

2019年8月26日  
No.2019-021

# なぜ今年前半の高成長を見抜けなかったか？

## ～経済構造の変化を踏まえた景気判断が不可欠～

調査部 チーフエコノミスト 杵村秀樹

### 《要 点》

- ◆ 今年前半を振り返ると、エコノミスト・企業経営者ともども、景気減速感が強まったという見方が一般的だったが、実際は潜在成長率を大きく上回る成長となった。高成長を見抜けなかった理由として、以下の2点を指摘できる。
- ◆ 第1に、輸出の減少を過大視したことである。過去の輸出減少局面と比べて、今回の輸出の下振れは極めて緩やかであった。また、輸出依存度もそれほど上昇していない。そのため、輸出が景気を大きく下押しすることにはならなかった。
- ◆ 第2に、非製造業の牽引力を過小視したことである。製造業の低迷とは対照的に、非製造業は堅調に拡大した。とりわけ、サービス消費やソフトウェア投資が大きく伸びた。内需牽引力の高まりが、外需の下振れを相殺して、高成長を実現させた。
- ◆ 景気牽引役が製造業から非製造業にシフトしている現状を踏まえると、①非製造業の動きをより反映させた新たな景気指標の作成、②需要構造の変化に柔軟に対応した経営戦略、③産業構造のシフトを促す経済政策、などに取り組むことが必要だ。

**Viewpoint** は各種時論について研究員独自の見解を示したものです。

本件に関するご照会は、下記宛てにお願いいたします。

Tel: 03-6833-0929 Mail: [matsumura.hideki@jri.co.jp](mailto:matsumura.hideki@jri.co.jp)

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

## 1. 予想以上に堅調なわが国景気

今年前半のわが国景気は、予想以上に好調な滑り出しとなった。実質GDP成長率は、1～3月期に前期比年率+2.8%、4～6月期に同+1.8%となり、1%前後とされている潜在成長率を上回る高成長となった。前年比でも、昨年後半(7～12月)は+0.2%とゼロ成長近くまで減速したのに対し、今年前半(1～6月)は+1.1%まで持ち直している。

しかし、こうした高成長が共通認識だったわけではない。むしろ、今年前半は減速感が強まっているという見方がコンセンサスであった。政府の月例経済報告をみると、

これまで「緩やかに回復している」という基調判断は維持されているものの、今年3月以降は“輸出や生産に弱さがみられる”という枕詞が付くようになった。これは、景気回復ペースが鈍化していることを政府が公式に認めたものと解釈できる。我々エコノミストの見方も同様であった。今年1～3月期、4～6月期の成長率の直前予想はほぼゼロ%であり、景気の減速感が強まっているというのがおおむね一致した現状認識であった。景気減速を実感していたのは企業経営者も然り。日本経済新聞社が定期的に集計している「社長100人アンケート」によれば、昨年後半から「景気拡大」との回答が急速に減少し、代わって「横ばい」との見方が増えていったことが示されている(図表1)。

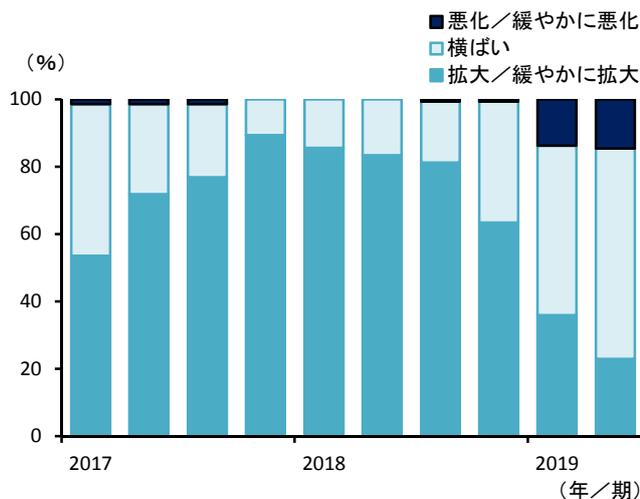
さらに、景気がすでに後退に転じたという見方さえあった。わが国景気を総合的に表す「景気動向指数」の基調判断をみると、昨年9月に「改善」から「足踏み」に変更された後、今年1月には「下方への局面変化」に下方修正され、3～4月には6年ぶりに景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」に引き下げられた。日本経済研究センターが集計している「ESPフォーキャスト調査」をみても、この時期、エコノミストの4人に1人がすでに景気後退に転じたと考えていたようである。「社長100人アンケート」では、エコノミストほど悲観的ではなかったとはいえ、それでも15%近くの企業経営者が景気後退と判断していた。

このように、政府も、エコノミストも、企業経営者も今年前半の高成長に気付くことができなかった。将来予測であれば方向感を見誤ることは珍しくないが、足許の景気認識をこれだけ大きく間違えるのは極めて異例である。

## 2. 二つの認識ミス

では、なぜこのような認識ギャップが生じたのだろうか。筆者は、大きく二つの原因があったと考えている。

(図表1)国内景気の現状認識



(資料)日本経済新聞社「社長100人アンケート」

## (1) 輸出の減少を過大視

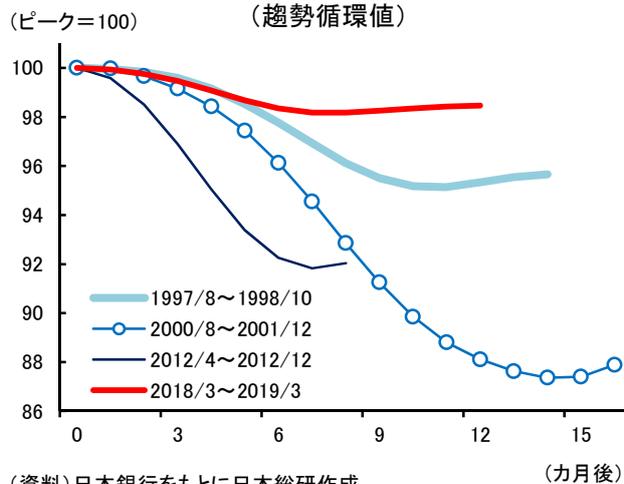
一つめの原因は、輸出の減少を過大視したことである。

政府の月例経済報告でも指摘された通り、今年前半に景気が減速したと判断された主因は輸出の減少であった。実際、輸出は昨年前半から減少に転じている。そして、輸出の減少とともに、鉱工業生産も弱含みに転じるようになった。過去大半の景気後退は輸出減少が引き金となったため、こうした動きは景気に黄信号が点つたと判断を下す十分な根拠とみなされたのである。しかし、今回の輸出減少による景気下振れシナリオは、二つの点から実態にそぐわない説明であった。

第1に、輸出の減少はそれほど大きくなかったからである。過去の輸出減少局面と比較してみると、今回は明らかに落ち込み幅が小さく、また落ち込みの期間も短期間で終わっていたことが分かる(図表2)。この背景として、全地域にわたって輸出が減少したわけではないことが指摘できる。昨年からは輸出が目に見えて減少したのは、中国を含むアジア向けであった。これは、世界的なIT需要の減少でNIEs向けを中心に電子部品・デバイス輸出が落ち込んだこと、中国のデレバレッジ政策により中国向けの資本財輸出が急減したことなどが原因である。しかし、それ以外の地域向け輸出が大きく落ち込むことはなかった。景気減速感が強まったEU向けは横ばい圏内で推移したものの、高めの成長を続けた米国向けは増加傾向をたどった。輸出減少の象徴例として、中国向けの工作機械受注が取り上げられることが多かったが、輸出全体が大きく下振れることはなかった。先進国向け輸出が底堅さを維持したため、今回はかつてのような大幅な落ち込みが回避されたのである。

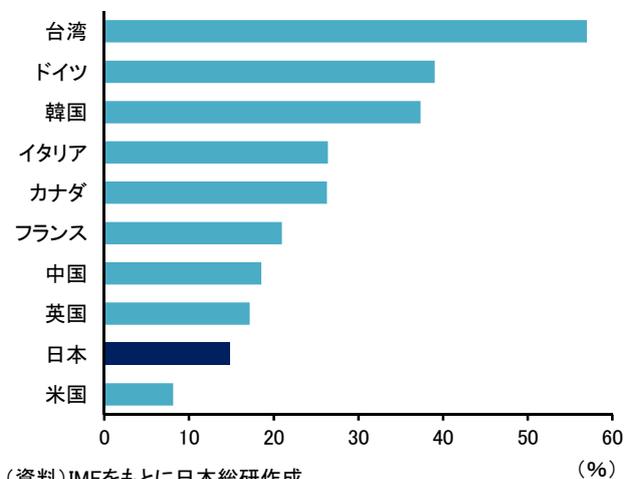
第2に、わが国の輸出依存度がそれほど上昇していないからである。実際、わが国のGDPに占める財輸出のシェアは15%程度であり、輸出主導の成長構造を持つ台湾・韓国を大幅に下回っているほか、米国を除く他の先進国よりも総じて低い(図表3)。そのため、輸出が減少したときに国内経済に及ぼすマイナス影響は他の諸国よりも小さくなる。このように輸出依存度が低い理由としては、世界第3位の経済規模を持つこと、島国であるため陸上交通で取引できる隣国を持たないという構造要因があることに加え、過去数十年にわたる各種製造業の現地生産化によって、地

(図表2) 実質輸出の減少局面比較  
(趨勢循環値)



(資料) 日本銀行をもとに日本総研作成  
(注) リーマンショック時は4割近く減少したため非掲載。

(図表3) GDPに占める財輸出のシェア  
(2018年)



(資料) IMFをもとに日本総研作成

産地消体制が確立してきたことが挙げられる。実際、ここ10年の間に現地生産が一段と加速したため、GDPに占める財輸出のシェアはリーマンショック前を下回る水準で推移している。世界景気が拡大したときに輸出増加の恩恵を受けにくい代わりに、世界景気が減速した場合でもマイナス影響が国内に波及しにくい構造を持つようになったといえよう。

以上2点から、今回の輸出減少は、わが国景気に大きなマイナス影響をもたらさなかった。国内景気が輸出に左右されていたのは過去の話であり、現在は、世界景気がはっきりと後退するような事態に陥らない限り、輸出減少のインパクトをことさら深刻に捉える必要はなくなっている。

## (2) 非製造業の牽引力を過小視

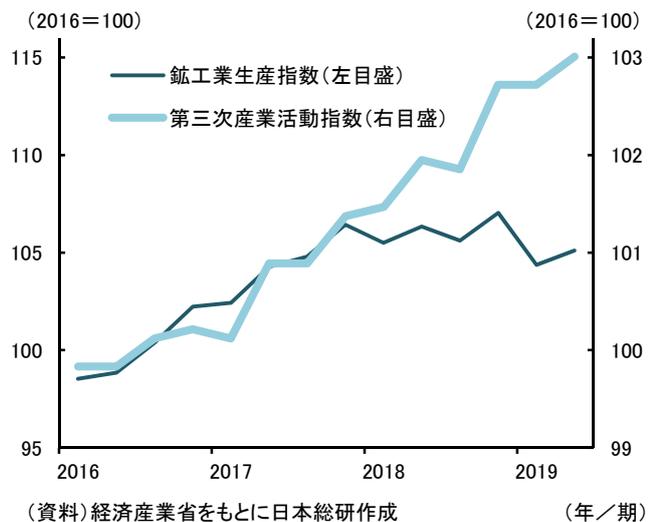
二つめの原因は、非製造業の牽引力を過小視したことである。

今年前半の高成長の牽引役は非製造業であった。実際、鉱工業生産は昨年からの弱い動きが続いたものの、第三次産業活動指数は一貫して上昇傾向が続いていた(図表4)。非製造業の拡大傾向が保たれていたため、製造業の低迷を十分に補って、高い成長を実現できたのである。内訳をみると、様々な業種で持ち直したものの、大きく分けると家計向けと企業向けの2分野で特徴的な動きがみられた。

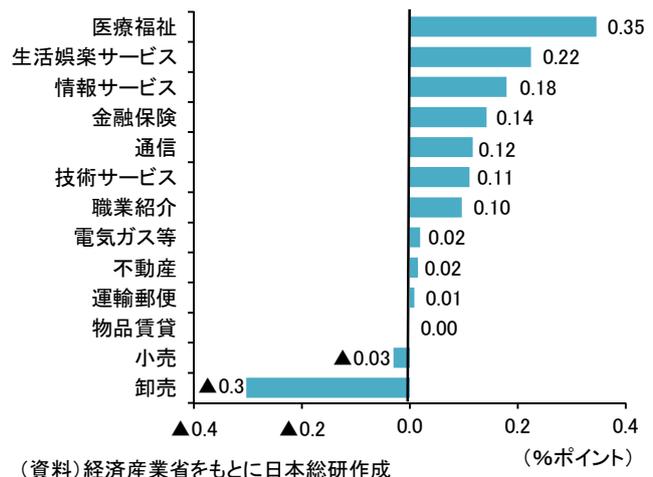
まず、家計向けではサービス消費が好調であった。今年4～6月期の第三次産業活動指数は前年比+1.0%の上昇となったが、このうち生活娯楽関連サービスだけで+0.22%ポイント押し上げられた(図表5)。詳細な内訳をみると、春の10連休効果などもあって、今年前半の国内旅行取扱高が4年ぶりに前年比増加に転じた。外食でも増加基調をたどっており、利用客数・客単価ともに足許まで回復傾向が続いている。娯楽関連サービスも全般的に好調で、遊園地・テーマパーク、映画館、スポーツ観戦、競輪・競馬など幅広い分野で前年水準を上回っている。こうした不要不急の支出が活発化していることから、個人消費の好調さが確認できよう。なお、高齢化の流れを受けて、医療・介護関係の支出も恒常的な押し上げ要因として働いている。

一方、企業向けで最も寄与度が大きかったのは、情報サービスの+0.18%ポイントである。とり

(図表4) 製造業と非製造業の活動水準



(図表5) 第三次産業活動指数の増加の内訳 (2019年4～6月期の前年比寄与度)



わけ、デジタル化対応のためのソフトウェア投資が好調だった。パッケージソフトも前年を上回ったものの、それ以上に、受注ソフトウェアの増勢が急速に高まっていることが注目される。日銀短観の設備投資計画でも、今年度のソフトウェア投資は前年比二桁増が見込まれており、企業のデジタルライゼーションが急速に進展している様子が窺える。また、人手不足の深刻化を背景に、職業紹介・労働者派遣に対する需要も大きく増加している。

このように、非製造業の回復が定着してきた背景には、改善傾向が続いている雇用・所得環境と高水準の企業収益がある。アベノミクス発足時から政府は、成長と分配の好循環メカニズムを強化して、成長を底上げするという目標を掲げてきた。ここに来て、ようやく内需主導型の自律的な景気拡大が実現しつつあるといえよう。

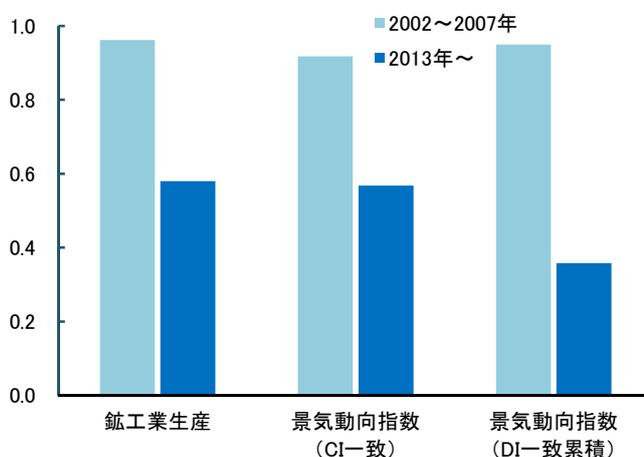
### 3. 今後に向けての課題

以上のように、ここ数年、経済の主役が製造業から非製造業に変化し、景気牽引役のシフトが起きていることが分かった。今年前半の高成長を認識できなかったのは、こうした構造変化を見逃したからである。「世界景気の減速は、わが国景気の減速に直結する」という固定観念に囚われて、新たな景気拡大メカニズムに気付くことができなかったのだ。こうした今年前半の経験から、三つの課題が浮かび上がってくると思う。

第1に、景気判断のあり方を見直すべきである。かつては製造業活動が景気変動に大きな影響を及ぼしていたため、鉱工業生産の動きを追うことが景気を判断するうえで最も重要な作業であった。しかし今後は、非製造業活動まで含めたより広範な経済指標をみて景気判断を行う必要がある。様々な統計を総合的に分析しなければならなくなるため、景気全体の方向感を把握するのが一段と難しくなるだろう。こうした点からも、内閣府が公表している「景気動向指数」を見直すことを提案したい。景気動向指数は、わが国景気を総合的に表す代表的な指標であるが、指数を構成する個別系列が製造業に偏っているという問題点があった。そのため、鉱工業生産が景気との連動性を失うにつれて、景気動向指数も景気の実態を捕捉することができなくなってきた。実際、2002年から始まった「いざなぎ景気」では、GDPギャップと景気動向指数は非常に高い連動性があったが、今回の景気拡大局面では両者の相関関係が大幅に低下している（図表6）。非製造業の牽引力上昇を踏まえて構成系列を入れ替えるなどして、景気方向感をより正確に掴むための工夫が求められる。

第2に、企業の経営戦略にも再検討の余地があると思われる。冒頭の図表1で、企業経営者も今年前半の景気を減速と認識し、実体経済と乖離していたことを指摘した。これは、需要が増加していた分野もあったにもかかわらず、もっぱらマイナス面を感じ取る企業が多かったことを意味する。すなわち、製造業から非製造業への主役交代という構造変化に、企業も対応できなかった

(図表6) GDPギャップとの相関係数



(資料)内閣府、経済産業省をもとに日本総研作成

たことを示しているのではないか。社長 100 人アンケートは大企業を対象にしていることを踏まえれば、大企業のビジネスモデルや環境適応力が硬直化している恐れがある。これからも様々な分野で成長産業が生まれてくることが予想されるだけに、需要構造の変化に対して迅速に対応できるよう経営戦略を練り直すことが必要である。昨今、既存の事業を深めていく「深化」と、新しい事業を開拓する「探索」の両者を同時に推進する「両利きの経営」が話題になっているが、わが国の大企業にこそ求められているといえよう。

第3に、経済政策のあり方である。10年単位で見れば、需要構造はダイナミックに変化しているため、こうした動きに遅れずに、適時適切な政策を打ち出すことができるよう、政府のPDCAサイクルをスピードアップすることが求められる。また、産業構造のシフトを円滑に進めるうえで、柔軟な雇用制度を整備することも喫緊の課題である。

以 上