

日本経済ウォッチ <2007年9月号>

【目次】

- | | |
|-----------------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～消費者はなぜインフレを予想するのか～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～景気は減速しているが、再加速の兆しを見せる経済指標～ | |
| 3. 今月のトピック | p.3～13 |
| ～サブプライムローン問題では減速しない日本の景気～ | |
| (1) 2007/2008年度の経済見通し | |
| (2) サブプライムローン問題 | |
| (3) サブプライムローン問題が日本経済に与える影響 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班
鈴木 (E-Mail: akihiko.suzuki@murc.jp)

1. 今月のグラフ ~ 消費者はなぜインフレを予想するのか

景気回復が続いているが消費者物価はなかなか上がらず、デフレ脱却を目指す政府は悩んでいる。しかし、消費者の間ではなぜかインフレ予想が広がっている。

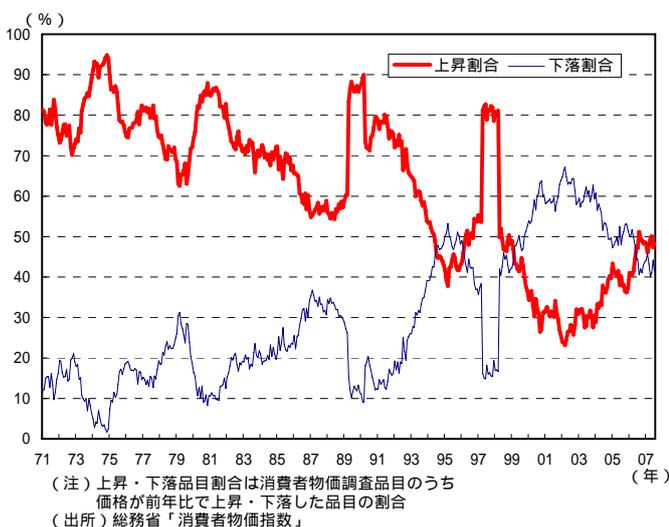
日本の物価の長期トレンドを振り返ると、高度成長期が終わろうとしていた70年代前半は田中内閣の列島改造ブームや第一次石油ショックによる急激なインフレに悩んでいた。しかし、70年代半ばを境に日本の物価を安定させて内外価格差を縮小するという長いプロセスが始まった。この様子は、消費者物価における上昇品目の割合に表れている。

70年代半ばには90%を越えていた上昇品目の割合は、その後、第二次石油ショック、消費税の導入、消費税率の引き上げによって一時的に高まる局面もあったが、円高による物価安定効果も影響して低下トレンドを続け、2002年初めには20%近くまで下がった。当然だが、下落品目の割合は上昇品目の割合と正反対の動きを示している(図表1)。

2002年初めに消費者物価の下落がピークに達すると、その後は上昇品目の割合が高まり、下落品目の割合は低下している。上昇品目の割合が5年以上も高まっているのはかつてない出来事であり、ここ1年ほどはわずかではあるが上昇品目の割合の方が高くなっている。その背景を考えると、いざなぎ景気を超える戦後最長の景気回復が続いていたこと、あるいは円高に大きく振れることがなく為替面からの物価下落圧力が弱かったことが挙げられる。

グローバルな競争が厳しく、技術革新による品質向上を背景に価格が低下し、さらに人口減少時代を迎えて総需要があまり伸びない中で、かつてのようなペースで物価が上がることはないだろう。しかし、より長期的な視点で見れば、品目によって差があるものの内外価格差がかなり是正されて、日本の物価が長期的な転換点を迎えた可能性がある。ちなみに、消費者の物価上昇予想は上昇品目の割合とほぼ連動している(図表2)。消費者は、消費者物価の長期的転換をすでに敏感に感じ取って、デフレの先のインフレを予想しているのではないかと。(鈴木 明彦)

図表1 消費者物価における上昇・下落品目割合



図表2 消費者の物価上昇予想と上昇品目割合



2. 景気概況 ~ 景気は減速しているが、再加速の兆しを見せる経済指標

4～6月期の実質経済成長率はほぼゼロ成長となり、2次速報ではマイナス成長に下方修正される可能性が高く、景気は減速してきている。しかし、経済指標をよく見ると、年後半の景気再加速の兆しも見えてくる。

法人企業統計では、4～6月期の設備投資が前期比-10.2%と予想外の大幅な減少となった。製造業は小幅ながら増加基調を続けたが、サービス、不動産、卸小売など非製造業の落ち込みが大きかった。ただ、日銀短観などで示されているように、今年度の設備投資計画は増加が見込まれており、設備投資の減少は一時的な動きであろう。また、同じ法人企業統計で経常利益を見ると3四半期ぶりに前期比増加している。人件費は増加しているが、原材料など仕入価格の上昇が一巡し、販売価格の下げ止まりが収益を向上させている。収益の改善は今後の設備投資の増加をサポートする要因である。

7月の鉱工業生産は前月比で-0.4%とわずかに減少したが、中越沖地震による自動車の減産という特殊要因も影響している。電子部品・デバイスは、相変わらず在庫水準は高いが、2ヶ月連続で堅調に増えており、予測調査では8月、9月も高水準での推移が見込まれている。電子部品・デバイスの生産調整は一巡し、需要の拡大に合わせた増産体制に入ってきたようだ。また、7月は減産した自動車も8月以降はその反動増が見込まれる。7～9月期の生産は横ばい圏を脱して増加してくるだろう。

賃金は相変わらず減っている。7月の1人当たり現金給与総額はボーナスの減少が響いて、前年比-1.9%とかなり減少した。ただ、企業収益が好調で、労働需給は引き締まっている。失業率は3.6%と約10年ぶりの水準に低下しているにもかかわらず、賃金が減少を続けるのはややしっくりこない。給与水準の高い団塊世代が引退したり、引き続きパートタイマーとして雇用されているなど、特殊要因が賃金の低下に影響している可能性がある。年度後半にそうした影響が一巡してくるにつれて、賃金水準も上がってくるだろう。

7月の全世帯の実質消費支出は、梅雨明けの遅れや台風など天候要因も影響して、前月比-1.2%と減少した。一方、明るい材料としては低迷を続けていた乗用車販売に持ち直しの動きが出ている。8月の乗用車販売台数(除く軽自動車)は前年比+0.8%と26ヶ月ぶりに増加した。7月の中越沖地震の影響で滞った販売が8月にずれ込んだ影響もあるが、ニューモデルの投入が販売を押し上げてきているようだ。個人消費は強弱さまざまな材料が混在しているが、基調としては雇用の増加に支えられて緩やかに増加するだろう。

住宅投資は、残念ながら年後半は減少しそうである。6月20日の改正建築基準法の施行後は建築確認申請・認可が滞っており、7月の新設住宅着工件数は前年比-23.4%と大幅に減少した。8月以降も着工件数の減少が続くため、今年後半は住宅投資の減少が経済成長率を押し下げる可能性がある。しかし、これは特殊要因による一時的な減少であり、年後半の景気再加速シナリオを変えるものではない。

(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ~サブプライムローン問題では減速しない日本の景気

(1) 2007 / 2008 年度の経済見通し

景気は回復を続けているが、減速している。今年4～6月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比+0.1%と10四半期連続のプラス成長となったものの、ほぼゼロ成長にとどまった。9月3日に発表された法人企業統計では、4～6月期の設備投資が大幅に減少していた。このため、10日に発表されるGDPの2次速報では設備投資が下方修正され、成長率はマイナスに転じる可能性が高い。昨年度後半の高い成長を勘案すれば、景気は回復基調を維持していると判断できるものの、減速している。

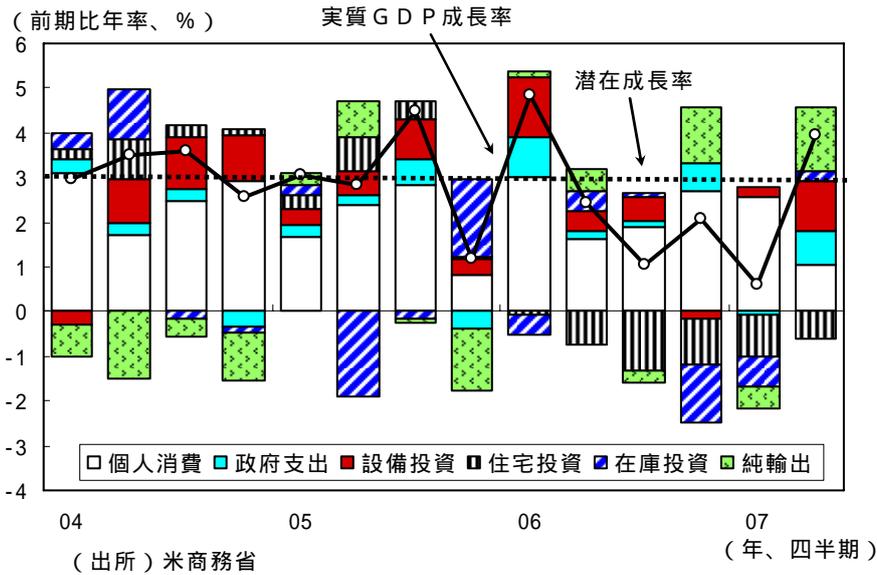
需要項目別に景気の減速要因を調べてみると、まず外需寄与度が低下して前期比0.0%と横ばいになっている。米国向けを中心に輸出の伸びが鈍ったことが影響している。一方、内需の寄与度も前期比+0.1%と小幅にとどまった。個人消費は前期比+0.4%と昨年度後半の高い伸びに比べると減速している。住宅投資は、持家を中心に今年前半の新設着工が減少したため、同-3.5%と2四半期連続で減少した。設備投資は同+1.2%と前期より増加幅が拡大したものの、昨年に比べると低い伸びにとどまり、2次速報では前期比減少に転じる見込みである。また、公的需要では、政府最終消費支出が増加したが、公共投資の減少が続いた（前期比-2.1%）。

もっとも、こうした景気の減速は予想されたところである。後述するサブプライムローン問題が景気をさらに悪化させるのではないかという懸念が出ているが、今年後半は景気が加速してくるという基本シナリオは変わっていない。

世界経済の成長に支えられて輸出は拡大

米国経済の減速に影響されて米国向け輸出は減速しているが、世界経済全体の成長は続いており、輸出環境が大きく変わってしまったわけではない。また、米国の経済成長率は4～6月期に前期比年率換算+4.0%と5四半期ぶりに3%程度とされる潜在成長率のレベルを超えた（図表1）。米国の住宅投資は減少基調が続くものの、世界経済全体では拡大が続き、日本にとっての輸出環境は良好であろう。もっとも、2008年度後半になると、北京オリンピック特需の剥落やシリコンサイクルが下降局面に入ってくることが影響して、輸出は伸び悩んでくると見込まれる。

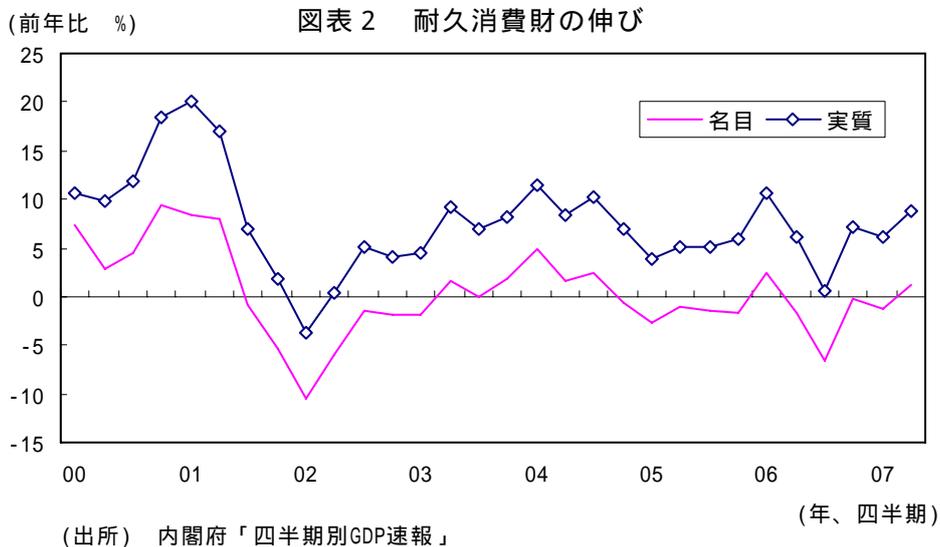
図表1 米国の実質GDP成長率



個人消費の緩やかな増加が景気回復を下支え

景気が回復しても賃金が伸び悩んでおり、個人消費が力強く回復する状況ではないが、雇用者の増加に支えられて、雇用者報酬は緩やかに拡大している。個人消費は底堅さを維持して景気回復を支えるだろう。賃金の伸び悩みが続き、さらに定率減税の廃止など公的負担の増加が個人消費にマイナスに作用するリスクがあるが、個人消費は必ずしも賃金の動向だけで決まっているわけではない。

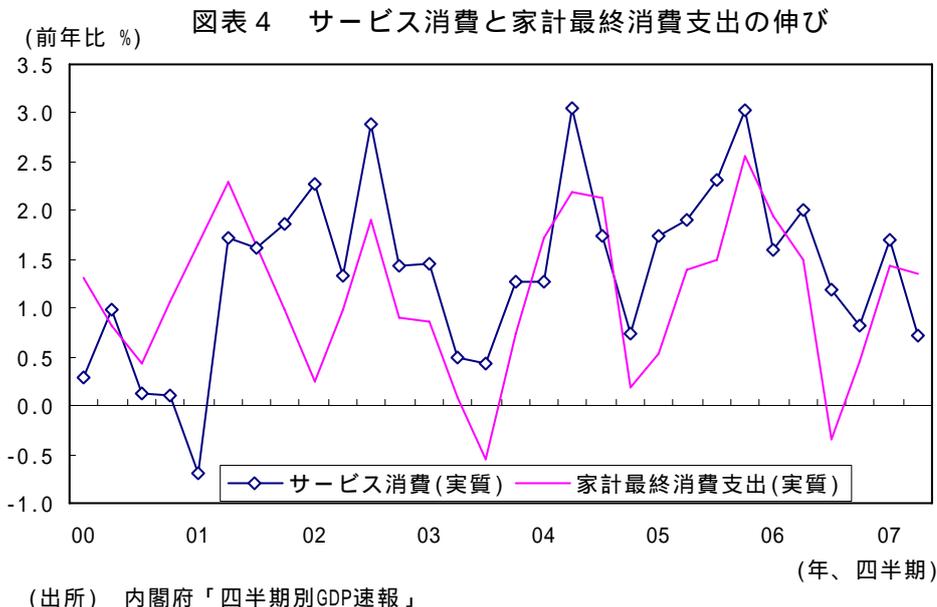
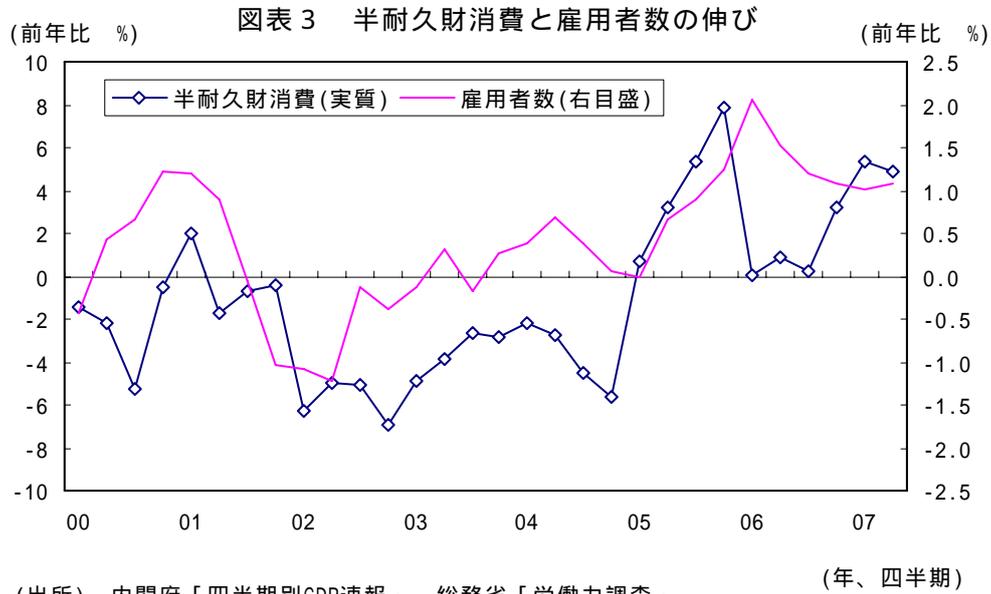
今年の経済財政白書では、耐久財消費は賃金に対する弾力性が高く、半耐久財消費は雇用に対する弾力性が高いという分析を行っている。たしかに、耐久財消費は名目ベースで見ると賃金の伸び悩みを反映してか、ほぼ横ばいが続いている。しかし、実質ベースで見た耐久財消費はかなり安定的に全体の消費の増加に寄与している(図表2)。耐久財価格は、技術進歩や質の向上が価格の低下と認識されることも影響して前年比7%程度の下落が続



いており、実質ベースでは全体の個人消費を前年比 0.5%ポイントほど押し上げている。デフレもそろそろ終わりが近づいてきているが、耐久財の価格下落は安定的に続いており、これからも実質消費を押し上げるだろう。

また、衣料品などの半耐久財は 2005 年になって回復に転じている。雇用者数の推移を見ると 2001 年終わりから 2003 年まで減少あるいは伸び悩みが続いていたが、その後は回復基調が続いている。雇用の回復につれて雇用弾力性が高い半耐久財の消費が増加している可能性がある（図表 3）。

一方、個人消費の過半を占めるサービス消費は比較的変動が大きいが、均してみれば増加基調が続いている。中でも、保健・医療支出は高齢化を背景に所得の変動にはあまり影響されず、増加基調で推移している（図表 4）。



減速しながらも増加が続く設備投資

工場建築を伴うような大型の設備投資や収益低迷のために先延ばしされていた中小企業の更新投資が2006年の設備投資を盛り上げたが、2007年になってこうした動きが一巡し設備投資の伸びが緩やかになっている。もっとも、2007年度の設備投資計画は前年度ほどではないものの、引き続き拡大が見込まれている。

なお、設備投資の先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）で、4～6月期の受注が前期比二ケタ減少するという見通しが5月に発表されたため、設備投資の腰折れ懸念が一部で広がったが、受注実績は前期比 - 2.4%と小幅な減少にとどまった上に、7～9月期の受注見通しは前期比 + 3.7%と3四半期ぶりに増加が見込まれている。4～6月期の設備投資は大きく減速しているが、設備投資計画に示されているように投資の増加基調は崩れておらず、輸出や生産が加速し収益環境が改善してくる今年度後半には再び増加ペースが増してくるだろう。

減少してくる住宅投資

住宅投資は、一次取得年齢を迎えた団塊ジュニア世代の持家購入やREIT資金の流入による貸家建築の増加が押し上げ要因となり、2006年度は新設住宅着工、住宅投資ともに増加した。団塊ジュニア世代の一次取得需要はまだ続くものの、中期的には世帯数の伸びの鈍化が続くため、住宅投資はしだいに減少してくるだろう。

また、地価、資材価格、労賃の上昇などにより住宅価格は上昇しており、一部では住宅取得を抑制する要因になっているようだ。さらに、6月20日に施行された改正建築基準法の影響で建築認可に遅れが生じていることも、7月以降の着工を一時的に減少させる要因になっている。

公的部門の成長寄与はマイナスから中立へ

2006年度は、高齢化を背景に拡大基調にある政府最終消費支出の伸びが前年比 + 0.9%と小幅であったことに加えて、削減基調が続いていた公共投資が同 - 9.4%とかなり大幅に減少した。このため、政府支出全体では同 - 1.3%の減少となり、成長率を0.3%ポイント押し下げることになった。

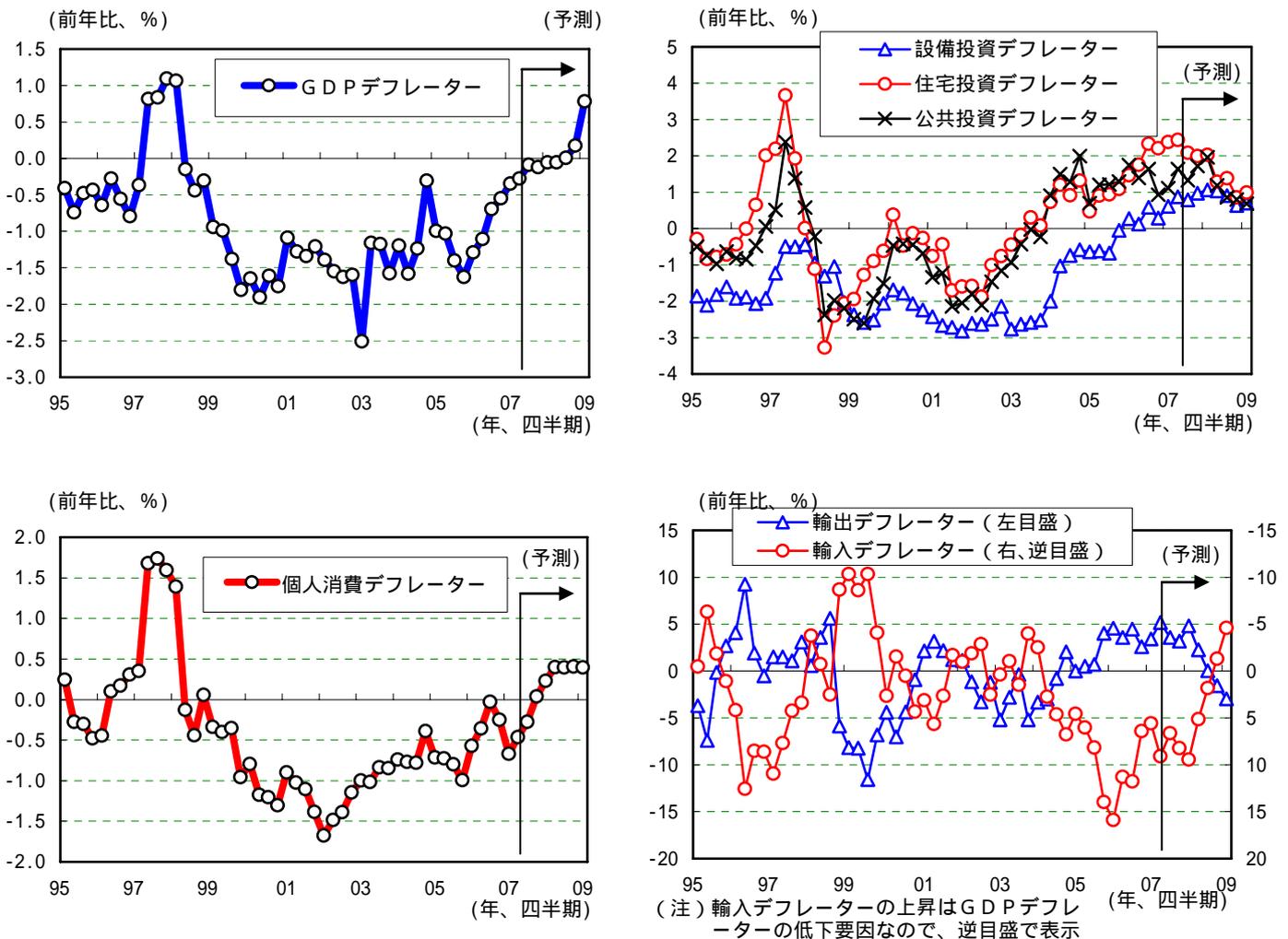
国、地方ともに財政構造は依然として厳しく、2007年度、2008年度も公共投資の減少基調が続くだろう。しかし、GDPに対する公共投資の比率はかなり低下してきており、必要な社会資本を維持するためには公共投資が削減一辺倒で良いのかという意見も出てきている。税収が増加に転じてきていることもあり、大幅減少が続いていた地方の公共工事を中心に減少ペースは緩やかになるだろう。このため、政府最終消費もあわせた政府支出は前年比ほぼ横ばいとなり、成長寄与はマイナスから中立に戻ってくると見込まれる。

GDPデフレーターは11年ぶりに前年比プラスに

GDPデフレーターは低下基調が続いているが、川上の原材料価格の上昇を反映しやすい投資関連（設備投資、公共投資、住宅投資）のデフレーターはすでに上昇基調が続いている。個人消費デフレーターは小幅低下が続いているが、国内需要デフレーターはマイナス幅が縮小し、ほぼ横ばいとなっている。足元のGDPデフレーターのマイナスは、原油をはじめとする輸入デフレーターの上昇が影響している（図表5）。

今後は、投資関連のデフレーターの上昇が続く一方で、消費者物価の動向を反映して個人消費デフレーターのマイナス幅が徐々に縮小し、小幅プラスに転じてくるだろう。また、原燃料価格が落ち着いてくるため輸入物価の上昇が一巡することも、GDPデフレーターの押し上げに寄与する。2008年度にはGDPデフレーターが11年ぶりに上昇に転じると予想する。

図表5 各デフレーターの推移（前年比）



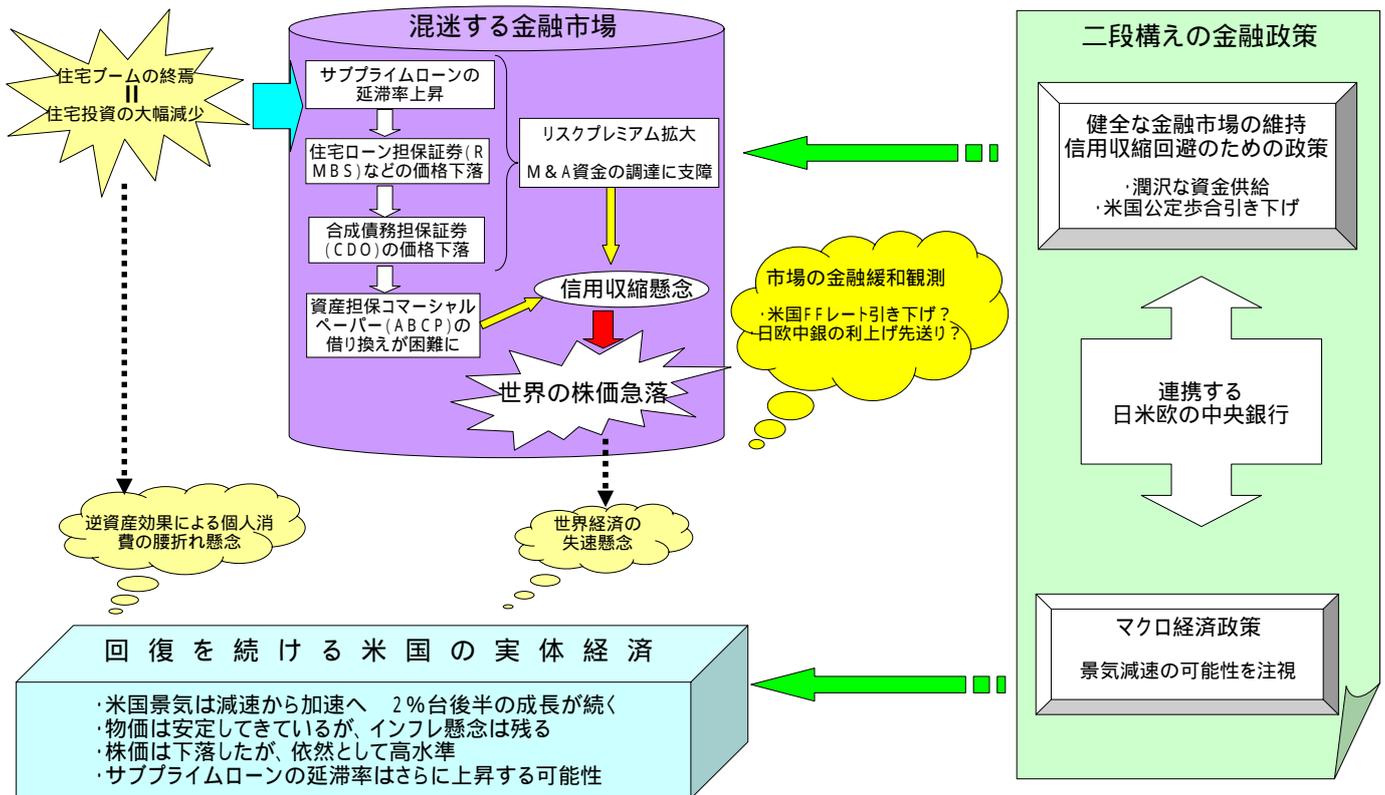
(出所)内閣府「国民経済計算年報」

(2) サブプライムローン問題

世界の金融市場に広がったサブプライムローン問題

日本経済は2%程度の安定的な成長を続けるというメインシナリオに対して、サブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）をめぐる問題が、世界の株価の大幅な下落や信用収縮といった金融市場の混乱を引き起こし、世界景気にマイナスに作用するのではないかという懸念が高まっている（図表6）。

図表6 サブプライムローン問題



サブプライムローン問題が世の中の注目を集めるようになったのは今年に入ってからだが、すでに昨年には米国の住宅ブームが終わり、住宅投資が大幅な減少を続けて米国経済を減速させていた。もっとも、当初懸念されていたのは住宅価格の下落が逆資産効果をもたらして、借入に依存している個人消費を減速させるのではないかとということであった。この懸念は完全に払拭されたわけではないが、これまでのところ個人消費への本格的な影響は回避されている。

ところがこうした懸念とは別に、証券化市場を中心に金融市場で問題が広がりを見せてきた。住宅ローン債券を担保に不動産担保証券（MBS）や住宅ローン担保証券（RMBS）といった証券が組成されるが、担保となる住宅ローンにはサブプライムローンも含まれている。住宅投資の大幅減少が住宅価格の上昇を抑制するにつれて、サブプライムロー

ンの延滞率が昨年から急上昇していたが、これは証券化商品の価値を低下させることになった。

また、最近では社債や証券化商品を合成して合成債務担保証券（CDO）が組成されるなど、サブプライムローンが何らかの形で組み込まれている商品が広がっていた。さらに、CDOなどの投資資産を担保に、資産担保付コマーシャルペーパー（ABCP）を発行して投資資金が調達できるようになっており、米国のヘッジファンドや投資銀行、欧州を中心とした海外の投資家など、幅広い投資家層がサブプライムローンに関連する商品を大量に購入していた。

このため、ひとたびサブプライムローンの延滞率が上昇して歯車が逆に回り始めると、ヘッジファンドの破綻が発生し、リスクプレミアムの拡大とともに企業の資金調達が難しくなるという信用収縮懸念が生まれてきた。同時に、サブプライムローンが組み込まれた証券化商品の価値が下落すると、金融機関も含めてそうした商品を購入している投資家の損失が懸念されるようになった。こうしたもろもろの懸念が、サブプライムローン問題として認識され、世界の株式市場の不安定要因となった。

金融市場と実体経済のギャップ

金融市場における信用収縮懸念、そして株価の急落は、世界経済の失速懸念を生み出している。しかし、米国においても、金融市場の混乱が大きくなるほど、足元では回復を続ける実体経済とのギャップが広がってくる。

米国経済は前述のとおり、企業部門を中心に減速から加速へ移行してきたところである。サブプライムローンの延滞率はさらに上昇して住宅投資の減少はまだしばらく続きそうだが、それでも2%台後半での経済成長を維持しそうだ。一方、物価は安定してきているが、依然としてインフレ懸念が残っている。

また、米国株価はサブプライムローン問題を嫌気して一旦は大幅に下落し、米国経済の先行き懸念を拡大させると同時に、世界の株価を下落させる要因となった。しかしその後、株価は反発して足元のダウ平均株価は7月につけた14,000ドルの史上最高値からあまり下落しておらず、株価の下落が実体経済に悪影響を及ぼすような状況にはなっていない。

連携する日米欧の中央銀行

実体経済は回復を続けているが、金融市場は混乱している。そして、金融市場の混乱が実体経済に悪影響を及ぼすかもしれない。こうした状況に対する中央銀行の対応は二段構えである。まず、金融市場の混乱に対しては、それが信用収縮といった市場の機能低下をもたらして実体経済に影響することがないように、欧州中央銀行（ECB）を中心に市場に潤沢に資金を供給している。また、米国FRBは8月17日に公定歩合を6.25%から5.75%へ0.5%ポイント引き下げると同時に、公定歩合による貸出期間を最大30日に延長

し、オペの対象資産を拡大するなど、市場での資金調達が円滑に行われるよう手を打っている。

一方、実体経済が先行き減速するのではないかとの懸念に対しては、先行きを注視している段階で、金融政策の発動には至っていない。つまり、FRBはインフレ懸念にも目配りしながら政策金利であるFFレートの据え置きを続け、ECBと日銀は少しずつ金利を引き上げていくという金融政策の基本的方向はまだ変わっていない。

中央銀行にとって、金融システム不安を回避するために行う市場への潤沢な資金供給と物価の安定や経済の安定的成長を目指す金融政策とは基本的には別次元のものである。サブプライムローン問題に対応した市場への資金供給が、政策金利引き下げの思惑を呼んでいるが、実際に利下げが行われる可能性は市場の思惑ほどは大きくないだろう。金融市場の機能を健全に保つための対応は、上述の市場への潤沢な資金供給によってすでに済ませており、FFレートを多少切り下げても追加的な効果は期待できない。また、想定している以上に景気が悪化しそうだからFFレートを引き下げるという判断に至るには時間と情報が不足している。景気悪化の可能性がはっきりする前に保険的な意味合いで小幅利下げする可能性はあるが、それでも今後発表される経済指標や金融市場の動向を検討する余地はまだ残っている。

(3) サブプライムローン問題が日本経済に与える影響

日本経済に与える影響は相対的に小さい

サブプライムローン問題は全容が捉えにくいだけに懸念が先行している面もある。信用収縮懸念といっても、98年当時の日本のように金融システム不安が懸念されるような状況ではなさそうだ。そうしたリスクが潜在的にあるとしても、すでに日米欧の中央銀行が市場に潤沢に資金を供給しており、金融市場の混乱はしだいに落ち着いてくると予想される。また、日本の機関投資家は欧米の投資家に比べると、サブプライムローンを含む金融商品の保有は少なかったようだ。日本市場で信用収縮といった問題が起こる可能性は相対的に小さいだろう。

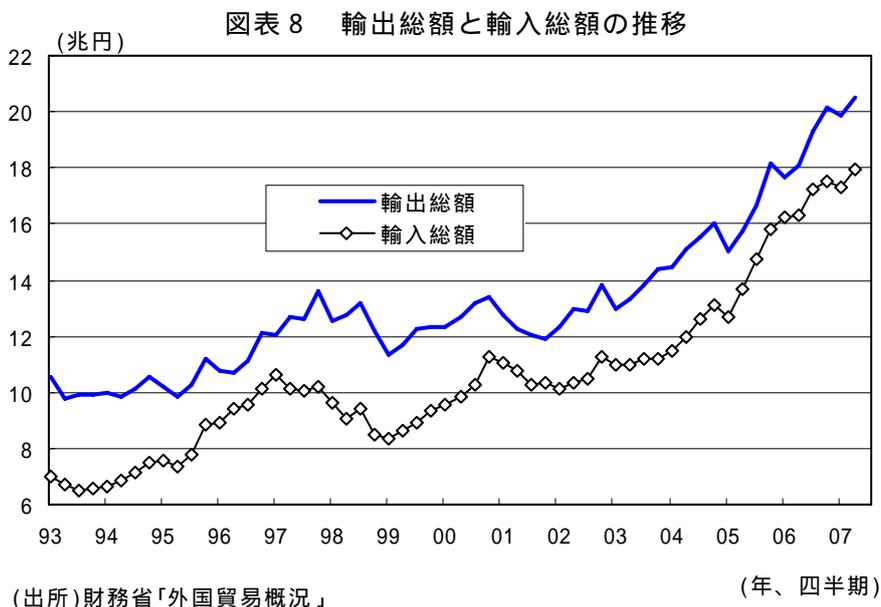
この他、サブプライムローン問題によって米国経済が予想以上に減速し、日本の経済活動に影響することも考えられる。たしかに、サブプライムローン問題がすぐには解決せず、住宅投資の減少が予想以上に長引く可能性がある。しかし、減速の動きが個人消費や設備投資に広がりを見せてこない限りは、日本経済に与える影響は限定的であろう。日米欧の中央銀行による資金供給が続き、証券化商品の流動性が回復してくれば、欧米の実体経済が健全性を損なう可能性は小さいだろう。また、米国経済の調整が想定よりも長引いたとしても、それが一時的であれば、米国以外の国や地域の拡大によって世界経済全体の成長は維持されるだろう。

円高は日本経済にとってマイナスか

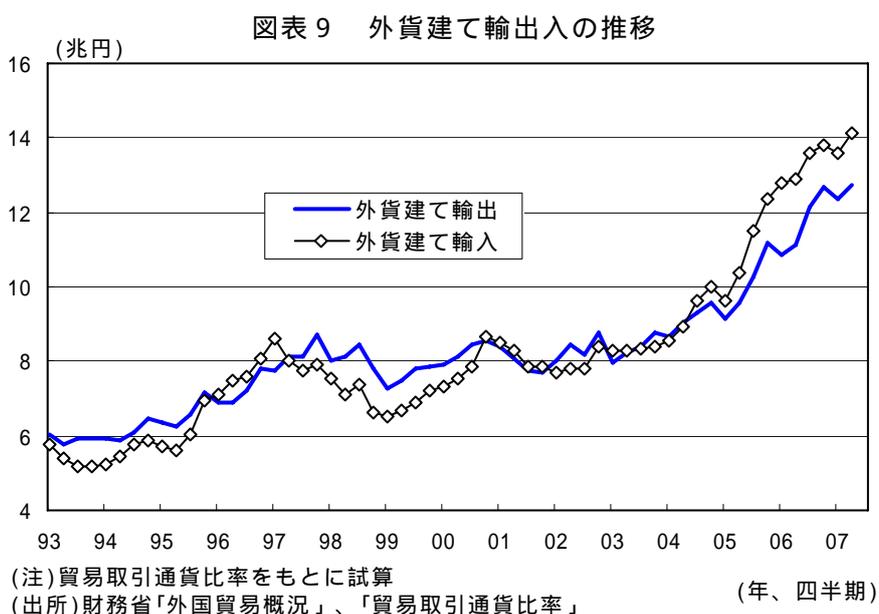
サブプライムローン問題で世界の株価が大幅に下落する過程で円高が進んだ。その後やや円は下落しているが、円高が日本の景気回復の足を引っ張るといった懸念も出ている。もっとも、円高が進んだといっても過去の為替の変動と比べれば、最近の推移は安定的なレンジ内の動きと考えられる。為替の急速な変動が景気に影響を及ぼすという状況ではないだろう（図表7）。



また、為替円高が日本経済にとってマイナスという指摘はよくなされるどころだが、果たしてそうだろうか。為替が円高になると輸出企業の収益にマイナスであるが、海外から輸入している企業の収益は改善する。日本全体の輸出は輸入を上回っており、円高のデメリットの方が大きいように見える（図表8）。



しかし、輸出入取引は円建て取引もあれば外貨建て取引もある。為替の変動が収益に影響するのは外貨建ての輸出入取引であり、円建ての取引は直接には影響しない。輸出における外貨建て取引の比率は6割強であるのに対して、原燃料の割合が高い輸入における外貨建て取引の比率は8割弱である。輸出入総額で見ると巨額の貿易黒字が計上されているが、外貨建ての輸出と輸入の金額はほぼ均衡しており、為替変動による影響は限定的と推測できる。また、かつては外貨建てでも輸出が輸入を上回っていたが、ここ数年は輸入の方が輸出よりも多い(図表9)。つまり、円高が企業収益にプラスに作用しているということもできる。



もちろん、日本の景気回復が輸出主導で続いていること、あるいは為替円高が輸出数量の減少を通して経済に与える影響を考えれば、円高が企業収益にプラスだとは言いきれない。また、海外からの投資収益は円高が進むと円ベースの手取りが目減りする。このため、円高になった方が日本経済にとってプラスであると強調するのは適当ではない。ただ、円高が進むと輸出企業が打撃を受けるので、日本経済にとってマイナスであるというのは影響の一面にすぎず、輸入を通じたメリットを考えれば、「円高 = マイナス」とは言い切れないうら。

日本の金融政策への影響

日本銀行も、欧米の中央銀行と同様に、金融システム不安を回避するための潤沢な資金供給と、物価の安定や経済の安定的成長を目指す金融政策とは基本的には別次元のものと考えている。このため、物価の安定のもとで緩やかな景気回復が続くというメインシナリオが維持されているかぎり、徐々に政策金利を引き上げるといった金融政策の基本スタンス

は維持されている。

株式市場など金融市場の動向や、ECBやFRBの金融政策が日銀の利上げのタイミングに影響を及ぼすことは否定できないが、一方で日本の低金利が世界の金融市場の混乱の一因になりうるとの見方も根強い。日銀は、世界の金融市場の混乱が落ち着くのを確認しながら、年内にも25bpの利上げを行うだろう。

(鈴木 明彦)