

日本経済ウォッチ <2004年8月号>

【目次】

- | | |
|-----------------------|--------|
| 1. 今月の図表 | p.1 |
| ~ 乖離が広がる素材と加工の生産・在庫 ~ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ~ 景気回復の陰で見えてくる調整の兆し ~ | |
| 3. 今月のトピックス | |
| ~ 長期金利に影響する経済環境 ~ | p.3~14 |



お問合せ先 調査部（東京）国内経済班

E-mail: ikedat@ufji.co.jp

1. 今月のグラフ ～ 乖離が広がる素材と加工の生産・在庫～

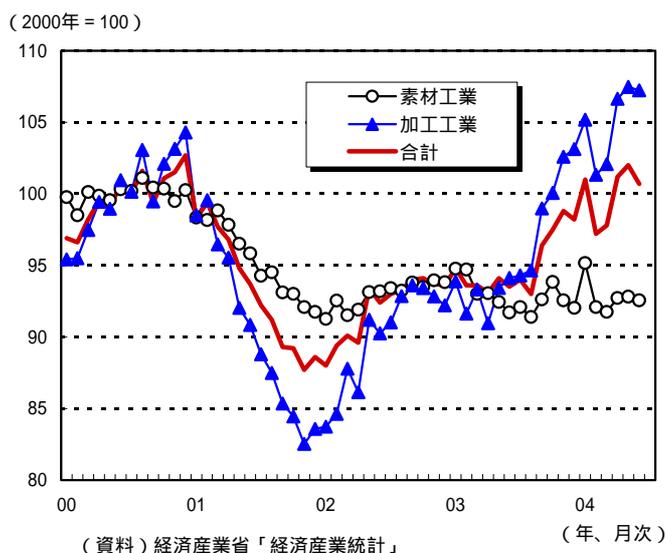
生産が順調に拡大を続けている一方で、在庫は相変わらず低水準で推移している。このため、在庫調整のために生産が抑制される懸念は小さいと言われている。しかし、本当に在庫の積み増しは行われていないのだろうか。生産、在庫を素材工業（鉄鋼、非鉄金属、化学など）と加工工業（電気機械、自動車、一般機械など）に分けて調べてみた。

生産の内訳をみると、足元の好調さは加工工業によるところが大きい（図表1）。加工工業の生産の水準は、デジタル家電製品や設備投資関連財が好調なため、すでに前回の景気拡大期の水準を上回っている。これに対し素材工業では、今回の回復局面で若干水準を切り上げてはいるものの、ほぼ横ばい圏内での動きにとどまっている。

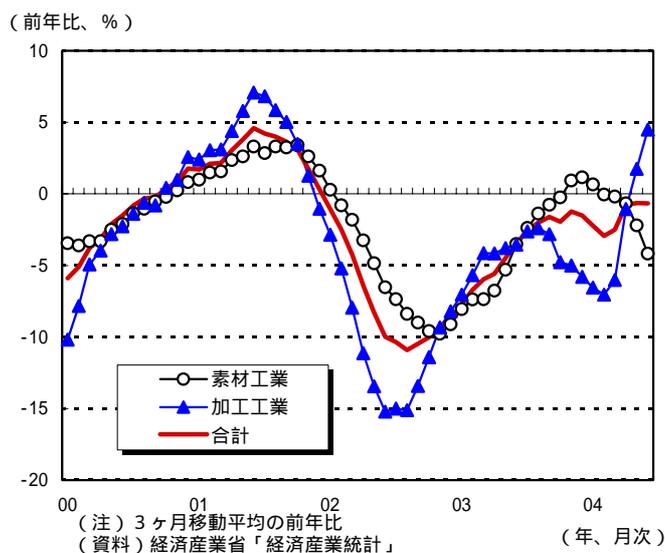
在庫も加工工業と素材工業では異なった動きをしている（図表2）。素材工業の在庫は前年比で減少に転じている。企業が生産を抑制し、在庫の積み上がりを回避することで、製品価格の維持を図ろうとしているためと考えられる。一方の加工工業では、堅調な需要を背景に在庫の積み増しが急ピッチで行われている。もっとも、一部の品目では需要が予測ほど強くない、意図せざる在庫増が生じている可能性がある。

鉱工業全体でみると在庫の積み上がりが進んでいないように見えるのは、素材工業と加工工業の異なった動きが互いに相殺しあっているためである。今後、加工工業、中でも生産が好調な半導体などの電子部品の在庫積み増しが進めば、加工工業が在庫調整局面に入る可能性が指摘される。このとき、素材工業の生産抑制の動きが続いていけば、生産全体も減少を余儀なくされることになる。

図表1. 素材・加工工業別の生産動向



図表2. 素材・加工工業別の在庫動向



2. 景気概況 ~ 景気回復の陰に見えてくる調整の兆し ~

景気回復期待がますます高まっている。政府の7月の月例経済報告では、「景気は、企業部門の改善が家計部門に広がり、堅調に回復している」との判断が示され、前月までの判断が上方修正されている。また、日銀の景気判断も上方修正されており、日銀短観やその他の企業経営者へのアンケートを見ても景気回復の実感が広がってきている。

世界景気回復に支えられた輸出の拡大、生産の増加と企業収益の改善に裏打ちされた設備投資の増加、さらに雇用環境の持ち直しと消費者マインドの改善に導かれた個人消費の回復と、景気は強さと広がりが増しながら回復を続けている。目下のところ、景気の先行きに死角はないように見えるが、目を凝らしてみると調整の兆しも垣間見えてくる。

まず、外需の先行きである。米国景気は回復を続けているが、NYダウ工業株価格は2月をピークに下落基調にあり、ハイテク銘柄の多いナスダックも1月以降は低下傾向が続いている。米企業の収益は好調ではあるが、ハイテク銘柄を中心に事前の予想ほどには収益が伸びていないとの見方もあるようだ。また、金融政策では小幅ながら金利の引き上げが始まっており、大型減税の効果も今年後半は剥落してくる。歴史的な低金利政策と大型減税による景気押し上げ効果も終わりを告げようとしている。米国をはじめとする世界景気の減速は、好調を続ける日本からの輸出にも影響してくるであろう。

次に、生産動向である。6月の鉱工業生産は前月比-1.3%と輸送機械や電気機械を中心に予想以上に減少した。4~6月期でみると前期比+2.6%と高い伸びを記録し、7月、8月も前月比増加が見込まれており、生産は高水準での推移を続けそうである。しかし、生産予測に対する実績の下振れが続いており、生産拡大の勢いは弱まっている。また、半導体など電子部品・デバイス工業では在庫が急速に拡大している。需要の拡大を見越した在庫の積み増しも考えられるが、在庫率が上昇している。デジタル関連製品の需要が想定ほどは拡大せずに、意図せざる在庫が一部で積み上がってきている可能性がある。

最後に、個人消費である。日本電気大型店協会の販売統計によると、DVDレコーダや薄型TVの販売はアテネ五輪を前に6月も引き続き好調である。また、猛暑の影響でエアコンの販売が大幅に伸びている。これに対して、パソコンの販売が振るわず、デジタルカメラの販売も伸び悩んでいる。さらに、乗用車の販売も小型乗用車を中心に芳しくない。総務省の家計調査によると、6月の勤労者世帯の実質消費支出は前月比-3.5%と2ヶ月連続で減少した。4~6月期でみると前期比増加を続けているが、品目によって販売にばらつきが出ており、個人消費回復の勢いも鈍化する可能性がある。

3. 今月のトピックス

長期金利に影響する経済環境

(1) 長期金利を規定する要因

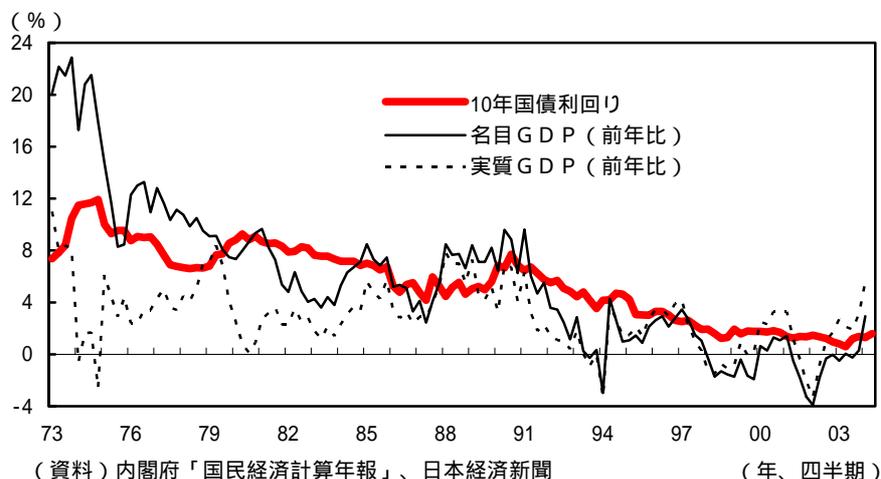
2003年以降の長期金利の動向をみると、2003年6月に0.4%台の史上最低水準となった後、3か月ほどの間で1.7%近くにまで急上昇した。その後、上昇は一服し、徐々に水準が低下したが、2004年2月に1.2%割れの水準となったのを底に上昇基調に転じた。2004年6月の前半には、約2週間という短い期間で1.5%前後から1.9%台へと急上昇し、さらに金利が上昇するのではないかという懸念が広まった。足元では長期金利の上昇は一服し、1.8%前後で推移している(図表1)。



長期金利の長期的なトレンドを規定する要因

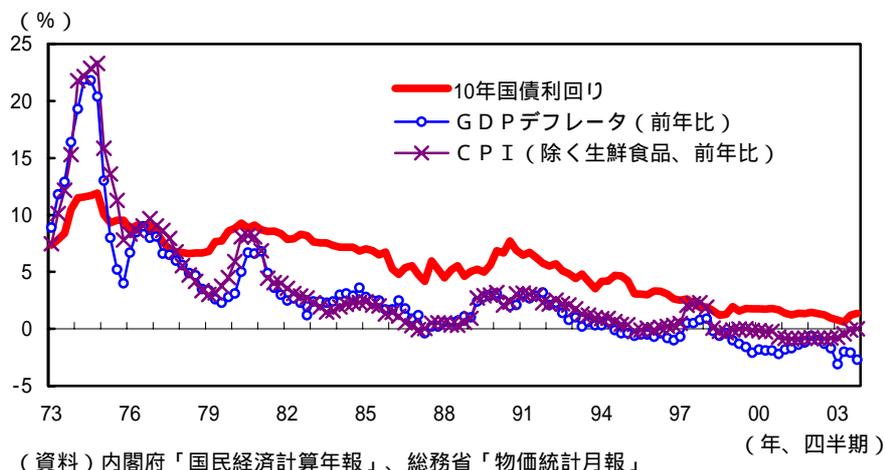
長期金利を変動させる要因はさまざまであるが、長期的にみると経済成長率との連動性がみられる。名目GDPの成長率(前年比)と比べてみると、長期的には成長率の低下にともなって金利水準も低下してきている(図表2)。

図表2. 経済成長率と長期金利



名目でみた経済成長率は実質的な経済活動の動きと物価の動きに分けられる。このうち、実質的な経済活動を示す実質成長率は、ほぼ同じレンジ内での上下を繰り返している（図表2）物価と長期金利を比べてみると、物価上昇率が低下するのにもない、長期金利も水準が低下してきているようにみえる（図表3）。

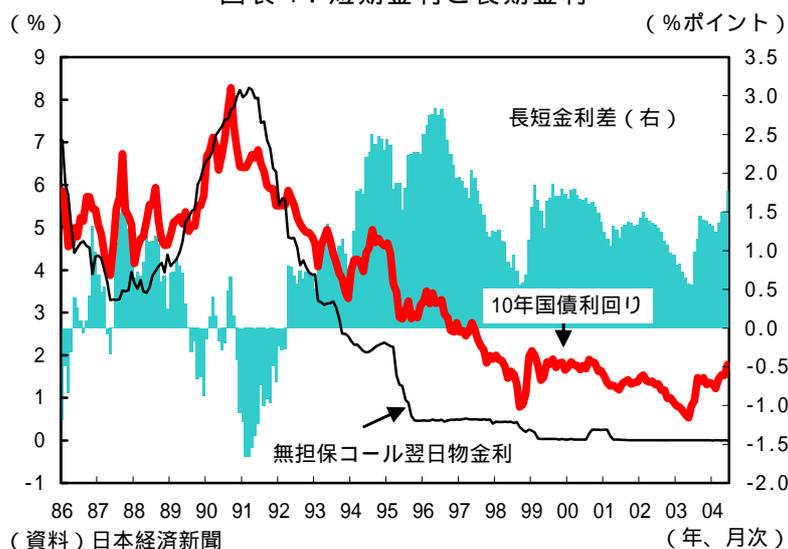
図表3．物価変動と長期金利



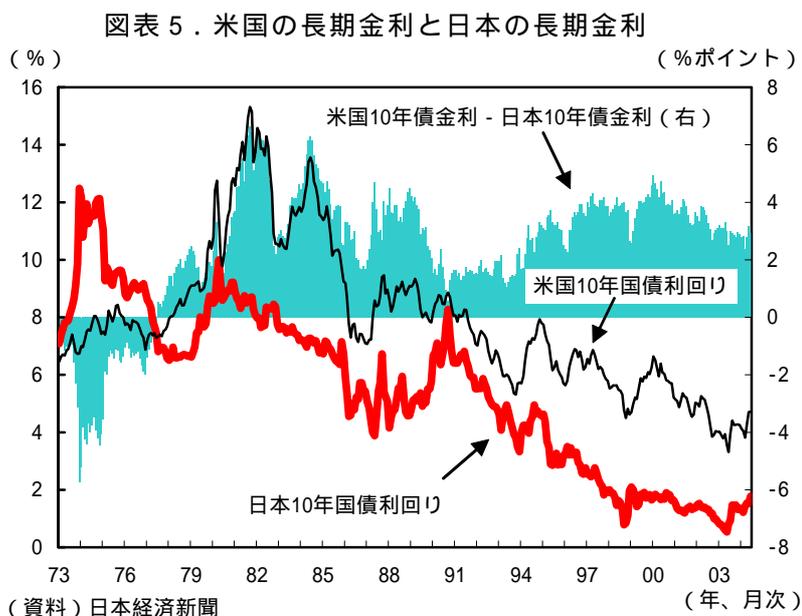
長期金利の中期的な変動レンジを規定する要因

長期金利は必ずしも短期金利と同様に動くとは限らず、将来の物価や景気動向の予想によりその乖離が拡大あるいは縮小する。ただし、市場参加者が運用資産の期間配分を調整することなどにより、両者の極端な乖離は是正される。このため、中期的には長期金利は短期金利の動向に連動した動きとなる（図表4）。

図表4．短期金利と長期金利



また、長期金利の動向は米国金利の変化にも影響を受ける。両者は、日米両国の景気動向や物価の変動幅、為替レートの先行きについての予想などから乖離するのは当然であるが、国内の長短金利間での資金配分と同様に、両国間での投資配分の調整があることなどから、乖離の大きさはある程度の幅をもって縮小・拡大を繰り返している。日米両国の金利は、ある程度の乖離幅を持ちながらも中期的には同じ方向に動いている。

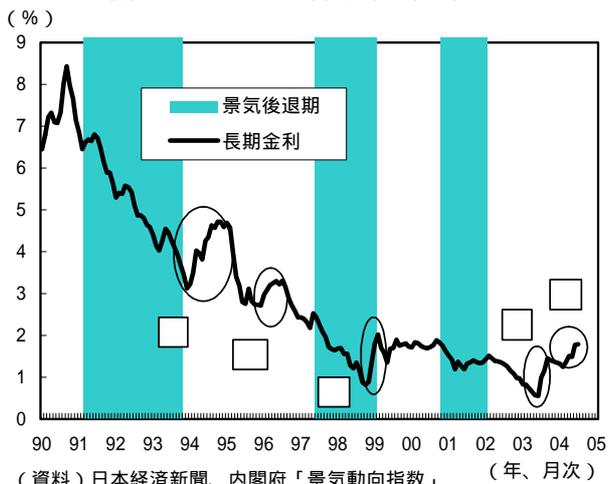


長期金利の短期的な変化の方向を規定する要因

バブル崩壊後の 1990 年代以降、長期金利は先に見たような諸環境の影響を受け、低下基調をたどっている。しかし、その動きを詳しくみると、短期的には上昇している局面もみられる。1990 年代以降、長期金利がある程度の幅をもって上昇した局面は 5 回ほどある (図表 6、7)。

各局面の景気の動向を見てみると、長期金利が上昇した 5 回のうち 4 回は景気の拡大期に起こっている。これらの局面では、景気回復によって将来の短期金利の上昇期待が形成され、長期金利が上昇するという自然な状況があったものとみられる。

図表 6 . 長期金利と景気動向

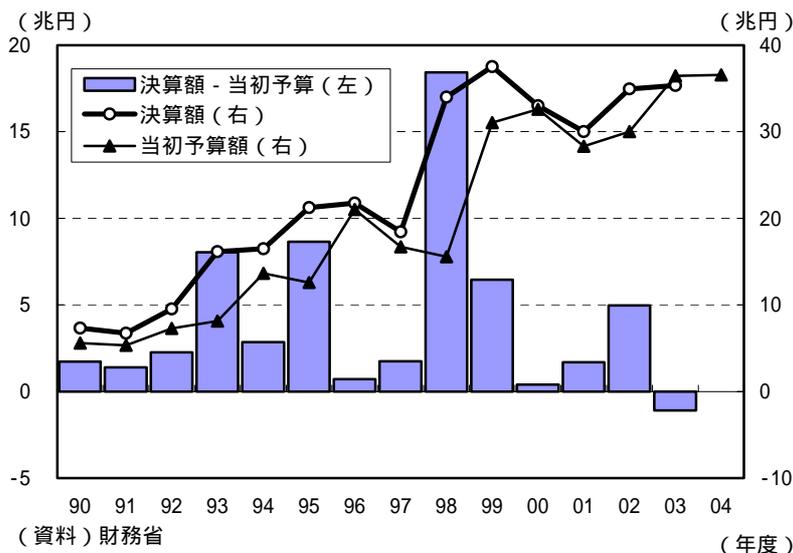


図表 7 . 長期金利と景気動向

	底		ピーク		上昇幅 (%ポイント)	上昇期間	騰貴率 (%)	景気
	時期	金利(%)	時期	金利(%)				
	93年12月	3.12	94年10月	4.72	1.59	10か月	51.0	底打ち回復へ
	95年12月	2.71	96年5月	3.30	0.60	5か月	22.0	持ち直し
	98年10月	0.82	99年2月	2.02	1.20	4か月	146.1	後退末期
	03年6月	0.55	03年9月	1.46	0.90	3か月	162.6	拡大期
	04年2月	1.25	04年7月	1.79	0.55	(5か月)	43.8	拡大期

景気後退でありながら長期金利が上昇した 1998 年について当時の状況を見てみると、国債の新規発行額の増加が起きている。長引く不況に対応するため、景気対策として大規模な減税や公共投資の積み増しを実施されたことにより、新規国債の発行額が予定よりも大幅に上振れた。1998 年の国の一般会計における新規国債発行額は、当初予算では 16 兆円程度が予定されていたものが、決算では 34 兆円と約 18 兆円も増加している(図表 8)。当時はこうした国債発行額の増加により、債権需給の悪化懸念が広まったことから金利の上昇が起っていた。また、大蔵省資金運用部資金(当時)が国債の買入を停止するとの観測が広がったことも金利の上昇に拍車をかけた。

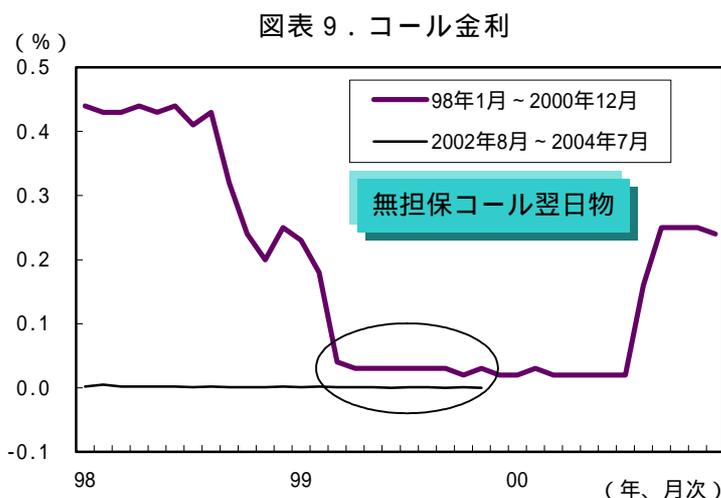
図表 8 . 新規国債発行額 予定と実績



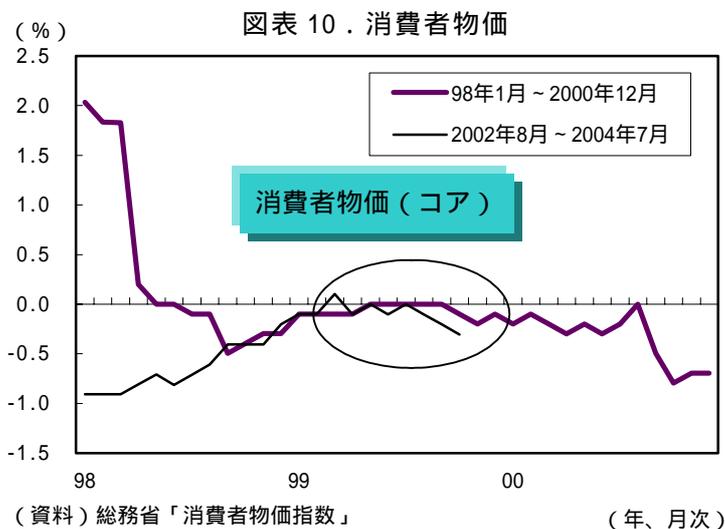
(2) 足元の長期金利の水準の検証 1999～2000年との比較

長期金利は足元では1.8%前後で推移しているが、この水準は妥当なものだろうか。過去の金利の推移をみると、1999年から2000年にかけての時期も、現在と同様に1.8%を中心とする水準で推移していたことわかる。先に見た長期金利に影響を与える経済環境のいくつかについて、当時と現在の状況を比較した。

まず、短期金利についてみると、1999年3月にはゼロ金利政策が導入されたことにより、無担保コール金利（翌日物）はほぼゼロ近傍で推移していた（図表9）。現在も量的緩和の継続によりコール金利はほぼゼロ（ときにマイナス）で推移しており、1999年と同じような水準にある。

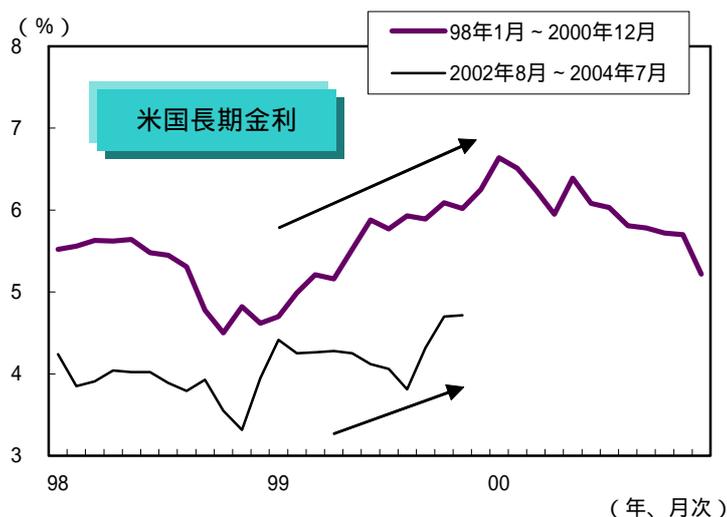


物価の動向についてみると、消費者物価は1998年以降、低下の動きが始まっている。1999年には前年比0%から-0.2%程度と、ほぼ横ばいで推移した。現在、消費者物価は前年比ほぼ横ばいで推移しており、変化幅は1999年当時と同じような状況になっている（図表10）。



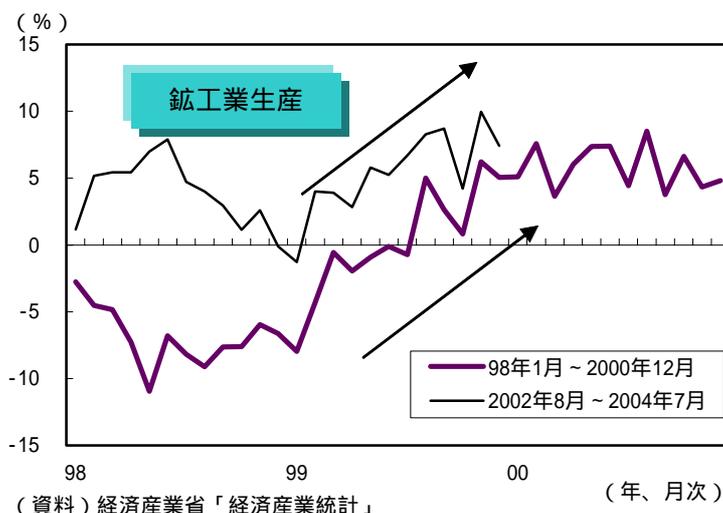
米国の金利は、水準に違いはあるものの、1999年も現在と同様に上昇局面にあった（図表 11）。1999年には、米国金利が上昇する一方で国内の金利は1.8%前後の水準で横ばいのまま推移し、両者の乖離は拡大した。足元までは米国金利の上昇に連動する形で国内金利も上昇傾向で推移してきているが、1999年当時の状況を鑑みると、今後、両者の乖離が拡大する可能性もある。

図表 11 . 米国金利



鉱工業生産をみると、1999年には年初からITブームの到来とともに回復に転じている。年後半には前年比でプラスとなり、その後も2000年を通じてプラスで推移した（図表 12）。足元の生産も増加基調にあり、前年比のプラス幅は拡大している。生産についても、拡大局面にあるという点で両期間は共通している。

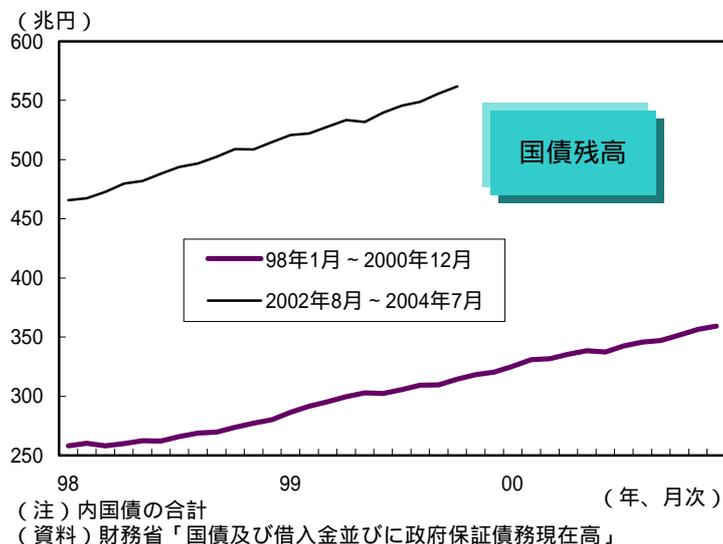
図表 12 . 鉱工業生産



(資料) 経済産業省「経済産業統計」

国債残高は、現在も 1999 年と同様に増加が続いている（図表 13）。ただし、財政赤字が続いた結果、残高の大きさには大きな乖離が生じている。足元の国債残高は 1999 年当時に比べ 250 兆円程度増加している。

図表 13 . 国債残高

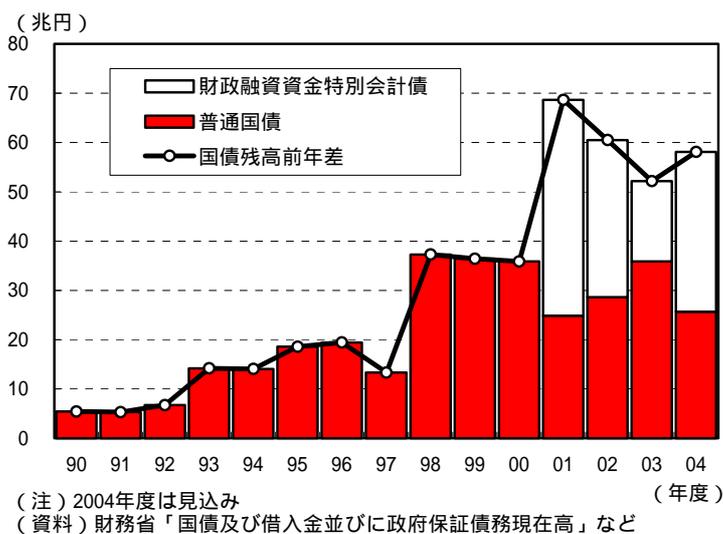


1999 年と現在について長期金利を取り巻く環境を比較してみると、いくつかの点において共通した状況にあることがわかる。これらの状況からすると、1.8%前後という現在の長期金利の水準は、ある程度の妥当性を備えたものであると考えられる。ただし、最後に上げた国債の残高は大きく増加しており、今後の消化余力についての懸念が高まっている。そこで以下では、増加が続く国債の状況について、供給（発行）する側の動きだけでなく需要（購入）する側の動向についても検証してみる。

(3) 国債需給環境の検証

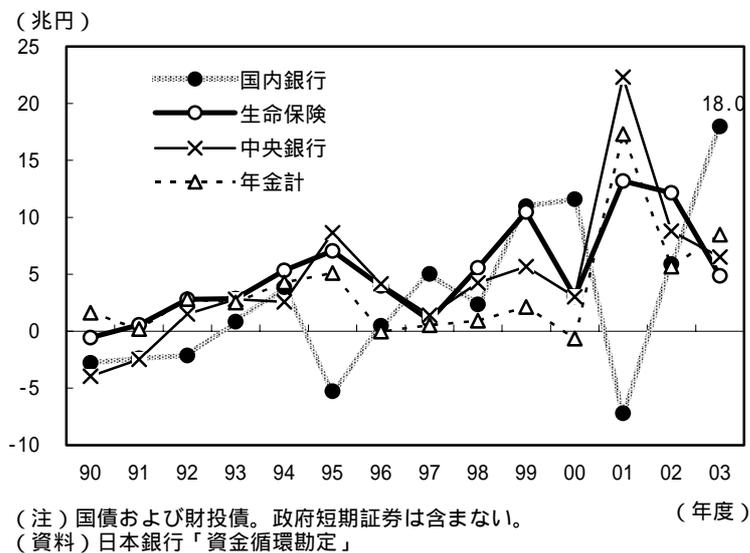
国債残高の増加ペースをみると 1998 年度にそれまでの 20 兆円以下の水準から、30 兆円台半ばへと上昇している（図表 14）。その後、2001 年度には財政投融资改革の実施により郵便貯金や年金積立金の自主運用が始まったため財投債（国債の一種）が発行されるようになり、国債残高は毎年 50～70 兆円のペースで増加するようになった。ただし、財投債についてはこれまでのところ発行額の約 7 割が経過措置として郵便貯金及び年金積立金によって直接引き受けられており、市中で消化される額の増加ペースは表面上の増加額よりは小さいものとなっている。

図表 14 . 国債残高



国債の主な購入者を購入主体の種類別にみると、年によって変動はあるものの、全体的に購入額が増加傾向にある。2003年度は国内銀行が約 18 兆円と突出して多く、続いて年金資金が約 8.5 兆円、中央銀行が約 6.5 兆円、生命保険が約 4.9 兆円となっている（図表 15）。

図表 15 . 国債の購入額

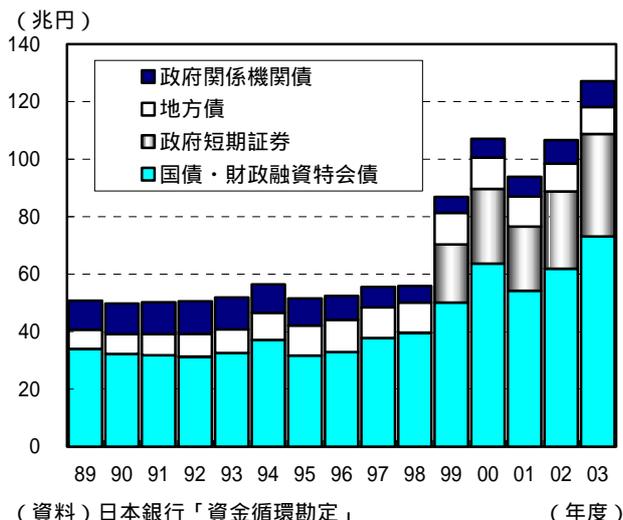


各主体の公債保有状況を見ると、まず国内銀行では国債・財投債残高も増加しているが、これに加え償還期間の短い（3 か月程度）政府短期証券のウェイトが大きくなっている。2003年度末には、国債・財投債の残高が約 73 兆円であるのに対し、政府短期証券は約 36 兆円となっており、短期運用の需要が強いことがうかがえる（図表 16）。

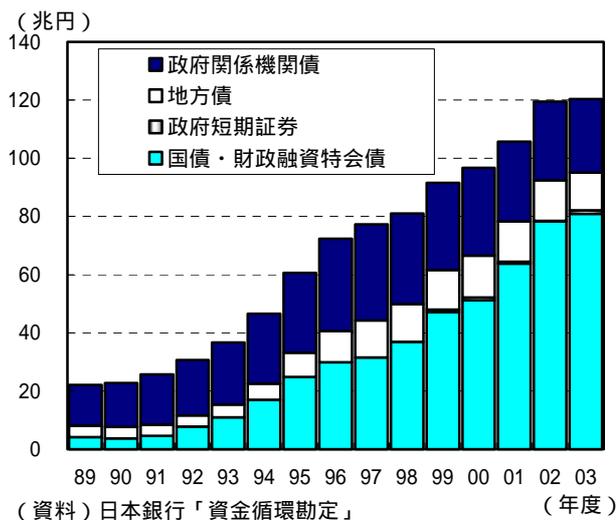
一方、生命保険会社では、国内銀行と同様に残高が増加しているが、資産内訳をみると、

政府短期証券の保有はほとんど無く、国債・財投債や政府関係機関債での運用が大半を占めている。資金調達が主に保険契約という長期の性格を有するものによっているため、運用も長期債券への投資が中心となっているようである。国債・財投債の保有残高は 2003 年度末で約 81 兆円と、国内銀行よりも多くなっている（図表 17）。また、中央銀行についても国債・財投債の保有が増加しており、残高は 2003 年度末で約 85 兆円と国内銀行や生命保険会社よりも大きくなっている（図表 18）。

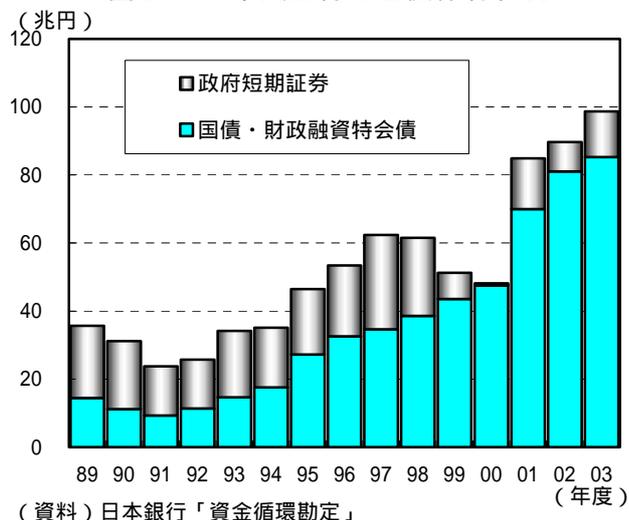
図表 16．国内銀行の公債保有状況



図表 17．生命保険会社の公債保有状況



図表 18．中央銀行の公債保有状況



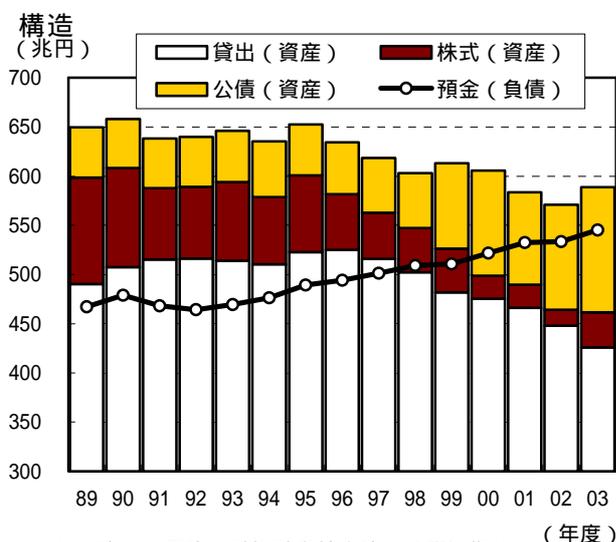
国債は発行額の増加にもかかわらず、これらの主体が保有残高を増やすことによって順調に消化されてきた。ただし、銀行や生保にしても無限に国債への投資額を増加させられるわけではない。他の資産を減らさずに国債保有高を増やそうとすれば、それに相当する資金を新規に調達する必要がある。また、資金調達額が変わらないのであれば、他の資産

での運用を減らす必要がある。

国内銀行と生命保険会社について調達と運用の構造の推移をみると、まず運用サイドでは、両者とも企業などへの貸出を減らす一方で、公債での運用を増加させている(図表 19、20)。

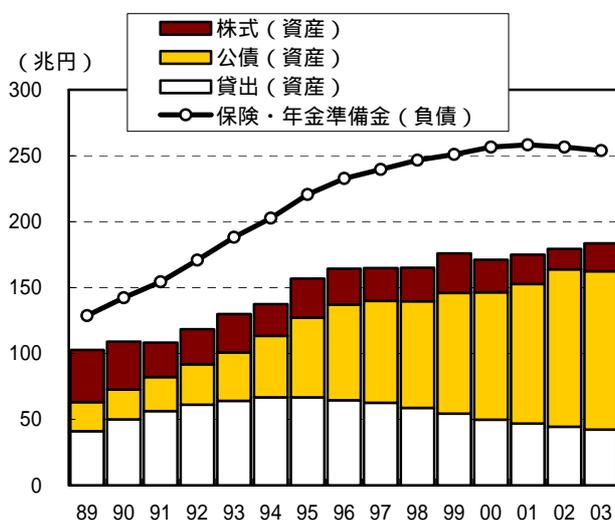
また、調達サイドをみると、国内銀行では主な調達形態である預金の漸増傾向が続いており、運用額の増加にはまだ余地があるようである。一方、生命保険会社では、主たる調達形態である保険・年金準備金が 2001 年度をピークに減少に転じている。足元までは資産構成の組み換えで公債保有額を増加させてきたが、調達原資の伸び悩みが起っており、今後の運用総額の拡大は余力が乏しいようである。

図表 19 . 国内銀行の調達・運用構造



(注) 公債は、国債・財投融资特会債、政府短期証券、地方債、政府関係機関債の合計
(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

図表 20 . 生命保険会社の調達・運用

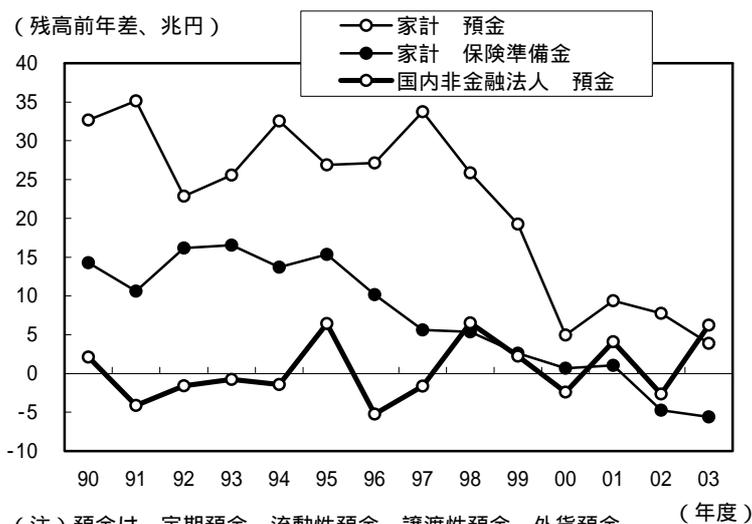


(注) 公債は、国債・財投融资特会債、政府短期証券、地方債、政府関係機関債の合計
(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

銀行や生保の資金調達を、資金を供給する側からみると、家計の保険準備金残高が減少していることがわかる(図表 21)。家計は、高齢化による貯蓄取り崩し世代の増加や給与所得の伸び悩みにより貯蓄率が低下しており、生命保険での運用は減少に転じている。また、銀行などへの預金についても増加は続けているものの、その増加ペースは 1998 年度以降急速に低下している。

企業については、2003 年度の預金増加額が 6.2 兆円増と家計を上回っている。企業への銀行貸出が減少する一方で企業からの預金は増加しており、利益の積み上げによって得た自己資金を企業が投資に振り向けず、預金として滞留させている様子が伺える。

図表 21 . 家計、企業の預金および保険準備金



(注) 預金は、定期預金、流動性預金、譲渡性預金、外貨預金の合計
 (資料) 日本銀行「資金循環勘定」

各経済主体の資金過不足の状況を見ると、一般政府部門の大幅な赤字が続いている状況に変わりはないが、黒字となって資金を供給する主体の状況には変化がみられる。過去においては家計部門が高い貯蓄率を維持することで黒字となり、企業や政府に対する資金の出し手となっていたが、上述のように足元では家計部門の貯蓄率は低下しており、2003年度には金融資産を取り崩す側にまわっている(図表 22)。家計部門は残高ではまだ多額の金融資産を有しており、ストック面では資金供給主体であることに変わりはないが、フローで見た行動では資金の取り手となっている。

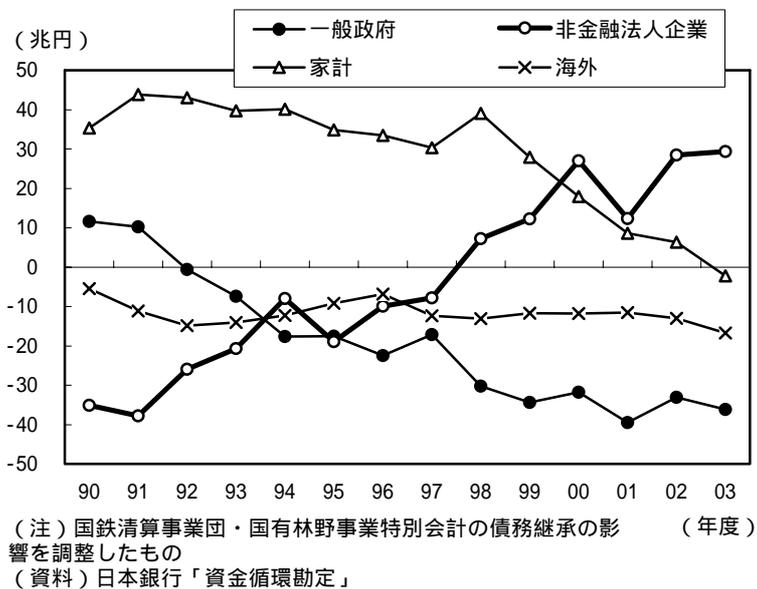
政府部門に加え家計部門が赤字となる中で、赤字主体に資金を供給する担い手となっているのは企業部門である。景気は回復しており企業の設備投資も増加しているが、企業はその原資を借入れの拡大には拠っておらず、収益回復によって得たキャッシュフローで賄っている。また、余剰資金についても実物資産への投資に充てず、銀行預金など金融資産での運用に滞留させている。こうして発生した企業の資金黒字が、政府の赤字を支える構造となっている。

現在は、企業はまだバランスシート調整を継続しており、借入れを拡大するには至っていない。しかし今後、経営体質の強化がすすみ、設備投資拡大の動きが強まってくると、借入れへの需要が高まってくることが予想される。そのとき、政府部門の赤字が改善されおらず家計も赤字のままであれば、資金需給が逼迫し、金利の高騰につながる。政府は高金利での国債発行を余儀なくされ、また、企業は金利高騰により思うように資金を調達できなくなる可能性がある。

こうした構造変化は短期間に起こるものではなく、足元ですぐに資金需給のバランスが崩れて長期金利が高騰するという懸念は小さい。ただし、中長期的にはこうした需給構造

の変化が金利に影響してくる可能性がある。長期金利の動向を考える上では、企業部門の資金調達行動の動向が鍵となつてこよう。

図表 22 . 各経済主体の資金過不足



以上