

# 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  
tsaito@nli-research.co.jp

## 1—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あまりが経過し、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、実質GDPが2013年1-3月期に前期比年率3.8%、4-6月期に同2.6%の高成長となるなど、ここに来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<sup>1</sup>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8ヵ月連続で上方修正され、2013年8月調査では2.82%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1.45%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<sup>2</sup>では0.23%だったが、7ヵ月間で0.33%上方修正され、8月調査では0.56%となった（図表1）。

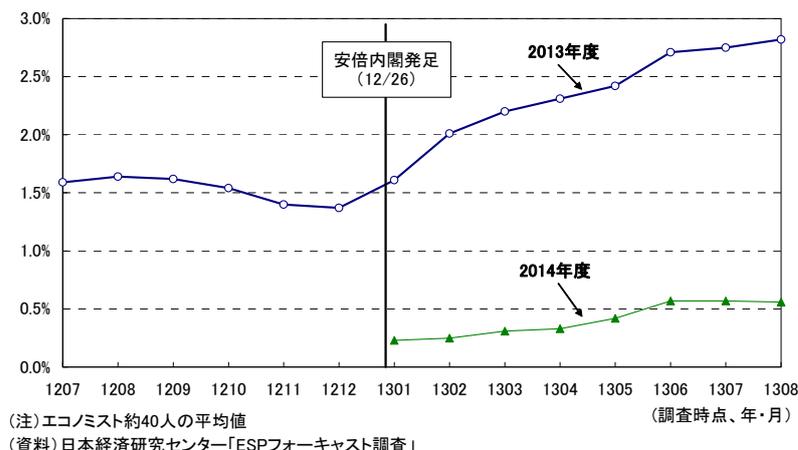
もちろん、成長率予測の上方修正は様々な要因によってもたらされているはずだが、仮にその全てがアベノミクスの効果によるものとするならば、エコノミストは2年間で実質GDPを1.78%（1.45%+

<sup>1</sup> 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8月調査の回答期間は7/25～8/1であった。

<sup>2</sup> 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。

0.33%) 押し上げる効果があるとみていることになる。

図表1 実質GDP成長率予測の推移

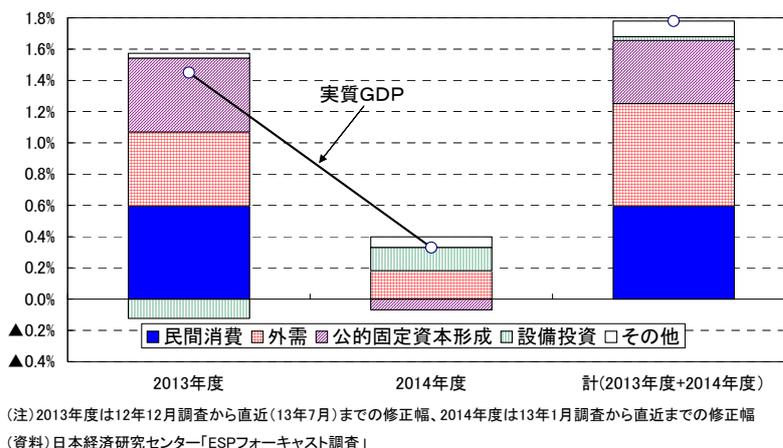


2013年度予測の修正状況を需要項目別に見ると、上方修正幅が大きいのは民間消費、公的固定資本形成、輸出(外需)である。2012年12月調査と2013年7月調査の伸び率を比較すると、民間消費が1.00% (1.21%→2.21%)、公的固定資本形成が10.50% (▲1.91%→8.59%)、輸出が3.64% (2.15%→5.79%) となっている。

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1.45%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0.60%、公的固定資本形成が0.47%、外需が0.47%、3項目の合計で1.54%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(図表2)。

図表2 実質GDP成長率(予測値)上方修正の寄与度分解



一方、設備投資については、2012年12月調査の2.13%から2013年8月調査では1.16%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0.33%上方修正されており、寄与度別には外需の0.18%、設備投資の0.15%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8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変化が見られない（2013年1月調査：▲0.73%→2013年8月調査：▲0.73%）。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1.78%上方修正されているが、寄与度別には外需が0.66%、民間消費が0.60%、公的固定資本形成が0.40%、合計で1.66%となる。

（消費者物価とGDPデフレーター）

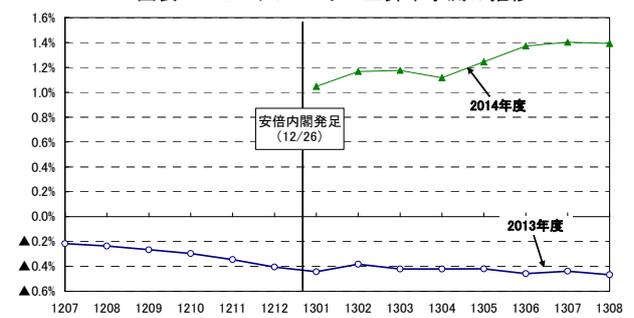
政府はデフレからの脱却を経済の最優先課題とし、安倍首相は就任前から金融緩和を強化する姿勢を明確に打ち出しており、就任後の1/22にはデフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について共同声明を公表した。また、黒田総裁率いる日本銀行は2年間で2%の物価上昇率を達成するという目標を掲げ、4/4の金融政策決定会合では、マネタリーベースを2年間で2倍に拡大することなどを柱とした「異次元の金融緩和」を実施した。デフレ脱却に向けた政府、日銀のこうした動きはエコノミストの物価見通しに変化をもたらしているのだろうか。

図表3 消費者物価(生鮮食品を除く総合)上昇率予測の推移



(注) エコノミスト約40人の平均値。2014年度は消費税率引き上げの影響(2.0%)を除いている。  
(資料) 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」 (調査時点、年・月)

図表4 GDPデフレーター上昇率予測の推移



(注) エコノミスト約40人の平均値  
(資料) 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」 (調査時点、年・月)

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8月調査では0.43%となり、この間0.35%上方修正された（図表3）。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<sup>3</sup>、以下同じ）から8月調査では0.73%となり、0.39%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

<sup>3</sup> 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。

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<sup>4</sup>は2012年12月調査の▲0.40%から2013年8月調査は▲0.47%と小幅ながら下方修正されている（図表4）。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8月調査では1.39%へと上方修正されており、この間の修正幅は0.34%と消費者物価の0.39%に近い。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。

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。

## 2—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 of 想定は2013年度（平均）が2012年12月調査の82.63円から2013年8月調査では101.03円へ、2014年度が2013年1月調査の87.87円から2013年8月調査では104.98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22.3%、2014年度が19.5%である（図表5）。

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8月調査では14,449円へ、2014年度は2013年1月調査の11,125円から2013年8月調

図表5 為替、株価の予測値の推移

調査時点 (年・月)	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
1308	101.03	104.98	14,449	14,927
変化幅	18.40	17.11	4,590	3,802
変化率	22.3%	19.5%	46.6%	34.2%

(注) 変化幅(率)は2013年度が1212から1308、2014年度は1301から1308(出所)日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」

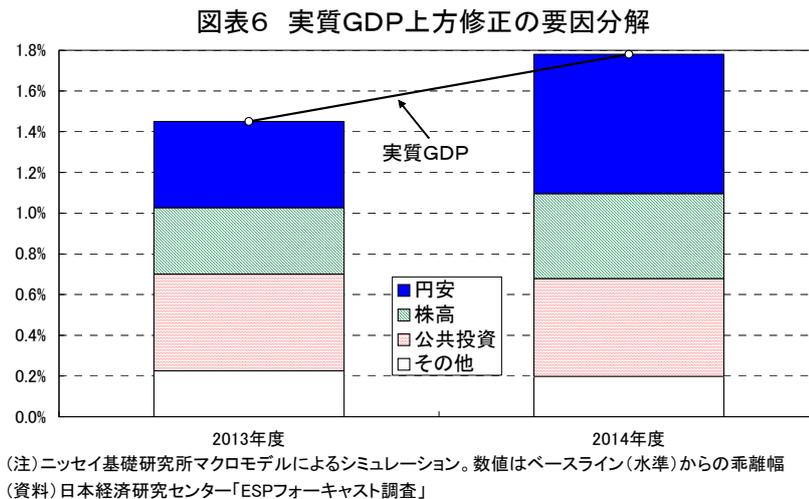
<sup>4</sup> GDPデフレーターの予測値は名目GDP成長率と実質GDP成長率の予測値から逆算した。

査では 14,927 円まで上昇している。変化率では 2013 年度が 46.6%、2014 年度が 34.2%である。

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 8 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 0.48%、円安が 0.42%、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 1.45%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 1.78%（2013 年度の成長率+1.45%と 2014 年度の成長率+0.33%の合計）上方修正されているが、円安の寄与が 0.68%、株高が 0.42%、公共投資の増額が 0.48%、合計で 1.58%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（図表 6）。



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。

### 3—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、8 月調査では、エコノミストの為替、株価の想定が円高、株安方向に修正され（ただし、2013 年 7 月調査における 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。