

日本経済情報

2013 年 3 月号

Summary

【内 容】

1. 世界経済の現状と

展望

米中経済の持ち直しにより明るさが広がる

欧州経済は低迷が続き、米国経済は回復へ

中国経済は持ち直すも成長ペースは加速せず、ASEAN 経済は好調持続

日本経済は輸出主導で回復へ

世界経済は不安定さを残しつつも緩やかに回復

2. 日本経済の現状と

展望

【世界経済の見通し】

世界経済は、欧州債務問題がセーフティネットの整備に伴い最悪期を脱し、経済規模トップ 2 の米中経済が持ち直しつつあることから、2013 年に入り明るさが広がり始めている。

今後を展望すると、欧州経済こそ引き続き財政健全化への取り組みが景気を下押しし低迷が続くものの、米国経済は、住宅価格が上昇し家計のバランスシートが着実に改善するなど住宅バブルの傷跡が概ね治癒しており、個人消費の堅調な拡大が景気回復を主導すると予想される。

中国経済は、輸出の回復により持ち直しているが、年初の小売販売は伸び悩んでおり、政府の目指す消費主導の経済成長には程遠い状況にある。輸出競争力の低下など構造問題の影響もあり成長ペースは加速しにくい。その他の BRICs 諸国については、インドやブラジルが根強いインフレ圧力により政策面での制約が大きく、ロシアは欧州経済低迷の影響により、いずれも緩慢な回復にとどまる。好調ぶりが目立つ ASEAN 経済は、内需の堅調な拡大が続く中で輸出の持ち直しが期待されるため、引き続き高い成長ペースを維持しよう。

こうした海外経済情勢の中で、日本経済は輸出主導で回復に向かっているが、安倍政権が示したデフレ脱却のための「3本の矢」のうち、「大胆な金融緩和」は、企業業績や輸出を押し上げる長期金利低下や円高修正をもたらし、景気回復期待を大きく高めた。さらに、安倍首相の要請により賃上げに踏み切る企業が増えており、企業業績の回復が家計所得へ波及する経路が確保されつつある。株価上昇を受けたマインド改善も相俟って個人消費は底堅く推移しよう。2本目の矢である「機動的な財政政策」も補正予算という形で具体化し景気を押し上げる。消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり、日本経済は今後、回復ペースを速めよう。

世界経済成長率は 2013 年 3.4%、2014 年 3.9%と緩やかに加速する。ただし、欧州債務問題の解決には至らず、今後も金融市場が混乱する局面を度々迎えよう。また、先進国の金融緩和が出口戦略の検討を迫られ、金融市場や商品市場を不安定化させることも見込まれる。こうした市場における変化が、まだ堅調とは言えない世界経済の回復を妨げるリスクが残る点には留意しておきたい。

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
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

1. 世界経済の現状と展望

米中経済の持ち直しにより明るさが広がる

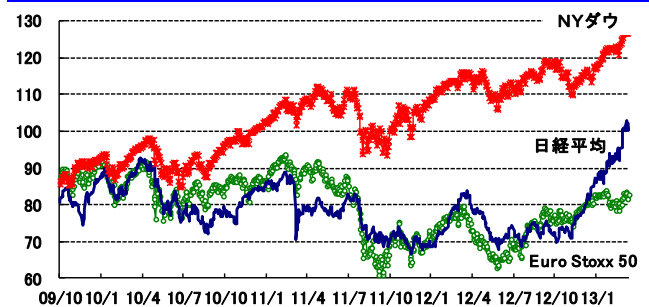
2013 年に入り、世界経済には明るさが見え始めている。2012 年に景気の停滞ムードが広がった最大の原因は欧州債務問題の深刻化であったが、2013 年 2 月初めにはユーロ相場が 1 ユーロ＝1.36 ドル台まで上昇、株価指数も持ち直し傾向が続いており、金融市場はひとまず落ち着きを取り戻している。ECB による無制限の国債購入 (OMT) 決定や、恒久的な金融安全網である欧州安定メカニズム (ESM) 稼働により、財政状況が悪化した国の政府や金融機関の資金繰りに関するセーフティネットが整ったことによる効果が大いと考えられる。

ユーロ相場の推移(ドル/ユーロ、円/ユーロ)



(出所)CEIC DATA

主要国の株式指数の推移(2008/9/12=100)

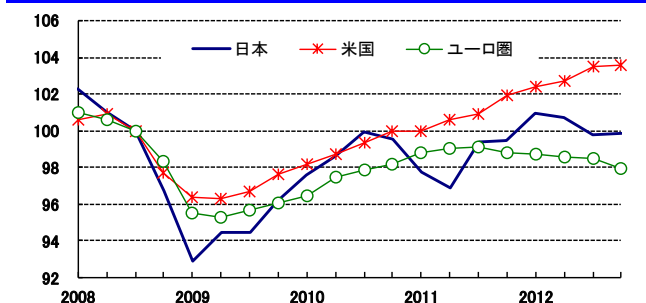


(出所)CEIC DATA

最近においても、イタリア総選挙 (2 月 25 日開票) におけるハング・パーラメント¹ (安定多数政党が存在しない状態) やキプロスにおける金融機関の不良債権問題²など、金融市場を不安定化させる事象が引き続き発生しており、これらを材料にユーロ相場や株価が下落する局面はあるが、上記のセーフティネットの存在に対する安心感により、金融市場は昨年のような大きな混乱には至っていない。

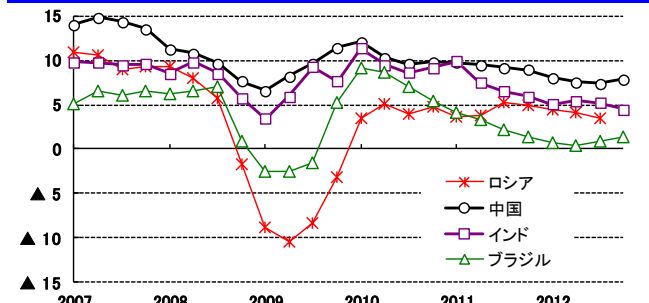
また、経済規模トップ 2 の米国経済と中国経済の減速も、2012 年の世界経済が停滞感を強めた大きな要因であったが、米国経済は「財政の崖」を乗り越え、雇用や住宅市場が順調に回復し、NY ダウ平均株価が史上最高値を更新するなど、明るさを増している。中国経済も、輸出の持ち直しを受けて、在庫調整が緩やかながらも着実に進捗しており、持ち直しの動きを維持している。

日欧米の実質GDPの推移(2008年Q3=100)



(出所)CEIC DATA

BRICsの実質GDPの推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

¹ 緊縮財政を目指す民主党連合は下院でしか過半数を確保できず、財政健全化路線の修正を迫られる可能性が懸念された。本稿執筆時点でも組閣できない状況が続いている。

² 3 月 15 日のユーロ圏財務相会合において、キプロスへの金融支援の条件として銀行預金に対する課税が決定されたがキプロス議会が否決、3 月 25 日未明によりやく修正案が合意された。

日本経済も、米中経済の復調などから輸出が底入れし、2012年12月には後退局面を脱した模様である。その後も、安倍政権の積極的な金融・財政政策スタンスに対する期待感や円高修正を受けて日経平均株価がリーマン・ショック前の水準に戻すなど、回復ムードが強まっている。

中国以外の主な新興国については、インド経済の減速に歯止めが掛からず³、ブラジル経済も最悪期は脱したもののインフレ懸念が熾り低成長が続いており⁴、ロシア経済も欧州経済低迷の影響を受けて成長ペースが高まらないなど、BRICs 諸国は総じて冴えない状況にある。その一方で、ASEAN 主要国の多くは輸出の落ち込みを内需の拡大がカバーし、予想以上の堅調さを見せている。

欧州経済は低迷が続き、米国経済は回復へ

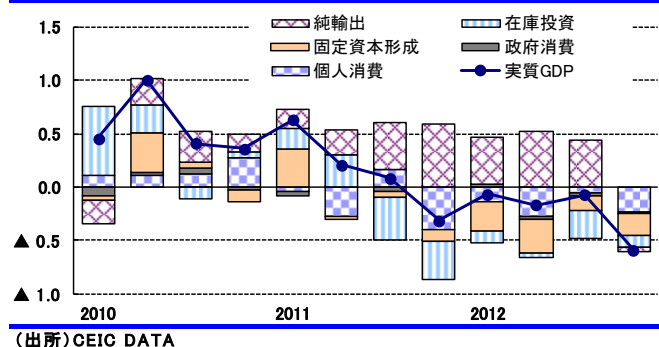
主な地域の動向を、より詳しく見ていくと、欧州経済は、ユーロ圏の実質 GDP 成長率が 2011 年 10～12 月期から 2012 年 10～12 月期にかけて 5 四半期連続で前期比マイナスとなり、景気後退局面が続いた。ユーロ圏全般で進められている財政健全化に向けた政府の歳出削減や増税などにより政府消費や個人消費が減少傾向にある中で、過剰ストックを抱える住宅を中心に固定資産投資（固定資本形成）の調整が続いたことが景気後退の主因である。さらに、2012 年 10～12 月期には、ユーロ相場の上昇などから輸出が落ち込んでおり、冒頭で触れた通り財政危機は峠を越えたとみられるが、実体経済は一段と冷え込んでいる。

欧州各国の財政健全化への取り組みは、まだ緒に就いたばかりであり、今後も財政面からの景気下押しが続く見込みである。一方で、財政赤字の削減を急ぎ過ぎると景気の低迷が長期化し、却って財政健全化が遠のくという見方もある。このところの議論は、むしろ後者が優勢となっており、財政赤字の削減ペースは、これまで予定されていたよりも抑制される可能性が高まっているようである。しかしながら、いずれにしても緊縮財政が続

き景気を下押しすることには変わりはない。さらに、日米が大胆な金融緩和を続ける中で ECB（欧州中央銀行）が政策金利を据え置いていることからユーロ相場が特に対円で高止まりしており、日本と競合する分野の多いドイツなど輸出国にとって競争環境は芳しくない。そのため、輸出による景気押し上げに多くを期待できず、欧州経済は低迷が長期化しよう。実質 GDP 成長率は、2013 年もマイナスから脱せず（前年比▲0.2%）、2014 年も前年比 1%程度にとどまると予想する⁵。

米国経済は、財政面からの大幅な景気下押し、いわゆる「財政の崖」こそ回避したものの、減税の一部打ち切りなどにより、2013 年 1 月の家計の可処分所得は前月比▲4.0%と大きく落ち込んだ。にもかかわらず、雇用者数（非農業部門）は 1 月に前月差+11.9 万人、2 月には+23.6 万人と拡大が続き、

ユーロ圏の実質 GDP の推移（前期比、%）



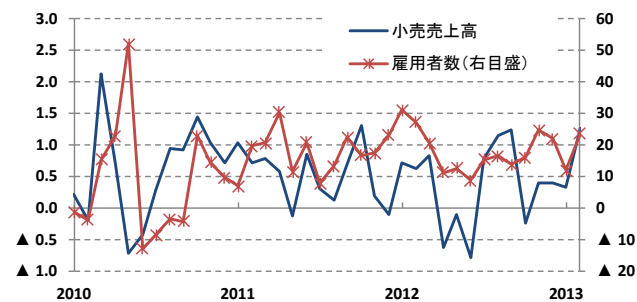
³ インド経済については、2012 年 12 月 21 日付け Economic Monitor 「減速に歯止め掛かるも回復への道のりは遠いインド経済」 参照。なお、2 月 28 日に発表された 2012 年 10～12 月期の実質 GDP は前年同期比 4.5%にとどまり、状況は予想以上に悪化している。

⁴ ブラジル経済については、2013 年 2 月 26 日付け Economic Monitor 「インフレ懸念の強まるブラジル経済」 参照。

⁵ 欧州経済の詳細については、2013 年 3 月 25 日付 Economic Monitor 「財政緊縮と経済成長のバランス調整に着手するユーロ圏」 参照。

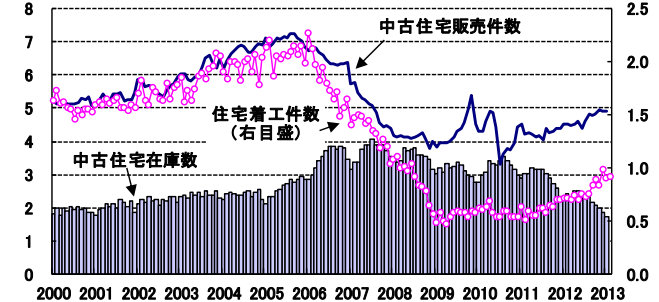
小売売上は1月前月比0.3%、2月1.3%と増勢を維持している。また、住宅市場においては、中古住宅販売件数が住宅ブーム前の2000年頃と概ね同水準の年率500万件近くまで回復し、在庫月数（在庫／月間販売件数）が2013年2月には4.2ヵ月と住宅ブームのピークであった2005年頃の水準まで低下した。こうした需給環境の改善を受けて、住宅価格は各種指標で上昇が確認されており、住宅着工件数は2011年の61万件、2012年の78万件から、足元では年率90万件台まで増勢が加速、住宅市場は急速に回復している。

米国雇用と小売売上の推移(前月比、%、万人)



(出所)CEIC DATA

米国住宅市場の状況(季節調整値、百万件)



(出所)CEIC DATA

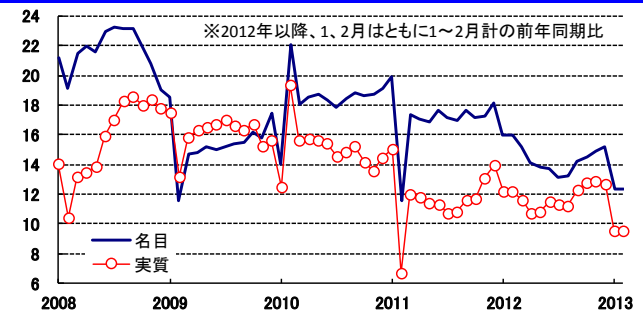
過去を振り返ると、米国経済は、一昨年、昨年も前年末から春にかけて経済指標の改善を背景に本格的な景気回復への期待感が高まった後、夏場にかけて失速する動きを繰り返してきた。しかしながら、3度目の正直となる今回は、先に見た通り雇用が着実に拡大していることに加え、住宅や株価など資産価格の上昇、家計のバランスシート改善などが示す通り、住宅バブルの傷跡は概ね治癒している。米国においても財政健全化に向けた取り組みが景気を下押しする状況は続くものの、過去2年に比べて足腰が着実に強化されていることを踏まえると、そうした足枷はあっても米国経済は今後も回復の動きを維持しよう。2013年の実質GDP成長率は、年初に一部で「財政の崖」を警戒した経済活動停滞の影響があったことから前年比1.9%にとどまるが（2012年は2.2%）、2014年には2.4%まで高まると予想する⁶。

中国経済は持ち直すも成長ペースは加速せず、ASEAN経済は好調持続

新興国経済では、まず、2012年の世界経済減速の主役となった中国経済の動向が注目される。3月17日に閉幕した全人代（全国人民代表大会、日本の国会に相当）では、習近平共産党総書記が国家主席、李克強副首相が首相に選出され、新体制が本格的に始動したが、合わせて新政権の目指す経済成長の姿とともに2013年の数値目標も示された。主なものを挙げると、実質GDP成長率目標を2012年と同じ前年比7.5%とし、高成長よりも安定成長を優先する前政権の方針を引き継いだ。また、消費者物価目標を前年比3.5%（2012年4.0%）へ引き下げる一方で、小売売上高目標を14.5%（2012年14.0%）に引き上げ、国民生活を重視し消費主導の成長を目指す姿勢を示した。そのほか、「都市化」の推進が目玉政策として打ち出されている。

しかしながら、1～2月の小売販売は大きく伸びを

中国の小売販売の推移(前年同月比、%)



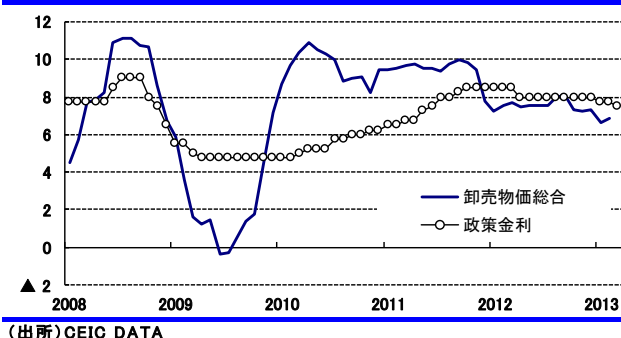
(出所)CEIC DATA

⁶ 米国経済についての詳細は、2013年3月21日付け「米国経済情報 2013年3月号」参照。

落としており、景気の牽引役を個人消費にシフトしたい習政権にとって歓迎される結果ではなかった。今後、政府は、家電や自動車など耐久財の購入促進策を打ち出すとともに、戸籍制度改革などによる農民工の「都市化」によって国民の所得水準底上げを図り、個人消費の幅広い拡大を実現する方針であるが、政策を決定・実施し、その効果が現れるまでには時間を要しよう。また、輸出は 1～2 月も昨年終盤からの回復傾向を維持しているが、人件費や人民元高によって競争力が低下しているため、かつてのような勢いを取り戻すことは期待できない。固定資産投資は、昨年秋に決定された総額 1 兆元に上る事業の執行が本格化しており、インフラ投資を中心に堅調に推移しているが、製造業の設備投資は減速が続いている。今後も「都市化」の推進に伴ってインフラ投資は堅調な推移が見込まれるものの、1 兆元投資の一巡により 2013 年後半以降は増勢が鈍化しよう。そのため、2013 年の実質 GDP 成長率は前年比 8.1% へやや高まるものの、2014 年は 7.9% へ低下すると予想する。

その他の BRICs では、ポスト中国が期待されているインド経済が苦戦している。2012 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 4.5% と 2009 年 1～3 月期以来の 5% 割れを記録するなど、景気の減速が続いている。物価上昇による個人消費の伸び悩みや、欧州経済低迷を受けた輸出の落ち込みが主因である。インド準備銀行は 2012 年 4 月の利下げ（8.5%→8.0%）に続き、2013 年 1 月と 3 月にも 25bp ずつ利下げを行ったが、物価の指標である卸売物価は 1 月の前年同月比 6.6% から 2 月に 6.8% へ伸びが高まるなどインフレ圧力が根強く、一段の利下げは困難な状況にある。そもそも物価上昇の背景には、経常赤字拡大を受けたルピー安があり、ルピー安を促しかねない金融緩和による景気刺激には限界があろう。今後は、海外景気の復調に伴う輸出持ち直しにより景気の減速には歯止め掛かるとみられるが、インフレ圧力の抑制につながる経済全体の生産性向上を進めない限り、成長ペースは高まりにくいであろう。そのため、実質 GDP 成長率は、2013 年前年比 6.2%、2014 年 6.8% と持ち直しはするものの、かつて潜在成長率とされた 8% 程度の成長ペースを取り戻すには至らないと予想する。

インドの卸売物価と政策金利（前年同期比、%）



ブラジル経済は、2012 年を通じて低成長で推移し、実質 GDP 成長率は通年で前年比 0.9% にとどまった。また、景気低迷にもかかわらず、リアル安のほか、燃料や食料品価格、賃金の上昇などを背景にインフレ率は高まっており、供給力不足が成長を妨げる根本的な問題である可能性が示唆された。今後については、政府が予定する生活必需品を対象とした減税が、ある程度景気を刺激するとみられる。しかしながら、一方で、中央銀行はインフレ圧力の高まりを受けて利上げを行う可能性が高い。ブラジル経済が以前のような高成長を取り戻すためには、供給力を高めるための投資拡大が必要であるが、金利の上昇はそれを抑制する。そのため、2014 年にかけて成長ペースの大幅な加速は期待できないであろう⁷。ロシア経済は、欧州経済低迷の影響を強く受けて実質 GDP 成長率は伸び悩んでいる。今後は原油価格の高止まりが景気を下支えするものの、欧州経済の低迷長期化が見込まれる中で、成長ペースの高まりにくい状況が続こう。

⁷ ブラジル経済についての詳細は、2012 年 3 月 19 日付 Economic Monitor「ブラジルが直面するインフレとの戦い」参照。

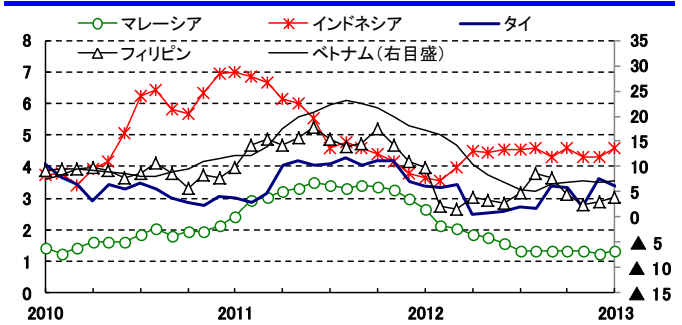
ASEAN 経済は、今後も堅調な拡大が見込まれる。域内最大の経済規模を誇るインドネシアは、2012 年後半にかけて固定資産投資の増勢加速が一服し成長ペースがやや鈍化した。そうした中で、ルピア安などを背景に消費者物価上昇率が若干高まっており、政策金利が引き上げられる可能性が高まっている。しかし一方で、2014 年に予定される大統領選と議会選挙を前に関連需要の増加や拡張的な財政運営が見込まれることや、海外景気の復調により輸出の増勢加速が見込まれることから、むしろ今後は成長ペースが高まると予想される。

洪水被害の反動で 2012 年は 6%を超える高成長となったタイ経済は、インフレ率こそ通貨高の追い風もあって前年同月比 3%程度で推移しているが、失業率が 1%を下回るなど過熱気味の状況が続いている。さらに、インラック政権の進める最低賃金引き上げも加わって賃金上昇率も高まる傾向にあるなど、インフレの芽が出始めている。そのため、今後は政策金利が引き上げられ、持続可能な成長ペースへ一旦減速するとみられる⁸。

2012 年の実質 GDP 成長率が ASEAN 主要国中で最高となったフィリピン経済は、通貨高が輸出の増加テンポを抑制すると同時に物価の上昇をも抑制するため、引き続き内需主導の堅調な拡大を続けると予想される⁹。マレーシア経済は、輸出の持ち直しに加え、内需の堅調拡大が続き、5%程度の成長ペースを維持しよう。

以上の通り好調な 4 カ国とは対照的に、2012 年のベトナム経済は、前年の高インフレを受けた引き締め政策により成長ペースが鈍化した。その結果、2011 年 8 月には前年同月比 23%まで高まったインフレ率は 7%程度まで低下、また、輸入が減少し貿易収支の黒字が定着するなど、安定成長に向けて体質が着実に改善している。インフレ率の低下を受けて、既に政策金利は引き下げられており、今後はインフレ率低下や金融緩和の効果により内需の持ち直しが見込まれる。ただし、不良債権問題が重石となり回復力に乏しい展開が予想される。

ASEAN主要国の消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

主要アジア新興国の成長率の推移(%)

	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 実績	2013 予測	2014 予測
中国	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	8.1	7.9
インド	9.7	8.1	6.5	9.7	7.5	5.0	6.5	6.8
ASEAN5	6.2	4.9	1.9	6.9	4.7	6.1	5.9	6.1
タイ	5.0	2.5	▲ 2.3	7.8	0.1	6.4	5.1	5.6
インドネシア	6.3	6.0	4.6	6.2	6.5	6.2	6.5	6.6
マレーシア	6.3	4.8	▲ 1.5	7.2	5.1	5.6	5.0	5.0
フィリピン	6.6	4.2	1.1	7.6	3.9	6.6	5.9	6.4
ベトナム	8.5	6.3	5.3	6.8	6.0	5.0	5.5	6.2

(出所)CEIC DATA、予測は当社による

日本経済は輸出主導で回復へ

こうした海外経済情勢の中で、日本経済は、次章で詳述する通り、輸出主導で回復に向かおう。輸出は既に 2012 年終盤に底入れしたが、今後は海外景気の持ち直しと為替相場の円高修正により、増加

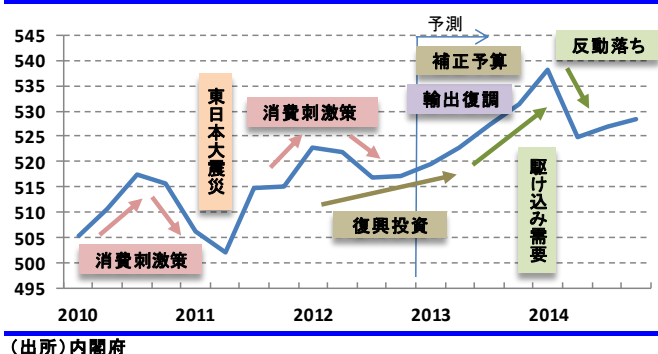
⁸ タイ経済についての詳細は、2013 年 3 月 11 日付け Economic Monitor「洪水復興需要の一巡後も堅調な拡大を続けるタイ経済」参照。

⁹ フィリピン経済についての詳細は、2013 年 2 月 26 日付け Economic Monitor「内需主導の堅調な拡大を続けるフィリピン経済」参照。

基調を明確にするとみられる。また、安倍新政権が打ち出した景気対策により公共投資も景気押し上げに貢献する。2013 年後半以降は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が本格化し、一段と景気は回復色を強めていこう。また、賃金や株価の上昇も個人消費の下支え役となる。2013 年の実質 GDP 成長率は、2012 年後半にかけて景気が落ち込んだことから発射台が下がったため前年比 1.1%にとどまるが、2013 年度では 2.1%まで成長率が高まると予想する。

しかしながら、消費税率が引き上げられる 2014 年 4 月以降は、駆け込み需要の反動による景気の落ち込みは避けられない。今後、何らかの緩和策が打ち出される可能性はあるが、今回の景気対策による公共投資の拡大も一巡するとみられるため、2014 年度はマイナス成長となる可能性があるだろう。ただし、輸出の拡大による下支えが期待できるため、景気が再び後退局面入りすることは避けられよう。

実質GDPのイメージ(2005年価格、兆円)



世界経済は不安定さを残しつつも緩やかに回復

以上の通り、今後の世界経済は、全体としては回復に向かうとみられる。世界経済成長率は、2012 年の前年比 3.2%から 2013 年 3.4%、2014 年 3.9%と緩やかに加速すると予想する。ただし、先進国においては、欧州経済の低迷が続き、新興国においてもインドやブラジルなどでは回復の遅れが懸念されるなど、一様ではない。さらに、欧州債務問題の解決には相当の時間を要するため、最近のイタリアやキプロスの問題が示す通り、今後も金融市場が一時的に混乱する局面を度々迎えるであろう。また、現在、日米など先進国を中心に大幅な金融緩和を行っているが、景気の回復が確実に見通せる状況となれば出口戦略の検討を迫られる。その際には、それまで過剰気味の流動性供給により押し上げられているであろう株価や商品価格に下押し圧力がかかることになる。こうした金融市場や商品市場における変化が、まだ堅調とは言えない世界経済の回復を妨げるリスクが残る点には留意しておきたい。

世界経済の予想(暦年、%)

	実績				予想	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
世界	▲0.7	5.0	3.8	3.2	3.4	3.9
先進国	▲3.5	3.0	1.6	1.3	1.2	2.0
米国	▲3.1	2.4	1.8	2.2	1.9	2.4
ユーロ圏	▲4.3	2.0	1.5	▲0.5	▲0.2	1.0
日本	▲5.5	4.7	▲0.6	2.0	1.1	0.9
(年度)	(▲2.0)	(3.4)	(0.2)	(1.0)	(2.1)	(▲0.4)
新興国	2.5	7.3	6.2	5.3	5.5	5.7
アジア新興国	7.0	9.5	7.9	6.9	7.2	7.3
ブラジル	▲0.3	7.5	2.7	0.9	3.3	4.0

(出所) 各国政府、IMF (予測は当社による)

2. 日本経済の現状と展望

景気は2012年11月に底入れ

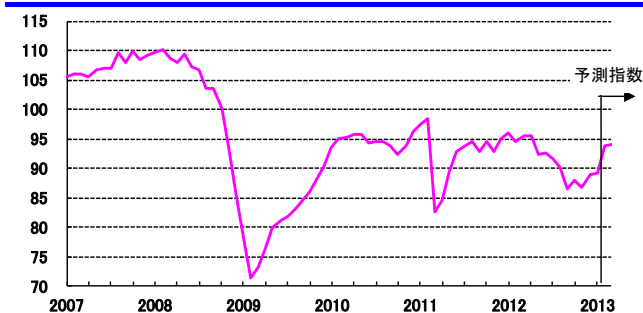
2013年1月の鉱工業生産は前月比0.3%にとどまったが2ヵ月連続の増加となった（2012年12月2.4%）。2ヵ月連続増は2011年12月～2012年1月以来、1年ぶりのことである。さらに、予測指数は2月前月比5.3%、3月0.3%となり、2月以降も増勢を維持する可能性を示唆した。こうした生産動向などを踏まえると、日本経済は2012年11月に底入れしたとみられる。なお、生産予測に基づく2013年1～3月期の生産は前期比5.1%となり、4四半期ぶりに増加に転じることになる。

12月の生産増に大きく寄与したのは、日中関係悪化の影響が和らいだ輸送機械¹⁰である。輸送機械の生産は12月に前月比6.8%と大幅に増加し1月も6.9%と順調に回復した。さらに、2月の生産予測も5.5%と高い伸びとなっており、3月は▲3.3%ながら大幅に水準を戻している。

輸送機械だけでなく、生産予測は幅広い業種で増加を見込んでいるが、その背景には海外景気の持ち直しなどを受けた輸出の復調期待があるとみられる。通関輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で1月に前月比4.4%となり、2月は▲4.7%と落ち込んだものの、1～2月平均の水準は10～12月期に比べ0.3%下回るにとどまり、概ね下げ止まった。仕向地別に1～2月平均の輸出数量指数の10～12月期比を見ると、景気が堅調な米国向けは0.3%と反発の兆しを見せているほか、アジア向けも▲0.3%と下げ止まりつつある（10～12月期は前期比▲1.0%）。景気の低迷が続いているEU向けも▲1.0%となり、10～12月期の前期比▲6.8%に比べると落ち込み幅は縮小している。

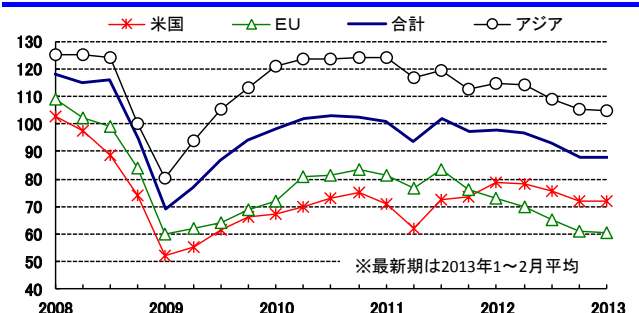
以上のように、2012年終盤から2013年初めにかけての日本経済は、世界経済持ち直しの恩恵を受けて回復に向けた動きが出始めていたと言える。

鉱工業生産の推移(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIC DATA

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIC DATA

金融緩和への期待から長期金利低下、円高修正

そうした中で、安倍政権の打ち出したデフレ脱却のための「3本の矢」は、景気回復に向けた動きが加速するとの期待を高めた。まず、1本目の矢である「大胆な金融緩和」として、総選挙（12月16日）の直後の12月20日に日銀が追加緩和（資産買入等の基金10兆円増額）を行い、続く1月21～22日の金融政策決定会合では、消費者物価上昇率2%という「物価安定の目標」を導入するなど、具体策が矢継ぎ早に決定された。さらに、3月19日の閣議において大胆な金融緩和に前向きな黒田前アジア開発銀行総裁を日銀新総裁に、副総裁には代表的なリフレ派である岩田規久男学習院大教授と中

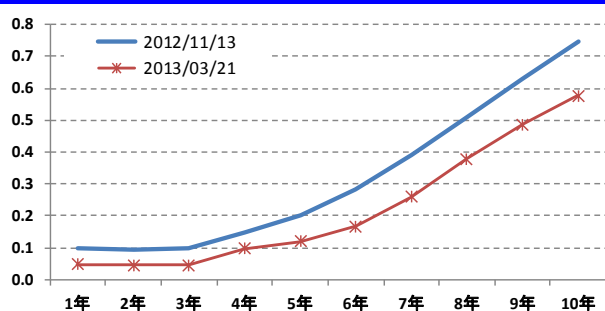
¹⁰ 輸送機械の出荷指数は日中関係が悪化した2012年9月に前月比▲12.9%と大幅に落ち込んだが、10月以降はプラスに転じ12月には増勢が大幅に加速している。

曾日銀理事を充てる人事を決定、翌3月20日に就任した。そのため、次回4月3～4日の金融政策決定会合において大胆な金融緩和策が打ち出されるとの期待が高まっている。

こうした一連の動きは、金融市場において大幅な金融緩和への期待を高め、長期金利は一段と低下した。例えば、日本国債2年物の利回りは、野田前首相が衆院解散を決めた11年半ば以降、0.1%から0.05%程度まで低下している。その結果、ドル円相場の決定要因の一つである日米金利差（2年債）は0.14%Ptから0.2%Pt程度へ拡大し、ドル円相場は1ドル＝79円台から最近の95円前後まで約2割も下落した。ただし、経験則によれば、この日米金利差の変化だけでは、80円台半ば程度までの円高修正は説明できても、90円を超える水準は説明しきれない。そのため、80円台後半以降の円安進行は、今後の一層の金融緩和に対する期待によってもたらされている部分が大いと考えられ¹¹、その期待が薄れるとドル円相場が大きく円高方向に振れるリスクを残していると言える。

とはいえ、長期金利が低下したことが事実であり、金利の低下は企業の業績を押し上げ投資を活発化させる要因となる。また、為替相場が現状程度の水準であれば輸出の回復を後押しし、輸出企業の業績は回復する。アベノミクスの第1の矢は、今のところ期待先行ではあるが、景気回復、ひいてはデフレ脱却という目標を達成するための有効な策となっていることは間違いない。

年限別の国債利回りの変化(%)



(出所)CEIG DATA

円相場の推移(円/ドル、円/ユーロ)



(出所)CEIG DATA

現在の為替水準は維持され輸出回復を後押し

その意味で、為替相場の先行きは、今後の日本経済を見通す上で重要な要素となる。結論を先に述べると、期待が先行する現在の為替水準は、徐々にファンダメンタルズが追い付き、円高方向に振れるリスクは低下していくと考えられる。米国においても、現在の大幅な金融緩和が今後も相当長期に渡って継続される見込みであるが、米国経済の堅調さを踏まえると、現在のゼロ金利政策を脱する時期は米国の方が日本よりも早いと考えるべきであろう。そのため、日米金利差は、今後、さらに拡大するとみられ、現在のドル円相場の水準をより強く支持する要因となる。

さらに、いわゆる「Jカーブ効果」により、日本の貿易赤字が今後も当面は高水準を維持するとみられることも、円高リスクを緩和する要因となろう。これまでの円安進行は、既に輸出を価格面で押し上げているが、数量面でも輸出を押し上げるには多少の時間を要する。そして、その時間差（ラグ）は、過去のデータからの推計によると概ね半年程度がピークである。したがって、昨年11月からの円安進行が輸出数量を本格的に押し上げるのは今年の4～6月期となる見込みである。その一方で、輸入も既に価格面で押し上げられているが、数量面では、エネルギーなど為替変動の影響を受けにく

¹¹ 日本の貿易赤字拡大が改めて円売り材料として認識されているという指摘もある。

いものを多く含むため、輸出ほど大きな影響を受けない。つまり、円安が進んでも輸入数量はあまり減少しないということである。

以上を整理すると、円安の進行は当面、価格面で輸出入双方の金額を押し上げるが、現在、輸入の総額は輸出より大きく、さらに輸入の方がドル建て比率が高いことから、輸入の増加幅の方が輸出よりも大きくなり、貿易赤字は拡大することになる。そのため、ドル円相場は、今後も一時的に円高方向に振れる局面はあろうが、日米金利差の拡大や日本の貿易赤字に支えられ、1ドル=90円を大きく割り込む可能性は低いと考えられる。

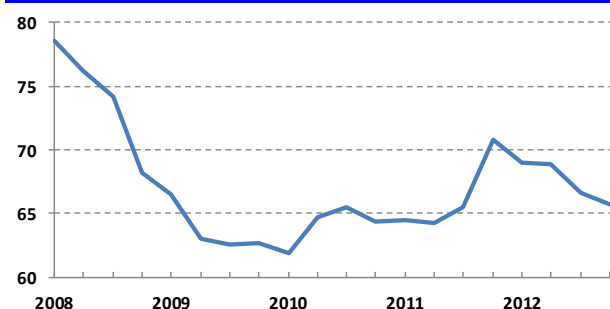
なお、内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、2012年11月の調査時点における輸出企業の採算為替レートは、1ドル=83.9円である。そのため、現状の為替相場は十分に採算が取れる水準であり、そうした面からも、海外景気の回復に伴って輸出が増加しやすい状況にあると言える。ただ、一方で、最近加速している海外生産シフトにより、海外景気の回復ほどには輸出が増加しない分野が増えているとみられ、全体としては輸出の拡大を過度に期待すべきではないだろう。

設備投資の拡大テンポは緩慢

いずれにしても、円安という追い風もあり、今後は輸出産業を中心に企業業績の改善が見込まれるが、持続的な景気回復のためには、こうした企業業績の回復が、設備投資や雇用拡大、賃金上昇といった経路を通じて他の産業や家計部門へ波及し、それが更に景気を押し上げるという好循環が必要である。

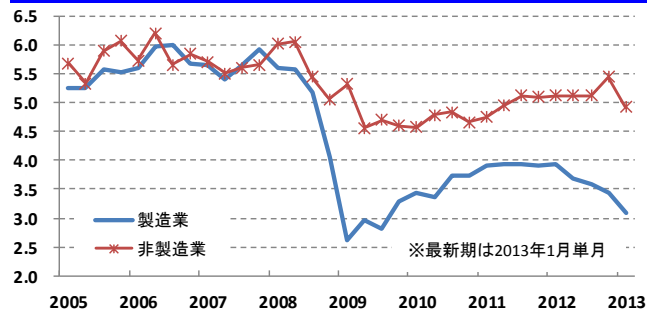
しかしながら、今のところ設備投資の回復に確信を持てる状況にはない。GDPベースの設備投資は、2012年1～3月期に前期比でマイナスに転じたが、10～12月期も▲1.5%と4四半期連続のマイナスとなり、減少傾向に歯止めが掛かっていない。先行指標である機械受注（船舶電力をのぞく民需）が10～12月期に前期比2.0%と3四半期ぶりの増加に転じ、さらに1～3月期も内閣府の見通しでは0.8%と小幅ながらもプラスとなったため、設備投資の復調が期待されたが、実際には1月の機械受注が前月比▲13.1%、水準は10～12月期を10.3%も下回り、早くも見通しの達成が危ぶまれている。

設備投資の推移(季節調整値、2005年価格、兆円)



(出所)CEIC DATA

機械受注の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIC DATA

このように、業績回復への期待は高まっているが、企業は未だ設備投資の拡大に対して慎重な姿勢を崩していないようである。設備投資が持ち直しに転じるためには、業績回復が期待から現実になるのを待つ必要があるだろう。ただし、その場合でも、海外生産シフトの流れは少なくとも円安傾向が長期間定着しない限り止まらなるとみられるため、設備投資の拡大テンポは緩慢なものにとどまる見込みである。

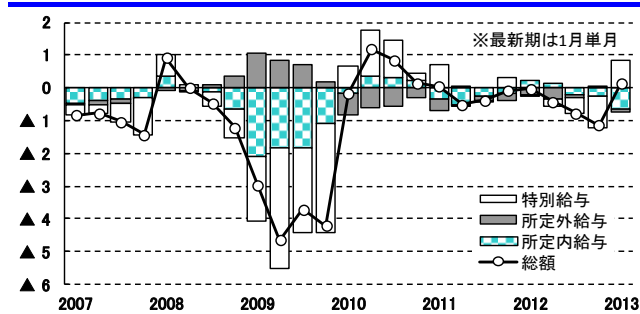
賃金上昇と資産効果で個人消費拡大

一方で、賃金上昇を通じた企業業績回復の波及経路は確保されつつある。安倍首相の要請を受けて、2013年度の春闘では、ボーナスが中心ではあるが賃上げを受け入れる企業が増えている。

最近の平均賃金（現金給与総額）の動向を見ると、リーマン・ショックを受けて大幅に下落した反動により2010年は前年比で増加したが、2011年以降は基本的に減少が続いていた（下図左）。2013年1月は、特別給与（ボーナス）が前年同期比22.4%も増加したため総額では0.1%となったが、前年と調査対象が異なる影響による部分が大い¹²。その影響を取り除くため、11月から1月の合計を前年と比較すると、特別給与は前年同期比▲2.2%となり、賃金総額でも▲1.0%とマイナスである。

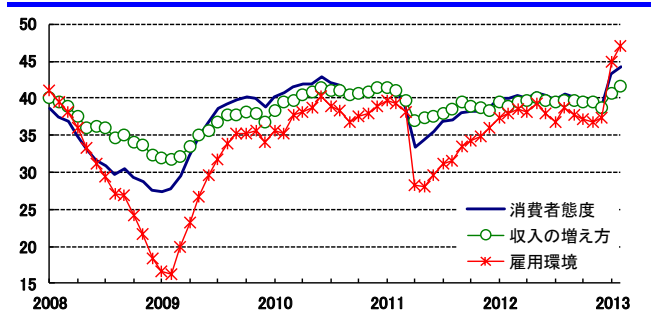
この数字が示す通り、昨冬のボーナスも前年水準を下回った模様であるが、先述の通り今年の夏のボーナスは前年を上回る水準が期待できそうである。過去を振り返ると、デフレが長期化した大きな原因の一つは賃金の下落である。つまり、景気（業績）の悪化を受けて企業が賃金を抑制したため、家計は支出の抑制を余儀なくされ、その結果、企業の売上が一段と減少、さらに賃金が引き下げられるという悪循環が続き、デフレが深化したわけである。その意味で、今回の賃上げの動きは、デフレ脱却の可能性を高める重要な要素となろう。

現金給与総額の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

消費者態度指数の推移(季節調整値)



(出所)CEIC DATA

また、企業業績の回復期待を受けた株価の上昇は、消費者マインドを改善させ個人消費が活発化する。日本においては、米国などと比べて家計の保有する株式の割合が低く、しかも特定の世帯に偏っているため、株価の上昇が保有株式の価値増大という形で直接的に消費マインドを押し上げる、いわゆる「資産効果」は小さいとされる。しかしながら、消費マインドの代表的な指数である消費者態度指数は、株価の回復に合わせるように2012年12月の39.5から2013年1月42.6、2月43.2と急回復している。特に「雇用環境」に対する見方が大きく改善しており、株価の上昇が将来の雇用環境改善への期待に通じている可能性が示されている。

こうした消費者マインドの改善に、先に見た賃金の上昇が加わり、今後の個人消費は、後述する消費税率引き上げ前の駆け込み需要により押し上げられる部分を除いたとしても、底堅い推移が見込まれる。個人消費の回復こそが、デフレから脱却し経済が正常化するための必須条件である。賃上げの実現を円高修正と並ぶ安倍政権の大きな成果と評したい。

¹² 冬のボーナスは企業の大部分が12月に支給するが、11月や1月に支給する企業もあるため、各年のサンプルによって前年比に歪が生じることがある。

大規模な公共投資の必要性には疑問

アベノミクスの2本目の矢は、「機動的な財政政策」である。安倍政権は、1月11日に事業規模20.2兆円の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を閣議決定し、これを受けて2012年度補正予算を編成、2月26日に原案通り成立した。補正予算の歳出総額は12.3兆円であるが(表)、そのうち2.6兆円は基礎年金の国庫負担分の補填であり、景気対策関連の歳出は残る9.7兆円となる。内訳は、老朽化したインフラの改修を中心とする「事前防災・減災」費用2.2兆円、民間企業の投資促進などの「成長による富の創出」費用2.7兆円、災害復旧事業(1,767億円)や税収増見合いの地方交付税交付金の増額(2,906億円)といった景気対策以外の費用を含む「暮らしの安心・地域活性化」費用3.1兆円のほか、東日本大震災の復興関連費用が1.5兆円計上されている。

なお、今回の補正予算のうち、公共投資に直接結びつくものは、公共事業関係費2.4兆円と施設費2.3兆円の合計4.7兆円である。そのほか、地方交付税交付金など地方へ分配される予算の一部が公共投資につながるとみられるため、今回の景気対策によって少なくとも5兆円程度の公共投資が積み増されることになる。これらのうち、大部分が2013年度中に執行され、一部は2014年度へ繰り越されるとみられる。

2012年度補正予算の概要			
(億円)			
	金額		金額
事前防災・減災等	22,005	租税及び印紙収入	2,610
命と暮らしを守るインフラ再構築対策費	12,335	政府資産整理収入	454
社会の重要インフラ等の防御体制整備費	5,340	雑収入	1,042
学校の耐震化・老朽化対策費	2,680	公債金	78,052
大規模災害等への対応体制強化対策費	1,651	公債金	55,200
成長による富の創出	26,924	特例公債金	▲2,990
民間投資の喚起による成長力強化	14,583	年金特例公債金	25,842
中小企業・小規模事業者・農林水産業対策	5,359	前年度剰余金受入	19,870
日本企業の海外展開支援等	700	前年度剰余金受入	8,706
人材育成・雇用対策	2,662	東日本大震災復興前年度剰余金受入	11,165
産業投資支出の財源	3,620	既定経費の減額	17,322
暮らしの安心・地域活性化	31,017	うち国債費	13,972
暮らしの安心の確保	7,789	給与改定臨時特例法等に基づく給与削減	3,328
地域の特色を生かした地域活性化	23,228		
その他の経費	2,397		
東日本大震災特別会計へ繰入	14,493		
基礎年金国庫負担等の差額	25,842		
歳出合計	122,677	財源計	122,677

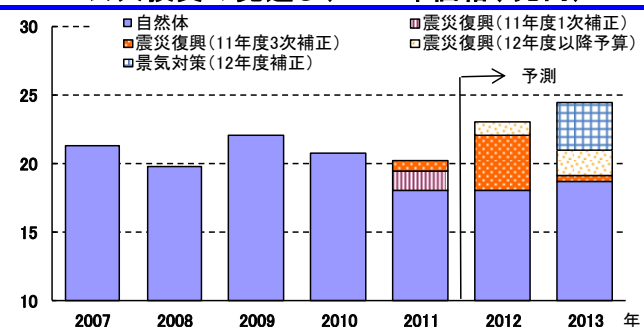
(出所)財務省

さらに、2013年度当初予算では、自民党が掲げる「国土強靱化」を進めるため、公共事業費が前年比15.6%、額にして7,119億円増額された。公共事業費の増額は、4年ぶりである。

このところの公共投資の推移を見ると、2012年1～3月期に震災復興事業の本格化により前期比8.5%と急増した後、4～6月期6.2%、7～9月期2.6%、10～12月期1.8%と徐々に減速し、2013年1～3月期には一段と減速する見込みである。しかしながら、2013年度入り後は2012年度補正予算や2013年度当初予算の執行が本格化し、再び増勢を強めるとみられる。その結果、2013年度の公共投資は前年比6.2%と比較的高い伸びとなる見込みである。ただし、2014年度にはこれらの効果が一巡し、概ね前年比横ばいにとどまろう。

このように、アベノミクスの第2の矢も、景気の拡大を後押しし、デフレ脱却の可能性を高める役割を果たすことは間違いない。ただ、前述の通り景気はアベノミクスが打ち出される前に既に底入れしており、第1の矢である金融緩和とその波及効果、賃上げ要請だけでも景気回復を確実にすることは十分に可能であり、大規模な公共投資の

公共投資の見通し(2005年価格、兆円)



(出所)CEIC DATA

追加が不可欠であるとは言い難い。

また、今回の補正予算では、財源として 7.8 兆円¹³もの国債が追加発行される。新規国債発行額が税収を下回るとして一部のメディアから一定の評価をされた 2013 年度当初予算においても、歳出の一部を今回の補正予算に先送りして計上することで、かろうじて新規国債発行額が税収を下回る形としたに過ぎず¹⁴、それでも歳出の約半分を借金で賄う極めて不健全な財政状態であることには変わりはない。財政赤字の拡大につながる政策の検討においては、その必要性や効果を十分に吟味すべきであろう。たとえデフレ脱却をより確実にするためとはいえ、財政状況を悪化させてまで公共投資を拡大させる必要があったのか、大いに疑問が残るところである。

駆け込み需要が 2013 年度後半の景気を押し上げ

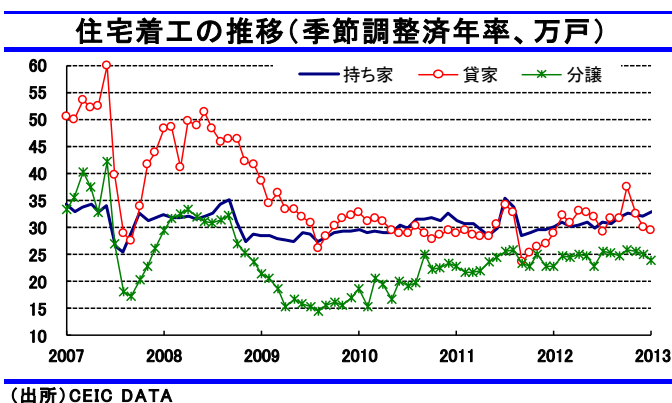
アベノミクスの 3 本目の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」は、日本経済再生本部の下に設置された産業競争力会議（議長内閣総理大臣）において、6 月をめどに具体策を検討している。内容次第では、緩慢な動きが見込まれる民間企業の設備投資を刺激する要因となろう。

成長戦略の内容にかかわらず、2013 年度前半の景気は、輸出拡大と個人消費の活発化、公共投資の増勢加速により、回復に向かう見通しである。そして、年度後半以降は、2014 年 4 月に予定されている消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が本格化し、成長ペースは加速するとみられる。

前回の消費税率引き上げ時（1997 年 4 月 3%→5%）に駆け込み需要が顕著に見られたのは、個人消費のうち耐久財と半耐久財、住宅投資に関しては住宅着工やマンション販売であるが、個人消費に関しては、前回の場合、耐久消費財でも駆け込み需要と思われる動きが見られたのは 1 年前であり、今回も現在のところ動意はない。

一方、住宅投資関連では、旧税率が適用される期限が、前回と概ね同様、完成済物件は 2014 年 3 月 31 日までの物件引き渡し、新規着工の場合は半年前にあたる 2013 年 9 月 30 日までの工事請負契約締結となった。住宅着工戸数は、2012 年後半から持ち家で増加傾向が見られており¹⁵、駆け込み需要が出始めている模様である。今後は、貸家も含めて駆け込み需要が本格化するとみられる。

ただし、2014 年の税制改正では住宅ローン減税の拡大が予定されており、駆け込み需要を抑制する要因となる。そのため、今回の住宅投資に関する駆け込み需要は、税率の引き上げ幅ほどには盛り上がりならず、前回並み程度にとどまる可能性が高いと考えられる。



¹³ 年金特例公債 2.6 兆円を含む。

¹⁴ 実際には、税収 43 兆 960 億円に対して、新規国債発行額（公債金）は通常分の 42 兆 8,510 億円のほか、年金特例公債金 2 兆 6,110 億円があるため、合計すると 45 兆 4,620 億円となり、税収を 2 兆円以上上回る。

¹⁵ 前回の引き上げ時は、消費税率引き上げの 1 年半前頃から持ち家と貸家の着工戸数が顕著に増加した。

2014 年はマイナス成長へ

以上を整理すると、前章でも述べた通り、日本経済は 2013 年度に入り輸出が主導する形で回復色を明確にし、個人消費も底堅く推移する中で、年度後半からは消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が成長ペースを加速させることとなろう。実質 GDP 成長率は、2012 年度の前年比 1.0%から 2013 年度には 2.1%まで加速し、1%程度とみられる潜在成長率を大きく上回ると予想する。

しかしながら、2014 年度は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動に加え、今回の景気対策による景気押し上げ効果が一巡すると見込まれるため、輸出の拡大だけでは支えきれず、マイナス成長に転じる可能性が高いと予想する。消費者物価上昇率は、消費税率引き上げの影響により、2014 年度平均で前年比 2.5%へ高まるが、実態的には小幅なプラスにとどまる。日銀が目標とする 2%の物価上昇達成は、2015 年度以降に持ち越されることになろう。

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	0.2	1.0	2.1	▲0.4
国内需要	1.3	1.9	2.4	▲0.7
民間需要	1.4	1.1	2.4	▲1.2
個人消費	1.6	1.5	2.0	▲1.6
住宅投資	3.7	4.8	10.8	▲15.2
設備投資	4.0	▲0.9	1.0	2.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)
政府消費	1.5	2.5	1.6	1.3
公共投資	▲2.7	13.7	6.2	0.5
純輸出(寄与度)	(▲0.9)	(▲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	2.0	1.1	0.9
鉱工業生産	▲1.2	▲2.7	3.3	0.7
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.7
経常収支(兆円)	7.6	4.3	2.9	5.9
経常収支(GDP比,%)	1.6	0.9	0.6	1.2
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.3	2.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

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。