



停滞感強まる国内景気

主任研究員 木下 茂

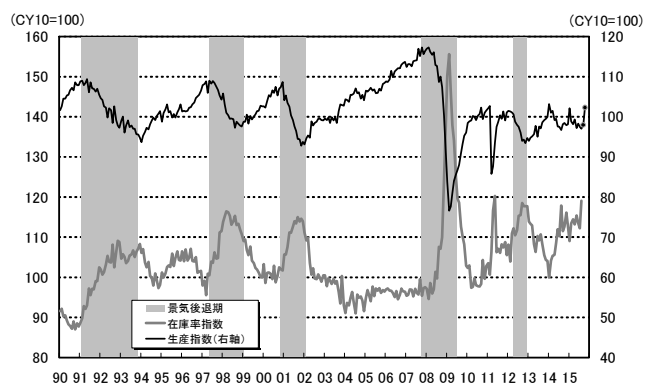
○国内景気の停滞感が強まる

国内景気の停滞感が強まっている。生産活動は足踏み気味に推移しており、7～9月の鉱工業生産は4～6月期に続き前期比減少となる見込みである。企業の景況感も足元こそ底堅い動きとなっているが、先行きについては中国の景気減速などを警戒して慎重姿勢が強まっている。本稿では足元の国内景気情勢を点検しつつ、当面の見通しについても考えてみることにしたい。

○生産活動は足踏み、2四半期連続減産の見込み

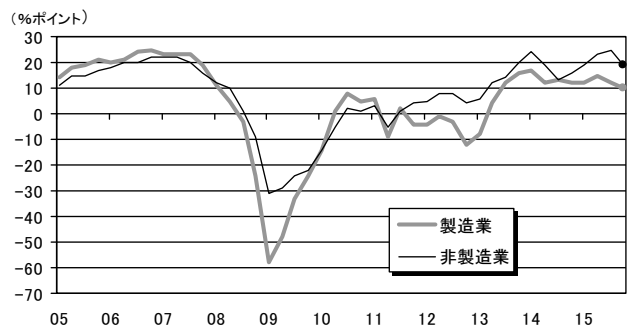
8月の鉱工業生産（速報）は7月の前月比0.8%減に続き、同0.5%減と2か月連続で減少した。前月時点の8月の予測指数は同2.8%増となっていたが、これを大きく下回る結果となった。今回調査における予測指数は9月が同0.1%増、10月が同4.4%増と増産見込みであるが、このところ実績が下振れする傾向が続いており、目先慎重にみておく必要がある。特に在庫率は過去の景気後退期並みの水準に達しており（第1図）、在庫調整圧力が高まっているとみられる。実際、上述の予測指数を用いて機械的に計算すると、7～9月期の生産は前期比1.1%の減少となるが、この場合、2四半期連続の減産ということになる。

（第1図）在庫率指数と鉱工業生産指数の推移（季節調整値）



（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

（第2図）日銀短観・業況判断DI（大企業）の推移



（注1）直近部分は「先行き」の数値を表示
（注2）日銀短観9月調査のデータより作成



○企業の景況感も先行き慎重化

この間、企業の景況感を9月の日銀短観により窺うと、大企業の業況判断DIは製造業が6月調査比3ポイント悪化の12、非製造業が同2ポイント改善の25となった。夏場以降、中国経済の予想以上の減速が意識されてきたことからすれば、足元の企業の景況感は底堅いともいえる。もっとも、先行きについては、製造業・非製造業とも悪化を見込んでおり(第2図)、企業は慎重姿勢を強めている。

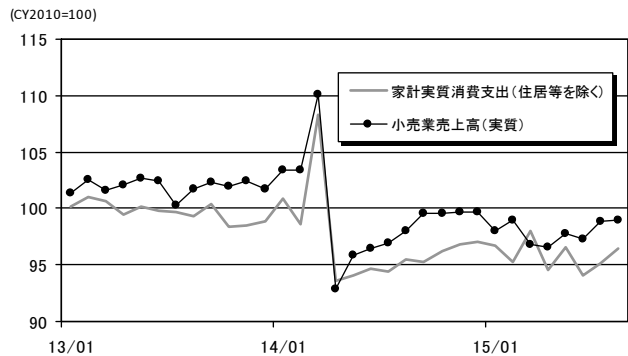
○個人消費は足元上向きの兆し

さて、以下ではこうした景気停滞の背景にある需要面の動きについて確認することにしてしよう。まず、個人消費については14年4月の消費税率引き上げ以降冴えない展開が続き、今年4～6月期のGDPベース実質個人消費は前期比0.7%減となった。ただ、直近8月の月次統計については、家計調査ベースの消費支出や乗用車・家電販売に持ち直しの動きが出ている(第3～5図)。

消費税率引き上げ後の消費の足取りが鈍い背景には、賃金の増加ペースが緩やかなものにとどまる中で、円安の影響などから日用品中心に値上げの動きが広がったこともあとみられる(第6図)。

特に、今回のような大企業中心の収益改善やこれに伴う株価上昇の恩恵を受けにくい層(例えば年金受給世帯や非正規雇用者など)にとっては、生活必需品中心にインフレ率が高まってきていることが打撃となっている可能性がある。

(第3図) 消費関連指標の推移(季節調整値)



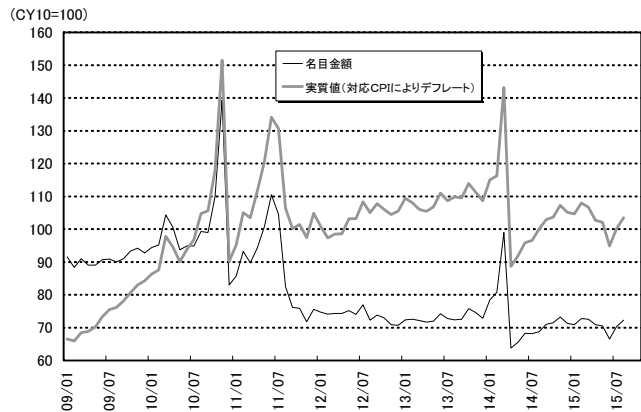
(注) INDB、データストリームのデータより作成

(第4図) 乗用車販売台数の推移(季節調整済年率)



(注) INDBのデータより作成

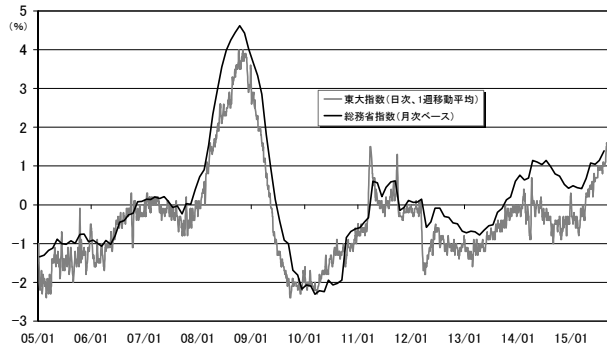
(第5図) 家電販売額の推移(季節調整値)



(注) 経産省、総務省のデータより作成

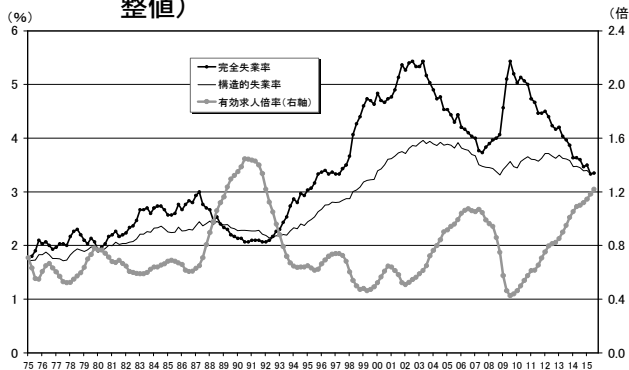


(第6図) 日用品の物価動向 (前年比)



(注1) 「総務省指数」は渡辺研究室算出。東大指数の対象品目について総務省CPI統計から計算したもの
 (注2) 「東大日次物価指数プロジェクト」ウェブサイト掲載データより作成

(第7図) 失業率と有効求人倍率の推移 (季節調整値)



(注1) 構造的失業率はUV分析を基にして算出
 (注2) INDBのデータなどより作成

今後については、失業率や有効求人倍率の改善(第7図)といったマクロの雇用情勢の良好さが賃金上昇を通じていずれ消費にも好影響を及ぼすとみている。ただ、セミマクロ的にみた場合、人手不足は経済全体で一様に生じているわけではない(第1表)。このことは労働需要側と供給側の間でミスマッチが生じていることを示しており、今後賃金の増加を見込むにしても一定程度割り引いて考える必要がある。

○輸出は横ばい圏の動き

最近の輸出数量の推移をみると、短期的な振れはあるものの、13年初頭以降についてはほぼ横ばい圏の動きが続いている(第8図)。この点、リーマンショック直前までの景気拡大期においてはアジア向け中心に輸出が明確に増加基調にあったことは対照的である。こうした状況の背景には、そもそも世界貿易全体が停滞気味に推移している(第9図)こと、日本からの輸出ウエイトが高いアジア諸国の成長率が総じて低下している(第10図)

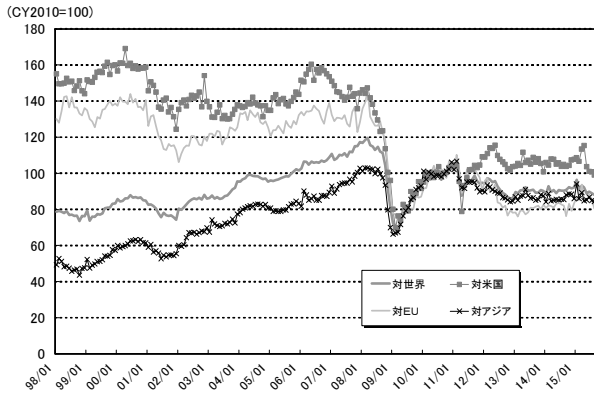
(第1表) 雇用人員判断DI (「過剰」-「不足」)の推移 (大企業)

| | 2015年 | | | |
|---------------|-------|-----|-----|-----|
| | 3月 | 6月 | 9月 | 先行き |
| 全産業 | -10 | -9 | -9 | -10 |
| 製造業 | -2 | -2 | -4 | -4 |
| 繊維 | 0 | 8 | 5 | 8 |
| 木材・木製品 | 6 | 12 | 6 | -6 |
| 紙・パルプ | 14 | 10 | 10 | 7 |
| 化学 | -1 | -1 | -1 | 0 |
| 石油・石炭製品 | -6 | -6 | -6 | 0 |
| 窯業・土石製品 | -5 | 3 | 5 | 0 |
| 鉄鋼 | 0 | 0 | 5 | 4 |
| 非鉄金属 | 0 | 3 | -6 | 0 |
| 食料品 | -10 | -7 | -12 | -9 |
| 金属製品 | 0 | 0 | -5 | -7 |
| はん用・生産用・業務用機械 | -5 | -8 | -10 | -10 |
| 電気機械 | -1 | 0 | -1 | 1 |
| 輸送用機械 | -3 | -6 | -4 | -6 |
| 非製造業 | -18 | -17 | -16 | -18 |
| 建設 | -37 | -34 | -32 | -33 |
| 不動産・物品賃貸 | -10 | -12 | -9 | -12 |
| 卸・小売 | -12 | -14 | -11 | -15 |
| 運輸・郵便 | -16 | -16 | -17 | -15 |
| 情報通信 | -15 | -14 | -14 | -17 |
| 対事業所サービス | -19 | -19 | -13 | -13 |
| 対個人サービス | -24 | -19 | -18 | -20 |
| 宿泊・飲食サービス | -38 | -35 | -34 | -40 |

(注) 日銀短観9月調査のデータより作成

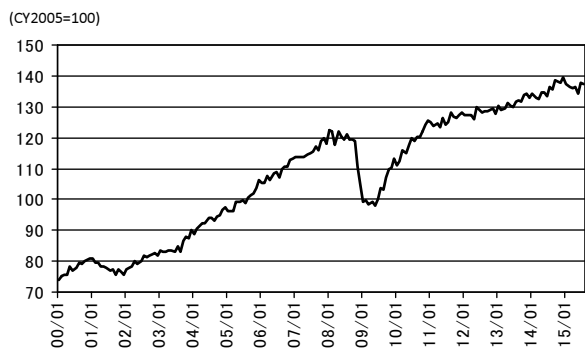


(第8図) 輸出数量の推移 (季節調整値)



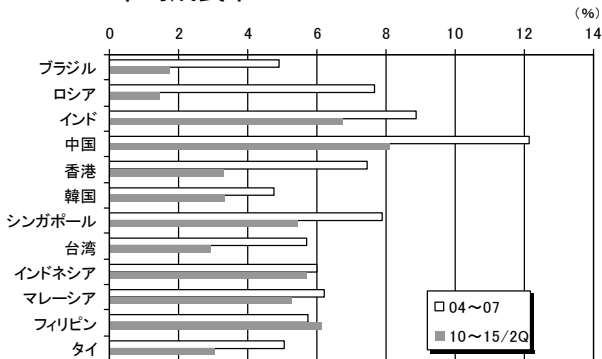
(注) 内閣府のデータより作成

(第9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10図) 新興諸国及びアジア主要国の期間別平均成長率



(注1) 季調済四半期データを用いて年率成長率を算出。独自季調値を含む

(注2) データストリームのデータより作成

ことなどがあるとみられる。アジア諸国の成長率低下については、少子高齢化といった構造的要因を指摘する見方もあるものの、中国など新興国の景気が冴えないことの影響も出ていると考えられる。

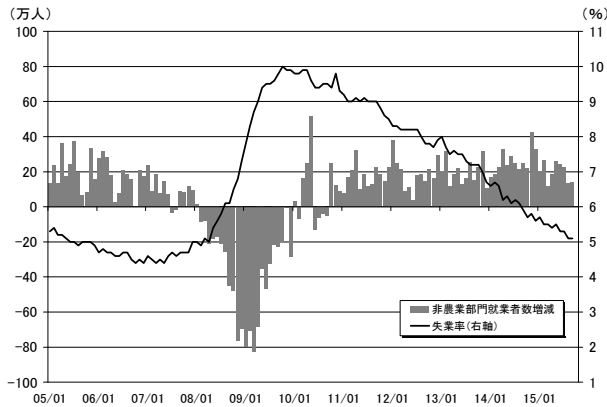
○新興国経済減速の影響から輸出は当面弱含み

輸出の先行きを考える上では、米国と中国の動向が重要であろう。まず、米国経済については、直近9月の雇用統計で非農業部門就業者数の増加数が14.2万人にとどまっており(第11図)、ここにきて景気拡大の勢いがやや鈍っている。就業者の動きを業種別にみると、製造業では足元マイナスとなっており、ドル高の影響が出ているようである。もっとも、米国経済全体としては個人消費・住宅投資など堅調な国内需要が支えとなり、先行きについても緩やかな回復が続くものと予測している。

中国経済については、固定資産投資の鈍化などから減速が続いている。GDP成長率は直近4~6月期で前年比7%を維持しているが、景気動向を敏感に反映する指標でみると、低迷の度合いはより深いようである(第12図)。子細にみれば、住宅販売には底打ちの動きが出ている(第13図)ほか、金融緩和の動きを反映して銀行貸出も増加しつつある(第14図)、といった好材料も散見される。もっとも、中国経済はこれまでの設備投資中心の成長パターンから消費中心の成長パターンへの転換を模索している局面にあり、かつての高度成長期終焉後の日本経済同様、今後一定の成長率低下は長い目でみて不可避であると考えられる。

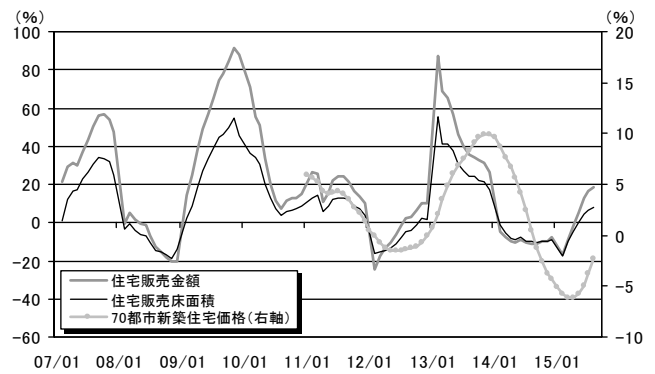


(第11図) 米雇用指標の推移 (季節調整値)



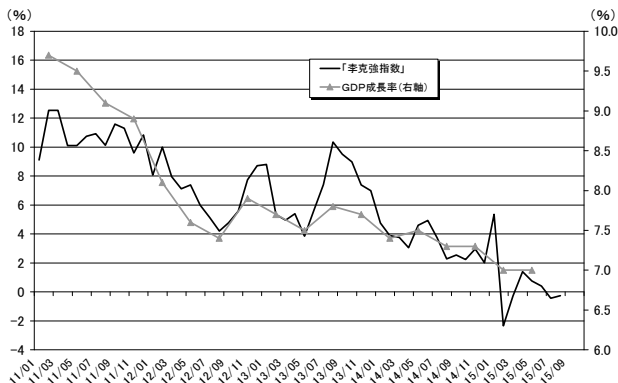
(注) 米労働省のデータより作成

(第13図) 中国の住宅販売と住宅価格の動向 (前年比)



(注) データストリームのデータより作成

(第12図) 「李克強指数」と中国GDP成長率の推移



(注1) 「李克強指数」は鉄道貨物輸送量、電力消費量、銀行融資の前年比を単純平均して作成

(注2) データストリームのデータより作成

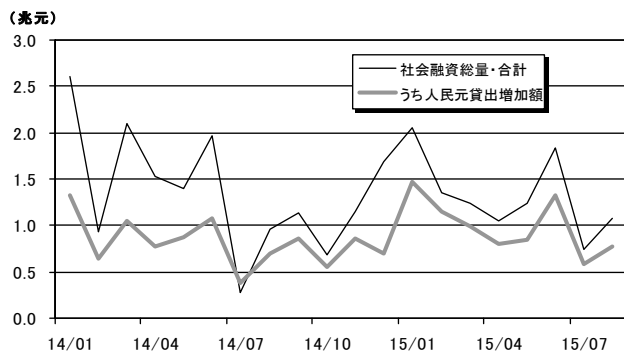
以上を勘案すると、米国経済の緩やかな回復持続というプラス要因はあるものの、一方で中国の成長率鈍化が下押し要因となることから、目先日本の輸出は弱含みで推移するものと見込まれる。

なお、このところの中国株式市場の大幅下落を受けて、中国人旅行者による、いわゆる「爆買い」に悪影響が出るのでは、という見方も出ているようだ。現状では、8月までの旅行者数をみる限り明確な影響は感じられない

(第15図) ほか、国慶節に伴う連休(10月1～7日)期間中も国内小売業などの中国人客による売上は好調であった旨伝えられている(日本経済新聞10月9日付朝刊)。ただ、消費税引き上げ後の国内消費が冴えない中で、最近の「インバウンド消費」の好調(第16図)さが非製造業の景況感を支えてきた面もあることから、今後の動向を注視していく必要はあろう。

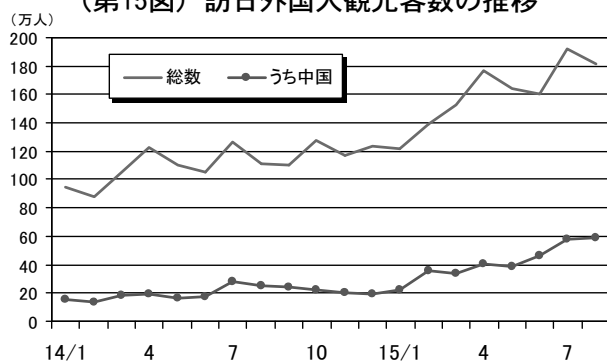


(第14図) 中国・社会融資総量の推移



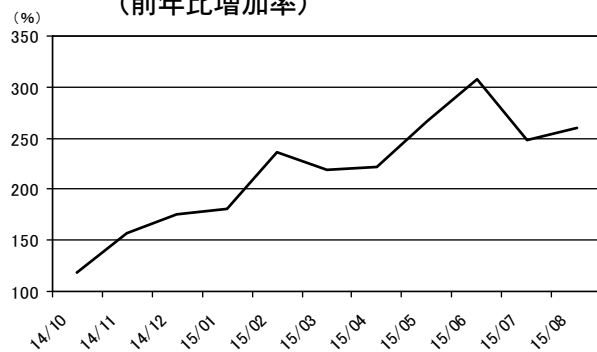
(注) データストリームのデータより作成

(第15図) 訪日外国人観光客数の推移



(注) 日本政府観光局資料より作成

(第16図) 外国人観光客による百貨店売上高推移
(前年比増加率)



(注) 日本百貨店協会資料より作成

○設備投資は好調な企業利益を反映して今後
上向きへ

この間、設備投資の動向をみると、アンケート調査による企業の投資計画は比較的前向きのもが出ていている一方で、これまでのところ実績が追いついてこないという状況となっている。

9月の日銀短観における企業の投資計画をみると(第2表)、製造業では大企業や中堅企業で前年度比2桁の増加となっている点が目を引く。また、非製造業も増加率こそ製造業に及ばないものの、6月調査比で上方修正されており、これらを見る限り企業は投資に前向きと捉えられる。

しかしながら、実際の投資活動は、計画ほどには盛り上がっていない。特に、企業利益の改善ぶりに比べ、直近の動きは大きく見劣りするものとなっており、過去の利益増加局面と比較しても異例の動きといえる(第17図)。企業利益が好調に推移する中で投資活動が相対的に活発化してこない背景には、足元の中国経済の減速に対して企業が様子見姿勢を強めていることが考えられるほか、より中期的な要因として、人口減少局面に突入した国内で設備投資には積極的になりにくい、という事情もあるかもしれない。もっとも、ここでは、足元までの企業利益改善が一定のタイムラグをもって国内投資に波及してくるものと想定する。

(第2表) 日銀短観における企業の設備投資計画
(前年度比)

| | | 14年度 | 15年度 (計画) | 修正率 |
|------|------|------|--------------|------|
| 全規模 | 全産業 | 4.3 | 6.4 | 2.9 |
| | 製造業 | 6.8 | 13.5 | 1.0 |
| | 非製造業 | 3.1 | 2.9 | 3.9 |
| 大企業 | 全産業 | 5.9 | 10.9 | 1.5 |
| | 製造業 | 5.6 | 18.7 | 0.0 |
| | 非製造業 | 6.0 | 7.2 | 2.4 |
| 中堅企業 | 全産業 | 4.2 | 2.2 | 0.2 |
| | 製造業 | 8.7 | 10.1 | -1.5 |
| | 非製造業 | 1.9 | -2.0 | 1.2 |
| 中小企業 | 全産業 | -0.8 | -6.1 | 11.4 |
| | 製造業 | 9.6 | -2.0 | 8.8 |
| | 非製造業 | -5.0 | -7.9 | 12.8 |

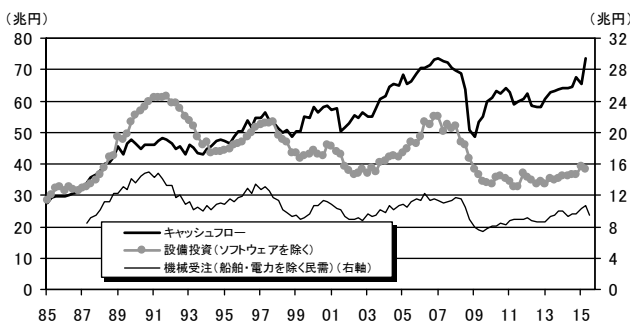
(注1) 土地投資額を含みソフトウェアを除くベース
(注2) 修正率(%)は前回調査比
(注3) 日銀短観9月調査のデータより作成

○目先は生産調整が続くものの、その後景気は持ち直しへ

さて、以上のように国内景気は停滞感を強めており、目先的には在庫削減のための軽微な調整局面が続く可能性が高い。一方で、個人消費は雇用・所得環境の改善に伴い徐々に持ち直していくとみられるほか、設備投資も好調な企業利益を反映して増加が予想される。こうした国内需要の支えもあり、調整局面は短期で一巡するものと想定している。

とはいえ、IMFが最新の経済見通し(10月6日発表)で世界経済の15年の成長率予測を前回6月時点の+3.3%から+3.1%に下方修正するなど、世界経済全体の不透明感が強まっているのも確かである。政府・日銀としては、17年4月に予定されている消費税率引き上げを実現する意味でも景気の足取りを確かなものにしておきたい意向とみられる。このため、今後補正予算策定や追加金融緩和が実施される可能性は高いと思われる。

(第17図) 企業のキャッシュフローと設備投資指標の推移(季節調整済年率)



(注1) キャッシュフローと設備投資は金融保険業を除く
(注2) $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益} / 2 + \text{減価償却費}$
(注3) 機械受注の直近は7~8月平均
(注4) 財務省、内閣府のデータより作成



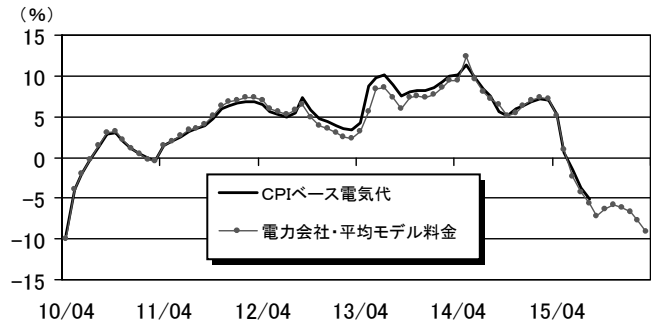
○コアインフレ率は年度末にかけて上向きへ

最後に物価動向について確認しておこう。最近のコアCPI（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率は低下基調で推移しており、直近8月分は-0.1%と小幅マイナスになった。

これにはエネルギー価格の下落が大きく寄与しており、コアコア（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合）は+0.8%、日銀が最近注目している「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は+1.1%とむしろ強めの動きとなっている。

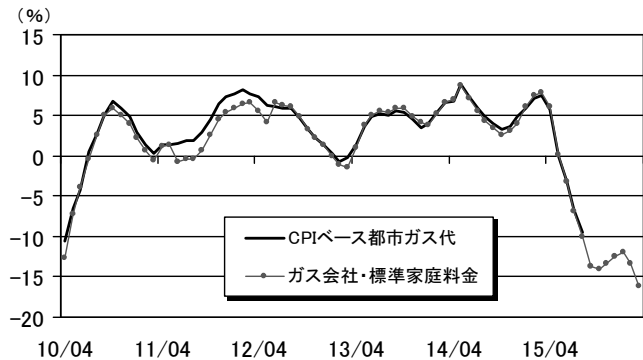
今後については、夏場の原油価格再下落の影響がエネルギー価格、特に電気代・ガス代においてラグを伴って顕在化してくる見通しである（第18、19図）。もっとも、コアCPI全体としては、景気が大きく腰折れしないという前提のもと、需給ギャップの緩やかな改善や燃料以外の輸入価格上昇の影響などから、今年度末にかけて徐々に上向いていくものと見込んでいる。（10月9日 記）

（第18図）電気料金の推移（前年比）



- (注1) 電力会社・平均モデル料金は10社の加重平均
- (注2) 平均モデル料金の公表値は今年11月まで。12月～16年3月はJ A 共済総研見通し
- (注3) 総務省、電力10社プレスリリースのデータより作成

（第19図）ガス料金の推移（前年比）



- (注1) ガス会社・標準家庭料金は都市ガス4社の加重平均
- (注2) 標準家庭料金の公表値は今年11月まで。12月～16年3月はJ A 共済総研見通し
- (注3) 総務省、都市ガス4社プレスリリースのデータより作成