

日本経済情報

2015 年 7 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

2015 年 4～6 月期の
成長率は減速の可
能性高まる

輸出の増勢鈍化が
景気減速の主因

個人消費も緩慢な動
きながら環境は着実
に改善

企業設備投資は拡
大の動き再開

2. 金融政策の行方

7 月の金融政策決定
会合は現状維持

日銀は 2015 年度の
成長率見通しを下方
修正

世界経済の下振れリ
スクは残存

追加緩和を迫られる
可能性

伊藤忠経済研究所
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

【日本経済の現状と金融政策の行方】

4～6 月期の鉱工業生産は 3 四半期ぶりに前期比マイナスとなる見込みであり、実質 GDP 成長率は 1～3 月期から減速する可能性が高い。出荷動向を見ると、資本財や建設財は持ち直しているが、消費財が耐久財を中心に落ち込み、生産財も軟調である。

需要動向を見ても、輸出は数量指数が 4～6 月期に 5 四半期ぶりの前期比マイナスとなり、増勢が一服している。仕向地別には、ASEAN 向けの落ち込みが目立つほか、米国向けも前期比で減少に転じている。

個人消費も、小売販売は 4～5 月平均が 1～3 月期から概ね横這い推移にとどまり、自動車販売は軽自動車の落ち込みにより 4～6 月期も前期比でマイナスが続くなど、緩慢な動きにとどまっている。ただし、消費者マインドが改善、労働需給の逼迫を受けて賃金上昇圧力が強まるなど、個人消費を取り巻く環境は着実に改善している。

一方、設備投資は、先行指標の機械受注が製造業を中心に増勢を強めており、6 月調査の日銀短観における設備投資計画も前年実績を上回る伸びを記録するなど、復調の兆しが明確となっている。

以上のように、一部に明るさが見られるとはいえ、成長ペースが鈍化する中で、7 月の金融政策決定会合で日銀は 2015 年度の成長率見通しを下方修正した。その一方で物価見通しは「概ね不変」とし、金融政策を現状維持とした。ギリシャの債務問題や中国における株価急落といった世界経済の不安定要因が一時的に後退したタイミングで決定会合が開催されたため、追加緩和の必要性が低下したということであろう。

しかしながら、足元で原油価格が一段と低下しており、2016 年度前半での消費者物価上昇率 2%という目標達成に向けたハードルは高まっている。さらに、ギリシャや中国を巡る問題は根本的に解決したわけではなく、今後も世界経済の不安定要因として残存する。次回消費増税前のデフレ脱却宣言が暗黙の政策目標となりつつある中で、4～6 月期の成長率減速を受けて政府・日銀に何らかの対応を期待する声が強まろう。

1. 景気の現状

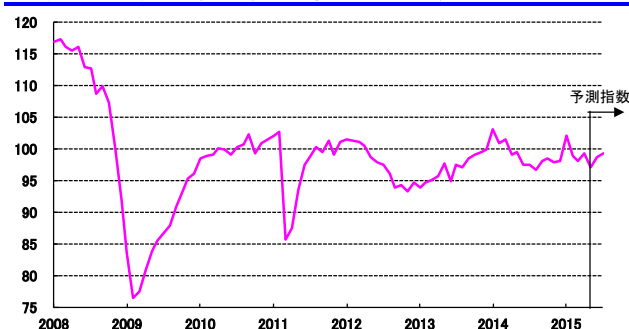
2015 年 4～6 月期の成長率は減速の可能性高まる

消費増税による落ち込みから緩やかながらも立ち直りつつあった日本経済であるが、ここきて再び足取りが重くなっている。

2015 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+1.0%（年率+3.9%）と 2014 年 10～12 月期の前期比+0.3%（年率+1.2%）から加速、景気は持ち直し傾向を一段と明確にしていた。成長の内容を見ても、設備投資の増勢が強まるなど企業業績の改善が投資拡大につながる好循環の芽が出始めており、デフレ脱却に向けて着実に歩を進めているように思われた。

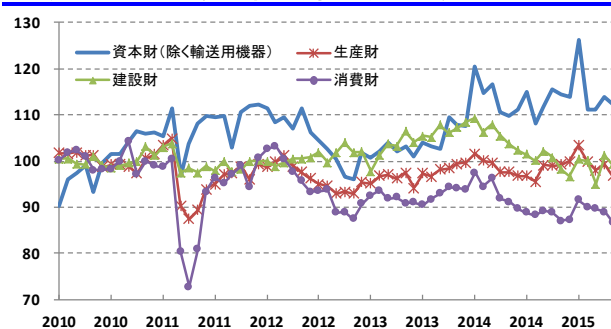
しかしながら、実質 GDP と連動性の高い鉱工業生産は、2 月に前月比▲3.1%と落ち込んだ後、3 月も▲0.8%とマイナスが続き、4 月は+1.2%と反発したものの、5 月に▲2.1%と再び低下するなど一進一退の状況にある。そのため、鉱工業生産の 4～5 月平均の水準は 1～3 月期を 1.5%下回っており、6 月の実績（7 月 30 日発表）が生産予測指数が示す前月比+1.5%であった場合でも、4～6 月期の鉱工業生産は前期比▲1.3%と 3 四半期ぶりのマイナスになるため、実質 GDP 成長率も 4～6 月期は 1～3 月期に比べて減速する可能性が高い。すなわち、日本経済は再び停滞する懸念が強まっているということである。

鉱工業生産指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所) 経済産業省

鉱工業出荷指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所) 経済産業省

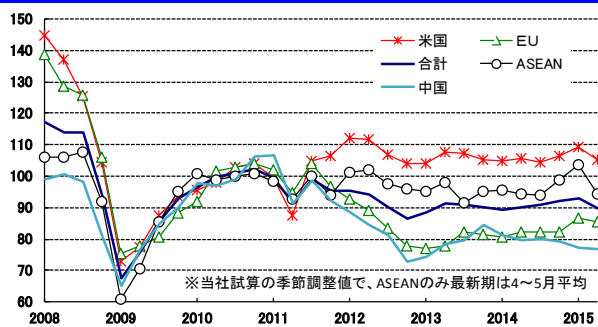
4～5 月平均の出荷指数も 1～3 月期を 2.3%下回っているが、財別に見ると消費財（4～5 月平均の 1～3 月期比▲2.9%）が落ち込んでおり、個人消費のもたつきを示唆した。非耐久消費財（同+2.1%）は持ち直しの動きを維持しているが、耐久消費財（同▲8.1%）が大きく落ち込んでいる。一方で、資本財（除く輸送用機器）は水準が高かった 1 月には及ばないものの、2～3 月を底に持ち直しの動きが見られ、建設財も下げ止まりが確認されており、設備投資や公共投資の復調を示唆した。また、生産財は軟調（4～5 月平均の 1～3 月期比▲2.4%）であり、輸出の伸び悩みなどから素材分野を中心に生産調整を強いられている模様である。

輸出の増勢鈍化が景気減速の主因

需要動向から見れば、景気減速の主因は輸出である。4～6 月期の輸出数量指数は全体で前期比▲3.3%と 5 四半期ぶりのマイナスとなり増勢が一服した（当社試算の季節調整値）。仕向地別に見れば、中国向けは 1～3 月期の▲2.2%に続き 4～6 月期も▲0.8%とマイナスながら減速ペースをやや弱めたが、

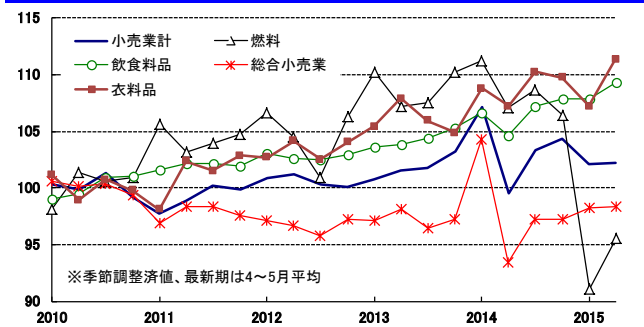
ASEAN向けが大きく落ち込んだ¹ことを主因に、アジア全体でも1～3月期の前期比+3.3%から4～6月期は▲5.4%と大幅なマイナスに転じた。インドネシアを中心にASEAN経済の回復が遅れていることのほか、中国における在庫調整が中国企業の輸出ドライブを通じてASEANに波及、日本からの輸出を下押ししたと考えられる。主な品目の動向を見ると、船舶や自動車の増勢が一服したほか、自動車部品が再び落ち込み、鉄鋼や非鉄金属、プラスチックの減少が続いた。また、米国向けも1～3月期の前期比+2.4%から4～6月期は▲3.5%と減少に転じた。主な品目では、自動車の増勢が一服、鉄鋼やプラスチックの減少が続いた。EU向け（1～3月期前期比+5.4%→4～6月期▲1.1%）も減少したが小幅にとどまっており、景気の持ち直しを背景に増加基調を維持している。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

小売販売の推移(季節調整値、2010年=100)



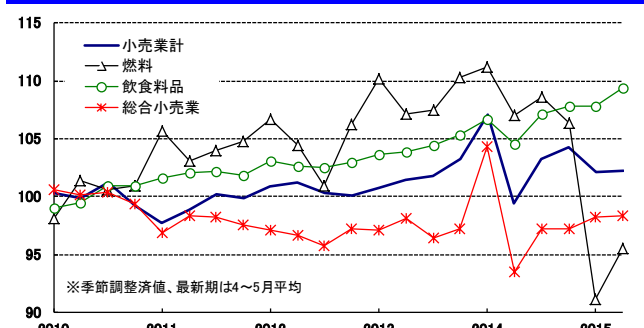
(出所)経済産業省

個人消費も緩慢な動きながら環境は着実に改善

個人消費も緩慢な動きにとどまっている。4～5月平均の小売店販売額は1～3月期比で横ばいとなったが、専らガソリン価格の下げ止まりを受けた燃料小売業のリバウンドが下支えした。そのほか、衣料品小売店の販売は好調であったが、飲食料品小売店の売上増は生鮮商品の価格上昇によるところが大きく、家電製品などの機械器具小売店は販売が落ち込んだ。また、総合小売業では、百貨店が外国人観光客向け販売の好調もあって4～6月期は前年同期比+6.5%の大幅増、スーパーは生鮮商品の値上げりに押し上げられ同+4.0%、コンビニはサービス商品販売が好調で+2.7%と、軒並み前年同期を上回ったが、前年水準が消費増税によって落ち込んでいたことを考慮すると、決して力強い拡大とは言えない状況である。

また、4～6月期の乗用車販売は、軽自動車の大幅落ち込みにより前年同期比▲7.0%（前期比▲3.9%）の年率 416 万台（当社試算の季節調整値）となり、直近ピークの 515 万台（2014 年 1～3 月期）から約 100 万台も落ち込んだ。ただ、落ち込みの中心は軽自動車であり、登録車（普通車+小型車）は前期比+4.6%と 3 四半期ぶりのプラスに転じ下げ止まりの動きが見られた。

小売業販売額の推移(季節調整値、2010年=100)

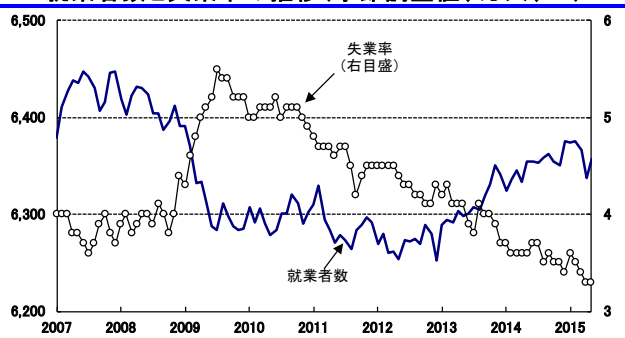


(出所)経済産業省

¹ ASEAN 向けの輸出数量指数は、6 月の実績が未発表であるが、4～5 月平均が 1～3 月期を 8.8%も下回った（当社試算の季節調整値）。なお、1～3 月期は前期比+4.9%の堅調な拡大を記録していた。

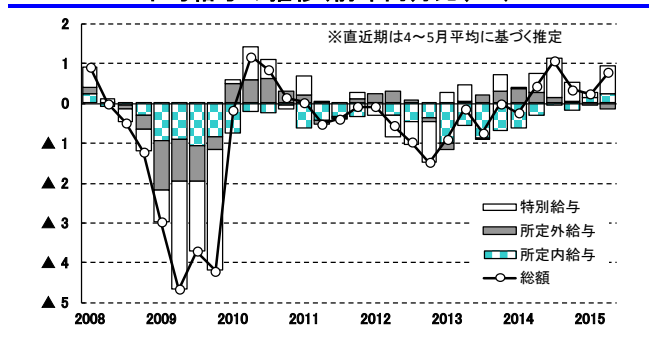
このように、個人消費の動きは冴えない状況にあるが、個人消費を取り巻く環境は確実に好転している。まず、消費者マインドについては、代表的な指標である消費者態度指数が6月に3ヵ月ぶりの改善（前月差+0.3）を示した。また、雇用情勢については、失業率が5月も3.3%という低水準を維持、有効求人倍率は1992年3月以来、約23年ぶりの1.19倍へ上昇するなど労働市場は需給がタイト化している。そのため、日銀短観6月調査の雇用人員判断DI（過剰－不足）は製造業で▲5、非製造業で▲22へ悪化し、労働力不足が深刻化していることを示した。さらに、こうした状況を受けて、勤労者（サラリーマン）の平均賃金は所定内給与（基本給）と特別給与（ボーナスや諸手当）の増加により4月、5月とも前年同月比+0.7%となった。その結果、賃金上昇率は消費者物価上昇率（4月+0.6%、5月+0.5%）を上回り、小幅ながらもようやく実質賃金がプラスに転じている。

就業者数と失業率の推移（季節調整値、万人、%）



(出所) 総務省

平均給与の推移（前年同月比、%）

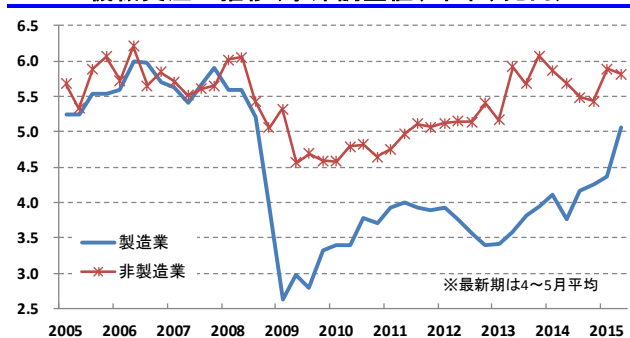


(出所) 厚生労働省

企業設備投資は拡大の動き再開

輸出や個人消費が冴えない中で、設備投資は復調の兆しが明確となっている。まず、先行指標の機械受注（船舶電力を除く民需）は、1～3月期の前期比+6.3%に続いて4～5月平均が1～3月期を5.6%も上回り、設備投資の堅調拡大が当面続く可能性を示した。非製造業からの受注は、4～5月平均の水準が1～3月期を1.2%下回っており、増勢一服の可能性があるが、一方で製造業からの受注は、4～5月平均の水準が1～3月期を16.0%（前期比+2.3%）も上回り、急回復を期待させる動きとなっている。製造業における受注の急増は鉄鋼業から5月に大口受注があったことが主因であるが、その他の業種でも増加が確認されており、製造業全体として設備投資の拡大が期待される。

機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



(出所) 内閣府

そのほか、日銀短観（6月調査）では、2015年度の設備投資計画（全産業規模合計）が前年比+3.4%となり、前年同時期の+1.7%（2014年度計画）を上回った。そのため、2015年度の設備投資は、2014年度の実績（前年比+4.3%、日銀短観ベース）を上回る伸びが期待できる状況にある。

2. 金融政策の行方

7月の金融政策決定会合は現状維持

以上の通り、日本経済は、設備投資に明るさが見られるものの、輸出の増勢が一服し、個人消費の回復テンポも速まっていないことから、8月17日に発表される予定の4～6月期GDPは、成長ペースが鈍化する可能性が高い。それでも日銀は、7月14～15日に開催した金融政策決定会合において、景気が「緩やかな回復を続けている」との判断の下、当社の予想に反して（大方の予想通り）金融政策を現状維持とした。

当社は、国内の景気が減速しつつあることに加え、ギリシャのデフォルトやユーロ圏離脱の可能性を巡る混乱、中国の株価急落など海外でも経済情勢の悪化を懸念させる材料が出始めたことから、日本経済が着実にデフレ脱却を実現するためには追加の金融緩和によって景気の回復期待を維持させる必要性が高くなったと考えていた。しかしながら、7月5日の国民投票でEUの示した改革案の受け入れ拒否を決めたはずのギリシャが、7月13日のユーロ圏首脳会議において引き続き金融支援を受けるため、一転して改革案のほぼ全てを受け入れることに合意したため、デフォルトおよびユーロ圏離脱を回避、ギリシャを巡る混乱は一旦収まった。一方、中国の株価についても、政府・人民銀行が金融業界や国有企業を巻き込んで買い支えや金融支援、主に売却抑制を目的とする取引規制など、幅広い下支え対策を矢継ぎ早に打ち出したため、7月8日を底にひとまず下げ止まった。このように、金融政策決定会合の直前に世界経済における2つの大きなリスクに対する危機感が後退したため、追加金融緩和の必要性が低下したわけである。

上海総合株価指数(1990/12/19=100)



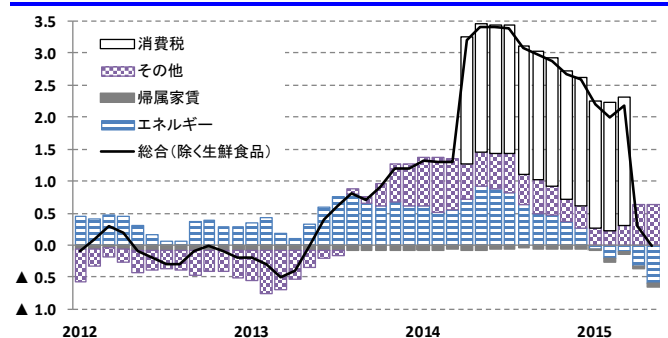
(出所) CEIC DATA

日銀は2015年度の成長率見通しを下方修正

ただ、足元の日本経済が回復力を欠いていることに変わりはない。そのため、日銀は2015年度の日本経済の実質GDP成長率を、4月の展望レポート時の前年比+2.0%から+1.7%へ下方修正している。2016年度については前年比+1.5%で据え置いたものの、2015年度の下方修正は、日本経済の回復ペースが従来みていたほどではないと判断したことを意味する。

一方、そうした中で、消費者物価指数（除く生鮮食品）上昇率の見通しについては「概ね不変」とし、2015年度（4月時点+0.8%→今回+0.7%）、2016年度（+2.0%→+1.9%）とも小幅な下方修正にとどめている。足元の消費者物価の動向を見ると、原油価格（エネルギー価格）の低下を主因に、5月は日銀が政策のターゲットとする「生鮮食品を除く総合」で前年同月比0.0%まで伸びが鈍化しているが、5月時点でエネルギー価格の下落寄与は▲0.6%Pt

消費者物価指数の推移(前年同月比、%)



(出所) 総務省

であり、それがなければ+0.6%ということになる。そのため、仮に今後、原油価格が下げ止まってマイナス寄与が解消し、賃金の上昇がサービス価格の押し上げに寄与し、さらに景気の回復に伴って製品需給が引き締まり物価上昇圧力が高まってくれば、日銀が見込むほどの消費者物価上昇率の実現する可能性がないとは言えない。

しかしながら、原油価格は、WTI 先物で 6 月下旬までの 60 ドル前後から 7 月に入り 50 ドル前後へさらに下落している。背景は、7 月 14 日のイランと 6 カ国（米英独仏露中）との核協議が合意に至り経済制裁解除とともにイランの原油輸出増が見込まれることや、大口需要国である中国経済の先行きが懸念されていることなどであり、特に前者の蓋然性は低くはない。そのうえ、前述の通り、足元で景気は減速しており、需給ギャップが 2015 年 1～3 月期の GDP 比▲1.6%（内閣府試算）から 4～6 月期に拡大する可能性がある。その場合、潜在成長率を内閣府の試算値である 0.6%とすると、仮に 1%台後半の成長を続けたとしても、需給ギャップの解消には 1 年半から 2 年程度かかることになる。つまり、今後 1 年程度では製品需給が引き締まり物価上昇圧力が高まる状況を期待し難い。さらに、為替相場が 1 ドル＝125 円を超えて円安が進まないとすれば、良い物価上昇ではないとはいえ、輸入物価の上昇を通じた価格押し上げも見込めない。以上を踏まえると、現時点で、今後 1 年程度の間に消費者物価上昇率が 2%近くまで上昇する姿を想定することは、あまり現実的とは言えないであろう。

世界経済の下振れリスクは残存

世界経済を巡る不確実性が残っている点も、日本経済ないしは物価の先行きに関する不透明要因である。ギリシャについては、過剰債務体質の改善に向けた EU の改革案を受け入れることにより、ひとまずギリシャの政府債務のデフォルト（債務不履行）やユーロ圏離脱による金融市場の混乱を回避したものの、改革案が描く通り財政の健全化が進むかどうかは予断を許さない。さらに、国民投票の結果を反故にしたチプラス首相の政権基盤が揺らぐなど政治的な混乱につながるリスクもあり、今後、改革が行き詰まりデフォルトやユーロ圏離脱の懸念が再燃する恐れは十分にある。

中国についても、株価は政府・人民銀行の金融業界を巻き込んだ幅広い対応策により下げ止まっているが、現在の株価水準は PER などから見て割高であり、信用買い残高も高水準、強引な売却規制により潜在的な売り圧力を多く残しているため、再び急落するリスクがある。

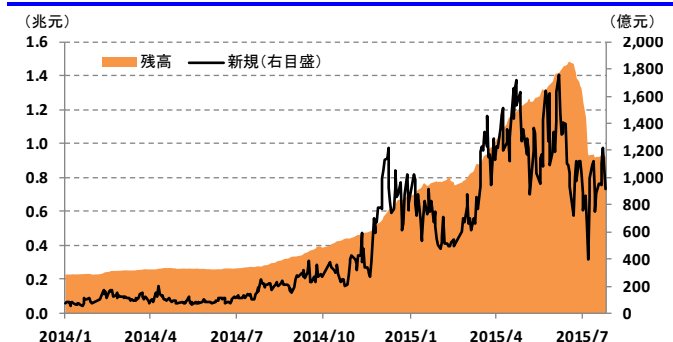
そのほか、ブラジルでは財政の悪化によりソブリン格付の投資不適格水準への引き下げリスクが台頭、ロシアは引き続き経済制裁と原油価格の下

原油価格の推移(WTI先物、ドル/バレル)



(出所) CEIC DATA

信用取引の推移(買い、上海市場)



(出所) CEIC DATA

落により経済が低迷するなど、かつて世界経済をけん引した BRICs 諸国はインドを除いて悪化が続いている。こうしたなかで、年内に見込まれる米国の利上げ開始が経常収支赤字国などファンダメンタルズの弱い新興国を中心に悪影響を与える恐れもある。

追加緩和を迫られる可能性

以上を踏まえると、もはや暗黙の政策目標となりつつある「次回の消費増税（2017 年 4 月）までのデフレ脱却宣言」を実現できる可能性が低下したことだけは間違いない。そうしたなかで、4～6 月期の成長ペースが予想以上に鈍化ないしはマイナス成長となったり、海外において再び金融市場が大きく混乱するなど、「2016 年度前半頃に消費者物価上昇率 2%」という目標の達成が今以上に危ぶまれるような事態が生じれば、日銀に対して追加緩和を求める声が強まろう。そして、これまでの大胆な金融緩和が示した通り、黒田日銀が自ら設定した目標の実現にこだわるのであれば、何らかの政策変更に踏み切るとみられ、そのタイミングは 10 月の次回展望レポート発表までということになるのではないだろうか。

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。