

日本経済ウォッチ < 2008年12月号 >

【目次】

- | | |
|-----------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 高まりつつある信用リスクへの警戒感～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 世界経済バブル崩壊のショック～ | |
| 3 . 今月のトピック | p . 3 ~ 13 |
| ～ 景気後退はいつまで続く～ | |
| (1) 戦後の景気後退を振り返ると | |
| (2) 今回の景気後退の特徴 | |
| (3) 2009 年中は景気後退が続く | |



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)
小林 (E Mail : s.kobayashi@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～高まりつつある信用リスクへの警戒感～

欧米と比べて日本の金融機関の財務内容が健全な状態を保っていることや、日本銀行が厚めの資金供給を行ってきたことから、日本の金融市場は比較的安定しており、これまで資金は順調に循環していた。しかし、今年の秋以降は、資金の流れに変化が出始めており、日本においても世界的な金融混乱の影響が少しずつ広がってきている。

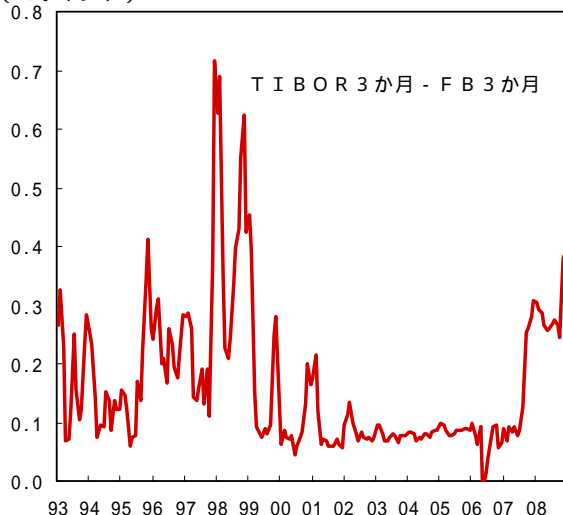
まず、銀行間の資金の動きをみると、指標となるTIBOR3か月金利は、10月31日の利下げを受けていったん低下したが、12月に入ってほぼ利下げ前の水準にまで上昇してきた。一方、同期間のFB（政府短期証券）の利回りは、利下げ後に低下したままであり、両者のスプレッドが拡大している（図表1）。スプレッドの大きさは金融危機によって短期金融市場の機能が低下した1998年以来、約10年ぶりの高さである。スプレッドはリスクプレミアムの大きさを示すものであり、資金の出し手が取り手の信用リスクに慎重になっていることがうかがえる。

次に、企業の資金の調達環境をみると、同様に信用リスクに対する警戒感が強まっていることがわかる。たとえば、社債と国債のスプレッドが最近になって一段と開いている。また、短期の社債であるCP（コマーシャルペーパー）の平均利回りも今年の秋以降に拡大してきており、起債環境の悪化を反映して残高も減少している（図表2）。

これら信用リスクの高まりは、いずれも企業の資金繰りを厳しくさせ、調達コストを押し上げる。調達コストが上昇すれば企業業績の悪化に拍車をかけるうえ、新規の設備投資を抑制させ景気の落ち込みを加速させる懸念がある。日本銀行は、民間銀行が日本銀行より資金を調達する際、社債や証書貸出も担保として認めているが、この範囲を拡大させるなど、企業の資金繰りの円滑化をサポートする姿勢を強めている。しかし、資金供給によって信用リスクを軽減させることは簡単ではない。当面は信用リスクの動向に注意が必要である。

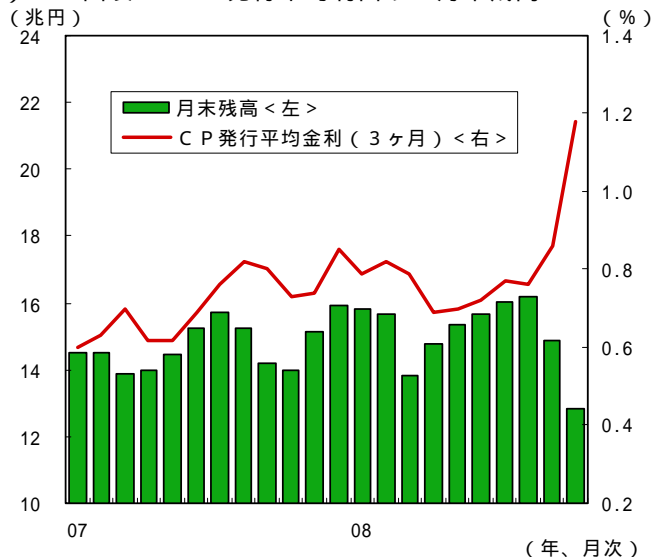
（小林 真一郎）

図表1 TIBOR、FBスプレッド（3か月）
（%ポイント）



（注1）TIBOR、FBレートは月中平均
（注2）CPは銀行引受分
（出所）日本銀行「金融経済統計月報」

図表2 CP発行平均利回りと月末残高



2. 景気概況 ~ 世界経済バブル崩壊のショック ~

10月になって生産が急減している。製造工業生産予測調査の伸び率で試算すると、10~12月期は前期比-8.5%と、統計が遡れる1955年以降で最大の減少幅となり、12月の生産レベルは2003年当時の水準まで落ちることになる。最近は実際に出てくる結果が予測を下回ることが多いことを考えると、2002年初から始まった戦後最長の景気回復の間に少しずつ増やしてきた生産が、ここにきて一気に失われてしまったと言えよう。

生産がこれだけ減るのであれば、生産の増加を支えてきた輸出も大幅に減少することになる。すでに10月の輸出は前年比-7.8%と大幅な減少となった。自動車、一般機械、電気機械といった品目の輸出が減少し、地域別に見ると1年以上減少が続いている米国向けに加えて、欧州向けの減少幅が拡大し、アジア向け輸出も6年8ヶ月ぶりに減少に転じた。米国を震源とする景気低迷が、欧州、そして新興国へと広がっている。

輸出だけでなく国内向け需要も低迷しており、企業の収益環境は厳しい。7~9月期の経常利益は前年同期比-22.4%と5期連続の減益となった。特に、世界経済減速の影響を受けやすい製造業の減益幅が広がっている。10月以降は原油など原材料価格の下落が利益にプラスに働くが、輸出をはじめとする売上の減少が利益を大きく圧迫するだろう。2008年度は減益幅が広がって2年連続の減益となり、2009年度も減益が続く可能性が高い。

需要が減少し、収益環境も厳しくなり、設備投資計画が下方修正されている。先行きの不透明感が高まっていることも影響して、2008年度、2009年度と設備投資は減少が続く可能性が高い。また、個人の所得環境も厳しさを増す。残業の減少で所定外給与が減り、ボーナスも減少する。企業は新卒者の採用に慎重になり、パートタイム労働者を中心に雇用調整が進むことになる。物価が上昇して労働組合側の賃上げ要求は強いが、収益環境の厳しさを理由に経営側の姿勢も厳しい。上昇していた物価が落ち着いてくることは消費にとってプラス材料だが、所得環境の厳しさを考えれば個人消費が増える余地は乏しい。

こうして景気後退色が強まっているが、そもそもの発端となった輸出の減少、さらにその先にある世界経済の減速はなぜ起きたのか。金融機関などのリスク許容力が低下し、個人向けローンや社債の発行など資金の巡りが悪くなり、信用収縮が実体経済にも影響を及ぼしているという要素はたしかにあるだろう。しかし、それだけではなさそうだ。

日本の生産のグラフをみるとあたかもバブル崩壊後の株価の下落を見るような急減ぶりであり、信用収縮より前にそもそも需要が消えてしまったようだ。日本国内ではバブルが発生していなかったかもしれないが、世界全体で発生していたバブル的景気の拡大に乗っかる形で日本からの輸出が増加していた。今の日本経済は世界経済バブル崩壊によるショック状態にあると言える。これまでの世界経済成長の構図がもはや通用しなくなっているという不安感が広がって需要が急縮小しているとする、このショックから抜け出すにはまだかなり時間がかかりそうだ。

(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ~ 景気後退はいつまで続く ~

日本経済は、2007年10~12月期をピークに7年ぶりの景気後退に入っているようだ。景気後退は平均するとオリンピックのように4年に一度くらい起こるものだが、今回は戦後最長の景気回復が続いていたため久しぶりの景気後退となった。

景気が後退してきた要因を考えてみると、かつてのように在庫の積み上がりが原因というよりは、世界経済の減速による需要の減少が景気後退の引き金になったようだ。世界経済の減速はこれからもしばらく続き、世界同時不況といった様相が強まってくるだろう。当社も含めて多くの民間調査機関が2008、2009年度とも実質成長率がマイナスになると予測している。

また、10月以降は生産や輸出の減少に拍車がかかっており、足元の景気動向はかなり深刻な状況と考えられる。10~12月期の生産は、製造工業生産予測調査の結果から推測すると前期比1割近い急減を記録しそうだが、これは第1次石油ショック後の75年1~3月期の落ち幅を上回り、比較可能な55年以降の統計では過去最大の減少幅となる。

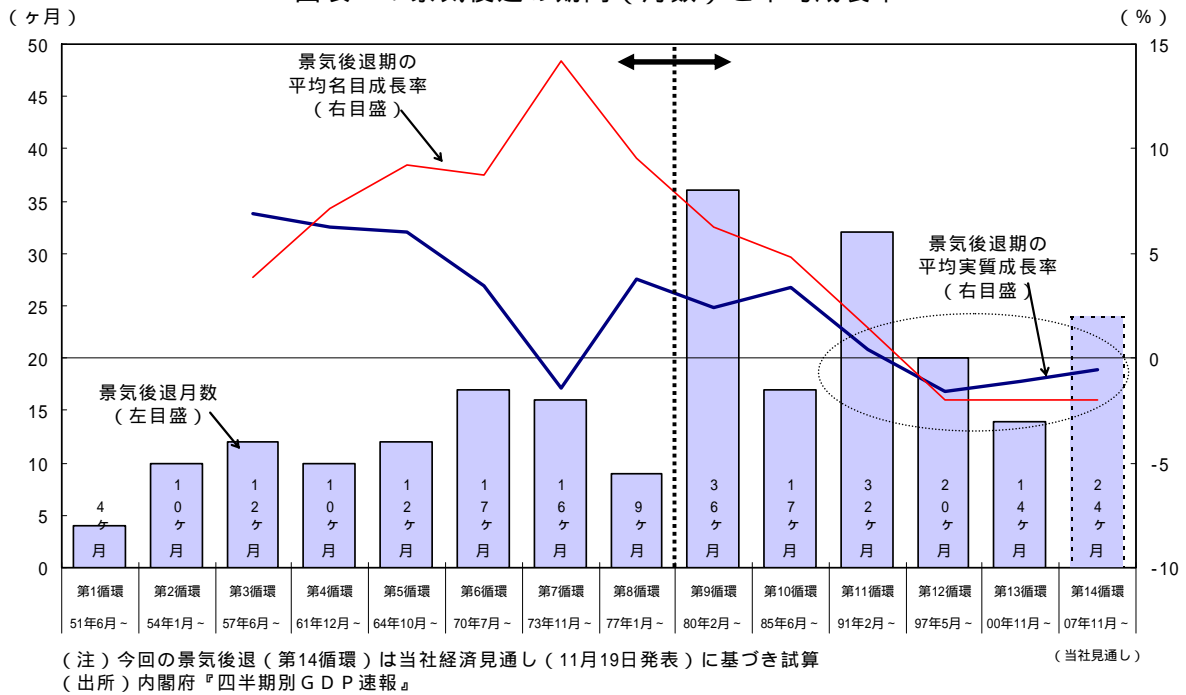
このように今回の景気後退は、単に久しぶりの後退というだけではなく、その原因、その厳しさという点でこれまで経験したことのないものではないかという不安が広がっている。たしかに景気後退と一口に言ってもさまざまなタイプがある。過去の景気後退を振り返った上で、今回の景気後退の特徴を探り、合わせて景気後退はいつまで続くのか考えてみることにする。

(1) 戦後の景気後退を振り返ると

内閣府は景気の「山」・「谷」を示す景気基準日付を発表しているが、それによると、戦後(1951年6月以降)の景気後退の平均継続期間は16ヶ月であり、1年弱から1年半程度で景気後退が終了して回復に転じるケースが多い。今回もこれまでの平均的なパターンに従うのであれば、2009年中ごろまでに景気は底入れして回復してくることになる。

しかし、昔と今では景気後退の長さが異なるようだ。高度成長期から70年代までの景気後退は概ね1年足らずで終了していたのに対して、80年代以降は後退期間が長くなっており、平均すると2年程度続いている(図表1)。

図表 1 . 景気後退の期間（月数）と平均成長率



特に、景気後退が長期に及んだ例としては、まずバブル崩壊後の景気後退(91年2月～93年10月、32ヶ月)が挙げられる。この時はバブル崩壊によって設備、雇用、債務の過剰問題が発生し、企業収益の悪化と設備投資の減少が景気後退を長引かせる要因となった。バブル崩壊後よりもさらに長い景気後退は第2次石油ショックの時の後退(80年2月～83年2月、36ヶ月)である。この時は第2次石油ショックによって引き起こされた世界同時不況が重石となって、景気の回復がなかなか始まらなかった。

また、景気後退期間の平均成長率を見ると、徐々に低くなってきてバブル崩壊後の後退時にはほぼゼロ成長となり、それ以降はマイナス成長となっている(図表1)。こうして見ると、日本経済が成長型経済から少子高齢化が進んで人口も増えない成熟型経済へ移行するにつれて景気後退の様子が変わり、より長い期間にわたって、より低い成長が続くようになってきている。

(2) 今回の景気後退の特徴

今回は幸いにして日本国内ではバブルが発生しておらず、バブル崩壊後の景気後退の時とは経済環境が違う。しかし、世界のあちこちで住宅バブルや資源バブルなどバブルが発生しており、日本経済は世界のバブルの恩恵を享受して輸出を拡大させ、戦後最長の景気回復を実現することができたとも言える。そのバブルがはじけて世界経済が減速してくると日本経済の調整も長くなっておかしくない。世界経済バブル崩壊によるショック状態にあるというのが今の日本経済の姿であるが、少し視点を変えてみると、今回の景気後退に

は次の4つの特徴がある。

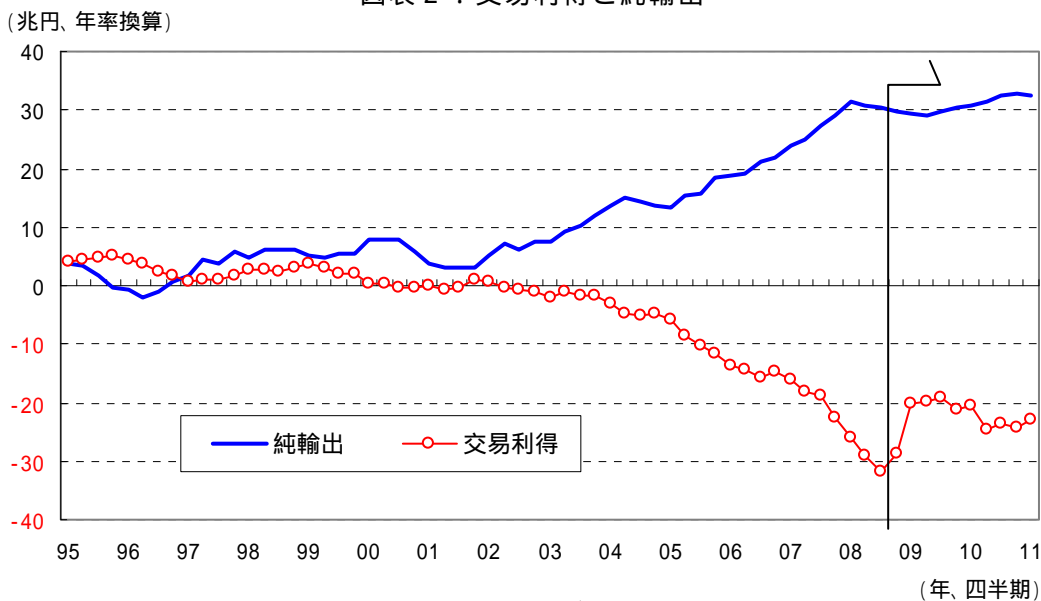
一般的な景気後退 ~ 設備投資、住宅投資は減少 ~

まず設備投資の減少が予想される。これは今回の景気後退に限った話ではなく、景気が後退に転じれば設備投資は減少するという一般的なパターンが今回も当てはまるということだ。

設備投資に影響を与えるのは、内外の需要と収益の動向である。まず、景気後退に伴って内外の需要が減少しており、中小企業を中心に設備の過剰感が拡大している。今後は大企業も含めて設備の過剰感が高まるだろう。

また、企業の収益環境も厳しい状況が続きそうだ。原油など資源価格が急落していることは、原材料など企業の変動費を減らすため、企業収益を改善させる要因となる。図表2では交易利得（交易条件が変化することによって生じる貿易の利益・損失）の推移を当社見通しも含めて示しているが、現状レベルの原油価格が続けば交易利得の損失幅は年率10兆円程度縮小し、企業利益にとってはプラス材料となる。

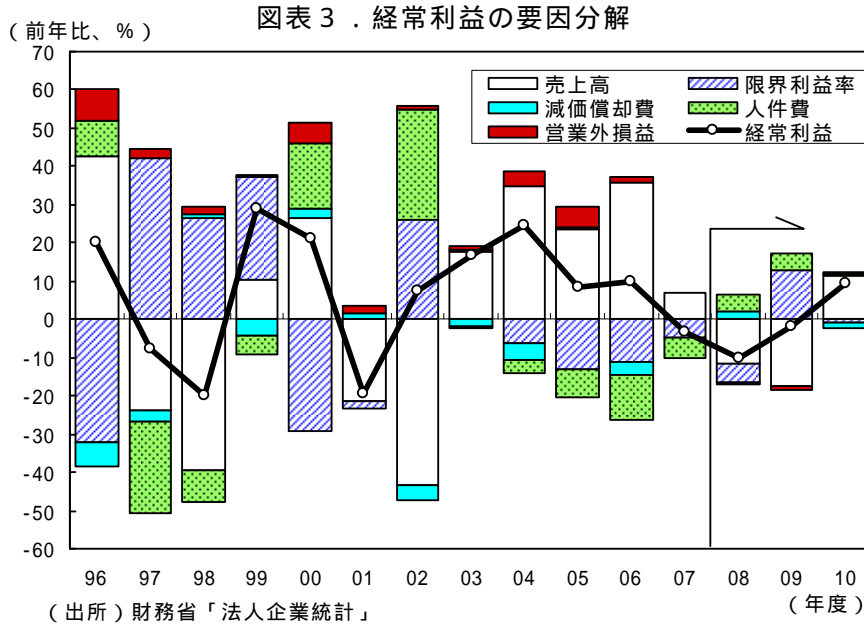
図表2 . 交易利得と純輸出



(注) 純輸出(輸出 - 輸入)は実質。交易利得は交易条件が変化することによって生じる貿易の利益・損失。

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

しかし、同じく図表2で示したように純輸出は今後頭打ち状況が予想される。輸出を中心に内外の売上が低迷していることは企業収益を下押しする(図表3)。財務省の法人企業統計によると、企業の経常利益は2007年度に6年ぶりに減少したが、08年度の減益はまず確実であり、2009年度も3年連続の減益となるかもしれない。3年連続の減益というのは、バブル崩壊後の4年連続の減益に次ぐ厳しさである。

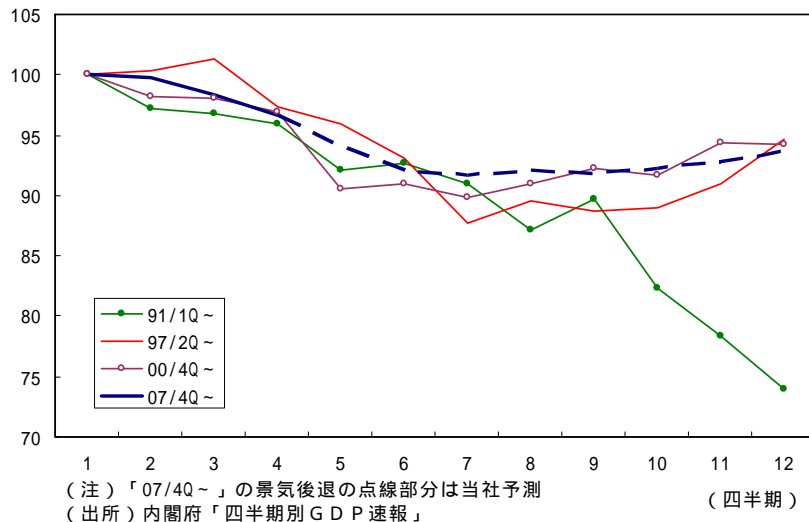


さらに、企業の資金繰りも 2007 年の終わりごろから規模の小さな企業を中心に厳しくなっており、足元では急速に厳しさが増しているようだ。大企業はまだ資金繰りに余裕があると推測されるが、それでも、海外で起きている 100 年に一度の金融危機からは無縁ではなく、資金調達が厳しくなっている。社債と国債の利回り格差(信用リスクプレミアム)が広がってきており、短期資金を調達する CP の利回りも上昇して発行残高が減少してきている。

こうして見ると、2009 年の設備投資の減少は避けがたいだろう。もっとも、前述のとおり 80 年代終わりのようにバブル景気のもとで過剰な設備が膨らんだケースと今回とは異なる。設備投資は過去の景気後退局面と同じように減少するが、バブル崩壊後の景気後退の時のように設備投資が大幅に減少することはないと考えられる(図表4)。

図表4 . 景気後退期の設備投資の推移 (景気の山 = 100)

(景気の山 = 100)



景気が後退すれば住宅投資は減少しやすい。今回は、改正建築基準法の影響で 2007 年度、2008 年度と減少が続いたあとだけにさらに減少する余地は小さいものの増加も期待できない。住宅価格の高騰が住宅市場の不振を呼んでいたところに、景気の後退も加わって、住宅を購入しようという意欲は急速に後退しているようだ。住宅ローン減税の延長・拡充は住宅投資の増加を期待したものであるが、減税額が増えたから住宅を購入しようという人はあまり多くないだろう。

成熟経済での景気後退 ～個人消費は停滞～

景気が後退すれば個人の財布の紐は固くなる。しかし、景気が悪いからといって消費水準を切り詰めるというのは意外と難しい。このため、景気が後退しても、個人消費は減速しながらも増加を続けて経済成長を下支えするというのが、かつて見られたパターンであった。

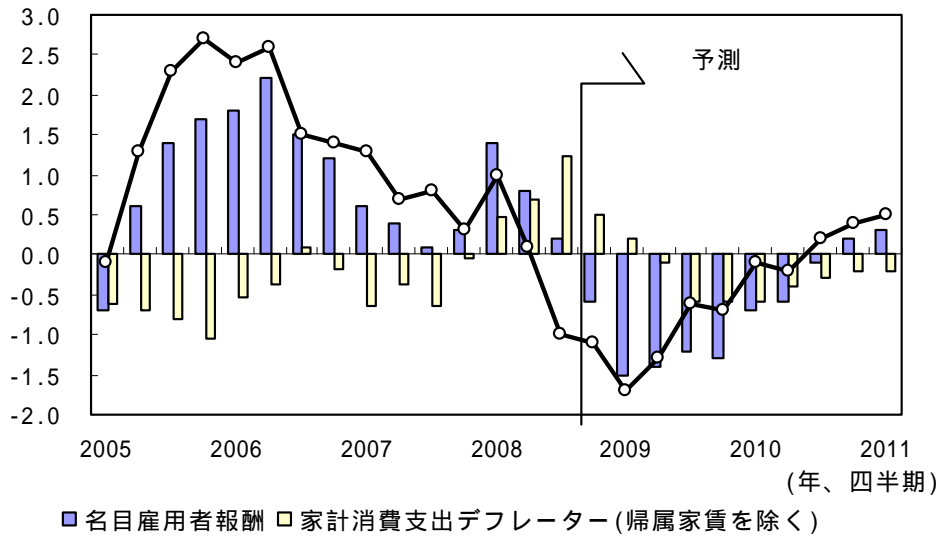
しかし、70 年代前半を境に高度成長期が終わり、日本経済が成熟型社会に移行する中で、個人消費の伸びは徐々に低くなっている。特に、97 年の消費税率引上げ後の景気後退以降は、景気後退時における個人消費の底堅さはあまり期待できなくなっている。

追加対策の目玉と言われた 2 兆円の定額給付金も、それで個人消費を増やそうという経済対策というよりは生活対策の色彩が強い。定額給付金によって 15 歳未満の子供が 2 人いる 4 人家族だと 6 万 4 千円の給付金が受け取れるようだ。こうした 4 人家族は平均すると年間 400 万円ぐらい消費している。所得が伸びない一方で原油価格の高騰もあり物価が 2% 上がったとすると、同じ消費水準を維持するだけで名目支出は 8 万円増えてしまう。所得の伸び悩みとインフレに苦しんでいるところに 6 万 4 千円給付されれば、ホッと一息といったところだろう。生活対策としては意味があるかもしれないが、消費を増やすことはあまり期待できない。

原材料価格の低下で川上からのインフレ圧力が後退し、消費者物価の上昇が一服することは個人消費にとってはプラス材料だが、企業収益が圧迫され個人の所得環境は一段と厳しくなりそうだ(図表 5)。今回の景気後退局面での個人消費の伸びはほとんど期待できないだろう(図表 6)。

図表 5 . 実質雇用者報酬

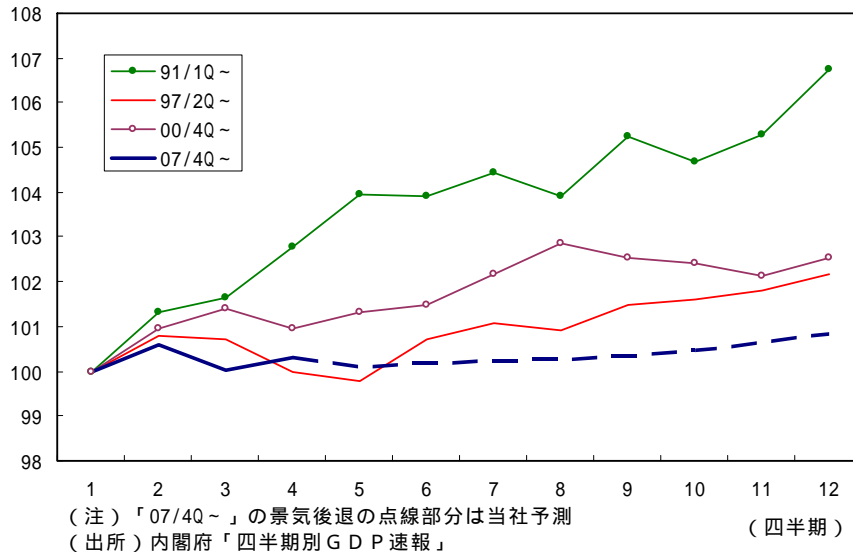
(前年比、%)



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

図表 6 . 景気後退期の個人消費の推移 (景気の山 = 100)

(景気の山 = 100)



財政赤字を抱えた景気後退 ~ 政策によるカンフル剤は期待できない~

民間部門がダメなら政府の出番ということになるが、これもまた期待できない。麻生内閣が発表した追加経済対策は事業規模 27 兆円、国の財政支出(真水)5 兆円というもので、事業規模は過去最高である。しかし、政府の大型経済対策はすでにその性格を大きく変えている。

バブル崩壊後の 90 年代前半は政府の大型経済対策が次々と打たれ、公共投資を中心とした財政支出の拡大が経済成長率を押し上げたが、成長率の押し上げを意図した経済対策

は 90 年代終わりの小渕政権の経済対策が最後といえるだろう。

その後の小泉内閣では構造改革を意図した経済対策となり、福田、麻生内閣になって安心実現を意図した生活対策の色彩が強まっている。麻生内閣の追加経済対策はその名も「生活対策」である。前述のとおり 2 兆円の給付金も、成長率の押し上げよりも、国民の痛みを和らげることを目的としている。また、対策の中に大規模な公共投資の追加が入っていないことも、この対策が成長率アップを目的としたものではないことを示唆している（図表 7）。

図表 7 . 90 年代以降の大型経済対策

（単位：兆円）

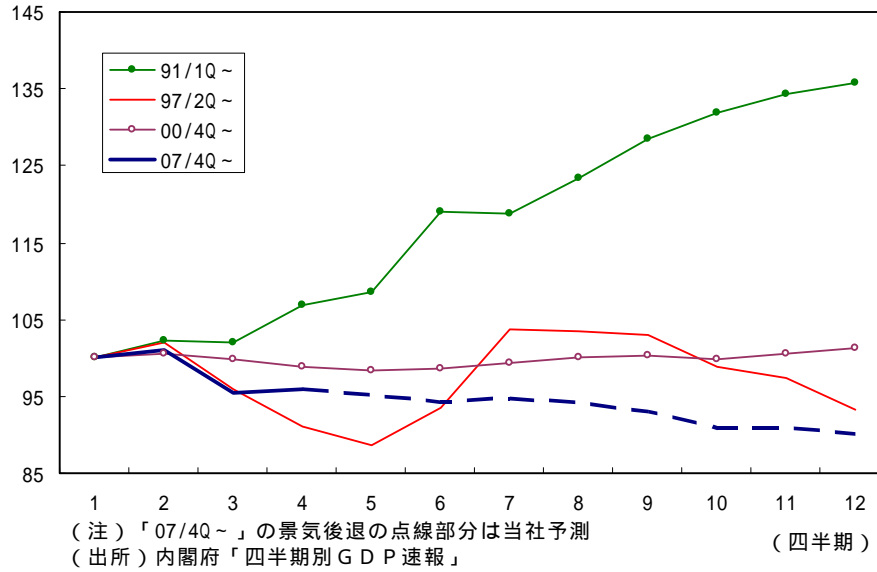
実施年月	名 称	事業規模	真水
1992.8	総合経済対策	11	5.0
1993.4	総合的な経済対策推進について	13	5.3
1993.9	緊急経済対策	6	1.5
1994.2	総合経済対策	15	4.2
1995.4	緊急円高・経済対策	7	5.1
1995.9	経済対策	14	4.6
1998.4	総合経済対策	12	7.7
1998.11	緊急経済対策	23	8.1
1999.11	経済新生対策	18	6.8
2000.10	日本新生のための新発展政策	11	4.7
2001.10	改革先行プログラム	6	1.0
2001.12	緊急対応プログラム	4	2.5
2002.12	改革加速プログラム	4	3.0
2008.8	安心実現のための緊急総合対策	12	2.0
2008.10	生活対策	27	5.0

財政構造改革路線を見直し、公共投資の拡大を目指す動きも出てきているが、かなりの政治的決断が出てこないで公共投資の大幅な拡大は見込めない。やはり、今回の景気後退においては公共投資による成長率の押し上げは期待できないだろう（図表 8）。さらに、今回は政府最終消費の増加もあまり期待できないことが重要だ。公共投資に比べて政府最終消費はあまり注目されていないが、高齢化にも影響されて社会保障支出を含む政府最終消費はその規模を拡大し、今や設備投資と並んで GDP の 2 割近くを占めており、GDP の 5% にも満たない公共投資の規模をはるかに上回る。

公共投資の減少基調が続く中でも政府最終消費は増加を続け、景気後退期には経済成長率を下支えする役割を果たしてきた。しかし、財政構造改革の流れが強まる中であって、2000 年代に入りその増加ペースが鈍っており、今回の景気後退局面では政府最終消費が減少している。今後は社会保障支出抑制方針が見直される可能性があるが、それでもかつてのような増加は期待できない（図表 9）。

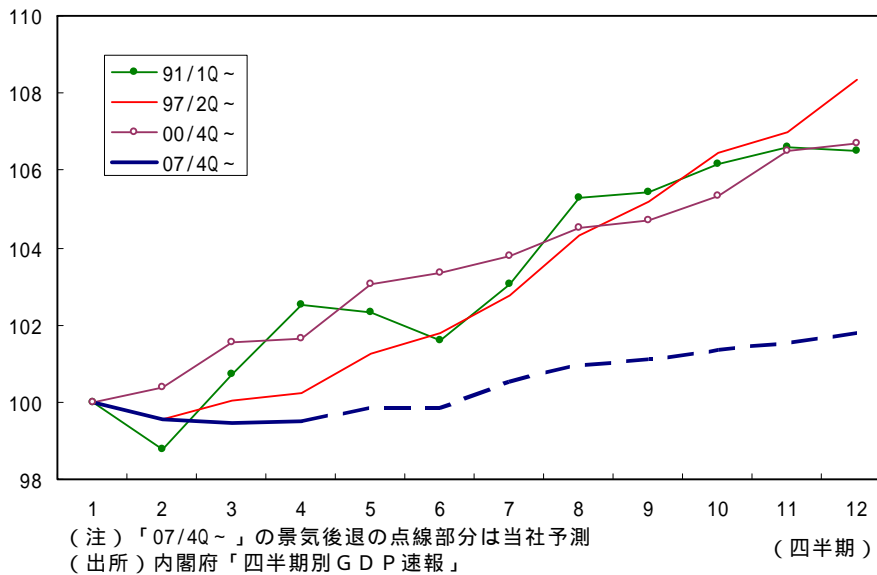
図表 8 . 景気後退期の公共投資の推移 (景気の山=100)

(景気の山 = 100)



図表 9 . 景気後退期の政府最終消費支出の推移 (景気の山 = 100)

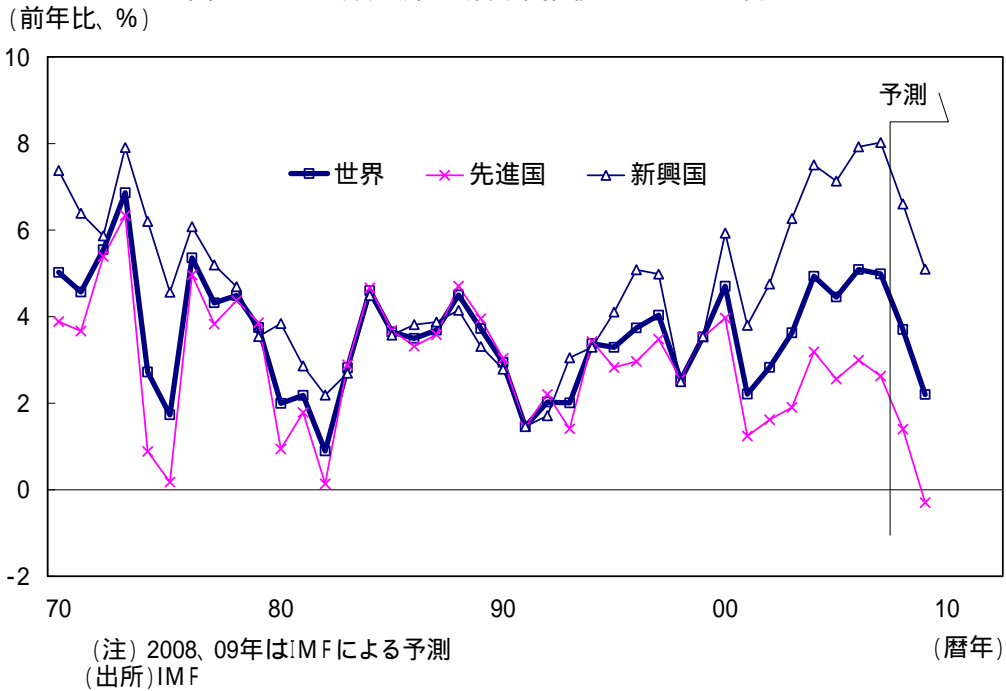
(景気の山 = 100)



世界経済が減速するもとの景気後退 ~輸出環境が厳しい~

100年ぶりとも言われる金融危機が欧米など先進国の景気後退を深刻にしており、それが中国など新興国の景気も減速させている。世界経済の成長率はかなり低くなるだろう。2007年までの数年間は5%と30年ぶりとも言われる高成長を実現したが、2009年は3%程度まで成長率は低下すると予想する。もっとも、新興国の成長率も低下するものの先進国よりは高い成長を維持し、80年代初めの世界同時不況のように1~2%程度の成長が3年間も続くということはないと考える(図表10、図表11)。

図表 10 . 世界経済の成長率推移と I M F の見通し



図表 11 . 世界経済の成長率見通し (当社見通し)

単位: %

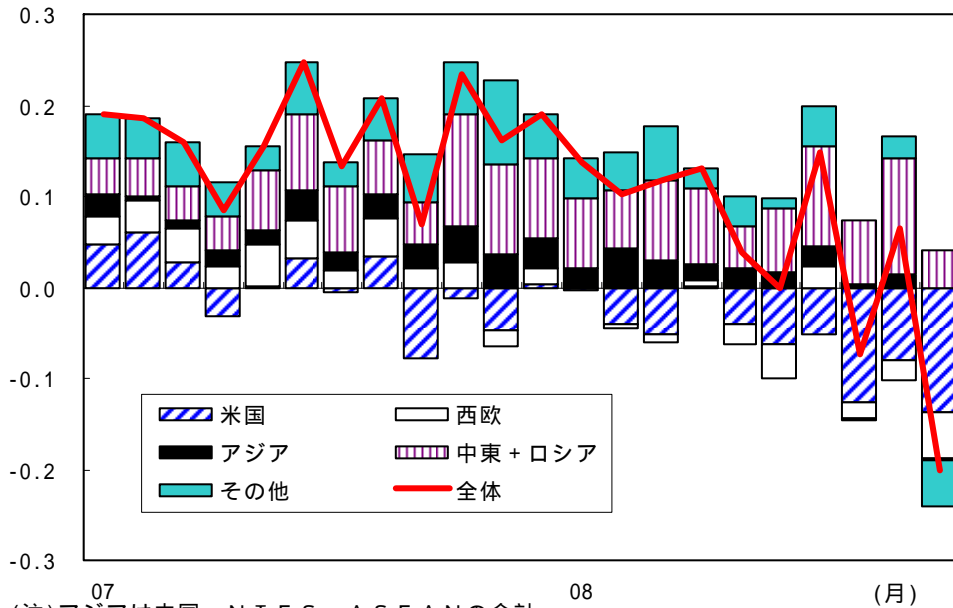
	2006	2007	2008 (予測)	2009 (予測)	2010 (予測)
米国	2.8	2.0	1.4	0.1	1.3
ユーロ圏	2.9	2.7	1.1	0.1	0.9
アジア(注)	8.3	8.8	6.8	6.8	8.0
うち中国	11.6	11.9	9.7	10.2	9.9
中国以外	5.5	5.7	3.8	3.3	6.1

(注) 中国・NIES・ASEAN4の成長率を名目GDPで加重平均

それでも、先進国に続いて新興国の景気も減速してくるので、日本からの輸出はしばらく調整が続くことになる。主要な輸出品目である自動車輸出について見ると、米国向けの自動車輸出はすでに2007年から減少を続けていたが、これまでは新興国向け輸出の拡大が全体の増加を支えていた。しかし、ここにきて米国向け輸出は急減し、欧州向けの輸出も減少している。さらに新興国向け輸出が急速に伸び悩んでいる(図表12)。輸出全体でも、2009年度はITブームの崩壊で急減した2001年度以来8年ぶりの減少が予想される(図表13)。

図表 12 . 日本の自動車輸出の推移と国・地域別寄与度

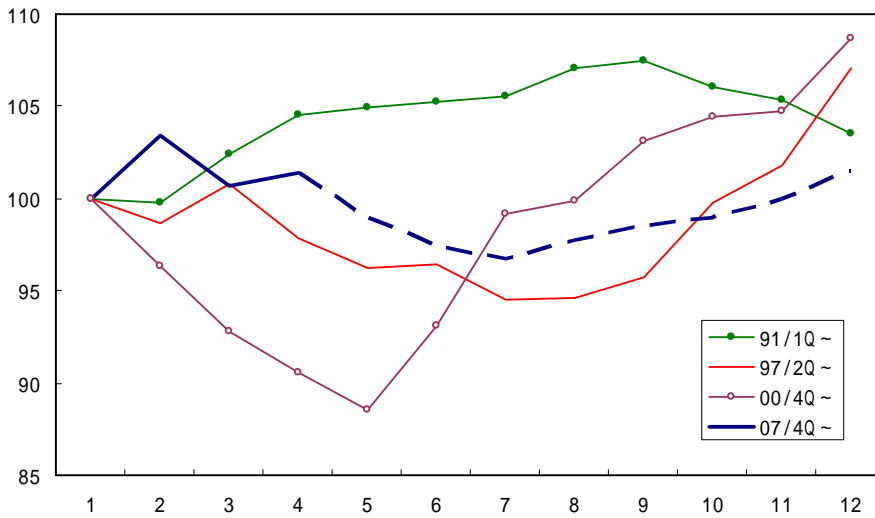
(前年差、兆円)



(注)アジアは中国、N I E S、A S E A Nの合計。
(出所)財務省「外国貿易概況」

図表 13 . 景気後退期の輸出の推移 (景気の山 = 100)

(景気の山 = 100)



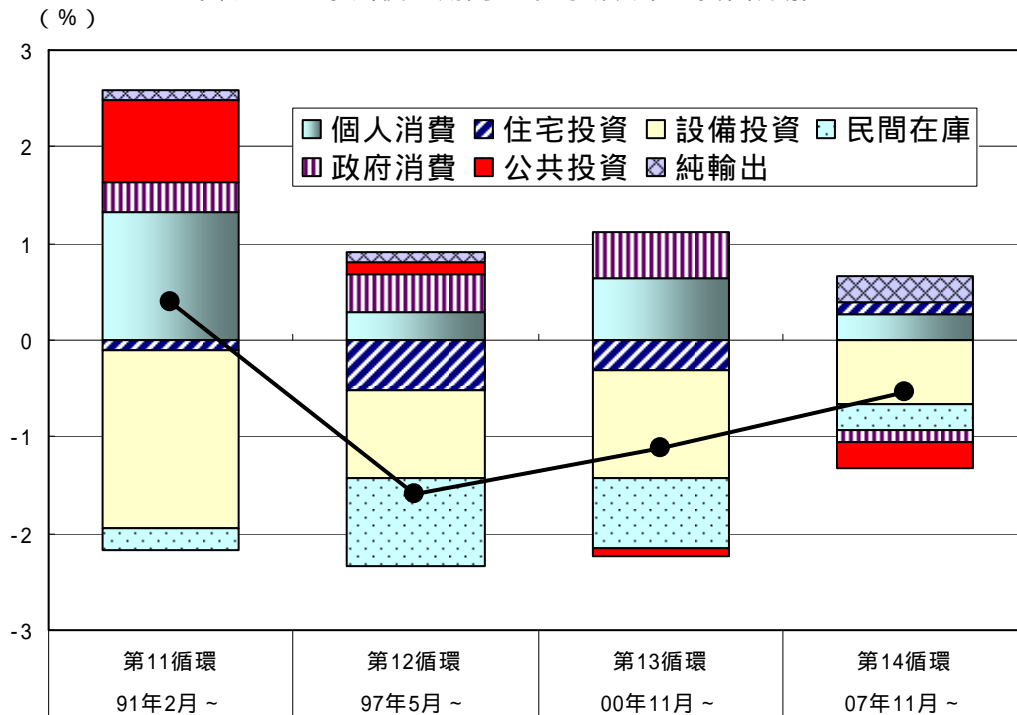
(注)「07/4Q~」の景気後退の点線部分は当社予測
(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

(四半期)

(3) 2009 年中は景気後退が続く

今回の景気後退の4つの特徴をまとめると次のようになる(図表14)。まず90年代初めのように、バブル崩壊の影響で設備投資が大幅に減少してしまうことはないだろう。このため、設備投資は成長率を押し下げるもののバブル崩壊後のような調整圧力はないと考えられる。しかし、設備投資や住宅投資はもとより、個人消費、公共投資、政府最終消費にいたるまでかつて果たしたような下支え役をあまり期待できないところが不安材料となる。

図表 14 . 景気後退期間の平均成長率の要因分解



(注) 今回(第14循環)は07年10~12月期を谷として08年7~9月期までの期間で計算
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

景気後退がどこまで厳しいものになるのか、景気はいつごろ回復してくるのか、といった点は、世界経済がどこまで悪くなるのか、そしていつ持ち直してくるかに大きく依存する。しかし、残念ながら世界経済に改善の動きがすぐに出てくるとは考えにくい。

米国では、金融機関の自己資本が不足し、信用リスクの高まりから企業が資金調達をするのが難しくなり、さらに住宅ローン、自動車ローンなど個人の借入も困難になっている。金融危機を背景に信用収縮の動きが広がり、経済活動全般に影響が出ている。住宅市場では在庫が積み上がっており、住宅価格の下落もしばらく続きそうだ。おそらく2009年中は米国経済の本格的な回復はなかなか見えてこないのではないかと。欧州や中国などの新興国の景気は米国の景気に影響されるので、世界経済全体の停滞状況に明るさが出てくる可能性があるのは2010年になってからだろう。

このように、先行きの展望には厳しいものがあるが、未曾有の金融危機に対応するため各国が協調しながら思い切った処置をとるようになってきたことは評価すべきだろう。世界経済が加速してくるのに合わせて、日本経済も2010年中には景気回復の動きが出てくると予想する。2007年終わりに景気後退が始まったとすると、今回の後退期間は2年あるいはさらに長くなる可能性が高いが、3年を超えて戦後最長の景気後退になることは何とか回避できるのではないだろうか。

(鈴木 明彦)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。