

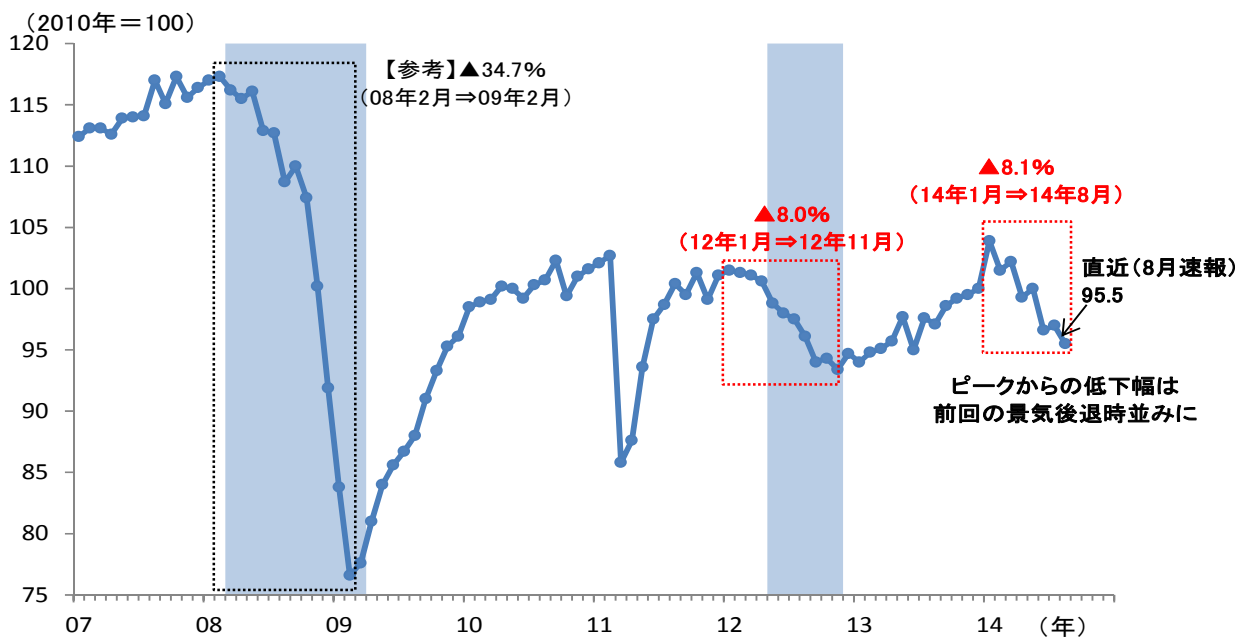
# 足元、すでに景気後退との見方をどう考えるか

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

先月17日のTODAYで景気後退リスクが生じたことを紹介したが<sup>1</sup>、その後に発表された、8月の鉱工業生産の動きは景気後退リスクの高まりを示している。筆者の見方は、先月に引き続き、日本経済は脱「失われた20年」とした転換のなかで中期的回復期を迎えているが、短期的には循環的な調整不安が生じたと評価し、その短期と中期の峻別をした冷静な見方が必要というものである。同様に、筆者は消費税率の再引き上げについても引き続き行うべきと考えており、短期的な不安があるとするれば、それを和らげるべく、カンフル剤の投入も必要として、アベノミクスの三本の矢の再出動、すなわち①金融緩和、②補正予算、③成長戦略の一環としての逆所得政策、(政労使会議での賃上げ)を求めている。

みずほ総合研究所は、足元の景気動向とそれに伴う消費税率引き上げの環境を考えるレポートを発表している<sup>2</sup>。下記の図表は同レポートで示された鉱工業生産指数の推移である。鉱工業生産指数は今年1月にピークをつけ、既にピークから8.1%低下している。前回の2012年の景気後退期の調整幅が▲8.0%であったことから、今回も景気後退期との見方が生じうる状況にある。

■ 図表: 鉱工業生産指数推移



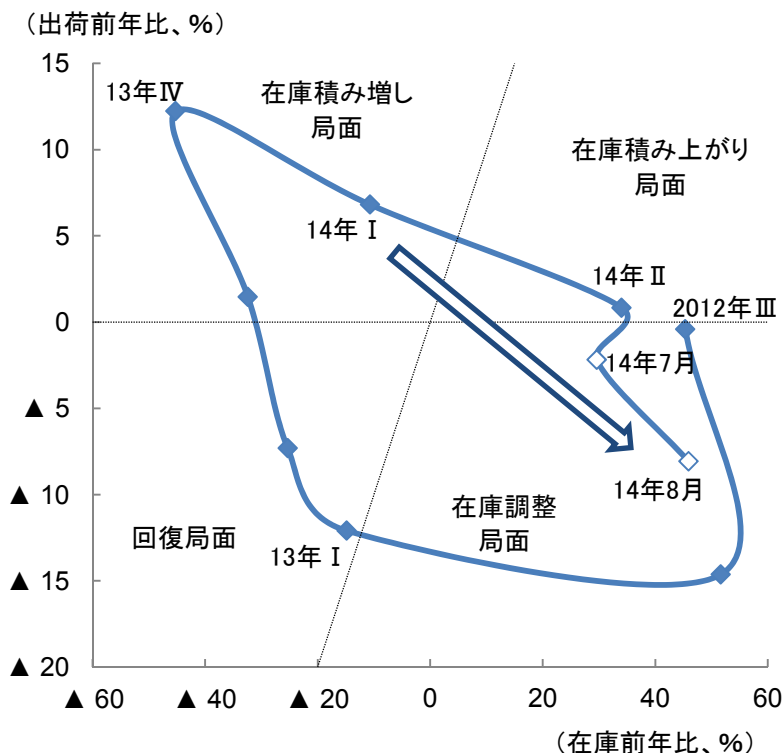
(注) 網掛けは景気後退期を示す

(資料) 経済産業省「鉱工業指数」よりみずほ総合研究所作成

7月下旬以降の日本経済の論点は、自動車を中心とした耐久財の在庫調整によって景気の腰折れが生

じるのではないかとこの点にあった。下記の図表は、乗用車の在庫循環を示す。乗用車の在庫循環図では、4～6月期に在庫が積み上がり局面に入り、7月以降は在庫が調整局面に入っており、8月はその調整が更に進んでいる。従って、今後1～2四半期程度は在庫調整が必要になる可能性が強い。

### ■図表:乗用車の在庫循環図



(資料) 経済産業省「鉱工業指数」よりみずほ総合研究所作成

前述のように機械的に数字をとらえれば、今回も景気後退と認定され得る状況にあるが、国内の中期的な潮流は改善に向かう押上げ要因である。さらに海外も、2007年以降の大恐慌以来ともされる調整から出口に向かう状況だ。10月3日に発表された9月の米国雇用統計の改善はそうした動きを確認するものだ。その結果、日本にとって大きな向かい風であった超円高の為替水準が円安になっている。足元の短期的な動きは確かに景気にマイナスに寄与しているが、底流を流れる押上げ要因も認識する必要がある。ただし、円安の恩恵が概して輸出企業に集中するだけに、「円安還元セール」として輸出企業が賃上げや投資等で日本経済全体へ還元することも必要になる。従来、円高では輸入企業の恩恵を「円高還元セール」で国民に還元したのと同様だ。

このような景気指標の動きにもかかわらず、日本では企業マインドや消費者マインドが、そう大きく屈折していないのは、大きな転換への意識が生じたこともあるだろう。また、株式を中心とした資産価格の上昇に支えられた面も大きい。当面は景気の減速不安は続くと思われるが、雇用・所得環境の改善や設備投資の持ち直しが景気回復の下支えとなっている。以上の観点からみれば、前ページの図表にある2年前の景気後退局面と今回とは大きく異なる。足元の動向には引き続き警戒を強めつつも、筆者は基本的には回復基調との見方を続けており、現在の状況は「我慢の局面」と引き続き位置づけている。

<sup>1</sup> 「2年前の振り出しに戻った景気循環、過度な悲観も禁物だ」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2014年9月17日)

<sup>2</sup> 徳田秀信「足元の景気動向と消費増税の条件」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年10月1日)