

2008・2009年度経済見通し(2008年8月改訂)

2008年8月13日
株式会社富士通総研
経済研究所

1. 世界経済—ドル安、資源高の調整局面へ

ピークアウトしたドル安・資源高

昨年夏以降、サブプライム問題が世界に波及したことで金融市場が不安定化し、ドルから資金が流出し、行き場を失った投機マネーの流入に伴う資源価格の高騰が起こったが、最近では、ドルが持ち直し、原油価格は反落するなど、逆方向への修正が顕著になりつつある。

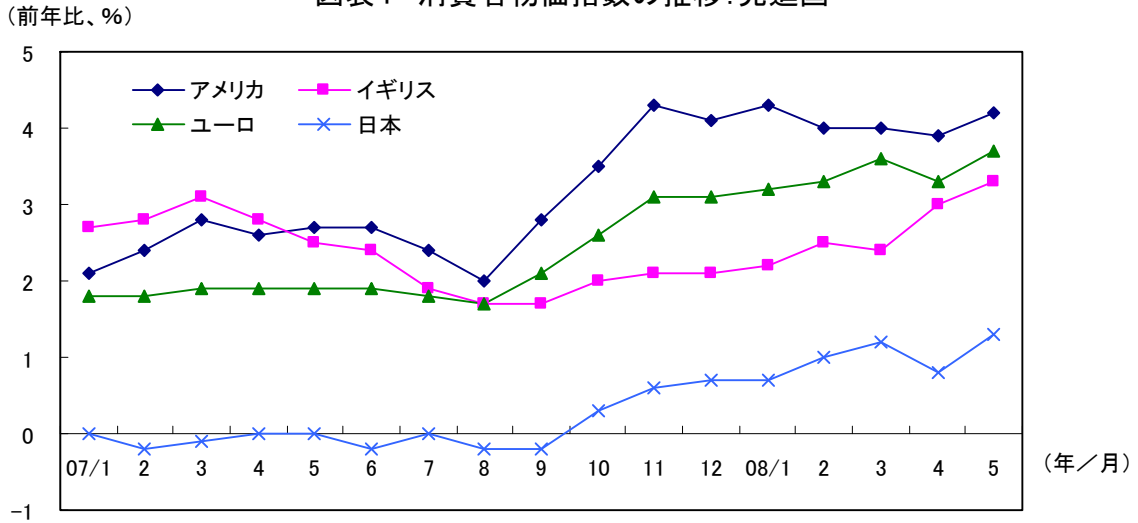
サブプライム問題が深刻化する当初の段階では、米国の景気減速が世界経済に与える悪影響が懸念されたが、そうした中でも新興国経済は底堅く推移し、さらには資源高の恩恵を受けた資源国の景気が活況を呈したことにより、世界経済への悪影響は比較的軽微なものに留められてきた。しかし、その後、原油を初めとする資源価格の高騰に歯止めがかからなくなったことで、インフレが先進国のみならず新興国にも波及し、世界的に引き締め政策が行われ、世界経済の減速傾向が顕著になるに至った。これに伴い、景気減速と物価上昇が同時並行的に起こるスタグフレーションの懸念も浮上したが、今のところは各国の引き締め政策により、そうした事態に陥ることは回避されている。

ここまでの経緯をみると、結局のところ、米経済の減速が世界経済の減速を招いたという意味で、米経済と世界経済はデカップリングせず、カップリングしたことになるが、米経済が減速した後も、新興国経済は底堅く推移し、世界経済の下支え役になり、世界経済が失速を回避したという点で、かつてに比べれば米経済が世界経済に及ぼす影響は低下したとの評価を行うこともできる。その意味で、デカップリングは完全ではないが、部分的には実現されたとみることはできよう。

新興国経済を減速させる直接的な原因になったのはインフレの進展である。実需面で資源価格高騰の要因になったのは新興国の経済成長であるため、インフレの進展により新興国経済が減速したことは、価格メカニズムを通じた、新興国経済の調整過程と捉えることができる。つまり、新興国自身は、これまでの過熱気味だった経済成長をいずれかの時点で調整する必要に迫られていたが、最近のインフレの進展によって、ようやくその調整が行われるに至ったことになる。この意味で、新興国の景気減速は、米経済の減速の影響を受けたものというよりは、いずれかの時点で自律的に生じうる性質のものだったとみることもできる。

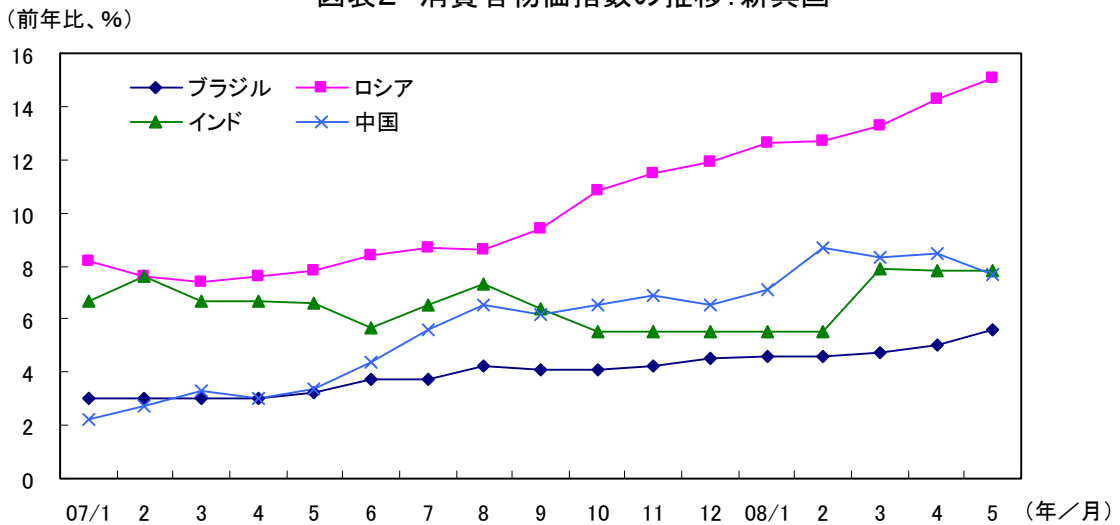
ただ、今回のケースでは、投機マネーがドルから原油・商品相場に向かい、その高騰に拍車をか

図表1 消費者物価指数の推移:先進国



(出所) 各国統計

図表2 消費者物価指数の推移:新興国



(出所) 各国統計

けたことにより、新興国のインフレが大きく促進される結果となった。米経済減速の新興国経済への悪影響があったとすれば、貿易の減少を通じた直接的な影響よりは、ドルからの投機マネーの流出によって、資源価格高騰に拍車がかかり、インフレを促進させたことの方が大きかったと思われる。このように考えると、新興国というもう一つの成長エンジンが台頭したことにより、米経済の減速が実体経済面で世界経済に及ぼす悪影響はかつてよりは低下したものの、米国発の金融市場の混乱により、投機マネーの行き先が変わったことを通じて、世界経済に悪影響が及ぼされたことになる。

新興国も含め世界経済の減速が進んだ現在では、資源価格はピークアウトし、ドル安からドル高に転換するなど、ここ1年間に起こったことの逆方向への修正が行われつつあるのが現在の状況である。世界経済の先行きについては、資源価格が上昇する中でも需要がなかなか減退しなかった場合、インフレが高進し、その結果として、ある時点で世界経済が急速に悪化するというハードランディングシナリオも可能性としてはゼロではなかったが、実際はそうはならず、インフレが高進する前に、世界経済が減速し、需要が沈静化することによってインフレ圧力が低下していくという方向で推移しつつある。新興国については、BRICsなど、近年、世界経済の成長をリードしてきた国については、今後減速感を強めたとしても、大きく崩れる可能性は低いと思われる。

世界的なスタグフレーションの可能性についても、現段階では低いと判断される。70年代にスタグフレーションに陥る原因になったのは、原油価格と賃金の上昇であったが、現状では、一部新興国では上昇傾向にはあるが、総じて賃金上昇率は落ち着いているという点で過去と異なる。景気拡大に伴い賃金が引き上げられるにつれ、やがて企業の収益が上がらなくなり、生産、雇用が削減されるというサイクルに入るか否かが、スタグフレーションに陥るかどうかのポイントとなるが、現在の金融政策では、過去の経験に学び、インフレ期待が高まる前に引き締めが行われるようになっており、こうした面で、スタグフレーションに陥るリスクは低くなっている。ただし、今後、賃金上昇抑制に失敗する新興国が現れ、そうした国がさらに広がっていく場合には、新興国発のスタグフレーションのリスクもゼロとはいえない。この場合には、世界経済の調整は長引くことになる。

米経済に対する二つの見方

米経済の先行きについては、来年にかけて回復していくという見方と、逆に来年にかけて悪化し二番底に陥るといった見方がなお交錯している。前者の根拠は、これまでの金融緩和や財政刺激の効果、ドル安による輸出拡大効果が景気を支えるというもので、後者の根拠は、住宅価格下落の逆資産効果景気刺激効果を相殺することや、輸出を支える新興国経済が減速感を強めていることなどである。今のところは前者の見方が優勢であるが、家計のバランスシート調整の余地はなお小さくなく、世界経済が減速傾向を強めていることを考慮すれば、後者の要素が強くなっていく可能性もゼロではない。ただし、その場合でも、米経済の後退が長期・深刻化するとまでは考えられておらず、潜在成長率とされる2.5～3%を下回る低成長がしばらく続く、L字型で推移するという見方が多い。

サブプライム問題に関しては、当初の流動性供給により金融機関の資金繰りを支援するという対応から、金融機関の毀損した資本を公的資金の注入によってカバーする対応に移りつつあり、過去の日本の不良債権処理の経験からは、最終的には、何らかの方法で金融機関の損失を確定させるスキーム（例えば、政府による公的資金の注入と住宅モーゲージの買い取りをパッケージで行うなど）が必要な段階に発展していく可能性がある。

サブプライム問題に対する当初の流動性供給による対応は、ドル安・資源価格高騰を助長した面があり、そうした弊害を断ち切るためには、公的資金注入も視野に入れる必要があるとの認識が高まっていったことが、政策対応が変わる一因になったと考えられる。問題の長期化により、政治的

にも公的資金注入に対する必要性が認識されていったということもあろう。今後、サブプライム問題への政府の介入姿勢がより明確となり、同時に、米経済の減速リスクが少なくなっていく場合には、FRBもインフレ抑制スタンスを徐々に強めていく可能性がある。

新たな成長ペースを模索する世界経済

ECBやFRB、新興国がインフレ抑制姿勢を強めていき、少なくとも来年半ばまでは世界経済は調整色を強めていくと考えられるが、その後、アメリカ経済が持ち直し、新興国経済の調整も進めば、世界経済は下げ止まり、緩やかな回復基調に向かっていく可能性がある。投機要因が剥落し、ピークアウトした資源価格も、先行きの世界経済にはプラスの要因となる。ただし、世界経済が回復基調に向かうことが明確になっていく過程では、実需面から、再び、資源価格が上昇に転じる可能性はある。

現下の世界経済は、投機マネーが増幅したインフレの進展により各国とも調整を余儀なくされている過程にあるが、この過程は、その後の成長に向け、世界経済が新たな成長ペースと、許容できる資源価格水準とを模索する段階にあるともいえる。原油価格がピークアウトしたとしても、過去2回のオイルショック時のようには、ショック後に元の水準に戻る可能性が少ないと考えられていることが、かつてとの違いといえる。

世界経済は、90年代以降、中東欧諸国の市場経済化や、途上国の人口爆発により、市場経済に大量の労働力が登場し、相対的に（単純）労働力の価値が低下する一方で、その後の新興国の高成長持続により、需要増により資源価格の価値が高まるといふ、労働と資源の相対価格の調整を行わざるを得ない環境に入ったが、こうしたことを大きく実感させたのが、最近までの急激な資源価格の高騰であった。投機要因による資源価格の高騰が調整された後も、この相対価格の調整は、なお世界経済の大きな課題であり続ける。

サブプライム問題の歴史的位置付け

ここで、やや長い目で見た時のサブプライム問題の位置づけについて触れておこう。70年代の変動相場制への移行以来、これまでドルに対する信任は、何度も危機に見舞われてきており、今回、サブプライム問題の深刻化に伴い生じたドル安もそうした危機の一つであったと考えられる。今回のドル安は、アメリカの住宅バブル崩壊に伴う景気停滞が直接的な要因であるが、より根本的にはアメリカがこれまで世界の資金を吸収し、過剰消費によって世界経済の成長を牽引してきたという姿を、身の丈にあったものに調整する過程（つまり、バランスシート調整）において起こった現象と捉えることができる。

最近ではドル高への修正が生じていることで、当面のドルの危機は回避された形となっているが、新興国の台頭により、アメリカの経済的地位は相対的に低下しており、また、政治的にもイラク戦争でアメリカの指導力が著しく低下したという事実には変わりがなく、経済面でも政治面でも、長い目で見てドルの価値の低下は今後も続いていく可能性は高いと考えられる。しかし、そうした傾向が止めどもなく一気に進んでいくわけではなく（最も極端には、サブプライム問題に伴い、ドル

が基軸通貨としての地位を喪失するなどの見方もなされた)、行きつ戻りつしながら進展していく性質のものであることは、今回の事態でも改めて確認された。

サブプライム問題は、アメリカが2000年のITバブル崩壊の影響を必要以上の金融緩和で乗り切ったことが、新たなバブル（アメリカの住宅バブル、その後の世界的な資源バブル）を生んだという側面がある。このことは換言すれば、米経済における必要な調整が先送りされたことが、その後、世界経済に形を変えて影響を与えたことを意味する。こうした過程で、米経済は危機を先送りしつつ、世界への影響力を徐々に低下させる道を進んできた。その意味では、アメリカのサブプライム問題は、近年のユーロの台頭や、新興国の成長に象徴されるように、世界経済が多極化していく過程で起こった、アメリカの経済的地位の低下を象徴する一つのエピソードとして、後世、捉えられることになるかもしれない。

最近、グリーンスパン前FRB議長が、今回の金融市場の混乱について、「100年に1度起こるかどうかの深刻な危機だ」（7月31日）と述べたのは、彼自身の金融政策運営が現在の危機の遠因になっている面もあるだけに、やや無責任に聞こえないわけではないが、米経済が久しく経験しなかった性質の危機という点で、サブプライム問題は特に印象深く記憶されるエピソードになるのだろう。

2. 日本経済—景気の停滞が続く

外的要因が招いた景気後退

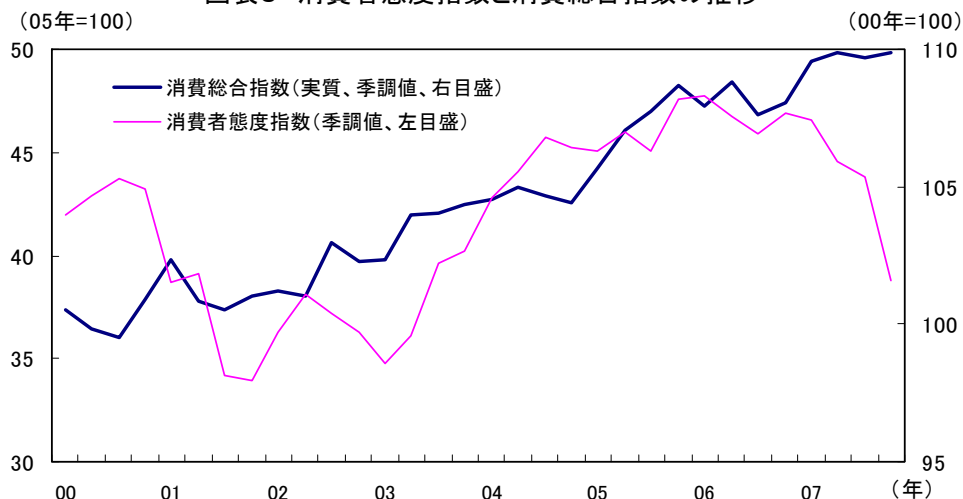
日本経済は資源価格高騰による企業収益の悪化と、これまで景気を下支えしてきた輸出の減速により、停滞感を強めている。今のところ、昨年末に景気後退に陥ったとの見方が有力になっているが、今回の景気後退については、過剰設備、過剰雇用がほぼ存在せず、在庫調整圧力も総じて軽微であるなど、内在的な要因によるものではないため、資源価格が反落し、海外経済の調整が進展するなど外的要因が安定化していけば、その後は、緩やかなペースながら持ち直していくことが見込まれる。最近では、企業収益に悪影響を与えた円高が修正されていることもプラス要因になると思われる。

戦後の景気後退期間の平均は約16ヵ月であるが、外的要因次第とはいえ、現時点では、今回の景気後退期間もそれと大きくかけ離れた期間にはならないと想定する。とはいえ、少なくとも08年度内の成長はほぼゼロで推移していく可能性が高い。

停滞する内需

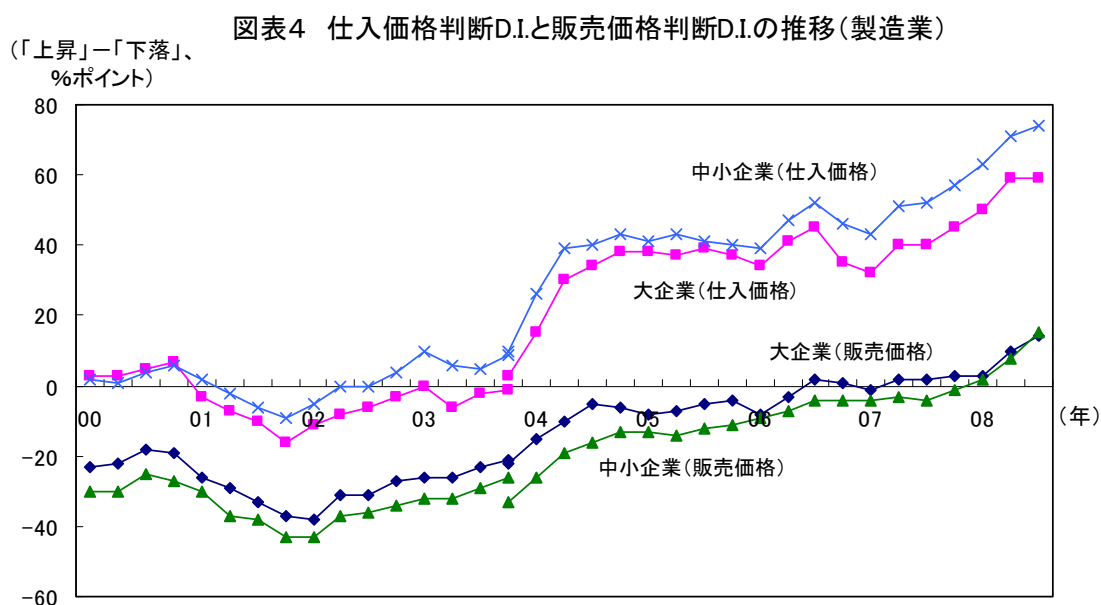
個人消費は、消費者心理は悪化したものの、その割には底堅く推移している状況に変わりはない（図表3）。最近の消費者物価の上昇により、所得の伸びを物価の伸びが上回り、実質ベースの所得環境は悪化しているものの、消費者は、値上がりが続く生活必需品については安く買える時に買いためすることや、PB商品など安い商品に切り替えることとで生活防衛を行っている。サービス消費などは抑制される傾向にあるものの、ベースとなる消費については抑制することには限界があるため、消費者は所得環境が悪化する中、消費性向を高めることで消費支出を維持している。所得のベースとなる雇用環境については、企業は最近、新規・中途採用のペースは抑制しているものの、なお雇用が不足しているとの認識には変化はなく（日銀短観6月調査では、雇用人員判断D.I.（「過剰」－「不足」）は－5と依然マイナス（「不足」超）の領域にある）、今回の景気後退局面で、労働者が職を失うリスクは高まっていないと考えられる。

図表3 消費者態度指数と消費総合指数の推移



(出所) 内閣府「消費動向調査」、「消費総合指数」

企業収益は減少傾向にあり、企業は少なくとも企業間取引では、これまで困難だった資源価格高騰による価格上昇分を転嫁する傾向を強めている。しかし、仕入価格が大きく上昇する一方で、企業が販売価格に転嫁できる部分は限られているため、とりわけ、価格交渉力が弱く、仕入価格上昇の傾向が大企業に比べ強い中小企業が、収益を圧迫されやすい状況となっている(図表4)。



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

(注) 1. 08年9月(直近時点)は予測値

2. 04年3月調査から調査対象企業等の見直しが行われたため、03年12月調査以前の計数と連続していない

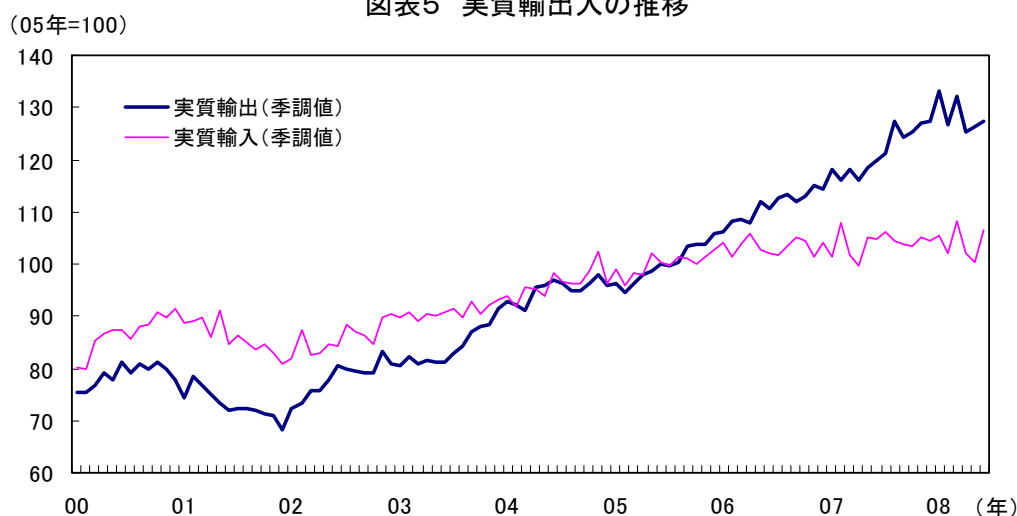
ただ、大企業の企業収益は減少傾向にあるとはいえ、その水準自体は依然として高く、また、これまでの景気拡大の過程で蓄積した企業のキャッシュフローは潤沢であるため、設備投資余力はなお大きいと考えられる。現在は、世界的に景気が減速局面にあるため、先行きの設備投資に慎重になる傾向がみられるが、今回の世界経済の減速によって、企業が自社製品に関わる世界マーケットの先行きの成長期待を低下させているとまでは言い難い状況にある(つまり調整を終えれば、再び世界マーケットは拡大基調に戻ると考えている企業が多い)と推測される。このため、少なくとも大企業・製造業に関しては、設備投資計画について、年度開始前に比べ、実際に年度に入り年度が進むにつれ上方修正していくという過去のパターンを、これまでのところはそれほど変えていない。しかし、中小企業の投資環境は相変わらず厳しいため、設備投資全体としては厳しい状況になると予想される。

住宅投資については、改正建築基準法施工前の水準に何とか回復したのもつかの間、首都圏を中心にマンション市場が冷え込んでおり、再び弱含む可能性が高くなっている。資材価格高騰によるマンション価格の上昇や、所得環境の悪化による購入意欲の減退がその要因である。

輸出の下支え効果が喪失

海外需要に関しては、これまで原油価格が高騰する過程で、日本経済にとっては交易条件の悪化による所得流出というマイナス要因があったものの、原油高で潤う資源国（中東・ロシアなど）向けに輸出が増加するというプラスの面もあった。このため、07年末頃までは、（日本の純輸出+海外からの受け取り+交易利得）は、交易損失の発生にも関わらず、増加基調で推移してきた。しかし、08年に入ってから資源価格高騰に拍車がかかったため交易損失の拡大ペースが増し、この値は低下するに至った。実質輸出（輸出数量）は、アメリカ向け、ヨーロッパ向けに加え、アジア向け輸出も弱含みに転じたことで、このところ減少傾向にある（図表5）。この先も当面は海外経済が減速傾向を強めるため、輸出は弱含みで推移する可能性が高い。

図表5 実質輸出入の推移



(出所) 日本銀行「実質輸出入」

以上を勘案すると、今年度内の成長率はほぼゼロとなり、08年度の成長率は、07年度から08年度にかけてのいわゆるゲタの部分（08年第2四半期以降の成長率がゼロでも確保される08年度の成長率）だけの1%前後になると予想する。09年度にかけてはやや上向くと考えられるが、回復ペースは極めて緩やかであり1%台半ばの成長に留まると予想する。

今回の景気拡大で労働者は置き去りにされたのか

02年2月からの景気拡大が途切れた可能性が高まったことで、今回の景気拡大の特徴や意義などが様々な立場から論評されている。しばしば指摘されているのは、今回の景気拡大が、輸出、設備投資による企業主導の景気拡大であり、所得の明確な増加を通じて消費者に恩恵が及ばなかったというものである。確かにそうした面があったことは事実である。

しかし、今回の景気拡大は、バブル崩壊後の過剰設備、過剰雇用、過剰債務の重しを解消し、それまでの長期不況を克服した後の最初の景気回復であり、三つの過剰を解消できたタイミングで、

海外景気が拡大を続け、輸出を大きく増加させることができたという幸運も重なり、いざなぎ景気を超える戦後最長の景気拡大が続いてきた。病み上がりの体に外需のカンフル剤が加わったことで、日本経済は体力を取り戻し、さらには次なる成長に向けての経営資源（潤沢なキャッシュフロー、人材など）を確保することができた。この間、企業は自身の体力を回復することを優先し、賃金面で労働者に報いることは少なかったが、その代わりに体力を回復した企業は、非正規雇用を正規雇用に切り替えたり、リストラの過程で一時放棄した日本的な雇用慣行（長期安定雇用による能力の蓄積）を再導入したりして、雇用制度面で、以前の状態にいくらかでも回帰するという行動を取った。このことが、今回の景気拡大の過程で、企業が労働環境の面で貢献した最大のことであったと考えられる。

また、格差問題が大きくクローズアップされるに至る中で、政策面では最低賃金の引き上げがより積極的に行われるようになり、これまで規制緩和的であった派遣労働の規制強化（日雇い派遣の禁止など）の動きも現れるなど、労働政策面の見直しも行われるようになった。したがって、今回の景気拡大の過程で、労働者が恩恵から取り残されたとの認識は一面的であり、やや公平性を欠いているように思える。

企業が労働者への還元を十分行いにくかったのには、企業が低賃金の新興国との競争を余儀なくされたことや、海外投資家が増加する中、配当面で従来以上に株主に報いる必要性が高まったという要因もある。企業にとっては、こうした環境を勘案すれば、雇用の場を確保することが労働者に対して最大限できたことであり、賃金を明確に上昇させるところまでは手が回らなかったという面もある。

とはいえ、企業が体力を蓄える過程では、中小企業も含め、新興国とは競合しない、より付加価値の高い製品への移行に成功した企業も多く現れてきたと考えられ、今回の景気調整を終えた次の景気拡大局面で、そうした企業が多数派になっていけば、やがて明確な賃金上昇という形で、企業が労働者に報いることも可能になっていくのではないかと思われる。日本企業がそうした状態に至る過渡期にあったことが、今回の景気拡大局面で労働者に、賃金上昇という明確な恩恵が及ばない要因になったというのが筆者の見方である。

予測表

年度	2007	2008	2009	2007	2008 →予測				2009				2010
	実績	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP	1.6	1.0	1.5	0.6	0.8	-0.6	0.5	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.8
民間消費	1.4	0.6	1.3	0.3	0.7	-0.5	0.4	0.2	0.0	0.5	0.3	0.4	0.5
住宅投資	-13.3	-5.4	2.8	-9.8	4.3	-3.4	2.2	0.8	0.3	0.7	0.5	0.5	1.0
設備投資	-0.1	0.5	2.0	1.1	-0.1	-0.2	0.2	-0.3	0.3	0.3	0.8	1.1	1.5
政府消費	0.7	0.5	0.7	0.9	-0.5	0.1	0.2	0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	0.1
公共投資	-1.8	-3.0	-1.3	0.1	1.0	-5.2	1.9	0.6	1.5	-2.1	-1.8	0.2	0.7
輸出	9.5	3.4	3.8	2.7	3.4	-2.3	1.1	0.5	0.6	0.5	1.1	1.9	2.1
輸入	2.1	-1.1	2.8	0.8	1.2	-2.8	0.4	0.4	0.2	0.9	0.8	1.1	0.9
名目 GDP	0.6	0.0	1.7										
GDP デフレーター	-1.0	-0.9	0.3										

[実質 GDP 寄与度]

内需	0.3	0.3	1.1
外需	1.2	0.7	0.3

鉱工業生産	2.6	-0.3	1.0
CPI(除く生鮮)	0.3	1.7	1.2
失業率	3.8	4.1	4.0
経常収支	24.6	21.4	22.5
円ドルレート	114	106	107

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話: 03-5401-8392(直通)

E-mail: yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 管理部(広報担当)

電話: 03-5401-8391(直通)