

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース 2006 年 3 月 第 37 号

テーマ： 量的緩和解除後の日本経済 ～景気拡大とマクロ政策の正常化～

日銀の量的緩和解除、原油高騰、政府の財政再建、デフレ脱却など、経済財政の課題は尽きませんが、今月は現時点での状況をどう読むか、三菱総合研究所後藤康雄主任研究員に解説をいただきます。

このページの要旨は **40 秒** でお読みいただけます。

景気は踊り場を脱却

いずれの景気指標をみても、景気は再び拡大しつつあることを示しています。景気の中身も、国内民需、外需がともに牽引するという良好な姿にあります。2006 年度の実質経済成長率は 2.5% と高めの伸びを続ける見通しです（三菱総合研究所予測）。

今後のリスク要因

当面の大きな下振れリスク要因として、海外景気が挙げられます。第 1 に、米国経済は一段と不透明さを強めています。第 2 に、原油高をはじめとする商品市況の高騰が内外景気に与える影響も予断を許しません。しかし、企業部門の過剰体質は概ね解消し、銀行部門の不良債権問題も峠を越えており、大きな流れとして日本経済の状況は改善していると見られます。

進む財政再建

こうしたなか、政府、日銀とも引締め政策を進めています。政府が進める財政再建路線は、国民負担の増加を前提とした内容になっています。決して軽い負担とはいえないですが、こうした負担の増加が消費腰折れの直接の引き金になるというシナリオはかなり遠のいています。

経済財政諮問会議は、本年 6 月公表予定の「骨太の方針 - 2006」で歳出歳入一体改革のための「選択肢と改革工程」を示す予定で、その内容が注目されます。

デフレ圧力の弱まり

推計によれば、2002 年第 1 四半期に 7.5% と非常に高水準となった GDP ギャップはそれ以降下落基調となり、2004 年第 4 四半期以降は 2 % 台に突入。2005 年第 2 四半期以降は 0 % 台、直近（2005 年第 4 四半期）では 12 年振りにマイナスとなった模様です。マクロ的にみた需要と供給のバランス（＝供給力 - 需要）を示す GDP ギャップがマイナスとなったということは、日本経済全体で、ようやく需要が供給を上回るようになったことを意味します。これは物価下落圧力を弱める方向に働きます。これは、日銀が金融引締めを進めている重要な背景になっています。



「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから → <http://www.gtjapan.com/library/index.html>

本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。

太陽 ASG グループ マーケティング コミュニケーション担当 田代知子 Tel: 03-3595-0304 Email: asgMC@gtjapan.com

量的緩和解除後の日本経済 ～ 景気拡大とマクロ政策の正常化～

(株) 三菱総合研究所 政策・経済研究センター
主任研究員 後藤康雄

1. 「いざなぎ景気」超えの公算

景気は「踊り場」を脱却した。いずれの景気指標をみても、景気は再び拡大しつつあることを示している。景気の中身も、国内民需、外需がともに牽引するという良好な姿にある。2006 年度は、企業部門の好収益が家計に波及していく度合いが強まるだろう。そうすると、GDP の 6 割弱を占める個人消費が増加し、景気のもう一段の拡大が期待できる。今年の 11 月まで景気回復が続くと、長さだけでいえば戦後最長の「いざなぎ景気」の 57 ヶ月を抜くことになり、実際その公算は高まっている。

こうした中、筆者がとりまとめを担当している三菱総合研究所の景気予測では、2006 年度の実質経済成長率は 2.5% と高めの伸びを続ける見通しにある。2% 前後と推計されるわが国の潜在成長率からみれば、過熱も落ち込みも回避しつつの安定的な成長が続くと予想している。

図表 2005・2006 年度の実質経済成長率の展望

(単位: %)

項 目	2004年度		2005年度		2006年度	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
名目GDP	0.5	***	2.0	***	2.5	***
実質GDP	1.7	***	3.3	***	2.5	***
内需	1.3	1.3	3.0	2.9	2.4	2.3
民需	2.1	1.6	3.7	2.7	2.9	2.2
民間最終消費支出	1.7	1.0	2.4	1.4	2.0	1.1
民間住宅投資	1.7	0.1	▲ 0.8	▲ 0.0	1.0	0.0
民間企業設備投資	5.4	0.8	8.3	1.2	6.0	0.9
民間在庫投資	***	▲ 0.3	***	0.2	***	0.1
公需	▲ 1.4	▲ 0.3	0.7	0.2	0.6	0.1
政府最終消費支出	1.8	0.3	1.7	0.3	1.8	0.3
公的固定資本形成	▲ 12.4	▲ 0.7	▲ 3.1	▲ 0.1	▲ 3.9	▲ 0.2
外需 (純輸出)	***	0.5	***	0.5	***	0.2
輸出	11.4	1.4	8.3	1.1	6.7	0.9
輸入	8.7	▲ 0.9	6.1	▲ 0.6	6.2	▲ 0.7

資料: 内閣府「国民所得統計」、予測は三菱総合研究所。

2. 今後のリスク要因

もちろん手放しで楽観できるわけではない。まず当面の大きな下振れリスク要因として、海外景気が挙げられる。特に、米国経済は一段と不透明さを強めている。バブル状態にある同国の住宅価格に、相次ぐ金利引き上げが予想以上の影響を与えれば、米国経済のみならず世界経済に大きな波乱を呼ぶ可能性もある。第 2 に、原油高をはじめとする商品市況の高騰が内外景気に与える影響も予断を許さない。このほかにも、ライブドア問題、新型インフルエンザ、耐震偽装問題など、経済にどのような影響を及ぼすかについて現時点での見極めが難しいリスク要因が散見される。しかし、これらのリスクが相当大きな形で顕在化しないかぎり、先に述べたとおり、「いざなぎ景気」超えの可能性が着々と高まっている。

このように、大きな流れとして日本経済の状況は改善している。これは、短期的な「景気」という視点からそうであるだけでなく、中長期的な経済構造の視点からみえることである。企業部門の過剰体質は概ね解消し、銀行部門の不良債権問題も峠を越えている。こうした中、90 年代以降、「何でもあり」のあらゆる手立てを講じて日本経済を支えてきた政府・日銀のマクロ経済政策もいよいよ正常化の方向を模索している。以下、政府の財政政策、日銀の金融政策の状況について見て行くこととする。

3. 進む財政再建

小泉内閣の総仕上げと目される 2006 年度予算は、定率減税の廃止などの税制改正、国から地方への税源移譲、高齢者の医療費自己負担見直し、公共事業費の削減などを盛り込み、財政改革路線色の強い内容となった。数字面では、国の一般会計予算の歳出規模は 80 兆円を切る水準に削減されている。公共事業関係費の削減幅は前年度比 ▲10.2%、地方交付税も同 ▲16.5% に減額される（注）。その他、社会保障関係費も医療費などを中心に見直しが行われ、▲1.2% 削減される。歳入サイドに目を移すと、税収の見積もりは 05 年度の補正後予算と比べて減額となっているが、ここには所得譲与税や所得税の税源移譲といった制度上の特殊要因による押下げが含まれており、実態的には景気回復を前提とした自然増収を見込んだ数字となっている。2010 年代初頭の黒字転換が目標とされているプライマリーバランスも、予算通りにいけば 2 兆円程度改善する見込みである。また、国債発行額は 30 兆円を切る水準が予定されている。

こうした財政再建路線は、同時に国民負担の増加を前提とした内容ともなっている。単純合算では、2005 年度が対前年度比 +1.6 兆円、2006 年度は +2.4 兆円の負担増加となりそうである。特に 2006 年度の増加分は雇用者報酬の約 1% に相当し、決して軽い負担とはいえない。しかしながら、企業から消費者へ所得の還元が徐々に進んでいる足元の状況に鑑みると、こうした負担の増加が消費腰折れの直接の引き金になるというシナリオはかなり遠のいている。

注：交付税減額は税源委譲等に伴う制度要因に帰する部分も大きい。



2006 年度財政に関するシミュレーション

2006 年度予算では国債発行額が 30 兆円を切るシナリオが提示されているが、実際の結果が予算通りにいくとは限らない。というのも、まず前提としている経済条件が達成されなければ、租税などの収入は予算を下回る可能性があるからである。また、金利上昇リスクもある。06 年度は日銀の金融引き締めを背景に、名目金利が上昇する可能性がある。金利が上昇すれば、国債の利払い費も増加圧力を受ける。06 年度当初予算における公債費は 05 年度補正後予算額を下回る数字となっており、この想定はやや甘いようにみえる。

そこで、今回の景気見通しの数値を前提とし、三菱総合研究所の財政シミュレーションモデルを用いて 2006 年度予算の分析を行った。これによれば、税収はむしろ政府予算額を上回る公算が大きく、プライマリーバランス（PB）の改善はかなり進むと考えられる。その一方で、金利上昇に伴い国債費は予算額を上回る可能性が高い。国債費の増加は、財政赤字を拡大させる方向に働くため、国債の所要発行額は 30 兆円を超える可能性も十分あり得る。政府・日銀の政策のバランスが目に見えやすい形で示される 1 年となるだろう。

図表 2005・2006 年度の一般会計政府予算とシミュレーション値の比較

単位: 兆円

		国債 発行額	一般会計歳入 (公債金収入 を除く)						その他収入 (前年度剰余 金含む)	普通国債 残高	国債費	PB
				租税及び印紙収入								
				所得税	法人税	消費税	その他国税					
2005年度	当社予測	33.2	53.4	47.2	14.4	12.5	10.1	10.2	6.2	532.2	19.5	-13.7
	政府補正後予算	33.5	53.2	47.0	14.7	12.5	10.5	9.4	6.2	na	19.6	-13.9
2006年度	当社予測	31.1	53.7	49.9	13.4	14.3	10.3	11.9	3.8	563.3	22.4	-8.7
	政府当初予算	30.0	49.7	45.9	12.8	13.1	10.5	9.5	3.8	na	18.8	-11.2

資料：政府予算値は財務省、「当社予測」は三菱総合研究所による推計値。

財政関連の中期的論点

こうした中、経済財政諮問会議は、本年 6 月公表予定の「骨太の方針 - 2006」で歳出歳入一体改革のための「選択肢と改革工程」を示す予定である。わが国経済の構造的な変化を踏まえ、現実的な財政再建パッケージとしていかなる方向性があり得るのか、その内容が注目される。

今後は財政改革とともに、公務員制度や市場化テストといった行政改革も改革テーマとしての重みを増すことが予想される。金融再生、規制改革、成長戦略などの効果もあって民間経済の体力アップが進む中で、日本経済のさらなる再生のためには、行政部門の意識改革、業務プロセス改革が必要となる。制度インフラとしての予算編成や政策評価においても、民間類似の経営管理手法やナレッジマネジメントなどの付与が目指されるものと思われる。

4. デフレと金融政策を巡る状況

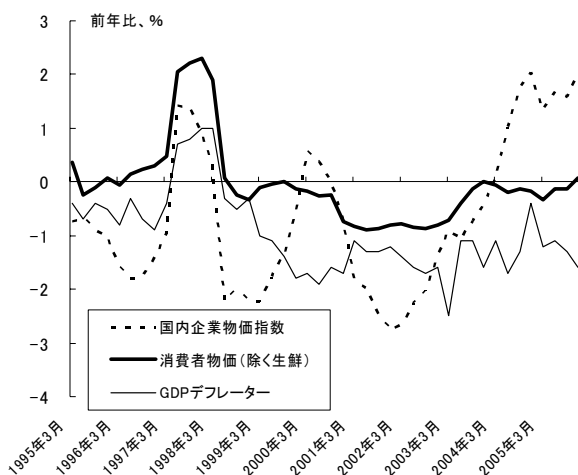
デフレ圧力の弱まり

いばらの道が予想されつつも、政府は財政再建の方向に大きく舵を切った。一方の日銀の金融政策はいかなる状況であろうか。日銀は 3 月 9 日、5 年間続いた量的緩和政策を解除した。金融政策も、大きな流れとして着実に引き締め方向に向かっている。その最大の背景は、マクロ経済環境の好転、とりわけデフレ圧力の弱まりである。日銀が政策運営上もっとも重視している消費者物価（CPI）をはじめ、各種物価指標はデフレ圧力の弱まりを示している。また、物価指標そのものに加え、景気など物価動向に影響を与えるマクロ経済環境も、トレンド的に改善傾向にある。

その象徴的なところとして、マクロ的な需給バランスを表す GDP ギャップが縮小している。当方の推計によれば、2002 年第 1 四半期に 7.5% と非常に高水準となった GDP ギャップはそれ以降下落基調となり、2004 年第 4 四半期以降は 2% 台に突入した（注）。2005 年第 2 四半期以降は 0% 台となり、直近（2005 年第 4 四半期）では 12 年振りにマイナスとなった。マクロ的にみた需要と供給のバランス（＝供給力－需要）を示す GDP ギャップがマイナスとなったということは、日本経済全体でみて、ようやく需要が供給を上回るようになったことを意味する。当面景気は拡大傾向を続けると見込まれるため、今後もデフレ圧力は弱まっていくと予想される。

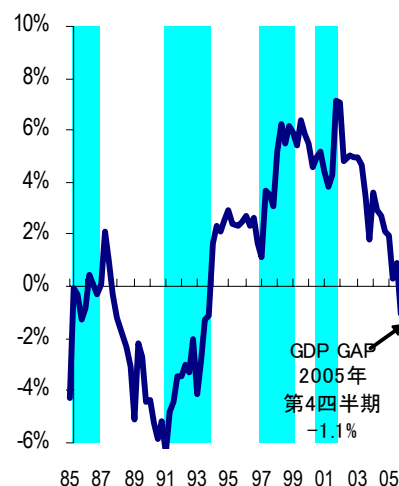
注：潜在 GDP を推計し、GDP ギャップを導出した。潜在 GDP とは、資本ストックならびに労働ストックがフルに稼働した場合に可能な生産水準をみるもので、その潜在 GDP と実現した GDP との比率を取ったものが GDP ギャップである具体的には、 $\text{GDP ギャップ} = (\text{潜在 GDP} - \text{実現した GDP}) / \text{潜在 GDP}$ として表される。通常は景気回復局面において GDP ギャップは縮小し、景気停滞局面においては拡大する。なお、当推計においては、資本と労働の生産要素をフル稼働（中長期的に維持可能な正常水準の稼働率と均衡失業率）した場合の潜在 GDP と、実現した GDP の比較を行っている。また、本指標は、経済全体の供給力と総需要の乖離を示すものであるゆえ、物価動向の評価にも用いられる。

図表 各種物価指標の推移



資料：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、内閣府「国民所得統計速報」より作成

図表 GDP ギャップの推移



注：網掛け部分は景気後退後、網掛けの無い部分は景気拡張期を示す。
 資料：内閣府「国民経済計算年報」等より三菱総合研究所推計、作成。

量的緩和の解除とその後

日銀は、次なるステップとして「利上げ」を模索するはずである。これまでのところ日銀と市場との対話は円滑に進んでおり、マーケットは日銀の意図を汲み取り、徐々に利上げを織り込んできている。今後日銀との対話が必要なのは政府である。政府は、量的緩和の解除にも相当の抵抗感を示したが、本当の関門は利上げである。達観していえば、量的緩和の解除自体は政府にとって“直接的な”ダメージは限られている。しかし、財政の項でも述べた通り、金利が上昇し始めると、政府債務の利払い費の上昇という直接的な負荷がかかってくる。



金利動向は、当面の予算に影響してくるだけでなく、中長期的な財政運営方針にも密接に絡んでくる。記憶に新しい、長期金利と名目成長率の高低をめぐる「与謝野・竹中」論争においても、根底では今後の日銀の金利政策の運営が焦点となっていた。同論争それ自体は、「長期金利のほうが名目成長率より高いのが普通」とする与謝野経済財政担当大臣と、「長期金利は名目成長率より低い」という竹中平蔵総務大臣の意見対立であった。戦後の長期的なデータをみると、どちらかが完全に間違っているという類のものではなく、近年は与謝野大臣の主張に近く、戦後から高度成長期にかけては竹中大臣の主張に近い。そこで鍵を握るのは金融政策である。日銀がかねがね主張してきたように、金融政策によって自由自在に長期金利をコントロールはできないだろうが、量的緩和政策下での長期金利の低位安定をみるまでもなく、相当強い影響力を与えることができるのも事実である。もし今後中長期的に日銀が政府に“協力”して、人為的な低金利策を続ければ、竹中路線を実現できる可能性は否定できない。

デフレ解消のために政府と日銀は協調を標榜してきたが、本来両者の政策目標や行動原理は完全には一致しない。デフレ圧力が弱まるなか、政府と日銀が「引き締め合戦」に無用なエネルギーを費やすことがないよう、両者の対話が一段と重要な局面となる。

以上

執筆者紹介：

後藤 康雄（ごとう やすお）

（株）三菱総合研究所 政策・経済研究センター 主任研究員

【略歴】

1988 年 3 月 京都大学経済学部卒業

1995 年 6 月 シカゴ大学経済学修士号取得

1988 年 4 月 日本銀行入行

金融研究所、国際局などを経て

1997 年 4 月 （株）三菱総合研究所入社

2000 年 4 月より現職

【外部委員】

参議院事務局客員調査員（2003 年 10 月～）

日本道路公団「高速道路の交通量推計手法の改善に関する調査委員会」委員
（2005 年 4 月～）

日本青年会議所「第一政策委員会」アドバイザー（2002 年度）などを務める。

【論文・著作等】

「政府と金融システム」（慶応大学池尾和人教授との共著）、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第 79 号（2005）

「入門日本経済」、日本経済新聞「ゼミナール」欄での連載（共著、2005）

「ノーベル賞と経済学者」、日本経済新聞「やさしい経済学」欄での連載
（共著、2003）

『金融政策の政治経済学』（共訳）東洋経済新報社（2002） など多数