

# 日本経済情報 2014年7月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 日本経済の現状

消費増税の影響は概ね想定範囲内にとどまる

輸出はアジア向けを中心に伸び悩み

設備投資は増勢一服、公共投資は再び増加へ

4～6月期は大幅マイナス成長が不可避

#### 2. 今後のポイント

雇用・所得環境の改善を背景にマインド好転

設備投資の回復再開は反動落ちからの立ち直り待ち

円高材料が減少し円安再開の見込み

回復基調を取り戻すという予想シナリオを維持

### 【日本経済の現状と今後のポイント】

小売業販売額の前年同月比マイナス幅が4月から5月にかけて縮小するなど、駆け込み需要の反動落ちは弱まりつつあり、消費増税の影響は概ね想定範囲内にとどまっている。

ただ、輸出は数量ベースでアジア向けの減少が続いており、米国向けも伸び悩むなど、回復が遅れている。アジア向けについては、現地における設備投資や建設投資関連分野の需要減や現地生産シフトによって、電気機器、化学製品、輸送用機器、鉄鋼など主力品目が軒並み落ち込んでいる。

設備投資についても、ウインドウズ XP のサポート終了に伴う駆け込み的なパソコンの更新需要の反動落ちが見込まれるほか、先行指標の機械受注が増勢一服の可能性を示唆している。一方で、出遅れていた公共投資は、景気対策の執行に伴って先行指標の公共工事保証実績が大幅に増加しており、足元で堅調に拡大している模様である。

以上の通り5月以降の景気は持ち直しているとみられるが、4月の落ち込みが大きかったことから4～6月期の成長率は前期比1%台半ば(年率5～6%)程度の大幅なマイナス成長になると予想される。

今後、日本経済がデフレから脱却できるかどうかのカギを握るのは、①個人消費が反動落ちから持ち直すのか、②設備投資が再び拡大に向かうのか、の2点であり、輸出の回復が加われば、その可能性がより高まる。

個人消費を取り巻く環境は、雇用が一進一退ながらも徐々に水準を切り上げ、労働需給の引き締めなどを背景に賃金上昇圧力が高まるなど好転している。さらに、消費者マインドも改善傾向にあるため、個人消費は夏場以降持ち直すという従来からの見方を修正する必要はない。また、設備の過剰感が概ね解消したことから、今後、需要が持ち直せば、それに伴って企業は再び設備投資を積極化する可能性が高い。

さらに、貿易赤字の緩慢な縮小は為替相場の円安進行を助け、輸出回復の追い風となろう。以上を踏まえると、現時点において、日本経済は、公共投資の下支えが続くなかで個人消費や設備投資が持ち直し、7～9月期には回復基調を取り戻すという従来からの予想シナリオを維持することが妥当と考えられる。

## 1. 日本経済の現状

### 消費増税の影響は概ね想定の範囲にとどまる

政府は、7月17日の月例経済報告において、「景気は、緩やかな回復基調が続いており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動も和らぎつつある」とした。6月の報告では、「緩やかな回復基調が続いているが、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動により、このところ弱い動きも見られる」としていたが、反動落ちによる景気下押しが緩和されていると評価した。

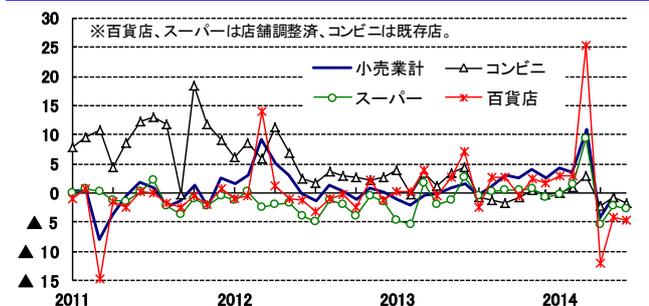
実際の状況を見ると、小売業全体の売上高（小売業販売額）は、3月の前年同月比11.0%増から4月に同▲4.3%へ落ち込んだが、5月は同▲0.4%と概ね前年並みまで持ち直した。内訳を見ると、スーパーや百貨店、コンビニなどの各種商品小売業は合計で4月の前年同月比▲8.8%から5月は同▲2.5%へマイナス幅が縮小、専門店では自動車（4月▲9.9%→5月▲4.1%）のほか、家電などの機械器具販売店（4月▲11.8%→5月▲7.3%）でマイナス幅が縮小、飲食品（4月▲1.8%→5月2.2%）、織物・衣服・身の回り品（4月▲1.8%→5月2.7%）では増加に転じており、相対的に単価が低く駆け込み需要が小さかった分野から順次持ち直している様子が窺える。

6月については、本稿執筆時点で販売状況が確認できる百貨店（5月前年同月比▲4.2%→6月▲4.6%、店舗数調整済）、スーパー（5月▲2.2%→6月▲2.8%、店舗数調整済）、コンビニ（5月▲0.8%→6月▲1.9%、既存店）のいずれの業態も5月よりもマイナス幅が拡大しているが、前年の6月が5月よりも好調であった反動による影響が大きく、少なくとも反動落ちの影響はピークアウトしつつあると判断できる。

新車販売台数に至っては、1月の前年同月比30.6%増をピークに伸びが鈍化、4月に同▲5.1%と減少に転じた後、6月には同0.1%と前年並みの水準を回復し、一見すると既に反動落ちが一巡したように見える。しかしながら、4月以降の販売台数は受注残を食い潰すことによって落ち込みが緩和されている点に注意が必要である。受注ベースでは4月以降、落ち込みが続いている模様<sup>1</sup>であり、販売台数が7月以降に再び前年割れに転じる懸念がある。

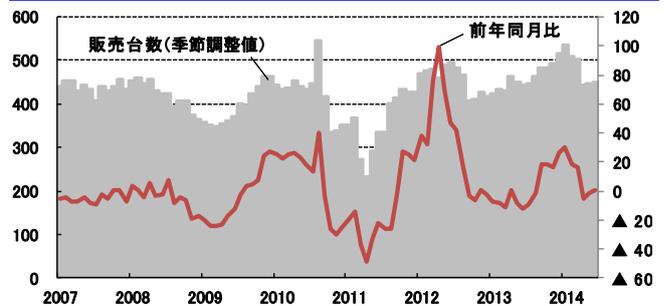
こうした不透明要因は残るものの、総合的に見れば、上記の小売販売の動向などが示す通り消費増税の影響は弱まりつつあり、概ね想定の範囲にとどまったと言える。

業態別販売額の推移(前年同月比、%)



(出所) 経済産業省、各協会

新車販売台数の推移(年率・万台、前年同月比・%)



(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会

<sup>1</sup> 日刊自動車新聞（7/16）によると、日本自動車工業会の池会長は、定例記者会見において、消費増税の本当の影響は受注残が消化された7～9月期に表れるとしている。

輸出はアジア向けを中心に伸び悩み

その他の主な需要動向を見ると、輸出は、4月に2ヵ月ぶりの前年同月比プラス(2.0%)に転じた通関数量指数が5月は再びマイナスに転じ(▲3.4%)、6月もマイナスが続く(▲1.7%)など伸び悩んでいる。この結果、4~6月期では前年同期比▲1.0%と4四半期ぶりのマイナスとなり(1~3月期は+0.7%)、当社試算の季節調整値でも1~3月期の前期比▲0.9%に続いて4~6月期も▲0.3%と減少した。仕向地別に見ると、中国向け(1~3月期前期比▲1.7%→4~6月期▲2.5%)を中心にアジア向け(▲1.3%→▲1.1%)の減少が続いたことが全体の輸出を押し下げた。景気が寒波などの影響から立ち直った米国向け(0.3%→0.0%)も伸び悩んでいる。その一方で、EU向け(▲0.4%→1.5%)は持ち直しの動きが見られた。

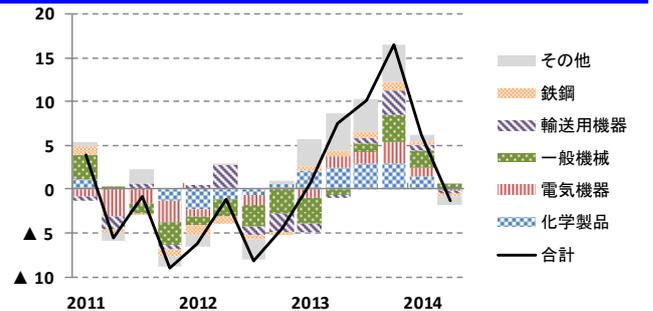
アジア向け輸出について、現時点で財別の内訳が確認できる金額ベースの状況を見ると、全体では2013年10~12月期の前年同期比16.5%をピークとして、2014年1~3月期には6.2%へ大きく伸びを鈍化させ、4~6月期には▲1.3%とマイナスに転じている。円安の影響が前年比で剥落した影響が大きいものの、数量ベースでも10~12月期の前年同期比3.3%から1~3月期▲0.9%、4~6月期▲3.9%と明確に落ち込んでおり、基調として弱い。財別には、全体の18.3%(2013年)を占める一般機械が1~3月期の10.1%から4~6月期も2.9%とプラスを維持したものの、シェア21.1%の電気機器(1~3月期前年同期比5.2%→4~6月期▲0.7%)や化学製品(シェア15.0%、1~3月期8.8%→4~6月期▲0.9%)、輸送用機器(シェア8.9%、7.8%→▲3.2%)、鉄鋼(シェア7.4%、4.3%→▲4.6%)など主力品目が軒並みマイナスに転じている。アジア新興国の景気は、中国で成長ペースが速まらず、タイやインドネシアなどASEAN主要国も成長ペースが鈍化しており、なかでも日本からの輸出に関連の深い設備投資や建設投資関連分野の需要が落ち込んでいる。また、電気機器などにおいては、現地生産シフトが進んだ影響も少なからずあると考えられる。

仕向地別輸出数量指数(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

アジア向け輸出額の推移(前年同期比、%)



(出所)財務省

設備投資は増勢一服、公共投資は再び増加へ

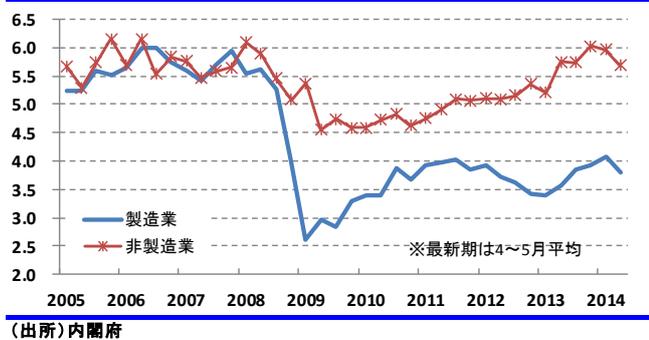
設備投資は、GDPベースで1~3月期まで4四半期連続で前期比増加が続き、特に1~3月期は1.6%(年率6.7%)の高い伸びを記録した。特に1~3月期については、ウィンドウズXPのサポート終了に伴う駆け込み的なパソコンの更新需要が押し上げた部分が少なくないとはいえ、増勢加速により設備投資の回復期待が高まっていた。しかしながら、その後の指標は設備投資の増勢一服が避けられない状況を示している。

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、5月に前月比▲19.5%と大幅に減少し(4月は▲9.1%)、その結果、4~5月平均の水準は1~3月期を9.5%も下回った。さらに、上記

の通り 1~3 月期が特殊要因で押し上げられた反動も見込まれることから、4~6 月期の設備投資は 5 四半期ぶりのマイナスに転じる可能性が高い。なお、4 月から 5 月にかけて機械受注の落ち込みが目立つ分野は製造業（4 月前月比▲9.4%→5 月▲18.6%）であり、なかでも石油・石炭製品（▲9.3%→▲31.6%）や非鉄金属（▲25.8%→▲30.4%）、電気機械（▲2.8%→▲34.0%）で大きく減少した。ただし、非鉄金属は 1~3 月期に前期比 52.4%も増加した反動が出た面が強く、電気機械は 1~3 月期まで 5 四半期続いた増勢が一服した程度とも言える。また、回復が先行していた非製造業（除く船舶・電力、4 月前月比 0.9%→5 月▲17.8%）については、卸小売業（5 月前月比▲47.1%）、運輸郵便業（▲35.3%）、金融保険業（▲30.0%）、リース業（▲29.8%）、建設業（▲19.1%）など幅広い分野で減少したため、5 月は大幅に落ち込んでいる。設備投資は、特に非製造業において、消費増税を受けた景気の停滞をきっかけに一旦様子見状態となっている可能性があるだろう。

その一方で、出遅れていた公共投資については、政府が昨年 12 月にまとめた「好循環実現のための経済対策」が今年 2 月に予算化されたことから、先行指標である公共工事保証実績が 1~3 月期に前年同期比 16.6%、4~6 月期も 13.3%と高い伸びを続けている。なかでも、地方自治体（1~3 月期前年同期比 9.6%→4~6 月期 20.2%）において伸びが大きく高まっている。また、当社試算の季節調整値では、全体で 1~3 月期の前期比 5.7%から 4~6 月期は 18.7%へ増勢を強め、地方自治体に限れば 5.7%から 27.0%へ急加速している。こうした先行指標の動きから判断すると、公共投資は足元で堅調に拡大しているとみられる。ただし、建設業では現在、深刻な労働力不足に見舞われているため、供給力がボトルネックとなり、景気を押し上げるほどの大幅な拡大は期待できず、下支えする程度のインパクトにとどまろう。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



公共工事保証実績の推移(季節調整値、10億円)



4~6 月期は大幅マイナス成長が不可避

以上のような 5 月以降の景気の持ち直しにもかかわらず、8 月 13 日に発表される 4~6 月期の成長率は、3 月から 4 月にかけての大幅な落ち込みを反映して前期比 1%台半ば（年率 5~6%）程度の大幅なマイナス成長になると予想される。1~3 月期の実質 GDP 成長率は、駆け込み需要によって前期比 +1.6%（年率 6.7%）の高い伸びを記録したが、その大部分が剥落することになる。

ただ、4~6 月期のマイナス成長も想定内と言えるため、今後を展望する上でより重要なのは 11 月 17 日に発表予定の 7~9 月期の成長率である。7~9 月期の日本経済が、消費増税という大きな下押し圧力を跳ね除け、所得環境や企業業績の改善を原動力とする回復軌道に乗ったことを確認し、さらに、回復の持続性を期待できるほどに十分なプラス成長となれば、デフレ脱却の可能性は大きく高まる。そのため政府は、7~9 月期の成長率を踏まえて、2015 年 10 月の消費税率再引き上げ（8%→10%）

を判断するとしている。景気の方角を占う意味でも、政策の方角を見極める上でも、7月から9月にかけての景気動向を注視する必要がある。

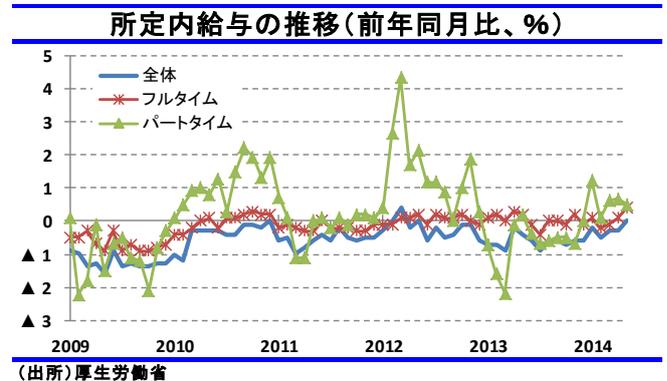
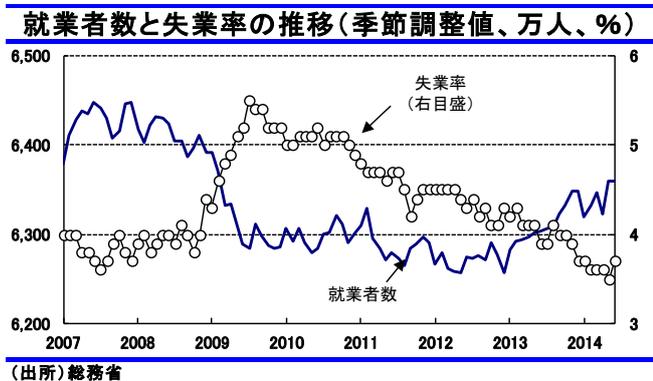
2. 今後のポイント

以上で見た通り、今後、日本経済がデフレから脱却できるかどうかのカギを握るのは、①個人消費が反動落ちから持ち直すのか、②設備投資が再び拡大に向かうのか、の2点であり、輸出の回復が加われば、その可能性がより高まることになる。

雇用・所得環境の改善を背景にマインド好転

まず、個人消費を取り巻く環境を確認すると、就業者数は一進一退ながらも徐々に水準を切り上げており、その結果、5月の失業率（季節調整値）は1997年12月以来となる3.5%へ低下した。6月は就業者数（労働力需要）が横ばいのなかで労働力人口（労働力供給）が増加したため失業率は3.7%へ上昇したが、有効求人倍率が5月時点で92年6月以来の1.09倍へ上昇するなど労働需要が供給を上回る状態が続いていることを勘案すると、7月以降は就業者数が拡大し労働力人口の増加分を吸収、失業率は再び低下する可能性が高いと考えられる。さらに、こうした労働需給の引き締めに加え、ベースアップを再開する企業が散見された今年の春闘の結果を受けて、正社員（フルタイム労働者）の所定内給与（基本給）は3月の前年同月比▲0.1%から4月+0.1%、5月+0.4%と伸びを高めており、パートタイム労働者も4月+0.7%、5月+0.5%とプラスが定着している。なお、労働者全体の所定内給与は、雇用の拡大が相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者中心であることを反映して、4月の前年同月比▲0.3%から5月も0.0%にとどまっているが、2年ぶりにマイナスから脱しており、改善方向にはある。

また、消費者マインドを示す消費者態度指数は、4月の37.0から5月39.3、6月41.1と徐々に上昇、6月の水準は2013年12月の41.3近くへ改善している。以上のような、緩やかなながらも着実な雇用の拡大と賃金水準の底上げという家計所得の拡大と、それを背景とする消費者マインドの改善は、個人消費が夏場以降に持ち直すという従来からの見方を維持するに足る材料と言えよう。

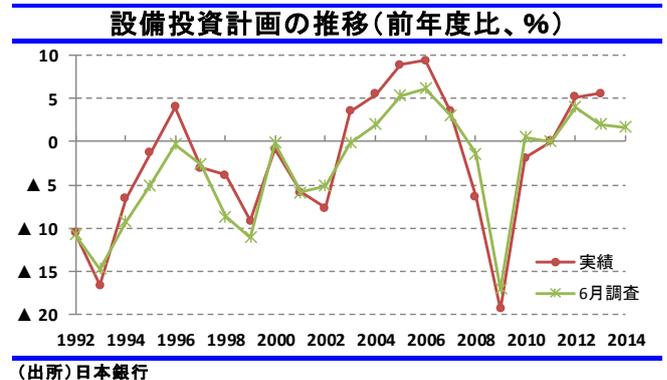
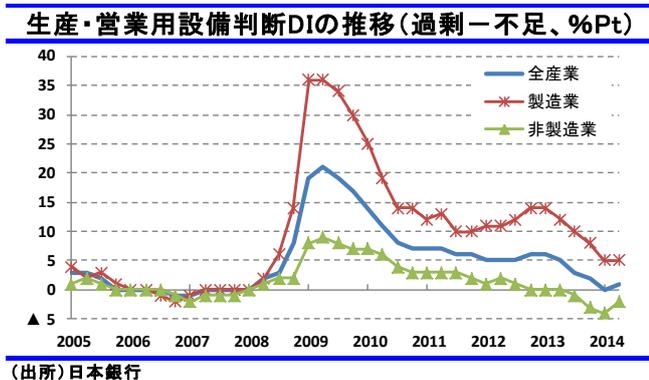


設備投資の回復再開は反動落ちからの立ち直り待ち

設備投資は、先述の通り、4~6月期には反動落ちが避けられず、7~9月期についても、先行指標から判断する限り、さほど力強い拡大は期待できない状況にある。しかしながら、設備の過剰状態は、3月調査の日銀短観（全産業規模合計）において生産・営業用設備判断DIが全産業規模合計で0と

なったことが示すように、マクロ的には解消している。さらに、景気停滞下の6月調査においても、設備判断DIは1へ小幅に悪化するとどまっている。なかでも、非製造業では2013年9月調査で設備不足を示すマイナス(▲1)に転じたあと、3月▲4、6月▲2と不足状態が続いている。製造業についても、3月調査時点でDIが5まで低下、内需が停滞、輸出が伸び悩む下で実施された6月調査でも5と悪化しておらず、設備の過剰感が高まっていない。特に生産用機械(3月▲1→6月▲1)や業務用機械(▲3→0)では過剰感が解消された状態が続いており、むしろ輸出余力の低下につながっている可能性が指摘できる状況である。

こうした過剰感の解消もあり、日銀短観の2014年度の設備投資計画(全産業、規模合計)は、前回調査から6.5%上方修正され前年比+1.7%となった。年間の予定が固まらないことの多いこの時期は、設備投資計画が前年比マイナスになることが珍しくないうえ、2014年度に関しては消費増税という不透明要因があるなかでのプラスの計画は、企業の設備投資意欲が旺盛であることを示していると言える。そのため、今後、景気が反動落ちから立ち直る動きを見せれば、それに伴って企業は再び設備投資を積極化する可能性が高いと考えられる。



**円高材料が減少し円安再開の見込み**

個人消費や設備投資といった国内需要の動向に加え、景気の先行きを占ううえでは、復調が期待される輸出や、個人消費回復の追い風ともなる株価に大きな影響を与える為替動向も重要であろう。

最近のドル円相場は、5月に1ドル=101円を超える水準まで円高が進んだ後、米国経済の堅調な拡大を反映した米国長期金利の上昇などを背景に若干円安方向に水準を修正したが、概ね102円を挟んだ上下1円程度のレンジのなかで小動きとなっている。為替相場の水準決定に与える影響の大きい日米金利差(米国-日本)は、米国金利の上昇地合いが続き日本の長期金利も一段の低下余地を探る展開となるなど縮小傾向、すなわち円安ドル高要因となっているものの、ウクライナやイラク、イスラエルにおける武力衝突の激化など地政学的リスクの高まりが円買い圧力となっている模様である。

こうした地政学的リスクの先行きは展望し難いものの、昨年度に大幅な円安をもたらした一因である貿易赤字は今後も引き続き円安圧力となると見込まれる。貿易収支は、4月から5月にかけて輸入の減少により赤字幅が縮小したが、6月には再び赤字幅が拡大している。これらの動きを詳細に見ると、通関輸入額は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちを主因に3月の前年同月比18.2%から4月は3.4%へ伸びが鈍化、5月には▲3.5%とマイナスになったが、6月は8.4%の増加に転じた。鉱物性燃料(5月前年同月比▲9.4%→6月8.3%)や電気機器(▲5.0%→7.7%)の増加が目立っており、駆け込み需要の反動落ちが一巡した模様である。

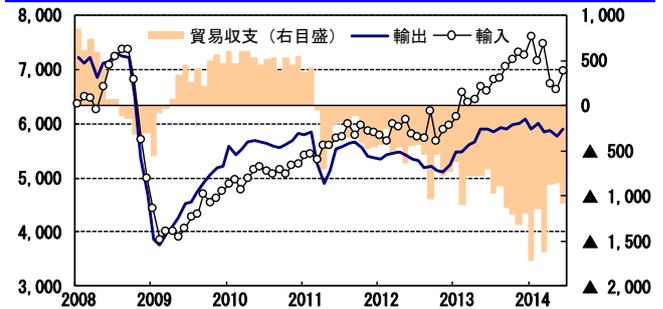
季節調整値で見ても、輸入額は6月に前月比5.0%と3ヵ月ぶりに増加、輸出も1.9%増加したものの輸入の増加幅を下回ったため、貿易収支は5月の8,613億円から6月は1兆808億円へ赤字幅が拡大した。1兆円を上回ったのは3ヵ月ぶりとなる。四半期ベースで見ると、貿易赤字は1~3月期の4兆4,865億円から4~6月期は2兆8,190億円となり、赤字の拡大傾向にはひとまず歯止めが掛かっているが、6月に再び赤字が拡大していることを考慮すると、今後の赤字縮小ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。そのため、経常収支の黒字拡大という実需面からの円高圧力は限定的なものとなり、仮に地政学的リスクが今以上に高まらなければ、ドル円相場においては堅調な米国経済の拡大を受けて円安の動きが再び強まると予想される。

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所)CEIC DATA

貿易収支の推移(季節調整値、10億円)



(出所)財務省

## 回復基調を取り戻すという予想シナリオを維持

以上を踏まえて今後の日本経済を展望すると、7~9月期の実質GDPは、公共投資の下支えが続くなかで個人消費や設備投資が持ち直し、4~6月期の大幅な前期比マイナス成長から再びプラス成長に転じる可能性が高いと考えられる。ただし、その回復力は輸出動向に大きく左右されることとなろう。為替相場は引き続き輸出拡大の追い風になるとみられるため、低調な推移が目立つアジア向けの輸出、ひいてはアジア新興国の景気動向が重要となろう。

現時点では、日本経済は7~9月期に回復基調を取り戻し、デフレ脱却に向けた動きを再開、2014年度の実質GDP成長率0.5%、2015年度1.3%とする見通しを積極的に改定する積極的な理由は見当たらない。8月13日に発表される4~6月期GDPのほか、その間に発表される経済指標やアジア主要新興国の情勢などを踏まえ、次号において見通しの改訂を検討する予定である。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。