

日本経済情報 2012年12月号

Summary

【内 容】

1. 経済見通し微修正

- (1) 2012年度予想を僅かに引き上げ
- (2) 2013・2014年度は据え置き

2. 選挙と金融政策

- (1) 爭点が曖昧な衆院選
- (2) 追い込まれる日本銀行

3. 経済動向分析

- (1) 日本経済は4月から景気後退局面
- (2) 日銀短観が景気後退を追認
- (3) 輸出は10月も減
- (4) 鉱工業生産は10～12月期も減少
- (5) 設備投資の先行きは暗い
- (6) 雇用需給が弱含み
- (7) 個人消費は10月に持ち直したが…
- (8) インフレ動向に好転の兆なし

巻末:

日本主要経済指標

12月10日に公表された2011年度GDP確報及び2012年7～9月期2次QEにより、2012年度の発射台が1.4%Ptから1.7%Ptへ0.3%Ptも高まった点等を反映し、2012年度の成長率見通しを従来の0.9%から1.0%へ若干引き上げる。2013年度以降については2013年度1.6%、2014年度0.8%と据え置く。

2012年10～12月期は、日中間のトラブル等により海外経済回復の恩恵が遮断され、輸出の減少が続く一方、輸出減少などを映した設備投資の抑制やエコカー補助金終了を受けた自動車販売の減少などにより民間需要も低調が見込まれるため、7～9月期の前期比年率3.5%に続くマイナス成長を予想している。年明け2013年1～3月期には輸出回復とエコカー補助金の反動減一巡などを受けて、プラス成長へ復帰する見込みである。

2013年度に予想している成長加速は、輸出回復と2014年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要によるものである。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3年ぶりのマイナスに転落すると予想している。

衆院選後に政治サイドから強まる緩和圧力に先手を打つかたちで、12月会合において、日本銀行は追加金融緩和へ踏み切ると予想される。そもそも経済状況に照らし、追加金融緩和は十分に正当化される状況にある。その後についても、2014年度にインフレ率が物価安定の目途である1%へ到達することは難しいと見込まれるため、金融緩和が続く見込みである。

景気基準日付算出に用いられるHDIを試算すると、2012年4月から景気後退を意味する50%割れに陥っている。これは月次で公表される景気動向指数のCI一致指数がピークアウトした時期とも一致する。実際の景気基準日付の認定は、景気基準日付委員会が2013年以降に行うと見込まれるが、HDIに基づけば、「日本経済が2012年3月を山として4月から景気後退局面に入った」と判断される可能性が高い。これは実質GDP成長率のや短観の業況判断DIの落ち込みとも整合的である。

伊藤忠経済研究所

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

1. 経済見通し微修正

(1) 2012年度予想を僅かに引き上げ

12月10日に公表された2011年度GDP確報及び2012年7~9月期2次QEを踏まえ、成長率見通しを微修正する。主因は、2011年度成長率が0.0%から0.3%へ上方修正され、2012年度の発射台(いわゆるゲタ)が1.4%Ptから1.7%Ptへ0.3%Ptも高まった点である。当社では、ゲタの変更に、2012年4~6月期及び7~9月期の修正などを加味した上で、2012年度成長率見通しを従来の0.9%から1.0%へ若干引き上げる。

四半期ベースでは7~9月期の前期比年率

3.5%に続き、10~12月期もマイナス成長を予想しており、日本経済はテクニカル・リセッション入り¹したと判断される。後述するように、日本において景気基準日付の設定権限を有する景気動向指数研究会(内閣府)も2012年3月をピークに4月から日本経済が景気後退局面に入つたと、将来、認定する見込みである。

10~12月期のマイナス成長は、日中間のトラブル等により海外経済回復の恩恵が遮断され、輸出の減少が続く一方、輸出減少などを映じた設備投資の抑制やエコカー補助金終了を受けた自動車販売の減少などにより民間需要も低調が見込まれるためである。マイナス成長は従来からの想定通りだが、10月の月次統計や7~9月期GDPの改訂などを勘案し、10~12月期成長率予想を前期比0.1%・年率0.2%から前期比0.2%・年率0.7%へ若干引き下げる。なお、2013年1~3月期には輸出回復とエコカー補助金の反動減一巡などを受けて、プラス成長へ復帰する見込みである。

(2) 2013・2014年度は据え置き

2013年度以降の成長率については、従来見通しの2013年度1.6%、2014年度



日本経済の推移と予測(年度)

前年比、%、%Pt	2011	2012	2013	2014
	実績	予想	予想	予想
実質GDP	0.3	1.0	1.6	0.8
国内需要	1.3	1.8	1.7	1.0
民間需要	1.4	1.1	2.2	1.3
個人消費	1.6	1.2	1.8	1.4
住宅投資	3.7	3.8	11.7	15.9
設備投資	4.1	0.6	1.6	1.7
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
政府消費	1.5	2.5	1.5	1.3
公共投資	2.3	11.7	5.2	6.6
純輸出(寄与度)	(1.0)	(0.7)	(0.2)	(0.2)
輸出	1.7	1.4	2.5	5.4
輸入	5.2	3.6	4.0	4.3
名目GDP	1.4	0.5	1.1	0.7
実質GDP(暦年ベース)	0.6	2.0	0.6	0.5
鉱工業生産	1.2	2.7	1.5	0.7
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.6
経常収支(兆円)	7.6	4.8	3.5	5.4
経常収支(GDP比、%)	1.6	1.0	0.7	1.1
消費者物価(除(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。

¹ 4~6月期も前期比年率0.1%とマイナス成長であり、当社予想通りであれば、3四半期連続となる。但し、マイナス幅は僅かであり、今後の改訂によりプラス成長となる可能性が残るほか、閏年の処理による押し下げもあることから、4~6月期のマイナス成長を過度に強調すべきではないだろう。

0.8%を据え置く。2013年度の成長加速は、輸出回復と2014年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要によるものである。当社では駆け込み需要が成長率を0.8~9%Pt程度押し上げると想定している。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1.0%を下回る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3年ぶりのマイナスを予想している。

予測期間においてインフレ率は、表面的に上昇基調を辿る。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。

2. 選挙と金融政策

(1) 争点が曖昧な衆院選

解散に伴う第46回衆議院議員選挙は今週末12月16日に投開票が行われる。史上最多の12政党が争う乱戦だが、メディアの世論調査では自民党が過半数を大きく上回る勢いと報じられている。公示前の序盤戦こそ安倍自民党総裁の積極金融緩和発言が物議を醸したが、その後は党首討論がネット中継されるなど露出は多いにも関わらず、終盤戦に至るまで論戦は盛り上がりを欠いている。こうした選挙戦を反映し、世論調査では未だ投票先を決定していない有権者が極めて多数に上る模様である。

論戦が盛り上がらない最大の理由は、各党の公約やマニュフェストが、縁日の「わたあめ」のようであるためではないだろうか。いずれも、選挙に勝利し議席を確保することが第一目標となっており、国民に示して判断をあおぐべき痛みは記さず、「わたあめ」のように甘い政策や感情に訴える記載ばかりが目立つ。全体を貫く一貫した論理や意思を欠くために、選挙が終われば「わたあめ」と同じく萎んでしまいそうである。ほとんどの党が示した政策は、TPPやエネルギー政策、社会保障、財政再建などの重要事項について、曖昧もしくは実現性を担保しない内容にとどまり、政策提示を通じた有権者への政党選択機会の提供としては極めて不十分である。例えば、社会保障については、主たる政党全てが何らかの給付拡充を謳うが、財政再建との整合性や世代間格差の解決に向けた方策については触れられていない。また、TPP参加に否定的な政党が多いが、否定した場合に代替策として提示すべき貿易・成長戦略については、ほとんど示されていないのが現状である。

先立って行われた米国の大統領選挙及び議会選挙では、民主党と共和党の政策対立が極めて明確だった。明確でありすぎたが故に、選挙によって分断された米国民を如何にして一つにまとめるかが、二期目のオバマ大統領にとって大きな課題である。一方、日本では、12つの政党が争うにも関わらず、国民に対して対立軸や争点を提示することに成功していない。というよりも、争点の明確化を回避していると言える。日米の選挙のいずれが望ましいかは、歴史的・文化的な背景にも依存するため、一概に決定できるものではない。ただ、将来へ先送りできない大きな問題をいくつも日本が抱えている

ことを踏まえれば、選択肢の提示を回避して行う国政選挙にいかほどの意味があるか疑問である。

(2) 追い込まれる日本銀行

多くの重要政策に関する展望は現時点で曖昧なものにとどまるが、衆議院選挙後に高い確率で予想されるのは、日本銀行への金融緩和圧力の高まりである。

日本銀行は、政治サイドからの圧力に先手を打つかたちで 12 月 19 ~ 20 日の金融政策決定会合において、追加金融緩和へ踏み切ると予想される。そもそも経済状況に照らし、追加金融緩和は十分に正当化される状況にある。日本銀行は半期に一度の 10 月展望レポートにおいて 2012 年度の成長率を 1.5% と予想した。しかし、7 ~ 9 月期の前期比年率 3.5% もの大幅なマイナス成長もあり、その予想実現は極めて厳しい状況にある。冒頭で示したように、当社では 2012 年度の成長率が 1.0% にとどまるを見込んでいる。

10 月 30 日の決定会合で決定した金融緩和策のうち「貸出増加を支援するための資金供給の枠組み」は未だ稼働せず、効果を発揮していないため、日本銀行にとって現時点の追加金融緩和は必ずしも整合的なものではないと言える。また、展望レポートの中間評価を行う 1 月決定会合の方が、想定した成長経路からの下振れを理由とする追加金融緩和のタイミングとしては好ましいとも考えられる。しかし、金融政策の波及ラグ等を勘案すれば、想定していた成長経路からの日本経済の下振れに対し、出来る限り早いタイミングで政策対応を講じることこそが肝要である。加えて、政治サイドからの圧力も勘案し、当社では 12 月の追加金融緩和を予想する。

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 年度実質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控えた 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事になるだろう。また、自民党が掲げる 2% インフレ目標が導入されれば、ハードルは更に上がる。

【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			
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			
			+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。

3. 経済動向分析

(1) 日本経済は4月から景気後退局面

2012年7~9月期の実質GDP成長率は前期比年率

3.5%と明確なマイナスに転じ、10~12月期についても、既に述べたように当社はマイナスを見込んでいる。当社予想通りであれば2四半期連続、前期比年率0.1%と極々僅かなマイナス成長だった4~6月期²を含めれば3四半期連続のマイナス成長となる。2四半期以上の連続マイナス成長は、金融市場においてテクニカル・リセッションと見做される。但し、日本や米国などにおいて、

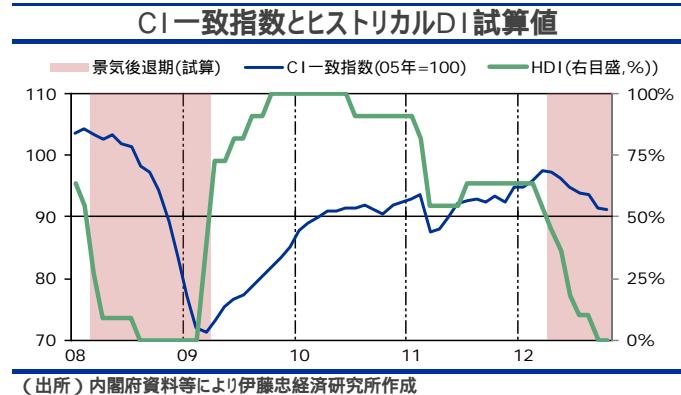
景気後退局面の認定は、特定の機関がその権限を有しており、金融市場の基準における景気循環認識が用いられる訳ではない。日本では内閣府に設置される景気基準日付委員会が、米国では全米経済研究所(NBER)が認定権限を有する。

景気基準日付の算出には、景気一致指数の構成系列の推移に基づき試算されるヒストリカルDI(HDI)が用いられる。HDIは50%を超えていれば景気拡張を、下回れば景気後退を意味する。当社が一定の仮定を置いた上で、HDIを試算すると、東日本大震災直後に生産関連データの悪化により50%近くまで低下したものの、個人消費関連データ等の好調維持により2011年後半に幾分持ち直した。しかし、2012年前半には消費関連データも落ち込んだため、ついにHDIは4月に50%を割り込んでしまった。その後もHDIは浮上せず、足元でゼロまで低下しており、景気後退認定の要件を満たしたと判断される。なお、これは月次で公表される景気動向指数のCI一致指数がピークアウトした時期とも一致する。

実際の景気基準日付の認定は、景気基準日付委員会が2013年以降に行うと見込まれるが、HDIに基づけば、「日本経済が2012年3月を山として4月から景気後退局面に入った」と判断される可能性が高い。これは前述のGDPや、後述する日銀短観の業況判断DIの推移とも、概ね整合している。

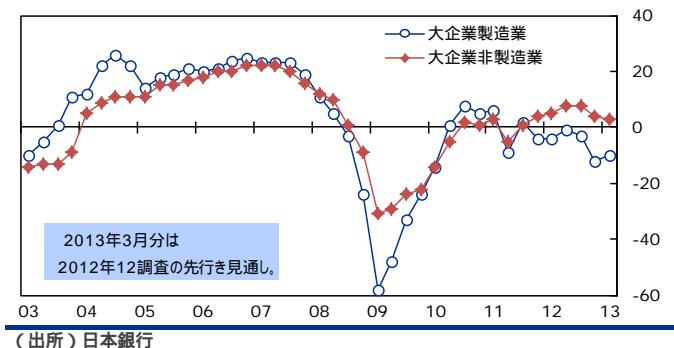
(2) 日銀短観が景気後退を追認

12月の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断DI(良い-悪い、現状)が前回9月調査の3から12へ9ポイントもの大幅悪化を記録し、輸出低迷に伴う日本経済の落ち込みを再確認させるものとなった。一方、大企業非製造業も8から4へ4ポイント悪化したが、悪化幅は製造業に比べて小さく、水準としても中立を意味するゼロを上回った。後述するように、製造業悪化の影響や、日中間トラブルによる観光客急減に



(出所) 内閣府資料等により伊藤忠経済研究所作成

大企業の業況判断DI(%Pt、良い-悪い)



(出所) 日本銀行

² 開年にに関する季節調整処理の関係でマイナス成長になったとの解釈も可能であり、4~6月期のマイナス成長をどの程度重視すべきかは微妙な問題である。

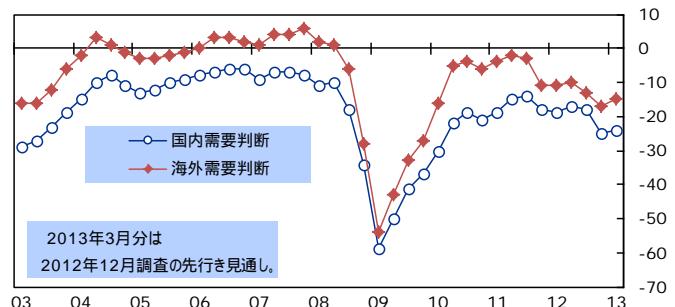
による押し下げは認められるが、非製造業は相対的に見れば底堅さを維持し、今後に向けて多少の明るさも示した。

製造業の業況判断悪化の主因は、海外需要鈍化と日中間のトラブルによる輸出低迷である。輸出低迷を受けて、大企業製造業の「海外での製商品需給判断DI(需要超過-供給超過)」は4ポイント悪化した(9月調査 13 12月調査 17)。「国内製商品・サービス需給判断DI(需要超過-供給超過)」は海外需給を上回る7ポイントの悪化(9月 18 12月 25)となったが、これは輸出減少がサプライチェーンを通じて波及したためと考えられる。実際、国内最終需要を色濃く反映する非製造業の国内製商品・サービス需給判断DIは僅か1ポイントの悪化(9月 22 12月 23)にとどまる。また、製造業の在庫判断が製商品在庫水準判断DI(過大-不足)と製商品流通在庫水準判断DI(過大-不足)の両方で3ポイント悪化しており、輸出低迷が在庫調整を通じて増幅されたことも読み取れる。まとめれば、輸出低迷がサプライチェーンを通じて幅広い製造業へ波及し、かつ在庫調整により増幅されたために、大企業製造業の業況判断DIの大幅悪化に繋がったと判断される。

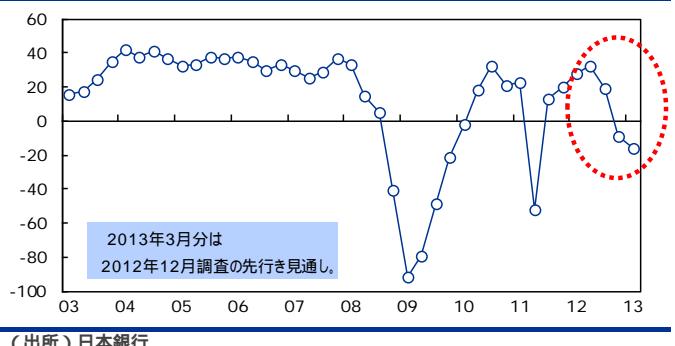
製造業を業種別に見ると、エコカー補助金終了による国内販売の落ち込みに、日中間トラブルによる中国での販売減少が追い討ちをかけた自動車が28ポイントの大幅悪化(9月 19 12月 9)を記録したのが目立つ。自動車は9月調査において先行きを5と予測しており、乖離分の4ポイント程度が日中間トラブルの影響と読める(但し、9月調査に日中問題が一定程度織り込まれていた可能性もある)。また、輸出低迷を受けた製造業の減産に伴う設備投資先送りを反映し、はん用機械(9月 9 12月 4)や業務用機械(9月 6 12月 11)も大幅な悪化となっている。

非製造業では、製造業悪化を映じて、対事業所サービス(9月 29 12月 14)や運輸・郵便(9月 4 12月 2)が大幅に低下し、全体を押し下げた。一方、住宅投資の回復や復興投資などを反映し不動産が上昇(9月 8 12月 13)、建設もほぼ横ばい(9月 1 12月 0)にとどまっている。また、個人消費関連も小売(9月 3 12月 1)と個人消費サービス(9月 23 12月 20)がともに低下こそしたもの、低下幅は小幅である。但し、宿泊・飲食サービスは、海外からの観光客急減を受けて、16ポイントもの大幅悪化を余儀なくされている(9月 6 12月 10)。

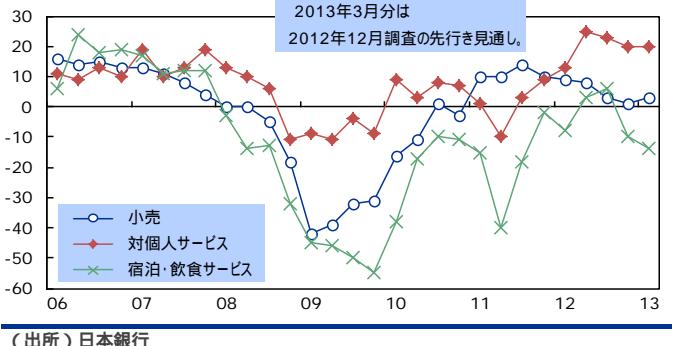
大企業製造業の需要判断DI(%Pt、需要超過-供給超過)



自動車の業況判断DI(%Pt,大企業、良い-悪い)



個人消費関連業種の業況判断DI(大企業、%Pt)



今後については、大企業製造業が現状 12 から先行き 10 へ 2 ポイント改善、非製造業は 4 から 3 へ 1 ポイントの悪化を見込んでいる。製造業では多くの業種が改善を見込む中で、自動車が 9 から 17 への悪化を見込み、全体の改善幅を圧縮しているのが目立つ。しかし、中国での日本車販売は既に改善傾向にあり、今後は円安も収益を下支えするため、自動車の業況判断は 3 月短観で方向としては改善する可能性が高い。自動車が改善となれば、サプライチェーンを通じて素材セクターへ、また事業所サービスなどへも恩恵が及ぶため、次回 3 月短観では、製造業の現状判断 DI が 12 月短観の先行き DI 10 から上振れ、非製造業も横ばいもしくは小幅の改善になる可能性が高いと見込まれる。

(3)輸出は 10 月も減少

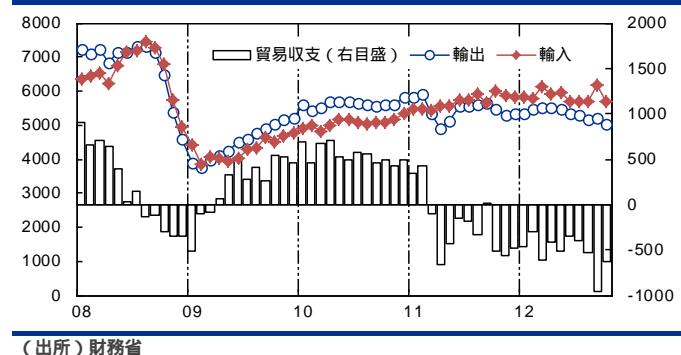
景気後退局面入りの主因の一つである輸出の低迷は、10～12 月期に入りも継続している。

貿易統計ベースの輸出額（名目輸出）は、10 月に前年比 6.5%（9 月 10.3%）と 5 ヶ月連続で減少した。前年比のマイナス幅は縮小したが、昨年の裏に過ぎず（2011 年は 9 月 2.3%、10 月 3.8%）実際、財務省試算の季節調整値では 10 月に前月比 2.8%（9 月 0.4%）価格変動の影響を除いた当社試算の実質ベース・季節調整値では 3.6%（9 月 2.3%）と共に大幅な減少である。7～9 月期までの世界経済減速や先行き不透明感を受けた需要減少と、日中間の深刻なトラブルが、日本の輸出を大きく下押ししている。

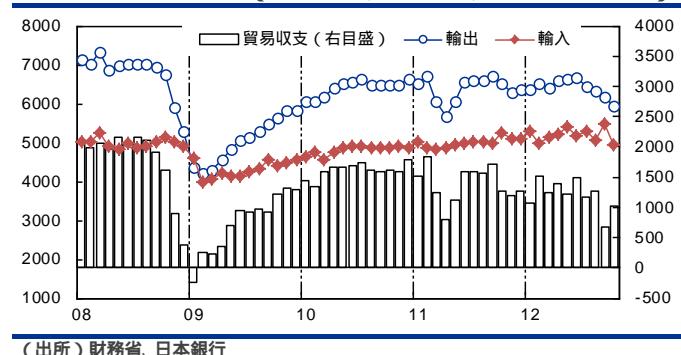
米中や一部の新興国に持ち直しの動きが見られるなど、10～12 月期に入り世界経済には回復の動きが生じ始めている。しかし、こうした世界経済回復の恩恵は日中間の深刻なトラブル等により遮断され、日本の輸出は 10～12 月期も低迷が続くと見込まれる。実際、当社の試算では 10 月の実質輸出は 7～9 月期を 5.7% も下回る水準にある（7～9 月期は前期比 5.0%）。

輸出を仕向け地別に見ると、日中間のトラブルを受けた中国向けの落ち込みが大きい。中国向け輸出の前年比は、9 月 14.1% が 10 月は 11.6% へ縮小したが、これは上述の輸出全体と同様に昨年の裏に過ぎない（2011 年は 9 月 2.7%、10 月 8.2%）。当社の試算では、中国向け輸出額は名目ベースで 10 月に前月比 4.1%（9 月 1.6%）実質ベースでは 6.0%（9 月 5.3%）と大きく落ち込んだ。実質ベースの季節調整値で、品目別の動きを見ると、自動車が主力の輸送用機器が前月比 41.2%、自動車向けが多い金属及び同製品は 20.2% と大幅な減少である。また電気機器（4.3%）

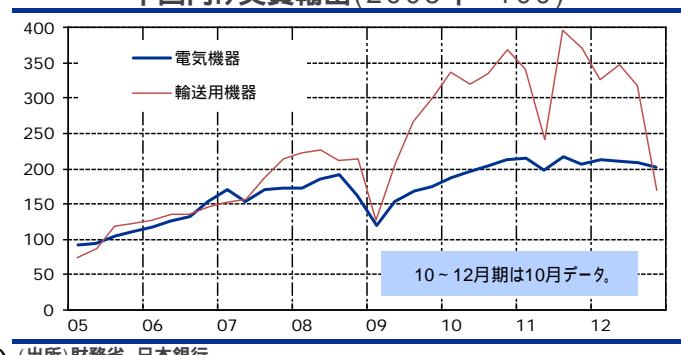
名目輸出入の推移（10億円、季調値）



実質輸出入の推移（10億円、季調値、2005年基準）



中国向け実質輸出（2005年=100）



や化学製品（ 5.5% ）の落ち込みも目立つ。

10月は中国向け以外も総じて低調だった。実質ベースの季節調整値で、米国向けが前月比 3.0% (9 月 7.4%)、EU 向けは 8.2% (9 月 6.3%) と共に大幅な減少である。また、中国向け以外のアジア向け輸出も NIEs 向けが 2.7% (9 月 3.4%)、ASEAN 向け 2.6% (9 月 2.6%) と総崩れだった。なお、中国を含めたアジア向け全体は 4.5% (9 月 0.3%) の減少である。

10月の輸入額（名目輸入）は前年比 1.6% (9 月 4.1%) と減少に転じた。財務省試算の季節調整値では前月比 7.8% (9 月 8.0%)、実質ベースの季節調整値でも 10.3% (9 月 8.6%) と大きく落ち込んでいる。10月から化石燃料の輸入業者に対し新たに環境税が課税されたため、9月に駆け込み輸入が、10月はその反動が生じたと判断される。実際、鉱物性燃料輸入は9月に前月比 22.7% と急増した後、10月に 32.0% と急減している（実質ベースの季節調整値）。

9月は輸入の急増により、季節調整値ベースの貿易赤字が 9,591 億円と連続性のあるデータに基づく限り、統計開始以来の最大に膨らんだ。しかし、9月の赤字急増は税制変更に依存した一時的な動きであり、10月の貿易赤字は 6,243 億円まで縮小している。とは言え、既に述べたように輸出の回復は遅れる可能性が高い一方、発電用燃料の輸入は高水準の推移が避けられないため、今後も高水準の貿易赤字が継続すると見込まれる。

(4) 鉱工業生産は 10 ~ 12 月期も減少

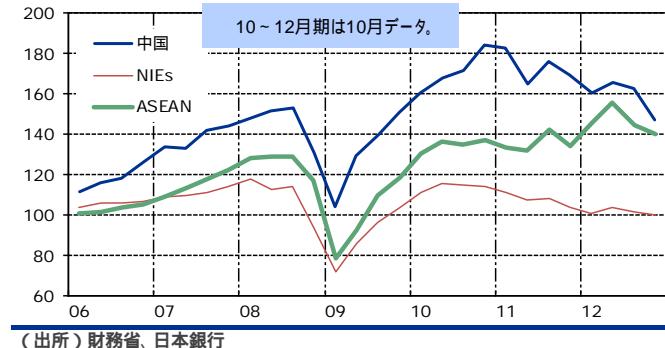
輸出減少にも関わらず、10月の鉱工業生産は前月比 1.8% (9 月 4.1%) と増加に転じた。輸出低迷を踏まえ市場では減少が予想されていたため、大幅な上振れである。加えて、生産予測では 11 月前月比 0.1% の後、12 月に 7.5% の急増が見込まれており、生産予測の前月比で延長すれば 10 ~ 12 月期は前期比 0.8% (7 ~ 9 月期 4.2%) と 3 四半期ぶりの増加に転じる。生産予測の示唆通り、10 ~ 12 月期の鉱工業生産は、本当に増加へ転じるのか。見極める上では、三つのポイントが重要である。

第一のポイントは、輸出動向との整合性である。既に述べたように実質輸出は当社の試算で 9 月前月比 2.3%、10 月 3.6% と 2 ヶ月連続で減少しており（日銀試算も 9 月 3.5%、10 月 2.9% とほぼ同じ）、世界経済減速や日中間のトラブル等を受けて低調である。それにも関わらず、10 月の鉱工業

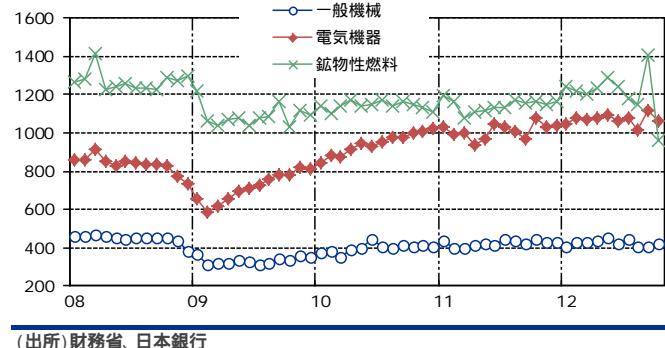
地域別実質輸出の推移（2005年=100）



対アジア実質輸出の推移（2005年=100）



実質輸入の推移（実質、2005年基準、10億円）



生産が持ち直したのは、日本企業が10月販売(輸出)の急減を見込んで、9月に生産を大幅に抑制した反動であろう。つまり、10月の販売減少を見込み、9月に生産水準を大きく切り下げるが、実際の10月販売は想定程には落ち込まなかった。それ故に10月に多少なりとも生産水準を引き上げたのだと推測される。但し、注意すべきは10月に販売が回復した訳ではなく、あくまでも減少率が想定程ではなかったという点である。

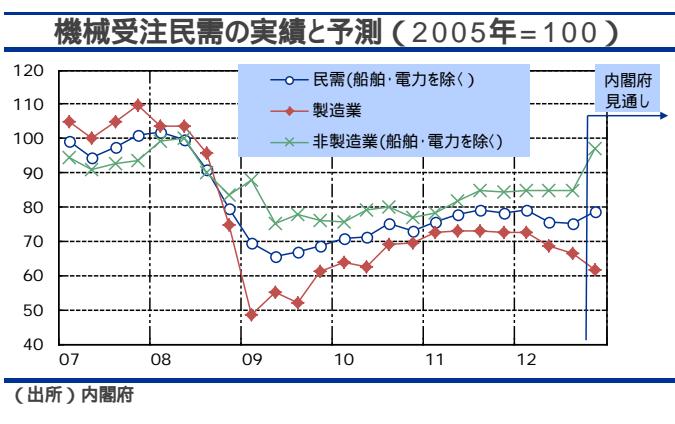
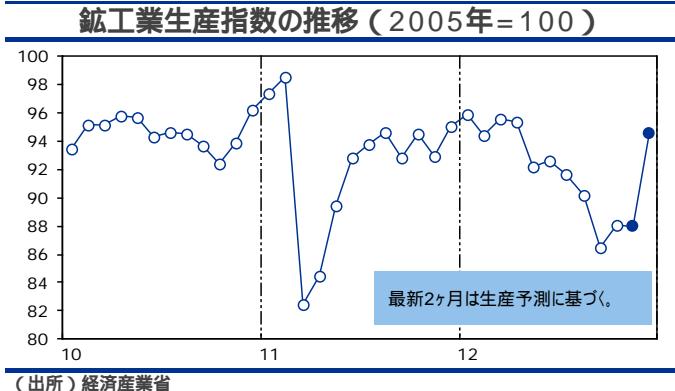
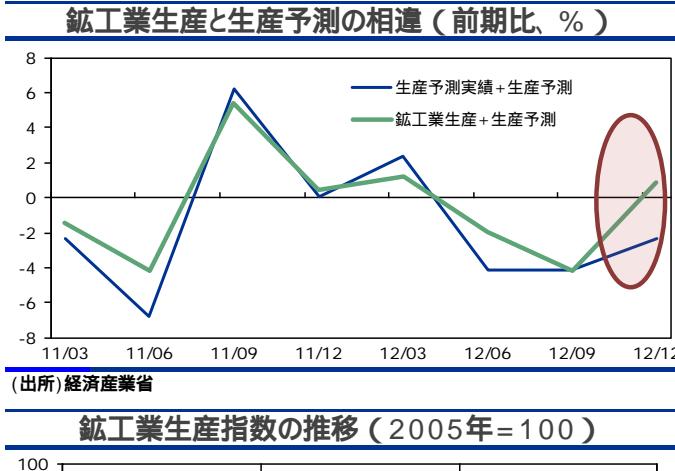
第二のポイントは、12月増産予測の不確実性である。上述の通り、12月は生産予測で前月比7.5%の急激な増産が見込まれている。増産を肯定する材料としては、世界経済の持ち直しと日中間のトラブルの悪影響の減退が指摘できる。そうした材料の方向性自体には同意できるが、変化の度合いは現時点では極めて不透明である。そのため、12月増産予測には下方修正リスクがつきまとう。

第三のポイントは、12月増産予測の数値的な解釈である。第二で指摘した不確実性を別としても、12月前月比7.5%の生産予測は、相当に割り引いて見る必要があると考えられる。発射台となる10月実績が大きく異なるためである。10月は鉱工業生産が前月比1.8%の増加だが、生産予測実績は0.9%と減少だった。10月鉱工業生産に生産予測を接続した場合、10~12月期は前期比0.8%の増加になるが、10月生産予測実績に11月及び12月の生産予測を接続した場合、10~12月期は前期比2.4%(7~9月期4.2%)と明確な減少にとどまるのである。

以上の三つのポイントを考慮し、当社では10~12月期の鉱工業生産が前期比0.8%の減少になると見込む。10~12月期の落ち込み度合いが、9月実績公表の時点で想定された4%から大きく縮小する点は素直にポジティブな動きとして解釈すべきである。しかし、10~12月期の鉱工業生産がプラスに転じ、景気が回復へ向かうと判断するのは、やや楽観的過ぎる。

(5)設備投資の先行きは暗い

10月の機械受注統計によると、設備投資の先行指標である民需(除く船舶・電力)は前月比2.6%(9月4.3%)と3ヶ月ぶりに増加した。製造業は3.6%(9月2.8%)と再び減少したものの、非製造業(除く船舶・電力)が2.8%(9月1.3%)と3ヶ月連続で増加したことが寄与している。10月こそ増加に転じたものの、受注水準は7~9月期を1.5%下回っており(7~9月期1.1%)、機械受注が上向いたと言えるほどの力強さはない。



設備投資の先行きは引き続き慎重に考える必要がある。

10～12月期の内閣府見通しは前期比5.0%（7～9月期 1.1%）と3四半期ぶりの増加が見込まれている。しかし、内閣府見通しは9月末を調査時点としているため、日中間のトラブルによる影響が十分には加味されていない可能性があり、かつ見通し調査の終了後に発注キャンセルが生じたことも想定される。そのため、10～12月期の機械受注について前期比1%程度と、3四半期連続の減少を予想する。なお、内閣府見通し達成には11・12月にそれぞれ前月比6.5%の増加が、前期比横ばいには1.6%の増加が必要である。

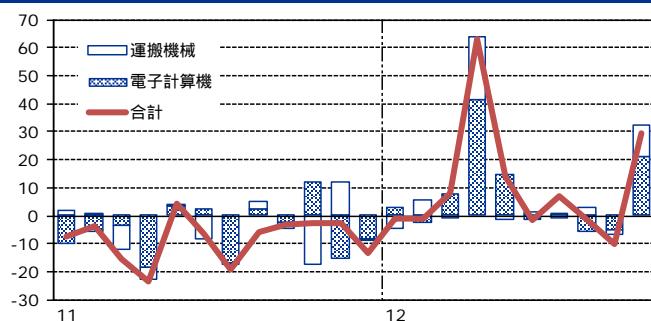
機械受注低迷の主因は製造業にある。製造業からの受注は10月に前月比3.6%（9月2.8%）と再び減少、10月水準は7～9月期を7.3%も下回っており、4～6月期前期比5.8%、7～9月期3.2%に続く大幅減少に陥る可能性が極めて高い。輸出減少を映した生産低迷による稼働率低下と先行きに対する不透明感が、製造業に設備投資の先送りや見送りを迫っていると考えられる。一方、非製造業（除く船舶・電力）は堅調に推移し、製造業の落ち込みによる悪影響を和らげている。10月は前月比2.8%（9月1.3%）と3ヶ月連続で増加し、水準で見ても7～9月期を4.9%上回っており、4四半期連続の増加を確保する可能性が高い。復興投資など建設需要の拡大を映して建設業による発注が前月比36.2%（9月17.8%）システム関連と見られる電子・通信機械を中心に卸売・小売業からの受注も36.2%（9月15.3%）と伸びている。

（6）雇用需給が弱含み

労働力調査の10月就業者数は前年差13万人と2011年11月以来の増加に転じた。季節調整値でも前月差31万人と増加しており、雇用情勢が上向いたように見える。しかし、雇用情勢の先行指標となるハローワークの新規求人件数や民間の求人広告件数は共に夏場以降の頭打ちが鮮明になっている。10月の就業者増加は景気動向に遅行しての動き、もしくは労働力調査につきものの振れの範囲と認識しておくべきであろう。

一方、賃金情勢は引き続き一進一退のままである。常用労働者全体で見ると、所定内賃金は緩やかな低下が続き、フルタイム労働者は若干のプラスだが大震災に伴う昨年の低下を加味すれば横ばい圏内に過ぎない。なお、10月は全体とフルタイムが共に明確なプラスとなっているが、速報段階であり、最近の改訂傾向を踏まえれば、確報にて大幅

卸売・小売業からの品目別受注（前年比、%）



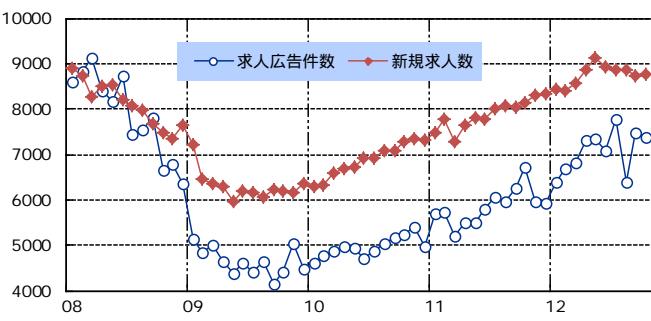
（出所）内閣府

完全失業率と就業者数（万人、%）



（出所）総務省

求人状況の推移（年率換算、千件）



（出所）社団法人全国求人情報協会、厚生労働省

な下方修正が見込まれる。

10月までを見る限り、雇用・所得情勢は大幅な悪化には至っていない。しかし、求人関連データは今後の弱含みを示唆しているのである。

(7)個人消費は10月に持ち直したが…

個人消費は、7~9月期にGDPベースで前期比0.4%と落ち込んだ後、10月は需要側データに持ち直しの動きが見られる。しかし、供給側データや販売側データは一層の悪化こそ回避しているものの、低水準で不況となっている。

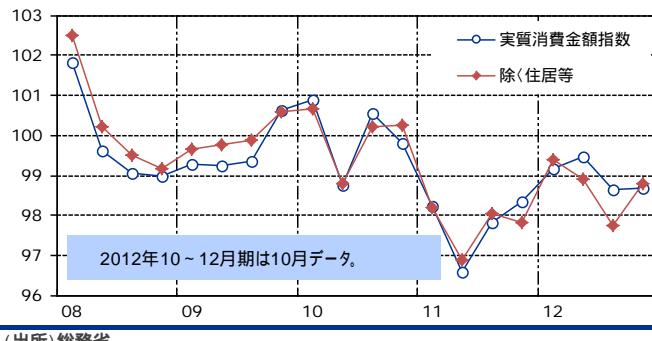
需要側の代表的な統計である家計調査によると、10月の実質消費支出は、家具・家事用品や教養娯楽関連の支出が伸び前月比0.6%（9月-1.9%）と増加に転じた。本来は住宅投資としてカウントされる住居関連支出等を除いたベースでは前月比2.0%（9月2.7%）とより明確に持ち直しており、10月の水準は7~9月期を1.1%上回っている（7~9月期前期比1.2%）。一方、供給側データである消費財総供給（国内出荷+輸入-輸出）は10月に前月比0.2%（9月5.9%）と3ヶ月ぶりに僅かながら増加した。しかし、8月前月比2.0%、9月5.9%と大きく落ち込んだため、10月水準は7~9月期平均を4.5%も下回っており、不況と言える。自動車販売の低迷を反映し、耐久財の落ち込みが目立つ。最後に販売側データである小売業販売を見ると10月は名目ベースで前月比0.7%（9月3.5%）当社試算の実質ベースで0.1%（9月3.3%）といずれも10月に2ヶ月ぶりの増加へ転じた。

しかし、9月の落ち込みが厳しかったために10月水準は7~9月期を名目ベースで1.2%、実質ベースで1.5%下回っており、供給側データと同様に不況との評価が妥当である。

需要側データと供給側データを統合するかたちで内閣府が試算している消費総合指数は、上述した需要側データの持ち直しを反映し、10月に前月比0.5%（9月0.5%）と上昇、10月水準は7~9月期を上回っている。但し、サンプル数が限られる家計調査は振れが大きく、販売側データと供給側データは明らかに不況であり、更に今後の雇用所得環境の悪化見通しや消費者マインドを示す消費者態度指数の悪化（9月40.1 10月39.7 11月39.4）も加味すれば、10~12月期の個人消費を楽観視すべきではないだろう。

なお、エコカー補助金終了の影響が注目される新

家計調査における消費支出の推移（2010年=100）



消費財総供給の推移 (2005年=100)



小売業販売 (2005年=100、四半期)



(出所) 経済産業省等より当社試算

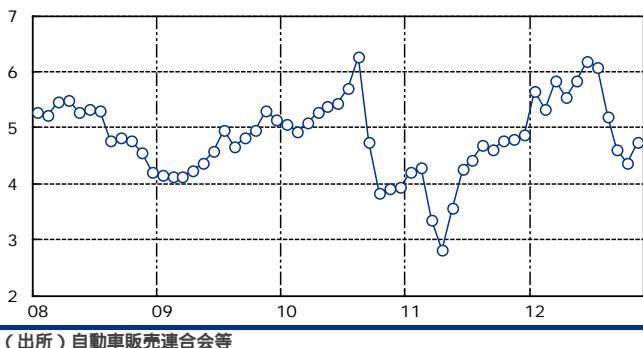
車販売台数は、当社試算の季調値で10月まで4ヶ月連続で減少、合計で3割程度も減少した後、11月に前月比8.2%と増加に転じた。前回エコカー補助金後の調整を参考にすれば、10月までで月次ベースの調整は概ね終了したと判断され、今後は緩やかに持ち直す可能性が高い。しかし、10~11月平均は7~9月期を14%程度も下回っており、10~12月期に新車販売が減少し、個人消費を大きく下押すことに変わりはない。

(8)インフレ動向に好転の兆なし

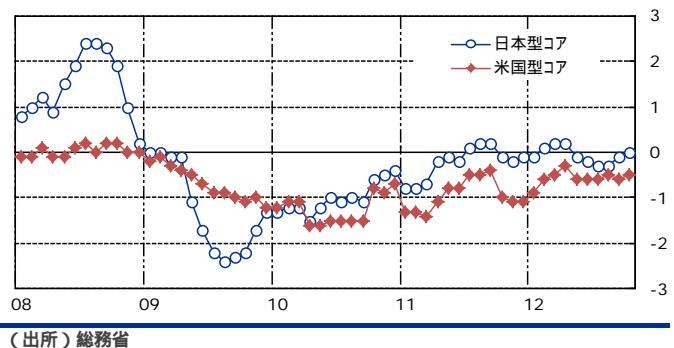
10月の全国消費者物価指数(CPI)は、「生鮮食品を除く総合(日本型コア)」が前年比0.0%(9月0.1%)へ、また「食料及びエネルギーを除く総合(米国型コア)」も0.5%(9月0.6%)へマイナス幅が縮小した。しかし、季節調整値で見ると、日本型コアと米国型コアは共に前月比0.1%と下落、当社が物価トレンドを把握するために試算している刈り込み平均CPI前年比は前年比0.15%(9月0.18%)とほぼ横ばいにとどまっており、10月にインフレ動向が上向いたとは判断されない。なお、東京都区部11月速報やエネルギー価格動向を踏まえると、11月の全国・日本型コアは前年比0.1%(10月0.0%)と再びマイナス圏へ転じる。

10月の品目別内訳を見ると、マイナス幅の縮小に寄与したのは、テレビ(9月前年比4.7% 10月1.8%)と外国パック旅行(9月11.6% 8.7%)に限られる。上述の刈り込み平均前年比がほぼ変わらずであったことが示すように、他の品目にはインフレ率の上昇に向けた変化は観察されない。

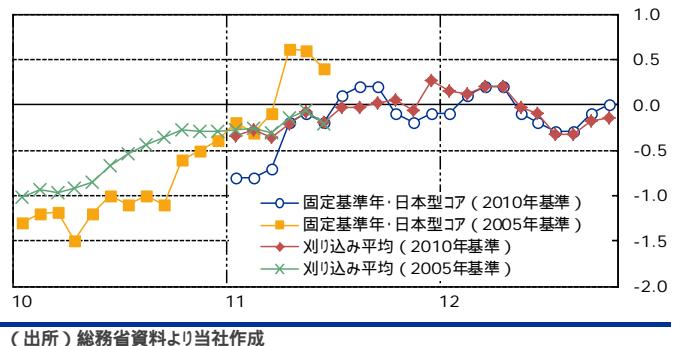
新車販売台数の推移(月次、年率、百万台)



全国CPIの推移(前年比、%)



刈り込み平均CPIの推移(前年比、%)



【日本主要経済指標】

日本の実体経済関連指標の推移

	2010 年度	2011 年度	2011年		2012年		
			7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
実質GDP	前期比%		2.5	0.1	1.4	▲0.0	▲0.9
	前期比年率%		10.4	0.3	5.7	▲0.1	▲3.5
	前年比%	3.4	0.3	▲0.5	▲0.2	3.4	3.9
実質個人消費	前期比,%	1.7	1.6	1.4	0.5	1.1	0.1
実質設備投資	前期比,%	3.6	4.1	2.2	7.3	▲2.4	0.1
実質純輸出(寄与度)	前期比,%Pt	0.8	▲1.0	0.8	▲0.7	0.1	▲0.7
実質輸出	前期比,%	17.3	▲1.7	8.8	▲3.8	3.3	0.8
実質輸入	前期比,%	12.1	5.2	3.5	1.0	2.4	1.8
名目GDP	前期比,%	1.3	▲1.4	2.3	▲0.3	1.5	▲0.5
輸出額(貿易統計)	2010 年度	2011 年度	2011年		2012年		
	前期比,%		7.9	▲4.0	1.3	▲0.2	▲4.1
輸入額(貿易統計)	前年比,%	14.9	▲3.7	0.5	▲5.5	▲1.6	4.8
	前期比,%		3.0	2.2	0.1	▲0.7	▲0.4
鉱工業生産	前年比,%	16.0	11.6	13.8	12.4	9.9	5.1
	前期比,%		5.4	0.4	1.3	▲2.0	▲4.2
機械受注 (民間需要・除(船舶・電力)	前年比,%	9.3	▲1.0	▲0.9	▲1.6	4.8	5.3
	前期比,%		1.6	▲0.7	0.9	▲4.1	▲1.1
法人企業 売上高	前年比,%	7.4	▲3.6	▲1.9	▲1.3	0.6	▲1.0
法人企業 経常利益	前年比,%	38.9	▲6.1	▲8.5	▲10.3	9.3	11.5
失業率	%	5.0	4.5	4.4	4.5	4.6	4.2
名目賃金	前年比,%	0.5	▲0.3	▲0.41	▲0.1	0.01	▲0.61
小売業販売額	前期比,%		0.5	▲1.0	4.0	▲0.5	▲2.2
	前年比,%	0.8	0.8	▲1.0	0.8	5.2	3.1
新車販売台数(含む軽)	前年比,%	▲5.7	3.3	▲15.8	22.9	47.5	62.6
住宅着工戸数	年率換算,万戸	81.9	84.1	88.3	79.6	86.2	87.8
	前年比,%	5.6	2.7	7.9	▲4.5	3.7	6.2
消費者物価指数(除く生鮮)	前年比,%	▲0.8	▲0.0	0.2	▲0.2	0.1	▲0.0

(注) 前期比、失業率及び住宅着工戸数の年率換算値は季節調整系列、前年比は原系列により算出。

東日本大震災に伴い、失業率の一部データは推計値。

主要地域の成長率推移

	2010 暦年	2011 暦年	2011年		2012年		
			7~9月	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月
米国成長率	前期比年率,%		1.3	4.1	2.0	1.3	2.7
	前年比,%	2.4	1.8	1.6	2.0	2.4	2.5
ユーロ圏成長率	前期比年率,%		0.4	▲1.4	▲0.1	▲0.7	▲0.2
	前年比,%	2.0	1.4	1.3	0.2	0.2	▲0.9
中国成長率	前年比,%	10.4	9.3	9.2	8.9	8.1	7.6

(出所) CEIC

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。