

調査レポート

日本経済ウォッチ(2014年8月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
～生活実感に近い物価上昇率はもっと高い
2. 景気概況..... p.2
～景気は弱含んでいる
3. 今月のトピック:弱含む鉱工業生産～生産の回復が大幅に遅れるリスクも
..... p.3～11
 - (1)消費税率引き上げ前後の生産動向～1月をピークに急速に悪化
 - (2)今後の生産の行方～弱い動きが続く懸念

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

1. 今月のグラフ ~ 生活実感に近い物価上昇率はもっと高い

消費税率の引き上げに伴って、2014年4月以降、消費者物価の前年比伸び率が急上昇している(図表)。消費者物価指数の総合の伸び率をみると、3月時点で前年比+1.6%だったものが、4月以降は3%台半ばで推移している(最新の6月の結果は同+3.6%)。

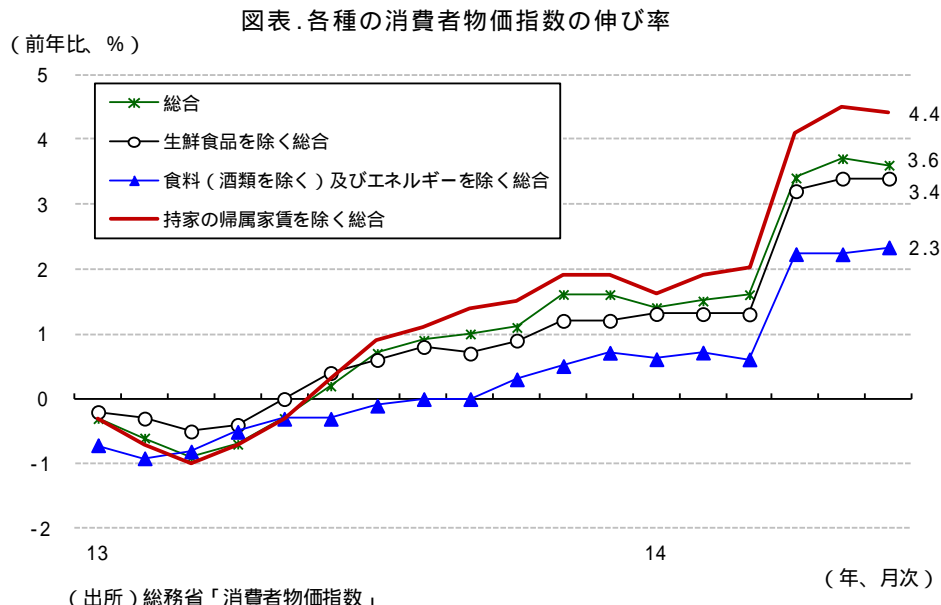
消費者物価のうち、景気や政策を判断する上で最も重要視されているのが、総合から生鮮食品を除いた消費者物価指数であり(コアとも呼ばれる)、総合よりも若干低い伸び率で推移している(6月は同+3.4%)。野菜、果物、魚介といった生鮮食品を除くのは、これらの商品価格が天候に左右されて変動幅が大きくなりやすいためである。

さらに、総合から酒類以外の食料とエネルギーを除いた消費者物価は、コアコアとも呼ばれている。米国などの諸外国で重視されている指標であり、天候要因だけでなく、商品市況や為替レートの変動の影響を受けやすい品目(ガソリン、電気料金など)も除外されている。こちらの指数は、物価の大きな押し上げ要因となってきたエネルギー価格が対象外であるため、総合と比べて伸び率は低くなっている(6月は同+2.3%)。

ところで、注目されることの多いこれらの指数には、すべて持ち家の帰属家賃が含まれている。持ち家の帰属家賃とは、持ち家を借家とみなした場合に支払われるであろう家賃を、民間借家の家賃を参考にして算出した架空の数字である。実際に支払っているものではないため、家計が実生活においてその存在を意識することはないが、シェアは実に15.58%もある。

消費者が生活していくうえで実感する物価は、持ち家の帰属家賃を除いた総合であると考えられるが、持ち家の帰属家賃が民間借家の家賃に連動して下落しているため(6月は同-0.3%)、同指数は足元で4%を超えている(6月は同+4.4%)。

日本銀行が金融政策上のターゲットとしているのは、生鮮食品を除いた消費者物価指数の消費税率の影響を除いた伸び率であり、日本銀行の試算によれば6月は同+1.4%である(目標値は同+2.0%)。日本銀行は同指数が今年度後半にはターゲットに近づいていくとしているが、ターゲットが無事に達成されると、持ち家の帰属家賃を除く総合は5%程度まで上昇すると予想される。このとき、消費者の生活実感は一段と厳しくなっていると考えられ、実際の消費行動にも大きな影響を及ぼしている可能性がある。(小林 真一郎)



2. 景気概況～景気は弱含んでいる

消費税率引き上げの影響により、景気は弱含んでいる。

8月13日に発表された4～6月期の実質GDP成長率は、消費税率引き上げの影響を受けて、前期比-1.7%（年率換算-6.8%）と大きく落ち込んだ。落ち込み幅は、前回消費税が引き上げられた直後の1997年4～6月期の同-0.9%（同-3.5%）を上回っており、消費税率引き上げ後、景気が厳しい状況に陥っていることを示す内容であるといえよう。中でも個人消費は、同-5.0%と急減し、実質GDP成長率全体を大きく押し下げた。こうした個人消費の落ち込みの背景には、耐久財を中心とした駆け込み需要の反動減だけでなく、実質賃金の減少による影響があったと考えられる。

名目賃金の動きをみると、雇用情勢の改善を反映して持ち直しつつある。6月の一人当たり現金給与総額（確報値）は前年比+1.0%と4カ月連続で増加し、所定内給与も同+0.2%と2012年3月以来のプラスに転じた。春闘でのベア復活の効果が徐々に現れてきた可能性がある。また、夏のボーナスを含む特別給与は同+2.0%となり、夏のボーナス支給額の伸びは2年連続でプラスとなったようだ。

しかし、一人当たり現金給与総額を実質値でみると、6月は前年比-3.2%と大幅なマイナスの状態にある。6月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+3.3%（日銀試算による消費税を除くベースでは同+1.3%）と高い伸びを続けており、今後も賃金の上昇幅を上回り続けることは確実である。こうした影響が、7～9月期以降も個人消費の伸びを抑制する懸念がある。

雇用情勢の持ち直しも一服している。6月の完全失業率は3.7%に上昇し、均してみると、このところ横ばい圏での動きにとどまっている。もっとも、労働市場への参入者が増加したことが失業者数の増加につながっており、就業者数は高水準にあることを勘案すると、雇用情勢が悪化しているわけではない。

懸念されるのが、生産が弱含んでいることに加え、出荷の落ち込みによって在庫水準が上昇していることである。6月鉱工業生産は前月比-3.4%と落ち込み、在庫は前回の景気の谷近辺とみられる2012年11月の水準にまで積み上がっている。生産予測調査では7、8月は増加が見込まれているが（それぞれ前月比+2.5%、同+1.1%）、在庫調整圧力の高まりが生産を抑制する可能性があり、結果が予測調査から大きく下振れる懸念がある。

2013年度補正予算や2014年度予算の執行の本格化から公共投資の増加が見込まれること、さらに海外経済の持ち直しによって輸出が増加すると期待されることから、夏場以降、景気は再び持ち直してくると予想される。しかし、6月の実質輸出は前月比-0.5%と弱含みで推移しており、復調の気配がうかがえない。実質賃金の落ち込みにより個人消費の回復ペースが緩やかにとどまると予想される中、今後も輸出の低迷が続くようであれば、増税後の景気の持ち直しの時期が後ずれするリスクが高まってこよう。（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：弱含む鉱工業生産～生産の回復が大幅に遅れるリスクも

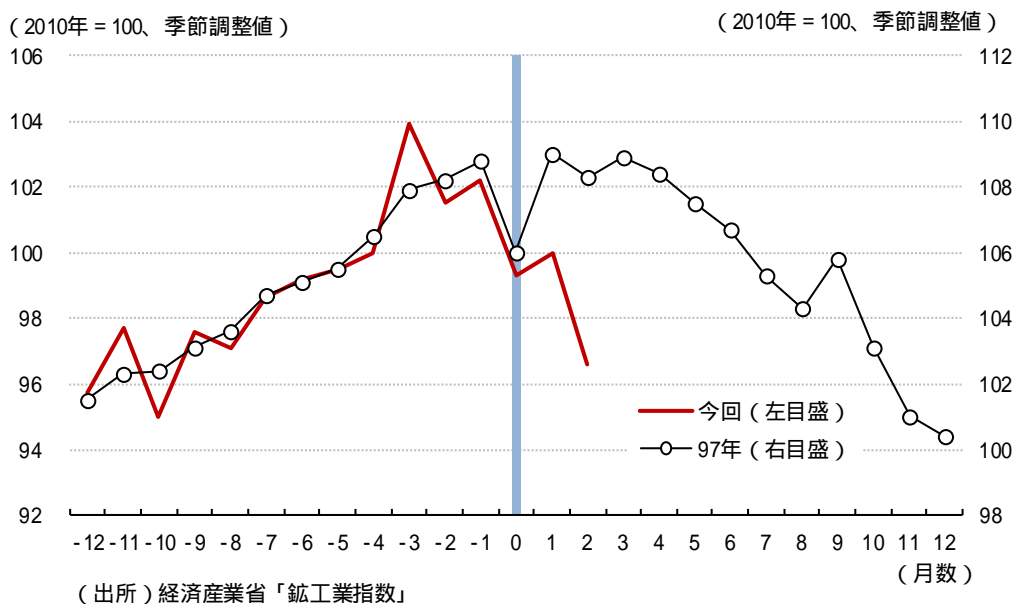
消費税率引き上げのタイミングを挟んで、企業の生産活動が弱含んでいる。駆け込み需要と、その反動減によるところも大きい。それを勘案しても落ち込み幅が大きい。景気の一斉指標である生産がこのまま回復してこなければ、景気が後退局面入りする可能性も浮上してくる。今回は、当面の鉱工業生産の動向について検討した。

(1) 消費税率引き上げ前後の生産動向～1月をピークに急速に悪化

最近の鉱工業生産指数の動きをみると、駆け込み需要への対応のために消費財を中心に今年1月にかけて堅調に増加したが、首都圏での大雪の影響もあって2月に一時的に減少に転じた。その後、滞っていた生産が再開されたことや、駆け込み需要が予想外に強かったことに対応するため、3月に生産は再び上昇に転じた。4月は駆け込み需要に対する反動減によって出荷が減少したことに伴って、生産も同 - 2.8%と大きく落ち込んだ。

こうした4月までの生産活動を、前回の消費税率引き上げ時の1997年と比較すると、1月の増加幅が大きい以外は、概ね似通った動きをしていることがわかる。図表1は消費税率が引き上げられたタイミングを中心として、その前後の鉱工業生産指数の動きを重ねてみたものであるが、増税前の1年間も含めて増加テンポも同じ程度であった。状況が異なり始めたのは5月からである。

図表1. 鉱工業生産指数の比較（97年と2014年）

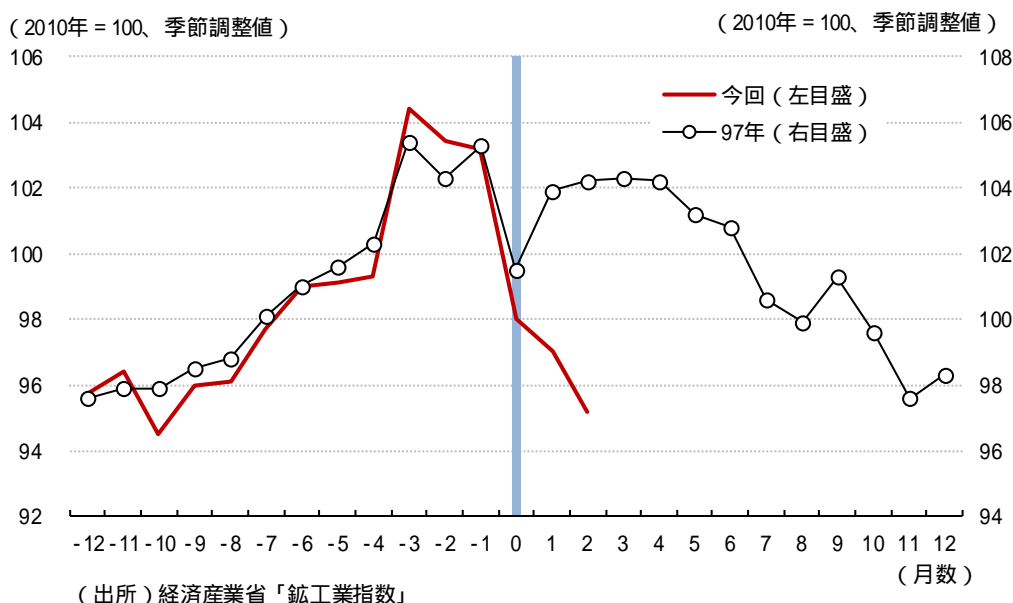


製造工業生産予測調査によると、2014年5月は前月比+1.7%と順調に持ち直す計画であったが、結果は同+0.5%の上昇にとどまった。これに対し、97年5月は4月の同-2.6%から同+2.8%と急速に持ち直して3月の水準を上回っており、反動減の動きは短期間のうちに一

巡している。さらに格差が拡大したのが6月の動きである。1997年6月は同 - 0.6%と小幅の低下にとどまったが、2014年は製造工業生産予測調査の同 - 0.7%を大きく上回る同 - 3.4%と大きく落ち込んだ。この2014年6月の水準は、直近のピークである1月と比べると約7.0%の落ち込みであり、2013年6月以来の低さである。

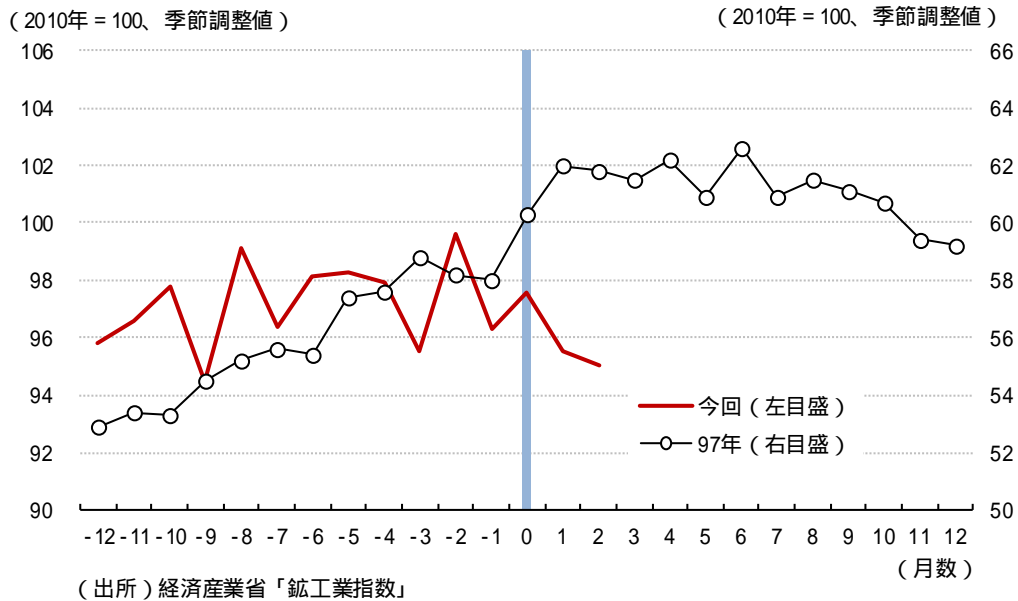
5、6月の鉱工業生産が1997年と比べて大きく下振れた原因は、出荷の落ち込みが大きかったためと考えられる。図表2は同様に消費税率が引き上げられたタイミングを中心として、1997年と2014年の出荷指数の動きを比べたものである。2014年1、2月の上昇の勢いが1997年よりも強かったため、4月の落ち込み幅が1997年よりも大きくなること自体は懸念されることではなかったが、問題は5、6月の動きである。1997年の5、6月の出荷指数は前月比 + 2.4%、同 + 0.3%と2カ月連続で上昇しているが、2014年においては同 - 1.0%、同 - 1.9%と両月とも低下し、まったく逆方向の動きとなっている。2014年の出荷指数の低下は5カ月連続であり、反動減の動きに歯止めがかかっていない(1月をピークとして、この間の落ち込み幅は8.8%に達している)。

図表2 . 出荷指数の比較 (97年と2014年)

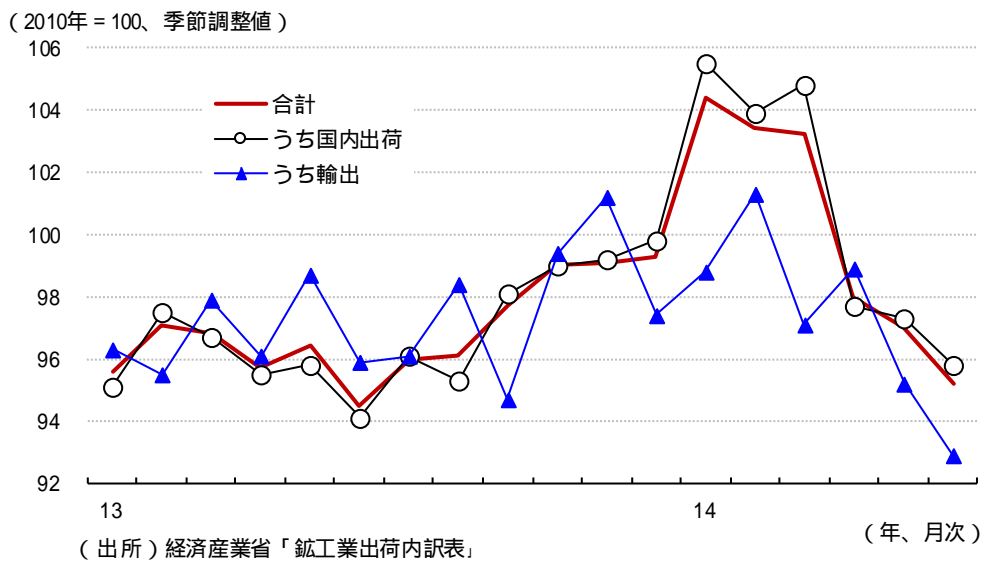


5、6月の出荷指数の動きが逆方向となっている原因の一つが、輸出の動きの違いである。実質輸出の動きを、同様に1997年と2014年とで比較したのが図表3である。これによると、実質輸出は1997年においては増加傾向にあり、期末に向けて国内出荷を優先するために抑制された後、4、5月には反動もあって順調に上昇している(ただし、その後はアジア通貨危機の発生によって横ばい圏で推移した後、低下に転じた)。これに対して2014年の場合は、1年以上にわたって横ばい圏内で推移した後、4月の上昇幅も小さく、5、6月は減少している。ただし、輸出の低迷は要因の一つに過ぎない。出荷を国内出荷と輸出に分けてみると、国内出荷も同様に大きく落ち込んでいる(図表4)。

図表3．実質輸出の比較（97年と2014年）



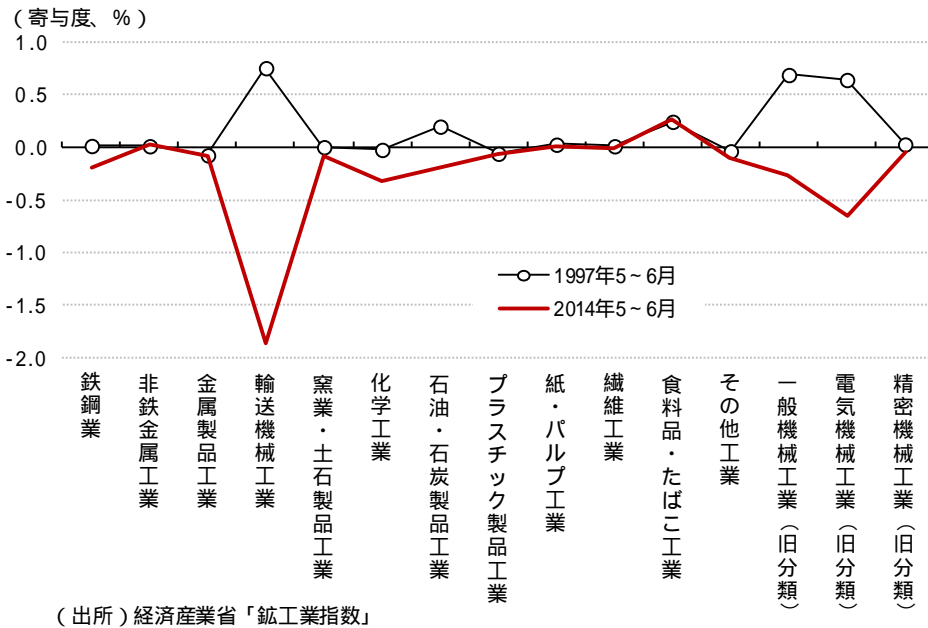
図表4．出荷指数の内訳



それでは、5、6月の出荷指数は、具体的にこういった業種で落ち込んでいるのだろうか。図表5は、5、6月の前月比の伸びに対する業種別の寄与度を、2014年と1997年とで比較したものである。まず目立っているのが、1997年は最も大きく上昇に寄与していた輸送機械工業が、2014年は逆に最大の低下要因となっている点である。なお、輸送機械工業全体でのマイナス幅1.9%のうち、乗用車が-1.7%と大部分を占めている。

次いで、電機機械工業（旧分類であり、現在の電子部品・デバイス工業、電気機械工業、情報通信機械工業の合計に概ね近い）、化学工業、一般機械工業（旧分類であり、現在のはん用・生産用・業務用機械工業、精密機械工業の合計に概ね近い）の低下寄与度が大きく、このうち電機機械工業と一般機械工業は、97年には上昇に寄与していた。

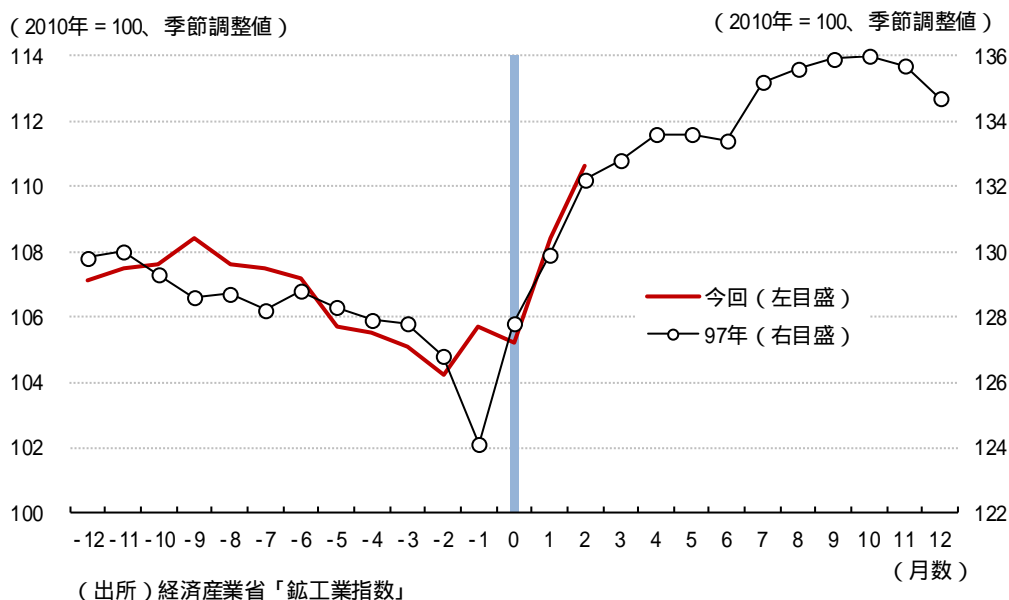
図表5 . 業種別の出荷指数寄与度（5、6月の前期比寄与度の累積）



出荷が落ち込んだ結果、在庫の水準も上昇している。在庫指数は、5月に前月比+3.0%と大きく上昇した後、6月も同+2.0%と高い伸びとなった。5、6月の在庫の積み上がり幅は、1997年と比べてほぼ同程度であるが、期末に向けての動きが異なっているため、単純な比較はできない。

まず、1997年は駆け込み需要によって在庫は3月末に急減し、増税後、出荷の落ち込みを受けて4月に急速に積み上がっている（図表6）。これに対し2014年は、出荷のピークが1月となるなど駆け込み需要が早めから発生した業種が多かったため、3月末よりも早めに在庫が不足することになった。このため、4月以降の在庫復元の動きもにらんで、3月末にかけて在庫が積み増されたようだ。

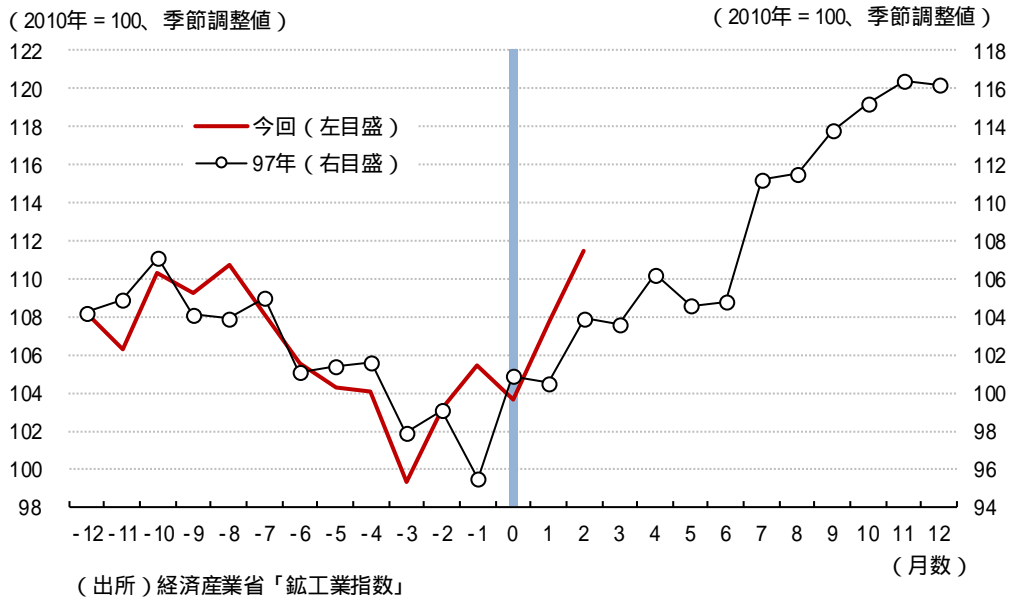
図表6 . 在庫指数の比較（97年と2014年）



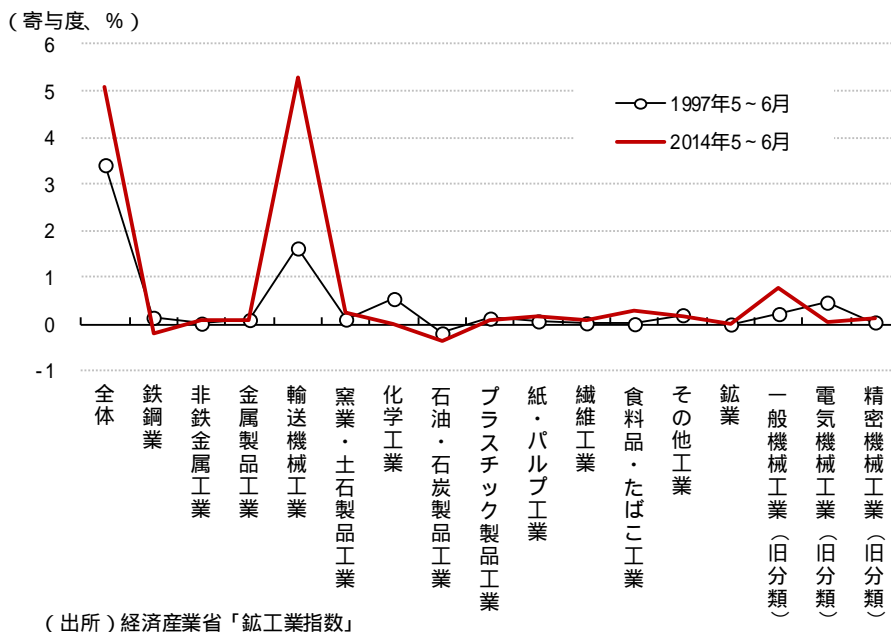
このように、在庫水準のボトムのタイミング、ボトムからの積み上がり幅に違いがあるが、重要なのは出荷量と比べて在庫量が過剰かどうかである。そこで、出荷と在庫の関係を指数化した在庫率指数の動きをみると、今回の方が早めに上昇を始め、増税後の水準も高くなっている（在庫率指数は、月中の出荷に対する月末の在庫水準を示すため、数字が高いほど、出荷に対して在庫が過剰であることを示している）。これは、在庫の積み上がりのタイミングが早かった反面で、出荷の落ち込みが続いているためである。

なお、5、6月の在庫指数の上昇寄与度を業種別にみたのが図表8である。これによると、輸送機械工業、中でも乗用車の寄与度が極めて高く、製造業全体へのインパクトが大きいことがわかる。

図表7．在庫率指数の比較（97年と2014年）



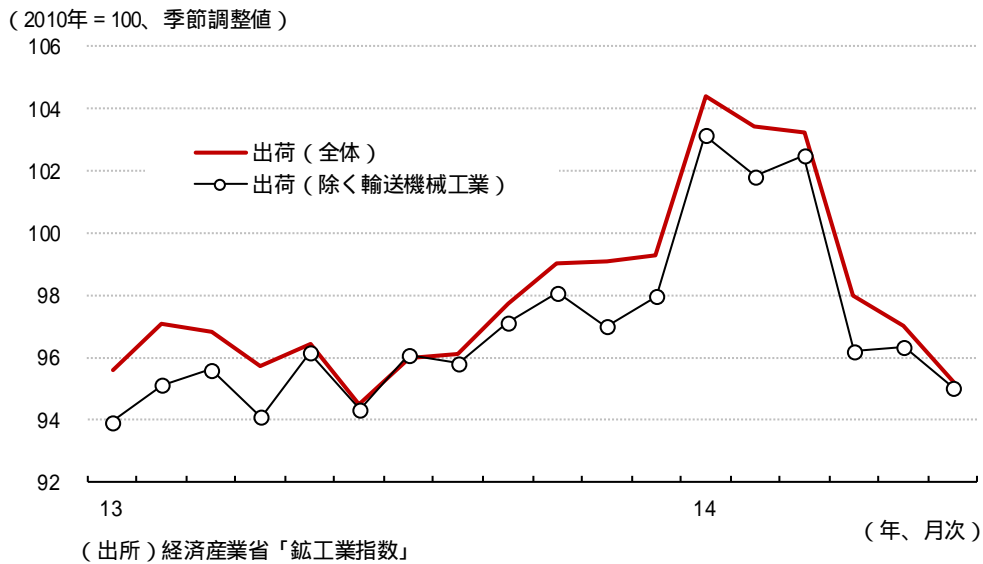
図表8．業種別の在庫指数寄与度（5、6月の前期比寄与度の累積）



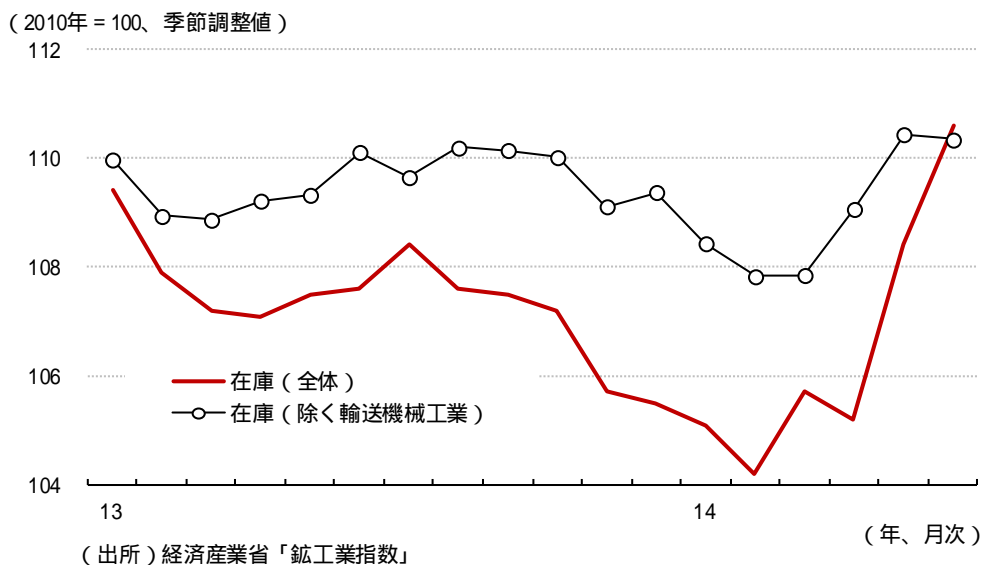
乗用車の在庫の増加については、製鉄所でのトラブルにより、周辺にあった完成車にすずやタールが付着するという事態が6月に発生したが、その清掃作業によって納車に遅れが出たことが影響した可能性がある。ただし、乗用車の在庫が増え始めたのはそれ以前からであり、この納車の遅れだけが原因ではない。

また、輸送機械工業を除いた出荷指数、在庫指数でも、出荷指数の低下幅は小さくなり、在庫指数の上昇幅は小幅となるものの、基本的な動きはあまり変わらない(図表9、10)。シェアが2割以上と大きい輸送機械工業の動きが製造業全体に及ぼす影響は大きいですが、各業種の個別の動きをみても、やはり出荷指数が低下し、在庫指数が上昇している状態にある。

図表9．除く輸送機械工業の出荷推移



図表10．除く輸送機械工業の在庫推移



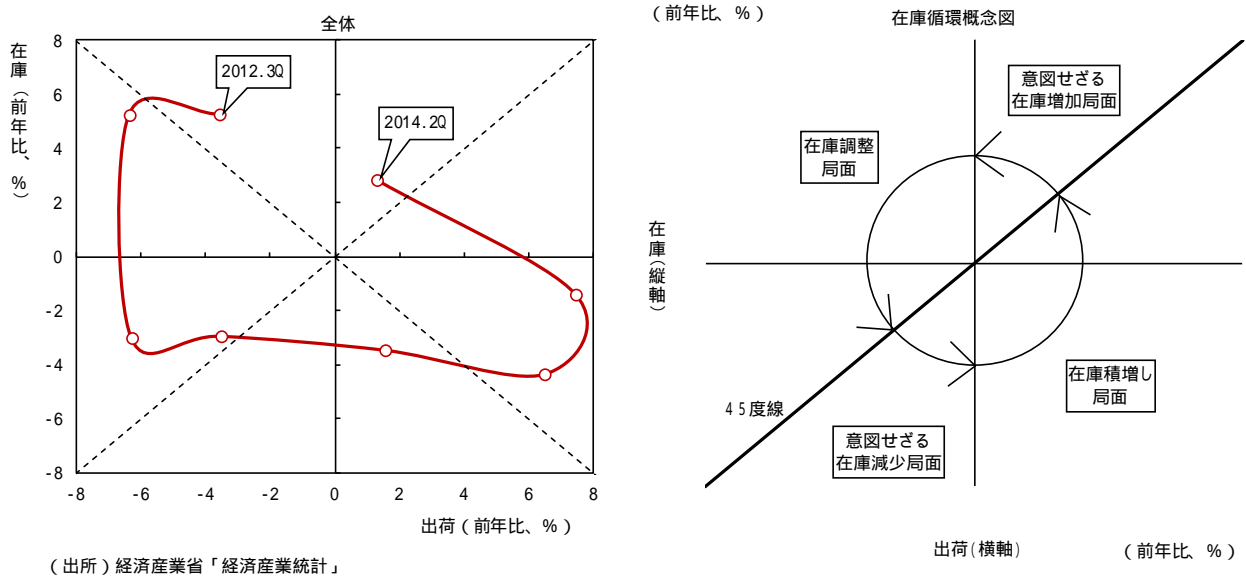
(2) 今後の生産の行方～弱い動きが続く懸念

以上の現状を踏まえたうえで、今後の生産動向について考えて行こう。

まずポイントとなるのが、足元の在庫の増加に対する企業の動きである。すでに述べたように出荷に対する在庫の増加幅が過大になっているため、今後は在庫調整の動きが強まると考えられる。特に最近では、企業が在庫の積み上がりには早めの減産で対応する傾向が強まっており、7月にもそうした動きが出る可能性がある。製造業全体の在庫循環図をみると、2014年4～6月期には45度線を超えて、意図せざる在庫増加局面に達しており(図表11)、7～9月期に在庫調整局面入りする可能性を示唆している。

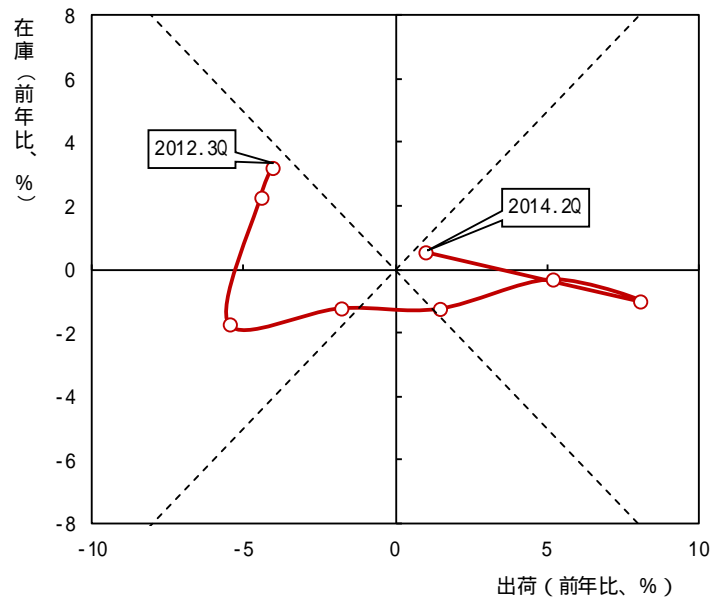
また、輸送機械工業を除いた場合の在庫循環図をみると、意図せざる在庫増加局面に差し掛かりつつある。乗用車の出荷の遅れと在庫の積み上がりが特殊要因による一時的なものであったとしても、それ以外の業種において、次第に在庫調整圧力が高まってくることが予想される(図表12)。

図表11. 在庫循環図



次にポイントとなるのが、出荷が持ち直してくるかどうかである。4～6月期の実質GDP成長率においては、家計部門を中心に反動減以上に需要が大きく落ち込んだことが確認されたが、実質所得の落ち込みが続く中で、個人消費の回復は遅れる可能性が高い。また、輸出についても、海外景気が回復する中でも低迷が続いており、短期間のうちに急速に持ち直すとは考えづらい。そう考えると、出荷指数は、7～9月期には前期比でプラスに転じるものの、あまり大きな増加は期待できない。

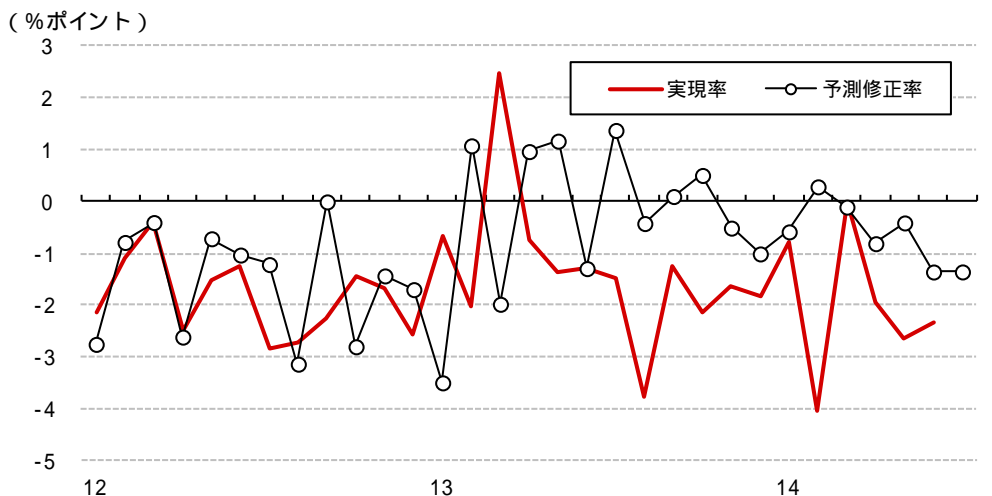
図表 12 . 在庫循環図



(出所) 経済産業省「経済産業統計」

生産製造工業生産予測調査では、7月は前月比 + 2.5%と順調に増加した後、8月も同 + 1.1%と増加基調が維持される計画になっている。予測調査通りとなれば、9月の増減率が同 - 2.9%まで低下しても、7~9月期は前期比でプラスに転じる計算となり、鉱工業生産指数の底入れが確認できることになりそうだ。しかし、このところ実績値が予測を下回るケースが続いており(図表 13)、7、8月分とも下振れる可能性は十分にある(過去3年間の実現率の平均は約 - 1.8%)。

図表 13 . 鉱工業生産指数の実現率と予想修正率

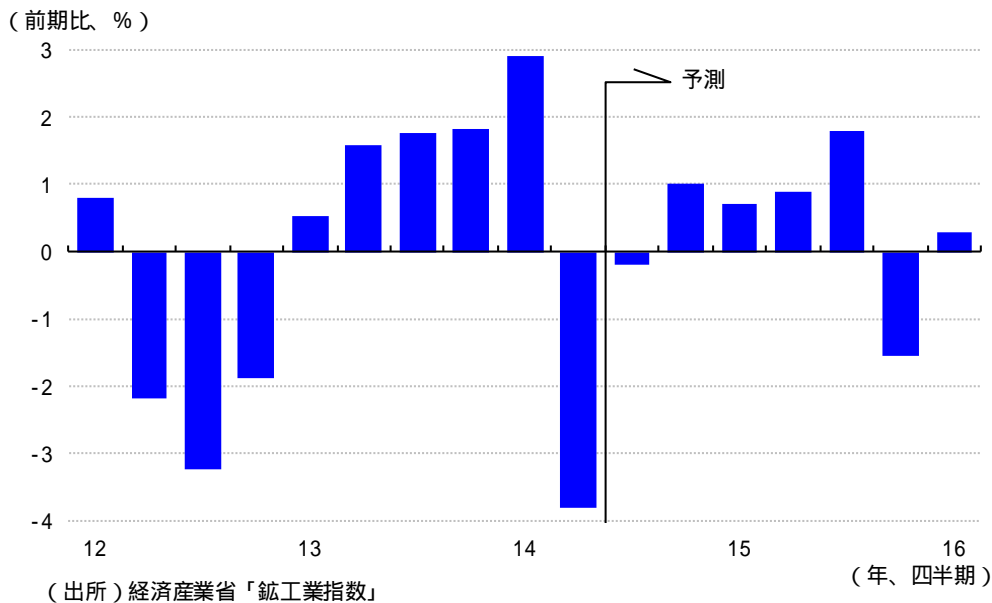


(注) 実現率 = 当月調査による前月実績指数 / 前月調査による当月見込み指数
 予測修正率 = 当月調査による当月見込み指数 / 前月調査による翌月見込み指数

(出所) 経済産業省「経済産業統計」

図表 14 は、今後の四半期ごとの鉱工業生産指数の前期比の増減率の予測である。在庫調整圧力の強まり、出荷の持ち直しの弱さから判断すると、7～9 月期もわずかながら前期比でマイナスが続く可能性がある。さらに、10～12 月期以降は持ち直しが続こうが、そのペースは緩やかにとどまると予想される。2015 年度になって増加ペースが高まるが、これは 2015 年 10 月の消費税率引き上げを控えての駆け込み需要に対応するための動きである。税率の引き上げ幅が 2% であることもあって、2014 年 1～3 月期と比較すると駆け込み需要は小規模にとどまると予想され、鉱工業生産指数の上昇も緩やかにとどまろう。また、在庫の積み上がりに対する企業の警戒感も強まると考えられ、増税直後の生産の落ち込みも小幅となると予想される。

図表 14．鉱工業生産指数の予測



(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。