

日本経済情報

2013年8月号

Summary

【内容】

1. 日本経済の見通しと現状分析
 - (1) 経済見通し
 - (2) 現状分析
 - a) 輸出は上向きも海外需要に懸念
 - b) 企業の慎重姿勢が生産を圧迫
 - c) 設備投資には多くを望めず
 - d) 雇用所得環境が消費拡大を裏付け
 - e) 駆け込み需要が住宅投資を押し上げ
 - f) 補正予算の執行が進捗
 - g) 消費税率引き上げ後の反動
 - h) インフレ率は上昇も日銀目標は遠い
 2. 金融政策：金融政策を巡る次の焦点
 3. トピックス：賃金上昇の鍵は何か
- 巻末：主要経済指標

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」等を受けて進行した円安・株高等に支えられ、2013年前半に回復の動きを強めた。2013年1～3月期の景気回復は株高等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持ち直しが、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。

こうしたポジティブな動きにより、2013年度の日本経済は2.9%の高成長を達成すると予想している。リスク要因としては、企業部門の慎重姿勢の継続と海外最終需要の下振れが指摘できる。業績回復にも関わらず、企業は投資実施に二の足を踏み、また需要対比で在庫投資を極めて低水準に抑制している。企業の慎重姿勢が継続すれば、景気回復の勢いを削ぐ。また、円安による輸出押し上げ効果が強まりつつあるにも関わらず、輸出の増勢が加速しないのは、新興国や欧州における最終需要の弱さが円安の効果を一部相殺しているためである。海外最終需要が一層弱含めば、輸出の伸び悩みを通じ、日本経済を圧迫する。

2013年度の高成長から一転、2014年度は0.2%の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。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。

期待インフレ率の上昇や潜在成長率を上回る成長による需給ギャップの縮小等を受けて、インフレ率は上昇基調を辿る。日本型コアCPI上昇率見通しは、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。経済主体のインフレ認識は変化しており、期待インフレ率は徐々に上昇していく。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、日本銀行が見込むペースでは進まないだろう。

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
丸山義正
(03-3497-6284)
maruyama-yo
@itochu.co.jp

1. 日本経済の見通しと現状分析

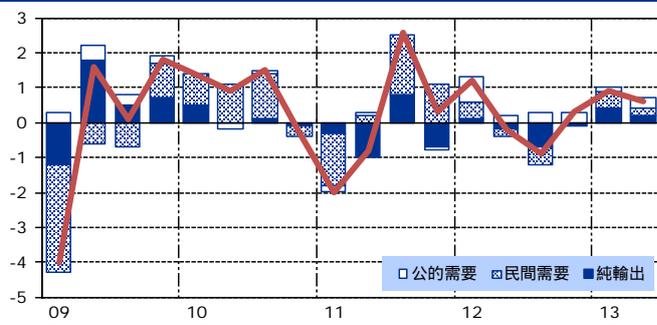
(1) 経済見通し

2013 年前半は高成長、消費税率引き上げの判断を支持

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」等を受けて進行した円安・株高等に支えられ、2013 年前半に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%の成長率である（2012 年後半は年率 1.8%）。

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¹。2013 年前半の高成長は、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。

GDP成長率の四半期推移（前期比、%、%Pt）



（出所）内閣府

2013 年度は 2.9%の高成長に

2013 年 1～3 月期の景気回復は 株高等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持ち直しが、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。

以上のポジティブな動きにより、2013 年 7～9 月期以降も、日本経済は回復基調を維持すると見込まれる。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。本見通しに対するリスク要因としては、企業部門の慎重姿勢の継続と海外最終需要の下振れが指摘できる。4～6 月期も設備投資は減少を続けており、業績回復にも関わらず、企業は投資実施に二の足を踏み、また需要対比で在庫投資を極めて低水準に抑制している。こうした企業の慎重姿勢が継続すれば、景気回復の勢いを削ぐことになる。また、円安による輸出押し上げ効果が強まりつつあるにも関わら

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 現時点で、当社は二次 QE で 4～6 月期成長率が年率 3%超へ上方修正されると想定している。

ず、輸出の増勢が加速していない。円安の効果も、新興国や欧州における最終需要の弱さが一部相殺しているためである。海外最終需要が一層弱含めば、輸出の伸び悩みを通じて、日本経済を圧迫するリスクがある。

2014年度は0.2%成長への減速を予想

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。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年度に日本経済の成長率は0.2%へ急低下すると予想する。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。なお、2015年度については1.2%成長を予想する。

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示している。昨年度の剰余金等を利用し、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。補正予算の詳細は不明だが、2014年度予算と一体で運用され、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。

インフレ率は上昇も日銀目標には届かず

6月の生鮮食品を除く総合CPI(以下、日本型コアCPI)は前年比0.4%(3月0.5%)とついに上昇へ転じた。今後も、期待インフレ率の上昇や潜在成長率を上回る成長による需給ギャップの縮小等を受けて、インフレ率は上昇を続ける見込みである。2013年度末の2014年1~3月期には0.6%へ伸びを高め、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、緩やかな上昇が続くと予想される。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従来から変化しており、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、日本銀行が見込むペースでは進まないと考えている。

次頁以降では、当社の経済見通しの背景にある現状分析や想定等について、詳細に解説する。

消費者物価上昇率の予想(年度、前年比、%)



(出所) 総務省

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等により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等による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。

(2)現状分析

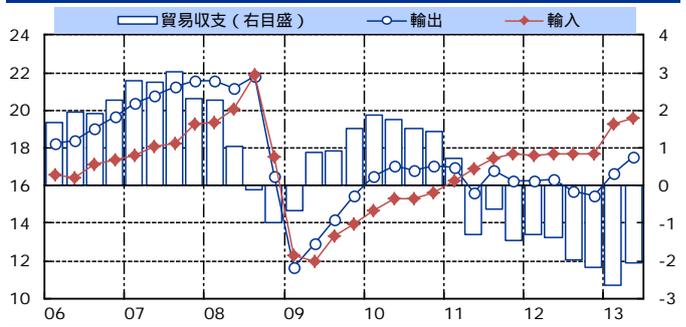
a)輸出は上向きも海外需要に懸念

2013年4~6月期の貿易収支は 2兆653億円となり、前年同期の 1兆3,703億円から赤字幅が大きく拡大した。但し、季節調整値で見ると、昨年10~12月期2兆1,944億円、今年1~3月期2兆6,411億円、4~6月期2兆613億円と、赤字幅の拡大が止まりつつある。2013年1~3月期から4~6月期にかけての赤字の大幅縮小は、輸入の一時的な低迷に支えられている部分が大きく出来過ぎと考えられるが、円安が輸出数量を押し上げる効果等を踏まえると、貿易赤字は概ねボトムに達した可能性が高い。

輸出の動向を見ると、円高修正の継続に支えられ、貿易統計ベースの輸出額（名目輸出）は前期比5.0%（1~3月期7.7%）と2四半期連続で拡大した。内訳を見ると、輸出デフレーター³の伸びは2.4%と1~3月期の9.2%から鈍っており、為替相場（名目実効レート）の減価ペース（1~3月期12.4%、4~6月期6.1%）も大きく下回っている。こうした為替変動対比での輸出デフレターの低い伸びは、企業が円安メリットを原資に価格を引き下げた影響と考えられる。例えば、完成車輸出価格の動向を見ると、現地通貨建て価格が引き下げられていることが確認できる。こうした価格引き下げが価格競争力の向上となり、輸出数量の増加に結び付く。

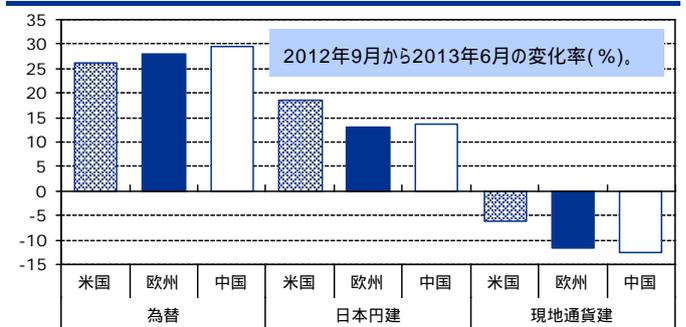
しかし、輸出数量に相当する実質輸出の動向を見ると、1~3月期前期比1.6%が4~6月期は1.8%となり、増加基調こそ確認できるが、伸びは高まっていない⁴。これは欧州や中国における景気回復の遅れにより、海外最終需要の戻りが鈍いためと考えられる。当社の分析によると円安が輸出数量に及ぼす効果は、7ヶ月程度の波及ラグを伴う。2013年5月まで一本調子で円安が進んでいた点

名目輸出入の推移（兆円、季調値）



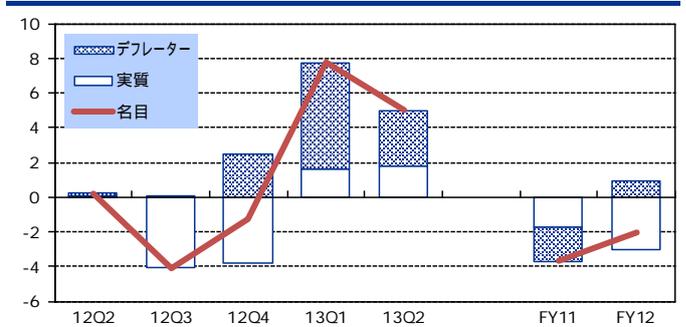
(出所) 財務省

円安と完成車輸出価格の変動



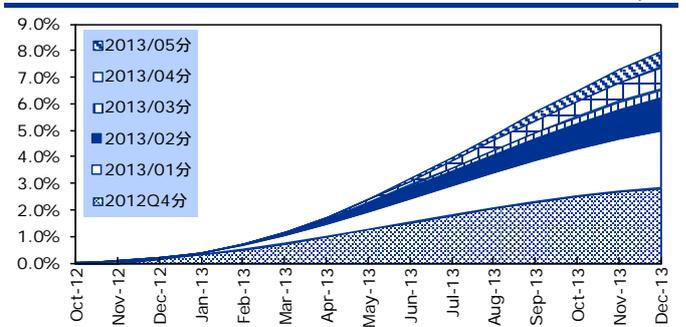
(出所) 貿易統計

名目輸出の推移（季調値、前期比、前年比、%）



(出所) 財務省、日本銀行

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

³ 当社は、輸出入額を概況品毎に実質化し、実質輸出入を試算している。本稿で用いている輸出入デフレーターは、その実質輸出入と名目輸出入から計算されるインプリシット・デフレーターである。

⁴ GDPベースの実質輸出（含むサービス）は1~3月期前期比4.0%、4~6月期3.0%。

を勘案すれば、円安の輸出数量押し上げ効果は2013年に関しては四半期が進むほどに強まっていくと考えられる。しかし、海外最終需要の動向が足を引っ張り、輸出の増勢を鈍らせる可能性には留意が必要である⁵。

b) 企業の慎重姿勢が生産を圧迫

円安を受けた輸出の増加や個人消費の拡大を受け、鉱工業生産は上向きつつあるが、企業の慎重姿勢を映じて、増勢は未だ鈍い。4～6月期の鉱工業生産は前期比1.5%と、1～3月期0.6%に続き、2四半期連続で増加したものの、輸出や内需の拡大ペースに比べれば、伸びは小幅にとどまった。

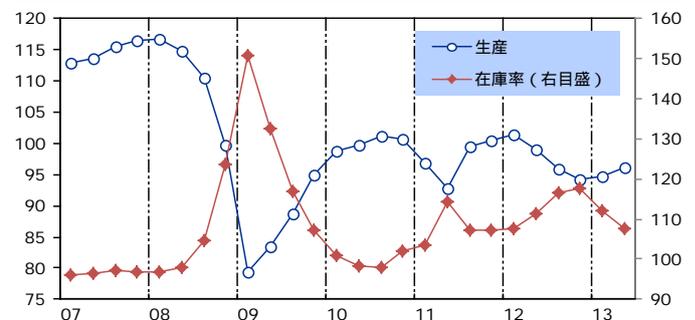
こうした生産のもたつきは、企業が在庫水準を極めて低位に維持しているためである。在庫の積み上がりが見られないにも関わらず、4～6月期の鉱工業在庫率は前期比4.0%（1～3月期4.8%）と2四半期連続で大幅に低下した。また、GDP統計でも、4～6月期は在庫投資が成長率を前期比0.3%Ptも押し下げている⁶。今後は消費税率引き上げ前の駆け込み需要に備えて多少の在庫積み増しが生じると考えられ、それに伴い製造業の生産活動も活発化する可能性が高い。実際、7月の生産予測では設備投資向けの資本財や自動車を中心に、前月比6.5%と鉱工業生産の大幅な増加が見込まれている。7～9月期の鉱工業生産は前期比2%台半ばへ増勢が加速するだろう。

c) 設備投資には多くを望めず

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した。上述の在庫投資同様に、企業の慎重姿勢が滲み出ている。日銀短観の2013年度設備投資計画（大企業）が前年比5.5%と明確なプラスとなる等、企業は投資増強の計画こそ示しているが、未だ、投資の実施段階では二の足を踏んでいる模様である。

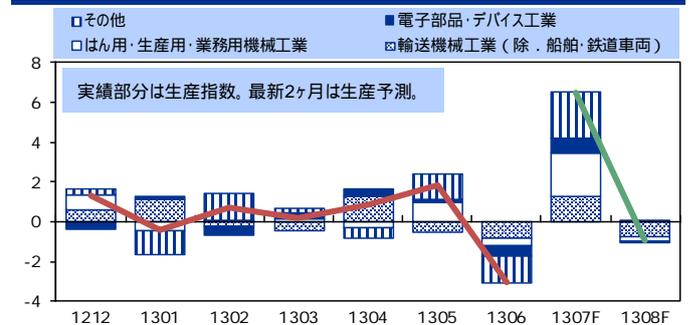
設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）が4～6月期に前期比6.8%（1～3月期0.0%）と5四半期ぶりに増加したことから、設備投資も7～9月期には遅ればせながらプラス圏へ転じる可能性が高い。但し、内閣府見通しでは、7～9月期に機械受注が再び5.3%と4～6月

鉱工業生産と在庫率の推移（2010年=100）



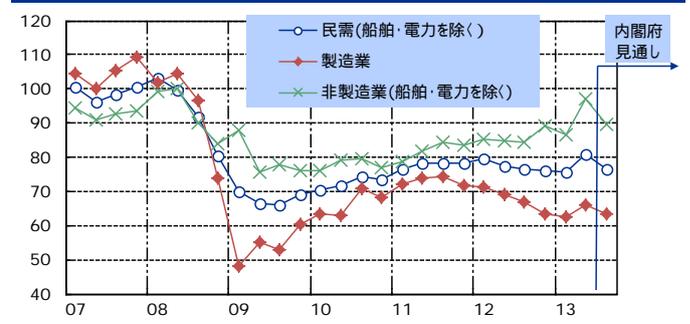
(出所) 経済産業省

鉱工業生産の推移と予測（前月比、%）



(出所) 経済産業省

機械受注民需の実績と予測（2005年=100）



(出所) 内閣府

⁵ 仕向け地別を含めた輸出動向の詳細については、8月8日付 Economic Monitor「日本の2013年4～6月期貿易動向」を参照頂きたい。

⁶ 当社では、二次推計値において在庫投資の寄与度が前期比0.1%Ptへ上方修正されると想定している。なお、上方修正されてもマイナス寄与は変わらず、企業の在庫抑制姿勢を読み取ることができる。

期の増加をほとんど打ち消すような減少を示すと見込んでいる。内閣府の減少見通しには、統計の癖が影響しており、そうした歪みを修正すれば7~9月期は前期比横ばい程度と見込まれるが⁷、それでも設備投資に加速感が見られないことは変わらない。

円高修正の下でも需要地生産を企図した企業の海外生産拡大が続き、また既に進んでいる海外生産比率の上昇や日本企業の競争力低下も、日本国内の設備投資実施に対して抑制要因となる。設備投資は7~9月期に前期比でプラス圏へ復帰するものの、その後大幅な増勢加速までは期待できないだろう。

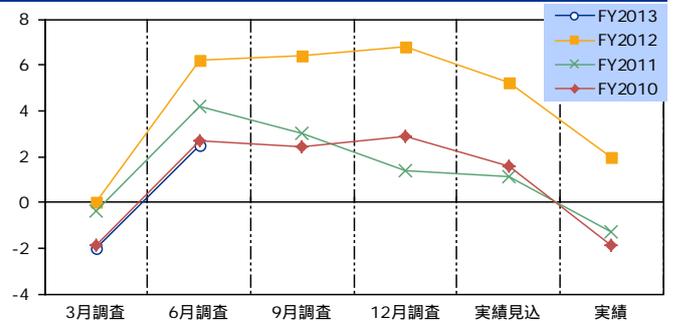
d) 雇用所得環境が消費拡大を裏付け

1~3月期と4~6月期ともに個人消費は前期比0.8%の高い伸びを示し、日本経済全体をけん引した。但し、1~3月期と4~6月期で消費拡大の意味合いは大きく異なる。1~3月期迄の個人消費の拡大は、良くも悪くも期待先行の色彩が濃かったが、4~6月期は雇用所得環境の改善が進み、消費拡大にある程度は裏付けが与えられたためである。

GDP統計ベースの名目雇用者報酬は4~6月期に前年比0.3%(1~3月期0.6%)と2四半期連続で増加し、前年比は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プラス圏で伸びを高めている。加えて、未だ全容は明らかではないが、メディアや経済団体等の集計によれば、夏のボーナスは前年に比べ増加した模様である。

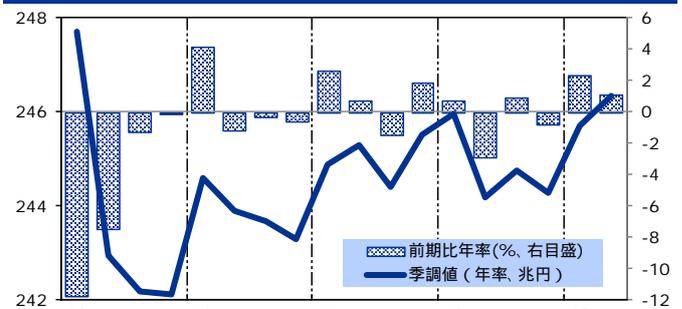
4~6月期の個人消費の内訳を見ると、自動車等が主力の耐久財消費が前期比2.9%(1~3月期2.9%)、半耐久財消費は1.4%(1~3月期2.6%)、外食や

大企業全産業の設備投資計画(前年度比、%)



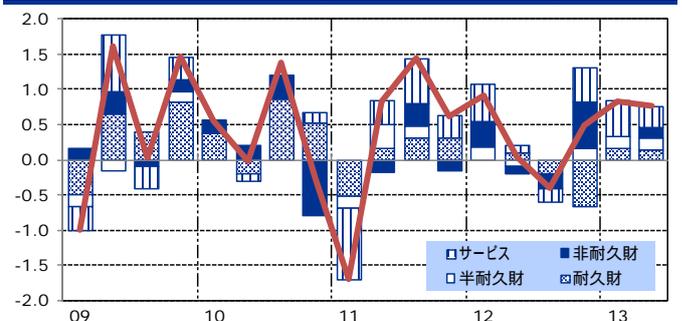
(出所) 日本銀行

名目雇用者報酬の推移



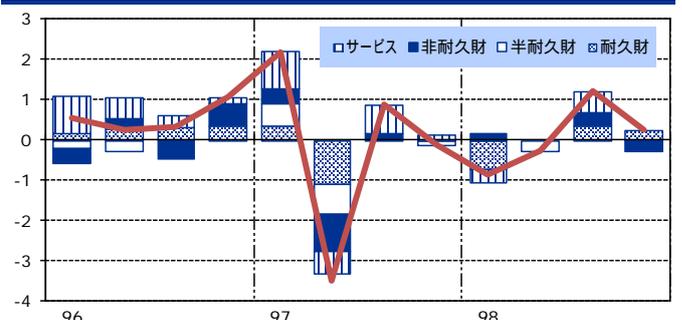
(出所) 内閣府

個人消費の動向(前期比、%、%Pt)



(出所) 内閣府

1997年4月の消費税率引き上げ時の個人消費(前期比、%)



(出所) 内閣府

⁷ 統計の癖については、2013年8月13日付 Economic Monitor「4~6月期の機械受注は増加、7~9月期は横ばい想定」を参照頂きたい。

旅行等を中心にサービス消費も 0.6% (1~3 月期 0.9%) といずれも高めの伸びを維持した。また、1~3 月期は横ばいにとどまった非耐久財消費も、夏物衣料を中心に 0.4% へ伸びを高めている。

7~9 月期に入り、マインド関連データの改善が一服しているため、個人消費も伸びが鈍化する可能性が高い。しかし、雇用所得環境の改善に支えられていることから、個人消費は失速には至らないだろう。10~12 月期以降は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により再び増勢が強まる見込みである。耐久財が 10~12 月期から、その他は 2014 年 1~3 月期に駆け込みが集中すると考えられる。

e) 駆け込み需要が住宅投資を押し上げ

住宅投資は 4~6 月期に前期比 0.2% (1~3 月期 1.9%) と 5 四半期ぶりに減少したが、これまでの増加の反動に過ぎない。先行指標である住宅着工は 4~6 月期に増勢を加速しており、7~9 月期に住宅投資は再び増加する見込みである。現行の消費税率 (税率 5%) が適用されるには、注文住宅等、建築請負契約が必要な住宅は今年 9 月末の契約締結が、他は来年 3 月末までの引き渡しが必要であるため、足元で住宅着工が膨らんでいる。少なくとも 2013 年中の住宅投資は増勢が予想される。

f) 補正予算の執行が進捗

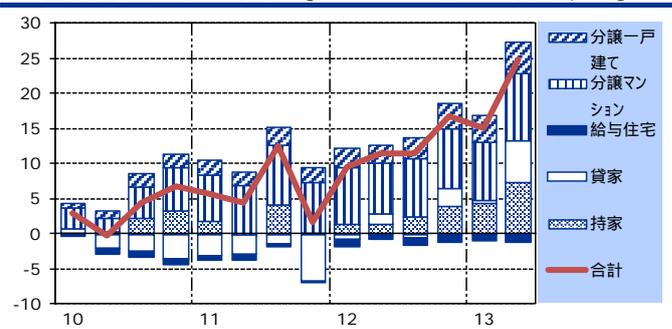
公需では、2012 年度補正予算の執行進捗により公共投資が前期比 1.8% (1~3 月期 1.1%) と 6 四半期連続で増加、かつ伸びを高めた。公共投資全体の先行指標である公共工事請負額、機械投資部分の先行指標である機械受注の官公需がともに 4~6 月期に急増しており、7~9 月期以降に公共投資の増勢は更に強まり、2013 年度を通じて成長率を押し上げる見込みである。なお、2014 年度本予算と 2013 年度補正予算の一体運用により、2014 年度の公共投資は前年度比横ばい程度を確保すると、当社では想定している。

政府消費が 4~6 月期に前期比 0.8% と高い伸びを示しているが、これは 1~3 月期に 0.1% と低迷した反動が大きく、2 四半期を均せば巡航速度の前期比 0.4% 程度である。

g) 消費税率引き上げ後の反動

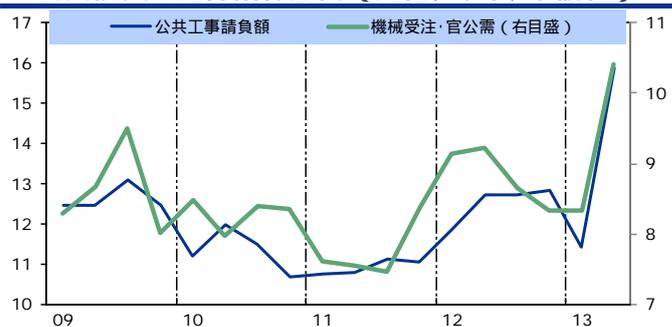
2014 年 4 月に予定される消費税率の 5% から 8% への引き上げは、2013 年度の成長率を大きく押し上げる一方で、2014 年度の成長率を押し下げる。消費税率引き上げ後の 2014 年度から引き上げ前の 2013 年度へ異時点間の消費代替が生じるほか、増税により 2014 年度の家計の可処分所得が目減りすることが原因である。そのため、2013 年度の

住宅着工戸数の推移 (2009Q4 からの変化, %)



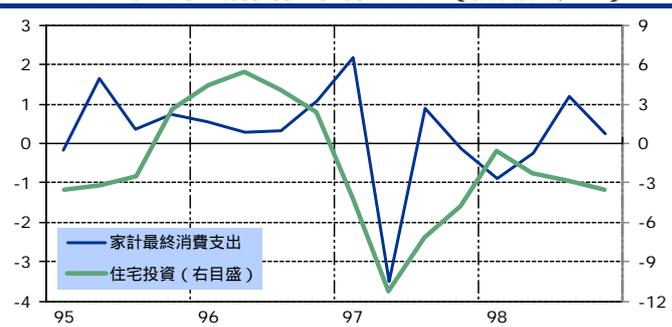
(出所) 国土交通省

公共投資の先行指標動向 (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

1997年4月の消費税率引き上げ (前期比, %)



(出所) 内閣府

2.9%もの高成長から一転して、日本経済は2014年度に0.2%の低成長へ転落すると予想される。1997年の消費税率引き上げ時と同様に、2014年度は個人消費や住宅投資が大きく落ち込むと考えられる。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%と予想している。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。なお、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。

h)インフレ率は上昇も日銀目標は遠い

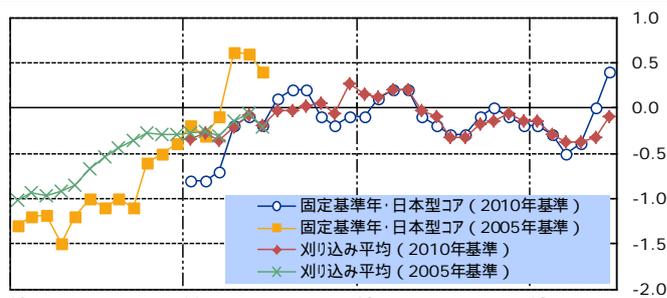
2013年6月の消費者物価(CPI)上昇率は、生鮮を除く総合(以下、日本型コア)が前年比0.4%(3月0.5%)と上昇に転じ、食料とエネルギーを除く総合(以下、米国型コア)は0.2%(同0.8%)へマイナス幅が縮小した。6月の日本型コアのプラス転化は円安やエネルギー価格上昇が主因であり、米国型コアのマイナス幅縮小もコストプッシュ的な側面が大きい。しかし、当社がCPIのトレンド的な動きを把握するために試算している刈り込み平均CPI前年比が急速に上向いており、インフレ率のマイナス幅縮小や上昇が、一物品目に偏ったものではなく、広がりを伴うことも確認できる。

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。

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等を受けて、インフレ率は上昇を続けると予想する。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

刈り込み平均CPIの推移(前年比、%)



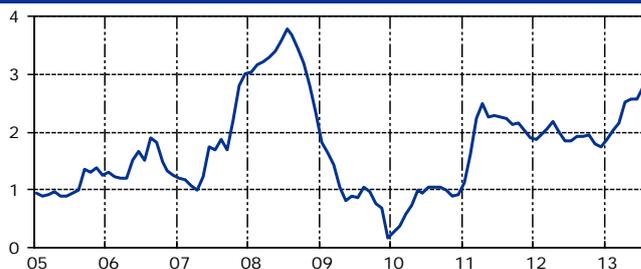
(出所)総務省資料より当社作成

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

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。

2. 金融政策：金融政策を巡る次の焦点

日本銀行は8月7～8日に金融政策決定会合を開催したが、金融政策は予想通りの現状維持、全くの無風だった。

足元の日本経済は、日本銀行の見立て通りに回復しているため、金融政策に変更の必要はなく、金融市場の関心も低い。7月の展望レポート中間評価で、日本銀行は2013年度の日本経済について、実質GDP成長率2.8%、CPI上昇率0.6%との見通しを示した。こうした日銀の見通しは、市場コンセンサスや当社見通し（成長率2.9%、CPI上昇率0.4%）とも概ね一致しており、違和感はない。

【7月中間評価における政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CPI	消費税率引き上げの影響除く
2013年度	7月 中間評価	+2.5～+3.0 (+2.8)	+0.5～+0.8 (+0.6)	
	4月 展望レポート	+2.4～+3.0 (+2.9)	+0.4～+0.8 (+0.7)	
2014年度	7月 中間評価	+0.8～+1.5 (+1.3)	+2.7～+3.6 (+3.3)	+0.7～+1.6 (+1.3)
	4月 展望レポート	+1.0～+1.5 (+1.4)	+2.7～+3.6 (+3.4)	+0.7～+1.6 (+1.4)
2015年度	7月 中間評価	+1.3～+1.9 (+1.5)	+1.6～+2.9 (+2.6)	+0.9～+2.2 (+1.9)
	4月 展望レポート	+1.4～+1.9 (+1.6)	+1.6～+2.9 (+2.6)	+0.9～+2.2 (+1.9)

1括弧内は政策委員見通しの中央値。

2 大勢見通しは各政策委員の見通しの最大値と最小値を除いている。

そのため、金融政策を巡る焦点は、2014年度以降の経済・物価情勢見通し及び日銀対応へ移っている。

日本銀行は、消費者物価上昇率が、消費税率引き上げの影響を除いたベースで2014年度に1.3%、2015年度に1.9%上昇すると見込んでいるが、2013年度に日本経済が日銀見通し通りでも、2014年度以降の見通し達成のハードルは依然として極めて高い。長期に渡るデフレで染みついた日本の経済主体の物価観が2年で2%インフレを受け入れられるほどに上昇するかどうか極めて不確実なためである。従って、日本銀行の2014年度インフレ見通しには下方修正リスクが付きまとう。

先進国におけるデフレ状態からの脱却という、世界中の誰も経験したことのない事態に関する予想であるため、日本銀行が頑として見通しを変えないという選択肢も十分にありうる。それは、期待インフレ率へのフォワードルッキングな働きかけという点で間違った政策ではない。しかし、既に、複数の政策委員がインフレ見通しの下振れリスクに言及しており、いずれ展望レポートにおいてインフレ率予想が引き下げられる可能性を否定はできない。従って、10月展望レポートの段階では見送られるとしても、来年1月の中間評価や4月の展望レポートにおけるインフレ率見通しの引き下げはありうる。インフレ率見通しの引き下げが必要となれば、つまり目標に掲げる2%インフレがこのままでは2年以内に達成できないとの認識に至れば、日本銀行は追加金融緩和により見通し引き下げを回避するか、見通し達成時期を延期する必要が生じる。

多くの先進国が掲げるインフレ目標政策は達成に厳格な期限を定めていないため、中央銀行にとっては見通し達成時期の延期がリーズナブルな選択となる。目標達成を過度に急げば、経済に余計な摩擦を生じさせるためである。しかし、現在の安倍政権と黒田日銀の関係において、2%目標達成時期の延期はありえず、追加金融緩和が選択される可能性が高い。その際に問題となるのは、緩和時期である。金融政策の効果が实体经济へ及び波及ラグを踏まえると、追加金融緩和の実施は早ければ早い方が良い。しかし、2013年度内は消費税率引き上げ前の駆け込み需要で、一時的とはいえ、景気が過熱気味である可能性が高く、そこに追加金融緩和を重ねるのは、中央銀行として憚られるのではなかろうか。追加金融緩和が遅れ多少のビハインド・ザ・カーブに陥るリスクが存在するとしても、消費税率引き上げ後の4月以降の方が、日本銀行にとっては追加緩和を行いやすいと考えられる。

3. トピックス：賃金上昇の鍵は何か

インフレ率はプラスへ転化

6月の全国CPIは生鮮食品を除く総合（日本型コア）が前年比0.4%と水面上に顔を出し、食料及びエネルギーを除く総合（米国型コア）も0.2%までマイナス幅を縮小した。日本型コアは2008年12月以来の、米国型コアも2009年2月以来の伸びである。日本型コアの前年比プラスは、円安やエネルギーコスト上昇等によるコストアップが物価上昇の主因であるが、2013年10～12月期には米国型コアもプラス圏へ転じる見込みである。デフレ脱却へ向けて、また日本銀行が目指す2%インフレへ向けて、日本経済は近づきつつある。

インフレ定着のための三本の矢

しかし、政府及び日銀が目指している2%の緩やかなインフレ経済への移行は未だ担保されているとは言いがたい。緩やかなインフレが安定的に続くためには、家計の期待インフレ率のプラス圏での安定が必要になるが、それは日本銀行が現在行っているインフレ目標政策によるフォワードルッキングな働きかけ、現実のインフレ率上昇によるバックワードルッキングな期待形成に加え、家計自身が受け取る賃金の上昇による裏付けが必要となる。とは（方向としては）既に動き出している。従って、今後は賃金上昇が顕在化するかが否かが重要である。

デフレ下での企業行動

デフレ下において、自らの製品やサービスの販売価格が生産性上昇を上回るペースで下落傾向を辿り、業績が大きく圧迫され、日本企業は賃金抑制による人件費圧縮を進めた。小泉政権下での2000年代半ばの景気回復を除けば、1990年代半ば以降、販売価格判断DI（上昇 - 下落）は大幅なマイナス状態が続いている。なお、2008年に販売価格判断DIは一時的に水面上へ顔を出したが、これは資源価格上昇という外生要因による動きである。仕入価格の大幅上昇と相俟って交易条件が悪化しており、企業にとってポジティブな販売価格上昇ではなかったと言える。

賃金フィリップス曲線のシフト

一般労働者の所定内賃金と需給ギャップの関係を示す賃金フィリップス曲線を試算すると、曲線は右肩上がりとなり、デフレに陥る前の1988～1998年については需給ギャップの改善が所定内賃金上昇へ繋がる関係が確認できる。また需給ギ

消費者物価指数の推移（前年比、%）



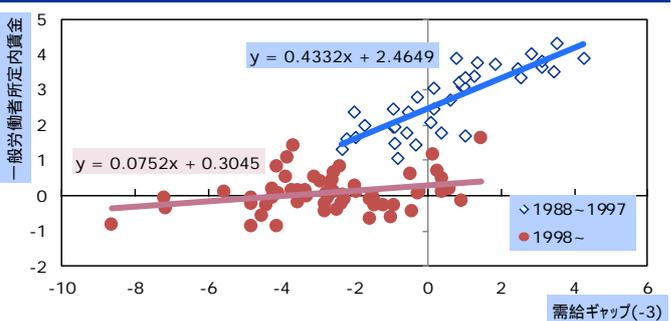
(出所) 総務省

大企業非製造業の価格判断DI



(出所) 日本銀行

一般労働者：賃金フィリップス曲線（%）



(出所) 各種資料より伊藤忠経済研究所試算。

アップがゼロの場合の切片、つまり経済がスラックを抱えず、不足もしていない状態の賃金上昇率も2.5%と明確なプラスである。しかし、日本経済がデフレへ向かった1998年以降は賃金フィリップス曲線の傾きは極めて緩やかになり、かつ切片もほぼゼロまで低下した。この時期に名目賃金の下方硬直性は失われ、賃金引き下げはタブーではなくなったが、引き下げのハードルが完全に消えたわけではない。そのため賃金引き下げが困難なことに対応し、同時に企業は賃金引き上げにも背を向け、フィリップス曲線が平坦となっている⁸。

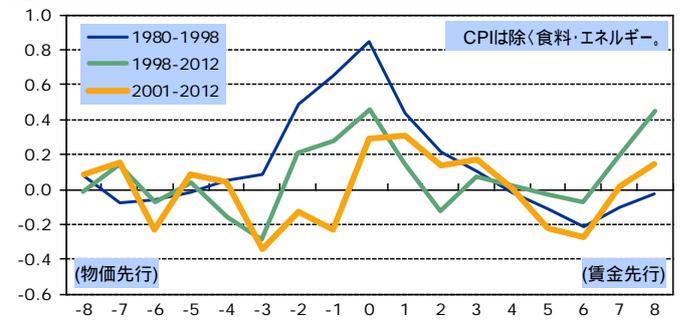
所定内賃金と消費者物価

こうした企業行動の変化は、物価変動に伴う生計費の変化を賃金変動によりカバーできない事態にも繋がりうる。一般労働者の所定内賃金と米国型コアCPIの時差相関係数を見ると1998年度までは、労働組合の交渉材料に物価変動が含まれていたこともあり、同期の物価変動もしくは一期前の物価変動と賃金が高い相関を示している。しかし、1998年以降は両者に明確な相関関係を見出し難い。近年では、総合CPIの上昇率を賃金伸び率が下回る局面さえある。

パートタイム労働者の賃金フィリップス曲線賃金調整と数量調整がともに困難な一般労働者からパートタイム労働者へ労働需要をシフトすることにより、企業は、デフレ下で人件費や労働投入量のコントロールを図った。こうしたパートタイム労働者を活用した企業による労働投入量の調整を映じるかたちで、パートタイム労働者の賃金は景気変動に対して機敏な反応を示している。

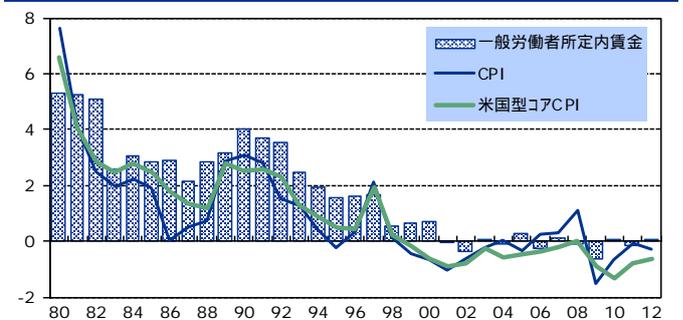
パートタイム労働者の所定内時給と需給ギャップの関係を示す賃金フィリップス曲線を見ると、デフレ下の一般労働者の所定内賃金の場合とは大きく異なり、期間を問わず⁹、一定の傾きが確保されている。また、需給ギャップゼロに対応する切片は明確なプラスである。

一般労働者所定内賃金とCPIの時差相関係数（年度）



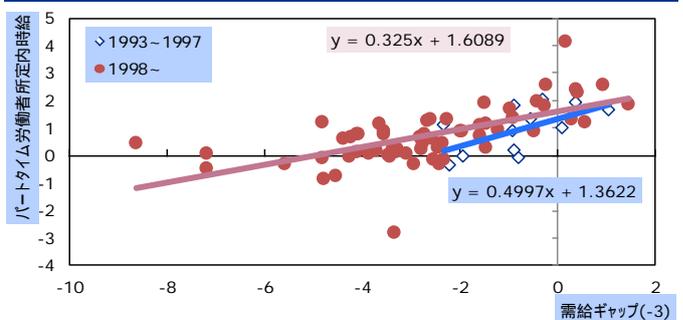
(出所)総務省、厚生労働省資料等より伊藤忠経済研究所作成。

一般労働者所定内賃金とCPIの伸び（年度）



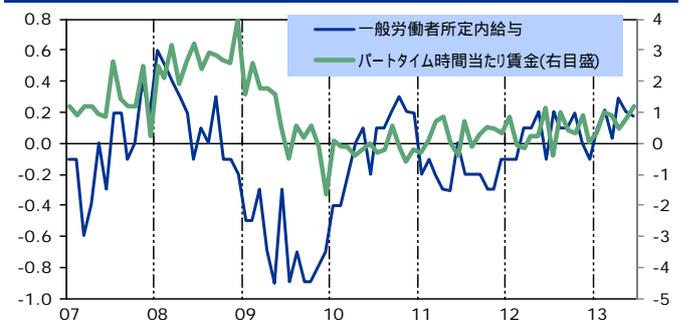
(出所)総務省、厚生労働省資料等より伊藤忠経済研究所作成。

パートタイム労働者：賃金フィリップス曲線（%）



(出所)各種資料より伊藤忠経済研究所試算。

就業形態別の賃金動向（前年比、%）



(出所)厚生労働省

⁸ 代わりに、賞与により従業員へ報いる傾向が強まった。

⁹ 統計データの都合上、パートタイム労働者については1993年以降のデータを用いており、サンプルが少ない。

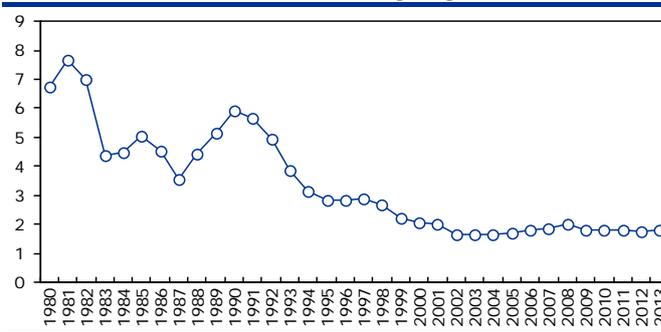
インフレ経済への移行に必要な賃金上昇

以上を踏まえると、安定的なインフレ経済への到達に必要なとなる安定的な賃金上昇は、企業が景気回復や物価上昇に対応した賃金決定行動へ回帰するか否かに大きく依存している。言い換えると、パートタイム労働者について今も維持されている賃金調整メカニズムを、再び一般労働者へも広げることが出来るか否かが肝である。

足元の賃金情勢を見ると、昨年末からの景気回復を映じてパートタイム労働者の時給に上昇の動きが確認でき、また極めて緩やか、かつ未だ不確かな動きではあるが一般労働者の賃金も上向きつつあるように見える。こうした動きは、デフレ下で大幅なマイナス状態にあった企業の販売価格判断 DI が現在ゼロ近くまで上昇している点とも整合的である。

そうした足元での漸進的な動きも賃金やインフレ動向を考える上で重要だが、今後、賃金上昇が確かなものとなるか否かを大きく左右するのは、2013年度の景気回復と物価上昇を踏まえて、来たる2014年度に一般労働者の賃金上昇率が明確に高まるか否かである。2014年度の春闘は、今後の日本経済の針路に関して、極めて重要な鍵を握っている。

春闘賃上げ率 (%)



(出所)厚生労働省

【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	
				4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
実質GDP	前期比%			▲0.2	▲0.9	0.3	0.9	0.6
	前期比年率%			▲0.9	▲3.6	1.0	3.8	2.6
	前年比%	0.3	1.2	3.8	0.3	0.4	0.3	0.9
実質個人消費	前期比,%	1.6	1.6	0.1	▲0.4	0.5	0.8	0.8
実質設備投資	前期比,%	4.1	▲1.4	▲0.3	▲3.2	▲1.4	▲0.2	▲0.1
実質純輸出(寄与度)	前期比,%Pt	▲1.0	▲0.8	▲0.2	▲0.7	▲0.1	0.4	0.2
実質輸出	前期比,%	▲1.6	▲1.2	▲0.2	▲4.5	▲2.7	4.0	3.0
実質輸入	前期比,%	5.3	3.8	1.3	▲0.0	▲2.0	1.0	1.5
名目GDP	前期比,%	▲1.4	0.3	▲0.8	▲0.9	0.1	0.6	0.7

		2011 年度	2012 年度	2012年			2013年	
				4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
輸出額(貿易統計)	前期比,%			0.2	▲4.1	▲1.3	7.7	5.0
	前年比,%	▲3.7	▲2.1	4.8	▲8.2	▲5.5	1.2	7.1
輸入額(貿易統計)	前期比,%			0.5	▲0.2	▲0.0	9.3	1.3
	前年比,%	11.6	3.5	5.0	0.3	0.5	8.1	10.4
鉱工業生産	前期比,%			▲2.2	▲3.2	▲1.9	0.6	1.5
	前年比,%	▲0.7	▲2.9	6.8	▲3.9	▲5.9	▲7.9	▲3.1
機械受注 (民間需要・除く船舶・電力)	前期比,%			▲2.6	▲1.3	▲0.8	▲0.0	6.8
	前年比,%	6.2	▲3.0	▲1.7	▲4.6	▲0.8	▲4.6	6.4
法人企業 売上高	前年比,%	▲3.6	▲4.6	▲1.0	▲4.4	▲6.8	▲5.8	
法人企業 経常利益	前年比,%	▲6.1	7.9	11.5	6.3	7.9	6.0	
失業率	%	4.5	4.3	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1
名目賃金	前年比,%	▲0.3	▲0.7	▲0.5	▲0.7	▲1.1	▲0.6	0.0
小売業販売額	前期比,%			0.3	▲0.9	▲0.2	0.6	1.1
	前年比,%	0.8	0.3	2.5	0.1	▲0.0	▲1.2	0.7
新車販売台数(含む軽)	前年比,%	3.3	9.6	62.6	14.2	▲3.0	▲9.4	▲6.1
住宅着工戸数	年率換算,万戸	84.1	89.3	87.6	87.6	91.8	90.4	98.1
	前年比,%	2.7	6.2	6.2	▲1.1	15.0	5.1	11.8
消費者物価指数(除く生鮮)	前年比,%	▲0.0	▲0.2	▲0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.3	0.0

(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	
				4~6月	7~9月	10~12月	1~3月	4~6月
米国成長率	前期比年率,%			1.2	2.8	0.1	1.1	1.7
	前年比,%	1.8	2.8	2.8	3.1	2.0	1.3	1.4
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			▲0.7	▲0.4	▲2.4	▲1.1	1.1
	前年比,%	1.6	▲0.6	▲0.5	▲0.7	▲0.9	▲1.1	▲0.7
中国成長率	前年比,%	9.3	7.8	7.6	7.4	7.9	7.7	7.5

(出所) CEIC

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。