

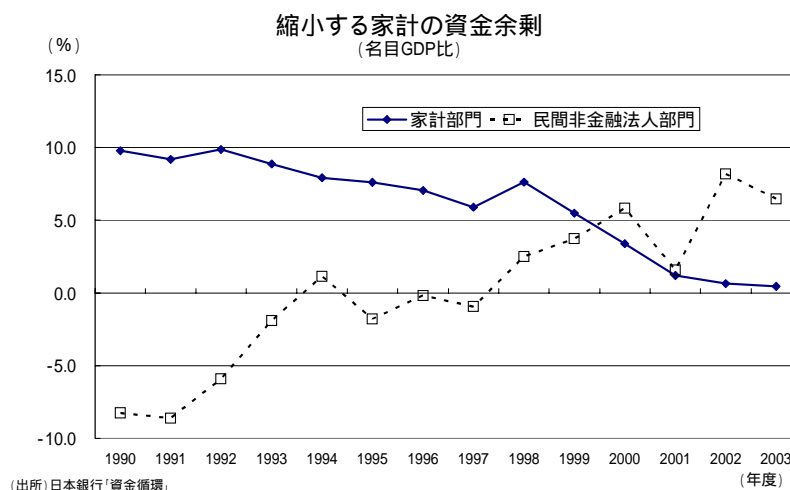
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

景気回復持続に必要な配当性向の引き上げ

<ニッセイ景気動向判断指数（NBI）は回復力の低下を示唆>

1. 景気動向指数は、DIの一致指数が4ヶ月連続で50を割り、鉱工業生産指数が7-9月期に続いて10-12月期も前期比マイナスとなる恐れが高いなど、景気回復力は明らかに弱まっている。
2. 景気回復が続くためには、これまで過剰債務の削減に向けられてきた企業部門の余剰資金を消費拡大に振り向けることが必要だ。配当課税軽減の恒久化など税制の整備によって、米国に比べて低い日本企業の配当性向を引き上げることが一つの手段である。
3. ニッセイ景気動向判断指数（NBI）も、11月は48.7%（景気後退確率：51.3%）と景気の転換点を示す50%ラインを2ヶ月連続で下回る結果となった。12月も44.3%と悪化が見込まれ、景気回復力が先行き低下していくことを示唆している。



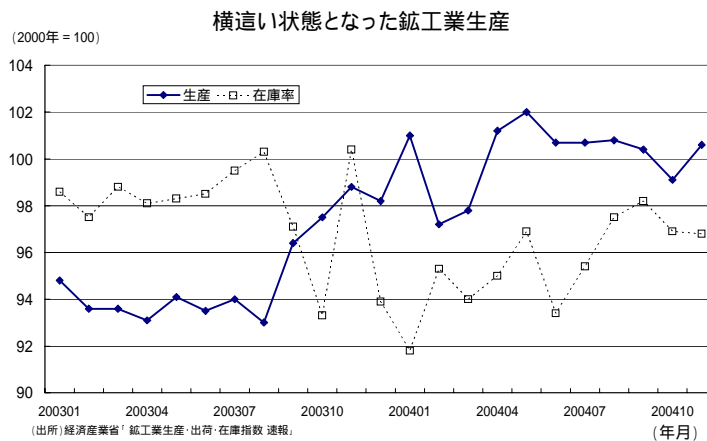
チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp
研究員 篠原 哲 (しのはら さとし) (03)3512-1838 shino@nli-research.co.jp
ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 : (03)3512-1800
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

消費拡大持続の条件

1. 弱まる景気回復力

(鉱工業生産)

11日に内閣府が発表した11月の景気動向指数(速報)は、DIの一致系列が44.4%となり4ヶ月連続で景気拡大と後退の分かれ目となる50%を下回った。また景気に敏感な鉱工業生産指数は、7-9月期に前期比0.7%の低下となった後、10-12月期も低迷している。10月に前月比1.3%の低下となったのは新潟県中越地震や台風などの自然災害の影響が大きく、11月の速報ではこの反動で1.5%の伸びとなった。しかし、製造工業生産予測指数は、12月は0.9%の低下となっており、12月の鉱工業生産指数が予測指数の動きに沿ったものとなれば、10-12月期も7-9月期に続いて前期比で低下することになる。在庫率指数も水準はそれほど高くはないとは言うものの、2004年初めに比べればかなりの上昇となっており、IT関連製品を中心とした在庫調整の動きに繋がっている。



12月15日に発表された日銀短観(12月調査)でも、2003年6月調査以来改善が続いてきた製造業・大企業の業況判断指数は7期ぶりに悪化した。製造業・大企業の業況判断指数の水準自体は22とプラスの状況にあり、出遅れていた中小企業・非製造業では景況感が改善するなど、企業の景況感が全般的に悪化しているわけではない。しかし、景気回復の牽引役であった大企業・製造業の悪化は、景気回復の動きが弱まっていることを示すものである。

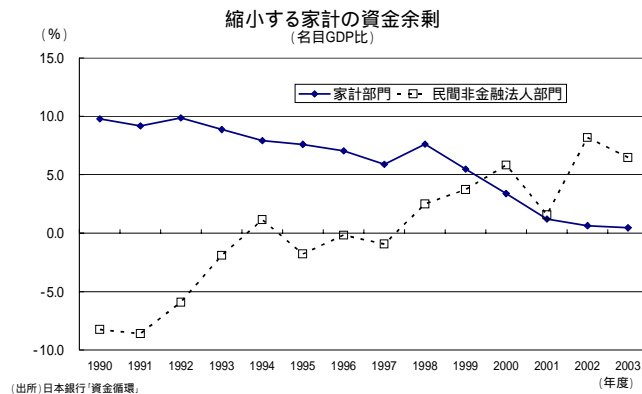
為替レートは10月頃からドル安となり、2004年度前半の1ドル110円程度の水準から100円台前半の動きとなっている。為替の先物予約の効果があることから、これまでは企業収益の予想に大きな影響が出ていない。しかし、為替予約の効果も次第に縮小していくので、今後は企業収益に与える影響が懸念される。

2. 消費拡大の条件

(伸びない所得)

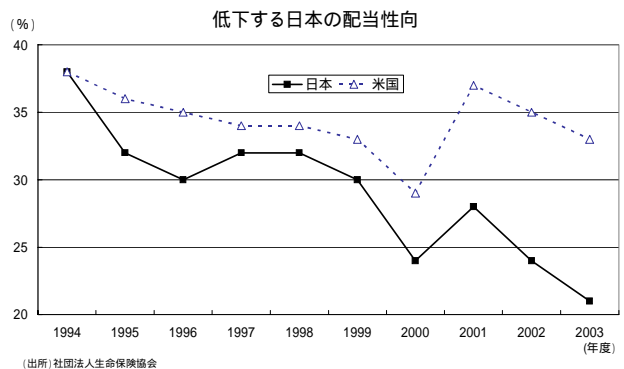
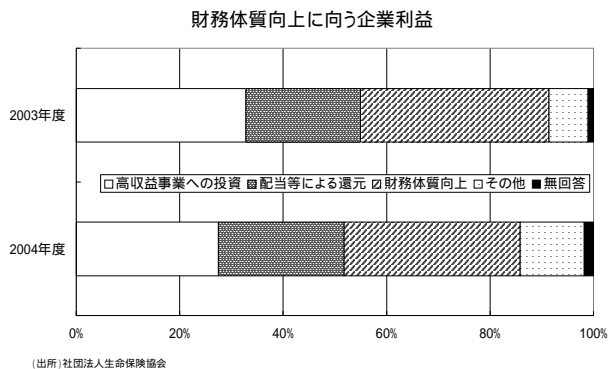
こうした中で国内の景気回復が持続するには、消費が拡大していくことが必須条件だ。家計所得の低迷が続く中で消費が相対的に堅調に推移してきたので、家計の貯蓄率は大きく低下しており、所得の伸びが伴わなければ、消費者マインドの改善だけでは消費の伸びは続かない恐れが大きい。

資金循環統計で見れば、家計の資金余剰は急速に縮小し、代わって企業部門の資金余剰が拡大してきた。これは、バブル景気の崩壊によって企業は過剰債務問題が深刻となり、この解消を迫られたためである。1990年代後半からは、企業部門が大幅な資金余剰となって、過剰債務問題の解消が進んだことが分かる。バブル崩壊後の我が国の経済政策の考え方は、企業部門や金融システムに集中しているリスクや負担を家計部門に移すことであった。これが、企業部門の負担を軽減し、企業部門主導による景気回復に繋がってきた。しかし、過剰債務問題が概ね解消した現在では、このような経済政策の方向転換が必要である。



(低下する配当性向)

生命保険協会の2004年度調査でも、企業の期間利益の用途として、「財務体質の向上」という回答が34.0%と最も回答割合が高かったことに見られるように、企業は利益を債務の削減に充ててきたことが分かる(生命保険協会「株主への利益還元状況等について」)。



企業の債務を名目 GDP 比で見れば、概ね 1980 年代初めころの水準に低下しているため、過剰債務問題は全体として見れば大きく改善している。今後は企業の利益が債務の削減から設備投資の拡大に振り向けられることも考えられるが、消費の拡大なしに設備投資が拡大していけば投資の収益率が低下してしまう。生命保険協会の調査でも、企業が利益の使途として、「高収益事業への投資」という回答は、2003 年度の 32.8%から 2004 年度には 27.5%に低下しており、設備投資主導の景気回復には限界があることが明らかである。

消費の拡大のためには、企業部門が抱えている余剰資金が所得という形で家計に還元されていくことが望ましい。しかし、労働分配率はこのところ低下しているが依然として高い水準にあって、賃金がこれ以上大きく上昇することはそもそも望ましくない。また、失業率も依然として高い水準にあって、雇用改善のルートから家計所得が伸びることは期待できない。こうした中で、企業部門に滞留している資金を家計に還元していく道は、財産所得の増加であり、その一つの方法が配当の増加である。しかし生命保険協会によれば、日本企業の配当性向は 2003 年度には 21%となり、2002 年度の 24%からさらに低下してしまっている。

生命保険協会の調査レポートが指摘しているように、日本企業の配当性向が低い原因は、各期の業績に応じた配当よりも安定配当を望ましいと考える、企業の配当政策に起因している。企業の配当性向を高めて、家計の財産所得を増加させ消費拡大につなげていくには、この背景にある、「企業収益に法人税を付加した上に、個人が受け取る配当にも所得税が付加される」という、配当に対する二重課税問題を改善することが必要であろう。米国の株価は堅調を続けているが、ブッシュ大統領が提案した配当二重課税廃止（配当所得について個人段階で 100%所得に不算入とする）は完全には実現しなかったものの、大幅な配当課税軽減が実現したことが寄与していることは間違いない。わが国においても、2003 年度の税制改正で 2003 年度から 2007 年度までの 5 年間について、20%の源泉徴収税率を 10%に軽減する措置がとられた。企業は、配当課税の軽減措置を活用して、配当による株主への利益還元をより重視するとともに、こうした方向の動きを促進するために、軽減措置の恒久化や二重課税の解消に向けた抜本的な税制の改革が求められるであろう。

配当性向の向上は、個人投資家が株式投資によって、株価上昇だけでなく、配当としてもより大きな利益を得られるようになることを意味している。譲渡損失の繰越などによって家計がより大きなリスクを取れるようにするだけでなく、二重課税を解消して配当という形でより確実に利益を得られるようにすることは、より多くの個人投資家を株式市場に呼びこみ、結果的には株価の上昇につながるはずである。また、株価の上昇を目的とした投資が短期的な売買を繰り返すことに繋がる可能性が高いのに比べて、配当を目的とした投資は企業の安定株主の拡大にも繋がることになるだろう。

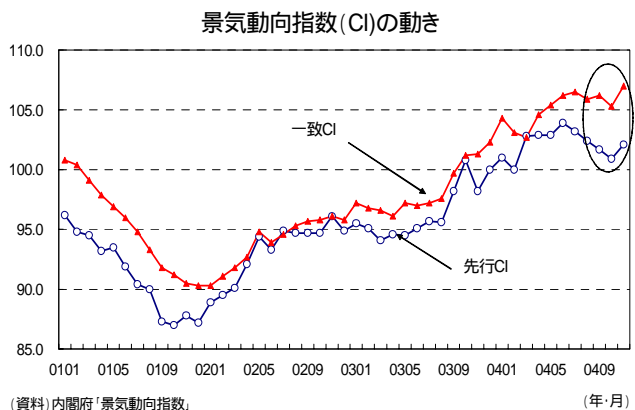
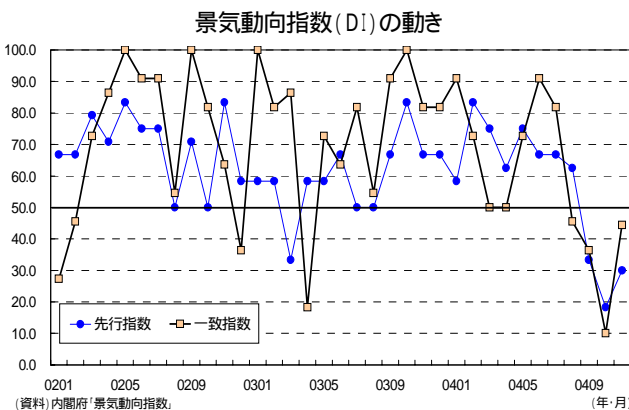
< ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) >

(担当：篠原)

11月の一致DIは4ヶ月連続で50%を下回るも、一致CIは改善

1月11日に公表された11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44.4%と、4ヶ月連続で景気の転換点を示す50%を下回った。さらに景気に数ヶ月先行する先行DIも、30.0%と3ヶ月連続で50%以下の水準となった。一致DIが、4ヶ月連続で50%ラインを下回るのは、前回(2000年11月の山~2002年1月の谷)の後退局面以来であるため、景気は今年のうちにすでに後退局面入りしたとの見方も強くなっている。

しかし、DIは、採用系列の変化方向のみを用いて作成するため、決して現在の景気変動の大きさや量感を表わすものではない。そのため、DIが数ヶ月連続で50%以下となっても、ここからは景気の減速の度合いが、どの程度のものなのかは判断できない。景気の減速が緩やかなものに留まっており、まもなく拡大に転じるのであれば、総じて見れば景気の拡大基調が続いているとの見方もできるだろう。



DIと同じタイミングで内閣府より公表される、CI(コンジット・インデックス)の動きを見てみると、11月の一致CIは107.0と改善に転じており、今までのピークであった7月の106.5を4ヶ月ぶりに更新した。CIは構成指標の変化率を合成して指数化したものであるため、DIとは異なり景気量感・テンポを把握することができる。また一般的には、一致CIが上昇している時が景気の拡張局面、低下している時が後退局面に概ね対応し、一致CIの山、谷の近傍に景気の山、谷が存在するものと考えられる。実際に1985年6月以降の、過去4回の景気の山と、一致CIのピークの時期を比較してみると、概ね両者の時期は一致しており、その差も平均して約±1.5ヶ月である。

現時点では、一部に景気の山は今年の6月であった可能性が指摘されているが、11月の一致CIが過去のピークを更新したことは、依然として景気の回復基調が続いている可能性が消えていないことを示す一つの材料と言えるのではないかと。

過去の景気の山と、一致CIのピークの時期

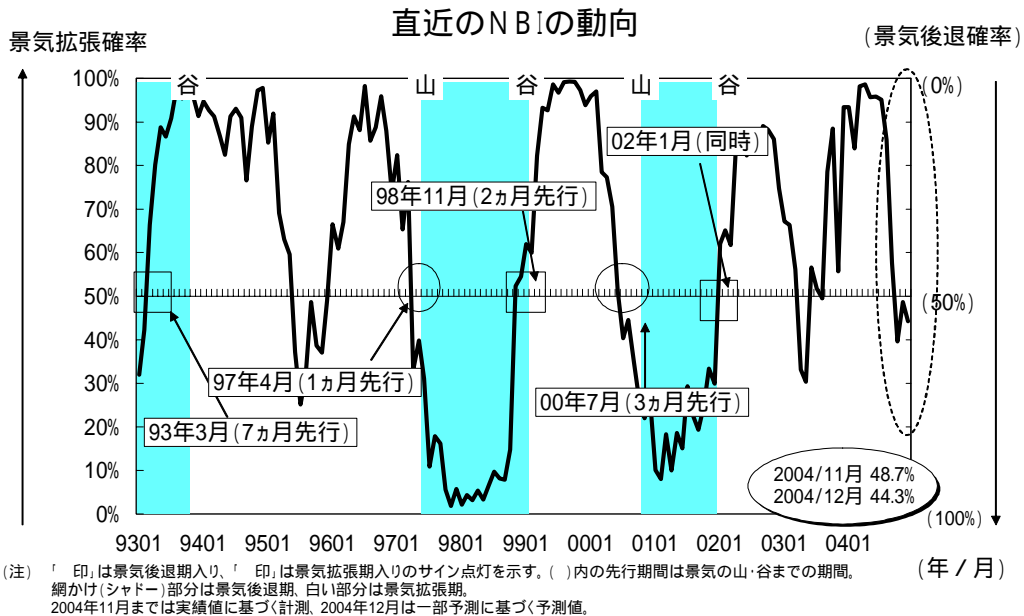
景気の山	一致CIのピーク	差(月)
1985年6月	1985年5月	-1
1991年2月	1990年10月	-4
1997年5月	1997年5月	0
2000年11月	2000年12月	1

注:符号のマイナスは先行を示す

ニッセイ景気動向判断指数(NBI)は、11月は48.7%、12月(予測値)も44.3%と50%以下の水準が続く

11月のNBIは48.7%(景気後退確率:51.3%)と、10月実績の39.6%(景気後退確率:60.4%)からは小幅改善したものの、景気の転換点を示す50%ラインを2ヶ月連続で下回る結果となった。先に見たように現状の景気は微妙な局面にあり、一部にすでに後退局面に入っている可能性も指摘されている。しかし、景気に3ヶ月ほど先行するNBIの特性を考慮すると、景気が後退局面に入るのは、2005年1-3月ごろであることが示唆される。

NBIの構成指標の動きをみると、11月は最終需要財在庫率指数や新着住宅着工床面積などが前月よりも悪化したことが、NBIの低下に寄与した。



12月のNBI(予測値)は、44.3%(景気後退確率:55.7%)と引き続き50%ラインを下回ることが予測される。

< 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

	2004年					予測値
	7月	8月	9月	10月	11月	12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)	95.1% (4.9%)	85.9% (14.1%)	57.7% (42.3%)	39.6% (60.4%)	48.7% (51.3%)	44.3% (55.7%)
内閣府景気動向指数 先行DI	66.7%	62.5%	33.3%	18.2%	30.0%	
一致DI	81.8%	45.5%	36.4%	10.0%	44.4%	-

(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) 水準	月次GDP		為替インデックス
		水準(10億円)	前期比	水準
03/12	93.4%	530,573	2.2%	-47.5%
04/1	93.4%	533,930	0.6%	-47.8%
04/2	83.9%	534,665	0.1%	-46.5%
04/3	98.2%	531,639	0.6%	-44.8%
04/4	98.6%	532,871	0.2%	-42.6%
04/5	95.7%	533,276	0.1%	-40.2%
04/6	95.8%	530,247	0.6%	-37.0%
04/7	95.1%	531,577	0.3%	-37.3%
04/8	85.9%	534,867	0.6%	-36.0%
04/9	57.7%	532,472	0.4%	-40.0%
04/10	39.6%	530,030	0.5%	-40.0%
04/11	48.7%	530,600	0.1%	-38.0%
04/12 (予測値)	44.3%			-40.3%
05/1				-43.7%

(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12月24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)