

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：景気の現状と先行きの景気展望 — 2010 年 5 つの “誤算” とともに—

執筆者：公益社団法人 日本経済研究センター 短期予測班主査 竹内淳一郎氏

要 旨 （以下の要旨は 1 分 10 秒でお読みいただけます。）

日本は、今年半ばに民主党の鳩山首相から菅首相へと政権トップの交代がありました。市民運動出身の菅首相に国民の期待が集まりましたが、対外面では、沖縄基地問題が解決をみない中で中国との尖閣諸島問題が発生し、更に最近では北朝鮮による韓国砲撃事件が勃発するなど、我が国を巡る安全保障の対応に追われている状況にあります。

他方、国内問題に目を転じますと、2009 年春を底に回復に転じたわが国の景気は、このところ浮揚感の乏しい情勢が続いています。今回は、日本経済新聞を始めマスコミにもよく登場される著名なエコノミストの日本経済研究センター短期予測班主査・竹内淳一郎氏に、景気の現状と先行きの展望について解説して頂きます。

竹内主査によれば、わが国の景気は現在、海外経済の鈍化などから足踏みしており、年度内一杯は景気停滞感の強い “もやもやした状況” が続くとされます。ただ、政府の補正予算などの “てこ入れ” 実施等により景気後退は回避されとの見通しです。こうした内需の下支え効果の一方で、中国等の新興国による外需持ち直し効果から、この先は緩やかな景気回復基調に復する可能性が高いとされています。

今年 1 年を振り返ってみた場合に、足元での景気回復が足踏みしている原因として、同主査は 5 つの誤算— 円高の進展と長期化、米国景気のもたつき、南欧財政危機の進展と長期化、政権交代後も続く政策運営の “迷走”、企業や家計の慎重な支出行動の継続—を挙げています。この内の円高や米国の景気動向、南欧財政危機等は、所与のものとして受け止めるしかありませんが、政策運営の迷走やこれに起因すると見られる企業・家計の慎重な支出行動等は、わが国独自の問題です。

国内の構造改革を進めることにより、これらの問題の解決は十分に可能であると考えられるにも拘らず、政治的に無為の時が過ぎている現状に対し、同主査は国全体で危機感を共有し早急に戦略を立てて実行に移すことが必要だ、と結ばれています。

次号の新年号（2011 年 1 月第 95 号）では、引き続き竹内主査に 2011 年以降の景気動向を見通して頂くことにしていますので、今月号と併せてお読みください。



「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/newsletter/>
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。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

Taiyo ASG Group is a member firm within Grant Thornton International Ltd ("Grant Thornton International").
Grant Thornton International and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered by the member firms independently. (c) Taiyo ASG Group. All rights reserved.

景気の現状と先行きの景気展望 — 2010 年 5 つの “ 誤算 ” とともに —

公益社団法人 日本経済研究センター 短期予測班主査
竹内淳一郎

1. はじめに

2009 年春を大底に回復してきたわが国の景気は、このところ足踏みしている。その要因となっている海外景気の鈍化、景気刺激策の息切れ、情報関連財の世界的な生産調整などは、暫く続く公算が大きい。このため、景気は年度内一杯、停滞感の強いもややした状況が続く。もっとも、ここまでの景気回復の “ 余熱効果 ” とも言えるべき収益や所得の改善を通じ、設備投資や個人消費は当面、景気を下支えする。そこに、政府が予定している 5 兆円規模の補正予算も加わって、景気後退は回避される公算が大きい。

細々と内需で “ 継続 ” している間に、外需が持ち直すことが待たれる。幸いにも、海外景気は新興国主導で拡大が続くと期待される。中でも、中国景気は 12 年秋以降の指導部交代に向け、現在、意図して減速させている景気を再加速させる可能性が高い。となれば、周辺国を含めた対アジア向け輸出の増加を起点に、景気は再び緩やかな回復基調に復すると展望される。ただ、内需の緩慢さは変わらず、景気回復テンポに弾みがつくことは、この先も期待できない。

景気の変調を来す過程で、今年は 5 つの “ 誤算 ” があった。第一は、円高の進展と長期化で、この 1 年大いに振り回された。決して、円が支持された訳ではなく、ユーロ安、ドル安の結果としての円高であった。第二は、米国経済のもたつきである。信用バブル崩壊の “ つめ跡 ” が深いことを改めて認識させられた。第三は、南欧財政危機が燻り続けたことである。ギリシャをはじめ国債の債務リストラへの懸念は、域内加盟国による基金創設後も、払拭するには至らなかった。第四は、政権の政策運営の “ 迷走 ” が続いたことである。民主党によるアンチ企業の姿勢は多少和らいだが、企業が直面する “ 5 重苦 ” (円高、法人税率の高止まり、派遣労働や環境規制の強化方針、自由貿易協定推進の遅れ) への有効な解決策を、打ち出せないままに越年する。第五は、企業や家計の支出行動の慎重化の根強さである。一度、成長期待が低下すれば、なかなか自衛的な支出抑制スタンスを反転させることが難しいことを認識させられた。政府を筆頭に、健全な危機感を有し、山積する課題に取り組まなければ “ 失われた 20 年 ” は更に、長期化しかねない。



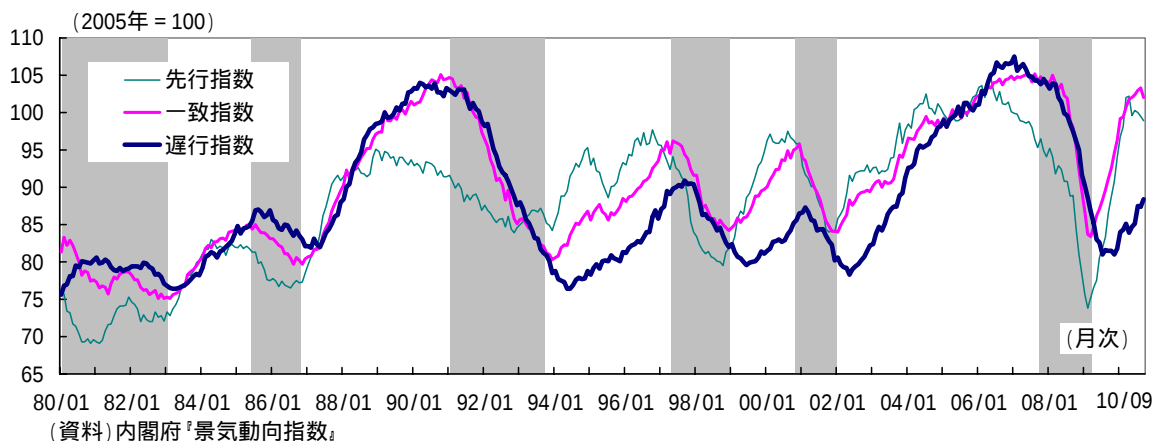
2. 景気の現状

わが国の景気は、基調としてなお回復を続けているものの、その推進力は弱まっている。海外景気の鈍化に円高や株安が加わって、企業や家計のマインドは後退している。以下ではまず、わが国の景気の変調を来した背景を整理する。

2009 年春に大底を打ち、景気が持ち直す局面では、相互に関係する 3 つの需要がけん引役となってきた。足もと、その何れもが翳りをみせている。第一の中国特需については、不動産や物価の上昇を受け、政府が景気の過熱抑制に乗り出したことで、緩やかに減速してきている。第二の政府による耐久消費財の購買刺激策は、徐々に息切れしている。9 月上旬には、エコカー補助金が打ち切れ、足もと自動車販売は顕著な反動減に直面している。エコ家電のポイント制度は 12 月以降、対象商品の購入時に付与されるポイントが半減され、その後、年度末に終了することが予定されている。第三の情報関連財市場の急速な需要回復は、ここにきて需給バランスが悪化しており、世界的に生産調整局面を迎えている。

では、景気は足踏みした後、後退に向かうのだろうか。幸いにも、これまでの“余熱”が、暫くの間、景気を下支えすることで、景気後退は回避可能と見ている。というのも、企業収益は需要の回復に、リストラ効果が加わり、目立って改善してきた。確かに、企業部門は支出の増加に対し慎重な姿勢を堅持しているが、徐々に設備投資や雇用を増やし始めている。家計部門にしても、雇用・所得環境の悪化に歯止めが掛かる下で、選別しながらではあるが、“財布の紐”を若干でも緩めている。要すれば、足もとの景気は、“先導役”が息切れ気味な一方で、出遅れ感のあった“後続組”は既往のけん引力をベースに、“前進”している。この点は、景気動向指数のうち先行指数が下落に転じる一方で、遅行指数の持ち直しが続いていることとも、符合する（図 1）。

図 1 景気動向指数



以上のように、当面の景気は、けん引役である輸出がいつ頃持ち直すか、その間設備投資や家計支出が持ち堪えられるか、に依存している。

3. 今後の景気展望

景気は当面、停滞感の強いもやもやした状況が続く。しかしながら、景気後退に陥ることはなく、11 年度入り後、年央までに景気は再び回復基調に復する。その先 12 年度一杯、企業部門を中心に景気の回復は続くが、今回も家計部門が景気回復を実感できるほどに、弾みがつくことはなからう。

(1) 今年度内の展望：足踏みするも後退せず

景気の後退が回避されるとみる背景には、次の 3 つの理由が指摘可能である。

第一に、生産調整は深刻化しない。表 1 にみるように、足もとの生産活動の低下は、輸送機械や電子部品等によって、もたらされている。自動車(表 1 では輸送機械と表記)は、エコカー補助金の打ち切りに伴う販売の減少を受け、確かに操業度を落としている。ここで、景気が後退に向かう場合は、往々にして、予期せぬ需要の下振れが契機となることを想起して欲しい。夏場以降、足もとにかけての自動車販売の大きな振幅は、ある程度、予見できたのではなかろうか。かねて、自動車業界の需要見通しは、正確なことに定評がある。下振れの可能性は残しつつも、今年 11 月には増産に転じると業界では予測していた(表 1 のオレンジ部分)。情報関連財(表 1 で電デバと表記)については、世界的に需要の伸びが緩やかになる中で、増産体制が整ってきたため、需給バランスが崩れている。しかしながら、IT 関連財の需要は、従来の先進国から新興国へ地域的な広がりを伴っている。また、搭載される最終製品の裾野も拡大している。中でも、多機能携帯電話(スマートフォン)やタブレット端末など新製品が新規需要を掘り起こしている。

表 1 輸出・生産動向

(季調済、前月比%、前期比%)

	実 質 輸 出				鉱 工 業 生 産			
		米国	中国	NIEs		輸送機械	一般機械	電デバ
09 年	▲25.6	▲32.6	▲10.2	▲18.0	▲21.9	▲32.5	▲39.9	▲20.8
10/1 Q	5.2	▲1.2	9.1	6.9	7.0	16.1	16.6	8.4
2Q	9.6	11.3	2.5	5.3	1.5	▲1.8	12.4	▲0.6
3Q	▲0.4	3.5	2.7	▲0.6	▲1.9	▲5.6	4.1	▲4.7
7 月	2.4	5.7	7.8	0.2	▲0.2	▲1.4	4.3	▲0.2
8 月	▲4.2	▲9.1	▲1.3	▲1.4	▲0.5	▲0.3	▲1.2	▲0.3
9 月	▲0.1	1.5	▲4.2	▲2.8	▲1.6	▲3.8	▲1.3	▲4.9
10 月	n.a.				▲3.6	▲9.9	2.3	▲4.6
11 月	n.a.				1.7	3.7	5.8	4.6

(注) 鉱工業生産の 10 月、11 月は予測指数。電デバは電子部品・デバイス工業を指す。

(資料) 日本銀行、経済産業省

加えて、企業は在庫不足に伴う商機逸失には寛容な一方で、「意図せざる」在庫積み上がりに対する警戒心は根強い。こうした慎重な在庫投資姿勢が幸いして、足もとごく

一部のセクターを除き在庫過剰感は見受けられない。現在の生産調整は主に、足もとの出荷一服に対応したもので、在庫調整の色彩は薄い。

第二は、企業や家計心理は折からの円高や株安で、幾分後退しているが、支出行動を大きく制約するとは考え難い。設備投資を例に採ると、ここまでのところ、キャッシュ・フローが大幅に改善しても、設備投資の持ち直しは緩慢であった。換言すると、収益と投資の関係は崩れている。とすれば、円高等を受けた収益の低下が大幅でない限り、昨年度見送った更新投資は計画どおり進められると言えまいか。表 2 は、ほぼ出揃った最新の企業業績を整理している。今年度上期は、売上高、経常利益および利益率の何れもが事前予想を上回った。景気の先行き不透明を主因に、下期業績を慎重にみる先もあるが、それでも 1/3 以上の企業で通期予測を上方修正している。家計部門についてみても、夏に続き冬の賞与も前年を上回るとみられる。個人の“節約疲れ”も手伝って、消費が腰折れるとは考えにくい。景気からの影響を受けにくいシニア層の消費の下支えも、引き続き期待される。

表 2 企業業績結果と予測

(計数は前年同期比%)

(社数構成比%)

	上期 (10/9 月) 実績		通期 (11 / 3 月期) 予測		
	事前予想	実績	事前予想	最新予想	進捗率
売上高	8.2	10.3	6.3	6.2	48.7
経常利益	101.2	146.3	38.8	46.3	57.1
利益率	2.8	3.5	2.8	3.0	—

経常利益通期予測の修正状況	
上方修正	34.4 %
据置き	45.6 %
下方修正	20.0 %

(注) 11 月 12 日までに公表した東証 1 部 1,177 社ベース (開示率 99.6%、除く金融)。

(資料) みずほ証券リサーチ & コンサルティング

第三は、政府の景気対策による下支え効果が今年度末にかけて、顕現化する。菅政権は、「新成長戦略実現に向けた 3 段階の経済対策」として、まず、10 年度予算の予備費 (9,200 億円弱) を活用し、家電や住宅のエコポイント制度の延長や耐震化工事といった即効性の高い施策を決めた。続いて、5 兆円規模の今年度補正予算を閣議決定した。このうち 3 兆円程度を、地域活性化を含め社会資本整備 (= 公共工事) 等に向けている。際限の無い景気対策には感心しないが、費用対効果は低くとも、景気の下支えには一定程度、寄与する。

(2) 11 年度の展望 : 輸出の回復を背景に、景気は再び緩やかな回復基調へ

以上のように、内需は“余熱”と財政出動でもって、暫くは持ち堪えるとしても、けん引役とはなり得ない。輸出が再び増加しない限り、景気はいずれ失速する。11 年度を展望すると、やはり海外景気の動向が鍵を握る。海外景気については、先進国は全体として冴えないものの、新興国主導で引き続き拡大を続ける公算が大きい。わが国に引きつけてみると、中国の景気次第の色彩が濃い。

中国では景気の過熱抑制に向け“ブレーキ”を踏んだことで、経済は緩やかに減速している。しかしながら、12 年秋以降の指導部交代に向け、11 年央までに景気は再加速

に向かう公算が大きい。実際、財政の拡大余地はなお大きい。その上、沿岸部との格差は正に向け内陸部の開発を促進する必要性が高いほか、都市化に伴うインフラ需要など投資案件には事欠かない。対中および周辺諸国への輸出増加を機に、“踊り場”入りしている生産も、持ち直していくと予想される。

以上の景気展望からわかるように、いつもながらわが国の景気は、海外景気次第である。残念ながら、内需は下振れしやすい一方で、弾みはつき難い状況が続く。景気が再び回復基調に復すれば、需給ギャップの縮小を背景に、物価下落率は縮小に向かう。しかしながら、大幅な需給ギャップはなお残存し、円高の影響も加わるため、デフレ脱却は 13 年度以降にズレ込む。よって、日本銀行が先日、導入した「包括緩和」策は暫く、継続されることとなろう。

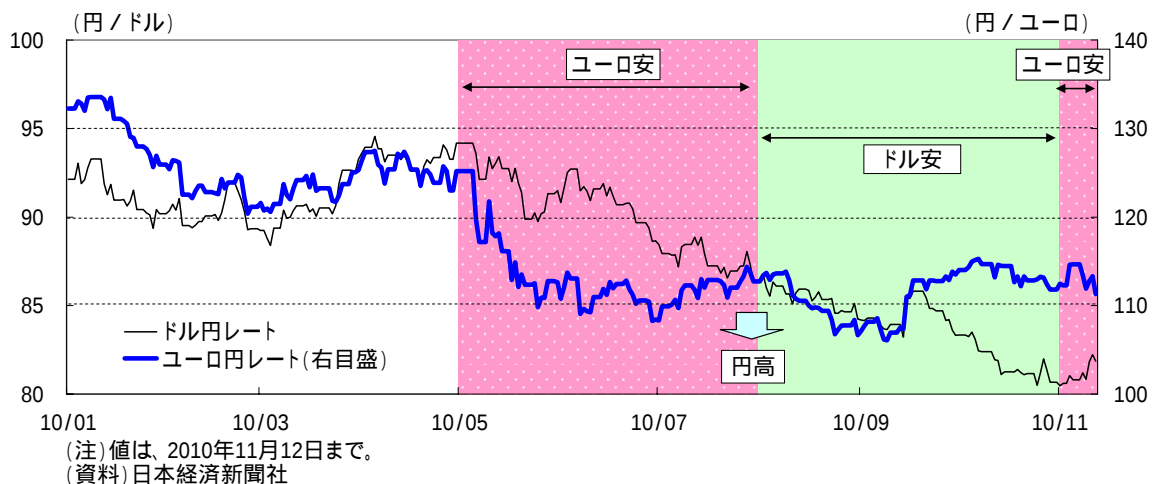
4．今次景気回復局面における 5 つの“誤算”

本年も残すところ 1 ヶ月近くとなってきた。年初以降、回復基調を辿ってきた景気回復が足踏みするに至った過程では、幾つかの“誤算”があった。この点を整理することは、明年以降の景気を展望する上でも、有用であろう。

(1) 円高の進展と長期化

最大の誤算は、円高の進展とその長期化であろう。円相場は、年初には対ドル、対ユーロそれぞれ 92 円台、132 円近辺の水準にあった(図 2)。年初の時点では、海外景気回復が徐々に明確化するにつれて、円高基調に歯止めが掛かると予測していた。どう見ても、わが国経済に海外から期待が高まるとは考え難い、との思いも、そうした予測に拍車を掛けてきた。

図 2 円の対ドル、対ユーロ相場 (2010 年 ~)



しかしながら、春以降、まず対ユーロで円が急騰した。夏以降になると、今度は米国経済のもたつきと FRB (連邦準備制度理事会) による追加の量的緩和観測を材料に、円買いが進んだ。最近では、漸くドル安が一服した途端に、ユーロ不安が再燃している。真にもって、他律的要因での円高に振り回された 1 年であった。本邦株価の低迷振りが示すように、“消去法”として円が支持されたにすぎないが、理由はどうであれ円高が

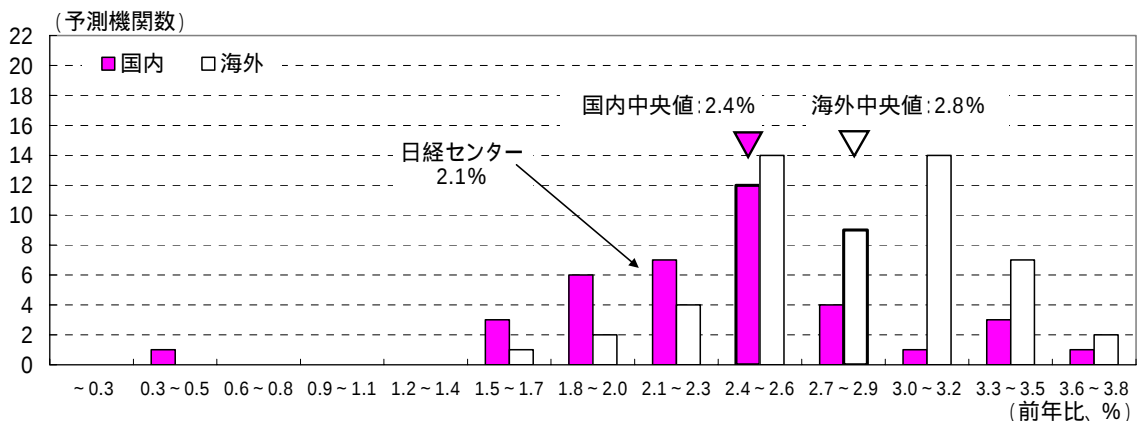
企業の想定を超えて進んだことは事実である（大方の企業は期初の段階で、対ドルで 90 円、対ユーロで 125 円程度を想定していた）。

長い眼で見れば、円安反転を予想するが、次に見るような欧米景気のもたつきを前提とすると、当面は、引き続き円高リスクへの警戒は怠れない。

（２）米国景気のもたつき

円高をもたらした主因でもあるが、米国経済のもたつき、それを受けた FRB の大規模な追加緩和策の発動も、本年の誤算の 1 つであった。筆者を含め日本人エコノミストは、今回の米国景気回復局面における成長見通しをかねて慎重にみてきた（図 3）。これは、バブル崩壊後のわが国を長年分析した学習効果でもある。すなわち、信用バブルに直面した米国経済は、金融システムが脆弱で、資産価格にデフレ圧力が残存し、バランス・シート調整が続いている。これら事象は、まさに 80 年代後半の不動産バブル後、わが国が長く悩まされてきた問題である。

図 3 米国成長率見通しに関する日米比較（2010 年初時点）



コントラストの背景: 日本は“失われた10年”の経験から、資産デフレの国、経済主体がB/S調整を抱えている国、金融システム不安のある国、は低成長に陥ると考える傾向にある。

(資料)Blue Chip、経済企画協会(2010年1月調査)

ただし、実際の米国経済は、大方の日本人エコノミストの見立てよりも更に下振れ気味に推移した。日本銀行の白川総裁も、9月初めの会見で、「もともと慎重な私どもの見通し対比、少し弱い方向で考えた方がよく、下振れリスクの方に注目した方がいい」と指摘している。最近では、金融緩和にも拘らず貸出が増加しないことや、デフレ懸念、慎重な企業行動、家計の節約志向などを指して、米国の「日本化」(japanisation)現象という言葉もよく耳にする。

来る 11 年も、米国経済は 2%台後半とみられる潜在成長率を下回るテンポでの回復に止まり、物価には下押し圧力が掛かり続ける公算が大きい。大胆な量的緩和第 2 弾にも拘らず、家計や金融機関のバランス・シート調整が続くため、需要喚起の効果は薄い。需要創出には、財政出動が望ましいが、増大する財政赤字、中間選挙での共和党の躍進という状況下では、その実現も難しだろう。

(3) 南欧財政危機の進展と長期化

09 年秋にギリシャでの財政赤字“粉飾”が表面化したことで始まった南欧の財政危機は、今年のゴールデン・ウィーク前に“火”がついた。ギリシャを中心に PIIGS と呼称される 5 ケ国の国債金利は上昇し、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) (注) レートも跳ね上がった。自己責任原則に傾斜しがちであった欧州域内首脳も流石に慌て、IMF をも巻き込んで総額 7,500 億ユーロの緊急融資制度を時限的に (13 年末まで) 創設した。当事者である PIIGS 諸国も歳出カットを中心に財政赤字削減に取り組む姿勢を示したことで、夏場以降、徐々に落ち着きを取り戻した。

(注) クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) : 貸出焦げ付きに備え銀行が予め対価を支払い (受け取り)、債務不履行が生じたときに損害額を保証してもらう (保証する) 取引。

しかしながら、ごく最近になって、再び動揺している。その直接的な契機は、13 年に期限が切れる融資制度の常設化に関する加盟国間での調整難航である。ドイツは、再度危機に陥ることがないように加盟国に対し、財政規定を遵守させる厳しいモニタリング制度を設けること、その上で、償還が難しくなった場合には、民間の国債保有者にも一定の負担を求めることを主張している。モラルハザード防止に加え、加盟国間での財政トランスファーにドイツ世論が反対していることが影響している。市場は、足並みの乱れを衝く格好で、南欧諸国の国債を売り浴びせている。ユーロはこの先も、不安定な状態が続くことが懸念される。



(4) 政権交代後も続く政策運営の“迷走”

09 年夏の総選挙を経て、わが国は事実上、初の政権交代を経験した。鳩山政権は、「コンクリートから人へ」、「供給 (= 企業) サイドから需要 (= 家計) サイド重視」といったスローガンを掲げた。具体策をみると、所得無制限の「子ども手当」の創設や、高速道路の無料化実験、農家への戸別所得保障、更には、派遣労働の規制強化方針や温暖化対策の強化 (温暖化ガスの排出量を 2020 年までに 90 年比 25% 削減するという目標) 等が相次いで打ち出された。

鳩山総理の辞任後、政権を担った菅総理は「最小不幸社会」の実現を標榜し、雇用を重視した「第 3 の道」なる政策運営を目指している。前政権を反面教師に、産業界との関係再構築には乗り出している。ただ、参議院選挙での大敗もあって、既得権益に切り込む厳しい政策は打ち出せず、政策運営の“迷走”は続いている。

(5) 企業や家計の慎重な支出行動の継続

“誤算”とまでは言えないかもしれないが、景気が落ち着きを取り戻してきた 10 年度になっても、企業や家計の慎重な支出行動は根強く続き、景気に弾みが見つからない要因となった。では、企業や家計にその責めを負わせるべきかと言えば、必ずしもそうではない。前述の政権運営の迷走振りや、累増する財政赤字などが将来不安を惹起しているという意味において、政府の責任も免れ得ない。

企業を例にとると、円高にはじまり、高い法人税率、派遣労働の規制強化への動き、そして温暖化対応、経済自由協定への出遅れという「5 重苦」に企業は直面している。話題の TPP (環太平洋経済連携協定) への参加も、結局は、消費税論議と同様に、“腰

砕け”に終わりかねない。企業は厳しさを増すグローバル競争下、生き残りを賭け、リストラ強化や海外進出を加速させている。

5. まとめ

上述した 5 つの“誤算”のうち、円高や欧米景気のもたつきは言わば他律的な要素である。自主的に対応可能なことと言え、国内の構造改革の実践しかない。“古くからある政策課題”を一つひとつ解決し、同時に環境の変化に即し、国を正しく運営していくことに尽きる。我々も、今少し健全な危機感を有することが必要だと考える。この国は大方の課題を認識し、実はその有効な手立てにも気付いているが、“絶対多数”でもなければ、案件を前に進めず、無為な時を過ごしている。今こそ、きちんと戦略を立て、アクションを起こし、実現していくことが求められている。残された時間的猶予は、そう長くない。



以 上

執筆者紹介

竹内 淳一郎（たけうち じゅんいちろう）1966 年 大阪府堺市生まれ
公益社団法人 日本経済研究センター 短期予測班主査（主任研究員）

< 学歴・職歴 >

1989 年 京都大学経済学部卒

1989 年 日本銀行入行

1989 年 フランス政府給費生としてパリに留学

（パリ政治学院の後、フランス中央銀行やフランス民間銀行で実務研修にも従事）

1989 年～香港事務所、調査統計局調査役、人事局調査役、調査統計局企画役など歴任

2008 年 現職

< 執筆等 >

調査・研究活動の一端を日本経済研究センターのホームページ(<http://www.jcer.or.jp/>)に掲載。

四半期に一度、日経新聞朝刊「経済教室」に景気予測を執筆。また同夕刊「十字路」にも定期的に寄稿。

テレビ東京系列のニュース番組「ワールドビジネスサテライト(WBS)」に、コメンテーターとしてレギュラー出演中。