



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

バブル超えからいざなぎ超えへ

<景気回復は 51 ヶ月となりバブル期に並ぶ>

1. 2002年1月を谷に始まった今回の景気回復は4月で51ヶ月となり、バブル期に並んだ。収益の伸びに支えられて企業の設備投資は増加基調にあり、雇用・所得環境の改善から消費の伸びの持続も見込まれ、バブル期超えは確実な状況にある。
2. NBI（ニッセイ景気動向判断指数）は景気回復期間が10月に57ヶ月となり、いざなぎ景気と並ぶ長さとなることが期待できることを示唆している。景気の不安要素は、経常収支赤字の拡大を背景としたドルの大幅下落、米国経済の減速など海外要因である。
3. 歳出・歳入一体改革（中間とりまとめ）では、争点となっていた経済成長率と長期金利の関係については複数のシナリオが提示された。今後は、歳出削減の具体策が焦点となるだろう。

戦後の長期景気回復局面

| 順位 | | 拡張期間 | 谷 | 山 |
|----|---------|------|----------|----------|
| 1 | いざなぎ景気 | 57ヶ月 | 1965年10月 | 1970年7月 |
| 2? | 今景気回復局面 | ? | 2002年1月 | ? |
| 3 | バブル景気 | 51ヶ月 | 1986年11月 | 1991年2月 |
| 4 | | 43ヶ月 | 1993年10月 | 1997年5月 |
| 5 | 岩戸景気 | 42ヶ月 | 1958年6月 | 1961年12月 |

(資料)内閣府

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

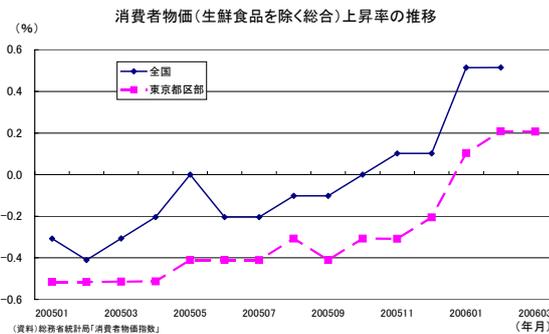
ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

バブル超えからいざなぎ超えへ

1. 改善示す指標

(改善する雇用)

3月31日に発表された2月の失業率は4.1%となり、1月の4.5%から大きく低下した。有効求人倍率も1.04と引き続き上昇しており、雇用環境の改善がさらに顕著になっている。日銀短観でも雇用の過剰感は完全に無くなり、雇用判断DIが全規模・全産業で▲7と前回の▲4から不足超過幅が拡大するなど、企業では人手不足感が強まっている。毎月勤労統計によれば2005年冬のボーナスは前年比1.0%の増加となり、2004年冬から連続の増加となった。2005年度に入って上昇に転じた賃金は、今後も増加を続けると見られる。

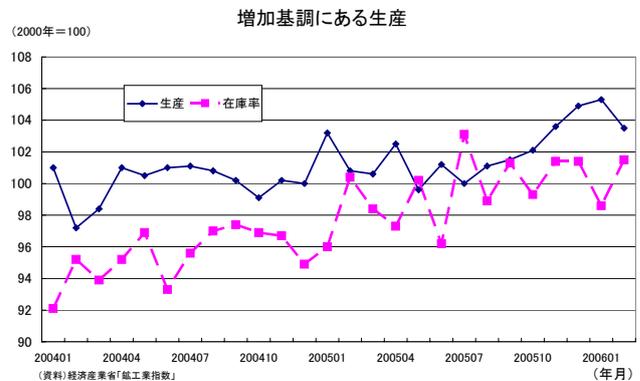
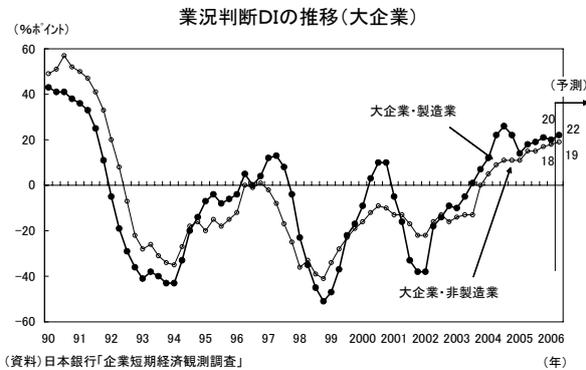


2月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は、前年同月比が1月に引き続き0.5%の上昇となった。4月には医療費や電力料金の引下げなど消費者物価を押し下げる特殊要因があるが、一方で年度替わりで賃金の上昇がサービス価格の上昇になって現れて来やすい。全国よりも1ヶ月先行して発表される東京都区部の消費者物価指数は、2月、3月ともに前年同月比0.2%の上昇と、全国平均を若干下回る伸びとなっている。4月末には東京都区部の4月の物価上昇率が発表されるので、新年度入りの影響がどの程度なのかを判断する材料になるだろう。全国の先行きを見るうえで注目される。

(鈍化だが生産の増加基調は変わらず)

こうした中で、鉱工業生産指数は1月が0.4%の上昇となった後、2月は前月比▲1.7%の低下となり、事前予想を下回る伸びとなった。3月の製造工業生産予測指数は0.3%の上昇、4月も3.1%の上昇となっており、鉱工業生産指数全体が予測指数の通りになれば、1-3月期も前期比0.7%程度の伸びとなるので、10-12月期の前期比2.6%の伸びからはやや減速しているものの生産の増加基調が崩れているわけではない。

日銀短観（3月調査）では、大企業・製造業の業況判断DIは素材業種の悪化からプラス20（前回調査21）とわずかではあるが4期ぶりに悪化したが、業況判断DIの水準自体が高く、先行きも22と再び改善を見込んでいることなどから、景気の回復基調は維持されていると見られる。大企業・非製造業の業況判断DIはプラス18（前回調査17）と2期連続で改善した。生産・営業用設備判断DIが全規模・製造業、全規模・非製造業ともにゼロとなり、設備の過剰感が完全に解消されるとともに先行きは不足を見込んでいる。設備投資計画では、2005年度については全体に上方修正となるなかで、非製造業の上方修正幅が大きく、設備投資の回復が製造業から非製造業へと広がっていることを示している。2006年度当初計画は、全規模・全産業で前年度比▲1.3%と、当初計画としては高めのスタートとなっており、好調な企業収益を受けて企業の設備投資は当面堅調な動きが続くと見られる。



2002年1月を谷として始まった今回の景気回復は4月でバブル期に並ぶ51ヶ月となった。7ページ以下で述べるように、NBI（ニッセイ景気動向判断指数）は景気回復期間が10月に57ヶ月となり、バブル期を超えていざなぎ景気と並ぶ長さとなることを期待できることを示唆している。

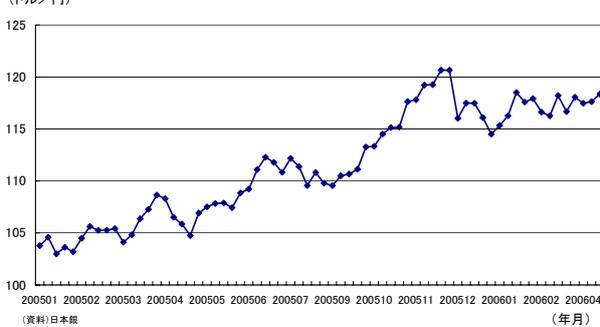
（国内に不安は少ないが外需に懸念）

国内には不安要素は少ないが、海外に懸念材料が多い。米国の経常収支の赤字幅の拡大は続いており、ドルの急落懸念は高まっている。昨年7月に1ドル8.11円へと約2.1%切上げられた後、為替制度の変更にも関わらず円の上昇は極めて緩やかだった。しかし米国は対中貿易での赤字幅拡大を懸念しており、為替政策報告書で中国が為替操作国と認定される恐れもある。米国の不満を回避するために、中国は20日に予定されている米中首脳会談に向けて中国円の上昇速度を速めていると見られる。このまま円がドルに対して上昇速度を速めていけば、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。

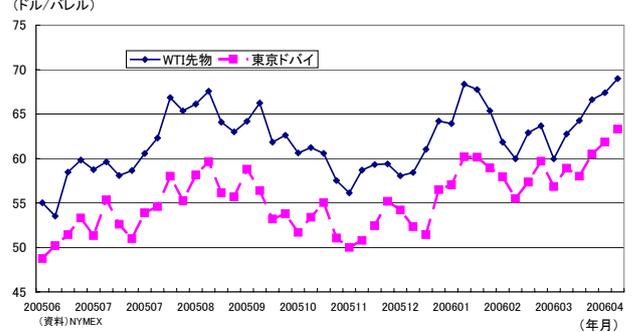
米国の利上げ局面の終了が近いという見方が広がる一方で、日本がゼロ金利解除から金利上昇局面に入れば、日米間の金利差は縮小に向かい円高・ドル安傾向になりやすい。日銀短観（3月調

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110.60円で、企業はある程度の円高は織り込んでいるものの、急速に円高が進めば影響は無視できないだろう。

為替レートの推移



原油価格の推移



昨年夏にハリケーン・カトリーナによるメキシコ湾岸の石油施設被害で高値となった原油価格は、その後やや落ち着きを取り戻していた。しかし、イラン問題が緊迫の度を増したことから3月下旬以降は再び価格が上昇し、ニューヨーク市場では原油価格の指標となるWTIが、1バレル70ドル近くにまで上昇した。原油価格上昇の直接の原因は国際情勢であるが、背景には米国の景気が強いことがある。原油価格が落ち着かなければ米国の利上げが続き、ドル高はその間維持されることになる。しかし、原油価格上昇によるインフレ圧力が低下するまで利上げを続けられれば、米国経済の成長鈍化幅は大きくなるだろう。日本から直接米国に向けた輸出が鈍化するだけでなく、中国などアジア各国から米国への輸出品の部品の供給が鈍化する。またアジア経済の拡大も鈍化することからアジア各国の国内需要向けの輸出も鈍化するため、日本の景気へも大きな影響が出てくる恐れがある。

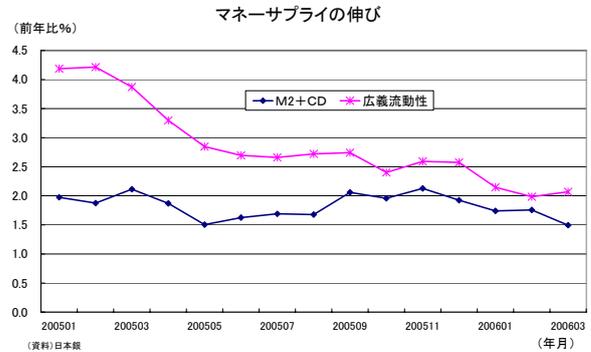
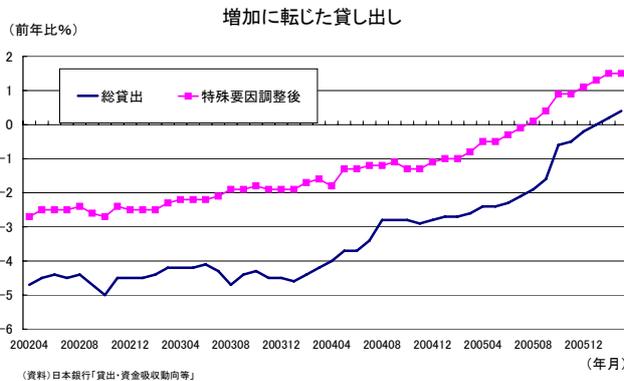
2. 金融システムの機能回復と財政改革の動き

(回復する金融システムの機能)

銀行の貸し出しは2006年に入ってから前年比でプラスに転じている。2005年夏頃には不良債権処理などの特殊要因を除けば貸し出しの前年比がプラスになっていたが、不良債権処理などによる貸し出しの減少を含めても前年比で増加に転じた。これは、企業が過剰債務の処理を終えて再び設備投資など前向きな借入を行う余力が出てきたという借入側の要因と、不良債権の処理が進み銀行側にリスクテイク能力が高まって金融システムの機能が回復してきたという貸し出し側の要因があるであろう。

消費者物価上昇率のプラス幅が拡大していくと、実質金利のマイナス幅が拡大していく。これに加えて、上記のように企業側、銀行側の両方の要因から貸出しが増加しやすい状況にあり、これまでよりもマネーサプライが増加しやすくなってきている。マネーサプライ(M2+CD)の伸び

は、3月も前年同月比で1.5%と依然として低水準にとどまっているが、金融政策が一定に維持されれば今後伸びが高まっていくのは確実だ。日銀は、消費者物価上昇率の拡大や金融システムの機能回復の速度に合わせて、ゼロ金利解除やその後の利上げを模索していくことになるだろう。



〔「歳出・歳入一体改革」中間とりまとめ〕

経済財政諮問会議は6月の「歳出・歳入一体改革」に向けて、中間とりまとめを発表した。中間とりまとめでは、2010年代初頭までに基礎的財政収支（プライマリーバランス）の黒字化達成後、2010年代半ばまでを債務残高GDP比を安定的に引き下げることを目指す時期と規定した。7項目の『改革の基本「原則」』を示したほか、選択肢として必要となる財政収支改善幅と、そのために必要な政策手段の組み合わせを国民に明示することを述べている。

これまで争点となっていた増税の必要性の背景となる経済成長率と金利の関係については、参考資料として発表された「複数のマクロ経済の姿と財政健全化についての試算」では、複数のシナリオを併記しているものの、竹中総務大臣が主張した経済成長率が金利を上回るというシナリオよりは、経済成長率よりも金利が高いというシナリオに重点が置かれたものになっている。また、「長期金利が3%で名目経済成長率が4%」という成長率が金利を上回るケースでも、基礎的財政収支を均衡させるだけでは国の債務残高のGDP比はほぼ横這いとなりほとんど低下しないことが示されているなど、最終的には増税が避けられないことを示唆するものとなっている。

| 「歳出・歳入一体改革」中間とりまとめ（改革の基本「原則」） | |
|-------------------------------|--------------------------------|
| 原則 1 | 徹底した政府のスリム化で、国民負担増を最小化する |
| 原則 2 | 成長力を強化し、その成果を国民生活の向上と財政健全化に生かす |
| 原則 3 | 優先度を明確化し、聖域なく歳出削減を行う |
| 原則 4 | 国・地方間のバランスのとれた財政再建の実現に向けて協力する |
| 原則 5 | 将来世代に負担を先送りしない社会保障制度を確立する |
| 原則 6 | 資産売却を大胆に進め、バランスシートを圧縮する |
| 原則 7 | 新たな国民負担は官の肥大化には振り向けず、国民に還元する |

しかし、中間とりまとめで示された改革の基本「原則」では、歳出削減を先行させることが示

唆されており、今後は歳出削減の具対策が焦点となるだろう。原則 3 では「一律的な歳出削減方式を排する」ことが明記されており、分野ごとに歳出削減の目標が検討されることになる。また原則 4 では「不交付団体数の増加を始めとする地方交付税制度の改革」が盛り込まれ、地方交付税制度の見直しが大きな課題となる。また原則 5 にあるように、高齢化によって社会保障制度の維持が困難になるだけでなく、財政収支のバランス回復という点からも社会保障給付と負担の組み合わせについての議論が必要であることが指摘された。

どの程度の政府資産売却が可能なのかについては、11.5 兆円程度とする財務省と 100 兆円を超える規模を主張している自民党などで見方が大きく分かれている。この違いは、財政投融资制度による貸付金などの債権を流動化して資産・負債を両建てで圧縮するかどうかにある。こうした国のバランスシートの圧縮は、金利上昇による収支の悪化を予防するなど一定の意義がある。未利用土地の売却など遊休資産の売却では、資産の売却によって国債残高が減少して利払い費を圧縮できる一方でコストは発生しない。しかし、利用している政府庁舎を証券化して売却してしまえば債務は減少するものの新たに賃料負担が発生するし、貸付金を流動化して売却してしまえば利子収入を失うことになる点には留意すべきである。

歳出削減のために、当面の対応として、社会保障や公共事業などの分野ごとに削減幅に差をつけて歳出・歳入の改革の方向性を示すことができるだろう。しかし抜本的な改革のために、例えば地方交付税については、現在の基準財政需要額を満たすのに不足している財源不足額を補填するという仕組みそのものを見直す必要がある。

地方交付税という形の地域間の受益と負担のシステムや、社会保障制度による世代間の受益と負担のシステムによって、どの程度の行政サービスや個人の生活レベルを保障すべきであり、またそれが可能であるのかという本質的な議論が不可欠であろう。「健康で文化的な最低限度の生活を営む権利」という憲法が定める生存権について、政府によって国民全員に保障されるべき最低限の公共サービスの水準である「ナショナル・ミニマム」の議論では、負担の限界についての検討が不十分となりがちであり、実現すべき行政サービスや生活保障のレベルが高くなりすぎる傾向が見られる。少子化・高齢化によって高まることが避けられない国民負担の限界を考慮して、最低限としてどの程度の行政サービスや社会保障給付のレベルを保障するのかという議論を行っていく必要があるだろう。

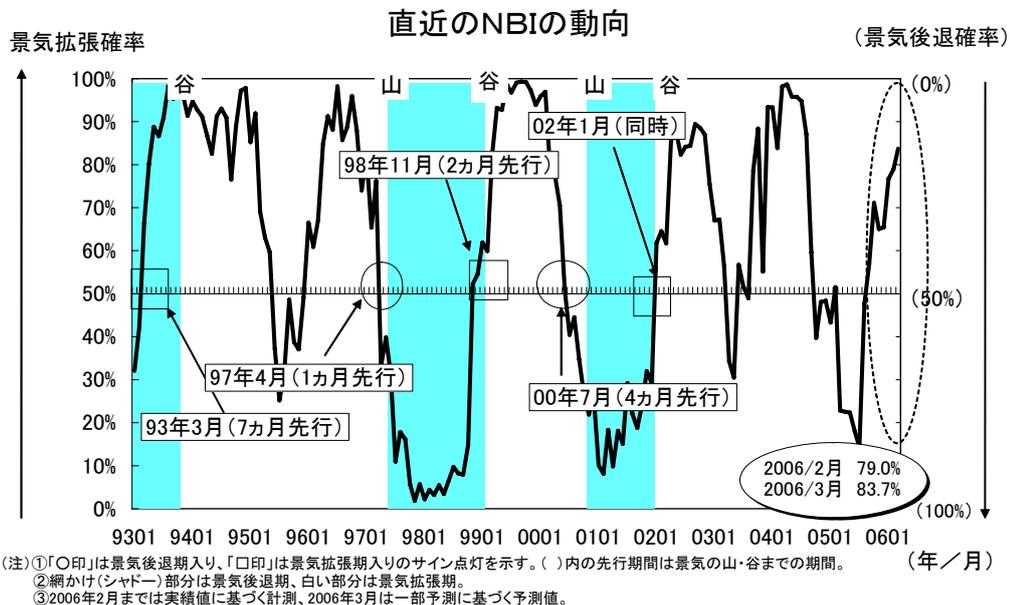
<ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) >

研究員 篠原 哲

● 2月のNBIは79.0%、3月（予測値）は83.7%

2月のNBIは79.0%（景気後退確率：21.0%）と、1月実績の76.7%から改善した。NBIは2005年9月以降、6ヶ月連続で景気の転換点を示す50%ラインを上回っており、景気の回復基調が続いていることを示している。NBIの構成指標の動きを見てみると、2月は新設住宅着工床面積が前月比4.6%と好調を維持していることや、長短金利差が1.48%と1月よりも拡大しており、これらがNBIのプラスに寄与した。

3月のNBI（予測値）は83.7%（景気後退確率：16.3%）と更なる改善が見込まれる。日本銀行が3月9日に量的緩和政策を解除したこともあり、長短金利差は3月末には1.64%にまで拡大している。また東証株価指数も3月は前年同月比で39.7%と高い伸びを維持しており、これらの指標の動向から、NBIは引き続き改善傾向を維持するものと予想される。



2002年1月を谷とする今回の景気回復局面も5年目に入ったが、このまま回復が続けば5月にはバブル景気を抜き、戦後2番目の景気回復局面が実現することになる。NBIは景気動向に3ヶ月ほど先行する特性があるが、改善傾向が続く足元のNBIの動向から判断すると、景気が直ちに腰折れする可能性は低く、当面のところ回復局面が続くものと考えられる。

＜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

| | 2005年 | | | 2006年 | | | →予測値 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------|
| | 10月 | 11月 | 12月 | 1月 | 2月 | 3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) | 71.1% (28.9%) | 65.0% (35.0%) | 65.4% (34.6%) | 76.7% (23.3%) | 79.0% (21.0%) | 83.7% (16.3%) | |
| 内閣府景気動向指数 先行DI | 66.7% | 50.0% | 83.3% | 81.8% | 80.0% | | |
| 一致DI | 81.8% | 63.6% | 90.9% | 95.0% | 55.6% | | |

(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。

● 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 |
| 05/3 | 22.8% | 536,733 | 1.8% | -22.4% |
| 05/4 | 22.5% | 539,356 | 0.5% | -24.5% |
| 05/5 | 22.3% | 538,187 | ▲0.2% | -31.4% |
| 05/6 | 18.0% | 540,204 | 0.4% | -28.5% |
| 05/7 | 14.3% | 536,101 | ▲0.8% | -19.1% |
| 05/8 | 47.7% | 541,727 | 1.0% | -1.0% |
| 05/9 | 56.9% | 543,507 | 0.3% | -1.1% |
| 05/10 | 71.1% | 545,917 | 0.4% | -1.0% |
| 05/11 | 65.0% | 547,733 | 0.3% | -3.3% |
| 05/12 | 65.4% | 548,938 | 0.2% | 18.3% |
| 06/1 | 76.7% | 547,432 | ▲0.3% | 25.3% |
| 06/2 | 79.0% | 549,519 | 0.4% | 42.1% |
| 06/3 (予測値) | 83.7% | | | 40.5% |
| 06/4 | | | | 41.2% |

(注)ニッセイ為替インデックスは、インデックスの再推計とない遡及改定(2006年1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。
- 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2006年3月24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)