

日本経済ウォッチ <2007年12月号>

【目次】

- | | |
|-------------------------|-------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～季節調整済み指数でみた消費者物価のトレンド～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～インフレに良いも悪いもない～ | |
| 3. 今月のトピック | p.3～9 |
| ～2008年の日本経済：四つの懸念を検証する～ | |
| (1) サブプライムローン問題 | |
| (2) 原油価格の高騰 | |
| (3) 改正建築基準法の施行 | |
| (4) 雇用環境における変調 | |



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
鈴木 (E Mail: akihiko.suzuki@murc.jp)

1. 今月のグラフ ～ 季節調整済み指数でみた消費者物価のトレンド

10月の全国の消費者物価は、総合指数で前年同月比+0.3%、生鮮食品を除く総合では同+0.1%と、横ばいであった月を除くと10ヶ月ぶりの上昇となった。しかし、食料（酒類を除く）とエネルギーを除く総合では同-0.3%と51ヶ月連続で下落が続いており、デフレが続いているという論拠の一つになっている。

ただ、消費者が実際に接している物価に近いのは総合指数で示される物価であり、食品とエネルギーを除いた物価ではない。生鮮食品、あるいは食料・エネルギーを除くのは、価格変動が大きく物価のトレンドを見る上でふさわしくないからだが、そうであれば、これらを除いた物価は前年比でなく、季節調整済みのトレンドで見るべきだろう。

季節調整済みの消費者物価指数の動きを見ると、総合指数は生鮮食品の変動に影響されており物価の基調を読むのにふさわしくなさそうだ（図表1）。これに対して、生鮮食品を除く総合と食料・エネルギーを除く総合はどちらも短期の変動は小さいのだが、前者がここ数年横ばい基調であるのに対して、後者は下落基調を続けている。

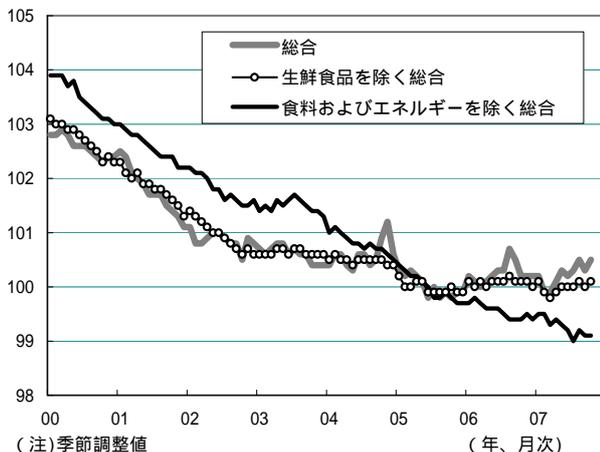
そこで、消費者物価をサービス、食料・エネルギー（除く生鮮食品）、食料・エネルギーを除く財の三つに分けてその推移を見た（図表2）。まず、消費者物価の5割強を占めるサービスの価格は賃金が伸びていないこともあってほとんど変動していない。一方、財の中でも食料・エネルギーを除く品目では価格の低下傾向が続いている。衣料品や家電製品が含まれてくるが、特に後者は品質の向上を価格の下落とみなすヘドニック法の採用が物価下落トレンドを加速させている可能性がある。

これに対して、食料・エネルギー価格はここ数年上昇傾向が続いている。変動の大きな品目の一時的な上昇というより、世界的な商品市況の高騰による上昇トレンドへの変化が起きているようだ。消費者物価の17%を占める食料・エネルギーを除く財価格の低下トレンドと同様に、28%を占める食料・エネルギー価格の上昇トレンドも無視できない。

（鈴木 明彦）

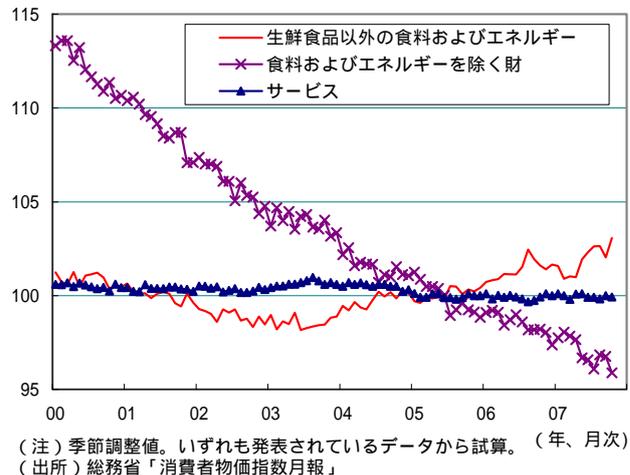
図表1 消費者物価指数の推移

（2005年=100）



図表2 財別にみた消費者物価指数の推移

（2005年=100）



2. 景気概況 ~ インフレに良いも悪いもない

景気の先行き懸念が強まっているが、最近発表された指標はそれほど悪い内容ばかりではない。まず、10月の輸出は、米国向けが前年割れを続けたもののアジア、EU、さらに中東など資源国向けが好調であり、全体では前年比+13.8%と二桁増のペースに戻った。また、同月の鉱工業生産は電子部品・デバイス、一般機械、輸送機械を中心に前月比+1.6%と再び増加した。製造工業生産予測調査では一進一退が見込まれているが(11月-1.7%、12月+3.2%)、今年はじめから続いた踊り場を脱し、高水準での推移が見込まれている。

特殊要因も影響して悪化が続いていた一部の指標は引き続き悪いものの、やや落ち着きを見せている。改正建築基準法が施行されてから急減している新設住宅着工件数は、10月も前年比-35.0%と引き続き大幅に減少しているが、持家や戸建分譲は改正前のトレンド近くに持ち直してきている。また、7~9月期の法人企業統計では、原油価格の上昇などが影響し製造業を中心に収益環境が厳しくなり、全体で21四半期ぶりに経常利益が前年比減少した。しかし、サンプルの入れ替えも影響して4~6月期に大幅に減少していた設備投資は7~9月期は再び増加した。

就業者数は直近ピークの4月から9月まで5ヶ月連続で合計66万人も減少して先行きが懸念されたが、10月は前月より17万人増加しひとまず減少に歯止めがかかった。また、昨年秋以降、低下傾向が強まっていた一人当たり賃金は、10月は前年比0.0%と横ばいを維持した。賃金の中核となる所定内給与はまだ減少が続いており、賃金環境は依然として厳しいものの、やや持ち直しの兆しが出ている。

10月の全世帯の実質消費支出は前月比+0.1%とほぼ横ばいであったが、7~9月の平均水準は上回っており、消費の緩やかな増加を示唆している。また、乗用車販売台数(除く軽自動車)は、登録日が前年同月より多いことも影響しているが、ニューモデル投入効果が出て2ヶ月連続で前年比増加している。

消費者物価指数が10ヶ月ぶりに前年比上昇した。ただ、これは個人の所得が増えていないのに、原油をはじめとする原材料価格の上昇が影響した「悪いインフレ」であるという評価もなされているようだ。しかし、インフレに良いも悪いもないのではないか。原材料価格の上昇はそれを輸入したときに資源国への所得移転をもたらす、あとはそれを企業が負担するのか家計が負担するのかという問題だ。価格転嫁が進んで家計が負担するようになったらそれは悪いインフレということではない。また、所得が上昇していないのに物価が上がることは家計にとって負担増であることは間違いがないが、それは所得の伸び悩みが問題であって、インフレが良いか悪いかという問題ではない。インフレもデフレも変化率が大きくなると経済に悪影響を及ぼすが、コンマ以下の変化であれば、どちらも物価安定の範疇であり、経済に及ぼす影響も限定的と考えられる。良いか悪いかではなく、上昇幅が拡大するかしらないかが問題だ。

(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ~ 2008年の日本経済：四つの懸念を検証する

景気は緩やかに拡大している。今年7~9月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比+0.6%(年率+2.6%)と、4~6月期のマイナス成長からプラス成長に戻った。この結果を受けて11月15日に発表した「2007/2008年度経済見通し(2007年11月)」では、2007年度の実質成長率を+1.7%、2008年度を+2.2%と一時的な減速はあるものの、2%程度の緩やかな景気拡大が続くと予想した。

ただ、米国のサブプライムローン問題をはじめとして景気の先行きに対する懸念が急速に膨らんでおり、景気拡大が続くというシナリオに対しては懐疑的な見方も強まっている。今月は、2008年の日本経済を考える上でポイントとなる四つの懸念について検証してみる。

(1) サブプライムローン問題

景気の先行きに対する懸念の中で最も注目を集めているのが、米国のサブプライムローン(信用力の高くない人に対する住宅ローン)問題である。サブプライムローンの延滞率の上昇が、住宅ローン担保証券(RMBS)や合成担保証券(CDO)といった関連する金融商品の価値を下落させ、世界の金融機関が巨額の損失を計上している。結果として、世界の株価が急落するなど金融市場が混乱し、世界景気の先行きに対する不安を掻き立てている。

日本の金融機関も少なからぬ損を計上しているが、欧米の金融機関に比べると限定的なようだ。おそらく、サブプライムローン問題が、日本経済に影響を与える経路は、米国経済、さらには世界経済が減速することによって日本経済も悪影響を受けるという間接的なものになるだろう。

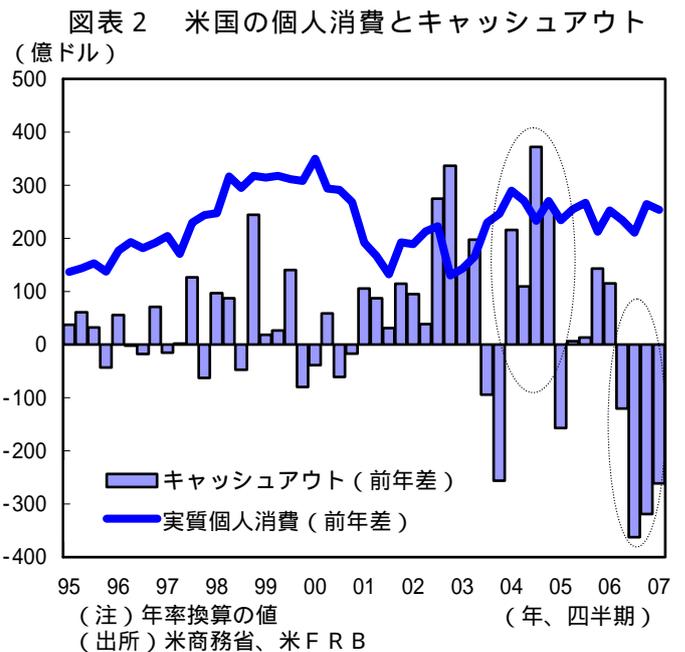
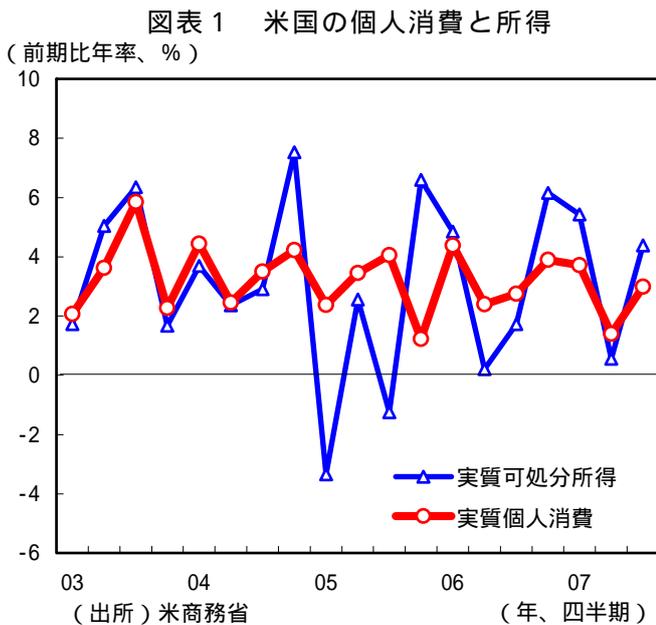
ところが、金融市場と実体経済との関係はなかなか理解するのが難しい。概念的には金融市場から実体経済に影響及ぼすルートがいくつか挙げられているが、いずれも明確な関係が見出せるわけではない。金融市場の混乱は必然的に実体経済に悪影響を及ぼすという前提で米国経済の先行き懸念が先行しているようだが、実際にはどのように理解したらよいただろうか。

逆資産効果で個人消費が減少する？

住宅や株式など個人が保有する資産価値が増えるとそれが消費の増加につながるというのが資産効果であり、資産価値が減少してくればその効果が逆回転し消費を減らしてしまうというのが逆資産効果である。もっとも、資産効果はどの程度消費に影響していたのか定まった答えがあるわけではない。OECDの試算によると、住宅資産が1%変化したときの個人消費の変化率は米国において0.05%である。0.01%の日本よりは大きい消費

を大きく変動させるものではない。資産価値が上がったときと下がったときでは消費に与える影響度が異なってくるかもしれないが、仮にこの変化率を適用すれば住宅価格が1年間で10%下落したとしても消費の減少は0.5%程度と試算できる。実際、米国の個人消費の変化率を見ると安定しており、資産価値の変動によって大きく影響を受けているようには見えない(図表1)。

米国における資産効果は大きいという認識は、グリンズパン前FRB議長が2005年に行った試算が影響している。試算によると、ホームエクイティローンによる借り入れ、住宅の売却益、低金利の住宅ローンへの借り換えなど、住宅資産の拡大を背景に消費者が手にしたお金(キャッシュアウト)は2004年1年間で6千億ドルに上り、このお金が個人消費の増加に寄与したということだ。しかし、すでに昨年(2004年)からキャッシュアウトの金額は減少に転じているが、それでも個人消費は増加を続けている(図表2)。資産効果による個人消費の増加がそれほど大きくないとすると、逆資産効果による消費の減少も懸念されるほどではないとも考えられる。



信用収縮が広がるのか？

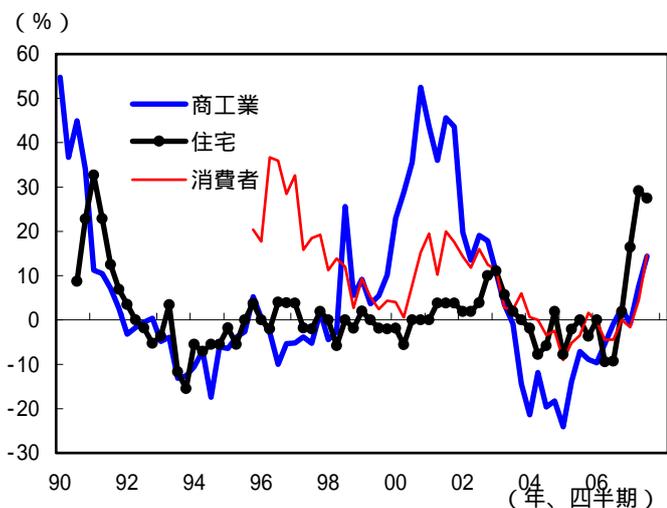
住宅ローンの延滞率が上昇し、関連金融資産の価格下落による多額の損失も発生して、金融機関の貸出態度が慎重になっている。特に住宅ローンや消費者ローンで金融機関の貸出態度が厳しくなっている(図表3)。また、企業向け貸出の中でも企業買収のための貸出などに慎重な姿勢が広がっているようだ。

銀行に限らず資金の出し手の慎重な姿勢が貸出市場や社債市場に広がってくると、必要なお金がまわらなくなり、経済成長が阻害されてくる。これが信用収縮であるが、そうした状況には至っていない。商工業貸出においても金融機関の貸出態度が厳しくなっ

ているが、過去に比べて貸出態度が非常に厳しいというわけではなく、ITブームが崩壊した2001年ごろの貸出態度の方が厳しかった(図表3)。

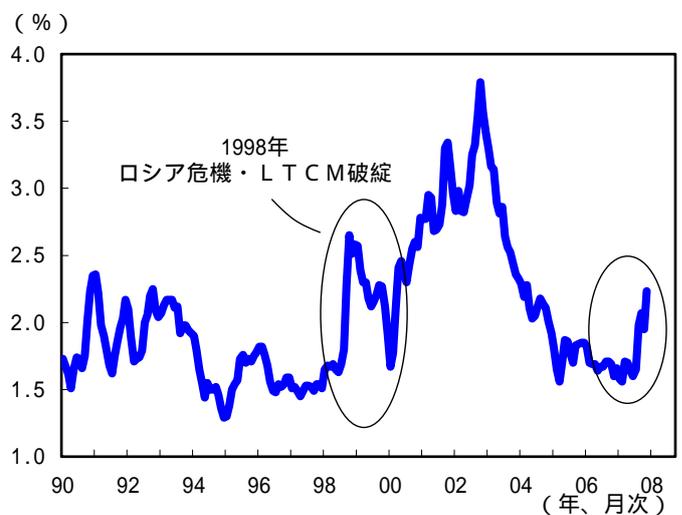
また、資金調達の厳しさを探るために社債(BBB格)利回りと10年物国債の利回りの差(信用スプレッド)の推移を見ると、たしかにサブプライムローン問題が表面化して以降スプレッドが広がってきている(図表4)。しかし、過去の広がり具合と比べるとまだ小幅であり、社債市場全体で資金調達が難しくなっているという状況ではない。信用収縮の広がりによってお金の巡りが悪くなり、設備投資をはじめとして企業の経済活動全般が大きく阻害される状況は回避されている。

図表3 金融機関の融資姿勢の変化



(注)「厳しくした」と回答した金融機関割合-「緩和した」割合。
住宅はプライム・非プライムのDIを融資額で加重平均、
商工業は大・中小企業のDIを単純平均、
消費者はクレジットカード・その他のDIを単純平均。
(出所)FRB

図表4 信用スプレッドの推移



(注)社債利回り(BBB格)-10年物米国債利回り
(出所)米FRB

ドルの信認は低下しているのか？

サブプライムローン問題が経済に与える影響としては、これまで見てきた逆資産効果による個人消費への影響と、信用収縮による設備投資などへの影響に加えて、ドルの暴落が米国経済に大きなダメージを与える可能性も指摘されている。米FRBは、サブプライムローン問題による金融市場の機能低下を未然に防ぎ、同時に今後の景気減速の可能性に備えるために、政策金利である公定歩合やFF(フェデラルファンド)レートを引き下げている。米国経済に対する先行き懸念と金融緩和が相俟ってドルの先安観測が強まっており、実際にドルは下落している。

こうした動きが、ドルに対する信認低下や米国からの資金流出を招くと問題が深刻になってくる。ここ数年の世界経済の堅調な拡大は、個人消費や設備投資を中心に米国経済が順調に拡大し、その需要の増加を満たすべく米国以外の国や地域からの輸出が拡大し、それによって得られた所得が債券や株式の購入を通して再び米国に流入してくることによ

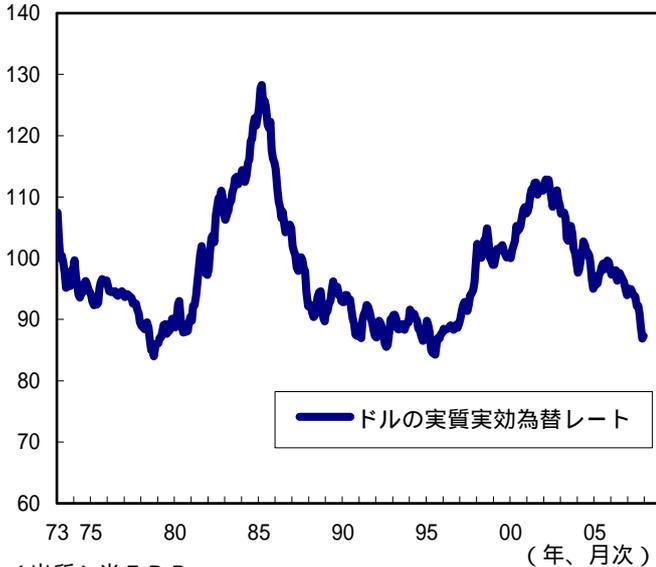
て成り立っていた。その前提となるのが、米国やドル資産に対する信認であり、強いドル政策である。

ドルの実質実効為替レートは下落トレンドを続け、ルービン財務長官のもとで強いドル政策が始まったと考えられる90年代半ばの水準に戻っている（図表5）。このため、強いドル政策はすでに終わっているとの見方も一部に出てきているが、米国が強いドル政策を放棄するというのは現実的でない。

実質実効為替レートでみたドルの下落は、米国の主要な取引相手であるカナダとEUの通貨に対する下落が影響している（図表6）。ユーロは各国の外貨準備として活用されるなど、基軸通貨としての機能を持つようになってきている。そして、資源国通貨であるカナダドルは資源価格の高騰を背景に上昇している。強いドル政策とは、ドルの価値を上げる政策ではなく、ドルに対する高い信認を維持する政策である。ユーロやカナダドルがそれぞれの理由で上昇した結果として相対的にドルの価値が低下しても、ドルが信認を失って暴落したということにはならない。ユーロとカナダドルを除いたベースでドルの実質価値を見ると下落はしているが、そのペースは緩やかである。

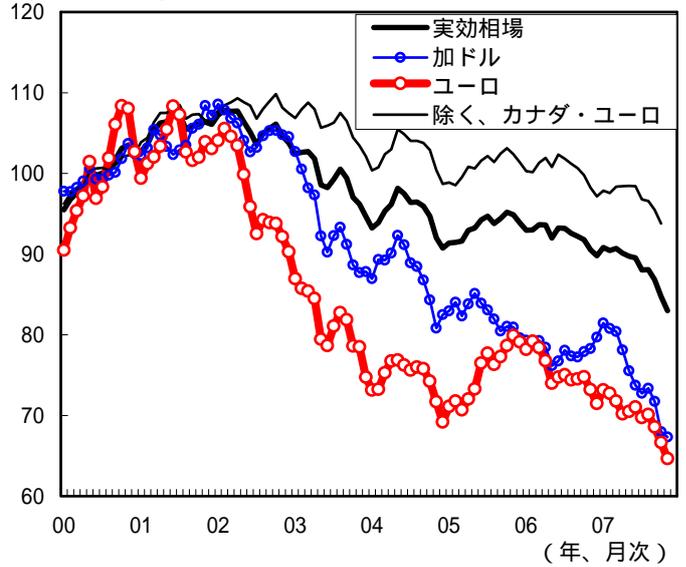
図表5 ドルの実質実効為替レート

（1973年3月=100）



図表6 ドルの対ユーロ、対カナダドルの実質レート

（2000年=100）



（2）原油価格の高騰

昨年夏以降反落していた原油価格は今年に入って上昇に転じ史上最高値を更新しながら一時100ドル近く（WTI価格）まで上昇した。その後は急激な上昇もひとまず一服し90ドル前後に反落しているが、歴史的な高水準であることに変わりはない。

原油価格が上昇を続けている理由はいろいろ挙げられる。ここ数ヶ月の価格高騰の要因としては、トルコやイランでの地政学リスクの高まりや、サブプライムローン問題が高まる中でのドル安の進行や投機資金の流入といった要因が考えられる。しかし、基本的には

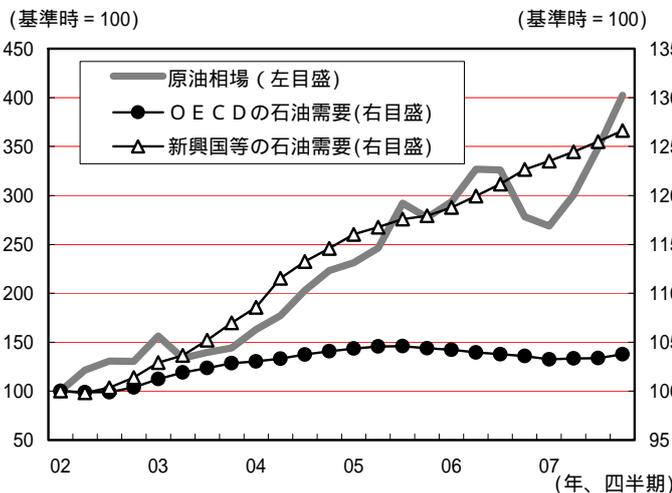
原油の需給関係が重要であり、中でも中国をはじめとする新興国の需要増加が構造的な原油価格上昇要因として考えられる(図表7)。このため、急激な価格上昇の後には調整局面がくるものの、基調としては高水準での推移が予想される(図表8)。

原油価格の上昇が日本経済に与える影響としては、企業収益に与える影響が重要である。消費段階への価格転嫁はあまり進んでおらず、川上のインフレ・川下のデフレという価格体系の下で限界利益率(売上高 - 変動費) / 売上高の低下が収益圧迫要因となっている。リストラによる人件費などの固定費圧縮があまり期待できない状況下で、原油価格上昇の影響を吸収するのは、輸出を中心とする売上の増加である。

原油など原燃料価格の高騰を輸出などの売り上げの増加でカバーするという収益環境がこれからも続くとなると、原油価格の高騰は価格水準の高さよりも、その水準が世界の原油需給を反映したものがどうか問題となる。世界の原油需要の増加を反映して原油価格が上がっていれば、日本株式会社にとって原油価格上昇によるコストの上昇は、輸出を中心とした売上の伸びで吸収されることになる。

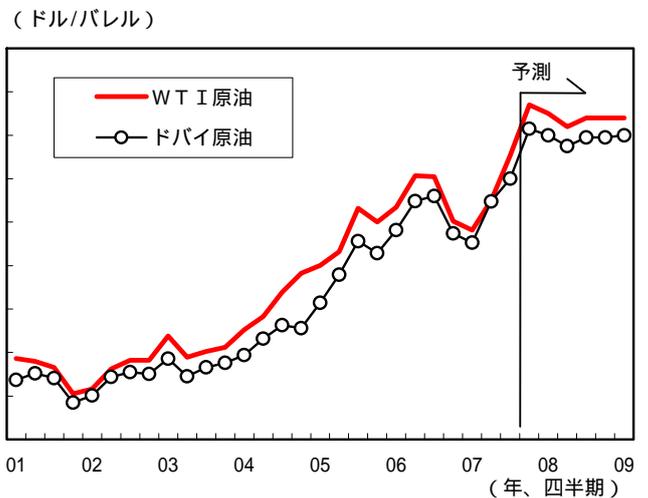
もっとも、地政学リスクの拡大や投機資金の流入による価格高騰が長期化してくると、コスト上昇の影響を売上の増加で吸収するのは難しくなってくる。7～9月期の経常利益が製造業を中心に21四半期ぶりに前年比減少したのは、こうした収益環境の悪化を反映したものであろう。原油価格のさらなる上昇には注意が必要である。

図表7 原油相場と石油需要の推移



(注)2002年1～3月期=100とする指数。原油相場はWTI。
石油需要は4四半期移動平均。2007年10-12月期は見込値。
新興国等の石油需要は非OECDの需要。
(出所)IEA

図表8 原油相場の見通し



(出所)NYMEX、日本経済新聞

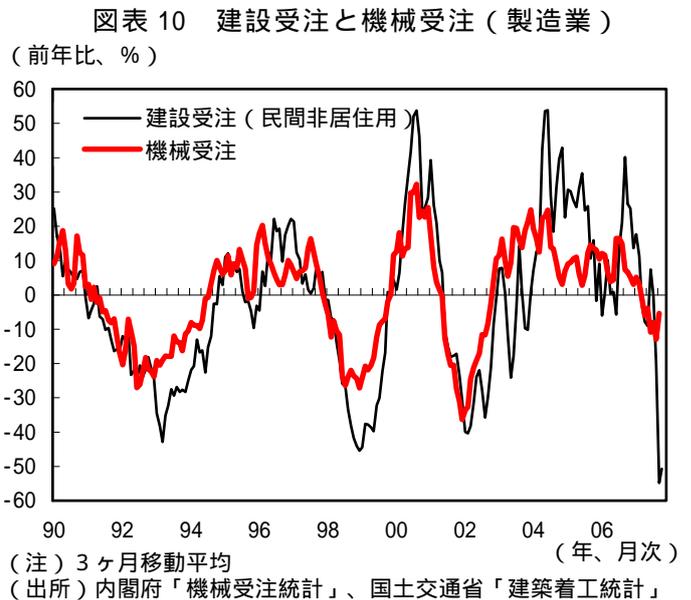
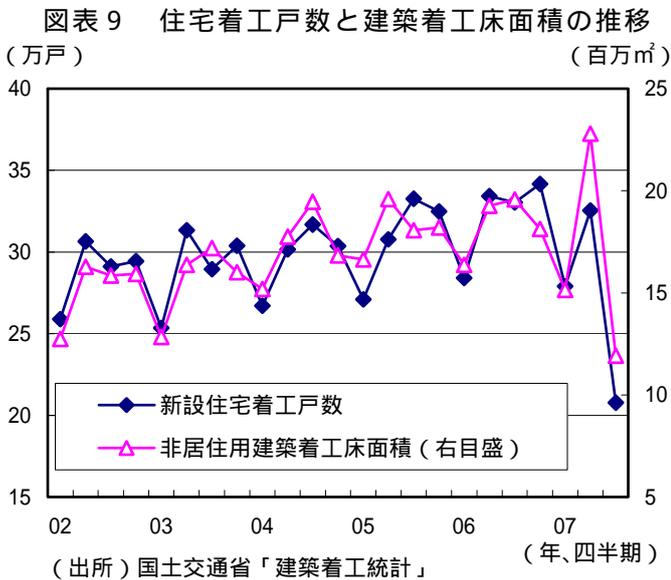
(3) 改正建築基準法の施行

6月20日の改正建築基準法施行後の建築確認事務の停滞は、住宅着工や工場、店舗、オフィスビルなどの非居住用建築着工を大幅に減少させている(図表9)。GDP統計でも7～9月期の住宅投資は大幅な減少となり、成長率を押し下げている。住宅のうち持家や分

譲など戸建の着工は10月になって改正前のトレンドに近づいてきているが、マンションや大型の 아파트は確認事務が停滞したままであり、着工件数は回復していない。

2007年度の住宅投資が大幅に減少することは避けられない状況だが、基本的には法改正に伴う一時的な混乱であって、混乱が収まってくる2008年度は逆に反動増が見込まれる。しかし、改正建築基準法施行前から住宅投資は減少気味であったことに注意が必要だ。都内の一等地の中には地価がかなり上昇しているところもあり、建築資材も上昇してきた。法改正に伴う着工件数の急減の陰に隠れているが、住宅価格の上昇によって住宅の購入意欲はすでに減退してきていた。このため、混乱が収まっても住宅着工が混乱前の水準まで戻すのは難しいだろう。

工場など非居住用建築着工の減少は、設備投資に影響するのではないかと懸念されている。非居住用建築投資は設備投資に含まれるだけでなく、工場の着工が遅れるならば、そこに据えつけるはずであった機械の投資も影響が出てくる。製造業について、建設受注(民間非居住用)と機械受注の推移を比べると両者はほぼ連動していることが分かる(図表10)。もっとも、建設受注が7月以降大幅に減少しているからといって、機械受注も大幅に減少することはないだろう。設備機械の多くは既存の工場に設置されるものであり、工場建設の遅れの影響を受けるものは一部と考えられる。改正建築基準法の施行が設備投資に与える影響は一時的、限定的なものであり、設備投資の増加基調が崩れることはないだろう。



(4) 雇用環境における変調

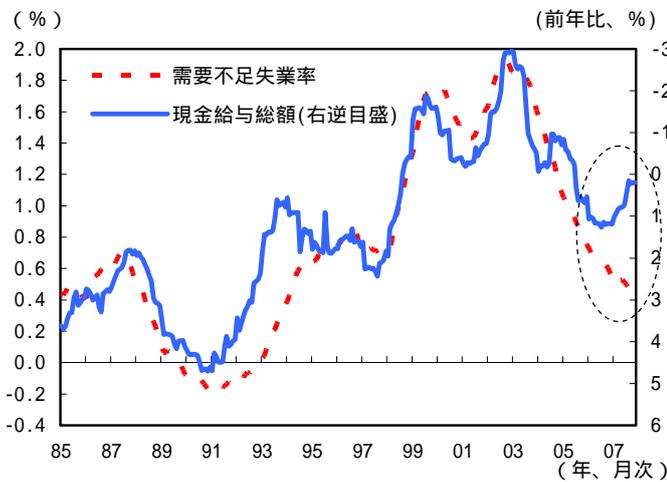
企業の人件費抑制姿勢は強く賃金は増えないが、一方で人手不足感も拡大して雇用は改善している。この結果、雇用者報酬(雇用者数×一人当たり賃金)は緩やかな増加を続けているというのが、これまでの雇用所得環境の評価であった。失業率と賃金の関係に当てはめると、失業率が低下して労働市場が引き締まっても、賃金はなかなか上がらないとい

うネジレ現象が生まれていた（図表 11）。賃金が上がらないどころか減少気味である要因としては、団塊世代の引退という特殊要因が指摘されている。団塊世代が昨年秋ごろから定年年齢である 60 歳を迎えてきたが、定年延長の動きが広がっていたため引き続き雇用者として働くことになった。ただ、受け取る賃金は大きく低下するため、統計上の平均賃金を押し下げていたというわけだ。

しかし、ここにきて雇用の改善が一服してきた。就業者数は 4 月をピークに 5 ヶ月連続で減少し、9 月はピーク時よりも 66 万人減少していた（図表 12）。10 月は再び増加したものの、ピーク時に比べると水準は低い。賃金が伸び悩む一方で、就業者数まで減ってくれば、家計の所得環境は厳しさを増して個人消費の先行きが懸念される。

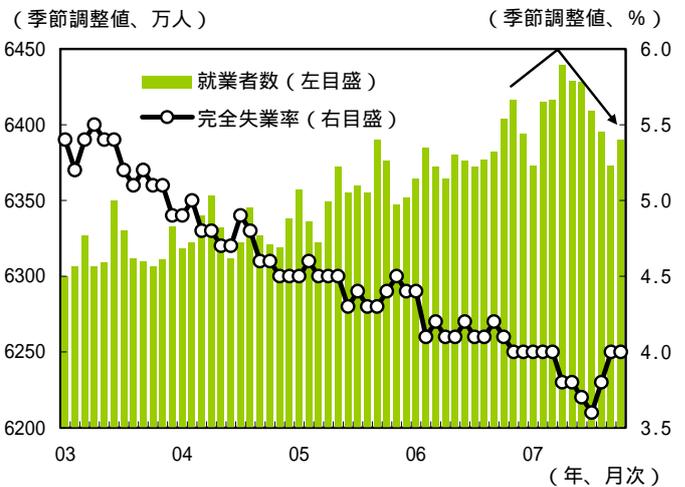
ただ、中期的に見れば若年労働力を中心に労働供給が絞られてくる中で、就業者数が増加を続けるというのはそもそも難しい。雇用環境の改善で一時的に就業者数が増加していたとしてもいずれは頭打ちになることが予想された。一方、労働供給が絞られるので労働市場は引き締まった状態が続く。団塊世代の引退による平均賃金の低下という特殊要因はまだ続く可能性があるが、労働市場の引き締まりを背景に賃金は少しずつ上昇してくることが予想される。この結果、雇用者報酬は小幅ながらも増加が予想され、個人消費の増加を支えられとされる。

図表 11 需要不足失業率と現金給与総額の推移



(注 1) 欠員率と一致する失業率を均衡失業率として試算
 (注 2) 現金給与総額は 30 人以上の事務所で 12 ヶ月移動平均
 (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 12 就業者数と完全失業率の推移



(出所) 総務省「労働力調査」

景気は緩やかな拡大を続けているが、先行きについての不安が高まっている。ここで挙げた四つの懸念材料については十分注意が必要であり、少なくとも一時的な減速をもたらす可能性は高い。しかし、サブプライムローン問題などは懸念が先行し過ぎているようにも思える。不安材料があるため悲観的なムードが高まりやすいが、2008 年度の日本経済は緩やかな拡大を続ける可能性が高いと予想する。

(鈴木 明彦)