

2013年3月19日 全13頁

日本経済見通し：「アベノミクス」の効果もあり、景気回復局面へ

「欧州ソブリン危機」再燃などのリスク要因に要注意

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- **経済見通しを修正**：2012年10-12月期GDP二次速報を受け、2012-14年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+1.0%（前回：同+0.9%）、2013年度が同+2.7%（同：同+2.7%）、2014年度が同+0.4%（同：同+0.4%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第176回 日本経済予測（改訂版）」（2013年3月8日）参照）。
- **日本経済のメインシナリオ**：日本経済は2012年3月をピークに景気後退局面に入ったものの、2012年11月をボトムに景気は底入れしたとみられる。今後に関しても、日本経済は、①米国・中国経済の持ち直し、②復興需要の継続や大型補正予算の編成、③日銀の「インフレ目標」導入を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。上記③に関連して、当社は、現状の為替市場は過度な円高を修正する局面にあると捉えている。また、実体経済との比較からは、現状の株価が依然として過小評価された水準にある可能性が示唆される。
- **日本経済のリスク要因**：今後の日本経済のリスク要因としては、①イタリア・スペインの政局不安などをきっかけとする「欧州ソブリン危機」の再燃、②日中関係の悪化、③米国の財政問題、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の4点に留意が必要である。

1. 経済見通しを修正

経済見通しを修正

2012年10-12月期GDP二次速報を受け、2012-14年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+1.0%（前回：同+0.9%）、2013年度が同+2.7%（同：同2.7%）、2014年度が同+0.4%（同：同+0.4%）である（→詳細は、熊谷亮丸他「第176回 日本経済予測（改訂版）」（2013年3月8日）参照）。

2012年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+0.2%

2012年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+0.2%（前期比+0.0%）と、一次速報（前期比年率▲0.4%、前期比▲0.1%）から上方修正された。今回の結果は、ほぼ市場コンセンサス（前期比年率+0.2%、前期比+0.1%）通りの結果であり、特段のサプライズはなかった。実質GDP成長率（前期比ベース）への寄与度を内外需別に見ると、内需寄与度が+0.2%pt（一次速報：同+0.1%pt）と、2四半期ぶりのプラス寄与となる一方で、外需寄与度は▲0.2%pt（一次速報：同▲0.2%pt）と3四半期連続のマイナス寄与となっており、外需の低迷が景気を下押しするという構図に変化はない。

日本経済のメインシナリオ

日本経済は2012年3月をピークに景気後退局面に入ったものの、2012年11月をボトムに景気は底入れしたとみられる。今後に関しても、日本経済は、①米国・中国経済の持ち直し、②復興需要の継続や大型補正予算の編成、③日銀の「インフレ目標」導入を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。上記③に関連して、当社は、現状の為替市場は過度な円高を修正する局面にあると捉えている。また、実体経済との比較からは、現状の株価が依然として過小評価された水準にある可能性が示唆される。

今回のレポートでは、日本経済のメインシナリオを中心に考察していきたい。

日本経済のリスク要因

今後の日本経済のリスク要因としては、①イタリア・スペインの政局不安などをきっかけとする「欧州ソブリン危機」の再燃、②日中関係の悪化、③米国の財政問題、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の4点に留意が必要である。

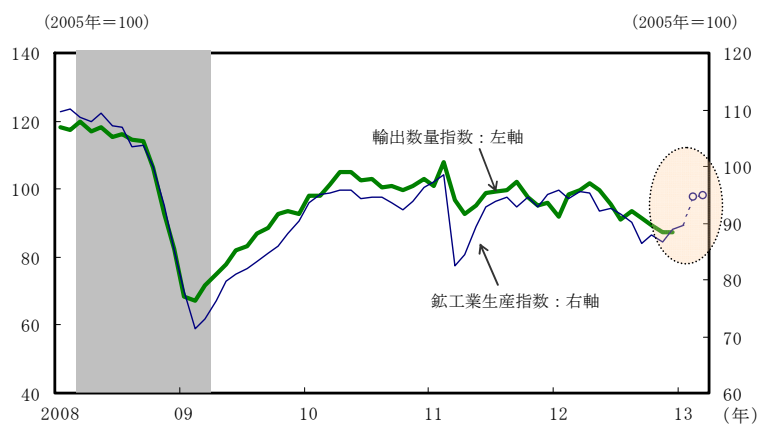
2. 日本経済の現状：2012年11月以降、景気回復局面へ

日本経済は底入れへ

日本経済は海外経済の悪化などを背景に、2012年3月を「山」に景気後退局面入りしたものの、2012年11月以降、景気は回復傾向にあるとみられる。

図表1に示した通り、わが国の鉱工業生産は、輸出数量の低迷などを背景に、2012年初頭から減少傾向が続いてきた。しかし、足下では中国を中心とするアジア経済の回復を受けて、輸出は下げ止まりつつあり、鉱工業生産にも底入れの兆しがみられている。今後は海外経済の回復や円安の進行といった輸出環境の改善から、輸出は増加に向かう可能性が高まっており、鉱工業生産も輸出の反転に伴って底入れする見込みである。

図表1：鉱工業生産と輸出数量



(注1) 生産指数の直近2ヶ月の値は、製造工業予測指数による。

(注2) シャドローは景気後退期。

(出所) 経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

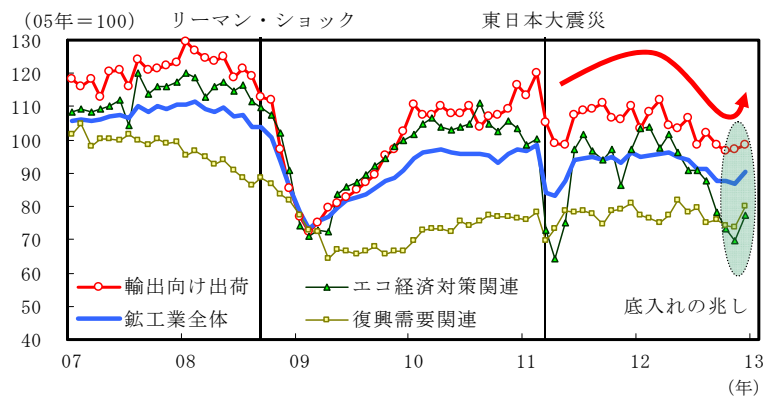
わが国の鉱工業出荷の内訳

図表 2 はわが国の鉱工業出荷の内訳を見たものである。

内訳を見ると、2012年3月をピークに、日本経済が景気後退局面入りした理由が確認できる。まず、「エコカー減税・エコポイントの対象となる国内向け耐久消費財」と定義される「エコ経済対策関連」の出荷が大きく失速した。さらに、欧州・中国を中心とする海外経済の低迷を背景に、「輸出向け出荷」が減少した。これに対して、「建設財」「資本財（除く輸送機械）」といった「復興需要関連」の出荷は概ね底堅く推移してきたものの、日本経済は復興需要頼みの「一本足打法」の様相を呈していた。

しかしながら、足下では、エコカー補助金終了の影響などが一巡し「エコ経済対策関連」の出荷が大きく改善している。さらに、日本経済のドライバーとも言える「輸出向け出荷」が下げ止まりつつある。さらに、足下で「復興需要関連」の出荷が大きく増加していることや、今後大型補正予算編成に伴い公共投資の増加が予想されることなどを勘案すると、先行きの日本経済は着実な回復軌道を辿るものと予想される。

図表 2： 鉱工業出荷の内訳



(注1) エコ経済対策関連はエコカー減税・エコポイントの対象となる国内向け耐久消費財。

(注2) 復興需要関連は「建設財」と「資本財（除く輸送機械）」。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

3. 日本経済の展望：景気を支える3つの要因

3.1 好材料①：米国・中国経済の持ち直し

海外経済には緩やかな底入れの兆し

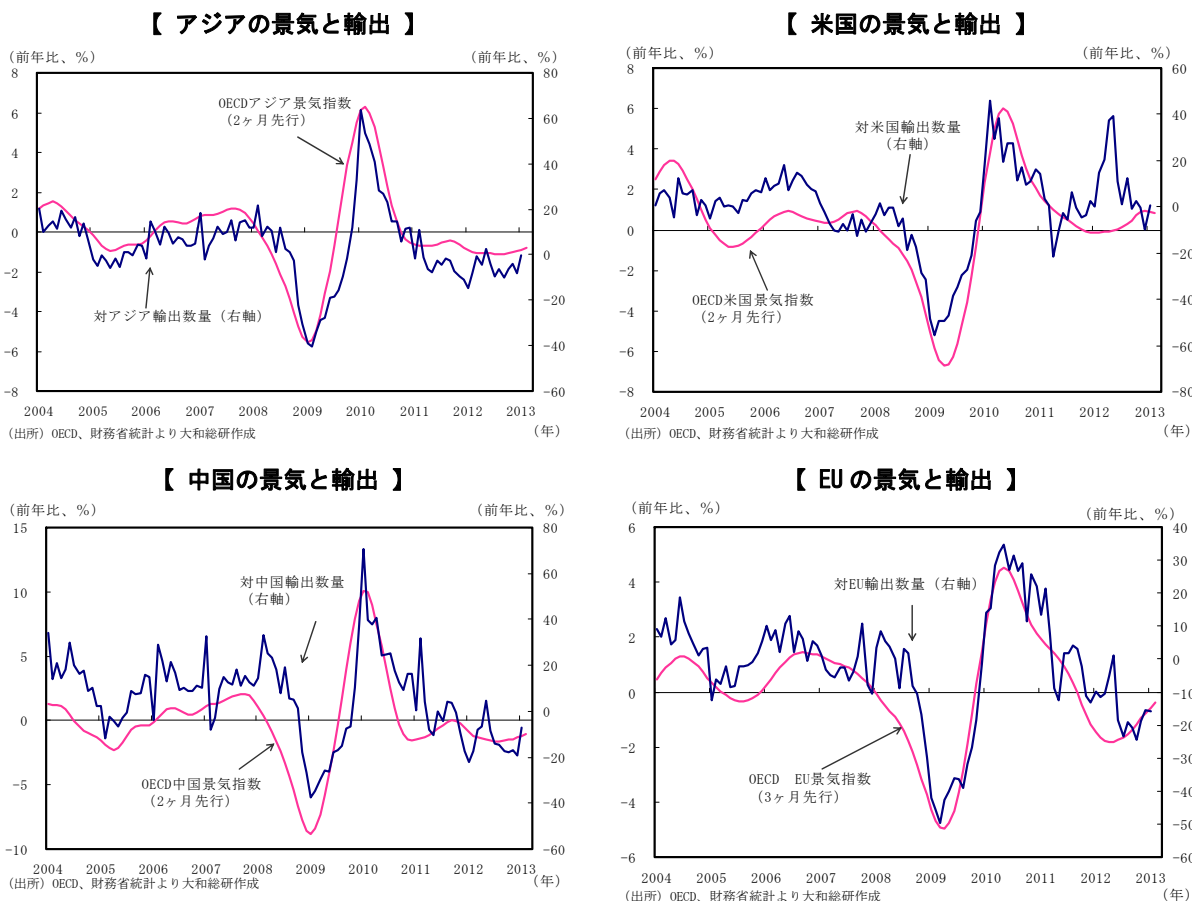
今後の日本経済は、メインシナリオとして、①米国・中国経済の持ち直し、②復興需要の継続や大型補正予算の編成、③日銀の「インフレ目標」導入を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。

今後の日本経済を支える第一の要因は、米国・中国を中心とする海外経済の持ち直しが見込まれることである。

図表3に、わが国の地域別輸出動向を示した。各地域のOECD景気指数は、わが国から当該地域向けの輸出数量に対して2、3ヶ月程度先行する傾向がある。足下で主要地域のOECD景気指数に緩やかな底入れの兆しがみられる点は、好材料であるといえよう。

当社は、今回の予測の前提条件となるグローバル経済の動向に関して、①ユーロ圏の景気は「欧州ソブリン危機」の影響などから低迷、②米国経済は徐々に回復、③中国経済は、当面財政・金融政策発動の効果などから緩やかに持ち直す、と想定している。

図表3：わが国の地域別輸出動向



「長期構造不況」の3条件：米国がいわゆる“Japanization”に陥る可能性は限定的

米国経済に関しては、1930年代の世界大恐慌やわが国の平成不況のような「長期構造不況」に陥っている訳ではないという点を強調しておきたい。図表4で、世界大恐慌、わが国の平成不況、米国と欧州の現状を比較した。現状の米国は、①政策対応が迅速、②労働市場が柔軟、③金融システム不安が後退、などの面で、世界大恐慌期やわが国の平成不況期に共通する「長期構造不況」の3条件を満たしていない。従って、米国では「デフレスパイラル」を伴うような「長期構造不況」（いわゆる“Japanization”）は回避されるとみるべきだ。他方、欧州諸国に関しては、①政策対応の遅れ、②労働市場の硬直性、③金融システム不安の残存などから、「長期構造不況」に陥るリスクを一定程度警戒する必要があるだろう。

図表4：「長期構造不況」の条件

長期構造不況の条件	世界恐慌	平成不況	米国の現状	欧州の現状
① 政策対応の失敗	×	×	○	△
② 実質賃金高止まり → 設備投資の長期低迷	×	×	○	△
③ 金融システムの毀損	×	×	○	△

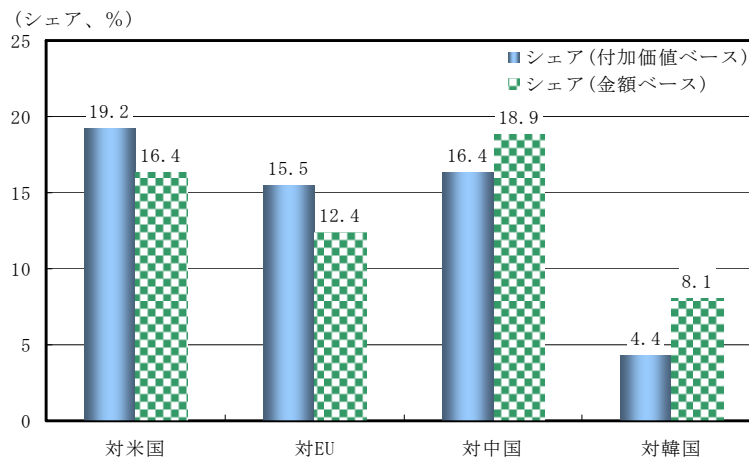
(注) 長期構造不況の条件について

× (=満たしている)、△ (=ある程度満たしている)、○ (=満たしていない) を付した。

(出所) 大和総研作成

日本経済にとって米国経済の回復は大きな意味を持っている。図表5は、日本からの輸出に占める各国のシェアを付加価値ベースと金額ベースで比較したものである。米国と中国を比べると、金額ベースでのシェアは中国の方が大きく、付加価値ベースでは米国の方が大きい。日本が中国などのアジア諸国に中間財を輸出し、それをもとに完成した最終財をアジア諸国が最終需要地である欧米諸国に輸出するという貿易構造の存在を示唆するもので、極めて興味深い。

図表5：付加価値ベース及び金額ベースの財輸出シェア（日本）



(注) 2009年の財輸出ベース。

(出所) OECD、Haver Analyticsより大和総研作成

中国経済は底入れへ

次に、今後の中国経済の動向について検討しよう。中国経済は、マクロ的な景気刺激策の発動や地方の公共投資が下支え役となり、当面緩やかに持ち直す見通しである。当社は、中国の実質 GDP 成長率を、2013 年=+8.3%、2014 年=+7.5%と予想している。

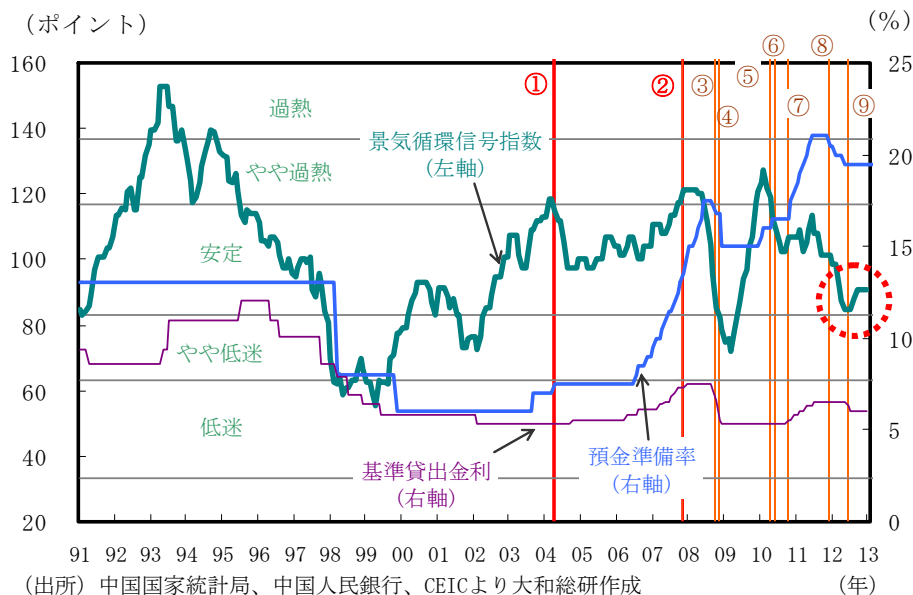
景気循環信号指数は、今後のさらなる政策発動の可能性を示唆

図表 6 で中国の「景気循環信号指数」を見ると、中国経済は大幅に減速している。同指数は 2010 年 2 月の 123.3 をピークに低下し、2012 年 8 月には 84.7 と、景気の「安定」を示すゾーン (83.33~116.66) の下限レベルまで低下した。過去にこの水準まで景気が減速した時と同様、当局は昨年以降金融緩和などの景気刺激策を行っており、足下で同指数には反発の兆しが見える。ただし、いまだに水準は低いいため、さらなる政策発動の可能性も視野に入ると考えられる。

「社会主義・市場経済」「集団指導体制」「漸進主義」がキーワード

さらに、中国経済が純粋な「資本主義」ではなく「社会主義・市場経済」であることも、当面景気を下支えする要因となり得る。10 年に一度の政治指導者交代の局面で、景気急減速は何としても避けたいとの思惑が働くともみるのが自然だ。中国が様々な中長期的課題を抱えていることは紛れもない事実であるが、中国は純粋な「資本主義」ではないので、少なくとも向こう 1~2 年程度、いかようにでも問題を先送りすることは可能だ。政治的に「集団指導体制」が定着し「漸進主義」がとられていることも、中国経済の短期的な底割れを防ぐ要因となるだろう。

図表 6：中国 景気循環信号指数



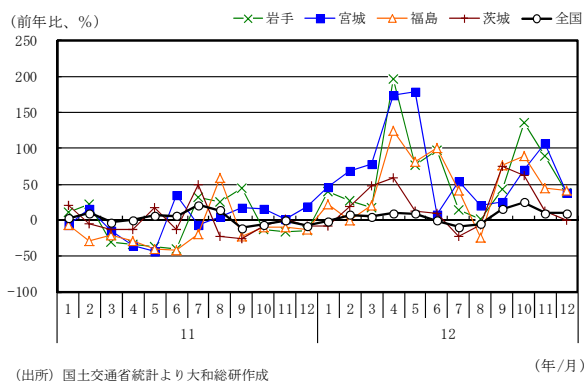
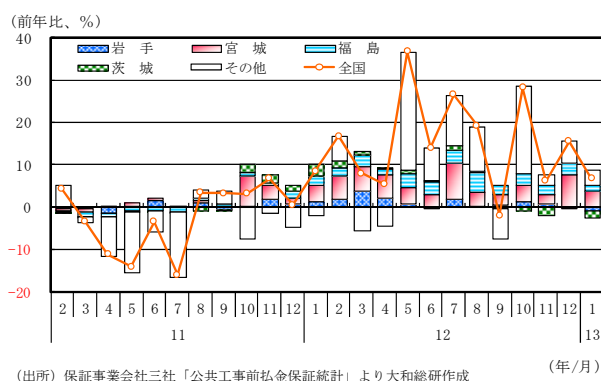
① 2004/4	総量規制強化	⑥ 2010/6	人民元の弾力化
② 2007/10	総量規制強化	⑦ 2010/10~	利上げ
③ 2008/10	総量規制緩和	⑧ 2011/12~	預金準備率引き下げ
④ 2008/11	4兆元の財政政策を発表	⑨ 2012/6 ~	利下げ
⑤ 2010/4	不動産規制強化		

3.2 好材料②：復興需要と大型補正予算の編成

復興需要は徐々に顕在化

今後の日本経済を支える第二の要因は、東日本大震災発生に伴う「復興需要」の継続が予想されることに加え、安倍政権下で大型補正予算が編成されたことである。図表7を見ると、公共工事前払保証請負金額は2011年後半以降増加を続けており、特に被災3県での増加が大きく寄与していることが分かる。図表8で、県別新設住宅着工戸数（総数）を見ると、被災地を中心に底堅い動きが続いている。

図表7：地域別公共工事前払保証請負金額の推移 図表8：県別新設住宅着工戸数（総数）



東日本大震災発生に伴う復興需要、復興増税のインパクトに関する試算

図表9はこれらの復興需要の動き、さらには復興増税がわが国のGDPにどのような影響を与えるかを試算したものである。公共投資は平成24年度補正予算で積み増しされた分も考慮しているため、2013年度にはGDPの水準を1.5%程度押し上げる見込みだ。また、現時点で公共投資の増加による長期金利の上昇は起こっていないため、経済の拡大に伴って個人消費や住宅投資、設備投資の増加が期待される。

図表9：復興需要、復興増税のGDPへのインパクト

基準ケースからの乖離幅 (%)	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質国内総生産	0.1	0.9	1.5	0.4	-0.3
実質家計最終消費支出	0.0	0.1	0.3	0.2	-0.4
実質民間住宅	0.1	1.2	3.3	3.7	1.3
実質民間企業設備	0.1	1.2	3.2	3.3	0.9
実質政府最終消費支出	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.4
実質公的固定資本形成	3.3	19.3	32.1	8.5	0.8

(注1) 所得税は2.1%増税を2013年1月から実施。増税期間は25年。

(注2) 個人住民税は1人当たり1,000円の増税を2014年6月からと仮定。

(注3) 退職課税の10%税額控除廃止を2013年1月から実施。

(注4) 子ども手当から児童手当への移行で年間約0.5兆円の所得減を想定。

(注5) 大和短期マクロモデルによる試算値。

(出所) 内閣府、報道発表より大和総研作成

3.3 好材料③：日銀の「インフレ目標導入」を受けた円安・株高の進行

「現状が過度な円安である」とは到底言い難い

今後の日本経済を支える第三の要因は、日銀の「インフレ目標」導入を受けた円安・株高の進行である。当社は、現状の為替市場は過度な円高を修正する局面にあると捉えている。また、実体経済との比較からは、現状の株価が依然として過小評価された水準にある可能性が示唆される。

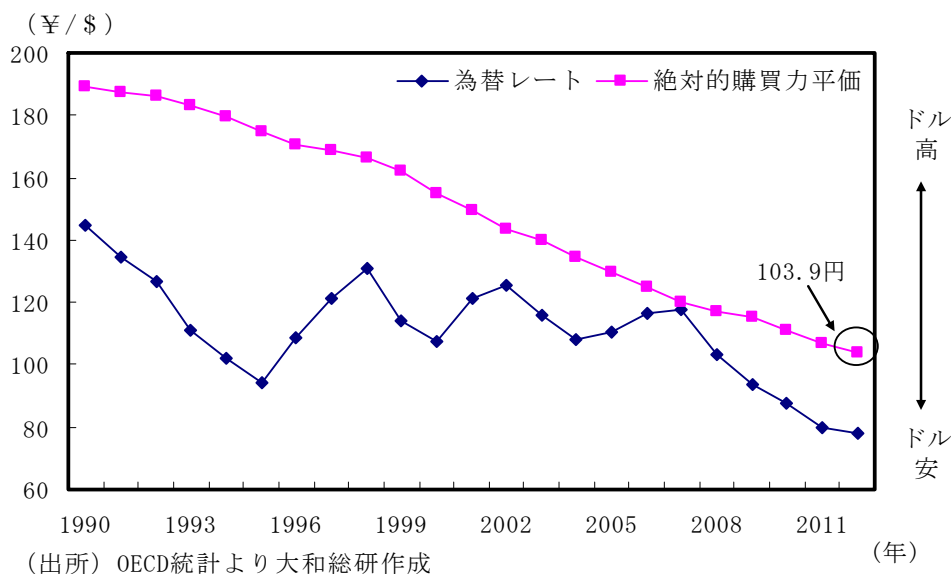
今後のドル円相場は、①日銀の大胆な金融緩和が実施されること、②わが国の貿易収支の赤字化、③欧州の「ソブリン危機」が一服し、世界的な信用不安が和らいでいること、などが円安・ドル高材料になるとみられる。

なお、わが国の政策当局は、少なくとも 100 円/ドルレベルまでは、円安・ドル高を大きく牽制しないと考えられる。

図表 10 に、OECD が試算しているドル円レートの絶対的購買力平価を示した。絶対的購買力平価とは、個別財の価格が一致するような為替水準のことであり、現状ではドル円の絶対的購買力平価は 103.9 円となっている。OECD が試算している絶対的購買力平価は、GDP を構成する幅広い財・サービスを考慮したもので貿易財の価格動向を示したものではない点には一定の留意が必要となるが、グローバルな金融市場参加者が注目するメルクマールとして常に意識しておく必要があるだろう。

実際、2012 年 8 月の IMF4 条協議に伴うスタッフレポートによれば、単位労働コストを用いて算出した実質実効円レートは、過去 20 年間の平均と比べ 10%から 15%程度過大評価されている。その後の円安進行を考慮しても、現状が円安だとの評価を下すのは困難であろう。

図表 10：絶対的購買力平価と為替レート（円/ドル）



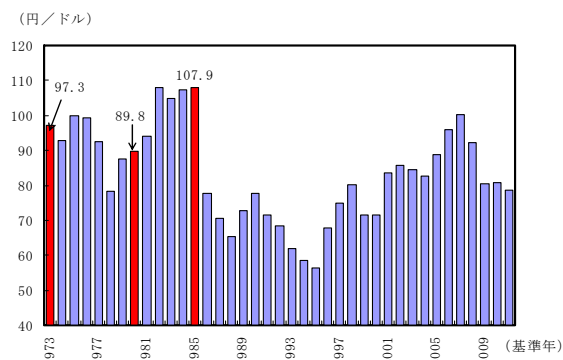
相対的購買力平価から見たドル円レートの適正水準

他方で、「相対的購買力平価」も為替レートの長期的な均衡水準として用いられることが多いが、基準となる時点によってその水準が変化するという欠点がある。

そこで、基準となる時点をずらした時に、足下（2013年1月）のドル円レートの購買力平価の水準がどの程度異なるかを見たのが**図表 11-1**である。最も円安となるのは、1985年を基準としたもので、購買力平価は107.9円/ドル、一方、最も円高となるのは1995年を基準とした場合で、その際の購買力平価は56.4円/ドルとなる。

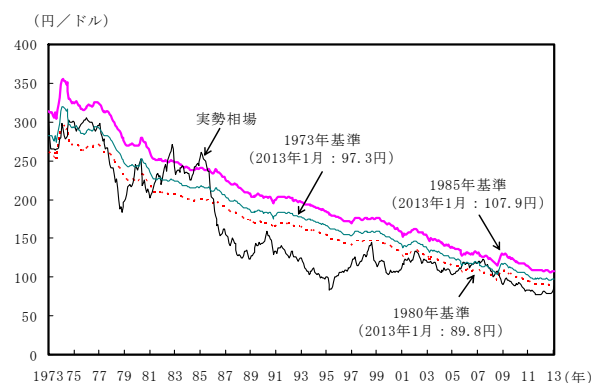
なお、**図表 11-2**に示した通り、一般的に用いられることが多い、1973年、1980年、1985年を基準にした購買力平価はそれぞれ、97.3円/ドル、89.8円/ドル、107.9円/ドルとなっており、企業物価ベースの購買力平価でみれば、足下の為替水準が過度に円安に振れているとは言い難い可能性が示唆される。

図表 11-1：基準年ごとにみた2013年1月のドル/円購買力平価



(注) 日本の物価は国内企業物価指数、米国の物価はPPIを使用。
(出所) 総務省、日本銀行、BLS統計より大和総研作成

図表 11-2：ドル円購買力平価と実勢相場



(注) 日本の物価は国内企業物価指数、米国の物価はPPIを使用。
(出所) 総務省、日本銀行、BLS統計より大和総研作成

わが国の通貨当局は過去 2 回、円買い介入に踏み切った時期がある

参考までに、**図表 12-1** に示した通り、わが国の通貨当局は過去に 2 回、円安を止めるべく「円買い介入」に踏み切った時期がある。1991～92 年、及び、1997～98 年という 2 つの時期である。当時の「円買い介入」は、ドル円レートで見ると 125～140 円前後のレベルで行われている。

日本政府が円安を牽制するのは、株安・債券安といった金融市場の混乱が生じる局面か？

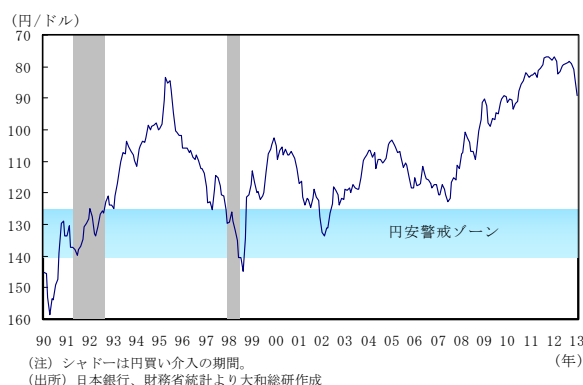
図表 12-2 を見ると、当時、わが国の通貨当局が円買い介入に踏み切った背景は、株価が下落するなど金融市場が混乱したことである。1991～92 年には、「バブル」崩壊を受け、わが国からの資本逃避が起き、「円安」と「株安」が同時並行的に進行した。1997～98 年には、BIS 規制の影響などから、円安が進行すると、わが国の金融機関の経営状態に対する懸念が強まり、「円安」と「株安」がスパイラル的に進んだのである。

こうした過去の事例を検証すると、今後わが国の通貨当局が円安を牽制するのは、円安をきっかけに株安・債券安といった金融市場の混乱が生じる局面であると考えたべきではないだろうか。

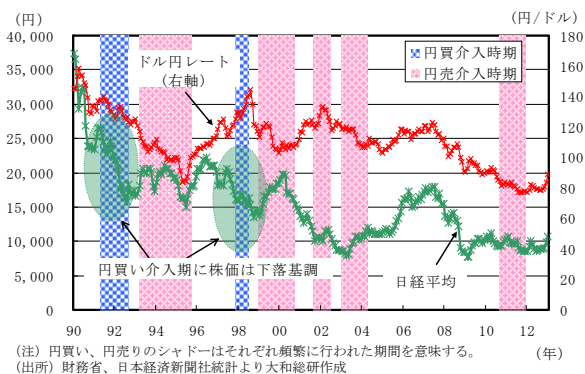
G20 で、日本政府は諸外国から一定の理解を得ることに成功

なお、2013 年 2 月 16 日にモスクワで開催された、20 カ国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議では、「『アベノミクス』の目的はデフレからの脱却という国内問題の解決にあり、円安誘導ではない」という日本政府の主張が諸外国から一定の理解を得ることに成功した。そもそも独立性を有する中央銀行が「デフレからの脱却」を目的に行っている金融政策に対して、外国から文句を言われる筋合いはない。ただし、今後、わが国の政策当局は、円相場を巡る発言に関して、従来以上に慎重な配慮が求められるだろう。

図表 12-1：円買い介入と為替レート



図表 12-2：日経平均と為替介入



金融市場が動揺しない限り、日本経済には円安の方がメリットがある

そもそも、わが国は「輸出主導型」の経済構造を有するので、基本的に円安の方が経済にメリットがあることは間違いない。

図表 13・図表 14 に円安が日本経済や企業収益に与える影響に関する定量分析を示した。わが国では、円ベースで見た一時的な貿易収支の悪化や、一部の輸入産業への悪影響のみを強調する議論が横行しているが、マクロ経済的な観点からは、それらの懸念は部分的なものでしかない。

結論として、円安をきっかけに株安・債券安といった金融市場の混乱が生じない限りにおいて、わが国の通貨当局は基本的に円安を容認する姿勢を続けるものと予想される。

図表 13：円安が日本経済に与える影響

(%、兆円)

	為替レート (円/ドル)					
	85	90	95	100	110	120
実質GDP	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1	1.3
内需	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
輸出	1.0	2.0	2.8	3.6	5.0	6.3
輸入	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.6	-0.9
貿易収支 (通関ベース)	-1.7	-3.5	-5.3	-7.0	-10.6	-14.2
輸入物価	4.4	8.7	12.9	17.0	25.2	33.1
企業物価	0.6	1.2	1.8	2.3	3.3	4.2
消費者物価	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6

(注1) 為替レートが80円/ドルのケースからのかい離率 (貿易収支はかい離幅)。

(注2) 大和短期マクロモデルを用いた試算値。

(出所) 内閣府、日本銀行、総務省統計より大和総研作成

図表 14：ドル円レートが10円円安となった場合の企業収益への影響

(%)

		2012年度	2013年度	2014年度
売上高	全産業	0.4	2.5	2.5
	製造業	0.5	3.4	3.4
	非製造業	0.3	2.1	2.1
経常利益	全産業	0.0	4.9	4.8
	製造業	5.3	25.3	22.5
	非製造業	-1.8	-5.0	-4.4

(注1) 為替レートが80円/ドルのケースからのかい離率。

(注2) 売上、経常利益は法人企業統計季報ベース。非製造業は金融業を除く。

(出所) 財務省統計等より大和総研作成

現状の株価は依然として過小評価されている可能性

最後に、実体経済との比較からは、現状の株価が依然として過小評価された水準にある可能性が示唆されることを指摘しておきたい。

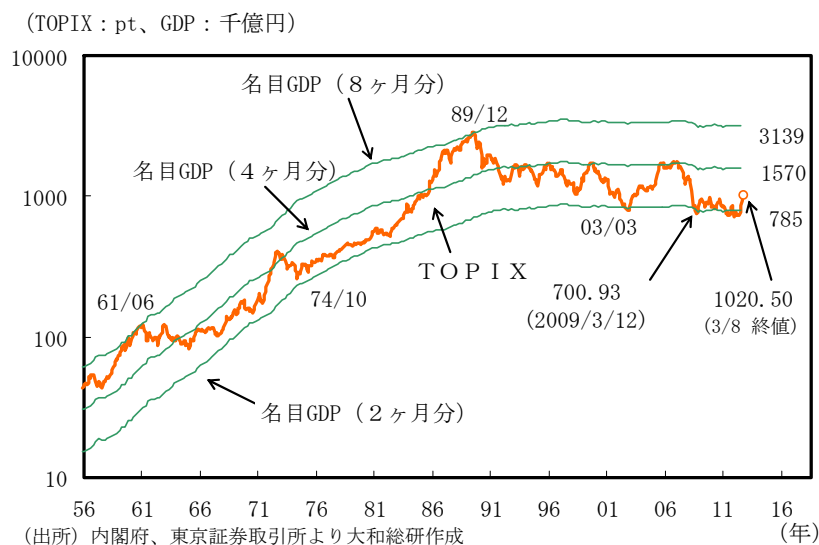
図表 15 は、日本株とわが国の名目国内総生産（GDP）の長期的な推移を示している。

過去 50 年間以上にわたる経験則として、わが国の株式相場は名目国内総生産（GDP）のバンドの中で動いてきた。

例えば、1989 年 12 月の「バブル」のピーク時には、名目国内総生産（GDP）のバンドの上限で日本株は跳ね返されている。他方で、①「第一次オイルショック」後の 1974 年 10 月、②日本で「金融危機」が起きた 2003 年 3 月、③「リーマン・ショック」後の 2009 年 3 月、④「東日本大震災」直後の 2011 年 3 月、などには、名目国内総生産（GDP）のバンドの下限で日本株はサポートされている。

現状、日本株は名目国内総生産（GDP）のバンドの下限近くで推移しており、実体経済との比較において、低位なゾーンにあるとの判断が可能であろう。

図表 15 : TOPIX と名目 GDP



図表 16 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2012.10-12	2013.1-3	4-6	7-9	10-12	2014.1-3	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	0.2 0.5	2.0 -0.7	2.9 0.3	4.5 2.4	5.2 3.6	4.8 4.4	0.3	1.0	2.7	0.4
経常収支 (季調済年率、兆円)	2.5	0.6	1.1	1.6	2.1	2.5	7.6	3.2	1.8	7.1
失業率 (%)	4.2	4.2	4.2	4.1	4.1	4.1	4.5	4.3	4.1	4.0
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.3	0.4	-0.0	-0.2	0.2	2.6
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.76	0.75	0.80	0.85	0.90	0.95	1.05	0.78	0.88	0.95

(注) 予測値は原則として大和総研・第176回日本経済予測 (改訂版) による。
(出所) 各種統計より大和総研作成