

日本経済情報

2014 年 1 月号

Summary

【内 容】

1. 2013 年の世界経済概観

2. 海外経済の現状と見通し

米国経済

欧州経済

中国経済

ASEAN 経済

3. 日本経済の現状と見通し

回復傾向が持続

2013 年度末にかけて駆け込み需要が景気を押し上げ

円高修正も輸出の増勢強まらず

日本経済復活の力ギを握る企業行動

消費増税後も回復基調を維持しデフレ脱却へ

【世界経済と日本経済の見通し】

2013 年の世界経済は、米国や日本の景気が回復し欧州経済もひとまず下げ止まる一方で新興国経済が総じて伸び悩んだため、先進国の存在感が強まった。

2014 年の世界経済も、先進国が主役となろう。そのなかでも先導役として期待される米国経済は、財政面からの下押し圧力が低下し、引き続き民間部門主導で順調に回復しよう。しかしながら、欧州経済は輸出の持ち直しによりマイナス成長からは脱するものの、政府債務問題の解決は道半ばであり停滞感の残る状況が続く。

新興国経済は、中国とインドの 2 大国が調整を終えて循環的には持ち直すものの、ともに経済構造改革という大きな課題を抱え成長ペースは高まりにくい。ASEAN 経済も、主要国の多くが成長を抑制する課題を抱えているため、回復には向かうが成長率は若干高まる程度にとどまろう。そのため、2014 年の世界経済は、全体として見れば成長ペースは高まるが、各国の優勝劣敗が一段と明確となると予想する。

そうした中で、日本経済は、4 月の消費増税までは駆け込み需要により景気がさらに加速するが、増税後はその反動により一時的な停滞が不可避である。ただし、昨年 12 月に打ち出された景気対策の効果だけでなく、海外景気の持ち直しや円安傾向の持続を背景とする輸出の増加が景気を下支えし、景気の底割れは回避されよう。

その後の景気の回復力を左右するのは、設備投資や賃上げに対する企業の姿勢である。設備投資の拡大は、直接的に景気を押し上げるだけでなく輸出の拡大にもつながる。円高修正にもかかわらず数量ベースの輸出回復が遅れている背景には、輸出産業の国内における投資抑制が影響しているためである。また、賃上げがベースアップにまで広がれば、家計の期待所得は大幅に押し上げられ、個人消費の反発力を高めよう。

景気回復や円高修正を受けて企業の姿勢は徐々に変化しつつある。実質 GDP 成長率は、消費増税後の景気停滞により 2014 年度は前年比 0.5% へ低下するが、2015 年度にかけて潜在成長率とみられる 1%程度まで高まり、デフレ脱却が確認されると予想する。

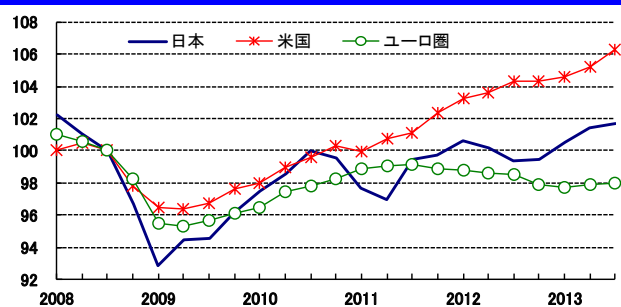
伊藤忠経済研究所
所長
三輪裕範
(03-3497-3675)
miwa-y
@itochu.co.jp
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

1. 2013 年の世界経済概観

先進国が再び世界経済の主役に

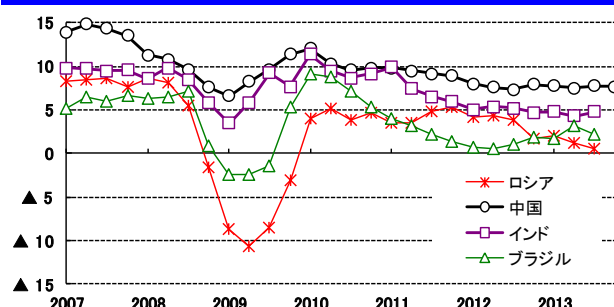
今年の世界経済を展望するにあたり、まず、2013 年の世界経済を簡単に振り返ると、一言で言えば先進国が再び世界経済の主役になった年であった。なかでも米国経済は、住宅バブルの崩壊から立ち直るなど循環的な回復を見せただけでなく、シェール革命による経済構造の体質改善も加わって徐々に力強さを増し、世界経済の回復を先導した。欧州経済も、ユーロ圏の成長率が 4～6 月期に前期比で約 2 年ぶりのプラスに転じ、ようやく下げ止まった。ただし、2 年に渡る景気後退の原因となった政府の債務問題は未だ解消に至っていない。日本経済は、アベノミクスと総称される積極的な景気刺激策により、15 年続いたデフレからの脱却が視野に入るほど急回復した。

日欧米の実質GDPの推移(2008年Q3=100)



(出所)CEIC DATA

主要新興国の実質GDP(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

このように、米国や日本を中心に、先進国経済には明るさが見られたが、その一方で、リーマン・ショック後の世界経済を支えてきた新興国経済は、勢いが弱まった。その代表格である中国経済は、景気減速の主因であった在庫調整がようやく終了したものの、政府が目指す内需主導の安定した経済成長を実現するために乗り越えるべきハードルは多く、未だ回復感のない状況が続いている。その他の BRICs 諸国についても、インドは、過熱気味だった景気の引き締めを早目に行った結果、成長率の低下とともに物価も落ち着きつつあるが、ブラジルは依然としてインフレ抑制のため低空飛行を強いられており、ロシアは欧州経済低迷や天然ガス価格下落の影響などから減速が続いている。そのほか、ポストチャイナの有力候補として期待された ASEAN 経済は、マレーシアやフィリピンが堅調な内需拡大により高成長を維持した一方で、インドネシアはインフレと通貨安によって減速、タイも政治の混乱によって回復の目が摘まれるなど、明暗が分かれている。

このような昨年の世界経済の状況は、リーマン・ショック後に見られた先進国経済の低迷と新興国経済の台頭という「デカップリング」に対して、一部では「逆デカップリング」などと呼ばれている。新興国経済の成長が、かつては先進国経済の需要拡大や投資資金に依存する部分が多かったことを踏まえると、今後も先進国経済の回復が続けば新興国にもその恩恵が波及し、世界経済は先進国と新興国が足並みを揃えて回復に向かうという姿が展望できる。しかし、デカップリング論の根底にある先進国経済と新興国経済の連動性低下が事実であれば、引き続き先進国経済だけが回復し新興国経済が伸び悩む「逆デカップリング」が続く可能性もある。それ以前に、先進国経済がこのまま回復を続けられるかどうか、何よりも重要なポイントであろう。いずれにしても、今年も先進国経済が世界経済の主役であり続けることは間違いないようである。

2. 海外経済の現状と見通し

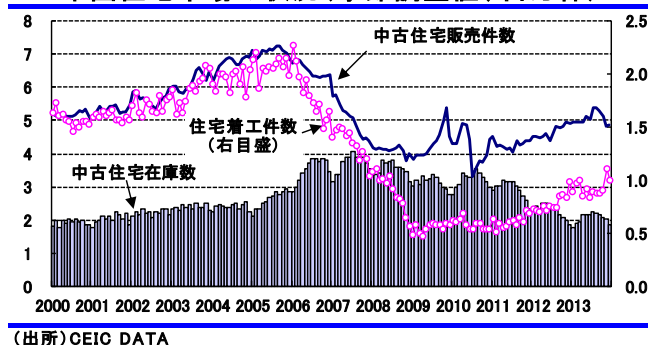
米国経済は民間部門主導で順調に回復

その意味で、先進国経済のうち、米国経済の行方が最大の注目点となるが、米国経済は、現在、民間部門の主導によって順調に回復している。2013 年の実質 GDP 成長率は、1 月 30 日に予定される 10～12 月期分の発表によってひとまず確定するが、当社では 2012 年の 2.8% から大きく減速し、1.9% 程度にとどまったと見込んでいる¹。成長ペースの減速は、政府の歳出削減や増税による影響が大きく、米国の議会予算局（CBO）は、こうした財政面の影響によって成長率が 0.8%Pt 押し下げられたと試算している。つまり、財政の影響を除くと成長率は潜在成長率と同程度の 2% 半ばだったことになり、2013 年の米国経済は、民間部門だけで考えれば本来の成長ペースで拡大していたと言える。

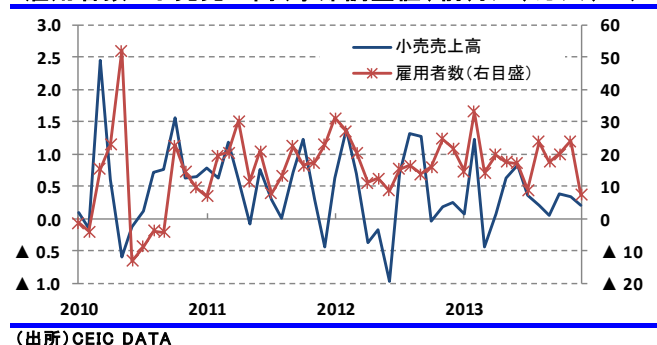
財政問題など政治に関連する景気下押し要因としては、そのほか、昨年 10 月に連邦政府が一時閉鎖されるなど、予算を巡る民主党と共和党の対立が挙げられるが、12 月に今後 2 年間の歳出の方針について両党が合意、1 月 16 日には 2014 会計年度（2013 年 10 月～2014 年 9 月）の歳出法案が上院で可決されるなど、状況は改善している。財政問題が景気の回復を阻害する可能性は、ひとまず低下したと考えて良いだろう。

また、民間部門が好調な第一の原因は、住宅バブル崩壊により生じた諸問題が解消したことである。米国の住宅市場の 9 割以上を占める中古住宅の販売件数は、2011 年頃から増加傾向が定着、好調な販売を背景に在庫水準が減少、2012 年には住宅価格の上昇傾向が明確になった（下左図）。つまり、住宅バブルの崩壊により大量に積み上がった在庫の調整が終了したわけである。その結果、住宅着工件数の動きに見られる通り住宅建設が急速に増加し景気の回復を後押しした。また、住宅価格の上昇は、ローン返済の進捗や所得の増加も相俟って家計部門の債務負担を低下させており、マインドや資金調達力の改善を通じて個人消費の活発化に貢献した。そのほか、2013 年は雇用者数が月平均 18.2 万人増と、好調の目安とされる 15 万人を上回るペースで拡大したことも（右下図）、個人消費の拡大を後押しした²。

米国住宅市場の状況(季節調整値、百万件)



雇用者数と小売売上高(季節調整値、前月比、万人、%)



2014 年の米国経済は巡航速度を取り戻す

2014 年の米国経済は、財政面からの下押し圧力が低下することで、成長率は民間部門だけでなく全体

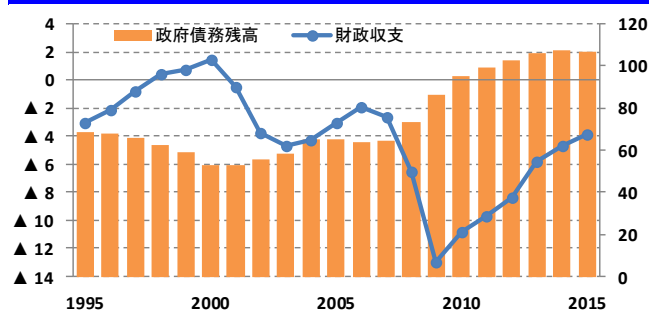
¹ 詳細は、2014 年 1 月 24 日付け「米国経済情報 2014 年 1 月号」参照。

² 12 月の雇用者数は前月比 7.4 万人へ増勢が鈍化した、11 月の反動や天候など一時的な要因が含まれており、堅調な拡大基調を維持している。

でも巡航速度を取り戻すと予想している。

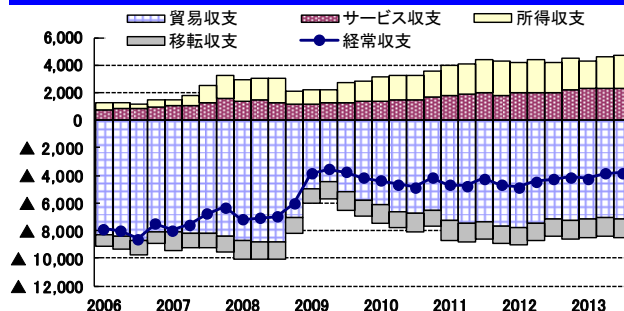
2013 年の米国経済が財政面から大きな下押し圧力を受けた主因は、住宅バブル崩壊やリーマン・ショックへの対応により大幅に拡大した財政赤字である。しかしながら、財政赤字は景気の悪化や景気対策の実施によって 2009 年に GDP の 13% にまで拡大したが、その後の景気持ち直しや歳出削減努力などによって、2013 年には 6% 弱まで縮小したとみられる³（下左図）。6% 程度という水準は、欧州債務問題の中心国であるスペイン（6.8%、欧州委員会見通し）やポルトガル（5.9%）と同水準であり、フランス（4.1%）やイタリア（3.0%）を上回るが、今後は名目成長率が現在の前年比 3% 程度を上回る可能性が高いため税収の順調な増加が期待でき、積極的な歳出削減の必要性は低下している。

財政収支と政府債務残高（GDP 比、%）



（出所）IMF

経常収支の推移（季節調整値、億ドル、GDP 比 %）



（出所）CEIC DATA

また、米国経済の構造問題の象徴とされた「双子の赤字」の、もう一方の赤字である経常赤字は、2006 年には年率で約 8,000 億ドル、GDP 比 6% 程度まで拡大したが（上右図）、シェール革命によってエネルギーの輸入が減少したことを主因に、2013 年は 4,000 億ドル程度、GDP 比で 2% 台へ縮小した。経常収支の改善はドル相場の安定につながるため、ドル安による輸入品を通じたインフレ圧力が低下することで、過去の景気拡大局面に比べて金利を低い水準にとどめ、景気拡大をサポートすることになると考えられる。また、それ以前に、シェール革命によるエネルギーコストの低下は米国の産業競争力を高める要因ともなる。

このように、米国経済は、住宅市場や雇用といった循環的な面でも、「双子の赤字」のような構造的な面でも改善傾向にあるため、今後も民間部門の好調が続く可能性が高い。景気拡大の阻害要因としては、金融政策が出口戦略へ軸足を移すことによる長期金利の上昇が挙げられるが、FRB の慎重な政策運営によって悪影響は限定的なものとなろう。財政面からの下押し圧力が低下することもあり、2014 年の米国経済は 2% 台半ばの成長ペースを十分に維持できると予想する。

欧州経済は政府債務の重石残り低迷続く

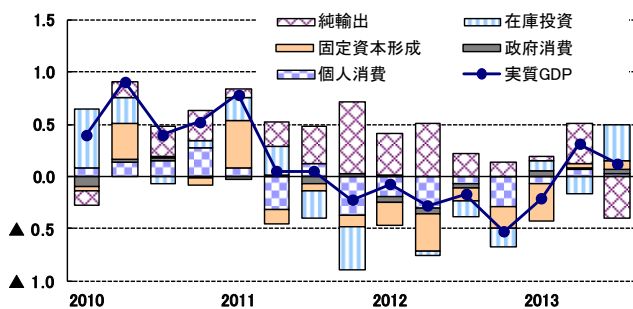
好調な米国経済とは対照的に、欧州経済は、下げ止まったものの冴えない状況が続いている。冒頭で触れた通り 2013 年 4～6 月期にマイナス成長から脱したが、翌 7～9 月期は、ほぼ横ばいへ減速した。マイナス成長から脱した原動力は輸出の持ち直しであるが、内需は 12% という極めて高い失業率が続いていることから個人消費の回復力が弱く、設備投資も稼働率が未だ低いため回復を期待できる状況にはない。さらに、7～9 月期は輸出の勢いが弱まり在庫が積み上がっているため、10～12 月期も横ばい程度にとどまる見込みである。このように、欧州経済は最悪を脱したとまでは言えず、未だ底ば

³ IMF の見通し（2013 年 10 月）による。

い状態が続いている。

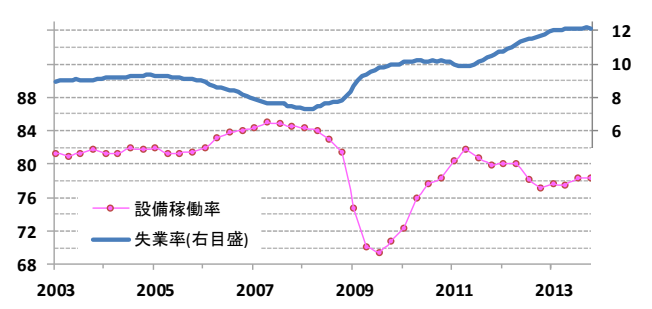
そもそも、景気低迷の主因である政府の債務問題は、アイルランドやポルトガル政府が国債発行による市場からの資金調達を再開し、スペインが金融支援から卒業するなど状況が改善してはいるが、その一方でギリシャは追加の金融支援が必要な状態にあるなど、未だ道半ばの状況にある。また、政府債務問題が金融市場の混乱にまで発展した背景には、金融行政が統一されていないという構造的な欠陥もあったことから、「銀行同盟」という金融行政の統合が進められているが、実現には数年単位の間が必要となるため、その進捗状況などを巡って、今後も金融市場が不安定になる可能性が高い。

ユーロ圏の実質GDPの推移(前期比、%)



(出所)CEIC DATA

失業率と設備稼働率(季節調整値、%)



(出所)CEIC DATA

2014年の欧州経済はマイナス成長から脱するも停滞感残る

さらに、2014年も財政面からの下押し圧力が引き続き残ることも、欧州経済の回復力を削ぐ。欧州委員会は、ユーロ圏全体の財政収支について、2012年のGDP比3.7%の赤字から、2013年は3.1%へ0.6%Pt赤字が縮小したと試算しているが、2014年については更に0.6%Pt低下すると見込んでいる。これは、ユーロ圏経済に対して、2014年も2013年と同程度、つまりGDPの0.6%に相当する大きな下押し圧力が、財政の健全化によってもたらされることを意味している。

このため2014年も内需の回復を期待することは難しいが、輸出が景気回復の先導役となることも期待薄である。輸出にとって、米国など海外の景気回復が見込まれることは追い風にはなるものの、現在の1ユーロ=1.36ドル程度の為替相場は、輸出の拡大を促す水準ではない。中央銀行であるECBは、デフレーション傾向にあるユーロ圏経済を刺激するため追加の金融緩和を実施する可能性が高く、その結果、ユーロ高がある程度是正されるとみられるが、ユーロ相場の変動が輸出の増加につながるまでに一般的には半年程度かかる。そのため、仮に今後速やかに利下げが行われたとしても、輸出が再び拡大基調を強めるのは早くても2014年半ば以降となろう。輸出の回復が遅れるため、2014年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比0.5%と、3年ぶりプラス成長ではあるが小幅なプラスにとどまると予想する。

なお、銀行同盟を進める前段階として、ECBは金融機関の不良債権の状況を把握するために資産査定を実施する予定であり、その結果次第では金融システム不安が再燃し、欧州経済に対する懸念が再び強まる可能性があることには十分注意しておく必要がある。

ユーロ圏主要国の財政収支(GDP比、%)

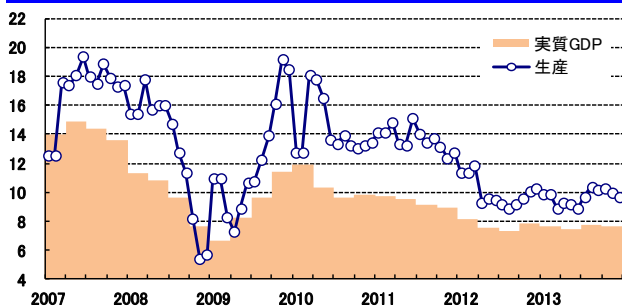
	2012年	2013年	2014年
ユーロ圏全体	▲ 3.7	▲ 3.1	▲ 2.5
ドイツ	0.1	0.0	0.1
フランス	▲ 4.8	▲ 4.1	▲ 3.8
イタリア	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 2.7
スペイン	▲ 10.6	▲ 6.8	▲ 5.9
ギリシャ	▲ 9.0	▲ 13.5	▲ 2.0
ポルトガル	▲ 6.4	▲ 5.9	▲ 4.0
アイルランド	▲ 8.2	▲ 7.4	▲ 5.0

(出所)欧州委員会

中国経済は緩やかな持ち直し傾向

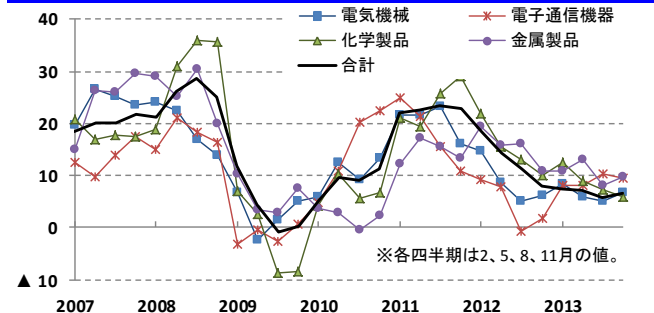
新興国の筆頭格である中国経済は、2010 年以降、実質 GDP 成長率が低下傾向にあったが、2013 年 7～9 月期には前年同期比 7.8%と 4～6 月期の 7.5%から伸びが高まった。その後、工業生産の伸びが年末にかけて鈍化し、10～12 月期の実質 GDP 成長率が 7.7%へ再び低下するなど、勢いを欠く状況にはあるものの、在庫の伸びが前年同月比 6%程度で落ち着き在庫調整の終了を示唆しているため、景気は持ち直しに向かっていると判断できる⁴。なお、2013 年通年の実質 GDP 成長率は、2012 年と同じ前年比 7.7%となった。成長率の 8%割れは 2 年連続であり、政府が「保八」と呼ばれた 8%成長死守の姿勢を放棄したことが明確となった。

実質GDPと工業生産の推移(前年比、%)



(出所)CEIC DATA

在庫の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

2014 年の中国経済は 7%台後半の成長が続く

2014 年の経済政策における数値目標は、3 月の全人代において正式に決定されるが、12 月に開催された中央経済工作会议での議論などから判断すると、実質 GDP 成長率の前年比 7.5%や消費者物価上昇率の前年比 3.5%程度は据え置かれる可能性が高い。ただし、政府が目指した内需主導の成長は、依然として固定資産投資に大きく依存しており、2013 年の個人消費は目標未達⁵に終わったため、より個人消費の拡大を意識した政策運営となろう。また、目標を超過したマネーサプライが過剰投資や住宅価格高騰をもたらしたという反省から、「シャドーバンキング」と呼ばれる通常の金融機関を介さないルートを含め、過剰な資金供給の管理を強化するとみられる。

こうした政府の方針も踏まえて 2014 年の中国経済を展望すると、景気の持ち直しに貢献した輸出は、今後も米国や ASEAN の景気拡大を背景に増勢を維持するとみられる。また、個人消費は、インフレの安定と賃金の上昇により堅調な拡大を続けよう。経済改革の具体策に盛り込まれた都市化の進展や社会保障制度の充実などが進めば、さらに個人消費拡大の追い風となろう。その一方で、固定資産投資は、政府の投資抑制スタンスに加え、製造業では対内直接投資の減少や過剰供給力の是正が、不動産分野では資金調達環境の悪化が、それぞれ増勢を弱める要因になる。その結果、実質 GDP 成長率は 2014 年も 2013 年後半に続いて前年比 7%台後半、現在の中国経済にとっては巡航速度と考えられるペースを維持すると予想する。

ASEAN 経済は斑模様ながら改善方向

ASEAN 最大の人口規模を誇るインドネシア経済は、実質 GDP 成長率の低下傾向が続くなど、景気

⁴ 中国経済の現状については、2014 年 1 月 22 日付け Economic Monitor「中国経済：巡航速度の安定した成長を維持（10～12 月期 GDP）」参照。

⁵ 個人消費の代表的指標である小売総額は、2013 年の目標である前年比 14.5%に対して実績は 13.1%にとどまった。

は減速している。その主因は根強いインフレ圧力であり、景気減速にもかかわらず消費者物価上昇率は2013年1月の前年同月比4.6%から12月には8.4%まで高まった。7月に政府の補助金削減により燃料価格が大幅に上昇⁶した影響が大きいものの、旺盛な国内需要を背景とする貿易赤字拡大に起因する通貨ルピアの下落も物価を押し上げた。政府・中銀は、2013年半ば頃から景気引き締めによってインフレ抑制と輸入減を通じた貿易収支改善に努める方針を明確にし、政策金利を6月以降、述べ5回、累計1.75%Pt（5.75%→7.50%）引き上げたが、未だ貿易収支は十分に改善しておらず、ルピア相場は2013年の1年間で米ドルに対して約26%下落し、2014年に入っても安値圏で推移している。そのため、政府・中銀は、景気の引き締め方針の維持を余儀なくされており、今後も当面は景気の減速が続く可能性が高い。ただ、4月に総選挙、7月に大統領選挙が行われるため、過去の経験則からは徐々に景気配慮型の政策へ移行し、年央には景気が一旦底入れすることになるだろう。

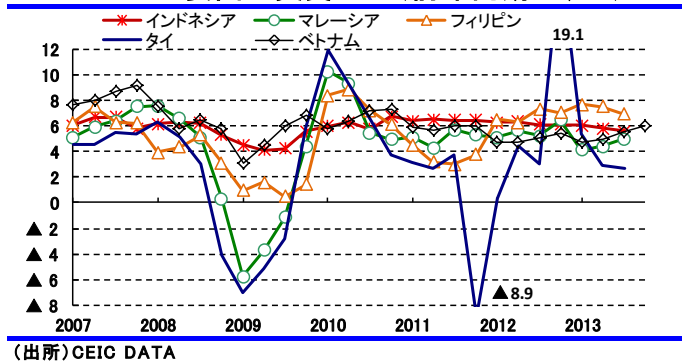
2013年のタイ経済は、2011年秋に発生した洪水被害の復旧・復興需要が一巡したところに、年初からのバツ高進行により輸出が落ち込んだため、1～3月期は前期比でマイナス成長、4～6月期も横ばいと景気は減速した。しかし、米国で量的金融緩和が縮小されるといふ見方から5月以降にバツ高が修正されたため輸出が持ち直し、秋頃には景気が底入れから持ち直しの兆しを見せ、2014年にかけて回復に向かうという

期待感が高まった。ところが、12月に激化した反政府デモにより企業や消費者のマインドが悪化、観光客の減少が懸念されるなど、回復の芽は摘み取られた。インラック暫定政権は2月2日に総選挙を行うことで事態を終息させる方針であるが、野党は選挙の延期や無効化を画策しているほか、反政府デモが選挙をきっかけに収まるかどうか不透明なため、今後の政治情勢は極めて見通し難い。景気回復は政治情勢が安定を取り戻すことが条件となるが、その時期は早くても今年半ば以降となるだろう。

一方、マレーシア経済は、輸出が伸び悩む中で内需の堅調な拡大が続き、1～3月期に前年比4.1%へ低下した実質GDP成長率が7～9月期には5.0%まで持ち直すなど好調に推移した。さらに、年半ば以降は輸出に回復の動きも見られた。ただ、ガソリンなどへの補助金削減や、たばこに対する物品税引き上げなどから物価が上昇傾向にあり消費者のマインド悪化が懸念されるほか、住宅価格の前年比二桁上昇が続くなど資産バブル発生リスクが高まっているため、今後は金融引き締めなどにより景気拡大ペースが抑制される可能性があるだろう。

フィリピン経済も好調である。安定した物価や海外からの投資拡大を背景に内需が好調なほか、電子機器や農産物を中心に輸出が急回復したため、実質GDP成長率は2012年7～9月期から2013年7～9月期まで5四半期連続で7%台を記録、ASEAN主要国の中で最も高い成長を続けている。2013年10～12月期から2014年初めにかけては、11月の台風被害の影響によって景気もたつく可能性があるが、海外景気の持ち直しを受けて輸出の更なる拡大が期待できるほか、今後本格化が見込まれ

ASEAN主要国の実質GDP（前年同期比、%）



⁶ 政府は一部の石油燃料に対して補助金を支給し価格の上昇を抑えているが、財政悪化を理由に、その対象であるガソリン価格を44%、軽油価格を22%引き上げた。

る台風被害の復興需要もあり、2014 年後半には再び高成長を取り戻すと予想される。

ベトナム経済は、通貨ドンの切り下げ圧力を高める要因であった貿易収支が改善、インフレ率も前年同月比 6%程度で比較的落ち着いた動きを見せるなど好転しつつある。実質 GDP 成長率も、1～3 月期の前年同期比 4.8%から 10～12 月期には 6.0%まで伸びが高まり⁷、通年でも 2012 年の前年比 5.25%から 2013 年は 5.42%へ若干ながら加速した。しかしながら、国営企業が作った莫大な不良債権の処理に手を付けたばかりであり、処理の過程で生じる景気下押し圧力を考慮すると、まだ景気の回復に弾みがつくような状況とは言えない。2014 年のベトナム経済は、輸出の拡大を牽引役に改善の方向に向かうものの、循環的な景気回復の動きを不良債権処理に伴う悪影響が減殺し、その足取りは緩慢なものにとどまろう。

このように、2014 年の ASEAN 経済は、主要国の多くが成長を抑制する課題を抱えているため、回復方向にはあるものの、実質 GDP 成長率は 2013 年より多少高まる程度にとどまると予想する。

2014 年の世界経済は各国の優勝劣敗が明確に

日本経済についての詳細は後述するが、2014 年 4 月の消費税率引き上げ前は、駆け込み需要が加わって景気は一段と加速、引き上げ後は反動落ちと増税による負担増によって停滞が避けられない。ただし、12 月に打ち出された経済対策などにより下支えされ景気は回復基調を維持する。そのため、2014 年度の実質 GDP 成長率はゼロ%台へ落ち込むが、2015 年度には再び成長率が高まると予想する。

つまり、2014 年の世界経済は、先進国においては、日本経済は回復が一服、欧州経済は低迷から抜け出せず、米国経済の強さが際立つこととなろう。そのため、為替市場では米ドルが大多数の通貨に対して上昇、一部の新興国から米国への資金還流も見込まれる。新興国においては、中国とインドの 2 大国が調整を終えて循環的には持ち直すものの、中国は昨年の三中全会において決定された経済構造改革がどの程度進むのか、インドにおいては 5 月に予定されている総選挙後の政権が経済構造改革を進めるのかが、それぞれ今後の成長力を左右することになろう。ただし、いずれも成果が出るまでに時間を要するため、2014 年に成長ペースが大きく高まることはない。そのほか、ASEAN やブラジル、ロシアなどの主要新興国についても、米国における金融緩和縮小や不安定な欧州経済の影響に温度差があり、各国の方向性はまちまちである。

世界経済成長率は、2013 年の前年比 2.9%から 2014 年は 3.7%に高まる見込みである。しかしながら、一部の新興国経済が持ち直し先進国経済の牽引力が弱まることから「逆デカップリング」の状態は終焉を迎える。かといって、新興国全体に回復の動きが広がるわけでもなく、2014 年の世界経済は、全

世界経済の予想(暦年、%)

	実績				予想		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
世界	▲0.7	5.1	3.9	3.2	2.9	3.7	3.8
米国	▲2.8	2.5	1.8	2.8	1.9	2.7	2.5
ユーロ圏	▲4.4	2.0	1.6	▲0.7	▲0.5	0.5	1.0
日本	▲5.5	4.7	▲0.5	1.4	1.7	1.5	1.1
(年度)	(▲2.0)	(3.4)	(0.3)	(0.7)	(2.6)	(0.5)	(1.3)
中国	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.8	7.6
ASEAN5	1.9	6.9	4.6	6.2	5.1	5.4	5.8

(出所) 各国政府、IMF(予測は当社による)

⁷ ベトナムの実質 GDP 成長率は、例年、年末にかけて高まる「クセ」があるが、前年同期比 6.0%という伸びは 2011 年 10～12 月期以来であり、改善しつつあると評価できる。

体として回復方向に向かうものの、これまで先送りしてきた構造調整や構造改革の進展度合いのほか、経済政策の方向性や運営力などによって各国の優勝劣敗が一段と明確になる、混沌とした状況になるのではないかと予想する。

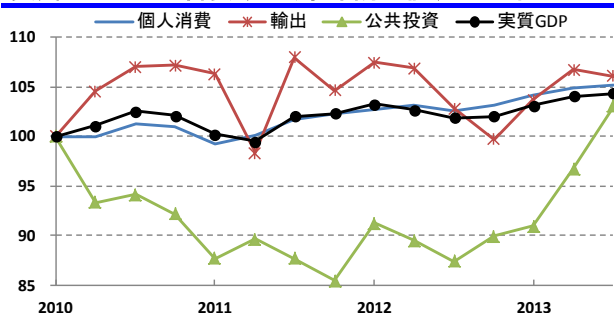
3. 日本経済の現状と見通し

回復傾向が持続

日本経済の現状は、2013 年夏場の減速から年末にかけて再び加速しており、回復傾向が続いている。実質 GDP 成長率は、2013 年 1～3 月期に前期比年率 4.5%、4～6 月期も 3.6%と高成長が続いたあと、7～9 月期は輸出と個人消費の拡大が一服したことから 1.1%まで減速した。しかしながら、鉱工業生産指数が 7～9 月期の前期比 1.7%から 10～12 月期は 2%を超える見通し⁸であり、実質 GDP 成長率も 10～12 月期に再加速した可能性が高い。

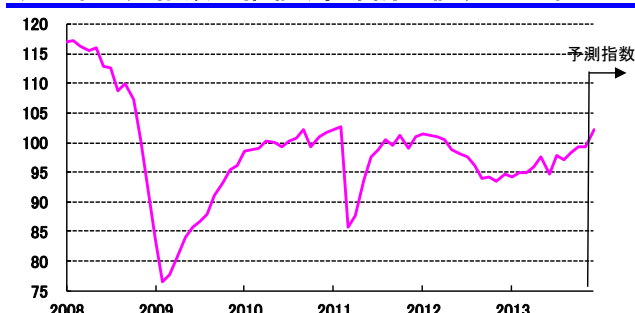
2013 年前半の堅調な景気拡大は、アベノミクス第一の矢である「大胆な金融緩和」によって、行き過ぎた円高が修正され輸出が持ち直し、さらに輸出企業を中心に業績回復ないしはその期待により株価が上昇、資産効果やマインド改善を通じて個人消費が急回復したことが大きい。さらに、7～9 月期の輸出と個人消費の減速時には、2013 年 2 月に予算化された景気対策、すなわちアベノミクス第二の矢「機動的な財政政策」によって公共投資（公的固定資本形成）が前期比 6.5%も増加し、景気を下支えした。つまり、2013 年の日本経済は、安倍政権の経済政策が奏功し景気が急回復し、その回復基調を維持したと言える。

実質GDPと主な需要動向（季節調整値、2010年Q1=100）



(出所)CEIC DATA

鉱工業生産指数の推移（季節調整値、2010年=100）



(出所)CEIC DATA

2013 年度末にかけて駆け込み需要が景気を押し上げ

今後については、今年 4 月の消費税率引き上げ（5%→8%）に伴う駆け込み需要により、3 月末まで景気が一段と押し上げられる見込みである。前回の消費税率引き上げ時（1997 年 4 月）は、自動車や家電製品などの耐久消費財で 1 年ほど前から、服や靴などの半耐久財でも 2～3 ヶ月前から駆け込み需要が発生した。今回も、乗用車販売台数は当社試算の季節調整値で 2013 年 7 月以降、前月比増加が続いており、12 月には年率 521 万台まで増加、2013 年通年でもエコカー補助金で盛り上がった 2012 年の 457.2 万台とほぼ同水準の 456.2 万台に達し、既に自動車販売は駆け込み需要で盛り上がっている。家電販売についても年末年始商戦における販売好調が伝えられている。

⁸ 12 月の生産予測に基づく、10～12 月期の鉱工業生産指数は前期比 2.6%となる。

また、住宅投資についても、一部に駆け込み需要が発生している。新築住宅の場合、分譲住宅のように事業者が建設し、使用者が完成済物件を購入するケースでは、一般の商品同様、2014年3月末まで旧税率（5%）が適用されるが、注文住宅など使用者自身が施主となるケースでは2013年9月末までに建築請負契約を締結すれば引き渡しは4月以降でも良い。そのため、後者にあたる「持ち家」や「貸家」は、9月にかけて契約件数が増加し、着工戸数は10月から11月にかけてピークを迎えた模様である（次ページ右下図）。一方で、「分譲」の着工戸数も2014年3月末までの売買を目指す動きが5月から9月にかけて見られたが⁹、その後は2013年初め頃の水準に戻っている。このように、着工戸数は既にピークアウトしているが、建設工事は着工後数ヵ月続くことから、景気の押し上げ効果は2014年度中続くことになる。

ただし、消費税率が引き上げられた後の4月以降は、当然ながら、この駆け込み需要の反動落ちを覚悟しておく必要がある。今回の消費増税にあたっては、これまでエコカー補助金やエコポイント制度などにより需要が相当程度先食いされていたことや、政府が税率引き上げ後に住宅ローン減税を大幅に拡大するなど反動落ちの抑制策を打ち出しているため、前回ほど大きく落ち込まないとの見方もあるが、少なくとも既に確認されている駆け込み需要に見合った規模の反動落ちは確実に生じる。個人消費や住宅投資の一時的な停滞ないしは落ち込みが不可避であろう。

新車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



(出所)CEIC DATA

円高修正も輸出の増勢強まらず

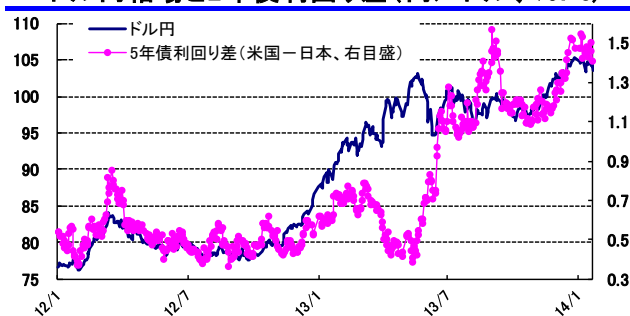
消費増税は、駆け込み需要の反動落ちのみならず、家計の購買力を低下させることでも個人消費や住宅投資を下押しする。こうした状況の中で、景気の下支え役を期待されるのが輸出である。

そして、輸出の先行きに大きな影響を与える要因は、為替相場の動向であろう。ドル円相場は、2012年の1ドル＝80円前後から、日銀による大幅な金融緩和を受けて2013年半ばには100円台まで水準を戻した。急速に円安が進んだ主因は、金融緩和の縮小が視野に入った米国の金利上昇と、大規模な金融緩和を行った日本の金利低下による、日米金利差（米国－日本）の拡大であろう。日米金利差を5年物国債で見ると（次ページ左図）、日米金利差は2013年5月以降、急拡大しており、ドル円相場はこうした動きを先取りする形で2013年初めからドル高円安が進んだ。

また、日本の貿易赤字の拡大が続いていることも、実需面からの円売り圧力となっている。貿易収支は、東日本大震災後の原子力発電停止に伴う化石燃料輸入の増加などから2012年に過去最大となる6.9兆円の赤字となったが、2013年には赤字幅が11.5兆円まで拡大した。

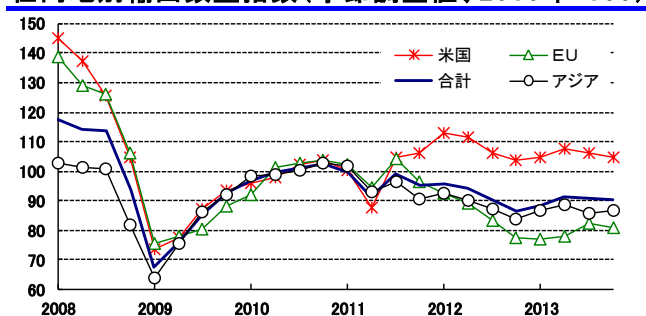
⁹ 木造戸建て住宅の場合、工期は一般的に3～6ヵ月である。

ドル円相場と2年債利回り差(円/ドル、%Pt)



(出所)CEIG DATA

仕向地別輸出数量指数(季節調整値、2010年=100)



(出所)CEIG DATA

今後についても、米国では景気の回復に伴って金利の上昇が見込まれる一方で、日本では、消費増税後の景気停滞を受けて日銀が追加の金融緩和を行うとみられるため、日米金利差はさらに拡大する見込みである。また、貿易収支は、景気の減速によって輸入の増勢が一服し赤字幅が若干縮小するものの、引き続き大幅な赤字となろう。そのため、今後もドル高円安傾向が続く可能性が高い。

ただし、円高が大幅に修正されたにもかかわらず、輸出は数量ベースで明確な増加傾向が見られない。輸出数量指数は、2013年1～3月期に当社試算の季節調整値で前期比2.4%と4四半期ぶりの増加に転じ、4～6月期は2.9%へやや増勢が加速したが、7～9月期は▲0.5%、10～12月も▲0.4%と伸び悩んでいる(右上図)。そもそも、最近の輸出数量指数の水準は、ドル円相場が現在と同じ1ドル＝100円程度であった2008年頃の水準を大きく下回ったままである。その間にリーマン・ショックを挟んでいるとはいえ、米国やアジア諸国の実質GDPの水準は既に当時を上回る水準まで回復している。そうした中で輸出数量の水準が回復していないのは、日本企業が長年にわたって国内の設備投資を抑制し、海外現地生産シフトを進めたことによる影響が大きいと考えられる¹⁰。そのため、輸出が増勢を強めるためには、製造業における設備投資の回復が不可欠だということになる。

日本経済復活のカギを握る企業行動

しかしながら、今のところ設備投資は非製造業における拡大が顕著であり、製造業において持ち直しの域を脱していない。非製造業からの機械受注は2013年に入り増勢を強めており、10～11月には、比較的水準が高かった2005年～2008年を上回るところまで拡大している。その一方で、製造業からの受注は2013年後半以降、持ち直しの動きが見られるものの、リーマン・ショック前の水準には遠く及ばない。そのため、消費増税後の景気回復を確実なものにするためには、製造業の投資スタンスが積極化し、輸出の本格的な回復にもつながることが期待される。

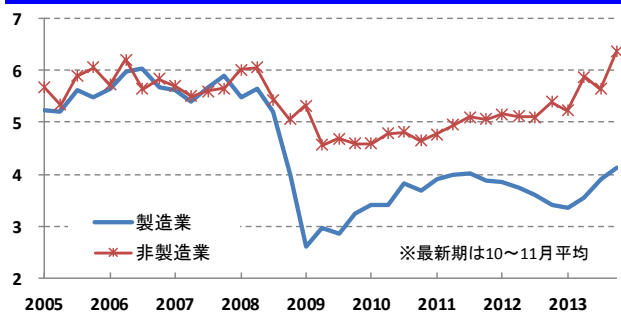
その意味では、アベノミクス第三の矢「成長戦略」が、企業の前向きな姿勢をどの程度引き出せるのかも注目点となろう。規制緩和の実験場と位置付けられる国家戦略特区など具体策が打ち出されているが、従来のものとさほど大きな違いは見られない。経済活性化の起爆剤たる大胆な取り組みが進められることが望まれる。

企業行動という観点では、賃上げの動きも注目される。企業が生み出した付加価値のうち、人件費に向けられる割合を示す労働分配率は、業績の急回復を背景に、2013年7～9月期には前回のボトムで

¹⁰ そのほか、輸出が数量ベースで増加していない背景として、国内需要が堅調なため輸出余力が低下したことや、海外市場企業との競争激化などが指摘されている。詳しくは日本貿易会「2014年度わが国貿易収支、経常収支の見通しについて」などを参照されたい。

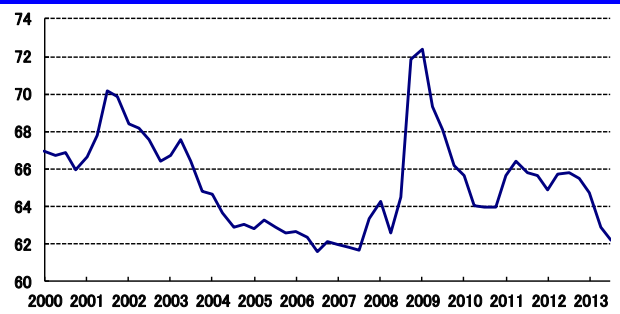
ある 2007 年頃の水準と概ね同じ程度（62.2%）まで低下した。昨冬はボーナスが前年比で増加した模様であり、10～12 月期は若干上昇している可能性はあるが、労働分配率が依然として低水準であることに変わりはない。こうした賃上げ余力が今後の賃金にどの程度反映され、消費増税に伴う負担増をどの程度カバーできるのかが、消費増税後の個人消費の反発力を大きく左右することになる。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)CEIC DATA

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所)CEIC DATA

特に、減少が続いている基本給（所定内給与）が上昇すれば、経済理論上、消費動向に強い影響を与えるとされる「期待所得¹¹」の水準を大きく引き上げるため、今春闘のメインテーマとなりつつあるベースアップの動向が重要となる。このところ、ベースアップを含めた賃上げの実施を明言する企業が増えており、今春闘では消費増税分を完全に埋められないとしても、過去 15 年間続いた賃金の減少に歯止めが掛かる可能性が高まっている。

消費増税後も回復基調を維持しデフレ脱却へ

以上を踏まえて今後の日本経済を展望すると、まず、4月の消費増税後は個人消費の落ち込みが避けられないものの、政府が昨年 12 月に取りまとめた予算規模 5.5 兆円、GDP の 1% 強に相当する「好循環実現のための経済対策」により、相当程度下支えされると見込まれる。さらに、輸出も海外景気の持ち直しと円安傾向の持続により、ある程度の拡大は期待できる。また、賃金の上昇に加え、円安が株価の上昇維持にも貢献するため、資産効果やマインドの改善が期待され、個人消費の大崩れは避けられるとみられる。設備投資も、景気が回復基調を維持する中で、企業の前向きな動きが徐々に始まって、緩やかながらも拡大が続こう。そのため、日本経済は、消費増税後の一時停滞を経て、再び回復基調を取り戻す可能性が高いとみられる。

その結果、実質 GDP 成長率は、2014 年度に一旦

日本経済の推移と予測(年度)

	2011	2012	2013	2014	2015
前年比,%,%Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質GDP	0.3	0.7	2.6	0.5	1.3
国内需要	1.3	1.5	2.6	▲0.2	1.1
民間需要	1.6	1.5	2.1	▲0.7	1.3
個人消費	1.3	1.5	2.6	▲1.6	1.0
住宅投資	3.2	5.3	6.1	▲5.2	3.5
設備投資	4.7	0.7	0.2	3.9	2.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.2	1.5	2.1	1.4	1.2
公共投資	▲3.6	1.3	13.3	0.3	▲3.6
純輸出(寄与度)	(▲0.9)	(▲0.8)	(0.1)	(0.7)	(0.3)
輸出	▲1.6	▲1.2	4.5	5.5	3.7
輸入	5.3	3.8	4.3	1.3	2.3
名目GDP	▲1.4	▲0.2	2.1	2.6	2.5
実質GDP(暦年ベース)	▲0.5	1.4	1.7	1.5	1.1
鉱工業生産	▲1.1	▲2.6	2.7	1.5	2.4
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.8	3.5
経常収支(兆円)	7.6	4.4	4.4	8.6	12.0
経常収支(GDP比,%)	1.6	0.9	0.9	1.7	2.4
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.7	2.9	1.7

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

¹¹ 将来にわたって得ることが期待できる所得の合計。所得が減少する場合と増加する場合では、将来に渡って得られる所得の差が相当に大きくなるため、賃金の減少期待が増加期待に変わるだけで期待所得は大幅に増加する。

前年比 0.5%まで落ち込むものの、2015 年度には潜在成長率である 1%程度へ回復すると予想している。景気の拡大基調が維持されるため、既に前年比プラス圏で推移している消費者物価は、増税後の景気停滞によって一旦は上昇率が低下するものの、夏場以降、2014 年末にかけて再び上昇傾向が定着し、2014 年度中にもデフレ脱却が確認されよう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。