

2013・2014年度の内外経済見通し

～日本は未だ自律的回復には至らず、依然重要な外需環境～

＜要旨＞

昨年来の円安と株高は、消費者マインド改善を通じて 2013 年に入ってからの個人消費を押し上げ、2013 年 1-3 月期の高成長をもたらしたが、家計所得が伸びておらず、設備投資の減少が続いていることは、日本経済が自律的な回復局面に入っていないことを示している。2013 年度内の経済成長率は、公共投資増加と消費税率引き上げ前の駆込み需要で押し上げられるものの、これら一時的な需要が設備投資や安定雇用を促す力は弱いため、企業の前向きな動きと自律的回復の芽が出始めるのは、米国向け中心に輸出が伸び率を高める 2013 年度後半からになるだろう。

注目される消費者物価について、2014 年度までの間、日本経済の需要不足は縮小していく、労働需給改善によって賃金も徐々に回復に向かうものの、これまで長い間人件費の増加に慎重だった企業の姿勢がすぐに転換することは考えにくい。このため、賃金増加ペースは緩やかなものに留まる。結果として日銀が目指す消費者物価上昇率 +2% は 2014 年度内に実現せず、大規模な金融緩和は続く。かかる環境下での長期金利は、振れを伴いながら、トレンドとしては緩やかに上昇していくと予想する。

1. 日本経済の現状～消費主導で高成長となった 1-3 月期、但し自律的回復には至らず

2013 年 1-3 月期 GDP は前期比年率 +3.5% と高い成長率になった。需要項目別の寄与度を見ると、GDP 成長率への寄与度が最も大きかったのは個人消費であった。昨年末以降の円安と株高により消費者マインドが改善したことで消費が増えたものと考えるのが自然であろう。安倍政権の経済政策が実体経済にも好影響を及ぼしたということであり、この点で成功を収めていると言える(図表1)。

図表1 日本の GDP 成長率と需要項目別の寄与度

	2012年 4-6月期	(前期比年率、%)			
		伸び率	伸び率	伸び率	伸び率
G D P	▲ 0.9	▲ 3.5	1.0	3.5	+ 3.5
個人消費	0.8	▲ 1.6	1.8	3.7	+ 2.3
民間住宅	9.3	6.3	15.0	7.9	+ 0.2
設備投資	▲ 1.1	▲ 12.5	▲ 5.9	▲ 2.6	▲ 0.3
民間在庫(年率兆円)	▲ 3.4	▲ 2.7	▲ 3.2	▲ 4.1	▲ 0.8
政府支出	2.0	1.6	3.0	2.3	+ 0.5
公共投資	27.7	14.1	11.9	3.4	+ 0.2
財・サービス輸出	▲ 0.2	▲ 16.5	▲ 11.3	16.1	+ 2.1
財・サービス輸入	7.2	▲ 1.2	▲ 8.5	4.0	▲ 0.6

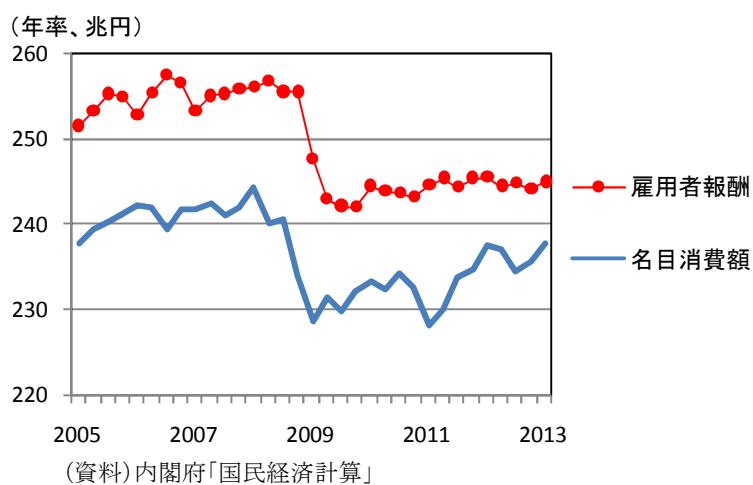
(資料) 内閣府「国民経済計算速報」

内需寄与度
+2.0%ポイント
うち民需+1.2P
公需+0.8P

外需寄与度
+1.5%ポイント

しかしながら、国内民間需要のもう一つの柱である設備投資は前期比年率▲2.6%、5四半期連続で減少している。消費者が円安と株高を背景に支出行動を積極化させた一方で、企業部門は依然として慎重な姿勢を保っていることが窺える。これに加えて、家計所得がまだ増えておらず、消費の持続性に懸念が残ることも踏まえると、日本経済は所得と支出の好循環を伴う自律的な回復局面には至っていない(図表2)。

図表2 名目個人消費額と雇用者報酬



(資料)内閣府「国民経済計算」

この先、2012年度補正予算での公共投資が出てくることや、2013年度後半からは個人消費において消費税率引き上げ前の駆込み需要が出始めるため、4~6ヶ月期以降も日本の成長率は高いまま推移するだろうが、我が国の財政事情を考慮すると公共投資増加の持続性は乏しい上に、駆込み需要は2014年度に減少に転じることが目に見えている。これら一時的な需要増加が、ある程度中期的な見通しに沿って行われる設備投資や安定雇用を押し上げるには至らないと見る。

昨年来の円安で輸出企業の業績改善に対する期待が高まっているが、円安が進んだ昨年12月から3月までの間に、日銀短観の製造業大企業の売上高経常利益率計画(2012年度)が多くの素材系業種で下方修正された他、加工系でも電気機械・一般機械では下方修正されていることを踏まえると、円安だけで輸出企業の業況改善が続くことも期待できない(図表3)。

図表3 日銀短観における2012年度経常利益率計画

(大企業)

	計画時点		修正幅 (%)
	2012年12月	2013年3月	
全産業	3.79	3.88	+ 0.09
製造業	3.93	4.06	+ 0.13
紙・パルプ	3.35	3.13	▲ 0.22
化学	8.22	8.04	▲ 0.18
石油・石炭製品	0.32	0.40	+ 0.08
窯業・土石製品	5.93	5.28	▲ 0.65
鉄鋼	0.02	▲ 0.44	▲ 0.46
非鉄金属	3.15	3.62	+ 0.47
金属製品	4.05	4.19	+ 0.14
一般機械	6.32	6.13	▲ 0.20
電気機械	1.86	1.74	▲ 0.12
輸送用機械	3.97	4.68	+ 0.71
非製造業	3.70	3.76	+ 0.06

(資料)日銀短観

企業の投資姿勢を前向きなものに変えて自律的回復の芽をもたらすのは、海外景気の安定による輸出の持続的な増加であり、そのメリットは輸出製造業の業績改善を通じて国内の他部門に徐々に広がっていくという、過去の景気回復局面と同じ経路を辿るというのが当部の見方である。日本経済にとって、海外経済の動向は依然として非常に重要な位置を占めている。

2. 海外経済の現状と見通し

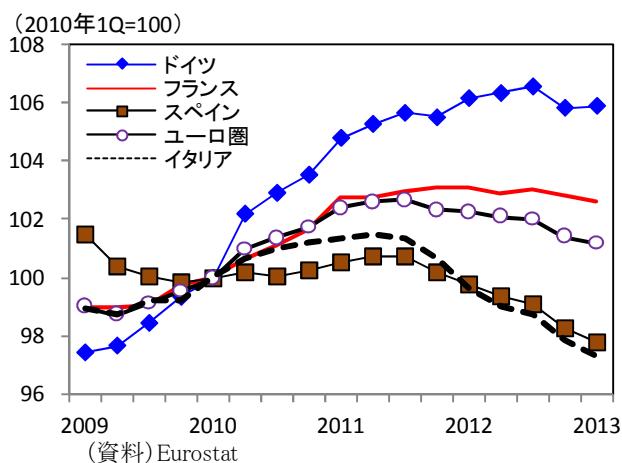
(1) 欧州経済金融情勢～金融市場の落ち着きと実体経済悪化が続く

2012年9月に欧洲中央銀行(ECB)が条件付きながらも無制限の国債買い入れ策(OMT)を導入した頃から、欧洲の金融市场は落ち着いた状態を維持している。2013年に入ってから、イタリアで組閣が遅れるという政治停滞や、外部からの救済が必要になったキプロスなど、金融市场緊張化の芽がいくつか出たが、イタリアの組閣が4月に実現したことによって金融市场は落ち着きを取り戻し、5月に入ってからのイタリア10年国債利回りは4%を下回っている(図表4)。

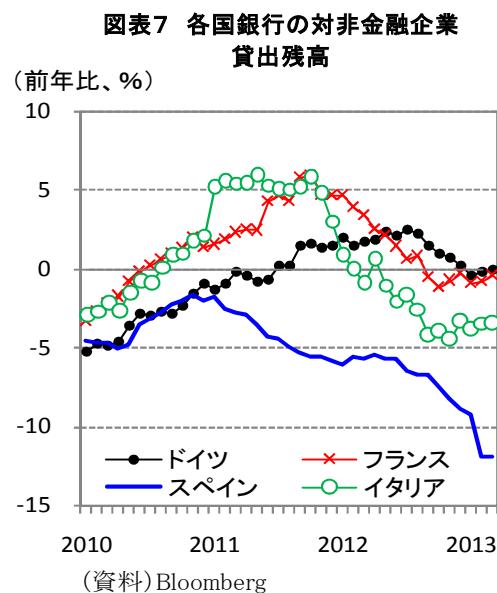
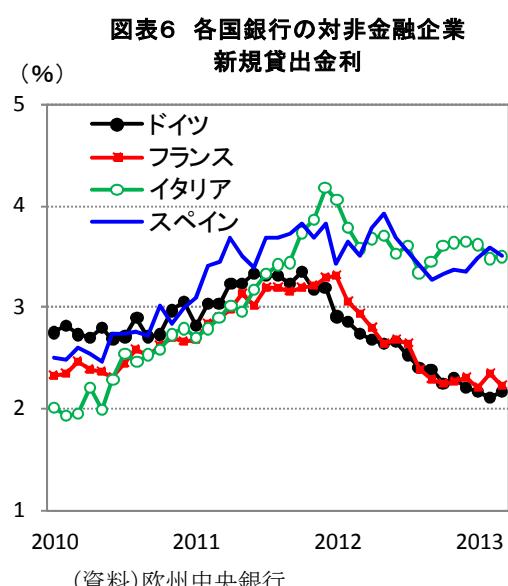


しかし、ユーロ圏の実体経済は悪化に歯止めがかかる兆しさえ見えておらず、失業率は3月に12.1%まで上昇、2013年第1四半期実質GDPは前期比年率▲0.9%と6期連続のマイナス成長となった。スペインは6期、イタリアは7期連続のマイナス成長と周縁国の厳しい状況が続いている他、ドイツが2四半期ぶりにプラス成長に戻った一方でフランスは2期マイナス成長と、中核国間の格差も鮮明になっている(図表5)。

図表5 ユーロ圏主要国の実質GDP



ユーロ圏銀行から非金融企業向け貸出の金利を見ると、ドイツ・フランスで低下している一方でイタリア・スペインは高止まりしており(図表6)、この2国では銀行貸出残高の減少も顕著である(図表7)。周縁国の企業、とりわけ中小企業は金融市场沈静化の恩恵を受けられておらず、金融から実体経済に対する負のフィードバックがユーロ圏景気の足を引っ張っていることがわかる。



ECBは、非金融法人の資金アクセス改善のために、5月の政策委員会で企業向け融資を裏付けとする資産担保証券(ABS)を利用した貸出促進策を打ち出したが、この施策の詳細は現時点では決まっておらず、実現するまで時間を要する。ユーロ圏は表面上金融市场が落ち着いた状態を維持しているものの、4-6月期以降も周縁国中心にマイナス成長が続くこととなろう。

各国は厳しい緊縮財政が悪循環を生む可能性を考慮し、緊縮一辺倒のスタンスから徐々に支出を緩める方向に舵を切りつつあるが、それでもユーロ圏の経済を大きく押し上げる規模の財政支出は非現実的である。結局、ユーロ圏が今の状態から脱するには外需に頼る他ないのが現状であり、この先2014年までのユーロ圏経済は、米国経済の堅調な回復の恩恵を直接的に、あるいはアジアを経て間接的に受けることで、非常に緩やかな回復への道を辿ることとなろう。

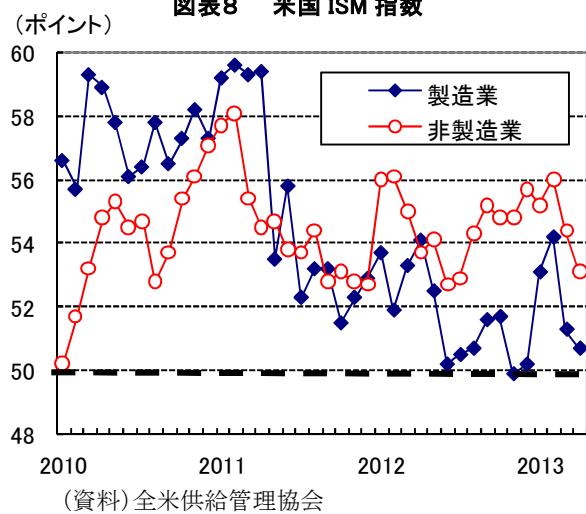
(2)米国～一時減速も年後半から再加速の予想

米国は依然として他経済圏に比べると堅調な状態を保っているが、足許でISM製造業指数が50近辺まで低下するなど、減速の兆しも見える(次頁図表8)。これは欧州に加えて中国でも製造業活動が減速気味というグローバルな製造業サイクルの影響を受けたものと見られ、2013年4月の財生産部門における雇用者数は前月差▲0.9万人と僅かながら減少している。しかしその一方で民間サービス部門は堅調であり、ISM非製造業指数は50を上回って推移し、4月の民間サービス部門雇用者数は前月差+18.5万人と明確に増加している。

住宅市場の回復トレンドにも変化はない。住宅価格の前年比上昇率は高まり続けており、住宅価格に先行してきた中古住宅在庫の動きを見ても、住宅価格上昇の持続性に特段の不安はない

と言えよう(図表9)。更に、上昇する株価は、家計純資産の増加とマインド改善双方の面で個人消費を支える材料となることが見込める。住宅価格・株価の上昇による資産効果が、2013年初めからの増税や歳出強制削減のマイナスインパクトを相殺することで、年後半からの米国景気は回復ペースを高めていくだろう。この結果、2013年末までには、現在の金融緩和策(QE 3)における資産購入額縮小がアナウンスされ、米国金利に対する上昇圧力がかかり始めると見る。

図表8 米国ISM指数



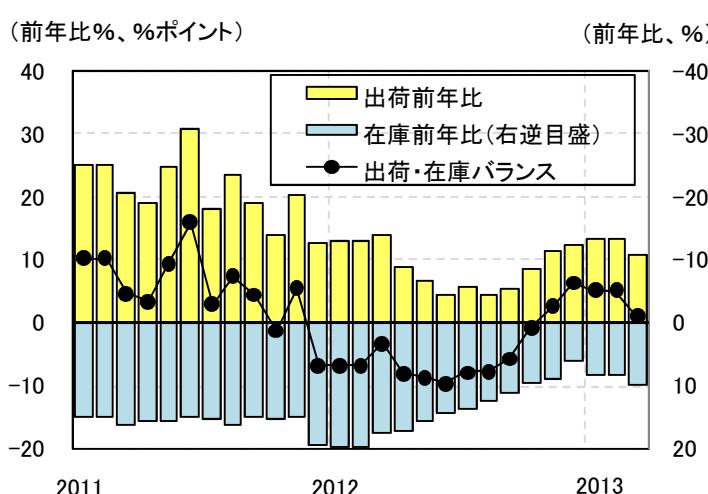
図表9 米国住宅市場の動き



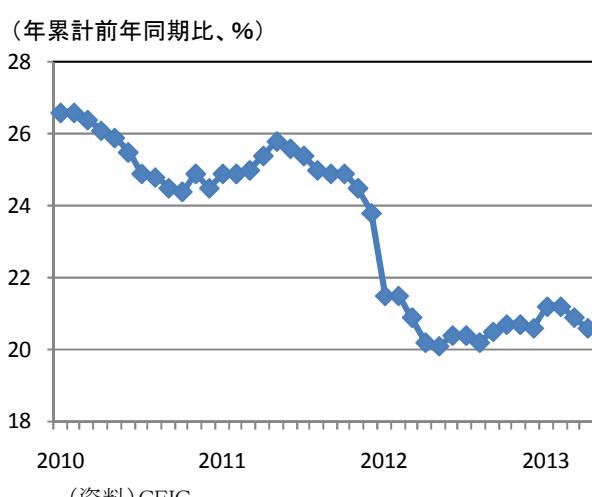
(3)アジア新興国～中国景気改善の動きが再び足踏み状態へ

中国の景気は、昨年秋から今年初めにかけて改善の兆しを見せたが、ここにきて再び減速している。製造業PMI(HSBC社)は5月で49.6と、業績判断好悪の境目である50を下回った他、昨年半ばから改善していた出荷・在庫バランスは直近では足踏み状態となった(図表10)。3月の全人代終了後は景気刺激策としての公共投資が増加するとの見方が一般的であったが、今のところ固定資産等の伸びは高まっておらず(図表11)、公共投資の新規着工計画額は4月で前年比+15.7%と、昨年同時期の20%強を下回ったままで、目先景気刺激策拡大は見込みにくい。

図表10 中国製造業部門の出荷在庫バランス

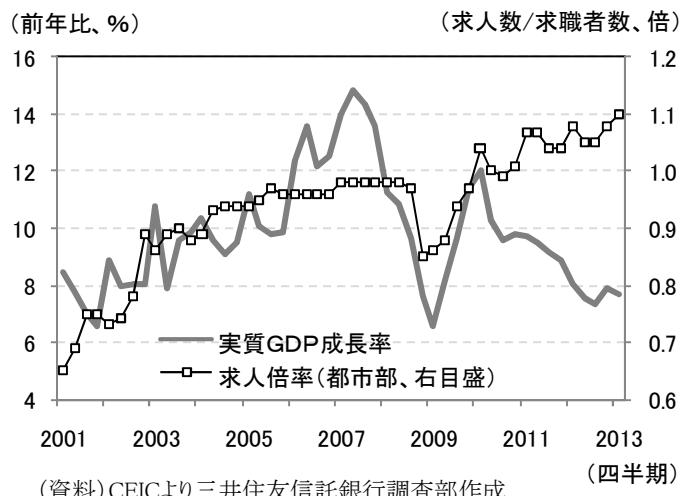


図表11 中国固定資産投資伸び率



景気減速が長引いている背景には、2010年以降成長率の低下が続いているにもかかわらず求人倍率が安定して推移しており、雇用不安に起因する社会的騒擾を招く懸念が少なくなったために、当局にとって景気対策の必要性が薄くなっていることもあると見られる(図表12)。

図表12 中国経済成長率と求人倍率



(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

過熱色を強めている住宅価格を抑えるための不動産取得規制強化が、中国の内需を押し下げるリスクもある。これまで当部は4月以降の中国成長率が8%を上回ると予想していたが、この先少なくとも半年程度は7%台で推移する可能性が高まったと見ている。2013年末から2014年にかけての時期に、米国景気再加速の恩恵を受けた輸出増加を牽引役として8%成長を取り戻すと予想する。

以上、今後の海外経済見通しをまとめると、2013年内はユーロ圏の経済悪化と中国景気減速が続く中、米国経済の相対的な強さが目立つ期間となろう。2014年にかけては、米国景気回復の恩恵がアジア、そして欧州に徐々に波及していくことで、各経済圏の成長ペースが徐々に戻っていく展開を予想している。

3. 2014年度までの日本経済・物価見通し

日本は、2013年度内は安倍政権が打ち出した緊急経済対策による公共投資増加と、消費税率引き上げ前の駆込み需要で個人消費が増えるために高い成長率が続くだろう。しかしこれらの需要は一時的なものであるため、設備投資の明確な回復は輸出の安定的な増加を待つ必要がある。その輸出は、2013年度前半は米国向け以外が伸び悩むために全体の伸び率は高まらないが、2013年末頃から米国景気加速の恩恵を受けたアジア向け輸出も増加に転じ、ほぼ同時期に設備投資の伸び率が高まっていく。2014年度の日本経済は、公共投資のピークアウトや駆込み需要の反動で減少する個人消費を、輸出と設備投資の増加がある程度カバーする展開となろう。年度平均の成長率は2013年度が+2.4%、2014年度は+0.8%と、2012年度(実績+1.2%)から3年連続のプラス成長を見込む。

なお、2014年4月の消費税率引き上げ前の駆込み需要について、1997年4月の税率引き上げ時には、直前1-3月期の個人消費増加率は前期比年率で+8.0%に達したが、今回は過去数年間にエコカー補助金や家電製品に対するエコポイントなど、耐久消費財に対する複数の需要喚起策が既に打たれている。このため今回の駆込み需要の規模は1997年時よりも小さい前期比年率5~6%に留まり、従って2014年度の初めに生じる反動減もさほど大きくならないと予想している。

消費者物価上昇率については、「2014年度にプラスには転じるものとの日銀が目指す+2%には達しない」というのが当部の見方である。

直近の失業率は4.1%まで低下し、労働需給の緩和度合いは後退している(図表13)。この先、比較的高い成長率が続くというシナリオを前提にすると、労働需給は徐々に引き締まりに近づき、それとともに賃金も下げ止まりから増加に転じると見るのが妥当であろう。しかし、過去長期間に亘って慎重だった企業の人事費増加に対する態度が短期間で劇的に変化するとは考えにくい。2014年度までの賃金の伸び率は、前年比で+0.5%前後の緩やかなものに留まると予想する。

図表13 国内雇用情勢の動き



(資料)総務省、厚生労働省

2014年度までの消費者物価については、2013年度内の公共投資と駆込み需要の増加や、2014年度にかけて輸出と設備投資が増加することによって国内需給が徐々に引き締まっていくこと、緩やかながらも賃金が回復に向かうことで、2014年度に入る頃から消費税率引き上げによる影響を除いても前年比プラスに転じると見る。但し、企業の人事費に対する姿勢の変化が緩やかなものに留まる中では、期待物価上昇率の大幅なシフトは望みにくいため、2014年度までに日銀が掲げる「2年で消費者物価上昇率+2%」は2014年度まで視野に入らないだろう。海外経済の回復によるコモディティ価格上昇や円安の影響による特殊要因除いたベースでは、2014年度末で+0.5%前後の上昇率になると予想する。

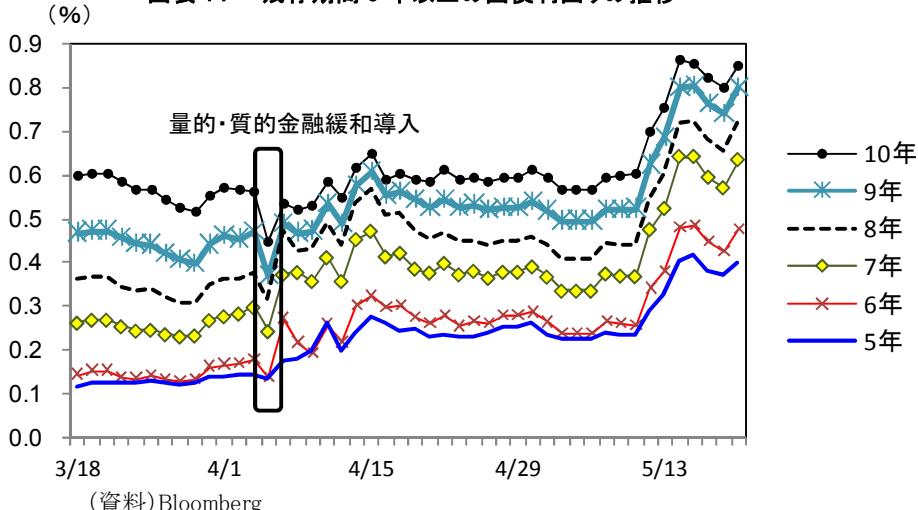
4. 金融市場の現状と見通し

(1) 日銀の金融政策と長期金利

4月4日の量的・質的金融緩和導入以降、日本の10年国債利回り(長期金利)は4月と5月とともに不安定な動きを見せた。

緩和策導入日直後の不安定な動きは、この時は日銀の対応によって一旦落ち着いたものの、5月半ばに長期金利は大幅に上昇し、再び振れ幅が拡大した。5月の金利急上昇は、日銀の大規模な国債買入によって民間投資家の国債取引機会が減り、流動性低下が懸念されていたところに米国金利上昇という悪材料が加わったために、急激な反応を招いたものと見られる。

図表14 残存期間5年以上の国債利回りの推移



目先数カ月の長期金利を見る上では、日銀がどの程度までなら金利上昇を容認するかがポイントとなる。この点に関して当部は、①設備投資が弱い段階で長期金利が上昇するのはマクロ経済見通しの観点からも好ましくないこと、②現在の長期金利上昇は国債の流動性低下も一因であり、少なくともこの要因に起因する金利上昇分は抑える必要があること一から、この先の日銀は資金供給オペレーションの改善を通じて、急激な金利上昇を防ぐ努力を続けると予想する。

2014年度までの長期金利は、先に示した通り+2%の消費者物価上昇率が実現しないという見方を前提とすると、予測期間を通じて日銀の強力な緩和が続くことになる。従って長期金利の上昇トレンドは緩やかなものとなり、2013年度内は1%未満、2014年度に入ってからも1%前半の範囲内に留まるだろう。

尤も、現在の国債流動性の低下は、更なる国債の買い入れで改善できるものではないため、この先も一時的に不安定な動きをする可能性は高い。また、緩和策導入後しばらく経っても消費者物価に明確な上向きの動きが出てこない中で、政府・日銀が何らかの追加措置を取る可能性があり、その内容によっては、日本の長期金利を上下双方に触れさせる要因となり得る。

(2) 為替レート

①円ドルレート

昨年秋に1ドル=80円前後だった円ドルレートは、5月下旬には同100円台前半まで、半年で2割以上も円安が進んだ。これほどまでに急激なペースでの円安に対して、この先他国からの牽制などによって一時的に円高に戻る局面もあるだろうが、基本的には米国景気の回復ペースが高まる2013年後半から、両国間の経済ファンダメンタルズ格差拡大を背景にした円安が進むと予想する。1ドル=102～103円という現在の円ドルレートを出発点とすると、2013年度後半には同100～105円前後、そして2014年度内は同105～110円前後の推移を見込む。

②円ユーロレート

円レートは対ユーロでも昨年秋から5月下旬にかけて2割以上下落している。しかし欧米間で実体経済の強さに大きな差があるにもかかわらず、双方の通貨に対して同程度円安が進むというのは、ファンダメンタルズから見る限り持続的とは考えにくい。従ってこの先の円ユーロレートは、円ドルレートよりも円高に振れやすくなるだろう。この先ユーロ圏の実体経済悪化がまだ続き、金融市場では再び緊張化の局面を迎える可能性があることを前提に、2014年度末まで、1ユーロ=120～130円の範囲を中心とする振れの大きい展開を予想する。

5. 2014年度までのメインシナリオに対するリスク要因

以上の基本的な内外経済・金融市場のシナリオから外れていくリスク要因として、最も重要なのは海外経済の下振れである。特に欧州経済は、その現状に鑑みれば、この先2014年度まで何の問題も起きないというのは楽観的に過ぎよう。3月に浮上したキプロス救済問題のように、一時的な緊張化の材料が出るに留まれば、振れを伴いつつもユーロ圏経済は緩やかな回復に向かうだろうが、発生する問題の程度や規模によっては、ユーロ圏の経済活動水準を大きく下方シフトさせ、他の経済圏にも顕著な悪影響を及ぼす可能性は残っている。

国内のリスク要因としては、円安の影響によるマインド悪化が挙げられる。夏に向けて電気使用量が増えていく中で、エネルギーコスト上昇という円安のネガティブな面に関心が集まれば、家計・企業双方のマインドの改善に水を差し、内需の足を引っ張る恐れが出てくる。特にこの先海外経済が悪化して円安のメリットが取りにくくなった場合には、このリスクが顕在化しやすくなる。

そして2014年度までというやや長い期間内においては、国内外を問わず、経済ファンダメンタルズから乖離した水準への資産価格高騰や、適切なリスク・リターンの関係を無視した過剰なりスクテイクが行われる可能性も無視できない。先進国に続いて新興国でも金融緩和の動きが強まっていることは、このリスクを徐々に高めるものであり、巻き戻しの動きが始まった時には、実体経済に大きなダメージが及ぶことになる可能性を意識しておく必要がある。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点での入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表 2012・2013年度の経済見通し
(作成日: 2013年5月24日)

	2013年度		2014年度		2013上	2013下	2014上	2014下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	532.1	2.4	536.3	0.8	1.3 1.7	1.8 3.0	-0.4 1.4	0.6 0.2
民間最終消費	315.6	1.9	314.7	-0.3	0.8 1.6	1.5 2.3	-1.3 0.2	0.6 -0.8
民間住宅投資	14.4	5.1	13.7	-4.9	2.6 8.1	-0.3 2.3	-4.0 -4.2	-1.5 -5.5
民間設備投資	65.3	-1.7	67.3	3.0	-0.5 -4.0	0.9 0.5	1.7 2.5	1.8 3.5
民間在庫品増加(実額)	-1.6	寄与度 0.4	-0.3	寄与度 0.3	-2.6	-0.7	-0.4	-0.2
政府最終消費	103.9	2.0	105.2	1.2	0.9 2.2	1.0 1.9	0.6 1.5	0.3 0.9
公的固定資本形成	24.9	6.8	24.4	-2.2	3.4 9.1	2.1 5.2	-0.8 1.8	-4.0 -5.1
財貨・サービス輸出	82.8	2.0	86.6	4.6	2.7 -0.5	1.8 4.5	2.2 4.2	2.6 4.8
財貨・サービス輸入	73.3	0.4	75.3	2.7	0.8 -1.0	1.1 1.9	1.4 2.5	1.6 2.9
内需寄与度	2.2	民需 1.4	0.5	民需 0.4				
外需寄与度	0.2	公需 0.7	0.3	公需 0.1				
<名目>								
国内総支出	483.4	1.8	490.5	1.5	1.1 0.8	1.7 2.8	0.5 2.2	0.4 0.8
GDPデフレーター	90.8	-0.5	91.5	0.7	-0.8	-0.2	0.7	0.7
企業物価 *(10年=100)	103.3	2.8	104.1	0.8	2.3	3.2	1.2	0.3
輸出物価 *(10年=100)	108.1	10.4	110.8	2.5	12.5	8.3	2.1	3.0
輸入物価 *(10年=100)	130.8	18.7	137.4	5.1	22.0	15.7	4.2	5.9
消費者物価 *(10年=100)	99.5	-0.1	101.9	2.3	-0.2	0.0	2.2	2.4
鉱工業生産 *(5年=100)	91.6	1.8	99.7	8.9	-1.5	5.1	8.8	9.0
失業率 (%)	4.1	-0.1	3.9	-0.3	4.2	4.1	3.9	3.8
雇用者数 *(万人)	5,515	0.1	5,531	0.3	0.1	0.0	0.2	0.4
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.1	—	0.2	—	-0.1	0.3	0.1	0.2
新設住宅着工戸数(万戸)	87.3	-2.2	82.4	-5.7	92.2	82.0	80.3	84.1
貿易収支 (10億円)	-7,722	—	-6,110	—	-3,665	-4,058	-2,998	-3,112
輸出 *(10億円)	69,226	12.4	74,240	7.2	10.8	14.1	6.5	8.0
輸入 *(10億円)	76,949	12.4	80,350	4.4	13.0	11.8	4.1	4.7
所得収支 (10億円)	16,018	—	17,177	—	8,250	7,768	8,843	8,334
経常収支 (10億円)	4,891	—	7,459	—	2,348	2,544	3,592	3,867
マネーサーフライ *(M2、兆円)	845.1	2.7	866.2	2.5	2.8	2.6	2.5	2.5
円/ドルレート (円、期中平均)	102.6	—	105.7	—	101.4	103.7	105.2	106.3
輸入原油価格 (ドル/バレル)	114.4	—	118.5	—	113.3	115.5	117.5	119.5
米国実質GDP(10億ドル)	13854.5	1.9	14226.9	2.7	1.7	2.3	2.8	2.8

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	2013/4-6	7-9	10-12	2014/1-3	4-6	7-9	10-12	2015/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.80	0.83	0.86	0.92	0.98	1.03	1.08	1.13
円ドルレート	100.5	102.4	103.3	104.1	104.9	105.5	106.0	106.5

→予測

