

日本経済情報

2013年12月号

Summary

【内容】

1. 日本経済の回顧と展望

- (1) 2013年の回顧
- (2) 日本経済が抱える課題
- (3) 2014年の展望

2. 経済動向分析

- (1) 7～9月期のGDP成長率は鈍化
- (2) 輸出は回復へ向かうも伸びは緩慢
- (3) 鉱工業生産は緩やかな増勢
- (4) 企業景況感の回復に広がり
- (5) 製造業の設備投資には期待できない
- (6) 雇用環境は改善継続
- (7) 個人消費は再加速の見込み
- (8) 公共投資はピークアウトへ向かう
- (9) 11月に全国CPIは1%超えの見込み

巻末: 主要経済指標

日本経済の2013年は回復の一年だった。景気回復をもたらした原動力は「長期に渡るデフレと景気低迷からの脱却」との目標達成を目指し安倍政権が推進した「アベノミクス」である。

アベノミクスの三本の矢のうち、景気回復に最も貢献したのは、第一の矢の「大胆な金融政策」である。金融緩和を織り込んで円安が進み、更にその円安による輸出企業の採算改善を先取りし、2013年初から株高が進んだことから、資産効果などを通じて消費者マインドが改善、個人消費や住宅投資の回復に繋がった。そうした個人消費の回復により非製造業の業績が好転し、株高や雇用情勢の持ち直しを通じて、再び個人消費の回復へ寄与するという好循環が生じている。アベノミクスが目指すデフレからの脱却も、2013年に進展を見せた。円安や国際商品市況の上昇による食料やエネルギーの価格上昇を除いても、CPI上昇率がプラス圏へ転じ、デフレ脱却へ向けた動きが広がっている。

日本経済は回復へ転じ、デフレ脱却も視野に入りつつあるが、二つの大きな重石が残ったままである。一つは、製造業の海外移転加速による輸出と製造業の設備投資の回復の遅れである。円安による輸出採算の向上と海外現地法人の好調による収益還流で、製造業の業績は改善した。しかし、海外需要を取り込む役割が輸出から海外現地生産へ移りつつあるため、設備投資や雇用など国内経済への波及効果は細ってしまっている。成長戦略の実施などにより、国内のビジネス環境を早期に整え、波及効果を取り戻す必要がある。

もう一つは、賃金上昇の遅れである。現在の実質賃金の目減りはデフレ脱却への過度期の動きとして已むを得ないが、持続的ではない。早期に、インフレ率の上昇と整合的なかたちでの賃金上昇を実現しなければ、景気回復が頓挫しかねない。

2014年の日本経済は、消費税率引き上げによる増税がもたらす可処分所得の実質目減りに加え、二つの重石を抱えたままの飛行を余儀なくされる。そのため、成長率は2013年度の2.6%が2014年に0.5%へ低下する見込みである。2015年度は成長率が1.3%へ高まると考えているが、経済動向が成長戦略の実施や賃上げの行方に大きく依存していることは言うまでもない。

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. 日本経済の回顧と展望

(1) 2013年の回顧

日本経済の2013年は回復の一年だった。2012年4月を山として軽微な景気後退局面を迎えた日本経済は、2012年終盤に景気後退から脱し、2013年を通じて回復を続けた。景気動向を示す景気動向指数は2012年11月をボトムとして、2013年は緩やかな上昇を辿った。50%を上回れば景気拡張を示すヒストリカルDI（当社試算値）も2012年12月以降は50%を明確に上回っている。

実質GDP成長率は2012年4～6月期と7～9月期にマイナスを余儀なくされた後、景気回復を受けて2012年10～12月期に前期比年率0.6%とプラスへ転じ、2013年前半は1～3月期4.5%、4～6月期3.6%と4%程度の高成長を確保した。7～9月期は1.1%へ減速したものの、年前半の高成長の反動に過ぎない。実際、景気動向と相関性が高い日銀短観の全規模・全産業の業況判断DI（良い - 悪い）は9月調査の2が12月調査で8へ大幅に上昇、リーマンショック前の水準に並び、景気回復の継続を示している。

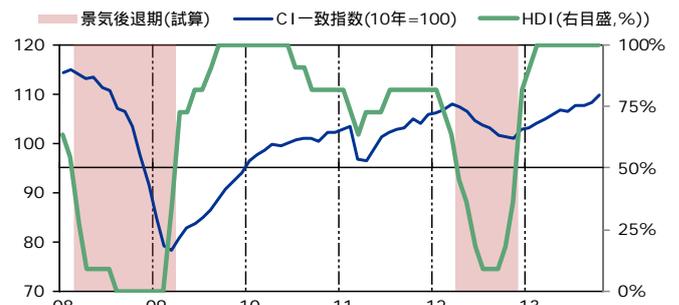
回復の原動力はアベノミクス

景気回復をもたらした最大の原動力は「長期に渡るデフレと景気低迷からの脱却」との目標達成を目指し安倍政権が推進した「アベノミクス」である。アベノミクスは目標達成のために「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」という三本の矢を掲げた。

第一の矢の金融緩和による円高修正が株高をもたらす

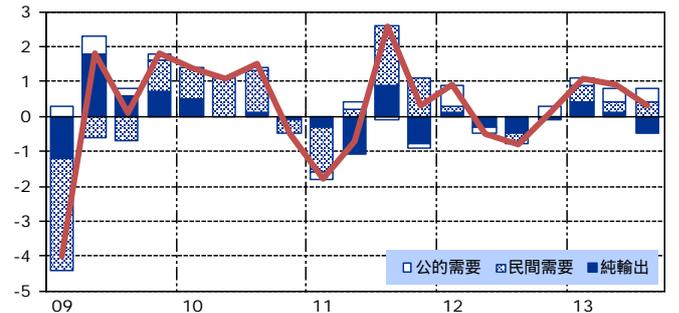
三本の矢のうち、2013年に景気低迷からの脱却に最も貢献したのは、第一の矢の「大胆な金融政策」である。金融緩和の実施を織り込むかたちで、ドル円相場では、2012年末の80円台から2013年4月初めの100円程度へ急ピッチで円高修正が進んだ。2013年3月に就任した黒田日銀総裁は「大胆な金融政策」に対する期待を裏切らず、就任直後の4月の金融政策決定会合において、2年で2%のインフレ目標の達成を掲げ、通貨供給量（マネタリーベース）を2年で2倍にする「次元の違う金

CI一致指数とヒストリカルDI試算値



(出所) 内閣府資料等により伊藤忠経済研究所作成

GDP成長率の四半期推移（前期比、%、%Pt）



(出所) 内閣府

全規模全産業の業況判断DI（良い - 悪い、%Pt）



(出所) 日本銀行

ドル円相場の推移（円/ドル）



(出所) Bloomberg

融緩和」を開始した。その結果、ドル円で 100 円近辺の為替水準が 2013 年は継続している。また、長期金利は「次元の違う金融緩和」の実施直後こそ乱高下したが、その後は低水準が続き、資金調達コストの低下に寄与している。

円安による輸出企業の採算改善を先取りし、2013 年初から株高が進んだことから、資産効果などを通じて消費者マインドが改善し、個人消費や住宅投資の回復に繋がった。そうした個人消費の回復により非製造業の業績が好転し、株高や雇用情勢の持ち直しを通じて、再び個人消費の回復へ寄与するという好循環が生じている。

第二の矢による公共投資の拡大も日本経済を下支え

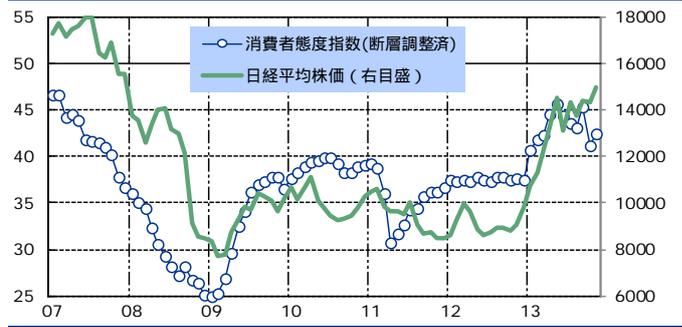
財政規律に対する取り組みに十分な前進が見られない点には当然留意すべきだが、第二の矢である「機動的な財政政策」は、2012 年度補正予算の執行による公共投資の拡大などを通じ、2013 年の日本経済の回復に寄与した。公共投資は 2013 年 7~9 月期までの一年間に 19.0%も増加し、日本経済の成長率を 0.8%Pt 押し上げた。2013 年 7~9 月期の日本経済は前年比 2.4%成長したが、実にその 3 分の 1 が公共投資に直接的な押し上げによるものである。

デフレ脱却へ向けた動き

アベノミクスが目指すデフレからの脱却も、2013 年に大きな進展を見せた。家計が直面するインフレ率である消費者物価上昇率（除く生鮮食品、以下 CPI 上昇率）は 2012 年 12 月の前年比 0.1%が 2013 年 10 月には 0.9%と明確なプラス圏へ上昇した。上昇の主因は、円安や国際商品市況の上昇を受けたエネルギーや食料価格の高まりである。しかし、そうした食料やエネルギーを除いたベースで見ても、CPI 上昇率は 0.3%（2012 年 12 月 0.6%）とプラス圏へ転じており、デフレ脱却へ向けた動きが広がっている。

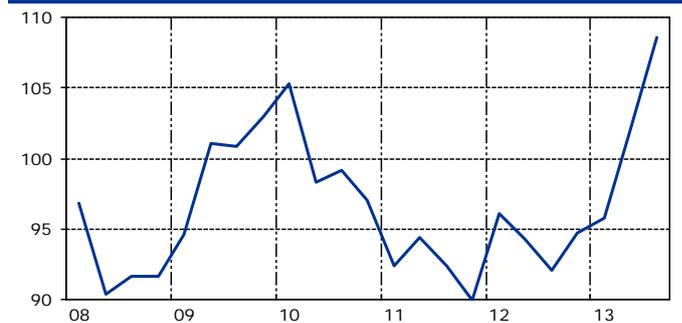
こうしたインフレ率の上昇には、家計や企業といった経済主体が考える期待インフレ率の上昇も影響している。日本銀行によるインフレ目標の設定とそれを実現するための「次元の違う金融緩和」の実施が経済主体の期待インフレ率にフォワード

消費者マインドと日経平均株価



(出所) Bloomberg, 内閣府

公共投資の推移 (2010年=100)



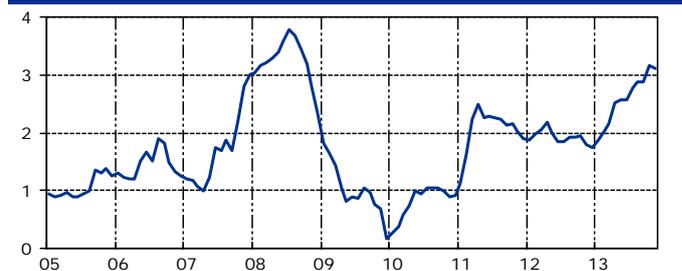
(出所) 内閣府

消費者物価指数の推移 (前年比、%)



(出所) 総務省

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

ルッキングに影響を及ぼしたほか、円安などを受けて生じた現実のインフレ率の上昇も経済主体にインフレを認識させ、バックワードルッキングに期待インフレ率を押し上げたと考えられる。こうした期待インフレ率の上昇により、企業による値上げを家計が受け入れる素地が整い、日本経済のデフレ脱却が近づいている。

(2) 日本経済が抱える課題

製造業の海外移転の加速

2013年の日本経済は回復傾向を辿ったが、2014年へ向けて、大きな課題が残されている。その一つは、製造業の海外移転による輸出と製造業の設備投資の回復の遅れである。

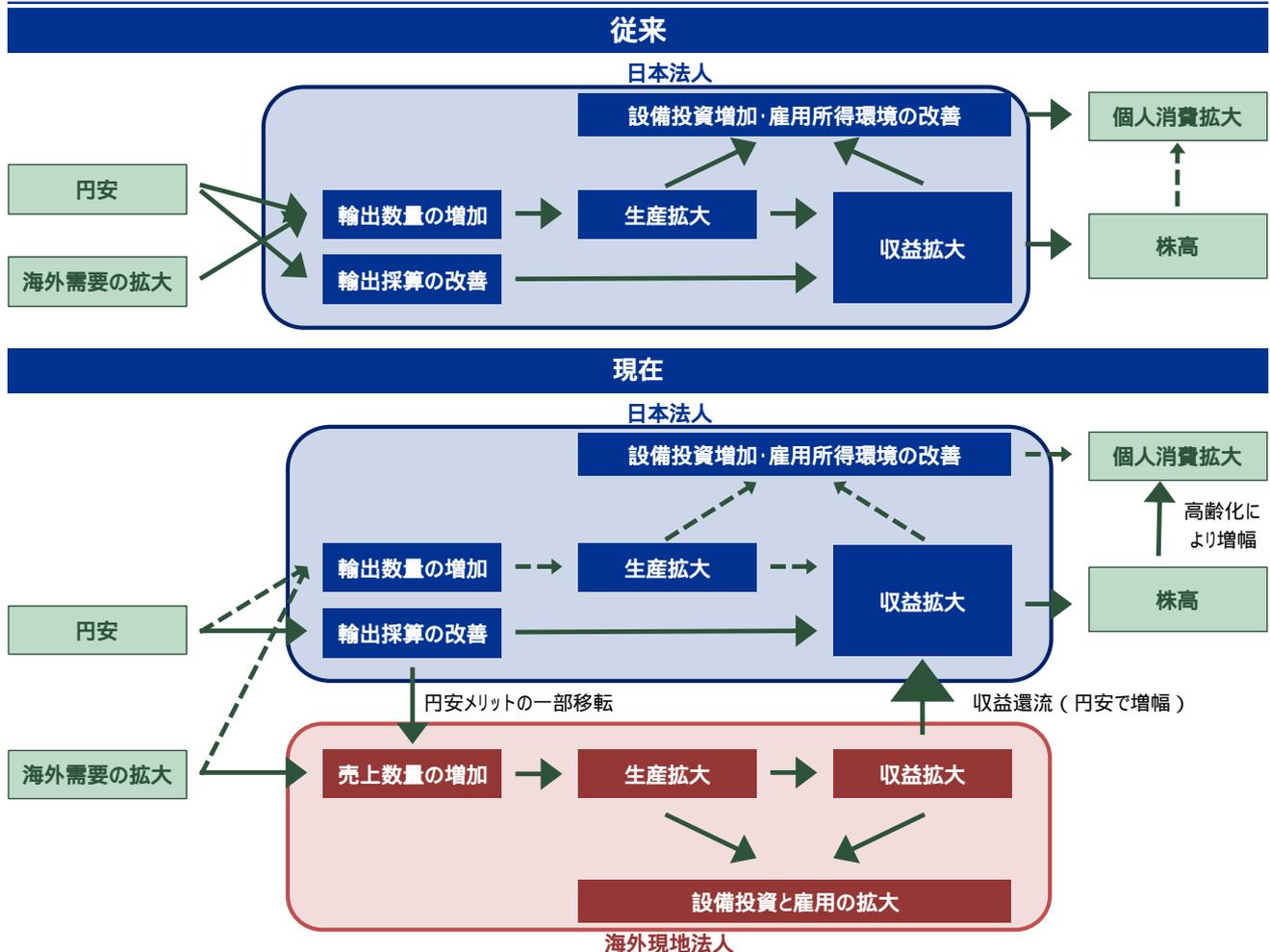
2013年に製造業の業績は大幅に改善したが、それは円安による輸出採算の向上と海外現地法人の好調による収益還流に依拠するところが大きい。一方、海外需要を取り込む役割が、国内生産による輸出から海外現地生産へ移行する下で、日本からの実質輸出（輸出数量）は2013年に拡大して

実質輸出の推移（兆円、季調値、2010年基準）



（出所）財務省、日本銀行

製造業を取り巻く構図



（資料）伊藤忠経済研究所作成

いない。海外現地法人を通じて海外需要を取り込み、連結か単体かを問わず製造業の収益は拡大しているが、その一方で、賃金水準や税負担などの内外における事業環境の格差や輸出における為替リスク、人口減少に伴う国内市場の縮小などを踏まえ、国内製造業部門は縮小傾向に歯止めがかかったとは言えない状況にある。

従来、円安は国内製造業の輸出採算の改善と輸出数量の増加という二つの経路を通じて、企業収益の拡大に繋がっていた。そこに、海外需要の拡大も加わり、輸出数量つまり国内生産の増加と企業収益の拡大が相俟って、設備投資の増加や雇用所得環境の改善をもたらすという構図であった。

しかし、現在は、円安や海外需要の拡大が国内経済へ波及する経路のうち、輸出及び国内生産の増加を通じた経路が弱まっている。替わって、輸出採算の改善や海外現地法人の収益還流による企業収益の拡大が株高をもたらし、その株高による資産効果を通じて個人消費などの国内需要が刺激されるという経路に大きく依存している。高齢化が進む中で、株高の影響を受けやすい資産構成である高齢者が個人消費に占めるシェアが増し、株高が資産効果を通じて個人消費を刺激する効果も強まっていると考えられる。しかし、その一方で、輸出数量は増えず、製造業の国内生産も増加しないため、製造業による設備投資は拡大せず、雇用需要も生まれない¹。

現時点では、海外現地法人を含めた日本企業全体として海外需要の取り込みに成功し、それが株高を通じて国内に一定の恩恵をもたらしている。しかし、現地化が更に進めば、日本との関わりが薄れるため日本への収益還流も細り、いずれは本社が日本を離れる可能性も否定はできない。

こうした課題に対応するためには、ビジネス条件において海外と劣後する部分を改善し、また資本や労働の移動をスムーズとすることで、新しい分野のビジネスが生まれる環境を整えていく必要がある。

安倍政権が掲げた第三の矢の「民間投資を喚起する成長戦略」には、そうした発想が盛り込まれており、その目指す理念に沿って早期に具体化されれば、日本の製造業の空洞化を防ぐ効果を期待できる。しかし、その動きは速いとは言えず、当初掲げた理念からの後退も見られる。

賃金上昇が必要

もう一つの日本経済が抱える課題は、賃金上昇である。最新データである2013年10月の平均賃金（現金給与総額）は前年比0.1%（9月0.2%）と4か月ぶりのプラスへ転じた。しかし、プラス転化は所定外給与が5.4%（9月3.6%）と伸びを高めた影響が大きく、賃金動向を考える上で最も重要な所定内給与は0.4%（9月0.6%）と下落したままである。平均賃金に対しては、パートタイム比率上昇（相対的に賃金水準の低いパートタム

現金給与と総額の推移：全労働者（前年比、%）



(出所)厚生労働省

就業形態別の賃金動向（前年比、%）

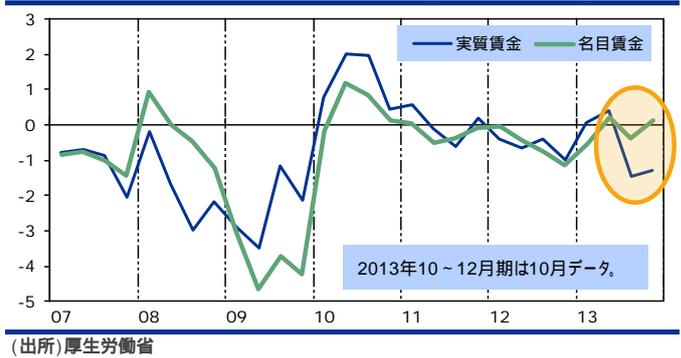


(出所)厚生労働省

¹ この部分に関する議論の詳細は12月16日付 Economic Monitor 「日本の製造業に生じた構造変化」を参照。

労働者の増加)による押し下げ圧力が働いている。そこで、労働形態別に見ると、一般労働者(フルタイム労働者)の所定内賃金は9月まで2ヶ月連続で横這いの後、10月は0.1%と再び下落しており、やはり賃金上昇の動きは見られない。非製造業部門における労働需給のタイト化等を反映し、パートタイム労働者の時間当たり賃金は15ヶ月連続の前年比プラスと上昇傾向にあるが、一般労働者へは未だ波及していない。

名目賃金と実質賃金の推移(前年比、%)



長きに渡るデフレの経験から、企業は賃上げに対して極めて慎重である。2013年は企業収益が増加する一方、非製造業を中心に雇用情勢は需給がタイト化しつつある。更に、インフレ率は上昇し実質賃金が目減りしている。それにも関わらず、マクロ的な観点では賃金上昇の動きが未だ見られない。

既に見たように、製造業を起点とする景気拡大の動きが限定的なものにとどまったにも関わらず、2013年の日本経済が回復の動きを辿ったのは、株高の貢献もあるが、非製造業において個人消費の拡大と雇用環境の改善が相互に作用し合う好循環が機能したためである。しかし、賃金上昇が進まなければ、好循環は途絶えてしまう。

賃金上昇に先行してのインフレ率の上昇は、最優先課題であるデフレ脱却に向けた過度期の動きとして已むを得ないものである。しかし、賃金が上昇していない下でのインフレ率の上昇は実質賃金を目減りさせ国民生活を圧迫するため、持続的ではない。特に2013年後半は実質賃金の下落が急ピッチで進んだ。2014年以降は、インフレ率の上昇と整合的なかたちでの賃金上昇を、早いタイミングで実現していく必要がある。逆に、賃金の上昇が遅れる場合には、日本経済の回復が持続困難となる可能性も否定はできないだろう。

(3)2014年の展望

2014年の日本経済は、消費税率引き上げによる増税に直面する。5%から8%への3%Ptの消費税率引き上げは平年度ベースで8兆円強の増税を意味する²。消費税率の引き上げにより、消費者物価指数上昇率は2.1%Pt程度押し上げられると考えられるため、賃金上昇率がゼロであれば4月から2.1%も可処分所得は目減りする。当社では、日本経済が、消費税率引き上げ前の駆け込み需要駆け込み需要などにより2014年1~3月期に前期比年率6.6%の高成長を記録した後、駆け込み需要の反動減や可処分所得の実質目減りを受けて4~6月期に7.2%の大幅なマイナス成長を余儀なくされると考えている。7~9月期にはプラス成長へ復帰し、2四半期連続のマイナス成長による景気後退局面入り³こそ回避するものの、7~9月期以降も成長ペースは大きくは高まらないだろう。

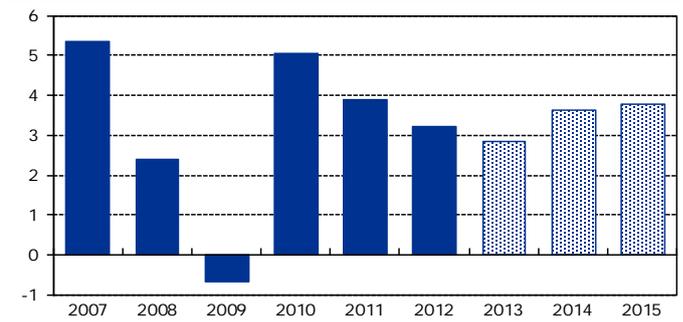
成長ペースが緩慢なものにとどまると予想する第一の要因は、輸出や製造業の設備投資の回復が緩慢な状況が続くためである。2014年に海外経済の成長ペースは加速が見込まれる。また、米国経済が底堅さを示す中、Fedは金融緩和の縮小を進め、為替相場はドル高円安基調で推移すると考えられる。

² 初年度の税込増加は5.1兆円。

³ 簡易基準。なお、日本において景気循環は景気動向指数研究会が決定する。

しかし、本稿において言及したように海外現地生産が拡大する下で、輸出は増加基調こそ迎えるものの、日本経済に対し従来ほどの大きな貢献を期待はできない。輸出や生産の拡大が緩慢な状況では、製造業の設備投資も回復は緩やかとならざるを得ない。いずれも、2013年までに比べれば2014年に伸びを高めるものの、増勢の大幅な加速までは見込めない。なお、成長戦略は中長期的に日本経済の成長率を押し上げるものであり、たとえ迅速に実施に移されても、2014年時点では大きな効果は期待できない。

世界経済成長率の見通し (%)

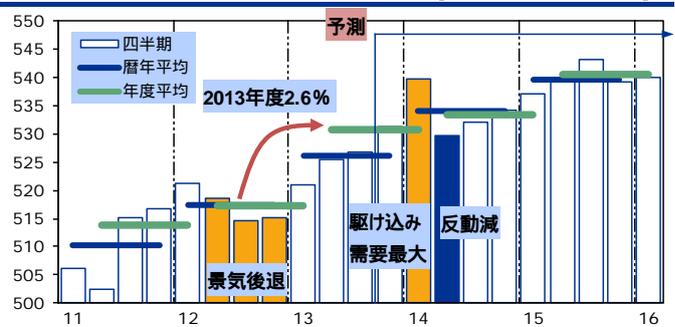


(出所) IMF、伊藤忠経済研究所

もう一つの要因は、賃金上昇が緩慢なペースでしか進まないと考えられる点である。長期に渡るデフレにより染み付いた企業の賃金引き上げに対する否定的な姿勢は、一朝一夕では変わるものではない。名目賃金上昇率は2013年度0.1%が2014年度に0.2%、2015年度は0.9%、所定内給与は2013年度0.5%、2014年度0.2%、2015年度0.6%とごく緩やかなペースでしか高まらなると予想している。こうした賃金の上昇ペースは、特に2014年度に関しては、消費税率の引き上げを含めたインフレ率の上昇(当社予想2.9%、詳細は後述)は言うまでもなく、消費税率引き上げの影響を除いたベースでのインフレ率の上昇(同0.8%)にさえ届かず、実質賃金は目減りが続くと考えられる。

以上を踏まえ、当社では日本経済の成長率を2013年度2.6%、2014年度0.5%、2015年度1.3%と予想する。2014年度の低成長は、言うまでもなく消費税率引き上げ後の需要落ち込みが主因であるが、上述の構造的な要因も影響している。なお、暦年ベースの予想は2013年1.7%、2014年1.5%、2015年1.1%となる。年度ベースでは、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が2013年度に、その後の反動減は2014年度と年度が分かれるが、暦年ベースでは共に2014年に含まれるため、年度ベースのような成長率の大きなアップダウンが生じない。

日本の実質GDP推移のイメージ図(兆円、軸は暦年)



(出所)内閣府

インフレ率は、2014年以降も上昇基調が継続する見込みである。しかし、消費税率引き上げ後に日本経済の回復ペースが大きくは高まらず、また既に述べた賃金動向や家賃の下落継続が示す日本経済の構造的なデフレ体質の払拭には時間を要するため、日本銀行が掲げる2年で2%のインフレ率の達成は困難と考えられる。当社では、生鮮食品を除くCPI上昇率を2013年度0.8%、2014年度2.9%、2015年度1.7%、消費税率引き上げの影響を除いたベースでは2014年度0.8%、2015年度1.0%と予想している。なお、食料とエネルギーを除くCPI上昇率の予想は2013年度0.2%、2014年度2.4%、2015年度1.7%、消費税率引き上げの影響を除いたベースでは2014年度0.6%、2015年度1.0%である。

消費税率引き上げ後の日本経済の(日本銀行想定を上回る)落ち込みや賃金上昇の鈍さなどを踏まえ、日本銀行は2年で2%のインフレ目標との整合性を維持するために、追加金融緩和へ動くと考えられ

る。金融政策の波及ラグから出来るだけ早期の対応が求められるが、消費税率引き上げ後の経済動向の見極めが必要なため、追加緩和の実施は2014年6月もしくは7月の金融政策決定会合となる可能性が高いだろう。追加緩和手段としては、リスク資産の買入増額やフォワードガイダンスの明確化などが考えられる。

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	0.7	2.6	0.5	1.3
国内需要	1.3	1.5	2.6	0.2	1.1
民間需要	1.6	1.5	2.1	0.7	1.3
個人消費	1.3	1.5	2.6	1.6	1.0
住宅投資	3.2	5.3	6.1	5.2	3.5
設備投資	4.8	0.7	0.2	3.9	2.7
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.2	1.5	2.1	1.4	1.2
公共投資	3.2	1.3	13.3	0.3	3.6
純輸出(寄与度)	(1.0)	(0.8)	(0.1)	(0.7)	(0.3)
輸出	1.6	1.2	4.5	5.5	3.7
輸入	5.3	3.8	4.3	1.3	2.3
名目GDP	1.4	0.2	2.1	2.6	2.5
実質GDP(暦年ベース)	0.5	1.4	1.7	1.5	1.1
鉱工業生産	1.1	2.6	2.9	1.7	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	0.8	2.9	1.7
消費者物価(除く食・工)	0.8	0.6	0.2	2.4	1.7
名目賃金上昇率	0.3	0.7	0.1	0.2	0.9

(資料)内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省、国土交通省等より当社作成。

2. 経済動向分析

(1) 7～9月期の GDP 成長率は鈍化

2013年7～9月期の実質 GDP 成長率は一次推計値の前期比 0.5%・年率 1.9%が二次推計値で前期比 0.3%・年率 1.1%へ下方修正された。2013 年前半に 1～3 月期年率 4.5%、4～6 月期 3.6%と極めて高い成長を記録した反動もあり、7～9 月期の日本経済は減速を余儀なくされている。減速の主因は、個人消費であり、7～9 月期は前期比 0.1%（4～6 月期 0.7%）とほぼ横ばいにとどまっている。また、新興国向けを中心に輸出が弱含み、設備投資は低迷が続いた。一方、2012 年度補正予算の執行進捗により公共投資が大幅に増加したほか、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を睨んだ在庫積み増しにより在庫投資も膨らみ、民間最終需要や外需の低迷をある程度緩和した。

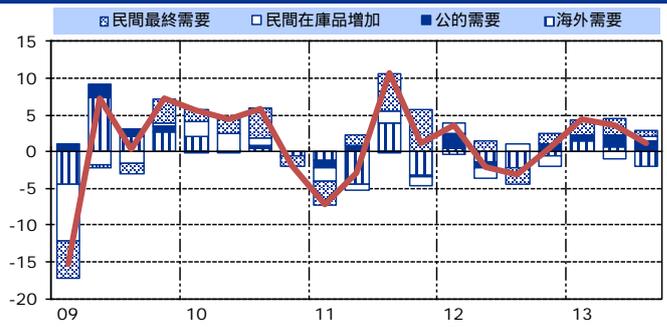
(2) 輸出は回復へ向かうも伸びは緩慢

GDP ベースの輸出は、新興国向け輸出の落ち込みなどを受けて、7～9 月期に前期比 0.6%（4～6 月期 2.9%）と減少に転じたが、10～12 月期は多少持ち直すと考えられる。BB レシオの改善や各国の PMI 指数などが示唆するように IT・デジタル分野を中心として、世界的に製造業循環は上向きつつあり、また機械受注・外需の復調が示すように日本製の資本財に対する需要も回復しているためである。実際、10月の輸出は、物価変動を控除して当社が試算している実質ベースで前月比 1.7%と増加した。しかし、海外への生産移転が継続する中で、輸出の回復ペースが力強さを欠く状況は変わらない。一方、輸入は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を睨み高水準が続くと見込まれ、10～12 月期の純輸出（輸出 - 輸入）は 7～9 月期対比で小幅改善もしくは横ばいとなり、実質 GDP 成長率に対する寄与度はゼロ近傍と想定される。なお、円安による輸入価格の上昇により輸入額が膨らむため、名目の貿易収支は 10～12 月期に赤字幅が拡大する見込みである。

(3) 鉱工業生産は緩やかな増勢

鉱工業生産は 7～9 月期に前期比 1.7%と 3 四半期連続で拡大した後、10月に前月比 1.0%(9月 1.3%)

GDP成長率の四半期推移（前期比年率、%、%Pt）



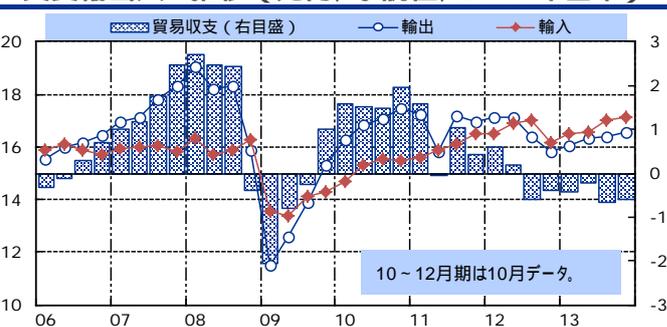
(出所) 内閣府

日米の半導体BBレシオ（倍）



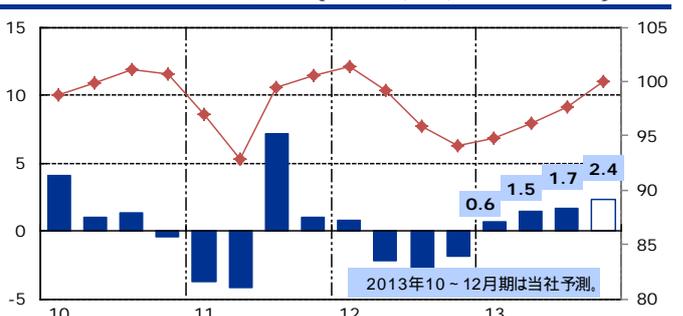
(出所) CEIC Data

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

鉱工業生産の推移と予測（前期比、%、2010=100）



(出所) 経済産業省

と2ヶ月連続で増加し、拡大基調を維持している。しかし、輸出の回復が緩やかにとどまる下で、鉱工業生産の増勢も緩慢とならざるを得ない。なお、7~9月期には、新興国向け輸出が予想を上回る落ち込みを示したため、軽微な在庫調整が生じ、生産の増勢を削いだ。

輸出の増勢加速を受けて、10~12月期に鉱工業生産の伸びも前期比2%台半ばへ加速する見込みである。しかし、それでも10~12月期の指数水準は100.6(2010年平均=100)とリーマンショック前のピークである116.8は言うまでもなく、2012年1~3月期の101.3にも届かない。

(4) 企業景況感の回復に広がり

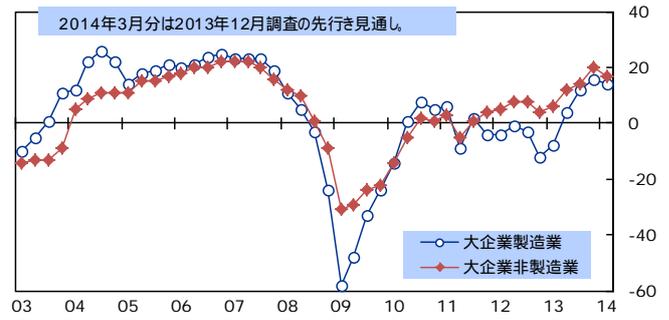
輸出の緩慢な回復などが響き、売上高は伸びていないものの、円安による採算改善などを受け、上場企業に概ね相当する法人企業統計の大企業製造業の経常利益は7~9月期に前年比64.8%(4~6月期78.1%)と大幅に増加した。また、個人消費や住宅投資、公共投資など内需の拡大により非製造業の経常利益も7.9%(4~6月期32.7%)と拡大基調を維持している。

こうした業績の改善を映じて、12月調査の日銀短観では企業の景況感を示す業況判断DI(良い-悪い、現状)が、大企業製造業で前回9月調査の12から16へ、非製造業では14から20へ大幅に改善した。また、中小企業の業況判断DIも製造業が2007年以来、非製造業は1992年以来のプラス圏へ転じるなど、回復の動きに広がりが見られる。消費税率引き上げ後の需要動向に対する懸念を受けて、先行き判断は低下したものの、企業部門は回復基調を辿っていると判断できる。

(5) 製造業の設備投資には期待できない

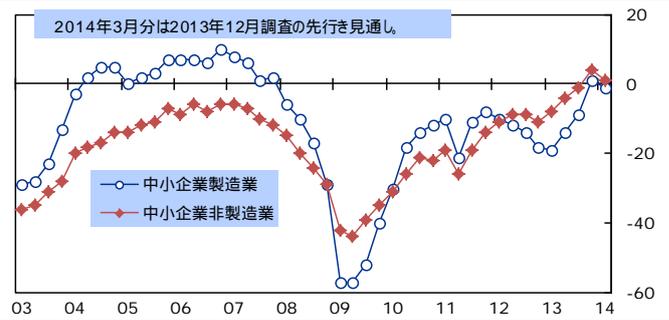
GDPベースの設備投資は2012年7~9月期から2013年1~3月期に3四半期連続で減少した後、4~6月期に前期比0.9%と増加に転じた。しかし、7~9月期は横ばいにとどまり、均して見れば設備投資は底這い推移が続いている。機械投資の先行指標である機械受注が2013年1~3月期から持ち直しているため、設備投資が再び大きく落ち込むとは考えにくい。精彩を欠く状況にあることは間違いない。

大企業の業況判断DI (%Pt, 良い-悪い)



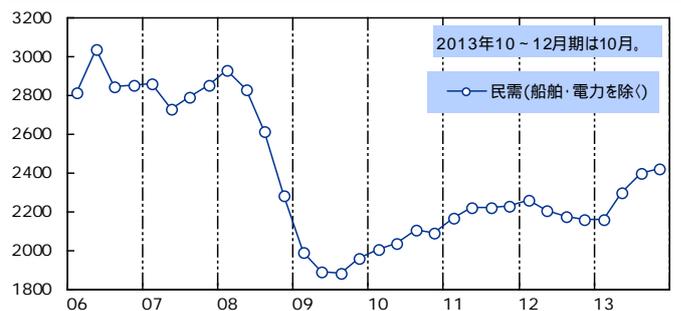
(出所) 日本銀行

中小企業の業況判断DI (%Pt, 良い-悪い)



(出所) 日本銀行

機械受注・民需の推移 (10億円)



(出所) 内閣府

生産営業用設備判断DI(大企業、過剰-不足、%Pt)



(出所) 日本銀行

法人企業統計の業種別の設備投資動向を見ると、非製造業が堅調の一方、製造業は低調であり、現在の設備投資の低迷は、企業部門全体の低迷ではなく製造業の落ち込みによるものと言える。実際、日銀短観の生産・営業用設備判断 DI によれば、非製造業が設備不足の一方、製造業では過剰なままである。こうした製造業の設備投資低迷の背景の一つに、国内生産から海外現地生産へのシフトがある。消費税率引き上げ後の需要動向を見極めた後は、製造業でも多少の投資加速があると見込まれるが、現地生産シフトが続く下では大幅な加速は期待できない。

(6) 雇用環境は改善継続

12月短観の雇用・人員判断 DI (過剰 - 不足、全産業) は製造業が 1 と未だ過剰超にとどまる一方、非製造業が 16 と大幅な不足超を示した。製造業では未だ労働需給は緩和的だが、非製造業を中心に、日本経済全体としては労働需給が逼迫しつつある。こうした労働需給のタイト化を反映し、雇業者数及び就業者数は増加基調にあるが、2013年に入り失業率は 4% 前後で低下が足踏みした。これは、求人状況の改善を受けて、労働市場への参加度合いが高まり、2013年に入り、労働力率(労働力人口/生産年齢人口)が上昇傾向にあるためである。労働力率は、直近 2013年 10月データで 59.5% と 2011年 3月以来の水準に達している。高齢化の影響により、労働力率の低い高齢者の比率が高まるため、日本の労働力率には構造的に押し下げ圧力が働いている。しかし、足元では、労働市場への参加意欲の高まりによる景気循環的な要因が構造的な押し下げ圧力を上回り、労働力率を押し上げていると考えられる。

(7) 個人消費は再加速の見込み

GDP ベースの個人消費は 2013年 1~3月期に前期比 1.0%、4~6月期に 0.7% と極めて高い伸びを示した後、7~9月期は 0.2% へ減速した。10月も衣料品を中心に振るわず、GDP ベースの個人消費動向と概ね同様の方法で内閣府が試算している月次消費総合指数は 10月に前月比 0.2% と低下、10月の水準は 7~9月期を 0.3% 上回るにとどまる。

しかし、11月は乗用車販売が前月比 7.4% (10月 1.1%、当社季節調整値) と大幅に増加し、10

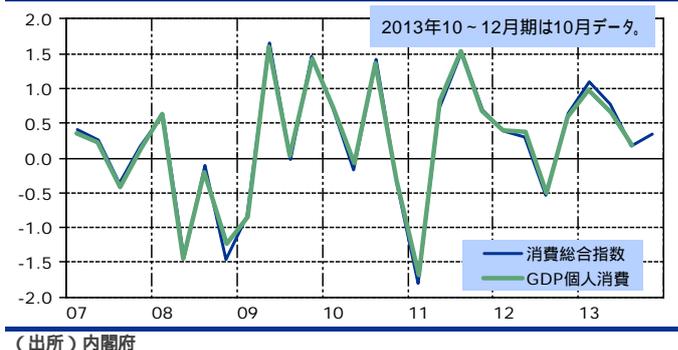
雇用人員判断DI (全規模、過剰-不足、% Pt)



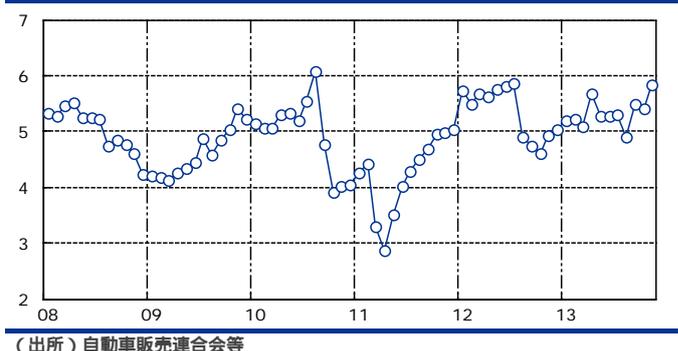
労働力率と完全失業率 (%)



GDPベースの個人消費と消費総合指数 (前期比、%)



新車販売台数の推移 (月次、年率、百万台)



月に低調だった衣料品を中心に百貨店販売も持ち直している模様である。11月以降は、個人消費の増勢が強まっていると判断できる。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の動きもあり、2013年度後半に個人消費は高い伸びを示すと見込まれる。

(8) 公共投資はピークアウトへ向かう

GDPベースの公共投資は2012年度補正予算の執行進捗により、4~6月期前期比6.3%、7~9月期6.5%と2四半期連続で極めて高い伸びを示した。先行指標である公共工事請負額や機械受注の官公需が7~9月期まで高水準を維持した後、10~12月期に入り減少している点を踏まえれば、公共投資は10~12月期も高水準が続くものの、2014年1~3月期には減少へ転じる見込みである。2014年4~6月期も減少を続けた後、2013年度補正予算に盛り込まれる予定の景気対策により7~9月期から再び増加する可能性が高い。

公共投資の先行指標動向(兆円、年率、季調値)



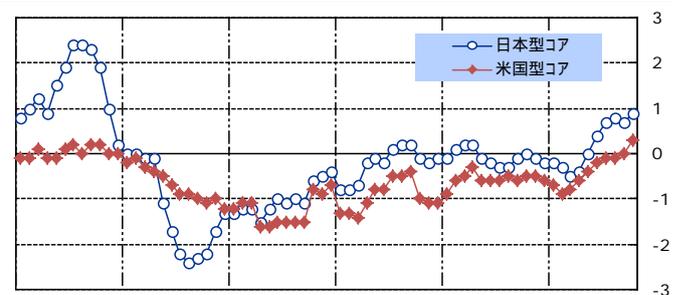
(出所) 公共工事前払金保証統計、内閣府・機械受注

(9) 11月に全国CPIは1%超えの見込み

10月の消費者物価指数(CPI)は、生鮮除く総合(以下、日本型コアCPI)が前年比0.9%(9月0.7%)へ、また食料・エネルギーを除く総合(以下、米国型コアCPI)も0.3%(9月0.0%)へ上昇幅を拡大した。10月の全国CPIの上昇においては、傷害保険料の引き上げによる影響が極めて大きい。傷害保険料は10月に前年比10.1%(9月0.0%)と大幅に引き上げられ、日本型コアCPIを0.14%Pt、米国型コアCPIを0.20%Pt⁴も押し上げた。特に米国型コアCPIでは上昇幅0.3%Pt(9月0.0% 10月0.3%)のうち、実に3分の2が傷害保険料によるものである。ほかでは、外国パック旅行(9月1.8% 10月3.7%、米国型CPIに対する寄与度差0.05%Pt)とNHK受信料(9月6.8% 10月0.0%、寄与度差0.04%Pt)の押し上げ寄与が目立った。NHK受信料の押し上げは、昨年の受信料引下げの影響が一年を経過して消えたためである。

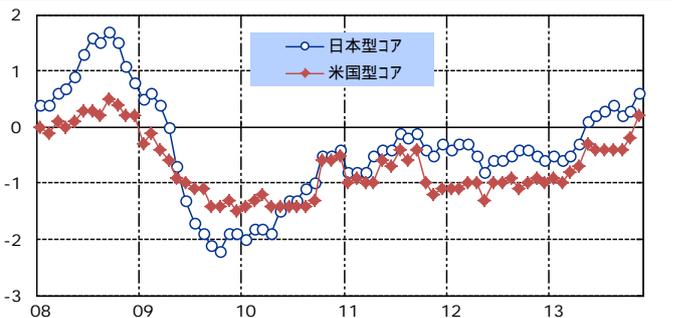
11月の東京都区部CPIでは、日本型コアCPIが10月の前年比0.3%から11月は0.6%へ、米国型コアCPIも0.2%から0.2%へ伸びを高めた。品目別の動向を確認すると、10月の全国CPIに続き、外国パック旅行(10月3.7% 11月14.6%、米国型CPIに対する寄与度差0.11%Pt)の押し上げが大きい。NHK受信料と類似の構図で、昨年の値下げの影響が消えた携帯電話機⁵(10月4.5%

全国CPIの推移(前年比、%)



(出所) 総務省

東京都区部CPIの推移(前年比、%)



(出所) 総務省

⁴ 共に公表指数に基づく、当社の試算値。表の寄与度差も同様。

⁵ 厳密には、昨年11月に11%値下げの後、今年5月に10%引き上げられ、その後は11月まで横ばいである。

11月7.6%、寄与度差0.06%Pt)の影響も目立つ。また、家電にも動きが見られ、テレビや電気冷蔵庫、電気炊飯器などの価格が前年比マイナスからプラスへ転じ、CPIを押し上げた。

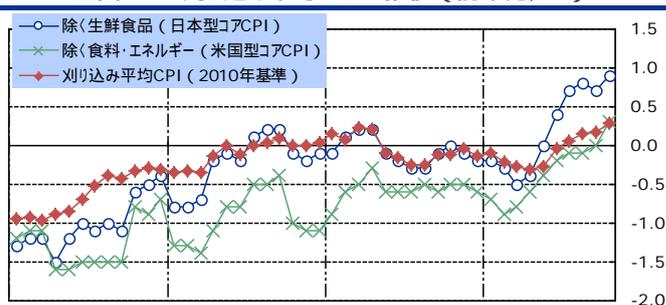
上述の品目動向が示すように、10月、11月の上昇のうち、相当程度は一時的な動きによると判断される。

傷害保険料(10月寄与度差0.20%Pt)やNHK受信料(10月寄与度差0.04%Pt)携帯電話(11月寄与度差0.06%Pt)による押し上げは、前年比ベースでは11月以降も継続するが、月を追う毎に上昇ペースが高まっていく種類の価格変動ではない。また、10月と11月ともに大きな押し上げ要因となった外国パック旅行は、これまでの円安による影響もあるが、前年同期と季節変動パターンが異なるために前年比が高まっている部分も大きいと推測される。

11月の東京都区部データに基づく、11月には日本型コアCPIが1.1%とついに1%を超え、米国型コアCPIは0.6%へ上昇率を高める見込みであるが、10~11月に観察されるCPI上昇率の加速(全国・米国型コアCPIの9月前年比0.0%が11月に0.6%など)が、今後も同様のペースで生じるとは考えるべきでないだろう。

しかし、マクロ的な環境を見ると、物価上昇圧力が明確に高まっている。10~11月のCPI上昇率の加速は一時的な部分が大きく、持続的ではないが、インフレ率の基調は明確に上向きである。これは、当社がCPIの基調を判断するために試算している刈り込み平均CPIが、9月の前年比0.17%から10月は0.28%へ上昇率を高めた点からも確認できる。今後のインフレ率は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減による振れを伴いながらも、プラス基調を維持する可能性が高い。

全国CPIと刈り込み平均CPIの推移(前年比、%)



(出所)総務省資料より作成

全国・米国型コアCPIの前年比を押し下げた品目(上位20)

類・品目	201309	201310	前年比差	寄与度差
自動車保険料(任意)	5.4	1.9	-3.5	-0.0874
プリンタ	83.5	-5.6	-89.1	-0.0294
トレーニングパンツ	-2.5	-5.9	-3.4	-0.0147
ゴルフクラブ	-1.2	-10.9	-9.7	-0.0065
台所用洗剤	2.9	-0.7	-3.6	-0.0051
温水洗浄便座	-3.9	-7.8	-3.9	-0.0044
民営家賃	-0.6	-0.6	0.0	-0.0040
漢方薬	-1.8	-5.2	-3.4	-0.0034
婦人上着	4.4	3.1	-1.3	-0.0029
カーナビゲーション	0.2	-1.3	-1.5	-0.0028
電気かみそり	-3.9	-6.5	-2.6	-0.0016
軽乗用車	-0.4	-0.7	-0.3	-0.0016
婦人セーター(長袖)	3.9	3.2	-0.7	-0.0015
水道料	0.4	0.4	0.0	-0.0015
婦人スラックス(ジーンズ)	0.2	-0.6	-0.8	-0.0014
月刊誌	0.8	0.0	-0.8	-0.0014
電球・蛍光灯	2.4	1.7	-0.7	-0.0012
歯磨き	2.7	1.4	-1.3	-0.0012
男子セーター	1.2	-0.2	-1.4	-0.0011
男子着	-0.6	-1.4	-0.8	-0.0011

(資料)総務省

全国・米国型コアCPIの前年比を押し上げた品目(上位20)

類・品目	201309	201310	前年比差	寄与度差
傷害保険料	0.0	10.1	10.1	0.1995
外国パック旅行	-1.8	3.7	5.5	0.0503
放送受信料(NHK)	-6.8	0.0	6.8	0.0435
宿泊料	-1.1	-0.3	0.8	0.0127
電子辞書	-28.6	-18.0	10.6	0.0094
ペットフード(キャットフード)	13.2	18.8	5.6	0.0093
ヘアカラー	-1.7	4.6	6.3	0.0082
携帯電話機	-2.4	-1.4	1.0	0.0080
温風ヒーター	-6.6	0.4	7.0	0.0070
化粧水	-2.4	-0.5	1.9	0.0062
コンパクトディスク	-1.3	4.4	5.7	0.0058
切り花(きく)	-1.2	1.0	2.2	0.0056
電気炊飯器	-20.3	-14.5	5.8	0.0054
ペットフード(ドッグフード)	-0.3	2.0	2.3	0.0052
美術館入館料	-1.6	1.7	3.3	0.0049
下水道料	0.9	1.3	0.4	0.0046
ルームエアコン	4.3	5.4	1.1	0.0043
解熱鎮痛剤	-4.8	-0.7	4.1	0.0030
目薬	-1.0	2.3	3.3	0.0028
固定電話機	-10.0	-1.6	8.4	0.0027

【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		
				7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月
実質GDP	前期比%			▲0.8	0.1	1.1	0.9	0.3
	前期比年率%			▲3.2	0.6	4.5	3.6	1.1
	前年比%	0.3	0.7	▲0.2	▲0.3	0.1	1.2	2.4
実質個人消費	前期比,%	1.3	1.5	▲0.5	0.6	1.0	0.7	0.2
実質設備投資	前期比,%	4.8	0.7	▲2.1	▲0.6	▲1.0	0.9	0.0
実質純輸出(寄与度)	前期比,%Pt	▲1.0	▲0.8	▲0.5	▲0.1	0.4	0.1	▲0.5
実質輸出	前期比,%	▲1.6	▲1.2	▲3.8	▲3.0	3.9	2.9	▲0.6
実質輸入	前期比,%	5.3	3.8	▲0.4	▲1.7	1.0	1.7	2.2
名目GDP	前期比,%	▲1.4	▲0.2	▲1.0	0.2	0.7	0.9	0.3

		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,%			▲0.4	▲0.4	9.7	1.6	4.9
	前年比,%	11.6	3.5	0.3	0.5	8.1	10.4	17.5
鉱工業生産	前期比,%			▲3.2	▲1.9	0.6	1.5	1.7
	前年比,%	▲0.7	▲2.9	▲3.9	▲5.9	▲7.9	▲3.1	2.3
機械受注 (民間需要・除(船舶・電力))	前期比,%			▲1.3	▲0.8	▲0.0	6.8	4.3
	前年比,%	6.2	▲3.0	▲4.6	▲0.8	▲4.6	6.4	9.6
法人企業 売上高	前年比,%	▲3.6	▲4.6	▲4.4	▲6.8	▲5.8	▲0.5	0.8
法人企業 経常利益	前年比,%	▲6.1	7.9	6.3	7.9	6.0	24.0	24.1
失業率	%	4.5	4.3	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0
名目賃金	前年比,%	▲0.3	▲0.3	▲0.7	▲1.1	▲0.6	0.0	▲0.4
小売業販売額	前期比,%			▲0.9	▲0.2	0.6	1.1	▲0.1
	前年比,%	0.8	0.3	0.1	▲0.0	▲1.2	0.7	1.2
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	99.4
	前年比,%	2.7	6.2	▲1.1	15.0	5.1	11.8	13.3
消費者物価指数(除(生鮮))	前年比,%	▲0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.3	0.0	0.7

(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	3.6
	前年比,%	1.8	2.8	3.1	2.0	1.3	1.6	1.8
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			▲0.5	▲2.1	▲0.8	1.2	0.3
	前年比,%	1.6	▲0.6	▲0.7	▲1.0	▲1.2	▲0.6	▲0.4
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。