

日本経済情報 2013 年 11 月号

Summary

【内 容】

1. 日本経済の現状

7～9 月期の実質 GDP 成長率は減速

輸出は 10 月に持ち直し

マインド改善一服により個人消費は減速

駆け込み需要で盛り上がりを見せる住宅投資

消費者物価はマイナス圏を脱する

2. 日本経済の見通し

2013 年度後半は景気再加速

政策面からの対応により景気腰折れを回避

賃金上昇が景気回復の確実性を高める

早期デフレ脱却には輸出と設備投資の力強い拡大が必要

2014 年度はゼロ成長、2015 年度は持ち直す

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

【日本経済の現状と見通し】

7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.9%と 4～6 月期の 3.8%から大幅に減速した。主因は個人消費と輸出の増勢一服である。ただし、10 月以降も景気の拡大基調は維持されており、鉱工業生産指数は 10～12 月期の成長加速を示唆している。

実際に、輸出は 10 月に米国向けが好調、アジア向けが下げ止まるなど持ち直しの動きを見せている。個人消費もマインドの改善は一巡しているが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が出始めている。住宅投資も、駆け込み需要により着工戸数が顕著に増加している。

年初来の景気急回復や円高修正を受けて、消費者物価上昇率はマイナス圏から脱しつつある。ただし、本来の意味での「デフレ脱却」は、物価上昇率が安定的にプラス圏で推移し、物価下落期待に起因した防衛的な経済行動が生じないことである。現在のデフレギャップから判断すると、少なくとも今後 1～2 年の景気拡大持続が必要となろう。

今後の景気を展望すると、2013 年度後半は、輸出の拡大に加え、個人消費の駆け込み需要が本格化することから、成長ペースが再び加速する可能性が高い。ただし、公共投資は先行指標がピークアウトしていることから一旦減少に向かおう。2013 年度の実質 GDP 成長率は前年比 2.8%へ高まると予想する。

2014 年度は、消費税率の引き上げにより個人消費や住宅投資の大幅な落ち込みが避けられないが、政府が 12 月に取りまとめる予定の景気下支え策により景気の腰折れは回避される。景気情勢次第では日銀による追加金融緩和も行われよう。

2014 年度以降の景気回復をより確実にするためには企業業績の改善が賃金の上昇につながる事が望まれる。また、早期デフレ脱却には輸出や設備投資の力強い拡大が必要となり、成長戦略の効果が期待される。

2014 年度の実質 GDP 成長率は、消費税率引き上げにより前年比 0.5%まで低下、デフレ脱却は一旦遠のくが、輸出や設備投資の拡大が続き、個人消費が持ち直す 2015 年度は 1%程度まで高まると予想する。

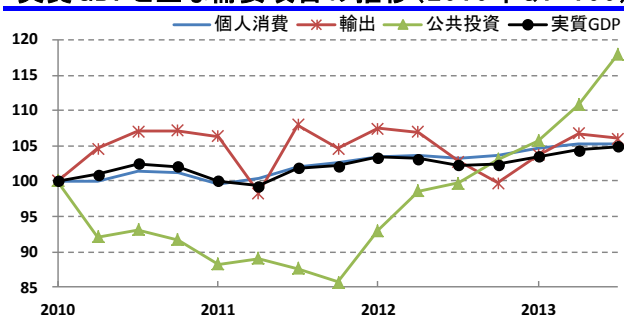
1. 日本経済の現状

7～9 月期の実質 GDP 成長率は減速

日本経済は、スピード調整をしつつも底堅い拡大を続けている。11 月 14 日に発表された 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.9% となり、4～6 月期の 3.8% から大幅に減速した。しかしながら、日本経済の巡航速度（潜在成長率）は既に 1% を切っているという見方もある中での 2% 近い成長は、順調な景気回復を示していると言って良いであろう。

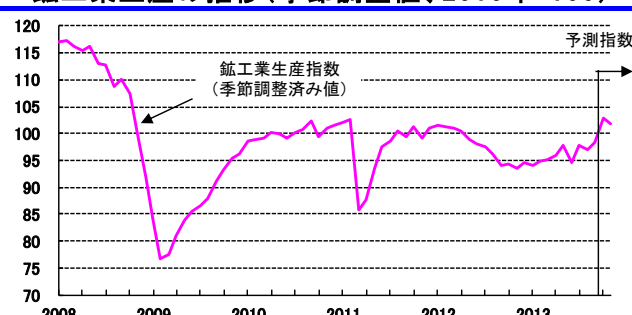
成長率が減速した主因は、それまで景気回復を牽引してきた輸出と個人消費の増勢一服である。7～9 月期の輸出は前期比▲0.6% と 3 四半期ぶりに減少、個人消費は前期比 0.1% 増とほぼ横ばいにとどまった。一方で、公共投資（公的固定資本形成）が 4～6 月期の前期比 4.8% から 7～9 月期は 6.5% へ伸びを高めており、景気拡大の持続に貢献した。

実質 GDP と主な需要項目の推移（2010年Q1=100）



(出所)CEIC DATA

鉱工業生産の推移（季節調整値、2010年=100）



(出所)CEIC DATA

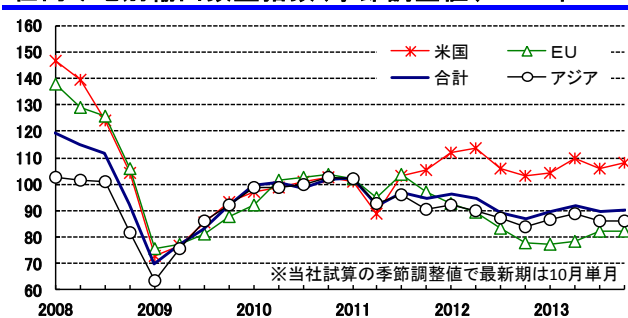
10 月以降も、景気の拡大基調は維持されている。鉱工業生産指数は、9 月に前月比 1.3% と 2 ヶ月ぶりに上昇し、7～9 月期では前期比 1.7% と 3 四半期連続の上昇となったが、さらに生産予測の 10～11 月平均が 7～9 月期を 4.7% も上回っており、景気の再加速すら示唆する状況にある。最近の生産指数と生産予測の乖離や実現率のマイナス傾向を踏まえると、10～12 月の鉱工業生産指数は生産予測が示すほどの上昇にはならないとみられるが¹、7～9 月期よりも増勢が加速する可能性は高いと考えられる。

輸出は 10 月に持ち直し

主な需要の動向を詳しく見ると、輸出は上記の通り 7～9 月期に減少したが、主因は米国向けとアジア向けの落ち込みである。通関輸出数量指数は、当社試算の季節調整値でも 7～9 月期に前期比▲2.5% と 3 四半期ぶりに減少したが、仕向地別の内訳を見ると、EU 向けは前期比 5.2% の増加となった一方で、米国向けが▲3.7%、アジア向けが▲3.2% とそれぞれ落ち込んでいる。さらに、アジア向けのうち、中国向けは 3.5% 増加したが、ASEAN 向けが▲6.9% と落ち込みが顕著である。特に ASEAN 向けの約 3 分の 1 を占めるタイ向けの落ち込みが顕著で

7～9 月期に減少したが、主因は米国向けとアジア

仕向け地別輸出数量指数（季節調整値、2010年=100）



(出所)CEIC DATA

¹ 詳しくは 10 月 30 日付け Economic Monitor「7～9 月期の生産は緩慢な拡大、10～12 月期は増勢加速へ」参照。

あり、同国の景気減速が影響していると考えられる。

足元の輸出は、持ち直しの動きが見られる。10月の輸出数量指数は、米国向けが7～9月期を2.4%上回ったほか、アジア向けは7～9月期を0.1%上回り一応は下げ止まった。輸出数量全体としても、10月の水準は7～9月を0.5%上回っており、持ち直しつつある。

マインド改善一服により個人消費は減速

個人消費は、高額品消費の象徴である百貨店売上（店舗調整済）が4～6月期の前年同期比3.1%から7～9月期は0.6%へ減速、10月には前年同月比▲0.6%とさらに落ち込んだ。一方で、スーパー売上高（店舗調整済）は7～9月期の前年並みから10月は前年同月比0.5%となり、コンビニ売上高（既存店）は7～9月期の▲1.2%から10月は▲0.8%へマイナス幅が縮小するなど、生活必需品に近い分野では横ばい圏で推移している。

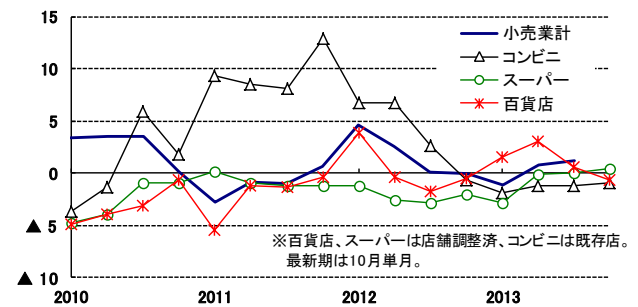
高額品消費に減速の動きが見られる主因は、消費者マインドの改善が一服したことであろう。消費者マインドの指標である消費者態度指数は、5月の45.7をピークに8月には43.0まで低下、9月は45.4へ上昇したものの、10月は41.2へ大きく落ち込んでいる。同様に、日経平均株価は、5月に年初来高値を記録して以降、低下傾向にあり、消費者マインドが株価に左右される可能性が示唆されている。実際に、株価の変動は、保有資産の価値の増減（資産効果）という形で消費行動に影響を及ぼすと考えられるが、一般的な景気を反映する指標として認識されることも多く、そうした面からも消費者マインドへ一定の影響を与えているものとみられる。

ただし、高額品消費の中でも乗用車販売台数は7～9月期の年率460万台から10月は478万台へ水準を高めており、消費マインドの改善が一服する中で、好調さが目立っている。消費税率引き上げ前の駆け込み需要が出始めたものと考えられる。

駆け込み需要で盛り上がりを見せる住宅投資

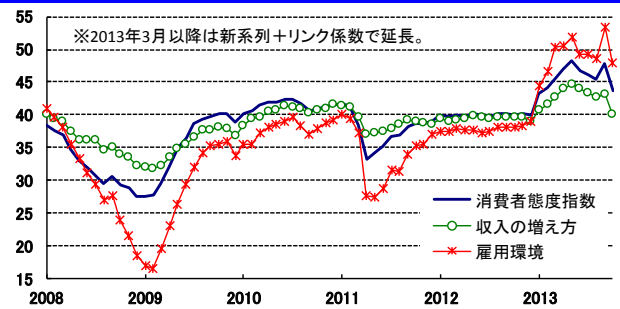
住宅投資にも、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が確認できる。先行指標である住宅着工戸数は、2012年の88.3万戸から、2013年5月には年率

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）



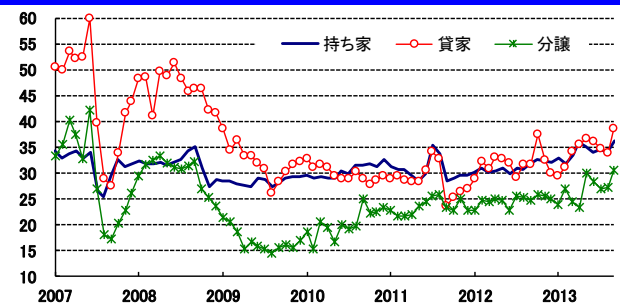
（出所）CEIC DATA

乗用車販売台数の推移（季節調整値、年率、万台）



（出所）CEIC DATA

住宅着工の推移（季節調整済、年率、万戸）



（出所）CEIC DATA

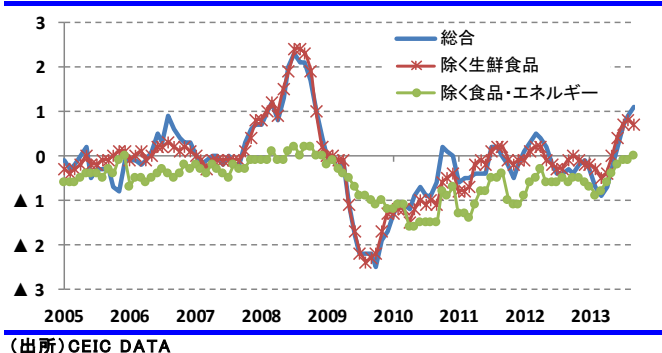
102.7 万戸まで増加、6 月以降は 100 万戸を若干下回る水準で推移したが、9 月に年率 104.4 万戸と 2008 年 10 月（105.2 万戸）以来の水準まで増加した。

住宅投資は、4～6 月期の前期比 0.4%から 7～9 月期は 2.7%へ増勢が加速したが、こうした着工増を受けて 10～12 月期は一段と水準を高めていると考えられる²。

消費者物価はマイナス圏を脱する

年初来の景気急回復や円高修正を受けて、消費者物価上昇率はマイナス圏から脱しつつある。消費者物価指数は、総合で 6 月に前年同月比でプラスに転じ、9 月には 1.1%まで伸びが高まった。主因は 10 月に前年同月比 11.0%まで伸びが高まった生鮮食品の価格上昇であるが、これを除いた総合指数を見ても、6 月にプラスに転じ 10 月には 0.7%まで伸びが高まっている。さらに、円安などの影響により上昇しているエネルギー価格を除いた、食品・エネルギーを除く総合指数でも 9 月には前年同月比 0.0%となっており、物価の下落に歯止めが掛かりつつある様子が見て取れる。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



ただし、物価上昇率がマイナス圏を脱したことだけをもってデフレ脱却とするのが早計であることは言うまでもない。本来の意味での「デフレ脱却」は、物価上昇率が安定的にプラス圏で推移することにより、物価下落「期待」に起因した在庫や人件費の削減、投資の抑制といった防衛的な経済行動が生じないことである。つまり、まずは物価上昇率がプラスである状況が継続する必要がある、そのためには需給ギャップの解消に少なくとも目途がつく必要があろう。

内閣府の試算によると、2013 年 7～9 月期時点の需給ギャップ（デフレギャップ）は GDP 比▲1.3%まで縮小した。また、潜在成長率については 0.7%と試算しており、これらを前提とすれば、年率 2%成長が 1 年間続けば需給ギャップ、すなわちデフレ圧力は解消する計算となる。ただし、後述の通り、2014 年 4 月以降は消費税率引き上げに伴って一旦成長ペースが鈍化し、需給ギャップが拡大する可能性が高いため、デフレからの脱却には、少なくとも景気拡大局面が今後さらに 1～2 年続く必要があるとみておくべきだろう。

2. 日本経済の見通し

2013 年度後半は景気再加速

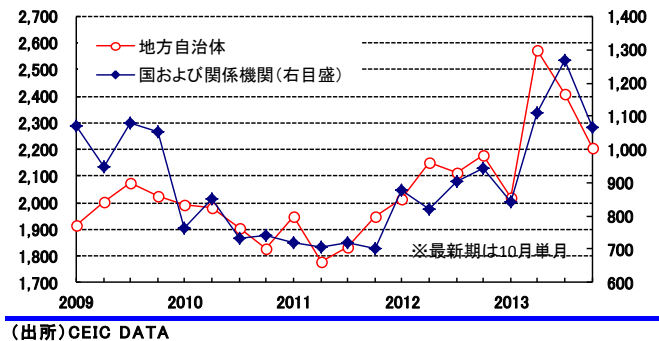
先に見た通り、日本経済は、10 月以降、再び成長ペースを速めている可能性が高い。輸出は、米国やアジア新興国の景気復調に加え、1 ドル＝100 円前後の円安水準が定着していることから、再び拡大傾向を取り戻すとみられる。個人消費は、駆け込み需要の本格化に加え、冬のボーナスが企業業績の

² 住宅取引において現行の消費税が適用される期限は、2014 年 3 月末までの引き渡し、ないしは 2013 年 9 月末までの建設請負契約締結であり、概ね同様の基準が適用された前回の消費税率引き上げ時は 9 月の契約集中を反映して 10 月が着工のピークとなった。

改善を背景に比較的高い伸びを期待できそうなことから、今年度末にかけて再び増勢を強めていくと考えられる。

一方、公共投資は、先行指標である公共工事保証実績が7～9月に前期比▲0.1%と概ね横ばいにとどまり、10月は7～9月期の水準を11%も下回っているため、公共投資は年明けには一旦減少に向かうとみられる。そのほか、在庫投資が駆け込み需要への対応などにより7～9月期に実質GDP成長率を大きく押し上げているため、その反動により当面の成長を抑制する要因となろう。

公共工事保証実績の推移(季節調整済、10億円)



それでも、実質GDP成長率は、個人消費や住宅投資の駆け込み需要に輸出の回復が加わり、今後、来年3月末にかけて一段と加速、2013年度の実質GDP成長率は2012年度の前年比1.2%から2.8%へ高まると予想する。

政策面からの対応により景気腰折れを回避

しかしながら、消費税率が引き上げられる2014年度は、個人消費や住宅投資の大幅な落ち込みが避けられない。これに対して、政府は支出規模5兆円に1兆円程度の減税を加えた景気下支え策を12月に取りまとめる予定であり、公共投資が再び景気の下支え役となることが期待される。さらに、税率引き上げ後の景気情勢次第では日銀の追加金融緩和が実施される可能性もある。金融緩和は長期金利の上昇を抑制するだけでなく、昨年来の円安・株高と同様に円高圧力を緩和し株価を押し上げ、輸出や個人消費の拡大を促す効果が見込まれる。こうした政策面からの支援は、消費税率引き上げ後の景気腰折れリスクを相当に小さくすると考えられる。

賃金上昇が景気回復の確実性を高める

2014年度以降の景気回復持続をより確実にするためには、個人所得が増加し、消費税率引き上げによる実質所得の減少をある程度補うことが望まれる。そのためには、大幅に改善した企業業績が賃金の上昇に波及することが望まれる。

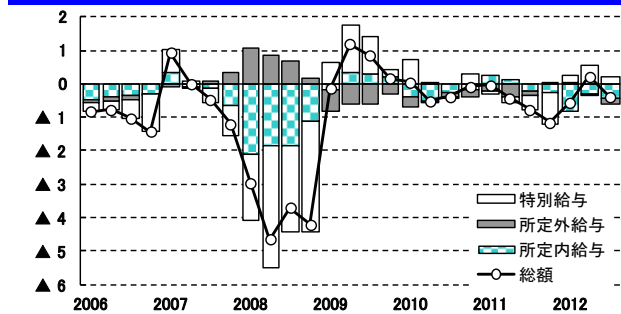
法人企業統計季報によると、全産業の経常利益は2013年4～6月期に前年同期比24.0%も増加、うち製造業は51.5%、非製造業でも11.3%の大幅増益となっている。その一方で、勤労者の平均賃金は、夏のボーナスが増加したことから4～6月期こそ前年同期比0.2%とわずかに増加したものの、7～9月期には▲0.4%と再びマイナスに転じている。この間、所定内賃金は前年比でマイナスが続いており(4～6月期前年同期比▲0.4%、7～9月期▲0.5%)、基本給が引き上げられていないことが賃金下落の大きな要因となっている³。

大幅増益と賃金抑制の結果、労働分配率(付加価値生産額に対する人件費の割合)は4～6月期に63.0%まで急低下している(当社試算の季節調整値)。こうした状況の中、安倍政権からの強い要請もあり、

³ 相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者へのシフトの影響もあるが、春頃に前年比プラスの月が見られた一般労働者(正社員)の所定内給与は6月以降、マイナスないしは横ばい、パートタイム労働者は5月を除いてマイナスが続いており、マクロ的に見れば基本給は上昇していない。

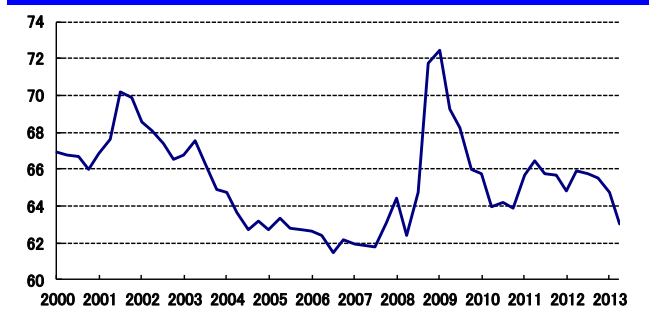
企業においては賃上げの機運が高まりつつあり⁴、労働側の要求水準も高まる見込みである⁵。さらに、給与支払額を増加させた企業に対する減税も強化⁶されることも賃金上昇の追い風となる。そのため、来春闘において久方ぶりの賃上げ（ベースアップ）が実現され、消費税率引き上げの影響をある程度緩和し、消費性向の引き上げにつながる将来期待所得の上昇も相俟って個人消費が底堅く推移する可能性は徐々に高まっていると考えられる。

勤労者の平均賃金の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIG DATA

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所)CEIG DATA

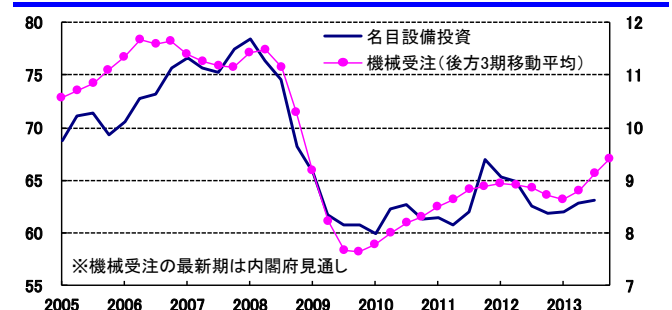
早期デフレ脱却には輸出と設備投資の力強い拡大が必要

ただし、仮に賃金の上昇が実現したとしても、駆け込み需要の反動落ちが下押し圧力となるであろう。2014年度中は、個人消費に景気の牽引役を期待できるほどの増勢は見込めない。そうした中で、日本経済が持続的な回復によってデフレから完全に脱却し、2015年10月に予定されている消費税率の再引き上げに耐えられるほどの状態に至るためには、輸出が増勢を維持し、民間企業の設備投資が本格的に回復するかどうかが重要である。

輸出については、米国や中国、ASEAN など主要輸出先の景気が持ち直すことに加え、為替相場が米国の量的金融緩和縮小に伴って円安傾向が見込まれることが追い風となり、拡大基調が続くと考えられる。ただ、注目すべきは、その増勢の強さであろう。幅広い業種で海外生産シフトが進んでいることのほか、これまでの設備投資の抑制により国内の生産余力が低下している分野もあるため、輸出にかつてのような景気拡大を主導するほどの増勢は期待できないと考えられる。

その意味でも重要な設備投資の行方であるが、まず、最近の動向を確認すると、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%、7～9月期も4.3%と2四半期連続で増加している。また、10～12月期の見通し（内閣府）は前期比▲2.1%とマイナスに転じているが、設備投資のトレンドと概ね一致する3期平均で見れば10～12月期も増加傾向を維持しており、設備投資が当面は拡大傾

機械受注と設備投資(季節調整値、兆円)



(出所)CEIG DATA

⁴ 日経新聞によると、経団連の宮原副会長は、11月22日、復興特別税が前倒しで廃止されることを条件に、賃上げに前向きに対応する考えを示した。

⁵ 時事通信によると、連合は2014年春闘にあたり1%以上のペアを要求する方針。最終的には12月3日の中央委員会で方針が決定される見込み。

⁶ 給与総額を2%以上増加させた企業に対して、給与増加分の10%を減税する方針。当初の対象は5%以上であったが、条件を緩和し、さらに2015年度までであった期限は2年間延長される見込み。

向を維持する可能性を示唆している。業種別に見ると、回復が先行した非製造業は4～6月期に前期比12.5%と大幅に増加した後、7～9月期は▲4.1%、10～12月期の見通しは▲3.5%と頭打ち感がある。一方で、製造業は4～6月期の前期比5.6%から7～9月期は9.8%へ増勢が加速、10～12月期の見通しも0.6%と小幅ながら増勢を維持、機械受注全体の回復基調を支えている。

今後についても、2014年度は個人消費が伸び悩むため、海外景気回復や円安傾向を背景に業績好調が見込まれる輸出産業を中心とする製造業に設備投資拡大の牽引役を期待したいところである。しかしながら、わずか1～2年程度の円高修正ないしは円安傾向によって、海外生産シフトの流れが変わるものではない。また、人口減などを背景に国内市場の縮小が見込まれるなかで、生産能力を増強するための投資が活発化するとも考えにくい。

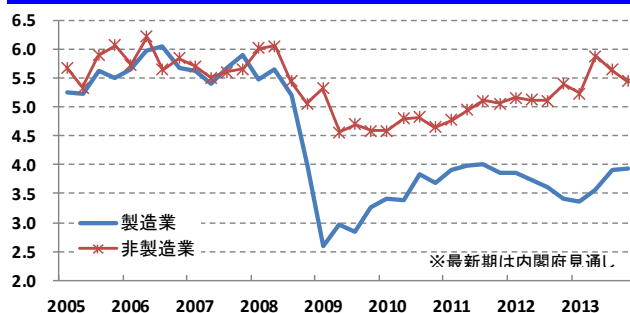
そのため、企業の投資判断が現状のままであれば、製造業主導で設備投資が力強く拡大する姿は描けない。安倍政権の成長戦略により、企業の投資意欲が刺激されるかどうか注目される。

2014年度はゼロ成長、2015年度は持ち直す

以上を踏まえると、2014年度の日本経済は、消費税率の引き上げや駆け込み需要の反動により個人消費や住宅投資が落ち込むため、前半は低迷が見込まれる。しかしながら、政府の景気下支え策によって公共投資は高水準を維持、輸出は海外景気の拡大や円安により拡大を続け、設備投資も緩やかながら回復に向かうため、景気腰折れには至らない。後半には賃金の上昇を背景に個人消費が底堅さを取り戻すことで景気は徐々に持ち直し、2014年度通年の実質GDP成長率は前年比0.5%とプラス成長を維持しよう。ただし、成長ペースが潜在成長率を下回るため、デフレからの脱却には至らない。2015年度は、2014年度後半に見られた景気回復の動きが継続し、実質GDP成長率は1%程度まで高まろう。デフレから脱却し、消費税率

の再引き上げが可能な状況となるかどうかは、企業が設備投資をどの程度を積極化させ、輸出の拡大に波及するかがカギを握るとみられ、今回の成長戦略がその一助となることが期待される。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)CEIC DATA

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	2.8	0.5	1.3
国内需要	1.3	2.0	2.7	▲0.2	1.1
民間需要	1.4	1.2	2.3	▲0.6	1.4
個人消費	1.6	1.6	2.3	▲1.5	1.0
住宅投資	3.7	5.3	6.3	▲5.2	3.5
設備投資	4.0	▲1.3	0.7	4.0	2.7
在庫投資(寄与度)	(▲0.4)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.4	2.1	1.7	1.4	1.2
公共投資	▲2.7	14.9	14.0	0.3	▲3.6
純輸出(寄与度)	(▲0.9)	(▲0.7)	(0.1)	(0.7)	(0.3)
輸出	▲1.6	▲1.2	4.6	5.5	3.7
輸入	5.3	3.9	4.3	1.3	2.3
名目GDP	▲1.4	0.3	2.3	2.6	2.5
実質GDP(暦年ベース)	▲0.6	1.9	1.8	1.6	1.1
鉱工業生産	▲1.1	▲2.6	3.1	1.9	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	0.7	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。