

日本経済見通し

—「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

目 次

1. 現 状

2. 景気の変動要因

- (1) 株高に伴う資産効果が個人消費を押し上げ
- (2) 政策効果による景気押し上げ要因も集中
- (3) アメリカ景気の回復と円安を通じた数量効果が輸出環境を改善
- (4) 対中輸出の力強い増加は当面期待薄

3. 内需の自律回復力

- (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は不透明

4. 日銀が掲げる物価目標の実現可能性

5. 総 括

- (1) 2013年度は政策に支えられ高成長、「政策の崖」で成長率が落ち込む2014年度が正念場
- (2) 当面のリスクは日銀の異次元緩和がもたらす副作用
- (3) 短期的、中長期的な政策を動員して景気の自律回復を

要 約

1. わが国景気は、昨年末を底に回復傾向。従来の政策効果と海外景気の持ち直しに加えて、アベノミクスのプラス効果が景気押し上げに作用。一方、企業部門では弱さが続いているほか、金融指標では株価の急変動、長期金利の高止まりなど不安定な動きも。
2. 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アメリカ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、輸出については、対中輸出の増加は期待薄。中国の輸出が伸び悩んでいるため、わが国から生産財や資本財の調達が低迷しているほか、中長期的には現地における仕入割合を高めるなか消費主導型成長への転換が進むとみられることが背景。
3. 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、雇用者所得は緩慢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。
4. 消費者物価は、日銀が掲げる「2年で+2%」の目標実現は困難。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、根強いデフレマインド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。
5. 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。
6. 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必要。

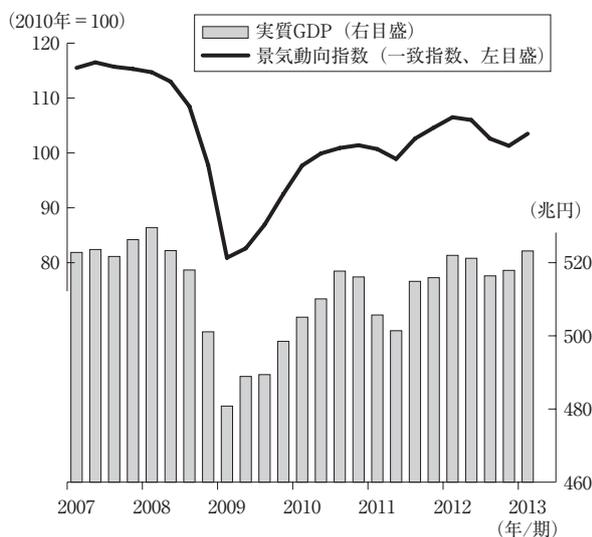
1. 現状

わが国経済は、昨年末以降回復傾向にある。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、2013年1～3月期に前期比年率+4.1%と4四半期ぶりの高い伸びとなり、2008年のリーマンショック前の水準近くまで回復している（図表1）。

景気回復の背景として、以下3点を指摘できる。

第1に、従来の政策効果である。2012年入り後本格化した震災からの復旧・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月に予定される消費税率の引き上げを前にした駆け込み需要が住宅部門で顕在化し始めている。5月の住宅着工戸数は4年7カ月ぶりに年率100万戸を超える高水準となっている（図表2）。

（図表1）景気動向指数と実質GDP（季調値）



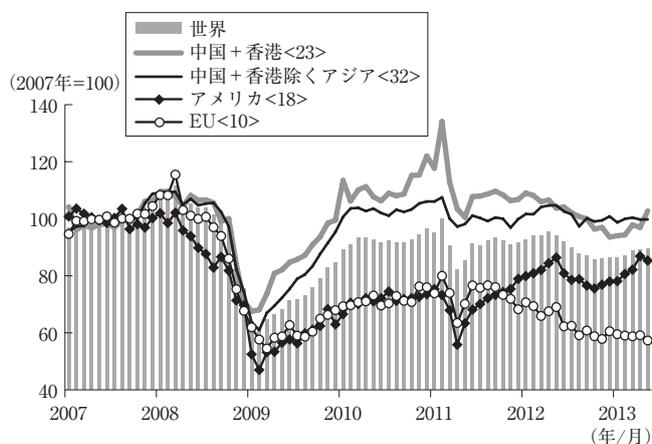
（図表2）消費総合指数と住宅着工戸数（季調値）



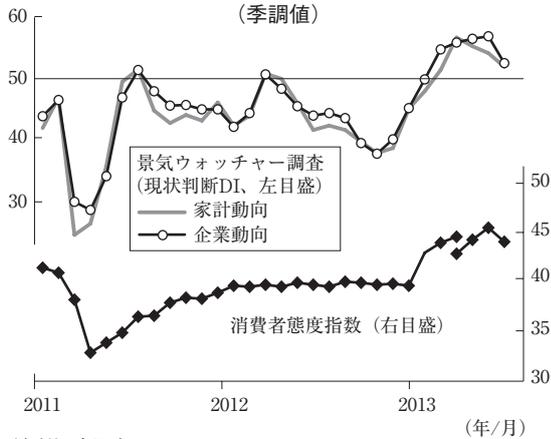
第2に、海外景気の回復である。2012年入り以降減速が続いていた海外景気は、アメリカの堅調な成長などを受けて持ち直している。これを受けて実質輸出は、昨年後半を底にアメリカ向けの資本財や輸送機械を中心に緩やかながらも増勢に転じている（図表3）。

第3に、アベノミクスのプラス効果である。安倍政権が掲げる経済・金融政策「アベノミクス」は、金融市場において、デフレ脱却期待と景気回復期待を惹起し、株高・円安をもたらした。これが、企業

（図表3）実質輸出（季調値）



(図表4) 景気ウォッチャー調査と消費者態度指数 (季調値)



(資料) 内閣府
 (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。

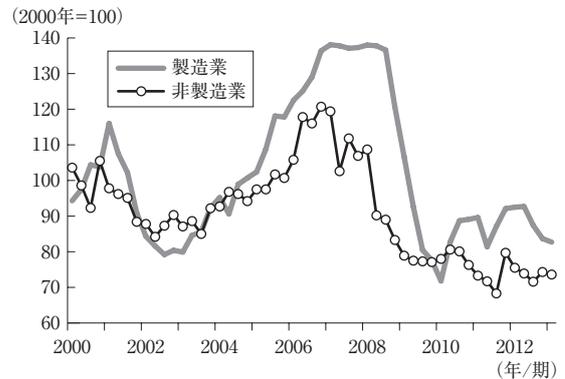
の景況感や消費者マインドの改善に大きく寄与しており、家計部門では資産効果により個人消費が2013年入り後大幅に増加している(図表2、4)。

もともと、一部指標では引き続き弱い動きもみられている。企業部門では設備投資が製造業、非製造業ともに減少が続いている(図表5)。先行性を有する機械受注をみても、製造業を中心に回復が遅れており、景況感が改善しているなかにあっても、企業は設備投資に対して慎重な姿勢を崩していない(図表6)。

物価についても、アベノミクスにより期待される「デフレ脱却」に向けた動きは、現状明確な進展がみられない。総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは、1～3月期が前年比▲1.1%と下落が続いている(図表7)。円安の進行により輸入物価は上昇したものの、こうした価格上昇分を国内財・サービスに対し転嫁できていないため、GDPデフレーターは前期(同▲0.7%)からむしろ拡大している(注)。

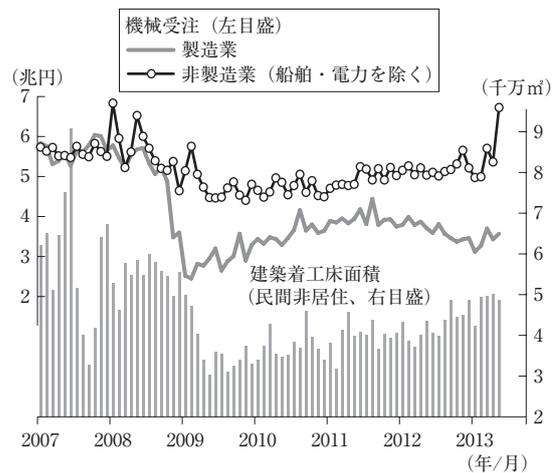
こうしたなか、景気に対してプラスの効果をもたらした株価や円相場については、5月以降、上下のボラティリティが大きくなる場面が増えるなど、さらなる支援は期待できなくなっている。長

(図表5) 設備投資(除くソフトウェア、季調値)



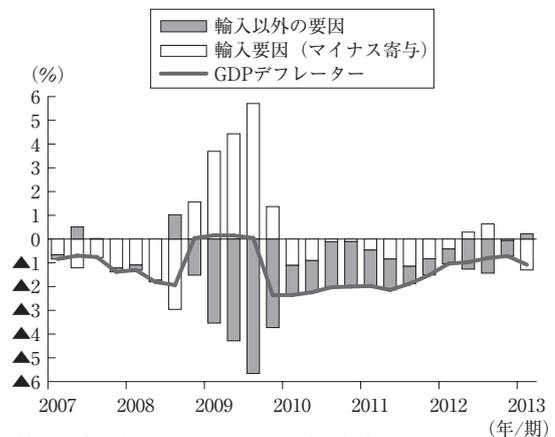
(資料) 財務省を基に日本総合研究所作成
 (注) 金融業、保険業を除く。

(図表6) 機械受注と建築着工床面積(季調値、年率)



(資料) 内閣府、国土交通省を基に日本総合研究所作成

(図表7) GDPデフレーター(前年比)



(資料) 内閣府をもとに日本総合研究所作成
 (注) 輸入は控除項目であり、輸入物価の上昇自体はGDPデフレーターを押し下げに作用。

期金利についても、日本銀行の思惑とは異なり、4月の量的・質的金融緩和決定後は10年債利回りが上昇し高止まるなど、金融指標はやや不安定な動きをみせ始めている（図表8）。

以上のように、景気の回復傾向が続くなか、アベノミクスは「期待」の面で先行してプラスの効果を発揮してきた。もっとも、足許では期待面での回復が一服しており、今後はこれまで実現してきたプラスの効果が「実体経済」へ広く波及するか否かが焦点となってくる。そこで以下では、2013年度、2014年度のわが国景気について、景気変動要因と内需の自律回復力に焦点を当て

て展望し、アベノミクスのもとでの日本経済再生およびデフレ脱却の可能性と課題について考察する。

（注）輸入は控除項目であり、輸入物価の上昇自体はGDPデフレーターを押し下げる。輸入価格の上昇が国内財・サービス価格への転嫁を通じて他の需要項目デフレーターの上昇につながれば、影響は相殺されることとなる。

2. 景気の変動要因

安倍政権がアベノミクスの第1の矢（大胆な金融緩和）、第2の矢（機動的な財政政策）を早々に打ち出すなか、わが国経済には、景気押し上げ要因が2013年度に集中して顕在化する見通しである。以下では、政策要因と外部環境の変化など景気の変動要因を取り上げ、考察する。

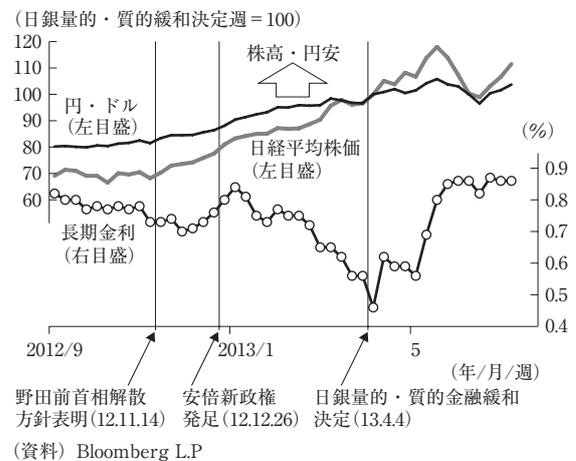
（1）株高に伴う資産効果が個人消費を押し上げ

まず、安倍政権誕生の機運が高まった昨年秋季以降からの株価上昇が、資産効果を通じて2013年度の個人消費を押し上げる見通しである。

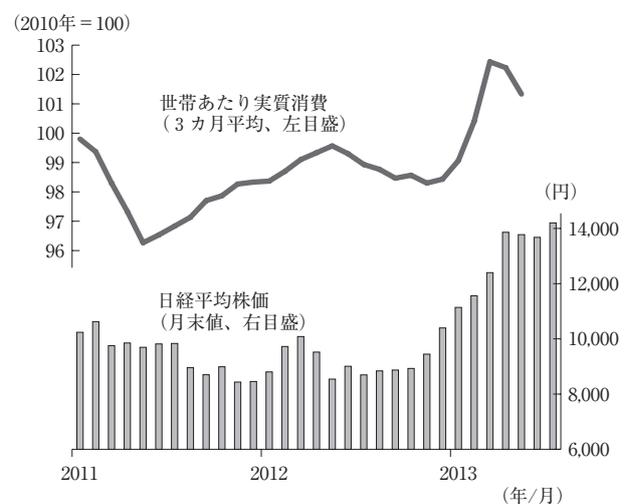
7月の日経平均株価は、11日までの平均で約14,000円と2012年平均対比およそ5割高の水準にある（図表9）。日銀の資金循環統計によれば、株価上昇に伴う株式含み益は、2013年1～3月期に前年差+21兆円に拡大しており、今後も同水準が続くと仮定した場合、2013年内は、含み益が同+30～50兆円に拡大するとみられる（図表10）。

株価上昇に伴う金融資産の価値増大により、

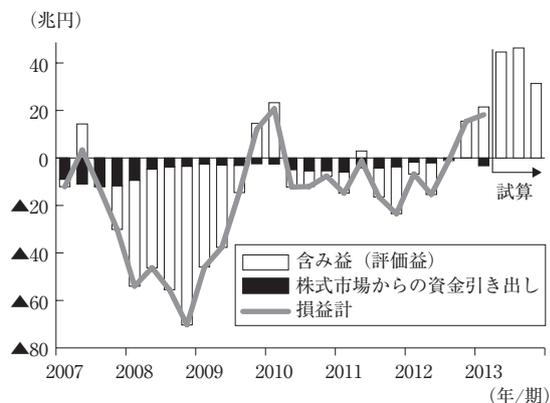
（図表8）金融指標



（図表9）株価と世帯当たり実質消費

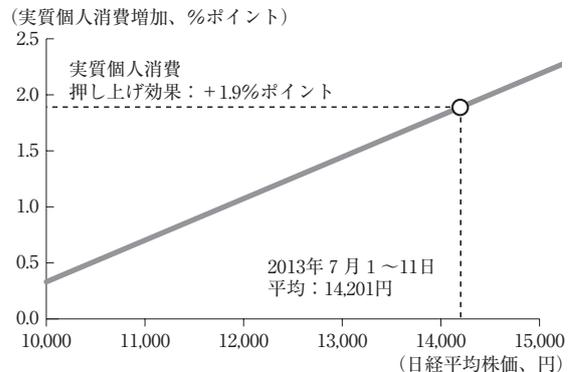


(図表10) 家計部門の株式評価損益 (前年差、試算)



(資料) 日本銀行を基に日本総合研究所作成
 (注) 投資信託を含む。2013年の含み益は、日経平均株価が14,000円で推移した場合。

(図表11) 株高による個人消費押し上げ効果 (2013年度、試算)

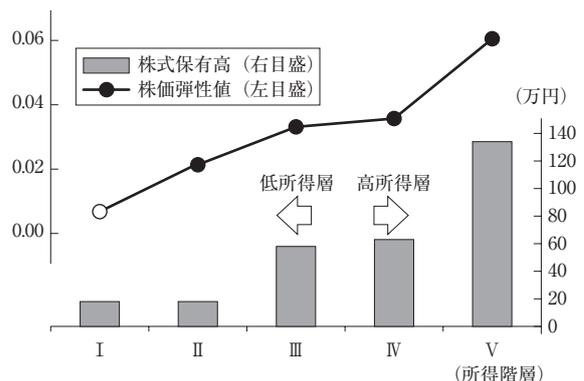


(資料) 内閣府、日本経済新聞社、総務省を基に日本総合研究所作成
 (注) 消費関数は以下の通り。 $\ln(\text{消費支出額}) = 86.36 + 0.03 * \ln(\text{日経平均株価}) + 0.41 * \ln(\text{雇用者報酬}) + 0.003 * (\text{60歳以上人口比率})$
 係数は5%水準で有意で、自由度修正済み $R^2 = 0.67$ 。

家計では「資産効果」として個人消費の押し上げが期待される。株価や所得などを説明変数とする消費関数を基に資産効果をみると、仮に日経平均株価が今後も7月上旬の平均水準を維持した場合、2013年度の個人消費は+1.9%ポイント押し上げられると試算される(図表11)。ただし、資産効果を所得階層別にみると、株式保有高が多い高所得者層では、株価に対する弾性値が大きい一方、低所得者層では小さく、個人消費の改善度合いは所得階層によって大きな差が生じる可能性がある(図表12)。

こうした資産効果に加えて、株価が景気の先行指標の役割を果たすかたちで、景気回復期待が高まり、それによって消費者マインドが改善するという「マインド効果」も個人消費の押し上げに作用するとみられる。

(図表12) 所得階層別にみた株式保有高と株価弾性値 (試算)



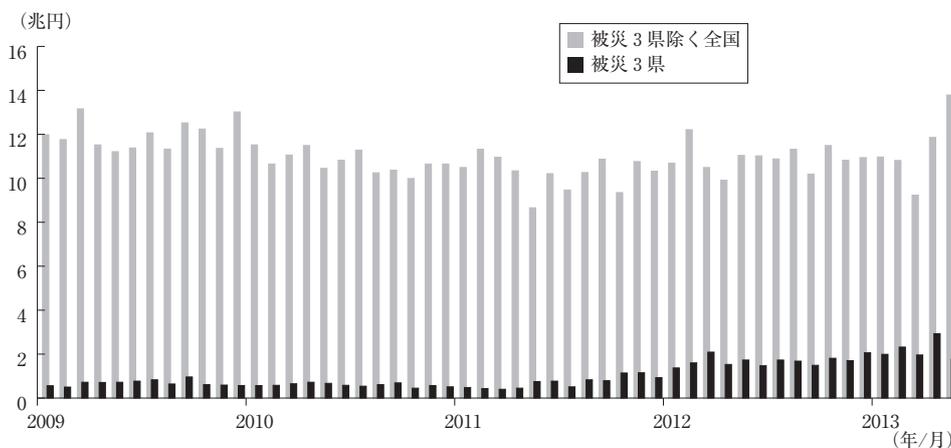
(資料) 総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
 (注) 勤労者世帯。株式投資信託を含む。株価弾性値(a)は以下から算出。 $\ln(\text{消費支出額}) = \text{定数項} + a * \ln(\text{日経平均株価}) + \beta * \ln(\text{実収入})$
 黒塗りの点のみ、5%水準で有意。

(2) 政策効果による景気押し上げ要因も集中

加えて、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が、2013年度の景気を集中的に押し上げる見通しである。

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顕現化するほか、今後は2月に成立した事業規模20兆円の緊急経済対策が順次着工・進捗する見込みである。内閣府が公表する緊急経済対策の進捗状況を見ると、6月初めの時点で、独立行政法人などが民間企業と契約を交わす「実施」段階に至った案件は90% (地方公共団体実施分は含まず) に達しており、執行に向けた動きが順調に進んでいる。公共投資に対して先行性を有する公共工事請負金額 (独自に季節調整) をみても、足許では被災3県

(図表13) 公共工事請負金額 (季調値、年率)



(資料) 建設業信用保証 (北海道、東日本、西日本) を基に日本総合研究所作成
 (注1) 被災3県は岩手県、宮城県、福島県。
 (注2) 被災3県、被災3県除く全国それぞれに対して季節調整。

(岩手県、宮城県、福島県) を除くベースが大幅に増加している (図表13)。ヒトやモノのボトルネックの問題から、執行が大きく遅れるリスクはあるものの、今後の着工本格化が期待される。ちなみに、緊急経済対策のうち、直接GDPの押し上げに寄与する「真水」は約4.6兆

(図表14) 緊急経済対策の概要と効果 (試算)

<対策規模>		(兆円)	<景気押し上げ効果>		(%ポイント)
財政支出計		10.3	実質GDP		+0.8
うち真水		4.6	国内内需 (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合研究所作成
 (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。

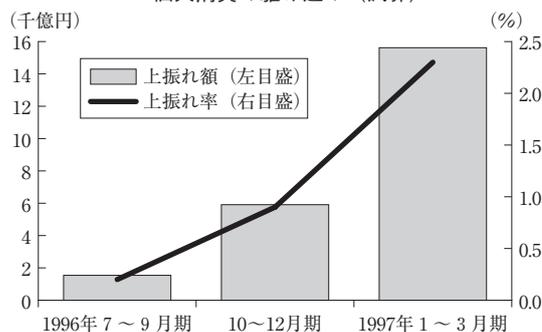
円と試算される (図表14)。過去の景気対策の顕在化パターンや建設業の労働生産性などを踏まえると、これにより今後、1年程度かけて実質GDPが+0.8%ポイント押し上げられる見込みである。一方、2014年度に入ると、こうした押し上げ効果ははく落し、逆に成長率を大きく押し下げる見通しである。

消費税率の引き上げに伴う駆け込み需要については、今後、個人消費と住宅投資を中心に顕在化する見込みである。

個人消費は、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するとみられる。ちなみに、

家計の所得や金融資産などを説明変数とする消費関数によれば、前回引き上げ時 (1997年4月) には、引き上げ2四半期前から駆け込みが顕在化し、個人消費を+0.8%ポイント (+2.3兆円) 押し上げたことと試算される (図表15)。今回も前回と同様の規模で駆け込みが発生する見込みである。

(図表15) 前回の消費税率引き上げ時における個人消費の駆け込み (試算)

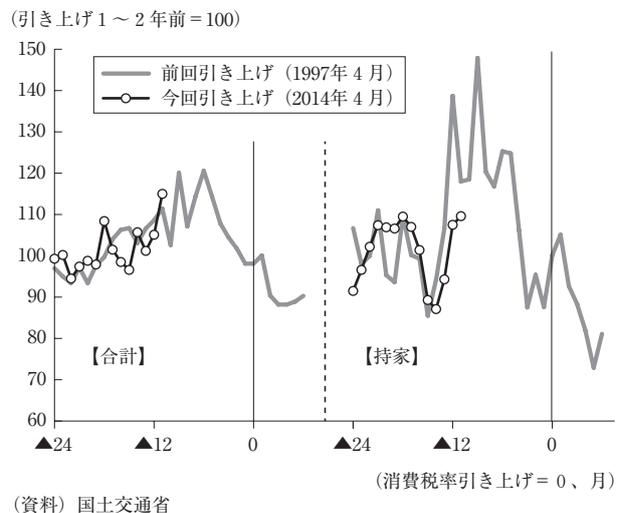


(資料) 内閣府を基に日本総合研究所作成
 (注) $\ln(\text{実質個人消費}) = a + \beta * \ln(\text{実質可処分所得}) + \gamma * \ln(\text{実質家計金融資産残高}) + \delta * \ln(\text{実質個人消費} < -1 \text{期} >)$ を推計式とし、実績値と推計値のかい離を表示。自由度修正済 $R^2 = 0.998$ 。

住宅投資については、住宅の契約・着工から完成・引渡しまでの期間が長い為、駆け込み需要はすでに顕在化しており、一定条件を満たした際に旧税率の適用が認められている9月末までは、持家を中心に着工戸数は増加する見込みである(図表16)。それに伴い、進捗ベースの住宅投資は、2013年いっぱい景気押し上げに作用する見通しである。

ただし、消費税率引き上げ前の駆け込みは需要の先食いにならない。2013年度に顕在化する押し上げ効果は、2014年度に反動減となって表れることになる。

(図表16) 消費税率引き上げ前後の住宅着工戸数(季調値)



(3) アメリカ景気の回復と円安を通じた数量効果が輸出環境を改善

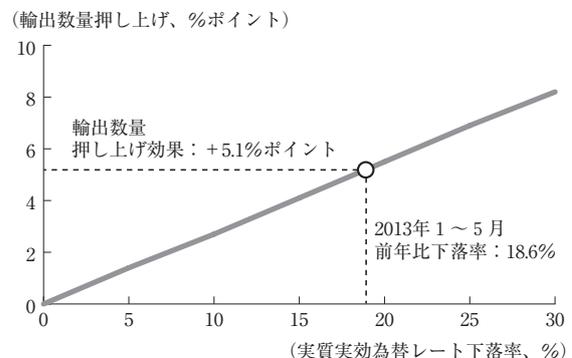
さらに、外需に目を向けると、アメリカの堅調な成長と円安による輸出環境の改善を背景に、輸出は今後も増勢が続き、景気押し上げに作用する見通しである。

アメリカ経済は、財政緊縮策による個人消費の伸び悩みや、中国など海外景気の回復の遅れなどにより、一時的に減速感が強まるものの、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門はむしろ底堅さを増しており、2013年後半からは成長率が緩やかながらも加速していく見通しである。

加えて、円安によるプラス効果が輸出押し上げ要因として作用する。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をみると、大胆な金融緩和を主要政策の一つとする安倍政権の誕生を契機に、大幅な円安が進行している。円安は、6カ月~1年程度のラグを伴いつつも価格競争力の向上を通じて、輸出数量の押し上げに働くため、今後はこうした効果が徐々に顕在化してくるとみられる。ちなみに、為替レートと世界景気を説明変数とする輸出数量関数によれば、円相場が1~5月平均の前年比下落率(▲18.6%)で今後も推移した場合、輸出数量は+5.1%ポイント押し上げられると試算される(図表17)。

もっとも、この効果はあくまでもこれまでの為替レートと輸出数量の関係を前提としたものである。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」構造に体質を強化してきた(図表

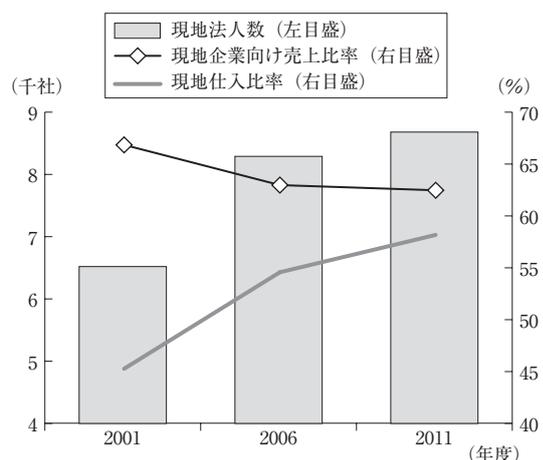
(図表17) 円安による輸出数量押し上げ効果(試算)



(資料) 財務省、日本銀行、IMFを基に日本総合研究所作成
 (注) 輸出数量の推計式は、 $\ln(\text{輸出数量})_t = a + \beta * \ln(\text{世界GDP})_t + \gamma * \ln(\text{実質実効為替レート})_t$ 。自由度修正済みR²=0.88。
 t値 2.23 12.82
 ▲2.24

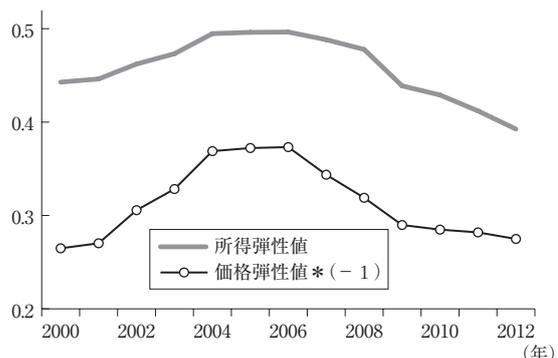
18)。その結果、近年の輸出数量に対する価格弾性値は、低下傾向にある（図表19）。こうした状況を踏まえると、円安による輸出数量押し上げ効果については、過去と比べてやや控えめにみる必要があるだろう。

（図表18） 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） 現地企業向け売上げ、および現地仕入れはいずれも現地日系企業を含む。

（図表19） 輸出数量の弾性値（試算）



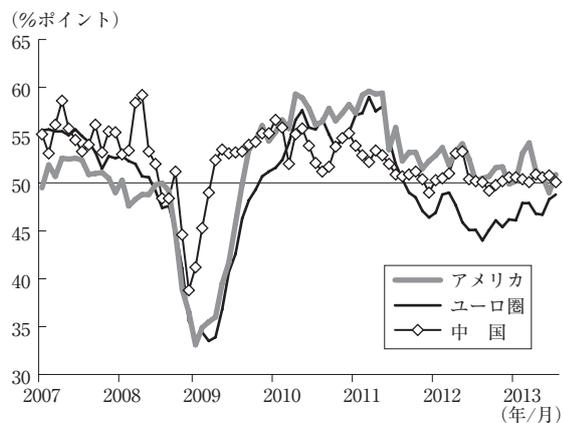
（資料） 財務省、日本銀行、IMFを基に日本総合研究所作成
（注1） 図表17の推計式を基に1984年から該当年度までを推計期間としてそれぞれの弾性値を算出。
（注2） 実質実効為替レートを説明変数とする価格弾性値は負の値となる。弾性値の大小の動きを所得弾性値と合わせるため、便宜的に価格弾性値に-1をかけている。

（4） 対中輸出の力強い増加は当面期待薄

一方、わが国輸出の2割強を占める中国では、製造業PMIが弱含んで推移するなど、景気減速懸念が強まっており、同国向け輸出の低迷は、わが国景気の抑制に作用する見通しである（図表20）。

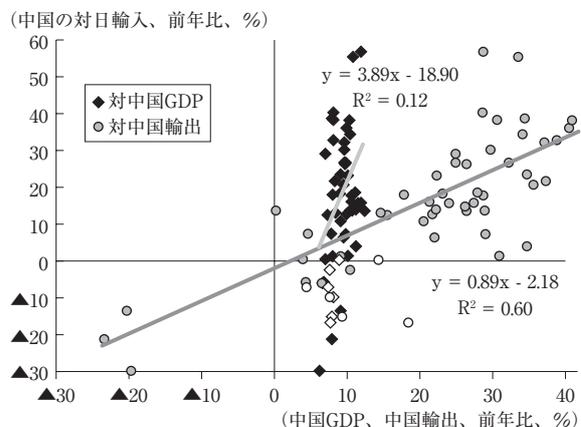
わが国の対中輸出は、中国景気（GDP）そのものよりも、中国の輸出動向に左右される面が大きい。実際に、わが国の対中輸出と両者の相関をみると、中国のGDP成長率よりも中国の輸出の伸び率との相関の方が大きい（図表21）。これは、わが国企業が主に輸出拠点という位置付けのもとで、中国沿海

（図表20） 米欧中の製造業PMI（季調値）



（資料） Institute for Supply Management、Markit、中国物流購入連合会

（図表21） 対中輸出と中国GDP、輸出の関係

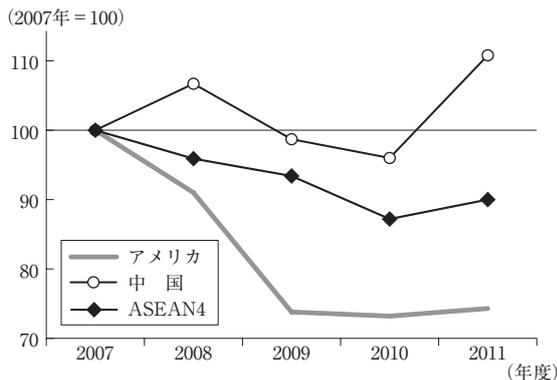


（資料） 中国国家統計局、中国海関総署
（注） 白抜きのプロットは、尖閣諸島国有化を巡る日中摩擦が高まった2012年10～12月期以降のもの。近似線はこの期間のデータを除く。

部に進出していることが背景にある。中国の輸出は、足許で伸び悩みが顕著になっており、当面はわが国から同国への輸出の回復は見込みにくい。今後、中国政府当局が景気下支えに向けて刺激策を打ち出しても、輸出の増加を伴わなければ、対中輸出の改善にはつながらない可能性がある。

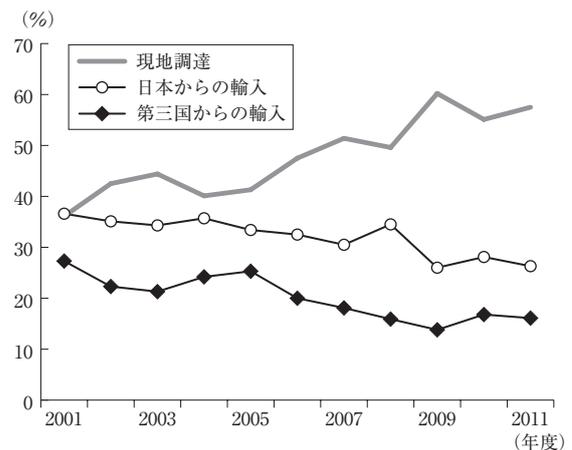
中長期的にみてもわが国の対中輸出の増加は期待できなくなっている。わが国企業は、安い人件費という要素も一因となり、生産拠点を中国に積極的に構築してきた。もっとも、そのメリットの一つとされる人件費は、足許で再び上昇し、ASEAN諸国との格差は、相対的にみれば拡大している（図表22）。輸出主導の経済成長が行き詰まるなか、中国政府はこれまでの「輸出・投資主導型成長」から「消費主導型成長」への転換を進めている。こうした状況下、わが国の中国現地法人は、わが国も含めた輸入による仕入れを抑え、現地調達による仕入割合を高めている（図表23）。今後、中国で素材など川上業種も含め「現地調達、現地消費」の動きが強まれば、わが国の対中国向け輸出の増加ペースは一段と鈍化する可能性があるだろう。

（図表22）日本の現地法人の一人当たり人件費（全産業）



（資料）経済産業省を基に日本総合研究所作成
 （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23）日本の中国現地法人の仕入内訳



（資料）経済産業省

3. 内需の自律回復力

以上、2013年度に限れば、対中輸出には大きな期待ができないものの、総じて政策面と外部環境は景気にプラスに作用するとみられる。もっとも、景気の本格的な回復には、設備投資や個人消費を中心とする内需が自律回復力を強めていくことが欠かせない。そこで以下では、設備投資と個人消費についてそれぞれ考察する。

（1）設備投資の回復力は脆弱

GDPベースの設備投資は、2012年入り後、5四半期連続の前期比減少と弱い動きが続いている。昨年末以降の生産・出荷の持ち直しなどを受けて、先行きは増加に転じる見通しながら、金融機関のアンケート調査では、企業の資金需要の回復が緩慢なペースにとどまるなど、投資に対する企業の慎重姿勢は依然根強い状況にある（図表24）。

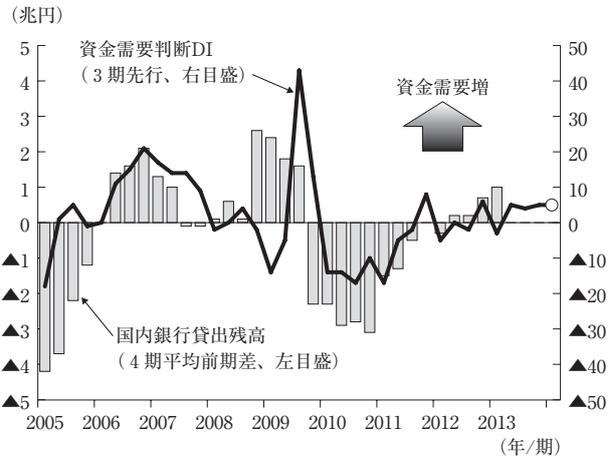
そこで、設備投資を取り巻く環境と回復力をみるにあたり、投資の決定要因とされる収益環境と金利コストについてそれぞれ考察する。

第1に、収益環境に着目すると、海外景気の持ち直しや円安を背景に、企業の実物資産の収益率を表す投資採算は足許で改善しており、先行き設備投資の増加が期待される(図表25)。もっとも、投資採算が企業の設備投資に与える影響をみると、製造業では両者の相関が大きいものの、非製造業では相関が小さく、投資が収益以外の要因によって左右される面が強い(図表26)。

第2に、金利コストに着目すると、日銀の量的・質的金融緩和により、名目金利から期待インフレ率を引いた実質金利が低下することで、企業の設備投資が活発化するという見方がある。もっとも、実際に両者の動きをみると、2007年から2011年にかけては緩やかな逆相関が確認できるものの、足許ではその連動性が低下している(図表27)。このことから、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があるといえよう。

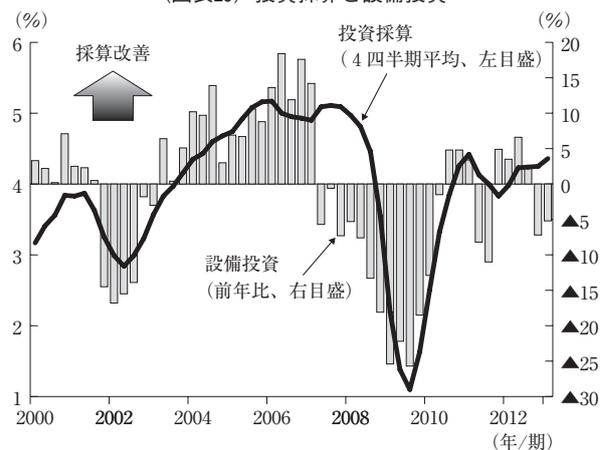
以上を踏まえると、企業収益の改善や実質金利の低下だけでは、設備投資の本格回復には結び付きにくく、回復力の脆弱さは残存し続ける公算が大きい。設備投資の回復力が力強さを取り戻すには、国内で6割強の投資シェアを持つ非製造業の設備投資を喚起することが不可欠である。そのためには、製造業、非製造業の設備投資両者に対して強い相関を持つ「期待成長率」を引き上げることが重要であり、金融緩和だけでなく、企業に持続的な成長を確信させるための成長戦略を順次打ち出していく

(図表24) 企業向け金融動向



(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カ月間の見通し。

(図表25) 投資採算と設備投資



(資料) 財務省などを基に日本総合研究所作成
 (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26) 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合研究所作成
 (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。

ことが求められる（図表26）。

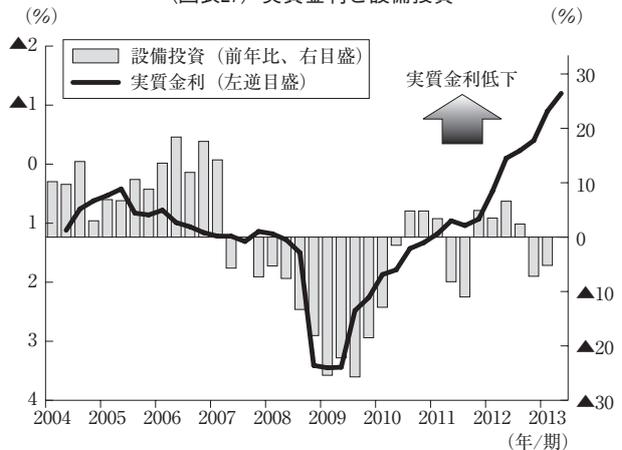
(2) 個人消費を支える所得環境は不透明

個人消費に目を転じると、消費は2013年入り後堅調に推移している（図表28）。もっとも、所得の増加を伴っておらず、消費の増加は資産効果が表れやすい高額商品を含む「選択的消費」に偏っている。

個人消費の力強い回復には、消費支出の約6割を占め、日用品などを含む「基礎的消費」が底上げされる必要があり、そのためには、基礎的消費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といえる。

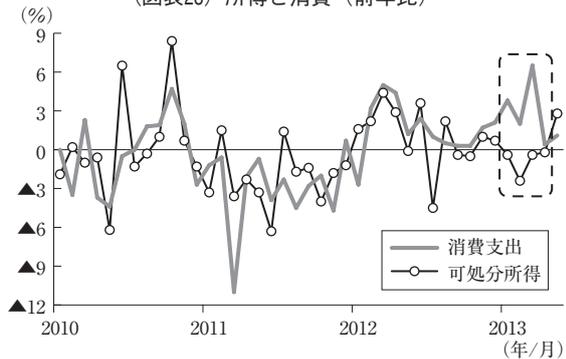
しかしながら、所得環境の大幅な改善は期待できない。これまでの景気回復局面における所得環境の改善パターンをみると、非正規雇用者数やボーナスの増加といった、企業が人件費の観点で中長期的に影響しない部分での改善が中心となっており、正規雇用者数やいわゆるベアにあたる所定内給与の増加にはなかなか結びついていない（図表29）。先行き景気は回復基調が続くとみられるものの、企業はなお根強い慎重姿勢を堅持するとみられることから、所得環境の持ち直しもこれま

(図表27) 実質金利と設備投資



(資料) 財務省、Bloomberg L.P.などを基に日本総合研究所作成
 (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。

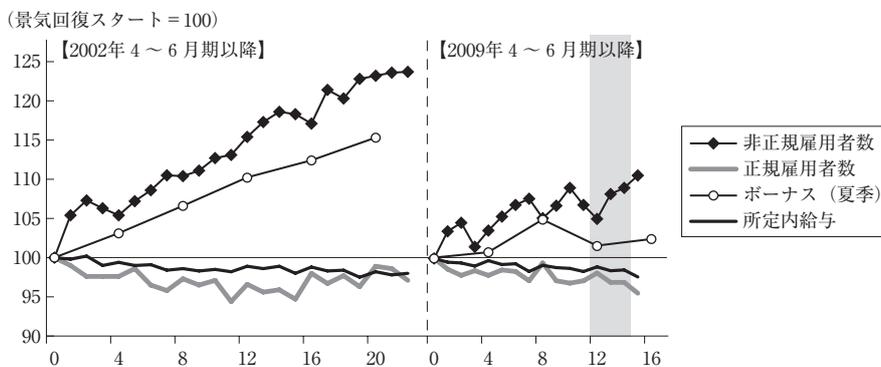
(図表28) 所得と消費（前年比）



	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

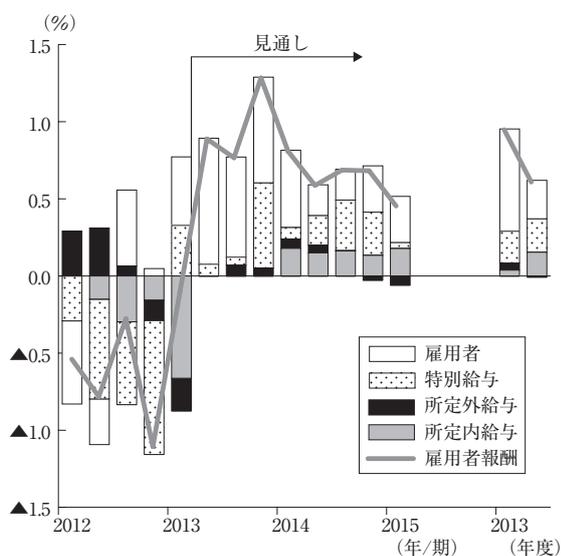
(資料) 総務省、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成
 (注) 相関係数は、それぞれの前年比で算出。

(図表29) 景気拡大期における雇用、所得の動き（原系列）



(資料) 総務省、厚生労働省、日本経済新聞社
 (注) シャド部分は、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考えられる期間（2012年4～6月期から10～12月期）。

(図表30) 雇用者報酬 (前年比)



(資料) 内閣府などを基に日本総合研究所作成

(図表31) 消費税引き上げ年度の影響 (5%→8%、試算)

	実質GDP (%ポイント)	
	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合研究所作成
(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。

で同様に非正規雇用者数やボーナスの増加がメインになり、雇用者報酬は、前年比+0%台後半の伸びにとどまる見通しである(図表30)。

このように、所得面での支えが限定的ななか、家計は2014年4月の消費税率引き上げに伴う反動減によるマイナス影響を吸収できない公算が大きい。

ちなみに、試算では5%から8%への消費税率引き上げにより、2014年度の個人消費は、駆け込みの反動減で▲0.8%ポイント、物価上昇による購買力の低下により▲1.1%ポイントの合計▲1.9%ポイント押し下げられる結果、大幅減少になると見込んでいる(図表31)。

4. 日銀が掲げる物価目標の実現可能性

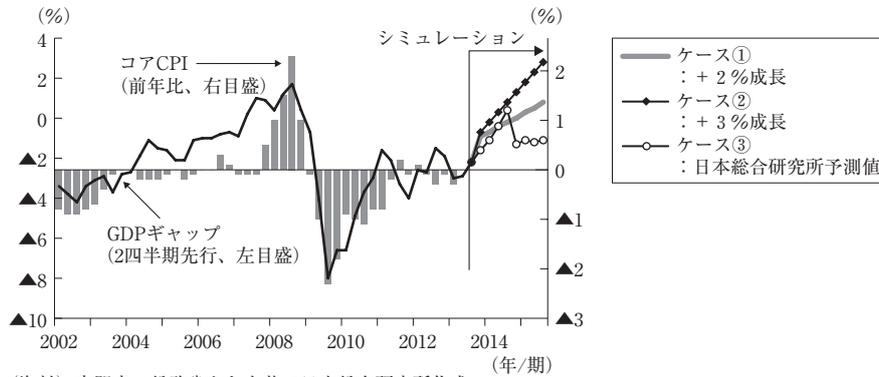
アベノミクスの始動により日本経済の再生とともに期待されるのが、長引くデフレからの脱却である。第1の矢(大胆な金融緩和)として日銀は、黒田新総裁のもと4月の金融決定会合で量的・質的金融緩和の実施を決定するとともに、「2年程度の期間で+2%の物価上昇率」を物価目標として掲げた。

もっとも、この物価目標については実現困難と判断している。日銀は、二つの経路での物価目標達成を想定している。一つが「金融緩和を通じた成長率の引き上げと、それに伴うGDPギャップの縮小」というルート、もう一つが「金融緩和によるインフレ期待の惹起」というルートである。しかしながら、いずれのルートとも日銀が期待するほどには働かないとみている。

第1のルートである金融緩和を通じた成長率の引き上げについては、民間部門の回復に時間を要することから、そのペースが緩慢になるとみられる。内閣府が公表するGDPギャップを基に、今回の予測を踏まえて先行きをシミュレーションすると、GDPギャップは2013年度末にプラスに浮上するものの、その後は再び需要不足に陥るとみられる(図表32)。過去のGDPギャップとコアCPI前年比の関係を単純に当てはめると、今後の物価上昇圧力はせいぜい+0%台後半~+1%程度にとどまる公算が大きい。ちなみに、日銀が掲げる+2%の物価上昇率を達成するには、2015年度初めにかけて年率+3%の高成長が続き、その後も潜在成長並みの成長率を維持する必要がある、日銀の物価目標に対するハードルがいかに高いかがうかがえる。

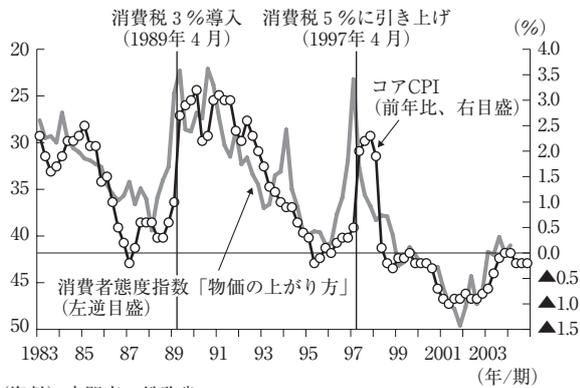
第2のルートであるインフレ期待の惹起による物価押し上げ効果も限定的とみられる。家計のインフレ期待は、実際の物価上昇率に対して高い先行性を有している(図表33)。しかしながら、バブル崩壊

(図表32) GDPギャップと物価 (試算)



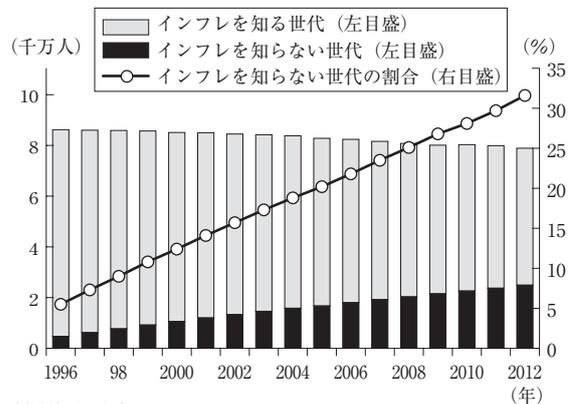
(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成
 (注) 2013年4～6月期以降の潜在成長率は+1%と仮定。

(図表33) 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。

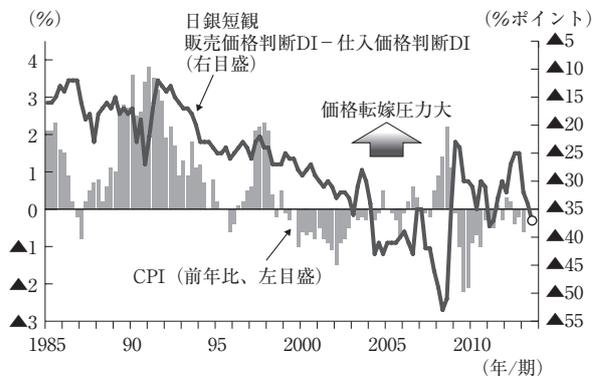
(図表34) 日本人生産年齢人口



(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。

後、長期にわたってデフレが続いた結果、わが国では、モノやサービスの価格が下落し続けることに対して違和感を持たない「インフレを知らない世代」が増加した(図表34)。足許では日本人の生産年齢人口の実に3人に一人が、このインフレを知らない世代にあたり、家計のインフレ期待は容易に起こらないことを示唆している。さらに、企業間では、価格決定の面において、供給側より需要側が力を持つ構造が強まった結果、仕入価格が上昇しても販売価格に転嫁できない状況が続いている。日銀短観における「販売価格判断DI」から「仕入価格判断DI」(いずれのDIも

(図表35) 価格転嫁圧力と物価



(資料) 日本銀行、総務省を基に日本総合研究所作成
 (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。

「上昇」－「下落」で算出)を差し引いた指数を企業における「価格転嫁圧力」とすると、この指数は、バブル崩壊以降、総じて低下しており、価格転嫁圧力が弱まっていることがみとれる(図表35)。ちなみに、7月に発表された直近の短観結果では、円安による輸入コストの高まりなどを受けて、価格判断DIはいずれも上昇したものの、販売価格以上に仕入価格が上昇しており、価格転嫁圧力は一段と低下している。日銀は、GDPギャップと物価上昇率の正の相関を示すフィリップス曲線が、インフレ期待の高まりによって上方にシフトしていくことを想定しているものの、足許の状況を踏まえれば、金融政策だけで物価目標を達成するために必要とされるフィリップス曲線の上方シフトを促すのは、非常に困難と判断される。

以上を踏まえると、物価上昇率は今後景気持ち直しに伴い、前年比プラスが定着するとみられるものの、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ない。

5. 総括

(1) 2013年度は政策に支えられ高成長、「政策の崖」で成長率が落ち込む2014年度が正念場

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アメリカの堅調な経済成長や円安を背景とする輸出環境の改善、などプラス材料が揃う結果、高めの成長が続く見込みである(図表36)。2013年度後半は、こうした景気押し上げ要因のほか、消費税率の引き上げを前にした耐久財消費などの駆け込みも加わり、成長率が加速する見通しである。

(図表36) わが国経済・物価見通し

	2013年				2014年				2015年	(前期比年率、%、%ポイント)		
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2012年度	2013年度	2014年度
	(実績)	(予測)								(実績)	(予測)	
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、%)											
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	0.6	0.7	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	0.6	0.7	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	106	108	108	108	108	108	108	108	113	107	108

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

(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。

一方、2014年度入り後は、消費税率引き上げに伴う駆け込みの反動減と、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し、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である。アメリカ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、景気が腰折れする事態は回避されるとみられるものの、成長ペースは大きく鈍化する見込みである。

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と消費増税前の駆け込みが集中し、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」による落ち込みをカバーすることができず、ほぼゼロ成長となる見込みである。

物価（消費者物価）については、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、日銀の量的・質的金融緩和により、前年比プラスに転じるものの、企業や消費者のデフレマインド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である。2014年度のコアCPIは、+3.1%と高い伸びを見込むものの、これは消費税率引き上げによる押し上げ分（+2.2%ポイント）が大部分を占め、その影響も除くと、上昇率は+0.9%にとどまる見通しである。

ちなみに、政府による消費税率の引き上げの判断が迫るなか、引き上げの是非を巡る議論が一段と活発化している。今回の見通しにおいては、①緩慢ながらも景気回復基調が維持できているとみられること、②財政再建の必要性、③企業のいわゆる「三つの過剰（設備、雇用、債務）」がほぼ解消していること、④金融システムが安定していること、などを勘案すれば、予定通り実施することが妥当と判断し、2014年4月の引き上げを予測に反映している。

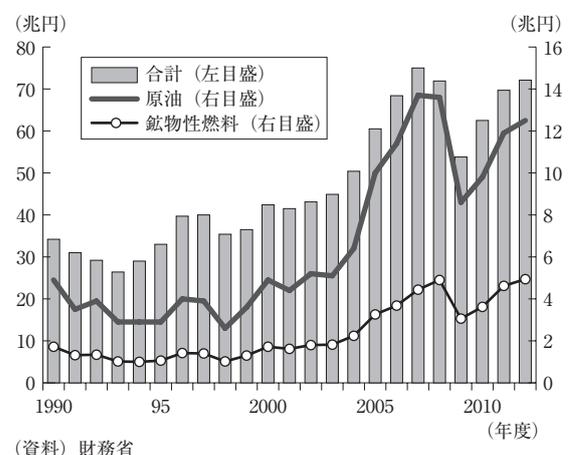
(2) 当面のリスクは日銀の異次元緩和がもたらす副作用

今回の見通しで、わが国は今後2年間、アベノミクスや金融緩和などにより成長率は大きく変動するものの、均してみれば実質+1%強の成長ペースが続くとみている。もっとも、過去に前例がない規模の金融緩和は、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となる可能性があり、わが国景気における当面のリスク要因となりうる。

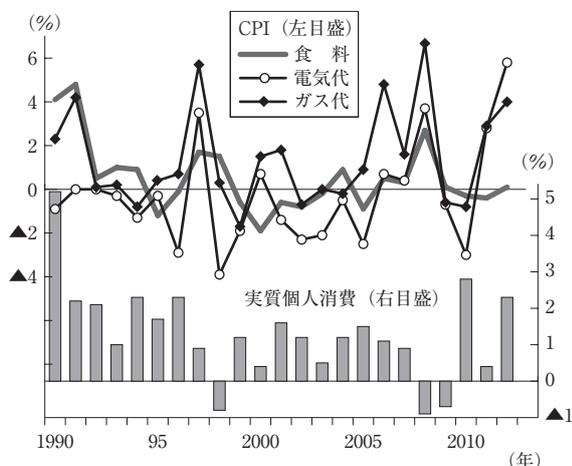
以下では、想定されるリスクとして2点を挙げる。

第1に、「物価や賃金が伸びないなかでの円安」である。金融緩和によりもたらされた円安は、価格競争力の向上を通じて自動車など輸出産業にとってはプラスとなる一方、同時に輸入価格の上昇ももたらし、素材業種などではコスト増要因となる（図表37）。円安が急速に進んでも価格転嫁が進まなければ、輸出産業と素材業種などの間で「企業収益の二極化」が生じる恐れがある。一方で、企業努力で吸収しきれない部分を値上げとして転嫁することで、いわゆる「コストプッシュ

(図表37) 通関輸入額

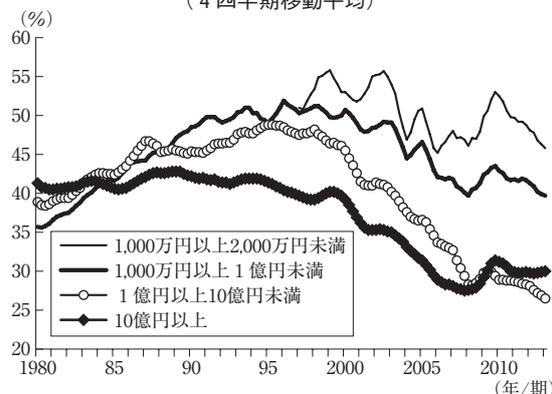


(図表38) エネルギー、食料品価格と個人消費
(前年比)



(資料) 内閣府、総務省
(注) 実質個人消費は1994年までが2000年基準。1995年以降は2005年基準。

(図表39) 資本金別企業の借入依存度
(4 四半期移動平均)



(資料) 財務省
(注1) 借入依存度 = (短期借入金 + 長期借入金 + 社債) / 総資産
(注2) 1,000万円以上2,000万円未満は、1996年4～6月期より公表。
(注3) 金融、保険業を除く。

型」の物価高につながれば、賃金が伸び悩むなか、家計の購買力低下を通じて個人消費が冷え込む可能性が大きくなる。ちなみに、これまでも、多くを輸入に依存し、為替の変動が価格に影響を与えやすいエネルギー関連財や食料品の物価が大きく上昇した局面では、個人消費が減少または鈍化する傾向がみられる(図表38)。

第2に、「長期金利の急上昇」である。デフレ脱却への期待から、金融機関や投資家が安全資産とされる国債からリスク資産への選好を強めれば、長期金利の上昇圧力は高まることとなる。わが国経済が再生道半ばの状況下で、長期

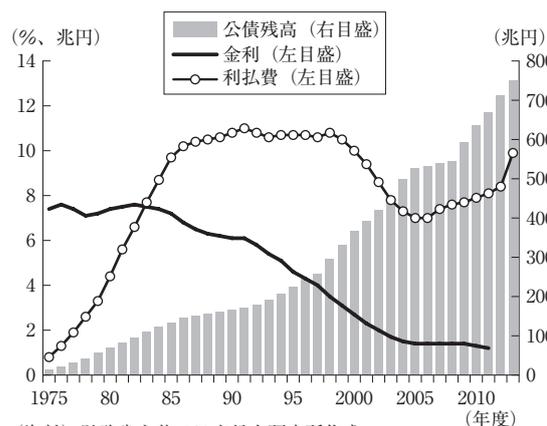
金利が急激に上昇すれば、国債保有残高の多い金融機関に含み損が生じるほか、借入依存度の高い中小企業を中心に収益が圧迫される恐れがある(図表39)。さらに、財政面においては、莫大な公債残高を抱えるなか、利払費が漸増することにもつながる(図表40)。

金融緩和の副作用により想定されるこれらのリスクが、わが国景気を脅かしかねないほど高まるのであれば、日銀は「2年で+2%」の物価安定目標に関して、柔軟な対応をとることも必要であるといえよう。

(3) 短期的、中長期的な政策を動員して景気の自律回復を

アベノミクスが始動してから半年が経過するなか、第1の矢と第2の矢は、当面わが国の成長率を押し上げるだろう。その一方で、民間需要を中心とする景気の「自律回復力」は、①企業マインドの慎重

(図表40) 公債残高と利払費、金利



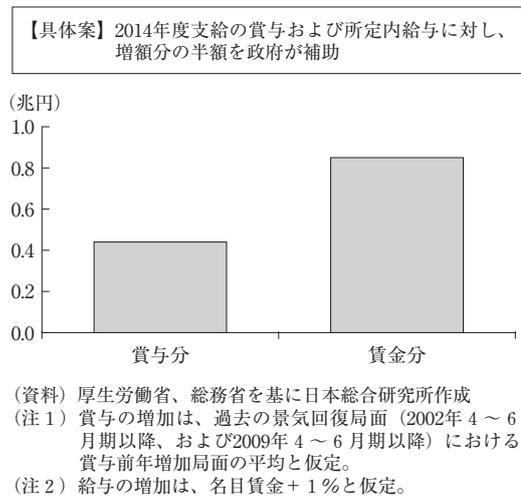
(資料) 財務省を基に日本総合研究所作成
(注) 利払費は、2011年度までは決算、2012年度は補正予算案、2013年度は政府案。公債残高は2012年度末は補正後予算案に基づく見込み、2013年度末は政府案に基づく見込み。

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付きにくいこと、などを背景に脆弱さが残る。自律回復を促すにはこうした点を解消するための政策を打ち出していく必要がある。

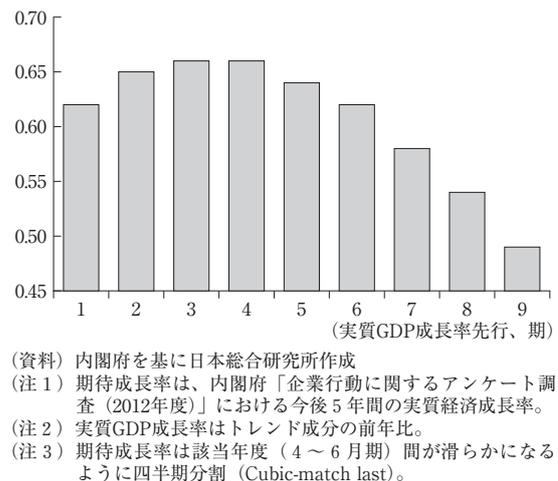
政府は現在、設備廃棄による欠損金還付や即時償却などを柱とする法人減税を検討している模様である。国内の設備年齢が上昇するなか、これら法人向け減税政策は、更新投資の一部顕在化に寄与することが期待される。一方、家計に目を向けると、円安による物価上昇圧力や消費税率引き上げに伴う購買力の低下が短期的な懸念材料とされ、2014年度入り後に直面する政策の「崖」の大部分を占める家計部門の落ち込みをどうカバーするかがポイントとなってくる。これに対する当面の対策として、例えば、政策の崖にあたる2014年度に支給される賞与および所定内給与に対して、増額分のうち一定の割合を政府が補助するなど賃金増への支援を行うことも一案であろう。ちなみに、政府の補助を増額分のうちの半分とした場合、財政負担はおよそ1.2兆円と試算される（図表41、消費税率の3%ポイント引き上げによる税収増は約8.1兆円）。

さらに、中長期的にわが国景気の回復を確実なものとするには、副作用の懸念もある第1、第2の矢は徐々にフェードアウトするとともに、第3の矢（民間投資を喚起する成長戦略）によって、企業マインドを持続的に活性化させることが必要である。その際に、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となる。実質GDP成長率と企業の期待成長率の時差相関によれば、期待成長率は、実際の経済成長を織り込みつつ、約1年程度の時間をかけて醸成される傾向があり、それを踏まえれば、企業に「持続的な成長」を確信させることが何よりも重要である（図表42）。そのため、投資減税や法人税率の引き下げなど税制改革にとどまらず、規制改革とも組み合わせることで期待成長率を高めていく必要がある。さらには、生産性の向上に見合った賃金引き上げへの道筋をつけるために、例えば政労使三者による合意形成を図るといった措置も求められる。

（図表41）所得拡大支援政策に伴う政府負担（試算）



（図表42）実質GDP成長率と期待成長率の時差相関



副主任研究員 下田 裕介
 (2013. 7. 11)