

2次 QE 後の経済見通しと消費税の行方

【ポイント】

1. 2次 QE の実質 GDP 成長率は年率+3.8%と1次 QE より上方改訂された。それは法人企業統計の公表により設備投資と在庫投資が改訂されたことが主因である。
2. これを受けて、当社では経済見通しを改訂したが、実質 GDP 成長率は2013年度が+2.6%、2014年度が+0.5%と1次 QE 時点の予想を据え置いている。
3. 10月上旬に決定される消費税の引上げについては、予定通り2014年4月に3%引上げるとみており、その場合、景気への配慮が必要になるろう。

1. 2次QEの結果と経済見通しの改訂

2013年4～6月期（2次QE）の実質GDP成長率は前期比年率+3.8%となり、1次QEの同+2.6%より大幅に上方改訂された（図表1）。それは、法人企業統計の結果を受けて、設備投資が前期比1.3%増（1次QE時点同0.1%減）と6四半期ぶりに増加に転じたことに加え、民間在庫品増加の寄与度が同▲0.2pt（同▲0.3pt）と上方改訂されたことが主因である。また、1次QE時点では6月の数値の一部が未判明で補外推計されていた公共投資も同3.0%増（同1.8%増）と上方改訂されている。一方、個人消費、住宅投資、政府消費はそれぞれ若干下方改訂されている。実質GDP成長率は、2四半期連続で前期比年率+4%前後の高い伸びとなり、内訳をみても、民間需要の寄与度が前期比+0.4pt、公的需要が同+0.3pt、外需が同+0.2ptとそれぞれプラス寄与とバランスがとれている。補正予算による公的需要の押し上げに加え、昨年11月以降の株高による消費マインドの改善で個人消費が堅調に推移し、円安進行などで製造業を中心に企業収益が回復する中、弱い動きが続いていた設備投資が反転したことが寄与している。

この2次QEの公表を受けて、当社では経済見通しの改訂を行った。結論から言えば、2013年度の実質GDP成長率は前年比+2.6%、2014年度は同+0.5%と1次QE時点（8月15日公表）の予測を据え置いている（図表2）。2次QEで4～6月期の設備投資や公共投資は上方修正されたが、現時点で年度の数値を引き上げる新たな材料が出た訳ではなく、スピード調整にとどめている。

また、1次QE後に公表された指標をみると、輸出数量指数が低下するなど、輸出の持ち直しの動きが一服し、また、個人消費は、実質消費総合指数が5月をピークに2ヵ月連続で低下するなど、一時の勢いを欠いている。こうした内・外需の動きを映して、

図表1. 4～6月期の実質GDPの内訳

	1次QE		2次QE	
	前期比	寄与度	前期比	寄与度
国民総生産(実質GDP)	0.6	—	0.9	—
【年率】	2.6	—	3.8	—
国内需要	0.4	0.5	0.7	0.7
民間需要	0.2	0.2	0.6	0.4
民間最終消費	0.8	0.5	0.7	0.4
民間住宅	-0.2	-0.0	-0.3	-0.0
民間企業設備	-0.1	-0.0	1.3	0.2
民間在庫品増加	—	-0.3	—	-0.2
公的需要	1.0	0.3	1.2	0.3
政府最終消費	0.8	0.2	0.7	0.2
公的固定資本形成	1.8	0.1	3.0	0.2
財貨・サービスの純輸出	—	0.2	—	0.2
財貨・サービスの輸出	3.0	0.4	3.0	0.4
財貨・サービスの輸入	1.5	-0.3	1.5	-0.3

（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より富国生命作成

図表 2. 2013 年度・2014 年度の経済見通し

(前年比、%)

	2012 年度 実績	2013年度予測				2014年度予測		
		487.2	上期	下期	前回 13年8月 時点	495.7	上期	下期
			(前期比)				(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	474.6	487.2	482.1	491.1	487.3	495.7	493.6	496.4
	0.3	2.7	1.6	1.9	2.7	1.7	0.5	0.6
実質国内総生産(兆円)	519.7	533.3	529.0	537.3	533.2	535.9	533.3	537.0
	1.2	2.6	1.7	1.6	2.6	0.5	▲ 0.7	0.7
内 需	2.0	2.4	1.3	1.6	2.3	▲ 0.1	▲ 1.2	0.3
民間需要	0.9	1.8	0.9	1.5	1.7	0.0	▲ 1.1	0.4
民間最終消費	1.6	2.1	1.1	1.3	2.1	▲ 0.5	▲ 1.4	0.6
民間住宅投資	5.3	5.1	3.9	▲ 3.1	5.1	▲ 9.5	▲ 8.8	2.1
民間設備投資	▲ 1.4	3.3	2.0	5.0	3.3	3.0	▲ 0.1	1.6
公的需	1.1	0.6	0.4	0.1	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
政府最終消費	2.1	1.6	0.9	0.5	1.6	0.9	0.4	0.3
公的固定資本形成	15.0	6.1	4.0	▲ 0.8	5.8	▲ 5.1	▲ 3.4	▲ 2.4
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	0.3	0.4	0.0	0.3	0.6	0.4	0.4
財貨・サービスの輸出	▲ 1.2	5.6	5.4	3.3	5.6	7.9	4.5	3.2
財貨・サービスの輸入	3.8	4.0	2.8	3.7	4.0	4.8	2.2	1.3

注 1. 実質値は2005暦年連鎖価格

注 2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

7月の鉱工業生産指数は、前月の予測調査を大きく下振れする結果となっている。ただし、これらの経済指標の推移は、1次QE時点から個人消費の足踏みを織り込むなど、ほぼ想定範囲内の動向と言える。一方、明るい材料として、やや上振れした指標は、夏季賞与の増加が確認できた現金給与総額であるが、振れが大きい指標だけに今後の動向を注視することとし、予測の前提を変更していない。

今後については、1次QE時点のシナリオを概ね維持しており、日本経済は上向きの動きが続くと想定している。2012年度の補正予算の効果により年内の公共投資は増加基調を維持し、2014年4月の消費税率3%引上げを見据えた家計の前倒しの行動が成長率を押し上げるだろう。個人消費は、足元足踏みしているが、駆け込み需要により年度末にかけて次第に力強さを増していくと見込まれる。2014年度入り後には、その反動で4～6月期は大幅減を見込むが、7～9月期には再びプラス転じると想定している。一方、住宅投資は、住宅ローン減税の拡充により借入金額等の条件次第では消費税率引上げ後の購入の方がメリットはあるが、住宅ローン金利の先高感や都市部を中心とした販売価格の上昇見通しにより、5%の消費税率が適用される9月末までの請負契約の締結を目指す駆け込みの動きが加速するとみられる。反面、今年度下期以降から住宅着工は徐々に水準が低下していくと見込んでいる。また、海外経済については、米国経済は緩やかな回復が続くものの、二番底を脱した欧州経済は弱さが残り、中国経済は伸び悩むとみており、わが国の輸出は緩やかな増加傾向にとどまると見込まれる。

なお、2014年度の予測では、2014年4月に消費税率を3%引上げを前提に予測しており、現段階では決まっていない補正予算等による経済対策は織り込んでいない。それでも当社の予測では、実質GDP成長率が前年比+0.5%と何とかプラス成長を維持するとみている。ただし、内需は微減となる一方で、外需の寄与度を+0.6ptと予測しており、海外経済の動向次第では、マイナス成長に転じるリスクもある点は否めない。

足元では、消費税率の引上げが法案通り実施されるかが焦点となっているが、実質 GDP 成長率が 2 四半期連続で年率 4%前後の高い伸びとなっており、足元の経済環境を理由に、消費税率の引上げを先送りする必要はないだろう。また、97 年の消費税率引上げ後に日本経済は景気後退入りしたが、それは消費増税の一時的な影響に加え、金融システム不安やアジア通貨危機が重なったことによる複合的なものである。特に、98 年以降、金融機関の貸し渋りで設備投資の減少が続き、輸出も低迷したことから、後者の影響が強かったものと考えている(図表 3)。加えて、増税前に公共投資を削減したことも景気落ち込みの要因となった。

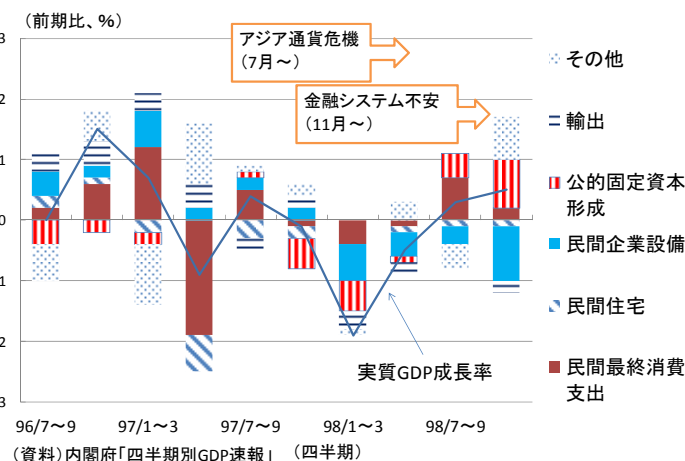
翻って現局面であるが、外需に依存した経済成長は、海外経済が盤石ではないだけに、不確実性を伴う。デフレ脱却を確固たるものにするには、何らかの対応を検討する必要があるだろう。どのような枠組みになるのかのヒントを探るために、8 月下旬に開催された有識者会議での議論を以下で確認してみる。

2. 有識者会議の論点整理

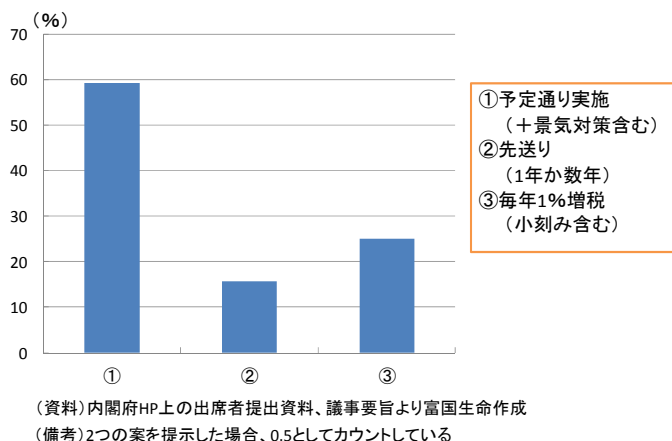
計 7 回に及ぶ「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」が開催され、大学教授、エコノミスト、各業界の代表者、地方自治体の長などの有識者 60 名が出席した。その出席者の 7 割以上が予定通り消費税率を 3%引上げること支持している。

その中から、マクロ経済や金融の専門家である大学教授やエコノミスト(17名)の論点を集約すると、①法案通りに 2014 年 4 月に 3%引上げる、②消費税率の引上げ時期を先送りする、③消費税率を毎年 1%等と小刻みに引上げる、の 3 つに大別できる。当社で HP 上の出席者提出資料と議事要旨をもとに集計した結果が図表 4 である。①を支持する意見が多いが、有識者全体の 7 割以上を下回る 6 割弱の結果である。内閣官房参与である浜田エール大学名誉教授や本田静岡県立大学教授の両名は②や③を支持しており、その考えに近い有識者が集められた影響とみられる。①の場合、家計は社会保障費分と合わせると 9 兆円弱の負担増となり、景気を大きく下押しする。それは有識者の共通認識であったとみられ、それを前提とした政策提案であるが、大枠を捉えると、「デフレ脱却」と「財政再建(金融資本市場の信認)」のどちらに軸足を置くかに分かれている。つまり、①の立場をとる有識者の多くは、景気悪化要因と財政再建の頓挫等を

図表 3. 前回引上げ時の実質 GDP の推移



図表 4. 消費税率引上げに関する意見の割合



(資料)内閣府HP上の出席者提出資料、議事要旨より富国生命作成
(備考)2つの案を提示した場合、0.5としてカウントしている

天秤にかけて、このまま実施する方が痛みは小さいという考えである。財政再建の他にも天秤にかける要因として、国債の格下げリスクが高まることや国際的な信認を失うこと、また、それにより、債券市場をはじめ金融資本市場が動揺するコストの方が大きいとの指摘である。②を支持する方は、景気が上向いているものの、現状では不十分で、消費増税によってデフレ脱却が失敗することを懸念している。デフレ脱却の重要性に比重を置いている。それに対する反論としては、財政再建の頓挫、金融資本市場の動揺等の方が痛みは大きいとの考えである。③の意見では、毎年1%程度の引上げであれば、3%より景気に与える影響が小さくなり、デフレ脱却の実現可能性が高まるとの利点を挙げている。ただし、この案に対しては、毎年企業にコスト負担がかかる、中小企業は転嫁できなくなる等、実務面で否定的な意見が多い。また、上げ幅を1%とすると消費税率10%までは5年必要となり、経済情勢次第では継続してあげられるか不透明、かつ財政再建が遅れるとの指摘もある。さらに、②、③に共通して当てはまるが、それは法案成立が必須であり、成長戦略国会が消費税国会になってしまうという指摘や、決められない政治に逆戻りし成長戦略の信任もなくなるとの厳しい意見もでてくる。このように総じてみれば①への支持が優勢であるが、この立場をとる有識者の多くは、海外要因で下振れリスクがある中、デフレ脱却を失敗させないためにも3%の引上げと同時に経済政策を講じる必要がある提案している。

図表5. 消費税率引上げに関する各方法のマイナス要因

	マイナス要因	
法案通り消費税率を引き上げる	<ul style="list-style-type: none"> ・経済活動へのマイナスの影響が大きい ・デフレ脱却にはまだ遠い状態である ・海外の下振れリスクに耐えられない可能性がある ・補正予算とセットにすると財政の信任が毀損する 	<ul style="list-style-type: none"> ・デフレ脱却の機会を逃す可能性がある ・足元の堅調な景気は政策効果で安定的とは言えない ・財政政策がバラマキ政策になるリスクがある
消費税率の引上げ時期を先送りする	<ul style="list-style-type: none"> ・海外投資家がネガティブな反応をとる ・国債の格下げリスクが高まる ・政府への信任が低下し、成長戦略も疑われる ・財政規律に対する姿勢への信任が損なわれる ・政治的にも大変なエネルギーを要する 	<ul style="list-style-type: none"> ・マーケットが不安定になる ・増税回避による市場の混乱の方が大きい ・財政再建が遅れる、決められない政治に逆戻りする ・政策変更による時間、政治的なコストが発生する ・デフレを脱却したら金融引き締め局面になる
消費税率の引上げを毎年1%引き上げる	<ul style="list-style-type: none"> ・税務、企業の実務上の煩雑さがある ・税収の増加幅が小さくなる ・今を逃すと結局できなくなる可能性がある ・10%は通過点で、時間をかける猶予はない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・実務面のコストや中小企業が転嫁できない ・財政健全化の姿勢が後退したと映る ・毎年実施判断が必要で、景気循環面でも難しい

(資料)内閣府HP上の出席者提出資料、議事要旨より富国生命作成

5%への引上げから17年の年月が経過するなど、消費税率の引上げは政治的に困難な課題である。金融・財政政策で景気が浮揚しているこの局面を逃すという選択肢はないだろう。また、景気面への配慮では利点がある1%程度の小刻みの引上げについても、実務面での難しさや10%までの継続的な引上げの不確実性に加え、価格転嫁が危ぶまれる中小企業が収益力を低下させ、賃金の上昇を阻む要因にもなるだろう。筆者は、法案通り消費税率の引上げを行い、同時に今年度の税収上振れ分などで3~4兆円の経済対策を図るべきであると考え。デフレ脱却や次回2015年10月の引上げの可能性を高めるためには、恒久的な増税と一時的な財政支出の組み合わせは、やむを得ないだろう。手段としては、実質所得の減少の影響を軽減するために低所得者向けの現金給付措置、賃上げを促す法人減税の拡充、最低限の公共事業、また、必要性には議論が分かれるが、需要の変動を小さくするには、家電エコポイントのようなポイント制度も有効であろう。

最後になるが、消費税率の引上げは社会保障の一体改革と一環であることを、政府は改めて認識し、趨勢的な社会保障費の拡大に歯止めを掛けるべく、歳出削減への取組みを強化しなければならない。
(金融市場調査グループ 森実 潤也)