

浜銀総研 News Release



2012年 8 月16日

2012年度、2013年度の景気予測（2012年 8 月改訂） - 2013年度後半には消費増税前の駆け込み需要が成長率を押し上げ -

要 旨

- 2012年 4 ～ 6 月期の実質 G D P は前期比+0.3%となり、1 ～ 3 月期（同+1.3%）に比べて成長率が低下した。夏季賞与減少や台風 4 号上陸の影響などにより個人消費の伸びが大幅に縮小したほか、海外経済の減速や円高進行などにより輸出の増勢が鈍化した。また、被災地の人手不足などにより復興関連投資の進捗が遅れている影響などで公共投資の増勢もやや鈍った。一方、住宅投資は政策効果などにより再び増加し、設備投資も投資マインドの持ち直しにより増加に転じた。
- この先の2012年度における景気回復の動きは鈍いと予想される。年初以来の個人消費を押し上げてきたエコカー補助金は早晩終了するとみられ、秋口から年終盤の個人消費は弱い動きになると見込まれる。また、米中経済の成長ペースが緩やかとなることや欧州債務問題の影響などで輸出や設備投資なども伸び悩むと予想される。もっとも、復興関連投資の押し上げにより公共投資の増加がしばらく続くとみられることから景気の腰折れは避けられるだろう。2012年度の実質 G D P 成長率については、2011年度から12年度へのゲタが+1.5%と高いこともあり、+2.3%と高めの成長になると予測した。
- 2013年度についても年度前半は景気回復の動きが鈍いものとなろう。公共投資が前期比ペースで減少に転じるほか、米国景気減速の影響で輸出の景気けん引力は強まらず、設備投資の増勢も鈍いと予想される。また、雇用・所得情勢の改善が鈍いため、個人消費の回復も期待できないだろう。ただ年度後半になると、消費増税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高まってくるため、輸出や設備投資の増勢が徐々に強まり、成長率も次第に高まってくると見込んだ。以上から、2013年度の実質 G D P 成長率を+1.5%と予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回 6 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 G D P	▲ 0 . 0	2 . 3	1 . 5	2 . 2	1 . 4
民間需要寄与度	0 . 5	1 . 7	1 . 3	1 . 7	1 . 3
公的需要寄与度	0 . 5	0 . 6	0 . 0	0 . 5	▲ 0 . 1
海外需要寄与度	▲ 1 . 0	0 . 0	0 . 1	▲ 0 . 0	0 . 1
名目 G D P	▲ 2 . 0	1 . 3	1 . 1	1 . 7	1 . 2

(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の概要

(4 ～ 6 月期の実質 G D P は成長率が低下)

2012年 4 ～ 6 月期の実質 G D P (国内総生産、季調値、1 次速報) は前期比+0.3% (同年率+1.4%) となり、1 ～ 3 月期 (前期比+1.3%) に比べて成長率が低下した。国内需要の実質 G D P 成長率に対する寄与度が前期比+0.4%ポイントとなり、1 ～ 3 月期 (同+1.2%ポイント) に比べて大きく低下するとともに、外需の寄与度が同-0.1%ポイントとマイナスに転じた (図表 1)。

国内需要の内訳をみると、家計部門では個人消費が前期比+0.1%となり、伸びが大きく低下した。形態別には、エコカー補助金の効果により耐久財が同+3.1%と好調だったものの、半耐久財 (同-1.5%) や非耐久財 (同-0.8%) が減少に転じた。一方、住宅投資は同+0.8%と再び増加した。昨年終盤に復活した住宅購入支援策 (復興支援・住宅エコポイント、フラット35Sエコ) の効果が現れたものとみられる。次に企業部門をみると、設備投資は企業の投資マインドの持ち直しなどにより同+1.5%と再び増加した。その一方で、在庫投資の実質 G D P 成長率に対する寄与度がマイナスに転じた。政府部門では、公共投資が復興関連投資の拡大により同+1.7%と増加基調を維持したものの、伸びは前期 (同+3.6%) を下回った。政府消費 (同+0.3%) も増勢が鈍化した。

外需については、輸出は同+1.2%と伸びが低下した。米・中の景気減速や欧州債務問題、円高進行の影響が現れた模様である。一方、輸入は同+1.6%と増加が続いたものの、燃料輸入の増勢鈍化の影響などにより伸びがやや低下した。

なお、名目 G D P は同-0.1%と再びマイナス成長になった。実質ベースで増加した個人消費や政府消費が名目ベースでは減少に転じている。

図表 1 実質 G D P 成長率と内外需別の寄与度

(季節調整済、前期比、%)

	2011年				2012年	
	1 ～ 3 月期	4 ～ 6 月期	7 ～ 9 月期	10 ～ 12 月期	1 ～ 3 月期	4 ～ 6 月期
実質 G D P	-2.0	-0.5	1.8	0.1	1.3	0.3
個人消費	-1.5	0.6	1.1	0.7	1.2	0.1
住宅投資	1.7	-3.0	4.8	0.1	-1.6	0.8
設備投資	-0.1	-0.9	0.3	5.5	-1.6	1.5
公共投資	-4.4	7.4	-1.1	-1.0	3.6	1.7
輸 出	-0.4	-5.8	7.9	-3.6	3.4	1.2
輸 入	1.5	0.0	3.4	1.0	2.2	1.6

内需寄与度	-1.7	0.4	1.1	0.8	1.2	0.4
民間需要	-1.6	-0.0	1.1	0.8	0.8	0.3
うち在庫	-0.7	-0.2	0.3	-0.4	0.4	-0.0
公的需要	-0.1	0.5	0.0	0.0	0.4	0.2
外需寄与度	-0.3	-0.9	0.7	-0.7	0.1	-0.1

名目 G D P	-2.4	-1.4	1.6	-0.3	1.4	-0.1
----------	------	------	-----	------	-----	------

(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 G D P 速報」)

(この先の2012年度における景気回復の動きは鈍い)

4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期に比べて低下したが、7～9月期以降の2012年度における景気回復の動きも鈍いと考えられる。

その要因としては、まずエコカー補助金終了などによって個人消費の低迷が見込まれる点をあげられる。年初から個人消費を押し上げてきたエコカー補助金はこのペースで予算の消化が進めば9月上旬までには全予算を消化する見込みで、制度終了後には乗用車購入の反動減が個人消費を下押すと予想される(図表2)。また、足元では夏季賞与が減少に転じるなど所得情勢が弱含んでおり、消費マインドも改善が頭打ちになっている。この先も所得改善の動きが鈍く、家計の消費意欲が高まりにくいとみられることから、今年秋口から終盤にかけての個人消費は弱い動きになると予想される。

次に、輸出や設備投資など企業部門の需要の伸び悩みが見込まれる点をあげられる。海外経済の動向をみると、米国や中国はこの先も成長率が高まりにくいと見込まれ、欧州債務問題の解決にも時間が掛かると予想される。加えて、この先も円相場が高値圏で推移すると予想されることや、2013年1～3月期には米国景気が緊縮財政によっていったん減速すると見込まれることなども踏まえると、今後の輸出はしばらくの間鈍い動きが続くと予想される。また、このように輸出が伸び悩む影響などで設備投資についても伸びが高まりにくい状況が続くことになろう。

しかしその一方で、公共投資については、復興関連投資の押し上げにより今後も増加していくとみられる。昨年度第3次補正予算で成立した復興関連予算は被災地域の人手不足や復興計画策定の遅れなどにより執行が遅れている模様であることから、今後しばらくの間は同予算の執行が進むことで復興投資の拡大が続くと予想される(図表3)。

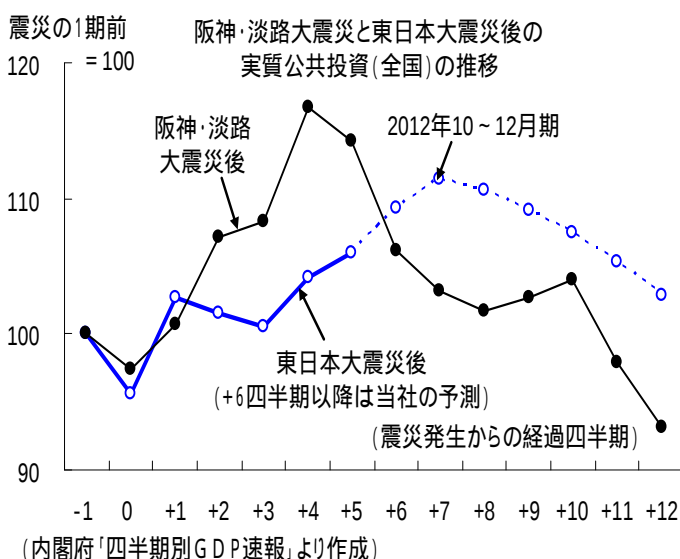
こうした点を踏まえて2012年度のわが国経済を展望すると、7～9月期以降は、企業部門の景気けん引力が強まらないなかで個人消費が弱含むために実質GDPは小幅な伸びにとどまることになろう。ただ、復興関連投資の下支えが見込まれることから景気が腰折れすることは避けられるだろう。年度ベースでみた実質GDP成長率については、2011年度から12年度へのゲタ(発射台)が+1.5%と高いこともあり、+2.3%と比較的高い伸びになると見込んだ(次頁図表4)。

図表2 前回の補助金終了後は乗用車販売急減



(注)当社で季節調整を施した。
(日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会資料より作成)

図表3 12年中は公共投資の増加が続くと予想



(2013年度後半には消費増税前の駆け込み需要拡大などにより成長率が高まる)

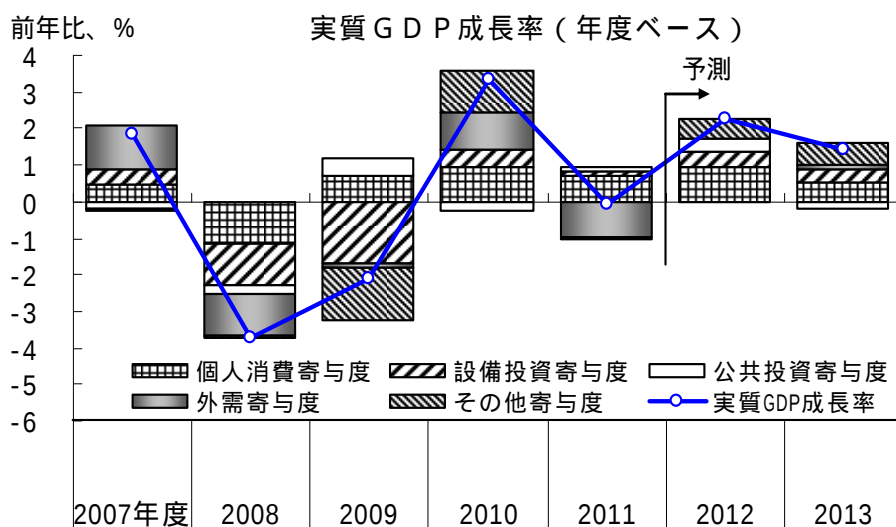
2013年度前半も景気回復の動きは強まらないだろう。2012年中に復興関連投資の大幅な拡大が見込まれる公共投資は2013年1～3月期以降は前期比ベースで減少に転じ、成長率を押し下げると予想される。また、2013年1～3月期に米国経済が減速する影響で13年度前半も海外景気の伸びは緩やかになり、輸出の景気けん引力は強まらなれないと考えられる。この結果、設備投資の増勢も高まりにくいだろう。一方、家計部門では、住宅投資関連で2014年4月に予定されている消費税率引き上げを前にした駆け込み需要が顕在化してくると予想される。ただ、雇用・所得情勢の回復が鈍いことなどから個人消費は引き続き伸び悩むと予想される。こうした点を踏まえて、2013年度前半は景気回復の動きが鈍いまま推移すると見込んだ。

もっとも、2013年度後半になると、消費増税前の駆け込み需要によって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徐々に増勢が強まってくると予想される。公共投資の減少幅は拡大すると見込まれるものの、民間需要の持ち直しを受けて、年度後半には成長率が次第に高まってくると見込んだ。

以上を踏まえて、2013年度の実質GDP成長率を+1.5%と予測した(図表4)。

(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4 12年度は+2.3%成長、13年度は+1.5%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. 主要項目のポイント

家計部門

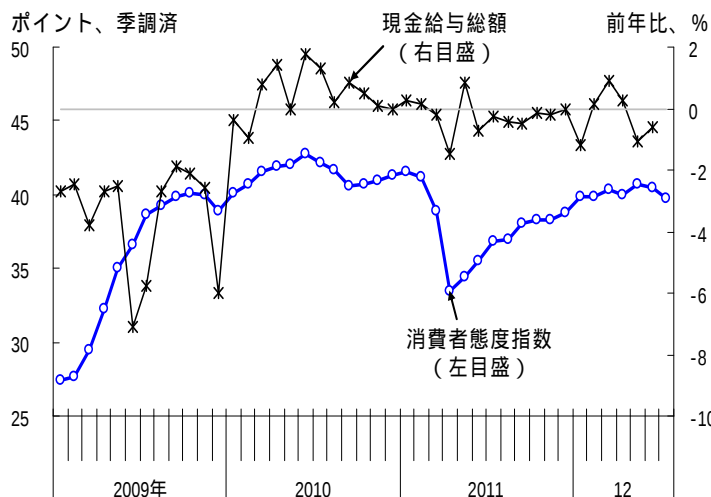
(2013年度後半には消費増税前の個人消費拡大が見込まれる)

4～6月期の実質個人消費は前期比+0.1%と1～3月期(同+1.2%)に比べて増勢が大きく鈍化した。消費総合指数で月別の動向をみると、4～5月にかけては消費マインドの改善やエコカー補助金の押し上げ効果などによって堅調な動きを維持していたものの、6月には夏季賞与の減少による消費意欲の低下や台風4号上陸の影響などで前月比-0.7%と弱い動きになっている。

夏場の個人消費は好天の影響によりやや持ち直している模様であるが、この先しばらくは個人消費に大きな期待はできないだろう。まず個人消費に大きな影響を与える所得情勢をみると、6月の現金給与総額が所定内給与や夏季賞与の減少などの影響で前年比-0.6%と前月に続いて減少するなど、持ち直しの動きが弱まっている(図表5)。この先についても、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が緩みにくいことから、所得回復の動きは限定的なものとなる。また、消費マインドをみても、7月の消費者態度指数が雇用環境に対する意識の悪化などにより2か月連続で低下するなど、改善の動きが弱まっている。この先も景気の減速感が強まるなかで雇用情勢の改善の動きも鈍ると予想されるため、家計の消費マインドは高まりにくいと考えられる。

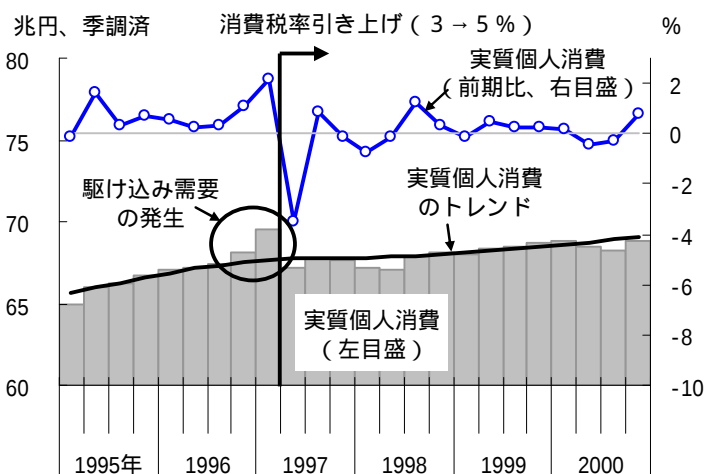
以上から今後の個人消費は基調として鈍い動きになるとみられるが、エコカー補助金や消費増税などの政策要因によって増減の波は大きくなるだろう。まず、年初以降の個人消費を押し上げてきたエコカー補助金については、今年9月上旬までには全ての予算が消化されるとみられる。このため、制度終了後には乗用車購入の大幅な落ち込みが見込まれ、2012年10～12月期には個人消費がいったん前期比で減少に転じると予想される。次に、2014年4月に見込まれる消費税率引き上げについては、増税前の駆け込み需要が個人消費を押し上げるだろう。1997年4月に消費税率が引き上げられた際の個人消費の動きをみると、前年の10～12月期から増勢が強まり始め、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6)。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+1.6%、2013年度が同+0.9%と予測した。

図表5 賃金や消費マインドが頭打ちに



(内閣府「消費動向調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」)

図表6 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）

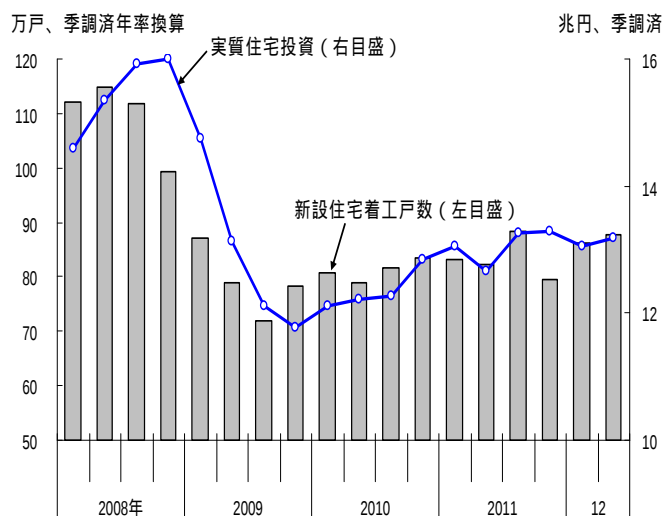
4～6月期の実質住宅投資は前期比+0.8%と再び増加した。昨年度第3次補正予算成立を受けて始まった住宅購入支援策（復興支援・住宅エコポイント、フラット35Sエコ）や被災地の住宅投資拡大などが住宅投資を押し上げたとみられる。

住宅投資の先行指標である住宅着工戸数をみると、4～6月期は前期比+1.9%と増加基調を維持したものの、1～3月期（同+8.3%）に比べると増勢は鈍化している（図表7）。被災地の住宅投資拡大がこの先も住宅投資の押し上げ要因になるとみられるものの、復興支援・住宅エコポイントの被災地以外での受付が終了（7月4日）したことや、10月末にフラット35Sエコが期限を迎えることなどを踏まえると、この先の住宅投資は増勢が鈍化し、今年終盤にはいったん弱含むと予想される。

もっとも、2013年度になると、消費税率引き上げを見込んだ住宅投資の増加が見込まれることから、住宅投資は再び増加基調に転じるだろう。前回の消費税率引き上げの際の住宅投資の動向をみると、およそ1年前から増勢が強まっていた様子がうかがえる（図表8）。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。

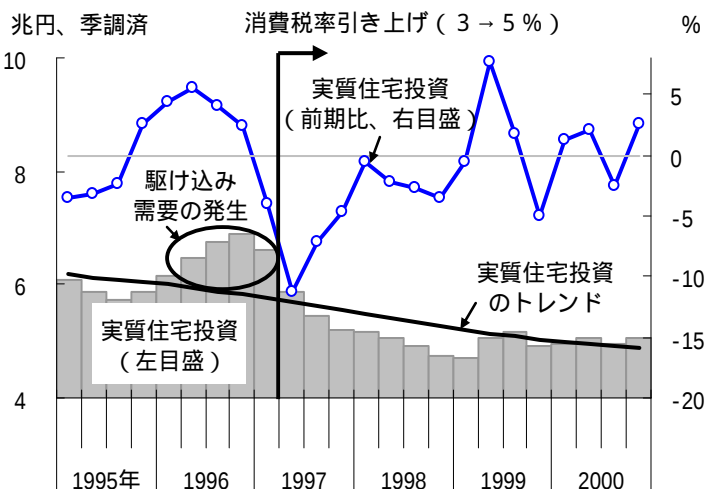
以上から、実質住宅投資は2012年度が前年比+2.1%とやや伸びが鈍化するものの、2013年度には同+7.5%となり、消費税率引き上げの影響で大幅に増加した1996年度（同+13.3%）以来の高い伸びになると予測した。

図表7 新設住宅着工戸数の伸びが鈍化



（内閣府「四半期別GDP速報」、国土交通省「建築着工統計」）

図表8 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）

企業部門

(輸出は海外経済の成長率鈍化により2013年度前半まで鈍い動きが続く)

4～6月期の実質輸出は前期比+1.2%と1～3月期(同+3.4%)から伸びが鈍化した。今後の輸出も海外経済の成長率が高まりにくいとみられることや、円相場が当面高値圏で推移する見通しから回復テンポは鈍いものになることが見込まれる。

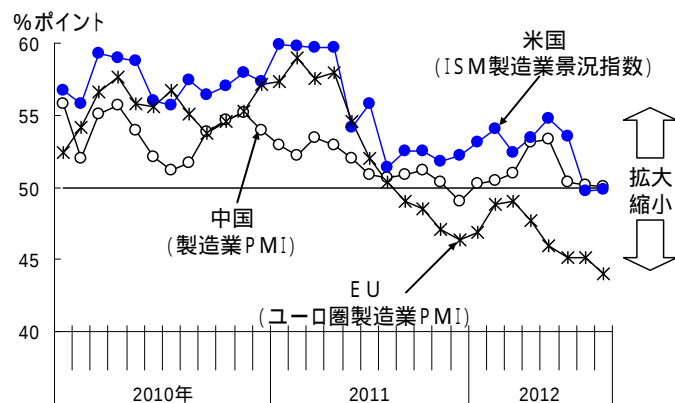
まず、足元の海外の製造業景況感をみると、米国のISM指数は直近値(7月)が49.8となり、好不調の目安とされる50を2か月連続で下回った(図表9)。また、EU(欧州連合)の景気後退などの影響もあり、中国のPMIも50に迫る水準まで低下した。こうした海外製造業の景況悪化などをを受けて、輸出の先行指標とされる機械受注(外需、季調値)は4～6月期に前期比-17.1%と大きく減少し、7～9月期の見通しも同-5.6%の減少となった。この先も欧州債務問題の影響などにより海外経済の成長率が高まりにくいとみられることや、2013年初には米国景気が緊縮財政の影響で一時減速すると見込まれることなどを踏まえると、2012年度から2013年度前半の輸出は伸び悩むと予想される。もっとも、2013年度後半には米国を中心に海外経済が緩やかに回復してくることなどから、輸出の伸びも徐々に高まるだろう。以上より、2012年度の実質輸出を前年比+4.7%、2013年度を同+3.0%と予測した。

一方、4～6月期の実質輸入は前期比+1.6%と増加が続いているものの、1～3月期(同+2.2%)から伸びが鈍化した。要因としては、底堅く推移してきた国内需要が4～6月期に減速したほか、震災以降の実質輸入を底上げしてきた液化天然ガスの輸入量が増加ペースを緩めていることなどがあげられる(図表10)。今後も原発の一部再稼働(注)により液化天然ガスなどの需要が減少するため輸入の伸びは低下しよう。ただし、2013年度後半からは消費増税前の国内需要の増加により、輸入の伸びが高まることを見込まれる。以上より、2012年度の実質輸入を前年比+5.4%、2013年度を同+2.7%と予測した。

なお、震災後の貿易収支は赤字基調が続いているが、今後も液化天然ガスなどの輸入額が高水準で推移すると見込まれることから、予測期間中は赤字基調が続くと考えられる。ただし、輸出が緩やかながらも増加基調を維持することから貿易収支の赤字幅は縮小していくと予想した。

(注) 5月5日に泊原発停止により国内の全原発が停止。その後、6月16日に政府が大飯原発(3, 4号機)の再稼働を決定し、7月9日に3号機、7月25日に4号機が再稼働した。

図表9 海外の製造業景況感は弱含み



(注) ISM、PMIともに購買担当者へのアンケート結果を指数化したもの。50が企業活動の拡大と縮小の分岐点とされている。
(米供給管理協会、中国物流購買連合会、Markit)

図表10 液化天然ガスの輸入は増勢鈍化



(注) 当社で季節調整を施した。
(財務省「貿易統計」より作成)

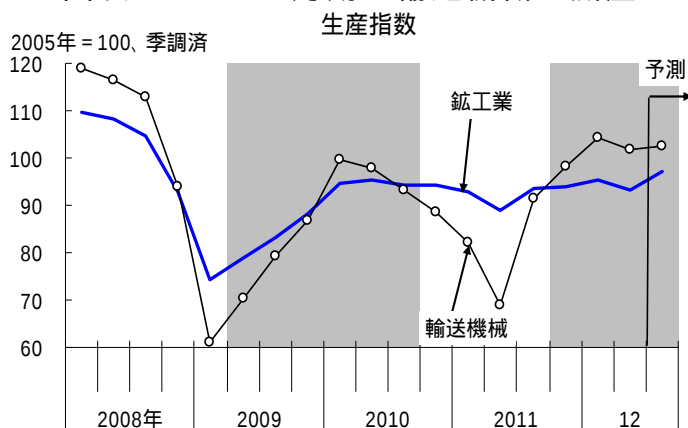
（生産はエコカー補助金の終了や輸出の伸び悩みにより鈍い動きに）

4～6月期の鉱工業生産は自動車輸出の伸び悩みにより輸送機械が減産となったことなどから、前期比-2.0%と2011年4～6月期以来の低下に転じた(図表11)。ただ、製造工業の生産予測指数をみると、7月は前月比+4.5%と大幅な増産を見込んでおり、8月も同-0.6%と小幅の減産にとどまっていることから、企業は夏場の生産に対して強気の見方をしていると判断される。しかし、予測指数の実現率と修正率をみると(注)、最近ではマイナス幅が拡大しており、企業の見通し通りに生産が行われていないことがわかる(図表12)。足元で輸出が伸び悩んでいることなども踏まえると、7、8月の生産にも大きな期待は出来ないと考えられる。また、秋以降についても、輸出の伸び悩みや、エコカー補助金終了に伴う減産が予想されることから、生産は鈍い動きが続くだろう。

2013年度は年度後半になると消費増税前の需要増加により耐久消費財などの生産が増加することが見込まれるほか、海外経済の持ち直しによる輸出企業の増産も期待される。以上より、2012年度の鉱工業生産は前年比+1.6%、2013年度は同+2.6%と予測した。

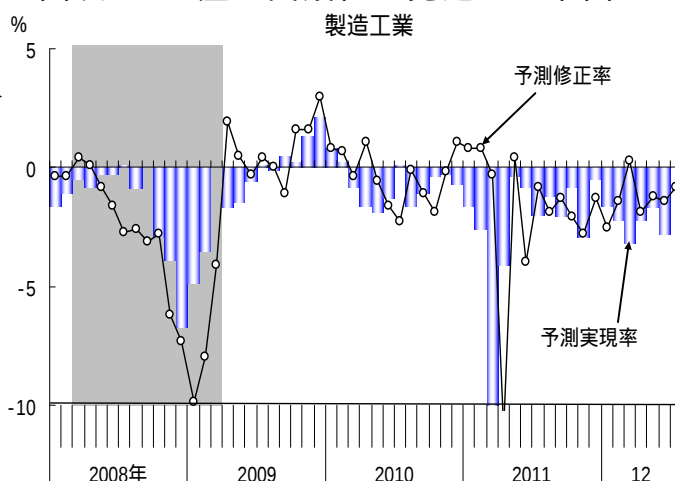
(注) 予測実現率とは前月調査による当月の見込み指数が当月調査による前月の実績指数に対してどれだけ達成されたかを表す。また、予測修正率とは、前月調査による翌月の予測指数に対して当月調査による当月の見込み指数がどれだけ修正されたかを表す。マイナスとなるときは当初の想定よりも需要が弱く生産を減少させている場合で、需要見通しの不確実性が高まっていることを意味するとされている。

図表11 4～6月期の輸送機械は減産に



(注) 網掛けはエコカー補助金適用期間(2009年4月～2010年9月、2011年12月～現在)。生産指数の2012年7～9月期は7、8月の予測指数をもとに、9月は8月から横ばいとして先伸ばしをした。なお、鉱工業は製造工業の予測指数にて先伸ばしをしている。
(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」などより当社作成)

図表12 生産の実績値は見通しを下回る



(注) 網掛けは景気後退局面。
2011年3月の実現率:-20.3%、2011年4月の修正率:-16.5%。
(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」)

（設備投資は企業収益回復に伴い維持・補修目的の投資を中心に回復）

設備投資の動向に大きな影響を与える企業収益をみると、日銀短観(2012年6月調査)では2012年度の経常利益(全規模・全産業)が前年比+3.4%(2011年度実績:同-3.2%)と増益を計画している。震災の影響から昨年度の収益が大きく落ち込んでいたことや、復興需要による内需の高まりなどにより、企業収益は持ち直してくと予想される。また、2013年度についても消費増税前の内需拡大や、年度後半からの海外経済回復によって増益が続くと見込まれる。

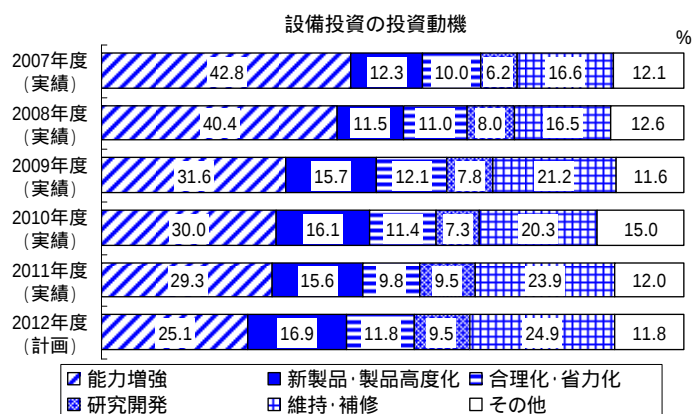
このような企業収益の回復に伴い、設備投資は緩やかに増加してくるだろう。日本政策投資銀行が発表した『2011・2012・2013年度設備投資計画調査』によると、2012年度の大企業の設備投資計画は全産業で前年比+12.2%となり、同時期の調査

としては2006年度計画（同+12.9%）以来の高い伸びとなった。業種別にみると、製造業（同+19.1%）、非製造業（同+8.6%）ともに増加が見込まれている。ただし、2012年度計画の投資動機（製造業）を確認すると、「能力増強」（25.1%）のウエートが直近のピークである2007年度実績（42.8%）から大きく低下しているのに対し、「維持・補修」（24.9%）や「合理化・省力化」（11.8%）などのウエートは上昇している（図表13）。海外経済の不透明感が解消されないなかで、企業は生産能力の増強に対して慎重になるとみられるため、2012年度は老朽化した設備の補修などが設備投資の中心になると予想する。なお、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）の4～6月期を確認すると、前期比-4.1%と減少に転じている（図表14）。業種別にみると、非製造業（除く船舶・電力）が前期から横ばいとなったものの、製造業は海外経済の不透明感が増していることなどから同-5.8%と大きく減少した。さらに、機械受注（同）の7～9月期の見通しも同-1.2%と減少を見込んでおり、足元で企業は設備投資への慎重姿勢を強めている可能性がある。したがって、2012年度の設備投資は前年水準を上回るものの、伸び率は緩やかなものにとどまると予測した。

一方、2013年度を展望すると、消費増税後に国内消費の冷え込みが予想されるなかで、非製造業の投資マインドは高まりにくいと考えられる。ただ、年度後半には海外経済の緩やかな回復とともに生産活動の盛り上がりが見込まれることから、製造業では「能力増強」などを目的とした設備投資意欲も高まるだろう。したがって、四半期ベースで見た設備投資の増勢は徐々に強まってくると見込んだ。以上より、2012年度の設備投資は前年比+3.5%、2013年度は同+3.2%と予測した（注）。

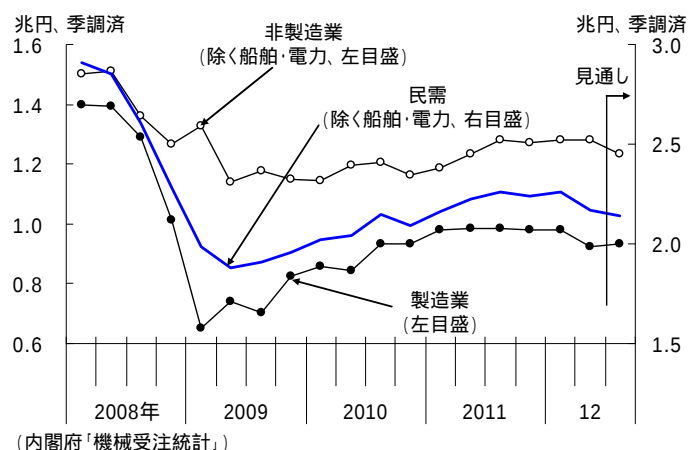
（注）前回の消費増税時（1997年4月）には、1四半期前に設備投資の駆け込みと見られる動きが確認できることから、今回の予測では2014年1～3月期に駆け込み投資が発生すると予想した。

図表13 維持・補修目的の投資が増加



（注）製造業ベース。設備投資金額に対する投資動機ウエート。
 （日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より作成）

図表14 機械受注は足元で弱含む



政府部門

(2013年度の公共投資は復興関連投資の減少により前年比マイナスに)

4～6月期の実質公共投資は復興関連投資の拡大により前期比+1.7%と増加基調を維持したものの、1～3月期(同+3.6%)に比べると伸び率が鈍化した。

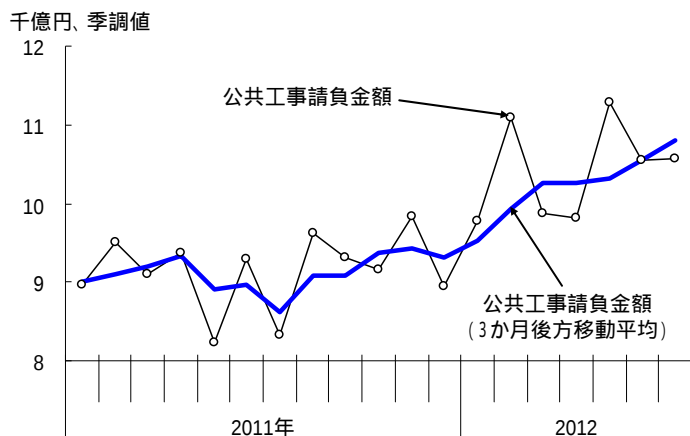
この先の2012年度の公共投資を見通すと、復興関連投資の押し上げにより増加基調がしばらく続くと予想される。昨年度第3次補正予算に計上された復興関連予算は、被災地の人手不足や復興計画策定の遅れなどにより執行が遅れている模様である。このため、今後しばらくは同予算や今年度予算に計上された復興関連投資が公共投資を押し上げていくと考えられる。実際に、公共投資の先行指標である公共工事請負金額をみると、依然として拡大が続いており(図表15)、今後請負工事の進捗に伴い公共投資も増加していくと見込まれる。

2013年度については復興庁が策定した「復興まちづくり(注)」をベースとした被災地の区画整理や医療・教育施設の耐震化などの復興関連投資が進むと予想される。ただし、各府省の事業計画では復興の基盤となる土木工事が2012年度内に概ね完了する計画となっていること、復興庁の「東日本大震災からの復興の基本方針」において当初5年間での復旧・復興対策規模が19兆円見込まれているのに対し、2012年度当初予算までに復興関連予算が既に17.5兆円計上されていること(図表16)、などを踏まえると、2013年度には復興関連投資が減衰していくと予想される。この結果、実質公共投資は2012年度には前年比+7.5%と増加するものの、2013年度は同-3.8%と前年水準を下回ると予測した。

(注)「復興まちづくり」とは、復興庁が策定した「各府省の事業計画と工程表のとりまとめ—公共インフラ、全体版—(2012年5月)」で示された復興に向けた事業計画。防災集団移転や区画整理、被災した造成宅地の地滑動崩落対策、医療施設や学校施設の復旧・移転などを被災地域の復興計画を踏まえつつ推進していくことなどが盛り込まれている。

図表15 公共投資の先行指標は増加が続く

図表16 復興関連予算の概要



(注)当社で季節調整を施した。
(東日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」などより当社作成)

項目	復旧・復興 対策規模	計上済みの復興関連予算				
		合計	第1次 補正予算	第2次 補正予算	第3次 補正予算	2012年度 当初予算
災害救助・ 生活再建など	4兆円	1.9兆円	1.3兆円	0.4兆円	0.1兆円	0.1兆円
ガレキ処理・ インフラ復旧	6兆円	4.8兆円	2.0兆円	-	1.9兆円	0.9兆円
「地域づくり」等の インフラ投資・ ソフト事業	8兆円	7.5兆円	0.1兆円	0.5兆円	5.7兆円	1.2兆円
緊急防災・ 減災事業	1兆円	1.1兆円	-	-	0.6兆円	0.5兆円
その他(災害関連 融資など)	-	2.2兆円	0.6兆円	0.8兆円	0.7兆円	0.1兆円
合計	19兆円	17.5兆円	4.0兆円	1.7兆円	8.9兆円	2.8兆円

(注)復旧・復興対策規模は、「東日本大震災からの復興の基本方針」で示された集中復興期間(5年間)における施策・事業の想定額。原子力災害復興関係経費などは含んでいない。なお、地方交付税交付金、東日本大震災復興交付金は「地域づくり」等のインフラ投資・ソフト事業に計上した。
(復興庁「東日本大震災からの復興の基本方針」、財務省「予算のポイント」などより当社作成)

3. 予測の前提となる海外経済の見通し

米国経済

(米国経済は緩やかな回復が続く)

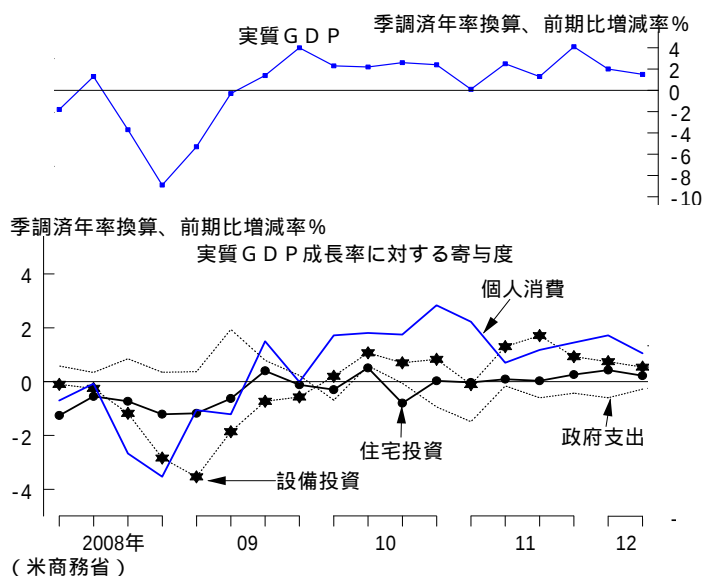
米国の2012年4～6月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+1.5%と、1～3月期の同+2.0%から成長が鈍化した(図表17)。主要項目別にみると、まず家計部門では個人消費が同+1.5%と1年ぶりの低い伸びとなった。財別には、自動車や家具などの耐久財消費が同-1.0%と前期(同+11.5%)の大幅増から失速し、2011年4～6月期以来の減少に転じた点が目立つ。ただ、サービス消費が同+1.9%と前期(同+1.3%)から伸びを高め、また非耐久財消費も同+1.5%(前期は同+1.6%)と底堅く推移している点から判断して、個人消費の回復基調が大きく崩れたわけではないとみられる。一方、4～6月期の住宅投資は前期比年率+9.7%と、暖冬の影響で急増した1～3月期(同+20.5%)から伸びが鈍化した。

他方、企業部門では、4～6月期の設備投資が同+5.3%と前期(同+7.5%)から減速した。投資の内訳をみると、構築物への投資が同+0.9%と低調な伸びとなり、全体の伸びを引き下げた。ただその一方で、設備機器・ソフトウェアへの投資は同+7.2%と前期(同+5.4%)から伸びを高めている。また企業の在庫投資は増勢を強めており、GDP成長率への寄与度が同+0.3%ポイントと前期(同-0.4%ポイント)からプラスに転じた。他方、4～6月期の政府支出は同-1.4%と8四半期連続で減少した。非国防支出が同-0.3%と3四半期ぶりの減少に転じるとともに、財政状況が厳しい州・地方政府の支出が同-2.1%と11四半期連続で減少した。外需については、輸出が同+5.3%と前期(同+4.4%)から伸びが高まった。ただ、輸入も同+6.0%と前期(同+3.1%)から伸びを高めたため、純輸出(輸出-輸入)のGDP成長率に対する寄与度は同-0.3%ポイントとマイナスに転じた。

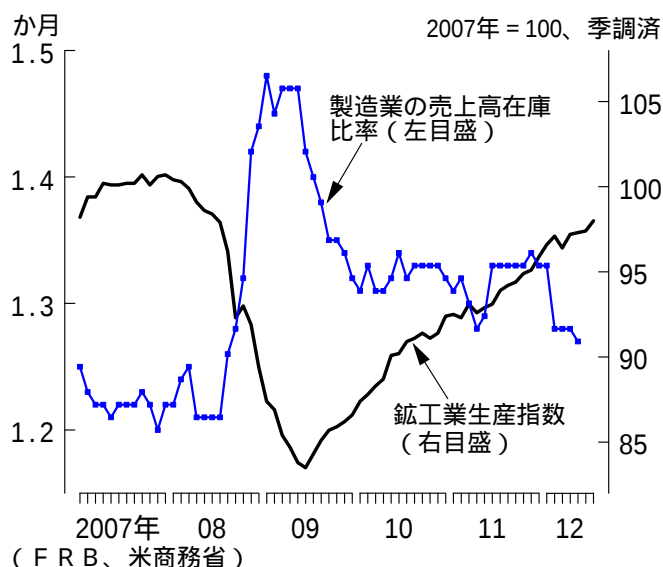
このように4～6月期の実質GDPは2四半期連続の減速となったものの、暖冬によって押し上げられた1～3月期の反動や、輸入の増加に伴う外需のマイナス寄与の影響などを踏まえると、景気の実勢を過度に悲観視する必要はないといえよう。

こうしたなか、足元の月次経済指標は強弱入り交じる展開となっている。例えば、7月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は49.8と前月から0.1ポイント上昇したものの、好不調の目安となる50を2か月連続で下回った。内訳をみると、生

図表17 緩やかな回復が続く米国景気



図表18 生産指数は底堅く推移



産指数（6月：51.0→7月：51.3）や新規受注指数（同：47.8→同：48.0）が前月から小幅に上昇する一方で、雇用指数（同：56.6→同：52.0）が3か月連続の低下となった。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）が足元で伸び悩んでいる点も踏まえると、目先は設備投資の増勢鈍化が続く可能性が高いとみられる。

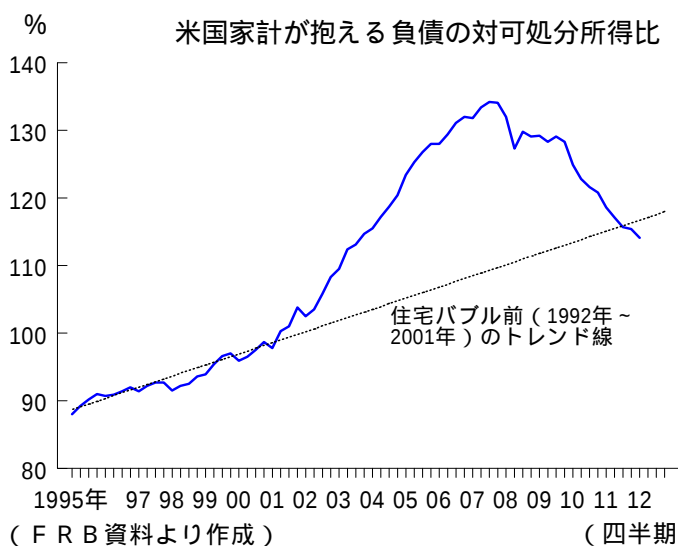
ただ、企業の生産活動は底堅く推移している。7月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と4か月連続で上昇した（図表18）。電力など公益事業が同+1.3%と上昇に転じるとともに、製造業が自動車の増産（同+3.3%）などを受けて同+0.5%と2か月連続で上昇している。製造業の売上高在庫比率をみると、過度の在庫積み上がりには至っていないことから、先行き生産活動が大きく腰折れする可能性は小さいと考えられる。

一方、家計部門では、7月の非農業部門雇用者数が前月比16.3万人増と、前月（同6.4万人増）から増加幅が大きく拡大した。政府部門の雇用が同0.9万人減と5か月連続で減少したものの、民間部門の雇用が同17.2万人増（前月は同7.3万人増）と大幅な増加となった。4～6月期の雇用者数は月平均7.3万人増と、暖冬の影響もあり好調だった1～3月期の同22.6万人増から大きく落ち込んだため、景気の先行き不透明感が強まったが、7月の雇用統計はそうした懸念を和らげる結果となった。今後も雇用情勢は緩やかに回復し、個人消費を支えたと見込まれる。

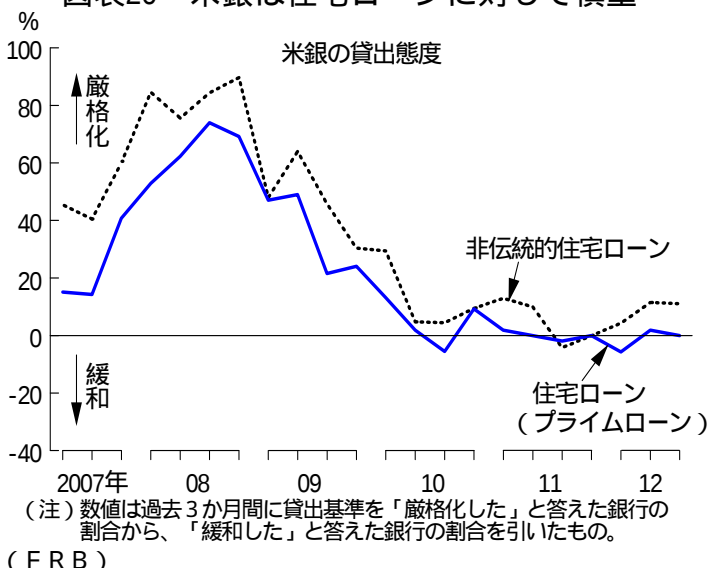
こうした状況を踏まえて先行きを展望すると、米国景気は個人消費が下支え役となり、緩やかな回復が続くと見込まれる。家計は過剰な債務の圧縮（バランスシート調整）に取り組んでいるが、家計の負債比率（対可処分所得比）をみると過去（住宅バブル前）からのトレンド線を下回ってきており、調整がかなり進展していることがうかがえる（図表19）。家計の債務返済という重荷は徐々に軽くなりつつあるといえよう。

その一方で、住宅市場の本格回復にはなお時間を要すると見込まれる。住宅販売件数や住宅価格などには底入れの兆しが現れているが、回復の動きは弱い。住宅ローンの延滞率が依然として高く、米銀が住宅ローン融資に対して慎重な姿勢を崩していないことも、住宅市場回復の足かせとなろう（図表20）。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ると見込まれる。

図表19 家計のバランスシート調整は進展



図表20 米銀は住宅ローンに対して慎重



また、2013年には財政緊縮の圧力が一段と強まる可能性に注意を要しよう。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）。

以上の要因から、2012年後半の米国経済は個人消費などに支えられて年率2%弱での緩やかな成長が続くと見込んだ。2013年前半には緊縮財政の影響から成長率が一時鈍化するものの、年後半には個人消費を中心に民間需要主導で景気が持ち直し、成長率が年率2%台へと高まっていくと予測した。通年の実質GDP成長率は2012年が+2.2%、2013年が+1.7%と見込んだ。

なお、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。FRB（米連邦準備理事会）は8月1日のFOMC（公開市場委員会）で追加の金融緩和措置を見送った。FOMC声明では、事実上のゼロ金利政策を「少なくとも2014年後半まで続ける」方針を維持している（図表21）。ただ、景気判断については、「今年前半の米経済活動はいくらか減速した」と指摘し、前回の「緩やかに拡大している」から下方修正した。その上で、今後の金融政策についても「必要ならば追加的な緩和措置をとる」と説明し、米国景気が一段と減速すれば追加緩和をためらわない姿勢を示している。今後、FRBは米国景気や欧州債務問題の行方を見極めながら、量的緩和第3弾（QE3）を含む追加緩和のタイミングを模索していくことになるだろう。

（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21 FOMC声明（2012年8月1日）の骨子

景気判断	今年前半の米経済活動はいくらか減速。雇用の伸びはここ数か月緩慢。失業率はなお高い。
	経済は今後数四半期にわたって緩やかな成長が続く、その後は極めて緩やかに改善すると予想。国際金融市場の緊張が、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（FF）金利の誘導目標を0～0.25%に据え置く。FF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年末まで継続。経済と金融の動向に関する最新の情報を注意深く見守り、必要ならば追加的な緩和措置をとる。

（FRB資料より作成）

ユーロ圏経済

(ユーロ圏経済は2013年も景気低迷が続く)

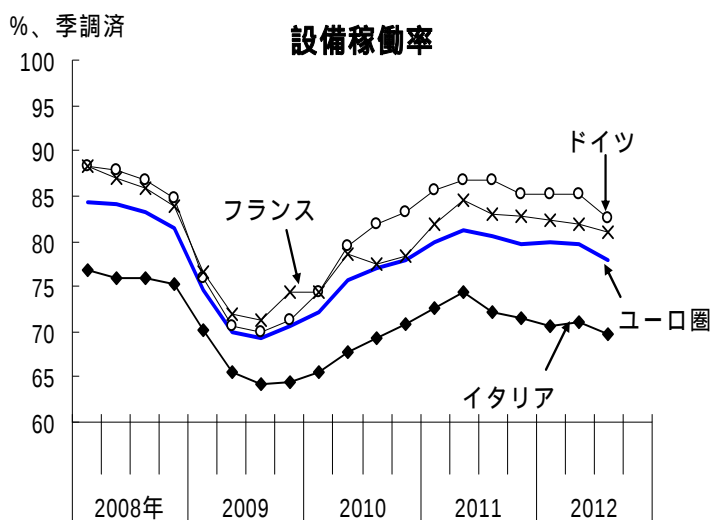
ユーロ圏景気は低迷が続く。2012年4～6月期の実質GDP（圏内総生産、速報値）は前期比-0.2%と、再びマイナス成長に陥った。国別には、イタリア（同-0.7%）やスペイン（同-0.4%）などの債務問題国の景気低迷が続いている。また中核国であるドイツも同+0.3%と、1～3月期（同+0.5%）から伸びが鈍化した。

7～9月期のユーロ圏経済も低迷が続くと考えられる。企業部門をみると、欧州委員会による製造業企業の設備稼働率見通し（7月調査）では、7～9月期におけるユーロ圏の設備稼働率が77.8%と、4～6月期（79.7%）から低下すると見込まれている（図表22）。ゆえに7～9月期も生産の低迷が続いていると判断される。また家計部門でも、直近6月の失業率が11.2%と統計調査開始以来の高水準を更新し続けるなど、雇用・所得情勢の悪化に歯止めがかからない（図表23）。こうしたことなどから、個人消費の増勢は引き続き低調であると判断される。

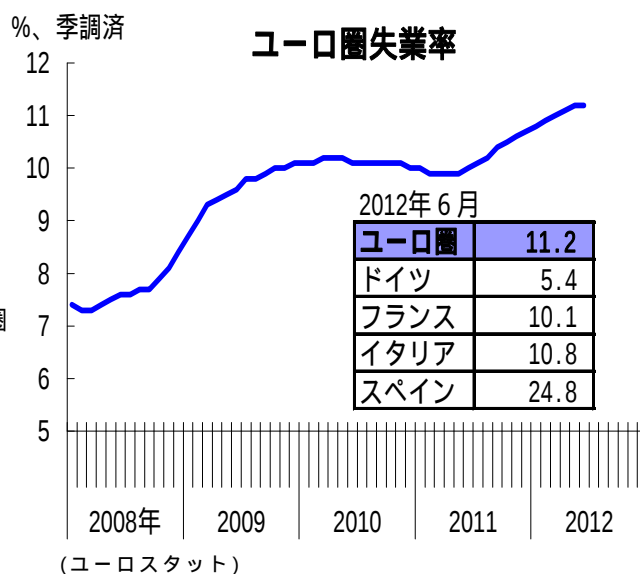
以上を踏まえて2012年後半から2013年にかけてのユーロ圏景気を見通すと、2012年いっぱいはいまマイナス成長が続くと予想される。その後2013年1～3月期にはプラス成長に転じるものの、その後の回復ペースは緩慢なものになると考えられる。圏内需要のうち、鍵を握る財政支出などの公的需要についてみれば、過度な緊縮に対する修正が入るとみられる一方で、基本路線はあくまで財政の再建にあるため、引き続き縮減基調で推移しよう。この点が今後も主な景気の下押し要因になると考えられる。次に民間需要をみると、雇用・所得情勢の回復の遅れなどから、個人消費や住宅投資の低迷が続こう。また設備投資も、債務問題の長期化が想定されるなかで金融機関の融資態度は引き続き厳しいと考えられるため、非常に緩慢な拡大にとどまると予想される。こうしたなかで圏外需要（輸出）が、既往のユーロ圏安や世界景気の緩やかな拡大を受けて底堅く推移し、景気回復を下支えすると見込まれる。ユーロ圏の実質GDP成長率は2012年が-0.5%、2013年が+0.4%になると予測した（次頁図表24）。

なお予測期間中のECB（欧州中央銀行）による金融政策を展望すると、ECBは景気下支えを目的とする低金利政策を維持するとみられる。物価面からも、投機

図表22 7～9月期も生産は低調



図表23 上昇が続く失業率

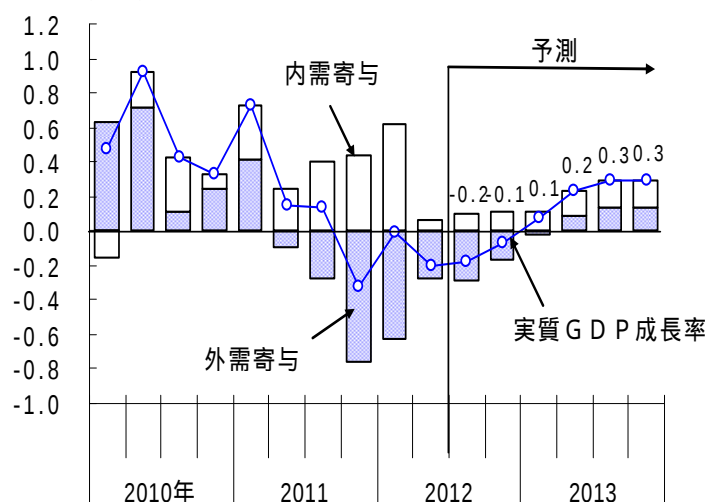


的な要因に伴う資源・エネルギー価格の高騰がない限りにおいて、ユーロ圏の統一消費者物価は景気低迷を受けてECBの目標水準（前年比+2.0%）を徐々に下回るように推移すると想定されることから、ECBは低金利政策を維持しやすい環境が続くとみられる。具体的には、ECBは、現行年0.75%である政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を、2012年末までに0.25%まで引き下げよう。もっとも、景気低迷の深刻化や金融システム不安が懸念される事態となれば、事実上のゼロ金利政策へ踏み込むこともありうると予測した。

最後に、注目される財政・金融危機に関してみると、秋口までにその大枠が整う公算である。まず現在のEFSSF（欧州金融安定基金）の後継機関であるESM（欧州安定メカニズム）が、9月12日におけるドイツの憲法裁判所による判断などを経て正式に稼動する見込みである（図表25）。ESMによるスペインやイタリア国債の購入が開始されれば、8月のECB理事会後のドラギ総裁の言葉にあるように、ECBが流通市場における両国国債の買い入れを再開する予定である。これらが軌道に乗れば、秋口以降、長期金利の低下と安定化を通じて財政危機が沈静化すると期待される。換言すれば、仮にこうした枠組みがスムーズに整わない場合、欧州経済はさらに混迷度を強めることになるだろう。

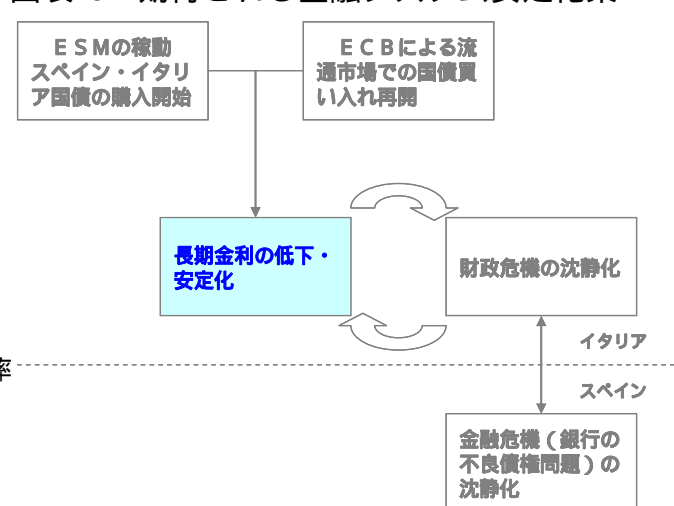
図表24 ユーロ圏の景気予測

前期比、%、季調済



（実績値はユーロスタット、予測は浜銀総研）

図表25 期待される金融システム安定化策



（浜銀総研作成）

中国経済

(中国景気は政策効果を受けて徐々に持ち直す見通し)

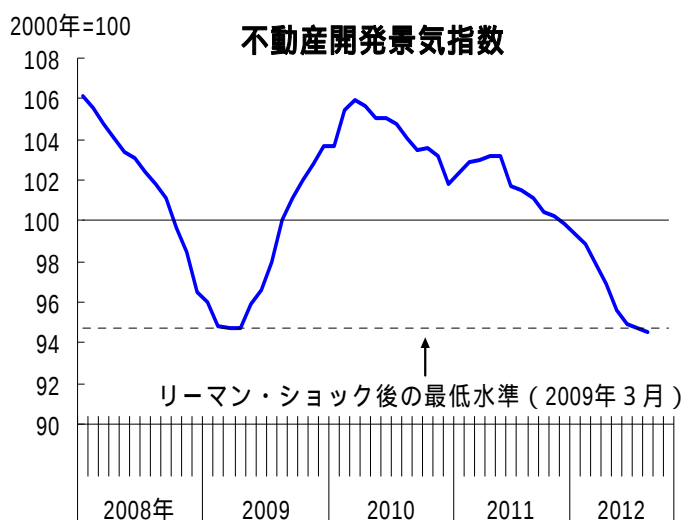
4～6月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+7.6%と、成長率は6四半期連続で低下した。個人消費など民間需要の緩やかな増勢鈍化が、景気減速を促したとみられる。半面、インフラ建設など公共投資の拡大や底打ちの兆しがみられる輸出などが、景気を下支えしたと考えられる。

直近の月次指標も中国景気の減速が続いていることを示唆している。まず7月の鉱工業生産は前年比+9.2%と、2か月連続で伸びが緩やかに鈍化した。鉄鋼やセメントなどの生産財は底堅い一方で、消費財、特に商用車を中心とする輸送機械の低迷が続いている。また政府による規制もあって低迷が続く不動産部門をみても、不動産開発景気指数は7月が94.6となり、2008年秋のリーマン・ショック以降の最低水準（2009年3月の94.7）を下回っている（図表26）。

このような景気減速を受けて、政策当局は4～6月期から景気刺激策を強化している。まず金融面では、中国人民銀行がこれまでの預金準備率の引き下げを通じた金融緩和に加えて、6月と7月には2か月連続で政策金利を引き下げるという、一歩進んだ政策措置を採ってきた。指標である1年物貸出基準金利は、現在年6.00%となっている（図表27）。直近7月の消費者物価が前年比+1.8%と4か月連続で上昇率が鈍化するなどデスインフレが進んでいるため、中国人民銀行は今後も金融緩和を進めよう。

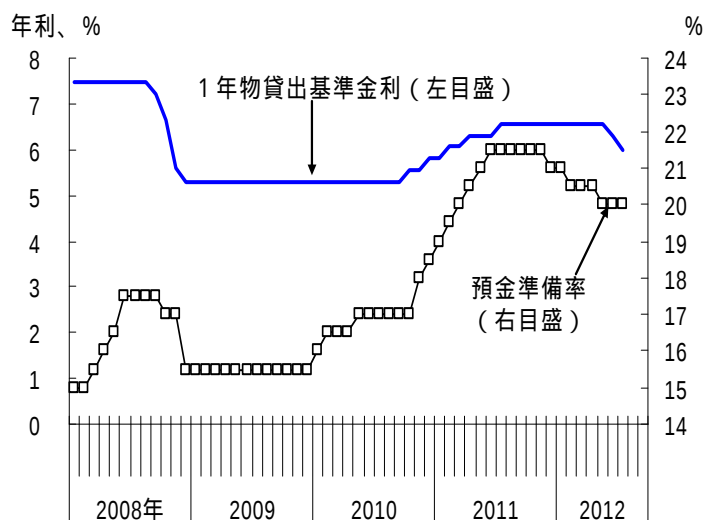
また財政面でも、5月に政府が消費促進策の一環として、薄型テレビなど省エネ家電やエコカーに対する補助金制度を発表しており、6月より1年の期間で実施される。また政府は、鉄道インフラ整備計画を前倒しするなどして、景気の下支えを図っている。今後も中国政府は、秋に予定されている第18回共産党大会での政権交代を見据えて、景気刺激策を強化する公算が大きい。もっとも、乗用車や家電など耐久消費財に関しては、2008年秋のリーマン・ショック後以来の消費支援策（家電下郷など）で需要の先食いが進んでいるため、購入支援策が実施されたとしてその効果は限定的であると考えられる（次頁図表28）。ゆえに短期的な景気下支えは、主にインフラなど公共投資に依存しよう。

図表26 低迷が続く建設・不動産部門



(中国国家统计局)

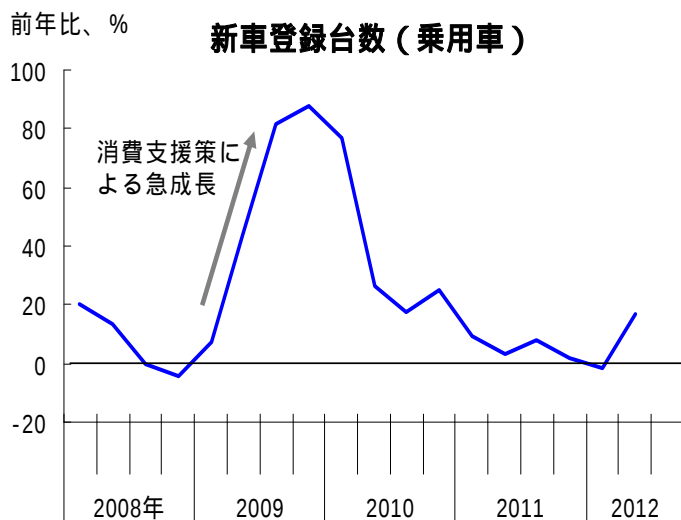
図表27 金融当局は金融緩和スタンスを強化



(中国人民銀行)

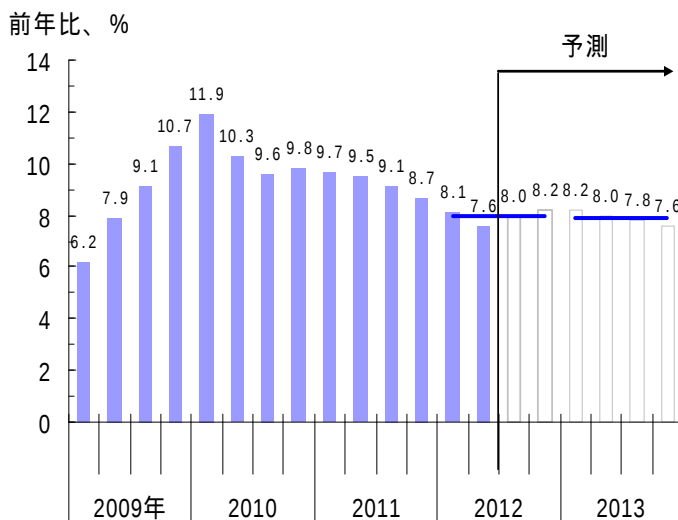
以上を踏まえて先行き2年の中国経済を見据えると、まず2012年後半については、政策効果を受けた内需にけん引されるかたちで、景気は秋口にかけて加速に転じ、10～12月期は8%台の成長に復調する見込みである。具体的には、景気刺激策を受けてインフラなど公共投資が堅調に推移し、景気をけん引するだろう。また個人消費も、消費刺激策や利下げにサポートされて底堅く推移するとみられる。一方輸出は、米国景気が減速し、また欧州景気が低迷するなかで、緩やかな拡大にとどまると考えられる。2012年通年の実質GDP成長率は+8.0%と予測した（図表29）。2013年になると、年前半は2012年後半に実施が見込まれる景気対策の効果が残り成長が続くと見込まれるものの、その後の反動から年後半にかけて徐々に成長率は鈍化すると見込まれる。通年の実質GDP成長率は+7.9%と予測した。

図表28 先食いされている耐久財消費需要



（中国汽车工業協会）

図表29 中国の実質GDP予測



（実績値は中国国家统计局、予測は浜銀総研）

図表30 2012・2013年度のわが国経済の見通し（2012年8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	79.5	79.6	79.5	81.5	80.5	82.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	108.9	98.2	99.4	97.0	101.8	101.0	102.5
米国実質GDP(暦年)	1.8	2.2	[2.4]	[1.8]	1.7	[1.5]	[2.0]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.5	▲ 0.5	[▲ 0.3]	[▲ 0.4]	0.4	[0.2]	[0.4]
中国実質GDP(暦年)	9.3	8.0	7.8	8.1	7.9	8.0	7.8

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 G D P	▲ 0.0	2.3	[1.2]	[0.5]	1.5	[0.6]	[1.2]
個人消費	1.2	1.6	[0.8]	[▲ 0.1]	0.9	[0.1]	[1.5]
住宅投資	3.8	2.1	[0.8]	[0.8]	7.5	[5.6]	[3.0]
設備投資	1.1	3.5	[0.6]	[1.0]	3.2	[1.2]	[2.8]
政府消費	1.9	1.6	[0.9]	[0.4]	0.8	[0.5]	[0.4]
公共投資	2.9	7.5	[5.2]	[3.2]	▲ 3.8	[▲ 2.5]	[▲ 3.9]
輸 出	▲ 1.4	4.7	[3.1]	[1.3]	3.0	[1.4]	[2.2]
輸 入	5.6	5.4	[2.9]	[1.1]	2.7	[1.1]	[2.1]
寄与度							
国内需要	1.0	2.3	[1.1]	[0.5]	1.3	[0.5]	[1.1]
民間需要	0.5	1.7	[0.7]	[0.3]	1.3	[0.6]	[1.2]
公的需要	0.5	0.6	[0.4]	[0.2]	0.0	[▲ 0.0]	[▲ 0.1]
海外需要	▲ 1.0	0.0	[0.1]	[0.1]	0.1	[0.1]	[0.1]
名 目 G D P	▲ 2.0	1.3	[0.6]	[0.3]	1.1	[0.4]	[1.2]
新設住宅着工戸数(万戸)	84.1	88.5	45.8	42.7	90.4	48.8	41.6
(前年比増減率、%)	2.7	5.2	5.8	4.6	2.1	6.5	▲ 2.5
鉱工業生産	▲ 1.0	1.6	[▲ 0.7]	[1.0]	2.6	[1.1]	[1.8]
国内企業物価	1.4	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 0.7	0.3	▲ 0.1	0.8
消費者物価	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	0.1	0.0	0.3
完全失業率(%)	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	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。