日本経済情報 2013年9月号

Summary

【内 容】

1. 世界経済の現状と展望
世界経済概観

日米経済は回復に向けた動きを継続

欧州経済の底入れは確認できず

新興国を襲う米国金融緩和縮小の影響

中国経済は下げ止まりの兆し

インド、ブラジルともインフレと通貨安が成長を抑制

ASEAN 経済：堅調なフィリピンと減速するインドネシア

世界経済は不安定さを残しつつも緩やかに回復

2. 日本経済の現状と展望

【世界経済の見通し】

世界経済は、先進国で好調さが目立つ一方で、停滞感が強まる新興国が散見されることから、一見すると「逆デカップリング」などと指摘されるような状況となっている。

実際に、日米経済は、ともに実質 GDP 成長率が高まり株価が大幅に上昇するなど堅調な拡大を続けている。米国経済は今後も順調に回復に向かうとみられるが、日本経済は消費税率引き上げ後に一旦落ち込み、その後、徐々に持ち直す姿を予想する。欧州経済は、4～6 月期に 7 四半期ぶりのプラス成長となったものの、今後も財政健全化に伴う景気下押し圧力が残るため、下げ止まったと判断するのは早計であろう。

米国経済の堅調さは、量的金融緩和の縮小観測を通じて新興国に通貨下落という想定外のインパクトを与えた。特にファンダメンタルズや政策対応力の弱い F5 諸国（インド、インドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカ）で通貨が大幅に下落、その影響と対応策が成長を抑制しつつある。今後、先進国が金融緩和の出口戦略を進めるに伴い、抵抗力の弱い新興国を中心に大きな混乱が生じる可能性が示唆された。

新興国のファンダメンタルズに着目すれば、中国経済は最近、下げ止まりを示唆する指標が多く見られる。ただし、不動産バブルを避け過剰投資を解消するため、景気は持ち直しても成長ペースが加速するには至らないであろう。インドやブラジルもインフレと通貨安への対応が成長を抑制する状況が続こう。ASEAN 経済は、ファンダメンタルズが良好なフィリピンの堅調さが目立ち、タイやマレーシアも今後は一時的な減速から立ち直るとみられるが、経常赤字が拡大しインフレ率が高まっているインドネシアは、当面、成長抑制を強いられよう。

世界経済成長率は、2013 年に 3.0%へ鈍化した後、2014 年 3.7%、2015 年 3.9%と緩やかに加速する。先進国経済が牽引することは確かであるが、財政問題の残る日本や欧州にさほど余力があるわけではなく、相当部分を米国に依存することになる。一方の新興国においても、先進国の金融政策が出口戦略を進める中で、各国の地力が試されよう。世界経済は、逆デカップリング論のような、先進国と新興国という単純な整理では語れない時代に入りつつある。

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. 世界経済の現状と展望

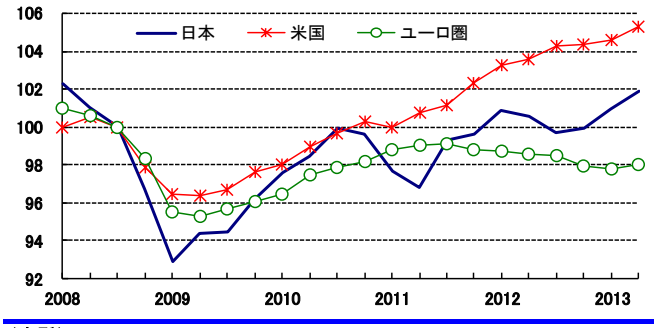
世界経済概観

今年初め頃には全体的に明るさが見られた世界経済であるが、このところ国・地域による違いが明確となっている。先進国においては、米国や日本の好調さが目立ち、景気の低迷が長期化していた欧州でも底入れ期待が出始めるなど、総じて明るさが増している。その一方で、中国の景気減速が続き、ブラジルやインドなどでは景気停滞の下で通貨が大幅に下落、堅調な景気拡大が続いていた ASEAN 諸国においても成長ペースが鈍化するなど、世界経済の牽引役を期待された新興諸国の勢いに陰りが見られ、一見すると「逆デカップリング」などと指摘される状況となっている。

日米経済は回復に向けた動きを継続

主要先進国の情勢を実質 GDP や株価の動きで確認すると、米国の実質 GDP 成長率は、「財政の崖」により押し下げられた 2013 年 1～3 月期の前期比年率 1.1%から 4～6 月期には 2.5%まで加速、NY ダウ平均は 9 月 18 日に史上最高値を更新するなど上昇傾向にある。今後を展望しても、雇用の拡大が個人消費を支えるなかで、企業の設備投資が徐々に活発化、「財政の崖」の影響も薄れていくため、2%台半ば程度の成長を維持するとみられる。2013 年の実質 GDP 成長率は、年前半の減速により前年比 1.6%にとどまるが、2014 年は 2.4%へ高まり、2015 年も同程度の成長ペースを維持するとみられる。すなわち米国経済は、財政の健全化を進めながら、潜在成長率程度の堅調な拡大を続けることになる。そのため、金融政策は、年内にも緩和規模の縮小に舵が切られる見込みである。ただし、政策金利が引き上げられるのは 2015 年以降となろう[1]。

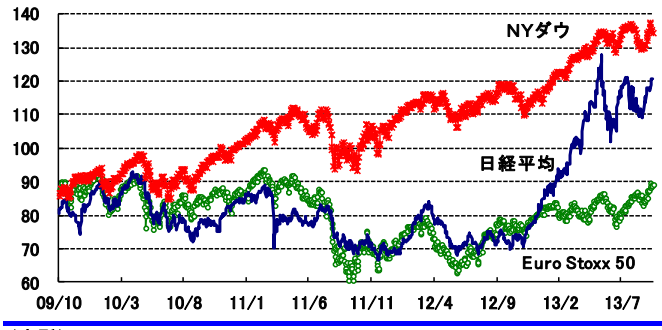
日欧米の実質GDPの推移（2008年Q3=100）



（出所）CEIC DATA

日本経済も、実質 GDP が 1～3 月期に前期比年率 4.6%もの高成長を記録、4～6 月期も 3.8%と高い成長を維持した。日経平均株価は、5 月に一時 15,000 円台を回復、その後、一進一退ながら 14,000 円を挟んだ高値圏で推移している。今後も消費税率引き上げに伴う駆け込み需要などが牽引し、今年度中は堅調な景気拡大が続く見込みである。2014 年 4 月の税率引き上げ後は、駆け込み需要の反動と税負担増による実質的な所得下押しにより、景気が一旦大きく落ち込むことは避けられない。しかしながら、円高修正や海外景気の持ち直しという追い風を受けて輸出の拡大が続くほか、5 兆円規模とされる追加の景気対策が行われる見込みであり、必要に応じて追加の金融緩和も実施される可能性があるため、景気の腰折れは回避され、2014 年度後半以降は徐々に本来の成長ペースを取り戻す姿をメインシナリオとしている

日欧米の株式指数の推移（2008/9/12＝100）



（出所）CEIC DATA

[1] 米国経済についての詳細は、2013 年 9 月 24 日付け「米国経済情報 2013 年 9 月号」参照。

（詳細は次章参照）。

欧州経済の底入れは確認できず

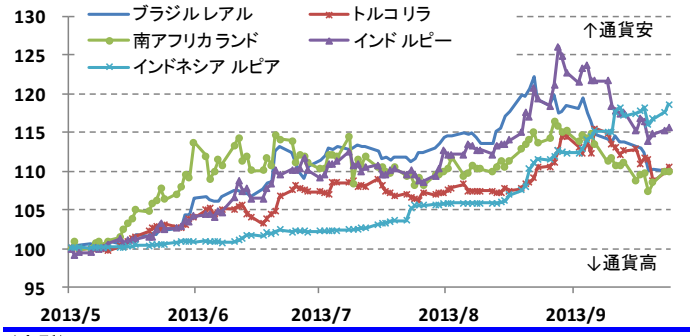
欧州（ユーロ圏）経済は、4～6 月期の実質 GDP が前期比 0.3%（年率 1.2%）と 7 四半期ぶりのプラス成長となり、底入れ期待が高まっている。しかしながら、4～6 月期 GDP の中身を見ると、個人消費、固定資産投資とも下げ止まりの域を脱していない。今後についても、失業率が史上最悪の 12.1%で高止まり、また、長期化する景気低迷の下で企業の体力が低下している現状を踏まえれば、これら国内需要の両輪に景気の牽引役を期待することは困難である。また、民間企業の在庫過剰感も依然として高く、在庫調整圧力も残っている。さらに、各国政府の債務問題解消への取り組みも続いており、こうした歳出削減努力の継続が景気を下押しするほか、増税などの負担増を通じて民間部門の経済活動を制約することになる。そのため、7～9 月期に再びマイナス成長となる可能性を否定できず、景気底入れが確認できるのは、年内にも見込まれる追加利下げによりユーロ相場が下落し、輸出の増勢が強まってからとなろう。2013 年の実質 GDP 成長率は前年比▲0.5%と 2 年連続のマイナス成長となり、その後も 2014 年 0.7%、2015 年 1.0%と低成長が続くと予想する。

新興国を襲う米国金融緩和縮小の影響

米国経済の堅調さは、新興国に想定外の、しかも負の影響を及ぼした。今年 5 月、米国 Fed のバーナンキ議長が量的金融緩和、つまり、現在行っている債券購入の規模（850 億ドル／月）を縮小（Tapering）する可能性に言及した。さらに、示唆された実施時期が市場の予想よりも早かったこともあり、米国の長期金利は上昇した。量的緩和の縮小は資金供給額の減額であり、市場から資金を吸収するわけではないが、その先に見込まれる Fed の資金吸収を先取りする動きが市場金利を押し上げた。

さらに、米国金利の上昇を受けて、資金調達コストの上昇を嫌った投資家は新興国から投資資金を引き揚げ始め、その結果、新興国の株価や為替相場が下落した。特にインドやインドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカにおいて通貨の下落が顕著であった。5 月以降の下落幅は、最大でルピー26%、ルピア 18%、レアル 19%、トルコ・リラ 16%、ランド 16%に達した（それぞれ 8 月下旬から 9 月上旬の間に記録）。

主な新興国通貨の推移（2013年4月末=100）



（出所）CEIC DATA

通貨下落の目立つこれら 5 ヵ国は、総称して F5(Fragile Five)と呼ばれている。経済基盤が脆弱という共通点を持つためである。具体例を挙げると、まず、供給力不足（過剰需要）に起因するインフレ体質である。インドネシアの消費者物価上昇率は 8 月で前年同月比 8.8%、トルコは 8.2%と高く、ブラジル（6.1%）や南アフリカ（6.3%、7 月）、インド（6.1%、卸売物価）でも 6%台である。これは、0～2%程度の先進国はもとより、2%台の中国やタイなど新興工業国と比べても相当に高い。経済成長を優先するあまり、自国の供給能力を大きく超えた経済活動を続けているため、常に高い物価上昇圧力に晒されている。

そして、それを可能としているのが海外からの資金流入であり、こうした資金面での外部依存度の大きさも、5 ヵ国に共通する脆弱性である。その状況は、経常収支の赤字という形で確認できる。今年前半の経常赤字は、ブラジル（GDP 比 3.8%）やインド（3.8%、1～3 月期）、インドネシア（3.5%）

においてやや過大という程度であるが、南アフリカは 6.6%、トルコに至っては 8.9%に達しており、安定成長のためには早急な収支改善が必須である。

こうした経済構造を踏まえると、抜本的な通貨防御策は、国内の供給力を高め、経常収支の赤字体質を改善することである。しかしながら、供給力向上に不可欠な海外からの投資は、通貨暴落リスクを好まない。そのため、まずは為替介入や通貨スワップ協定の強化などによって為替相場を安定させることが必要となる。さらに、輸入を抑え経常赤字を削減するため、成長を犠牲にして金融引き締めを行うことも、やむを得ない選択肢となろう。金利の上昇は、海外からの投資資金を引き止めることにもつながる。

現在、F5 諸国のうち、ブラジルは潤沢な外貨準備を背景に 600 億ドル規模の市場介入実施を表明、インドは早期の金融引き締めや日印通貨スワップの拡大（150→500 億ドル）が奏功し、レアル、ルピーとも一時の大幅下落からは値を幾分戻している。その一方で、外貨準備が乏しいインドネシアは、金融引き締めを強化してはいるがルピアの下落に歯止めが掛かったとは言い切れない。また、ファンダメンタルズから見る限り、トルコ・リラの下落リスクは F5 通貨のなかで最も大きい。

米国の量的緩和縮小はひとまず見送られたが、近い将来実施されることに変わりはない。さらに、日本や欧州においても、いずれ金融政策の出口戦略が進められる。そのため、今後も特に為替相場安定への対応が遅れている新興国の通貨については予断を許さない状況が続き、その対応策はその国の経済成長を抑制することとなろう。

中国経済は下げ止まりの兆し

新興国のファンダメンタルズに着目すれば、中国を筆頭とする BRICs 諸国の景気停滞が顕著である。ただ、減速の続いていた中国経済については、最近、下げ止まりを示唆する指標が多く見られている。景気動向全般を示す指標である工業生産は、7 月の前年同月比 9.7%から 8 月は 10.1%へ伸びを高めた。二桁の伸びは昨年 12 月以来であり、7～9 月期の実質 GDP 成長率が 3 四半期ぶりに前期より高まる可能性を示唆した。

需要動向を示す主な指標も、総じて好調であった。個人消費の指標である小売販売額は、7 月の前年同月比 13.2%から 8 月に 13.4%へ小幅ながら伸びを高め、前月は不調であった衣料品や家電製品も復調している。また、固定資産投資は、製造業やインフラ関連での拡大が牽引する形で 7 月の前年同月比 20.1%から 8 月は 21.4%へ伸びを高めた。特に製造業における固定資産投資の持ち直しは、需給環境改善を受けた生産拡大を起点とする、自律的な景気拡大サイクルの再開を期待させるものである。今のところ企業業績の改善テンポは緩慢であり、中国経済がこうした正の好循環を取り戻しているとまでは言い切れないが、今後、景気動向を見極めるうえで注目すべき点の一つとなろう。

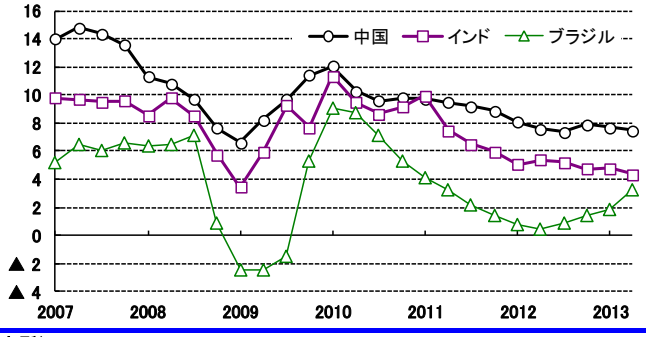
製造業に見られる回復の兆しは、輸出の増勢持続によるところが大きい。8 月の輸出（ドルベース）は、7 月の前年同月比 5.1%から 7.1%へ伸びを高めた。米国向けや EU 向けの増加が続いたほか、アセアン向けの増勢が加速、5 月以降の輸出落ち込みの主因となった香港向けも増加、韓国向けが急回復を見せるなど、アジア向けは総じて好調であった。ただし、日本向けは依然として低調な推移が続いている。日本からの輸入も落ち込みが続いており、日中間の貿易は、輸出入とも縮小傾向に歯止めが掛かっていない。

景気は明るい兆しを見せたものの、物価は引き続き安定している。8 月の消費者物価は、7 月の前年

同月比 2.7%から 2.6%へ小幅ながら伸びが低下した。主に食料品や住居費の伸びの鈍化が寄与した。また、これまでの製品需給緩和や賃金伸び悩みから工業製品価格やサービス価格の上昇が抑えられており、消費者物価は今年の政府目標（3.5%程度）を下回る低い伸びで推移している。

今後を展望すると、景気がこのまま順調に持ち直すとしても、成長ペースの加速は見込み難い。政府は不動産価格の高騰や過剰投資を回避するため新規貸出額を抑制しているが、貸出の伸び（8 月前年同月比 14.1%）は依然として名目 GDP 成長率（4～6 月期前年同期比 8.0%）を大きく上回っている。そのため、政府は引き続き貸出を抑制せざるを得ず、これが成長ペースの加速を妨げる。今年の実質 GDP 成長率は、政府目標の 7.5%を若干上回る程度、来年も 7%台後半にとどまると予想される。

主要新興国の実質GDP（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

インド、ブラジルともインフレと通貨安が成長を抑制

インド経済は、4～6 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比 4.4%と 3 四半期連続の 4%台にとどまり、低迷が長期化している。物価の上昇と、その抑制のための利上げにより、個人消費や固定資産投資が伸び悩んでいることが主因である。今後も、インフレと通貨下落阻止のため経済成長は抑制される可能性が高く、2013 年の成長率は 4%台にとどまるとみられ、その後もインフレ再発を警戒して成長加速のテンポは緩やかなものにとどまろう。

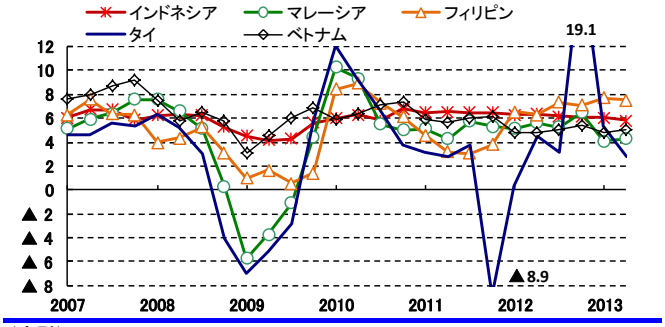
ブラジル経済は、実質 GDP 成長率が 1～3 月期の前年同期比 1.9%（前期比年率 2.6%）から 4～6 月期には 3.3%（6.0%）へ高まり、持ち直しの動きが強まりつつある。通貨安により輸出が回復し、固定資産投資も大幅に拡大している。しかしながら、インド同様、通貨安とインフレに対してブラジル中銀は利上げを継続しており、個人消費は低迷している。ブラジル経済は、最悪期は脱したものの、今後も引き締め気味の金融政策が成長を抑制し、2013 年の実質 GDP 成長率は前年比 2.7%、2014 年も 3.3%と緩やかな拡大にとどまると予想される[2]。

ASEAN 経済：堅調なフィリピンと減速するインドネシア

ASEAN 主要 5 ヵ国（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム）の 4～6 月期 GDP が出揃った。最後（8 月 29 日）に発表されたフィリピンの実質 GDP は前年同期比 7.5%の高成長を記録、主要 5 ヵ国中で最高（インドネシア 5.8%、タイ 2.8%、マレーシア 4.3%、ベトナム 5.0%）、4 四半期連続の 7%成長となった。

好調なフィリピン経済の原動力は、個人消費と固定資産投資である。個人消費は、底堅い雇用と物価の安定を背景に前年同期比 5%を超える堅調な拡大が続いている。自動車販売（乗用車と商用車

ASEAN主要国の実質GDP（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

[2] 詳細は、2013 年 9 月 3 日付け Economic Monitor「ブラジル経済の調整は当面続くも、通貨安への備えはあり」参照。

の合計）も、昨年前半はタイの洪水による供給制約で年率 14 万台程度まで落ち込んだが、今年前半は 18 万台近くまで回復している。また、固定資産投資は、海外からの直接投資増加という追い風もあって今年に入り前年を 10%前後上回る水準で推移している。フィリピンの賃金水準はアジア新興国の中で低いわけではないが、潤沢な労働供給力や豊富な英語人材といった優位性がポスト・チャイナを求める企業に評価され、直接投資の拡大に結び付いている。

今後のフィリピン経済は、急拡大の反動により固定資産投資の減速が見込まれるものの、一人当たり GDP が耐久消費財の本格的な普及期とされる 3,000 ドルに近付いていることから（2012 年で約 2,600 ドル）個人消費は堅調拡大を維持しよう。さらに、現状は主力である電子部品の落ち込みにより減少傾向にある輸出も、海外景気の拡大により持ち直すとみられる。その結果、今年の成長率は ASEAN 主要 5 ヵ国中、唯一 6%を超えると予想される。

対照的に、勢いが弱まっているのが、これまで ASEAN 経済の成長を牽引してきたインドネシアである。インドネシアの実質 GDP 成長率は、2010 年 10～12 月期から 10 四半期連続で前年同期比 6%台を維持していたが、今年 4～6 月期に 5.8%へ低下、成長に陰りが見え始めた。そうした中で、米国の金融緩和縮小観測をきっかけに通貨ルピアが急落（詳細は P6 トピックス参照）、消費者物価上昇率は 8 月に前年同月比 8.8%まで高まった。そのため、インドネシア中銀はインフレ予防のほか、経常赤字の原因である輸入抑制のため、8 月 29 日に緊急利上げ（6.50%→7.00%）を行い、9 月 12 日の定例会合でも政策金利をさらに 7.25%へ引き上げた。それでもルピアの下落には歯止めが掛からないため、今後も政府・中銀は成長よりも通貨の安定を優先して引き締めスタンスを維持するとみられる。その結果、今年のインドネシア経済の成長率は 6%を下回る可能性が高い。

そのほか、4～6 月期の成長率が大きく落ち込んだタイ経済は、賃金上昇と物価の安定により個人消費の復調が見込まれるほか、バーツ高の修正が輸出の追い風となることから、今後は徐々に持ち直し、来年には 5%成長を回復しよう。マレーシア経済も、成長率を押し下げている輸出が海外景気の回復に伴い徐々に持ち直し、来年にかけて 5%程度の巡航速度を取り戻すとみられる。その一方で、ベトナム経済は、成長を抑制する最大の要因である不良債権の処理は進んでいる模様であるが、インフレ圧力や通貨の下落圧力が再び高まりつつあるなど問題を残しており、回復には時間を要しよう。今年の成長率は、昨年に続き 5%程度にとどまると予想される。

ASEAN主要国の成長率の推移（%）

	2007 実績	2008 実績	2009 実績	2010 実績	2011 実績	2012 実績	2013 予測	2014 予測	2015 予測
ASEAN5	**6.0**	**4.9**	**1.9**	**6.9**	**4.6**	**6.2**	**5.4**	**5.9**	**5.9**
タイ	5.0	2.5	▲ 2.3	7.8	0.1	**6.5**	4.1	5.3	5.5
インドネシア	6.3	6.0	4.6	6.2	6.5	**6.2**	5.9	6.5	6.2
マレーシア	5.1	4.8	▲ 1.5	7.4	5.1	5.6	4.4	5.0	5.0
フィリピン	6.6	4.2	1.1	7.6	3.6	6.8	6.5	5.5	6.2
ベトナム	8.5	6.3	5.3	6.8	6.0	5.0	5.2	5.8	6.2

（出所）CEIC DATA、予測は当社による

世界経済は不安定さを残しつつも緩やかに回復

以上の通り、今後の世界経済は、好不調の格差は拡大していく可能性があるものの、全体としては2014年にかけて徐々に回復に向かうとみられる。世界経済成長率は、2012年の前年比3.2%から2013年は3.0%へ鈍化するが、2014年3.7%、2015年3.9%と緩やかに加速すると予想する。

新たに浮上した逆デカップリング論については、確かに今後の世界経済の牽引役が、再び先進国側、特に米国に移ったことは間違いないと言える。ただし、欧州ではドイツ総選挙という大イベントを無難に通過し、債務問題の解決に向けた取り組みが再開されるため、引き続き金融市場混乱の震源地となるであろう。日本経済についても、仮に想定通りデフレが解消したとしても財政問題が残っており、先進国経済全体が順風満帆というわけではない。

一方、新興国においては、米国だけでなく、日欧でもいずれは金融政策が出口戦略を探ることになるため、対応の遅れている国における通貨暴落リスクは依然として残る。そのほか、経済構造の改革を迫られている国が多く、再び世界経済の牽引役に返り咲くにはしばらく時間がかかろう。これまで新興国＝成長セクターという単純な等式で語られることが多かったが、これからは各国が今まで以上にファンダメンタルズや政策対応力といった地力を試されることになろう。

つまり、デカップリング論は先進国と新興国をそれぞれ一括りにまとめることを前提としているが、もはや世界経済は、そういう単純な整理では語れない時代に入りつつあると言えるであろう。

世界経済の予想（暦年、%）

	実績				予想		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
世界	▲0.8	5.2	3.8	3.2	3.0	3.7	3.9
米国	▲ 2.8	2.5	1.8	2.8	1.6	2.4	2.4
ユーロ圏	▲ 4.4	2.0	1.5	▲ 0.6	▲ 0.5	0.7	1.0
日本	▲ 5.5	4.7	▲ 0.6	2.0	1.9	1.5	0.8
（年度）	(▲ 2.0)	(3.4)	(0.3)	(1.2)	(2.9)	(0.2)	(1.2)
中国	9.2	10.4	9.3	7.8	7.7	7.8	7.8
インド	6.5	9.7	7.5	5.1	4.5	5.7	6.1
ブラジル	▲ 0.3	7.5	2.7	0.9	2.7	3.3	3.8
ASEAN5	1.9	6.9	4.6	6.2	5.4	5.9	5.9

（出所）各国政府、IMF（予測は当社による）

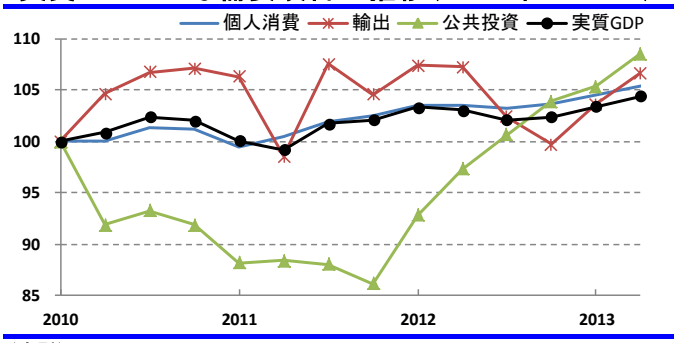
2. 日本経済の現状と展望

2013年4～6月期も高成長続く

消費税率引き上げの是非を判断する重要な指標として注目された2013年4～6月期の実質GDP改定値（9月9日発表）は、前期比0.9%（年率3.8%）の高成長となり、一次速報値（8月12日発表）の前期比0.6%（年率2.6%）から大幅に上方修正された。改定後の4～6月期GDPでも、一次速報値と同様、輸出（1～3月期前期比4.0%→4～6月期3.0%）や個人消費（0.8%→0.7%）、公共投資（1.4%→3.0%）の拡大持続が景気回復を牽引する姿が確認された。

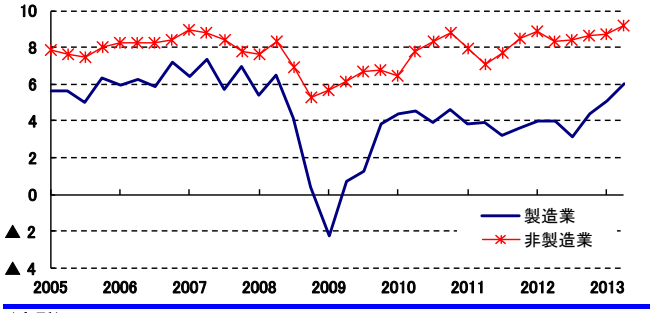
さらに、4～6 月期の設備投資が前期比▲0.1%から 1.3%へ上方修正され、6 四半期ぶりの増加となった。景気と企業業績の急回復が追い風になったとみられる。民間企業の経常利益（法人企業統計）は、当社試算の季節調整値で 2013 年 1～3 月期に前期比 6.3%、4～6 月期にも 5.0%と大幅増が続き、前年同期比では 4～6 月期に 24.0%まで伸びが高まった。法人企業統計季報を見る限り、非製造業が設備投資の拡大を牽引しているようであるが[3]、製造業の経常利益は 4～6 月期に前年同期比 51.5%もの増益を記録しており、円安による業績の急回復を背景に、遅れていた製造業分野においても設備投資の持ち直しが期待できる状況となっている。

実質GDPと主な需要項目の推移（2010年Q1=100）



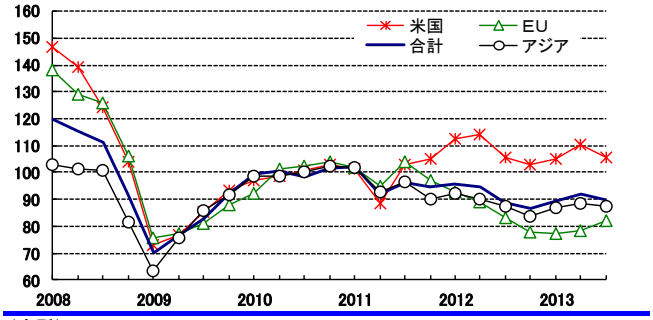
（出所）CEIC DATA

経常利益の推移（季節調整値、兆円）



（出所）CEIC DATA

仕向け地別輸出数量指数（季節調整値、2010年=100）



（出所）CEIC DATA

7 月以降は輸出の増勢が一服

このように 4～6 月期の経済指標は総じて景気の順調な回復を示すものが多かったが、7 月以降は斑模様である。明確な回復を見せていた輸出は、数量指数が当社試算の季節調整値で 7 月前月比▲0.9%、8 月▲0.2%と小幅マイナスが続き、7～8 月平均の水準は 4～6 月期を 2.0%も下回っている。仕向地別に見ると、減少が続いていた欧州向けこそ 7～8 月平均が 4～6 月期を 5.0%も上回り 4～6 月期（前期比 1.3%）に続いてリバウンドの動きを見せたものの、増加傾向にあった米国向け（7～8 月平均の 4～6 月期比▲4.0%）やアジア向け（▲1.3%）が減少した。日銀試算の実質輸出も 7～8 月平均は 4～6 月期の水準を 0.6%下回っており、輸出の増勢は一服している。ただし、米国向けやアジア向け輸出の減少は、前章で見た通り、これらの地域において景気拡大が今後も続くと見込まれていることに加え、為替相場の円高修正が価格競争力を回復させていることを踏まえると、一時的なスピード調整程度と理解するべきであろう。今後、年末にかけて輸出は再び拡大基調を取り戻すと予想する。

マインド悪化などから個人消費は足踏み

個人消費も、7 月の小売関連統計が総じて悪化するなど、改善が足踏みしている。小売業販売額は、5、6 月の前年同月比プラスから、7 月は▲0.3%と 3 カ月ぶりに減少した。百貨店（5 月 2.6%→6 月 7.2%→7 月▲2.5%、店舗調整済）が 3 ヵ月ぶりの、スーパー（6 月 2.7%→7 月▲0.5%、店舗調整済）やコンビニ（6 月 0.1%→7 月▲0.8%、既存店）が 2 ヵ月ぶりの前年割れとなったほか、家電量販店な

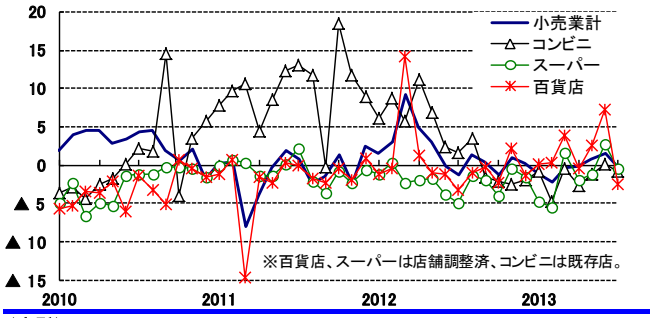
[3] 法人企業統計季報によると、非製造業の設備投資（ソフトウェア除く）は 1～3 月期前期比 0.9%、4～6 月期 4.7%と増加が続いているが、同じ時期に製造業は▲0.9%、▲0.6%と小幅ながら減少が続いており、下げ止まってはいない。

どの機械器具小売店（6 月 2.8%→7 月▲7.3%）の落ち込みが目立った。家電ではテレビの販売不振が伝えられており、そのほか、天候不順や日曜日の日数が前年より少なかったことなどが減少要因となったようである。

そのほか、消費者マインドが 5 月をピークに悪化していることも、個人消費の足踏みにつながっているとみられる。消費者態度指数は、5 月に 45.7（リンク係数による調整[4]後は 48.8）まで改善した後、8 月には 43.0（45.5）まで低下している。内訳を見ると、景気や株価の動向に影響を受けやすい「雇用環境」が 5 月の 50.2（51.8）から 8 月は 46.9（48.5）まで 3.3 ポイントも低下したほか、「収入の増え方」も 42.2（44.6）から 40.2（42.6）へ 2.0 ポイント低下している。

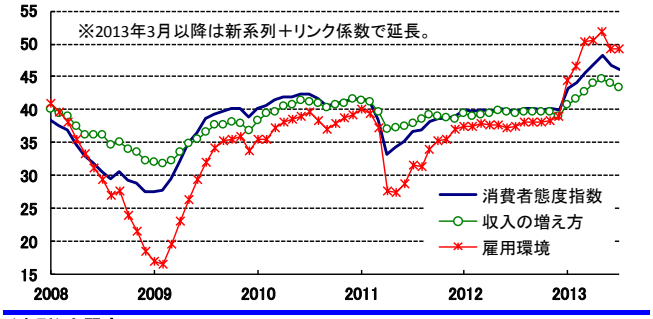
実際に賃金は伸び悩んでいる。勤労者一人当たりの賃金は、所定内給与（基本給）の前年同月比マイナスが続く（5 月▲0.5%、7 月▲0.7%）なかで、6 月は特別給与（ボーナス等）が前年同月比 2.1%増加したことから賃金全体も 0.6%のプラスとなったが、7 月は特別給与の伸びが 0.9%へ鈍化し、全体では▲0.1%と再びマイナスに転じている。個人消費の拡大には、所得環境の継続的な改善が不可欠であると言えよう。

業態別販売額の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIC DATA

消費者態度指数の推移（季節調整値）



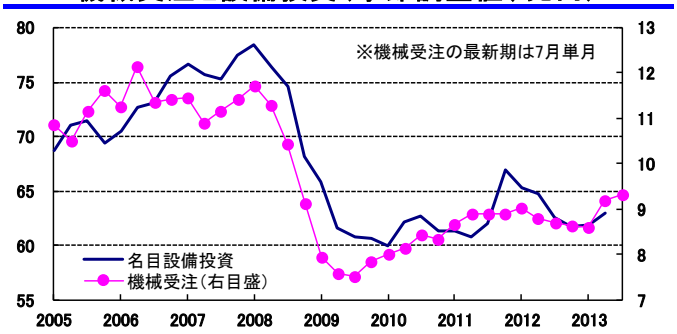
（出所）内閣府

製造業の設備投資回復に期待

その一方で、設備投資は、先行指標である機械受注が製造業を牽引役に 7 月も高い水準を維持するなど、持ち直しの動きを続けている。機械受注（船舶電力を除く民需）は、4～6 月期に前期比 6.8%の大幅増を記録、7 月は前月比▲0.0%と横ばいにとどまったが、水準は 4～6 月期を 1.4%上回っており、回復に向けた動きを維持している。なかでも大幅な落ち込みが続いていた製造業からの受注が、7 四半期ぶりの増加となった 4～6 月期の前期比 5.6%に続いて、7 月は 4～6 月期をさらに 7.7%上回る急回復を見せている。

製造業の設備実稼働率は、7 月時点で 76%程度であり、設備投資の本格的な拡大の目安とされる 80%には達していないものの、前述の通り業績が大幅に改善しているなかで、今後見込まれる輸出回復を背景に、設備投資は製造業に主役を交代して持ち直しの動きを維持すると期待される。

機械受注と設備投資（季節調整値、兆円）



（出所）CEIC DATA

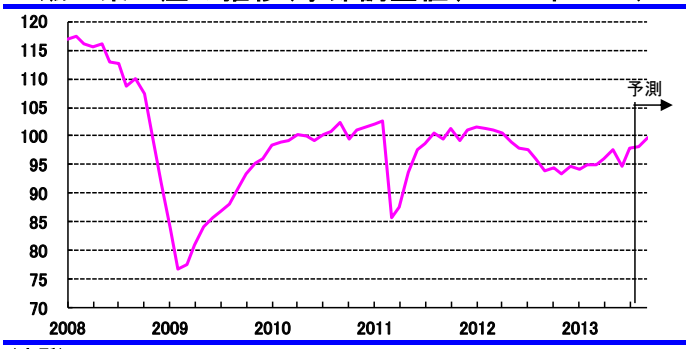
[4] 調査方法の変更により、2013 年 4 月以降と、それより前との実績値の間に不連続が生じているため、実績値を過去と比較する際には、内閣府が公表しているリンク係数によって両者を接続する必要がある。

こうした製造業における明るい兆しは、生産活動に裏打ちされている。鉱工業生産は、2012 年 12 月以降、拡大傾向にあり、2013 年 6 月に前月比▲3.1%と比較的大きな落ち込みを見せたものの、7 月には 3.4%と落ち込みを取り戻した。さらに、生産予測は 8 月前月比 0.2%、9 月 1.7%と生産活動の拡大が続くことを示し、これを前提とすると鉱工業生産は 4～6 月期の前期比 1.5%から 7～9 月期は 2.6%へ拡大ペースが加速することになる。将来の生産拡大見通しは、設備投資の拡大を後押しする要因となる。

2014 年度はマイナス成長を回避

以上を踏まえると、7～9 月期の日本経済は、輸出や個人消費の伸びが鈍化し、実質 GDP 成長率もやや減速するとみられる。しかしながら、製造業を中心に企業の活動は活発化しており、景気が回復基調を維持していることも事実であろう。さらに、10～12 月期以降は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が本格化することから、実質 GDP 成長率は再び高まり、今年度の実質 GDP 成長率は前年比 3%程度まで高まると予想される。

鉱工業生産の推移（季節調整値、2010年=100）



（出所）CEIC DATA

安倍政権は、消費税率引き上げの判断を、当初は 10 月 1 日発表予定の日銀短観 9 月調査の結果を踏まえて行うとしていたが、各種報道によると既に 9 月中旬に実施を決断した模様である。ただし、2015 年 10 月に予定している再引き上げ（8→10%）については、改めて判断する方針を示しており、その実施については来年度の景気情勢が左右することになる。

来年度の景気を展望すると、少なくとも前半については、個人消費や住宅投資の大幅な落ち込みは不可避である。さらに、公共投資も、アベノミクス第 2 弾として打ち出された景気対策の効果剥落により自然体では減少する。そのため、政府は景気底割れの回避を目指して、公共投資を中心とした 5 兆円規模の景気対策を検討している。内訳は、被災地支援を含めた公共事業が 3 兆円程度、復興特別法人税の廃止前倒しを中心とする企業向け減税が 1.2 兆円程度、消費税率引き上げによる影響を緩和するための低所得者への現金給付が 0.3 兆円程度、同じく消費税率引き上げによる負担増軽減のための住宅購入者への現金給付や減税などに 0.4 兆円となる見込みである。これらのうち、企業向け減税を除く大部分が 2014 年度中に需要に結び付くと考えられる。そのため、この景気対策が実現すれば、2014 年度の実質 GDP 成長率は、直接的には 0.8%Pt ほど押し上げられる計算となる。

2013年度補正予算のイメージ

（兆円）

	金額		金額
公共事業	3.1	税収上振れ	1.1
被災地支援	1.1	公債金	0.0
その他	2.0	公債金	0.0
低所得者への現金給付	0.3	特例公債金	0.0
住宅購入者への現金給付・減税	0.4	前年度剰余金	2.4
企業向け減税	1.2	一般会計剰余金	1.3
復興特別法人税の廃止	0.9	東日本大震災復興剰余金	1.1
投資減税	0.3	既定経費の減額	1.5
		うち国債費	1.3
歳出合計	5.0	財源計	5.0

（出所）各種報道から当社にて作成

また、デフレ脱却という目標の達成を義務付けられた日銀も、その実現を確実にするため、景気が一旦冷え込む 2014 年度前半に、更なる金融緩和の実施を迫られよう。実現すれば、為替相場の円安傾向定着がよ

り確実となろう。そのほか、円安や海外景気の持ち直しを背景に輸出の拡大が続くとみられ、生産の回復を通じた製造業の設備投資拡大も相俟って景気を下支えしよう。

以上を踏まえると、2014 年度の実質 GDP 成長率はマイナス成長を回避し、前年比 0.2%程度と小幅ながらプラス成長を維持するとみられる。2014 年度後半から 2015 年度にかけては、税率引き上げによるショックから徐々に立ち直り、日本経済は本来の成長ペースを取り戻そう。ただし、実質 GDP 成長率が 1%程度とみられる潜在成長率を下回る 2014 年度の消費者物価上昇率は、消費税率引き上げ相当分を除けば前年比 1%程度にとどまると予想している。物価の安定的な上昇という意味でのデフレ脱却は2014年度中にも達成するとみられるが、日銀の目指す2%の物価上昇が実現するのは2015年度以降となろう。

ただ、2014 年度の景気底割れ回避を確実にし、消費税率の再引き上げを可能とするほどの自律的回復を実現するためには、家計の増税負担を吸収するほどの賃上げにより、個人消費の落ち込みを緩和することが必要であろう。労働分配率は 4～6 月期に 63%程度（当社試算の季節調整値）まで低下した。この水準は、戦後最長の好景気となった 2004～2008 年頃以来であり、企業には賃金水準を引き上げる余力は十分にある。賃金を軸とするデフレ・スパイラルに終止符を打てるかどうか、来春闘の動向が日本経済の正常化に向けた最大の焦点となろう。

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	0.3	1.2	2.9	0.2	1.2
国内需要	1.3	1.9	2.4	▲0.5	0.9
民間需要	1.4	1.2	2.2	▲1.0	1.2
個人消費	1.6	1.6	2.6	▲1.6	0.9
住宅投資	3.7	5.3	7.3	▲10.2	3.5
設備投資	4.0	▲1.4	1.1	3.4	1.9
在庫投資(寄与度)	(▲0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.4	2.1	1.6	1.3	1.2
公共投資	▲2.7	15.0	8.5	0.4	▲3.6
純輸出(寄与度)	(▲0.9)	(▲0.7)	(0.5)	(0.7)	(0.3)
輸　出	▲1.6	▲1.2	6.8	5.9	3.6
輸　入	5.3	3.8	3.6	1.7	2.3
名目GDP	▲1.4	0.3	2.2	2.0	2.0
実質GDP(暦年ベース)	▲0.6	2.0	1.9	1.5	0.8
鉱工業生産	▲1.1	▲2.6	3.3	1.6	2.2
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.7	3.2
経常収支(兆円)	7.6	4.4	6.6	10.1	12.7
経常収支(GDP比,%)	1.6	0.9	1.4	2.0	2.5
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.6	2.9	1.7

（資料）内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

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。