

# Weekly エコノミスト・レター

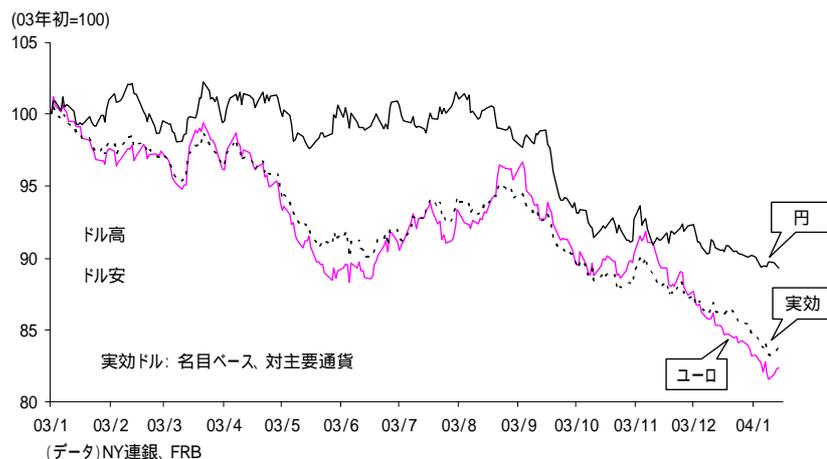
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 高まる円高圧力～景気を左右する要因に

### < 政府経済見通し・予算：不十分に終わった年金改革 >

1. 米国の大幅な経常収支赤字を背景にユーロは昨年初以来大幅に上昇しているが、政府の大規模な円売介入によって円高は相対的に抑制されてきた。しかし大規模介入をいつまでも続けることは困難で、円高が進む恐れが大きい。為替動向は政府経済見通しのよう  
に景気が回復力を増していくかどうかを左右する要因になるだろう。
2. 2004 年度予算では、年金制度改革が焦点となった。年金制度改革は、給付水準の下限と保険料率の上限の両方を設定したことで、不完全なものに終わった。抜本的な年金制度改革のためには、介護・医療などの社会保障や税負担も含めた国民負担全体の議論が必要である。

## 高まる円高圧力



経済調査部門

(03)3597-8419

チーフエコノミスト 樋 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/>

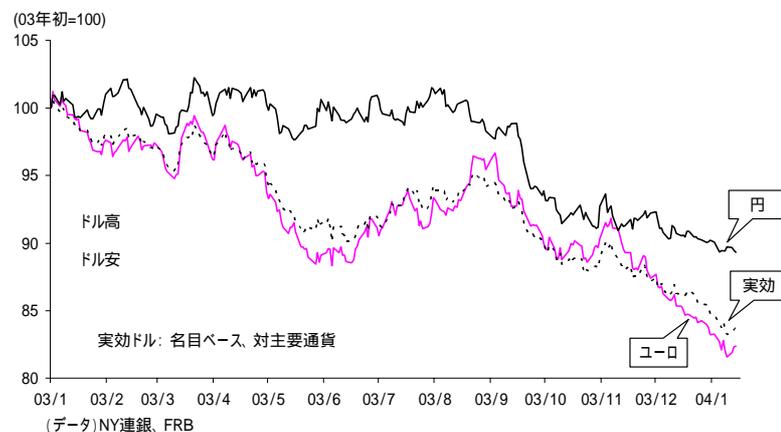
## 高まる円高圧力～景気を左右する要因に

### 1. 高まる円高圧力

(ユーロの上昇)

ユーロは昨年末以降上昇が加速しており、1ユーロが1.3ドルに迫る水準に達した。2003年初めからの動きを比較すれば、円との相対的な関係ではユーロの上昇が顕著である。円とユーロの動きの差は、日本と欧州の経済状況の差を反映した部分もあるが、政府・日銀が大規模な円売り介入を続けてきたことが大きな要因である。2003年1年間の円売り介入額は20兆円を超え、日本の外貨準備は2003年末には6735億ドルとなり、2002年末の4697億ドルから1.5倍近くに増加している。過去の介入のための借入も合わせると、外国為替特別会計の借入れは2003年度予算における上限の79兆円にほぼ到達した模様である。政府は、補正予算で100兆円、2004年度予算で140兆円まで引き上げる予定だ。しかし補正予算の成立は早くとも今月末と見られ、それまでの緊急措置として、日銀に買い戻し条件付きで外債の売却を行った模様である。これによって当面、資金面から大規模介入ができなくなるという問題は回避されることとなったと言えるだろう。

ユーロに比べて円高は緩やか



しかし、このような大規模な為替介入はいずれ継続することができなくなるだろう。為替市場への円売り介入は量的緩和効果を持っているが、円高によって外貨建て資産から損失が出る恐れは否定できない。将来国内金利が上昇すれば、介入のために借り入れている円資金の利払い負担が急増する恐れもある。潜在的なコストという点からも次第に大規模介入による円高の阻止は難しくなってきた。円が政府の大規模介入によって対ドルでの上昇幅が小さい分だけ、米国の経常収支赤字の解消のためのドル下落はユーロの上昇に繋がっていると考えることもできる。円安はデフレに悩む日本経済にとって望ましいとはいっても、海外から日本の為替政策がいつまでも

黙認されるはずはない。2月のG7では9月のG7同様に、欧州から日本を始めとしたアジア各国の為替市場への介入に対する批判が噴出する恐れが大きいだろう。

NBI（ニッセイ景気動向判断指数）が昨年4、5月に景気回復局面と景気後退局面の境となる50%を下回ったことが示す様に、景気は昨年春頃には一時的に停滞した（7ページ参照）。NBIは11月には59.1%とやや低下したものの、12月には81.6%に上昇する見込みであり、日本経済は再び回復軌道に戻っており、当面景気の回復が続くことがこの面からも予想される。しかし、ニッセイ為替インデックスが昨年6月以降マイナスとなり、為替が中期的な円高局面に入っている可能性が大きい。大規模介入による円高阻止はどこかの時点で限界を迎え、円高がさらに進み景気回復の阻害要因となる可能性が高いだろう。そもそも外需の伸びは景気回復の起爆剤とはなっても、日本のように規模の大きな経済を本格的な景気回復に導くことはできず、消費の拡大を中心とした内需の本格的な回復が景気回復持続の絶対的な条件である。

## 2. 政府経済見通しと予算

（政府経済見通し）

2004年度の政府経済見通しでは、2003年度の実質成長率は2.0%、2004年度は1.8%となっている。民間の予測機関の見通しの平均は、2003年度2.1%、2004年度1.9%となっており、政府経済見通しと大きな差は無い。しかし、名目成長率は、政府見通しは2003年度0.1%、2004年度は0.5%となっており、民間では2003年は0.1%、2004年度は0.2%とほぼゼロである。政府の2004年度の名目成長率の見通しはやや高めで、2006年度に名目成長率を2.0%とするという政府の目標をにらんだものと考えられる。政府経済見通しでも消費者物価の下落が2004年度も続くことを見込んでいるように、デフレ的状况は大きく改善しないことから見てもこの達成は困難であろう。

### 政府経済見通しと民間予測との比較

(%)

	2003年度			2004年度		
	政府見通	民間平均	基礎研	政府見通	民間平均	基礎研
名目成長率	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.3
実質成長率	2.0	2.1	2.0	1.8	1.9	1.5
個人消費	0.6	0.6	0.4	1.1	1.0	0.7
設備投資	8.7	9.5	9.9	7.2	6.8	8.3
内需寄与度	1.5	1.4	1.3	1.6	1.5	1.5
外需寄与度	0.5	0.6	0.6	0.2	0.4	0.0
経常収支(兆円)	15.8	14.7	16.3	16.2	14.5	14.1
消費者物価上昇率	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
失業率	5.2	5.2	5.1	5.1	5.1	4.9

(注) 民間平均は東洋経済統計月報2004年2月号による。

名目成長率から外需寄与度までの項目は、7-9月期二次QEを反映したものだけを再集計した。

当研究所が12月に発表した見通しは、2003年度実質2.0%、名目0.2%、2004年度は実質1.5%、名目0.3%である。実質成長率の水準の差はそれほど大きなものではないが、来年度の経済がたどると考えているコースには大きな差がある。政府経済見通しは、生産や設備投資の増加という企業部門の回復の動きが2004年度には雇用・所得環境の改善を通じて家計部門に及ぶという見方である。消費支出の伸びが2004年度には実質1.1%へと高まって、年度の後半に向けて景気回復が加速していくイメージだ。しかしニッセイ基礎研究所の見方は、円高などの影響によって輸出の伸びが鈍化し、家計負担の増加によって消費の伸びは年度の後半に向けてむしろ減速するなど、年度の後半に向けて景気回復力は低下すると考えている。

こうした差を生み出している大きな原因は、外需の見方の差である。外需の寄与度は政府経済見通しでは2004年度もプラス0.2%であるのに対して、基礎研の見通しではゼロである。この影響は政府経済見通しでは経常収支の黒字幅が2003年度の15.8兆円から2004年度には16.2兆円へと拡大すると見ているのに対して、基礎研の見通しでは16.3兆円から14.1兆円へとかなり縮小すると見ていることに端的に表れている。為替の動向は今後の景気動向を左右する大きな要因と言えるだろう。

#### (2004年度予算)

2004年度予算政府案では、公共事業関係費が3.5%の削減、地方交付税も5.2%の削減となるなど、歳出の削減が行われた。しかし高齢化の進行による社会保障費の増加や、国債残高の増加による国債費の増加などによって歳出規模は拡大し、国債の新規発行額は36兆5900億円となり前年度に続き過去最高を更新することになった。

### 2004年度予算政府案の概要

(円・%)

	2003年度	2004年度	伸び率
<b>歳入</b>			
税収	41兆7860億	41兆7470億	0.1
税外収入	3兆5581億	3兆7739億	6.1
国債発行	36兆4450億	36兆5900億	0.4
<b>歳出</b>			
一般歳出	47兆5922億	47兆6320億	0.1
公共事業	8兆0971億	7兆8159億	3.5
社会保障	18兆9907億	19兆7970億	4.2
国債費	16兆7981億	17兆5685億	4.6
地方交付税	17兆3988億	16兆4935億	5.2
その他	-	4169億	-
合計	81兆7891億	82兆1109億	0.4

(出所)財務省

今回の予算編成では、公的年金制度改革が大きなポイントであった。厚生年金については、将来の給付水準は現役世代の平均的収入の50%以上を確保すること、保険料率の当面の上限を年収の18.35%とすることなどが決まった。これによって厚生年金の保険料率は、2004年10月から毎年0.354%（本人分は0.177%）ずつ引き上げられることになる。しかし今回の年金改革は保険料率の上限を設定する一方で給付の下限も設定しているため、出生率の推移や平均寿命の延長、経済動向などによっては、給付の下限と保険料率の上限の両方を維持することができなくなる可能性がある。従って今回の改革によって長期にわたって年金制度が安定的なものとなるとは考えられず、抜本的改革が行われたとは言い難い。

年金の保険料率を巡っては当初の年収の20%という案に対して財界を中心に高過ぎるという反対意見が根強く、18.35%という水準で妥協が成立した。基礎年金の国庫負担割合を徐々に引き上げて、2009年度までにこれまでの三分の一から二分の一にすることが決まっている。しかし2007年度を目途に消費税を含めて税制の抜本改革を行ってこのための財源を確保することになっており、財源問題は事実上先送りされている。基礎年金の国庫負担割合を引き上げることによって年金保険料の引き上げ幅を抑制することは可能となるが、その分は税によって賄われなくてはならず、国民の負担が軽減されるわけではない。現在の財政赤字の縮小のためにいずれ消費税率の引き上げなど税負担の増加が避けられないことを考えると、社会保障負担と合わせた国民負担率が高くなり過ぎる恐れが大きい。

こうした結果を招いた原因は、年金制度改革が単独で議論されてきたことにある。2005年度は介護保険料の見直しが行われるが、高齢化によって今後長期的に介護保険や健康保険の保険料負担が増加していくことは確実である。これに税負担の増加を加えて、将来の負担がどうなるのかという全体像抜きに年金制度改革だけを議論したことが今回の改革が中途半端に終わった一つの原因である。厚生労働省は2000年に「社会保障の給付と負担の見通し」を発表し、高齢化による社会保障負担の増加とそれによる税負担増の姿を示している。本来、年金制度の改革に当たってはこのような社会保障制度全体の展望を行い、さらに財政赤字解消のための税負担の増加も含めた国民負担が上昇し過ぎないようなレベルに年金の給付水準を設定するという作業が必要であると考える。

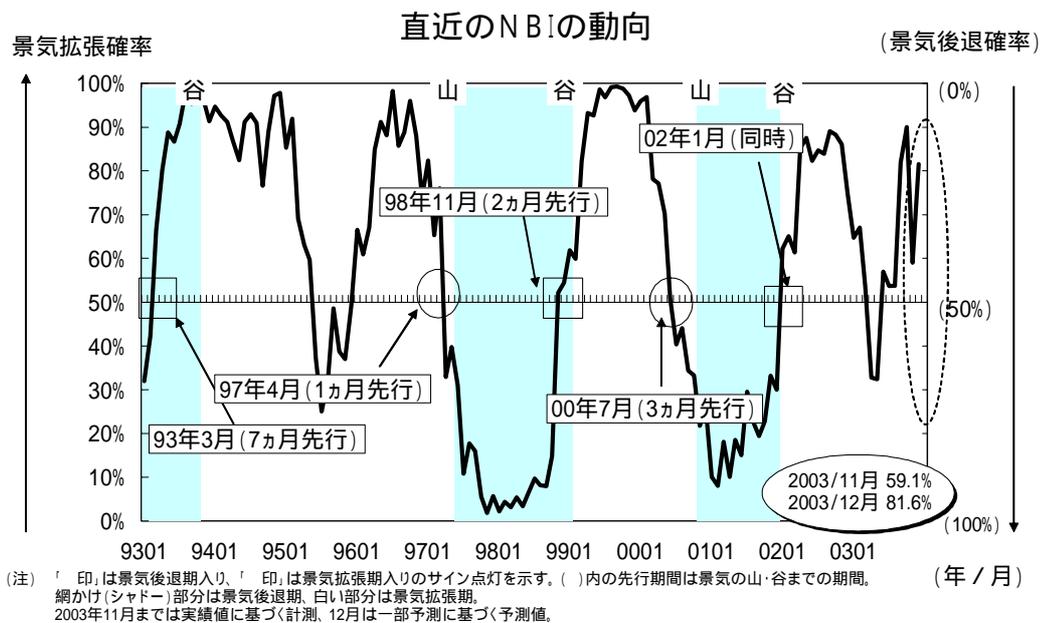
## < ニッセイ景気動向判断指数 ( N B I ) >

研究員 篠原 哲

11月：59.1%、12月（予測値）：81.6%

1月9日に内閣府から公表された11月の景気動向先行指数（DI：速報値）は、44.4%と7ヶ月ぶりに50%を下回ったが、11月NBIも59.1%（景気後退確率：40.9%）と前月（10月実績90.1%（景気後退確率：9.9%））よりも大きく減速する結果となった。

11月のNBI構成指標は、新車販売台数が前月比で9.8%と大きく減少したことを始め、最終需要財・鉱工業用生産財在庫率指数、新設住宅着工床面積なども10月より悪化に転じており、これらがNBIの大幅なマイナスに寄与したものと考えられる。



12月のNBI（予測値）は81.6%（景気後退確率：18.4%）となり、前月より上昇するものと予想される。構成指標に目を向けてみると、11月に大きく減少した新車販売台数が、12月では前月比5.2%の増加に転じることや、東証株価指数（前年同月比）、長短金利差などの金融指標にも改善の動きが見られ、これらがNBIのプラスに寄与するものと考えられる。

## < 基礎研インデックス - ヒストリカル・データ >

### NBIと景気動向指数の動向

	2003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)	53.7% (46.3%)	53.8% (46.2%)	81.9% (18.1%)	90.1% (9.9%)	59.1% (40.9%)	81.6% (18.4%)	
内閣府景気動向指数 先行DI 一致DI	75.0% 81.8%	50.0% 54.5%	66.7% 90.9%	90.0% 100.0%	44.4% 77.8%	-	

(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」(網掛け)、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定を行なった。

### 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
02/12	74.9%	536,983	0.4%	29.2%
03/1	64.8%	541,012	0.8%	36.1%
03/2	67.0%	541,205	0.0%	18.1%
03/3	53.6%	539,135	0.4%	13.3%
03/4	32.8%	539,061	0.0%	1.7%
03/5	32.4%	542,488	0.6%	4.7%
03/6	57.0%	549,518	1.3%	-4.1%
03/7	53.7%	539,225	1.9%	-20.8%
03/8	53.8%	543,493	0.8%	-38.2%
03/9	81.9%	554,014	1.9%	-38.8%
03/10	90.1%	555,314	0.2%	-40.7%
03/11	59.1%	549,525	1.0%	-44.3%
03/12	81.6%			-47.7%
04/1				-48.0%

(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

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」、

景気拡張確率 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

月次GDP : GDPを月次化したもの。

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)