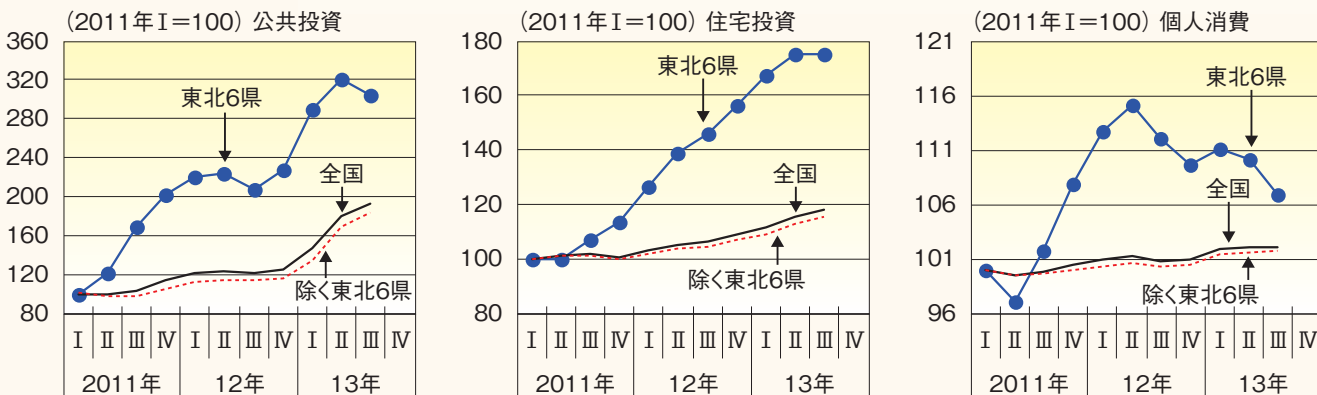


# 2014年以降の日本経済の見通し

昨年のわが国経済は輸出の回復に復興需要増等が加わり2%近い増加が見込まれ、本年と来年も同程度の成長が期待できそうである。しかし、その後は復興需要の一巡等から成長率が鈍化する可能性がある。

このように当面の景気に大きな不安はないが、これに甘んじることなく世界経済をリードする強い商品・サービス力を創造し続けることが求められている。

図表 1 被災地の復興需要とその他地域との比較



データ出所：内閣府、家計調査、国土交通省ほか

これらの復興需要が日本経済をどの程度押し上げてきたかを試算してみると、**図表2**にあるように、2012年は5・0兆円、13年は3・8兆円との計算結果が得られた。11年は2・5兆円のため3年間の合計では11・4兆円となる。これは11年6月に政府が発表した被災額見通し（約16・9兆円）の3分の2に相当する。そして、これらの復興需要として生じた財・

まず、国内需要面では、2011年3月に発生した東日本大震災の復興需要が大きな下支え要因になってきた。**図表1**は、公共投資、住宅投資、個人消費について被災地とそれ以外の地域に分けてその動きをみたものである。福島、宮城、岩手等東北6県の復興需要が大幅に増加してきた姿が見て取れる。もともと、公共投資と住宅投資は増加傾向にあるが、個人消費は2012年4〜6月期をピークにマイナスに転じている。

昨年来のわが国経済は輸出の持ち直しや大震災後の復興需要等に支えられて回復を続けており、こうした傾向は今後2年程度続く可能性がある。

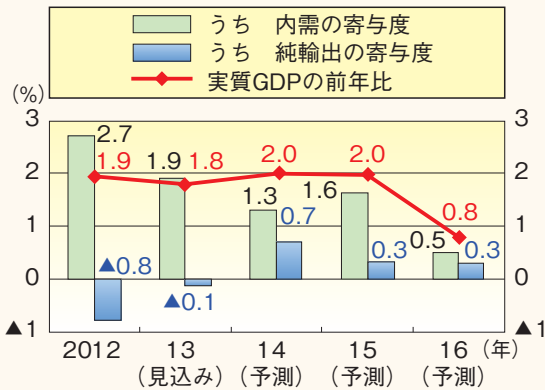
**向こう2年間の実質GDPは2%近く増加する可能性**

このため、2013年の実質GDPは前年比1・8%の増加となり、14年と15年も2%近い増加が

一方、海外需要面では、**図表3**に示したように2012年は尖閣諸島の領有権問題の表面化によって中国向け輸出が大幅に減少し、実質GDP増加の足を引っ張った（輸出から輸入を引いた純輸出が12年の実質GDPを押し下げた度合い（寄与度）は▲0・8%）。しかし、中国向け輸出はその後回復し、13年の純輸出のマイナス幅は▲0・1%まで縮小する見込みである。今後の世界経済は、アメリカが少しずつ回復の度合いを強め、中国も政府主導の刺激策によって現状程度の成長が続くことが予想されている。

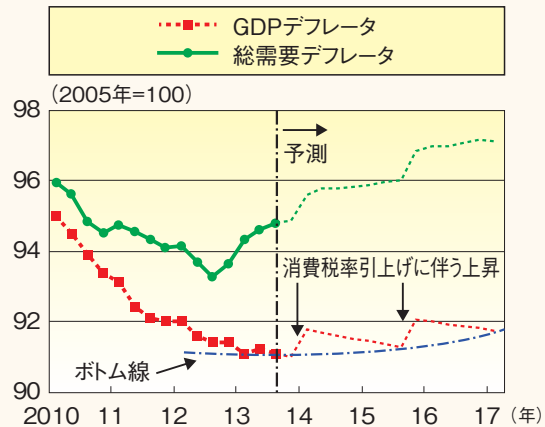
サービスを提供した企業や家計が得た所得によって追加的な消費需要が発生し、それがまた所得を作り出す効果（いわゆる「乗数効果」）を加味すると、2011年は1・2%、12年は2・4%、13年は1・8%も実質GDPを押し上げた計算になる。<sup>\*</sup>逆に言えば、残り約5兆円の復興需要が2014年と15年に生じ、実質GDPを1%前後押し上げ続ける可能性がある。ただし、16年にはそうした効果は小さくなり成長率は鈍化するだろう。

図表 3 実質GDPの実績と見通し



データ出所：内閣府、財務省、日本銀行、IMFほか

図表 4 GDPデフレータと総需要デフレータ等の動き



(注) GDPデフレータ=名目GDP÷実質GDP。総需要デフレータ=名目総需要÷実質総需要。名目総需要=名目GDP+名目輸入。実質総需要=実質GDP+実質輸入。

データ出所：内閣府

減少を原因とするデフレ圧力は弱まってきている。そうしたなか、昨年後半からの円高修正によって輸出入物価が上昇しているため、図表4に示したように輸入物価を含めた総需要デフレータ(= GDPデフレータ + 輸入デフレータ)は上昇傾向に

図表 2 復興需要の試算

(前年比寄与度、%)

	今回			(参考) 阪神大震災時
	2011年	2012年	2013年	1995、1996年の2年間
個人消費	-	0.28	-	▲0.01
住宅投資	-	0.03	0.03	0.11
設備投資	-	0.14	-	0.07
公共投資	0.14	0.06	0.24	0.26
政府消費	0.37	0.46	0.45	0.47
復興需要合計	0.50 (2.5兆円)	0.97 (5.0兆円)	0.72 (3.8兆円)	0.91 (4.6兆円)

データ出所：内閣府、家計調査、国土交通省ほか

期待できそうである。ただし、翌16年には復興需要や輸出の増勢が一服し成長率が0・8%前後まで鈍化する可能性がある。

**国内のデフレ傾向は今後も続く**

この間、物価はバブル崩壊後ほぼ一貫して下落傾向をたどってきた。こうした物価下落の背景には国内所得の減少に伴う需要の減少があった。なぜ国内所得が減少し続けたかという点、主な原因は二つあった。一つは地価や株価等の資産価格が大幅に下落したことである。もう一つは輸出競争力の低下や輸入価格の上昇によって所得が海外に流出し続けたことである

(いわゆる「交易条件の悪化」)。かつてはわが国最大の輸出産業であった電気機械メーカーが新興国の安い賃金と新しい設備に対抗できず競争力を失い収益悪化を余儀なくされ、それがわが国の所得と需要の減少をもたらした。\*3 大震災後は高値の天然ガスを購入せざるをえなくなり、それが輸入価格の上昇を招き、この面からも所得の流出に伴う需要の減少を余儀なくされ、物価下落の原因となってきた。

しかし、最近では株価を中心に資産価格が持ち直しつつあり、また、現地の輸出入物価が横ばい圏内にあるため輸物価を輸入物価で割った交易条件悪化の度合いも小幅にとどまり、その結果、需要

あり、今後もそうした傾向は続く可能性がある。

しかし、輸入物価を除いたGDPデフレータが基調としてプラスに転じる可能性は小さい。本年4月に消費税率が現在の5%から8%に、来年10月に10%に引き上げられると、それによってGDPデフレータは上昇するが、消費税率の上昇分を除けば緩やかなマイナス状態が続くものと思われる。

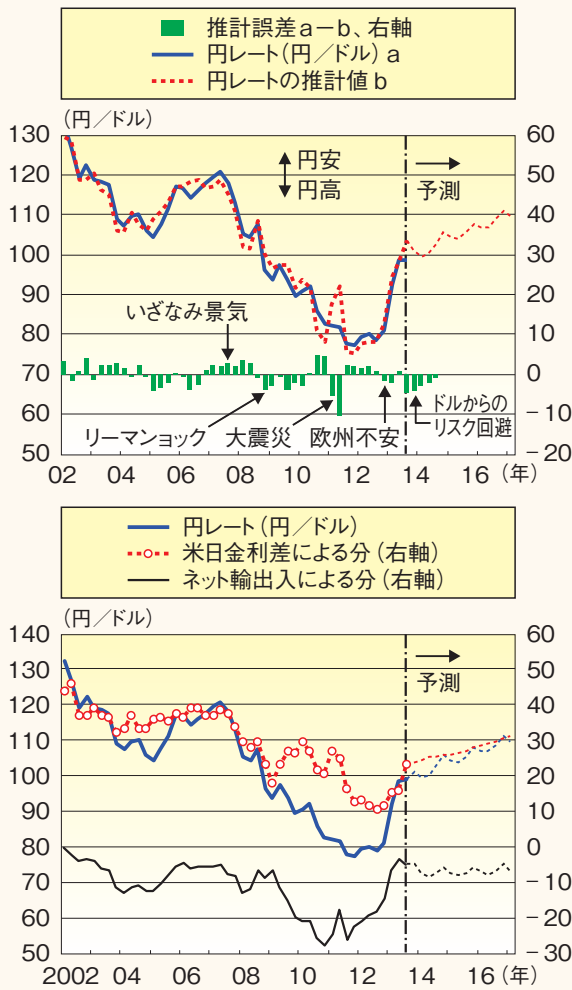
なお、賃金の上昇によって国内物価を引き上げる必要があるとの意見があるが、賃金上昇によって国内物価が上昇する可能性は小さいものと思われる。なぜなら、賞与はともかく、一度引き上げたら

\*1 公共投資の復興需要は国土交通省発表の建設工事受注動向統計調査にある公共機関からの受注工事額、住宅投資は着工新設住宅戸数、個人消費は家計調査等を用いて推計。政府消費は実質ベースの政府最終消費支出の伸びが実質GDPの伸びを上回っている部分を復興需要と仮定した。

\*2 「乗数効果」は投資が1単位増加したとき、それが乗数的な効果をもたらす効果で、最終的には約2・5倍の需要増加が考えられる。公共投資では多くの場合原資が税金で徴収されるためプラス効果と税金徴収のマイナス効果が同時に発生するので「乗数効果」を数値で確認するのは難しい。しかし、復興需要は単独で発生するため前記のような「乗数効果」が考えられるわけである。

\*3 デフレの原因についてはFINANCIAL FORUM 2013 SPRING No.100 拙稿「デフレの実態とその原因」を参照願いたい。URLは [http://www.kyotobank.co.jp/houjin/report/pdf/201305\\_02.pdf](http://www.kyotobank.co.jp/houjin/report/pdf/201305_02.pdf)

図表5 円レートの見通し



(注)円レートの回帰式(重回帰式) 決定係数0.961

	係数	t 値
円建て輸入金額(2005年=100)	0.513	11.1
ドル建て輸出金額(2005年=100)	▲0.605	▲12.1
米日の金利差(%、米10年債-日本10年債)	12.094	14.1
固定値	86.027	18.8

データ出所：内閣府、日本銀行

元に戻すことが難しい賃金を引き上げて企業経営に支障がないと考えている企業経営者はそれほど多くないとみられるからである。

**為替市場では  
緩やかな円安が続く**

次に円レートについてみると、図表5にあるように、2012年後半まで続いた円高は、その後円安に転じている。円安の原因は二つあった。一つは、電気機械等の現地価格が下落を続けたことである。もう一つは、「米日の金利差」が拡大し、円売り・ドル買いが進んだことである。幸い、約2年間にわたって低下し続けてきたドル建て輸出物価はこのところ下げ止

まっている。これには、電気機械メーカーが現地における輸出価格の引き下げによって輸出数量を増加させようとする従来の経営方針を見直し、収益強化に取り組みつつあることが影響している。

一方、アメリカ経済の回復により今後もアメリカの長期債利回りは上昇するが、わが国の長期債利回りはわずかな上昇にとどまるものと思われる。したがって、今後も「米日の金利差」の拡大を主因に緩やかな円安が続き、2014年末には106円/ドル、15年末には108円/ドル、16年末には110円/ドル前後まで円レートは下落する可能性がある(ただし、円レートは平均すると1年間で約12円

1ドルも上下に変動するため、3年先を展望した場合にはかなりのバイアスがあることに注意が必要である)。

**株価は上昇の可能性**

次に、株価の先行きについて考えてみた。株価はこのところ上昇をみているが、図表6に示したように、株価と相関の高い名目総需要(=名目GDP+名目輸入)の予測値を使って先行きの株価(日経平均)を試算すると、アップダウンはあるが均してみれば上昇を続け、16年末には18・8千円まで上昇するとの計算結果が得られた(株価についても平均すると1年間で約3・0千円も上下に変動す

るため、この試算結果はかなり幅をもって捉える必要がある)。

ところで、なぜ株価は名目GDPではなく、名目GDPに名目輸入を加えた名目総需要との相関が高いかという点、以下の理由が考えられる。それは、投資家は1〜2四半期先の企業業績を予測して株式を購入する。投資家が最も関心のある企業業績は収益であるが、決算が発表されるまで正確な数値はわからない。そこで投資家はさまざまな情報を元に収益を予測することになるが、最も手しやすい情報は売上高である。ところが、売上高には輸入コストが含まれているので、輸入物価が変化すればそれにつれて変化する。

そして、こうした関係をGDP統計で考えると、企業収益に近いのは名目GDP、売上高に近いのは名目総需要である。このため、株価は名目GDPではなく、名目GDPに名目輸入を加えた名目総需要との関係の方が密接になっているものと考えられる。

**長期債利回は小幅上昇**

最後に10年物長期債の利回りについて考えてみた。結論から言うと、長期債利回は、図表7にあるように年間0・1%程度とわずかでは

るため、この試算結果はかなり幅をもって捉える必要がある)。

ところで、なぜ株価は名目GDPではなく、名目GDPに名目輸入を加えた名目総需要との相関が高いかという点、以下の理由が考えられる。それは、投資家は1〜2四半期先の企業業績を予測して株式を購入する。投資家が最も関心のある企業業績は収益であるが、決算が発表されるまで正確な数値はわからない。そこで投資家はさまざまな情報を元に収益を予測することになるが、最も手しやすい情報は売上高である。ところが、売上高には輸入コストが含まれているので、輸入物価が変化すればそれにつれて変化する。

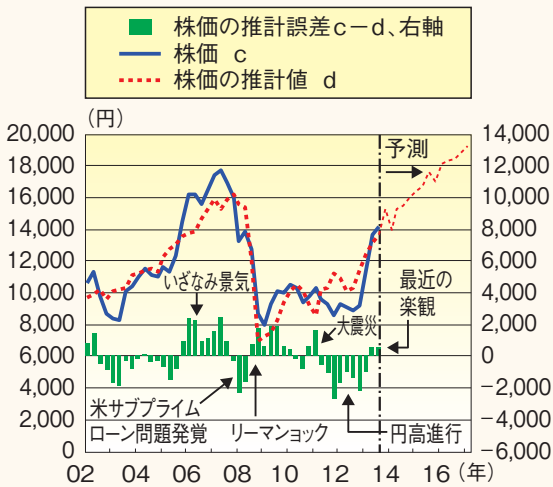
そして、こうした関係をGDP統計で考えると、企業収益に近いのは名目GDP、売上高に近いのは名目総需要である。このため、株価は名目GDPではなく、名目GDPに名目輸入を加えた名目総需要との関係の方が密接になっているものと考えられる。

**長期債利回は小幅上昇**

最後に10年物長期債の利回りについて考えてみた。結論から言うと、長期債利回は、図表7にあるように年間0・1%程度とわずかでは

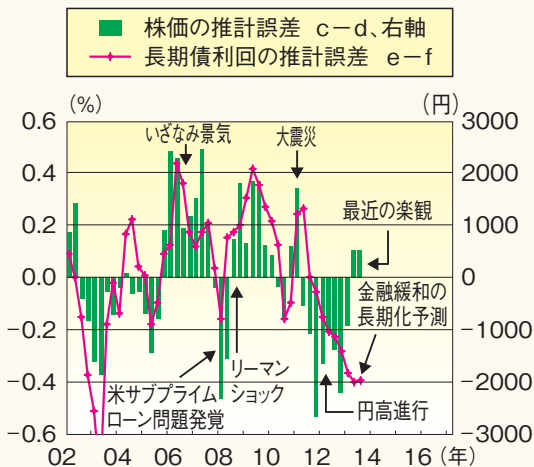
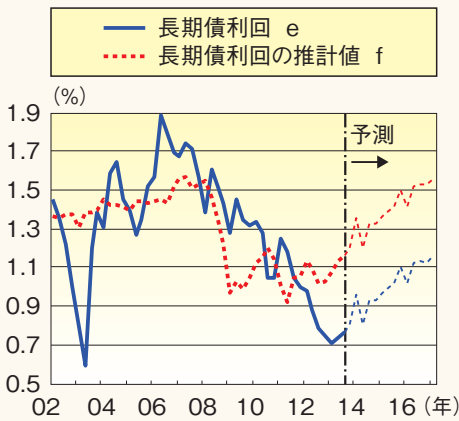


図表 6 株価の見通し



(注) 株価=1四半期前の名目総需要×122.35-57,259  
 相関係数0.876(なお、説明変数を名目GDPとしたときの相関係数は0.714)  
 データ出所：内閣府、日本経済新聞社

図表 7 長期債利回の見通し



(注) 名目GDPから推計される長期債利回=当期の名目GDP×  
 0.0127-4.994、相関係数 0.593  
 データ出所：内閣府、日本銀行

あるが上昇し続けるものと思われる。理由は、景気回復によって資金需要が強まるためであるが、上昇幅はかなり小さい。なぜなら、实体经济面からはもう少し上昇しても不思議はないが、デフレ脱却を標榜した金融緩和が今後も維持されるからである。

こうした事情は、同図下段の数値からも確認できる。この図は、実際の長期債利回と推計値の差(長期債利回の推計誤差 e-f)を、先にみた株式市場における実際の株価と推計値の差(株価の推計誤差 c-d)と並べたものである。両者がこれまでほとんど同じように変化してきた姿が見て取れる。このことは、経済が活発化し楽観

的なムードが広がると、株価と債券利回がともに経済実態を超えて上昇し、悲観的になると経済実態を超えて下落してきたことを示している。ちなみに、これらの値がプラスになったのは、いざなぎ景気やリーマンショック後の世界同時不況期などであった。いざなぎ景気のとくにプラスになったのは経済の実態を超えて株価や債券利回が大きく上昇したため、世界同時不況期にプラスになったのは实体经济が悪化したほどには株価や債券利回が下落しなかったため、と考えられる。逆に、これらの値がマイナスになったのは、アメリカでサブプライムローン問題が発覚した時期と2011〜12年の円

高が進行した時期などであった。これらの時期に景気マインドが実態経済を超えて悪化した可能性がある。

ところが、最近の両者は逆の動きになっている。株式市場では実績値と推計値の差はプラスに転じ、市場関係者が楽観的になっている。一方、長期債市場では実績値と推計値の差は▲0.4%とマイナスのままである。これは、实体经济は改善に向かっているのに債券利回が上昇しても不思議はないが、今後も金融緩和が続くと債券市場の関係者が予想しているためと考えられる。

いずれにしても、わが国経済のデフレは循環的な要因によるもの

\*4 為替レートの変動要因についてはFINANCIAL FORUM 2013 AUTUMN No.102 拙稿「為替レートの変動要因とその影響」を参照願いたい。  
 URLは、[http://www.kyotobank.co.jp/houjin/report/pdf/201311\\_02.pdf](http://www.kyotobank.co.jp/houjin/report/pdf/201311_02.pdf)

ではなく構造的な要因によるもので、その解決のためには輸出価格を引き上げても競争力を保持できる商品力・サービスの強化と、創エネ・省エネ・節エネ型の輸入構造への転換が不可欠である。今後2〜3年は景気が良い方向に向かうとしても、それに甘んじることなく企業体質を強化し高めていく努力が強く求められている。

(株)京都総合経済研究所  
 東京経済調査部長 村山晴彦