

日本経済ウォッチ < 2006 年 12 月号 >

【目次】

- | | |
|----------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 穀物市況の上昇について ～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 強弱入り交じる経済指標の読み方 ～ | |
| 3 . 今月のトピックス | p . 3 ～ 14 |
| ～ 中期的な安定成長軌道における短期的な減速 ～ | |
| (1) 世界景気の減速 | |
| (2) デジタル関連財の在庫調整 | |
| (3) 設備投資の減速 | |
| (4) 個人部門の回復の遅れ | |
| (5) 中期的な安定成長軌道における短期的な減速 | |



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
芥田 (E-Mail: tomomichi.akuta@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～穀物市況の上昇について～

世界景気の減速観測に伴って、足元の原油や銅など代表的な国際商品市況は調整気味に推移している。こうした中で、9月以降は、それまで商品市況全般の動きから取り残され気味であったトウモロコシ、小麦、大豆などの相場上昇が目立っている（図表1）。

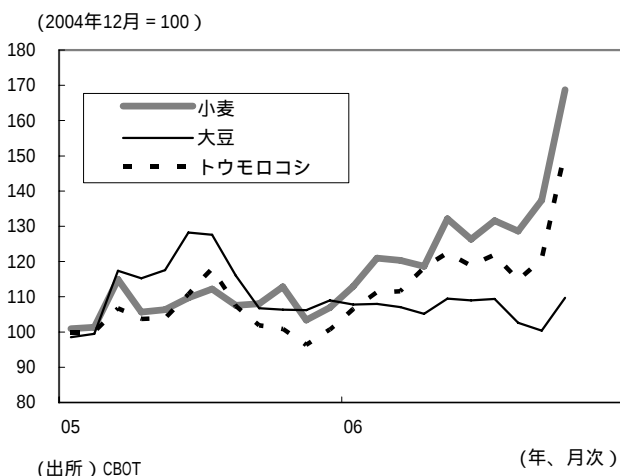
図表2は物価水準を調整するために、工業製品を中心とする最終財の生産者物価（米国）との相対価格を用いて、原油、金属、食料品の長期的な価格動向をみたものである。これによると、原油や金属の市況は、過去の水準に比べて、かなりの程度まで上昇してきているが、食料品については、1980年代後半から横ばい圏で推移しているのが分かる。今後、農産物など食料品の価格も、原油や金属のように上昇するのであろうか。

食料品価格の動向をみると、1970年代前半に第一次石油危機が起こった頃には、原油や金属と同様に大幅に上昇したが、1980年前後の第二次石油危機の頃には価格上昇が限定的であり、その後は総じて安定した推移になっている。この背景には1970年代後半以降、いわゆる「緑の革命」によって、農業分野での技術向上や大規模化が進展し、価格抑制につながったことが指摘されている。

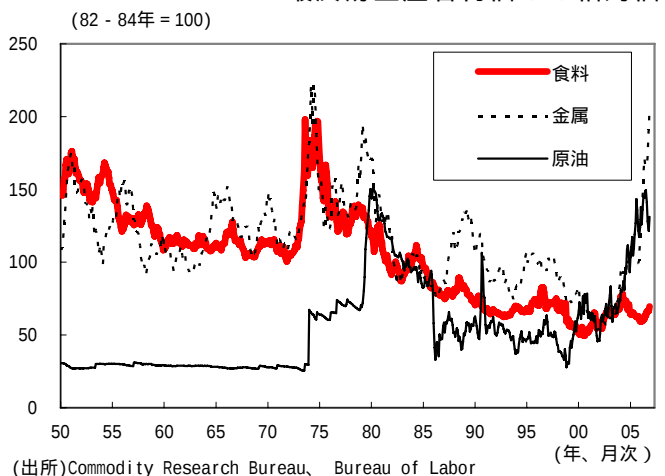
しかし、最近になって農産物を取り巻く環境が変化する兆しがある。農産物が代替エネルギーの原料として考えられるようになってきた。従来からブラジルなどではガソリンの代替エネルギーとなるエタノールの原料としてサトウキビが利用されてきたが、最近では、米国でトウモロコシがエタノールの原料として大量に使用されるようになってきている。

エタノール向け需要の拡大観測が最近のトウモロコシ相場上昇の一因である。また、トウモロコシと大豆は、農家にしてみれば、どちらを作付するかという意味で、代替関係があり、価格が連動しやすい。大豆自体もディーゼル油の原料となり、小麦を原料としたエタノール生産も行われている。このように農産物や食料品の価格が原油価格に連動しやすくなっていることが、今後の穀物市況にも影響してくると思われる。

図表1 トウモロコシ・大豆・小麦の価格の推移



図表2 食料・金属・原油の
最終財生産者物価との相対価格



2．景気概況 ～ 強弱入り交じる経済指標の読み方～

日本経済の現状と先行きについては期待と不安が錯綜している。いざなぎ景気を超えて景気回復が持続しそうだという期待と、海外景気の減速や半導体・液晶などデジタル関連財の在庫調整が目先の景気を減速させそうだという不安である。最近では、企業収益が好調な割には賃金が増えず、個人部門に景気回復の恩恵が広がらないといった指摘も、不安を高める要因となっている。

先月、当社も含めて民間調査機関が経済見通しを発表した。2007年度の実質経済成長率は1%～3%と開きがあるが、ほぼ共通したシナリオは、景気は短期的に減速するものの、回復は持続するというものであり、日本経済に対する中期的な期待と短期的な不安がここにも現れている。

期待と不安が入り交じる現状にふさわしく、発表される経済指標は強弱混在している。ここ1ヶ月を振り返っても、11月10日に発表された9月の機械受注の悪化に不安が高まったかと思うと、14日に発表されたGDP統計は予想以上に高い伸びとなり安心感が広がった。さらに22日に発表された10月の貿易統計では輸出が伸び悩んで海外景気減速の影響が懸念されたが、29日に発表された10月の鉱工業生産は事前の減少予想に反して増加して回復期待が高まった。

強い指標、弱い指標のうちどれを信じればよいのか。一つの方法はすべて信じることである。強い指標が続くほどの好況ではなく、弱い指標が続くほどの不況でもない、強弱混在する程度の景気が今の実態と理解することができる。「回復感なき回復」、「減速しながらも景気は回復」といった言い回しが、今の景気にふさわしいものである。

信頼度と速報性の観点から見るべき経済指標を絞り込む方法もある。経済全体の動きを示すのがGDP統計であるが、後になってから大きく改訂されるので信頼度は低く、速報性にも劣る。機械受注は大きく変動するのでマーケットの材料にしやすいが、現実の経済活動がそんなに大きく変動するわけではなく、やはり信頼度が劣る。

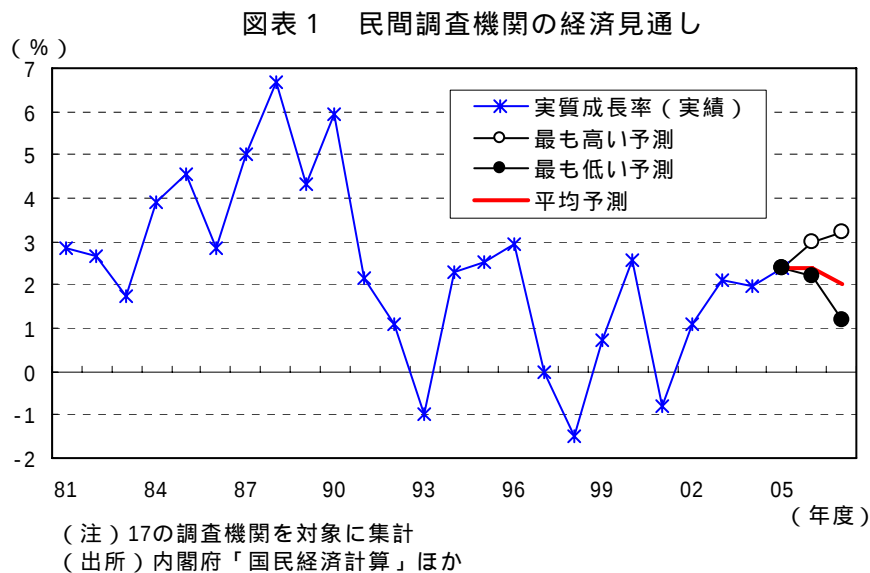
月並みかもしれないが、輸出と生産の統計が重要であろう。輸出金額は、前年比増加を続けているが、今年はじめに比べると伸びが鈍化している。また、数量ベースでは10月はほぼ前年並みにとどまっている。海外景気減速の影響が輸出統計に現れてきた可能性がある。一方、生産は一進一退ながら増加基調を続けている。前期比減少するかもしれないと思われていた10～12月期だが、10月の結果から判断すると増加が続く可能性が高まっている。ただし、デジタル関連財の在庫は高水準であり、輸出の減速と合わせて今後の生産を抑制する要因になりうる。

生産、輸出両方の統計から見ると、景気回復が続いているが、減速の兆しも出ていることになる。これが、景気の現状と先行きについての基本認識である。この基本認識がしっかりしていれば、強弱入り乱れる経済指標の発表に右往左往する必要はない。

3. 今月のトピックス ～ 中期的な安定成長軌道における短期的な減速 ～

7～9月期の実質GDP成長率は+0.5%と7四半期連続のプラス成長を記録した（一次速報値）。その後発表された法人企業統計で示された同期の設備投資の伸び率は低く、二次速報段階のGDP成長率は設備投資を中心に下方修正される可能性がある。しかし、それでも景気は緩やかな回復を続けているという認識を変えるには至らないだろう。

GDPの結果を受けて発表された民間調査機関の経済見通しをみると、2006年度の実質成長率は平均すると2%台半ば、2007年度は1～3%の範囲で平均2%程度が予想されている（図表1）。なお、当社調査部の見通しでは、2006年度+2.2%、2007年度+2.0%と中期的な安定成長軌道が続くと予想している（調査レポート06/55「2006/2007年度経済見通し（2006年11月）」）。



その後発表された2005年度の実質成長率の確報値が2.4%と、速報段階の3.3%から大きく下方修正されていたため、2006年度の成長率見通しも下方修正される可能性がある。しかし、2007年度までを見通して緩やかな景気回復が続くという見方を変えるものではない。

短期的には、世界経済の一時的な減速懸念、半導体や液晶などのデジタル関連財の在庫調整、企業収益の調整を背景にした設備投資の減速、さらには企業部門に比した個人部門の回復の遅れ、といった要因が、今年度後半から2007年度初めにかけて景気の減速をもたらすことが見込まれる。

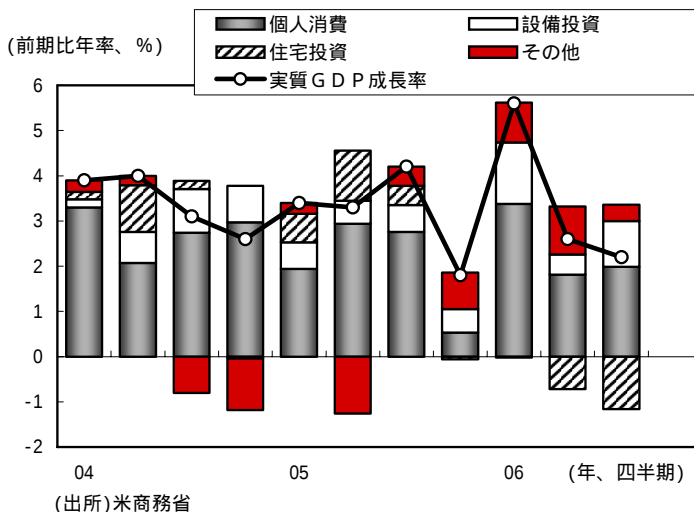
この短期的な減速はほとんどすべての調査機関の見通しに共通するシナリオである。しかし、想定されていたにもかかわらず、実際に減速を示唆する経済指標が出てくると、先行きの不安が高まってくるようだ。特に、最近発表された指標が予想よりも弱いとの評価

がなされ、景気の減速が思っていたよりも深刻、あるいは長期化するとの見方が出ている。そこで、今月は、足元で強まってきている景気減速懸念について検証してみたい。

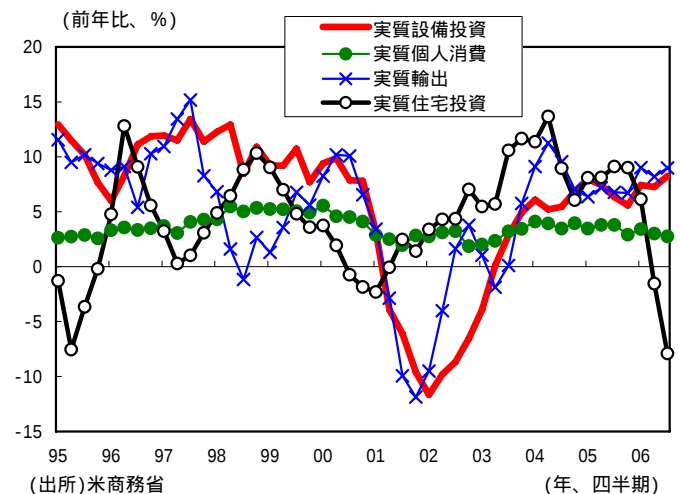
(1) 世界経済の減速

7 ～ 9 月期の米国の実質成長率は前期比年率 + 2.2% と、前期に続いて潜在成長率と見られている 3 % 強の水準を下回るものであった(図表 2)。もっとも、米国の景気減速の主因は住宅投資の大幅減少によるものであり、その減少幅は予想より大幅であったかもしれないが、設備投資や個人消費は堅調に推移している(図表 3)。住宅価格の低下が負の資産効果を伴って個人消費など経済全体の活動を減速させる状況には至っておらず、景気の拡大基調は崩れていない。今後、住宅投資が下げ止まってくるにつれて、米国の成長率は 3 % を越える水準に戻ってくるだろう。

図表 2 米国の実質成長率



図表 3 米国の住宅ブームの終焉



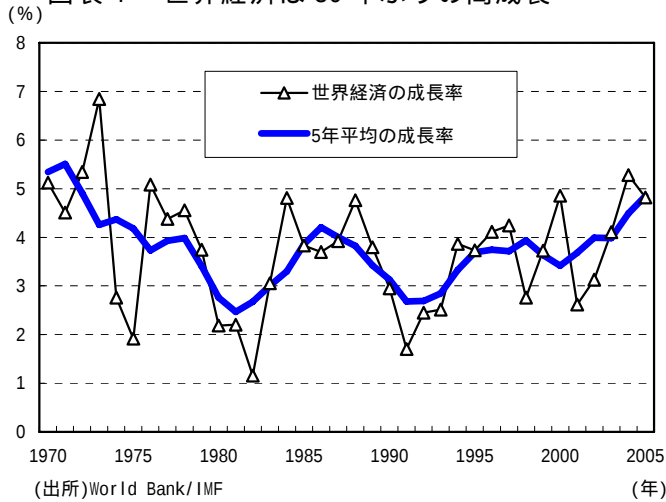
仮に、米国経済の減速が続いた場合に、世界経済にどの程度影響を及ぼすのであろうか。二つのポイントを考える必要がある。まず、世界経済は 30 年ぶりの高成長を実現すると同時に、互いの貿易依存度が高まっている(図表 4、5)。特に、経常赤字大国として世界からの輸出を吸収している米国経済の動向に、世界経済は大きく依存している。

二つ目のポイントとして、世界経済の成長において、B R I C s など新興国の寄与が高まっており、米国の経済シェアは低下していることが挙げられる(図表 6、7)。米国以外の国の輸出合計に占める米国向け輸出の割合が低下するなど、米国経済の減速が世界経済に与える影響がやや低下しているとも言える(図表 8)。

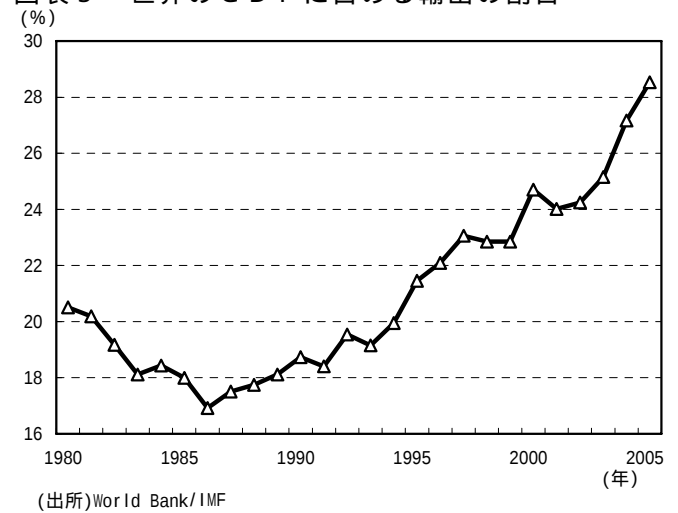
どちらのポイントも影響してくるわけだが、おそらく米国経済の減速期間が長い、短いによって、世界経済に与える影響は変わってくるだろう。米国経済の減速が短期的な

ものにとどまるうちは、その影響はB R I C s など他の国の成長によって吸収可能であろう。しかし、米国経済が長期的な後退に入ってしまうと、米国への輸出の減少が続くため世界経済に与える影響は大きくなる。

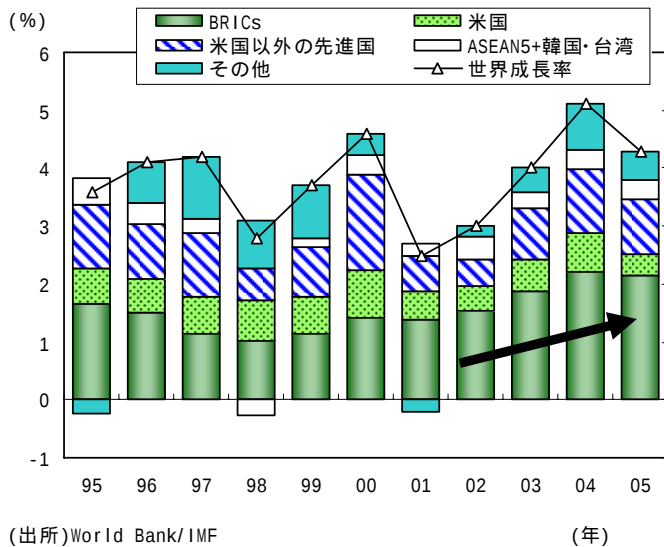
図表4 世界経済は30年ぶりの高成長



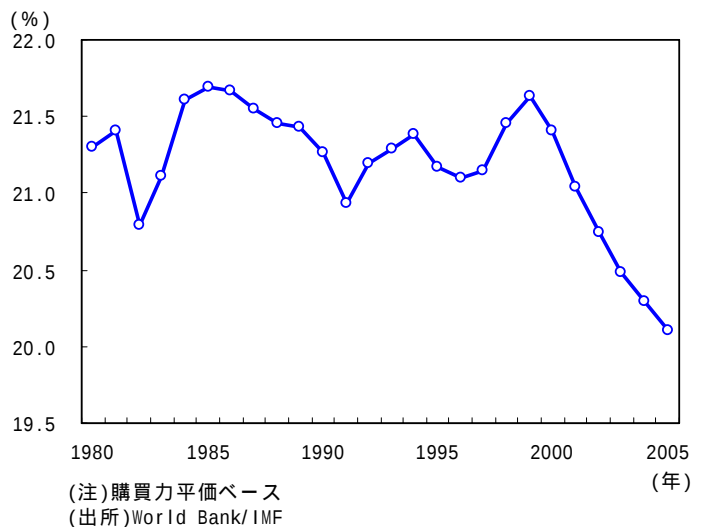
図表5 世界のGDPに占める輸出の割合



図表6 新興国の成長が世界経済の成長に寄与

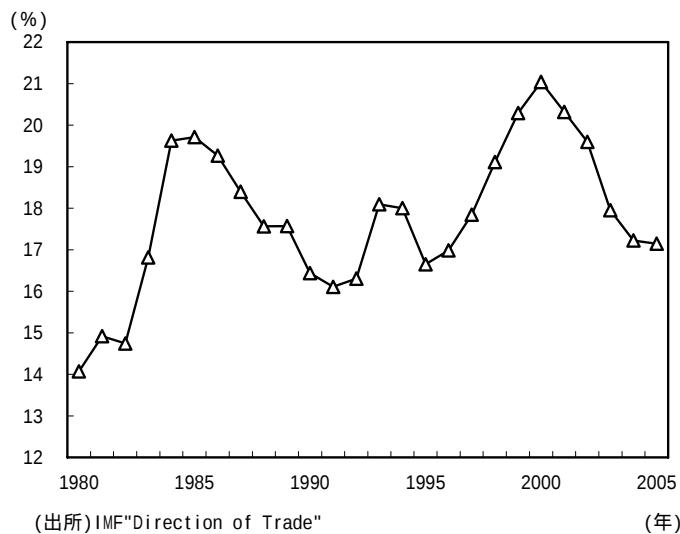


図表7 世界経済に占める米国経済のシェア

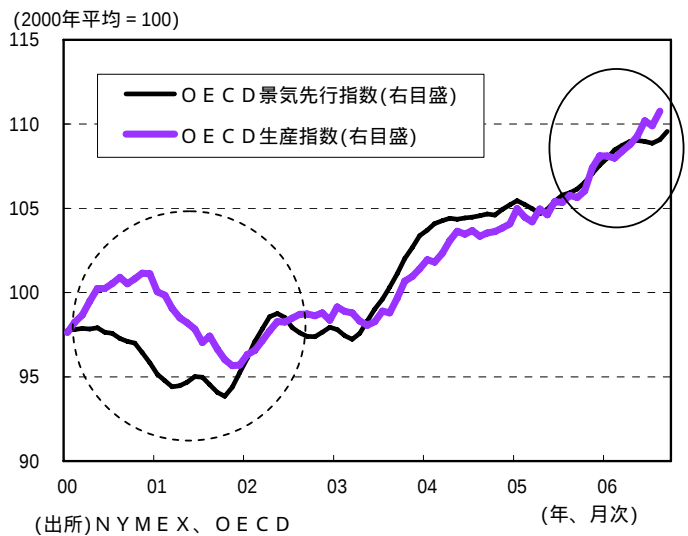


今のところ、米国景気の減速が世界経済の減速につながる状況にはなっておらず、OECD諸国の生産指数は上昇トレンドを続けている。また、景気の先行きを示すOECD先行指数には、2000～2001年当時のような先行きの景気後退のサインを示す動きは現れていない（図表9）。

図表 8 輸出に占める米国向けの割合低下



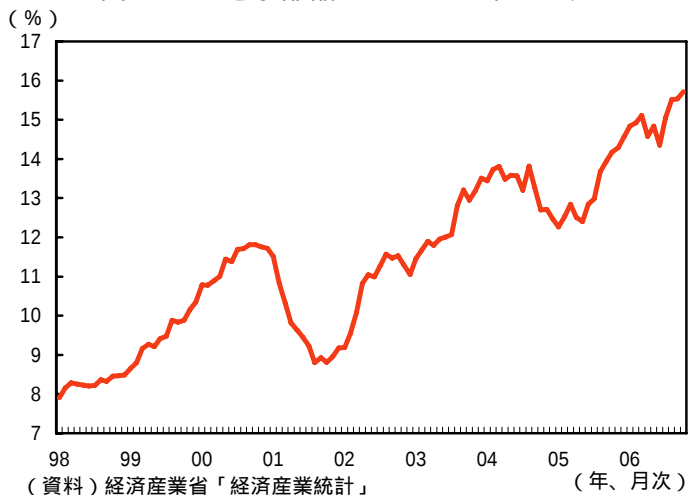
図表 9 OECD 先行指数の動向



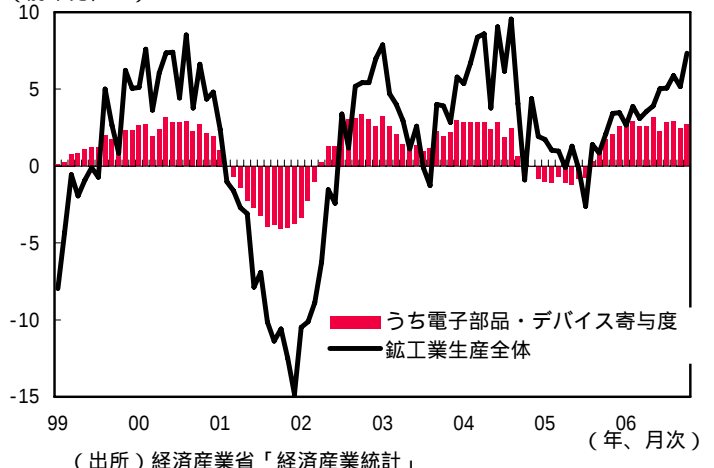
(2) デジタル関連財の在庫調整

半導体や液晶などデジタル関連財（電子部品・デバイス工業製品、以下電子部品）の生産は、鉱工業生産全体に占めるシェアが高まっており、その動向が及ぼす影響度が大きくなっている（図表 10、11）。今回の景気回復における 2 度の踊り場は、いずれも電子部品の生産調整が影響している。

図表 10 電子部品デバイス工業の生産シェア

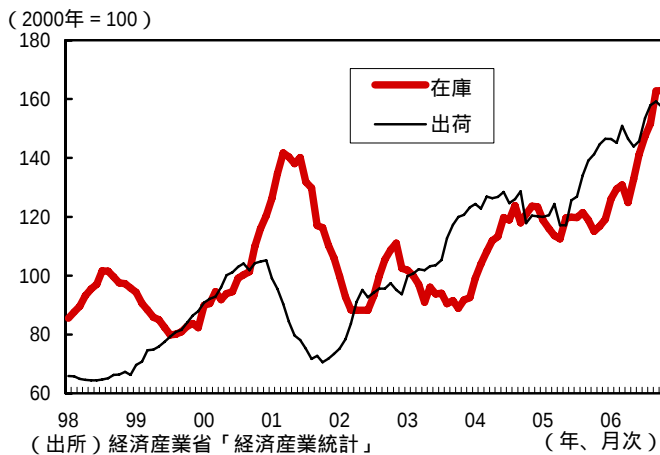


図表 11 電子部品デバイス工業の寄与度
(前年比、%)



電子部品の在庫は IT ブームが崩壊した 2001 年当時の水準を上回っている。もっとも、その当時に比べれば出荷の水準も高まっているので、在庫の増加は出荷の増加に伴う必然的なもの、つまり意図的な在庫増加と言える（図表 12）。しかし、出荷との比較で見た在庫のレベル、すなわち在庫率（在庫 / 出荷）も上昇してきており、品目によっては意図せざる在庫が増加してきていると考えられる（図表 13）。

図表 12 電子部品デバイス工業の出荷と在庫

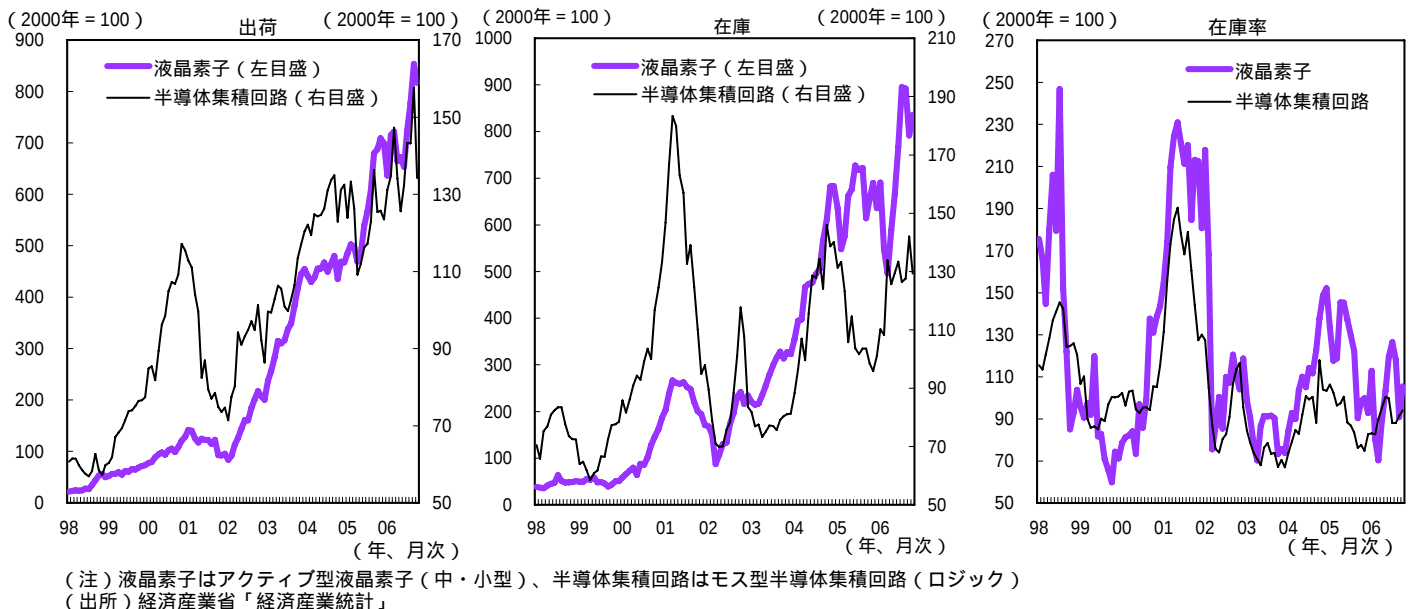


図表 13 電子部品デバイス工業の在庫率



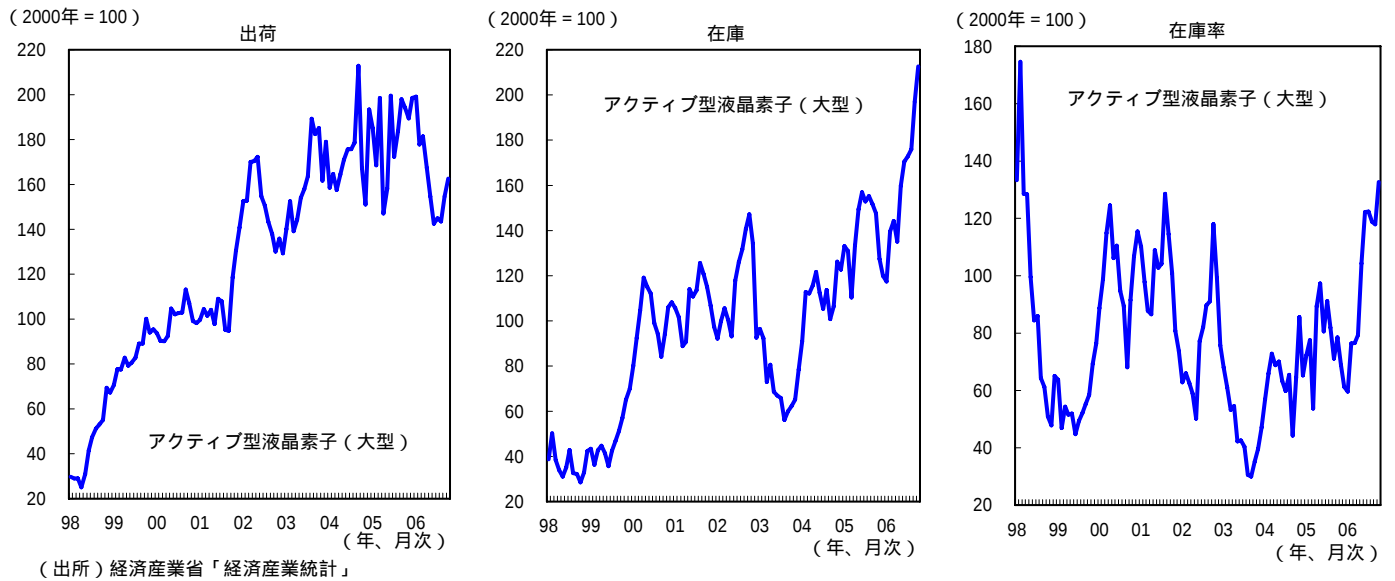
まず、アクティブ型液晶素子（中・小型）やモス型半導体集積回路（ロジック）など携帯電話関連の電子部品在庫が増加している。出荷も増加しており、在庫率はITブーム崩壊時のようには高まっていないが、ナンバーポータビリティ導入に合わせた携帯電話向けの出荷が大幅に増加している（図表 14）。今後の携帯電話の販売動向によっては在庫率が上昇する可能性がある。

図表 14 携帯電話関連の出荷・在庫・在庫率の状況

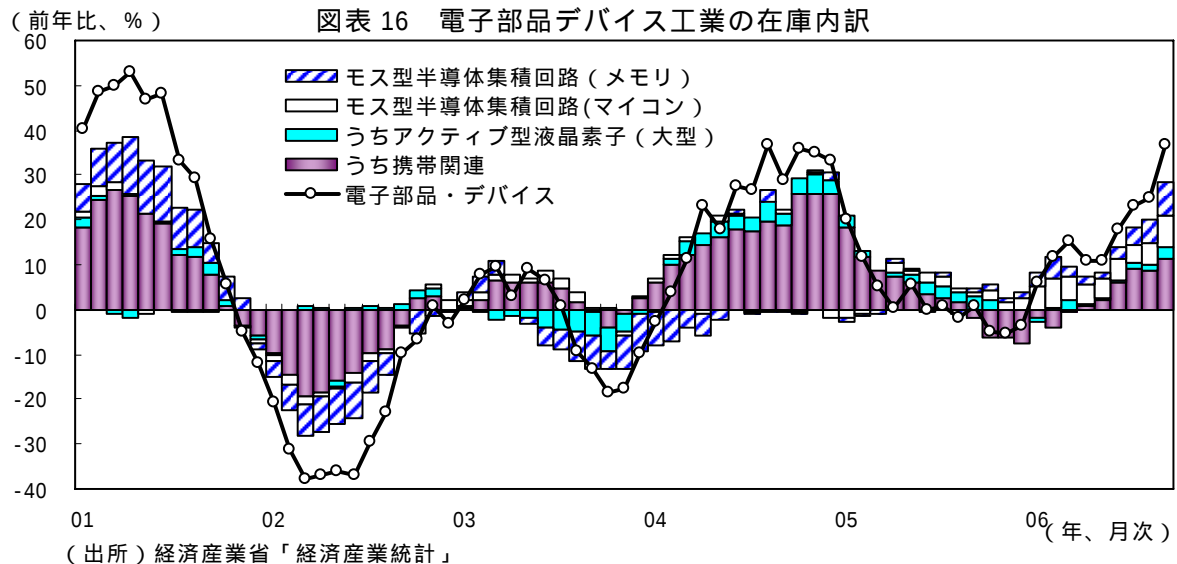


また、アクティブ型液晶素子（大型）といった薄型テレビ関連の電子部品在庫も増加している。こちらは出荷も頭打ちになっており、在庫率が上昇している。計画していたほど販売が増えず、メーカーの想定以上に在庫が増加した可能性がある（図表 15）。年末商戦も含めて今後の薄型テレビの販売動向が注目される。

図表 15 薄型テレビ関連の出荷・在庫・在庫率

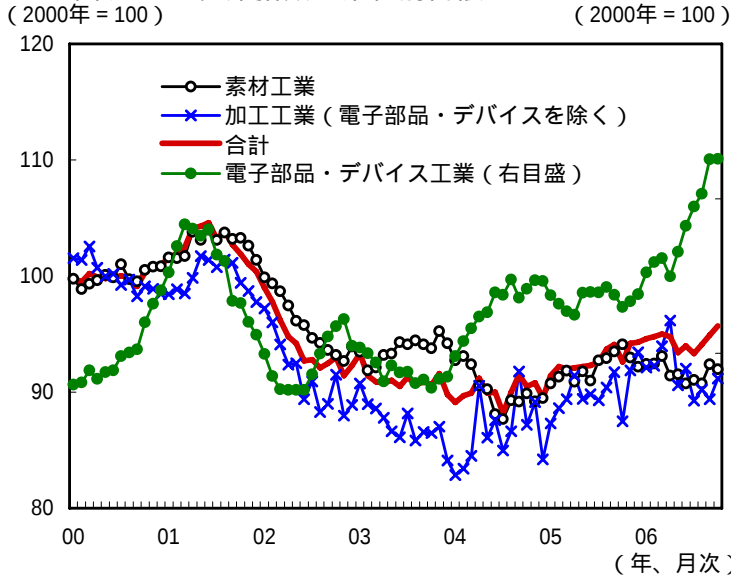


なお、電子部品の在庫増加の品目別寄与度を見ると、携帯関連に集中していた過去の増加局面に比べて品目が分散している（図表 16）。パソコン、携帯電話、ゲーム、家電、自動車など電子部品の用途が広がり、1台あたりの電子部品使用量も増えている。従来に比べて、単一の最終商品の需要動向に電子部品の需給が影響される程度は弱まっている。

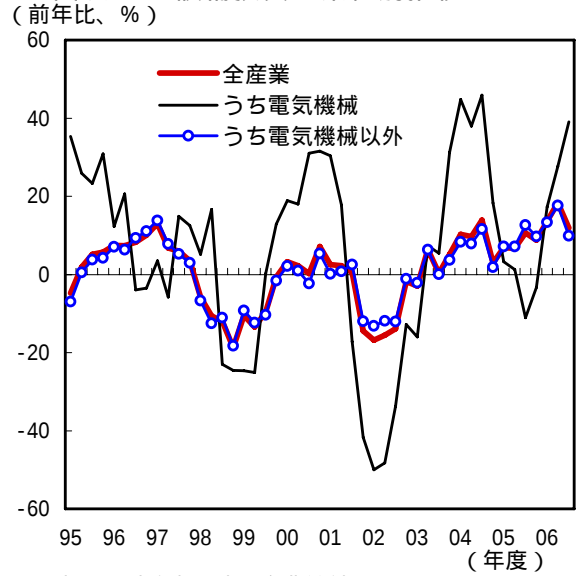


また、製造業全般の在庫状況を見ると、電子部品の在庫は増加しているが、他の製品の在庫はあまり増加していない（図表 17）。在庫増加によって電子部品では生産調整が起こる可能性があるが、製造業全般の在庫調整につながる可能性は小さそうだ。さらに、電子部品の生産調整が電気機械の設備投資を抑制する要因になるのではないかという懸念もある。しかし、全産業の設備投資に占める電機機械工業のウェイトは7%程度であり、投資全体に与える影響はそれほど大きくないだろう（図表 18）。

図表 17 在庫指数の業種別内訳



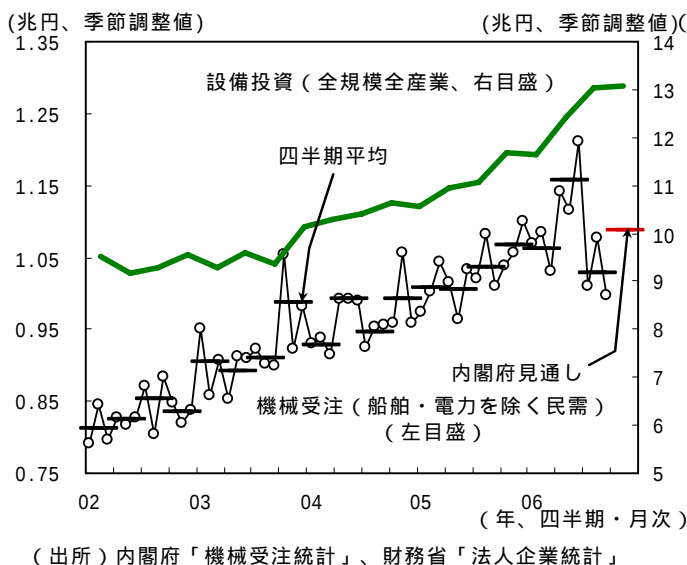
図表 18 設備投資の業種別推移



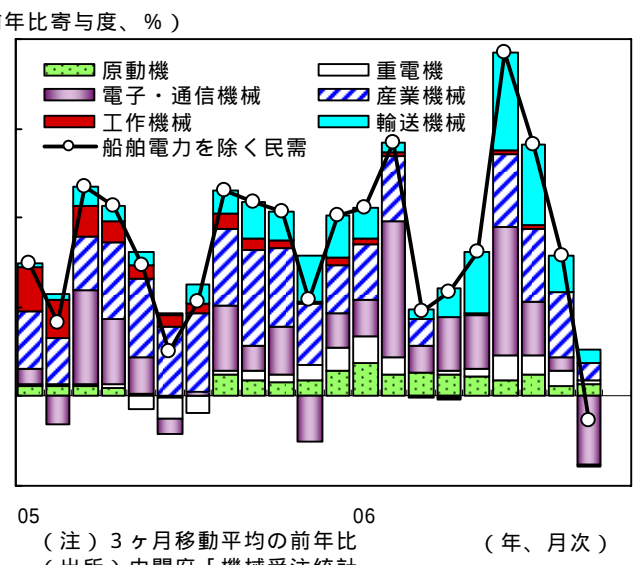
(3) 設備投資の減速

7～9月期の機械受注の減少幅はかなり大きく、設備投資の先行き懸念を高めるものであった(図表 19)。しかし、その評価には注意が必要である。まず、4～6月期が特殊な要因によって増加しており、その反動が7～9月期に現れている。特殊な要因としては、ナンバーポータビリティに備えた携帯電話関連の発注、運輸業界からの新幹線など鉄道車両の発注などがある(図表 20)。なお、このうち携帯電話関連の発注は設備投資にはカウントされない。もっとも、これら特殊要因による発注増を除いても、7～9月期の機械受注は減少している。

図表 19 急減した機械受注



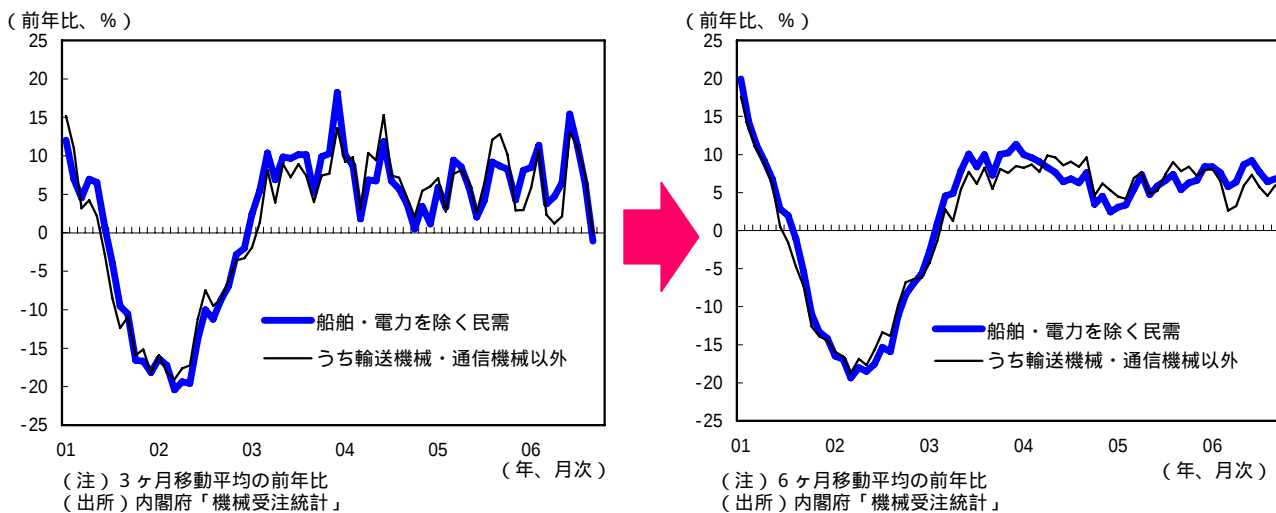
図表 20 機械受注の機種別内訳



これとは別の要因として、四半期決算導入の影響に注意が必要である。数年前までは、機械受注は9月と3月の半期末に集中する傾向があったが、四半期決算が広がって、6月、12月にも発注が分散してきているようだ。このため、推測ではあるが、四半期ベースでは4～6月期と10～12月期の数字が上振れて、残りの期が下振れるといったぐあいに、季節変動パターンに変化が生じている可能性がある。

こうした要因を除くために6ヶ月移動平均をとって機械受注の推移を見ると、7～9月期に大きく減少しているように見える機械受注だが、まだ増加基調を維持していることが分かる(図表21)。人件費など固定費の増加など企業収益を圧迫する要因が出てくるため、設備投資は2007年になると増加幅が縮小してくると予想しているが、7～9月期の機械受注の急減に示されるような大幅な調整が起こる可能性は小さいだろう。

図表21 機械受注(3ヶ月移動平均と6ヶ月移動平均)



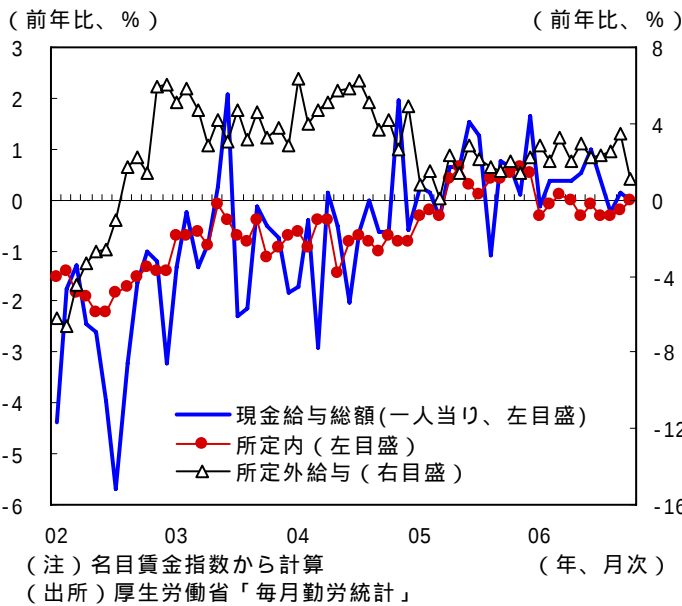
(4) 個人部門の回復の遅れ

企業部門の回復が個人部門に広がらないことが懸念材料として指摘されているが、そもそも楽観的な期待が先行しすぎていたともいえる。厳しい国際競争を考えれば、収益が改善しても企業の人件費抑制スタンスが続くのは、予想されたところである(図表22)。

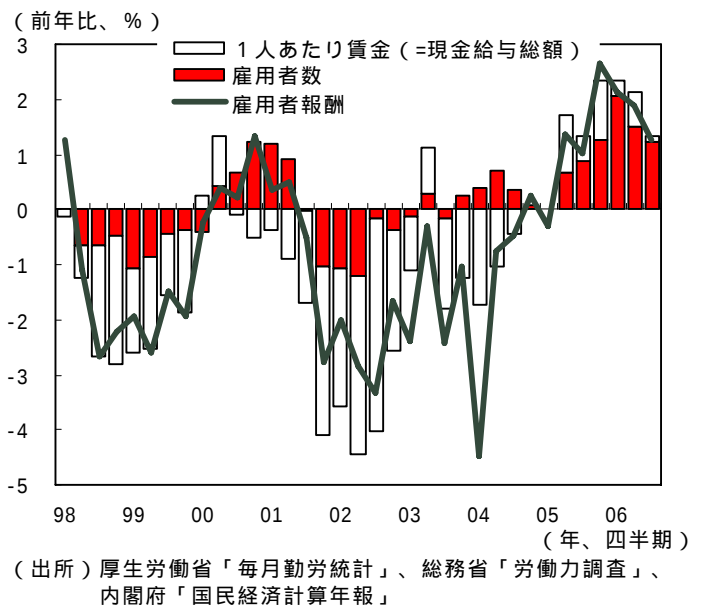
もっとも、企業から個人へのお金の流れがまったく閉じられているわけではない。一人当たり賃金の伸びは低いが、かつてのように大幅に減少しているわけではない。雇用者数の増加に支えられて、雇用者報酬は緩やかながらも増加基調を維持していると考えられる(図表23)。

一人当たり賃金の伸びを抑制している要因の一つとしては、小規模事業所や非製造業といった賃金水準の低いところで雇用者が増加していることが考えられる(図表24、25)。しかし、企業の人件費抑制スタンスが続いているといっても、労働需給の動向を無視して賃金が決められているわけではない。

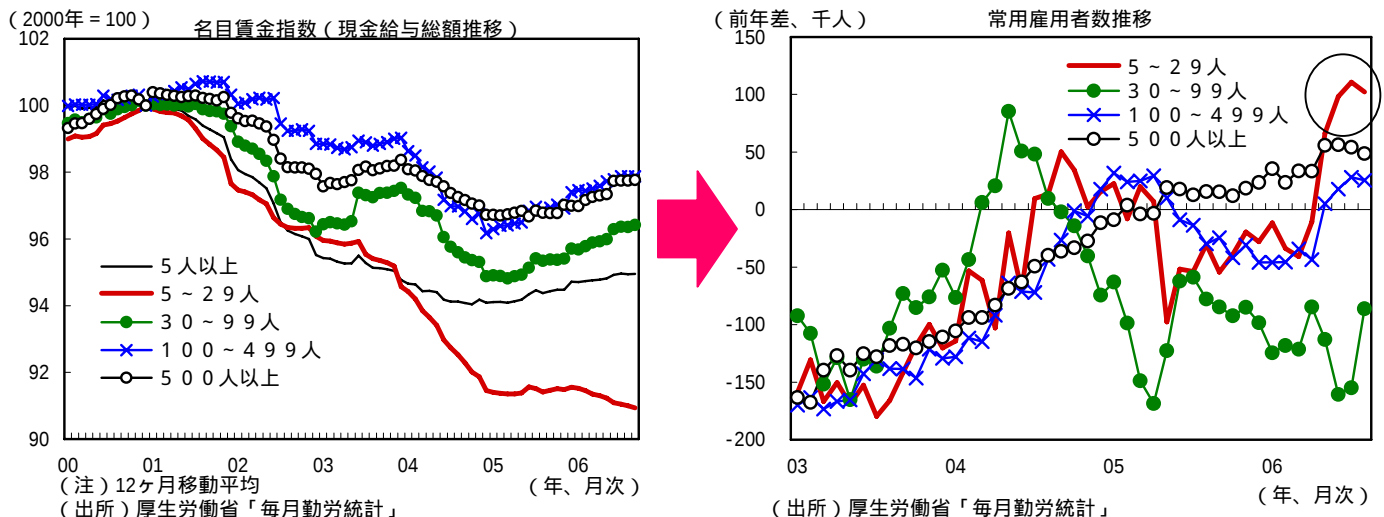
図表 22 伸び悩む賃金



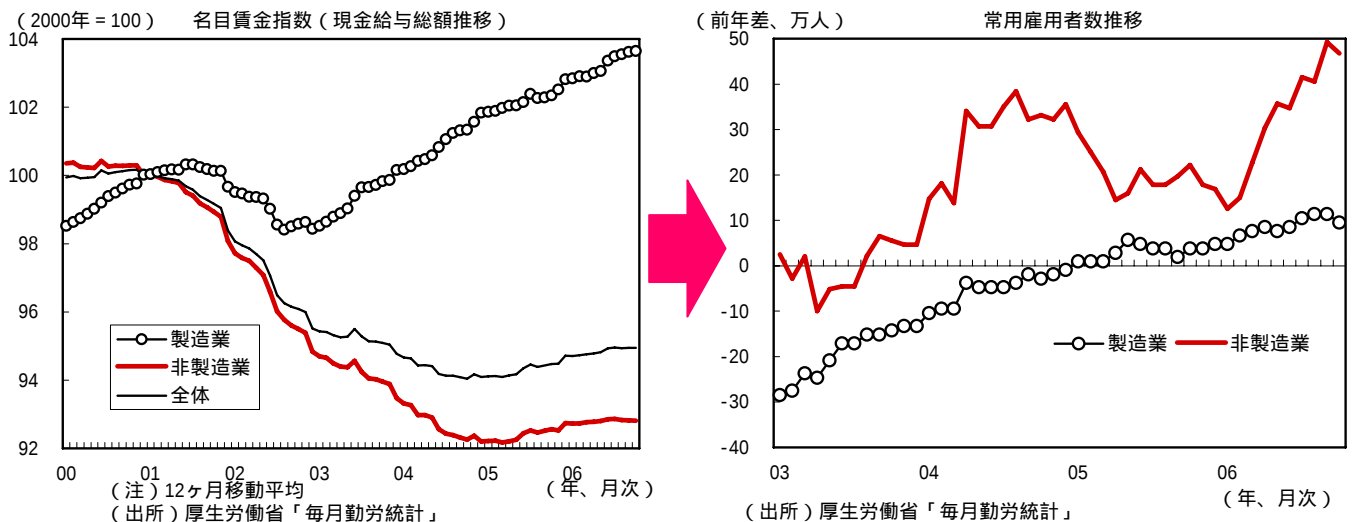
図表 23 緩やかな増加基調にある雇用者報酬



図表 24 賃金と雇用者増減数の推移(企業規模別)

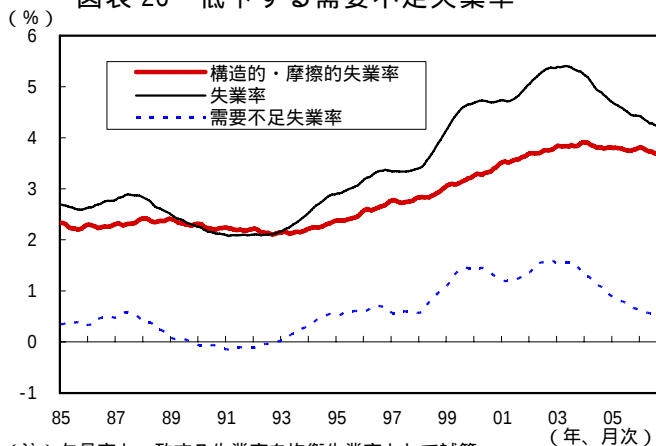


図表 25 賃金と雇用者増減数の推移(製造業・非製造業)



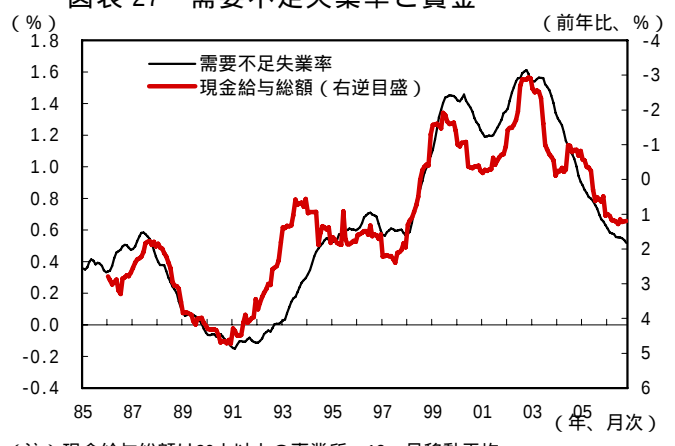
失業率と賃金を見ると、労働需給の逼迫は賃金に比較的素直に反映されている。まず、景気の回復につれて失業率が低下して、雇用のミスマッチなどが影響する構造的・摩擦的失業率に近づいている。実際の失業率と構造的・摩擦的失業率の差が、労働需給をより鮮明に反映する需要不足失業率であるが、これが低下している（図表 26）。そして、需要不足失業率の低下に連動して、賃金は下げ止まってきている（図表 27）。

図表 26 低下する需要不足失業率



（注）欠員率と一致する失業率を均衡失業率として試算
（出所）厚生労働省「職業安定業務統計」、総務省「労働力調査」

図表 27 需要不足失業率と賃金



（注）現金給与総額は30人以上の事業所、12ヶ月移動平均
（出所）厚生労働省「職業安定業務統計」、「毎月勤労統計」
総務省「労働力調査」

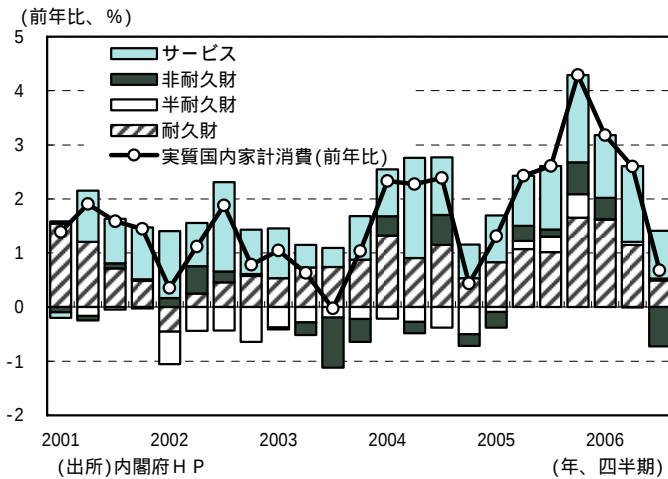
日銀短観の結果にも表れているように雇用の過剰感は解消に向かい、不足感が出てきている。団塊世代の引退や若年労働力の減少に備えて、企業の採用意欲は強まっている。企業の人件費スタンスに変わりはないとしても、労働需給の逼迫度が増してくると、賃金には少しずつ上昇圧力がかけてくるだろう。

ところで、雇用・所得環境に関心が集るのは、それが個人消費の動向に影響してくるからである。その個人消費が7～9月期に大きく減少していたため、先行きの懸念が広がっている。財別にみると、まず耐久財消費の増加が一巡している。97年の消費税率引き上げ前に駆け込み購入された家電の買い替えが一巡してきた可能性がある。また、天候要因やエネルギー価格上昇によって、衣料品や石油関連商品など非耐久消費財の購入が減少している（図表 28）。

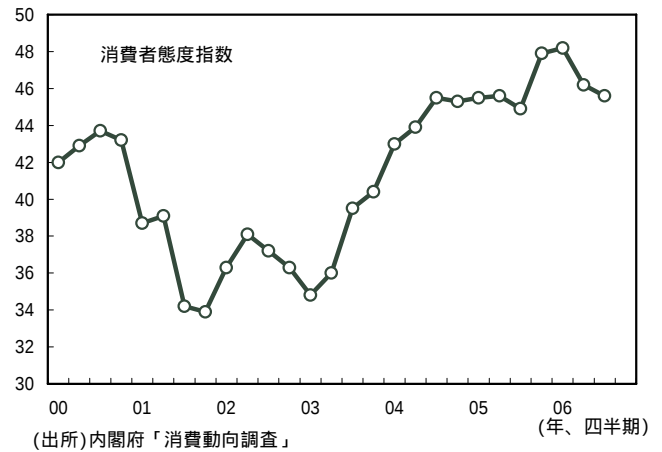
消費の基調を弱くする要因としては、所得の回復力が弱いことに加えて、消費者マインドの改善が一服していること（図表 29）、定率減税の縮減など可処分所得を圧縮する公的負担が増加していることなどが考えられる（図表 30）。しかし、7～9月期のような消費の大幅な減少が今後も続くとは考えにくい。

天候要因が消費の減少をもたらしたのであれば、翌期以降にその反動増が出てくる。エネルギー価格の上昇が影響しているならば、ガソリン価格など石油関連製品の価格がその後落ち着いてきていることは、消費にとってプラス材料となる。

図表 28 実質個人消費の財別内訳



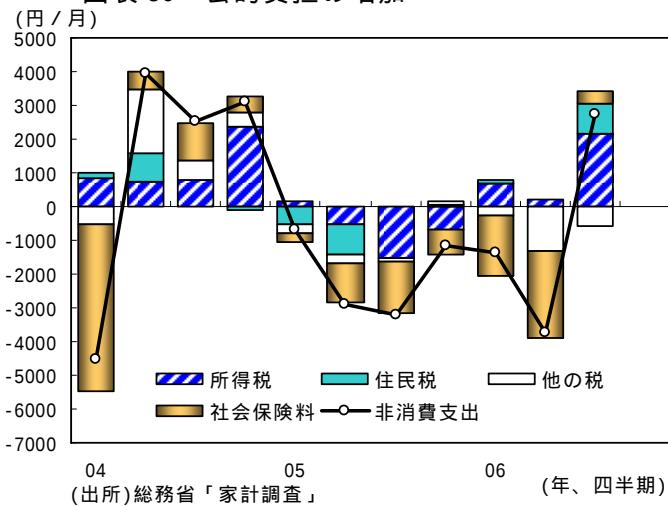
図表 29 消費者マインドの改善は一服



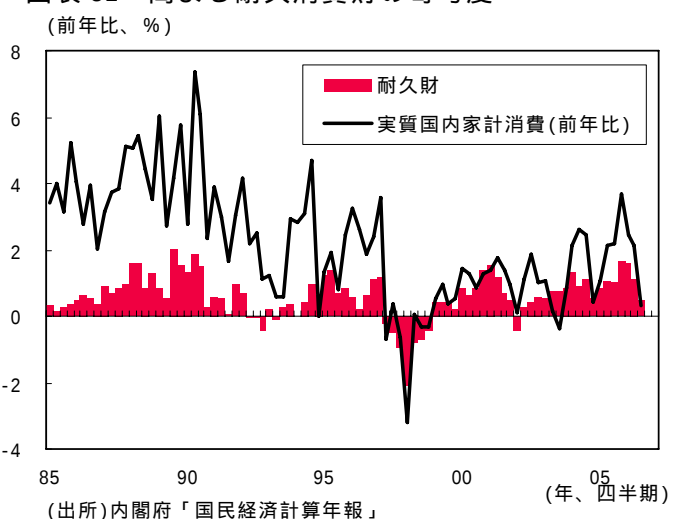
消費税引き上げ前に購入した耐久財の買い替えが一巡してきているかもしれないが、いつまでも減速したままではない。さまざまな耐久財が各家庭に普及してきた結果、買換え需要は、変動はあるものの継続的に出てくるようになっており、消費全体へ与える寄与が高まっている（図表 31）。冬のボーナスは昨年に続いて増加が見込まれており、耐久財の購入を押し上げる可能性もある。

7～9月期に大きく減少した個人消費ではあるが、雇用環境の改善が続き、労働需給の引き締まりを反映して一人当たり賃金もわずかながら上がってくるとすると、緩やかながらも回復基調が続くだろう。

図表 30 公的負担の増加



図表 31 高まる耐久消費財の寄与度



（５）中期的な安定成長軌道における短期的な減速

足元の景気の現状を中長期的な視点も踏まえて整理すると以下のようなになる、まず、長期的には、少子高齢化と成熟型社会への移行という大きな流れが続いている。人口が減少に転じており、平均的な成長率は緩やかなものにとどまるであろう。一方、中期的には、

B R I C s など新興国の高成長にも支えられて世界経済の成長が続き、国内ではバブル崩壊後の負の遺産が解消して企業部門の活力が戻ってきている。こうした内外の構造的ともいえる変化を背景に持続的な成長が可能になっている。(図表 32)

短期的には、世界経済の一時的な減速懸念、半導体や液晶などのデジタル関連財の在庫調整、企業収益の調整を背景にした設備投資の減速、さらには企業部門に比した個人部門の回復の遅れ、といった要因が、今年度後半から 2007 年度初めにかけて景気の減速をもたらすことが見込まれる。しかし、中期的な経済成長要因が続いているのであれば、短期的な景気減速が深刻な景気後退につながるリスクは小さいであろう。

図表 32 経済環境からみた 2007 年の日本経済のイメージ

