

日本経済情報

2013 年 10 月号

Summary

【内 容】

1. 消費税率引き上げ
に対する評価
2. 経済動向分析
 - (1) 景気回復は継続
 - (2) 企業景況感が改善
 - (3) 輸出の回復は緩慢
 - (4) 鉱工業生産は緩やかに回復
 - (5) 設備投資の増勢がやや加速
 - (6) 雇用所得情勢は改善継続
 - (7) 個人消費はスピード調整
 - (8) 住宅着工がピーク
 - (9) 公共投資は増勢変わらず
 - (10) デフレ脱却が近づく
3. 経済対策を踏まえた
経済見通し
 - (1) 総額 5 兆円規模の
経済対策
 - (2) 対策効果は 2014
年度 0.7%Pt
 - (3) 成長率見通しを上
方修正
4. 金融政策展望
 - (1) 2013 年度は日銀
想定通り
 - (2) 2014 年度以降の
ハードルは高い
 - (3) 来年 4～6 月期に
追加緩和

主要経済指標

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

○消費税率引き上げ

安倍政権による消費税率の 5%から 8%への引き上げ決定は、政治的・政策運営的な観点から、現実的な目線で考えれば、消費税率引き上げというゴールに向けて、周到に経済政策を積み上げてきた結果と言える。大規模補正予算編成の是非や成長戦略など、個別政策には多々問題があるが、これまでの政権が躊躇してきた負担増加へ明確に踏み込み、長期的な財政規律維持へ向けて一歩前進した。但し、次に予定される 2015 年 10 月の 10%への引き上げに関する判断は、より困難なものとなる可能性が高い。

○現在の経済動向

日本経済の回復が続いている。年率 4%程度の高成長を記録した 2013 年前半に比べれば、7～9 月期は 2%程度へ成長ペースの鈍化が避けられない。しかし、主因は、個人消費を中心に 2013 年前半の高成長の反動が顕在化するためであり、景気の基調が下向きに転じたわけではない。消費税率引き上げの正式決定を受け、10～12 月期以降は耐久財を中心に駆け込み需要が本格化すると見込まれる。以上を踏まえれば、内外需が共に支えるかたちで、2013 年度後半に日本経済は成長ペースを再び加速すると見込まれる。

○経済対策を踏まえた経済見通し

安倍首相が打ち出した 5 兆円規模の経済対策などにより、2014 年度の成長率がプラス 0.7%Pt 程度、2015 年度はプラス 0.1%Pt 程度押し上げられる見込みである。但し、2014 年度の成長率への影響 0.7%Pt のうち、公共事業の追加による押し上げ分 0.4%Pt 程度は、従来からの当社見通しに反映済である。従って、当社見通しにおいて新たに反映すべき経済対策等の効果は、2014 年度 0.3%Pt、2015 年度 0.1%Pt となる。以上を踏まえ、成長率見通しを従来の 2013 年度 2.9%、2014 年度 0.2%、2015 年度 1.2%から、2013 年度 2.9%(修正なし)、2014 年度 0.5%(+0.3%Pt)、2015 年度 1.3%(+0.1%Pt)へ小幅上方修正する。

日本銀行の金融政策運営は 2013 年度の経済・インフレ動向を見る限り、成功している。しかし、2014 年度以降のインフレ見通し達成のハードルは高く、消費税率引き上げ後の 6 月もしくは 7 月に追加緩和を余儀なくされる可能性がある。

1. 消費税率引き上げに対する評価

安倍首相は10月1日に記者会見を行い、2014年4月の消費税率の5%から8%への引き上げ決定と共に、消費増税に伴う景気の落ち込み緩和のための5兆円規模の経済対策及び減税策の策定を明らかにした。消費税率の変更は、1997年4月に3%から5%へ引き上げて以来である。3%Pt分の引き上げにより、消費税収は平年度ベースで年当たり8.1兆円増える見通しである。

安倍首相は、7～9月期成長率や9月の日銀短観の結果を確認した点など経済動向を十分に勘案した上での、消費税率引き上げ決定を強調している。もちろん、日本経済及び世界経済の現状が消費税率引き上げを許容するの可否かの見極めは必要である。極端な例ではあるが、金融危機のリスクが高まる下での消費税率引き上げはありえない。

一方、政治的・政策運営的な観点から、現実的な目線で考えれば、消費税率引き上げというゴールに向けて、安倍政権が、周到に経済政策を積み上げてきた結果の引き上げ決定とも言える。民主党政権下での決定とは言え、法定されている消費税率引き上げを見送れば、経済に混乱が生じることは避けられない。そうした混乱を防ぐためにも、安倍政権は消費税率引き上げに向けた環境整備に向けて政策対応を進めてきた。その意味で、今回の消費税率引き上げは、安倍政権による経済政策運営の成功として位置づけることができる。

もちろん、昨年度の大規模な補正予算編成は、政治的な色彩が極めて濃く、また、その反動減による景気下押しを防ぐためもあった新たな5兆円規模の経済対策の策定には、批判すべき点が多い。また、財政再建の本丸である社会保障給付の抑制に向けて取り組みが進んでいない点は、大きな問題である。いわゆる成長戦略には評価できる部分もあるが、旧来の産業政策的な色彩も濃い。このように個別政策には多々問題はあるが、これまでの政策運営とは異なり、(野田政権の遺産とも言えるが)増税による負担増加へ明確に踏み込み、長期的な財政規律維持へ向けて、一歩前進したという点において、今回の消費税率引き上げはポジティブに評価することができる。合格点を与えられる訳ではないが、デフレ脱却に向けた日本銀行の大胆な金融緩和政策を含め、日本の財政金融政策の運営が、漸く正しい方向へ歩み始めたとは言える。

次回2015年10月の8%から10%への消費税率引き上げについて、麻生財務大臣は、2015年度予算編成の時期などを勘案し、2014年12月迄に判断するべきだとの考えを示している。しかし、2015年10月の引き上げの判断は、今回以上に議論を呼ぶものとなる可能性が高い。経済対策などを勘案しても、消費税率引き上げによる可処分所得目減りと駆け込み需要の反動減により、当社は、日本経済の成長率が2013年度の2.9%から2014年度に0.5%へ急低下すると見込んでいる(詳細は後述)。マイナス成長は駆け込み需要の反動減が最大となる2014年4～6月期のみにとどまり、7～9月期からはプラス成長へ復帰、いわゆる2四半期連続のマイナス成長によるテクニカル・リセッションは回避される見通しだが、厳しい経済情勢であることに変わりはない。2014年12月時点で入手できるのは、2014年4～6月期及び7～9月期の成長率に加え、10月及び11月の一部経済データにとどまる。そうした下で、安倍首相が更なる税率引き上げの判断ができるのかは不透明、と言わざるを得ない。

以下では、消費税率引き上げの判断の裏付けともなった現在の経済情勢を分析した上で、消費税率引き上げに伴い策定の方針が示された経済対策を勘案した経済見通し及び金融政策の見通しを示す。

2. 経済動向分析

(1) 景気回復は継続

日本経済の回復は続いている。2 四半期連続で年率 4% 程度の高成長を記録した 2013 年前半(1~3 月期及び 4~6 月期)に比べれば、7~9 月期は成長ペースの鈍化が避けられない。但し、その主因は、あくまでも 2013 年前半の高成長の反動であり、景気の基調が下向きに転じたわけではない。

後述するように、高成長をけん引した個人消費は 7~9 月期に横ばい程度まで減速する可能性が高い。それに伴い、日本経済全体の成長率も 7~9 月期は年率 2% 程度まで低下すると考えられる¹。但し、雇用環境の改善は続き、賃金環境も顕著ではないが、改善の方向にはある。急速な円安進行にも関わらず、輸出や生産などの回復は過去の回復局面並みか、やや弱めにとどまるが、世界全体の景気循環が再び上向きつつあり、また昨年末以来の円高修正を受けて、企業の景況感や業績の改善が継続している点を踏まえれば、企業部門全体の基調も上向きと判断できる。

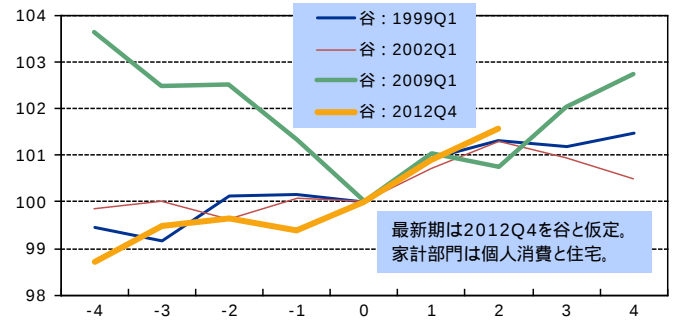
2014 年 4 月の消費税率引き上げの正式決定を受け、10~12 月期以降は耐久財を中心に駆け込み需要が本格化すると見込まれる。以上を踏まえれば、内外需が共に支えるかたちで、2013 年度後半(10~12 月期及び 2014 年 1~3 月期)に日本経済は成長ペースを再び加速すると見込まれる。

(2) 企業景況感が改善

現在の日本経済の方向性を最も端的に示しているのは、企業の景況感と業績の改善である。9 月調査の日銀短観では、最も注目される大企業・製造業の業況判断 DI(良い - 悪い、現状)が前回 6 月調査の 4 から 12 へ大幅に改善した。12 は金融危機前 2007 年 12 月調査以来の高水準である。また、非製造業の業況判断 DI も 6 月調査の 12 から 14 へ 2Pt 改善している。

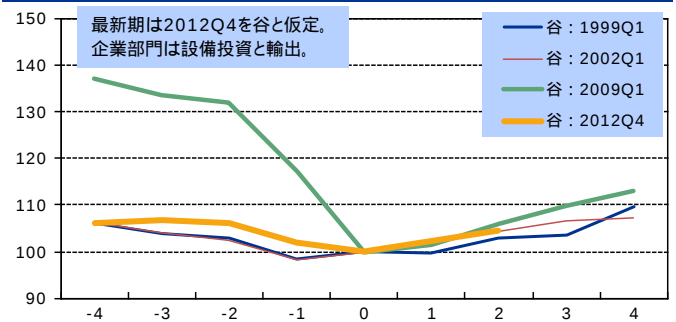
大企業の業種別内訳を見ても、悪化は製造業が金属製品の 1 業種、非製造業は運輸・郵便など 3 業種にとどまり、幅広いセクターでの改善が確認できる。また、中小企業の業況判断 DI も、製造業が 5Pt 上昇の▲9、非製造業は 3Pt 上昇の▲1 と改善した。

景気回復期による家計部門の動向変化(谷=100)



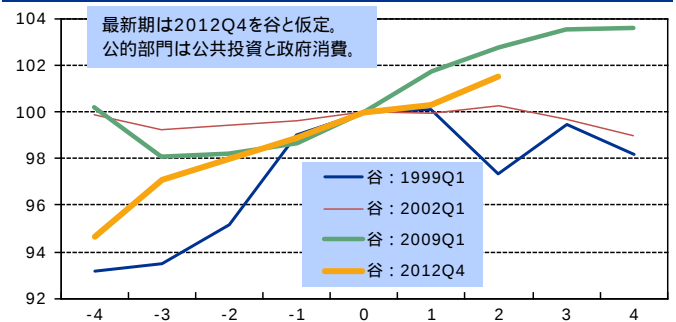
(出所) 内閣府

景気回復期による企業部門の動向変化(谷=100)



(出所) 内閣府

景気回復期による公的部門の動向変化(谷=100)



(出所) 内閣府

¹ 現時点での試算。7~9 月期の成長率予想は 10 月末に公表する予定。

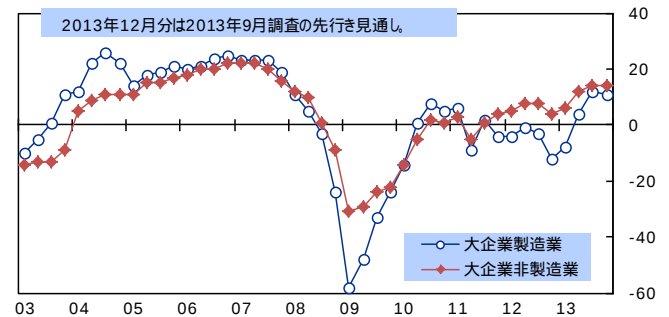
中小企業への波及と言う観点で、金融危機前 2007 年 12 月時点と現在の大企業と中小企業の規模間格差とを比較すると、2007 年 12 月調査では製造業が 17 (大企業 19、中小 2)、非製造業は 28 (大企業 16、中小企業 ▲12) だったが、現在は製造業が 21 (大企業 12、中小企業 ▲9)、非製造業 15 (大企業 14、中小企業 ▲1) であり、製造業は 17 から 21 へ拡大、非製造業は 28 から 15 へ大幅に縮小している。

製造業での規模間格差の拡大は、未だ昨年末以降の円安の恩恵が、輸出比率の低い中小企業には十分に行き渡っていないためと考えられる。一方、非製造業の格差縮小は、現在の景気回復において内需のウェイトが高く、かつその内需の恩恵の大きい非製造業については、大企業にとどまらず、中小企業まで回復の恩恵が浸透しつつあることを示している。中小企業の業況判断 DI を業種別に見ると、現在の景気回復が、内需の中でも特に個人消費や公共投資にけん引されている点を反映し、建設業が 8Pt 改善の 7 と既にプラス圏にあるほか、小売業は ▲8 と未だマイナス圏ながら、非製造業全体の改善幅である 3Pt を上回る 4Pt の改善を示している。

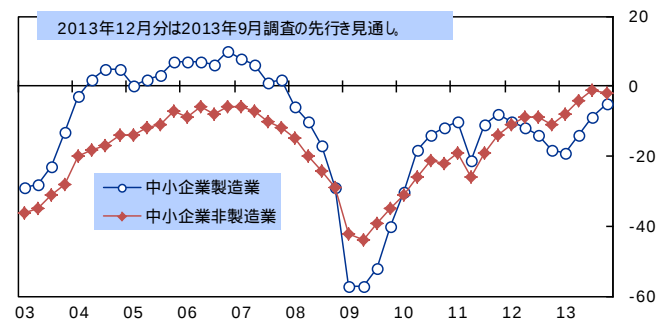
以上を踏まえると、円安浸透の観点から中小製造業の改善に多少の遅れは見られるものの、企業景況感は、セクターと規模の両面において、改善に広がり確認できる状況にあると言える。企業部門全体の景況感を示す全規模・全産業の業況判断 DI も 2 となり、2007 年 12 月調査以来のプラスへ転じた。

なお、大企業の業績計画は売上高が 6 月調査から 0.7% 上方修正の前年比 3.9%、経常利益計画は 5.1% 上方修正の 13.9% となった。大企業・製造業の想定為替レート (円/ドル) は 2013 年度平均で 94.45 円 (6 月時点 91.20 円) へ上方修正されたものの、未だ実勢レートの 98 円程度から見れば円高水準にある。また、9 月調査での業績計画の修正は上期が中心であり、下期はほぼ据え置かれた。そのため、少なくとも製造業の 2013 年度業績については、下期を中心に更なる上振れ余地があると判断できる。

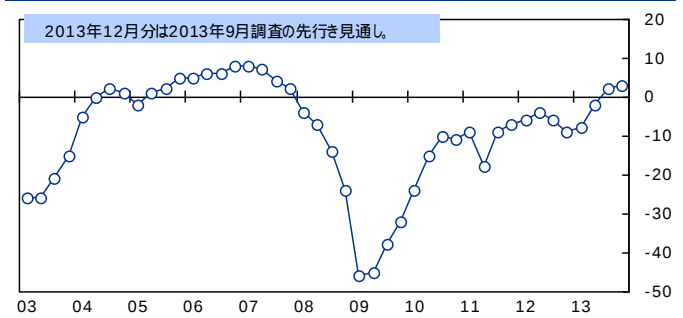
大企業の業況判断DI (%Pt、良い-悪い)



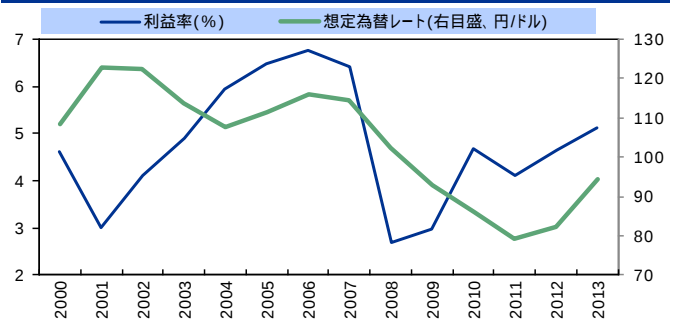
中小企業の業況判断DI (%Pt、良い-悪い)



全規模全産業の業況判断DI (%Pt)



大企業製造業の利益率と想定為替レート



(3)輸出の回復は緩慢

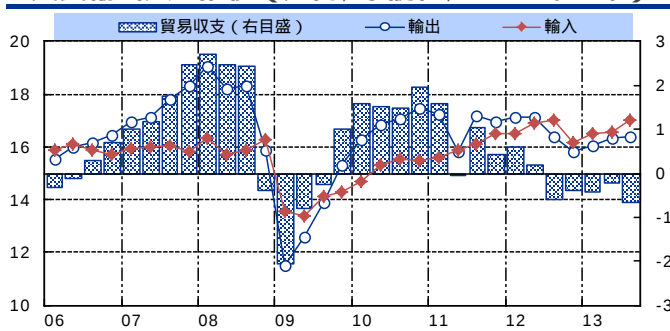
製造業の景況感や業績の改善に比べ、輸出や鉱工業生産の改善は鈍い。これは、現在の日本経済の回復において、従来に比べ内需のウェイトが高い点を反映すると同時に、海外経済の持ち直しが未だ勢いを欠くことも同時に示唆している。

当社が物価変動を控除して試算している実質財輸出は7～9月期が前期比0.2%とほぼ横ばいにとどまった(4～6月期1.7%)。こうした動きは、名目ベース(4～6月期4.8%→7～9月期1.4%)や数量ベース(4～6月期0.7%→7～9月期▲0.6%)の動向を見ても大きく変わらない。円安による輸出数量(実質輸出)押し上げ効果が作用しているにも関わらず、日本の輸出が加速していない主因は、新興国向け輸出の回復の遅れである。実質輸出で仕向け地別動向を見ると、7～9月期はEU向けが前期比6.7%(4～6月期▲0.4%)と一人気を吐く一方、米国向け▲1.4%(4～6月期7.7%)、アジア向け▲1.2%(4～6月期2.0%)、中東向け▲5.3%(4～6月期10.5%)、ロシア向け▲12.5%(4～6月期▲10.6%)が軒並み減少した。このうち、米国向けは4～6月期急増の反動が大きく、また主力の自動車も底堅く推移している点に鑑みれば大きな懸念はない。また、中東向けも4～6月期急増の反動と考えられる。それに対して、アジア向けとロシア向けは先行きが懸念される。

アジア向けの内訳を見ると、景気底入れの動きが見られる中国向けは7～9月期に前期比2.7%(4～6月期3.7%)と3四半期連続で増加し持ち直しつつあるが、ASEAN向けが▲7.3%(4～6月期1.3%)、NIEs向けも▲3.8%(4～6月期3.0%)と大きく落ち込み、全体を押し下げた。現地生産の深化などにより日本との貿易構造が変化している可能性もあるが、域内の一部の国々で景気減速が鮮明化している影響が大きいと考えられる。世界全体をカバーする訳ではないが、OECD景気先行指数でも先進国の景気循環が上向く一方で、新興国の景気回復が進んでいないことが示されている。

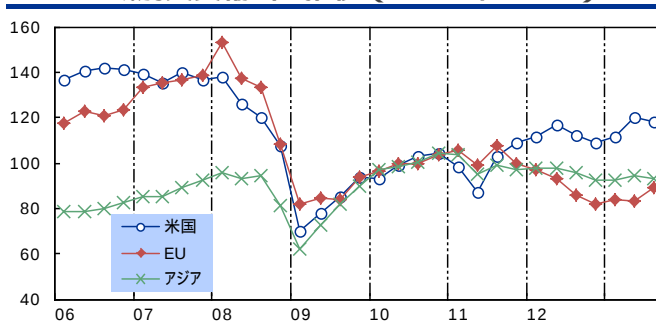
一方、実質輸入は多くの品目で増勢が強まり、7～9月期に前期比2.9%と4～6月期の0.3%から増加ペースが高まっている。こうした輸出の低調と輸入の堅調推移により、7～9月期の実質貿易収支は4～6月期から赤字幅が3.3倍に膨らんだ。そのため、7～9月期に外需は実質GDP成長率を前期比0.4%Pt程度押し下げると考えられる(4～6月期は0.2%Ptの押し上げ)。

実質輸出入の推移(兆円、季調値、2010年基準)



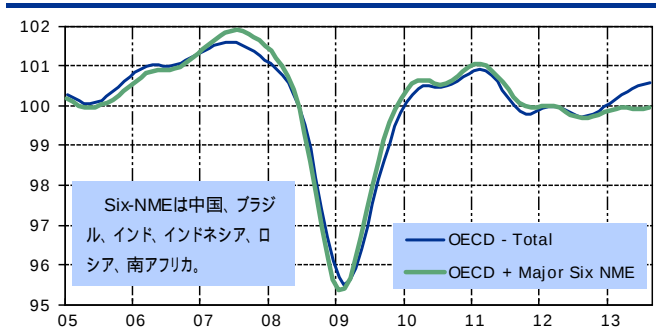
(出所) 財務省、日本銀行

地域別実質輸出の推移(2010年=100)



(出所) 財務省、日本銀行

OECD景気先行指数(長期平均=100)



(出所) OECD

(4) 鉱工業生産は緩やかに回復

8月の鉱工業生産は前月比▲0.9%（確報値、7月3.4%）と再び減少に転じた。生産予測では9月に前月比5.2%、10月2.5%と2ヶ月連続で大幅な増加が見込まれており、鉱工業生産の増勢は維持される見通しである。但し、8月の生産予測統計²は、前月時点での見込み0.2%に対し、実績が▲3.5%と大幅に下振れ、実現率は▲3.7%と2011年12月以来の大幅なマイナス幅を記録した。つまり、生産予測が見込む9月前月比5.2%は、鉱工業生産の▲0.9%ではなく、この▲3.5%が前提である。従って、9月の生産予測前月比を、8月の鉱工業生産実績に接続する場合には、相当にディスカウントする必要があると言える。

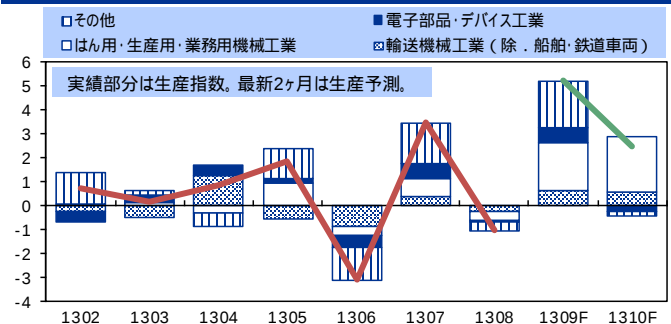
9月の生産予測前月比を8月までの鉱工業生産実績に単純に接続すると、7～9月期実績は前期比3.0%となるが、上述の差異を勘案し、当社では7～9月期の鉱工業生産を前期比2.0%程度と予想している（4～6月期実績は前期比1.5%）。また、生産予測を単純に接続すると10月の鉱工業生産は7～9月期平均を5.9%も上回り、10～12月期は増勢が急加速することになる。しかし、7～9月期と同じロジックにより10～12月期の鉱工業生産は前期比3%前後と見込む。消費税率引き上げ前の駆け込み需要（内需）やスマートフォン需要などにより、10～12月期に鉱工業生産の増勢は加速する見込みだが、前項で述べたような輸出の拡大が緩慢なため、鉱工業生産の増勢も当面は緩やかなペースにとどまると考えられる。

(5) 設備投資の増勢がやや加速

設備投資は4～6月期に前期比1.3%と6四半期ぶりの増加に転じた。しかし、昨年7～9月期対比でGDP全体が2.2%、個人消費は2.1%、住宅投資が5.2%、公需が2.6%も水準を切り上げているのに足し、設備投資は横ばいに過ぎず、出遅れが目立つ。しかし、設備投資の先行指標である機械受注が足元で漸く増勢を強めつつある。

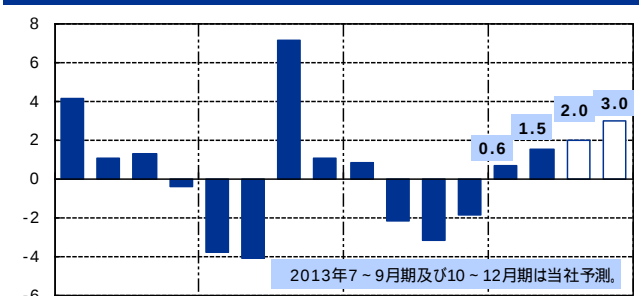
8月の機械受注（民需除く船舶・電力）は前月比5.4%（7月▲0.0%）と3ヶ月ぶりに増加した。7～8月平均は4～6月期を4.1%も上回っており、9月に多少の減少を想定しても、機械受注が4～6月期の前期比6.8%に続く2四半期連続の増加を確保するのはほぼ確実である。内訳を見ると、非製造業は7～9月期こそ小幅減少に転じる見通しだが、2012年末からの持ち直し基調が継続、水

鉱工業生産の推移と予測（前月比、%）



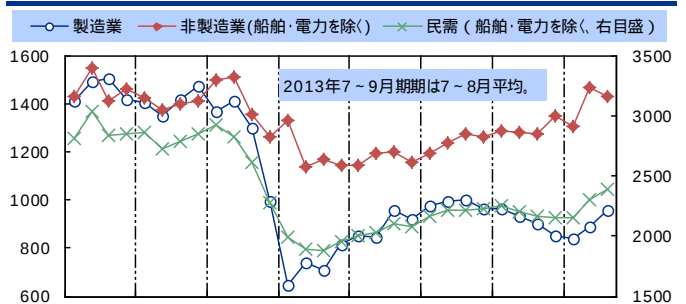
(出所) 経済産業省

鉱工業生産の推移と予測（前期比、%）



(出所) 内閣府

機械受注・民需の推移（四半期、10億円）



(出所) 内閣府

² 生産予測統計と鉱工業生産統計は、あくまでも別統計であり、カバレッジが異なる。

準で見ても、金融危機前の水準近くを既に回復している。一方、足元で持ち直しの動きを強めているのが製造業である。一部の素材業種の大口発注に支えられている面はあるものの、4～6月期に前期比5.6%と7四半期ぶりに増加した後、7～8月平均は4～6月期を8.2%も上回っている。緩やかながらも鉱工業生産が増加し、稼働率が上昇したことから、製造業が維持更新を中心に設備投資を再開しつつある。

但し、設備投資に対し、過度の期待は禁物である。日銀短観を見ると、大企業・全産業の設備投資計画は6月調査の5.5%が9月調査で5.1%へ小幅ながら下方修正された。景気回復期の過去のパターンに照らすと7～9月期、もしくは10～12月期までは、設備投資計画の上方修正が行われることが多く、小幅とはいえ9月段階での下方修正は稀である。9月調査から最終実績（翌年6月調査）の間に過去10年度の平均で3.6%Pt程度の伸び率低下が生じている点を踏まえれば、今回の9月調査から2013年度の設備投資の仕上がり（実績）を単純に試算すると1.5%になる。これは2012年度実績の2.2%を下回っており、企業が未だ設備投資の拡大に二の足を踏んでいると判断できる。デフレからの脱却という事業環境の好転を受けて、今後は、過去とは異なるパターンで企業が設備投資を積極化していくことも考えられる。ただ、消費税率引き上げ後の需要動向が見極めにくいいため、そうした積極化の動きが顕現化するのには、2014年度以降になる可能性が高いだろう。

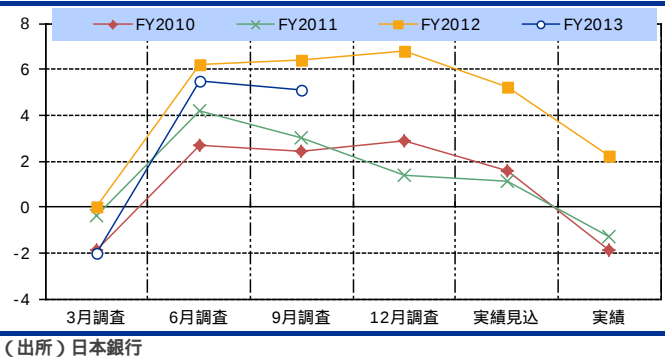
(6) 雇用所得情勢は改善継続

完全失業率は7月に3.8%まで低下した後、8月は4.1%へ上昇した。但し、就業者数は減少しておらず、8月の失業率の上昇は、前月まで減少基調にあった労働力人口が8月に増加したためである。労働力人口の増加は雇用需給の改善に対応したものであり、8月の失業率上昇は「良い失業率の上昇」として位置付けられる。求人数は民間ベース（求人広告件数）と公的ベース（新規求人数）ともに増勢を維持し、また9月調査の日銀短観も労働需給の逼迫を示しており、先行きの雇用環境も良好な状況を維持する可能性が高いだろう。

就業者数を業種別に見ると、建設業の減少継続と製造業の下げ止まりが目立つ。製造業は生産下げ止まりを受けたものだが、建設業は需要と供給のミスマッチが生じている可能性が高い。こうした建設業の就業者数減少は建設工事の遅れにも繋がっている。

8月の名目賃金は前年比▲0.6%（7月▲0.1%）と

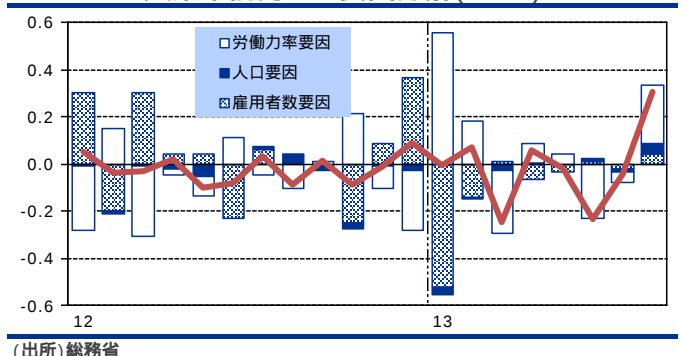
大企業全産業の設備投資計画（前年度比、%）



完全失業率と就業者数（万人、%）



失業率前月差の要因分解（%Pt）



マイナス幅が拡大した。但し、マイナス幅拡大は特別給与の減少によるものであり、所定内給与(7月▲0.9%→8月▲0.4%)と所定外給与(7月2.5%→8月3.1%)は共に改善を示している。なお、6~8月合計で見ると特別給与は前年を1.3%上回っており、夏のボーナスの増加が確認できる。

名目賃金はパートタイム比率上昇などの影響を受けるため、必ずしも賃金動向を正しく示していない可能性がある。そこでフルタイムとパートタイム別に賃金動向を見ると、まずフルタイムの所定内給与は前年比0.0%となり3ヶ月ぶりにマイナス圏を脱したが、力強さはない。但し、6~8月合計の特別給与は前年を2.5%上回っており、ボーナスまで含めれば賃金動向はやや改善している(フルタイムの名目賃金は3~5月前年比0.3%→6~8月0.7%)。一方、パートタイムの時間当たり賃金は0.4%(7月0.1%)と小幅ながら伸びを高めた。総合してみれば、賃金情勢は改善ペースの加速は見られないものの、緩やかな改善傾向を維持しているとは評価できるだろう。

(7)個人消費はスピード調整

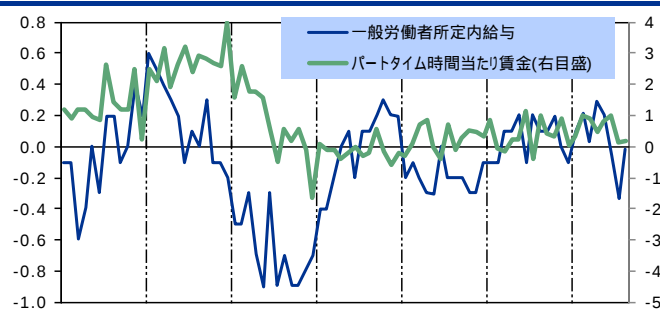
雇用所得環境の改善は続き、消費者マインドも高水準を維持しているが、個人消費は4~6月期までの増勢が7~9月期に一服したと考えられる。内閣府が需要側や供給側のデータを総合して試算している消費総合指数は7~8月平均が4~6月期を0.2%下回っている。既に公表されている百貨店などの業界データなどを参考にすると、9月は多少の持ち直しが期待できるが、それでも7~9月期の個人消費は4~6月期対比で横ばい近傍にとどまる見込みである。

こうした7~9月期の個人消費の減速は、基本的に4~6月期までの急ピッチの増加の反動によるスピード調整と考えられる。個人消費は株価上昇による資産効果などを受けて、昨年10~12月期前期比0.5%、1~3月期0.8%、4~6月期0.7%と3四半期連続で急増し、3四半期で水準が2.1%も切り上がった。そうした極めて速い増加ペースは持続的ではなく、7~9月期にスピード調整が生じたと考えられる。但し、既に見たように裏付けとなる雇用所得環境は改善基調にあり、またマインドは良好な水準を維持している。今後は消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれるため、個人消費の先行きを悲観する必要はないだろう。

(8)住宅着工がピーク

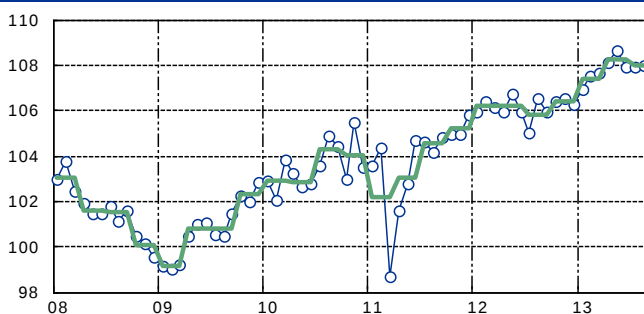
住宅投資は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により押し上げられている。現行の消費税率(税率5%)が適用されるには、注文住宅等、建築請負契約が必要な住宅は今年9月末の契約締結が、

就業形態別の賃金動向(前年比、%)



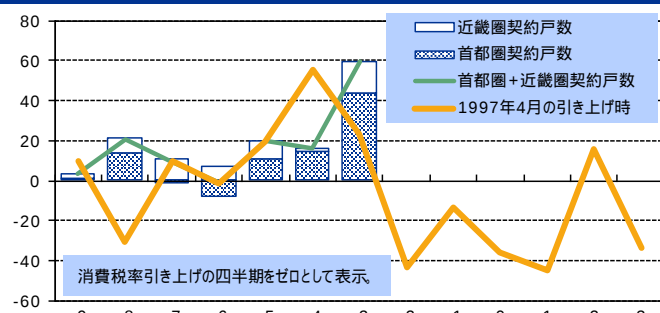
(出所)厚生労働省

消費総合指数(実質、2005年=100)



(出所)内閣府

首都圏及び近畿圏のマンション契約戸数(前年比、%)



(出所)不動産経済研究所

他は来年3月末までの引き渡しが必要である。そのため、3月までの引き渡しを睨んでマンションの契約件数が急増しており、9月は首都圏が前年比113.7%(8月55.2%)、近畿圏も105.4%(8月62.8%)と共に極めて高い伸びを記録した。また、持家や分譲戸建の着工も高水準にある。5%消費税率適用のスケジュールを踏まえると、住宅着工は7~9月期頃がピークになると考えられるが、進捗ベースの住宅投資は2013年度後半も高水準が続く見込みである。

(9) 公共投資は増勢変わらず

2012年度補正予算の執行などが寄与し、公共投資は4~6月期まで6四半期連続で増加した。7~9月期の公共投資は更に補正予算の執行が加速し、4~6月期の前期比3.0%から伸びが加速したと考えられる。また、先行指標である公共工事請負額や機械受注の官公需は7~9月期に幾分水準を下げてきているものの、高水準が続いている。そのため、10~12月期以降の公共投資は増勢こそ止まるものの、高水準での底堅い推移が続くと見込まれる。

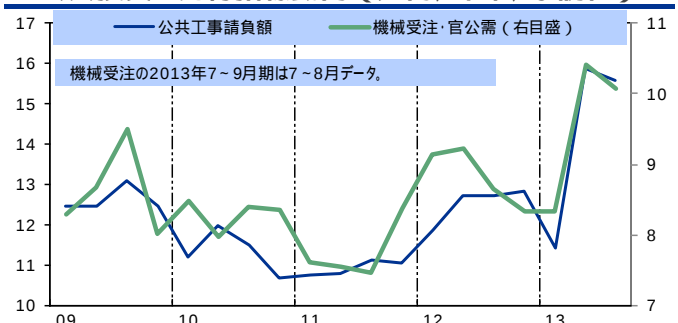
(10) デフレ脱却が近づく

8月の全国消費者物価指数(CPI)統計によると、「食料及びエネルギーを除く総合(米国型コア)」が7月から変わらずの前年比▲0.1%となる一方、「生鮮食品を除く総合(日本型コア)」は0.8%(7月0.7%)へプラス幅を拡大した。日本型コアの伸び拡大には、エネルギー価格の上昇が引き続き寄与している。エネルギー価格は8月に前年比9.2%(7月8.7%)へプラス幅が拡大、日本型コアを0.81%Pt(7月0.76%Pt)押し上げている³。

米国型CPIは7月から変わらずだったが、インフレ率上昇のトレンドは続いている。全国CPIの品目構成(生鮮食品を除くベース)を見ると、前年比プラス品目のシェアが42.0%(7月38.4%)へ拡大する一方、マイナス品目のシェアは45.8%(7月49.0%)へ低下した。また当社が、CPIのトレンド的な動きを把握するために試算する刈り込み平均CPI前年比(生鮮食品を除くベース)も8月0.15%(7月0.05%)へ伸びを高めている。

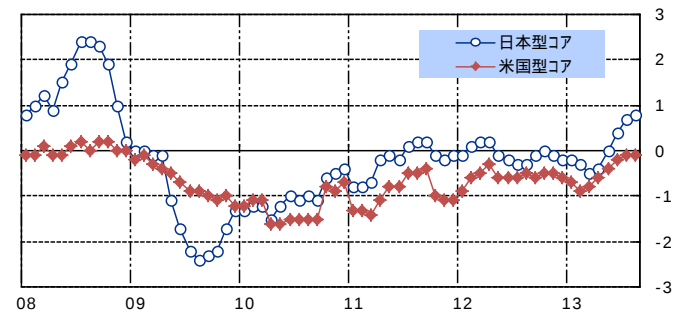
東京都区部の推移を参考に、9月の全国CPI前年比を試算すると、日本型コアが0.7%へプラス幅を縮小するものの、米国型コアは0.0%と2008年以来のマイナス圏脱却になる可能性が高い。日本型コアについては、北海道電力・東北電力・四国電

公共投資の先行指標動向(兆円、年率、季調値)



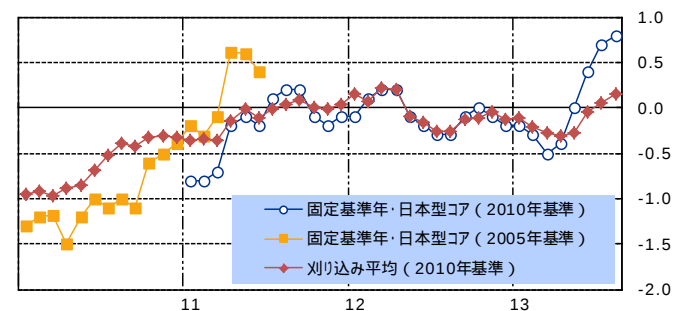
(出所) 公共工事前払金保証統計、内閣府・機械受注

全国CPIの推移(前年比、%)



(出所) 総務省

刈り込み平均CPIの推移(除く生鮮、前年比、%)



(出所) 総務省資料より当社作成

³ 寄与度は当社試算。総務省は、指数を小数点第一位までしか公表していないため、寄与度には誤差が含まれる。ユーザーサイドの意見として、小数点第二位もしくは第三位までの指数公表を要望したが、実現していない

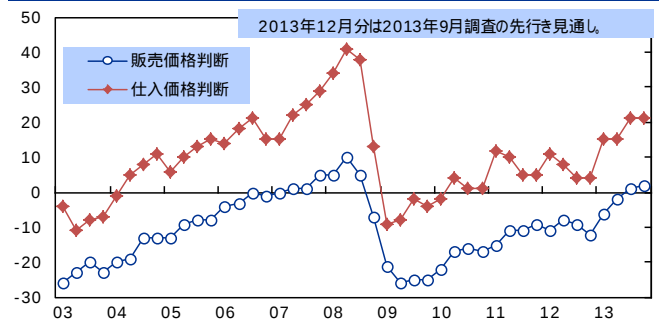
力による値上げが、押し上げに寄与するものの、都区部動向で述べた東京電力の値上げ一巡が勝り、伸びが鈍化する見込みである。ガソリン価格の上昇ペース鈍化も影響する。

デフレ脱却の観点から注目される期待インフレ率も引き続き上昇傾向にある。まず、企業の期待インフレ率の動向を示す日銀短観の販売価格判断DI（上昇・下落）は、9月調査で大企業非製造業が1となり、ついに水面上へ復帰した。プラス圏は2008年以來である。また製造業も▲2と、2008年9月調査以來の水準まで上昇している。

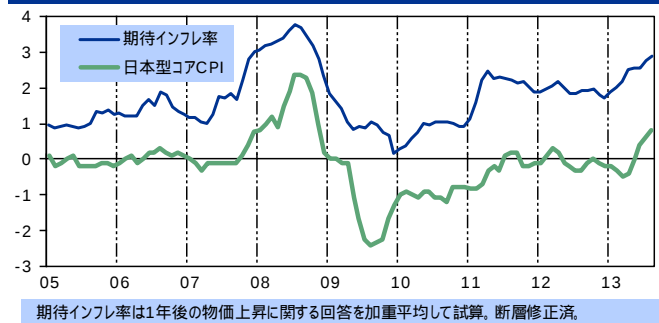
また、消費動向調査が示す家計の期待インフレ率も上昇傾向が続いており、高成長による需給ギャップ縮小と期待インフレ率の上昇が相俟って、日本経済はデフレ脱却へ近づきつつあると判断できる。

但し、未だなお明確な改善が見られないのがサービス価格動向である。もちろん、全ての項目が改善していない訳ではない。一部ファストフードチェーンの値上げにより外食が上昇、外国人観光客の増加による稼働率上昇もあってホテルなどの宿泊料は上昇傾向⁴にある。また、家計向けと企業向けの違いはあるが、同じサービス価格動向を示す企業向けサービス価格（除く国際運輸）が上昇しているのも明るい動きと言える。ただ、家賃動向が足を引っ張り、CPIにおいては一般サービス価格全体に未だ明確な改善の動きが生じていない。日本銀行が目指す2%インフレの達成には、下落を続ける家賃の反転が必要と考えられるが、インフレ率の上昇が、そうした領域まで波及するには、なお時間を要しそうである。

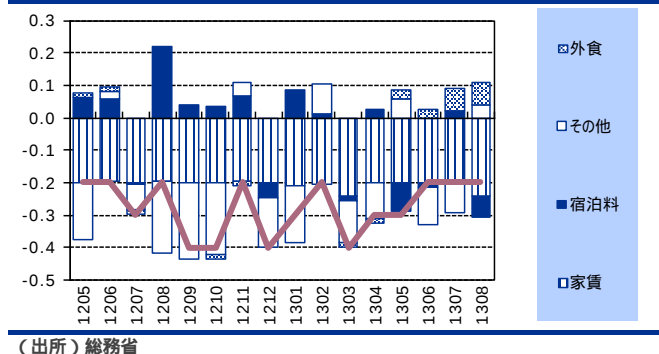
大企業非製造業の価格判断DI（%ポイント）



家計の期待インフレ率（一般世帯、%）



全国CPI：一般サービス（前年比、%）



⁴ 宿泊料が8月に前年比マイナス幅を拡大したのは、昨年大幅上昇の裏である。

3. 経済対策を踏まえた経済見通し

本稿の冒頭で述べたように、安倍首相は10月1日に記者会見を行い、2014年4月の消費税率の5%から8%への引き上げ決定と共に、消費増税に伴う景気の落ち込み緩和のための5兆円規模の経済対策及び減税策の策定を明らかとした。

(1) 総額5兆円規模の経済対策

閣議決定文書や各種報道などに基づく、経済対策のうち補正予算により予算措置が講じられるのは、インフラの老朽化対策など公共事業が2兆円、2014年度の住宅投資落ち込みを緩和するための住宅購入者向けの現金給付が0.3兆円（他にローン減税が0.1兆円）、消費税率引き上げによる所得目減りを補填するための低所得者向けの現金給付が0.3兆円、復興特別法人税の廃止前倒し分の財源補填が0.9兆円など、総額5兆円程度である。また投資拡大や雇用所得環境の改善等を促す減税策として、投資促進税制の延長拡大0.7兆円、賃上げ促進税制の拡充0.2兆円なども施される。なお、復興特別法人税の廃止前倒しは10月1日の時点では閣議決定されず、12月中に閣議決定となる見込みである。経済対策の財源には、前年度決算剰余金や国債費の不用分の本予算減額、復興特会の不要分に加え、2013年度の税収上振れ分を充当し、新発国債の追加発行を回避すると考えられる⁵。

政府では、こうした2013年度補正予算と2014年度本予算を一体で運用、切れ目のない15ヶ月予算として運営することで、消費税率引き上げによる景気落ち込みを回避する方針としている。

(2) 対策効果は2014年度0.7%Pt

5兆円規模の経済対策や減税策は、公共事業や住宅購入者向け対策を中心に、2014年度の成長率を押し上げると考えられる。詳細が不明な部分はあるものの、現時点で、当社は経済対策等の成長率への影響を、2014年度がプラス0.7%Pt程度、2015年度はプラス0.1%Pt程度と試算する。なお、2015年度の押し上げは、復興特別法人税の廃止前倒しによるものが中心である。但し、2014年度の成長率への影響0.7%Ptのうち、公共事業の追加による押し上げ分0.4%Pt程度は、従来からの当社見通しに反映済である。従って、当社見通しにおいて新たに反映すべき経済対策等の効果は、2014年度0.3%Pt、2015年度0.1%Ptとなる。

(3) 成長率見通しを上方修正

以上を踏まえ、成長率見通しを従来の2013年度2.9%、2014年度0.2%、2015年度1.2%から、2013年度2.9%（修正なし）、2014年度0.5%（+0.3%Pt）、2015

経済対策等の概要と影響

	金額 (兆円)	成長率への影響 (%Pt)	
		2014年度	2015年度
経済対策合計	5.0	0.7	0.1
減税策合計	1.0		
除く公共投資	-	0.3	0.1
今年度補正予算での経済対策			
低所得者への現金給付	0.3	他にローン減税0.1兆円。	
住宅購入者への現金給付	0.3		
インフラの老朽化対策等の公共投資	2.0		
震災復興特別法人税の廃止分の補填	0.9		
その他	1.3	減税決定は12月中。	
合計	5.0	端数処理による差異あり。	
減税策等			
投資促進税制の延長拡大等	0.7	2013年度税制改正分。	
賃上げ促進税制の拡充	0.2		
住宅ローン減税の拡充	0.1		
合計	1.0		
(震災復興特別法人税の廃止)	(0.9)	減税決定は12月中。	

(出所) 閣議決定文書及び各種報道より作成

⁵ 財源見通しに関する詳細は9月26日付け日本経済情報9月号を参照。

年度 1.3% (+ 0.1%Pt) へ小幅上方修正する。既に述べたように、経済対策のうち公共投資分は反映済のため、2014 年度成長率見通しの上方修正は、住宅投資と設備投資が中心になる。なお、成長率見通しの上方修正は、需給ギャップの縮小を通じてインフレ率を押し上げるが、今回の修正は小数点第一位未満にとどまり、インフレ見通し計数の上方改訂には至らなかった。

経済対策等を勘案後も、景気シナリオに大きな変更はない。日本経済は、昨年度補正予算に盛り込まれた公共工事の執行や消費税率引き上げ前の駆け込み需要に支えられ、内需主導により 2013 年度に 2.9% と高めの成長を達成する見込みである。その後、上述の経済対策により落ち込み度合いこそ緩和されるものの、駆け込み需要の反動や増税による所得目減りを映じて個人消費や住宅投資が大きく落ち込み、消費税率引き上げ直後の 2014 年 4～6 月期に日本経済は大幅なマイナス成長を余儀なくされると考えられる。7～9 月期以降はプラス成長へ復帰し、後退局面入りは回避するものの、2014 年度の成長率は 0.5% へ低下する見込みである。

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	0.5	1.3
国内需要	1.3	1.9	2.4	▲0.2	1.1
民間需要	1.4	1.2	2.2	▲0.7	1.4
個人消費	1.6	1.6	2.6	▲1.5	1.0
住宅投資	3.7	5.3	7.3	▲5.2	3.5
設備投資	4.1	▲1.4	1.1	3.9	2.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲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	▲2.2	15.0	8.5	0.4	▲3.6
純輸出(寄与度)	(▲1.0)	(▲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	2.3	2.2
実質 GDP (暦年ベース)	▲0.6	2.0	1.9	1.6	1.0
鉱工業生産	▲1.1	▲2.6	3.5	2.0	2.4
失業率(%, 平均)	4.5	4.3	3.9	3.8	3.5
消費者物価(除く生鮮)	0.0	▲0.2	0.6	2.9	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。

4. 金融政策展望

(1) 2013 年度は日銀想定通り

黒田総裁率いる日本銀行が、4月の決定会合でデフレ脱却と2年後の2%インフレ達成を目指した質的・量的緩和を実施してから半年が経過した。大胆な金融緩和は、円安や株高などの経路、期待インフレ率の経路などを通じて、効果を発揮している。足元 2013 年度の日本経済は、日本銀行の見立て通りに回復しており、金融政策に差し迫った変更の必要はない。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が、そうした日銀の見通しは、市場コンセンサスや当社見通しとも概ね一致する。

経済やインフレデータの推移を見る限り、これまでの金融政策運営は成功と評価できる。何よりも、デフレ脱却に向けて明確な方針を掲げ、半年間、ほとんどブレなく政策運営を行ってきた点が、成功の最大の理由であろう。

(2) 2014 年度以降のハードルは高い

一方、2014 年度以降を展望した場合、未だ経済・インフレ動向の先行きに対する不透明感は強い。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 年度の日本経済が日銀想定通りでも、2014 年度以降のインフレ見通し達成のハードルは依然として極めて高い。賃金上昇に向けて経済主体の行動には多少の変化が見られるものの、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は極めて不確実である。そのため 2014 年度以降の日本銀行のインフレ見通しには下方修正リスクがつきまとう。

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無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、岩田副総裁も将来的な追加対策の可能性を排除していないため、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だろう。従って、10月展望レポート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ある。

(3) 来年 4～6 月期に追加緩和

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

【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	2014年度	2015年度	
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。

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、追加緩和の時期である。金融政策の効果が实体经济へ及ぶ波及ラグを踏まえ、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、一時的とは言え、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だろう。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やすい。政府の5兆円追加経済対策などにより、従来想定よりも来年4~6月期の落ち込みは緩和される見込みだが、それでも大幅なマイナス成長が避けられない。日本経済がリセッションに陥るとは想定しないが、成長へのリスクを軽減し、デフレ脱却の確度を高めるためには、追加緩和が正当化される。

以上を踏まえ、日本銀行による追加緩和が2014年4~6月期に行われると想定する。消費税率引き上げ後の経済情勢は、6月迄に公表されるデータによりある程度見極め可能と考えられ、6月会合での追加緩和実施をメインシナリオとする。但し、更なるデータの見極めが必要と判断されれば、7月中間評価まで政策変更を待つこともありうるだろう。追加緩和手段としては、リスク資産の買入増強などを想定する。

【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%			▲0.3	▲0.9	0.3	1.0	0.9
	前期比年率%			▲1.2	▲3.5	1.1	4.1	3.8
	前年比%	0.3	1.2	3.8	0.3	0.4	0.3	1.2
実質個人消費	前期比,%	1.6	1.6	0.1	▲0.4	0.5	0.8	0.7
実質設備投資	前期比,%	4.1	▲1.4	▲0.7	▲3.2	▲1.2	▲0.0	1.3
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	▲0.9	▲0.9	0.1	0.6	0.9

		2011 年度	2012 年度	2012年		2013年		
				7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
輸出額（貿易統計）	前期比,%			▲3.6	▲1.4	7.4	4.8	1.4
	前年比,%	▲3.7	▲2.1	▲8.2	▲5.5	1.2	7.1	12.7
輸入額（貿易統計）	前期比,%			▲0.6	0.1	9.4	1.6	4.6
	前年比,%	11.6	3.5	0.3	0.5	8.1	10.4	17.4
鉱工業生産	前期比,%			▲3.2	▲1.9	0.6	1.5	
	前年比,%	▲0.7	▲2.9	▲3.9	▲5.9	▲7.9	▲3.1	
機械受注 （民間需要・除（船舶・電力））	前期比,%			▲1.3	▲0.8	▲0.0	6.8	
	前年比,%	6.2	▲3.0	▲4.6	▲0.8	▲4.6	6.4	
法人企業 売上高	前年比,%	▲3.6	▲4.6	▲4.4	▲6.8	▲5.8	▲0.5	
法人企業 経常利益	前年比,%	▲6.1	7.9	6.3	7.9	6.0	24.0	
失業率	%	4.5	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	
名目賃金	前年比,%	▲0.3	▲0.7	▲0.7	▲1.1	▲0.6	0.0	
小売業販売額	前期比,%			▲0.9	▲0.2	0.6	1.1	
	前年比,%	0.8	0.3	0.1	▲0.0	▲1.2	0.7	
新車販売台数（含む軽）	前年比,%	3.3	9.6	14.2	▲3.0	▲9.4	▲6.1	2.3
住宅着工戸数	年率換算,万戸	84.1	89.3	87.6	91.8	90.4	98.1	
	前年比,%	2.7	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	▲0.2	▲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		
				7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
米国成長率	前期比年率,%			2.8	0.1	1.1	2.5	
	前年比,%	1.8	2.8	3.1	2.0	1.3	1.6	
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			▲0.5	▲2.0	▲0.9	1.1	
	前年比,%	1.6	▲0.6	▲0.7	▲1.0	▲1.2	▲0.6	
中国成長率	前年比,%	9.3	7.7	7.4	7.9	7.7	7.5	7.8

（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。