

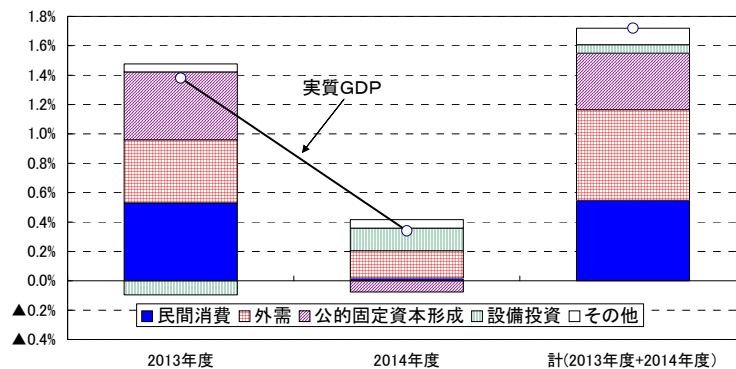
Weekly エコノミスト・ レター

経済予測の上方修正からアベノミクスの効果を探る

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. アベノミクスの効果を定量的に捉えることは難しいが、エコノミストの経済予測が安倍政権発足前後でどれだけ変化したかを見ることにより、その効果を探ってみた。
2. ESP フォーキャスト調査を用いて、政権交代前と直近の予測値（平均）を比較すると、実質GDP成長率は2013年度が1.38%（1.37%→2.75%）、2014年度が0.34%（0.23%→0.57%）の上方修正、消費者物価上昇率は2013年度が0.28%（0.08%→0.36%）、2014年度が0.37%（0.34%→0.71%）の上方修正となっている。
3. 実質GDPの上方修正を需要項目別にみると、民間消費、公的固定資本形成、外需の上振れが大きい。また、当研究所のマクロモデルによる試算では、実質GDPの上方修正は円安、株高、公共投資増額でほとんど説明できる。
4. このことは、これ以上の円安、株高がなければ成長率のさらなる高まりが期待しにくいことを意味している。実際、一本調子の円安、株高が止まったことを受けて、7月のESPフォーキャスト調査では、予測値の上振れが一服する動きが見られた。
5. 円安、株高が止まった後も、成長率、物価見通しの上方修正が続くようであれば、エコノミストはアベノミクスを本物と見ていることになる。アベノミクスの真価が問われるのはこれからだ。

実質GDP成長率(予測値)上方修正の寄与度分解



(注) 2013年度は12年12月調査から直近(13年7月)までの修正幅、2014年度は13年1月調査から直近までの修正幅
(資料) 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

●アベノミクスの効果を考える

安倍政権が発足してから半年が経過し、6/14に成長戦略が閣議決定されたことでアベノミクスの3本の矢（大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略）が出揃った。景気は安倍政権の発足とほぼ同時に底打ちしたが、当初は期待先行の面が強かった。しかし、2013年1-3月期の実質GDPが前期比年率4.1%の高成長となるなど、ここにきて実体経済の回復基調も鮮明となっている。

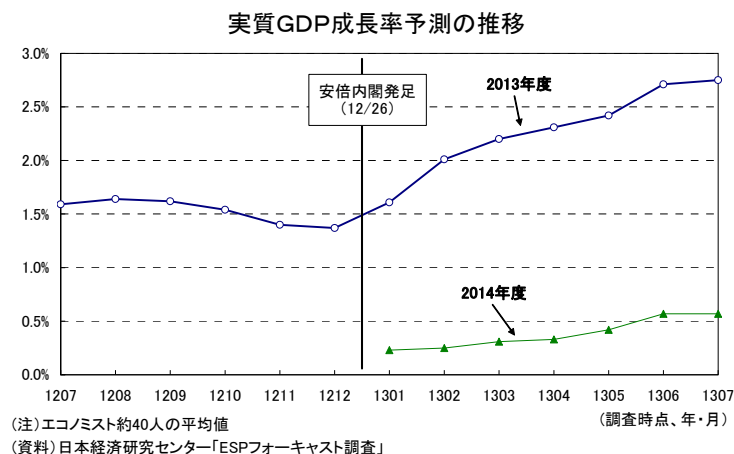
アベノミクスの効果を定量的に捉えることは難しいが、エコノミストは多かれ少なかれアベノミクスの効果を織り込みつつ経済予測を行っていると考えられる。そこで、エコノミストの経済予測が政権発足前後でどれだけ変化したかを見ることにより、その効果を探ってみることにする。

（実質GDP成長率）

日本経済研究センターが、毎月約40人のエコノミストを対象に調査している「ESPフォーキャスト調査」によれば、2013年度の実質GDP成長率の予測値は、政権交代前の2012年12月調査¹では1.37%（平均値、以下同じ）だったが、安倍内閣発足後の2013年1月調査から7ヵ月連続で上方修正され、2013年7月調査では2.75%となった。安倍政権発足後の半年あまりで2013年度の成長率は1.38%上方修正された。

また、2014年度の成長率についても、調査が開始された2013年1月調査²では0.23%だったが、6ヵ月間で0.34%上方修正され、7月調査では0.57%となった。

もちろん、成長率予測の上方修正は様々な要因によってもたらされているはずだが、仮にその全てがアベノミクスの効果によるものとするれば、エコノミストは2年間で実質GDPを1.72%（1.38%+0.34%）押し上げる効果があるとみていることになる。



2013年度予測の修正状況を需要項目別に見ると、上方修正幅が大きいのは民間消費、公的固定資

¹ ESPフォーキャスト調査は毎月10日前後に公表されるが、調査の回答期間は前月下旬から当月初旬となっている。たとえば、2013年7月調査の回答期間は6/27~7/4であった。

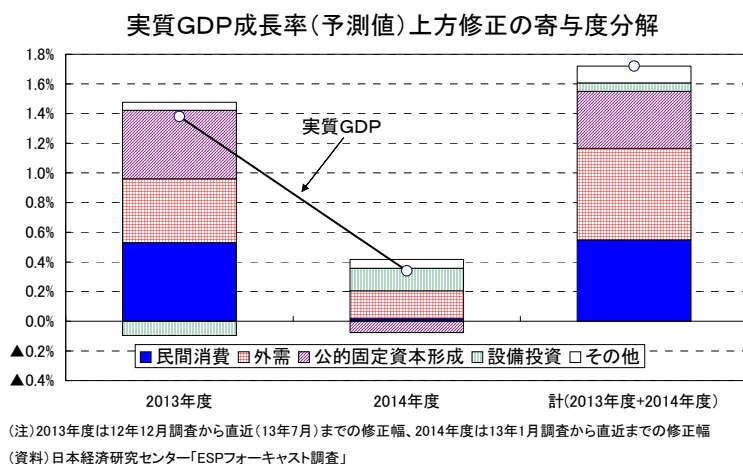
² 2014年度の調査開始が2013年1月調査となっているため、2013年1月調査と直近を比較した。

本形成、輸出（外需）である。2012年12月調査と2013年7月調査の伸び率を比較すると、民間消費が0.89%（1.21%→2.10%）、公的固定資本形成が10.24%（▲1.91%→8.33%）、輸出が3.18%（2.15%→5.33%）となっている。

民間消費の上方修正は、アベノミクスへの期待などから消費者マインドが大きく改善していることや株高による資産効果を反映したものと考えられる。また、公的固定資本形成の上方修正は1月に公共投資を中心に約10兆円規模の大型経済対策が編成されたこと、輸出の上方修正は円安の進展を受けたものと考えられる。

2013年度の実質GDP成長率の予測値は安倍政権発足前から1.38%上方修正されたが、需要項目別に寄与度分解すると、民間消費が0.53%、公的固定資本形成が0.46%、外需が0.43%、3項目の合計で1.42%となり、これだけで全体の上方修正のほとんどが説明できることになる。

一方、設備投資については、2012年12月調査の2.13%から2013年7月調査では1.38%へと下方修正されている。景気が上振れしているにもかかわらず、設備投資の低迷が予想以上に長引いていることを反映したものと言えるだろう。また、政府は成長戦略において、2012年度に63兆円だった設備投資を3年間でリーマン・ショック前の水準（70兆円）まで回復させることを目指しているが、エコノミストの多くは設備投資の本格回復までには時間を要すると考えているようだ。



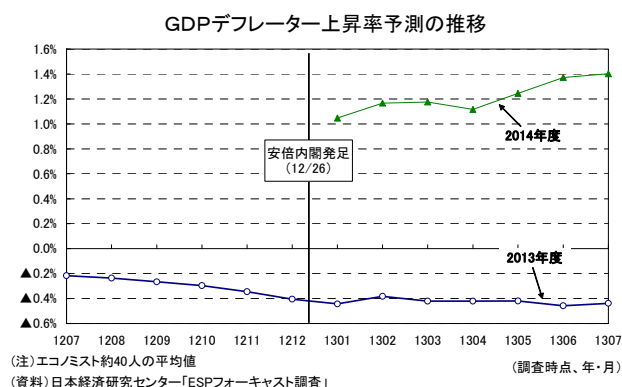
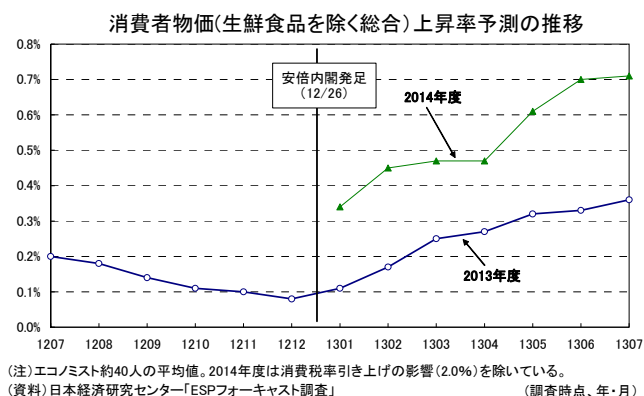
2014年度の実質GDP成長率は2013年1月調査の当初予測から0.34%上方修正されており、寄与度別には外需の0.19%、設備投資の0.16%が大きい。円安の累積的な効果から輸出が2013年度に続き比較的大きく上方修正されており、2013年度は下方修正されている設備投資が2014年度は上方修正されている。ただし、2013年7月調査における2014年度の設備投資の予測値は水準で見れば安倍政権発足前とほぼ同じで、2年間を通してみれば、エコノミストの設備投資に対する見方はあまり変わっていないとみることができる。また、2013年度は大幅に上方修正されている民間消費だが、2014年度の見通しについてはあまり変化が見られない（2013年1月調査：▲0.73%→2013年7月調査：▲0.70%）。景気全般の見方は上振れしているが、消費税率引き上げによる個人消費への悪影響は引き続き大きく見ているということだろう。

2013年度、2014年度を合わせると実質GDP成長率は1.72%上方修正されているが、寄与度別には外需が0.62%、民間消費が0.55%、公的固定資本形成が0.38%、合計で1.55%となる。

(消費者物価とGDPデフレーター)

政府はデフレからの脱却を経済の最優先課題とし、安倍首相は就任前から金融緩和を強化する姿勢を明確に打ち出しており、就任後の1/22にはデフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について共同声明を公表した。また、黒田総裁率いる日本銀行は2年間で2%の物価上昇率を達成するという目標を掲げ、4/4の金融政策決定会合では、マネタリーベースを2年間で2倍に拡大することなどを柱とした「異次元の金融緩和」を実施した。デフレ脱却に向けた政府、日銀のこうした動きはエコノミストの物価見通しに変化をもたらしているのだろうか。

まず、消費者物価(生鮮食品を除く総合)について見てみると、2013年度の予測値は2012年12月調査の0.08%から2013年7月調査では0.36%となり、この間0.28%上方修正された。また、2014年度は2013年1月調査の0.34%(消費税率引き上げの影響を除く³、以下同じ)から7月調査では0.71%となり、0.37%の上方修正となった。景気の上振れに伴う需給バランスの改善、円安に伴う輸入物価の上昇がいずれも消費者物価の上方修正に寄与しているものと考えられる。ただし、日銀の消費者物価見通し(7月の中間評価)は2013年度が0.6%、2014年度が1.3%(いずれも政策委員の中央値)となっており、民間エコノミストの見方とは依然として大きな開きがある。



消費者物価の予測値が上方修正されている一方、2013年度のGDPデフレーター⁴は2012年12月調査の▲0.40%から2013年7月調査は▲0.44%と小幅ながら下方修正されている。近年はGDPデフレーターの上昇率が消費者物価上昇率を大きく下回る傾向が続いているが、乖離幅がさらに拡大すると予想されている。これは多くのエコノミストが、当面の物価上昇は円安に伴う輸入物価の上昇が主因で、国内要因による物価上昇圧力は限定的とみていることを示している。輸入はGDPの控除項目であるため、輸入物価の上昇を国内物価に完全に転嫁できない場合、消費者物価が上昇してもGDPデフレーターはむしろ低下してしまうのである。

2014年度は2013年1月調査の1.05%から2013年7月調査では1.40%へと上方修正されており、この間の修正幅は0.35%と消費者物価の0.37%にほぼ等しい。2014年度は輸入物価上昇の影響が一巡し、国内要因によって物価上昇率が高まることが想定されているとみることができる。

³ 2014年度の消費税率引き上げ(5%→8%)による消費者物価上昇率への影響は2.0%とした。

⁴ GDPデフレーターの見通しは名目GDP成長率と実質GDP成長率の見通しから逆算した。

ただし、GDPデフレーターも消費税率引き上げの影響を受けることになるが、その影響を定量化することは消費者物価ほど単純ではない。このため、エコノミストが2014年度のGDPデフレーターが消費税率引き上げの影響を除いてもプラスになると見ているかどうかは定かではない。

●円安、株高、公共投資増額の効果

政権交代を前後して大きく変わったのが為替、株式などの金融市場の動きだ。野田前首相が11/14に衆議院の解散を表明してから円安、株高が進んでいたが、実際に政権交代が実現した後はアベノミクスへの期待などから円安、株高がさらに加速した。

ESPフォーキャスト調査では、為替、金利、株価、原油価格など実体経済以外の変数についても予測値が集計されている。円ドルレートの想定は2013年度（平均）が2012年12月調査の82.63円から2013年7月調査では101.12円へ、2014年度が2013年1月調査の87.87円から2013年7月調査では104.99円へと、ともに大幅な円安方向へと修正された。変化率では2013年度が22.4%、2014年度が19.5%である。また、日経平均株価の想定も2013年度は2012年12月調査の9,859円から2013年7月調査では14,534円へ、2014年度は2013年1月調査の11,125円から2013年7月調査では14,962円まで上昇している。変化率では2013年度が47.4%、2014年度が34.5%である。

為替、株価の予測値の推移

調査時点	円ドルレート		日経平均株価	
	2013年度	2014年度	2013年度	2014年度
1212	82.63	-	9,859	-
1301	85.98	87.87	10,740	11,125
1302	90.92	92.79	11,266	11,551
1303	93.39	95.37	11,577	11,828
1304	94.91	97.22	12,295	12,551
1305	99.30	102.13	14,074	14,301
1306	102.32	104.95	14,740	15,027
1307	101.12	104.99	14,534	14,962
変化幅	18.49	17.12	4,675	3,837
変化率	22.4%	19.5%	47.4%	34.5%

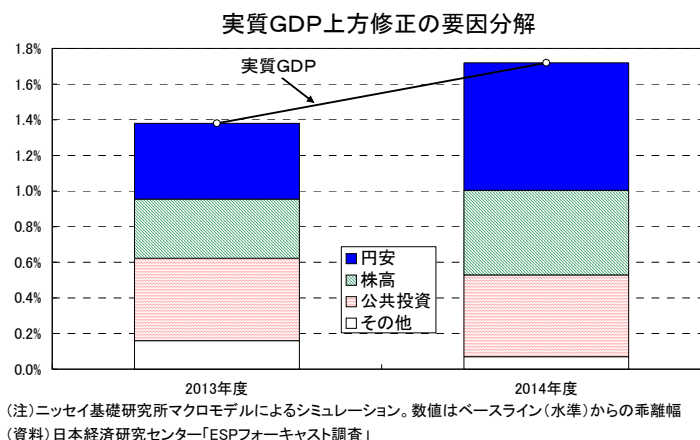
(注)変化幅(率)は2013年度が1212から1307、2014年度は1301から1307
(出所)日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

円安は価格競争力の上昇に伴う輸出の拡大、株高は資産効果やバランスシートの改善による個人消費、設備投資の拡大を中心として実質GDPを押し上げる。また、公共投資増額は公的固定資本形成の増加に、所得の増加に伴う個人消費の増加が加わることで実質GDPを押し上げる。

ここで、当研究所のマクロモデルを用いて、円安、株高、公共投資の増額が2013年度、2014年度の実質GDPの予測値にどの程度の影響を及ぼしているのかを試算した。具体的には、為替レート、株価、公的固定資本形成の想定について、安倍政権発足前（2013年度は2012年12月調査、2014年度は2013年1月調査と直近（2013年7月調査）の変化率を当研究所のマクロモデルに当てはめることにより、上記3変数の変化による実質GDPの押し上げ幅を試算した。

まず、2013年度は公共投資の増額が0.46%、円安が0.43%、株高が0.33%、実質GDPの押し上げに寄与している。これらを合計すると1.22%となり、実質GDPの上方修正1.38%の大部分がこの3変数の変化によって説明できる。

また、2014年度の実質GDPの予測値は政権発足前と比べ1.72%（2013年度の成長率+1.38%と2014年度の成長率+0.34%の合計）上方修正されているが、円安の寄与が0.72%、株高が0.47%、公共投資の増額が0.46%、合計で1.65%となる。2年間を通して、為替、株価、公共投資の3変数の修正だけで実質GDP全体の上方修正のほとんどが説明できるということになる。



この試算はあくまでも当研究所のマクロモデルを用いた非常にラフなものであるが、為替、株価、公共投資の想定の変化とマクロモデルによるシミュレーション結果が実際の実質GDP予測の修正幅とほぼ一致していることは興味深い。多くのエコノミストが、当研究所が用いているマクロモデルと同様の経済変数の相互依存関係を想定していることが示唆されるからである。

●アベノミクスの真価が問われるのはこれから

このように、安倍政権発足前後の実質GDP成長率予測の変化をアベノミクス効果とすれば、そのほとんどは円安、株高、公共投資の増額によってもたらされていると考えることができる。逆に言えば、これ以上の円安、株高がなければ成長率のさらなる高まりは期待しにくいということにもなる。

安倍政権発足後、ほぼ一歩調子で円安、株高が進んできたが、株価はバーナンキFRB議長の議会証言を受け、QE3縮小観測が強まったことをきっかけとして5/23に急落を記録して以降、一進一退の推移となっており、6月の円ドルレート（月中平均）が安倍政権発足以降では初めて円高方向に振れるなど、円安の勢いも弱まっている。こうした動きを受けて、2013年7月調査では、エコノミストの為替、株価の想定も今年に入って初めて円高、株安方向に修正され（ただし、2014年度の為替は若干の円安方向に修正）、これに伴い成長率、物価上昇率予測の上方修正の動きも一服する形となった。

円安、株高が止まった後も、成長率、物価見通しの上方修正が続くようであれば、エコノミストはアベノミクスを本物と見ていることになる。アベノミクスの真価が問われるのはこれからだろう。

月次GDPの動向

2013年5月の月次GDPは、民間消費、住宅投資を中心に民間需要が好調を維持したことに加え、経済対策の効果顕在化に伴い公的固定資本形成が高い伸びとなったことから、前月比0.6%と5ヵ月連続の増加となった。現時点では、2013年4-6月期の実質GDPは前期比1.0%(年率3.9%)と、1-3月期に続き内外需揃った高成長になると予想している。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期] 実績←→予測		
	2012/12	2013/1	2013/2	2013/3	2013/4	2013/5	2012/10-12	2013/1-3	2013/4-6
実質GDP	518,040	520,790	523,214	525,898	526,622	529,595	517,920	523,188	528,225
前期比年率							1.2%	4.1%	3.9%
前期比	▲0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%	0.6%	0.3%	1.0%	1.0%
前年同期比	▲0.1%	1.4%	▲1.2%	1.2%	0.7%	1.9%	0.4%	0.4%	1.4%
内需(寄与度)	511,588	513,238	514,426	514,898	515,352	518,913	510,864	514,074	517,751
前期比	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.7%	0.4%	0.6%	0.7%
前年同期比	1.1%	1.3%	0.4%	1.3%	1.1%	1.3%	1.4%	1.0%	1.3%
民間(寄与度)	385,703	386,447	388,350	389,242	389,248	391,599	385,292	388,013	390,168
前期比	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.0%	0.4%	0.1%	0.5%	0.4%
前年同期比	▲0.4%	0.2%	▲0.8%	0.5%	0.4%	0.4%	▲0.1%	0.0%	0.4%
民間消費	309,653	311,167	312,607	312,333	312,941	314,464	309,293	312,036	313,409
前期比	0.0%	0.5%	0.5%	▲0.1%	0.2%	0.5%	0.4%	0.9%	0.4%
前年同期比	0.5%	1.6%	0.3%	1.5%	1.3%	1.5%	1.0%	1.2%	1.4%
民間住宅投資	13,973	14,226	14,139	14,135	14,405	14,665	13,909	14,167	14,621
前期比	0.1%	1.8%	▲0.6%	▲0.0%	1.9%	1.8%	3.5%	1.9%	3.2%
前年同期比	9.9%	11.4%	8.5%	8.2%	8.5%	10.3%	5.8%	9.4%	10.5%
民間設備投資	65,840	64,634	65,210	66,417	65,408	65,807	65,621	65,420	65,588
前期比	0.6%	▲1.8%	0.9%	1.9%	▲1.5%	0.6%	▲1.5%	▲0.3%	0.3%
前年同期比	▲8.4%	▲6.5%	▲7.1%	▲2.5%	▲4.4%	▲5.5%	▲7.1%	▲5.2%	▲4.7%
民間在庫(寄与度)	-3,158	-2,977	-3,004	-3,040	-2,905	-2,734	-2,924	-3,007	-2,848
前期比	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	0.0%	▲0.1%	▲0.0%	0.0%
前年同期比	0.1%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	▲0.2%	0.1%
公需(寄与度)	125,700	126,615	125,901	125,480	125,929	127,138	125,388	125,886	127,408
前期比	0.0%	0.2%	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%
前年同期比	1.5%	1.1%	1.2%	0.7%	0.7%	0.9%	1.4%	1.0%	0.9%
政府消費	102,077	102,152	102,101	102,261	102,458	102,495	101,740	102,171	102,516
前期比	0.3%	0.1%	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.7%	0.4%	0.3%
前年同期比	3.4%	0.9%	2.9%	1.1%	1.1%	2.0%	2.7%	1.6%	1.8%
公的固定資本形成	23,618	24,418	23,754	23,174	23,426	24,598	23,688	23,782	24,846
前期比	▲0.7%	3.4%	▲2.7%	▲2.4%	1.1%	5.0%	2.7%	0.4%	4.5%
前年同期比	19.4%	17.8%	11.1%	10.8%	10.3%	11.7%	19.6%	13.1%	11.6%
外需(寄与度)	5,805	7,125	8,360	10,573	10,842	10,255	6,408	8,686	10,047
前期比	▲0.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.4%	0.3%
前年同期比	▲1.3%	0.1%	▲1.7%	▲0.2%	▲0.6%	0.4%	▲0.9%	▲0.6%	▲0.1%
財貨・サービスの輸出	78,024	79,662	80,941	83,526	84,603	84,534	78,396	81,376	84,501
前期比	▲0.6%	2.1%	1.6%	3.2%	1.3%	▲0.1%	▲2.9%	3.8%	3.8%
前年同期比	▲6.2%	0.2%	▲7.1%	▲3.3%	▲3.9%	3.1%	▲5.0%	▲3.5%	0.2%
財貨・サービスの輸入	72,219	72,537	72,581	72,953	73,760	74,279	71,989	72,690	74,455
前期比	0.2%	0.4%	0.1%	0.5%	1.1%	0.7%	▲2.2%	1.0%	2.4%
前年同期比	2.1%	▲0.1%	4.4%	▲2.8%	▲0.3%	0.4%	6.7%	6.7%	6.7%

<民間消費の内訳>

	2012/12	2013/1	2013/2	2013/3	2013/4	2013/5	2012/10-12	2013/1-3	2013/4-6
家計消費(除く帰属家賃)	250,914	252,503	254,455	254,553	255,090	256,763	251,385	251,385	251,385
前期比	0.2%	0.6%	0.8%	0.0%	0.2%	0.7%	0.4%	1.0%	0.6%
前年同期比	0.3%	1.5%	0.2%	1.4%	1.4%	1.6%	0.8%	1.0%	1.4%
需要側推計									
前期比	0.4%	0.7%	0.8%	1.3%	▲0.6%	0.1%	▲0.8%	2.2%	▲0.5%
前年同期比	1.8%	2.3%	1.3%	3.7%	0.1%	▲0.1%	1.9%	2.5%	▲0.6%
供給側推計									
前期比	▲0.6%	2.4%	▲1.5%	0.9%	2.2%	▲1.7%	▲0.4%	0.8%	1.6%
前年同期比	▲0.3%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	▲0.3%	0.6%
帰属家賃	4,206	4,212	4,215	4,218	4,225	4,229	50,409	50,592	50,755
前期比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

(注) 家計消費(除く帰属家賃)には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。