

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

極めて厳しい状況にある日本経済（2012～14年度経済見通し）

日本経済の成長率予想を2012年度0.9%、2013年度1.6%、2014年度▲0.8%へ修正。2012年後半の日本経済は民需と外需の低迷で極めて厳しい状況に陥り、景気後退局面。海外経済は2012年10～12月期から持ち直しも、日中間のトラブルが響き、その恩恵が日本に及ぶのは2013年以降に。2013年度の日本経済は、輸出の回復と消費税率引き上げ前の駆け込み需要により成長ペースが加速。しかし、2014年度は駆け込み需要の反動減でマイナス成長への転落を余儀なくされる見込み。2014年度もゼロインフレにとどまり、デフレ脱却は、2015年度以降へ持ち越される見込み。

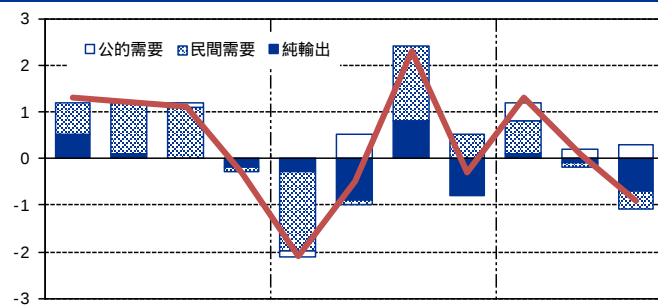
7～9月期は大幅なマイナス成長

2012年7～9月期の四半期別GDP一次速報などを踏まえ、成長率見通しを修正する。7～9月期の成長率は前期比年率▲3.5%と、当社直前予想の▲3.4%に概ね一致する予想通りの内容であった。しかし、前回見通しを示した4～6月期GDP二次速報の時点、すなわち9月時点との対比では、状況が大きく変化しており、経済見通しの大幅な下方修正が避けられない。最初に結論を言えば、成長率予想は2012年度が1.7%から0.9%へ、2013年度は2.2%から1.6%への大幅な下方修正である。また、今回初めて示す2014年度については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動から▲0.8%とマイナス成長への転落を見込む（見通しの詳細はP2の表を参照）。

海外経済減速の長期化、日中間のトラブル、エコカー補助金

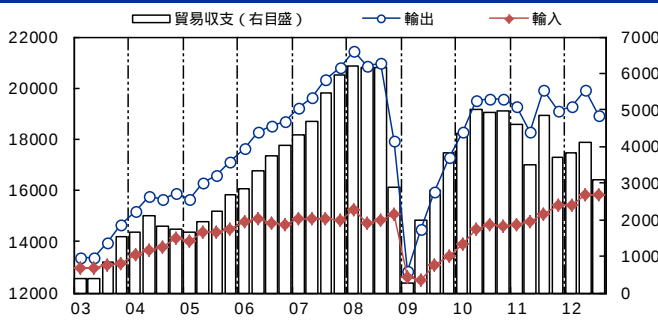
この3ヶ月間に生じた変化の第一は、海外経済減速の長期化による輸出の低迷である。従来は、夏場から米中を中心として海外経済に下げ止まりから持ち直しの動きが広がってくると想定していたが、実際には1四半期程度後ずれした。第二に、日中間の深刻なトラブルの発生である。当該トラブルは9月の輸出を落ち込ませたほか、10～12月期に期待される世界経済回復の恩恵を遮断することにもなる。7～9月期の輸出は前期比▲5.0%と極めて深刻な落ち込みを余儀なくされたが、10～12月期も減少が続く見込みである。こうした第一と第二の要因は、輸出や製造業生産を減少させるのみならず、先行きの不透明感の高まりなど

GDP成長率の四半期推移（前期比、%、%Pt）



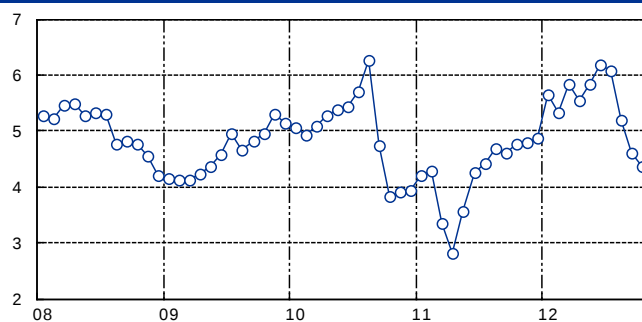
（出所）内閣府

実質輸出入の推移（10億円、季調値、2005年基準）



（出所）財務省、日本銀行

新車販売台数の推移（月次、年率、百万台）



（出所）自動車販売連合会等

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

を通じ、設備投資や新規雇用など企業の支出行動にも悪影響を及ぼしている。第三の変化は、エコカー補助金の効果剥落タイミングの前倒しである。エコカー補助金による販売押し上げの剥落は過半が10～12月期に集中すると当社では想定していたが、実際には7～9月期と10～12月期に分散するかたちとなっている。これは2012年度通年の成長率予想には大きく影響しないが、後述するリセッション議論では意味を有する。

日本経済はリセッション入り

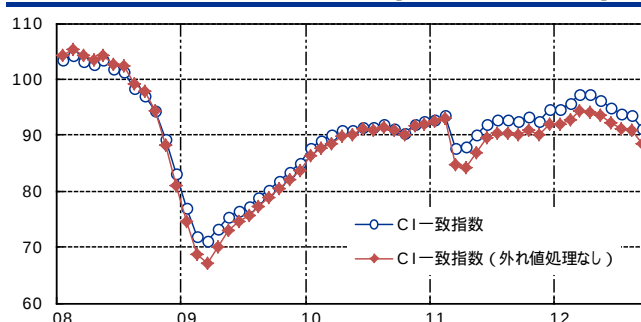
9月時点で当社は、7～9月期の日本経済が「輸出が緩やかに回復するものの、大震災後のペントアップ・ディマンド剥落とエコカー補助金の効果縮小により、ゼロ成長程度まで減速」、10～12月期は「エコカー補助金の効果剥落による個人消費の減少と復興投資の一巡が、輸出持ち直しによる押し上げを上回り、マイナス成長に転落」と予想した。しかし、海外経済減速の長期化と日中間のトラブルにより7～9月期の輸出は回復するどころか深刻な落ち込みを余儀なくされ、またエコカー補助金は想定より早く7～9月期から効果の剥落が始まった。そのため、7～9月期の日本経済は、既に述べたように前期比年率▲3.5%の大幅なマイナス成長に陥り、10～12月期も輸出と個人消費の低迷でマイナス成長が避けられないと見込まれる。但し、エコカー補助金終了の悪影響が2四半期に分散するかたちになったことから、10～12月期のマイナス成長幅は限定的なものにとどまる見込みである（当社予想は前期比▲0.1%）。

こうした2四半期連続のマイナス成長見通しは、日本経済が既にテクニカル・リセッションへ陥った可能性が高いことを意味する。加えて、景気動向指数などを参考にすれば、内閣府も2012年半ばから下期を景気後退と認定する可能性が高いだろう。

成長率予想は2012年度0.9%、2013年度1.6%、2014年度▲0.8%

2012年下期の景気低迷が想定よりも深刻になり、かつ日本の輸出が持ち直す時期が後ずれしたため、2012年度の成長率予想は大幅な下方修正が避けられない。当社では2012年度の成長率予想を1.7%から0.9%へ大幅に下方修正する。輸出持ち直し時期の後ずれは、当然ながら2013年度の景気回復テンポにも悪影響を及ぼし、成長率予想の下方修正へ繋がる。2013年度の成長率予想は2.2%から1.6%への引き下げである。消費税率引き上げによる駆け込み需要が成長率を0.8～

景気動向指数CII一致指数（2005年=100）



(Source) Cabinet Office

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 予想	2013 予想	2014 予想
実質GDP	▲0.0	0.9	1.6	▲0.8
国内需要	1.0	1.6	1.8	▲1.0
民間需要	0.6	1.1	2.3	▲1.3
個人消費	1.2	1.0	1.8	▲1.4
住宅投資	3.8	3.7	11.7	▲15.9
設備投資	1.1	0.3	1.5	1.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府消費	1.9	2.1	1.4	1.3
公共投資	2.9	8.1	▲4.6	▲6.6
純輸出(寄与度)	(▲1.0)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.2)
輸出	▲1.4	▲0.2	3.2	5.4
輸入	5.6	4.7	5.0	4.3
名目GDP	▲2.0	0.3	1.1	0.7
実質GDP(暦年ベース)	▲0.7	1.7	0.7	0.5
鉱工業生産	▲1.2	▲4.2	1.2	0.7
失業率(%, 平均)	4.5	4.3	3.9	3.6
経常収支(兆円)	7.6	4.6	3.7	5.6
経常収支(GDP比, %)	1.6	0.9	0.7	1.2
消費者物価(除く生鮮)	▲0.0	▲0.1	0.4	2.2

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

9%Pt 程度押し上げると当社では想定しており、その押し上げ分を除けば 2013 年度は 0.7～8%程度と、2012 年度の 0.9%にも届かない成長ペースにとどまる。2014 年度は、輸出が回復ペースを速め、生産面や投資面に好影響を及ぼすものの、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動により個人消費や住宅投資が大きく落ち込むため、GDP 成長率は▲0.8%と 3 年ぶりのマイナスを予想している。

デフレ脱却は 2015 年度以降に

予測期間においてインフレ率は、表面的には上昇基調を辿る。消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は 2012 年度の前年比 ▲0.1%が、2013 年度 0.4%、2014 年度 2.2%と大幅な上昇を予想している。但し、2013 年度の上昇は、電力価格や食品価格の上昇、駆け込み需要の影響によるところが大きく、基調的なインフレ率の高まりとは言い難い。また、2014 年度は、消費税率引き上げの影響が 2.2%Pt 含まれるため、当社の予想は実質的にはゼロインフレである。従って、2014 年度時点でもデフレ脱却とは言い難く、日本経済のデフレ脱却が実現するのは 2015 年度以降になると考えている。

早ければ 12 月にも追加金融緩和

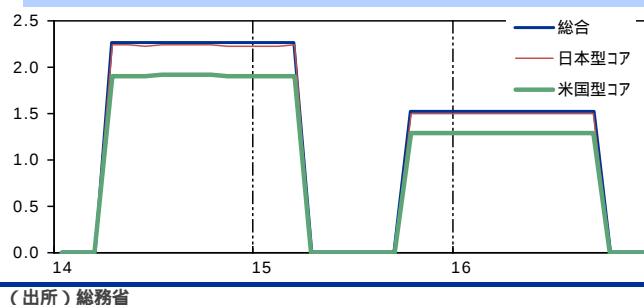
当社の成長率及びインフレ予想の下で、日本銀行は極めて難しい金融政策の舵取りを迫られる。まず、2012 年度について、下方修正後の当社成長率予想 0.9%は、日本銀行が 10 月展望レポートで示した成長率見通しの 1.5%を大きく下回っている。早ければ 12 月の決定会合で、遅くとも来年 1 月の決定会合で示す中間評価において、日銀は見通しの下方修正を迫られる見込みである（12 月であれば定性的な下方修正）。そのため、9 月・10 月に続き、12 月もしくは来年 1 月に追加の金融緩和が実施される可能性が高い。

その後についても、日本銀行にはイバラの道が待っている。日本銀行は 2014 年度平均の消費者物価上昇率を、消費税率引き上げの影響を除いたベースで 0.8%と予想し、2014 年度内に物価安定の目途である 1%に到達することを視野に入れている。しかし、当社の 2014 年度ゼロインフレ予想も示すように、2014 年度の目途到達には民間サイドから、既に多くの疑問が投げかけられている。

2014 年度の 1%到達が難しいとの議論が高まれば、日本銀行への追加緩和圧力は増す。そうした緩和圧力は、消費税率引き上げを抑えた 2013 年度後半から、駆け込み需要の反動減が顕現化する 2014 年度前半にかけて特に高まることになるだろう。

消費税率引き上げのCPIへの影響

消費税率引き上げによる変動のみ、需給ギャップ変動の影響は含まず。



【10月展望レポートにおける政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CGPI	CPI
2012年度	10月 展望レポート	+1.4～+1.6 (+1.5)	▲1.2～▲0.9 (▲1.1)	▲0.1～▲0.1 (▲0.1)
	7月 中間評価	+2.2～+2.4 (+2.2)	▲0.3～0.0 (▲0.2)	+0.1～+0.3 (+0.2)
2013年度	10月 展望レポート	+1.3～+1.8 (+1.6)	+0.1～+0.7 (+0.5)	+0.2～+0.6 (+0.4)
	7月 中間評価	+1.6～+1.8 (+1.7)	+0.6～+0.8 (+0.6)	+0.5～+0.7 (+0.7)
	消費税率引き上げの 影響を除いたケース	(+1.3)	-	-
2014年度	10月 展望レポート	+0.2～+0.7 (+0.6)	+3.7～+4.4 (+4.2)	+2.4～+3.0 (+2.8)
	消費税率引き上げの 影響を除いたケース	(+1.3)	+0.8～+1.5 (+1.3)	+0.4～+1.0 (+0.8)

1括弧内は政策委員見通しの中央値。

2成長率見通しに関する消費税率引き上げの影響を除いたケースは当社による単純試算。