

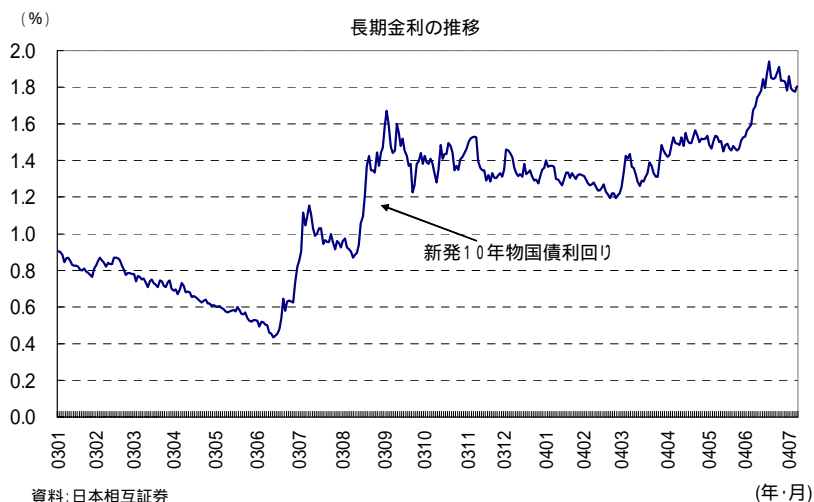
# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 長期金利の上昇

<ニッセイ景気動向判断指数（NBI）は回復力の強まりを示唆>

1. 長期金利（10年国債利回り）は一時1.9%台に上昇した。長期金利の上昇による財政赤字の拡大や、景気への影響を懸念する声もあるが、量的緩和解除時のショックを避けるためには、むしろ緩やかな長期金利の上昇を放置した方が良さそうだ。
2. 日銀短観（6月調査）は3月調査に引き続き改善を示した。一時低迷が懸念された機械受注も持ちなおしており、設備投資の増勢はしばらく続くだろう。
3. ニッセイ景気動向判断指数（NBI）は、5月は95.9%、6月91.9%と景気拡大の勢いが強まっていることを示唆している。株価は景気に対して先行性があるとされているが、前年比の上昇率は最近低下してきており、景気回復力が先行き低下していくことを示唆している可能性があり、今後の動きが注目される。



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/>

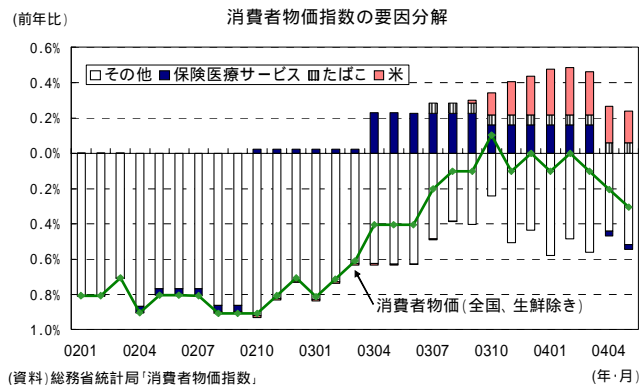
## 長期金利の上昇

### 1. 高まるデフレ脱却期待

(デフレ脱却にはまだ時間が必要)

消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)の下落幅は、2002年末頃までは1%弱程度であったが、2003年度に入って縮小し秋頃には前年比でほぼゼロとなった。イラク情勢が安定しないために原油価格が高止まりしていることや、過熱と見られるほど中国経済が高成長を続けていることによって、原材料価格や鉄鋼、非鉄金属などの価格が上昇している。国内景気の回復に加えて、素材価格の上昇が消費者物価に波及することによって、早期にデフレ脱却が実現するとの期待が高まっている。

消費者物価は2003年度からの健康保険の自己負担分の増加や発泡酒、たばこの増税、冷夏による米価の上昇といった特殊要因を除けば0.5%程度の下落が続いている。日本銀行は、量的金融緩和政策の解除条件として、安定的に上昇率がプラスでマイナスに戻らないと見込まれるという条件を示している。消費者物価の下落幅は2002年頃に比べて明らかに縮小してはいるが、2004年度に入ってから2003年度に消費者物価を押し上げる要因となっていた特殊要因が次々に無くなっていく。このため、今後消費者物価指数の前年比は連続してプラスとなることがあってもその幅が小さく、マイナスに戻らないと言えるほど明確なプラスの幅となるにはまだ時間がかかるだろう。



10月の日銀展望レポートで来年度の物価見通しが発表され、審議委員の大勢見通しでも消費者物価上昇率がプラスとなる可能性がある。こうした思惑からデフレ脱却の期待がさらに高まって、これから秋にかけて長期金利にはさらに上昇圧力が加わることになるだろう。もっとも、米国や中国経済の減速に加えて家計負担の増加などから2005年度には景気は後退に向かう恐れが大きい。この場合には、量的金融緩和が解除されるのは2006年度以降ということになり、長期金利は一本調子で上昇していくことにはならない。しかし、景気の落ち込みはバブル崩壊後の景気後退としては小幅であると見られ、デフレ脱却が視野に入ってくることから長期金利の低下は小幅であろう。

デフレからの脱却期待が高まったことによって、長期金利は一時 1.9%台にまで上昇した。しかし、短期金利（期間 1 年以下の金利）はほとんど上昇しておらず、金融市場も、「量的緩和が解除されるまでには 1 年以上を要する」という見通しを織り込んでいることになる。

#### （長期金利上昇の影響）

長期金利の上昇が引き起こす問題としては、企業や家計の利払い負担が増加し景気回復やデフレからの脱却ができなくなる、国債の利払い負担が増加し財政赤字が拡大する、債券価格が下落し金融機関などが大規模なキャピタル・ロスを抱えることになる、などの点が指摘される。

長期金利の上昇がデフレ圧力の低下や景気の回復と足並みをそろえたものであれば、設備投資や企業収益などへの影響は吸収可能で、景気回復の腰を折るようなことはないはずだ。このところ上昇しているのは長期金利であり、短期金利はほとんど上昇していない。企業の借入れ残高のうち長期と短期の割合はほぼ半々であり、当面量的緩和が解除されず短期金利が低位に留まると見られることを考慮すれば、長期金利の上昇が企業収益に悪影響を与えて景気回復を阻害する恐れは少ないだろう。

家計部門への影響としては、変動金利や短期間の固定金利による住宅ローンを利用している世帯の利払い負担が、金利の上昇によって増加することがある。しかし、超低金利のために家計部門の受け取る利子が支払いを下回るといった状況となっているが、金利の上昇はこのような異常な状態を正常な状態に戻していくために必要である。長期的に見れば、家計部門全体としては金利の上昇が利子所得の増加となって現われ、差引ではプラスの要因になるはずだ。

財政への影響については、デフレ脱却や景気回復による税収の増加と、金利上昇が同時に起こるのであれば、それほど大きな問題にはならないだろう。問題は、金融市場が先を読んで、デフレの脱却が実現して税収が増加する前に、長期金利の上昇が起こってしまい利払い負担の増加から財政赤字が一時的に膨らんでしまう恐れが大きいということである。財務省が示している 2004 年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算では、2005 年度に長期金利が 1% 上昇すれば、国債費が約 1 兆円増加するとされている。低金利が続いた場合に比べれば、毎年の新規国債の発行や借換にともなう発行金利が上昇することは避けられず、金利上昇の影響は年を追うごとに拡大していくことになる。

### 長期金利の水準による国債費の見通し

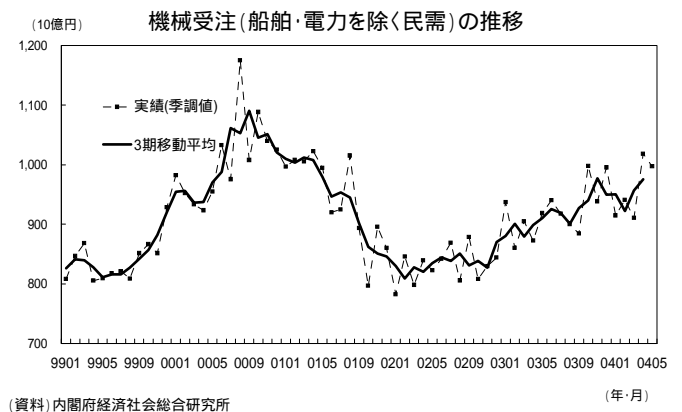
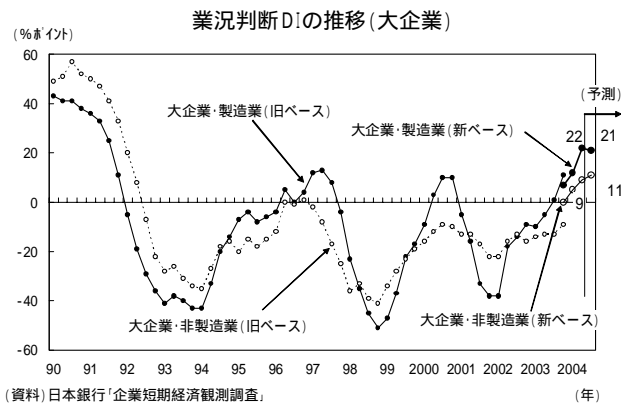
年度	(兆円)				
	2003 H15	2004 H16	2005 H17	2006 H18	2007 H19
2%の水準が続いた場合	16.8	17.6	18.8	19.7	20.4
2005年度以降3%の場合	-	-	20.1	22.1	24.0

(資料)財務省「平成16年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」

長期金利が上昇することで発生する問題、特に財政赤字の拡大を避けるために、たとえば量的金融緩和の解除時期がもっと先であるという期待を作り出し、時間軸効果によって長期金利を抑え込むべきだという意見も見られる。しかし、量的金融緩和の解除時期の予想が狂えば、金融機関などが予想外のキャピタル・ロスを被ることになり、発生する問題は大きなものになってしまう恐れが大きい。今の段階で長期金利を低く抑えていればそれだけ量的金融緩和の解除時の長期金利の上昇幅は大きくなってしまい、それだけショックの規模も大きくなるわけである。むしろ金融市場がデフレ脱却を見込んで長期金利が緩やかに上昇してしまうことを放置する方が、無理やり長期金利を抑え込んで後で長期金利が急上昇することになるよりも問題が少ないのではないだろうか。

## 2. 強まる景気回復力

7月1日に発表された日銀短観（6月調査）では、3月調査に引き続き景況感が改善し、景気の回復力が強まっていることが確認された。大企業・製造業の業況判断DIは22となり、民間調査機関の事前予想を大きく上回る改善となった。先行きの判断はほぼ横這いとなっているが、企業が先行きに慎重となっているためとは言えない。業況判断DIの水準が既にバブル崩壊後の回復局面では最高に達していることを考えれば、先行きについてさらにDIの水準が上昇していく余地自体が小さくなっている。企業は先行きもかなり強気であると考えてよいであろう。



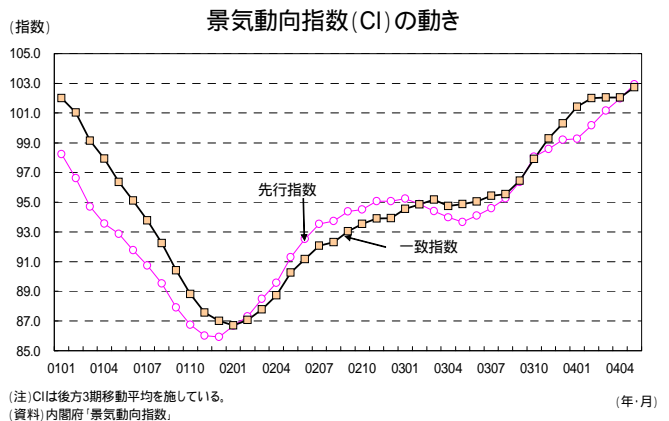
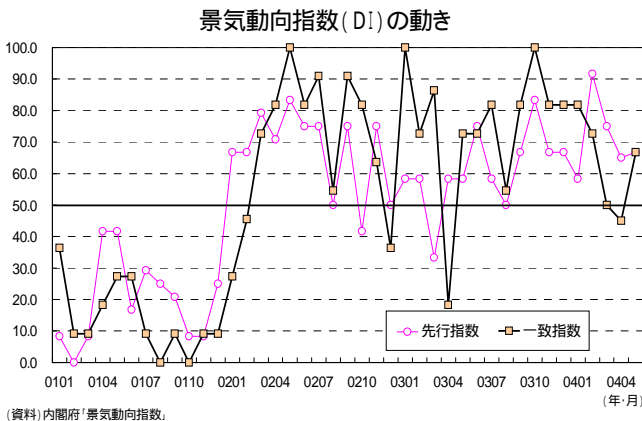
短観では、大企業・製造業の2004年度の設備投資計画が20.4%増となるなど、企業の設備投資意欲が強まっていることが確認された。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1-3月期に前期比5.6%の減少となった後、4-6月期の受注見通しも3.2%の減少となっていたため、設備投資の先行きに対する懸念材料となっていた。しかし、4月は前月比11.8%の増加となり、5月は前月2.1%の小幅な減少となったため、6月も5月程度の水準が続くとすれば、4-6月期は前期比で8.9%の増加となる。機械受注統計からも設備投資の増加が続くと判断できるだろう。

## < 株価の景気に対する先行性 >

(担当：篠原)

7月6日に公表された5月の景気動向指数(速報)は、現状の景気の方角性を示す一致DIが66.7%となり、3ヶ月ぶりに景気の転換点を示す50%ラインを上回った。5月の一致DIを構成する個別指標の動きを確認してみると、大口電力使用量と商業販売額指数(卸売業:前年同月比)が3ヶ月前比でマイナスに転じたものの、鉱工業生産財出荷指数、所定外労働時間指数(製造業)投資財出荷指数(除輸送機械)などは逆にプラスに転じており、このような出荷関連の指標の改善が一致DIの改善に繋がっている。

DIと同時に公表される、景気の量感や回復テンポを把握できるCIの動きを見ても、一致CIは総じて改善の動きが続いている。先立って公表された、6月の日銀短観の業況判断DIでも、大企業・製造業が22、大企業・非製造業が9とバブル崩壊後では最も高い水準を示し、企業の景況感が改善し続けていることが確認された。景気動向指数の一致CIや短観からは、足もとの景気回復が一段と力強いものになっていることが分かる。

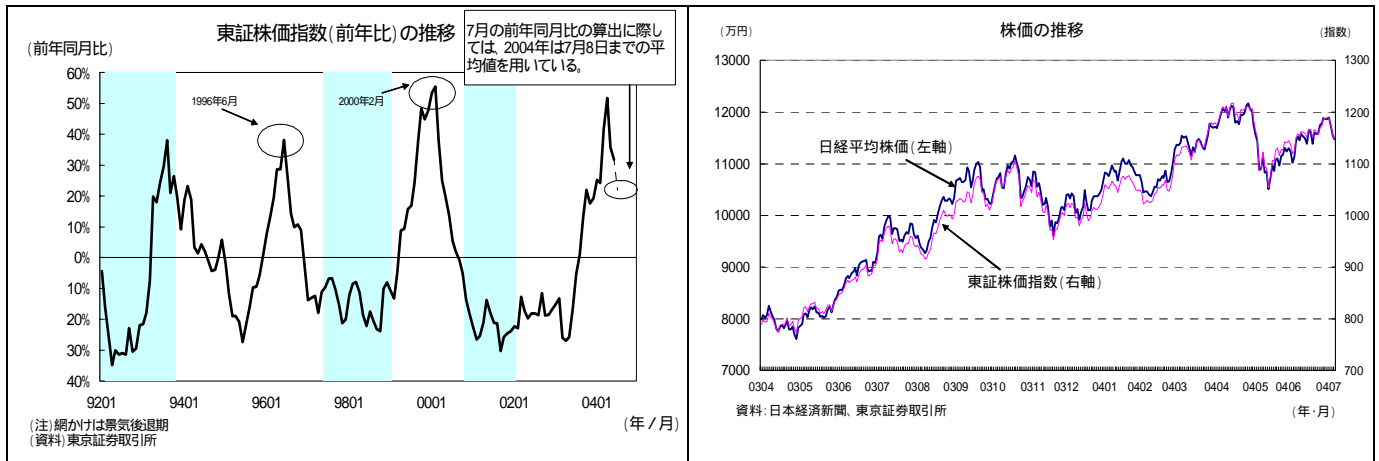


景気の回復局面が続くにつれて、最近では、今回の回復局面が、戦後の平均である33ヶ月を超えられるかという点も注目が集まっている。実際の景気動向に数ヶ月ほど先行するとされる、景気動向指数の先行DIの動きを見てみると、5月の先行DIは66.7%となり9ヶ月連続で50%ラインを上回った。また、先行CIも改善の動きが続いており、現状の景気動向指数の先行指数(DI・CI)からは、景気が直ちに後退局面入りする可能性は低いと考えられるだろう。

ただし、近年では景気動向先行指数(DI・CI)の先行性が、以前に比べて低下している可能性がある(Weeklyエコノミスト・レター2004年4月9日号参照)。そこで本稿では、景気動向先行指数以外の景気に先行性を有する指標として、株価の動きに注目して、景気の先行性を考えてみることにした。

株価の景気に対する先行性については、既に数多くの研究がなされており、一部からは先行期間に変動や誤差が大きい等の問題点が指摘されているが、景気動向指数研究会議事概要に『例外的な時期を別にすれば、株価には先行性がある』との趣旨の見解があるように、一般的には有効な先行指標とされている。また株価は水準そのものではなく、前年比をとることで、景気循環に対応する循環的な動きが生じることもあり、2001年12月の景気動向指数の改定の際には、東証株価指数（前年比）が景気動向指数の先行系列としても採用されている。

実際に1997年5月と、2000年10月を山とする過去2回の景気後退局面入りの際にも、東証株価指数（前年比）はそれぞれの景気の山の前の1996年6月（11ヶ月先行）、2000年2月（8ヶ月先行）にピークをつけており、景気の山に対して事前に明確なサインを示していることが確認できる。さらに、景気動向指数の一致C I（景気の代理変数と仮定）との時差相関係数を計測した結果からは、1993年10月の景気の山以降の局面で、景気に対して約8ヶ月ほどの先行性を有することが示唆される。



現状の景気動向先行指数（D I・C I）からは、明確に景気の後退局面入りを示唆する兆候は見られない。しかし他の景気の先行指標として、株価の前年比に注目してみると、東証株価指数では2004年4月に51.7%と2000年2月以来の水準をつけた後は、5月35.8%、6月31.8%と伸び率が低下しており、7月もその傾向が続いている（2004年7月の株価に、7月8日までの平均値を用いて前年同月比を算出すると21.9%となる）。

4月が東証株価指数（前年比）のピークであれば、過去2回の後退局面付近での経験則を踏まえると、それは来年度早々頃の時期における、景気の後退局面入りを示唆するサインである可能性もあろう。今回の回復局面がいつまで続くかを探るうえでも、今後の株価の動向が注目される。

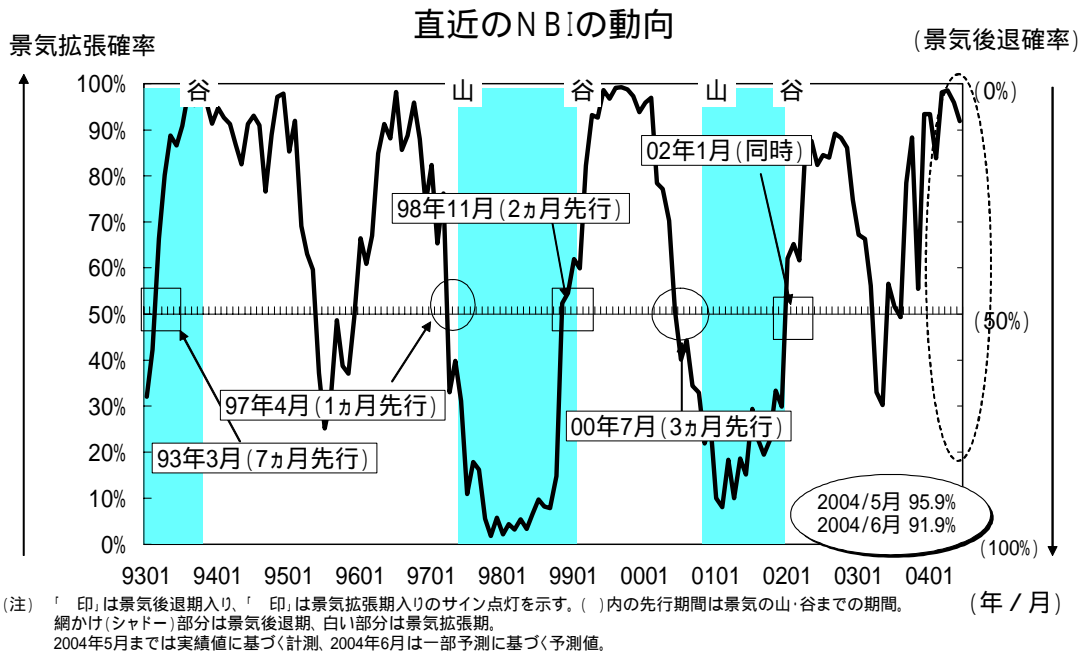
## < ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) >

( 担当 : 篠原 )

2004年5月 : 95.9%、2004年6月 ( 予測値 ) : 91.9%

5月のNBIは95.9%(景気後退確率:4.1%)と、4月実績の98.6%(景気後退確率:1.4%)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は2003年12月以降では、90%前後の高水準での推移を続けており、最近のNBIの動向からも、景気の回復が力強いものになっていることが分かる。

NBI構成指標の動きを見てみると、5月は鉱工業生産財在庫率指数が、前月比3.0%と悪化したことに加え、東証株価指数(前年比)も35.8%と、4月の51.7%より悪化したことなどがNBIの低下に寄与した。



6月のNBI(予測値)は91.9%(景気後退確率:8.1%)と5月に引き続き、小幅悪化することが予測される。ただし6月もNBIは90%前後の高い水準が維持されるものと考えられる。

NBIの動向からは、当面のところ景気が後退局面入りする可能性は低いと言えるだろう。

## < 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

	2004年					予測値
	1月	2月	3月	4月	5月	6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)	93.4% (6.6%)	83.9% (16.1%)	98.1% (1.9%)	98.6% (1.4%)	95.9% (4.1%)	91.9% (8.1%)
内閣府景気動向指数						
先行DI	58.3%	91.7%	75.0%	65.0%	66.7%	
一致DI	81.8%	72.7%	50.0%	45.0%	66.7%	-

(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月に遡及改定を行った。

### 基礎研インデックス

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
03/7	51.7%	540,319	1.8%	-20.5%
03/8	49.3%	544,267	0.7%	-37.7%
03/9	78.5%	556,829	2.3%	-38.1%
03/10	88.4%	556,396	0.1%	-40.2%
03/11	55.5%	550,911	1.0%	-43.9%
03/12	93.4%	563,349	2.3%	-47.5%
04/1	93.4%	566,722	0.6%	-47.8%
04/2	83.9%	568,410	0.3%	-46.5%
04/3	98.1%	560,580	1.4%	-44.8%
04/4	98.6%	568,052	1.3%	-42.5%
04/5	95.9%	569,541	0.3%	-40.2%
04/6	91.9%			-36.7%
04/7				-37.0%

(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エコノミストレーター2004年6月25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。