

## (2) 過剰設備の観点

過剰資産の売却、生産性の高い設備に新規投資、設備更新時期の延長などの設備に関するリストラを断行すべきである。

(注) 本問とは、直接関係はないが、債務の過剰も常に念頭に置いておくことが大切である。

## 問5

次の順序で記述するとよい。

- ① 収入面 ⇒ 賃金の抑制や雇用のリストラが進むと、全体として家計の総収入が減少する。
- ② 意識面 ⇒ 雇用リストラの進捗が進むと、さらに、賃金(所得)の減少を予想する。
- ③ 支出面 ⇒ 賃金(所得)の減少に伴って、消費支出を抑制する行動をとる。
- ④ 貯蓄面 ⇒ さらに、将来の所得の減少も予想するので、貯蓄を増加する行動をとる。
- ⑤ 景気変動に与える効果 ⇒ 以上のように、雇用のリストラ等により所得の減少を招来し、消費支出を抑制する行動をとって、景気へ悪化の方向に働くように思われるが、GDPに占める消費支出は比較的安定して消費されている(平均消費性向が安定している)ので、景気変動への影響はそれほど、大きくないと思われる。

(注) 答に記述されているラチェット効果は、最近あまりみられなくなっていることにも留意しておくこと。

## 問題 No. 3

名目GDP成長率と企業業績の推移(H21年・午前・第1問)

## 問1

- (1) 上場企業の営業利益は、1年度が減益、その後は増益に転じている。このことから、景気は1年度を底として回復していると考えられる。
- (2) 景気の状態から判断して、1年度まで政策金利は引き下げられ(もしくは低位で推移し)、その後は引き上げ過程に入った。5年間の平均名目GDP成長率が2%、GDPデフレーターが1%の低インフレであることからすれば、5年間の政策金利の平均値はたかだか1%台と考えられる。

(注: 政策金利の平均値について、論理が整合的であれば、多少の数値の違いがあっても正解とする。表を無視し、現実の日本の政策金利水準を書いた場合は不正解とした。)

## 問2

- (1) 上場企業の利益構造に関して、次の3つの効果が指摘できる。①設備投資が抑制されていることから、資本回転率の向上と減価償却費の平均伸び率が低かったと考えられる。②人件費抑制効果が働いているため、労働分配率が低下し、人件費の平均成長率がマイナスになったと考えられる。③1年度を底として景気が回復して売上高が増加したため、足元では売上高に対する固定費の割合が低下し、レバレッジ効果が働いている。

(2) 1年度を底として上場企業が増益を続けているために、企業業績に対する投資家の成長期待が高まっている。同時に、上場株式に対して投資家が要求するリスクプレミアムが低下している。以上から、投資家が推定する企業価値が高まり、株式が買われたために、株式投資収益率が企業利益の増加率を上回っている。

(3) 海外での企業の生産活動(付加価値生産)はGDPに含まれない。つまり、上場企業の海外生産シフトによって海外で生み出される利益が増加しても、それは直接には日本のGDPとはならない。このため、名目GDP成長率を上回る企業業績の向上がもたらされたと考えられる。

(注：海外で生産することで低賃金の労働力を活用できる、海外の高い成長力を享受しやすくなる等の解答も正解として扱った。)

問3

資産回転率の向上や減価償却費の抑制、労働分配率の低下はしばらく続く可能性があるものの、いずれ限界に達する。景気の拡大にともなって設備や人員の増強、賃上げが必要になると考えられるからである。日本や海外が景気後退期に入れば、レバレッジ効果は逆に働き、投資家の期待も逆に働く。以上から、株式投資収益率が名目GDP成長率を上回る状態はしばらく続くかもしれないものの、永続するものではない。

(注：金融が引き締められる、海外の成長率がいずれ低下する等の解答も正解として扱った。また、海外と日本の成長格差が続くので株式投資収益率が名目GDP成長率を上回る状態が永続するとの解答には(永続する可能性はないものの)部分点を与えた。)

【解説】

問1

(1) 日本の景気がどのように推移したかを企業業績の推移から答える問題であるから、売上高、営業利益及び人件費等からその推移を記述すれば良い。

[ 企業業績の推移 ]

年度		×××0	×××1	×××2	×××3	×××4	×××5
売上高	金額	512.5	500.7	508.3	539.2	565.2	598.0
	増減	—	減少	増加	増加	増加	増加
営業利益	金額	20.8	19.8	22.3	25.8	28.0	30.2
	増減	—	減少	増加	増加	増加	増加
人件費	金額	52.2	51.1	50.8	50.2	49.8	49.9
	増減	—	減少	減少	減少	減少	増加

×××1年度は売上高の減少(減収)、営業利益の減少(減益)したが、翌年以降売上高、営業利益ともに増加(増収・増益)しているので、景気は×××1年度を底として回復していると考えられる。人件費は減少傾向にあるので増益に貢献している。

(2) 政策金利の推移について、記述するのであるから、次の2点より答えを書けばよい。

① 上記(1)の景気推移から

×××1年に景気が底であり、その後景気が回復している。よって、政策金利は×××1年まで低水準であり、その後、景気の回復に伴って上昇したと考えられる。

② フィッシャー方程式より推定

名目GDPと実質GDPの平均成長率から、5年間の平均インフレ率を推定することができる。

$$\begin{aligned} \text{期待インフレ率} &= \text{名目GDP成長率} - \text{実質GDP成長率} \\ &= 2.0\% - 1.0\% = 1.0\% \end{aligned}$$

さらに、フィッシャー方程式より、名目金利水準は実質金利水準と期待インフレ率の合計と定義される。

よって、平均的に期待インフレ率1%が政策金利であったと推定できる。

問2

(1) 企業の利益構造の観点から株式投資収益率が名目GDP成長率より大きかったことを明らかにするので、企業の利益構造を先ず考えることが重要になる。

利益構造は、裏を返せば費用構造ということになる。費用で重要なものは、人件費、設備投資に伴う減価償却費、債務に対する金融費用である。本問については、前二者について、利益貢献したことを記述すればよい。

① 人件費について

労働分配率は、売上高が上昇(3.1%)し人件費が低下(-0.9)しているので低下している。この労働分配率の低下が増益に貢献している。

② 減価償却費について

総資産の平均伸び率が1.9%、売上高の平均伸び率が3.1%であるので、資産回転率が上昇している。この資産回転率の上昇により、設備投資が抑制され、それほど減価償却費が上昇したとは考えにくい、ほぼ横這いである。これが、増益に貢献した。

③ 設備投資の減少と営業レバレッジ

設備投資が減少し、減価償却費である固定費が減少したことにより、営業レバレッジ(=限界利益/営業利益)が低下した。景気回復により売上高が上昇し、営業レバレッジ効果が働き、増益に貢献したと推定される。

以上により、企業価値が高まり、株式価値を高め、株式投資収益率が高かったと推定できる。

(2) 投資家の期待観点から株式投資収益率が大きいことを説明するのであるから、投資家のリスク・プレミアムに対する態様の観点から説明する。

以下のポイントを記述すればよい。

① 企業業績が増益を続けているので、さらなる業績上昇が期待されていること。

- ② 景気が回復してきているので、投資家のリスク・プレミアムが低下し、株価上昇が期待されること。
- ③ 企業業績の上昇により、企業価値が高まり、その結果として株式価値が高まると期待していること。
- (3) 名目GDPより高い要因であるから、生産拠点の海外シフトとGDPの関係を説明すればよい。

海外での生産活動の成果は、外国のGDPには含まれるが、国内のGDPには含まれないので、海外での生産活動が業績に貢献しても、国内GDPには反映されない。よって、株式投資収益率が名目GDP成長率より高い理由である。

## 問3

景気が回復して業績が上昇したとしても、いずれは、新規設備投資の増加や人件費の増加が起きる。その結果、企業業績の上昇率は低下しはじめる。さらに、景気が悪化すれば、営業レバレッジが高まり、売上高の減少による営業利益の減少幅が高まり、株式投資収益率が名目GDP成長率を上回る状態が続くことは困難となる。

問題 No. 4	プライマリー・バランスと財政赤字 ( H17年・午前－第2問 )
----------	----------------------------------

## 問1

- (1) プライマリー・バランスは、公債発行額以外の歳入から国債費を除く歳出を差し引いたもの(または国債費から公債発行額を差し引いたもの)である。

計算式：  $(44.0 + 3.8) - (16.1 + 47.3 + 0.4) = (\text{または } 18.4 - 34.4 = ) 16 \text{兆円 (赤字)}$

名目GDP比は  $16 / 512 = 0.03125$

答え： 3.1 %

- (2) 答え：名目経済成長率  $\geq$  名目金利となること。

理由： プライマリー・バランスがゼロ(均衡)の状態では、公債発行額マイナス国債費がゼロなので、公債残高は毎年利払費分だけ増大する。名目GDP成長率が名目利子率に等しければ、公債残高は名目GDPと同率で増大するので、公債残高の名目GDP比は一定に保たれる。公債残高の対名目GDP比が上昇しなくなるには、名目金利  $\leq$  名目GDP成長率であることが必要となる。