

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： 成長率見通しは 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%

アベノミクスを受けた円安進行を踏まえ、外需を中心に成長率予想を大幅に上方修正。但し、消費税率引き上げ後、2014 年度に内需が低迷するとの見方は変わらず。成長率は 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2%。消費者物価上昇率(除く生鮮食品)は 2013 年度 0.5%、2014 年度 0.7%、2015 年度 1.0%と予想(消費税率引き上げの影響を除くベース)。

前期比年率 3.5%の高成長を示した 2013 年 1~3 月期の GDP 一次推計値等を踏まえ、経済見通しを改訂する。前回 3 月 8 日時点見通しとの最大の相違は、「次元の異なる」金融緩和を主体とするアベノミクスなどにより大幅に進んだ円安である。変更点から説明し、その後シナリオを示す。また、日本銀行に倣い、予測期間を 2015 年度まで延長する。

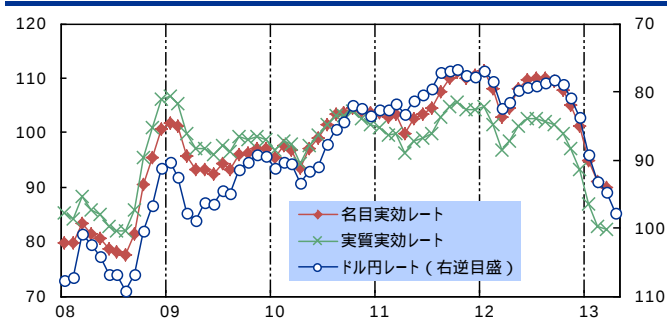
見通し改訂の主因は円安による輸出上振れ

ドル円相場は昨年 12 月時点の 1 ドル = 84 円程度が 3 月に 95 円まで円安が進んだ後、4 月に 98 円、5 月には 100 円台へとドル高円安が加速した。こうした自国通貨の減価は、当然ながら輸出数量(実質輸出)を押し上げ、輸入数量(実質輸入)を押し下げる。為替変動の影響が、輸出入数量に及ぶにはラグがあるため、1~3 月期段階では輸出数量の押し上げは限定的なものにとどまっていたが、4 月からは明確に高まってくる。当社の輸出数量関数を用いた分析では、為替変動の影響は 4 ヶ月後から徐々に強まり 7 ヶ月後に最大となる。従って、為替動向が 2013 年度から 2014 年度にかけて輸出を押し上げ、輸入を押し下げる見通しである。なお、海外需要自体は中国などを中心に幾分下振れ気味だが、そうした需要動向の影響を、円安が輸出に及ぼす効果は凌駕する。以上を踏まえ、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度を 2013 年度について 0.8%Pt(▲0.3%Pt→0.5%Pt)、2014 年度については 0.6%Pt(0.2%Pt→0.8%Pt)上方修正する。

内需は個人消費を上方修正もトータルでは変わらず

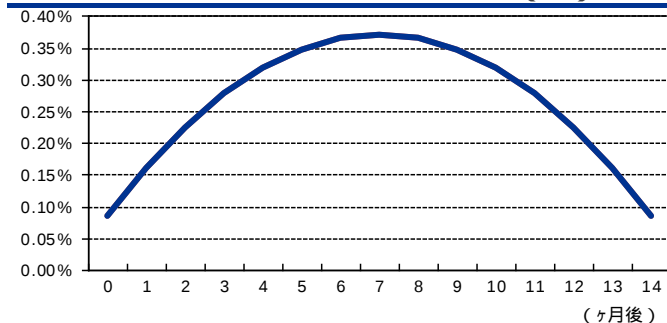
内需については、資産価格上昇を映じたマインド改善を踏まえ、個人消費見通しを上方修正した。但し、住宅投資については供給面(労働者、資材)での制約や、消費税率引き上げ後の住宅ローン減税拡充を踏まえ、駆け込み需要の想定を(同時に 2014 年度の反動減も)若干下方修正している。また、企業の在庫抑制姿勢が強いことを踏まえ、在庫投資見通しも引き下げたため、2013 年度については内需全体では従

為替レートの推移(円/ドル、2010年=100)



(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

来見通しから据え置きである。但し、2014 年度については、輸出増加に伴う生産拡大を受けて稼働率が上昇し、企業の投資行動が活発化すると考えられるため、設備投資の見通しを幾分引き上げ、それに伴い内需全体の想定も上方修正している。

ゲタの影響が 0.3%Pt 程度

また、技術的な要因になるが、2012 年 10～12 月期成長率が遡及して上方修正された点（前期比 0.0% → 0.3%）と 2013 年 1～3 月期成長率が想定から上振れした点（当社予想 0.7% → 実績 0.9%）も発射台の押し上げにより、2013 年度通しを押し上げる（当社試算で 2013 年度の発射台が 0.3%Pt 程度上振れ）。

新たな見通しは 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2%

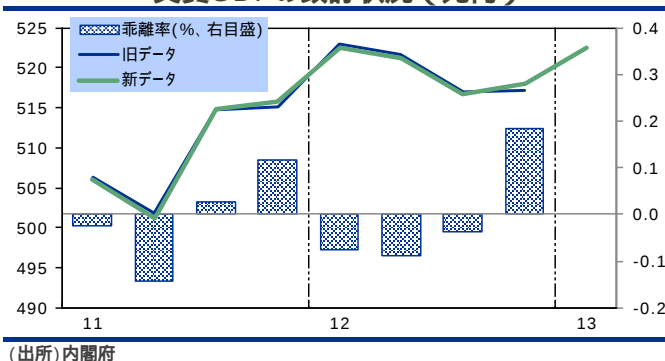
以上の内外需見通し等の修正により、日本経済の成長率予想を、従来の 2013 年度 2.1%、2014 年度 ▲0.4% から 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2% へ大幅に引き上げる。繰り返しになるが、2013 年度と 2014 年度共に主たる上方修正要因は外需である。2014 年度については、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動と、増税による可処分所得の目減りにより個人消費や住宅投資が落ち込み、内需が ▲0.5% の減少へ転じるという見方は変えていない。ただ、大幅な円安進行により純輸出が大幅に改善（輸出上振れと輸入下振れ）するため、成長率見通しを従来のマイナスから小幅のプラスへ上方修正した。なお、2015 年度については、2015 年 10 月の消費税率引き上げ実施（8% → 10%）を想定した上で、現時点で 1.2% 成長と予想している。

以上の変更点を踏まえた上で、新たな経済見通しを概観すると以下のとおりである。

2013 年度は民需、公需、外需が揃い踏み

昨年終盤にごく短期の景気後退局面から脱した日本経済は、アベノミクスにおける三本の矢のうち「大胆な金融政策」などを受けて進行した円安・株高に支えられ、1～3 月期に景気回復の動きを強めた。株高を受けたマインド改善による個人消費の増加と円安も寄与しての輸出下げ止まりが、主たるけん引役である。4～6 月期からは、同様の構図に加え、アベノミクスの「機動的な財政政策」に基づき策定された 2012 年度補正予算が執行に移され公共投資が増加、

実質 GDP の改訂状況（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 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質 GDP	0.2	1.2	2.9	0.2	1.2
国内需要	1.3	2.0	2.4	▲0.5	
民間需要	1.4	1.1	2.3	▲1.1	
個人消費	1.5	1.6	2.5	▲1.6	
住宅投資	3.7	5.3	8.4	▲11.0	
設備投資	4.1	▲1.5	0.0	2.9	
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	
政府消費	1.4	2.6	1.6	1.2	
公共投資	▲2.2	15.2	8.3	0.5	
純輸出(寄与度)	(▲1.0)	(▲0.7)	(0.5)	(0.8)	
輸出	▲1.6	▲1.3	6.5	6.4	
輸入	5.3	3.8	3.5	1.8	
名目 GDP	▲1.4	0.3	1.3	2.3	1.8
実質 GDP (暦年ベース)	▲0.6	2.0	1.9	1.6	0.7
鉱工業生産	▲1.2	▲3.2	3.9	1.5	
失業率(%, 平均)	4.5	4.3	3.9	3.6	
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.5	2.8	1.7

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

また 消費税率引き上げ前の駆け込み需要も徐々に本格化するため、景気拡大の動きが更に強まっていくと予想される。

円安が輸出と生産を押し上げるも、設備投資への波及には要時間

海外需要は中国を中心に幾分下振れ気味だが、円安による価格競争力向上などを受けて、日本の輸出は増勢を強めていく見込みである。輸出は 2013 年度前年比 6.5%、2014 年度 6.4%と 2 年連続で明確な増加を予想する。輸出の増勢に対応するかたちで、鉱工業生産も 2013 年度は 3.9%と増加へ転じる。但し、2014 年度は駆け込み需要の反動による内需停滞で、伸びが 1.5%へ鈍化すると考えられる。

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、設備投資へと波及していく。しかし、これまでの長期に渡る円高とデフレによる思考様式を脱し、企業が再び国内投資を拡大するには時間を要するだろう。設備投資は緩やかな持ち直し基調を辿るものの、2012 年度の落ち込みよりマイナスのゲタを履いていることもあり、2013 年度の設備投資は横ばいにとどまる見込みである。2014 年度に至って漸く、2.9%へ伸びが高まると予想している。

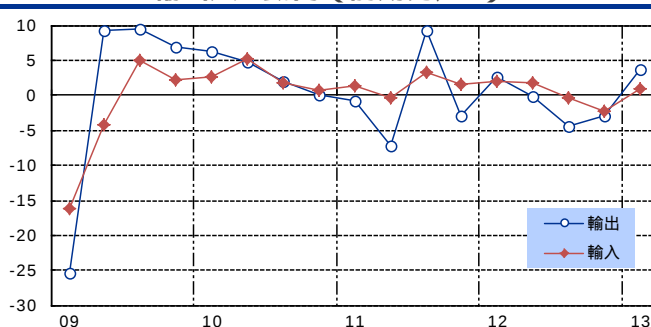
2013 年度に貿易赤字は拡大

2013 年度以降、実質ベースでは輸出の増勢が輸入を上回り、外需が GDP 成長率を押し上げる。しかし、名目ベースで考えると、2013 年度については輸入価格上昇の影響が大きく、貿易収支は寧ろ赤字が拡大する。2014 年度に至って、漸く輸出数量増加の寄与が価格による影響を上回り、貿易赤字が縮小へ向かうと考えられる。但し、円安に伴い、所得収支は黒字幅が拡大する。2013 年度は、貿易赤字拡大の影響を所得収支の黒字拡大が相当程度相殺するため、経常収支の黒字幅は 2012 年度から横ばい程度が見込まれる。2014 年度には貿易赤字が縮小へ向かうのに伴い、経常収支の黒字幅は拡大すると予想している。

公共投資は高水準が続く

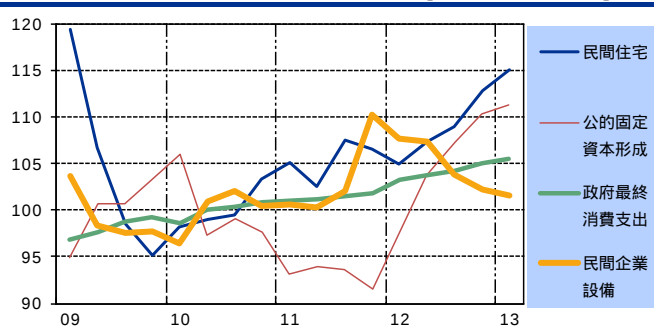
復興投資の執行一巡から、2012 年度末に公共投資は横ばい近くまで減速した。しかし、2013 年度入り後は、2012 年度補正予算に盛り込まれた公共事業の執行が進むため、公共投資は再び増勢へ復帰し、日本経済の成長をサポートする。2013 年度予算で公共事業関係費が 2012 年度当初予算対比で増額されたことも押し上げ要因である。2013 年度の公共投資は前年比 8.3%（2012 年度 15.2%）と 2 年連続の大幅増加を見込む。2014 年度は 0.5%とほぼ横ばいを想定している。高齢化による社会保障費用の増加を反映し、

輸出入の動向（前期比、%）



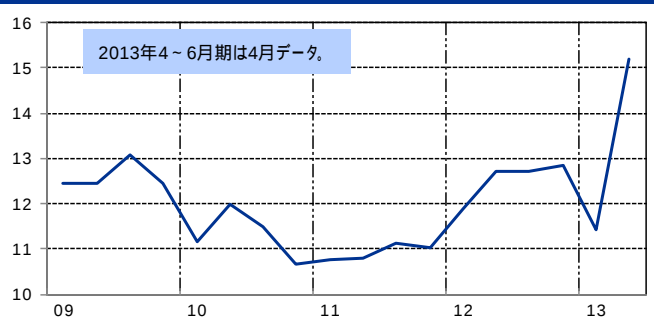
（出所）内閣府

個人消費以外の内需項目推移（2010=100）



（出所）内閣府

公共工事請負額（兆円、季調値、年率換算）



（出所）公共工事前払金保証統計

政府消費支出は拡大傾向が続く。

個人消費の基調は強いが、消費税率引き上げの影響は大きい

個人消費は、2014年4月に予定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響から、2013年度に2.5%の高い伸びを示した後、2014年度は▲1.6%と減少へ転じる見込みである。マインド改善が雇用所得動向の回復と言う裏付けを徐々にではあるが与えられることや、高齢化に伴い医療関連サービス需要が趨勢として拡大することは、個人消費を下支えすると考えられる。しかし、駆け込み需要の反動と増税による可処分所得の目減りがもたらす悪影響を打ち消すことはできないだろう。

住宅投資は駆け込みで2013年度に大幅増加

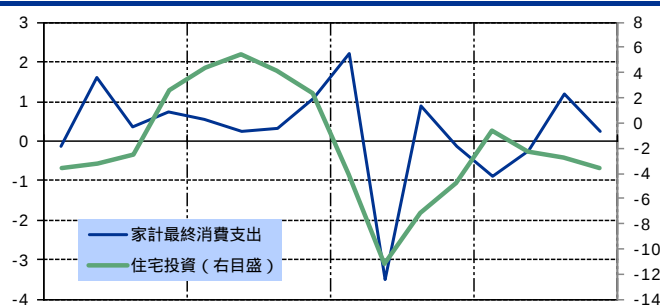
2014年4月の消費増税に際しての消費税率5%の適用が2013年9月までの契約に限られるため、住宅投資については消費税率引き上げ前の駆け込み需要の効果が2012年度終盤から既に発揮されつつある。駆け込み需要が最大となる2013年度の住宅投資は8.4%と明確に増加、2014年度は反動減により▲11.0%と大幅な減少へ転じるだろう。

インフレ率予想は2013年度0.5%、2014年度0.7%、2015年度1.0%

2013年3月の消費者物価上昇率は、生鮮を除く総合（以下、日本型コア）で前年比▲0.5%（昨年12月▲0.2%）、食料とエネルギーを除く総合（以下、米国型コア）では▲0.8%（同▲0.6%）へマイナス幅が拡大した。しかし、足元のマイナス幅拡大は、昨年の裏など統計の技術的要因の影響が大きく、そうした要因の緩和や高成長に伴う需給ギャップの縮小、円安に伴う輸入価格の上昇を反映して、インフレ率は4～6月期から上昇へ向かう見込みである。日本型コアは4～6月期中に前年比プラスへ転じた後、2014年1～3月期には0.8%まで伸びを高めると想定している。米国型コアも2014年1～3月期には0.4%とプラスへ転じ、デフレ脱却が明確に意識されることとなろう（デフレ脱却宣言をどのタイミングで行うかは、極めて政治的な事業に左右される）。

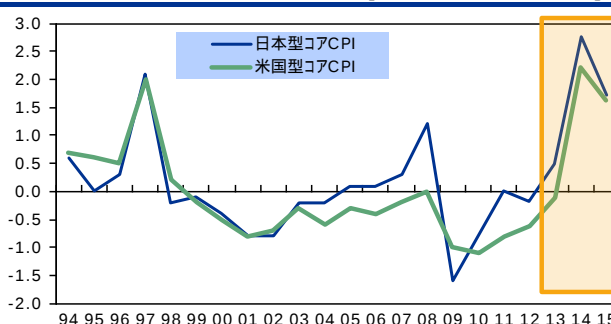
2014年度についても、デフレ期待からインフレ期待への転換により、インフレ率は緩やかな上昇が続くと見込まれる。日本型コアCPIによるインフレ率予想は、消費税率を含むベースで、2013年度0.5%、2014年度2.8%、2015年度1.7%、消費税率引き上げの影響を除くベースでは2013年度0.5%、2014年度0.7%、2015年度1.0%である。なお、2015年1～3月期の日本型コアは消費税率引き上げの影響を除くベースで0.9%（消費税率の引き上げを含め3.0%）と予想している。経済主体のインフレに対する認識は変化し、期待インフレ率は徐々に上昇していくと判断している。しかし、それが日本の隅々に行き渡るには、時間を要し、そのため実際のインフレ率の上昇も、日本銀行が見込むほどの速さでは進まないと考える。

1997年4月の消費税率引き上げ（前期比、%）



（出所）内閣府

消費者物価上昇率の予想（年度、前年比、%）



（出所）総務省