

浜銀総研 News Release



2012年11月15日

2012年度・2013年度の景気予測（2012年11月改訂） - 輸出の持ち直しを受け、2013年度に入ると景気は回復基調に -

要 旨

2012年7～9月期の実質GDPは前期比-0.9%と大幅なマイナス成長になった。海外景気減速のほか、中国での反日デモの影響などから輸出が大きく落ち込み、個人消費もエコカー補助金終了の影響などにより減少した。また、輸出の落ち込みなどから企業の投資マインドが悪化し、設備投資も大きく減少した。一方、復興関連投資の押し上げにより公共投資は増勢を強め、住宅投資もフラット35Sエコなどの住宅取得支援策を背景に増加が続いた。

2012年度後半の景気も弱い動きになると予想される。日中関係悪化の影響などから中国向け輸出が低迷するほか、米国景気も2013年1～3月期には緊縮財政によって一時的に減速することなどから、輸出は弱い動きが続くだろう。個人消費も雇用・所得情勢の改善が期待しにくいなかで、乗用車販売の低迷も見込まれることなどから弱含むと考えられる。また、復興関連投資の押し上げにより増加を続けてきた公共投資も、2012年10～12月期には増勢が弱まり、翌1～3月期には前期比ベースで減少に転じると予想される。以上から、2012年度の実質GDP成長率を前年比+0.7%と予測した。

2013年度に入ると、景気は緩やかに回復してくるだろう。海外景気の回復により輸出が持ち直し、企業の投資マインドも改善することから設備投資は徐々に増加すると考えられる。ただ、雇用・所得情勢の改善が鈍いなかで、個人消費が伸び悩むほか、公共投資も前期比ベースで減少が続くことから、年度前半の景気回復のペースは緩やかなものになるだろう。もっとも、2013年度後半には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きく盛り上がるほか、輸出が緩やかな回復を続けるなかで設備投資の増勢も強まることから成長率が高まると予想される。以上から、2013年度の実質GDP成長率を前年比+1.1%と予測した。

予測の要約表

(前年比、%)

(参考) 前回9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	0.7	1.1	2.0	1.5
民間需要寄与度	0.5	0.9	1.1	1.5	1.4
公的需要寄与度	0.5	0.8	0.1	0.6	0.0
海外需要寄与度	1.0	0.9	0.1	0.1	0.1
名目GDP	2.0	0.1	0.8	1.0	1.2

（株）浜銀総合研究所 調査部

山本（国内経済）、北田（米国・欧州経済・金融）、小泉（中国経済）

お問い合わせは、山本（TEL 045-225-2375）まで

1. わが国の景気の現状と予測の概要

(2012年7～9月期の実質GDPは大幅なマイナス成長)

2012年7～9月期の実質GDP(国内総生産、季調値、1次速報)は前期比-0.9%(同年率-3.5%)となり、大幅なマイナス成長となった。外需(輸出-輸入)の成長率に対する寄与度が前期比-0.7%ポイントとなり4～6月期(同-0.1%ポイント)からマイナス幅が拡大するとともに、国内需要の寄与度も同-0.2%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-0.5%となり、2期連続の減少となった。形態別には、半耐久財(同+0.3%)が増加したものの、エコカー補助金終了の影響などにより耐久財が同-2.1%と大きく減少したほか、非耐久財(同-1.0%)も全国的な節電により電力使用量が減少したことなどから落ち込んだ。一方、住宅投資は同+0.9%と増加を維持した。10月末に終了したフラット35Sエコなどの住宅取得支援策が需要を支えたと考えられる。次に企業部門をみると、輸出の減少などから企業の投資マインドが悪化し、設備投資は同-3.2%と大きく減少した。一方、在庫投資の実質GDP成長率に対する寄与度は同+0.2%ポイントとプラスに転じた。政府部門では、復興関連投資の押し上げにより公共投資が同+4.0%と増加し、4～6月期(同+2.6%)から伸びが高まった。政府消費は同+0.3%と4～6月期(同+0.5%)から増勢が鈍化した。

外需については、海外景気の減速や中国での反日デモの影響などから輸出が前期比-5.0%と大きく減少した。一方、輸入は同-0.3%と減少に転じた。

なお、名目GDPは同-0.9%と2期連続のマイナス成長となった。実質ベースで減少した個人消費や設備投資などが名目ベースでも落ち込んでいる。

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、%)

	2011年			2012年		
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期
実質GDP	-0.5	2.3	-0.3	1.3	0.1	-0.9
個人消費	0.4	1.6	0.5	1.2	-0.1	-0.5
住宅投資	-2.7	4.2	-0.1	-1.1	1.5	0.9
設備投資	-1.3	1.3	5.0	-1.9	0.9	-3.2
公共投資	8.0	-2.6	-0.5	4.2	2.6	4.0
輸出	-6.0	8.8	-4.3	3.3	1.3	-5.0
輸入	-0.1	3.6	0.9	2.2	1.8	-0.3
内需寄与度	0.4	1.5	0.5	1.1	0.2	-0.2
民間需要	-0.1	1.6	0.5	0.7	-0.1	-0.4
うち在庫	-0.1	0.3	-0.4	0.3	-0.2	0.2
公的需要	0.5	-0.0	0.0	0.4	0.2	0.3
外需寄与度	-0.9	0.8	-0.8	0.1	-0.1	-0.7
名目GDP	-1.4	2.1	-0.6	1.4	-0.3	-0.9

(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年度後半の景気も輸出や個人消費の低迷などにより弱い動きが続く)

7～9月期の実質GDP成長率は前期比-0.9%と大幅なマイナス成長となったが、2012年度後半の景気も弱い動きになると予想される。

その要因としては、まず日中関係悪化の影響による中国向け輸出の低迷があげられる。中国向け輸出は同国の景気減速によりもともと鈍い動きが続いていたが、9月には反日デモの影響から輸送用機器や一般機械などを中心に大きく落ち込んだ(図表2)。先行き中国経済は景気刺激策の効果などにより次第に成長率が高まってくると考えられるが、日中関係改善の目処がたっていない現状から、年度内は中国向け輸出の低迷が続くと考えられる。また、米国景気も2013年1～3月期には緊縮財政の影響を受けていったん減速すると見込まれることから、同期の米国向け輸出は弱含むだろう。こうしたことから、2012年度後半の輸出は弱い動きになると予想される。

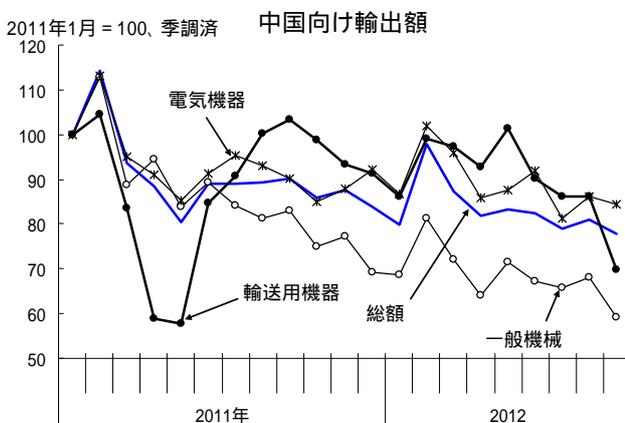
次に、個人消費の低迷があげられる。9月に終了したエコカー補助金の反動減が年内の個人消費を下押しする要因となろう(図表3)。また、個人消費に大きな影響を与える所得情勢も、所定外労働時間が減少していることなどから鈍い動きが続いている。今後も雇用・所得情勢の改善が期待しにくいなかで、消費マインドの低迷が続くと見込まれるため、2012年度後半の個人消費は弱含むと考えられる。

また、設備投資も鈍い動きとなるだろう。設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)の7～9月期実績は弱い動きが続いている。また、海外景気の減速や日中関係悪化の影響などを受け、企業の投資手控えが続くと考えられることから、2012年度後半の設備投資は鈍い動きとなるだろう。

さらには、2012年1～3月期以降、復興関連投資により押し上げられてきた公共投資もけん引力が弱まってくるだろう。公共投資の先行指標とされる公共工事請負金額は7～9月期に減少に転じており、この先の公共投資は伸びが高まりにくいと予想される。公共投資は10～12月期に増勢が弱まり、翌1～3月期には減少に転じる可能性が高いと考えられる。

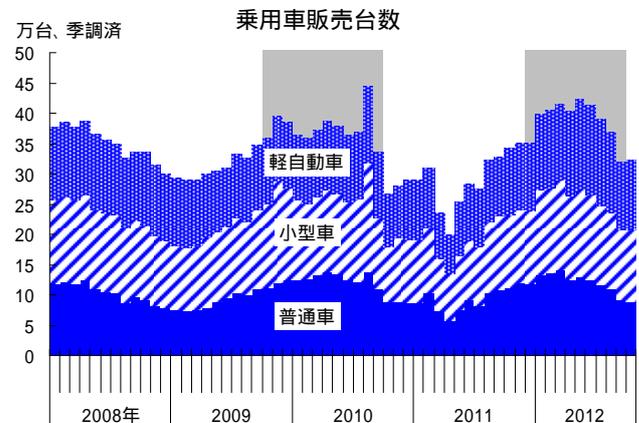
以上を踏まえ、2012年度の実質GDP成長率を前年比+0.7%と予測した(次頁図表4)。なお、2011年度から2012年度への成長率のゲタが+1.4%あることを踏まえると、2012年度は実勢としてマイナス成長となる。

図表2 9月の対中輸出は自動車を中心に大幅減



(注) 季節調整は当社で施した。
(財務省「貿易統計」より当社作成)

図表3 エコカー補助金終了後は販売が低迷



(注) 季節調整は当社で施した。網掛けはエコカー補助金適用期間。
(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当社作成)

(2013年度に入ると輸出が回復、年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要も)

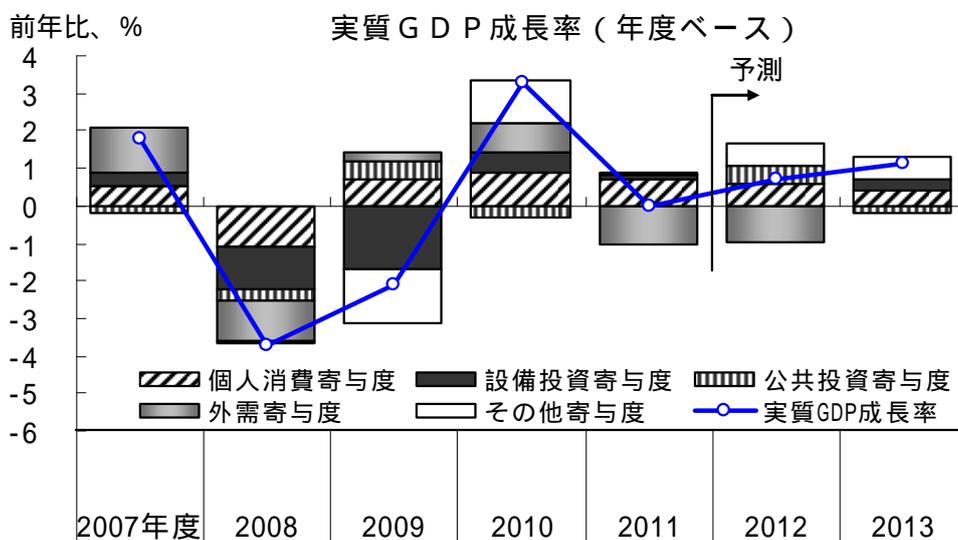
2013年度に入ると景気は緩やかに回復してくるだろう。まず年度前半は、米国経済や中国経済の成長率が次第に高まるほか、ユーロ圏景気も弱い動きながら底を打つことが見込まれるなど、海外景気が徐々に持ち直すなかで輸出が緩やかに回復すると考えられる。また、輸出の回復を受け、企業の投資マインドが次第に高まる考えられることから、設備投資も徐々に回復するだろう。さらに、2014年4月に予定されている消費税率引き上げを前に、住宅投資の駆け込み需要が顕在化すると見込まれる。ただ、雇用・所得情勢の回復が鈍いため個人消費は伸び悩み、また公共投資も減少基調が続くと考えられる。このため、景気回復のペースは緩やかなものになるだろう。

もっとも、2013年度後半には個人消費を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が大きく盛り上がりを見込まれる。また、輸出の緩やかな回復が続くなかで、設備投資の増勢も強まると予想される。公共投資の減少は続くと思込まれるものの、消費税率引き上げ前の民間需要拡大や海外需要の持ち直しを受け、成長率が高まることになろう。

以上を踏まえ、2013年度の実質GDP成長率を前年比+1.1%と予測した(注)(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や住宅投資などが押し上げられることにより、2013年度の実質GDPが0.5%程度押し上げられると想定している。

図表4 12年度は+0.7%成長、13年度は+1.1%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

(個人消費は2013年度後半から消費税率引き上げ前の駆け込み需要により増加)

2012年7～9月期の実質個人消費は前期比-0.5%と2期連続の減少となった。内訳をみると、乗用車販売の落ち込みなどで耐久財が同-2.1%と大きく減少したほか、全国的な節電により電力使用量が減少したことなどから非耐久財(同-1.0%)も落ち込んだ。

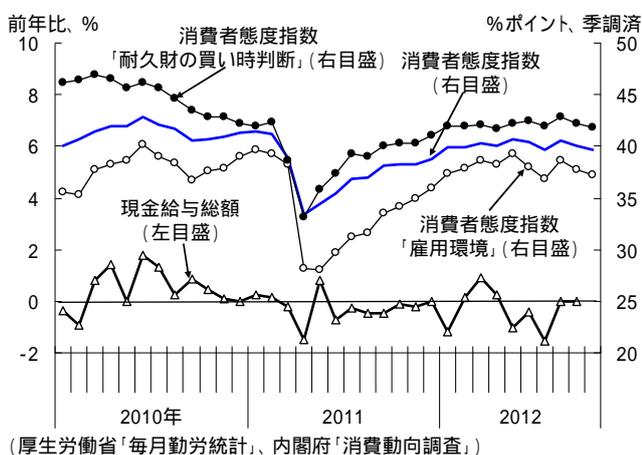
今後を展望すると、個人消費は2013年度前半まで鈍い動きが続くと考えられる。まず、年初より個人消費を押し上げてきたエコカー補助金終了の影響で、年内は乗用車販売の低迷が予想される。また所得情勢をみると、所定外労働時間が減少していることなどから、現金給与総額は鈍い動きが続いている(図表5)。さらに、9月の有効求人倍率(季調値)も0.81倍と2009年7月以来の前月比低下となり、回復を続けてきた雇用情勢にも陰りがでてきた模様である。これらを受け、10月の消費者態度指数は「雇用環境」や「耐久財の買い時判断」の悪化などから2か月連続の低下となり、消費マインドも悪化している。今後も景気の先行き不透明感が強いなかで、企業のコスト削減意識は緩みにくいと考えられることから雇用・所得情勢の改善の動きは鈍く、消費マインドも高まりにくいだろう。

もっとも、2013年度後半には、2014年4月に予定されている消費税率引き上げ(5%→8%)前の駆け込み需要が個人消費を押し上げると考えられる。1997年4月に消費税率が引き上げられた(3%→5%)際の個人消費は、前年の10～12月期から増勢が強まり、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た。このため、今回の消費税率引き上げの際も、前回と同様のタイミングで駆け込み需要が発生すると想定した。ただ、今回の駆け込み需要による個人消費の押し上げ効果は前回よりも弱まるだろう。その理由としては、前回の消費税率引き上げ時には乗用車の潜在的買換え需要が高い水準であったのに対し、今回は低い水準にあること(図表6)。家電エコポイントやエコカー補助金などの消費支援策や、地デジ移行に伴うテレビの買換え需要一巡などから、耐久消費財に対する需要が既に先食いされていることがあげられる。

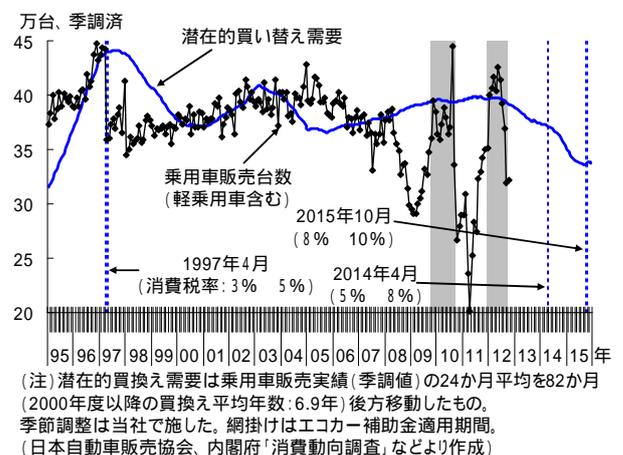
以上より、2012年度の実質個人消費を前年比+1.0%、2013年度を同+0.7%と予測した(注)。

(注)自動車取得税や自動車重量税の廃止については現段階で未確定のため、その影響は考慮していない。

図表5 低迷を続ける所得情勢



図表6 乗用車の潜在的買換え需要



(消費税率引き上げ前の駆け込み需要で住宅投資は2013年1～3月期から増勢が強まる)

2012年7～9月期の実質住宅投資は前期比+0.9%と2期連続の増加となった。10月末で終了したフラット35Sエコ(注1)の金利優遇など、住宅購入支援策が住宅投資を押し上げたと考えられる。

今後は消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が住宅投資を押し上げていくと予想される。1997年4月の消費税率引き上げの際は、6四半期前から住宅着工戸数が拡大しており、住宅投資も同時期から前期比ベースで増加に転じていた(図表7)。ただ、今回はフラット35Sエコ終了による反動減が2012年10～12月期に現れると予想されるため、同期の住宅投資は一時的に弱含むと考えられる。このことから、今回の消費税率引き上げ前の駆け込み需要は2013年1～3月期から顕在化すると想定した。また、2011年9月に終了したフラット35Sの金利優遇や、その後のフラット35Sエコなどの住宅購入支援策により、住宅投資に対する需要が既に先食いされていると考えられるため、今回の駆け込み需要による押し上げ効果は前回の消費増税時を下回ると予想される。

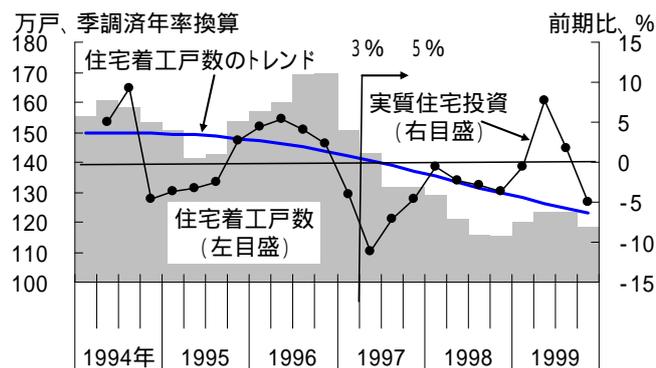
なお被災地をみると、今年に入り増加を続けてきた住宅着工戸数が7～9月期に減少した(図表8)。土地の確保などが済んだ世帯を中心に、フラット35Sエコや復興支援・住宅エコポイントなどの住宅購入支援策により住宅着工戸数が押し上げられてきたと考えられるが、現時点で着工可能な復興需要は一巡したとみられる。上記の住宅購入支援策がともに10月末で終了したことに加え、住宅地の高台移転や区画整理が進まないなかで復興需要が顕在化しにくいことなどから、被災地では消費税率引き上げを見込んだ住宅投資は拡大しにくいと考えられる。

以上より、2012年度の実質住宅投資を前年比+3.0%、2013年度を同+8.1%と予測した(注2)。

(注1)フラット35Sエコとは長期固定金利住宅ローンで、当初5年間は住宅ローンの基準金利から貸し出し金利が0.7%優遇され、被災地では同1.0%優遇される。

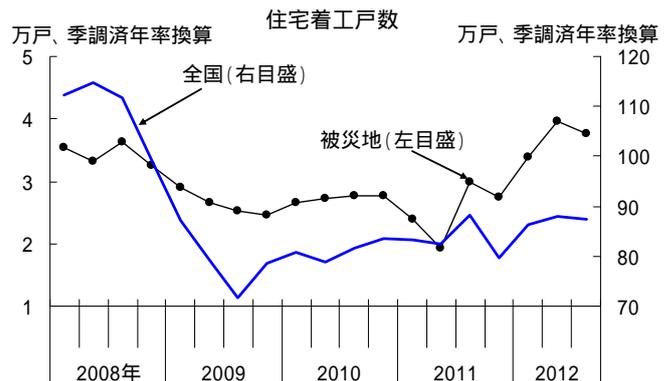
(注2)住宅ローン減税の拡充は現段階で未確定のため、その影響は考慮していない。

図表7 前回の駆け込み需要は6四半期前から



(注)季節調整は当社で施した。トレンド線はHPフィルターにて求めた。期間:1990年1Q～2000年4Q、=1600。
(国土交通省「住宅着工統計」、内閣府「四半期別GDP速報」より当社作成)

図表8 被災地の住宅着工は頭打ち



(注)被災地の季節調整は当社で施した。被災地は岩手県、宮城県、福島県の3県。
(国土交通省「住宅着工統計」より当社作成)

企業部門

(海外景気の持ち直しにより輸出は2013年度には緩やかに回復)

2012年7～9月期の実質輸出は海外景気の減速や中国における反日デモの影響などから前期比-5.0%と大きく落ち込んだ。同期の輸出数量指数(当社による季調値)を地域別にみると、自動車輸出の減少などから米国向けが2011年4～6月期以来の低下となったほか、EU(欧州連合)向けも低迷が続いている(図表9)。また、中国向けは同国の景気減速に加え、反日デモの影響で9月の輸出が落ち込んだことなどから同-6.1%と指数が大きく低下した。

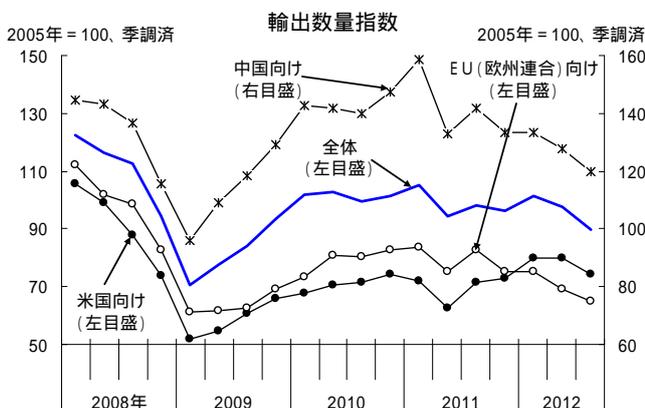
2012年度後半の輸出も弱い動きとなるだろう。年内は日中関係悪化による日本製品に対する不買運動などの影響で中国向けが大きく落ち込むほか、欧米景気も鈍い動きになると予想されることから、輸出は減少を続けるだろう。また2013年1～3月期には、米国景気が緊縮財政の影響で一時的に減速すると考えられることから、米国向け輸出が弱含むと考えられる。一方、中国向け輸出は前期比ベースで増加に転じるものの、日中関係改善に時間がかかることから、その増勢は弱いものとなるだろう。

もっとも、2013年度に入ると米国景気は個人消費を中心に民間需要主導で緩やかに持ち直し、中国経済も個人消費や固定資産投資の堅調な推移などにより、成長率が次第に高まるだろう。また、ユーロ圏景気も弱いながら底打ちすると見込まれる。このように、海外景気が徐々に回復するなかで、輸出の伸びも緩やかに高まるだろう。以上より、2012年度の実質輸出を前年比-1.8%、2013年度を同+1.5%と予測した。

一方、2012年7～9月期の実質輸入は前期比-0.3%と、5四半期ぶりの減少に転じた。個人消費など国内需要が低迷したことや、震災以降の実質輸入を押し上げてきた液化天然ガスの輸入量が減少していることなどが要因としてあげられる(図表10)。この先も、2013年度前半までは国内需要の低迷が続くことや、火力発電所の稼働拡大が一巡したことで発電用燃料の輸入量が頭打ちになると考えられることなどから、輸入の伸びは緩やかなものにとどまるだろう。ただ、2013年度後半には消費税率引き上げ前の国内需要増加により輸入の増勢も強まると考えられる。以上より、2012年度の実質輸入を前年比+4.7%、2013年度を同+1.9%と予測した。

なお、震災後から赤字基調で推移している貿易収支はこの先も赤字が続くとみられるが、2013年度になると輸出の持ち直しを受けて次第に赤字幅が縮小していくと予想した。

図表9 輸出は低下幅が拡大



(注) 季節調整は当社で施した。
(財務省「貿易統計」より作成)

図表10 液化天然ガス輸入量は減少へ



(注) 液化天然ガス輸入量の季節調整は当社で施した。
(財務省「貿易統計」、内閣府「四半期別GDP速報」より当社作成)

(輸出の緩やかな回復を受けて、2013年度には設備投資の増勢が次第に強まる)

2012年7～9月期の実質設備投資は前期比-3.2%と大きく減少した。海外景気の減速や国内需要の低迷などから、企業は設備投資に対し慎重になっているといえよう。

設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)の7～9月期実績をみると、海外景気の減速などを反映して製造業が前期比-3.2%と減少したほか、非製造業(船舶・電力を除く)もほぼ横ばいとなったことから、同-1.1%と弱い動きが続いている(図表11)。上場企業の2012年4～9月期決算では、2012年度の収益計画を下方修正する動きが目立つなど企業収益は鈍い動きとなっており、また輸出の減少やエコカー補助金終了の影響などから生産も低迷が続いている。さらに日中関係悪化の影響などもあり、企業の投資マインドは低迷が続くと考えられることから、2012年度後半の設備投資は鈍い動きとなるだろう(注1)。

もっとも、2013年度に入ると設備投資は緩やかに回復していこう。GDPに対する設備投資比率がここ数年低い水準にとどまっていることや(図表12)、日銀短観(2012年9月調査)の2012年度設備投資計画が高めとなっていることなどを踏まえると、企業の潜在的な投資ニーズは大きいと予想される。このため、2013年度に入り海外経済の成長率が徐々に高まり、輸出を起点とした景気回復の動きがはっきりとしてくるにつれて、抑制されていた企業の投資が実施されていくと考えられる。また、2014年4月の消費税率引き上げ前には設備投資にも駆け込み需要が出てくると予想される。具体的には、消費税の課税売上高が5千万円以下で「簡易課税制度」を適用している企業や、医療法人や金融機関などの総売上高に対する消費税の非課税売上高の割合が高い企業などを中心に、設備投資が前倒しで実施されると考えられる(注2)。こうしたことから、2013年度には設備投資の増勢が次第に強まっていこう。

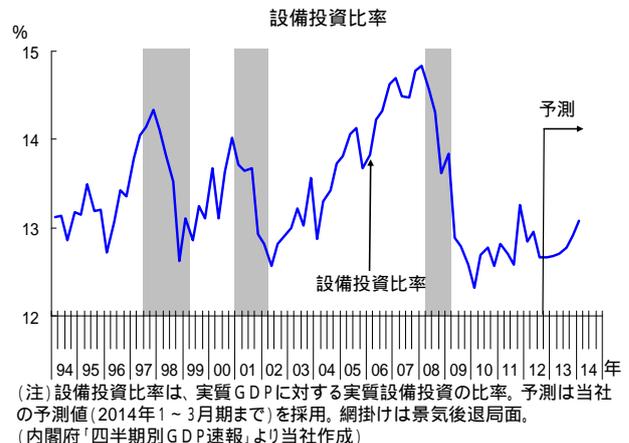
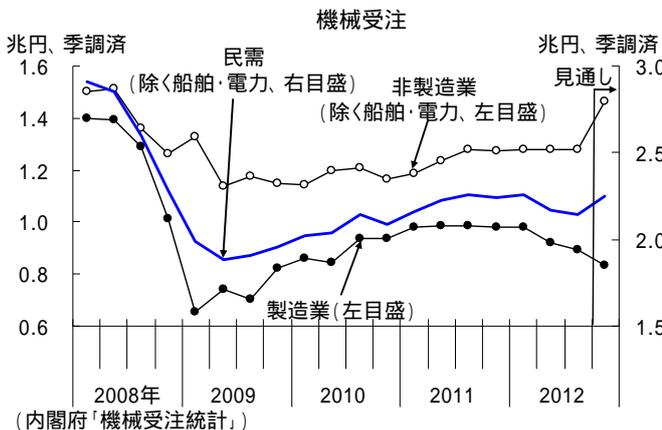
以上より、2012年度の実質設備投資を前年比-0.2%、2013年度を同+2.4%と予測した。

(注1) 機械受注(船舶・電力を除く民需)の2012年10～12月期(見通し)は、非製造業(船舶・電力を除く)が鉄道車両の受注増などにより前期比+14.3%と大幅に増加したため、同+5.0%と3四半期ぶりの増加が見込まれている。このため、2013年1～3月期は非製造業における機械投資が増加する可能性があるものの、上述の通り投資マインドが低迷することなどを踏まえると、設備投資全体としては鈍い動きになると考えられる。

(注2) 企業は売上げにより受け取った消費税額から仕入れにより支払った消費税額を控除して消費税を納税することから、実質的な消費税の負担はないとされている。ただ、「簡易課税制度」を適用している企業や、消費税の非課税売上高の割合が高い企業が消費税率引き上げ後に設備投資を実施すると、引き上げ前に比べて負担が実質的に増加する場合がある。

図表11 製造業の機械受注は低迷が続く

図表12 2009年以降の設備投資比率は低水準



(注) 設備投資比率は、実質GDPに対する実質設備投資の比率。予測は当社の予測値(2014年1～3月期まで)を採用。網掛けは景気後退局面。(内閣府「四半期別GDP速報」より当社作成)

政府部門

(復興関連投資の押し上げ効果が弱まるため、公共投資は2013年1～3月期から減少に)
 2012年7～9月期の実質公共投資は復興関連投資の押し上げなどにより前期比+4.0%と4～6月期(同+2.6%)に比べて伸びが高まった。

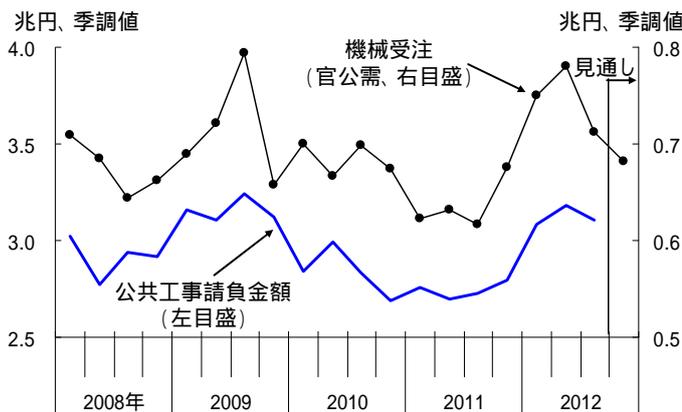
今年に入り増加が続いていた公共投資は、10～12月期に増勢が弱まると予想される。まず、公共投資の先行指標とされる公共工事請負金額(季調値)をみると、2011年度第3次補正予算や今年度の本予算による復興関連予算の執行で大きく盛り上がっていたが、7～9月期には減少に転じている(図表13)。また、公共工事請負金額(3か月後方移動平均)の前年比を地域別にみると、昨年末から全国ベースの公共工事請負金額を押し上げてきた東北地方の寄与は、春先に比べ伸びが高まりにくくなってきている(図表14)。被災地では道路などの交通網や上下水道などの大規模なインフラ復旧工事が概ね完了に向かっていることなども踏まえると、復興関連投資の押し上げ効果は先行き前期比ベースで徐々に弱まってくると考えられる。機械受注(官公需)が7～9月期に減少し、10～12月期の見通しがさらに落ち込んでいることも踏まえると、公共投資は年明け1～3月期から前期比ベースで減少に転じると予想される。

2013年度については、被災地において高台移転や区画整理などの「復興まちづくり(注)」をベースとした復興関連投資が進むと予想される。ただ、2012年度までにインフラ復旧工事など大規模な工事が概ね完了すると見込まれることから、公共投資を押し上げる効果は弱まるだろう。こうしたことから、2013年度の公共投資は減少が続くと予想される。

以上から、2012年度の公共投資を前年比+10.6%、2013年度を同-3.8%と予測した。

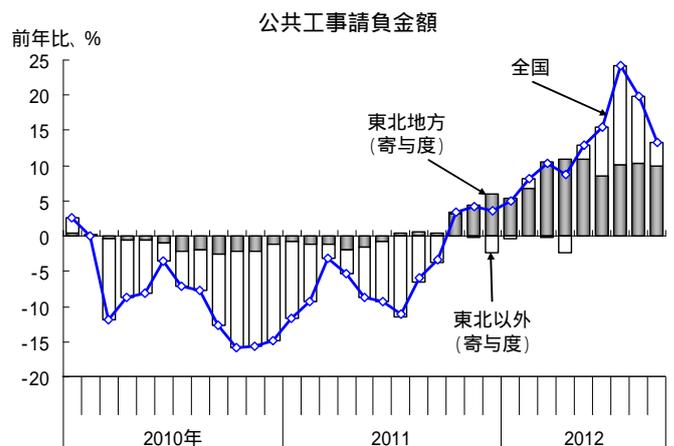
(注)「復興まちづくり」とは、復興庁が策定した「各府省の事業計画と工程表のとりまとめ 公共インフラ、全体版(2012年5月)」で示された復興に向けた事業計画。防災集団移転や区画整理、被災した造成宅地の地滑動崩落対策、医療施設や学校施設の復旧・移転などを被災地の復興計画を踏まえつつ推進していくことなどが盛り込まれている。

図表13 公共投資の先行指標は減少へ



(注)公共工事請負金額の季節調整は当社で施した。
 (東日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」、内閣府「機械受注統計」より当社作成)

図表14 東北の寄与度は次第に弱まる



(注)3か月後方移動平均。
 (東日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」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2013年初頭に一時減速するも、緩やかな回復基調を維持)

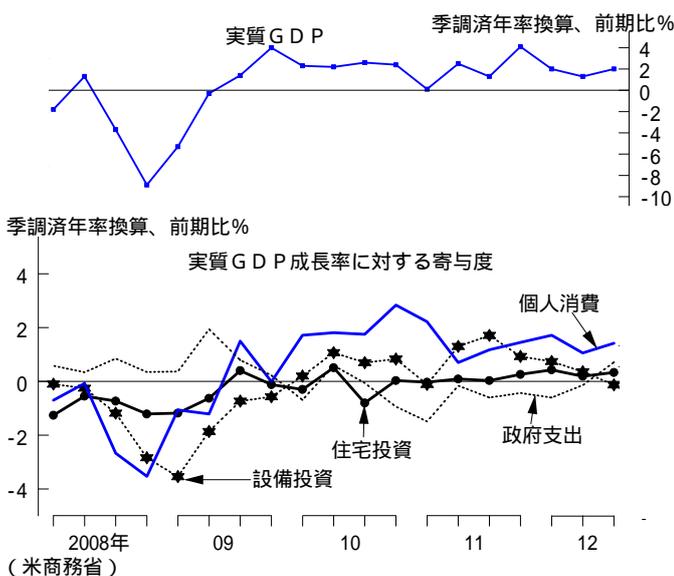
2012年7～9月期の米国の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+2.0%と、4～6月期の同+1.3%から持ち直した(図表15)。ただ内訳をみると、国防支出の急増が成長率を0.6%ポイント押し上げており、この点は割り引いてみる必要がある。

主要な需要項目では、個人消費が同+2.0%と前期の同+1.5%から回復。なかでも自動車など耐久財消費が同+8.5%と急増した。また、住宅投資も同+14.4%と4～6月期(同+8.5%)から伸びを高めた。一方、企業関連では7～9月期の設備投資が同-1.3%と2011年1～3月期以来の減少となった。投資の内訳をみると、構築物への投資が同-4.4%と6四半期ぶりの減少に転じ、また設備機器・ソフトウェアへの投資も同0.0%と前期(同+4.8%)から大幅に減速した。海外経済の減速により輸出が同-1.6%と減少に転じたことに加えて、年末の減税措置失効などによる「財政の崖」といった不安要因が迫るなかで、企業が設備投資を手控えたとみられる。また企業の在庫投資は増勢を弱めており、GDP成長率への寄与度が同-0.1%ポイントと3四半期連続のマイナスとなった。

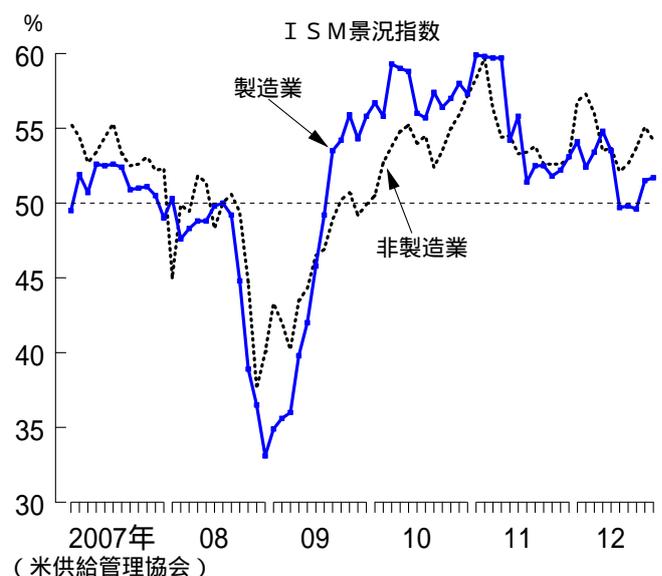
10月以降の経済指標も米国景気が緩やかに回復していることを示唆するものが多い。例えば、10月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は51.7と、前月の51.5から上昇し、企業活動の拡大と縮小の分かれ目とされる50を2か月連続で上回った(図表16)。内訳をみると、新規受注指数が54.2(前月は52.3)と2か月連続で上昇したほか、生産指数も52.4(前月は49.5)と2か月連続で上昇した。設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)はこのところ頭打ち感が強まっているものの、企業のセンチメントに改善の動きがみられることを踏まえると、設備投資がこのまま減少し続けるような状況ではないと考えられる。

一方、家計部門では、10月の非農業部門雇用者数が前月比17.1万人増と、前月(同

図表15 緩やかな回復が続く米国景気



図表16 企業マインドには改善の兆し



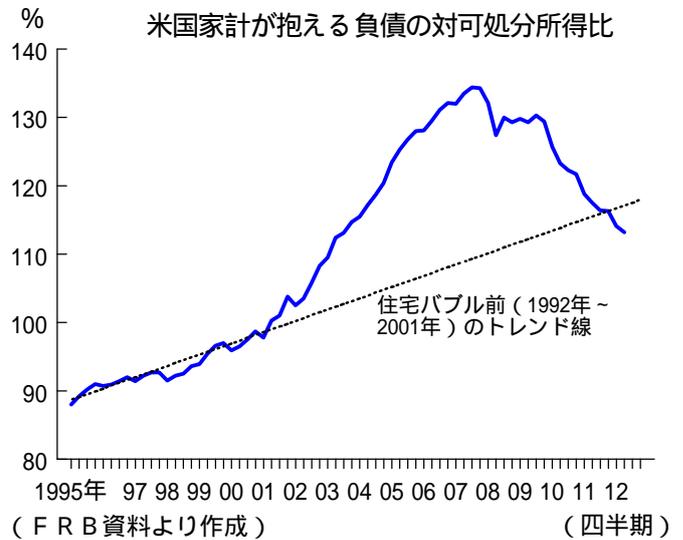
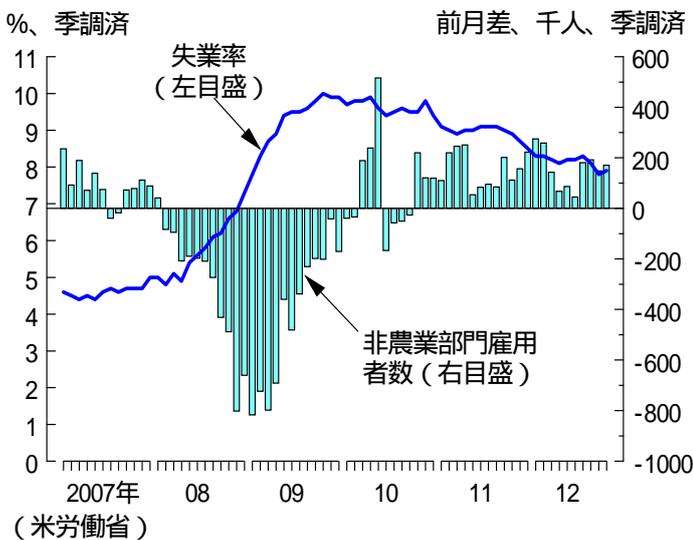
14.8万人増)から増加幅が拡大した(図表17)。政府部門の雇用が同1.3万人減と4か月ぶりに減少したものの、民間部門の雇用が同18.4万人増(前月は同12.8万人増)と大幅に増加。製造業の雇用が3か月ぶりに増加するとともに、建設や小売り、教育・医療などで雇用が増加した。今後も雇用情勢は緩やかに回復し、個人消費を支えたと見込まれる。

また、住宅市場も持ち直しの動きが鮮明となっている。住宅投資の先行指標となる住宅着工件数は9月に年率87.2万件(前月比+15.0%)と大幅に増加し、2008年7月以来の高水準となった。また住宅着工件数の先行指標である住宅建設許可件数も9月には年率89.4万件(前月比+11.6%)と大幅に増加している。住宅価格に関しては、8月のS & Pケースシラー住宅価格指数(主要20都市)が前年比+2.0%と3か月連続で上昇し、2010年7月以来の高い伸びとなった。20都市のうちフェニックスやデトロイトなど17都市で価格が上昇している。

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や住宅投資が下支え役となり、緩やかな回復が続くと見込まれる。これまで家計は過剰な債務の圧縮(バランスシート調整)に取り組んできたが、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18)。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。また、住宅価格が上昇基調に転じたことも、資産効果として個人消費にプラスに寄与すると見込まれる。その一方、企業の設備投資や在庫投資に関しては、目先は慎重な動きにとどまると予想される。また厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減が、景気の抑制要因となろう。特に2013年初には財政緊縮の圧力が一段と強まる可能性に注意を要する。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年初頭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)。

図表17 米国の雇用情勢は緩やかに改善

図表18 家計のバランスシート調整は進展



以上の要因から、2012年末にかけての米国経済は個人消費や住宅投資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。また、2013年初頭には緊縮財政の影響から成長率が一時鈍化するものの、その後は個人消費を中心に民間需要主導で景気が持ち直し、成長率が徐々に年率2%台半ば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)は今年9月のFOMC(公開市場委員会)で、住宅ローン担保証券(MBS)の追加購入(いわゆるQE3の実施)と、事実上のゼロ金利政策を「少なくとも2015年半ばまで」続ける方針(従来は「2014年後半まで」)を決定し、金融緩和のさらなる強化で米景気の回復を支える姿勢を鮮明にした(図表19)。MBSの購入に関しては、月間400億ドルペースとこれまでの量的緩和に比べて規模が小さいものの(例えばQE2では月間750億ドルのペースで米国債を購入)、QE3では「労働市場の十分な改善を達成するまで」購入を続ける方針が示されており、購入総額では過去の量的緩和を上回る可能性もある。またQE3では米国債

図表19 FOMC声明(2012年9月13日)

景気判断	<p>経済活動は緩やかなペースで拡大を継続。雇用の改善は鈍く、失業率はなお高い。家計の支出は改善を続けるものの、企業の設備投資は減速。住宅セクターには幾分改善の兆し。</p> <p>さらなる政策緩和がなければ、労働市場に持続的な改善をもたらすほどの強い経済成長は実現しないとして懸念している。</p>
金融政策	<p>月間400億ドルのペースで住宅ローン担保証券(MBS)を追加購入する。労働市場の十分な改善を達成するまで、住宅ローン担保証券の購入を継続するほか、追加の資産購入を実施し、必要に応じて他の政策手段を導入する。</p> <p>景気回復が力強さを得た後も相当の期間、非常に緩和的な金融政策のスタンスが引き続き適切になると想定。異例の低金利は少なくとも2015年半ばまで正当化される可能性が高い。</p>

(FRB資料より作成)

の追加購入が見送られたものの、FOMC声明には状況に応じて「追加の資産購入を実施する」と明記されており、FRBが将来的に国債購入に踏み切る可能性を残している。10月のFOMCでは現状の緩和策が維持されたが、保有国債の年限を長期化し、長期金利を抑える「ツイスト・オペ」が2012年末に終了した後は、FRBが米国債の追加購入を実施する可能性が高いといえよう。

(注)今回の予測では、給与税減税と失業給付拡充は2012年末で打ち切り、プッシュ減税は全所得階層で延長、財政管理法に基づいた一律の歳出削減は始まると想定した。

ユーロ圏経済

(ユーロ圏経済は2013年も弱い動きが続く)

ユーロ圏経済は低迷が続いている。まず企業部門をみると、2012年10月のユーロ圏総合PMI(購買担当者景気指数)は45.7と3か月連続で低下し、2009年6月以来の低水準に落ち込んだ(図表20)。製造業PMIが再び低下するとともに、サービス業PMIが3か月連続の低下となった。国別にはドイツの製造業PMIが大幅に低下した。ドイツでは10月のIfo企業景況感指数も2010年2月以来の水準に低下しており、企業の景況感悪化が鮮明となっている。ユーロ圏の鉱工業生産指数は

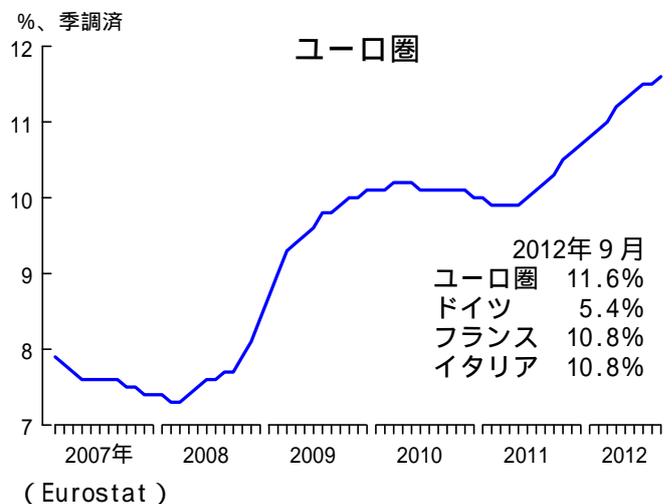
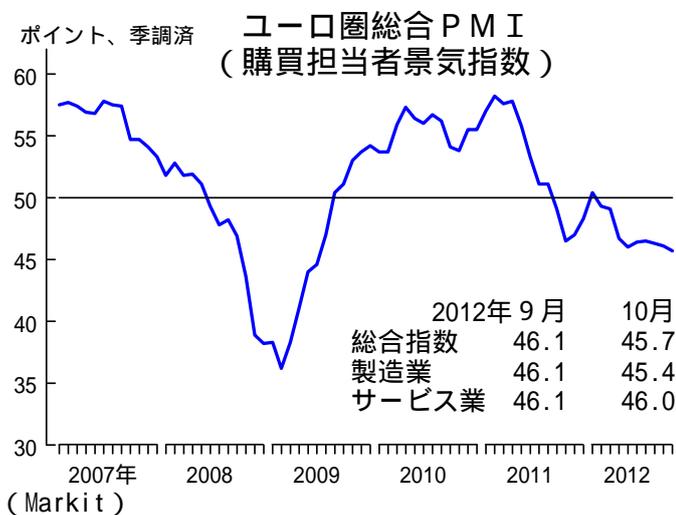
8月に前月比+0.6%と2か月連続で上昇し、下げ止まりの兆しが現れているが、企業マインドの悪化を踏まえれば、先行き慎重に見ておく必要がある。他方、家計部門をみると、9月の実質小売売上高は前月比-0.2%と再び低下した。また、9月のユーロ圏新車販売台数は前年比-18.5%と、前月（同-9.7%）より減少幅が大幅に拡大している。9月のユーロ圏の失業率が11.6%と統計開始（1995年）以来の最悪を更新するなど雇用情勢が非常に厳しい点を踏まえると、当面、個人消費に多くを期待することは禁物といえよう（図表21）。

一方、欧州債務問題は小康状態にある。ECB（欧州中央銀行）は9月の定例理事会で残存期間1年～3年の国債を対象とした新たな国債買い入れプログラム（OMT）を発表した。実施に当たっては対象国からの支援申請と厳しい財政再建の受け入れなど条件が付いているものの、買い入れ規模が無制限である点が市場で評価され、支援国と想定されるスペインなどの長期金利はいったん低下した。ただ、スペイン政府が財政条件や州選挙をにらみ、OMTの前提条件であるEU（欧州連合）への支援申請を躊躇していることから、10月下旬以降、スペインの長期金利がじりじりと上昇している。スペインが支援を申請すれば市場の不安は再び後退すると見込まれるが、ECBによる国債買い入れが開始されたとしても、それはあくまでも時間稼ぎに過ぎない。欧州債務問題の根本的な解決には、景気後退の深刻化や金融危機への波及を避けながら、問題国が財政赤字の削減を着実に進めていくことが必要であり、それにはなお多くの時間を要しよう。

こうした状況下、2013年のユーロ圏経済は総じて低調な動きにとどまると見込まれる。スペインやイタリアなど南欧諸国を中心に財政支出の抑制が続くことが景気の下押し要因となろう。一方、民間需要に関しては、欧州債務不安の後退に伴って、これまで冷え込んでいた消費者心理や企業マインドが徐々に改善に向かう点がプラス要因。ただ、雇用情勢が非常に厳しいなかで、個人消費の回復力は限定的なものにとどまると見込まれる。また、企業の設備稼働率が低水準であることや、金融機関の貸出態度が依然として厳しい点を踏まえると、設備投資の回復も緩慢となろう。輸出に関しては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、景気を下支えすると見込まれる。ユーロ圏の実質GDP（圏内総生産）成長率は2012年が-0.5%、2013年が+0.1%になると予測した。

図表20 企業マインドは悪化

図表21 失業率は過去最悪を更新



中国経済

(2013年の中国経済は8%成長に)

2012年7～9月期の中国の実質GDP(国内総生産)成長率は前年比+7.4%と7四半期連続で鈍化し、中国景気が減速を続けていることが示された。需要項目別にみると、個人消費や固定資産投資など内需が堅調な動きとなる一方で、世界景気鈍化の影響により輸出のけん引力が弱まった模様である。

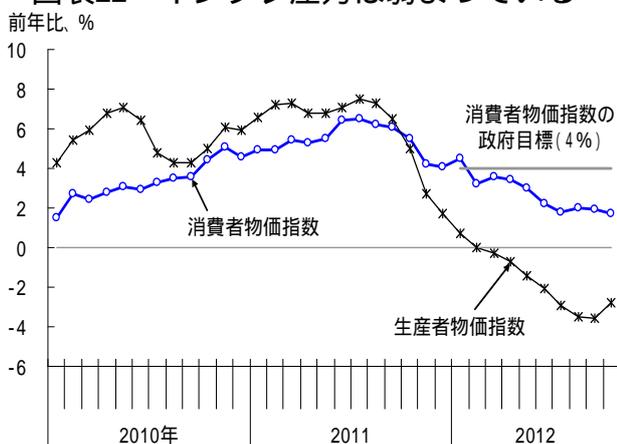
もっとも、足元の輸出をみると、10月の通関輸出が前月比+11.6%と伸びを高めるなど持ち直しの動きが現れている。この先についても、内需の堅調なASEAN向けなどを中心に輸出は持ち直しの動きが続いていくと予想される。ただ、主要輸出先である米国は2013年1～3月期に景気減速が見込まれており、同時期には対米輸出を中心に輸出の伸びがいったん鈍化することになる。輸出全体が好調さを取り戻してくるのは世界景気の回復力が強まってくる2013年後半になると予測した。

一方、個人消費については堅調な動きが今後も続く予想される。個人消費を左右する企業労働者の平均賃金は2012年1～9月通期で前年比+12.0%と大幅に増加しており、この先も人手不足などを背景に高い伸びが続く公算が大きい。一方、消費マインドに影響を与えるインフレ動向をみると、10月の消費者物価が同+1.7%と政府の目標とする4%を大きく下回っており、川上の生産者物価も同-2.8%と下落が続いている(図表22)。こうした点を踏まえると、当面インフレ圧力が強まる可能性は低いとみられ、家計の消費意欲は旺盛な状況が続くと予想される。

また、固定資産投資も拡大していくだろう。中国国家発展改革委員会は今年4月以降5兆元を超えるインフラ整備などのプロジェクトを認可する一方で、中国人民銀行はこうした投資を資金面から後押しするために金融緩和を進めてきている。上述のとおり当面インフレ圧力が強まりにくいことを踏まえると、先行き金融緩和が行われる余地もあり、こうした点が固定資産投資の支えになる。日中関係悪化の影響による直接投資の縮小などにより企業の設備投資が伸び悩む懸念があるものの、インフラ関連投資を中心に固定資産投資は増加が続くと考えられる。

以上から、この先の中国経済は、個人消費や固定資産投資が堅調に推移するなかで輸出が持ち直してくることから、緩やかに成長率が高まってくると予想される(図表23)。さらに2013年後半になると、輸出の景気けん引力が強まってくることなどから実質GDPの伸びも拡大してくるだろう。こうしたことから、中国の実質GDP成長率は2012年が+7.7%、2013年が+8.0%と予測した。

図表22 インフレ圧力は弱まっている



(中国国家統計局、Bloomberg)

図表23 成長率は緩やかに高まる見込み



(中国国家統計局資料などより浜銀総研作成)

図表24 2012・2013年度のわが国経済の見通し（2012年11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	80.0	80.7	79.3	81.5	80.5	82.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	108.9	102.1	103.4	100.8	102.5	101.5	103.5
米国実質GDP(暦年)	1.8	2.2	[2.3]	[1.7]	1.7	[1.4]	[2.2]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.5	0.5	[0.3]	[0.4]	0.1	[0.1]	[0.4]
中国実質GDP(暦年)	9.3	7.7	7.8	7.5	8.0	7.8	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	0.7	[0.3]	[0.5]	1.1	[0.7]	[1.3]
個人消費	1.2	1.0	[0.3]	[0.3]	0.7	[0.2]	[1.4]
住宅投資	3.8	3.0	[1.4]	[1.7]	8.1	[5.8]	[2.8]
設備投資	1.1	0.2	[1.6]	[1.5]	2.4	[1.2]	[3.5]
政府消費	1.9	2.0	[1.2]	[0.5]	0.8	[0.4]	[0.4]
公共投資	2.9	10.6	[6.8]	[4.8]	3.8	[2.5]	[3.9]
輸出	1.4	1.8	[0.4]	[5.6]	1.5	[2.6]	[3.8]
輸入	5.6	4.7	[2.7]	[0.1]	1.9	[1.0]	[2.2]
寄与度							
国内需要	1.0	1.7	[0.6]	[0.4]	1.2	[0.5]	[1.1]
民間需要	0.5	0.9	[0.1]	[0.1]	1.1	[0.5]	[1.1]
公的需要	0.5	0.8	[0.5]	[0.3]	0.1	[0.0]	[0.1]
海外需要	1.0	0.9	[0.3]	[0.9]	0.1	[0.3]	[0.3]
名目GDP	2.0	0.1	[0.1]	[0.7]	0.8	[0.5]	[1.3]
新設住宅着工戸数(万戸)	84.1	87.9	44.3	43.6	89.7	47.7	42.0
(前年比増減率、%)	2.7	4.5	2.4	6.7	2.0	7.6	3.7
鉱工業生産	1.0	4.3	[3.4]	[5.3]	2.8	[3.3]	[4.4]
国内企業物価	1.4	1.2	1.4	0.9	0.1	0.2	0.4
消費者物価	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3
完全失業率(%)	4.5	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1

(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。