

日本経済ウォッチ (2016年11月号)

調査部 小林真一郎、土志田るり子

【目次】

1. 今月のグラフ p.1
 ~ 対内直接投資に劣る対外直接投資の収益性
2. 景気概況 p.2
 ~ 景気は横ばい圏で推移しているが、一部に持ち直しの兆しが見られる
3. 今月のトピック:物価動向の現状と今後の動向 p.3 ~ 11
 ~ 年明けにはプラスに転じる見込み
 - (1) 消費者物価はマイナス圏で推移
 - (2) 今後の物価動向に影響を及ぼす要因
 - (3) 消費者物価は 2017 年にはプラスに転じる

1. 今月のグラフ ～ 対内直接投資に劣る対外直接投資の収益性

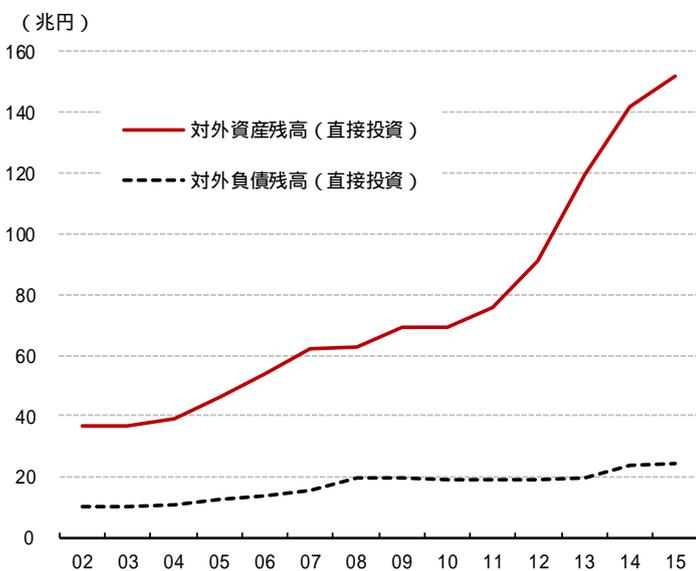
日本企業の積極的な海外進出が続いている。日本から国外への投資のうち、法人に対する出資や再投資などの残高を表わす直接投資残高は、2015年末に150兆円を超えた。一方、外国企業の日本国内への直接投資は増加傾向にはあるものの、2015年末の残高は24兆円にとどまっている（図表1）。

このように、対外直接投資が対内直接投資に比べて急速に増加したことで、国際収支における第一次所得収支が増加し、経常収支黒字拡大の要因となっている。

ところで、こうした多額の投資は十分に採算を確保できているのだろうか。図表2は、直接投資と証券投資の利回りを調べたものである。2015年の対外直接投資の利回りは7.4%で、対外証券投資の4.1%を上回っている。しかし、海外からの直接投資である対内直接投資は、さらに高い11.3%となっている。海外から日本への投資は少額ではあるが、日本から海外への投資よりも効果的に行われているのだ。反対に日本企業は、海外にばかり目を向け、国内にある収益性の高い投資先を見落としてしまっている可能性がある。国内の低金利や内需の減少への懸念から、今後も日本企業は海外への直接投資や証券投資を増加させると予想される。しかし、身近なところを今一度見渡せば、その中に有利な投資先が存在しているかもしれない。

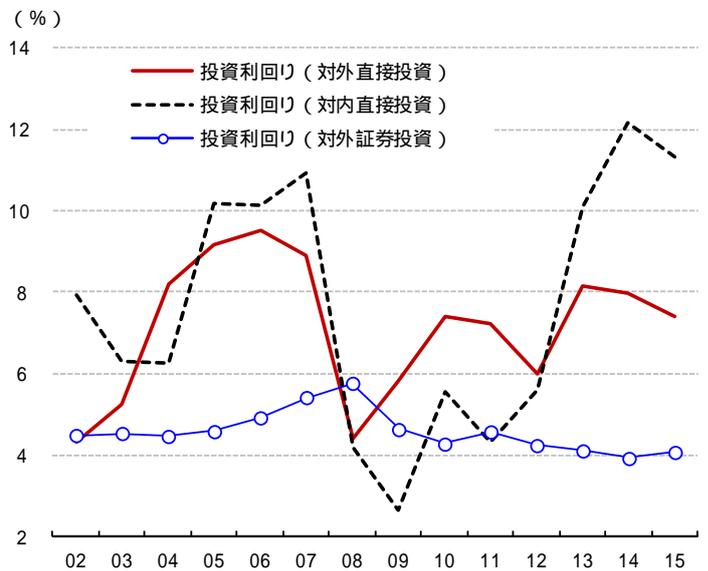
（土志田 るり子）

図表1：対外直接投資残高は増加が続いている



（出所）財務省「本邦対外資産負債残高の推移」

図表2：収益性がより高いのは対内直接投資



（注）投資利回り = $\frac{\text{投資収益}}{\text{前期末投資残高} + \text{当期末投資残高} \div 2} \times 100$ （年）
 （出所）財務省「本邦対外資産負債残高の推移」、「国際収支統計」

2. 景気概況 ~ 景気は横ばい圏で推移しているが、一部に持ち直しの兆しが見られる

景気は横ばい圏で推移しているが、一部に持ち直しの兆しが見られる。最近発表された経済指標から判断すると、景気判断を前向きに修正できるほど堅調な数字はないが、一方で下振れリスクも後退しつつある。

11月8日に行われた米大統領選後、大規模な減税の実施、規制緩和の推進、インフラ投資の拡大といったトランプ新大統領の政策により、米国の企業業績が改善し、米国景気が拡大するとの期待感が強まり、米国の株価は急上昇し、為替市場ではドルが上昇し円は下落した。保護主義的な政策や各国との外交関係の見直しなど、トランプ氏の過激な主張がどの程度まで実施に移されるか明らかになるためには一定の時間が必要である。このため、トランプ新大統領の打ち出す政策が日本の景気に及ぼす影響は短期的には軽微であり、目先の影響については、もっぱら金融市場を通じてのものとなる。

現在のトランプ相場が長期化、定着化すれば、日本の景気にとってもプラス材料である。米国での年末商戦が好調であれば、輸出の増加につながると期待されるうえ、年度上期に悪化した輸出企業の業績は円安によって急改善するであろう。また、日本をはじめとして各国の株価が大きく反発していることで、世界経済の回復期待が高まるであろう。しかし、トランプ氏の言動を巡って、再び金融市場が混乱し、世界経済への期待が一気に剥落する懸念は残る。このため、現時点でトランプ新大統領の下で米国の景気が順調に拡大し、世界経済をけん引していくと過度に期待することはできない。

国内景気の動向をみると、7~9月期の実質GDP成長率（1次速報値）は前期比+0.5%（年率換算+2.2%）と3四半期連続で上昇し、景気が横ばい圏内の動きから抜け出しつつあることが示された。もっとも、中身を見ると、外需主導の成長であって個人消費、設備投資といった内需が弱く、回復の勢いに力強さはない（外需の前期比寄与度+0.5%に対し内需は同+0.1%）。

企業部門では、10月の鉱工業生産（速報値）が3カ月連続で増加したが、前月比では+0.1%とほぼ横ばいであり、生産予測調査の同+1.1%からも下振れた。ただし、11月の生産予測調査では同+4.5%と大幅な増加が見込まれており（12月は同-0.6%）、引き続き生産に持ち直しの動きが見られるといえる。また、10月の実質輸出についても前月比+0.1%とほぼ横ばいとどまった。

家計部門では、10月の失業率は3.0%と低水準にあり、同月の有効求人倍率は1.40倍に達するなど雇用情勢の良好な状態が維持されている。9月の1人あたりの現金給与総額（確報値）は前年比横ばいとどまったが、所定内給与が同+0.2%と3カ月連続で増加しており、持ち直しの動きが見られる。しかし、個人消費は10月家計調査の実質消費支出（二人以上世帯、季節調整値）が前月比-1.0%とマイナスに転じるなど、均してみると依然として横ばい圏での推移にとどまっている。

一方、10月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比-0.4%と下落基調にある。今後も、賃金の伸びは緩やかとなるが、物価下落と雇用者の増加によって実質所得の回復が見込まれることは、個人消費にとってプラス材料である。

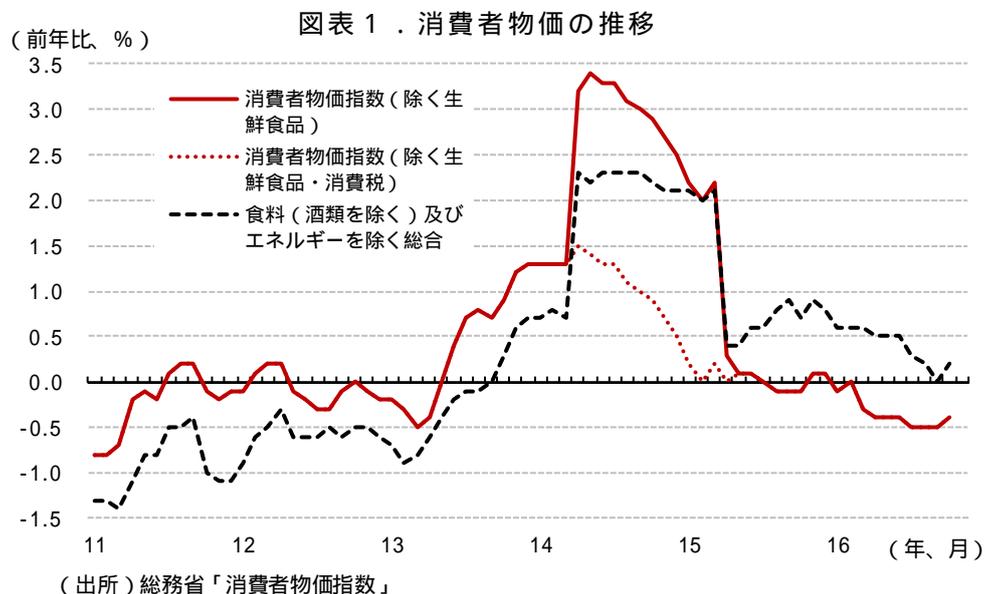
今後は、世界経済の回復を受けて輸出が徐々に増加していくほか、2016年度補正予算の執行による押し上げ効果も年度末にかけて徐々に強まると見込まれ、景気は緩やかに持ち直していくと期待される。しかし、持ち直しテンポが急速に高まることも難しい。足元で生産を押し上げてきた自動車の挽回生産やスマートフォン関連財の輸出増加による効果は年内には一巡する見込みである。さらに、先述の通り、金融市場で混乱が発生すれば、景気が下振れするリスクがある。（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：物価動向の現状と今後の動向～年明けにはプラスに転じる見込み

消費者物価(生鮮食品を除く総合)が前年比マイナス圏で推移するなど物価の下落が続いているが、原油価格の底打ちや米国大統領選後の円安など、今後は物価を押し上げる材料もいくつか出ている。今月は、足元の物価動向と今後の動向について検討した。

(1) 消費者物価はマイナス圏で推移

10月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コア)は前年比-0.4%と、引き続きマイナス圏内で安定して推移している(図表1)。もっとも、9月の同-0.5%からは若干マイナス幅が縮小しており、10月の食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(以下コアコア)も9月の前年比横ばいから同+0.2%と小幅上昇に転じるなど、物価の下落圧力は一巡しつつあるように見える。

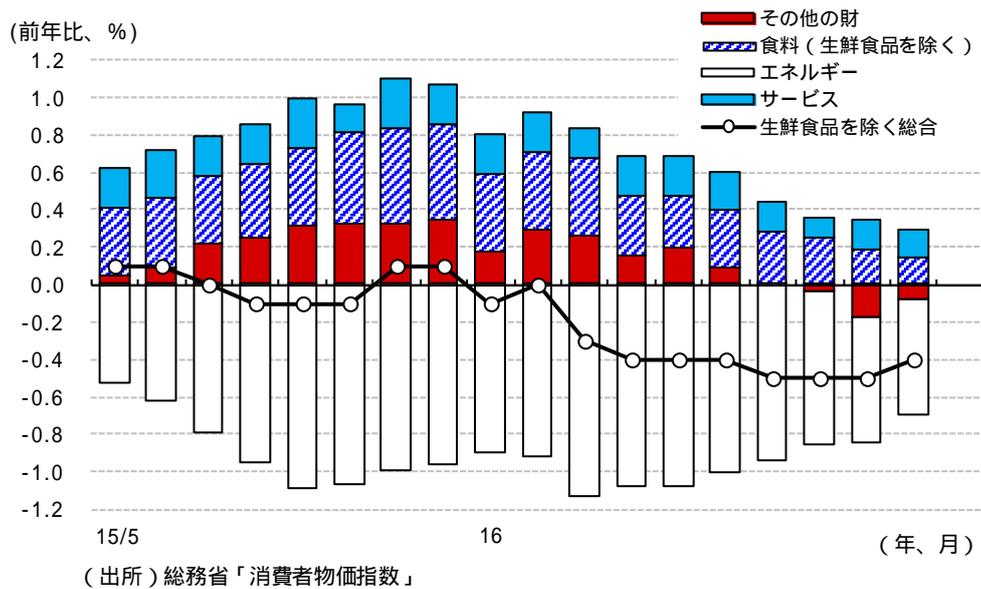


消費者物価指数(コア)の前年比への寄与度を要因分解してみると、2016年に入って前年比でマイナスに転じた一番の要因が、ガソリン、電気代などのエネルギー価格の下落によるものであること分かる。ただし、エネルギー価格の押し下げ効果は、2016年春をピークに徐々に弱まっている(図表2)。

一方、食料(生鮮食品を除く)は、2015年中までは円安や国際商品市況の上昇などを反映して価格引き上げの動きが活発であったが、そうした動きは一巡しつつあり、押し上げ効果は弱まっている。また、その他の財(主に家庭用耐久財・雑貨、被服・履物、テレビ・PCなど教養娯楽用耐久財、カバンなど身の回り品)は、円高による輸入物価の下落の影響などから足元で下落基調に転じている。なお、サービス価格は概ね小幅の押し上げ効果が続いている。

以下では、個別の動きについて、もう少し詳しくみていくこととする。

図表 2 . 消費者物価（生鮮食品を除く総合）の寄与度要因分解



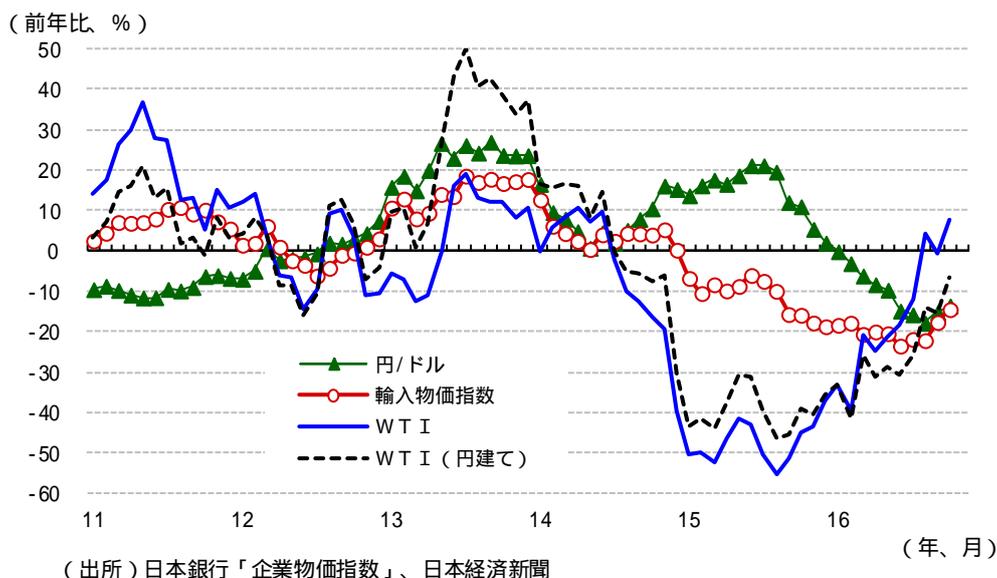
(2) 今後の物価動向に影響を及ぼす要因

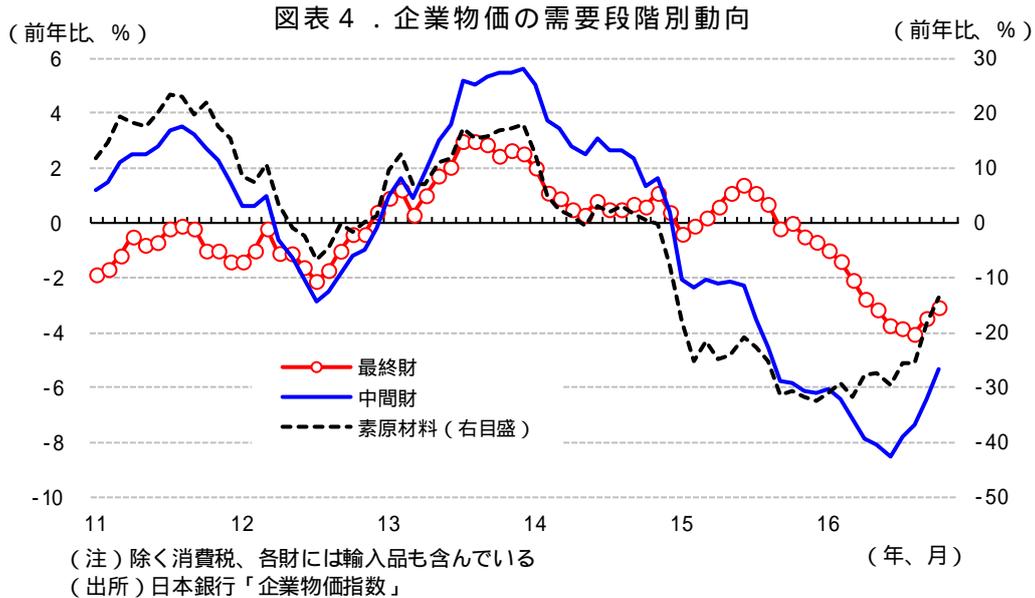
今後の消費者物価の動向に最も影響を及ぼすと考えられるのがエネルギー価格である。エネルギー価格は、原油などの資源価格の影響を強く受けるが、原油価格は今年2月にボトムをつけて緩やかな上昇基調にあり、すでにドル建てでは前年の水準を上回っている(図表3)。仮に、11月以降の原油価格(WTI)が、10月と同水準である1バレル=50ドル弱の水準を維持すると仮定すると、2月には前年比で60%を越える計算となる。

物価に直接的に影響する円建て価格では、前年比で円高の効果によって依然として前年比マイナスの状態にあるが、円高効果も次第に薄らぎ、2017年には前年比でプラスに転じると予想される。

こうした資源・エネルギー価格の上昇は、輸入物価を上昇させ、タイムラグを置いて消費者物価指数を押し上げる要因となってくる。消費者物価の川上に位置する企業物価の需要段階別の状況を見ると、最も川上となる燃料・鉱産物資源などの素原材料(国内製品および輸入品の合計)はすでにマイナス幅が縮小に転じており、遅れて中間財、最終財でもマイナス幅が縮小してきている(図表4)。

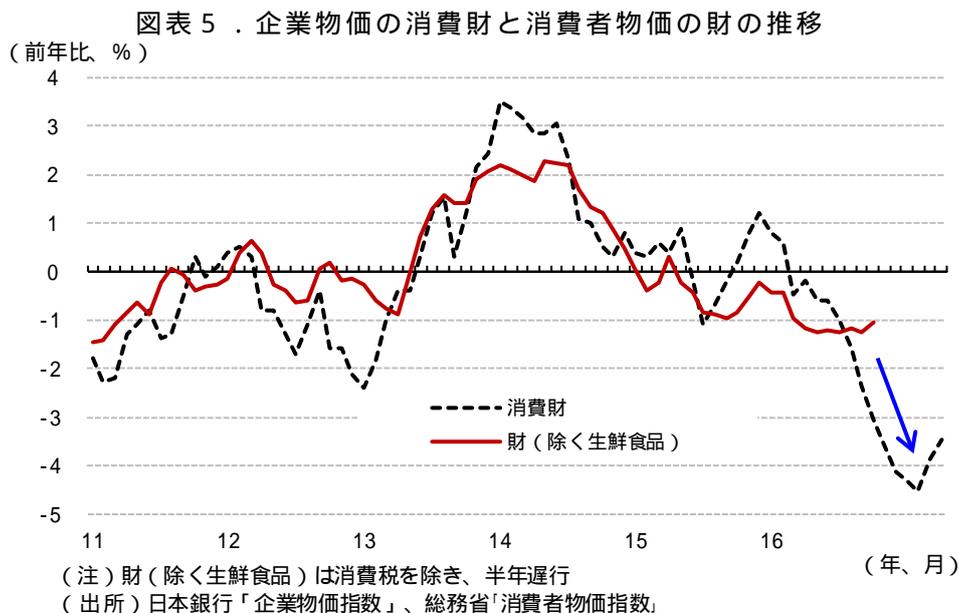
図表3 原油価格・為替相場などの推移





企業物価の最終財の一部を占める消費財は、その価格に流通コストや販売マージンが上乗せされて小売店などで販売されるため、消費者物価指数の財の価格に先行して変動する。最近の消費財の前年比の動きを見ると、円高や輸入物価の下落の影響により引き続き大幅なマイナスの状態にあるが、足元ではマイナス幅が縮小に転じている(図表5)。先行期間は半年程度であるため、しばらくは国内の財価格も前年比でマイナスが続こうが、円安の効果が出始める半年後には下落圧力が一巡している可能性がある。

このように、消費者物価指数の財の価格については、川上から緩やかに上昇圧力が高まりつつある。



サービス価格については、まず家賃と持家の帰属家賃を除いた価格の動向を見ると、2013年以降は前年比でプラスが続いており、伸び率も1%をやや下回る程度で安定して推移している(図表6)。

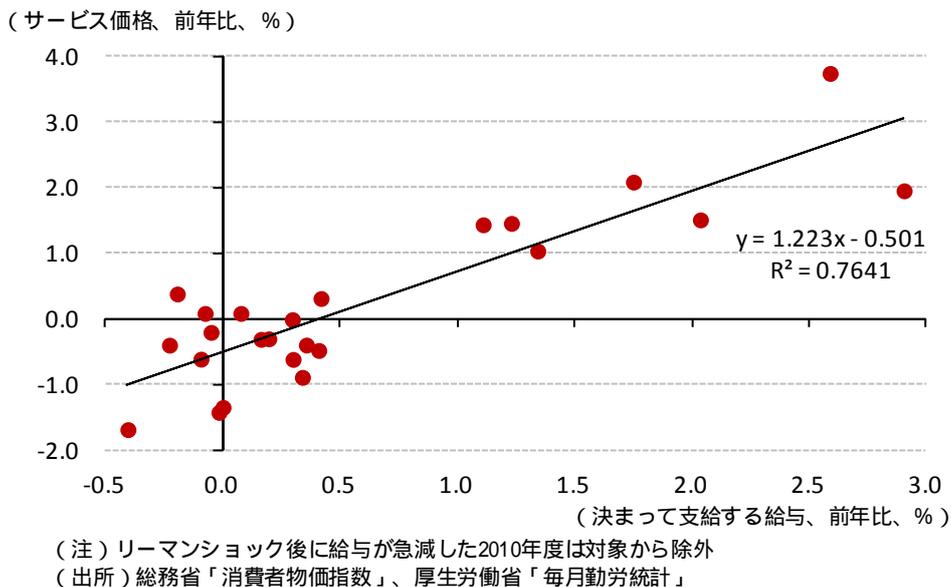
図表6．サービス価格（除く家賃）の推移



サービス価格は、価格設定において賃金の動向が反映されやすい。1991年度から2015年度までの賃金（所定内給与と所定外給与の合計である定期的に支給する給与で、ボーナスなどの特別給与を除く）とサービス価格の前年比の伸び率の関係をみると（図表7）、概ね連動していることがうかがえる（ただし、2000年度以降については賃金、サービス価格とも変動幅が縮小しているため関係は薄らいでいる）。

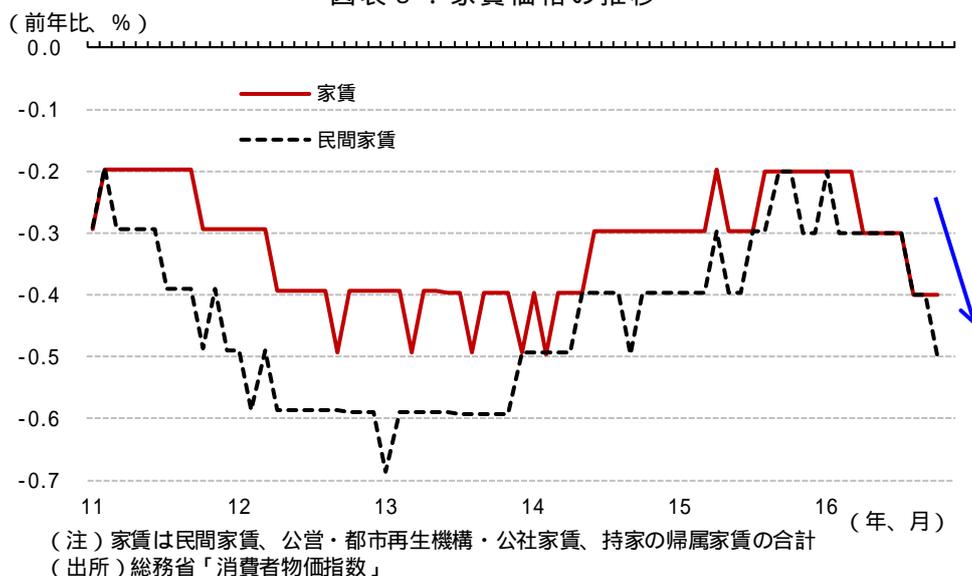
労働需給がタイトな状況にあっても企業は賃金の引き上げには慎重な姿勢を崩しておらず、今後も賃金の上昇は緩やかにとどまると考えられ、サービス価格も急上昇することはないであろう（もっとも、サービスの販売価格を引き上げないために、賃金の伸びを抑制せざるを得ないともいえる）。

図表7．賃金とサービス価格の関係（1991～2015年度）



一方、サービス価格のうち家賃（民間家賃、公営・都市再生機構・公社家賃、持家の帰属家賃の合計）は、下落傾向に歯止めがかかっておらず、足元では民間家賃を中心に下落ペースが加速している（図表8）。世帯数の伸びが頭打ちとなる中で、低金利や相続税対策を背景に貸家の着工が高水準な状態にあり、いずれ供給過剰から空室率が上昇し、家賃価格に下落圧力がかかると予想されるが、そうした動きがすでに出始めている可能性がある。家賃の消費者物価指数に占めるウェイトは約17.8%と極めて高く、全体への影響度合いも高いため、下落圧力が増すことになれば、物価上昇を阻害する要因となる。

図表8．家賃価格の推移

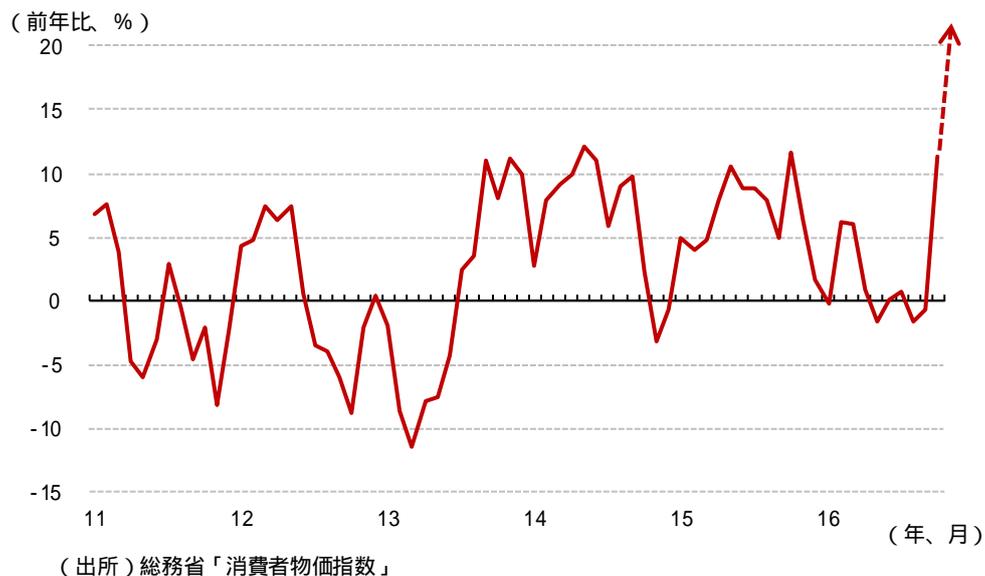


消費者物価（コア）には含まれないが、生鮮食品の価格は、消費者の行動に影響を及ぼすという意味で重要性が高い。足元の生鮮食品価格は夏場の天候不順の影響で急上昇しており、10月には前年比+11.4%まで上昇した（図表9）。中でも、同+15.3%と生鮮野菜の上昇が著しい。

食品など消費者にとって身近なものの値段が上がれば、生活の負担感が高まり、節約志向を強めてしまう可能性がある。実際、10月の家計調査の実質消費支出では、価格が高騰しているレタス（同+54.5%）、ほうれんそう（同+47.3%）への支出が急減している（レタスで同-36.8%、ほうれんそうで同-39.9%）。生鮮食品のシェアは約4.1%にとどまるため物価全体を押し上げる効果は小さいが、それでも10月の全国の総合指数は、コアの前年比-0.4%に対し、同+0.1%と8カ月ぶりにプラスに転じた。

1ヶ月先行する11月東京都区部では、キャベツ（同+89.4%）、はくさい（同+87.4%）などにも価格上昇の動きが広がっており、生鮮食品全体では同+24.8%と高い伸びとなった。このため、全国の生鮮食品も11月の前年比伸び率も20%を超えることが予想される。価格が高止まるか、さらに上昇していくようであれば、年末年始の個人消費に対するマイナスの影響が懸念される。

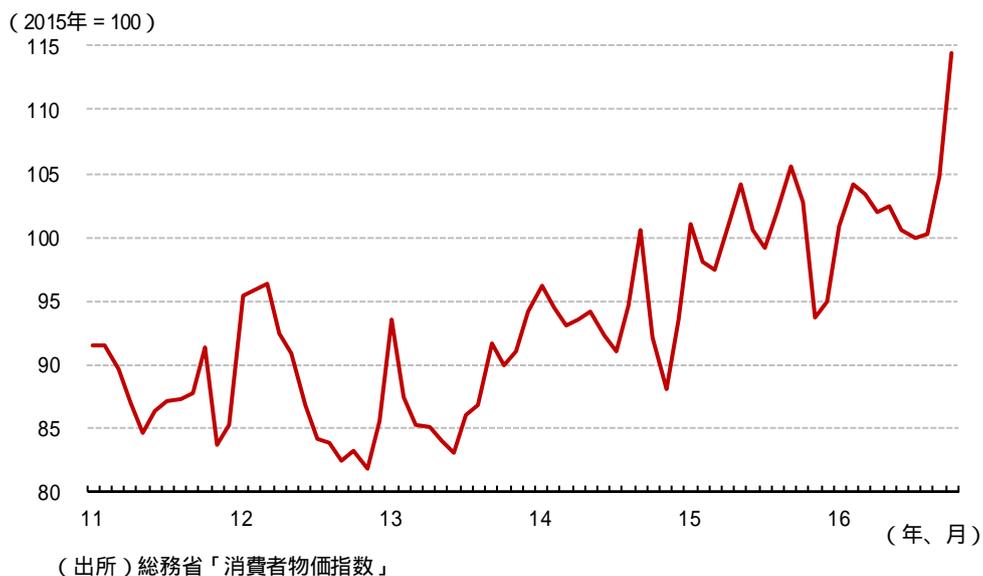
図表 9 . 生鮮食品価格の推移



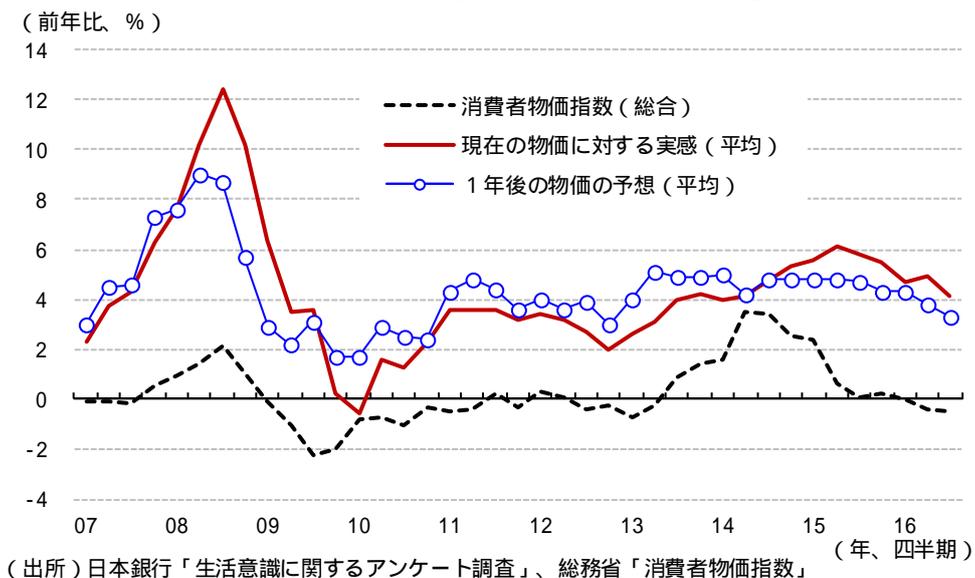
生鮮食品価格は、天候要因によって大きく変動することが多く、前年比で2桁の変動幅を記録することも珍しくはない。前年の水準が低ければ、翌年にはその反動で伸びが急上昇するといったケースが多いためである。しかし、足元の伸び率については、昨年10月も天候不順の影響で前年比+11.6%と高い伸びを記録しており、反動によるものではなく、価格水準は相当高くなっている(図表10)。安倍政権が誕生した2013年の平均を基準とすれば、2016年10月時点で約29.8%上昇しており、この間の個人消費の低迷の一因となっている可能性がある。

ただし、家計のインフレ期待は9月時点ではむしろ弱まっている。日本銀行が四半期ごとに調査する生活意識に関するアンケート調査(9月調査)では、「現在の物価に対する実感」および「1年後の物価の予想」とも緩やかな低下傾向にある(図表11)。ただし、消費者物価が同じマイナス圏内で推移していた2011~2012年頃と比べると、物価に対する実感は高い水準にある。今後については、エネルギー価格、生鮮食品価格の上昇を反映して、実感、予想とも上昇に転じる可能性がある。

図表10．生鮮食品価格の推移



図表11．消費者の物価に対する実感・予想

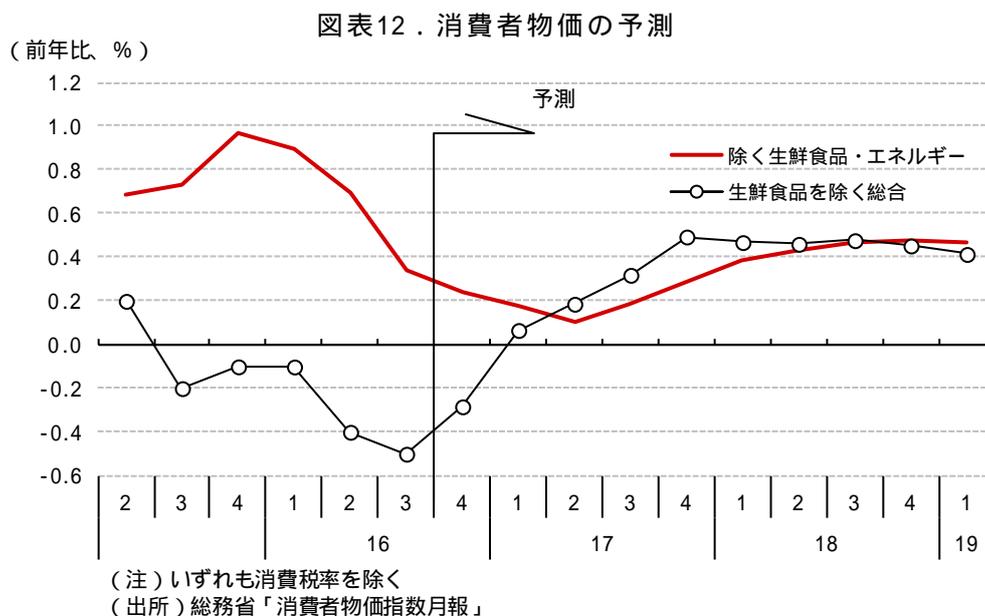


(3) 消費者物価は2017年にはプラスに転じる

消費者物価指数(コア)は、原油価格が底打ちしているものの前年同期の水準と比べると低いため、2016年中はエネルギー価格の下落によって前年比でマイナスの状態が維持されるであろう(図表12)。2016年夏にかけての円高による輸入物価の下落の影響も続くと見込まれる。

しかし、2017年に入ると、エネルギー価格が上昇に転じるため前年比のマイナス状態は解消される見込みである。その後も、人件費の緩やかな上昇を反映してサービス価格の上昇が続くこと、2016年秋以降の円安が輸入物価を押し上げる要因に転じることなどから、上昇率は徐々に拡大していこう。

2018年度にはエネルギー価格の上昇幅が高まってくることや人件費の増加が続くことから、プラス幅はやや拡大すると予想される。消費者物価指数(コア)は、2015年度の前年比横ばいに対し、2016年度には同-0.3%とマイナスに陥るが、2017年度には同+0.4%とプラスに転じ、2018年度には同+0.5%に高まっていこう。米大統領選後に進んだ円安が、円安水準で定着化したり、原油価格の持ち直しペースが高まってくることになれば、プラス幅がさらに拡大する可能性がある。



消費者物価の動きは、前年比で2%のインフレターゲットを導入している日本銀行の金融政策にも影響を及ぼす。物価が上昇基調に転じることから、日本銀行への追加緩和の圧力は後退することになるだろう。しかし、2018年度になってもターゲットを達成することは難しい。このため、インフレターゲット達成の観点からは、当分の間、金融緩和状態を続け、現状の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組みを維持することになるであろう。

(小林 真一郎)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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、当社までご連絡ください。