

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：景気の再点検と設備投資の行方	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”A rickety rebound” 「揺れる回復過程」	7p
<From the Editor> インフレ目標の謎	8p

\*\*\*\*\*

**特集：景気の再点検と設備投資の行方**

残暑お見舞い申し上げます。短い夏休みをいただきましたが、2013年夏の暑さはたぶん記録に残るのではないかと思います。とりあえず筆者は扇子が手離せなくなりました。

さて、休み明けの本誌では、足元の景気の点検から始めたいと思います。4-6月期 GDPを見た感じでは、家計部門が良くて企業部門が今一つ。今後の鍵を握るのは民間設備投資ということになります。投資減税が検討されている一方、輸出の動向も気になる。さらには消費税問題も視野に入れなければなりません。

この秋に向けての日本経済を展望してみたいと思います。

**●家計「よくできました」、企業「がんばりましょう」**

8月12日、内閣府が4-6月期 GDP 速報値を発表した。結果は前期比年率+2.6%（前期比+0.6%）と3四半期連続のプラス成長だったが、市場コンセンサス（前期比年率+3.6%、前期比+0.9%）をやや下回った。「思ったほど良くなかった」けれども、「中身はそれほど悪くない」といったところだろうか（次頁の表参照）。

個人消費と公共投資は予想以上に強く、輸出も健闘している。しかし設備投資は前期比微減で、住宅投資もマイナス、在庫品増加も足を引っ張った。特に在庫品増加が曲者である。四半期ごとのデコボコみたいなものであるから、この分のマイナスを「なかったこと」にすると、それだけで年率1%分くらい上昇する。すなわち、事前の市場コンセンサスに近い数字となる。「中身はそれほど悪くない」と言われるゆえんである。

総じていえば、家計部門と政府部門は頑張ったけれども、企業部門がいま一步だった、という評価になるだろう。

### ○四半期 GDP の推移 (単位 : %)

	2012/4-6	2012/7-9	2012/10-12	2013/1-3	2013/4-6
実質 GDP ( ) 年率	▲0.2 (▲0.9)	▲0.9 (▲3.6)	+0.3 (+1.0)	+0.9 (+3.8)	<b>+0.6</b> <b>(+2.6)</b>
個人消費	+0.1	▲0.4	+0.5	+0.8	+0.8
住宅投資	+2.1	+1.6	+3.6	+1.9	<b>▲0.2</b>
設備投資	▲0.3	▲3.2	▲1.4	▲0.2	<b>▲0.1</b>
在庫品増加	▲0.2	0.1	▲0.2	▲0.1	<b>▲0.3</b>
政府支出	0.0	+0.4	+0.6	+0.1	+0.8
公共投資	+5.1	+3.5	+3.0	+1.1	+1.8
財サービス輸出	▲0.2	▲4.5	▲2.7	+4.0	+3.0
財サービス輸入	+1.3	▲0.0	▲2.0	+1.0	+1.5
名目 GDP ( ) 年率	▲0.8 (▲3.3)	▲0.9 (▲3.4)	+0.1 (+0.4)	+0.6 (+2.5)	<b>+0.7</b> <b>(+2.9)</b>
デフレーター	▲0.6	0.0	▲0.1	▲0.3	+0.1

ここ数年、日本企業は設備投資を絞り込んできた。リーマンショックと震災というダブルパンチを受け、しかも六重苦（円高、法人税、FTA 交渉の遅れ、環境規制、労働規制、電力料金）の問題もあり、設備の増強や更新をためらう傾向が強かった。

それがここへ来てアベノミクス効果が到来した。円安と株高のお蔭で、企業の財務体質は期せずして改善している。そこで「さあ、設備投資だ」と動き出すかといえ、そこはそう簡単ではない。日本企業（特に大企業）は、5月の決算発表から6月の株主総会までの時期は積極的に動かない。むしろ社内のコンセンサス作りの時期である。**設備投資が動き出すとしたら、夏以降（7-9月期）**ということになるだろう。実際に8月13日発表の4-6月期機械受注統計を見ると、民間設備投資の先行指標となる「船舶・電力を除く民需」の受注額が前期比6.8%増となっており、今後が期待できそうな感じである。

日本経済の景気回復パターンは、これまでほとんどが「輸出主導型」であった。輸出の増加によって製造業が潤い、まずは企業部門が潤う。ところが企業の稼ぎは主に配当や対外投資、内部留保の積み増しに回り、雇用増や賃上げにはなかなか回らない。だから家計部門にお金が回らず、個人消費が本格化しない、と言われることが多かった。

それが今回はめずらしいことに、先に家計部門に火が点いた。アベノミクスによる資産効果による消費拡大や、消費税増税を意識した住宅投資が先行した。逆に企業部門の本格稼働が待たれている。**2013年上半期（1-6月）の日本経済は、年率換算で3.2%成長**を達成していることになるが、その原動力は個人消費に負うところが大きであった。

ただし7-9月期から、設備投資が本格的に動き出してくれるのであれば、「二段目のロケットに火が点く」ことになる。一段目のロケットである個人消費は、家計部門の所得環境が大きく改善していないことを考えると、持続性にはやや不安が残る。ゆえに **2013年下半期は、二段目のロケットである企業部門に期待すべき**であろう。

## ● 「設備投資のために減税」論の危うさ

となれば、「秋の臨時国会で成長戦略の加速を」「投資減税によって、企業の設備投資を後押ししよう」という話になる。これらは常識的な議論であるし、いかにも日経新聞あたりが書きそうなことだし、安倍政権は実際にその通りに動くであろう。

これに対し、週刊エコノミスト 8 月 27 日号誌上で、小幡績・慶応大学准教授が興味深い異議申し立てを行っている。題して「日本は設備投資では成長できない」。そんな馬鹿な、と思って読んでみると、意外に反論が難しい。端的に言うと、「政府が無理に生み出す需要は質が悪い」。以下のような指摘は、なるほど思い当たる場所がある。

- \* 減税措置の中でも、設備投資減税は圧倒的に額が大きい。既に過大なインセンティブが伝統的に与えられている。
- \* 日本企業の設備投資は国際比較でみても過大。ROA が低いのも設備投資過剰で資産が大き過ぎるから。過剰債務と過剰雇用はリストラしたが、過剰設備は懲りていない。
- \* 高度成長が終わった今は、設備投資はもはや望ましい需要ではなくなっている。投資は投資を呼ばないし、消費拡大も起きない。
- \* 企業が投資をしないのは、需要がないからであってカネがないからではない。そこで減税をしても、実質補助金にしかない。

確かに企業の立場としても、政府に背中を押してもらわないと決断できないような投資は、良質な案件とは言い難い。R&D の世界も同様で、企業は必要性が高く、自信のあるプロジェクトは自前の資金でやるけれども、そうでないものに補助金を申請する傾向があると聞く。だとしたら、政府が R&D への補助金を増やしたところで、企業による新製品や新発見が増える効果は限定的、ということになってしまう。

言われてみれば、政府が投資減税を検討し始めたタイミングは確かに遅かった。6 月 5 日に安倍首相が「成長戦略スピーチ第 3 弾」を発表したところ、市場の失望感から日経平均が 500 円も下げた。その直後から、「税制改正を前倒しして競争力強化を」という声が上がっている<sup>1</sup>。すなわち投資減税は、市場に催促されて出した対策の逐次投入、ということである。だったらなぜ、成長戦略を議論する過程で出てこなかったのか。

成長戦略や投資減税に大きな期待がかけられている現状は、それ自体が一種の矛盾といえよう。経済活動の主役はあくまで民間企業であって、政府にできることはさほど大きくない。にもかかわらず、企業経営者が「成長戦略の策定を政府にお願い」していたりする。その辺にいかがわしさを感じる点では、筆者も小幡氏に同感である。

<sup>1</sup> 6 月 8 日の日経新聞朝刊 1 面では、「首相『設備投資に減税』 成長戦略に追加策」という安倍首相へのインタビュー記事が載っている。

## ●それでも設備投資は必要である

投資減税という手法の是非はさておくとして、筆者はやはり日本経済にとって設備投資は重要であるし、投資を喚起することには意味があると考えている。何となれば、設備投資は以下のように大別できると思うのだ。

- ① 既存の設備を維持・メンテナンスするための投資（守りの経営）
- ② 既存の設備の能力を拡大・増強するための投資（攻めの経営）
- ③ 今までにない設備を作って新しい事業に参入する投資（イノベーションの経営）

いうまでもなく、もっとも景気刺激効果が大きく、日本経済にとって望ましいのは③のタイプであろう。例として、JR 東海がこれから行うリニア計画を考えると分かりやすいかもしれない。最終的にどんなものが出来上がるかは、おそらく JR 東海自身もよく分かっていないだろう。もっと言えば、「とにかくわが社がやらなければならない」と企業が自負しているような投資こそが重要である。新しい技術やノウハウがもたらされ、社員に貴重な学習機会を与えるのはこういうパターンの投資である。

もちろん、このタイプの投資は失敗に終わることもある。シャープの大型液晶工場なども、最近では批判の対象となることが多いけれども、「社運を賭けた」プロジェクトで会社が傾くことがあるのは、ある意味、当然ではないだろうか。もちろん上場企業として、保険のかかっていないギャンブルは論外であるが、世界全体で技術革新の速度が上がっている中で、いつまでも「様子見」というわけにもいかないだろう。投資の世界に百発百中はないのだから、企業にはときに冒険が必要なのである。

ところがここ数年の日本企業においては、①のタイプの投資さえ十分に行われてはこなかった。経済産業省の調査によれば、1990年代後半以降においては、減価償却費の範囲内の設備投資が定着している。すなわち日本企業が「守りの経営」に徹してきたということになる。その結果、製造業の設備年齢は高齢化を続け、足元では13.1年にも達している。老朽化した設備を、職人肌のベテラン社員がだまし騙し使っている様子が目に浮かぶが、会社の活力が低下することは避けられないだろう。

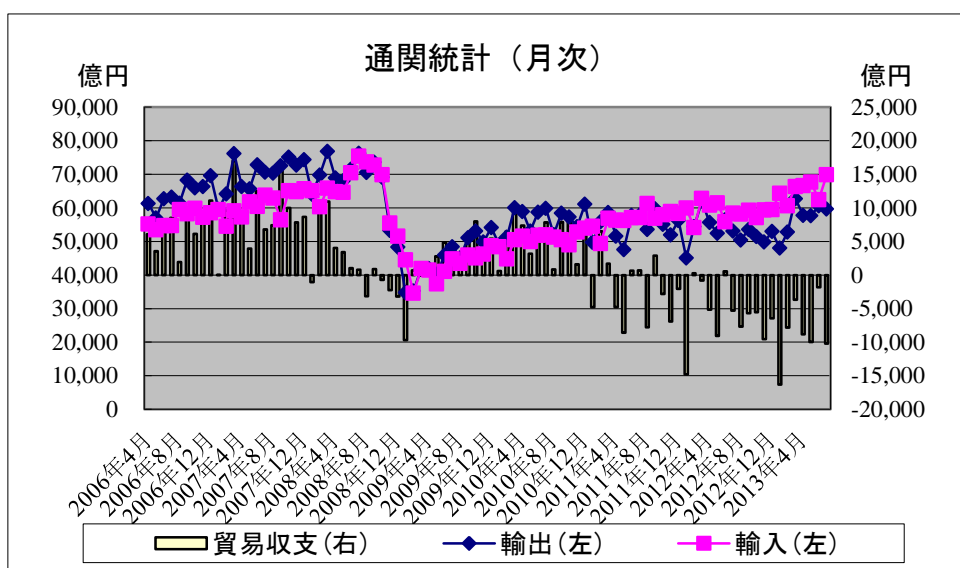
企業が冒険を避けるようになると、何よりも社員が育たなくなる。誰かが敷いたレールの上を走っているだけで、社員が鍛えられるということはけっしてないだろう。その結果、ますます冒険がしにくくなる、というのが日本企業の現状ではないだろうか。

それでは、政府はどうやったら企業の設備投資を喚起することができるのか。投資減税や成長戦略の役割は、あくまでも「きっかけ作り」であると考えべきだろう。後は「プロビジネス」な環境作りということに尽きる。企業が政府に「第三の矢」をおねだりする、などという本末転倒は、厳に避けるべきではないかと思うのである。

## ●輸入は伸びているが輸出は……

製造業の設備投資動向を考える上で、もっとも重要なのは輸出の動向であろう。「輸出依存」というと印象が良くないが、現実問題として日本の鉄鋼生産 1 億トンのうち 3000 万トン、自動車生産の 1000 万台中 600 万台が輸出向けである。**63 兆円 (2012 年度) の輸出は対 GDP 比で見ると小さいが、わが国製造業にとっては非常に重要な**のである。

問題はアベノミクスによる円安効果により、輸出が伸びているかどうかである。



昨年 11 月を起点に、円高是正が始まってからすでに 9 か月。そろそろ J カープ効果も一巡しているはずである。ところが 7 月までの貿易統計を見ると、輸入は着実に増加トレンドになっているのに、輸出の伸びは心許ない。結果として、月次の貿易赤字が定着してしまっている。これはもう「原発停止による代替燃料輸入」だけが理由ではなく、構造的に輸入が増えていると考える必要があるだろう<sup>2</sup>。

ひとつ気になるのは、**「リーマン後」の 2010 年にはすぐに反発した輸出が、「3/11」後はやや戻りが鈍い**ように見えることである。これは、①「過度な円高」によるものか、②企業の海外移転に伴う空洞化によるものか、③新興国経済の減速による需要の弱さの反映か、なんとも判断に苦しむところである。①であれば戻りは早いだろうし、②であれば輸出増加は望み薄であり、③であれば今後の外需次第ということになる。

ちなみに本誌前号で指摘した「輸出額の米中逆転現象」はなおも続いており、**今年 1~7**

<sup>2</sup> この点について、週刊エコノミスト 6 月 4 日号「エコノミストレポート」で当社の山本大介主任エコノミストが分析している。スマートフォン、食品、薬、衣服など生活様式の変化による輸入が増えている、というのがその答えである。

月の累計は米国向けが 7.3 兆円、中国向けが 6.5 兆円となっている。もともと日本の対中輸出は、「半導体等電子部品」「科学光学機器」「自動車の部分品」「有機化合物」「プラスチック」など、産業向け製品が 1～5 位を占めており、尖閣問題に伴う日本製品不買運動の影響は受けにくい。とすれば、やはり中国側の需要が不足しているように思える。

ともあれ、7月の輸出数量は+1.8%と14か月ぶりに前年を上回った。これで数量と価格がともに上昇に向かってくれるかどうか、向こう2～3か月に注目したいところである。

## ●消費税問題をどう見るか

景気の点検結果をまとめると、以下のようになる。

1. 4-6月期 GDP は期待ほどではないが、中身は悪くない。
2. 「家計部門」から「企業部門」へのバトンタッチが課題。
  - この夏以降、民間設備投資が伸びるかどうか注目。
3. 成長戦略、投資減税などに期待し過ぎないこと。
  - 政府は脇役。民間企業が守りから攻めの経営へ転じることが課題。
4. リスクは輸出。特に中国経済の動向に要注意。

それでは、現下の消費税見直し問題をどう考えるべきだろうか。

実をいうと、筆者はあまりこの議論には気乗りがしない。来年4月に予定通り消費税を上げるべきかどうかというのは、あまり意味のないヴァーチャルな議論だと思うのだ。

前号でも書いた通り、今から増税時期や規模を変えようとすると、法改正が必要になる。ところが、秋の臨時国会は外交日程が立て込んでいるために、召集は10月中旬以降と見られている。そこから法改正ではいかにも遅く、民間企業は既に「来年4月に3%増税」を前提に動き始めている。本気で増税日程を変更するつもりがあるのなら、まず安倍首相は外遊日程をいくつか取りやめ、国会日程を調整すべきであろう。それをしないということは、本気ではないと見られても仕方あるまい。

もうひとつ、仮に9月7日のIOC総会で2020年夏季五輪の東京招致が決まった場合、その瞬間に消費税先送り論は消えてしまうのではないだろうか。東京で2度目の五輪が開催されるとなれば、都市インフラの整備が必要になる。1964年開催時に作られた首都高なども老朽化しており、2020年に海外から膨大なお客が来るとなれば地震対策も必要になる。公共投資の需要が増えるのに、財源不足を招くわけにはいかないだろう。

ということで、消費税論議は「ポーズだけ」で終わるというのが筆者の見立てである。それこそ中国や新興国経済でよほどのことがない限り、消費税は予定通りであろう。そして海外のリスクについては、稿を改めて検討する必要があるようだ。

## <今週の”The Economist”誌から>

”A rickety rebound”

「揺れる回復過程」

Leaders

August 17<sup>th</sup> 2013

**\*世界経済はどうやら勢いを取り戻しつつある。ただし成長が持続するのは米国だけではないのか…と The Economist 誌が心細いことを言っております。**

<抄訳>

暑い8月は世界経済にとって受難の季節となりがちだ。今季は今のところ順調である。

1年半にわたる景気後退局面の後で、ユーロ圏は再び成長し始めた。英国の回復も加速しつつある。米国の第2四半期GDPは年率1.7%だが、小売売上、製造発注、失業率などから見て2.5%前後かもしれない。中国では7月に貿易から生産までのデータが改善した。日本の第2四半期は2.6%と年初の3.8%ほどではないが、一時からみれば好調である。

良いニュースが連続し、先進国のマクロ政策は成長志向になっている。だが慎重になるべき理由もある。第1に日欧とも回復は急激でも持続可能でもない。第2に中国は世界を牽引するほどでもない。結果として、米国に依存する脆弱な回復ということになる。

日本では、安倍晋三の財政金融政策がデフレ経済に息吹を吹き込んだ。ユーロ圏では極端な緊縮策が放棄され、英国の蔵相でさえ柔軟になっている。米国の財政政策は最悪期を過ぎ、予算カットと増税が成長のペースを落としている。金融政策はより予見可能となり、米連銀は6月の声明で債券を買うペースを「遅らせる」とのメッセージを送った。だが、それは回復が十分に強いことが前提である。そして米国外では、連銀の「フォワード・ガイダンス」への信認が高まっている。もちろん誤りもあり得るが、以前よりは低そうだ。

マクロ環境が良くなっても、金融が目詰まりし、家計が消費して企業が投資しないと効果は消える。かかる好環境は米国のみだ。長い調整の後で住宅市況はしっかりし、家計の負債も減少した。銀行の貸出意欲は強く、供給面ではシェールガスの追い風がある。

米国以外では良いニュースは少ない。ユーロ圏では不良債権処理が遅れている。不透明感がクレジット市場の機能不全を招き、借り入れが足りていない。それ抜きでは欧州の回復は加速しないだろう。日本の問題は、安倍氏のマクロ政策での大胆さと規制緩和への臆病さというギャップにある。「構造改革」こそ第三の矢であるはずなのに、農業から医療までのセクターへの取り組みが遅れている。これでは経済再生は長続きしないだろう。

中国はさらにややこしい。7月の指標から見て不況ではないが、より高い成長は望み薄である。投資主導から消費主導型へ、信用中毒から持続型への転換期にある。適応する能力も、不良債権を処理する財源もある。ただし変革は前途遼遠で、成長を減速させよう。

結論として、米国のみが世界の成長エンジンとなりそうだ。よくある話ではあるが、多様な回復の方が望ましい。政治家は良いニュースを探して不作為に陥るべきではない。

## <From the Editor> インフレ目標の謎

本稿で書き漏らした点を少し追加します。

今回の 4-6 月期 GDP で目を引いたのは、名目成長率が+0.7%（年率 2.9%）となり、わずかに 0.1%ではあるものの、実質成長率を上回ったこと。「名実逆転」現象が解消するのは久々のことですし、名目と実質の差である「GDP デフレーター」がプラスになることは実に感慨深く思えます。

それに合わせるかのように、6 月の全国消費者物価指数（CPI）は前年比 0.4%と 1 年 2 か月ぶりのプラスとなっています。これ自体は、円安によるエネルギー価格上昇の寄与が大きく、自然な物価上昇とは言い難いものがあります。それでも、「GDP デフレーター」と「消費者物価」という 2 つの指標が揃ってプラスに転じたことは、デフレ脱却を目指す長い道のりの小さな一歩と言えるのではないのでしょうか。

ところで最近、「自民党が政権公約したのは、名目 3%成長、実質 2%成長であるから、本当の物価目標は 1%なのではないのか」との指摘を耳にすることがあります。政府と日銀がともに協力して脱デフレを目指すにしても、物価目標が「政府は 1%、日銀は 2%」であるとしたら確かに奇妙なことに思われます。

ところがこれにはもっともな理由があるのです。政府の 1%は「デフレーター」という GDP 全体の物価であるのに対し、日銀が目指している 2%は「消費者物価」、すなわち個人消費だけを対象としている。例えば輸入物価上昇によるインフレは、CPI には反映されるけれどもデフレーターには反映されない。ゆえに CPI よりもデフレーターの方が上がりにくいのです。

小ネタですけれども、ちょっとややこしいポイントでしょうね。インフレ目標の問題は、この手の難しい話が少なくありません。

\* 次号は 9 月 6 日（金）にお届けする予定です。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までをお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)