

2013・2014 年度経済見通し

2013年2月14日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—底入れ後の回復基盤は脆弱

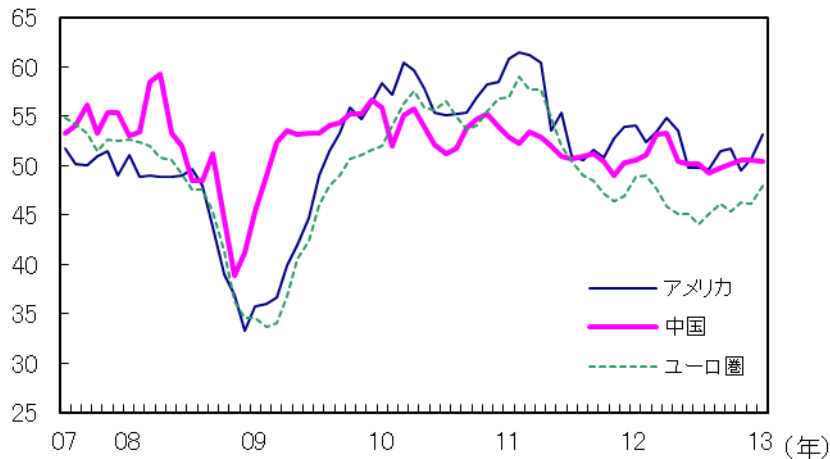
世界経済は上向きつつあるが、米欧中とも課題を抱えたまま、回復力は力強さを欠く状況にある。アメリカは、民間部門は堅調に推移しているものの、財政の崖が払拭できず、政府部門が景気の足を引っ張っている。ユーロ圏は国債市場が安定を取り戻したが、実体経済はなお弱含みである。中国は政策のテコ入れで底打ちしたが、安定成長への移行を模索する段階にある。

民間部門が牽引する米経済

アメリカの 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率-0.1%と前期の同 3.1%から急落し、2009 年 4～6 月期以来のマイナス成長となった。国防費が過去 40 年間で最大の下落率(同-22.2%)となるなど政府支出が同-6.6%と足を引っ張った。これは政府支出の強制削減が 1 月から予定されていたことに伴い、前倒しで削減が行われたことによる。このほか、昨年 10 月下旬に米東部を襲ったハリケーンが生産活動に悪影響を与え、在庫投資が大幅に減った。ただ、こうした一時的な要因はあったものの、個人消費(同 2.2%)、住宅投資(同 15.3%)、設備投資(同 8.4%)と民間部門は底堅く推移した。結果として 2012 年の成長率は 2.2%と、2 年ぶりに 2%台に達した。雇用者数も増加傾向にあり、非農業部門の就業者数はこのところ毎月 15 万人台の増加が続いている。また、1 月の PMI (ISM 製造業景況指数) は、9 ヶ月ぶりの水準にまで上昇した(図表 1)。

1 月の失業率は 7.9%と引き続き 8%を切る水準となったが、リーマンショック以前の 2007 年当時と比べるとなお 3 ポイント高く、雇用情勢は現状の金融緩和策を見直すほど強いものとはなっていない。1 月 30 日の FOMC では 10～12 月期の成長率がマイナスとなったことについて一時的な要因であるとしながらも景気認識をやや下方修正し、先行きの雇用回復が思わしくなければ追加緩和を行う構えも示した。昨年 12 月の会合では、向こう 1～2 年の物価上昇の見通しが 2.5%を超えない限りは、失業率が 6.5%程度に定着するまで事実上のゼロ金利政策を続けることが示されたが、現在の失業率はこれより 1.4 ポイントも高い水準にとどまっており、FRB が早期に金融緩和を解除するとの観測は否定的となっている。

図表1 米欧中のPMIの推移



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

金融緩和に支えられ住宅ローンが伸びるなどして、米金融大手の業績は復調している。消費も好調を継続しているため、不況下で長らくエコカーに注力してきた米自動車業界では、大型車・高級車の販売に回帰しようとする動きも表れている。住宅着工件数はリーマンショック前の2008年の水準にほぼ戻っており、実質個人消費支出は2008年の水準をすでに上回っている。消費拡大には、株高を通じた資産効果も働いている。企業業績も好調に推移し、米主要500社の昨年10~12月期の純利益は前年比5%と1月初めの予想(3%)からさらに上方修正された(2月8日時点、トムソン・ロイター調べ)。これが企業の投資拡大を後押ししている。

このように米経済は消費と投資の好循環に入っており、雇用情勢も次第に明るくなっていることを背景に、ダウ工業株30種平均は2月1日には、2007年10月17日以来、およそ5年3ヵ月ぶりに1万4,000ドルの大台を回復した。こうした中、財政の崖の不安が依然として払拭できないことは、米経済の先行きに影を落とすはずであるが、市場では財政問題はさほど問題視されていない。そもそも、リーマンショック以降の景気悪化で米財政は大きく悪化した。財政引締めや増税など財政再建の議論が本格的にできるようになったことは、それほど米経済の先行きについて楽観的になれる状況になったことを意味する。深刻な不況が続く中では、財政引締めや増税はさらに景気を悪化させる要因となるため、そのような議論は到底できない。

財政でチキンレースを繰り返す与野党

財政の崖については、相変わらず与野党のチキンレースが繰り返されている。今年年初から、ブッシュ前政権から引き継がれた所得税などの大型減税が失効し、歳出強制削減（向こう 10 年間で総額 1.2 兆ドルの連邦歳出の削減）が行われる事態は、1 月 2 日の与野党の妥協により、年収 45 万ドル未満の減税延長での合意および歳出削減の棚上げ（歳出強制削減の 2 ヶ月間の凍結）によって、ギリギリで回避された。

ブッシュ減税については、オバマ大統領は就任以来、富裕層には応分の負担増を求める必要性を訴えてきたが、これについては一部富裕層を含む 45 万ドル未満の減税延長で妥協した。歳出強制削減については、国防費の削減に抵抗する共和党と、社会保障費の削減に抵抗する民主党の折り合いがつけられず、2 ヶ月間の先送りでお茶を濁した。与野党とも本音ベースでは、歳出削減を停止したい節はある。しかし、そのためには財政赤字削減の代替案（増税、年金カットなど）を示す必要があり、これらを 3 月 1 日までにまとめるのは困難で、さらに数ヶ月延長される可能性もある。

一方、アメリカでは法律で債務に上限（16.4 兆ドル）が求められているが、昨年末にはほぼ上限に達し、これに対し米財務省は州への財政支援を停止するなどして当座をしのいできたが、緊急措置も 2 月半ばには限界に達するとされていた。上限を超えた場合には、国債償還資金が調達できず、アメリカ史上初のデフォルトが現実味を帯びることになる。これに対しては、現行法の上限枠を 5 月 18 日まで一時的に凍結し、政府が上限を超えて国債発行を行うことを認める法案が 1 月末に可決され、これも問題が先送りされることになった。米政府債務の法定条件がしばしば政争の具とされ、クリントン政権下の 1995～96 年には連邦政府が予算を執行できなくなり、一時閉鎖される事態となった。

ただ、債務法定上限の一時凍結も無条件で認められたわけではなく、2014 会計年度（2013 年 10 月～2014 年 9 月）の予算決議（予算の大枠を示すもの）が、社会保障費などの歳出削減を盛り込んだ上で、4 月 15 日までに可決されない限り、長期の債務上限引き上げはできないものとされている。これには、共和党の意向が反映されている。

さらに 3 月末には、2013 年度の暫定予算が失効し、これについても何らかの手が打たれない限り、政府機関の閉鎖という事態に追い込まれかねない。2 年前にも同様の事態となり、期限の 1 時間前に与野党の妥協がなされた。

アメリカの政治は機能不全を来しているのか

このようにアメリカでは、今後、財政をめぐる節目が相次いで訪れ、その度に激しい与野党の対立が繰り返され、期限ギリギリでの妥協、あるいはさらなる期限の先送りなどの形で事態の収束が図られていくものと考えられる。これは悪く捉えれば、大統領が民主党であるのに対し、下院の

多数を握るのが野党共和党（上院は民主党）というねじれに起因する米政治の機能不全を端的に示すものということになる。

しかし、制度や税制などの仕組みに明確な期限があり、また党派の対立が鋭いがゆえに安易に仕組みを延長できないアメリカの仕組みは、日本のように過去からの仕組みが安易に延長され、財政赤字拡大に歯止めがかけられない仕組みに比べれば、優れた仕組みと捉えることもできよう。その意味では、日本の政治の方がよほど機能不全度が高いとも考えられる。

また、ねじれ下でのアメリカの政治の仕組みは、与野党が互いに譲れない一線で激しくつばぜりあいを繰り返す中、ギリギリで妥協し、妥協できない部分については問題を先送りすることで事態が変わることを待つやり方にもなっている。景気が好転するなど先行きの事態が良くなればそれだけで厳しい交渉が不要になる部分も出てくるし、逆に事態が悪化すれば、切迫感から妥協のスピードを速めなければならない。いずれにしろ、財政赤字問題など様々な問題が制御不能になる前に、政治がストップをかけるシステムが内在しているという点で、アメリカの仕組みには評価できる部分がある。

先にも述べたように、民間部門の足取りがしっかりしつつある中では、財政問題をめぐるチキンレースを、市場は必ずしも悲観しているわけではない。ギリギリでは妥協できるし、妥協するはずだという政治に対する信頼、時に政府機関閉鎖などの事態を招くにしろ、そうした事態は長引くわけではないという経験則が、この問題に関する市場の不安定化を防いでいると考えることができる。もちろん、実質 GDP 成長率の数字の上では、10～12 月期がそうであったように、政府支出の削減は足を引っ張ることになる。しかし、現在の米経済はそうしたマイナス要因があっても、先行き不安が高まる状況にはなっておらず、引き続き緩やかな拡大が続くという、経済に対する信頼が回復しているように見える。

主要 500 社の純利益の予想は、給与税の実質増税が始まったことや、債務上限引き上げ問題が足を引っ張り、1～3 月期には前年比 2% に鈍化するものの、それ以降は 2 桁の増益が見込まれており（トムソン・ロイター調べ）、米経済回復の足取りは、今年下期以降一段としっかりとしたものになると考えられる。

期待膨らむシェール革命

米経済の先行きに対する楽観は、エネルギー面からも担保されつつある。1 月 16 日に英石油大手の BP が発表したレポートでは、アメリカの産油量は 2013 年にはサウジアラビアを上回り世界最大になるとの予測が示された。タイトオイル（シェールオイルなど高密度の岩盤層内の石油の総称）は、2013 年には世界の産油量の 9% となり、サウジアラビアが減産中のため、2013 年にはアメリカが 1 位になるという。IEA の昨年 11 月のレポートでは、2017 年までにアメリカが最大の産

油国になるとの予測が出されたが、BP の予測ではそれが早まることになる。BP によれば、アメリカは 2030 年までにエネルギーを 99% 自給できる。これにより、アメリカのエネルギーコストは、日本や欧州に比べはるかに安くなる。

シェール革命によるエネルギー生産や雇用の増加が今後のアメリカ経済を牽引し、経常収支も解消されるとの見通しも夢物語ではなくなっている。経常赤字が解消するということは、その裏返しとして財政赤字も解消されるということの意味する。こうした見方が本物とすれば、現在は財政の崖に象徴されるように、財政赤字の削減に苦しんでいるアメリカも、中長期的には経済成長によって、財政赤字が解消される見通しすら立てることができる。まだ期待先行といった感は強いが、先行きのアメリカ経済を展望していく上では、外せないポイントとなりつつある。

収束に向かう欧州債務危機

ユーロ圏は、昨年 7 月 26 日にドラギ ECB 総裁が、「ユーロ維持のためにはできることを何でもする」と発言し、9 月にはユーロ圏の国から支援要請が来れば、ECB が金融市場でその国の国債を無制限で買い入れること (OMT) を表明したことが転機となった。ユーロ相場は、昨年 7 月には 11 年 8 ヶ月ぶりの水準である 94 円/ユーロにまで下落したが、現在は底値から 3 割近く回復し、120 円程度となっている。イタリアやスペインの長期金利 (10 年物国債利回り) は、一時は、継続的な資金調達に難くなる 7% 台まで上昇したが、現時点では 5% を切っている。

OMT の適用を受けるに当たっては、当該政府は、IMF、欧州委員会、ECB の同意を得た財政健全化計画を策定する必要がある。OMT 以前には、欧州安定化基金 (EFSF)、欧州安定メカニズム (ESM) の資金供給の仕組みがあったが、大国を救済するには資金規模が小さい上、市場が当該政府の財政健全化計画を信頼しない場合には、長期金利が上昇し、さらに財政健全化が困難になるという悪循環に陥っていた。OMT はこれに歯止めをかける役割を果たしたことになる。

債務危機の後退で、金融機関の資金繰りも安定している。ECB は 2011 年 12 月、12 年 2 月の 2 度にわたって、ユーロ圏の金融機関の資金繰りを支援するため、低利で期間 3 年の資金を貸し出すオペ (LTRO) を実施し、計 1 兆ユーロが金融機関に資金供給されたが、その繰り上げ返済が可能になった 1 月 30 日には、278 の金融機関が 1,370 億ユーロの資金を返済した。1 兆ユーロのうちおよそ 3 割は 2 月中に返済される見込みとなっている。期間 3 年の融資は、深刻な信用不安に見舞われた当時の欧州の金融機関にとっては破格の条件で、市場から資金調達が困難になった金融機関がこぞって資金供給を受けた。早期返済が可能になった金融機関が相次いでいることは、ユーロ圏の危機後退を強く印象付けている。

LTRO による資金供給は ECB の資産の 3 分の 1 を占めていたが、早期返済は ECB のバランスシートの縮小をもたらす。ECB の総資産残高は 2 月初めの時点で 2 兆 7,700 億ユーロと、ほぼ 1

年前の水準にまで縮小した。バランスシートの縮小は、市場への資金供給量が減少したことを意味し、ユーロ安が修正される要因となる。

このように、不安定だった欧州情勢は、昨年秋以降、安定を取り戻し、ECB のバランスシートも縮小したことで、ユーロ安が修正される局面に入っている。ただし実体経済は、PMI は上向いているもの（図表 1）、輸出が足踏み状態で生産もなお弱い動きとなっており、実質 GDP 成長率も 0 近傍で推移している。IMF は、ユーロ圏の 2013 年の成長率を -0.2% と昨年 10 月時点から 0.3 ポイント引き下げた。ドラギ総裁も今年前半までは景気の弱さが残るとしており、追加緩和に踏み切るかどうかは、3 月上旬の理事会で判断するとしている。

このように欧州債務危機はかなりの程度和らいだが、実体経済が悪い状態には変わりがない。失業率は、ギリシャ、スペインは依然として 25% を超える高水準で上昇を続けており、フランスなども上昇する傾向にあり、ドイツ、オランダなど北部欧州が 4～5% 台で踏みとどまっても、ユーロ圏全体の失業率上昇に歯止めがかかるとの気配は見えない。

市場の不安感が遠のいている間に、債務危機に陥った国が財政を再建し、成長を実現していくことが求められるが、財政再建を進めていく過程で景気がなかなか好転せず、税収も増えないという悪循環からは脱し切れていない。ギリシャなどは昨年夏の段階でユーロ圏から離脱するあるいは切り離すという議論もあったが、現実には、その影響の大きさからギリシャ国民も離脱を選択できなかった。ギリシャさえ切り離すことができないとすれば、統合を深化させていくことで問題解決を図ることが唯一の選択肢であるという感覚は、欧州の底流で着実に広がっているように見える。

財政統合、政治統合への道筋

統合深化に関しては、ドイツ国民は例えば、ユーロ共同債一つをとっても、これに依然として否定的である。しかし、ドイツ国民は欧州における安全網の原資も相当程度負担しており、債務危機国の高い金利を投資家に支払っているのは安全網であるため、それを負担しているドイツ国民ともいえる。このように考えれば、ドイツ国民にとっても、欧州全体としてより低い金利で資金調達可能になる共同債を発行できるようにした方が、よりコストが低く、合理的という考え方が成り立つ。

それでもドイツ国民は、債務国に財政規律を求めることが先と主張するかもしれないが、協調して債券発行コストを低下させ、そうした条件の下で、債務国により現実的な財政再建を求めていくという方が、ユーロ域内の景気を必要以上に悪化させず、同時に債務国のソフトランディングを図ることもできると考えられる。9 月に議会選挙を迎えるドイツが、国民世論を意識して現時点で統合深化論に与することは困難にしても、それ以降、メルケル首相が統合深化に踏み出すことができれば、ユーロ圏経済は、先行きに対する期待の向上から、回復に向けた動きが強まっていく可能性がある。

欧州委員会内部ではすでに、EU の基本条約を改正し、「欧州合衆国」を作る構想が練られている。レディング欧州委員会副委員長は、現状において、各国首脳によって構成される欧州理事会が最高の権力を持ち、欧州委員会がその決定を執行する役割を担い、立法権を持たない欧州議会は法律をチェックするのみという構造を抜本的に改める必要性を訴えている（『毎日新聞』1月29日）。すなわち、欧州議会の権力を強化し、内閣は議会が選出するものとし、各国首脳の会議が米上院のような位置づけで監視の役割を果たすというものである。すなわち二院制の形態で、欧州の政治統合を進める形となる。具体的には、2014年の欧州議会では是非を問い、2015年に各国政府、議会、欧州議会、欧州委が参加する「制憲会議」を発足させ、2018年までに憲法に当たる新たな基本条約を策定し、各国の国民投票の後、2020年までに施行するスケジュールを描いている。

結束か崩壊かの二者択一

ユーロ圏内で、ユーロ共同債発行に象徴される財政統合のみならず、政治統合まで公然と議論の俎上に上り始めていることは注目に値する。もとより、こうしたスケジュールで順調に進むとは思われないし、現実に27カ国の政府、議会の理解を得ていくプロセスは非常な困難が予想される。現にイギリスでは、EUから権限を取り戻すべきと主張する国内の一部勢力の動きを牽制するため、キャメロン首相は、イギリスがEUから脱退すべきか否か、国民投票を5年以内に実施すると宣言せざるを得なくなった。キャメロン首相自身は残留派であり、仮に離脱すれば、非関税の恩恵が台無しとなって経済が大混乱する懸念があり、ギリシャ国民がそうであったように、現実には国民が離脱を選択するとは考えにくい。しかし政治統合の過程では、各国でこのような一大議論が起こる可能性がある。

それでもEUが、将来とも結束を保つことができる可能性が高いと考えられるのは、結局のところ、いったん統合に踏み出して様々なメリットを享受した以上、一部の国の債務問題が深刻化したとはいえ、それまで享受してきたメリットを全部放棄する選択がしにくくなっている点にある。加えて欧州が、中国に加え他の新興国が勃興してくる中、日米とともに欧州が存在感を発揮していける道は、EUとして結束していくことが現実的という事情もある。欧州各国は規模が小さく、もはや単独では世界で存在感を発揮することが難しい時代に入っている。

結局のところ、EUは結束し統合を深化させるか、さもなくば崩壊という二者択一の選択を迫られている。結束が合理的という考え方が底流で維持される限り、EUは時間はかかっても財政統合、政治統合への道を歩んでいかざるを得ないと考えられる。その過程で離脱国が出る可能性はゼロではないが、その場合、EUへの参加を維持するか離脱するかを選択であり、イギリスの一部勢力が主張するように、参加するものをアラカルト方式で自由に選べるということはありません。

移行期に入った中国経済

中国の10～12月期の実質GDP成長率は前年比7.9%と、前期の7.4%から増勢に転じた。前期を上回ったのは8四半期ぶりであった。昨年6月以降、政策金利を立て続けに引き下げたことや、減税の実施、公共投資の認可を早めるなどの景気テコ入れ策が奏功した。一方、1月の製造業購買担当者指数は50.4と、景気の拡大、悪化を判断する分かれ目となる50を4ヵ月連続で上回った(図表1)。ただし前月比では0.2ポイント低下しており、中国経済は底入れしたものの、回復は勢いを欠いていることを示している。

2012年の成長率は、欧州通貨危機の影響による輸出低迷が響いて7.8%と、アジア通貨危機に見舞われた1999年の7.6%以来、13年ぶりに8%を下回った。中国は2001年にWTOに加盟したのを契機に、輸出主導により2002年から11年まで平均で10%超の成長を維持してきた。リーマンショック後も、4兆元の景気対策で9%超の成長を遂げたが、今回は8%割れに至った。ただ7.5%の政府目標は達成した形となった。

中国経済は、これまでの高度成長から安定成長へといかにして移行していくかという難しい舵取りを迫られている。人口構成の面でも中国は、2012年の労働力人口(15～60歳)が9億3,727万人と、前年比345万人減少するターニングポイントを迎えた。中国政府は、2020年までに所得とGDPを2010年の2倍にする政策目標を掲げ、消費を中心とする内需主導の成長を促す方針を示した。成長速度は年7%(2011～15年)が想定されている。

また、これまでの沿海部を中心とした高成長は貧富の格差を拡大させ、社会を不安定化させる要因ともなっている。中国政府は、所得の不平等度を示すジニ係数(0～1の値をとり、1に近づくほど不平等度が増す)について、2000年以来、発表をとりやめていたが、このほど2003～12年分を発表し、2008年の0.491をピークとして2012年には0.474と低下したとの結果を明らかにした。社会不安の警戒ラインは0.4ともいわれ、中国国内では公式発表をはるかに超える0.61(2010年)との算出結果もあり、不平等度は深刻な状況になっている。

このほか、中国経済では企業が乱立し、設備が過剰になっているという問題もある。さらに、日本でも高度成長期以降問題になった大気汚染などの公害も、中国国内で顕著になっている。

投資主導はすぐには変わらない

中国政府はこれらの課題に対応するため、2012年末に開かれた中央経済工作会議では、都市化の推進により内需拡大を図る方針を示した。これには、内陸部のインフラ整備を進め、所得を向上させ、消費を促すねらいがある。所得再分配政策としては、2月初めに、高額所得者や保有不動産への課税を強化する方針が打ち出された。不動産税(固定資産税に相当)の試行地域の拡大や遺産税(相続税に相当)の導入など検討課題とされている。過剰設備の整理については、1月に、自動

車、鉄鋼など主要 9 業種で合併を進める方針が発表された。国内販売に占める上位 10 社のシェアを集中度として、2015 年の業種別の目標値を設定することとし、例えば自動車では、集中度の目標を 90%に設定し、3～5 社の大企業を作り出すことが目標とされた。

高度成長から安定成長への移行期に当たって生じている様々な課題に、中国政府はまだ取り組み始めたばかりである。消費主導を標榜しながらも、都市化を進めるためにはインフラ整備を進める必要があり、投資主導の経済がすぐに変わっていくというわけではない。また、中国の場合、消費を喚起しようとしても、社会保障制度が未整備なため、将来に備えて貯蓄の自助努力が欠かせないという事情もある。

投資主導から消費主導経済への移行は、オイルショック以降の日本も直面した課題であるが、中国の場合、かつての日本以上に投資主導であるため（固定資産の GDP 比は 40%超。日本の場合、ピークは 30%台半ば）、より難しいと考えられる。しかし、過剰な投資を放置したまま、分配政策、社会保障制度も未整備のままでは、これ以上の経済発展は見込みにくくなる。困難な課題に政府が手をこまねいているばかりでは、社会の不安定さが増し、中国経済がいずれかの段階で危機に直面する可能性もゼロではないことを、日本企業は認識する必要性が増しているように思われる。

2. 日本経済—政策効果で2%超の成長へ

底打ちした日本経済

10～12月期の日本経済は、個人消費がプラスに転換したものの、輸出、設備投資の停滞により、前期比年率-0.4%と、3四半期連続のマイナス成長となった。

外需については、実質輸出（日銀ベース）は、昨年4～6月期は前期比4.1%と持ち直したものの、7～9月期は前期比-6.0%、10～12月期は-5.4%と2四半期連続でマイナスとなった（図表2）。これは、海外経済の回復の遅れによるものであるが、月次ベースで見ると、10月まで6ヵ月連続で前月比マイナスとなった後、11月には同0.2%とプラスに転じたことで下げ止まりの兆しが表れている。地域別で見ると、11月以降は、アメリカ向け、NIES向けASEAN向けなどが同プラスに転じており、EU向けや中国向けもマイナス幅が縮小傾向にあり、輸出には復調に向かっている。

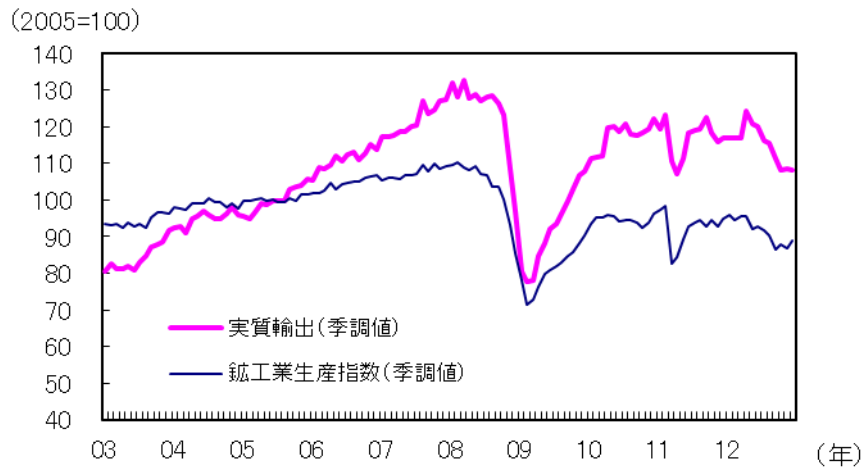
10～12月の生産は前期比-1.8%と3四半期連続でマイナスとなったが（図表2）、月次ベースでは12月は前月比2.5%と増加に転じており、製造工業予測指数でも1月同2.6%、2月2.3%と引き続き増加となっている。全11業種のうち1月は8業種、2月は9業種の増加が見込まれる。1月まで3ヵ月連続でプラスとなれば、2011年4～8月以来のこととなる。12月の生産は、世界経済が持ち直しつつあることを背景に、北米向けの自動車为好調だったほか、アジア向けを中心に半導体関連、アフリカや中南米向けのトラックの生産なども増加した。

輸出、生産の復調は雇用にはまだ表れていない。所定外労働時間、現金給与総額はともに、9月以降、4ヵ月連続で前年比マイナスとなっている。その一方で、消費は底堅く推移している（図表3）。耐久財消費では、自動車はエコカー補助金終了後の大幅な落ち込みが下止まり、11月以降は持ち直している。サービス消費については、旅行は基調として増加傾向をたどっており、外食も高めで推移している。消費者マインド（消費者態度指数）も、1月は前月比4.1ポイントの改善と、比較可能な2004年4月以降で最大の上げ幅となり、1年後に物価が上昇すると回答した割合も、1月は65.3%と前月比5.7ポイント改善した。マインドの改善やインフレ期待がいくらか高まったことは、アベノミクスの効果と考えられる。

設備投資については、10～12月期の機械受注は前期比2.0%と3四半期ぶりのプラスに転じた（図表4）。1～3月期も同0.8%と引き続き増加する見通しとなっている。月次ベースで見ると、好調を維持してきた非製造業が、12月には5ヵ月ぶりに前月比マイナスとなったものの、製造業が2ヵ月連続で増えた。これまで製造業の機械受注が弱かった要因としては、円高や海外景気の下ぶれ、尖閣諸島国有化をめぐる日中関係の悪化などがあげられるが、これらがいずれも修正に向かっていることが、製造業の設備投資を後押しし始めている。

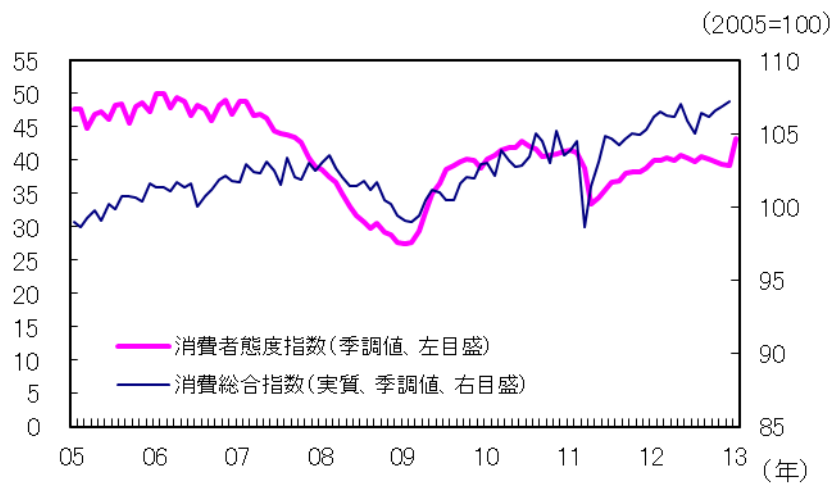
このように、日本経済は10～12月期はマイナス成長となったものの、輸出、生産が底打ちし、

図表2 実質輸出と鉱工業生産指数の推移



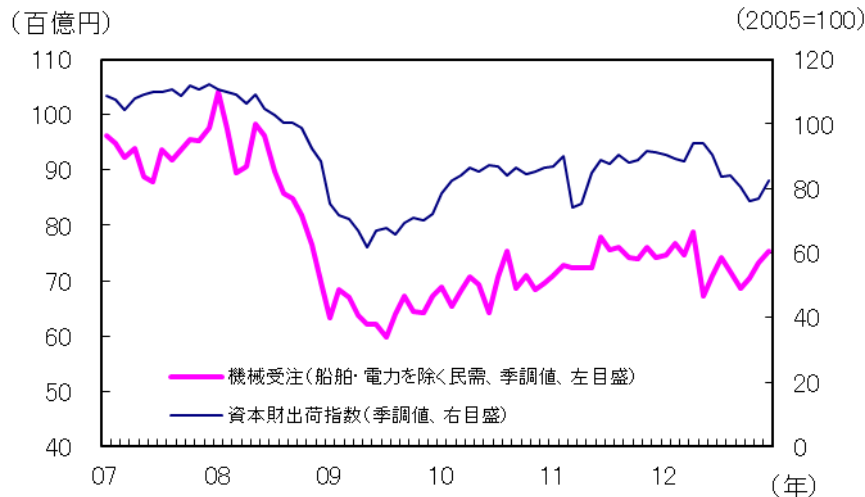
(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表3 消費者態度指数と消費総合指数の推移



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」

図表4 機械受注と資本財出荷指数の推移



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

消費が底堅く推移し消費者マインドも改善する中、これまで投資に慎重だった製造業にも前向きの動きが見られるようになり、上向きの循環に向かいつつある。こうした動きを背景に、景気動向指数（一致指数）も12月は前月比2.5ポイントと、9ヵ月ぶりに改善が見られた。生産関連の指標が幅広く上昇したことによるもので、一致指数の上昇幅は、統計開始の1985年以降、3番目の大きさであった。1月の一致指数が1ポイント以上上昇すれば、基調判断は、景気後退の動きが下げ止まっていることを示す「下げ止まり」に変更される見込みである。12年3月をピークとする景気後退は11月で終了した可能性が高い。

デフレが長期化した要因

日本経済が上向き始めている要因としては、アベノミクスの貢献も大きい。アベノミクスは、金融緩和、財政出動、成長戦略を3本の矢とし、これらを一体的に推進することでデフレからの脱却を狙うものであるが、このうち安倍氏が総選挙前から訴えてきたインフレ目標の採用による大胆な金融緩和への期待が、先行して円安、株高を招くことで、消費者や企業の心理面を明るくし、また、実際に輸出企業の収益を好転させることで、景気を支える役割を果たしている。補正予算による財政出動が出てくるのは春以降、具体的な成長戦略が打ち出されるのはさらに遅れるため、これまでは金融緩和への期待を維持するだけで効果を発揮してきたことになる。

市場では、日本経済が本当にデフレから脱却できるかもしれないとの期待も芽生え始めている。これまで日本経済が長期間のデフレに見舞われた要因としては、デフレが続く中で先行きのデフレ

期待が常態化したこと、趨勢として円高が続いたことにより先行きの円高期待が常態化したことがあげられる。

デフレ期待の常態化は、ゼロ金利に達し実質金利が高止まる中で、需要が低迷しそれが物価を引き下げ、さらに引き締め状態となり景気が悪化するという悪循環が続き、先行きのデフレ期待が高まっていくというものである。デフレが継続する中では、企業は戦略として、コストを削減して低価格の商品投入を行うことが通常となり、これが物価や賃金をさらに引き下げ、デフレの悪循環に拍車をかけることにもなる。

一方、円高が続き将来もさらに進むとの予想が支配的になった場合、企業は常に円高対応のためコスト削減を要求され、給与も引き上げにくくなるが、これがデフレをもたらす要因になる。また、円高予想に基づく企業の生産性向上努力は、円高対応力を高めるが、この結果として貿易黒字は減らず、さらに円高が進展する要因となる。このように、先行きの円高期待が自己実現していくことになる。

このように、先行きのデフレ、円高期待が高まる中で、そうした予想が自己実現するという状況が続いたことが、デフレが長期化する要因になった可能性がある。安倍政権以前の日本経済では、こうした悪循環から脱する契機をつかめないままだった。

円高については、リーマンショック以降、ハイペースで進展したが、これは欧米が量的緩和に突き進み、マネタリーベースの水準をアメリカが 2007 年対比で 3 倍以上、ユーロ圏は 2 倍以上に拡大する中、日本のみ 1.3 倍程度とわずかな拡大にとどめたことが、一つの要因になったと考えられる。

アベノミクスが目指すもの

これに対し安倍氏は、物価目標を明確にしたこれまでとは次元の違う大胆な金融緩和の実施を強く約束することで、本気でデフレからの脱却と円高是正に取り組む姿勢を示し、初めは半信半疑であった市場も、安倍氏は本気であると感じるようになったことが、先行きの大幅な金融緩和期待を生み、円高是正、株高へと市場の流れを変えることに成功した。

経済学的に言えば、経済には、プラスの金利とプラスの物価上昇が実現される「正常な均衡」と、ゼロ金利とマイナスの物価上昇が実現される「デフレ均衡」の二つが存在するが、これまでの日本はデフレ均衡に陥っていたと考えることができる。すでに述べたように、いったんデフレ均衡に陥った場合、悪循環に陥るためそこから脱するにはかなりの困難を伴うが、アベノミクスでは、まずはデフレに慣れきった人々の期待を変えることで、デフレ均衡から少しでも正常な均衡に押し戻す効果を狙ったことになる。

一方、財政出動については、補正予算で公共事業が盛り込まれ、さらに来年度予算でも公共事業

が拡大されたことに関し、否定的に捉える向きも強い。しかし上記の考え方に即すれば、財政出動には、デフレ均衡から正常な均衡へと押し戻すためのテコとしての効果が期待される。正常な均衡に押し戻され、プラスの成長が常態化するようになれば、これが税収の増加、そして物価上昇による財政赤字の実質的な削減という点で、財政赤字解消に寄与することになる。財政出動は一時的には財政赤字を拡大させるが、デフレ脱却のテコとしてうまく働けば、むしろ、財政赤字の解消につながる場合があることを意味する。今のところ財政出動に対しては、市場がそれを嫌って長期金利が上昇するといった事態には至っておらず、この点でもアベノミクスは成功している。

こうした金融緩和、財政出動の効いている間に、規制緩和や TPP への参加など自由貿易推進を通じた輸出環境の改善など、潜在成長力を高める成長戦略を打ち出すことができれば、アベノミクスは3本の矢が見事に調和した形で、成功を収めることになるが、そこまでの展開はまだ確信できる段階にはない。

2%の物価上昇は達成できるか

当面は、金融緩和を維持できるかどうか焦点である。2%の物価目標については、これまでの1%でも達成が覚束ない中、掲げることに現実味があるのかという議論がなされてきた。実際、1985年以降では、コア物価指数（生産食品を除く消費者物価指数）が2%を超えたのは、バブル末期の1989年半ば以降とリーマンショック直前の2008年の2回だけで、景気がかなり過熱状態にある時だった。

しかし、物価目標は中期的な目標値を掲げることを通じて、人々の予想に働きかける政策であることを考えれば、多くの国が2%前後を目標値とする中で、日本だけが1%を掲げた場合、それだけでデフレ脱却に消極的と受け取られ、円高を招く可能性が高くなる。期待に基づいて市場がグローバルに動く世界では、日本のみが1%を目標とすることは自らを不利な状況に追い込みかねない。また、2%の物価上昇を目指すことは、1%以下の低い物価上昇率の下では、金融政策運営ですぐにゼロ金利制約に達してしまうため、金融政策の操作性が大幅に減じられてしまうことをあらかじめ防ぐという意味もある。

確かに過去の経験則からして、2%の目標は景気をかなり過熱した状態にまで持っていくことになるかもしれないが、物価目標はそれを上限とし、それ以上にならないようにする政策でもあり、それを超えたらすぐに引き締めることになる。物価目標が、ハイパーインフレにつながるなどの批判もあるが、それは、日銀が国債を直接引き受けるなど、日銀による国債購入に歯止めがかからなくなるなどの特殊なケースと考えられる。

現時点では、2%の目標を達成するための金融緩和の量はまだ十分とはいえない。日銀は、2013年中は従来の政策を維持し、2014年以降は長期国債2兆円を含む月額13兆円の金融資産を買い入

れることとした。しかしこれは純増ではなく、日銀が保有する国債の満期が順次訪れるため、2014年中に増える残高は10兆円にとどまり、その後は残高が維持される計算になる。新総裁の下で、従来の日銀の政策の延長線上にない、大胆な金融緩和に舵を切ることができるかどうかを市場は注視している。

その後、物価が現実には上昇を始めた時に、日銀は真価を問われることになる。その場合はさすがに長期金利もじわじわと上昇してくると考えられるため、リスクが顕在化する。これまでの日銀の政策がそうであったように、早すぎる引き締めは効果を台無しにするが、遅すぎれば長期金利の急騰という市場の反乱を招きかねない。ハイパーインフレの心配は杞憂と思われるが、長期金利の急騰リスクがあることは指摘しておかなければならない。前述のように、物価が2%というのは景気がかなり過熱した状態で、達成までに数年はかかると考えられるが、市場で目標達成が意識された段階で直面するリスクといえる。

賃金より物価が先に上がるのか

物価目標を設定することに関しては、賃金上がる以前に物価が上がるのではという懸念も根強い。賃金上昇するルートとしては、円安により輸出が増加すれば工場の稼働率が上がって所定外労働時間が増加するルート、さらに企業収益が好転すれば賞与という形で還元されるルートなどがあり、これらは比較的早期に賃金を上昇させるルートとなる。景気拡大が持続し人手不足になれば、パート賃金も上昇してくるが、ここまで波及するにはやや時間がかかる。

消費者物価とパート賃金はその動きが連動しており、この段階で物価が上昇すると考えられる。このように考えれば、物価上昇は賃金上昇に先行するわけではない。ただし、企業がベースアップに踏み切るには、企業が持続的に成長できること、すなわちマクロ経済が持続的に拡大すると期待できるようになることが必要で、このためには日本経済の実力、すなわち潜在成長力を高めるための実効性のある成長戦略の打ち出しが必要になる。それがなければ、賃金が先に上昇したとしても、物価上昇に追いつかれてしまう可能性がある。

補正予算、消費税率引き上げの効果

2012年度補正予算は、2013年度の実質GDPを0.6ポイント程度押し上げる効果が見込まれる。補正予算の事業規模は20.2兆円で、公共事業が5.2兆円計上されている。この額は名目GDPの約1%に相当する。内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル(2011年版)」の乗数表によれば、名目公共投資が名目GDPの1%分だけ増加しそれが継続した場合、実質GDPを1年間で1.01%押し上げる効果を持つ。しかし建設業界は現在、復興需要で人手不足に直面しており、5.2兆円には用地取得費の分もあることを考慮すると、実際には実質GDPを押し上げる分はその6割程度と推計

される。

消費税率が2014年4月と2015年10月に段階的に引き上げられることとなったが、2014年4月の5%から8%への引き上げに伴い、本予測期間中の2013年度中には消費や住宅投資に駆け込み需要が発生することになる。本予測においては、消費と住宅投資の駆け込み需要の発生によって、2013年度の実質GDP成長率が0.4ポイント程度押し上げられることを想定している（消費の押し上げ効果は0.6ポイント程度）。

これは駆け込み需要が、1997年4月の消費税率引き上げ（3%から5%）時並みに発生することを念頭に置いているが、今回は税率が最終的に2倍（10%）となるため、これを消費者が強く意識した場合は、耐久消費財など高額商品の駆け込み需要が想定以上に増えることもあり得る。また、住宅については、住宅ローン減税の拡充や現金給付によって、消費税率引き上げによる税負担増加分の補填を検討する動きもあり、さらに、10%への引き上げ時には住宅に対する軽減税率が導入される可能性もある。こうした施策が早い段階で確定した場合には、さほど駆け込み需要が発生しない可能性もないわけではない。

ただ、住宅については消費税率引き上げのほか、物価目標の採用によっていずれは長期金利が上昇すると考えられること、都市部では地価が底打ちしたという二つの要因も、駆け込み需要を発生させやすくなっている。このため、2013年度中の住宅投資の伸びは高めになり、2014年度はその反動減が生じると考えられる。

一方、円安の効果は、10%の円高が継続した場合、実質GDPを1年間で0.19ポイント押し上げる効果を持つ（内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル（2011年版）」）。同時に円安は、失業率を低下させ、所得や物価を上昇させる効果を持つ。アベノミクスによる円安は、日本経済を下支えしていくと考えられる。

2013年度は2%超の成長

以上をまとめると、海外景気の回復による輸出増、アベノミクスによる円安効果、補正予算の効果、消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって、2013年度の実質GDP成長率は2%超に達すると考えられる。企業、消費者のマインドの改善により、消費と投資の好循環も一部顕在化すると考えられる。しかし、2014年度に入ると、駆け込み需要の反動減と公共投資の効果が剥落することによって、実質GDP成長率は大きく押し下げられると考えられる。ただし、輸出、設備投資は引き続き増加することから、景気が失速するには至らないと考えられる。

消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、2013年度は0.3%、2014年度は2.6%（消費税率引き上げの影響を除いたベースでは0.6%）を見込んでいる。2%の物価目標の達成には時間がかかると考えられる。

予測表

年度	2012	2013	2014	2012	→予測 2013				2014				2015
	予測	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP	0.9	2.1	0.2	-0.1	0.6	0.6	0.8	0.8	1.1	-1.5	0.2	0.2	0.3
(年率)	—	—	—	-0.4	2.5	2.4	3.3	3.1	4.5	-5.9	0.7	0.9	1.3
個人消費	1.4	1.5	-0.5	0.4	0.2	0.2	0.4	0.5	1.8	-2.7	0.3	0.4	0.5
住宅投資	5.3	9.8	-8.8	3.5	2.0	3.2	4.0	1.9	-4.9	-4.2	-2.9	-1.8	0.0
設備投資	-1.6	1.8	3.7	-2.6	0.9	1.1	1.7	1.6	0.9	0.8	0.5	0.8	0.9
在庫投資(寄与度)	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
政府消費	2.4	1.1	0.8	0.6	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2	0.4
公共投資	13.9	7.3	-9.5	1.5	1.0	2.0	2.5	2.2	0.0	-3.6	-4.9	-5.2	-6.8
輸出	-2.3	2.4	4.5	-3.7	2.0	1.8	1.7	1.6	1.0	0.9	1.1	1.0	0.9
輸入	3.5	2.0	2.0	-2.3	0.6	1.0	1.4	1.2	0.8	0.0	0.2	0.3	0.4
名目 GDP	0.2	1.8	1.1										
GDP デフレーター	-0.7	-0.2	0.9										

[実質 GDP 寄与度]

内需	1.7	2.0	-0.2
外需	-0.8	0.1	0.4

鉱工業生産	-2.4	4.5	3.6
CPI(除く生鮮食品)	-0.1	0.3	2.6
失業率	4.3	4.1	3.9
経常収支	3.7	5.7	8.0
円ドルレート	84.6	91.5	90.3

[前回予測(2012.12.10)]

実質 GDP	1.0	1.4	—
名目 GDP	0.3	1.0	—

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 企画室)広報

電話:03-5401-8391(直通)