

# 緩慢すぎる景気回復

## 経済のサービス化・無形化の影響も

調査部 経済調査チーム  
 主席エコノミスト

河田 皓史  
 080-2074-8973

hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

- 2020年5月を「景気の谷」として、4年以上にわたって景気拡張期間が続いている模様である。もっとも、今次局面の景気回復ペースは非常に緩慢なものにとどまっている
- こうした緩慢さの背景には今次局面に固有の要因（家計への分配不足など）もあるが、経済のサービス化・無形化が進んだことで構造的に景気の振幅が小さくなっている面もあるとみられる
- 経済のサービス化・無形化により循環特性が変化している可能性も踏まえれば、景気基準日付のベースとなる景気動向指数も「新しい指数」をメイン系列にするのが妥当と思われる

### 1. 今次局面の景気回復ペースは非常に緩慢

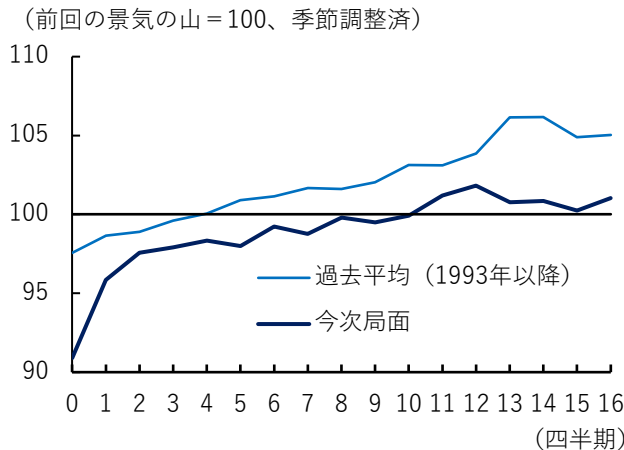
初回の緊急事態宣言で経済活動が強制停止した2020年5月を「谷」として、4年以上にわたって景気は「拡張局面」が続いている模様<sup>1</sup>である（図表1）。過去の景気拡張の平均期間が3年強であることを踏まえれば「息長い景気回復」とも言えるが、改善のペースは鈍い。過去（1993年以降）の景気拡張局面と今次局面の実質GDPを比較すると、過去は景気の谷から4年も経てば前回の景気の山をはっきりと上回る水準にまで成長していたのに対し、今次局面では前回の景気の山（2018年10～12月期）と大差ない水準にとどまっており、かなり緩慢な回復となっている（図表2）。年率数%の経済成長が当たり前だった1980年代以前と比べれば日本の経済成長の実力（潜在成長率）が大きく低下しているため、

図表1 景気基準日付

	景気の谷	景気の山	景気の谷
第9循環	1977年10月	1980年2月	1983年2月
第10循環	1983年2月	1985年6月	1986年11月
第11循環	1986年11月	1991年2月	1993年10月
第12循環	1993年10月	1997年5月	1999年1月
第13循環	1999年1月	2000年11月	2002年1月
第14循環	2002年1月	2008年2月	2009年3月
第15循環	2009年3月	2012年3月	2012年11月
第16循環	2012年11月	2018年10月	2020年5月
第17循環	2020年5月	未定	未定

（出所）内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 景気拡張局面における実質GDP



（注）0期は景気の谷

（出所）内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

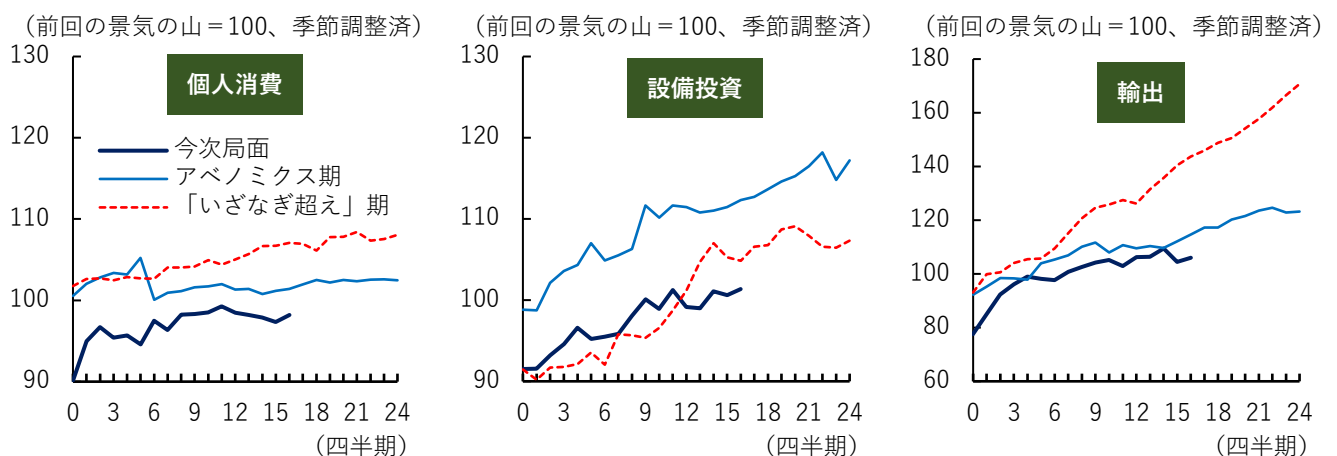
1980年代以前より拡張局面における成長ペースが鈍いのは仕方ないが、潜在成長率が大きく低下した後の1990年代以降で比較しても、今次局面の景気改善ペースは鈍い。振り返れば、2002年以降の拡張局面（「いざなぎ超え」）や2012年末以降の拡張局面（「アベノミクス」）も改善ペースは鈍く、「実感なき景気回復」などと言われることが多かったが、今次局面はそれ以上に改善ペースが鈍い姿になっている。

GDPの内訳別に局面比較を行っても、個人消費・設備投資・輸出といった主要需要コンポーネントはいずれも過去に比べて緩慢な伸びとなっている（図表3）。そのうち個人消費については、インフレに賃金上昇が追い付かない状況が長く続いてきたことから、実質所得の水準がコロナ禍前と比べて切り下がってしまっているため、「弱くて当たり前」である（前掲図表3・左図）。足元では賞与増の影響もあって実質賃金が（おそらく一時的に）前年比プラスになっているとはいえ、「1年前」と比べてプラスなだけであって、例えば「3年前」と比べれば依然マイナスである。要するに、最悪期を抜けつつあるというだけで、家計の実質購買力が弱い姿に変わりはない。実質所得が今よりも堅調だったアベノミクス期でも個人消費はほとんど増えなかったことを踏まえれば、現状程度の弱さは驚くに値しない（アベノミクス期の消費の弱さのほうも余程謎である）。結局、家計への分配が不十分なことが個人消費の足を引っ張る構図が続いているわけである。この点、来年以降も高水準の賃上げを継続することは非常に重要であるし、賃上げに関する企業の社会的責任は重い<sup>2</sup>。

輸出は2000年代の「いざなぎ超え」の時期と比べれば弱い、2010年代のアベノミクス期と比べれば特段弱いわけでもない（前掲図表3・右図）。2000年代後半から2010年代前半にかけて海外生産シフト（現地生産化）が進んだため、世界経済が拡大しても（+円安になっても）、日本国内からの輸出にはそれほど恩恵がないという構図が定着したものとみられる。

興味深いのは設備投資の伸び悩みである。過去には拡張局面の後半にかけて設備投資が加速する傾向があったが、今次局面では今のところそうした動きはみられず、むしろこの2年弱足踏みしているようにも見える（前掲図表3・中図）。家計がインフレで疲弊する裏側で企業収益は過去最高水準となっているにもかかわらず、設備投資に加速感が出てくる気配はない。この点については、建設・ソフトウ

**図表3 近年の景気拡張局面と比較した需要コンポーネントの動向**



(注) 0期は景気の谷（今次局面：2020/2Q、アベノミクス期：2012/4Q、「いざなぎ超え」期：2002/1Q）  
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

エア関連の人手不足や資材価格の高騰などが影響しているのではないかとよく指摘されているし、そうした指摘は少なくとも部分的には正しいのだと思われるが、それにしても企業収益対比で物足りない印象である。

設備投資が伸び悩んでいることは、将来の生産性改善にとってマイナス要因となる可能性が高い。生産性が上がらなければいつまで経っても人手不足は解消しないほか、高水準の賃上げを継続する原資を捻出する観点でも好ましくない。一方、設備投資が伸び悩む状況では「過剰設備によるストック調整圧力」が高まりやすく、いつか必ず訪れる次回の景気後退における傷が浅くなる可能性が高いという点はポジティブに捉えることもできなくはない。

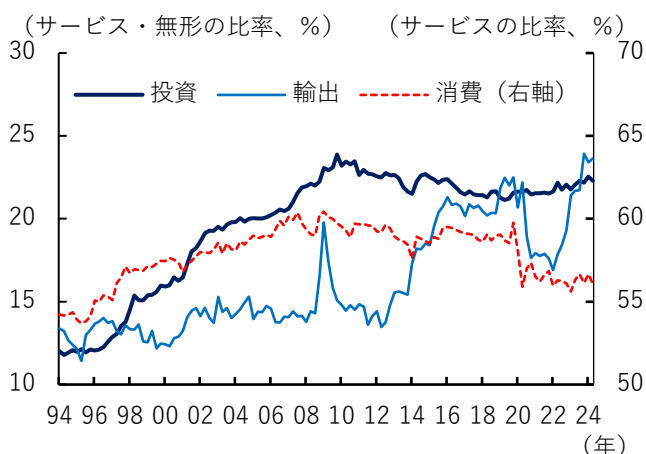
## 2. 経済のサービス化・無形化が景気変動の振幅を小さくしている面も

近年の拡張局面における成長ペースの鈍さは、経済のサービス化・無形化という構造変化の結果という面もあるとみられる。30年前（1990年代半ば）と比べて、日本経済のサービス化・無形化は着実に進展している。例えば、総固定資本形成（設備投資＋公共投資＋住宅投資）に占める無形資産投資（＝「知的財産生産物」≡研究開発投資＋ソフトウェア投資）の割合は、この30年間で約2倍となっている（図表4）。先端品メーカーなど技術力で勝負する企業にとって研究開発は競争力の源泉となるものだし、人手不足が深刻な日本において省力化に向けたソフトウェア投資の必要性は非常に大きい。したがって、今後も無形資産投資の重要性が下がることはないだろう。

輸出に占めるサービス輸出のウエイトも、インバウンド需要の拡大などから、やはりこの30年間で約2倍となっている。個人消費に占めるサービス消費のウエイトも、2000年代後半までは上昇傾向にあった（2010年代は横ばい圏内で推移した後、コロナ禍で水準を切り下げた）。

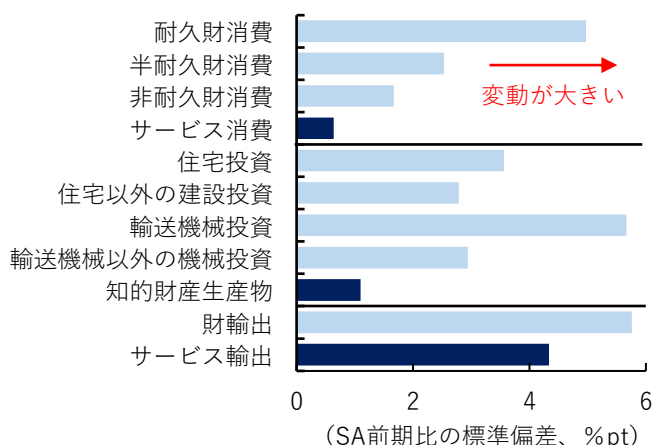
無形資産投資は有形資産投資に比べて、サービス消費・輸出は財消費・輸出に比べて、それぞれ変

図表4 経済のサービス化・無形化



(注) 「投資」は知的財産生産物の総固定資本形成に占める比率。「輸出」はサービス輸出の輸出全体に占める比率。「消費」はサービス消費の国内家計最終消費支出に占める比率  
(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表5 時系列変動の大きさ



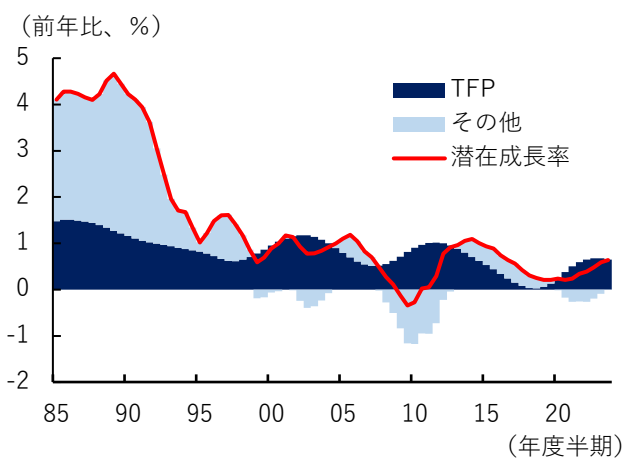
(注) 2005/1Q～2018/4Qの実質季節調整値に基づき計算  
(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

動が小さい（図表5）。したがって、経済のサービス化・無形化は、総じてGDPの短期変動を小さくすることにつながると考えられる。今次局面を含めて近年の景気拡張ペースが鈍いのは、経済のサービス化・無形化を通じて日本経済がこれまでよりも「振れにくい」経済になったことを反映している面もあるのかもしれない。また、本稿の射程外ではあるが、こうした経済のサービス化・無形化は日本経済に固有の現象ではなく、グローバル（少なくとも先進国）に共通した現象とみられる。そうした中でグローバルな景気循環特性が変化しているのであれば、各国のマクロ経済政策（金融政策、財政政策）の運営にも影響する可能性があるし、そうした政策運営の変化を通じて為替市場など金融市場に何らかの影響を及ぼす可能性もある。こうした点も非常に興味深い話題だが、本稿では日本経済について考察するにとどめ、グローバル経済あるいはマーケットへの影響については、将来の分析課題としたい。

近年の景気拡張局面の中でも今次局面における景気改善ペースが特に鈍い理由については、基本的には前述の通り、①家計の実質所得が弱いこと（≒賃上げが不十分であること）、②海外生産シフト等により財輸出が伸びづらくなっていること、③人手不足等の理由で設備投資が伸び悩んでいること、などが影響しているとみられるが、それ以外に、潜在成長率が低下している（現時点の各種推計値より弱まっている）可能性も否定できない。

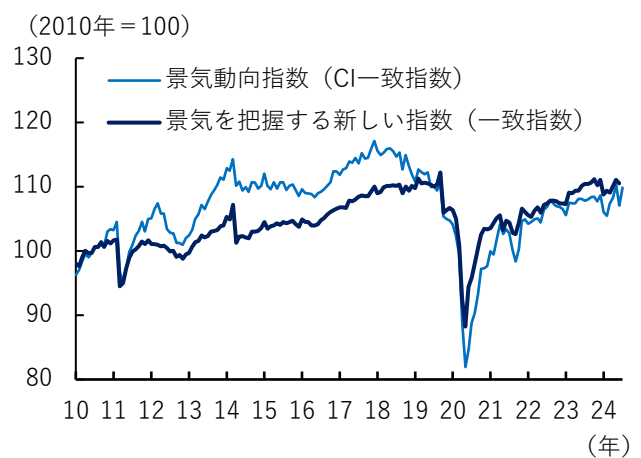
河田（2024）は労働投入ギャップ（のうち労働時間ギャップ）を中心に需給ギャップが過小推計されている可能性を指摘した。門間（2023）も、需給ギャップの過小推計の可能性を指摘している。定義により、「需給ギャップが過小」ということは「潜在成長率が過大」ということである。内閣府・日銀いずれの推計値でも、潜在成長率は足元+0.6~0.7%まで上昇しており、その主因はTFP（全要素生産性）の加速となっている（図表6）。内閣府・日銀が計測する「TFP」はいわゆる「ソロー残差」<sup>3</sup>であって、本来的なTFP以外の雑多な要因を諸々含み得る点には留意が必要だが、TFPの伸び率がこの数年で加速してきたとは直観的には考えにくい（少なくとも筆者は十分に説得的な理由が見いだせない）。もちろん、潜在成長率の推計値（特に直近部分）は常に幅を持ってみるべきなので、リアルタイム推計値をギリギリ詰めても詮無い面はある。ただ逆に言えば、「2024年9月時点で観測されている

**図表 6 潜在成長率（日銀推計値）**



（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

**図表 7 景気動向指数**



（出所）内閣府「景気動向指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

潜在成長率の上昇は「推計の綾」であって、真の潜在成長率はアベノミクス末期にかけて0%近くまで低下したまま停滞している」可能性も否定はできないということになる。仮にそうであれば、今次局面の景気回復の鈍さは、単に日本の経済成長の「実力」が低下したことをストレートに反映したものであるということになる。

### 3. 景気動向指数は早めに「新しい指数」をメインにするべき

本稿冒頭で紹介した「景気基準日付」は、(景気動向指数の)「CI一致指数の各採用系列から作られるヒストリカルDIに基づき、景気動向指数研究会での議論を踏まえて、経済社会総合研究所長が設定する」ものである(カギカッコ内は内閣府ウェブサイトより引用)。つまり、景気基準日付のベースとなるのは景気動向指数である。この景気動向指数については、製造業に偏った作りであることがよく指摘されている。

2020年に景気動向指数研究会の委員からもこうした趣旨の指摘・提案があったことから、内閣府は2022年から「景気を把握する新しい指数」を公表し始めている(図表7)。こちらの「新しい指数」は、第三次産業活動指数などを積極的に活用することで、現行の景気動向指数よりもサービス業の動向を反映しやすくなっている。ただし、今のところ「参考指標」としての位置づけにとどまっており、景気基準日付の判定のベースはあくまで製造業中心の現行景気動向指数である。

データの蓄積を待ちつつ「新しい指数」の特性について十分研究したいという内閣府の言い分も理解できる。ただし、そもそも経済のサービス化・無形化は10~20年前にはわかっていた話であり、全体的に対応が遅れている感は否めない。本稿で議論してきたように、サービス化・無形化が日本経済の循環特性を変化させているのであれば、旧来の製造業中心の指数で景気判定をするのはミスリードになる危険もある。各種の検討・分析は重ねる必要があるにしても、なるべく早く「新しい指数」をメイン系列に昇格させることが望ましいのではないかと。

#### [参考文献]

- 河田皓史(2024)「需給ギャップはなぜ弱い?—「人手不足」を反映しない労働投入ギャップの謎—」、みずほインサイト、2024年4月18日
- 川本卓司(2004)「日本経済の技術進歩率計測の試み:「修正ソロー残差」は失われた10年について何を語るか?」、金融研究、2004年12月
- 門間一夫(2023)「デフレから人手不足へ—事態はより深刻との危機感を—」、門間一夫の経済深読み、2023年12月25日
- 山本康雄(2024)「「物価を上回る賃上げ」に必要なノルム変化—カギを握る労働組合と経営者のスタンス—」、Mizuho RT EXPRESS、2024年9月5日

<sup>1</sup> 景気基準日付は、経済学者などの有識者数名からなる「景気動向指数研究会」が事後的に認定（形式的には、研究会での議論を踏まえて内閣府・経済社会総合研究所長が設定）するものであるため、現時点（2024年9月）以前に「景気の山」があったと今後認定される可能性はある。

<sup>2</sup> 賃上げを取り巻く環境については、例えば、山本（2024）を参照。

<sup>3</sup> ソロー残差については、例えば、川本（2004）を参照。

**【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！**（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, [chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。