

日本経済ウォッチ < 2009年6月号 >

【目次】

- | | |
|-----------------------------------|----------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 銀行の自己資本比率改善と企業の返済能力低下～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 「変化率」よりも「水準」が重要となる生産の回復～ | |
| 3 . 今月のトピック | p . 3～12 |
| ～ 企業行動を切り口に景気の先行きを考える～ | |
| (1) 景気は最悪期を脱するも企業収益は異常な低水準に | |
| (2) 海外需要の回復は緩やかなものに止まる | |
| (3) 収益改善に向けた企業行動が需要の伸びをさらに緩慢にする | |
| (4) GDPの1割減少が示唆すること | |



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)

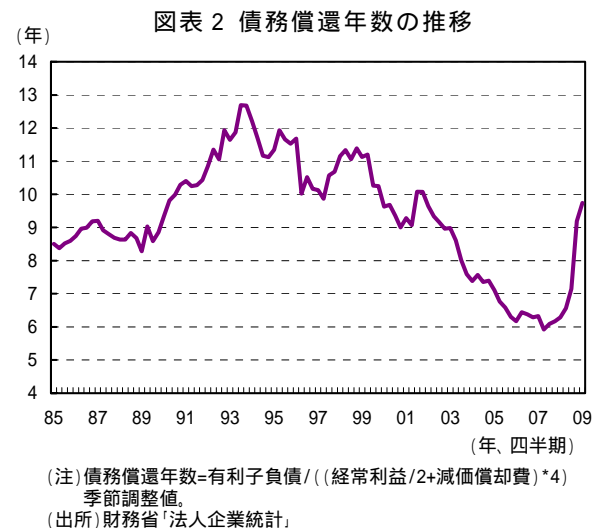
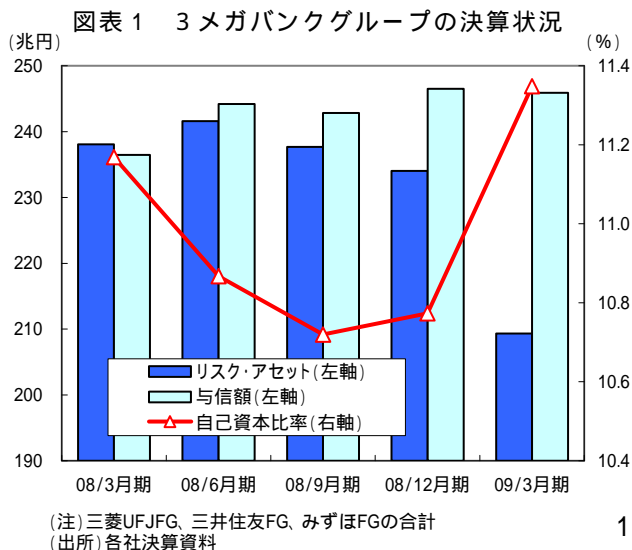
1. 今月のグラフ ～銀行の自己資本比率改善と企業の返済能力低下～

3メガバンクグループの09年3月期決算を集計してみると、自己資本比率が改善していることがわかる。08年3月期には11.2%であったが、その後08年9月期には10.7%まで低下し、それが09年3月期になると11.4%へと顕著な改善を示した(図表1)。この間、景気悪化による不良債権の増加や株価の下落などにより3グループともに最終赤字を計上し、自己資本は2.8兆円減少している。また、大企業が資金調達を市場から銀行借入へとシフトしたことなども影響して、企業への与信額は1年間で9.5兆円増加している。自己資本が減少し与信額が増加しているのならば、銀行の自己資本比率は低下してもおかしくないはずである。

3グループの自己資本比率が改善した主な要因は、企業に対する信用リスクの算出方法を基礎的内部格付手法から先進的内部格付手法へ変更したことである。これにより、企業への与信額は増加しているにもかかわらず、自己資本比率を計算する上での分母にあたるリスク・アセットの額が28.7兆円減少する結果となった(図表1)。こうした銀行の自己資本比率の改善に加え、国による信用保証枠の拡充など政策金融が強化されたことも影響して、3月末にかけていわゆる「貸し渋り」が实体经济に大きなマイナスの影響を与える事態は回避されたと言えるだろう。

一方、銀行貸出と表裏一体の関係にある企業の財務状況を見ると、返済能力の悪化が続いている点には注意が必要である。企業の債務償還年数(キャッシュフローの何年分の有利子負債を企業が抱えているかを示す)は09年1~3月期に約10年にまで長期化した(図表2)。経済規模の大幅な縮小で企業の収益力が大きく損なわれた一方、資金繰りの悪化などに備えて企業が借入を増やしたことが背景にある。銀行の自己資本比率改善は金融と实体经济の負の連鎖が発生するリスクを抑える効果を持つが、企業の収益環境が急速に悪化している中で、銀行の貸出能力に加えて企業の借入能力の問題が、金融と实体经济の関係を見る上で重要性を増している。

(鶴田 零)



2. 景気概況 ~ 「変化率」よりも「水準」が重要となる生産の回復 ~

日本経済は極めて低い活動水準を余儀なくされている。経済成長を牽引していた輸出は1年前に比べて半減し、生産も6~7割のレベルまで低下している。生産資源も有効に活用されず、製造業の設備稼働率は4割台にまで低下してしまった。4日に発表された1~3月期の法人企業統計では、日本企業が直面するそうした厳しい状況がはっきり示されている。内外の需要の急減と生産・流通各段階での在庫の圧縮に直撃され、売上高は全産業で1年前の8割、製造業では7割弱の水準まで減少した。また、経常利益は全産業で1年前の3割にとどまり、製造業では経常損失を計上するに至っている。

もっとも、景気の急激な悪化が一服し、輸出や生産に下げ止まりの動きが出てきたという認識も同時に広がってきている。背景には、自動車を中心に内外の在庫調整が進展してきたこと、あるいは経済対策の効果も影響して中国での需要が回復してきたことなどが挙げられる。輸出は2月を底に前年比減少率が縮小してきており、季節調整済みの金額水準をみると4月は小幅ながら2ヶ月連続の増加となった。また、4月の鉱工業生産は電子部品、化学、輸送機械などを中心に前月比+5.2%と2ヶ月連続で増加し、増加ペースも事前の予想を大きく上回るものとなった。製造工業生産予測調査によると、5月は前月比+8.8%、6月は同+2.7%と増加が続くことが見込まれており、予測指数どおりとなれば4~6月期は前期比+9.8%と大きく増加することになる。

景気持ち直しの勢いは思っていたよりも強いのではないかとのムードが出てくるかもしれないが、短期間のうちに経済活動の水準が大きく変わってしまった日本経済において、変化率で議論することは状況を見誤る危険性もある。輸出や生産の活動水準は1年前に比べて半減している。1年前を100とすれば今年の初めは50まで低下したことになる。100から50までの低下は50%の減少だが、50から100に戻れば100%増加したことになる。変化率を計算する基準が極めて低くなったため、その分これから出てくる変化率の絶対値は大きくなりやすい。たとえば、生産がボトムから1割増えたといっても、それはピークからの5%の落ち分を取り戻したに過ぎないのだ。

こういうときには経済活動の水準そのものを見ていく方が適切だ。昨年2月の鉱工業生産指数(2005年=100)のピークの水準は110.1であったが、今年2月のボトムには69.5まで40.6ポイント減少している。4月の指数は74.3であるから、ボトムからの2ヶ月間での回復は4.8ポイントとそれまでの減少幅の1割強にすぎない。予測指数で試算した6月のレベルは83.0となりボトムからの回復は13.5ポイントとなるが、昨年初めからの減少の3割強を取り戻すに過ぎない。夏ごろまでは生産が比較的早いペースで回復したとしても、昨年的大幅な減少の半分を取り戻すのがせいぜいだろう。しかも、その後の回復ペースは緩やかになってくる。足元の輸出や生産の回復は率で見ると高めの数字になる可能性があるが、水準で見ればやはりまだ低いということが重要だ。(鈴木 明彦)

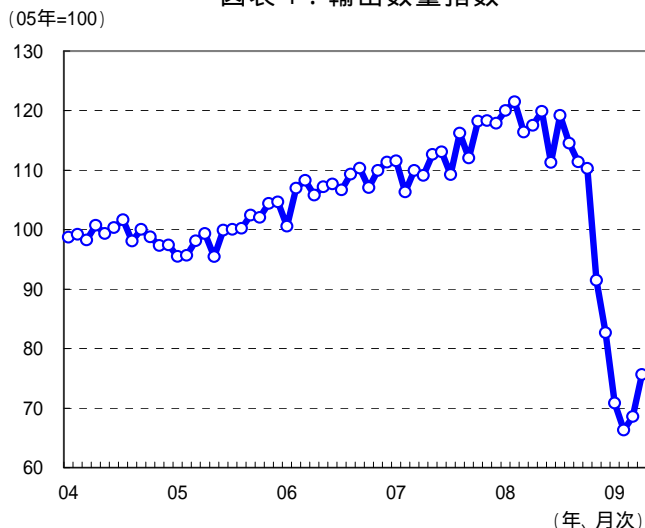
3. 今月のトピック ~ 企業行動を切り口に景気の先行きを考える ~

(1) 景気は最悪期を脱するも企業収益は異常な低水準に

1~3月期の実質GDP成長率は、前期比 - 4.0% (年率換算 - 15.2%) と4四半期連続のマイナスとなり、マイナス幅は第1次石油ショック後の74年1~3月期(前期比 - 3.4%) や昨年10~12月期(前期比 - 3.8%) を上回って過去最大を記録した。内訳をみると、輸出は、世界的な不況の広がりを受けて同 - 26.0%と過去最大の落ち込みとなり、成長率を大きく押し下げる要因となった。内外需要の急減を受けて設備投資は同 - 10.4%と4四半期連続のマイナスとなり、マイナス幅も拡大した。雇用・所得環境の悪化により個人消費は同 - 1.1%と減少が続いた。輸出の急減を起点とした企業の生産活動の落ち込みが家計部門へと広く波及している姿が鮮明となっており、今回の経済危機の厳しさを示す結果と言えるだろう。

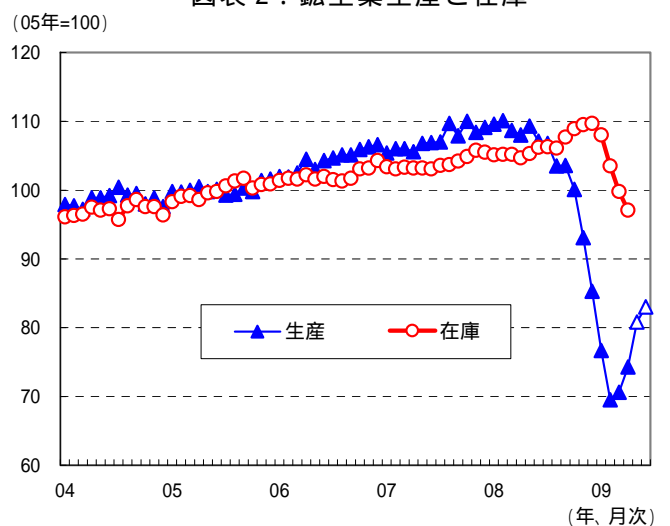
ただ、景気の急速な悪化はようやく一服し、足元では持ち直しの動きが広がっている。4月の輸出数量は2ヶ月連続で増加し、増加幅も拡大した(図表1)。在庫水準が4ヶ月連続で低下する中、4月の鉱工業生産は2ヶ月連続で増加し、先行きも増産が続く見通しとなっている(図表2)。内外の在庫調整が一巡してきた自動車や電子部品、あるいは中国向け需要が増加している化学などで輸出や生産の持ち直しが鮮明となってきている。在庫調整が進展していることに加え、日本を含む各国経済対策の効果が今後徐々に現れてくるため、1~3月期をボトムに景気は最悪期を脱したとみてよいだろう。

図表1. 輸出数量指数



(出所)財務省「外国貿易概況」

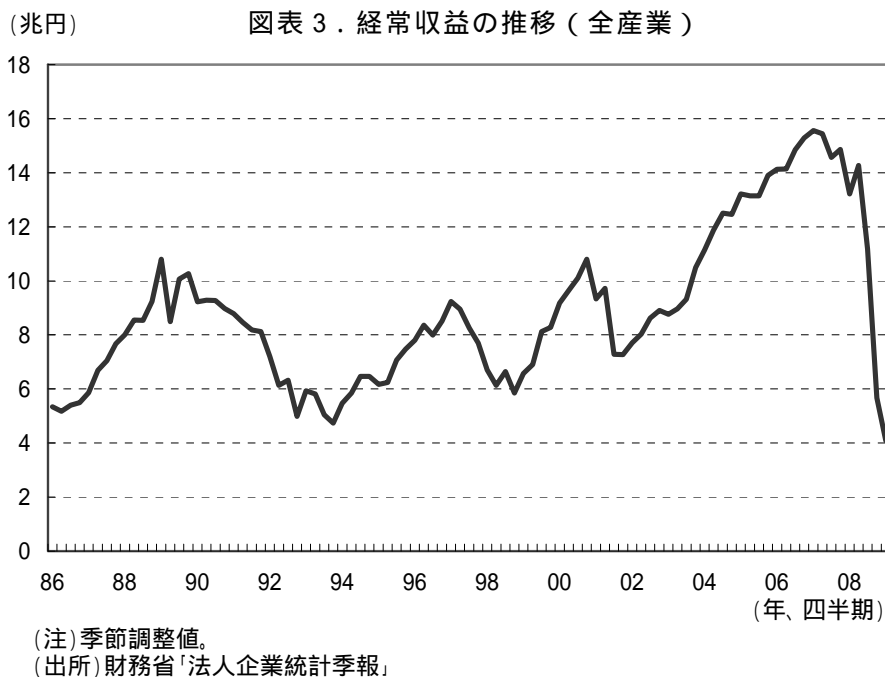
図表2. 鉱工業生産と在庫



(注)「▲」は製造工業生産予測調査結果から試算した予測。
(出所)経済産業省「経済産業統計」

景気が最悪期を脱してきたところであらためて企業の収益状況をみると、異常な水準にまで落ち込んでいることがわかる。1～3月期の経常利益（季節調整値）は、輸出急減の直撃を受けた製造業で統計開始以降初めて赤字に転落し、非製造業でも低迷が続いた結果、全産業ベースで4.1兆円にまで大きく減少している（図表3）。企業にとって経常利益は、既存の事業を継続し新たな事業分野に進出するための原資となる他、借入金の返済や配当金の支払を行うためにも必要となる。当然のことながら、企業としては足元のような異常に落ち込んだ利益水準を放置することはできず、収益改善に向けた様々な取組みが今後本格的になされていくことになる。

景気はこれからどのような回復軌道を描いていくのか。今後の景気回復の姿を考える際にポイントとなるのが、企業がこれからどのようにして収益改善を図っていくのか、である。マクロ経済の状況に応じて企業行動は変化し、企業行動の変化がマクロ経済に対して影響を与えることになるからだ。以下では、企業行動を切り口にして景気の先行きについて考えてみたい。

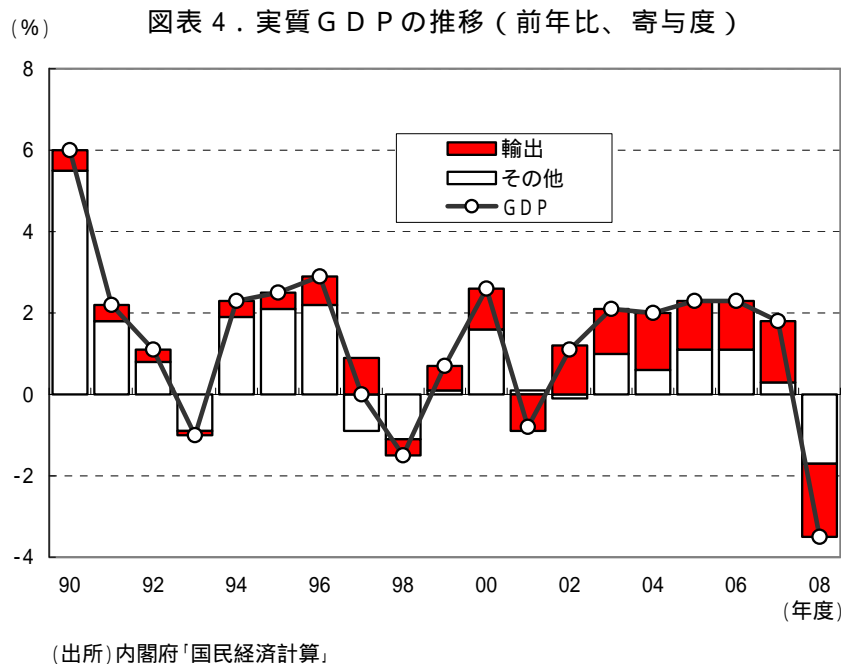


（2）海外需要の回復は緩やかなものに止まる

企業が収益を改善する方法は2つある。1つは売上高を回復させることであり、もう1つは経費を削減することである。

売上高回復の可能性について考える。日本では少子化や経済の成熟化によって内需の中心である個人消費は構造的に伸びにくくなっており、近年は輸出という海外需要の増加が企業の売上高や収益の拡大をけん引してきた。02年度から07年度までの6年に及ぶ戦後

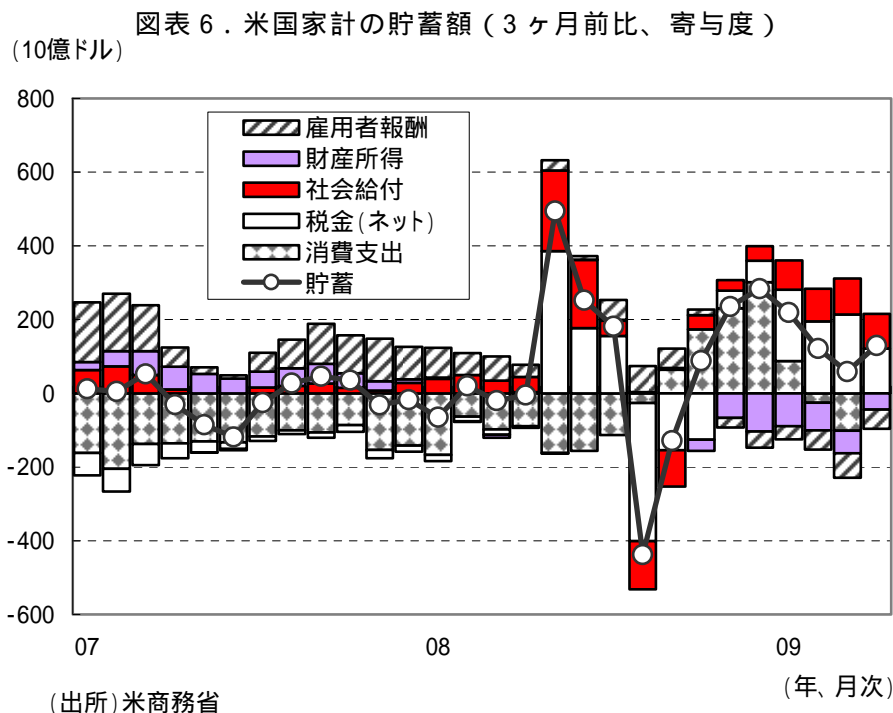
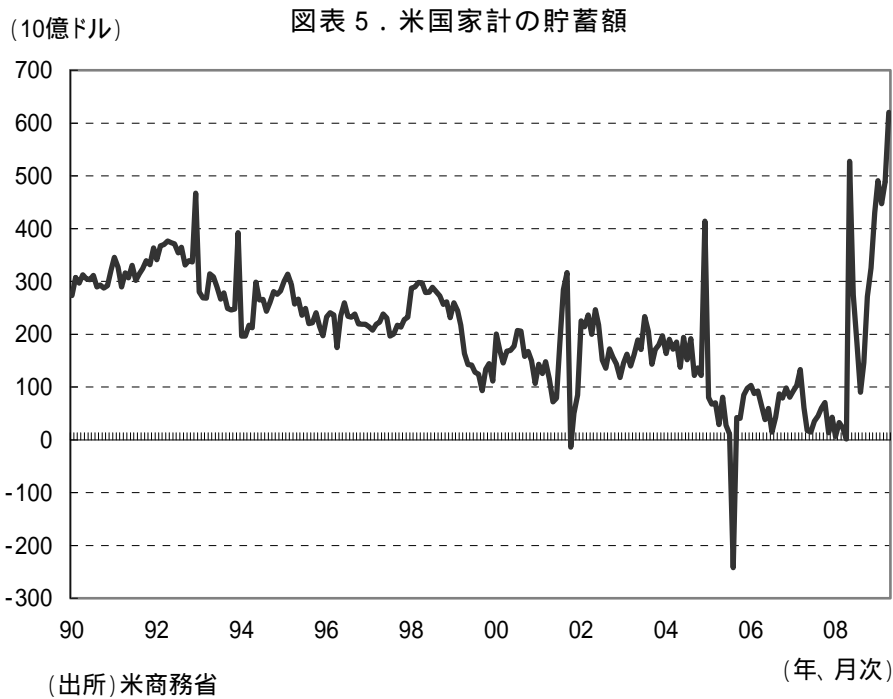
最長の景気回復期は、世界経済の高成長とそれを背景とした輸出の増加によってもたらされたといえる（図表4）。そのため、企業の売上高が今後どのように回復してくるかは世界経済の動向に大きく左右されると考えられるが、しばらくは世界経済がかつてのような高成長に戻ることは期待できそうにない。各国経済対策の効果や在庫調整の進展による生産の自律的な持ち直しにより、世界経済は景気の悪化に徐々に歯止めがかかってくると見込まれるものの、その後の回復は緩やかなものに止まるだろう。輸出の伸び、ひいては企業の売上高の伸びも基調として緩やかなものに止まり、売上高がもとの水準にまで回復することは当分見込めない。



世界経済の成長率がかつてのように高まらない最大の要因は米国にある。借入と支出の拡大によって世界経済の高成長をけん引してきた米国の家計部門は、住宅バブル崩壊や金融危機の発生に伴いこれまで積み上げてきた多額の借入の返済を迫られるようになった。借入返済のためには収入のうち消費に回す金額を抑えて返済原資を確保するしかなく、それはこのところの消費の低迷と貯蓄（＝キャッシュロー）の増加として現われている（図表5）。足元で貯蓄水準はかなり上昇してきており家計部門の過剰消費体質は相当程度是正されてきたようにもみえるが、この水準の貯蓄を今後も継続的に維持するには一段の消費支出の抑制が必要になってくる可能性がある。

貯蓄変動の要因をみると、このところの貯蓄の増加はかなりの部分、政府による社会給付の拡充や減税・税還付の拡大によってもたらされていることがわかる（図表6）。こうした政策効果が家計の収入を押し上げており、消費支出の削減をそれほど大きくしなくても貯蓄を増やすことができているといえるだろう。ただ、政策効果はいずれ剥落してくると

見るべきであり、そうなれば現在の貯蓄水準を維持していくためには消費支出の抑制をさらに強める必要がでてくる。家計にとってベースとなる収入である雇用者報酬や財産所得（利息や配当）は景気悪化を反映して減少基調となっているからだ。バブル崩壊の調整には相応の期間がかかると考えるべきであり、その間、成長の核を失った世界経済はこれまでよりも低い成長率に止まらざるをえないだろう。



政府による経済対策の効果についても簡単に触れておきたい。福田内閣の「安心実現のための緊急総合対策」、麻生内閣の「生活対策」、「生活防衛のための緊急対策」と、昨年8月以降に出された三つの経済対策をまとめて、政府は「景気対策3段ロケット（総事業規模75兆円、財政支出12兆円）」と称していたが、これに加えて4月には過去最大規模となる「経済危機対策（総事業規模56.8兆円、財政支出15.4兆円）」が決定され、そのための財源となる補正予算が国会で成立したところである。

一連の経済対策は09年度を中心に需要を押し上げる効果を持つと予想される。09年度本予算の公共事業が前倒しで執行され、さらに年度後半からは「経済危機対策」の公共事業が加わってくることによって、公共事業の拡大が09年度を中心に成長率を押し上げると見込まれる。また、個人消費の誘発効果も予想される。「安心実現のための緊急総合対策」に含まれていた定額給付金の支給が始まっているほか、「経済危機対策」で打ち出されたハイブリッドカーなどの環境対応車への買い替え促進、エコポイント制度によるグリーン家電の購入促進が09年度の耐久財消費を増やすことが見込まれる。

ただし、経済対策はその効果が大きければ大きいほど、その後の反動も大きくなる点には留意が必要である。経済対策の効果により09年度の実質GDP成長率は0.8%ポイント程度押し上げられると見込まれるが、効果が徐々に剥落してくる10年度には逆に0.6%ポイント程度の押し下げ要因になると予想される（図表7）。経済対策は、いかに大型であってもそれだけでは経済を持続的に成長させる力は持たず、一時的な需要の拡大とその後の反動をもたらすかく乱要因と考えるべきだろう。経済対策によって企業の売上を継続的に回復させることはできないのである。

図表7. 経済対策の効果

	2009年				2010年				2011年	09年度	10年度
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(予測)	(予測)
個人消費	0	3,000	6,000	6,000	8,000	-2,000	0	0	0	23,000	-2,000
前期比寄与度	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	-0.8	0.2	0.0	0.0	0.4	-0.5
公的需要	1,500	5,500	6,000	5,000	5,000	5,000	4,000	2,000	3,000	21,500	14,000
前期比寄与度	0.1	0.3	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	0.1	0.4	-0.1
合計	1,500	8,500	12,000	11,000	13,000	3,000	4,000	2,000	3,000	44,500	12,000
前期比寄与度	0.1	0.5	0.3	-0.1	0.2	-0.8	0.1	-0.2	0.1	0.8	-0.6

(注) 前期比寄与度は、実質GDPに対する寄与度。

(前提)

個人消費

環境対応車への買い替え促進策で1兆5,000億円、グリーン家電の購入促進策で6,000億円、合計で2兆1,000億円の消費誘発効果を見込む。なお、2010年3月末の両制度終了前後で駆け込み需要とその反動が発生すると想定した。

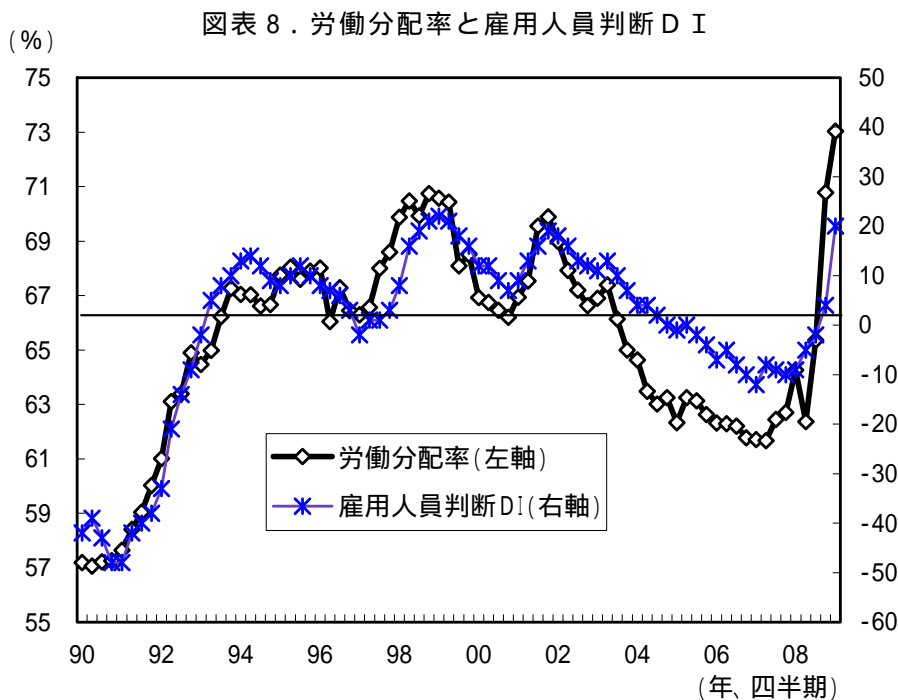
公的需要(補正予算の効果)

09年度は、08年度補正予算の積み残し分が4,500億円、09年度1次補正予算分が1兆2,000億円、09年度2次補正予算分が5,000億円、合計で2兆1,500億円の需要押し上げ効果を見込む。10年度は、09年度1次補正予算分が8,000億円、09年度2次補正予算分が1,000億円、10年度1次補正予算分が5,000億円、合計で1兆4,000億円の需要押し上げ効果を見込む。

(3) 収益改善に向けた企業行動が需要の伸びをさらに緩慢にする

かつてのように海外需要の伸びが期待できず売上水準の回復には長期間を要する中で、企業が大幅に悪化した収益を改善していくためには、抜本的な費用構造の転換、すなわち固定費の大幅な圧縮がやはり必要である。需要に比べて過剰な雇用や設備を保有しておくことは企業の収益率を悪化させる要因となり、収益改善のためにはこれらの生産資源の削減が不可避となってくる。

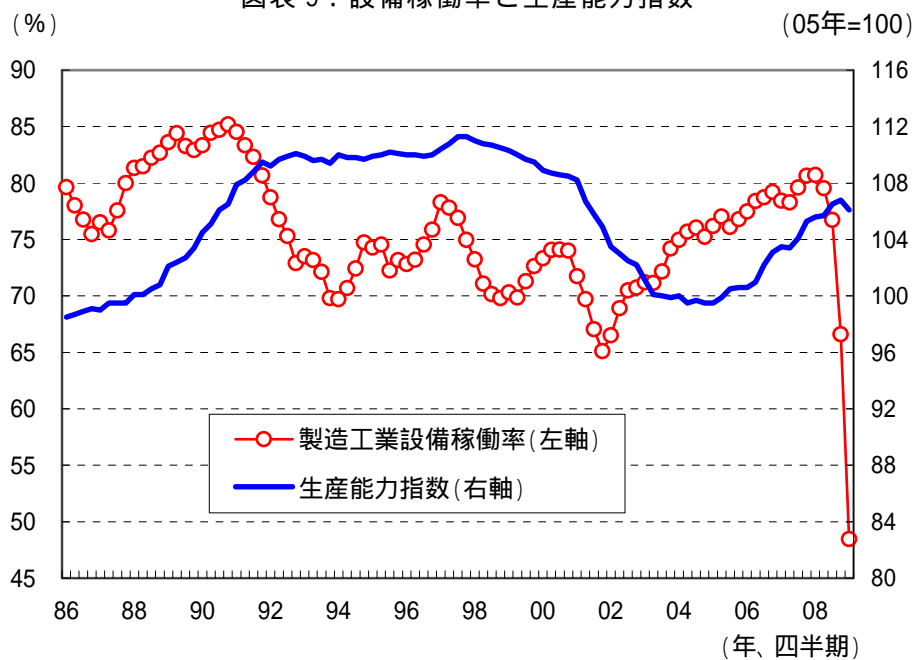
企業にとって最大の固定費は人件費である。企業が生み出す付加価値額のうちどれだけが人件費に分配されているかを示す労働分配率（季節調整値）と、日銀短観の雇人員判断DI（「過剰」 - 「不足」）の推移をみると、このところの急激な景気悪化による売上の減少とそれに伴う付加価値額の急減によって労働分配率は急速に上昇し、それに合わせて企業の雇用過剰感も急速に高まっていることがわかる（図表8）。過去に企業が雇用に過不足がないと判断している時（雇人員判断DIが0となっている時期）の労働分配率は大まかに見て65%前後となっており、足元の73%という水準はそれを1割程度上回っていることになる。売上の回復があまり期待できず、企業の生み出す付加価値額もほとんど拡大が見込まれない中で労働分配率の水準を1割切り下げるには、同じ割合だけ人件費を削減するしかない。企業は賃金の引き下げや雇用の削減を今後本格化させることで収益の改善を図っていくことになるが、それは家計の所得を強く下押しし、個人消費を低迷させる要因になる。



(注) 労働分配率 = 人件費 / (経常利益 + 人件費 + 減価償却費 + 支払利息)。
 雇人員DI: 「過剰」 - 「不足」。労働分配率は季節調整値。
 (出所) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「短期経済観測調査」

次に過剰設備について考えたい。設備稼働率は昨年 1～3 月期に 80%を越えていたが、足元では 50%を切る水準にまで急速に落ち込んでいる（図表 9）。稼働率の低下は製品 1 単位あたりのコスト負担を増加させ、企業収益を圧迫する要因となる。企業は固定費削減のため、新規投資を抑制し既存設備の稼働率引き上げに取組むだけでなく、過剰となった生産設備を廃棄する動きも今後強めていくことになるだろう。稼働率の水準を足元の 50%程度から過去の景気悪化時のボトムである 70%程度にまで 4 割程度改善させようとする、今後 2 年間で生産の伸びが 2 割程度に止まることを前提にすれば、生産能力を 2 割程度削減する必要が出てくる。過去には 98 年から 04 年までの 5 年間で生産能力が 1 割程度削減されたことがあるが、その間の設備投資は循環的な変動はあったものの基調としては低迷が続いた（図表 10）。今回は当時を上回る過剰設備を企業が抱えている可能性が高く、設備投資は当面減少が続き、その後の回復も緩やかなものに止まると見込まれる。企業による設備投資の抑制は景気の回復力を弱める要因となる。

図表 9 . 設備稼働率と生産能力指数



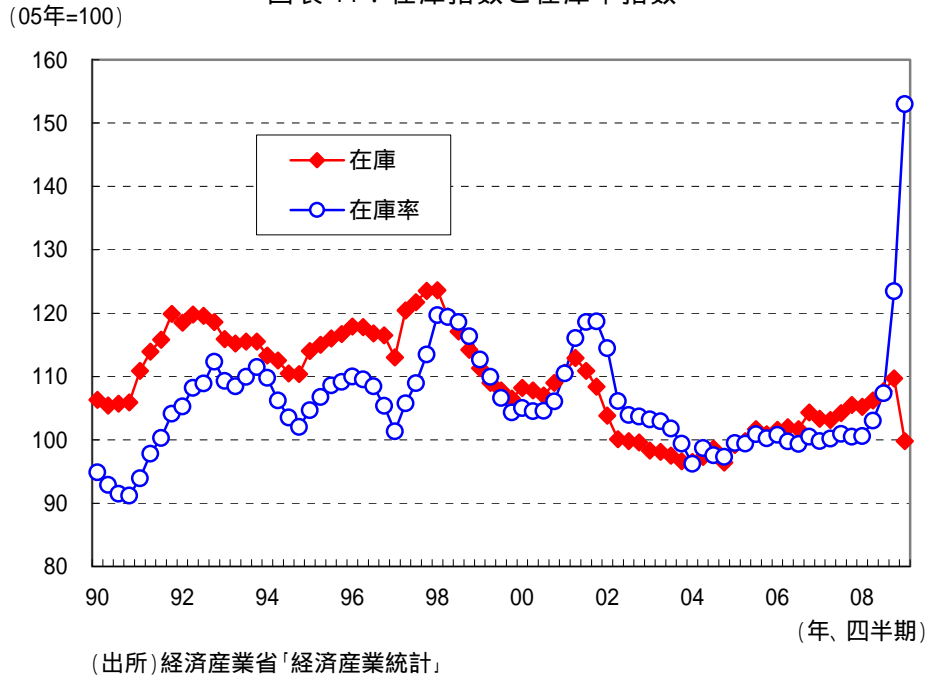


(注)ソフトウェアを除く。季節調整値。

(出所)財務省「法人企業統計季報」

リスク要因として、過剰在庫が残存している可能性についてもふれておきたい。在庫調整の進展により1~3月期の鉱工業在庫は05年頃の水準にまで低下している。在庫水準の低下は、運転資金負担の低減や保管に関わる費用の削減につながるため、企業収益の改善に寄与していることは間違いない。こうした意味では在庫調整はかなりの程度進展しており、在庫削減の動きは今後緩んでいくと考えられる。ただ一方で、在庫率はかつてないような水準で高止まりしている点には留意が必要である(図表11)。大幅に低下した需要(出荷)の水準からみれば在庫はかなり過大となっており、在庫にはまだ削減余地がある可能性がある。企業が高止まりした在庫率を適正な水準にまで是正する動きを強めれば、生産に下押し圧力がかかり景気回復のペースを緩める要因となる。在庫率指数を足元の153から過去の平均的な水準である106にまで3割程度改善させようとする、今後2年間で出荷の伸びが2割程度に止まることを前提にすれば、在庫を足元からさらに1割程度削減する必要が出てくる計算になる。

図表 11 . 在庫指数と在庫率指数



(4) GDPの1割減少が示唆すること

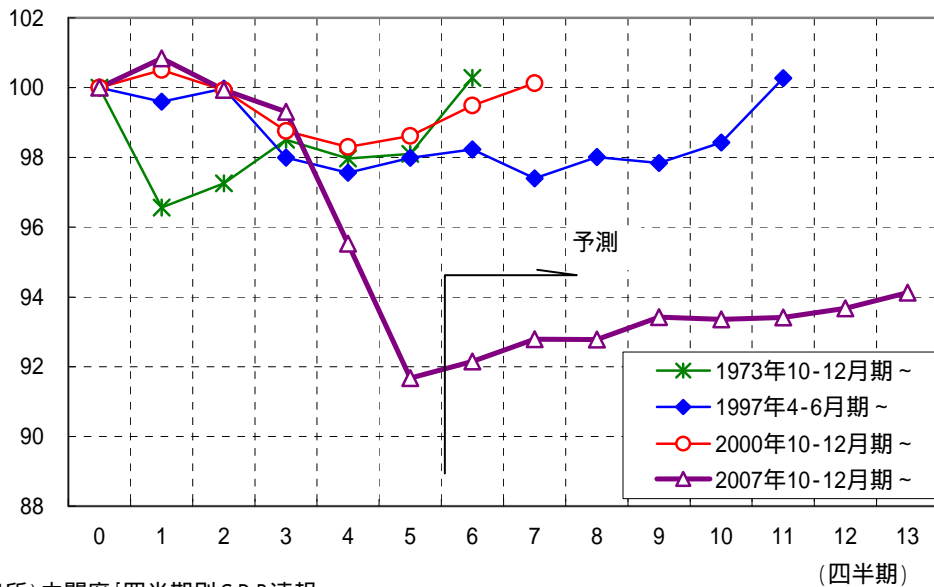
これまでみてきたように、売上高の回復が当分緩やかなものに止まる中、固定費削減などの企業による収益改善に向けた取組みは今後本格化してくると考えられる。こうした取組み自体はそれぞれの企業にとっては合理的な行動ではあるが、マクロ的にみると消費や投資などの需要を抑制し、売上高の回復をさらに緩慢にする要因になってしまう。企業全体の生産活動や利益水準が何らかの理由で一旦大幅に低下してしまうと、過剰問題が重石となってその後の回復ペースはどうしても緩やかなものに止まらざるをえなくなるというだろう。

1~3月期のGDPが1年前に比べて1割も水準が切り下がっていることの持つ意味は大きい。第1次石油ショック後の不況や90年代以降の景気後退でも経済規模の縮小は経験しているが、これほど大きな縮小は初めてである(図表12)。人口の減少が続くなど成熟型経済の色彩が強まり、一方で世界経済がこれまでのような高い成長が期待できない中で、日本経済の中期的な成長率(潜在成長率)は1%程度にまで低下している可能性がある。年率1%の成長がこれから毎四半期続いたとしても、GDPがもとの水準に戻るのに10年程度かかる計算になる。需要の水準と生産能力がマッチし、過剰問題が解消されるまでにはかなりの年月がかかることを覚悟せざるをえない。景気は最悪期を脱し循環的には回復局面に入ってきたが、基調としての成長率は高まらず、重苦しいムードが続くことになるだろう。

(鶴田 零)

図表 12. 景気の「山」を起点としたGDPの推移

(景気の「山」=100)



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

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。一部を引用する際は必ず出所（弊社名、レポート名等）を明記して下さい。全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、弊社までご連絡下さい。