

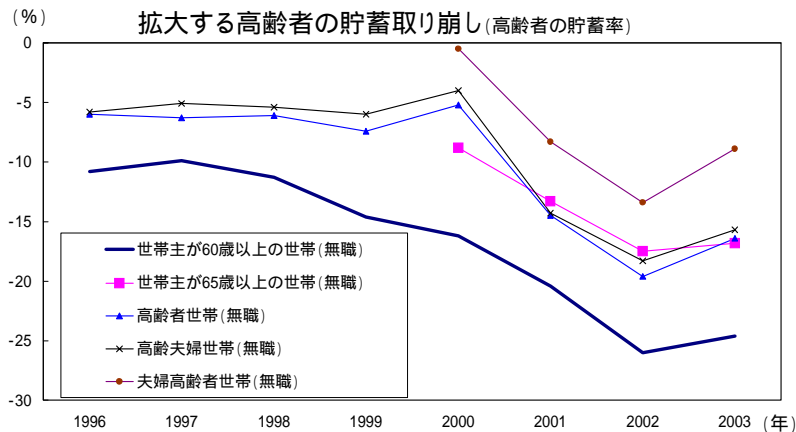
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

消滅した家計の余剰資金

< 異常な資金循環：経常収支と資本収支の黒字の并存 >

1. 日本経済は、企業部門が大幅な資金余剰となる一方で家計部門が資金不足となり、経常収支と資本収支の大幅な黒字が并存するなど、資金の循環が異常な状況にあることを示している。貯蓄率の低下は消費を下支えしてきたが、持続的な消費の拡大には賃金や財産所得の増加を通じた家計所得の増加が必要となるだろう。
2. 日銀短観（3月調査）は、景気回復を示すものとなった。大企業製造業の増益幅が次第に鈍化していることや、円高がさらに進んだ場合の影響が懸念材料である。
3. ニッセイ景気動向判断指数（NBI）は、2月は86.2%と景気拡大の持続を示している。内閣府の景気動向指数（先行DI）も景気拡大の持続を示しているが、近年の景気循環が外的ショックに起因するものであることから先行期間が短い点には留意が必要である。



(注) 高齢者世帯: 男65歳以上, 又は女60歳以上から成る世帯で, 少なくとも1人65歳以上の者がいる世帯
 高齢夫婦世帯: 夫65歳以上, 妻60歳以上で構成する夫婦1組の世帯
 夫婦高齢者世帯: 65歳以上の夫婦1組の世帯
 (資料) 総務省「家計調査年報」

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

研究員 篠原 哲 (しのはら さとし) (03)3597-8046 shino@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

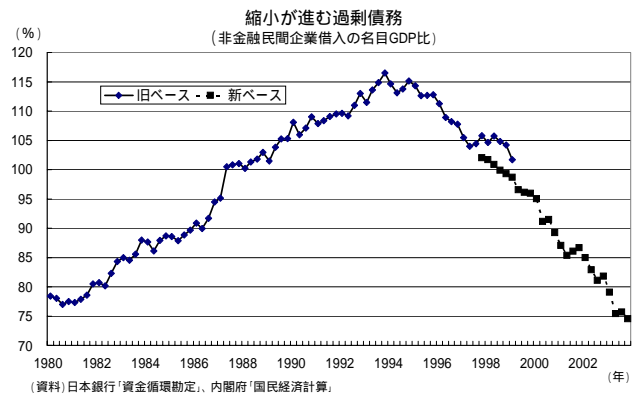
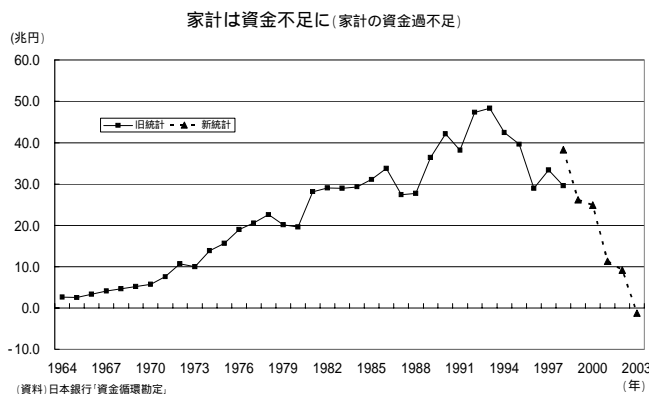
ホームページアドレス: <http://www.nli-research.co.jp/>

消滅した家計の余剰資金

1. 異常な資金循環

(家計は初の資金不足に)

3月に発表された2003年の資金循環勘定の速報では、家計の資金過不足が初めてマイナスとなった。日本の財政は大幅な赤字(資金不足)となっており、家計の余剰資金が消滅してしまったために財政赤字を家計の貯蓄では賄い切れない状況となっている。このような状況では普通ならば経常収支は赤字となるはずだ。しかし、2003年のわが国の経常収支の黒字幅は15兆7853億円の黒字となり、前年の14兆1397億円からむしろ拡大している。これは通常の経済では資金不足であるはずの企業部門が、約40兆円(非金融民間法人企業)の大幅な資金余剰となっており、2002年の約20兆円からさらに余剰幅を拡大させたためである。企業部門の資金余剰幅が拡大したことは、バブル崩壊後の不良債権処理、過剰債務削減が加速したことを意味している。



この結果、バブル期に名目GDP比で120%近くにまで増加していた民間企業(非金融民間法人企業)の借入れは、2003年末では70%台に低下している。統計の変更によって単純な比較はできないものの、ほぼ1980年頃の水準に低下していると考えられる。右肩上がりの経済拡大に対する期待が縮小しているため、企業の債務削減の動きがこれで終了するとは考えられないが、バブル崩壊直後の状況に比べれば企業のバランスシートが大きく改善していることがうかがわれる。

(所得低迷下での消費拡大の限界)

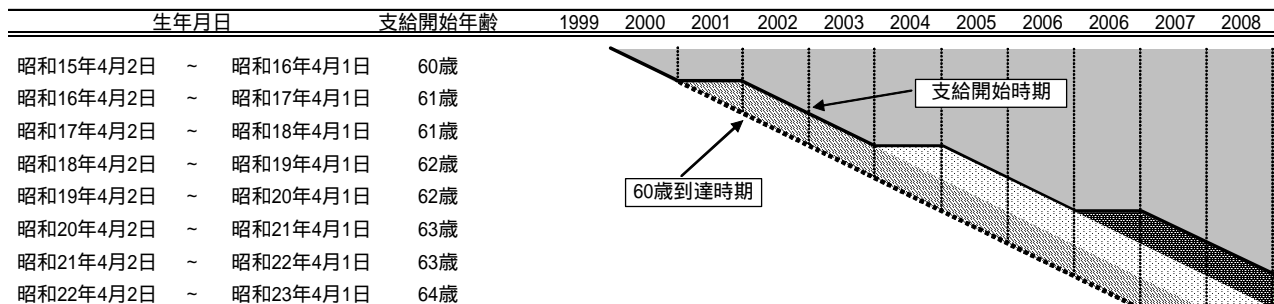
SNA(GDP統計)で見ると日本の家計貯蓄率は1970年代半ばには20%を超えており、もしもこのように高い貯蓄率が続いていれば、家計部門が資金不足になることはなかったであろう。しかし2000年代に入ってから家計貯蓄率は急速に低下し、2002年度は6.4%となっている。2003年に家計部門が資金不足となったことは、貯蓄率がさらに低下した可能性が高いことを示唆して

いる。長期的には日本の人口構造が高齢化することによって、貯蓄の取り崩しを行っている高齢者の割合が上昇してきたことが貯蓄率の低下傾向の原因である。しかし、ここ数年急速に貯蓄率が低下した原因はこれだけでは説明できず、高齢化以外の要因がいくつか考えられる。その中の一つは、60歳以上の高齢者の貯蓄率のマイナス幅が拡大しており、貯蓄の取り崩しの額自体が大きくなっていることだ。

高齢者の貯蓄取り崩しの拡大には、厚生年金定額部分の支給開始年齢が、2001年度以降徐々に引き上げられていることが影響していると考えられる。家計調査で見ると世帯主年齢60歳以上の世帯の貯蓄率は、2001年、2002年には大きく低下し、2003年はほぼ横這いとなっている(表紙のグラフ)。厚生年金定額部分の支給開始年齢引き上げのスケジュールでは、2001年度以降に60歳となる男性の支給開始年齢が61歳に引き上げられた。この影響は2001年度と2002年度に表れ、2003年度は2002年度との比較では影響が拡大しないと考えられることと整合的である。2004年度以降は支給開始年齢が61歳から62歳に引き上げられるが、この影響が2004年度と2005年度に表れるために、世帯主年齢60歳以上の世帯の貯蓄率のマイナス幅がさらに拡大する可能性があるだろう。

厚生年金支給開始年齢引き上げによる各年の影響

(年度)



2003年の民間最終消費支出は実質1.1%の増加と比較的堅調な動きを続けている。消費性向の上昇(貯蓄率の低下)による消費の増加は、失業率の低下などによる消費者マインドの改善も寄与しているが、勤労者世帯の所得の低迷や高齢者世帯の収入の減少による影響も無視できない。既に家計が資金不足となっている状況では、今後さらに消費が持続的に拡大を続け景気を牽引することは所得の増加が無ければ期待し難いだろう。企業部門のバランスシート問題の解消にメドがつつある現状では、企業部門が抱え込んでいる大幅な資金余剰を、賃上げやボーナスの増加という形で賃金として循環させることや、配当の増加や利払いの増加などの形で財産所得として家計に還元するなど、家計所得の増加に結びつけていく必要があるだろう。

(経常収支と資本収支が共に黒字という異常)

異常な状態は国際収支にも見られる。2003 年の国際収支統計 (速報) では、経常収支が 15 兆 7853 億円の黒字となり、前年の 14 兆 1397 億円からさらに拡大した一方、資本収支が前年の 8 兆 4775 億円の赤字から 8 兆 1320 億円の黒字となった。普通、教科書では資本収支は経常収支の裏返しであり、経常収支が黒字ならば資本収支は赤字となると教えている。経常収支が黒字なのに資本収支が黒字となるという異常な状況が発生したのは、昨年 1 年間で外貨準備の増加が 21.5 兆円もあったからだ。本来あるはずのない、経常収支の黒字と資本収支の黒字という、二つの黒字が並存するのは大規模介入による円高阻止という前代未聞の経済政策があったからである。

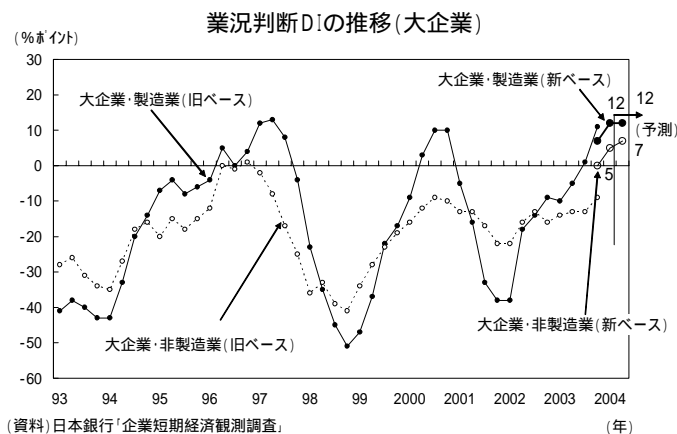
こうした異常な資金の流れは長期には続かない。大幅な経常収支と資本収支の黒字という組み合わせは、いずれ円高・ドル安という形で解消される可能性が高い。3 月中旬以降は大規模介入が難しくなって再び円高・ドル安が進んでいるが、これによって日本の経常収支黒字が縮小する一方、日本への資本の流入も縮小し、日本からの資本の流出が拡大するからだ。

2 . 回復示す景気

(短観は景気回復を反映)

4 月 1 日に発表された日銀短観 (3 月調査) は、景気回復を裏付ける内容だった。大企業・製造業の業況判断 DI は、前回 (12 月調査) のプラス 7 からプラス 12 へとさらに改善した。大企業・非製造業も前回 (12 月調査) のゼロからプラス 5 へと改善し、中堅企業・製造業も前回 (12 月調査) のマイナス 3 からプラス 5 となったなど、業況感の改善に業種や企業規模の広がりが見られる。

懸念すべき点は、大企業製造業の経常利益が 2003 年度は 17.5% の増益計画となっているが、2004 年度は引き続き増益ながら幅は 7.3% に縮小していることである。大企業製造業が事業計画の前提としている為替レートは、2004 年度は 108 円 43 銭で、現在の 105 円程度の水準よりは円安側にあることを加味すれば、さらに増益幅は鈍化する恐れが大きい。消費が堅調であるなど内需はこれまで考えられてきた以上に堅調であり、円高によってすぐに景気が底割れする恐れは小さいが、さらに円高が進めば次第に景気回復速度を鈍化させていく要因となることは間違いない。

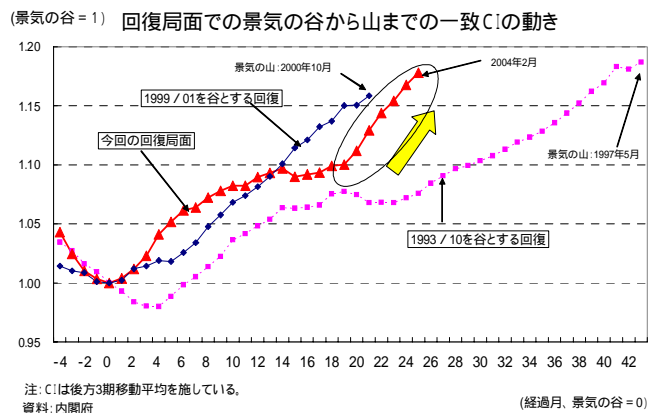
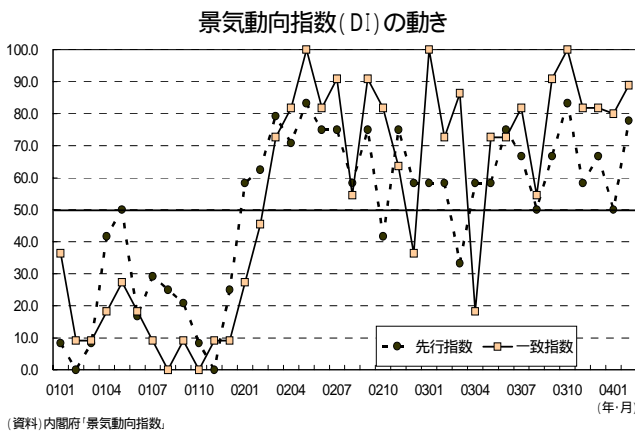


< 短期化する景気動向先行指数の先行期間 >

(担当：篠原)

内閣府が公表した2月の景気動向指数(速報)の一致指数は、DIが88.9%となり、景気の転換点を示す50%を10ヶ月連続で上回る結果となった。DIと同時に公表された、景気の量感・テンポを表す一致CIも、2003年の中ごろからは、拡大の傾向が顕著になっており、2002年1月を底に始まった今回の回復局面は、2月で25ヶ月目に達している。月初に公表された日銀短観においても、企業の景況感の改善が確認されるなど、足元では景気の回復力は強まっているが、今後は、回復局面がどこまで続くのかについても注目が集まってくるだろう。

景気の先行きや、転換点を予測する際に用いられる指標で、最も代表的なものとしては、一致指数と同時に公表される景気動向指数(DI、CI)の先行指数が挙げられる。先行指数は景気に先行して動く12の経済指標から構成されており、実際の景気動向より数ヶ月ほど先行して変動するとされている。2月の先行DIは77.8%と、2003年4月以降、11ヶ月連続で50%以上となった(8月と1月は50%ちょうど)。先行指数の先行性を踏まえれば、景気の回復局面は今後もしばらく続くものと考えられる。



ただし、最近では先行指数の先行性が、以前に比べて失われている可能性がある。表1は1973年以降で、先行指数のDIが50%ラインを横切った時点と(判断基準については図表の注を参照)実際の景気の転換点(山・谷)とのタイムラグ(月)を示している。ここで、先行DIの先行期間に着目してみると、1973年10月~2002年1月までの全局面においては、先行DIの転換点に対する先行期間は約2.3ヶ月であるのに対して、90年代以降(1991年2月を山とする局面以降)では先行期間は約1.2ヶ月まで低下していることが確認できる。もちろん各局面ごとの差異も大きいため、結果は幅を持つ必要があるが、このことは、先行DIの先行性が90年以降で低下している可能性を示唆するものであろう。

表1 DIが50%ラインを横切った時点と実際の景気の転換点とのラグ(単位:月)

(符号のマイナスは先行、プラスは遅行を示す)

年/月	局面	先行DIと景気転換点とのラグ
1973/11	山	-3
1975/3	谷	+1
1977/1	山	-5
1977/10	谷	-2
1980/02	山	-5
1983/02	谷	+1
1985/06	山	-10
1986/11	谷	-2
1991/02	山	-5
1993/10	谷	+3
1997/05	山	-3
1999/01	谷	-2
2000/10	山	0
2002/1	谷	0

(期間ごとの平均)

1973/10 ~ 2002/1	両局面	-2.3
	山	-4.4
	谷	-0.1
1991/02 ~ 2002/1	両局面	-1.2
	山	-2.7
	谷	+0.3

(注):DIが50%ラインを横切った時点は以下の条件の下で判断している。

景気の転換点付近でDIが50%ラインを上(下)回り、かつそれが3ヶ月以上続いた。その後、転換点付近でDIが再び50%ラインを3ヶ月以上続けて下(上)回らない。なおDIが50%であるときは、50%ラインを横切ったとみなさない。

上記の場合において、における最初にDIが50%ラインを上(下)回った月から、実際の転換点までのタイムラグを表示した。

(資料):内閣府

続けて、先行CIの先行性の低下についても検証してみよう。表2は景気動向先行CIと一致CI(景気の代理変数と仮定)との時差相関係数を、期間を変えて測定したものであり、それぞれの期間において相関係数が最大となった時点の係数と、先行CIの一致CIに対するラグ(先行期間)を示している。ここから、1974年~2004年2月までの全期間、および91年2月の景気の山以降の期間では、先行CIは一致CIに対し約4ヶ月ほどの先行性を有しているものの、97年5月(前々回の景気の山)以降では先行期間は約3ヶ月に低下していることが読み取れる。さらに、データ期間を前回の景気の山である2000年10月以降に限定してみると、先行CIの先行期間は約2ヶ月程度にまで低下していることが確認できる。

表2 先行CIと一致CIの時差相関係数

期間	1974年4月 ~ 2004年2月	1991年2月 ~ 2004年2月	1997年5月 ~ 2004年2月	2000年10月 ~ 2004年2月
相関係数	0.8258	0.8061	0.9038	0.9180
先行期間(月)	-4	-4	-3	-2

注1:データは前年同月比に変換している。

注2:先行期間とは、先行CIの一致CIに対するラグであり、符号のマイナスは先行を示す。

資料:内閣府

これらの検証の結果からは、景気動向指数（DI・CI）の先行指数が有する先行性が、近年で低下してきていることが示唆される。この原因は、最近の日本の景気循環が、米国経済や中国をはじめとするアジア経済の影響を強く受けていることにあるのではないかと。今回の景気回復局面は、アジア向け輸出の増加に代表される外需が主導したものであるが、90年代以降の景気動向を見ると、1997年のアジア通貨危機や2000年の米国ITバブルなど、国内の要因だけでなく、海外からの要因にも大きく左右される傾向がある。しかし、景気循環への海外からの影響力が増すなかで、景気動向指数の先行指数を構成する指標の中には、直接的に外需の動向を反映させる指標は含まれていない。そのため、結果として先行指数の先行性が低下してしまっている可能性が高い。

参考までに、表2と同様の手法で、輸出数量指数と一致CIとの時差相関係数を測定したところ、先行CIとは異なり、最近になるにつれて景気に対する先行性が高まっていることが確認できる。今回のような外需主導の景気回復局面において、景気の先行きを予測する際には、伝統的な景気動向先行指数のみならず、この様な外需関連指標の動きも重視していく必要があるだろう。

表3 輸出数量指数と一致CIの時差相関係数

(輸出数量指数(世界向け))

期間	1974年4月 ~ 2004年2月	1991年2月 ~ 2004年2月	1997年5月 ~ 2004年2月	2000年10月 ~ 2004年2月
相関係数	0.3483	0.5991	0.7298	0.8145
先行期間(月)	+3	0	0	-2

(輸出数量指数(アジア向け))

期間	(1994年1月 ~ 2004年2月)	1997年5月 ~ 2004年2月	2000年10月 ~ 2004年2月
相関係数	0.7923	0.8882	0.8347
先行期間(月)	-2	-2	-4

注1: データは前年同月比に変換している。

注2: 先行期間とは輸出数量指数の一致CIに対するラグであり、符号のマイナスは先行、プラスは遅行を示す。

注3: アジア向け輸出数量指数のデータ期間は、入手可能である1994年以降。

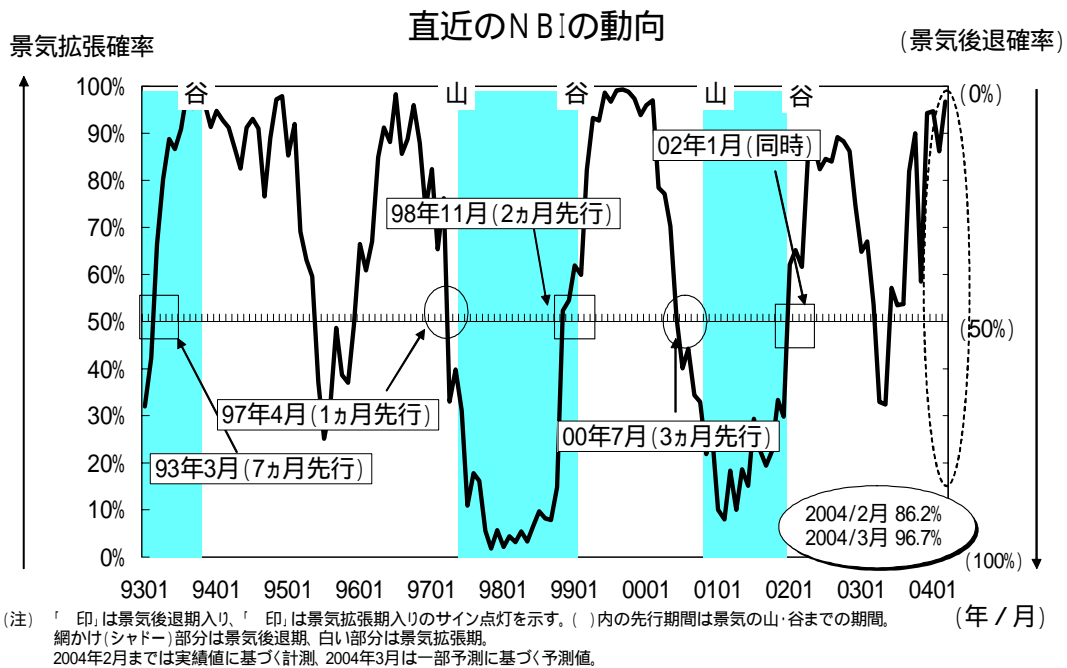
資料: 内閣府、財務省

< ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) >

(担当 : 篠原)

2004年2月 : 86.2%、2004年3月 (予測値) : 96.7%

2月のNBIは86.2% (景気後退確率 : 13.8%) と、1月実績の94.6% (景気後退確率 : 5.4%) からは小幅悪化したものの、景気の転換点を示す50%ラインを9ヶ月連続で上回る結果となった。NBI構成指標の動きを見てみると、2月は最終需要財在庫率指数 (前月比 5.1%) ・ 鉱工業用生産財在庫率指数 (同 0.6%) ・ 耐久消費財出荷指数前年比 (1.9%) などの生産関連指標に加え、新設住宅着工床面積 (前月比 4.7%) も1月より悪化したことが、NBIの低下に寄与した。



3月のNBI (予測値) は 96.7% (景気後退確率 : 3.3%) と改善に転じるものと予測される。景気の回復期待が高まるなかで、東証株価指数 (前年比) や長短金利差などの金融関連指標の改善が、NBIのプラスに寄与するものと予測される。

< 基礎研インデックス - ヒストリカル・データ >

NBIと景気動向指数（内閣府）の動向

	2003年			2004年		予測値
	10月	11月	12月	1月	2月	3月
ニッセイ景気動向判断指数(NBI) 景気拡張確率 (景気後退確率)	90.0% (10.0%)	58.5% (41.5%)	94.3% (5.7%)	94.6% (5.4%)	86.2% (13.8%)	96.7% (3.3%)
内閣府景気動向指数 先行DI	83.3%	58.3%	66.7%	50.0%	77.8%	
一致DI	100.0%	81.8%	81.8%	80.0%	88.9%	-

(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。
景気拡張確率が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、
50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定を行なった。

基礎研インデックス

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI) 水準	月次GDP		為替インデックス
		水準(10億円)	前期比	水準
03/3	53.6%	538,640	0.4%	12.9%
03/4	33.0%	540,098	0.3%	0.8%
03/5	32.4%	543,390	0.6%	3.7%
03/6	57.2%	550,437	1.3%	-4.5%
03/7	53.5%	542,024	1.5%	-20.8%
03/8	53.8%	545,846	0.7%	-38.0%
03/9	81.9%	555,980	1.9%	-38.6%
03/10	90.0%	557,228	0.2%	-40.8%
03/11	58.5%	551,772	1.0%	-44.4%
03/12	94.3%	560,683	1.6%	-47.7%
04/1	94.6%	564,503	0.7%	-47.9%
04/2	86.2%	563,283	0.2%	-46.7%
04/3	96.7%			-45.0%
04/4				-42.5%

(注1)ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10月)
(注2)NBIは、構成指標の見直し等にともない遡及改定(2003年5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50%を上回れば「景気回復局面」、
景気拡張確率 下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定。
月次GDP : GDPを月次化したもの。直近の数値はweeklyエコノミストレター-2004年3月26日号を参照。
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。

(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)