

景気はようやく上向くのか

発表日：2014年11月28日（金）

～政策選択の楽観にはご注意～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

10月の鉱工業生産指数が2か月連続で上昇した。生産予測指数に基づく、11・12月も生産拡大は続く公算である。仮に、2014年2～8月が景気後退局面になっていたとしても、2014年9月以降は後退局面を抜け出すという展開になると期待できる。一方、7～9月の実質GDPがマイナス成長になったことで、政治的には選挙が重なることも手伝って、景気悲観モードが強まっている。すると、税収の自然増は補正予算などに充当されやすく、さらに財政収支は改善しにくくなると懸念される。

仮に景気後退局面だったとしても脱却が期待

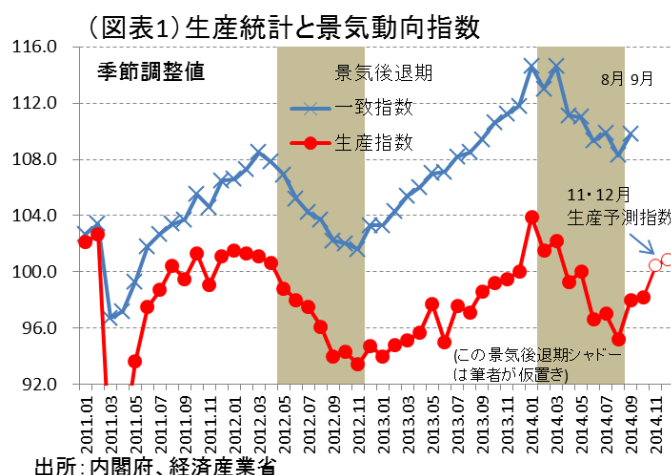
消費税再増税は、政治判断によって11月18日に延期されてしまった。先送りの根拠になったのは、7～9月の実質GDP・一次速報がマイナスなって、4～6月と併せて2四半期連続のマイナス成長に陥ったことである。2四半期連続のマイナスになると、景気後退期に入った印象が著しく強まる。この経験則は必ずしも常に成り立つとは限らないが、一方で内閣府「景気動向指数」の一致指数などの動きをみていると、2014年前半は景気後退期に移行

していた可能性が濃厚である。つまり、今回は景気後退だったから、消費税の再増税は延期されたという見方は十分に成り立つという考えになる。

しかし、筆者は、景気判定のひとつの根拠になっている景気動向指数は、9月以降は上向いていく可能性があると考えている。2014年2月頃から始まった停滞期は、2014年8月に一段落して、9月よりも先は拡大局面に移行する公算が高まっている。変化の兆しは、11月28日に発表された経済産業省「鉱工業生産」の生産指数・速報から読み取れる。鉱工業生産指数は、9月、10月と前月比プラスになり、さらに生産予測指数でも11月2.3%、12月0.4%となっている（図表1）。生産予測指数をあまりに過大評価することは慎みたいが、最近は当月・実現率と翌月・予測修正率のマイナス幅はかなり小さくなっていて、生産増加の蓋然性は高まっている。

グラフで描くと、8月がボトムになって、9～12月は4か月連続で生産増加という流れになると思える。景気動向指数の一致系列は、多くの項目が生産動向と密接な関係があることが知られている。このまま生産増加を反映して、景気動向指数が改善していけば、景気後退期は2012年※と並んで短い調整局面で終わることが予想される。

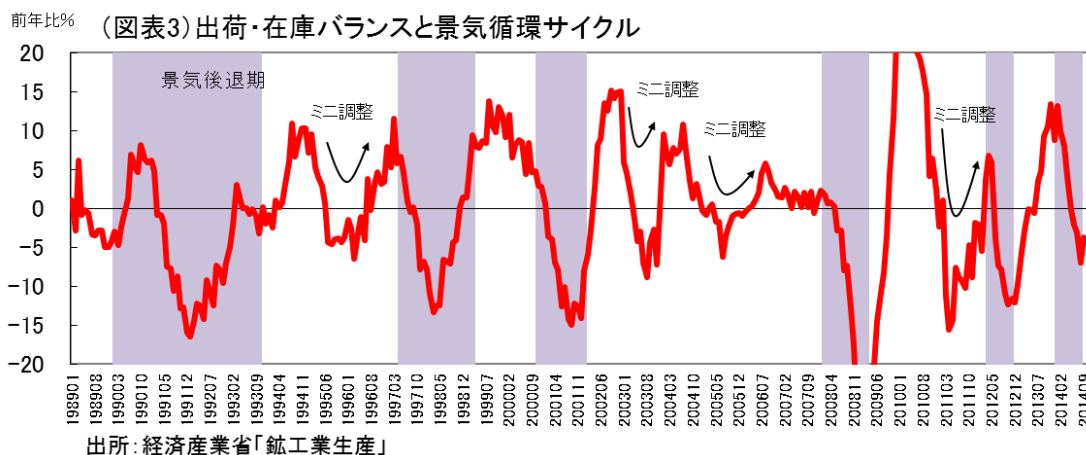
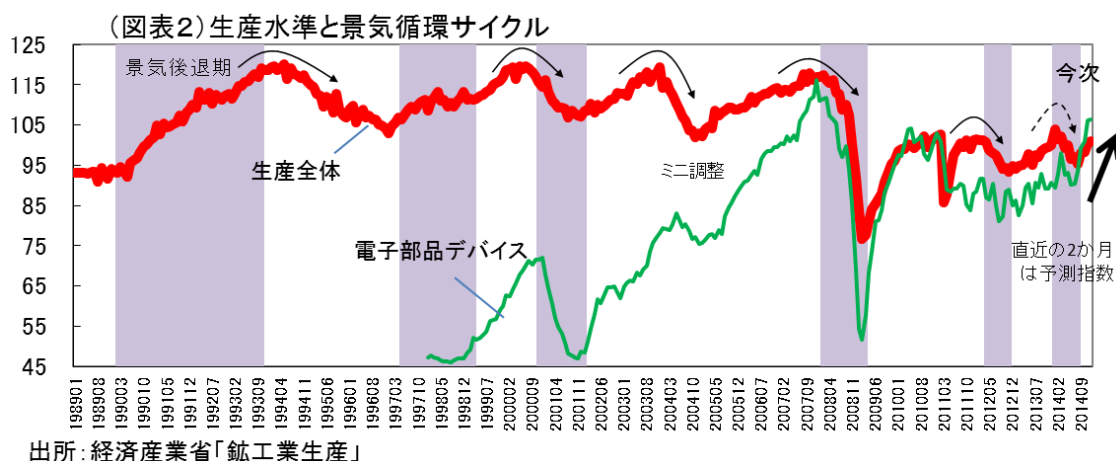
※2012年は5月から11月までの景気後退期は、公式にはまだ暫定ながら、7か月の短期間であった。今回は、2014年2～8月まで7か月間となる可能性がある。



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

さらに長期時系列で、景気循環サイクルと生産動向の長い流れを鳥瞰してみても、現在は電子部品・デバイスの生産増が顕著になっており、かつ、出荷・在庫バランスが上向きに反転し始めていて景気拡大局面入りを予感させる（図表2、3）。

もしも、景気後退期が2014年8月で終了していたとすると、2015年10月に予定されていた消費税増税を先送りしたことは、11月時点で認知ラグを十分に見通せなかったことになる。さらに、景気が悪いという前提で、景気対策を2014年度補正予算で実行すると、それは行動ラグのバイアスによって財政拡張に踏み出すことになってしまう。財政再建路線は、消費税を先送りして、補正予算を打つことで、二重遭難の憂き目に遭う。皮肉なことに、リフレ政策の源流であるミルトン・フリードマンが唱えた裁量主義の弊害が起こってしまうことになる。



景気が盛り返す理由

なぜ、今、景気拡大に転じた機運が高まっているかと言えば、それは米経済の再拡大によるところが大きい。まさに始まろうとしているクリスマス商戦でも好調が予想される。日本の輸出も、これまでは円安効果が乏しいと言われ続けてきたが、実質輸出額を季節調整値でみると、2014年7～10月まで増加している。

景気の悪化については、選挙を意識した政治論議では専ら消費税増税の影響だけが喧伝されるが、マクロの景気動向が怪しくなったのは海外経済の変調も大きい。例えば、ドイツの製造業受注が5・6月の前月比で悪化したことは、欧州経済の先行き悪化を不安視させるデータになっていた。これは、ロシアへの制裁措置や、中国経済の減速を受けていたと考えられる。もっとも、中国は利下げに踏み切り、景気支援に動き始めている。ドイツの指標でも、ZEWやInfoなどの景気指数がここに来て底打ちして

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

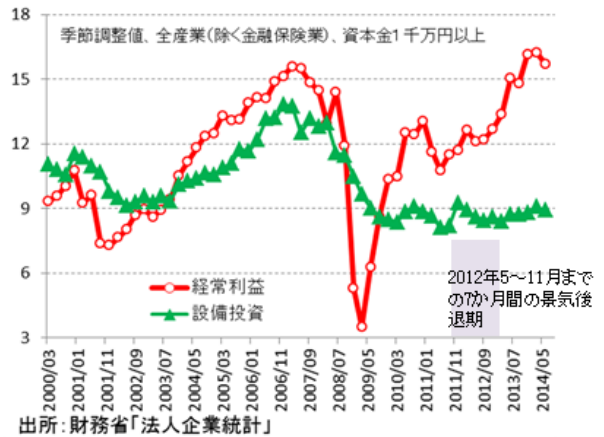
いるようにもみえる。

また、日本経済の内需面について考えると、生産面での前向きな動きは、今後は家計所得の増加にも波及していくとみられる。製造業の生産活動は、時間外労働や求人倍率にも好影響を及ぼしやすい。

さらに先行きは、労働需給が改善して、それが賃上げの機運を高めていき、2015年度の春闘交渉でも好ましい効果をもたらすと考えられる。

ところで、なぜ、2012年や今回の景気停滞局面をごく短期間で乗り切ることができたのだろうか。その理由を考えると、企業収益の厚みが貢献していると考えられる。法人企業統計の経常利益・季節調整値は2012年のときはほとんど水準が減らなかった(図表4)。今回も、4~6月までしか明確にはわからないが、7月以降もそれほど大きくは減ってはいないだろう。むしろ、10月からは急速な円安によって、製造業の利益は決算上で増えると見込まれる。企業の収益基盤は、従来よりも打たれ強くなっていて、生産減少に反応して大きく設備投資を削減したり、雇用・賃金を絞り込むという対応を控えるようになっている。

兆円 (図表4) 企業部門の利益水準



そうした中、企業にとっては、労働需給が趨勢的に引き締まり気味になっていて、雇用確保を中長期的に進めていくことが経営課題になっている。従って、来年の春闘においても、ベースアップに応じる企業数が増えていくと期待できる。内需拡大のメカニズムには、企業が趨勢的な労働市場の変化に前向きに対応しようとしていることが背景がある。

楽観と悲観

私たちは、今後の景気情勢が明るくなりそうだからといって、それを手放しで歓迎してよいのだろうか。筆者は、景気が明るくなりそうだからこそ、慎重に構えて経済政策運営の焦点を短期志向ではなく、中長期の課題に向けるべきだと考える。

経済論壇では10年以上前から、楽観・悲観のサイクル説が唱えられることが多い。日本経済には構造改革が必要であるのに、景気情勢が良好なときにはそれを先送りして、経済危機に直面すると、先送りができなくなって着手する。順序としては、危機に直面して構造改革に着手すると、次第に景気が良くなっていく。しかし、そうなる楽観が台頭して、痛みのある改革は先送りしたという政策判断に傾いていく。そして、構造改革を先送りしてしまった結果、構造問題を乗り越えた後に展望できる本格的な景気回復を逃してしまう。単純化すると、危機(=悲観)→着手→景気改善(=楽観)→先送り→危機→・・・というサイクルを繰り返しになるという論説である。

筆者には、11月18日に安倍政権が消費税増税を延期してしまったことが、まさしく楽観・悲観のサイクルの再現になるのではないかと感じられた。今回、表面上は、4月の消費税増税の反動減が日本の景気を悪くしたと悲観的に語られるが、筆者はその見方の奥底には、消費税増税を2年半後まで延期しても税収の自然増によって財政収支を改善できるであろうという財政運営での「楽観」が隠れているのではないかと疑問視する。今後、この「楽観」がさらに助長された場合には、かえって財政問題を悪化させるリスクを内包する。例えば、税収の自然増が増える限り、それを財源にして歳出拡大を行

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

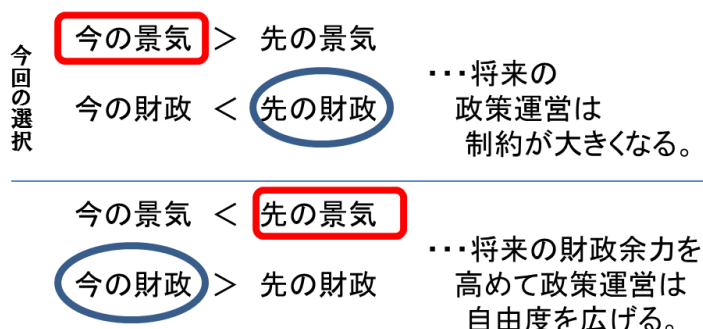
っても構わないという雰囲気蔓延した場合である。無論、財政収支は、自然増収を使って粛々と返済に充てることが、将来の景気悪化に備えるためには合理的なのだが、そこでは将来よりも現在が優先される。そして、その後に万一、景気局面が悪化してしまったときには、財政の信認を維持するために追加的に厳しい財政再建策の受け入れを迫られることになる。かくして危機は繰り返される。

筆者は、経済成長と財政再建の両立を政府が目指すときに、次のような組み合わせが成り立つを考えている。(1)現在の経済成長と、将来の経済成長のどちらを優先すべきなのか。また、(2)現在の財政再建と、将来の財政再建を優先すべきなのか。その2つのペアを組み合わせるとすると、多くの場合、現在の経済成長と、将来の財政再建の組み合わせが優先されてしまう(図表5)。そのことは、将来の経済成長と、現在の財政再建をしっかりとしたものにするという選択肢とは逆の選択をしているように思える。

もしも、2017年4月に景気条項を外して、何が何でも消費税率を上げようとする、何が起こるだろうか。仮に、2017年4月の手前で景気が悪化していたときには、緊縮方針の下で、景気対応の財政出動が遅れるリスクがある。そうすると、いよいよ2017年4月が近づいた時点で、景気対策のために巨大な財政出動を行った上で、予定通りに増税をしなくては行けなくなる。

本当に必要な政策選択は、先々を見通して持続的な経済成長のために備えることであり、そのためになるべく早期に財政再建を進捗させることである。悲観・楽観のサイクル説は、現在の財政再建を先送りしてしまっ、結果的に将来の経済成長のために必要な構造改革のチャンスをも逸してしまうのではないかと感じさせる。

(図表5) 政策選択の組み合わせ



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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。