

日本経済見通しの改訂： 成長率見通しを 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2% に据え置き

4～6月期 1次QEを踏まえ、成長率見通しを 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2% に据え置き。7～9月期以降も個人消費や輸出、公共投資のけん引により、日本経済は高めの成長を維持し、2013 年度の日本経済は 2.9%成長を達成する見込み。しかし、消費税率引き上げ後の反動減により、一転して 2014 年度は 0.2% の低成長に陥ると予想。インフレ率は、緩やかな上昇基調を辿り、2015 年度に 1.0% へ達するも、日本銀行の掲げる 2% 目標は届かず。

成長率見通しを 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2% に据え置き

2013 年 4～6 月期の GDP 一次推計値（一次 QE）等を踏まえ、経済見通しを再検討した。しかし、定性面・定量面ともに前回 6 月見通しから大きな変更は必要なく、成長率予想を 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2% に据え置く。なお、本予測は、消費税率が法定通り 2014 年 4 月に 5% から 8% へ、2015 年 10 月に 8% から 10% へ引き上げられることを前提にしている。

4～6月期成長率は予想を下回るも、悲観は不要

既往のレポート¹で詳述したとおり、2013 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.6% となり、3% 半ばの市場予想から下振れした。しかし、1% 程度まで低下したと考えられる潜在成長率との対比において高成長であることは間違いなく、また一次 QE において推計制度の低い在庫投資による押し下げ分（前期比 0.3%Pt、年率 1.1%Pt）を除けば、成長率は 3% を超える。4～6 月期の日本経済を悲観する必要は全くない。

個人消費は高い伸びを維持し、円安効果で輸出も増加している。なお、需要動向や統計の技術的要因に照らし、当社では 4～6 月期の在庫投資の寄与度が一次 QE の前期比 0.3%Pt から二次推計値（2次 QE）で 0.1%Pt へ上方修正されると想定しており、以下の予測では、そう

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2011	2012	2013	2014	2015
	実績	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	0.3	1.2	2.9	0.2	1.2
国内需要	1.3	2.0	2.3	0.6	
民間需要	1.4	1.2	2.1	1.1	
個人消費	1.6	1.6	2.6	1.6	
住宅投資	3.7	5.3	7.3	10.2	
設備投資	4.1	1.4	0.2	2.9	
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	
政府消費	1.4	2.1	1.7	1.2	
公共投資	2.2	15.0	7.8	0.5	
純輸出(寄与度)	(1.0)	(0.7)	(0.6)	(0.7)	
輸出	1.6	1.2	6.9	5.9	
輸入	5.3	3.8	3.6	1.7	
名目 GDP	1.4	0.3	2.2	1.9	1.9
実質 GDP (暦年ベース)	0.6	2.0	1.8	1.5	0.8
鉱工業生産	1.1	2.6	3.7	1.8	
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	0.4	2.8	1.7
消費者物価(除く食・工)	0.8	0.6	0.1	2.3	1.6

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

¹ 2013 年 8 月 12 日付 Economic Monitor 「4～6 月期成長率は 2.6% と期待外れも、上方修正の可能性あり」を参照。

した上方修正を予め加味している。

消費税率引き上げと GDP

安倍政権は、有識者会合の意見や9月に公表される4～6月期成長率の二次推計値（二次QE）を見極めた上で、消費税率引き上げの最終判断をする方針である。市場予想から下振れした4～6月期一次QEを受けて、会合では消費税率引き上げに関して慎重意見が強まる可能性が高いが、4～6月期のGDP統計は政府が課した基準に照らし、消費税率引き上げの判断を支持するものと考えられる。

2013年度の日本経済を押し上げる要素

昨年終盤にごく短期の景気後退局面から脱したと考えられる日本経済は、アベノミクスにおける三本の矢の「大胆な金融政策」などを受けて進行した円安・株高等に支えられ、2013年前半に景気回復の動きを強めた。2013年1～3月期前期比年率3.8%、4～6月期2.6%と2四半期連続で高成長を示し、2013年前半は前半期比年率換算で2.8%の成長率を記録している（2012年後半は年率1.8%）。

2013年1～3月期の景気回復は、株高等を受けたマイナー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った。そうした構図に、4～6月期からはアベノミクスの「機動的な財政政策」に基づき策定された2012年度補正

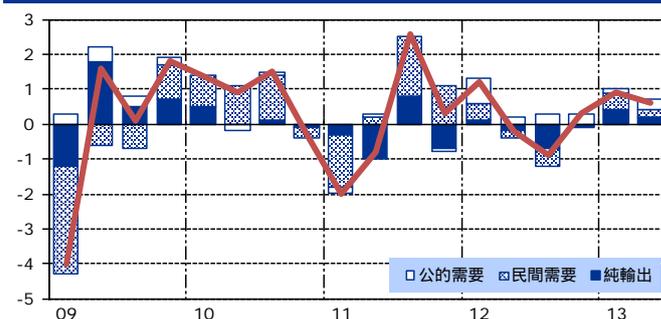
予算の執行による公共投資増加、雇用所得環境の緩やかな回復が加わっている。また、既に一部の耐久消費財に動意が見られるが、今後は消費税率引き上げ前の駆け込み需要も本格化する。

雇用所得環境の回復が加わる

4～6月期から新たに加わった雇用所得環境の緩やかな回復は、これまで期待先行の色彩の濃かった個人消費の拡大に裏付けを与えるものである。4～6月期の名目雇用者報酬は前年比1.0%（1～3月期0.0%）へ伸びを高めたが、これは雇用者数と賃金、双方の改善を伴っている。まず雇用者数（労働力調査ベース）は1～3月期前期差16万人に続き、4～6月期も25万人増加し、1年前の水準を52万人上回った。雇用者数ほどの明確な動きではないが賃金情勢も上向きつつある。フルタイムの所定内賃金が6ヶ月連続で前年対比プラス、パートタイムの時間当たり賃金は伸びを高めている。加えて、未だ全容は明らかではないが、夏のボーナスは前年に比べ増加した模様である。

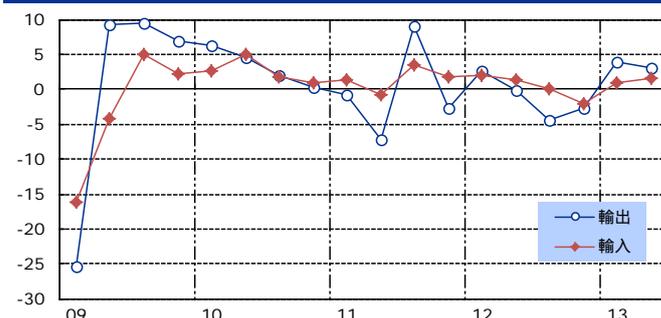
以上のポジティブな動きにより、2013年度の日本経済は回復基調を維持する見込みである。当社では、2013年度の日本経済について2.9%の高成長を予想している。これがメインシナリオである。但し、一部

GDP成長率の四半期推移（前期比、%、%Pt）



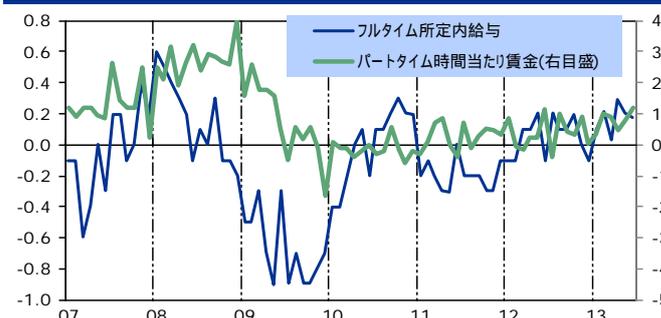
(出所)内閣府

輸出入の動向（前期比、%）



(出所)内閣府

就業形態別の賃金動向（前年比、%）



(出所)厚生労働省

にはネガティブな動きや懸念材料も存在しており、注意が必要と考えられる。

リスク要因 : 企業の慎重姿勢

懸念材料の第一は、企業部門の慎重姿勢である。4~6月期の GDP 統計では、設備投資が前期比 0.1% (1~3月期 0.2%) と僅かではあるが6四半期連続で減少、また在庫投資は(二次 QE で上方修正される可能性は高いが)GDP 成長率を前期比 0.3%Pt も押し下げた。製造業と非製造業を問わず業績は改善傾向にあり、日銀短観などの景況感調査が示すように企業マインドも上向いている。それに関わらず、企業は先行きに対して慎重なままであり、将来に備えてという意味合いの強い設備投資や在庫投資には未だ二の足を踏んでいる模様である。先行指標である機械受注の動きから、設備投資は7~9月期には増加へ転じる見込みだが、その後の増勢加速までは期待できない。

リスク要因 : 海外最終需要の動向

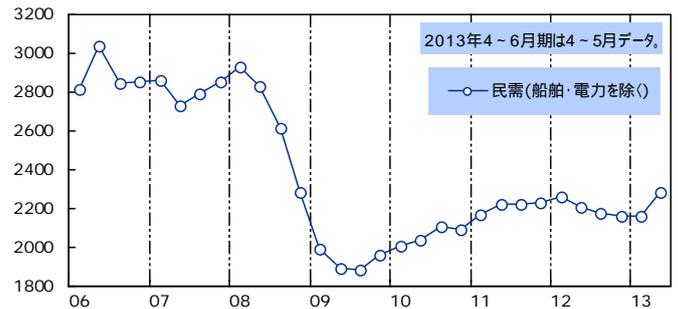
懸念材料の第二は、海外最終需要である。当社の輸出関数による分析に基づくと、円安による輸出数量(実質輸出)押し上げ効果は7ヶ月程度のタイムラグを伴って生じる。従って、昨年終盤からの円安による効果は、前期1~3月期に比べ4~6月期に強まったはずだが、輸出の増勢は1~3月期前期比4.0%が4~6月期は3.0%と加速には至らなかった。こうした輸出の伸び悩みには、新興国や欧州における最終需要の弱さが影響していると考えられる。5月まで一本調子で円安が進行したため、円安の輸出に対するサポートは少なくとも2013年内は続き、輸出を押し上げる見込みだが、海外最終需要の動向次第では輸出の伸びが限定的となる可能性がある。

こうした懸念材料が及ぼす悪影響が強まった場合には、日本経済の2013年度成長率が押し下げられることになる。

消費税率引き上げの影響

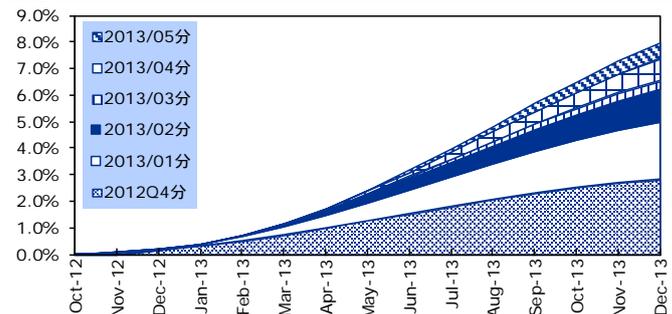
2013年度の高成長から一転して、2014年度は低成長が予想される。1997年の消費税率引き上げ時と同様に、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動から個人消費や住宅投資が大きく落ち込むためである。個人消費は2013年度に2.5%の高い伸びを示した後、2014年度は1.6%、住宅投資は2013年度7.3%増加の後、2014年度が10.2%と見込んでいる。こうした家計部門の落ち込みは、遅ればせながら増勢を強める設備投資や輸出の拡大により、ある程度は補われるものの、成長ペースの減速全てを回避は出来ない。2014年度の成長率は0.2%へ急低下すると予想する。なお、

機械受注・民需の推移 (10億円)



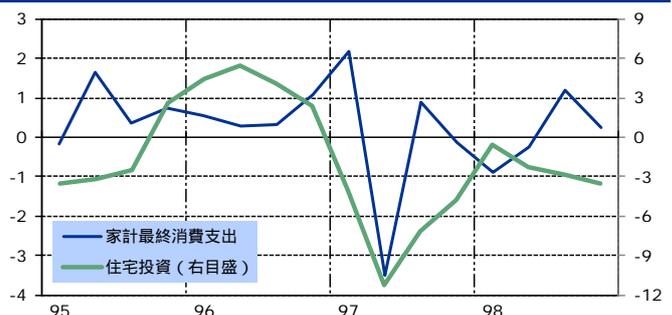
(出所) 内閣府

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

1997年4月の消費税率引き上げ (前期比, %)



(出所) 内閣府

マイナス成長は 2014 年 4～6 月期の一四半期にとどまり、いわゆる 2 四半期連続のマイナス成長を意味するテクニカルリセッションには陥らず、また日本において、景気基準日付の決定権限を有する景気動向研究会がリセッション認定をすることもないと考えている。

麻生財務大臣は消費税率引き上げ後の景気落ち込みを和らげるために、来年通常国会に 2013 年度補正予算を提出する方針を既に示している。昨年度の剰余金などを利用し、新規国債発行を伴わないかたちで 3～4 兆円程度の補正予算が組成される可能性がある。補正予算の詳細は現時点で不明だが、2014 年度予算と一体で運用されることにより、消費税率引き上げ後の景気落ち込みをある程度緩和すると考えられる²。

6 月に CPI はプラス圏へ浮上

2013 年 6 月の消費者物価（CPI）上昇率は、生鮮を除く総合（以下、日本型コア）が前年比 0.4%（3 月 0.5%）と上昇に転じ、食料とエネルギーを除く総合（以下、米国型コア）は 0.2%（同 0.8%）へマイナス幅が縮小した。6 月の日本型コアのプラス転化は円安やエネルギー価格上昇が主因であり、米国型コアのマイナス幅縮小もコストプッシュ的な側面が大きい。しかし、当社が CPI のトレンド的な動きを把握するために試算している刈り込み平均 CPI 前年比が急速に上向いており、インフレ率のマイナス幅縮小や上昇が、一部品目に偏ったものではなく、広がりを持つことも確認できる。

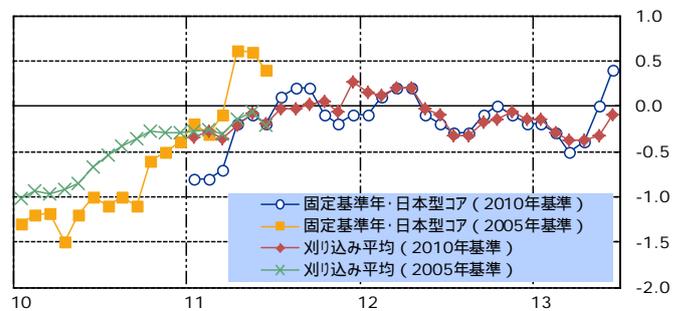
バックワードルッキングな期待形成

また、こうした現実のインフレ率上昇がバックワードルッキングなかたちでの期待形成を通じて、企業や家計の経済主体の期待インフレ率の上昇に繋がることも期待できる。経済主体の期待インフレ率は、今年に入り企業と家計共に高まりつつあるが、現実のインフレ率上昇がそうした期待をより堅固なものとし、日本経済のデフレ脱却に繋がっていく。

インフレ率予想は 2013 年度 0.4%、2014 年度 0.7%、2015 年度 1.0%

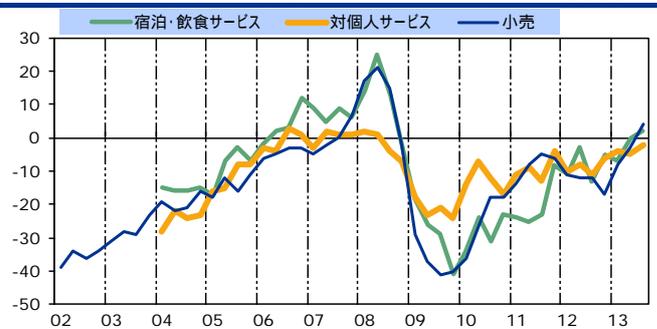
こうした期待形成や潜在成長率を上回る成長による需給ギャップの縮小などを受けて、インフレ率は上昇を続ける見込みである。日本型コアは 7～9 月期以降もプラス圏を維持し、年度末の 2014 年 1～3 月期には 0.6%に伸びを高め、米国型コアも 2013 年 10～12 月期にはプラス圏へ転じる見込みである。なお、当社予想では、2013 年度末頃に、日本経済は（教科書的

刈り込み平均CPIの推移（前年比、%）



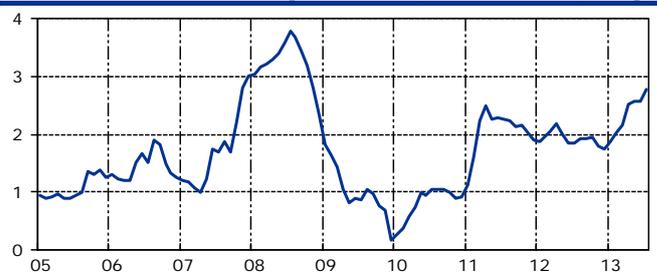
（出所）総務省資料より当社作成

消費関連業種の販売価格判断DI（大企業、上昇・下落）



（出所）日本銀行

家計の期待インフレ率（一般世帯、断層調整済、%）



消費動向調査の1年後の物価上昇に関する回答を加重平均して試算。

（出所）内閣府

² 従来から、当社では、補正予算と 2014 年度本予算の一体運用などにより 2014 年度の公共投資が 2013 年度対比で横ばい程度と想定している。公共投資以外の補正予算、報道ベースで言えば、低所得者や住宅購入者向け現金給付などによる 2014 年度の成長率押し上げは 0.2%Pt 前後にとどまる可能性が高い。補正予算を加味した場合、2014 年度の成長率予想は 0.4%程度になる。

な)デフレ状態から脱すると考えられるが、消費税率引き上げとの兼ね合いもあり、デフレ脱却宣言をどのタイミングで行うかは、極めて政治的な事情に左右されるだろう。

2014 年度以降についても、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 によるインフレ率見通しは、消費税率を含むベースで、2013 年度前年比 0.4%、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 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考えられる。しかし、それが日本の隅々に行き渡るには、相応の時間を要し、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だろう。