

日本経済情報

2013年2月号

Summary

【内容】

1. 昨年 10～12 月期の日本経済
 - (1) 3 四半期連続のマイナス成長
 - (2) 個人消費デフレーターは一進一退
 - (3) 鉱工業生産も 3 四半期連続の減少
 - (4) 雇用所得も低調
 - (5) 後退局面を 12 月に脱す
2. 経済見通しの改訂
 - (1) 成長率見通しは 2013 年度 2.0%
 - (2) 輸出の底入れ
 - (3) 補正予算が公共投資を押し上げ
 - (4) 消費税率引き上げ前の駆け込み需要
 - (5) 2014 年度はマイナス成長予測
 - (6) デフレ脱却は 2014 年度に
 - (7) アベノミクスに対する評価
3. 金融政策の行方
 - (1) 日本銀行の大きな政策変更
 - (2) 2%物価安定目標の意味
 - (3) オープンエンドの資産買入
 - (4) 次の一手は新執行部に委ねられる
4. トピックス
 - 2012 年の貿易動向
 - (1) 輸出動向
 - (2) 輸入動向

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

2012 年 10～12 月期の日本経済は前期比 0.1%と 3 四半期連続のマイナス成長を余儀なくされた。10～12 月期は内需が若干持ち直し、外需の落ち込みも前期から和らいだものの、プラス成長には届かなかった。民間最終消費支出（個人消費）デフレーターは 10～12 月期こそ 0.6%と 7～9 月期 1.0%からマイナス幅が縮小したものの、2011 年後半以降は一進一退で明確な改善傾向が確認できない。少なくとも昨年 10～12 月期の時点で、日本経済はデフレ脱却を射程に捉えてはいない。

日本経済は昨年 4 月に陥った景気後退局面から 12 月に脱したと考えられる。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。

昨年 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。

三つの要因が作用し、日本経済の成長率は 2012 年度の 0.9%が 2013 年度には 2.0%へ明確に高まる見込みである。但し、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 0.4%と小幅のマイナス成長が予想される。

消費者物価指数は 2013 年度に 0.4%とプラスに転じる見込みだが、エネルギー価格上昇の影響が大きい。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る 2014 年度と考えている。

アベノミクスの「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は、前向きの評価を与えられる。しかし、現時点で実を伴うのは、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」にとどまる。財政規律の具体化と成長戦略の実行を急ぎ、早急に「3本の矢」にする必要がある。

1. 昨年 10～12 月期の日本経済

(1) 3 四半期連続のマイナス成長

内閣府が公表した四半期別 GDP 統計一次推計値（一次 QE）によると、2012 年 10～12 月期の日本経済は前期比 0.1%、年率 0.4%と 3 四半期連続のマイナス成長を余儀なくされた。当社予想の前期比 0.1%、年率 0.3%にほぼ一致し、想定通りの結果である。市場予想は前期比 0.1%とプラスだったため符号が異なるが、ゼロ近傍には変わらず、サプライズは小さい。また、後述するように日本経済は昨年 12 月に短期の後退局面を脱し、2013 年 1～3 月期にはプラス成長へ復帰する可能性が高い。3 四半期連続のマイナス成長は、あくまでも過去の結果と認識すべきである。

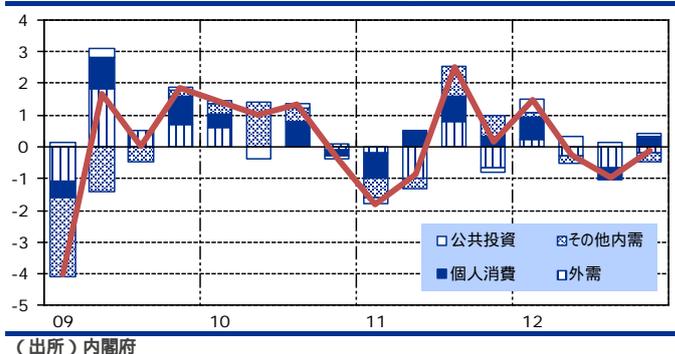
10～12 月期実績の公表に伴い、4～6 月期は前期比年率 1.0%（改訂前 0.1%）、7～9 月期も 3.8%（改訂前 3.5%）へ下方修正された。また、2012 年については、4～6 月期以降の 3 四半期がマイナス成長に陥ったものの、大震災で 2011 年が前年比 0.6%とマイナス成長に転落した反動に加え、2012 年 1～3 月期に前期比年率 6.0%の高成長で発射台が上がった（プラスのゲタを履いた）こともあり、成長率は 1.9%と明確なプラスへ転じている。

外需の落ち込みを内需で補えず

振り返れば、2012 年 7～9 月期は内外需が共に落ち込み、日本経済は年率 3.8%の大幅な落ち込みを余儀なくされた。10～12 月期は内需が若干持ち直し（7～9 月期前期比寄与度 0.3%Pt 10～12 月期 0.1%Pt）、外需の落ち込みも前期から和らいだものの（7～9 月期 0.7%Pt 10～12 月期 0.2%Pt）、プラス成長には届かなかった。

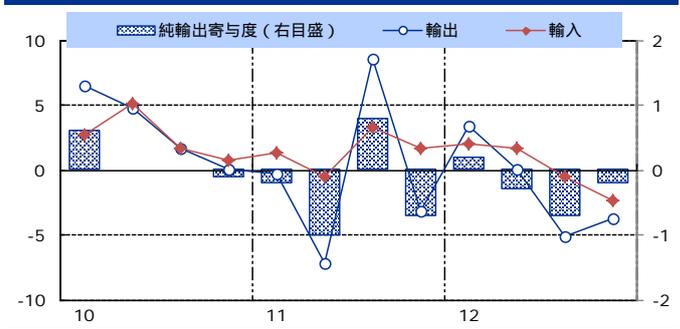
10～12 月期に日本経済を押し下げたのは、引き続き輸出の大幅な減少である。輸出は 10～12 月期に前期比 3.7%（7～9 月期 5.1%）と 2 四半期連続で減少、輸出だけで成長率を 0.5%Pt、輸入を控除した純輸出でも 0.2%Pt 押し下げた。輸出減少に伴う稼働率低下などを受けて、製造業を中心に設備投資は冷え込み、10～12 月期に 2.6%（7～9 月期 3.6%）と 4 四半期連続で減少している。また、7～9 月期に前期比寄与度 0.3%Pt と積み上がった在庫投資が、10～12 月期に 0.2%Pt と削減されたことも成長率を押し下げた。

実質GDP成長率の動向（前期比、%）



(出所) 内閣府

輸出入の動向（前期比、%、%Pt）



(出所) 内閣府

実質GDP成長率の推移

	2012年			10～12月	
	前期比,%,%Pt	1～3月	4～6月	前期比	寄与度
実質GDP		1.5	0.2	1.0	0.1
（前期比年率%）		6.0	1.0	3.8	0.4
（前年比%）		3.4	3.8	0.4	0.2
国内需要		1.3	0.0	0.3	0.1
民間需要		0.9	0.4	0.6	0.2
個人消費		1.2	0.0	0.5	0.4
住宅投資		1.7	2.2	1.6	3.5
設備投資		2.6	0.2	3.6	2.6
在庫投資（寄与度）		(0.4)	(0.4)	(0.3)	0.2
公的需要		2.6	1.5	0.8	0.7
政府消費		1.5	0.4	0.4	0.6
公共投資		8.4	6.1	2.5	1.5
純輸出（寄与度）		(0.2)	(0.3)	(0.7)	0.2
輸出		3.4	0.0	5.1	3.7
輸入		2.1	1.7	0.5	2.3
名目GDP		1.4	0.5	1.1	0.1
（前年比%）		2.3	2.9	0.4	0.4
デフレーター（前年比%）		1.0	0.9	0.8	0.2

(出所) 内閣府

個人消費と公共投資が好調

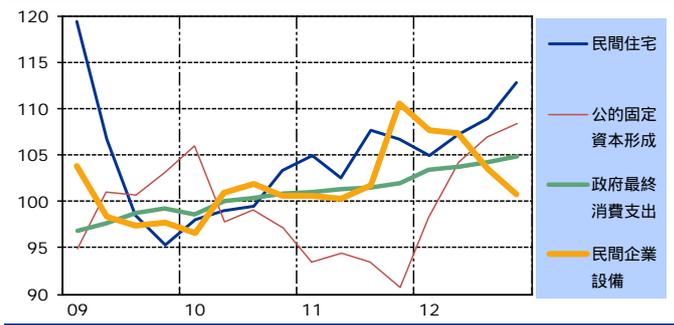
そうした輸出や設備投資の下押しを和らげたのは、個人消費の予想を上回る回復と復興予算の進捗を受けた公共投資の4四半期連続の増加である。実質雇用者報酬が前期比0.5%（名目では0.3%）と減少、また消費者態度指数が低下するなどマインドは悪化したにもかかわらず、非耐久財支出やサービス支出を中心として、個人消費は前期比0.4%（7～9月期0.5%）と力強い回復を示した。なお、エコカー補助金の終了を受けて耐久財消費は6.5%と大きく落ち込んでいる。消費税率引き上げを睨んでの住宅前倒し購入意欲の高まりも寄与し、住宅投資は前期比3.5%と3四半期連続で拡大した。公共投資は10～12月期に前期比1.5%と4四半期連続で増加したが、2012年1～3月期の前期比8.4%をピークに増勢は鈍化してきている（4～6月期6.1% 7～9月期2.5% 10～12月期1.5%）。

(2)個人消費デフレーターは一進一退

安倍政権が最重要課題とするデフレ脱却を考えるために、GDPデフレーターを見ると、前年比0.6%（7～9月期0.8%）とマイナス幅が縮小し、2011年をボトムに改善傾向にある。但し、消費者物価に対応する民間最終消費支出（個人消費）デフレーターは10～12月期こそ0.6%と7～9月期1.0%からマイナス幅が縮小したものの、2011年後半以降は一進一退で明確な改善傾向が確認できない。これは、消費者物価指数が一進一退の推移となっていることとも概ね整合的である。少なくとも昨年10～12月期の時点で、日本経済はデフレ脱却を射程に捉えてはいない。

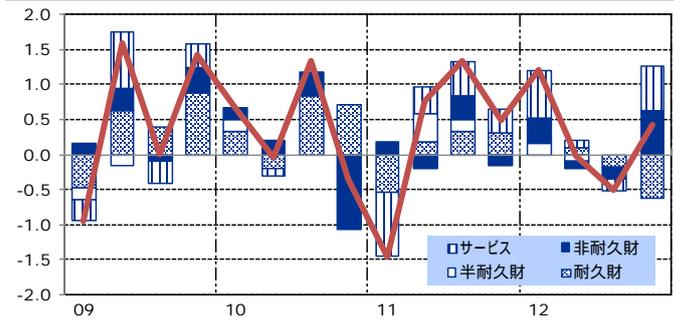
なお、今後のGDPデフレーターの動きについては解釈に注意が必要と言える。計算方法もあり、GDPの控除項目である輸入デフレーターの上昇がGDPデフレーターを押し下げ、個人消費を中心とする国内需要デフレーターとGDPデフレーターの動きが乖離する可能性があるためである（2008～2009年の動きを想起されたい）。GDPデフレーターは、各需要項目の価格動向のみならず、需要項目の実質ベースの変動（特に輸出入）や価格転嫁のタイミングに大きく左右される。

個人消費以外の内需項目推移（2010=100）



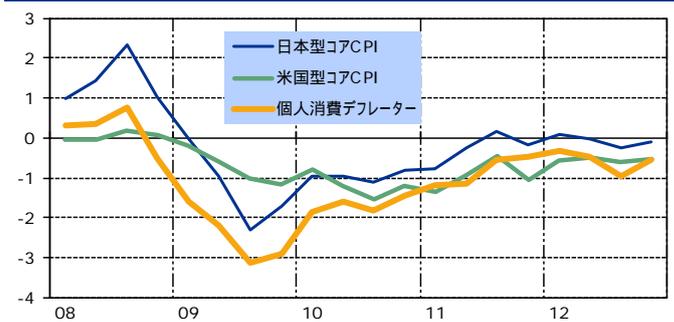
(出所)内閣府

個人消費の動向（前期比、%、%Pt）



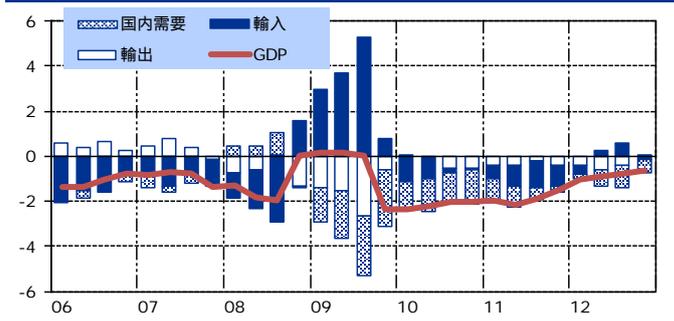
(出所)内閣府

インフレ指標の推移（前年比、%）



(出所)内閣府

GDPデフレーターの寄与度分解（前年比、%）



(出所)内閣府

デフレ脱却については、GDP デフレーターよりは、家計が直面する物価変動を総合的に示す個人消費デフレーターや消費者物価の動向で判断するべきと考えられる。

(3) 鉱工業生産も 3 四半期連続の減少

需要項目やデフレーター以外の動向について補足すると、まず鉱工業生産は 2012 年 10～12 月期に前期比 1.9% (7～9 月期 4.2%) と 3 四半期連続で減少し、GDP の減少と概ね整合的な動きを示した。在庫調整の進展を受けて電子部品・デバイス工業が多少持ち直したものの、エコカー補助金の終了に伴う国内需要減少や日中問題による中国販売の落ち込みを受けて自動車を主力とする輸送機械工業が 2 四半期連続で落ち込み、全体を大きく押し下げた。また、世界的な設備投資の抑制を受けて、資本財が多い一般機械工業も低調に推移している。

生産予測では 2013 年 1 月前月比 2.6%、2 月 2.3% と増加継続が見込まれており、後述する海外経済の持ち直しを映じた輸出回復に沿うかたちでの増産が示されている。

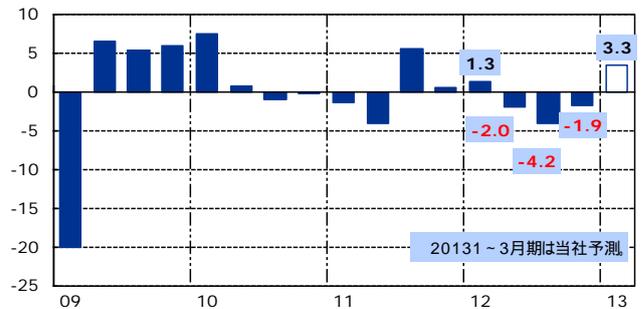
(4) 雇用所得も低調

雇用所得動向について、まず就業者数の動向を見ると、非農林業就業者数は 2012 年 7～9 月期に前年差 +9 万人とプラスへ転じたものの、10～12 月期は製造業の減少継続に加え、医療・福祉以外のサービス業も落ち込んだため、前年差 10 万人と再び水面下を余儀なくされている。医療・福祉分野の就業者数も増勢こそ維持しているが、10～12 月期に増加幅は縮小した。

賃金動向を見ても、企業収益悪化を映じた特別給与(主に賞与)の大幅減少により、一人当たり賃金が大きく落ち込んでいる。また、所定内賃金も、東日本大震災に伴い大きく落ち込んだ 2011 年に比べれば、下落幅が緩やかとなっているものの未だ下げ止まってははいない

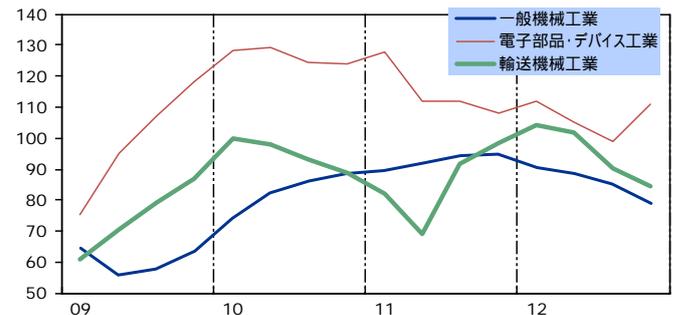
こうした低調な雇用所得動向を反映して、10～12 月期の名目雇用者報酬は前期比 0.6%(7～9 月期 0.1%) と 2 四半期ぶりに減少した。

鉱工業生産の推移と予測(前期比、%)



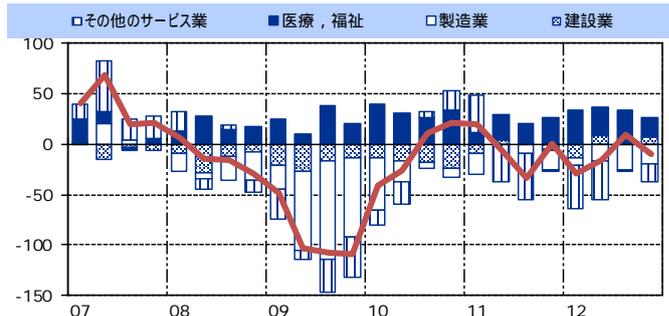
(出所) 経済産業省

セクター別の生産推移(四半期、2005年=100)



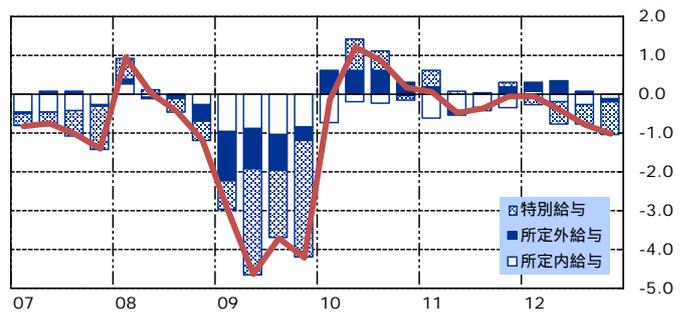
(出所) 経済産業省

非農林業就業者数(前年差、万人)



(出所) 総務省

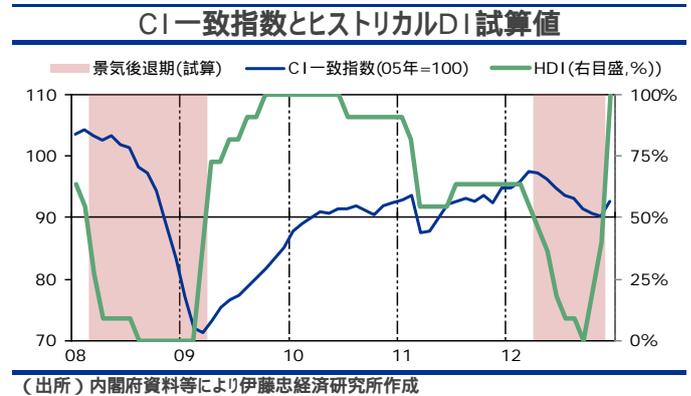
一人あたり現金給与総額の推移(前年比、%)



(出所) 厚生労働省

(5) 後退局面を12月に脱す

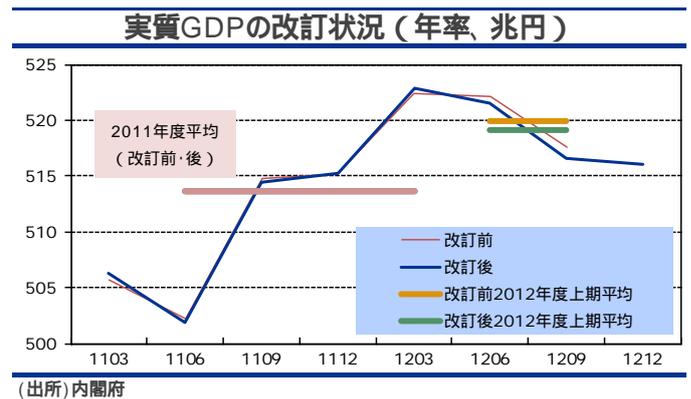
3 四半期連続のGDPや鉱工業生産の減少¹が示すように、2012年に日本経済は短期の後退局面に陥っていたと考えられるが、昨年末に景気後退局面から脱した可能性が高い。現時点で入手できる昨年12月迄の経済データに基づき、景気基準日付の算出に用いられるヒストリカルDI(HDI)を、当社が一定の仮定を置いた上で試算すると、2012年4月に景気後退を意味する50%割れへ転じた後、11月まで50%を割り込んでいたが、12月に50%を大きく上回る100%まで上昇している。4月から低下に転じていたCI景気一致指数も、12月には前月差2.5%Ptもの明確な上昇へ転じ、HDIと整合する動きを示した。



2. 経済見通しの改訂

(1) 成長率見通しは2013年度2.0%

以上のような2012年10~12月期の経済動向等を踏まえ、経済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²。既に述べたように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³。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月上旬中旬の貿易統計や鉱工業生産予測により担保されている。従って、2013年度2.0%、2014年度0.4%の成長率見通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。経済見通しにおいて想定する景気シナリオは、以下のとおりである。



昨年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。

¹ 2012年の成長率推移を勘案する上では政策による歪みも考慮すべきである。すなわち、エコカー補助金により4~6月期までの耐久財消費が上振れ、反動により7~9月期に下振れした点と10月からの環境税導入前の駆け込み輸入により7~9月期の輸入が上振れ(純輸出下振れ)反動により10~12月期に下振れ(純輸出上振れ)した点を勘案すると、実際の計数よりも7~9月期の日本経済を強めに、4~6月期と10~12月期を逆に弱めに考える必要がある。

² 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。

³ 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

(2)輸出の底入れ

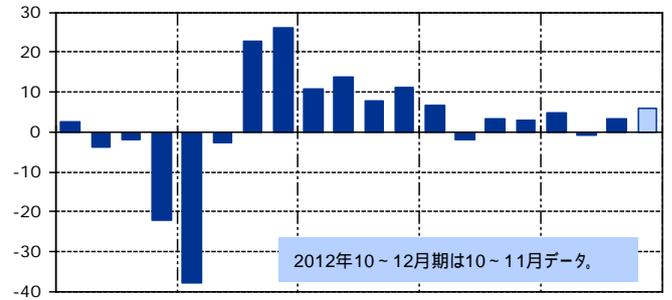
昨年12月に底入れの動きを示した輸出は、2013年1~3月期以降、米中を中心とした海外経済の持ち直しと日中問題の悪影響緩和、円安による価格競争力向上などを受けて、増勢に復帰すると見込まれる。公表されている1月の上中旬データに基づけば、輸出額は昨年5月以来の前年比プラスへ転じる可能性が極めて高い⁴。また、こうした輸出の増勢は、鉱工業生産統計の生産予測データから読み取ることもできる。なお、昨年11月以降の円安進行は、2013年4~6月期にかけて輸出数量を押し上げる見込みである。2013年度の輸出は前年比3.7%、鉱工業生産は2.8%と共に3年ぶりの増加を予想する。こうした輸出や生産の回復は稼働率の上昇と企業収益の押し上げを經由して、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。

(3)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。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。

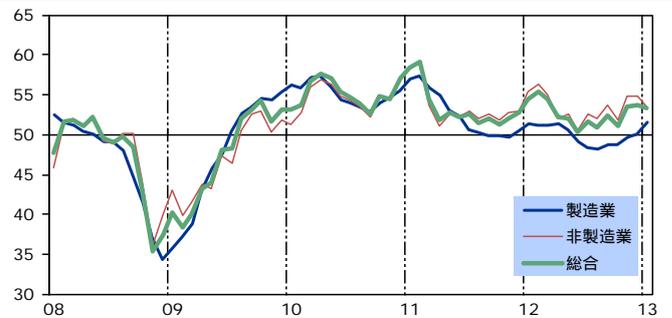
高齢化による社会保障費用の増加を反映し、政府消費支出は拡大傾向が続く見込みである。但し、東日本大震災向けの対応分が剥落することから、2013年度の伸びは2012年度に比べ鈍化する。

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

国の公共事業関係費の推移（兆円）



(出所)CEIC、財務省

⁴ 当社では1月の名目輸出を前年比9.8%と予想している。

(4)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と、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。

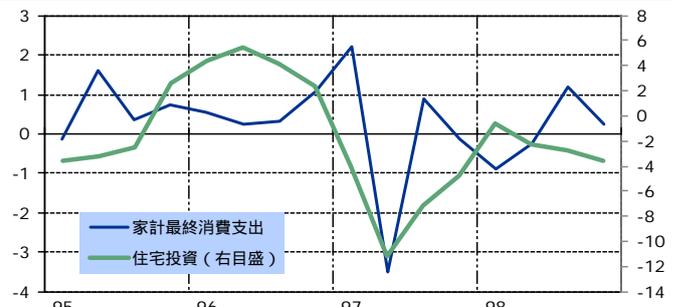
(5)2014 年度はマイナス成長予測

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。

(6)デフレ脱却は 2014 年度に

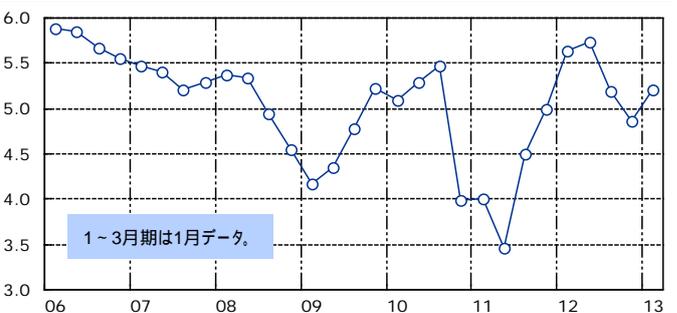
当社では、生鮮食品を除く消費者物価指数（日本

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

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	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。

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。

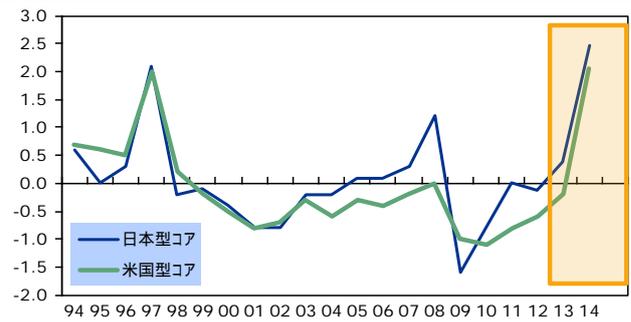
2014年度は、消費税率引き上げの影響を除いたベースでも、日本型コア CPI と米国型コア CPI が共に小幅のプラスとなる見込みである。2014年度は需給ギャップの再悪化が見込まれるものの、賃金上昇や期待インフレ率の上昇、円安などの累積的な効果が上回る。2014年度のインフレ率予想は日本型コア2.5%、米国型コア2.1%である(消費税率引き上げの影響を除いた場合には、日本型コア0.2%、米国型コア0.2%程度)。

(7)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」にとどまる。特に株高や円安などは期待先行による部分が多い。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。

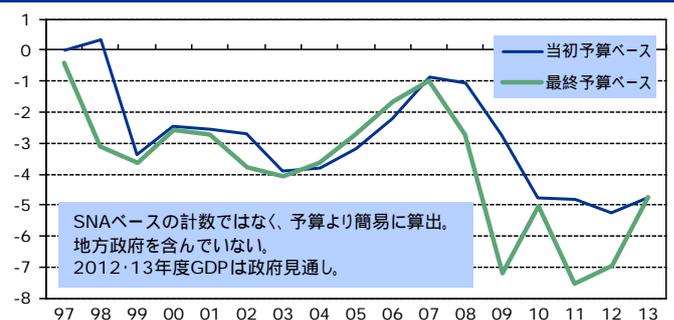
まず、金融政策については、2%物価目標に関する是非はあるものの、デフレ脱却に向けて国民の期待インフレ率に働きかけ、また金融政策が為替を経由して及ぼす影響を強く意識した点は、従来の金融政策(及び政府対応)と一線を画するものとして評価できる。一方、財政政策においては、安倍政権が2012年度補正予算や2013年度予算で打ち出した短期の景気刺激のみならず、長期の財政規律維持に向けた取り組みが重要である。2013年度予算において歳入面で税収額が公債金による調達を当初予算ベースで4年ぶりに上回ったことを、安倍政権はセールスポイントとしているが、目指すべき財政規律という観点から見れば一里塚とさえ言えないレベ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

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

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。

3. 金融政策の行方

(1) 日本銀行の大きな政策変更

日本銀行は1月21～22日に2013年初初めての金融政策決定会合を開催し、消費者物価上昇率で2%とする「物価安定の目標 (Price Stability Target)」を導入すると同時に、金融緩和手段としての基金による資産買入について「期限を定めない方式」を採用し、金融緩和を強化することを決定した。

二つの決定は金融緩和強化に向けた、金融政策の大きな変更である。今回の政策変更の背景に、安倍政権のデフレ脱却や安定的な物価上昇に向けた強い意志が存在することは、同時に公表された「政府・日本銀行の政策連携」に関する共同声明や共同会見を挙げるまでもなく、アベノミクスの「3本の矢」の一つに金融政策が掲げられていることから自明と言える。こうした政府側の働きかけについて、独立性の観点から問題視する見解もあるが、目指すべき政策目標について政府と中央銀行が共有すること自体は、寧ろ好ましいと考えられる⁵。また、後述するように、従来は、期待インフレ率に追随するかたちでの物価安定を目指していた日本銀行が、期待インフレ率への働きかけによる変化も考慮した上で、金融政策運営を行うスタンスを示したことは、極めて重要な政策変化と判断される。こうした「期待」を重視した金融政策の運営により、金融緩和の効果が強まることが期待される。

(2) 2%物価安定目標の意味

物価安定目標 (インフレーション・ターゲット) について、日本銀行は「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていく」との認識を踏まえ、「物価安定の目標」を消費者物価上昇率で「2%」に決定したとしている。従来の1%「目途」を肯定しつつ新たな2%「目標」へ移行する論理展開は、従来、日本銀行が家計など経済主体の「中長期的な予想物価上昇 (期待インフレ率)」が1%程度で安定しているとの認識に基づき、物価安定について「当面は1%を目途」としていたことと一貫性を確保するためのものと推測される。こうした日本銀行が示す論理展開を妥当とするか否かは別として、2%物価安定目標の導入によって、期待インフレ率の誘導が金融政策に明示的に組み込まれた点は、ポジティブに評価すべきである。

これまで日本銀行は、デフレ (持続的な物価下落) が継続する局面でも期待インフレ率が1%程度で安定していると主張、期待インフレ率が極めて長期に渡って安定的なことを強調してきた。デフレが長期に渡って安定的に継続していることに鑑みれば、日本銀行の主張とは異なり、実際の期待インフレ率はゼロもしくはマイナスである可能性が高いと当社では判断している。しかし、日本銀行により

⁵ 総裁などの就任後の身分保障や政策手段の独立性が重要な点は言うまでもない。

期待インフレ率が1%程度で安定かつ1%が物価安定の「目途」とされてきたために、期待インフレ率を変更する（高める）ことを目的とする金融政策対応は封じられてきた。そうした従来の金融政策フレームと大きく異なり、日本銀行が従来より主張する期待インフレ率である1%を上回る2%の物価安定目標の導入は、「期待インフレ率」を能動的に高める政策対応を喚起するものとして位置づけられる。

日本銀行が「持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当」と述べるように、物価安定目標の導入にはインフレ率が過度に変動しないためのアンカーとしての役割が期待される。同時に、物価安定目標の導入により経済主体の期待インフレ率をある程度左右することも求められている。つまり、物価安定目標を通じて期待インフレ率を高めることができれば、実質金利（＝名目金利 - 期待インフレ率）の引き下げを通じて大きな景気刺激効果をもたらすことが可能となる。そして、これこそが、日本銀行が主張してきた期待インフレ率である1%を上回る2%を基準として、物価安定目標が導入された最大の意義であろう。

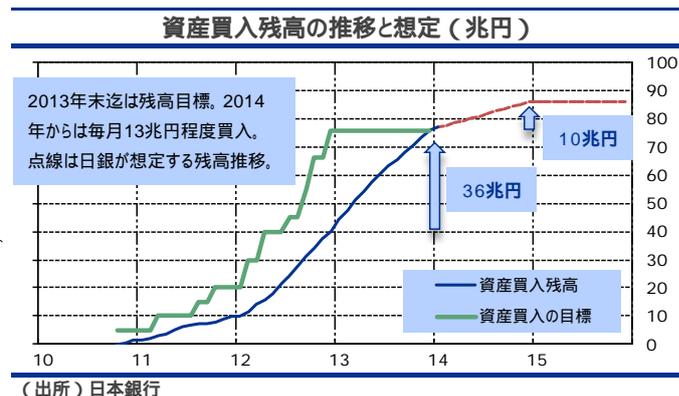
政府側によるインフレ目標2%の主張は言うまでもなく、日本銀行による今回の2%物価安定目標の導入においても、なぜ2%なのかの検証が十分に行われた訳ではないように見受けられる。あえて言えば、世界を見渡した場合に2%目標が最も一般的であるとの理由が、最も有力なようである。しかし、期待インフレ率に働きかけると言う観点から逆算すれば、2%目標の最大の意義は、日本銀行が主張する期待インフレ率である1%よりも高い水準に目標を設定したことに終着する。

(3) オープンエンドの資産買入

2%の物価安定目標の実現を目指して、日本銀行は金融資産買入等の措置について「それぞれ必要と判断される時点まで継続」することを決定し、金融緩和の強化に踏み切った。具体的には、現在行っている一定の期限と残高（具体的には2013年末基金101兆円、資産買入76兆円）を定めての資産買入が終了した後に、2014年初から期限を定めず毎月一定額の資産買入を行う方式へ移行する。これは、Fedが現在行っている毎月850億ドル（MBS400億ドル、国債450億ドル）の資産買入に類似した方式であり、いわゆるオープンエンド方式の買入と言える。毎月の買入額は、長期国債2兆円程度、国庫短期証券10兆円程度、その他1兆円程度の合計13兆円程度とされ、償還分を差し引いた上で2014年中に基金残高が10兆円増加する見込みである（2015年以降は残高横ばい）。なお、日本銀行と異なり、FedはMBSや国債の償還分について再投資も行っているため、資産買入が即バランスシートの拡大に繋がる。

別途、日本銀行は安定的な資金供給の観点から月1.8兆円（年12.6兆円）の長期国債買入を現在行っているため、2014年以降は月3.8兆円（1.8兆円 + 2.0兆円、年45.6兆円）の長期国債が安定的に買い入れられることになる。なお、共通担保オペは現在の残高25兆円が維持される。

資産買入がオープンエンド方式に移行することで、将来に渡って金融緩和に対する期待が維持される。これは2%物価安定目標の導入と同様に、「期待」面を強く重視した金融政策への変更と言える



だろう。しかし、現在の日本銀行の試算では、2014年の資産買入残高の積み増しは10兆円と、2013年に見込まれる36兆円の3分の1未満まで減少し、2015年以降は残高が横ばいへ転じる。そのため、物価安定目標の達成に向けて不十分との判断の下では、買入対象国債の年限長期化や買入額の積み増し、Fedと同様の償還分のロールオーバーが検討される可能性が十分にある。

(4) 次の一手は新執行部に委ねられる

白川日銀総裁が本来の任期満了である4月8日を前倒して、二人の副総裁の任期が終了する3月19日での退任を表明したため、3月20日から日本銀行は執行部3名が総入れ替えとなる。2月13~14日の政策決定会合において、日本銀行は金融政策の据え置きを決定した。1月会合に経済・物価情勢は好転しているため、景気判断に基づく限り、現執行部による最後の会合となる次回3月6~7日も金融政策は据え置きとなる可能性が極めて高い。

景気認識の上方修正が続く下で、追加緩和の是非を左右するのは、結局のところ2%の物価安定目標達成に向けて、金融政策が十分な役割を果たしているかどうかという観点である。そして、その判断は、現執行部ではなく、安倍政権が国会に提示する新たな総裁と副総裁の下で行われることになる。

4. トピックス：2012年の貿易動向

2012年の貿易赤字は6兆9,273億円と、2011年の2兆5,647億円から2.7倍に膨らみ、過去最高を記録した。世界経済の減速や10月までの円高、日中間のトラブルにより輸出額が前年比2.7%(2011年2.7%)と2年連続の減少を余儀なくされる一方、日本企業による海外への生産移転により輸入浸透度が高まり、加えて原発停止に伴い高水準の発電用燃料輸入が続いたこともあって、輸入額が3.8%(2011年12.1%)と3年連続で増加したためである。なお、2013年は、輸出が持ち直しへ向かい、通年でも増加へ転じると予想される。しかし、原発の再稼働が行われない可能性が高いため発電用燃料輸入は高水準が変わらず、加えて2014年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要が輸入を押し上げる。その結果、貿易赤字は2013年も高水準が続く可能性が高い。

(1) 輸出動向

輸出額(名目輸出)は、上述の通り2012年に2.7%の縮小となったが、当社試算の実質ベースでは1.1%(2011年0.5%)と相対的に小幅の減少にとどまる。円高等に伴う価格下落が、名目ベースの輸出減少を増幅したと言える。2012年は名目実効レートが1.5%増価(円高)、輸出物価指数は2.1%下落した。

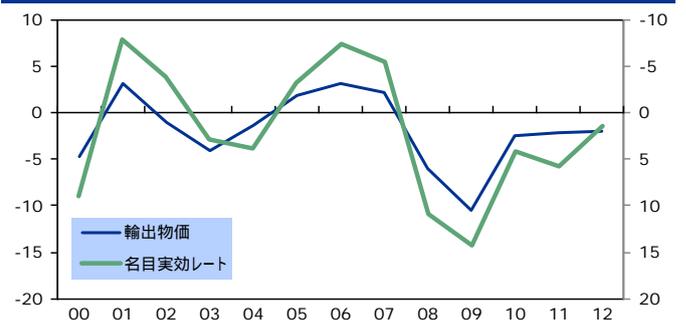
実質ベースでの輸出減少には、世界経済の低迷に伴う需要減や円高に伴う日本製品の競争力低下、日本企業の海外生産シフト(従来の日本からの輸出を現地生産や他国からの輸出に変更)が

日本の貿易額推移(暦年、兆円)



(出所) 財務省

輸出物価と為替レートの推移(前年比、%)



(出所) 財務省

影響したと考えられる。なお、の海外生産シフトについて、最新 2011 年度の「企業行動に関するアンケート調査」では海外現地生産比率が 2011 年度見込みの 18.4%から、2016 年度に 22.4%まで上昇すると計画されている。

実質輸出について、仕向け地別の動向を見ると、景気回復が底堅さを増しつつある米国向けが前年比 12.6%(寄与度 2.0%Pt)と大幅に増加したものの、景気低迷に苦しむ EU 向けが 13.3%(同 1.6%Pt)と大きく落ち込んだ。また、域内経済の好調に加えタイの洪水からの復興需要もあり ASEAN 向けが 7.8%(同 1.2%Pt)と増加したが、景気減速や在庫調整に加え、日中間のトラブルも響き中国向けが 8.6%(同 1.7%Pt)と大きく落ち込み、NIEs 向けも 5.5%(同 1.2%Pt)と低迷が続いたため、アジア向け全体は 2.7%(同 1.5%Pt)と減少している。

(a) 対米国

2012 年の米国向け輸出は前年比 12.6%増加した。けん引役は自動車を中心とする輸送用機器である。自動車市場の急回復に加え、日本メーカーのシェア上昇もあり、2012 年の米国向け自動車輸出は前年比 20.0%と二桁増加を示し、米国向け輸出全体の伸びの半分以上を占めた。また、電気機器（前年比 16.7%）や一般機械（7.7%）も好調だった。但し、四半期ベースで見ると好調だったのは 2012 年前半にとどまり、7~9 月期前期比 5.4%、10~12 月期 5.3%と、年後半は減少している。自動車セクターの在庫復元が前半で一巡したほか、財政の崖への不透明感から企業が設備投資や手元在庫を圧縮したことが響いたと考えられる。なお、月次ベースでは 11 月前月比 2.5%、12 月 2.2%と、2012 年末にかけて持ち直しの動きが見られた。

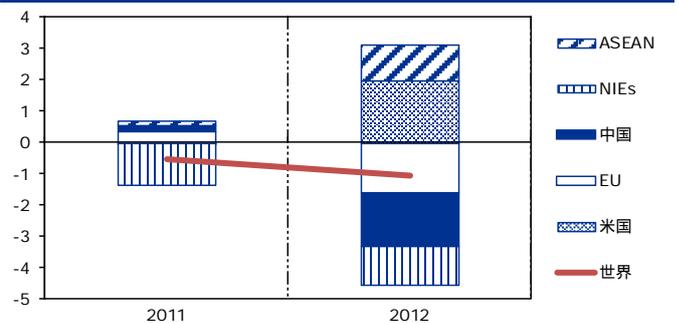
財政問題に対する懸念が家計や企業の支出意欲を削ぎ、米国経済は 2013 年前半に低成長を余儀なくされる見通しである。しかし、金融危機に伴う購入先送り分が控えていることから、自動車販売への悪影響は軽微となり、日本の米国向け輸出への悪影響も小さなものにとどまる見込みである。なお、2013 年後半には、米国の成長ペースが高ま

海外現地生産比率の推移と見通し（%）



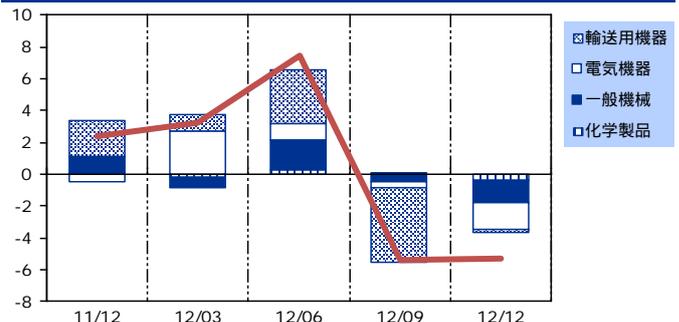
(出所) 内閣府「企業動向に関するアンケート調査」

実質輸出（前年比、%、%Pt）



(出所) 財務省、日本銀行

実質輸出：対米国（前期比、%）



(出所) 財務省、日本銀行

米市場における日本車販売台数の推移（百万台）



(出所) Bloomberg

り、日本の輸出がサポートされる見通しである。

(b) 対 EU

EU 向け輸出は 2012 年 1～3 月期前期比 5.0%、4～6 月期 1.0%、7～9 月期 7.1%、10～12 月期 6.3%と 2012 年を通じて縮小が続く（5 四半期連続の減少）、2012 年合計では 13.3%の二桁縮小を記録した。10～12 月期の水準は、金融危機直後さえ大きく下回っている。いずれの品目も低調だったが、特に域内での自動車販売減少が響いた輸送用機器（前年比 19.8%）や設備投資抑制に伴う一般機械（15.3%）の落ち込みが厳しい。2013 年も欧州経済の回復は見込めず、日本からの輸出にも多くを期待できない。

(c) 対中国

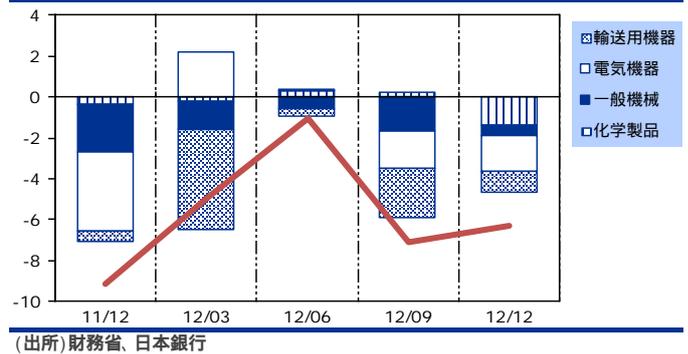
中国向け輸出は、2012 年に前年比 8.6%と大幅に減少した。景気減速に加え、過剰設備や過剰在庫解消のための投資抑制が響いたほか、10～12 月期には日中間のトラブルによる押し下げも生じた。四半期ベースで見ると、10～12 月期に減少ペースが前期比 11.9%（7～9 月期 1.7%）と大幅に加速している。10～12 月期の減少は、その 40%程度が自動車によるものである。但し、2012 年通年で見ると、設備投資抑制等を受けた一般機械（前年比 24.5%）の減少が、輸出全体の落ち込みの 6 割強を占めた。自動車は、通年では 14.3%と一般機械の半分程度の減少にとどまり、全体に対する押し下げ寄与も一般機械の 3 分の 1 未満である。

中国経済は既に回復へ転じており、日中問題による悪影響も緩和されつつある。今後は、自動車販売の復調に伴い、中国向け輸出も下げ止まりから回復へ向かうと見込まれる。しかし、製造業を中心とした設備の過剰感は未だ残存しており、2013 年に設備投資（機械投資）の加速は期待できない。そのため、中国向け輸出全体の回復ペースも緩やかなものにとどまる可能性が高い。

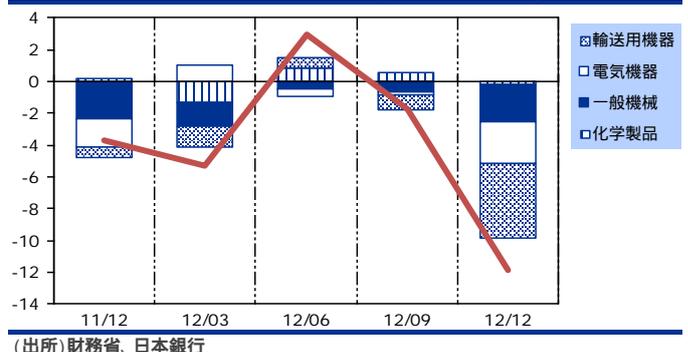
(d) 対 ASEAN

2012 年の ASEAN 向け輸出は前年比 7.9%増加した。但し、タイ向け復興需要により前半に高い伸びを示した反動や、ASEAN の中国向け輸出が、日本と同様に失速した影響から、後半は低迷を余儀なくされた。品目別には、輸送用機器（前年比 17.3%）や一般機械（15.8%）、電気機器（12.1%）といった機械関連が揃って二桁の増加を示し好調だった。ASEAN 諸国の内需は、引き続き堅調に拡大しているため、日本からの輸出は 2013 年も

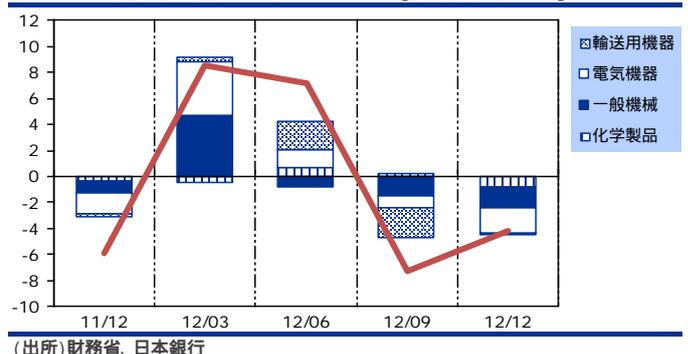
実質輸出：対EU（前期比、%）



実質輸出：対中国（前期比、%）



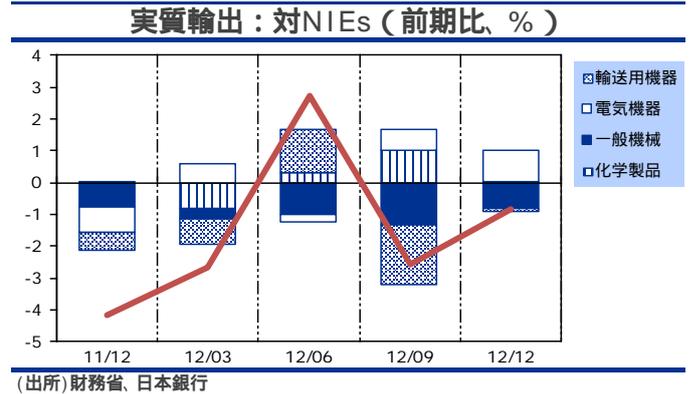
実質輸出：対ASEAN（前期比、%）



増加を続ける可能性が高い。

(e) 対 NIEs

NIEs 向けは、2012 年に前年比 5.7%と減少した。世界的な IT・デジタル関連セクターの低迷により、設備投資が絞り込まれ、資本財を中心とした一般機械の輸出が 15.7%と落ち込んだ影響が大きい。世界経済の回復を受けて IT・デジタル関連の需要が下げ止まり、投資圧縮の動きも鎮静化に向かうと考えられることから、NIEs 向け輸出も 2013 年は緩やかながら増加する見込みである。



(2) 輸入動向

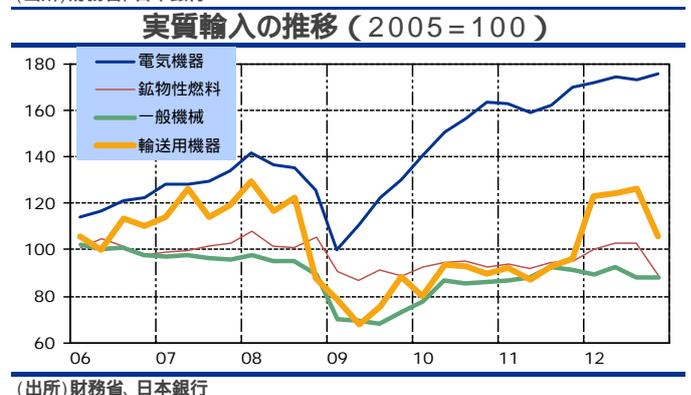
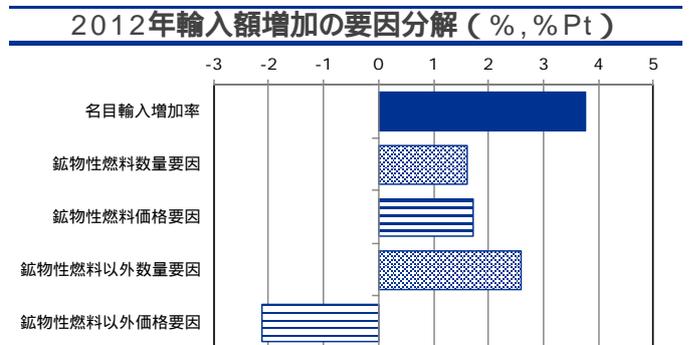
鉱物性燃料輸入の増加による影響が大

2012 年の輸入額は前年比 3.8%増加し、貿易赤字の拡大に繋がった。内訳を見ると、輸入数量（実質輸入⁶）が 4.2%増加、価格は 0.4%低下しており、数量増加を価格低下が一部相殺したことが分かる。但し、輸入価格の低下幅は、名目実効レートベースで前年比 1.5%の円高進行に比べ、小さい。これは円高進行が鉱物性燃料の価格上昇で打ち消されたためである。

輸入額の増加率 3.8%を寄与度分解すると、鉱物性燃料による寄与が 3.3%Pt と大部分を占めている。鉱物性燃料では、需要増加を受けた数量要因が 1.6%Pt、価格上昇要因が 1.7%Pt であり、両者が概ね半々である。円高を上回る価格上昇や、単価の高い品目（LNG 等）が大きく伸びたことが鉱物性燃料の輸入額増加に繋がった。

「鉱物性燃料以外」は数量増加を円高が相殺

「鉱物性燃料以外」の要因による寄与は 0.5%Pt にとどまる。ただし、内訳を見ると数量要因が 2.6%Pt、価格要因は 2.1%Pt であり、輸入数量の大幅な増加を、円高による価格低下が相殺したが故に、結果的に「鉱物性燃料以外」の輸入額全体に対する寄与が 0.5%Ptと僅かなものにとどまったことが分かる。「鉱物性燃料以外」における数量ベースの増加は、機械機器、とりわけ電気機器や自動車などで目立つ。例えば、完成車の輸入台数は前年比 20.9%と 2 割以上も増加した。エコカー補助金による国内販売増加もあるが、日本メーカーが海外へ生産を移管し、逆輸入を進めていることの影響が大きい⁷。



⁶ 財務省公表の輸入数量指数は用いていない。輸入物価指数により、品目ごとに実質化した実質輸入を用いている。

⁷ 2012 年 10～12 月期の輸入減少はエコカー補助金終了の影響と考えられる。

発電用燃料の輸入が大幅に増加

2012年の輸入を大きく押し上げた鉱物性燃料輸入の詳細な内訳を見ると、発電用のエネルギー輸入が数量ベースで大幅に増加していることが分かる。液化天然ガス(LNG)は数量が2012年に前年比11.2%も増加、一般炭も6.5%と鉱物性燃料全体の5.0%を上回る伸びを示した。加えて、世界的な需要増加等を受けてLNGの輸入価格も12.8%と二桁上昇を示したため、輸入額が25.4%と大幅に増加している。一方、シェール革命を受け、米国において一般炭から天然ガスへ電力燃料のシフトが生じ需要が減少、また中国での在庫調整もあり、一般炭の価格は低下へ転じた。価格低下が数量増加を相殺し、一般炭の輸入額は小幅の増加にとどまっている。

天然ガス市場は米州・欧州・アジアで分断されているため、シェール革命による米国の天然ガス価格低下が日本のLNG輸入価格に及ぼす影響は、現時点で小さい(中期的には影響が拡大すると見込まれる)。一方、石炭市場は、天然ガス市場に比べ統合されているため、一部地域での需給緩和が他地域にも価格下落として、波及しやすい。

輸入量の増加と価格上昇により、LNG輸入額が鉱物性燃料輸入全体に占めるシェアは、24.9%(2011年21.9%)まで上昇した。原油等の輸入額も2012年は増加したが、シェアは低下している(2011年52.3% 2012年50.9%)。但し、未だ鉱物性燃料輸入の半分は原油等であるため、原油価格の変動が日本の輸入には大きく影響する。

鉱物性燃料の輸入内訳

	シェア(%)	2012年前年比(%)			2012年の2010年比(%)					
		2010年	2011年	2012年	金額	数量	価格	金額	数量	価格
鉱物性燃料	100.0	100.0	100.0	10.4	5.0	5.1	38.4	4.9	31.9	
発電用	LNG	20.0	21.9	24.9	25.4	11.2	12.8	72.9	24.7	38.6
	一般炭	5.5	5.1	4.7	2.7	6.5	-3.5	19.5	6.0	12.7
その他	原油等	54.1	52.3	50.9	7.3	2.0	5.2	30.2	-0.7	31.2
	その他	20.5	20.6	19.5	4.1	-	-	31.5	-	-

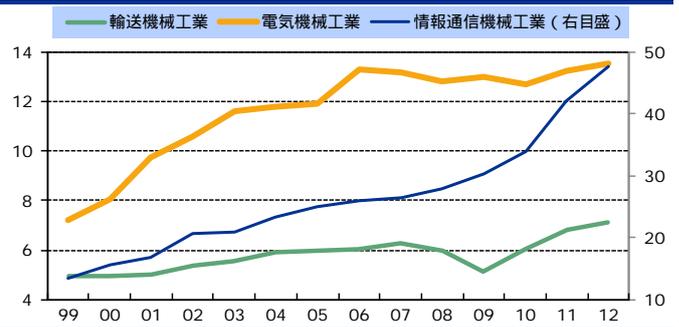
鉱物性燃料の数量及び価格伸び率は、当社の実質化による試算値。
発電用途はLNGと一般炭に限定しており、厳密な分類ではない。

(出所)財務省、日本銀行

2013年も輸入は増加基調

2013年の輸入動向を考えた場合、携帯電話やスマートフォンといった情報通信機械や自動車など消費財を中心に輸入浸透度が大幅に上昇している点と国内の政策動向などを踏まえれば高水準の発電用燃料輸入が継続すると見込まれる点、を認識する必要がある。こうした事情を踏まえた場合、円安により輸入価格が上昇する場合でも、国内供給への代替が進みにくいと考えられる。そのため、2013年に予想される消費税率引き上げ前の駆け込み需要は、その多くが輸入数量の増加に繋がり、また円安進行が輸入額を押し上げることにもなる。加えて、世界経済の回復を受けてエネルギー価格が上昇しやすいことも踏まえれば、2013年も輸入額は増加基調を辿ると見込まれる。

輸入浸透度の推移(%)



(出所)経済産業省

【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		
				10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
実質GDP	前期比%			0.2	1.5	▲0.2	▲1.0	▲0.1
	前期比年率%			0.6	6.0	▲1.0	▲3.8	▲0.4
	前年比%	3.4	0.3	▲0.3	3.4	3.8	0.4	0.3
実質個人消費	前期比,%	1.7	1.5	0.5	1.2	0.0	▲0.5	0.4
実質設備投資	前期比,%	3.6	4.1	8.6	▲2.6	▲0.2	▲3.6	▲2.6
実質純輸出(寄与度)	前期比,%Pt	0.8	▲1.0	▲0.7	0.2	▲0.3	▲0.7	▲0.2
実質輸出	前期比,%	17.2	▲1.6	▲3.1	3.4	0.0	▲5.1	▲3.7
実質輸入	前期比,%	12.0	5.3	1.7	2.1	1.7	▲0.5	▲2.3
名目GDP	前期比,%	1.3	▲1.4	▲0.1	1.4	▲0.5	▲1.1	▲0.4
		2010 年度	2011 年度	2011年		2012年		
				10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
輸出額(貿易統計)	前期比,%			▲4.2	0.7	0.3	▲3.8	▲2.2
	前年比,%	14.9	▲3.7	▲5.5	▲1.6	4.8	▲8.1	▲5.5
輸入額(貿易統計)	前期比,%			1.5	0.1	▲0.4	0.0	0.1
	前年比,%	16.0	11.6	12.4	9.9	5.1	0.2	0.4
鉱工業生産	前期比,%			0.4	1.3	▲2.0	▲4.2	▲1.9
	前年比,%	9.3	▲1.0	▲1.6	4.8	5.3	▲4.6	▲5.9
機械受注 (民間需要・除(船舶・電力))	前期比,%			▲0.7	0.9	▲4.1	▲1.1	2.0
	前年比,%	9.1	6.2	6.7	3.3	▲1.7	▲4.6	▲0.8
法人企業 売上高	前年比,%	7.4	▲3.6	▲1.3	0.6	▲1.0	▲4.4	
法人企業 経常利益	前年比,%	38.9	▲6.1	▲10.3	9.3	11.5	6.3	
失業率	%	5.0	4.5	4.5	4.6	4.4	4.2	4.2
名目賃金	前年比,%	0.5	▲0.3	▲0.1	0.0	▲0.5	▲0.7	▲1.0
小売業販売額	前期比,%			▲1.0	4.0	▲0.5	▲2.2	▲1.2
	前年比,%	0.8	0.8	0.8	5.2	3.1	0.5	0.1
新車販売台数(含む軽)	前年比,%	▲5.7	3.3	22.9	47.5	62.6	14.2	▲3.0
住宅着工戸数	年率換算,万戸	81.9	84.1	79.9	86.1	87.6	87.6	91.8
	前年比,%	5.6	2.7	▲4.5	3.7	6.2	▲1.1	15.0
消費者物価指数(除(生鮮))	前年比,%	▲0.8	▲0.0	▲0.2	0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.1

(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。

主要地域の成長率推移

		2011 暦年	2012 暦年	2011年		2012年		
				10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
米国成長率	前期比年率,%			4.1	2.0	1.3	3.1	▲0.1
	前年比,%	1.8	2.2	2.0	2.4	2.1	2.6	1.5
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			▲1.4	▲0.1	▲0.7	▲0.3	▲2.3
	前年比,%	1.5	▲0.5	0.6	▲0.1	▲0.5	▲0.6	▲0.9
中国成長率	前年比,%	9.3	7.8	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9

(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。