

景気に暗雲、主犯は外需悪化

発表日：2015年8月7日（金）

～世界貿易の取引停滞の下押し～

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

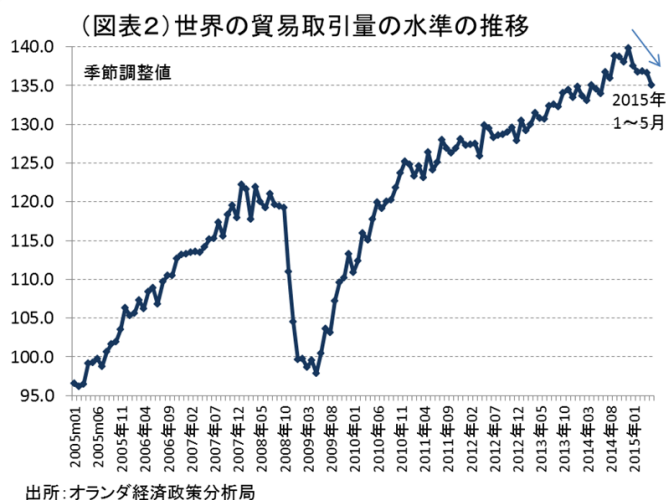
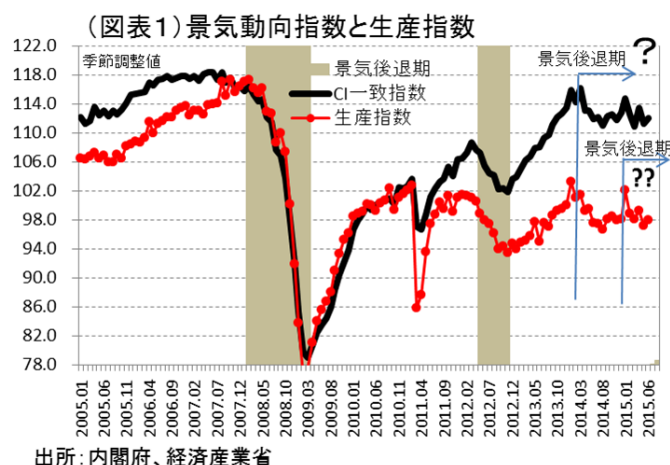
最近の景気情勢は、予想以上に低迷している。賃金・消費の統計データが思いのほか悪く、目先ではマイナス成長が予想される。原因は、国内経済の要因のみならず、海外経済の悪化が幅広く及んできた影響である。今後、米利上げを控え、新興国経済における通貨安も警戒される。現時点では景気判定が後退とされるかは不確定であるが、夏場以降も悪化が続けば、2015年初以降は景気後退になるだろう。

消費税増税の下押しが一巡した後に世界貿易が停滞

このところ、景気情勢の雲行きが怪しい。後々、遡って2015年前半の時期が「景気後退期だった」と判定される可能性も出てきている。一般的に景気判定では、内閣府「景気動向指数」のCI・一致指数が注目されるが、最近のデータの推移ではどこが転換点になりそうなのかわかりにくい（図表1）。むしろ、鉱工業生産指数に注目すると、消費税率を引き上げる直前の2014年1月がピークになっているが、その後で2015年1月にも山がある。生産水準の減少は、2015年2～6月にかけてである。

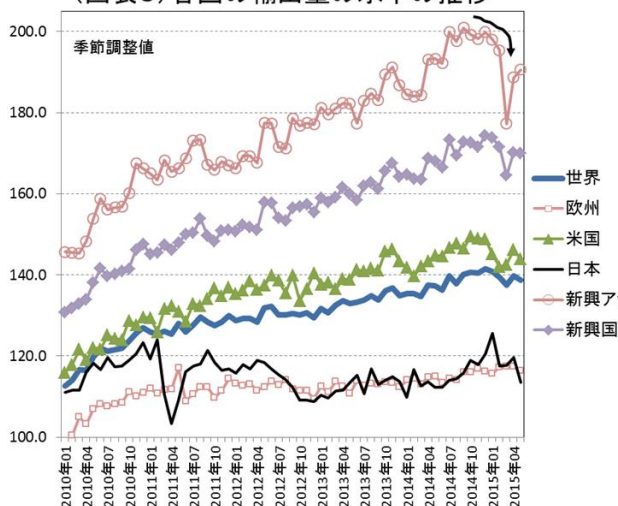
ここでの景気悪化の主因は、輸出減少だとみられる。輸出減少は、日本特有のものではなく、海外経済とシンクロしたものだ。オランダ経済政策分析局のデータでは、世界の貿易取引量が2014年12月をピークにして下落に転じている姿になっている（図表2）。日本経済もその下押し圧力にさらされているのだろう。内訳では、輸出量の変化では、新興国の輸出減、特に新興アジアの減少が目立つ（図表3）。おそらく、この中では中国からの輸出もかなりのウェイトを占めていて、その減少の寄与度も大きいだろう。日本の輸出量については、それに歩調を合わせるように下がっている。

一方、輸入量の変化では、新興国の輸入減がより際立っている（図表4）。新興国の落ち込みは2014年秋から始まっていて、それが欧州や日本の輸出を下押しした可能性がある。新興国の輸入減の様子から察すると、それが2014年秋以降のエネルギー需要を大きく押し下したことは想像に難くない。現在でも、原油市況が再び軟調になっているのでは、新興国の需要が依然として弱いことを反映していると考えられる。

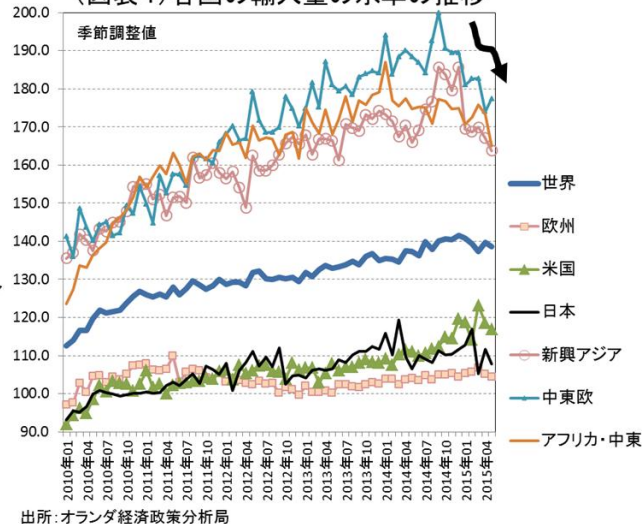


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表3) 各国の輸出量の水準の推移



(図表4) 各国の輸入量の水準の推移



消費税悪玉論は的外れ

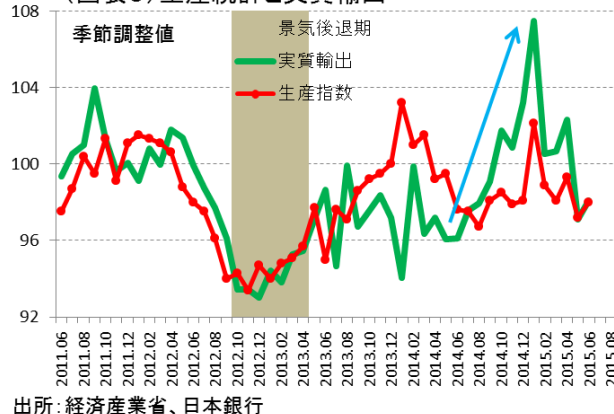
別の仮説として、消費増税の影響が 2014 年 4 月以降の日本の景気動向指数を悪化させたのではないかという見方をする人も多いはずだ。強い先入観を持って見ると、景気悪化の要因は「消費増税だ」と判断しがちである。しかし、筆者は、その仮説を支持しない。正確にデータを分析すると、2014 年 4 月以降、景気は輸出が拡大したことによって、2014 年後半にかけて生産は活発化している(図表 5)。増税の反動減は、2014 年末までに消化されたとみるべきだろう。

だから、現在の景気悪化は、消費税要因とは別だと見る方が妥当だ。2015 年に入ってからの変化は、むしろ、それまで景気回復のけん引役だったはずの輸出が下向きに変わったことである。

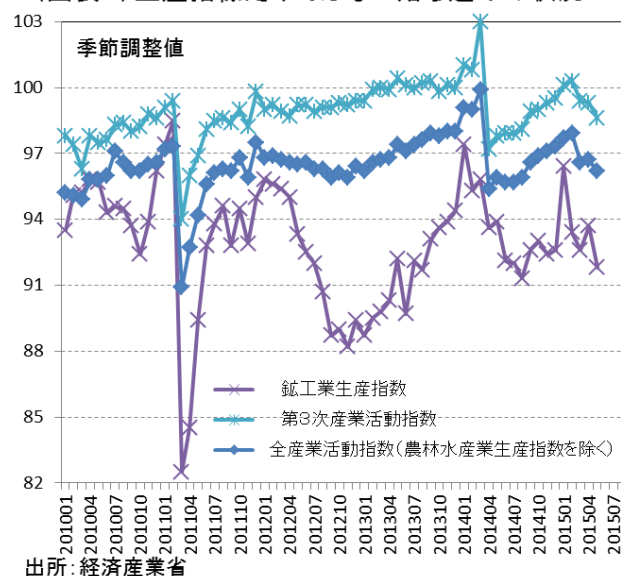
この下押し圧力が、製造業のみならず、第 3 次産業全体にも及んでいるところが不気味だ(図表 6)。経済産業省「第 3 次産業活動指数」では、2015 年 1 月を山に、指数の動きが腰折れた形状に変わっている。運輸、卸売などを含めた広義の対事業所サービスがここに来て悪化している。海外経済の悪化が、製造業以外にも広く及んでいる可能性を示唆している。消費税の反動減よりも、2015 年に入ってからの外需悪化はより深刻なのではあるまいか。

もしも、2015 年の景気悪化が長期化すれば、日本経済全体が景気後退期に判定される可能性はある。8 月 17 日に発表される 4~6 月の実質 GDP の一次速報がマイナス成長になると、景気拡大期の判定に

(図表5) 生産統計と実質輸出



(図表6) 生産指標だけではない落ち込みの状況



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。

は黄色信号が点灯する。この時期に企業収益が増益幅を拡大し続けるかどうかも判定の鍵を握っている。

一方、現時点では、7月30日に発表された鉱工業生産指数の生産予測指数で7・8月と生産活動が盛り返している。生産拡大が起こってれば、2015年前半の低迷は一時的な踊り場になるという希望的観測も成り立つ。好材料としては、景気動向指数の先行指数がこのところ改善していることが挙げられる。2015年7月の米ISM非製造業景況指数は、ここにきて大きく改善している。

景気後退か否かという判断は、7～9月の各種経済指標を確認して、さらに、近々予想される米利上げによって、新興国経済などへの混乱が大きく広がるかどうかを見極めなくてはならない。

内需拡大シナリオの厳しい現実

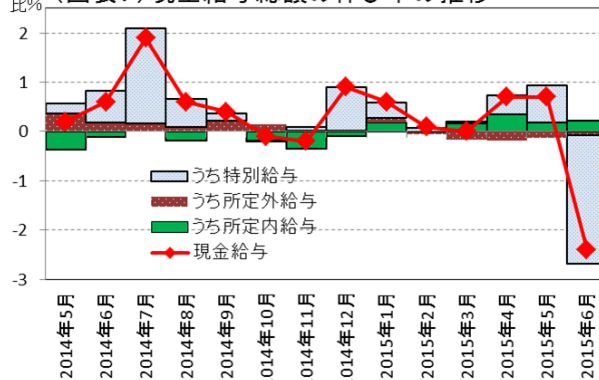
ここまで外需動向を中心に記述したが、人によっては「アベノミクスが内需中心の景気拡大を演出するのでは」と思うのではないか。残念ながら、その期待感はやや過大評価されていた可能性がある。正直に言えば、筆者も今までは内需拡大によって悪材料を吸収し切れるのではないかと、やや楽観的な展望を抱いていた。しかし、7月末と8月初に発表された内需関連の指標は、楽観的にみていた筆者の期待を打ち砕くものであった。

例えば、賃上げの効果がどのくらい表れているかを厚生労働省「毎月勤労統計」で確認すると、6月の現金給与総額の伸び率は、速報データでみて、前年比▲2.4%と大きなマイナスだった(図表7)。4～6月でみた現金給与総額の伸び率も、前年比▲0.7%とマイナスに転じた。このデータを見たとき、筆者は衝撃を覚えた。

賃金マイナスの背景には、夏季賞与が不調で、特別給与の伸び率が一転してマイナス(▲6.5%)になり、現金給与の上昇に対して、足を引っ張った結果になっている。毎月勤労統計の結果は、2015年1月に実施された調査サンプルの入れ替え(抽出替え)があって、尾を引いている可能性もある。6月だけではなく、7月の特別給与も含めてみなくては、賞与支給時期の後ずれの影響が犯人かどうかもわからない。6月の賞与額が減った要因を調べると、特別給与に関して、内訳で医療・福祉と卸小売業の前年比マイナスが目立っている。もしかすると、医療・福祉事業者の企業収益は、2015年度の予算編成で、介護報酬を引き下げて、介護職員の待遇改善を行ったことで圧迫されたことの影響が早くも表れた可能性もあり得る。事業者の収益圧迫を強いるようなことを行ったために、業績悪化が賞与切り下げに及んだという仮説は、言い過ぎであろうか。

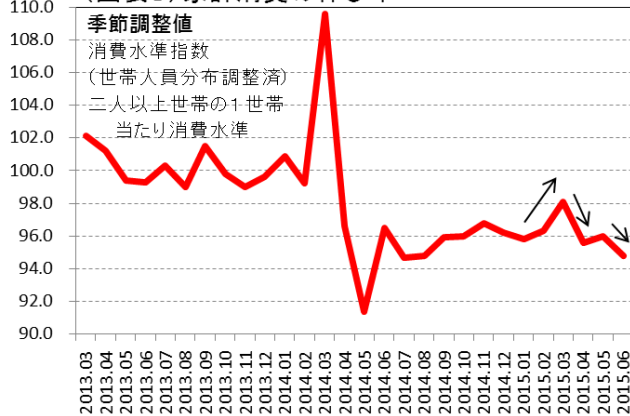
もうひとつ、個人消費の統計も失速気味である。総務省「家計調査」では、4月と6月の前月比マイナスが響いている(図表8)。4～6月の実質GDP成長率・一次速報がマイナスに

(図表7) 現金給与総額の伸び率の推移



出所: 厚生労働省「毎月勤労統計」

(図表8) 家計消費の伸び率



出所: 総務省「家計調査」

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。

転じるのも、個人消費減と外需悪化の要因によるものと考えられる。

これは、需要側だけではなく、供給側の統計、すなわち経済産業省「商業動態統計」の小売業でもほぼ同様にみられる傾向である。この時期には、中国人観光客を中心としたインバウンド消費が“爆買い”と言われるほどに勢いをみせていたはずだ。インバウンド消費は、個別企業の決算でこそ業績改善の材料になっていたが、マクロの消費拡大にはなかなか表れてこなかったようだ。

筆者自身、まだ賃金・消費統計のデータには割り切れない感情を抱いているが、それを言ってしまうと経済分析自体が成り立たなくなってしまうので、結果を受け入れて景気判断を客観的に行っていく以外にないと考えている。自戒をこめて言えば、アベノミクスという話題性のあるトピックスを過大評価してしまい、海外経済の悪化が日本経済にも及んでくるという基本原則を過小評価してしまった。人が先行きを見通すときには、現況がずっと継続するという予想を立てがちになるが、国内・海外経済はともに好不況を繰り返して、必ずしも右肩上がりにはならない。

景気下振れが意味すること

政府の経済成長見通しは、2015年度は実質GDP1.5%、名目2.7%の成長率である（2015年2月策定）。この見通しは、2015年1～3月の実質成長率が年率3.9%と極めて高くなったことで、一旦は蓋然性が高くなったが、目先の4～6月の成長率が弱いものになりそうなので、一転して高成長の実現が危ぶまれている。

政府の「中長期の経済財政に関する試算」では、経済再生ケースとして、名目成長率を2015年度2.9%、2016年度2.9%、2017年度2.7%と強気の数字を前提にしている。無論、この間に景気後退を想定していることはないと考えられる。

もしも、足元での世界経済の悪化が進んで、経済見通しの達成が危ぶまれ、かつ税収見通しが未達成になるとすれば、財政再建経済の信任が低下することにつながる。現在は、税収の弾性値が高いという議論が先行して、税収見通しよりも実績の税収は増えるはずだというムードが強い。そうした強気一辺倒の見通しは修正を余儀なくされて、税収見通しはやはり堅実に考えておいた方がよいということになるだろう。

もうひとつ、目先の景気悪化がさらに長期化して、米利上げが新興国通貨の下落をさらに進めて、円高などの混乱を招いたときには、日銀の追加緩和の可能性が高まる。政治的に、日銀は2016年7月の参議院選挙を控えて、輸入物価の上昇を後押しするような追加緩和を行いにくい雰囲気になっている。これは生活者からの物価上昇への不満が、政策当局者の予想よりも大きかったことが背景である。

しかし、もしも日本の景気後退リスクが高まり、そのことが日経平均株価を思いのほか下落させるようなことが起これば、優先順位が変化して日銀が率先して追加緩和に動かざるを得なくなるだろう。経済政策が手薄になって、全体的にその影響力が低下したときには、黒田総裁にお鉢が回ってきて金融緩和の威力を用いるようになってしまう図式である。こうした状況は必ずしも好ましくはないが、アベノミクスの立て直しをしなければ、アベノミクスが金融緩和依存になっていく可能性はある。