

日本経済ウォッチ <2004年12月号>

【目次】

- | | |
|-----------------------------|--------|
| 1. 今月の図表 | p.1 |
| ～ マイナス幅の縮小が続く銀行・信用金庫の貸出残高 ～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～ 減速する景気、下振れする景気判断 ～ | |
| 3. 今月のトピックス | |
| ～ 経済見通し：先行きを決める3つの要素 ～ | p.3～11 |



お問合せ先 調査部（東京）国内経済班

E-mail: tomomichi.akuta@ufji.co.jp

1. 今月のグラフ：マイナス幅の縮小が続く銀行・信用金庫の貸出残高

2002年終わりごろから、国内銀行・信用金庫の貸出残高の減少ペースが鈍化している(図表1)。個人向け貸出が増加を続けているうえ、法人向け(除く金融)貸出の落ち込みが緩やかになっているからである。

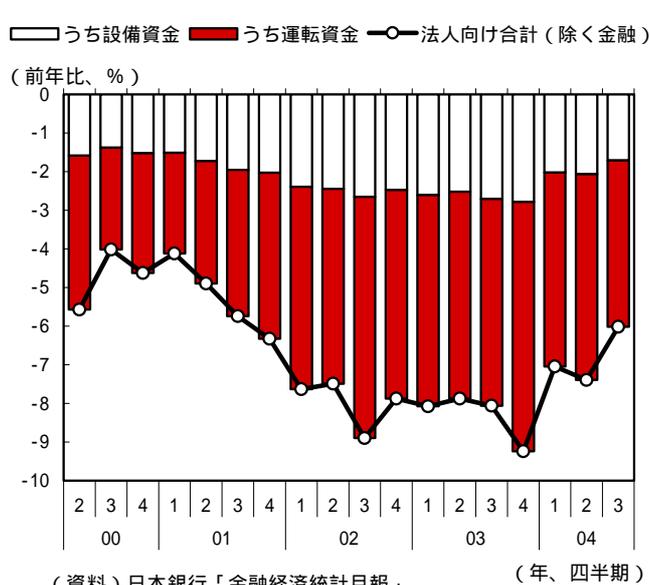
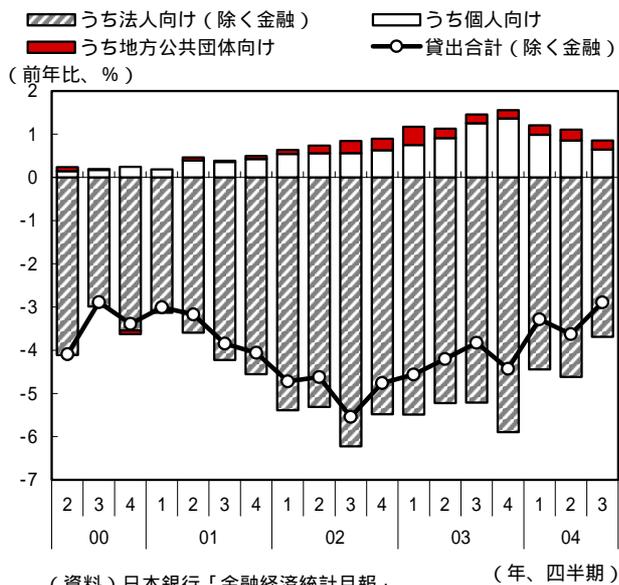
個人向け貸出が増え続けているのは、住宅ローンが堅調に伸びているためである。ただし、この背景には住宅金融公庫が組織改革にともなって新規融資業務を抑制しているという事情もあるようだ。住宅ローン全体の残高は、最近2年はほぼ横ばいで推移しており、住宅金融公庫が従来の貸出制度を維持していれば、国内銀行・信用金庫の個人向け貸出はそれほど増加しなかったとも考えられる。

法人向け貸出残高の落ち込みが緩和してきたのは、2004年に入ってからである。企業はリストラの手を緩めようとはしておらず債務圧縮の動きが続いているが、景気回復の動きにともなって、ある程度の資金需要が出てきていると考えられる。法人向け貸出の内訳をみると、設備投資の活発化によって設備資金向けが、売上高の増加によって運転資金向けが、ともに落ち込み幅が小さくなっている(図表2)。

しかし、今後も貸出減少幅の縮小が続くとは言い切れない。景気が減速し住宅着工件数が減少してくると、住宅ローン全体の伸びも減少に転じる可能性が出てくる。そうなれば、住宅金融公庫分の減少が続いたとしても、国内銀行・信用金庫の住宅ローンの伸びが鈍ってくることになるだろう。また、景気減速を背景に設備投資が抑制され、売上高も減少することになれば、設備資金、運転資金ともに需要が減退することになる。国内銀行・信用金庫の貸出残高が増加に転じるには、まだ時間がかかりそうである。

図表1. 国内銀行・信用金庫の貸出残高(除く金融)

図表2. 国内銀行・信用金庫の法人向け貸出残高(除く金融)



2. 景気概況 ～減速する景気、下振れする景気判断～

過去に遡って景気の実態が変わるということはタイムマシンでもない限りありえないのだが、過去の景気実態の認識が変わることはありうる。先月18日に内閣府は、デフレーターデフレーターの計算方法を固定基準年方式から連鎖方式に変更すると発表した。これは景気実態の認識を変える可能性がある。内閣府が発表した試算値によると、7～9月期の実質GDP成長率は一次速報値で+0.1%であったものが-0.0%ときわめて小幅だがマイナス成長となっており、2003年度の成長率にいたっては+3.2%から+2.0%に1%ポイント以上も下振れしている。

今月8日に、連鎖方式で計算したGDP成長率(7～9月期の二次速報値、2003年度確報)が発表される。これを受けて弊社も含めて民間シンクタンクは経済見通しの見直しを行うであろう。上述の内閣府の試算値から推測すると、改訂される経済見通しでは実質成長率が下方修正される可能性が高い。しかし、下方修正の中身には、連鎖方式移行による影響という技術的な要因に加えて、景気の減速という景気実態そのものの要因も含まれてくる可能性がある。つまり、実質成長率の下方修正が、デフレーターデフレーターの上方修正によるものなのか、名目成長率の下方修正によるものなのか注意が必要である。

そこで、景気実態に注目してみると、景気減速の動きがさらに強まってきている。まず、輸出が頭打ちになっている。10月の輸出は金額ベースでは前年比二桁の伸びを続けているが、数量ベースでは米国、EU、アジア向けともに伸び率が鈍化している。鉄鋼など輸出が好調を続けている分野もあるが、しだいに世界景気減速の影響が出てきているようである。輸出の減速は生産にも影響する。10月の鉱工業生産は、電子部品・デバイス工業や情報通信機械工業を中心に前月比-1.6%と2ヶ月連続で減少した。製造工業生産予測調査によると、11月に増加した後12月には減少が見込まれており、10～12月は2四半期連続で前期比減少する可能性が出てきた。半導体や液晶などデジタル関連分野での在庫積み上がりが生産を下押ししている。

拡大を続けていた設備投資であるが、7～9月期は増加が一服している。また、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は7～9月期に前期比-8.4%と大幅に減少した。10～12月期の内閣府見通しは同+1.8%と小幅な増加が見込まれているが、すでに拡大のピークを過ぎた可能性が高い。設備投資拡大を先導してきたデジタル関連分野の投資は高水準を維持しているが、半導体製造装置の国内向け受注高の伸びが鈍化するなど、この分野の投資もしだいに減速してくるであろう。

個人消費は、GDP統計でみると7～9月期まで堅調な伸びを続けている。しかし、賃金が減少し、所得環境が恵まれない中であって、消費がどこまで堅調さを維持できるのか不安もある。家計調査によると10月の勤労者世帯の実質家計消費支出は2ヶ月連続で前月比減少した。本来安定している個人消費が大きく減少することはないだろうが、2003年度後半から続く高い伸びを維持するのは難しそうである。

3. 今月のトピックス～経済見通し：先行きを決める3つの要素

当社は11月17日に『2005年度経済見通し』を発表した¹。2004年度後半は景気の調整色が強まってくるが、年度を通してみれば、実質GDP成長率は+2.7%と3年連続のプラス成長、また名目成長率は+0.8%と2年連続のプラス成長が見込まれる。

2005年度は前年度からの景気調整局面が続くが、年度後半には持ち直し、実質GDP成長率は+0.6%、名目成長率は-0.8%と予測する。名目では3年ぶりのマイナス成長となるが、実質では4年連続のプラス成長が続く。

今月は、2005年度の経済見通しを考えるうえでポイントとなる 循環的な下押し要素、構造的な押し上げ要素、潜在的な不安要素、という3つの要素について考察してみたい。

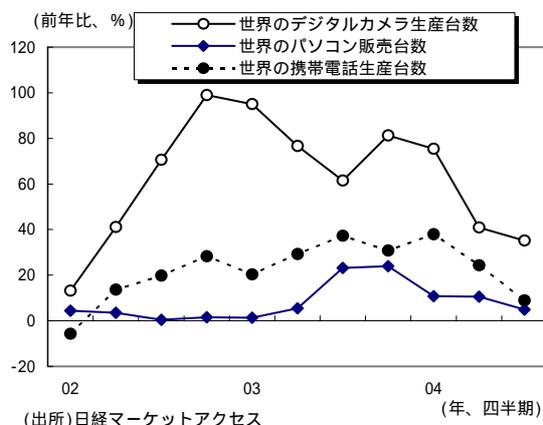
(1) 循環的な下押し要素

デジタル需要の減退

まず、足元の景気減速には、デジタル関連需要の減退という循環的な下押し要素が影響している。これまではデジタル関連製品、さらにそこに使われる半導体や液晶など関連部品に対する需要の拡大が、日本からの輸出、生産、設備投資、個人消費の拡大をもたらし、景気の回復にプラスに寄与してきた。

しかし、こうしたデジタル関連需要の拡大に陰りが出てきている(図表1)。デジタルカメラの生産台数は増加を続けているが、伸び率は鈍化してきている。携帯電話は、南米や東欧などの需要は拡大を続けているが日本では前年水準を下回り、生産拠点である中国では在庫調整が進められているため、世界全体の生産は急速に鈍化している。また、パソ

図表1. デジタル関連製品の動向



図表2. デジタル関連輸出の内訳

	(シェア、%)							
	全商品	最終財			中間財			
		民生用機器	産業用機器		電子部品	電子デバイス	機械部品	
世界	100.0	31.0	13.1	18.0	69.0	13.6	27.8	27.6
アジア11	55.0	8.3	2.4	5.9	46.7	8.6	23.2	14.9
中国	13.1	1.7	0.1	1.5	11.4	2.0	4.8	4.6
香港	10.8	1.7	1.0	0.7	9.1	1.7	5.0	2.4
台湾	6.7	1.5	0.2	1.2	5.2	1.1	2.9	1.3
韓国	8.2	1.6	0.4	1.2	6.7	1.2	3.7	1.8
NAFTA	21.9	10.9	4.9	6.0	10.9	2.8	2.1	6.0
米国	20.2	10.2	4.5	5.7	9.9	2.5	2.0	5.5
カナダ	0.8	0.5	0.3	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1
メキシコ	0.9	0.2	0.1	0.1	0.7	0.2	0.1	0.4
EU25	19.4	9.3	4.5	4.8	10.2	1.9	2.3	5.9
EU15	18.6	9.1	4.4	4.7	9.5	1.7	2.1	5.7
新規加盟国	0.8	0.2	0.1	0.1	0.6	0.2	0.2	0.2

(注1)アジア11は、他にシンガポール、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、ベトナム、インド
2003年10月～2004年9月まで1年間の数値
(注2)電子情報技術産業協会の分類における「電子工業」をベースに作成
(出所)日本関税協会「日本貿易月表」

¹ この見通しは11月12日に発表された7～9月期GDP1次速報(固定基準年方式)に基づくものであり、12月8日に予定されている2次速報(連鎖方式)の発表を受けて経済見通しを改定する予定である。

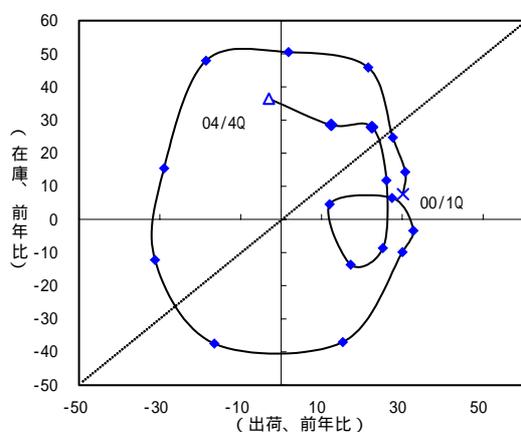
コンは2003年後半に買い換え需要が幾分回復する時期があったが、その後は低調な状態が続いている。DVDレコーダや薄型テレビは、オリンピック前に需要を先食いした反動が出ているようである。

日本のデジタル関連輸出の内訳をみると(図表2)、最終財は3割に過ぎず、7割が電子部品・デバイスなど中間財である。世界のデジタル需要の鈍化は、電子部品・デバイスなど中間財の生産活動に影響してくる。

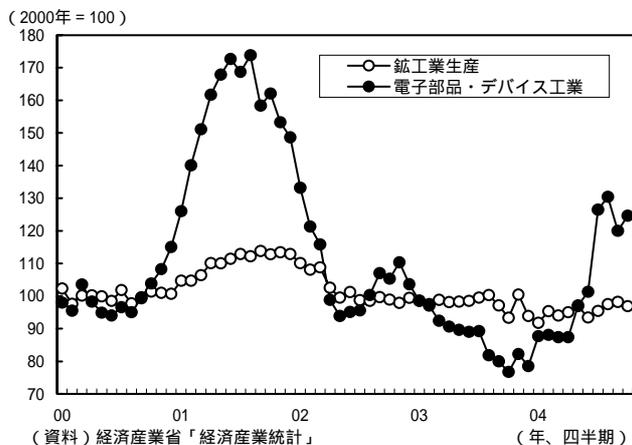
実際、電子部品・デバイス工業では、出荷の伸びが鈍化する一方で在庫が増加しており、在庫循環図でみると判断基準である45度線を上回り、在庫調整局面に入ってきている様子がうかがえる(図表3)。ただし、在庫率(=出荷に対する在庫の比率)をみると、直近で最も高かった8月の水準でもITバブル崩壊後のピークに比べ低い(図表4)。実需を大きく上回る仮需の発生によって大量の在庫を抱えてしまったITバブルのときの経験が学習効果となっており、今回は在庫の積み上がりが抑制されていると考えられる。デジタル分野の調整は2005年中ごろまで続くと見ているが、ITバブルのときのような深い調整にはならないと考える。

図表3 . 電子部品・デバイス工業の在庫循環

図表4 . 在庫率の推移



(注) 四半期データのプロット。2004年第4四半期は10月の数値。
(出所) 経済産業省「経済産業統計」



(資料) 経済産業省「経済産業統計」

(年、四半期)

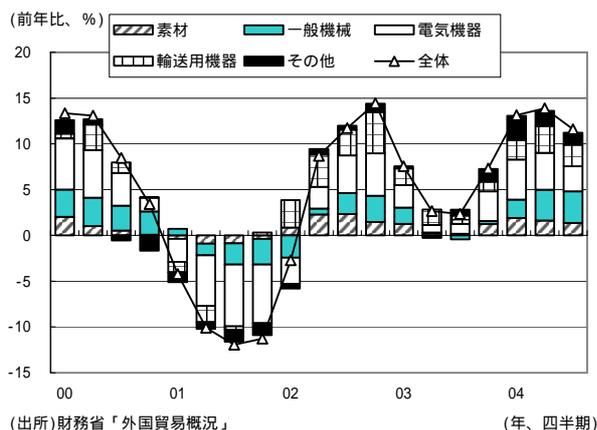
世界景気の減速

デジタル関連需要の動向とも関係してくるが、世界景気の減速も日本景気の下押し要因となる。鉄鋼や化学といった素材製品や自動車・一般機械の輸出が好調なのは世界景気の回復に負うところが大きい(図表5~6)。しかし、大型減税や歴史的な低金利といった政策効果はく落してくると、米国の景気が減速してくる。また、引き締め政策が採られている中国も減速傾向が続くと考えられる。

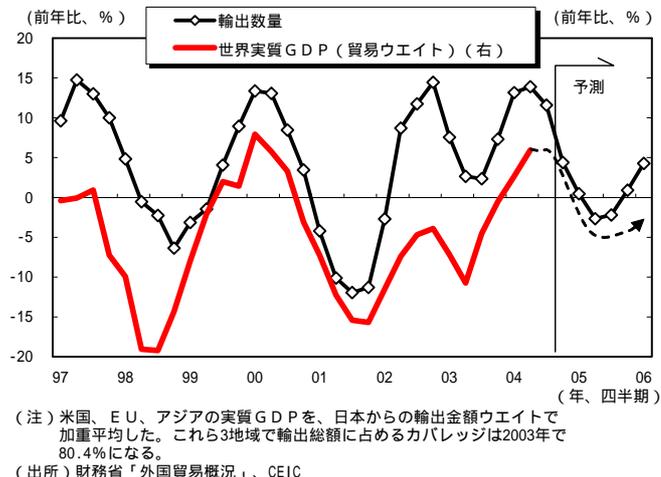
今回の見通しでは、こうした世界景気の減速が、日本からの輸出、国内生産、さらに企

業収益や設備投資に対して下押し材料になると予想した(図表6)。世界景気の減速が予想以上のものになってしまうリスクもある。たとえば、中国経済がハードランディングしてしまうといったことが起こるケースである。その場合、日本の景気が後退局面に入ってくる可能性が高まる。

図表5. 品目別・輸出数量指数の推移



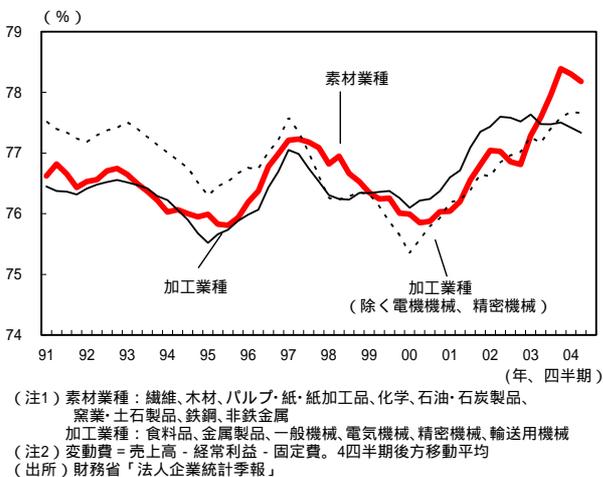
図表6. 世界景気と輸出数量の推移



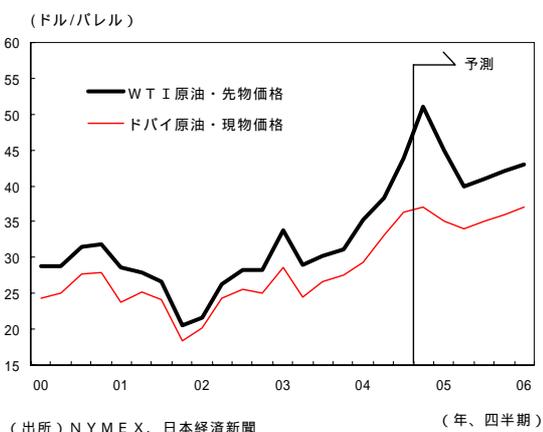
素材市況の上昇

原油をはじめとした素材市況の上昇は、製造業を中心に企業収益の足を引っ張る。実際、原材料などの仕入れ価格の上昇によって、製造業の売上高変動費比率は上昇してきている(図表7)。今回の見通しでは、原油価格の上昇は投機資金により押し上げられた部分もあり、今後はファンダメンタルズを反映して緩やかに下落すると予想しているが(図表8)、高止まりが続いたりさらに高騰する場合には、企業収益を悪化させる要因になる。

図表7. 各業種の売上高変動費比率の推移



図表8. 原油価格の見通し



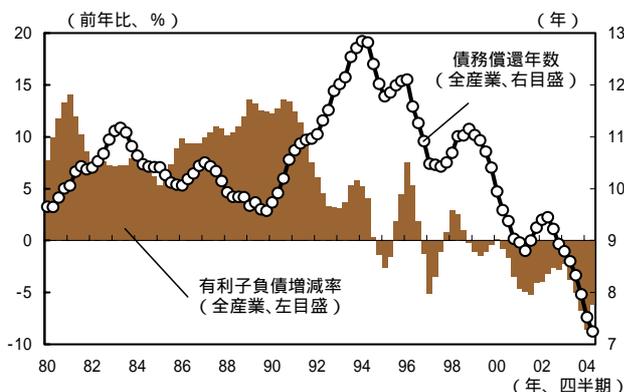
(2) 構造的な押し上げ要素

循環的な下押し要素が働いている一方で構造的な押し上げ要素もある。企業の財務体質や収益力が向上していること、あるいは過剰問題の解決に目途がつつあることである。

企業の財務体質が向上

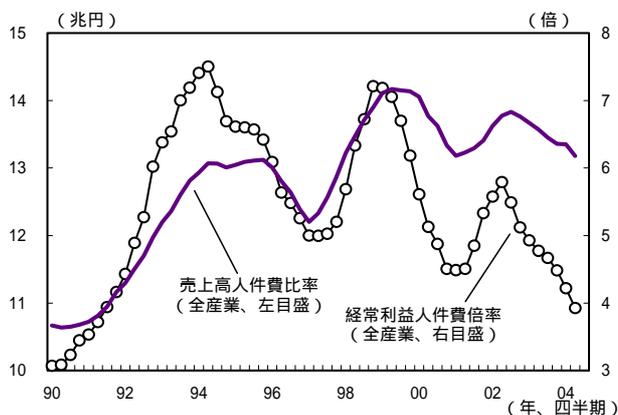
企業の人件費圧縮、加えて過剰な設備や債務の削減により、低収益性やバブル崩壊後のバランスシート調整という構造問題に目処がつつある。まず、企業は有利子負債の圧縮を続けており、債務償還年数はピーク時には13年ほどであったものが、足元では7年にまで短縮されている(図表9)。また、人件費負担の抑制によって、売上高人件費比率も99年のピーク時に比べ1%ポイント低下し、経常利益に対する倍率は90年代はじめの水

図表9. 企業の債務償還年数と有利子負債増減率



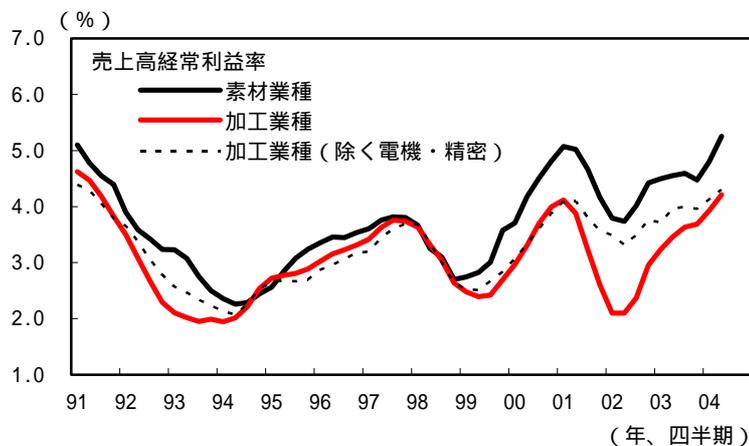
(注) 債務償還年数 = (長短期借入金 + 社債 + 手形割引)の4四半期移動平均 ÷ キャッシュフローの4四半期移動平均の年率換算値 × 100
 キャッシュフロー = 経常利益 × (1 - 法人実効税率) + 減価償却費
 (資料) 財務省「法人企業統計」

図表10. 売上高人件費比率と経常利益人件費倍率



(注) 経常利益人件費倍率とは人件費 ÷ 経常利益で、1単位の利益を得るために何倍の人件費を投入したかを示す
 (出所) 財務省「法人企業統計」

図表11. 売上高経常利益率の推移



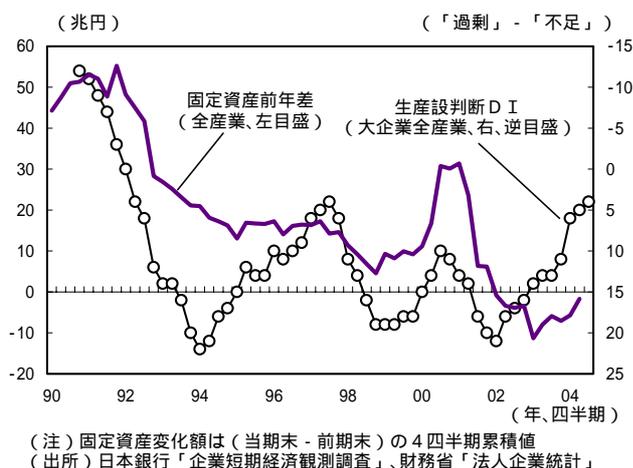
(注1) 素材業種: 繊維、木材、パルプ・紙・紙加工品、化学、石油・石炭製品、窯業・土石製品、鉄鋼、非鉄金属
 加工業種: 食品、金属製品、一般機械、電気機械、精密機械、輸送用機械
 (注2) 4四半期後方移動平均
 (出所) 財務省「法人企業統計季報」

準にまで低下している（図表 10）。この結果、企業の財務体質は改善され、以前に比べて高い利益水準を維持できるようになってきている。実際、先に述べたように売上高変動費比率が上昇する中でも（図表 7）、利益率は改善を続けている（図表 11）。

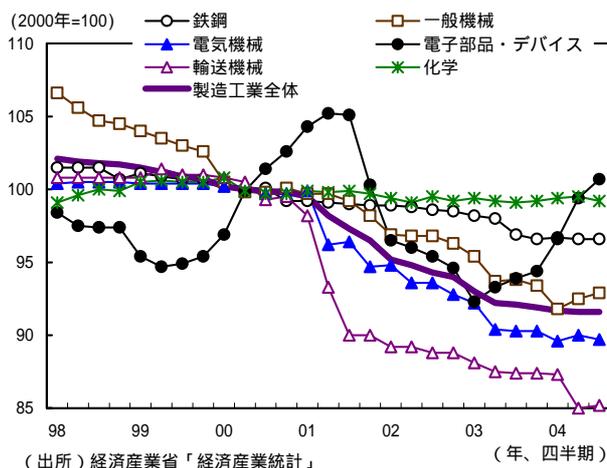
過剰問題に解消の動き

企業の財務体質の改善に伴って、過剰問題も解消してきている。企業の設備過剰感は薄らいできており、全体として企業の資産圧縮の動きも一巡しつつある（図表 12）。また、電子・デバイスや一般機械のように生産能力を拡大する動きも出てきている（図表 13）。過剰設備の解消が進んでいるので、景気の減速局面で設備投資が減少してもこれまでのような大幅な減少にはならないと思われる。また、雇用面でも、企業の過剰感は解消してきており、これに伴って雇用者数も増加してきている（図表 14）。

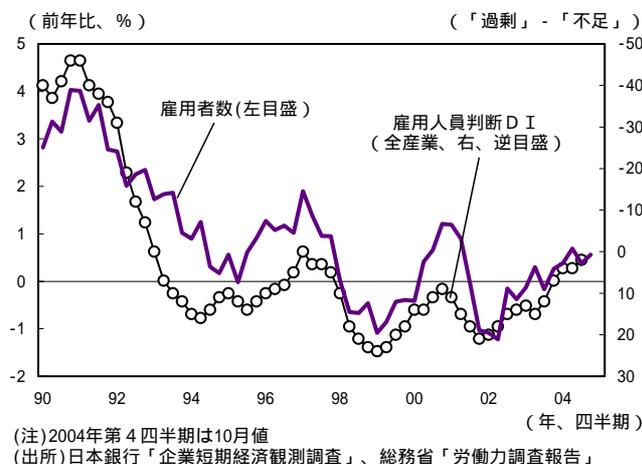
図表 12．企業の固定資産と
生産設備判断D Iの推移



図表 13．製造業の生産能力指数の推移



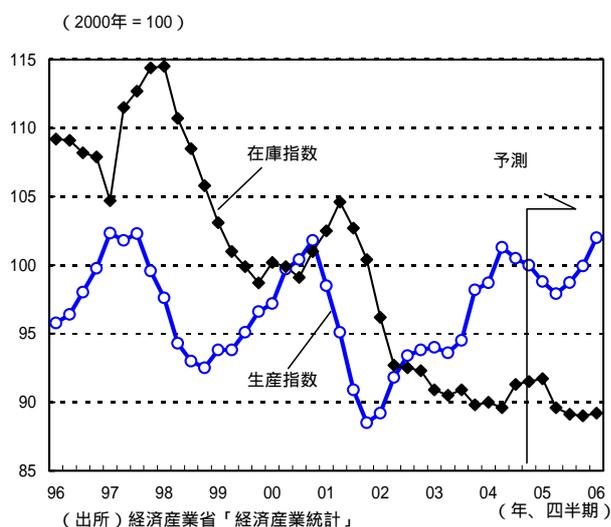
図表 14．雇用者数と雇用人員判断D I



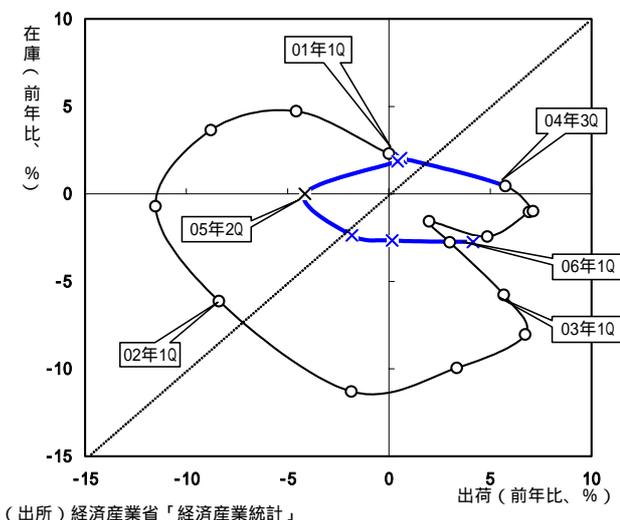
デジタル関連分野や輸出が減速しても、その他の分野が堅調な活動を維持するならば、ある程度の成長率は達成できると考えられる。その場合、足元の景気減速はそれほど深いものにならない。本見通しでは、循環的な下押し要素が景気を減速させるものの、企業体力の向上という構造的な押し上げ要素が働いて、景気の減速はそれほど深刻にならないと考えた。

生産活動の落ち込みは、97～98年や2000～2001年の時に比べ、小幅にとどまると予測している（図表15）。また、電子部品の一部などで在庫の積み上がりがみられるものの、全体としてみれば在庫水準は低い（図表15）。景気の調整局面で起こる在庫調整の規模も大きなものにはならず、在庫循環図でみると小さな回り方になるであろう（図表16）。

図表15．鋳工業生産指数と在庫指数の推移



図表16．在庫循環図（鋳工業全体）

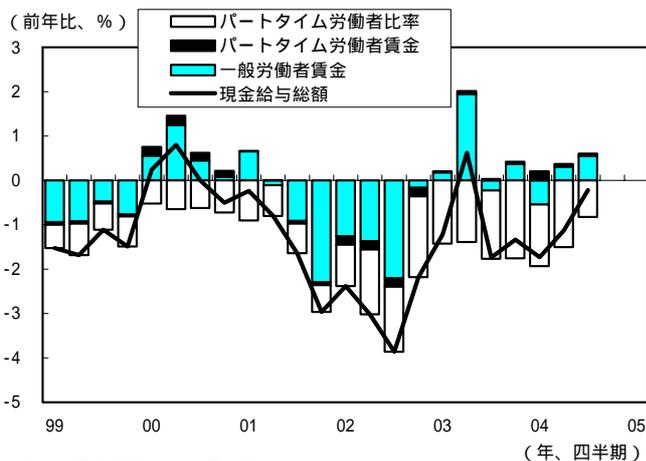


(3) 潜在的な不安要素

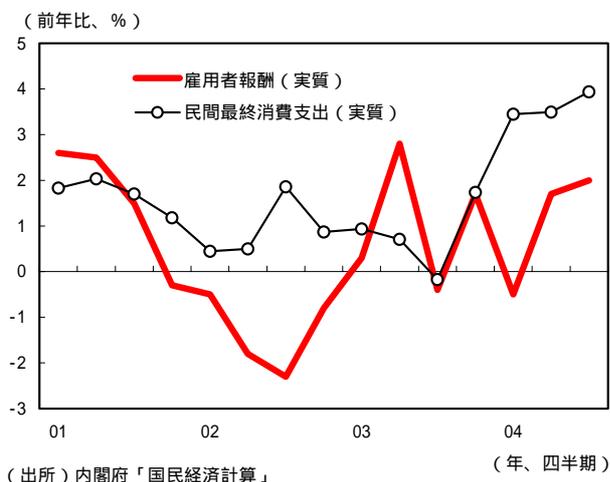
構造的な押し上げ要素が働くようになっているので、以前のように景気が腰折れしてしまう不安感は後退していると考えられる。実際、日本経済は最悪期を脱したという安心感も手伝って、個人消費や住宅投資は底堅さを維持しながら景気を下支えしている。しかし、企業の収益力向上は、景気の構造的な押し上げ要素となっているものの、これまでのように企業収益の改善が個人所得の増加に結びついてこない。企業の人件費抑制姿勢が強いからである。

雇用者数は増加に転じているものの、企業は1人あたりの賃金を抑制することによって、人件費全体を抑制している(図表17)。このため個人所得の大部分を占める雇用者報酬の伸びはなかなか高まってこない(図表18)。

図表17. 1人あたり現金給与総額の推移と要因分解



図表18. 雇用者報酬と民間最終消費の推移



個人所得の伸び悩みは景気にとって潜在的な不安要素となっている。見方によっては、構造的な押し上げ要素となっている企業の体質改善が、個人所得の伸び悩みという潜在的な不安要素をもたらしているとも考えられる。所得の伸び悩みが続くもとで消費の拡大がいつまで続くのか、不安が残る(図表18)。所得のうち消費に回る割合を示す消費性向は、1980年前半の80%台半ばから緩やかな上昇を続けていたが、2000年以降は上昇ペースが速まり、足元では90%台半ばにまで高まってきている(図表19)。消費性向がどこまでも上昇するわけではないとすれば、いずれ消費の伸びは所得の伸びと同程度かそれ以下になるときがあるはずである。

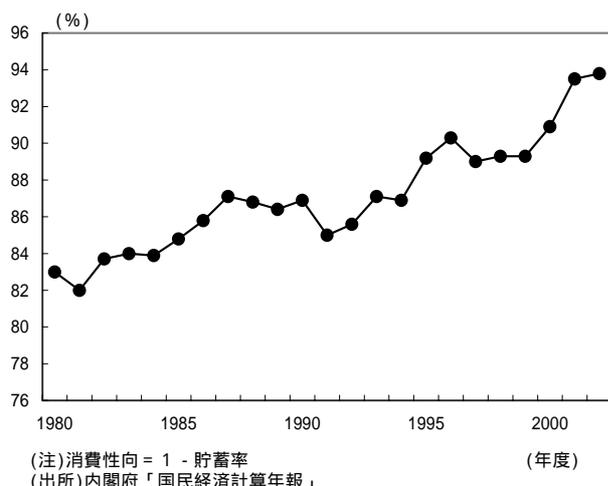
今回の見通しでは、個人消費は、今後も、底堅さを維持すると見込んでいる。今のところ、貯蓄を取り崩す高齢者人口の拡大、および消費水準を維持するための貯蓄の取り崩しが、消費性向を高めているからである。試算によると1980年代から2002年までの人口高

高齢化は、消費性向を5%ポイント弱押し上げたとみられる(図表20)。高齢化要因による消費性向の上昇は、それまでに蓄えてきた貯蓄を老後の生活のために取り崩すようになったということであり、いわば自然な動きである。

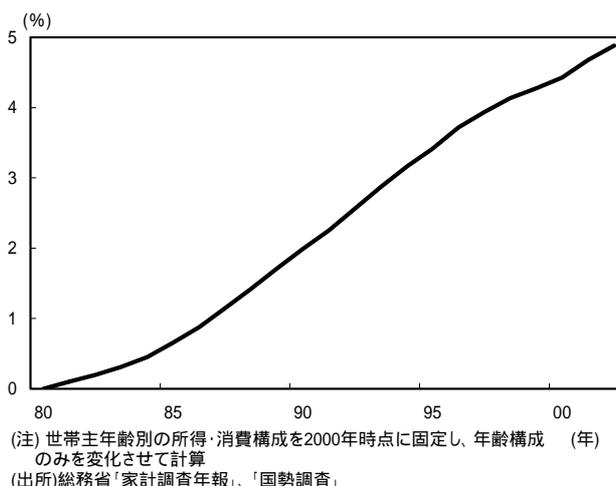
しかし、高齢化要因だけでは足元の消費性向の上昇を説明できない。勤労者世帯の家計収支を分析すると、生活必需的な基礎的消費の所得に対する比率が上昇していることが消費性向を押し上げていることが分かる(図表21)。勤労者世帯では、老後に必要な貯蓄を積み増すこともできずに、給料のほとんどが日々の生活費に回される傾向が強まっていると考えられる。

そうだとすれば、今後、所得が回復しても、所得が増えた分はこれまでに不足している貯蓄や借金返済に回され、消費はなかなか伸びが高まってこない可能性がある。また、景気の減速や雇用情勢の悪化を契機にした消費者マインドの悪化により、個人消費が腰折れしてしまうリスクもある。

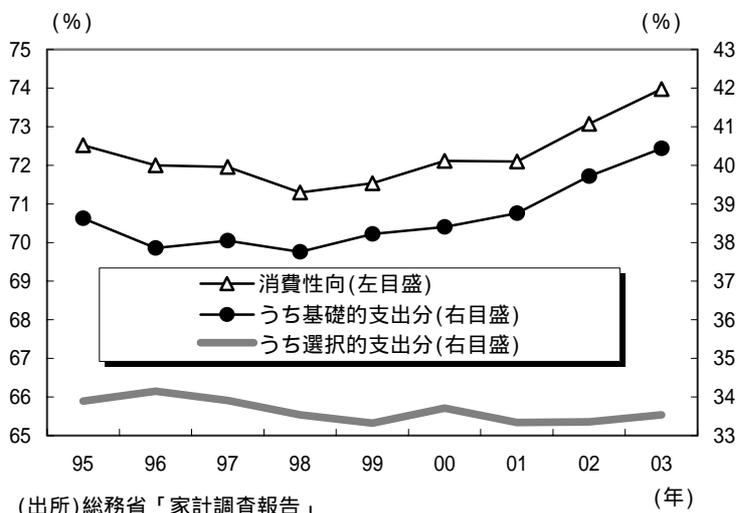
図表19. 家計の消費性向の推移



図表20. 高齢化による消費性向押し上げ効果 (1980年起点)



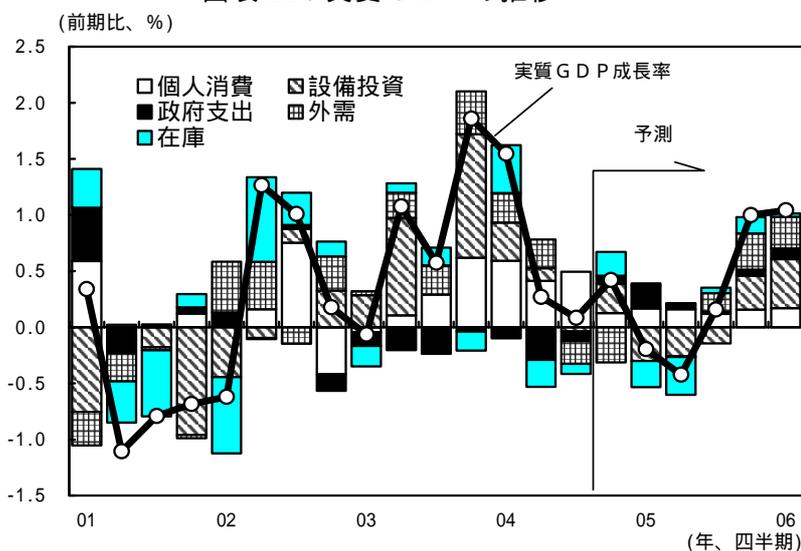
図表21. 勤労者世帯の消費性向



以上3つの要素を考え合わせると、日本経済は、循環的な下押し要素が働いて、輸出、生産、さらに設備投資が減少し、しばらく減速を続けるであろう(図表22)。しかし、構造的な押し上げ要素が効いているので、企業部門の活動、中でも設備投資の調整はそれほど深いものにならないと見込まれる。このため、2005年後半になると、世界景気の持ち直しとともに日本の景気も再加速してくるであろう。この間、個人消費は緩やかに増加すると予想される。個人消費をはじめとする家計の経済活動には、潜在的な不安要素が残るので力強い回復は見込めない。しかし、日本経済は最悪期を脱したという安心感もあって、消費はしばらく底堅さを維持するであろう。

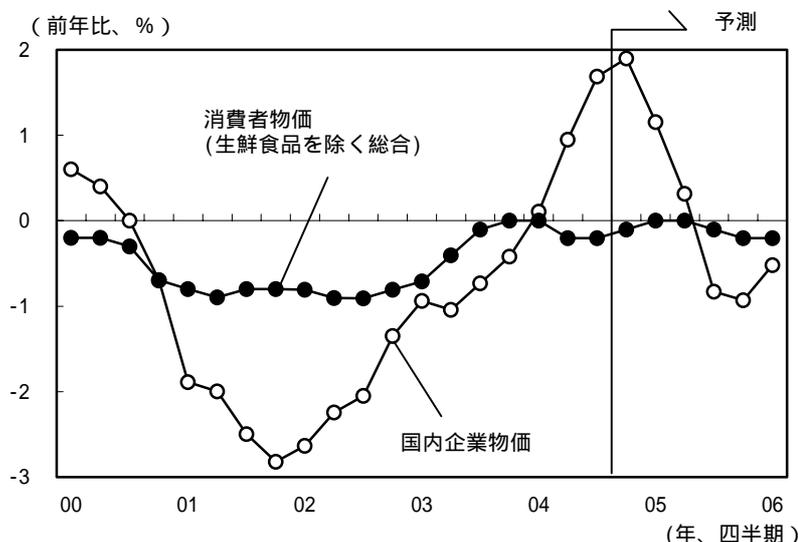
物価は、景気回復と一次産品の上昇を受けて、デフレ圧力が後退しているが、2005年度には景気減速を受けてマイナス幅がやや拡大するであろう(図表23)。

図表22. 実質GDPの推移



(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

図表23. 物価の推移



(出所) 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」