



足踏み感強まる国内景気

主任研究員 木下 茂

目 次

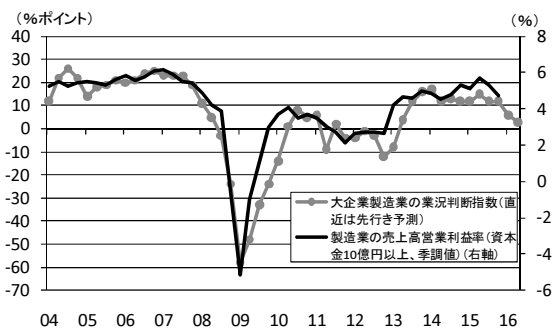
- 国内景気は踊り場局面
- 耐久財ストック調整が消費の重石に
- 鈍い賃金の増加ペース
- 設備投資は緩やかな増加が続く
- 円高が訪日観光客減少につながる可能性も
- インフレ率は低迷続く
- 高まる政策期待

○国内景気は踊り場局面

国内景気は踊り場局面にある。3月の日銀短観（4月1日発表）によれば、企業の景況感を示す業況判断指数は、大企業製造業が前回は6ポイント悪化の+6、大企業非製造業が同3ポイント悪化の+22となった。先行きについてもそれぞれ+3、+17と一段の悪化が見込まれており、企業は景気について慎重姿勢を強めている。特に、非製造業に比べて製造業の悪化が目立っているが、これは最近の円高進展や世界経済減速を反映したものともみられる。こうした景況感の動きからみて、実際の企業の利益率も今後悪化していく可能性が高い（第1図）。

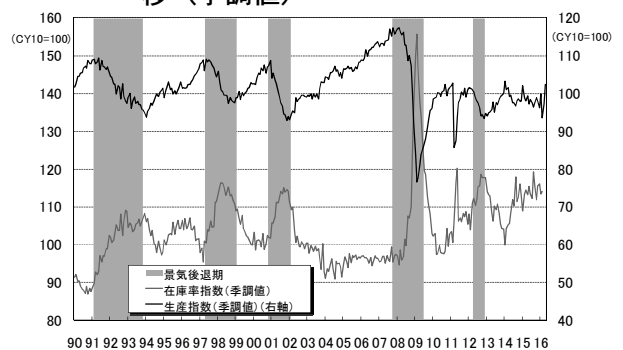
この間、企業の生産活動の状況を鉱工業生産統計によりみると（第2図）、直近2月（速報）は大手自動車メーカーの操業停止（グループ企業の爆発事故を受けたもの）の影響もあり、前月比-6.2%と大幅に減少した。生産予測指数は3月が同+3.9%、4月が同+5.3%と2月の減産分を取り戻す計画となっていることから、2月の生産減少のみをもって先行きを悲観視する必要はなからう。ただ、生産の停滞基調は15年入り後続いていること、在庫率も過去の景気後退局面並みの水準まで高まっていることなどから、相応に警戒すべき状況にあるとみられる。

（第1図）製造業の景況感と利益率の推移



（注）日銀短観、財務省「法人企業統計」のデータより作成

（第2図）鉱工業生産指数と在庫率指数の推移 (季調値)



（注1）生産指数の直近部分は予測指数を用いて延伸したもの

（注2）経済産業省のデータより作成

実際、2月の景気動向指数（4月6日発表）は、C I一致指数・先行指数とも悪化し、消費増税後の最低水準を割り込んだ。これに伴



い、当研究所で算出している「景気後退確率」
(第3図)も50%超えの推移が続いており、
 景気の足踏み感が強まっていることを示して
 いる。

○耐久財ストック調整が消費の重石に

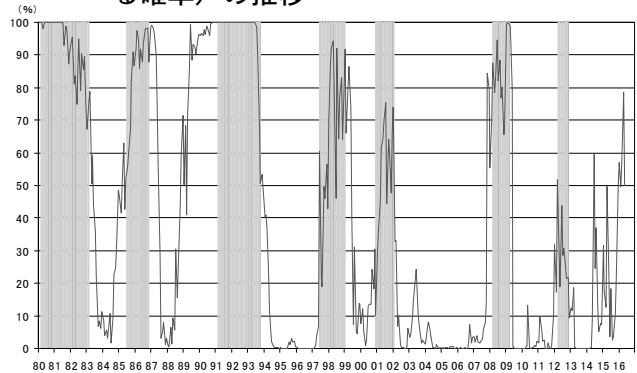
消費増税後に大きく落ち込んだ個人消費
 は、昨年半ばあたりまで一進一退の動きとな
 っていたが、その後、やや低迷の度を強めて
 いる**(第4図)**。

昨年秋以降の消費低迷については、暖冬に
 よる冬物衣料品の不振等一時的要因のほか、
 実質賃金回復の鈍さ、株価下落による逆資産
 効果などが背景にあるとみられる。一方で、
 やや長い目でみて消費増税後の消費が弱い点
 については、中期的な要因として、家計にお
 ける「耐久財ストック調整圧力」の高まりを
 指摘できるように思われる。

ここで、改めて近年の財別消費支出の動きを
 確認してみると**(第5図)**、消費増税後の消費
 低迷には耐久財消費の減少が大きく寄与して
 いること、その耐久財消費は09年から13年
 にかけて、リーマンショック後の需要喚起策を
 背景に、00年代のトレンドを大きく逸脱しつ
 つ増加していたことがわかる。これに伴い、
 家計の耐久財ストックも従前のトレンドを大
 きく上回るペースで積み上がった。とりわけ
 情報・通信機器の増加が目を引く**(次頁第6
 図)**。結局、消費増税後の耐久財消費の減少
 は、エコポイントなどの政策によって生じた
 「需要先食い」からの反動・調整過程が長引
 いていることが一因と考えられる。

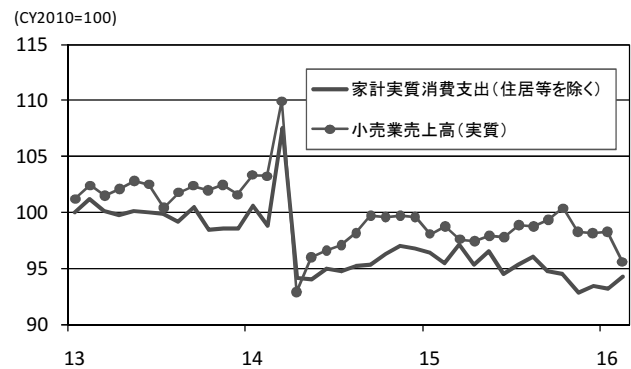
以上を踏まえると、今後の個人消費は、全
 体としては実質所得の上向きから緩やかな回
 復が期待できるものの、家計の耐久財スト
 ック調整圧力の解消には今しばらく時間を要す

(第3図) 景気後退確率 (3か月後に景気後退に陥る確率)の推移



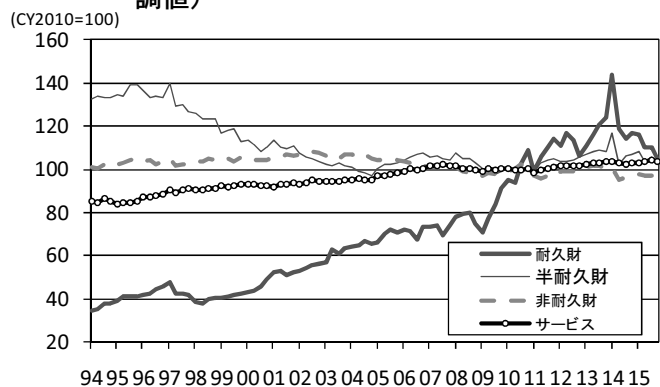
(注1) 景気局面(後退期=1、拡大期=0)を被説明変数、
 先行/一致比率(3か月ラグ)を説明変数とするプロ
 ビットモデル推計
 (注2) 網掛けは景気後退期を示す
 (注3) 内閣府「景気動向指数」のデータより作成

(第4図) 消費関連指標の推移 (季調値)



(注) INDB、データストリームのデータより作成

(第5図) 家計の形態別消費支出の推移 (実質、季調値)



(注) 内閣府のデータより作成



ると見込まれる（直近のデータを基にした計算によれば、ストック水準がピークを打つのは16年、従来トレンドまで低下するのは19年との結果。第7図参照）ことから、この部分の足取りの鈍さが消費全体を抑制する要因になることを覚悟しておく必要がある。

○鈍い賃金の増加ペース

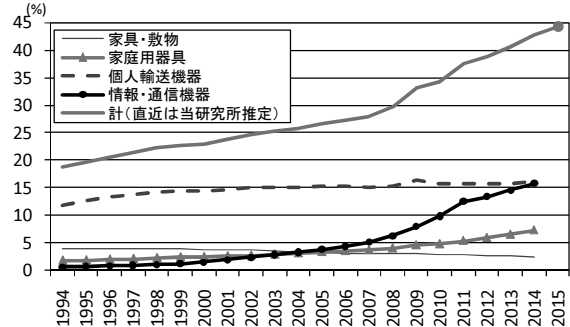
この間、雇用関連指標の動向をみると、直近2月の有効求人倍率は1.28倍、完全失業率も3.3%と雇用情勢の良好さを示す結果となっており、マクロ的には完全雇用に近い状況になっているとみられる。にもかかわらず、賃金の増加ペースが緩やかなものにとどまっていることについては、種々の背景が考えられる。

まず、労働供給面からは、シニア男性や女性の労働市場参入増加がパート・アルバイト労働の増加につながり、結果的にマクロの平均賃金抑制要因になっているとみられる。

次に、産業別の雇用者数の動向をみると（第1表）、過去3年間の雇用増加は労働集約的産業にやや偏っているようである。こうした産業の中には平均賃金が低い先もあり、このこともマクロの賃金の伸びを抑制する一因になっていると思われる。

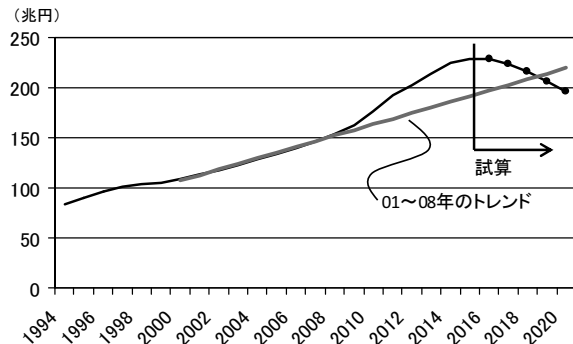
今後も、人口減少・高齢化を前提とした場合、シニア層・女性中心の雇用増加という構図が続く可能性が高いが、仮に生産性の相対的に低い産業が主たる雇用吸収先であり続けたとすると、日本全体の生産性低下を招くのではないかという懸念が生じる。これに対しては、低生産性業種も含めたIT化の推進などを通じ、経済全体の生産性底上げを図るような政策対応が必要になってこよう。

（第6図）家計の主要耐久消費財残高（実質GDP比、暦年）



（注）内閣府のデータより作成

（第7図）耐久財ストック調整の機械的シミュレーション



（注1）直近の耐久財消費伸び率、減耗率を前提として機械的に延長計算したもの
（注2）内閣府のデータより作成

（第1表）産業別雇用者数、賃金水準

業 業	（単位：万人、円）			
	2012年 10~12月期	2015年 10~12月期	増減数	賃金水準
全 産 業	5,532	5,691	160	313,451
建 設 業	416	412	-4	379,704
製 造 業	973	991	18	376,122
情 報 通 信 業	179	200	21	483,475
運 輸 業、 郵 便 業	322	329	7	340,281
卸 売 業、 小 売 業	941	973	32	267,341
卸 小 売 業	303	314	11	411,973
金 融 業、 保 険 業	638	659	21	192,135
不 動 産 業、 物 品 賃 貸 業	158	149	-9	471,476
不 動 産 業、 物 品 賃 貸 業	92	113	21	350,555
物 品 賃 貸 業	69	84	16	381,801
学 術 研 究、 専 門・技 術 サービス 業	23	28	5	288,497
学 術 研 究、 専 門・技 術 サービス 業	167	169	2	453,047
宿 泊 業、 飲 食 サービス 業	319	335	16	126,585
生 活 関 連 サービス 業、 娯 楽 業	182	178	-4	205,388
教 育、 学 習 支 援 業	271	279	9	378,569
医 療、 福 祉 社 会 保 險・社 会 福 祉・介 護 事 業	683	756	74	293,069
医 療、 福 祉 社 会 保 險・社 会 福 祉・介 護 事 業	328	360	32	345,416
社 会 保 險・社 会 福 祉・介 護 事 業	345	386	41	230,982
複 合 サービス 事 業	55	58	3	375,798
サ ー ビ ス 業 (他 に 分 類 さ れ な い も の)	423	364	-58	258,515

（注1）「賃金水準」は、一人平均月間現金給与総額（事業所規模5人以上、2015年平均）
（注2）総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」のデータより作成



○設備投資は緩やかな増加が続く

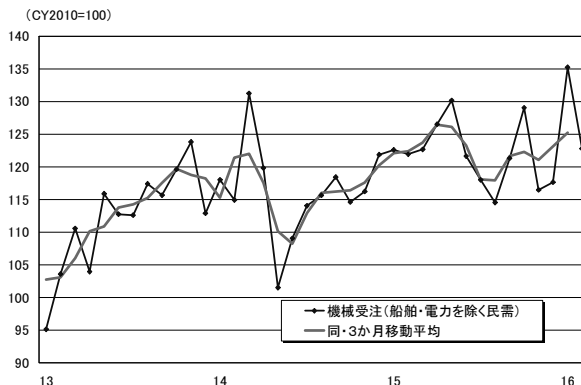
民間企業の設備投資は、GDP統計でみると昨年7～9月期に実質で前期比+0.7%、10～12月期に同+1.5%と緩やかに増加してきている。足元の動向につき、月次の機械受注の動きをみても（第8図）、上向き気味の推移となっている。

この間、企業の投資計画について、3月の日銀短観により15年度分をみると、全規模・全産業（土地投資を含みソフトウェア投資を含まない）で前年度比+8.0%と堅調な結果となっている。続く16年度分は同-4.8%とマイナスのスタートとなったが、毎年この時期には投資計画が固まっていない企業も多く、これをもって悲観的にみる必要はなからう。

とはいえ、企業利益が過去最高水準で推移する中で、このところの設備投資の増加ぶりはやや力強さに欠けると言わざるを得ない。これについては、中国を中心とした世界経済の失速リスクを企業が意識しつつ様子見姿勢を強めている、今後の人口減少を見据え、企業の期待成長率が低迷している（第9図）、通常の設備投資として計上されるような有形固定資産の購入のほかに、M&Aなど企業の投資形態が多様化している、といったことが考えられる（やや大雑把な計算ながら、企業の固定資産のうち、「株式」の増加分を設備投資に加えてみると、通常の設備投資指標の動きが示すものとはかなり異なった絵姿となる。第10図参照）。

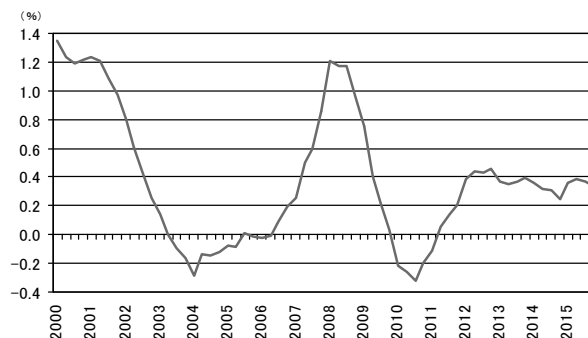
今後については、世界経済の急失速はないという前提のもと、企業の設備投資も徐々に伸びを高めていく展開を想定している。

（第8図）機械受注額の推移（季節調整値）



（注）INDBのデータより作成

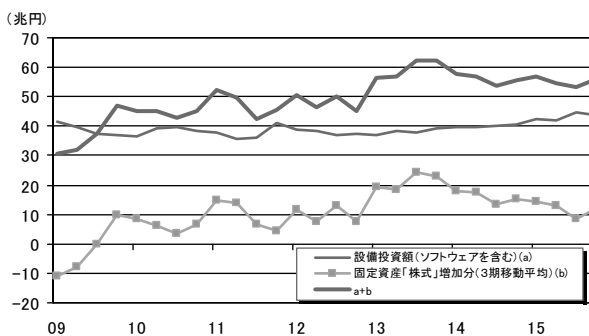
（第9図）設備投資から推定された企業の期待成長率



（注1）「設備投資前年比×前年の設備投資・資本ストック比率＝期待成長率＋資本係数のトレンド成長率＋資本減耗率」の関係から算出。8四半期移動平均

（注2）内閣府のデータより作成

（第10図）企業の投資動向（季調値、年率）



（注1）全産業（除く金融保険業）ベース

（注2）財務省「法人企業統計」のデータより作成



○円高が訪日観光客減少につながる可能性も

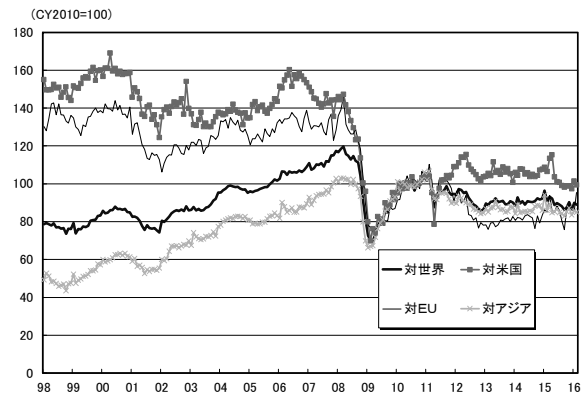
最近の輸出数量の動きをみると（第11図）、15年前半にやや弱含んだ後、足元にかけても横這い圏内の推移となっている。背景には、世界経済の減速に加え、00年代の景気拡大期に比べて世界貿易全体の増加ペースが中期的に鈍化している（第12図）ことがあるとみられる。今後についても、直近のIMFによる経済見通し（4月12日発表）では、16年の世界経済の成長率が+3.2%と今年1月時点の予測から0.2%ポイント下方修正されるなど、日本にとっての輸出環境は良好とはいえず、引き続き低調な推移を余儀なくされよう。

なお、為替相場が直近の円高水準で定着した場合、インバウンド消費への影響が懸念される。2015年の訪日外国人観光客数は1,973万人となり、政府が2020年までの目標としてきた2,000万人をほぼ達成したが^(※)、これに伴って観光客の消費額も増加し、日本経済全体としても無視できない規模となっている（第13図）。

計量的手法に基づいて為替レートと観光客数の関係を計測してみると、1%の円高はほぼ1.2%の観光客数減少につながるという結果が得られる（補論参照）。これまでインバウンド消費の好調さが非製造業の景況感を支えてきた面もあるとみられ、今後の動きには注意が必要であろう。

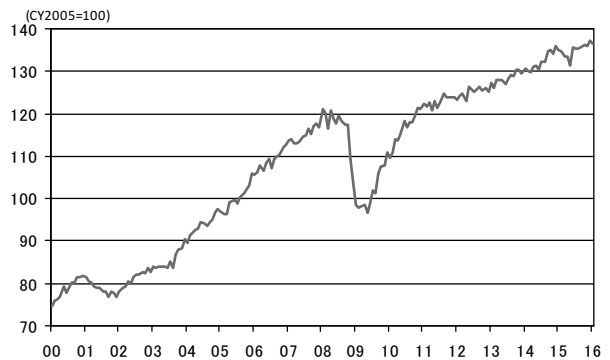
(※) 政府は今年3月30日、訪日外国人観光客拡大のための具体策をまとめる「明日の日本を支える観光ビジョン構想会議」（議長・安倍首相）を開き、訪日外国人観光客数を「2020年に4,000万人、30年に6,000万人」に増やす新目標を決定している。

（第11図）輸出数量の推移（季節調整値）



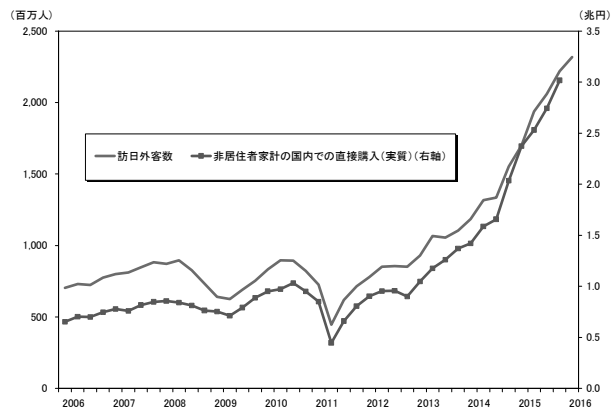
（注）内閣府のデータより作成

（第12図）世界貿易数量の推移（季節調整値）



（注）オランダ経済分析局“CPB World Trade Monitor”のデータより作成

（第13図）訪日外国人観光客数と非居住者の購入額（季調値、年率）



（注）データストリームのデータより作成



○インフレ率は低迷続く

全国コアCPIは今年1、2月とも前年比横這いとなった(第14図)。エネルギー価格の下落が下押し圧力となっているが、国際原油価格は足元反発気味の動きとなっていることから、CPIベースのエネルギー価格も早晩下げ止まろう。

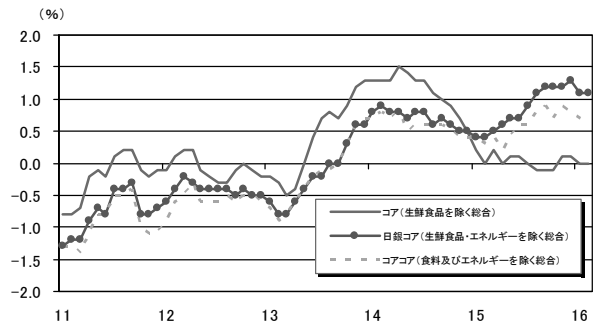
むしろ今後は、このところの円高の影響がインフレ率押し下げ要因として顕在化してくるとみられる(第2表)。為替の影響を受けやすい輸入物価や企業物価は、エネルギーを除くベースでみても下落してきており(第15図)、こうした動きはいずれ消費者物価にも波及してくる可能性が高い。インフレ率は引き続き低迷気味の推移が予想される。

○高まる政策期待

日本経済が足踏み感を強めていることもあり、金融市場などでは16年度補正予算、17年4月に予定される消費増税の延期など、政策対応への期待が高まっている。特に、現政権としては、伊勢志摩サミット(5月26・27日)や夏場の参院選を意識した場合、何らかの経済対策を打ち出すインセンティブは高いとみられる。また、今年2月末のG20において、従来の政策対応が金融政策偏重であり、財政・構造政策において発動余地がある、といった認識が示されたことも、財政政策発動が容認されやすい環境醸成につながろう。

一方で、財政状況が芳しくない日本において、消費増税の再延期が妥当か否かは議論が分かれるところではある。ただ、マイナス金利政策の開始に伴って長期金利が一段と低下しており、これはいずれ公債費の圧縮につながるとみられる。また、このところ税収は前年比プラスで推移している(次頁第16図)。こ

(第14図) 消費者物価・各種コア指標の動向(前年比)



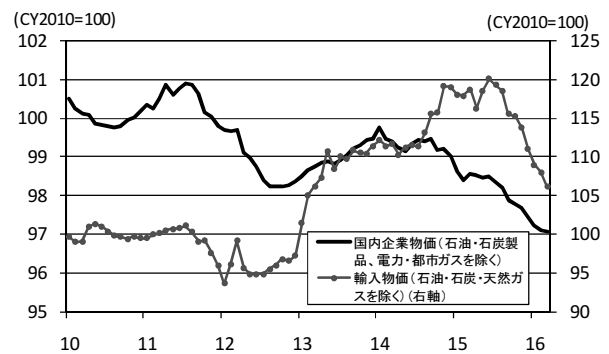
(注1) 消費税率引き上げの影響を除くベース
(注2) INDBのデータより作成

(第2表) 為替円高の物価への影響

	(%)		
	1年目	2年目	3年目
CPIコアへの影響	-0.15	-0.32	-0.51

(注1) 円/ドル、円/ユーロが10%円高に振れた場合の基準解に対する乖離幅
(注2) J A 共済総研マクロモデルによるシミュレーション

(第15図) 企業物価、輸入物価の推移



(注1) 国内企業物価は消費税を除くベース
(注2) 季節調整値
(注3) 日本銀行のデータより作成



うした財政改善要因も出てきている中で、今年の春闘における賃上げ幅が昨年比鈍化したことを勘案すれば、政府が手にする上述の「果実」を、家計部門に対して一定程度還元すべき、との考え方もあり得よう。

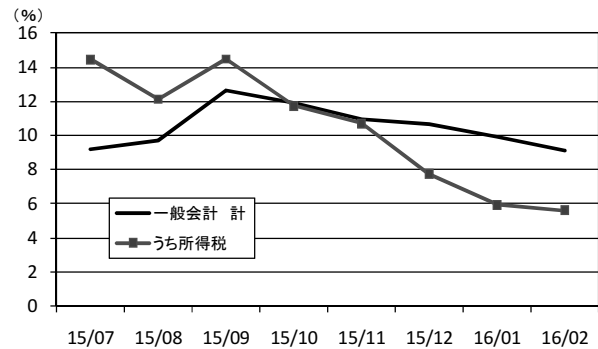
金融政策については、日銀が注視している各種の期待インフレ指標が低下していることなどからみて、いずれ追加緩和が行われる可能性は高いだろう。その場合、具体的手段としては、マイナス金利政策をさらに進めることになると思われるが、これについては、金融機関の収益悪化につながる等の副作用が大きいといった批判も聞かれるところである。

もっとも、そもそも金融政策自体（例えば、金利引き下げの場合）、貯蓄主体から借り入れ主体への強制的な所得移転を引き起こすものである。低金利政策実施による家計などの利息収入低迷がバブル崩壊後の長きにわたって続いていることを考えれば、今回のマイナス金利政策実施に伴う金融機関の収益悪化といった「個別」部門への影響をことさらに強調するのは、議論の対称性を欠いていると思われる。

なお、理論的な側面からは、仮に日本において少子高齢化・人口減少などを背景に、いわゆる「自然利子率」がマイナス化しているとすれば（最近の推計例としては、日本経済研究センター（2016）を参照）、今回の日銀の政策も正当化されることになる。とはいえ、本来であれば、マイナス化している自然利子率をプラスに引き上げる政策努力も同時になされるべきであり、この点からは生産性向上など潜在成長率を高めるための政策誘導の必要性も高まっているといえよう。

（4月14日 記）

（第16図）租税収入の推移（年度初来累計、前年比）



（注）財務省「租税及び印紙収入、収入額調」のデータより作成

＜補論＞

訪日外国人観光客数への為替レートの影響を調べるため、以下のモデルを推計した。

（表）訪日外国人観光客数の推計

定数項	海外GDP	円実質 実効レート	自由度修正済 決定係数
8.1194	0.8443 (13.2809)	-1.1607 (-9.5357)	0.9143

（注1）計測期間は91/1Q～15/4Q、カッコ内はt値

（注2）変数は自然対数に変換して使用

（注3）データストリームのデータより作成



<参考文献>

- ・今久保圭、小島治樹、中島上智（2015）「均衡イールドカーブの概念と計測」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ
- ・小田信之、村永淳（2003）「自然利子率について：理論整理と計測」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ
- ・日本経済研究センター（2015）「ゼロ金利の下で金融政策は有効だったか」
- ・日本経済研究センター（2016）「ゼロ金利制約打破後のリスクと課題」
- ・Laubach, T. and Williams, J. C. (2003) ,
“Measuring the natural rate of interest,”
Review of Economics and Statistics,
85(4), pp. 1063–1070.
- ・Laubach, T. and Williams, J. C. (2015) ,
“Measuring the Natural Rate of Interest
Redux,” Federal Reserve Bank of San
Francisco Working Paper 2015–2016