

# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 景気と予算：地方財政の動きに注意が必要

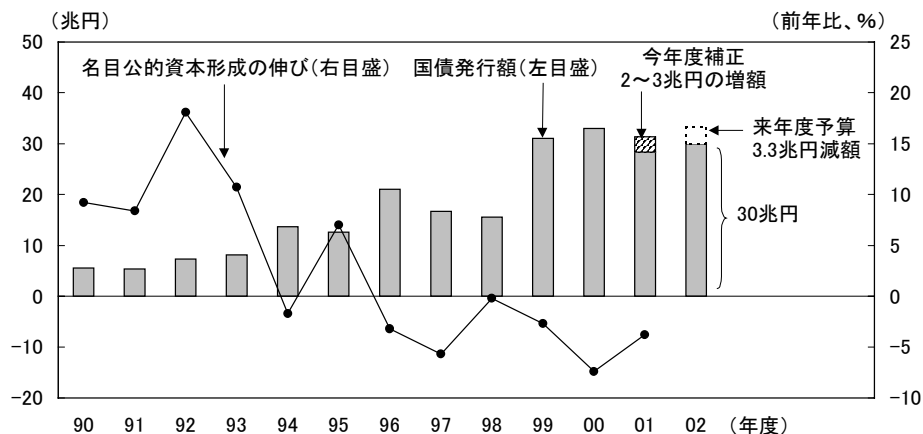
### <日本経済>

1. 1-3 月期に引き続き 4-6 月期も鉱工業生産は急速に落ち込んでおり、景気は一層悪化している。機械受注の動きから今後設備投資が本格的な調整局面に入るとはほぼ間違いないだろう。
2. 家計部門には一部に明るい指標もみられるが、全体としてみれば消費は低迷が続いており、海外経済の一段の落ち込みもあって、景気の先行きは楽観を許さない。

### <今週の焦点：景気と予算>

1. 概算要求基準で来年度の国債発行額を 30 兆円としていることは、地方の赤字削減速度によっては、経済に予想外に大きなマイナス圧力を加えることになる恐れがある。
2. 補正予算による景気刺激が具体化、来年度予算編成や日銀が追加的な量的緩和に追い込まれる可能性が高まることなどから、今後長期金利は大きく変動しやすくなるだろう。

国債発行額と名目公的固定資本形成の伸び



(注1) 2001年度の名目固定資本形成は政府経済見通しの数値  
 (注2) 国債発行額の基礎数値は、2001年度：予算額、2002年度：「財政の中期展望(2001年2月)」の数値  
 (資料) 財務省、内閣府

チーフエコノミスト 榎 浩一 (はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

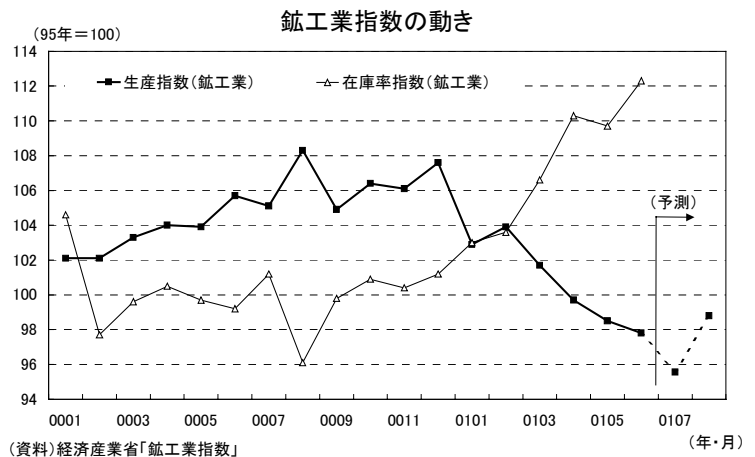
ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## < 日本経済の動き >

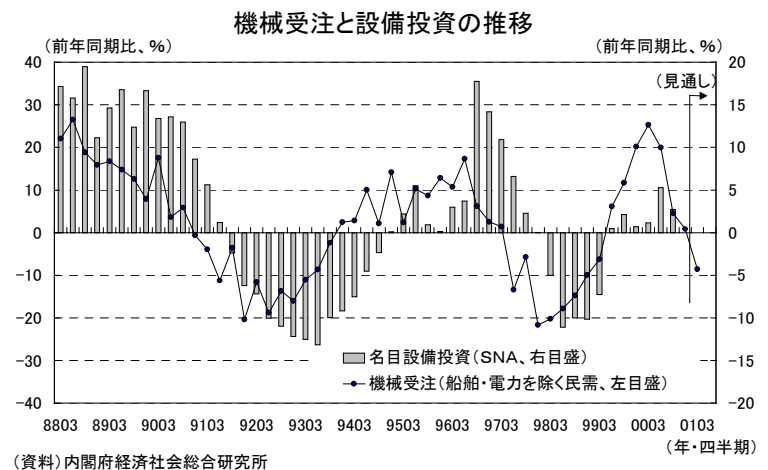
### 急速に落ち込む生産

6月の鉱工業生産指数は前月比 0.7%の減少となり、1-3月期前期比 3.7%の大幅減少に続いて、4-6月期も 4.0%の大幅なマイナスとなった。前年比でも生産指数は4-6月期は 5.7%の減少と大きく落ち込んでいる。IT関連製品を中心とした在庫調整が終了すれば鉱工業生産が持ちなおすとの楽観的な見方もあるが、鉱工業生産の落ち込みが、企業の設備投資や家計消費の低迷に繋がる恐れが大きく、景気後退が短期的な在庫循環で終了する可能性は小さいだろう。



6月の景気動向指数（内閣府）は、一致指数は31.3%で6か月連続、運行指数は33.3%で4か月連続で50%を下回り、景気の悪化を裏付けるものとなっている。

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1-3月期に前期比 7.0%と大きく落ち込んだ後、4-6月期は同 1.1%増とやや持ち直した。製造業は 6.6%の減少となったが、非製造業が 5.7%の増加となったためである。



しかし、見通しに対する達成率は4-6月期も97.1%であり、2000年7-9月期以降4四半期連続で100%割れとなった。また、7-9月期の見通しは、製造業 1.8%、非製造業 6.0%とともにマイナスで、全体でも前期比 5.1%となっている。今後、設備投資が本格的な調整局面に入るとはほぼ間違いないだろう。

なお4-6月期に 17.4%の減少となった外需は、7-9月期はプラス 2.7%とやや楽観的な見通しとなっているが、海外景気の低迷が長引けば機械受注のマイナス幅はさらに拡大し生産の減少幅が拡大する恐れもある。

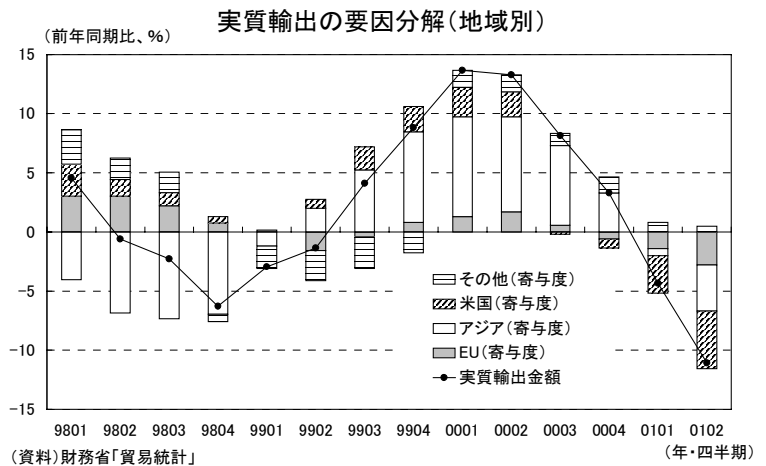
## 消費は低迷、輸出も減少

家計部門では、家電リサイクル法施行による落ち込みが懸念されていたエアコンの販売がこのところの猛暑効果で好調であることや、4-6月期の自動車販売が前期比1.7%（前年比0.7%）と堅調であること等、一部には明るい指標も見られる。夏のボーナスが前年比で増加となることによる所得面からの消費下支え効果も指摘されている。

しかし、4-6月期の家計調査の実質消費支出は前期比2.3%（前年比3.6%）、商業販売統計・小売業も前期比3.1%（前年比1.8%）となっており、全体的に見れば家計は低迷が続いていると判断ができる。

また、夏のボーナスが増えたとしても、失業率が過去最悪の水準にあり、残業時間の減少が続く等、家計の雇用・所得環境は全体としては厳しい状況にある。これまで二桁の伸びを続けていた新規求人数も、6月には前年比1.1%と急速な落ち込みを見せており、雇用環境が今後さらに悪化する可能性が高いことを示している。雇用・所得環境が全体的に悪化する中では夏のボーナスの増加があっても家計消費が力強い回復を示すことは当分期待できないだろう。

海外経済の一段の落ち込みから日本の景気の先行きは楽観を許さないだろう。米国経済の減速を受けて、米国向けの輸出に依存して回復してきたアジア経済が影響を受けているだけでなく、これまで相対的に堅調だった欧州経済も減速が顕著になっている。輸出は米国向けが昨年第4四半期から減少に転じたのに加えて、4-6月期は欧州、アジア向けの輸出も減少している。



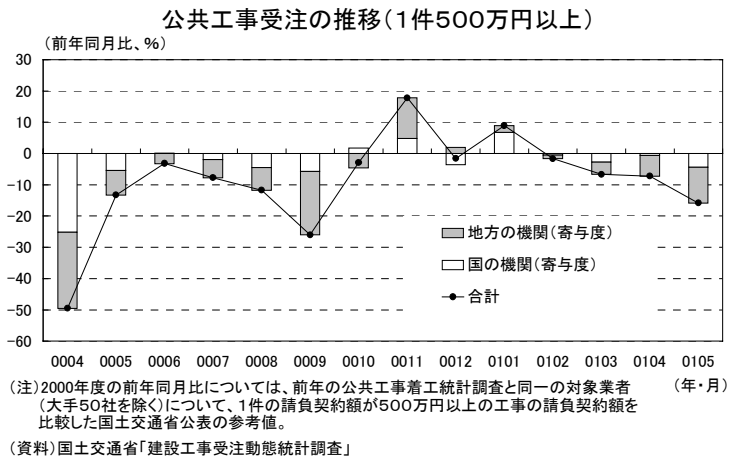
日本経済は、企業部門、家計部門ともに悪化の度合いを強めており、9月7日に発表される4-6月期の実質GDP成長率もマイナスとなる可能性が高い。今後、金融政策による景気刺激を求める声が一層強まるとともに、補正予算による景気対策を求める声が高まるだろう。不良債権処理による失業の発生など雇用不安が強い中では、景気対策は雇用の創出や流動化に重点を置くべきであろう。社会資本の蓄積が行なわれる建設国債の発行は容認されるものの赤字国債の発行はできるだけ回避すべきとの考え方が根強いが、景気対策ではこのような考え方にとらわれず、直接的な雇用の創出に思い切った財政支出を当てることも検討されるべきであると考えられる。

## < 今週の焦点：景気と予算 >

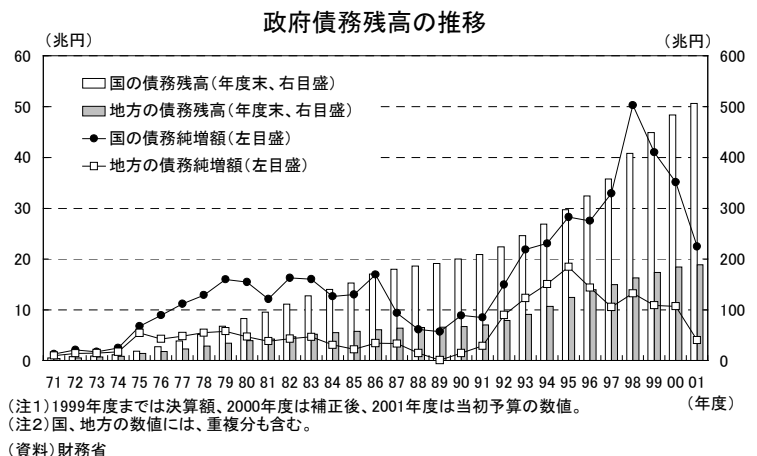
### 地方自治体の動向に注意が必要

2002年度予算編成にあたって、概算要求基準で政府は国債発行額を30兆円に抑制する方針を示している。2000年度決算の国債発行額は33兆円で、2001年度当初予算の国債発行額は28.3兆円である。仮に今年度の補正予算で2～3兆円の国債発行が行われれば、2000年度から2002年度にかけて緩やかに財政赤字の削減が進められることになり、この程度の財政赤字の削減速度であれば、景気へのマイナスインパクトは小さいように見える。

しかし問題は財政政策を国の一般会計だけで考えることだ。公共事業の受注状況をみると、地方の機関からの受注の減少が目立っている。97年の景気後退の際にも、地方単独事業の予想を上回る大幅な縮小が景気の悪化に拍車をかけたことを思い起こせば、国の一般会計のみしか反映しない国債発行額の縮小が緩やかであるからと言って財政面からのマイナスインパクトが小さいと見るのは早計で、危険である。



以前から指摘しているように97年度の消費税率引上げに伴う景気後退時には、地方自治体が赤字削減を進めていたにも関わらず経済運営にこの影響が十分考慮されていなかったという問題があった。97年末に成立した財政構造改革法では98年度予算から歳出分野ごとに量的な縮減目標を定めて健全化を図ることになっていた。実際には地方自治体の財政赤字は95年度がピークで96、97年度にはかなりの減少となっており、これが当時の経済運営に折り込まれていなかったことが問題点の一つである。97年度の政府経済見通しでは地方自治体の動きを十分把握しておらず公共事業が前年度比で増加するとしていたのに対して、2001年度の政府経済見通しでは公的固定資本形成は前年度比でマイナス3.8%(名目)の減少を見込んでおり、地方



自治体の赤字削減による地方単独事業の減少をある程度は折り込んでいる。しかし現実にどの程度の速度で地方の公共事業が削減されているのか正確に把握されていない点が今後の経済運営の大きな問題であろう。

## 長期金利は不安定化

30兆円の国債発行という枠をはめたことは、予算の内容を見なおすためのテコになるが、一方で補正予算の問題と合わせて長期金利の上昇のきっかけになりかねないという難しい問題も産んでいる。仮に2002年度に30兆円の上限目標を超えて国債を発行することになった場合には、長期金利が急上昇する恐れがある。長期金利は日銀が量的緩和に踏み切った3月ころには急速に低下したが、4月に自民党総裁選で財政政策による景気刺激の可能性が高まると再び上昇した。小泉政権が構造改革を掲げて出発した後は財政赤字削減の期待から再び1%台にまで低下していたが、補正予算による景気刺激の議論が高まるとともに、1.3%台後半にまで上昇している。今後補正予算による景気対策が具体化していけば長期金利にはより大きな上昇圧力が加わるだろう。



景気の一段の悪化を受けて日銀には追加的な金融緩和の圧力が高まるだろう。長期金利の上昇を抑制するという観点から、日銀が長期国債の買いオペ増額という量的緩和策を行なうことも考えられるだろう。日銀がこのような政策に踏み切った場合に、長期金利に与える影響には2つのシナリオが考えられる。一つは日銀による国債の直接引き受けと経済的な効果が同じであり将来の財政規律の崩壊に繋がると考えられて、長期金利が上昇するシナリオである。もう一つは国債の需給が引き締まることで長期金利が大きく低下することだ。

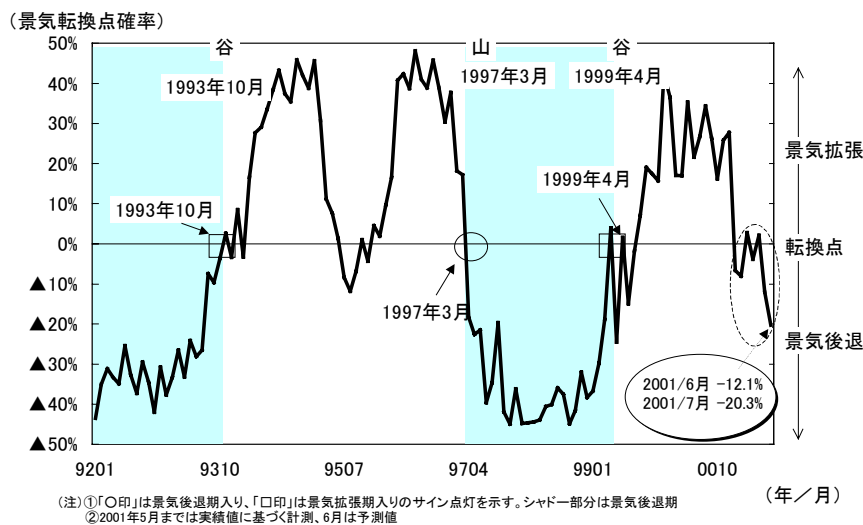
日銀が追加的な量的緩和策に踏み切った場合にインフレ期待が発生することが期待されているが、実際に物価の上昇が起る前に国債の格下げなどを理由に長期金利だけが上昇してしまう恐れもあるだろう。しかし日銀が市場から長期国債を買い上げれば債券市場では需要が増加し、債券価格は上昇し長期金利は低下する。一度は長期金利が上昇するものの、実際の債券市場の需給改善をみて、市場関係者が再び国債を買い戻し金利が低下するというシナリオがもっとも確率が高いと考える。いずれにせよ補正予算による国債の追加発行や来年度予算編成における国債発行30兆円という枠の取扱いと合わせて、今後長期金利が大きく変動しやすくなることは避けられないだろう。

## < ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) >

研究員 岡田 章昌

6月： - 12.1%、7月（予測値）： - 20.3%

6月のNBIは - 12.1%と2桁マイナスとなり、景気後退色の強まりを示唆するものとなった。6月は新車販売台数の堅調な動きやマネーサプライ（M2 + CD）の拡大傾向が続いたが、新規求人数が前月比で - 6.8%とマイナスに転じ、前年同月比でも - 1.1%と2年ぶりにマイナスに転じたほか、建築着工や住宅着工の悪化傾向がより鮮明化したことがマイナス方向に大きく寄与した。



7月のNBI（予測値）は - 20.3%とマイナス幅を拡大する見通しである。7月はマネーサプライ（M2 + CD）が郵貯満期資金の流入を背景に前年同月比 + 3.3%と拡大傾向を続けているが、これまで堅調に推移してきた新車販売台数が前月比 - 3.6%とマイナスに転じているほか、円安を背景に前年同月比でプラスの動きを続けてきた日経商品指数（17種）が前年同月比 - 3.6%と5カ月ぶりのマイナスとなっている。

	2001年						→ 予測値
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	
ニッセイ景気動向判断指数(NBI)	-8.1%	2.8%	-3.8%	2.2%	-12.1%	-20.3%	
景気後退確率	58.1%	47.2%	53.8%	47.8%	62.1%	70.3%	
内閣府景気動向指数							
先行DI	36.4%	18.2%	30.0%	70.0%	37.5%	14.3%	
一致DI	9.1%	9.1%	10.0%	30.0%	31.3%	—	

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

## ＜基礎研インデックス - ヒストリカル・データ - ＞

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
99/8	-1.7%	98.4	0.9%	0.5%	0.1%	8.2%
99/9	7.1%	97.4	▲1.1%	▲0.1%	▲0.1%	8.9%
99/10	19.1%	97.5	0.1%	▲0.8%	▲0.9%	7.3%
99/11	17.4%	98.2	0.7%	0.2%	▲0.4%	5.8%
99/12	15.7%	98.2	0.0%	▲0.4%	▲0.8%	-2.8%
00/1	42.6%	98.4	0.2%	2.0%	3.2%	-5.1%
00/2	36.6%	98.4	▲0.1%	▲0.2%	▲0.0%	-2.6%
00/3	17.0%	98.5	0.2%	0.8%	▲0.1%	2.1%
00/4	17.0%	99.1	0.6%	▲0.5%	0.2%	2.6%
00/5	35.3%	98.7	▲0.4%	▲0.1%	▲0.5%	11.9%
00/6	21.6%	100.4	1.8%	1.0%	0.8%	17.0%
00/7	26.7%	99.6	▲0.8%	▲1.0%	▲1.2%	12.1%
00/8	34.4%	101.2	1.6%	0.8%	0.5%	14.1%
00/9	26.3%	99.7	▲1.5%	▲0.7%	▲0.7%	8.2%
00/10	16.2%	100.7	1.0%	0.5%	1.1%	5.9%
00/11	25.9%	100.2	▲0.5%	▲0.3%	▲0.6%	4.1%
00/12	27.7%	103.3	3.4%	1.1%	0.9%	-2.6%
01/1	-6.7%	100.5	▲3.0%	▲1.6%	▲1.6%	-5.2%
01/2	-8.1%	102.8	2.3%	2.2%	2.6%	-2.8%
01/3	2.8%	102.0	▲0.8%	▲0.6%	▲2.2%	1.6%
01/4	-3.8%	101.4	▲0.6%	▲0.9%	0.4%	10.0%
01/5	2.2%	101.1	▲0.2%	▲0.8%	▲1.0%	10.0%
01/6	-12.1%	101.3	0.2%	0.7%	1.0%	3.5%
01/7	-20.3%					3.7%
01/8						1.6%

(注1) NBIは個別系列の季節調整替に伴い、2001/5月に過去に遡及してデータを改訂

(注2) ニッセイ為替インデックスは、米国のGDPの改訂にともない遡及改訂(2001年8月)

### (注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数(NBI): 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ: 供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2001年7月27日号参照。

二面等価月次GDP: GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2001年7月27日号参照。

為替インデックス: 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2001年8月3日号参照。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)