

日本経済ウォッチ <2007年11月号>

【目次】

- | | |
|-------------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～ 個人の景況感はなぜ悪化する～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～ 不安材料だけではない景気の先行き～ | |
| 3. 今月のトピック | p.3～11 |
| ～ 成熟型社会の経済成長と所得分配～ | |
| (1) 成長寄与率から見た今回の景気回復の特徴 | |
| (2) 景気回復の持続性 | |
| (3) 所得分配における変化 | |



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 ～個人の景況感なぜ悪化する

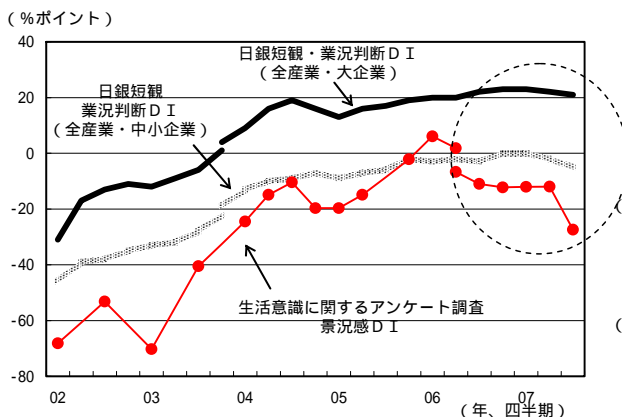
企業の景況感の調査としては、四半期に1回実施される日銀短観がよく知られている。日銀短観の業況判断DIは、「良い」と答えた企業の割合から、「悪い」と答えた企業の割合を引いて計算される。これに対して個人の景況感を調べたものに、同じく日銀が行っている生活意識に関するアンケート調査がある。この調査には、日銀短観と同様に景況感が「良い」か「悪い」という水準をきく質問と、1年まえに比べて「良くなった」か「悪くなった」という方向を尋ねる質問がある。そして、過去にさかのぼってデータがとれる後者の質問を使って、DI（「良くなった」 - 「悪くなった」）が計算されている。

図表1は、日銀短観の大企業と中小企業（いずれも全産業）の業況判断DI、そして生活意識に関するアンケート調査の景況感DIの推移を比べてみたものだ。これを見ると、まず大企業よりも中小企業の方が厳しい業況判断をしており、さらに個人の景況感はずでにかなり悪化してきていることがわかる。質問の仕方が異なるので単純な比較はできないが、企業に比べて個人の方が景気に対して厳しい見方をしているようだ。

では、なぜ個人の景況感がより悲観的なのか。「景気は回復したとはいえデフレからはまだ脱却しておらず、個人には景気回復の動きが広がっていない。だから金利の引き上げには慎重でなければいけない」という解説がなされることもある。ただ、個人の意識は少し違うようだ。最新の9月調査の生活意識に関するアンケート調査によると、57.2%は金利が低すぎると感じており、45.0%は1年前と比べると収入が減ったと答えている。さらに、ここに来て1年前と比べて物価が上がったと回答する人が増えており、その割合は60%に達している。

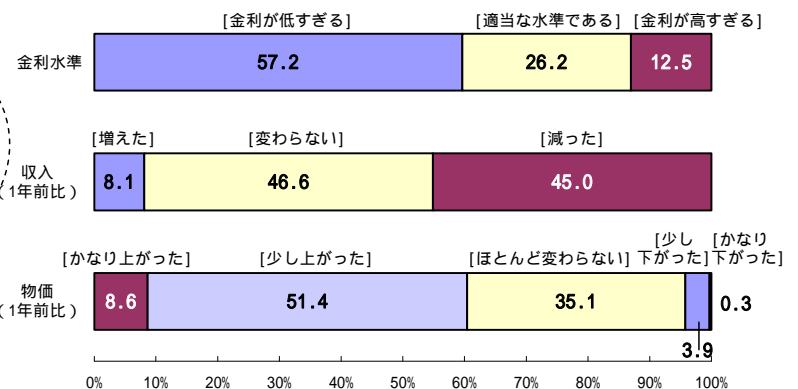
つまり、「相変わらず金利が低くて預金利息収入は増えない、しかも給料は減っているのに、ここに来てインフレが進んできた」というのが、多くの人が持つ景気実感のようだ。デフレから脱却できないので個人の景況感が悪化しているのではなく、所得の伸び悩みにインフレ懸念も加わって景況感が悪化していることになる。（鈴木 明彦）

図表1 企業の景況感と個人の景況感



(注1) 日銀短観は、04年3月調査時点で調査対象企業の見直しが行われたため、前後の系列にギャップがある
 (注2) 生活意識に関するアンケート調査は05年まで不定期調査、06年9月調査以降は郵送調査、06年6月調査は訪問留置および郵送方式による調査を平行実施
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」「生活意識に関するアンケート調査」

図表2 金利・収入・物価の実感 (07年9月調査)



(出所) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

2. 景気概況 ~ 不安材料だけではない景気の先行き

景気の先行きに対する不安材料がいくつか出ている。まず、建築着工の停滞である。6月20日の改正建築基準法施行後、建築確認手続きが一時停止状態となり、7月以降の建築着工が大幅に減少している。9月の新設住宅着工件数は前年同月比 - 44.0%と過去最高の減少幅を記録し、事務所、店舗、工場など非居住用建築物着工床面積も同 - 54.2%と大幅な減少が続いている。建築着工の滞りは年明けまで続き、住宅投資、設備投資など関連分野のマイナス材料となりそうだ。新法における確認業務が円滑になるまでの一時的な問題と考えられるが、影響度は小さくなく注意が必要だ。

また、雇用の改善が一服している。9月の就業者数が5ヶ月連続で減少し、失業率は2ヶ月連続で上昇するなど、個人消費にとってのマイナス材料が増えている。ただ、それでも失業率は低水準を維持しており、雇用環境が急速に悪化するということはない。労働市場の引き締まりが続くため、これまで団塊世代の引退という特殊要因も影響して減少していた賃金はやや上向いてくると期待できる。

さらに、原油価格が再び高騰しており、WTI価格は1バレル = 100ドルをうかがう勢いである。これまでは原油価格が上昇しても、好調な企業収益でコスト増加を吸収することが可能であったため、一部の石油関連品目を除いて価格転嫁は限定的であった。中国などの新興工業国が工業生産力を拡大していることも、過去の石油ショックに比べて最終財におけるインフレの高進を回避する要因となってきた。この結果、原油価格が上昇しても世界的に物価が安定しており、経済は順調な拡大を続けることができた。しかし、ここから先、原油価格はどこまで上がるのか、いつまでも世界経済の成長と物価の安定を維持できるのか、不安も出てくる。もっとも、第1次、第2次石油ショックと異なり、今回は世界的な原油需要の拡大を反映した価格の上昇と考えるならば、世界経済が腰折れしてしまうリスクは限定的であろう。

そして、サブプライムローン問題である。米国の住宅投資の大幅減少が長期化しそうであり、住宅価格の下落による逆資産効果が米国の個人消費にマイナスに作用する可能性、あるいは世界的な金融市場の混乱が信用収縮を招き実体経済に悪影響を及ぼす可能性が、懸念されている。この問題は不確定要因が多く、実体経済に影響はないと言い切ることができないが、世界経済が後退してしまうというような論調は悲観的すぎるだろう。

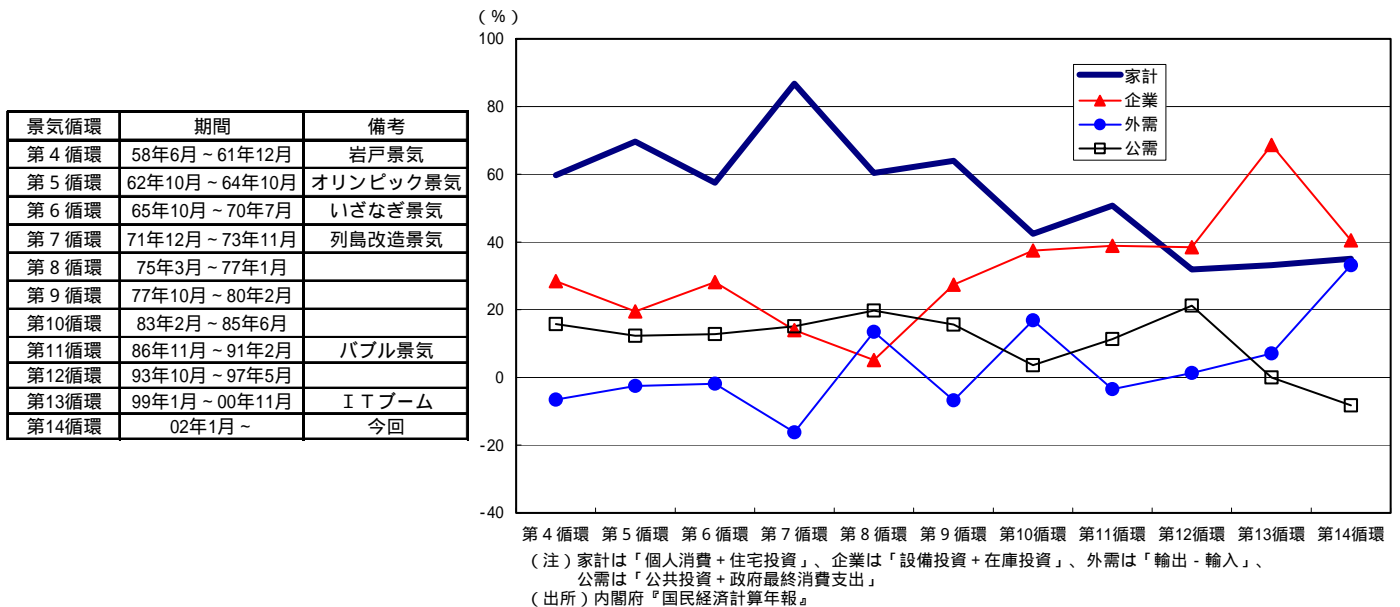
こうした不安材料はあるが、景気は拡大を続けている。9月の鉱工業生産は前月比 - 1.4%と減少したが、7~9月期では前期比 + 2.2%と堅調な増加を記録した。製造工業予測調査(10月:前月比 + 3.8%、11月:同 - 0.7%)から判断すると、10~12月期も増加基調が続く見込みである。特に、高水準の在庫が生産を抑制していた半導体・液晶などの電子部品・デバイス工業は4ヶ月連続で堅調に拡大し、10月以降も増産が見込まれている。生産が踊り場を脱し再び増加していることは明らかにプラス材料である。(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ~ 成熟型社会の経済成長と所得分配

(1) 成長寄与率から見た今回の景気回復の特徴

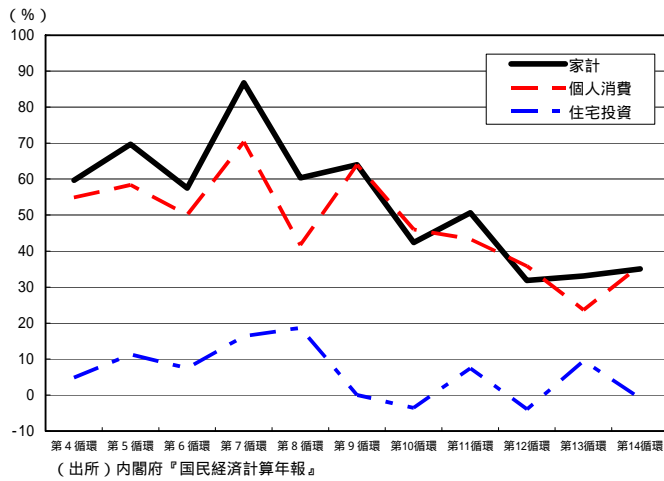
2002 年はじめから始まった今回の景気回復は、回復の実感がないと言われ続けながら、気がつけば戦後最長の景気回復となっていた。これまでの景気回復と比べて今回は何が違うのかを知るために、需要項目別の成長寄与率を過去の景気回復と比べてみた。図表 1 は、戦後の景気回復のうち 60 年前後の第 4 循環（岩戸景気）から第 14 循環となる今回の景気回復まで、経済主体別の成長寄与率を示したものである。ここで、家計は「個人消費 + 住宅投資」、企業は「設備投資 + 在庫投資」、外需は「輸出 - 輸入」、公的需要（政府）は「公共投資 + 政府最終消費支出」で計算している。

図表 1 景気回復期における寄与率の推移

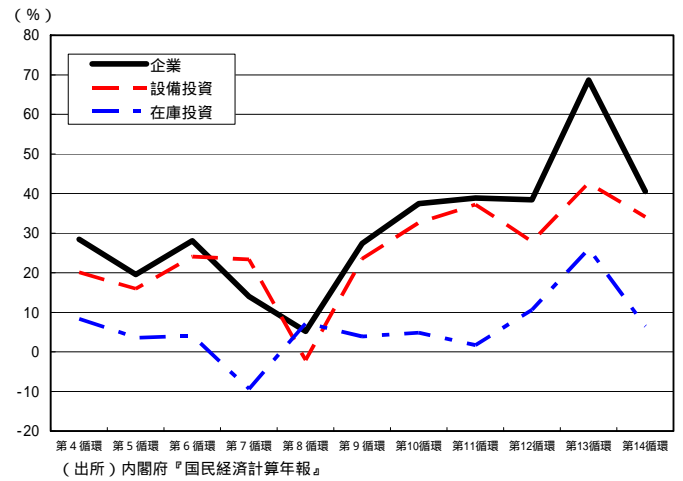


まず、家計の成長寄与率は 70 年代初めの列島改造景気（第 7 循環）をピークに個人消費を中心に低下傾向にあり、今回も 30% 台の寄与にとどまっている（図表 2）。これに対して、企業の成長寄与率は高度成長期が終わった 70 年代以降の景気回復では設備投資を中心に高まっており、2000 年前後の IT ブームのころほどではないが、今回も 40% 程度の寄与率となっている（図表 3）。さらに、外需の寄与率は今回の景気回復局面では非常に高く、30% 台に上昇しており、輸出の寄与率を見ると実に 60% に達している（図表 4）。一方、公的需要は、政府最終消費の寄与はプラスが続いているが、公共投資は国と地方の厳しい財政構造を背景にマイナス寄与が続いている。この結果、公的需要全体の寄与率は 10% 近くのマイナス寄与となっている（図表 5）。

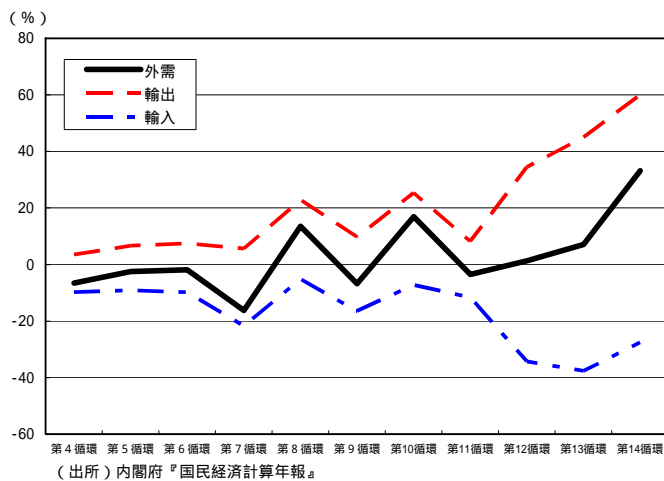
図表2 家計部門における寄与率の推移



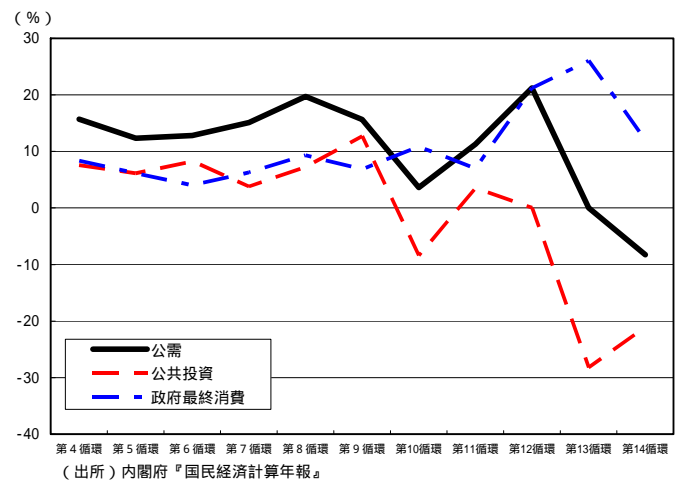
図表3 企業部門における寄与率の推移



図表4 外需における寄与率の推移



図表5 公共需要における寄与率の推移



こうしてみると、今回の景気回復は、やはり輸出の増加に牽引されていることが分かる。そして、輸出の拡大が設備投資の増加に結びついているものと推察できるが、寄与率の大きさを過去と比べると輸出の拡大に比べて設備投資の拡大はマイルドなようだ。いずれにしても、今後の景気回復の持続性を考える上では、景気回復の牽引役である輸出や設備投資の先行きが鍵を握る。

一方、輸出や設備投資の寄与率の高さは、見方を変えれば、個人消費の低い寄与率とコインの裏表の関係にある。輸出や企業部門の景気回復が家計にまで広がっていないということだ。個人消費の増加が限定的なので、景気回復が緩やかになる。そして、家計に景気回復の動きが広がらない要因としては、後述のように所得分配における変化が考えられる。

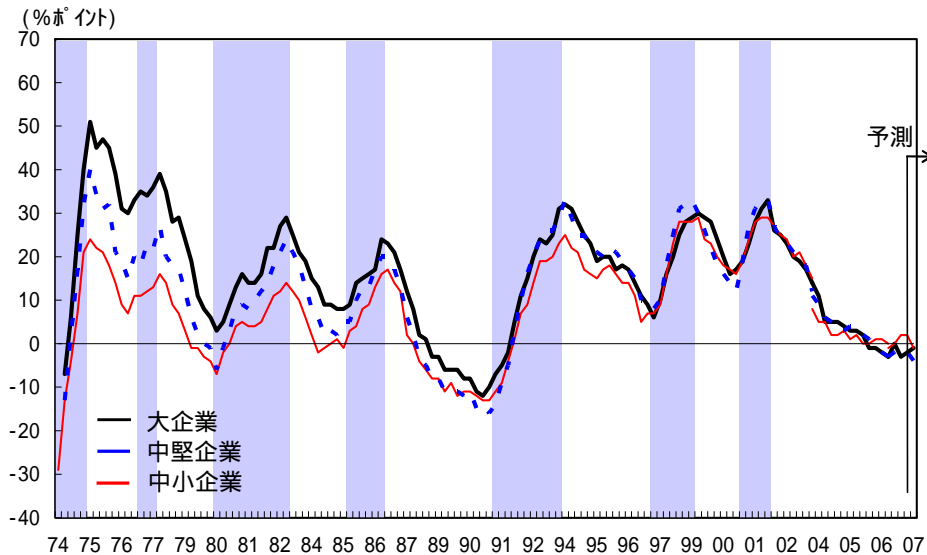
(2) 景気回復の持続性

今回の景気回復の牽引役は輸出と設備投資であるが、この二つの需要項目が持続的に成長に寄与した背景には内外の環境変化が挙げられる。

過剰供給力の解消

過剰供給力の解消が設備投資の安定的な拡大を可能にしている。日銀短観の生産・営業用設備判断(「過剰」-「不足」)の推移を見ると、バブル崩壊後に拡大していた設備の過剰感は、バブル崩壊後3度目となる今回の景気回復でようやく解消し、一部の企業には不足感も出てきている(図表6)。

図表6 生産・営業用設備判断DI(製造業)の推移



(注1) シャドー部分は内閣府による景気後退期
 (注2) 2004年3月調査、2007年3月調査時点で調査対象企業の見直しが行われたため、前後の系列にギャップがある
 (注3) 予測は2007年6月調査時点の3ヶ月後の予測
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

さらに、日銀短観のグラフをさかのぼってみると、日本企業は高度成長が終わった70年代半ば以降、バブル期を除いてほぼ一貫して過剰な設備を抱えたままであったことがわかる。そして、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企業は、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。

しかし、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

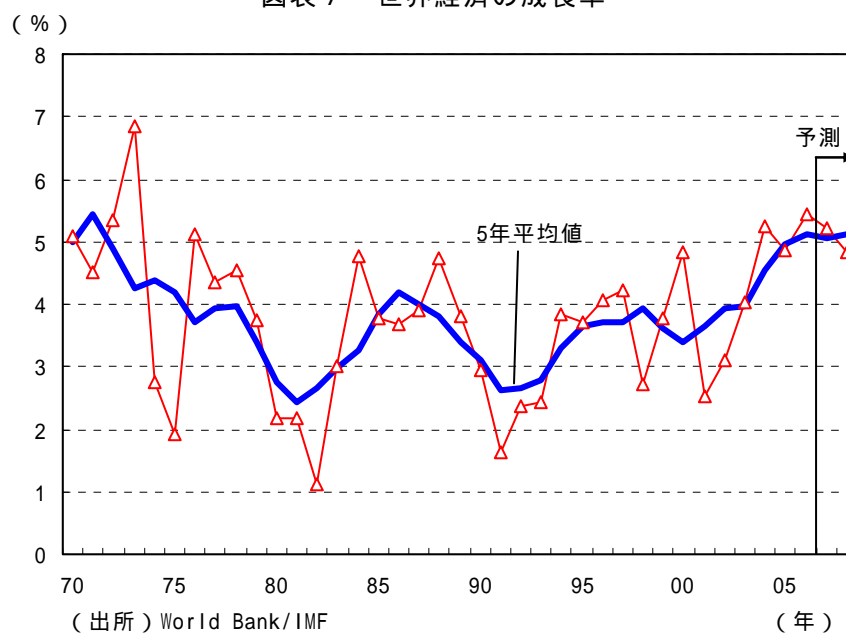
過剰設備の解消が進み始めた。90年代終わりにはバランスシート調整が本格化し、その後の戦後最長の景気回復と相俟って、バブル期を除けば30年ぶりの過剰設備の解消が実現した。つまり、日本企業はバブル期のように景気を過熱させることなく、30年ぶりに過剰設備を解消したことになる。

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。

世界経済の成長

世界経済は2004年以降5%程度の成長を続けている。やや使い古された言葉かもしれないが、これは30年ぶりの高成長である（図表7）。中国をはじめとする新興国は高成長を維持し、一次産品価格の高騰を背景に資源国の経済も好調である。さらに、日米欧などの先進国もしっかりした成長を続け、世界全体でバランスの取れた高成長が続いてきた。日本の景気回復を牽引した輸出の増加は、世界経済の堅調な拡大に支えられたものである。

図表7 世界経済の成長率



ここに来てサブプライムローン問題に端を発する世界の金融市場の混乱が、世界経済を減速させるのではないかと懸念も出てきている。たしかに、住宅投資が大幅に減少している米国の成長率は減速した状態が続くであろう。しかし、新興国は引き続き高い成長を続ける見込みであり、世界全体の成長率はあまり減速しないのではないかと。図表7で示されたIMFの世界経済見通しは、サブプライムローン問題が広がり世界経済の先行き懸念

が広がった 10 月時点のものであるが、米国の成長率見通しは下方修正されているものの、世界経済は 5 % 前後の成長を続けるという見通しになっている。

中期的に見ると、世界各国で高齢化が進み、米国や中国の成長率は今より低くなっているであろうが、それでも急速に成長率が低下するわけではない。現在のような 30 年ぶりの高成長を続けることは難しいかもしれないが、それでもしばらくは堅調な拡大が続き、日本からの輸出環境は恵まれた状況が続くであろう。

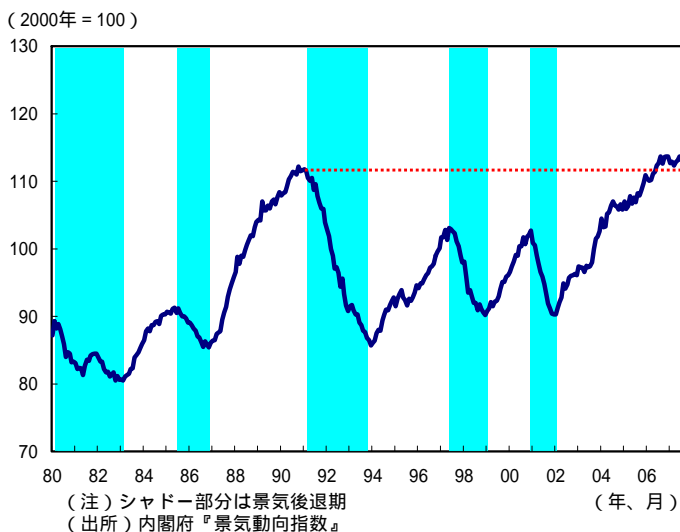
(3) 所得分配における変化

バブル崩壊後 3 回目となる今回の景気回復では、景気動向指数（一致系列、C I）の水準がバブル景気のときのピークを超えており、2006 年半ば以降は拡大局面に入っているという評価も可能である（図表 8）。過剰供給力の解消や世界経済の成長といった日本の経済成長を支える内外の経済環境もしばらく続きそうであり、今後も景気拡大の継続が見込まれる。しかし、分配面から見ると企業や家計といった経済主体によって景気の体感温度に違いがありそうだ。

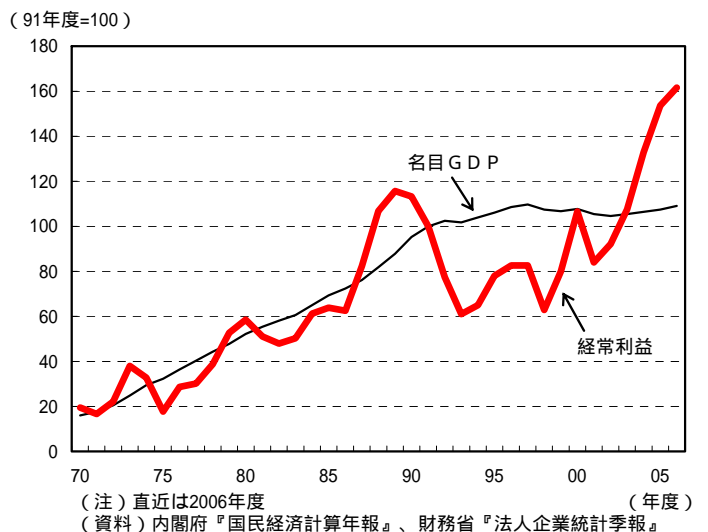
経済主体別にみた所得の分配

分配面からみると、今回の景気回復では企業部門の回復が目立つ。企業の経常利益の水準と名目 GDP の動きを、バブル景気がピークをつけた 91 年度 100 として比べてみると、バブルのころに急速に拡大していた経常利益は、バブル崩壊後反落ししばらく低迷が続いていたが、リストラやバランスシート調整が本格化した 90 年代後半をボトムに今回の景気回復局面を通して急速に回復している（図表 9）。

図表 8 景気動向指数（一致系列、C I）の推移



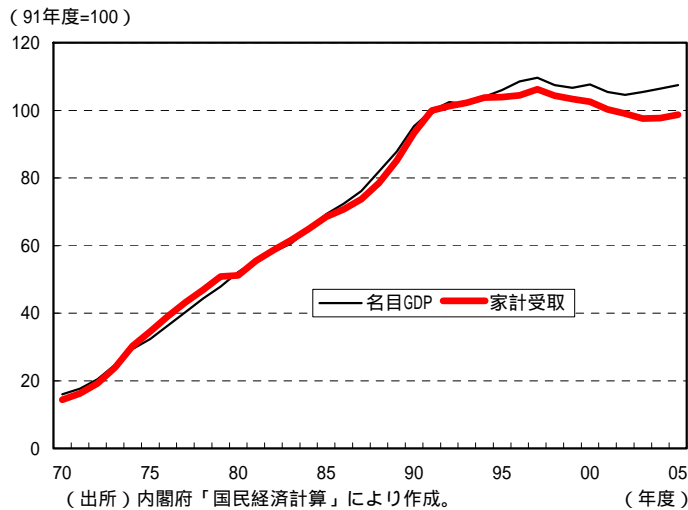
図表 9 名目 GDP と経常利益の推移



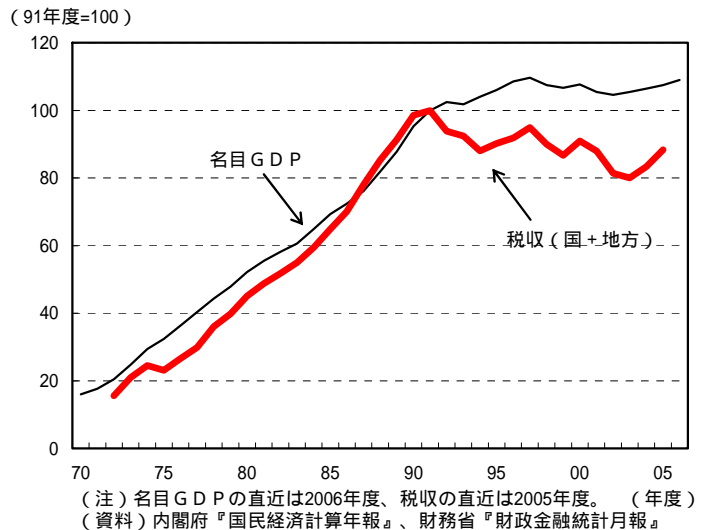
これに対して、家計部門には回復の恩恵があまり広がっていない。雇用者報酬、金利・配当金などの財産所得、社会保障給付といった家計の受取は、名目GDPの動きに比べると下振れしている（図表10）。経常利益の動きに比べるとバブル崩壊後も大きく落ち込むことが無かったかわりに、企業の利益が回復しても家計の受取は減少から持ち直しに転じてきたに過ぎない。

政府部門の所得とも言える税収の動きを名目GDPと比べてみると、バブル崩壊後の景気低迷と景気刺激のための減税によって税収は大きく落ち込んだ（図表11）。ここ数年は景気回復のプラス効果がようやく現れて増収に転じており、2006年度以降は定率減税の縮減・廃止効果も加わって税収増が見込まれる。しかし、それでもバブル期のピークと比べると回復の度合いは弱いと言えよう。

図表10 名目GDPと家計受取額



図表11 名目GDPと税収（国+地方）の推移

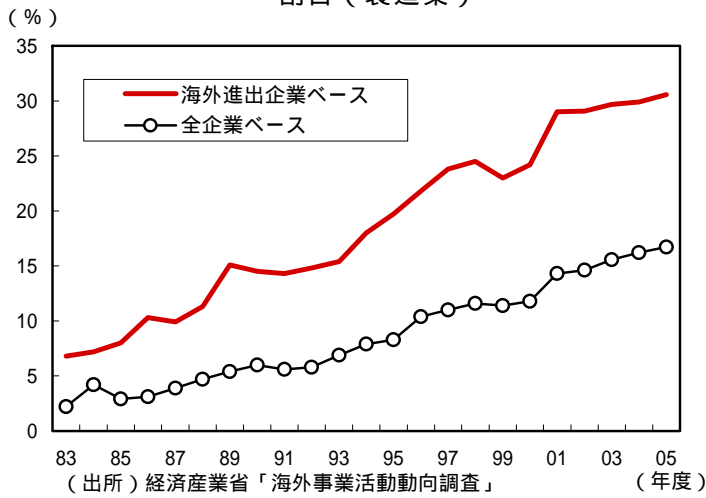


成熟型経済における所得分配

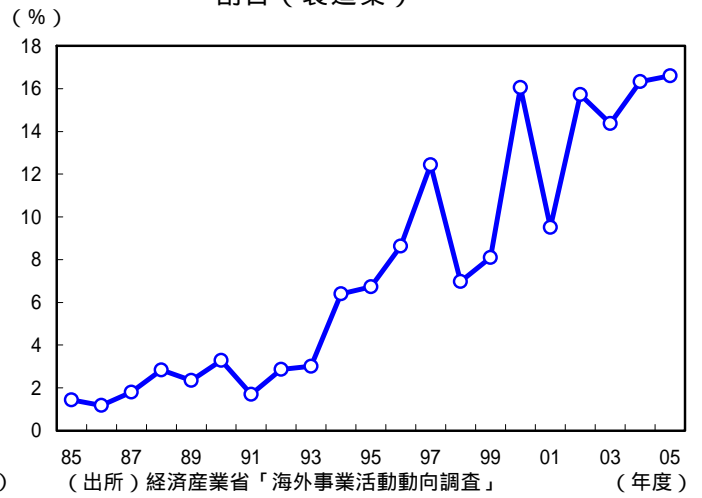
上述のような、経済主体別にみた分配構造の違いは、成熟型経済への移行と関係しているのではないかと考えられる。成熟型経済では収益機会が国内よりも海外に多くなる。国際競争力を高めて海外のビジネスチャンスをつねに捉えることで経済成長が可能になるが、そこで得た果実は必ずしも国民に広く分配されるとは限らない。

まず、企業は国内ではなく高成長を遂げている海外で稼ぐようになってきている。全製造業の売上に占める海外現地法人の売り上げの割合は2005年度で16.7%に達しており、海外進出企業に限ってみるとその割合は3割に達している（図表12）。経常利益におけるその割合は売上とほぼ同じ16.6%である（図表13）。また、設備投資も収益チャンスの大きい海外で実施する割合が高まり、2005年度では製造業全体の設備投資の4分の1近くが海外で行われた（図表14）。

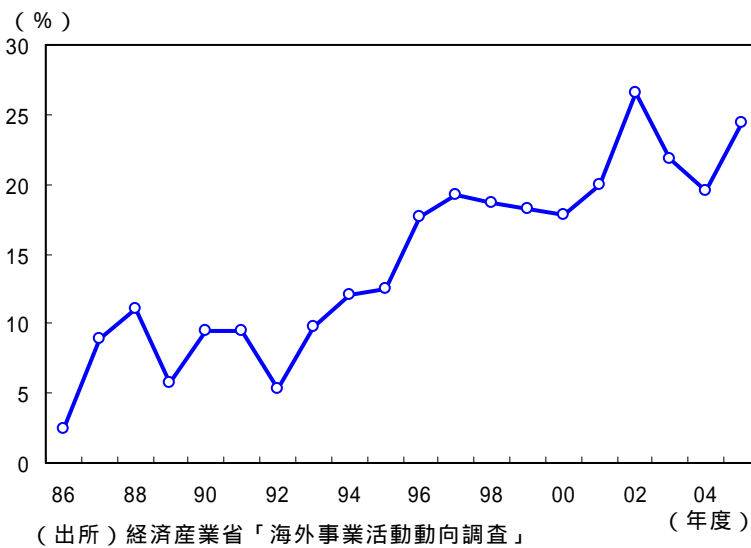
図表 12 売上高に占める海外現地法人の割合（製造業）



図表 13 経常利益に占める海外現地法人の割合（製造業）

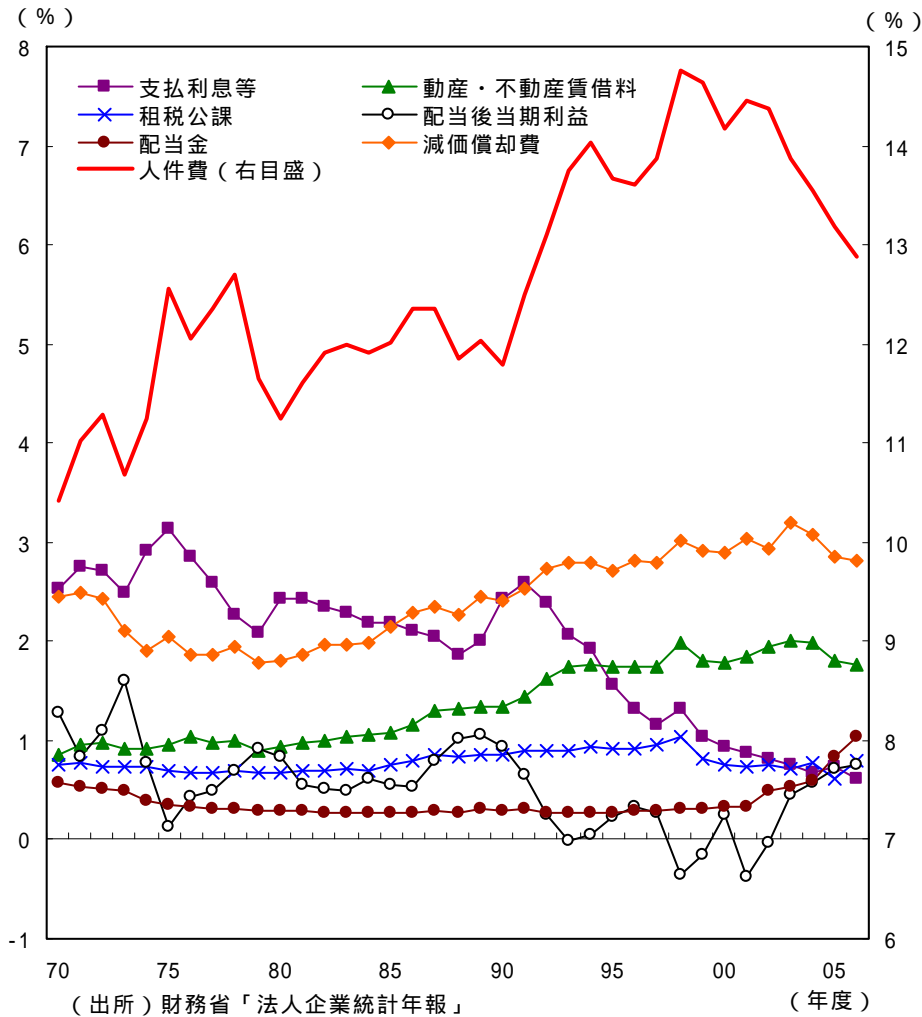


図表 14 設備投資に占める海外現地法人の割合（製造業）



海外での企業活動が活発になっても国内の雇用者の賃金が増えるとは限らない。また、海外の現地法人が稼いだ利益は国内の親会社に配当などの形で還流してくるが、こちらも国内の賃金支払いの原資になるわけではない。図表 15 は、売上高に占める人件費、支払利息、配当金などの諸項目が占めるシェアの推移を見たものである。これを見ると今回の景気回復局面では、配当金と配当後当期利益のシェアが上昇する一方で、人件費の割合が低下し、支払利息の割合は低水準で推移している。

図表 15 項目別にみた売上高に占めるシェア

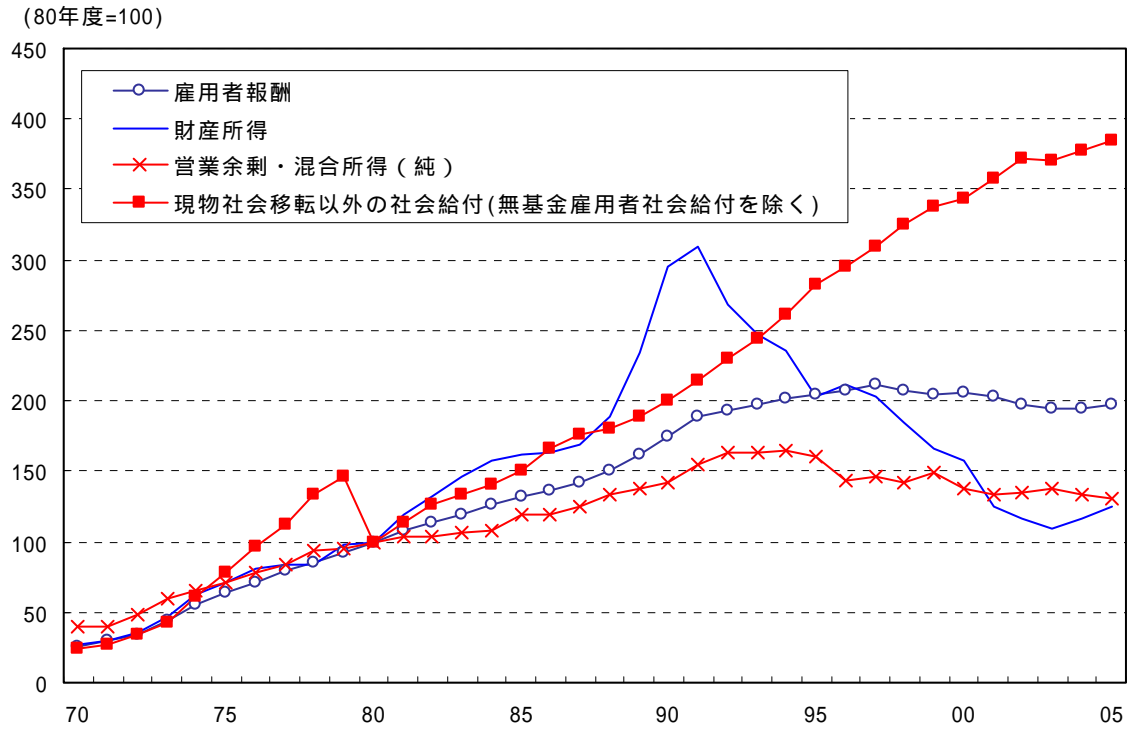


企業は株主重視の姿勢を強めており、配当性向が高まっている。これが企業収益の改善と相俟って配当金支払いが増加している。一方、金利は依然として超低金利状態が続いており、企業の支払利息はあまり増えず、金融機関を通して個人の受取利息を増やす状況にはなっていない。また、企業は事業規模の拡大に合わせて採用は増やしているものの、賃金の上昇に慎重であり、人件費の拡大は限定的である。

企業サイドの変化に応じて、家計の受取にも変化が起きてくる。まず、家計の受取の6割を占める雇用者報酬が伸び悩んでいる。そして、財産所得は金利低下の影響で減少が続いた。足元では配当所得の増加が財産所得を増やす要因となっているが、今も低水準のままである(図表 16)。つまり、景気が良くなって企業が収益を上げれば、それが雇用者報酬の増加や金利上昇による受取利息の拡大を通して、個人に広く還元されるという構図は当てはまらなくなっている。

一方、高齢化の進展に合わせて、社会保障給付の増加が続いている。家計の受取の源泉は雇用者報酬など企業部門の活動に負うところが依然として大きいものの、徐々に社会保障給付など政府に依存する度合いが高まっている。

図表 16 家計受取の内訳の動向



(注) 1970～1979年度は旧SNA(90年基準)、1980～1995年度は95年基準、
 1996年度以降は2000年基準。1970～1979年度の社会給付には現物給付分も含む。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」により作成。

こうして政府の歳出負担が高まる一方で、これを賄うほどには歳入(税金)が増えていない状況は、財政構造の悪化をもたらす。経済社会構造の変化が、企業、家計、政府といった経済主体間の所得分配の構造を変えてきている。政府にとっての所得である税金を確保するために税制の抜本改革が必要になっている。

(鈴木 明彦)