

昨年来景気の悪化が加速度的に進んだが、足下では、在庫調整の進展など一部で景気の悪化ペースが弱まる経済指標もみられはじめている。株式市場でも、信用問題や米消費不況等の構造調整を意識しながらも景気対策をドライバーにした循環的な景気回復の兆しに注目が集まっている。ただ景気対策や在庫調整の進展等で経済が持ち直しても、持続力のある本格的な回復のイメージは描きにくい。ここでは、経済や市場の本格回復の鍵を握る要因について、考えてみたい。

まず始めに市場が本当に望んでいることを探してみたい。図1は、経済専門紙に記載されている「構造改革」と「景気対策」というキーワードを含む記事数の比率をとったものである。株式市場との関係を見ると、市場が大きく上昇するときは「構造改革」というキーワードが増加する時であった。足下は、派遣労働者問題等で構造改革は全く不人気であるが、市場の本格回復に本当に必要なのは「景気対策」よりも日本経済の「構造改革」にあるようだ。

そこで、日本経済の構造的な問題点について確認したい。ここでは、経済の供給サイドと需要サイド両面について考察する。図2は供給サイドの主役である企業部門のGDPを産業別にみたものである。長期的にみると製造業は2000年代初頭にはバブル崩壊以降の長期低迷を脱却していた一方で、非製造業は07年までの世界的な景気回復期も低迷しており、成長力を喪失している状況が続いている。これは従来型のサービスではもはや成長が期待できないことが示唆されている。

需要サイドの問題としては言うまでも無く内需の核である個人消費が長期的に弱いということである。消費低迷の背景には、所得の低迷等、景気循環に左右される部分もあるが、景気回復期に盛り上がりが見られなかった点からすると、もう少し構造的な要因が潜んでいると考えられる。図3は、社会保障や財政赤字等、国民が将来負担する分も含めた国民負担率と、実際にそれを負担するコアの世代である35-44歳の平均消費性向の関係を見たものである。この図をみると、両者の関係は右下がり、つまり、国民負担率が増加すると、消費性向が低下（貯蓄率が上昇）する関係がみてとれる。つまり、将来へ

の備えや増税への不安が消費者を慎重にさせている大きな要因であると考えられる。これらの問題は、長期に亘って続いてきた日本固有の問題であり、今後世界経済が回復したとしても、問題として残る可能性が高い。これらの構造問題解決のためには、やはり構造改革が必要となろう。

図4は構造問題に対する政府の対応メニューである。供給サイドの改革としては少子高齢化や原油等の資源制約の存在を前提として、日本独自の底力を持って新産業や市場の創出を狙うというものである。具体的には、太陽光発電等の代替エネルギー、医療・介護、アニメ等日本独自のコンテンツ、そして地方の活性化も狙った農業や観光産業の振興や育成が掲げられている。IT産業のテイクオフ時の様に、大きな夢が持てるものではないが、現在日本に不足している分野として妥当なものといえ、今後の具体化に期待したいところである。

一方、もうひとつの問題である将来不安の払拭については、政府の「持続可能な社会保障構築とその安定財源確保に向けた中期プログラム」においてその青写真が描かれている。内容を要約すると、社会保障制度を「中福祉・中負担」に再設計し、社会保障制度の持続性への不安払拭を図り、消費税の全額社会保障財源化や高所得層増税・中間層減税で負担の不公平感是正を行いながら、歳出削減による財政健全化も行うというものである。これら改革が実現し、社会保障制度や国家財政への不透明感が後退すれば、将来不安の払拭から消費も長期低迷を脱する可能性がある。ただし、社会保障や税制改革は、既得権益層（高齢者、高所得者）に負担を強いることや、歳出削減に対する官の抵抗等から、本当に実行できるかどうかは、政治の強いリーダーシップ次第であろう。

今年は総選挙の年である。経済危機にある今こそ、日本の構造改革が選挙の争点化し、それを実現する強いリーダーシップを持つ政権が成立することを期待したい。そうなれば、構造改革期待で株式市場も景気回復に先んじて本格的な上昇に向かうことが出来るだろう。

(2009年3月19日記)

図1：TOPIXと構造改革を含む記事数

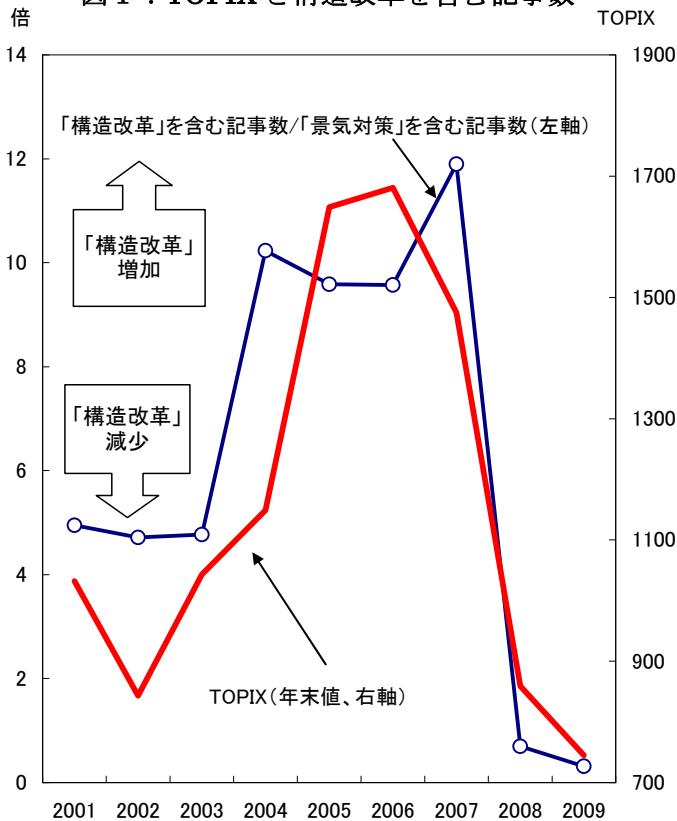


図2：産業別GDPと個人消費

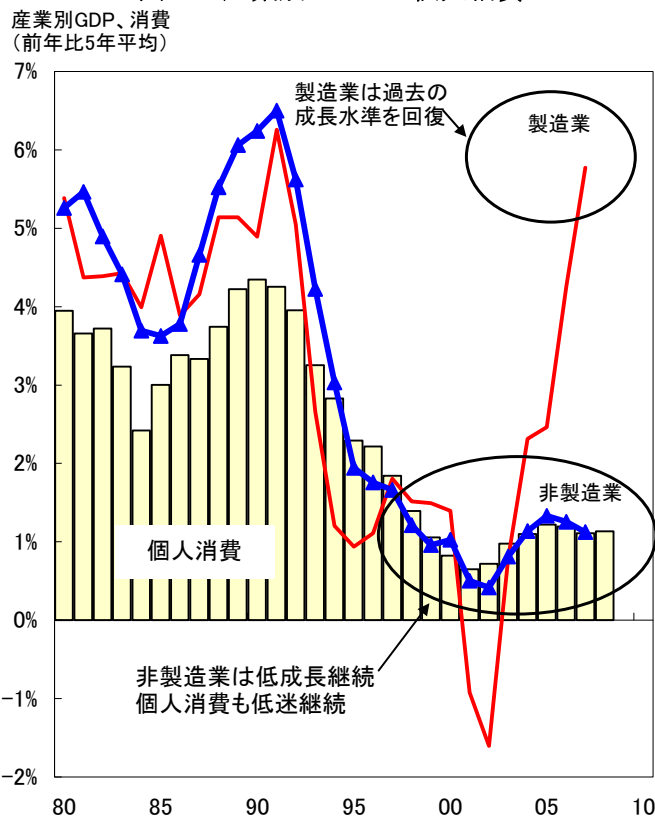


図3：国民負担率と平均消費性向

【平均消費性向、%、】

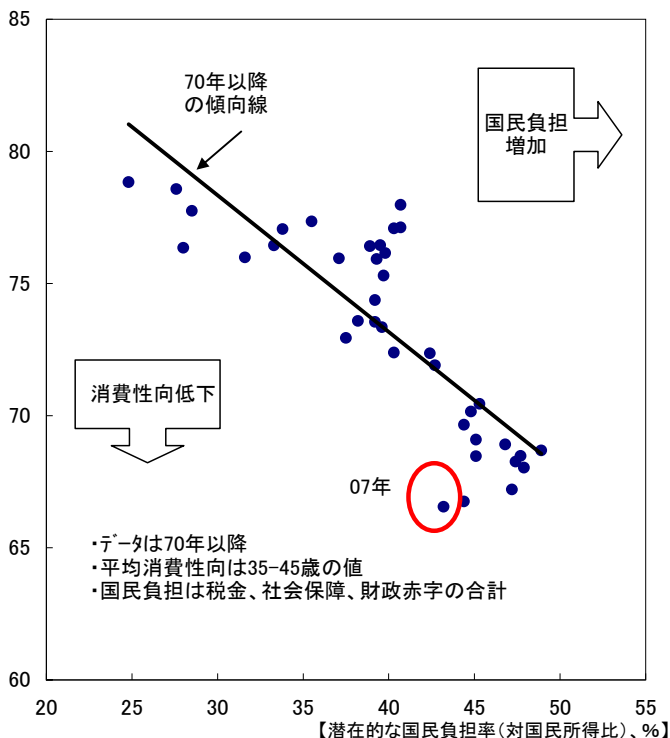


図4：構造改革政策メニュー

■新産業の育成

「経済財政の中長期方針と10年展望」より

- ・「低炭素社会」⇒環境・新エネルギー
- ・「健康長寿」⇒医療・介護サービス
- ・「質の高い消費社会」⇒コンテンツ、ファッション
- ・「活力と独自性のある地方」⇒農業、観光

■将来不安の払拭

「持続可能な社会保障構築とその安定財源確保に向けた中期プログラム」より

- ・社会保障改革⇒中負担・中福祉へ
- ・税制抜本改革⇒消費税の社会保障財源化  
高所得者増税・中間層減税
- ・歳出改革⇒景気好転後は厳格な財政規律維持

出所：内閣府より三菱UFJ信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）