

# 2014年の内外経済金融の展望

—正念場を迎えるアベノミクス—

主席研究員 南 武志 主席研究員 山口勝義  
主任研究員 木村俊文 研究員 王 雷軒

## 〔要 旨〕

- 1 2013年の世界経済は、これまでの「停滞気味の先進国、堅調な新興国」が崩れた。米国では財政政策を巡って、米議会が紛糾するなか、民間需要は底堅く推移し始めている。この数年、債務問題に悩まされ続けてきた欧州経済も底入れを模索し始めている。日本経済もまた、アベノミクスへの期待から景気回復の1年であった。一方で、このところ成長減速が続いてきた新興国経済では、米国の金融緩和策の出口を巡る思惑が、その成長の源泉であった「海外からの資本流入」を逆流させ、成長の持続可能性への懸念が高まった。
- 2 毎月850億ドルの債券買入れを行う米連邦準備制度による量的緩和政策第3弾（QE3）は、13年5月以降、その規模縮小を巡る議論が続いている。米雇用環境の改善もみられることから、14年3月までには規模縮小が決定されるとみられるが、債券買入れは継続されることから、その後も緩和政策は続くことになるだろう。一方、13年10月には連邦政府機関の一部閉鎖という事態にまで発展した債務上限の取扱いなどをめぐる財政協議であるが、14年秋の中間選挙までは抜本的な解決策が打ち出されないまま、問題先送りを繰り返すことになるだろう。
- 3 14年の海外経済を展望すると、米国経済については消費・設備投資など民間需要を中心に徐々に回復力を高めていくことが予想される一方で、それ以外の地域では緩慢な成長となるものと思われる。家計などのバランスシート調整が一巡した米国経済では、これまでの金融緩和策の効果が浸み出すことで、徐々に成長率を高めていくことが予想される。一方、13年半ばには下げ止まり感が出てきた欧州経済については、金融機能の脆弱さや企業・家計の過剰負債問題、さらにはデフインフレーションの進行もあり、低調な推移を続けるだろう。中国経済もまた、消費主導経済への構造調整を進める一方で、安定成長の確保という課題もあり、7%台前半の成長にとどまるだろう。
- 4 アベノミクスの本格始動に伴い、国内景気は回復を開始、特に13年前半は年率4%前後の成長を達成した。その牽引役は、これまでの輸出（または外需）ではなく、民間消費や公共投資などの国内需要であった。これまでのところ、円安による輸出数量押し上げ効果が顕在化していないが、先進国経済が徐々に持ち直していけば、輸出増が明確になる可能性はあるだろう。さて、14年度の国内経済は、消費税増税に伴う民間消費の不振により、厳しい状況となるだろう。政府は5.5兆円規模の経済対策に加え、業績改善企業に対する賃上げを要請したが、年度内に安定成長経路に回帰するのは難しいだろう。その結果、足元で前年比1%前後まで上昇率が拡大した消費者物価は、上昇圧力が緩和し、伸び悩むだろう。「2年で2%の物価上昇」を目指した政策運営を行っている日本銀行は、14年夏場までには一段の緩和策を検討することになるだろう。景気の低調さ、物価上昇圧力の緩和、追加緩和の可能性を受けて、長期金利は引き続き1%割れの状態が続くだろう。

## 目次

### はじめに

#### —新興国経済の不透明感高まる—

### 1 米国のマクロ経済政策とその行方

- (1) 米国の金融政策
- (2) 米国の財政問題
- (3) 2014年の行方

### 2 海外経済金融の展望

- (1) 米国経済の展望
- (2) 欧州経済の展望

### (3) 中国経済の展望

### 3 国内経済・金融の注目点と展望

- (1) アベノミクスの1年
- (2) 国内経済・物価の展望
- (3) 長期金利は1%割れ状態が継続

### おわりに

#### —消費税増税とデフレ脱却・成長促進の両立は可能か—

## はじめに

### —新興国経済の不透明感高まる—

2013年はわが国の経済にとって、非常に重要な選択をした年と評価されるのかも知れない。12年暮れの総選挙で再び政権に返り咲いた自公連立政権は、デフレ脱却と成長促進を最優先課題と位置付けた安倍首相の下、大胆な経済政策運営にカジを切った。国内景気は持ち直し傾向が強まるとともに、物価も下落状態から抜け出している。

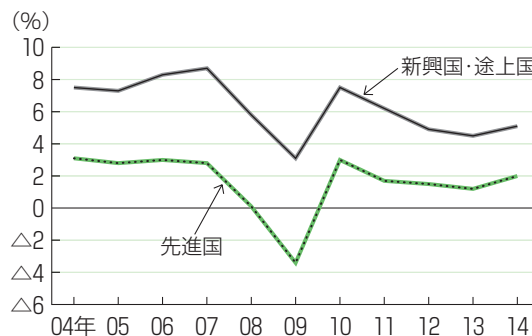
海外に目を転じると、リーマン・ショック(08年9月)以降の世界経済を牽引してきた新興国経済に不透明感が強まったことで、相対的に先進国の存在感が再び高まった印象が強い。実際、米国経済の持ち直しを受けて、米連邦準備制度(FRB)が実施している大規模な資産買入れ(量的緩和策第3弾、以下「QE3」という)の規模縮小に着手するのではないかという思惑が世界中、特に新興国の金融資本市場を大きく動揺させ

たほか、不況が続いてきた欧州では下げ止まり感も出るなど、日本を含めて経済情勢が好転してきたのは間違いない。

一方で、新興国経済では、今後予想される過剰流動性の収縮が、大掛かりな資本流出につながり、景気減速につながるのではないかと、といった懸念も浮上した。年明けにも可能性がある米国財政問題の帰趨も含め、内外の金融資本市場に今後どのような影響を及ぼすのか十分見極めなければならぬ(第1図)。

そのため、本稿では米国の金融・財政政

第1図 新興国の減速が目立つ世界経済  
(実質成長率)



資料 IMFのデータから作成  
(注) 13~14年はIMF予測(13年10月時点)。

策の評価・展望などを整理しつつ、14年の内外経済・金融情勢について展望していきたい。

## 1 米国のマクロ経済政策とその行方

リーマン・ショック後に大きく落ち込んだ米国経済は、09年6月に景気底入れして以降、緩やかな回復基調をたどってきた。13年を振り返ると、年初に給与税の減税措置が失効し、3月からは強制歳出削減が発動されたほか、10月には14年度予算や債務上限の引上げをめぐる政府機関が一時閉鎖する事態も発生した。こうした財政問題は米国経済の足かせとなっているものの、これまでのところ実体経済の減速にはつながない。

こうしたなか、QE3の縮小開始時期をめぐる思惑が交錯し、主要経済指標が発表されるたびに、金融資本市場は揺れ動いた。なお、財政問題については、債務上限が期限を迎える14年2月に再燃する可能性があり、景気回復の行方が注視される。

本節では、14年前半を通じて注目される米国の金融政策および財政問題について、現状を整理した上で先行きを展望したい。

### (1) 米国の金融政策

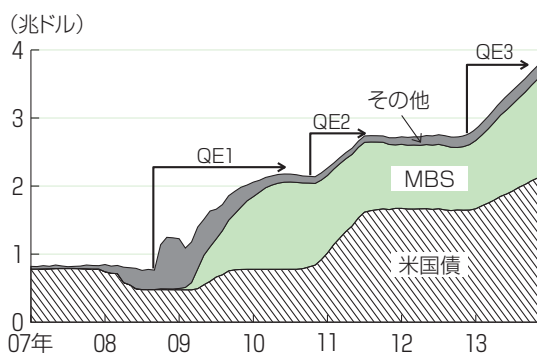
#### a 最近の金融政策の枠組み

FRBは、08年12月に政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標を事実上のゼロ金利となる0～0.25%に引き

下げて以降、その枠組みを据え置き続けている。また、12年12月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利の継続方針を「少なくとも失業率が6.5%を上回り、今後1～2年のインフレ見通しが2.5%を上回らない限り、異例の低金利を維持する」と、それまでの「少なくとも15年半ばまで」としていた具体的な期限から経済指標を参照する方針に改め、現在でも維持している。こうしたゼロ金利政策のフォワード・ガイダンス（時間軸政策）は、景気刺激のためにこれまで5回にわたり強化する方向で修正された。

さらに、FRBは政策金利に引下げ余地がなくなったことから、住宅ローン担保証券（MBS）や米国債などの資産を大量に購入することで市場に大量の資金を供給する量的緩和策を導入し、金融緩和を強化している。08年11月から10年6月まで実施した信用緩和策（量的緩和策第1弾、QE1）では、住宅ローン担保証券（MBS）や米国債など総額1兆7,000億ドルの資産を購入、次いで10年11月から11年6月まで実施したQE2では米国債を合計6,000億ドル買い入れた。そして、12年9月以降現在まで実施されているQE3では、「物価安定の下で雇用改善が確認されるまで」といった無期限で当初MBSを月額400億ドル、さらに13年1月からは12年末で終了したオペレーション・ツイストの代替策として米国債を同450億ドル購入し始めている。また、MBSや米国債の償還資金を再投資する政策も継続している。この結果、FRBの保有資産額（金や現金を除

第2図 FRBが保有する総資産の推移



資料 FRBのデータから作成  
 (注) MBSは政府機関債を含む。

く)は過去最大となり、リーマン・ショック前の約8,000億ドルから直近では約3兆7,700億ドルと5倍弱の規模に拡大した(第2図)。

以上のとおり、FRBが現在実施している金融政策は、ゼロ金利政策、フォワード・ガイダンス、量的緩和策、の3つから構成されている。

### b FRBの出口戦略

FRBは、QE2終了時の11年6月に緩和政策から通常の政策運営に戻す「出口戦略」について、基本的な考え方を公表した。それによると、適切なタイミングとペースを勘案した上で、まず、最初の段階では償還を迎えた債券の再投資をやめ、同時もしくはその後の適切な時期にフォワード・ガイダンスを修正する。次の段階で、FF金利の誘導目標の引き上げを開始する。また、こうした正常化に向けた過程のどこかで超過準備預金金利を引き上げる。そして、最終段階では、最初の利上げ後もしくはその後の適切な時期に保有資産の売却を開始するが、

経済見通しや金融情勢を考慮して段階的かつ長期的に進めるとされている。

つまり、FRBの見通しに沿った景気回復が今後現実のものとなれば、QE3の規模縮小が開始され、FRBは上記手順のように出口戦略に踏み切ることになる。

しかし、異例の金融緩和策が長期化したこともあり、FRBが出口に向けた姿勢を示すだけで市場が敏感に反応する状態が続いている。最たる例としては、13年5月22日にバーナンキFRB議長がQE3の規模縮小開始を示唆する発言をして以降、市場では早期縮小観測が高まり、米国の長期金利が上昇したほか、流動性収縮への懸念から新興国に流入していた海外資金が急速に流出するなどの事態を引き起こしたことが挙げられる。

結局、FRBはその後、①経済指標の改善が不十分であること、②住宅ローンなど金利上昇を懸念したこと、③財政協議の行方が不安視されることなどを理由に9月のFOMCでは縮小開始の決定を見送った。また、緩和政策に前向きな「ハト派」で知られるイエレン次期FRB議長が、11月の指名承認公聴会で引き続き現行の緩和政策を維持することを示唆したことから、早期縮小観測は後退した。

ただし、その後に公表された10月開催分のFOMC議事要旨では、FRBの見通しに沿った雇用の改善が確認されれば、今後数か月でQE3の規模縮小に着手できるとの認識で一致したことが判明し、近いうちに規模縮小が開始されるとの見方が広まっている。



## (2) 米国の財政問題

### a 混迷を深める財政協議

米国経済の足かせとなっている財政問題であるが、12年の大統領選後も議会下院で与党民主党が少数である「ねじれ状態」が変わらなかつたこともあり、財政健全化に向けた議論が進まず、問題の先送りが繰り返されている。

13年は、年初に減税失効と強制歳出削減が重なる「財政の崖」への対応があり、同問題を回避するために企業向け投資減税など多くの減税措置が延長され、強制歳出削減の開始時期も2か月先送りされた。一方、12年末に法定上限に達していた連邦政府の債務上限は、5月まで暫定的に引き上げられたものの、与野党の対立からそれ以降の引上げはできず、財務省は特別措置による資金繰り対応に迫られた。その後、議会は9月に14年度（13年10月～14年9月）予算案と債務上限引上げについて審議したものの、野党共和党が14年11月の中間選挙での勢力拡大をねらってオバマケア（医療保険改革法）の大幅修正を求め、瀬戸際まで強硬姿勢を続けたことから協議が難航した。

この結果、14年度予算が成立せず、10月1日から政府機関が一部閉鎖する事態に陥り、さらに債務上限引上げの期限も迫り、債務不履行への懸念が強まった。しかし、野党共和党は世論の支持を得られず、最終的に譲歩し、期限とされた10月17日の直前に、14年1月15日までの歳出を認める暫定予算とともに同年2月7日まで国債発行を認めるという債務上限引上げに関する法案

が可決し、事態は收拾された。

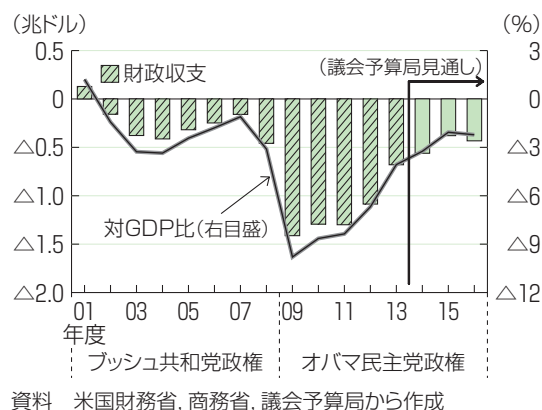
ただし、当面の財政運営方針を検討する超党派委員会は、13年12月に期限以降の予算継続のほか、強制歳出削減の一部減額措置で合意したものの、債務上限の取扱いについては決まらず、14年2月に財政問題が再燃する可能性もある。

### b 米国財政赤字は予想外に改善

米国の財政赤字は、08年のリーマン・ショック以降、成長減速の一方で税収の落ち込みや財政出動による景気刺激策が実施されたことから、以前の2倍以上の規模に膨張し、4年連続で1兆ドル超となった（第3図）。しかし、13年度（13年9月末）は6,803億ドル（対GDP比4.1%）と、強制歳出削減が発動された一方で景気回復による所得税や法人税などの税収増により財政赤字が減少し、予算教書での見通し（9,700億ドル）を3割下回った。

また、13年11月に公表された米議会予算局（CBO）による長期財政収支見通しによれば、引き続き赤字削減策の実施を前提と

第3図 米国の連邦財政赤字



していることから、その後も財政赤字が減少し、15年度には3,780億ドル（対GDP比2.1%）と07年以来の低水準になる見通しとなっている。ただし、強制歳出削減の一部減額措置が議決されれば、財政赤字の改善ペースはやや鈍ることになる。

このように、オバマ政権2期目は久しぶりに財政収支が改善方向で推移する見通しが示された。今後も多額の財政赤字削減が必要となるものの、景気回復を犠牲にしてまで財政健全化を進めるべきではなく、成長のバランスを考慮しながら財政協議に取り組むことが米議会には望まれる。

### (3) 2014年の行方

後述のとおり、米国経済は徐々に景気回復力を高め、雇用環境の改善が続く可能性が高いとみる。こうした状況の下、FRBは経済指標の改善を確認しながら、QE3の規模縮小の開始を決定することになるだろう。その時期は14年3月までには訪れる可能性が高い。もちろん、FRBが規模縮小を決定したとしても、資産買入れという行為は当面は続くことから、金融政策が転換されたと評価するのは適当ではなく、緩和策はその後も継続するとみるべきであろう。ただし、国際通貨基金（IMF）などが求めるように、新興国を含め、世界経済全体に及ぼす影響については十分配慮する必要があるだろう。

一方、財政問題については、少なくとも14年秋の中間選挙までは、民主党、共和党が根本的な解決策で合意することはなく、

問題の先送りが繰り返されることになるだろう。ただし、与野党とも中間選挙を控え、債務不履行への懸念を引き起こすような事態にはしないとみられる。また、このところ財政赤字が想定以上に改善していることもあり、危機意識が薄れ、財政協議の議論がやや停滞するリスクには留意する必要もあるだろう。

## 2 海外経済金融の展望

### (1) 米国経済の展望

米国の13年7～9月期の実質GDPは、個人消費や設備投資が減速したものの、住宅投資が好調な伸びとなったほか、在庫投資の寄与が拡大したことや政府支出が増加に転じたことなどから、3四半期連続で加速した。

しかし、個人消費は、リーマン・ショック後に続いていた家計のバランスシート調整がほぼ終了したものの、所得の改善が遅れており、年末商戦もやや不調気味に推移したことなどから、14年前半にかけてやや弱い動きが続くと考えられる。ただし、株高による資産効果の好影響も期待されることから、悲観する必要性は薄いだろう。

また、設備投資は、先行指標となる非国防資本財受注が減少傾向を示していることから、増勢ながらもやや弱い動きが続くと予想する。一方、住宅投資は、緩和政策の継続観測を背景に住宅ローン金利の上昇圧力が一服していることから、引き続き増加傾向で推移するとみられる。しかし、外需

については、足元で持ち直しの動きがみられるものの、海外経済の回復が緩慢であることから、米国からの輸出も増加ペースが鈍いまま推移すると予想する。また、政府支出に対しては、13年3月から強制歳出削減が開始されたが、14年も一部減額されるとはいえ継続することとなり、今後も緊縮財政の強化から厳しい歯止めがかかると予想する。

総じてみると、米国経済は13年末から14年1～3月期にかけてやや低調な動きとなり、成長率は2%台前半で推移すると見込まれる。しかし、その後は、政府支出の減少が引き続き下押し圧力となるものの、13年前半にあったような財政面からの景気減速効果が薄れることに加え、これまでの金融緩和策により内需の自律回復が始まると考えられることから、成長率は2%台後半～3%台前半に伸びを高めて推移すると見込まれる。ただし、財政問題が難航し、債務上限引上げ協議で再び混乱することになれば、景気を下押しするリスクはあるだろう。

## (2) 欧州経済の展望

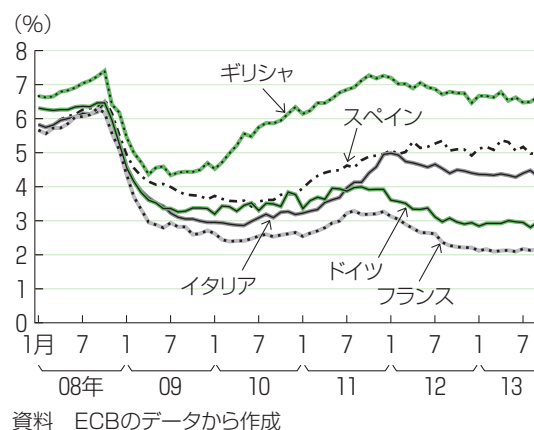
欧州では、ユーロ圏の実質GDP成長率が13年4～6月期には前期比0.3%と7四半期ぶりにプラスに転じた後、引き続いて7～9月期にも同0.1%のプラス成長を維持するなど、景気下げ止まりの兆しが現れてきている。しかしながら、緊縮財政はまだ継続すること、域内の金融機能は依然として脆弱であること、企業や家計でも債務の

削減が課題となっていること等からすれば、今後も当面の間は実体経済の本格的な回復は困難とみられる。加えて、足元では物価上昇率の低下（デフインフレ）が急速に進んでおり、それが経済へ及ぼす負の影響についても注意が必要となっている。

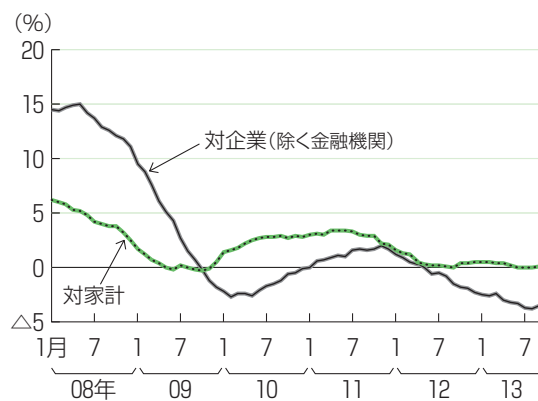
経済の重石になると考えられる上記の要因のうち、まず第1点目の緊縮財政については、13年5月には欧州委員会がフランスやオランダを含む6か国に対し財政赤字目標達成期限の1～2年間の延期を認めるなどの措置をとった。しかし、この期間中にも各国では緊縮財政は継続し、これが引き続き内需の抑制要因となるものとみられる。

次に2点目の脆弱な金融機能については、加盟国間での貸出金利の格差拡大（第4図）や銀行貸出残高の減少傾向（第5図）に現れているように、ユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）による金融緩和政策の伝達経路が十全に機能しているとは言えず、その効果の浸透が妨げられている状況にある。これは、経済の回復にとっては大きな障害

第4図 貸出金利推移  
(対企業、新規、1年以内、100万ユーロ以内)

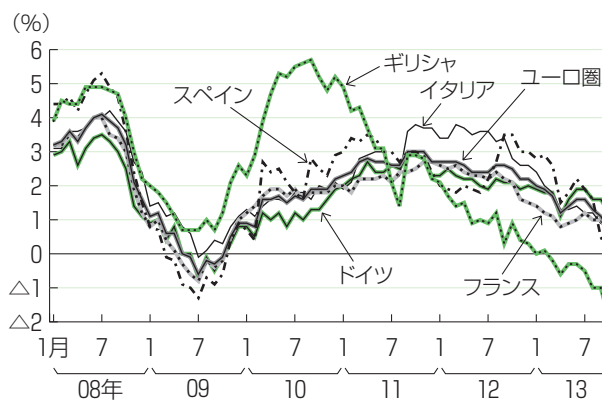


第5図 銀行貸出残高伸び率  
(ユーロ圏, 年率)



資料 第4図に同じ

第6図 消費者物価指数(CPI)上昇率  
(前年同月比)



資料 Eurostatのデータから作成

となるものと考えられる。

3点目として、ユーロ圏では多くの国において企業や家計の負債比率が高止まりしており、これらの改善も課題である点に注意が必要である。金融危機後に銀行や家計などの民間部門のバランスシートの改善を進めた米国に対し、強い市場の圧力の下でまず国家財政の改革に注力せざるを得なかったユーロ圏では企業や家計の財務改善は年来の課題として残されており、今後その改善の過程では内需の抑制効果が働くことが考えられる。

4点目のデフレーションは足元で急速に進行しており、またその主因の一つと考えられる域内の内需の低迷は今後も継続する可能性が高いことから、特に注意を要する点である。

ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)の上昇率は11年後半に前年比3.0%に達した後、低下に転じたが、最近の1年程度の間はその低下の勢いが強まっている(第6図)。13年10月には同0.7%にまで低下、11月(速報値)

は同0.9%となったが、これは「中期的に」とはしているものの、「CPIの年間上昇率を、2%を下回るが、これに近い水準に維持する」とするECBの政策目標を大幅に下回っている。

このデフレーションの進行には、大きなリスクが存在している。まず、実質金利の上昇により、投資が抑制される可能性である。例えば固定資本投資額の推移をみれば、ユーロ圏ではその低下傾向が続いているが、デフレーションはこうした傾向を助長することが考えられる。また、インフレによる実質的な負債削減効果が弱まることに伴う負の影響も大きい。特にユーロ圏では、上記のとおり、国家財政ばかりではなく過大な負債を抱える企業や家計のバランスシートの改善も課題となっているため、財務改善の全体的な負担増加に伴う内需の抑制継続は实体经济に大きな負荷となる。

ECBにとりデフレーション進行への対応は過去に経験のない新たな課題であるが、欧州連合(EU)の条約により財政ファイナ



ンスが禁じられていることで米国型の量的緩和政策は採用し難いなど、ECBの政策には大きな制約がある。このため、有効な対応策を打ち出せない間に、ユーロ圏では景気低迷とデスインフレ進行の間の悪循環に通貨高が加わり、さらに高い失業率を伴うことで問題を深刻化させる恐れがある。また、こうした情勢は、企業の収益力の弱さからドイツよりもフランスやイタリア等の経済に一層大きな負担となることが考えられ、これにより経済情勢の二極分化が拡大し、ECBの政策をより困難化させる可能性もある。

財政政策が縛られ、かつ金融政策にも制約があるユーロ圏で、政策当局がデスインフレの進行に対し実効性のある対策を打ち出すことができるのかが注目される。

### (3) 中国経済の展望

リーマン・ショック後の中国経済は、大規模な景気刺激策により、10年には10%成長にまで回復した。しかし、その後は緩やかに減速、12年は同7.7%まで成長率は低下し、13年に入っても減速傾向で推移した(第7図)。

政府は景気減速を食い止め、13年の成長目標である7.5%を達成するために年後半に入り、鉄道など交通インフラの整備やスラム街の再開発などの小幅な景気対応策を打ち出した。海外経済の緩やかな回復に伴って、中国の輸出も回復したことから、7～9月期の実質GDP成長率は前年比7.8%と小幅持ち直した。

第7図 中国の実質GDP成長率の推移

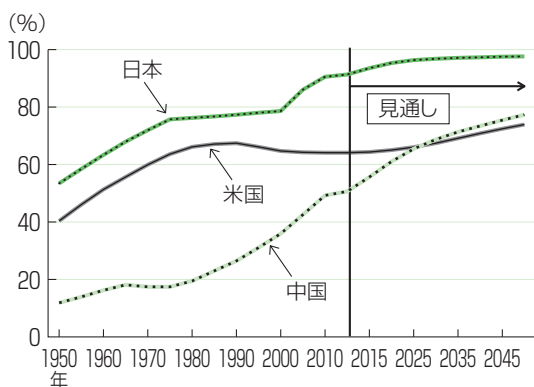


しかし、景気の回復力は決して強いものではない。また、政府がさらなる景気対応策を打ち出す可能性も低いとみられるため、10～12月期の実質GDP成長率が再び小幅に減速すると予想される。その結果、13年としては7%台後半の成長率になることが確実視されている。

14年については、「ぜいたく禁止令」の影響が一巡するため、消費の伸びがやや高まるものの、過剰設備投資の抑制などから固定資産投資の伸びが緩やかに減速するほか、外需も大きな期待はできないため、同7%台前半の成長率にとどまると予想する。

中国経済を中長期的にみた場合、内陸地域の経済発展が沿海地域に比べて大きく遅れており、地域間のバランスとれた発展を促すためにも、今後も内陸地域向けのインフラ投資は増加が続くとみられる。また、中国の都市化率(12年:35.3%,公安部発表)は年々上昇しているものの、先進国(70%以上)と比べて依然として水準は低い(第8図)。そのため、政府は安定成長のためにも都市化率引上げに積極的に取り組んでいる。

第8図 米国・日本・中国の都市化率の推移とその見通し



資料 World Urbanization Prospects: The 2011 Revisionから作成

(注) 都市化率(都市人口/人口全体)とは、ある特定地域における人口集中度を表す指標である。国ごとに都市人口の定義が同じではないため、比較の際に各国の定義を確認する必要がある。なお、最近の中国の「都市人口」は都市人口(cities)+鎮人口(towns)を指す。

さらに、13年11月に開催された今後10年間の政策方針を決める会議である「三中全会」では、従来の政府の役割を改め、多くの領域における規制緩和が決定された。こういった規制緩和を通じ、民間の活力を一層発揮できるような環境を整備すれば、「改革のボーナス」を得られる可能性が高いとみられる。

以上から、中国経済は中長期的に6～7%の成長を維持していく可能性が高いと思われる。

一方、大気汚染などの環境問題が深刻さを増すなど、国民の不安・不満も高まりつつある。政府もこれらの問題の深刻さを認識し、安定成長を維持しながら「構造調整」を進めている。とりわけ、鉄鋼やアルミなどの生産過剰分野への資本投入を抑制し、消費主導型の経済発展パターンへの転換を始めている。ただし、既得権益集団の強い抵抗もあり、「構造調整」は予定通りに進ん

でおらず、時間を要するとみられる。

また、地方政府の債務急増問題も懸念されている。最新の債務規模は発表されていないが、各種の報道などをみると、地方政府の債務残高は12年末で20兆元(対GDP比39%)にのぼる。今後、中国経済が大きく減速した場合には、不動産価格の急落や歳入の減少が生じ、一部の地方政府が債務不履行に陥る恐れがある。

さらに、米国QE3の規模縮小が近い将来実施されれば、これまで中国に流入していた海外資金が一気に流出するとの懸念も指摘されている。確かに先進国の大規模な金融緩和を受けて中国にも流入した資金は、13年5月に米国の緩和縮小観測の高まりによって6、7月には流出がみられた。しかし、流出額は資本移動の制限から少額にとどまっており、さらに膨大な外貨準備高(13年9月末時点、3.7兆ドル)により、実体経済への影響は限定的だった。14年前半にも米国QE3の規模は徐々に縮小されるとみられるなか、中国経済が安定成長を実現すれば、大規模な資金が一気に流出することは考えにくいと思われる。

なお、チャイナ・リスクの一つとしてよく指摘されているのはシャドーバンキングである。投資銀行や格付会社の推計によれば、中国のシャドーバンキングの規模は10年末で対GDP比3割弱、12年末は6割弱にも達するほど急増した。さらに、取引の不透明さ、期間ミスマッチなどの問題点も抱えている。しかし、サブプライム問題と比較しても、金融商品の内容は複雑ではなく、

規模も先進国に比べて小さく、さらに資本規制によりシャドバンキングセクターへの海外資金流入も極めて限定的である。中国当局がシャドバンキングに対する規制も強化していることなどから、金融危機を招く可能性は低いと考えられる。

### 3 国内経済・金融の注目点と展望

#### (1) アベノミクスの1年

12年12月に発足した第2次安倍内閣は、「大胆な金融緩和」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」の、いわゆる「3本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進(=アベノミクス)することで、日本経済を疲弊させていたデフレからの早期脱却と、それによる成長促進を促してきた。

具体的には、デフレ脱却に向けた日本銀行との連携強化、黒田新総裁の下での異次元緩和(マネタリー・ベースを2年で倍増することを柱とする「量的・質的金融緩和」)の導入、約13兆円の12年度補正予算の編成、そして「民間の力を最大限引き出す」「全員参加・世界で勝てる人材を育てる」「新たなフロンティアを作り出す」ことを通じて、「成長の果実の国民の暮らしへの反映」を目指す「日本再興戦略」の策定などを行ってきた。「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」によれば、今後10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度の経済成長の実現を目指し、これにより10年後には1

人当たり名目国民総所得(GNI、12年度:約384万円)は150万円以上の拡大が期待される、としている。

アベノミクスの始動当初は、円安や世界経済の持ち直しなどによって輸出主導での景気回復が始まり、それが強力な金融財政政策との相乗効果によって内需へ波及していく、という姿が見込まれていた。しかし、実際の動きは逆であった。株価回復などによる資産効果も手伝って、民間消費が先んじて回復するなど、内需が先行して回復傾向を強めたが、輸出は円安が定着したにもかかわらず、頭打ち気味で推移している(第9図)。

このように輸出が伸び悩んだ原因としては、①短期における輸出数量の価格弾性値はゼロに近い半面、所得弾性値は比較的大きいことを踏まえると、1年という期間では円安効果が出にくく、むしろ海外経済のもたつきの影響が強く出ている、②過去15年にもわたるデフレは円高圧力を生んだが、特にリーマン・ショック後の不適切な金融政策は過度の円高ショックを日本経済・製

第9図 輸出と為替レート



資料 日本銀行資料から作成  
(注) 実質実効レートは値が高いほど通貨価値が高い。

造業に与え、その結果として生産拠点の海外シフトが必要以上に進み、円安による輸出数量の改善効果が出難くなった、などが挙げられるだろう。

実際に、輸出関数を推計して所得・価格の各弾性値を調べてみると、推計期間を1980～95年としたケースでは所得弾性値が0.519、価格弾性値が0.787であったのに対し、推計期間を1990～2012年としたケースでは所得弾性値が0.624と上昇した一方で、価格弾性値は0.210へ低下がみられるなど、輸出数量は為替レートや輸出物価の変化に感応的ではなくなっていることが見てとれる。<sup>(注)</sup>

しかし、国内にも輸出を行う生産拠点が存在し、競争が存在している以上、円安が輸出数量に全く影響しない、ということはないだろう。80年後半の米国経済の例を挙げれば、プラザ合意(85年9月)によってドル高修正が実現したものの、Jカーブ効果もあって当初2年ほどは米国の貿易赤字は膨らみ続け、赤字縮小が始まったのは約2年後の87年末からであった。また、国内製造業はより高付加価値な財、最終消費財については新興国向けより先進国向けに特化しているとみられ、欧米諸国の景気回復が今後強まれば、輸出数量の増加が明確になりやすいと思われる。

内外需がバランスよく成長することができれば、日本経済はデフレからの早期脱却を実現し、物価安定下での持続的成長経路へと回帰することが見込まれるが、後述のとおり、14年4月に予定される消費税増税

がそれに対して大きな障害となるリスクを意識せざるをえない。アベノミクスにとっての正念場が訪れようとしている。

(注) 被説明変数を実質輸出指数(日本銀行)、説明変数を①世界輸出数量指数(資料:WTOデータより農中総研試算)、②輸出の相対価格指数(日本の輸出物価指数(資料:日本銀行)/米国生産者物価(資料:米国労働省))とする対数線形で、推計期間をいくつかのケースに分けた重回帰分析を行った。

## (2) 国内経済・物価の展望

「消費税率引上げ前」の13年度下期と「引上げ直後」の14年度上期とで、国内景気の状態が大きく異なる可能性については、多くの人が認めるところであろう。それゆえ、政府もまた、国費支出規模5.5兆円の経済対策を策定したほか、業績改善した企業に対する異例の賃上げ要請などで、増税後の景気落ち込みを緩和するための手立てを企てている。

問題は、消費税の増税ショックは一時的であるのか、それとも長引くものであるのか、ということだ。このことは15年10月に予定されている消費税率の10%への引上げの可否を左右するばかりか、デフレ脱却やそれによる成長促進を目指すアベノミクスの成否を握る問題であるとも言え、当面の日本経済にとって最も重要なテーマの一つといえるだろう。

この増税ショックの大きさは、その時点の景気情勢に大いに左右されることは言うまでもない。税率3%引上げは年間8兆円強の増税措置に相当するが、14年4月時点では日本経済はデフレからの完全脱却はま



だ実現できておらず、成長戦略による民間投資誘発も発生する以前の状況であろう。13年度下期の成長率が高めに推移したとしても、増税前の駆け込み需要による面が大きく、増税による悪影響を十分吸収しうだけの「体力」はまだ備わっていないと思われる。経済対策などの効果で公的支出はある程度の景気下支え効果となるほか、海外経済、特に米国経済の持ち直しや円安定着の効果を反映して、輸出も徐々に増え始めると思われるが、増税後に落ち込む国内需要を穴埋めできるだけの力は期待できないとみる。

そのため、4～6月期は、13年度末にかけての駆け込み需要の反動が強くなることになり、大幅なマイナス成長に陥るだろう。その後、7～9月期にはある程度のリバウンドが期待されるが、10～12月期には成長率の鈍化も予想され、デフレ脱却に向けた成長経路への早期の回帰は困難と思われる。

以上を受けて、14年度の実質成長率は1.1%、名目成長率は2.4%と予測した(第1表)。消費税増税にもかかわらず、潜在成長率並みの1%前後の成長率ということで、表面的には増税の影響は限定的ともみられかねないが、13年度からのゲタの水準を下回るなど、実態的にはマイナス成長となる可能性が高い。過去を振り返れば、経済成長率が前年度からのゲタの水準を割

第1表 2013～14年度 日本経済見通し

	単位	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
名目GDP	%	△0.2	2.4	2.4
実質GDP	%	0.7	2.6	1.1
民間需要	%	1.5	2.1	0.4
民間最終消費支出	%	1.5	2.7	△0.5
民間住宅	%	5.3	6.6	△5.6
民間企業設備	%	0.7	0.7	3.3
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	△0.1	△0.3	0.3
公的需要	%	1.4	4.3	2.0
政府最終消費支出	%	1.5	1.9	1.4
公的固定資本形成	%	1.3	15.6	4.4
輸出	%	△1.2	4.2	5.6
輸入	%	3.8	4.6	3.7
国内需要寄与度	ポイント	1.5	2.6	0.8
民間需要寄与度	ポイント	1.1	1.6	0.3
公的需要寄与度	ポイント	0.4	1.0	0.5
海外需要寄与度	ポイント	△0.8	0.0	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	△0.9	△0.2	1.3
国内企業物価(前年比)	%	△1.0	1.8	4.1
全国消費者物価(前年比) (消費税増税要因を除く)	%	△0.2	0.6	2.7 (0.7)
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0
鉱工業生産(前年比)	%	△2.6	3.2	0.9
経常収支(季節調整値)	兆円	4.4	4.4	6.8
名目GDP比率	%	0.9	0.9	1.4
為替レート	円/ドル	83.1	99.8	104.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.70	0.74
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	108.6	110.0

資料 実績値は内閣府「国民所得速報」などから作成。予測値は農中総研  
(注) 1 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

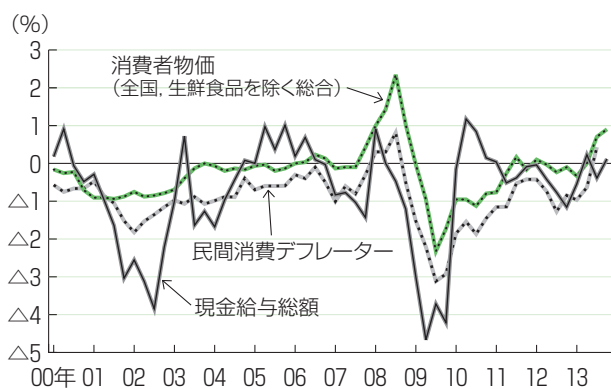
2 無担保コールレートは年度末の水準。

3 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

り込んだ年度は、いずれも景気後退に陥っていることから、景気動向には注意が必要であろう。また、名実逆転の解消は17年ぶりだが、あくまで消費税率引上げが主因である。13年中は改善がみられた企業・家計の景況感も再び悪化する可能性が高い。

一方、物価については、円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰な

第10図 消費まわりの物価と賃金の動き(前年比)



どを主因として、13年6月には全国消費者物価（除く生鮮食品，以下同じ）は前年比プラスに転じた（第10図）。最近では，堅調な消費を背景に需給バランスが改善方向にあることから，足元の消費者物価は前年比1%弱まで上昇率が高まってきた。13年夏以降は，エネルギー関連の押し上げ効果が一巡しつつあるが，年度末にかけては景気拡大の影響で，物価上昇率は前年比1%前後での推移となるとみられる。ただし，14年度には消費税増税の影響によって国内景気が一時的にせよ大幅に悪化し，その後も急速に回復することは見込めないため，物価上昇圧力は一旦解消すると予想される。消費税増税の影響により，14年度の消費者物価上昇率は前年度比2.7%が見込まれるが，増税の影響を除けば同0.7%にとどまるだろう。

こうした状況を受けて、「2年で2%の物価上昇」を政策目標として掲げる日銀は，異次元緩和を一段と強化する政策を検討・実施せざるをえないだろう。

### (3) 長期金利は1%割れ状態が継続

13年の長期金利（新発10年国債利回り）の変動を振り返ると，4月初旬の異次元緩和の導入まで低下基調をたどり，特に同政策の発表直後には一時0.315%という過去最低水準となった。しかし，その後は上昇に転じ，6月まで時折乱高下する場面も少なかった。しかし，過度の長期金利変動を抑制するために，日銀が国債買入れオペの弾力運用を実施したこともあり，7月以降は変動幅が落ち着き，再び低下傾向が強まり，年末にかけて0.6%前後での推移となっている。

14年について展望してみると，消費税増税後の景気停滞や物価上昇圧力の緩和，それらを受けた日銀の追加緩和などにより，長期金利は引き続き1%割れという低水準での推移が見込まれる。リスク要因としては，①多くの予想に反して日銀が目標とする2%の物価上昇が達成できそうな場合，②消費税増税後の景気低迷によって，15年10月の消費税率10%への引上げが困難になり，わが国の財政健全化への道筋に警戒感が強まる場合，が挙げられるが，いずれも長期金利の上昇は避けられないとみる。長期金利の急上昇への警戒は今後とも不可欠である。

**おわりに**  
**—消費税増税とデフレ脱却・成長促進の両立は可能か—**

13年10月，安倍首相は当初の予定通り，

14年4月からの消費税率8%への引上げを決定した。13年4～6月期の経済成長率が高めの成長を実現したことが最大の決め手になった(菅官房長官談)とのことであるが、民間エコノミストによる14年度の経済・物価への見方は総じて厳しい。ESPフォーキャスト調査(13年12月)によれば、14年度の成長率見通し平均は0.8%であり、前述した当総研の見通しと同様、見掛けはプラス成長であるが、前年度からのゲタの水準を割り込んでおり、実態的にはマイナス成長が想定されている。ちなみに、過去20年間で「年度の成長率」が「前年度からのゲタ」を下回った年度はいずれも景気後退の年であったことは留意すべきであろう。また、消費者物価についても14年度は0.8%、15年度は1.0%(いずれも消費税率要因を除く)となっており、日銀が目標とする2%の物価上昇を予測するエコノミストは僅かである。果たして、デフレ脱却や経済成長、さらには財政健全化を達成する道筋は見えるだろうか。

これまでの日銀の金融政策もそうであったが、目標に向かってひたすら突き進むことが近道であるとは限らない。確かに日本の金利水準は異常に低かったが、それを正常な姿に戻すためには、まずは経済・物価を元通りにする必要がある。しかし、当時の日銀は少しでも明るい材料が出ると、緩和解除に動いた挙げく、デフレ脱却は果

たせず、結果的により大規模な金融緩和策を採用せざるを得なくなった。当時も粘り強い緩和策を続けていれば、こういう状況にはならなかった可能性は否定できない。

おそらく、財政健全化も同様であろう。税率1%当たり2.7兆円と期待されるなど、安定税源である消費税の増税措置は、一見すれば財政健全化に貢献しそうである。しかし、物価安定目標を達成する前の段階での増税は景気への負担が重い。それは15年10月に予定する税率10%への引上げの決断を危うくさせる可能性もあり、そうなれば日本財政への懸念は逆に高まる可能性もある。前回97年4月の消費税増税が結果的に失敗となったため、その必要性が叫ばれつつも、17年間も消費税の増税措置が凍結されたことを踏まえれば、今回は失敗することは許されないはずだ。もう少し景気やデフレ脱却目標に配慮した増税スケジュールの方が、結局のところ財政健全化の早期達成につながる可能性があるように思えてならない。

(内容は2013年12月12日現在)

<日本経済, 総括>

南 武志(みなみ たけし)

<欧州経済>

山口勝義(やまぐち かつよし)

<米国経済>

木村俊文(きむら としゆみ)

<中国経済>

王 雷軒(おう らいけん)