

2014・2015 年度経済見通し

2014年2月17日
株式会社富士通総研

1 世界経済—新興国がもたつくもアメリカが牽引

世界経済は、アメリカが堅調な経済を背景に QE3 の縮小に着手したが、これに伴い新興国は緩和マネー流出の逆風にさらされている。一方、ユーロ圏経済は底入れしたものの、デフインフレが続いている。また、中国経済は引き続き、高速成長から中速成長にスムーズに移行できるかどうかの課題に直面している。世界経済は各国ともリスクは抱えているが、アメリカなど先進国が比較的好調で、全体としては上向いている。

2 ヲ月連続で QE3 縮小を決定

FRBは昨年12月18日のFOMCで、2012年9月に導入したQE3の縮小に着手することを決め、今年1月から国債などの資産購入額を月850億ドルから750億ドルに減らした。さらに1月29日のFOMCでは、2月から月750億ドルから650億ドルに減らすことを決め、2ヶ月連続でQE3を縮小した。バーナンキ前FRB議長は、自ら主導した金融緩和の縮小の道筋をつけて退任したことになる。

FRBが今後FOMCのたびに100億ドルずつ規模を縮小していくとすると、今年のFOMCは残り7回のため、12月には新規の資産購入が終了する。実際、12月のFOMCの議事要旨によれば、委員の多くが、雇用と物価上昇率の見通しを踏まえながら、「2014年後半に終わるのが適切」と判断していた。一部委員は「もっと早い時期の終了」を主張していた。

FRBが2回連続の緩和縮小に踏み切った背景には、米経済の回復が順調に進んでいることがある。10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率3.2%と、前期（同4.1%）よりは伸びは低下したものの、2四半期連続で3%以上の高い伸びとなった。これまで景気を支えてきた住宅投資は同-9.8%と13四半期ぶりのマイナスに転じ、政府機能停止や歳出強制削減により連邦政府の消費・投資は同-12.6%と大幅に落ち込んだものの、個人消費が同3.3%、輸出が同11.4%とそれぞれ3年ぶりの高い伸びとなったほか、設備投資も同3.8%と好調を持続し、景気拡大を牽引した。

雇用については、失業率は12月に6.7%と5年ぶりの6%台に回復し、1月にはさらに6.6%に

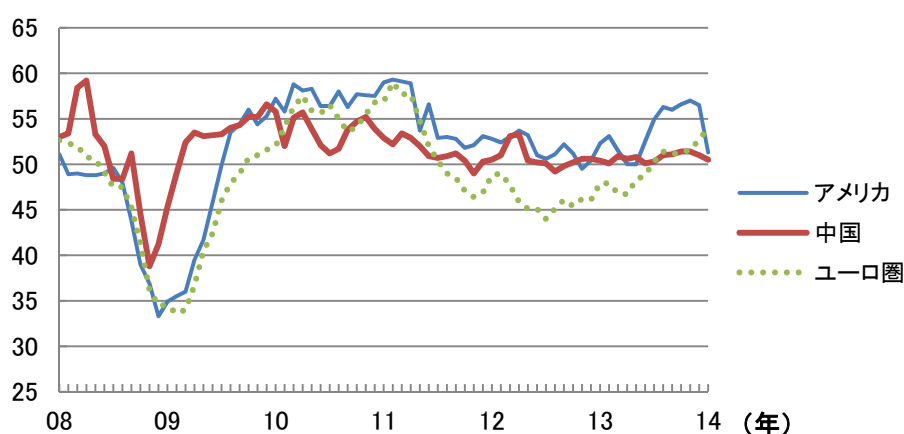
低下した。しかしながら、景気動向を敏感に反映する非農業者部門の就業者数は、11月の前月比27万人台から、12月には同7.5万人、1月同11.3万人と2ヵ月連続で雇用回復の目安とされる20万人に届かなかった。この背景には、北米が12月、1月と断続的に寒波に見舞われ、製造業の操業や物流に悪影響を与えたことが考えられる。1月の新車販売台数は前年比-3.1%と4ヵ月ぶりのマイナスとなったが、寒波で供給が滞ったことや、客足が遠のいたことが影響した。こうしたことに伴い、1月のPMI（ISM 製造業景況感指数）は前月比で5.2ポイント低下し（図表1）、昨年5月の水準にまで落ち込んだ。

イエレン議長が直面する難題

足元の下振れは一時的と考えられるが、就業者数の伸び悩みが長引いた場合、緩和縮小ペースに影響を与える可能性はある。ただしFRBは、縮小ペースは「雇用とインフレ率の見通しによる」と、12月のFOMCで柔軟に対応する方針を確認しており、こうした事態も想定の範囲内にあると考えられる。

今後の焦点は、いつ利上げに踏み切るかであるが、FRBは、「失業率が6.5%を下回っても、特にインフレ率見通しが目標の2%に達しない場合、ゼロ金利は当面継続する」との指針（フォワードガイダンス）を示している。景気回復が順調に進み、新規の資産購入が年内に終了すれば、雇用とインフレ率次第で、早ければ来年第1四半期にも利上げできる環境が整う可能性がある。

図表1 米欧中のPMI



（出所）ISM、Markit、中国物流購買連合会

ただし、量的緩和の出口においては、「時間的非整合性」という難しい問題に直面する。FRB がフォワードガイダンスを貫徹しようとする、ゼロ金利が不要になった状況でも、しばらくはゼロ金利が続けられるため、インフレ率が目標を超えて進んでしまうリスクが生じる。インフレ率のオーバーシュートを放置した場合、インフレ期待の高まりにより、長期金利の予期せざる上昇を招くかもしれない。こうした事態を防ぐためには、景気回復がある程度続いた段階で、FRB はゼロ金利を続けるという約束を破った方がむしろ望ましいことになる。しかし、FRB のそうした行動が市場に予想されるようになると、緩和効果は減殺されることになってしまう。

こうした問題への対処も含め、かねてイエレン議長は「オプティマル・アプローチ」を提唱していた。すなわち、雇用の改善を重視して金融引き締めを意図的に遅らせ、景気が過熱した後急速かつ大幅な利上げを行えばよいという考え方である。この考え方はイエレン議長が副議長時代に述べたもので、実際にこうしたやり方をとるかどうかはわからない。しかし、今後の引き締めの行方を占う上で一つの判断材料にはなると考えられる。

リーマンショック後のバーナンキ前議長の果敢な対応は、大恐慌の再来を招かなかったという点で賞賛されているが、量的緩和の評価は、今後、大きな混乱を招くことなく終了できるかにかかっている。そして、その道筋は、現在日銀が行っている量的・質的緩和の出口にも重要な示唆を与えることになる。

QE3 縮小による新興国の動揺

このほか FRB の金融引き締めは、緩和マネーの流出を通じ、新興国に悪影響を与えるという問題がある。FRB としては、金融引き締めの際には国内事情を見極めることが第一ではあるが、新興国に対する市場の反応は予想を超えて進むリスクがある。過去において、FRB の金融引き締め後、新興国で通貨安になった例としては、タイ・バーツ、インドネシア・ルピアなどが急落した、1997 年のアジア通貨危機がある。

実際、バーナンキ前議長が昨年 5 月に緩和縮小に踏み切る可能性を示唆して以来、新興国の株価や為替が下落するなど、大きな影響を与えてきた。そして現実に縮小開始された後は、新興国通貨に対する警戒感が強まっていたが、1 月 23 日にはアルゼンチン・ペソが対ドルで 2 割も下落する事態に至った。中国の経済指標の悪化をきっかけとして、中国に資源や農産物を輸出する新興国に対する不安が浮上し、経常赤字に苦しむアルゼンチン・ペソが売られたことによる。同じ状況にあるトルコ・リラも売られ、さらに、南アフリカ、ブラジル、インド、インドネシアなどにも通貨安が広がった。これら新興国は、フラジャイル・ファイブ（脆弱なる 5 カ国：ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ）と呼ばれ、いずれも経常収支が赤字などの共通点がある。

これら新興国は、これまで緩和マネーの流入で経済がかさ上げされている面があったことは否定

できない。投資家が低利で調達した資金が、より高いリターンを求めて新興国の株式市場に流入したり設備投資資金となったりしていた。しかし、ひとたびこの流れが逆転すると、慢性的な経常赤字といった経済の脆弱性があぶりだされることとなった。

各国は通貨防衛のため、相次いで利上げに踏み切ったほか、国によっては国民のドル購入に上限を設定したり、為替介入を行った。各国が通貨防衛に必死なのは、通貨下落で輸入品が上昇すれば物価上昇で経済に悪影響を与えるためであるが、一方では利上げは、投資や消費を冷え込ませるなどのリスクも大きい。

こうした新興国経済の動揺に対しては、これまでのところ、FRB はこれに配慮して、QE3 縮小ペースを変えるなどの姿勢は一切示していない。FRB は米経済の回復に自信を深めており、新興国経済の動揺によって米経済に悪影響を及ぼすようなことにならない限り、金融政策の判断材料とはしないとの考えである。これには、余計な配慮を見せないことで、新興国側の積極的な対応を促したいとの考えもあろう。何より、新興国への悪影響に気を使いすぎると、自国の最重要課題である QE3 縮小を進められなくなってしまう。

事実、1月のFOMC後の声明でも、新興国の金融市場の動揺についての言及はなく、また、イエレン議長は、2月11日の下院議会証言でも、新興国の通貨不安について「現段階では米経済への重大なリスクにならない」と言い切り、通貨不安でFRBが緩和縮小を一時踏みとどまるとの観測を一蹴した。

アジア通貨危機の再来については、アルゼンチンやブラジル・ファイブ以外では、アジア通貨危機当時と比べれば外貨準備は厚くなっており、危機の連鎖が広がる可能性は低いと考えられる。新興国はこの局面においては、経済基盤を強固にする取り組みが求められている。危機の震源地となったアルゼンチンやトルコは、いずれIMFの支援を受けざるを得なくなる可能性がある。

デフレーションが続くユーロ圏

ユーロ圏の10～12月期の実質GDP成長率は、前期比0.3%（年率1.1%）と3四半期連続でプラス成長となり、前期（前期比0.1%）よりプラス幅が拡大した。回復基盤はなお脆弱であるが、消費は下げ止まり、生産は持ち直し、PMIも上向きの動きが続いている（図表1）。

ECBは2月6日の定例理事会で、政策金利を過去最低の0.25%のまま据え置いた。1月のCPIは前月から低下して前年比0.7%と4ヵ月連続で1%割れとなり、ECBが利下げに踏み切った昨年11月の数値に並んだ。ECBは望ましい物価上昇率を「2%を下回りかつ2%近傍」としているが、この目標を大きく下回っている。ギリシャのCPIは前年比-1.9%（1月）と8ヵ月連続でマイナスとなっており、すでにデフレ状態にある。一方、ユーロ圏の失業率は12.1%（11月）と高水準で横ばいとなっており、南欧（ギリシャ27.8%（10月）、スペイン26.7%（11月））が極めて高い状

況にも変化はない。

デフレーションが続いているにも関わらず ECB の政策に手詰まり感が出ていることが、最近のユーロ高の一因となっている。ドラギ総裁が政策金利を据え置いた理事会後の記者会見で、3月にも緩和すると示唆しても市場の反応は薄かった。量的緩和といった非伝統的な政策に対しては抵抗が強く、今後の ECB の一手については、銀行が中銀に剰余資金を預け入れる金利をマイナスにして貸し出し促進を狙う、マイナス金利の導入はかねてから取り沙汰されてきた。しかしマイナス金利にしても貸し出しを促すどころか、むしろ銀行の収益性が悪化することで貸し出しが萎縮するとの見方もあり、効果については疑問視されている。

「長期停滞論」とユーロ圏経済

現在のユーロ圏は、量的・質的緩和導入前の日本のように、通貨高がデフレーションの一因となり、これが景気の足を引っ張っているが、ユーロ圏と日本にはこの他にも、低成長で高い債務残高を抱えているなどの共通点がある。

ここで想起されるのは、サマーズ・ハーバード大学教授（元財務長官）が昨年11月に提起した、先進国の「長期停滞論（Secular Stagnation）」である。サマーズ氏は、アメリカなど先進国で大規模な金融緩和にも関わらず雇用が伸びていない背景に、投資と貯蓄を均衡させ、完全雇用を達成するのに必要な自然利子率がマイナスになっている可能性を指摘した。大規模な緩和を行っても、実質金利が自然利子率まで低下していない場合、金融は引き締めめとなる。加えて、潜在成長率が低下しているため民間投資も活発化しにくく、長期的な停滞に陥っているという。

これはかつて、日本経済についてクルーグマン・プリンストン大学教授が指摘した論点とほぼ同じである。サマーズ氏は、こうした事態から脱却するためには、①サプライサイドの強化（職業訓練、イノベーション促進など）、②金融緩和（と金融安定化のための規制強化）、③公共投資（インフラ更新、エネルギー源多様化など）が必要だとしている。

この三つは、まさに現在安倍政権が取り組んでいる三本の矢と重なる。日本は長期停滞の後、遅ればせながらサマーズ氏も指摘する処方箋によってデフレから脱却し、成長力の回復を目指している状態にある。アメリカについては、量的緩和によって景気は底入れしたが、今後の回復力次第では、①、③の必要性も指摘されるようになるかもしれない。ユーロ圏については、金融緩和がなお十分と考えられていない上、ドイツなどから南欧への財政移転が少なく、失業を減らす職業訓練などの取り組みも十分とはいえない。ユーロ圏においても、やがてデフレ入りの危機が迫り、長期停滞が続いた場合、三つの処方箋を含む強力な施策を講じることが求められるようになる段階に入るかもしれない。

停滞する統合深化の議論

それには、ユーロ圏が政治的、財政的にも一体になる必要があるが、統合深化は遅々として進んでいない。1月19～20日に開いたEUの首脳会議では、ユーロ危機再発防止に向け、銀行の統一破綻処理制度で合意した。ただし、ドイツの主張を反映させ、銀行救済に公金は投入せず、域内の銀行から集めた基金を活用する内容となった。当初、フランスなどは、ドイツの資金力に頼って資金を賄おうとしたが、ドイツはこれに強く反発した。このほか、ドイツの意向により、破綻処理の手法を決めるのに各国が関与できることとなったため、新たな枠組みが危機時に有効に機能するのかという点で疑問視する声も強い。銀行同盟ですら、まだ道半ばである。

メルケル首相は、9月の総選挙で圧勝し、連立政権を組んで長期政権に踏み出した。選挙中は一段の統合深化の必要性も訴えたが、選挙後はその具体像については語らず、連立協定においては、強い欧州を目指すために、財政規律と構造改革の重要性を強調するにとどまった。当面の危機が遠のき、ユーロ圏経済が上向いていることが、統合深化の議論が停滞している背景にある。

ユーロ圏の二つの将来像

ユーロ圏の将来像については論理的に二つの可能性が考えられる。第一は、ユーロを安定化させるため、それを裏打ちする財政・政治統合を進めるという考え方である。第二は、財政の独自性は残したままとし、時に加盟国が財政破綻したり、ユーロ圏から脱退したりすることを認めるという考え方である。この場合、EU共通のセーフティネットは設けられないため、金融機関は常日頃から慎重な行動を求められ、国債を買うことなどにもリスクを強く意識するようになる。第二の考え方は、セーフティネットを設けないことで、将来の危機を招くような無謀な行動を事前に摘み取ろうというものである。

実際のユーロ危機後の対応は、後者の対応をしようにも、国や金融機関破綻の影響があまりにも大きいため、そうした行動が取れず、危機に陥った国や金融機関を救済せざるを得なかった。そうした方向の延長線上として、現状では第一の方向性、すなわち財政・政治統合を進める方向に向かっている。

しかし、もしそれが叶わないとしたら、論理的には第二の方向性で、つまりは、あえてセーフティネットを設けないことで、国や金融機関の行動を慎重に強いるという制度設計もあり得る。しかしその場合、通貨の共通化を通じて域内経済の一体的な発展を図ろうとする、通貨統合の根本的な意義を損いかねない。リスクを取って域内の一体的な発展を図るような行動は取りにくくなり、通貨統合は、単に両替の手間を省くといった意味を持つに過ぎなくなる。

ユーロ圏のハミルトンは誰か

やはりユーロ圏は、現在は困難に見舞われているものの、これまで通貨統合のメリットを享受し、今後もそのメリットを享受したいと思う以上は、財政・政治統合の方向に向かっていくのが自然と考えられる。財政・政治統合に至っていない現在のユーロ圏の状態は、しばしば独立戦争前のアメリカの状態にたとえられる。

アメリカでは、独立戦争後、戦費負担で 13 州の債務が拡大した。これに対し、初代財務長官アレキサンダー・ハミルトン（1755～1804 年、アメリカ合衆国建国の父の一人）は、新連邦政府が債務を肩代わりし、額面どおりに全額償還することを提案した（1790 年）。そして州財政の建て直しを待たず、米国連邦債を発行してデフォルトを回避し、債務肩代わりの財源として関税を新設した。こうした対応に対し、当時健全財政だったバージニア州などは反対したが、交換条件として首都を当時のニューヨークからバージニアそばへ移転するなどして同意を得た。現在のユーロ圏は、ハミルトン以前の状態に相当（連合規約時代の緩やかな連合）すると考えられる。米国連邦債はユーロ共同債、バージニア州はドイツに対応する。

先にも述べたが、今後、ユーロ圏で財政・政治統合の流れが強まっていくとしたら、長期停滞が続き、サマーズも指摘するような総合的な施策を打ち出していかなければならないという認識が高まった時と考えられる。メルケル首相が在任中に、そのような時期が訪れる可能性は十分ある。その時メルケル首相が、これまでのように機が熟すのを慎重に待つといった姿勢を改め、果敢に独立戦争後のハミルトンのような役割を果たすことができるのかは一つの注目点である。もちろんこうした役割を果たすのはメルケル首相とは限らず、他の誰かか、あるいはそうした志向を持つリーダーのグループかもしれないが、そのような施策を採らない限り、長期停滞に終止符を打つことは難しいという状況に、次第にユーロ圏は向かっていく可能性がある。

高速成長から中速成長に移行した中国

中国の 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 7.7%と前期（7.8%）からわずかに低下した。昨年の中国経済は、4～6 月期の成長率が 7.5%に減速した後、失速を回避するため、老朽化住宅の建て替えや鉄道・高速道路の建設などの投資テコ入れが行われた。その結果、7～9 月期は 7.8%と 3 四半期ぶりに前期を上回ったが、10～12 月期にはさらに上向くことはなかった。1 月の中国の PMI は前月比-0.5 ポイントの 50.5 となり、景気判断の節目となる 50 は 16 ヶ月連続で上回ったものの昨年 7 月以来の水準となった（図表 1）。経済は、失速するわけでもなく加速するわけでもない巡航速度をキープしている。

一方、2013 年の実質 GDP 成長率は 7.7%と 2 年連続で 8%を割り込んだ（政府目標は 7.5%）。中国経済は改革・開放路線を打ち出した 1978 年から 2011 年まで年平均 10%の高速成長を遂げて

きたが、2年連続で7%台となったことで、本格的に中速成長に移行したと考えられる。なお、2013年の名目GDPは56.9兆元（978兆円）と、人民元高と円安の影響もあり、日本のおよそ2倍に到達した。

昨年12月の中央経済工作会議では、後遺症を残さない速度の成長の実現、すなわち投資に依存して過剰生産などの副作用を招かない政策運営を目指すこととされ、2014年の政府の成長目標は7.5%に据え置かれた。「年1,000万人の雇用を創出するためには、年7.2%の成長が必要」（李首相）ともいわれ、7%台の中速成長を維持していくことが今後も必要になる。中国経済が直面する課題は、かねて指摘されてきたように、輸出主導だった経済構造を消費主導に変えていくことや、過剰債務とりわけ地方政府の債務解消に本腰を入れて取り組んでいくことなどである。

成長の牽引役であるが、人民元高が進む中、2013年の経済成長においてすでに輸出の寄与度はマイナスとなる一方、消費は活発化する方向に向かっている。2013年の社会消費品小売総額は、政府のぜいたく禁止令により公費による飲食や贈答が減ったため、前年比13.1%と前年（同14.3%）を下回ったが、個人の消費意欲は旺盛である。2013年の新車販売台数は2,198万台と初めて2,000万台を突破したが、所得水準の向上で内陸部でもマイカーに手が届く層が増えてきたことによる。高価なスマホも売れているが、かつては輸入品に頼っていたが、今は中国で売れるスマホのほとんどは国産となっている。

公費乱用による消費が影を潜める一方、所得水準向上に伴う堅実な消費は着実に増えている。中国は2012年から生産年齢人口が減少したとはいえ、なお、内陸部も含め所得水準を引き上げていくことで経済全体を底上げできる余地が大きい。

高まる理財商品のデフォルト懸念

一方、過剰債務の問題は深刻である。2013年6月末現在の地方政府の債務残高は17.9兆元と2年半で7割近くも増加した。地方政府は、リーマンショック後の投資拡大を支えるため、傘下の開発会社を使い、競って宅地造成や都市開発を行い、大規模なマンションやショッピングセンターを造ったが、今ではそれが売れ残ったりテナントが入らず、ゴーストタウン（鬼城）化しているものも少なくない。

地方政府の野放図な投資に歯止めをかけるため、中国政府は2010年以降、地方政府の受け皿会社に銀行が融資することを規制した。しかしその代わりに、シャドーバンキングと呼ばれる規制外の金融システムからの資金調達が行われる結果となった。シャドーバンキングの仕組みでは、理財商品として高利回りをうたって個人から集めた資金が、信用力の面で銀行からの融資を受けにくい、不動産会社や石炭会社などに融通された。シャドーバンキングの規模は、20.5兆元にのぼると推計されている（2012年末、中国社会科学院調べ）。

理財商品については、最近ではデフォルトの危機が表面化している。1月末には山西省の石炭会社に投資していた理財商品（年利11～13%で約700人が期限3年で購入、商品総額30億元）が償還困難になったが、当局の意向を受けたとされる別の投資家が理財商品を買取することで、デフォルトはぎりぎり回避された。また、2月中旬には、吉林省の信託会社が販売した理財商品（調達した資金は山西省の上記とは別の石炭会社に投資、商品総額9.7億元）のうち7.6億元が満期に償還されてないことが判明した。

中国では4兆元分の理財商品が年内に満期を迎えるとされるが、このうち1割以上が償還の目途が立たないとの指摘もある。当局がこれをどこまで救済できるかは不透明であり、デフォルトの連鎖が起これば、金融不安に発展する可能性もある。現状では、理財商品のデフォルト危機の高まりに伴い、多くの中国企業が、予定していた社債やCPの発行を見送らざるを得なくなっている。

地方政府の債務残高の名目GDPに対する比率は3割程度で、中央と全地方政府を含めた政府部門の債務残高も名目GDPの約半分程度であるため、債務問題は当局のコントロールできる範囲内にあると考えられるが、今後、理財商品のデフォルト問題に対して当局が対処を誤れば、一時的には世界的な株安を招く可能性もある。

投資にブレーキをかけられるか

地方政府はこれまでの借金を重ねて巨額の投資を行い、成長率を引き上げる手法が行き詰まっており、今年の成長率目標を昨年より引き下げる動きが広がっている。すでに31の省・市・区のうち、20以上の省・市・区が目標を引き下げた。これまで経済成長率は、地方政府幹部の評価に直結していたため、無理をしてでも高い成長率を達成しようとするインセンティブが強かった。これに対し政府は、成長率達成に偏った評価を改めることとしたため、地方政府が成長率目標を引き下げようになっている。

しかし、地方が投資に急ブレーキをかければ、中国経済全体の失速にもつながりかねない。また、仮に投資に急ブレーキがかかり、不動産価格が急落すれば、バブル崩壊後の日本やアメリカ、欧州がそうであったように長期停滞に陥りかねない。さらに地方においては、投資拡大に代わる雇用創出をどのように行っていくかという問題もある。このほか、成長がストップすると理財商品のデフォルトが広がる懸念もある。

中国経済の安定性

中国政府は、足元では理財商品のデフォルト問題が浮上する一方、消費が成長の主体とはなり切れない中、成長を確保するためには投資がなお必要という難しい政策運営に直面している。現実の政策運営としては、量から質に切り替えることで投資を維持しつつ、国民全体の購買力を徐々に高

めていくことで消費主導の方向に踏み出していくという、漸進的なアプローチしかないだろう。

そのためには、単に地方政府の投資を抑制するだけではなく、公的な必要性が高いと考えられる質の高い投資に、低利の資金が回る仕組みを構築していくことも不可欠である。この点、郵便貯金によって資金を広く集め、財政投融资を通じて公的分野にその資金を回していたかつての日本の仕組みは、それなりに意義があったと考えられる。

一定の成長を維持しながら、これまでの行き過ぎや矛盾を改め、同時に経済構造も変えていくという難しい課題に対して、実績を積み上げていることを国民に見せることができなければ、共産党一党支配の不満を抑えきれなくなるリスクも大きい。中国経済が数字の上で中速成長にソフトランディングできたとしても、その中身が矛盾に満ちたものであれば、中長期的に中国が安定性を維持できるかどうかは定かではない。

2 日本経済—消費税率引き上げを克服して拡大は持続

4 四半期連続のプラス成長

10～12月期の実質GDP成長率は、消費、設備投資、住宅投資などの内需が堅調に推移し、輸出もプラスに転じたことにより、前期比0.3%（年率1.0%）と4四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、10～12月期は前期比1.1%と前期のマイナス（-1.1%）からプラスに転じ、持ち直しの傾向にある（図表2）。アメリカ向けは増加基調で、EU向け、中国向けも持ち直している。品目別では、自動車関連はアメリカ向けが堅調に推移し、EU、中国向けも回復している。資本財・部品は、東アジア向けを中心に持ち直している。

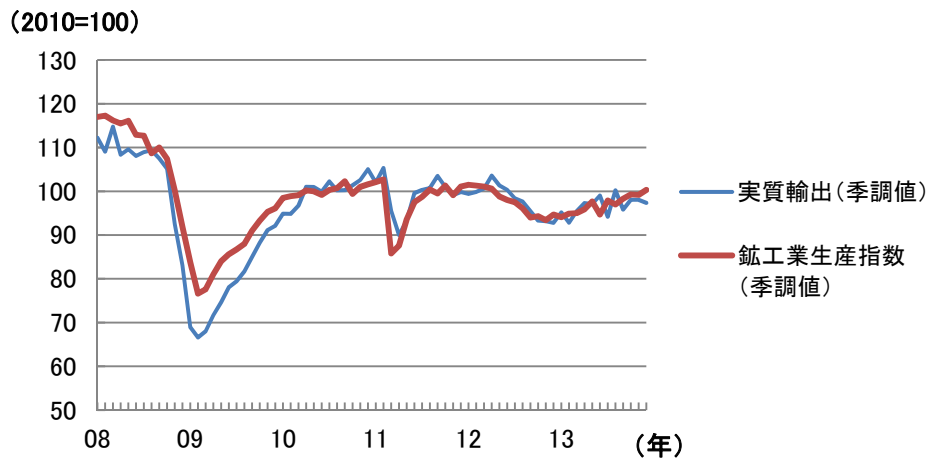
現状では輸出の増勢は強いとはいえないが、この背景としては、過去の円安局面では、契約通貨建て価格を引き下げることでシェア拡大を図ろうとする動きが表れたが、今回の円安局面ではそうした動きがあまりみられておらず、シェアよりも収益確保が重視されているという点や、円高局面で現地生産シフトが進んだため、円安になっても輸出押し上げ効果が表れにくくなっている点などが指摘されている。こうした要因は残るが、今後については、海外経済が先進国を中心に持ち直していくことを背景に、輸出の勢いも増していくと考えられる。

一方、10～12月期の生産は、前期比1.9%と引き続きプラスを維持した（図表2）。輸送機械が増加傾向を続けているが、国内販売が消費税率引き上げ前の駆け込み需要で大幅に増加している上、輸出向けも好調なことによる。また、設備投資が増加傾向にあることから、汎用・生産用・業務用機械も持ち直している。

出荷・在庫バランス（出荷の伸び（前年比）－在庫の伸び（前年比））は、出荷の伸びが在庫の伸びを上回る状態で推移しており、とりわけ耐久財消費については駆け込み需要の影響が強く出ており、出荷の伸びが在庫の伸びを大幅に上回っている。生産の先行きについては、製造工業予測指数によれば1月同6.1%、2月0.3%となっている。

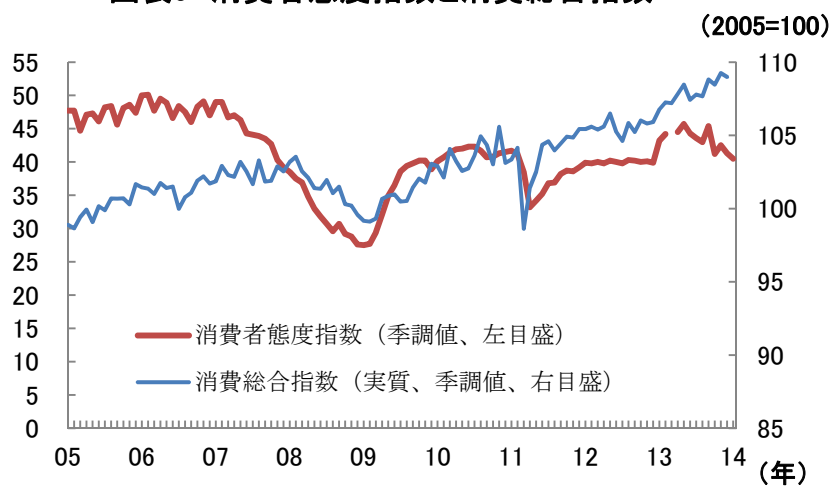
生産の回復に伴い、雇用も好転している。所定外労働時間は4月以降前年比プラスを維持しており、10月以降は前年比5%前後の高い伸びとなっている。12月の失業率は前月から0.3ポイント低下して3.7%となり、2007年12月以来の低水準となった。有効求人倍率は11月に1.0倍に達した後、12月は1.03倍と6年3ヵ月ぶりの高い水準となった。12月の新規求人を産業別にみると、自動車（前年比88.7%）、電子部品（同69.7%）、電気（同60.1%）など製造業の伸びが高まっている。一方、現金給与総額は、これまで所定外給与や特別給与（ボーナス）がプラスとなっても、所定内給与が足を引っ張っていたが、11月以降は所定内給与のマイナスの寄与がなくなり、11月前年比0.6%、12月0.8%と明確なプラスに転じた。

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



(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

消費は、雇用・所得環境が改善する中、引き続き高水準で推移している（図表 3）。駆け込み需要は、自動車のほか白物家電、スマートフォン、タブレット端末などで顕著に表れている。旅行、外食などのサービス消費も底堅く推移している。ただし、消費者マインドはこのところ悪化傾向にある。1月の消費者態度指数は前月から0.8ポイント低下して40.5となり、2012年12月以来の低水準となった。消費者態度指数は、今後半年間の「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時」が今より良くなるか悪くなるか尋ねるものであるが、1月は「雇用環境」以外の三つの指標が悪化した。消費税増税後の買い控えや、可処分所得減少を意識した内容になったと考えられる。

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、10～12月期は前期比6.1%と前期（同1.9%）から勢いを増し、先行指標である機械受注については、10～12月期は前期比1.5%と3四半期連続でプラスとなった（図表 4）。企業収益が円安で上振れする中（2014年3月期は、売上高は前年比10%増、経常利益は同28%増の見込み、1月31日時点、日本経済新聞社調べ）、生産も回復していることで、設備投資意欲が高まっている。リーマンショック後、長らく設備投資を手控えてきたために生産設備の老朽化が進んでおり、更新投資に踏み切るだけでも一定の設備投資が出やすい環境になっている。

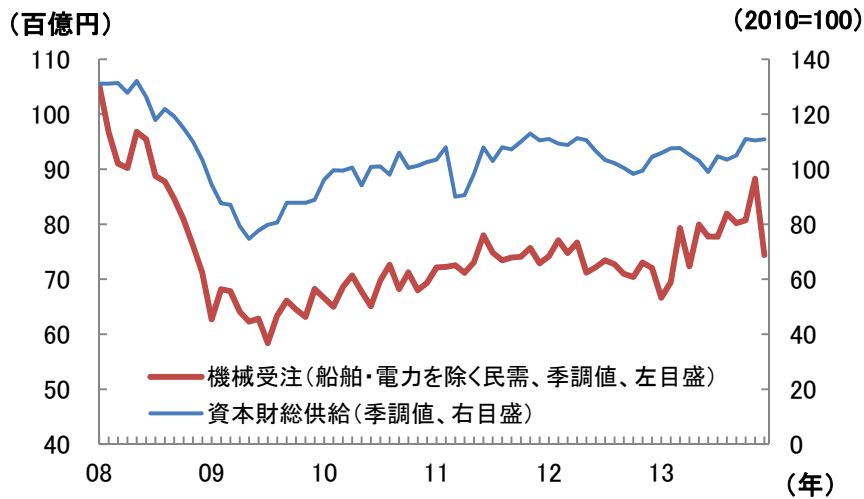
以上述べてきたように、景気は順調に回復を続けており、足元では駆け込み需要が回復の動きをより強いものとしている。12月の景気動向指数（一致指数）は、4ヵ月連続で上昇して111.7ポイントとなり、2008年5月以来、5年7ヵ月ぶりの高水準になった。生産、雇用関連の指標が、軒並み改善したことが指数を押し上げた。数ヵ月先の動向を示す先行指数も4ヵ月連続で上昇した。

フィリップスカーブにスティープ化の兆し

景気が回復する中、物価も上昇傾向を辿っている。12月の消費者物価は生鮮食品を除くベースで前年比1.3%に達し、食料とエネルギーを除くベースでも同0.7%となり、1998年8月以来、15年4ヵ月ぶりの高い伸びとなった（図表 5）。消費者物価の今後の動きについては、消費税率引き上げの影響を除いて考えると、今年夏場にかけて、景気回復による基調的な上昇圧力が強まっていく一方で、石油製品などのエネルギー関連のプラス寄与が縮小していくため、1%台前半（生鮮食品を除くベース）で推移していくと考えられるが、その後は経済全体の需給バランスがさらに改善に向かうことで、上昇率が高まっていくと見込まれる。

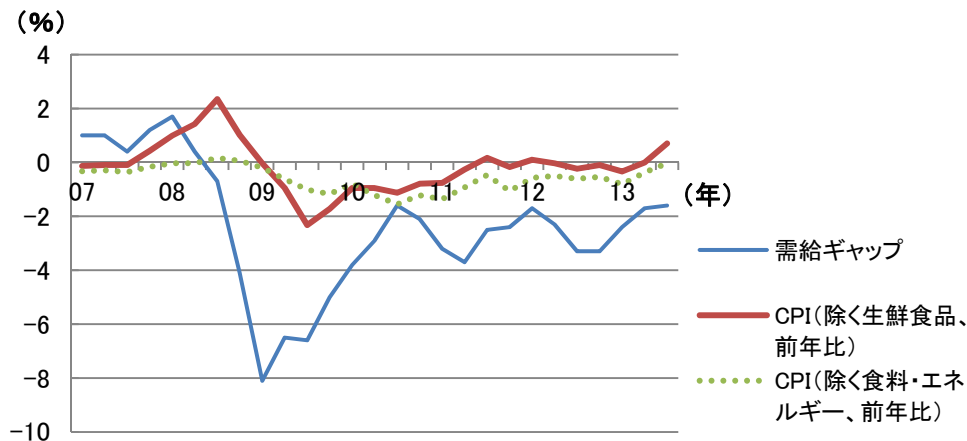
2015年度後半までに、日銀が目標とする2%程度に達することは依然難しいと考えられるが、物価は当初の大方の予想を超えて上昇ペースが速まっている。この背景にあるのは、フィリップスカーブの上方シフトないしスティープ化の兆しである。フィリップスカーブは、経済全体の需給ギャップが改善した時に、どの程度物価が上昇するかの関係（物価の需給ギャップに対する感応度）を

図表4 機械受注と資本財総供給



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表5 需給ギャップと物価



(出所) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「2013年7-9月期GDP2次速報後のGDPギャップの推計結果について」『今週の指標』No.1086

(注) 需給ギャップは内閣府による試算値

$$\text{需給ギャップ} = (\text{実際のGDP} - \text{潜在GDP}) / \text{潜在GDP}$$

示している。

日銀が昨年4月に量的・質的緩和を導入した際は、現状のフィリップスカーブを前提とする限り、2年以内に2%の物価上昇目標を達成するのは不可能との指摘が多かった。筆者自身も、2%の物価上昇目標を2年で達成するためには、毎年4%前後の成長が必要な計算になるため、フィリップスカーブが上方シフトしなければ、目標達成は不可能と指摘した（「2013・2014年度経済見通し（2013年5月改訂）」<http://jp.fujitsu.com/group/fri/downloads/report/outlook2/2013/20130516.pdf>）参照）。

ここで現在のフィリップスカーブの形状を確認しておこう。リーマンショック前の2007年以降の需給ギャップと物価の関係をみると、2007年第1四半期から1年ほどは、需給ギャップが縮小するにつれ物価が上昇するという関係が、傾向線（点線で示してある）よりも強い傾きで表れていたことがわかる（図表6）。景気拡大局面においては、物価の需給ギャップに対する感応度は、傾向線よりもスティープ化していたことがわかる。

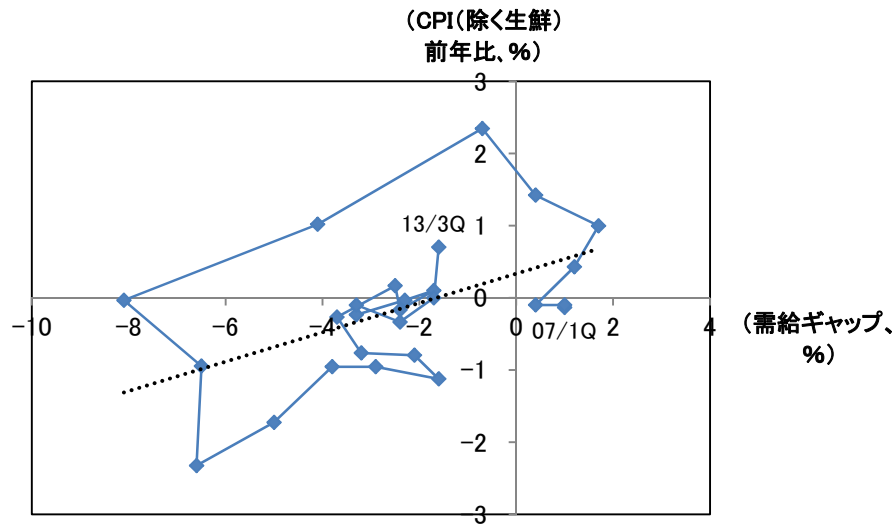
リーマンショック後は、需給ギャップが大幅に拡大する一方、物価はそこまで急激には下落しなかったため、傾向線を上回る位置で右上から左下の領域に移っていった。その後、景気が下げ止まると、需給ギャップが改善するにつれて物価が上昇する方向に向かっていったが、安倍首相の異次元緩和表明後、2013年第2四半期までは、傾向線の付近で膠着状態にあった。ところが、2013年第3四半期には、傾向線から上にジャンプした位置に移った。

これはフィリップスカーブの上方シフトないしスティープ化の兆しとも捉えることができる。上方シフトないしスティープ化が常態化すれば、需給ギャップの改善に対し、これまでよりは物価が上昇しやすくなる。フィリップスカーブに変化の兆しがみられるようになっている背景には、いくつかの可能性が考えられる。

第一は、物価上昇が現実のものとなったことで期待インフレ率もまた上昇し、そして、期待インフレ率の上昇が企業や消費者の前向きな行動を促すことで現実の経済活動が活発化して、それがさらに物価上昇を招くという循環が実現されている可能性である。景気拡大が続いていたリーマンショック前にも、フィリップスカーブは傾向線よりはスティープ化しており、当時も今ほどではなかったが、こうした循環が起こっていた可能性がある。

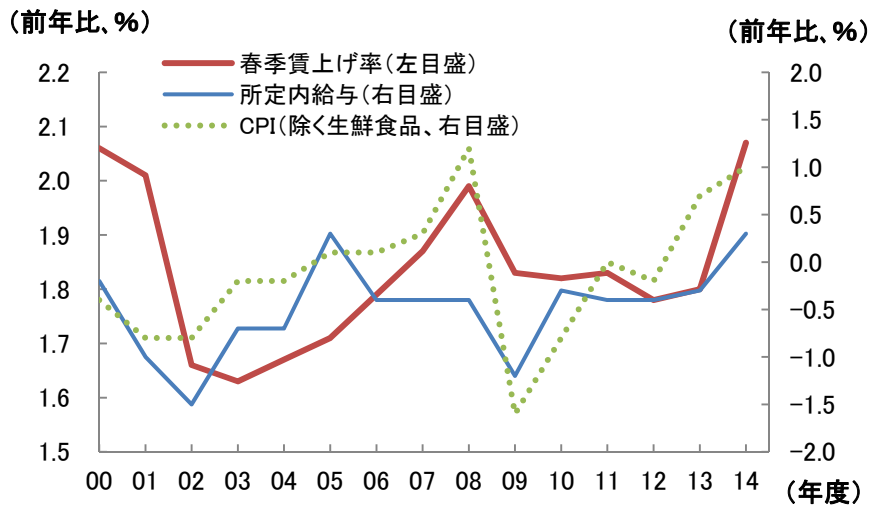
第二は、デフレ予想が支配的な世界からインフレ予想が支配的な世界に変わると、企業が価格転嫁しやすくなるという点があげられる。デフレ予想が支配的な下では、価格の引き上げは競争からの脱落を意味するが、インフレ予想が支配的な下では、競合他社も含め一斉に価格を引き上げやすい状況となる。円安進展による輸入物価の上昇は、その分を価格転嫁しなければ企業収益が圧迫される。価格転嫁によって需要が落ち込むことになれば、転嫁は難しいが、景気が上向き雇用・所得環境も改善の方向に向かっているならば、転嫁は行いやすくなる。現在はそうした状況にあると考えら

図表6 フィリップスカーブ



(出所) 図表5と同じ
(注) 図表5と同じ

図表7 物価と賃金



(出所) 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」、労務行政研究所「2014年賃上げ等に関するアンケート調査」

(注) 14年度は、春季賃上げ率は労務行政研究所アンケート（労使および専門家へのアンケート）による。CPI、所定内給与は当社見直し

れる。

こうした変化は、日本経済が、デフレ均衡（デフレが常態化し低成長で安定）から、通常の均衡（適度な物価上昇と成長）に移行しつつあることを感じさせる。こうした変化を促し、経済の正常化に近づけたという点で、安倍首相による異次元緩和の表明、それを受けた黒田総裁による量的・質的緩和の実施は、高く評価できる。

賃上げの実現可能性

今後の日本経済を行方考える上での焦点は、駆け込み需要が終了した後、何が景気を支えていくのかという点である。消費税率の5%から8%への引き上げに伴い、消費者物価はおよそ2%上昇することになるが、これに対して賃上げがどれほど実現されるかは重要である。

過去の物価と賃上げ率の関係をみると、両者はおおむね連動していることがわかる（図表7）。労務行政研究所のアンケート調査（労使および専門家へのアンケート）によれば、この春の賃上げ率は2.07%と見込まれている。労務行政研究所の調査結果と実際の賃上げ率との関係であるが、景気後退局面では両者に乖離がみられるが（実際の賃上げ率は調査結果を下回る傾向）、景気拡大局面では両者はほぼ一致していた。こうした関係性を考慮すれば、今年の春季賃上げ率は、2%程度は見込めると考えられる。これは、リーマンショック前の景気拡大の最後（2008年度）の賃上げ率1.99%を上回る。

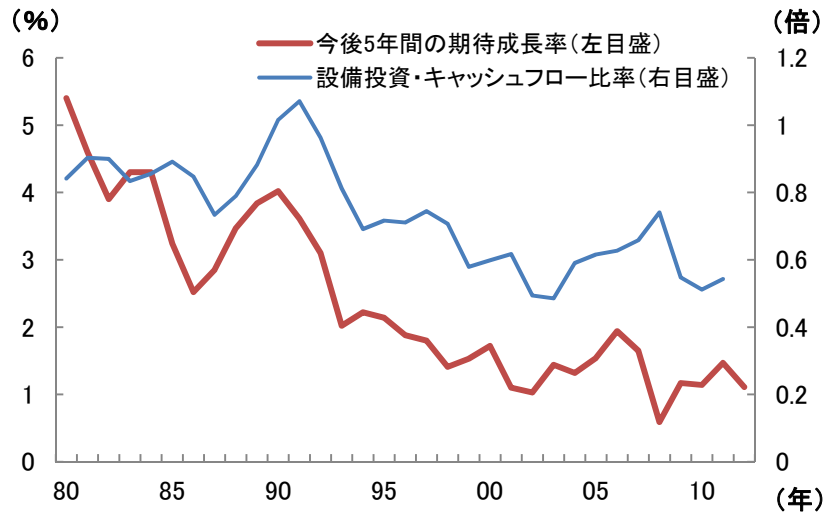
春季賃上げ率と所定内給与の関係であるが、景気が拡大していた2003年度から2008年度までについてみると、この期間の前半では、春季賃上げ率と所定内給与の上昇はおおむね連動していたが、後半にはこの関係性が崩れた。景気拡大の長期化やエネルギー価格上昇に伴い物価上昇が目立つようになり、コスト上昇によって所定内給与を引き上げにくくなったことなどが要因として考えられる。

現在はまだ景気拡大の初期で、パート賃金の上昇圧力はすでに高まっているが、今後は人材定着を図るため、一般労働者の所定内給与を引き上げる動きも次第に広がっていくと考えられる。一定の賃上げの実現は、消費税率の引き上げによる可処分所得減少分をある程度はカバーすると考えられる。

期待成長率の上昇と設備投資意欲の高まり

駆け込み需要終了後の日本経済は、設備投資も景気を支えていくと考えられる。過去における期待成長率と設備投資の関係をみると、両者はおおむね連動している（図表8）。直近の経営者の期待成長率であるが、昨年春以降、今後5年間の成長率について高い数値を見込む経営者が増えており、2013年11月時点で、名目で「2～3%」、「3～4%」と見込む経営者は合わせて55.1%、実質で「1

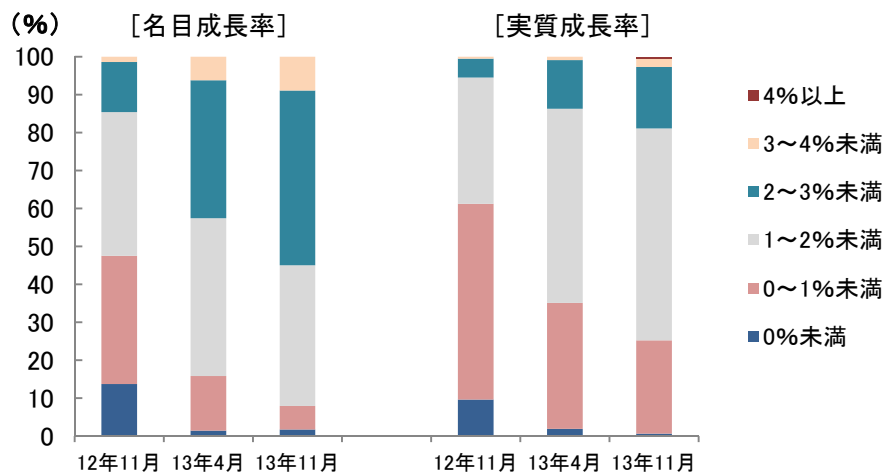
図表8 期待成長率と設備投資(製造業)



(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

図表9 今後5年間の成長率見通し



(出所) 経済成長フォーラム「企業経営者 緊急アンケート調査」

～2%」と見込む経営者は 55.9%とそれぞれ過半を占めており、デフレ脱却は確実視されていることがわかる（図表 9）。経営者の期待成長率の高まりは、今後の設備投資の追い風になっていくと考えられる。

同じ調査で、来年度の設備投資については、「海外投資は増やさないが国内投資は増やす」とした経営者は 27.3%、「海外投資も国内投資も増やす」とした経営者は 18.7%で、国内投資を増やすことを見込む経営者は、合わせて 46.0%と半数を占めた。なお、この調査では、来年度に賃上げ（ベースアップ）を行うと回答した経営者は 30.2%に達している。

消費税率引き上げと経済対策の効果

駆け込み需要終了後の日本経済は、景気対策も景気を下支えしていくと考えられる。

4月の消費税率の 5%から 8%への引き上げに伴い、今年度中には消費や住宅投資に駆け込み需要が発生するが、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、逆に 2014 年度は 0.7 ポイント程度押し下げられることを想定している。

こうした駆け込み需要の反動減に対し、それを和らげるため景気対策が講じられることとなった。その中身は、インフラの老朽化対策などの公共投資、震災復興事業、低所得者への現金措置を中心とする 5 兆円規模の補正予算と、設備投資減税や賃上げ促進税など 1 兆円規模の減税措置である。これらの効果であるが、公共投資、震災復興事業については、2014 年度中に 6 割程度執行されると想定すれば、GDP を 0.4 ポイント程度押し上げ、現金給付については 0.1 ポイント程度押し上げる効果を持つと考えられる。減税措置の効果を合わせれば、全体で 0.6 ポイント程度の押し上げ効果となる。この効果は、消費税率引き上げに伴う 2014 年度の GDP 押し下げ効果のかなりの部分を、計算上はカバーすることになる。

なお、2015 年 10 月に 2 回目の消費税率引き上げ（8%から 10%）が予定されているが、これに伴い 2015 年度上期に駆け込み需要が発生し、下期にその反動が出ることが予想される。しかし、1 回目と比べて税率の引き上げ幅が小さい上、1 回目の段階で駆け込み需要がかなり発生していることを考慮すると、2 回目の駆け込み需要とその反動は 1 回目より小さいものにとどまると考えられる。2015 年度全体としては、消費税率引き上げに伴い 0.2 ポイント程度の押し上げ効果を想定している。

2014 年度、2015 年度と景気拡大は続く

以上をまとめると、2014 年度当初は、駆け込み需要の反動減によって一時的にマイナス成長となるが、その後は設備投資や輸出が景気を支え、2014 年度、2015 年度とも景気拡大は持続してい

くと考えられる。2014年度の実質GDP成長率は0.9%、2015年度は1.4%になると見込まれる。

消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、2014年度は3.0%（消費税率引き上げの影響を除いたベースでは1.0%）、2015年度2.0%（消費税率引き上げの影響を除いたベースでは1.3%）を見込んでいる。なお、消費税率引き上げの影響に関しては、課税品目すべてにフル転嫁されると仮定すると、2014年度の消費者物価を2.0ポイント、2015年度下期の消費者物価を1.3ポイント（2015年度全体では0.7ポイント）押し上げる計算になる。

予測表

年度	2013	2014	2015	2013	→予測 2014				2015				2016
	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 (年率)	2.4	0.9	1.4	0.3	1.6	-1.3	0.5	0.6	0.6	0.4	0.6	-0.7	0.2
	—	—	—	1.0	6.7	-5.1	1.9	2.6	2.2	1.7	2.5	-2.7	0.6
個人消費	2.4	-0.6	0.7	0.5	2.0	-2.7	0.2	0.3	0.1	0.4	1.1	-1.6	0.0
住宅投資	7.8	-4.2	-1.6	4.2	-3.0	-3.1	-1.9	-1.4	2.0	1.1	-2.3	-1.9	-1.2
設備投資	0.6	5.4	4.3	1.3	1.7	1.0	1.2	1.9	1.8	1.2	0.4	0.3	0.2
在庫投資(寄与度)	-0.2	0.2	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0
政府消費	2.1	0.8	0.8	0.5	0.3	0.0	0.1	0.2	0.3	0.0	0.3	0.3	0.1
公共投資	16.1	-1.1	-3.4	2.3	0.0	-1.0	-1.5	-2.1	-2.9	-3.5	2.1	2.9	3.0
輸出	3.6	5.9	5.3	0.4	1.8	1.4	1.8	2.1	2.4	1.4	0.4	0.3	0.2
輸入	5.5	3.4	3.0	3.5	0.8	-0.2	0.2	0.5	0.8	1.0	1.2	0.2	0.3
名目 GDP	2.0	2.0	2.8										
GDP デフレーター	-0.3	1.1	1.4										

[実質 GDP 寄与度]

内需	2.6	0.5	1.0
外需	-0.2	0.5	0.4

鉱工業生産	3.2	2.9	3.1
CPI(除く生鮮食品)	0.7	3.0	2.0
失業率	3.9	3.6	3.5
経常収支	3.7	7.2	8.6
円ドルレート	100.8	104.0	105.0

[前回予測(2013.12.9)]

実質 GDP	2.6	1.0	—
名目 GDP	2.3	2.1	—

(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:03-5401-8399(直通)