

2013・2014 年度経済見通し(2013 年 8 月改訂)

2013年8月12日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—アメリカ頼みの回復

世界経済は緩やかな拡大を続けているが、アメリカが QE3 縮小を模索し始めたことに伴い、これまで緩和マネーが流れ込んでいた新興国からの資金流出が進み、新興国が株安、通貨安に見舞われるという逆風に直面している。一方、中国では景気が伸び悩む中、政府は構造改革を重視し、大規模なテコ入れは行わない姿勢を示している。しかし、アメリカが好調を継続し、ユーロ圏も景気底打ちの兆しが見られており、これらの懸念材料が、世界経済の回復基調を揺るがすまでのことはないと考えられる。

景気停滞が続く中国

リーマンショック後の世界経済は、アメリカの住宅バブルが崩壊し景気が深く落ち込む中、欧州に債務危機という形で危機が波及し、これに伴う世界経済の低迷を、中国が大型の景気対策をいち早く打ち出すことで支える構図となっていた。ここに来て、アメリカがようやくバランスシート調整を終え、景気回復の足取りを確かなものとする一方、欧州の危機が小康状態となり、これ以上の景気悪化に歯止めがかかるようになる中で、これまで世界経済を支えてきた中国国内の歪みが表面化する形となり、今度は、その対応に追われる形となっている。欧米のバブル崩壊に伴う景気低迷は、中国がバブルを引き起こすことによって克服された面があるが、今度は中国がバブルの処理に直面している。

中国経済の回復は勢いを欠いている。4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.5%と前期の同 7.7%を下回り、2 四半期連続で前期より成長の速度が鈍った。固定資産投資の伸びが同 19.8%と前期(同 18.3%)より鈍化したことに加え、輸出が前年比 3.7%と前期の伸び率(同 18.3)から一気に 15 ポイント近く低下したことが足を引っ張った。固定資産の伸び鈍化は、製造業の投資の伸びが低迷していることによるもので、この背景には人件費上昇に伴い、中国への対内直接投資が減少していることがある。輸出の低迷については、中国の輸出額はこれまで香港への輸出を装ってお金を国内に持ち込んで投機する「架空貿易」によって水増しされていたが、5 月以降、この手法に

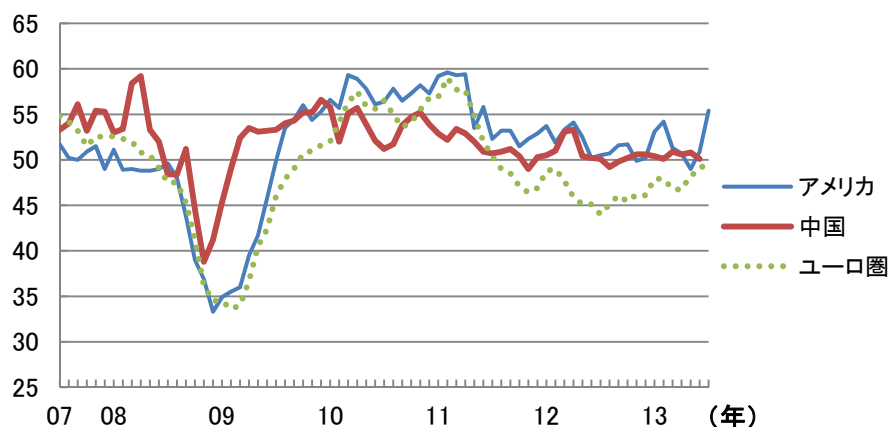
対する監督が強化されたこと、さらには元高の進展が悪影響を与えた。6月の輸出（貿易統計）は前年比・3.1%と1年5ヵ月ぶりに減少した。このほか、公務員の腐敗防止を狙った儉約運動（昨年秋、党幹部の宴会などでぜいたくを戒める「8カ条の決まり」が打ち出された）は、消費に悪影響を与えている。

一方、7月の政府のPMI（製造業購買担当者景気指数、中国物流購買連合会調べ）は50.3と、前月から0.2ポイント改善し、景気判断の節目となる50を10ヵ月連続で上回った（図表1）。しかし、中堅、中小企業の指数は50を下回っており、景況感は低水準が続いている。この傾向は、調査対象に中小企業や輸出企業を多く含む民間のPMI（HSBC調べ）でより顕著である。こちらのPMIは今年に入ってから低下傾向を続けており、7月は47.7と前月比0.5ポイント低下した。

リノミクスによる構造改革

これに対し中国政府は、一定の景気減速を容認した上で、これまでの高成長の過程で生じた歪みを是正するため、構造改革を重視する姿勢を示している。4～6月期の7.5%という成長率は、政府が雇用維持などを目的に掲げる年間の成長率目標（7.5%）とちょうど同じものであったが、GDP発表前には、李首相ら政権幹部は成長率が7.5%を下回ったとしても問題ないとのメッセージをさかんに発信していた。また、中国共産党宣伝部は6月下旬に、国内メディアに対し、株価の下落について大きく扱わないようにという通達を出していた。景気が悪化しても大規模なテコ入れは見送り、中央銀行からの資金供給も絞り込み、市場による淘汰で構造改革を進め、中国経済の質を高める政策の方向性は、李首相の名前をもじって「リノミクス」とも呼ばれる。

図表1 米欧中のPMIの推移



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

こうした政策の方向性は、1990年前後の日本のバブル潰しの政策を連想させるが、中国では実際には、大型対策こそ打ち出さないものの、一定のテコ入れ策は講じている。7月には老朽住宅の建て替えや地方のインフラ整備を進める方針を改めて打ち出し、8月からは、中小・零細企業に対し、付加価値税を免除することを決めた。

シャドーバンキングの拡大

中国については、リーマンショック後に大型景気対策を積み上げる過程で、収益性の低い開発やインフラ投資が行われ、それが不良債権化しているのではないかという国際的な懸念が高まっている。

大型景気対策の4兆元のうち、中央政府が負担したのは半分に満たず、地方政府が独自に資金調達する必要が生じた。地方政府は財源が乏しく、「融資平台」という投資会社を作ることによって資金調達を行い、開発やインフラ投資を行った。しかしその過程で投資ブーム過熱の弊害が大きくなると、2010年からは銀行からの融資平台やディベロッパー等に対する融資が厳しく規制されるようになった。これを補うために、オフバランス（簿外）での資金供給、いわゆるシャドーバンキング（影の銀行）が拡大するようになった。

シャドーバンキングのうち、理財商品と呼ばれる小口の金融商品により、高利回り（年利10%前後）をうたって富裕層や企業などから資金を集め、その資金を融資平台やディベロッパーの開発等で運用したケースが多々あるが、これについては、開発されたインフラが不稼働資産となれば高利回りはおろか、資金を回収できなくなり、不良債権化する恐れが出てくる。開発拡大の過程では、収益性の低いプロジェクトにも投資され、今では鬼城・死城（ゴーストタウン）と呼ばれる工業団地や住宅街も出現しているような状態にある。不稼働資産の増加は、地方政府にとっては償還できない債務の拡大、資金供給者にとっては不良債権となって回収できないという形で悪影響を与えることになる。

金融システム不安につながるのではという国際的な懸念の高まりに危機感を覚えた中国政府は、8月から審計署（日本の会計検査院に当たる）で、中央政府、地方政府すべての政府を対象に債務の全容を調査する検査を開始した。検査対象には融資平台も含まれ、3ヵ月以内に結果を出すことになっている。審計署は2011年に、主な地方政府を対象に初めて検査を実施し、地方債務残高を10.7兆元（約160兆円）と発表した。発表数値については市場から不信の目も向けられていた。地方債務残高の総額については、財政部門の元幹部による、20兆元を超えているとの発言もある。一方、理財商品の残高は約9.9兆円（2013年6月末、オンバランス商品も含む）に達する。

しかし仮に、地方債務残高が20兆元存在し、このほか国の債務残高を多めに見積もって同程度あったとしても、これらの合計額のGDP比は80%程度であり、日本の約200%、ギリシャの約160%、

アメリカの約 100%をはるかに下回る水準にある。中国は鈍化したとはいえ 7%台の成長を続けており、デフレや低成長下で不良債権処理に直面した日本や欧米のケースとは異なる。戦後の日本のバブル崩壊の事例では、1970 年代初めのオイルショック後、列島改造バブルが崩壊し不良債権が発生したものの、その後の回復が早かったため早期に克服できた事例と、1990 年代初めのバブル崩壊後、経済の長期停滞が続いて不良債権処理に時間がかかり、その後もデフレからなかなか脱却できなかったという二つの事例がある。

中国の場合、成長余力はなお高いと考えられるため、前者の事例に近いと見ることもできるかもしれない。一部では、理財商品を通じて不稼動資産に資金を流し込むシャドーバンキングの膨張を、アメリカを震源に世界を揺るがせたサブプライムローンになぞらえる向きもあるが、理財商品は本能的には中国の国内問題であり、両者の事情は異なる。

金利自由化による銀行機能向上の必要性

中国が今回直面している、オフバランス取引の膨張および地方の債務残高の拡大に歯止めをかけるためには、金融システム改革と地方政府のガバナンス改革が必要になる。

金融システム改革については、中国人民銀行は 7 月 19 日、銀行が企業へ融資する金利を部分的に自由化すると発表した。中国では、人民銀行が預金と貸出の基準金利を決めているが、貸出基準金利は預金よりも 3%程度高く設定されており、銀行が一定の利ざやを確保できるようになっている。従来、貸出金利の下限は基準金利の 0.7 倍とされていたが、今回の措置でこの下限が撤廃されることになった。

銀行が大手国有企業などこれまでの貸出先を確保するため、より低い金利を提示する競争が激化すれば、利ざやを今までのようには確保できなくなる。それを補うため今までは敬遠しがちであった信用力の低い相手に対し、高金利を提示して積極的に融資するようになれば、シャドーバンキングの必要性も薄まると考えられる。ただし、基準金利を超えては融資できない状態は残るため、今回の措置では、シャドーバンキングの必要性をなくすことには直接的にはつながらないと考えられる。

将来的には、さらなる金利の自由化が必要と考えられるが、自由化を進める場合には、競争激化で破綻する銀行も出てくると考えられるため、セーフティネットとして十分な預金保険制度を整備する必要もあり、中国として今打ち出せるのはこの程度ということであろう。しかし、自由化の遅れが簿外取引を拡大させる要因となり、それが金融システム不安を引き起こしているとするれば、今後は自由化のスピードをあげていく必要がある。また、大手国有企業やコネのある企業でなければ融資を受けにくい現状の銀行の仕組みの下で、シャドーバンキングは高金利ではあるが、それ以外の企業でも融資を受けられる仕組みとして一定の意義があったという面もある。簿外にするので

はなく、正常な業務としてそうした企業にリスクをとってお金を回せる仕組みにすることが、中国経済のさらなる成長のためにも必要と考えられる。

ガバナンス欠如の地方政府

地方政府のガバナンスの問題については、これまで成長目標を達成することが地方幹部の評価基準とされ、地方の財源が足りない中、シャドバンキングからお金を引き出すことによって、成長維持のため、採算性の低い投資にも手を出すインセンティブが地方幹部にあったことは否定できない。そうした開発を進めることは、自らの懐を潤すことにもつながりやすいという意味でも、開発に消極的になる理由はなかったと思われる。

習主席は6月末に、今後は単純にGDPだけで幹部は評価しないと指示したが、地方政府のガバナンス欠如の問題に十分応えるものとはなっていない。日本など先進国の場合、地方政府は、地方債市場で資金調達できなくなるという市場からのプレッシャーや、選挙によって選ばれた首長や議員が次の選挙でノーを突きつけられるというプレッシャーが、地方政府に対する最終的なガバナンスとして働いているが、中国の場合、地方政府については、中央政府に対する忠誠以外、そうしたプレッシャーは見当たらない。

中国でも中央政府については、市場からのプレッシャーは働いているため、その意味でのガバナンスは働いているが、地方政府にはそうしたプレッシャーは存在しない。今回、政府が中央および地方政府の債務の実態調査に乗り出したのは、中国全体として債務問題について市場から不信の目を向けられていることに中央政府が危機感を覚えたためであり、地方政府自身がこの問題に危機感を覚えたからではない。

地方政府のガバナンスの欠如による野放図な経済運営にどのような歯止めをかけることができるかについては、まだ答えは見えていない状態にある。不良債権が一時的に発生しても、成長が続けば、問題は自然に解消されてしまうが、成長が壁にぶつかった時には、問題は容易には解決できず、長引くことになる。現在の中国にとっては、その規模から見て、不良債権問題が克服困難な問題になっているとは思われないが、何らかの形でガバナンスを機能させる仕組みに変えていかないと、同じ問題はまた一定の時間を経て繰り返されることになりかねない。

改革できなければいずれは長期停滞も

現在の中国経済は10%超の高成長から7%程度の巡航速度に移行しようとする転換点に直面しているが、これは中国が「ルイスの転換点」に到達したのかどうかをめぐる議論と密接なかかわりがある。中国の工業化を支えてきた農村部の安価な労働供給が底をつき、賃金上昇に転じたとすれば、転換点に達したことになるが、最近の中国では都市部では出稼ぎ労働者の募集難が現実のもの

となっており、今まさに転換点にあると思わせるものになっている。

中国国内の賃金上昇は、これまで低賃金の労働力を確保できることに魅力を感じて直接投資を行ってきた外国企業が、進出先として東南アジアの他の国にシフトすることに拍車をかけている。経済成長のエンジンを、これまでの外国企業を含む投資から消費に変えていくためには、消費の底上げを図る必要があるが、現状では経済成長の果実は国民にあまねく行きわたっているわけではなく偏在しているため、消費の底上げも一筋縄ではいかない状態にある。

今後、中国経済がもう一段の成長を遂げていくためには、単に景気の大規模なテコ入れを行わず、シャドバンキングやバブルをつぶすというだけではなく、シャドバンキング膨張の過程で露呈した中国の金融システムの問題、あるいは地方政府のガバナンスの欠如といった問題に適切に対処していく必要があると考えられる。前者については、大企業ばかりでなく新興企業や中小企業、また、有望なプロジェクトに適切な金利で資金が回る仕組みを構築すること、後者については、地方の財源を増やし中央の顔色をうかがうばかりではなく地方内部でガバナンスを有効に機能させながら、地方の成長を実現させていく仕組みを構築していく必要性が高い。

当面、シャドバンキングを縮小し、不良債権処理も大きな負担を伴わないとすれば、こうした問題はすぐに忘れ去られてしまう可能性がある。しかし、問題を残したまま再び成長軌道にもどった場合には、1970年代初めのバブル崩壊をその後の成長で乗り切った日本経済が、1980年代に再びバブルを発生させ、1990年代初めにそれが破裂しその後の長期停滞に至るといった道筋を中国も歩まないとは限らない。

堅調な成長を続ける米経済

4～6月期のアメリカの実質GDP成長率は前期比年率1.7%と、前期(1.1%)から伸びが拡大し、9四半期連続のプラス成長となった。給与税(社会保障税)減税打ち切り、歳出の強制削減などの影響により成長が鈍化するとの見方が強かったが、設備投資(同4.6%)、輸出(同5.4%)はいずれも2期ぶりにプラスに転じ、住宅投資(同13.4%)は高水準で推移、消費(同1.8%)は前期の伸びを下回ったものの底堅く推移したことにより、成長は緩やかながら加速した。

住宅投資が経済全体を牽引しており、6月の一戸建ての新築住宅販売は前月比8.3%、50万戸(年率換算、季調値)と5年ぶりの高水準となった。住宅価格も上昇傾向を続けており、5月のケース・シラー住宅価格指数(主要20都市、季調値)は前年比12%上昇した。住宅投資のGDP比はピーク時には6%台であったものが2%前後にまで落ち込んでいたが、現在は長期トレンドである4%近辺に向かって上昇を続けている。

一方、GDPの7割を占める消費は、サービスは振るわなかったものの、モノの消費は前期並みの伸びを保った。実質可処分所得と消費者信頼感指数(コンファレンス・ボード)は緩やかな上昇

傾向を続けており、消費もそれらのトレンドに沿った形で上昇を続けている。一方、7月のPMIは前月比4.5ポイント改善し55.4となり、2011年6月以来の高水準となった（図表1）。

世界の市場を動揺させたQE3縮小観測

年後半にかけても成長が加速するとの見方が強まっており、QE3の縮小がいつ行われるかが米経済の最大の焦点となっている。縮小観測の強まりは世界の金融市場に大きな動揺を与えた。5月22日にバーナンキFRB議長が、緩和縮小が近いことを示唆して以来、新興国から資金が引き揚げられ、軒並み株安、通貨安に見舞われた。ブラジル、中国では株価が1割程度下落した。このほか、インド、インドネシア、トルコなども緩和マネー引き揚げの悪影響を受けた。株価下落は日本にも及び、5月23日の日経平均は1,143円の暴落となり、13年ぶりの下げ幅となった。緩和マネーを元手に日本株を買っていた外国人投資家が、日本の株式市場からも資金を引き揚げるという観測が広がったことによる。

債券市場については、QE3縮小観測に伴い、アメリカの長期金利は1%も上昇し、一時2.7%を付けた。ユーロ圏の長期金利は、4月に日銀が量的・質的緩和に踏み切って以来、5月初めにイタリアは3.7%、スペインは4%台にまで下がっていたが、5月22日からは反転上昇し約1%上昇した。

このように、バーナンキ議長の発言は世界の金融市場を動揺させたが、その意図は、一時的に市場を動揺させても今後の政策の方向性を明確に伝えたいというものであったと考えられる。バーナンキ議長は証券買い入れを減額するものの、ゼロ金利政策を解除するわけではないことを強調している。

弊害として表れている新興国市場の動揺については、新興国から資金が引き揚げられた要因は、QE3縮小観測だけではなく、新興国自身が交通網や電力網などの経済基盤が脆弱であることも関連している。そうした観点からは、縮小観測は新興国からの資金流出のきっかけになったに過ぎず、新興国は今後は、経済基盤をより強固なものとして、海外の資金を呼び込むことができるように改革を進めていかなければならないことを意味する。

長期金利の上昇については、米住宅市場に影響を与えるが、住宅市場の回復は力強さを増しており、住宅ローン金利が多少上昇する程度では悪影響は大きくはならないと考えられる。また、ユーロ圏の長期金利が上昇したとしても、日銀の量的・質的緩和に伴う長期金利の下落分が剥げ落ちた程度と捉えられる。また、ユーロ圏の長期金利が下がりすぎることは、ユーロ圏内の改革に対する危機感を薄くするという点では不都合という見方もできる。

年内にはQE3縮小へ

市場のメインシナリオは、9月17～18日のFOMCで縮小を決めるというものであったが、7月の雇用統計では、景気動向を敏感に反映する非農業部門の新規雇用者数は前月比16.2万人増と、市場予測の18万人には届かなかった。FRBはQE3縮小に踏み切る目安として、20万人超の安定した雇用増を想定していると見られ、統計改訂に伴い6月が18.8万人、5月が17.6万人とそれぞれ下方修正され、7月はこれらをさらに下回ったことで、9月半ばのQE3縮小シナリオは後退している。

一方、7月の失業率は7.4%と3ヵ月ぶりに低下し、2008年12月以来、4年7ヵ月ぶりの水準まで改善した。失業者数減少の背景には、夏場で職探しをする人が減って統計上の失業者が減少したという要因もあるが、FRBはQE3の終了時期として想定する2014年半ばに、失業率が7%まで低下することを見込んでおり、これには一歩ずつ近づいているといえる。

労働市場は着実に上向いており、8月以降の雇用が20万人規模で増加していくとすれば、年内の12月にはQE3縮小(毎月450億ドルの長期国債と400億ドルのMBSの買い入れ額の減額)に踏み切る可能性が高まることになる。順調に推移すれば、FRBが想定するように、失業率が7%にまで低下する2014年半ばにはQE3は終了する可能性がある。年内に想定されるQE3縮小の第一段階では、毎月850億ドルの資産購入規模を600～650億ドルに縮小することが考えられる。

FRBは購入規模を縮小する一方、当面は保有資産については市場売却せず、保有国債の償還資金を再投資に充てていくと考えられる。再投資をいつかは止める時が訪れるが、それはおそらくは政策金利の引き上げ時期とオーバーラップすることになる。順調に推移すれば、QE3終了のおよそ1年後の2015年半ばが想定され、この段階でゼロ金利が解除されることになる。米経済は、年内は財政引締めの影響があり2%程度にとどまるものの、2014年以降は3%台の成長力に回復していくと考えられる。米経済の成長力が順調に回復していけば、2年後には金融政策が正常化するというシナリオである。

なお、2014年1月末に任期が切れるバーナンキ議長の後任人事は今秋にも決定されるが、継続性と安定性、実績を重視すれば、イエレン副議長が有力と考えられる。一部の米メディアでは、女性であることなどを理由に反イエレンキャンペーンを張っているようであるが、性差別的な考え方の下で有為な人材が活かされないとすれば、米経済のみならず世界経済にとって不幸なことである。

底打ちしたユーロ圏経済

債務危機に沈んできたユーロ圏経済にもようやく底打ちの兆しが見え始めている。7月のPMIは前月比1.7ポイント改善して50.4となり、2012年1月以来、1年半ぶりに50を上回った(図表1)。生産は昨年末に底を打った後、上向きの傾向にあり、ドイツやフランスの回復は著しいものと

なっている。消費者信頼感指数も昨年末以降、緩やかな上昇傾向を続けている。ユーロ圏は今年1～3月期まで6四半期連続のマイナス成長で、1999年のユーロ創設以来、最長の景気後退が続いているが、4～6月期はプラス成長に転換した可能性がある。

雇用については、6月の失業率は5月と同じく12.1%にとどまったが、失業者数は前月比2万4千人減の1,926万6千人となった。失業者が減少するのは、2011年4月以来2年2ヵ月ぶりのことであった。6月の失業率は、スペイン（0.1ポイント低下の26.3%）、ポルトガル（0.2ポイント低下の17.4%）はわずかに改善した。しかし、若年層（15歳以上25歳未満）の失業率は、依然高い状態が続いている（ユーロ圏全体で0.1ポイント上昇の23.9%）。特にスペインとギリシャは、若年層の失業率が55～60%と極めて高い水準となっている。

景気には底打ちの兆しが見えるものの、経済の正常化にはまだほど遠い状態にある。景気低迷に伴い、フランス、オランダ、スペインなど6カ国は、財政赤字をGDP比3%以下にする目標の達成時期を1～2年先送りせざるを得なくなった。ECBは8月1日の理事会で、当面の金融緩和の継続を確認し、政策金利を過去最低の年0.5%に据え置いた。ドラギECB総裁は、追加利下げを視野に入れていることも示唆しており、今秋にかけて利下げに踏みきるかどうかの判断を下していくと考えられる。

国民の不満の高まりと統合の次の一手

一方では、厳しい緊縮策を続けてきた南欧では、国民の不満が鬱積し、政治的に混乱する国も出ている。ギリシャでは連立与党の一角が離脱したほか、公務員削減計画に反対するデモが依然として頻発している。スペインでは、改革を進めたことで金融市場の不安は収まったものの、失業率が高い水準にあることや、首相の不正資金疑惑が再燃したことで、国民の政権に対する不満が高まっている。イタリアでは、連立与党の一部が政権離脱をちらつかせながら緊縮路線の修正を求めている。ポルトガルでも、財政再建を進める連立政権の存続をめぐる混乱が生じた。

経済成長のスピードを上げていかなければ、緊縮策を迫られている国民の不満は高まる一方で、これを放置すると政権の不安定化が加速し、最悪の場合、ユーロの存続基盤が危うくなりかねない。ECBの追加緩和の姿勢は、金融面でこうした状態から少しでも早く脱することを支援しようという決意の表れと捉えられる。とはいえ、金融面でできることには限りがあるため、9月に連邦議会選挙を控えているドイツが、選挙後に、財政も含む統合深化の方向に一歩でも踏み出していくことができるのが焦点となる。

2. 日本経済—消費と投資の好循環が次第に明確に

3 四半期連続のプラス成長

4～6月期の日本経済は、消費が好調を持続する中、円安によって輸出も伸び、2012年度補正予算の効果が顕在化して公共投資も伸びたことで、前期比年率2.6%と3四半期連続のプラス成長となった。以下では、最近の経済状況を確認しておこう。

外需については、実質輸出（日銀ベース）は、4～6月期は前期比3.6%と前期（同1.5%）に比べて増勢を強めた（図表2）。アメリカ向けが同7.5%と前期より伸びを高めたことに加え、中国向け（同7.0%）、NIES向け（同4.2%）EU向け（同0.4%）も前期までのマイナスからプラスに転じた。財別で見ると、自動車関連が同6.0%と高い伸びを示している。アメリカ向けの好調は、米経済が堅調に推移していることと、円安により自動車輸出が好調だったことによる。

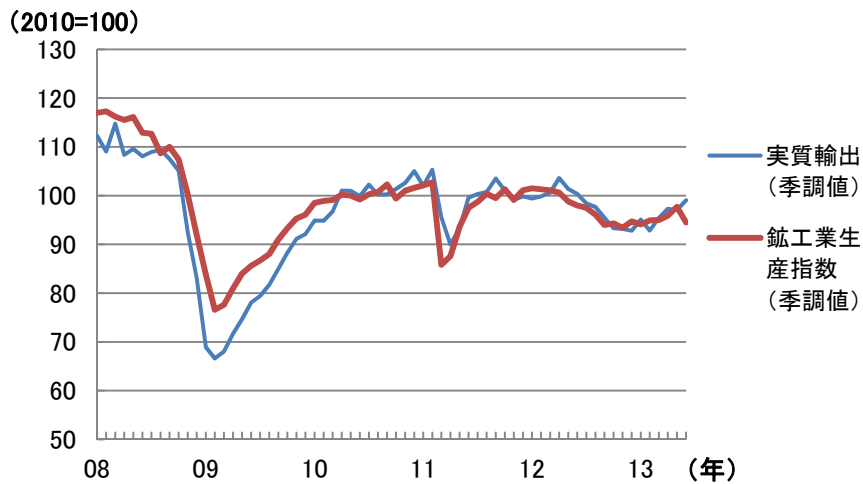
円安が輸出に与える影響については、次のように整理できる。契約価格が変更できない短期では、円安に伴い、外貨建てで契約された財については、円ベースでの輸出価格が上がる。輸出の外貨建て比率は61.6%であり（2012年下期、財務省「貿易取引通貨別比率」）、この部分については、円ベースの売り上げ増加要因となるが、これを原資として外貨建て価格の引き下げを行うことが可能になり、これは現地での価格競争力を向上させることにつながる。

円建てで契約された部分（38.4%）については、現地価格が下落するため、これが現地での価格競争力の向上につながる。しかしこの場合、円建て価格を引き上げても、現地価格を元の水準に維持できることになり、円ベースでの売り上げを増やすことが可能になる。実際には円建て価格を引き上げるにしても、現地価格が元の状態よりは下回る価格に設定されると考えられることから、価格競争力の向上と円ベースの売り上げ向上が両立できることになる。いずれにしても、円安は日本企業の輸出競争力と売り上げ向上に寄与することになり、その影響が出始めている。

一方、4～6月期の生産は、前期比1.4%とやはり前期（同0.6%）よりも伸びを高めた（図表2）。出荷・在庫バランスは、2012年央以降、在庫の伸びが出荷の伸びを上回る状態となっていたが、足元ではバランス悪化に歯止めがかかり、耐久消費財などでは出荷の伸びが在庫の伸びを上回るようになっている。鉱工業全体で見ても、直近では両者の伸びがほぼ一致する状態となっている。生産の先行きについては、製造工業予測指数によれば7月同6.5%、8月-0.9%となっている。

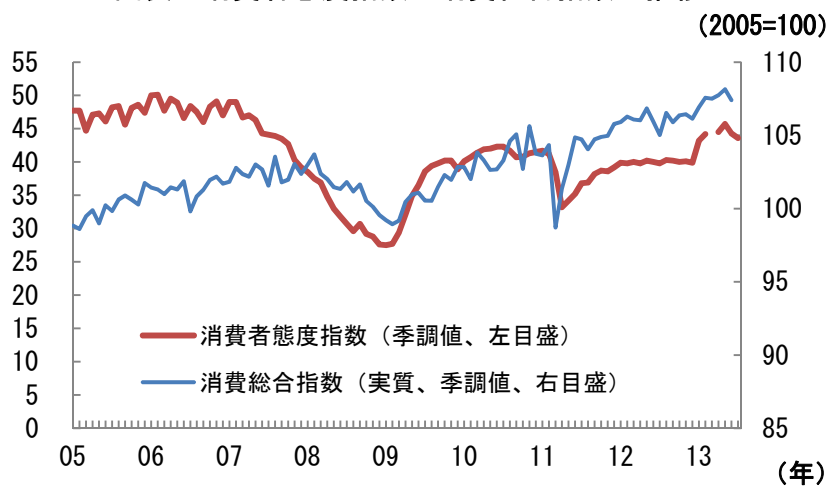
輸出、生産が順調に回復していることで、雇用も底打ちしつつある。所定外労働時間は4月以降前年比プラスを維持しており、現金給与総額は、4月以降は前年比ゼロ近傍まで回復しており、6月はプラスとなった。また、6月の特別給与は前年比0.4%と3年ぶりのプラスとなった。失業率は緩やかな低下傾向を続けており、6月は3.9%と4年8ヵ月ぶりの3%台に入った。輸出、生産の伸びを反映して新規求人が増えており、有効求人倍率も上昇傾向を続けている。

図表2 実質輸出と鉱工業生産指数



(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」

(注) 消費者態度指数は、調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

所得の回復が遅れる中でも、マインドの改善を背景に、消費は好調に推移している（図表3）。耐久財については、自動車やスマートフォン、タブレット端末などは引き続き堅調に推移し、サービス消費は旅行、外食が好調を維持している。百貨店は、高額品（美術、宝飾、貴金属等）を中心に堅調に推移している。消費マインドの改善は、これまではもっぱら株高によって支えられてきたが、足元では雇用の改善もマインド改善に寄与し始めていると考えられる。

設備投資については、一致指標である資本財総供給（国産品＋輸入品）は、4～6月期は前期比2.7%と前期（同2.9%）に引き続いてプラスとなった（図表4）。先行指標である機械受注については、1～3月期は横ばいであったものの、5月が前月比10.5%と高い伸びとなったため、4～6月期はプラスとなる可能性が高まっている。企業収益が円安で大幅に上振れする中（4～6月期の上場企業の連結経常利益は前年比42%の増加、集計対象は8月2日までに決算発表した3月期企業（金融、電力、新興企業等を除く）668社、日本経済新聞社調べ）、生産、輸出も回復の度合いを強めていることで、設備投資意欲が次第に高まっていく素地が形成されつつある。

大企業（資本金10億円以上）を対象とした日本政策投資銀行の調査によれば、2013年度の設備投資計画は前年比10.3%と、2012年度の同2.9%よりも大幅に伸びを高める見込みである。とりわけ非製造業の伸びが高く、2013年度の計画は同10.1%と22年ぶりの二桁の伸びとなった。不動産業（商業施設の再開発等）や卸・小売（コンビニの新規出店等）などが大きく増やしている。これに対し製造業は、2013年度の計画は同10.6%であったが、投資の動機を見ると、「生産能力の増強」が23.6%だったのに対し、「維持・補修」が25.6%と過去最大となった。

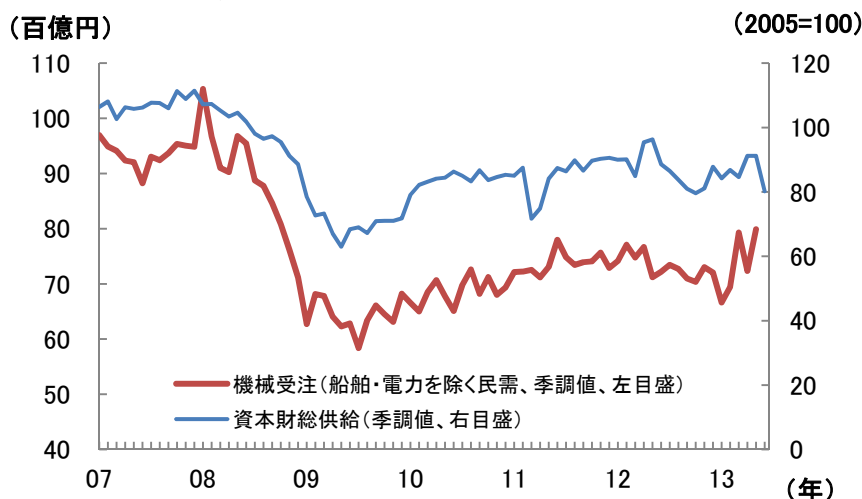
製造業では、リーマンショック後に投資を手控えてきたことが生産設備の老朽化として表れており、企業としては、能力増強よりはまずは維持・補修にとりかかることを優先していることがうかがえる。このほか製造業では、円安の進展が海外投資拡大に歯止めをかける兆しも表れている。例えば電機では、「海外投資を増やし国内投資を縮小させる」とする企業は、2012年度の16.7%から2013年度には3.5%にまで減少した。円安水準が今後も維持されるとの期待が高まっていた場合には、設備投資の国内回帰の動きも進みそうである。

このように足元の日本経済は、輸出、生産の回復が勢いを増し、雇用も好転する中、消費は好調を持続し、設備投資も反転の兆しが表れるなど、着実に上向きの循環に向かっている。

異次元緩和の効果

経済がこうした好循環に向かっている背景には、安倍氏が昨年末の総選挙前から、今までは次元の違う金融緩和を強く約束し、それを先取りして金融市場が動く中、黒田日銀総裁が実際にこの4月に、市場のそれまで期待を全く裏切らず、むしろ市場の期待をはるかに超える量的・質的緩和（異次元緩和）に踏み切ったことがあると考えられる。ここで異次元緩和の効果を振り返っておこ

図表4 機械受注と資本財総供給の推移



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

う。

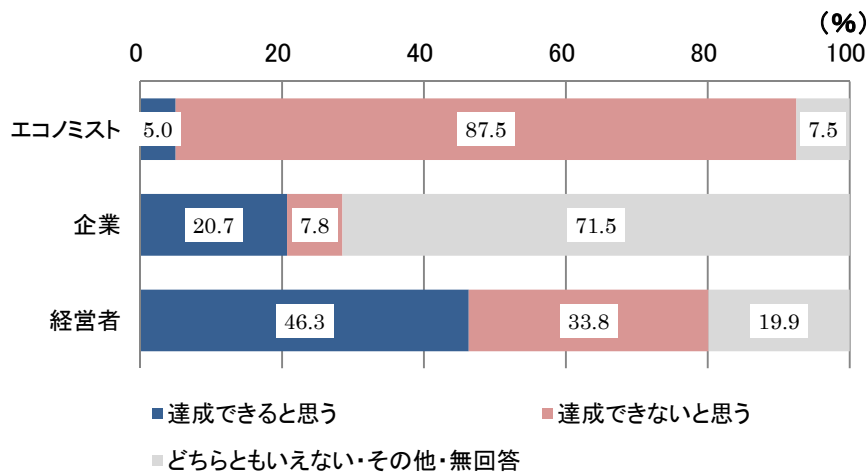
異次元緩和は、マネタリーベースを 2012 年末の 138 兆円から、2013 年末には 200 兆円、2014 年末には 270 兆円にまで拡大させるというものであったが、6 月末までで 173 兆円となっており、順調なペースで拡大しているといえる。

これは株高、円安、長期金利の低下という形で金融市場に好影響を与えている。日経平均株価は、昨年秋の 9,000 円前後から 5 月中旬には 1 万 5,000 円台にまで急上昇し、一旦調整した後、再び 1 万 4,000 円程度にまで戻すなど、堅調に推移している。長期金利は、黒田総裁の異次元緩和が、市場の予想をはるかに上回るものであったことから、その内容を消化するまでに時間がかかり、当初はボラティリティが高まった。また、5 月中旬以降は、アメリカの QE3 早期縮小観測の台頭により、アメリカの長期金利上昇の影響が及んだが、その後は安定し、最近では 0.8%前後で推移している。為替については、昨年秋の 80 円前後から円高修正の動きが進み、最近では 100 円前後となっている。

異次元緩和による株高、円安は、消費者、企業のマインドを大きく改善する効果を持ったと考えられる。消費者態度指数は、直近では伸び悩んでいるものの、昨年末以降大幅に改善し、マインド面から消費を支える要因となった。企業の業況感も改善し、6 月短観の業況判断 DI は、大企業製造業では 3 月対比で 12 ポイント改善し 4 となった。景況感の好転を背景に、企業も設備投資に前向きになっている。

期待物価上昇率も上昇しており、消費者については、1 年後に物価が上がるとの回答割合が 8 割

図表5 物価目標の実現可能性



(出所) 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」(2013年8月)、読売新聞社・日本テレビ「景気アンケート」(2013年8月)、経済成長フォーラム「第3回企業経営者・緊急アンケート調査」(2013年5月)

を超えるようになっており(日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」2013年7月)、投資家については、ブレイク・イーブン・インフレ率が昨年末以降急上昇し、5月中旬には2%程度まで上昇した(直近ではやや下がり1.5%程度)。

物価については、6月の消費者物価(除く生鮮食品)は前年比0.4%と1年2ヵ月ぶりにプラス転換した。現状では円安に伴う電気代、ガソリン代値上がりの影響が大きいですが、耐久消費財の値下がり度合いが緩やかになっているなどの好材料もあり、今後、景気拡大が続けば需給ギャップの縮小を通じ、消費者物価上昇率が安定的にプラスになる可能性も出てきている。

期待の自己実現によるデフレ脱却の可能性

日銀が掲げる物価目標については、実際に2年間で2%の物価上昇を達成できるかについては、立場によって全く異なる評価となっている。エコノミストを対象とした調査では、達成できると考える人は5%に過ぎない(図表5)。しかし、企業を対象とした調査ではその割合が20.7%と増し、経営者個人を対象とした調査では46.3%と半数近くが達成可能と答えている。

この違いについては、次のような解釈が可能である。まず、エコノミストが目標達成困難と考える傾向が強いのは、例えば、当社の「2013・2014年度経済見通し(2013年5月改訂)」(<http://jp.fujitsu.com/group/fri/report/outlook/2013/2013no03.html>)でも示したように、現状のフィリップスカーブの傾き(1983~2013年の傾き)を前提とすれば、2年間で目標を達成するた

めには、毎年 3.7%の成長が必要になるといった計算ができ、そうした計算を念頭に置くと、どうしても2年間では達成は無理と答えざるを得なくなってしまうためと思われる。企業への調査では、回答者はそうした計算上の制約からは自由で楽観的になるが、組織として回答しているため慎重になり、どちらともいえないとの回答が多くなるということが考えられる。しかし、経営者個人への調査では、物価目標が達成できるかどうかについては、肌感覚で今後景気拡大が続くのかどうかという質問に答える感覚に近くなり、その意味で楽観的に答える傾向が強くなるのではないかと推察される。

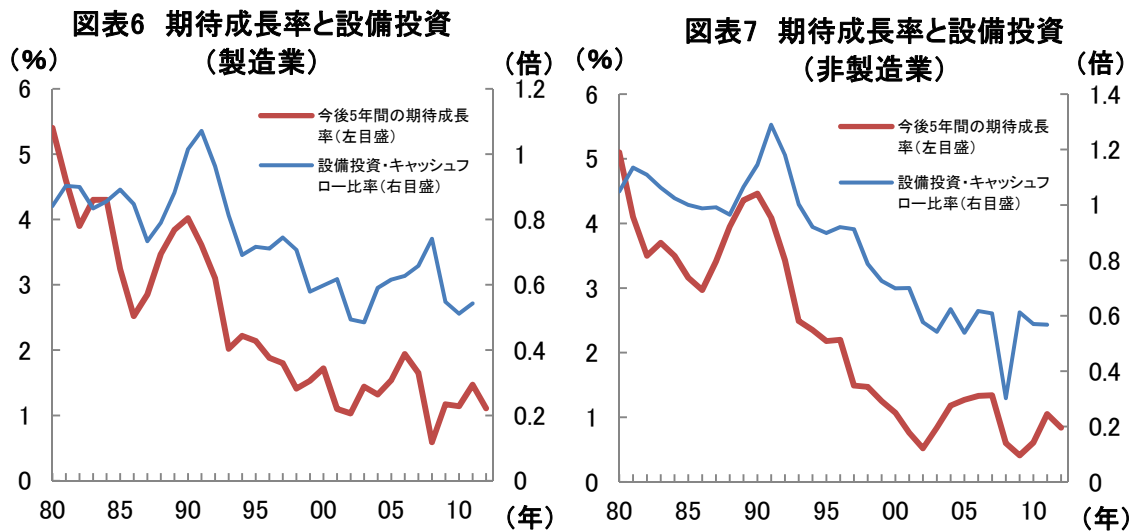
厳密な意味で目標が達成できるかどうかはともかく、この調査は、経営者が先行きについて強気になっていることを示している。経営者の強気な行動が現実の景気拡大をもたらし、結果としてデフレ脱却の道筋が確かなものになるとすれば、物価目標が自己実現的に達成できるということにもなる。

先行きに対する強気な期待は、設備投資を増加させる要因ともなる。過去の関係では、製造業、非製造業とも、今後5年間の期待成長率が高まると、設備投資（キャッシュフローに対する比率）が高まるという傾向が表れている（図表6、7）。さらに、経済環境や業況の改善を見込む企業ほど、賃金を引き上げる傾向が見られる。日本経済の成長見通しと賃金の変化の関係をみると、向こう1年間の日本経済が成長すると見込む企業では、賃金（一般従業員の賃金、以下同じ）を引き上げる企業が50%超で、引き下げる企業が1割程度に過ぎない。これに対し、向こう1年間の日本経済が縮小すると見込む企業では、賃金を引き上げる企業は40%に満たず、引き下げる企業が15%程度と増加する（内閣府「企業経営に関する意識調査」）。これは、先行きの見通しが賃金決定に大きな影響を与えることを示している。

異次元緩和は経営者の先行きに対する期待を変えており、これが設備投資の拡大や賃金引上げにつながる芽も出てきているため、金融政策面ではこうした期待を維持する政策運営が今後も必要になると考えられる。

消費税率引き上げの是非とその影響

消費税率引き上げについては、本予測では予定通り行われることを想定している。来年4月段階での消費税率引き上げは、ようやく消費と投資の好循環の兆しが見え始めている中で、景気に下押し圧力をかけることになる。しかし一方では、消費税率引き上げが予定通り行われない場合、財政規律の緩みや日銀による長期国債の巨額の買い入れが財政ファイナンスと受け止められることで、長期金利の上昇に跳ね返る懸念があることも否定できない。消費税率引き上げと財政規律維持を両立するためには、消費税率引き上げ時の負担感が大きいと考えられる低所得者層や中小企業に対し、一定の支援を行う補正予算を組むという選択も考えられよう。本予測は、こうした補正予算につい



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、財務省「法人企業統計年報」
 (注) 1. $\text{キャッシュフロー} = \text{経常利益} / 2 + \text{減価償却費}$
 2. 今後5年間の期待成長率は、回答した企業が属する業界需要の今後5年間（当該年度を含む）の実質成長率の見通し

ては考慮せずに行っている。

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が補填されることになった。こうした施策は、駆け込み需要をいくらかは和らげる効果を持つと考えられる。

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。業者の側がこうした要因を強調することで、需要を喚起している面もあり、2013年度の住宅投資は高水準で推移し、2014年度はその反動減が出ることは避けられないと考えられる。

2013年度は2.7%成長

以上をまとめると、円安による企業収益の好転や、2012年度の補正予算の効果、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2.7%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次第に明確になっていくと考えられる。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、景気拡大は持続すると考えられる。

消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、2013年度は0.4%、2014年度は2.7%（消費税率引き上げの影響を除いたベースでは0.7%）を見込んでいる。

予測表

年度	2012	2013	2014	2012	2013 →予測				2014				2015
	実績	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	1.2	2.7	0.7	0.3	0.9	0.6	1.0	0.8	1.2	-1.5	0.4	0.4	0.7
(年率)	—	—	—	1.0	3.8	2.6	3.9	3.2	5.1	-5.8	1.6	1.7	2.7
個人消費	1.6	2.5	-0.5	0.5	0.8	0.8	0.3	0.4	1.8	-2.7	0.4	0.4	0.6
住宅投資	5.3	6.6	-6.4	3.6	1.9	-0.2	3.9	3.1	-4.9	-3.1	-1.9	-1.4	0.0
設備投資	-1.4	0.5	4.7	-1.4	-0.2	-0.1	1.7	1.5	0.9	0.8	1.2	1.4	1.6
在庫投資(寄与度)	-0.1	-0.1	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
政府消費	2.1	1.5	0.7	0.6	0.1	0.8	0.0	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2	0.4
公共投資	15.0	7.9	-7.8	3.0	1.1	1.8	2.1	2.2	0.0	-3.2	-4.1	-4.2	-4.9
輸出	-1.2	6.0	5.7	-2.7	4.0	3.0	1.9	1.6	1.0	1.2	1.4	1.6	2.0
輸入	3.8	3.4	2.2	-2.0	1.0	1.5	1.4	1.6	0.8	-0.2	0.2	0.5	0.8
名目 GDP	0.3	2.5	1.9										
GDP デフレーター	-0.9	-0.1	1.1										

[実質 GDP 寄与度]

内需	2.0	2.2	0.1
外需	-0.8	0.5	0.6

鉱工業生産	-2.6	5.6	3.6
CPI(除く生鮮食品)	-0.2	0.4	2.7
失業率	4.3	4.0	3.8
経常収支	4.4	6.0	8.1
円ドルレート	82.9	99.5	100.3

[前回予測(2013.6.10)]

実質 GDP	—	2.5	0.6
名目 GDP	—	2.0	1.7

(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)