

日本経済ウォッチ < 2006 年 6 月号 >

【目次】

- | | |
|----------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 急上昇した信用乗数 ～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 減速しながらも拡大は続く ～ | |
| 3 . 今月のトピックス | p . 3 ～ 13 |
| ～ 隠れている景気減速要因 ～ | |
| (1) 今回の景気回復の評価 | |
| (2) 景気減速要因が見当たらない？ | |
| (3) 隠れている景気減速要因 | |



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)

1. 今月のグラフ ～急上昇した信用乗数

資金需要の動向を判断する一つの指標として、マネーサプライ（ $M2 + CD$ ）をマネタリーベース（日銀券発行高 + 貨幣流通高 + 当座預金残高）で割って求められる信用乗数がある。信用乗数は、中央銀行から供給されるマネーが信用創造を経て何倍に増加しているかを示すものであり、この値が高ければ、資金需要が強く信用創造が活発に行われていることを意味するはずである。

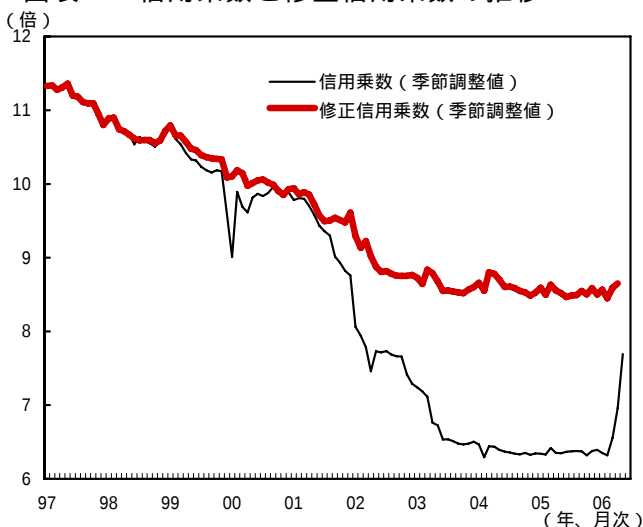
信用乗数は、マネーサプライの伸びが鈍ったため緩やかに低下していたが、2001年の量的緩和の導入以降はベースマネー（日銀当座預金残高）の急増によって低下速度が加速した（図表1）。その後、当座預金残高が30～35兆円で安定した2004年以降は信用乗数も下げ止まっていたが、今年度に入って急上昇している。

足元の急上昇は、マネーサプライの伸びが引き続き緩やかにとどまっている一方で、量的緩和の解除によってマネタリーベース（日銀当座預金残高）が急減したことによる（図表2）。3月末時点で30兆円を超えていた日銀当座預金残高は、5月には一時12兆円台まで減少した。今後、日銀当座預金残高はさらに減少していくと予想され、最終的には図表1にある修正信用乗数の水準まで上昇することになる。

修正信用乗数とは、マネタリーベースのうち、当座預金残高を法定準備預金額に置き換えて計算したものである。銀行が日銀当座預金に余分な資金を残さず、その残高を法定準備預金額に近い水準にまで引き下げていけば、信用乗数と修正信用乗数はほぼ一致することになる。

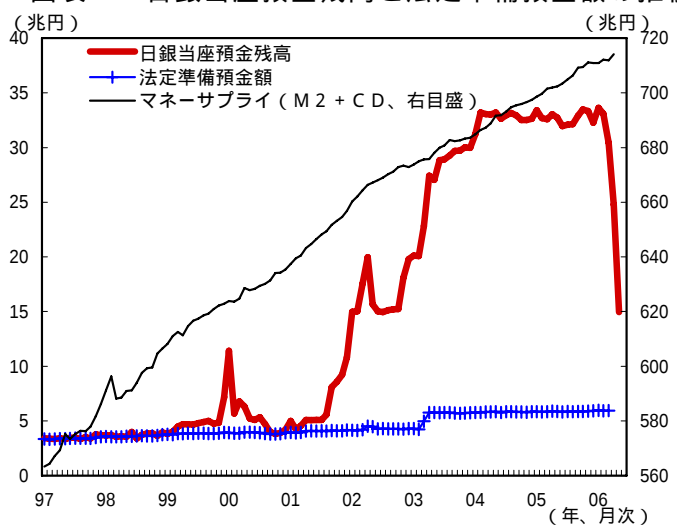
足元の信用乗数の急上昇は技術的な要因によるものであり、信用創造が活発化したためではない。このため、今後、資金需要の動向を正確に把握しようとするなら、信用乗数ではなく、修正信用乗数の動きに注目する必要がある。

図表1 信用乗数と修正信用乗数の推移



（注1）修正信用乗数 = $(M2 + CD) \div$ 修正マネタリーベース
 （注2）修正マネタリーベース = 日銀券発行高 + 貨幣流通高 + 法定準備預金額
 （注3）信用乗数の2006年5月は当社試算値
 （出所）日本銀行「金融経済統計月報」

図表2 日銀当座預金残高と法定準備預金額の推移



（注1）期中平均残高で、2003年3月以降は郵政公社も含む
 （注2）直近の日銀当座預金残高は日次残高を平均した当社試算値
 （出所）日本銀行「金融経済統計月報」

2. 景気概況 ～減速しながらも拡大は続く

今年1～3月期の実質GDP成長率（一次速報値）は前期比+0.5%と5期連続のプラス成長となった。前期よりは減速したものの、設備投資、個人消費といった民間内需がバランスよく成長している。この結果、2005年度の成長率は実質で+3.0%、名目でも+1.7%と近年ではかなり高い成長を実現した。さらに、その後発表された法人企業統計調査によると、1～3月期の設備投資はかなり高い伸びとなっており、この結果が反映される2次速報値ではGDP成長率が上方修正される可能性が高い。

しかし、昨年度の高い成長率を今後も維持できるという見方はあまり多くない。GDPの結果を受けて改訂された民間シンクタンクの見通しを平均すると、2006年度が+2.5%、2007年度が+2.1%程度となっている。景気は安定的に拡大を続け、いざなぎ景気を超えて戦後最長の回復になりそうだが、成長率は減速してくるとというのが平均的な見方となっている。

たしかに、最近発表された経済指標をみると、昨年の高成長の勢いはさすがに鈍ってくるのではないかと推測できる。まず、企業収益が減速してきている。経常利益の前期比増加率が徐々に低下し、1～3月期は製造業を中心に5四半期ぶりに減少している。原材料価格の上昇や人件費など固定費の増加が企業収益の下押し材料となっている。企業収益が減速してくると設備投資に影響してくる。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）はまだ高水準であるが、昨年12月をピークに減少気味である。四半期ベースでみると、1～3月期の受注が10～12月期をやや下回ったのに続いて、4～6月期の内閣府見通しも減少が見込まれている。

こうした企業部門の変調が家計部門に影響するには少し時間差があるが、注意すべき動きが出てきている。まず、一人当たり賃金の伸びが今年に入ってやや減速している。特に、賃金の基本となる所定内給与が前年並みか、小幅ながら下回るレベルで推移している。また、個人消費も、家計調査（全世帯の実質消費支出）でみると、今年に入って伸び悩んでいる。乗用車販売の減速や天候要因も影響して、1～3月期が減少したのに続き4月もほぼ同水準で推移している。さらに、家計調査より大きなサンプルで大型消費の動向を捉えた家計消費状況調査をみても、前年比の伸び率が昨年11月をピークに鈍化してきている。

もっとも、一部に減速の動きが出てきているが、これがそのまま景気後退につながることはないだろう。在庫が大幅に増えて在庫調整が始まった、生産設備を増やしすぎて設備投資が減少している、あるいは、インフレが急進して個人消費が落ち込み始めた、といった景気後退をもたらすような材料が現れていないからである。

バブル崩壊の負の遺産を処理して企業の財務体質や収益力が向上して、日本経済の基礎体力が増している。世界経済の成長という恵まれた外部環境が大きく崩れない限りは、一時的な減速があっても日本経済はしばらく安定的な成長軌道をたどるであろう。

3. 今月のトピックス ～隠れている景気減速要因～

今年1～3月期の実質GDP成長率は+0.5%(年率換算+1.9%、一次速報値)となり、個人消費や設備投資を中心にバランスの取れた景気回復を示す内容であった。景気はしばらく回復を続けるという見方が大勢であり、当社調査部でも、日本経済は実質2%程度の成長軌道を当面続けると予測している(調査レポート06/12「2006/2007年度改訂経済見通し」参照)。

しかし、景気回復期間が長くなるほど、そろそろ回復も終わるのではないかという不安感も出てくる。そこで、今月は、戦後最長に迫ろうとしている今回の景気回復を、過去の景気回復と比較しながら評価したうえで、安定成長の背後に隠れている景気減速要因について考えてみた。

(1) 今回の景気回復の評価

息の長いしっかりした景気回復

2002年1月をボトムにして始まった今回の景気回復はバブル崩壊後3度目の景気回復となる。最初の景気回復は、バブル崩壊を契機に始まった景気の急減速がひとまず落ち着いた93年10月をボトムに始まり、消費税率の引き上げ直後の97年5月にピークを付けた。回復期間は43ヶ月と比較的長かったが(戦後の景気回復の平均期間は33ヶ月)、平均成長率(前期比年率)は1.99%にとどまった(図表1)。

図表1. バブル崩壊後の景気回復期

景気回復期	谷	山	期間	平均成長率 (前期比年率)
第12循環	1993年10月	1997年5月	43ヵ月	1.99
第13循環	1999年1月	2000年11月	22ヵ月	2.36
第14循環	2002年1月	?	? ()	2.37

(出所) 内閣府

2006年5月現在で52ヶ月

2番目の景気回復はITブームとも呼ばれるものである。世界的なIT関連需要の拡大に支えられて99年1月をボトムに始まったが、ITバブルの崩壊とともに2000年11月にピークを付けた。平均成長率は2.36%に高まったが、回復期間は22ヶ月と短かった。

今回の景気回復は、平均成長率は2006年1～3月期まででみると2.37%と、ITブームであった2回目の成長率とほぼ同じであり、2005年度の成長率は3.0%と最近ではかなり高い水準を記録している。しかも、5月まで回復が続いていたとすると、回復期間はすでに52ヶ月経過しており、バブル景気(51ヶ月)の回復期間を抜いて戦後2番目となっている。また、11月まで景気回復が続けば、戦後最長であったいざなぎ景気(57ヶ月)を超えることになる。

外需と個人消費の寄与が高い

図表2は、バブル崩壊後の3回の景気回復について、需要項目別の寄与度を見たものである。表中でシャドーがかかっているところは、それぞれの需要項目において、寄与度が最も高かった循環期を示している。今回の景気回復の特徴としては、まず外需寄与度が高いことが挙げられる。輸出の寄与度、あるいは輸入を控除した外需寄与度のどちらで見ても過去2回の景気回復期を大きく上回っている。

二つ目の特徴として個人消費の寄与度が高くなっている。景気回復の動きが企業部門から個人部門に広がり、所得や雇用環境の改善に支えられて個人消費が増加している。

図表2．バブル崩壊後の景気回復期における需要項目別寄与度

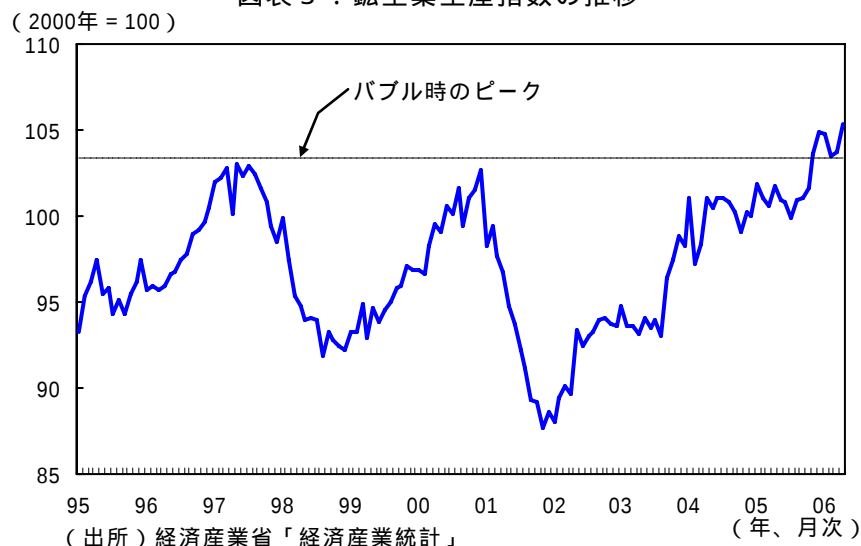
景気回復期	寄与度（前期比年率、％）							
	全体	個人消費	住宅	設備投資	政府消費	公共投資	外需	輸出
第12循環	1.99	0.60	-0.03	0.54	0.43	0.00	0.03	0.80
第13循環	2.36	0.52	0.17	0.92	0.74	-0.80	0.23	1.09
第14循環	2.37	0.95	0.00	0.75	0.35	-0.47	0.65	1.33

（注） は成長への寄与度が最も高かったとき
（出所）内閣府「国民経済計算年報」

企業部門の復活

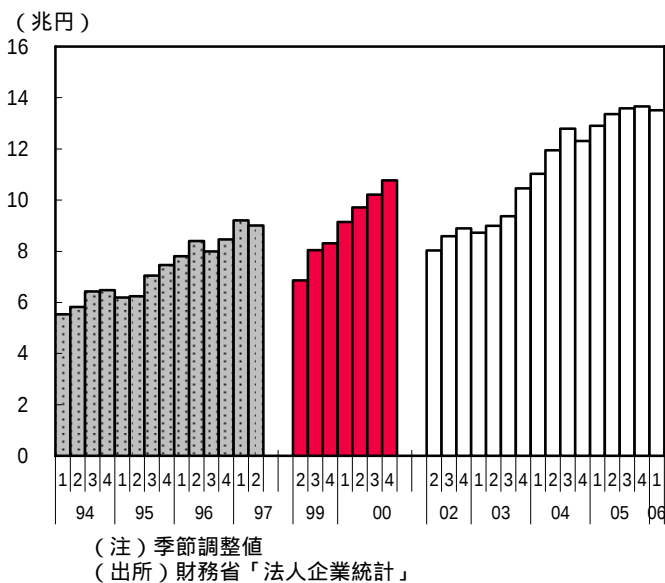
所得の持ち直しによって個人にまで景気回復の動きが広がってきたということは、企業部門がかなり元気になってきたということである。企業収益が改善してないと、所得や雇用を増やすことは難しいからである。まず、鉱工業生産の推移をみると、過去2回の景気回復では超えることができなかったバブル時の生産のピーク（91年5月）を、今回の景気回復でようやく超えることができた（図表3）。

図表3．鉱工業生産指数の推移

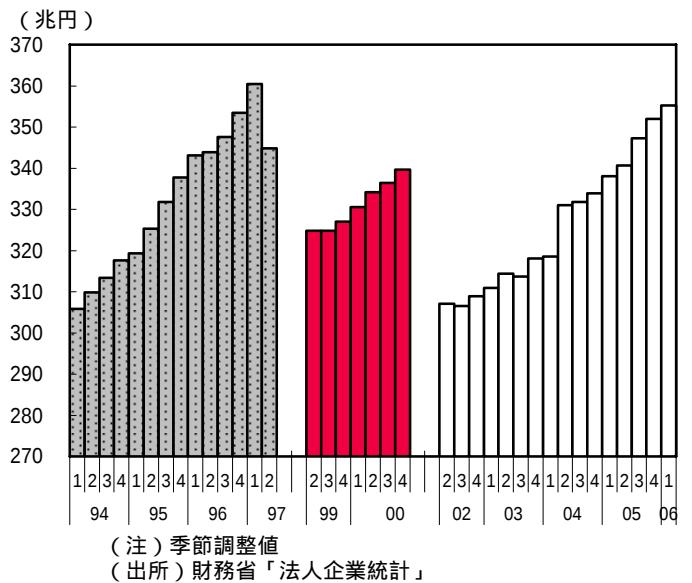


また、企業の収益力がかなり改善してきている。図表4～7は、3回の景気回復局面における収益関連の指標の推移を比べたものである。まず、経常利益は今回の景気回復局面でバブル期のピークを越えてきた（図表4）。一方、売上高は増加しているものの、経常利益ほど改善が明確でない（図表5）。つまり、売上高経常利益率がかなり高水準になっているということだが（図表6）、これを可能にしたのは人件費、支払利息、減価償却費など固定費の圧縮である（図表7）。バブル崩壊の負の遺産である過剰債務や過剰雇用を解消してきたことが、企業の財務体質や収益力を改善させたといえる。

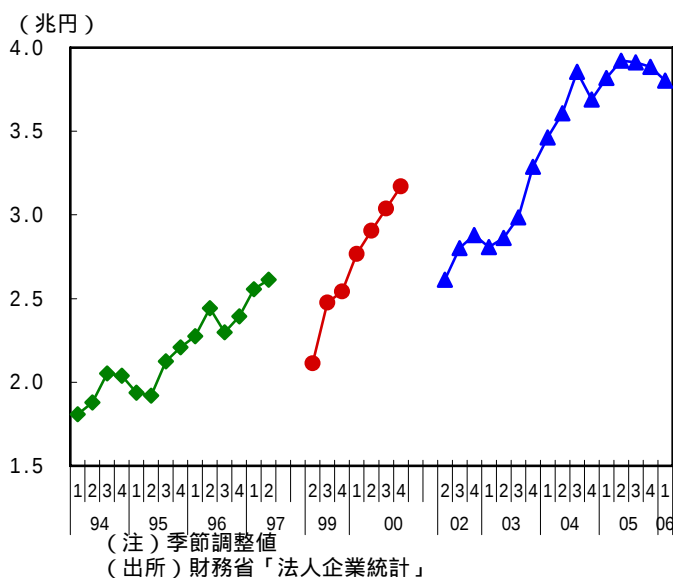
図表4．経常利益（全規模全産業）



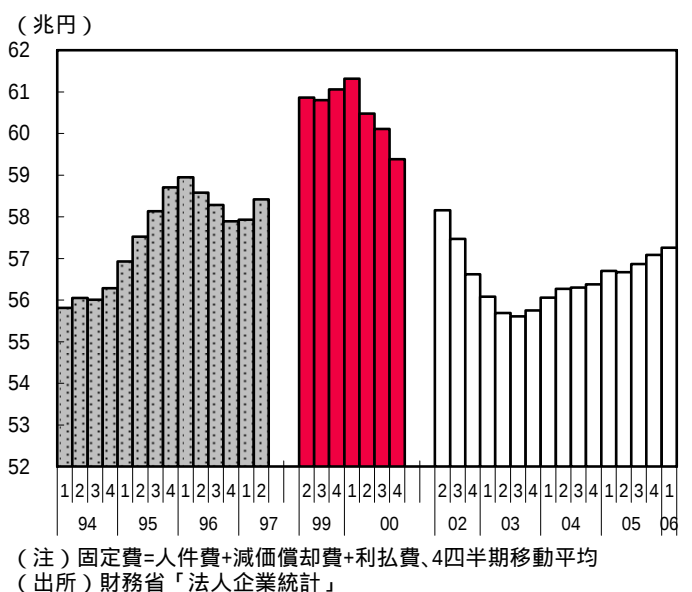
図表5．売上高（全規模全産業）



図表6．売上高経常利益率（全規模全産業）

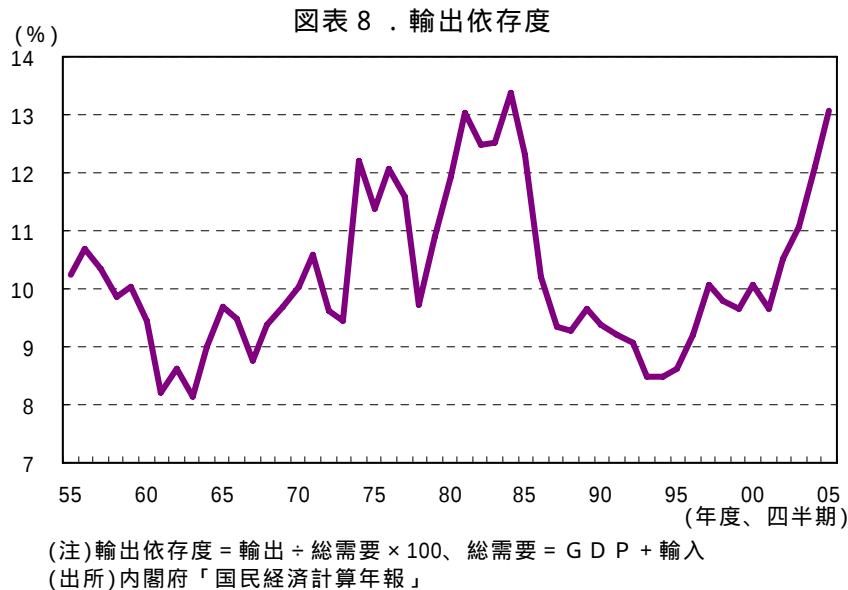


図表7．固定費（全規模全産業）

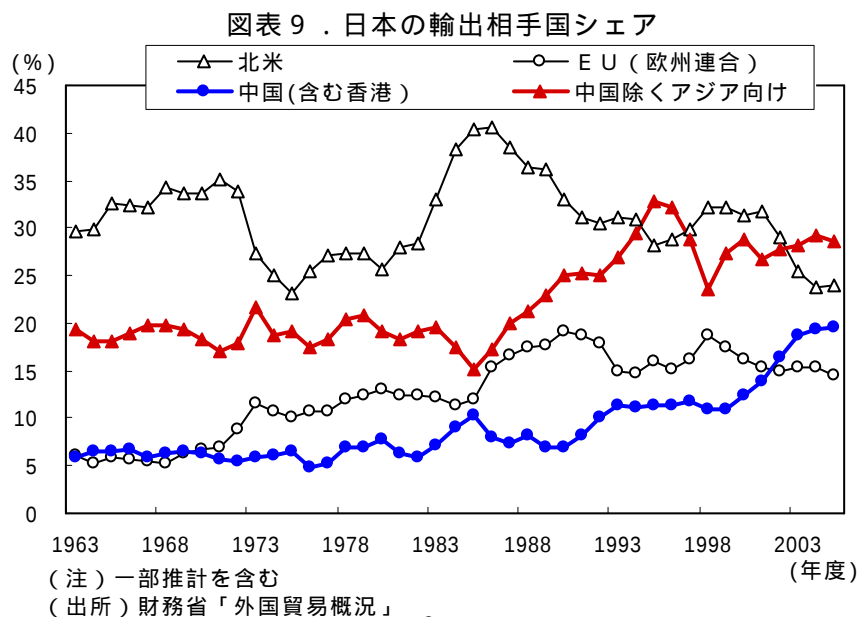


輸出依存度は過去最高

で見たように、今回の景気回復においては輸出の寄与が大きい。輸出の増加に牽引されて始まり、国内の設備投資を喚起し、さらに個人消費の増加も始まってきたが、足元でも輸出の寄与は依然として重要である。図表8は、輸出依存度（総需要に占める輸出の比率）の推移を見たものである。これを見ると、今回の景気回復においては輸出依存度が急速に上昇し、貿易摩擦が拡大したプラザ合意前夜のレベルにまで高まっていることが分かる。



そして、輸出の拡大に大きく貢献しているのが中国向けの輸出である。輸出全体に占める輸出相手国別のシェアをみると、北米やEUのシェアが低下する一方で、アジア、中でも中国のウェイトが高まっている（図表9）。中国をはじめとする世界経済の成長が輸出の拡大を通して日本の景気回復に貢献してきたと言えよう。



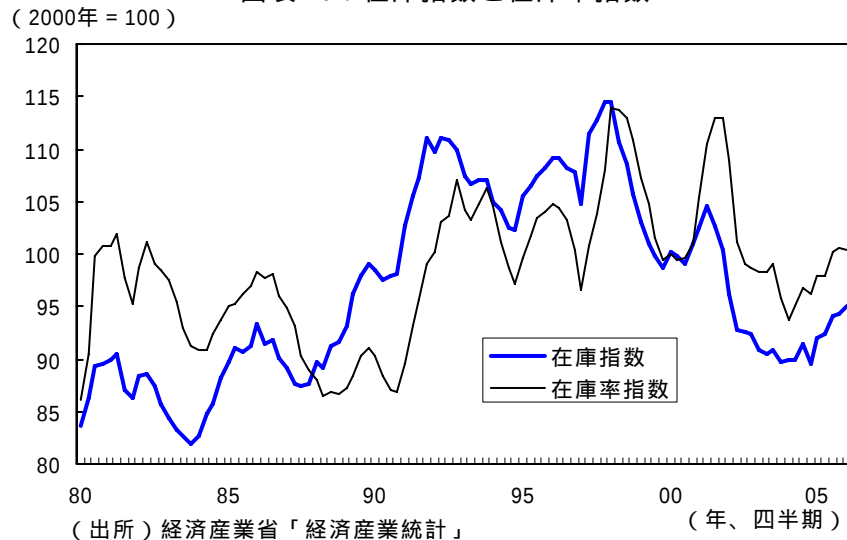
(2) 景気減速要因が見当たらない？

以上見てきたように、今回の景気回復は、その前 2 回の景気回復と比べて回復の持続性を期待させるものである。加えて、景気を大きく減速させそうな要因を見つけにくいことも、持続的な景気回復への期待を高めている。

在庫

短期的な景気の変動をもたらす要因は主に在庫循環である。過去の景気回復も在庫の積み上げに伴う在庫調整をきっかけに後退局面に入っていることが多い。生産統計によると、生産者在庫は 2004 年の中ごろをボトムに増加している。最近では、電子部品・デバイスや輸送機械の在庫が増加しており、一部では在庫調整が起きる可能性がある。しかし、製造業全体の在庫水準は低水準であり、在庫調整が景気後退の引き金になるとは考えにくい（図表 10）。

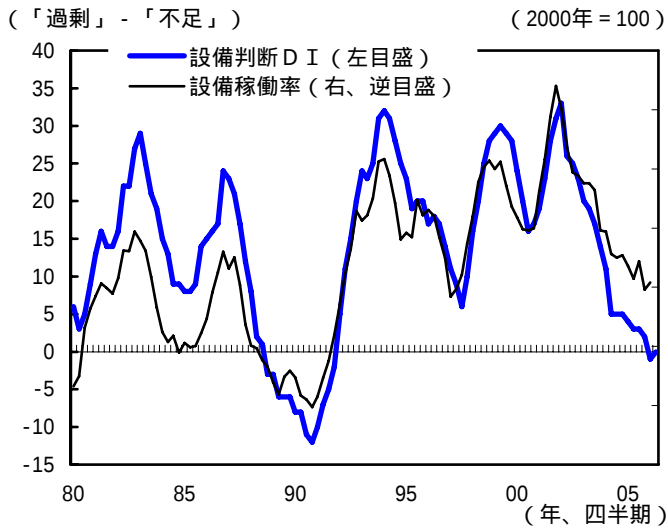
図表 10．在庫指数と在庫率指数



過剰問題

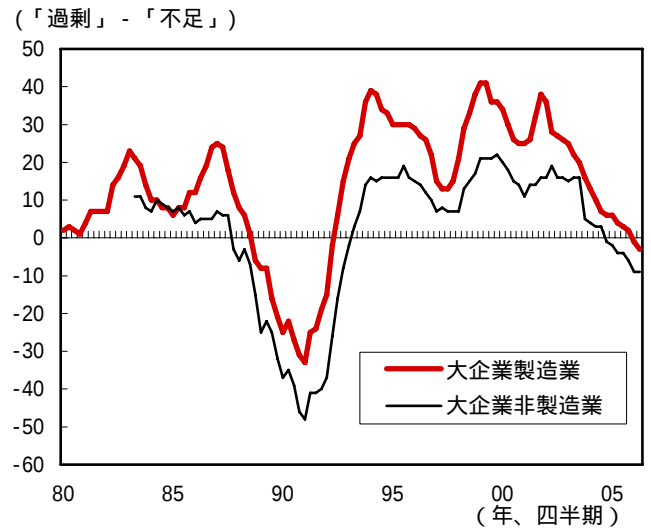
設備、雇用、債務といった三つの過剰問題はバブル崩壊後の日本経済の頭を抑えていた。過去 2 回の景気回復では、過剰感が払拭し切れなかったが、今回の景気回復では過剰感がなくなり、一部で不足感も出ている（図表 11、図表 12）。景気が過熱してくれば、過剰設備や過剰雇用が発生してくる可能性もあるが、収益が好調でも企業のマインドは慎重であり、過剰問題が再び発生して景気回復の障害となるような状況は考えにくい。

図表 11．設備判断 D I（製造業）と設備稼働率の推移



（注）設備判断 D I の直近値は2006年 6 月までの見通し調査
（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表 12．雇用人員判断 D I の推移



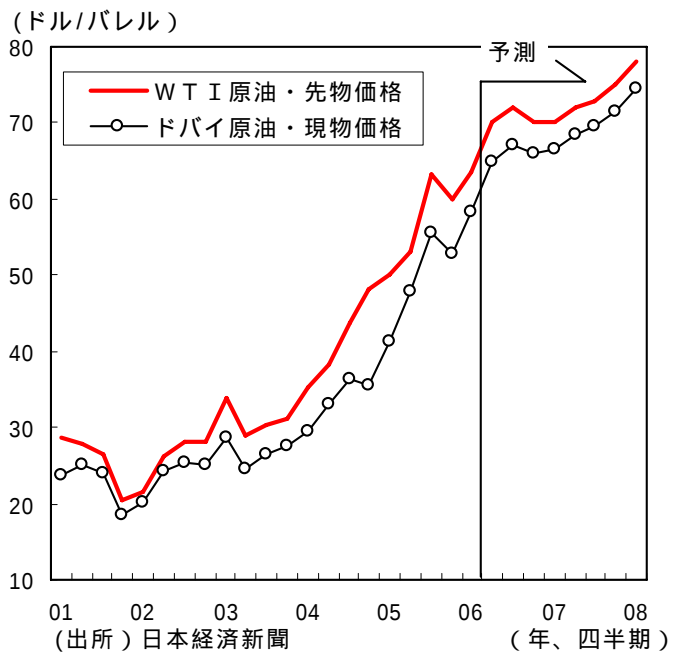
（注）直近値は2006年 6 月までの見通し調査
（出所）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

原油高

原油価格の高騰は、過去において日本や世界の景気後退を引き起こしたことがあった。2002 年以降、史上最高値を更新する勢いで原油価格が上昇してきたが、日本の景気は回復を続けている。第 1 次、第 2 次オイルショックのころに比べると、省エネ技術や代替エネ開発が進んでおり、原油原単位（GDP 一単位を産出するのに必要は原油の量）が低下している。また、為替の円高が進んでおり、円ベースでみた原油価格はその分だけ割安になっている。さらに、第 2 次オイルショック以降は原油産出能力の拡大によって、原油価格は一般価格の上昇に比べて低い水準に維持されてきた。こうした要因が影響して原油価格の上昇に対する経済の抵抗力は増している。

OPEC など産油国も、第 1 次、第 2 次石油ショックのときのような人為的な価格引き上げが世界経済を後退させてしまう危険性は認識しており、原油価格がさらに高騰を続ける可能性はあまり大きくないだろう。当社調査部では、原油価格は高値を更新することがあっても、これまでの急速な上昇は一服すると予測している（図表 13）。

図表 13．原油価格の見通し

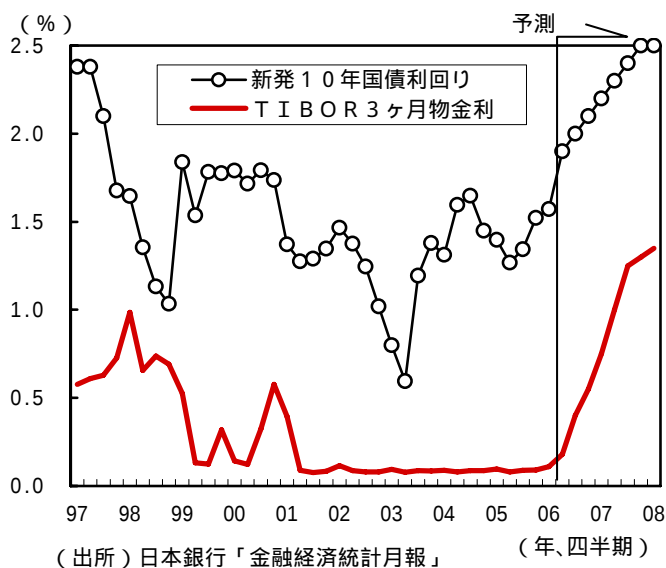


金利の上昇と円高

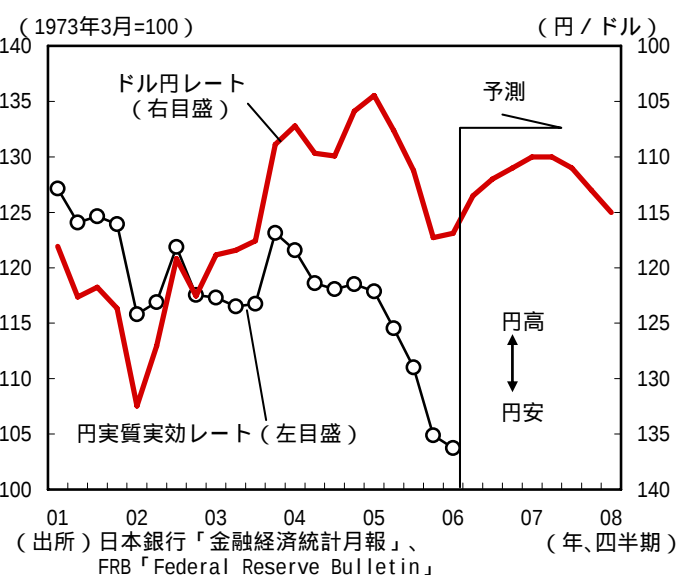
景気の回復に伴って量的緩和政策が解除され、ゼロ金利政策の解除を睨みながら、金利が徐々に上昇してきている。急速な金利上昇が景気の減速要因になるという見方も出てきている。インフレ懸念による世界的な金利上昇、あるいは財政構造の悪化を嫌気した金利上昇が起これば、景気にとってマイナス材料となろうが、景気回復に見合った金利上昇であれば、景気を腰折れさせる要因にはならないだろう（図表 14）。

また、日米金利差を材料にドル高・円安方向で推移した為替が、日米の金融政策を材料にやや円高に振れる局面も出ている。しかし、円はドルや人民元に対しては上昇しているが、ユーロなどその他の通貨に対しては下落している。日本の主要輸出国の通貨に対してインフレ率の差も考慮して計算した円の実質実効為替レートでみると、円は高くなっていない。先ほどもみたように日本の輸出依存度や経常収支黒字の対GDP比率はかなり高い水準であり、円の価値が高すぎるとは評価しにくい。日米の金融政策をめぐる思惑で為替は変動しているが、両国ともに景気回復が続くと予想される。このため、一方向に為替円高が進んでしまうことはなく、景気に悪影響が出てくる可能性は小さいであろう（図表 15）。

図表 14．長短金利の見通し



図表 15．円/ドル見通しと実質実効為替レート



(3) 隠れている景気減速要因

このように、持続的な景気回復への期待が高まっていることには、それなりの理由がある。一方で、景気回復期間が戦後最長になろうとしてくると、さすがにそろそろ景気回復も終わりではないかという懸念が高まってくる。そうした懸念が現実のものとなるような何か隠れた要因はないだろうか。

もちろん、70年代、80年代の石油ショックのように何らかの予測していなかった出来事によって景気が後退してしまうリスクは常にある。今回の景気回復が輸出の拡大にかな

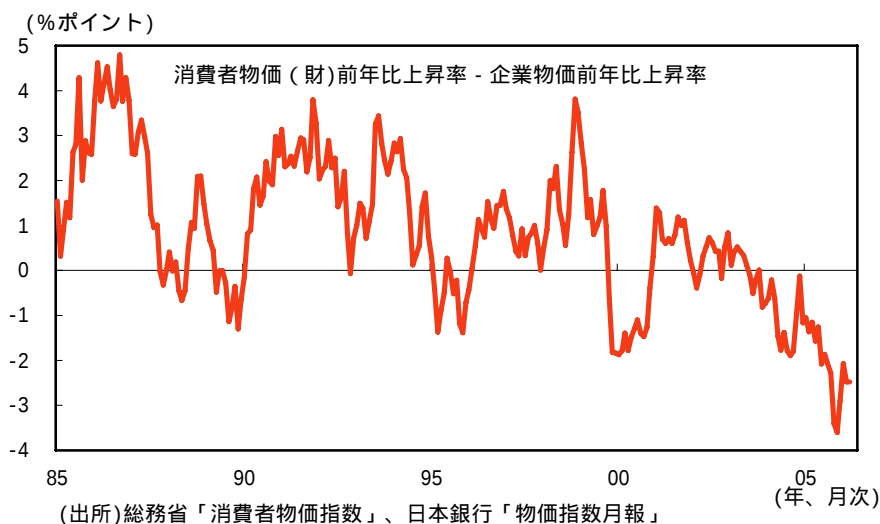
り依存していることを考えると、世界経済の成長を阻害するような出来事に弱いであろう。しかし、そうした外生的ショックだけではなく、安定成長の背後には隠れた景気減速要因がある。

世界的な価格体系の変化

中国など新興工業国の成長は世界の価格体系を変える可能性がある。原材料を製品に加工して輸出する製造業が急速に発展することによって、需要が急拡大する原材料の価格が上昇する一方で、供給が急拡大する工業製品の価格が低下する。新興工業国の成長がこれからも続くとなると、原油など原材料価格の上昇は一時的なものにとどまらず、価格が高止まりする可能性がある。原材料を輸入して製品を輸出してきた日本企業にとって、この「川上のインフレ・川下のデフレ」という新たな価格体系は、マージンを減らして利益を圧迫する要因となる。

図表 16 は、財の消費者物価の上昇率から国内企業物価の上昇率を引いた差を示したものである。この値がプラスであれば、消費段階の物価の方が生産段階の物価よりも上昇している（あるいは、下落していない）ことになるので、企業のマージンが改善していることになる。これをみると、2001 年ごろから企業のマージンが悪化してきていることが分かる。消費者物価の下落が続く一方で、原料価格の上昇を反映しやすい企業物価が上昇してきたからである。

図表 16．消費者物価と企業物価の上昇率格差



幸いにして今のところは、世界需要の拡大が日本からの輸出を増やしており、売上数量の拡大が、マージンの低下を吸収して高水準の利益を可能にしている。しかし、何らかの要因で内外需の伸びが鈍化してくると、隠れていた利益圧迫要因が顕在化してきて、景気を減速させる可能性がある。

デフレ脱却の影響

a. 固定費の増加

デフレの定義は人によってさまざまだが、広い意味でデフレを脱却してきたことが、景気を減速させる要因になりうる。たとえば、雇用・所得環境の改善は、企業にとっては人件費の拡大要因である。数年前までは人件費の圧縮が利益確保の有力な手段であった企業は少なくない。固定費の増加は景気回復の結果ということもできるのだが、それ自体は企業収益を圧迫する要因となりうる。

図表 17 は、支払い金利、人件費、減価償却費が増加した場合に経常利益に与える影響を試算したものである。これら固定費の増加は小幅なものにとどまるであろうが、多少なりとも収益に影響してくる。例えば、人件費は 2005 年に 2 % 程度増加しているが、人件費の 2 % の増加は経常利益を 3.5 兆円減少（2005 年の経常利益比 6.5 % の減少）させることになる。

図表 17. 固定費増加による経常利益への影響試算（単位：兆円、%）

支払金利		人件費		減価償却費	
0.1%上昇	-0.4 (-0.7)	1%増加	-1.7 (-3.2)	固定資産 1 % 増加	-0.4 (-0.8)
0.2%上昇	-0.7 (-1.4)	2%増加	-3.5 (-6.5)	固定資産 2 % 増加	-0.8 (-1.5)
0.3%上昇	-1.1 (-2.1)	3%増加	-5.2 (-9.7)	固定資産 3 % 増加	-1.2 (-2.3)
0.4%上昇	-1.5 (-2.8)	4%増加	-6.9 (-12.9)	固定資産 4 % 増加	-1.6 (-3.0)

（注 1）支払い金利は有利子負債が一定としてストックの借入金利が変動した場合の試算

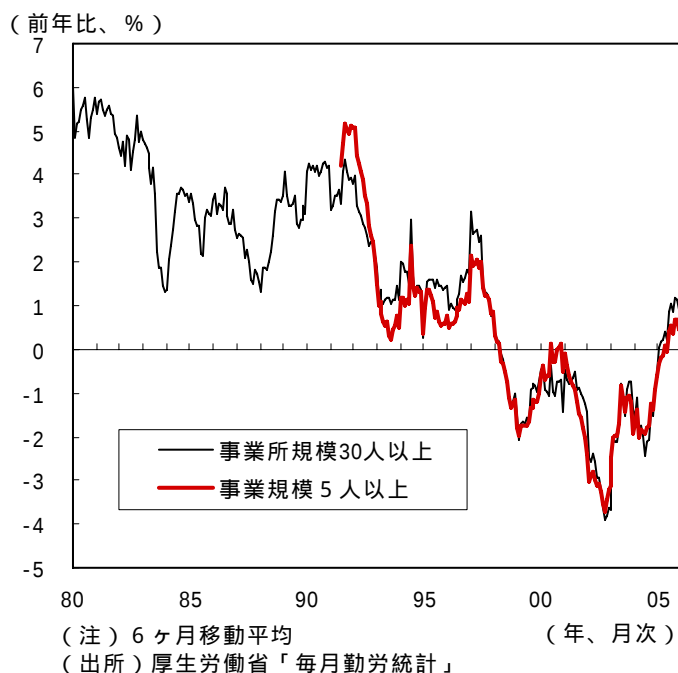
（注 2）減価償却費は償却率は前年と同じとし、固定資産残高が変動した場合の試算

（注 3）（ ）内は 2005 年の経常利益（53.5 兆円）へのマイナス効果（前年比伸び率）

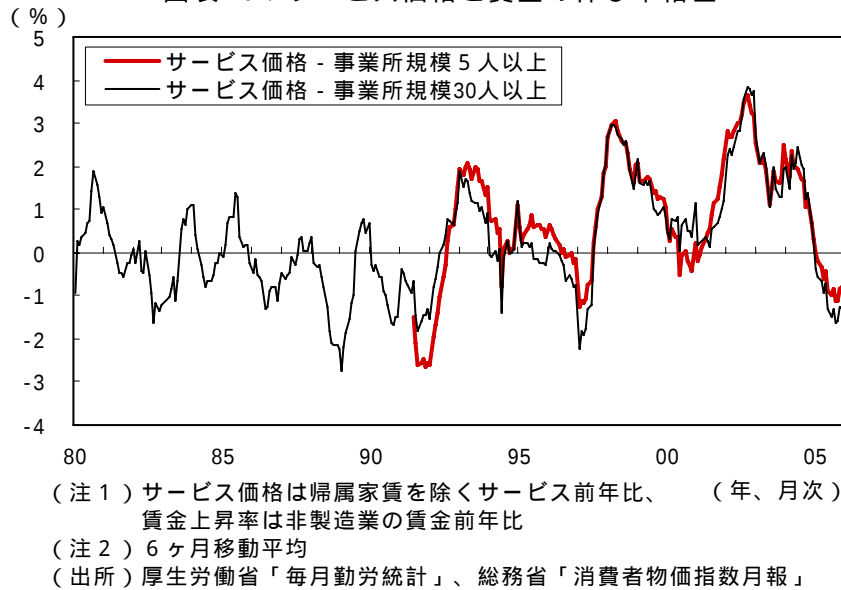
（出所）財務省「法人企業統計」

図表 18. 非製造業の賃金上昇率

人件費（賃金）の上昇は非製造業の収益に特に影響する。非製造業における賃金は 2002 年後半をボトムに下落幅が縮小し、最近は小幅ながらも増加している（図表 18）。図表 19 は、サービス物価の上昇率から非製造業の賃金上昇率を差し引いた差を示したものである。この値のプラス幅が大きければ、非製造業の収益にとってプラス材料と考えることができる。これまでは、賃金の下落が非製造業の収益環境を下支えしていたと考えられるが、賃金が下げ止まり上昇に転じるにつれて、非製造業の収益が圧迫されている。



図表 19．サービス価格と賃金の伸び率格差

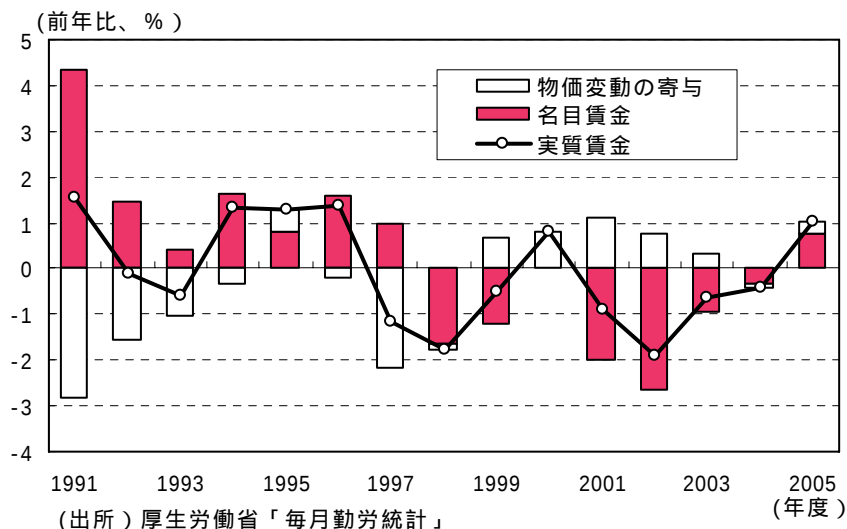


b．実質所得の減少

消費者物価の上昇は家計の実質所得を目減りさせる。景気が良くなっていれば所得も増えているので物価上昇の影響を吸収できるかもしれない。しかし、消費者物価の上昇が、所得の増加を反映した需要の拡大に伴うものではなく、原材料価格の上昇という川上からもたらされたものであれば、消費税率引き上げと同様に需要を減らす効果を持つはずだ。

2005年の名目賃金は景気回復を反映して前年比1%弱増加した(図表20)。しかし、インフレ率が1%程度のプラスになってくれば、実質所得は増えないことになる。デフレの時代は物価の下落が実質賃金を押し上げていたが、これからは、名目賃金の伸びが小幅にとどまる中、マイルドなインフレであっても実質賃金の伸びを抑えてしまう可能性がある。

図表 20．実質賃金とその内訳



世界経済の変調がトリガーになる可能性

景気回復が永遠に続くということではなく、いつかは減速してくる。ただ、景気減速をもたらす要因はこれまでと違って来るだろう。また、世界的な価格体系の変化、固定費の上昇、実質所得の減少という環境変化はすぐに景気を減速させる要因にはならないだろう。少なくとも、世界経済の成長が続き、人件費の拡大や消費者物価の上昇が小幅なものにとどまるならば、景気は緩やかな拡大を続けそうである。

しかし、こうした環境変化はしだいに企業の収益構造に影響してくる。世界経済の成長に伴う輸出の拡大という収益押し上げ要因が変調をきたしてくると、隠れていた景気減速要因が顕在化してくる可能性がある。