

減速感の強まりと景気腰折れ

～追い風を失ったとき、自力復活が試される～

発表日：2010年8月4日（水）

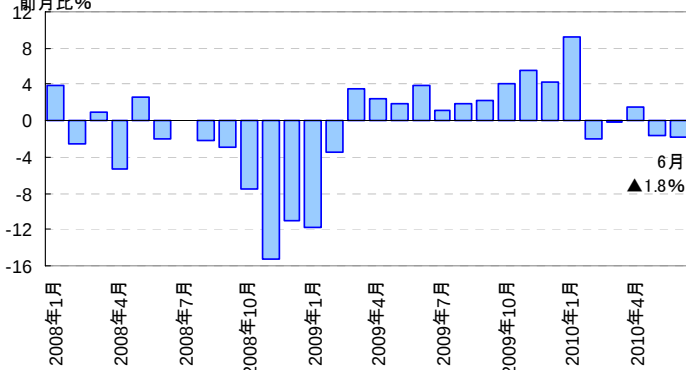
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

景気減速の強まりを受けて、4日に長期金利は遂に1%を割った。国内だけではなく、海外にも景気減速の不安は広がっている。しかし、景気腰折れには至らないだろう。根拠は、限界的な生産・輸出の減速にもかかわらず、企業の損益分岐点は着実に改善しており、企業収益が堅調さを維持できるとみるからだ。一方、今もくすぶるリーマンショックの後遺症が、万一、予想外のかたちで表面化すれば、2007年10月の景気後退期のパターンのような途中からの悪化シナリオもある。

海外経済の追い風が吹き止む

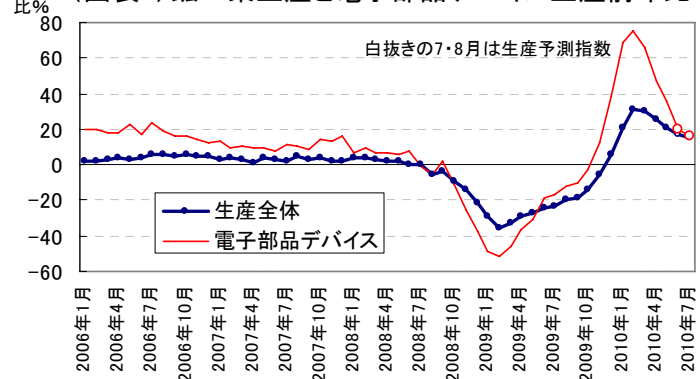
景気の雲行きが怪しくなっている。輸出、生産、消費、失業率と各種の月次経済指標が、ここに来て軒並み鈍化しているからである（図表1、2）。今になってみれば、5月連休明け以降の株価下落は、ギリシャ問題だけではなく、米国経済の景気減速を先取りしていたように思う。米国では4月末で住宅減税が期限切れして、住宅販売などに反動減が表われ、続けて5・6月の雇用統計では国勢調査の要因を除いて低調な結果になった。小売売上高も5・6月が連続して前月比マイナスになっている。

季節調整済 (図表1) 輸出額の前月比伸び率
前月比%



出所：財務省「貿易統計」

前年比% (図表2) 鉱工業生産と電子部品デバイス生産前年比



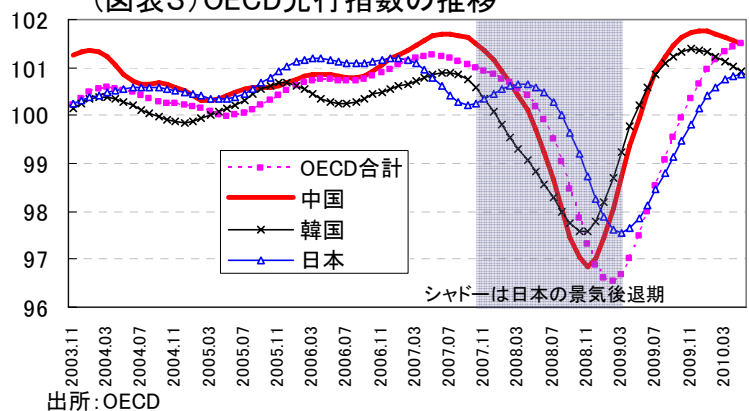
出所：経済産業省「鉱工業生産統計」

世界経済全体でも、5月までのOECD先行指数をみると先行き懸念が表れている。OECD合計や日米欧の指数は改善を続けているが、そうした先進国にさらに先んじて動いている韓国・中国の先行指数はそれぞれ2009年11月、12月にピークを迎え、そこから低下してきている（図表3）。韓国・中国の指数低下は欧米に先行しているようにみえるだけに、その変化はきな臭く感じられる。

達観すると、景気情勢への見方は、今年2月頃からアジア経済の好調に支えられて5月連休明け

までは急改善してきていたが、そのペースが速すぎたのだ。それが十分に認識していなかったことが、かえって悲観的なムードを醸成している。日米とも、生産動向は在庫復元の作用が一段落し、輸出拡大のペースが自然体に近

(図表3) OECD先行指数の推移



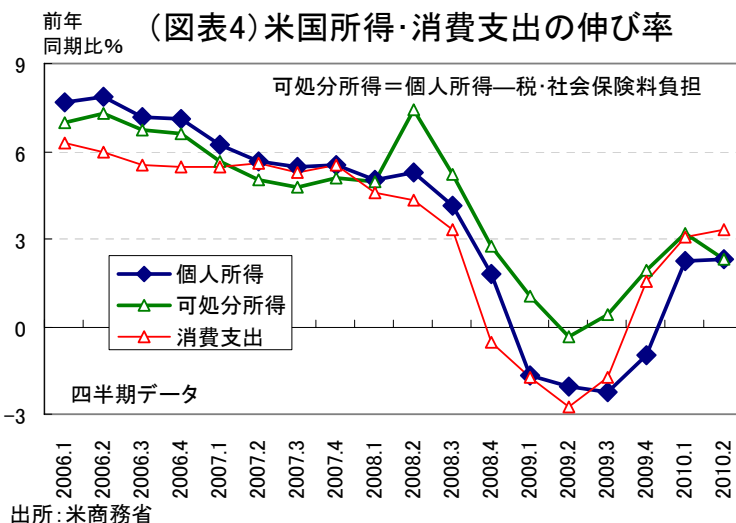
出所：OECD

づいている。鈍化しているようにみえる成長ペースは、そうした自然体の回復力を示しているのだろう。

外需変調はこれからも長引くリスク

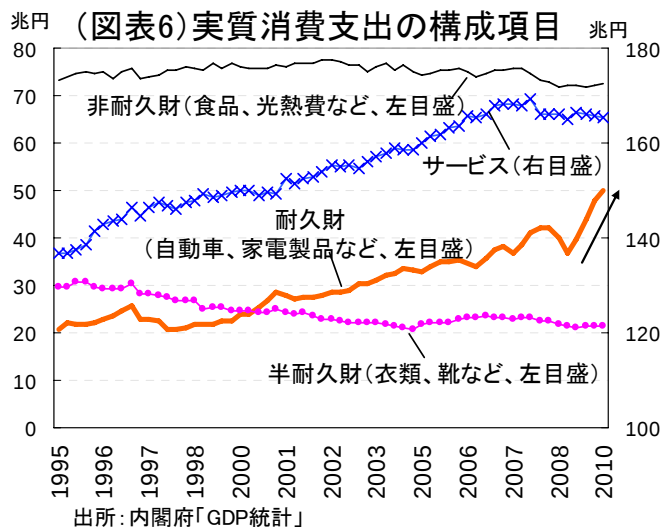
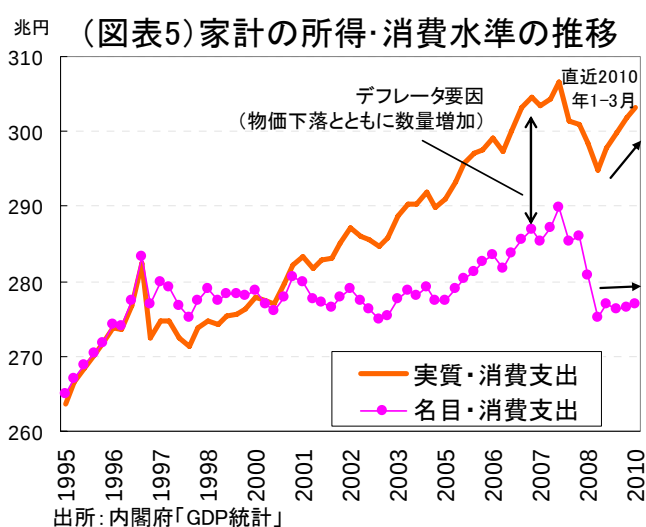
焦点は、限界的な景気拡大の鈍化がどのくらい長引くのかどうかという点である。日本の輸出環境を取り巻く情勢は、米国景気懸念が円高圧力に波及していくことで厳しくなっていくとみられる。米国経済の景気懸念は、現時点の情勢だけではなく、先行きの不安材料を加味している部分もある。すなわち、2010 年末には 10 年間継続されてきたブッシュ減税が終了して、所得税税率が引き上がると、減税要因で嵩上げされてきた個人消費は下押しされるだろう（図表 4）。米国では、所得税以外にも、証券税制で配当課税・キャピタルゲイン税の優遇も終了し、さらに、オバマ政権が就任

直後に組成した「米国再生・再投資法（ARRA）」も 2010 年 9 月までに予算執行の勢いがピークアウトすることが見込まれる。オバマ政権が 11 月の中間選挙までに雇用・所得環境を立て直そうと力を注いできた景気対策は、選挙までを目標に目指してきた自律的回復に成功しなかった公算が高まっている。リーマンショックの後遺症は、予想以上に根深かったということであろう。



国内におけるリスク

外需の牽引力を失ったとき、国内経済の成長力が自律的回復を継続できるかどうかを試される。内需拡大の力量を判断するとき、わが国も政策支援の力が拡大を支えている現状がある。4 月からは高校授業料無償化、6 月からは子ども手当の支給開始が個人消費を後押ししている。ただし、さらに先を展望すると、9 月末にはエコカー減税の一部（補助金）、12 月末にはエコポイントの恩恵が剥落して、消費分野では反動減が警戒される。



エコカー・エコポイントの効果は、これまでの経済成長にはかなり効果を発揮してきたと考えられる。それは、個人消費の中で実質耐久財の増加を牽引し、実質 GDP 全体の増加を支えている構図だからである（図表 5、6）。家計

最終消費のうち、家電・自動車を内訳とする実質耐久財は2009年1～3月にかけて1年間で+13.2兆円（35.8%増）も増加した。この期間に、実質GDPは+21.8兆円（4.2%増）しており、実質耐久財の要因の寄与度は60%にもなっている。

なお、この数字は、エコポイント・エコカーの変更・終了されることに反応した駆け込み需要を織り込んでいない。おそらく、エコカー・エコポイント制度が完全になくなれば、実質耐久財の増加が実質GDPを押し上げる影響力は低下してしまうであろう。エコカー・エコポイントによる消費減税を永続してよいとは限らないが、政策支援のバランスを注意深くみておく必要はあろう。

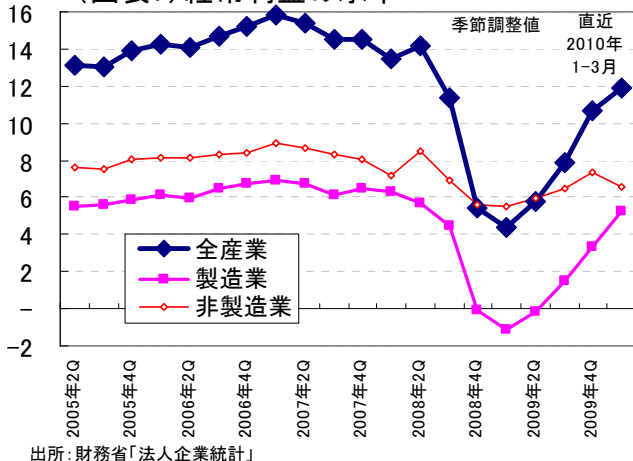
景気拡大の根拠は企業収益の底堅さ

さて、前置きが長くなったが、ここからが本論である。目先の悪材料が割と数多く表れるようになって、景気が腰折れするかという点では、筆者は現時点ではそうならないとみている。

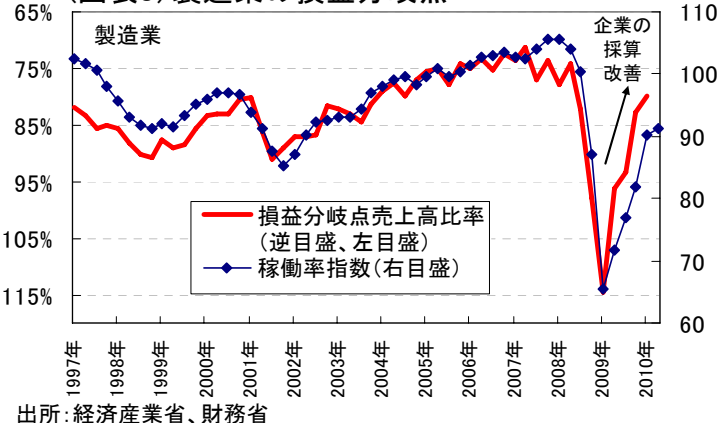
その理由は、企業収益に関しては好調だからである（図表7）。企業収益の増加は、企業が設備投資や雇用・賃金を決めるとき、最も影響力のある要因である。企業マインドは、日銀短観の業況DIにみられるように、企業収益の復活に支えられて改善を続けている。今になっても「二番底懸念の再燃」という悲観論が台頭してきていない理由でもある。

今後の景気の展開について焦点になるのは、次の2つである。（1）輸出・消費の鈍化の影響が強まり、企業収益も後から悪くなっていくか、（2）好調な企業収益が支援材料になって、設備投資や雇用増加へと内需拡大の波及が進んでいくか、である。今後の景気情勢は、（1）の引き算と、（2）の足し算の綱引きで、勢いが失速するかどうかが決まってくる。筆者の見解は、外需の悪化ペースはそれほど急激なものにはならず、企業収益は失速を免れて一時的な停滞に止まり、その間に外需から内需への波及も持続するというものだ。

（図表7）経常利益の水準



（図表8）製造業の損益分岐点



また、筆者は、企業収益に関して、採算性の改善の動きがその底堅さを支えるとみている。すなわち、企業の財務環境については、設備稼働率の回復を挙げることができる。企業の損益分岐点は、売上が増えるとともに固定費負担が軽減されて下がっていく。実は、製造業の稼働率の推移を、損益分岐点売上高比率と重ねると、両者はほぼ一致して動いている（図表8）。このことは、今後、たとえ緩やかであっても今の水準辺りで生産拡大が継続されると、企業収益は拡大基調を続けていくことを示唆している。収益拡大が継続すれば、そこから微弱ながらも設備投資・雇用拡大への展開が期待できることになる。

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。

リスクシナリオは予想外の追加ショック

反面、警戒心を持たなくてはならないのは、予想できないショックが2010年後半に起こらないとは限らないことだ。以前の景気局面を思い出すと、リーマンショックが起こった2009年までの景気後退期は、リーマン破綻よりも以前の2007年10月から始まっていた。2007年の春先から海外でサブプライム・ローン問題がくすぶり、国内では2007年7月からは改正建築基準法の施行に伴う建築確認申請の遅れによって、住宅投資が劇的に落ちた。リーマンショックに伴う深刻な景気後退は、景気拡大のペースが2007年後半・2008年前半と低調になったところへ、リーマン破綻に見舞われたことによって引き起こされたものだ。近年の世界経済は、リーマンショックの後遺症がまだ残存しており、財政リスク・過剰債務問題のようなかたちで姿を変えて、地雷のような隠れた火種が埋まっている。

振り返ってみると、今年2月にはじまり5月から急激に台頭してきたギリシャ問題・財政リスク、昨年11月のドバイショックなどは、リーマンショックの後遺症だろう。予想外のショックにみえても、それは前々からくすぶり続けた火種が表面化したものに過ぎない。そうしたショックに対しては、たとえ日本を含めて欧米でも財政・金融政策の戦線が伸び切っている状況下では、それをなかなか封印しにくい。それだけに、政府には金融財政政策による可能な限り機敏な対応が求められる。