

## 調査レポート

# 日本経済ウォッチ (2011年2月号)

### 【目次】

1. 今月のグラフ ..... p.1  
～ 企業部門の債務調整の長期化が懸念されるスペイン経済～
2. 景気概況 ..... p.2  
～ 景気は踊り場を脱しつつある～
3. 今月のトピック: 当面の景気動向 ..... p.3～11  
～ 景気はまもなく踊り場を脱する見込み～
  - (1) 踊り場における各経済指標の動向
  - (2) 今後の鍵を握る自動車工業と電子部品・デバイス工業
  - (3) 踊り場脱却後も先行きには慎重な見極めが必要

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社  
調査部 小林 真一郎、鶴田 零 ( chosa-report@murc.jp )  
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4  
TEL: 03-6711-1250

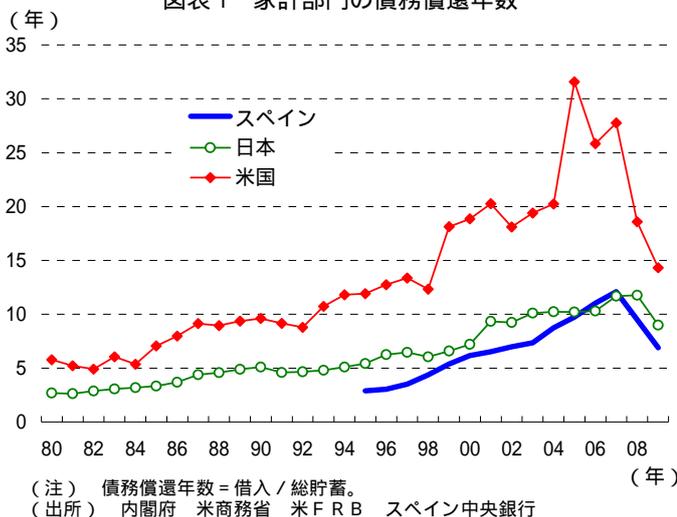
1. 今月のグラフ ～企業部門の債務調整の長期化が懸念されるスペイン経済～

欧州での財政問題の深刻化が懸念されている中、スペイン経済の動向に注目が集まっている。財政再建のためには民間部門の活性化が不可欠だが、不動産バブルの発生と崩壊を通じ、スペインでは政府だけでなく民間部門も過剰債務を抱えている可能性がある。失業率は20%を超える水準にまで上昇しており、景気は依然として厳しい。

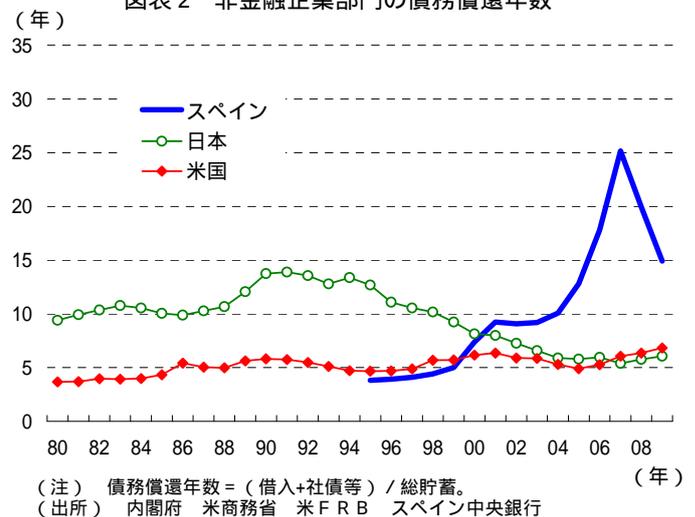
スペインの家計部門と企業部門（金融機関を除く）の債務負担の重さをみるために、債務償還年数（＝有利子負債／貯蓄）を試算してみた。債務償還年数は、キャッシュフローに比べ過大な債務を抱えていると長期化する。まず家計部門についてみると、あまり問題はなさそうである（図表1）。債務償還年数は2007年にかけて緩やかに長期化しているが、水準としては10年前後と日本と同程度であり、住宅バブルが発生した米国に比べ短い。一方、企業部門は相当な過剰債務を抱えている可能性が高い（図表2）。借入金利の低下や支払い法人税の減少により企業のキャッシュフローはこのところ改善してきているものの、債務償還年数は2009年時点でおよそ15年と、バブル期の日本と同じくらいにまで長期化しており、足元の日本や米国に比べかなり長い。スペインではリゾート開発などに積極的に関与していた建設業や不動産業向けの貸出を中心に銀行の不良債権が大幅に増加しており、こうした業種で過剰な債務が積みあがっているとみられる。

家計部門ではなく企業部門が過剰債務を抱えている点で、現在のスペインの状況はバブル崩壊後の日本とよく似ている。家計が返済原資を確保するには返済が可能となるまで消費水準を下げればよいだけなので、過剰債務の調整は比較的短期間で終わるといえる。最近の米国がその例だ。一方、企業の場合、コストカットをしながらも売上を確保し本業の収益力を改善させるのには困難が伴う。日本では、借入の圧縮を伴うバランスシート調整による景気の低迷や銀行の不良債権問題の深刻化などを経て、2000年代の後半に入ってようやく企業の過剰債務は解消した。日本の例になぞらえると、企業部門が多額の過剰債務を抱えているスペイン経済の低迷はかなり長引く可能性がある。（鶴田 零）

図表1 家計部門の債務償還年数



図表2 非金融企業部門の債務償還年数



## 2. 景気概況 ~ 景気は踊り場を脱しつつある ~

景気は踊り場を脱しつつある。

これまで動きが鈍かった輸出がようやく堅調さを取り戻してきた。実質輸出で見ると、昨年8月から11月まで4ヶ月連続で前月比マイナスとなっていたが、12月は同+7.2%と急増し、今回の景気回復局面でのピークである2010年7月の水準にほぼ並んだ。輸出数量指数では12月は前月比+3.0%と2ヶ月連続で増加している。

鉱工業生産も基調が変わってきた可能性が高い。昨年6月から10月まで5ヶ月連続で低下したが、11月に続き12月も前月比+3.1%と堅調に増加した。1月の生産予測指数では同+5.7%と高い伸びが予想されており、中でも鉄鋼業、輸送機械工業、一般機械工業が堅調に増加する見込みである（ただし、2月は同-1.2%と増加が一服する見込み）。1月が前月比で+1.6%以上となれば今回の景気回復局面でのピークである2010年5月の水準を上回り、生産活動は横ばい圏を抜け出すことになる。

雇用・所得も改善の動きが続いている。12月の完全失業率は4.9%と10ヶ月ぶりに5%を下回った。また、12月の一人あたり現金給与総額は、特別給与の落ち込みにより前年比-0.4%と10ヶ月ぶりに前年比で減少したが、所定内給与が同+0.3%と32ヶ月ぶりに増加に転じるなど、持ち直し傾向は続いている。

一方、個人消費については、駆け込み需要の反動減により自動車、薄型テレビとも販売が低迷しており、10~12月期の実質GDPは、個人消費の落ち込みを主因として前期比でマイナス成長に陥った。しかし、1月以降は自動車の販売の落ち込みには歯止めがかかっており、個人消費はエコ家電の販売低迷の動きが加わる1~3月期がボトムとなり、その後は所得の持ち直しを背景に回復基調に転じてくると思われる。

ただし、踊り場を抜け出したとしても、景気がそのまま順調な回復軌道に戻るかどうかは明らかではなく、いくつか懸念材料がある。まず、電子部品・デバイス工業で在庫が積み上がっている点である。IT関連財については世界的に需要が強いため、在庫調整は比較的短期間で終了すると予想されるが、調整が長引くようであれば生産全体の伸びを抑制する要因となる。さらに、原油など国際商品市況の上昇が続いており、世界的に物価上昇圧力がまっていることも懸念材料である。日本国内でも12月の国内企業物価は前年比+1.2%とすでにプラスに転じており、プラス幅も拡大傾向にある。こうした川上の物価上昇を受けて、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）も12月分が前年比-0.4%とマイナス幅が縮小している。物価上昇圧力が増せば、実質所得の目減りを通じて個人消費にはマイナスに効いてくる。さらに、企業はコスト上昇分を販売価格に十分に転嫁することは難しく、企業利益を減少させる要因にもなる。

踊り場を脱した後、景気は必ずしも順調に拡大していくとは限らない。現時点で景気の先行きに過度に楽観的になることは禁物であろう。 （小林 真一郎）

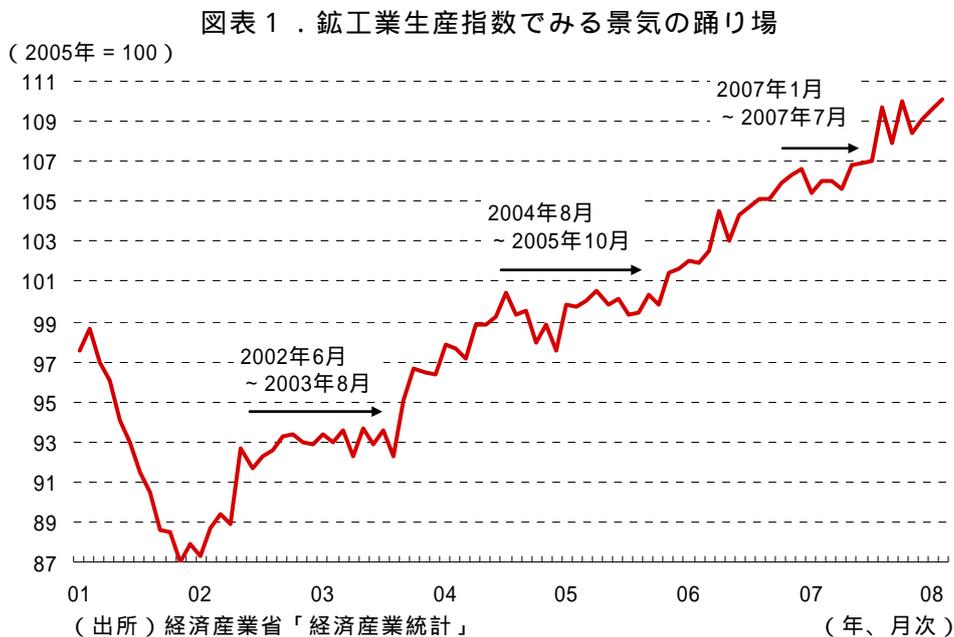
### 3. 今月のトピック：当面の景気動向～景気はまもなく踊り場を脱する見込み

昨年秋以降に景気はいったん足踏み状態に陥った。いわゆる景気の踊り場の状態に入ったものと考えられる。ところが、最近になって発表された経済指標では、踊り場を抜け出す気配がうかがえるようになってきた。しかし、実際に景気はこのまま踊り場を抜け出すとみても大丈夫だろうか。また、前回の踊り場では、経済指標はどのような動きをしており、今回の動きと比べて何か違いがあるのだろうか。

今月は、前回の踊り場における経済活動の動きと足元の動きを比べるとともに、踊り場を抜け出す可能性について考えてみた。

#### (1) 踊り場における各経済指標の動向

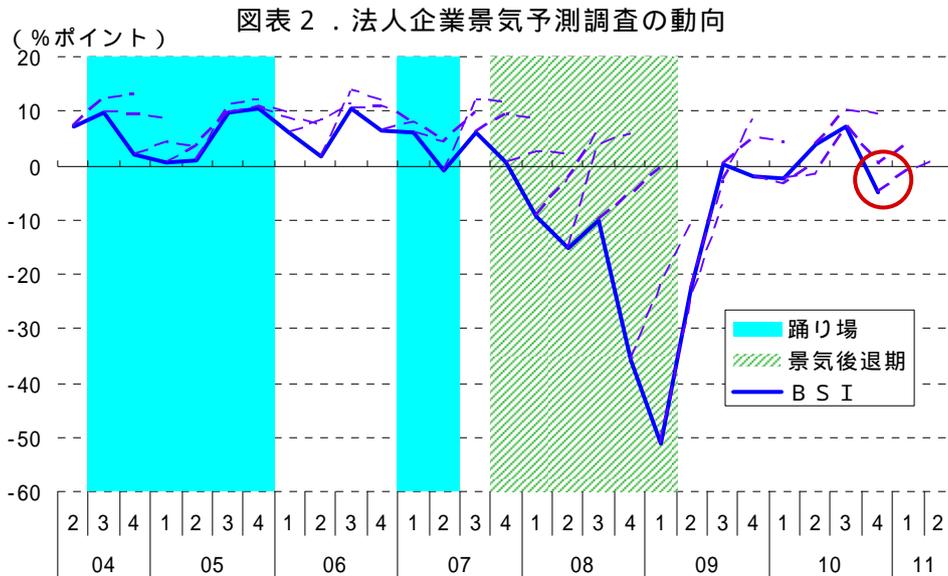
景気の踊り場についての正式な定義はないが、景気的一致指標である鉱工業生産指数が概ね横ばい圏内で推移している時期と、それほど大きくずれていないと考えられる。前回の景気拡大期においては、下記の図表1の3つの期間が相当するものと思われる。なお、今回の踊り場については、鉱工業生産指数は2010年5月がピークであったものの、景気全般の動きを勘案して2010年10月からと考えた。



それでは、前回の踊り場の状況と、現在の状況をいくつかの経済指標を使って比較してみよう。

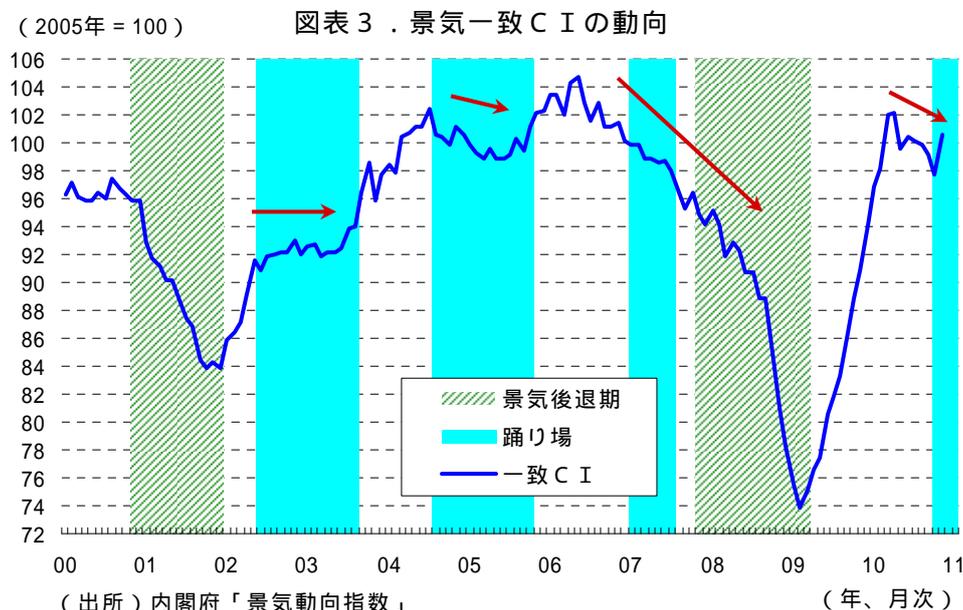
まず、法人企業景気予測調査における景況BSI（大企業全産業）の現状判断の推移をみると、2010年10～12期では-5.0と3四半期ぶりにマイナスに転じている（図表2）。

この景況 B S I がマイナスに転じた場合には景気が山をつけるシグナルになるが、過去の動きをみると、踊り場においてはゼロ近辺まで低下した後は再び上昇している。2011 年 1 ~ 3 月期分は 3 月半ばに発表される予定であるが、ここでプラスに転じるようであれば、景気が踊り場を脱する可能性が高まってくる。



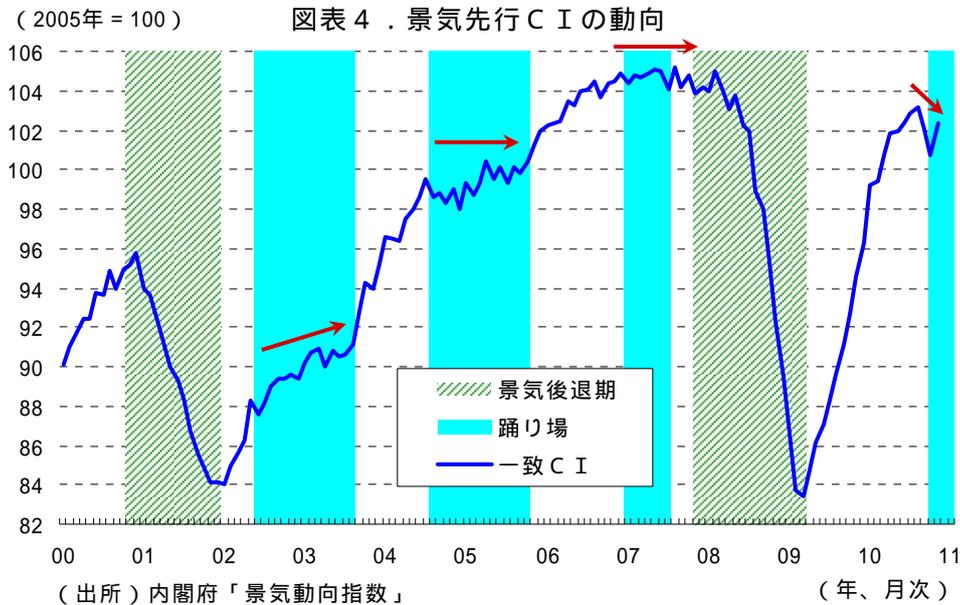
(出所) 内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

次に、景気動向指数の一致 C I の動きをみると、前回の踊り場では停滞もしくは低下し、景気後退期では急速に悪化している(図表 3)。今回の踊り場でも一致 C I は低下基調に転じており、景気が踊り場に入ったことを示唆していたが、最近では鉱工業生産指数などの上昇により 11 月分が急改善している。生産の動きなどから判断すると、12 月以降も上昇する可能性が高く、局面変化の判断は当面回避されると考えられる。

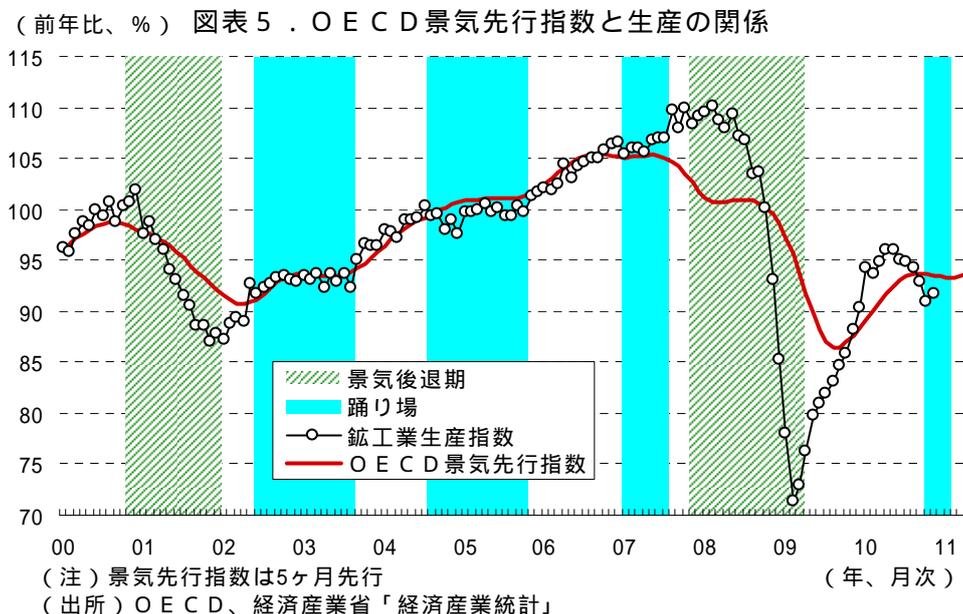


(出所) 内閣府「景気動向指数」

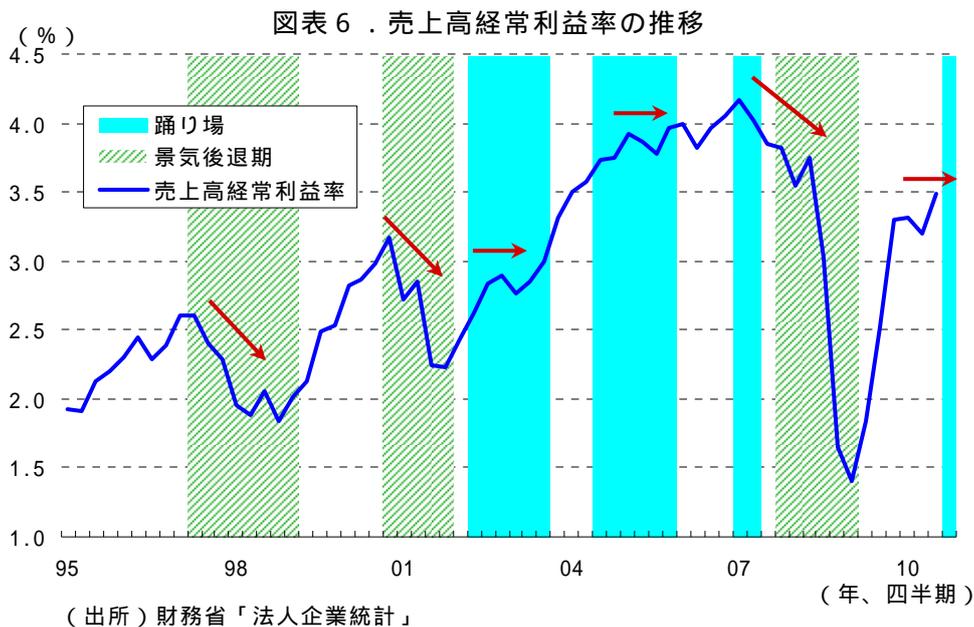
先行C Iの動きをみても、景気後退期では明確な下落基調にあるが、前回の踊り場では横ばい圏での推移にとどまっておろ、はっきりと低下に転じているわけではない(図表4)。足元についても、いったんは低下に転じたものの再び持ち直してきており、その意味では近い将来での景気後退期入りを示すものではないと考えられる。



なお、同様の経済指標であるOECD景気先行指数(CLI)の動きについても確認しておこう。OECD景気先行指数は、景気動向、具体的には鉱工業生産指数に先行して変動するように作成されているが、過去の景気の踊り場では鉱工業生産指数と同様に横ばいで推移し、後退局面では生産にやや先行して低下している(図表5)。足元では横ばい圏内にあるが、小幅ながら8月をボトムに11月まで3ヶ月連続で上昇しており、生産が底割れするリスクが小さいことを示唆している。



さらに、企業利益（売上高経常利益率）についてみると、踊り場では改善が一時的に鈍る傾向があるのに対し、景気後退期では悪化傾向が鮮明となっている（図表6）。このため、2010年度下期に企業業績が悪化すれば景気後退期入りの可能性も出てこよう。実際、2010年度に入ってから企業業績の改善ペースが鈍っており、企業業績の面からも景気が踊り場に近い状態にあることがうかがえる。しかし、ここに来て企業業績の改善傾向が続いていることが上場企業各社の決算から明らかになっており、現時点では景気が後退局面に入る懸念は小さいと考えられる。

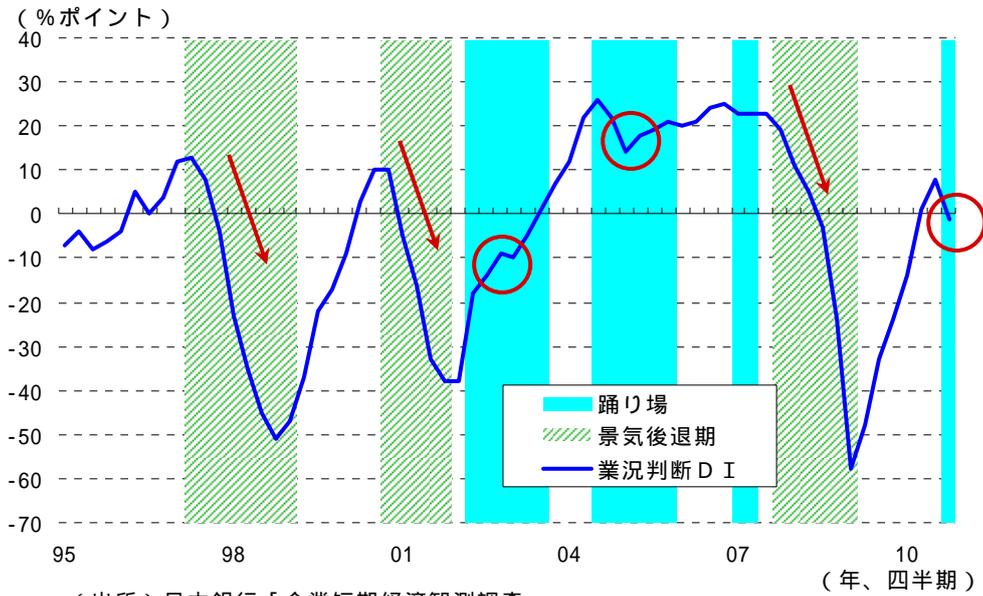


## (2) 今後の鍵を握る自動車工業と電子部品・デバイス工業

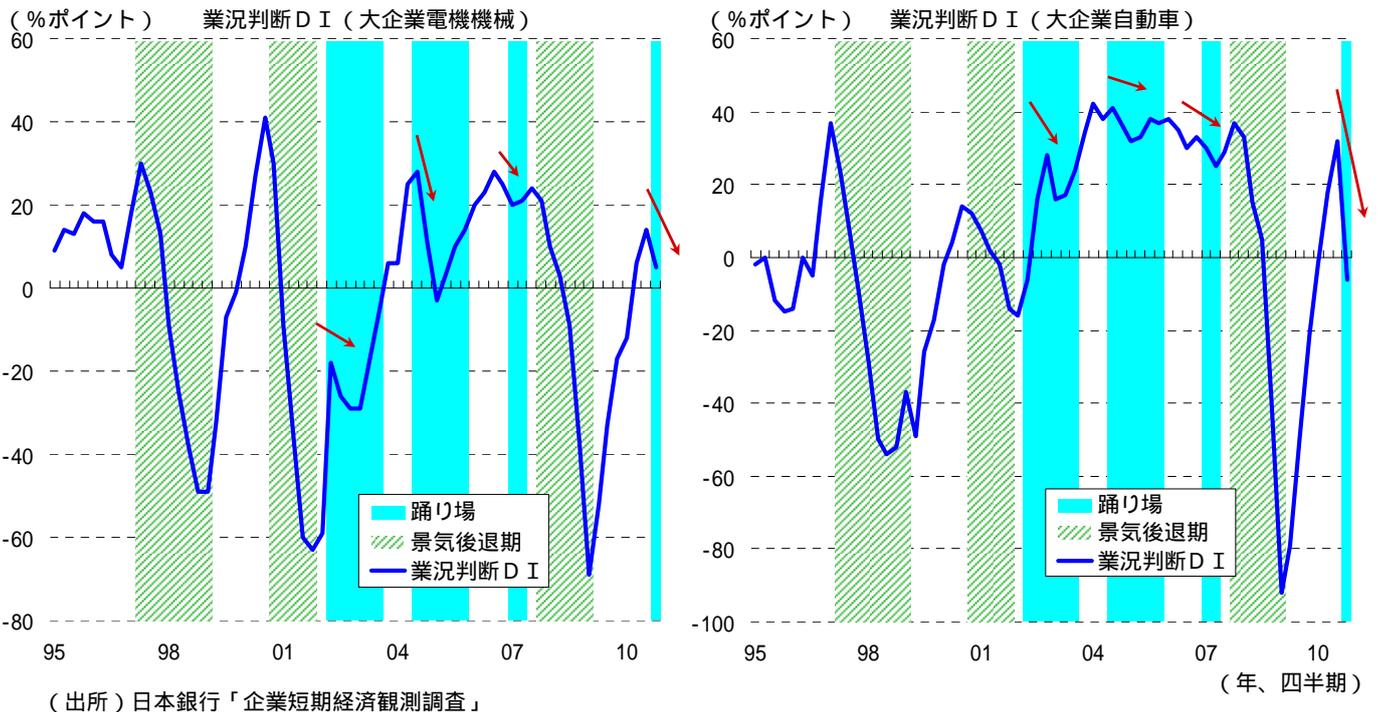
景気の一致指標の代表例としては、日銀短観の業況判断DIが挙げられる。中でも大企業製造業の業況判断DIは、景気の転換点を判断する上で重要なツールとして知られている。大企業製造業の業況判断DIの前の踊り場での動きをみると、一時的に低下ないしは横ばいで推移しているが、足元でも12月調査が悪化しており、踊り場入りを支持する内容となっている（図表7）。2007年においては、3、6、9月調査で横ばいとなった後、12月調査で悪化に転じ、2008年3月調査で悪化に歯止めがかからず、景気は後退局面入りしている。このため、次回の2011年3月調査でも業況判断DIの悪化が続くようであれば、景気が後退するリスクが高くなることを示唆している。

なぜ、前回の踊り場では、いったん業況判断DIが悪化したのだろうか。大企業製造業の業種別の動きをみてみると、特に悪化・停滞の動きが目立ったのが、電気機械工業と自動車工業であることがわかる（図表8）。業況判断DIの動向から判断すると、前回の踊り場は電気機械工業と自動車工業によってもたらされた可能性がある。

図表7. 日銀短観の業況判断D I (大企業製造業) の悪化



図表8. 電気機械工業と自動車工業の業況判断D I (大企業)

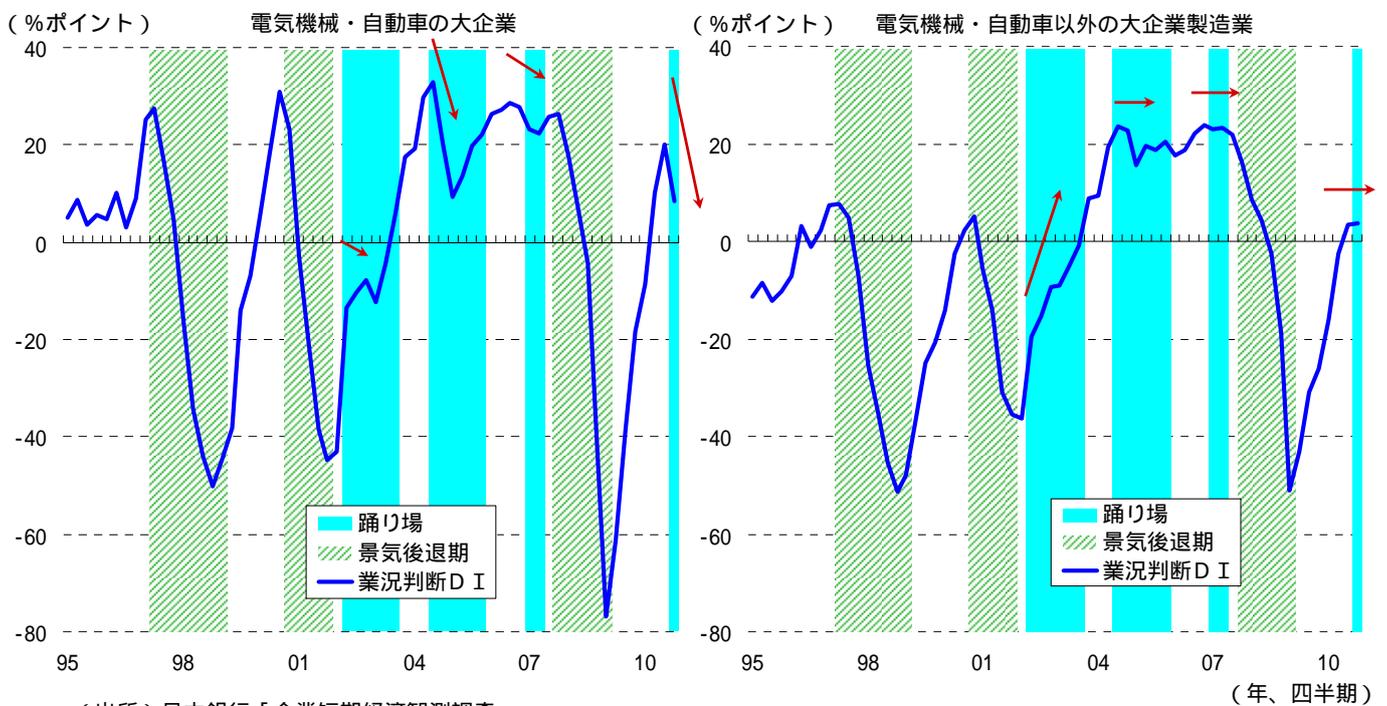


そこで、「電気機械工業と自動車工業の業況判断D I」と「電気機械工業と自動車工業以外の大企業製造業の業況判断D I」をそれぞれ作成して比較してみると、その違いがより鮮明となる。「電気機械工業と自動車工業の業況判断D I」では、前3回の踊り場局面では、いずれも悪化の動きが認められる(図表9左)。これに対し、「電気機械工業と自動車工業以外の大企業製造業の業況判断D I」では、前3回の踊り場においてもD Iは横ばいか小

幅の悪化にとどまっている（図表9右）。また、足元の2010年12月調査では、前者で急低下（20から9に低下）しているのに対し、後者では微増（3から4に上昇）ながらむしろ改善傾向が続いていることがわかる。

このように、業況判断DIの悪化が、電気機械工業と自動車工業にとどまるのであれば景気は踊り場に踏みとどまり、悪化が電気機械工業と自動車工業以外の製造業にまで幅広く波及すれば景気は後退期入りするものと考えられる。今後の景気が後退局面に突入するか否かは、電気機械工業（中でもシェアが大きく、振幅が激しい電子部品・デバイス工業）と自動車工業の動向が鍵を握るといえそうだ。

図表9．業種別に再合成した業況判断DI



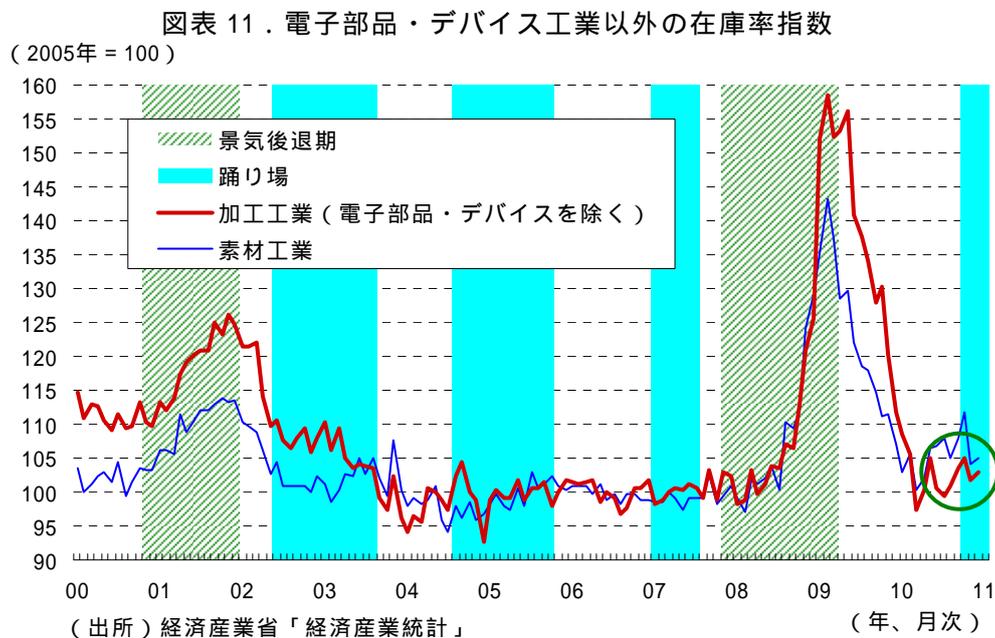
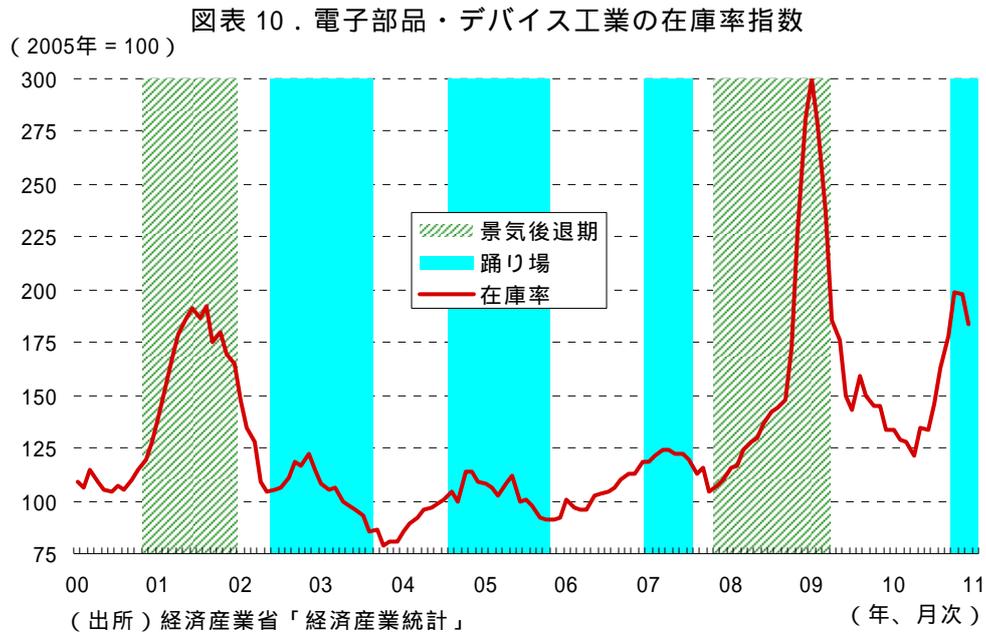
### (3) 踊り場脱却後も先行きには慎重な見極めが必要

それでは、電子部品・デバイス工業と自動車工業の最近の動きについてみてみよう。

まず、電子部品・デバイス工業の在庫率指数をみると、前3回の踊り場ではいずれも上昇しており、在庫調整によって生産が抑制されたことが踊り場入りの原因となった可能性が指摘できる（図表10）。また、在庫積み上がりが急で大幅な在庫調整が必要となった2001年と2008年には、景気は後退局面入りしている。

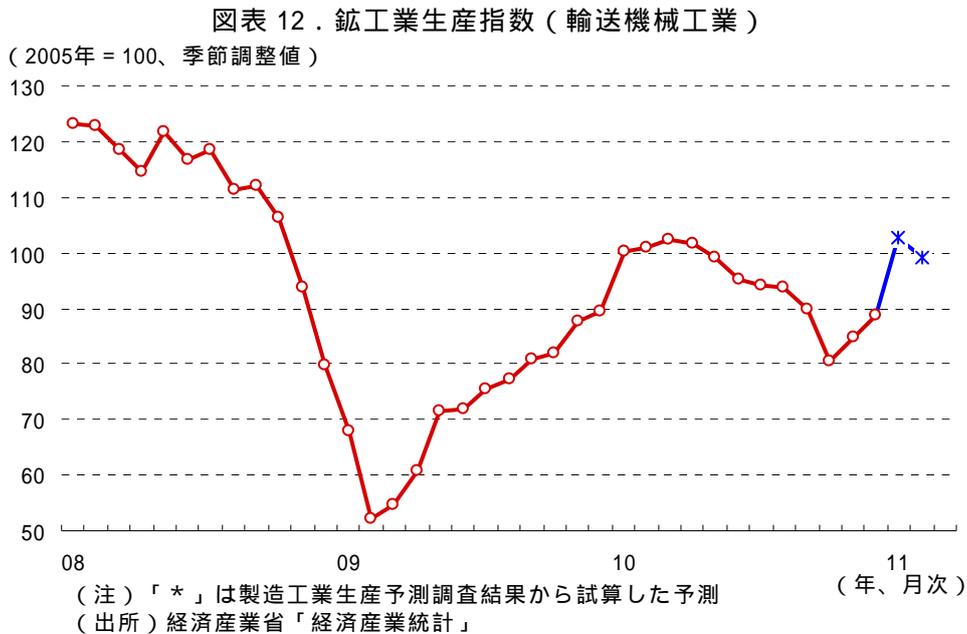
その意味では、最近の在庫積み上がり幅は比較的大きく、在庫率指数、在庫指数とも2001年のITバブル崩壊後の水準をすでに超えていることを勘案すると、今後の動きには注意が必要であろう。ただし、在庫の積み上がりは、2010年春の電子部品・デバイスの受給逼迫に対応して生産が急増した結果であり、IT関連製品の需要は依然として堅調を維持し

ている。このため、調整は比較的短期間のうちに終了する可能性が高く、在庫率指数は11、12月と2ヶ月連続で低下している。また、電子部品・デバイス以外の在庫はさほど積み上がっていない(図表11)。このため、在庫調整の面からは、景気後退期入りのリスクは今のところ小さいと判断できるだろう。

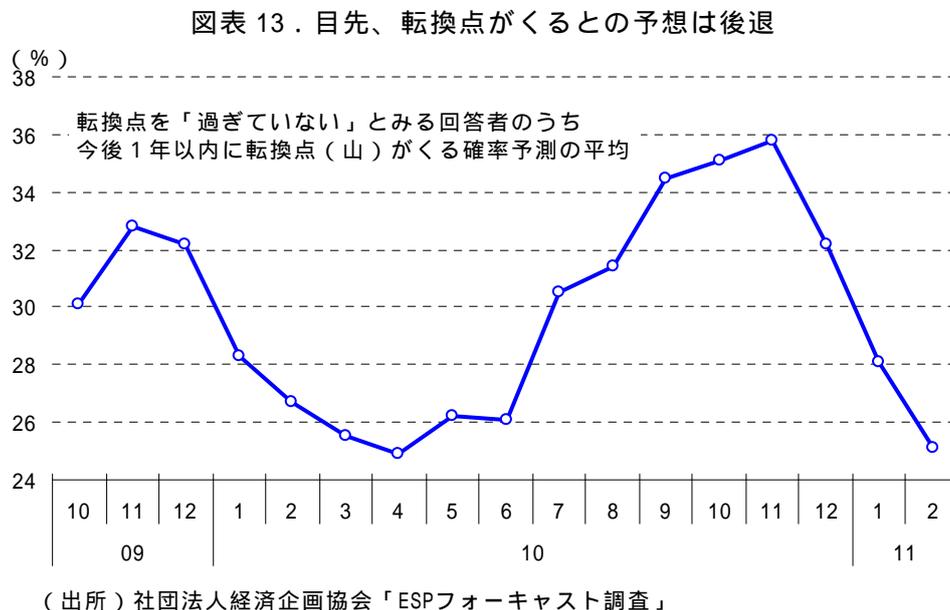


次に自動車工業についてみてみよう。エコカー購入時の補助金支給の打ち切りによって乗用車販売台数(除く軽)は前年比で急減している。しかし、急減した後は、落ち込みにも歯止めがかかっており、自動車工業の悪化が他の業種にまで波及していくリスクは後退している。また、自動車生産も底打ちしており、11、12月と2ヶ月連続で前月比増加した

後も、製造工業生産予測指数( 輸送機械工業 )によれば1月は同 +15.6%( 2月は同 -3.3% )と高い伸びが見込まれている( 図表 12)。自動車生産の持ち直しは、ニューモデルの投入効果に加え、輸出が好調であることが原因である。予測指数通りなら、自動車工業の生産水準は今回の景気回復局面の最高を更新することになると考えられる。



このように、景気の行方の重要な鍵を握ると考えられる電気機械工業と自動車工業の生産活動は、いずれも持ち直す公算が高く、景気動向指数や製造工業生産予測指数の動きから判断されるのと同様、景気は踊りを抜け出す可能性が高いと考えられる。こうした見方は、市場でも広まりつつあり、今後1年以内に景気が「山」をつける( 転換点を迎える )との見方は、昨年秋ころと比較して減少している( 図表 13)。

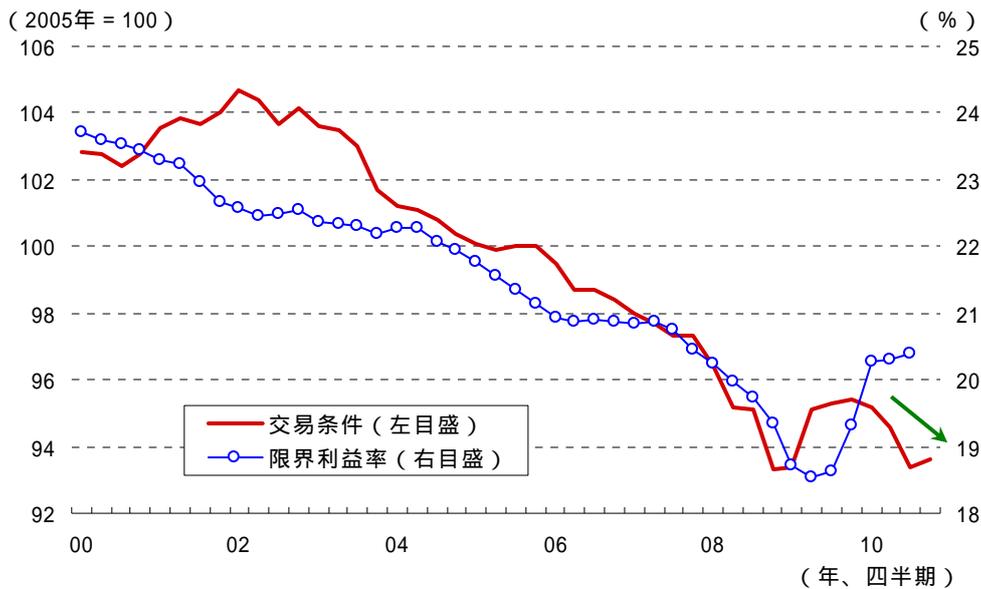


ただし、いったん踊り場を抜け出しても、景気がそのまま順調に回復するとも限らない。まず、電子部品・デバイスの在庫調整の動きが当面続く可能性がある。さらに自動車生産においては、輸出が順調であっても国内需要が急回復することは難しく、今後の増加余地は大きくないと考えられる。

また、国際商品市況の上昇により交易条件が悪化基調に転じており、今後、限界利益率の低下を通じて、企業の利益を圧迫する要因になる懸念がある（図表 14）。さらに、国際商品市況の上昇は、企業部門だけでなく、実質所得の減少を通じて家計にも悪影響を及ぼす。国内では薄型テレビの駆け込みの反動減が、1 月以降に顕在化する可能性があり、今後の個人消費や国内生産への影響も不透明である。

踊り場をいったん脱却した後も、景気の先行きには引続き慎重な見極めが必要となりそうだ。

図表 14．懸念される国際商品市況の上昇の影響



(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。