

テーマ：世界は混乱から脱出したのか  
～Lの世界～

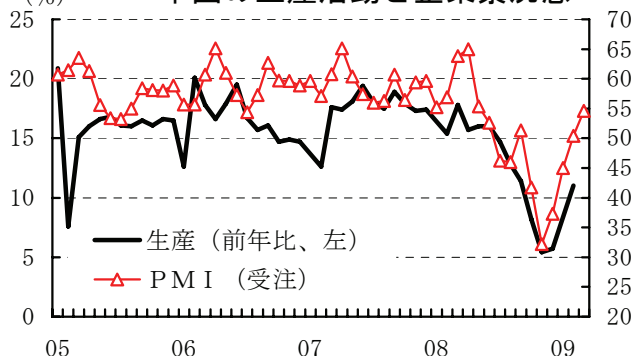
発表日：2009年4月20日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 鳶峰 義清 (03-5221-4521)

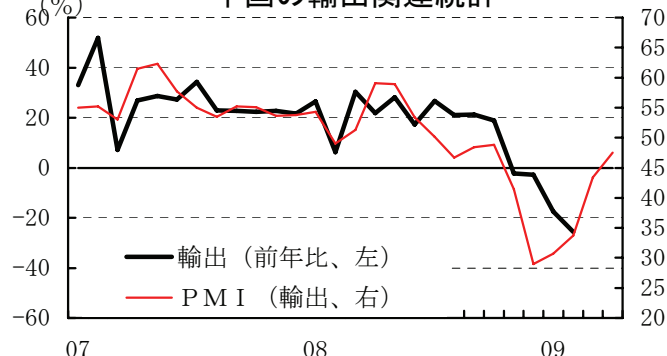
## “マイナス圏”からの脱却が見えてくる世界経済

昨年後半以降、未曾有のペースとなった世界経済の縮小にも、僅かながらも歯止めがかかる兆しが見えてきた。各国の経済指標を俯瞰すると、回復の兆しが最も強く表れているのが中国だ。中国の工業生産指数は、3月には前年同月比+8.3%と、昨年11月の同+5.4%から伸び率が拡大していることが確認された。春節（中国の旧正月）の影響もあって実態対比高めの伸びになったと判断される2月（同+11.0%）からは鈍化したものの、企業の判断指数（たとえばPMI）なども昨年11月を底に回復感を強めており、趨勢としては景気はボトムアウトし始めていると判断される。この間の中国の輸出は急減速していたことから、牽引車となったのは国内需要、なかでも景気対策の効果が大きいと考えられる。ただし、輸出についても先行指標となるPMI輸出受注判断DIが改善し始めていることから、最悪期脱出が視野に入っている。

中国の生産活動と企業景況感



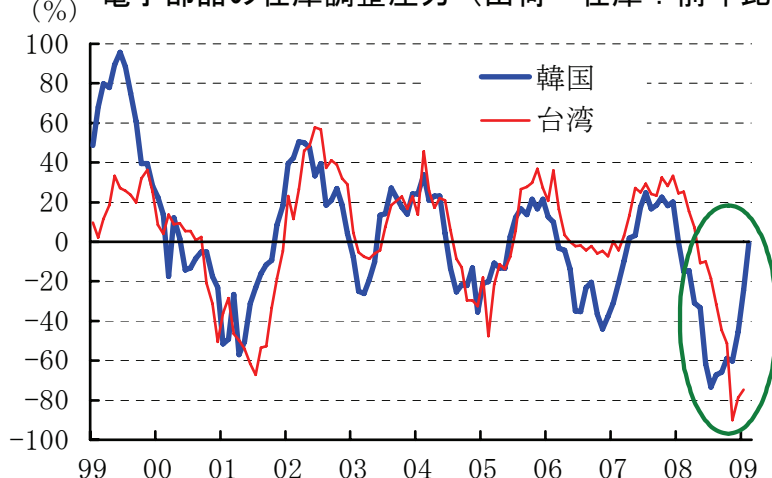
中国の輸出関連統計



同じくアジアでは、世界のハイテク部品供給基地とも言える韓国や台湾での電子部品の在庫調整が順調に進展している。韓国では、電子部品の出荷－在庫バランス（出荷の前年対比伸び率から在庫の同伸び率を引いて算出）が2月段階で▲0.4ポイントとほぼゼロにまで縮小、生産拡大余地が生じ始めたことが確認できる。日本においても、電子部品・デバイス工業の出荷－在庫バランスが、他の分野に先駆けて改善し始めている。依然として出荷に明確な回復感は見えていないものの、在庫調整が進み始めれば、生産にかかるブレーキも徐々に軽くなってくると見込まれる。

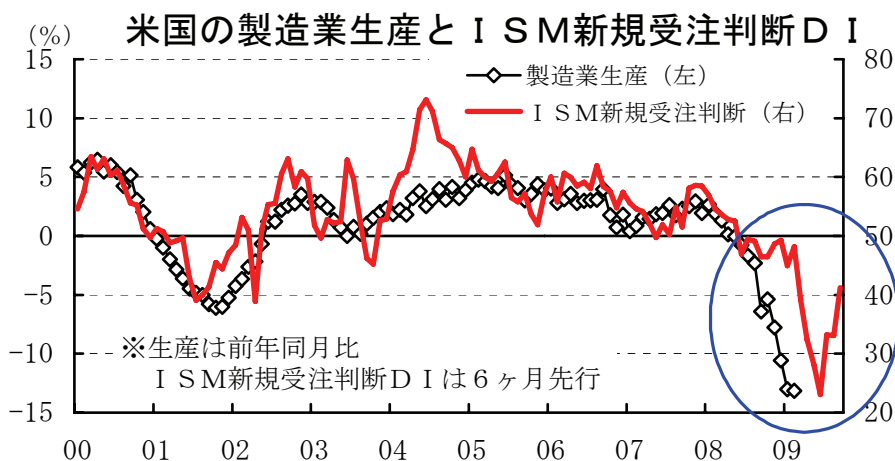
生産活動の先行指標改善は米国でも確認される。米鉱工業生産に半年程度先行するISM新規受注判断DIは、昨年12月にボトムをつけた後、水準が切り上がっている。未だ判断基準の分かれ目となる50を大きく下回っているものの、生産活動の落ち込みも徐々に歯止めがかかる兆しが見えてきたと言える。

電子部品の在庫調整圧力（出荷－在庫：前年比）



このように、金融混乱もあって世界の需要は急激に下ぶれたが、これを上回るような勢いで進められた生産調整により、在庫調整にも目処がつき始めている。日本においては、電気機械や自動車などで出荷—在庫バランスの改善は確認されていないものの、各種報道などから伺われるように、年前半には生産調整に一旦の目処がつく企業や業種は広がっていくものと期待される。無論、今後も需要が下ぶれていけば生産調整も進めざるを得なくなるが、各国で執り行われている景気対策が一定程度効果を上げることににより、需要の落ち込みに歯止めがかかることが期待される。例えば、米国での減税は本格化し始めており、消費に回る分は限定的になるにせよ、5月頃からは需要を一定程度支えることが期待される。

したがって、世界経済は年半ばころから回復方向へ向かい始めるというこれまでのコンセンサスの蓋然性は高まっていると考えられる。ただし、あくまでも在庫調整の進展に伴う循環的なものであり、また世界的な景気対策によって支えられている側面も大きく、自律的・持続的な回復軌道に乗るかといえ、現時点ではその条件は揃っていないと言えない。



### 回復ペースのカギを握るマインドの改善

景気が回復に転じる局面は、供給側と需要側とに分けて考えるとわかりやすい。供給側の動きは、前述したように企業の在庫調整によって見極められる。需要の落ち込みになどによって生じた過剰在庫を、生産調整によって解消する動きである。過剰分が解消すれば、生産調整圧力も解消し、その後は需要に応じた生産拡大が可能になる。ただし、あくまでも需要に応じた増産が可能になるわけで、回復ペースは需要の拡大ペースがカギを握ることになる。

需要側は、金利の上昇や資産価格の下落などによって減衰し、やがて雇用調整によって後退色を強めることになる。需要の回復は、これと同じ経路を辿って持ち直すのが一般的だ。景気が減速すれば、それまで上昇基調を辿っていた金利が低下に転じる。景気浮揚のための中央銀行による金融緩和もこれを促す。金利が十分に低下すると、消費者の借り入れ意欲などを喚起する。特に、長期の借り入れコストの低下は、住宅や自動車などの“大型消費”の需要を押し上げやすい。これら一般に借り入れを必要とするものを金利感応度が高い商品ということができ、特に景気拡大の初期に他に比べて盛り上がりやすい。他方、金利の低下は株などの資産価格の上昇を促す。株や不動産といった資産価格の上昇は、これを保有している人の消費意欲を高める資産効果をもたらす。

景気後退局面で採られる景気対策も、一般的には需要を刺激する効果を持つ。減税は、その対象となる主体の需要を直接刺激する効果が高い。また、公共投資は政府自体が財政によって直接需要を作り出す。日本では、09年度の補正予算で、環境対応型の電化製品などの購入について、一定比率のポイントを還元し、これを他の同商品の購入に充てる策を入れたが、これは消費者にとって見れば当該商品に関する消費税引き下げと同じ効果を持つため、需要喚起に繋がる。一方、供給側であるメーカーはこれに該当する商品の生産を拡大させたり、開発を進める意欲を高める。これが、設備投資に繋がれば、機械メーカーへの受注拡大にも繋がりをうる。このような金利の低下や資産価格の上昇、各種景気対策などは、いずれも景況感の改善となって現れる。最終需要に絞れば、消費者マインドの改善となって現れるはずだ。

消費者マインドの変動要因のうち、もっとも大きな影響を示すのは雇用・所得の動向だ。一般に、雇用環境は景気に遅れて動くため、景気回復初期の消費マインドを改善させるのは金利や資産価格の動向で、これが雇

用に次ぐマインドの変動要因となる<sup>1</sup>。

要するに、在庫調整が進展した後の景気の回復ペースは、需要の回復ペース、すなわち消費の回復ペースにかかっており、それは金利や資産価格、景気対策などの動向に負うところが大きいということになる。そしてこれらがマインド押し上げに寄与すれば、消費者の財布の紐は緩み、消費拡大→生産拡大→雇用拡大といった景気の良い循環をもたらしていくことに繋がる。

### “先進国”におけるマインド改善は限定的

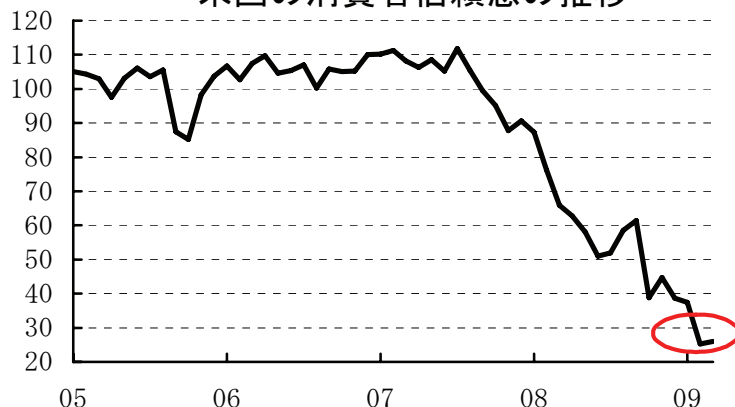
今後予想される景気の持ち直し局面においては、こうしたマインド改善による需要の盛り上がりがありあまり期待できない。

まず、マインド変動の主因である雇用環境については、しばらくは相当程度の悪化が続く公算が大きいことが挙げられる。米国やイギリスをはじめとした住宅バブルが崩壊した地域においては、バブル時に嵩上げされた需要の剥落が見込まれるため、その分の供給能力（雇用や設備）を削減する圧力に晒されている。これは、こうした地域向けの輸出の恩

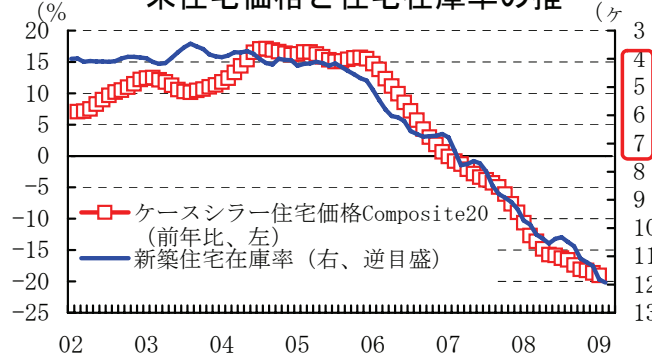
恵が高かった地域や産業でも同様である。需給ギャップの観点から、今年末の失業率は米国で10%程度、日本でも戦後最悪となる5.5%を上回るとの見方がコンセンサスとなっているが、バブル崩壊以前の需要水準に戻ることが困難となれば、高失業状態がなかなか解消しない可能性が高まる。

一方、景気回復初期のマインド改善を促すはずの資産価格についても、簡単には持ち直しそうにない。特に足を引っ張るのが、家計が保有する最大の資産、不動産資産である。米国をはじめとした住宅バブルの崩壊に見舞われた地域では、住宅需給の大幅な悪化によって住宅価格の上昇がしばらくの間見込みにくく、マインドの抑制要因となる。たとえば、米S & Pケースシラー住宅価格指数は、1月の段階で前年同月比▲19.0%まで落ち込んだ。ピーク時（06年7月）からは実に▲29.1%の下落となっているが、さらに下落は続くとの見方が多い。実際、住宅価格との強い相関性が確認される新築住宅在庫率の動向を見ると、2月段階で11.8ヶ月分と、適正水準とされる5～6ヶ月分の倍近くも抱えている。同様に、住宅販売業者の価格設定に大きな影響を与えると考えられる、住宅業者の半年後の販売見通し指数も4月段階で25ポイントと、前月から多少改善したもの、依然低水準にとどまっている。住宅価格が上昇に転じるにはこうした関連指標の大幅な改善が必要となるが、在庫率の高さなどを勘案すれば、住宅価格が上昇基調に転じるまでには相当の在庫解消が必要となる。在

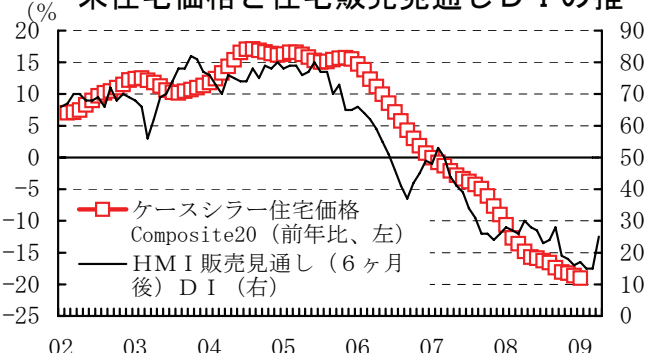
米国の消費者信頼感の推移



米住宅価格と住宅在庫率の推



米住宅価格と住宅販売見通しDIの推



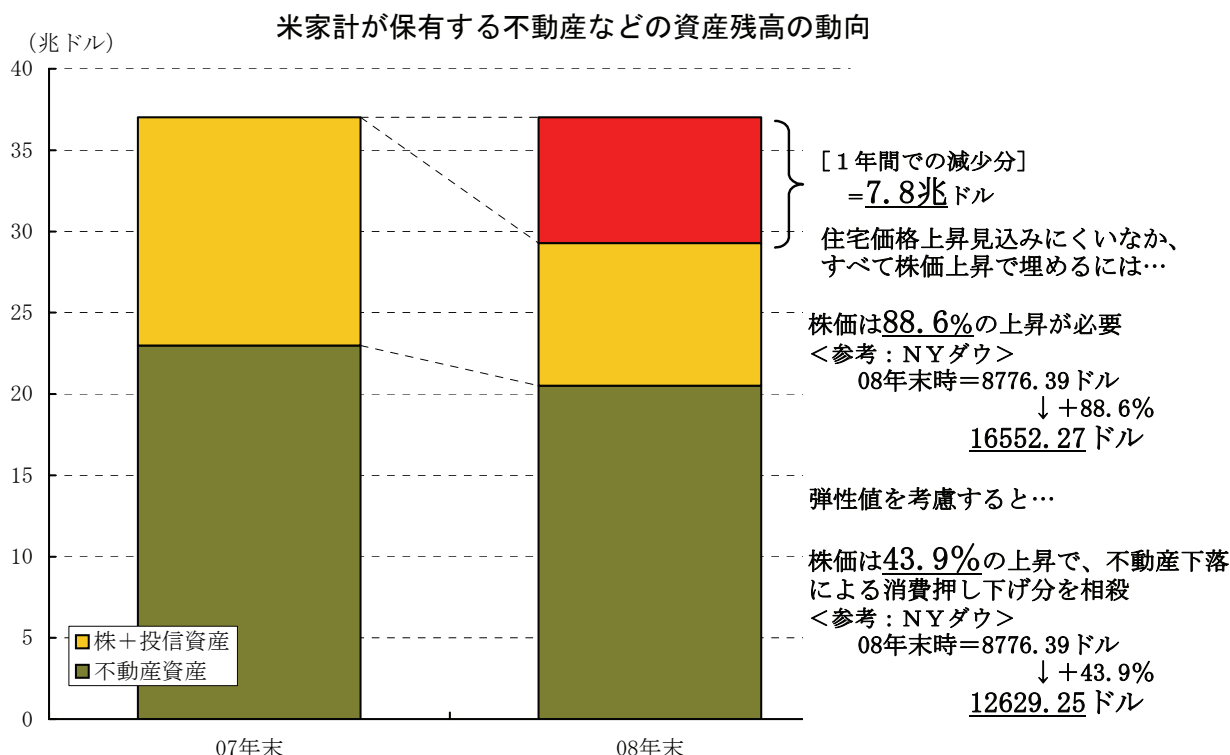
<sup>1</sup> 定量的には計れないが、減税などの各種景気対策や、景気が持ち直すといった報道なども消費マインドの改善に寄与すると考えられる。

在庫解消のためには特に販売が回復する必要がある、そのためには金融機能の回復、すなわち金融機関の貸し出し態度の緩和が求められるが、現状では十分とはいえない。住宅価格が上昇に転じるには1年、ないしはそれ以上の期間が必要との見方が多いが、住宅販売が今後徐々に持ち直すとしても、在庫率の高さや金融機能の回復のもたつきなどを勘案すれば、こうした見方は妥当だと考えられる。

不動産資産価値の目減りが家計の資産に及ぼす影響は大きい。米国においては昨年末までの段階で家計が保有する不動産資産価格は、ピーク時の06年末から約3.7兆ドルも減少した。この1年間に限ってみても、約2.5兆ドルの巨額に上る。前述したように、住宅価格はまだしばらくは下落基調が続くと予想されるため、不動産資産は消費マインドを押し下げ続けるだけでなく、逆資産効果として消費抑制要因となることが見込まれる。

一方、これを穴埋めするものとして期待されるのがその他の資産、特に株式や投信などの金融資産の動向だ。株式市場は、昨秋来の混乱が落ち着き、最近では金融混乱の解決と景気回復を期待する形で堅調な展開が続いている。そこで、株価の上昇が、不動産資産の低迷を補うことが可能かどうかを検証すると、まず07年末から08年末にかけて、家計が保有する不動産資産と、株と投資信託の資産価値の変化を確認すると、両者合わせて7.8兆ドルも減少している。これを、株価の上昇だけで補おうとすれば、株価は昨年末対比で88.6%も上昇する必要がある。NYダウで換算すれば、16,500ドルにまで上昇する必要がある短中期的には現実的ではない。ただし、不動産資産と株式関連資産とに分けて、それぞれが個人消費に与えるインパクトを試算すると、株式関連資産が消費に及ぼすインパクトは、不動産資産のそれよりも約1.5倍あることがわかる<sup>2</sup>。この点を考慮すると、43.9%程度の株価上昇で消費押し下げ圧力を相殺することが可能になる。しかし、それでもNYダウで換算すれば12,600ドル程度への上昇が必要となり、短期的には現実感に乏しい。

以上は、一定の条件の下での試算に過ぎないが、確からしいことは不動産資産価値の減少基調が続く中では、個人消費の盛り上がりによって景気が明るさを増していくという、景気回復初期に見られる一般的なストーリーは描きにくいということだ。



<sup>2</sup> 以下の推計による。

$$\ln(\text{実質個人消費}) = 1.493 + 0.718 \times \ln(\text{実質可処分所得}) + 0.040 \times \ln(\text{不動産資産残高}) + 0.062 \times \ln(\text{変動性金融資産残高})$$

決定係数=0.9937 ※変動性金融資産残高=株式資産残高+投資信託保有残高

無論、株価が上昇基調を辿れば、マインドの限界的な改善には寄与する。また、株価が上昇する分だけ、個人消費押し下げ圧力を緩和する効果も期待できる。ただし、米国においては大恐慌以来初となる家計保有の不動産資産の減少という事態に足を引っ張られ、マインドの改善も個人消費の改善も、過去数回の景気拡大初期に比べてかなり緩慢なものにとどまると見込まれる。同様の事態は、住宅バブルが崩壊し、不動産資産価格の下落傾向が強い欧州などの米国以外の地域でも生じよう。

## “Lの世界”の先にあるもの

以上のことから、今後の世界経済の動向について、以下のようなことが言えよう。

- ① 生産関連の経済指標を中心に改善の兆候が見られている。このことは、世界経済が循環的に持ち直しの局面に入りつつあることを示唆している。
- ② 先行指標などから判断すれば、概ね年半ばが景気のターニングポイントになる公算が大きい。ただし、国ごとによって多少のばらつきはあり、中国ではすでにボトムアウトした可能性がある。
- ③ 景気持ち直し後の回復のテンポは、概ね緩慢なものになると見込まれる。不動産バブルが崩壊したとみられる多くの国で、不動産資産価格の減少が需要回復の足を引っ張る。また、こうした国への輸出依存度が高い国でも輸出が伸び悩み、景気回復ペースは緩慢なものになると予想される。一方、株価の上昇は景気回復に一定程度寄与すると見込まれるものの、現実的に考えれば不動産資産の穴を埋めることは難しい。

また、詳しく言及していないが、以下のことも言えるだろう。

- ④ 各国で採られている景気対策は、景気の押し上げ要因として期待される。なかでも、日米に加え、中国をはじめとした一部の新興国ではその規模も大きく、相応の押し上げ効果が期待される。また、世界同時的にこうした対策が採られていることから、相乗効果が得られることも否定できない。ただし、各国の景気対策の効果は短いもので数ヶ月、長いものでも2年程度で効力が切れる、ないしは効果が一巡する。

景気回復の姿（角度）をローマ字などになぞらえることがあるが、これから予想される景気回復はボトムアウト後も伸び悩む“L字型”となると見る向きが多い<sup>3</sup>。しかし、そのLの先の方向性を決める最重要のポイントは、通常の景気回復初期の段階で確認されるにもかかわらず足元で欠けている事象が、持ち直すかどうかである。すなわち、

- ⑤ 金利が低下していることによる景気押し上げ効果、すなわち資金需要や資金供給能力が回復すること。また、それによって資産価格、特に不動産資産価格が持ち直すこと

が求められる。そのためには、金融機関のバランスシートの改善が必要条件となろう<sup>4</sup>。

つづく

<sup>3</sup> このほかに、ボトムアウト後急回復を見せる“V字型”、徐々に加速する“チェックマーク型”などがある。

<sup>4</sup> 本レポート内の図表データ出所は、すべてReuter Ecowin。ただし、中国PMIと米HMI住宅販売見通しはBloomberg。