

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

生産重視から消費重視へ～持続的回復への道

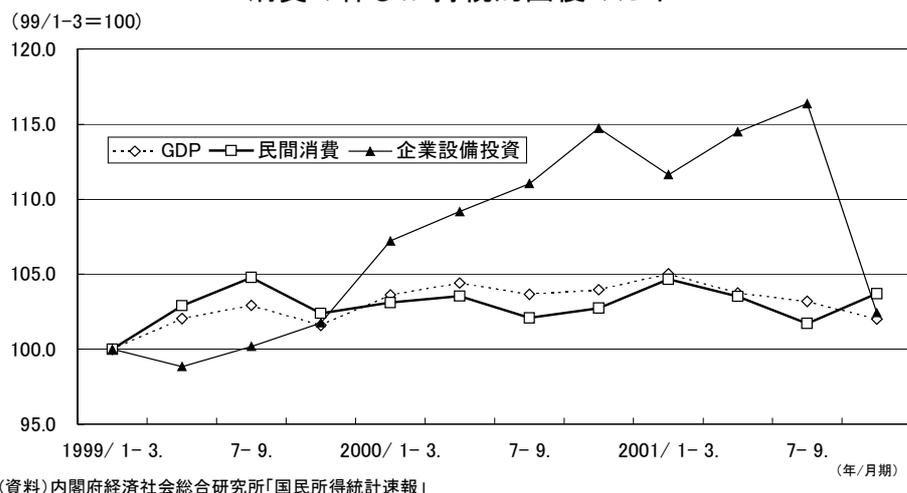
<日本経済>

1. 鉱工業生産は底打ちの動きを示している。米国景気の回復が続けば輸出主導で日本経済も回復に向かうだろうが、雇用環境の悪化による消費の低迷は避けられず回復力は弱い。
2. 金融市場は年度末の混乱を乗り切ったが、市場の不安要因は多い。中東情勢の緊迫やこれによる原油価格の上昇は、「有事のドル高」ではなく逆に円高要因となるだろう。

<今週の焦点：経済政策の視点>

1. 底打ちの動きを見せている景気回復が持続的なものになるためには、消費の伸びが不可欠である。しかし企業の固定費削減が課題となっている中では、企業収益の改善は雇用・所得環境の改善にはつながり難い。
2. 経済政策の視点を景気悪化の反転から景気回復の持続へと移す必要がある。日本の経済政策はこれまでの生産重視から消費重視へと転換を迫られている。

消費の伸びが持続的回復のカギ



チーフエコノミスト 榎 浩一 (はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

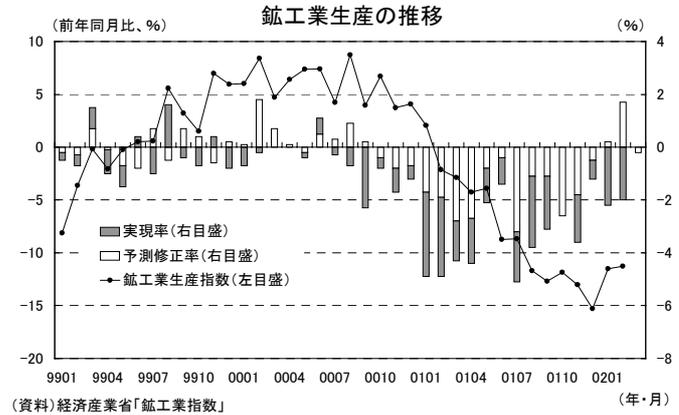
ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

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

< 日本経済の動き >

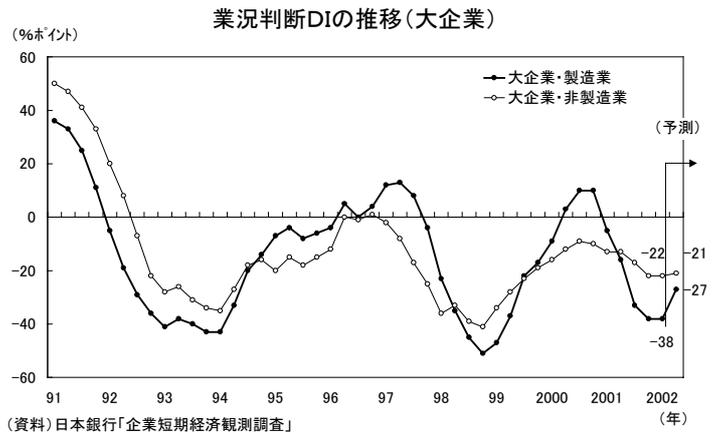
底打ちの動きを見せる生産

鉱工業生産指数は、製造予測指数の動きからみて、1-3月期にはこれまでの急速な減少基調から、横ばい程度には改善するだろう。製造工業の実現率・予測修正率は依然下方修正の傾向にあり、米国景気の予想を上回る速度での改善で生産は持ちなおしているものの、期待したほどには改善しないという状況を反映している。



在庫率指数は低下傾向にあり、在庫調整には一定の進展がみられるなど、海外景気が改善を続ければ、生産が底打ちから回復に向かうことが期待できるだろう。

4月1日に発表された日銀短観でも、企業の景況感が底打ちの動きを見せているのが確認された。これまで悪化を続けていた大企業・製造業の業況判断指数は前回比で横ばいとなり、先行き大幅な改善が見込まれている。



しかし、2002年度の設備投資計画は慎重なものにとどまっている。4月8日に発表された機械受注統計では、2月の受注額

（船舶・電力を除く民需）は前月比10.8%の増加となったものの、1-3月期の見通し0.4%の減少を下回るペースとなっている。機械受注統計の先行性から考えて、設備投資が回復に向かう時期は早くても今年の秋以降と考えられる。米国景気の回復が続けば輸出主導で日本経済も回復に向かうだろうが、雇用環境の悪化による消費の低迷は避けられず、内需の回復力は弱い。

内閣府発表の2月の景気動向指数(速報)では、一致指数は33.3%となり14ヶ月連続で50%を下回ったが、先行指数は66.7%となり2ヶ月連続で50%を上回った。当研究所のNBIは1月3.1、2月12.3、3月(予測値)6.4と、転換点であるゼロを超えるには至っていないものの、昨年12月の30.1に比べて景気後退シグナルは弱まっている。こうした状況は景気は転換点近くに至っているものの、回復力が弱いことを示唆している。(P7参照)

有事のドル「安」

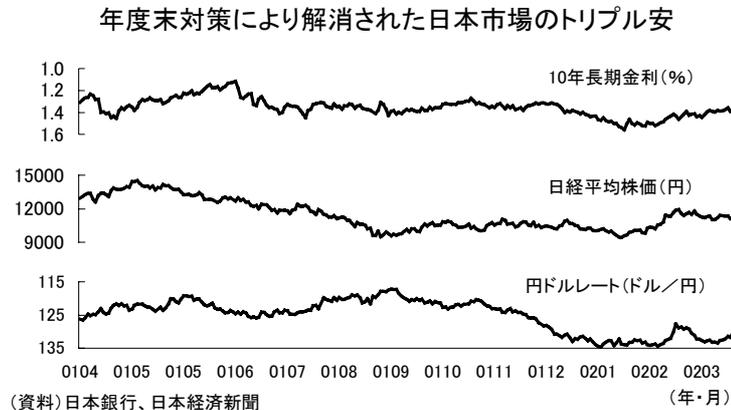
年度末を控えて不安定化し、トリプル安の様相を呈していた金融市場では、2月末の政府の「緊急デフレ対策」や日銀の金融政策の変更を受けて、株価が上昇し、長期金利も低下に向かった。

トリプル安の解消から為替レートは3月には一時126

円台にまで円高が進んだが、その後は再び円が売られ132.54円で年度末を越えた。4月に入ってからイスラエルがパレスチナに侵攻するなど中東情勢が緊迫し、原油価格が上昇している。昨年9月の同時多発テロ事件以前であれば、こうした中東情勢の緊迫は、「有事のドル買い」となって市場では、円安ドル高の動きとなって現れたであろう。しかしテロ事件以後は、中東情勢の緊迫は米国へのテロの危険性を高めると解釈され、むしろドルが売られる方向にある。アフガニスタンに米国が軍事行動を起こした際にもドルは売られた。今回も円はジリジリと上昇しており、有事の「ドル安」という状況がしばらく続くだろう。

また原油価格の上昇もかつての様には円安には働かない可能性が大きい。当研究所をはじめ主なマクロ計量モデルによるシミュレーションでも、原油価格が10ドル程度上昇しても経済成長率に与える影響はごくわずかである。日本の輸入額に占める原油の割合は1980年には37.5%だったが、2001年には11.1%に低下しており、原油価格の上昇が日本経済に与える影響はかつての石油危機の頃に比べれば格段に小さくなっている。しかし逆に原油価格の上昇が米国経済に与える影響はむしろ大きくなっており、米国経済の回復による日本景気の改善という輸出主導の景気回復のシナリオが崩れる恐れがある。マクロ計量モデルのシミュレーション結果から単純に影響が小さいと解釈するわけにはいかないが、大きな円安材料ではなくなっている。

日銀は「一層潤沢な資金供給を行う」というなお書きの表現を2月28日に「年度末」対応と変更したが、11日の金融政策決定会合で再び元の文言に戻した。日銀が超金融緩和を続けていることに変わりはないが、年度末に30兆円近くに膨らんだ日銀当座預金残高の誘導水準を10～15兆円に据え置いたことと、2月28日の措置について速水総裁が「大きな緩和」と発言してきたこととの整合性を問われる可能性がある。景気底打ちの動きが見られることから当面問題化する可能性は低いですが、景気回復がもたつく場合にはこの矛盾が日銀批判の材料となる恐れがあるだろう。



< 今週の焦点：持続的な景気回復に消費の拡大を >

経済政策の視点

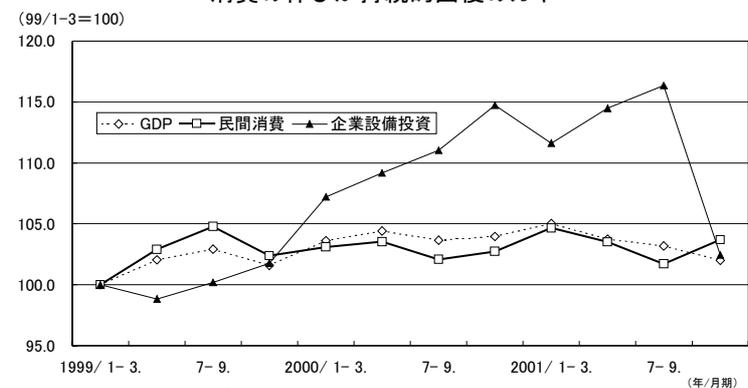
株価の上昇によって年度末危機を乗り切ったとはいうものの、金融システムに対する不安は依然根強く残っている。株価が下落すれば再び金融機関の自己資本が不十分ではないかという、市場の不安感が高まる可能性が大きい。また 2003 年 4 月からの流動性預金のペイオフ解禁に向けて、今回の定期性預金のペイオフ解禁よりも大規模な資金移動が起る可能性もあり、依然として楽観できない状況にあることは確かだ。

しかし 2001 年初めから急速に悪化してきた景気は、ここきて明らかに状況が変化している。米国経済が緩やかながら改善を続ければ、鉱工業生産は輸出の伸びから増加に転じるだろう。日本の景気は 1-3 月期または 4-6 月期を底に回復に転じる可能性が高い。これまでは、いかにして急速な景気の悪化を止め反転させるかという点が課題であった。景気回復が見え始めた現在、経済政策の視点は、いかにして景気回復の動きを持続的なものにするかという点に移すべきだ。

問題は消費にある

99 年 1 月に始まった前回の景気回復では、輸出の伸びによって企業収益の改善がおり、いずれ家計所得の伸びに繋がり、消費が増加して企業の売上増加に繋がるといふ、景気回復の好循環がおこると考えられた。2000 年初めの段階では企業収益の改善がなかなか民間消費の伸びに繋がらないのは、ダムに水が貯まるように、景気回復の恩恵が企業段階にとどまっているからで、ダムから水があふれ出せばいずれ家計にも恩恵が及び景気回復の輪が繋がると期待されていた。いわゆる「ダム論」である。しかし、企業収益の改善は結局、雇用の改善や家計所得の増加を通じた消費の拡大に繋がることなく、米国景気の落ち込みによって終止符を打ってしまった。

消費の伸びが持続的回復のカギ



回復の恩恵が企業段階にとどまっているからで、ダムから水があふれ出せばいずれ家計にも恩恵が及び景気回復の輪が繋がると期待されていた。いわゆる「ダム論」である。しかし、企業収益の改善は結局、雇用の改善や家計所得の増加を通じた消費の拡大に繋がることなく、米国景気の落ち込みによって終止符を打ってしまった。

前回の景気回復では、景気回復の初期での設備投資の伸びは遅かったが、最終的にはかなりの改善を見せた。景気の谷である 99 年 1-3 月期を 100 としてピークとなる 2000 年 10-12 月期に

は115にまで増加している。これに対して消費は99年7-9月期に104.8にまで増加したのが最高で、顕著な改善を示さなかった。

景気回復が持続的なものとならない原因は、消費の拡大が起らないことにある。設備投資の増加は短期的には需要の増加として働くが、設備が完成すれば企業の供給力を高めることになる。消費の拡大が起らない限り、設備投資による需要の増加は無限に続かないので、いずれ供給力が過剰となってしまう。

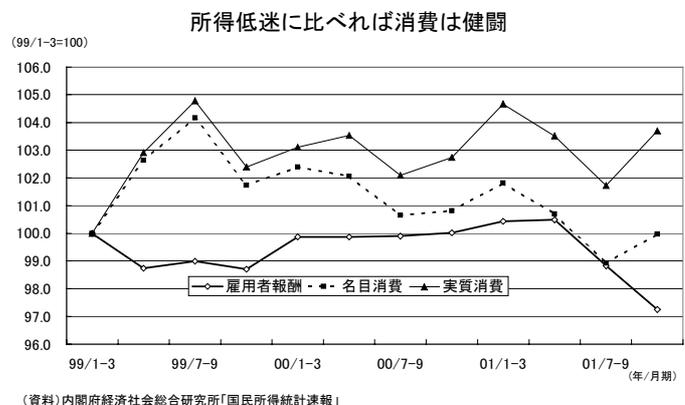
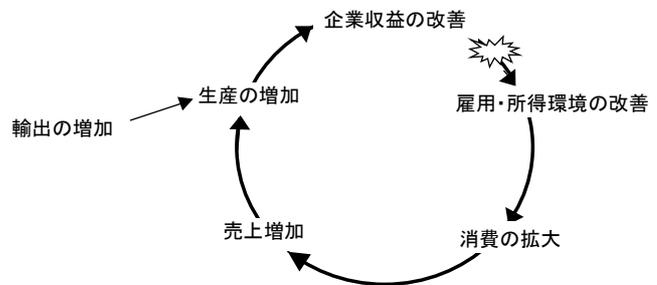
所得の低迷で伸びない消費

バブル崩壊後に企業収益が落ち込む中で、労働分配率は高止まりしてきた。企業収益が増加しても、ボーナスの増加には繋がりにくく、いわんや春闘賃上げなどのベースアップには極めて繋がりにくい。人件費など固定費の削減は企業の重要課題であり、企業収益が改善しても、簡単に雇用増や給与の引上げを行なうわけには行かない。また、生産の拡大など

に対しても、所定外労働時間の増加で対応する余地も大きく、できるだけパートや臨時雇用の拡大で対応しようとし、正規雇用の増加には企業は及び腰だ。バブル崩壊後の景気回復では過去の景気回復局面とは異なり、雇用情勢の改善に結び付かなかったことが現在の失業率の高止まりの背景にある(3/29号参照)。こうした状況下では景気が回復に向かっても雇用・所得環境の改善による消費の拡大は起り難く、景気回復の好循環は起り難い。

物価の下落によって、モノを値下がりしてから購入しようとする買い控えが広範に起って、消費が低迷しているという説明がしばしばなされるが、現実には所得が伸びないために消費が伸びないという状況が続いている。雇用者報酬は今回の景気回復ではほとんど増加しておらず、消費が拡大し難かったのは当然である。加えて低金利の持続は家計の財産所得の減少を招き、この面からも民間消費の拡大を阻害する要因となっている。

繋がらない景気回復の好循環



消費性向を上げる方法

所得の伸びに限られる中で消費の拡大が起るには、消費性向が高まる以外に方法がない。消費者の購買意欲をそそるような新商品の開発など企業の対応は重要だが、必ずしも家計消費全体を押し上げて消費性向を高めるとは限らない。

携帯電話やインターネットの普及で家計の通信費の支出は拡大しているが、この分は他の支出を切りつめて対応しており、魅力的な新商品の登場が消費全体を拡大させるとは限らない。

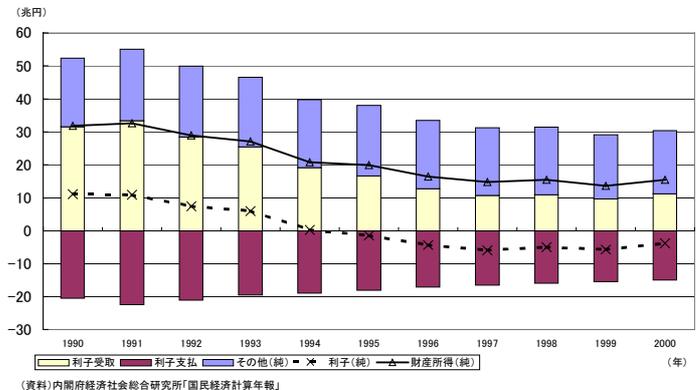
厚生労働省が将来推計人口を発表したことで、2004年の年金改革の議論がスタートしたが、高齢社会の基盤となる年金制度を安定させることが家計の将来不安を払拭して、消費の拡大を可能にする第一歩であろう。

経済政策の視点を生産から消費へ

BSE（狂牛病）問題への対応を巡って、政府の対応が生産者に向かっており、消費者を軽視する傾向があったことが指摘されている。こうした安全性などの側面だけでなく、これまでの政府の政策は、全般に生産の拡大を目指したものだと言えるのではないかと。2001年の省庁再編で環境への対応は大きなテーマとなり、環境省が誕生することとなったが、消費者の利益を代表する組織は、内閣府の中に課が3つほどあるに過ぎない。生産者の業界を管轄する行政機関が同時に消費者の利益も守るという構造は変わらなかった。生産側の利害のしがらみを離れて消費者の利益をよりの確に反映できるような行政組織のありかたも検討の必要があるだろう。

第二次世界大戦直後の日本経済は、戦火によって生産設備が破壊され供給力の低下が問題だった。高度成長期を通じて常に経常収支の赤字が経済成長の限界を決めてきたように、国内の生産力を高めることが大きな課題だった。しかし、二度にわたる石油危機を経て日本経済が安定成長の時代を迎えた後は、日本経済はむしろ経常収支の黒字に悩むようになり、供給力の不足よりは需要の不足が問題となった。毎年の経済動向では経済成長率が注目されるが、我々の生活の豊かさに直結しているのは、あくまで毎年使われる消費である。投資は明日の生産の拡大をもたらすより豊かな生活を目指すためのものだが、バブル期の過剰投資のように実を結ばないことも少なくない。古い構造からの転換を求められているのは、経済政策の視点も同じである。

財産所得の減少も所得を抑制



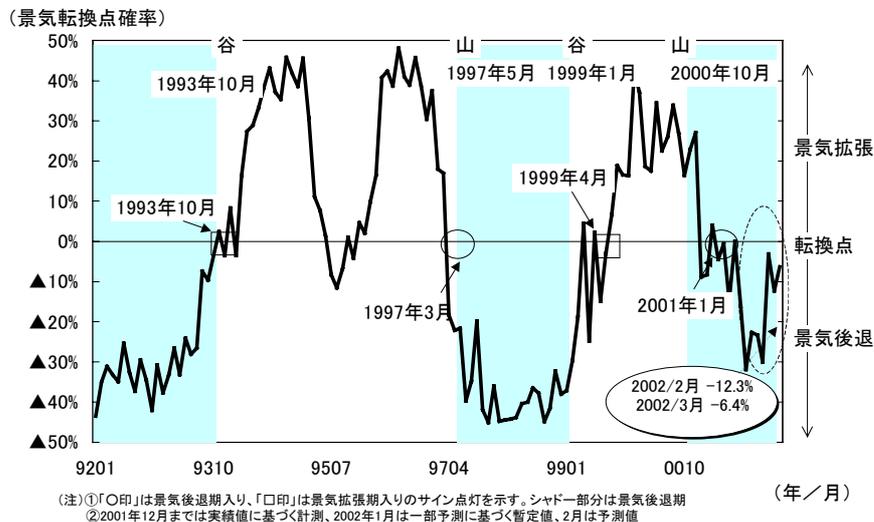
< ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) >

副主任研究員 齋藤 太郎

2月： - 12.3%、3月（予測値）： - 6.4%

2月のNBIは - 12.3%となった。

日経商品指数（17種）が前年同月比 1.4%と8ヵ月ぶりにプラスに転じたが、最終需要財在庫率指数が上昇し、新車販売台数、建築着工床面積、新築住宅着工床面積が減少したことから、NBIのマイナス幅は1月の - 3.1%から再拡大した。



3月のNBI（予測値）は - 6.4%とマイナス幅が縮小する見通しである。

新車販売台数は前月比 - 5.1%と2ヵ月連続でマイナスとなったが、マネーサプライ（M2 + CD）がペイオフ解禁を前に現金・預金通貨が急増したこと等から、前年同月比 + 3.8%と伸び率が高まった。また、商品市況の改善もNBIのマイナス幅縮小に寄与している。

	2001年			2002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)	-22.7%	-23.3%	-30.1%	-3.1%	-12.3%	-6.4%	
景気後退確率	72.7%	73.3%	80.1%	53.1%	62.3%	56.4%	
内閣府景気動向指数							
先行DI	0.0%	0.0%	41.7%	60.0%	66.7%	—	
一致DI	9.1%	18.2%	27.3%	10.0%	33.3%	—	

(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。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

＜基礎研インデックス - ヒストリカル・データ - ＞

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	ニッセイフラッシュ		二面等価月次GDP		為替インデックス
	水準	水準	前期比	二面 前期比	支出面 前期比	水準
00/4	17.6%	102.9	▲1.5%	▲0.7%	▲0.3%	16.7%
00/5	34.5%	103.2	0.3%	0.1%	0.0%	22.3%
00/6	22.6%	104.6	1.4%	0.9%	0.7%	16.1%
00/7	26.0%	103.3	▲1.3%	▲1.5%	▲1.8%	7.9%
00/8	33.9%	104.9	1.5%	1.1%	0.9%	16.2%
00/9	27.0%	103.3	▲1.5%	▲0.5%	▲0.1%	13.8%
00/10	16.4%	103.6	0.3%	0.1%	0.0%	13.5%
00/11	22.9%	103.9	0.3%	0.0%	▲0.1%	6.0%
00/12	27.1%	105.5	1.5%	0.7%	0.3%	1.7%
01/1	-8.8%	103.7	▲1.7%	▲0.4%	0.1%	6.9%
01/2	-8.3%	105.4	1.6%	1.6%	1.7%	18.5%
01/3	4.0%	106.1	0.6%	▲0.6%	▲1.3%	27.3%
01/4	-4.5%	103.1	▲2.8%	▲1.0%	▲0.2%	30.9%
01/5	-0.6%	102.2	▲0.9%	▲0.3%	▲0.1%	25.0%
01/6	-14.8%	102.3	0.2%	▲1.2%	▲2.0%	21.6%
01/7	0.1%	100.9	▲1.4%	0.1%	0.9%	10.5%
01/8	-16.2%	101.5	0.6%	0.7%	0.9%	1.3%
01/9	-31.9%	99.5	▲2.0%	▲1.7%	▲1.8%	-5.4%
01/10	-22.7%	99.3	▲0.2%	0.4%	0.7%	-9.5%
01/11	-23.3%	100.1	0.8%	0.3%	0.1%	-15.2%
01/12	-30.1%	101.0	0.9%	▲1.5%	▲2.9%	-15.4%
02/1	-3.1%	100.0	▲1.0%	2.0%	3.8%	-14.8%
02/2	-12.3%	100.8	0.8%	▲0.7%	▲1.8%	7.3%
02/3	-6.4%					14.6%
02/4						7.9%

(注1)NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改訂

(注2)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訂(2001年10月)

(注) 基礎研インデックスの見方

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。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

ニッセイフラッシュ：供給側の統計を用い、GDPから帰属家賃、政府サービス等、市場で取引されない財貨・サービスを除外し月次ベースで作成。前月比成長率で判断。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2002年3月29日号参照。

二面等価月次GDP：GDPを月次化したもの。月次化に伴う推計誤差を抑えるために生産面・支出面の2面から推計。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2002年3月29日号参照。

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。直近レポートはWeekly「エコノミスト・レター」2002年4月5日号参照。

(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)