

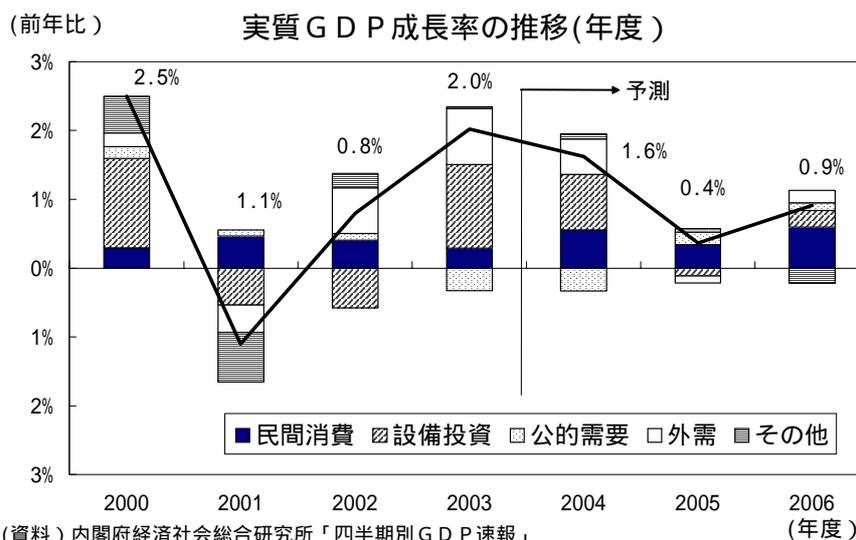
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

転機迎える量的緩和政策～2次QE後経済見通し

< 実質成長率：2005年度0.4%、2006年度は0.9%に >

1. 3月14日発表の10-12月期のGDP(2次速報)では、実質成長率が前期比0.1%とプラスになり、2月に発表された1次速報値から上方に修正された。しかし、設備投資は下方修正されており、成長率が高まったのは在庫の増加を主因とするものであるなど、内容は良いものとは言えない。
2. 2001年に始まった量的緩和政策によって日銀当座預金残高は30兆円を超える水準にまで拡大してきた。しかし量的緩和政策は転機を迎えようとしている。4月からのペイオフ全面解禁を乗り切れば、銀行の資金需要が減少してますます現在の水準を維持することは難しくなるだろう。資金需要の減少幅が大きければ、日銀は当座預金残高に代わる新たな金融緩和の枠組みを模索する必要性に迫られる可能性もある。



経済調査部門

(03)3512-1884

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

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/>

転機迎える量的緩和政策

1. 設備投資の持続性

(在庫増が10-12月期の成長を押し上げ)

内閣府が14日発表した2004年10-12月期GDPの2次速報値では、実質成長率は前期比0.1% (年率0.5%)となり、2月に発表された1次速報値(前期比0.1%)からは上方修正となった。しかしその原因は、民間在庫品増加の寄与度が0.0%から0.2%に上方修正されたこと、輸入の伸びの下方修正から外需のマイナス寄与度が0.2%から0.1%に縮小したこと、政府消費の伸びが0.4%から0.8%に上方修正されたことである。設備投資は0.7%の伸びから0.1%に下方修正されており、中身を見れば1次速報値に比べて改善しているとは言えない内容であった。在庫品の増加は仕掛品の増加によるものとされているが、必ずしも設備投資の増加に繋がる前向きのものであるとは限らない。

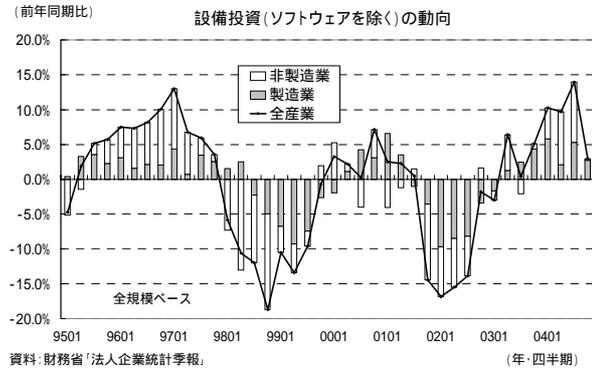
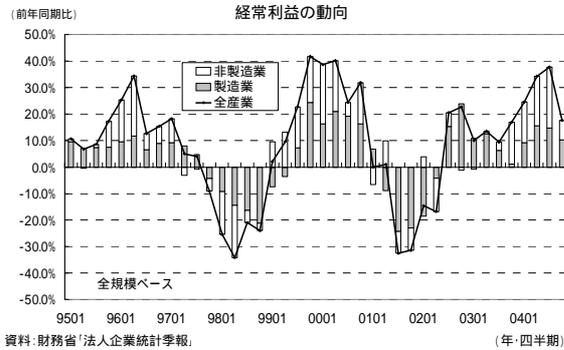
2005年1月の景気動向指数(DI速報値)は先行指数:55.0%、一致指数:88.9%、遅行指数:75.0%となり、いずれも景気拡大・後退の判断の分かれ目となる50%を上回った。1月の鉱工業生産指数(確報)は、前月比2.5%上昇して102.5となり2004年5月の102.0を超えたため、昨年夏に景気がピークを迎え既に後退局面に入っていたという可能性は低下した。

家計調査(全世帯)の消費支出が、前年同月比名目0.5%、実質0.5%の増加となったことや、毎月勤労統計(事業所規模5人以上)でこれまで減少を続けてきた一般労働者(いわゆる正社員)が前年同月比で0.8%の増加となったことなど、1月の経済統計には明るい指標も多い。しかし、鉱工業生産指数(速報)と同時に発表されている製造工業予測指数では、前月比2月0.5%、3月1.0%と生産の減少が続くことが見込まれており、鉱工業生産が踊り場を脱して再び増加基調に戻ったとは言い難い状況にある。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)も1月は12月の前月比8.8%に引き続いて2.2%の減少となっており、消費の低迷や輸出の伸び鈍化が続けば設備投資の伸びの持続力には大きな疑問が残る。

(鈍化する収益の伸び)

7日に発表された10-12月期の法人企業統計季報では、売上の伸びが前年同期比5.1%となり、経常利益も17.6%増となった。増収・増益となっており、デフレからの脱却が近づいているようにも見える。しかし、全産業の経常利益の伸びは2004年4-6月期、7-9月期が30%を超える増加率となっていたのに比べれば鈍化しており、10-12月期は季節調整済前期比では2.4%の減少となっている。日銀短観(12月調査)では、大企業・製造業の2004年度上期の経常利益は35.4%の増加であるのに対して、下期は14.5%と増益の速度は大きく落ち込むことが見込まれている。円高の影響は、為替予約の効果で2004年度の企業収益には大きな影響を及ぼさないだろうが、

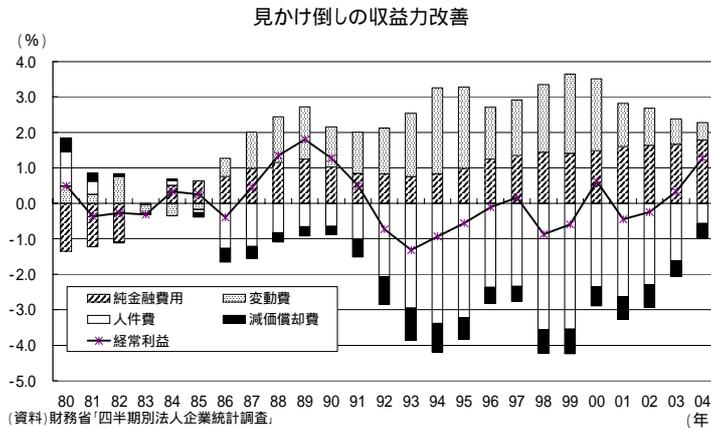
2005 年度に入れば出てくるはずで、2005 年度には利益の増加速度は大きく鈍化するだろう。



法人企業統計でみた設備投資（ソフトウェアを除く：全産業）の伸びも、7-9 月期の 13.9%の伸びから 10-12 月期には 3.0%の伸びに鈍化しており、収益の伸びに支えられてきた設備投資の伸びも先行きは鈍化が予想される。

（見かけ倒しの収益力改善）

法人企業統計でみれば製造業の 10-12 月期の売上高経常利益率は 5.2%となっており、バブル景気の 1980 年代後半頃と同程度の高水準にある。しかし、これは日本企業の収益力が大幅に強化されたためではない。



（注）1980 年代前半（82～85 年平均）と比較した売上高経常利益率の変化幅とその要因

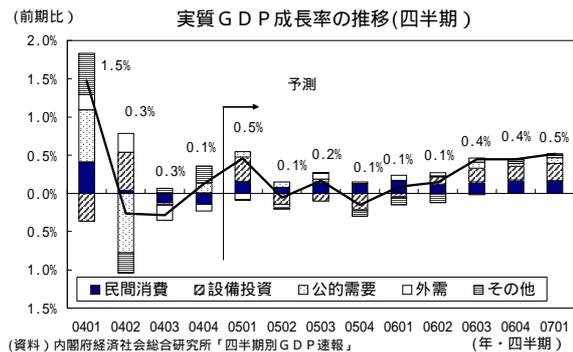
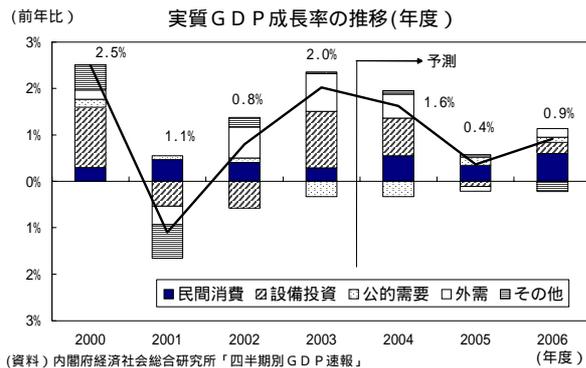
1980 年代前半（82 年～85 年の平均）と比較すると、2004 年の売上高経常利益率は 1.3%ポイントも上昇しており、1988～1990 年頃と同じ水準に達している。しかしながら、こうした利益率の上昇をもたらしているのは、純金融費用の売上高比が大幅に低下したことが原因であることは明らかである。バブル崩壊後に売上高が伸び悩む中でも人件費が増加を続けたため、売上高人件費率が上昇して収益を圧迫してきた。このところ売上高人件費率は 1990 年代後半に比べれば低下し、設備投資の抑制によって減価償却による収益圧迫も改善してきたことは確かだ。しかし

売上高人件費率や売上高減価償却費率はまだ 1980 年代前半よりも高い水準にあり、依然として企業収益率の圧迫要因となっていることも事実だ。金融政策が正常化に向い金利が上昇していけば、見かけの収益力の改善は消えてしまい、利益率は 1990 年代後半の水準に簡単に戻ってしまうだろう。

このため、売上高の伸びに応じた人件費の増加は許容できるだろうが、これを超えて賃金が大きく伸びることは期待できないし、企業の設備投資が大幅に増加することも期待できない。今後の消費や設備投資の伸びは、こうした面からも制約されていると考えられる。

(2 次 QE 後の見通し)

米国の 1 月の貿易収支 (国際収支ベース、季節調整済) の赤字は前月比 4.5% 増の 582 億 7000 万ドルとなり、単月で昨年 11 月に次ぐ過去 2 番目の大きさとなったなど、米国の双子の赤字問題は改善しておらず、ドルの下落リスクや米国経済の減速リスクがあるという状況は変わっていない。また中国政府は 2005 年の経済成長率目標を 2004 年の実績 9.5% を下回る 8.0% 前後としており、中国経済の成長速度は若干の減速が見込まれることも 2 月時点での見通しと同様である。

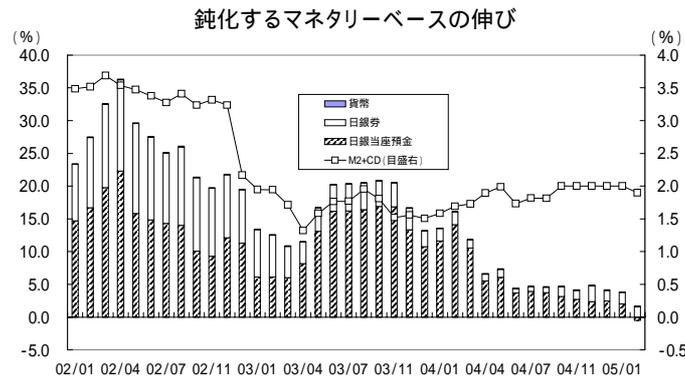


2005 年 1-3 月期は、前期の反動増も加わって設備投資や消費の伸びなどによって成長率が高まることが予想される。しかしその後は、輸出の伸びが鈍化していくことや消費の大幅な伸びは期待できないことから、企業収益の伸びが鈍化し設備投資の調整局面に至るだろう。過剰債務問題などバブル崩壊の後遺症の改善や少子高齢化の影響による雇用情勢の改善などによって、大幅な調整には至らないで 2006 年に入れば景気は底を打って回復に向うという見通しも従来どおりである。実質成長率は、2005 年度 0.4% に低下するが、2006 年度には 0.9% に回復するだろう。

2 . 転機を迎える量的緩和政策

(残高維持に四苦八苦の日銀)

日銀が 2001 年 3 月に量的緩和政策に踏み切ってから丸 4 年を迎える。この間に日銀当座預金残高目標は、2001 年 3 月の 5 兆円から、2004 年 1 月には 30-35 兆円にまで引き上げられた。これによってマネタリーベースも大幅な増加を続けてきた。



しかし 04 年 1 月の追加緩和以降、当座預金残高目標の引き上げは 1 年以上見送られている。2 月のマネタリーベース（月中平均）の伸び率は 11 カ月連続で 1 ケタ台にとどまり、1 月よりさらに縮小して量的緩和政策を導入した 2001 年 3 月の 1.2% 増以来の低いものとなった。日銀当座預金残高は 2001 年 7 月以来の減少となってマネタリーベースの伸びの足を引っ張ることになった。新札発行の効果が無くなり 2 月に前年比 2.5% 増となっている日銀券残高の伸びが鈍化すれば、当座預金残高の動向次第ではマネタリーベースの伸びはマイナスとなりかねない。

マネタリーベースの伸びを維持するには、日銀当座預金残高を引き上げる必要があるが、日銀のオペでは札割れが頻発し、30～35 兆円という現在の当座預金残高目標の維持に四苦八苦している状況だ。3 月に入ってから、ついにオペで今年末を超える資金を供給してようやく残高を維持しているありさまである。不良債権処理が進んで金融システム不安は後退し、4 月に予定されているペイオフ全面解禁を無事に乗り越えれば、さらに銀行の資金需要は減少する。例年、5 月下旬から 6 月上旬にかけての法人税の納付期には、日銀当座預金から大量の資金が吸い上げられるため、残高維持のためには日銀は大量の資金を供給しなければならないが、資金供給オペの札割れが恒常化して目標を維持できなくなる恐れもある。

（量的緩和政策の枠組み変更も）

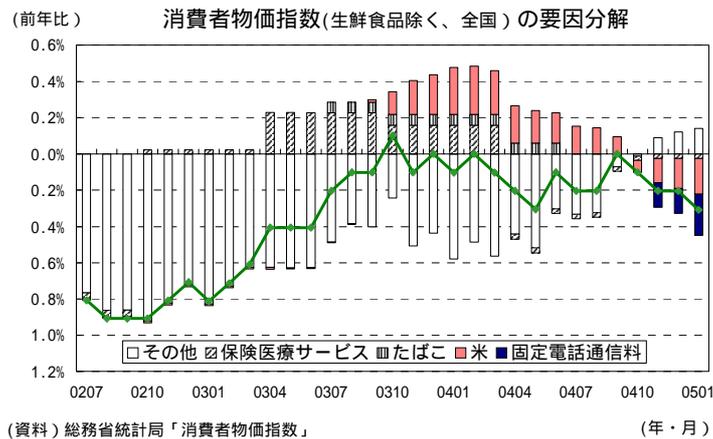
日本経済が景気停滞局面を早期に脱して回復に向えば、金利上昇期待から当座預金残高目標の維持がより容易になるだけでなく、技術的な理由による残高目標の引下げに対する抵抗も相対的に小さいだろう。しかし 2 月のマネーサプライ（M2+CD）の伸びは 1.9% に過ぎず、デフレ克服のためにマネーサプライを増やすという立場からすれば、教科書的にはマネタリーベースの伸びを高めるべきであり、当座預金残高目標の引下げはこれに逆行することになる。金融システムの改善によって銀行の資金需要が減少していることを理由に、目標を引下げること難しい。そもそも量的緩和がデフレ脱却に効果があるという主張は、銀行に必要以上の資金を供給すればマネーサプライが増加するというものだからだ。

ペイオフ全面解禁後の資金需要の低下が小幅で時々目標を下回る程度なら、日銀は但し書きで一時的に残高目標を下回ることを容認することで乗り切れるだろう。しかしオペの強化では当座預金残高の維持が難しいほど資金需要が減少してしまい、現在の量的緩和の枠組みを放棄してこ

れに代わるものを模索する必要が出てくる可能性もあると考えられる。日銀が直面すると予想される政治的な批判・圧力を考えれば、この際に「金融緩和を弱めたわけではない」と主張できる措置が必要となる。福井総裁は就任以来長期国債買い入れ額を一度も増やしていないことに見られるように、日銀にとっては何とか避けたい手段だが、例えば長期国債の買いオペ額を増額するなどの政策を同時に実行することになる可能性もあるだろう。

(緩和終了への関門)

1月の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、前年比 0.3%の下落となった。昨年10月の経済・物価情勢の展望では、2005年度の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)前年比の政策委員見通しの中央値はプラス0.1%だった。しかし、4月の経済・物価情勢の展望では、冷夏による米価高騰の反動や、固定電話通話料、電力料金など公共料金の引き下げという特殊要因があるとはいえ、0.1~0.2%程度に見通しの下方修正を迫られる可能性が高い状況だ。



2006年夏には消費者物価指数の基準年が2000年から2005年に改定される。過去の例では2006年前半の消費者物価は当初は旧基準で発表され、途中で新基準に変更されることとなる。ラスパイレス型の物価指数が持っている上方バイアスが基準年の変更で縮小するために、この際に上昇率は下方に修正される可能性が高い。このため日銀が量的緩和政策を解除するとすれば、高めの消費者物価上昇率が出ている2006年8月までに実施するという見方があるが、むしろ逆にこの間は金融政策の変更は難しいであろう。基準改定前の統計で消費者物価が上昇基調にあると判断したもの、基準改定によって実は下落基調であったことが判明するようでは、日銀の判断が誤りであったことになる。したがって2006年8月以前に量的緩和を解除するには、基準改定による影響を考慮しても上昇基調が確実であるほど明確なプラスである必要がある。この判断が付かない微妙な状況であれば、日銀は消費者物価指数の改定時まで量的緩和解除の判断を見送るだろう。

(米国、欧州の経済見通しは今週末3月18日(金)のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します。)



日本経済の見通し (2004年10-12月期2次QE(3/14発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2005.2)

	2004年度 見込	2005年度 予測	2006年度 予測	04/10-12 実績	05/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	06/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	07/1-3 予測	2005年度	2006年度
実質GDP	1.6	0.4	0.9	0.1	0.5	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.3	0.9
内需寄与度	(1.2)	(0.5)	(0.7)	(0.2)	(0.5)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.8)
内、民需	(1.5)	(0.3)	(0.6)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.7)
内、公需	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
外需寄与度	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
民間最終消費支出	1.0	0.6	1.1	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.6	1.1
民間住宅投資	2.3	0.1	0.2	0.9	0.7	0.4	0.3	0.6	0.7	0.5	0.0	0.8	0.2	0.0	0.1
民間企業設備投資	5.2	0.7	1.5	0.1	2.0	0.9	0.6	1.3	0.2	0.6	1.1	1.2	1.4	1.5	1.5
政府最終消費支出	2.8	2.1	1.5	0.8	0.5	0.4	0.7	0.5	0.2	0.2	0.5	0.3	0.5	2.0	1.5
公的固定資本形成	15.5	3.8	3.4	0.4	0.3	0.2	1.8	2.3	1.1	0.7	0.3	0.5	0.1	3.7	3.2
輸出	12.2	3.7	4.7	1.2	1.1	0.6	0.9	0.9	1.3	1.0	1.3	1.3	1.6	3.6	4.7
輸入	9.9	5.6	4.2	2.4	2.2	1.2	0.4	0.9	1.0	0.8	1.2	1.3	1.7	5.9	4.6
名目GDP	0.5	0.2	0.7	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.2	0.6	0.1	0.4	0.7

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

(単位、%)

	2004年度	2005年度	2006年度	04/10-12	05/1-3	4-6	7-9	10-12	06/1-3	4-6	7-9	10-12	07/1-3	2005年度	2006年度
鉱工業生産(前期比)	4.6	0.7	1.1	0.6	0.9	0.7	0.2	0.1	0.2	0.2	0.5	0.7	0.6	0.8	1.2
国内企業物価(前年比)	1.5	0.2	0.5	1.9	1.3	1.2	0.3	0.1	0.4	0.7	0.8	0.5	0.2	0.2	0.8
消費者物価(前年比)	0.0	0.3	0.0	0.5	0.1	0.2	0.4	0.6	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.4	0.0
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0
経常収支(兆円)	18.2	16.2	17.4	18.3	17.0	15.5	16.4	16.2	16.7	17.4	17.4	17.5	17.1	16.1	16.9
(名目GDP比)	(3.6)	(3.2)	(3.4)	(3.6)	(3.4)	(3.1)	(3.3)	(3.2)	(3.3)	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.4)	(3.2)	(3.4)
失業率(%)	4.6	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5	4.6	4.7	4.8	4.8	4.8	4.6	4.5	4.5	4.7
住宅着工戸数(万戸)	118	115	116	117	116	115	115	115	115	115	115	116	116	115	116
10年国債利回り(店頭基準年配)	1.5	1.6	1.7	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5	1.7
為替(円/ドル)	107	102	100	106	104	103	102	102	101	100	100	99	99	102	100
原油価格(ドル/バレル)	39	39	37	41	42	41	40	39	38	37	37	37	37	39	37
経常利益(前年比)	20.4	0.9	4.2	17.6	2.6	0.3	1.4	2.2	0.5	0.2	0.8	4.9	10.1	1.0	4.6

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「国民所得統計速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(日本経済担当)			
シニアエコノミスト	斎藤 太郎 (さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@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
(金融・為替担当)			
主任研究員	熊谷 潤一 (くまがい じゅんいち)	(03) 3512-1833	kumagai@nli-research.co.jp
(米国経済担当)			
主任研究員	土肥原 晋 (どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doi-hara@nli-research.co.jp
(欧州経済担当)			
主任研究員	伊藤 さゆり (いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp

(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)