

日本経済情報

2013 年 4 月号

Summary

【内 容】

1. 金融政策：黒田日銀が正に「次元の違う」金融政策を決定
(1)強いコミットメント
(2)マネタリーベース倍増
(3)分かりやすさと働きかけ
(4)物価目標達成への道程
2. 経済動向分析
(1)3月短観が示す日本経済の今
(2)輸出は下げ止まり
(3)Jカーブ効果
(4)鈍い鉱工業生産の回復
(5)設備投資の回復は緩やか
(6)雇用所得の回復は未だ鈍い
(7)個人消費は出来過ぎな程に強い
(8)住宅投資は堅調
(9)公共投資は一服
(10)インフレは 4～6 月期から反転
3. トピックス：金融部門と非金融部門で共に進む海外シフト

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

【次元の違う金融緩和】

黒田新総裁の率いる日本銀行が量的な面と質的な面の双方で「次元の違う金融緩和」を決定した。最も重要なのは、2%の物価安定目標を 2 年で達成するとした強い誓いであり、国民や金融市場の期待に働きかけるという観点で金融政策にレジームチェンジが生じた。その裏付けとなるマネタリーベースや国債買入の増加、買入対象国債の長期化も従来とは大きく異なる大胆なものだが、そうしたコミットメントや裏付けをもってしても、2%物価安定目標を 2 年で達成するハードルは極めて高く、現時点で達成の蓋然性が高まったとは判断されない。需給ギャップの縮小や円安のみで、こうした高いハードルを越えるのは困難であり、達成に向けて鍵を握るのは期待インフレ率の上昇によるフィリップスカーブのシフトである。そのため、今後の金融政策においては、従来以上に期待インフレ率への働きかけや動向把握が重要となる。

【1～3 月期の日本経済は家計部門主導で高成長】

1～3 月期の日本経済は、家計部門主導で高成長を記録したと考えられる。企業業績の回復を受けた夏のボーナスや資産価格上昇などを背景としたマインド回復が消費拡大を後押ししている。しかし、雇用所得環境の裏付けを現時点では伴っていない点には留意が必要である。

一方、輸出や生産、設備投資の回復は 1～3 月期の時点では極めて緩慢である。今後は、円安が輸出数量に及ぼす影響は強まり、輸出増加→生産拡大→収益及び設備投資の増加、という好循環が生じる見込みである。しかし、企業の海外生産重視などにより従来ほどには円安のインパクトが生じない可能性には留意が必要である。なお、貿易収支及び経常収支については、現在は Jカーブ効果の初期にあり、輸入価格上昇により押し下げられているが、7～9 月期頃から反転へ向かうと考えられる。

【インフレは 4～6 月期から反転】

昨年の変動の裏が顕在化するため、1～3 月期にインフレ率のマイナス幅は拡大している。こうした動きは統計の歪みに過ぎず、デフレ加速は意味しないものの、デフレ脱却の動きも明確ではない。統計の歪みが縮小へ向かい、円安などを受けた値上げも進むため、インフレ率は 4～6 月期から上昇へ向かうと見込まれるが、そのテンポは経済主体の期待インフレ率に左右される。

1. 金融政策：黒田日銀が正に「次元の違う」金融政策を決定

(1) 強いコミットメント

日銀新総裁に黒田東彦氏が、副総裁に岩田規久男氏と中曽宏氏が就任してから初めての金融政策決定会合が4月3～4日に開催され、日本銀行は量的な面と質的な面の双方で（これまでと）「次元の違う金融緩和」を決定した。市場予想を大きく上回る大胆な内容であり、金融市場は株高・債券高（金利低下）・円安で迎えた。

今回の決定は多岐に渡るが、その中心に据えられているのは、「2%の『物価安定の目標』を2年程度の期間を念頭に置いて、早期に実現する」との強い誓いである。今回の公表文に盛り込まれた内容は、国民や金融市場の期待へ働きかけるという意味において極めて強いコミットメントとして位置づけられる。

そのコミットメントを空手形としないための裏付けも、従来とは「次元の違う」ものである。

(2) マネタリーベース倍増

第一に、日本銀行は金融市場調節の操作目標を従来の無担保コールから、日本銀行が供給する通貨量を示す「マネタリーベース」¹へ変更し、その上でマネタリーベースが年間60～70兆円増加するように調節する。これは2012年末時点で138兆円のマネタリーベースを2013年末に200兆円、2014年末に270兆円とすることを意味する。つまり2年で倍増である。

第二に、マネタリーベース拡大の裏付けとして、資産買入を積極化する。これは、通貨供給量の増加に伴う日銀の負債拡大に対応する資産側の措置である。資産買入の主体となるのは長期国債であり、日銀の長期国債保有残高が年間50兆円拡大するように買入を行う。こうした残高増加に対応するフローの買入額（償還分を差し引かないグロスベース）は7兆円強²となる。

2014年から予定されていたオープンエンドの資産買入により2兆円、更に輪番オペで1.8兆円、合計3.8兆円の長期国債買入が計画されていた。新たなフローの買入額7兆円強は、その従来額3.8兆円を大きく上回る次元の違う内容である。加えて、保有残高の積み増しを行うために、買

マネタリーベース及び長期国債保有残高の政策目標（兆円）



(出所) 日本銀行

「量的・質的金融緩和」の導入について

○ 消費者物価2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入の平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。

操作目標をマネタリーベースとし、年間約60～70兆円に相当するペースで増加させる。

操作目標を無担保コールからマネタリーベースに変更。

a 長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するように買入れる。

b 長期国債買入対象を全ゾーンとし、買入平均残存期間を、3年弱から7年程度に延長する。

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れる。

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続（いわゆる時間軸）。

資産買入等の基金を廃止し、上記の長期国債の買入に吸収。

銀行券ルール（「金融調節上の必要から行う国債買入れ」を通じて日本銀行が保有する長期国債の残高について、銀行券発行残高を上限とする考え方）を一時適用停止する。

(出所) 日本銀行公表文より抜粋

¹ マネタリーベース = 流通現金（日本銀行券発行高 + 貨幣流通高）+ 日銀当座預金。

² 当面の買入れ額は毎月7.5兆円と、金融市場局から別途公表されている。

入対象を従来の 3 年未満から全ゾーンの長期国債へ拡大した上で、買い入れ対象国債の平均残存期間を現状の 3 年弱から、国債発行残高の平均並みの 7 年程度に長期化する。こうした買入金額の増額及び対象残存期間の長期化はイールドカーブをブルフラットニングする効果を有するだろう。

第三に、株価及び不動産価格のプレミアムに働きかけという目的で、ETF 及び J-REIT の保有残高がそれぞれ年間 1 兆円、300 億円増加するよう買入を行う。

(3) 分かりやすさと働きかけ

こうした一連の措置は量的・質的な観点から極めて大胆なものだが、金融政策を分かりやすく伝え、国民期待に働きかけようとする意図も散りばめられている。まず、基金などに分かれることで、理解が難しかった金融緩和措置を統合し、マネタリーベースという一つの量的指標の目標に集約した。マネタリーベースはやや専門的な概念だが、通貨供給量と説明することで一般の国民にも分かりやすくなる。またバランスシートの資産・負債関係を踏まえれば、日銀の保有する資産量とも概ね等しい。前述したようにマネタリーベースは 2012 年末 138 兆円が 2013 年末 200 兆円、2014 年末 270 兆円と増えるが、日銀保有資産も 2012 年末 158 兆円が 2013 年末 220 兆円、2014 年末 290 兆円と拡大する。

また、金融市場に向けたメッセージも分かりやすいものである。国債買入対象年限の長期化は長期金利を押し下げ、ETF 及び J-REIT の購入積極化は明確な資産インフレのメッセージと言える。一般デフレ脱却のためには、資産デフレからの脱却、すなわち資産価格上昇も必要との認識が明示されている。

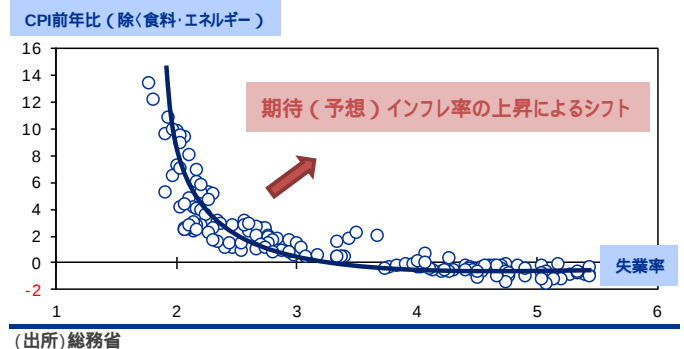
最後に、最も重要な点は、冒頭でも述べたが、黒田総裁が国会などで繰り返し主張してきた物価安定目標達成の目途 2 年を、決定会合の公表文に盛り込み、国民へインフレ 2%を 2 年で達成という分かりやすいコミットメントを明確に示した点である。決定会合後の記者会見において、「2 年でインフレ率 2%を達成するためにマネタリーベースを 2 倍に」と自らフリップボードを用いて、黒田総裁が説明した映像が TV ニュースで報じられたこと自体が、従来とは大きく異なる。

(4) 物価目標達成への道程

日銀が講じた大胆なコミットメントと資産買入措置等をもってしても、黒田総裁が記者会見で吐露したように「2 年で 2%の物価安定目標を達成するのは、相当容易ならざること」であることは間違いない。達成のハードルは極めて高いと言える。

インフレ率の変動要因に照らして考えた場合、現在の日本経済における需給ギャップとインフレ率の関係を前提としての需給ギャップの改善、つまり需給ギャップ³とインフレ率の関係を示すフィリップスカーブに沿ったインフレ率の上昇や円安などの供給ショック要因による一時的なインフレ率の押し上げだけでは、インフレ率を安定的に 2%へ押し上げることは困難である。需給ギャ

日本のフィリップス曲線（％、1975～2012）



³ 本稿のグラフでは需給ギャップの代理変数として失業率を用いている。

ップの改善のみによって 2%インフレを達成しようとすれば現実的ではない景気拡大が、円安進行のみによってインフレ率を押し上げようとすれば、毎年継続的な円の減価が必要となる。

では 2%インフレ目標の達成のためには、何が必要か。それは、今回の公表文にある「高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15 年近く続いたデフレからの脱却に導く」という部分が正に示すように、期待（予想）インフレ率の上昇である。それは、言い換えれば、フィリップスカーブのシフトに他ならない。

日銀は、従来、金融緩和策を講じながら、その緩和策の効果を否定するような見解を示し、国民や金融市場参加者の「期待」に働きかけることに背を向けてきた。しかし、今回の公表文において「市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果」を謳っているように、日銀は金融政策における「期待」の位置づけを大きく変更した。1 月に導入した 2%インフレ目標は、その時点では「絵に描いた餅」に近く、達成を全く見通せていなかった。今回の一連の緩和策を踏まえても、現時点において 2 年で 2%のインフレ目標達成が視野に入った、もしくは達成の蓋然性が高まったとまで論じることは難しいだろう。しかし、日銀が「期待」への働きかけを目標達成の重要な手段として認識し、活用することにより、2%インフレ目標の達成可能性が従来とは「次元の違う」かたちで高まったことも間違いない。以上を踏まえ、今回の金融緩和策をデフレ脱却に向けた重要な前進として評価する。

但し、今回の措置には多少気になる点もある。全ゾーンを対象としての長期国債買入と ETF 及び J-REIT の買入は、金融資産のシフトを広範に促すものであり、上述の通り、明確な日銀（及び政府）からのメッセージと言える。但し、2%物価安定目標の達成を 2 年としつつ、買入対象国債の平均残存年限を 7 年としたことが整合的なのかどうかという点は、今後、論点になりうるかも知れない。また、今議論しても詮無い話ではあるが、今回の金融緩和が成功し、出口戦略を講じるに至った場合に、日銀が保有する国債ポートフォリオの縮小が大きな課題となるかも知れない。同様の課題は、現在オープンエンドの国債買入を行っている Fed も抱えこむ可能性がある。

今後について、まず注目されるのは 2 年で 2%の物価安定目標と今回の金融緩和を踏まえて、4 月末の展望レポートで示される政策委員の経済や物価の見通しがどう変化するかである。なお、今回の政策決定は極めて大胆かつ包括的なものであり、当面は日銀が次の一手を講じることは、基本的に予想されない。その上で、敢えて次の一手があるタイミングを挙げるとすれば、10 月展望レポートにおける見通し変化を踏まえた上でとなるだろう。

2. 経済動向分析

(1) 3月短観が示す日本経済の今

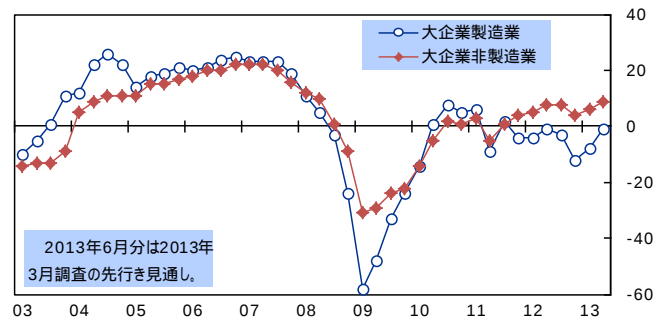
家計部門好調の一方、企業部門は低調なまま 4月1日に日本銀行から公表された3月調査の日銀短観は、現在の日本経済の状況を、的確に表すものだった。最も注目される大企業・製造業の業況判断DI（良い - 悪い、現状）は前回12月調査の▲12から▲8へ明確に上昇したものの、未だゼロを大きく下回ったままである。一方、大企業・非製造業の業況判断DIは4から6へと上昇し、明確なプラス圏にある。高水準にある非製造業の業況判断DIは、1～3月期の日本経済が個人消費や住宅投資と言った家計部門主導で回復していることを表す一方、製造業の業況判断の低位推移は、輸出や設備投資など企業部門とりわけ製造業の持ち直しが十分には進んでいないことを如実に示している。

円安の浸透はこれから

製造業の現状判断DIは大企業こそ4Pt改善したものの（▲12→▲8）、中堅企業は2Pt、中小企業も1Pt悪化しており、企業規模における回復の広がりは見られなかった。昨年秋以降に進行した円安は、円建輸出価格の押し上げを通じて企業収益にプラスの寄与を及ぼしているが、輸出数量の拡大は未だ限定的なため、中小企業への波及に至っていないと言える。いわゆるJカーブ効果⁴の初期段階に、現在の日本経済が位置するためである。これは大企業製造業の中でも、販売数量の増加に投入コストの拡大が先行する鉄鋼業において、業況判断DIが12月調査の▲28から3月調査で▲38へ悪化したことから確認できる。

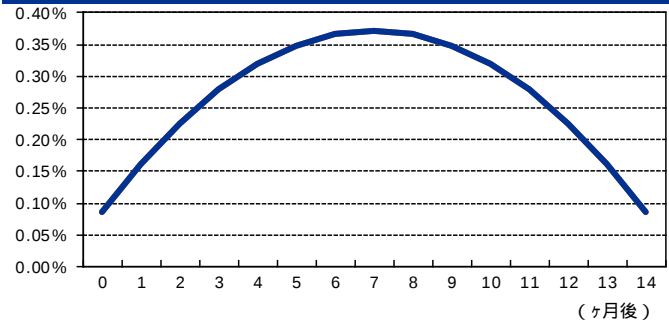
昨年秋以降に進行した円安の輸出数量押し上げ効果は、当社の輸出数量関数に基づく分析によれば7ヶ月後に最大となる。円安進行が昨年12月以降に加速したことも加味すれば、4～9月には大幅な

大企業の業況判断DI（%Pt、良い-悪い）



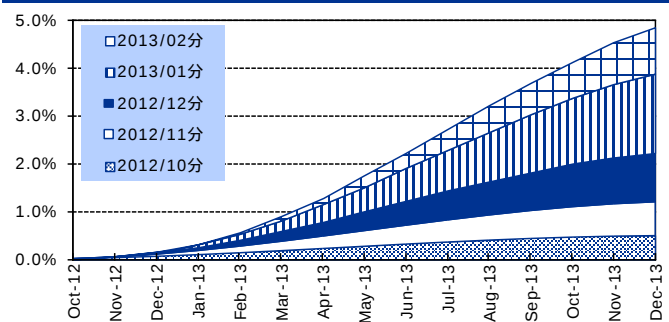
(出所) 日本銀行

10%円安の輸出数量押し上げ効果（Pt）



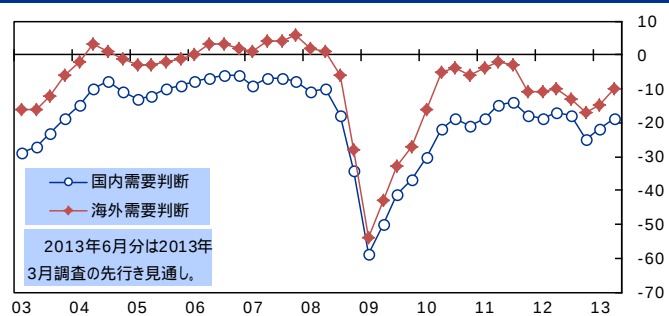
(出所) 伊藤忠経済研究所

2012/10以降の円安の実質輸出押し上げ効果（累積、Pt）



(出所) 伊藤忠経済研究所

大企業製造業の需要判断DI（%Pt、需要超過-供給超過）



(出所) 日本銀行

⁴ 詳細は(3)Jカーブ効果を参照。

輸出数量の押し上げを期待できる。これは、大企業製造業の業況判断 DI(現状 ▲8→先行き ▲1)や海外製商品需給判断 DI(需要超過 - 供給超過、現状 ▲15→先行き ▲10)の改善見通しからも確認できる。

1～3 月期は個人消費けん引で高成長

2 月迄の経済指標や、既に公表済の一部の 3 月データを見る限り、冒頭で述べたように個人消費や住宅投資がけん引するかたちで、1～3 月期の日本経済は前期比年率 2%台半ばから 3%程度の高成長を達成したと見込まれる。特に堅調なのは、個人消費であり、内閣府が個人消費の動向を把握するために試算している消費総合指数を見ると、1～2 月平均は昨年 10～12 月期を 0.7% (10～12 月期前期比 0.5%)も上回っている。一方、外需の動向を考える上で参考となる実質財収支 (実質財輸出 - 実質財輸入)は 1～2 月平均が 10～12 月期からほぼ横ばいであり、成長への大きな貢献は期待できない。

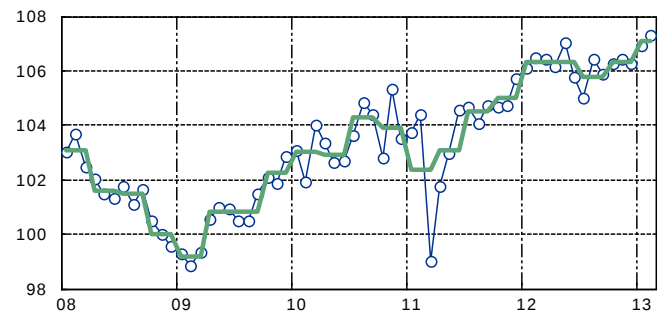
1～3 月期の個人消費の高い伸びは、消費者態度指数や景気ウォッチャー調査の改善が示すように株高などを受けたマインド回復に支えられたものであり、残念ながら現時点では雇用所得環境の裏付けを伴っていない。その意味で、日本経済において、通常想定される「輸出→企業部門→家計部門」という波及経路を辿っておらず、不安定さを伴う。今後は、円安と世界経済回復を受けた輸出拡大が雇用所得環境の改善に繋がるのが期待されるほか、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれるため、個人消費が腰折れする可能性は低い。外部ショックに対し、現時点では脆弱さが残っている点に留意が必要と言える。

当社は、日本経済の成長率について、2012 年 10～12 月期 2 次 QE 公表の時点で 2013 年度 2.1%、2014 年度 ▲0.4%と見込んだ。当時の想定よりも大胆な金融緩和策が講じられ、また円安も進行しているため、2014 年度を中心に成長率とインフレ率の見通しを上方修正する方向で検討している。修正見通しについては、1～3 月期成長率の公表後に示す予定である。

(2)輸出は下げ止まり

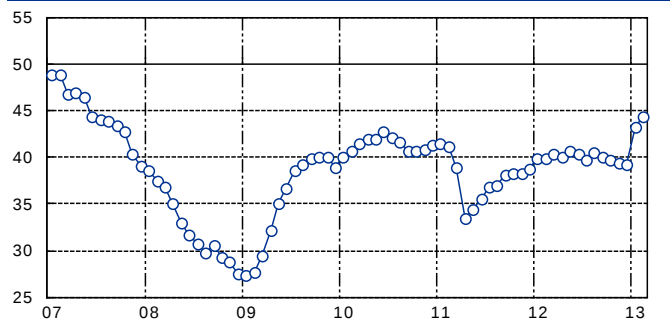
2 月の貿易統計によると、輸出額 (名目輸出)は前年比 ▲2.9% (2013 年 1 月 6.3%)と再び減少に転じた。昨年が閏年であったため、前年比のマイナスは想定内だが、マイナス幅は予想より大きめである。財務省試算の季節調整値は前月比 1.3% (1 月 3.3%、12 月 3.4%)と 3 ヶ月連続で増加したも

消費総合指数 (実質、2005 年 = 100)



(出所) 内閣府

消費者態度指数 (一般世帯)



(出所) 内閣府

実質輸出入の推移 (兆円、季調値、2010 年基準)



(出所) 財務省、日本銀行

の増加幅は縮小、輸出物価指数の上昇率である3.3%(1月4.6%)を大きく下回った。当社が輸出価格の変動を控除し試算している実質ベースの季節調整値⁵は2月に前月比▲2.3%(1月2.1%)と3ヶ月ぶりの減少に転じており、2月に輸出は数量ベースで減少したと言える。当社試算の実質財輸出の1~2月平均は昨年10~12月期を1.2%上回っているに過ぎず(10~12月期は前期比▲3.7%)、昨年4~6月期をボトムに伸びを高めている世界輸入に比べ、日本の実質輸出の回復は遅れ気味と言わざるを得ない。既に指摘したように、円安の影響は今後、輸出数量面へ広がってくると見込まれるが、海外生産比率の上昇などに伴い、日本の輸出が従来よりも海外経済の回復や為替減価の影響を受けにくくなっている点には注意が必要であろう。

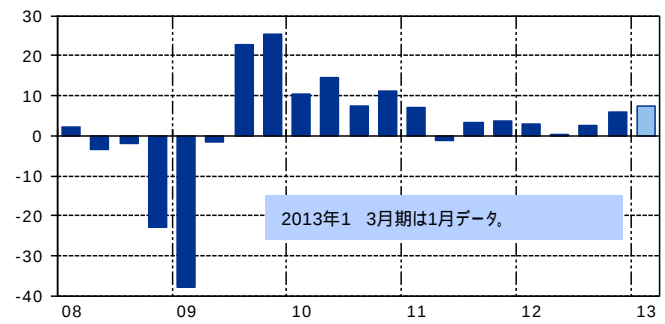
原発停止に伴うエネルギー輸入の拡大などから、輸入数量は昨年7~9月期まで輸出を大きく上回る伸びを示してきたが、10~12月期以降は概ね輸出と連動した推移へ転じている。当社試算の実質財輸入を見ると1~2月平均は昨年10~12月期を0.7%上回っており(10~12月期▲3.5%)、1~3月期は輸出と同様に前期から小幅の増加が見込まれる。実質財輸出と実質財輸入の増加幅(増加率ではない)が概ね見合うため、実質財収支は10~12月期からほぼ横ばいとなる。

財貿易に加えて、サービス貿易の動向を見ると、円安を受けた海外旅行者の増加などを反映し、収支が名目と実質共に改善傾向にある。また、GDP統計では閏年要因を季節調整において考慮しないため、閏年だった昨年1~3月期の輸入は強く、その反動で今年の輸入は実勢より弱く示される可能性がある(閏年の輸出への影響は相対的に小さい)。以上を踏まえると、GDPベースの外需は、上述の貿易統計(財)ベースの試算が示唆するよりゼロ寄与より、幾分上振れする可能性がある。

(3)Jカーブ効果

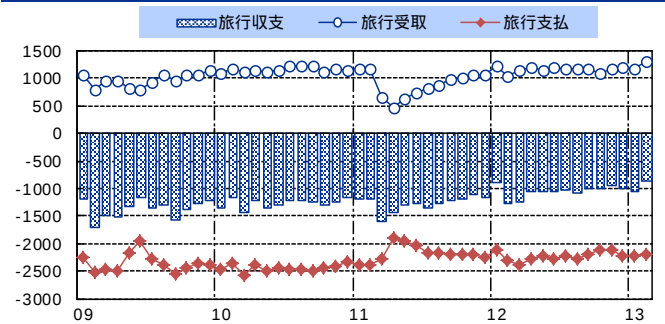
為替変動が、輸出入数量面に影響を及ぼすまでには時間を要する一方、輸出入価格には僅かなラグで反映される。また日本ではエネルギーの多くを輸入に頼る関係から、外貨建(特にドル建)の比率が輸入において高い。例えば、輸出入物価指数の契約通貨別比率を見ると、2012年末時点で輸出は61%が外貨建だが、輸入は1割以上も多い73%が外貨建である。そのため、円安の初期局面では、

世界貿易(輸入数量、前期比年率%)



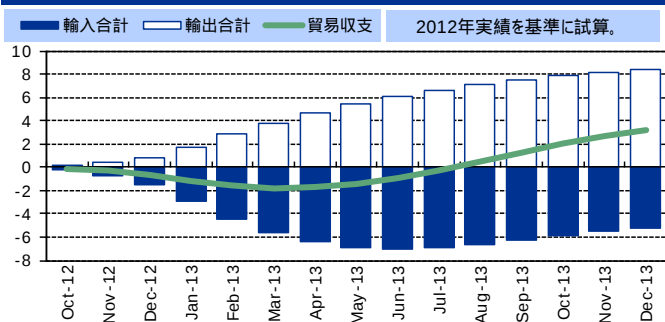
(出所)CPB

旅行収支の推移(10億円、季調値、年率換算)



(出所)財務省

2012/10以降の円安の影響(累積、年率換算、兆円)



(出所)伊藤忠経済研究所

⁵ 2012年の貿易統計年報の公表等を踏まえ、実質化や季節調整を改めて施した。そのため従前のレポートの計数とは異なる。

輸入価格の上昇によって貿易収支が押し下げられ、その後、輸出数量の増加と輸入数量の減少により貿易収支が押し上げられるという、いわゆる「Jカーブ効果」が生じる。当社が輸出入数量及び輸出入価格の関数⁶を推計の上で、2月までの円安進行の累積的な影響を試算したところ、今年3～4月に円安による貿易収支の押し下げ効果は最大となり、その後縮小へ向かい、8月から押し上げ寄与へ転じる。

2月に経常収支（季節調整値）は▲1億円となり、増税前のエネルギー輸入急増で赤字に転落した昨年9月以来二度目の赤字に転落したが、これは上述のJカーブ効果で貿易収支が大きく悪化した影響が大きいと考えられる。なお、円安による所得収支押し上げ効果が生じ始めており、2013年後半にかけて、円安の輸出入数量面への影響と所得収支の増加により、経常収支は反転すると見込まれる。

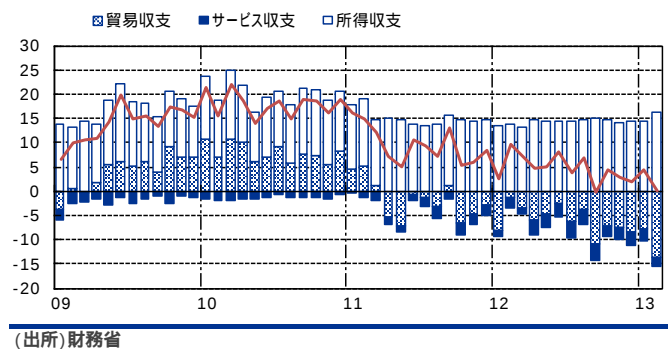
(4) 鈍い鉱工業生産の回復

2月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と小幅ながら3ヶ月ぶりに減少した。鉱工業生産は昨年12月こそ2.4%と明確に持ち直したものの、その後は1月0.3%、2月▲0.1%とほぼ横ばいにとどまり、回復の動きは緩慢である⁷。

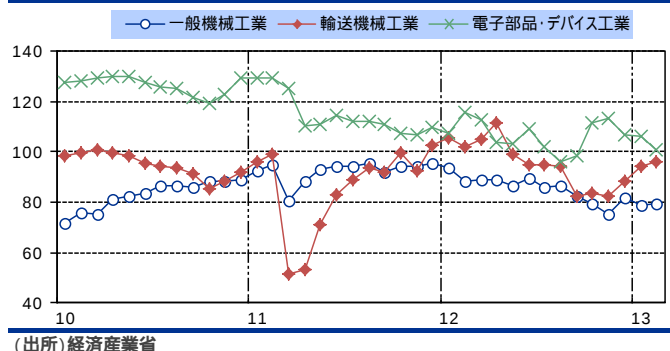
鉱工業生産の回復が緩慢であるというボトムラインは変わらないが、2月データの解釈に際しては、二つの留意点がある。第一は、主要企業を対象とした製造工業生産予測調査の実績で見れば2月は前月比1.6%と、12月3.2%、1月1.2%に続き3ヶ月連続の増加を確保している点である。増加率が生産予測の5.3%を大きく下回ることとは否めないが、主要企業に限れば生産は回復基調にある。

第二は、鉱工業生産と生産予測ともに、電子部品・デバイス工業一業種が大きく下押しに寄与している点である。第一で言及した生産予測調査から見ると、2月の電子部品・デバイス工業は予測段階で前月比14.5%の大幅増加に対し、実績段階は▲1.6%と減少である。製造工業全体への寄与度で見れば、予測段階の2.1Ptが実

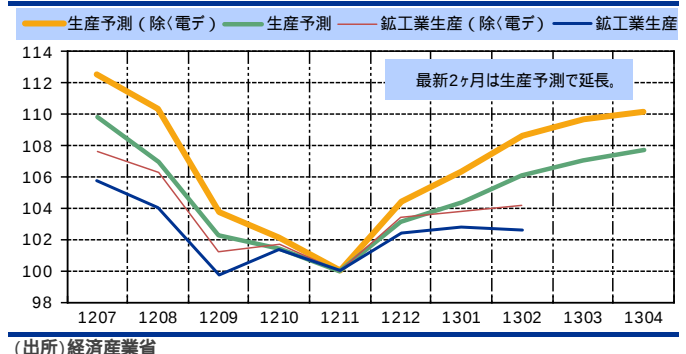
経常収支の推移（季調値、年率、兆円）



セクター別の生産推移（2005年=100）



鉱工業生産と生産予測の推移（2012/11=100）



⁶ 説明変数は輸出数量が世界輸入、海外生産比率、為替レート（14期のアーモラグ）、輸出価格は国内企業物価、為替レート（6期のアーモラグ）、輸入数量は国内需要、輸出、為替レート（14期のアーモラグ）、輸入価格は商品価格、為替レート（6期のアーモラグ）である。金融危機の期間について、ダミー変数を一部に設定している。なお推計の詳細は2月28日付 Economic Monitorなどを参照。

⁷ 4月15日に鉱工業生産は年間補正が施され、季節調整の掛け直しなどが行われるため、今後計数が変更される。

績段階で▲0.2%Ptとなり、電子部品・デバイス工業だけで2.3%Ptもの下振れ寄与を及ぼした。電子部品・デバイス工業を除けば、生産予測調査は2月に3.2%(5.3% - 2.1%)増加を予測し、1.8%(1.6% - ▲0.2%)の増加実績だったということである。それほど悪くないパフォーマンスと言える。

一方、鉱工業生産ベースで見ると、2月の電子部品・デバイス工業は前月比▲5.0%であり、生産予測実績の▲1.6%を更に大きく下回っている。つまり、電子部品・デバイス工業は主要企業の生産予測が全く当てにならず、主要企業に限っても大きく下振れし、主要企業以外も含めたベースでは更に低調に推移しているということになる。鉱工業生産ベースで見ると、電子部品・デバイス工業は2月に鉱工業生産全体を0.5%Ptも押し下げており、同業種を除けば鉱工業生産は3ヶ月連続の増加⁸を確保している(12月前月比3.0%→1月0.3%→2月0.4%)。

以上、二点を踏まえれば、鉱工業生産の回復は全体で見ると極めて緩慢だが、電子部品・デバイス工業以外については、主要企業(大企業)を中心に上向きの基調が明確化しつつあると判断できる。昨年11月対比で2月の水準を見ると鉱工業生産全体は+2.7%にとどまるが、電子部品・デバイス工業を除けば+4.2%、生産予測実績ベースでは全体が+6.1%、電子部品・デバイス工業を除けば+8.6%となる。

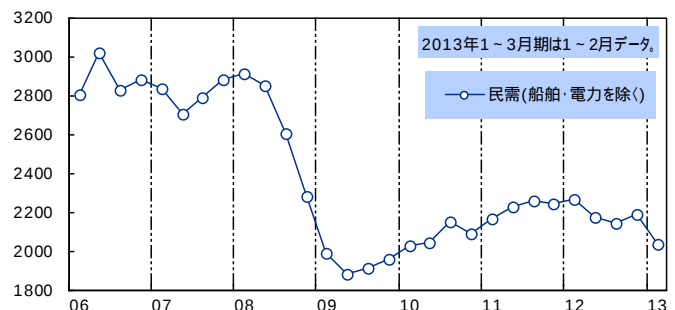
なお、電子部品・デバイス工業の低迷については、世界的に需要の端境期となっている影響もあるが、他地域と比べ、日本勢のみが大きく落ち込んでいることもまた確かである。こうした競争力の低下を踏まえれば、円安下でも同セクターの生産回復は緩やかなものととどまる可能性がある。

(5) 設備投資の回復は緩やか

民間企業設備投資は2012年10～12月期まで4四半期連続で減少してきたが、機械投資の一致指標である資本財総供給(除く輸送機械)の1～2月平均は10～12月期を1.2%上回っており(10～12月期前期比▲1.7%)、1～3月期に設備投資は5四半期ぶりに増加する可能性が高い。

逆に先行指標である機械受注は1～2月平均が10～12月期を7%も下回っており、また日銀短観3月調査の2013年度設備投資計画は▲2.0%(大企業全産業)とマイナス圏からスタートした。2013年度設備投資のマイナス計画は土地投資が現時点で見通せず盛り込まれていない影響が大きく、土地投資を除きソフトウェア投資⁹を含めたベースで見ると▲0.5%とほぼ横ばいであり、見た目ほど弱くはない。とは言え、2012年度計画の下方修正も含め、企業が設備投資の拡大を現時点で計画していないことも確かである。景況感の改善や業績の回復は、企業の設備投資行動にプラスの影響を及ぼすが、未だ設備投資拡大に踏み切らせるほどの企業側の確信には至っていないと判

機械受注・民需の推移(10億円)



(出所) 内閣府

⁸ なお、当社推計によると、経済産業省は速報段階で未公表の系列によって、鉱工業生産全体が0.5%Pt押し下げられると仮定している模様である。仮定と異なり、未公表系列の寄与がゼロであれば、電子部品・デバイス工業を含めても、2月の鉱工業生産はプラスとなる。

⁹ 大企業・全産業のソフトウェア投資は、2013年度計画▲1.6%であり、ソフトウェア投資が押し上げている訳ではない。

断される。

(6)雇用所得の回復は未だ鈍い

昨年 10～12 月期に雇用者報酬は名目ベースで前期比▲0.3%(7～9 月期 0.1%)、実質ベースでは▲0.5%(7～9 月期 0.6%)と減少した。1～3 月期に入り、雇用情勢を中心に回復の動きは見られるものの、賃金情勢は逆に低迷度合いが増しており、雇用者報酬の回復は未だ確認できない。

雇用情勢から見ると、就業者数は 1～2 月平均が昨年 10～12 月期を 20 万人強上回っており、7～9 月期前期差+5 万人、10～12 月期+4 万人に続いて 3 四半期連続の増加が見込まれる。また、昨年後半に停滞した求人動向も年明け後に持ち直している。労働力調査は振れが大きく、統計の信頼度も低いいため、幅を持って見る必要があるが、雇用情勢は回復の方向に向かっていると言えるだろう。

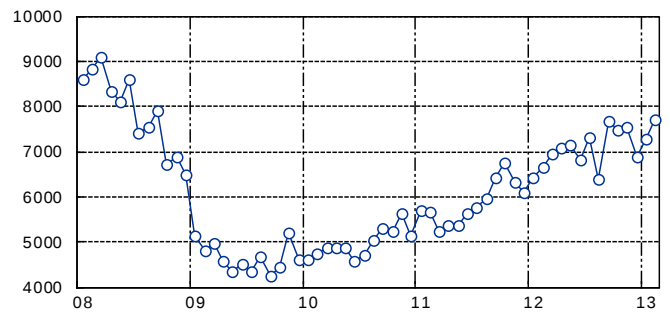
一方、賃金情勢には回復の動きが見られない。2 月の一人当たり現金給与は前年比▲0.7%(1 月 0.1%)と再び減少した。大幅な落ち込みは昨年の閏年の反動でパートタイム労働者の給与が▲1.4%(1 月▲0.6%)、フルタイム労働者の所定外給与が▲3.2%と落ち込んだ影響が大きい。ただ、フルタイム労働者の所定内給与に限っても伸びは 0.2%(1 月 0.1%)とごく僅かであり、かつ最近の確報段階での下方改訂の傾向を踏まえれば、2 月のフルタイムの所定内給与は速報の 0.2%が確報で 0.0～0.1%へ引き下げられる可能性が高い。2011～2012 年を均し、東日本大震災の影響も勘案してみれば、フルタイムの所定内給与は依然として横ばい基調にあると判断される。

労働力調査の雇用者数と賃金データを用いて、名目雇用者報酬を試算すると 1～2 月平均は前年比横ばい程度となる。雇用者数の増加を受けて、同試算値の 10～12 月期前年比▲1.7%からは大きく改善するが、未だ水面上には顔を出していない。

(7)個人消費は出来過ぎな程に強い

このように雇用所得環境の裏付けが十分には伴わないにも関わらず、1～3 月期の個人消費は出来過ぎなぐらいに堅調な推移を示している。冒頭で示したように内閣府の消費総合指数は、1～2 月平均が昨年 10～12 月期を 0.7%(10～12 月期前期比 0.5%)も上回った。企業業績の回復を受けた夏のボーナス増加見込みや資産価格上昇などを背景として、消費者マインドが改善している影響が大きいと考えられる。

求人広告件数(季調値、年率換算、千件)



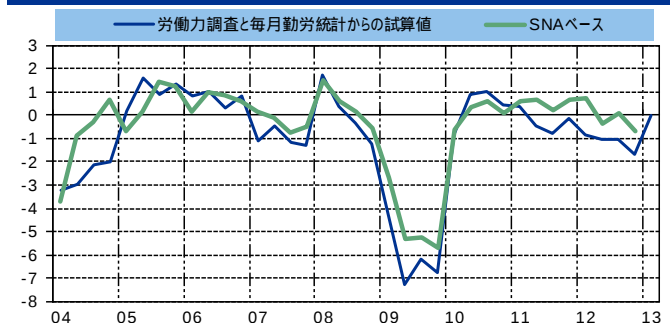
(出所) 社団法人全国求人情報協会

フルタイムとパートタイムの賃金推移(前年比、%)



(出所) 厚生労働省

名目雇用者報酬(前年比、%)



(出所) 総務省、厚生労働省、内閣府

家計調査及び消費状況調査などから品目別の動向を見ると、1～3月期は財では衣類や家電、自動車などの伸びが目立ち、またサービスでは通信や教育関連が伸びている。高額商品に関しては、百貨店売上高において増加が示されているが、個人消費全体において特に大きな変化は見られない。

(8)住宅投資は堅調

住宅投資は昨年10～12月期の前期比3.5%からは鈍化するが、1～3月期も2%程度の増勢を維持すると見込まれる。増加は4四半期連続である。消費税率の引き上げを睨んだ住宅購入の拡大が寄与し始めていると考えられる。先行指標である住宅着工を見ると、10～12月期に年率91.8万戸と、2008年10～12月期以来の90万戸台を回復したが、1～3月期も90万戸台を維持する可能性が高い。今後は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が活発化し、2013年度に住宅投資は大幅に増加すると見込まれる。

(9)公共投資は一服

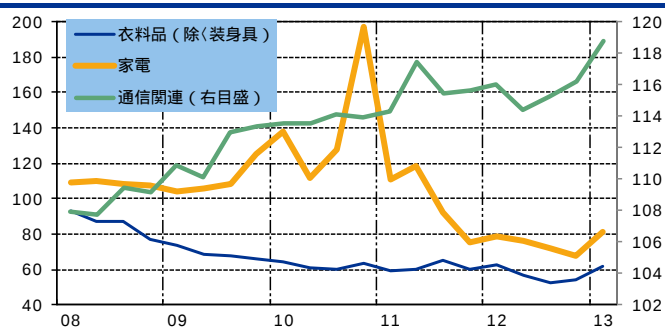
公共投資は、震災復興投資の拡大により2012年10～12月期まで4四半期連続で増加してきた。しかし、先行指標である機械受注の官公庁や公共事業請負額は足元で明確に減少しており、1～3月期は増勢が一巡、横ばい程度まで減速もしくは小幅に減少する可能性がある。なお、2013年度入り後は、2012年度補正予算の執行により、再び増勢へ復帰していると考えられる。

(10)インフレは4～6月期から反転

2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▲0.3%(1月▲0.2%)、「食料及びエネルギーを除く総合(米国型コア)」は▲0.9%(1月▲0.7%)と共に前月からマイナス幅が拡大した。2月の下落幅拡大は、前年同月において調査対象品目の入れ替えに伴いテレビのマイナス幅が急縮小した反動が大きい。テレビ価格は1月前年比6.2%から2月は▲28.9%へ急低下し¹⁰、テレビの前年比寄与度は、対総合(ヘッドライン)で1月0.03%Pt→2月▲0.26%Pt、対日本型コアで0.03%Pt→▲0.22%Pt、対米国型コアで0.05%Pt→▲0.33%Ptへといずれも大幅なマイナスに転じている¹¹。

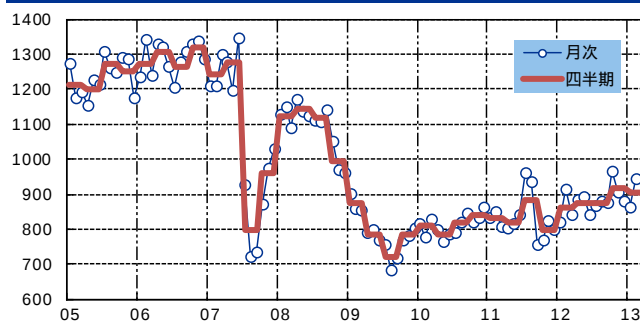
テレビ以外の項目では、ガソリン価格の上昇(1月前年比4.6%→2月8.1%)を受けてエネルギー価

消費状況調査に見る品目動向(2005年=100,名目,季調値)



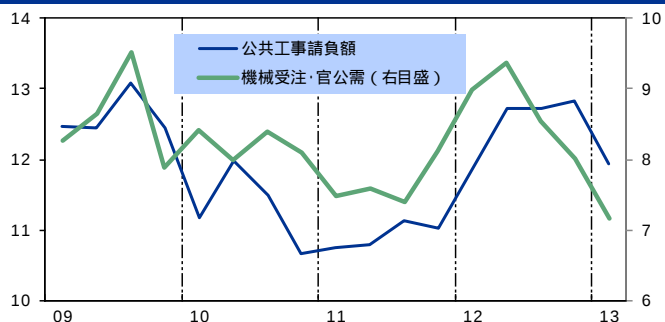
(出所) 総務省

住宅着工戸数 合計(千戸, 年率換算)



(出所) 国土交通省

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

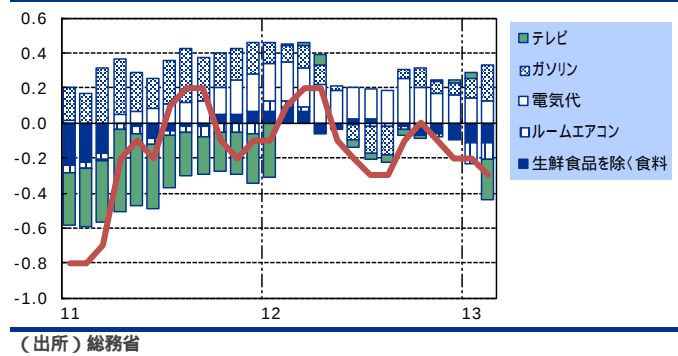
¹⁰ なお、同様の事象が、1月にルームエアコンについて生じている。グラフを参照されたい。

¹¹ 総合以外は当社試算。

格(1月3.9%→2月5.0%)が上昇し、日本型コアの前年比を0.1%Pt程度押し上げたのが目立つ程度であり、他に大きな動きはない。

現時点でCPI統計からデフレ脱却に向けた動きを確認はできないが、その一方でデフレが加速しているという訳でもない¹²。2月CPIの下落幅拡大は、上述したようにテレビ価格の歪みに過ぎず、デフレ加速は意味しない。

全国・日本型コアの寄与度分解(前年比、%)



既に3月データが公表されている東京都区部CPIに基づき試算すると、3月の全国CPI・日本型コアは前年のガソリン価格急騰の反動により前年比▲0.4%(2月▲0.3%)へマイナス幅を拡大すると見込まれる。当社予想通りであれば、1~3月期のインフレ率(日本型コア)は前年比▲0.3%となり、昨年10~12月期の▲0.1%からマイナス幅が拡大する。しかし、テレビの押下げ寄与は3月から縮小へ向かい、前年の裏によるガソリン価格の下落も3月がボトムになると考えられる。加えて、4月以降は、ティッシュペーパーや食用油、小麦など多くの品目について、原材料価格や円安などを理由とした卸売段階の値上げがアナウンスされている。また、自賠責保険料などの引き上げや消費税率引き上げ前の駆け込み需要なども、インフレ率を押し上げる方向に作用する。こうした要因を踏まえると、1~3月期をボトムにインフレ率は徐々に高まっていく可能性が高い。

但し、そうしたインフレ率の上昇ペースは、今後の企業行動がどのように変化するか大きく左右される。デフレ下の日本では、輸入価格の上昇が卸売価格を経由して消費者物価上昇に及ぼす影響(パススルー)は限定的であった。企業行動が変化しなければ、今回も卸売価格の引き上げが消費者物価に及ぼす影響は限られる。しかし、日銀による「次元の違う金融政策」を踏まえてレジームチェンジと企業が判断、すなわち為替やインフレに対する企業側の期待が変化すれば、徐々に価格転嫁が浸透していく可能性がある。今後のインフレ動向を考える上では、従来以上に企業や家計の物価動向に関する認識に注意する必要がある。

¹² 例えば、季節調整値で1月と2月を比べれば、こうした動きは当然ながら存在しない。

3. トピックス：金融部門と非金融部門で共に進む海外シフト

民間金融機関の貸出が増勢だが...

日本銀行が公表した2012年10～12月期の資金循環勘定では、民間金融機関貸出が前年差11.8兆円（7～9月期8.5兆円）と6四半期連続で増加した。月次の貸出統計により示されていた貸出残高増加の動きを再確認するものと言える。

民間企業向け貸出は寧ろ減少

しかし、民間金融機関貸出の内訳を見ると、民間非金融法人（いわゆる民間企業）向けの貸出は、10～12月期に前年差▲3.8兆円（7～9月期▲0.7兆円）と2四半期連続で減少している。民間企業向け貸出は、原発停止等に伴う電力会社の資金需要の高まりや借入シフト等により2011年10～12月期から2012年4～6月期まで3四半期連続で増加した。しかし、電力債発行環境の好転などもあり、電力会社の借入れ需要が幾分鎮静化し、押し上げ寄与が縮小したのに伴い、民間金融機関貸出全体は再び減少基調へ回帰してしまっている¹³。

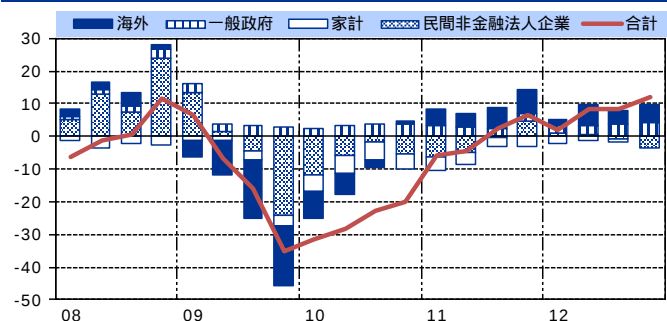
金融機関の海外重視

民間非金融法人向けと異なり、民間金融機関貸出において一貫して増勢が明確なのは、一般政府向けと海外部門向けである。特に2011年以降は、海外部門向けの増加が顕著であり、金融機関が海外向け貸出へシフトしていることが読み取れる。金融機関は、貸出以外でも、海外金融資産への投資や海外金融機関への資本参加などによって海外シフトを積極的に進めており、対外証券投資と対外直接投資、その他対外債権・債務の合計が金融資産全体に対する比率は2012年10～12月期に10.1%と初めて1割を超えた（金融機関全体から中央銀行を除いたベース）。

非金融企業の海外投資拡大

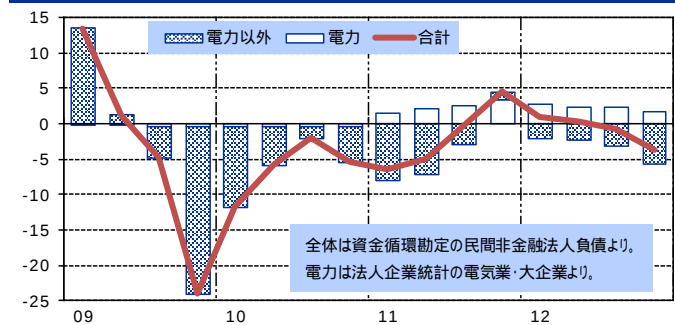
もちろん、海外シフトを進めているのは、金融機関だけではない。国内設備投資の抑制もあり、民間非金融法人の金融資産は拡大傾向が続き、いわゆるカネ余りの状況にある。カネ余りは、

民間金融機関貸出の推移（前年差、兆円）



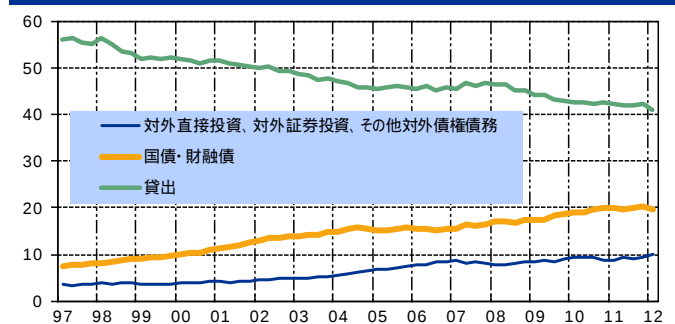
(出所) 日本銀行

民間非金融法人向け貸し出しの内訳（前年差、兆円）



(出所) 日本銀行

金融機関（除く中央銀行）の金融資産（シェア、%）



(出所) 日本銀行

¹³ グラフにおいて、2012年10～12月期に電力以外の貸出の減少幅が大きく拡大しているのは2011年10～12月期に増加した反動とも考えられる。2010年から2012年への変化額で見ると、7～9月期▲6.0兆円→10～12月期▲4.5兆円と減少幅は幾分縮小している。

上述のように借入（金融機関の貸出）が減少する下で、現預金残高も増加していることから確認できる。

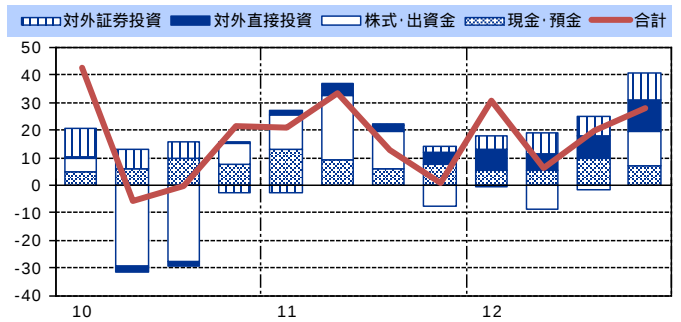
ただ、足元で、金融資産増加の相当部分は、対外直接投資と対外証券投資の拡大によるものである。企業は資金余剰のかなりの部分を海外への投資に振り向けており、それは海外企業のバランスシートを経由して設備投資として結実している部分もある。そのため、金融資産全体の積み上がりが、必ずしも、海外分を含めた設備投資に対する、企業の消極姿勢を意味するものではない。

なお、アベノミクスの影響もあって昨年 10～12 月期に進んだ円安による円貨換算額の拡大も、民間企業の対外資産残高を押し上げている（グラフの調整勘定¹⁴に含まれる）。但し、円安の影響を排除しても、海外への資金フローがコンスタントにプラスとなっており、海外投資拡大（海外部門への資金流入）の流れは変わらない¹⁵。

今後も海外投資は拡大傾向

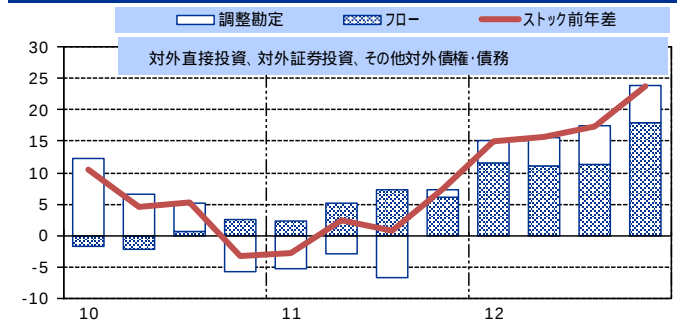
為替相場の修正に対する確信が強まれば、製造業については国内生産を拡大するために、国内での投資等を増やす余地が生じる。但し、将来的な為替リスク回避や現地ニーズに応えるための需要地生産拡大の大きな流れを反転させるには至らない可能性が高い。一方、非製造業についても、金融と非金融を問わず、従来に比べ、海外需要の重要性が明確に高まりつつある。もちろん、製造業の回復が、国内需要の押し上げを通じて、非製造業にもたらす好影響はあるとしても、それによって海外重視の姿勢が変わるわけではない。従って、企業部門全体として、今後は海外投資の重要性が一層高まると考えられる。

民間非金融法人の金融資産（前年差、兆円）



（出所）日本銀行

民間非金融法人の対外金融資産（前年差、兆円）



（出所）日本銀行

¹⁴ 調整勘定は、資産負債残高が時価で評価されている金融商品について、ある期間の時価の変化額等を示す。

¹⁵ ちなみに、2012年10～12月期は、株高と円安を受けて、調整勘定により前年対比で、株式出資金は11.5兆円、対外資産は5.8兆円も押し上げられた。

【日本主要経済指標】

日本の実体経済関連指標の推移

		2011 年度	2012 年度	2012年				2013年
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
実質GDP	前期比%			1.5	▲0.2	▲0.9	0.0	
	前期比年率%			6.1	▲0.9	▲3.7	0.2	
	前年比%	3.4	0.3	3.4	3.9	0.4	0.5	
実質個人消費	前期比,%	1.7	1.5	1.2	▲0.0	▲0.5	0.5	
実質設備投資	前期比,%	3.6	4.1	▲2.5	▲0.1	▲3.3	▲1.5	
実質純輸出（寄与度）	前期比,%Pt	0.8	▲1.0	0.2	▲0.3	▲0.7	▲0.2	
実質輸出	前期比,%	17.2	▲1.6	3.4	0.0	▲5.1	▲3.7	
実質輸入	前期比,%	12.0	5.3	2.1	1.7	▲0.5	▲2.3	
名目GDP	前期比,%	1.3	▲1.4	1.4	▲0.5	▲1.0	▲0.3	
		2011 年度	2012 年度	2012年				2013年
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
輸出額（貿易統計）	前期比,%			0.0	0.3	▲3.4	▲1.6	
	前年比,%	▲3.7		▲1.6	4.8	▲8.2	▲5.5	
輸入額（貿易統計）	前期比,%			▲0.4	0.3	▲0.1	0.1	
	前年比,%	11.6		9.9	5.0	0.3	0.5	
鉱工業生産	前期比,%			1.3	▲2.0	▲4.2	▲1.9	
	前年比,%	▲1.0		4.8	5.3	▲4.6	▲5.9	
機械受注 （民間需要・除く船舶・電力）	前期比,%			0.9	▲4.1	▲1.1	2.0	
	前年比,%	6.2		3.3	▲1.7	▲4.6	▲0.8	
法人企業 売上高	前年比,%	▲3.6		0.6	▲1.0	▲4.4	▲6.8	
法人企業 経常利益	前年比,%	▲6.1		9.3	11.5	6.3	7.9	
失業率	%	4.5		4.6	4.4	4.2	4.2	
名目賃金	前年比,%	▲0.3		0.0	▲0.5	▲0.7	▲1.0	
小売業販売額	前期比,%			1.0	0.3	▲0.9	▲0.2	
	前年比,%	0.8		4.7	2.5	0.1	▲0.0	
新車販売台数（含む軽）	前年比,%	3.3	9.6	47.5	62.6	14.2	▲3.0	▲9.4
住宅着工戸数	年率換算,万戸	84.1		86.1	87.6	87.6	91.8	
	前年比,%	2.7		3.7	6.2	▲1.1	15.0	
消費者物価指数（除く生鮮）	前年比,%	▲0.0		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	2012年				2013年
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
米国成長率	前期比年率,%			2.0	1.3	3.1	0.4	
	前年比,%	1.8	2.2	2.4	2.1	2.6	1.7	
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			▲0.3	▲0.6	▲0.3	▲2.3	
	前年比,%	1.5	▲0.6	▲0.1	▲0.5	▲0.7	▲0.9	
中国成長率	前年比,%	9.3	7.8	8.1	7.6	7.4	7.9	

（出所）CEIC

金融市場関連指標の推移

		2011 年度	2012 年度	2012年				2013年
				1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月
日本国債10年物利回り	%	0.99	0.55	0.99	0.84	0.78	0.79	0.55
ドル円レート	円/ドル	82.9	94.2	82.9	79.8	78.0	86.8	94.2
日経平均株価	円	10,084	12,398	10,084	9,007	8,870	10,395	12,398
原油価格（WTI,先物期近）	ドル/バレル	103.0	97.2	103.0	85.0	92.2	91.8	97.2

（注）期末値。（出所）Bloomberg

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。