

景気底入れの芽を捉える

～始まった回復の方向感と力量～

発表日：2009年4月30日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

最近、ミクロの企業動向を中心に、景気底入れの兆しがあるという声が強まっている。反面、マクロ・エコノミストには依然として慎重派がまだ多く、見方が定まっていない。本稿では、景気底入れの兆しの方に注目しつつ、その評価を行ってみたい。結論から言えば、変化の方向感は、先行指標の経験則から、すでに回復過程が始まろうとしている可能性が高い。その一方で、景気回復の力量については慎重にみておく方がよいだろう。今後、経済対策効果はある程度効いてくるが、それでも前年比では大きなマイナスが残りそうである。

消費マインドの反転

今回、いち早く景気回復のシグナルを送ったのが、景気ウォッチャー調査である(図表 1)。景気ウォッチャー調査は、景気回復の先行指標として街場の声を活かそうという発想から開発された経緯がある。かつて、1998 年 12 月に「変化の胎動がみられる」という有名な言葉を語った堺屋太一氏(当時経済企画庁長官)は、その開発に熱心だった。今でもこのマインド調査の信頼度が馬鹿にできないというエコノミストは少なくない。

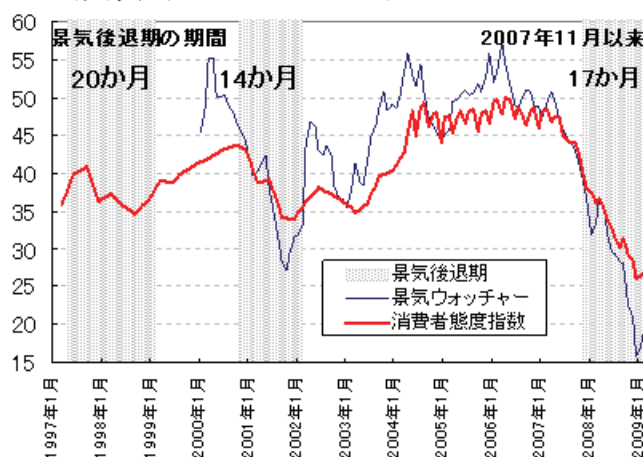
今回、その景気ウォッチャー調査の現状判断DI・先行き判断DIが、ともに 2008 年 12 月をボトムにして 3 か月連続で改善してきている。驚くべきことに、12 月時点で現状が「悪くなっている」と回答した人数は、3 月調査では半減近くになっている(1,019 人→583 人)。その内では、家計・企業・雇用のいずれもが反転している。同じ内閣府の「消費動向調査」でも、同様に 3 か月連続のプラスを続けており、マインド反転は確かなようだ。過去 10 年間で、2 つのマインド調査が反転すると、3～4 か月で景気後退期を抜けて拡大期に移行している。

消費者のマインドについては株価の影響を受けるという反論もあるが、日経平均株価が 3 月上旬に底入れし、むしろ景気ウォッチャー調査が株価に先行している。

在庫調整の進展

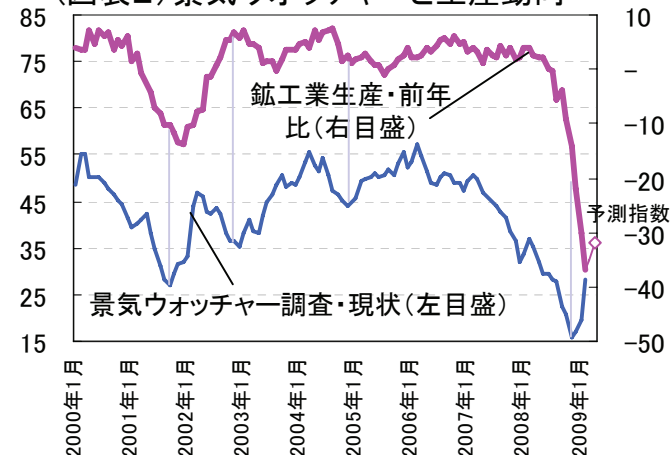
消費マインドの反転が、多くの人に信憑性を感じさせたのは、その後で、生産統計の減産ペースの緩和を先取りするものだったからである(図表 2)。4 月 30 日に発表された鉱工業生産は 3 月実績が 6 か月ぶりに前月比プラスになり、4・5 月の予測指数はさらに前月比プラスに転じる見方を示している(3 月実績 1.6%、4 月 4.3%、5 月 6.1%)。予測指数の内訳をみ

(図表 1) マインド指標と景気後退



出所: 内閣府

(図表 2) 景気ウォッチャーと生産動向

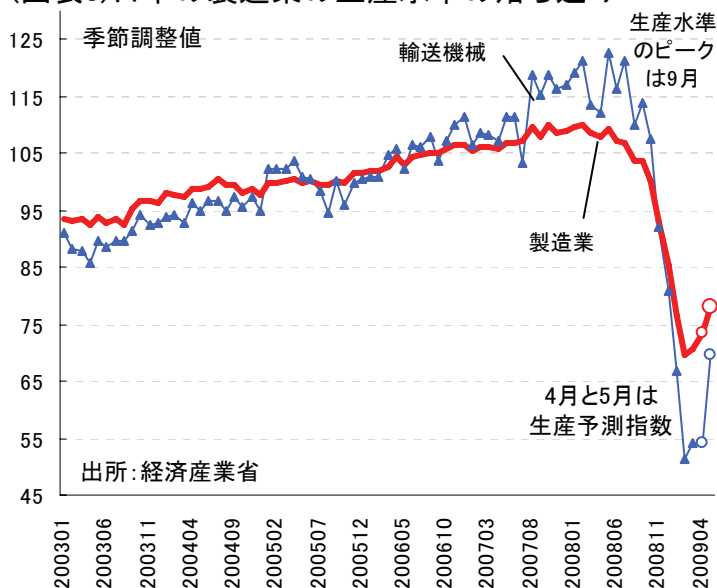


出所: 内閣府、経済産業省

ると、これまで押し下げ役の筆頭であった輸送機械が、4月5.2%、5月28.8%と著しく大きな戻しを展望する格好になっている(図表3)。こうした動きは輸出動向と密接な関係を持っている。3月の貿易統計では、3月は中国やASEAN向けの輸出に改善が見られ、輸出金額が前月比2.2%となっている。4月の上旬速報では、輸出金額は3月の前年比▲45.6%から4月上旬前年比▲41.2%と改善しており、生産改善の予測値を裏付ける結果となっている。

今回の不況については、「百年に一度の経済危機」と喧伝されることが多かったが、そうした表現は誇張しすぎだったと筆者は考えている。現在は、景気後退期が始まったとされる2007年11月(暫定)から17か月(2009年3月まで)が経過している。すでに後退期間は、過去いく度かの後退期間と同程度(1997年消費税引き上げ後20か月、2001年ITバブル崩壊後14か月)になっている。景気日付の重要な判定材料である景気動向指数の上では、マインド調査、生産指標、金融指標の反転が進めば、景気動向指数の先行系列が底入れする公算は高まり、生産拡大が広く波及すれば一致系列にも上昇の動きが出てくるだろう。

(図表3)日本の製造業の生産水準の落ち込み



問われる回復力

筆者は、今回の景気局面に対する評価は、景気拡大期への転換点がいつだったかというテクニカルな論争よりも、むしろ、拡大期に移行してからの回復ペースがどのくらい強いのかという力量を判定する方に関心がある。

この点について、筆者は、やや慎重な姿勢を持っている。景気動向は文字通りの「L字型」にはならないが、緩慢な角度を持つカタカナの「レ字型」に近くなるだろう。

今回、2008年9月のリーマンブラザーズ破綻に端を発した世界経済の急降下は、貿易取引を急減させ、ほとんどの企業に劇的な収益悪化をもたらした。その角度が「百年に一度」の恐怖感を多くの人に植え付けたのだろう。悲観的な印象を根強く残していることが、悲観心理の産物としてあたかも「L字」のように低迷する展望をもたせる。心理バイアスがLにみせるのである。しかし、実際は、景気には一定のモーメントが働き、方向転換した後はそのモーメントに従ってある程度は回復する。生産動向になぞらえると、在庫調整が速かった分、大きく落ち込むが、在庫調整の一巡後は、緩やかに生産水準は切り上がっていく。

とはいえ、リーマンショック以前の世界の貿易取引に回帰するには、各国経済が多少復活しただけでは戻れない。各国の輸出関連産業は、稼働率を平常には戻せないだろう。アジアに広く展開する日本の輸出企業にとっても、しばらくの間、輸出向けの生産設備が低操業状態を余儀なくされ、巨大な固定費負担を抱えたままであることを意味する。

このため、企業は5月の決算発表で巨大な損失を計上する先が少なくないだろう。企業は収益体質の改善に取り組もうとして、雇用を含むリストラに踏み出す可能性は高いとみられる。そうすると、日本経済は内需面で雇用削減などリストラ圧力が残存し、マクロの雇用環境も悪化を続けるだろう。

振り返ると、2002年1月に景気は谷をつけたが、失業率は2002年6月から約1年間は過去最高の5.5%前後の高水準で推移している。つまり、輸出面で回復が起こった効果は、労働市場にまで好影響を波及させず、内需面で下押し圧力が働き続けたということである。今回も、外需回復・内需低迷というコントラストを引きずるであろう。それは、景気が拡大期に移行

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。

しても、必ずしも企業の雇用など内需に対するポジティブな転換を意味しない。

厳密に言えば、完全失業者数もその増加率では、鉱工業生産や全産業活動指数といったフローの変化率と同調して動く。失業率は、生産活動などフローの変化が反転すれば、失業者の増加ペースが鈍化する。一方、ペースは鈍化しても増加が続くために、労働市場に失業者がストックとして積み上がり、失業率としては上昇を続ける。失業率の改善は、フローの変化に対して遅行する宿命がある。

こうしたストック面での雇用情勢の悪化は消費に悪影響を与えるだろう。すでに、小売・サービス産業では、消費者が値下げに極めて敏感になっていることを受けて、広範囲に値引きを進めるような動きがある。失業率という尺度には、失職しても職探しを諦めてしまうために、失業者にカウントされない人々（非労働力化した人々）を織り込まない欠点がある。むしろ、非労働力人口の増減を加味する必要があるだろう(図表4)。

また、就業者の増減という尺度で雇用情勢を捉えてみると、すでに2007年9月から対前年で就業者の減少傾向が始まっている。現在の労働市場では、2007年から購買力を低下させた人々が蓄積されていて、それが消費市場の足腰を弱めていると考えられる。

米国経済に残るストック調整圧力

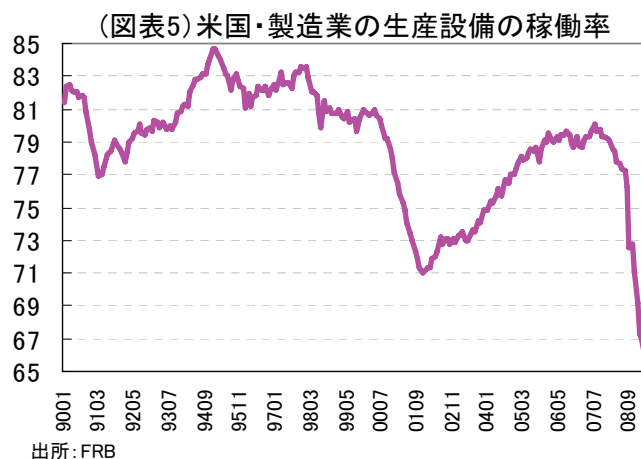
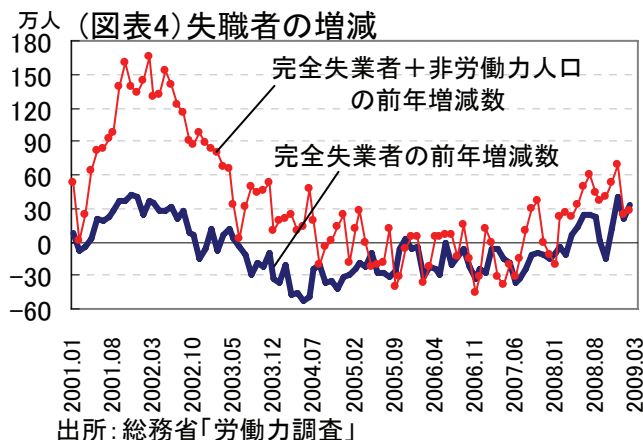
景気回復の芽については、改善の起点のようにみえる外需についても、決して油断はできない。先にも述べたが、バブル的な需要が剥落した後は、潜在的な需給ギャップの大穴が埋まらずに放置される。これは米国経済をはじめとして、各国経済に共通する様相である。

過剰生産能力が大きく積み上がっているということは、ストック調整圧力を生じさせ、設備投資や雇用などを抑制させる。米国経済に注目してみると、歴史的に製造業は大きな資本余剰を抱えている(図表5)。そうすると、短期の在庫サイクルで持ち上がっても、潜在成長率を押し上げるような中長期の設備・雇用のサイクルは下方屈折してしまうリスクはまだまだ大きいと考えられる。

もうひとつ、米国経済に関しては、家計部門の過剰債務状態もあまり好転しているようにみえない。個人消費の改善は、安値製品に反応している色彩が強く、雇用・所得面での住宅市場の明るい動きも、長期金利の低下や借り換え促進が意外に好影響を与えているに過ぎないと考えられる。オバマ政権の経済対策が、カンフル剤になっても、家計のバランスシートの健全化が進まなければ、住宅ローン・消費者ローンの健全化も限定的である。実体経済と裏腹になっている金融部門の収益力も、改善を高くは評価できない。

経済対策と成長期待

政府は、4月27日に、追加経済対策を織り込んだ経済成長見通しを発表した。2008年度の実質GDPは前年比▲3.1%、2009年度は▲3.3%と極めて厳しい数字である。



細かく政府経済見通しを分析すると、2009年度の経済成長率は、大きなマイナスのゲタを抱えてスタートしている。2009年1～3月の落ち込みは、筆者が内閣府の数字から逆算すると、前期比▲3.8%と2008年10～12月(▲3.2%)をやや上回るマイナス予測であると考えられる(図表6)。この数字から、実質GDPが4月以降もゼロ成長だったと仮定した2009年度の成長率(いわゆるゲタ)は▲4.5%という大幅なマイナスになると推定される。

このゲタを前提に、2009年度内の成長パスをイメージすると、四半期ごとにみて4～6月・7～9月が併せてゼロ%に近いプラス成長になった後、10～12月、2010年1～3月で1～2%程度の成長を見込んでいると推察する。

ただし、この成長見通しには、政府の経済対策によって、2009年度で+1.9%の押し上げ効果が加算されている。この対策なかりせば、2009年度は▲5.2%という大きなマイナス成長になっていたことになるので、政府は経済対策に大きな期待をかけていることが窺われる。万が一、2009年度下期の景気情勢が怪しくなれば、年度内にもう一度経済対策を打って、成長率見通しの達成に万全を期する構えなのであろう。なお、政府は、2009年度に寄与する経済対策効果を+1.9%ポイントと見込んでいる。

