

日本経済情報

2013 年 7 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

日銀が景気回復宣言

輸出は数量面でも持ち直し

設備投資に持ち直しの兆し、住宅投資は増勢強まる

公共投資や個人消費は堅調拡大持続

製造業の生産活動は活発化し景況感が改善

2. 今後のポイント

消費税率は予定通り引き上げの見込み

補正予算により税率引き上げの悪影響を緩和

賃金上昇が自律的回復の要諦

為替相場と米国景気は輸出の追い風に

【日本経済の現状と今後のポイント】

日本銀行は、7 月 10～11 日に開催された金融政策決定会合において、景気の現状判断に「回復」という表現を盛り込んだ。公共投資や個人消費が底堅く推移する中で、輸出の持ち直しにより民間企業の設備投資が下げ止まり、住宅投資も持ち直しが明確となり、製造業の生産活動が緩やかに拡大、企業景況感が改善していることを、その理由に挙げている。

実際に、輸出は、円安に伴う価格上昇のみならず、数量面でもアジア向けが中国向けを中心に明確に持ち直し、米国向けは増勢を強め、EU 向けは下げ止まるなど増加傾向が明確になっている。日中関係悪化の影響緩和のほか、米国経済の底堅さや、円安を受けた現地通貨建て輸出価格の引き下げが数量面での輸出増に貢献している。民間設備投資は、先行指標である機械受注が、製造業の下げ止まりにより持ち直しの兆しが見られる。住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要により増勢を強めている。

こうした需要動向の好転を受けて、鉱工業生産指数は、自動車や鉄鋼、化学などが全体を牽引する中で、電子部品や機械分野でも持ち直しの動きが見られるなど幅広く活発化している。また、6 月調査の日銀短観では、最も景気に敏感とされる大企業製造業の業況判断 DI（良い－悪い）が 7 四半期ぶりにプラスに転じた。

景気の先行きについては、回復の持続性が懸念される要因が幾つか残る。まず、消費税率は、2014 年 4 月に予定通り引き上げられる可能性が高いとみられ、引き上げ後の景気は大きく下押しされる。

その影響を緩和するため、既に今年度補正予算の編成が検討されている。その予算規模は 3～4 兆円になるとみられ、消費税率引き上げによる悪影響をある程度緩和すると予想される。ただし、持続的な景気回復のためには賃金の上昇が不可欠であり、業績改善が見込まれる企業の賃上げスタンスのほか、政策面からの対応も注目される。

また、懸念材料の一つであるドル円相場は、米国金利の上昇により大幅な円高進行リスクが後退している。今後は米国経済の回復が、為替と需要の両面で日本の輸出にとって追い風となろう。

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. 景気の現状

日銀が景気回復宣言

日本銀行は、7月10～11日に開催された金融政策決定会合において、景気の現状判断を前回（6月11日）の「持ち直している」から「緩やかに回復しつつある」へ上方修正し、2年半ぶりに「回復」という表現を盛り込んだ。事実上の景気回復宣言である。回復の理由としては、公共投資の拡大が続き個人消費も底堅く推移する中で、輸出の持ち直しにより民間企業の設備投資が下げ止まり、住宅投資も持ち直しが明確となり、製造業の生産活動が緩やかに拡大、企業景況感が改善していることを挙げている。

また、政府も、月例経済報告において、景気の基調判断を、6月の「着実に持ち直している」から7月は「着実に持ち直しており、自律的回復に向けた動きもみられる」とし、10ヵ月ぶりに「回復」という表現を使った。ただし、基本的には「持ち直し」局面という判断を変えておらず、回復宣言を見送る形となった。

ちょうど参院選を挟んだ両者の見解の違いを、どのように解釈すべきなのか、様々な見方があると思われるが、以下では経済指標などから客観的かつ中立的に景気の現状を見ていきたい。

日銀の景気判断の変化(2013年6月→7月)

	6月11日	7月11日	方向
景気	持ち直している	緩やかに回復しつつある	↑
海外経済	全体としては徐々に持ち直しに向かっている	全体としては徐々に持ち直しに向かっている	→
輸出	持ち直しつつある	持ち直している	↑
設備投資	全体としても下げ止まりつつある	下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている	↑
公共投資	増加を続けている	増加を続けている	→
住宅投資	持ち直し傾向にある	持ち直しが明確になっている	↑
個人消費	底堅く推移している	底堅く推移している	→
鉱工業生産	持ち直している	緩やかに増加している	↑
企業景況感	—	改善している	—
物価(前年比)	マイナスとなっている	足もとではゼロ%となっている	↑

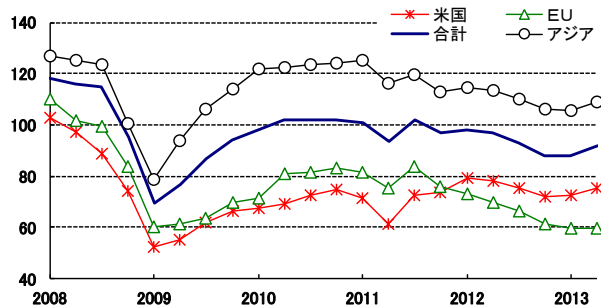
(出所) 日本銀行 ※シャドー部分は上方修正された項目

輸出は数量面でも持ち直し

まず、輸出については、通関輸出額が1～3月期に前期比7.7%、4～6月期にはさらに5.0%増加しており、着実に持ち直しているが、円安に伴う価格上昇のみならず、数量面も輸出増に寄与し始めている。輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で、1～3月期こそ前期比▲0.5%と小幅ながら4四半期連続のマイナスとなったものの、4～6月期には前期比4.5%と5四半期ぶりの増加に転じている。仕向地別に見ると、アジア向けが1～3月期の前期比▲0.5%から4～6月期は3.1%へ明確な持ち直しを見せたほか、米国向け（1～3月期前期比0.7%→4～6月期4.2%）は増勢を強めており、輸出全体の復調を牽引した。また、減少が続いていたEU向け（▲2.7%→0.8%）も7四半期ぶりのプラスに転じ、ひとまず下げ止まっている。なお、アジア向けは主に日中関係悪化の影響が落ち着いたことによる中国向けの持ち直しが、米国向けは米国経済の底堅さに加え、円安によって可能となった現地通貨建て輸出価格の引き下げが、数量面での輸出増に貢献したと考えられる。通関輸出価格指数を見ると、

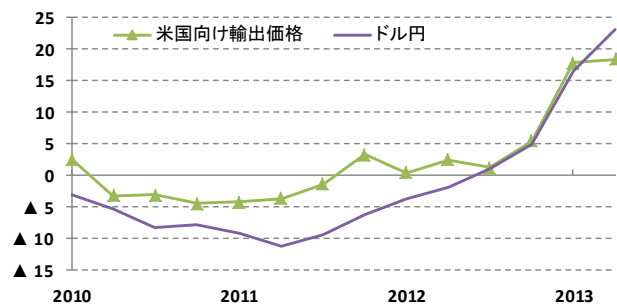
米国向けについては1～3月期に前年同期比17.9%上昇しており、ドル円相場の変化率16.5%をやや上回っている。ところが、4～6月期にはドル円相場が23.3%円安となったにもかかわらず、米国向け輸出価格は18.5%の上昇にとどまっている。これは、ドル建て価格が平均的に5%程度(23.3%－18.5%)引き下げられていることを示している¹。また、欧州向けについても、米国同様、円安メリットの一部を現地価格引き下げに充てる動きが見られ、輸出下げ止まりの一助となっているようである。

仕向地別の輸出数量指数(2005年=100)



(出所)CEIC DATA

米国向け輸出価格とドル円相場(前年同期比、%)



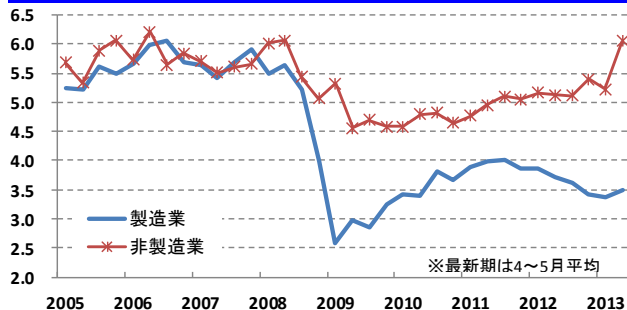
(出所)CEIC DATA

設備投資に持ち直しの兆し、住宅投資は増勢強まる

民間設備投資は、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の4～5月平均が1～3月期を6.0%上回っており、持ち直しの兆しが見られる²。過去1年半にわたって減少が続いていた製造業からの機械受注が、4～5月平均で1～3月期を4.1%上回り、下げ止まりが期待される状況にある。先に見たような輸出の復調が、製造業の設備投資持ち直しに寄与しつつあると言える。また、非製造業については、一時的な要因³もあって増勢が急加速しているが、通信業や卸小売業、建設業などを中心に持ち直し傾向にあることは確かである。

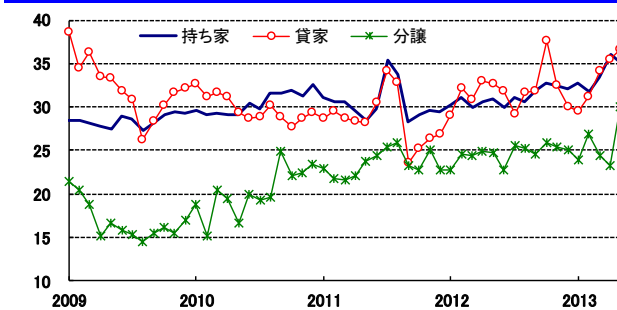
また、住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が、5月に年率換算(季節調整値)で約5年ぶりに100万戸を突破するなど、増勢を強めている。現行の消費税率が適用される期限が、建築請負契約ベースでは今年9月末となるため、既に持ち家や貸家の着工が顕著な増加を見せていたが、足元では、引き渡しベースで現行の消費税率の適用期限となる来年3月末に向けて、特に分譲住宅の増勢加速が顕著である。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)CEIC DATA

住宅着工戸数の推移(季節調整値、万戸)



(出所)CEIC DATA

¹ 前期比で見ても、ドル円相場の1～3月期前期比13.8%、4～6月期7.0%円安に対して、米国向け輸出価格は13.5%、4.4%上昇にとどまっており、特に4～6月期にドル建て価格が引き下げられていることが分かる。

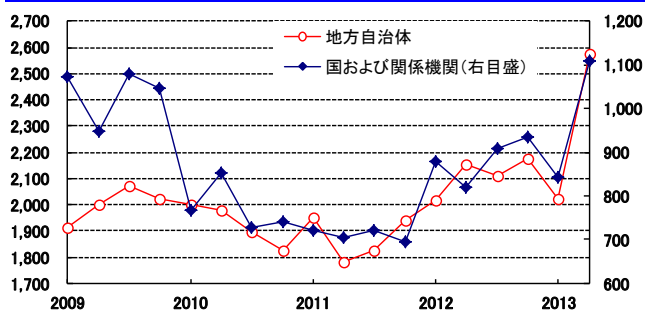
² 詳しくは、2013年7月11日付けEconomic Monitor「機械受注は復調、4～6月期は5四半期ぶりの増加に」参照。

³ 5月の非製造業(除く船舶・電力)からの受注は前月比25.4%もの大幅増となったが、金融保険業(前月比106.3%)と運輸業(70.2%)の寄与が大きく、それぞれIT投資や鉄道車両の受注が集中した模様である。

公共投資や個人消費は堅調拡大持続

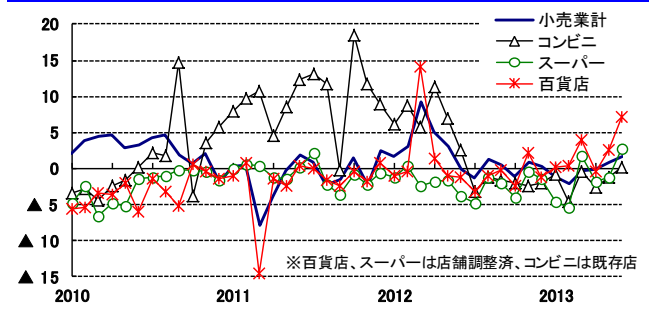
また、公共投資は、今年 2 月に成立した 2012 年度補正予算に盛り込まれた 5 兆円程度の公共投資関連予算の執行が本格化していることに加え、今年度当初予算の国の公共事業関係費が前年度より 15.6%増額されたことから、4 月以降、増勢を加速させているとみられる。公共投資の先行指標である公共工事保証実績は、当社試算の季節調整値で 1～3 月期に前期比▲7.9%と一旦落ち込んだが、4～6 月期には 28.6%増加している。内訳を見ると、国（含む関係機関）の事業が 1～3 月期の前期比▲10.1%に対して 4～6 月期は 31.7%、地方自治体（含む地方公社）が▲7.0%から 27.3%と、いずれも大幅増に転じている。こうした状況を踏まえると、公共投資は 4～6 月期から 7～9 月期にかけて拡大傾向を維持するとみられる。

公共工事保証実績の推移(季節調整値、10億円)



(出所)保証会社各社

業態別小売販売の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIG DATA

個人消費も、百貨店販売が好調、スーパーやコンビニの売上高も 6 月に既存店ベースで前年比プラスに転じ、耐久財に関しては自動車販売が前年の補助金による盛り上がりの反動で前年割れながら比較的高い水準を維持するなど、各種統計から総じて底堅い様子が確認できる。また、外食売上高⁴が 1～3 月期の前年同期比▲0.6%から 4～6 月期は 2.2%へ、国内旅行の取扱額⁵が 1～3 月期の前期比 0.4%から 4 月に前年同月比 2.3%、5 月には 5.3%へ伸びを高めるなど、サービス消費も好調である。

個人消費堅調の主因はマインドの改善であり、消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、株価の下落を受けて 5 月の 45.7 から 6 月は 44.3 へ若干低下したものの、引き続き 2007 年以来の高水準⁶を維持している。また、各種調査⁷によると、今年の夏のボーナスは昨年⁸に比べ増加した模様であり、一時的な所得増ながら足元の個人消費拡大を支える要因となっていると考えられる。

製造業の生産活動は活発化し景況感が改善

こうした需要動向の好転を受けて、製造業の生産活動を示す鉱工業生産指数は、1～3 月期に前期比 0.6%と 4 四半期ぶりの上昇に転じた。さらに、4 月は前月比 0.9%、5 月は 1.9%と上昇が続いているため、仮に 6 月が生産予測通り前月比▲2.4%と落ち込んだとしても、4～6 月期は 1～3 月期を 2%程度上回る見込みである。内外需とも堅調な自動車のほか、円安の追い風を受けた鉄鋼や化学などが全体を牽引する中で、電子部品や機械分野でも持ち直しの動きが見られるなど、生産活動は幅広く活発

⁴ 日本フードサービス協会の全店データ。

⁵ 主要旅行業者（観光庁）。

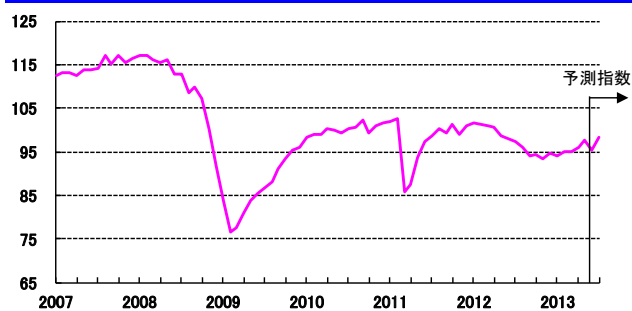
⁶ 消費者態度指数は 2013 年 4 月に調査方法の変更に伴う段差が生じており、過去に比べると水準が 2 ポイント近く低下しているが、それでも直近の水準は 2007 年以来と高い。

⁷ 日本生命の調査（対象 10,386 名）によると、今年の夏のボーナスの平均支給額は 55.9 万円と昨年から 6.4 万円（12.9%）増加した。また、損保ジャパン DIY 生命の調査（対象 500 名）では、平均手取り額が 69.9 万円となり前年から 8.8 万円（14.4%）増加した。そのほか、総務省によると国家公務員の夏のボーナスは昨年の 51.3 万円から今年は 52.3 万円へ 1.9%増加した。

化している。

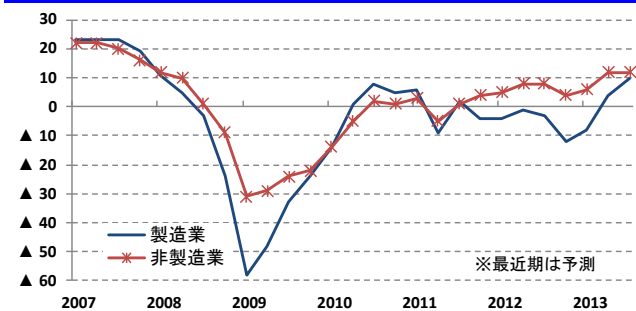
景気の復調は、企業景況感からも確認できる。6月調査の日銀短観では、最も景気に敏感とされる大企業製造業の業況判断DI（良い－悪い）が前回3月調査の▲8から4となり、7四半期ぶりのプラスに転じている。円安による業績改善が主因とみられ、9月には一段の改善を見込んでいる。また、非製造業の業況判断DIは、3月調査の6から6月調査では12まで上昇しており、個人消費や公共投資の拡大を受けて、関連業種を中心に景況感が一段と改善している。

鉱工業生産の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)CEIG DATA

日銀短観業況判断DIの推移(大企業、%Pt)



(出所)CEIG DATA

2. 今後のポイント

以上の通り、日本経済は、日銀の判断通り回復局面に入りつつあると言える。一方で、政府が回復宣言をためらう背景には、この回復の持続性が懸念される要因が幾つか残るためであろう。今後の日本経済を見通す上での重要なポイントとなる、それらの要因について、以下、考え方を整理する。

消費税率は予定通り引き上げの見込み

周知の通り、2012年8月に、「社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための消費税率法の一部を改正する法律」、いわゆる消費増税法が成立し、現行5%の消費税率が2014年4月1日に8%へ、2015年10月1日には10%へ引き上げられることが既に決まっている。ただし、同法の附則において、消費税率の引き上げにあたっては、成長戦略の実施⁸に加え、「施行前に、経済状況の好転について、名目及び実質の経済成長率、物価動向等、種々の経済指標を確認し、(中略)経済状況等を総合的に勘案した上で、その施行の停止を含め所要の措置を講ずる」ことを条件としている。

これを受けて、政府首脳は、2014年4月に消費税率を引き上げるかどうかについて、2013年4～6月期のGDP（9月9日二次速報値）や物価動向などの経済指標を確認したうえで、総合的に判断している。また、1%ずつ段階的に引き上げる案や、判断する時期について、今年の秋、一部には8月との意見もあり、その結論が注目されるところである。

そのため、まずは8月12日に公表予定の4～6月期GDP一次速報値が今後の景気を占ううえで重要なポイントとなる。現時点では先に見た通り公共投資や個人消費が拡大する中で、輸出の持ち直しや

⁸ 同法附則第18条に、「消費税率の引上げに当たっては、経済状況を好転させることを条件として実施するため、物価が持続的に下落する状況からの脱却及び経済の活性化に向けて、平成23年度から平成32年度までの平均において名目の経済成長率で3%程度かつ実質の経済成長率で2%程度を目指した望ましい経済成長の在り方に早期に近づくための総合的な施策の実施その他の必要な措置を講ずる」とあり、成長戦略の実施を消費税率引き上げの条件としている。

設備投資の下げ止まりが見込まれることから、4～6月期の実質 GDP は、1～3月期に続いて前期比年率 4%程度の高成長となる可能性が高い（当社の最終的な予測値は 7 月 31 日に発表予定）。また、消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、6 月に前年同月比 0.4%と明確なプラスに転じており⁹、少なくとも 4～6 月の経済指標からは、日本経済がデフレ脱却に向けて着実に回復していることが確認されよう。仮に消費税率引き上げを見送れば、財政健全化に消極的とみられ、国債市場が不安定化するだけでなく、円安期待の定着により内外投資家による海外への資金シフトの動きが強まる恐れもある。そのため、海外経済の急速な悪化や為替相場的大幅な円高進行といった外生的な強い景気下押し圧力がかからない限り、予定通り消費税率が引き上げられる可能性が高いとみて良いであろう。

補正予算により税率引き上げの悪影響を緩和

予定通り消費税率が引き上げられた場合、2014 年 4 月以降は負担増による可処分所得の減少に加え、駆け込み需要の反動落ちが加わり、個人消費や住宅投資の落ち込みが避けられない。さらに、昨年度補正予算で追加された公共事業による景気押し上げ効果も一巡し、その反動が景気を下押しすることになる。

こうした景気の下押し圧力を緩和するため、既に今年度補正予算の編成が検討されている模様である。財政健全化のための消費税率引き上げに伴う景気悪化を緩和するために財政支出を拡大（ないしは税負担の軽減）することは、本末転倒という印象を強く受けるが、デフレ状態を脱却し景気を自律的な回復軌道に乗せることを最優先課題とし、そのための一時的な手段として拡張的な財政措置を行うことは、諸手を挙げて賛成できるものではないにせよ、一定の合理性はあろう。問題はその規模と内容である。

規模については、デフレ脱却が視野に入り不安定化が見込まれる国債市場に配慮して、国債の追加発行を行わない範囲にとどめることが望ましい。その場合、財源としては、既に一部報道にもある通り、まず 2012 年度決算剰余金 1 兆 2,946 億円が挙げられる¹⁰。さらに、例年発生している国債費の不用額 1 兆円程度や、今年度税収の上振れなどが、主な候補となろう。今年度の税収は、現時点で確認できる 5 月までの累計で前年同期を 3.8%上回っている。進捗率は 1.9%に過ぎないが、今年度の税収見込み前年度決算比▲1.9%に対して、出足は良好と言える。さらに、全体の約 2 割を占める法人税について、今年度予算では前年度決算比 8%程度（税制改正前ベース¹¹）の減少を見込んでいるが、今年度の企業業績は景気回復や円安進行の効果などから大幅増益が見込まれており¹²、法人税収が上振れる可能性は極めて高い。仮に法人税収が前年度決算比 5%増加となった場合、税収の上振れ額は 1.3 兆円になる。以上を踏まえると、国債の追加発行に依らない財源を 3～4 兆円確保することが可能であり、補正予算の規模は、この水準が一つの目安となろう。

内容については、現時点では、住宅投資の需要平準化や税率引き上げに伴う負担増緩和のため、住宅

⁹ 詳細は、2013 年 7 月 26 日付け Economic Monitor「6 月の全国 CPI はプラスに転じ、デフレ脱却が近づく」参照。

¹⁰ 財政法の規定では、剰余金の半分を国債の償還に充てる必要があるが、近年は特例法を制定し全額を次年度予算に繰り入れるケースが多い。

¹¹ 予算編成時における 2013 年度の法人税収見通しは 8 兆 7,140 億円であるが、この数字には税制改正による 2,390 億円の減収を見込んでおり、税制改正の影響を除けば 8 兆 9,530 億円となる。また、2012 年度の法人税収は決算ベースで 9 兆 7,583 億円となったため、2013 年度の法人税収見込みは実態的には前年度決算比 8.3%の減少となる。

¹² 日銀短観 6 月調査によると 2013 年度の経常利益は全規模合計で前年比 5.2%の増益、野村証券の企業業績見通し（2013 年 6 月）によると小規模上場企業（1,134 社）でも 2013 年度の経常利益は前年比 17.3%の増益が見込まれている。

購入者や低所得世帯への給付金などが報じられている。そのほか、前述の通り公共投資の落ち込みも見込まれるため、自民党の国土強靱化計画に沿う形で、公共事業が追加される可能性があるだろう。耐久財消費の需要平準化や省エネルギー推進策として、エコカーやエコ家電の購入支援策なども検討の余地はあると思われるが、検討されている様子はなく、実現可能性は現時点では低い。

いずれにしても、数兆円規模の補正予算が編成される可能性が高く、2014年4月の消費税率引き上げに伴う景気下押し圧力が緩和されることが期待される。ただし、その効果が切れる頃に2015年10月の消費税率引き上げの判断を迫られることになる点に留意しておく必要があるだろう。

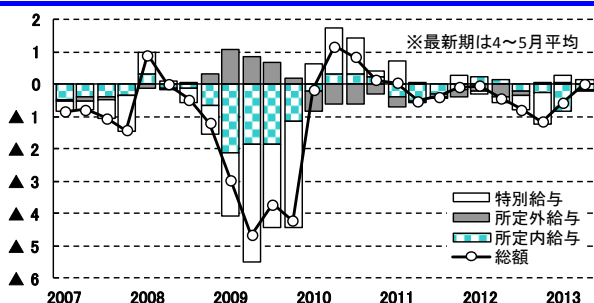
賃金上昇が自律的回復の要諦

仮に一時的な財政措置により景気回復基調が保たれたとしても、それが持続的なものになるためには、景気拡大が企業業績を改善させ、それが賃金・雇用や投資の増加を通じて更なる景気の拡大に結び付く、経済の正の好循環を確実にする必要がある。そして、その要諦が賃金の上昇であることは既に広く認識されている通りである。

前述の通り、今年の夏のボーナスは前年を上回った模様であるが、安定的な所得である所定内賃金は、非正規雇用など賃金水準の低い雇用の割合が上昇していることから、平均では依然として前年を下回っている。今年度に見込まれる大幅な業績改善が、来年度の春闘にどの程度反映されるかが、重要なポイントとなろう。

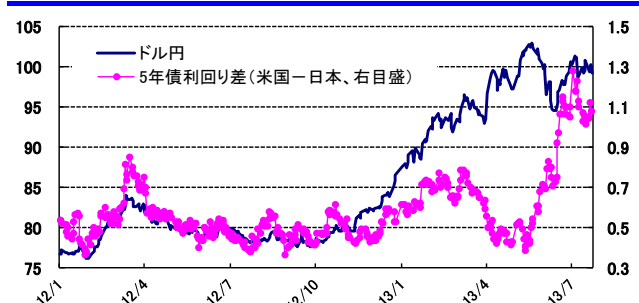
安倍首相は、今年度春闘にあたり、経済団体へ賃上げ要請するなど、政治主導による賃金水準引き上げの手段を模索している。また、最低賃金の引き上げにも意欲を見せている。最低賃金の引き上げは、物価動向や社会保障制度との整合性などを含め、政策として合理的な水準を見出すことは可能である。しかしながら、賃上げはあくまでも企業の自由意思で決定されるものであり、政府が強要するものではない。本来、政府の取り得る手段は、インセンティブの設定に限られるであろう。例えば、現在、検討されている法人税減税について、その一部を賃金引き上げや雇用拡大に対するインセンティブを高めるものにすることは検討に値しよう。具体的には、人件費に関する損金算入額を一定割合で上乘せする方法などが考えられる。企業の行動を制約しない政策判断が期待される。

1人当たり賃金の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

ドル円相場と日米金利差(円/ドル、%Pt)



(出所)CEIC DATA

為替相場と米国景気は輸出の追い風に

補正予算により一定の景気下支え効果が期待できるものの、自律的な回復を目指すという意味においても、消費税率引き上げ後の日本経済を支える役割を期待されるのは輸出の拡大である。そして、そのカギを握るのは、為替と海外景気動向であろう。

ドル円相場は、日銀の異次元金融緩和を受けて、5月中旬にかけて1ドル=102円台まで円安が進んだ。その後、期待先行の速過ぎる円安進行への警戒感などから6月中旬には95円台まで円高方向に水準を戻したが、米国において金融緩和の出口戦略が具体的に議論され始めるとドル買い優勢となり、ドル円相場は再び1ドル=100円前後まで円安が進んだ。

これまで期待先行の面が強かったドル円相場であるが、このところ米国長期金利の上昇により、ようやくファンダメンタルズ（日米金利差）で説明できる水準になりつつある。昨年10月までのドル円相場と日米5年物国債利回り¹³の差（米国－日本）との関係を踏まえると、現時点では1ドル=95円程度までの円安進行が正当化されることになる（前ページ図表）。そのため、日米の景気情勢（金融政策の見通し）に大きな変化がない限りは、ドル円相場が円高方向へ振れた場合でも、1ドル=90円台前半まで円高が進行する可能性は低下していると言える。

今後のドル円相場は、当面、日銀の金融緩和を背景に日本の長期金利の上昇余地が限られるため、米国の長期金利の動向、ひいては米国の金融政策の行方に左右される相場展開となろう。そして、米国経済は、4～6月期こそ減速した可能性があるが、7～9月期には概ね本来の成長ペースを取り戻し、ドル円相場の円安基調をサポートしよう。欧州経済は低迷が続き、中国経済も成長ペースの加速は見込み難いなど、海外景気に力強さはないものの、米国経済の堅調な拡大が、為替相場と需要の両面で日本の輸出回復を後押しすると見込まれる。

以上の通り、来年度以降の日本経済は、消費税率引き上げにより景気下押し圧力を、補正予算や輸出拡大が下支えするという構図となる。これに家計所得の増加というプラス要因が加われば、デフレ脱却に向けた景気回復基調が維持される確度が高まる。一方で最大のリスク要因は、世界経済とドル円相場を左右する米国の経済および金融政策の動向ということになる。なお、当社では、以上の情勢などを踏まえ、4～6月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂する予定である。

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。

¹³ 一般的には2年物国債の利回り差と比較することが多いが、金融緩和の長期化により2年以内に利上げが行われる可能性が低下し、2年物では将来の金利変動を十分に織り込めない場合もあるため、より長い5年物と比較している。