

## 日本経済の中期展望

— 14～18年度の年平均成長率は名目2.2%、実質1.3%と予測 —

信金中央金庫 地域・中小企業研究所上席主任研究員

角田 匠

(要 旨)

### 1. 日本経済は回復基調を維持するも、14年度は消費税増税が下押し要因に

日本経済はアベノミクス効果の浸透で順調に回復している。ただ、今年4月から実施される消費税率の引上げ（5%→8%）が、個人消費や住宅投資にとって逆風となる。世界経済の回復を背景に輸出回復ペースが高まると見込まれることや公共投資の追加が下支えとなるが、消費税増税の影響で14年度の日本経済は大幅に減速すると予想される。

### 2. 米国経済は金融危機後の調整局面を脱し自律回復軌道へ

世界経済のカギを握る米景気は、昨年末からの寒波や大雪の影響で足元の回復テンポが鈍っているが、先行きの見通しは明るい。住宅バブル崩壊に伴う過剰債務の調整が一巡したことで、個人消費への下押し圧力はほぼ解消され、住宅投資も本格回復に向かい始めている。中期的には金融危機後に抑制された需要を取り戻す形で回復ペースを高めていくとみられる。

### 3. 円高是正の効果で輸出と設備投資は徐々に回復テンポを高める見通し

米景気の回復は、伸び悩んでいるアジア新興国にも波及するとみられ、日本の輸出も今後徐々に回復の勢いを取り戻そう。円高是正の効果もタイムラグを伴って輸出回復を後押ししよう。円高是正は設備投資にとっても追い風となっており、一部では国内回帰の動きも出始めている。設備投資は、金融危機後に抑制された反動も加わって中期的な回復局面を迎えよう。

### 4. 景気の本格回復は消費税増税の影響が一巡する16年度以降

13年度は個人消費をけん引役に順調に回復した。ただ、消費税率が14年4月に現行の5%から8%へ、15年10月に10%へ引き上げられる予定で、14～15年度の景気は伸び悩むとみられる。民需主導による自律回復とデフレからの脱却は、消費税増税の影響が一巡する16年度以降にずれ込もう。14～18年度の年平均成長率は名目2.2%、実質1.3%と予測した。予測期間後半にかけて、長期金利は水準を切り上げようが、国全体の資金余剰（経常黒字）は引き続き維持される公算が大きく、景気回復を反映した「良い金利上昇」の範囲内にとどまろう。

(注) 本稿は2014年3月10日時点のデータに基づき記述されている。

図表1 GDP成長率の予測

(単位：%)

	2012度 〈実績〉	13年度 〈予測〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉	18年度 〈予測〉
実質GDP	0.6	2.3	0.7	1.2	1.4	1.7	1.3
個人消費	1.5	2.4	△ 1.3	△ 0.1	0.1	0.6	0.8
住宅投資	5.3	8.8	△ 1.0	△ 5.2	△ 9.0	△ 1.3	0.0
設備投資	0.7	0.4	2.7	3.6	4.1	4.3	2.5
公共投資	1.3	16.8	2.6	△ 3.8	△ 3.9	△ 2.2	0.0
純輸出(寄与度)	(△ 0.8)	(△ 0.4)	( 0.7)	( 0.9)	( 1.1)	( 0.5)	( 0.3)
名目GDP	△ 0.2	2.0	2.3	1.8	2.2	2.4	2.2

(備考) 内閣府『国民経済計算年報』より作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

## 1. 日本経済は回復基調を維持するも、14年度は消費税増税が下押し要因に

### (1) 駆け込み需要の本格化で足元の成長ペースは加速

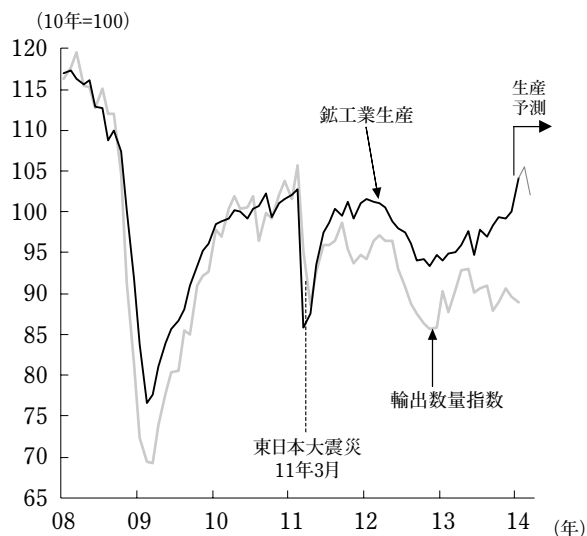
日本経済は着実な回復軌道をたどっている。13年10～12月の実質成長率は前期比年率0.7% (2次速報) と、13年前半に比べると減速しているが、個人消費を中心とした民間需要は順調に回復している。年度末に向けて消費税増税前の駆け込み需要も盛り上がってきており、14年1～3月の成長率は再び加速する公算が大きい。

四半期ベースの鉱工業生産の動きをみると、13年1～3月に前期比0.6%増とプラスに転じた後、4～6月1.5%増、7～9月1.7%増、10～12月1.8%増と期を追うごとに伸びが高まっている。個人消費、住宅投資、公共投資の増加が続いていることに加え、設備投資にも回復の動きが広がってきたためである。足元では、消費税増税前の駆け込み需要への対応も加わって増産の動きが広がっており、14年1月の鉱工業生産は前月比4.0%増と高い伸びを示した(図表2)。先行きの生産計画を集計した製造工業生産予測指数も、2月が前月比1.3%増、3月が3.2%減と高水準の生産が続く見通しである。

内需の回復が加速する一方、輸出の回復には弾みが付かない。GDPベースの実質輸出は、10～12月に2四半期ぶりに前期比プラスに転じたものの、増加率は0.4%と力強さを欠いている。米国向け輸出の増勢が一服していることに加え、中国経済の回復の遅れやASEAN地域の景気減速で、アジア向け輸出が伸び悩んでいるためである。

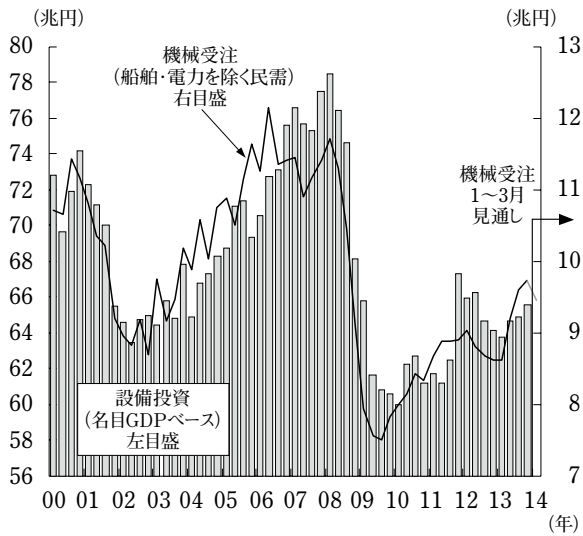
もともと、世界経済の回復基調は崩れていない。ここ数年の世界経済の下押し圧力となっていた欧州経済はすでに最悪期を脱している。米国経済も雇用情勢が着実に改善するなど回復基調を維持している。今後は、米国

図表2 鉱工業生産指数と輸出数量指数の推移



(備考) 経済産業省、内閣府資料より作成

図表3 名目設備投資と機械受注（年率換算）



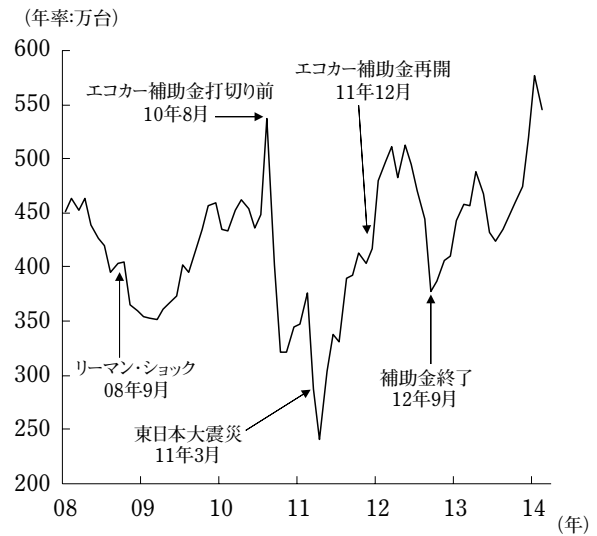
（備考）内閣府資料より作成

をけん引役にアジア新興国を含めた世界経済全体の成長テンポも徐々に高まっていくとみられる。円安効果もタイムラグを伴って輸出企業の国際競争力の回復に寄与する見通しで、日本の輸出は今後徐々に伸びを高めると予想される。

景気回復を受けて設備投資が持ち直している。実質GDPベースの設備投資は三四半期連続で増加し、先行きについても明るい兆しが広がっている。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、13年4～6月に5四半期ぶりに前期比プラスに転じ、7～9月は4.3%増、10～12月は1.5%増と三四半期連続で増加した（図表3）。個人消費の回復などで内需産業の収益が回復しているほか、円高是正を受けて輸出企業の投資マインドも上向しているためである。

個人消費は昨年夏場にかけて増勢一服となったものの、その後は再び加速している。自動車や冷蔵庫など大型耐久財を中心に消費

図表4 乗用車販売台数の推移（年率換算）



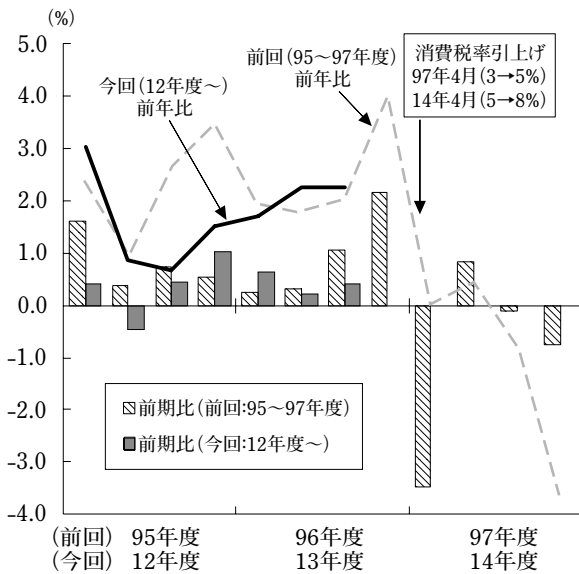
（備考）1. 信金中央金庫 地域・中小企業研究所による季節調整値  
2. 乗用車販売台数は軽乗用車を含む  
3. 日本自動車販売協会連合会資料より作成

税増税前の駆け込み需要が本格化してきたことが主因であるが、ボーナスの増加や株高による資産効果も寄与している。特に、消費税増税に伴う値上げ幅が大きい自動車販売は、昨年12月から大幅に増加している（図表4）。年度末にかけて、飲料やたばこ、日用品など自動車以外の品目でも駆け込み需要が盛り上がる。今年1～3月の個人消費は一段と加速すると予想される。

## （2）14年度は消費税増税が景気を下押し

13年度内の景気は好調な動きが続こうが、消費税率が現行の5%から8%へ引き上げられる14年度には、景気は大きく減速する可能性が高い。13年度末にかけて、個人消費を中心に増税前の駆け込み需要が盛り上がるため、14年度入り直後はその反動減が避けられない（図表5）。消費税率の引上げで家計の税負担は

図表5 消費税率引上げ前後の実質個人消費



(備考) 内閣府資料より作成

8兆円程度（税率1%で約2.7兆円の負担増）増えるため、駆け込み需要の反動が一巡した後も増税の影響による実質購買力の低下が個人消費の下押し圧力となろう。

こうしたなか、政府は消費税増税による景気の腰折れを避けるための経済対策を決定し、その財源となる13年度の補正予算（5.5兆円）が14年2月6日に成立した。被災地の復興や防災対策などを中心に公共投資が追加されたほか、低所得者向けの簡素な現金給付も盛り込まれている。ただ、昨年2月に成立した12年度補正予算（緊急経済対策）の効果で、足元の公共投資は押し上げられている。国費ベースで10兆円超が追加された12年度補正予算に比べて今回の予算規模は小さく、景気を押し上げる効果は限られる。14年度は、輸出の回復を背景に景気の腰折れは回避できると予想されるが、消費税増税の影響で回復テンポは大幅に鈍化する公算が大きい。

## 2. 米国経済は金融危機後の調整局面を脱し自律回復軌道へ

### (1) 過剰債務の調整一巡で個人消費は本格回復へ

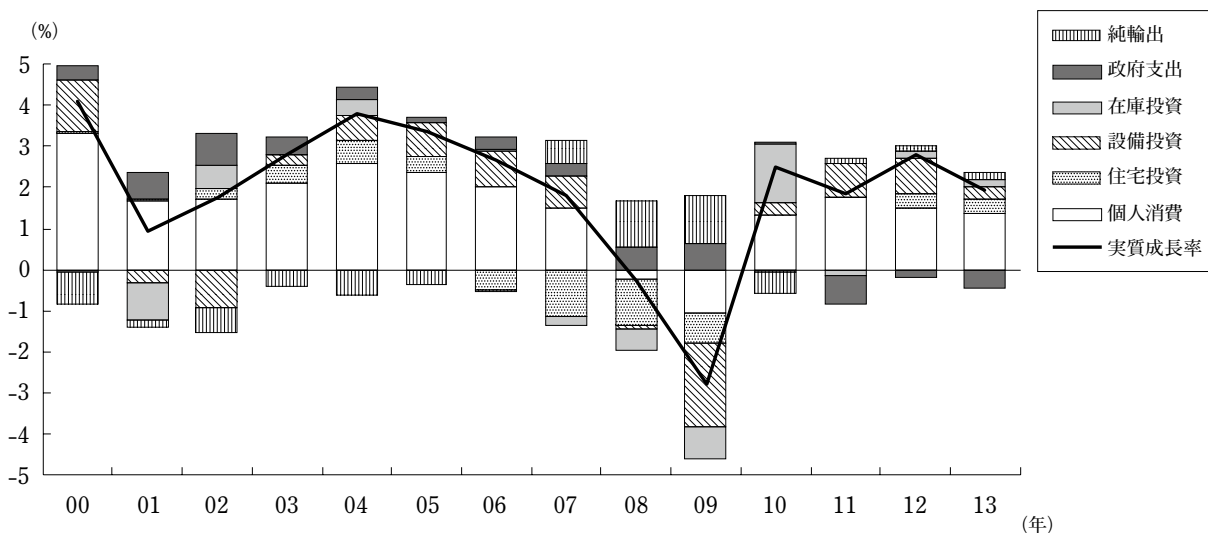
日本経済が消費税増税後も回復基調を維持していくためには輸出の本格回復が条件であり、世界経済の動向が重要なファクターになる。なかでも、米国経済の動向は世界経済を展望するうえで重要なカギを握る。

米国経済は09年6月をボトムに景気回復が続いているものの、回復ペースは依然として緩やかにとどまっている。暦年ベースの実質成長率は、11年の1.8%から12年には2.8%まで加速したものの、13年は1.9%と再び潜在成長率（2%台前半）を下回るペースに鈍化した。政府支出の抑制によって成長率が押し下げられている側面もあるが、リーマン・ショック後に大幅に落ち込んだ民需の回復テンポが高まってこないことが背景にある（図表6）。

民間需要の柱である個人消費は、リーマン・ショック後の落ち込みから着実に回復しているものの、本格回復には至っていない。通常、不況期に大きく落ち込んだ需要（ペントアップ・デマンド）は、反動によってその後の回復局面で増加ペースが加速する。需要の落ち込みが大きいほど、この動きは顕著に現れる。今回、リーマン・ショックで大幅に減少した実質個人消費は、10年にプラスに転じた後、11年は2.5%、12年は2.2%、13年は2.0%と緩やかな回復にとどまっている。

個人消費の本格回復を阻んできた要因の一

図表6 米国の実質成長率と需要項目別寄与度

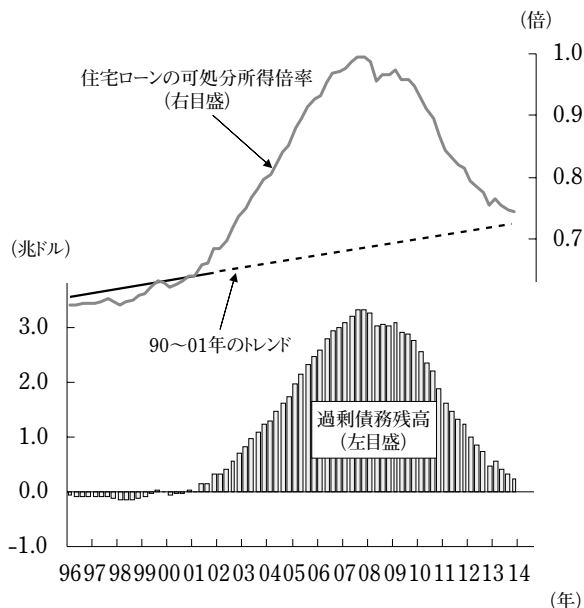


(備考) 米商務省資料より作成

つが、住宅バブル崩壊後の過剰債務の調整である。家計の住宅ローン残高は、住宅バブルが始まった2000年代前半から可処分所得の伸びを上回るペースで増加した。住宅ローン残高の可処分所得倍率をみると、01年頃までは落ち着いた動きが続いていたが、その後は傾向線から大きくかい離した。サブプライム問題が表面化した07年9月末にはトレンド線を大きく上回り、0.996倍まで上昇した。傾向線からのかい離を過剰債務とすると、07年9月末のピーク時点における過剰債務は3.3兆ドルまで膨らんだ計算になる (図表7)。

その後、住宅バブルの崩壊とリーマン・ショックによる金融危機で家計は過剰債務の削減を迫られた。債務残高を圧縮するための返済が優先され、結果として消費支出は大きく抑制された。これが、ペントアップ・デマンドの顕在化を遅らせる一因になったと考えられる。ただ、米国は日本とは異なり、住宅バブル崩壊後もデフレに陥ることはなかった。家

図表7 住宅ローン残高の可処分所得倍率と過剰債務額の試算

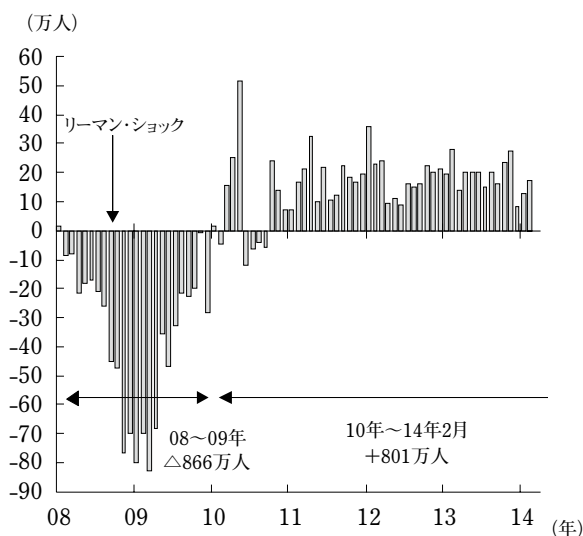


(備考) 1. 90~01年のトレンドからのかい離を過剰債務とした  
2. FRB資料などより作成

計全体の所得が緩慢ながらも増加傾向を維持したこともあって、過剰債務の調整は着実に進展した。足元では、過剰債務の調整に伴う個人消費への下押し圧力はほぼ解消されている。

金融危機の影響で悪化した雇用情勢の回復

図表8 非農業雇用者の前月比増減数



(備考) 米労働省資料より作成

に時間を要していることも、個人消費の本格回復を遅らせる要因となっている。非農業雇用者数は、金融危機の影響が深刻化した08年から09年の2年間で866万人減少した。その後、景気の回復とともに雇用者数も増加を続けているが、10年から直近の14年2月までの雇用者数の累計増加数は801万人にとどまっている(図表8)。雇用情勢は着実な回復軌道をたどっているものの、金融危機で失った雇用を取り戻しきれていないということである。また、失業率も09年10月に記録した10.0%から14年2月には6.7%まで改善しているものの、リーマン・ショック直前の失業率(08年8月、6.1%)には届いていない。

もっとも、雇用の回復基調は維持されており、先行きは回復テンポを高めていくと考えられる。例えば、中小企業を対象とする雇用判断D.I.<sup>(注)1</sup>をみると、昨年後半から改善傾向が強まり、14年1月にはプラス12まで上昇した

図表9 中小企業の雇用判断D.I.



(備考) 米独立企業連盟(NFIB)資料より作成

(図表9)。リーマン・ショック後では最も高く、雇用者数の増加ペースが加速した2000年代半ばのレベルまで上昇している。米国においても、雇用の大部分を中小企業が担っているだけに、中小企業の採用意欲の改善は、先行きの雇用情勢を展望するうえで明るい材料である。

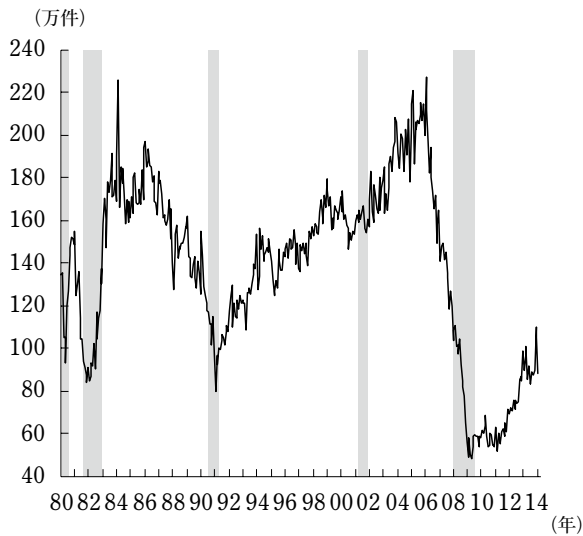
過剰債務の調整一巡に伴う下押し圧力が解消しているだけに、雇用の回復が進むにつれて個人消費の増勢は加速するとみられる。中期的にみても、個人消費はリーマン・ショック後の緩やかな回復局面から、本格的な回復局面にシフトアップしていく公算が大きい。

## (2) 住宅投資の回復余地は大きい

住宅投資も中期的な米国経済のけん引役として期待される。住宅関連の代表的な指標である住宅着工件数(暦年)は、09年に55.4万件まで落ち込み、その後も低迷が続いていたが、12年には78.1万件、13年には92.7万件と持

(注)1. 今後3か月間で雇用を「増やす」と答えた企業の比率から「減らす」と答えた企業の比率を差し引いた数値

図表10 住宅着工件数の推移（年率）



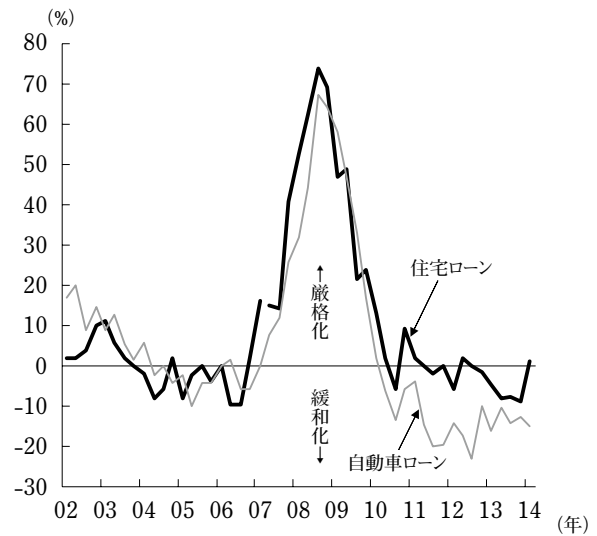
(備考) シャドー部分は景気後退期。米商務省資料より作成

ち直している。月次ベースでみると、13年11月には年率110.1万件まで回復するなど、ボトムからは大幅に増加している（図表10）。

ただ、住宅バブルが始まる前の90年代の着工件数が年平均で137万件だったことと比較すると、足元の着工件数は依然として低水準にとどまっているといえる。金融危機の影響が薄れ、米国が通常の経済活動を取り戻す段階に入ってきたことを考慮すると、住宅着工件数がもう一段水準を切り上げてくる可能性は大きいと考えられる。

今後、住宅投資が本格的な回復局面に向かうかどうかのカギを握るのが資金調達環境である。リーマン・ショック後、金融機関による融資姿勢の厳格化によって住宅市場は大きく押し下げられたが、12年後半頃からは、金融機関の融資スタンスは緩和方向に転じた。商業銀行を対象とした貸出態度調査によると、住宅ローンの融資姿勢は12年10月調査から13年10月調査まで5四半期連続で「緩和」超と

図表11 商業銀行の貸出態度調査



(備考) 1. 住宅ローンは07年1～3月までは全体、それ以降はプライム  
2. 自動車ローンは11年1～3月までは一般消費者ローンを含む  
3. FRB資料より作成

なった（図表11）。住宅投資の回復ペースが高まってきた時期とほぼ一致しており、融資姿勢の緩和化が住宅投資の回復に大きく寄与していることがうかがえる。

直近の14年1月調査は「厳格化」超に転じるなど融資基準の緩和化に歯止めがかかった格好だが、金融機関の体力が回復し、自動車ローンの融資基準の緩和化が続いていることから判断すると、住宅ローンについても融資基準の緩和化の流れは維持されることが考えられる。景気回復に伴って資金調達環境の改善が一段と進めば、住宅投資は本格回復に向けて動き始めると予想される。

### (3) 米景気は徐々に成長ペースを高める見通し

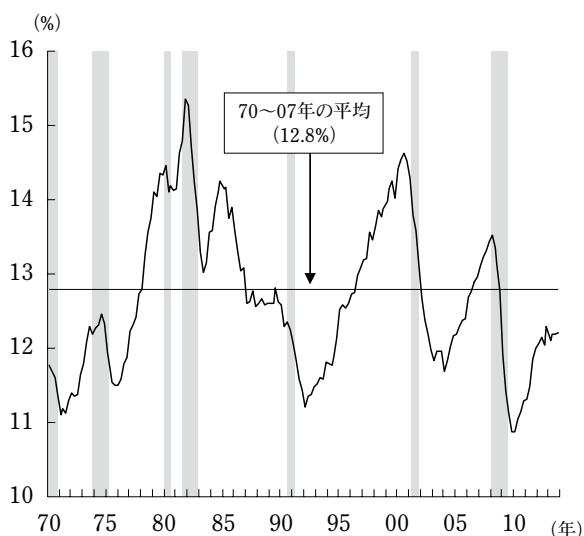
企業部門はリーマン・ショック後のボトムから着実に回復している。特に、製造業の国

際競争力が高まっており、輸出をけん引役に国内生産は順調に回復している。リーマン・ショック後にドル安が進んだ影響が小さくないが、高い競争力を持つ航空機やIT(情報技術)産業だけでなく、自動車産業の復活、シェールガスなど安価なエネルギーを武器にコスト競争力を高めた鉄鋼や化学産業なども製造業の回復に寄与している。実際、米国の実質輸出はすでにリーマン・ショック前のピークを超え、輸出がけん引する形で国内生産も増加傾向で推移している。

生産活動の回復に伴って設備投資も底堅く推移してきた。12年後半から13年にかけて、世界経済の減速や「財政の崖」に対する懸念から企業の投資スタンスは慎重化した。設備投資の回復トレンドは崩れていない。実質GDPベースの設備投資は13年1~3月に前期比マイナスとなったものの、4~6月から10~12月まで三四半期連続で増加している。

中期的にみても設備投資は回復局面にある。

図表12 設備投資の名目GDP比

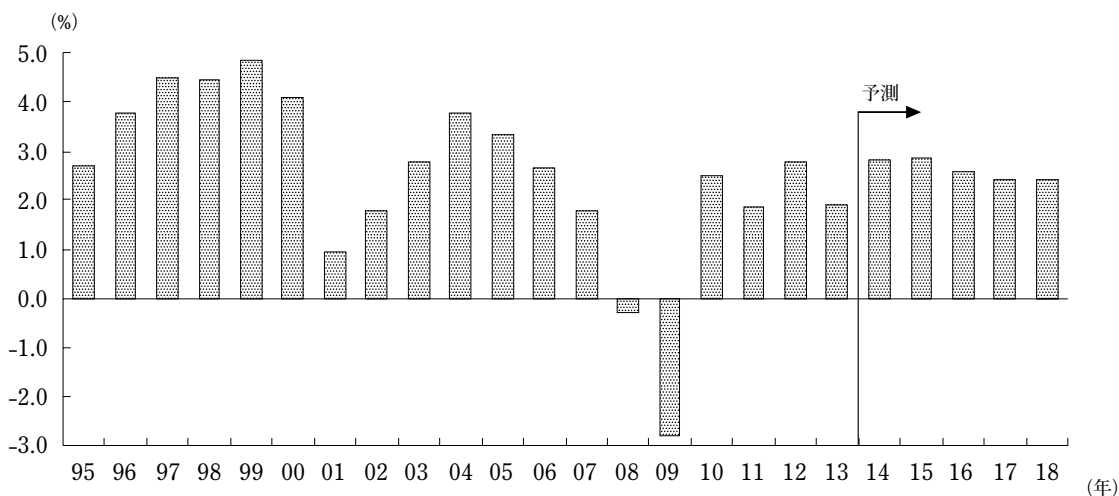


(備考) シャドー部分は景気後退期。米商務省資料より作成

設備投資の名目GDP比をみると、直近の13年10~12月には12.2%まで回復しているが、70年からリーマン・ショック前の07年までの平均(12.8%)は下回っている(図表12)。米企業の収益回復が続いていることを考慮すると、設備投資の拡大余地はなお大きいと考えられる。

足元の景気は、寒波に伴う大雪の影響などで弱含んでおり、個人消費や住宅投資に悪影

図表13 米国の実質成長率の推移と予測



(備考) 米商務省資料、予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所



響が広がっている。今年1～3月の実質成長率は一時的に減速するとみられるが、天候要因が一巡する春以降は回復軌道に復帰しよう。中期的には、リーマン・ショックで落ち込んだ需要を取り戻す動きが続くとみられ、潜在成長率を上回るペースで回復していく可能性が大きい。14～18年の実質成長率は年平均で2.6%と潜在成長率（2%台前半）を上回る成長が続くと予測した（図表13）。

### 3. 円高是正の効果で輸出と設備投資は徐々に回復テンポを高める見通し

#### (1) 日本の輸出は徐々に回復の勢いを取り戻す見通し

日本の輸出は、バブル崩壊以降の内需の停滞を補って日本経済の回復をけん引してきたが、12年後半から始まった今回の回復局面では、円安というフォローの環境下にもかかわらず勢いを欠いている。生産の海外移転が進んだことや日本製品の魅力が薄れてきたことなどが、輸出の伸び悩みの要因として指摘されている。実際、リーマン・ショック後の円高が長引いた影響で、ここ数年、生産拠点の海外シフトは急速に進展した。ただ、足元の輸出の伸び悩みは、世界経済の回復の遅れといった循環的要因も大きく影響している。

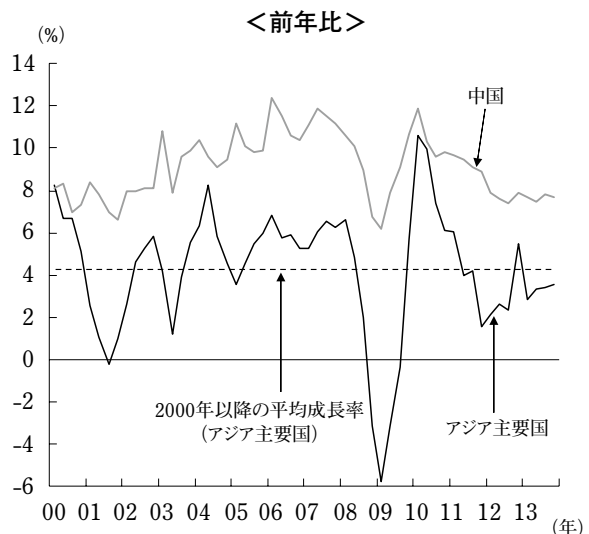
前述したように、米国経済は回復基調を維持しているものの、本格回復には至らず、13年の実質成長率は1.9%にとどまった。深刻な財政危機に見舞われたユーロ圏経済も後退局面こそ脱したが、12～13年の実質成長率は2年連続のマイナス成長を余儀なくされた。そ

して、この影響は新興国や資源国にも波及している。特に、先進国向けの輸出を経済の原動力とする中国やアジア新興国への影響は大きく、足元でも新興国経済は伸び悩んでいる。中国の実質成長率（前年比）の推移をみると、12年1～3月から直近の13年10～12月まで8四半期連続で7%台の成長と伸び悩んでいる（図表14）。アジア主要国の成長率も11年後半から過去の平均的な成長率を下回って推移している。通貨安とインフレに見舞われているインドネシアや、反政府デモが経済活動に波及しているタイ経済など、個別の要因も影響しているとみられるが、世界経済の回復に弾みが付かないことが主因である。

日本の輸出の5割がアジア向けであることを考えると、日本の輸出にとって、アジア経済が上向いてこないことが大きく影響している。

一方、中期的にみれば、米景気が本格回復

図表14 中国およびアジア主要国の実質成長率



(備考) 1. アジア主要国の実質成長率は、韓国、香港、台湾、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの成長率を日本の輸出ウエイトで加重平均して算出  
2. 各国資料などより作成

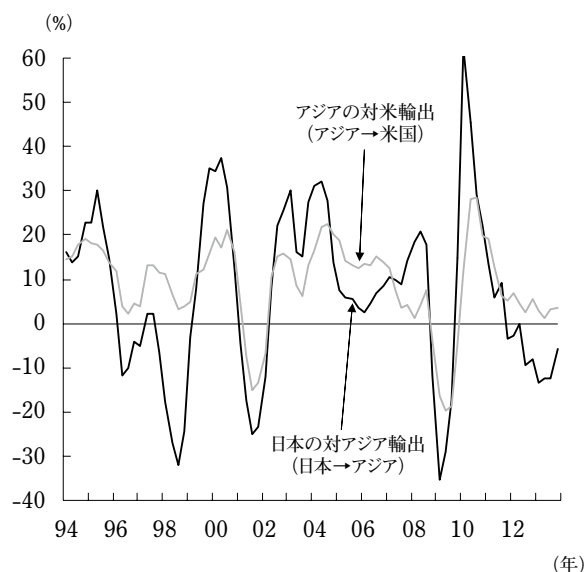
に向かい、ユーロ圏経済もプラス成長に転じることで、アジア経済も回復の勢いを取り戻すと予想される。IMF（国際通貨基金）の経済見通し<sup>(注)2</sup>によると、13年に3.0%まで減速した世界経済の実質成長率は、14年に3.7%、15年に3.9%、16～18年には4%台まで加速すると予測されている。

米国を中心とする先進国経済の本格回復は、中国やアジア新興国を経由して日本の輸出回復に寄与する公算が大きい。日本のアジア向け輸出には米欧を最終需要地とする製品が多く含まれており、米国や欧州の需要が本格回復に向かうことによって米欧のアジアからの輸入が増加し、結果として日本のアジア向け輸出が誘発される。実際、米国のアジアからの輸入額が増加する局面では、日本のアジア向け輸出も増えている（図表15）。

足元の日本のアジア向け輸出が増えない要因は、米国の輸入増加テンポが鈍いため、米景気が今後本格回復に向かえば、日本のアジア向け輸出も回復に向かうと予想される。

また、足元では消費税増税を前にした駆け込み需要への対応で、メーカー各社が輸出よりも内需を優先しているといった側面もある。円安を武器に外貨建て価格を引き下げてシェア拡大を進めるよりも、一時的に需要が高まっている国内への出荷を増やしている。この影響が一巡する14年度からは輸出余力が高まってくるとみられ、円安に伴う価格競争力の回復を背景に輸出拡大にシフトしてくる可能性がある。空洞化の影響で電気機器の輸

図表15 日本の対アジア輸出とアジアの対米輸出の前年比増減率



(備考) 1. アジアの対米輸出は米貿易統計による米国の輸入額。日本の対アジア輸出はドルベースの増減率  
2. 財務省「貿易統計」、米商務省資料などより作成

出回復力は鈍いとみられるが、世界経済が本格回復に向かうとともに、自動車や一般機械、化学・鉄鋼など基礎素材を中心に輸出は回復テンポを高めていく公算が大きい。

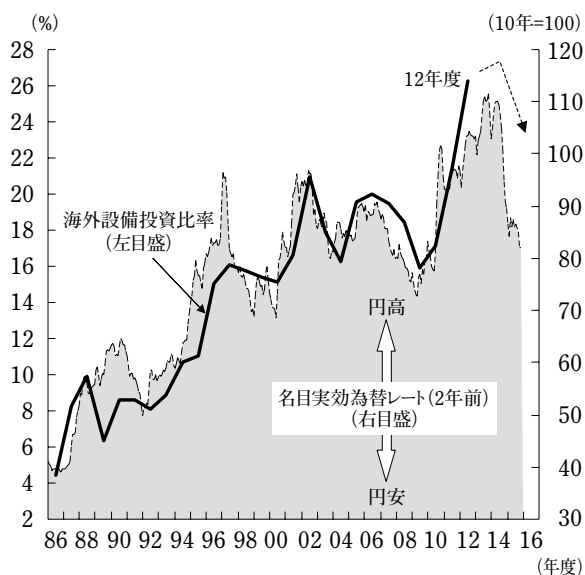
## (2) 円高是正が中期的な設備投資回復の追い風に

輸出が回復の勢いを取り戻すとみられることに加え、12年末から始まった円高是正の動きが設備投資回復の追い風になる。特に、製造業にとって、為替相場の変動は国内外の投資決定において重要なファクターである。

例えば、為替相場と海外設備投資比率の関係を見ると、リーマン・ショック後の急激な円高局面では、2年程度遅れて海外設備投資比率が急上昇している（図表16）。円高に伴

(注)2. IMF 「World Economic Outlook Update」 January 2014

図表16 海外設備投資比率と円レート



(備考) 1. 海外設備投資比率=現地法人設備投資÷(現地法人設備投資+国内法人設備投資)  
 2. 経済産業省「海外事業活動基本調査」などより作成

う競争力の低下で、設備投資の海外流出が進んだことを意味している。一方、2000年代半ば頃に円安が進んだことを受けて、2000年代後半にかけて海外設備投資比率は低下している。「国内回帰」といわれた現象で、国内での設備投資は大幅に回復した。

足元ではリーマン・ショック以降の円高が修正されており、今後は海外にシフトしていた投資の軸足が国内に傾いてくる可能性がある。当面は、これまでに計画された海外投資が継続されようが、円安傾向が維持されれば、国内投資を見直す動きは徐々に広がってくると考えられる。実際、大手精密機械メーカーのキャノンは、15年までに国内生産比率を現在の42%から50%へ引き上げることを表明している。国内生産は、研究開発との連携がとりやすいうえに、新興国に比べてインフラが整っているなど高付加価値製品の供給に適してい

る。日本製ブランドという魅力も大きい。量産品は需要地生産という流れは変わらないとみられるが、先端技術や高付加価値製品については、国内での開発・生産を重視するといったスタンスに回帰する可能性が高い。

為替相場の変動と海外設備投資比率の関係が、過去と同様に2年程度のタイムラグを伴って連動すると仮定すると、14年後半から15年にかけて投資の軸足が国内へシフトし、海外設備投資比率が低下していくことになる。円安傾向が続くことが条件ではあるが、設備投資は抑制されすぎていた反動に国内回帰の動きが加わって、中期的な回復局面に入っていくと予想される。

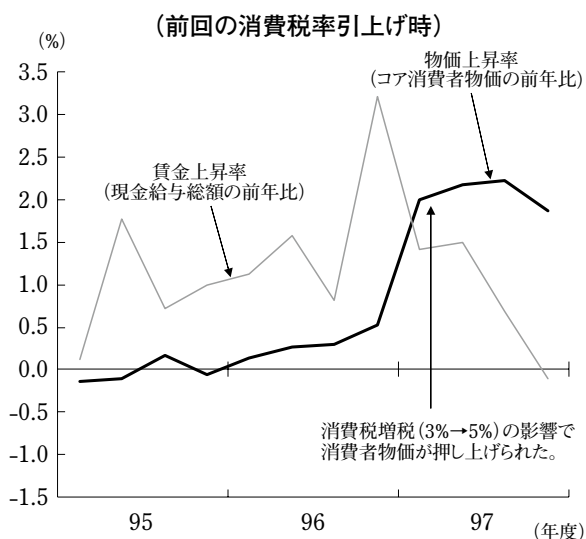
#### 4. 景気の本格回復は消費税増税の影響が一巡する16年度以降

##### (1) 消費税増税が個人消費を大きく下押し

13年度の日本経済は順調な回復軌道をとってきたが、前述したように14年度の景気は、消費税増税の影響で大きく減速しよう。消費税率が3%から5%に引き上げられた97年度に比べて現在の外部環境は良好で、今回の増税による影響は駆込みとその反動減にとどまるとの見方があるが、少なくとも個人消費には大きな下押し圧力がかかると予想される。

97年度の日本経済は、消費税率が引き上げられた直後の5月をピークに景気後退局面に入った。しかし、当時の景気後退は、消費税増税による影響もあったが、7月からのアジア通貨危機や11月の日本の金融危機が主因であったとの見方が多い。同年7~9月には個人

図表17 95～97年度の物価と賃金の前年比



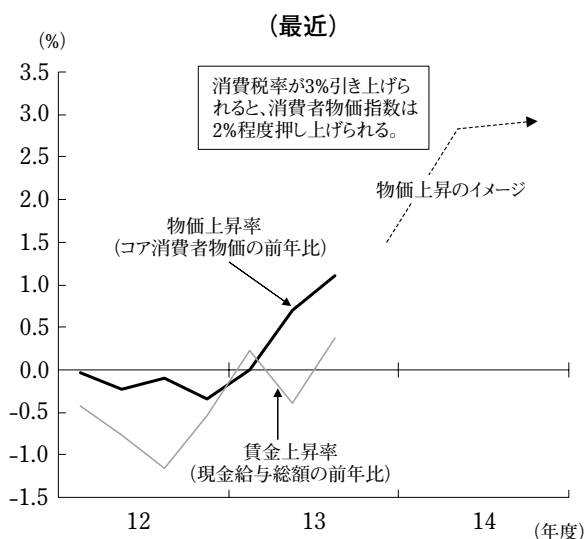
(備考) 総務省資料などより作成

消費もGDPも前期比でプラスに転じるなど増税の影響は一時的であり、金融危機がなければ景気後退には至らなかったという見方である。今回の消費税増税による影響が駆け込み需要の反動減にとどまるとの見方の背景にあるのも、世界経済や金融システムの安定である。

確かに、金融危機が深刻化しなければ、97年度の景気後退は回避できた可能性がある。ただ、当時はデフレ経済に陥る前であり、賃金も上昇していた(図表17)。このため、消費税増税に伴う実質購買力の低下は小幅にとどまり、消費税増税による下押し圧力は限定的であった。

一方、今回はデフレ脱却に向けた動きが始まった段階であり、足元の賃金上昇テンポは鈍い(図表18)。大企業を中心にベースアップの動きなども散見されるが、中小を含めた企業全体に賃金上昇の動きが広がるまでにはなお時間を要する。消費税率の引上げ分を小売価格に完全に転嫁することは難しいとはい

図表18 足元の物価と賃金の前年比



(備考) 総務省資料などより作成

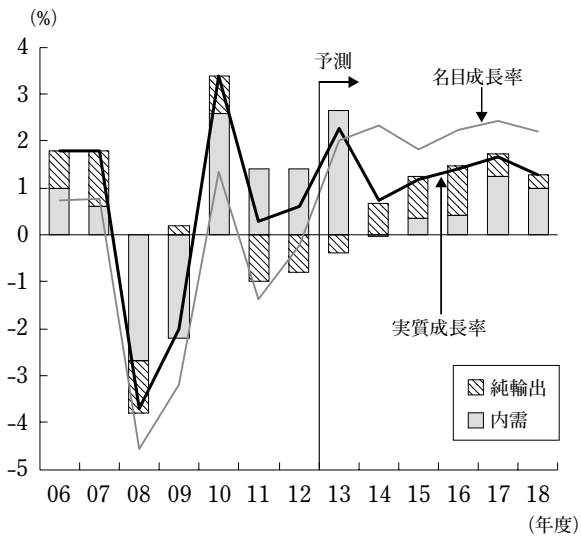
え、今回は、消費税増税に伴う物価上昇によって家計の実質購買力は大きく低下しよう。

## (2) 今後5年間の景気動向

### 〈14年度〉—消費税率の引上げの影響で個人消費を中心に減速へ

14年度は、消費税増税が景気の下押し要因となる。個人消費は駆け込み需要の反動減が一巡した後も、増税の影響による実質購買力の低下で伸び悩む公算が大きい。低所得者向けに現金を配る簡素な給付措置が実施されるが、その効果は限定的とみられる。個人消費は前年比1.3%減とリーマン・ショックに見舞われた08年度以来6年ぶりに減少すると予想される。住宅投資も消費税増税が下押し要因となる。ただ、14年4月から住宅ローン減税の控除額が拡大されることで増税の影響はやや緩和される。また、年度下期からは15年10月の消費税率の再引上げを意識した前倒しの需要が出始める可能性もある。住宅投資は1.0%減

図表19 GDP成長率の中期見通し



(備考) 内閣府資料、予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所

と小幅な減少にとどまると予測した。公共投資は緊急経済対策の効果が徐々に薄れていく。消費税増税に備えた経済対策がプラス要因となるが、14年度の公共投資は2.6%増と前年度から大幅に減速しよう。

14年度の景気を支えると想定しているのが輸出である。世界経済の回復テンポが高まることや円高是正に伴う価格競争力の回復で輸出の伸びが高まろう。安全が確認された原発の再稼働で燃料輸入の増加にも歯止めがかかるとみられる。純輸出の寄与度は0.7%ポイントと4年ぶりにプラスに転じると予測した(図表19)。

#### 〈15年度〉—引き続き消費税率の引上げが景気の押下げ要因に

15年10月に消費税率が8%から10%に引き上げられるため、15年度も家計の税負担増が続く。駆け込み需要による影響はニュートラ

ル(上期は駆け込み需要、下期は反動減)となるが、年度平均では1%分の消費税が家計の負担増となる。前年度の景気減速で賃金の回復にも弾みが付かないとみられ、個人消費は横ばい圏の動きが続くと予想される。住宅投資は消費税増税によるマイナスの影響が広がる。15年度は、住宅ローン減税の拡大など税負担増を軽減する措置が予定されていないだけに、消費税率が10%に引き上げられる前までに相当数の住宅需要の前倒しが進む可能性が高い。15年度下期以降の住宅投資は大きく落ち込むと予想される。

追加的な財政政策を見込まないため、公共投資もマイナスに転じると予測した。この結果、内需の寄与度はプラス0.3%と小幅な増加にとどまろう。世界経済の持続的拡大に伴って輸出は増勢を維持するものの、15年度も景気回復の勢いは弱いとみられる。

#### 〈16年度〉—消費税増税の影響が薄れ、景気回復テンポは徐々に高まる

16年度は消費税率が10%に据え置かれるものの、前年度平均に比べると消費税率は1%高くなる。ただ、輸出をけん引役に景気回復が継続することで、労働市場は本格的にひっ迫してくるとみられ、賃金引上げの動きは中小・零細企業にまで広がってくると予想される。賃金の増加によって消費税増税の影響はほぼ吸収され、個人消費の増勢は徐々に加速しよう。住宅投資は低調に推移しようが、16年度下期以降は民需主導による本格回復局面に入り、デフレ経済からも脱却できると予測した。

## 〈17～18年度〉—デフレ脱却で日本経済は自律回復局面へ

17年度以降の日本経済は、リーマン・ショックや東日本大震災、消費税率引上げなど2000年代後半から続いてきた景気の下押し要因がすべて一巡する。日本経済は、デフレ脱却と民需主導による自律回復メカニズムを取り戻し、安定成長軌道に復帰すると予想される。

人口の減少が続くことが個人消費にとってマイナス要因となるが、一方で労働需給の逼迫を背景に賃金は上昇傾向で推移すると予想される。消費税率増税の影響が一巡することもあって、17～18年度の個人消費は堅調に推移しよう。ただ、住宅投資については、人口の減少による影響が避けられない。14～15年度の消費税率引上げで建替え需要が前倒しされるため、その反動は17年度頃まで尾を引くと考えられる。設備投資はリーマン・ショック以降に抑制されすぎた反動増が続き、円安による国内回帰の動きも加わって中期的な回復局面が続くと予想される。設備投資は内需回復の原動力となろう。今後5年間(14～18年度)の年平均成長率は、名目2.2%、実質1.3%と予測した。

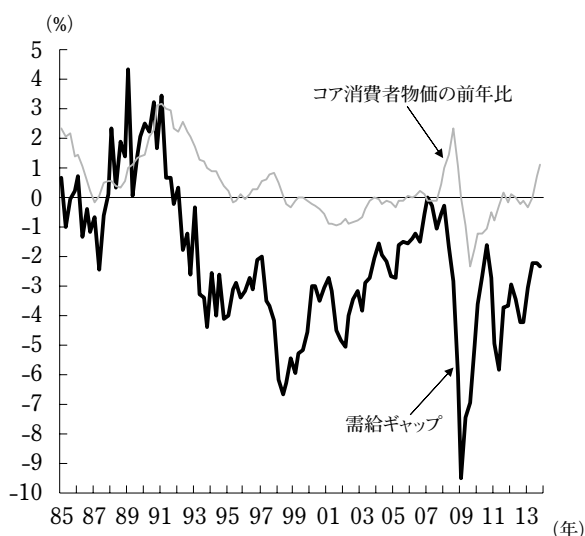
### (3) コア消費者物価上昇率が2%で安定するのは16年度以降

日本経済は、バブル崩壊後の構造調整の一巡に加えて、リーマン・ショックや東日本大震災の影響が薄れていくことで、中期的に潜在成長率を上回るペースで回復すると予想さ

れる。マクロベースでみた需給ギャップ<sup>(注)3</sup>は着実に縮小していくとみられ、日本経済はデフレ局面から脱却しよう(図表20)。

日銀の物価目標であるコア消費者物価は、13年6月以降前年比でプラスを続けており、13年度全体でもプラスとなる見通しである。ただ、13年度の物価上昇は、大幅な円安進行に加えて、消費税率増税前の駆け込み需要の本格化で個人消費が実勢以上に好調に推移していることが影響している。消費税率増税を前に消費者の購入意欲が強く、一時的に価格を引き上げやすい環境になっているということである。消費税率が引き上げられる今年4月以降、個人消費の減速は避けられず、値上げの動きは後退しよう。賃金上昇も一部の大企業に限られるため、外食や家電、自動車など嗜好品は増税分を転嫁するだけで精一杯と考えられる。需

図表20 コア消費者物価の前年比と需給ギャップ



(備考) 内閣府資料などより作成

(注)3. GDPギャップ=(実際の実質GDP-潜在GDP)÷潜在GDP×100。潜在GDPは全要素生産性に資本と労働の最大投入量を加えて算出した。なお、潜在GDPを「平均的な水準で生産要素を投入したときに実現可能なGDP」と定義する場合もあるため、需給ギャップのレベルについては、相当の幅をもってみる必要がある。

給ギャップの解消にもなお時間を要するとみられ、消費税率が引き上げられる14～15年度の消費者物価は緩やかな上昇にとどまろう。

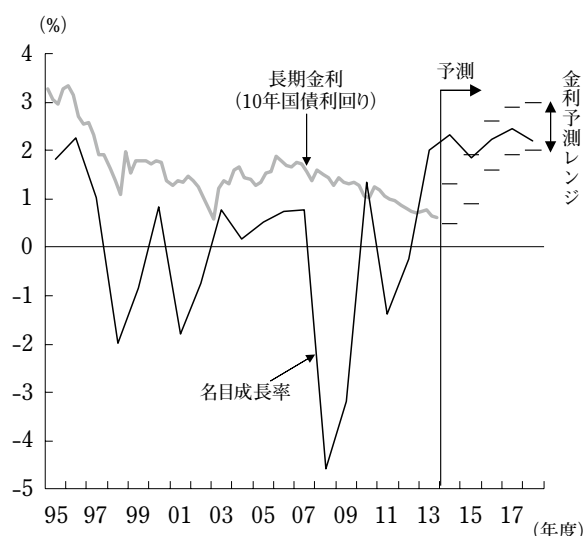
消費者物価の上昇テンポが高まってくるのは、消費税増税の影響が一巡し、民需主導による自律回復局面に入ってくる16年度以降と予想される。賃金にも上昇の動きが広がってくる16年度下期以降、コア消費者物価は前年比2%程度の上昇が定着すると予測した。

#### (4) 長期金利は経済情勢に見合った範囲で推移する見通し

14～15年度は、消費税率引上げの影響で景気回復ペースは緩やかにとどまり、消費者物価上昇率（消費税の影響を除くベース）は、日銀が目標とする2%に届かないと予測している。14年度に日銀は追加的な金融緩和に踏み切るとみられ、長期金利（10年国債利回り）も低水準に抑制された状態が続こう。

景気回復の動きを反映して長期金利が大きく切り上がるのは、消費税率の引上げの影響が一巡する16年度以降と予想される。16年度中には、消費者物価上昇率が2%に達するなどデフレからの明確な脱却が確認できるとみられ、13年4月から始まった「量的・質的金融緩和」は打ち切れよう。16年度末の無担保コールレートの誘導目標は0.25%へ引き上げられると想定した。長期金利はデフレ脱却の動きを反映する形で上昇し、16年度後半にかけて節目となる2%を上回って推移すると予想

図表21 名目成長率と長期金利の予測レンジ



(備考) 内閣府、日銀資料より作成。予測は信金中央金庫地域・中小企業研究所

される (図表21)。

もっとも、長期金利が急騰する可能性は小さい。財政面では消費税増税と景気回復でプライマリーバランスの赤字は徐々に縮小していく見通しである。予測期間中のプライマリーバランスの黒字達成は難しいとみられるが、財政リスクは低下しよう。また、中期的にも企業と家計を合わせた民間部門は貯蓄超過が続き、国全体としての資金余剰の状態は維持されると予想される。国全体の資金余剰幅と定義上一致する経常黒字は、世界経済の持直しと円高是正を背景に再拡大する見通しで、余剰資金が国債の消化を支える構図が崩れる可能性は低い。中長期的にみても、資金需給のタイト化に伴う過度な金利上昇リスクは小さく、デフレ脱却後も長期金利は経済情勢に見合ったレンジで推移すると予想される。

< 予測総括表 >

13～18年度の経済見通し

(単位：%)

	12年度 〈実績〉	13年度 〈実績見込み〉	14年度 〈予測〉	15年度 〈予測〉	16年度 〈予測〉	17年度 〈予測〉	18年度 〈予測〉	14～18年度 平均成長率
実質GDP	0.6	2.3	0.7	1.2	1.4	1.7	1.3	1.3
個人消費	1.5	2.4	△ 1.3	△ 0.1	0.1	0.6	0.8	0.0
住宅投資	5.3	8.8	△ 1.0	△ 5.2	△ 9.0	△ 1.3	0.0	△ 3.4
設備投資	0.7	0.4	2.7	3.6	4.1	4.3	2.5	3.4
在庫投資 (寄与度)	△ 0.1	△ 0.3	0.2	0.0	△ 0.1	0.1	△ 0.1	0.0
政府最終消費	1.5	2.3	0.7	1.0	1.2	1.2	1.3	1.1
公共投資	1.3	16.8	2.6	△ 3.8	△ 3.9	△ 2.2	0.0	△ 1.5
純輸出 (寄与度)	△ 0.8	△ 0.4	0.7	0.9	1.1	0.5	0.3	0.8
〈輸出〉	△ 1.2	3.7	9.0	8.4	6.7	4.6	4.8	6.7
〈輸入〉	3.7	5.5	4.0	3.0	1.1	2.3	3.4	2.8
内需 (寄与度)	1.4	2.7	△ 0.0	0.3	0.3	1.2	1.0	0.0
名目GDP	△ 0.2	2.0	2.3	1.8	2.2	2.4	2.2	2.2
GDPデフレーター	△ 0.9	△ 0.3	1.6	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9
為替レート (円/ドル)	83	100	106	112	115	115	115	
完全失業率	4.3	3.9	4.0	3.9	3.6	3.5	3.5	
消費者物価 (除く生鮮食品)	△ 0.2	0.8	3.0	2.1	2.5	2.0	2.0	
(消費税率上げの影響を除く)	△ 0.2	0.8	1.0	1.4	1.8	2.0	2.0	
経常収支 (兆円)	4.22	2.20	6.23	10.52	15.27	18.06	20.55	
貿易収支	△ 5.25	△ 10.10	△ 7.57	△ 4.16	0.50	3.14	5.29	
サービス収支	△ 4.19	△ 3.49	△ 3.41	△ 3.43	△ 3.32	△ 3.21	△ 2.97	
所得収支	14.61	16.88	18.24	19.23	19.21	19.24	19.33	
無担保コール翌日物 (年度末)	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0.25	1.00	2.00	
10年国債利回り (年度平均)	0.80	0.70	0.90	1.40	2.00	2.40	2.50	
(レンジ)	0.50-1.10	0.30-1.00	0.50-1.30	0.90-1.90	1.60-2.60	1.90-2.90	2.00-3.00	
米国の実質成長率 (暦年)	2.8	1.9	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4	2.6
中国の実質成長率 (暦年)	7.7	7.7	7.8	8.0	8.0	7.8	7.8	7.9

(備考) 内閣府資料などより作成。予測は信金中央金庫 地域・中小企業研究所