

# Weekly エコノミスト・レター

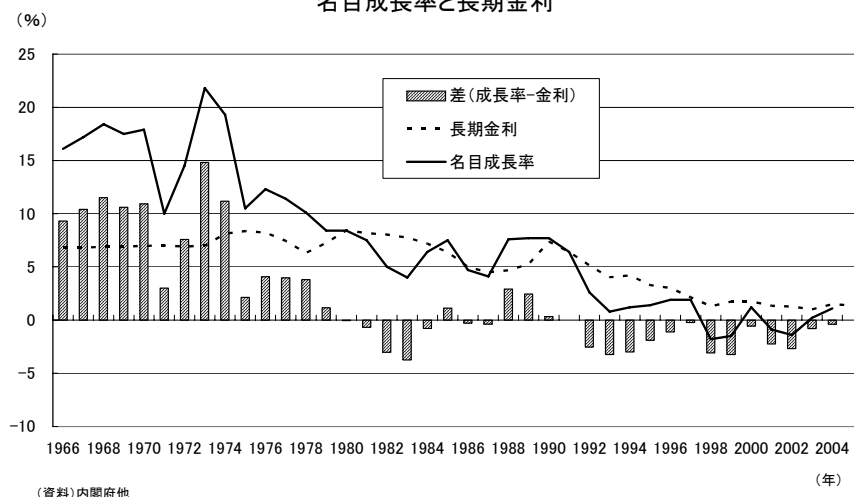
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 長期金利と名目経済成長率

### <デフレ脱却と経済政策>

1. 日本経済は、設備投資の増加と雇用・所得環境の改善に伴う消費の伸びによる内需中心の成長が期待できる。しかし、昨年末以降はそれまでの円安・ドル高基調が終わり円高に動き始めているなど、海外に不安要素が多い。
2. 経済財政諮問会議では、長期金利と名目経済成長率を巡って議論が続いている。高齢化の進展でいずれ大幅な増税は避けられないが、小さな政府を実現し増税幅を縮小するためには、当面増税の議論を先送りして構造改革を進めることに意義がある。
3. NBI（ニッセイ景気動向判断指数）は、2004年10月以降趨勢的に50%を下回る水準が続いたが、昨年9月以降は再び50%を超えており、日本経済が再び景気回復軌道に復帰したことを示唆している。

名目成長率と長期金利



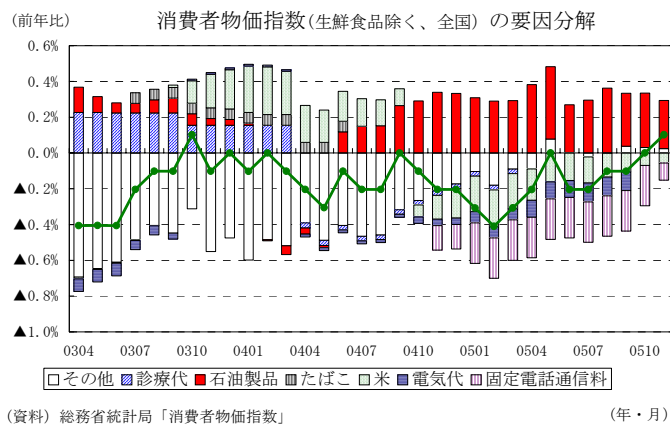
チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち) (03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp  
 研究員 篠原 哲 (しのはら さとし) (03)3512-1838 shino@nli-research.co.jp  
 ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 Tel : (03)3512-1800  
 ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

## デフレ脱却と経済政策

### 1. 視野に入ったデフレ脱却

(消費者物価上昇率がプラスに)

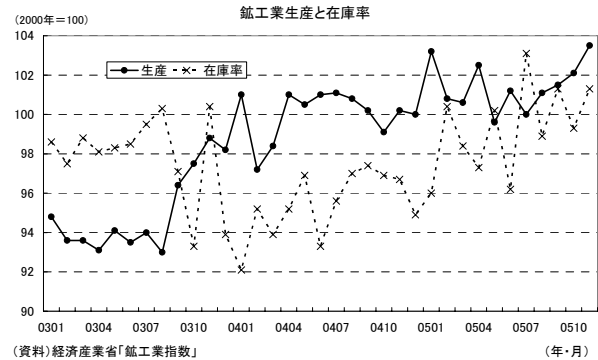
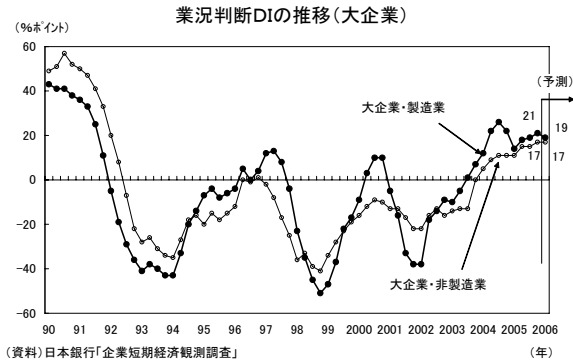
12月27日に発表された、11月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は前年同月比が0.1%の上昇となった。2003年には冷夏・長雨の影響による米価の上昇等によって一時的に消費者物価指数が前年比でプラスになることはあったが、その後は逆に高騰していた米価が元の水準に戻ることで消費者物価が押し下げられることとなった。さらに2004年末以降は電話料金の引下げなどの要因も加わって、消費者物価指数は小幅ながら下落が続いてきた。しかし、原油価格上昇によってガソリン価格などの上昇が続く中で、2005年秋頃からはこれまで消費者物価の前年比を押し下げてきた要因の影響が一巡し始め、11月には消費者物価の前年比がプラスに転じた。



原油価格上昇の影響が次第に広がっていくことや、景気回復が続くことによって2006年に入った後も、消費者物価指数は前年比でプラスの動きが続くと予想される。

日銀短観(12月調査)では、大企業・製造業の業況判断DIはプラス21(前回調査19)と3期連続で改善した。大企業・非製造業の業況判断DIもプラス17(前回調査15)と2期ぶりに改善した。好調な企業収益を受けて、設備投資計画は中小企業を中心に上方修正され、企業の設備投資は当面堅調な動きが続くと見られる。

鉱工業生産指数は、11月には前月比1.4%上昇して103.5となり、1月の103.1を上回ってきたことで、踊り場的な状態を脱したことが明確になった。製造工業生産予測調査では12月の見込みが4.7%の上昇となっており、1月は2.0%の低下が見込まれているものの、上昇傾向にあると言える。



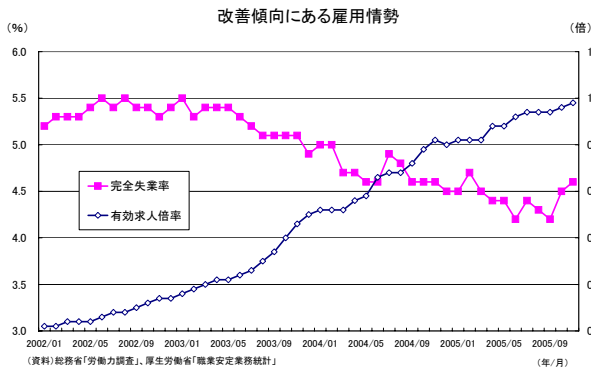
(国内に不安は少ないが外需に懸念)

雇用情勢は全般に改善しており、今後も雇用・所得環境の改善による消費の伸びが景気の下支え要因となるだろう。日銀短観では、雇用人員判断DIのマイナス幅が拡大し、バブル崩壊以降悩まされ続けてきた雇用過剰感が完全に解消され、団塊世代の大量定年を控えてむしろ人手不足感が強まっている。失業率は9月に4.2%にまで低下した後2ヶ月連続して上昇し、11月には4.6%となっているが、これはこれまで非労働力化していた人々が雇用環境の改善により職探しを始めて失業者としてカウントされるようになったためであり、雇用環境の悪化を示すものではないと考えられる。有効求人倍率は上昇を続けており11月には0.99となっているなど、雇用情勢は改善傾向が続いていると判断される。

毎月勤労統計では、減少が続いてきた所定内給与(調査産業計・事業所規模5人以上)は、2005年度に入ってから増加が続いており、所得環境も改善していることを示している。今後は定率減税の縮小・廃止や社会保険料の引上げなどの負担増が予定されているが、雇用環境の改善による所得の増加で負担増はカバーできるものと考えられ、消費の伸びが続くことが期待できるだろう。

このように国内には不安要素は少ないが、12月のこのレポートでも指摘したように海外に不安要因が多い。このうち為替レートについてはこれまで続けてきた円安・ドル高傾向が反転する動きを見せている。昨年末には米国の利上げ局面の終了が近いという見方が広がり、1ドル121円台から116~7円台へと円が上昇した。2006年に入ってからさらには円高が進み一時1ドル113円台にまで円高・ドル安が進んだ。日銀短観(12月調査)では企業の事業計画の前提となっている想定為替レートは1ドル108.23円で、まだ現在の水準であれば企業の収益や設備投資に大きな影響は無いと考えられる。しかし今後さらに円高が進めば影響は無視できないだろう。

FRBの利上げにも関わらず米国経済は堅調で、海外からの資金流入も順調であるが、その一方で米国の経常収支の赤字幅の拡大は続いておりドルの下落懸念はむしろ高まっている。2005年の中国の貿易黒字が1000億ドルを超えて、米国内の元高圧力が再び高まりアジア通貨が全般にドルに対して上昇する可能性がある。



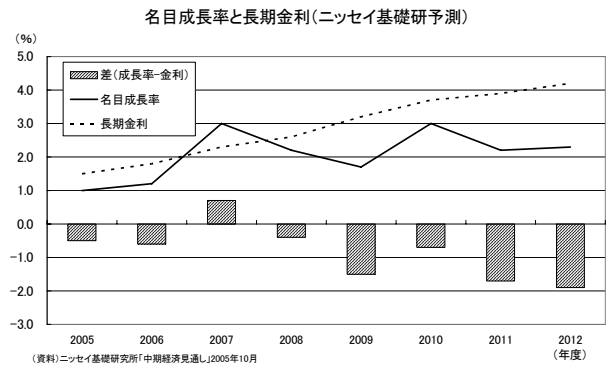
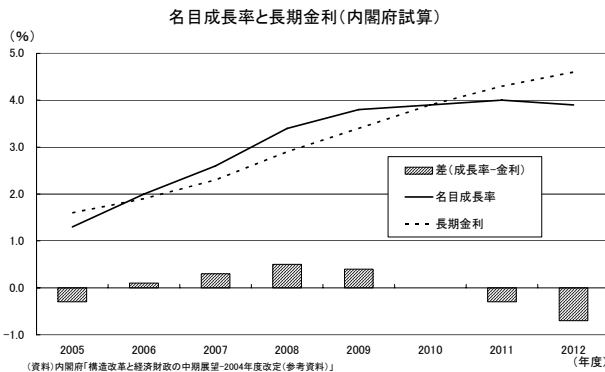
## 2. 経済成長率と長期金利

(政府内部の不協和音)

経済財政諮問会議では、名目経済成長率と金利の関係について論争が巻き起こった。

2005年1月に策定された「構造改革と経済財政の中期展望-2004年度改定」では、基礎年金の国庫負担割合引き上げのために所得税、消費税それぞれ1.5兆円の増税を想定しているが、それ以外の大規模な増税なしに、2010年代初頭には国と地方を合わせた基礎的財政収支(プライマリー・バランス)が黒字化し、政府債務残高の名目GDP比も低下させていくことが可能であるという試算を示している。この結果の背景には、2006年度から2010年度までの間、長期金利の水準を名目成長率が上回るという見通しがある。

当研究所の中期経済見通し(2005年10月)では、2007年度以外は長期金利の水準が名目成長率を上回ると予想している。



12月末の経済財政諮問会議では吉川東京大学教授が「理論的にも長期金利の方が成長率よりも高くなるのが正常な姿であり、また過去の事例を調べても、19世紀以来、長期的には、先進国で長期金利の方が名目成長率よりも高くなるということが観察されている。」と述べて、長期金利の水準を名目成長率が上回るという状況が長期的に続くことを期待すべきではないとした。

これに対して、竹中総務大臣は「認識が共有できていない点として、長期金利と名目成長率の

関係がある。……戦後の時期を見ていくと名目成長率の方が高かった。このことを前提にして、この4年間、諮問会議は、プライマリー・バランスを回復させることに政策的な意味があるという立場をとってきたのだと思う。」と述べて異議を唱えた。

竹中大臣の発言の背景には、量的緩和政策の解除時期の問題と、消費税率引上げなどの大規模増税の時期の問題があると考えられる。

11月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比がプラスとなったことで、量的緩和解除の条件は整いつつある。竹中大臣は、従来からデフレ脱却のために量的金融緩和を続けるべきであると主張しており、デフレ脱却の判断についても日銀が採用している消費者物価（生鮮食品を除く総合）ではなく、GDPデフレーターなどより広い範囲の物価指数を考慮すべきだとしている。経済諮問会議の席上でも、長期金利の上昇を抑制するという観点からも量的緩和解除の時期を遅らせるなど金融緩和を続けるべきであるという意味で、量的緩和の解除を急ぐ日銀を牽制したと考えられる。

もうひとつの論点は、消費税率の引上げである。小泉内閣では消費税率の引上げは行わないということになっているが、谷垣財務大臣は度々消費税率引上げの必要性を主張している。竹中大臣も高齢化の進展による社会保障支出の増大を考えればいずれ消費税率の引上げが避けられないことは認めている。しかし、最終的に必要となる増税幅を縮小するためには大規模な増税なしでもプライマリー・バランスの均衡が実現し、名目経済成長率が長期金利を上回り、政府債務残高の名目GDP比の圧縮が可能であるというシナリオを維持することが戦略的に必要だと考えているようだ。増税の議論が先行すれば、現在進めている政府部門の縮小など構造改革が先送りされることになってしまう恐れがあるからである。

(政府債務と金利)

政府債務残高の名目GDP比と名目金利、名目経済成長率の間には以下のような関係がある。

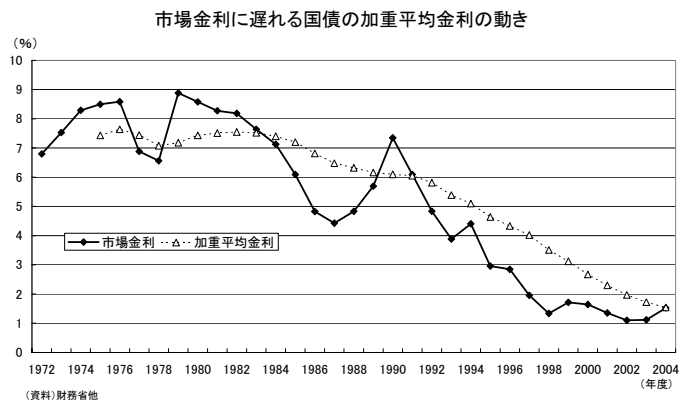
$$\begin{aligned} & \text{当期末債務残高対名目GDP比} \\ & = \frac{\text{当期プライマリーバランス赤字}}{\text{当期名目GDP}} \\ & \quad + \frac{\text{前期末債務残高} \times (1 + \text{当期名目金利})}{\text{前期名目GDP} \times (1 + \text{当期名目成長率})} \end{aligned}$$

プライマリーバランス（基礎的財政収支）が均衡しても、名目（長期）金利が名目経済成長率よりも高ければ、債務残高の名目GDP比が上昇してしまう。デフレから脱却することによって名目成長率は高まるが、名目金利も上昇するのでデフレ脱却によって債務残高の名目GDP比の上昇を抑制することがより困難になることも有りうる。

また、名目金利が名目経済成長率を上回るという状況が続くのであれば、プライマリー・バランスをゼロにして均衡させるだけでは政府債務残高の名目 GDP 比を安定化させることはできず、プライマリー・バランスの黒字化が必要になり、消費税率の引き上げなど大規模な増税なしには財政再建を実現することはほとんど不可能だろう。

ニッセイ基礎研究所の中期経済見通し（2005年10月）では、消費税率を10%に引き上げることによって2014年度に一般会計のプライマリー・バランスの均衡が達成できると見ており、現在政府が掲げているプライマリー・バランスの均衡達成自体に消費税率の引上げが必要となる可能性が高い。また表紙のグラフのように日本経済では名目経済成長率が長期金利を上回る時期が長かったが、1980年代以降では長期金利が名目成長率を上回ることが多くなっている。少子・高齢化によって日本の潜在的な経済成長率が低下することを考えれば、今後の日本経済では吉川教授の指摘するように、長期金利を名目経済成長率が上回るという状態が長期的に続くことを期待することはできない。高齢化による年金・医療・介護など社会保障支出の増加を考えれば、財政再建のために消費税率の引上げは避けられないだろう。

しかし、経済財政諮問会議の場では議論されていないが、政府債務残高の名目 GDP 比を安定化させるために問題になる「名目金利」はその時点での市場金利ではなく、過去に発行した政府債務の平均金利であるという点に注目する必要がある。



1990年代に入ってから市場の長期金利は急速に低下してきたものの、財務省が発表している残存国債の加重平均金利の低下は緩やかであった。1997年度には市場での長期金利は約2%という水準に低下していたが、97年度末の加重平均金利はまだ4%もあった。その後も超低金利が続いてきたことによって2004年頃になってようやく現在残存している国債の平均金利は市場の長期金利とほぼ同水準にまで低下した。

逆に、デフレから脱却することによって市場の長期金利は急速に上昇する可能性が高いが、残



存している国債の平均金利は緩やかにしか上昇しないはずである。今後デフレからの脱却によって市場の長期金利が上昇しても、平均金利の上昇速度は遅く、名目経済成長率が高まれば債務残高の名目 GDP 比を引き下げる方向に働くはずである。

現時点では財政赤字の削減のために拙速で大規模な増税を行うよりは、デフレからの脱却を確実にすることが政府債務残高の名目 GDP 比が上昇するのを抑制することに繋がると考えられる。

さらに、大規模増税の議論が進めば、増税によって財政収支が大幅に改善することを見込んで、現在進められている公的部門の見直しや小さな政府に向けての努力が頓挫する危険性が高まる。増税が遅れることによって政府債務残高は増加するが、一方政府部門のリストラが中途半端に終われば、再び財政が危機的状态に陥るまで赤字の垂れ流しが続いて、結局より大幅な増税が必要になる可能性が高い。こうした意味において、増税の実施による政府債務残高の抑制が遅れる危険を冒しても、政府部門の縮小・合理化を促進するために、竹中大臣の主張する大規模増税なしでのプライマリー・バランスの達成というシナリオには意味があると考えるのである。

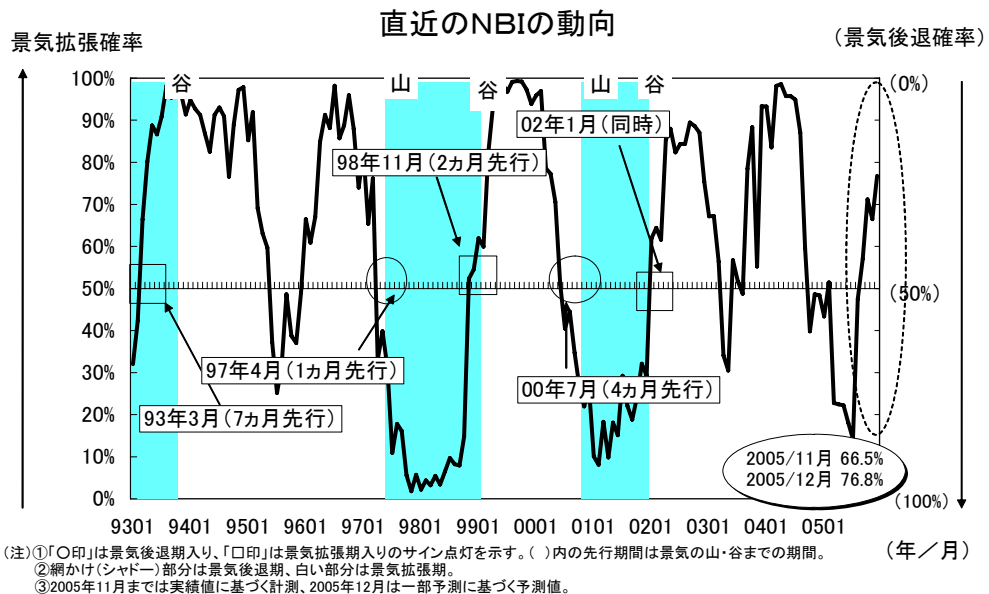
## <ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) >

研究員 篠原 哲

### ●11月のNBIは66.5%、12月(予測値)は76.8%

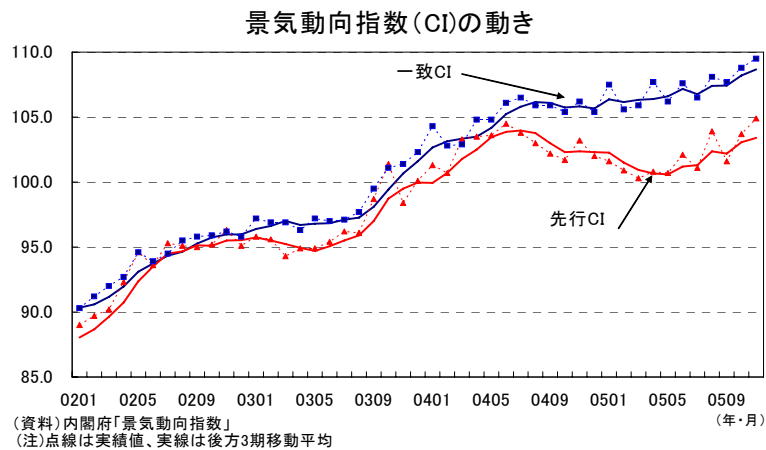
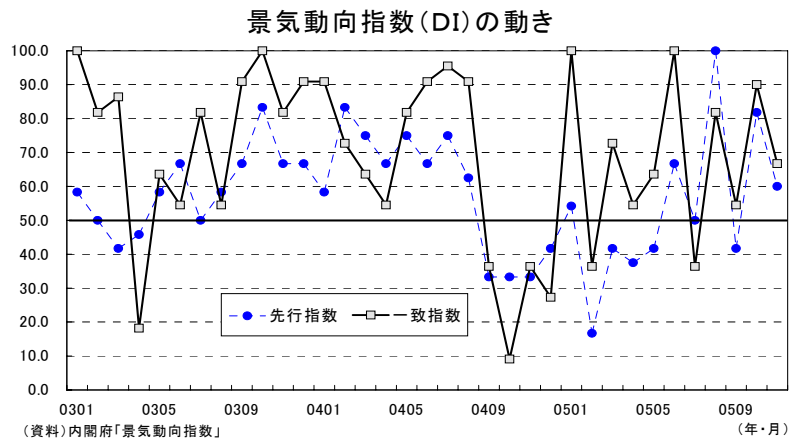
11月のNBIは66.5% (景気後退確率：33.5%) と、10月実績の71.2%からは若干低下したものの、前月に引き続き景気の転換点を示す50%ラインを上回った。NBIの構成指標の動きを見てみると、11月は最終需要財在庫率指数 (前月比：4.6%) や長短金利差 (10月1.46%⇒11月1.36%) などが10月よりも悪化しており、これらがNBIのマイナスに寄与した。ただし、構成指標のなかには東証株価指数 (前年同月比：10月26.3%⇒11月36.7%) のように前月から大幅に改善した指標もあったため、結果としてNBIの低下幅も小幅に留まったものである。

12月のNBI (予測値) は76.8% (景気後退確率：23.2%) と改善が予測される。東証株価指数 (前年同月比) や長短金利差などが11月よりも改善することが、NBIのプラスに寄与するものと考えられる。



1月11日に公表された内閣府の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66.7%となり、景気の転換点を示す50%を4ヶ月連続で上回った。景気の量感や、拡大のテンポを把握できるCIの動きを見ても、一致CIは緩やかながらも上昇基調を続けており、足元の景気は、依然として回復局面にあることが確認される。





景気の先行性を示す景気動向指数の先行指数に目を向けてみると、先行DIは60.0%と2ヶ月連続で50%を上回っており、一時期は低下傾向が続いていた先行CIも昨年5～6月頃を底として、上昇基調に転じている。

NBIも2004年10月以降は、景気の転換点を示す50%ラインを下回る局面が続いたが、2005年9月から11月実績までは3ヶ月連続で50%を越える水準での推移を続けている。NBIの景気動向に3ヶ月ほど先行する特性を考慮すると、足元の景気動向先行指数、およびNBIの動きは、日本経済が踊り場を脱し、明確な回復基調へと復帰したことを示唆している。

## ＜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

	2005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)	14.2% (85.8%)	47.5% (52.5%)	57.0% (43.0%)	71.2% (28.8%)	66.5% (33.5%)	76.8% (23.2%)	
内閣府景気動向指数 先行DI	50.0%	100.0%	41.7%	81.8%	60.0%		
一致DI	36.4%	81.8%	54.5%	90.0%	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
04/11	48.6%	525,396	0.7%	-37.9%
04/12	48.3%	527,280	0.4%	-40.6%
05/1	43.3%	531,619	0.8%	-43.4%
05/2	51.4%	527,558	▲0.8%	-44.8%
05/3	22.8%	537,110	1.8%	-43.9%
05/4	22.5%	538,588	0.3%	-41.1%
05/5	22.2%	537,717	▲0.2%	-36.6%
05/6	18.0%	539,802	0.4%	-34.2%
05/7	14.2%	535,939	▲0.7%	-29.7%
05/8	47.5%	541,238	1.0%	-23.7%
05/9	57.0%	543,319	0.4%	-24.3%
05/10	71.2%	542,534	▲0.1%	-23.9%
05/11	66.5%	543,444	0.2%	-23.9%
05/12 (予測値)	76.8%			-15.8%

(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

- ①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」、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。
- ②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2005年12月22日号を参照。
- ③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)