

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

日本経済見通しの改訂： 成長率予想は 2013 年度 2.0%、2014 年度 ▲0.4%(据え置き)

日本経済は短期のリセッションを昨年 12 月に脱し、回復局面入り。世界経済の持ち直しを受けた輸出回復を基点に、円安、政策刺激、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が寄与し、2013 年度は 2% 成長を確保する見込み。エネルギー価格の上昇により、インフレ率は 2013 年度からプラスへ転化するも、真の意味でのデフレ脱却は賃金にも明るい動きが生まれる 2014 年度と予想。

成長率予想は 2013 年度 2.0%、2014 年度 ▲0.4% で据え置き

2012 年 10～12 月期の四半期別 GDP 統計一次推計値（一次 QE）を踏まえ、成長率見通しの再検討を行った。当社は、安倍政権による緊急経済対策を踏まえ、1 月 17 日時点で成長率予想を 2013 年度 2.0%、2014 年度 ▲0.4% に改訂している¹。同予想において前提とした 10～12 月期の成長率は前期比 ▲0.1% であり、一次 QE の結果と一致した²。また、同予想で示した輸出持ち直しにより 1～3 月期から日本経済が回復へ向かうとのシナリオも、米中を中心とした海外経済の回復や円安進行など、国内データとしては 1 月上旬の貿易統計や鉱工業生産予測により担保されている。

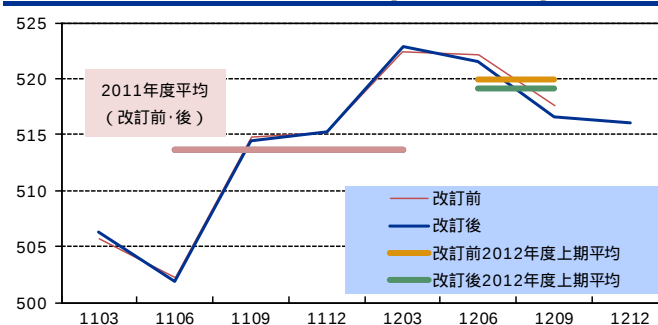
最初に結論を言えば、2013 年度 2.0%、2014 年度 ▲0.4% の成長率見直しを変更する必要は認められず、据え置きが妥当と判断する。但し、遡及改訂により 2012 年度上期（4～9 月期）の実質 GDP の水準が 0.16% も下方修正されたため、2012 年度成長率については従来見通しの 1.0% を 0.9% へ引き下げる。

当社が想定する景気シナリオに、従来から大きな変更はないが、以下のとおりである。

昨年 12 月に景気後退から脱す

10～12 月期までの 3 四半期連続マイナス成長（4～6 月期前期比年率 ▲1.0%、7～9 月期 ▲3.8%、10～12 月期 ▲0.4%）が示すように、2012 年に日本経済は短期の後退局面に陥っていたと考えられるが、昨年末に景気後退局面から脱した可能性が高い。現時点で入手

実質 GDP の改訂状況（年率、兆円）



(出所)内閣府

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	0.3	0.9	2.0	▲0.4
国内需要	1.3	1.8	2.3	▲0.6
民間需要	1.4	0.9	2.3	▲1.2
個人消費	1.5	1.4	2.0	▲1.6
住宅投資	3.7	4.8	10.7	▲15.2
設備投資	4.1	▲1.7	0.3	2.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)
政府消費	1.5	2.4	1.5	1.3
公共投資	▲2.3	13.4	6.1	0.5
純輸出(寄与度)	(▲1.0)	(▲0.9)	(▲0.3)	(0.2)
輸出	▲1.6	▲1.9	3.7	5.4
輸入	5.3	4.2	6.0	4.2
名目 GDP	▲1.4	0.3	1.3	1.2
実質 GDP(暦年ベース)	▲0.6	1.9	0.9	0.9
鉱工業生産	▲1.2	▲2.9	2.8	0.7
失業率(%、平均)	4.5	4.2	3.9	3.7
経常収支(兆円)	7.6	4.3	2.9	5.4
経常収支(GDP比, %)	1.6	0.9	0.6	1.1
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.1	0.4	2.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

¹ 詳細は 1 月 17 日付 Economic Monitor 「日本経済見通しの修正（2013 年度 2.0%、2014 年度 ▲0.4%）」を参照。

² QE 評価は 2 月 14 日付 Economic Monitor 「日本経済は 3 四半期連続のマイナス成長も先行きは明るい」を参照

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。見直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。

できる昨年 12 月迄の経済データに基づき、景気基準日付の算出に用いられるヒストリカル DI (HDI) を、当社が一定の仮定を置いた上で試算すると、2012 年 4 月に景気後退を意味する 50% 割れへ転じた後、11 月まで 50% を割り込んでいたが、12 月に 50% を大きく上回る 100% まで上昇している。4 月から低下に転じていた CI 景気一致指数も、12 月には前月差 2.5% Pt もの明確な上昇へ転じ、HDI と整合する動きを示した。

1～3 月期から回復の動きが鮮明化

12 月に短期の景気後退局面から脱した日本経済は、足元で回復の動きを強めつつある。当社では、輸出の回復を受けて 2013 年 1～3 月期にプラス成長へ転じた後、4～6 月期以降の日本経済が 輸出の増勢継続と 2012 年度補正予算による公共投資増加、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因に、成長ペースを高めていくと予想している。以下、個別に見ていく。

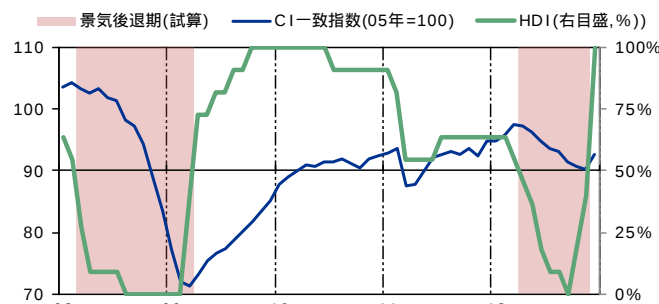
輸出の底入れ

まず、昨年 12 月に底入れの動きを示した輸出は、2013 年 1～3 月期以降、米中を中心とした海外経済の持ち直しと日中問題の悪影響緩和、円安による価格競争力向上などを受けて、増勢に復帰すると見込まれる。公表されている 1 月の上中旬データに基づけば、輸出額は昨年 5 月以来の前年比プラスへ転じる可能性が極めて高い³。また、こうした輸出の増勢は、鉱工業生産統計の生産予測データから読み取ることもできる。なお、昨年 11 月以降の円安進行は、2013 年 4～6 月期にかけて輸出数量を押し上げる見込みである。2013 年度の輸出は前年比 3.7%、鉱工業生産は 2.8% と共に 3 年ぶりの増加を予想する。こうした輸出や生産の回復は稼働率の上昇と企業収益の押し上げを経由して、昨年 1～3 月期から低調推移が続いている設備投資にもポジティブな効果を及ぼす。但し、設備投資は 4 四半期連続の減少により、極めて大きなマイナスのゲタを履いており、2013 年度は前年比 0.3% と小幅の増加にとどまる見込みである。

補正予算が公共投資を押し上げ

復興投資の執行一巡から、2013 年 1～3 月期の公共投資は 5 四半期ぶりに小幅ながら減少する可能性がある

CI 一致指数とヒストリカル DI 試算値



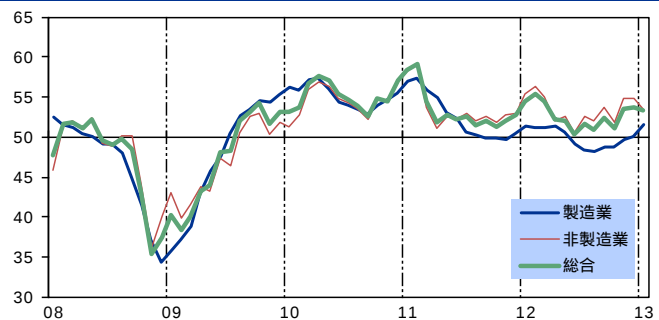
(出所) 内閣府資料等により伊藤忠経済研究所作成

世界貿易 (輸入数量、前期比年率%)



(出所) CPB

グローバル PMI (中立=50)



(出所) Bloomberg, JP Morgan

官公需の動向 (兆円、年率、季調値)



(出所) 公共工事前払金保証統計、内閣府・機械受注

³ 当社では 1 月の名目輸出を前年比 9.8% と予想している。

る。これは先行指標である公共工事請負額が昨年前半に急増した後、後半は横ばいに転じたことや、機械受注・官公需が昨年後半に急減したことから裏付けられる。しかし、4～6月期以降は、2012年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行が進むため、公共投資は再び増勢へ復帰し、日本経済の成長をサポートする見込みである。2013年度予算で公共投資が2012年度当初予算対比で増額されたことも公共投資を押し上げる。2013年度の公共投資は前年比6.1%と2年連続の増加を予想する。

高齢化による社会保障費用の増加を反映し、政府消費支出は拡大傾向が続く見込みである。但し、東日本大震災向けの対応分が剥落することから、2013年度の伸びは2012年度に比べ鈍化する。

消費税率引き上げ前の駆け込み需要

昨年10～12月期の個人消費は、耐久財消費の落ち込みを非耐久財消費とサービス消費の拡大が補った。高齢化に伴う医療関連サービス需要の拡大もあり、2013年以降もサービス消費の拡大は続く可能性が高い。

加えて、更に2014年4月に予定される消費税率引き上げが近づくにつれ、耐久財を中心に駆け込み需要が予想される。駆け込み需要の加速に伴い、個人消費の伸びは2013年度後半に顕著に高まる見込みである。当社では、2013年度の個人消費を前年比2.0%と予想している。

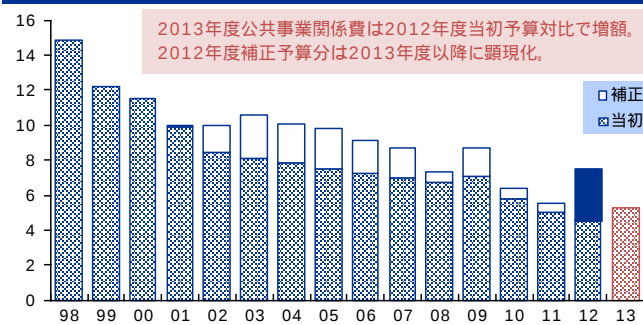
なお、エコカー補助金の終了に伴い、新車販売台数は2012年7～9月期、10～12月期と減少したが、反動減は概ね終了した模様である。消費税率引き上げと同時に自動車関連税制は縮小や廃止が行われる可能性が高い。ただ、消費税率引き上げ前と引き上げ後での、税負担の有利不利は直前まで判明しないと想定され、2013年度に新車購入の駆け込み需要が、ある程度発生すると考えられる。

建築に長い時間を要する住宅投資については、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の効果が、個人消費より早いタイミングで発生すると見込まれる。2013年度の住宅投資は前年比10.7%と二桁の増加、住宅着工戸数は2008年度以来の100万戸台を予想している。

2013年度は成長ペースが大幅に加速

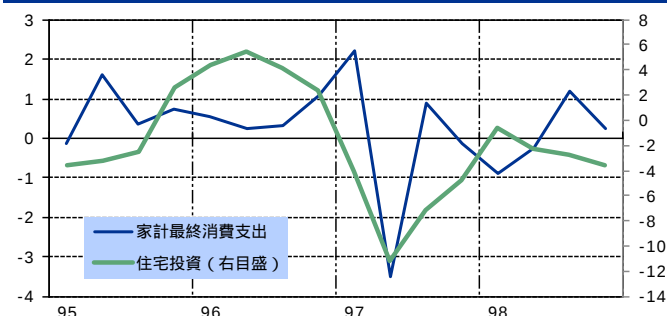
こうした三つのポジティブな要因を踏まえ、当社では、日本経済の成長率が2013年度に明確に高まると予想する。既に述べたように、成長率見通しは2012年度0.9%、2013年度2.0%、2014年度▲0.4%であ

国の公共事業関係費の推移（兆円）



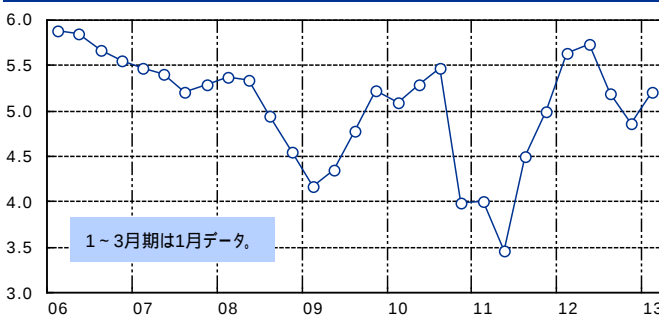
(出所)CEIC、財務省

1997年4月の消費税率引き上げ（前期比、%）



(出所)内閣府

新車販売合計（年率、百万台）



(出所)自動車販売連合会等

る。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減と増税による可処分所得目減りにより、2014 年度は小幅のマイナス成長を予想する。但し、税制などの対応によって 2014 年度の成長率予想は大きく変化する可能性がある。

デフレ脱却は 2014 年度に

当社は、生鮮食品を除く消費者物価指数（日本型コア CPI）の上昇率が 0.4%と 2013 年度からプラスに

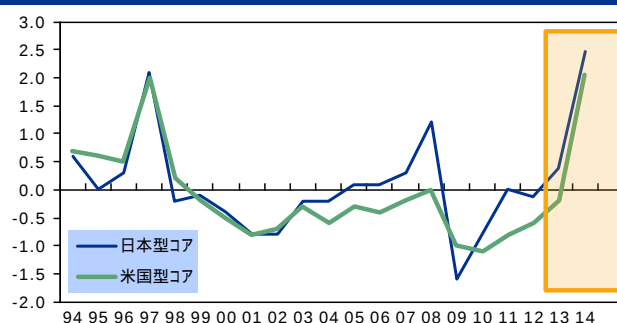
転じると見込んでいる。しかし、2013 年度はエネルギー価格上昇などによる影響が大きく、食料とエネルギーを除いたベース（米国型コア CPI）では▲0.2%とマイナス圏が続く見込みである。そのため、デフレ脱却とは言い難い。日本経済がデフレ脱却に至るのは、賃金に明るい動きが生まれ、エネルギーを除いても物価が上昇へ転じ、米国型コアもプラスとなる 2014 年度と考えている。2014 年度は、消費税率引き上げの影響を除いたベースでも、日本型コア CPI と米国型コア CPI が共に小幅のプラスとなる見込みである。2014 年度は需給ギャップの再悪化が見込まれるものの、賃金上昇や期待インフレ率の上昇、円安などの累積的な効果が上回る。2014 年度のインフレ率予想は日本型コア 2.5%、米国型コア 2.1%である（消費税率引き上げの影響を除いた場合には、日本型コア 0.2%、米国型コア 0.2%程度）。

アベノミクスに対する評価

安倍政権の誕生前から、海外経済は持ち直しへ転じ、日本の輸出にポジティブな影響を及ぼしつつあり、いわゆるアベノミクスが景気回復の主因ではない。しかし、アベノミクスがもたらした円安や財政出動による短期的な景気刺激や株高、マインド好転が 2013 年度に予想される成長加速の一因であることも間違いはない。アベノミクスが掲げる「3本の矢」すなわち金融政策、財政政策、成長戦略の組み合わせによる日本経済浮揚策は、総論として前向きな評価を与えられるものと言える。しかし、現時点で実を伴っているのは、デフレ脱却を目指しての大胆な金融緩和と財政出動による短期的な刺激策に限られ「1.5本の矢」ととどまる。特に株高や円安などは期待先行による部分が大きい。無論、そうした期待の効果を否定するものではないが、期待を幻想に終わらせないことが持続的な成長には不可欠である。

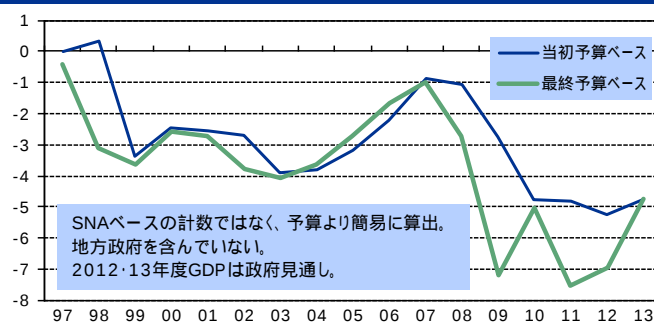
まず、金融政策については、2%物価目標に関する是非はあるものの、デフレ脱却に向けて国民の期待インフレ率に働きかけ、また金融政策が為替を経由して及ぼす影響を強く意識した点は、従来の金融政策（及び政府対応）と一線を画するものとして評価できる。一方、財政政策においては、安倍政権が 2012 年度補正予算や 2013 年度予算で打ち出した短期の景気刺激のみならず、長期の財政規律維持に向けた取り組みが重要である。2013 年度予算において歳入面で税収額が公債金による調達を当初予算ベースで 4 年ぶりに上回ったことを、安倍政権はセールスポイントとしているが、目指すべき財政規律という観点から見れば一里塚とさえ言えないレベルである。さらに、それさえも 2012 年度補正予算にツケを回し、民主党政権で計上していた予備費を減額するなどの措置を講じたが故に過ぎない。財政規律維持の姿勢を表面的に取

消費者物価上昇率の予想（前年比、%）



（出所）総務省

国のプライマリー・バランスの推移（名目GDP比）



（出所）財務省、内閣府

り繕ってはいるものの、現時点での取り組みは皆無に近い。国際公約となっている 2015 年度のプライマリーバランス赤字半減に向けて経済財政諮問会議などの場を利用して具体策を早急に策定し、財政規律維持の方針を明確化する必要がある。また、2013 年度予算では、成長戦略に向けて取り組むべき農業問題や社会保障問題などが軒並み先送りされており、日本経済の長期的な成長率回復に向けた政策対応は講じられていない。取り組むべき成長戦略のメニューは既に出尽くしており、政権がリーダーシップを発揮して実行に移すか否かの段階にある。

アベノミクスが真に価値のある政策となり、日本経済を救うか否かは、今後の対応次第である。