

浜銀総研 News Release



2013年 2月19日

2013年度・2014年度の景気予測（2013年 2月改訂）

- 円高修正による輸出増加や経済対策の効果出現で2013年度は大幅なプラス成長に -

要 旨

- 2012年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.1%と3四半期連続のマイナス成長となった。気温の低下により冬物衣料の需要が高まったことなどから個人消費が増加した一方、海外景気の減速や日中関係悪化の影響などから輸出が2四半期連続で落ち込んだほか、企業の投資マインドが悪化したことから設備投資も減少が続いた。もっとも、月次ベースでは設備投資に持ち直しの兆しがみられ、輸出も下げ止まっていることなどを踏まえると、わが国の景気は底入れを探る状況にあると考えられる。
- 先行きを展望すると、2013年1～3月期のわが国経済は円高修正の影響が实体经济に徐々に波及することでプラス成長に転じると予想される。すなわち、円高修正により輸出製品の価格競争力が強まるほか、中国景気が持ち直していることなどもあり輸出は増加に転じるだろう。企業の設備投資も投資マインド改善などから持ち直すとみられる。また、公共投資も復興関連需要の押し上げなどで増加が続くと考えられる。以上より、2012年度の実質GDP成長率を前年比+0.8%と予測した。
- 2013年度に入ると景気は回復色を強めると予想される。公共事業を中心とした緊急経済対策の効果出現により、年度前半から公共投資が大幅に増加すると見込まれる。また、円相場が円安気味で推移するほか、海外経済の成長率が徐々に高まることなどから輸出のけん引力が強まると考えられる。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企業の投資マインドが高まり、設備投資も増勢が強まるだろう。個人消費は所得情勢が緩やかに回復することなどから当面は底堅く推移し、年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要などもあり、盛り上がると予想される。以上より、2013年度の実質GDP成長率を前年比+2.2%と予測した。
- もっとも、2014年度の景気は弱含むだろう。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動により、個人消費や住宅投資が大きく落ち込む公算が大きい。また、公共投資は緊急経済対策の効果が弱まることなどから減少すると予想される。その一方で、海外景気が緩やかな回復基調を維持することなどから輸出は堅調に推移し、設備投資も企業の期待成長率の高まりなどから緩やかな増加が続くと見込まれる。以上より、2014年度の実質GDP成長率を前年比+0.1%と予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)				(参考) 前回12月予測	
	2011年度 実績	2012年度 見通し	2013年度 見通し	2014年度 見通し	2012年度 見通し	2013年度 見通し
実質GDP	0.3	0.8	2.2	0.1	1.0	1.1
民間需要寄与度	1.0	0.7	1.4	▲0.3	1.0	1.1
公的需要寄与度	0.2	1.0	0.6	▲0.3	1.0	0.1
海外需要寄与度	▲1.0	▲0.9	0.2	0.7	▲1.0	▲0.1
名目GDP	▲1.4	0.0	2.0	1.4	0.3	0.8

(株)浜銀総合研究所 調査部

山本（国内経済、金融）、北田（米国経済）、小泉（欧州経済）、白（中国経済）

お問い合わせは、山本（TEL 045-225-2375）まで

浜銀総合研究所

1. わが国の景気の現状と予測の概要

(2012年10～12月期の実質GDPは3四半期連続のマイナス成長となるも、

月次指標では持ち直しの兆しが)

2012年10～12月期の実質GDP(国内総生産、季調値、1次速報)は前期比-0.1%(同年率-0.4%)と3四半期連続のマイナス成長となった(図表1)。内需(民間需要+公的需要)の成長率に対する寄与度が前期比+0.1%ポイントとプラスに転じたものの、外需(輸出-輸入)の寄与度は同-0.2%ポイントと3四半期連続でマイナスに寄与した。

内需の内訳をみると、家計部門では気温の低下により冬物衣料品の需要が高まったことなどから、個人消費が同+0.4%と増加に転じた。また、住宅投資も住宅取得支援策終了前の駆け込み着工の押し上げなどで増勢が強まった。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たため、設備投資は同-2.6%と4四半期連続で落ち込んだ。政府部門では、復興関連投資の押し上げなどから公共投資が同+1.5%と4四半期連続で増加したものの、7～9月期(同+2.5%)に比べ増勢が鈍化した。

外需の内訳をみると、海外景気の減速や日中関係悪化の影響などから輸出が同-3.7%と2四半期連続で減少し、輸入も同-2.3%と落ち込んだ。

このように、10～12月期の実質GDPは輸出や設備投資の減少などにより小幅なマイナス成長となったものの、月次指標をみると回復の兆しが出てきている。すなわち、設備投資の一致指標とされる資本財出荷指数(除く輸送機械)は12月(前月比+8.4%)に大きく上昇しており、また実質輸出指数も2012年11月以降下げ止まっている。このため、わが国の景気は底入れを探る状況にあると考えられる。

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			
	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	2.5	0.2	1.5	-0.2	-1.0	-0.1
個人消費	1.4	0.5	1.2	0.0	-0.5	0.4
住宅投資	5.0	-0.9	-1.7	2.2	1.6	3.5
設備投資	1.6	8.6	-2.6	-0.2	-3.6	-2.6
公共投資	-1.0	-3.0	8.4	6.1	2.5	1.5
輸出	8.7	-3.1	3.4	0.0	-5.1	-3.7
輸入	3.3	1.7	2.1	1.7	-0.5	-2.3

内需寄与度	1.7	0.9	1.3	0.0	-0.3	0.1
民間需要	1.7	1.0	0.7	-0.3	-0.5	-0.1
うち在庫	0.5	-0.4	0.4	-0.4	0.3	-0.2
公的需要	0.0	-0.1	0.6	0.4	0.2	0.2
外需寄与度	0.8	-0.7	0.2	-0.3	-0.7	-0.2

名目GDP	2.3	-0.1	1.4	-0.5	-1.1	-0.4
-------	-----	------	-----	------	------	------

(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」)

(円高修正の影響が実体経済に波及し、2013年1～3月期はプラス成長に)

この先を展望すると、2013年1～3月期のわが国経済は緩やかに回復すると考えられる。高値圏で推移していた円相場が2012年11月中旬から円安基調に転じ、また輸出関連企業の業績回復期待などから株価も上昇している。こうした影響が実体経済に徐々に波及し、1～3月期の景気を底上げするだろう。まず、輸出の下押し要因であった円高が修正され、わが国の輸出製品の価格競争力が強まると考えられる。マクロモデルの試算では、ドル・円レートが2012年11月中旬～12月中旬の平均(82円)に対し10円円安で推移すると、1～3月期の実質輸出を1.0%ポイント押し上げるとの結果が得られる(図表2)。こうしたことに加え、中国景気が持ち直していることなどもあり、輸出は増加に転じると見込まれる。また、輸出の回復などから企業の投資マインドが改善し、設備投資は持ち直すと予想されるほか、公共投資も復興関連需要の押し上げなどで増加が続くと見込まれる。その一方で、個人消費は伸びが高まりにくいだろう。株価上昇により消費マインドの改善が見込まれる半面、個人消費に大きな影響を与える所得情勢をみると、2012年冬のボーナスが前年比で減少するなど鈍い動きが続いている。こうしたことを踏まえると、1～3月期のわが国経済は、個人消費が伸び悩むものの、輸出や設備投資が持ち直すほか、公共投資も増加が続くことなどからプラス成長に転じると予想される。

以上より、2012年度通年の実質GDPを前年比+0.8%と予測した。

(経済対策による公共投資の押し上げなどで、2013年度から景気は回復色が強まる)

2013年度に入ると景気は回復色が強まると予想される。年度前半を展望すると、まず公共投資が大幅に増加するだろう。国費10.3兆円からなる緊急経済対策が1月に閣議決定され(図表3)、このうち約5兆円が景気への即効性が高い公共事業に割り振られた。こうした効果の出現により、公共工事は大きく押し上げられると予想される。次に企業部門では、中国経済の成長率が景気対策により高まり、米国経済も個人消費などを中心に民需主導で徐々に持ち直すなど、海外景気が次第に復調すると考えられることから、輸出のけん引力は強まると見込まれる。さらに、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企業の投資マインドが高まり、設備投資は増勢が強まると見込まれる。一方、家計部門をみると、個人消費は所得情勢が緩やかに回復することなどから、底堅く推移するだろう。また、

図表2 円安の景気押し上げ効果(試算値)

1ドル=82円に比べて円安(92円・97円)になった場合の
日本経済への影響

単位: %ポイント

1ドル=	82円 92円		82円 97円	
	13年1～3月期	13年度	13年1～3月期	13年度
実質GDP	0.3	0.6	0.4	0.9
実質輸出	1.0	2.3	2.1	3.8
実質設備投資	0.4	1.1	0.6	1.6
鉱工業生産	0.8	1.9	1.6	3.0
消費者物価(総合)	0.2	0.3	0.2	0.5

(注)衆議院解散後から総選挙前(2012年11月16日～12月14日)における平均為替レート(82円)が続いた場合と、そこから10円円安(92円)および、15円円安(97円)の水準が続いた場合の2013年度実質GDP(国内総生産)の伸び率などをマクロモデルにより試算し、その伸び率の差異を示した。単位は13年1～3月期が前期比%ポイント、13年度が前年比%ポイント、消費者物価(総合)はともに前年比%ポイント。

図表3 緊急経済対策の概要

単位: 兆円

	財政支出額
復興・防災対策(3.8兆円)	
東日本大震災からの復興加速	1.6
事前防災・減災等	2.2
成長による富の創出(3.1兆円)	
民間投資の喚起による成長力の強化	1.8
中小企業・小規模事業者・農林水産業対策	0.9
日本企業の海外展開支援等	0.1
人材育成・雇用対策	0.3
暮らしの安心・地域活性化(3.1兆円)	
暮らしの安心	0.8
地域の特色を活かした地域活性化	0.9
緊急経済対策の迅速な実施	1.4
(公共事業の国庫債務負担行為)	0.3
合計	10.3

(内閣府「日本経済再生に向けた緊急経済対策」より当社作成)

住宅投資は消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、徐々に増勢が強まると予想される。

2013年度後半も、景気の回復基調は続くと考えられる。中国経済の成長率が金融引き締めにより低下するとみられることなどから、輸出の増勢はやや鈍ると予想される。ただ、その一方で企業収益の回復などを受けて所得情勢の改善が進むと見込まれるほか、2014年4月に予定されている消費税率引き上げ前の駆け込み需要などもあり、年度後半には個人消費が盛り上がり上がると考えられる。

以上より、2013年度の実質GDP成長率を前年比+2.2%と予測した^(注)。

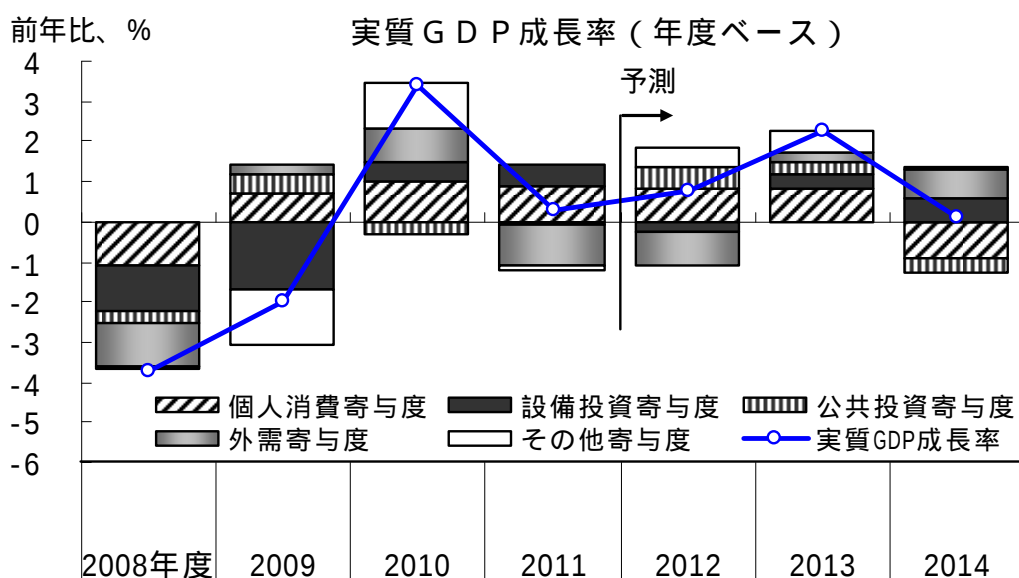
(注)消費税率引き上げ前の駆け込み需要で個人消費や住宅投資が押し上げられることにより、2013年度の実質GDP成長率が0.4%ポイント程度押し上げられると想定している。

(2014年度の景気は駆け込み需要の反動などから弱含むものの、企業部門は底堅く推移)

一方、2014年度の景気は弱含むと予想される。まず、家計部門では消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動で、個人消費や住宅投資が年度当初に大きく落ち込むと考えられ、成長率を押し下げる公算が大きい。また、公共投資は緊急経済対策などの押し上げ効果が弱まることから減少すると見込まれる。もっとも、米国景気が民間需要を中心に緩やかな回復基調を維持するほか、ユーロ圏景気も持ち直すとみられることなどから、輸出は緩やかながらも増加を続けると予想される。また、個人消費は所得情勢の改善が続くことなどから、年度後半から底堅く推移しよう。このような、輸出や個人消費の堅調な推移を受けて企業の期待成長率が緩やかに上向くとみられることなどから、設備投資は増加を維持するだろう。

以上より、2014年度の実質GDP成長率を前年比+0.1%と予測した(図表4)。

図表4 12年度は+0.8%、13年度は+2.2%、14年度は+0.1%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

企業部門

(円高修正や海外景気の回復を受け、2013年度から輸出のけん引力が強まる)

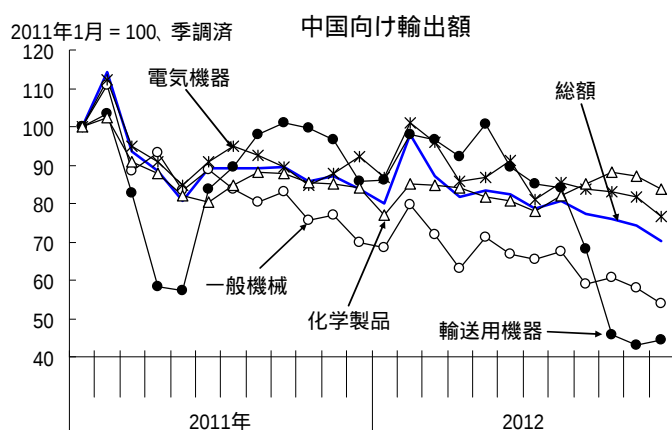
2012年10～12月期の実質輸出は海外景気の減速や日中関係悪化の影響などから、前期比-3.7%と2期連続の減少となった。もっとも、輸出の下押し要因であった円高が2012年11月中旬以降円安方向に修正されたことで、わが国の輸出製品の価格競争力は強まると考えられる。また、減速が続いていた中国向け輸送用機器の輸出が底打ちしており(図表5)、関係悪化の影響も徐々に和らいでいるとみられることなども踏まえると、輸出は2013年1～3月期に回復すると予想される。2013年度に入ると、円相場が円安気味で推移するほか、中国経済が景気刺激策の効果などで成長率が高まり、米国経済も個人消費を中心に徐々に持ち直すなど海外景気が緩やかに回復すると予想されるため、輸出は当面増勢が強まるだろう。ただ、年度後半には中国での金融引き締めにより中国経済の成長率が鈍化するため、輸出は伸びが弱まると見込まれる。その後、2014年度の輸出は堅調に推移すると予想される。中国経済の成長鈍化が続くものの、米国経済が民間需要主導で回復テンポを強めるほか、ユーロ圏経済も次第に持ち直すなど、海外景気は緩やかな回復基調を維持するとみられる。以上より、2013年度の実質輸出を前年比+3.1%、2014年度を同+6.9%と予測した。

一方、2012年10～12月期の実質輸入は前期比-2.3%と2四半期連続で減少した。火力発電所の稼働一巡による燃料輸入の頭打ちなどが要因としてあげられる。この先を展望すると、当面はわが国の景気回復を受けて輸入も緩やかな増加が続き、2013年度後半から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が強まると考えられる。なお、2013年度終盤から原発が徐々に再稼働される(注)と考えられることなどから、2014年度から輸入の伸びは弱まると予想される。以上より、2013年度の実質輸入を前年比+2.1%、2014年度を同+2.6%と予測した。

なお、震災以降赤字基調で推移している貿易収支は、2014年度後半に黒字へ回復すると予想される。輸出が増加する一方で、円安による輸入物価上昇や燃料輸入の高止りなどから貿易収支は当面赤字基調が続くものの、2013年度終盤から原発が再稼働すると予想されることなどから、赤字幅は徐々に縮小していき2014年度後半には黒字に転じると考えられる(図表6)。

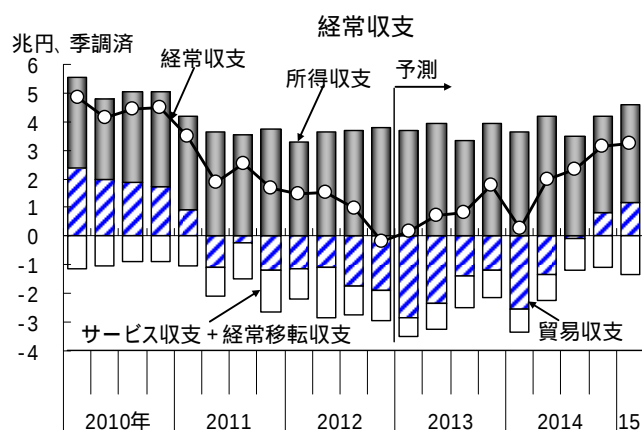
(注) 原発については2013年度終盤から徐々に再稼働され、2014年度末までに全原発の半数程度が稼働すると想定した。

図表5 輸送用機器の対中輸出は下げ止まり



(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6 貿易収支は14年度後半に黒字回復



(財務省「国際収支状況」などより当社作成)

(輸出の回復などから企業の投資意欲が高まり、2013年度の設備投資は増勢が強まる)

2012年10～12月期の実質設備投資は前期比-2.6%と4四半期連続で減少した。日銀短観などでは2012年度の設備投資計画が高めの伸びとなっているものの、輸出の減少などから企業の投資意欲が悪化したとみられ、設備投資は先送りされてきたと考えられる。もっとも、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)の10～12月期実績は、非製造業(除く船舶・電力)の堅調な推移から前期比+2.0%と3四半期ぶりに持ち直し、続く2013年1～3月期の見通しも、製造業が下げ止まりつつあり、非製造業(同)も緩やかな回復が続くことから同+0.8%と増加が見込まれている(図表7)。また、建設投資の先行指標である建築着工床面積も緩やかな増加が続いている。輸出の回復により企業の投資マインドが改善するとみられることなども踏まえると、設備投資は1～3月期から上向く公算が大きい。

2013年度に入ると、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設備投資は次第に増勢が強まると予想される。また、2013年度税制改正大綱における、「国内設備投資を促進するための税制措置(注1)」が年度を通じて設備投資を底上げすると考えられる。本制度では、前事業年度に取得した生産等設備の110%相当額の設備投資を実施した企業に対して、法人税などを控除する措置となっている。なお、2014年4月に予定されている消費税率引き上げを見込んだ設備投資の駆け込み需要(注2)により、年度後半の設備投資は伸びが高まると予想される。

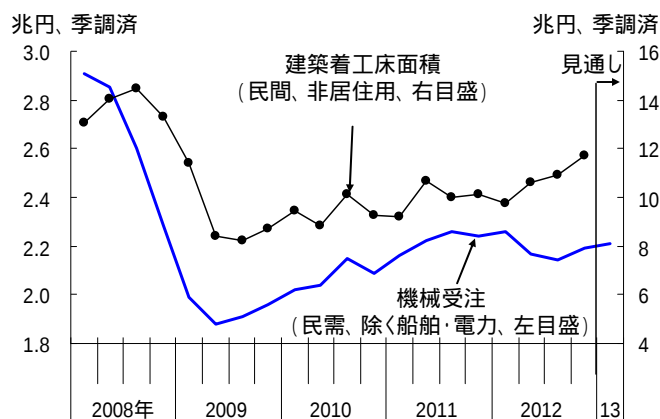
2014年度に入っても設備投資は緩やかな増加基調が続くと見込まれる。年度前半は消費税率引き上げを見込んだ駆け込み需要の反動から、設備投資は伸びが鈍化するだろう。ただ、2014年度は輸出が堅調に推移するほか、所得情勢の改善などから個人消費も年度後半は底堅く推移するため、設備投資に影響を与える企業の期待成長率が上向くと予想される。こうした企業の期待成長率の高まりが、設備投資を下支えすると考えられる(図表8)。

以上より、2013年度の実質設備投資を前年比+2.5%、2014年度を同+4.6%と予測した。

(注1) 2013年4月～2015年3月までの間に、当事業年度の減価償却費、及び前事業年度において取得した生産等設備取得額の110%を超える生産等設備を取得した場合、そのうちの機械装置取得価格について30%の特別償却か、3%の法人税控除のいずれかを適用できる。

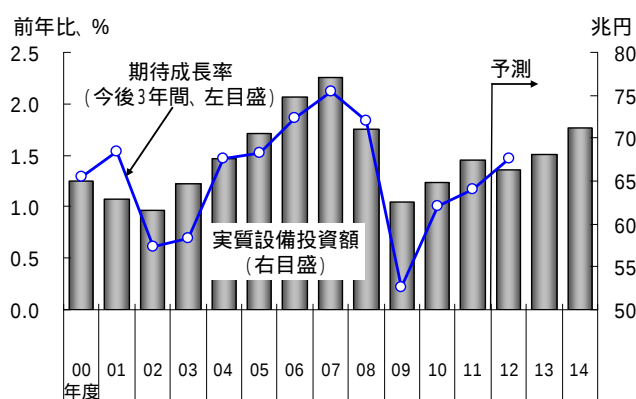
(注2) 企業は本来、消費税の負担はないとされている。ただ、簡易課税制度を適用している企業などは、消費税率引き上げにより実質的な負担が生じる可能性がある。

図表7 設備投資の先行指標は持ち直し



(注) 建築着工床面積の季節調整は当社で施した。
(内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建設統計」より当社作成)

図表8 期待成長率の高まりで設備投資は上向く



(注) 期待成長率は1年後方移動。予測は設備投資額の当社予測値。
(内閣府「四半期別GDP速報」「企業行動に関するアンケート調査」より当社作成)

家計部門

(個人消費は所得情勢の改善や消費増税前の駆け込み需要で13年度後半に盛り上がる)

2012年10～12月期の実質個人消費は前期比+0.4%と増加に転じた。形態別にはエコカー補助金終了の影響などから耐久財(同-6.5%)が大きく減少したものの、気温の低下により冬物衣料の需要が高まったことなどから半耐久財(同+0.8%)が増加したほか、非耐久財(同+2.3%)も持ち直した。

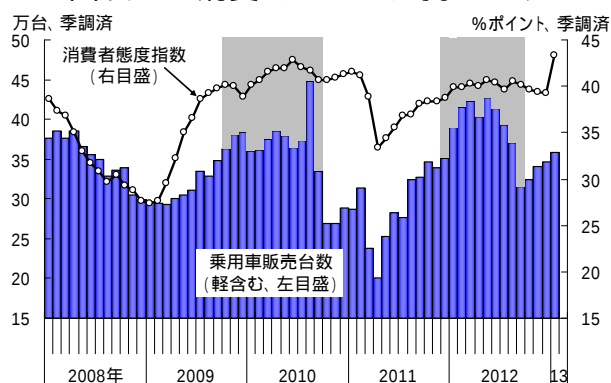
この先を展望すると、2013年1～3月期の個人消費は伸びが高まりにくいと予想される。エコカー補助金終了の影響が一巡したとみられるほか、株価上昇などを受けて消費マインドが持ち直したものの(図表9)、個人消費に大きな影響を与える所得情勢をみると、特別に支払われた給与の減少などから弱い動きが続いており、当面の個人消費を下押しする要因となろう(図表10)。もっとも、2013年度に入ると、円高修正などを受けた輸出の増加や企業収益の回復などにより、残業代やボーナスが持ち直すとみられることから所得情勢が緩やかに改善すると見込まれるため、個人消費は徐々に底堅さを増すと考えられる。さらに、年度後半には、2014年4月に予定されている消費税率引き上げ前の駆け込み需要などもあり、個人消費は増勢が強まると予想される。なお、消費税率引き上げ時には、本来、他の財と比べ価格の高い自動車や家電などを中心に駆け込み需要が発生すると考えられる。ただ、2014年4月より自動車取得税が引き下げられる予定(注)であることから、今回の消費税率引き上げの際は自動車の駆け込み需要は顕在化しにくいと予想される。

一方、2014年度に入ると、消費税率引き上げによる駆け込み需要の反動から、年度初頭には家電などの耐久財消費を中心に個人消費は大きく落ち込むだろう。もっとも、その後の個人消費は底堅い推移が見込まれる。消費税率引き上げによる消費者物価の上昇により実質所得が減少するとみられるものの、2013年度における企業収益の本格的な回復を受けて、ボーナスを中心に所得情勢の改善が続くことが個人消費を支えよう。

以上より、2013年度の実質個人消費を前年比+1.4%、2014年度を同-1.5%と予測した。

(注) 現在は自動車取得価格の5%が自動車取得税として課税されている。現時点では消費税が8%から10%に引き上げられる2015年10月に自動車取得税が廃止される予定であるが、消費税が5%から8%へ引き上げられる2014年4月からの自動車取得税の引き下げ幅は未定となっている。よって、本予測では2014年4月から自動車取得税が消費税率引き上げ幅と同率の3%引き下げられると想定した。

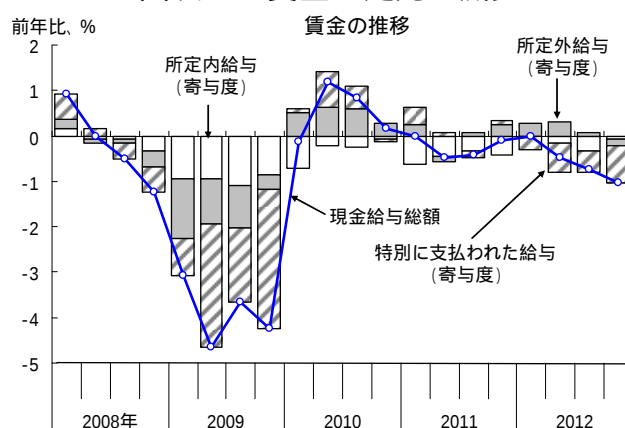
図表9 消費マインドが持ち直す



(注) 乗用車販売台数の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。

(内閣府「消費動向調査」、日本自動車販売協会連合会資料、全国軽自動車協会連合会資料より当社作成)

図表10 賃金は足元で減少



(厚生労働省「毎月勤労統計」より当社作成)

(住宅投資の消費増税前における駆け込み需要は、住宅ローン減税の拡充により半減)

2012年10～12月期の実質住宅投資は前期比+3.5%と、7～9月期(同+1.6%)から伸びが高まった。10月末で終了した住宅購入支援策終了前^(注1)の駆け込み着工の押し上げなどにより、住宅投資は盛り上がったと考えられる。2013年1～3月期は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が顕在化してくるとみられるものの、住宅取得支援策終了の反動などから、いったん伸びが弱まるだろう。

2013年度に入ると、消費税率引き上げ前の駆け込み需要による押し上げが本格化し、住宅投資は次第に伸びが高まると考えられる。もっとも、消費税率引き上げ後の税負担を軽減するため、2014年度より住宅ローン減税が拡充されることから(図表11)、住宅投資の駆け込み需要の盛り上がりは1997年4月の消費税率引き上げ時と比べ緩やかなものになると予想される。住宅ローン減税の拡充については、課税対象となる住宅の購入価格に対して住宅ローン残高の割合が高いほど税負担が軽減されやすい一方で、ローン残高の割合が低いと税負担が緩和されにくい内容となっている^(注2)。こうしたことを踏まえ、住宅投資の駆け込み需要は住宅ローン減税拡充の影響を考慮していない前回(2012年12月)の当社予測と比べ、5割程度にとどまると想定した。

一方、2014年度の住宅投資は弱い動きになると予想される。消費税率引き上げによる駆け込み需要の反動で年度当初から住宅投資は大きく落ち込むだろう。また、構造的な問題として住宅取得層の減少が住宅投資を押し下げる要因になると考えられる。住宅を取得する割合が比較的高い30歳～44歳の人口は2012年から減少に転じており、この先も減少が続くことが見込まれている(図表12)。2012年は、フラット35Sエコなどの住宅取得支援策により住宅取得層の減少を補ってきたと考えられる半面、相当数の需要が先食いされたと考えられる。2014年度は、消費税率引き上げ前の駆け込みによる先食い需要の反動も出ることから、住宅取得層減少の影響を大きく受けることになるだろう。

以上より、2013年度の実質住宅投資を前年比+6.7%、2014年度を同-10.4%と予測した。

(注1)「住宅ローンフラット35Sエコ」の申し込み期限と「復興支援・住宅エコポイント」の着工期限はともに2012年10月。

(注2)住宅ローン減税を所得税や住民税で控除しきれない場合には、その差額を現金で給付することになっているが、現時点では適用対象となる年収の上限が決まっていない。したがって、本予測では年収に関係なく差額が現金給付されると想定した。

図表11 住宅ローン減税は大幅に拡充

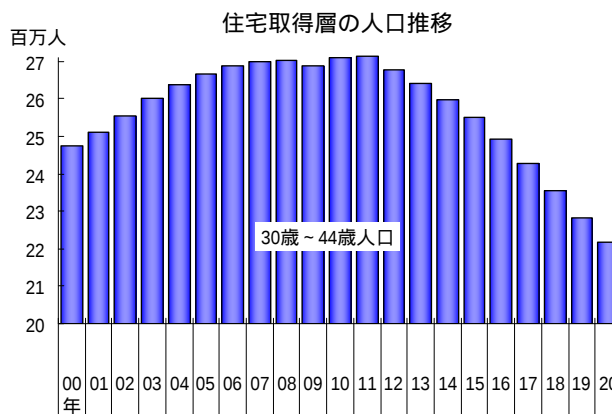
住宅ローン減税拡充の概要

居住時期	借入限度額	最大控除額 [10年間の合計]	住民税の 控除限度額
2013年1月 ～ 2014年3月	2,000万円 (3,000万円)	200万円 (300万円)	9万7,500円
2014年4月 ～ 2017年12月	4,000万円 (5,000万円)	400万円 (500万円)	13万6,500円

(注)2014年4月以降に入居しても、住宅の対価などに対して支払った消費税の税率が5%である場合は、2014年3月までに入居した場合の控除限度額が適用される。括弧内は認定長期優良住宅及び認定低炭素住宅の場合。

(財務省「平成25年度税制改正の大綱」より当社作成)

図表12 住宅取得層は減少が続く



(注)男女合計の人口。

(国立社会保障・人口問題研究所「将来人口推計」などより当社作成)

政府部門

(緊急経済対策の効果出現により2013年度の公共投資は大幅に増加)

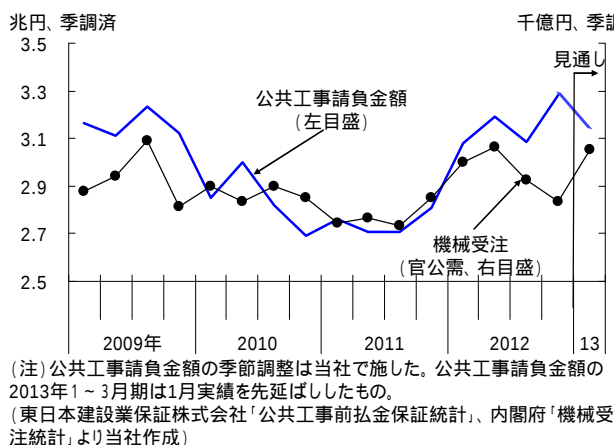
2012年10～12月期の実質公共投資は、復興関連需要などに支えられ前期比+1.5%と4四半期連続で増加したものの、7～9月期(同+2.5%)に比べ増勢が鈍化した。この先を展望すると、2013年1～3月期も復興関連需要の押し上げなどにより、公共投資は緩やかに増加するだろう。公共工事の先行指標とされる公共工事請負金額の2012年10～12月期は、復興関連需要の押し上げなどから増加基調が続いており、また機械受注(官公需)の1～3月期見通しも持ち直している(図表13)。

公共工事は2013年度初頭から盛り上がりが見込まれる。1月11日に国費10.3兆円からなる「日本経済再生に向けた緊急経済対策」が閣議決定され、そのうち約5兆円が景気への即効性が高いとされる公共事業に割り振られた。また、2013年度本予算(案)でも老朽化したインフラ復旧などを中心に、2012年度本予算と比べて0.7兆円の公共事業費が積み増しされたほか、復興特別会計予算(案)でも0.9兆円の復興関係公共事業費が計上された。こうした対策の効果出現により公共投資は増勢が強まると予想される。もっとも、これらの公共事業のうち、2013年度内に執行される割合は6割程度にとどまると想定した。その理由として、建設業就業者の不足があげられる。建設業就業者数は1997年(685万人)以降、公共事業の削減などに伴い減少を続け、2012年には503万人まで落ち込んだ。日銀短観の雇用判断DI(建設業)をみると、復興関連需要が出始めたとみられる2011年度後半から過剰感が弱まり、直近の2012年12月調査では大幅な「不足」超となっている(図表14)。また、建設業の有効求人倍率が2011年平均の1.34倍に対して2012年平均は2.15倍まで上昇している一方、建設業の求職者数は減少基調となっている現状なども踏まえると、人手の供給制約から経済対策などで積み増しされた公共事業が2013年度内に執行される割合は高まりにくいとみられ、一部は2014年度へ繰り越されると予想される。

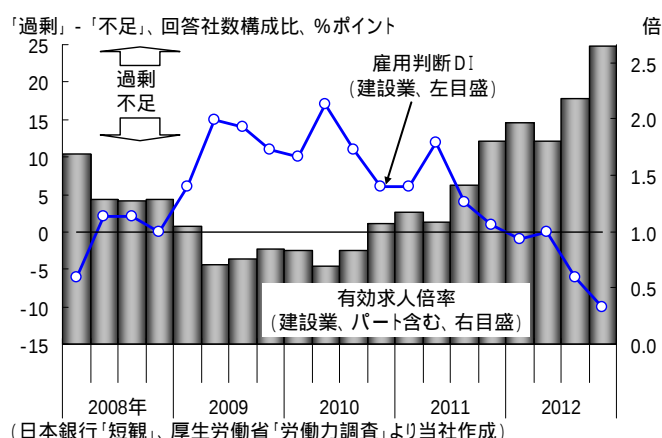
一方、2014年度の公共投資は緊急経済対策などの押し上げ効果が弱まるため、前期比ベースで落ち込みが続くと考えられる。もっとも、2013年度本予算(案)にある老朽化したインフラ復旧などの公共事業は、2014年度以降も当面は実施されると予想される。こうしたことから、2014年度の公共投資は減少するものの、高めの水準を維持すると見込まれる。

以上より、2013年度の実質公共投資を前年比+7.9%、2014年度を同-7.6%と予測した。

図表13 公共投資の先行指標は底堅く推移



図表14 建設業の雇用はひっ迫



金融・物価

(円相場は当面円安基調で推移)

円相場はドル・円レート、ユーロ・円レートともに、2012年11月中旬の衆院解散後から円安基調に転じ、安倍新政権発足後には一段と円安圧力が強まった。

この先の円相場は、ドル・円レート、ユーロ・円レートともに緩やかな円安基調が続くと予想される。日本銀行は2013年1月22日に、デフレ脱却に向けた物価安定の目標として消費者物価の前年比上昇率2%の導入を決定した(図表15)。これにより、さらなる金融緩和の実施が見込まれ、円の売り圧力は強まりやすいと考えられる。また、日本の貿易収支が当面赤字基調で推移することや、欧州債務問題による世界的な金融不安が徐々に和らいでいくことなどが、円安基調を下支えしよう。なお、2013年終盤には米国の景気回復を受けてF R B(米連邦準備理事会)が量的金融緩和第3弾(Q E 3)の資産購入額を減額するとの観測が高まる可能性があり、こうしたことも円安・ドル高要因となろう。もっとも、2014年度後半には日本の貿易収支が黒字化するとみられることから、円安圧力は弱まると予想される。

以上より、2013年度のドル・円レートを95.5円、ユーロ・円レートを131.3円、2014年度のドル・円レートを97.3円、ユーロ・円レートを136.0円と予測した。

(需給バランスの改善を受けて消費者物価指数は緩やかに上昇)

消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアC P I)は、エネルギー価格が上昇する一方、国内需要の冷え込みなどから耐久財などが低下しているため、前年比マイナスが続いている(図表16)。

この先のコアC P Iは、緩やかに上昇すると予想される。当面は円安の影響を受けた輸入コストの上昇などにより、減少幅が徐々に縮小していくだろう。また、2013年度からは国内景気の回復色が強まることから需給バランスが改善に向かい、わが国のG D Pギャップ(注)のマイナス幅が縮小していくと予想される。こうしたことから、コアC P Iは2013年度以降、緩やかに上昇していくと予想される。

以上より、2013年度のコアC P Iを前年比+0.3%、2014年度を同+0.7%(消費税率引き上げの影響を除いたコアC P I)と予測した。

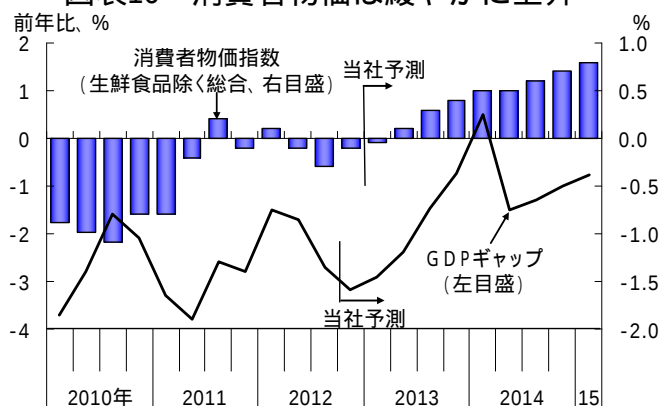
(注) G D Pギャップとは需要(実際のG D P)と供給(潜在的なG D P)の乖離を指す。需要が供給を下回る(G D Pギャップがマイナス)ケースでは、物価の下落圧力がかかりやすいと考えられる。

図表15 日銀が2%の物価目標を導入

「物価安定の目標」として消費者物価の前年比上昇率2%を設定 従来の「目処」から「目標」へ変更。 「物価安定の目標」は持続可能な物価の安定と、整合的と判断する物価の上昇率を示したものだ。
デフレ脱却と持続可能な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明) 日本銀行は「物価安定の目標」のもと金融緩和を推進し、出来るだけ早期の物価安定を目指す。 政府は大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、日本経済の競争力と成長力強化に向けた取り組みを強力に推進する。 経済財政諮問会議で、物価の現状と見通しや経済・財政状況、経済構造改革の取り組み状況などを定期的に点検する。

(日本銀行資料より当社作成)

図表16 消費者物価は緩やかに上昇



(注) GDPギャップは2012年7～9月期までが内閣府の数値。消費者物価指数は消費増税の影響を除いたもの。

(総務省「消費者物価指数」、内閣府資料より当社作成)

3. 予測の前提となる海外経済の見通し

米国経済

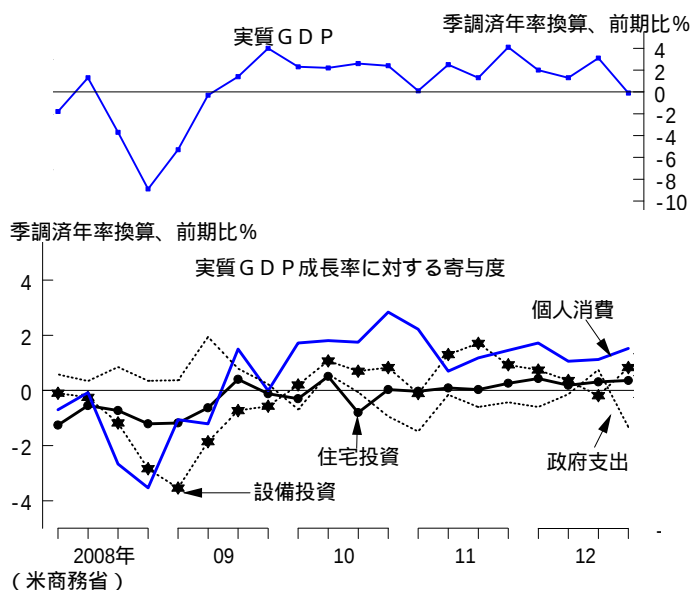
(米国経済は2013年春先にかけて一時減速するも、緩やかな回復基調を維持)

米国の2012年10～12月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率-0.1%と、2009年4～6月期以来のマイナス成長となった(図表17)。ただ、その主因は前期に急増した国防支出の急減(GDP成長率に対する寄与度-1.28%)や民間在庫投資の抑制(同-1.27%)であり、これらは一時的な要因と判断される。その一方で、10～12月期の個人消費は前期比年率+2.2%と前期の同+1.6%から伸びが高まった。なかでも自動車など耐久財消費が同+13.9%と大幅に増加している。また、住宅投資も同+15.3%と2四半期連続で2桁の伸びとなった。さらに、企業の設備投資も同+8.4%と増加に転じている。投資の内訳をみると、構築物への投資が同-1.1%と7四半期ぶりの減少に転じる一方で、設備機器・ソフトウェアへの投資は同+12.4%と大幅な増加に転じた。このように民間最終需要は総じて堅調であり、米国景気の緩やかな回復基調は変わっていないといえよう。

年明け以降の経済指標も米国景気が緩やかな回復基調を維持していることを示すものが多い。例えば、1月のISM(米供給管理協会)製造業景況指数は53.1と、前月の50.2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18)。内訳をみると、新規受注指数(49.7→53.3)や生産指数(52.6→53.6)が上昇に転じるとともに、雇用指数(51.9→54.0)も2か月連続で上昇している。また、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)にはこのところ持ち直しの動きが現れており、先行き設備投資が底堅く推移すると可能性が高いことを示唆している。

一方、家計部門では、1月の非農業部門雇用者数が前月比15.7万人増と7か月連続で10万人超の増加となった(図表19)。政府部門の雇用が同0.9万人減と小幅ながら4か月連続で減少したものの、民間部門の雇用が同16.6万人増(前月は同20.2万人増)と増加基調を維持した。民間の内訳をみると、製造業の雇用は同0.4万人増の小幅増にとどまったが、建設や小売り、教育・医療などで雇用が増加している。今後も雇用情勢は緩やかに回復し、個人消費を支える公算が大きい。

図表17 緩やかな回復が続く米国景気



図表18 企業マインドは概ね良好



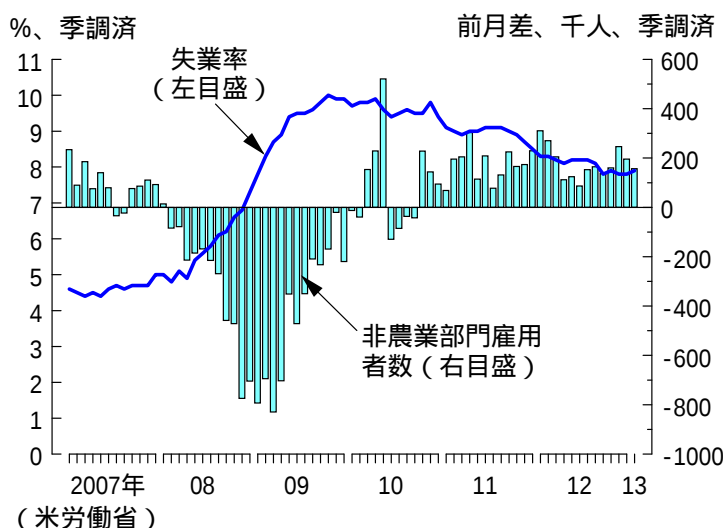
住宅市場もこのところ持ち直しの動きが鮮明となっている。住宅投資の先行指標となる住宅着工件数は2012年12月に年率95.4万件（前月比+12.1%）と大幅に増加し、2008年6月以来の高水準となった。また、住宅価格に関しては、2012年11月のS & Pケース・シラー住宅価格指数（主要20都市ベース）が前年比+5.5%と6か月連続で上昇し、2006年8月以来の高い伸びとなった（図表20）。20都市のうち19都市で価格が上昇している。

他方、大型減税の失効と歳出の強制削減が重なる「財政の崖」の問題は、年初にひとまず回避された。ただ、富裕層（年収45万ドル超の世帯）を対象としたブッシュ減税が打ち切られた点や、給与税減税なども打ち切られた点は、個人消費の下押し要因となろう。また、歳出の強制削減の問題は2か月間凍結されたただけであり、米国議会は2月末までに包括的な財政再建策をまとめる必要がある。歳出の削減方法を巡って米国議会の議論が紛糾すれば、金融市場の混乱などを通じて景気の下振れにつながる恐れもある。

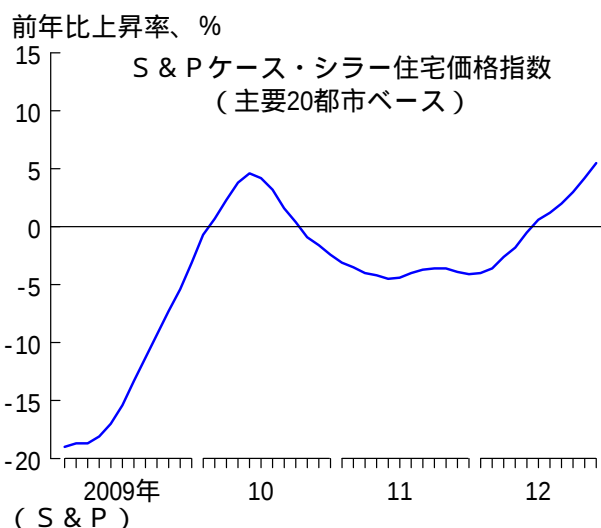
こうした状況を踏まえて先行きを展望すると、目先は給与税減税の打ち切りなどを受けて個人消費が一時減速すると見込まれる。ただ、雇用情勢が緩やかながらも着実に改善するなかで、個人消費の回復基調は維持されよう。また、これまで家計部門の消費行動を圧迫してきたバランスシートの調整（過剰な債務の圧縮）はかなりの程度進んでいる。家計の債務返済という重荷が次第に軽くなるなかで、個人消費は徐々に底堅さを増してくると予想される。また、住宅市場の回復は住宅投資の増加として景気を下支えするとともに、住宅価格の上昇を通じて資産効果として個人消費にプラスに寄与すると期待される。加えて、企業の設備投資は当面小幅な増加にとどまるものの、財政問題を巡る不透明感が薄らぐ春頃からは企業マインドが上向くとみられるため、2013年度後半以降、次第に増勢を強めていくと見込まれる。ただその一方、厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減は、引き続き景気の抑制要因となろう。

以上の要因から、米国経済は2013年の春先にかけて減税打ち切りの影響などによる個人消費の増勢鈍化によって、一時的に景気の減速感が強まる可能性が高い。しかしその後は、個人消費を中心に民間需要主導で景気が再び持ち直し、成長率が徐々に年率2%台へと高まっていくと見込まれる。通年の実質GDP成長率は2013年が+1.5%、2014年が+2.2%と予測した。

図表19 雇用は7か月連続で10万人超増加



図表20 住宅価格は上昇基調に転じる



なお、米国の金融政策をみると、F R B（米連邦準備理事会）は今年1月のF O M C（公開市場委員会）で、量的金融緩和第3弾（Q E 3）の継続を決定した（図表21）。すなわち、毎月400億ドルの住宅ローン担保証券（M B S）を購入するとともに、450億ドルの国債を購入する。また、インフレ率が2.5%を上回らない限り、失業率が6.5%を上回っている間は現行の超低金利政策を維持するとの時間軸の文言についても変更はない。2013年1月の失業率が7.9%と依然として高いことから、政策金利であるフェデラル・ファンド（F F）金利の誘導目標を0～0.25%の範囲で据え置く超低金利政策は当面維持されよう。ただ、昨年12月のF O M C議事要旨では、複数のF O M CメンバーがF R Bのバランスシート（貸借対照表）膨張への懸念から、2013年末より早い時期に量的緩和を打ち切るべきだとの見解を持っていることが明らかになっている。そのため、米国景気が徐々に持ち直す2013年後半には、失業率が十分に下がらない状況でも、F R Bが資産買入ペースの減額を模索する可能性が高いとみられる。

図表21 F O M C 声明（2013年1月30日）

景気判断	経済活動の伸びは天候に関連した混乱や他の一時的な要因が大きく影響し、ここ数カ月停滞したことが示唆された。雇用は引き続き緩やかなペースで拡大したものの、失業率はなお高い水準にある。家計支出と企業設備投資は増加し、住宅セクターでは一層の改善が示された。 世界の金融市場での緊張はいくらか和らいだものの、委員会は景気見通しに下振れリスクがあると引き続き認識している。
金融政策	政府支援機関の住宅ローン担保証券（M B S）を毎月400億ドル、米財務省証券を毎月450億ドルのペースで購入する方針を継続。労働市場の見通しが大幅に改善しない場合、物価が安定した状態で状況が改善するまで米財務省証券と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。 景気回復が強まった後も、相当の期間、非常に緩和的な金融政策が続くと予想。フェデラルファンド（F F）金利の誘導目標を0～0.25%の範囲で据え置くことを決定。F F金利のこの異例な低水準のレンジは、少なくとも失業率が6.5%を上回り、向こう1～2年のインフレ率予測値が、委員会の中長期的な目標である2%を0.5ポイントを超えて上回らず、中長期におけるインフレ期待がしっかりと抑制される限り適切になると現在想定している。

（F R B 資料より作成）

ユーロ圏経済

(ユーロ圏経済の成長率は2013年が-0.1%、2014年が+1.0%と予測)

2012年10～12月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産、速報値）は前期比-0.6%となり、7～9月期（同-0.1%）に比べて落ち込み幅が拡大した。需要項目別にみると、企業部門では、世界経済の成長率鈍化の影響で輸出が伸び悩んだほか、域内外の需要低迷の影響で設備投資が落ち込んだとみられる。一方、家計部門でも、失業率が統計開始（1995年）以来の最悪水準で高止まるなど厳しい雇用情勢のなかで、個人消費が弱い動きになった模様である。

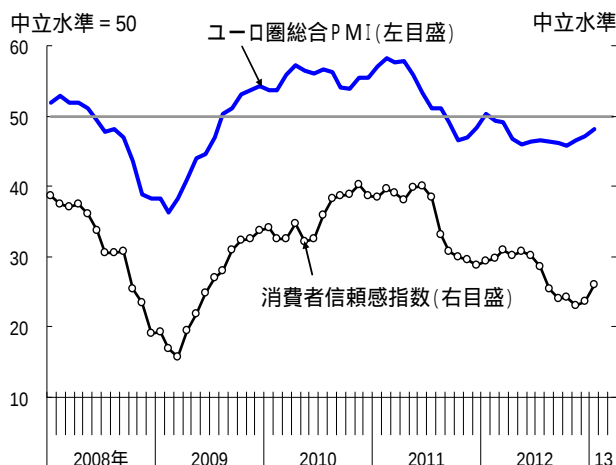
足元の経済指標をみると、2013年1月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は3か月連続で上昇しており、同月の消費者信頼感指数も12月に比べて指数が改善している（図表22）。足元で債務不安の後退や世界景気の回復期待などを受けて企業や家計の景況感が上向いている様子が見えてくる。

また、これまでの景気を大きく押し下げてきた欧州債務問題については、昨年9月のECB（欧州中央銀行）による新たな国債買い入れプログラム（OMT）の発表をきっかけにスペインやイタリアなどの長期金利が低下するなど緊張感が和らいでいる。この先についても、OMTの支えにより債務不安が高まる事態は避けられるとみられ、時間をかけてスペインやイタリアなど重債務国の財政再建を進めていくことになろう。ただ、この先も南欧諸国中心に財政支出が抑制されることから、公的需要の縮小がユーロ圏の景気を下押ししていくと考えられる。

一方、輸出を取り巻く環境をみると、世界経済の回復テンポはこの先徐々に高まってくることから、輸出のけん引力は次第に強まるだろう。輸出の回復などに支えられて、これまで冷え込んでいた消費者心理や企業マインドも緩やかに改善すると予想される。こうしたことから、個人消費や設備投資などのユーロ圏内の民間需要も徐々に増加基調に転じていくことになろう。

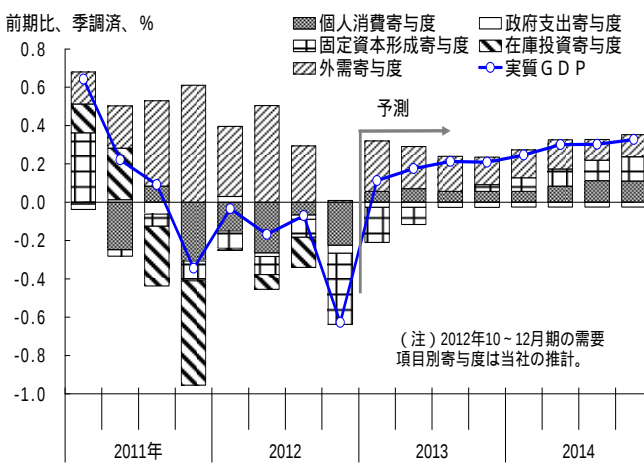
もっとも、雇用情勢の改善が緩やかにとどまるなかで個人消費の回復が限定的になるほか、金融機関の貸出態度が厳しいなかで設備投資も伸び悩むだろう。加えて債務不安の後退に伴い通貨ユーロも増価基調をたどるとみられ、回復が予想される輸出の下押し要因になると見込まれる。こうした点を踏まえて、この先のユーロ圏景気を展望すると、2013年1～3月期には実質GDPがプラス成長に転じるものの、予測期間を通じて回復のペースは緩慢なものになると予想される（図表23）。以上から、ユーロ圏の実質GDP成長率を2013年が-0.1%、2014年が+1.0%と予測した。

図表22 足元で景況感が上向いている



(Markit、欧州委員会)

図表23 この先は小幅な成長が続く見通し



(注) 2012年10～12月期の需要項目別寄与度は当社の推計。

(Eurostat資料などより当社作成)

中国経済

(中国経済は8%台の成長に回復する公算)

中国景気には持ち直しの動きが現れている。2012年10～12月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+7.9%となり、2年ぶりに成長率が高まった。需要項目別に見ると、輸出の持ち直しが目立ったほか、乗用車など耐久財を中心に個人消費の勢いが加速したことや固定資産投資の増勢が公共投資を中心に拡大したことも、景気回復を促したとみられる。

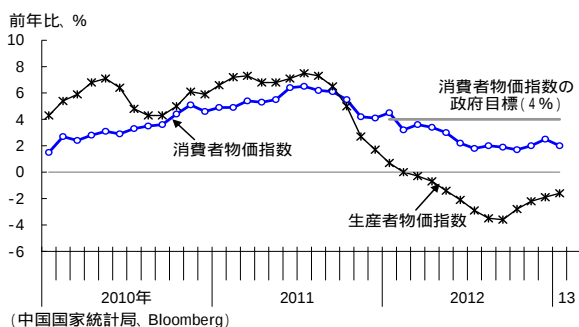
直近の月次指標も景気回復が続いていることを示唆している。企業部門では、2012年12月の鉱工業生産が前年比+10.3%と4か月連続で増加ペースを拡大させ、2012年3月（同+11.9%）以来の大幅増となった。また、2013年1月の通関輸出は同+25.0%となり、2011年4月以来の大幅な伸びとなった。ASEAN向けが堅調であったことに加え、米国向けの増勢が拡大したことなども、輸出全体をけん引した。1月の製造業PMI（購買担当者景気指数）も50.4と4か月連続で中立水準である50を上回っており、足元の製造業の景況感も緩やかに改善している。

家計部門では、2012年12月の小売売上高が前年比+15.2%と5か月連続で増勢を強めている。また、12月の消費者信頼感指数（CCI）は103.7と4か月連続で中立水準である100を上回った。消費者心理が改善するなかで、購買支援策の効果が次第に現れ小売売上高を押し上げた模様である。

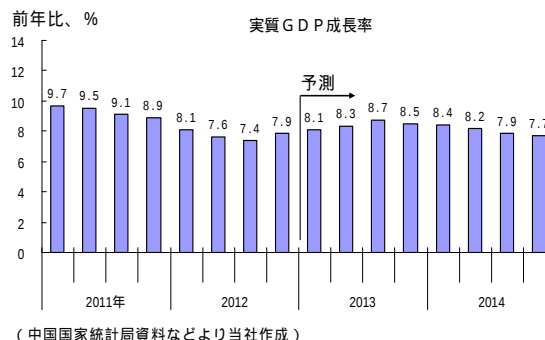
一方、物価動向をみると、2013年1月の消費者物価指数（CPI）は前年比+2.0%と、上昇率が2012年12月の同+2.5%から鈍化しており、政府の目標とする4%を大きく下回った（図表24）。1月の生産者物価指数（PPI）も同-1.6%と、11か月連続で下落が続いている。また、住宅価格も不動産投資抑制策の継続により足元で安定的に推移していることを踏まえると、インフレ圧力は弱いと判断される。

先行き2年の中国景気を展望すると、2013年の秋口までは堅調な個人消費と固定資産投資の増加にけん引され、成長率が徐々に高まっていく展開が予想される（図表25）。具体的には、物価が安定的に推移するなかで、家計の消費意欲は乗用車など耐久財を中心に旺盛な状況が続くだろう。また、2012年に実施した景気対策の効果が残ることから、固定資産投資はインフラなど公共投資を中心に堅調な動きを示すと見込まれる。ただ、2013年後半に入ると、国内のインフレ圧力や不動産市場の過熱感が強まり、中国人民銀行（中央銀行）による金融政策が引き締めにより成長が鈍化しよう。もっとも、輸出は世界景気の回復を受けて好調さを取り戻してくるだろう。また、習近平が率いる中国の新指導部は、国民所得の倍増や新型都市化の積極推進を目標として掲げており、今後において投資と消費を喚起する効果が期待できる。以上より中国の実質GDP成長率は2013年が+8.4%、2014年が+8.1%になると予測した。

図表24 物価が安定的に推移



図表25 13年の秋口以降は成長鈍化



図表26 2013・2014年度のわが国経済の見通し（2013年2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	2012年度			2013年度			2014年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	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	83.2	79.4	87.1	95.5	95.0	96.0	97.3	97.0	97.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	108.9	107.9	100.6	115.2	128.5	128.0	129.0	130.8	130.0	131.5
米国実質GDP(暦年)	1.8	2.2	[2.3]	[1.8]	1.5	[1.0]	[2.1]	2.2	[2.2]	[2.4]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.5	▲0.5	[▲0.6]	[▲0.9]	▲0.1	[▲0.2]	[0.8]	1.0	[1.0]	[1.2]
中国実質GDP(暦年)	9.3	7.8	7.9	7.7	8.4	8.2	8.6	8.1	8.3	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	2012年度			2013年度			2014年度		
	実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	0.3	0.8	[0.0]	[▲0.5]	2.2	[1.5]	[2.0]	0.1	[▲1.3]	[0.9]
個人消費	1.5	1.4	[0.4]	[0.2]	1.4	[0.3]	[2.0]	▲1.5	[▲2.8]	[0.7]
住宅投資	3.7	4.8	[2.2]	[4.5]	6.7	[3.4]	[1.9]	▲10.4	[▲9.1]	[▲4.5]
設備投資	4.1	▲1.7	[▲3.3]	[▲3.9]	2.5	[2.4]	[4.0]	4.6	[1.4]	[2.3]
政府消費	1.5	2.4	[1.3]	[0.8]	1.0	[0.5]	[0.3]	0.6	[0.3]	[0.3]
公共投資	▲2.3	14.2	[11.8]	[3.0]	7.9	[6.1]	[1.4]	▲7.6	[▲7.5]	[▲2.1]
輸 出	▲1.6	▲2.2	[▲0.9]	[▲5.3]	3.1	[4.5]	[3.1]	6.9	[3.2]	[3.6]
輸 入	5.3	3.7	[2.5]	[▲1.9]	2.1	[1.6]	[2.8]	2.6	[0.5]	[1.4]
寄 与 度										
国内需要	1.3	1.7	[0.5]	[0.1]	2.0	[1.0]	[1.9]	▲0.5	[▲1.7]	[0.5]
民間需要	1.0	0.7	[▲0.2]	[▲0.2]	1.4	[0.7]	[1.8]	▲0.3	[▲1.4]	[0.5]
公的需要	0.2	1.0	[0.7]	[0.3]	0.6	[0.4]	[0.1]	▲0.3	[▲0.3]	[▲0.1]
海外需要	▲1.0	▲0.9	[▲0.5]	[▲0.6]	0.2	[0.5]	[0.1]	0.7	[0.4]	[0.4]
名 目 G D P	▲1.4	0.0	[▲0.4]	[▲0.9]	2.0	[1.5]	[1.8]	1.4	[0.0]	[1.2]
新設住宅着工戸数(万戸)	84.1	85.6	43.2	42.4	87.5	46.1	41.4	83.4	43.1	40.2
(前年比、%)	2.7	1.7	▲0.2	3.8	2.3	6.7	▲2.3	▲4.7	▲6.4	▲2.9
鉱工業生産	▲1.0	▲2.5	[▲3.4]	[▲1.7]	4.2	[3.6]	[2.8]	1.5	[▲1.0]	[2.1]
国内企業物価	1.4	▲0.8	▲1.4	▲0.1	0.9	0.7	1.0	4.1	4.0	4.3
消費者物価	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.3	0.2	0.5	2.8	2.6	2.9
完全失業率(%)	4.5	4.2	4.3	4.2	4.0	4.1	3.9	4.0	4.0	3.9

（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。