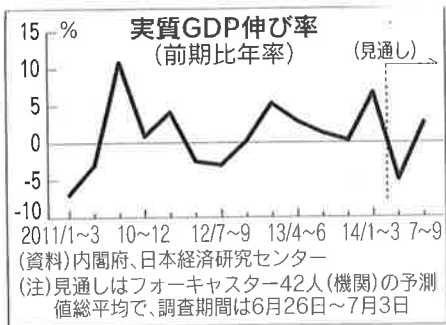


2014年7月31日付 日本経済新聞



わが国では4月の消費税率引き上げに伴い、駆け込み需要の反動減が顕在化し、景気が落ち込んだ。8月13日発表の2014年4~6月期実質国内総生産(GDP)の1次速報値は、大幅なマイナスが予想されている。もっとも、反動減は徐々に和らぎ、景気は消費増税を乗り越え、7~9月期にも回復軌道に復帰すると見込まれる。良好な企業業績が雇用・所得増、投資増へと波及する「景気の自律拡大メカニズム」が、作動しつつあることが背景にある。また、公共投資を柱とする消費増税に備えた経済対策も下支えに作用する。こうした状況下、消費者物価は、消費税率引き

夏季ゼミナール

反動減後に持ち直しへ

上げの直接的な影響を除くベースでみて前年比1%超の伸びを維持しており、デフレからの脱却が、いよいよ視野に入ってきたといえる。わが国経済はバブル崩壊以降の長期停滞から脱し、新たな局面に向かいつつある。一方で、隠れていた課題も浮き彫りとなっている。その一つが生産拠点の海外シフトや投資抑制を受けた国内生産能力の低下、もう一つが生産年齢人口の減少を受けた人手不足の深刻化である。供給面での制約が、新たな景気抑制要因となり始めている。

こうしたなか、今後順調な景気回復が続くかは、政策による変動要因のほか、自律的な景気拡大メカニズムがどれだけ強まるか、また、実力ベースの成長力をどこまで引き上げることができるかがカギとなる。

そこで本稿では、各需要項目や物価を中心に景気をみるうえで、ポイントを紹介し、先行きを展望するとともに、わが国経済の課題を考察する。

(日本総合研究所) (下田)

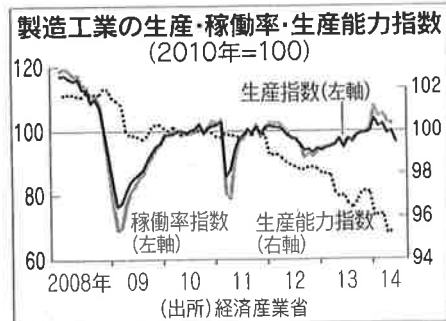
上げの直接的な影響を除くベースでみて前年比1%超の伸びを維持しており、デフレからの脱却が、いよいよ視野に入ってきたといえる。わが国経済はバブル崩壊以降の長期停滞から脱し、新たな局面に向かいつつある。一方で、隠れていた課題も浮き彫りとなっている。その一つが生産拠点の海外シフトや投資抑制を受けた国内生産能力の低下、もう一つが生産年齢人口の減少を受けた人手不足の深刻化である。供給面での制約が、新たな景気抑制要因となり始めている。

こうしたなか、今後順調な景気回復が続くかは、政策による変動要因のほか、自律的な景気拡大メカニズムがどれだけ強まるか、また、実力ベースの成長力をどこまで引き上げることができるかがカギとなる。

そこで本稿では、各需要項目や物価を中心に景気をみるうえで、ポイントを紹介し、先行きを展望するとともに、わが国経済の課題を考察する。

(日本総合研究所) (下田)

2014年8月1日付 日本経済新聞



まず、景気の自律拡大メカニズムの行方を見通す上で、その起点となる企業部門をみてみる。企業の景況感では2012年末を底に改善傾向にある。日銀短観業況判断DIは、6月調査では悪化したものの、全規模・全産業でプラス7と、引き続き「良い」が「悪い」を上回っている。

企業部門の現状および先行きをみるうえで、景気動向を鋭敏に反映する鉱工業生産が重要な指標となる。生産は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減を主因に、4月に幅広い業種で大幅に落ち込んだ。4月以降、3月時点で想定されていた予測指数を下回る実績となってお

夏季ゼミナール

生産活動は徐々に回復へ

り、反動減は事前の想定をやや超える大きさを推移している。もっとも、出荷と在庫のバランスを示す在庫率指数は、直近の景気後退期である12年度ほどには高まっておらず、現時点で一段の減産を要するほど在庫調整圧力は高まっていない。

こうした状況下、反動減が時間の経過とともに和らいでいけば、生産は徐々に持ち直すことが期待される。生産の増加基調が途絶えなければ、景気回復基調に変化はないとみてよいだろう。

ただし、生産拠点の海外シフトなどを受けた生産能力低下の影響には注意が必要だ。田舎地合いが続いているにもかかわらず、生産能力が低下しているため、輸出は伸び悩んでいる。稼働率の上昇ほどには生産は伸びておらず、リーマン・ショック前と比べると、生産水準はなお1割強も低いままにとまっている。

生産は、夏場以降、持ち直しが見込まれるものの、そのペースは緩慢なものにとどまるだろう。

(日本総合研究所) (菊地)

り、反動減は事前の想定をやや超える大きさを推移している。もっとも、出荷と在庫のバランスを示す在庫率指数は、直近の景気後退期である12年度ほどには高まっておらず、現時点で一段の減産を要するほど在庫調整圧力は高まっていない。

こうした状況下、反動減が時間の経過とともに和らいでいけば、生産は徐々に持ち直すことが期待される。生産の増加基調が途絶えなければ、景気回復基調に変化はないとみてよいだろう。

ただし、生産拠点の海外シフトなどを受けた生産能力低下の影響には注意が必要だ。田舎地合いが続いているにもかかわらず、生産能力が低下しているため、輸出は伸び悩んでいる。稼働率の上昇ほどには生産は伸びておらず、リーマン・ショック前と比べると、生産水準はなお1割強も低いままにとまっている。

生産は、夏場以降、持ち直しが見込まれるものの、そのペースは緩慢なものにとどまるだろう。

(日本総合研究所) (菊地)

企業の設備投資は、対象が建物や機械、ソフトウェアなど多岐にわたり、その動向が景気に与える影響は大きい。

設備投資は、2013年度入り以降、増加が続いている。足元では先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)が大幅に減少するなど、先行きがやや懸念されるものの、基本的には先行きも底堅い推移が期待できる。背景には、良好な設備投資環境がある。

まず、設備投資の元手となる企業のキャッシュフローをみると、12年末以降、景気の持ち直しに伴い増加基調が続いている。加えて、日銀の異次元緩和による期待インフレ率の上昇を受けて、実

設備投資は底堅く推移

質金利が大幅に低下している。収益・財務面からみた企業の投資余力は大幅に改善している。

また政策や為替の安定が続くなど、設備投資の抑制要因となる先行き不透明感も薄らいでいる。

設備投資の必要性も増している。これまで設備投資が先送りされてきた結果、企業が抱える設備は老朽化が進み、生産性が大きく低下している。

このため、維持・更新のための投資の必要性が高まっている。また、昨今の人手不足の深刻化を受けて、IT(情報技術)投資などを通じた省力化・合理化のための投資増も不可欠となっている。

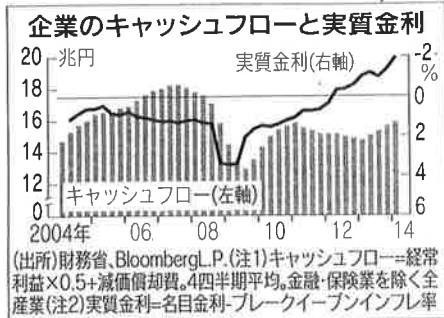
夏季ゼミナール

もっとも、これまで設備投資が先送りされてきたのは、人口減少下で内需の拡大が期待できないこと、すなわち期待成長率の低下も一因だ。こう

したなか、生産拠点の海外シフトが進んでおり、投資の力強い増加は見込みにくい。設備投資が力強さを増していくには、国内市場の期待成長率引き上げが急務である。地

(日本総合研究所(菊

2014年8月4日付 日本経済新聞



(出所)財務省、Bloomberg L.P. (注1)キャッシュフロー=経常利益×0.5+減価償却費。4四半期平均。金融・保険業を除く全産業(注2)実質金利=名目金利-ブレイクイーブンインフレ率

企業収益の回復は、家計の雇用・所得環境の改善をもたらす。これが消費増税後の個人消費を支える要因となっている。

まず、雇用環境をみると、雇用者数は、景気回復とともに2012年以降、増加を続けている。

当初は、賃金水準の低いパートタイム労働者だけが増えていたが、昨秋以降には、フルタイム労働者も増え始めた。

所得環境をみても、パートタイム労働者が増えているため、平均では伸び悩んでいるものの、フルタイム労働者の賃金は上昇している。生産活動の拡大に伴う残業時間の増加とともに所定外給与が増えたほか、企業収益の改善がボーナスなど特

雇用・所得環境は改善へ

別給与を押し上げた。さらに減少が続いてきた所定内給与も、昨年半ば以降ようやく増加し始めた。デフレ脱却を目指す政府は、政労使の三者協議などを通じて、大企業を中心とした経営者に賃上げを要請し、経団連もこれに一定の範囲で応えるなど賃上げに向けた機運が高まった。パートタイム労働者の時給も上昇傾向にある。

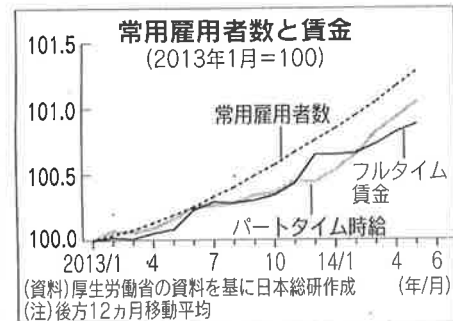
今後についても、人手不足感を背景に、雇用・賃金の増勢は維持される見込みである。人材確保のために、アルバイト時給の引き上げや、非正規雇用者の正社員化を進める例が出てきている。

このように雇用者報酬が、雇用者数、賃金の両面から改善を続けることは、個人消費の回復を引き続き支えるだろう。

もっとも、消費税率引き上げの影響もあり、物価が賃金の伸びを上回って上昇し、所得は実質ベースでは減少している。このため、個人消費の改善テンポは緩やかなものにとどまる見通しだ。

(日本総合研究所(小方)

2014年8月5日付 日本経済新聞



(資料)厚生労働省の資料を基に日本総研作成 (注)後方12カ月移動平均

夏季ゼミナール

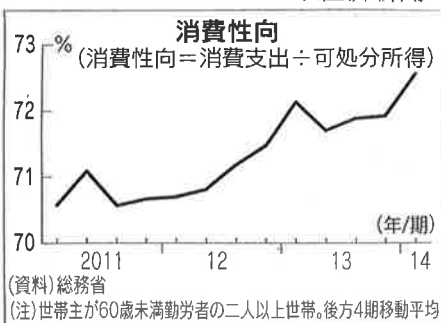
個人消費の好不調は、雇用・所得環境に加え、短期的には消費者心理の動きにも大きく左右される。消費者心理が改善すると、消費が所得の伸び以上に増え、所得の増加が限定的ななかでも、消費は下支えされる。

2012年末以降の回復局面では、可処分所得に占める消費の割合である消費性向が上昇し、消費回復を支えてきた。

こうした消費者心理改善の背景には、前回取り上げた雇用・所得環境の改善や、先行きの賃金上昇に対する期待がある。加えて、良好な企業収益を反映した株価上昇による資産効果も消費性向の押し上げに作用した。

ちなみに、足元の株価

2014年8月6日付 日本経済新聞



夏季ゼミナール 消費者心理改善もプラスに

水準が今後も続いた場合、家計の金融資産は14年度も前年度に比べ約30兆円増加すると見込まれる。株価が大幅上昇した13年度対比では見劣りするものの、一定程度、消費下支えに作用する見込みである。

さらに、消費者の低価格志向の後退が、消費の底上げに寄与している点も見逃せない。多くの汎用品が低価格で購入できるようにになるなか、中高所得層を中心に、価値を認めるものであれば単価の高いものでも積極的に購入する例がみられるようになってきている。

こうしたなか、一部企業では、「薄利多売」戦略のまん延が供給過剰によるデフレ圧力の高まりを招いた経験から、従来の価格戦略を見直し、客単価を高める高級化路線に力を入れ、ヒット商品を生み出している。「低価格」よりも「価値」を差異化の源泉とする「プレミアム」商品・サービスの広がりは、消費下支えに作用していくことが期待される。

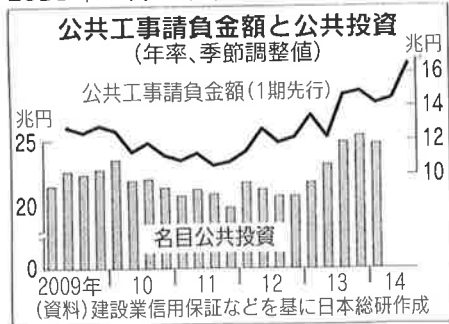
(日本総合研究所) (小方)

わが国の景気が、消費増税に伴う落ち込みを乗り越え、回復軌道に復帰するうえで、政府による経済対策も重要な役割を果たすと考えられる。

政府は、4月の消費税率引き上げに備え、公共投資を中心とした財政支出と、家計や企業支援のための減税といった税制措置による総額5兆円超の景気下支え策を講じている。

公共投資について、先行性を有する公共工事請負金額をみると、2013年後半にかけて一時的に減少したものの、14年入り後、再び増加しており、足元で公共工事の執行が本格化しつつあることがうかがわれる。公共工事の請負から進捗まで

2014年8月7日付 日本経済新聞



夏季ゼミナール 公共投資が景気を下支え

のタイムラグを考慮すると、年後半には公共投資は増加に転じるとみられ、景気回復を下支えする見込みである。

もっとも、建設業における人手不足の問題が、公共事業の円滑な執行を妨げる懸念がある。実際、ここ数年の公共事業関係費に関する決算および予算状況を見ると、翌年度への繰越額が累増しており、東日本大震災の復旧・復興関連事業や、安倍政権下で策定された緊急経済対策などの公共事業のうち、一定部分が未執行に終わっている。

バブル崩壊後、建設需要の低迷や、2000年代の公共事業費の抑制を背景に、建設業の就業者数は大幅に減少している。とりわけ、足元では、人材育成に時間を要する測量や設計などの専門技術職で、人手不足感が強まっている。公共投資が景気下支え効果を発揮するためには、労務単価の上昇を公共工事の契約に反映しやすくとともに、建設技術者の育成支援が急務となっている。

(日本総合研究所) (村瀬)

日本の過去の景気回復パターンは、輸出の増加を起点とすることが多かったが、今般の景気回復局面では輸出の増加がほとんどみられない。

背景の一つに、新興国を中心とした海外景気の減速がある。2013年は、中国での過剰投資の抑制や、タイでの政情不安などもあり、アジア新興国の成長が鈍化した。

もともと、海外景気は先行き持ち直していく見込みだ。米国では雇用環境の改善を受けて、個人消費を中心に内需の堅調な推移が見込まれる。欧州も12年末に景気底入れした後、緩やかながら回復が続く。中国では小規模ながら景気下支え策が打ち出され、春以降持ち

輸出の増勢は緩慢

直しの動きがみられる。また、為替をみても、日銀の異次元緩和のもと、円安地合いが続くと見込まれ、輸出を取り巻く環境は良好である。

ただし、近年の輸出動向は海外景気と為替動向だけでは十分に説明ができない。かつてのような輸出増加を阻むような「構造変化」が、わが国経済に生じているとみるべきだろう。

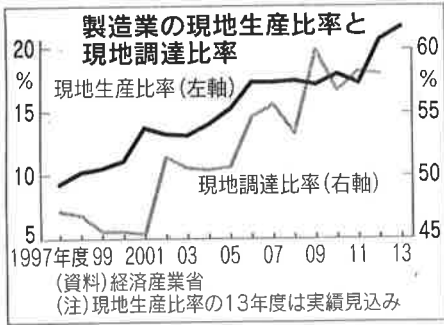
夏季ゼミナール

第一が、生産拠点の海外シフトである。旺盛な海外需要獲得と低生産コストを求め、日本企業は現地生産の比重を高めてきた。第二に、現地調達比率の上昇だ。海外シフトは本来部品輸出の増加を誘発するが、原材料・部品の現地調達が増え、

国内からの部品輸出の下の押し要因となる。第三に、日本企業の輸出競争力の低下だ。新興国企業などの急成長を背景に、日本製品の海外市場でのシェアは低下している。

こうした構造変化は今後も進むと見込まれ、輸出が景気のけん引役となるのは難しくなっている。(日本総合研究所)

2014年8月8日付 日本経済新聞



(菊地)

景気回復が見込まれるなか、物価動向についても、これまでわが国経済の足かせとなってきたデフレからの脱却が視野に入ってきている。

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)は、昨年半ばにプラスに転じて以降、上昇基調が定着している。本年4月の消費税率引き上げ後は、前年比3%台と高い伸びとなり、消費税率引き上げの影響を除くベースでみても、同1%台半ば近い上昇基調を維持している。

こうした背景には、円安に伴う輸入物価の上昇というコスト面からの影響だけでなく、マクロ的な需給環境の改善も作用している。経済全体の需

物価の上昇基調が定着

給の逼迫度合いを表す国内総生産(GDP)ギャップが、景気回復に伴いゼロ%近傍まで縮小した。物価押し下げ要因として働いてきた需要不足が解消に向かい始め、幅広い品目で価格の上昇・下げ止まりの動きがでてきている。

先行きを展望すると、円相場の下落が一服するなか、円安の影響は徐々に剝落するものの、潜在成長率を上回る景気回復が続ぎ、需給環境のさらなる改善が物価押し上げに影響するとみられる。加えて、生産コストに占める人件費の割合が大き

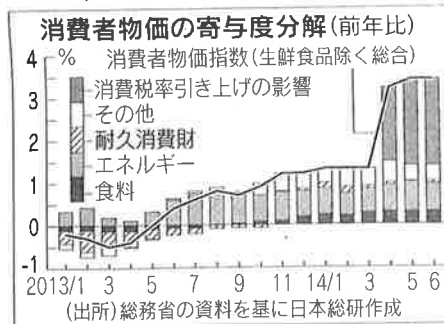
夏季ゼミナール

い非製造業での雇用不足感の高まりも、賃金の上昇を通じてコスト面から物価押し上げに作用する公算が大きい。

以上を踏まえれば、コアCPIは、景気が順調に回復するもとで前年比1%台前半から半ばの上昇率が定着すると考えられる。もともと、日銀の目標である同2%の達成には、企業や家計のインフレ期待が一段と高まる必要があるだろう。

(日本総合研究所) (村瀬)

2014年8月12日付 日本経済新聞



(日本総合研究所) (村瀬)

これまで述べたように、内需では自律拡大メカニズムが徐々に強まるほか、外需も海外景気が緩やかに持ち直すなど、需要面からみれば、景気は当面回復傾向が続くと見込まれる。その一方で、供給面からの制約が顕在化し始めている。

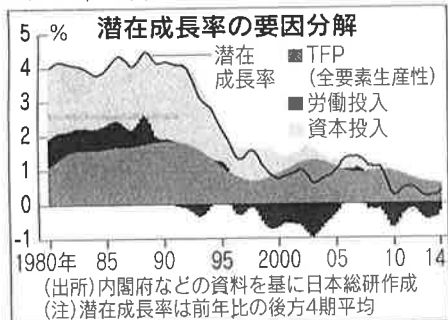
潜在成長率低下が足かせ

潜在成長率低下の要因の一つが資本投入の減少である。2008年のリーマン・ショック以降、企業収益の大幅な減少や歴史的な円高進行などを背景に、企業は生産拠点の海外シフトを一段と進めた。

経済の供給力を示す指標に潜在成長率がある。資本や労働の潜在投入量を基に推計すると、かつて4%程度だったわが国の潜在成長率は、バブル崩壊後1%前後まで低下した後、足元ではゼロ%台前半から半ばまで低下したとみられる。これまでの需要拡大で余剰資源が乏しくなるなか、「成長力の低下」は、経済拡大への足かせとなる恐れ

夏季ゼミナール

2014年8月13日付 日本経済新聞



「成長力の低下」は、経済拡大への足かせとなる恐れがある。潜在成長率低下の要因の一つが資本投入の減少である。2008年のリーマン・ショック以降、企業収益の大幅な減少や歴史的な円高進行などを背景に、企業は生産拠点の海外シフトを一段と進めた。

それにより、国内での設備投資は一時減価償却費を下回る水準まで減少し、企業の資本ストックの伸びが止まると同時に、設備の老朽化など質の低下も進んだ。その結果、マクロベースの資本の効率性を表す資本生産性は大幅に低下した。生産性の低下を背景に企業の競争力は低下し、海外の旺盛な需要を取り込む力は従来と比べて大幅に弱まっている可能性が高い。実際に、海外需要がわが国の輸出に与える影響度を示す弾性値を推計すると、年代を経るごとに低下している。

また、競争力低下に伴う国内生産の撤退などにより、一部業界では国内需要を賄えず、輸入への依存度も高まっている。

(日本総合研究所) (下)田

わが国の潜在成長率低下の要因として労働投入の減少も指摘できる。少子高齢化や団塊世代の引退に伴う労働力人口の減少と雇用のミスマッチによる人手不足の深刻化が、潜在成長率の押し下げに作用している。

このところの人手不足は業種により濃淡がある。日銀短観の雇用人員判断DIをみると、製造業では雇用の不足感が限定的な一方、非製造業ではそれを上回って不足感が増大している。

とりわけ建設業の人手不足は深刻である。東日本大震災からの復旧・復興や経済対策を背景とする公共投資や民間建築の需要増加に対して、これまで生産性上昇により対

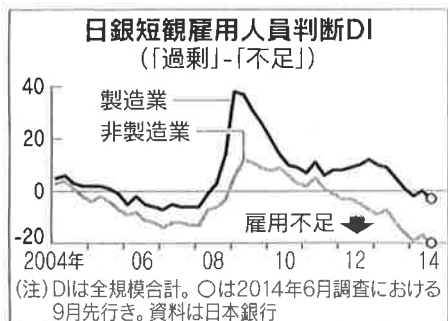
自律拡大強化と制約解消を

しかしながら、労働生産性はすでにリーマン・ショック前の景気回復局面と同等の水準まで上昇しており、一段の上昇は見込みにくい。人手不足が解消に向かわなければ、公共投資が期待される景気下支え効果を発揮できず、企業の構造物を中心とする設備投資も先送りされかねない。

こうした影響は建設業にとどまらない。小売業、外食業でも、人手不足を背景とした新規出店戦略の見直しや、既存店舗の縮小といったケースが散見され、設備投資の重荷となる可能性もある。

夏季ゼミナール

2014年8月14日付 日本経済新聞



これまでみてきたように、わが国経済が今後も安定した成長軌道を描くには、企業から家計への「景気の自律拡大メカニズム」をより強固にしていくと同時に、供給側の景気抑制要因を解消していく必要がある。そのためには、アベノミクス第3の矢により、税制面・規制面で一段の環境整備が欠かせない。

(日本総合研究所) (下)田