

調査レポート

日本経済ウォッチ(2014年11月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
 ～自動車の輸出台数の動向

2. 景気概況..... p.2
 ～景気は弱含んでいる

3. 今月のトピック:アベノミクスは失敗だったのか?
..... p.3～11
 - (1)機動的な財政政策と成長戦略の効果
 - (2)大胆な金融緩和の効果とアベノミクスに対する期待感
 - (3)アベノミクス効果の限界

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎

副主任研究員 中田 一良

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL:03-6733-1070

1. 今月のグラフ ～自動車の輸出台数の動向

消費税率引き上げ後、景気が弱含んでいる状態が続くなか、景気回復に向けて輸出の増加が期待される。しかしながら、日本の主要な輸出品の一つである乗用車の最近の輸出台数は、前年比で減少傾向で推移している（図表1）。

輸出台数の動向を車種別にみると、普通車は2013年夏に前年比で増加に転じて以降、変動はあるものの、均してみると増加傾向で推移している。一方、小型車は2013年秋以降、減少幅が拡大しており、全体の伸びを押し下げている。小型車の輸出の減少が続いている背景の一つには、国内の生産拠点がメキシコをはじめとする海外へ移転していることがあると考えられる。足もとでは、小型車を中心に海外生産がさらに拡大する動きがあることから、今後も輸出台数全体は抑制されることになると考えられる。

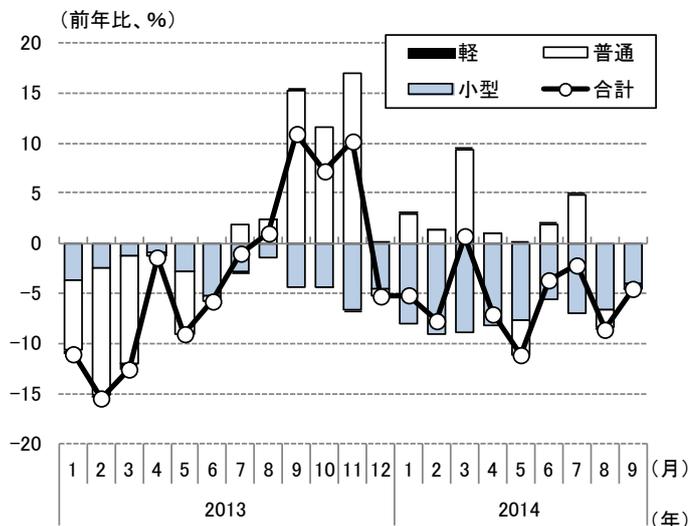
こうした動きはこれまでもみられたことである。日本の自動車の輸出台数の長期的な動向をみると、1980年代半ばから2000年にかけて、普通車は増加したものの、小型車が急速に減少したことから、全体では減少傾向で推移した（図表2）。2000年以降は、世界経済がバブル的な状況にあったと考えられる2006年から2007年にかけて輸出台数は大幅に増加した。しかし、この時期を除けば、輸出台数に占める普通自動車の割合が上昇し、輸出における高付加価値化は進んだものの、全体の輸出台数はおおむね横ばい傾向にあると言える。

一方、海外生産台数は増加基調で推移しており、増加する海外需要に対して、基本的には海外生産を拡大することによって対応してきたことが伺える（図表2）。この結果、海外生産台数は、2000年時点では輸出台数の1.4倍にすぎなかったが、2013年時点で輸出台数の3.6倍に達している。

このように海外需要に対して海外生産を中心とする供給体制が確立しており、近年は海外生産の水準がいつそう高まっている。このため、今後、海外需要が増加しても、高付加価値が進む一方で、自動車の輸出台数が海外需要の増加に見合う程度に増加することは期待しづらいと考えられる。

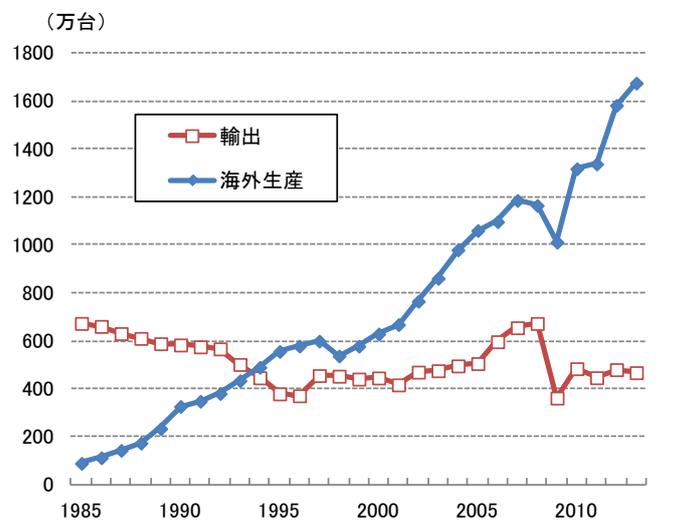
（中田 一良）

図表1 乗用車の輸出台数



（出所）日本自動車工業会資料より作成

図表2 自動車の海外生産台数と輸出台数



（出所）日本自動車工業会資料より作成

2. 景気概況～景気は弱含んでいる

景気は弱含んでいる。7～9月期の実質GDPが前期比-0.4%（年率-1.6%）と2四半期連続で前期比マイナスとなっており、景気は後退局面に入った可能性がある。もっとも、景気後退期間はそれほど長くなさそうであり、最近発表された経済指標の中にも、景気が下げ止まってきたことを示唆する数字が出てきた。

明るい材料の第一が、輸出の持ち直しである。10月の輸出は、実質輸出、輸出数量指数ともに前月比で2カ月連続のプラスとなり、水準も高まってきた。スマートフォン向けの電子部品・デバイスや工作機械が順調に回復しており、全体を押し上げている。米国を中心に海外経済が持ち直し、円安がさらに進んでいることから輸出環境は良好な状態にあり、今後も輸出は持ち直しが続くと期待される。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）も、9月まで4ヶ月連続で増加しており、今後は設備投資も増加してくると予想される。

鉱工業生産指数も8月を底に持ち直している。10月は前月比+0.2%と小幅の上昇にとどまったが、製造業生産予測指数は11月、12月とも前月比で増加が見込まれており（それぞれ前月比で+2.3%、+0.4%）、10～12月期には3四半期ぶりに前期比でプラスに転じる見込みである。駆け込み需要の反動減が一巡しつつあることに加え、輸出、設備投資に持ち直しの動きがでていることが背景にある。ただし、在庫水準は依然として高く、今後の持ち直しのペースは緩やかにとどまる可能性がある。

さらに、賃金の上昇が定着化してきた。9月の一人当たりの現金給与総額は前年比+0.7%と7カ月連続でプラスとなり、所定内給与も同+0.4%と緩やかな増加基調にある。厚生労働省が発表した今年の夏のボーナスの支給実績も、前年比+3.1%と大きく増加した。9月の実質賃金が同-3.0%と依然として大幅なマイナスの状態にあるとはいえ、冬のボーナスも夏に近い伸びが期待され、所得環境の悪化も和らぎつつある。また、10月の完全失業率は3.5%と低水準にあり、同月の有効求人倍率も1.10倍と高水準にあるなど、雇用情勢も良好な状態にある。こうした雇用・所得環境の動きを受けて、個人消費も緩やかに持ち直しつつある。10月の家計調査の2人以上世帯の実質消費支出は、前月比+1.3%と2カ月連続でプラスとなった（ただし、前年比では-4.0%と大きく落ち込んだ状態にある）。

10月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比の伸び率が、エネルギー価格の下落などを背景に、前年比-2.9%（増税の影響を除くと同+0.9%）まで縮小してきた。足元で円安が進んでいるものの、原油価格の下落幅の方が大きく、エネルギー価格はさらに下落する可能性がある。物価圧力の後退は、実質賃金の落ち込み幅を縮小させる要因であり、個人消費にとってはプラス材料となろう。

このように、足元では明るい材料が徐々に増えている。今年1月頃を山として景気は後退局面に入った可能性があるが、短期間で抜け出し、今後は持ち直していくと期待される。

（小林 真一郎）

3. 今月のトピック：アベノミクスは失敗だったのか？

今回の総選挙ではアベノミクスの是非が選挙戦の争点の一つとなる見込みである。安倍政権がこれまでの経済政策の成果を強調し、今後の継続を訴える一方で、アベノミクスの失敗が景気の悪化を招いたとの声が野党を中心に挙がっている。実際、この2年間の経済政策の効果はどの程度あったと評価されるのだろうか。今回はアベノミクスのもたらした効果について検討した。

(1) 機動的な財政政策と成長戦略の効果

安倍政権の経済政策であるアベノミクスは、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（具体的には日本再興戦略および日本再興戦略改訂版）を柱としている。このうち、短期間で最も景気浮揚効果があったと認められるのが財政政策である。安倍政権の下で、2012年度に10兆円、2013年度に5.5兆円規模の経済対策が打たれ、今年度も2014年度も3兆円程度の補正予算が組まれる計画である。こうした経済対策の中心となったのが公共投資であり、東日本大震災後の復旧・復興政策と合わせて、成長率の押し上げに大きく寄与した（図表1）。具体的に名目公共投資の金額をみると、リーマン・ショック後の経済対策で増加した2009年から2010年の水準をすでに上回っており、2004年以来の高水準に達している。

図表1. 公共投資は急増



このように公共投資の増加による景気の押し上げ効果は、一定の成果を挙げていると考えられる。しかし、対策の規模が大きければ効果も大きくなるのは当たり前である。ことさらアベノミクスの効果であると強調すべき内容でもなく、これまで何度も打ち出されてきた政

策である。特徴があるとすれば、リーマン・ショック、急激な円高、東日本大震災など、急速な景気の悪化となった特定の原因に対して打ち出された政策ではなく、景気回復期において、しかも建設業界の供給能力を越えた規模で打ち出された点であろう。

逆に、最も効果が小さいのが成長戦略である。しかし、そもそも成長戦略は、第一の矢、第二の矢で時間を稼ぎ、その間に日本の成長力を底上げしようとする政策であり、短期的な景気浮揚効果を狙ったものではない。

たとえば、法人実効税率の引き下げ、雇用、農業、医療における規制緩和、経済特区の設置、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）の推進など、これから実行に移される予定であるものや、現在もまだ検討中であるものばかりである。

しかも、民主党政権時代も含め、過去の政権が取り組んできた内容の延長線上にあるものも多い。また、足元の景気の状態によって実施が遅れたり、達成が不可能となる性格のものではないため、消費税率の引き上げを先延ばしすることで、より高い効果が得られるものでもないはずである。

（２）大胆な金融緩和の効果とアベノミクスに対する期待感

評価が難しいのが、大胆な金融緩和の効果およびアベノミクス全体に対する漠然とした期待感をもたらした効果である。これらについて、少し詳しくみていこう。

①金融緩和への期待感で相場が先行して変動

2012年12月の政権交代によって安倍政権が誕生すると、それまでの日本経済に閉そく感が広まっていたこともあって、世の中が変わるかもしれないとの期待感が高まり、消費者や企業のマインドが向上した。こうした期待感をさらに押し上げたのが、円安と株高の進展である。

2012年11月に衆議院の解散総選挙が決定した直後から、大胆な金融緩和によって円安が進むとの観測が高まり、円はそれまでの1ドル=80円近辺から5月には1ドル=102円に台に下落した。また、株式市場では、景気回復期待に加え、円安が株価にプラスとの連想もあり、日経平均株価はそれまでの8,000円台から5月には1万5,000円台まで上昇した（図表2）。

もっとも、実際に大胆な金融緩和が実施されたのは、2013年3月に黒田日銀総裁が誕生した後の4月になってからであった。つまり、日本銀行が新たに導入した量的・質的金融緩和が直接的に円安・株高をもたらしたわけではなく、円安・株高が進むとことを見越して、金融市場がそれを織り込んでいったに過ぎない。このため、量的・質的金融緩和が市場の予想を上回る大胆な内容となったことから導入直後に一段の円安・株高が進んだものの、5月には円安・株高も止まり、その後しばらくは、いずれも横ばい圏内での動きに終始した。

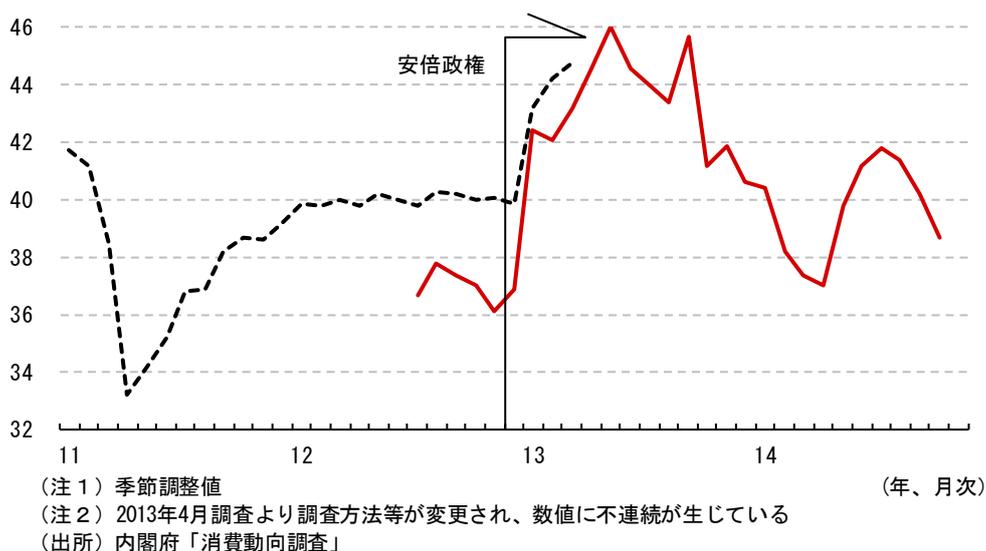
実際には何も実行していなかったものの、変化を先取りしていく金融市場の動きが、アベノミクス効果がすでに発揮し始めているかのような錯覚を与えてしまった可能性がある。こ

うした期待感の高まりが最も強く作用したのが、家計部門であった。消費者マインドの状況をみると、2013年に入って上昇に転じ、円安・株高が進んだ5月にかけて一気に上昇した（図表3）。

図表2. 円と株価の推移



図表3. 消費者態度指数の推移

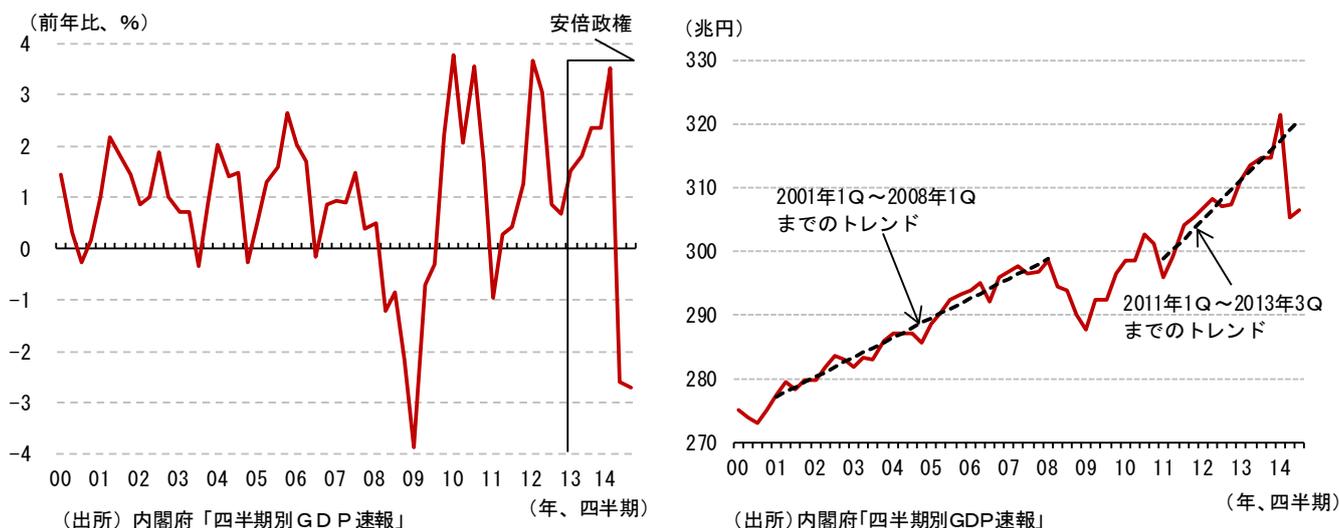


②期待感により個人消費主導で景気が回復

個人消費は2011年3月の東日本大震災後に自粛ムードが強まったこともあって、一時的に落ち込んでいたが、それに対する反動もあって、その後は順調に回復していた。実質個人消費の動きを前年比でみると、東日本大震災が発生した2011年1～3月期を除けば、2010年以

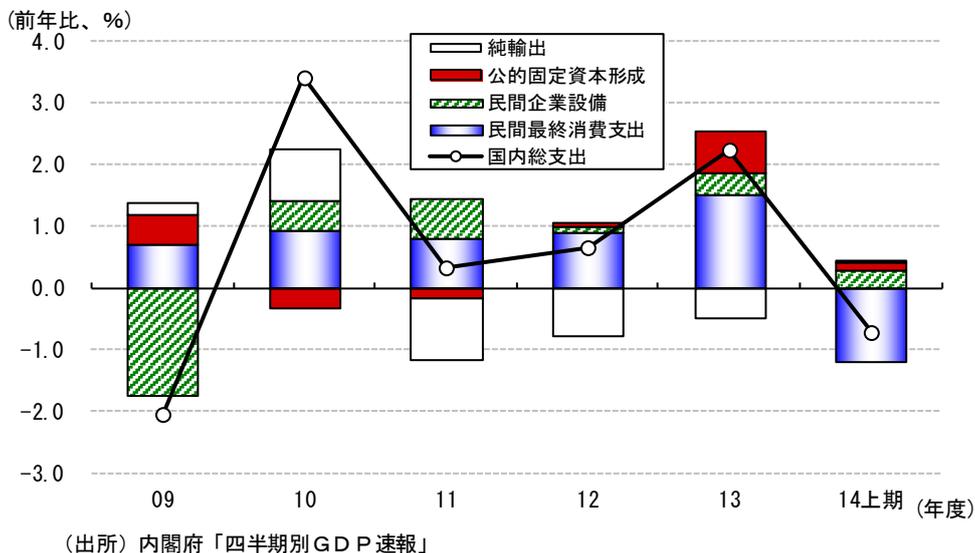
降はプラスでの推移が続いている（図表4左）。また、金額の水準でみると、戦後最長の景気拡大期であった2000年代前半の増加ペースと比べて、最近の増加ペースが高まっていることがわかる（図表4右）。

図表4. 実質個人消費の推移



この間の実質GDP成長率における需要項目別の寄与度をみると、個人消費の押し上げ効果が大きく、中でも2013年度は実質GDP成長率の+2.2%に対し個人消費が+1.5%もの押し上げ効果を発揮している（図表5）。一方、設備投資は企業の慎重な姿勢を背景にプラス寄与度の幅は小さく、外需は2011~2013年度までマイナス寄与が続いていた。このように、リーマン・ショック後の景気は個人消費主導で拡大していたといえる。

図表5. 実質GDP成長率の主要項目の寄与度



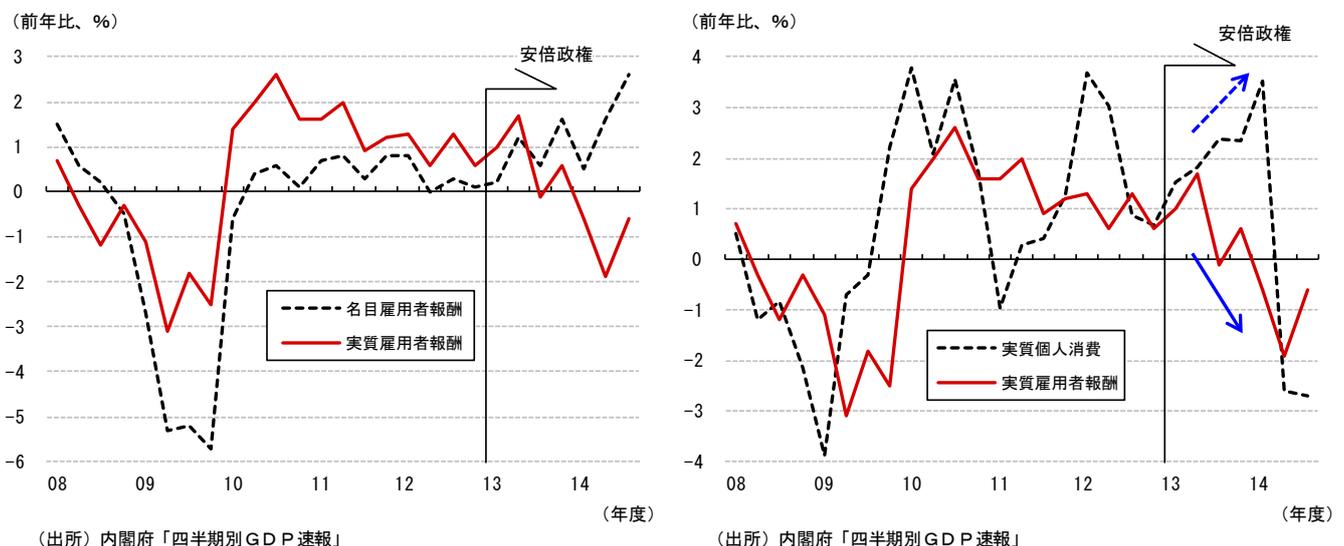
ただし、安倍政権誕生前と後では、実質個人消費の増加の背景が異なっている。

まず、実質の雇用者報酬の動きをみると、安倍政権が誕生する前の2012年までは堅調に増加していることがわかる（図表6左）。ただし、これは賃金が上がったためではない。賃金（名目）は低迷していたが、物価の下落によって実質値が押し上げられていたのである。これに対し2013年以降は、物価の上昇を反映して実質所得の伸び率はマイナスに転じている。さらに、2014年度上期には、消費税率引き上げの影響で物価上昇率がさらに高まったことから、実質所得のマイナス幅が拡大している。これは、リーマン・ショックの影響で世界的に景気が悪化した2009年度並みのマイナス幅である。

こうした実質所得の状況に対し、実質個人消費の動向をみると、2012年までは実質所得に見合って実質消費が増加している（名目個人消費は低迷していたが、デフレによって所得、消費とも実質ベースで押し上げられていたと読み取ることにも可能である）。しかし、安倍政権誕生後は、物価が上昇し始め、実質所得が目減りしていく中であっても、実質個人消費は堅調に増加している（図表6右）。

通常、実質所得が減ると、家計の購買力が落ち込むので消費は抑制される。しかし、そうになっていないのは、株価上昇による資産効果に加え、アベノミクスへの期待感があったためと考えられる。

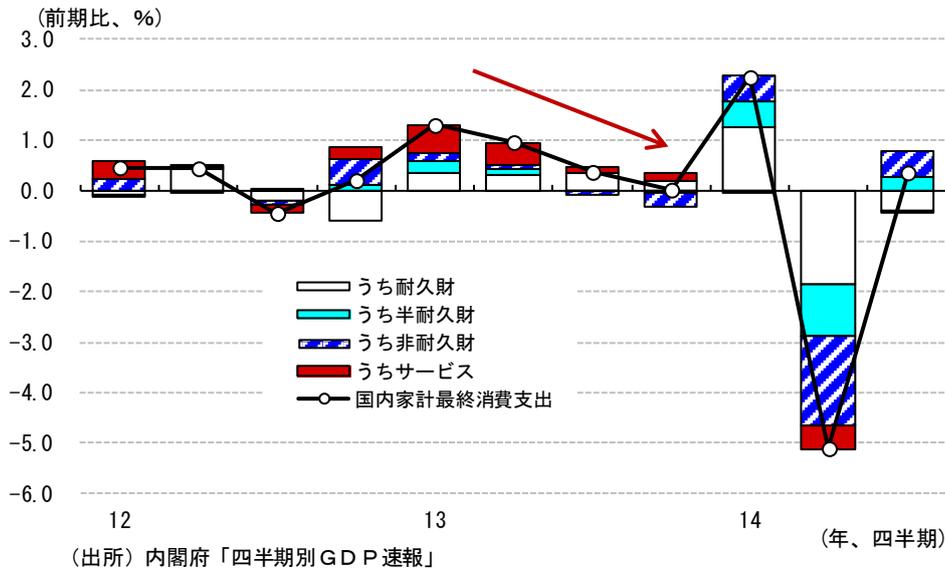
図表6. 所得と個人消費の推移



ただし、家計もやみくもにアベノミクスに期待を寄せていたわけではなさそうだ。たとえば、消費者マインドは、2013年夏場以降は悪化に転じており（図表3）、実質個人消費も2013年1～3月期は高い伸びを記録したものの、その後は勢いが鈍っていき、ついに10～12月期には前期比でマイナスに転じている（図表7）。当初あった期待感が徐々に剥落し、それが個人消費の動きにも反映されていたと考えられる。

しかし、こうした個人消費の勢いの鈍化を見えなくしたのが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要であり、悪化しかけた消費を再度盛り上げることとなった。このため、仮に消費税率が8%に引き上げられていなかったら、実質所得の減少を原因として、2014年1~3月期以降、個人消費の落ち込みがさらに拡大していた可能性もある。

図表7. 実質個人消費の推移（前期比）

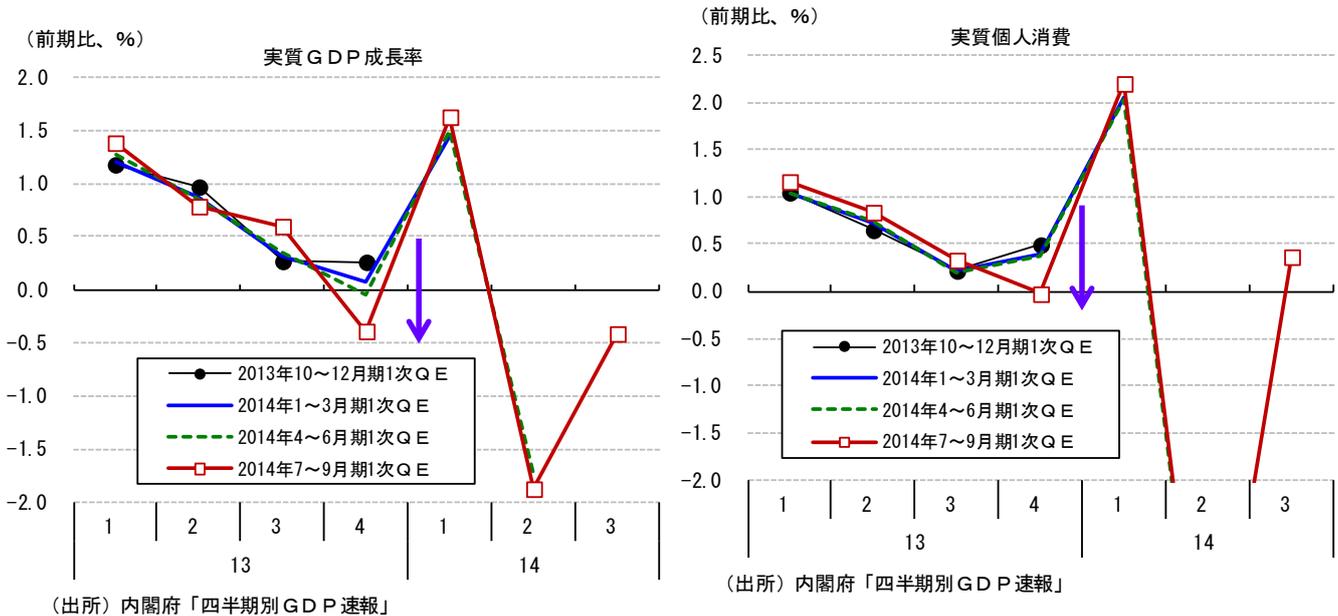


駆け込み需要が発生しなかった場合、個人消費だけでなく、2013年末頃には景気も悪化していた可能性がある。しかし、2013年10~12月期の実質GDP成長率の結果が発表された2014年2月の時点では、そうした見方はほとんどなかった。それというのも、当初発表された結果は、前期比+0.3%（年率換算+1.0%）と4四半期連続でプラスとなり、景気が緩やかに持ち直し続けていることを示す内容だったためである。

しかし、最新の結果では、2013年10~12月期の数字は前期比-0.4%（年率換算-1.6%）に下方修正されている（図表8左、実質GDP成長率の数字は、季節調整をかけ直すなどのために、過去に遡って修正されることが多い）。修正された主因は個人消費が下方修正されたためである（図表8右）。

もし、このマイナス成長の結果が当初から発表されていれば、さらに、消費税率引き上げを控えた駆け込み需要が発生していなかったら、景気に対する慎重な見方が増加し、アベノミクスは失敗であるとの意見が出ていた可能性がある。

図表 8. 実質 GDP 成長率の修正状況



③実質所得の減少と行き過ぎた期待の反動

足元の実質個人消費の金額の動きをみると、2014年1～3月期のトレンドからの上振れ額よりも、4～6月期の下振れ額の方が圧倒的に大きい（図表9）。また、7～9月期にほとんど持ち直していないことも勘案すると、相当冷え込んだ状態といえる。本来なら反動減は駆け込み需要と同額となるはずであり、また、反動減が一巡すれば、元のトレンドの水準に戻ってくるであろう。そうっていないのは、反動以外の要因が個人消費の落ち込みに寄与したためと考えられる。

図表 9. 実質個人消費とトレンドからの乖離状況



こうした原因は、第一に、物価が上昇することで家計の実質的な購買力が減少し、これが消費者のマインドにも悪影響を及ぼし、家計の節約志向を強めたためであろう。そして第二に、これまで述べてきたとおり、アベノミクスへの期待感によって盛り上がった2013年度までの反動が加わったためであると考えられる。

一般的に、家計は価格が多少上昇したからといって、即座に生活スタイルを変化させることは難しく、すぐに消費を絞り込むことはしない。しかし、従来と同じペースで消費を続けると、やがて、財布の中身の減り方が従来よりも速くなっていることや、預金口座の残高が目減りしていることに気づくことになるであろう。また、所得が増えてくるといった期待感が膨らんだ場合には、貯蓄を諦めたり、取り崩すことによって先行して消費を行うが、それが行き過ぎた場合には、いずれ使い過ぎを反省することになるであろう。こうなると、家計は財布のひもを締め始め、節約志向が強まってくる。こうした行動が、消費税率引き上げ後の個人消費の回復の鈍さにつながっていると考えられる。

期待の高まりによって所得が増える前に消費を増やし、さらに所得が増えない中でも増税前に駆け込みで消費を増やした結果、消費性向（可処分所得に占める消費支出の割合）が一時的に100%を超えた可能性がある（図表10）。消費性向は貯蓄率の裏返しであり、消費性向が100%を越えている場合には貯蓄率はマイナスになる。つまり、家計全体で見ると、貯蓄を取り崩すことによって消費を増やした状態にあったのである。

こうした過大な消費を行った反動による落ち込みが、2014年度上期の個人消費の急減の一因であったとすれば、今後、実質所得が増加してきても、これまでの使い過ぎの調整により、消費の回復が遅れる可能性がある。

図表 10. 消費性向の推移



(注1) 消費性向＝家計最終消費÷(可処分所得+年金基金年金準備金)、後方4四半期移動平均

(注2) 2013年度以降は当社推計

(出所) 内閣府「国民経済計算年報」

(3) アベノミクス効果の限界

これまでみてきたように、安倍政権誕生後、景気が回復局面にあったのは確かであるが、それは、アベノミクスが実際に効果を発揮する前に、効果に対する期待感によって家計部門を中心に押し上げられた側面が大きいと考えられる。そうであれば、必ずしもアベノミクスによる恩恵とはいえないであろう。また、効果の見られた公共投資についても、通常の経済対策と同質のものにしかすぎない。

さらに、振り返ってみれば、消費税率引き上げ前に一時的に景気がマイナス成長に陥ったことで、アベノミクスの限界がみえかけていたことも確かである。

そう考えると、そもそもアベノミクスの成否を判断する前に、実効性のある政策は何も打たれていないというのが実際ではないだろうか。

(小林 真一郎)

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。