

# アベノミクス2年目を迎える2014年の 日本経済 ～デフレを脱却したらどうなるのか～

The Japanese economy in 2014, the second year of Abenomics: If we escape deflation, what next?

2013年の日本経済はアベノミクスに沸いた。たしかに景気は回復しており、円安による輸出品の競争力改善、株高を背景にした消費者マインドの改善、緊急経済対策による公共投資の拡大といったアベノミクス効果がある程度プラスに働いたことは否定しない。もっとも、アベノミクスが華々しく登場しなくても、世界経済の持ち直しを背景に景気は底打ちしていたはずだ。2014年は、消費税率引き上げのマイナス効果が現れ、財政支出拡大等政策効果の一巡等が影響して、前年に比べると成長率が低下するが、世界経済の回復を背景に輸出が拡大を続け、設備投資も増加に転じ、プラス成長を維持するだろう。

2014年は、「デフレを脱却できるか」ではなく、「デフレを脱却したらどうなるのか」ということが重要なテーマになってくる。デフレを脱却すると、これまで実質個人消費を支えていたデフレのメリットがなくなる。デフレ脱却とともに個人消費が減速するというインフレのデメリットに注意が必要となる。

一方、需給ギャップが縮小していることは、景気が上振れる前向きな動きとなりうる。設備や雇用の過剰感が解消して一部に不足感が出ているのであれば、設備投資や雇用が拡大してもおかしくない。そうならないとすれば、それは経営者が将来に対する展望を持たず、攻めに転じることができないからだ。

だからといって、政府が何かしてくれるのを待っていても道は開けてこない。アベノミクスの夢から覚めて、新たな成長分野を自分たちの手で切り開くようになることが、2014年を新たな始まりの年にするカギになるだろう。



In 2013, the Japanese economy boomed under Abenomics. The economy is certainly recovering, and it is undeniable that Abenomics has had a number of positive effects: export competitiveness has improved under a weaker yen; consumer confidence is up along with stock prices; and public works spending has risen as part of emergency economic stimulus measures. Even without the spectacular introduction of Abenomics, however, the economy would have rallied against the backdrop of a recovering global economy. In 2014, growth is likely to continue, albeit at a slower pace than in 2013. While there will be a negative impact from the consumption tax hike, and policy measures such as increased government spending are set to expire, exports should continue to grow as the global economy recovers and capital spending improves.

The key question in 2014 will not be "can we escape deflation?" Instead, it will be "now that we have escaped deflation, what next?" With the end of deflation, its positive impact, namely, support of real personal consumption, will disappear. We should be aware that the downside of an end to deflation is that personal consumption may slow, which is a known effect of inflation. Nonetheless, that the supply-demand gap is shrinking is a positive development for the economy. If the excess supply of capital or labor disappears and shortfalls start to appear, it will be natural to experience increased capital expenditures and employment growth. If this does not happen, it will be because managers are not optimistic about the future and thus do not seek expansion. Even so, the road ahead will not open up if we just wait for the government to do something. The key to making 2014 a year of new beginnings is to wake from the dream of Abenomics and forge our own path to growth with our own hands.

## 1 | はじめに

流行語大賞こそ逃したが、2013年は「アベノミクス」という言葉が連日のように新聞紙上をにぎわし、経済政策の議論や評価もアベノミクスを軸に展開された。経済政策を示す言葉がここまで広く知られるようになったのは珍しいことではないか。こうした状況は、多くの人に経済に対する関心を持ってもらうという意味で悪いことではないかもしれない。しかし、経済情勢を冷静に考えるうえではやや問題がある。「アベノミクス効果」が景気回復や業績改善の枕詞になってしまったからだ。

それまでは、「デフレに苦しむ」が低迷する日本経済や企業経営の枕詞になっていたが、枕詞が変わっただけで、枕詞を使いたがる日本のメディアの報道姿勢に変わりはない。枕詞が使われると、それによって示される「アベノミクスによって日本の景気が回復し企業業績が改善した」という認識は、もはや常識であってあえて説明する必要もない事実となる。しかも、定着してしまった常識に「本当にそうなのか」という素朴な疑問を差し挟むことは許されない雰囲気生まれてくる。しかし、2013年の景気回復を「アベノミクス効果」の一言で片づけてしまってもよいのか。それでは、本質を見失ったまま経済論議が展開されることになってしまうのではないか。

アベノミクス1年目となった2013年の景気はなぜ回復したのか。政府が言うようにアベノミクスによるデフレ脱却・円高阻止が景気回復をもたらしたのか。そうした素朴な疑問を無視することなく、常識にとらわれずに日本経済の現状を理解することが重要だ。そうしないと、アベノミクス2年目となる2014年はどのような年になるのか展望することは難しくなる。

実際のところ、2012年終わりにアベノミクスが登場する前から、デフレや円高の流れは変わっていたのではない。たしかにアベノミクスが登場したことによって、円安への流れが加速して物価上昇の動きは広がってきているようだ。しかし、デフレを脱却してインフレになったからといって日本経済が元気になるわけではない。

2014年は、「デフレを脱却できるのか」ということではなく、「デフレを脱却したらどうなるのか」ということが、日本経済の新たなテーマになってくるだろう。

## 2 | アベノミクスに沸いた2013年

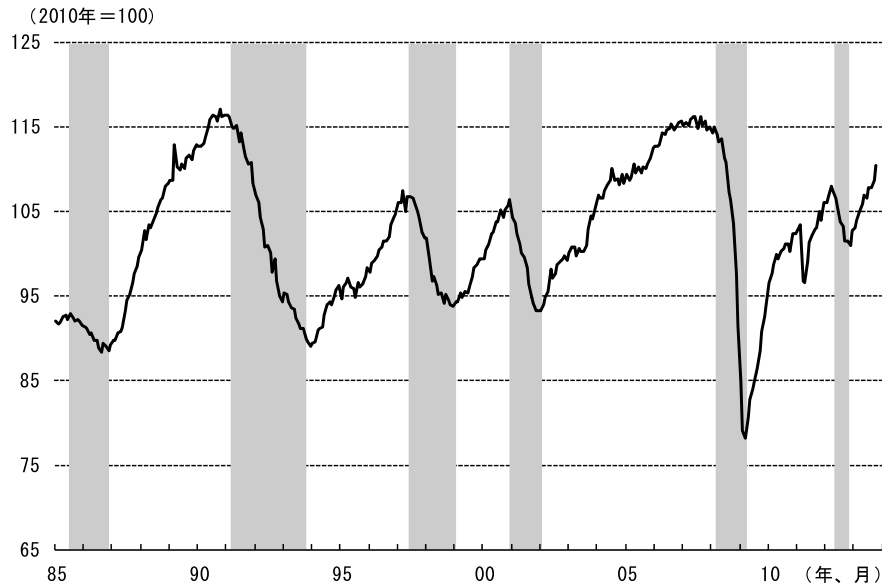
2013年は、経済論議がアベノミクスに始まり、アベノミクスに終わった一年であった。景気の持ち直しが続いていたこともあって、アベノミクスの効果で日本経済は復活したという評価が定着した。アベノミクスが登場した当初は、「こんな乱暴なことをして大丈夫なのか」という議論も聞かれたが、株価の上昇が続くと否定的なコメントを発することもはばかれるようになってきた。たしかに2013年の景気は回復した。しかし、それは「アベノミクス効果で」という一言で片づけられるものではない。

### (1) 上昇が続く日本経済

景気の「気」の字が大事というのは昔から言われていることであり、期待に働きかけるアベノミクスの登場で「気」の大事さが一段とクローズアップされているようだ。もちろん「気」の字が重要なことは否定しない。しかし、景気とは経済の風景・景色のことであり、「景」の字も同様に重要である。経済の風景と言ってもイメージが湧きにくいかもしれないが、図表1のように景気動向指数(CI、一致指数)をグラフにすると、景気を山谷のある風景として観ることができる。景気が谷から山に登っていくところが景気回復であり、山から谷に下っていくところが景気後退(図中ではシャドーで表示)となる。また、グラフの上の方に行くほど景気は良いということになり、下に行くほど景気は悪いということになる。

この山あり谷ありの風景を眺めてみると、2012年4月をピークに下を向いていた日本経済であったが、景気の後退は短い期間にとどまり、同年11月には底を打って持ち直しが続いていることが分かる。2013年が景気回復の年であったことは間違いない。また、景気回復と歩調を合わせるかのように、円安と株高が進み、デフレ脱却と円高是正を梃子に日本経済の復活を目指すアベノミ

図表1 2012年終わりを底に景気は回復



注：景気動向指数（CI、一致指数）の推移。シャドー部分は景気後退期。直近の谷は2012年11月を当社にて想定  
出所：内閣府「景気動向指数」

クスに対する評価も高まった。さらに、企業や消費者のマインドが改善して、これまで日本経済を覆っていた閉塞感がようやく打ち破られるのではないかと期待も広がってきた。輸入品や海外旅行の代金を高くしてしまう円安を、消費者や輸入企業がどれほど歓迎しているのかは疑問だが、株高は企業も消費者も多くは歓迎するはずだ。加えて、物価も上昇してきており、2013年は、アベノミクスのおかげで日本経済が円高とデフレを脱し回復軌道に乗ってきた、との評価が定着してきている。

たしかに、日本の景気は回復している。しかし、それがアベノミクスのおかげと決めつけてしまうことには疑問がある。円安による日本からの輸出品の競争力改善が一部の品目で輸出の増加をもたらしている。あるいは、株高を背景にした消費者マインドの改善が高額品の購入を促している。さらには、緊急経済対策によって公共投資が増加している。こうしたアベノミクス効果が現れていることは否定しないが、アベノミクスが華々しく登場しなくても景気回復は始まっていたはずだ。しかし、景気についてのプラス材料が出てくると、ほとんどすべてアベノミクス効果と報道される。景気回復の始まりとアベノミクスの登場がほぼ同じ時期だったことがアベノミ

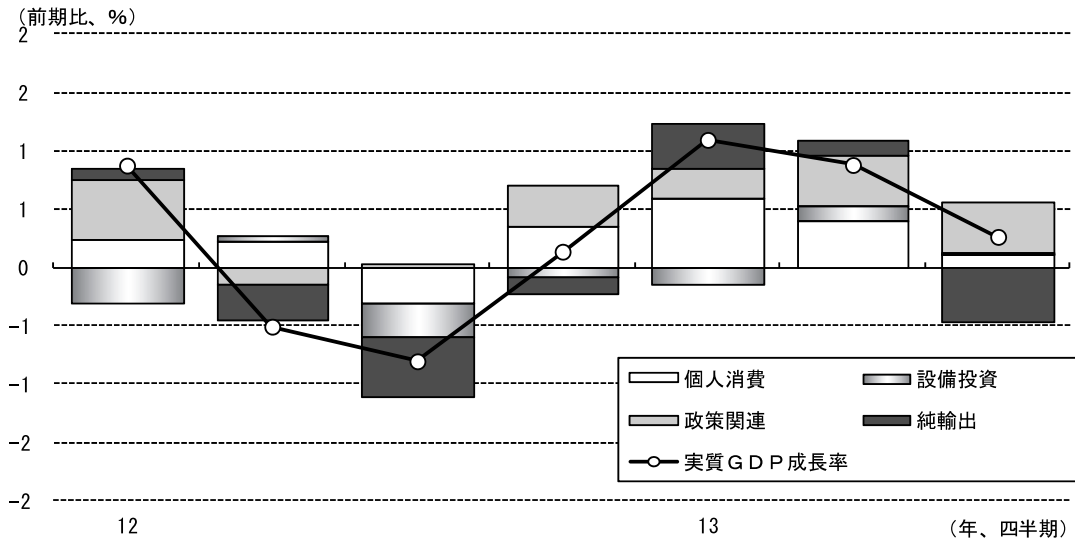
クスに対する評価を高め、期待を盛り上げている。その意味でアベノミクスは運に恵まれており、マインドの改善を通して2013年の日本経済にとってはプラスに働いたようだ。

日本経済の復活を期待するかのように2013年の株価は大きく上昇した。2012年終わりのアベノミクスの登場とともに上昇ペースを速めた株価は、5月下旬以降は横ばい圏での変動が続いていたが、11月になると再び上昇傾向が強まり、2013年1年間の日経平均株価の上昇率は56.7%と大幅なものになった。しかし、实体经济は株価が示す期待ほどには回復していない。改めて図表1を観察してみると、アベノミクス登場後の上り坂はそれほど高い山ではないことが分かる。期待先行の盛り上がりには危ない側面もある。

## （2）何が景気を回復させたのか

それでは、景気回復をもたらした要因は何だったのか。少し冷静に考えてみよう。図表2は、実質成長率を需要項目別に寄与度分解したものだが、これをみると、2013年前半の経済成長は、輸出、個人消費、さらに公共投資や住宅投資といった政策関連需要の拡大に引っ張られたことが分かる。一方、設備投資は下げ止まってき

図表2 2013年の成長を支えたのは消費、輸出、公共投資



注：「政策関連」は公共投資と住宅投資の合計。「純輸出」は輸出－輸入  
出所：内閣府「四半期別GDP速報」

たものの、まだ経済成長にプラスに寄与していない。

#### ①輸出の持ち直し

景気回復をもたらした要因としては、それまで減速していた世界経済が緩やかながら回復力を増してきたことが重要である。減少していた日本からの輸出が増加に転じ、生産も持ち直してきた。輸出を起点とした景気の回復という日本経済にとって典型的な回復パターンが今回も現れたことになる。しかし、円安の効果で競争力が回復して輸出数量が急増しているわけではない。

円安になれば日本の輸出品の価格競争力が増してくるという理屈は、円安にあわせて輸出企業が現地の販売価格を引き下げることが前提としているのだが、それは経済学の教科書での話であって日本企業にとっては難しい。円高が進んだときに現地の販売価格を据え置いて頑張ってきた日本の輸出企業は、円安が進んだからといって現地の販売価格を下げる余裕はあまりないからだ。販売価格が変わらないのであれば輸出数量は増えない。もっとも、それ以前に生産拠点の海外シフトが進んでおり、輸出を増やそうにも供給余力があまりないのかもしれない。見方を変えれば、供給余力がないので価格を下げるインセンティブが湧かないということもできよう。

#### ②堅調な個人消費

輸出の持ち直しが景気回復の起点となったものの、その力は今回あまり強くなかった。外需の回復力の弱さを補ったのが内需、特に個人消費の拡大であった。2013年前半の個人消費は高い伸びを示した。たしかに、株高による高額消費の増加というアベノミクス効果が影響した可能性は十分考えられる。しかし、個人消費は、リーマンショックによる落ち込みを経た後は堅調に拡大しており、リーマンショック前の水準を大きく上回っている。アベノミクスが登場するずっと前から消費が堅調であったという事実を忘れてはいけない。つまり2013年の消費が堅調である理由をアベノミクスにだけ求めてしまうのは適当ではないということになる。

それではリーマンショック後に消費が堅調に持ち直してきた理由は何か。マインドの高揚で一時的に消費が盛り上がることはあるだろう。また、財やサービスを供給する企業による消費者のニーズを的確にとらえる努力が功を奏することも考えられる。しかし、消費の基調を決めるのはやはり実質所得だ。リーマンショック後にボーナスを中心に大きく低下した賃金が下げ止まってきたことに加えて、物価の下落が続いて実質所得の水準が押し上げられていたことが、消費の拡大を支えていたと考え

られる。

### ③政策効果による押し上げ

2013年の経済成長率は政策的な要因によっても押し上げられている。まず、2012年度の補正予算にともなう公共工事が2013年度になって執行されていることを背景に、公共投資が高い伸びを示してきた。これはまさしくアベノミクスの第2の矢の効果である。また、2014年4月に消費税率が5%から8%に引き上げられることが最終的に決まり、引き上げ前の駆け込み需要が発生し、住宅投資が増加基調で推移している。個人消費ではまだ駆け込みが住宅投資ほど顕著ではないが、自動車等、耐久財を中心に3月末に向けて消費を押し上げる可能性が高い。

### (3) 期待ほどには盛り上がらない景気

#### ①設備投資は回復していない

一方、なかなか盛り上がってこないのが設備投資だ。景気が回復に転じていることもあり、2013年度に入って設備投資の減少に歯止めがかかっているが、まだ増加に転じてはいない。日銀短観の設備投資計画を見ると13年度は増加見通しであり、設備投資の先行指標である機械受注や建設工事受注は増加している。おそらく、13年度末に向けて設備投資は増加してくるだろう。しかし、その中身はこれまで先送りしてきた維持更新投資が中心であり、能力増強あるいは新商品導入のための投資はなかなか出てこないのではないかと。

輸出は持ち直しているものの、力強く拡大しているわけではなく、輸出企業も国内ではなく海外での設備投資に重きを置いているようだ。アベノミクス効果で円安が進んで輸出が拡大する結果、国内の設備投資にも火がつく、という状況にはなっていない。少なくとも設備投資が景気回復を牽引するという風景はなかなか期待できない。

#### ②足元で見えてきた陰り

設備投資がなかなか持ち直してこない中で、2013年の前半まで好調だったところにも陰りが出てきている。13年7～9月期の実質GDPは4四半期連続のプラス成長

となり、景気の回復を確認する内容であったと言えるが、同時に景気の先行きに懸念を感じさせる内容でもあった。成長率は前期比年率1%程度であり、4%前後であった同年1～3月期、4～6月期に比べると大きく減速している。また、成長の中身を見ると、7～9月期のプラス成長を支えたのは公共投資の増加である。一方、4～6月期まで成長を支えてきた個人消費は微増にとどまり、輸出にいたっては小幅ながら減少している。

つまり、デフレを脱却すれば買い控えがなくなり増加すると言われていた個人消費、円安が進めば競争力が高まって増加すると言われていた輸出が、どちらも増えていない。円安とインフレで日本を元気にするというアベノミクスの思惑とは異なり、成長を支えているのはアベノミクスの第2の矢である旧来型の財政出動だ。これでは、2014年に明るい展望を持つことは難しいだろう。財政の支えはいつまでも続くものではなく、4月には消費税率が引き上げられるからだ。

## 3 | アベノミクス2年目に入る2014年

日本経済はデフレのトンネルも抜けてきている。あまり認識されていないようだが、消費者物価は、季節調整済の指数で見ると、2013年度に入ってから年率2%の上昇トレンドを続けている。リーマンショック後に大きく減少した賃金が下げ止まってきていること、貿易収支の赤字基調が定着し異次元金融緩和の影響もあって為替が円安に流れを変えていること、等が相まってデフレ圧力に変化をもたらしているようだ。

円高を是正し、デフレを脱却した勢いでアベノミクスを推進して、日本経済を成長軌道に戻そうという期待が膨らんでいる。しかし、民間シンクタンクの2014年度の成長予測を見ると必ずしも明るくはない。強気な見通しから弱気な見通しまでさまざまであるが、押しなべて2014年度の成長率は2013年度の成長率を下回ると見ている。2013年7～9月期のGDPの結果にも表れているように、2014年の日本経済にはなかなか自信を持ちきれない面もある。

(1) 消費税率引き上げの影響

2014年の日本経済に自信が持てない要因としてまず挙げられるのが、4月に予定されている消費税率引き上げの影響だ。消費税率引き上げの影響としては、①消費税率引き上げ前の駆け込み需要と引き揚げ後の反動減の発生、そして②消費税増税にともなう物価上昇による実質所得の減少と消費の下押し、が考えられる。

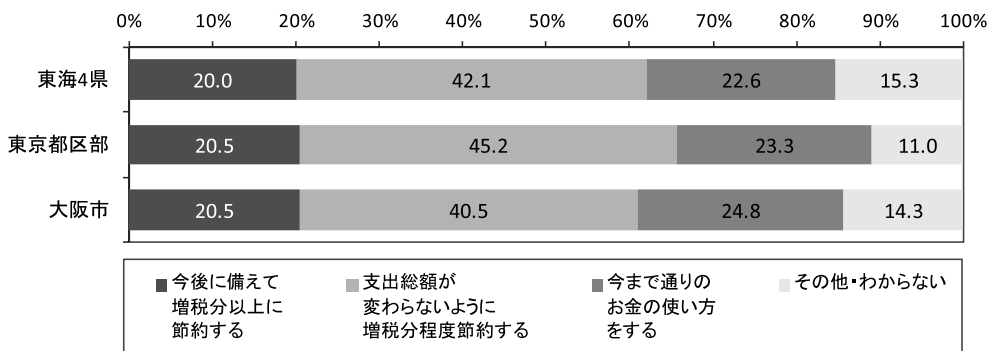
まず、消費税率引き上げにともなう駆け込みと反動は、住宅や自動車等の耐久財に現れてくる。前述の通り、すでに住宅着工で駆け込み需要が発生しており、自動車等、耐久財でも3月に向けて販売の拡大が予想される。もっとも、駆け込みは需要の先食いであり、その後の反動減と合わせて考えれば、需要そのものが拡大したり、縮小したりするわけではない。もちろん、需要の波を大きくするという点では注意が必要だが、住宅投資については住宅ローン減税の拡大が、自動車の購入については自動車取得税の縮小が、それぞれ消費税率の引き上げに合わせて実施される予定であり、97年の消費税率引き上げの時に比べると、需要の波は均されるであろう。

より注意を払うべきは、物価上昇による実質所得の減少である。消費税率の5%から8%への引き上げが課税品目の価格に転嫁されると消費者物価は2%程度押し上げられる計算となる。消費者物価が2013年度に入って年

率2%程度の上昇を続けていることはすでに述べたが、前年比では1%程度の上昇となっている。このペースでの上昇が続くかどうかは分からないが、2014年4月の消費者物価上昇率は、消費税増税の影響を加えると3~4%程度に高まる可能性があり、実質所得に与えるマイナス効果は無視できない。それだけに安倍政権としては何としても賃金を上げなければならないと考えて、企業経営者に賃上げを求めているのだろう。しかし、収益力の高い大企業はベアに応じるかもしれないが、日本企業全体の賃金を上げる動きまでには至らないのではないかと。少なくとも、消費者物価の上昇に見合う幅での賃金の上昇を期待するのは難しいだろう。物価上昇による実質所得の目減りが消費に与える影響は、97年の消費税率引き上げの時よりも大きくなるかもしれない。

当社が中日新聞社と共同で、4月の消費税率引き上げが決定した直後の2013年10月初めに、東海地区を中心に全国で実施した「消費生活についてのアンケート」(図表3)によると、「消費税引き上げによって、家計の支出(お金の使い方)を見直しますか」という問いに対して、「支出総額が変わらないように増税分程度節約する」つまり、名目支出を増やさず、実質消費を抑制するという回答が4割強、「今後に備えて増税分以上に節約する」つまり、実質消費のみならず名目消費も抑制するという回答

図表3 6割強の人は消費税率引き上げに合わせて消費の抑制を考えている



注：マクロミル社パネルを利用したインターネット調査。  
 ・実施期間は、消費税8%の最終決定後の2013年10/4~10/7。  
 ・対象地域は、名古屋市、愛知県(名古屋市以外)、岐阜県、三重県、静岡県(西部)、東京都区部、大阪市。回答者数は、各210×7=計1470人。  
 ・男女比は均等。年齢階層別は20代、30代、40代、50代、60代以上の5世代を均等回収。  
 出所：「消費生活についてのアンケート」中日新聞社・三菱UFJリサーチ&コンサルティングの共同調査

が2割程度を占めている。両者を合わせて全体の6割強は消費税率の引き上げによって、実質消費を減らす方向で対応することを考えている。一方、実質消費を減らさないように名目消費を拡大させる「今まで通りのお金の使い方をする（増税分の支出が増える）」という回答は全体の2割強にすぎない。消費税率引き上げによる消費の下落には注意が必要なようだ。

## （2）財政支出拡大効果の剥落

アベノミクスの第2の矢である機動的な財政政策は、2012年度補正予算による公共工事の拡大を通して、2013年度の成長率を押し上げている。2014年はその反動が予想される。すでに、消費税率の引き上げ後の景気の落ち込みを防ぐための経済対策が策定されており、2014年度も公共事業の追加が見込まれる。しかし、それでも2013年度の公共投資の水準を維持することは難しいだろう。2014年度の公共投資は前年より減少すると予想される。

もっとも、公共投資がそれほど減少しない、あるいは前年より拡大するとの見方もできる。足元では公共事業に従事する人手が不足しており、予算の執行が想定通りに進んでいないようだ。2012年度の公共投資の伸び率はGDPの確報が発表されたときに、速報ベースの数字から大きく下方修正された（速報14.9%→確報1.3%）。2013年度も公共投資が2014年12月に発表される確報段階で下方修正される可能性は否定できない。その場合、実は公共工事が翌年度にずれ込んでいて、2014年度の伸び率が想定していたよりも高くなるというシナリオも考えられる。もっとも、2014年度の数字も2015年12月に発表される確報で下方修正されるかもしれない。

結局、2014年の公共投資を予測することは極めて難しく、ましてやそれが確報ベースでどのように修正されるか等、予測は不可能に近い。さまざまな要因を考え合わせると、2014年度の公共投資は大きく減少することはないであろうが、高い伸びも期待できない。少なくとも、2013年度に起きると見込まれているような財政支出拡大による成長率の押し上げ効果は、2014年度には

あまり期待できないと考えるのが妥当だろう。

## （3）世界経済は緩やかに回復

2013年の経済成長を支えた個人消費と公共投資にあまり期待できないとなると、2014年は輸出の拡大に期待するところが大となる。幸いなことに、世界経済は緩やかながらも回復を続けるだろう。

まず、米国では雇用情勢がゆっくりではあるが着実に改善を続けている。リーマンショック後には10%まで上昇していた失業率は6%台にまで低下してきている。雇用者数の増加ペースが遅いと指摘もあるが、3年以上にわたって雇用者が毎月増加していることは珍しいことであり、明るい材料と素直に評価できる。雇用や所得の拡大が続く中、個人消費は消費者ローンの拡大をとまみながら堅調な増加を続けている。個人消費がけん引する成長メカニズムが続き、2014年も緩やかな回復が期待できる。

米国の中央銀行であるFRBは、金融資産の購入額を縮小して量的緩和政策の程度を弱めていくテーパリングに着手したが、雇用情勢や物価動向にも注意しながら徐々に進めていくと同時に、事実上のゼロ金利政策を失業率が低下した後もしばらく続ける方針を示している。民主・共和両党の間で難航していた財政を巡る協議も2014年度予算で合意に達する等、歩み寄りが見られる。財政・金融政策が波乱材料となる可能性はまだ残るものの、政策要因によって米国の景気が腰折れするリスクは軽減されてきている。

欧州は、2011年10～12月期から1年半にわたって続いていたマイナス成長を脱し、2013年4～6月期から小幅ではあるがプラス成長に転じている。財政・金融問題はまだ解決したわけではないが、問題の拡大を防ぐためのEU当局や中央銀行ECBによる政策対応がとられ、小康状態が続いている。そうした中での景気の持ち直しの動きであるため、強いけん引役が存在するわけではなく、持ち直しの力は弱い。雇用情勢にも大きな改善の動きは見られず、若年層を中心にギリシャやスペイン等周縁国の失業率は高止まりしている。それでも、欧州経済は最

悪期を脱しており、2014年も極めて緩やかではあるが、持ち直しが続くだろう。

中国は7%台の経済成長が続いている。2ケタ成長を続けていたころに比べると成長ペースは明らかに鈍っているが、リーマンショック後に見られたような大型の経済対策で成長率を高めようという政策スタンスとは変わってきている。中国政府は、高齢化が進み潜在的な成長力が落ちているという現実を無視して無理な景気刺激策を採用したことがその後の過剰供給問題をもたらしたという反省に立っている。減速したレベルでの安定的な成長、また投資に過度に依存しない個人消費により基礎を置いた経済成長への移行が目標とされているようだ。中国は2014年も7%台の成長を続けるだろう。

世界全体では、リーマンショック前の5%成長に戻ることは期待できないが、3%台の緩やかな成長が続くそう。こうした世界経済の環境のもとでは、日本からの輸出の拡大が景気回復の牽引役となることは少し難しいかもしれないが、景気回復を下支えする程度の役割を果たすことは期待できるだろう。

## 4 | もはやデフレではない

2014年の日本経済は、消費税率引き上げのマイナス効果、財政支出拡大等、政策効果の一巡等が影響して、前年に比べると成長率が低下するものの、世界経済の緩やかな回復を背景に回復基調を続け、プラス成長を維持するだろう。設備投資も、景気回復のけん引役になるのは難しいだろうが、13年度後半から増加に転じ14年も増加を続けると期待できる。

また、物価の上昇は2014年も続くだろう。ただ、アベノミクスのおかげでデフレを脱却して円高も是正されたのだから日本経済は良い方向を向いてくる、と考えるのは短絡的だ。2013年は、「デフレを脱却できるのか」ということが経済論争の大きなテーマだったようだが、2014年は、「デフレを脱却したらどうなるのか」ということが重要なテーマになってくるだろう。インフレや円安はなぜ起きたのか、そして何をもたらすのかという質

問に改めて向き合う必要がある。

### (1) なぜ円が安くなり、物価が上がるのか

#### ①貿易収支の赤字基調

日本の貿易収支構造が大きく変化している。かつての日本は、貿易黒字を計上するのが当たり前であったが、東日本大震災を境に貿易収支の赤字が恒常化してきた。まず、震災直後はサプライチェーンの寸断によって自動車等を中心に輸出が大きく減少した。さらに、原子力発電所の稼働が次々と停止する中でLNG等エネルギーの輸入が増加し、エネルギー価格の高騰も輸入の拡大に拍車をかけることになった。この結果、2011年は貿易収支(国際収支ベース)が48年ぶりに赤字を計上することになり、2012年は赤字幅がさらに拡大し、2013年になっても貿易赤字が続いていた。

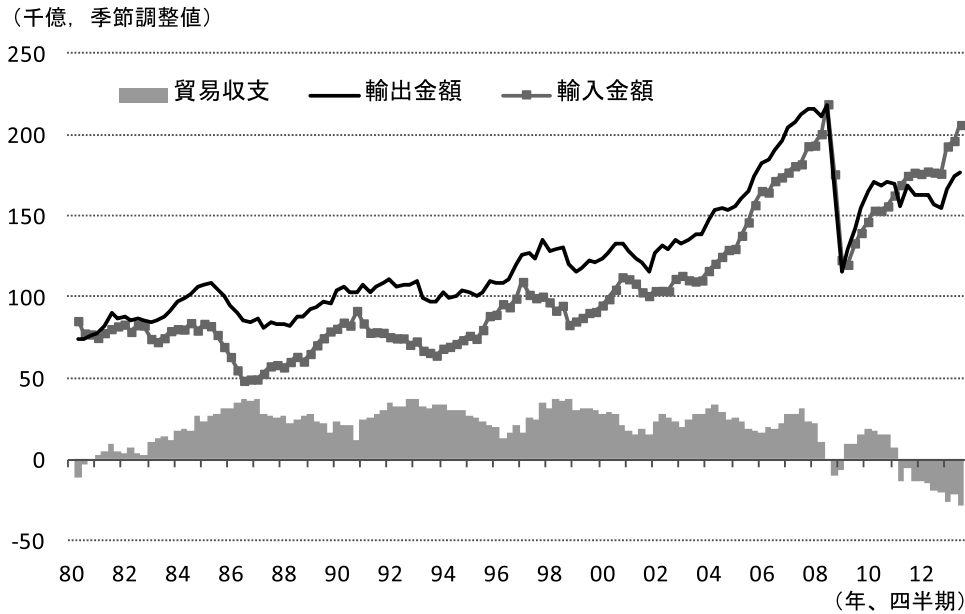
もっとも、日本の貿易黒字は80年代中ごろがピークであり、その後は頭打ちが続いていた(図表4)。日本の輸出入構造は時間をかけて大きく変わってきている。資源国から原材料を輸入して、それを加工して製品として輸出するという従来型の輸出入構造であれば、輸出と輸入は連動して動き、日本国内での加工によって付加価値が高まった分を貿易黒字として享受することができた。しかし、消費財だけでなく、資本財や生産材等さまざまな品目で輸入が増加し、輸入浸透度が高まっている(図表5)。輸出と輸入は今でも連動はしているが、ここ数年の動きを見ると輸出が伸び悩んでいるのに対して、輸入の水準が相対的に高まってきているようだ。足元での貿易赤字の計上は東日本大震災後の特別な要因が影響しているが、より長期的な輸出入の構造変化がその背後に存在している。そうであれば、貿易収支がかつてのような黒字を計上することは難しそうだ。

今回の景気回復においても輸出の増加ペースは緩やかであり、円安が進んでも輸出数量が伸びていない状況はすでに述べた通りである。貿易収支が大幅な赤字を続け、国際収支も月によっては赤字を計上する状況で、円が高くなっていくというのは不自然だ。

貿易収支や経常収支の構造変化を反映して2012年の

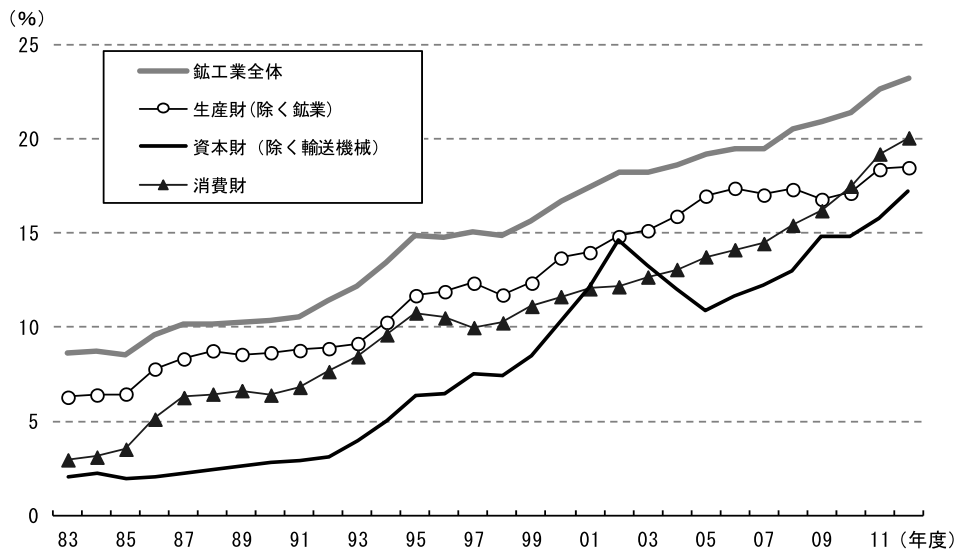


図表4 輸出の伸び悩みと貿易収支の赤字化



出所：財務省「貿易統計」

図表5 上昇が続く輸入浸透度



注：輸入浸透度＝(輸入指数×輸入ウェイト)÷(総供給指数×総供給ウェイト)  
出所：経済産業省「鉱工業総供給表」

春ごろにはすでに円高の流れは変わっていたようだ。アベノミクスは市場の思惑に應える形で円安への流れを加速したと考えるべきだろう。そもそも、円安は日本の輸出競争力の低下を反映していることを忘れてはいけない。日本の輸出競争力の低下が深刻であるとすると、円が安くなっても輸出数量が増えないことよりも、世界経済が

成長しても日本からの輸出が増えないケースを心配すべきだろう。

②デフレはすでに終わっていた

アベノミクスの登場によって拍車がかかった円安が足元の物価の上昇をもたらしている要因としてまず挙げられるが、その前からデフレの流れは変わっていた。もう

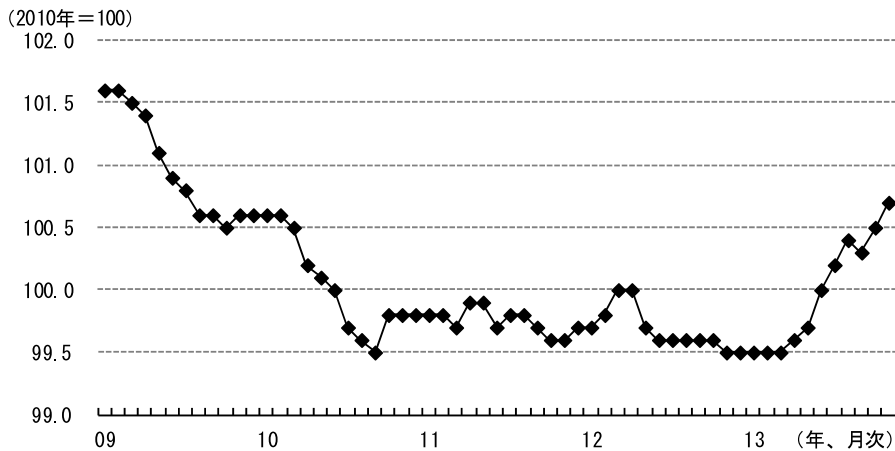
物価が下がらなくなっているところにアベノミクスによる円安の加速が加わって物価は上がってきていると考えべきだろう。

メディアでは「デフレに苦しむ」という枕詞が盛んに使われていたが、これは前年比でのコンマ以下の物価下落を「デフレ」と称して大きく取り上げていただけのことである。メディアでは取り上げられない季節調整済みの物価指数の動きを見ると、消費者物価が低下していたのは2010年の中ごろまでであり、その後はほぼ横ばい

で推移していたことが分かる（図表6）。物価が下げ止まった要因としては、リーマンショック後に低下した賃金が下げ止まってきたことに加えて、どんどん円が高くなる状況が一巡したことが影響したと考えられる。

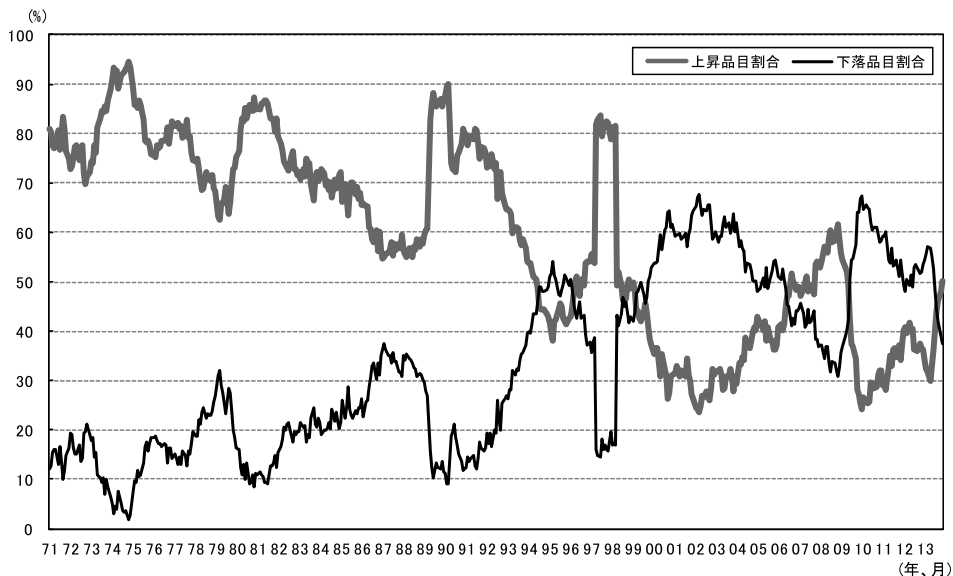
さらに、13年度になって物価は上昇トレンドに転じている。後述の通り景気回復が続いて、需給ギャップが縮小してきたことも影響しているが、円安が影響して川上の輸入物価や国内企業物価が上昇していることが大きい。消費段階への価格転嫁は難しいといっても多少は転嫁さ

図表6 2010年半ばにはすでにデフレが終了、13年度に入って物価は上昇



注：消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、季節調整済）の推移  
出所：総務省「消費者物価統計月報」

図表7 消費者物価における価格上昇品目の広がり



出所：総務省「消費者物価指数」

れてくる。少なくとも、内容を減らす、バーゲンの頻度を減らす、あるいはバーゲン価格の下げ幅を縮小するといったあまり目立たない形での実質的な価格引き上げに始まって、実際の販売価格を引き上げる動きがしだいに広がってきている。そして、これまで物価下落を先導してきたエレクトロニクス関連の製品も輸入浸透度が高まっており、円安を受けて価格が上がりやすくなっている。消費者物価を構成する品目で1年前に比べた値下がり・値上がり品目の構成比をみると(図表7)、物価上昇のすそ野が広がって値上がり品目の割合が値下がり品目の割合を上回ってきていることが分かる。

## (2) デフレ脱却がもたらすこと

### ① デフレのメリットが消える

貿易収支の赤字が続くとすると円安圧力も続くことになる。それはデフレ脱却に一役買うことになる。円高の流れが円安に変わってくると物価にも影響が出てくるからだ。2014年は、意外かもしれないが、すんなりとデフレからの脱却がはっきりしてくる年になるかもしれない。しかし、それで日本は救われるのか。賃金が上がっても上がらなくても、インフレになると個人消費に逆風が吹いてくる。

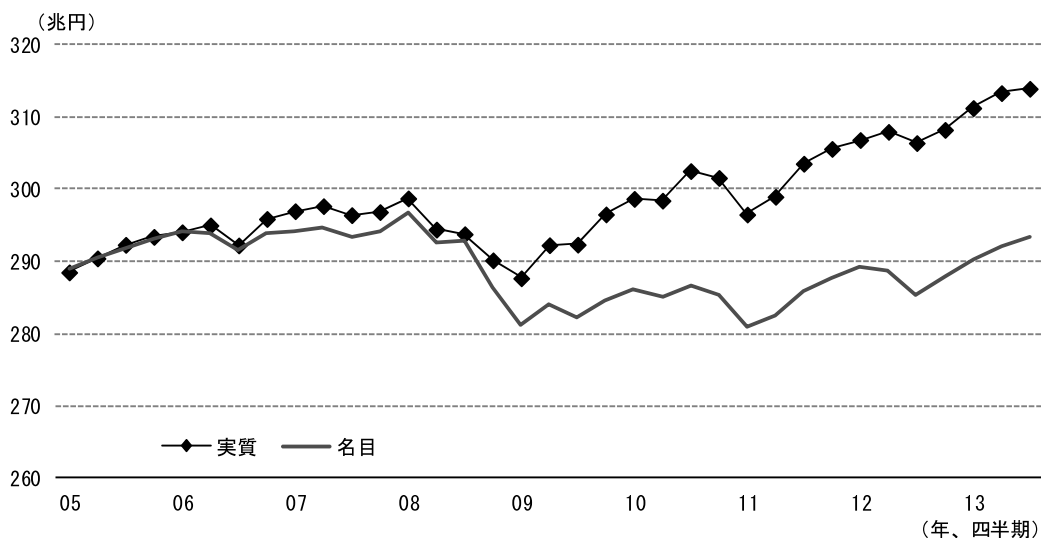
リーマンショックによって日本経済が大きく落ち込ん

だ時、個人消費も減少したが、2009年の初めを底に個人消費は増加基調を続けている。東日本大震災による一時的な調整はあったものの、ほぼ着実に増加を続け、リーマンショック前のピークを大きく上回っている。ということはすでに述べたところだが、実はそれは実質ベースで見た場合の話だ。

図表8は、名目と実質の個人消費の推移を見たものである。どちらで見ても個人消費は回復している。リーマンショック直後は企業が人件費を圧縮するために、ボーナスを中心に賃金を削減した。所得環境の急速な悪化が、先行きに対する不安と相まって消費を低迷させていたが、賃金の下げ止まりが消費の持ち直しをもたらしたと考えられる。しかし、名目で見ると消費の回復ペースが鈍く、リーマンショック前の水準を回復していない。名目消費を上回る実質消費の増加は、物価の下落による実質ベースの所得、消費の増加によってもたらされているとみなすことができる。リーマンショック後のボトムからの実質消費の回復のかなりの部分はデフレのメリットの現れと言えよう。

デフレを脱却してくるとそのメリットがなくなり、物価の上昇が実質消費を押し下げる方向で効いてくる。円安による輸入価格の上昇が川下にも転嫁され消費者物価

図表8 デフレに支えられた実質個人消費の堅調



出所：内閣府「四半期別GDP速報」

が上がってくる中、消費税率引き上げの効果も加わって、2014年4月には物価がかなり上昇している可能性があることはすでに述べたところである。実質所得の目減りによる個人消費の下振れには注意が必要だろう。暴論に聞こえるかもしれないが、デフレ脱却とともに個人消費が失速するというシナリオも否定はできない。

## ②前向きな動きの萌芽

一方、デフレを脱却しているということは、景気が上振れる前向きな動きの萌芽の表れと考えることもできる。インフレが進む要因としては、円安による輸入物価の上昇もあるが、より根本的な要因としては需給ギャップの縮小がある。リーマンショック後からの景気の持ち直しが続く、途中2012年の短期的な景気後退はあったものの、需給ギャップはかなり縮小してきている。内閣府が試算しているGDPギャップでは供給力の過剰幅が、リーマンショック後に40兆円ほどに拡大した時期もあったが、足元では10兆円を下回っており、ギャップはほぼ解消してきていると言えよう。

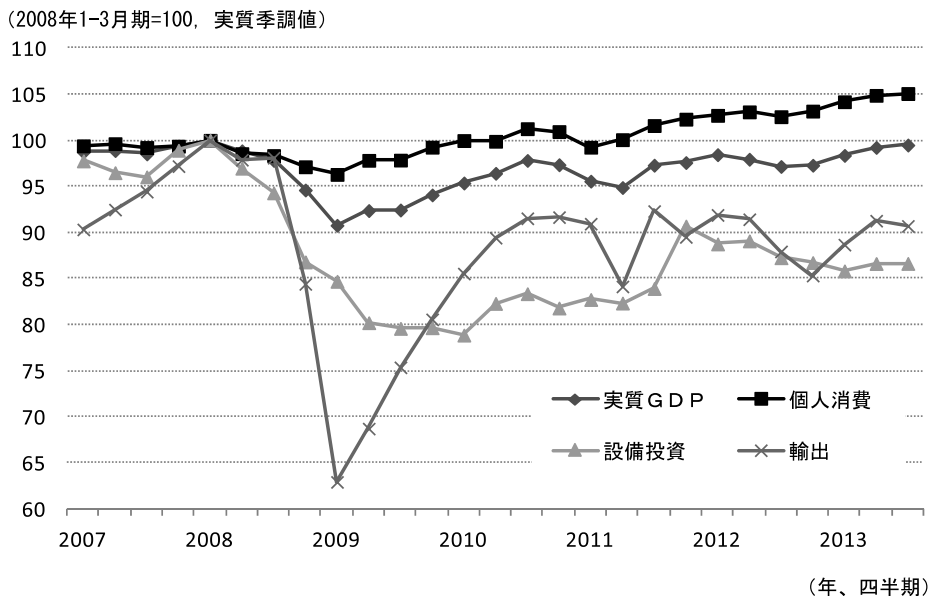
また、日銀短観等で示される設備や雇用の過剰感はかなり縮小しており、一部に不足感すら出てきている。設備投資や雇用が増えてきてもおかしくない。もっとも、

不足感が出てきたから設備投資をしたり雇用を増やしたりすれば良いというものではない。過去を振り返っても、不足感が大きく拡大していた90年前後には積極的な投資や事業の拡大がバブルの発生と崩壊を生み、その後の過剰問題をもたらした。また、リーマンショック前にも不足感が出て製造業を中心に設備投資が拡大したが、リーマンショックによる世界需要の減少に直面し、過剰な設備と雇用を抱えることになってしまった。不足感があることと、実際に不足していることとは必ずしも一致しない。そのギャップが過剰な設備や雇用を生み出す原因となる。そうした経験から教訓を得ているだけに、不足感が出てきたからといってすぐに投資や雇用を拡大することにはつながらないようだ。

## 5 | 物価が上がってもデフレは続く

デフレを脱却してもデフレは続く。2014年はそんな矛盾に直面する年になるかもしれない。こうした矛盾が生まれるのは、デフレという言葉からイメージされる状況が人によって異なるからだ。持続的な物価下落という意味でのデフレは脱却してきている。しかし、賃金も上がらない、設備投資も増えない、日本経済に元気が出て

図表9 リーマンショック後の低迷が続く設備投資



こないといった意味でのデフレはまだ終わっていない。消費税率が上がる4月ごろには、「デフレを脱却したら日本経済は良くなるのではなかったのか」という不満が高まっているかもしれない。

### (1) なぜ設備投資は増えないのか

リーマンショックで日本の経済成長率は大きく落ち込んだ。輸出も個人消費も設備投資もみな減少したが、その後個人消費が回復し、輸出が持ち直してくる中で、設備投資だけが低迷を続けている（図表9）。

企業の利益が回復しており、法人減税も実施されるので設備投資が増加してくるはずだという見方もある。残念ながらそれほど単純な話ではなさそうだ。図表10は、企業の設備投資とキャッシュフローの動きを比較したもののだが、これを見ると、たしかにキャッシュフローが増えれば設備投資が増えて、キャッシュフローが減れば設備投資も減少するという短期的な動きは連動している。しかし、バブルが崩壊した90年以降の両者のトレンドを比べると、キャッシュフローがバランスシート調整の進展も影響して増加傾向にあるのに対して、設備投資は減少傾向が続いている。つまり、キャッシュフローは不足しておらず、設備投資の制約要因にはなっていない。キ

ャッシュがさらに増えたからといって設備投資が増えることにはならないだろう。

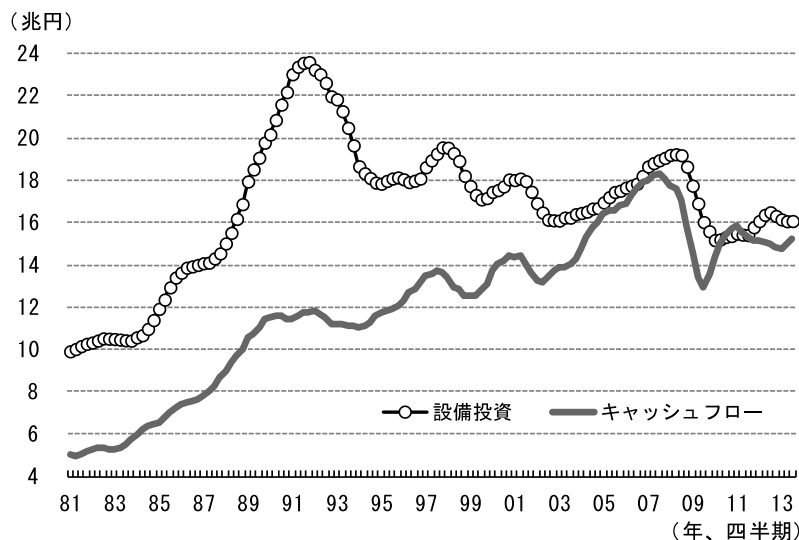
設備投資が増えない理由は、将来の持続的な成長に対する自信が持てないからではないか。図表11は、設備投資の推移を売上高と比べてみたものであるが、バブル崩壊後の設備投資の低迷が、売上高の伸び悩みと連動していることが読み取れる。バブル崩壊後のバランスシート調整やリストラによって財務体質や収益力は改善してきた。すでに財務体質は健全であり、キャッシュフローも回復している。

しかし、将来に対する成長期待、すなわち売上（数量）の拡大見込みがなければ、設備投資には踏み切れない。いくら減税をしてもこの図式は変えられないだろう。国内の設備投資に向かわなかった資金は、成長が見込める海外への投資に向かうことになる。また、政府の成長戦略によって企業経営者の将来に対する期待が大きく変わるとも考えにくい。もし、株高だけを理由に企業マインドが大きく変わるとすると、それはバブルの様相を帯びてくる。

### (2) なぜ賃金は上がらないのか

デフレを脱却して物価が上がれば賃金も上がると言わ

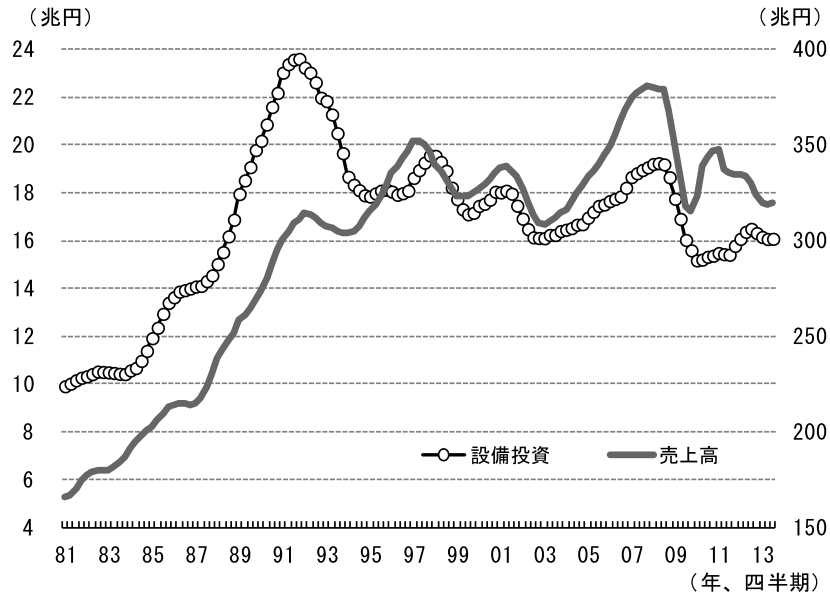
図表10 キャッシュフローが増えても設備投資は減少



注：キャッシュフロー＝経常利益／2＋減価償却費  
後方4四半期移動平均値。

出所：財務省「四半期別法人企業統計調査」、内閣府「GDP統計」

図表11 設備投資の低迷は売り上げの伸び悩みと連動



注：後方4四半期移動平均値。

出所：財務省「四半期別法人企業統計調査」、内閣府「GDP統計」

れていた。しかし、実際にはそう簡単ではなさそうなので、何と少しでも賃金を上げなければいけないというムードになっている。そもそも、賃金の上昇は人件費コストを拡大して物価上昇要因になるかもしれないが、物価が上昇したから賃金が上がるというメカニズムははっきりしない。たしかに、労働組合の立場に立てば、生活水準を維持・向上させるために物価上昇率+ $\alpha$ の賃上げを要求するのは当然だ。しかし、経営側がその論理に乗っているわけではない。もし、賃金が物価に応じて決まってくるのであれば、デフレの時は賃金を下げることになるのだが、実際にはデフレを理由に賃金が下がることはまずない。

甘利経済財政担当大臣は、「収益が上がっているのに賃金や下請け代金を上げないと恥ずかしい企業だという環境を作りたい」と発言したそうだ。たしかに、収益が増えているということは、賃金を増やす原資はあると考えられなくもない。しかし、雇用者の賃金は利益を配分する形で決まっているわけではない。ボーナスは、企業が稼いだ付加価値を労働者と経営側で配分するという考え方に近いかもしれないが、そのボーナスですら日本の会社では賃金の延長上の位置づけに近い。つまり、賃金は

コスト、それも固定費として認識されている。そのコストを前提に収益計画が作られ、利潤の極大化が図られる。計画を上回る利益が出たからといって、ストレートに賃金が上がるわけではない。

たしかに、労働分配率という概念はあるが、これは結果として出てくる数字であり、その背後にあるものは安定している雇用者報酬と変動する利益である。利益が増えたら賃金も増えるのであれば、利益が減った時あるいは損が出たときに賃金は大幅にカットされてしまう。もし利益に連動して賃金が決められれば、働いている人は大きな不安を抱えることになるだろう。

賃金が上がるのは、会社が人をもっと雇いたいと思う時だ。事業が活発になり、働く人に対する需要が増えれば、賃金が上がったり、雇用が拡大したりする。これに対して、円安で輸出企業の収益が拡大しても、それだけでは労働需要は拡大しない。数量ベースで仕事が増えなければ雇用は増えない。2013年度上半期の収益は輸出企業を中心に大幅な増益となったが、生産や輸出といった数量ベースで見た経済指標はあまり拡大していない。たしかに、公共事業や住宅着工は増えているので、それらに関連する分野では求人が増加して賃金も上がってい

る。しかし、そうした動きは日本経済全体には広がっていない。つまり、幅広い業種で賃金が上がる環境はまだ整っていないということになる。

## 6 | おわりに ～2014年はアベノミクスの夢から覚めて自分で道を切り開く年に～

アベノミクス1年目となった2013年は「デフレ脱却・円高阻止」をスローガンに、大胆な金融緩和や機動的な財政出動が実施された。結果として円安が加速し、株価は上昇し、経済成長率も高まった。物価も上がってきており、なかなか難しいと思われていたデフレ脱却を実現したという点でアベノミクスは予想以上の成果を上げてきていると評価されている。もっとも、アベノミクスの登場が、世界経済の持ち直しを背景とした日本の景気底打ちとほぼ同じタイミングであったという偶然もアベノミクスの高い評価をもたらす一因となっている。

アベノミクスが2年目を迎える2014年は、デフレ脱却後の世界が問題になってくる。デフレを脱却すれば、円安が実現すれば、日本経済は元気になると信じてここまで来たのだが、インフレになっても円安になっても日本経済が元気にならなければ失望感は大きい。緩やかながらも世界経済の回復が続いているうちは、日本経済も持ち直し基調が続けるだろうが、その前提が崩れてくると実質所得の減少に悩む消費者を中心にデフレ脱却に対する不満が膨らんでくる可能性がある。

2014年の干支は甲午（きのえうま）だが、前回の甲午の年である1954年に神武景気が始まり、日本経済は高度成長期に入っていた。いよいよ日本経済が再び成長軌道に乗ってくるのか。

設備投資や雇用が拡大しない理由は、企業経営者が将来に対する展望を持たず、積極的に攻めに転じることができないからだ。「だからこそ、アベノミクスの第3の矢、政府の成長戦略が重要だ」という声が聞こえてくるが、成長戦略に対する評価はあまり芳しくない。もっとも、政府が成長戦略を提示しないと設備投資や研究開発が進まないというもおかしな話だ。政府から賃上げを要請されたから従業員に払う給料を上げるというのも本来の

姿ではない。政府がバラ色の世界を提示したところで現実の世界は変わらない。もし、バラ色の世界を信じてしまふのであれば、それはバブルへの道につながってくる。

60年前に高度成長期が始まった時の企業経営者は政府が何かしてくれるのを待っていたわけではないだろう。アベノミクスの夢から覚めて、新たな成長分野を自分たちの手で切り開くようになることが、2014年を新たな始まりの年にするカギになるのではないだろうか。