

2015年9月24日 全10頁

日本経済見通し：「踊り場」か？「景気後退」か？

日本経済は「踊り場」でとどまる見通しだが「景気後退」のリスクも

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 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之
山口 晃

[要約]

- 日本経済は「踊り場」入り：2015年4-6月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+1.0%（前回：同+1.1%）、2016年度が同+1.7%（同：同+1.9%）である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第186回 日本経済予測（改訂版）」（2015年9月8日）参照）。
- 「踊り場」か？「景気後退」か？：今後の日本経済を巡る最大の焦点は、「踊り場」でとどまるのか、あるいは「景気後退」に陥るのか、という点だ。GDP統計の需要項目別動向から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく「景気後退」へと突入するリスクが存在する。ただし、日本経済の「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）に照らせば、日本経済は「景気後退」を回避し緩やかな景気拡大局面へと向かう見通しである。

1. 日本経済は「踊り場」入り

日本経済は「踊り場」入り

2015年4-6月期GDP二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+1.0%（前回：同+1.1%）、2016年度が同+1.7%（同：同+1.9%）である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第186回 日本経済予測（改訂版）」（2015年9月8日）参照）。

2015年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）

2015年4-6月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と、一次速報（前期比年率▲1.6%、前期比▲0.4%）から上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率▲1.6%、前期比▲0.4%）も上回った。今回の結果が市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、在庫投資の上方修正幅が事前予想を上回ったことによる。実質GDP成長率の改訂幅が小幅なものに留まったことなどを総合的に評価すると、今回の二次速報は、日本経済が輸出と消費の弱さを背景に「踊り場」局面入りしたという当社のこれまでの見方を再確認させる結果だと言えよう。ただし、設備投資が下方修正される中で在庫が予想以上に積み上がっているため、改訂の内容は良くない。

設備投資が下方修正された一方で、在庫投資が予想以上の上方修正

一次速報からの改訂内容を需要項目別に見ると、設備投資が下方修正される一方で、在庫投資が予想以上の上方修正となり、全体を押し上げた。法人企業統計の結果などを受けて、設備投資は前期比▲0.9%となり、一次速報（同▲0.1%）から下方修正された。在庫投資は前期比寄与度+0.3%ptと一次速報（同+0.1%pt）から上方修正となり、市場予想（同+0.2%pt）を上回った。形態別に見ると、在庫投資の4形態全てが上方修正され、3形態（「製品在庫」、「原材料在庫」、「流通在庫」）で在庫が増加している。足下で、在庫積み上がりの様相が強まっている点に留意が必要であろう。

他方、公共投資は一次速報から下方修正されたもののGDPへの影響は限定的なものに留まっており、住宅投資と輸出入は一次速報から横ばい、個人消費と政府消費は一次速報から上方修正された。

日本経済は徐々に持ち直すと予想するが、足下で先行きの不透明感が強まる

当社の基本シナリオとして、先行きの日本経済は徐々に持ち直すと予想している。実質GDPは、今回大きく押下げに寄与した個人消費と輸出が反転し、均してみると設備投資も緩やかな持ち直しの動きを継続することで、2015年7-9月期に小幅ながらもプラス成長に戻ると想定している。ただし、実質GDPの下振れリスクとして、今後の在庫調整の動向に注意する必要があるだろう。2015年4-6月期は最終需要が弱い中で在庫が積み上がっている。このため、早ければ7-9月期にも在庫調整圧力が強まると考えている。加えて、月次指標の動向等を踏まえると、足下で個人消費や輸出の持ち直しペースが緩慢なものに留まる可能性が生じている。

個人消費については、良好な雇用・所得環境を主因に、緩やかに持ち直すと考えている。名目賃金・収入に関しては、①連合調査（最終集計結果）における今年のベースアップが前年比+0.69%、②2015年度の年金改定率が前年度比+0.9%とプラス転換（2014年度は同▲0.7%）、③企業業績の改善を背景に夏季賞与が3年連続で増加した見込みであること、などがプラス材料である。これらは家計可処分所得の増加に逐次反映されることから、その後の個人消費の押し上げ要因になることが期待される。また、2014年夏以降に大きく下落した原油価格は足下でも低水準で推移しており、それが時間的なラグを伴って消費者物価を押し下げ、家計の実質賃金を上昇させることも個人消費増加の追い風となる。ただし、今期の個人消費の弱さに鑑みると、食料品などの値上げラッシュを背景に家計の節約志向が強まっている可能性や、最近の消費者マインドの弱さなどについては引き続き慎重に見極める必要があるだろう。

住宅投資は、消費税増税に伴う反動減の剥落や良好な雇用・所得環境などを背景に、先行指標である住宅着工が持ち直しの動きを続けていることを踏まえると、今後も緩やかな回復が続く公算が大きい。

輸出は、先進国を中心に経済成長率が徐々に持ち直す中で再び増加傾向に転じると見込むものの、米国企業部門や中国経済の先行き不透明感が依然として強く、輸出の回復がもたつくリスクがある点には注意が必要である。2015年1-3月期に特殊要因などで大きく減速した米国経済は4-6月期に持ち直しており、今後も堅調に推移すると想定している。米国景気の回復は米国内向け輸出のみならず、米国を最終需要地とするアジア向け中間財輸出の増加にも寄与することになる。欧州経済については、欧州中央銀行（ECB）による追加金融緩和の効果などから持ち直しの動きが続いており、欧州向け輸出は今後も底堅く推移する見通しである。経済成長の減速傾向が続く中国に関しては、中国人民銀行（中央銀行）が金融緩和姿勢を強めていることなどから、景気は大きく腰折れせずに緩やかながらも拡大基調を維持するとみている。ただし、企業収益の鈍化などを受けて米国の設備投資に下振れリスクが残っていること、中国の景気減速になかなか歯止めの兆しが見られないこと、などは引き続き要注意である。

設備投資は、国内需要の回復を背景に振れを伴いながらも緩やかに持ち直すとみている。先行指標である機械受注の増加傾向が続いていることに加えて、日銀短観などのアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。従前より設備の不足感が高まっている非製造業に加えて、製造業でも設備過剰感の解消が続くと見込まれることもプラス材料である。加えて、これまでの円安進行に伴い、一部製造業において国内生産比率を高める動きが見られていることや、原油安に伴う企業収益の改善なども設備投資を後押しする材料となろう。ただし、上記の個人消費や輸出が予想より下振れする場合には、国内生産の減少や設備稼働率の低下などを經由して設備投資の回復にも影を落とす可能性がある点には留意する必要がある。

2. 「踊り場」か？「景気後退」か？

2.1 日本経済は「踊り場」入り

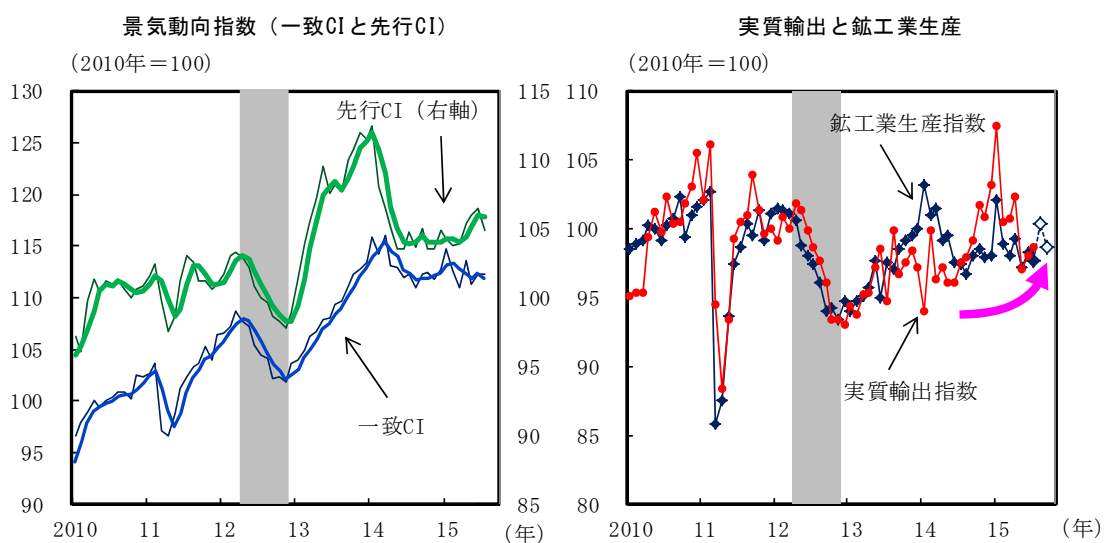
景気動向指数は日本経済の「踊り場」入りを示唆

足下で先行きの日本経済を巡る不透明感が強まっている。内閣府の景気判断は2015年5月に「足踏みを示している」へと下方修正され、金融市場関係者の間では、今後「景気後退」に突入する可能性すら意識され始めている。

そこで本章では、足下の経済状況を概観したうえで、先行きの「景気後退」突入の可能性を検証する。あらかじめ結論を述べれば、日本経済は「景気後退」を回避し、緩やかな拡大局面へと向かう見通しである。在庫の積み上がりが生産を抑制するいわゆる在庫調整により、7-9月期までやや停滞感が漂うものの、10-12月期以降は内需を中心に本格的な回復に向かう公算だ。海外経済は大きなリスク要因であるものの、米国向け輸出の持ち直しにより輸出は底割れを回避するだろう。ただし、前章で考察した通り、足下で中国経済の下振れ懸念が強まっている点には、細心の注意が必要である。

図表1は、わが国の景気動向指数、実質輸出、鉱工業生産の動きを示したものである。景気動向指数の転換点となった2015年1月以降の一致CIの変化を見ると、生産・出荷関連の項目の押し下げが目立つ。先行CIについても同様に内訳項目の動きを確認すると、家計関連や金融市場に関する指標の改善が大きい一方で、在庫率関連の指標の悪化が際立っている。この背景には、加速感に欠ける国内需要に加え、実質輸出の急減も大きく影響している。中国経済の減速を主因とするアジア向け鉄鋼需要の減少や、米国の設備投資が緩慢な動きを続けたことで同国向けの一般機械輸出が急減したことなどが、ここもとの輸出低迷の主な要因である。

図表1：日本の一致CI、先行CI、実質輸出、鉱工業生産



(注) シェードは景気後退期。景気動向指数の太線は3ヶ月移動平均値。

鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

(出所) 内閣府、日本銀行、経済産業省統計より大和総研作成

2.2 世界経済の「成熟化」が示唆する貿易数量の縮小

世界的な貿易数量の減少が日本経済成長の足かせに

ここで、足下の輸出低迷には、世界経済の「成熟化」が一定の悪影響を及ぼしている点を指摘しておきたい。

図表 2 は世界経済の「成熟化」と景気後退の関係（米国の景気後退期を使用）を示したものである。グローバルな GDP の内訳を家計部門（個人消費）と企業部門（総資本形成）に分けたうえで、企業部門と家計部門の成長率の差によって景気の「成熟化」の度合いを捉えている。

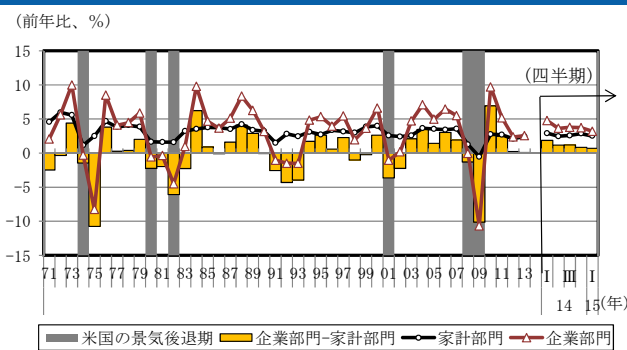
この図表を見ると、景気回復の初期には企業部門の活動が家計部門に先駆けて活発化するが、景気の「成熟化」が進行するにしたがって、企業収益の増加が賃金に反映されることなどから、家計部門の活動が遅ればせながら活発化する傾向が確認できる。

また、**図表 3** は、世界経済の「成熟化」の動向と貿易数量の推移を示したものである。

この図表を見ると、これら 2 つのデータが総じて平行に動いていることが分かる。すなわち、世界経済の「成熟化」が進行すると、企業部門が相対的に低迷することで世界的な貿易数量が伸び悩むという傾向が見られるのである。

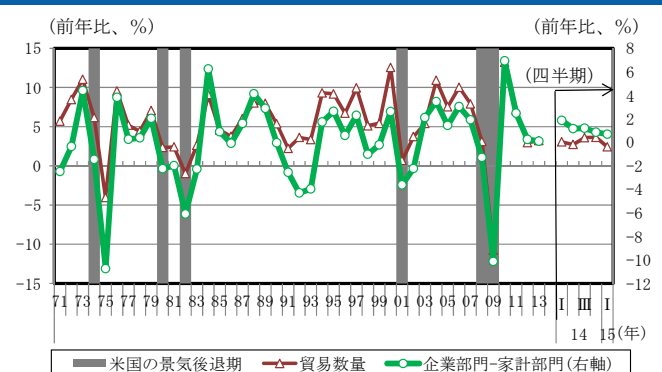
四半期データを用いて、足下の世界的な景気の成熟度合いを確認すると、企業部門の相対的な弱さを主因に「企業部門（総資本形成）－家計部門（個人消費）」は増加幅が縮小傾向となっており、このことが世界的な貿易数量の縮小に寄与したと考えられる。結論として、足下のわが国の輸出低迷には、世界経済の「成熟化」が一定の悪影響を及ぼしているものと推察される。

図表 2：世界経済の「成熟化」と景気後退の関係



(注1) 家計部門は個人消費、企業部門は総資本形成。
 (注2) 年次データは世界銀行統計を使用。四半期データは各国の企業部門と家計部門の成長率から算出した値であるため、厳密には接続しない。
 (出所) 世界銀行統計、米国商務省、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 3：世界経済の「成熟化」と貿易数量の関係



(注1) 家計部門は個人消費、企業部門は総資本形成。
 (注2) 年次データは世界銀行統計を使用。四半期データは各国の企業部門と家計部門の成長率から算出した値であるため、厳密には接続しない。
 (出所) 世界銀行統計、米国商務省、Haver Analyticsより大和総研作成

2.3 日本経済は「踊り場」でとどまるのか？「景気後退」局面入りか？

2.3.1 過去の GDP 統計の動きに照らすと「景気後退」局面入りのリスクは存在

GDP 統計の需要項目別動向は「景気後退」局面入りの可能性を示唆

今後の日本経済を巡る最大の焦点は、「踊り場」でとどまるのか、あるいは「景気後退」に陥るのか、という点である。

図表 4 は、1980 年代以降の景気の「踊り場」局面と、「景気後退」に陥った局面の平均的な実質 GDP の動きを比較した図表である。ここでは 2 つのポイントを指摘しておきたい。

まず、第一に、「景気のドライバー」という観点から見ると、「踊り場」局面は、消費者マインドの悪化などを背景とする個人消費の一時的な調整によってもたらされることが多い。さらに、「踊り場」の場合には、輸出が減速傾向にあるものの基本的にプラスを維持している点が注目に値する。これに対して、「景気後退」のケースでは、輸出がマイナスに転換している。

第二に、民間在庫の動きにも、「踊り場」と「景気後退」の違いを見いだすことができる。過去の平均的な動きからは、「踊り場」へ突入する 1 四半期前には民間在庫がマイナスに寄与する一方で、「踊り場」に突入すると大幅なプラス寄与に転換している。これに対して、「景気後退」に入る 1 四半期前には民間在庫が大きくプラスに寄与する一方で、「景気後退」に突入すると寄与は大幅に縮小している。

こうした GDP 統計の需要項目別動向に見られる 2 つの特徴と足下の実績値から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく、「景気後退」へと突入するリスクが存在することは、紛れもない事実であろう。

第一に、2015 年 4-6 月期の GDP の需要項目別動向を確認すると、アジア向けや米国向けを中心に輸出が急減したことが大きな下押し要因として働いている。すでに指摘した通り、この背景には、世界的に景気の「成熟化」が進行し、グローバルに貿易数量が伸び悩んだことがある。

第二に、在庫の動きを確認すると、高成長を記録した 1-3 月期に民間在庫が大幅なプラスに寄与した後、4-6 月期に関しては経済成長に対するプラス寄与が小幅ながらも縮小した。

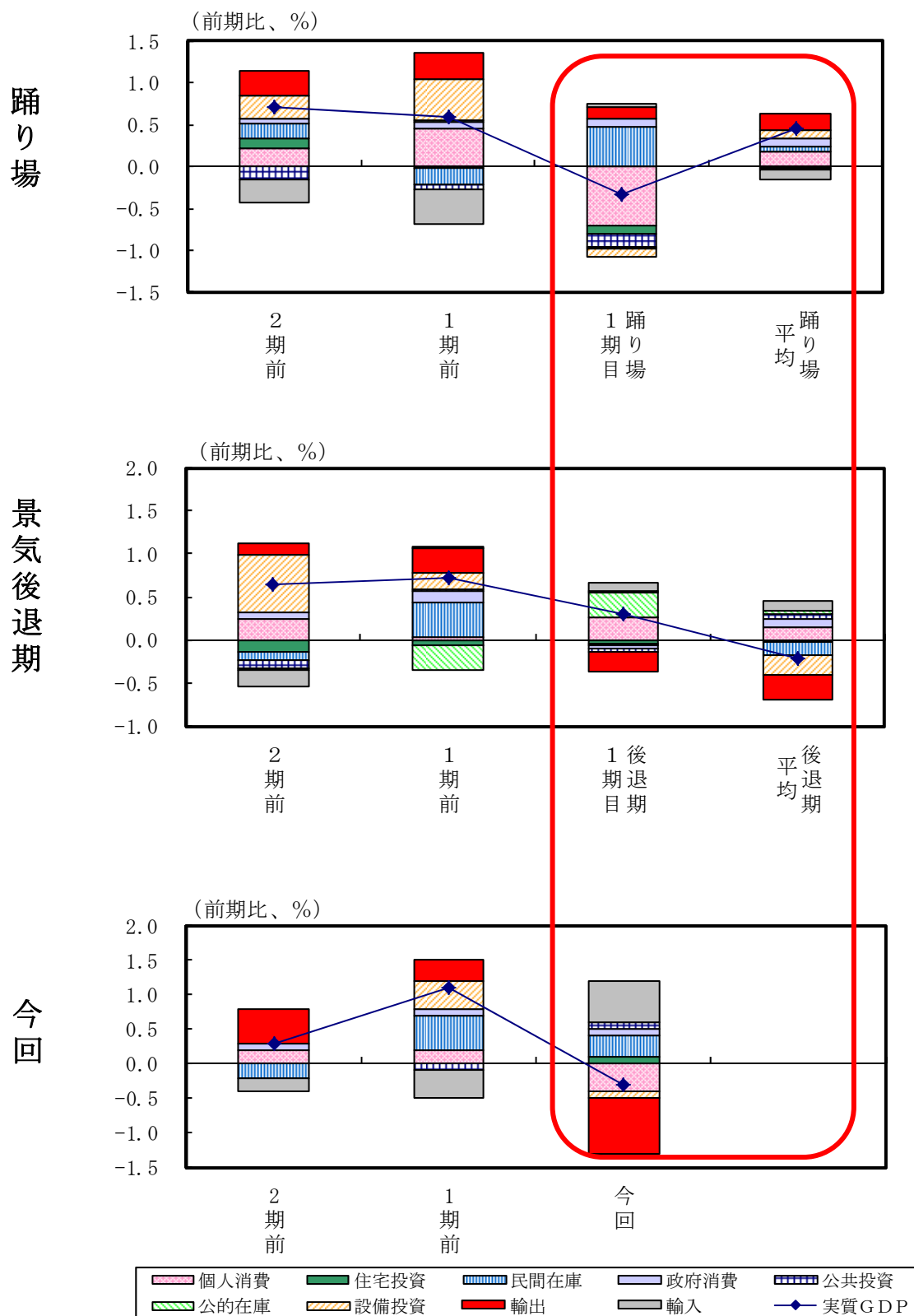
これら 2 つの動きはいずれも「景気後退」へと突入するリスクを示唆しており、特に前者の輸出の急減について注意する必要があるだろう。

海外経済の動向が最大のカギ

なお、**図表 4** で、先行きの日本経済を展望するうえで、「踊り場」と「景気後退」のそれぞれの期間の平均的な GDP の推移も確認しておきたい。両者の決定的な違いとして、①輸出、②設備投資、③民間在庫、という 3 つの需要項目に注目する必要がある。「景気後退」期にはこれらがいずれも減少傾向で推移する一方で、「踊り場」局面では小幅ながらプラスとなっている。

こうした観点からは、やはり海外経済の動向が最大のカギだと言わざるを得ない。海外経済が底割れを回避すれば輸出が増加し、結果的に設備投資が活性化して、在庫調整の深刻化が回避されると考えられるからである。

図表4：景気の踊り場・後退期と足下の比較（四半期ベース）



(注1) 1980年以降の踊り場の平均。踊り場の時期は大和総研で設定。

(注2) 1980年1-3月期から1994年4-6月期は2000年基準、1994年7-9月期から2005年基準。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

2.3.2 メインシナリオでは「景気後退」局面入りは回避される見通し

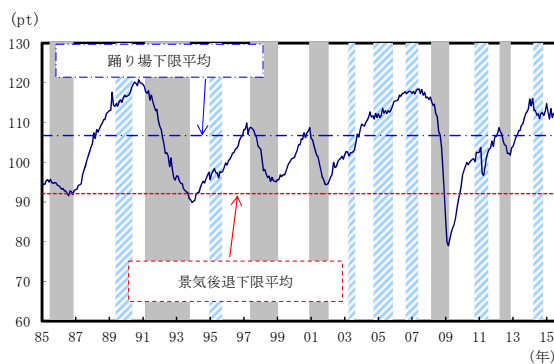
「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）

次に、足下の景気動向をより正確に捉えるために、月次統計の動向から日本経済の現状について考察したい。当社は、日本経済の「踊り場」局面と「景気後退」局面における様々な経済指標・金融データを比較・対照した結果、両者を分けるメルクマール（判断基準）として、①一致CI、②米国ISM製造業景況感指数、③出荷在庫バランス、という3指標に注目している。

図表5 上図は一致CIの動きを見たものである。足下で同指標の水準は、過去の「踊り場」局面の下限平均よりも高いレベルで推移しており、足下の景気に対する過度の悲観は無用であることが分かる。**図表5** 左下図に示した米国ISM製造業景況感指数の推移を見ても、同様の結論が得られる。すなわち、日本経済に大きな影響を与える海外経済の動向にも、わが国を「景気後退」に突入させるほどの弱さは見られない。さらに、**図表5** 右下図に示した、生産の先行指標とされる出荷在庫バランスに関しても、足下で「踊り場」の下限平均を上回る位置を保っている。なお、足下で鉱工業在庫は増加傾向をたどっているが、『オフロード法』関連省令・告示改正に伴い一部の機械を作りだめする動き」という特殊要因が大きく作用している。この結果、在庫水準は押し上げられているが、その中身は決して“意図せざる在庫増加”ではない。現状では、上記の特殊要因を除いた在庫水準がすでに低下し始めていることなどを勘案すると、在庫調整に対する過度の不安は無用であろう。

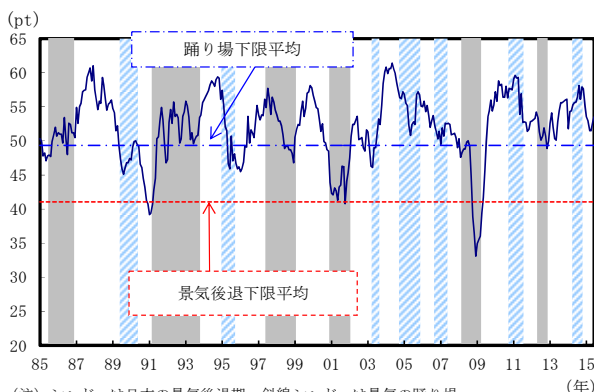
図表5：「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）

【一致CI】



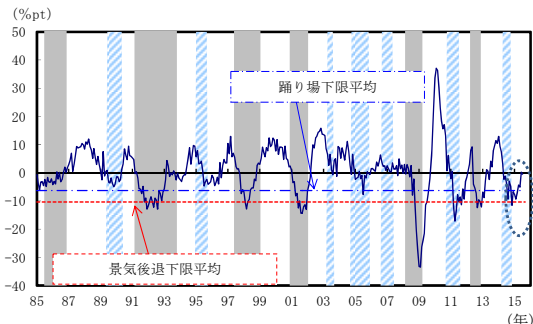
(注) シャドーは日本の景気後退期、斜線シャドーは景気の踊り場。
(出所) 内閣府統計より大和総研作成

【米国ISM製造業景況感指数】



(注) シャドーは日本の景気後退期、斜線シャドーは景気の踊り場。
(出所) 内閣府、Haver Analyticsより大和総研作成

【出荷在庫バランス(除く土木建設機械)】



(注1) シャドーは日本の景気後退期、斜線シャドーは景気の踊り場。
(注2) 出荷在庫バランス＝出荷前年比－在庫前年比。
(出所) 内閣府、経済産業省統計より大和総研作成

結論：リスクはあるものの、メインシナリオでは「景気後退」局面入りは回避される公算

ここまでの議論を総括すると、日本経済の「踊り場」と「景気後退」を分ける3つのメルクマール（判断基準）に照らせば、メインシナリオとして、日本経済は「景気後退」を回避し緩やかな景気拡大局面へと向かう見通しである。とはいえ、2015年4-6月期のGDP統計の需要項目別動向を見る限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく、「景気後退」へと突入するリスクにも一定の目配りが必要となるだろう。

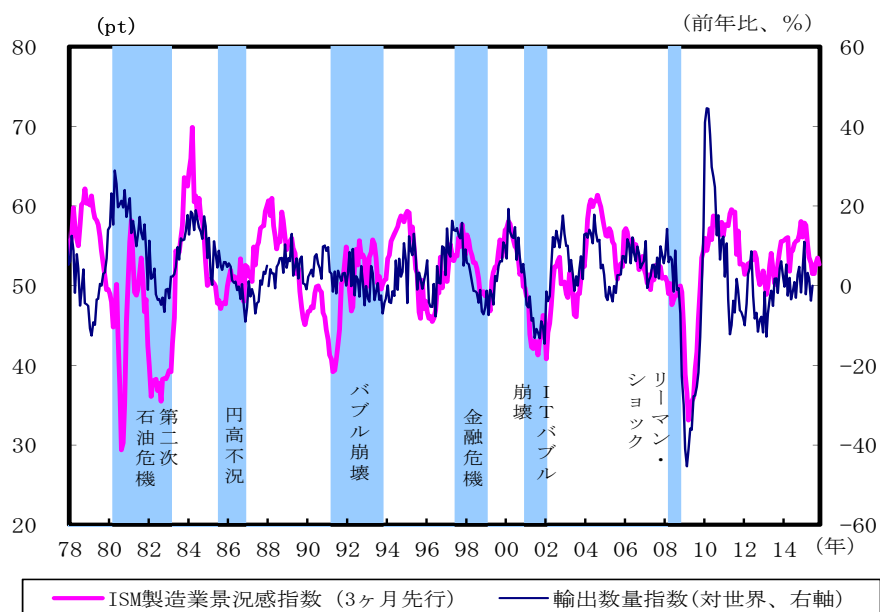
米国経済の動向がポイント

最後に、先行きの日本経済を展望するうえで、米国経済の動向がポイントになることを強調しておきたい。わが国の輸出動向は米国の企業部門のマインドと非常に高い連動性を有している。

図表6は米国製造業の景況感を示すISM製造業景況感指数と日本の輸出数量指数の推移を示したものである。両者はきわめて高い連動性を有しており、米国製造業の立ち上がりは先行きの輸出増加のカギになることが確認できる。米国は日本にとって長らく最大の輸出相手国であり、米国経済の動向が輸出を通じて、日本経済に大きな影響を与えてきたことは言うまでもない。さらに、米国経済の影響はこうした直接的な経路だけにとどまらず、日本から米国以外の国への中間財輸出にも大きな影響を与える。これらの理由から、日本の対世界向け輸出数量は米国の企業マインドに遅行する傾向があるのだ。

ISM製造業景況感指数は2014年後半から急速に低下しており、これに若干遅れる形で日本の輸出も急減することとなった。ただし、足下ではISM製造業景況感指数はわずかながらも反発しており、過去の関係性に照らすと、日本の輸出数量が徐々に増加に転じることが期待される。

図表6：ISM製造業景況感指数と輸出数量指数の関係



(注1) 87年以前は実質輸出（輸出金額／輸出物価）の前年比。
 (注2) シャドローは景気後退期。
 (出所) ISM、財務省、日本銀行、内閣府統計より大和総研作成

図表 7 : 日本経済・金利見通し

	(予) →						(予) →			
	2014. 10-12	2015. 1-3	4-6	7-9	10-12	2016. 1-3	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.3 -1.0	4.5 -0.8	-1.2 0.8	0.4 1.3	1.2 1.3	1.7 0.5	2.1	-0.9	1.0	1.7
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	15.5	16.8	17.1	17.4	17.9	1.5	7.8	17.3	18.1
失業率 (%)	3.5	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.9	3.6	3.3	3.2
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.1	0.1	-0.2	-0.1	0.4	0.8	2.8	0.0	0.8
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、%)	0.40	0.34	0.40	0.40	0.45	0.50	0.46	0.37	0.44	0.65

(注) 予測値は原則として大和総研・第186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