

日本経済ウォッチ < 2009年9月号 >

【目次】

- | | |
|--|-----------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 再び悪化し始めた交易条件と貿易収支～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 新政権に対する期待感は景気にプラスだが・・・～ | |
| 3 . 今月のトピック | p . 3～ 11 |
| ～ 回復に転じるも楽観視できない景気の先行き～ | |
| (1) 今後も景気回復の動きが続くのか？ | |
| (2) 経済活動水準が低過ぎることが問題～ 2010年度は一時的に停滞の懸念 | |
| (3) 今回の景気回復局面の姿 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

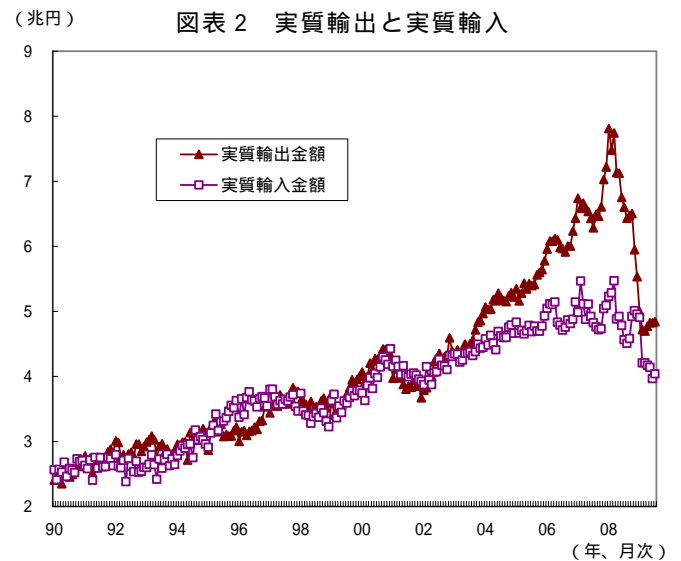
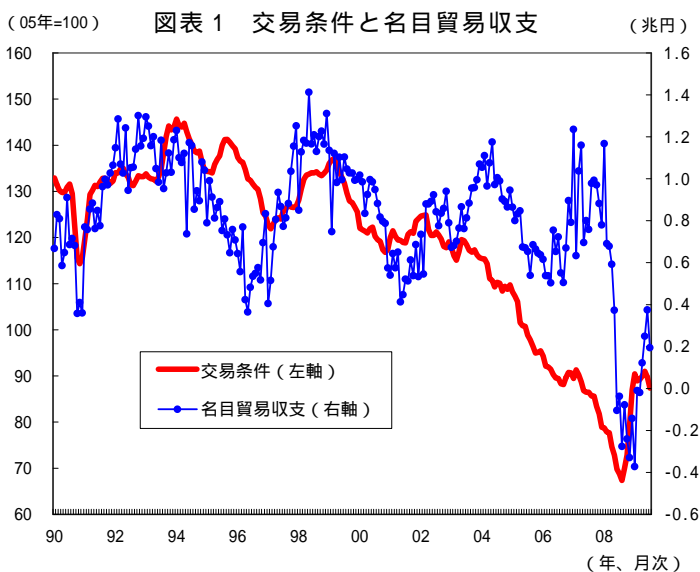
【お問い合わせ先】調査部 国内経済班
小林 (E Mail : s.kobayashi@murc.jp)
鶴田 (E Mail : rei.tsuruta@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～再び悪化し始めた交易条件と貿易収支～

最近の日本の交易条件（輸出物価／輸入物価）の推移をみると、昨年の夏頃から、それまで高騰を続けていた原油など資源価格が世界的な不況の広がりを受けて急速に下落し、それにあわせて交易条件が大幅に改善した。しかし今年に入ると、世界経済が徐々に落ち着きを取り戻したことを受けて資源価格が上昇に転じ、交易条件は足元で再び悪化し始めている（図表1）。

交易条件は名目貿易収支の動向と密接な関係がある。交易条件の悪化は、高く買って安く売ることを意味しており、輸出数量と輸入数量に変化がなくても貿易収支を縮小させる要因になる。2002年頃から昨年の夏頃にかけて交易条件が継続的に悪化したにもかかわらず貿易黒字が高水準で維持されたのは、輸出数量が大きく伸びたためである（図表1、2）。米国の個人消費を核にした世界経済の未曾有の高成長を背景に、自動車などの高付加価値品や高付加価値品を作るために必要な資本財や素材製品の輸出数量が大きく増加したのである。

交易条件は足元で悪化に転じ名目貿易収支も縮小し始めたが、長い目で見てもこうした傾向は続いていくと考えられる。中国を始めとした新興国のさらなる工業化は、一次製品の需給を逼迫させ日本の輸入価格を上昇させよう。その一方、日本が輸出する工業製品の価格引き下げ競争を激化させ、日本の交易条件を継続的に悪化させる要因になるだろう。米国経済という成長の核を失った世界経済がかつてのような高成長を取り戻し、日本の輸出数量が再び急増する姿は当面描きにくい。日本は交易条件悪化の打撃を輸出数量増で十分にカバーできない状況にあり、かつてのような高水準の貿易黒字を計上するのはかなり難しくなってくる。貿易黒字の低迷は、企業収益や家計所得、ひいては設備投資や個人消費など国内需要の回復力を弱める要因となる懸念がある。（鶴田 零）



2. 景気概況 ~ 新政権に対する期待感は景気にプラスだが・・・ ~

衆議院選挙で民主党が圧勝した。民主党政権の誕生によってもたらされる経済効果はマニフェストの内容から判断するには限界があり、新政権がある程度軌道に乗り、政策の具体的な中身が明らかになるまでは効果の大きさを論じるのは難しい。たとえば、子ども手当が子育て世帯の可処分所得を直接押し上げ、景気にプラスに効く半面、無駄と判断された公共投資が削減され、公務員の人件費が削減されることは景気にマイナスに効いてくるなど、景気にとって両面の効果が予想される。また、高速道路の無料化や暫定税率の廃止が行われる方針だが、財源が十分に確保できるかといった不透明な部分もある。

選挙結果がここまで極端な結果となったのは、国民が現状の日本社会の閉塞感の打破を期待しているためとも考えられよう。景気は底を打ったとはいえ、経済活動の水準自体は低いままであり、厳しい状況にあることに変わりはない。こうした中で、政権が交代すれば何かが変わるかもしれないという期待感が、有権者の投票行動となって現れたのではないか。

一方、実体経済に目を向けると、基本的には回復の動きが続いているが、足取りは依然としてしっかりしていない。

鉱工業生産指数は、7月は前月比+1.9%となり、3月以降5ヶ月連続で増加した。8、9月の製造工業予測指数も前月比+2.4%、同+3.2%と堅調に増加すると見込まれている。仮に予測指数通りの結果となれば、7~9月期は前期比+8.1%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。

4~6月期の実質GDPは前期比+0.9%と景気回復を確認する結果となった。生産の動向から判断すると、7~9月期も前期比プラスが続く可能性が高いだろう。

雇用・所得関連の数字は悪化に歯止めがかかっていない。7月の完全失業率（季節調整済）は5.7%と、過去最悪の水準である5.5%を超えた。また、7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-4.8%と6月に続いて大きく落ち込んだ。こうした雇用・所得環境の一段の悪化にもかかわらず、個人消費は底堅さを維持している。中でも自動車販売の回復が顕著であり、8月の新車販売台数（除く軽）は前年比+8.2%と13ヶ月ぶりに前年比プラスに転じた。

雇用・所得環境の悪化が続く中での個人消費の底堅さは、エコカー減税、エコポイントなどの政策効果によるところが大きいだが、消費者マインドの持ち直しも寄与していると考えられ、実際に消費者態度指数は改善傾向にある。政権交代の実現が、何かが変わるかもしれないという期待感が込められた結果であるとすれば、しばらく消費者マインドにプラスに寄与し、個人消費の下支え要因になる可能性がある。しかし、もし政権が交代しても何も変わらないとの見方が広がれば、失望による消費者マインドの反落はより大きなものになるだろう。しばらくは新政権の経済運営からは目が離せない。（小林 真一郎）

3. 今月のトピック ~ 回復に転じるも楽観視できない景気の先行き ~

2009年4~6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.9%（年率+3.7%）と5四半期ぶりにプラスとなり、輸出の底打ちと経済対策の効果によって景気は今年の春先をボトムにして回復に転じたことを示す結果となった。しかし、このまま回復の動きが持続するのだろうか。今月は、8月19日に発表した2009~2010年度経済見通しに基づいて、今後の景気の行方を考えるうえでのポイントを整理してみた。

なお、2009年度の実質GDP成長率の予想値は-2.9%だが、ゲタが-4.2%もあるため、年度中の成長率は+1.3%となる。また、2010年度のゲタは+0.6%であるため、予想値+0.7%に対し年度中の成長率は+0.1%となる。ゲタの影響を排除した予想値からわかるように、2009年度は回復が続くが、2010年度は停滞するという景気の姿を想定している。

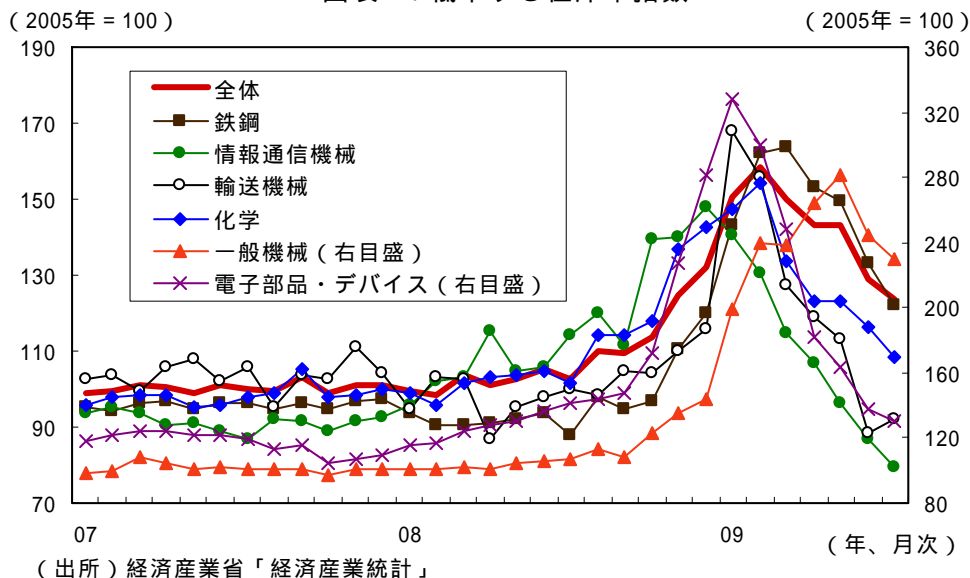
(1) 今後も景気回復の動きが続くのか？

反動と経済対策の効果による景気底打ち

足元の景気回復の原動力としては、これまでの急速な悪化に対する反動によるものと、2008年度以来打ち出されている一連の景気対策の効果によるものがある。

反動については、在庫調整の進展とそれに伴う生産の増加の動きが挙げられる。自動車や半導体等電子部品といった業種が、需要の減少を大幅に上回るペースで生産を減少させて急激な生産調整を行ったが、その結果として在庫が急減し、鉄鋼や一般機械などの業種を除くと、足元の在庫は落ち込んだ売上高との比較で見ても低水準になった（図表1）。このため生産は、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始め、鉄鋼、電気機械、情報通信機械など他の業種にも増加の動きが広がるなど、3月から7月まで5ヶ月連続で増加している。

図表1. 低下する在庫率指数



自動車や半導体等電子部品を中心に回復が続いている輸出も、反動による増加の側面が強いといえるだろう。中国での需要増が強い化学などの業種もあるが、自動車や電子部品・デバイス工業の輸出が好調なのは、海外需要の本格的な回復に対応するだけでなく、海外市場で圧縮した在庫を補填する目的のものも多く含まれている。

経済対策の効果が鮮明に現れているのが公共投資である。2008年度の第一次、第二次補正予算や2009年度当初予算の前倒し執行の効果により、公共投資は堅調に増加している。2009年5月に打ち出された経済危機対策による積み増しの効果は、2009年度中は持続すると考えられ、成長率の押し上げに寄与することが期待される。

個人消費は2009年度に入ってから底堅く推移しているが、これはエコカー減税・補助金、エコポイント制度の導入（エコポイントの活用によるグリーン家電普及促進事業）といった政策効果によるところが大きい。ハイブリッドカーを中心に新車販売台数が回復し、薄型テレビ、大型冷蔵庫などのグリーン家電の販売も好調である。新車登録台数（除く軽自動車）は、8月に前年比+8.2%と13ヶ月ぶりに前年水準を上回った。

2009年度末にかけて景気拡大の勢いは鈍化～ただし、二番底は回避

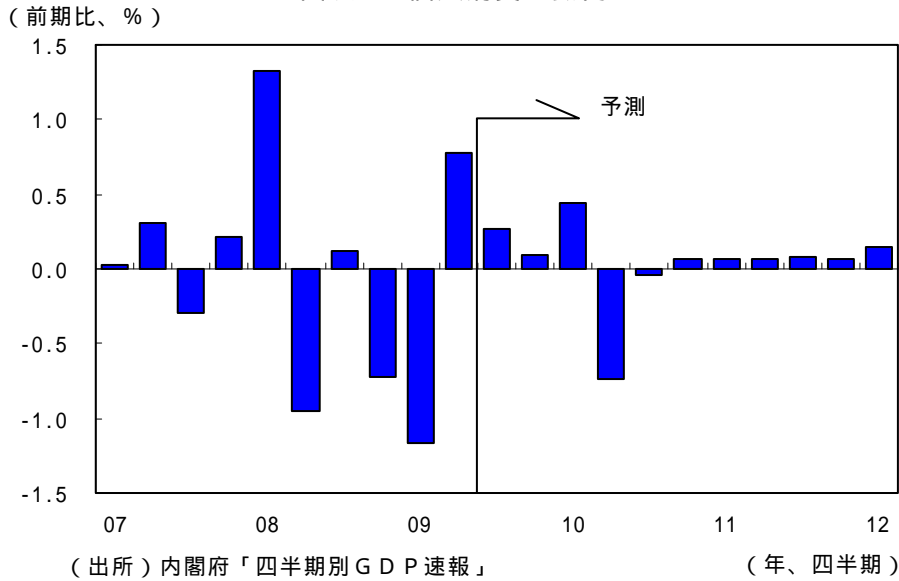
しかし、景気は回復に転じたものの、雇用・所得環境や設備投資の悪化に歯止めがかかっていないなど不安材料も多い。景気回復の原動力となっている急激な落ち込み後の反動と経済対策による景気の押し上げ効果が次第に薄らいでいく懸念があり、先行きについては決して楽観視できるような状態ではなさそうだ。

底堅く推移している足元の消費であるが、所得が減少する中で結果的に需要を先食いしている可能性が高い。特に販売が伸びているのが大型の耐久消費財であり、一度購入すればしばらく追加購入は見送られる。また、貯蓄を取り崩して購入したり、借り入れや分割払いで購入したのであれば、将来の支出を抑制する要因となるであろう。このため、個人消費は徐々に勢いが鈍ってくると考えられる。特に、2009年度末にエコポイント付与の期限が到来するが、延長されなければ期限前に駆け込み需要が発生し、その後一挙に需要が減退すると予想される（図表2）。子育て世帯への経済的支援といった政策が実行されれば所得を下支えする材料になるが、実際にどの程度消費に回るかは現時点では不透明である。

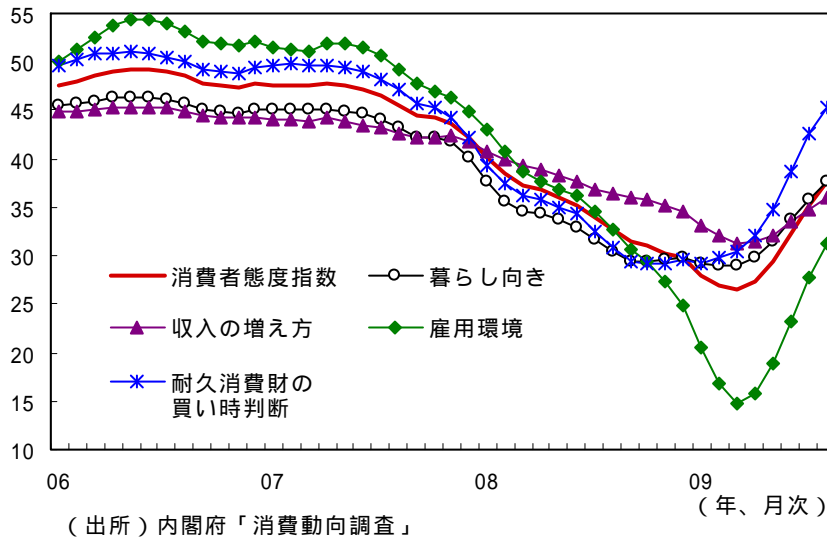
消費者態度指数は今年3月を底に5ヶ月連続で改善しているが、改善の中身が「耐久消費財の買い時判断」の好転によるものが中心である（図表3）。もっとも、どこまで雇用・所得環境が悪化するのか目途もつかないという不安が薄らぎつつあるためか、「雇用環境」や「収入の増え方」の項目も改善するなど実態との乖離が生じている。しかし、雇用・所得環境の改善の遅れによって、いずれはこれら項目の改善も止まると考えられ、消費者マインドの悪化を通じて個人消費を冷え込ませるリスクがある。

公共投資については、大型の追加対策が打たれなければ、徐々に景気押し上げ効果が薄らいでいくことになる。

図表 2 . 個人消費の動向



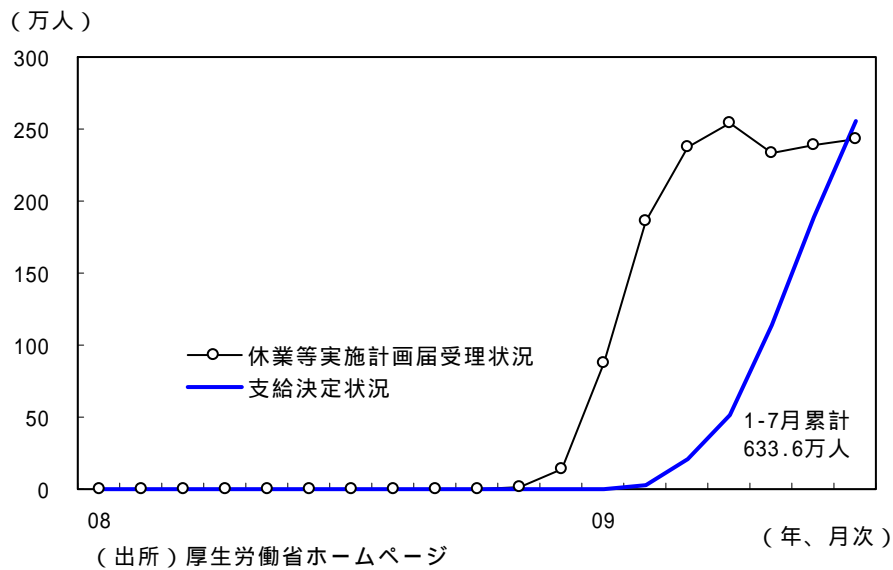
図表 3 . 改善が続く消費者マインド



生産のうち、こうした対策効果や在庫調整後の積み増しにより増加している部分については、増産の動きが一服してくるであろう。輸出も海外市場での在庫の補填が一巡すれば、需要拡大のペースに合わせて勢いが鈍ってくると予想される。このため、このまま一本調子で回復基調が続くとは考えにくい。景気の回復は続くが、年度末にかけて回復ペースは鈍ってくると予想され、景気が失速する懸念が台頭する局面も想定される。

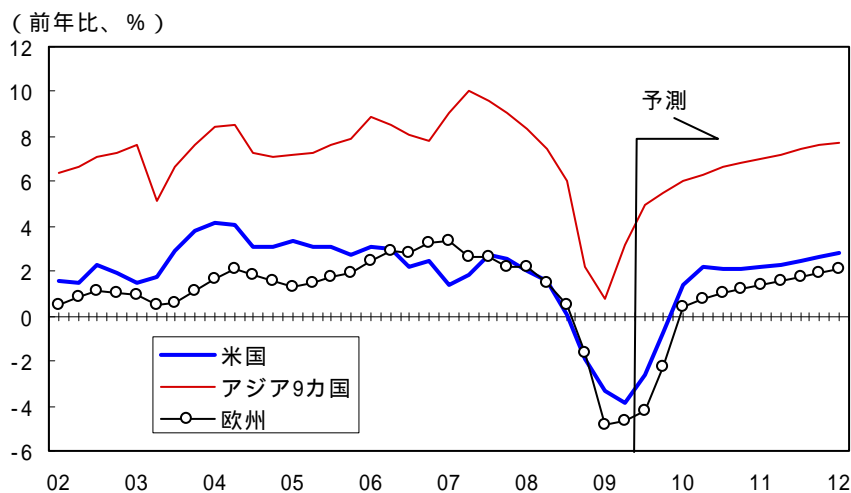
また、雇用調整助成金の拡充などによって企業内失業が温存されているとすれば、制度の効果が薄らいできたときには雇用・所得環境が一段と悪化する懸念がある。実際、雇用調整助成金の受理、支給決定件数はともに増加してきており、失業者の発生が先送りされている可能性がある(図表 4)。さらに、景気対策の一環として拡充された企業の資金繰り支援策も、その効果が途切れると先送りされた企業倒産が増加するリスクがある。

図表 4 . 雇用調整助成金の計画届受理・支給決定状況



ただし、外需の持ち直しが続くため、景気が再び後退局面入りする危機は回避されよう。世界経済は回復しつつあり、2009 年後半から 2010 年は、景気対策の効果と在庫積み増しの動きが成長率を押し上げることが見込まれる(図表 5)。もっとも、海外経済は持ち直しつつあるとはいえ、2004～2007 年時の年 5%といった高い成長に短期間のうちに戻るとは難しく、回復テンポは緩慢にとどまる見通しである。地域別の輸出動向では、アジア、中でも中国向け輸出が堅調を維持すると期待され、欧米向は緩やかな増加にとどまろう。

図表 5 . 回復が続くと見込まれる世界経済



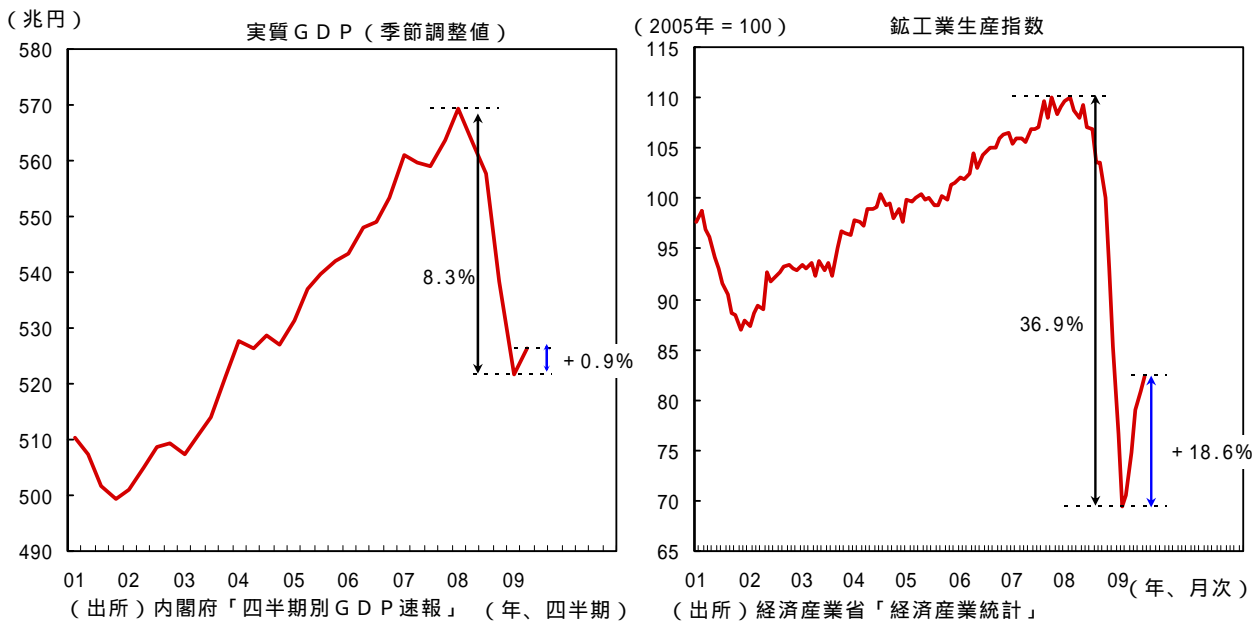
(注) 中国・NIEs・ASEAN4の成長率を名目GDPで加重平均 (出所) 米商務省、EU統計局など

(2) 経済活動水準が低過ぎることが問題～2010年度は一時的に停滞の懸念
 経済活動の水準が前回ピークまで戻るのはいつか

方向でみると回復に向かっている景気だが、水準という点では大きく落ち込んだままである。それでは、経済活動の水準が前回のピークまで戻る時期はいつくらいになるのだろうか。

実質GDPで考えてみると、ピークの2008年1～3月期の水準から2009年1～3月期まで8.3%減少し、2009年4～6月期に0.9%戻したに過ぎない(図表6)。前回の景気拡大期(2002年1～3月期から2007年10～12月期まで)の増加ペースが前期比+0.50%(年率で2.0%)であったが、これと同じペースで2009年7～9月以降も増加すると仮定すると、前回のピーク時の水準を上回るまであと16四半期必要な計算となる。世界経済バブルの下で達成した2%成長のペースを維持するのは困難と考えられ、年率1%(前期比+0.25%)を前提とすると31四半期が必要となる。

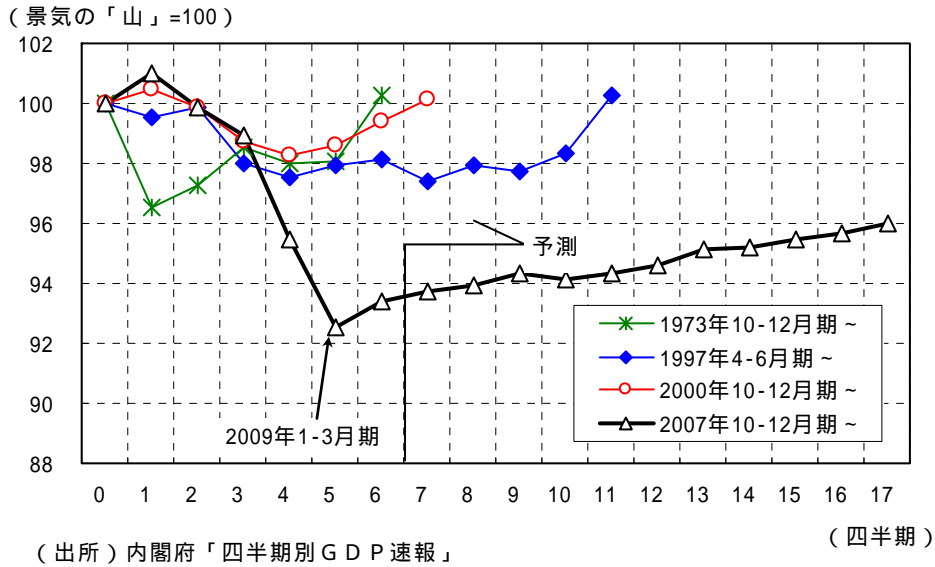
図表6. 急低下した経済活動の水準



同様に生産では、減少幅は前回ピーク時の2008年2月から直近のボトム時の2009年2月まで36.9%減少した後、2009年7月までに18.6%ほど上昇しており、減少幅の約32%を取り戻した計算となる。前回の生産の増加時(2001年11月～2008年2月)の月次の増加ペースが前月比+0.31%(年率で3.8%)であったが、これと同じペースで2009年7月以降も回復すると仮定すると、前回のピーク時の水準を上回るまで8年弱かかる。

このように、経済活動の水準が元の水準に戻るには相当の時間が必要である。これは、過去の景気回復時と比べると極端に長い期間である(図表7)。日本経済を取り巻く環境は、すっかり景色が変わってしまったといえるだろう。

図表7. 経済活動の水準が元の水準に戻るまでの期間

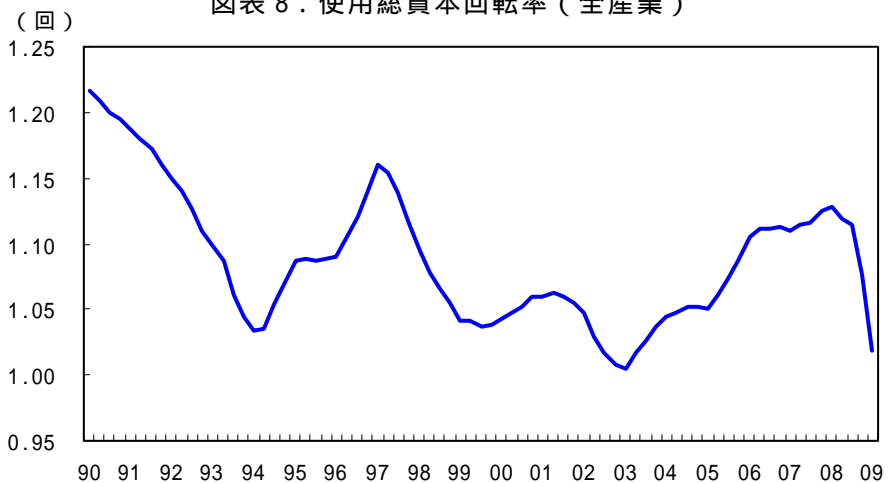


再び過剰問題に直面する企業経営

経済活動が元の水準まで戻るまでに相当の時間が必要であれば、企業もそれを前提とした経営を迫られる。前回の景気ピーク時に見合った生産設備や雇用人員といった経営資源を抱えていても、経済活動が短期間のうちに元の水準まで回復するのであれば大きな問題はない。しかし、相当の時間がかかるとすれば、現在の経営資源は明らかに過剰である。

使用総資本回転率をみると、売上高の急減の一方で使用総資本（総資産）は拡大したままであるため、足元で急低下している（図表8）。今後、売上高が急増しないことを前提とすれば、使用総資本を圧縮する動き（＝バランスシート調整）が強まる可能性がある（ただし、今回については、過剰債務は問題にならないと考えられる）。企業は生き残っていくためにも、リストラの動きを強めていかざるを得ず、いったん膨らんだバランスシートを

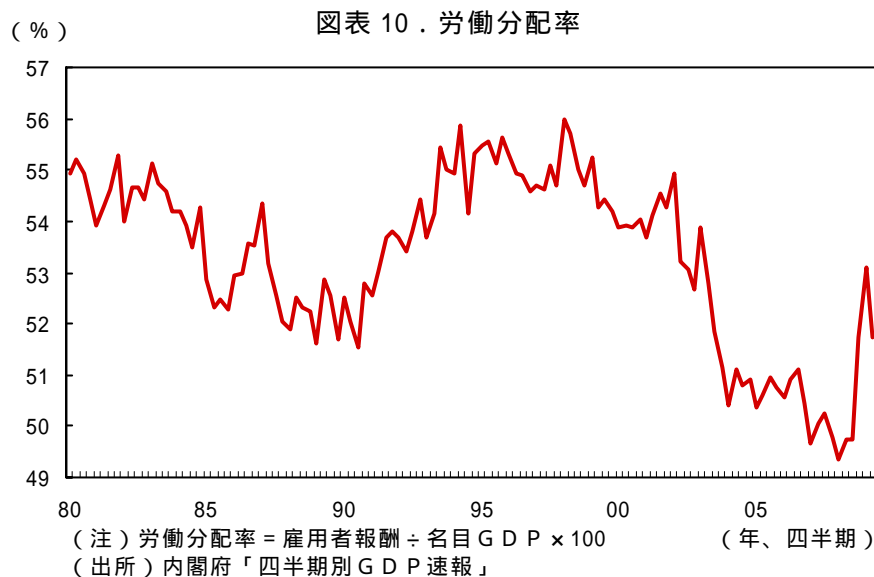
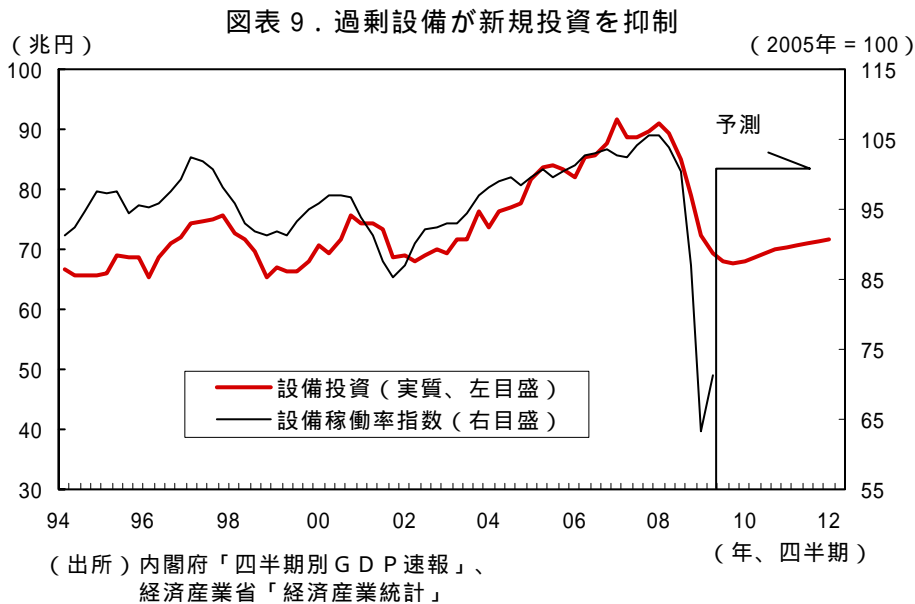
図表8. 使用総資本回転率（全産業）



再び縮小させる動きが強まってきた。

中でも製造業の生産能力は、現在の活動水準と比べると大幅に過剰な状態にある。現在の活動水準を前提とすれば、過剰設備の一段の削減が必要であり、新規の設備投資は抑制・先送りされる公算が高い。設備投資はさすがに2010年には下げ止まってくると予想されるものの、増加ペースはきわめて鈍く、景気のけん引役としては力不足である(図表9)。1990年代半ば以降の過剰設備の調整過程では、不採算部門の切り離しや提携・合併といった思い切ったリスストラategyが行われたが、今後もそうした動きが再び強まってくる可能性がある。

また、過剰雇用の問題も深刻である。企業も人件費の削減を行っているものの、利益の落ち込みと比べると小幅の削減にとどまっており、労働分配率は急上昇している(図表10)。企業は、売上高がなかなか伸びない中で収益率を引き上げていかなければならず、当分の間、過剰雇用の削減を進めていくであろう。

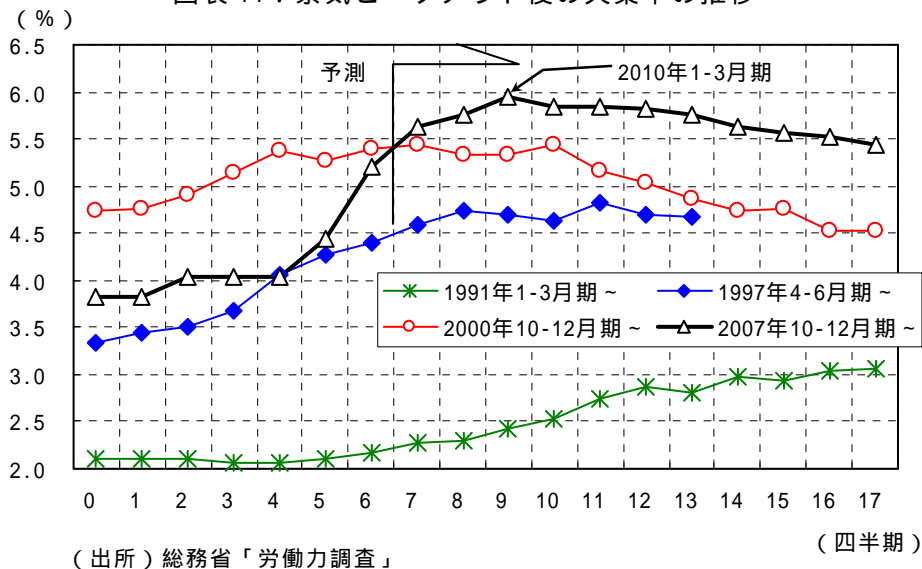


遅れる雇用・所得環境の改善

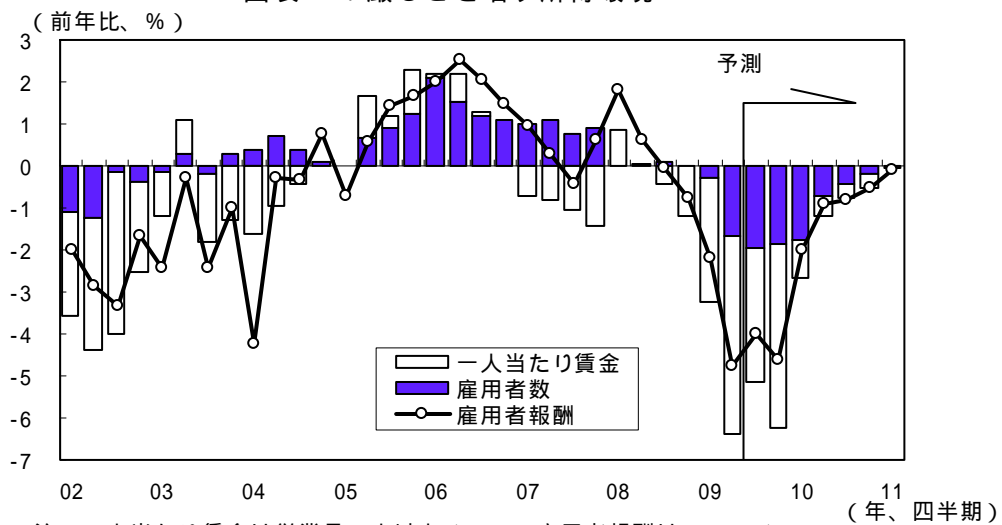
すでに7月失業率が5.7%まで上昇し、過去最悪の水準を更新したが、企業のリストラの強化の影響を受けて2009年度中は上昇基調が続き、6.0%を越える可能性もある。また、失業率が改善に転じたとしても、企業の雇用過剰感が解消されないため高水準にとどまる見込みである(図表11)。さらに、雇用者数の減少、一人当たり賃金の減少幅拡大により、足元の雇用者報酬(SNAベース)は4~6月期に過去最大の減少幅を記録している(図表12)。企業が賃金の引き上げやボーナス支給額の増額に応じる状況ではなく、家計を取り巻く所得環境は今後も厳しい状況が続こう。

このため、家計についてもリストラが必要となっよう。雇用も賃金もなかなか増えない状況にあっては、消費を抑制し、ライフスタイルを見直さざるを得ないだろう。

図表11. 景気ピークアウト後の失業率の推移



図表12. 厳しさを増す所得環境



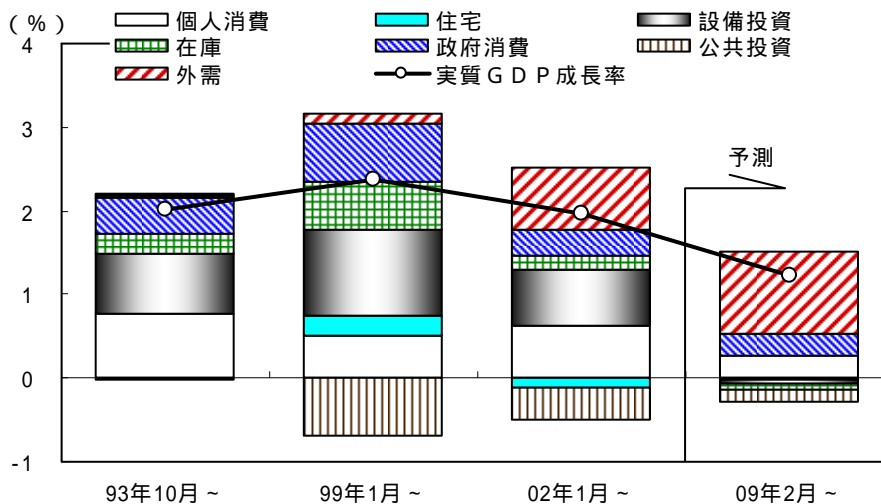
(3) 今回の景気回復局面の姿

今回の景気拡大局面（景気の谷を2009年2月と仮定し、2009年4～6月期から2012年1～3月期までの期間）の特徴を、実質GDPを使ってみておこう。最も顕著な点は、外需以外に景気のけん引役が不在であり、拡大ペースが小幅にとどまる点である（図表13）。実質GDP成長率は年率1.2%程度と過去の景気拡大期と比べると、最も低い水準にとどまる見込みである。

内訳をみると、外需の寄与度がおよそ1.0%であるのに対し、内需の寄与度が0.2%程度にとどまる。過去と比べて個人消費の伸びが小幅にとどまるほか、設備投資の寄与が極めて小さい。一方、政府消費は社会保障関連の支出の増加により拡大が続き景気を下支える見込みである。公共投資は、現時点では大型の追加地策が打たれないとの前提にあるため寄与度はマイナスであるが、2008年度および2009年度の景気対策の効果により、従来のように景気回復の足を引っ張ることはないであろう。

すでに述べたように、2009年度に入って景気は回復に転じたものの、今後も企業のリストラの動きが強化され、家計の消費行動も慎重になってくれば、それ自体、さらに需要を減少させ景気の下押し圧力になる懸念がある。こうした動きが強まれば、今後、かなりの期間にわたって景気の伸びが低水準に抑制される可能性があり、景気回復の重石となり続ける懸念がある。

図表13. 実質輸出入と外需寄与度



(注) 前期比平均値を年率換算、予測は09年2月～12年3月
 (出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

(小林 真一郎)

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。