

日本経済ウォッチ < 2007年10月号 >

【目次】

- | | |
|---------------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ~ 30年ぶりに解消してきた過剰設備 ~ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ~ 生産は踊り場を脱し、年後半の景気加速シナリオが動き出す ~ | |
| 3 . 今月のトピック | p . 3 ~ 11 |
| ~ 世界経済の高成長は続くのか? ~ | |
| (1) 30年ぶりの高成長を遂げた世界経済の現状 | |
| (2) 高成長を持続させた要因 | |
| (3) 懸念材料 | |



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)

芥田 (E Mail: tomomichi.akuta@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～30年ぶりに解消してきた過剰設備

バブル崩壊によって急拡大した過剰設備は、その後3度の景気回復を経てようやく解消してきたが、さらに過去を振り返ってみると、企業の経営者は70年代半ば以降ほぼ一貫して設備の過剰を認識していたようだ(図表1)。

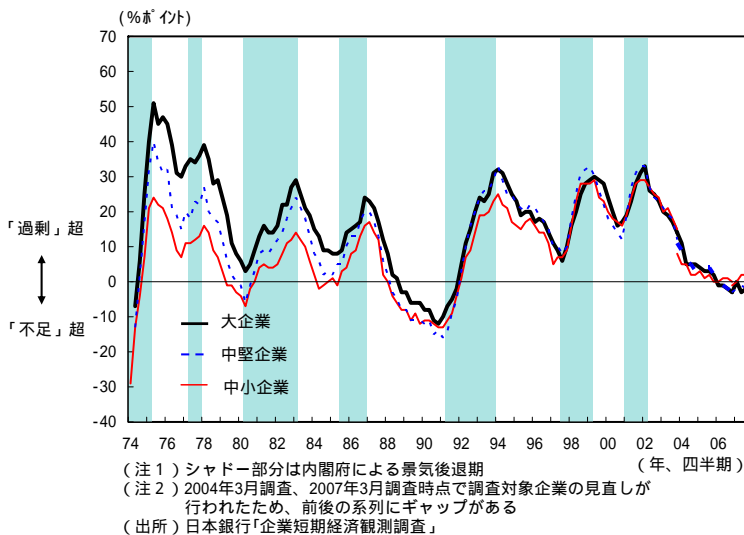
第一次石油ショックとその後の不況を境に高度成長期は終わりを告げ、需要の低迷が過剰設備を膨らますことになったのだが、その後も設備が恒常的に過剰であった要因として、大企業を中心に続いていた売上シェア拡大志向が影響していた可能性がある。

かつては、企業規模が大きいほど設備過剰感が顕著だった。売上シェアを拡大しようとしている大企業ほど、苦しい景気後退の時期にがまんして過剰な設備を抱えていれば、景気が回復して需要が拡大した時にすぐ増産できるのでシェア拡大に有利と考えていたようだ。実際、景気が回復してくると売上が増加して設備過剰感は薄らいでくるが、景気が再び後退してくると過剰設備が増えてくる。しばらくこうした繰り返しが続いていた。

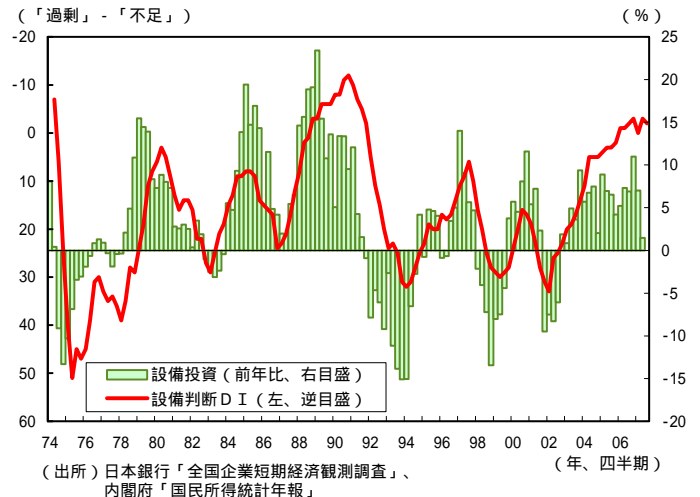
バブル景気が到来してようやく過剰設備が解消したのもつかの間、バブルの崩壊とともに膨大な過剰設備を抱えることとなった。過剰な設備を抱えて売上シェアの拡大を狙う戦略は大企業といえども続けることは難しくなった。売上シェアよりも利益を重視するならば、過剰設備は禁物である。こうして、企業規模を問わず過剰設備の解消が進み始めた。90年代終わりにはバランスシート調整が本格化し、その後の戦後最長の景気回復と相俟って、バブル期を除けば30年ぶりの過剰設備の解消が実現した。

この間、設備投資行動も変わってきている。過剰感が薄れるにつれて設備投資が増えることに変わりはないが、過剰設備覚悟で投資を急増させるのではなく、必要な投資を選別しながら行うようになってきている。かつてに比べると盛り上がりには欠けるものの、過熱感もなく安定的な設備投資の増加が続くようになってきた(図表2)。 (鈴木 明彦)

図表1 生産・営業用設備判断D I (製造業)



図表2 生産・営業用設備判断D I (大企業製造業) と設備投資 (前年比)



2. 景気概況 ~ 生産は踊り場を脱し、年後半の景気加速シナリオが動き出す

連日のようにサブプライムローン問題の悪影響が報道され、9月調査の日銀短観も悪化するとの見方が大勢であったが、大企業・製造業の業況判断DI（「良い」-「悪い」）は前回調査と変わらず底堅さを見せた。もっとも、大企業でも非製造業の業況判断は悪化しており、中小企業は製造業、非製造業ともに判断がかなり悪化していた。金融市場の問題であるサブプライムローン問題が企業の業況判断を直接悪化させてしまうという悲観的な予測は適切なものでなかったが、「回復は続いているが、減速している」という景気の基調判断に立てば、減速の動きが反映されやすい中小企業を中心にマインドが悪化していた今回の短観の結果は想定範囲内である。

今年に入って踊り場が続いていた生産であるが、8月は前月比+3.4%と輸送機械、電子部品・デバイス、情報通信機械などを中心に大幅に増加した。中越沖地震の影響で7月の生産が一時停止していた自動車の反動増など特殊要因も影響しているが、9月以降も自動車の反動増が続くことに加えて、需要が拡大している電子部品・デバイスの増産が見込まれる。製造工業生産予測調査では、9月は前月比小幅減少するが、10月は高い伸びが見込まれており、生産は踊り場を脱してきている。

法人企業統計によると4~6月期の設備投資は大幅に減少し、GDP統計でみた設備投資は4~6月期まで2期連続の減少となっている。しかし、先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）は一進一退が続いているものの、設備投資がさらに減少していく状況を示唆していない。9月調査の日銀短観における今年度の設備投資計画は、前回6月調査に比べて上方修正されており、引き続き前年比増加が見込まれている。昨年度の高い伸びに比べれば減速するだろうが、設備投資は増加基調が続いている。

雇用・所得関連の指標は強弱入り交じっている。8月の失業率は前月よりやや上昇したものの3.8%と低い水準であり、雇用環境は改善が続いていると判断される。ただ、就業者数は今年4月をピークに減少が続いており、頭打ち感が出ている。一方、減少が続いていた一人当たり賃金（現金給与総額）は、8月は前年比+0.1%とわずかではあるが9ヶ月ぶりに増加した。所定外給与が増加基調を続ける一方で、賃金の中核となる所定内給与のマイナス幅が縮小している。今後は、労働力人口の減少を勘案すると就業者数は頭打ち状況が見込まれるが、労働需給の引き締まりを反映して賃金は少しずつ増えてくるだろう。雇用と賃金をあわせた個人所得はこれまでと同様に緩やかな増加を続け、個人消費の回復をサポートするだろう。

4~6月期の実質成長率は3四半期ぶりにマイナスとなり、サブプライムローン問題や政局混迷など、景気の先行きに対する懸念材料にも事欠かない。しかし、生産など実体経済の指標から判断すると、日本経済は年後半の景気加速シナリオに沿って動き始めているといえよう。

（鈴木 明彦）

3. 今月のトピック ~ 世界経済の高成長は続くのか？

(1) 30年ぶりの高成長を遂げた世界経済の現状

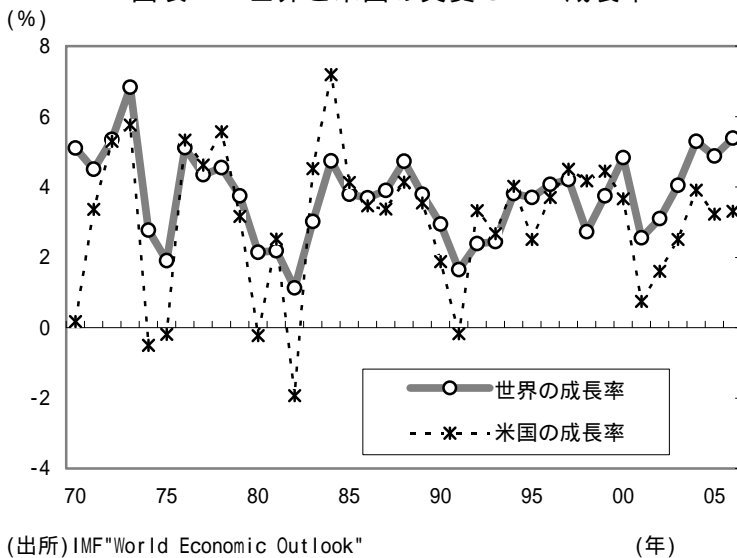
新興国の成長が成長率を押し上げ

2006年の世界経済の成長率は+5.5%と1973年(+6.8%)以来の高成長を記録した。米国景気が長期の拡大を続けているだけではなく、その他の先進国、新興国や資源国の成長率も高まっている。この結果、世界経済の成長率は米国経済の成長率を7年間も上回っている(図表1、2)。

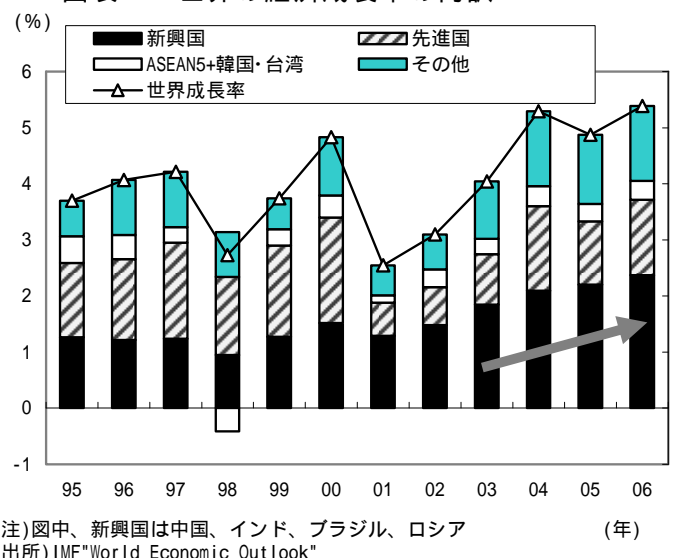
こうした世界経済の堅調な拡大を目にして、世界経済の米国離れ(デカップリング)が進んでいるとの見方も出てきている。換言すれば、米国景気が多少減速しても、あるいは軽微ならば後退しても、他の地域が堅調に成長するので、世界経済全体は好調が続くというものである。

しかし見方を変えれば、米国経済の成長がより大きなプラス効果の世界経済に及ぼすようになったので、世界の成長率が米国の成長率を上回る水準を維持しているとも考えられる。

図表1 世界と米国の実質GDP成長率



図表2 世界の経済成長率の内訳

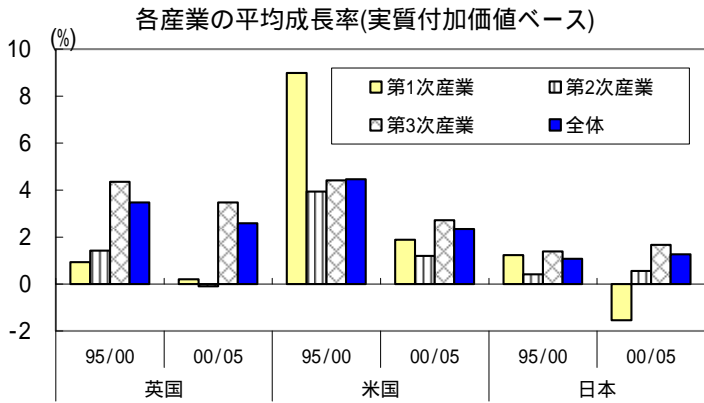


経済のサービス化と国際貿易の増加

まず、2000年代の景気動向を振り返ると、米国経済は他の先進国に比べて相対的に堅調に推移してきた。そのひとつの要因に、サービス産業の発展があると考えられる(図表3)。

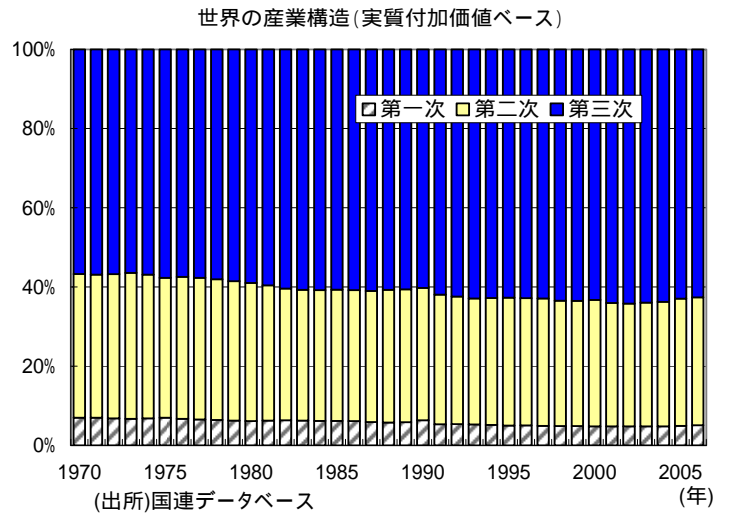
米国に限らず世界の経済の長期トレンドとして、緩やかなサービス化が進展している(図表4)。これは、機械化や生産性の上昇によって工業品の生産に必要な雇用が減少したこと、先進国では自動車や家電などの普及が一巡してきたこと、金融資産や不動産の増加

図表3 日米英の産業別成長率

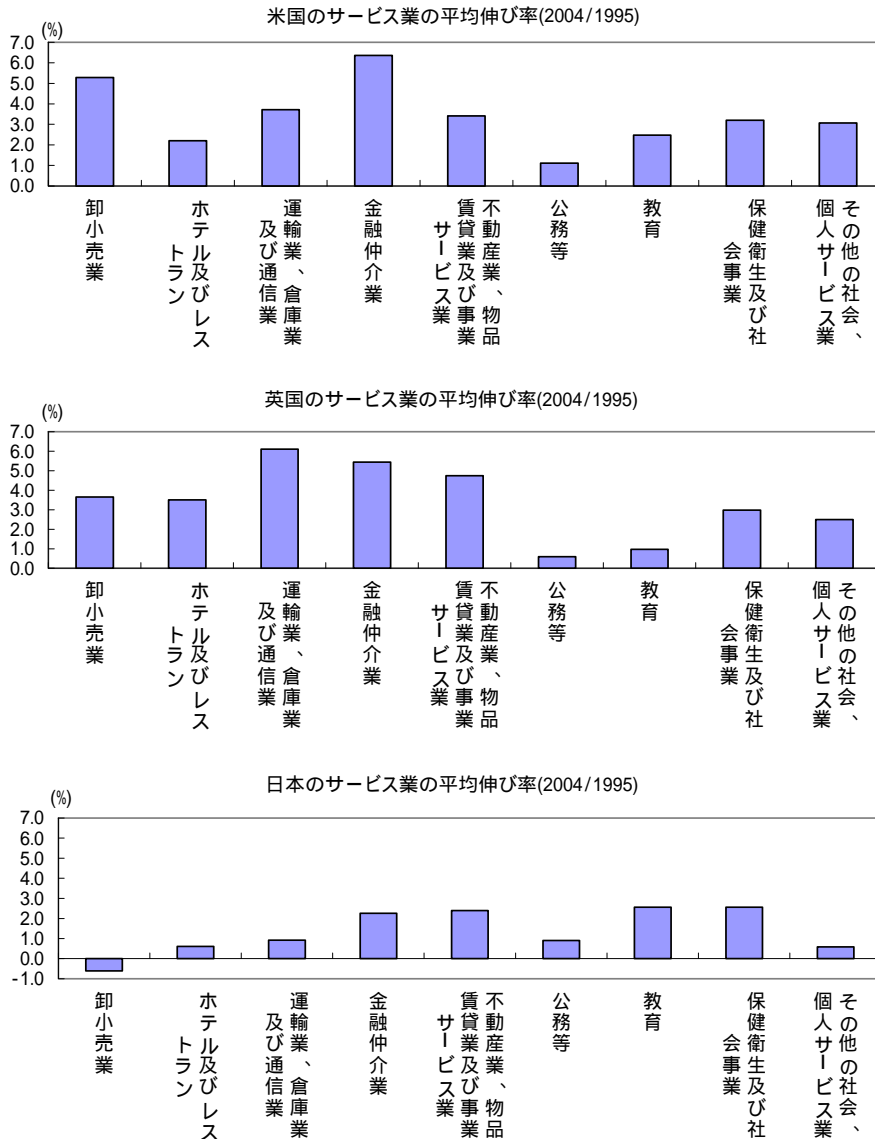


(注)第二次産業は、鉱工業、建設業、電気ガス水道業である。
 (出所) OECD "National Accounts of OECD Countries"

図表4 世界経済のサービス化



図表5 日米英のサービス産業の動向(内訳)



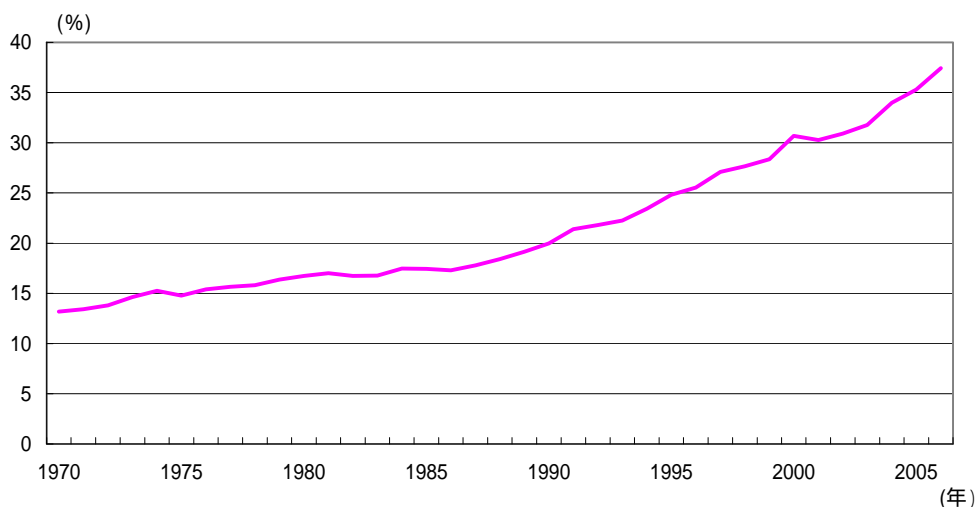
によって関連サービスの需要が増加したこと、経済のグローバル化に伴い物流・通信の需要が増加していること、所得水準の上昇や夫婦共働きが増えたことで各種サービスの需要が拡大したこと、などが影響している。こうした経済のサービス化で先行するのが米国や英国である。

米国や英国のサービス業の生み出す付加価値の動向をみると、卸小売、ホテル・レストラン、運輸・倉庫・通信、金融仲介、不動産などを中心に全般的に日本よりも伸びが高くなっている（図表5）。

また、世界経済のもう一つの大きなトレンドとして、経済のグローバル化がある。例えば、世界のGDPに占める貿易の割合は上昇傾向が続いている（図表6）。

サービス化と世界的な貿易量の増加は関連している可能性がある。つまり、サービスが優位な国では経済がよりサービス産業に特化する一方で、工業品や一次製品の生産に相対的に優位性を持つ国もある。そして、各国が比較優位を持つ品目の生産を重点的に行うことで、世界の貿易量が増加し、所得水準の向上にも寄与していると考えられる。こうした流れの中で、米国や英国では経済のサービス化が進展し、工業品や一次製品の輸入が増えている。

図表6 世界の財・サービスの輸出のGDPに占める割合（1990年価格）



（出所）国連データベースにより作成

主要先進国の輸出動向

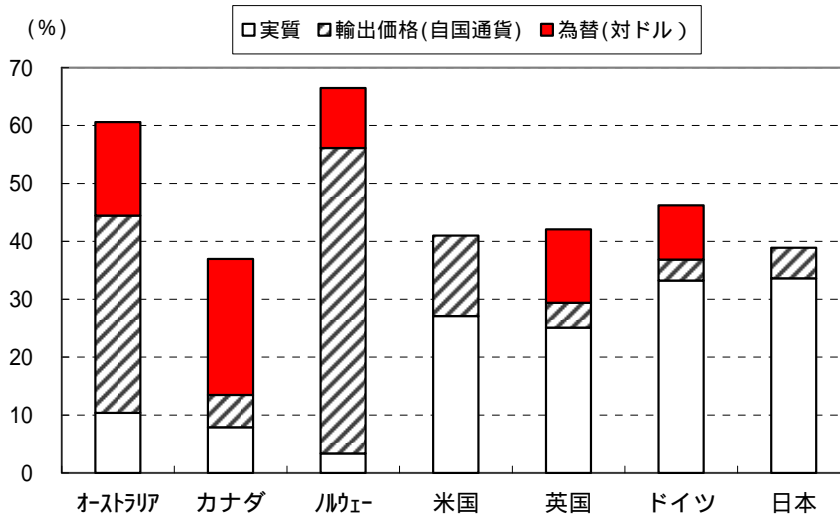
主要先進国の輸出動向にも、各国の産業構造の違いが現れている。世界景気の好調を受けて主要先進国の輸出（財・サービス）は増加基調が続いているが、国によって輸出の増加の内容に違いがある。各国の輸出動向（ドルベース）をみると、例えば、オーストラリアやノルウェーといった資源国では数量（実質）ベースの伸びはそれほど大きくない。経済のサービス化、知識化、省資源化を受けて、経済成長率ほどには一次製品の需要は伸び

ない傾向がある。しかし、資源高によって価格要因（自国通貨建て価格要因や為替要因）が金額を大きく押し上げている（図表7）。

一方で、日本やドイツなど先進国の中でも製造業のウェイトが大きい国では、数量（実質）の伸びが相対的に大きい（図表7）。工業品は、新興国との競争が激しいこともあり、価格は上昇しにくくなっていると考えられる。

また、米国やイギリスなど相対的にサービス産業の比重が大きい国は、両者の中間的な位置づけになっている（図表7）。サービスの需要先は国内向けの比重が大きい（サービスは輸出しにくい）ことや、資源価格のように高騰しているわけではないが、サービス価格は工業製品に比べ上昇率が高いことが影響しているとみられる。

図表7 主要先進国の輸出（ドル建て）動向



(注)ドル建て輸出額増加率 = 実質輸出増加率 + 輸出価格上昇率 + 対ドル為替上昇率、
として計算
(出所)DataStream

米国の輸入増加が途上国経済にも波及

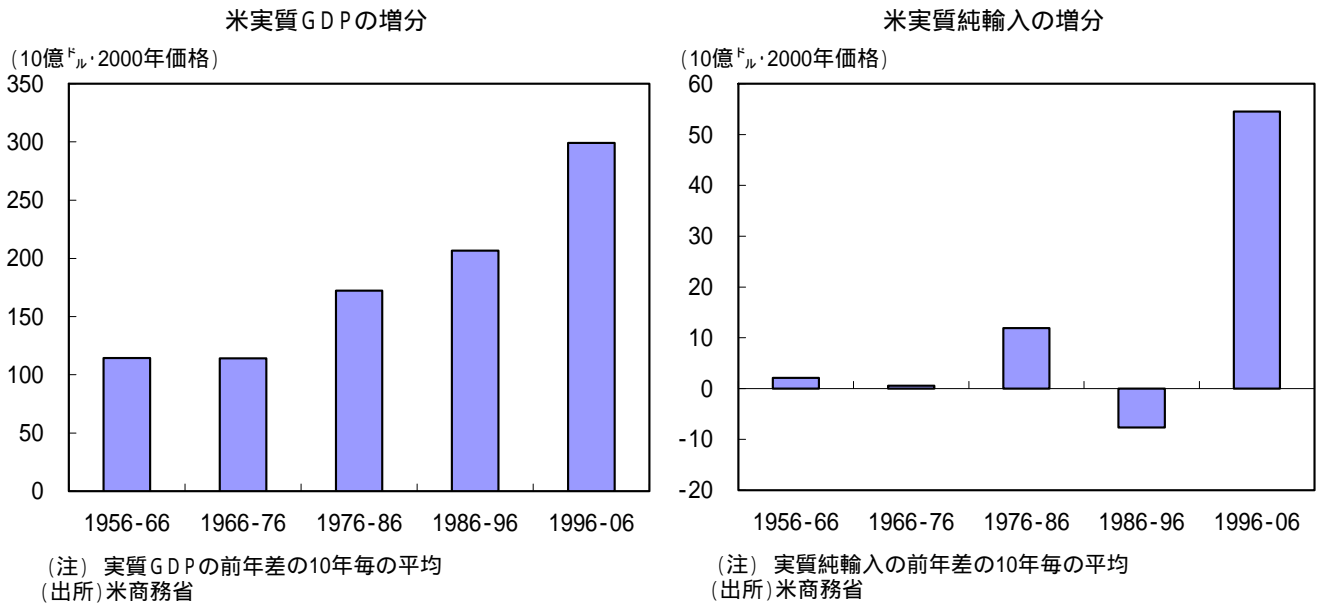
米国経済の好調は途上国経済にも好影響を及ぼす。すなわち、米国が輸入を増やすことによって、他国は輸出を増やすことができ、その国の生産活動が活発化して経済成長を刺激する。この意味では、米国の純輸入額（純輸出のマイナス）は最近10年間に急拡大しており、米国の世界経済押し上げ効果は米国のGDP成長率が示唆するよりも大きかった可能性がある（図表8）。

つまり、米国経済が経常収支赤字を拡大させると、他国の経常収支黒字が増える。経済に厚みがあって相対的に資本受け入れ余力が大きい米国が経常収支赤字（＝資本収支黒字）になることは自国経済へのマイナス影響はそれほど出ない一方で、相対的に資本制約の強

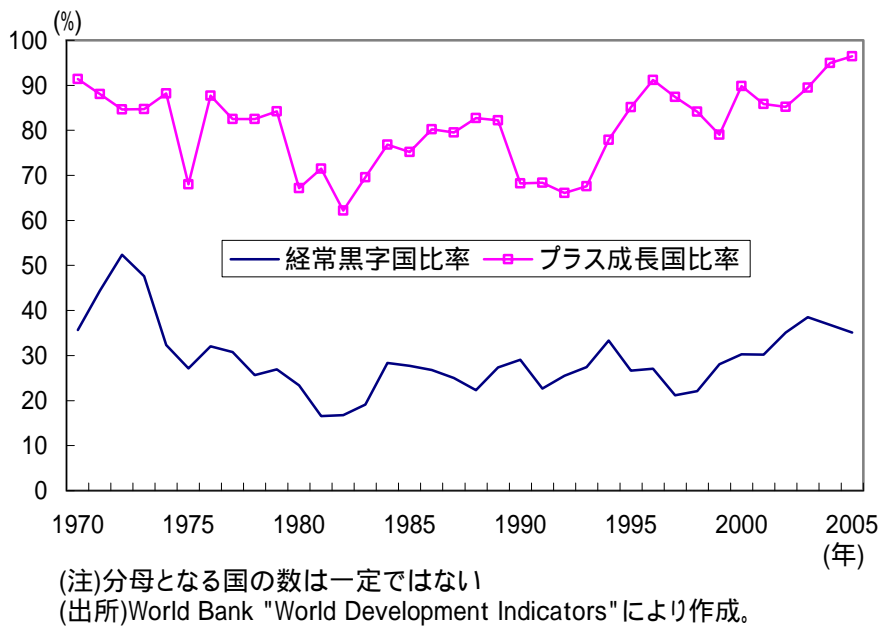
い途上国の経常収支が黒字化すれば、それらの国の経済成長率にプラスの効果をもたらすと考えられる。

1990年代後半にアジアなどに通貨危機が広がった際には、景気を抑制して（成長率を下げて）経常収支を改善させる方策が多くで採られた時期もあったが、現在では、経常収支黒字国が増え、プラス成長国が増えている（図表9）。

図表8 米国の実質GDPと実質純輸入の増加分



図表9 経常黒字国比率とプラス成長国比率



(2) 高成長を持続させた要因

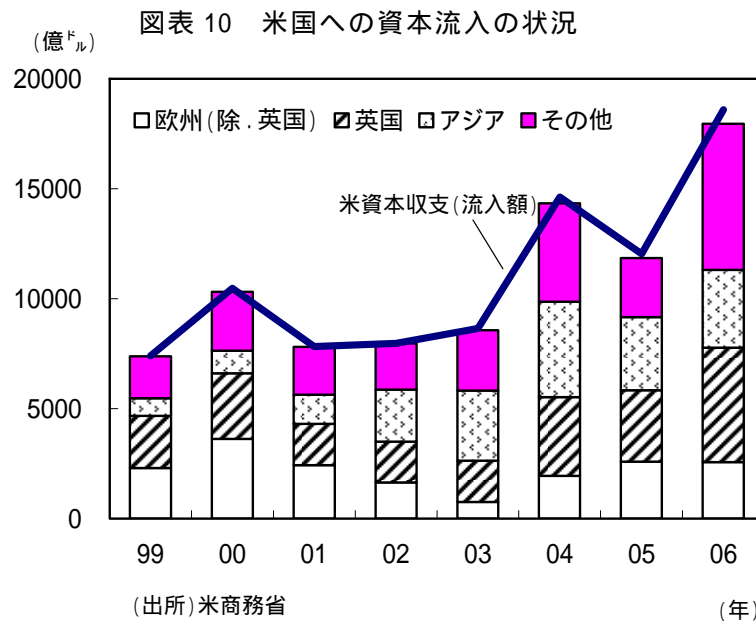
円滑な資本還流

海外景気が好調なので、米国の輸出も増加しているが、輸入の増加テンポの方が速く、米国の経常赤字は拡大している。米国の経常赤字の大きさを懸念する見方は根強い。

しかし、定義上、経常収支赤字 = 資本収支黒字、である。米国への資金流入が活発だからこそ、経常収支の赤字が維持できる面も否めない。

米国への資本流入の状況を見ても、2000年代は、中国をはじめとしたアジア諸国からの資本流入や、中東の産油国のオイルマネーが影響しているとみられるイギリス経由の資本流入が目立つようになっている（図表10）。

経常収支赤字と資本収支黒字は表裏一体であり、どちらが原因であるといえるものではない。しかし、大きな経常収支赤字や大きな資本収支黒字を計上できるのは、国際金融市場が機能して資金還流がうまくいっている証であろう。国際金融市場が円滑に機能している要因として、世界の政治情勢が安定していること、各国の景気が拡大していること、インフレが安定していること、などが挙げられよう。



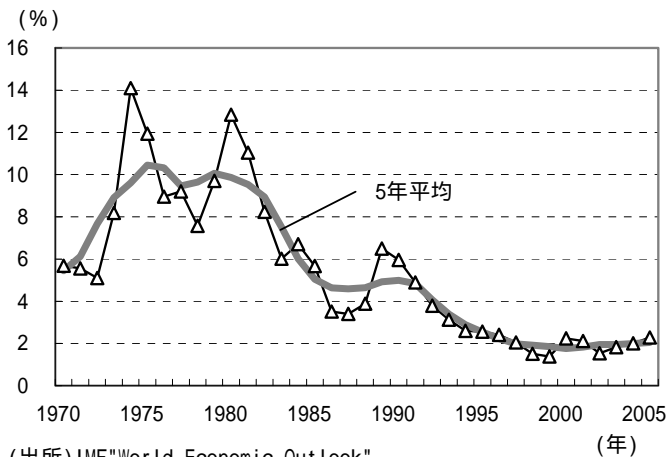
インフレ率の安定基調

資源高が続いても、先進国のインフレ率は安定基調を続けている。世界経済の高成長と資源価格高は、1970年代の石油危機不況の前の状況に似ているが、インフレ率が安定していることが大きな相違点になっている（図表11、12）。石油危機の時には、製造段階や流通段階で大幅な価格転嫁が行われて、消費者の購買力が失われて需要が落ち込んでしまっただが、現在はインフレ率が安定しており、消費は堅調を保っている。また、インフレ率が落ち着いていることは、中央銀行の金融政策を安定的なものにして金融市場の安定にも寄

与してきたと考えられる。

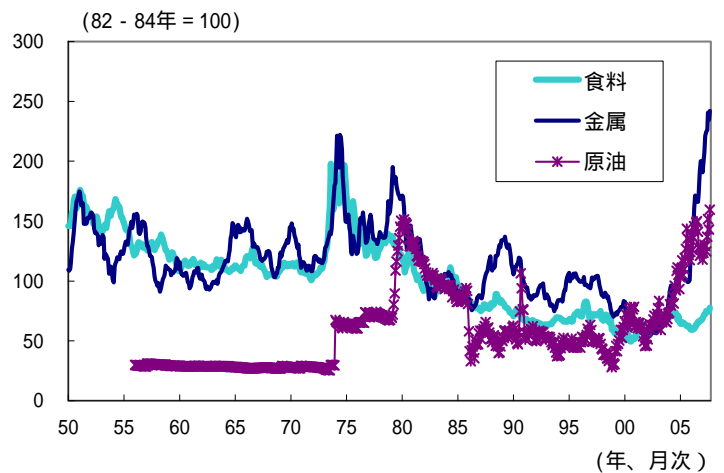
物価安定の背景には、当時との金融政策の違いや労使関係の変化など様々な要因が考えられるが、最大の要因は、新興工業国の発展によって、世界的な価格競争が激化し、賃金が低い新興工業国から安い製品が世界に供給できていることであろう。なかでも、中国の影響が大きいとみられる。中国経済は、一次産品高の原因であると同時に、安い製品を提供することによって世界の消費者物価を抑制してきたと考えられる。

図表 11 先進国の消費者物価上昇率



(出所)IMF"World Economic Outlook"

図表 12 商品市況と米国生産者物価との相対価格
(商品価格 / 米国生産者物価<最終財>)



(出所)Commodity Research Bureau、Bureau of Labor Statistics

(3) 懸念材料

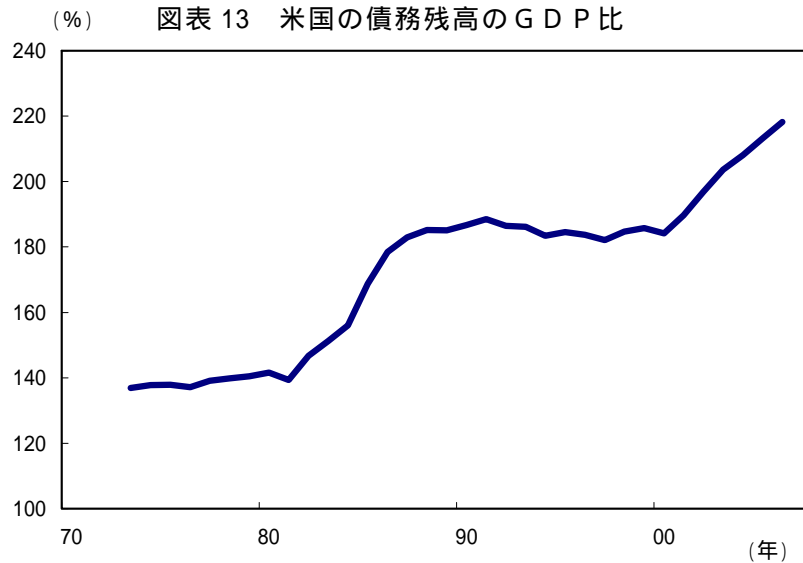
サブプライムローン問題

これまで見てきたように、円滑な資本の流れやインフレ率の安定によって、米国発の世界的な景気拡大の好循環が生み出されていたと考えられる。しかし、最近サブプライムローン問題により、世界的な信用収縮が懸念された。一連の問題は、リスク管理の甘さや市場の未整備を露呈させた形である。

もちろん、資産担保証券や合成証券の需要や供給が増加したことによって、従来よりも資金の調達手段や運用手段が広がったプラスの効果も大きいはずである。米国の債務残高のGDP比は上昇しているが、必ずしも金融市場がバブル的な状況にあることを意味するわけではなく、金融手段の発達を反映したものである可能性がある。実際、1980年代にミューチュアルファンドやLBO(レベレッジド・バイアウト)といった金融手法が普及した際にも、債務残高のGDP比は上昇している(図表13)。

しかし、この数年間は、経済の好循環が続いていただけに、投資家のリスク管理の甘さや市場の未整備がそれほど問題になってこなかった可能性がある。サブプライムローン問題に関しては、足元の景気が底堅いこともあり、ひとまず各国の金融市場は徐々に落ち着

きを取り戻しつつあるが、仮に景気が大幅に減速してくると、再び問題視されてくる可能性もあろう。

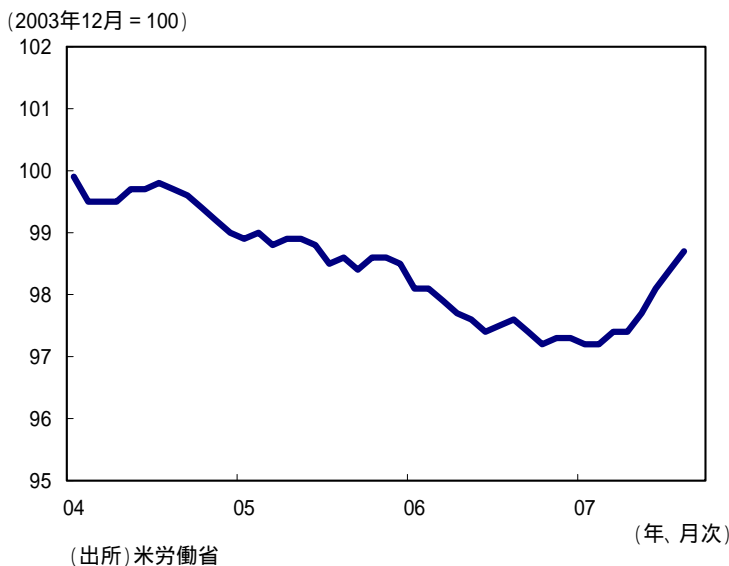


(注) 米国の家計、企業、政府の各部門の債務残高の名目 GDP に対する比率
(出所) 米商務省、米FRB

中国からの輸入物価

また、足元では、中国からの輸入品の価格が上昇する動きがある。米国の中国からの輸入物価は上昇に転じている(図表 14)。日本の関連指標をみても、中国からの輸入単価が上昇に転じ、中国製が多いとみられる衣料品の輸入物価が上昇している。これは、原材料の価格上昇や中国国内での賃金上昇の影響が出ているものと考えられる。

図表 14 米国の対中輸入物価



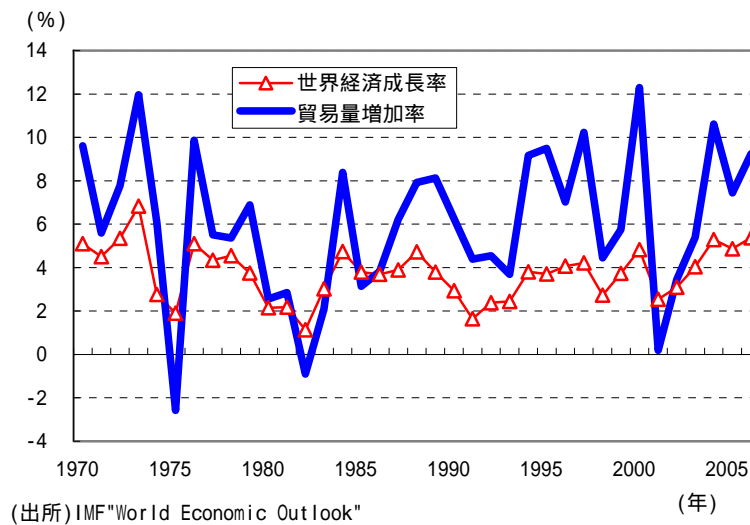
図表 15 中国の生産者物価上昇率



今のところ、中国国内では、賃金上昇率や生産者物価上昇率がさらに加速しているわけではなく（図表 15）、中国からの物価上昇圧力は限定的とみられる。

もっとも、これまでは工業品を中心に、中国をはじめとした新興国の供給力拡大によって適地生産が進展し、世界貿易が増加したことが、世界の物価を抑制する効果をもっていたと考えられる（図表 16）。しかし、賃金大幅に上昇すると、新興国は工業品の生産地として適地ではなくなってくる可能性がある。

図表 16 世界の経済成長率と貿易量増加率



以上みてきたように、世界経済の高成長は、良好な金融環境とインフレ率の安定に支えられたものであった。しかし、資源高が続き、各国の物価を押し上げる圧力になっているほか、これまで先進国の物価安定に寄与していたとみられる中国からの輸入品価格がわずかながら上昇に転じてきている。サブプライムローン問題への懸念はひとまず落ち着いてきているが、米国経済は、4%を超える成長を記録していた1990年代後半に比べると減速してきており、目先は、住宅投資が抑制されることもあって2%台の成長にとどまる可能性がある。成長率の鈍化により、米国が海外製品を輸入する力も、鈍ってきていると考えられる。今後の世界経済の巡航速度は、30年ぶりの高成長であった5%台半ばよりも、やや低いところになってくる可能性がある。

(芥田 知至)