

景気後退リスクと経済対策

～原油反落を活かすことこそが最大の景気対策～

発表日：2008年8月7日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

政府が景気動向指数の基調判断を「悪化」に見直したことは景気後退リスクを強く意識したことを反映している。それに応じるように、政府は経済対策を打ち出す方針を固めている。しかし、財政再建の中では、経済対策に大きな期待を抱くことは難しい。むしろ、現下の景気悪化には、原油反落のプラス効果が逸早く浸透することが一番の景気対策ではないか。価格メカニズムの透明性を確保し、最終消費者に原油反落の恩恵が広がることが期待される。

内閣府は景気後退リスクを強く意識

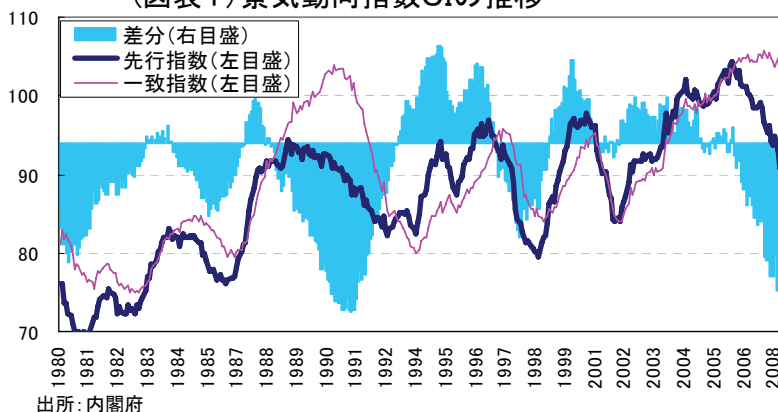
政府は、新しく福田改造内閣に変わって初めての月例経済報告で、景気判断を下方修正された。7月までの「足踏み状態」から8月は「このところ弱含んでいる」に書き換えられる修正である。

すでに内閣府は、8月6日に発表した景気動向指数6月速報の基調判断のところで「悪化を示している」と評価を変えた。内閣府の「CIを用いた景気の基調判断」の基準の解説のところでは、悪化の定義を「景気後退の可能性が高いことを暫定的に示す」と書いてある。政府は、8月の時点で事実上景気後退を示そうとしていると理解できる。2002年1月に始まった今次景気拡大局面も、7年半という戦後最長の記録に遂に終止符を打とうとしている。

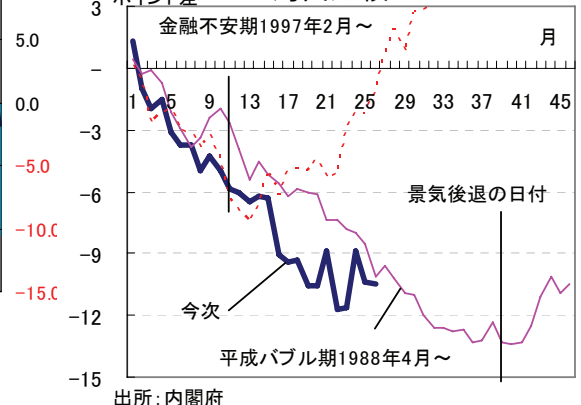
これまで景気判定が明確に景気後退とみなされなかったのは、景気動向指数の一致指数が異様に頑健で、総崩れにならなかったからである。先行指数は2006年5月をピークにしてダウントレンドに転じたにもかかわらず、一致指数の方は2007年中は堅調であった。一致指数と先行指数の差分をとって長期時系列に並べたグラフを見ると、その乖離が極めて長期化している姿が浮き彫りになる(図表1)。先行指数と一致指数の食い違いが大きくなるほど、景気後退の判定が難しくなっていたかたちだ(図表2)。

こうした食い違いの背後には、先行指数の方が金融指標の影響を受けやすく、日経平均株価が低迷しはじめた作用を色濃く表れていたことがあると考えられる。一方、一致指数では生産統計の景況が強く、アジアなど新興国向けの輸出増が生産ペースを高めてきたことが、2007年末までの堅調さを支えてきた。一致指数の堅調さが「輸出主導の景気拡大」を表していたとするのならば、その堅調さは外需から内需への波及効果の乏しさを背景に、「実感なき景気拡大」でしかなかったという批判も成り立つ。

(図表1) 景気動向指数CIの推移



(図表2) 先行指数・一致指数のギャップの局面比較



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今、景気後退が濃厚になっている背景には、足元の景気指標の悪化が鮮明になっていることがある。6月の貿易統計の輸出数量指数が前年比マイナスに転じ、生産統計も7・8月の予測指数が2か月で前月比マイナスになる見通しである。これらの動きを勘案すると、景気動向指数でも一致指数が当面ピークアウト感を強めていくと考えられる。8月13日に発表予定の2008年4～6月の実質GDPも、前期比でかなりマイナス幅が広がると見込まれている。第一生命経済研究所の見通し（前期比年率▲3.2%）に基づく、4～6月のマイナスによって、前期1～3月のプラス幅（年率+4.0%）はそのかなりの部分が吹き飛んでしまう格好である。おそらく、4～6月のQEの発表の際には、夏場以降の先行きがどうなるかに関心が集まるとみられる。2四半期連続で成長率がマイナスになるとすれば、景気後退の震度はかなり厳しく受け止められる。筆者自身は、ガソリン高騰で夏場の個人消費は、交通量が激減している作用を強く警戒する。すでに発表された月次統計からは、衣料品や郊外型小売・飲食店は大きなダメージを受けていることが容易に想像できるし、堅調だったサービス分野でもアウトドア型のレジャー消費も大きく需要が下押しされている可能性は高い。

経済対策に動く政府

政府が経済対策に動くことは、景気後退の判断に軸足を移してきたこととも整合的である。かつては「政府は景気対策を打ちたくないから、なかなか景気後退を認めない」という批判が根強かったが、今回はそうした印象ではない。ここ数年間を振り返っても、小泉政権が構造改革の旗の下、景気対策を打たない方針でやってきた流れもあって、かつての景気後退判定＝経済対策の発動、という図式が崩れていたのが実情だ。

福田政権になってからは、2008年4月に「成長力強化への早期実施策」という対応策を打った経験がある。このプランは、中小企業対策を中心に、雇用改善、地域活性化に向けた方針を示したが、どこまで景気でこ入れに実効性があったかはわからない。

今回の経済対策では、①中小企業の資金繰り支援、②高速道路料金の引き下げ、③ハウス園芸農家の省エネ支援、④太陽光発電・次世代自動車等の次世代省エネ技術の促進、といったメニューが挙げられている。しかし、その効果だけでGDP成長率が大きく持ち上がることは考えにくい。

経済対策を制約している背景には、やはり財政収支の悪化と、先行きのプライマリーバランスの見通しの悪化が制約になっていることが抜きがたくある。今に始まったことではないが、財政悪化のコストとは政府の機動的政策運営を縛ることである。今回もその縛りから逃れることはできなさそうとだと言える。

反面、政府が必然的に、「思い切った原油対策・物価対策がまったく打てない」ということではない。技術的に物価対策について有効な策がまったくない訳ではない。例えば、ガソリン価格に代表される輸入燃料価格には、効率の税金がかけられている。仮に、エネルギー減税を行えば、物価対応にも有効なはずである。政府の税収見込み（2008年度当初予算ベース）では、揮発油税2.1兆円、石油石炭税0.5兆円、関税0.9兆円、自動車重量税0.7兆円などのエネルギー関連・自動車関連・輸入関連税は約4.7兆円の税収（一般会計分）になっている。国民的合意を得ながら、暫定的に一部の税源を原資に物価対策を考えることは可能かもしれない。

一方、政府には政治的立場としてそうした思い切った対策を打てない苦しい側面がある。その苦しさは、経済対策を実行しようとするときに、「ばら撒きはやらない」という意思表示をしているところににじんでいる。筆者自身は物価対策に減税政策を動員することがばら撒きであるとは思わないが、一部の歳出拡大に寛容な人々の意見が、政府の反発を招き、その態度を硬化させている可能性はある。政治的な立場として仕方がない側面はある。政府は、不幸なことに「ばら撒きはやらない」という拒絶反応を言わざるを得ない立場にあるので、かえって減税にも過度に慎重な姿勢になっているようでもある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

鍵を握る原油動向

実は、現在の日本経済に最も有効な経済対策とは、原油価格を下落させることである。すでに、WT Iは1バレル=120ドルを割り込んで、さらに下落していく可能性がある。米国政府の金融システム対策が一時の疑心暗鬼を払拭させてきたことが、投資資金の原油シフトに歯止めをかけたことが大きい。

仮に、これまでの原油高騰が投機資金のバブル現象で起こっていたならば、原油価格はもっと下がるはずだ。原油の専門家たちは、マネタリーな変化を重視せず、原油下落の見直しには慎重だが、古今東西のバブル崩壊を研究しようとしている筆者には、今回の原油反落は典型的なバブル崩壊にしか見えない。バブル崩壊の教訓として、「山高ければ谷深し」という経験則がある。原油価格のファンダメンタルズが75ドル近辺（通商白書の試算）だとすると、時間をかけてそのくらいまでは下がっていてもおかしくはあるまい。

政府としては、原油の下落幅はともかく、その下落部分が逸早く最終価格に反映されるように促すことが、景気対策の観点から重要であろう。原油下落のときには、流通段階での下げ渋りが起こり、その恩恵が中間段階で吸収されてしまうという懸念が起こる。仮にそうしたことがあるのならば、中小企業・消費者にとっては好ましくない。政府には、最終消費者のために価格メカニズムの透明性を確保していくことが求められる。