

2013年10～12月期GDP速報と先行き経済への視点

～賃上げ期待が高まるが海外リスクへの懸念続く～

調査情報担当室 竹田 智哉

1. 回復基調ながら外需の伸び悩みが懸念され始めた我が国経済

2013年10～12月期のGDP成長率（1次速報値、2014年2月17日内閣府公表）は、実質は0.3%（年率1.0%）と4四半期連続、名目は0.4%（同1.6%）と5四半期連続のプラス成長となった（図表1、2）。内訳を見ると、平成24（2012）年度補正予算により成長の下支え役となってきた公的固定資本形成（前期比2.3%、寄与度¹0.1%ポイント）の伸びは鈍化したものの、2014年4月の消費税率引上げを控えた駆け込み需要と雇用²・所得環境³の緩やかな回復を受けて民間最終消費支出（前期比0.5%、寄与度0.3%ポイント）が堅調さを維持

図表1 GDP成長率と構成要素別の成長率の推移（季節調整値、前期比（%））

	2011 （年度）	2012 （年度）	2012 10～12	2013 1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	0.3	0.6	▲ 0.1	1.2	1.0	0.3	0.3
内需	(1.4)	(1.4)	(0.1)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
民間最終消費支出	1.4	1.5	0.4	1.0	0.6	0.2	0.5
民間住宅投資	3.2	5.3	2.3	1.7	0.9	3.3	4.2
民間企業設備投資	4.8	0.7	▲ 1.1	▲ 0.9	1.1	0.2	1.3
民間在庫品増加	(▲ 0.3)	(▲ 0.1)	(▲ 0.2)	(▲ 0.1)	(▲ 0.2)	(0.1)	(▲ 0.0)
政府最終消費支出	1.2	1.5	0.7	0.7	0.6	0.2	0.5
公的固定資本形成	▲ 3.2	1.3	0.4	3.2	6.9	7.2	2.3
公的在庫品増加	(0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
外需	(▲ 1.0)	(▲ 0.8)	(▲ 0.1)	(0.4)	(0.1)	(▲ 0.5)	(▲ 0.5)
財貨・サービスの輸出	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 2.9	4.2	2.9	▲ 0.7	0.4
財貨・サービスの輸入	5.3	3.7	▲ 1.9	1.1	1.8	2.4	3.5
名目GDP	▲ 1.4	▲ 0.2	0.0	0.7	1.0	0.2	0.4
名目雇用者報酬	0.7	0.1	▲ 0.2	0.6	0.3	0.1	0.7

（注）内需、外需、民間在庫品増加、公的在庫品増加の数値は実質GDPへの寄与度。

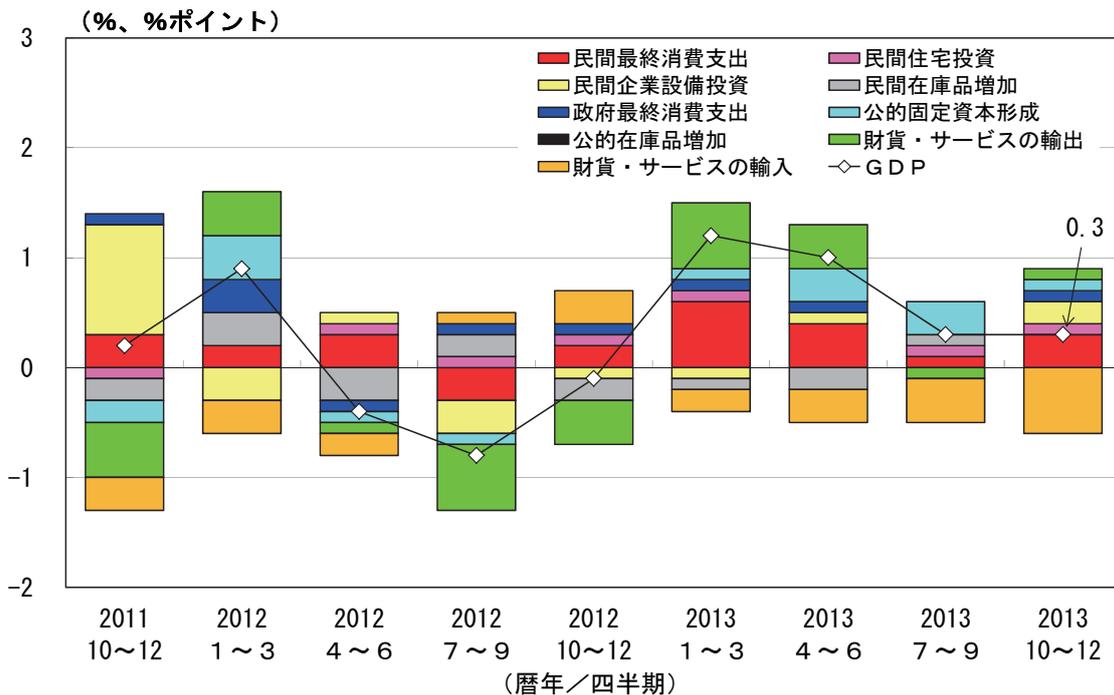
（出所）内閣府『2013（平成25）年10～12月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

¹ 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

² 完全失業率（季節調整値）は、2013年12月に3.7%と5か月ぶりに4%を下回った（総務省『労働力調査』（2013年12月分））。有効求人倍率（同）は、2013年11月以降、1%以上の水準となっている（厚生労働省『一般職業紹介状況』（平成25年12月分及び平成25年分））。

³ 雇用者報酬は、4四半期連続でプラスの伸びとなった（図表1）。また、2013年冬季賞与は、前年同期比で3%前後伸びている（厚生労働省『平成25年 民間主要企業年末一時金妥結状況』、内閣府『月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料』（平成26年1月17日））。

図表2 実質GDP成長率（季節調整値）と需要項目別寄与度



(注) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『2013（平成25）年10~12月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

していることなどから、内需は引き続き高い寄与（寄与度 0.8%ポイント）を示している。対照的に、新興国経済の減速等のため、円安局面が続く中でも輸出（前期比 0.4%、寄与度 0.1%ポイント）が伸び悩んでおり、その一方で国内景気の堅調さや鉱物性燃料輸入の増加を背景に輸入（前期比 3.5%、寄与度▲0.6%ポイント）の伸びが強まったことから、外需（寄与度▲0.5%ポイント）が引き続き下押し圧力となっている。

今回のGDP速報からは、平成24(2012)年度補正予算による下支えが目立った2013年度上半期と比べ、民需主導の景気回復という構図が見て取れる^{4,5}。ただし、2014年4月の消費税率引上げを控えた駆け込み需要及びその反動減による景気の振幅が見込まれる中で⁶、輸出に力強さが見られていない点は⁷、先行

⁴ 内閣府『月例経済報告』では、2014年1月に景気への基調判断を上方修正している。

⁵ 内閣府『景気動向指数』で公表されている「一致指数の基調判断」（景気動向指数の1つである「C I一致指数」の累月的な変化が基準）は、2013年7月に「上方への局面変化」（事後的に判定される景気の谷が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す）から「改善」（景気拡張の可能性が高いことを示す）へと基調判断が上方修正されて以降、執筆時点で最新の統計（2013年12月分（速報からの改訂状況））まで同じ判断が維持されている。

⁶ ただし、駆け込み需要については、自動車や住宅に偏って現れている傾向があり、消費全体としては緩やかであるとの指摘もある（日本経済新聞夕刊(2014.2.17)）。

⁷ 内閣府『月例経済報告』における輸出に対する判断は、2013年9~11月の3か月連続で下方修正された。2014年2月に上昇修正されたが、いまだ「横ばい」にとどまっている。

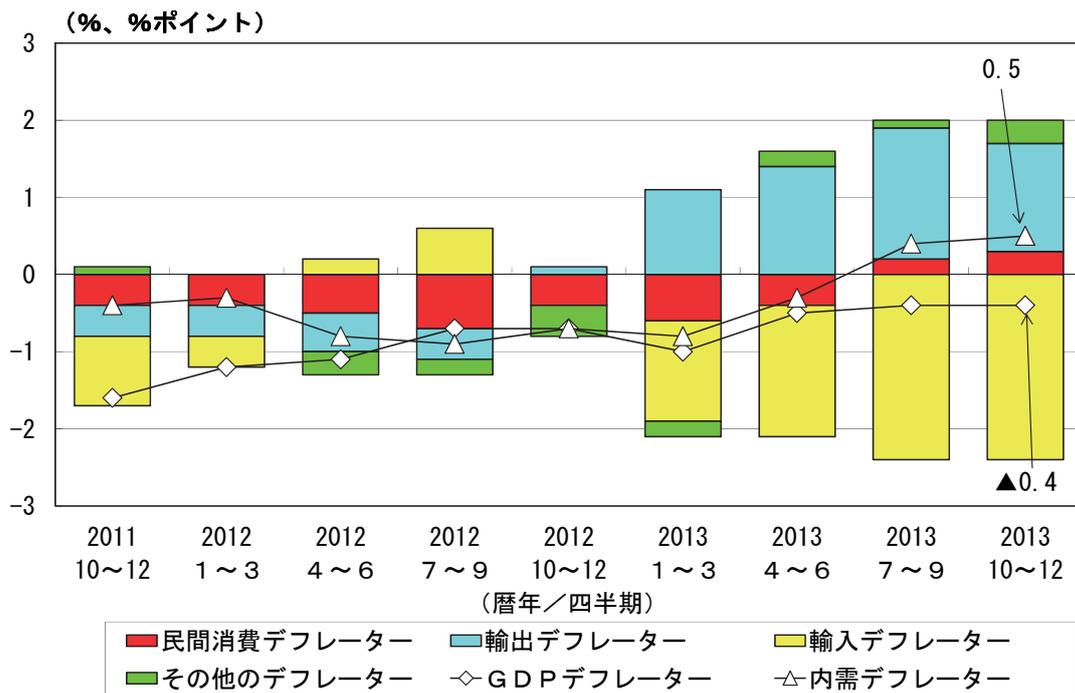
きの景気回復における懸念材料と言えよう。

次に、2013年10～12月期の物価指標（前年同期比、以下同じ）の動向を見ると、我が国の全般的な物価水準を表すGDPデフレーターは▲0.4%（図表3、◇）とマイナスが続き、GDPデフレーターから輸出入物価の変動を除いた内需デフレーターは0.5%（図表3、△）と2四半期連続のプラスとなった。

GDPデフレーターについては、円安により輸出デフレーター及び輸入デフレーターが大きく上昇したが、輸入デフレーターによる押下げ（図表3、黄色部分）が輸出デフレーターによる押上げ（図表3、水色部分）を上回ったため⁸、内需デフレーターのプラスにも関わらずマイナスのままで推移している。

内需デフレーターの内訳を見ると、家計が直面する物価水準に近い民間消費デフレーター（図表3、赤色部分）及びその他の国内物価（図表3、緑色部分）ともに上昇幅が拡大しており、我が国国内においては全般的な物価上昇が見ら

図表3 GDPデフレーターの推移（前年同期比）と寄与度



(注1) GDPデフレーター、内需デフレーターは前年同期比。それ以外は、GDPデフレーターへの寄与度。

(注2) 各項目別デフレーターのGDPデフレーターへの寄与度は、各項目の名目成長率への寄与度と実質成長率への寄与度の差として計算した。

(出所) 内閣府 『2013(平成25)年10～12月期四半期別GDP速報(1次速報値)』より作成。

⁸ 輸入デフレーターが上昇すると、一義的にはGDPデフレーターは下落する。これは、名目値＝実質値×デフレーターという関係から、輸入デフレーターの上昇は名目輸入額を押し上げるため、名目GDPを押し下げるからである。なお、これは実質値を固定した場合であり、名目値を固定した場合は実質輸入の押下げ＝実質GDPの押し上げとなる。

れていると言えよう。なお、民間消費デフレーターと概念の近い消費者物価指数（前年同月比）で月次の動向を見ると、総合指数は、2013年6月にプラスに転じて以降、円安局面下での円建てエネルギー関連価格上昇の影響等から、9月以降では1%を超えており、その後もプラス幅の拡大が続いている⁹。さらに、9月に0.0%とマイナス圏から脱したコア・コア指数（総合指数から食料（酒類を除く）及びエネルギーを除いた指数）も、プラス幅の拡大が続いており、エネルギー関連以外の分野でも物価の上昇傾向が見られている。

2. 先行き景気のシナリオ～輸出けん引の従来型ながら賃上げ期待が高まる

今回のGDP速報を受けた民間シンクタンクの短期経済見通しを集計すると、（a）2014年4月に消費税率引上げが実施され、（b）それに伴う駆け込み需要（2013年度中）とその反動減（2014年度初頭）が起こる中で、（c）反動減の影響を緩和すること等を目的とした経済対策（平成25（2013）年度補正予算）が講じられ、（d）2015年10月の消費税率引上げも予定通り実施される（一部では、それに伴い新たな経済対策が講じられるという想定も見られた）という条件の下、実質GDP成長率は、2013年度は2%台前半程度、2014年度は1%程度、2015年度は1%台程度となっている。この背景にある先行き景気のシナリオについて、各シンクタンクの共通部分（以下「共通認識シナリオ」という。）をまとめると、以下のとおりである（図表4）。

まず、2014年度までの期間は、①2014年4月の消費税率引上げを控え、3月までは駆け込み需要により成長が押し上げられ、②4月以降（2014年度入り後）は、その反動減のため景気は一時的な調整局面に入る。しかし、③経済対策により悪影響の一部は相殺され、④円安局面が続き世界経済が堅調に推移する（前提）ことから輸出が緩やかに回復し、⑤これまでの好景気による企業収益の増大¹⁰により設備投資が伸びるとともに、足下での賃上げムードも相まって、雇用・所得環境にある程度の改善が見られる。このため、消費税率引上げによる実質所得への下押し圧力が緩和されることから、調整局面は早期に終了し、再び緩やかな回復過程に戻るとしている。また、2015年度においても、同年10月に再度の消費税率引上げが予定されていることから、その前後に駆け込み需要及びその反動があるが、おおむね2014年度と同様の要因により、調整は一時

⁹ 総務省『消費者物価指数 全国』（2013年12月分及び2013年平均）。なお、暦年ベースでも、2013年は2008年以来5年振りに前年比でプラスの伸びとなっている。

¹⁰ 日本経済新聞（2014.2.1）によると、決算を3月期としている上場企業（金融など除く）の2014年3月決算は、経常利益は3割程度の増加となり、7割近い企業が増収増益となることが見込まれるとしている。

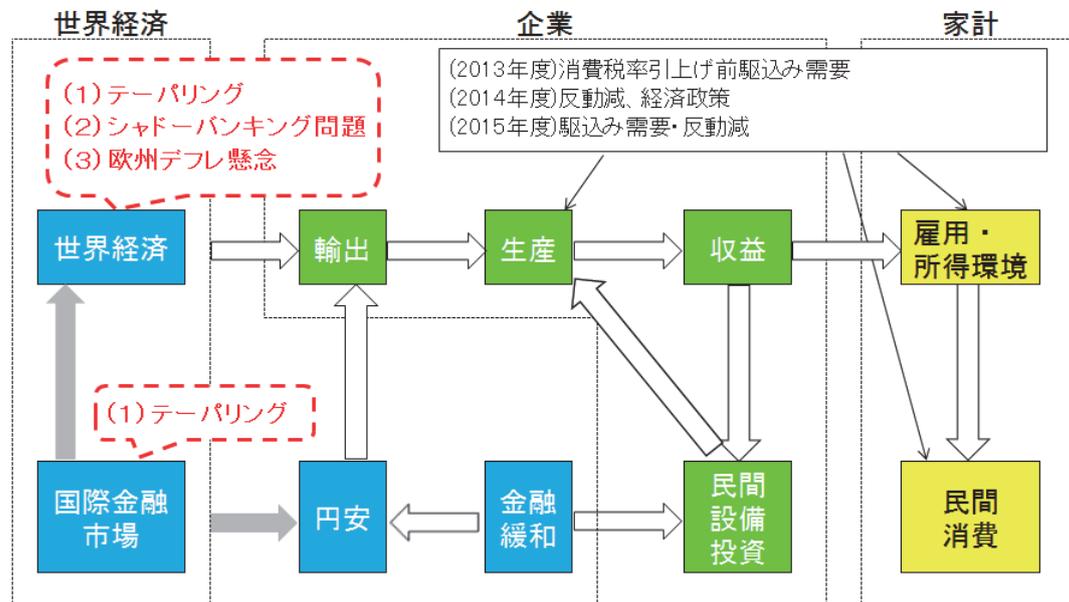
3. 景気シナリオのリスク要因～政策対応に左右される下振れリスクの根強さ

以上のように、共通認識シナリオは、2014・2015年度ともに落ち込みは一時的であり、比較的早期に緩やかな成長過程に戻るという見通しとなっている。そして、このシナリオにおいて、「円安局面の持続及び世界経済の堅調な推移」は我が国経済が成長経路を維持するための重要な前提(図表4、赤色枠)となっている¹³。特に、2014年度前半に見込まれる調整局面を、これまでの景気回復の恩恵による内需の堅調さに加え、円安及び世界経済の成長による輸出の回復により乗り越えられるかどうか、共通認識シナリオの成否を左右するだろう。

この点を踏まえ、シナリオの下振れリスク要因として、(1)米国金融緩和政策の段階的縮小の先行き(新興国経済及び国際金融市場への悪影響)、(2)シャドーバンキング問題(中国経済及び国際金融市場への悪影響)、(3)欧州でのデフレ懸念(欧州経済及び国際金融への悪影響)等が指摘されている(図表5)。

それぞれの下振れリスクを見ていくと、(1)については、米国の量的緩和政策第3弾(いわゆるQE3)として行われている資産購入の段階的な規模縮小(テーパリング)の進展次第では、新興国経済及び国際金融市場に対して理論

図表5 先行きの経済シナリオの論点



(注) 一般に理解される経済の波及経路をイメージした。下振れリスク要因は、赤色点線の吹き出しで示している。また、実線白抜き矢印はプラスの効果、灰色の矢印は単純にプラスあるいはマイナスの効果とは言えない場合をイメージしている。

(出所) 筆者作成

¹³ 今回の見通しにおいては、従来と比べて賃金上昇の実現も「前提」に近い位置付けになってきている印象があるが、2節の最後で述べたように、賃金上昇も図表4赤色枠の「前提」に基づくものと考えられることなどから、ここでは取り上げないこととした。

的に以下のような悪影響がもたらされることが懸念される。(ア) 新興国からの資金流出を背景とした新興国の通貨安とそれに伴う高インフレ、(イ) これに対応するための新興国内の金融引締めとそれに伴う金利上昇などによる新興国の投資環境の悪化、(ウ) 以上の点に伴う新興国の実体経済への悪影響。これらについては、既に2013年5月に米国FRBのバーナンキ議長(当時)によるテーパリングに係る発言があった後、新興国で発生したと指摘されている¹⁴。また、12月に実際にテーパリングが開始されてからも、アルゼンチンに加えて、いわゆるフラジャイル・ファイブ(不安定な5か国)¹⁵の中のトルコ及び南アフリカの通貨安が急速に進んでおり、こうした国々の一部では急激な金融引締めが行われている¹⁶。このリスクは、我が国の輸出環境を悪化させるだけでなく、ひいては国際的な金融ショックへつながることも危惧されている。

(2) のシャドーバンキング問題については¹⁷、中国地方政府が、傘下の投資会社(融資平台)によるシャドーバンキング(銀行預貸業を介さず資金を融通する金融取引)を通じて資金を調達し、不動産開発を行う事業会社への投資を積極的に行っているが、こうした事業についてはリスクの高さが指摘されている。そのため、事業会社の債務不履行に加え、ひいては金融ショックが引き起こされることが危惧されている。足下では、既に債務不履行への懸念が報じられており、このような中で、シャドーバンキングへの規制に加え、金融市場の混乱防止(資金供給増加方向)とインフレ抑制(同減少方向)を両にらみしなければならない金融当局の舵取りの難しさが指摘されている。また、金融ショックには至らなかったとしても、先行きの中国経済への重石となり、我が国の輸出環境に影を落とす可能性も考えられる。

(3) の欧州でのデフレ懸念については、欧州経済が長期化した景気低迷から持ち直す動きが見られる中で、失業率が高止まりし、賃金上昇率が横ばいから低下傾向に転じる兆しがあることを背景に、物価の伸び率が下がり始めていることから¹⁸、一部では欧州経済がデフレへ陥ることが懸念されている。仮に、

¹⁴ 高山武士「QE3縮小と新興国からの資金流出」『Weeklyエコノミスト・レター』(ニッセイ基礎研究所、2013. 8. 30)。

¹⁵ トルコ(通貨はリラ)、インド(同ルピー)、ブラジル(同リアル)、南アフリカ(同ランド)、インドネシア(同ルピア)(毎日新聞(2014. 1. 30))。

¹⁶ 内閣府『月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料』(平成26年2月19日)、日本経済新聞(2014. 1. 25)、毎日新聞(2014. 1. 30)。

¹⁷ シャドーバンキングに関する記述においては、日本経済新聞(2013. 12. 25)、同(2013. 12. 31)、同(2014. 1. 10)、同(2014. 1. 22)、同(2014. 1. 29)、同(2014. 2. 16)などを参考にした。

¹⁸ 内閣府『月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料』(平成26年2月19日)、Eurostat資料など。

欧州経済がデフレに陥った場合には、欧州政府債務問題による影響が残る中で、実質債務負担感の高まりが中長期的に経済への重石となることが危惧される。

4. おわりに

今回のGDP速報（1節）からは、景気は回復過程をたどり続けており、インフレ圧力は従来よりも強まっていると言えよう。ただし、景気については輸出の回復の遅れという懸念材料が目立ち始めており、物価についても上昇の勢いに賃金が追いついていない状況に変化はない¹⁹。

先行き見通し（2節、共通認識シナリオ）については、円安局面の継続と世界経済の堅調な推移という「前提」の下で、消費税率引上げによる景気振幅に対する調整は早期に終了し、輸出がけん引する景気回復過程が維持されるとしている。見通しにおいては、家計の所得環境改善への期待が若干ながら高まっているが、我が国の経済構造上、これも「前提」に依存すると考えられる（脚注13）。なお、所得環境の改善は緩やかであることから、消費税率引上げによる実質所得への下押し圧力が払拭されるとは見られていない²⁰。

また、先行き見通しのリスク要因（3節）については、「前提」の成否に関わると見られる3要因を指摘したが、これらは海外における政策対応に左右されることから、政治的な側面を含めて不確実性の払拭は容易ではないと言えよう。

補論 賃上げが想定以上に進んだ場合の影響（モデル試算）

本論で見たように、共通認識シナリオでは、消費税率引上げを主な理由として、物価は相当の幅で上昇することが確実視されている。ただし、家計の所得環境改善が緩やかながら進むとされていることから、家計の実質所得への下押し圧力は緩和され、結果的に民間最終消費は（反動減を除き）底堅く推移すると見込まれている。今後の賃金上昇のスピードやその度合いは、共通認識シナリオにおける「反動減による調整の早期終了」の実現可能性を左右するとともに、ひいてはデフレ脱却の先行きにも影響を及ぼすことになるだろう。

¹⁹ 厚生労働省『毎月勤労統計調査 確報』（平成25年12月分、事業所規模5人以上）によると、現金給与総額（前年同月比、以下同じ）は2013年11月以降2か月連続でプラスとなったものの、ボーナスや残業代などを除いたいわゆる固定給である所定内給与はマイナスのままである。また、同統計が公表している名目賃金指数を消費者物価指数（持家の帰属家賃を除く総合指数）で割り引いた実質賃金指数は、2013年7月以降1%を超えるマイナスが続いている。

²⁰ 賃金は、2014年見通し（脚注11参照）は2.07%となっているが、2013年（1.64%）と比べ、上昇率が大きく上乘せされているとは言えない。一方、消費者物価指数の見通し（民間シンクタンク見通し（執筆時点で公表されている分）の平均値）は、2013年度は0.8%程度と見られる中で、2014年度で3%を超えており、上昇率が大幅に拡大すると見込まれている。

以上の点を踏まえ、今後、賃上げ率²¹が2%弱程度の水準で推移する場合（標準シナリオ）と、2014年度の賃上げ率が3%程度上乗せされた場合（賃上げシナリオ）とを比べ、より賃金上昇が進んだ場合の我が国経済への影響をマクロモデルで試算した（補論図表）。試算によると、2014年度においては、賃金上昇（名目雇用者報酬3.2%ポイント程度拡大）により名目民間最終消費は0.4%ポイント程度拡大し、名目GDPも0.2%ポイント程度押し上げられるという結果になった。ただし、賃金上昇は、（a）少なくとも即時的には企業収益の悪化（民間設備投資の押下げ）につながることで、（b）物価の押し上げにつながることで、実質ベースでは民間最終消費の押し上げ幅（0.2%ポイント程度）が名目より抑えられるとともに、GDPは0.1%ポイント程度ながら押し下げられている。本試算からは、家計の所得環境改善は民間最終消費の押し上げにはつながるものの、企業の所得に変化がないならば、景気浮揚力は限定的である可能性が示唆されている。

補論図表 賃上げ率が拡大した場合の影響（試算）

（単位：%、%ポイント）

	賃上げシナリオ (B)	標準シナリオ (A)	差 (B)-(A)
名目GDP	2.8	2.6	0.2
名目民間最終消費	2.2	1.8	0.4
名目雇用者報酬	3.9	0.7	3.2
実質GDP	0.6	0.8	▲0.1
実質民間最終消費	▲0.4	▲0.6	0.2
実質雇用者報酬	0.7	▲2.2	2.9

（注）四捨五入の関係で、両シナリオの伸び率の差分と「差」が一致しないことがある。

ただし、本補論の試算には、試算に用いたモデル構造等の制約から、少なくとも以下の2点の留意点がある。一つ目は、企業が賃金あるいは設備投資を増やすための主な財源は企業の「当期の」所得としていることから、企業が保有する現預金といった手元流動資産については特段考慮されていないこと（そのため、企業が手元流動資産を活用して設備投資を行う場合には²²、設備投資は落ちない可能性がある）。二つ目は、本補論の試算は1年程度という短期的な試算であるため、賃金上昇による一時的な企業収益の押下げ効果のみが発現しており、賃金上昇の定着化による消費拡大を受けた企業の売上増（企業収益の拡大）という中長期的な影響は織り込まれていないこと。このような要因も加味するならば、賃上げシナリオの想定は、補論図表の試算よりも大きな効果をもたらす可能性がある。

（内線 75045）

²¹ 賃上げ率はいわゆる春闘における賃上げ率（厚生労働省『民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況』（各年版））を使用しており、最新の実績値は2013年の1.8%。

²² 日本経済新聞社が主要上場企業の財務責任者を対象に実施した調査では、全体の5割超が手元資金を設備投資に優先的に振り向けると回答している（日本経済新聞(2013.11.22)）。