

熊野 英生（第一生命経済研究所 首席エコノミスト）

2013年の日本経済は、景気後退期から拡大期へと移行した。アベノミクスは、「三本の矢」と言われる政策パッケージ、すなわち、①金融緩和、②財政出動、③成長戦略を組み合わせ、デフレ脱却、経済成長を目指している。金融緩和は、円安進行を促し、企業収益の拡大に寄与する。消費者物価が2年程度で2%上昇する見通しには不確実性があるが、じわじわと賃金上昇を後押しする作用は及ぼすだろう。また、成長戦略については、今のところはTPPが中心になっているが、先行きではまだ着手されていない社会保障改革などにも裾野を広げていくことが期待される。さらに、経済成長率が加速されれば、財政再建という課題にも取り組まなくてはならない。先行き、構造改革に必要な「矢」の数は、アベノミクスが成果を上げるほどに増えていくと予想される。

1. 2012年は景気後退だった

2013年の日本経済は、前年の景気後退期から一転して拡大期へと、ゆっくり回復している。今回の景気拡大を展望すると、外需の牽引力もあるが、内需においては、政権交代を果たした安倍晋三政権の政策運営が大きな効果を及ぼすと考えられる。すなわち、金融緩和・財政出動・成長戦略の「三本の矢」を組み合わせたアベノミクスの推進である。景気情勢は、景気循環とこの経済政策の歯車が微妙に噛み合うことで、じわじわと景気実感がよくなることが予想される。

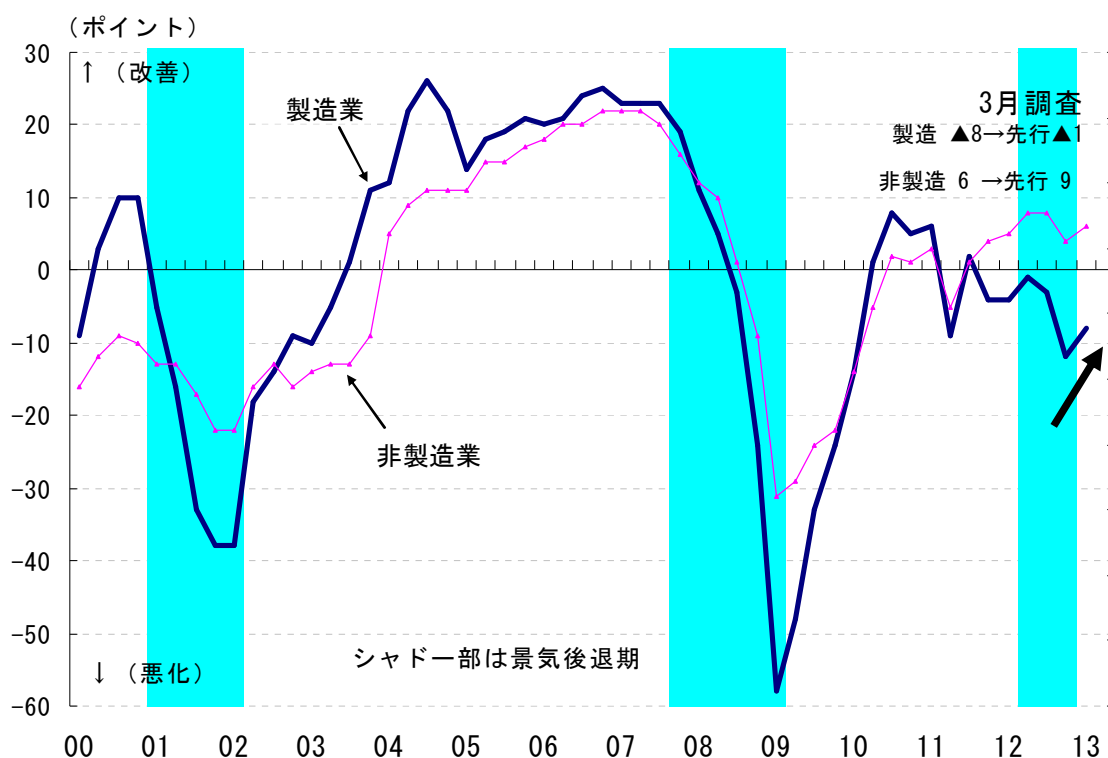
足元の景気動向を反映するのは、企業マインドの変化である。2013年3月の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIが▲8の「悪い」超となっているが、これは前回（▲12）に比べて+4ポイントの改善である（図表1）。日銀短観の業況判断DIは企業マインドの変化を反映しており、景気循環の転換点ともおおむね一致して動く。政府の月例経済報告も、1月の基調判断で「一部に下げ止まりの兆し」という評価を示し、景気回復の予兆を表明するようになった。

もっとも、景気拡大の動きに関して、巷間、メディア報道では、「アベノミクスで景気回復」などと喧伝されることが多い。筆者は、この直感は正確なものではないとみる。アベノミクスが発表されたタイ

ミングでは、世界的な景気拡大の流れが始まっていて、アベノミクスはその流れを幸運にも捉えたものだ。アベノミクスの効果に期待したいのは、2013年に始まった景気回復の流れをより強く上向きにすることである。これまでの効果よりも、これからの効果に期待したいというのが実情である。

本稿では、まず、足元の経済変化を知るために、前年2012年の景気の状態を確認して、それから2013年に始まった転換の流れをつぶさに見ていきたい。通常の景気循環は、世界的な電気機械セクターの需要動向の影響を受けやすい。世界経済は、2008年9月に起こったリーマンショックを受けて、もう5年近くも後遺症を引きずっているが、それでも電気機械セクターの循環的な流れは続いている。2012年と言えば、7月にロンドン五輪が開催された年である。4年毎の五輪の開催は、内外でテレビ・DVDなどの家電が活発に売れる需要期である。家電メーカーも、そのタイミングを念頭に置いて新商品開発を進める。電気機械セクターの生産動向も、五輪の前に盛り上がりを見せて、ちょうど五輪が開催される時期には生産過剰に陥ってそこから停滞局面に移行することが多い。現在のIT産業は、パソコンやスマートフォンのような情報機器の需要の方が大きいですが、それでも昔から続いている五輪のサイクルに合わせて上下動する半導体需要の動きが依然として生きている。2012年もその経験則が多かれ少なかれ当たったか

図表1 大企業の業況判断DIの推移



資料：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

ただ。経済産業省「鉱工業生産」では、2012年初に電子部品デバイスの生産水準が一旦ピークをつけて年央にかけて低下することになった。この動きは、半導体需要の先行指数である北米BBレシオ（半導体製造装置の受注・出荷バランス）が鈍化していく変化とも一致している。

ところが、こうした停滞局面は意外に短い期間で終わり、2012年10～12月には底入れをすることになる。2012年9月は、大手企業のスマートフォンの新製品投入があり、日本製部品の供給増加がプラス効果を及ぼす変化もあった。半導体需要はこの時期から上向きの変化をみせるようになっていく。

IT以外では、自動車の需要動向も重要である。2012年9月は、前々から予定されていたエコカー補助金が期限切れすることになっていて、それ以降の反動減が強く警戒されていた。もっとも、10～12月の国内新車販売の動向を窺うと、反動減の大きさは予想外に限定的だった。これは、すでにエコカー補助金が期限切れする前の8月から駆け込み需要の動きが鈍く、反動減の圧力を溜め込まなかったことがある。こうした補助金は、すでに存在する自動車購入需要を前倒しして取り込むことはできても、潜在需要自体を大きくすることにはならない。だから、

駆け込み需要が大きくなった分、その反動減も大きくなる。今回はそうしたアップダウンが小さかったことで、販売減少が小幅に止まった。

自動車においては、外需の動向も注目される。2012年10・11月は尖閣問題に端を発した反日デモが最悪期だった。このとき、多くの輸出企業がその悪影響に脅えたが、裏を返せば、その時期に最悪期を迎えたことで、それ以降は終息局面に移行したという見方ができる。

また、米国経済は、ニュースとしては財政運営を巡って、議会对立がどうしてもなく混乱していたというのが2012・2013年初にみられている状況である。これでは米国政治発の景気後退リスクもあるのではないかというのが、エコノミスト達が心配していたことである。それに対して、米国金融政策は、積極的な対応を行って、財政政策が動けないマイナス面を補って、見事に景気拡大の流れを作った。具体的には、2012年9月に量的緩和第三弾（QE3）を発動して、12月にはさらにその強化を打ち出している。米国の金融緩和は、金融市場に大量の流動性供給を行って、株価上昇を演出する威力を持っている。9月に発動されたQE3は、効果のタイムラグがあつて、クリスマス商戦の頃から株価上昇の資産効果を

じわじわと効かせてきた。株価上昇・米景気回復は北米向けの自動車輸出を通じて間接的に日本経済の追い風になった。

上記のような、電気機械・自動車セクターの生産拡大の動きが、2013年も引き続き継続するだろうというのが、筆者の見立てである。ここ数年タームの流れを確認すると、リーマンショックの打撃からは一旦、2009年前半から2011年にかけて脱却したようにみえたが、欧州財政危機が再び世界経済の火種になり、2012年は再び景気後退色を強めることになった。ただし、そうした弱い動きも、予想外に早く終わったので、2013年は景気拡大の年になりそうだ。日本の景気循環の判定は、常に大きく遅れて景気日付が発表されるが、景気動向指数などの基礎データをみる限り、今回は2012年3月が景気の山になり、2012年4～10月までは景気後退期、そして2012年11月が景気拡大期への移行したタイミングとなる。

なお、こうした景気日付は、私たちの暮らしの実感や中小企業経営者の景気実感とはやや乖離する点に留意したい。景気判定はあくまで方向感が好転し始めたタイミングを示すものであり、景気量感とはズレがある。今後、景気の手応えを感じるには、2013年4～6月頃まで待たなくてはならないと考えられる。

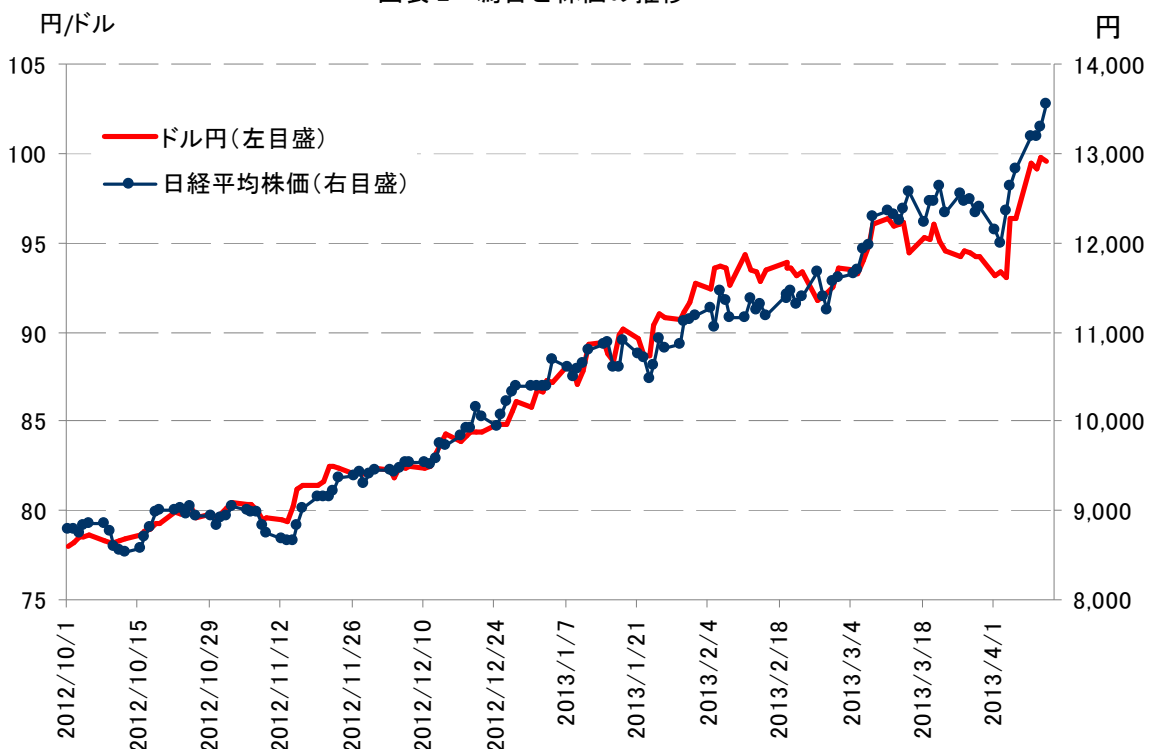
2. スタートしたアベノミクス

2013年の最大の追い風は、為替レートが円高から円安へと転換したことだろう。リーマンショック以降、欧米経済の停滞を受けて、ドル安・ユーロ安が進んだ。ドル安・ユーロ安は、円高でもある。2010年～2012年秋までのドル円レートのレンジは、76～94円と歴史的な超円高であった。それが、2012年11月に当時野党党首だった安倍首相の金融政策批判によって大きく転換した。安倍首相は、日銀の政策運営はデフレ脱却に消極的であり、日銀法を改正して、日銀総裁を解任できるようにしてでも、積極的に金融緩和を推進させるべきだという発言を繰り返した。為替市場では、自民党への政権交代の前から、次期政権の金融緩和路線を先取りしたかたちで、年末には11月前半に比べて1割方の円安(82～87円/ドル)へと移行する。さらに、安倍首相の強い意向を受けた黒田東彦氏が日銀総裁に指名されて、2割方(92～95円/ドル)円安が進んだ(図表2)。

そして、黒田日銀総裁が就任すると、4月3・4日の政策決定会で、操作目標をマネタリーベース(資金供給量)に切り替えて、その規模を2014年末270兆円に積み上げる方針を決定した。

注目されるのは、長期国債は190兆円の買入残高

図表2 為替と株価の推移



資料：日経 QUICK

を目指すという点である。これは、約2年間ほどは年間85~90兆円のペース（毎月7兆円強）で長期国債購入を行うことを意味する。現時点での新規国債発行額のうち市中消化分（126.8兆円）の約7割を日銀が吸収する格好になるから、市場へのインパクトは大きい。黒田総裁は、長期金利をさらに低下させ、円安・株高を誘発させることを通じて、2年程度を念頭において消費者物価を2%まで上昇させることを狙っている。現在の為替相場が、リーマンショック前に戻っていく調整過程だと理解するならば、リーマンショック前の1ドル=96~112円のレンジが、今後、正常化していく為替レートのイメージになろう。

そして、筆者の物価のシミュレーションでは、このまま円安基調が継続する前提で、毎月平均前月比+0.1%の物価上昇が起こるという流れで、消費者物価（除く生鮮食品）が2013年6月にも前年比プラスに転換するとみる（図表3）。

消費者物価は、2013年2月に前年比▲0.3%だったところから、2013年末には1%に近づくようなプラス幅になる可能性がある。こうしたデフレ脱却の動きの背景にあるのは、輸入物価の上昇に伴って、エネルギー・食品などの身の回りの価格上昇が誘発される動きである。電気料金は、4・5月と引き上げ

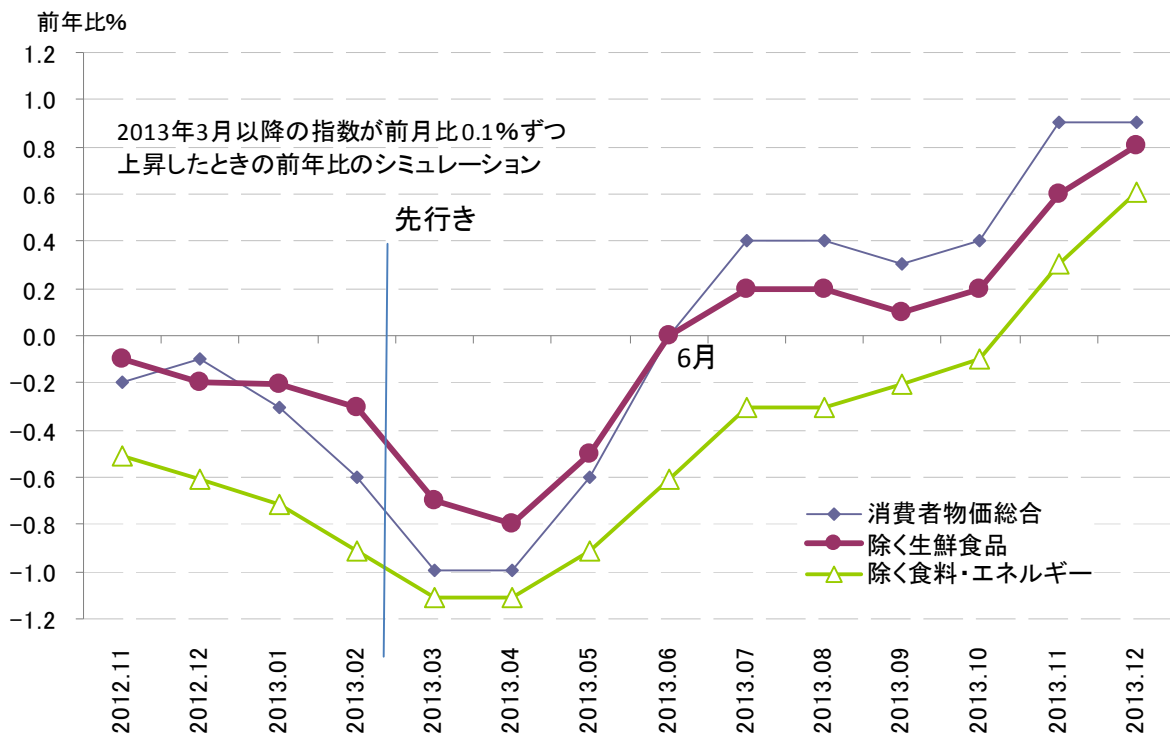
られる予定が明らかにされている。例年4月は値上げされる品目が相次ぐが、今年は例年以上に価格改定が目立つようになっている。

物価上昇圧力という意味では、コストプッシュ圧力が高まるだけでは十分ではない。物価上昇には、

(1) コストプッシュ型と(2) デマンドプル型があり、継続的に物価上昇圧力が働くためには、(2)のかたちで需要水準が底上げされていく必要がある。おそらく、夏の賞与増加、所定外賃金の増加といった家計の所得増加の動きが、今後の企業収益の拡大に伴って広がっていくと考えられる。さらに先行きを展望すると、円安が輸出企業の業績を大きく改善させるとともに、賃上げ圧力は強まっていき、消費税率が2014年4月に引き上げられることを前にして、2014年の春闘では今まで以上にベースアップを要求される企業が増えることになろう。安倍政権もまた、そうした賃上げの要請を経済界に強く求めるだろうから、賃金上昇→物価上昇という流れはより強まっていくと考えられる。

一方、賃金上昇への期待に関して、筆者は容易ではないという認識も持っている。一般的な発想に沿えば、労働需給が引き締まって人手不足が発生すれば、そのことが賃上げ圧力になると考えがちである。しかし、2002年頃から労働需給と春闘における賃上

図表3 先行きの物価上昇シナリオの確認



注：実績は総務省「消費者物価」

げ実績の関係は乖離するようになり、労働需給が引き締まっただけでは賃上げが起こらなくなっている。これは、デフレ構造が定着して、企業が賃上げを抑制することが例年のトレンドとして定着したことがあると考えられる。まさしくデフレ予想は、マネタリーな問題というよりも、賃金形成に深く浸透して、構造的に定着しているのだろう。

従って、賃金上昇から物価上昇へと波及効果を及ぼすとしても、必要とされる景気の押し上げ効果は、労働市場のデフレ構造を体質改善させるような腰の入ったものでなくてはならないだろう。

アベノミクスでは、当面の景気を底上げするという点で、二本目の矢として大型補正予算を用意している。

この二本目の矢は、具体的には2013年3月に編成された2012年度補正予算である。景気刺激に貢献する需要対策額は、年金基礎部分の手当3兆円分を除いた金額が約10兆円となる。内訳をみると、公共投資だけで5兆円の上積みになる。この5兆円は、一般会計の年度当初予算の約5兆円に相当する金額なので、公共投資が2倍に増える勢いになる。

ただし、投入する金額がそのまま所得増につながるかどうかには不透明感があるのも事実だ。東北の復興事業では、すでに11兆円もの未消化の公共投資

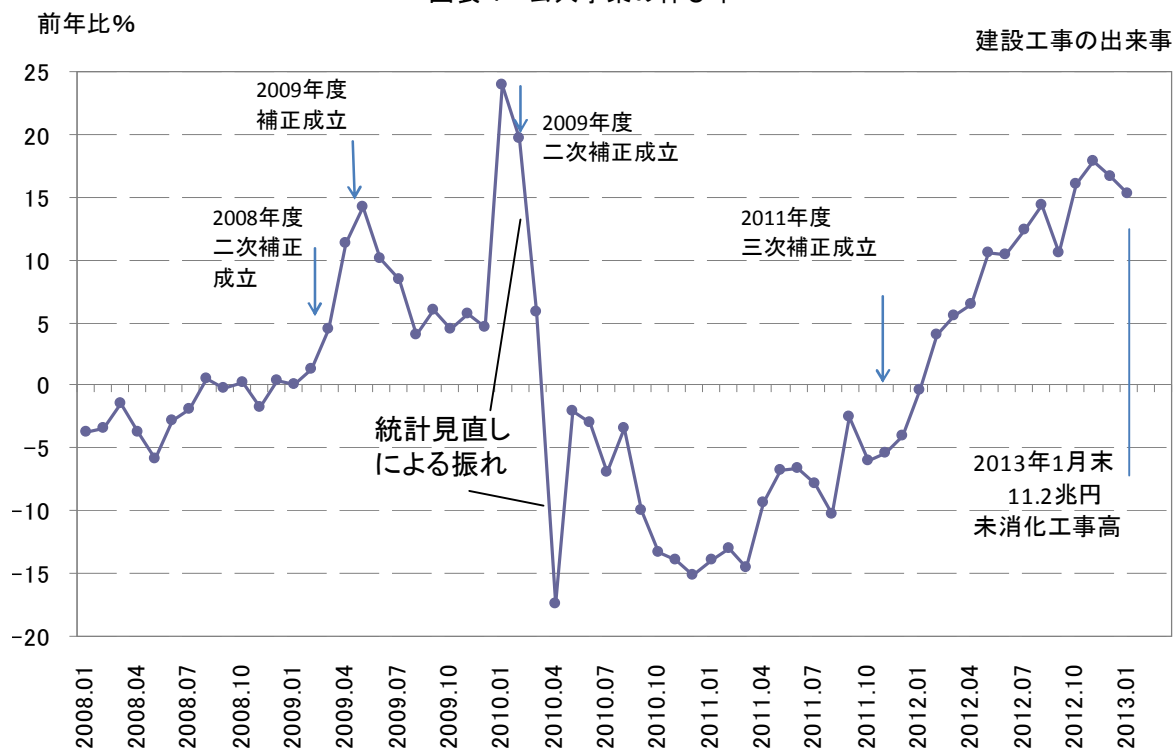
残高があり、そこに補正予算で1.6兆円が上積みされる(図表4)。

しかし、復興事業は、建設業者の技術者不足・人手不足、そして予定価格が低すぎるという理由で、事業の入札不調が相次いでいる。2011年度も、公共事業の繰越しや、不用額は過去にないくらいに増加した。景気対策として投入金額が大きくとも、実際の需要増に結びつく金額は相対的に小さくなっているのが実情だ。2012年度の補正予算は、10兆円の景気対策に対して+0.6%ポイントほどの実質GDP押し上げに止まると予想している。2013年度は4~12月にかけて公共投資が総需要を増加させる効果を発揮するが、それ以降は勢いが減衰すると予想される。日本全体の労働需給を逼迫させる点で、賃金上昇圧力になっていくことは評価できるとしても、いつまでも財政刺激に頼って日本経済を底上げすることには限界がある。

そうした意味で、多くの企業経営者が期待しているのは、「三本目の矢」である成長戦略である。考え方として、成長戦略は企業の事業拡大を促すような規制緩和・税制優遇をその内容としている。

本当のことを言えば、多くの人が「成長戦略」という語感に前向きな印象を感じて納得しているように思える。実は、その中身が具体的に描かれていな

図表4 公共事業の伸び率



いところに問題が隠れている。例えば、成長戦略は過去7回も立案され、各年度の予算編成に様々なテーマで予算化が行われてきた。それなのに、今もって成長戦略として何が成果だったかは判然としない。今後の成長戦略も過去7回と同様の成長戦略であれば、やや力不足であり、期待だけに終わってしまうだろう。

3. アベノミクスの中核は成長戦略

今後の景気がどうなるかを考えるとき、2014年4月に消費税率の引き上げ(5%→8%)が控えていることを忘れてはいけない。大型補正予算だけを打って、財政再建に逆行していれば、いつか市場からの手痛いしっぺ返しを受けることになる。2012年度大型補正予算については、消費税増税が実施される2014年4月以降の経済成長を基調的拡大へと導くための刺激として必要とされている。それ以降は、民需中心の経済成長が、需要刺激策に依存することなく、はっきりと描けるかどうか、アベノミクスの正念場と言える。

成長戦略の中身として、目下のところで強調されているのは、貿易自由化・経済連携である。安倍首相は、2013年2月に日米首脳会談を行って、オバマ大統領から「例外なき関税撤廃ではない」との言質を取って、3月に日本がTPPへの参加表明をした。日本は、2013年7月にもTPP交渉への参加が認められて、交渉会合に参加する予定になっている。TPPに参加すれば、たちどころにGDPが増える(あ

るいは減る)という考え方は間違っているが、加盟国内での関税撤廃が進み、域内での投資促進が図られる。言わば、域内での競争環境を整備して、企業活動を活性化させる「競争政策」である点に意味がある。こうした経済連携は、即効性はないとしても、企業のグローバル化を進展させる上では極めて大きなプラス効果があると言える。TPPの本質は競争政策であるので、規制・保護政策によって競争環境から遠ざけられていた分野では、一斉に「TPP反対」の声が上がっている。TPP参加は、むしろ、規制によって過剰に保護された体質を変化させるのには、好都合である。「失われた20年」で衰退する慣性を変えるには、自分の業界が競争環境にさらされている自覚を強く持つことが必要になる。

達観して言えば、わが国が今後、本格的な人口減少社会を迎えたとき、国内生産力の拡大を目指すには、海外に需要の活路を求めざるを得ない。

おそらく、内需拡大は限定的であっても、海外の欧米・新興国における需要はさらなる拡大を展望することは可能であろう。そうした意味で、新しく成長フロンティアを海外に見出すことが重要である。外需を取り込んで、国内生産者の1人当たり所得を増やしていく方針が活路になる。

今後5年先までに見込まれる日本経済の経済規模の拡大は、せいぜい10%前後である。それに対して、TPP加盟国全体では、約27%の経済規模拡大が見込まれる(図表5)。ここに、韓国・中国とのEPAや、欧州など他地域の経済連携を加えると、期待できる需要拡大の規模は飛躍的に大きくなる。

図表5 TPP交渉相手国の経済規模

	2000	2005	2010	2012	→先行き 2013	2015	2017	2017/2012年
世界	32,306	45,616	63,180	71,277	74,149	82,550	92,722	130%
TPP(12か国)	17,989	22,313	28,353	31,560	32,719	36,058	40,163	127%
日本	4,731	4,572	5,489	5,984	5,997	6,324	6,611	110%
米国	9,951	12,623	14,499	15,653	16,198	17,768	19,745	126%
オーストラリア	400	732	1,244	1,542	1,598	1,680	1,787	116%
ニュージーランド	53	112	140	167	174	185	195	117%
カナダ	725	1,134	1,577	1,770	1,839	1,974	2,117	120%
香港	533	845	1,015	1,151	1,234	1,417	1,629	141%
韓国	169	178	224	258	274	315	364	141%
中国	1,198	2,257	5,930	8,250	9,039	10,928	13,212	160%
欧州	8,503	13,791	16,301	16,414	16,478	17,518	18,769	114%
ASEAN+6(16か国)	8,169	10,421	17,553	21,619	22,983	26,524	30,807	142%
TPP+日中韓国EPA	28,394	39,384	51,823	57,634	59,744	66,236	74,137	129%

資料：IMF（2012年10月予測）

安倍政権が TPP に前向きな姿勢を強調したことで、他の分野における連携も前進している印象がある。日本は EU との間で EPA を推進し始めており、ほかにも中国・韓国との EPA 交渉会合が開かれている。これらの経済連携は、TPP に加盟していない国々が、日本に対して TPP 以外のチャンネルで交流を深めたいという動機によって進んでいる。日本は TPP 参加を突破口にしなが、より広範囲のエリアで自由貿易圏を築くことにメリットが大きいと考えられる。

成長戦略の推進においては、まだ着手されていない分野が残っていることを確認しておく必要がある。経済界は、しばしば企業活動を縛っている要因を「六重苦」と表現する。円高、法人税率の高さ、自由貿易協定の対応、労働規制、環境規制、電力不足という6項目である。まだ6項目のうち、円高と自由貿易協定の2つしか進捗していない。法人税率引き下げ、労働規制の緩和、環境規制の緩和、電力政策の見直しという4項目については、安倍政権の積み残し案件として、早急に是正に向けた取り組みが求められる。

なお、この4項目以外にも日本経済の重大な課題はある。代表は、高齢化に伴う社会保障システムの見直し、人口減少問題である。企業が負担する年金保険料・健康保険料負担はすでに大きくなっていて、このまま高齢者の給付抑制・消費税による負担肩代わりが行われなれば、さらに保険料率の引き上げが避けられないだろう。その利害調整をすることが、企業の社会保険料負担を抑制させ、代わりに正社員の賃金引き上げに寛容な姿勢をとるようになるための条件になるだろう。

最後に、安倍政権の政策スタンスとして基軸に据えている原則を確認しておきたい。12月の衆議院選挙を自民党が戦う前に政権公約として示した内容には、不断の規制改革に取り組もうという方針があった。「各種規制のあり方を行き過ぎたものを含め不断に見直し、潜在需要を顕在化させて発展的に経済活動を支援します。諸外国との違いを合理的に説明できない制度的障害は3年以内に撤廃する」といった『国際先端テスト』を導入し、各種規制・運用を見直します(政権公約 J-ファイル)。本当にこの精神で、成長戦略をスピーディに推進することを実行していけば、2014年4月の消費税率の引き上げまでに企業の設備投資を誘発して、内需を上向きにする好循環をもたらすことができるだろう。

考えてみると、安倍政権が取り組むべき課題を挙げていくと、今後、必要な「矢」の数は第四、第五と増えていかざるを得ない。つまり、アベノミクスを推進するほどに「矢」の数は増えていく予想である。

4. 今後の景気リスク

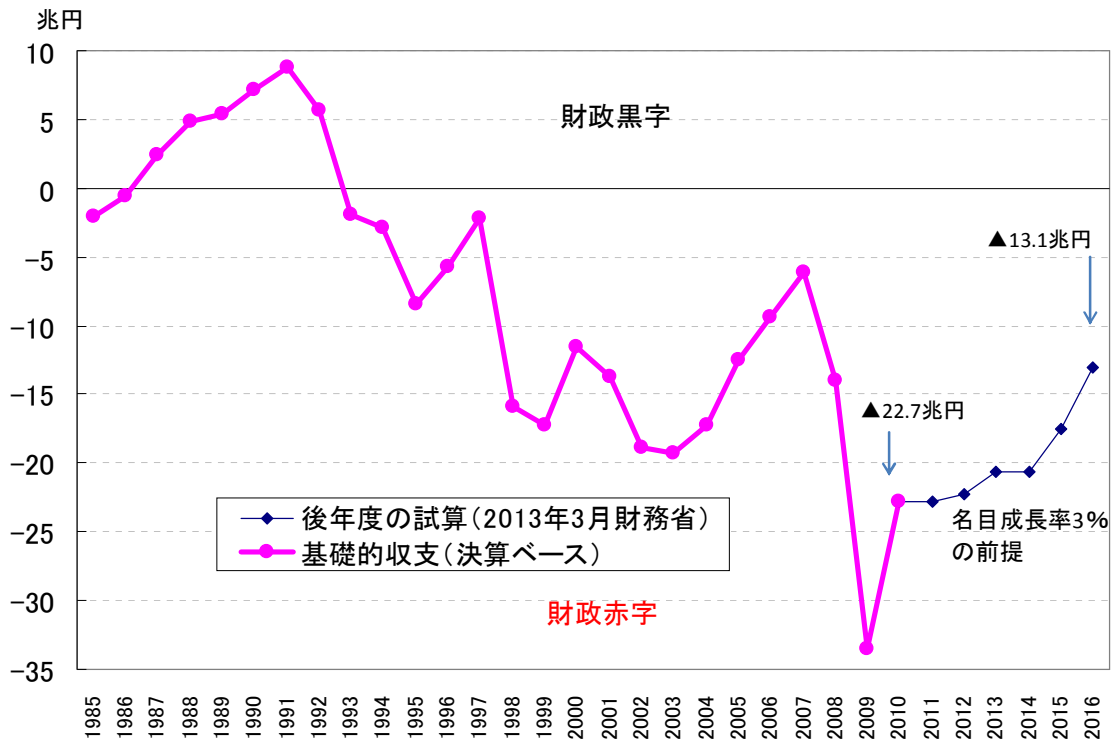
成長戦略に期待がかかる反面、そこには依然として景気悪化のリスクが存在する。ひとつは、円安・株高・長期金利低下というメリットの裏返しとして、相場が乱高下するリスクである。現在の円安・株高は、日銀の超金融緩和をかなり先取りするかたちで進んでいる。よく考えてみると、金融緩和自体は巨大なものであるが、それが必ずしも実体経済を好転させるとは限らない。先に消費者物価上昇率が年末には1%に近づくというシミュレーションを示したが、それでもまだ2年程度で2%の物価上昇が達成されるには距離がある。もしも、しばらく時間が経過して2%の物価上昇が困難であるとの見通しが共有されると、インフレ率の上昇を見越して売られていた円が買い戻される可能性はゼロではない。前傾化した期待と、捗捗しくない実績の間のギャップが修正されて、為替レートが調整するリスクである。

為替の乱高下は、欧州・米国経済の不安定化という要因を受けて起こることも視野に入れておかねばならない。欧州では、イタリアの財政再建について不確実性が大きい。ベルサニ陣営が与党の連立政権をうまく組むことができないと、ベルルスコーニ元首相のパワーが強まって、財政再建の行方が怪しくなる。このイタリア問題とキプロス問題によって、ユーロ相場は2012年後半のユーロ高の流れがユーロ安に転換してしまった。日本の円安環境は、2013年2月以降はユーロ高の追い風を失ってしまっている。

米国でも、議会運営はまだまだ波乱含みである。2014年は中間選挙の年であり、民主党と共和党が11月の選挙に向けて厳しい駆け引きを議会で行う可能性がある。そのことは、せつかく FRB が生み出した QE3 の好循環を減殺して、景気拡大の力をそぐことになりかねない。つまり、ドル安とユーロ安への為替レートの振れが、円高への修正へとつながるリスクになる。

さらに、米国には、バーナンキ議長の退任というイベントが2014年1月に控えている。議会が、バー

図表6 一般会計のプライマリーバランスの推移



資料：財務省

ナンキ議長の任期が切れる 2014 年以降は再任しない可能性はあるし、本人も固辞するという観測もある。米国経済がこのまま緩やかな拡大を継続すると、FOMC のメンバーの中でタカ派が超金融緩和の修正を口にするだろう。そのとき、バーナンキ議長のように、タカ派をうまく丸め込む人物が居ないと金融緩和予想が大きく後退して、株価などが乱高下する可能性も否定できない。こうした米国・欧州の金融混乱は、実体経済の悪化・停滞を招き、日本経済にとって外需の牽引力を弱めることになるだろう。

日本国内の要因を考えると、財政再建路線が先送りされることへの不安が根強い。現時点での財政再建の展望は、2015 年度に基礎的財政収支（プライマリーバランス）の赤字幅を半減させ、さらに 2020 年度に黒字転換を目指すという方針である（図表 6）。しかしながら、消費税を 2 度引き上げても、依然として黒字転換が達成できるかどうか微妙な状況とみることもできる。

焦点になりそうな消費税増税に関しては、一応、2013 年秋に最終判断を行うことになっている。ここで波乱があるとは思えないが、逆に消費税率を引き上げる代わりに、再度大型補正を要求してくる勢力が政治的に力を持つ可能性もある。例えば、2014 年 4～6 月に消費税増税の反動が予想されることを見

越して、大型景気対策を要求していくというシナリオである。

公共投資の効果は、2013 年中は、大型補正予算の執行によって嵩上げされるが、2014 年になると大きすぎた補正予算の効果が出尽くした反動が前半に表れやすくなる。そのショックを材料にして、景気対策を要求することに対して、安倍政権はどこまで抗することができるだろうか。こうした財政再建の先送りの懸念はほかにもあり、消費税を 2014 年 4 月に引き上げた後、2015 年 10 月には痛みの大きな二度目の消費税増税はやらなくてもよいという論調が現れることも考えられる。これらの隠れたリスクに政権運営の軸がぶれないことを願いたい。

プロフィール

くまの・ひでお

第一生命経済研究所 首席エコノミスト。1967（昭和 42）年山口県生まれ。1990（平成 2）年 横浜国立大学経済学部卒、日本銀行入行。2000（平成 12）年 第一生命経済研究所入社、同年 11 月より現職。著書「3 時間でつかむ金融の基礎知識」（明日香出版）、「バブルは別の顔をしてやってくる」（日本経済新聞出版社）、「本当はどうなの？ 日本経済—俗説を覆す 64 の視点」（日本経済新聞出版社）など。