



2012年度までの中期経済見通し

～バランスシート調整が回復の足かせに～

調査研究部 木下 茂

○国内景気は在庫調整一巡から下げ止まり

昨年秋のリーマンショック以降、急速に悪化の度合いを強めた日本経済であったが、ようやくここにきて下げ止まりから反発への動きが出始めている。

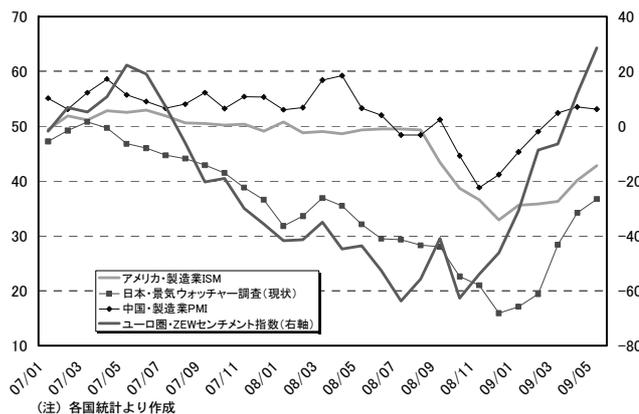
まず、マインド面では、景気ウォッチャー調査の判断DIが現状・先行きともに5月まで5ヶ月連続で改善を示している。背景には、定額給付金など政府の景気対策への期待があると思われる（第1図）。

また、3、4月の鉱工業生産がそれぞれ前月比+1.6%、同+5.9%と増加に転じたこと、生産予測指数でみた企業の生産計画が目先増加となっていることも明るい材料である（予測指数で機械的に延長すると、4～6月期の生産は前期比+10.6%の増加見込み）。昨年秋の金融市場混乱の影響を受けて実体経済活動も急速な萎縮を余儀なくされたことに伴い、需要の急減と在庫の積み上がりに直面した国内製造業は大幅な減産を実施してきたわけであるが、春先以降その効果が始まってきたと考えられる。4月の在庫の絶対水準は前年比-7.2%と大きく減少しているほか、年末にかけて急上昇した在庫率も3、4月と2ヶ月連続で低下している。

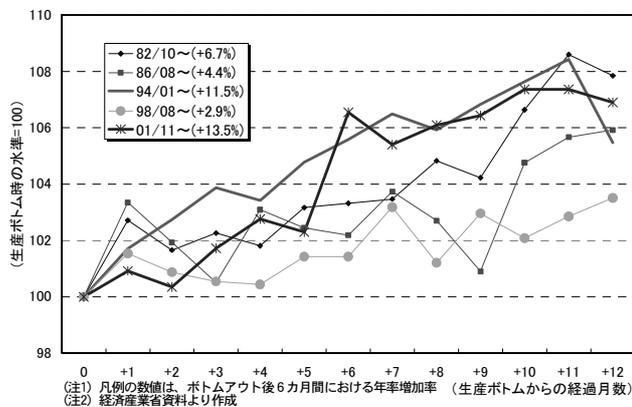
○生産活動はリバウンド局面へ

目先的には、鉱工業生産は在庫調整の一巡に伴うリバウンド局面に入るとみられる。過去の景気循環における底入れ後の生産指数の動きをみると、極めて弱い足取りとなった98年8月以降の推移を除き、少なくとも半年程

（第1図）各国・地域のマインド系指標の推移



（第2図）景気底入れ後の鉱工業生産の推移



度は一定の増加テンポで鉱工業生産が回復するという傾向が見出せる（第2図）。

また、今回の生産急減局面で大幅に減産を行ったのは国内製造業の主力である自動車や電機などであるが、こうした業種が影響を受けやすいとみられる海外環境にも、以下に示すように好転の兆しが出ている。

まず、自動車については、今回の金融危機の震源であるアメリカが鍵になると思われ



る。米国における自動車関連在庫を、製造業、卸売業、小売業の各段階別にみても、メーカー段階では依然として高水準の在庫を維持しているものの、川下の流通段階では年末以降急速に在庫削減が進捗している様子が窺われる（第3図）。日本の自動車産業が直面するのは、主として完成車販売市場であることから、流通在庫の減少は明るい材料として捉えられよう。

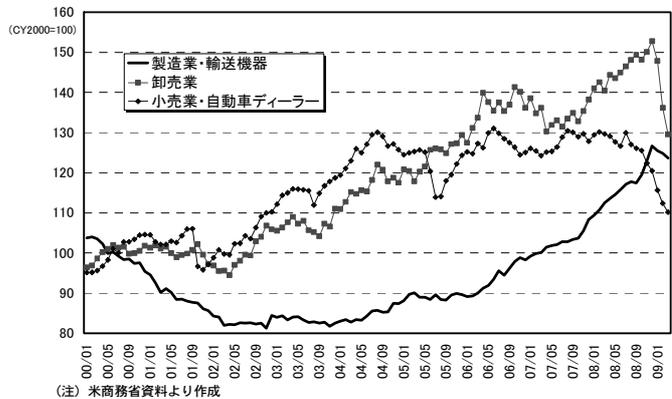
次に、電機については、日本との分業体制が定着しているアジア地域の動向が重要であろう。生産・出荷・在庫統計が入手可能な韓国と台湾の動きをみると、両国とも出荷・在庫バランスが改善し、生産が持ち直し始める局面に入りつつあることがわかる（第4図、第5図）。このことは、日本からアジア地域へ関連産業の輸出増加が期待できることを示唆している。

○09年度後半以降は景気対策効果に期待

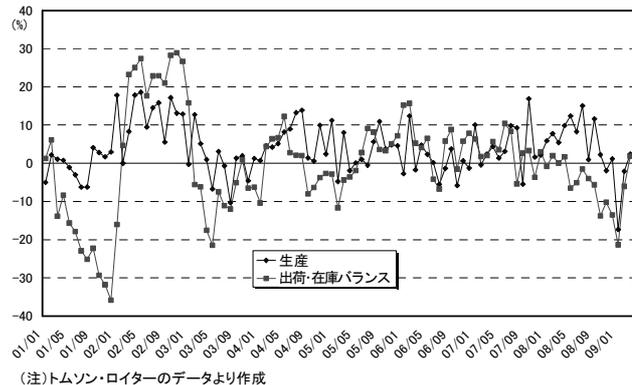
在庫調整一巡のみを原動力とした生産の回復は短期的なものに終わる可能性が高い。例えば、前回の景気回復局面の初期段階において、01年11月以降半年間で生産は年率2桁の増加を示したが、その後は出荷の伸び鈍化を背景に頭打ちとなった（前掲第2図）。結局、生産活動回復の持続性を規定する重要な要因は最終需要の動向であるということがこの時の経験からも確認される。

今回についても、海外を含め民間需要において強力な牽引役を望める状況にはないが、少なくとも09年度後半から10年度前半にかけては先般策定された過去最大規模の大型景気対策効果の顕在化が期待できる。対策のメニュー内容については議論が分かれるところもあろうが、15兆円超の財政出動の効果はやは

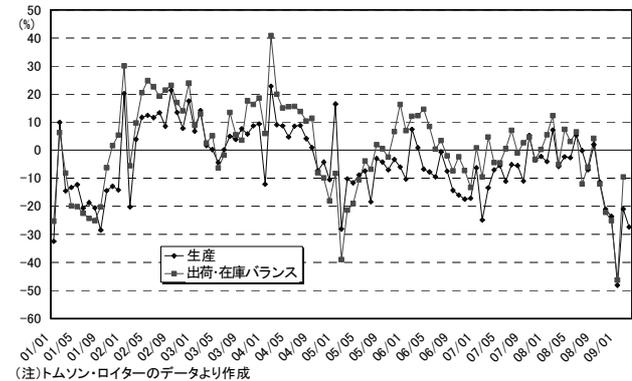
（第3図）米自動車関連在庫水準の動向(季節調整値)



（第4図）韓国・電機産業の生産(前年比)と出荷・在庫のバランスの推移



（第5図）台湾・電機産業の生産(前年比)と出荷・在庫のバランスの推移



り大きい。09年度から10年度前半までの日本経済は、在庫調整一巡に伴うリバウンドに大型景気対策効果に加わり、景気の方角性とし



ては回復基調を辿ると予想される。

もっとも、住宅価格バブルの崩壊を経験した先進主要国においてはバランスシート調整が長引くことが予想されることから、海外経済の回復ペースは緩やかなものになると見込まれる。このことは外需依存度の高い日本経済にとっても中期的な制約要因となる。以下では金融危機の影響を中心に海外経済環境について概観する。

○米景気にも反転の兆し

今回の金融危機の発端となった米経済については、1～3月期の実質GDPが前期比年率-5.7%と大幅なマイナスに陥るなど依然厳しい状態にある。鉱工業生産、小売売上高、住宅関連などの主要な月次指標も悪化が続いている。ただ、ISM指数や消費者信頼感などサーベイデータは足元上昇の動きをみせているほか、5月の雇用統計では非農業部門就業者数の減少幅が30万人台にとどまった。これらは、景気悪化ペースが徐々に鈍化し、反転が近づいていることを示唆している。

○住宅価格の下げ止まりは見込めるか

こうした状況下、今回の金融危機の発端となった住宅市場が安定するかどうかのポイントの一つであろう。このところの住宅販売指標は、新築・中古とも底這い気味の推移となる一方、住宅価格の動きと連動性が強い中古住宅の在庫率は、足元上昇一服となっている

(第6図)。このように需給悪化に歯止めがかかってきたことに伴い、住宅価格も下落の最悪期を脱しつつあるとみられ、今後は下げ止まり方向へ向かうと考えられる。

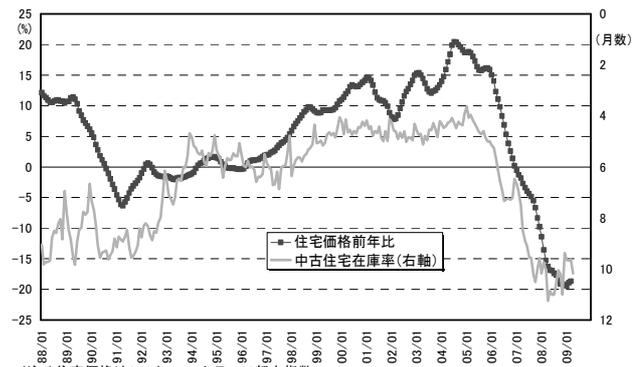
また、これまでとられてきた大規模な金融緩和策の効果も無視できないところである。

(第1表)「経済危機対策」の規模と概要(単位:兆円)

	財政支出	事業費
I 緊急的な対策—「底割れ」の回避	4.9	44.4
1 雇用対策	1.9	2.5
2 金融対策	3.0	41.8
II 成長戦略—未来への投資	6.2	8.8
1 低炭素革命	1.6	2.2
2 健康長寿・子育て	2.0	2.8
3 底力発揮・21世紀型インフラ整備	2.6	3.8
III 「安心と活力」の実現—政策総動員	4.3	5.0
1 地域活性化等	0.2	0.4
2 安全・安心確保等	1.7	2.2
3 地方公共団体への配慮	2.4	2.4
IV 税制改正	0.1	0.1
合 計	15.4	56.8

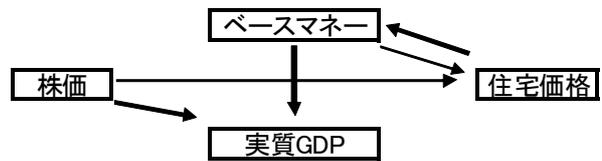
(出所)内閣府発表資料

(第6図) 米住宅価格と中古住宅在庫率の推移



(注1) 住宅価格はS&Pケース・シラー10都市指数
(注2) トムソン・ロイターのデータより作成

(第7図) 各変数間の因果関係



(注1) VARモデルによるグレンジャー因果性テスト結果
(注2) ラグ4期、対数前年同期差により推計
(注3) 太矢印は1%有意、細矢印は5%有意を示す
(注4) 株価はS&P500、住宅価格はS&Pケース・シラー10都市指数
(注5) 計測期間は88/1Q～09/1Q
(注6) FRB、米商務省、トムソン・ロイターのデータより作成

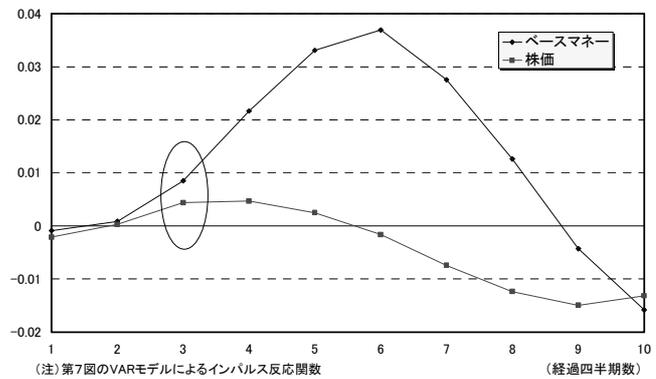
政策変数(ここではベースマネー)、資産価格(株価と住宅価格)、生産水準(実質GDP)の間の因果性を統計的手法を用いて計測してみると、ベースマネーは有意に住宅価格に影響を及ぼすという関係にある(第7図)。また、



各変数間の影響度を計測すると、ベースマネーの住宅価格への影響は3四半期程度のラグをもって顕在化することがわかる（第8図）。

ベースマネーの急速な拡大は昨年末から始まっており、早ければ今年の夏場あたりから住宅価格は下げ止まりに向かう可能性が高い。また、因果性分析からは「株価→住宅価格」という波及も検出されていることから、春以降の株価上昇が住宅価格の押し上げにつながる経路も期待できよう。

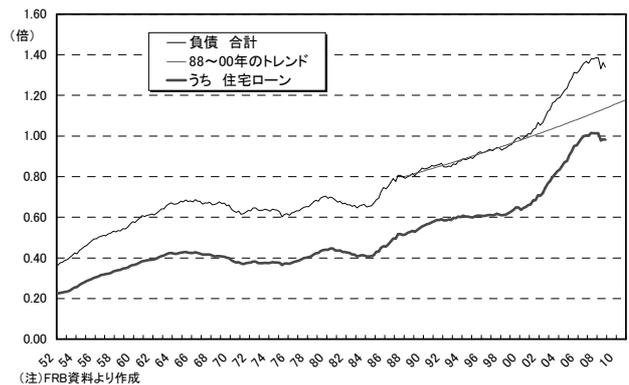
（第8図）ベースマネーと株価に対する住宅価格の反応



○バブル的高成長の再現は見込みにくい

もっとも、これはあくまで拡張的な政策効果により下落に歯止めがかかることが期待できる、ということであって、その後の持続的な住宅価格上昇のシナリオが描けるかどうかはまた別である。仮に住宅価格が持続的な反転プロセスに入れば、後述する家計の過剰債務の調整はかなりスムーズかつ短期間で終了する、あるいは調整自体が必要でなくなると考えられる。

（第9図）家計負債残高の推移（年間可処分所得比）



ここで、米住宅価格がバブル的に上昇した時期の世界経済の構図を改めて振り返ってみると、貯蓄過剰国の資本輸出がアメリカ等貯蓄不足国の経常収支赤字をファイナンスし、それによって経常収支赤字国は過剰消費を行う一方、そのための財輸出により日本などの外需依存国が恩恵を受けるといったメカニズムが循環していたわけである（いわゆるグローバル・インバランスの拡大）。そうした過程に伴って資産価格バブルが生じたほか、大手投資銀行などの金融機関が証券化商品の仲介を行うなどして、先進国・新興国も巻き込んだバブル的経済成長を増幅させたという図式である。しかしながら、こうした循環メカニズムは今回の金融危機により大幅に縮小してお

り、このことは今後の景気回復や資産価格上昇のペースを緩やかなものにする要因になると思われる。

○バランスシート調整が米景気の重石に

以上述べた構図を念頭に置けば、資産価格下落の悪影響の残存・バランスシート調整圧力の継続から景気回復の足取りも脆弱なものになると見ざるを得ないだろう。住宅バブル生成の過程で家計の負債残高／可処分所得倍率は08年前半に1.38倍まで上昇したが、これを仮に債務削減のみでバブル前のトレンド線上（1.2倍程度）まで落とすと、約1.5兆ドルの残高圧縮が必要になる（第9図）。



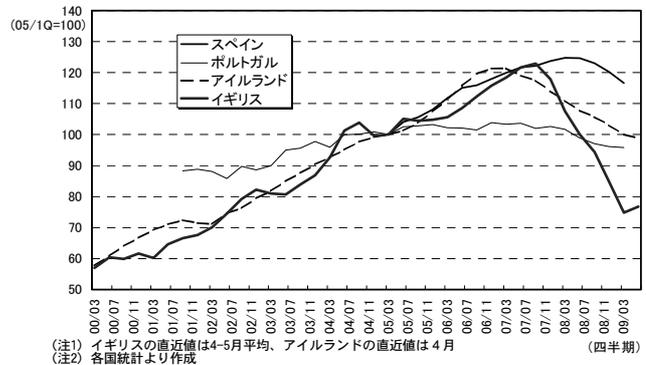
また、直近の米家計貯蓄率は4%近辺まで上昇しているが、仮に貯蓄率が05～07年平均の0.6%水準であったとすると、今年1～3月期の個人消費は前年比+3.6%の伸びを実現できていた計算になり（実際には同-1.4%）、貯蓄率の上昇で個人消費が大きく押し下げられていることがわかる。

こうした家計の債務削減の動きは、その裏側にある銀行の貸出資産圧縮と連動することになる。不良債権処理のプロセスとしては、先般「健全性審査」の結果が発表され、主要銀行について必要追加資本額などが明らかにされたところであり、今後は資本不足と判定された銀行は資本増強を実施していくとともに、官民の不良債権買い取りプログラムが始動して銀行のバランスシートから不良債権を切り離していく段階に入る。こうしたプロセス自体は必要な過程であるものの、金融面からの収縮圧力として景気回復の重石となる。以上のようなバランスシート調整に伴う家計の貯蓄率の上昇、銀行の資産圧縮行動は米景気全体に対して下押し圧力を加え続けると思われる。

今後の米景気のパスとしては、オバマ政権が策定した総額7,870億ドルの景気対策の効果が公共投資を中心として今後顕在化することから、米経済は09年後半以降反転に向かう。ただ、2011年までは上述の金融面による下押し圧力が持続することから低めの成長を余儀なくされ、米国経済が本来の成長軌道に戻るのには2012年以降に持ち越されよう。実質成長率は2009年の-2.1%の後、2010年+1.7%、2011年+1.5%、2012年+2.3%と予想する。

この間、財政赤字は高止まりが続くものの、經常収支赤字は民間需要の停滞を反映して縮小傾向を辿ろう。

(第10図) 欧州各国の住宅価格の推移



○欧州経済は立ち直りに時間

欧州においても財政出動を柱とする経済対策が発動されており、09年後半にかけてはこの効果が顕在化していくとみられる。もっともスペイン、アイルランド、イギリスなど住宅バブルの生成・崩壊に見舞われた諸国においては、米国同様バランスシート調整の継続が抑制的な支出態度につながり、景気が循環的に回復局面に入った後も、下押し圧力として作用し続けることが懸念される (第10図)。

また、ユーロ圏の場合、財政規律による縛りがあることに加え、大手金融機関の体系的な不良債権処理プロセスが実施されていないこと、東欧など新興地域への大手銀行の貸し出しが不良債権化していることもネックとなる。さらに、欧州中央銀行は米国FRBなどに比べてインフレ抑制を重視し、いわゆる非伝統的な緩和策に積極的に踏み込んでいない。こうした要因から、欧州経済の立ち直りには時間を要すると予想される。

○中国経済は内需主導の成長に転換

大規模な景気対策に積極的な金融緩和策の効果が加わり、中国経済は昨年未段階での減速局面を既に脱しているとみられる。中国の



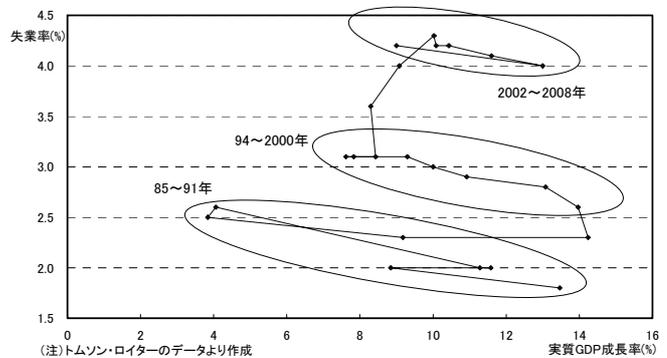
場合、社会保障制度の整備などで内需に一段の拡大余地があると考えられること、経済が依然発展段階にあること、などから今後も内需主導での成長余地は大きい。

また、中国においては、社会不安を抑制するためにも経済拡大・失業削減は重要な課題であろう。成長率と失業率の長期的な関係をみると、近年では同じ成長率水準を達成しても実現する失業率は高まる傾向にあるため(第11図)、当局としては、政策的に成長力を高めに維持するインセンティブがあると考えられる。当面先進諸国が住宅バブル清算に苦しむ中で、中国は他の新興諸国とともに世界経済における存在感を高めていくと予想される。

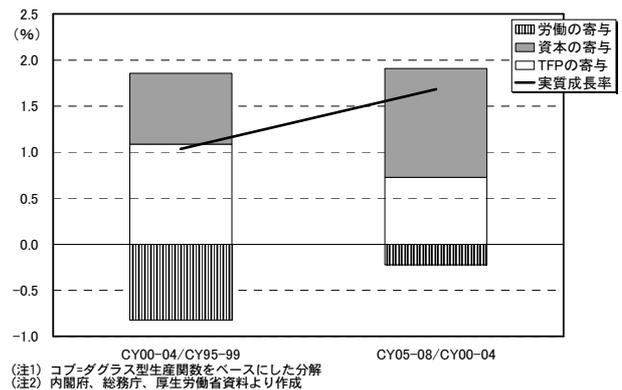
○日本経済も当面は本格回復には至らず

以上のような先進国中心に金融危機の影響が長引くという環境下、日本経済も本格回復は2012年以降になると予想される。前述の在庫調整一巡に伴うリバウンドに景気対策効果が加わり、景気は10年度前半までは上向き推移となるが、今回の景気対策効果が大きいだけにその剥落後の反動もまた大きく、10年度後半以降は中だるみの局面に入ろう。この間、中国など新興諸国の経済成長は日本にも恩恵をもたらすとみられるものの、一方で先進国経済の低迷が重石になる。2012年度にはそうした下押し圧力がようやく解消されるに伴い、成長ペースが上昇していくパスを予想する。実質成長率については、09年度に-2.8%となった後、2010年度+1.6%、2011年度+1.1%、2012年度+2.3%と予測する。

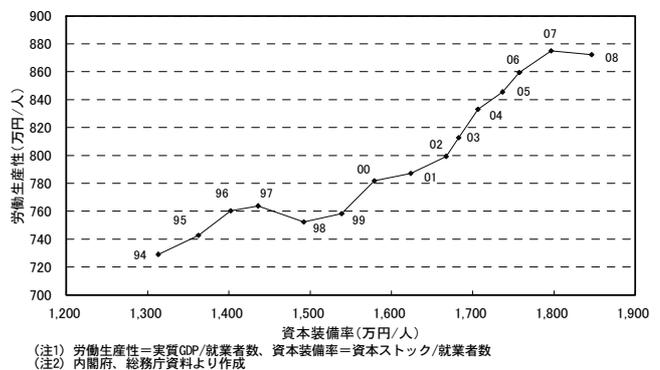
(第11図) 中国の実質成長率と失業率の関係



(第12図) 日本の実質成長率の寄与度分解(年平均)



(第13図) 資本装備率と労働生産性の推移(暦年)





○生産年齢人口減少のもと、効率化のための設備投資需要は根強い

今世紀に入ってからの日本の経済成長率について、成長会計による寄与度分解を行ってみると、労働投入がマイナスに寄与する一方で、資本投入と全要素生産性（TFP、技術水準の向上を示す）の寄与が成長率の押し上げに効いていることがわかる（第12図）。

また、新古典派生産関数の枠組みに従い、労働生産性（一人あたり実質GDP）と資本装備率（一人あたり資本ストック、資本／労働比率）の関係をみると、98年から07年まで資本装備率の上昇と労働生産性の向上が実現しており、設備投資の増加を通じて日本経済は一定のペースで効率性をアップさせてきたと考えられる（第13図）。

中期的に生産年齢人口の減少が見込まれるもとでは、こうした構図は当面続くものと考えられ、企業部門としては新規投資の実行によって絶えざる効率性改善努力を迫られるとみられる。こうした事情を背景に、2012年に向けての景気回復局面においては設備投資が内需におけるリード役となろう。

○財政・金融政策

2006年に政府は「2011年度までに国と地方のプライマリーバランスを黒字化する」という目標を設定したが、今回の金融危機に伴う税収の減少、過去最大規模の景気対策の策定により同目標の実現は既に非現実的なものとなっている。差し当たり政府は、債務残高（対名目GDP比）の引き下げなどを目標として盛り込んだ新方針を策定する構えであるが、当面の焦点は懸案の消費税率引き上げがいつになるかであろう。

昨年12月に閣議決定された「中期プログラ

ム」では、景気回復を前提に2011年度に消費税率引き上げを実施するとされたが、消費税率引き上げは景気に対する影響が大きいことから、そのタイミングに際しては成長率が十分に高まったことを慎重に見極める必要がある。2011年度に至るまで実質成長率が高まらず、回復感も出にくいという本予測の状況を前提に、今回は消費税率引き上げのコンセンサスは得られず、時期尚早と判断されるものと予想する。2020年初頭には高齢化の進展などで医療費の急増が予測されていることから、抜本的な財政立て直しは2010年代後半に本格化するものと考えられる。

一方、金融政策については、金融市場の正常化に伴って量的緩和スタンスが弱められる一方、2011年以降段階的にコールレートの小幅引き上げが実施されよう。

○長期金利・為替相場

長期金利については、予測期間の後半にかけて景気回復のペースがあがっていくこと、これに伴い金融政策も引き締め方向に転換されることに加え、少子高齢化の進展に伴う家計貯蓄率の趨勢的な低下から国内資金余剰幅の縮小が徐々に意識され始めることもあり、基本的には上昇傾向を辿るものと予想する。もっとも、需給ギャップが解消せず、インフレ圧力も高まらない状況では金利上昇も限定的となり、10年債利回りでみて2%を大きくは上回らない程度までの上昇にとどまると考えられる。

為替相場（円／ドル）については、米国の大規模な財政政策・拡張的な金融政策実施に伴いドルへの信認に対する懸念がくすぶるものの、中期的にはドル機軸体制に変化はなからう。2012年にかけては米国経済の成長軌道



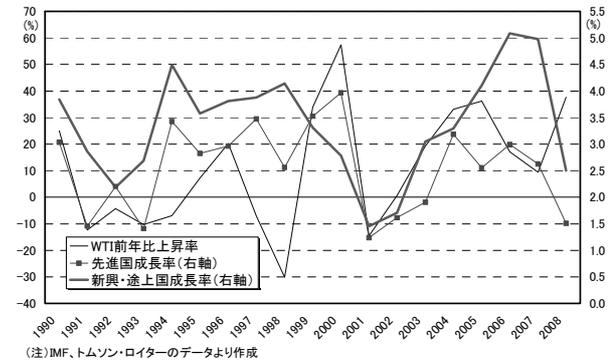
復帰を反映して110円／ドル程度までの円安・ドル高トレンドを見込んでいる。

○原油価格は上昇トレンドを辿るものの、インフレは抑制

08年の原油価格上昇は投機マネー流入によるバブル的な上昇であったが、長い目で見れば、原油価格のトレンド的上昇は不可避であろう。WTI価格上昇率と世界の経済成長率の関連をみると、従来は先進国経済との連動性が高かったが、今後は途上国・新興諸国の成長率の影響が強まると予想される（第14図）。このため、先進国経済の低迷が続いたとしても、需要者としての新興国経済の台頭から原油価格には上昇圧力がかかると思われる。

こうした原油価格の上昇は、国内物価にとって一定の押し上げ要因となるものの、一方で需給ギャップの縮小ペースが緩やかなものにとどまること、生産性の向上により雇用コスト面からの物価上昇圧力が減殺されるとみられることなどから、消費者物価上昇率は2011年度から12年度にかけてようやく0%を回復するものと予想される（第2表）。

（第14図）原油価格と経済成長率の推移



（第2表）日本経済の予測表

年度	予測 (失業率のみ水準、その他は前年度比、%)									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	10-12平均	
実質GDP	2.3	2.3	1.8	-3.3	-2.8	1.6	1.1	2.3	1.6	
個人消費	1.8	1.1	0.9	-0.5	-0.5	0.6	0.4	0.8	0.6	
住宅投資	-1.2	-0.2	-13.5	-3.1	-2.5	1.5	1.1	1.6	1.4	
設備投資	6.2	5.5	2.1	-9.8	-13.2	3.0	2.0	6.2	3.7	
政府消費	0.8	1.1	2.1	0.3	3.4	2.5	2.0	2.5	2.3	
公共投資	-5.6	-8.8	-6.3	-4.4	14.7	-1.0	-5.0	0.0	-2.0	
輸出	9.0	8.3	9.3	-10.2	-19.3	5.5	3.6	6.0	5.0	
輸入	5.9	3.1	1.7	-3.5	-15.2	3.3	1.2	3.5	2.7	
名目GDP	0.9	1.5	1.0	-3.6	-3.0	1.0	0.9	2.0	1.3	
GDPデフレーター	-1.3	-0.7	-0.9	-0.3	-0.2	-0.6	-0.2	-0.3	-0.4	
消費者物価	-0.5	0.3	0.3	1.1	-1.2	-0.6	0.0	0.4	-0.1	
失業率	4.4	4.1	3.8	4.1	5.6	5.3	4.8	4.3	4.8	

(注)内閣府、総務庁資料より作成