

2014年9月18日 全11頁

日本経済見通し：わが国の輸出は持ち直すのか？

メインシナリオでは、日本経済は緩やかな回復軌道を辿る見通し

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 橋本 政彦
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之

[要約]

- 経済見通しを改訂：2014年4-6月期 GDP 二次速報を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2014年度が前年度比+0.7%（前回：同+0.7%）、2015年度が同+1.5%（同：同+1.5%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第182回 日本経済予測（改訂版）」（2014年9月8日）参照）。日本経済は、2014年4-6月期に消費税増税の影響で一時的に低迷したものの、7-9月期以降、緩やかな回復軌道を辿る見通しである。
①足下で消費税増税に伴う悪影響がおおむね一巡したとみられること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。日本経済のリスク要因としては、①実質所得低迷による個人消費の停滞、②中国の「シャドーバンキング」問題、③地政学的リスクを背景とする原油価格高騰や世界的な株安の進行、④米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、の4点に留意が必要である。
- わが国の輸出は持ち直すのか？：今回のレポートでは、わが国の輸出動向について多面的に検証した。米国経済の循環的な回復などを背景に、わが国の輸出は緩やかに持ち直すと予想される。ただし、2013年時点で11.5兆円ある貿易赤字のうち、約7兆円が空洞化、約4兆円が原発停止に伴う輸入増の影響によるものである。こうした構造要因を勘案すると、わが国の貿易収支は当面赤字の状態が続く可能性が高い。

1. 日本経済のメインシナリオ

日本経済のメインシナリオ

2014年4-6月期GDP二次速報を受け、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2014年度が前年度比+0.7%（前回：同+0.7%）、2015年度が同+1.5%（同：同+1.5%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第182回 日本経済予測（改訂版）」（2014年9月8日）参照）。日本経済は、2014年4-6月期に消費税増税の影響で一時的に低迷したものの、7-9月期以降、緩やかな回復軌道を辿る見通しである。①足下で消費税増税に伴う悪影響がおおむね一巡したとみられること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。

実質GDP成長率は一次速報からわずかに下方修正

2014年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲7.1%（前期比▲1.8%）と、一次速報（前期比年率▲6.8%、前期比▲1.7%）から下方修正されたが、概ね市場コンセンサス（前期比年率▲7.0%、前期比▲1.8%）通りの結果となった。ただし、内訳を見ると、設備投資が下方修正される一方で、在庫投資の上方修正が押し上げ要因となっている。在庫投資の大幅な増加については、駆け込み需要によって減少した在庫の復元という側面はあるものの、内需の低迷に起因した部分もあるとみられ、ポジティブな内容ではない。今回の結果は、見た目の数字以上に内容は良くない。

設備投資が下方修正される一方で、在庫投資は上方修正

一次速報からの改訂を需要項目別に見ると、法人企業統計を受けて、設備投資は前期比▲5.1%へと大きく下方修正された（一次速報：同▲2.5%）。また、個人消費も一次速報からわずかに下方修正されている（一次速報：前期比▲5.0%→二次速報：同▲5.1%）。一方で、民間在庫は法人企業統計を受けて一次速報から大きく上方修正された（実質GDPに対する前期比寄与度。一次速報：+1.0%pt→二次速報：+1.4%pt）。公共投資については、建設総合統計の3ヶ月目の数字が反映されることで、通常、二次速報で改訂されることが多いが、今回はほぼ修正されなかった。

個人消費の減少がGDPを下押しするという姿は変わらず

2014年4-6月期の実質GDP成長率（前期比ベース）への寄与度を内外需別に見ると、内需寄与度が▲2.9%pt（一次速報：同▲2.8%pt）、外需寄与度が+1.1%pt（一次速報：同+1.1%pt）となった。消費税増税後の個人消費の反動減を主因に4-6月期の経済が大きく落ち込んだという姿に一次速報段階から大きな変化はなく、当社の景気認識に修正を迫られるような内容ではなかった。

需要項目別の動向を確認すると、個人消費は前期比▲5.1%と大幅に減少し、GDPを押し下げた。財別に見ると、1-3月期の駆け込み需要が大きかった耐久財が前期比▲19.3%と大きく減少し全体を押し下げた。また、駆け込み需要が比較的小さかったとみられる半耐久財（同▲12.6%）、非耐久財（同▲6.9%）も大幅に減少しており、反動減に加えて、物価上昇による実質所得の減少が個人消費の下押し要因となった。

設備投資は今回下方修正され、4-6 月期には前期比▲5.1%と大きく落ち込む形となったが、1-3 月期の大幅な増加に鑑みると、水準の落ち込みはそれほど深刻なものではない。1-3 月期には WindowsXP のサポート切れに伴う駆け込み需要等があったことを考慮すると、緩やかながら増加基調が続いていると捉えられるだろう。

公共投資は前期比▲0.5%となった。過去の経済対策等の効果が剥落するなか、2 四半期連続の減少となったものの、2013 年度補正予算、および 2014 年度本予算の前倒し執行を受けて、減少幅は前期から縮小し、高水準での推移が続いている。

外需は 4 四半期ぶりのプラス寄与となったが、これは内需の縮小を主因に輸入が大きく減少したためである。輸出については前期比▲0.5%と 3 四半期ぶりの減少に転じ、伸び悩みが続いている。

2014年7-9月期のGDPはプラス成長へ

先行きの日本経済に関して、2014 年 7-9 月期以降持ち直し、景気拡大が続くと見込んでいる。11 月半ばに公表される予定の 2014 年 7-9 月期 GDP は、次回（2015 年 10 月）の消費税増税を判断する際の重要な材料となるため注目度が高いが、再びプラス成長に転じる公算が大きい。

4-6 月期は反動減による個人消費の減少が GDP を大きく押し下げたが、月次ベースの動きを見ると、4 月を底にして 5 月、6 月は持ち直しの動きが見られている。足下で個人消費は減速が見られるものの、月次の「ゲタ」による押し上げもあり、7-9 月期の個人消費はプラス成長に転じる可能性が高い。加えて、公共事業の前倒し執行を受け、2014 年度に入って以降、公共工事の受注は急激に増加している。7-9 月期は公共投資も明確な増加を示すとみられ、実質 GDP の伸びを下支えすると見込まれる。また、4-6 月期に減速が見られた設備投資も、7-9 月期以降、増加基調に復すると見込んでいる。増税の反動減の影響により足下で生産活動は停滞しているが、非製造業を中心に設備の不足感が高い状態が続いている。日銀短観など、各種設備投資アンケートでも企業の設備投資に対して積極的な姿勢が表れており、設備投資は底堅く推移する可能性が高い。輸出については円安が進むなかでも伸び悩んでおり、横ばい圏での推移が続いている。しかし、外部環境に目を向けると、米国では底堅い景気回復が続いており、欧州でもごく緩やかながら景気は拡大傾向にある。世界経済が拡大するなか、日本の輸出も徐々に持ち直しに向かうと見込んでいる。

日本経済が抱える4つのリスク要因

日本経済のリスク要因としては、①実質所得低迷による個人消費の停滞、②中国の「シャドバンキング」問題、③地政学的リスクを背景とする原油価格高騰や世界的な株安の進行、④米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、の 4 点に留意が必要である。

日銀の金融政策

日銀による追加的な金融緩和は 2015 年 1-3 月期以降と予想している。日銀の物価目標達成の可能性は排除できないものの、当社の現時点におけるメインシナリオでは、消費者物価上昇率は 2%には届かないとみている。

2. わが国の輸出は持ち直すのか？

世界経済の停滞が輸出伸び悩みの主因

今回のレポートでは、わが国の輸出動向について多面的に検証した。

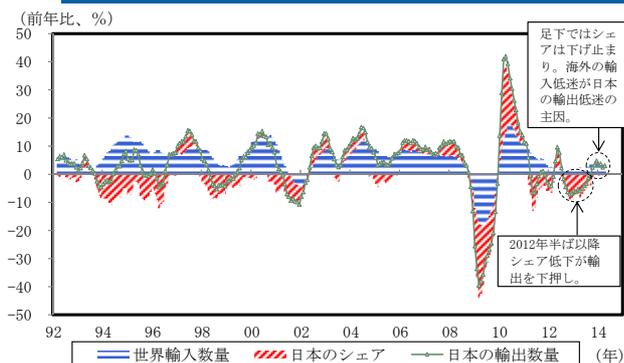
2012 年末以降、急速に円安が進んだにもかかわらず、輸出数量が伸び悩んでいることから、空洞化の進展などを背景に日本からの輸出は構造的に伸びにくくなっているとの指摘も少なくない。そこで、以下では日本の輸出が伸び悩んでいる要因について改めて検討する。

日本からの輸出数量は、世界全体の輸出数量（＝輸入数量）と日本のシェアの積であり、前者を海外需要の強さ、後者を日本の競争力と捉えることができる。日本の輸出数量の変化を世界輸入数量の変化と、日本のシェアで要因分解したものが**図表 1**である。90 年代以降の動きを見ると、日本の輸出に大きな影響を与えてきたのは世界輸入数量、すなわち海外需要であり、シェアの変化による影響は相対的には小さい。世界の輸入数量は 2012 年頃からほぼ増加しておらず、こうした世界需要の伸び悩みが日本の輸出停滞の主因となったことが確認できる。日本が景気後退に陥った 2012 年半ばから後半にかけての時期については、世界需要が伸び悩むなかで、日本のシェアが低下したことが輸出を低迷させていたが、シェアの低下は 2012 年末にかけて歯止めがかかっている。

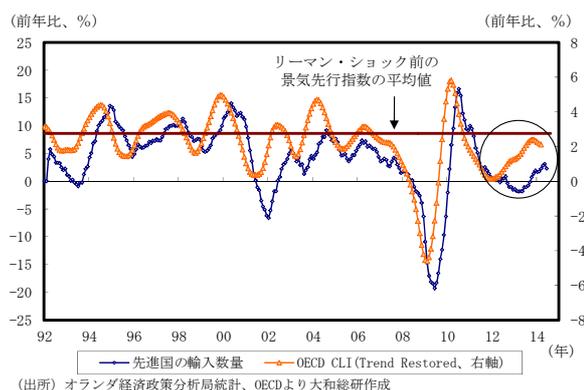
世界の輸入数量は基本的には世界景気、特に世界の最終需要の大半を占める先進国の景気動向の影響を強く受ける。**図表 2** は先進国の景気動向(OECD CLI)と輸入数量の推移を見たものである。これを見ると、景気については 2012 年初をボトムに改善が続いてきたものの、輸入数量は景気の回復度合いに比べると伸び悩んでいる。米国における製造業の国内回帰などの構造要因が輸入数量伸び悩みの一因となっている可能性はあるが、過去の関係に照らすと景気にやや遅れて輸入数量は変動しており、循環的には世界の輸入数量は今後伸び率を高めていくとみられる。

結論として、当社のメインシナリオでは、米国経済の循環的な回復などを背景に、わが国の輸出は緩やかに持ち直すと予想している。ただし、足下の先進国の景気改善速度がリーマン・ショック前のトレンドと比べると緩やかなものに留まっている点には留意が必要である。仮に、今後先進国の成長トレンドの低下が定着する場合には、世界の輸入数量、ひいては日本からの輸出数量の伸びも過去と比べて緩やかなものに留まる可能性があり、要注意であるといえよう。

図表 1：日本の輸出数量の要因分解



図表 2：先進国の輸入数量と景気先行指数



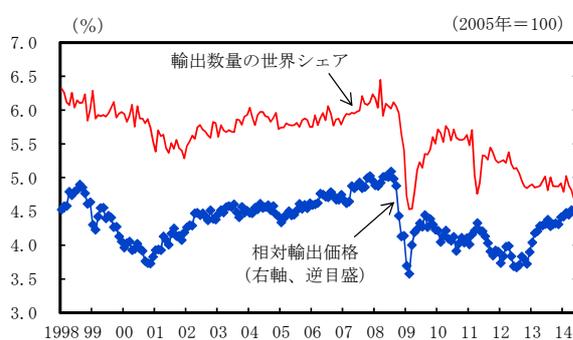
為替効果はプラスだが、空洞化が輸出拡大を阻害

ここまで、輸出数量伸び悩みの最大の要因は世界経済の拡大ペースが緩慢であったことだという点を確認してきた。ただし、日本の輸出シェアについても、足下で下げ止まりつつあるものの低迷が続いている。輸出シェアは、日本の輸出競争力を表している。輸出競争力を高めていくことは日本の成長力を高める上で重要な課題であり、シェア低迷の要因を十分に検討する必要があるだろう。

輸出競争力に影響を与える要因の代表的なものとして、為替レートが考えられる。為替が減価すれば、自国通貨建て価格が一定の場合でも外貨建て価格が低下することになるため、企業は収益を維持しつつ値下げをすることで、海外製品に対する価格競争力を高めることが可能となる。実際に**図表 3**で日本の相対輸出価格を見ると、2012年末から急速に円安が進むなかで、大きく低下していることが確認できる。しかし、前掲・**図表 1**で確認した通り、日本の輸出シェアは低下トレンドに歯止めがかかったものの、依然として上昇するには至っていない。すなわち、過去においては相対輸出価格と輸出シェアに連動性が見られていたものの、足下の円安局面においては、価格競争力の改善がシェアの拡大につながっていないのである。

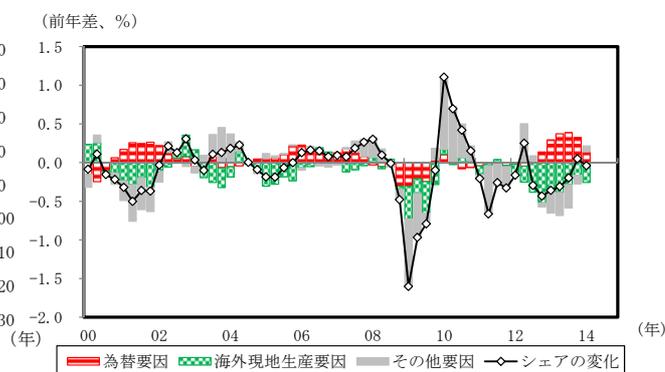
円安によって日本の輸出競争力が高まるなかで、シェアが伸び悩んでいる背景には、空洞化という構造要因が強く影響していると考えられる。これまで国内で生産し、輸出していた製品に関して現地生産化を進めれば、海外需要を一定としても、日本からの輸出は減少することとなる。日本の輸出シェアを、為替要因と海外現地生産要因で推計したところ、円安によって為替要因が輸出シェアを押し上げる一方で、海外現地生産の拡大が日本の輸出シェアを押し下げるという結果になった(**図表 4**)。結論として、現地生産も含めた日本企業のシェアという観点からみれば、これが改善したとしても、空洞化の進展によって日本からの輸出は構造的に伸びにくくなっているのだ。

図表 3：相対輸出価格と日本の輸出数量シェア



(注) 相対輸出価格＝日本の輸出価格（ドル建て）／世界の輸入価格。
(出所) 内閣府、IMF、オランダ経済政策分析局統計より大和総研作成

図表 4：輸出シェア変動の要因分解



(注) 推計式は以下の通り、
 $SHARE = 12.84 - 0.02 * REER - 0.12 * FP$ 。係数は全て1%有意。
 SHARE：日本の輸出数量が世界輸出数量に占めるシェア、REER：実質実効円レート。
 FP：海外現地法人売上高 / (海外現地法人売上高 + 日本の輸出金額)
 (出所) 経済産業省、日本銀行、財務省、オランダ経済政策分析局統計より大和総研作成

貿易収支は空洞化で7兆円、原発停止で4兆円悪化

本節ではわが国の輸出動向について考察してきたが、ここまでの議論を補完する意味で、近年の貿易収支の変動要因について検証しておきたい。

国際収支統計（財務省、日銀）によると、2013年の経常収支は3.2兆円と、比較が可能な1985年以降で最少の黒字幅を記録した。経常収支の黒字幅は大幅に縮小傾向にあり、このままわが国では経常赤字状態が定着してしまうのではないかという声も聞かれる。経常収支赤字化の主因は、貿易赤字の拡大である。2013年のわが国の貿易収支は通関ベースで11.5兆円の赤字、国際収支ベースで8.8兆円の赤字を記録しており、どちらも過去最大の赤字幅である。

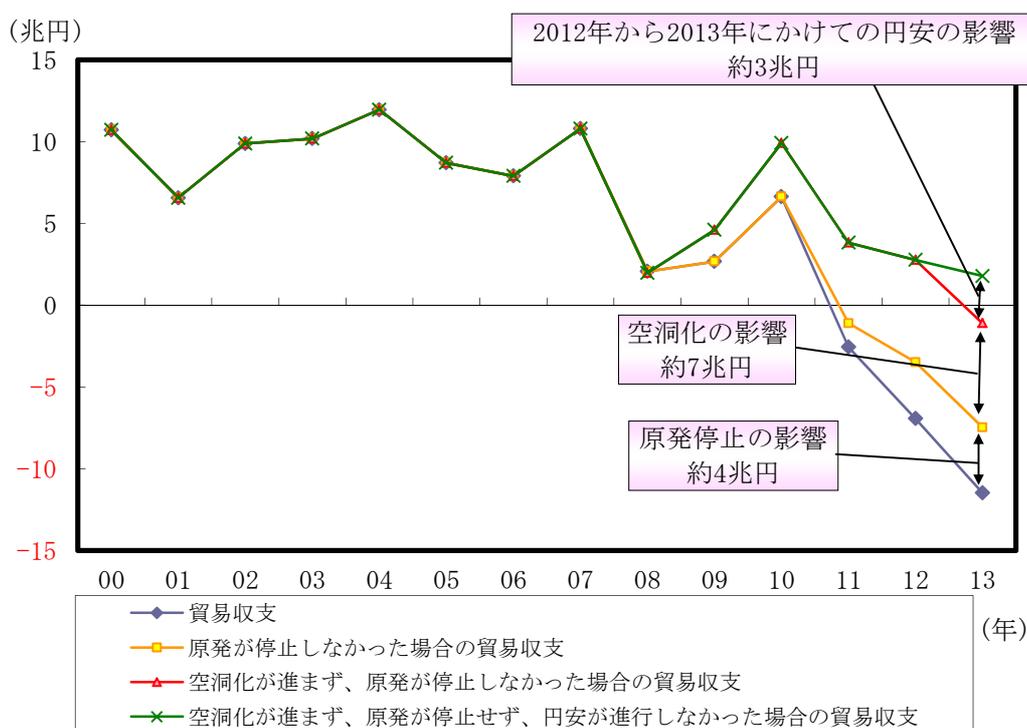
わが国の貿易収支は今後も赤字での推移が続くのであろうか？

そもそも、2011年以降、貿易収支が赤字化し、その後赤字幅が拡大を続けた背景には、空洞化の進展および、東日本大震災に伴い原子力発電所が停止していることの影響が大きい。

図表5は、空洞化と原発停止が貿易収支に与える影響を見たものである。2013年時点で11.5兆円ある貿易赤字のうち、約7兆円が空洞化、約4兆円が原発停止に伴う輸入増の影響によるものである。

結論として、当社のメインシナリオでは、米国経済の循環的な回復などを背景にわが国の輸出は緩やかに持ち直すと予想されるものの、上記の構造要因を勘案すると、わが国の貿易収支は当面赤字の状態が続く可能性が高いものと考えられる。

図表5：空洞化、原発停止が貿易収支に与える影響



足下の米国経済の復調がアジア新興国経済を下支え

次に、今後の輸出動向を展望する上でカギを握る、アジア新興国経済の動向について、米国および中国の影響力という観点から考察を行いたい。

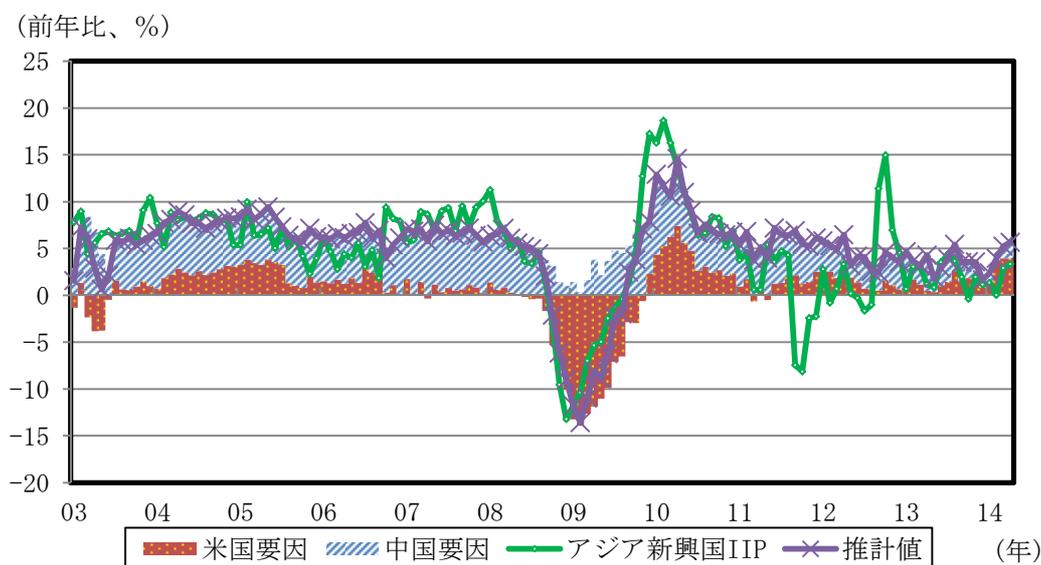
結論をあらかじめ述べれば、循環的に見ると米国経済の回復がアジア新興国経済の改善に寄与する一方で、構造的な観点からはアジア新興国経済に対する中国経済の影響度が強まっている。

図表 6 は、アジア新興国の鉱工業生産を米国の生産と中国の生産で回帰し、それぞれの国の影響度を推定したものである。

この図表を見ると、2009 年以降のリーマン・ショックからの景気回復局面では、中国経済の回復がアジア新興国経済改善の原動力になった可能性が示唆される。これに対して、足下では米国における生産の増加がアジア新興国の生産を下支えしていることが分かる。2013 年にはFRBが量的金融緩和政策の縮小（いわゆる「テーパリング」）を開始することへの過度な悲観論などから、金融市場の混乱を受けてアジア新興国経済が動揺したものの、足下で米国の実体経済の改善が着実にアジア新興国経済の持ち直しの原動力となっている点は心強い材料である。

当社は、今後も米国経済は着実に回復していくと予想しており、循環的に見れば米国経済の回復がアジア新興国経済を下支えすると考えている。

図表 6 : アジア新興国の鉱工業生産の要因分解



(注) アジア新興国IIP(前年比)を米国IIP(前年比)および中国IIP(前年比)でローリング回帰し、寄与度を算出した。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

構造的な観点からはアジア新興国経済に対する中国経済の影響度が強まる

ただし、構造的な観点からはアジア新興国経済に対する中国経済の影響度は着実に強まっている。

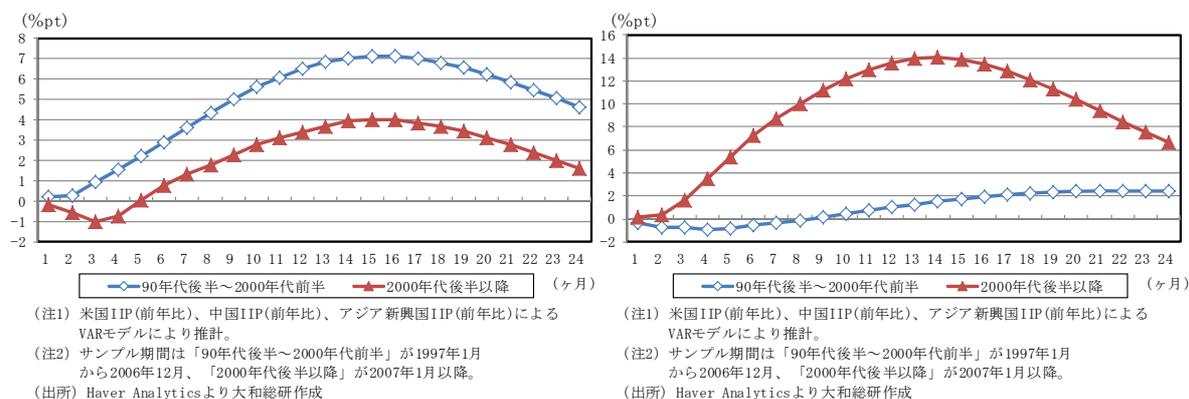
図表 7 は、米国と中国の生産がそれぞれ変動した場合に、アジア新興国の鉱工業生産にどの程度の影響を与えるかを試算したものである。縦軸はアジア新興国の鉱工業生産への影響度の大きさ、横軸はショックが発生してからの経過時間を示している。

米国のアジア新興国への影響度を見ると、「90年代後半から2000年代前半」に比べて、「2000年代後半以降」は影響度が小さくなっている。対照的に、中国の影響度は、「2000年代後半以降」に大きくなっている。このことは、アジア新興国経済が構造的には中国経済の影響をより一層受けやすくなる一方で、米国経済の影響度が小さくなっていることを示唆している。

近年構造的にアジア新興国への影響力を強めている中国経済に目を向けると、昨年末から減速傾向となっていた。しかし、足下では景気下支え策の効果もあり、中国経済は持ち直しの動きを見せている。不動産バブルや過剰設備などの様々な問題を抱えてはいるものの、いずれもこの先1~2年間程度は先送りできる問題であり、短期的には中国経済の底割れは回避されるだろう。

このように米国・中国経済の回復は、循環的・構造的双方の観点からアジア新興国経済の改善を下支えするとみられる。

図表 7：アジア新興国の鉱工業生産への影響(左：米国、右：中国)



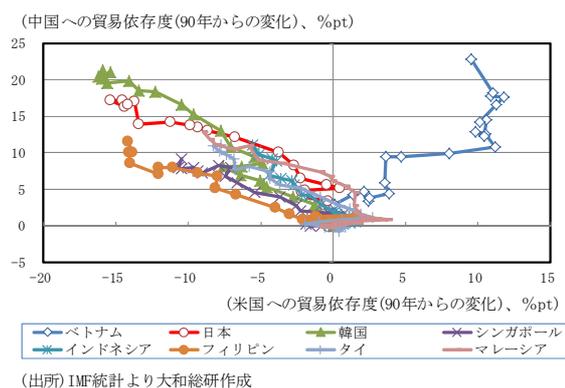
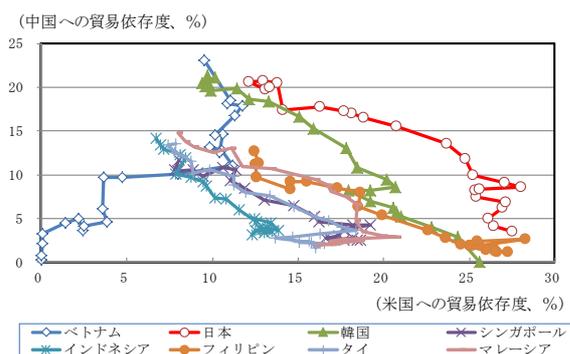
アジア新興国経済の中国への貿易依存度が高まる傾向

ここで、中国経済のアジア新興国経済に対する影響度が高まっている理由について考察しておこう。

一国の経済が他国へ影響を与えるルートとして最も重要なのが貿易である。そこで、新興国の中国、米国に対する貿易依存度を見ると、多くの国で共通して中国への依存度が高まる一方で、米国への依存度が低下する傾向にある(図表8)。なお、貿易依存度とは当該諸国の輸出入金額に占める対中国向け(または米国向け)輸出入金額として定義している。

90年以降の中国の経済成長は著しく、経済規模の拡大に伴い貿易金額も増加の一途をたどった。その過程で、特に地理的に密接な東南アジア諸国との貿易関係は緊密になり、これらの国で中国への貿易依存度が高まったとみられる。この結果、新興国は米国との貿易関係が相対的に希薄化している。以上の理由から、構造的には中国経済のアジア新興国への影響度が増す一方、米国経済の影響力が低下したものと考えられる。

図表8：米国・中国への貿易依存度の変化



わが国のグローバル・バリュー・チェーンへの参加度合い

最後に、参考として、日本企業のグローバル・バリュー・チェーンへの参加度合いについて見ておこう。

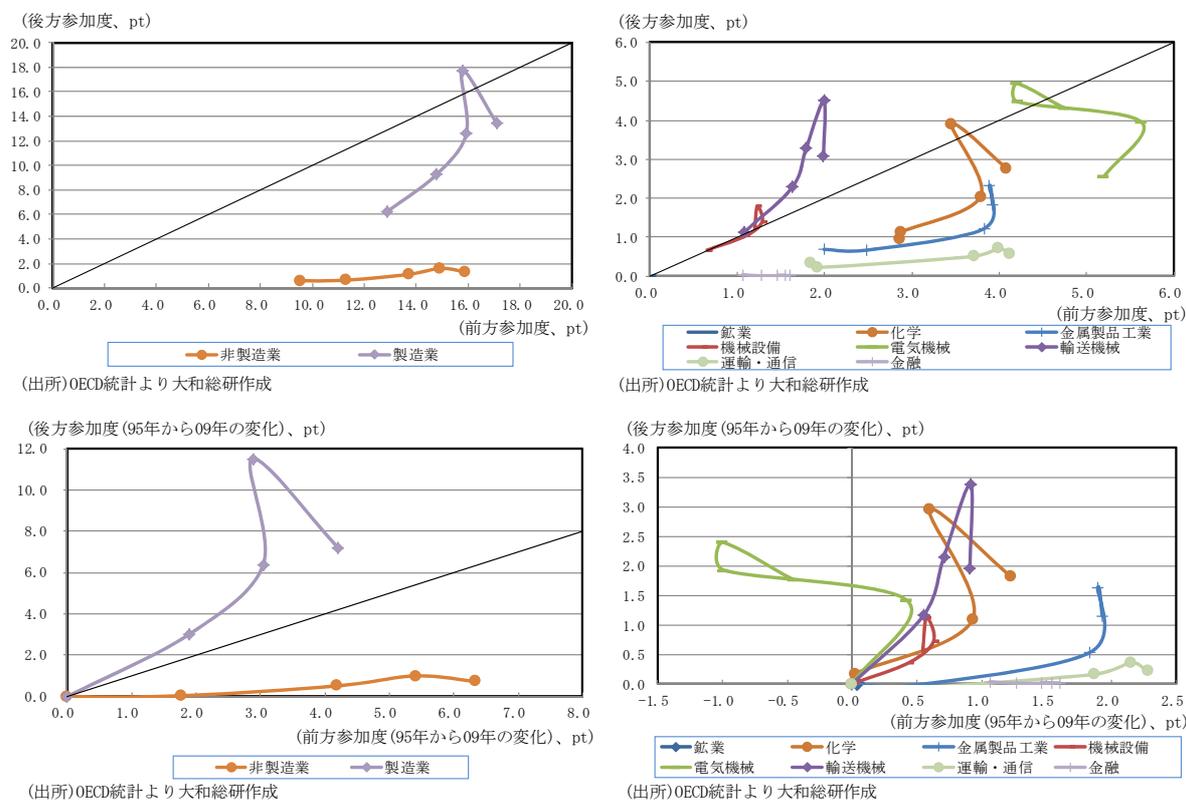
グローバル・バリュー・チェーンとは、輸出財・サービスの生産に関して、一国が生産過程のどの段階で関連を持つかを見たものである。国をまたがって生産される輸出財・サービスの「川上」での参加は、「前方参加度」、「川下」での参加は「後方参加度」という指標でそれぞれ表される。

日本のグローバル・バリュー・チェーンへの参加度合いの変化を示したのが、**図表 9**である。

製造業のグローバル・バリュー・チェーンの動きを見ると、リーマン・ショックの影響を受けている 2009 年のサンプルを除いて、後方参加度が高まる傾向にある。すなわち、日本の製造業はグローバルな分業体制の構築が進む過程で、他国からの中間財・サービスを投入し、輸出製品を製造する傾向を強めているのである。他方で、前方参加度についても高まっていることから、他国の輸出財生産に際し、日本は中間財・サービスを供給することによってもグローバル・バリュー・チェーンへの関与を強めている。

これに対して、非製造業を見ると、後方参加度が低い一方で、前方参加度は高まっている。運輸・通信などのサービス業がグローバルに展開していることの証左であるといえよう。

図表 9 : グローバル・バリュー・チェーンの変化



図表 10：日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2013. 10-12	2014. 1-3	4-6	7-9	10-12	2015. 1-3	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-0.5 2.5	6.0 3.0	-7.1 -0.1	4.8 0.8	3.0 1.5	2.1 0.4	0.7	2.3	0.7	1.5
経常収支 (季調済年率、兆円)	0.0	-5.5	2.6	2.6	3.3	3.9	4.2	0.8	3.1	6.3
失業率 (%)	3.9	3.6	3.6	3.7	3.5	3.5	4.3	3.9	3.6	3.4
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	1.1	1.3	3.3	3.3	3.2	3.3	-0.2	0.8	3.3	1.9
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.64	0.61	0.59	0.50	0.55	0.60	0.76	0.66	0.56	0.70

(注) 予測値は原則として大和総研・第182回日本経済予測(改訂版)による。

(出所) 各種統計より大和総研作成