

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース 2008年1月第59号

2008年の日本経済 - 薄曇りの天気で推移

以下の要旨は **40秒**でお読みいただけます。

要 旨

明けましておめでとうございます。今年の子(ね)年で、ねずみ年は「子ねずみが増え成長する」ことから「財の繁栄」が干支の特徴とされているようです。果たして、今年が干支にふさわしい1年になるのか、関心が持たれる所です。

さて、今年初の東京証券取引所の大発会は、日経平均株価の大幅下落(1万4,691円<昨年末比 616円>)で幕を開けました。昨年1年間の東京株式市場の年間騰落率は、主要52カ国中下から2番目だった(米スタンダード&プアーズ)と伝えられています。こうした我が国の株価下落の遠因ともされているサブプライムローン(米国:信用力の低い個人向け融資)問題に目を転ずると、その問題の根は深く、これによる資産の傷みから欧米の大手金融機関であるシティバンク、メリルリンチ証券、UBSなどは多額の資本増強に踏み切らざるを得ない厳しい状況に置かれています。

このサブプライム問題が我が国経済に暗雲のように立ち込めているほか、1バーレル100ドルを越えるに至った原油価格の高騰が日本企業の体力にボディブローのように効き始めています。更には、基軸通貨ドルに対する信認低下などから円高(ドル安)が進み、ここ数年日本の経済成長の牽引役となってきた輸出についても、先行きを懸念する声が聞かれ始めています。

このような不安材料の多い日本経済の先行きについて、今月は三菱UFJリサーチ&コンサルティング鈴木本首席研究員から、今年1年の動向を予測していただきます。同氏によれば、サブプライム問題が尾を引く中で原油高や円高等により、企業の収益環境が悪化するなどの弱材料は見られるものの、個人消費や企業の研究開発投資が堅調なこと、加えて北京オリンピック関連需要や新興国の成長等により輸出が増加基調を維持できるとの見方等から、2%程度の成長を確保でき、何とか薄曇りの天気で推移するだろうと予測されています。



「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから <http://www.gtjapan.com/library/index.html>

本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。

太陽 ASG グループ マーケティング コミュニケーション担当 田代知子 Tel: 03-5770-8860 Email: t-asgMC@gtjapan.com

2008 年の日本経済 薄曇りの天気で推移

三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング(株)
調査部 主席研究員 (国内経済担当)
鈴木 明彦

薄曇りの日本経済

現在の日本経済を天気にたとえるならば、薄曇りといったところでしょうか。薄い雲が空を覆って景気回復の実感はあまりありませんが、実は薄日が差していて緩やかな景気回復が続いています。2002 年初めに始まったこの薄曇り景気はいよいよ 7 年目を迎えることになりましたが、今年の 2008 年はどんな天気になるのでしょうか。

1. 去年は雲行きが怪しくなってきた年

景気回復が鈍化か

いざなぎ景気を超える戦後最長の景気回復が続いていると言われてはいますが、どうも足元の景気は薄曇りと呼ぶには雲行きが怪しいようです。2007 年度の実質経済成長率は民間調査機関の予想では 1% 台への低下が見込まれています。2003 年度から 2% 程度の成長が続いていましたが、なぜ成長率が低下してしまったのでしょうか。

耐震構造厳格審査による住宅投資の減少

最も大きな理由は住宅投資の大幅な減少です。耐震構造をより厳しくチェックできるように、昨年 6 月に改正建築基準法が施行されました。しかし、制度改正に伴う行政側の準備が十分ではなく、建築確認手続きがストップしてしまうという事態が起こりました。新設住宅着工件数は昨年夏の 7 月以降大幅な減少が続く、同 8 月、9 月は前年比半減という事態になりました。特に、マンションや大型のアパートのような大きな建物は基準が厳しく、着工の減少が顕著です。この 7~9 月期の住宅投資は前期比 7.9% と大幅な減少を記録しました。これは、サブプライムローン問題で住宅投資が低迷している米国よりもさらに大幅な減少です。



企業収益環境の悪化

それから、企業の収益環境が厳しくなってきました。昨年 7~9 月期の経常利益は製造業を中心に約 5 年ぶりに前の年より減少 (前年比 0.7%) しました。世界経済の減速も影響して売上の伸びが鈍っています。また、人件費など固定費の増加も利益を圧迫する要因です。同 10 月以降は原油価格の高騰が変動費を押し上げたため、企業の収益環境が一段と厳しくなりました。収益環境の悪化は、コスト上昇を販売価格に転嫁できない中小企業において顕著です。収益環境が厳しくなったため、設備投資の減速が思っていたよりも深まっているようです。加えて、改正建築基準法の施行が住宅だけでなく、工場やオフィスビルなど一般の建物の建築にも影響して、同 7~9 月期以降の設備投資を抑制する要因になったと考えられます。

回復が遅い個人消費

そして、景気回復の恩恵に預かりにくい個人は相変わらず元気がないようです。個人消費は緩やかな増加が続いていますが、2006 年度までと比較して増加ペースが鈍っています。厳しいイリストラが続いていた頃に比べると雇用環境が改善し、先行きの不安は薄らいできましたが、相変わらず賃金が増えない、金利が低くて預金利息が少ないなど、あまり消費者の元気が出てくる環境ではありませんでした。更に、昨年中頃から消費者のマインドが急速に悪くなってきました。その理由としては、サブプライムローン問題が世界経済の不安材料として浮上り、日本の株価も大幅に下落するなど景気の先行きに対する懸念が拡大したこと、そしてガソリン、食品、タクシー料金など身近な価格が上昇し、インフレ懸念が高まってきたこと、などが挙げられます。

2. 2008 年は再び 2% 成長へ

輸出中心の景気の腰の強さ

2008 年の経済を見通すと、前述のとおり景気の雲行きは怪しくなっていますが、それでも今年は薄曇りが続くでしょう。

まず、懸念材料はあるものの世界経済の成長が続き、日本の輸出は増加基調（年率 +7% 程度）を続けるでしょう。年後半になって住宅投資の持ち直しから米国景気が加速してくれば、新興国や資源国の経済にとってもプラス材料となり、日本からの輸出が一段と増加する可能性もあります。輸出の増加は、「国内生産の増加 企業収益の改善 設備投資の増加」、更には個人消費の増加という、日本経済の成長メカニズムを維持する鍵となるので重要です。

一方、今年末にかけては、北京オリンピックの終了によって関連需要が剥落することが予想されます。また、シリコンサイクル（半導体業界の景気サイクル）が下降局面に入るため、電子部品の輸出が減速する可能性もあります。ただ、こうした影響は一時的であり、世界経済の成長を背景に日本からの輸出は増加基調を続けるでしょう。



研究開発設備投資は堅調

輸出の増加は、景気回復のスタートラインです。輸出に連れて生産活動が活発になれば、設備投資は再び増加基調（年率 +5% 程度）に戻ってくるでしょう。日銀短観など設備投資のアンケート調査では、2007 年度の投資は増加が見込まれています。ただ、企業の収益環境は厳しさを増し、改正建築基準法施行の影響もあり、設備投資の増加ペースは緩やかなものととどまるでしょう。もっとも、競争力を維持して製品の付加価値を上げていくために、省力化・合理化、情報化、研究開発といった設備投資は、企業業績にあまり影響されず着実に行われるものと考えられます。

2008 年末に向けては、北京オリンピック終了に伴う関連需要の減少や、シリコンサイクルが下降局面を迎えることによる輸出や生産の減速が影響して、設備投資の伸びが一時的に弱まる可能性があります。基調としては設備投資の増加が続くでしょう。

個人消費は緩やかな回復

設備投資が堅調と見込まれる半面で、個人には中々景気回復の動きが広がらないようですが、それでも個人消費は緩やかな増加を続け、景気を下支えするでしょう。所得の大幅な伸びは見込めませんが、失業率は低く労働市場は引き締まった状況が続いています。賃金は少しずつですが上がってきて、所得は緩やかな増加を続けそうです。年明け早々に見られたような大幅な株価の下落や景気の先行き懸念が影響して、消費者心理が個人消費にマイナスに働く可能性はありますが、緩やかな増加を阻害するまでには至らないでしょう。



消費者物価は小幅ながらも上昇が続くため、実質所得の目減りが個人消費を抑制する要因になりそうです。ただ、原油価格が高騰している割には、安い輸入品との競争もあって消費者物価全体の上昇幅は小幅です。個人消費がすぐに減速してしまうことはないでしょう。

住宅投資は最悪期を脱出

そして、住宅投資の増加が成長率を押し上げます。住宅着工件数は昨年 7~9 月期をボトムに少しずつ持ち直しています。改正建築基準法施行の影響は今年 1~3 月期まで残るものの、住宅投資は最悪期を脱して増加に転じてくるでしょう。2007 年度の住宅投資は前年比二桁の大幅減が見込まれますが、新年度はその反動で前年比二桁増の可能性もあります。

もっとも、改正建築基準法施行による大幅な変動の陰に隠れている住宅投資の実勢を考えると、住宅投資が元の水準にまで回復するのは難しそうです。地価や金利の先高感が後退しているため、住宅を購入する意欲が弱まっています。そもそも、地価や建築資材価格の上昇によって住宅価格が高くなっていたことも住宅の販売を難しくしていました。更に、団塊世代の子供である団塊ジュニア層が住宅の一次取得年齢（持家を最初に取得する年齢）を迎えていたことがこれまで住宅投資を押し上げる要因になっていましたが、そうした動きも一巡してきた可能性があります。

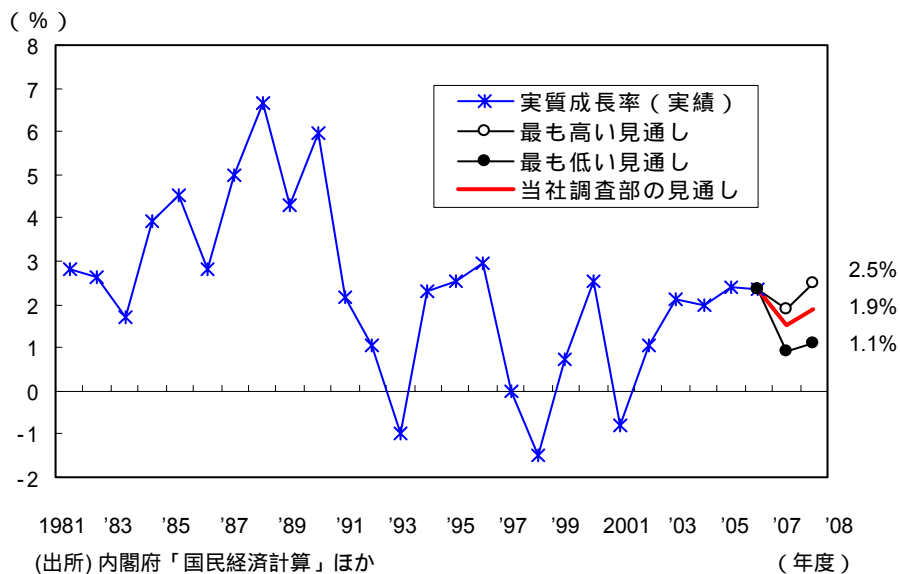
実質 2%程度の成長

結局の所、2008 年度は、減速しながらも世界経済の成長が続き、国内の設備投資も個人消費も増加を続けるため実質 2%程度の成長が期待されます。もっとも、改正建築基準法施行に伴う大幅な減少の反動で住宅投資が増加してくることが成長率を押し上げる訳ですから、実力ベースでは 2%成長に戻らないということになります。

図表 民間調査機関の経済見通し

(単位：%)

	2007 年度	2008 年度
当社調査部の見通し	1.5	1.9
最も高い見通し	1.9	2.5
最も低い見通し	0.9	1.1
平均見通し	1.4	2.0



3. サブプライムローン問題とデカップリング(綱引き現象)

先行き見通しに対する疑問

以上述べたとおり、2008 年の日本経済は住宅投資の反動増に助けられながらも 2%程度の成長を実現するという見通しに対しては、本当にそんなことは可能なのかという疑問の声がすぐに上がってくることでしょう。日本経済を取り巻く環境はもっと厳しく、景気の先行きは暗いという見方は、ここに来て一段と強まっています。

悲観面：サブプライムローン問題の発生

先行きのムードを悲観的にしている最大の要因は米国のサブプライムローン問題です。この問題の影響がいよいよ本格化して、世界経済も日本経済も減速あるいは後退を余儀なくされるという見方が広がっています。薄曇りだった日本経済ですが、東の空から黒雲が広がってきて土砂降りになるのではないかとということです。

楽観面：3つのデカップリング(綱引き現象<注>)

一方で、それほど景気は悪くならないのではないかとという見方もあります。その時よく耳にする言葉がデカップリングです。経済は押しなべて悪いのではなく、良い所もあれば悪い所もあります。だから、それほどひどいことにはならないだろうという考え方です。東の空に黒雲が広がっても、中国がある西の空は晴天といった具合です。ここでは三つのデカップリングについて考えてみましょう。

(注) デカップリング(decoupling)：最近の経済用語の一つ。本稿では「綱引き現象」と訳した。ある経済現象に対し、その影響を受けつつも、それに完全には左右されない独自の経済現象を指して用いられる。

その 1：新興国等による成長牽引

先ず代表的なデカップリングは、米国経済は減速しているが、新興国や資源国などその他の国が高成長を遂げているというものです。たしかに、日本からの輸出を地域別にみると、米国向け輸出は伸び悩んでいますが、その他の国への輸出は増加が続いています。昨年 7～9 月期の実質成長率は前期比 +0.4%でしたが、輸出すなわち外需の寄与に負うところが大き (+0.5%の寄与) です。ただ、貿易や資本取引を通じた世界経済の相互依存度が高まっている時代に、いつまでもデカップリングが続くと考えるのはやや無理があるでしょう。米国の減速が長引くほど、その他の地域も減速してくるはずだとの見方が強まっています。

その 2：雇用増加に基づく米国の個人消費下支え

二つ目のデカップリングは米国経済の中で生まれています。サブプライムローン問題の影響を大きく受けるのは不動産業であり、金融業です。これらの業種では雇用者数の減少ペースが加速しています。一方、専門サービス業、教育・医療などのサブプライムローン問題の影響をあまり受けないサービス業種では、雇用の増加が続いています。住宅投資が大幅に減少しても、雇用や所得の拡大が続いていれば個人消費は増加を続けるので、米国経済の減速は一時的なものとなり、今年の中頃にはまた成長率が加速してくるということになります。もっとも、米国の雇用者数の増加ペースは、一昨年初めをピークに徐々に鈍ってきています。サービス業を中心にした雇用の増加が個人消費を支えるというシナリオに立っているだけに、雇用統計で予想以上に弱い数字が出てくると、先行きの不安感が一気に高まりやすくなります。結果として、米国のみならず日本でも株式市場が大きく動揺して、それが景気の先行き懸念を一層強めることになってきます。

その 3：金融市場動揺の影響は限定的

しかし、金融市場の動揺が大きくなるほど、実体経済との乖離が開いてきます。これが三つ目のデカップリングです。金融市場は実体経済の鏡と言われますが、経済規模と比べたマネーの規模が拡大するほど、日本経済は金融市場の鏡に以前と違った姿を映し出してくるようです。株価の上がり下がりが、資産効果やマインドの変化を通して個人消費や設備投資に影響を与えることもあるでしょうが、株価の変動と同じように実体経済も変動する、と考えるのは現実的ではありません。金融市場の動向だけでは景気の先行きは読みにくくなっています。

とはいえ、サブプライムローン問題でドルに対する信頼が低下して円高 (ドル安) が進むと、日本の景気が腰折れしてしまうのではないかと心配する声も聞こえてきます。確かに、大幅な円高が急速に進んでしまうと日本からの輸出はダメージを受けるでしょう。輸出に大きく依存している日本経済にとって、これは問題です。しかし、円安のお陰でこれまで輸出が増えてきたというよりは、世界経済の成長が日本からの輸出を増やしてきたといった方が適切ではないでしょうか。少しずつ進む円高であれば、輸出を大きく減らすということはないでしょう。また、輸入企業や、輸出企業でも原材料を輸入している企業にとって、円高は購入価格を安くするメリットがあります。円高の進展は、日本経済にとってマイナスの要素もあれば、プラスの要素もあるはずで

4. 原油 100 ドル時代の日本経済

原油価格高騰の影響

サブプライムローン問題で日本経済が土砂降りになることは回避できても、米国を始めとする世界経済が一昨年までの高成長を今年も実現するのは難しいでしょう。米国経済は住宅投資を中心に今年前半までは減速の動きが続くそうです。一方、中国経済にとって今より高い成長は、景気の過熱をもたらします。日本経済も、実力ベースでは 2%成長が難しくなっている、というのは既に述べたとおりです。間が悪いことに、景気に減速の動きが出ている一方で、インフレ懸念も広がっています。原油価格が 1 バレル = 100 ドル時代を迎えました。



企業がコストを負担

原油価格の上昇はこれまでも続いてきたことであり、100 ドル時代を迎えたから急に大変なことになる、という訳ではありません。原油価格の上昇は、原油を輸入に頼る日本にとっては所得の移転です。その負担

を企業が負担するのか、個人が負担するのかという問題が残りますが、これまでの所は、収益が好調であった企業がある程度負担して、販売価格へのコスト転嫁は抑制されてきました。

スタグフレーションの懸念

しかし、景気が減速してくると、売上が伸びずに企業の収益環境が厳しくなります。コスト上昇を収益で吸収するのが難しくなれば、販売価格に転嫁するケースが多くなります。最近、第一次、第二次石油ショックの頃によく聞かれたスタグフレーション（景気停滞下の物価上昇）という言葉も、また耳にするようになってきました。コスト上昇の消費者物価への転嫁が進んできて個人消費の先行きが懸念されるようになってきました。

結論：名目 2%成長は可能だが、実力ベースでの 2%達成は困難か

政府はこれまで、デフレ脱却を最大の課題としてきました。しかし、いよいよ消費者物価が上昇し始めたのに、景気が更に良くなるようには見えません。インフレは、実質所得を目減りさせるものであり、名目所得があまり伸びない今のような時代には、実質消費の頭を抑えることとなります。2008 年の日本経済は実力ベースでは 2%成長が難しいようです。デフレ脱却で、名目成長率が押し上げられるのではなく、実質成長率が押し下げられるからです。今年の日本経済は薄曇りが続きそうですが、雲の厚みが少しずつ増してきて日が差しにくくなるかも知れません。「ねじれ国会」などの政局不安定要因もあるので、今年の我が国の経済を巡る環境には、十分な注意が必要と考えられます。

以上

筆者紹介：	
鈴木 明彦（すずき あきひこ）	
1959 年 2 月 7 日生まれ	
三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング 株式会社 調査部 主席研究員（国内経済担当）	
学 歴	
1981 年	早稲田大学政治経済学部経済学科卒業 同年株式会社 日本長期信用銀行入行
1985～87 年	ハーバード大学ケネディー行政大学院に留学 MPP（公共政策学修士）を取得
職 歴	
1999 年	株式会社 三和総合研究所 調査部 主任研究員
2002 年 4 月	株式会社 UFJ 総合研究所 調査部 主任研究員
2003 年 7 月	株式会社 UFJ 総合研究所 調査部 主席研究員
2006 年 1 月	三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング 株式会社 調査部 主席研究員
翻訳書	
	「腐りゆく日本というシステム」リチャード・カツツ著 東洋経済新報社 1999 年
	「金融サービス業」サミュエル・L・ヘイズ 著 東洋経済新報社（共訳） 1999 年
著 書	
	「30 語でわかる日本経済」日本経済新聞社（共著） 2000 年
	「ドラマでわかる日本経済」日本経済新聞社（共著） 2004 年
	「50 語でわかる日本経済」日本経済新聞社（共著） 2005 年
	「2008 年日本はこうなる」東洋経済新報社（共著） 2007 年
	「投資信託の基礎知識」東洋経済新報社（共著） 2005 年
現 在	
	上記現職の他 神戸学院大学客員教授 テレビ東京「モーニングサテライト」ゲストコメンテーター