

「二番底」懸念の考え方

発表日：2009年10月14日（水）

～腰折れしなくとも成長政策は必要～

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

景気が腰折れする懸念には、①米国経済の不安と②国内雇用・消費の不安の2つがある。オバマ政権やFRBは、景気情勢を確認しながら政策支援を少しずつ外していく試行錯誤を行っているので、結果的に腰折れは回避する選択をするだろう。むしろ、懸念は日本の内需について、ボーナス削減や政策支援の減衰が、景気のへこみをつくる方が気になる。鳩山政権は、補正予算を執行停止にした部分を財源に二次補正を実施する構えであるが、政策運営は短期的な家計支援だけでなく、趨勢的な成長ペースを引き上げる施策を立案することが望まれる。

「L字」回復から「二番底」懸念へ

民主党への政権交代が起こった頃から、景気の「二番底」懸念に言及する声が大きくなってきた。一頃は、景気回復のパスがV字かL字かを議論していたのに、いつの間にか話題が「二番底」にすり替わった印象である。「二番底」懸念を指摘する論者の中には、以前はL字回復を唱えていたが、最近足元（4～6月）で成長率の反発を認めつつも、先行きの回復傾向には疑問を呈しているということなのだろう。先行きに対して悲観的な先入観を抱いている点で、「L字」論も「二番底」論も共通している。

本稿で、筆者は「二番底」論の定義を云々しようとは思わない。むしろ、「二番底」論を心配する人々が、景気情勢のどの部分に心配をしているのかに注目したい。筆者は、景気後退入りするかどうかを別にして、景気はいずれにせよ2009年末から2010年度初にかけて、成長ペースが極めて緩やかになるとみている。「二番底」論が心配される背景には、成長ペースが弱くなる時期をどう乗り切れればよいのかという不安心理が隠れていると考える。

いずれにしろ政策支援の声は続く

まず、近い将来に「二番底」がやってくるという見方の中身が、2種類に分かれることを指摘したい。第一に、景気が悪化する原因として、米国経済の失速を起点に日本からの輸出が落ち込むという見方がある。これから冬にかけて米クリスマス商戦を迎えるので、輸出の需要期が不振に終われば、日本やアジアの輸出が低迷して、二番底入りするという見方になる。

第二は、日本国内の雇用情勢が厳しく、冬の賞与削減などが大きな打撃になって、雇用・消費のリンケージが悪化方向に相乗効果をもたらすという見方である。民主党の2009年度補正予算の執行停止をそのままにすれば、国内の年末から年度末にかけての景気悪化に拍車をかけるので、景気支援の二次補正を打つべきだという政策提言になる。

※論者によっては、第一と第二の要因の両方が心配という人もいる。ただし、「輸出が落ちるから二次補正で支えろ」というのは、「輸出企業の業績を国内需要の拡大で支援しろ」と聞こえる。この議論は政策支援効果を効かせる対象がすれ違っている。

2つの意見から窺えるのは不安の中味には、①外需の減速によって製造業などの牽引力が弱まってしまふ不安と、②仮に外需が良くなっても国内雇用へと波及してこない不安、の2つの側面で心配があるという図式である。気になるのは、たとえ①の外需腰折れの不安が杞憂であったとしても、②の国内雇用が悪化する状況を問題視する人の声は残りそうだと推察されることである。景気判定の定義論に則して言えば、景気判定は製造業の生産動向で決まってくることが多い。一方、今後、輸出が堅調を保って景気後退に陥らなかった場合でも、国内雇用が悪化する状

況は起こりうる。雇用を心配する人たちは、それで「二番底」が回避されたとは納得しないだろう。

なお、こうした景気対策への期待感と、潜在的な景気減速の不安を受けるようなかたちで、鳩山首相は来年1月の通常国会に、雇用対策、中小企業対策などを盛り込んだ二次補正予算を提出する方針を示している。この二次補正は、2010年1～3月の3か月の追加歳出と、2010年4月以降の本予算を一体として執行する「15か月予算という形になっていくのではないかと鳩山首相は述べている。また、藤井財務大臣も、景気が悪化した場合に、2009年度補正予算を執行停止して得た3兆円を財源にして、二次補正を追加する意向をみせている。菅直人国家戦略担当相については、「景気に対してはまだ警戒を解くことはできない」という認識の下、二次補正は「従来型の公共事業を積みますというような形にはならないで、新たな雇用創出が新たな需要につながっていく。そういうものの知恵を出していきたい」と述べている。

米国経済の見極め

次に、個別に「二番底」論の論点を考えたい。米国経済が回復方向にあることは間違いない。特に、製造業はISM製造業景気指数が8・9月と50を超え、鉱工業生産も7月から底入れしている(図表1)。バーナンキ議長は、8月に「底打ちしつつあるように見える」と述べている。こうした見方は、循環的なフローの指標が改善しているだけでなく、住宅市場で販売・在庫・投資が好転し、各地の住宅価格が上昇しているストック面での変化も材料になっている。日米の株価はそうした体質改善を少しずつ織り込んでいる部分がある(図表2)。

前年比% (図表1) 製造業関連の諸指標



出所: サプライマネジメント協会、FRB

前年比% (図表2) 株価の変動率と米国の景況指数



出所: サプライマネジメント協会

一方、慎重な見方は、個人消費などが、専らオバマ政権の経済対策で支えられていることを過大評価すべきでないという意見である。自動車買替支援が8月24日で打ち切れ、住宅購入の優遇税制も11月で終了となることを心配材料としている。雇用統計には製造業・建設業の改善がみられる一方で、失業率の高止まりが残っている。自律的な所得形成力の弱さがある点は、これからにクリスマス商戦への不安を残す。

筆者は、米国が政策支援を弱めるだけで、景気失速に陥るとはみていないし、オバマ政権も深刻な状況を看過するとは思えない。9月の自動車販売が反動減になったにしても、それは当初からある程度は想像できていたことで、米国内の自動車在庫を軽減する効果はそれなりに果たしていると考えられる。オバマ政権は、あらかじめ経済対策の中でインフラ整備などの時間がかかる対策があることを承知して、自動車買替支援のような即効性のあるピンポイントの政策を組み合わせてきている。単体の政策に一喜一憂することは本筋ではない。

住宅購入を優遇措置の終了にしても、住宅価格のトレンドが反転上昇してきている動きをもっと重視してもよいだろう。住宅在庫の重石が緩和されてきて、低金利政策が住宅販売を押し上げてきた効果が累積的に効いてきているとみられる。

確かに、家計の債務負担が高止まりしている状況では、家計貯蓄率を引き上げながら過剰債務を消化していくの

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。

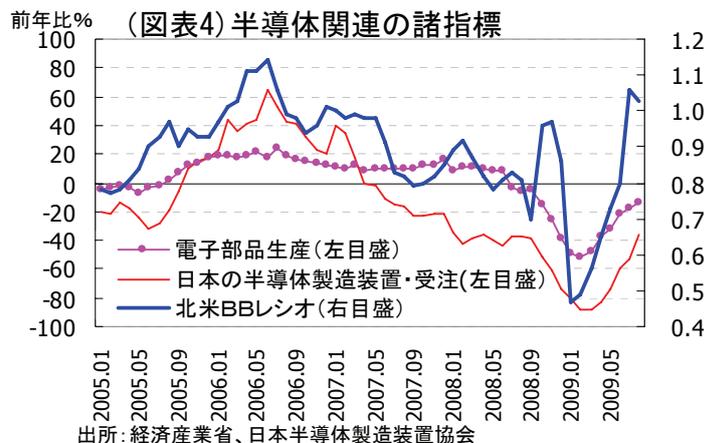
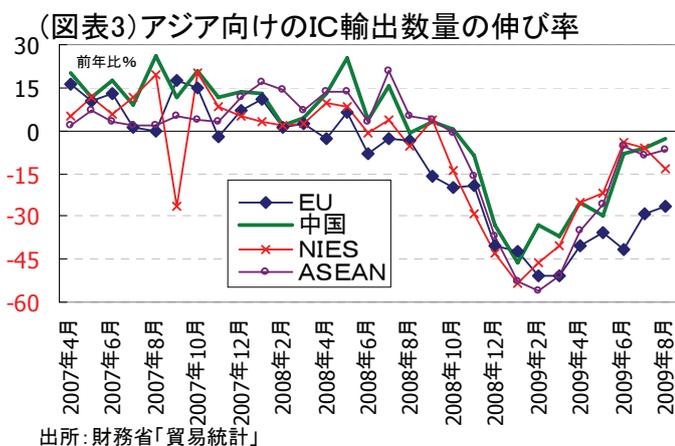
は時間がかかることである。もっと住宅市場が健全化していくには、慎重な金融政策運営を行って長期金利を低位に抑えつつ、住宅価格の反転をしっかりとさせるが必要であろう。こうした住宅ストックの改善は、家計の債務・資産を通算したネット資産残高の状況を改善し、家計の購買力を刺激する。

オバマ政権やFRBの政策運営は、政策効果依存の景気局面を、なるべく政策効果に依存しない自立的回復過程に移行させることが狙いであり、政策支援が足りなければその都度補強していく構えであるとも読める。広い意味での出口政策は、支援を減らしてそれでやっていけるかどうかを少しずつ試してみるという、トライアル・アンド・エラーの過程になると考えられる。クリスマス商戦が不振になるかどうかは、米政策当局があまりに景気下振れのリスクを看過して、政策支援を外しすぎたときに起こると考えられる。そうした意味で、冬場にかけて米国の雇用統計や個人消費の動向に目を配ることが必要になるのだろう。

日本の景気動向のリスク

日本経済の趨勢的な成長力は、外需依存である。中でも、自動車と電気機械の輸出動向がどうなるかが中心的な役割を果たす。自動車は、前述した米国の自動車買替支援の効果が剥落した後の販売動向を見極める必要がある。

一方で、電気機械セクターは、アジアなどの半導体需要が上向いてきているので、この流れについて過度に心配する必要はないと考える。日本からアジア向けの半導体輸出数量は、一頃のマイナスの伸び率が縮小して、水準もリーマンショック以前に戻りつつある（図表3）。こうした動きと連動して、北米のBBレシオ、日本の半導体受注、電子部品デバイス生産も改善方向にある（図表4）。循環的な半導体需要の変化は、趨勢的な流れであるので、にわかには腰折れすることは考えにくい。筆者は、こうした生産動向が循環的回復を長続きさせるかたちになり、政府の景気判定においても景気拡大期を継続させると考える。



その一方で、そうした外需の牽引力が、内需全体に行渡るとはみていない。冬のボーナスは金額面で夏よりも大きく、現在の雇用情勢は、正社員を含めて冬の方が深刻になると予想される。個人消費の動向は、6・7月のボーナス削減の影響が、辛くもエコカー減税・エコポイント・定額給付金などの政策支援でカバーできたとみている。雇用面では、雇用調整助成金が潜在的な失業増を封印していた部分も大きい。

問題は、日本の輸出回復が、雇用・設備投資を通じて内需に浸透してきていないことである。米国で政策当局が、自らの政策ツールの影響力を一応確認しながら、その支援を外しているのとは少し状況が異なるように思う。例えば、エコポイントが2010年3月末で終了した後の家電販売はどのくらいで復調するであろうか。概算要求では、エコポイント、エコカー減税は延長されない見通しである。政策支援に支えられた個人消費の部分は、需要の剥落が心配される。潜在的な消費の弱さは、雇用環境の低迷に起因する。毎月勤労統計でみる限り、製造業の雇用者数は改善しているようではない。政策支援の撤廃は、雇用環境をみながら慎重に起こった方がよいだろう。

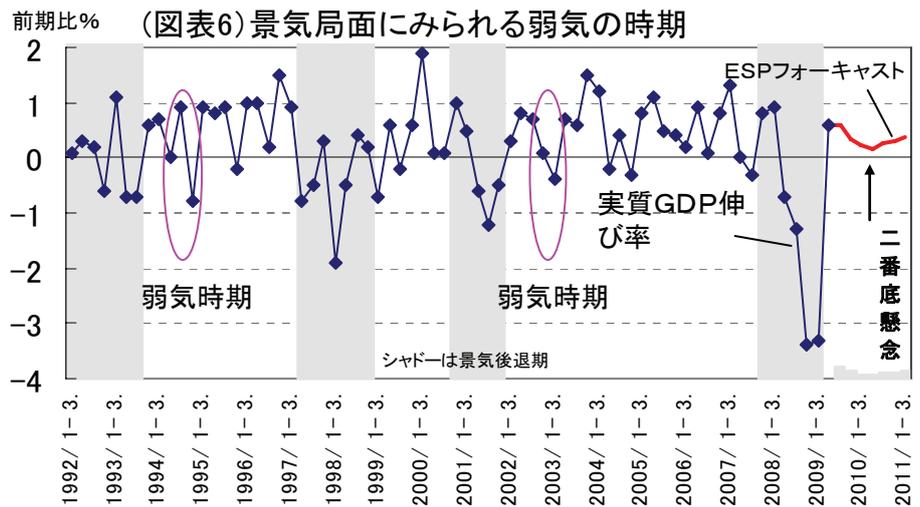
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

「二番底」懸念の意味

これまでの景気動向を時系列に振り返ると、景気が大きく落ち込んだ直後の回復期に、しばしば停滞期が訪れている。1993年と2003年は、二番底を懸念する声が絶えずあった（図表6）。この両期間は、円高が進んでいたことも、生産動向への懸念材料とされていた。2003年に巨大介入が行われたことも、当時の悲観論を反映したものであった。大型の景気後退の後の回復過程では、「二番底」とか、「マイルド・リセッション」などという議論が登場する。現在も、2009年末から2010年初には、成長率にへこみができそうだという見方が多い。2010年度に入って、子ども手当などの政策支援が行われてから、成長率が嵩上げされるだろうというのが一般的な見方であろう。

筆者は、「二番底」論が出てくることは常に起こるバイアスと考える。同時に、経済政策はある程度はそうした慎重論に配慮してよいと考える。

景気情勢に不透明感があるときは、政策対応は一手一手が手探りにならざるを得ない。政策支援は、需要の先食いの反動や投機などの副作用があまりに大きにならない範囲において継続される必要があるだろう。政策支援を外すときは、無理のない範囲で早期に民需主導へのスイッチを見極めながら行うことが望ましい。



政策対応の内容

前述のように、二次補正は、来年1月を目処に、一次補正から捻出した3兆円近くを財源に行うことが見込まれている。2009年度予算で上積みした分のうち、未執行の部分が8.3兆円程度であり、10月2日に各閣僚が集約した2.5兆円はこの3割に相当する。ただし、一旦停止した一次補正を、再開させるかたちで二次補正を組んだだけでは、景気刺激効果は「行って来い」になるだけだ。3兆円近くの財源は、より景気刺激のある使途に振り替えなくては、二次補正に組み替える意義は乏しくなってしまう。すでに、雇用環境の悪化は、非正規から正社員へと内容が移り変わっていて、失業対策は正社員の労働需要を喚起する効果を狙っていく方がよい。また、企業の設備投資を喚起するには、短いスパンの総需要対策よりも、趨勢的な民需拡大を促す供給政策を念頭に置くことも重要である。企業の設備投資を促していくことは、正社員の労働需要を増やすことにも貢献する。

「二番底」懸念は、2009年末から年度末にかけても景気情勢を心配するものであるが、それに対する処方箋は、短期間だけ効果を発揮するケインズ的な総需要不足の穴埋めではあるまい。国民が民主党政権に期待しているのは、日本経済が成長経路に復するための抜本的な体質転換の戦略である。鳩山政権は、成長経路に復するための大枠を提示して、霞ヶ関と一体となって緻密な戦略を組み上げるのがよいだろう。例えば、鳩山首相が国連総会で示した温室効果ガスの25%削減は、まだその中身が決まっていない。産業界にはその実現を危ぶむ声の方が大きいようにも思う。鳩山政権は25%削減を実行するために必要なエネルギー転換の道筋を示し、民間事業者がそのための投資拡大ができるように必要となる投資優遇の範囲を明らかにすることも必要だろう。2010年度から開始される子ども手当も、本来の目的が少子化対策ならば、5兆円を超える財源がすべて手当てだけに回ることが、本当に出生率回復を達成するベストシナリオかどうかを再検討する余地がある。「二番底」懸念の心理に払拭するには、実は射程の長い成長戦略のビジョンを明確化することが、本当に有効な処方箋になるのだろう。

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。