

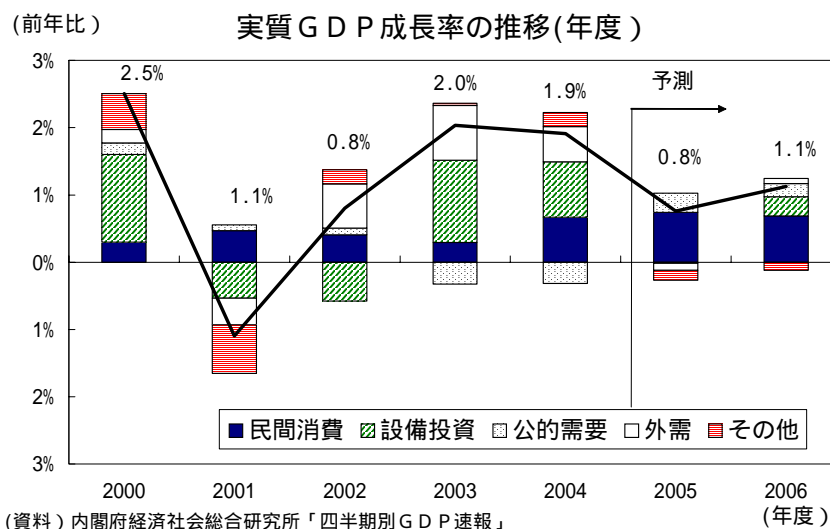
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

経済正常化（ノーマライゼーション）の道～2次QE後経済見通し

< 実質成長率：2005年度0.8%、2006年度は1.1%に >

- 1-3月期のGDP（2次速報）は、実質成長率が前期比1.2%（年率4.9%）の高成長であった。失業率が低下傾向にあるなど家計を巡る環境は改善しているが、輸出の鈍化など企業部門の状況には悪化の兆しが見えており、2005年度の実質成長率は0.8%に減速するだろう。調整は短期・軽微で2006年度の成長率は1.1%に高まるだろう。
- 日本経済が正常化するためには、企業部門が資金余剰という異常な状況の解消が必要だ。また日銀当座預金残高は30兆円を超える水準に達し、政府債務残高がGDPの1.5倍近くに達するなど、政策面での異常な状況も正常化しなくてはならない。デフレ脱却はまだ先だが、日本経済は正常化への手順を模索する段階に至った。手順や手法を誤れば正常化への道が遠くなったり、将来企業の収益力低下を招いたりする恐れがある。



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/>

経済正常化（ノーマライゼーション）の道

1. 懸念される輸出の鈍化

（在庫増が1-3月期の成長を押し上げ）

内閣府が13日発表した2005年1-3月期GDPの2次速報値では、実質成長率は前期比1.2%（年率4.9%）、名目成長率は前期比0.6%（年率2.2%）となった。5月に発表された1次速報値（前期比1.3%、年率5.3%）から実質経済成長率は若干の下方修正となったが、1-3月期が高成長であったことは変わらない。

高成長の原因は、失業率の低下など雇用・所得環境の改善を背景に消費が堅調であったことである。しかし消費や設備投資の増加には、昨年10-12月期に台風や地震などの要因で低迷したことの反動も寄与しており、見かけの成長率ほどの力強さはない。また輸出が前期比0.4%の減少となり、民間在庫品増加が実質成長率を0.3%ポイント押し上げていることは、昨年夏ごろからの景気足踏み状態が、しばしば指摘されるようなIT関連財の在庫調整だけにとどまらず、中国経済や米国経済の減速の影響である可能性を示すものである。

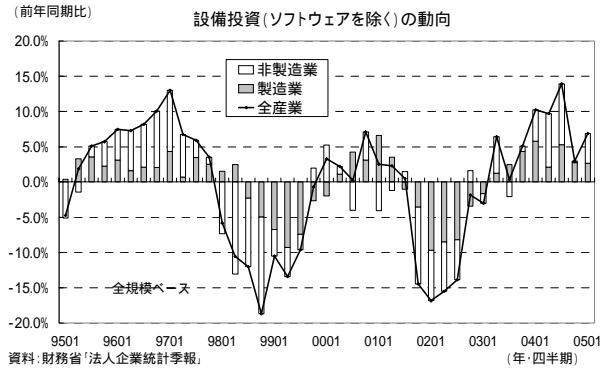
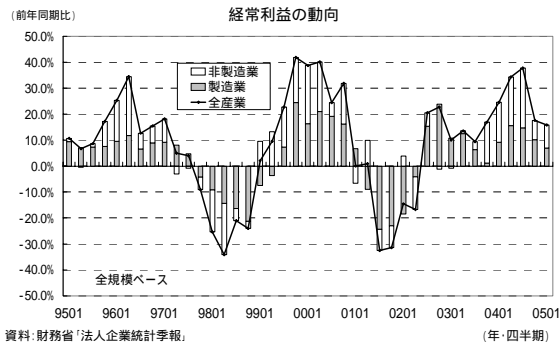
5月の見通しで述べたように、雇用・所得など家計を取り巻く状況は改善しているが、逆にこれまで好調だった企業部門の状況に陰りが見えるようになった。

4月の毎月勤労統計では、現金給与総額（調査産業計、事業所規模5人以上）は0.6%増だった。常用雇用は前年比0.5%増加したが、このうち一般労働者（いわゆる正社員など）は1.1%増で、増加が続いてきたパートタイム労働者は逆に1.1%の減少となった。企業は人件費の削減のために、正社員を減らして賃金コストの低いパートタイム労働者や派遣労働者に置き換えるという動きを続けてきたため、これまで雇用は増加するもののパートタイム労働者の増加が中心であった。しかしこうした動きも一段落し、賃金の低いパートタイム労働者が減少し、正社員が増加したため、所定内給与は前年比0.3%増とわずかではあるが久しぶりに増加に転じ、決まって支給する給与（所定内給与に時間外手当などを加えた定期給与）は0.4%増となった。企業がベースアップに前向きになっているわけではないが、雇用の安定度が相対的に高い一般労働者が増加していることは、家計心理にも好影響を与えることが期待できるだろう。

しかし企業部門では、設備投資の伸びの持続力に懸念が生じている。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、10-12月期は前期比5.7%の増加だったが、1-3月期は0.7%に伸びが鈍化し、4-6月期の受注見込みは3.1%の減少となっている。

6月6日に発表された法人企業統計季報では、設備投資は10-12月期の前年比3.0%の伸びから1-3期には前年比6.9%に高まった。しかし、全産業の経常利益の伸びは2004年度前半の30%を超える増加率から、年度後半は10%台へと鈍化しており、2005年度には利益の増加速度は大き

く減速するだろう。輸出の鈍化が続けば利益の伸び鈍化に拍車がかかり、収益の伸びに支えられてきた設備投資の伸び率も先行きは低下することが予想される。

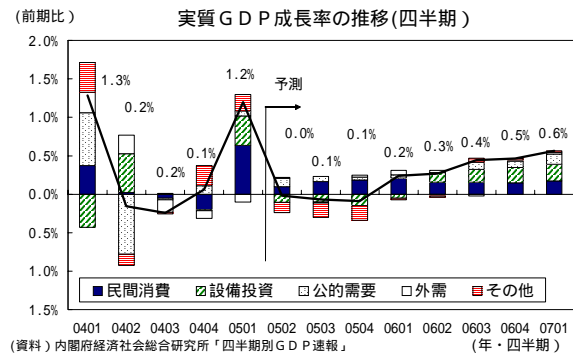
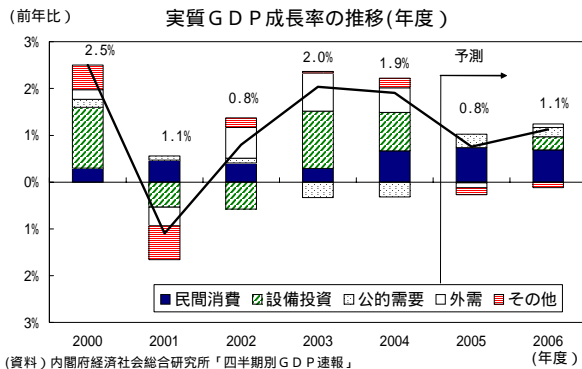


(2次QE後の見通し)

フランスとオランダの国民投票で欧州連合(EU)憲法条約が相次いで大差で否決され、英国では国民投票自体の実施が困難となるなど、ユーロ圏の将来についての不確実性が高まっている。またユーロ圏主要国では企業景況感の悪化が続き消費者信頼感も低迷しているなど、先行き欧州経済の成長鈍化が懸念されることも加わってユーロは対ドルで下落し、円もこれにつられる形で年初の1ドル102円程度から1ドル=110円近くにまで下落している。しかし円とユーロの関係では、年初には1ユーロは138円程度であったが、131円程度にまで円高となっている。日本からのEU向け輸出は2005年に入ってから数量ベースでは前年比マイナスが続いている。欧州経済の不振に円高・ユーロ安が重なって、日本からの輸出にマイナスに働く恐れが大きい。

米国の4月の貿易収支(国際収支ベース、季節調整済)の赤字は570億ドルとなり、米国の双子の赤字問題には改善の兆しが見えず、ドル下落や米国経済減速のリスクがあるという状況は変わっていない。また、中国経済は過熱回避のために若干の減速が見込まれることも、これま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った。しかし今後は、輸出の鈍化に加え消費の大幅な伸びも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恐れが大きい。過剰債務問題などバブル崩壊の後遺症は改善し、少子高齢化の影響で雇用情勢も改善しているため、調整は浅く・短期的なもので終了し、2006年に入れば景気は底を打って回復に向かうという見通しも、従来どおりである。実質成長率は、2005年度0.8%に低下するが、2006年度には1.1%に回復するだろう。



2. 経済「正常化」への道

(正常化に向かう経済政策)

バブル崩壊から 10 年以上にわたって日本経済は金融機関が大量の不良債権を抱え、物価が下落基調となるなど異常な状況が続いてきた。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達し、政府債務残高が GDP の 1.5 倍近くに達するなど、政策面でも異常な状況となった。

日銀が 2001 年 3 月に量的緩和政策に踏み切ってから、丸 4 年が経過した。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。この 5 月 20 日の金融政策決定会合では、当座預金残高目標の引下げは行われなかったものの、「資金需要が極めて弱いと判断される場合には、上記目標を下回ることがありうる」と、目標の下限を一時的に下回することを明示的に許容し、実際 6 月 2 日、3 日の両日は目標の下限を下回る 29 兆円台となった。

今回の事態は、量的緩和政策の転換を意味するものではないとされているが、将来振り返って見た場合、金融政策正常化の第一歩と位置づけられることになるだろう。量的緩和の枠組みが維持されるという意味は、「所要準備を大幅に上回る流動性を供給すること」、それを「消費者物価指数の前年比変化率が安定的にゼロ%以上になるまで続ける」という 2 点であると、福井総裁は 5 月 20 日の記者会見で述べている。これからすると日銀当座預金残高目標を引下げても量的緩和政策は維持されていることになり、デフレ脱却が実現する前でも残高目標の引下げが行われる可能性があるだろう。

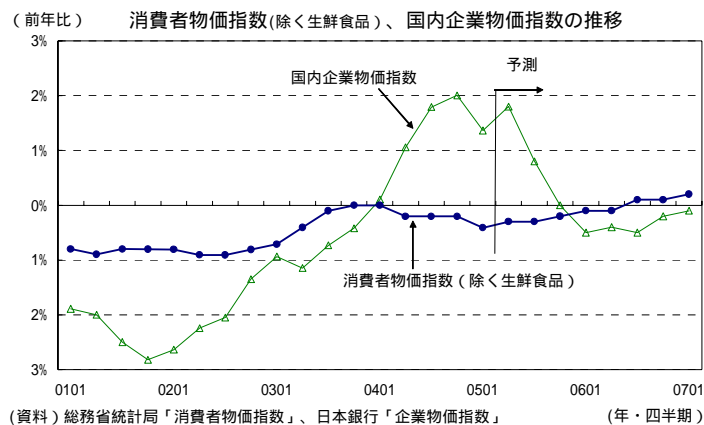
一方、財政の観点からは財政赤字の削減が急務である。日本の政府債務残高の GDP 比は 150% 近くに達して、先進工業国の中では最悪というべき状況にある。公共事業の削減が続けられているほか、配偶者特別控除の縮小が実施され、2005 年からは年金課税が強化されたなど財政赤字削減に向けて税制面での整備が行われており、財政も既に正常化の動きを始めている。

(財政と金融の正常化はどちらが先か?)

デフレ脱却はまだ実現していないが、バブル崩壊後の日本経済を悩ませてきた不良債権問題や

各種の過剰問題は改善しており、日本経済は様々な異常の正常化を模索する段階に至った。しかし経済政策の手順や手法、タイミングを誤れば正常化への道が遠くなってしまいう可能性もあり、行き過ぎや弊害を生む恐れもある。

消費者物価は、2003年初めころまでは、前年比でマイナス1%弱の下落を続けていた。しかし景気の回復に伴って消費者物価（生鮮食品を除く総合）の下落幅は縮小し、医療費の上昇や冷夏による米価の上昇という特殊要因もあって2003年10月には前年比0.1%のプラスになった。しかし、その後は特殊要因の剥落・反動などの要因も加わって、若干のマイナスで推移している。国内企業物価はアジア向け需要好調による鉄鋼製品価格の上昇や、これを背景とした原材料の鉄鉱石価格の上昇、原油高の影響で、2004年に入ると前年比でプラスの推移となっている。素材や原材料など川上の価格上昇が最終的に消費者物価を押し上げる状況には至っていないものの、デフレ圧力が大幅に低下してきたことは明らかである。今回の経済見通しでは、消費者物価指数の前年比は2006年7-9月期にはプラスとなり、2006年度平均でも0.1%の上昇と予測している。



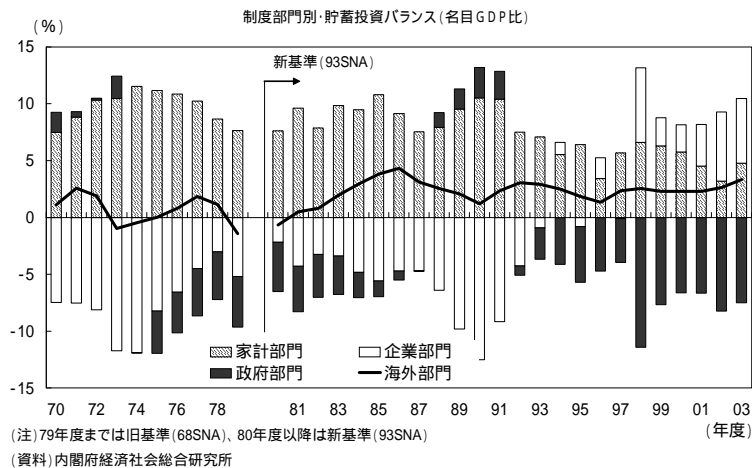
2006年夏には消費者物価指数の基準年が2000年から2005年に改定される。過去の例では2006年前半の消費者物価は当初は旧基準で発表され、途中で新基準に変更されることとなる。ラスパイレ型の物価指数が持っている上方バイアスが基準年の変更で縮小するために、この際に上昇率は下方に修正される可能性が高い。このため、安定的に消費者物価が対前年プラスを続けるという量的緩和政策解除のハードルは、見かけよりも高い。

小泉総理は任期中には消費税率の引上げを行わないと再三言明しているため、任期切れの2006年9月までは消費税の大幅増税は行われないと見られるものの、早ければ2007年度には消費税率が引上げられる可能性がある。消費税率の引上げの議論が始まってしまうと金融政策の転換が難しくなるという見方から、それ以前に量的緩和政策の解除が行われるという見方も出ている。しかし、大規模な増税や歳出削減を伴う財政の正常化と金融政策の正常化を同時に行えば、景気は再び悪化してしまう危険性が高い。こうした混乱を回避するためには、初めに消費税率引上げ

のスケジュールありきではなく、経済の正常化のためにしかるべき財政と金融政策をどのような手順で行うのかという点について、基本的かつ徹底的な議論が必要である。

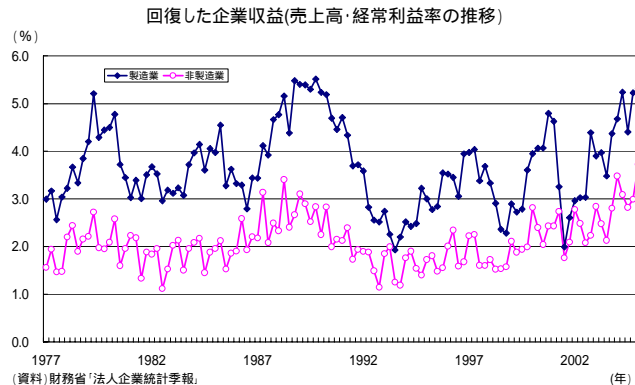
(企業の余剰資金の行方)

1990年代後半から続いている企業部門の資金余剰も、バブル崩壊後の日本経済の異常を示すものである。1980年代以降の日本経済では、家計の大幅な資金余剰が続き、これを企業は設備投資のために借入れ、政府は財政赤字という形で借り入れて、経常収支の黒字という形で海外経済が借入れるという状況が続いてきた。バブル崩壊によって、金融機関には大量の不良債権が発生し、企業は過剰な債務・設備・雇用を抱えることとなり、この解消のために企業部門が大幅な資金余剰になるという異常な状況が出現した。企業の諸過剰問題は大きく改善し、金融機関の不良債権問題にもメドが立ったため、企業部門の大幅な資金余剰は解消し正常化に向かうはずだが、どのような形でこれが正常化するかは大きな問題である。



企業の資金余剰が解消される方法として、設備投資の増加、賃金の上昇、配当や利払いの増加、という3つが考えられる。このうち、企業が余剰資金を投資に回すことで設備投資が増加することや、利益を雇用者に配分することで雇用者報酬が増え消費が増加することによって、景気が回復することが期待されることがしばしばある。しかしこのような形で企業の資金余剰が解消されることは、以下に述べるように日本経済の正常化のためには望ましくないと思う。

法人企業統計季報で見れば、1-3月期の売上高経常利益率は製造業では5.3%、非製造業では3.7%となっている。これはバブル景気の1980年代後半頃と同程度の高水準で、日本企業の収益力が非常に高まっているように見える。しかし、これは超低金利政策のおかげで企業の利払い負担が大幅に軽減されていることが大きな要因で、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、依然として企業の収益率を圧迫する要因となっている(3月16号を参照)。



日本経済がデフレから脱却して消費者物価上昇率が 1~2%という状況になれば、金融政策を正常化し短期金利を現在のようなゼロという状況から物価上昇率を差し引いた実質金利をある程度のプラスにしてインフレ加速を防止する必要がある。このとき短期金利がゼロという状況がある程度続くという期待を金融市場の参加者に持たせるという時間軸効果も消滅するため、長期金利は短期金利以上に上昇するはずである。この時点では企業の純金融費用は金利の上昇によって現在よりも高まってしまうことは避けられない。現在企業が抱えている余剰資金が設備投資や人件費の増加に向かうことは、将来金融政策が正常化した段階では利払い負担の増加から日本企業の収益力低下を招く恐れが大きい。

したがって、企業部門の余剰資金は、配当の増加や利払いで解消され、家計がこれを財産所得として受け取って消費が拡大するという形が望ましいだろう。

さらに、企業部門の資金余剰の解消は、財政赤字の縮小を実現するためにも必要である。よく知られているように、経常収支と各部門の資金余剰の間には

$$\text{経常収支黒字} = \text{家計資金余剰} + \text{企業の資金余剰} \quad \text{財政赤字}$$

という関係式が必ず成り立つ。高齢化によっていずれ家計貯蓄率がゼロ、あるいはマイナスという状況となって、家計が資金不足となることも考えられるが、短期間でこうしたことが起こるとは考えられない。この式からは、家計の資金余剰が残っている状態で、しかも企業部門が大幅な余剰資金という状況のままでは、財政赤字の解消は経常収支の黒字をさらに拡大させなければ不可能であることが分かる。日本の経常収支黒字は、2004年度には名目GDPの3.6%に達しており、さらに黒字を増加させていくことは、米国の経常収支赤字の拡大など世界経済全体の不均衡を拡大させてしまう。財政赤字の大幅削減を可能にする環境を実現するためにも、企業部門の資金余剰を解消していくことが必要なのである。

(米国、欧州の経済見通しは今週末6月17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 (2005年1-3月期2次QE(6/13発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2005.5)

	2004年度 実績	2005年度 予測	2006年度 予測	04/10-12 実績	05/1-3 実績	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	1.9	0.8	1.1	0.1	1.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	1.1
内需寄与度	(1.4)	(0.9)	(1.1)	(0.1)	(1.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.9)	(1.0)
内、民需	(1.8)	(0.6)	(0.9)	(0.0)	(1.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.8)
内、公需	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.2)
外需寄与度	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
民間最終消費支出	1.2	1.3	1.2	0.4	1.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	1.4	1.2
民間住宅投資	2.1	0.7	0.1	0.6	1.3	0.5	0.1	0.7	0.5	0.5	0.4	0.1	0.2	0.3	0.0
民間企業設備投資	5.3	0.1	1.8	0.1	2.4	0.7	0.6	0.9	0.3	0.8	1.0	1.2	1.3	0.1	1.9
政府最終消費支出	2.7	2.3	1.9	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.2	0.7	0.6	0.8	2.4	1.9
公的固定資本形成	15.1	2.4	3.4	0.3	0.6	0.0	0.8	1.2	1.1	1.2	0.6	0.5	0.2	3.2	3.4
輸出	11.9	2.0	2.5	1.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7	2.2	2.7
輸入	9.3	3.5	2.5	2.1	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6	0.4	0.9	0.6	0.7	3.8	3.0
名目GDP	0.8	0.0	1.0	0.2	0.6	0.1	0.1	0.2	0.4	0.9	0.5	0.4	0.1	0.2	0.9

(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)	4.1	0.5	1.2	0.9	1.7	0.3	1.0	0.6	0.2	0.6	0.6	0.7	0.9	0.4	1.2
国内企業物価(前年比)	1.5	0.5	0.3	2.0	1.4	1.8	0.8	0.0	0.5	0.4	0.5	0.2	0.1	0.3	0.3
消費者物価(前年比)	0.1	0.3	0.1	0.5	0.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.0
消費者物価(生鮮食品除き)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0
経常収支(兆円)	18.3	15.8	16.7	18.3	18.2	15.7	16.0	15.4	16.2	16.1	16.8	16.4	17.6	16.8	16.7
(名目GDP比)	(3.6)	(3.1)	(3.3)	(3.6)	(3.6)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.2)	(3.4)	(3.3)	(3.3)
失業率(%)	4.6	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9	4.7	4.5	4.7	4.7
住宅着工戸数(万戸)	119	118	117	117	121	118	118	118	117	117	117	117	117	118	117
10年国債利回り(店頭基準気配)	1.5	1.4	1.7	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.4	1.7
為替(円/ドル)	107	106	102	106	104	108	107	106	104	102	102	101	101	104	100
原油価格(ドル/バレル)	39	45	42	41	41	48	46	44	43	42	42	42	40	39	38
経常利益(前年比)	24.6	1.0	4.6	17.6	15.8	0.2	0.6	2.3	1.2	0.7	2.3	4.7	10.4	0.8	4.8

(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	齋藤 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)															
シニアエコノミスト	矢嶋 康次	(やじま やすひで)	(03) 3512-1837	yyajima@nli-research.co.jp											
(米国経済担当)															
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すすむ)	(03) 3512-1835	doihara@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證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)