

浜銀総研 News Release



2012年 5月22日

2012年度、2013年度の景気予測（2012年 5月改訂）

- 12年度前半は復興投資、13年度後半は消費増税前の需要増が成長率を押し上げ -

要 旨

2012年 1～3月期の実質GDPは前期比+1.0%（同年率+4.1%）と3四半期連続で増加した。昨年10～12月期は海外経済減速の影響などで前期比年率+0.1%とほぼ横ばいで、足踏み感の強い状況となっていたが、1～3月期にはエコカー補助金の効果などにより個人消費が増加し、また、復興投資の押し上げにより公共投資が3四半期ぶりの増加に転じたほか、タイの大洪水からの復旧や米国経済の回復などにより輸出も前期の水準を上回ったことから、再び成長率が高まった。

2012年度を展望すると、年度前半は復興関連の公共投資の押し上げによって景気は堅調に推移するだろう。個人消費もエコカー補助金の効果で底堅い推移となる。ただ、欧州債務危機の影響などで輸出が伸び悩み、設備投資も弱い動きになる。年度後半は、公共投資が前期比ベースで減少に転じ、エコカー補助金終了により個人消費も弱含むだろう。被災地のインフラ整備が進み、企業の復興関連投資の増加が見込まれることから設備投資の増勢が幾分強まるものの、2013年 1～3月期には米国景気の一時的な減速を受けて輸出が鈍い動きになるため、景気回復の動きが弱まると見込んだ。こうしたことから、2012年度の実質GDP成長率は+2.1%と予測した。

2013年度についても、年度前半は米国景気減速の影響で輸出が伸び悩み、設備投資の増勢も再び鈍化するだろう。雇用・所得情勢の改善は鈍く、個人消費の回復も期待できないため、引き続き景気回復の動きは弱いだろう。年度後半になると、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により個人消費の大幅増が見込まれる。また、海外経済の成長率が緩やかに持ち直してくるため、輸出や設備投資も少しずつ増勢が強まるだろう。このため、わが国の景気回復の動きは再び強まってくるだろう。以上から、2013年度の実質GDP成長率を+1.4%と予測した。

予測の要約表

（前年比、%）

（参考）前回3月予測

| | 2011年度 実績 | 2012年度 見通し | 2013年度 見通し | 2012年度 見通し | 2013年度 見通し |
|---------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 実質GDP | 0.0 | 2.1 | 1.4 | 1.8 | - |
| 民間需要寄与度 | 0.4 | 1.5 | 1.3 | 1.5 | - |
| 公的需要寄与度 | 0.6 | 0.6 | 0.1 | 0.5 | - |
| 海外需要寄与度 | 1.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | - |
| 名目GDP | 1.9 | 1.6 | 1.2 | 1.3 | - |

（株）浜銀総合研究所 調査部

小泉、山本（国内経済）、北田（米国経済・金融）、土田（欧州・中国経済）
お問い合わせは、小泉（TEL 045-225-2375）まで

1. わが国の景気の現状と予測

(1～3月期の実質GDPは成長率が再び高まる)

2012年1～3月期の実質GDP(国内総生産、季調値、1次速報)は前期比+1.0%(同年率+4.1%)と3四半期連続で増加した。昨年10～12月期は海外経済減速の影響などで前期比年率+0.1%とほぼ横ばいで、足踏み感の強い状況となっていたが、1～3月期には個人消費や公共投資の拡大、輸出の持ち直しなどを受けて再び成長率が高まった(図表1)。

内訳を需要項目別にみると、まず内需については、個人消費が前期比+1.1%と10～12月期に比べて増加幅が拡大した。エコカー補助金復活による乗用車購入拡大を受けて耐久財消費(同+1.8%)が増加したほか、消費マインドの持ち直しにより半耐久財(同+1.6%)や非耐久財(同+1.3%)、サービス(同+0.9%)の消費も拡大した。また、公共投資も同+5.4%と3四半期ぶりの増加に転じた。2011年度第3次補正予算で成立した復興関連予算の執行が進み、インフラ投資などが拡大した模様である。さらに、実質GDP成長率に対する在庫投資の寄与度も前期比+0.4%ポイントとプラス寄与に転じて成長率を押し上げた。一方、設備投資は10～12月期の大幅増加の反動もあって前期比-3.9%と再び減少し、住宅投資も同-1.6%と3四半期ぶりに落ち込んだ。

次に外需については、輸出が同+2.9%と再び増加した。米景気回復や円高の修正により対米輸出が増加したほか、タイの洪水被害からの復旧を受けてASEAN向けの輸出が回復した。一方、輸入は燃料輸入の拡大などにより同+1.9%と増加した。この結果、実質GDP成長率に対する外需の寄与度は前期比+0.1%ポイントとなり、10～12月期の同-0.7%ポイントから大きく改善した。

なお、2011年度の実質GDP成長率は-0.01%となり、小幅ながらも2年ぶりのマイナス成長となった。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

(季節調整済、前期比、%) (前年比、%)

| | 2011年 | | | | 2012年 | 2011年度 |
|-------|-------|-------|-------|---------|-------|--------|
| | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | |
| 実質GDP | -2.0 | -0.3 | 1.9 | 0.0 | 1.0 | -0.0 |
| 個人消費 | -1.5 | 0.6 | 1.1 | 0.7 | 1.1 | 1.1 |
| 住宅投資 | 1.6 | -3.1 | 4.8 | 0.1 | -1.6 | 3.6 |
| 設備投資 | 0.2 | -0.4 | -0.2 | 5.2 | -3.9 | 0.2 |
| 公共投資 | -4.6 | 7.3 | -0.6 | -0.5 | 5.4 | 3.9 |
| 輸出 | -0.4 | -6.3 | 8.7 | -3.7 | 2.9 | -1.4 |
| 輸入 | 1.2 | 0.2 | 3.5 | 0.9 | 1.9 | 5.3 |
| 内需寄与度 | -1.8 | 0.7 | 1.1 | 0.7 | 0.9 | 1.0 |
| 民間需要 | -1.7 | 0.2 | 1.1 | 0.7 | 0.5 | 0.4 |
| うち在庫 | -0.9 | 0.0 | 0.3 | -0.4 | 0.4 | -0.4 |
| 公的需要 | -0.1 | 0.5 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.6 |
| 外需寄与度 | -0.2 | -1.0 | 0.8 | -0.7 | 0.1 | -1.0 |
| 名目GDP | -2.6 | -1.0 | 1.5 | -0.3 | 1.0 | -1.9 |

(シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。)

(内閣府「四半期別GDP速報」)

(2012年度前半も公共投資の押し上げで景気は堅調に推移)

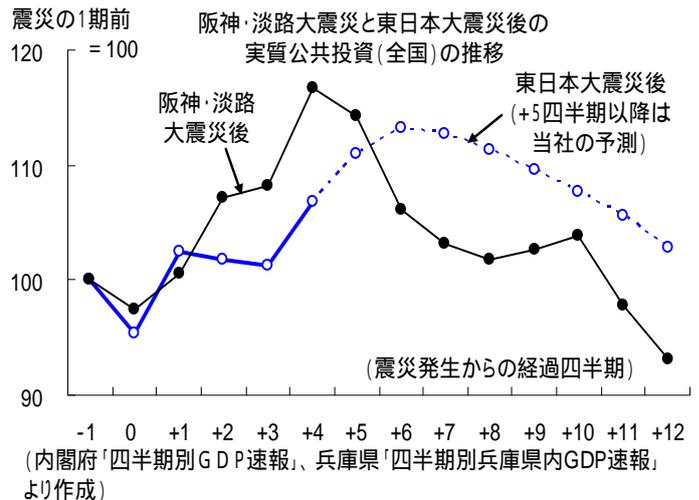
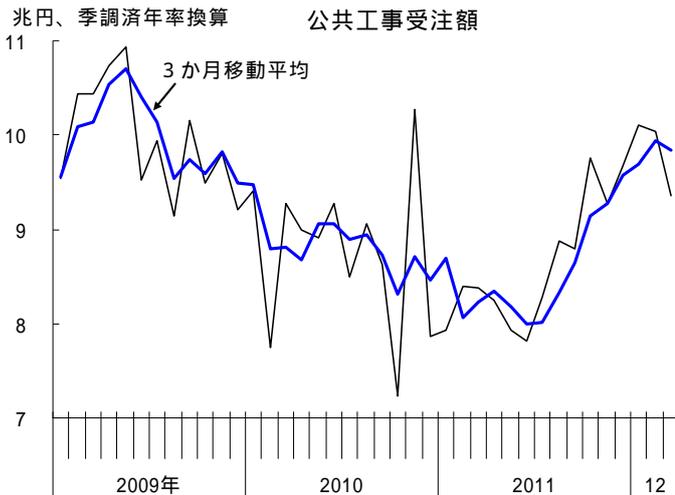
このように1～3月期の実質GDPは個人消費や公共投資など内需が拡大し、外需の寄与もプラスに転じたことなどから成長率が高まった。この先も、2012年度前半は復興関連の公共投資の押し上げによって、景気は堅調に推移すると考えられる。

まず、公共投資をみると、公共投資の先行指標とされる公共工事受注額(当社による季調値)は、昨年度の補正予算として成立した復興関連予算の執行に伴い昨年夏場以降、大幅な増加が続いている(図表2)。また、復興関連予算のなかでもっとも規模の大きい2011年度第3次補正予算の執行が足元で進んでいるため(注)、同予算の押し上げが見込まれる2012年度前半の公共投資は大きく増加する公算が大きい。もっとも、2012年度後半になると2011年度補正予算の押し上げ効果が剥落してくるため、公共投資は前期比ベースで減少基調に転じると予想される(図表3)。その先についても、復興関連予算が大幅に上積みされる可能性は低く、復興関連の公共投資の水準は徐々に低下してくるだろう。このため、実質公共投資は2012年度に前年比+8.4%と増加するものの、2013年度には同-5.2%と落ち込むと予測した。

(注)復興関連予算として、2011年度第1次補正予算(11年5月)約4兆円、同第2次補正予算(同7月)約2兆円、同第3次補正予算(同11月)約11.7兆円(うち2.5兆円は第1次補正予算の財源補てん)が成立している。なお、2012年度予算においても、復興関連予算に約4兆円が計上されている。

図表2 公共投資の先行指標が大幅増加

図表3 12年度後半以降は公共投資が減少へ



(注)当社で季節調整を施した。
(国土交通省「建設工事受注動態統計」より作成)

(内閣府「四半期別GDP速報」、兵庫県「四半期別兵庫県内GDP速報」より作成)

(輸出の伸び悩みなどにより、2012年度後半には成長率が鈍化)

このように2012年度後半には公共投資の景気押し上げ効果が弱まるとみられるが、予測期間を通じて輸出の景気けん引力が強まりにくいことなどから、2012年度後半以降のわが国経済はいったん成長率が鈍化する局面を迎えるだろう。

足元の輸出の動向を1～3月期の輸出数量指数(当社による季調値)でみると、米景気回復や円高修正の後押しを受けた米国向けや、タイの洪水被害復旧が押し上げたASEAN向けが高い伸びになったものの、債務危機の影響で景気が低迷しているEU(欧州連合)向けや、成長率の鈍化が続く中国向けは弱い動きになっている(図表4)。この先についても、2012年については、米景気の緩やかな回復を受けて対米輸出が増加基調をたどるとみられるものの、EU向けが域内の景気低迷の影響により弱い動きになり、中国向けも中国景気の加速ペースが緩やかであることから伸びが限定的になるだろう。

また2013年になると、米国景気が緊縮財政の影響などにより一時減速すると見込まれることから、対米輸出も弱い動きになると予想される。また、2013年も欧州経済の低成長が続くEU向け輸出が低迷するとみられる。こうした米欧経済の低成長の影響などもあって中国経済の成長率も高まりにくいいため中国向け輸出の増勢も引き続き強まりにくいだろう。もっとも、2013年度後半になると米国などの海外景気が次第に上向いてくるため、輸出も少しずつ伸びが高まってくると考えられる。以上から、2012年度の実質輸出を前年比+3.6%、2013年度を同+2.3%と、いずれも小幅な伸びにとどまると予測した。

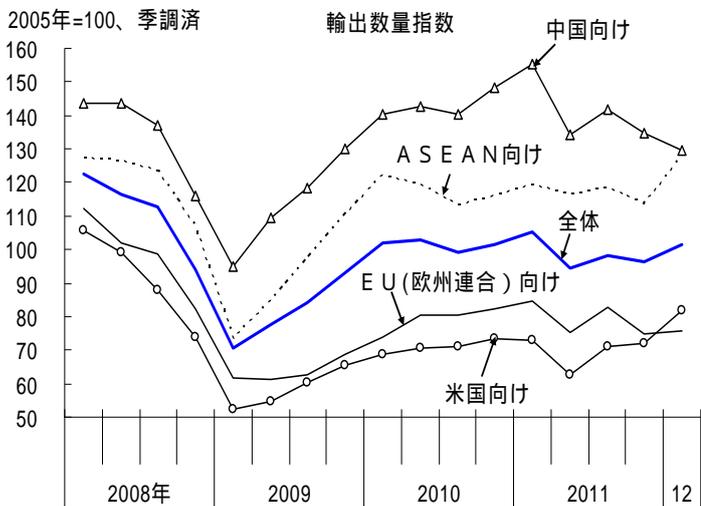
一方、輸入については原発の稼働停止に伴う燃料輸入の拡大などにより増加基調で推移しており^(注1)、電力需要の拡大する夏場に向けて一段の増加が見込まれる。秋口には電力需要の低下や国内景気の鈍化の影響を受けて輸入の増加テンポが鈍化するとみられるものの、消費税率引き上げ前の駆け込み需要増加の影響により2013年度後半には再び輸入の伸びが高まるだろう^(注2)。こうした輸入の強含みも、GDP成長率に対する外需(輸出-輸入)の寄与の下押しを通じて、わが国経済の成長率を押し下げる要因になるだろう。

なお、震災後のわが国の貿易収支は赤字基調で推移しているが、この先も輸出が伸び悩む一方で輸入が強含むため、貿易赤字額が高止まりすると予想される。今回の予測では予測期間を通じて貿易収支の赤字基調が続くと見込んだ(図表5)。

(注1) 今回の予測では、電力需要が拡大する夏場には関西地区などを中心に昨年の関東地方並みの節電が求められると想定した。ただし、家計や企業の節電努力によって計画停電などは回避され、景気を大きく悪化させる事態は回避されるとの前提で予測を行った。

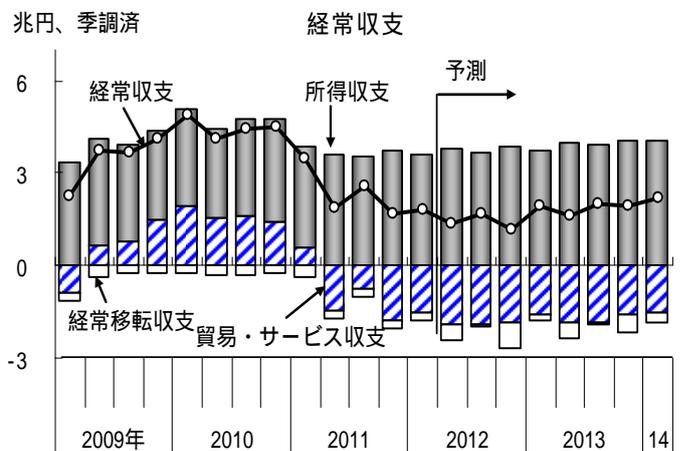
(注2) 今回の予測では、2014年4月に消費税率が5%から8%に引き上げられることを前提とした。

図表4 米国向け輸出などが上向く



(注) 当社で季節調整を施した。
(財務省「貿易統計」より作成)

図表5 貿易・サービス収支は赤字が続く



(財務省「国際收支状況」などより浜銀総研作成)

(景気の先行き不透明感などで設備投資の伸びも高まりにくい)

このように輸出の回復力が強まらないことから、企業の設備投資も鈍い動きが続くだろう。まず、機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、昨年10~12月期には4四半期ぶりの減少に転じており、1~3月期も前期比+0.9%と小幅な伸びにとどまっている(図表6)。一方、建設投資の先行指標である建築着工床面積(民間非居住用、当社による季調値)も1~3月期に同-3.8%と3四半期連続で減少している。欧州債務危機が再燃し、世界景気の先行き不透明

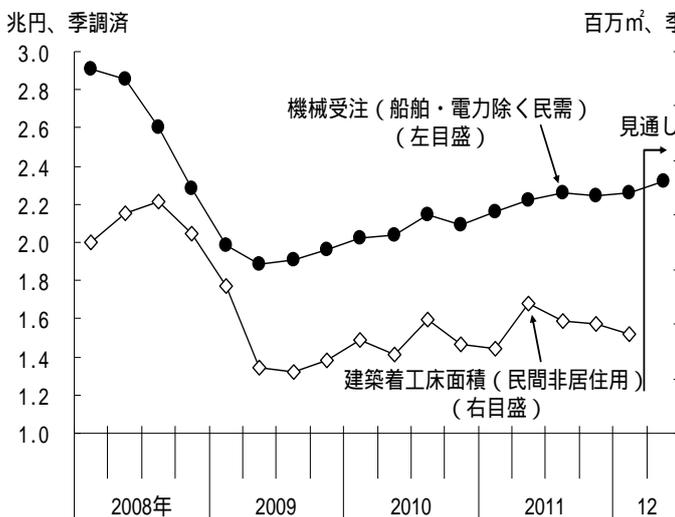
感が足元で強まっていることなども踏まえると、2012年度前半は、企業の投資意欲が高まらず、設備投資は弱い動きが続くと予想される。ただ、2012年度後半になると、欧州債務問題が峠を越え、世界景気の先行き不透明感も和らぐため、企業の投資マインドも幾分改善してくるだろう。また、被災地のインフラ整備が進むにつれて被災地企業の復興関連投資が活発化するとみられることや、2011年度第3次補正予算に盛り込まれた「国内立地推進事業費補助金」(注)による生産・研究開発拠点への投資が拡大することなどにより、設備投資の増勢もやや強まると見込んだ。

しかし2013年度になると、年度前半には米国景気の減速などの影響で輸出や生産の減速が見込まれることや、復興関連投資による設備投資の底上げ効果が弱まることなどから、設備投資の増勢が再び鈍るだろう。もっとも、2013年度後半になると、米国など海外景気の成長率が次第に上向いてくるため輸出や生産が緩やかに改善すると見込まれる。また、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により個人消費などの拡大が見込まれることなどから、企業収益の回復も進むと予想される(図表7)。こうした景気の復調を受けて、輸出関連の製造業などでは投資マインドが再び改善してくるだろう。ただ非製造業については、2014年4月の消費増税後に国内景気の落ち込みが予想されるため、投資意欲が高まりにくいと考えられる。こうしたことから、2013年度後半の設備投資は増勢が少しずつ強まってくるとみられるが、回復の動きは限定的になると見込んだ。

以上から、実質設備投資は2012年度が前年比+1.5%、2013年度が同+2.6%と小幅な増加が続くと予測した。

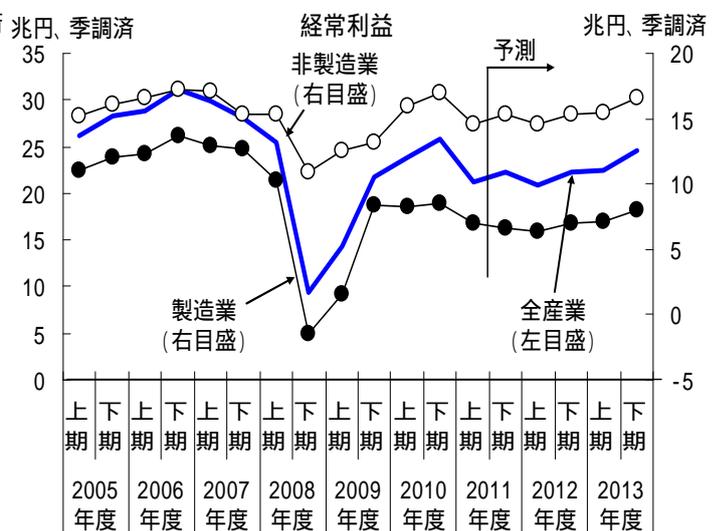
(注)産業空洞化や雇用の喪失を回避するために、サプライチェーンの中核となる分野や成長分野などの国内における生産・研究開発拠点の立地補助予算として5,000億円(うち、1,700億円は「ふくしま産業復興企業立地支援事業」)が計上されている。既に2,023億円が交付決定済み。

図表6 力強さに欠ける設備投資先行指標



(注) 機械受注の2012年4-6月期は企業見通し。
 建築着工床面積は当社で季節調整を施した。
 (内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より作成)

図表7 経常利益は緩やかに増加



(注) 当社で季節調整を施した。
 (財務省「法人企業統計季報」などより作成)

(2013年度後半には消費増税前の個人消費拡大が見込まれる)

このように輸出や設備投資など企業部門の需要はこの先高まりにくいとみられるが、家計部門についてはエコカー補助金や住宅ローン金利優遇制度、消費税率引き上げなどの影響で増勢の波が大きくなると予想される。特に消費税率引き上げ前

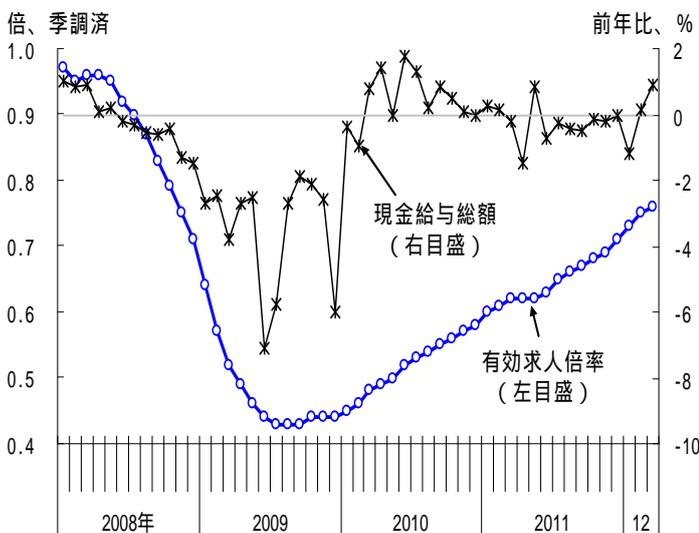
の駆け込み需要は2013年度後半の個人消費を大きく押し上げると見込まれるため、2013年度後半にはわが国の成長率も再び高まることになろう。

まず個人消費をみると、足元の雇用・所得情勢については、3月の有効求人倍率が緩やかに回復しているほか、同月の現金給与総額が昨年の震災による落ち込みの反動もあって前年比+0.9%と高い伸びになるなど、全体としては緩やかに改善していると判断される(図表8)。ただ先行きについては、復興関連事業の本格化によって2012年前半を中心に建設業などでは雇用者数の増加が見込まれるものの、予測期間を通じてみると、外需の景気けん引力が高まりにくいこともあって雇用情勢の改善の動きは鈍いものになると予想される。また、景気の先行き不透明感が強いなかで企業の人件費抑制姿勢も緩みにくいこととみられることから、所得の回復も限定的なものとなろう。

このように雇用・所得情勢の回復の動きが限られるなかで、個人消費も基調としては鈍い動きになるとみられる。ただ、エコカー補助金や消費税率引き上げ前の駆け込み需要が見込まれるため、こうした政策が個人消費を押し上げると考えられる。まず、昨年度第4次補正予算により復活したエコカー補助金は、今回の予算規模が前回に比べて小さいこともあり、2013年1月末の期限を待たずに、今年秋頃には制度が終了すると予想される(注)。このため、2012年度前半の個人消費は自動車購入の増加によって堅調な動きになることが見込まれるものの、その反動で2012年終盤にはいったん個人消費が弱含むことになろう。一方、2014年4月に見込まれる消費税率引き上げについては、増税前の駆け込み需要により2013年10~12月期以降の個人消費が押し上げられると見込んだ。1997年4月に消費税率が引き上げられた際の個人消費の動きをみると、前年の10~12月期から増勢が強まり始め、消費税率引き上げ直前の1~3月期には大幅な伸びとなっていた(図表9)。今回の消費税率引き上げでも前回同様の駆け込み需要の発生を想定し、2013年度後半の個人消費が強い動きになると見込んだ。こうしたことから、実質個人消費は2012年度が前年比+1.5%、2013年度が同+1.0%と予測した。

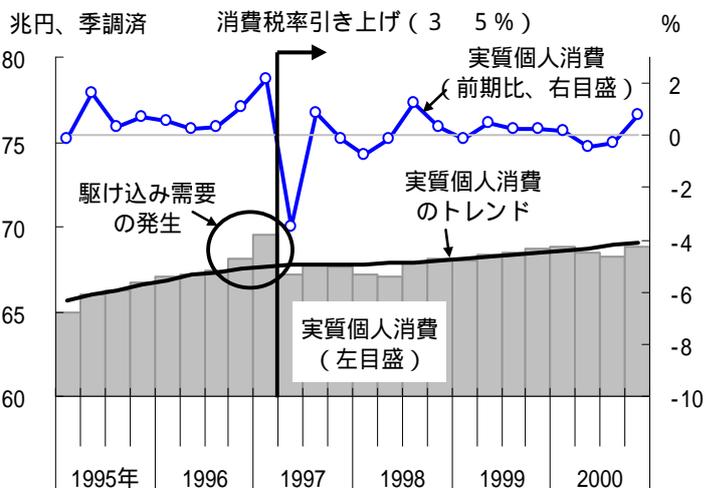
(注) 今回復活したエコカー補助金の予算額は3,000億円で、前回(2009年4月10日~10年9月末)の予算額(5,876億円)の約半分。前回のエコカー補助金も予算額超過のため期限前(2010年9月7日)に受付を終了した。

図表8 雇用・所得情勢が緩やかに改善



(総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」)

図表9 消費増税前の個人消費増は半年前から



(注) 実質個人消費のトレンドはHPフィルターにより求めた。(内閣府「四半期別GDP速報」より作成)

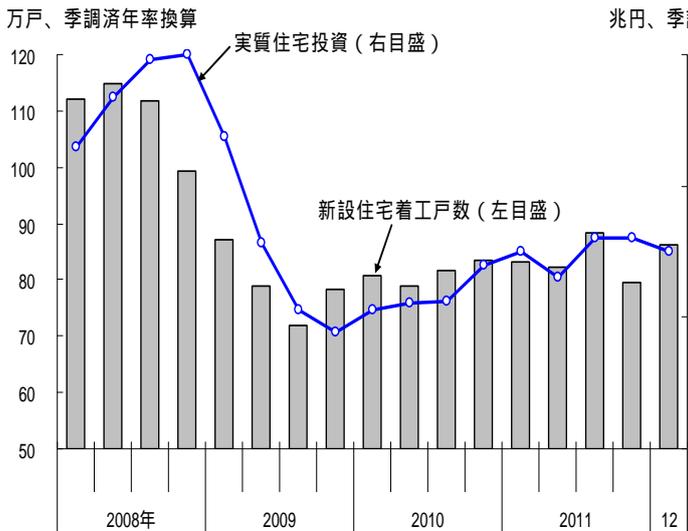
(消費増税前の駆け込み需要により2013年度の住宅投資は強い動きに)

次に住宅投資をみると、先行指標である住宅着工戸数は住宅ローン金利優遇終了などの影響で大きく落ち込んだ昨年9月を底として再び増加基調になっている(図表10)。この先も昨年度第3次補正予算成立を受けて新たに始まった住宅ローン金利優遇(フラット35Sエコ)や被災地の住宅投資拡大などにより住宅投資は増加基調をたどるとみられる。

もっとも、住宅投資についても住宅ローン金利優遇の終了や消費税率引き上げの影響を大きく受けると考えられる。まず、今年10月末にはフラット35Sエコが期限を迎える予定である。このため、今年夏場までは住宅投資の増勢が強まりやすい状況になるとみられる一方で、秋口以降にはその反動でいったん住宅投資が弱含むと予想される。次に消費税率引き上げの影響についてみると、前回の消費税率引き上げの際は1年前から住宅投資の増勢が強まっていたことがわかる(図表11)。このため、今回も前回同様に税率引き上げの1年前の2013年4~6月期から駆け込み需要が発生し始めると想定し、2013年度の住宅投資は強い動きになると見込んだ。

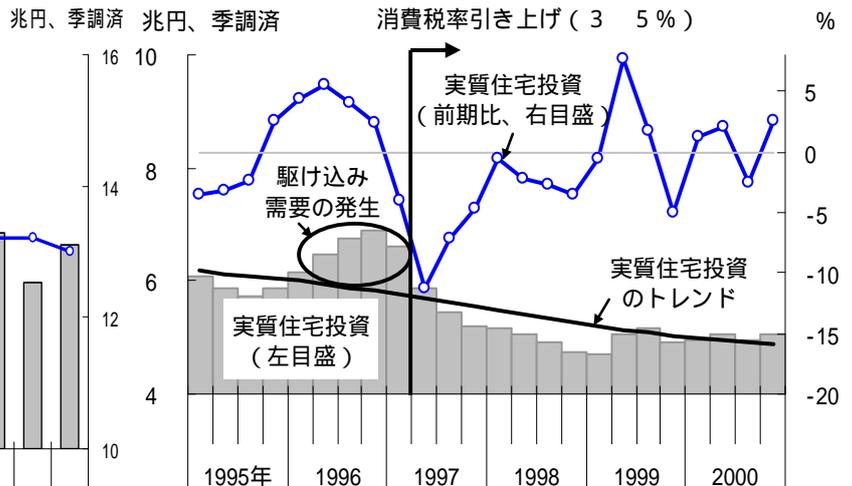
以上から、実質住宅投資は2012年度が前年比+2.7%とやや伸びが鈍化するものの、2013年度には同+7.4%となり、消費税率引き上げの影響で大幅に増加した1996年度(同+13.3%)以来の高い伸びになると予測した。

図表10 新設住宅着工戸数が持ち直す



(内閣府「四半期別GDP速報」、国土交通省「建築着工統計」)

図表11 消費増税前の住宅投資増は1年前から



(注) 実質住宅投資のトレンドはHPフィルターにより求めた。
(内閣府「四半期別GDP速報」より作成)

(12年度前半には復興投資、13年度後半には消費増税前の需要増により成長率が高まる)

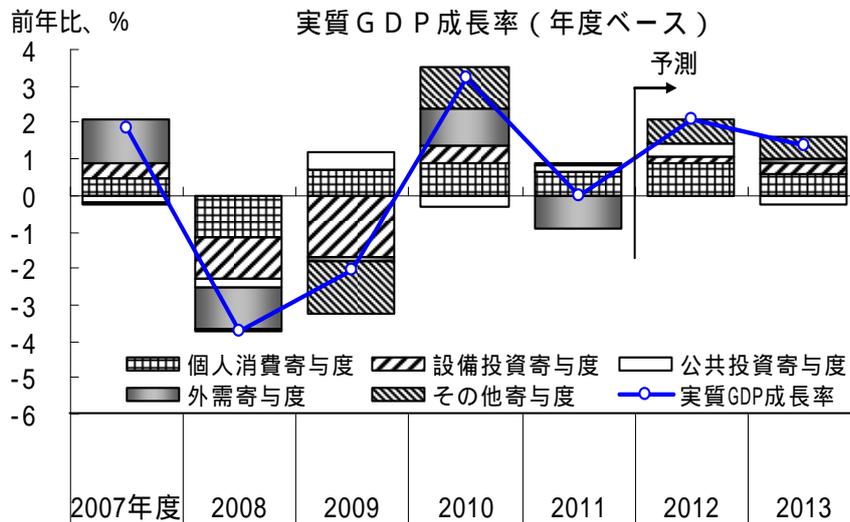
以上を踏まえた上で、今後のわが国経済を予測すると、2012年度については、年度前半は復興関連の公共投資の押し上げによって景気は堅調に推移するだろう。また、エコカー補助金の効果で個人消費も底堅い推移となるだろう。ただ、欧州債務危機の影響で海外経済の成長率が高まりにくいいため輸出が鈍い動きになると予想されるほか、海外経済中心に景気の先行き不透明感が強いいため企業は設備投資に対して慎重な姿勢をとるだろう。年度後半になると、公共投資が前期比ベースで減少に転じてくるほか、エコカー補助金の期限終了により個人消費も弱含むと考えられる。被災地のインフラ整備の進展を受けて企業の復興関連投資の拡大が予想されることなどから、設備投資の伸びは幾分高まるとみられるが、2013年1~3月期には米

国景気の減速を受けて輸出の伸びも低下すると予想されることから、景気回復の動きが弱まると見込んだ。以上から、2012年度の実質GDP成長率は+2.1%と再びプラス成長に転じると予測した(図表12)。

2013年度についても、年度前半は米国経済の減速により海外景気の回復が鈍り、輸出が伸び悩むだろう。輸出の鈍化で生産も減速することから、設備投資も再び増勢が鈍化するだろう。また、雇用・所得情勢も回復の動きが鈍く、個人消費の伸びも期待できないことから、引き続き景気回復の動きは弱いと予想される。もっとも、年度後半になると、2014年4月に想定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、個人消費が大幅に増加すると見込まれる(注)。また、海外経済の成長率が緩やかに持ち直してくるため、輸出や設備投資など企業部門の需要も少しずつ増勢が強まってくると予想される。こうしたことから、年度後半にはわが国の景気回復の動きが再び強まってくると見込んだ。以上から、2013年度の実質GDP成長率は+1.4%と予測した。

(注) 消費税率引き上げ前の駆け込み需要で個人消費が押し上げられることなどにより、2013年度の実質GDPが0.6%程度押し上げられると想定している。

図表12 12年度は+2.1%成長、13年度は+1.4%成長



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総合研究所作成)

2. 予測の前提となる海外経済の見通し

(米国経済は緩やかな回復基調をたどる)

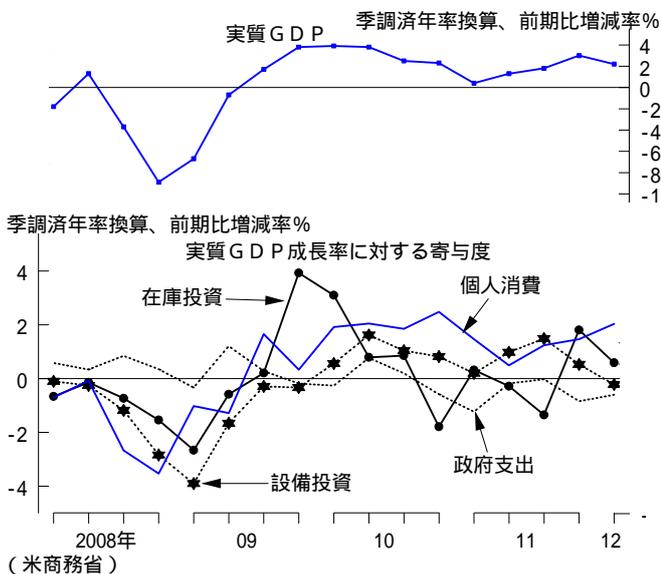
米国の2012年1～3月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+2.2%と、前期(同+3.0%)から成長率が鈍化した(図表13)。主要項目別にみると、まず家計部門では個人消費が同+2.9%と5四半期ぶりの高い伸びとなった。自動車など耐久財消費が同+15.3%と2桁の伸びを維持するとともに、非耐久財消費(同+2.1%)やサービス消費(同+1.2%)も堅調に推移した。ガソリン高が家計を圧迫したものの、雇用情勢の改善が消費を支え、また暖冬が消費の追い風になったとみられる。住宅投資も同+19.1%と2四半期連続で2桁の伸びとなった。

一方、企業部門では、1～3月期の設備投資が構築物投資の大幅な落ち込み(前期比年率-12.0%)などにより、同-2.1%と2009年10～12月期以来の減少に転じた。また企業の在庫投資の増勢も鈍化し、GDP成長率への寄与度が同+0.6%ポイントと前期の同+1.8%ポイントから低下した。他方、1～3月期の政府支出は同-3.0%と6四半期連続で減少した。国防支出が同-8.1%と大幅に落ち込むとともに、財政状況が厳しい州・地方政府の支出が同-1.2%と7四半期連続で減少した。外需については、輸出が同+5.4%と前期(同+2.7%)から伸びが高まった。ただ、輸入も同+4.3%と前期(同+3.7%)に続いて堅調に推移したため、純輸出(輸出-輸入)のGDP成長率に対する寄与度は同-0.01%ポイントとなった。

4月以降の経済指標も米国景気が緩やかに回復していることを示唆するものが多い。例えば、4月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は54.8と、前月の53.4から上昇した(図表14)。内訳をみると、新規受注指数が58.2と前月の54.5から大幅に上昇した点が目立つ。また雇用指数も57.3と前月の56.1を上回った。設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)はこのところ増勢鈍化が鮮明となっているものの、企業マインドが総じて良好である点を踏まえれば、先行き設備投資は底堅く推移する可能性が高いといえよう。

一方、家計部門では、4月の非農業部門雇用者数が前月比11.5万人増と、前月(同15.4万人増)から増加幅が縮小した(図表15)。政府部門の雇用が同1.5万人減と2か月連続で減少するとともに、民間部門の雇用が同13.0万人増と前月(同16.6万人増)から増勢が鈍化した。また同月の失業率は8.1%と前月から0.1ポイント低下

図表13 緩やかな回復が続く米国景気



図表14 企業マインドは概ね良好



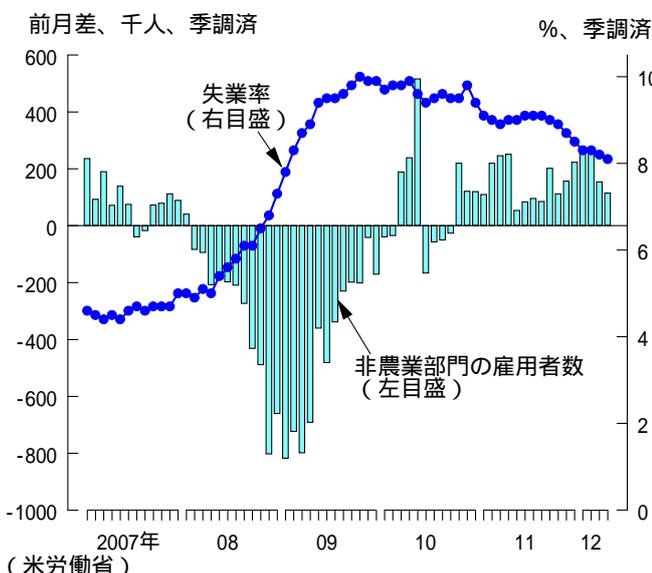
し、2009年1月以来の低水準となった。非農業部門雇用者数の増加ペースは今年初めに比べて弱まっているものの、その一方で3月の求人件数が374万件と2008年7月以来の水準まで回復するなど明るい動きもみられる。今後も雇用情勢は緩やかに回復し、個人消費を支えると見込まれる。

他方、住宅市場はいまだ低迷の域を脱していない。住宅投資の動きに先行する住宅販売件数をみると、3月の新築住宅販売は前月比-7.1%と再び減少し、また同月の中古住宅販売も同-2.6%と2か月連続で減少した。住宅価格はなお底値を模索する状況にあり、住宅投資の本格回復には時間を要しよう。

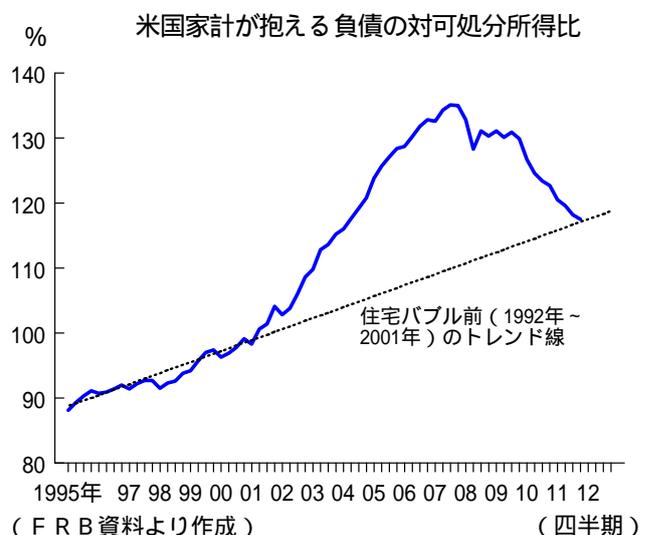
こうした状況を踏まえて先行きの米国経済を展望すると、まず個人消費については雇用情勢の緩やかな改善に支えられて今後も底堅く推移すると見込まれる。家計は過剰な債務の圧縮（バランスシート調整）に取り組んでいるが、家計の負債比率（対可処分所得比）をみると過去（住宅バブル前）からのトレンド線に近づいており、調整がかなり進展していることがうかがえる（図表16）。足元で消費者信用残高の増加基調が強まっており、この点も家計のバランスシート調整の進展を受けた動きといえよう。こうした点から、家計の債務返済という重荷は徐々に軽くなりつつあるとみられる。一方、企業部門では、設備投資が製造業を中心に底堅く推移し、引き続き景気の下支え役となろう。輸出に関しても、新興国の需要拡大を背景に、増加基調を維持するとみられる。しかしその半面、住宅価格の低迷が続くなかで、住宅投資は弱い動きになると見込まれる。加えて、厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減も、引き続き景気の下押し要因になろう。

なお、2013年には財政緊縮の圧力が強まる点に注意を要する。2012年末には給与税減税と失業給付拡充が期限を迎え、また大型減税（いわゆるブッシュ減税）も2012年末が期限である。さらに、2013年からは2011年の財政管理法に基づいた一律の歳出削減（9年間で総額1.2兆ドル）が始まる予定である。景気の回復力が依然として弱いことから、こうした減税等の終了や歳出削減の一部は延長ないしは先送りされると予想されるものの、2013年には緊縮財政を受けて景気が一時減速することは避けられないとみられる（注）。以上のような情勢を踏まえて、2012年の実質GDP成長率を+2.2%、2013年の成長率を+1.8%と予測した。2011年の+1.7%からは成長率がやや高まるものの、米国経済は緩やかな回復にとどまろう。

図表15 米雇用情勢は緩やかに改善



図表16 家計のバランスシート調整が進展



米国の金融政策については、当社の予測期間中（2014年3月まで）、緩和的な政策が続くと見込んだ。F R B（米連邦準備理事会）は今年1月25日のF O M C（公開市場委員会）声明で、異例の超低金利政策を「少なくとも2014年後半まで続ける」方針を明示し、4月25日のF O M Cでもその方針を確認した（図表17）。ただ、4月のF O M C声明では、米国の経済成長が「今後数四半期にわたって緩やかな状況が続き、その後徐々に加速する」と、従来よりもやや楽観的な見通しが示された。またF R Bは同日に発表した経済見通しで、2012年の経済成長率とインフレ率予想を上方修正し、失業率予想を下方修正している（図表18）。こうしたF O M C声明などから判断して、F R Bが量的緩和第3弾（Q E 3）などの追加金融緩和に踏み切る可能性はやや低下したとみられる。もっとも、バーナンキF R B議長は4月のF O M C後の記者会見で、米景気が減速した場合には追加緩和が選択肢になるとの認識を示し、金融市場に過度の楽観論が広がらないようにけん制している。当面、F R Bは現行の金融緩和策を維持しながら、政策効果などを見極める姿勢を取る公算が大きいといえよう。

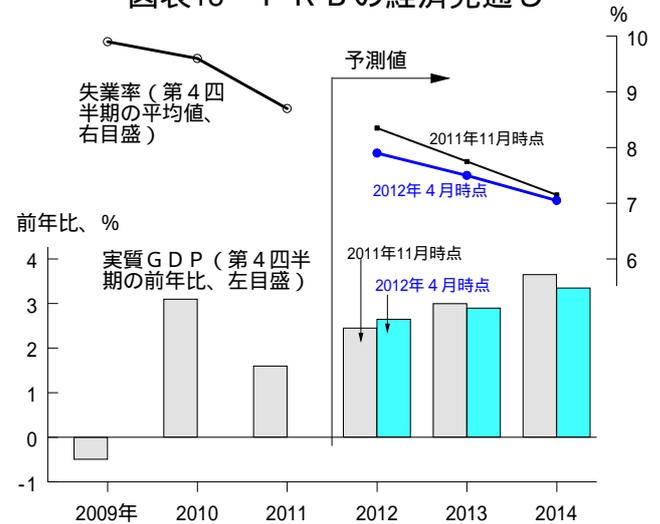
（注）今回の予測では、給与税減税と失業給付拡充、ブッシュ減税が延長されると想定した。

図表17 F O M C 声明（12年4月25日）の骨子

| | |
|------|---|
| 景気判断 | 経済は緩やかに拡大。雇用環境はここ数か月改善した。失業率は低下したが、依然として高い水準。住宅セクターは依然低迷。 |
| | 経済成長は今後数四半期にわたって緩やかな状況が続き、その後徐々に加速すると予想。国際金融市場の緊張は、景気見通しに重大な下振れリスクをもたらす状況が続いている。 |
| 金融政策 | 非常に緩和的な金融政策を維持すると想定。フェデラルファンド（F F）金利の誘導目標を0～0.25%に据え置く。F F金利は 少なくとも2014年後半まで異例の低水準にとどまる ことが正当化される可能性が高い。 |
| | 保有証券の平均残存期間を延長するプログラムを継続。政府機関債と住宅ローン担保証券の再投資方針、米国債の再投資方針を維持する。 |

（F R B資料より作成）

図表18 F R Bの経済見通し



（注）予測値は中心レンジの中央値。
（F R B資料より作成）

（ユーロ圏経済は12年がマイナス成長も13年には小幅プラスに転じる見込み）

ユーロ圏景気は低迷が続く。2012年1～3月期の実質G D P（圏内総生産、速報値）成長率は前期比横ばいと、2011年10～12月期（同-0.3%）に続き低調な結果となった。国別には、債務問題に苛まれるイタリアが前期比-0.8%と3四半期連続でマイナスとなったほか、スペインも同-0.3%と前期（同-0.3%）と同率のマイナス成長となった。債務問題が実体経済に与える影響の大きさが改めて示されたかたちだ。またフランスも、個人消費の不調などから前期比横ばいと2四半期連続で実質G D P成長率が鈍化した。その一方で、ユーロ圏景気回復の鍵を握るドイツが前期比+0.5%と前期（同-0.2%）から大きく反発した。輸出が底堅く推移したことが、ドイツ景気の追い風になった。

もっとも、直近の月次指標をみると、4月のユーロ圏製造業P M I（購買担当者景気指数）が45.9と2か月連続で低下しており、中立水準である50を9か月連続で

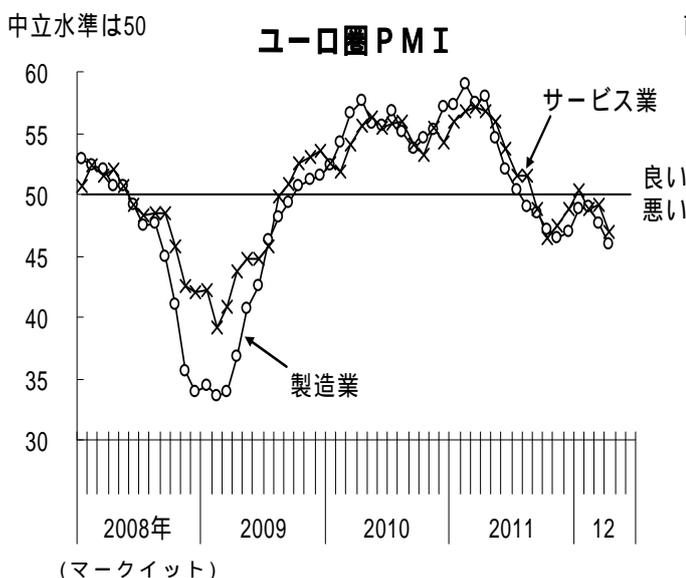
下回るなど、企業部門の景況感は低迷が続いている(図表19)。家計部門をみても、3月のユーロ圏の新車販売台数が前年比10.2%減と6か月連続で前年水準割れに陥るなど、耐久財消費の低迷が長期化している。個人消費を取り巻く環境をみると、3月の失業率が10.9%と1999年の統一通貨ユーロ導入後の最高水準を更新するなど、雇用情勢に改善の兆しはみられない。こうしたことから、4～6月期もユーロ圏景気は低調である可能性が高いと判断される。

先行き2年のユーロ圏景気を展望すると、2012年年末にかけて前期比プラス成長に転じるだろうが、その後の回復ペースは極めて緩慢なものになると予想される。まず圏内需要をみると、財政再建の流れのなかで、財政支出など公的需要は引き続き削減基調で推移しよう。また民間需要をみても、2012年6月の大手銀行の資本増強後も金融機関が投融資に慎重になるとみられることから、設備投資など総固定資本形成の回復ペースは非常に緩慢となるだろう。そして個人消費も、財政再建に伴う雇用情勢や所得環境の悪化を受けて低迷が長期化すると考えられる。他方で圏外需要をみると、世界景気の緩やかな拡大を受けて輸出の増勢が底堅く推移し、ユーロ圏景気を下支えするだろう。したがって、輸出に優位性を持つドイツ経済頼みの展開が続くと予想される。以上からユーロ圏の実質GDP成長率は2012年が-0.4%、2013年が+0.6%になると予測した(図表20)。

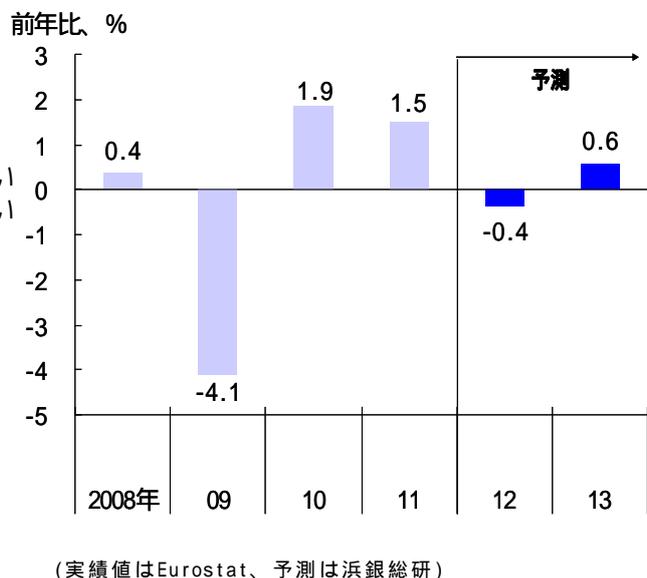
このように経済の低迷が続くなかで、欧州中央銀行(ECB)は景気の下支えを優先する観点から政策金利を現行の年率1.00%に据え置く可能性が高いとみる。ただ景気の腰折れや信用危機の再燃が意識される局面では、既に2011年12月と2012年3月に行った長期リファイナンスオペ(LTRO)の再実施や国債購入の買い増しを通じた巨額の資金供給を行い、市場の安定を図ろう。

さて欧州債務問題については、ギリシャのユーロ圏離脱リスクが認識されるなかで、混迷の度合いを強めている。仮にギリシャがユーロ圏から離脱すれば、ギリシャのみならずユーロ圏本体も甚大なショックに直面する。ギリシャのユーロ離脱を認めれば、これまでの資金援助が無に帰すことばかりか、戦後來築き上げてきた単一欧州の形成という政治的目標を自ら否定することにつながる。こうした事態を防ぐべく、ユーロ圏はギリシャのユーロ圏離脱をなんとしても食い止めると考えられる。もっとも、その術としてさらなる緊縮策を実施することは、ユーロ圏諸国が深刻な

図表19 さえない企業の景況感



図表20 ユーロ圏の実質GDP予測



「緊縮疲れ」に直面するなかで非現実的である。ゆえにユーロ圏、とりわけ厳格な緊縮財政に固執するドイツは、早晩のうちにさまざまな「妥協」に迫られると考えられる。具体的には、ドイツが固辞していたユーロ圏共同債の発行といった新たなファイナンス措置の導入が考えられる。加えて、厳格な緊縮財政路線にも、経済そのものの持続可能性を重視する観点から緩和に向けた修正が入るだろう。こうしたことから、欧州における債務問題は、2012年後半には徐々に収束に向けた動きをみせると予想される。

（中国景気は8%台での成長を維持する公算）

中国景気は減速が続いている。2012年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+8.1%と、成長率が5四半期連続で低下した。欧州向けを中心に輸出の増勢が鈍化したことや乗用車など耐久財を中心に個人消費の勢いが一服したことが、景気全体の減速を促したとみられる。

直近の月次指標をみても、4月の鉱工業生産が前年比+9.3%と伸び率がほぼ3年ぶりの低水準となるなど、生産の鈍化が続いている（図表21）。一方で物価も、同月の消費者物価指数（CPI）が前年比+3.4%と前月（同+3.6%）から伸びが鈍化しており、騰勢は着実にモデレートしている。こうしたなかで中国人民銀行（中央銀行）は、5月中旬に最大手行向けの預金準備率を20.5%から20.0%に引き下げて資金供給を緩和し、景気回復を下支えするスタンスを改めて示した。なお預金準備率の引き下げは2月以来の措置である。

先行きのインフレは、前年における高水準での推移の反動もあって、2012年年末にかけて安定基調を強めるだろう。2011年の物価急騰をけん引した食品価格が、食料の供給増加を受けて安定するとみられることも、先行きの物価の安定に貢献しよう。もっとも、3月の全人代（全国人民代表会議）における温家宝首相の発言にあるように、中国政府の基本的なスタンスは景気の加速よりも物価上昇の抑制を優先することにあるとみられる。ゆえに中国人民銀行が積極的な金融緩和に踏み込む可能性は低いと判断した。こうしたことから、予測期間中の中国人民銀行による金融緩和策は、景気の失速が意識されない限り、主に預金準備率の引き下げを中心とした穏やかなものになると予想する。具体的には、2013年末までに預金準備率を最大手行向けで現行の20.0%から18.0%程度に、政策金利を1年物貸出金利の場合で現行の年6.56%から段階的に0.75%程度引き下げる程度と考える。

以上を踏まえて先行き2年の中国景気を展望すると、2012年後半には再び拡大局面入りすると考えられるが、その後の回復ペースは緩やかな加速にとどまると予想する。まず輸出の増勢は、世界経済の緩やかな拡大を受けて底堅い展開が続くと考えられる。他方で国内需要をみると、金融緩和が進むとみられるが、これまでの高成長の反動もあって、総固定資本形成全体の伸びの加速は限定的だろう。うち設備投資の伸びは輸出の増勢に合わせた緩やかな加速にとどまるとみられるものの、政府によって中間所得者層向けの住宅（保障性住宅）の建設が進むと予想されることなどから、建設需要の増勢が緩やかに拡大すると考えられる。その一方で個人消費が、政府による省エネ家電製品などの購入に対する補助金政策などを受けて好調を維持し、経済全体を下支えするだろう。以上より中国の実質GDP成長率は2012年が+8.4%、2013年が+8.3%になると予測した（図表22）。

なお中国では2012年後半に政権が交代し、現職の胡錦濤氏に代わり、新たに周近平氏が国家主席に就任する公算が大きい。これまで中国では、政権交代時に大型予

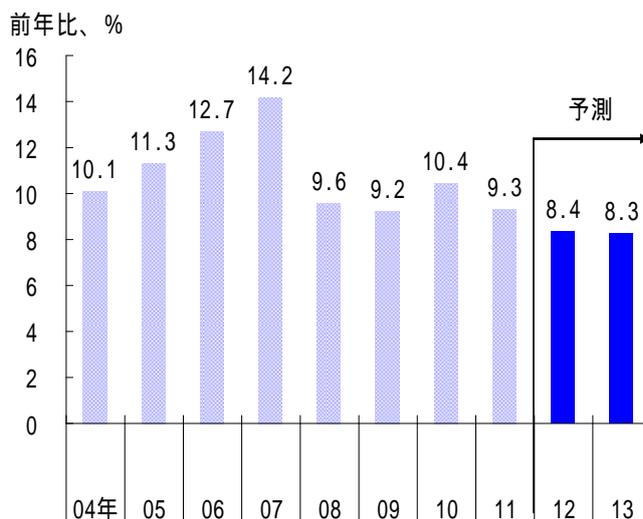
算が組まれることから景気が加速する傾向（いわゆるポリティカル・サイクル）があった。ただ2008年秋のリーマン・ショックを受けて実施された大型景気対策によって、建設投資や耐久財消費などの需要の「先食い」が進んでいることや、先般の全人代で温家宝首相が景気よりも物価の安定や構造改革の推進を優先する発言をしたことなどを踏まえると、今般の政権交代によるポジティブ・インパクトは限定的であると考えられる。

図表21 鉱工業生産の増勢鈍化が続く



(中国国家統計局)

図表22 中国の実質GDP予測



(実績値は中国国家統計局、予測は浜銀総研)

図表23 2012・2013年度のわが国経済の見通し（2012年5月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

| | 2011年度 実績 | 2012年度 | | | 2013年度 | | |
|-----------------|--------------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| | | 見通し | 上期 | 下期 | 見通し | 上期 | 下期 |
| 対ドル円レート(円/ドル) | 79.1 | 80.9 | 80.2 | 81.5 | 83.5 | 82.5 | 84.5 |
| 対ユーロ円レート(円/ユーロ) | 108.9 | 101.8 | 101.6 | 102.0 | 107.0 | 105.0 | 109.0 |
| 米国実質GDP(暦年) | 1.7 | 2.2 | [2.3] | [2.2] | 1.8 | [1.6] | [1.9] |
| ユーロ圏実質GDP(暦年) | 1.5 | 0.4 | [0.2] | [0.2] | 0.6 | [0.2] | [0.6] |
| 中国実質GDP(暦年) | 9.3 | 8.4 | 8.1 | 8.6 | 8.3 | 8.4 | 8.2 |

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

| | 2011年度 実績 | 2012年度 | | | 2013年度 | | |
|--------------|--------------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| | | 見通し | 上期 | 下期 | 見通し | 上期 | 下期 |
| 実質GDP | 0.0 | 2.1 | [1.1] | [0.5] | 1.4 | [0.5] | [1.2] |
| 個人消費 | 1.1 | 1.5 | [0.6] | [0.0] | 1.0 | [0.2] | [1.5] |
| 住宅投資 | 3.6 | 2.7 | [1.7] | [0.5] | 7.4 | [5.5] | [2.9] |
| 設備投資 | 0.2 | 1.5 | [1.0] | [1.8] | 2.6 | [1.0] | [1.3] |
| 政府消費 | 1.9 | 1.3 | [0.7] | [0.4] | 0.8 | [0.4] | [0.4] |
| 公共投資 | 3.9 | 8.4 | [7.8] | [0.1] | 5.2 | [3.0] | [4.1] |
| 輸出 | 1.4 | 3.6 | [2.0] | [1.3] | 2.3 | [1.0] | [1.4] |
| 輸入 | 5.3 | 4.2 | [1.9] | [1.1] | 2.0 | [0.8] | [1.3] |
| 寄与度 | | | | | | | |
| 国内需要 | 1.0 | 2.1 | [1.0] | [0.4] | 1.2 | [0.5] | [1.1] |
| 民間需要 | 0.4 | 1.5 | [0.6] | [0.4] | 1.3 | [0.5] | [1.2] |
| 公的需要 | 0.6 | 0.6 | [0.5] | [0.1] | 0.1 | [0.1] | [0.1] |
| 海外需要 | 1.0 | 0.0 | [0.1] | [0.1] | 0.1 | [0.1] | [0.0] |
| 名目GDP | 1.9 | 1.6 | [0.9] | [0.3] | 1.2 | [0.3] | [1.3] |
| 新設住宅着工戸数(万戸) | 84.1 | 88.4 | 45.4 | 43.0 | 90.3 | 48.4 | 41.9 |
| (前年比増減率、%) | 2.7 | 5.0 | 4.9 | 5.2 | 2.2 | 6.6 | 2.5 |
| 鉱工業生産 | 1.0 | 3.5 | [1.0] | [1.2] | 2.6 | [1.0] | [1.8] |
| 国内企業物価 | 1.7 | 0.3 | 0.2 | 0.9 | 0.5 | 0.3 | 0.6 |
| 消費者物価 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.3 |
| 完全失業率(%) | 4.5 | 4.3 | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.3 | 4.2 |

(注) 民間需要 = 個人消費 + 住宅投資 + 設備投資 + 民間在庫投資、 公的需要 = 政府消費 + 公共投資 + 公的在庫投資
国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。