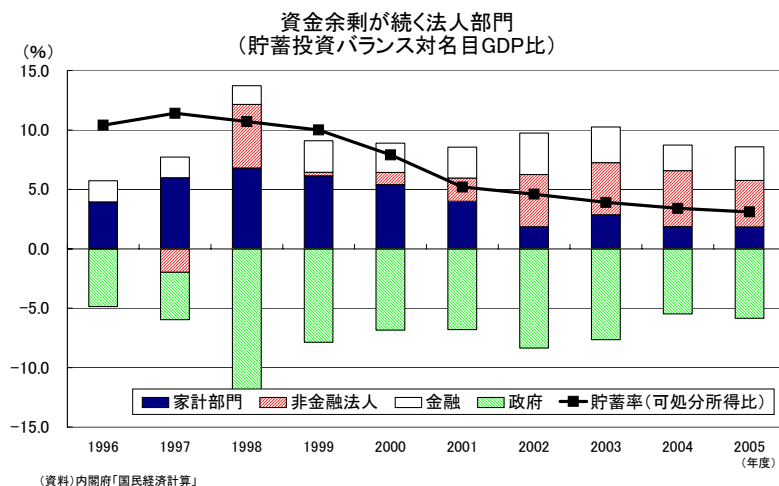


Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

遅れる家計部門への波及

1. 日銀は 17-18 日の金融政策決定会合で利上げを見送った。いざなぎ景気を超える長期の景気拡大は続いているものの、設備投資から消費へという成長のエンジンの切り替えは遅れている。企業部門の大幅な資金余剰が続き、家計部門の資金余剰幅が縮小していることも、家計部門への波及が遅れていることを示している。消費者物価の上昇幅拡大がわずかであり、これも日銀が利上げに踏み切るには逆風となっている。日銀は回復の恩恵が企業から家計へと波及するシナリオに変化はないと見ており、日米の 10-12 月期の GDP を見て 2 月に利上げを目指す展開となるだろう。
2. 日本経済・財政の中期的な指針である「日本経済の進路と戦略」では、改革による成長戦略が実現し、歳出削減が徹底されればという条件つきではあるものの、増税を実施しなくても、2011 年度のプライマリーバランス黒字化が可能とされた。安倍政権は、財政再建に向けては、経済成長を高めるとともに、歳出削減を徹底していくことで、将来的な増税の規模を抑制する政策方針を打ち出しているが、「進路と戦略」は、その方針を強くサポートする内容となっている。



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 〒100-0006 東京都千代田区九段北 4-1-7 3F TEL : (03)3512-1884
 ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

遅れる家計部門への波及

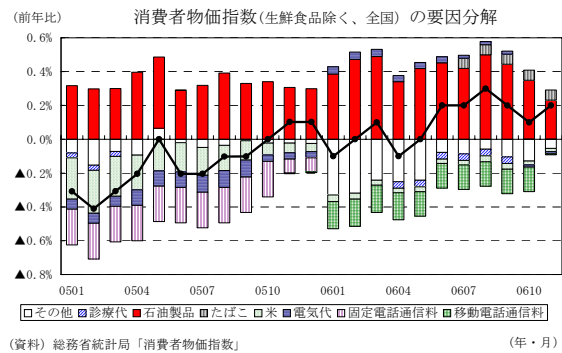
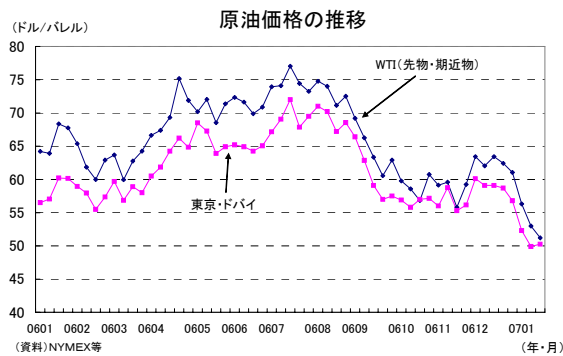
1. 2月利上げを目指す日銀

(利上げ見送り)

日銀は17、18日の金融政策決定会合で利上げを見送った。日銀は、1月末に発表される米国の10-12月期GDPや2月15日頃に発表となる日本の10-12月期GDPで、米国の景気減速が軽微であることや日本の消費の持ち直しを確認し、2月の利上げを目指す展開となるだろう。

景気は回復を続けており、その期間はこれまで第二次世界大戦後最長であった「いざなぎ景気」を抜いたと見られる。しかし、経済成長のエンジンが設備投資から消費へと転換が遅れ、今後の景気回復の持続性に不安も生じている。12月に発表された7-9月期のGDP2次速報値では、実質成長率は前期比0.2%となって11月に発表された1次速報値から大幅に下方修正され、消費も前期比実質▲0.9%と大きく落ち込んでいた。

政府は、財政赤字の縮小のための経済政策として、高い経済成長による税収の増加という成長戦略を重視しており、低金利による設備投資の拡大持続に期待している。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月の前月比2.8%増に続いて11月も3.8%の増加となった。しかし、7-9月期に前期比11.1%の大幅なマイナスとなった後であるため、12月も11月と同じ程度の伸びが続いたとしても10-12月期の水準は4-6月期をかなり下回る。日銀短観(12月調査)では、企業の設備投資意欲が引き続き強いことが確認されているが、機械受注の動きが弱いことは懸念材料であり、政府が日銀の利上げを牽制する構図は当分変わらないだろう。



日銀は2006年3月に量的緩和政策を解除したことによって、金融政策を直接的に消費者物価上昇率にリンクさせることは止めたという立場を取っているが、現実には物価上昇率が高まってこないことは利上げには障害となっている。この16日に発表された12月の企業物価指数は前月比0.0%の横ばいとなった。2006年平均では前年比3.1%上昇と3年連続のプラスとなり、上昇幅は1980年の14.9%以来26年ぶりの高い伸びとなったが、これは原油や非鉄金属などの原材料価格が高騰したことが主な要因である。原油価格は上昇から下落に転じており、原油価格の指標となっているWTI(期近もの)は2006年7月頃の1バレル80ドル近い水準から、2007年に入

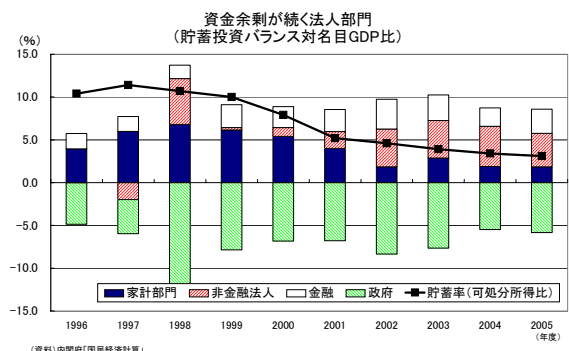
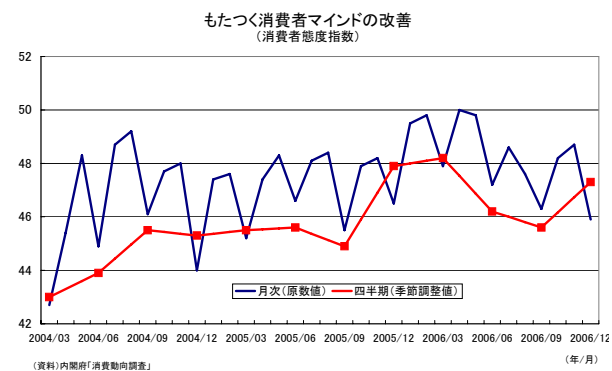
って1バレル50ドル近くにまで大幅に下落している。東京市場の指標となっているドバイ原油価格も7月頃の1バレル70ドル近い水準から、1月に入ってから50ドル程度にまで下落している。このため国内企業物価指数の前年同月比上昇率は9月に3.6%にまで拡大したものの、その後は上昇幅が縮小傾向に転じ12月は2.6%となっており、今後もさらに上昇幅の縮小が見込まれる。

消費者物価は2006年8月に行われた基準改定の結果、前年同期比の上昇率がそれまで発表されていた前年比0.5%程度水準から大きく低下している。10月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年同月比0.1%の上昇となり上昇幅がゼロ近くに縮小した。11月は0.2%の上昇とわずかながらも上昇幅は拡大したが、原油価格の下落によって消費者物価を大きく押し上げてきた石油製品の押し上げ効果は縮小している。

原油価格の上昇によって高騰していたガソリン価格は下落しており、生鮮食品を除いたコアの消費者物価指数の前年同月比上昇率は再びマイナスとなる可能性もある。金利の上昇を回避したい政府や与党、産業界は物価上昇率が高まらない中で利上げを急ぐ必要性はないと考えており、政府と日銀との溝を埋めることは困難で、物価上昇率の低さは今後の日銀の利上げペースを制約する要因となるだろう。

（遅れる家計部門の改善）

11月の家計調査は、実質前年同月比が▲0.7%となり、依然として前年比でマイナス圏にあるものの9月の▲6%からはマイナス幅は縮小しており、消費が緩やかながら回復基調にあると見ることができる。17日に発表された消費動向調査では、12月の消費者態度指数（一般世帯）は11月に比べて2.8ポイント悪化し前年同月比でも0.6ポイントの悪化となった。月次の消費者態度指数では季節調整済みの前月比を見ることができず、四半期ごとの調査月はそれ以外の月と調査方法が異なるため、低めの数値が出るということが知られている。季節調整値の利用が可能な四半期系列で見れば、12月の値は9月よりも改善していることなどからすれば、消費者マインドが悪化傾向にあるわけではないと考えられる。



しかし、企業が大幅な資金余剰を抱える中で、2005年度の家計貯蓄率が3.1%に低下し家計部門の資金余剰幅が名目GDP比で1.8%にまで縮小していることは、景気回復の恩恵が家計部門に依然として十分に及んでいない可能性を示唆しており、今後の消費回復の懸念材料と言えるだろう。

＜「日本経済の進路と戦略」のポイント＞

(担当：篠原)

●最善のシナリオでは、増税なしのプライマリーバランス黒字化を明示

1月18日に経済財政諮問会議にて、日本経済・財政の中期的な指針である「日本経済の進路と戦略」が決定された。財政の先行きについては、最善のシナリオと位置づけられる「新成長経済移行シナリオ・歳出削減14.3兆円」のケースでは、「国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）」は2011年度に黒字化するとされ、「骨太の方針2006」（2006年7月閣議決定）で示された当面の財政再建の目標である「11年度の黒字化の実現」が達成される姿が示されている。

「日本経済の進路と戦略」における経済と財政の姿

	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
名目成長率	1.5	2.2	2.8	3.3	3.7	3.9
実質成長率	1.9	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5
消費者物価	0.3	0.5	1.2	1.7	1.9	1.9
名目長期金利	1.8	2.1	2.6	3.3	3.7	4.0
国と地方の基礎的 財政収支 (名目GDP比)	-1.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.1	0.2

(資料)経済財政諮問会議「日本の進路と戦略」における「新成長経済移行シナリオ・歳出削減14.3兆円」の場合

「進路と戦略」の最善シナリオである「新成長経済移行シナリオ・歳出削減14.3兆円」で、特に注目すべき点は下記の二点である。

ひとつ目は、「2011年度の黒字化」が、増税なしで実現可能とされた点だ。昨年7月の「骨太の方針2006」では、11年度の黒字化の実現には、2006年度以降の5年間で、累計16.5兆円の改革努力（「要対応額」）が必要とされ、そのうち歳出削減で14.3兆円から11.4兆円を対応し、増税については残りの2-5兆円分を充てることが示されていた。しかし、2007年度当初予算では、税収（租税・印紙収入等）が、前年度当初予算から+7.6兆円もの増収となったように、景気拡大が長期化するなか、最近の税収は、当初の想定を上回って増加する傾向が続いている。

この税収増という要因もあり、「進路と戦略」では、改革による成長戦略が実現し、11年度までに14.3兆円の歳出削減が徹底されればという条件つきではあるものの、増税を実施しなくても、黒字化が可能とされた。2009年度には、基礎年金の国庫負担割合の引き上げが実施されることもあり、早ければ本年中ごろから、消費税の増税に向けた議論が開始される予定であったが、今回の「進路と戦略」の内容からは、増税論議の開始も先送りされる可能性が出てきたと考えられる。

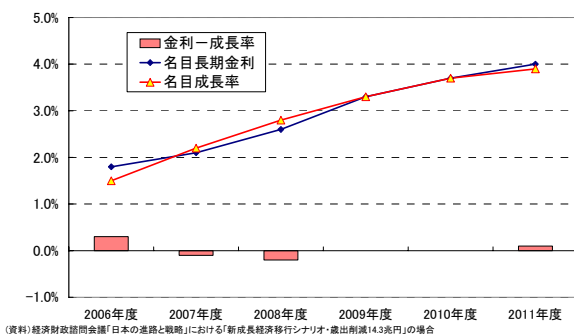
二つ目のポイントは、2011年度までの名目成長率の水準が、今年の同時期に公表された中期展望（「改革と展望」（2006年1月閣議決定））に比べて、上方に改定されたことだ。今年の「改革と展望」では、2011年度の名目成長率が3.2%であるのに対して、長期金利は3.9%と、金利が成長率を1%程度上回る姿が想定されていた。一方、「進路と戦略」では、2011年度の長期金利の水準は4.0%と前年度の見通しとほぼ変わらないが、名目成長率は3.9%と、今年の「改革と展望」より0.7%上方に改定されており、期間を通じてほぼ長期金利と成長率の水準が等しくなる姿が描か

れている。

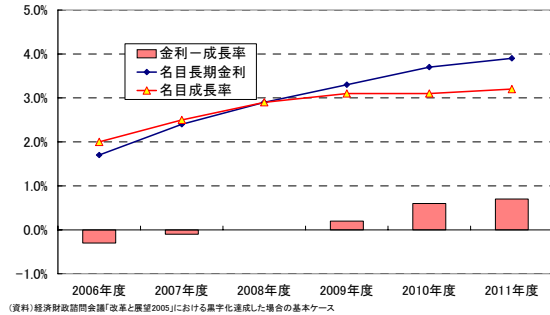
この名目成長率の上方改定は、税収の拡大という効果のみならず、財政再建の最終目標である「債務残高GDP比の低下」という点にも大きな意味を持つ。今回の想定のように、長期金利の水準と名目成長率がほぼ等しい状況が長期的に実現したとすれば、プライマリーバランスが黒字化するだけで、債務残高GDP比を低下させることも可能になってくる。これにより黒字化の後、「債務残高GDP比の低下」に向けて必要になる、追加的な歳出削減や増税の規模は、今年の想定のように金利が成長率を1%程度上回る場合に比べて、軽減されることになるためだ。

このように、「進路と戦略」における最善シナリオでは、「11年度の黒字化」を増税なしで実現が可能とただけでなく、その後の「債務残高GDP比の低下」に向けても、今年の見通しより成長率を高めたことで、そのハードルは低くなっており、将来の増税の必要性についても従来よりトーンダウンした感がある。

「日本経済の進路と戦略」の長期金利と名目成長率



「改革と展望-2005年度改定-」の長期金利と名目成長率



安倍政権は、財政再建に向けては、経済成長を高めるとともに、歳出削減を徹底していくことで、将来的な増税の規模を抑制するという政策方針を打ち出しているが、今回の「進路と戦略」は、その方針を強くサポートする内容となっている。増税の前に、経済成長の拡大と歳出削減の徹底で財政再建を図っていくという方針を改めて政府が示したこと自体は、国民の負担を軽減するという観点からは評価できるものであろう。

ただし、想定されているような高い経済成長率等が実現しなければ、増税なしでの黒字化も実現できなくなる可能性もある。現在の名目成長率の水準と比較すると、2011年度までの成長率の想定はやや楽観的な感もあり、最善シナリオで示された財政再建の実現性については、現段階では不確実な部分もあるだろう。また、「増税なしで11年度の黒字化が可能」という部分が、国民に過度に浸透するようであれば、仮に成長率等の見通しが外れた場合でも、増税を実施しにくくなる可能性も出てくる。場合によっては2011年頃まで、消費税を含む税制全体の見直しの議論すら制約されてしまう可能性もあるのではないだろうか。

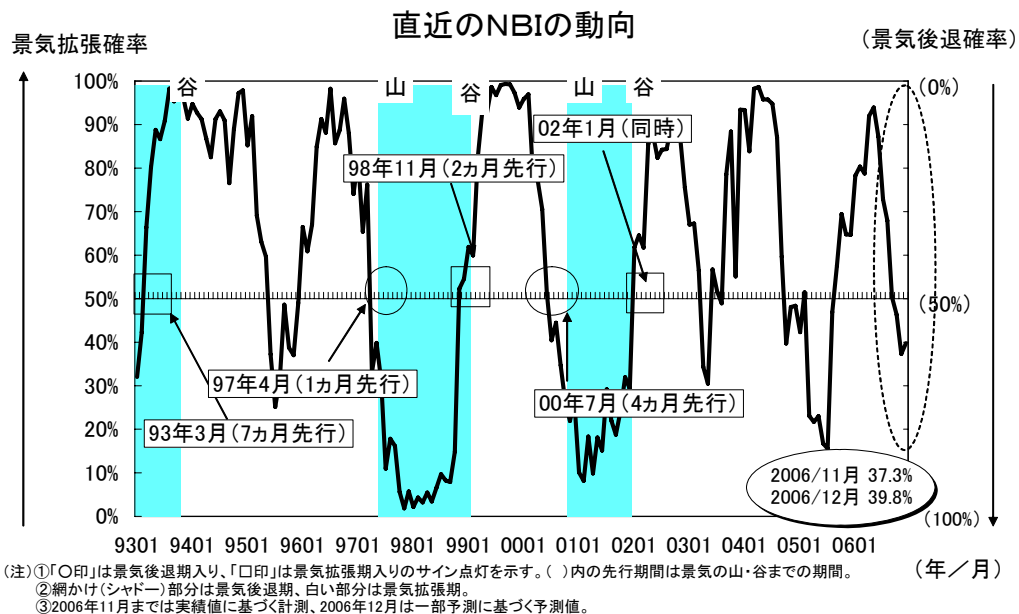
少子高齢化が進行するなか、今後は、所得税の担い手である現役世代が減少していくだけでなく、社会保障給付の財源不足の問題も深刻になってくる。そのなかでは、ゆくゆくは消費税の引き上げを含む、税体系の見直しを避けることはできないだろう。このような、少子高齢化時代における税・社会保障制度のあり方については、「増税なしでの11年度の黒字化」とは切り離して、今後も検討・議論を続けていくことが必要であると考えられる。

<ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) >

(担当：篠原)

●2006年11月のNBIは37.3%、12月(予測値)は39.8%

2006年11月のNBIは37.3% (景気後退確率: 62.7%) と、10月実績の46.3%よりも悪化し、2ヶ月続けて転換点を示す50%ラインを下回った。NBIの構成指標の動きを見てみると、11月は東証株価指数(前年同月比)が5.0%と、10月の同16.8%より伸びが大きく低下したことに加え、最終需要財在庫率指数、鉱工業生産財在庫率指数も前月比で悪化したことなどが、NBIのマイナスに寄与した。



12月のNBI(予測値)は39.8%(景気後退確率: 60.2%)となり、3ヶ月連続で、50%ラインを下回ることが予想される。1月11日に公表された11月の景気動向指数(改訂値)でも、今後の景気の方角性を示す先行DIが18.2%となり、景気の転換点を示す50%を2ヶ月ぶりに下回った。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、先行CIは昨年の4-6月頃をピークに低下基調にある。

今回の景気回復は、11月でいざなぎ景気の57ヶ月を超えて、戦後最長の景気拡大局面となったと判断されるが、NBIなどの先行指標の動きからは、2007年度前半にかけて景気回復力が次第に鈍化していく可能性が示唆される。

＜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

	2006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)	72.9% (27.1%)	67.9% (32.1%)	50.4% (49.6%)	46.3% (53.7%)	37.3% (62.7%)	39.8% (60.2%)	
内閣府景気動向指数 先行DI	33.3%	25.0%	25.0%	54.5%	18.2%		
一致DI	77.3%	81.8%	50.0%	75.0%	65.0%		

(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) 水準	月次GDP		為替インデックス
		水準(10億円)	前期比	水準
06/1	78.3%	545,230	0.3%	27.0%
06/2	80.4%	548,884	0.7%	42.5%
06/3	78.8%	545,598	▲0.6%	41.5%
06/4	92.0%	545,004	▲0.1%	44.0%
06/5	93.9%	547,617	0.5%	47.5%
06/6	87.2%	551,687	0.7%	47.7%
06/7	72.9%	549,163	▲0.5%	46.8%
06/8	67.9%	549,892	0.1%	47.6%
06/9	50.4%	548,636	▲0.2%	49.7%
06/10	46.3%	549,572	0.2%	49.8%
06/11	37.3%	555,842	1.1%	50.0%
06/12 (予測値)	39.8%			50.0%
07/1				49.9%

(注)ニッセイ為替インデックスは、インデックスの再推計にともない遡及改定(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)