

日本の失われた15年を振り返る

【ポイント】

1. 本誌と日本経済の歩みを振り返ると、バブル崩壊によって生じた資産デフレ、過剰問題の後遺症により、金融システム不安が生じ「失われた15年」「(資産)デフレ経済」の言葉に象徴されるような低成長が続いている。
2. その間、日本経済の構造は大きく変化した。右肩上がりであった消費に陰りがみえて内需が鈍化する一方で、世界の市場経済の拡大によって、次第に海外需要が日本経済を左右する側面が強くなった。
3. 「失われた20年」を実現させないために、成長余地の大きい分野を中心に内需を拡大する一方、外需、特に急増する新興国市場の需要に企業がいかに対応するか、また、財政再建といった様々な困難な課題に立ち向かう必要がある。

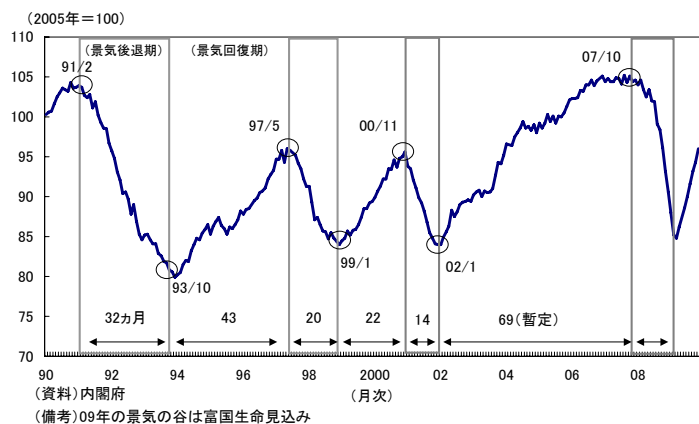
本誌「フコク経済情報」が93年7月に創刊されて16年と半年が経過し、当月号で200号を迎える。巻頭の「時評」でもその概略が示されているが、創刊から現在までの日本経済の動向を振り返りたい。この間、日本経済は幾度も景気の山・谷を経ているが、一言であらわすとしたら、「失われた15年」もしくは「(資産)デフレ経済」が相応しいのかもしれない。93年7月は、まさに平成バブル(以下、バブル)崩壊後の不況の真っ只中で、株価が大幅に下落し、「地価は上昇を続ける」という土地神話も崩壊した。銀行が多額の不良債権を抱えたことで金融システムが傷つく中、生産・雇用の過剰問題が深刻化し、その後の日本経済は低空飛行を続けた。02年以降の戦後最長の景気回復においては、経済のグローバル化が進展する中、新興国の台頭を追い風に、日本経済は漸く本格的に立ち直ったかにみえたが、その後の世界同時不況によって未曾有の悪化となり、一旦は解決した構造問題も再び浮き彫りとなっている。

ここでは、はじめに全体の景気動向を概観した後、各景気循環の日本経済の歩みを振り返りたい。

1. 景気循環と実質GDPの推移

まず93年以降の景気動向を振り返りたい。図表1は景気動向指数一致CIの推移である。この指数は、景気の山・谷をある程度把握でき、ボトムが景気の谷、ピークが景気の山となる。93年7月は、まさにバブル崩壊後の景気の深い谷を迎える時期で厳しい経済情勢下にあった。その後、期間はまちまちだが、3回の景気回復局面と後退局面を経て、09

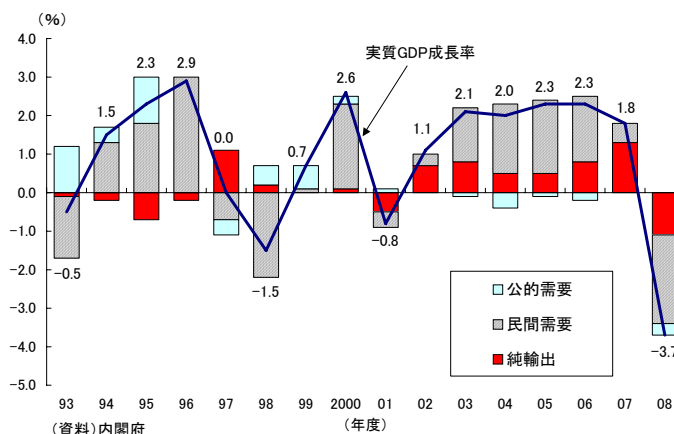
図表1. 景気動向指数一致CIの推移



年1～3月期以降の持ち直しの動きが90年代以降4回目の景気回復局面にあたる（現時点では正式に認定されていない）。各景気回復局面に対する正式な名称はないが、その特徴を用いて便宜的に仮称をつけると、「経済対策（93年10月～97年5月）」、「ITブーム（99年1月～2000年11月）」、「グローバル経済（02年1月～07年10月）」が当てはまるだろう（以下、この仮称を使用）。

次に、実質GDP成長率の推移をみると、80年代の平均成長率が5%程度であったが、90年代は約1%と大きく成長率が低下し、バブル崩壊によって日本経済は低成長となっている。また、93年以降の実質GDP成長率を民間需要、公的需要、外需に分けてみると、90年代と2000年代では、成長率を押し上げている要因が大きく異なっている（図表2）。90年代は公共投資などの公的需要が呼び水となって民間需要に波及しているのに対して、2000年代は外需が中心となっている。財政悪化に伴う政策転換、グローバル市場の激変、人口動態の変化等、様々な要因によって日本経済を引っ張る成長ドライバーが変わっている。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



2. 景気循環ごとの特徴と足取り

(1) 経済対策と金融システム不安

90年代に入って最初の景気回復期は大規模な経済対策（特に公共投資）によって押し上げられたことが特徴的である。先に株価がピークアウトし、遅れて地価も不動産関連融資総量規制等を契機に下落に転じ、いわゆるバブルが崩壊したことで91年以降、日本経済は急速に悪化した。公定歩合が引き下げられる中、政府は大規模かつ積極的な経済政策を実施し、93年初めから春先にかけて一旦は回復の動きがみられた。しかしながら、内需に力強さを欠き、夏にかけて急速に円高が進行したことで輸出が減少、景気の局面変化には至らなかった。

その中、93年度には、「総合的な経済対策」(4月)、「緊急経済対策」(9月)、「総合経済対策」(94年2月)と3回の経済対策が発表され、社会インフラなどの公共投資拡大や6兆円規模の所得税減税などが行なわれた（図表3）。後述する踊り場局面に実施された分を含めると、90年代における9回の大規模な経済対策のうち、6回が92～95年に実施されている。中でも、当時は直接的に需要

図表3. 90年代の経済対策一覧

対策	時期	事業規模
総合経済対策	92年8月	10.7兆円
総合的な経済対策	93年4月	13.2兆円
緊急経済対策	93年9月	6.0兆円
総合経済対策	94年2月	15.2兆円
緊急円高・経済対策	95年4月	7.0兆円
経済対策	95年9月	14.2兆円
総合経済対策	98年4月	16.7兆円
緊急経済対策	98年11月	23.9兆円
経済新生対策	99年11月	18.0兆円

(資料)各種資料より富国生命作成

を拡大させる公共投資に重点がおかれ、各年度の公共投資関連予算をみると、98年度に次いで、93年度、95年度が大幅増となっている（図表4）。この公共投資による押し上

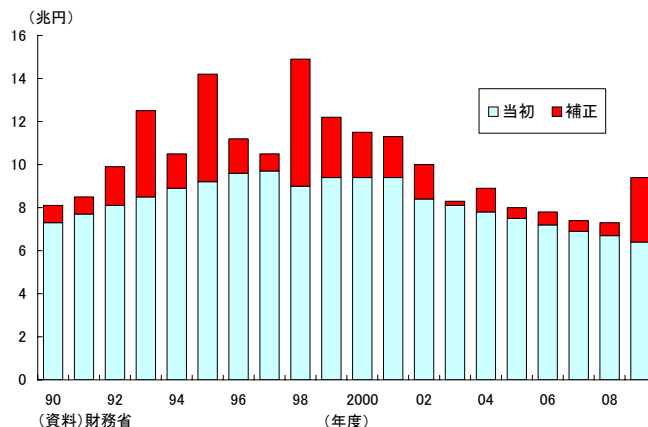
げ効果や減税による消費の下支え、地価下落や資金調達環境の改善による住宅投資の堅調な推移などで最終需要が下げ止まり、日本経済は回復に転じるようになった。

ところが、バブル崩壊の後遺症が色濃く残る中、95年入り後は、阪神・淡路大震災による一時的落ち込みや一段の円高進行、米経済の減速により、年央には景気は踊り場局面となった。それに対して、大規模な財政政策や一段の金融緩和措置がとられ、それがダウンサイドリスクの顕在化を防止する役割を果たした。その後、雇用・設備の過剰の調整、資産価格下落に伴う企業・金融機関のバランスシート調整などの問題を抱えながらの不安定な成長であったが、次第に過剰の調整がある程度進展し、為替も円安に転じたことなどで民間需要主導の自律的な回復の動きがみられるようになった。また、96年度末にかけては、97年4月からの消費税引き上げ前の駆け込み需要などもあり内需が拡大した。

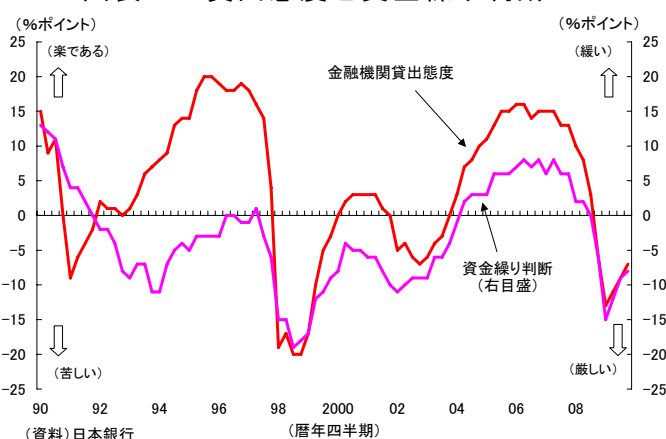
しかしながら43ヵ月にわたった景気回復は、97年度入り後、消費税引き上げによる消費の減少、企業・金融機関のバランスシート調整の遅れ、アジア危機などにより、後退に転じるようになった。特に、金融機関のバランスシート調整の遅れを起因とする金融システムの動揺は大きかった。バブル期に不動産を担保に融資を拡大させた金融機関は、地価の下落によって膨大な不良債権が発生した。それに景気減速が追い打ちをかける形となり、金融機関の自己資本は大きく毀損することになった。08年秋のリーマンショックによる欧米を中心とした金融危機は記憶に新しいが、当時は日本独自の問題で、大手証券会社や都銀等の金融機関が破たんするなどの事態に至った。その頃の金融市場をみると、信用リスクが極度に意識されたことで、コールレートは一時大きく上昇し、邦銀の資金調達に対する上乗せ金利（ジャパン・プレミアム）が発生した。また、日本版ビックバンを控え、金融機関が財務の健全化に向けて貸し出しを抑制したため、いわゆる貸し渋りが社会問題となった。98年の低下が際立っている金融機関貸出態度と資金繰り判断DIの推移が示す通り、企業が資金調達に最も苦しんだ時期にあたる（図表5）。それによる設備投資の大幅減や家計における不安感の高まりなどが景気後退を深め、業績悪化や地価下落継続による担保価値の減少で更に不良債権が拡大するという、負のスパイラルが生じた。

また、金融システム不安以外にも大きな節目を迎えた。雇用過剰を背景に日本の終身雇用制の制度疲労が顕在化し、右肩上がりであった所得も伸び悩むことになった。それ

図表4. 公共投資予算の推移



図表5. 貸出態度と資金繰り判断



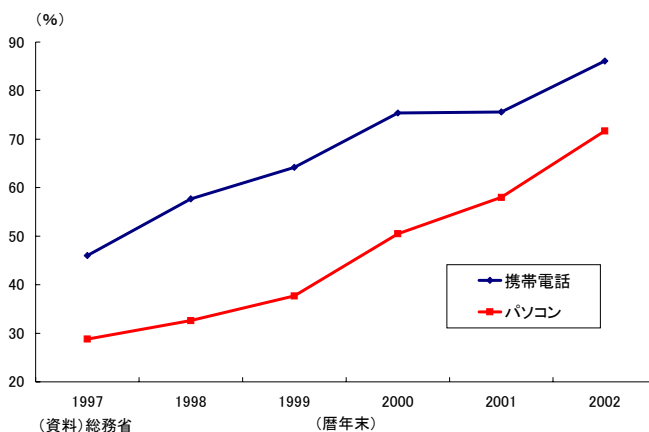
に消費税引き上げによるマインドの悪化もあって、97年度の実質個人消費は、現行基準（旧基準の68SNA含む）では初めて前年割れとなった。バブル崩壊が一つの大きな日本経済の転換点であったことは間違いないが、どんなに景気が悪化しても家計消費がプラスを維持するという神話もこの時期に崩壊し、当時は戦後最悪の不況と言われていた。

この不況に対して、政府は様々な対策を講じた。98年10月には、中小企業金融安定化特別保証制度を創設して中小企業の資金調達の円滑化を図る一方、金融再生法、金融機能早期健全化法を成立させ、金融機関の破たん処理を円滑化する制度の整備や、資本に懸念がある金融機関への公的資本を増強するのに必要な枠組みを作るなど、金融システム安定化のための60兆円の財政措置を行なった。また、その前後の時期には、98年4月の「総合経済対策」、同年11月の「緊急経済対策」において、大規模な公共投資や減税が実施された。

(2) ITブームとその崩壊

90年代2度目の景気回復は、需要が拡大したIT分野に限定され、かつ短命であったことが特徴であろう。前述した経済対策による公共投資の拡大で地方を中心に景気が下支えされる中、アジア経済の回復などもあって景気は持ち直しに転じるようになった。折しも、情報化関連（以下、IT）の需要が拡大する時期にあたり、汎用コンピューターや携帯電話などの普及が加速した（図表6）。

図表6. パソコンと携帯電話の世帯普及率



国内のIT投資が活発化する中、海外においても半導体需要が旺盛となり、日本の輸出は、米国向けやIT製品の組立拠点であるアジア向けを中心に増加し、外需に依存した側面も強かった。この輸出増を背景に、設備の過剰感がある中でも新技術に対応したIT分野の設備投資は増加し、輸出増と相俟って生産活動は上向いた。図表7は、この景気回復期における鉱工業生産指数の業種毎の最低値と最高値を比較したものであるが、全体が9.3%上昇する中、携帯電話が含まれる情報通信機械が約24%上昇、半導体などの電子部品・デバイスが約48%上昇となっている。

図表7. 生産の業種別上昇率

業種別	伸び率	業種別	伸び率
鉄鋼業	18.3	輸送機械	17.3
非鉄金属	13.6	精密機械	17.7
一般機械	16.9	窯業・土石製品	3.9
電気機械	10.4	化学	6.7
情報通信機械	23.9	石油・石炭製品	7.9
電子部品・デバイス	47.9	食料品・たばこ	4.3

(資料)経済産業省
(備考)伸び率は、景気回復期における最低値から最高値までの上昇率

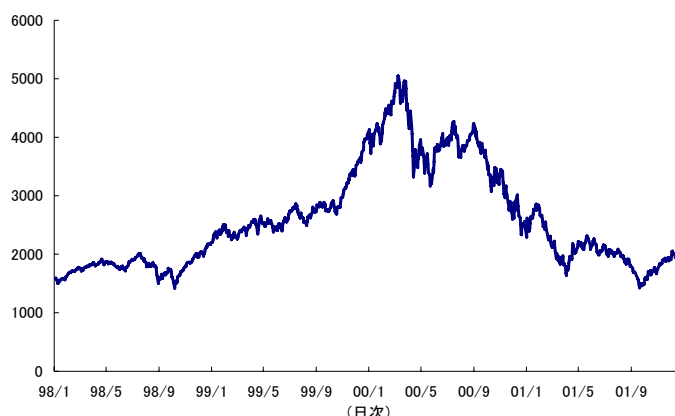
ただし、この時期の企業は事業の再構築に注力していた。バランスシート上の負債削減が優先されて、IT分野以外の設備投資が抑制されることになって、本格的な景気の自律回復には結びつかなかった。また、企業は、収益力向上に向けて人件費を圧縮したが、その動きを家計側からみると、賃金抑制につながることやリストラ不安が高まることで個人消費は力強さを欠いた。景気回復期には、生産増→雇用増→所得増→消費増という経路で波及していくが、生産から家計（消費）までの流れが、企業のリストラによって

以前に比べると波及が遅れるようになっていた。

そうした中、米株式市場でITバブルが崩壊した。ナスダック総合指数は、2000年3月に5,000台でピークをつけた後、FRB（米連邦準備制度理事会）の利上げなどで過剰流動性が縮小し、02年10月には約5分の1まで下落した（図表8）。これにより米国経済が減速に転じ、日本の輸出が減少したことで、IT分野という一本足に牽引された景気回復期は短命で終わることになった。

この景気回復期が低成長かつ短期間で終焉したことで、バブル崩壊の後遺症は依然残り、不良債権問題や過剰債務問題が解消せず、金融の仲介機能が低下した。また、日本経済がデフレの状態にあることがクローズアップされた時期でもある。内閣府の経済財政白書によると、デフレの要因は、①中国などからの安い輸入品が増加するなどの供給面の構造要因、②低成長が続いていることで需要が弱いなどの需要要因、③不良債権問題などで銀行の金融仲介機能が低下するという金融要因、の3つが挙げられている。バブル崩壊後、慢性的な需要不足が続く中、その頃の需給ギャップは大幅に拡大し、デフレによる実質金利の上昇によって企業の負担が増し、家計においては買い控えなどの要因となった。さらに、これまでの財政出動で財政赤字が拡大する中、デフレが続いたことで、金融政策の一段の緩和が求められた。01年3月の金融政策決定会合において、日本銀行は金融市場調節の主たる操作目標を、これまでの無担保コールレートから当座預金残高に変更し、当面の目標を5兆円程度とした（量的緩和政策）。また、その新しい方式は、消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上になるまで継続するという時間軸が決定された。その他にも長期国債の買入れ額引き上げが実施され、その後、当座預金残高を順次増額するなどの追加緩和策がとられることになった。

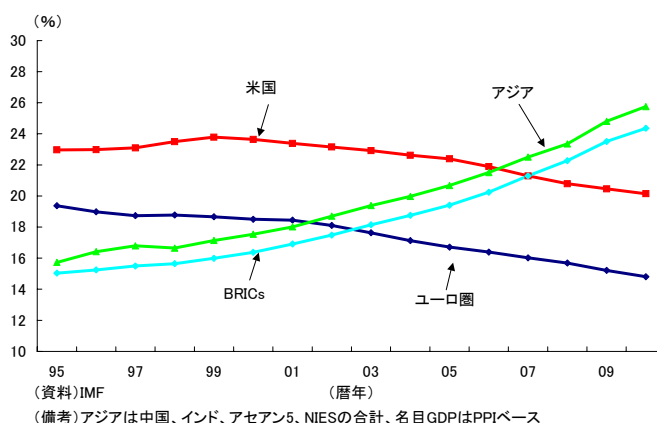
図表8. ナスダック指数の推移



(3) グローバル経済と金融危機

3回目の景気回復は外需主導によるものであり、海外経済動向に左右されながらも、戦後最長を記録したことが特徴的である。その背景には、経済のグローバル化、世界経済の構造変化がある。89年11月にベルリンの壁が壊されたことが象徴的であるが、これまで共産圏にとどまっていた需要が市場経済に組み込まれ、世界の貿易量は大幅に増加した。特に、中国が01年末にWTOに加盟した以降はその勢いが増すことになり、かねてより貿易立国であった日本においても、この新興国の台頭が追い風となった。こうした需要は、日本の高度成長期のような力強さ

図表9. 世界の地域別名目GDPの割合



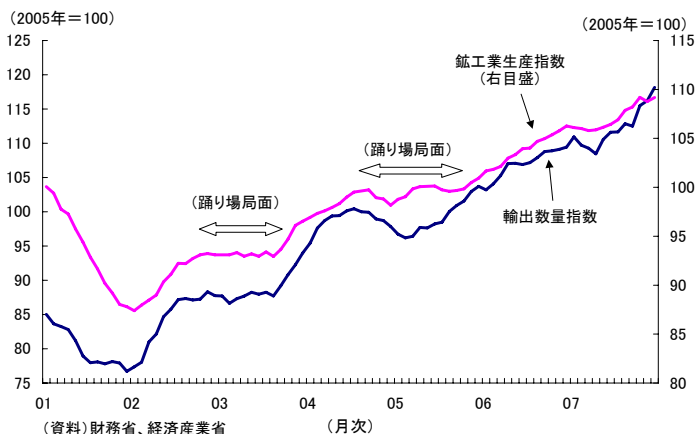
があり、年々影響力が高まっていった。図表 9 は、世界の名目 GDP (購買力平価ベース) に占める地域別割合の推移であるが、アジアや BRICs の比率が高まっている。また、循環面では、IT バブル崩壊後、米国経済は、IT 関連財の在庫調整を急ピッチに行なうとともに、積極的な景気対策によって回復し、それが先に回復していたアジア経済を後押し、世界の需要は拡大した。それを背景に、日本の輸出が増加し、輸出増を起点とした大企業製造業主導の景気回復となった。

ただし、その足取りは一本調子のものではなく、海外動向を主因に幾つか景気が足踏

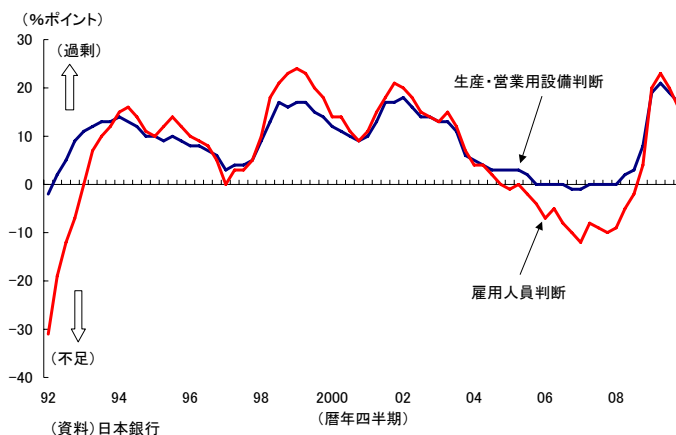
みする局面がみられた。最初の踊り場は、02 年後半から 03 年前半であるが、イラク情勢不安や SARS (重症急性呼吸器症候群) の感染者の増加などを背景に、輸出が鈍化した(図表 10)。しかし、その後、イラク戦争の終結や SARS の沈静化に伴い先行き不透明感が払拭されたことで、日本経済は再び上向きの動きとなった。二回目の踊り場は、世界的に IT 関連製品の需給が軟化した 04 年後半から 05 年前半である。04 年夏のアテネ五輪に向けて電機各社が強気の需要見通しに沿って生産をしたが、需要が予想より伸びなかったことで輸出が鈍化し、IT 製品の在庫が積み上がった。このような 2 度の踊り場局面を挟みながらも、輸出増を起点とした民間需要の拡大の動きが続いたことで、企業部門を中心としたものから、徐々に家計部門にも波及することになり、バブル崩壊後の日本経済の重しとなった 3 つの過剰 (設備、雇用、負債) の構造問題も一旦は解消することになった (図表 11)。

しかしながら、振り返ってみると、このような輸出増に牽引された景気回復は、新興国の需要増以外にも、米国の過剰消費の拡大が寄与していた側面もあった。世界各地で緩和的な金融政策が維持されていたことで世界的な貯蓄過剰となり、新興国が米国の経常赤字をファイナンスするというグローバル・インバランスの状況が深まっていた。米国においては流入した資金により住宅ブームが起こり、右肩上がりの地価上昇やホームエクイティローン¹のような仕組みを通じて借金しながら消費を拡大するという過剰消費が可能であった。また、このような住宅ローンは、金融商品に複雑に組み込まれ、欧米などの金融機関が保有し、これが後の世界的な金融不安の火種となった。

図表 10. 生産指数と輸出数量指数の推移



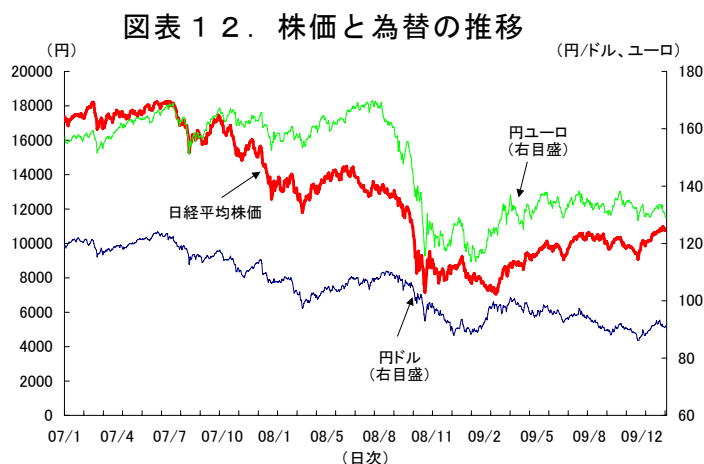
図表 11. 雇用と設備の過剰感の推移



¹ 既存のローン残高に対して、保有する住宅資産価値が上回る部分 (ホーム・エクイティ) を担保に行う借入のこと。

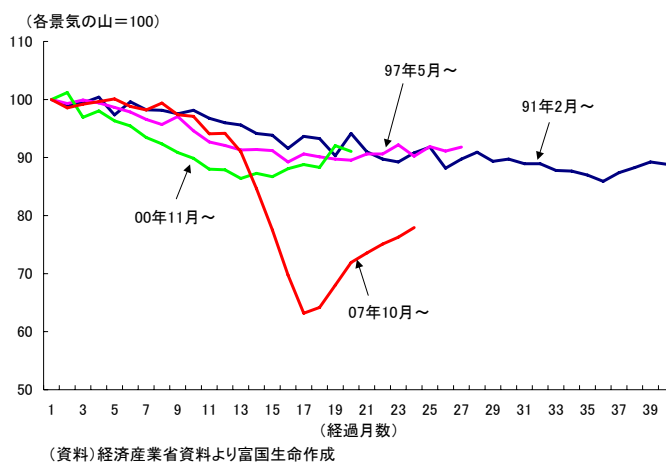
このように負のマグマが蓄積されながらも、景気回復を続けていた日本経済であったが、07年後半以降、一つの転換点を迎えることになった。新興国の台頭で世界的に資源需要が強まり、原油などの資源価格が上昇して企業の交易条件が大幅に悪化し、また、米国経済は、住宅バブルが弾け、サブプライムローン問題が発生したことで減速した。このような逆風を受けて、日本経済は、07年10月を山とし後退に転じることになったものの、中国が高成長を辿っていたことで、当初の景気の落ち込みは緩やかにとどまっていた。その頃、先進国と新興国の景気が連動するカップリング、連動しないデ・カップリングといった議論が盛んに行なわれていた。

ところが、08年9月のリーマンショックで状況が一変した。世界的な金融危機によって、日本経済は未曾有の悪化を示すことになった。今回の金融危機は欧米が中心で、日本の金融システムは相対的に安定していたが、膨張していた海外需要が一気に喪失することとなり、外需に依存していた日本経済に多大な影響を与えた。内需面でも、図表12のような株価の大幅下落や急激な円高進行によって金融市場が混乱する中、企業・家計のマインドが大きく萎縮することになり、



国内外の需要が大きく落ち込むことになった。過去3回の景気後退局面では、生産は各景気の山から8割台半ばから9割程度の水準まで落ち込んだが、今回は、当初の緩やかな落ち込みから、リーマンショックを境に一転し、一時6割強の水準まで急落した(図表13)。また、実質GDP成長率は、08年10~12月期が前期比年率▲10.2%、09年1~3月期が同▲11.9%と2四半期連続の二桁減となった。

図表 13. 各景気後退期の生産指数の推移



(4) 未曾有の落ち込みから輸出主導の持ち直し

今後正式に決定されることになるが、09年1~3月期が景気の谷であったと考えている。日本経済は、輸出や生産の水準から一時6割経済と揶揄されるまで落ち込んだものの、その後は、中国などのアジア向け輸出の回復や政府の景気対策によるエコカー、エコ家電の耐久消費財の販売増、それによる在庫調整の進捗などもあって生産活動が持ち直している。輸出(数量)と生産はピーク比8割の水準まで回復するに至っており、02年同様に輸出主導型の景気回復と言えよう。しかし、海外経済は、リーマンショック前とは状況が一変している。いち早く回復に転じた中国やそのアジア周辺国などに

比べ、欧米先進国の改善は遅れている。欧米各国は、緩和的な金融政策、大胆な財政政策によって持ち直しの動きがみられるものの、日本の 90 年代後半のような金融システム不安をそれぞれ抱える中、米国は過剰消費の調整など、欧州は国ごとの格差（住宅バブル、財政問題等）など固有の問題もあって低成長が続くとみられる。今回の景気回復は、世界的な景気対策や強い新興国需要に支えられた輸出主導の側面が強いと言えるだろう。

以上、この冊子が創刊された頃からの日本経済を振り返ったが、総じてみると厳しい状況下を歩んでいることが確認できる。その根本は、やはりバブル崩壊であろう。今回、本稿の執筆にあたって改めて経済財政白書（旧経済白書）に目を通したが、平成 11 年版の前書きに興味深いことが書かれていた。概略を記すと、バブル崩壊前の右肩上がりの時には、3 つの神話が存在した。それは、「土地神話」「消費神話（不況になっても消費需要だけは減少することはない）」「完全雇用神話（終身雇用を前提としているから、大規模な従業員解雇などあり得ない）」というものである。すべて内需拡大につながる神話である。それから 10 年の月日が流れても、この神話の復活の兆しはみられない。

現政権は、どちらかと言えば、企業より家計を重視し、子ども手当などを通じて家計の可処分所得を押し上げる政策によって内需拡大を試みる。昨年末に「新成長戦略」の概略が発表されたが、日本の強みである環境・エネルギー、医療・介護、また、フロンティアの開拓としてアジアや観光・地域活性化を挙げており、その分野で需要拡大、雇用創出を図るとするのが骨子である。以前より成長が見込まれていた分野ばかりで新味に欠けるものの、成長余地の大きいこの分野で内需拡大を実現するよう、政府の後押しが必要である。その一方で、やはりアジアを中心に急増する海外需要をいかに取り込むかが最大のポイントだろう。一例に過ぎないが、折しも、グローバルで地球温暖化がテーマとなる中、環境技術に優れている日本企業の活躍の機会が増えるだろうし、また、アジア中間層が厚みを増し、非製造業のチャンスも大きくなっている。日本の民間企業の底力を期待している。

それとともに、財政再建に向けた取組も重要である。バブルの後遺症に苦しんだ日本の財政状況は非常に厳しい。90 年代を中心に巨額の財政出動を行なったことで国債発行残高が膨大に積み上がり、93 年度末には 192 兆円であったが、21 年度末見込みが 600 兆円程度と 3 倍となっている。それに借入金や地方の長期債務等を加えた「国及び地方の長期債務残高」は、825 兆円程度で GDP 比 174%まで上昇する。02 年以降の戦後最長の景気回復期には、プライマリーバランスの均衡に向けた動きがみられたが、リーマンショック後の世界同時不況で振り出しに戻るところか、一段と悪化している。少子高齢化のもと趨勢的に増える社会保障費負担が重しとなるなど非常に困難を伴うものであるが、歳出・歳入両面で解決に向けた道筋を示す必要もあるだろう。

当初、「失われた 10 年」であったものが、15 年に伸びている。更に「失われた 20 年」となるのか、分岐点はそう遠くはない。

（財務企画部 森実 潤也）