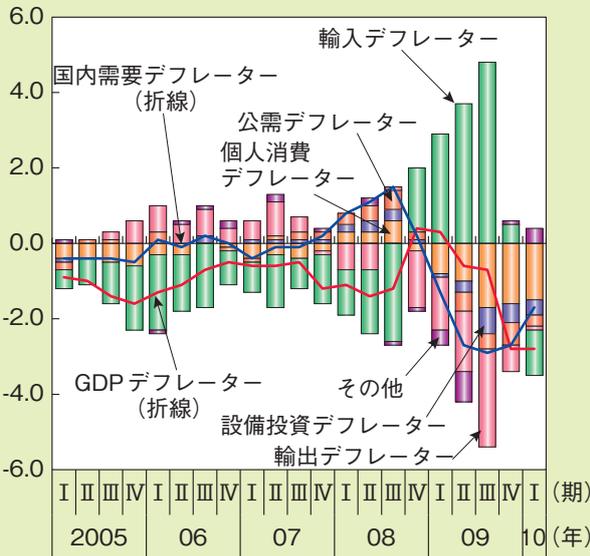
第二に、内需デフレーターをみると、GDPデフレーターよりも早く、2009年1-3月

第1-1-3図 GDPデフレーターの変因分解

GDPデフレーターは2009年4-6月期から前年比で下落

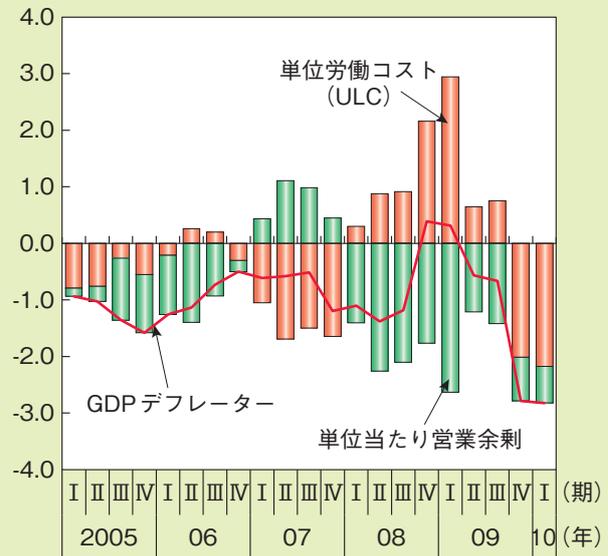
(1) 需要面からの要因分解

(GDPデフレーターに対する前年比寄与度、%)



(2) 分配面からの要因分解

(GDPデフレーターに対する前年比寄与度、%)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。

2. 単位労働コスト (ULC) = 名目雇用者報酬 / 実質国内総生産、

単位当たり営業余剰 = (名目国内総生産 - 名目雇用者報酬) / 実質国内総生産、として計算。

期から下落に転じている。内需デフレーターとGDPデフレーターの動きのかい離は、輸出入デフレーターによってもたらされる。2009年1-3月期から7-9月期にかけて、内需デフレーターの下落率はGDPデフレーターの下落率を上回ったが、この差は、輸入デフレーターの下落寄与が輸出デフレーターの下落寄与を上回ったことによる。原油を中心とした輸入品価格が、前年の高騰の反動で大きく下落したことが反映されている。このように輸入物価が大きく変動するとともに、それが国内物価に完全に転嫁できない場合には、GDPデフレーターと内需デフレーターの間にはかい離が生じやすい。2009年のように輸入価格が大きく変動するときには、GDPデフレーターとともに内需デフレーターも合わせて見るのが重要であろう。

第三に、単位労働コストも2009年10-12月期には前年比下落に転じた。GDPデフレーターが生産量1単位当たりの付加価値を表すことを利用し、その動きを分配面から分解してみよう。2009年4-6月期と7-9月期の下落においては、生産量1単位当たりの営業余剰等の下落を単位労働コスト (ユニット・レーバー・コスト、生産量1単位当たりの雇用者報酬) の上昇である程度緩和していたが、10-12月期以降は単位労働コストも下落に転じることで、GDPデフレーターの下落率が拡大した。単位労働コストは、実質GDPが前年比で増加する一方で、雇用者報酬が減少したため大きく低下している。

コラム

1-1 景気実感と名目値・実質値

人々の景気実感は名目値と実質値のどちらに近い動きをしているのであろうか。例えば、収入額など「金額」を重視するのであれば名目値が実感に近いと考えられる一方、収入によってどれだけの財・サービスを購入できるかという「購買力」を重視するのであれば実質値が実感に近いとも考えられる。ここでは、景気状況を端的に表すGDPの動きを例にとり、名目値と実質値のどちらが家計と企業の景気実感と相関が高いか調べてみよう（コラム1-1図）。

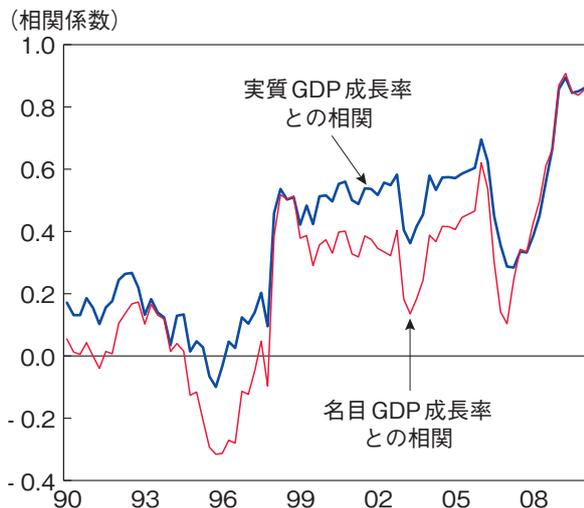
概していえば、景気実感は実質成長率との相関の方が高い。企業の景気実感（業況判断DI）は明確に実質成長率との相関が高く、家計の景気実感（暮らし向き意識指標）についても、名目値、実質値それぞれと同程度の相関が見られる。ただし、最近時点、特にリーマンショック後の急激な景気後退期においては、景気実感は名目成長率とも相関を強めている。

また、デフレ下の景気持ち直しであっても、景気実感と実質成長率との相関は強い。2000年代前半のデフレ期では、家計と企業の景気実感はともに実質成長率との相関が高かった。2009年のデフレ期においても、実質成長率との相関が弱まっていることはない。デフレ下であっても、実体経済が動いて取引数量が増えてくれば、景気実感も改善する傾向にあると見ることができるだろう。少なくともGDP成長率を見る限り、名目値の方が実感により近い動きになっているとはいえないようである。

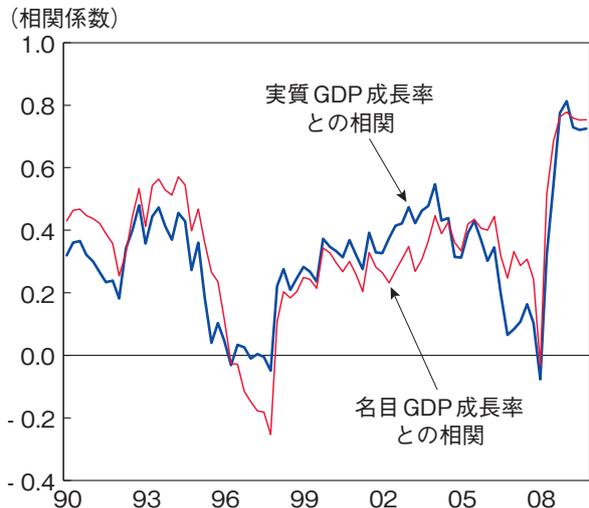
コラム1-1図 景気実感と実質・名目経済成長率

最近の景気実感は名目成長率にも相関

(1) 実質・名目成長率と企業業況判断の相関



(2) 実質・名目成長率と消費者マインドの相関



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」「消費動向調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。  
 2. GDP成長率は前期比。  
 3. 企業の業況判断は各調査時点における全規模全産業の業況判断DI（「良い」-「悪い」）前期差。  
 4. 消費者マインドは今後半年間の暮らし向きの見通し（季節調整値）。  
 5. 相関係数は各時点における過去5年間の相関係数。

## (2) 今回の持ち直し局面の特徴は何か

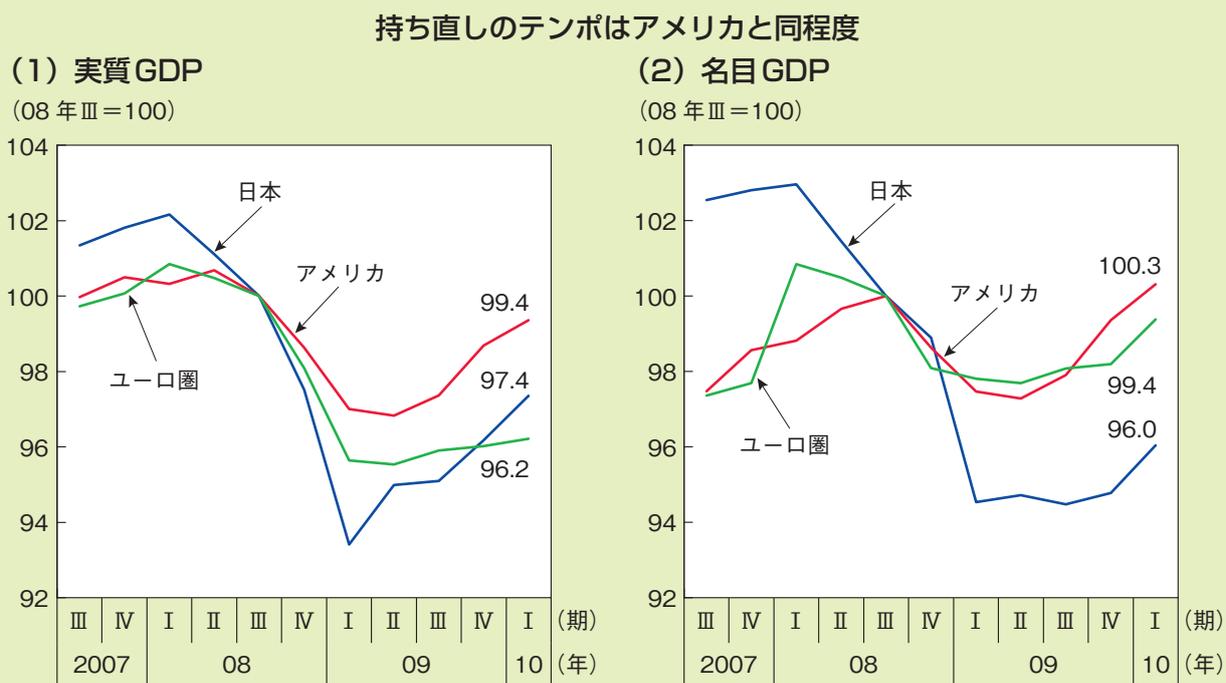
次に、今回の景気の持ち直しについて、他の先進国と比較するとともに、日本の過去の持ち直し局面とも比較し、その特徴を確認する。その後、今回の持ち直しをけん引してきた輸出と個人消費の動きについて検討しよう。

### ●景気持ち直しテンポはアメリカと同程度

日本の輸出は各国の景気対策や在庫復元の恩恵を受けた。各国における景気対策の協調が、貿易等を通じて相乗効果を生み出していると捉えることもできる。それでは、日本の持ち直しテンポは他の先進国と比較して、どのように評価できるだろうか。日本とアメリカ、ユーロ圏の3地域について、リーマンショック後の実質GDPと名目GDPの動きを比較し、日本の特徴を抽出しよう（第1-1-4図）。

第一に、日本の持ち直しテンポはユーロ圏よりも速く、アメリカと同程度である。実質GDPの動きを見ると、日本は2009年1-3月期、アメリカとユーロ圏は同年4-6月期を底に持ち直し傾向にあるが、その後の成長テンポについては、ユーロ圏はおおむね横ばいで推移する一方、日本とアメリカは前期比平均1%弱程度で成長している。日本はリーマンショック前から実質GDPが下降局面に入っていたこと、さらに、リーマンショック以降は輸出を中心に

第1-1-4図 日本とアメリカ、ユーロ圏の景気持ち直しテンポの比較



(備考) 内閣府「国民経済計算」、アメリカ商務省「National Economic Accounts」、Eurostatにより作成。

急激に落ち込んだことから、アメリカやユーロ圏よりも深い景気後退となった。しかし、リーマンショック直前の2008年7-9月期を基準とすれば、日本の実質GDPはユーロ圏の水準を上回る程度まで改善している。

第二に、名目GDPで見ると、リーマンショック直前の水準を基準とすれば、日本の経済水準は2010年に入ってもアメリカばかりでなくユーロ圏と比べても低い。日本の名目GDPは、実質成長率の動きと同様に2008年中の落ち込みが大きいことに加え、2009年に入っても弱い動きを続けており、アメリカやユーロ圏に比べて相当程度低い水準となっている。実質GDPがアメリカと同程度の持ち直しテンポを示していることを考えれば、日本の名目GDPはデフレによって相当程度押し下げられているといえる。

第三に、日本はリーマンショック以前から、原油高の影響等を背景に、GDPは名目、実質ともに明確な減少基調にあった。実際、前述のとおり、2007年10月を山として景気後退局面に入っていた。すでに景気後退が1年程度続いたなかで、我が国経済はリーマンショックのような大規模な外生ショックに遭遇したことになる。

#### ●今回の持ち直し局面では遅行指数の弱さが目立つ

次に、過去の景気持ち直し局面と比べることにより、今回の持ち直し局面の特徴を見てみよう。2007年11月以降の景気後退期の特徴は、世界的な景気後退の影響もあり、落ち込み方が急速かつ深かった。そのため、変化の方向のみならず水準も重要となる指標、例えば、雇用や設備投資、物価などの関連指標の戻り方が遅くなることが予想される。ここでは、景気動向指数において一致指数に採用されている鉱工業生産指数の動きとともに、遅行性のある設備投資や失業率、さらに物価の動きについて、過去の景気持ち直し局面と比較する（第1-1-5図）。

第一に、今回の持ち直し局面では、設備投資の減少が長く続いた。生産の増加が急テンポであるにもかかわらず、設備投資は谷を過ぎても半年（2四半期）程度は減少を続けた。過去の持ち直し局面と比べても、今回の設備投資の落ち方は際立っている。後述するが、生産の急減に伴う稼働率の低下、設備過剰感の強さなどがその背景にある。

第二に、失業率については、反転するタイミングは過去と比べて大きな差はないものの、景気の谷を過ぎた後の悪化のテンポが急速であった。このため、失業率は谷から1年程度経過しても、依然として谷の水準より相当程度高い水準にとどまっている。

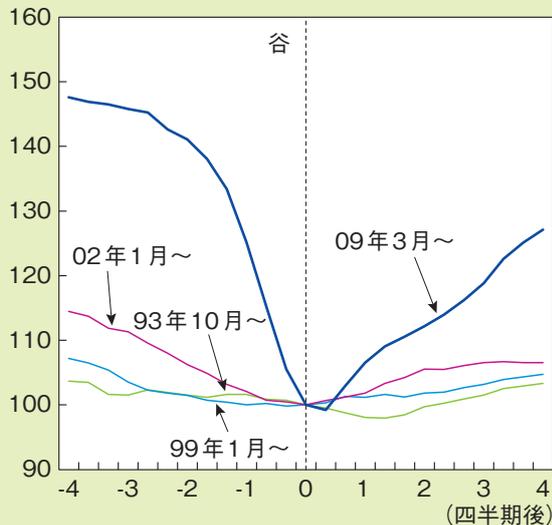
第三に、民間最終消費支出デフレーターの動きを見ると、今回の持ち直し局面における下落テンポの速さが目立つ。また、下落の幅も過去の持ち直し局面と比べて大きい。確かに、99年1-3月期を谷とする景気循環以降、景気が持ち直しを続けても民間最終消費支出デフレーターは下落を続ける傾向にあるが、今回は下落幅、テンポともに大きなものとなっている。次節で詳しく議論するが、景気の急速な落ち込みに伴う需給ギャップのマイナス幅拡大がその背景にある。

第1-1-5図 過去の景気持ち直し局面との比較

過去の景気持ち直し局面と比べ、遅行指標の弱さが目立つ

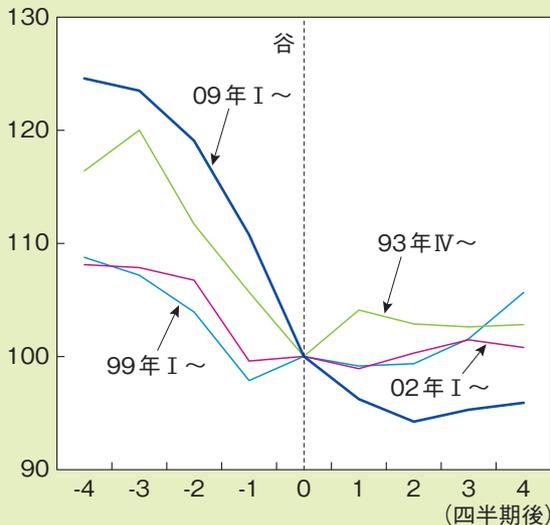
(1) 生産

(谷=100)



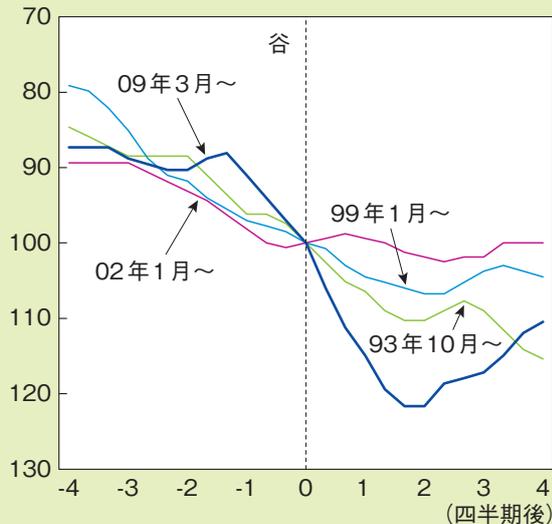
(2) 設備投資

(谷=100)



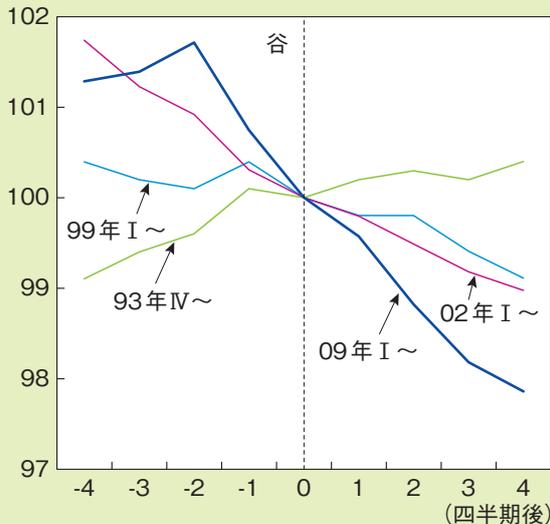
(3) 失業率

(谷=100)



(4) 民間最終消費支出デフレーター

(谷=100)



(備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」により作成。  
 2. 今回の景気循環については、2009年3月を谷(暫定日付)とした。  
 3. 鉱工業生産及び失業率については、後方3か月移動平均値。

●輸出増加の原動力はアジア向け

リーマンショック後、我が国の輸出は仕向け先を問わず急減した。背景には、世界各地で我が国が得意とする自動車やIT関連製品を中心に需要が大きく落ち込んだことがある。さらに、現地の企業が資金ショートのリスクを恐れて在庫を徹底的に減らしたことがこれに拍車をかけたと見られる。その後、輸出数量は2009年3月に減少から増加に転じ、当初は急ピッチの増加を示した。この動きを地域別、品目別にやや詳しく振り返ってみよう(第1-1-6図)。