

# 日本経済ウォッチ < 2009年8月号 >

## 【目次】

- |                      |         |
|----------------------|---------|
| 1 . 今月のグラフ           | p . 1   |
| ～ 個人消費の持ち直しは需要の先食いか～ |         |
| 2 . 景気概況             | p . 2   |
| ～ 改善と悪化の二極化が進む～      |         |
| 3 . 今月のトピック          | p . 3～9 |
| ～ 金融危機の影響について～       |         |
| ( 1 ) 国際マネーフローの状況    |         |
| ( 2 ) 各国における資金調達動向   |         |
| ( 3 ) 大きかった輸出減少の影響   |         |
| ( 4 ) 金融市場のリスク警戒感は緩和 |         |
| ( 5 ) 今後の課題          |         |



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  
小林 ( E Mail : s.kobayashi@murc.jp )  
芥田 ( E Mail : tomomichi.akuta@murc.jp )

## 1. 今月のグラフ ～個人消費の持ち直しは需要の先食いか～

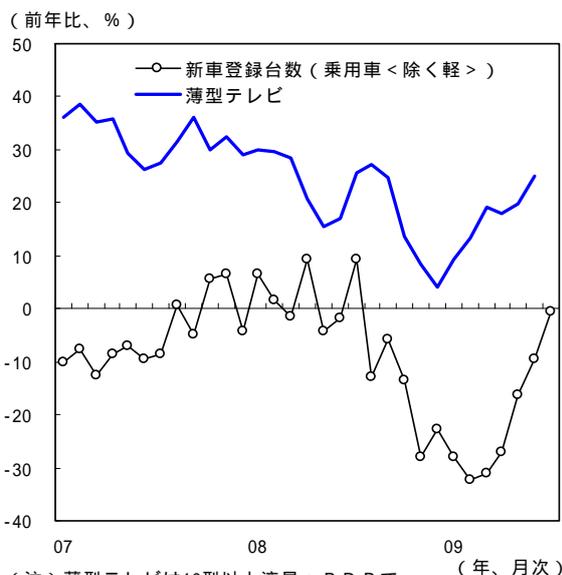
失業率が史上最悪の水準に接近し、夏のボーナスが製造業を中心に急減するなど、雇用・所得環境の悪化が一段と鮮明になっているにもかかわらず、個人消費は持ち直してきている。これは、定額給付金の支給、エコカー減税・補助金、エコポイント付与といった政策効果によるところが大きいようだ。ハイブリッドカーを中心に、新車販売台数（除く軽）は7月にほぼ前年並みまで回復し（7月の前年比 - 0.6%のうちハイブリッドカー2車の寄与度は11.5%）、薄型テレビ、大型冷蔵庫などのエコ家電の販売も好調である（図表1）。また、消費者のマインド（消費者態度指数）がこのところ急速に改善しているが、内訳をみると耐久消費財の買い時判断の項目が最も改善幅が大きい。

一方で、所得環境の悪化には歯止めがかかっていない。このため、結果として平均消費性向（家計調査ベース）は過去と比べてかなりの高水準にまで上昇している（図表2）。平均消費性向は、所得が減少する中で今後さらに上昇する可能性がありそうだ。

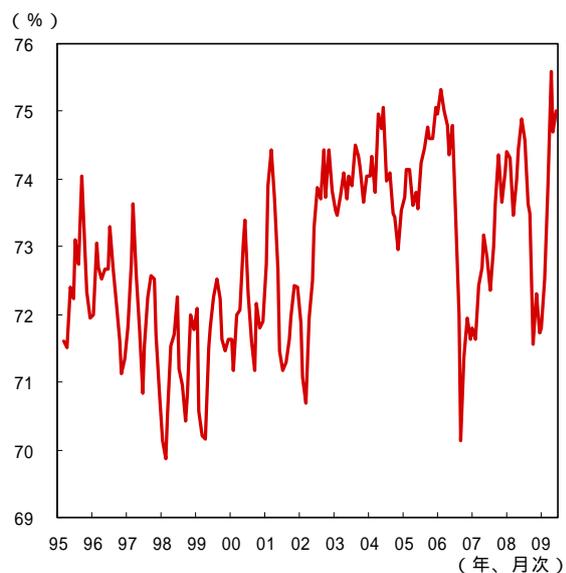
所得の増加を伴わない中での足元の消費の持ち直しの動きは、将来の需要を先食いしているだけの懸念がある。特に、販売が伸びているのは一度購入するとそう簡単に買い換えることのない大型の耐久消費財である。エコカー減税・補助金の対象車の中には、新規注文分が2010年4月以降の出荷予定となるものまである。また、エコポイントの付与は2010年3月末で期限切れとなるが、その前に駆け込み需要が発生すれば反動減が出ると考えられる。

政策効果が大きければ大きいほど、その効果が途切れたときの反動が大きくなってしまふことには十分な注意が必要である。 （小林 真一郎）

図表1 持ち直す新車と薄型テレビの販売



図表2 高まる平均消費性向



## 2. 景気概況 ~ 改善と悪化の二極化が進む ~

総じて景気は持ち直しの動きが続いているが、個別の経済指標をみると、改善が続いているものと、悪化が止まらないものとの両極端な動きに分かれている。

改善している指標の代表は鉱工業生産指数である。6月は前月比+2.4%となり、3月以降4ヶ月連続で増加した。在庫調整の進んだ自動車、電子部品・デバイス工業、海外需要の好調な化学を中心に増加しており、鉄鋼、電気機械、情報通信機械などにも増加の動きが広がってきた。7、8月の製造工業予測指数も前月比+1.6%、同+3.3%と増加が続くと見込まれている。仮に予測指数通りの結果となれば、9月が前月比横ばいであっても、7~9月期は前期比+7.4%と、4~6月期の同+8.3%に続いて堅調な伸びが続くことになる。

また、中国などアジア向けを中心に輸出も回復が続いている。実質輸出（季節調整値）でみると、生産と同じく今年2月を底に4ヶ月連続で前月比プラスとなっている。経済対策の効果により公共投資の伸びも堅調である。最近の公共工事請負額の動きから判断すると、4~6月期のGDPベースの実質公共投資（8月17日発表予定）は前期比で2桁の増加となる可能性がある。秋以降も対策効果は続くと考えられ、景気の押し上げに寄与しよう。

一方、悪化が続いているのが雇用・所得関連の数字である。6月の完全失業率（季節調整済）は5.4%と、過去最悪の水準である5.5%に近づいている。有効求人倍率にいたっては5月に過去最悪の水準を更新後、6月もさらに低下している。雇用調整助成金の拡充によって失業者の増加が抑制されていると考えられ、雇用の実態はさらに悪い可能性がある。

所得環境も悪化している。6月の一人当たり現金給与総額は、夏のボーナスの大幅減により前年比-7.1%と1991年の統計開始以来、最大の減少幅となった。7月についても、ボーナスの減少により大幅な落ち込みが続く見込みである。

雇用・所得環境が悪化しているにもかかわらず、エコカー減税、エコポイントなどの効果により、個人消費は底堅さを維持している。7月の新車販売台数（除く軽）は前年比-0.6%とほぼ前年並みまで回復した。また、薄型テレビ、冷蔵庫などの販売も好調である。GDPベースの実質個人消費でみると、4~6月期は前期比+1.0%程度と堅調に増加したようだ。ただし、足元の消費の動きは需要を先食いしている懸念がある。平均消費性向（家計調査ベース）は上昇基調にあるが、所得が減少する中でさらに上昇する可能性がある。

設備投資の減少も続いている。機械受注は落ち込みに歯止めがかからず、5月はずいぶん1987年4月の現行形式での統計開始以来の最低水準を更新した。また、足元の設備投資の動向を示す資本財出荷（除く輸送機械）は4~6月期は前期比-17.2%と2四半期連続で2桁の減少を記録した。企業の設備過剰感は強く、当面は設備投資の抑制姿勢が続こう。

経済指標の改善は、需要の明確な回復というよりも、急低下後の反動、経済対策効果によるところが大きいようだ。反動が一巡し、経済対策効果が薄れてくると、景気の改善ペースが鈍るにとどまらず、景気が一時的に停滞する懸念もあるだろう。（小林 真一郎）

### 3. 今月のトピック ～金融危機の影響について～

百年に一度ともいわれた金融危機の影響で各国の景気は後退したが、このところは景気持ち直し観測が出てきている。懸念されていた金融部門と実体経済との負の連鎖については、各国の迅速な政策対応の効果もあり、影響は最小限にとどめられたようだ。

本稿では、金融危機によって、各国の経済主体の資金調達にどのような影響が出たのか、という観点から、調達サイドのマネーフローの状況をみたくうえで、今後の課題を指摘してみたい。

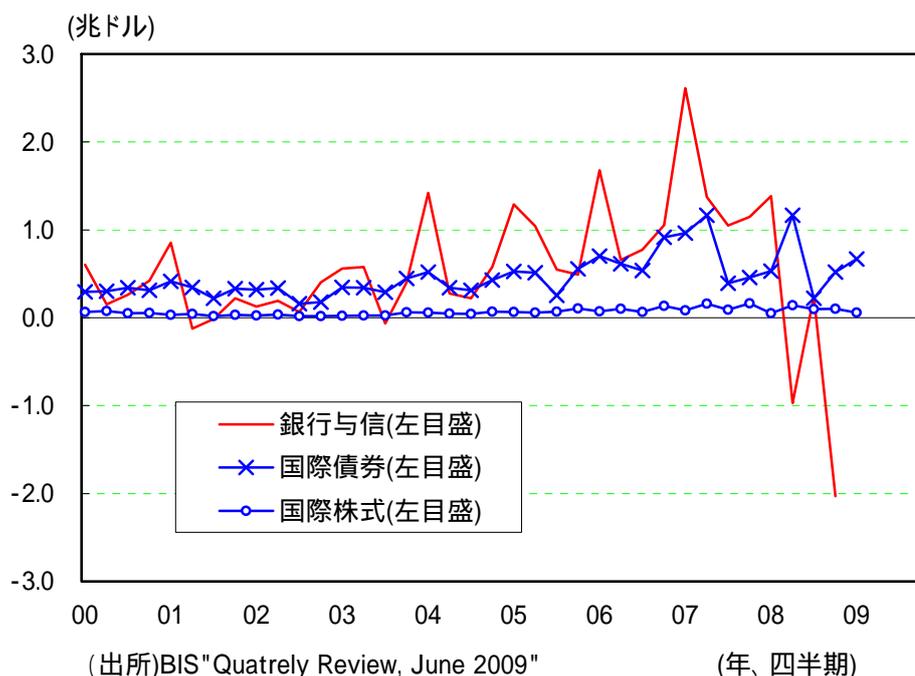
#### (1) 国際マネーフローの状況

まず、国際間（クロスボーダー）での新規資金調達の状況を見ると、国際債券発行や国際株式発行はそれほど極端に落ち込んでいないが、銀行による与信が特に2008年4～6月期と2008年10～12月期に大幅に減少しているのがわかる（図表1）。

2008年4～6月期については、3月に米ベアスターンズの救済合併案が成立し、その後、直接金融市場ではリスク警戒感がやや後退していく流れにあったが、金融機関の間では、信用リスクを軽減しようとする動きが続いており、欧米の金融機関を中心に国際与信は圧縮されたとみられる。また、9月に米リーマンブラザーズが破綻し、10～12月期は国際金融危機の様相を呈していた。

もっとも、最近では各国の金融市場は徐々に落ち着きを取り戻しており、銀行与信が極端に縮小する状況は修正されてきているようだ。

図表1. 国際間（クロスボーダー）の新規資金調達の動向



## (2) 各国における資金調達動向

次に各国における金融情勢を、家計、企業、政府、金融機関といった経済主体の資金調達面からみると、2007年後半頃から米欧を中心に金融機関の資金調達動向に異変がみられる。また、米国やイギリスを中心に家計や企業などの資金調達がしだいに抑制されていった様子もみてとれる。しかし一方で、家計や企業の資金調達が極端に行き詰まることは起こっておらず、政府部門による金融機関救済や中央銀行による積極的な資金供給などの効果によって、実体経済部門を巻き込んだ大幅な金融の収縮は回避されたとみられる。

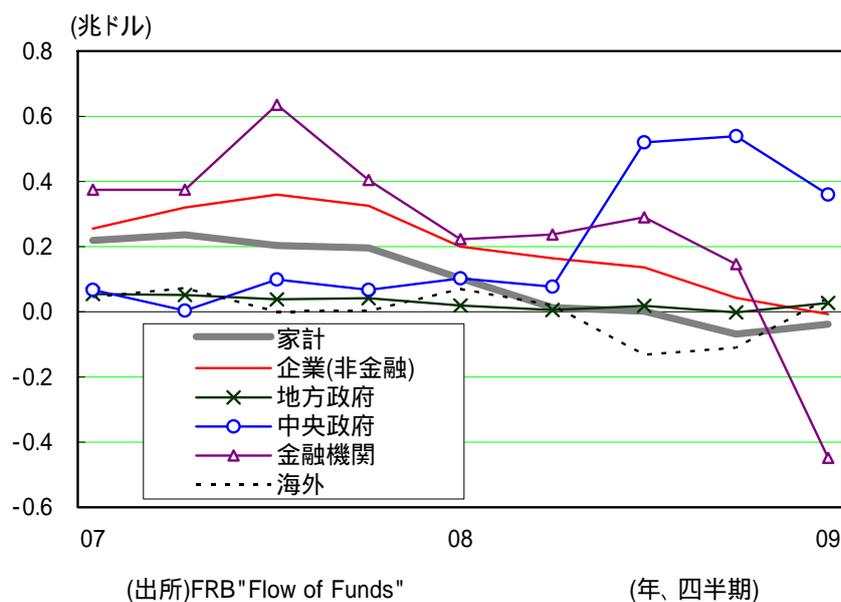
### 米国

まず、危機の震源地となった米国における各部門の資金調達の動向をみると、2007年後半頃から徐々に、家計や企業の資金調達が減少していったことがわかる(図表2)。家計部門の調達額は、2008年7~9月期以降にマイナスに転じており、返済超過に転じたことを示している。ただし、それほど急速で大幅な変化があったわけではない。

一方、金融機関の資金調達は、2007年7~9月期に一時的に高まっており、サブプライムローン問題の顕在化とともに金融機関が積極的に資金の確保を進めた様子が窺える。その後も、しばらく金融機関の資金調達は増え続けたが、2008年1~3月期にはレバレッジを縮小させる(=資産と負債をともに圧縮させる)動きの中で大幅に落ち込んだ。

一方、米国の政府部門の資金調達は2008年7~9月期以降、増加している。これは、政府系金融機関(GSE)に対する貸付や優先株の取得、あるいは不良資産買取プログラム(TARP)による銀行への公的資本注入のための資金調達である。

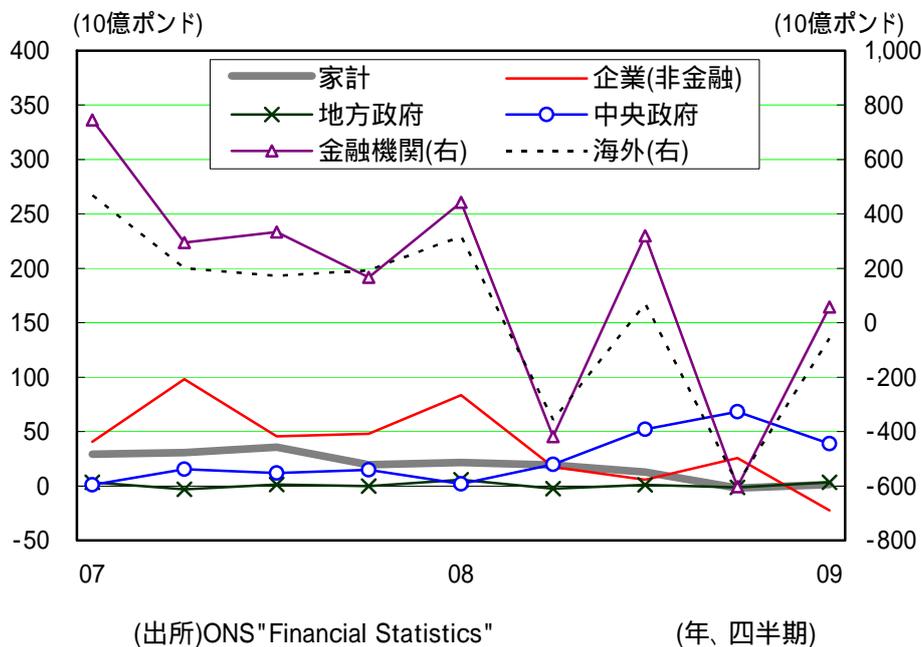
図表2. 米国の部門別資金調達動向



## イギリス

イギリスでも、家計や企業の資金調達が増えつつある一方で、金融機関の救済にあたった政府部門の調達が増えている（図表3）。加えて、国際金融センターであるイギリスならではの特徴だった動きもある。金融機関の資金調達が相対的に大きな変動をみせ、2008年4～6月期と10～12月期に資金調達額は大幅に落ち込んでいるのと同時に、海外部門の資金調達も大幅に減少している。イギリスの銀行が受け入れている預金と、在英外国銀行などへのイギリスの金融機関などの預金が連動して変動したのがわかる。金融機関同士の疑心暗鬼により、国際銀行間の与信機能が著しく低下した様子が窺える。

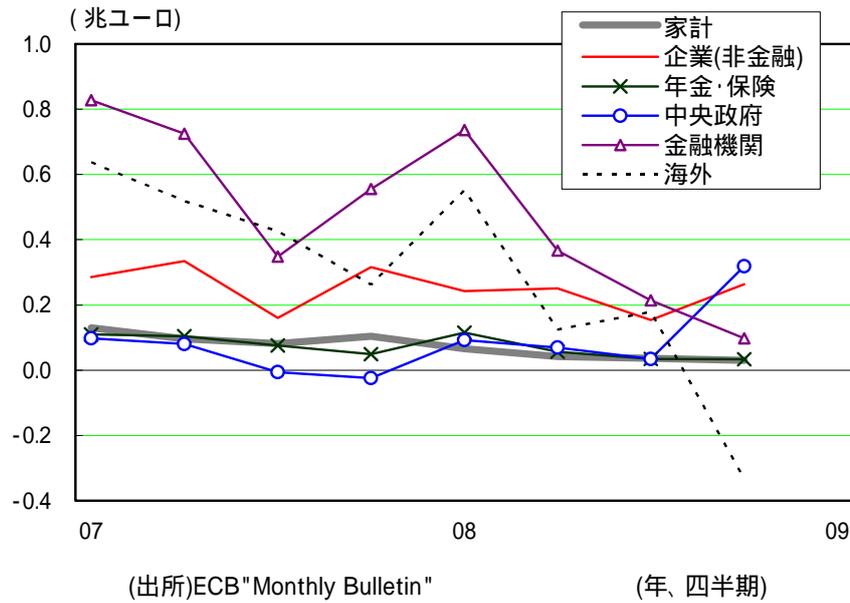
図表3. イギリスの部門別資金調達動向



## ユーロ圏

ユーロ圏では、家計部門の資金調達は緩やかに減少しているが、企業部門の資金調達は底堅さを保っている（図表4）。海外部門の資金調達は、2008年10～12月に外国金融機関の資産圧縮などを反映してマイナス（＝返済超過）に転じたが、金融機関の資金調達がマイナスに転じることはなかった。政府部門の調達が2008年10～12月に増加したのは、米英と同様に金融機関への公的資金注入の影響である。スペインやアイルランドなど金融危機による影響が相対的に大きかった国もあるが、ユーロ圏全体としてみると、米英ほど大きな影響はなかったようである。

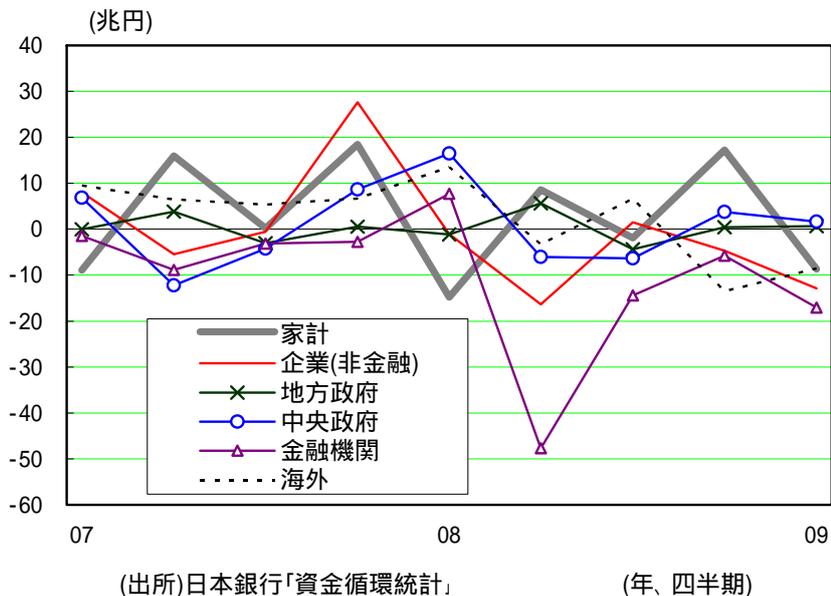
図表4. ユーロ圏の部門別資金調達動向



日本

日本については、金融機関の資金調達は、2008年4～6月期に大幅なマイナス（＝返済超過）を記録した後、マイナス基調で推移しており（図表5）、レバレッジ縮小などの動きが現れているものと思われる。また、海外部門の調達も2008年10～12月と2009年1～3月はマイナスが続いた。もっとも、家計部門や企業部門の資金調達に大きな変化はなかった。金融市場での動揺が直接的に実体経済へ及ぼした影響は、米欧に比べて小さかったと考えられる。

図表5. 日本の部門別資金調達動向



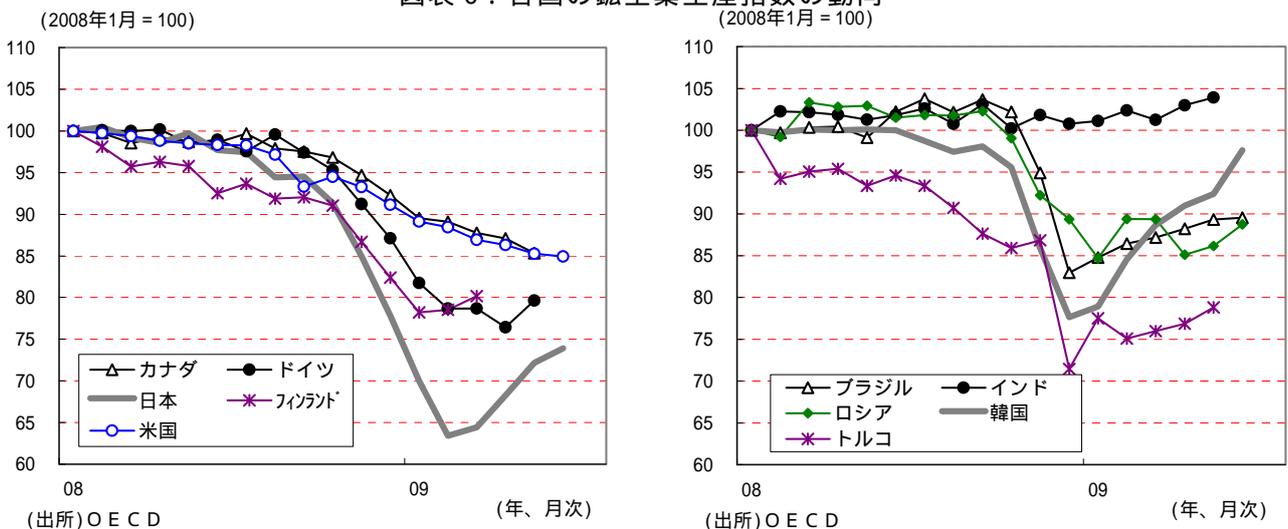
### (3) 大きかった輸出減少の影響

もっとも、金融危機後の日本経済の落ち込みは、米欧に比べてむしろ大きなものになった。例えば、鉱工業生産指数の推移を主要国と比べると、日本の落ち込みの深さが目立つ（図表6）。

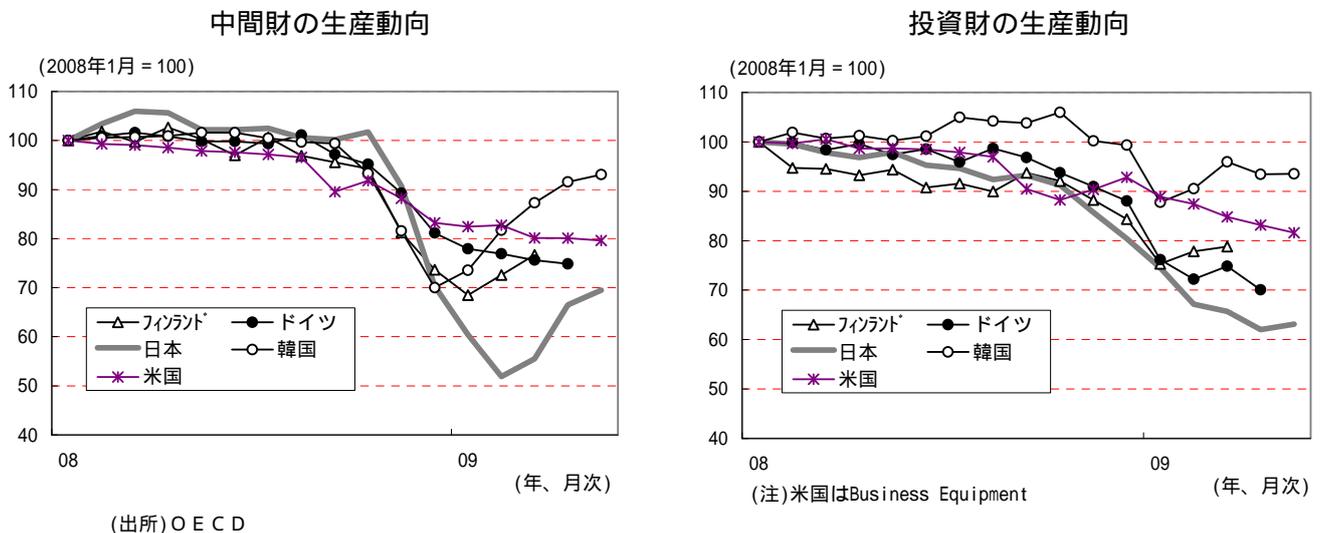
品目別に生産動向をみると、工場の建設や能力増強で必要となる資本財、自動車など耐久消費財は、景気や所得の先行きが不透明になる中で、各国の需要が急速に減少した（図表7）。また、資本財や耐久消費財の生産に必要な基幹部品や素材といった中間財も、日本企業の生産拠点を含めて各国の需要が急速に減少した（図表7）。特に中間財については、現地での引き合いの減少などを反映して、在庫調整や生産調整が大幅に行われたとみられる。

2009年春以降の日本の生産回復の度合いが他国よりも大きくなっているのは、危機対応的に迅速かつ大幅な生産調整が行われたことの反動ともいえる。もっとも、日本企業が得

図表6. 各国の鉱工業生産指数の動向



図表7. 各国の財別の生産動向



意とする高付加価値製品は、いわゆる所得弾性値が高い商品群である。つまり、経済活動の水準がきり下がった以上に需要が落ち込んでしまう傾向があるとみられる。このため、投資財などを中心に、生産水準の回復に今しばらく時間がかかる可能性がある。

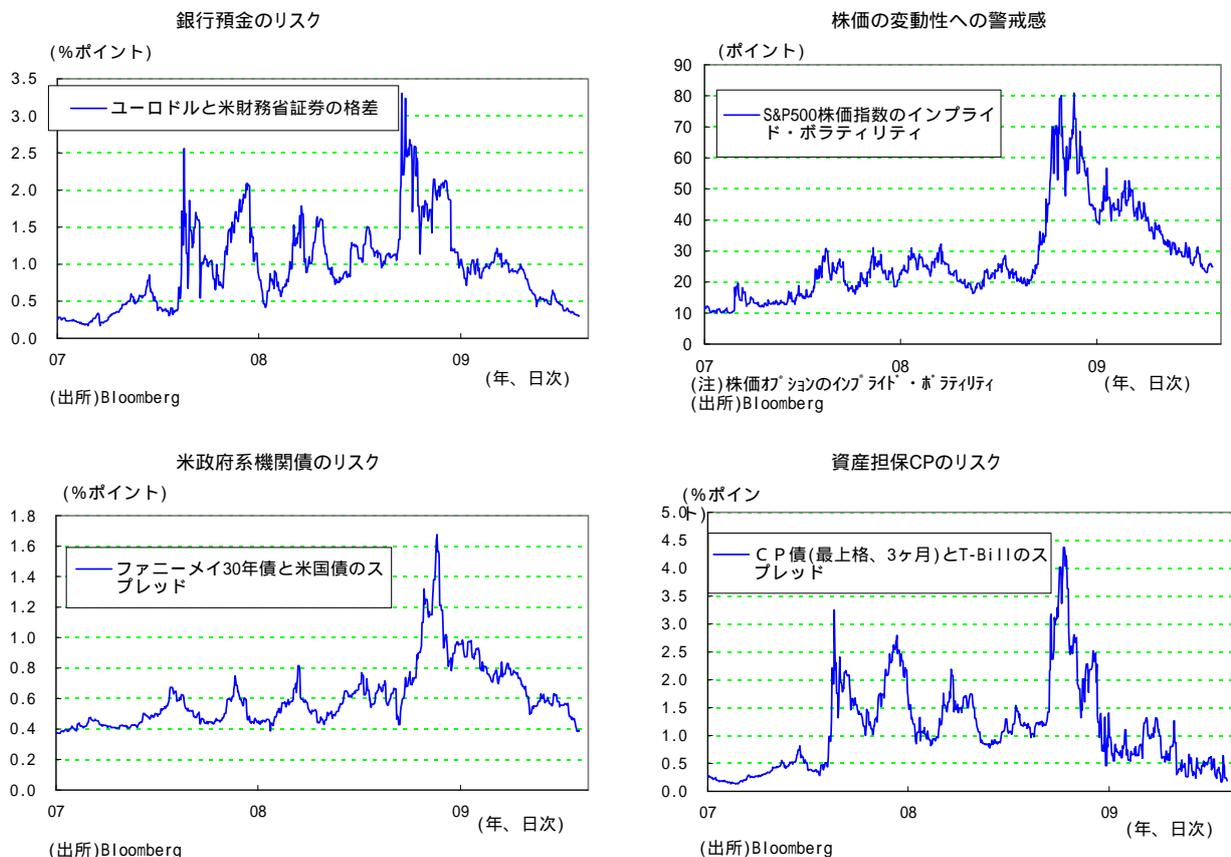
#### (4) 金融市場のリスク警戒感は緩和

各国の実体経済に持ち直しの動きが出ている中で、金融市場のリスク警戒感を表す各指標も改善傾向にある。

例えば、銀行間取引のカウンターパーティー・リスクや金融市場における投資家の流動性への警戒感が反映されやすいとみられる銀行間預金と米国財務省証券との金利差は縮小しており、銀行間取引における疑心暗鬼や、投資家のリスク回避的な流動性志向が和らいでいることを示している(図表8)。

さらに、オプション価格から推定される株式市場における価格変動リスクに対する警戒感を反映するインプライド・ボラティリティも縮小している。また、政府機関債やコマーシャルペーパーの債務不履行リスクや流動性への警戒感などが現れるリスク・プレミアムも縮小している。

図表8. 金融市場におけるリスク関連指標



## (5) 今後の課題

このように、現状をみると、金融危機の実体経済への悪影響は、一巡しつつあるとみえる。しかし、金融危機への対応として、各国で非常手段的な政策が多数採られており金融危機の後退とともに、いつ、どのようにこれらを解除していくのかという、いわゆる出口政策という課題を残している。

先に、日本においては金融危機の実体経済への直接的な影響は相対的に小さいと述べた。しかし、日本においても、資本市場での直接的な資金調達が困難になった企業が、銀行のコミットメントラインを活用した借入を増加させた一方で、資産価格の下落や資産価格変動リスクの増大によって、銀行にはバランスシート圧縮圧力がかかった。そうした中で、貸出が抑制されやすい中小企業向け貸出には信用保証協会による保証が提供されたり、大手企業にも政策金融機関による融資が行われ、政策的に貸出が維持されている面がある。日本銀行もCP（コマーシャルペーパー）や短期の社債を買い取るという異例の企業金融支援を行った。こうした危機対応的な諸政策をいつ打ち切るのかは、今後の課題である。

また、世界をみれば、欧米は、政府財政の負担を急増させて、金融危機の広がりには歯止めをかける政策を採った。大幅に増加した財政赤字をどうするか、政府の管理下におかれた企業をどう再生させるか、という課題が残る。日本については、政府部門の財政状況の悪化は、90年代から残っている課題である。

(芥田 知至)

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います。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。