

グローバルに景気の先行き懸念が拡がるなか、8/16に発表された日本の2010年4-6月期のGDPは前期比年率で+0.4%の伸び率にとどまり、金融危機後の大幅な反発局面が一服し巡航速度に落ち着くとの市場予想を裏切る結果となった(図1)。内訳を見ると、金融危機後の反発を牽引してきた外需に一服感が見られ、内需の弱さも目立ったことから、景気の先行きに対する楽観見通しが後退、一部では景気の底割れを懸念する声も聞かれ、長期金利は1%を割り込む大幅な低下となった。

通常日本経済の回復局面では、まず外需が回復し、それが設備投資を誘発し、最終的に消費に波及するという経路を辿る。本稿では、今後日本経済が再度底割れして二番底に陥るのか、それとも緩やかな回復基調を保つのかを探る目的で、これら需要項目の動向を検証する。

まず景気回復の起点となる外需について考える。輸出の回復のモメンタムは既にピークアウトしており、巡航速度に減速しつつある(図2)。対アジア、対米国の内訳を見ると、それぞれ資本財と耐久消費財による押し上げの一巡が見てとれる。前者は中国の投資バブル抑制政策、後者は米国の自動車購入支援策や販売奨励プログラムの効果が弱まったことに起因すると考えられ、投資抑制政策の転換もしくは大規模な追加対策が実施されない限り、外需は先行きも緩やかに減速する可能性が高い。

設備投資については、金融危機後の急減速の反動で足元小幅ながらプラスの寄与となっているが(図1)、輸出の減速が見込まれる中で稼働率が投資を促す水準まで上昇しておらず、依然として外需が設備投資を誘発している状況とは言い難い(図3)。

次に消費について考える。一部では外需拡大の効果が消費に波及しはじめており、景気回復持続の可能性が高まったとの解釈がなされているが、足元の消費は耐久財を中心に押し上げられており、エコポイントに代表される政策効果の恩恵を受けている面が強いと考えるべきであろう。現状、エコカー補助金は9月で終了し、家電エコポイント等も今年末で期限を迎える予定である。このため、政府は家電及び住宅エコポイント等一部政策の延長や、その他の対策を検討しているが、従来実施してきた対策を上回る規模の予算が計上されない限り追加的な景

気押し上げ効果は見込めない。国内外から財政再建圧力が高まる中、拡張的な財政政策が実施しにくいこともあり、政策への過大な期待を背景とした楽観見通しは実現性が乏しい。

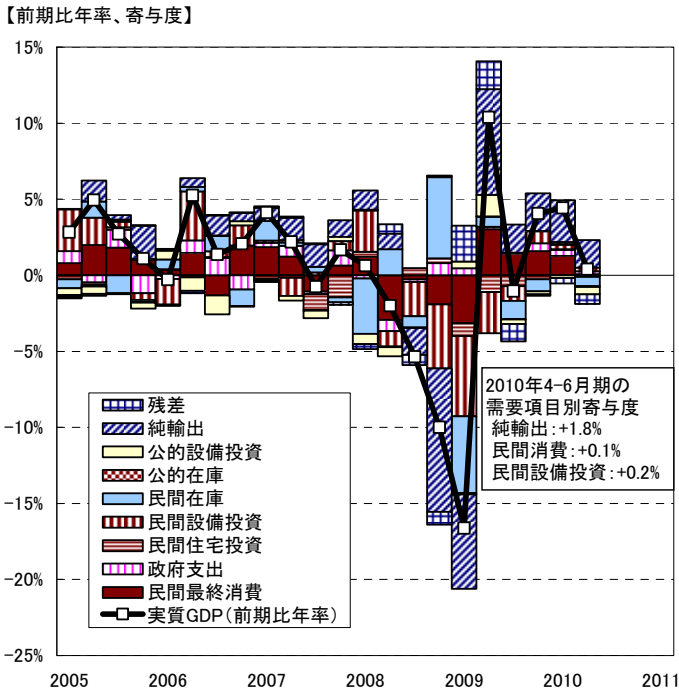
これらのことから、日本経済は自律的な回復軌道に乗ったとは言い難く、国内外の財政政策により人為的に創造された需要で輸出や消費が押し上げられた面が大きいと言える。今後は財政政策による景気押し上げ効果が弱まる中で、日本経済は脆弱さを抱えながら低調推移となる公算が高いと考えられる。

ここまで日本経済の現状を俯瞰しつつ、各需要項目の先行きを考えてきたが、次に市場の一部で懸念されている二番底に陥るリスクについて考えてみたい。一般に景気の二番底とは、景気後退後の局面において、景気が一旦回復基調を辿り始めた後、再度調整局面へと転じてしまうことを言う。日本でも過去に何度か発生しており、直近では第2次オイルショック後の80年代初頭と、バブル崩壊後の90年代前半が記憶に新しい(図4)。オイルショック後は当時の主要輸出先である米国の大幅な景気後退とそれに起因する世界同時不況を背景に、バブル崩壊後は大幅な円高の進行を背景に日本経済は二番底に陥った。両者に共通して言えることは、原因は異なるものの現象面としては輸出の減少により引き起こされたということである。

この経験則は、現在の日本が抱えるリスクは主要輸出先である「アジア地域の景気失速」と「更なる円高の進行」であることを示唆している。この点、アジア地域は当面比較的高い成長を維持すると見込まれており、需要面が原因で輸出が失速し大幅なマイナスに転じる可能性は限定的と考えられる。また円高に関しては、足元円が対ドルで既に過去最高値近辺まで上昇しているものの、8月以降は政府や日銀が円高に対する警戒感を示し、円高対策への期待が高まっているだけに、今後短期間で極端な円高が進行する可能性は低いと考えられよう。

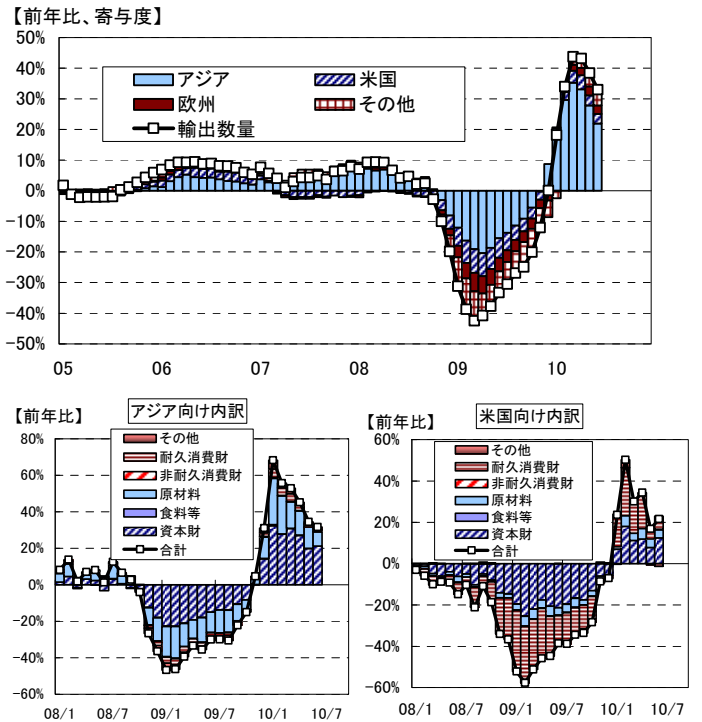
以上より、日本経済は当面低成長が続く公算が高いものの、二番底を想定するような過度の悲観は不要ではないかと考える。今後の日本経済及び株価を占う上では、アジア経済と為替相場が重要な論点になるとみられる。今後の動向を注視したい。(2010年8月20日記)

図1：日本 GDP 成長率(前期比年率)



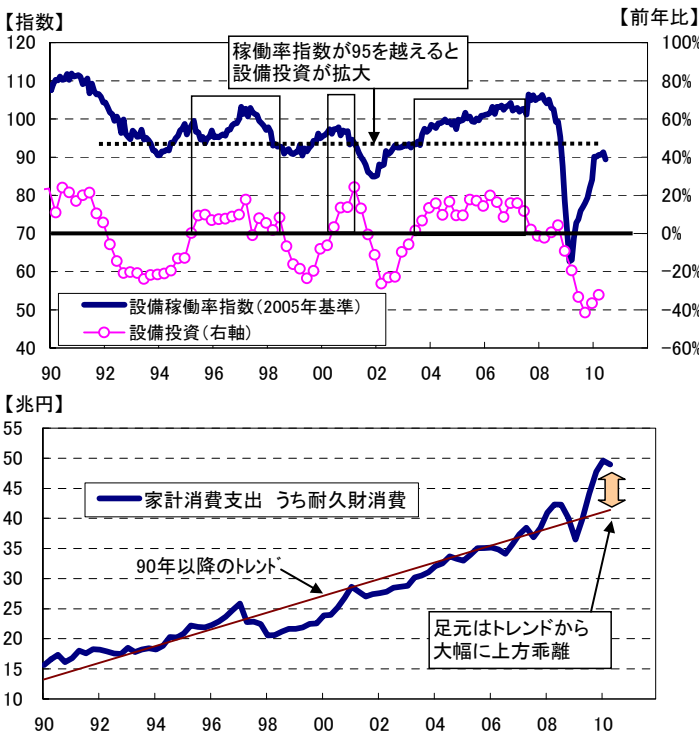
出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図2：日本の地域別輸出と米中向け内訳



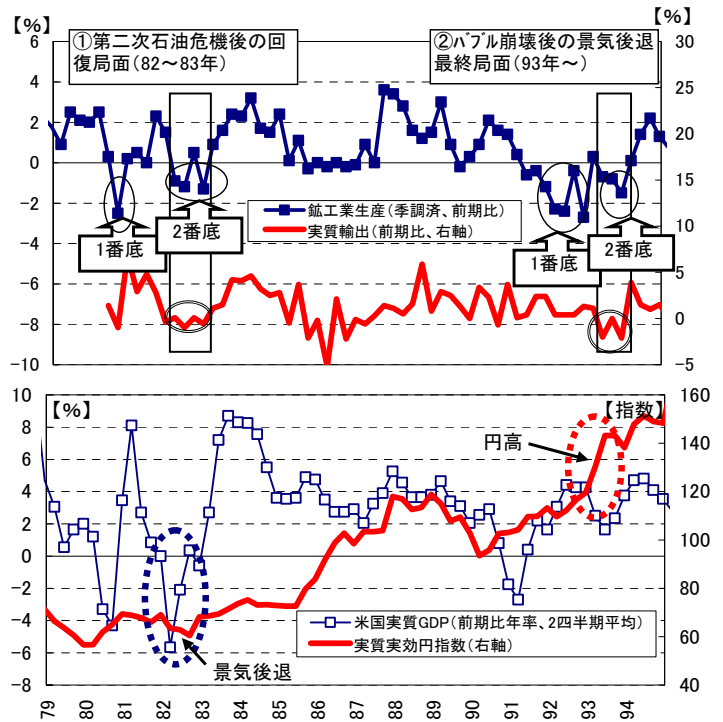
出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図3：日本の設備投資と耐久財消費



出所：INDB より三菱 UFJ 信託銀行作成

図4：日本経済の二番底とその背景



注：実質実効円指数は貿易相手国との貿易額と物価格差を考慮した円の実力を示す指数

出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）