

《 2013～14年度日本経済見通し 》

2013年7月2日

No.2013-003

再生に向けて歩み始めるわが国経済

— 「期待」から「実体」へ移るなか、問われるアベノミクスの真価 —

調査部 マクロ経済研究センター

《 要 点 》

- ◆ わが国景気は、昨年末を底に回復傾向。①従来の政策効果、②アベノミクス効果、③海外景気の持ち直し、が景気押し上げに作用。一方、企業部門の弱さが続いているほか、金融指標では株価下落、長期金利上昇など不安定な動きも。
- ◆ 当面は、①株高に伴う資産効果による個人消費の押し上げ、②公共投資や消費税率引き上げに伴う駆け込み需要などの政策効果、③米国景気回復と円安による輸出の増加、が景気を大きく押し上げる見込み。もっとも、輸出に関して、対中輸出は期待薄。中国の輸出が伸び悩んでいるため、わが国からの生産財・資本財調達低迷しているほか、消費主導型成長への転換が進むとみられことが背景。
- ◆ 内需は自律回復力が脆弱。設備投資については、企業の慎重姿勢が根強いなか、投資採算の改善や実質金利の低下がプラスに働くとみられるものの、その効果は控えめにみる必要。設備投資の本格回復には期待成長率の引き上げが重要。個人消費については、力強い回復には、所得環境の改善が不可欠なものの、雇用者所得は緩やかなペースでの増加にとどまる見通し。厳しい所得環境が続くなか、家計は消費税率引き上げ後のマイナス影響を吸収できず、2014年度の個人消費は大幅減少に。
- ◆ 消費者物価は、日銀が掲げる2年後の+2%目標の達成は困難。金融緩和を通じた成長率引き上げによるGDPギャップの縮小も限定的となるほか、根強いデフレーションにより価格転嫁が困難ななか、インフレ期待の惹起による物価押し上げ効果も期待しにくいことが背景。
- ◆ 以上の結果、2013年度の実質成長率は、内外需ともに景気を押し上げるため、+2%台半ばの高めの成長に、2014年度は、年度後半に向けて回復軌道に復帰するものの、年度前半の政策効果の反動減（政策の崖）をカバーすることができず、ほぼゼロ成長となる見込み。
- ◆ アベノミクスの第1、第2の矢が、当面わが国景気を押し上げるものの、自律回復力は脆弱さが残存。政府が検討している法人減税は、企業マインドを高めると期待。一方、家計では、物価上昇圧力や消費増税による購買力の低下が懸念され、一時策として賃金増への支援も一案。中長期的に景気回復を確実なものとするには、税制改革と規制改革の組み合わせで期待成長を高めるだけでなく、政労使三者の合意形成などで、生産性向上に見合う賃金引上げへの道筋をつけることが望まれる。

— < 目 次 > —

1. 現状	1
(1) 景気は昨年末を底に回復傾向	
(2) 企業部門は弱く、金融指標は不安定	
2. 景気押し上げ要因	3
(1) 株高に伴う資産効果	
(2) 政策効果	
(3) 米国景気回復と円安	
3. 景気下振れ要因	6
対中輸出は期待薄	
4. 内需の自律回復力	7
(1) 設備投資の回復力は脆弱	
(2) 個人消費を支える所得環境に不透明感	
5. 物価	9
2年後の物価目標達成は困難	
6. 総括	10
(1) 「政策の崖」で成長率が落ち込む2014年度が正念場	
(2) 質的・量的金融緩和は副作用も	
(3) 短期的、中長期的な政策を動員して景気の自律回復を	

本件に関するご照会は、調査部・副主任研究員・下田 裕介宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0914

Mail: shimoda.yusuke@jri.co.jp

現状 景気は昨年末を底に回復傾向

(1) わが国景気は、昨年末を底に回復傾向。景気動向指数や鉱工業生産指数が上昇基調にあるほか、実質GDPも2008年のリーマン・ショック前の水準までほぼ回復（図表1-1）。

(2) こうした回復の背景として、①従来の政策効果、②アベノミクス効果、③海外景気の持ち直し、を指摘可能。

①従来の政策効果

震災からの復旧・復興に向けた動きが引き続き景気押し上げに作用しているほか、2014年4月に予定している消費税率の引き上げを前に住宅着工戸数が2013年入り後増加（図表1-2）。

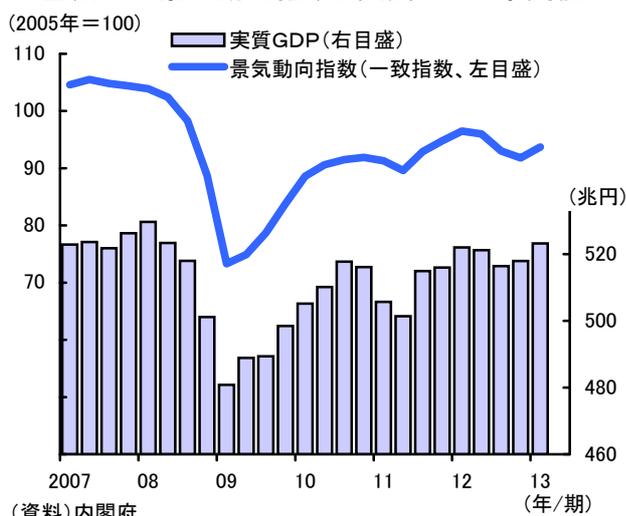
②アベノミクス効果

昨年秋からの株高・円安を受けて、企業の景況感や消費者マインドが大幅に改善（図表1-3）。家計部門では資産効果により個人消費が2013年入り後大きく増加（図表1-2）。

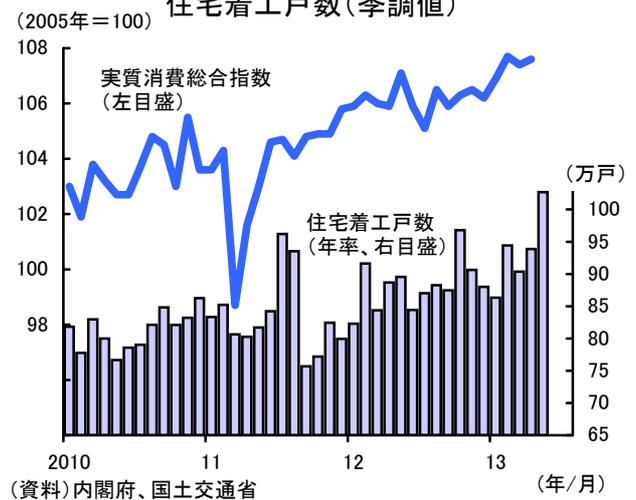
③海外景気の持ち直し

2012年夏以降減速した海外景気は、米国の堅調な成長などを受けて持ち直し（図表1-4）。実質輸出は米国向けの資本財や輸送機械を中心に緩やかに回復。

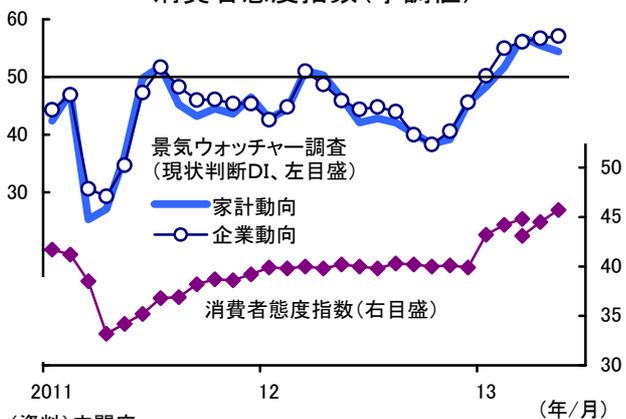
(図表1-1) 景気動向指数と実質GDP(季調値)



(図表1-2) 消費総合指数と住宅着工戸数(季調値)

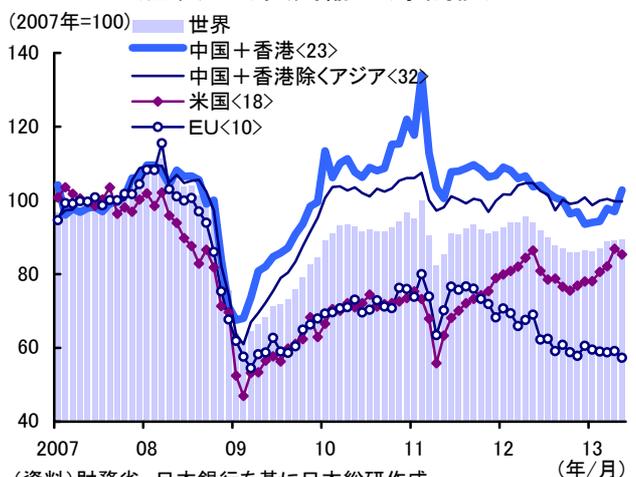


(図表1-3) 景気ウォッチャー調査と消費者態度指数(季調値)



(注)消費者態度指数は、2013年3月分より調査方法を「訪問調査」から「郵送調査」に変更。

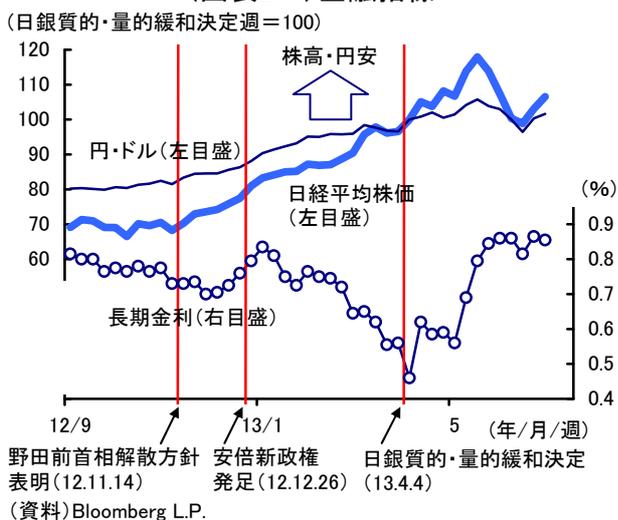
(図表1-4) 実質輸出(季調値)



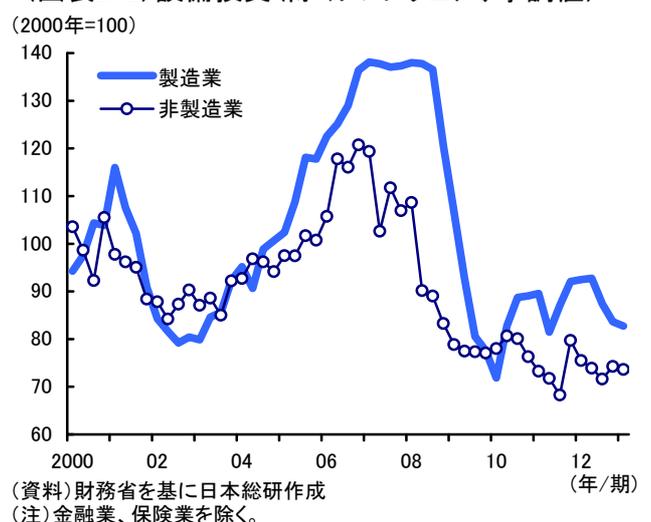
現状 企業部門はなお弱く、金融指標は不安定な動きに

- (1) もっとも、一部では弱い動きも顕在化。アベノミクスによる景気回復期待から、金融関連指標は先行して改善。しかし、5月以降、株価が急落しているほか、円相場も円高方向へ揺り戻すなど不安定な動き（図表2-1）。長期金利も日銀の思惑とは異なり、緩和決定以降は上昇し高止まり。
- (2) 加えて、企業部門では、設備投資が弱含んで推移するなか、先行性を有する機械受注は、製造業を中心に回復に遅れ（図表2-2、2-3）。企業の景況感は改善したものの、設備投資に対する慎重姿勢は依然根強い状況。
- (3) さらに、アベノミクスにより期待される「デフレ脱却」に向けた動きについて、総合的な物価動向を示すGDPデフレーターをみると、円安により輸入物価は上昇したものの、国内財・サービスへの価格転嫁が進んでいないことから、前年比下落幅はむしろ拡大（図表2-4）。
- (4) このように、安倍政権が掲げる経済・金融政策「アベノミクス」は期待の面で効果を発揮。もっとも、足許では先行して改善していた期待が落ち着き、今後はこうしたプラスの面が実体経済へ波及するかが焦点に。以下では、2013年度、2014年度の景気を展望したうえで、アベノミクスのもとでの日本経済再生とデフレ脱却の可能性と課題について考察。

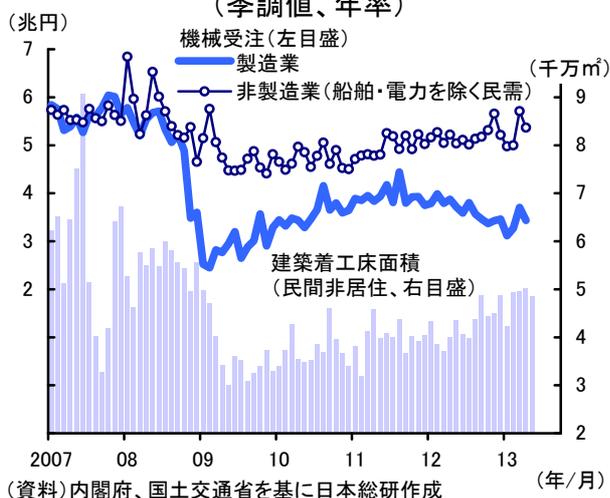
(図表2-1) 金融指標



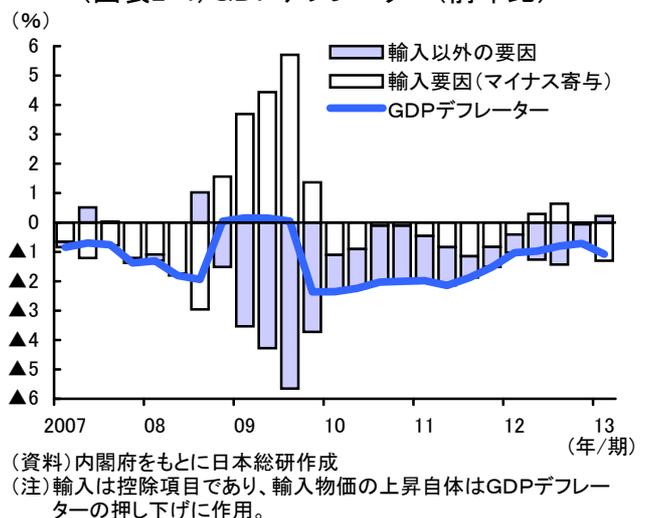
(図表2-2) 設備投資(除くソフトウェア、季調値)



(図表2-3) 機械受注と建築着工床面積(季調値、年率)



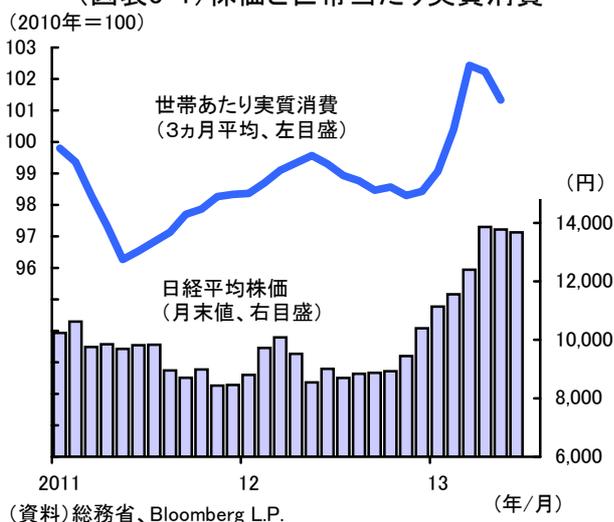
(図表2-4) GDPデフレーター(前年比)



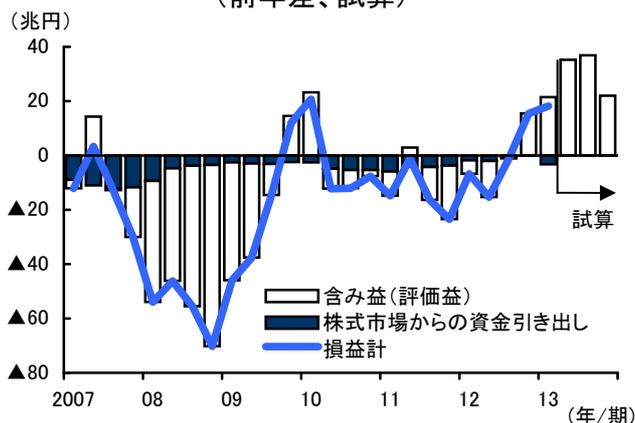
押し上げ 株高に伴う資産効果が消費を押し上げ

- (1) 株価上昇は、資産効果を通じて個人消費を押し上げ、2013年度以降の景気押し上げ要因に。
- (2) 6月の日経平均株価は、約13,100円と2012年平均対比およそ4割高（図表3-1）。株価上昇による株式含み益の拡大は、2013年1～3月期に前年差+21兆円、4～6月期には株価がさらに上昇したことで、同約+30兆円超にのぼる見込み（図表3-2）。
- (3) ちなみに、株価や所得などを説明変数として推計した消費関数によれば、日経平均株価が今後も6月の平均水準を維持した場合、2013年度の実質個人消費は約+1.5%押し上げられると試算（図表3-3）。株高による資産効果を世帯レベルでみると、株式保有高が多い高所得者層で大きく顕在化する一方、低所得者層では効果が限定的で、個人消費の改善度合いに差（図表3-4）。
- (4) こうした「資産効果」のほか、株価が景気の先行指標の役割を果たし、景気回復期待の高まりにより、消費マインドの改善、消費増をもたらす「マインド効果」も個人消費の押し上げ要因に。

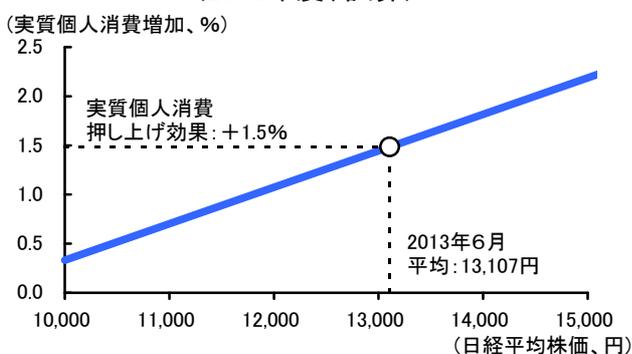
(図表3-1) 株価と世帯当たり実質消費



(図表3-2) 家計部門の株式評価損益
(前年差、試算)

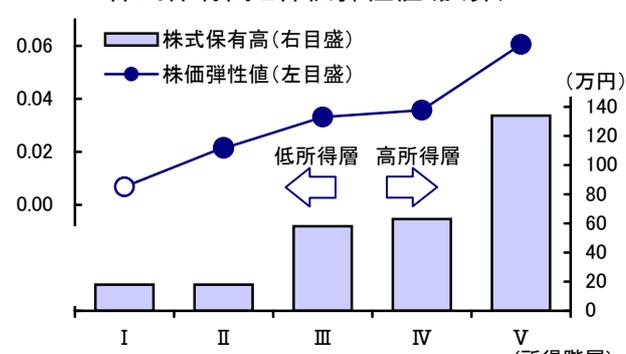


(図表3-3) 株高による個人消費押し上げ効果
(2013年度、試算)



(資料) 内閣府、日本経済新聞社、総務省を基に日本総研作成
(注) 消費関数は以下の通り。 $\ln(\text{消費支出額}) = 86.36 + 0.03 * \ln(\text{日経平均株価}) + 0.41 * \ln(\text{雇用者報酬}) + 0.003 * (60歳以上人口比率)$
係数は5%水準で有意で、自由度修正済みR²=0.67。

(図表3-4) 所得階層別にみた
株式保有高と株価弾性値(試算)

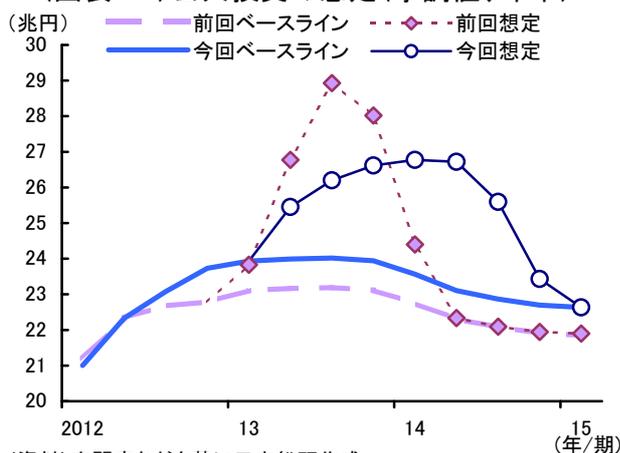


(資料) 総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) 勤労者世帯。株式投資信託を含む。株価弾性値(α)は以下から算出。 $\ln(\text{消費支出額}) = \text{定数項} + \alpha * \ln(\text{日経平均株価}) + \beta * \ln(\text{実収入})$
黒塗りの点のみ、5%水準で有意。

押し上げ 政策効果による景気押し上げ要因が集中

- (1) 加えて、2013年度は、公共投資や消費税率引き上げに伴う駆け込み需要など、政策効果が集中的に景気を押し上げ。
- (2) 公共投資は、震災からの復旧・復興に向けた動きが引き続き景気を押し上げることに加えて、今後は2月に成立した緊急経済対策が順次着工・進捗する見込み。ただし、その顕在化は、ヒト・モノの根強いボトルネックが進捗を遅らせることを考慮し、「短期集中」ではなく、「より緩やか、かつ長期にわたる」と想定(図表4-1)。その結果、4.6兆円の真水によるGDP押し上げ効果(+0.8%)は、2014年前半まで続く見込み(図表4-2)。
- (3) 消費税率の引き上げに伴う駆け込み需要について、個人消費は、前回の引き上げ時(1997年)では、引き上げの2四半期前から駆け込みが顕在化し、+0.8%(2.3兆円)押し上げ(図表4-3)。今回の引き上げについても、前回同様に駆け込みが発生する見込み。財別には、自動車など高額商品を中心とする耐久消費財で駆け込みが顕著となるほか、半耐久財や非耐久財の一部でも買いだめ目的で、引き上げ直前に駆け込みが発生。
- (4) 加えて、住宅着工は、税率引き上げの1年前から、一定条件を満たした際に引き上げ前の税率が適用される半年前(9月末)までは持家を中心に増加する見込み(図表4-4)。その結果、進捗ベースでの住宅投資は、2013年いっぱいまで景気押し上げに作用する見通し。

(図表4-1) 公共投資の想定(季調値、年率)



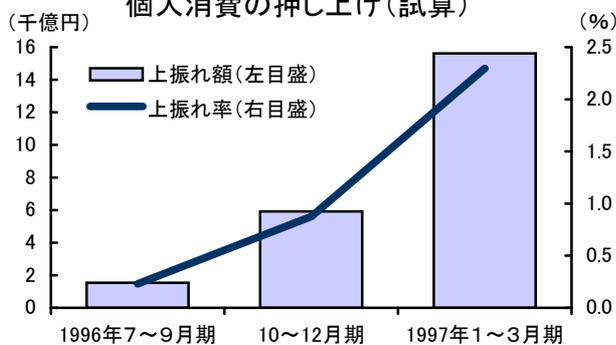
(資料)内閣府などを基に日本総研作成
(注)今回見通しのベースラインの上方シフトは、2013年1~3月期の実績値発表とともに、過去の実績分の上方改定によるもの。

(図表4-2) 緊急経済対策の概要と効果(試算)

<対策規模>		(兆円)
財政支出計		10.3
うち真水		4.6
<景気押し上げ効果>		(%)
実質GDP		+0.8
国内民需(寄与度)		(+0.1)
官公需(寄与度)		(+0.7)

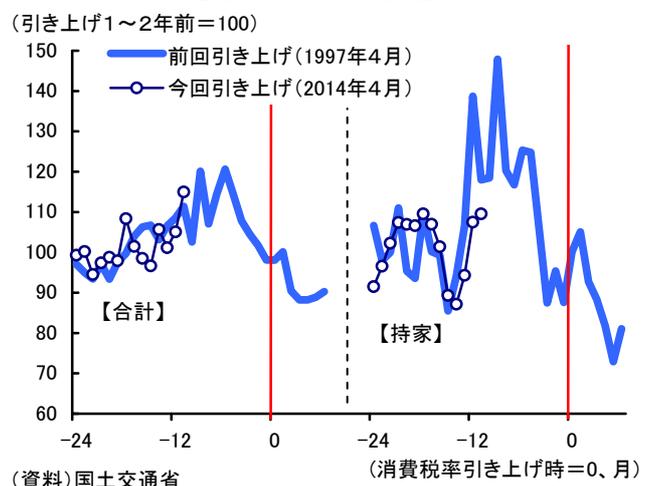
(資料)財務省、内閣府などを基に日本総研作成
(注1)復興関連は復興債償還が大部分を占めることからGDP押し上げに寄与しないと想定。
(注2)景気押し上げ効果はマクロモデル・シミュレーションによるもので、ベースラインからのかい離率。

(図表4-3) 前回の消費税率引き上げにおける個人消費の押し上げ(試算)



(資料)内閣府を基に日本総研作成
(注) $\ln(\text{実質個人消費}) = \alpha + \beta * \ln(\text{実質可処分所得}) + \gamma * \ln(\text{実質家計金融資産残高}) + \delta * \ln(\text{実質個人消費}(-1期))$ を推計式とし、実績値と推計値のかい離率を表示。自由度修正済R²=0.998。

(図表4-4) 消費税率引き上げ前後の住宅着工戸数(季調値)

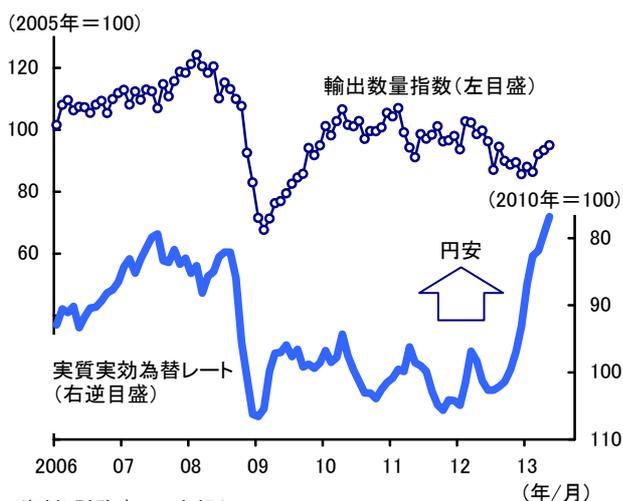


(資料)国土交通省 (消費税率引き上げ時=0、月)

押し上げ 米国景気回復と円安が輸出にプラス

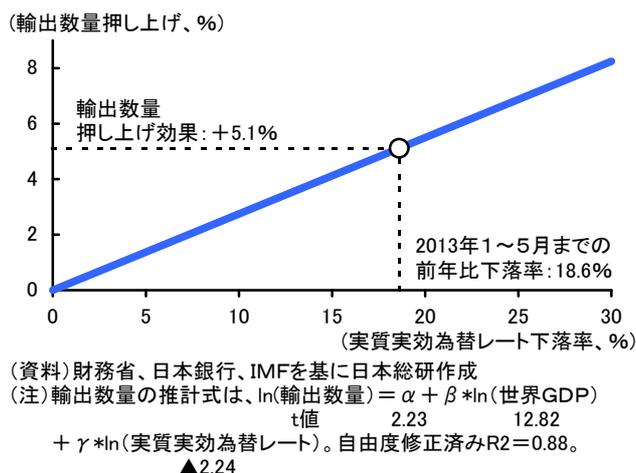
- (1) さらに、米国景気の堅調な成長と円安による輸出環境の改善を背景に、輸出は今後も増勢が続く、景気押し上げに作用する見通し。
- (2) 円安効果は徐々に顕在化。主要国通貨との相対的な強さを表す実質実効為替レートは、大胆な金融緩和を主要政策のひとつとする安倍政権の誕生を契機に大幅に円安方向へ。円安はラグを伴うかたちで価格競争力の向上を通じて輸出数量を押し上げ（図表5-1）。ちなみに、これまでの為替レートと輸出数量の関係を前提とすると、今後、円相場が1～5月平均の前年比下落率▲18.6%が続いた場合、輸出数量を約+5%押し上げると試算（図表5-2）。
- (3) もっとも、わが国企業は、旺盛な海外需要を取り込むべく、製造拠点の海外シフトを進めるとともに、海外現地からの仕入割合を高めるなど、「為替動向に左右されにくい」体質を強化（図表5-3）。その結果、近年の輸出数量に対する価格弾性値は低下傾向（図表5-4）。こうした状況を踏まえると、円安による輸出数量押し上げ効果については、以前と比べてやや控えめにみておく必要。

(図表5-1) 輸出数量と実質実効為替レート

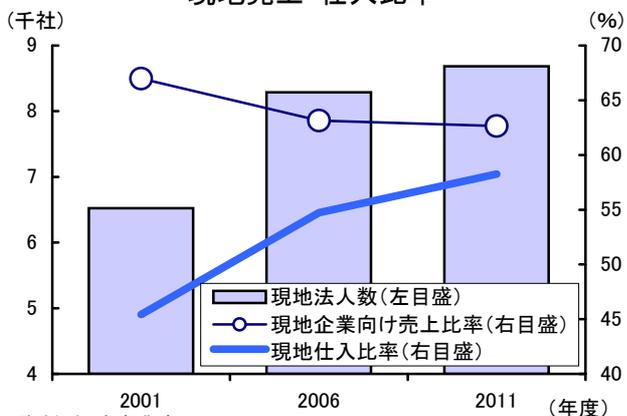


(資料)財務省、日本銀行

(図表5-2) 円安による輸出数量押し上げ効果(試算)



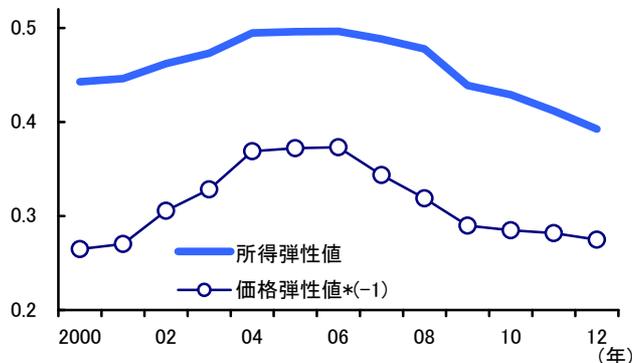
(図表5-3) 製造業海外現地法人数と現地売上・仕入比率



(資料)経済産業省

(注)現地企業向け売上、および現地仕入はいずれも現地日系企業を含む。

(図表5-4) 輸出数量の弾性値(試算)



(資料)財務省、日本銀行、IMFを基に日本総研作成

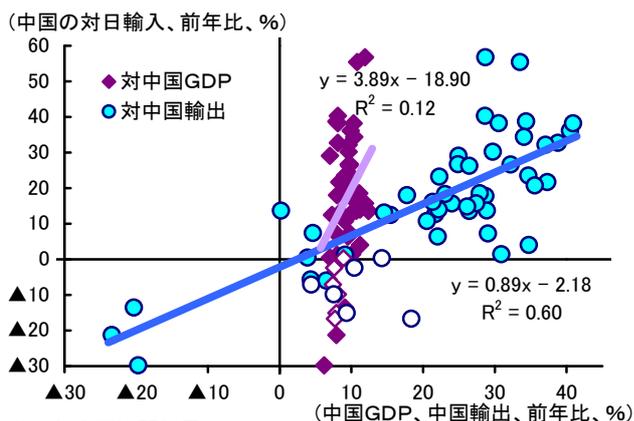
(注1)図表5-2の推計式を基に1984年から該当年度までを推計期間としてそれぞれの弾性値を算出。

(注2)実質実効為替レートを説明変数とする価格弾性値は負の値となる。弾性値の大小の動きを所得弾性値と合わせるため、便宜的に価格弾性値に-1をかけている。

下振れ 対中輸出はこれまでのような力強い増加は見込めず

- (1) 一方、わが国の輸出先の2割強を占める中国では、景気減速懸念が強まり、輸出の増加が期待しにくい状況。中国では、わが国企業は主に輸出拠点として沿海部に進出しているため、わが国の対中輸出は、中国景気（GDP）そのものよりも、中国の輸出動向との相関が大（図表6-1）。中国の輸出は足許で伸び悩んでいることから、わが国からの対中輸出も当面回復が緩やかなペースにとどまる公算。
- (2) ちなみに、わが国からの対中輸出を財別・産業別にみると、一般機械や電気機械では、生産財や資本財など輸出金額が大きく、かつ売上高も輸出向けシェアが大（図表6-2）。中国の輸出低迷を通じた対中輸出への影響は、これら業種で大きくなる可能性。
- (3) さらに、中国では人件費の高止まりから生産拠点としての魅力が薄まりつつあるなか、今後「輸出・投資主導型成長」から「消費主導型成長」への転換が進む見通し（図表6-3）。以上を踏まえると、足許の構造的要因や今後の構造変化から、わが国からの対中輸出は、短期的にみても中長期的にみても、これまでみられたような大幅な増加は期待薄。
- (4) 以上を踏まえた結果、わが国の輸出は緩やかに増勢が加速していく見通しで、前回見通し（2012年11月）対比上方修正。中国の景気下振れが足かせとなるものの、米国経済の底堅い成長に加えて、円安による数量効果がプラス要因として働くことが背景（図表6-4）。

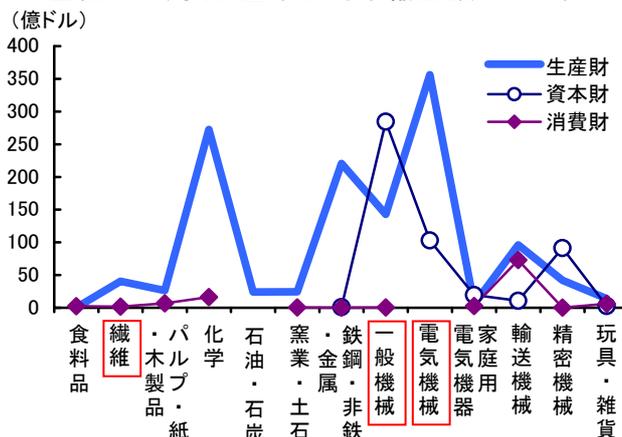
(図表6-1) 対中輸出と中国GDP、輸出の関係



(資料) 中国海関総署

(注) 白抜きのプロットは、尖閣諸島国有化を巡る日中摩擦が高まった2012年10~12月以降のもの。近似線はこの期間のデータを除く。

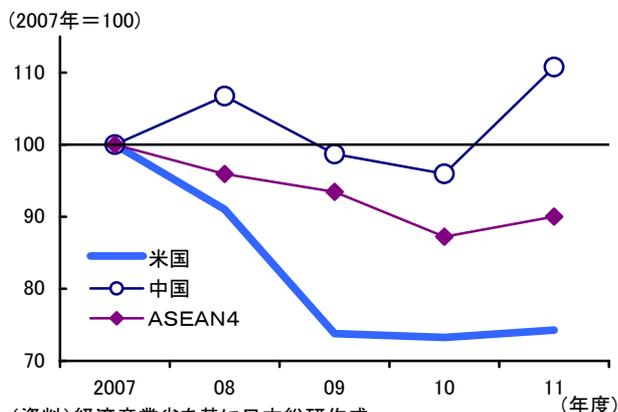
(図表6-2) 財別・産業別対中輸出額(2011年)



(資料) 経済産業省を基に日本総研作成

(注) 囲みは中国現地法人売上高(2011年度)で、現地中国企業向けより、第3国向けが大きい業種。不明の業種は除く。

(図表6-3) 日本の現地法人の1人あたり人件費(全産業)



(資料) 経済産業省を基に日本総研作成

(注1) 1人あたり人件費=給与総額/常時従業員数

(注2) ASEAN4は、フィリピン、マレーシア、タイ、インドネシア。

(図表6-4) 海外経済、為替と輸出の見通し

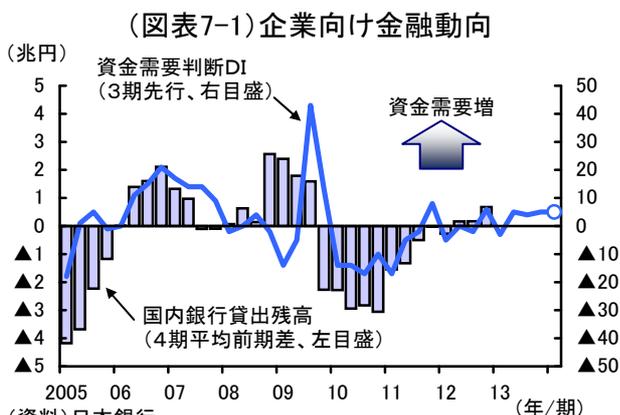
	前回(2012年11月)		今回(2013年7月)	
	2013年	2014年	2013年	2014年
海外実質GDP				
米国(%)	1.9	2.6	1.8	2.6
ユーロ圏(%)	▲0.1	0.9	▲1.1	0.5
中国(%)	8.2	8.4	7.6	7.8
為替相場				
円・ドル(円/ドル)	83	86	99	105
財・サービス輸出				
実質輸出(%)	1.1	5.0	4.3	6.5

(資料) 各国統計を基に日本総研作成

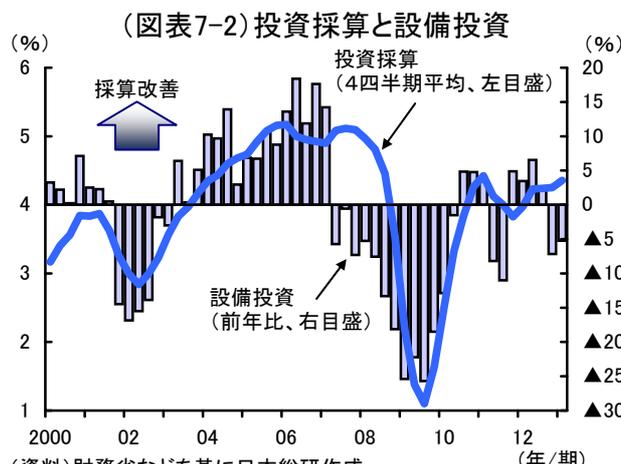
(注) 海外実質GDPは暦年、円・ドルおよび実質輸出は年度の予測値。

内需 設備投資の回復力は脆弱

- (1) 設備投資は増加に転じるものの、回復力が脆弱。背景に、根強い企業の慎重姿勢を指摘可能。金融機関のアンケート調査では、企業の資金需要は引き続き弱い動き（図表7-1）。
- (2) こうしたなか、収益環境に着目して設備投資動向をみると、海外景気を持ち直しや円安を背景とする事業環境改善により企業の投資採算が改善（図表7-2）。もっとも、投資採算が設備投資に与える影響を相関係数でみると、製造業では両者の相関が強いものの、非製造業は収益以外の要因が投資決定に左右する面が強く、相関は小（図表7-3）。
- (3) 一方、金利コストに着目すると、日銀の質的・量的金融緩和による実質金利の低下を通じて設備投資が増加するとの見方も。もっとも、実際に両者の動きをみると、基本的には緩やかな連動性（逆相関）は確認できるものの、足許では連動性が低下（図表7-4）。金融緩和による設備投資の押し上げ効果は控えめにみる必要。
- (4) 設備投資の本格回復には、製造業に加えて、国内で6割強の投資シェアを持つ非製造業の投資喚起が不可欠。そのためには、製造業、非製造業ともに設備投資との相関が大きい「期待成長率の引き上げ」によって、企業の設備投資を促す方が重要（図表7-3）。



(資料) 日本銀行
 (注1) 資金需要判断DI = (「増加」回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや増加」回答金融機関構成比) - (「減少」回答金融機関構成比 + 0.5 × 「やや減少」回答金融機関構成比)
 (注2) 資金需要判断DIの白抜きは、4月調査における向こう3か月の見通し。

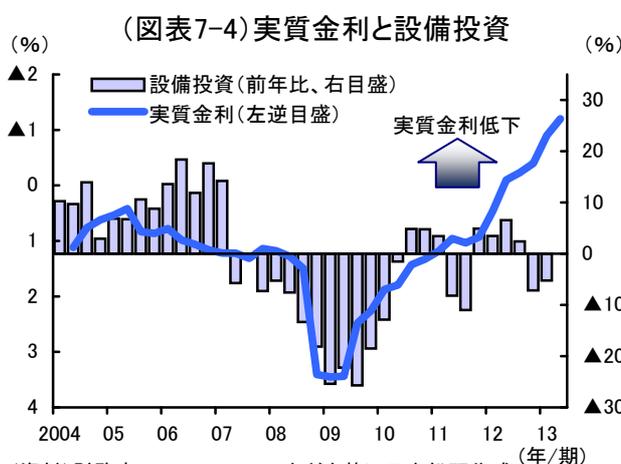


(資料) 財務省などを基に日本総研作成
 (注1) 投資採算 = 営業利益 / (有形固定資産 + 棚卸資産) - 10年債利回り
 (注2) 有形固定資産および棚卸資産は期首・期末平均。

(図表7-3) 設備投資に関する相関係数

	製造業			非製造業		
	設備投資シェア					
2011年度	33.9%			66.1%		
	相関係数					
	投資採算	実質金利	期待成長率	投資採算	実質金利	期待成長率
1990年度代	0.74	—	0.40	0.14	—	0.40
2000年度～	0.82	▲ 0.54	0.63	0.34	▲ 0.49	0.63

(資料) 財務省、内閣府などを基に日本総研作成
 (注1) 実質金利との相関は逆相関。
 (注2) 実質金利は2004年4月から。
 (注3) 期待成長率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査(2012年度)」における今後5年間の実質経済成長率。



(資料) 財務省、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成
 (注1) 実質金利 = 名目金利 - ブレークイーブンインフレ率
 (注2) 実質金利の算出にあたっては、各月におけるブレークイーブンインフレ率の最長物と同じ期間の名目金利を使用。

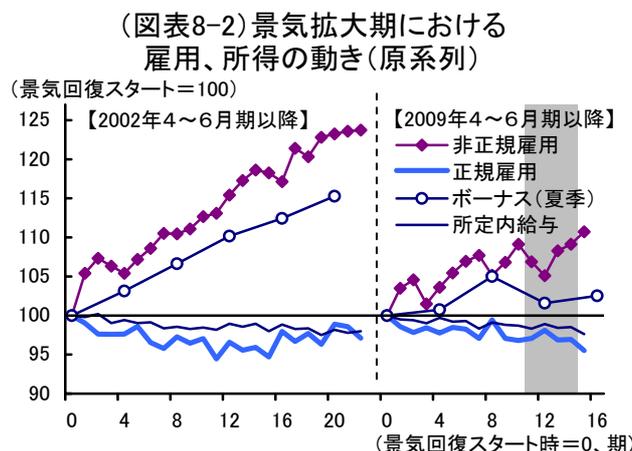
内需 個人消費を支える所得環境に不透明感

- (1) 2013年入り後の個人消費の堅調な動きは、所得の増加を伴っておらず、株高による資産効果による面が大（図表8-1）。
- (2) 個人消費の力強い回復には、資産効果が現れやすい高額商品を含む選択的消費の増加だけでなく、消費支出の約6割を占める基礎的支出の増加も必要。そのためには基礎的消費支出との相関が大きい賃金、すなわち所得環境の改善が不可欠。
- (3) もっとも、これまでの景気回復局面での所得環境の改善パターンをみると、非正規雇用やボーナスなど、いわゆる景気変動に対して企業側が調整を行いやすい部分での改善がメインである一方、正規雇用や所定内給与の明確な改善までには結びつかず（図表8-2）。企業はなお根強い慎重姿勢を堅持していることから、今後の所得環境の持ち直しもこれまで同様、雇用者とボーナス（特別給与）が中心になると見込まれ、個人消費の力強い回復も当面期待薄（図表8-3）。
- (4) 所得面の支えが限定的にとどまるなか、家計は2014年4月の消費税率引き上げに伴うマイナス影響を吸収できず。ちなみに、試算では駆け込みの反動と物価上昇による購買力の低下を合わせて個人消費は▲1.9%ポイント押し下げられ、その結果、2014年度の個人消費は大幅減少に（図表8-4）。

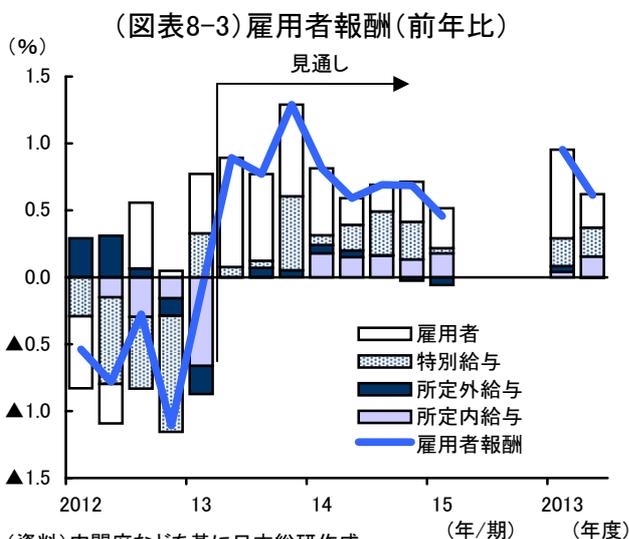


	支出割合 (2012年)	相関係数	
		賃金	株価
基礎的消費	55.5%	0.63	▲0.05
選択的消費	44.5%	0.10	0.30

(資料)総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)相関係数は、それぞれの前年比で算出。



(資料)総務省、厚生労働省、日本経済新聞社
(注)シャドー部分は、内閣府が正式に認定はしていないものの、景気後退期の可能性があると思われる期間(2012年4～6月期から10～12月期)。



(資料)内閣府などを基に日本総研作成

(図表8-4) 消費税引き上げ年度の影響 (5%→8%、試算)

	実質GDP	
	実質GDP	実質個人消費
下振れ	▲1.4	▲1.9
駆け込み要因	▲0.6	▲0.8
物価上昇要因	▲0.8	▲1.1

(資料)内閣府など基に日本総研作成
(注)消費税率の引き上げがない場合のベースラインからのかい離率。

物価 2年後の物価目標達成は困難

(1) 日銀は質的・量的金融緩和の実施決定とともに、「2年程度の期間での+2%の物価上昇率」を目標に設定したものの、その達成は困難。

(2) 理由は、金融政策の効果は日銀が期待するほど働かないとみられる点。日銀が描くデフレ脱却のルートは以下2点。

①金融緩和を通じた成長率の引き上げによるGDPギャップの縮小

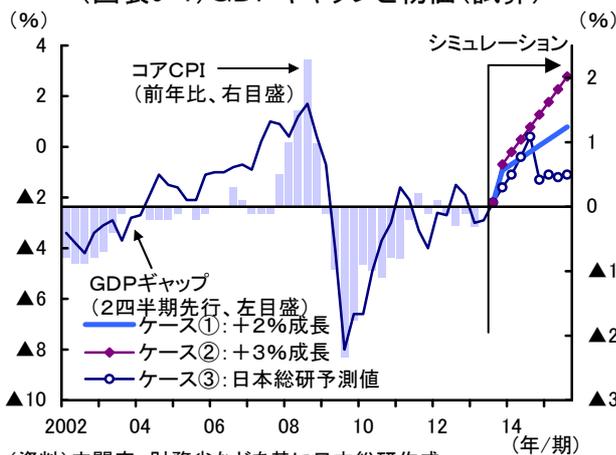
GDPギャップは縮小が見込まれるものの、民間部門の回復に時間を要することから、その縮小ペースは緩慢(図表9-1)。今回見通しを踏まえると、GDPギャップは2013年度末にもプラスに浮上するものの、その後再び需要不足に陥るとみられ、その結果、物価上昇圧力はそれほど高まらず。

②インフレ期待の惹起による物価押し上げ効果

家計のインフレ期待は、実際の物価上昇率に対して高い先行性(図表9-2)。しかし、長期のデフレの結果、価格下落が続くことに違和感を持たない「インフレを知らない世代」が増加し、家計のインフレ期待は容易に起こらないことを示唆(図表9-3)。さらに、企業ではバブル崩壊後、仕入価格が上がっても販売価格に転嫁できない状況が持続(図表9-4)。こうしたなかで、物価においては供給側より需要側が価格決定力を持つ構造となり、価格転嫁が困難な状況に。

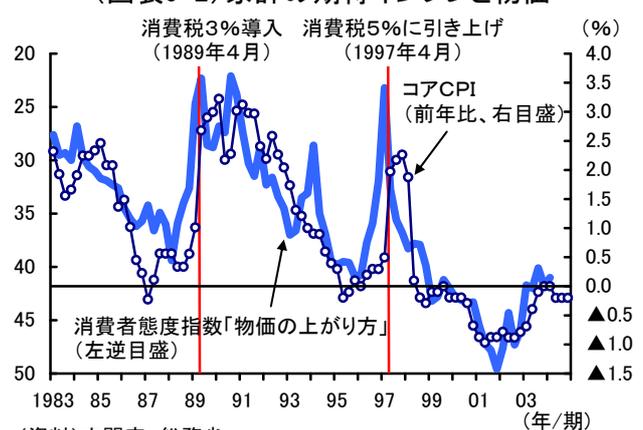
以上を踏まえると、インフレ率のプラスが定着しても、金融緩和だけでどこまで物価が上昇するかは懐疑的にみざるを得ず。

(図表9-1) GDPギャップと物価(試算)



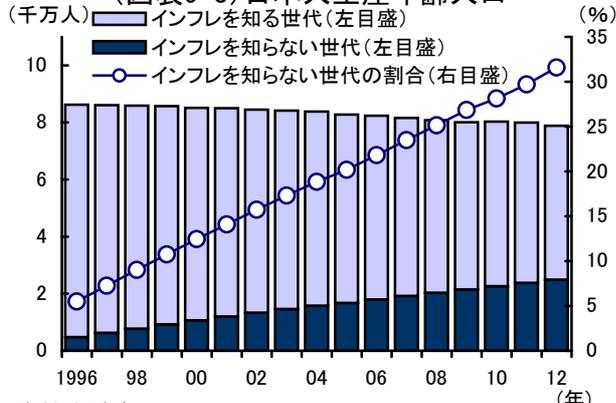
(資料)内閣府、財務省などを基に日本総研作成
(注1)試算における実質GDPは、日本総研の予測値を使用。
(注2)2013年4~6月期以降の潜在成長率は+1%と仮定。

(図表9-2) 家計の期待インフレと物価



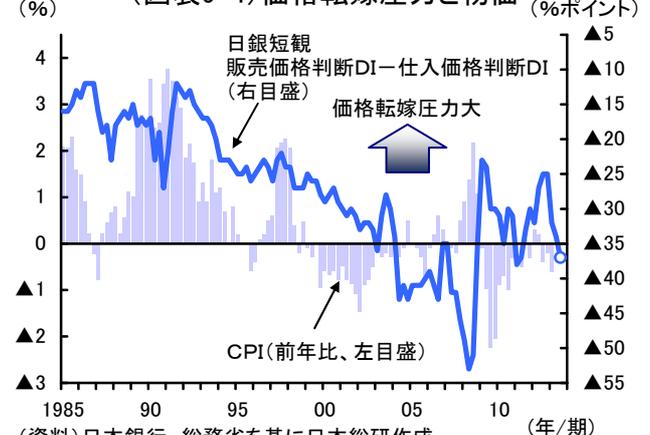
(資料)内閣府、総務省
(注)消費者態度指数の「物価の上がり方」は、今後半年間に今と比べて物価がどうなるかを、1. 低くなる~5. 高くなるの5段階で判断し、指数化。

(図表9-3) 日本人生産年齢人口



(資料)総務省
(注)インフレを知らない世代は、コアCPI前年比が消費税率の引き上げ(1997年4月)を除く期間で、総じて+1%以下となった1994年以降に生産年齢人口に分類される(1979年以降生まれ)年齢層とした。

(図表9-4) 価格転嫁圧力と物価



(資料)日本銀行、総務省を基に日本総研作成
(注1)価格判断DIは、いずれも全規模・全産業で「上昇」-「下落」。また、基準変更による断層調整済み。
(注2)価格判断DIの白抜きは、6月調査における9月先行き。

総括 「政策の崖」で成長率が落ち込む2014年度が正念場

- (1) 以上の分析を踏まえ、中国をはじめとする海外経済のダウンサイドリスクは限定的との前提のもと、わが国経済を展望すると、2013年度前半は、①緊急経済対策の本格的な進捗による公共投資の増加、②米国での堅調な経済成長や円安を背景とする輸出環境の改善、などプラス材料が重なる結果、高めの成長が続く見込み。2013年度後半は、さらに消費税率引き上げを前にした耐久財消費や住宅投資の駆け込み需要も加わり、成長率が加速する見通し。
- (2) 一方、2014年度入り後は、消費税率引き上げ後の反動減と、公共投資の押し上げ効果はく落による二重の反動減が「政策の崖」として景気下押しに作用。とりわけ下振れ圧力が集中する4～6月期は大幅マイナス成長となる見込み。その後は、米国景気が堅調に推移するほか、金融緩和などを通じた円安が引き続き輸出環境の改善に寄与し持ち直しへ。
- (3) その結果、2013年度の実質成長率は、アベノミクスによるプラス効果が集中し、内外需ともに景気を押し上げることで+2%台半ばの高めの成長に。一方、2014年度は、年度後半に向けて回復軌道に復帰するものの、「政策の崖」をカバーすることができず、ほぼゼロ成長となる見込み（図表10-1）。
- (4) 物価は、政策効果などによる景気押し上げを通じたGDPギャップの縮小や、日銀の質的・量的金融緩和により、上昇圧力は高まるものの、企業や消費者のデフレマインド、および価格下落圧力が根強く残存するとみられることから、上昇ペースは緩慢となる見通し。日銀は、消費者物価上昇率が想定シナリオよりも下振れていることが明らかになれば、マネーや株価に働きかける追加緩和策を講じる見込み。
- (5) なお、消費税率の引き上げの是非については、①緩慢ながらも景気回復基調は維持できるとみられること、②企業のいわゆる「3つの過剰（設備、雇用、債務）」が解消しているほか、金融システムも安定していること、③財政再建の必要性、などを勘案すれば、予定通り実施することが妥当と判断。

(図表10-1)わが国経済・物価見通し

	(前期比年率、%、%ポイント)									2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
	2013年				2014年				2015年			
	1~3 (実績)	4~6 (予測)	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
実質GDP	4.1	2.9	2.6	3.8	4.1	▲ 6.1	1.3	0.4	1.2	1.2	2.6	0.1
個人消費	3.6	0.7	1.0	3.8	6.1	▲ 12.9	2.0	0.6	0.4	1.6	2.0	▲ 1.4
住宅投資	7.6	8.1	18.4	7.0	▲ 21.0	▲ 27.1	▲ 13.2	0.3	4.4	5.3	8.4	▲ 12.1
設備投資	▲ 1.2	3.6	3.8	3.8	4.8	2.5	3.6	4.3	4.1	▲ 1.4	0.7	3.7
在庫投資 (寄与度)	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲ 0.0)	(0.0)	(0.1)
政府消費	1.7	0.3	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	2.2	0.9	0.6
公共投資	1.6	27.9	12.3	6.5	2.4	▲ 0.8	▲ 15.8	▲ 29.8	▲ 12.9	15.0	12.3	▲ 7.5
公的在庫 (寄与度)	(▲ 0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(0.0)
輸出	16.1	6.2	6.3	6.9	7.7	6.5	5.5	5.9	5.9	▲ 1.3	4.3	6.5
輸入	4.0	4.2	4.0	4.4	4.8	▲ 6.3	1.5	0.8	1.8	3.8	2.2	0.5
国内民需 (寄与度)	(2.2)	(1.3)	(1.6)	(3.0)	(3.4)	(▲ 7.9)	(1.4)	(1.0)	(0.9)	(0.9)	(1.6)	(▲ 0.6)
官公需 (寄与度)	(0.4)	(1.3)	(0.7)	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(▲ 0.8)	(▲ 1.5)	(▲ 0.5)	(1.1)	(0.8)	(▲ 0.3)
純輸出 (寄与度)	(1.5)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(2.3)	(0.7)	(0.9)	(0.8)	(▲ 0.8)	(0.3)	(1.0)

	(前年同期比、%)									2012年度	2013年度	2014年度
名目GDP	▲ 0.6	0.6	2.6	3.3	4.4	3.1	2.7	1.6	1.0	0.3	2.7	2.1
GDPデフレーター	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.9	2.1	2.0	1.8	1.9	▲ 0.9	0.1	2.0
消費者物価指数 (除く生鮮)	▲ 0.3	0.0	0.4	0.5	0.6	2.9	3.1	3.1	3.2	▲ 0.2	0.4	3.1
(除く生鮮、消費税)	▲ 0.3	0.0	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0	▲ 0.2	0.4	0.9

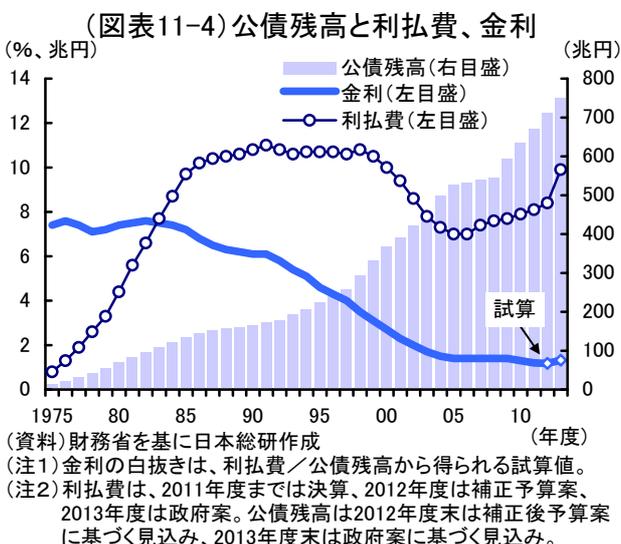
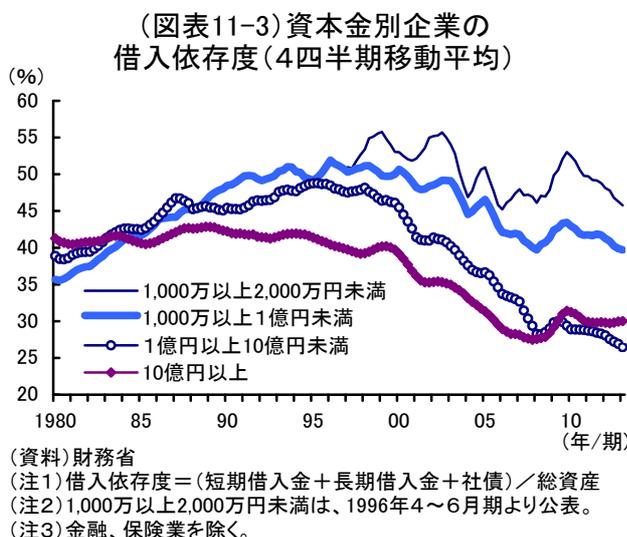
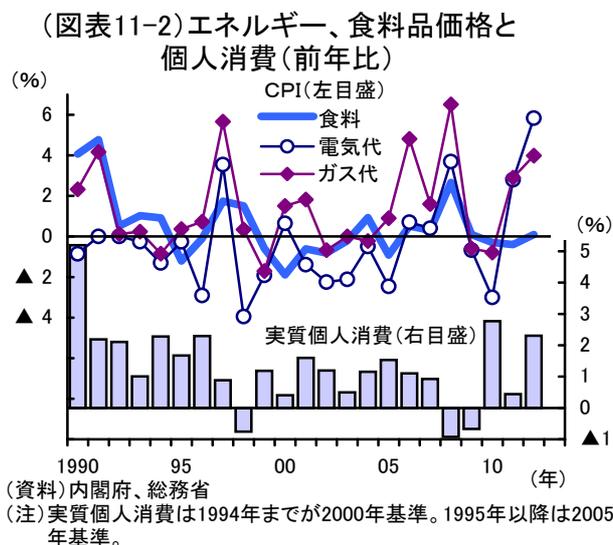
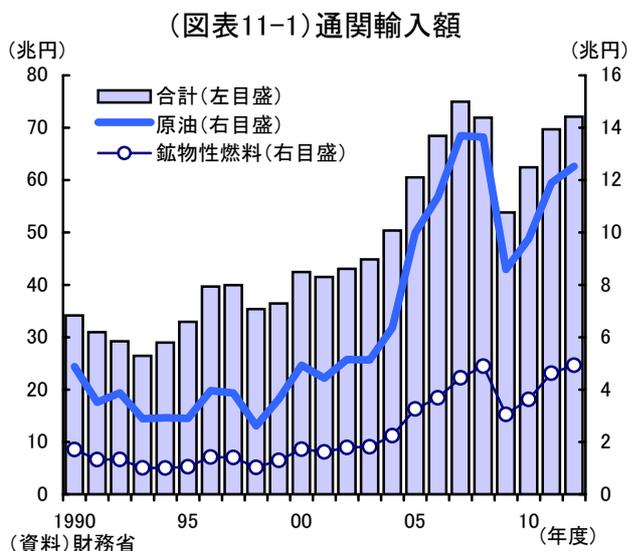
完全失業率(%)	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9	4.3	4.0	3.9
円ドル相場(円/ドル)	92	99	98	99	100	102	104	106	108	83	99	105
原油輸入価格(ドル/バレル)	112	108	110	110	110	110	110	110	110	113	109	110

(資料)内閣府、総務省などを基に日本総研作成

(注)2014年4月に消費税率引き上げ(5%→8%)が実施されると想定。

総括 質的・量的金融緩和は副作用をもたらすリスクも

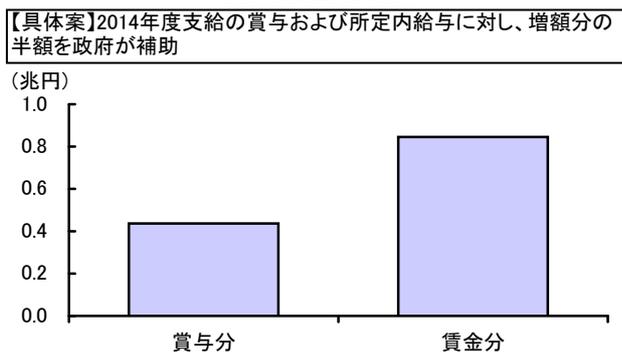
- (1) わが国経済における当面のリスクは、日銀の質的・量的金融緩和による副作用が景気を冷え込ませる点。想定されるリスクは以下の2点
- (2) 第1に、物価・賃金が伸びないなかでの円安。円安は価格競争力の向上を通じて輸出産業にとってはプラスの一方、輸入物価の上昇ももたらし素材業種などではコストが増加（図表11-1）。円安が急速に進み、価格転嫁が進まなければ「企業収益の二極化」が生じる恐れ。一方、企業が値上げ分を転嫁して「コストプッシュ型」の物価高につながれば、賃金が伸び悩むなか個人消費が冷え込む可能性大。これまでも、輸入割合が多いエネルギーや食料の物価上昇局面では個人消費が減少、または鈍化する傾向（図表11-2）。
- (3) 第2に、長期金利の急上昇。国債保有残高の多い金融機関に含み損が生じるほか、借入依存度の高い中小企業を中心に収益を圧迫（図表11-3）。財政面では、莫大な公債残高を抱えるなか、長期金利が名目成長率を上回れば、利払費が漸増することに（図表11-4）。
- (4) 日銀が新たに打ち出した質的・量的金融緩和は、過去に例のない規模であるだけに、副作用が顕在化した際のマイナス影響は無視できないインパクトになる可能性。目標達成を急ぐことが副作用のリスクを高めるのであれば、物価安定目標として掲げた「2年程度の期間での+2%の物価上昇率」の目標に関して柔軟な対応も必要。



総括 短期的、中長期的な政策を動員して景気の自律回復を

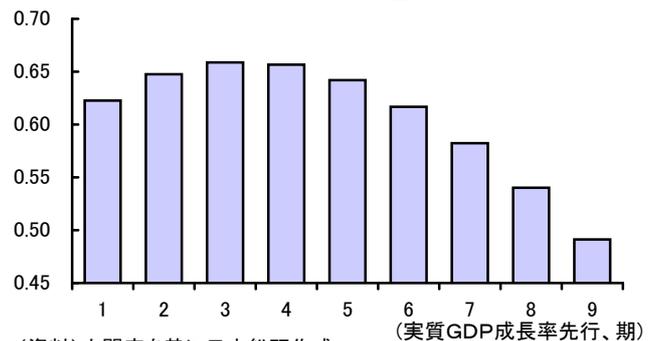
- (1) アベノミクス第1の矢（大胆な金融緩和）と第2の矢（機動的な財政政策）は、当面の成長率を押し上げるものの、民間需要の自律回復力は脆弱さが残存。この背景として、①企業マインドの慎重姿勢が根強く残っていること、②企業業績の改善が所得の増加に結びつきにくいこと、の2点。
- (2) 政府は現在、設備廃棄による欠損金還付や即時償却などを柱とする法人減税を検討中の模様。国内の設備年齢が上昇するなか、これらの政策をきっかけに更新投資の一部が顕在化することが期待。一方、家計においては円安による物価上昇圧力、消費税率引き上げに伴う家計の購買力低下が短期的な懸念材料。これに対する当面の一時的対策として、政府が賃金増への支援を行うことも一案（図表12-1）。
- (3) 中長期的に景気回復を確実なものとするには、第1、第2の矢を徐々にフェードアウトして、第3の矢（民間投資を喚起する成長戦略）により企業マインドを持続的に活性化させることが必要。その際、企業の設備投資行動は期待成長率に大きく左右されるという視点が重要。期待成長率は、実際の経済成長を織り込みつつ、1年程度かけて醸成される傾向を踏まえれば、企業に持続的な成長を確信させることが不可欠（図表12-2）。そのためには、投資減税や法人税率引き下げなど税制改革にとどまらず、規制改革と組み合わせることで期待成長率を高めていくことが重要。さらに、政労使三者の合意形成などにより、生産性向上に見合った賃金引き上げへの道筋をつけることが望まれる（図表12-3、12-4）。

(図表12-1) 所得拡大支援政策に伴う政府負担(試算)



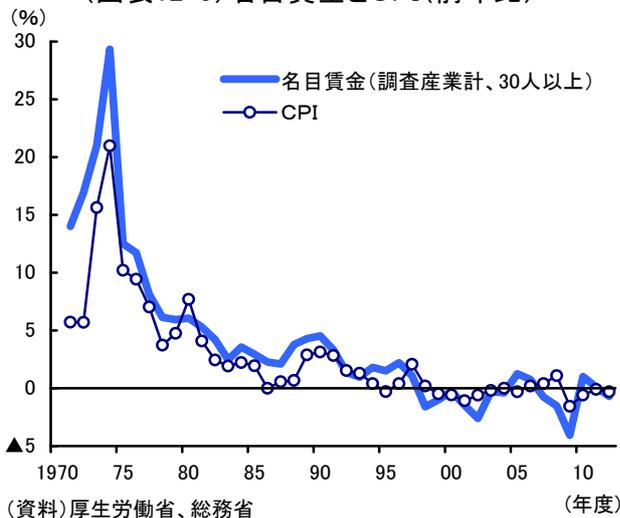
(資料) 厚生労働省、総務省を基に日本総研作成。
 (注1) 賞与の増加は、過去の景気回復局面(2002年4～6月期以降、および2009年4～6月期以降)における賞与前年増加局面の平均と仮定。
 (注2) 給与の増加は、名目賃金+1%と仮定。

(図表12-2) 実質GDP成長率と期待成長率の時差相関



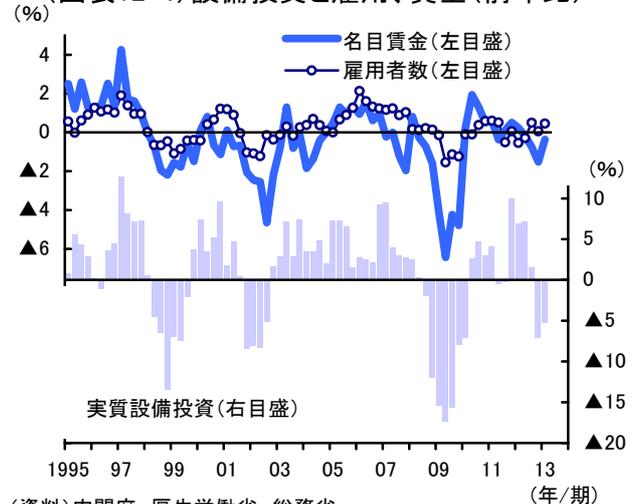
(資料) 内閣府を基に日本総研作成
 (注1) 期待成長率は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査(2012年度)」における今後5年間の実質経済成長率。
 (注2) 実質GDP成長率はトレンド成分の前年比。
 (注3) 期待成長率は該当年度(4～6月期)間が滑らかになるように四半期分割(Cubic-match last)。

(図表12-3) 名目賃金とCPI(前年比)



(資料) 厚生労働省、総務省

(図表12-4) 設備投資と雇用、賃金(前年比)



(資料) 内閣府、厚生労働省、総務省