

2013年7月19日 全11頁

日本経済見通し：景気回復傾向が強まる

「アベノミクス」の効果は着実に浸透

経済調査部 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

[要約]

- 景気回復傾向が強まる：日本経済の回復傾向が強まっている。「アベノミクス」の効果は着実に日本経済に浸透してきた。7月11日に、日銀は、景気の基調判断を「緩やかに回復しつつある」へと上方修正し、2年半振りの景気回復宣言を行った。政府も、7月の月例経済報告で、景気の基調判断を上方修正する見通しである。
- 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海外経済の持ち直し、②復興需要の継続と大型補正予算の編成、③日銀の大胆な金融緩和を受けた円安・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、ドル円相場は緩やかな円安・ドル高基調で推移すると予想している。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大評価された水準だとは言い難いと考えている。
- 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. 景気回復傾向が強まる

「アベノミクス」の効果は着実に浸透

日本経済の回復傾向が強まっている。「アベノミクス」の効果は着実に日本経済に浸透してきた。7月11日に、日銀は、景気の基調判断を「緩やかに回復しつつある」へと上方修正し、2年半振りの景気回復宣言を行った。政府も、7月の月例経済報告で、景気の基調判断を上方修正する見通しである。

6月の日銀短観は非常にポジティブな内容

日銀による景気判断の上方修正は、2013年6月の日銀短観によるところが大きい。日銀短観は、業況判断DIが大幅な改善を示すなど、非常にポジティブな内容であった。内訳を見ても広い業種で業況が改善しており、景気改善の動きが確認された。前回調査では改善が見られなかった中小企業製造業の業況が改善し、設備投資計画も上振れしている。

2. 日本経済のメインシナリオ

2.1 日本経済は2012年11月以降、景気回復局面へ

日本経済は底入れへ

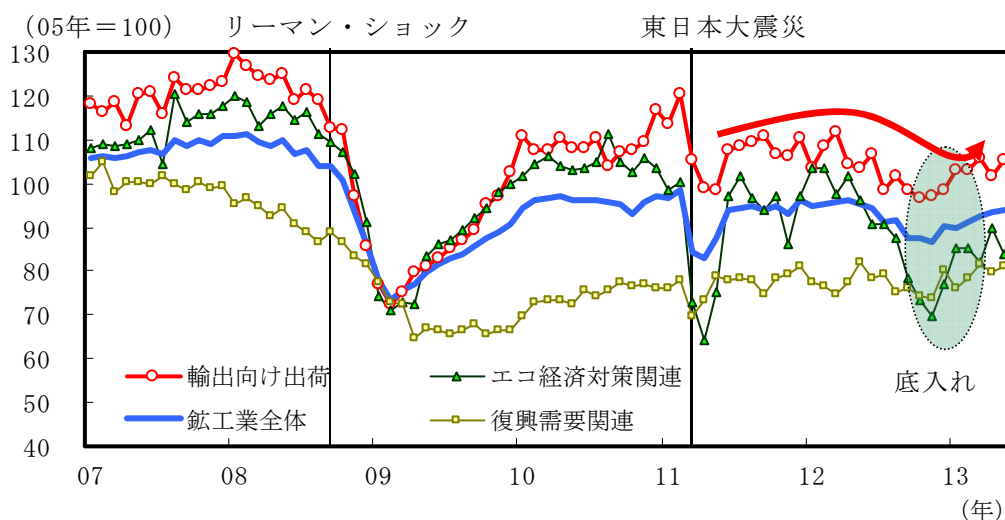
日本経済は海外経済の悪化などを背景に、2012年3月を「山」に景気後退局面入りしたものの、2012年11月以降、景気は回復傾向にあるとみられる。

2013年度内は成長率が徐々に加速する見通し

図表1はわが国の鉱工業出荷の内訳を見たものである。この図表を見ると、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」である「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」の出荷はおおむ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、昨年末以降、エコカー補助金終了の悪影響が一巡し「エコ経済対策関連」の出荷は大きく改善した。今後も株高に伴う「資産効果」などから、自動車販売は好調に推移するとみられる。また、日本経済のドライバーとも言える「輸出向け出荷」も下げ止まりつつある。さらに、①足下で「復興需要関連」の出荷が増加していること、②平成24年度・補正予算編成に伴い公共投資の増加が予想されること、③2014年4月の消費税増税（予定）に向けて、2013年度後半にかけて個人消費、住宅投資の駆け込み需要の発生が見込まれること、などを勘案すると、2013年度内は経済成長率が徐々に加速する見通しである。

図表1：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

2014年度は、「内需」から「外需」へのバトンタッチを見込む

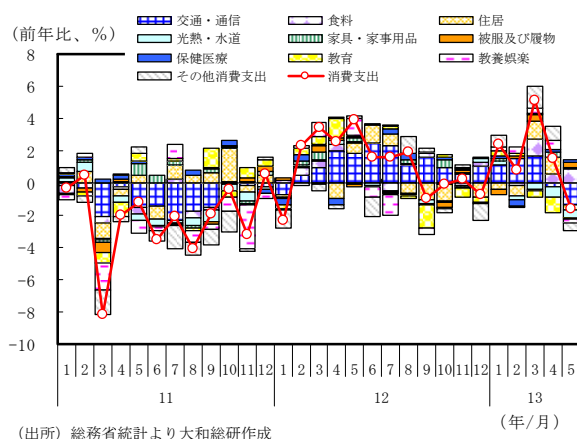
当社は、2014年度には、日本経済のけん引役として、「内需」から「外需」へのバトンタッチが起きると予想している。2014年度に入ると、消費税増税の影響から個人消費や住宅投資を中心に内需が一時的に落ち込む展開が予想される。しかしながら、①米国を中心とする海外経済の拡大が見込まれること、②円安が1年程度のタイムラグを置いて輸出数量に本格的な好影響を与え始めることなどから、輸出は順調に拡大すると想定している。

足下の個人消費は堅調

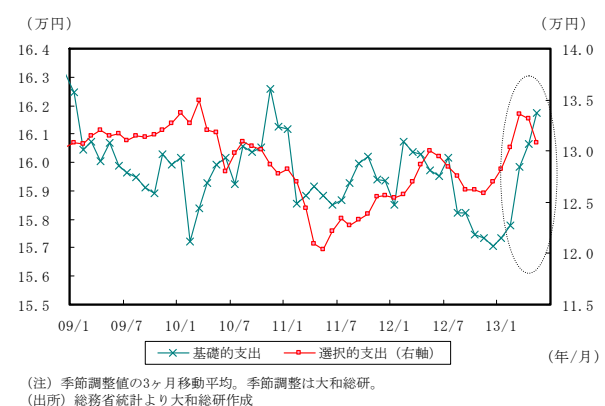
2013年1-3月期のGDP統計で、実質個人消費は前期比+0.9%と2四半期連続で増加した。実質雇用者報酬が前期比+0.6%と2四半期ぶりの増加となったが、マインドの改善によって個人消費は所得を上回る高い伸びを示した。マスコミ報道などでは株高による資産効果を背景とする高額商品の販売増が取り沙汰されることが多いが、個人消費を形態別に見ると、すべての財、サービスで増加しており、消費の裾野は着実に広がっている。

図表2で消費支出（全世帯・実質）の内訳を見ると、軽自動車の販売好調を背景とする「交通・通信」や、外食向け消費の増加をけん引役とした「食料」など、広範な品目で消費が拡大している。**図表3**は、個人消費に関して、いわゆる贅沢品にあたる「選択的支出」と、必需品に相当する「基礎的支出」の動きを見たものである。3月の消費金額で見ると、「基礎的支出」が大幅に増加しており、全体の水準を押し上げている。外食向け消費の増加などにも象徴されるように、消費者マインドの改善が、徐々に身近な品目向けの消費の増加へとつながり始めている可能性が指摘できよう。今後は、高額品消費の動向よりもむしろ、消費全体に広がりを見せるかを注視していく必要があるようだ。

図表2：消費支出内訳（全世帯・実質）



図表3：選択的支出と基礎的支出



2.2 日本経済を支える3つの要因

2.2.1 好材料①：海外経済の持ち直し

海外経済には緩やかな底入れの兆し

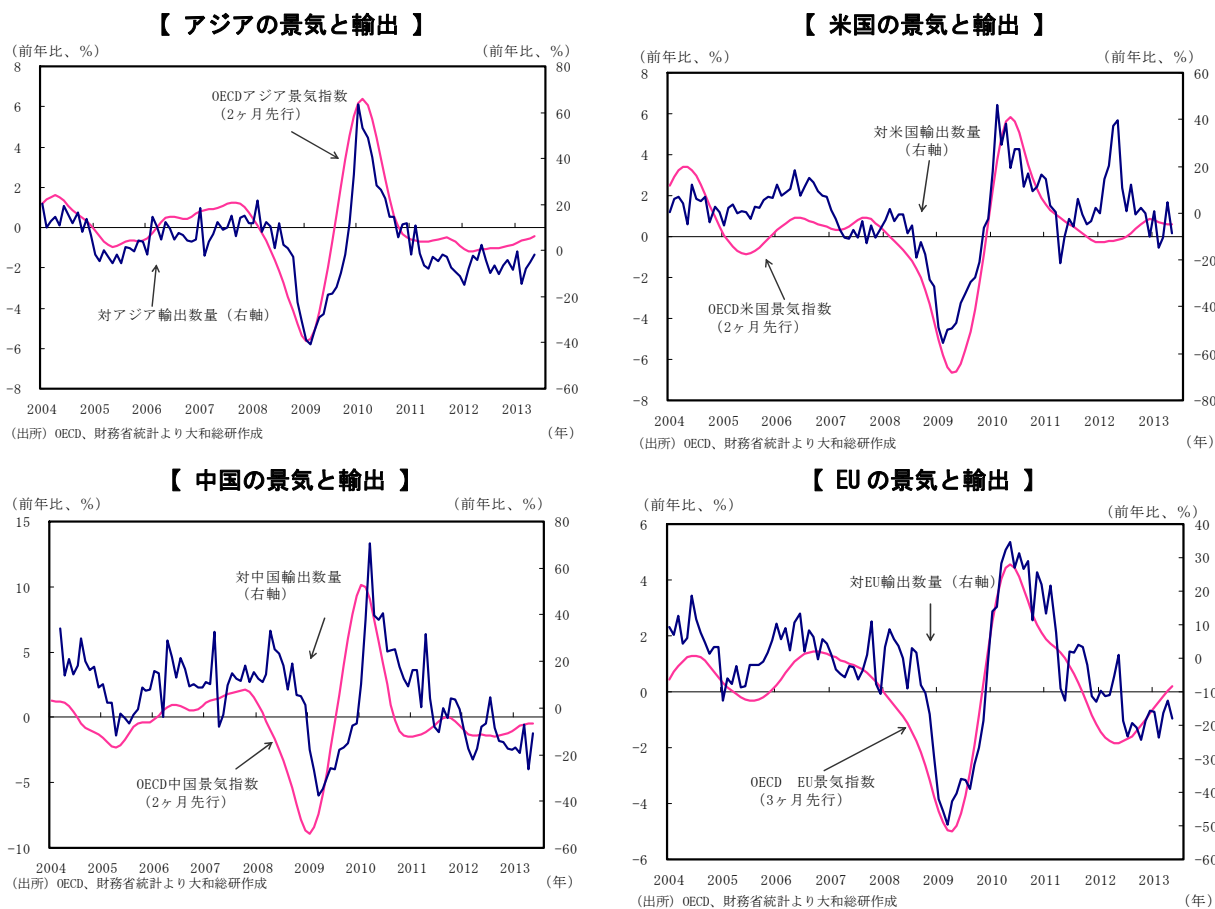
今後の日本経済は、メインシナリオとして、①海外経済の持ち直し、②復興需要の継続と大型補正予算の編成、③日銀の「インフレ目標」導入を受けた円安・株高の進行、などに支えられて景気拡大が継続する見通しである。

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4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中国経済は減速傾向だが、当面底割れは回避、と想定している。

図表4：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」に陥っているわけではないという点を強調しておきたい。図表5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5：「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

中国経済の底割れは回避へ

次に、今後の中国経済の動向について検討しよう。中国経済は減速傾向だが、当面底割れは回避される見通しである。当社は、中国の実質 GDP 成長率を、2013 年＝＋7.6%、2014 年＝＋7.2%と予想している。

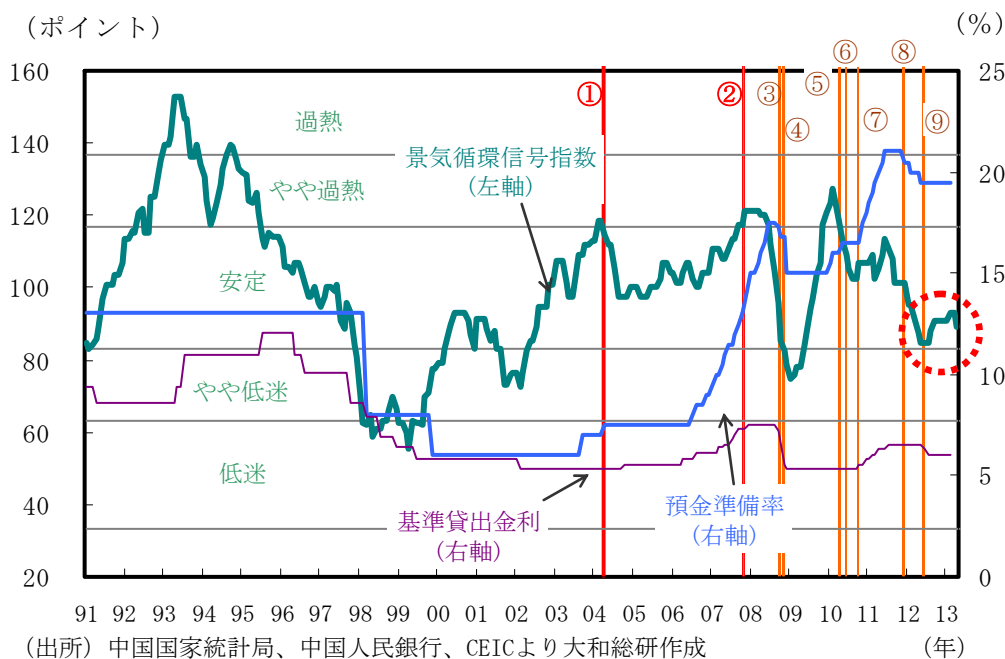
景気循環信号指数は徐々に持ち直し

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みえる。

「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ことが自然だ。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



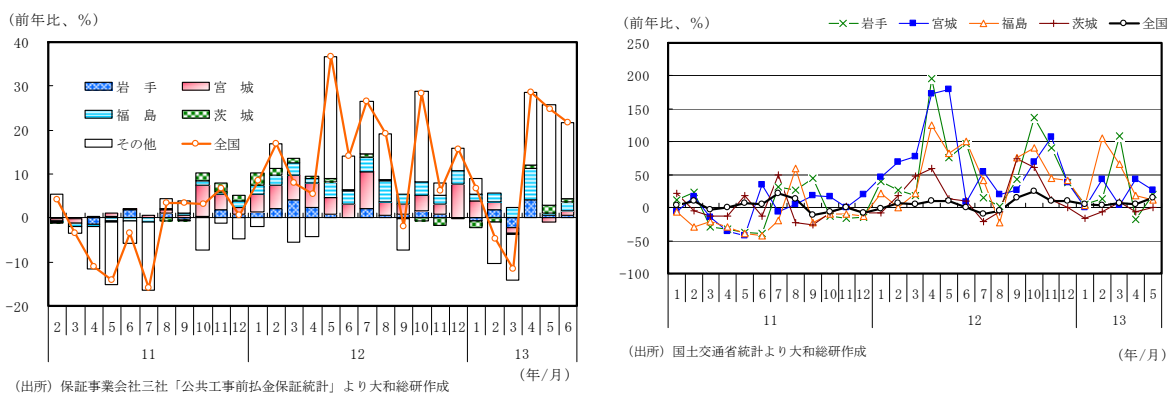
- | | | | |
|----------|-------------|-----------------|-----------|
| ①2004/4 | 総量規制強化 | ⑥2010/6 | 人民元の弾力化 |
| ②2007/10 | 総量規制強化 | ⑦2010/10～2011/7 | 利上げ |
| ③2008/10 | 総量規制緩和 | ⑧2011/12～ | 預金準備率引き下げ |
| ④2008/11 | 4兆元の財政政策を発表 | ⑨2012/6～ | 利下げ |
| ⑤2010/4 | 不動産規制強化 | | |

2.2.2 好材料②：復興需要と大型補正予算の編成

大型補正予算などが景気を下支え

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年後半以降増加し、特に被災3県での増加が大きく寄与してきたことが分かる。さらに、2013年2月末に平成24年度・補正予算が成立したことを受け、今年度に入り請負金額は急増している。2013年1-3月期のGDPでは、公共投資はやや息切れ気味であることが確認されたが、今後は公共投資の増加傾向が鮮明化するだろう。他方、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) 個人住民税は一人当たり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

2.2.3 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

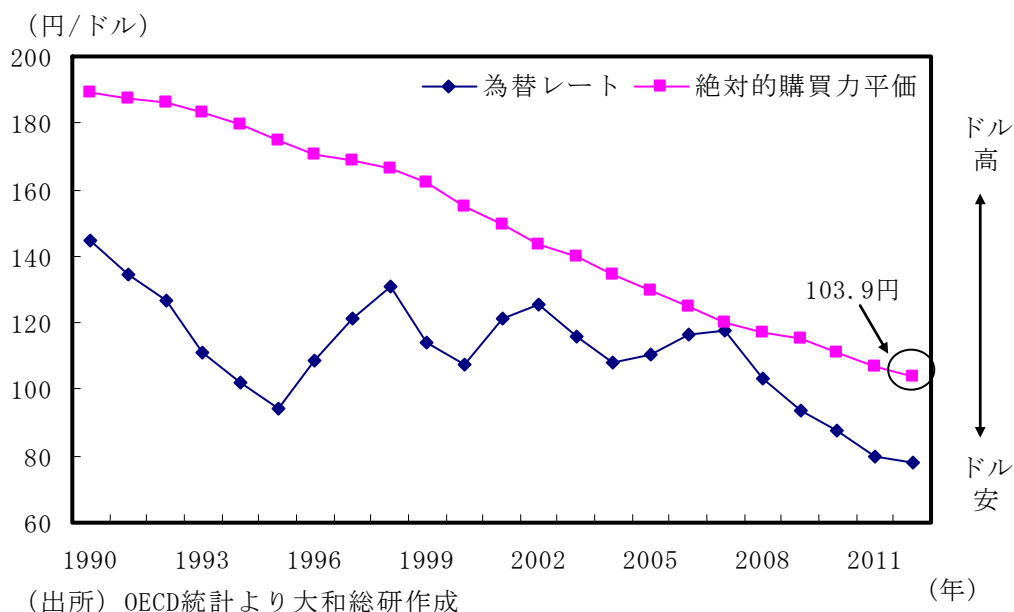
円安・ドル高基調は継続

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、ドル円相場は緩やかな円安・ドル高基調で推移すると予想している。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大評価された水準だとは言い難いと考えている。

今後のドル円相場は、①日銀は極めて緩和的な金融政策を続ける見通しであること、②米国経済の順調な回復を受け、米連銀の「出口戦略」が意識されること、③わが国の貿易収支の赤字化、④G7での円高批判が当面限定的とみられることなどを背景に、緩やかな円安・ドル高基調が継続する見通しである。

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、現状ではドル円レート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。

図表 10：絶対的購買力平価と為替（ドル円）レート



3. 日本経済のリスク要因

日本経済の4つのリスク要因

最後に、日本経済が抱えるリスク要因を指摘しておきたい。当社は、今後の日本経済のリスク要因として、①「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と考えている。

最悪のケースでは「リーマン・ショック」並みのインパクト

上記①～④の中で、最大のテールリスクが①であることは言うまでもない。図表11に、「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関する、当社のシミュレーション結果を示した。

具体的には、欧州諸国の国債のヘアカット率に関する3つのシナリオを設定し、それぞれのケースについて欧州主要銀行の「必要自己資本額」を計算した。その上で、信用収縮が世界経済に与える影響を測定した後、消去法的な円高進行の可能性などを勘案し、最終的にわが国の実質GDPに与える影響を算出した。当社のシミュレーションによれば、最悪のケース（下記「ケース3」）では、わが国の実質GDPは4%以上押し下げられるリスクがある。試算結果については相当程度の幅を持って見る必要があることは言うまでもないが、今後、ギリシャのユーロ離脱などをきっかけに「欧州ソブリン危機」が深刻化した場合、日本経済が「リーマン・ショック」並みの打撃を受ける可能性を否定し得ない。

図表11：「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響

	各国のヘアカット率						必要自己資本額 (億ユーロ)	リスク資産 圧縮割合	世界の銀行 貸出(ドル) 変化率	世界の名目 GDP(ドル) 変化率	日本の実質 GDP(円) 変化率
	ベルギー	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン					
ケース1	0%	60%	40%	10%	40%	10%	1,274	7.0%	-1.7%	-1.6%	-0.6%
ケース2	15%	80%	50%	30%	50%	30%	2,233	13.9%	-3.4%	-3.2%	-2.2%
ケース3	30%	100%	60%	50%	60%	50%	3,240	24.9%	-6.0%	-5.7%	-4.1%

(注1) 試算にあたっての主な仮定は以下の通りである。

- ① 不足するコアTier1比率の半分をリスク資産の圧縮で対応。
- ② リスク資産圧縮割合と同じ比率で欧州銀行の貸出が減少。
- ③ 円ドルレートは、ケース1では変化なし、ケース2では5%円高、ケース3では10%円高と想定。

(注2) 弾性値から試算していること等から、試算結果は一定程度の幅を持って見る必要がある。

(出所) 世界銀行、EBA、内閣府統計より大和総研作成

図表 12 : 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%]	1.2 0.4	4.1 0.4	3.0 1.2	4.1 3.1	4.4 3.9	5.9 4.2	0.2	1.2	3.1	0.7
経常収支 (季調済年率、兆円)	4.3	2.9	4.6	5.4	6.0	6.9	7.6	4.3	5.7	12.5
失業率 (%)	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	4.5	4.3	4.1	3.9
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	-0.1	-0.3	-0.1	0.3	0.5	0.6	-0.0	-0.2	0.3	2.9
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	0.66	0.77	0.90	1.00	1.00	1.05	0.76	0.92	1.05

(注) 予測値は原則として大和総研・第177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