

日本経済情報 2015 年 10 月号

Summary

【内 容】

1. 日本経済の現状

鉱工業生産は 2015 年 7～9 月期のマイナス成長を示唆

輸出は欧米向けがアジア向けを上回る落ち込み

設備投資は強気計画の下で関連指標は悪化

個人消費は物販の持ち直しを確認

経済活動の足踏み状態が続く景況感が悪化

2. 日本経済の先行き

輸出は底入れ遅れるも持ち直す見込み

個人消費の本格回復は所得の更なる改善待ち

設備投資の再拡大には期待成長率の上昇が必要

政府・日銀とも景気刺激策には慎重姿勢

消費増税前のデフレ脱却宣言は困難に

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

【日本経済の現状と先行き】

鉱工業生産指数は、生産予測に基づく 7～9 月期に前期比▲1.1%となり、実質 GDP が 4～6 月期に続いて 7～9 月期も前期比でマイナス成長となる可能性を示唆した。出荷指数も、消費財は個人消費の持ち直しを示唆したが、建設財や資本財の減少が設備投資などの低調さを、生産財の減少が在庫投資や輸出の不調を反映しているようである。

実際に、通関輸出数量指数は 7～9 月期に前期比▲1.5%となり 2 四半期連続の減少、仕向地別では米国向けや EU 向けの落ち込みが加速した。中国を含むアジア向けも減少が続いているが、中国向けは欧米向けほど落ち込んでいない。なお、米国向けの減少は海外生産シフトや中国企業の輸出ドライブ、シェール関連分野の投資抑制などが主因とみられる。

設備投資は、先行指標の機械受注も失速の可能性を示しているが、日銀短観では強気の計画が維持された。こうした実績と計画の乖離は、景気の先行きが不透明なため計画の実施を留保している様子を示しており、景気停滞が続けば計画の下方修正により乖離が解消されこととなる。

一方、個人消費は、小売販売が増勢を強めるなど足元の指標は概ね改善している。インバウンド消費の拡大や食料品価格の上昇によって押し上げられている面はあるが、自動車販売台数も下げ止まるなど、個人消費は持ち直し傾向にある。

今後については、まず、輸出動向が重要なポイントになるが、円安地合いが続く下で、欧米経済の底堅い拡大が見込まれることから、持ち直すという見方を修正する必要はないだろう。

個人消費については、消費マインドの頭打ちが雇用・所得環境の質的改善の遅れを示唆しており、本格的な回復には雇用・所得環境の更なる改善が必要であろう。設備投資は、既に期待成長率 1%強に対応する状況にあるため、今後は期待成長率を高めない限り拡大余地は乏しいが、その可能性が高いとは言えない。

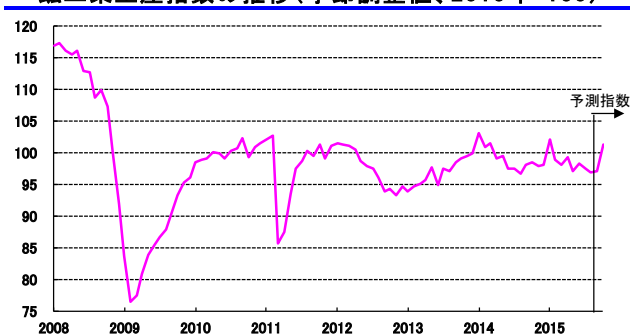
そうした中で、政府・日銀は景気刺激策の実施には慎重な姿勢を崩していない。そのため、景気は回復には向かうとみられるが、その時期は遅れ、消費増税前にデフレ脱却宣言を行うことは困難であろう。

1. 景気の現状

鉱工業生産は 2015 年 7～9 月期のマイナス成長を示唆

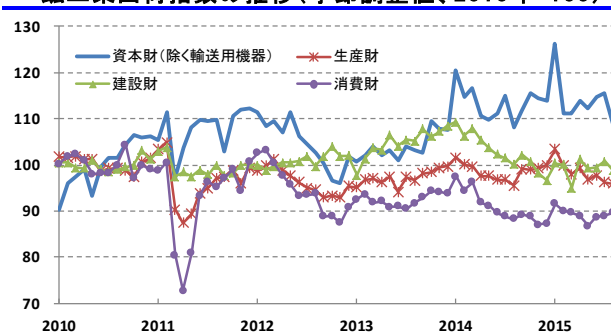
製造業がGDPに占める割合は既に 2 割を下回っている¹が、それでも鉱工業生産指数は実質GDPと比較的連動性が高く、実質GDPの動向を見極めるうえで参考となる指標である。その鉱工業生産指数は、8 月の実績が速報値の前月比▲0.5%から確報値で▲1.2%に下方修正され、その結果、7～8 月平均の鉱工業生産指数は 4～6 月期を 1.0%下回った。仮に 9 月の実績が生産予測通り前月比+0.1%にとどまれば、鉱工業生産は 7～9 月期に前期比▲1.1%となる。このことは、言うまでもなく実質GDP成長率が 4～6 月期の前期比▲0.3%（年率▲1.2%）に続いてマイナス成長となる可能性を示唆している。

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

低調な鉱工業生産の背景には、需要の伸び悩みがある。需要動向を反映する鉱工業出荷指数は、生産指数と同様、7～8 月平均の水準が 4～6 月期を 0.9%下回っている。出荷指数を財別に見ると、消費財（7～8 月平均の 4～6 月期比+1.4%）は耐久財を中心に増加しており、個人消費が持ち直している可能性を示唆している。しかしながら、建設財は小幅減少、資本財（除く輸送機器）も 8 月に大きく落ち込んでおり、設備投資や公共投資といった固定資産投資（固定資本形成）が低調な様子が窺える。また、生産財出荷の減少は、原材料在庫の抑制や輸出の減少を反映しているようである。

輸出は欧米向けがアジア向けを上回る落ち込み

実際に、通関数量指数は、財の輸出が減少していることを示している。9 月の通関輸出数量指数は前年同月比▲3.9%となり、8 月の▲4.1%からマイナス幅が若干縮小するにとどまった。その結果、7～9 月期の輸出数量指数は前年同期比▲2.8%と 4～6 月期の▲0.6%からマイナス幅が拡大、当研究所試算の季節調整値でも 7～9 月期は前期比▲1.5%と減少が続いた（4～6 月期は前期比▲3.3%）。

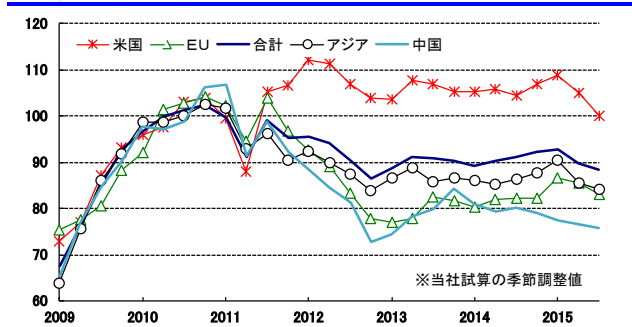
仕向地別に見ると、米国向け（4～6 月期前期比▲3.6%→7～9 月期▲4.5%）と EU 向け（▲1.3%→▲2.7%）の落ち込みが加速、アジア向け（▲5.4%→▲1.7%）は減速ペースこそ弱まったものの、減少に歯止めが掛かっていない。なお、中国向け（▲0.9%→▲1.2%）は落ち込み幅が拡大したが、欧米向けに比べ緩やかな落ち込みにとどまっており、7～9 月の輸出不振は、景気が底堅いはずの欧米向けの落ち込みによるところが大きいと言える。

特に落ち込みの目立つ米国向け輸出は、全体の約 27%（2014 年）を占める自動車（完成車）が 2015

¹ 2013 年度の名目 GDP に占める製造業の割合は 18.4%に過ぎない。鉱業を合わせても 18.5%にとどまる。

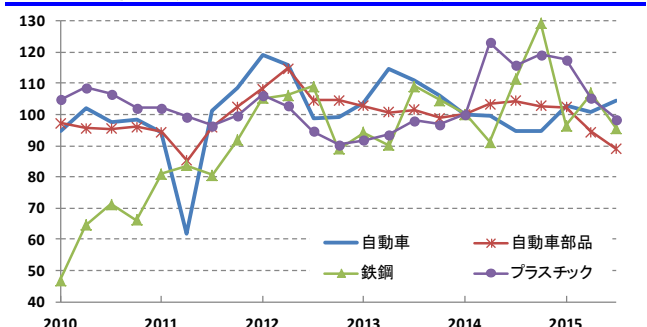
年 1～3 月期の前期比+8.8%から 4～6 月期▲1.9%、7～9 月+3.5%と一進一退ながら持ち直し傾向を維持する一方で、自動車部品（シェア 6.5%）は 4～6 月期▲7.8%、7～9 月期▲5.7%、プラスチック（シェア 1.4%）も 4～6 月期▲10.4%、7～9 月期▲6.4%と減少が続いた。この間、米国では自動車を含めて個人消費が全般的に堅調に拡大していたことを踏まえると、減少の背景として、これらの分野で海外生産移転が進んだ可能性が考えられる。そのほか、鉄鋼（シェア 2.2%）の減少傾向が続き（1～3 月期前期比▲25.5%→4～6 月期+10.7%→7～9 月期▲10.6%）、建設機械（シェア 2.3%）が金額ベースで 1～3 月期の前年同期比+54.1%から 4～6 月期+15.1%、7～9 月期▲8.6%と急速に落ち込んでいるが、これらは中国企業の輸出ドライブやシェール関連分野の投資抑制による影響とみられる。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

米国向け輸出数量の推移(季節調整値、2014年Q1=100)

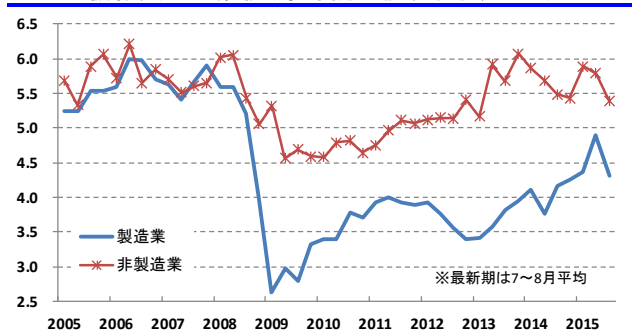


(出所)財務省

設備投資は強気計画の下で関連指標は悪化

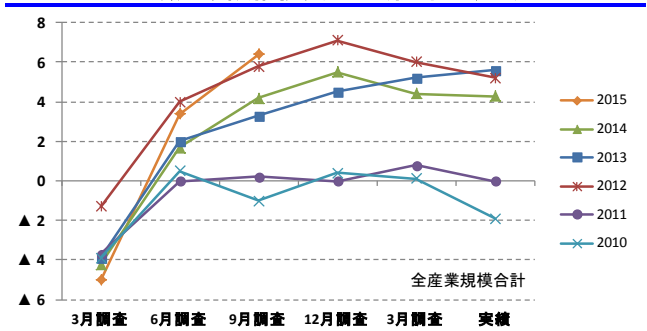
設備投資は、前述の通り資本財出荷により息切れが示唆されたが、先行指標である機械受注も失速の可能性を示している。8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲5.7%と予想外のマイナスを記録、6月（▲7.9%）、7月（▲3.6%）から3ヵ月連続で減少した。その結果、7～8月平均の水準は4～6月期を11.3%も下回り、機械受注の1四半期程度の先行性を考慮しても設備投資が4～6月期に続いて7～9月期も前期比で減少する可能性を示唆した。業種別に見ると、製造業からの受注は7～8月平均が4～6月期を11.9%も下回り、非製造業からの受注も6.9%下回った。製造業については、4～6月期に鉄鋼業で大口受注があったことなどから前期比+12.1%もの大幅増となった反動という面が強く、息切れと判断するには早計であるが、非製造業については4～6月期の前期比▲1.7%に続く減少であり、頭打ち感が強まっている。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

日銀短観設備投資計画(前年比、%)



(出所)日本銀行

ただ、日銀短観の設備投資計画は、依然として強気である。9月調査の日銀短観において、2015年度の設備投資計画（全産業・規模合計）は前年比+6.4%となり、前回6月調査の+3.4%から上方修正された。業種別には、製造業（6月調査前年比+12.3%→9月調査+13.5%）が一段と伸びを高め、非製造業（▲1.0%→+2.9%）は増加に転じている。

この前年比+6.4%という結果は、9月調査としては最近3年（2012～2014年度）のいずれの年よりも高い伸びである。これらの年度における設備投資は、最終的に前年比+5%前後（日銀短観ベース）の比較的堅調な拡大となったことから判断すると、2015年度の設備投資も、最近の実績である4～6月期の前年同期比+2.6%（GDP統計ベース、名目）から今後は伸びを高めていくということになる。

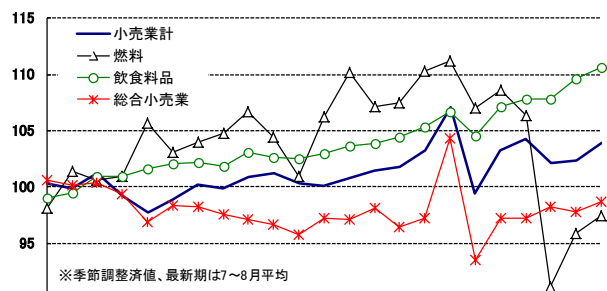
このような、強気な計画と悪化する実績指標との間の乖離は、景気の先行きに不透明感が強まる中で、計画の実施を一時的に留保している状況を示していると理解すべきであろう。この仮説が正しいとすれば、今後も景気の先行きを見通し難い状態が続けば、設備投資計画が下方修正される形で乖離が解消していくことになる。そのため、設備投資が計画通り拡大基調を維持するためには、個人消費や輸出の早期復調により不透明感が払拭される必要があろう。

個人消費は物販の持ち直しを確認

その個人消費であるが、足元の指標は概ね改善している。例えば物販の総合的な統計である小売店販売額は、7～8月平均の実績が4～6月期比+1.5%となり、4～6月期の前期比+0.2%から増勢を強めた。業態別の内訳を見ると、自動車小売業（7～8月平均の4～6月期比▲3.0%）が落ち込み、総合小売業（同+0.9%）や飲食料品小売業（同+0.9%）が小幅増にとどまったものの、衣料品小売業（同+2.5%）や家電などの機械器具小売業（同+3.2%）が比較的好調であった。

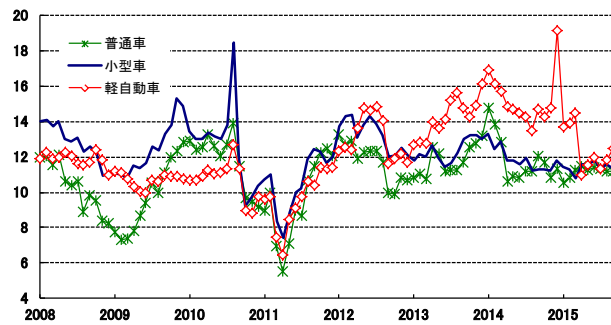
また、9月までの実績が確認できる百貨店販売額は、外国人旅行客による購入増という押し上げ要因もあり、既存店ベースで4月以降、前年同月比プラス基調を維持している（7～9月期は前年同期比+2.7%）。スーパー売上高（既存店）も食料品価格の上昇や衣料品の販売増などにより9月まで6ヵ月連続の前年比プラス（7～9月期+2.2%）、コンビニ売上高（既存店）も弁当や「100円コーヒー」など日配食品の好調により4月以降前年比プラス（7～9月期+4.6%）が続いている。インバウンド消費の拡大や食料品価格の上昇といった要因はあるものの、少なくとも物販の動向は個人消費が持ち直し傾向にあることを示している。

小売業販売額の推移（季節調整値、2010年=100）



（出所）経済産業省

乗用車販売台数の推移（季節調整値、万台）



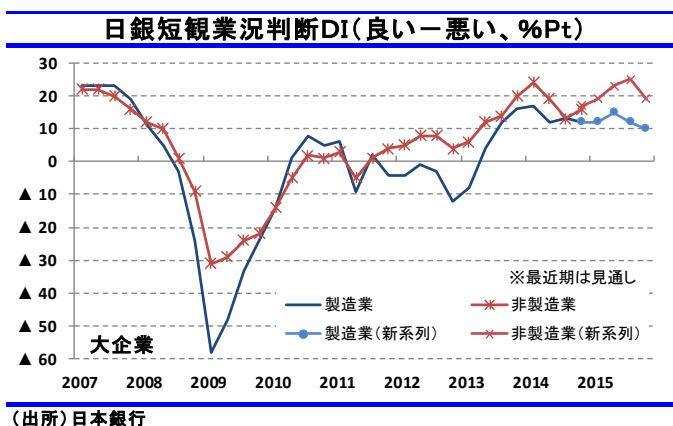
（出所）日本自動車工業会

そのほか、7～9月期の乗用車販売台数は、普通車（前期比▲1.5%）と小型車（▲1.9%）が減少した一方で、軽自動車（+3.1%）がわずかながらもち直したことから、全体で前期比横ばいの年率414万台（当研究所試算の季節調整値）となり、ひとまず下げ止まっている。

経済活動の足踏み状態が続き景況感が悪化

以上の通り、7～9月期の日本経済は、個人消費が緩やかながらもち直しているが、輸出が海外生産移転のほか新興国経済の停滞などにより減少が続いていることから、企業が設備投資の実施を見合わせる動きが広がっており、総じて足踏み状態が続いている²。こうした状況を受けて、政府は10月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いるという判断は維持したものの「このところ一部に弱さもみられる」とし、9月時点の「このところ一部に鈍い動きもみられる」から更に下方修正した³。

企業景況感も悪化している。日銀短観の業況判断DI（良い－悪い）は、代表的な指標とされる大企業製造業で6月調査の+15から9月調査では+12へ低下、先行き（12月）は+10へ低下することが見込まれている。また、中小企業製造業の業況判断DIは、6月調査、9月調査とも0で横ばいであったが、先行きは▲2と水面下を予想している。その一方で、大企業非製造業は6月調査の+23から9月調査では+25へ改善しており、製造業と非製造業の景況感格差が拡大する格好となっているが、これは個人消費の持ち直しと輸出の減少を反映したものであろう。その非製造業大企業も、先行きは悪化（+19）を見込んでおり、今後は景気の悪化が非製造業にまで広がる可能性が示されている。



² 当研究所では、7～9月期の実質GDP成長率見通しを10月30日に作成する予定。

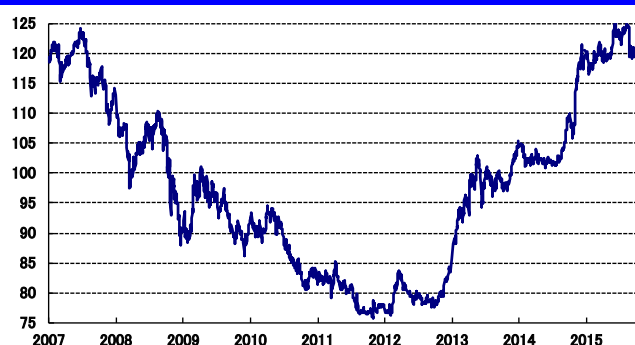
³ 7月時点ではこうした補足はなく、8月時点でも「このところ改善テンポにばらつきもみられるが」程度であり、月を追うごとに評価が下方修正されている。

2. 日本経済の先行き

輸出は底入れ遅れるも持ち直す見込み

こうした日本経済の現状を踏まえると、景気の先行きを見通す上では、まず、輸出が今後持ち直すのかどうか重要なポイントであろう。そして、輸出動向を左右する大きな要因のうち、為替相場については、一時よりは円高方向に振れたとはいえ、未だ多くの輸出企業にとって採算ラインを大きく超える円安水準である1ドル=120円前後で比較的安定した推移が続いており、今後も米国の利上げを控えてドル高円安地合いが見込まれることから、少なくとも輸出拡大を妨げる要因とはならないであろう。さらに、円高進行の懸念が小さい中で、海外生産シフトのペースが弱まることはあっても加速するとは考え難いため、最近の米国向け輸出に見られるような海外生産シフトによる輸出の下押し圧力も次第に弱まろう。そのため、今後の輸出動向は、主な輸出先の景気動向に依るところが大きいと考えられる。

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所)CEIG DATA

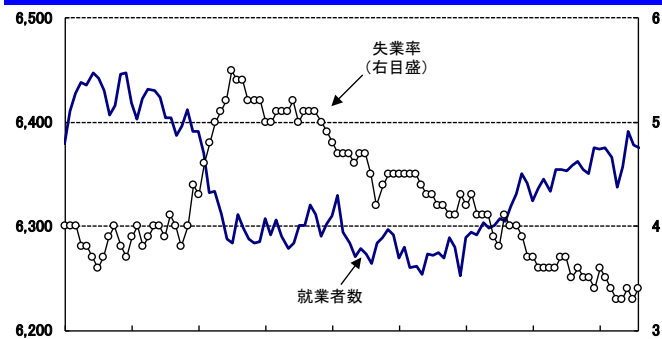
海外経済の見通しについては本レポートの前号⁴で示した通りであるが、主要地域について概要を述べると、米国経済はドル高が成長加速を抑制するものの、労働需給の改善が賃金の上昇につながり個人消費の堅調拡大が続くため潜在成長率程度の拡大ペースを維持、ユーロ圏経済は引き続き金融緩和の継続やユーロ安により景気の回復傾向が続くとみられる。新興国については、中国経済が輸出の持ち直しと過剰生産力の調整が相殺し合い回復に時間を要する⁵一方、ASEAN経済はインドネシア⁶やタイが徐々に持ち直し、フィリピン⁷が堅調な景気拡大を持続するため、全体では緩やかな回復に向かうとみられる。

こうした状況を踏まえると、輸出は、今まで見込んでいたよりも底入れは遅れているものの、今後は徐々に持ち直すという見通しを修正する必要はないであろう。

個人消費の本格回復は所得の更なる改善待ち

個人消費についても、今後は持ち直しの動きを強めるとみられる。就業者数は7月に前月比▲13万人、9月も▲3万人と2ヵ月連続で減少したが、7月に+34万人と大幅に増加した反動の範囲内であり、7～8月平均の水準は4～6月期を15万人上回っていることから、雇用の拡大傾向が続いている。そのた

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)総務省

⁴ 2015年9月29日付け「日本経済情報 2015年9月号～世界経済の見通し」。

⁵ 中国経済については、2015年10月20日付け Economic Monitor「中国経済：三次産業の堅調さに支えられ予想外の小幅減速（2015年7～9月期GDP）」も参照されたい。

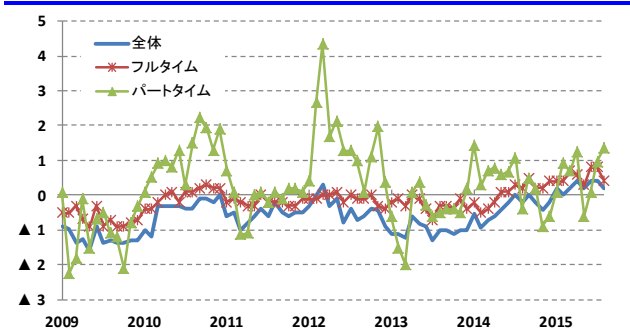
⁶ 2015年9月24日付け Economic Monitor「インドネシア経済：金融政策手詰まりの中で財政政策に期待」参照。

⁷ 2015年10月23日付け Economic Monitor「フィリピン経済：資源安の恩恵に享受し成長ペース再加速へ」参照。

め、失業率は 3.3～3.4% で底這い状態が続いており、有効求人倍率は 8 月に 1992 年 1 月（1.25 倍）以来の水準となる 1.23 倍まで上昇するなど、労働需給は引き締まっている。

その結果、基本給（所定内給与）は前年同月比でプラスが続いており、8 月は全体で +0.2%、うち正社員（フルタイム労働者）は +0.4%、パートタイムが +1.4% と、ともに前年を上回っている。しかしながら、それでも消費税率引き上げ分を埋め合わせられるほどの賃金上昇には至っていないことは事実である。さらに、厚生労働省の統計（毎月勤労統計）によると夏期賞与が集中する 6～8 月の特別給与（賞与や特別手当などの合計）は前年同期比▲3.0% であり、今年の夏季賞与は前年より減少した可能性がある。こうした特別給与の減少については、統計のサンプル替えの影響との指摘⁸があるが、いずれにしても賞与は一時的なものであり、消費回復のためには恒常的な所得水準の底上げが必要であろう。

所定内給与の推移（前年同月比、%）



(出所) 厚生労働省

パートタイム比率の推移（季節調整値、%）



(出所) 厚生労働省

そうした中で、消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、8 月の 41.7 から 9 月は 40.6 へ低下した。今年 2 月（40.7）以降は 41 を挟んで一進一退を続けており、消費者マインドの改善が足踏みしている。指数を構成する各項目の 2 月と 9 月の水準を比較すると、「暮らし向き」（2 月 38.3 → 9 月 38.8）や「収入の増え方」（38.9 → 39.4）が小幅改善する一方で、「雇用環境」（46.1 → 44.9）が大きく悪化しており、前述の雇用関連指標の改善とは逆行している。雇用者数に占めるパートタイムの割合が依然として上昇基調にあることが示す通り（上右図）、雇用は量的には拡大しているものの、質的な改善が遅れており、そうした部分が消費者マインドの悪化につながっているのかもしれない。

以上の通り、個人消費拡大の原動力となるべき雇用・所得環境の改善は不十分であり、個人消費の本格的な回復には正規雇用の拡大や冬季賞与の増加、来春闘におけるさらなる賃上げなど、継続的かつより大幅な雇用・所得の改善を待つ必要があるだろう。

設備投資の再拡大には期待成長率の上昇が必要

輸出の回復が遅れ、個人消費は緩やかな持ち直しにとどまる中で、景気が停滞状態から脱するためには設備投資の拡大再開が不可欠であるが、その実現は徐々に困難になりつつある。企業が期待（予想）する成長率と設備投資の関係を確認するために、一定の前提⁹を置いて資本ストック循環図を作成すると（次ページ上図）、2015 年 4～6 月期の設備投資は期待成長率が 1% を若干上回る程度の位置にあ

⁸ 11 月 9 日に厚生労働省からサンプル替えの影響を除いた 2015 年夏季賞与の支給状況が発表される予定。

⁹ 除却率は 2000 年以降の平均を用い、資本係数のトレンドは 1994 年以降で計測した。

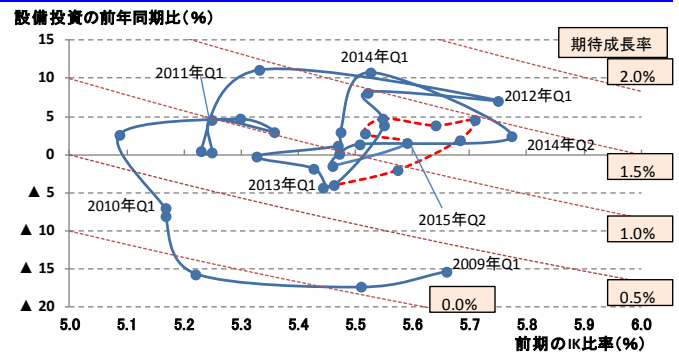
る。そして、仮に今後の成長率が、2016年度は消費増税前の駆け込み需要を加味しても1%台半ば程度までしか高まらず、消費増税後の2017年には一旦ゼロ成長に落ち込むとすれば、期待成長率が大きく高まる可能性は低い。そのため、2016年度にかけて設備投資の拡大余地は極めて限定的だと言えよう。

その意味で、安倍政権が成長戦略によって実質2%成長の実現を目指していることは重要であり、その内容が実際に企業の期待成長率を引き上げるものであれば、設備投資の復調につながり、自己実現的に成長率を高めることになる。その一方で、現在のような先行きに対する不透明感が強まる状況が長期化すれば、期待成長率の低下が設備投資を抑制させ、実際の成長ペースも鈍化してしまうわけである。内外景気情勢のみならず、政策の実現可能性なども設備投資復調の重要なカギを握っていると言えよう。

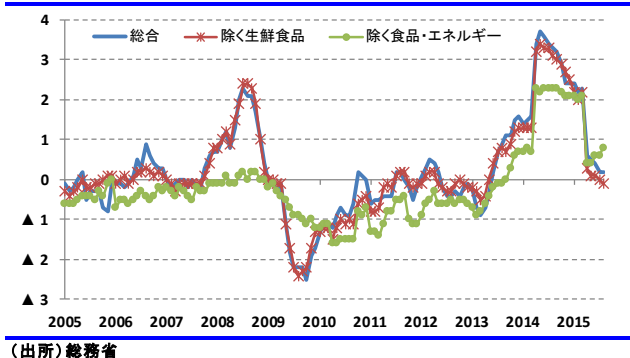
政府・日銀とも景気刺激策には慎重姿勢

こうした状況下、政府・日銀が景気刺激策を含め、どのような経済政策を打ち出すかが注目される。ただ、財政の健全化も待たなしの状況にあるため、政府は財政支出の大幅拡大を伴う景気刺激策の策定には慎重な姿勢を続けており、当面は「アベノミクス第2ステージ」を打ち出すことによる期待への働きかけ程度にとどめ、景気を直接刺激する財政支出の追加は早くとも年末にかけての補正予算編成で具体化し、年明け後の通常国会での成立という流れとなろう。なお、現時点では「新3本の矢」と言われる①希望を生み出す強い経済、②夢を紡ぐ子育て支援、③安心につながる社会保障という3つの柱に目新しさはなく、むしろこれらの分野において今まで目立った進展がなかったことをもって、その実効性を疑問視する向きが多いように見受けられる。

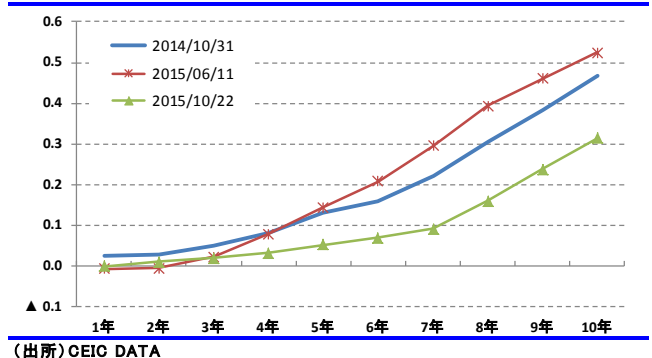
設備ストック循環図(%)



消費者物価上昇率の推移(前年同月比、%)



イールドカーブの状況(国債利回り、%)



金融政策については、これまで見た景気の現状に鑑み、日銀が自ら目標とした消費者物価上昇率2%の早期実現のため、展望レポートの公表を伴う10月30日の決定会合で追加緩和を迫られるとの見方を当研究所は維持している。ただ、消費者物価上昇率が8月に総合で前年同月比+0.2%、日銀が指標とする除くコア(生鮮食品を除く総合)では▲0.1%とマイナスに転じたとはいえ、原油などエネルギー価格の下落による影響が大きく、それを除いた所謂コアコア(食品・エネルギーを除く総合)では

+0.8%へ逆に伸びを高めている。つまり、見方によっては消費者物価上昇率が着実に高まっていると評価することもできる状況にある。しかも、金融緩和の効果が経済へ波及する経路となる長期金利の水準は、現時点で昨年 10 月に追加緩和を実施した際と比べて全年限に渡って低い。その分、これまでと同じ枠組みで行う限り金融緩和の効果は大きくはない。さらに、政府が実効性のある景気刺激策を打ち出さない状況下で、日銀が敢えて景気に対する責任を一手に引き受けるというリスクを取らなくて済むタイミングだと言えなくもない。

経済情勢から判断すれば、デフレ脱却を確実にするために追加の経済政策は不可避であるが、残された手段が乏しい中で、政府・日銀がこれまでのように速やかに有効な対応策を打ち出せなくなっていることに留意が必要であろう。

消費増税前のデフレ脱却宣言は困難に

以上の通り、足元の景気は一般的に景気後退（リセッション）とされることが多い 2 四半期連続の前期比マイナス成長となった可能性があるが、政府・日銀はこうした景気状態を一過性のものと判断し、海外景気の改善が輸出の回復を通じて景気を復調させるシナリオに賭ける姿勢を見せている。仮にそうなったとすれば、景気が立ち直る時期は後ずれし、4～6 月期の時点で GDP の 1.7%あるとみられる需給ギャップ（内閣府試算）が 2017 年 4 月の消費税率再引き上げまでに解消するとは見込み難い。さらに、低インフレが長期化すれば賃金の上昇ペースが抑制され、それが更に物価上昇を抑制する要因となるため、2016 年度中に消費者物価上昇率が前年比で 1%を大きく上回り、デフレ脱却を宣言することは困難であろう。

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。