

暗雲広がる景気の先行き

【ポイント】

1. 足元の景気後退は過去のそれと比較すると、在庫の積み上がりは限定的であり、減速テンポも緩やかなものにとどまっている。また、いわゆる 3 つの過剰は一旦解消し、企業の収益力も高いなど事業環境は大きく異なっている。
2. しかし、欧米を中心とした金融・資本市場の混乱により、今後の需要動向に不透明感が増している。外需依存度が高まっている日本経済は、世界経済のリスクが顕在化することに脆弱であり、軽微とみられた今回の景気後退も深刻度が増す可能性が高まっている。

今後正式に認定されることになるが、日本経済は戦後最長の景気回復期が終わり、景気後退入りしているとみられる。08年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲3.0%となり、9月の日銀短観でも業況感の悪化が目立つなど、足元の景気動向に対する慎重な見方が広がっている。過去2回の後退局面では、98年度が前年比▲1.5%、01年度が同▲0.8%と年度の成長率がマイナスに転じたが、それとの比較を通じて、足元の景気後退の状況を整理したい。

1. 過去の景気後退局面との比較

①景気動向一致CIの推移

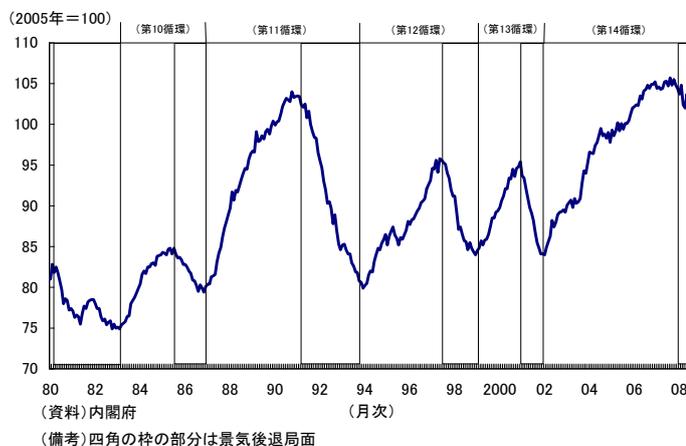
景気の山は、景気動向一致CIがピークアウトした時点とほぼ一致し、その下落局面が景気後退期となる(図表1)。第12循環の後退期(97年5月が山～99年1月が谷)においては、一致CIが山から谷まで11.8%下落し、第13循環(00年11月が山～02年1月が谷)では、同11.4%下落している。ちなみにバブル崩壊直後である第11循環は同21.9%低下と約2倍の深度となっている。

今回の景気後退期の景気の山は、07年11月(四半期では10～12月)であったとみているが、昨年11月以降の9ヵ月で一致CIは3.9%低下している。その一方で、第12、第13循環については、景気の山から同時点で、それぞれ6.9%、8.4%の低下となっており、相対的に足元のCIの低下テンポは緩やかなものにとどまっている。これまでのところ景気後退は軽微であると言えよう。

②生産・在庫の動向

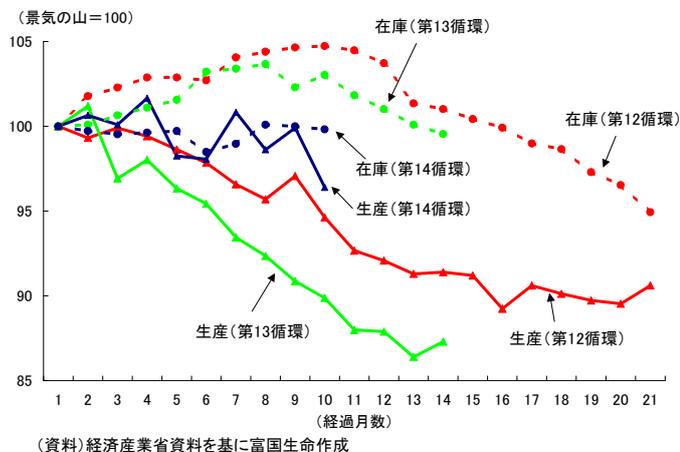
次に、鉱工業生産指数の推移をみると、8月は前月比3.5%低下(速報)となり、3四半期連続で前期を下回る可能性が高い。しかし、景気動向一致CI同様に、生産指数の

図表1. 景気動向一致CIの推移



減速テンポも緩やかである。図表 2 は、過去の景気後退局面における生産指数の推移を、景気の山を 100 とし示したものであり、どの局面も当然低下傾向となるが、足元（第 14 循環）の下落テンポは、輸出の底固さを映して緩やかなものにとどまっている。また、在庫調整という面でもマイナスの影響は小さい。生産調整が行われる景気後退局面では、当初、需給バランスが崩れて在庫が積み上がることになるが、企業の需要予測の高度化や柔軟な対応などで、足元の在庫水準は IT 関連などの一部業種を除くと低いレベルにとどまっている。

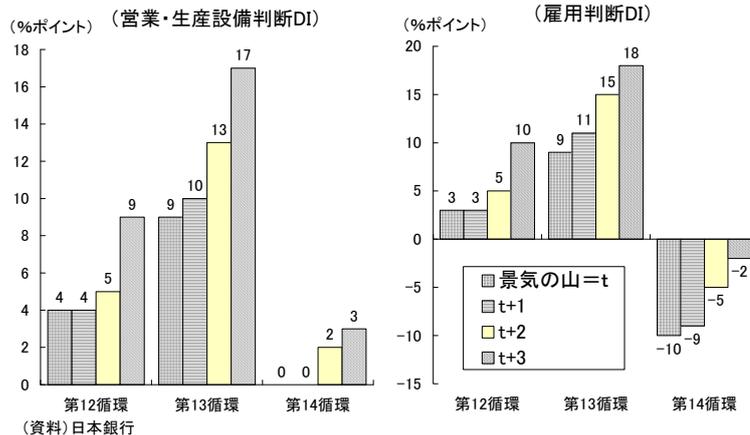
図表 2. 鉱工業生産・在庫指数の推移



③相対的に小さい3つの過剰の重し

バブル崩壊後の失われた 10 年においては、いわゆる 3 つの過剰（設備・雇用・負債）が企業経営の足枷となり、景気の重しとなっていた。図表 3 は、日銀短観の生産・営業用設備判断 DI の推移を示したものである。過去 2 回は、景気後退入りした時点で既に DI はプラスと設備は過剰であったが、第 14 循環では企業が慎重な設備投資を継続したことで一旦過剰感は解消されている。また、その後の推移も、以前と比較すると数値は低水準となっており、既存設備に対する過剰感は乏しい。

図表 3. 生産・営業設備と雇用判断 DI の推移



次に、雇用判断 DI をみると、設備同様に過去の局面では過剰の状態でも景気後退入りしているが、足元では水面下（不足）の推移となっている。そのプラス幅が徐々に縮小するなど悪化テンポは過去と比較して同程度となっているが、このように企業の雇用過不足に対する認識は大きく異なっている。90 年代後半に若年層の雇用を抑制したことに加え、団塊世代が退職時期にかかることなどが雇用不足感の主因であり、雇用に対する調整圧力は小さいとみられる。

また、有利子負債の軽減も進んでいる。便宜的に有利子負債を対売上高に対する比率で見ると、全産業の比率は 98 年度の 45.9% をピークに低下傾向となり、足元では 90 年の 34.0% を下回る 28.9% となっている。以上のように 3 つの過剰については、戦後最長の景気回復期を経て解消している。

図表 4. 有利子負債の対売上高比

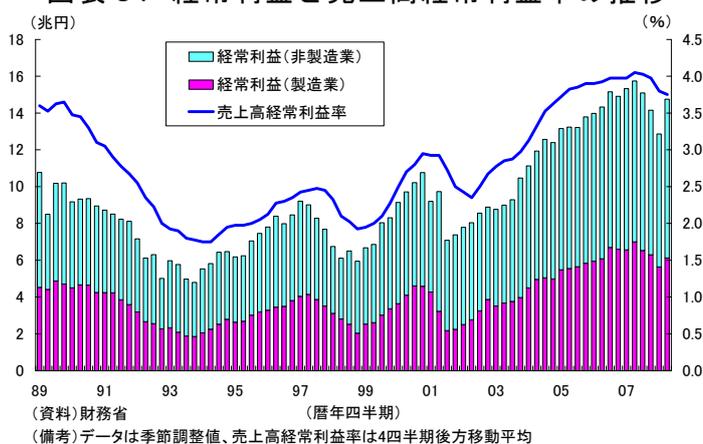
	90年	94年	98年	01年	07年
全産業	34.0	43.8	45.9	39.4	28.9
製造業	27.2	34.8	33.0	32.6	22.7
非製造業	36.7	47.2	50.9	42.2	31.6

(資料) 財務省「法人企業統計年報」
 (備考) 有利子負債は長期借入金+短期借入金+社債

④過去と比較すると高い企業の収益性

前述した過剰の解消による固定費負担の軽減に加えて、新興国の需要拡大という追い風などで売上高が増えて企業の経常利益は増加している。法人企業統計ベースのそれは、5年連続で過去最高を更新した後、07年度にピークアウトしているが、直近の経常利益（08年4～6月期）は、過去の景気回復期のピークを上回っており、97年1～3月期の1.6倍、2000年10～12月期の1.4倍となっている。また、売上高経常利益率をみても依然高く、バブル期並である。特に、大企業については、損益分岐点が大幅に下がるなど経営効率が高まっていることで、バブル期を大きく上回っている。このように現時点では、企業の収益力は相対的な強さを確認できる。

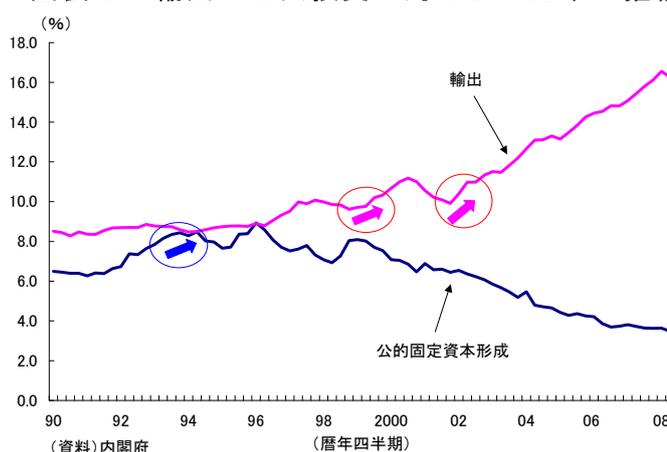
図表5. 経常利益と売上高経常利益率の推移



2. 景気回復に転じる契機

次に、景気後退局面から脱却した契機を確認する。バブル崩壊後の第12循環については、累積で数十兆円に及ぶ経済対策が実施されたことに加えて、金融緩和によって需要が上向き景気回復となったが、その後の第13循環については、世界的なIT需要の高まりによって輸出が増加したこと、第14循環もITバブル崩壊後に需要が弱含む中、アジアや米国経済が先に立ち上がったことで輸出が増加し、企業部門の好循環が生まれたことが要因となっている。このように、直近2回の景気浮揚のきっかけは海外需要の高まりによる輸出増である。図表6は、輸出と公共投資の対GDP比を示しているが、第12循環の景気回復に転じる局面ではGDPに占める公共投資（公的固定資本形成）の割合が高まる一方で、第13、第14循環においては、輸出の割合が上昇している。両者の比率は、90年代半ばは同水準であったが、その後乖離幅が広がっており、足元では公共投資の比率が半減しているのに対して、輸出は倍と日本経済はますます輸出に左右されやすくなっている。

図表6. 輸出・公共投資の対GDP比率の推移



3. まとめ

過去の景気後退と足元のそれを整理したが、現時点では景気後退局面は緩やかなものにとどまり、また、在庫の積み上がりは乏しく、3つの過剰問題が一旦は解消できていること、企業の収益力は相対的に良好で「失われた10年」における景気後退局面と大きく異なっている。この状況下、今回の景気後退がどのようになるかは、今後の需要動向が最大のポイントになる。その点、ここ数週間で日本経済を取り巻く環境が激変した。

具体的にはサブプライム問題を発端とした金融不安が、我われの想定をはるかに超える勢いで悪影響を及ぼしている。欧米の金融機関の資本劣化が鮮明となり、金融・資本市場はパニック状態となっている。米国においては金融安定化法案が成立、英政府が大手銀行への資本注入を柱とする銀行救済策を発表、世界 10 カ国の中央銀行における同時利下げ等、欧米を中心に相次ぐ対策が講じられている。しかしながら、執筆時点では、世界的な株価暴落に歯止めが掛かっている。

図表 7 は、金融・商品市況の変動が日本の実質 GDP 成長率に与える影響を、基準値に対する乖離が 10 月以降継続するという前提で試算したものである。世界経済動向と表裏一体の関係にあるので注意が必要であるが、原油価格の下落については、実質 GDP を押し上げる要因になり、通関輸入価格が 1 バレル 10 ドル下落した場合は、08 年度が 0.03 ポイント、09 年度が 0.13 ポイント成長率を押し上げる。一方、株安や円高は成長率を押し下げる要因だ。日経平均株価、円ドルレート、S&P500 の図表に示した試算要件では、それぞれ 08 年度が▲0.02～▲0.06 ポイント、09 年度が▲0.17～▲0.35 ポイントと、累積すると原油のプラス効果を大きく上回るマイナス要因になる。

また、このような金融危機により信用収縮の加速、企業業績悪化、個人消費の腰折れなどで、その震源地である欧米経済が大幅に減速する可能性が高まっている。参考までに 10 月 8 日に発表された IMF (国際通貨基金) の国・地域別の経済成長率をみると (図表 8)、世界のそれは 08 年が 3.9%、09 年が 3.0%と前回予測 (7 月時点) から下方修正された。中国をはじめ新興アジアが減速するものの高成長を維持することで、98 年の 2.5%、01 年の 2.2%成長をかるうじて上回るが、外需主導の日本経済にとっては、牽引力が損なわれることになる。

一方、内需についても、マーケット環境の激変により、企業・家計のマインドが萎縮し、実体経済を下押しするリスクも顕在化している。折しも、麻生内閣のもと、事業規模 11.7 兆円の総合経済対策が実施される見込みであり、大型の追加経済対策をも示唆している。現時点で明らかになっている範囲では、その大半が中小企業向けの融資保証枠の拡大であり安全弁としては期待できるが、直接的に景気浮揚効果をもたらす「真水」部分は小さく、力不足は否めない。個人消費の低迷が続く中、景気対策による押し上げ効果は乏しいとみられ、内需拡大による景気回復という経路は期待薄である。

前述したように「失われた 10 年」と事業環境は大きく異なる中、新興国の需要拡大見込みもあって、今回の景気後退が軽微にとどまるとみていた。しかし、経済のグローバル化が進展してきたことで世界経済のリスクの顕在化に対して日本経済は脆弱である。日本単独の財政政策では手立てがなく、世界中が足並みを揃えて未曾有の危機に立ち向かう必要がある。足元の景気動向には、先行きに暗雲が広がっており、深刻度が増す可能性が高まっている。

（財務企画部 森実 潤也）

図表 7. モデル結果一覧

	試算要件	08年度	09年度
日経平均株価	1,000円下落	▲ 0.02	▲ 0.21
円ドルレート	5円円高	▲ 0.06	▲ 0.35
S&P500	100P下落	▲ 0.02	▲ 0.17
原油	10ドル下落	0.03	0.13

(資料)NEEDS日本経済モデルによる当社試算

図表 8. 国・地域別経済成長率

	98年	01年	08年		09年	
			7月	10月	7月	10月
世界	2.5	2.2	4.1	3.9	3.9	3.0
米国	4.2	0.8	1.3	1.6	0.8	0.1
ユーロ圏	2.8	1.9	1.7	1.3	1.2	0.2
NIES	-2.7	1.2	4.2	4.0	4.3	3.2
ASEAN5	-8.4	2.8	5.6	5.5	5.9	4.9
新興アジア	3.6	5.8	8.4	8.4	8.4	7.7

(資料)IMF

(備考)08年、09年はIMFの予測値(7月、10月時点)