

2014・2015 年度経済見通し(2014 年 11 月改訂)

2014年11月17日
株式会社富士通総研

1 世界経済—アメリカが引き続き牽引役

世界経済は、アメリカが QE3 を終了させた後のタイミングで、日本が QQE2 に踏み切ったことで、日本がアメリカに代わって新たな資金の出し手の役割を担うとの安心感を与え、各国市場の株高につながるなど市場を安定化させる効果をもたらしている。世界経済は新興国がさえない中、引き続きアメリカが堅調な成長を続けることで牽引している。ユーロ圏は底入れ後も回復の動きは芳しくなく、デフインフレが続いていることで、金融緩和の次の一手に関心が集まっている。中国は「新常态」への移行の過程にあり、景気刺激を抑えながら、いかにしてソフトランディングしていくかの難しい課題に依然として直面している。

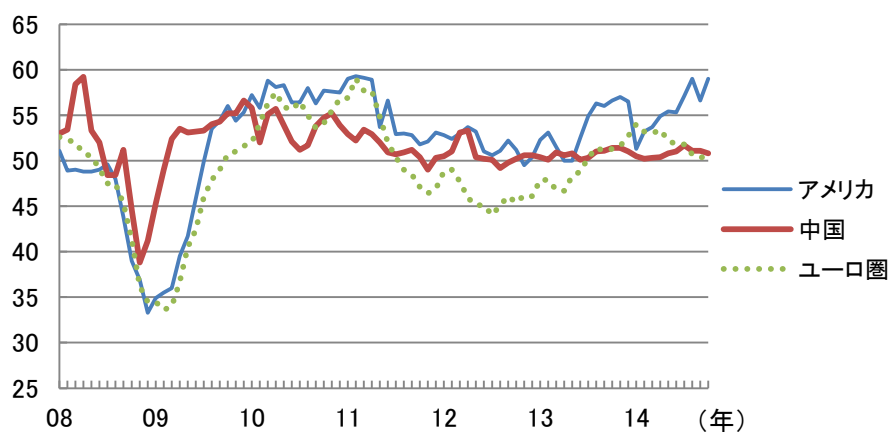
米経済の堅調な回復と QE3 終了

FRB は 10 月 29 日、QE3 の終了を決め、リーマンショック以降、約 6 年にわたった危機対応に終止符を打った。2008 年 11 月に開始された量的緩和は、3 回にわたって断続的に続けられ、大量の資産買い入れの結果、FRB の資産規模は 4.5 兆ドルと危機前の 5 倍に達した。こうした緩和の効果もあり、現在の米経済は消費、投資を中心に自律回復の勢いを強めており、雇用も安定的に増加する状態になっている。

アメリカの 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 3.5% と前期 (同 4.6%) に続いて 4% 前後の成長となり、今年初めの寒波の影響を乗り越えた後は堅調に推移している。個人消費は自動車などの耐久財消費が大幅に伸びた前期 (同 2.5%) からは減速したものの同 1.8% と底堅く推移した。設備投資も前期 (同 9.7%) より減速したものの、引き続き高い伸びを示した。10 月の新車販売台数は前年比 6.1% 増、128.1 万台と、10 月としては 2004 年以来の高水準となった。原油価格の急落に伴い、ガソリン価格が下落していることが、大型車などの売れ行き好調の背景にある。年間ではリーマンショック以前 (1999～2008 年) の平均的水準だった 1,600 万台半ばに達する見込みである。10 月の PMI (ISM 製造業景況指数) は前月より上昇し、60 近い水準となった (図表 1)。

一方、雇用については、10 月の非農業部門の雇用者数は前月比 21.4 万人増加し、労働市場回復

図表1 米欧中のPMI



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

の目安とされる 20 万人を 9 ヶ月連続で上回り、8、9 月分の雇用者増加数も上方修正された。10 月の失業率も 5.8%と前月より 0.1 ポイント低下した。FRB が完全雇用状態とみる 5%台前半も視野に入りつつある。QE3 終了を決めた FOMC 声明では、労働資源の未活用も次第に和らぎつつあると、懸案だった雇用の見通しも改善したとの評価を示したが、その評価通り雇用の改善は続いている。

利上げ時期と与野党対立の再燃

今後の焦点はいつ利上げに踏み切るかである。QE3 終了については、市場の対話を通じこれまで十分織り込ませてきた経緯もあり、混乱なく通過できた。市場では利上げは来年半ばとの観測が強いが、世界経済の先行きには不透明感も強く、利上げ時期がはっきりするまでにはまだ時間がかかる。FRB は、雇用と並ぶもう一つのターゲットである物価上昇率が緩やかに 2%に近づいていく前提で、利上げを考えていると思われるが、現状では賃金上昇が鈍いこともあり、9 月のコア物価上昇率 (PCE コア) は 1.5%にとどまっている。FOMC メンバーのほとんどは、2015 年末までには利上げを始めると予想しており、来年末までには利上げが行われることは確実であるが、時期については、物価上昇率次第では後ずれする可能性もある。

一方、アメリカでは中間選挙で野党・共和党が上下両院で過半数を確保したことで、オバマ政権との対立が先鋭化し、共和党がオバマケア見直しなどを含む独自の緊縮予算を通し、オバマ大統領がこれに拒否権を行使する展開も予想される。また、来年 3 月 15 日に期限を迎える連邦政府の債

務上限問題では、両党が上限引き上げで再び合意できるかどうかについても不透明感が漂っている。債務上限問題では、2011年に米国債のデフォルト懸念が高まったのは記憶に新しい。こうした点は経済を混乱させる可能性があるが、ポストオバマをにらんで共和党も過度の混乱を招くような戦術まではとりにくく、米経済に悪影響を与えるまでには至らないと考えられる。

デフレの淵に立つユーロ圏経済

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比年率 0.6%と 6 四半期連続のプラス成長となったが、回復の足取りはおぼつかない。10月のユーロ圏の PMI は前月よりわずかに上昇したものの、50 近くの水準に張り付いた状態になっている（図表 1）。また、10月のユーロ圏の消費者物価上昇率（コア）は、前年比 0.4%と 13 ヶ月連続で 1%を割り込み、「2%未満だが 2%に近い水準」とする ECB の目標を大きく下回り続けている。雇用も 9月のユーロ圏の失業率は 11.5%と、改善に足踏みがみられた。

デフレ入りを回避するため、ECB は今年 6 月と 9 月に相次いで金融緩和を実施した。政策金利引き下げ（過去最低の 0.05%）や、銀行の余剰資金を ECB が預かる際の金利を「マイナス金利」（-0.2%）としたほか、ABS（資産担保証券）やカバーボンド（債券担保付き社債：金融機関などが発行する社債のうち、企業への融資債権を担保にするなど資産の裏づけのあるもの）などの買い取りや、企業への融資を増やすことを条件に銀行への低利での資金供給（TLTRO:返済期限最長 4 年）などの措置をとってきた。10月 20 日からはカバードボンドの購入を始め、11 月中には ABS の購入も開始する予定である。さらに、12 月には 9 月に続く 2 回目の銀行向け低利融資を実施する。このように様々な施策を講じているものの、その効果は総じて力不足とみられている。

ECB の量的緩和導入の可能性

ECB は 11 月 6 日の理事会で政策金利を 0.25%に据え置いたが、その後の記者会見でドラギ総裁は、現状よりさらに 1 兆ユーロ資産を拡大させる意欲を示した。ただし具体策や量的緩和については明言せず、ECB は非伝統的な金融政策を実施する権限を持っていると述べるにとどめた。量的緩和については、日米で一定の効果を発揮したと考えられるため、市場で期待する向きが多いが、財政規律を重視するドイツなど北部欧州を中心に反対論が根強い。

また ECB のこれまでの施策によってユーロ安が進んだことで、輸入物価の押し上げ効果により、これ以上のデフレーションには歯止めがかかるとの見方も多い。しかし、それでも 2%を大きく下回るという状況までは改善できそうにない。

量的緩和導入の反対論がある一方で、ECB 内では国債買い取りに踏み切る場合の実務的課題について検討がなされているようである。特定の国の国債を買い取るのではなくすべてのユーロ導入

国を対象とし、ECB への出資比率や経済規模などを考慮して購入枠を決めるなどの報道がなされている。ドイツ、フランス、イタリアなど主要国の国債購入が中心となる。こうしたオペの枠組みについては、そもそもドイツが国債購入してもらうような経済状況にあるのかという疑問や、国債購入に踏み切る前にむしろ ESM（欧州安定メカニズム）の債権を購入すべきとの意見もある。

量的緩和の導入と合わせて併せてユーロ圏では、フランスやイタリアを中心に、財政余力のある国、つまりドイツに対して財政出動を求める声が高まっている。ユンケル欧州委員長は3年間にわたる3,000億ユーロの投資計画を提案しているが、今後、欧州首脳がこれについて何らかの合意ができるかどうかは一つの焦点である。

単一国ならば金融政策の最後の手段は、中央銀行が国債購入でリスクを最大限引き受けることを表明する一方で、これに併せ、政府が財政出動を行うことである。結果として財政支出を中央銀行がファイナンスするような形となり、こうした劇薬の導入によって人々の心理をデフレ期待からインフレ期待に転換させることで、デフレからの脱却を狙う効果が期待できる。現在の日銀は、まさにそうした方向性の政策にまで踏み込んでいる。

しかし、ユーロ圏の場合、財政統合が行われておらず、共同債も発行されていない現状で、主にドイツ国債を購入する量的緩和の実施が、どれほど人々の心理に働きかけるかは明らかではない。たとえ、国債購入に踏み切って市場の期待を大きく変えることで、さらなるユーロ安に誘導できたとしても、経済の停滞に悩む南欧諸国などがそれだけで立ち直れるわけではない。

ユーロ圏で量的緩和に踏み切るとすれば、それと併せて南欧諸国などへの財政支出（投資拡大プログラム）を用意することが必要になると思われる。この場合、欧州投資銀行が資金調達して欧州内に投資するスキームの中で、その財政資金を ECB がファイナンスするという方法も考え得る。ユーロ圏の場合、ECB が国債購入に踏み切ることで最大限のリスクを取ることを表明することもさることながら、それ以上に、経済停滞国に現実にどれほどの投資資金を振り向けることができるかが、デフレの淵からの脱却のカギになるように思われる。

減速感強まる中国経済

中国の7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.3%（前期比 1.9%）と前期に比べ 0.2 ポイント鈍化し、リーマンショック後の 2009 年 1～3 月期（同 6.6%）以来、5 年半ぶりの低い水準となった。中国は今年の成長目標を 7.5%前後としているが、1～9 月までの成長率は 7.4%で、7.5%を達成するのは難しい状況になりつつある。PMI も 10 月は前月より低下した（図表 1）。

固定資産投資は 1～10 月期で前年比 15.9%と、1～9 月期（同 15.7%）よりもさらに鈍化した。鉄道などのインフラ投資は底堅く推移したものの、投資の約 2 割を占める不動産開発投資は 1～10 月期で前年比 12.4%と、1～9 月期（同 12.5%）よりも鈍化したことが響いた。不動産開発投資は、

昨年は20%近くの伸びを示していた。

住宅価格の下落が続いており、主要70都市で値下がりした都市は3月までは4都市に過ぎなかったが、8月には68都市にまで広がった。資産価格下落を嫌って、消費者が住宅購入を手控える動きが目立ち、1~10月の不動産販売額は前年比-7.9%と大幅なマイナスとなった。特に地方都市の価格下落と販売不振は深刻で、内モンゴル自治区の中心都市フフホト市など約40の地方政府は、それまで価格高騰を抑制するために行ってきた住宅購入数の規制を相次いで撤廃した。

不動産開発低迷のあおりを受け、鉄鋼やセメントなどの生産も不振で、10月の工業生産は前年比7.7%と前月より0.3ポイント縮小した。5年8ヵ月ぶりの低い伸びとなった8月（同6.9%）は上回ったものの、今年2番目に低い伸びとなった。

消費も不振で、自動車販売は1~6月までは前年比8.4%と堅調に推移してきたが、それ以降伸びが鈍化し、8月同4.0%、9月同2.5%、10月同2.8%と低水準の伸びにとどまった。特に商用車の落ち込みが深刻で、鉄鋼やセメントなどの業種が、業績不振に伴い商用車購入を見送っていることが影響している。また中国では住宅と自動車を同時に購入する傾向があるが、住宅市況の低迷が新車販売の伸び悩みにもつながっていると考えられる。

物価の伸びも鈍化している。9月の消費者物価指数は前年比1.6%と4年8ヵ月ぶりの低い伸びとなった。1~9月の平均では同2.1%で、中国政府の通年の抑制目標である3.5%を大きく下回った状態にある。景気下支えのため中国人民銀行は、中小企業向けなどの貸し出し優遇策を小出ししているが、緩和に舵を切り過ぎると不動産投機再燃や経済の構造調整のスピードが緩むリスクもあり、慎重な緩和を行うにとどまっている。

成長スピードの調整にとどまる構造調整

このように足元の景気減速感は強まっており、中国経済はまさに、従来の10%超の高速成長から、7%台の中速成長の「新常态（ニューノーマル）」へと移行する過程にある。昨年は景気が減速すると、夏場に鉄道建設などのインフラ投資を増やし景気をテコ入れしたが、今年は改革を優先し、安易にテコ入れに走る気配はみせていない。リーマンショック後の大型景気対策で投資を大幅に増やしたことで生まれた無駄や非効率を是正するとともに、不動産バブルを調整し、消費主導の安定的な経済成長への移行を目指している。

中国政府が景気減速を許容できるようになった背景には、雇用の安定もある。1~9月期の都市部の新規就業者数はすでに1千万人に達し、今年の政府目標を達成している。中国経済は経済規模の拡大やサービス産業の台頭により、成長速度が多少落ちても雇用は吸収できるような経済構造に変わってきている。来年3月の全人代では、成長目標は7%に引き下げられるとの観測が多い。

ただ、足元では不動産市況の調整は進んでいるものの、所得格差の解消や社会保障制度の整備な

ど国民の将来不安を払拭し、消費者が安心して消費を増やせるような環境整備はほとんど進んでいない。不動産市況の悪化で経済が冷え込み、これが消費者の不安感を高め、消費冷え込みの要因になるという状態に陥っているのが現状である。構造改革といっても、現状では、過剰生産の解消や不動産市況の調整にとどまり、中国経済の様々な矛盾の解消にまで踏み込むものではない。数値上、新常态に移行できたとしても、中国経済の中身がさほど変わらず、消費主導の経済が展望できないとすれば、中長期的に見た中国経済のリスクは依然として大きいといわざるを得ない。

2 日本経済—追加緩和が景気回復を確実なものに

7～9月期の実質 GDP 成長率は、前期の駆け込み需要の反動減からは脱したものの、前期比-0.4%（同年率-1.6%）と2四半期連続でマイナス成長となった。増税後の消費回復のペースが緩慢なものにとどまったことに加え、住宅投資はマイナスから脱却できず、前期は大幅プラスとなった在庫投資も7～9月期は大幅なマイナスになったことが足を引っ張った。以下では、最近の経済状況を確認しつつ、今後の行方を探っていこう。

輸出企業の収益改善が波及

外需については、実質輸出（＝輸出数量、日銀ベース）は、7～9月期は前期比1.6%と3四半期ぶりのプラスとなり（図表2）、持ち直しの傾向にある。地域別でみると、アメリカ向け、中国向けは前期のマイナスから持ち直してプラス転換した。ただし、新興国経済やユーロ圏経済がもたついていることや、今年に入り自動車メーカーが相次いで海外現地生産を拡大させたことが輸出の下押し圧力として働いており、回復の勢いは乏しいものとなっている。

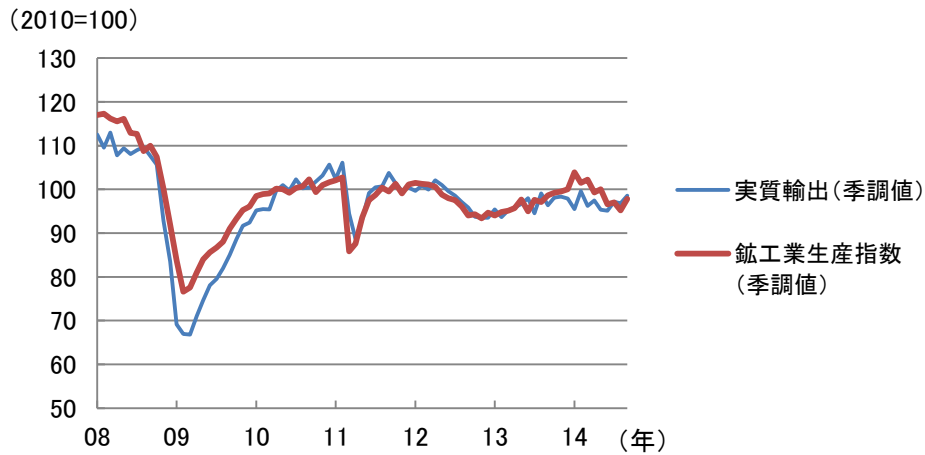
円安にも関わらず輸出数量が伸びていない背景には、現地生産拡大要因のほかに、輸出企業が今回の円安局面では、現地通貨建て価格を引き下げていることが指摘されている。この点については、現在でも国内生産を維持できているのは80円／ドル前後でも対応できる競争力を持つ企業で、そうした企業は円安になったからといって、シェア確保のため現地通貨建て価格を引き下げる必要はなく、むしろブランド価値維持のためには、価格引下げは好ましくないという判断が行われていることが考えられる。

輸出数量は増えてはいないが、現地通貨建て価格を維持しているため、円換算でみた輸出企業の収益は大幅に向上している。増税後の景気回復が遅れる中でも製造業は収益を伸ばしており、4～9月期決算の経常利益はリーマンショックの2007年4～9月期の92%の水準にまで回復している（4～9月期決算を11月14日までに発表した3月期決算企業のうち製造業（879社）について集計したもの、日本経済新聞社調べ）。自動車や電機などが輸出で稼ぎ、そうした企業からの発注の増加によって機械、化学などの収益も向上する効果がみられている。円安局面にも関わらず、輸出数量が伸びていない点がしばしば問題視されているが、収益力の向上という点では円安は輸出企業に多大な恩恵をもたらしているといえる。

今後も世界経済の回復テンポが緩やかな中では、実質輸出の増加ペースが大幅に高まることは考えにくいものの、足元のより一層の円安の進展は、輸出企業にさらなる恩恵をもたらし、その波及効果は周辺企業にもさらに浸透していくことが期待できる。

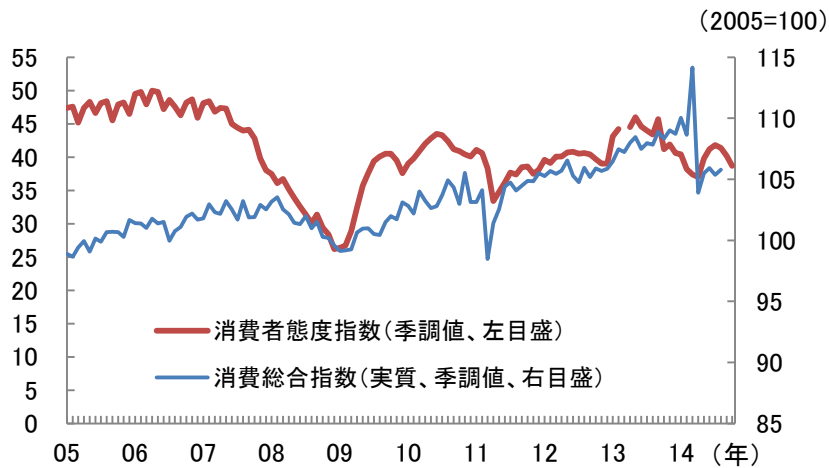
一方、7～9月期の生産は、前期比-2.0%と2四半期連続でマイナスとなったものの、月次ベース

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

では9月は前月比2.7%とプラス転換し、反転の兆しが表れている(図表2)。生産は、増税前の駆け込み需要に対応するために生産活動が活発化した1月をピークとして低下傾向が続いていた。9月は、落ち込みが続いていた輸送機械がプラス転換したほか、電子部品・デバイスも海外メーカーの新型スマートフォン向け需要の好調などを背景に生産増加に寄与した。出荷も前月比4.3%と1月以来の高い伸びとなり、これに伴い、在庫指数も5ヵ月ぶりに低下した。ただし、在庫および在庫率の水準はなお高く、生産増加が本格化するには時間がかかると思われる。先行きについては、製造工業予測指数は10月-0.1%、11月1.0%となっており強くはない。

所定内給与は着実に改善

雇用については、9月の失業率は3.6%と前月から0.1ポイント上昇したものの、就業者数は前月比4万人と2ヵ月連続で増加した。失業率が上昇したのは労働市場への参入が増えたためと考えられる。一方、9月の有効求人倍率は1.09倍と前月比0.01ポイント悪化し、有効求人数は前月比-0.1%と3ヵ月連続で減少したが、これには、消費や生産の低迷など消費税率引き上げ後の反動減からの回復が遅れていることが影響していると考えられる。

ただし、現状における企業の人手不足感は強く、9月の日銀短観では、雇用人員判断DI(「過剰」-「不足」)は、非製造業ではすでにリーマンショック前の水準を下回るマイナス幅(「不足」超)となっていたがさらに「不足」超が拡大し、製造業も明確な「不足」超となり、先行きも「不足」超が拡大する見込みとなっている。非正規から正規への雇用移動も活発化しており、25~34歳の雇用者についてみると、今年に入ってから非正規から正規になった雇用者数は、正規から非正規になった雇用者数を上回るようになってきている(労働省「労働力調査(詳細集計)」から内閣府算出)。業績好調な業種、企業では、人材確保のため、派遣労働を正社員に登用するなどの動きを活発化させているが、そうした動きが反映されている。

賃金上昇も進んでいる。9月の一人当たりの現金給与総額は前年比0.8%と7ヵ月連続で増加した。6~8月の特別給与の前年比の伸びは1991年以来の高い伸びとなったが、今年夏は夏季賞与の伸びが現金給与総額を押し上げた。さらに今年の春闘のベースアップが反映される形で、所定内給与は5月以降、5ヵ月連続でプラスとなっており、足元の現金給与総額の伸びを持続させている。

消費については、7~9月期は前期比0.7%と増税後の反動減に見舞われた前期(同-5.3%)から回復に転じたが、回復力は乏しいものとなっている(図表3)。家電や自動車など耐久財の持ち直しの動きが緩やかなものにとどまっていることに加え、今年の夏は昨年より低温で降水量が多く天候不順だったことが夏場の消費を停滞させる要因となった。また、足元で賃金は伸びているとはいえ、消費税率引き上げに伴う物価上昇には追いついておらず、実質賃金が低下していることも節約志向を高めたり消費者マインドを悪化させたりすることで、消費を停滞させる要因となっている。消費

者マインドについては、消費者態度指数は5月以降、緩やかに持ち直していたが、8月以降は3ヵ月連続で低下している（図表3）。景気が増税後の反動減からなかなか立ち直れないことや、足元で円安進展による原材料費上昇に伴い、一部日用品が値上げされていることなどがマインドに悪影響を与えていると考えられる。

ミニ後退からは脱却へ

このように日本経済は、反動減からの回復に遅れがみられるものの、足元では輸出が持ち直し、生産も反転増加するなどの明るい兆しも表れている。出荷・在庫バランスをみても、9月はマイナス幅が縮小し、停滞から脱却しつつあることを示している（図表4）。

なお日本経済は、景気動向指数（一致CI）でみると、1月をピークに8月まで低下しており、この間については事後的に景気後退と認定される可能性がある。内閣府は10月の「月例経済報告」において、CIのトレンドが標準的な変動幅以上に低下したことから、景気の基調判断を「下方への局面変化」に下方修正し、数ヵ月前に景気後退に入っていた可能性が高いことを示した。正式にはヒストリカルDI（一致CIの構成指標から算出）に基づいて、景気後退の波及度（一致CIで山をつけている指標が過去の後退局面と同等）、深さ（一致CIの減少度合いが過去の後退局面と同等）、期間（5ヵ月以上）などの判断により認定されることになる（およそ1年半後）。

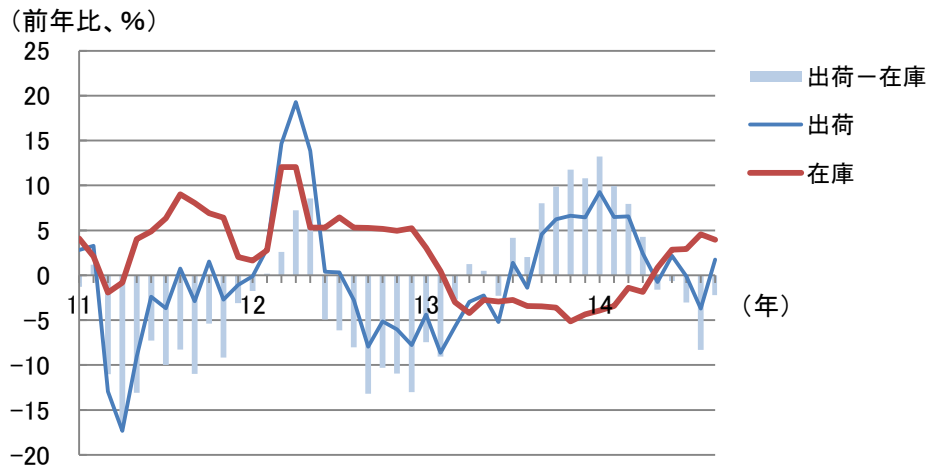
QQE2と日銀のクレディビリティ

現状の日本経済は、ミニ後退から脱しつつある局面にある。黒田総裁がこうした局面でQQE2（量的・質的緩和第2弾）に踏み切ったことは内外に大きなインパクトを与えた。

今年夏までの景気のミニ後退および最近の原油価格下落に伴って、期限内の日銀の物価目標達成は危うい状況になっていた。需給ギャップと消費者物価指数の関係をみると、これまで需給ギャップの縮小に伴い物価が上昇してきたが、直近では物価上昇は頭打ちになっていた（図表5）。原油価格の下落の影響により、このままでは2%の物価上昇目標を達成するどころか、早晩、1%を下回るとの観測が支配的になっていた。

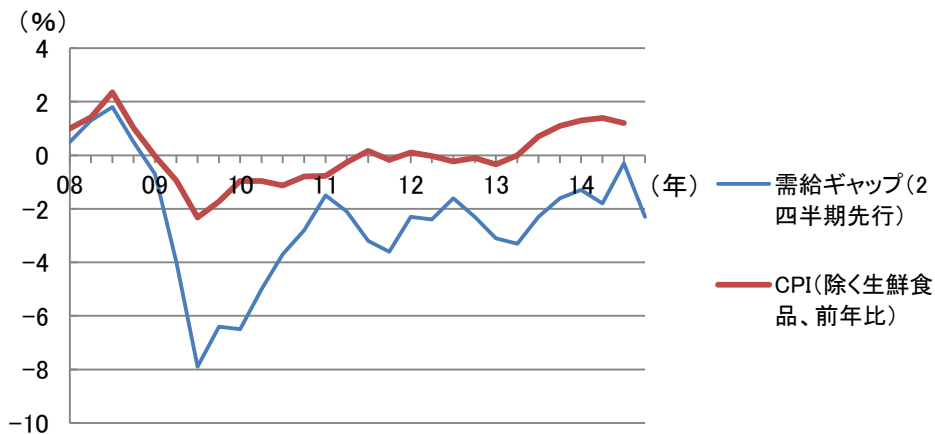
これに対し、日銀がどのような形でこれに対応するかが注目されていた。物価目標達成時期を先送りし、コミットメントを実質的に弱めるという選択肢はその一つの方法であった。このほか、黒田総裁が消費税率引き上げを行わない場合に発生し得るリスクには対処し得ないと、政府に強く増税を迫ったことから、日銀の態度が黒田総裁以前の日銀がそうであったように、デフレ脱却という自らの責任を全うせずに、構造改革こそが重要として政府にゲタを預けるという姿勢に舞い戻るのではないかという見方も出ていた。これは黒田総裁以前の時代で、何度かデフレ脱却の機会があったが、物価がわずかに上昇したと見るや、直ちに引き締め舵を切ったかつての日銀の行動パター

図表4 出荷・在庫バランス



(出所) 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「2014年4-6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.1104

(注) 1.2014年第2四半期以降のCPIは、消費税率引き上げの影響を除くベース
2.需給ギャップは内閣府による試算値
需給ギャップ=(実際のGDP-潜在GDP) / 潜在GDP

ンが、まだ市場の記憶に新しいこととも関連している。

ところが黒田総裁はこうした憶測は一顧だにせず、果敢にもう一段の緩和に踏み切った。期限を延ばしたり目標水準を下げたりするのではなく、達成のためには何でもするという明確なメッセージを送った。二度とデフレに舞い戻らせるようなことはしないとの決意表明とも受け取れる。しかも、アメリカの QE3 終了直後で円安が進みやすいタイミングで、かつ株式保有を増やし国債保有を減らすという GPIF 運用方針の変更のタイミングで日銀が国債購入の増額を表明することで長期金利の上昇を抑え、もう一段の円安、株高につなげる効果を最大限発揮させた。

今回の不意打ちの緩和については、市場からみれば、それまで黒田総裁が目標達成に自信を示し、追加緩和のそぶりを見せていなかっただけに、裏切られたという思いを持ち、今後の市場とのコミュニケーションに問題が残るとの指摘もある。しかし、各種経済指標から見て客観的に目標達成が難しくなった時点では、目標を貫く限り、追加緩和に踏み切ることは自然なことである。今後については、日銀の行動が目標との関係で予想しやすくなるとすれば、むしろ市場とのコミュニケーションは円滑に進むようになるとの見方もできよう。

今回の QQE2 の判断は、かつての日銀の行動パターンから脱却し、目標達成という観点から日銀の役割を全うするという行動パターンに完全に変わる契機になったと、いずれ評価されるようになる時も来るのではないか。そうした評価の確立は、日銀は自らが果たすべき役割を最大限果たすという日銀に対するクレディビリティの高まりにもつながるものであると筆者は考える。

逆からみれば、黒田総裁以前の日本銀行は、そうしたクレディビリティを確立できていなかったといえる。FT 紙（10 月 14 日）は、バーナンキ元 FRB 議長が、「量的緩和は現実に機能したが理論的には説明できない」と述べていたことを紹介しつつ、それでも機能したのはクレディビリティがあったからだとし、量的緩和で大事なものはどれだけ量を増やすかというのではなく、当局のクレディビリティそのものだと結論付けている。

増税先送りと政府のクレディビリティ

追加緩和で黒田総裁へのクレディビリティが高まったと考えられるが、これに対し現在の政府にクレディビリティがあるかどうかといえば疑わしい。今後の政治スケジュールは、消費税率の再引き上げを 1 年半後の 2017 年 4 月に延期し、その信を問うために解散総選挙に踏み切ることになりそうだが、本来、再引き上げするか否かの判断を 7～9 月期の実質 GDP 成長率のみで判断するのはおかしい。景気の大きな流れの中で判断すべきで、景気の現局面としては、先に述べたようにミニ後退からの脱却局面にある。企業収益の増加、賃金上昇という波及過程は途切れておらず、現状で賃金上昇は消費税率引き上げに伴う物価上昇に追いついていないが、次第に追いついてくると考えられる。

おそらく、当初の再引き上げの予定である 2015 年 10 月には追いついていると思われるが、確かによく追いついたと思ったその矢先に、もう一度税率を引き上げるのは早いと感じられる面があることは否定できない。それでも、低所得者への配慮などを十分行えば、予定通りの再引き上げは不可能ではないという結論も導き出せたかもしれない。

QQE2 に踏み切った判断の背景には、黒田総裁は否定するが、消費税率の再引き上げに備えて景気を支える判断もあったと思われる。ところがそうした意に反して安倍首相は増税先送りの判断に傾いている。日銀にとってみれば、現状の金融緩和はもはや実態としては日銀による財政ファイナンスに近い状態になっており、ここで政府が一步でも財政再建を進めなければ、日銀のクレディビリティに関わってくることになり、その影響は決して小さくない。

今回の安倍首相の判断を正当化できるとすれば、総選挙で勝利し、来年秋の自民党総裁選での再選にも道筋をつけ、その後に難しい課題である成長戦略や構造改革を進める政治的パワーを得られるといった場合であろう。最近では、安倍首相の政治的パワーは、内閣改造が成功とはいえなかったことで、衰えつつあった。消費税率再引き上げの延期は、景気の腰を折らずアベノミクスを進めていくための安全策であり、また、早期の再引き上げへの反対が根強い世論の支持をつなぎとめる手段でもある。また、再引き上げ延期と解散総選挙とを結びつけたのは、単純に引き上げ法案の景気条項を発動して延期できるかといえば自民党内の増税派の反対が相当強く困難だと予想されること、また、早期に解散することが様々な難しい政策課題をこなした後で解散するよりは有利と考えられたこと、さらには、今ならば野党の選挙準備も整っていないという事情もある。

諸々の判断から再引き上げは延期される方向にあるが、いずれにしても、繰り返しになるが、その判断が正当化できるとすれば、安倍首相が結果として改革を進めるための政治的パワーを得られるかどうかにかかっている。そうでなければ今回の判断は、政府のみならず、追加緩和に踏み切った日銀のクレディビリティにも影響を与えるといったリスクもあることには十分注意しておく必要がある。

再増税を延期した場合、2015 年度は 1.5 兆円の消費税込が入らなくなるが、企業収益改善に伴う法人税収の増加により、2015 年度のプライマリーバランスを 2010 年度から半減させるという目標は達成できそうではある。ただし、総選挙やその後の統一地方選をにらみ、耳ざわりの良いお金のかかる経済対策が列挙されるような展開になれば、財政悪化に歯止めがかからなくなるというリスクが市場で強く意識されるようになり、債券市場が不安定化する恐れはある。日銀が QQE2 でより一層のリスクをとった後だけに、安倍首相としては再増税を延期するにしても、その後の増税を含む財政再建のスケジュールを明確に示すことが求められる。

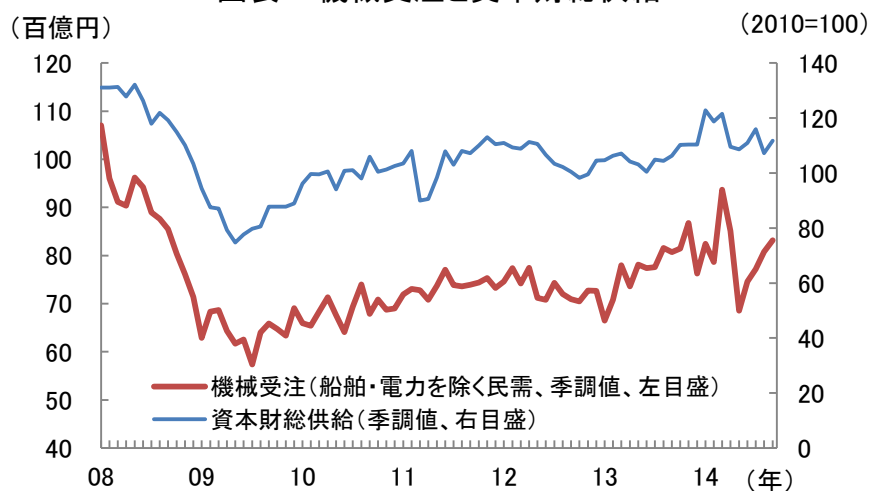
設備投資も回復へ

前述のように景気はミニ後退期から脱却しつつあり、企業収益から賃金への波及も進んでいる。これに加え先行きの景気を支えていくと考えられるのは設備投資である。足元の設備投資は、一致指標である資本財総供給（国産品＋輸入品）、先行指標である機械受注のいずれも、7～9月期には2四半期ぶりにプラス転換した（図表6）。今年度の大企業の設備投資計画（日銀短観、9月調査）は製造業、非製造業とも2000年度以降では最も高い伸びとなっており、こうした計画実現に向け、年度後半以降は設備投資が出てくることが予想される。

製造業の設備投資に関しては、従来のパターンは、輸出の回復、それに伴う生産増加を受けて投資に踏み切るといったものだった。しかし、今回の場合、金融危機後、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、輸出が増えず生産能力拡大の投資は行わなくとも、維持更新投資を増やす企業が増えている。もとより維持更新投資は1回行えば、しばらくの間は行わなくても済むと考えられるため、持続性という点では疑問符がつく。しかし、今後はこうした維持更新以外の投資も期待できるようになると考えられる。人手不足の深刻化に伴う労働節約的な投資需要（省力化投資）の顕在化がそれである。

人手不足を懸念し、成長の持続性に疑問符がつけられることも多くなっているが、労働力不足への対応として、外国人労働力を大幅に増やすことは現在の日本にとっては現実的ではなく、またそうした背景があるからこそ、今後、労働節約的な投資が活発化することで、日本経済の成長が下支えされる素地が出始めているのが、現在の人手不足から読み取るべきことであろうと思われる。

図表6 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」

2014年度はマイナス成長、2015年度は2%近く

以上をまとめると、ミニ後退を脱した日本経済は、企業収益から賃金への波及が着実に進み、消費が回復し、設備投資も出てくると考えられることから、2015年度にかけて景気は拡大していくと見込まれる。2014年度の実質GDP成長率は-0.5%とマイナス成長になると予想されるが、2015年度は1.9%になると予想される。消費税率の再引き上げは、2017年4月に延期されるという前提を置いている。

消費税率再引き上げの影響については、前回見通し（2014年9月）までは、2015年度上期に消費や住宅投資の駆け込み需要が発生し下期にはその反動が出て、2015年度全体としては、再引き上げに伴い0.2ポイント程度の押し上げ効果があると想定していた。再引き上げが延期されれば、この効果はなくなり、その限りでは成長率にはマイナスの影響が及ぶことになる。しかし、延期に伴う消費者マインド好転と市場の好反応（株価上昇）はプラスに働くと考えられるため、これは今後の成長率を高める効果があると考えられる。

なお、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、2014年度は3.1%（消費税率引き上げの影響を除いたベースでは1.1%）、2015年度1.4%を見込んでいる。

予測表

年度	2013	2014	2015	2013 10-12	2014 →予測				2015				2016 1-3
	実績	予測	予測		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質 GDP (年率)	2.2	-0.5	1.9	-0.4	1.6	-1.9	-0.4	0.9	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
	—	—	—	-1.6	6.7	-7.3	-1.6	3.7	1.7	1.8	1.9	1.9	2.4
個人消費	2.5	-2.8	1.6	-0.0	2.2	-5.0	0.4	0.5	0.1	0.5	0.4	0.4	0.6
住宅投資	9.5	-10.7	0.1	2.2	2.3	-10.0	-6.7	0.9	0.2	0.5	0.3	0.7	0.8
設備投資	2.6	2.2	4.0	0.8	7.5	-4.8	-0.2	1.8	1.7	1.3	0.4	0.4	0.3
在庫投資(寄与度)	-0.5	0.4	0.1	-0.1	-0.5	1.2	-0.6	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
政府消費	1.8	0.4	0.9	0.2	-0.2	-0.0	0.3	0.3	0.3	0.0	0.3	0.3	0.1
公共投資	15.0	1.5	-1.9	1.7	-2.0	0.3	2.2	-0.8	-2.9	-3.5	2.1	2.9	3.0
輸出	4.8	6.1	3.7	0.2	6.4	-0.5	1.3	1.0	1.4	1.2	0.4	0.3	0.5
輸入	7.0	2.0	2.6	3.7	6.2	-5.4	0.8	0.2	0.6	0.9	0.6	0.7	0.6
名目 GDP	1.9	1.3	2.5										
GDP デフレーター	-0.4	1.9	0.6										

[実質 GDP 寄与度]

内需	2.7	-1.2	1.6
外需	-0.5	0.7	0.2

鉱工業生産	3.2	-0.7	2.8
CPI(除く生鮮食品)	0.8	3.1	1.4
失業率	3.9	3.6	3.4
経常収支	0.8	3.3	5.0
円ドルレート	100.2	107.9	112.8

[前回予測(2014.9.8)]

実質 GDP	—	0.4	1.5
名目 GDP	—	1.9	2.6

(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 事業支援統括部)広報

電話:03-5401-8399(直通)