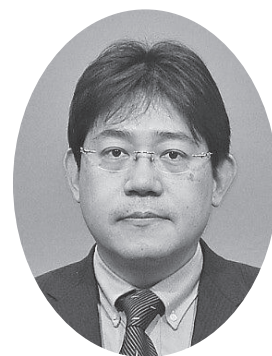


寄稿

景気見通し

— 停滞する日本経済、
増加する下ぶれリスク —

竹内 淳 (たけうち あつし)

公益社団法人 日本経済研究センター 研究本部
主任研究員

《要 約》

わが国の15年10-12月期の実質成長率は、前期比-0.3%（同年率-1.1%）。設備投資は伸び率を高めたが、個人消費、住宅投資が景気の足枷となった（後者は4期ぶりのマイナス）。

日本経済は成長率の符号が四半期毎に入れ替わる、千鳥足のような状況だ。停滞は16年1-3月も続く。景気が「足踏み」から脱するのは4月以降だろう。実質成長率は15年度+0.7%、16年度+1.0%、17年度+0.1%と予測する。

市場の混乱拡大、中国経済失速、新興国（資源国）混乱といった外的な要素に加えて、それらが家計・企業の行動を慎重化させるリスクが高まっている。

景気現状

(1) 15年10-12月期はマイナス成長に転落

15年10-12月期の実質GDP（2次QE）は、前期比-0.3%（前期比年率-1.1%）と、前期の2期ぶりのプラスから再びマイナス成長へと転落だ。個人消費、住宅投資という家計関連の落ち込みが目立つ。企業部門では、高水準の収益を背景に設備投資が前期より伸び率を高めた。この間、在庫の減少テンポは鈍く、生産面からは暫く下ぶれの圧力が残存する見通しだ。

内閣府が公表する景気動向指数（CI）をみても（図表1）、一致指数が16年1月に3ヵ月ぶり

に上昇したが、中国の春節（旧正月）前の駆け込みの影響が大きく、先行き指数は3ヵ月連続の低下だ（内閣府の基調判断は5月以来「足踏み」で不変）。景気下ぶれのリスクが高まっている。

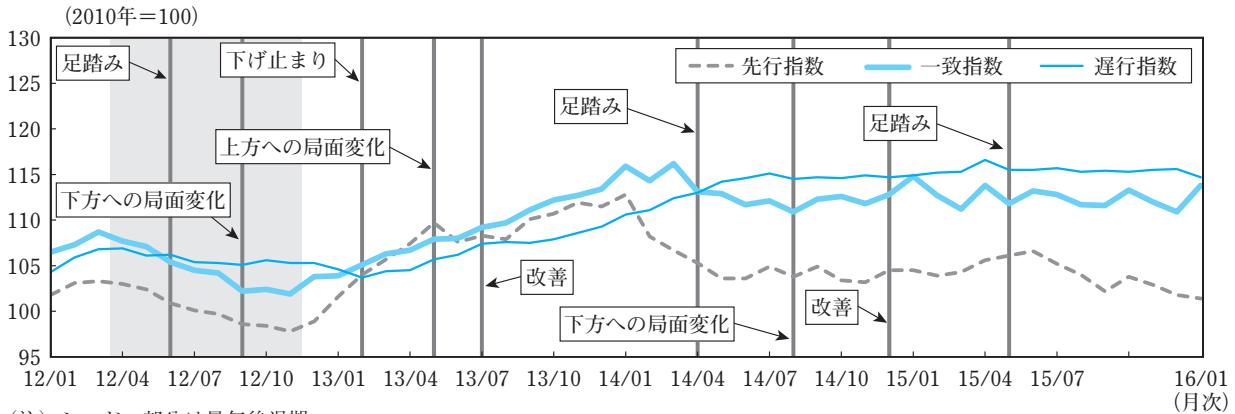
(2) 遠のく2%の消費者物価上昇率達成

消費者物価（生鮮食品を除く総合、消費増税の影響を除く）の前年比を見ると、15年8月から10月までマイナスで推移した後、11月以降は辛くもゼロ以上を保っている。過去の局面との比較では、輸入物価が大幅に下落している割に消費者物価が下げ渋っている（図表2）。その背景を探るため、日銀短観の販売価格判断DI（「上昇」-「下落」の

割合)と仕入価格判断D.I.の差(擬似交易条件)と消費者物価指数の動きを、小売業(財)、サービス業(サービス)につき比較すると、小売業では足元で擬似交易条件が改善しており、連れて消

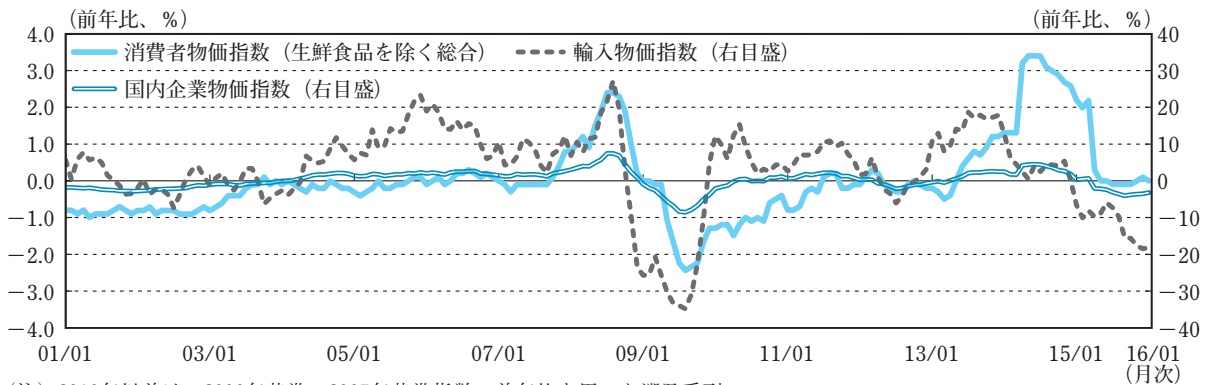
費者物価の財価格も上昇している(図表3左)。小売業が長らく失っていた価格支配力を取り戻しているのではないか。サービス業も過去1年間、擬似交易条件は改善しており、仕入れ価格の上昇

図表1 景気動向指数



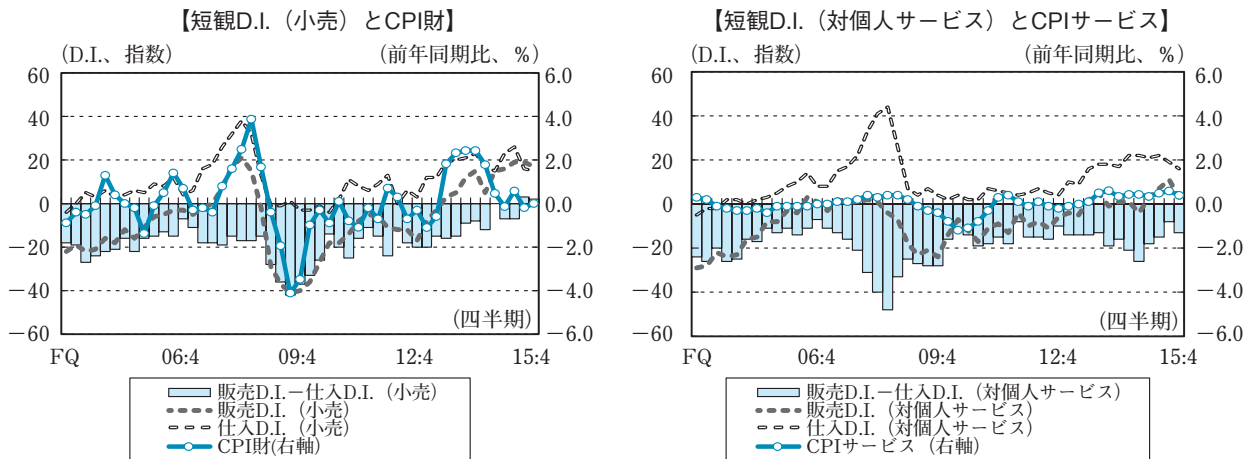
(注) シャドー部分は景気後退期。
(資料) 内閣府『景気動向指数』

図表2 物価指数



(注) 2010年以前は、2000年基準、2005年基準指数の前年比を用いた週及系列。
(資料) 総務省『消費者物価指数』、日本銀行『企業物価指数』

図表3 短観D.I.と消費者物価



(出所) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』、総務省『消費者物価指数』

にCPIサービスが付いてきやすくなっている印象がある(図表3右)。ただし、家計・企業・市場のインフレ期待の低下は先行きの懸念材料だ。日銀は、デフレ脱却に向けたコミットメントの強さを繰り返し強調し、インフレ期待の引き上げを狙うが、苦戦している。来年度の春闘において、足元の物価上昇率の低さを踏まえて労働組合が抑制的な姿勢を示している点もマイナス材料だ。消費者物価2%の実現は、2018年度以降への先送り

が避けられまい(図表4)。

景気の先行き

(1) マイナス金利導入は「利下げ」

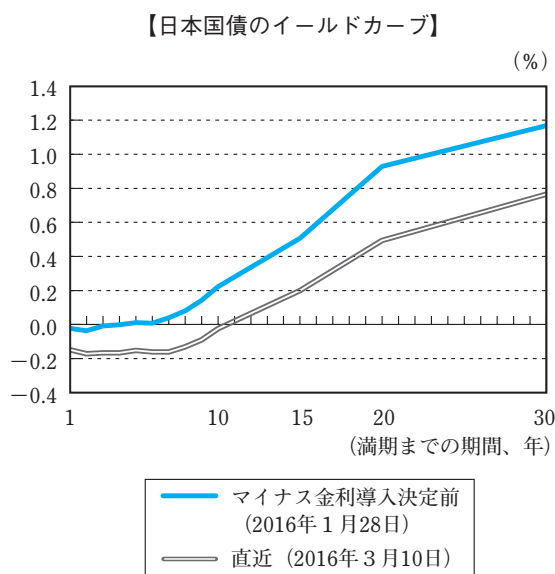
日本経済を巡る外部環境は悪化している。海外経済は回復力の弱さが目立つ。世界経済のけん引役として米国頼みが続く中、その米国は、ドル高・原油安の重荷から景気後退リスクがささやか

図表4 CPIコアの見通し (前年比、%)

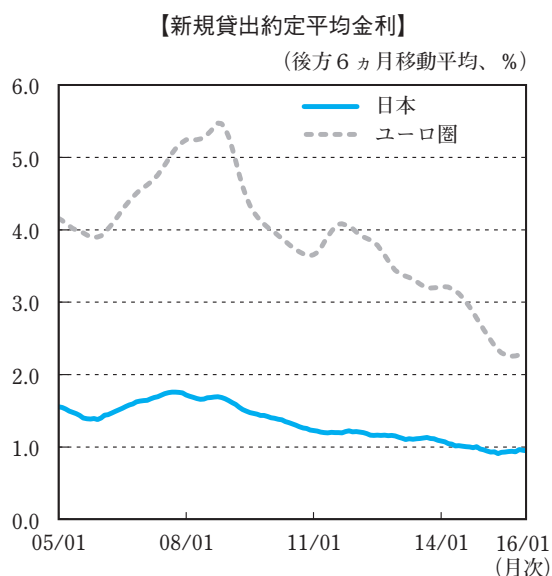
	日経センター		ESP	日本銀行	
	今回	前回 (3ヵ月前)	3月	1月	10月
14年度 (消費税含)			0.8 (2.8)		
15年度	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
16年度	0.4	0.8	0.2	0.8	1.4
17年度 (消費税含)	0.7 (1.7)	0.9 (2.2)	0.9	1.8 (2.8)	1.8 (3.1)

(注1) ESPは調査機関見通しの中央値。日銀は政策委員見通しの中央値。
 (注2) 日経センターの消費税含は軽減税率織り込み、日銀は増税分フル転嫁。
 (資料) 総務省、日本経済研究センター、日本銀行

図表5 金利水準の推移



(注) データがない期間は線形補完。
 (資料) Bloomberg.



(資料) 日本銀行、ECB

れる。中国は、設備や債務の過剰を抱える中で企業活動が停滞しているが、政府当局は有効な対策を打てていない。中国向け輸出の急減に直面した資源国の多くではマイナス成長を強いられており、通貨危機が発生しても不思議ではない。そうした中、金融市場の混乱もなかなか収束しない。日本にとっては株安・円高の急速な進行は、企業・家計心理の悪化につながり、価格・賃金引き上げを断念させるリスクをもたらす。

こうした状況下で、日銀が追加緩和に踏み切り、当座預金へのマイナス金利を導入したことは肯定的に評価すべきだ。デフレマインドの転換が遅れる懸念が高まる中で「何もしない」選択肢はあり得なかった。言葉の印象が悪いのか、マイナス金利には否定的な見方も多い。マイナスと言っても本質的には「利下げ」だ。利下げには効果と副作用の双方が存在する。イールドカーブ全般に金利が低下した（図表5左）結果、貸出金利も下

図表6 国内経済の見通し

(前年比%、寄与度%ポイント)

	2015年度			2016年度			2017年度		
	実質	名目	デフレーター	実質	名目	デフレーター	実質	名目	デフレーター
国内総支出	0.7	2.2	1.5	1.0	1.3	0.4	0.1	0.6	0.4
国内需要（寄与度）	0.7			1.1			▲ 0.3		
民間最終消費支出	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.2	1.4	1.3	▲ 0.1	▲ 0.6	0.3	0.9
民間住宅投資	2.2	2.3	0.1	2.5	3.5	1.0	▲ 5.7	▲ 3.2	2.6
民間企業設備投資	2.4	3.0	0.6	2.7	2.8	0.1	0.3	1.1	0.8
民間在庫品増加（寄与度）	0.3			▲ 0.3			0.1		
公的固定資本形成	▲ 1.4	▲ 1.3	0.1	▲ 2.0	▲ 1.1	0.9	▲ 2.2	▲ 0.1	2.1
外需（寄与度）	0.0			▲ 0.1			0.4		
財貨・サービスの輸出	0.1	▲ 0.9	▲ 1.0	1.4	▲ 0.0	▲ 1.4	3.2	5.5	2.2
財貨・サービスの輸入	▲ 0.1	▲ 8.8	▲ 8.7	2.5	▲ 2.0	▲ 4.4	1.1	6.0	4.8
国民総所得	2.7	2.7	0.1	1.7	1.6	▲ 0.1	▲ 0.3	0.6	0.9

(資料) 内閣府『四半期別 GDP 速報』

図表7 国内主要経済指標

(前期比%、前月比%、新車登録台数は万台〈年率換算値〉、失業率は水準〈%〉)

	鉱工業生産指数	実質輸出	消費総合指数	実質消費支出	新車登録台数	機械受注	住宅着工戸数	公共工事請負金額	失業率
2015/ 2 Q	▲ 1.4	▲ 3.6	▲ 0.8	▲ 1.0	420	2.9	6.7	11.8	3.4
3 Q	▲ 1.2	0.3	0.4	0.0	415	▲ 10.0	▲ 4.2	▲ 12.1	3.4
4 Q	0.5	2.8	▲ 0.8	▲ 1.9	423	4.3	▲ 5.3	0.3	3.3
2015/ 10月	1.4	1.3	0.0	▲ 0.3	430	10.7	▲ 3.5	2.3	3.2
11月	▲ 0.9	1.8	▲ 1.1	▲ 1.8	411	▲ 14.4	1.6	4.8	3.3
12月	▲ 1.7	▲ 3.0	0.1	0.6	428	4.2	▲ 2.2	▲ 3.6	3.3
2016/ 1月	3.7	▲ 0.4		▲ 0.2	403		1.5	1.3	3.2

(注) 新車登録台数、公共工事請負金額は独自季調値。

機械受注は船舶・電力除く民需。

実質消費支出は二人以上世帯、除く住居等。

(資料) 経済産業省、日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、国土交通省

がっている。こうした動きは实体经济にプラスだ。他方で銀行は、預金金利の下げ余地が殆ど無い（マイナス金利の賦課は社会的に困難）中で、利ざやが圧縮されてしまう。元より日本の貸出金利は欧州と比べても低く、収益が強く圧迫される（同右）。そうした結果、経営不安が発生するような状態となれば、銀行の金融仲介能力は落ちてしまうのでむしろ逆効果だ。マイナス金利幅拡大には限界があると言えるだろう。

(2) 景気が足踏みから脱するのは4月以降

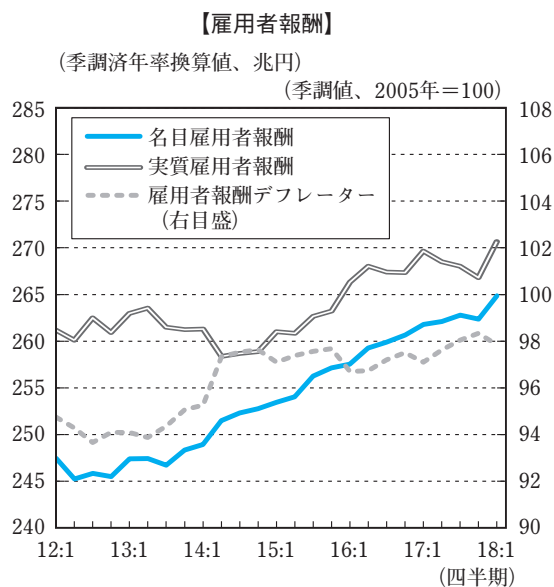
16年1-3月期の実質GDPは横這いとどまるだろう。市場の混乱が続く中、家計・企業が慎重姿勢を強めており、景気回復に向けたモメンタムに乏しい状況が続く。当センターでは実質成長率を15年度+0.7%、16年度+1.0%、17年度+0.1%と予測する（図表6）。

以下では、図表7で足元の経済指標をチェックする。鉱工業生産指数は昨年11月、12月と出荷と生産が共に減少し、在庫が増加したが、16年1月は逆の動きとなった。しかし1月は、中国の春節

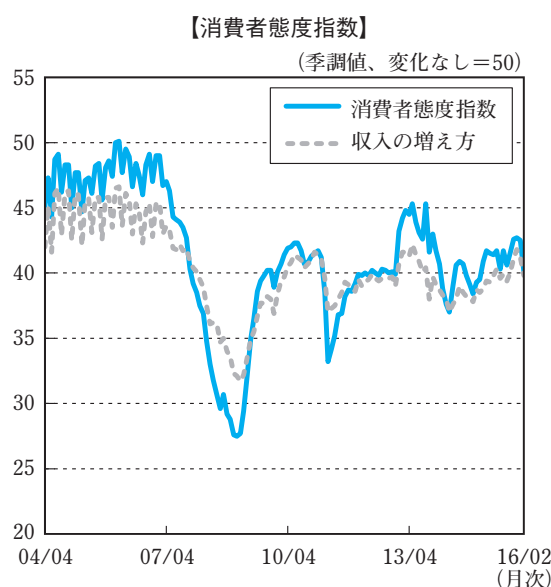
前の駆け込みが押し上げたと考えられ、実態を正確に示していない。予測指数をみても、生産は2月-5.2%、3月+3.1%と低迷が続く。1-3月は再び前期比1%程度の減産に転化するだろう。トヨタ系列の生産トラブルの影響もあるが、それ以上に最終需要の鈍さが足を引っ張っている。

実質輸出（日銀発表）は、15年10-12月期に前期比+2.8%と前期（+0.3%）から伸び率を高めた。仕向け先別にみると、米国が3期ぶりに増加へと転じ、EU向けも大きく増加している。新興国は中国が1年ぶりに増加へと転じ、ASEANも2期連続のプラスとなったが、NIEsは3期連続で減少した。なお、GDP統計では同期の財の実質輸出はマイナスだ（-1.0%）。日銀の計数が貿易統計を元に行っている一方、GDP統計は国際収支統計を組み替えて作成されている。こうした作成方法の違いが乖離を発生させたのだろう（珍しい事象だ）。先行きも、従来から指摘している通り、現地法人の売上高が増えても「地産地消」で賄われており、輸出には繋がりにくい。世界的に製造業の活動が縮小傾向にあり、連れて設備投資も低

図表8 雇用者報酬と消費者心理

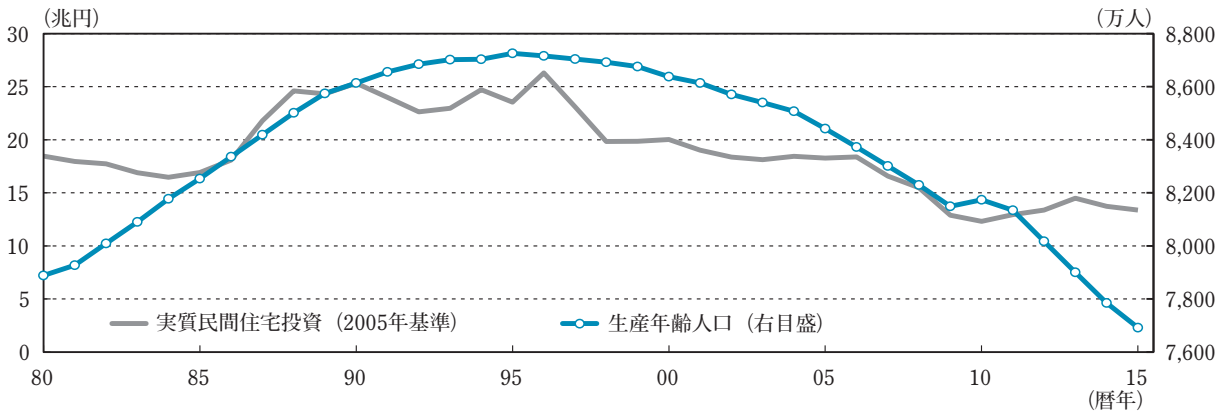


(資料) 内閣府『四半期別GDP速報』



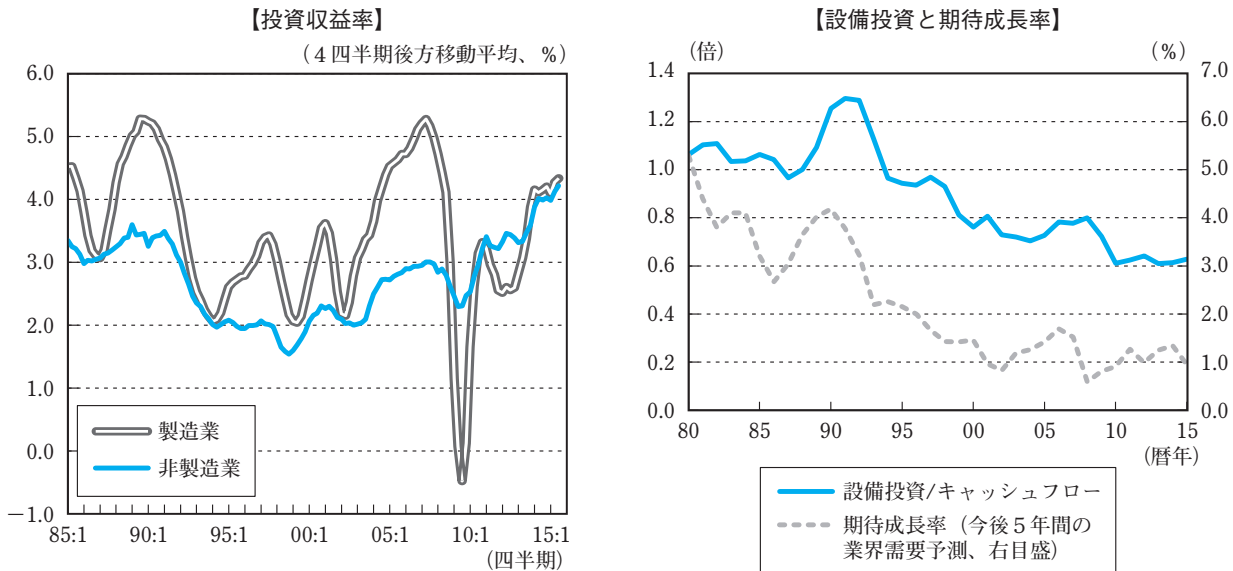
(資料) 内閣府『消費動向調査』

図表9 住宅投資と生産年齢人口



(資料) 内閣府『国民経済計算』、総務省『人口推計』

図表10 投資収益率と期待成長率



(注) 投資収益率 = 営業利益 / (土地を除く有形固定資産 + 棚卸資産)
 (資料) 財務省『法人企業統計季報』

(資料) 財務省『法人企業統計』、内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

迷する中で生産財、資本財・部品への需要が減退している。サービス輸出も「爆買い」を背景に順調に拡大してきたが、訪日外国人数の前年比伸び率が徐々に頭打ちになる一方、ホテルやバスなどの供給制約も強まっており、伸び率は次第に低下するだろう。この間、実質輸入は、15年10-12月期に前期比-1.0%と2期ぶりに減少したが、先行きも内需回復の遅れから伸び悩むだろう。純輸出(外需)のGDPへの寄与度は、15年度+0.0%、

16年度-0.1%、17年度+0.4%を予測する。

個人消費は、15年10-12月期民間最終消費支出(実質、季調値)が前期比-0.9%と大きく減少、東日本大震災後の11年7-9月期以来の低水準を記録した。耐久財、半耐久財が共に大きく減少、ウエートの大きいサービスも僅かながら14年7-9月期以来のマイナスとなっている。月次統計を確認すると、家計調査(需要統計)の実質消費支出(2人以上世帯、除く住居等、季調値)は、10-12

月期に前期比-1.9%と、前回消費増税後の反動減を除けば2011年1-3月期(-2.7%)以来の大幅減となった。16年1月も10-12月対比-0.4%とさらに悪化している。小売業販売額(名目値)も15年11月以来3ヵ月連続で前月比減少が続く。暖冬の影響で衣料品や燃料への支出が控えられた面があるにせよ、消費の不振は深刻だ。こうした状況下、16年度は+1.4%の伸びを見込んでいる。その前の2年が連続でマイナス、消費増税前の駆け込みも含むという点を勘案すると冴えない。17年度は反動で-0.6%に落ち込む。足元では労働市場の改善が続いており、就業者数は高齢者を中心に拡大している。実質賃金も足元では緩やかだが上昇している。その結果、雇用者報酬は名目・実質ともに増加している(図表8左)。それでも消費が増えないのは、消費者心理が冷え込んだままだからだ。消費者態度指数の水準は、「実感なき景気回復」と呼ばれた2002~7年の景気拡大局面よりも低い(同右)。雇用者報酬が増えても、「収入の増え方」への不安が消えないのは、少子高齢化が進む中で将来の国民負担が増えるとの懸念が根強いためだろう。

住宅投資は、民間住宅投資(実質、季調値)が15年10-12月期に前期比-1.2%と1年ぶりに減少へと転じた。住宅着工戸数を見ても、10-12月期は季調済年率86.8万戸と7-9月期の91.7万戸から減少した。月次で見ても、好不調の分水嶺とされる90万戸について8月(93.2万戸)を最後に5ヵ月連続で下回っている。それでも16年度は+2.5%の増加を予測するのは、消費増税前の駆け込み、住宅ローン金利の低下に加えて、政策措置(住宅ローン控除拡大、相続税減税など)が総動員されているためだ。しかし、いずれも「需要の前借り」を発生させるだけだ。図表9をみると、足元で生産年齢人口が減少しているのに住宅投資が不自然

に高止まりしていることが気になる。17年度以降の反動が懸念される(17年度は-5.7%の予測)。

設備投資は、GDP統計の民間企業設備(実質、季調値)が、15年10-12月期に前期比+1.5%と前期(+0.7%)から伸び率を高めた。一致指標である資本財出荷(「鉱工業指数」、除く輸送機械)が、15年10-12月期に前期比-0.8%と前期(-1.9%)に続いて減少していたのでサプライズとなった(16年1月は前月比+7.1%)。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需、季調済前期比)を見ると、15年10-12月期は前期比+4.3%の伸びだが、前期が同-10.0%と大きめの減少だったことに鑑みれば冴えない。設備投資は持ち直していても「加速感に欠ける」展開が続く。先行きも、投資収益率が改善する中(図表10左)、15年度(+2.4%)に続けて16年度も伸びる(+2.7%)と予測するが、株安・円高方向に振れる中、ダウンサイドリスクが満載だ。内閣府の調査では、アベノミクス3年を経ても、企業の成長期待が高まっていない様子が浮き彫りになっている(同右)。これでは投資は、実施されても維持・補修にとどまってしまう。

公需は、過年度の公共工事増の反動が発生しているが、政府消費は緩やかな増加が続く見通しだ。

リスク要因

当面のリスクは、外生的には、①金融市場の混乱拡大、②中国経済の失速、③資源国の一部における通貨危機の発生などに加えて、④先進国の一部でポピュリスト・保護主義的な政治勢力が急伸することだ。内生的には、株安・円高が企業・家計行動の慎重化を招くことが懸念されるどころだ。

(3月11日脱稿)