

日本経済ウォッチ <2008年9月号>

【目次】

- | | |
|-----------------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～貯蓄の数百年分を借入れてしまった米国の家計部門～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～原油価格高騰よりも怖い新興国経済の減速～ | |
| 3. 今月のトピック | p.3～11 |
| ～浅いかもしれないが、長いかもしれない景気の調整～ | |
| (1) 世界経済の減速と資源価格の高騰による景気の悪化 | |
| (2) 回復の目途がたちにくい | |
| (3) 中期的な環境変化と見通しの前提 | |
| (4) 浅いかもしれないが、長い調整が続く | |



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)
鶴田 (E Mail: rei.tsuruta@murc.jp)

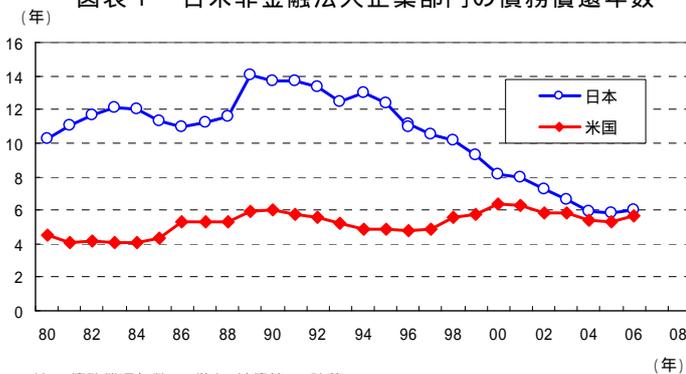
1. 今月のグラフ ～貯蓄の数百年分を借入れてしまった米国の家計部門

米国では、サブプライムローン問題の長期化などを背景に、金融機関による融資引き締めが実体経済へ悪影響を与えるのではないかと懸念されている。融資引き締めがどの程度の規模で発生するかは、金融機関のバランスシートの痛み具合とともに、融資先の債務返済能力がどのような状況にあるかによっても左右される。つまり、融資先の債務返済能力が大きく損なわれていればいるほど、金融機関による融資回収圧力も大きくなる。

債務返済能力を表す指標として、非金融法人企業部門及び家計部門の債務償還年数を試算した（債務償還年数 = 借入残高 / 貯蓄。毎年のキャッシュフローで現在の借入を何年間で返済できるかを示す。非金融法人企業部門の貯蓄は総可処分所得と同じであり、企業会計上の当期利益 + 減価償却費に近い概念。家計部門の貯蓄は可処分所得から消費支出を差し引いたもの）。図表1は、日米非金融法人企業の債務償還年数の推移を示したものである。日本では90年代初めに14年程度まで上昇した後、バブル経済崩壊を契機に企業の過剰債務削減が継続的に行われ、04年には6年程度にまで改善し、その後も同水準を維持している。一方、米国では5～6年程度で安定的に推移しており、債務返済能力は継続して十分な水準を確保していると考えられる。

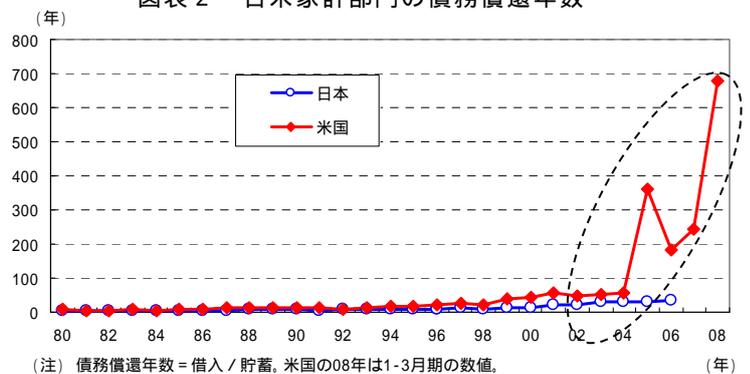
次に、図表2で日米家計部門の債務償還年数の推移をみると、日本では、所得の低迷などを背景に上昇傾向にはあるものの、足元の水準は30年程度にとどまっており、バブル経済の時を含めて返済能力の急速な悪化は生じていない。これに対して米国では、98年までは20年程度に抑えられていたがその後は急激な上昇がみられ、05年以降は100年を大きく超える水準にまで高まっている。債務償還年数の急上昇は、本人の収入や返済能力を度外視した、住宅価格上昇による担保力の拡大のみに基づいた過剰な融資が、米国の家計部門に対して行われてきたことを示しているといえる。米国家計部門の過剰債務は、住宅価格の低下が鮮明になるにつれて今後修正を迫られていく可能性がある。過剰債務の調整は、ここ数年歴史的に低い水準にあった家計の貯蓄率上昇や金融機関による融資抑制を伴うものとなることを見込まれ、個人消費への影響が懸念される。 (鶴田 零)

図表1 日米非金融法人企業部門の債務償還年数



(注) 債務償還年数 = (借入+社債等) / 貯蓄。
(出所) 内閣府 米商務省

図表2 日米家計部門の債務償還年数



(注) 債務償還年数 = 借入 / 貯蓄。米国の08年は1-3月期の数値。
なお、貯蓄に固定資本減耗を加えたベースで計算すると、06年の日本は10年程度、米国は40年程度となる。
(出所) 内閣府 米商務省 米FRB

2. 景気概況 ~ 原油価格高騰よりも怖い新興国経済の減速

景気は昨年 10~12 月ごろをピークに後退局面に入っているとの見方が強まっている。たしかに、生産の数字は 4~6 月期まで 2 四半期連続で前期比減少しており、7~9 月期も減少が続く可能性が高まっている。もっとも、生産の減少ペースは過去の景気後退局面に比べて小幅にとどまっている。在庫が広範に積み上がっているわけでもなく、過剰設備が膨れているわけでもない。実際、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）も 4~6 月期まで 4 期連続で増加している。今回の景気後退は深い調整にはならず、2009 年度には回復に転じてくるとの見方が多い。

しかし、景気後退が始まったとされる 2008 年になってから景気が急速に悪くなったと感じている人はむしろ少なく、その前から景気は悪いという印象を持っている人の方が多いのではないかと。企業マインドを表す日銀短観の業況判断DIも、個人のマインドを示す内閣府の消費者態度指数も 2006 年をピークに悪化が続いている。企業のマインドを悪化させた要因は、米国など世界経済の減速であり、四半世紀ぶりともいえる原油など資源価格の高騰であったと言える。どちらも企業の収益環境を悪化させるものであった。また、消費者マインドを悪化させたのは、所得の伸び悩みに加えて、ガソリンや食料品を中心とした消費者物価の上昇であったと考えられる。

7 月まで急騰していた原油価格はその後大幅に下落してきている。原油だけではなく商品市況全般に高値からの調整が進んでいる。資源価格の落ち着きが続けば、企業の収益環境が改善すると同時に、消費者物価の上昇率も落ち着いて個人消費にプラスに作用するはずだ。当社も含めて、経済成長が持続する要件として、原油など資源価格の落ち着きと世界経済の成長持続を挙げている調査機関は多い。このうちの一つが満たされることは先行きの見通しを明るくする材料だ。

ただし、原油価格の下落は諸刃の剣でもある。原油価格が下落している理由は、世界景気の減速による需要見通しの下方修正と、流入していた投機資金の回収だ。後者による価格下落は世界経済の成長にプラスかもしれないが、前者については原油価格下落による交易条件の改善（企業にとっての限界利益率の上昇）が、世界経済減速による輸出環境の悪化（企業にとっての売上の伸び悩み）によって減殺されてしまうことを意味する。

原油価格の急騰が一服してきた今、日本経済の先行きの鍵を握るのは、新興国を中心とする世界経済の動向であろう。日本を除く世界の経済成長率と日本の輸出先国の経済成長率を比べてみると、後者の成長率が前者をかなり上回っている。つまり、日本経済が成長率の高い新興国向け輸出を伸ばして成長していることが推測できる。これと同じことは 90 年代にも起きており、その時はアジア金融危機の発生が日本経済にダメージを与えた。同じことが今回も起こるとは想定していないが、日本経済の成長が新興国の高成長に依存していることのリスクは認識しておくべきかもしれない。

（鈴木 明彦）

3. 今月のトピック ~ 浅いかもしれないが、長いかもしれない景気の調整

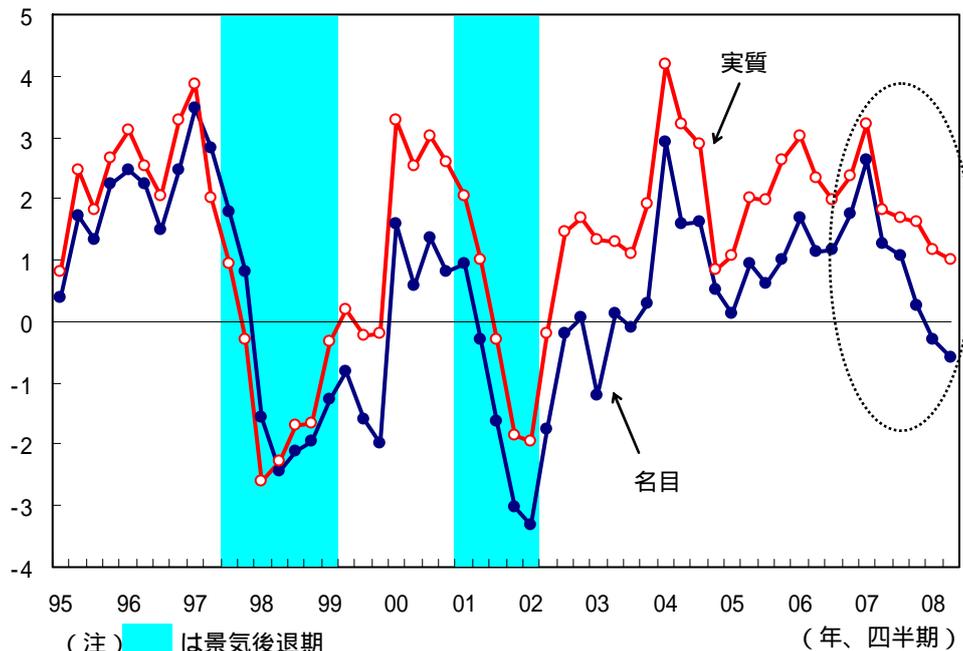
(1) 世界経済の減速と資源価格の高騰による景気の悪化

景気はすでに後退しているとの見方が広がっている。政府の月例経済報告における景気の基調判断は、「このところ弱含んでいる」と後退の可能性を示唆する文言となり、日本銀行の金融経済月報の判断も、景気は「停滞している」という表現に下方修正された。

また、先月13日に発表された4~6月期のGDP統計では、実質成長率が前期比-0.6%と1年ぶりのマイナス成長となり、景気が後退しているとの見方を強める結果となった。もっとも、大幅なマイナス成長は、今年がうるう年であるために1~3月期のGDPが個人消費を中心にかさ上げされていた反動も影響している。

そこで、景気のトレンドがよりはっきり現れる前年同期比の成長率の推移を見ると、昨年1~3月期をピークに1年以上にわたって景気の減速が続いていたことがわかる(図表1)。特に、名目成長率は今年になって2四半期連続でマイナス成長となっており、景気後退していると判断されてもおかしくない状況となっている。

(前年比、%) 図表1 経済成長率の推移(名目と実質)

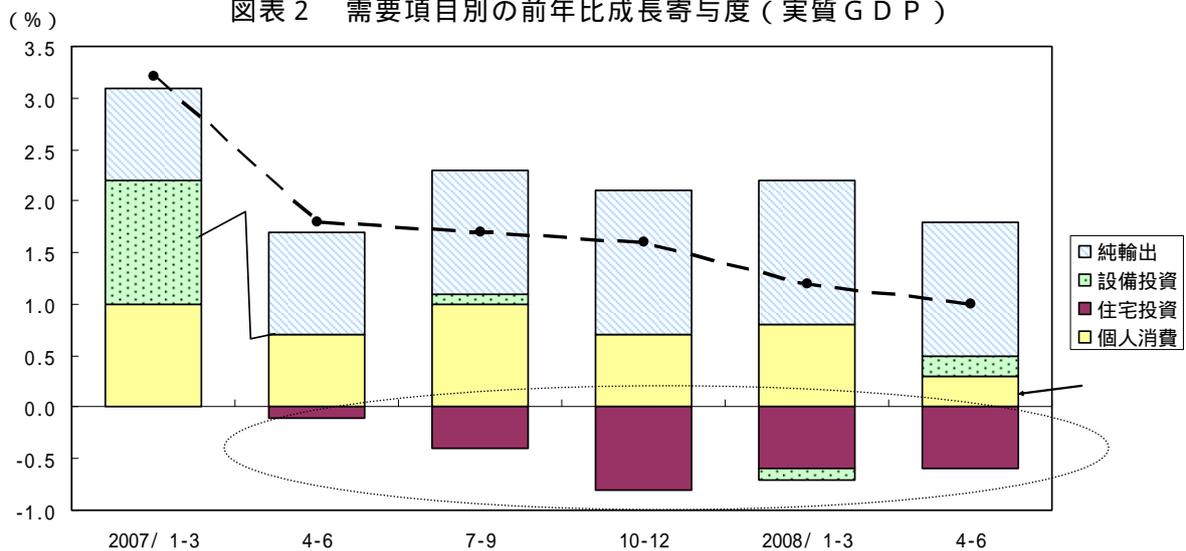


需要項目別の成長寄与度(実質ベース)を見てみると、まず、昨年6月の改正建築基準法施行の影響で、7~9月期以降は住宅投資が大きく減少していた。また、住宅価格上昇の影響で住宅市場が低迷していることも住宅投資の不振に拍車をかけている(図表2の)。もっとも、法改正による影響は落ち着いてきており、今後は住宅投資のマイナス幅が縮小してプラスに転じてくることもあるだろう。

次に、昨年4～6月期以降、企業の収益環境の悪化も影響して、設備投資の伸びが大きく鈍っている（図表2の ）。加えて、個人消費が減速してきており、特に物価の上昇が影響して、実質ベースでの消費の伸び悩みが顕著である（図表2の ）。企業部門の減速の動きが、人件費の抑制や販売価格の引き上げを通して個人部門にまで広がってきていると言えよう。

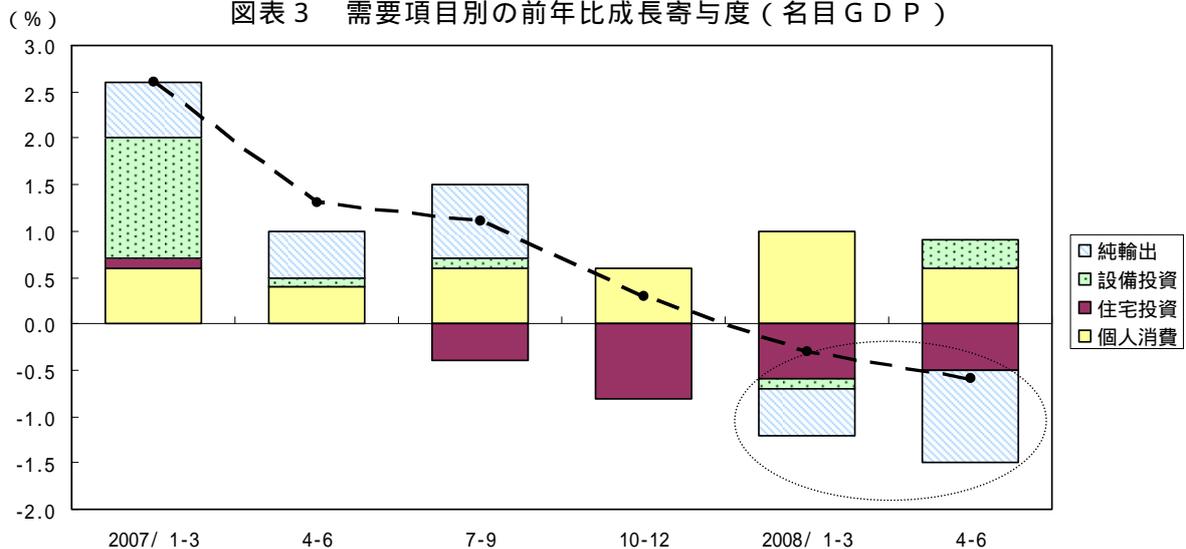
さらに、名目成長率に対する寄与度をみると、純輸出のプラス寄与が急速に縮小し、今年に入ってから2四半期連続でマイナス寄与となっている（図表3の ）。実質ベースでは純輸出のプラス寄与が続いているが、原油をはじめとする輸入原材料の高騰によって名目輸入が拡大しているためだ。名目純輸出の減少が名目ベースでのマイナス成長を引き起こしている。

図表2 需要項目別の前年比成長寄与度（実質GDP）



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

図表3 需要項目別の前年比成長寄与度（名目GDP）



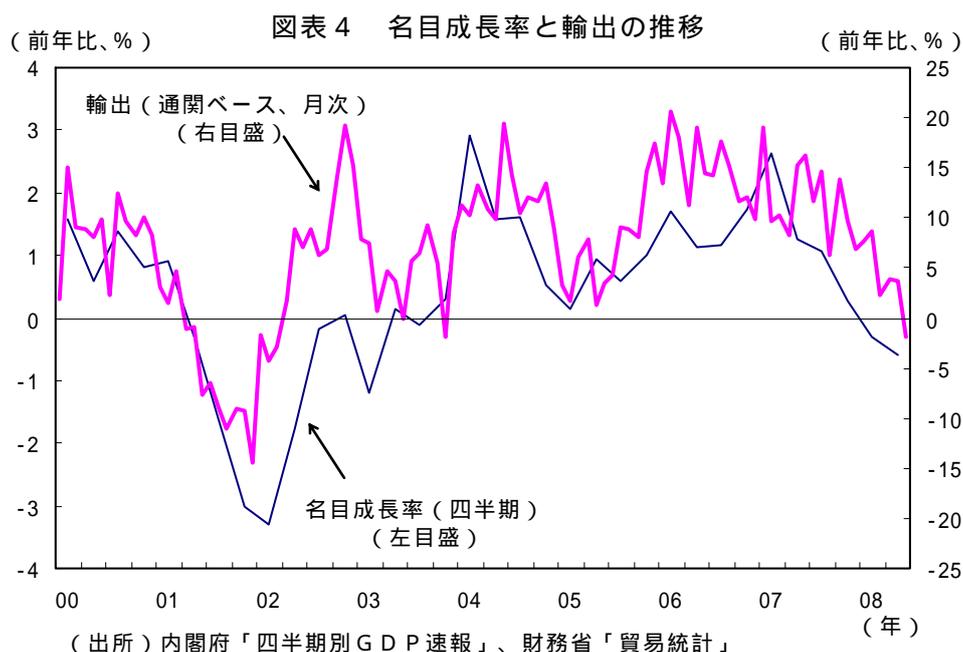
（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

こうしてみると、ここ1年ほど景気が減速している、あるいは悪くなっている要因としては、改正建築基準法施行による住宅投資の大幅減少がまず挙げられる。しかし、そうした特殊要因を除けば、米国を中心とする世界景気の減速による輸出の伸び悩みと原材料価格高騰による交易条件の悪化が、特に名目ベースの純輸出を減少させていることが重要である。海外への所得移転が進む中で、儲けにくくなった企業は設備投資を抑え、懐の余裕がなくなった個人は消費を抑えているようだ。

(2) 回復の目途がたちにくい

景気が悪くなっているが、それは、在庫の積み上がり、過剰な生産設備の増加、あるいはインフレの急進といった一般的に挙げられる景気後退要因によってもたらされているわけではない。デジタル関連財など一部の商品で在庫が増えているにしても製造業全体で在庫が積みあがっているわけではない。景気の減速によって、中小企業を中心に設備の過剰感がやや増してきているが、バブル崩壊後長らく設備投資を抑制させてきた設備過剰問題は再燃していない。川上の価格高騰が川下の消費者物価上昇率を押し上げていることには注意が必要だが、第一次石油ショック後のような物価の急上昇が景気に悪影響を及ぼしている状況とは異なっている。

過剰在庫、過剰設備、あるいはインフレが景気悪化の要因であるならば、その調整が終了することによって景気は持ち直してくる。しかし、世界経済の減速を背景とした輸出の伸び悩みや、原油をはじめとする原材料価格の高騰が景気減速をもたらしている要因とすると、回復の目途はたちにくい(図表4)。景気の先行きを予想する上で、中期的な環境変化を考える必要があるようだ。



(3) 中期的な環境変化と見通しの前提

日本経済を取り巻く中期的な環境変化として以下の4点が考えられる。

世界経済の高成長に陰りが出ている

資源価格が30年ぶりに高騰している

国内では、設備と雇用の過剰問題が解消している

消費者は16年ぶりの物価上昇に直面している

これらの環境変化を踏まえた上で、どのような前提条件を置くのかによって、景気の先行きの見方が決まってくる。8月15日に発表した当社の「2008/2009年度経済見通し(2008年8月)」においては、以下に述べるような前提を置いて予測を行った。

【前提その1：世界経済は減速しながらも4%程度の成長を続ける】

世界経済は昨年中ごろまで30年ぶりと言われる高成長を実現してきたが、その後減速の動きが強まっている。この減速は短期的な景気変動と捉えることもできる。米国の景気を減速させている住宅投資の大幅な減少が落ち着いてくれば、世界経済の成長率も高まってくる可能性がある。一方で、足元の減速は中期的な成長率低下の始まり考えることもできる。高成長を続ける中国などの新興国にも減速の動きが広がっている。また、ベビーブーマー世代の高齢化といった人口動態の変化を考えると、米国の潜在成長率は中期的には低下してきている可能性がある。

8月に発表した経済見通しでは、世界経済が、2007年までの5%成長からは減速するものの、新興国や資源国が比較的高い成長を続けることを背景に、4%前後の成長を持続すると想定した。この想定は、日本経済を取り巻く環境が比較的恵まれていることを意味しているが、中期的には環境変化が生じてきている。

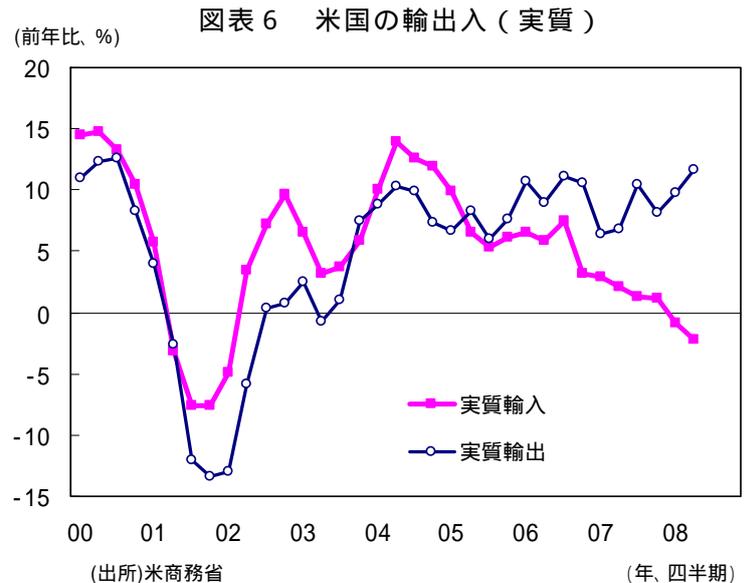
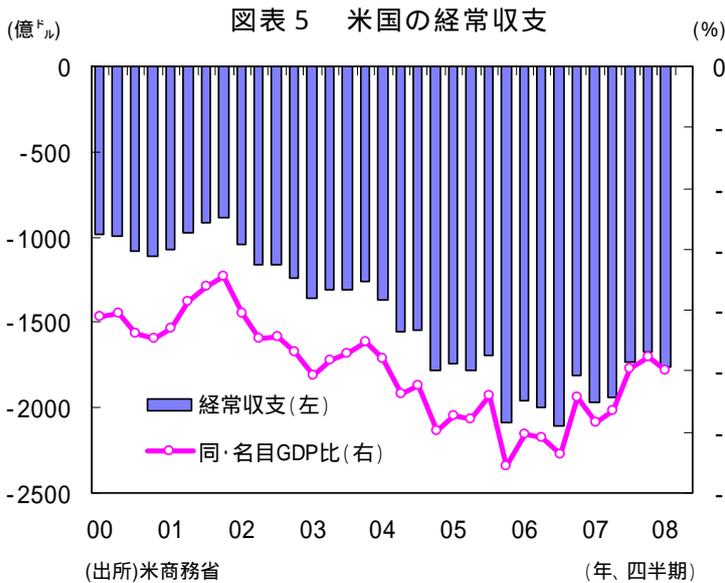
米国の経常収支赤字が拡大を続けることは、米国以外の国に輸出機会を提供することを通して、世界経済の高成長を支える一因となってきた。しかし、2006年をピークに米国の経常収支赤字は縮小してきており、これまでと構図が変わってきている(図表5)。米国の輸出入の推移を見ると、実質輸出がここ数年堅調な伸びを続けているのに対して、実質輸入の増加幅が縮小し、足元では前年比減少に転じている(図表6)。2007年の米国経済は外需の寄与が成長率を押し上げており、2008年もその傾向が続いている。米国の経常赤字の拡大が世界経済の成長を支えるという構図は変わってきている。

米国経済にとっても日本経済にとっても新興国の経済成長の重要性が高まっている。図表7は、日本を除く世界経済の成長率と日本の輸出先国の成長率(輸出シェアで加重平均)を比較したものである。輸出先国の成長率が世界経済の成長率を上回っているということは、成長率の高い国への輸出が拡大していると推察できる。

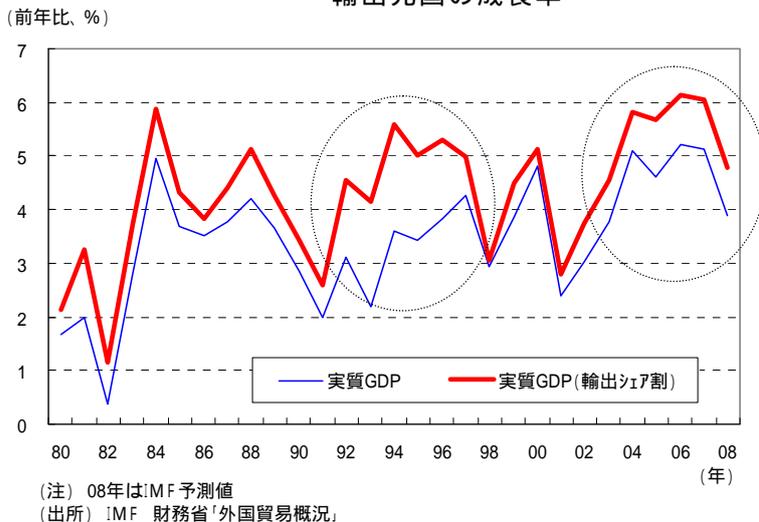
また、図表8は、輸出先国の成長率の地域別寄与度を見たものである。図表7、8からわかるように、90年代は成長率の高いアジア地域への輸出拡大が日本の経済成長にプラス

に寄与しており、2000年代もアジアや中東諸国といった新興国への輸出の拡大が日本経済の成長に寄与していると考えられる。

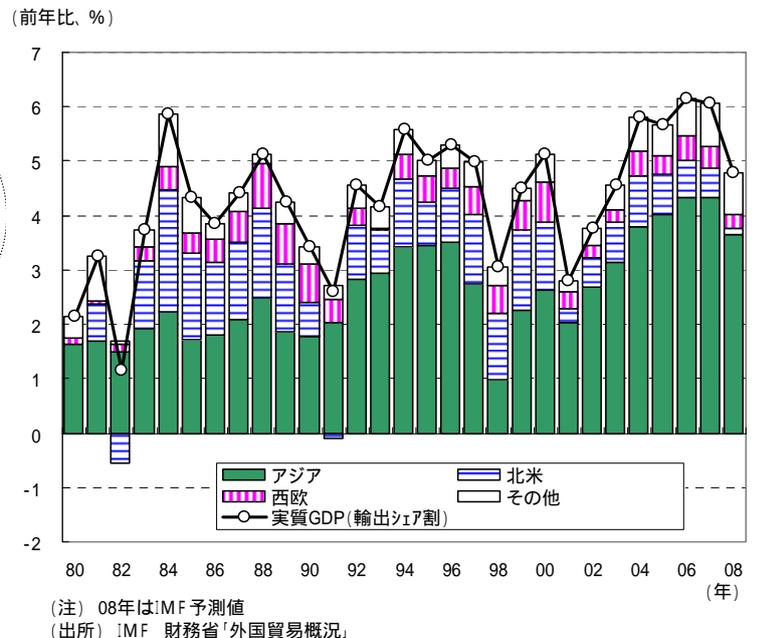
90年代のアジアの高成長はアジア金融危機の発生によって大きく調整し、日本経済にもマイナスの影響があった。今回、アジアでまた経済危機が再燃するとは想定していないが、アジアを中心とする新興国の高成長に大きく依存した日本の経済成長は、アジア金融危機当時と同じリスクを抱えていることには留意が必要だろう。



図表7 世界経済の成長率(日本を除く)と輸出先国の成長率



図表8 日本の輸出先国成長率の地域別寄与度

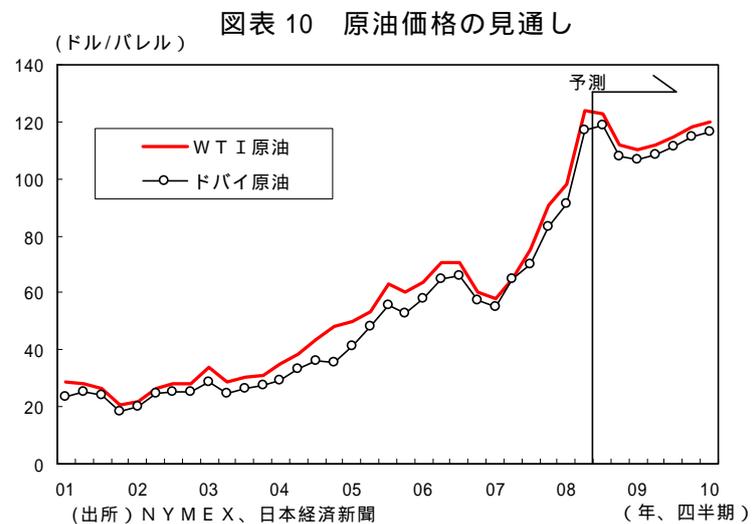
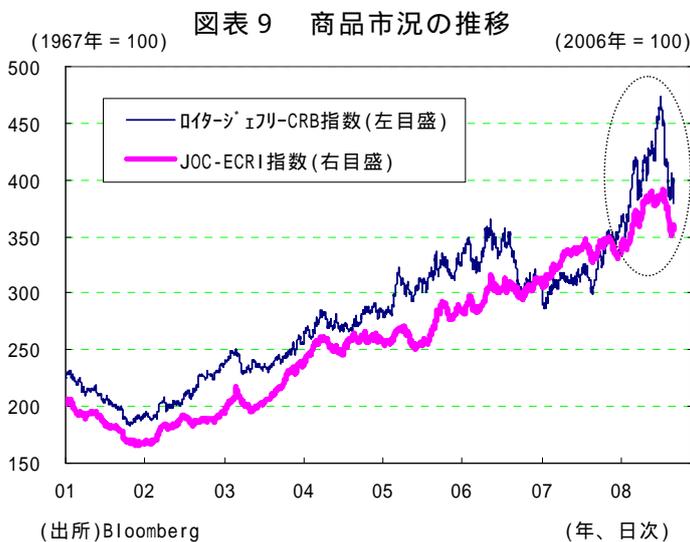


【前提その2：原油など資源価格は高止まりを続ける】

新興国を中心とした需要の拡大による需給の引き締めりや、それを見越した投機資金の

流入も加わって、原油などの資源価格は30年ぶりとも言える大幅な上昇を続けてきた。7月には原油価格が史上最高値を記録したが、その後は、世界経済の減速懸念や投機的な取引に対する規制強化の思惑もあって、資源価格は一旦は調整局面に入っている（図表9）。

世界経済の減速懸念が続いており、しばらくは原油相場の下落傾向が続く可能性がある。一方、減速するとはいえ新興国の高い成長が続くとすると、米欧の景気が底堅さを増してくるにつれて原油価格が再び上昇してくることも予想される。原油価格が1バレル=100ドルを割れて大きく下落するリスク、あるいは大幅に上昇して150ドルを超えて上昇してしまうリスク、どちらも否定することはできないが、8月に出した当社の見通しでは、原油価格が110ドルから130ドル程度を中心としたレベルで高止まりを続けると想定した（図表10）。

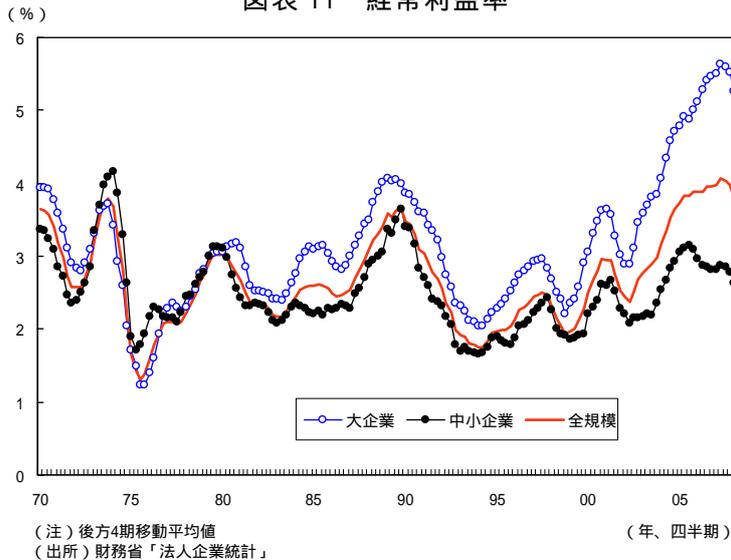


【前提その3：設備と雇用の過剰問題がほぼ解消している】

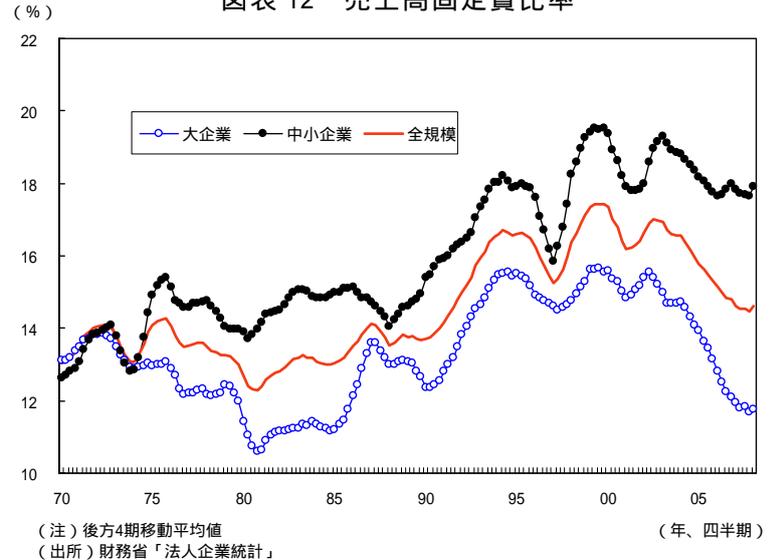
世界経済の減速や原油価格の高止まりなど企業の収益環境は厳しさを増しているが、一方で90年代終わりごろから企業の財務体質や収益力の改善が進んでいる。バブル崩壊後の90年代のように設備や雇用の過剰問題を抱えているわけではなく、企業の収益環境が厳しくなっても、設備投資などの企業活動を大きく抑制することはないと考えられる。企業の収益力の改善は、経常利益率、売上高固定費比率、損益分岐点比率など、企業の財務指標からも確認できる（図表11、12、13）。

ただ、こうした企業の体質改善は、リストラの余地があり、輸出による売り上げの増加が可能であった大企業が中心のようだ。中小企業の財務指標は2000年代に入って以降も足元までほとんど改善していない。原材料価格の高騰、固定費の増加、売上の伸び悩みといった収益環境の悪化に対する抵抗力は、規模の小さな企業ではあまり期待できない。企業によっては収益環境の悪化に耐えられないところも出てくることには注意が必要だ。

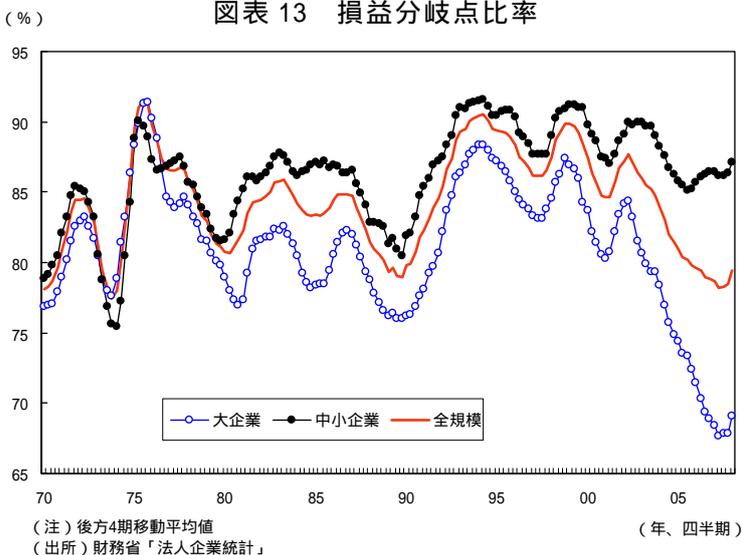
図表 11 経常利益率



図表 12 売上高固定費比率



図表 13 損益分岐点比率

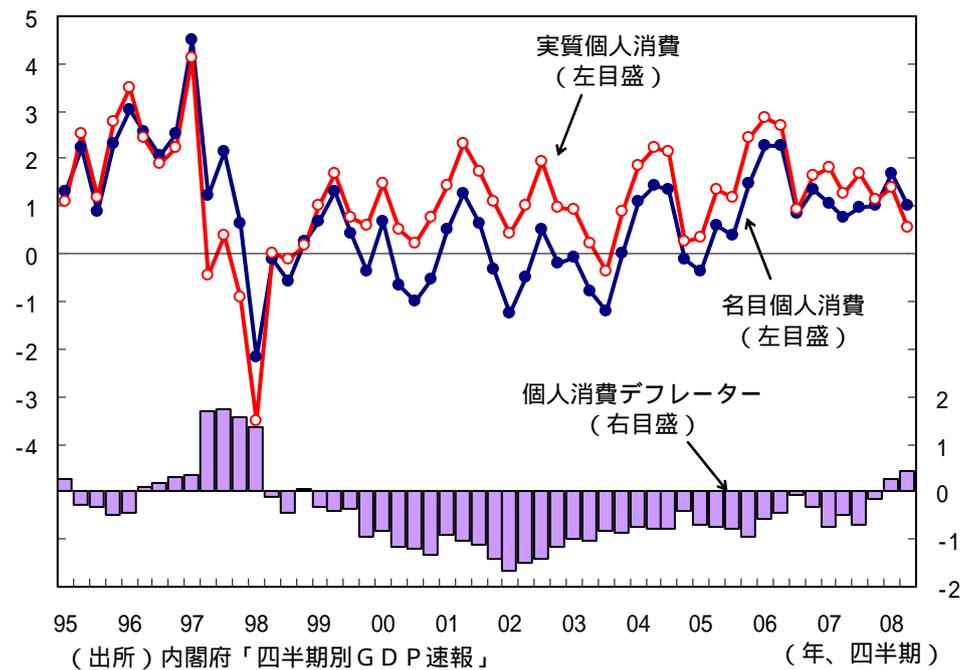


【前提その4：消費者物価の上昇が続くが、1%程度の上昇幅に落ち着く】

7月の全国の消費者物価(除く生鮮食品)は前年同月比+2.4%と、消費税率引上げ時を除けば、16年ぶりの高い伸びを示した。GDP統計における個人消費デフレーターも上昇に転じており、デフレによる実質個人消費の押し上げ効果はなくなっている(図表14)。所得の伸び悩みが続く中での物価の上昇は、消費者の節約志向を強め、消費の伸びを抑える要因になる。個人消費の先行きは慎重に見ておく必要がある。

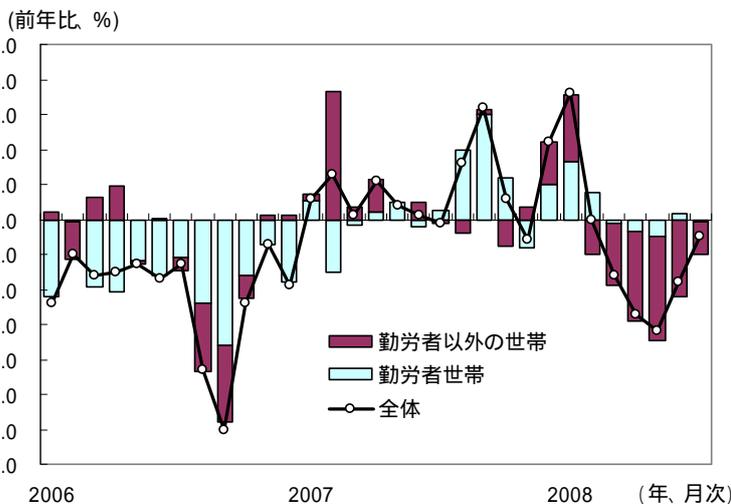
もっとも、前述の通り原油価格の急騰は一服しており、7月のピーク時に比べると原油価格は落ち着いてきている。このため、消費者物価も今後は徐々に上昇率が低くなって、前年比1%程度の上昇率に落ち着いてくると予想する。実質所得の拡大が難しい状況が続くため個人消費の増加は限定的だろうが、1~2%程度の消費者物価の上昇であれば、インフレによって個人消費が大きく減速するということはない。

図表 14 個人消費と消費デフレーター (前年比、%)



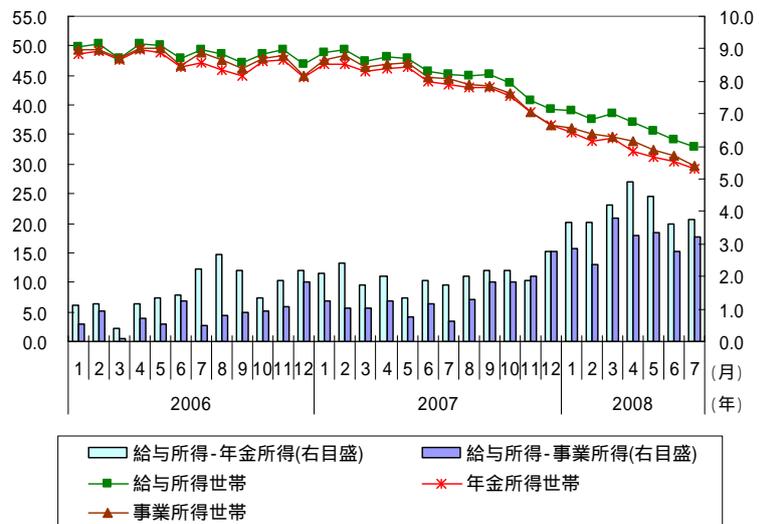
ただ、会社で働く勤労者世帯に比べて、自営業世帯や年金世帯など勤労者以外の世帯では、今年に入ってから消費の落ち込みが目立つ(図表 15)。消費者マインドは、物価の上昇も影響して、全般的に悪化しているが、景気の悪化に直接影響される自営業世帯、あるいは先行きに対する不安感が強まりやすい年金世帯などでは、消費者マインドの悪化が特に目立つ(図表 16)。家計のタイプによって消費行動にばらつきが出てくることには注意が必要だ。

図表 15 勤労者と勤労者以外の世帯の消費



(注)世帯構成比の変化による影響などは省いているため、各世帯の寄与度の合計は全体と一致しない。
(出所)総務省「家計調査」

図表 16 世帯の所得の種類別 消費者態度指数



(出所)内閣府「消費動向調査」より計算

(4) 浅いかもしれないが、長い調整が続く

景気は昨年終わりごろをピークにすでに後退しているとの見方が大勢である。エコノミストの次の関心は、景気はいつごろボトムをつけて回復してくるのかということになっている。たしかに、景気は後退している可能性が高いのだが、最初にも述べたように、過剰在庫、過剰設備、あるいはインフレの急進といった要因で景気が後退局面に入ったわけではない。このため、生産が急速に減少するわけではないが、調整が終了して回復してくる目途もたちにくい。まさしく回復か後退かはっきりしない景気の停滞が続く可能性がある。

90年代のような設備や雇用の過剰問題を抱えているわけではないので、深く長い調整になる可能性はあまり大きくないだろう。実際、企業収益の見通しが下方修正されている割には、大企業を中心に設備投資計画には底堅さもある。しかし、過剰在庫、過剰設備といった調整すべき問題点がはっきり存在しているわけでもないので、短期間で調整が終了するとも言い切れない。所得の伸び悩みと小幅ながらもインフレが続くことによって、個人消費の弱さがしばらく続くことも考えられる。景気は、浅いかもしれないが、長い調整を続けるかもしれない。

(鈴木 明彦)