

浜銀総研 News Release



2013年 8 月 15 日

2013年度・2014年度の景気予測（2013年 8 月改訂） - 内外需の押し上げにより2013年度のわが国景気は回復色が強まる -

要 旨

- 2013年 4 ～ 6 月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.6%（同年率+2.6%）と 3 四半期連続でプラス成長となった。消費マインドの改善や雇用情勢の緩やかな持ち直しを受けて、個人消費が 1 ～ 3 月期に続き大きく増加した。また、公共投資も緊急経済対策の効果から堅調な伸びを示したほか、輸出も米国を中心とした海外需要の緩やかな持ち直しや円高修正に支えられて増加が続いた。一方で、資材価格の上昇や建設労働者の不足などから、住宅投資は小幅ながら減少した。加えて、設備投資も 6 期連続で減少した。
- 今後のわが国経済を展望すると、2013年度中は高めの成長率が続く可能性が高い（今回の見通しでは2014年 4 月に予定通り消費税率が 8 %に引き上げられることを前提とした）。すなわち、まず政府部門では、緊急経済対策の執行の本格化に伴い、公共投資が大きく押し上げられる見込みである。また、企業部門でも、引き続き米国を中心とした海外経済の緩やかな回復や円高修正に支えられ、輸出が回復を続ける見通しである。輸出の回復を起点に企業収益にも明るさが広がっていくとみられ、設備投資も 7 ～ 9 月期には増加に転じよう。一方、家計部門では、個人消費が雇用情勢の緩やかな改善に支えられて底堅く推移しよう。また、消費税率引き上げ前の駆け込み着工の発生により、住宅投資が2013年内に大きく増加する見通しである。さらに、年度後半になれば、消費増税前の駆け込み需要が個人消費にも発生するとみられるため、成長率は一段と高まると見込まれる。以上より、2013年度の実質GDPは前年比+2.7%になると予測した。
- 一方で、2014年度の景気は回復力が弱まる見通しである。年度前半には、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減などから、個人消費が大きく落ち込むほか、住宅投資も低調な推移となろう。また、緊急経済対策による押し上げ効果が剥落することから、公共投資も減少する見込みである。ただ、米国を中心に海外景気が堅調に推移するほか、日米の金融政策スタンスの差から為替レートが円安気味に推移するため、輸出は増加基調を維持し、景気を支えよう。また、年度後半になれば、駆け込み需要の反動減が一巡し、個人消費が次第に上向くほか、住宅投資も下げ止まると見込まれる。以上より、2014年度の実質GDPは前年比+0.1%と、ほぼゼロ成長にとどまると予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回 6 月予測	
	2012年度 実績	2013年度 見通し	2014年度 見通し	2013年度 見通し	2014年度 見通し
実質GDP	1. 2	2. 7	0. 1	2. 7	0. 2
民間需要寄与度	0. 9	1. 5	▲ 0. 3	1. 8	▲ 0. 3
公的需要寄与度	1. 1	0. 7	▲ 0. 2	0. 7	▲ 0. 2
海外需要寄与度	▲ 0. 8	0. 5	0. 7	0. 3	0. 7
名目GDP	0. 3	2. 5	1. 2	2. 3	1. 8

（株）浜銀総合研究所 調査部

遠藤（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、遠藤（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

(2013年4～6月期の実質GDPは3四半期連続でプラス成長)

2013年4～6月期の実質GDP（国内総生産、季調値、1次速報）は前期比+0.6%（同年率+2.6%）と3四半期連続でプラス成長となった（図表1）。内需（民間需要+公的需要）の成長率への寄与度が前期比+0.5%ポイントと1～3月期に続き高めとなったほか、外需（輸出－輸入）の寄与度も同+0.2%ポイントと2四半期連続でプラス寄与となった。

内需の内訳をみると、家計部門では、消費マインドの改善や雇用の緩やかな持ち直しなどを背景に個人消費が前期比+0.8%と1～3月期（同+0.8%）に続き高めの伸びを示した。財別にみると、耐久財消費（同+2.9%）、半耐久財消費（同+1.4%）、非耐久財消費（同+0.4%）、サービス消費（同+0.6%）のいずれも拡大した。一方で、住宅投資は同-0.2%と5四半期ぶりに減少した。資材価格の上昇や建設労働者の不足などが影響したとみられる。他方、企業部門でも、設備投資が同-0.1%と6四半期連続で減少した。輸出の改善や個人消費の増加が続いているものの、企業の設備投資意欲は依然として慎重である。他方、政府部門では、緊急経済対策関連事業の執行などに伴い公共投資が同+1.8%と前期（同+1.1%）から伸びが高まった。

次に、外需の内訳をみると、円高修正の効果や米国を中心とした海外需要の持ち直しに支えられ、輸出が同+3.0%と2四半期連続で増加した。また、国内における生産活動の改善を映じて、輸入も同+1.5%と2四半期連続で増加した。

なお、総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターは前年比-0.3%となり、1～3月期（同-1.1%）に比べて下落幅が縮小した。資材価格の上昇などを受けて国内需要デフレーターが同-0.1%と前期（同-0.8%）から大きく低下幅を縮小させたことが背景にある。

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、%)

	2012年				2013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GDP	1.2	-0.2	-0.9	0.3	0.9	0.6
個人消費	0.9	0.1	-0.4	0.5	0.8	0.8
住宅投資	-1.5	2.1	1.6	3.6	1.9	-0.2
設備投資	-2.5	-0.3	-3.2	-1.4	-0.2	-0.1
公共投資	7.5	5.1	3.5	3.0	1.1	1.8
輸出	2.7	-0.2	-4.5	-2.7	4.0	3.0
輸入	2.0	1.3	-0.0	-2.0	1.0	1.5

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

名目GDP	1.2	-0.8	-0.9	0.1	0.6	0.7
-------	-----	------	------	-----	-----	-----

(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」)

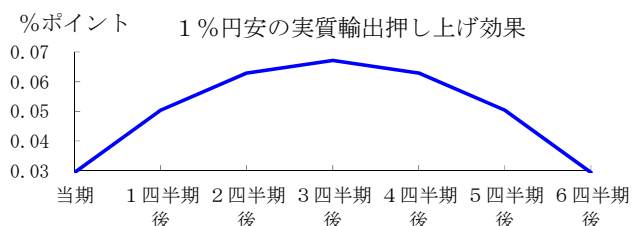
(2013年度のわが国経済は内外需の押し上げにより高成長に)

このように4～6月期の実質GDPは内需、外需の押し上げにより、1～3月期に続き高成長となった。この先も2013年度中は以下の3つの押し上げ要因により高めの成長が続く見通しである。

第1の要因は円高修正や海外需要の持ち直しなどを背景とした輸出や設備投資の増加である。まず、輸出についてみると、7～9月期以降も米国景気の回復が続くなかで、円高修正の輸出押し上げ効果が本格的に現れるため、増加が続く見通しである。当社で為替レートと輸出数量の関係を推計したところ、円安による輸出数量の押し上げ効果が最大になるのは3四半期後になると試算された(図表2)。今回、円高修正が特に進んだのが、2012年10～12月期から2013年1～3月期にかけてであることを考えると、円安の押し上げ効果が最大になるのは、2013年7～9月期以降になると推測される。さらに、2013年度後半も為替レートは円安基調で推移する可能性が高い。日本が積極的な金融緩和スタンスを維持する一方で、米国では量的金融緩和第3弾(QE3)の段階的縮小が視野に入ってくるためである。こうした為替レートを前提とすると、2013年度後半以降も輸出に円安の恩恵が及ぶものと予想される。なお、当社の試算では、2013年度平均のドル・円レートが1ドル=100円となった場合、1ドル=82円(昨年の衆議院解散から総選挙前の平均水準)で推移した場合に比べて、2013年度の実質輸出の伸び率が6.0%ポイント、実質GDP成長率が1.2%ポイント押し上げられるとの結果を得ている(図表3)。

こうした輸出の持ち直しを受けて生産活動も回復することから、設備投資マインドも高まるだろう。実際に、設備投資の先行指標には改善の動きがみられる(図表4)。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、4～6月期は前期比+6.8%と5四半期ぶりに増加した。また、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、4～6月期は同+4.2%と上向きの動きを維持している。加えて、日本政策投資銀行が公表した「全国設備投資計画調査(2013年6月調査)」によれば、2013年度の設備投資計画(大企業、国内)は前年比+10.3%と高めの伸びが見込まれている。こうした点も踏まえると、この先の設備投資は緩やかに増加していくと考えられる。

図表2 円安の効果は3四半期後に最大



(注)以下の式を推計し、計算した。

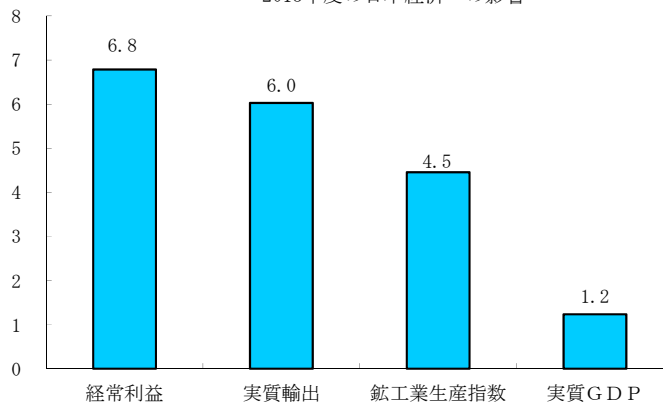
$$\log(\text{実質輸出}) = \text{定数項} + \beta_1 \log(\text{OECD景気先行指数}(2\text{期前})) + \beta_2 \log(\text{実質実効為替}) + \beta_3 \text{タイムトレンド} + \beta_4 \text{リーマンショックダミー}$$

実質実効為替にはアーモラグ(次数2、ラグ6期、端点制約あり)を使用。推計期間は1980年1～3月期～2012年10～12月期。

(日本銀行「実質輸出入」、「実効為替レート」、OECD「Composite Leading Indicators」より当社作成)

図表3 円高修正が経済活動を押し上げ

%ポイント 1ドル=82円に比べて円安(100円)になった場合の2013年度の日本経済への影響



(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18円円安(100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。単位は前年比%ポイント。

(当社作成)

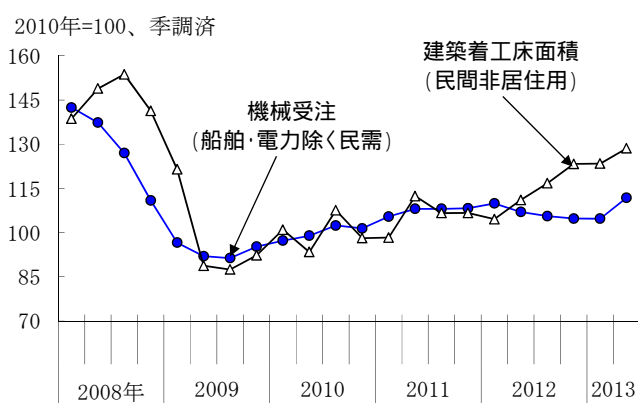
第2の要因は消費税率引き上げを見込んだ個人消費や住宅投資の駆け込み需要である。まず、個人消費については年度後半になると、耐久財などを中心に駆け込み需要が発生すると予想される。当社の試算では、2013年10～12月期の個人消費が0.3兆円、2014年1～3月期は1.8兆円程度押し上げられ、2013年度の実質GDPの水準は0.4%程度上振れる見通しである。次に、住宅投資についてみると、足元ですでに駆け込みの動きがみられる。先行指標の住宅着工戸数は、住宅ローン金利や住宅価格に先高観が出ていることなどもあり、4～6月期に年率98.1万戸と1～3月期（年率90.4万戸）を大きく上回った。当社の試算では、こうした駆け込み着工の発生により、2013年度の住宅投資の水準はおよそ0.5兆円程度押し上げられると見込んでおり、この点も今後のGDPを押し上げるだろう。

第3の要因は緊急経済対策を盛り込んだ2012年度補正予算の執行に伴う公共投資の拡大である。2012年度補正予算では、公共事業費に約5兆円が投入されることになった。この公共事業の執行がわが国経済にどの程度の影響を及ぼすのかをマクロモデルを用いて試算したところ、2013年度の実質GDP成長率を0.8%ポイント、企業の経常利益（金融業、保険業を除く）増加率を5.3%ポイント程度押し上げる結果となった（図表5）。前述のとおり、公共投資はすでに拡大しているものの、先行指標である公共工事請負金額（当社による季調値）が4～6月期に前期比+39.1%と大きく増加しており、公共投資はこの先も増加が続くと見込まれる。なお、内閣府が公表した『「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の進捗状況について（平成25年6月13日）』によれば、国と独立行政法人が執行する事業で9割、地方自治体による事業で6割が実施段階^{（注）}となっている。地方自治体による分は、地方議会において予算の議決等が必要となるため、予算の執行が遅れている模様である。今後は、こうした事業も順次契約が進み、公共投資の拡大に寄与しよう。

以上の要因などにより、2013年度の実質GDPは前年比+2.7%と3年ぶりの高成長になると予測した。

（注）民間企業と契約済みとなった段階を指す。

図表4 設備投資の先行指標が改善



（注）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」より当社作成）

図表5 公共投資が2013年度の経済を押し上げ

【事業規模】	
国費	10.3兆円
うち公共事業費	約5兆円
【押し上げ効果】	
実質GDP	+0.8%ポイント
実質個人消費	+0.1%ポイント
実質住宅投資	+0.6%ポイント
実質民間設備投資	+0.6%ポイント
参考) 経常利益	+5.3%ポイント

（注）緊急経済対策がなかった場合と比べて各項目の伸び率が何%ポイント上昇したかを記載。なお、この効果は2013年度のものである。
（当社作成）

（2014年度は家計部門が落ち込む一方で、企業部門の下支えによりほぼゼロ成長）

2013年度後半の明るさとは対照的に、2014年度前半の景気は調整色を強める見込みである。第1の要因は消費増税に伴う駆け込み需要の反動減である。まず、個人

消費については、耐久財消費などが4～6月期に大幅に落ち込むことから、景気を大きく下押しするだろう（図表6）。また、消費増税に伴う実質所得減少の影響も加わるため、年度前半の個人消費は低調な推移となろう。さらに、住宅投資についても駆け込み投資の反動で年度前半を中心に大きく落ち込む見通しである。

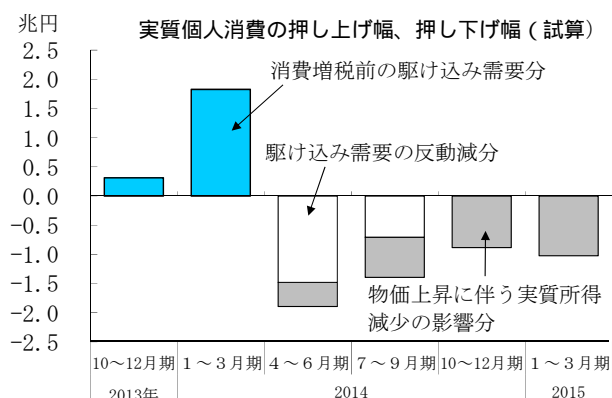
第2の要因は2012年度補正予算の押し上げ効果剥落などによる公共投資^(注)の落ち込みである。当社の予測では、補正予算の剥落により、2014年に入ると、公共投資は前期比ベースで減少に転じると想定している。加えて、2014年度の概算要求では、公共事業など裁量的経費を1割程度削減するように求めており、2014年度の公共工事関係費は大幅に削減される可能性が高い。こうした点を踏まえると、2014年度に入り、公共投資の前期比ベースの減少幅は一段と拡大すると予想される。

もっとも、年度後半には、景気は再び回復軌道に復帰すると考えられる。まず、輸出は米国経済の緩やかな回復を受けて増加基調を維持する見込みである。また、日米の金融政策スタンスの差から為替レートが円安気味に推移すると予想され、こうしたことも輸出の支えとなろう。このため、輸出企業を中心に増産基調が維持されると考えられる。加えて、2013年度の増益も支えとなり設備投資は更新投資などを中心に底堅く推移すると予想される。一方、雇用情勢も輸出の増加に支えられて緩やかに改善するとみられることから、年度後半には個人消費も次第に上向いてくると考えられる。

以上より、2014年度の実質GDP成長率は同+0.1%とほぼゼロ成長にとどまると予測した（図表7）。

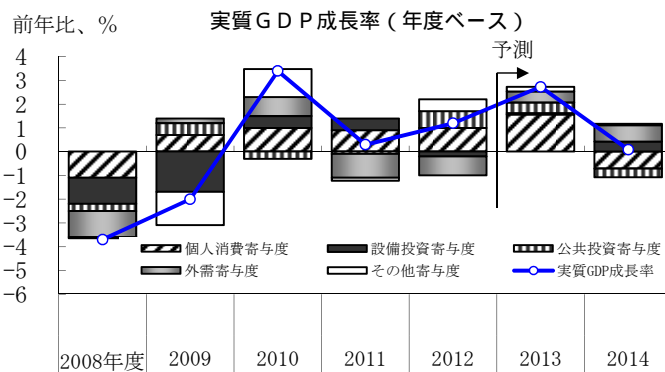
（注）消費増税による景気への悪影響を緩和するために、2013年度の補正予算で景気対策を打ち出す可能性もあるが、現時点では不透明なため、今回の予測には織り込んでいない。

図表6 消費増税後の反動で14年度前半の実質個人消費は大きな落ち込みに



（注）消費増税がなかった場合の水準とのかい離幅を示した。
（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

図表7 実質GDP成長率は2013年度が前年比+2.7%、14年度が同+0.1%



（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

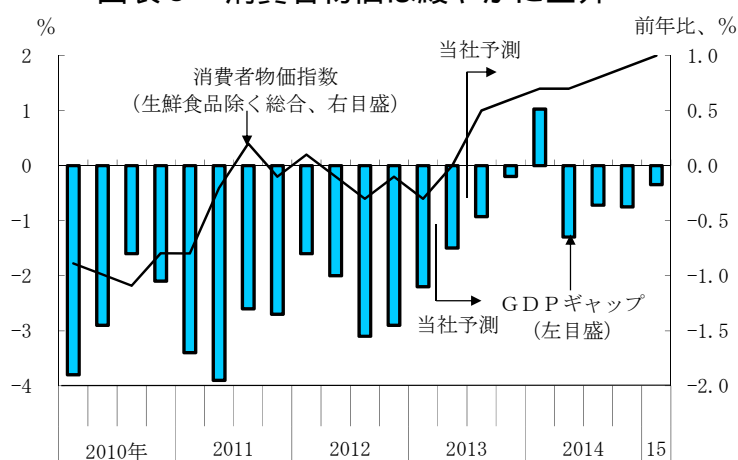
（消費者物価は予測期間中に緩やかに上昇）

なお、注目される消費者物価（生鮮食品除く総合、以下コアCPI）は、予測期間中、緩やかに上昇する見込みである。当社の景気予測を前提として今後の需給ギャップ^(注)の動向を試算すると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその後の反動で一時的に大きな振れができるものの、傾向的には需給ギャップの縮小が続く見通しである（図表8）。こうした需給ギャップの縮小を受けてコアCPIも緩やかに上昇を続けるだろう。コアCPI上昇率は2013年度が前年比+0.4%、2014年度が同+0.9%（消費税増税の影響を除くベース）と見込んだ。

なお、当社のコアCPIの予測値は日本銀行が「2013～2015年度の政策委員見通し（2013年7月中間評価）」で示した予測値（2013年度：同+0.6%、2014年度：同+1.3%）と比べて伸び率が小幅となっている（図表9）。当社では、日本銀行よりも需給ギャップの縮小ペースが緩やかになるとみていることなどのためである。2014年度については消費増税に伴う駆け込み需要の反動減や、2012年度補正予算による押し上げ効果の剥落などが響き、日本銀行の中間評価で示された実質GDP成長率（前年比+1.3%）を達成するのは困難であると判断される。このため、需給ギャップも日本銀行の想定ほどには縮小せず、2014年度のコアCPI上昇率は1%弱にとどまる可能性が高いと見込んだ。

（注）日本経済の総需要（実際のGDP）と総供給（潜在GDP）の差を示す。総需要が総供給を下回る（＝需給ギャップがマイナスとなる）場合、財やサービスの価格が下がりやすくなる。

図表8 消費者物価は緩やかに上昇



（注）GDPギャップは2013年1～3月期までが内閣府発表の数値。
2014年度の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）

図表9 日本銀行見通しとの比較
コアCPIの先行き見通し

	日本銀行 (前年比, %)	当社予測
2013年度	+0.6 <+0.5～+0.8>	+0.4
2014年度	+1.3 <+0.7～+1.6>	+0.9
2015年度	+1.9 <+0.9～+2.2>	-

実質GDP成長率の先行き見通し

	日本銀行 (前年比, %)	当社予測
2013年度	+2.8 <+2.5～+3.0>	+2.7
2014年度	+1.3 <+0.8～+1.5>	+0.1
2015年度	+1.5 <+1.3～+1.9>	-

（注）政策委員見通しの中央値、< >内は大勢見通し。
日本銀行の見通しは2013年7月11日公表分。
（日本銀行資料より当社作成）

2. 主要項目のポイント

企業部門

(輸出は円高修正や米国経済の回復に支えられて2013、2014年度ともに増加の見通し)

予測期間中(2014年度末まで)の輸出は、円高修正や海外需要の緩やかな回復などを背景に増加を続ける見込みである。まず、足元までの輸出動向を振り返ると、4～6月期の実質輸出は円高修正の効果などで前期比+3.0%と2四半期連続で増加した。貿易統計で仕向地別に輸出の動向をみると、EU(欧州連合)向けがほぼ横ばいで推移した一方、自動車関連輸出が好調だった米国向けが大幅に増加したほか、アジア向けも、中国向け輸出の復調などを背景に上向いた(図表10)。中国向けでは、回復が遅れていた資本財・部品の輸出が増加に転じた。

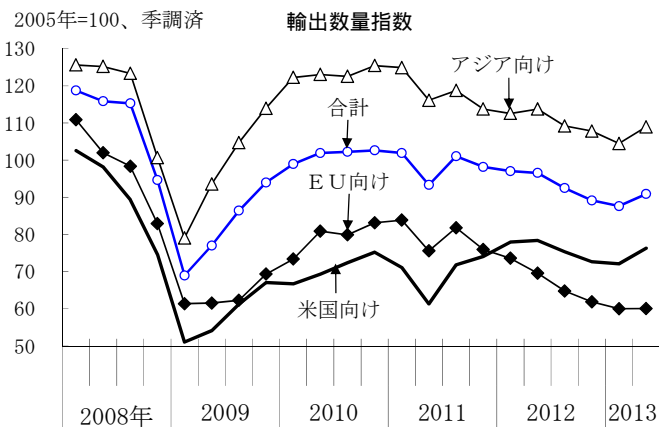
この先の輸出を展望すると、まず、中国向け輸出は中国経済の成長率鈍化の影響でしばらくの間、鈍い動きになるとみられる。また、EU向けもユーロ圏経済の低成長の影響で予測期間を通じて弱い動きが続こう。その一方で、米国向けについては、米国経済が緩やかに回復するとみられることや、ドル・円レートが円安気味で推移することもあり、今後も増加基調が続く見通しである。この結果、この先の輸出は対米輸出の増加に支えられて堅調に推移するだろう。また、2014年度後半になると、中国経済の成長率が再び上向くことから、中国向け輸出の伸びも高まり、輸出は増勢が強まると予想される。以上より、2013年度の実質輸出を前年比+6.8%、2014年度を同+6.7%と予測した。

一方で、輸入の先行きをみると、今後も生産活動の回復などを背景に増加するとみられる。さらに、2013年度後半になると、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生により、海外製品の購入などが進むとみられるため、輸入は増勢が強まるだろう。しかし、2014年度に入ると駆け込み需要の反動減に伴う国内生産の調整などで、輸入も弱い動きになると予想される。もっとも、年度後半になれば上述の通り、輸出が増勢を強め、生産活動も復調するとみられるため、輸入も再び増加する見通しである。以上より、2013年度の実質輸入を前年比+4.3%、2014年度を同+2.9%と予測した。

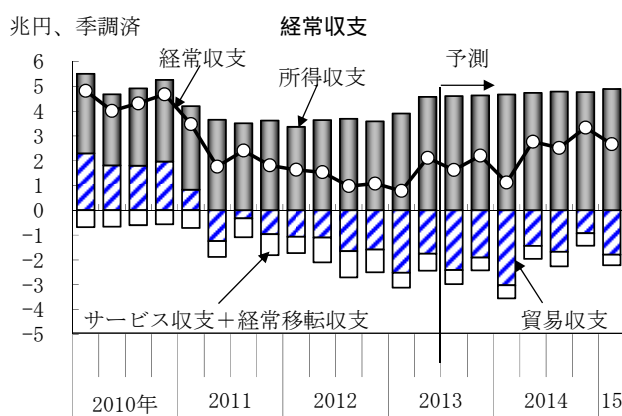
なお、震災以降赤字基調で推移している貿易収支は、輸出の増加に伴い赤字幅が縮小していくと予想される。しかし、原発の再稼働^(注)の動きが広がるには時間がかかるとみられるほか、2014年度後半になると海外経済の緩やかな持ち直しを反映

図表10 米国向けとアジア向け輸出が増加

図表11 2014年度も貿易収支は赤字



(財務省「貿易統計」より当社作成)



(財務省「国際収支状況」などより当社作成)

してエネルギー価格が上昇し、輸入金額が膨らむと予想されるため、予測期間中に貿易赤字は解消しないと予測した（図表11）。

（注）現状、東京電力の柏崎刈羽原子力発電所の再稼働については新潟県との交渉がまとまらず、原子力規制委員会に安全審査の申請ができていない。また、関西電力が審査を申請した大飯、高浜原子力発電所も申請書類の不備などをから審査が遅れる見通しとなっている。

（設備投資も予測期間中緩やかな増加が続く見通し）

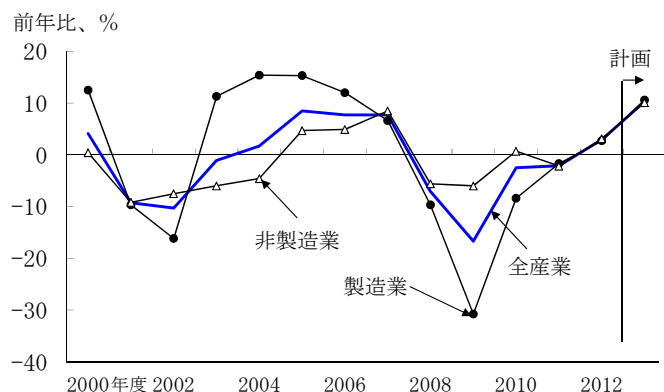
2013年4～6月期の実質設備投資は前期比-0.1%と6四半期連続で減少した。生産活動の改善は続くものの、企業の設備投資意欲は依然慎重なままである。

もっとも、企業収益が回復するなかで、輸出や生産活動の改善が続いているため、先行き設備投資は増加に転じるだろう。前述の通り、日本政策投資銀行の調査によれば、2013年度の大企業の設備投資計画は前年を大きく上回る見通しである（図表12）。業種別にみると、製造業（同+10.6%）では、更新投資の増加や軽自動車などの生産増強を背景に自動車（同+8.4%）が大きく増加するほか、電気機械（同+2.1%）がスマートフォンやタブレット向け半導体の需要増を受けて3年ぶりに前年を上回る見込みである。他方、非製造業（同+10.1%）では、運輸（同+16.8%）や不動産（同+31.2%）の増加計画が目立つほか、卸売・小売（同+19.2%）もコンビニなどの新規出店増により増加の計画となっている。また、中小企業の設備投資も前年から増加すると予想される。日本銀行が公表した『短観（2013年6月調査）』によれば、2013年度の中小企業の設備投資（計画、含む土地投資額、除くソフトウェア投資額）は前年比-8.1%と、この時期の調査としては小幅なマイナスにとどまった（図表13）。中小企業の設備投資計画は調査ごとに上方修正されるクセがあるため、2013年度の実績では前年を上回る可能性が高い。

また、2014年度の設備投資も緩やかに増加を続けるだろう。年度前半は消費増税後の景気低迷で一時的に企業マインドが落ち込むとみられるが、年度後半は、こうした要因が剥落し、輸出の増加などを背景に再び企業マインドも高まる見込みである。また、企業収益も前年に続き増加する見込みで、こうした点も設備投資の押し上げに寄与するだろう。

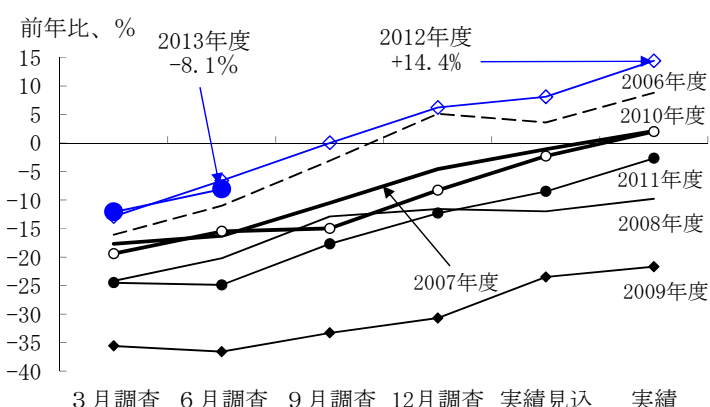
以上より、2013年度の実質設備投資を前年比+0.5%、2014年度を同+3.4%と予測した。

図表12 大企業の設備投資は増加計画



（日本政策投資銀行「設備投資計画調査」）

図表13 中小企業の設備投資計画



（注）全産業ベース。含む土地投資額、除くソフトウェア投資額。（日本銀行「短観」）

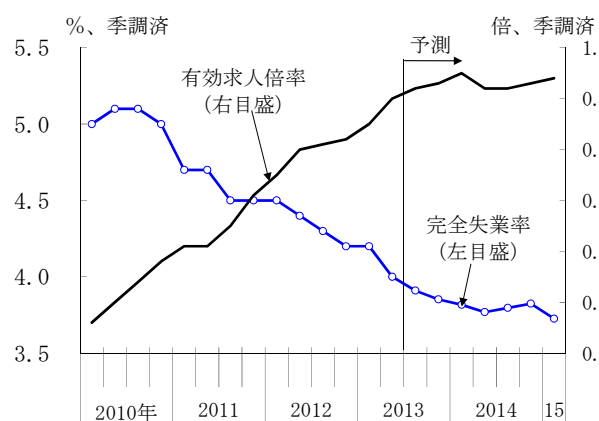
家計部門

(生産の回復を背景に雇用・所得情勢の改善が続く)

まず、足元の雇用・所得情勢をみると、雇用面では、6月の完全失業率が5月から0.2ポイント低下の3.9%と、4年8か月ぶりの低水準となった。また、同月の有効求人倍率も0.92倍と前月を0.02ポイント上回った。一方、所得面では、6月の現金給与総額が前年比+0.1%とほぼ前年並みで推移するなど弱い動きが続いている。残業代やボーナスは伸びているものの、賃金の中核となる基本給の回復が鈍いことが背景にある。

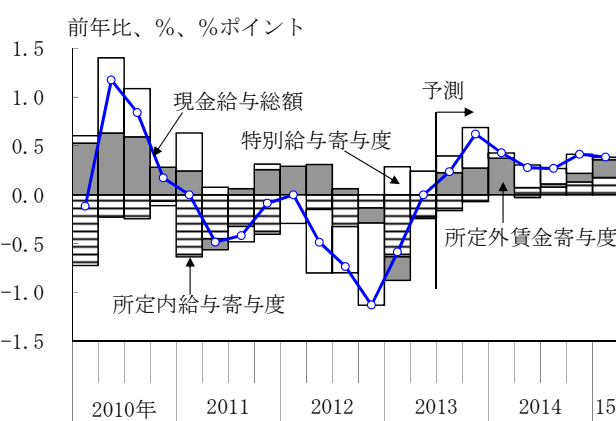
雇用・所得情勢の先行きを展望すると、雇用面では、生産活動の回復に合わせて労働需給が引き締まっていくため、完全失業率が徐々に低下すると予想される(図表14)。実際に、日本銀行が公表した『短観(2013年6月調査)』によれば、先行きの雇用人員判断DI(「過剰」マイナス「不足」)は全規模・全産業ベースで-5と足元の判断(最近)に比べ4ポイント「不足」超幅が拡大し、雇用の不足感が強まる見通しである。他方、所得面では、生産の回復を受けて引き続き残業代が増加していくと予想される。また、2013年度前半の企業収益の回復を反映して、この冬のボーナスも前年から増加するだろう。しかし、賃金の中核である所定内賃金の回復には、まだ時間を要する見込みである。経団連の調べでは、大企業の定期昇給とベースアップを合わせた賃上げ率は2013年度が前年比+1.83%とほぼ前年(同+1.81%)並みであった。企業収益の回復などを受けて、2014年の春闘ではベースアップ増に踏み切る企業が増加すると予想されるものの、収益環境の厳しい中小企業などでは賃上げが困難になると予想されるため、基本給の上昇は限定的となろう(図表15)。

図表14 完全失業率は低下傾向で推移



(総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」より当社作成)

図表15 所得情勢は緩やかに改善



(厚生労働省「毎月勤労統計」より当社作成)

(2014年度の個人消費は消費増税に伴う駆け込み需要の反動減で落ち込む見通し)

4～6月期の実質個人消費は前期比+0.8%と1～3月期(同+0.8%)に続き高めの伸びとなった。消費マインドの改善や雇用情勢の緩やかな持ち直しなどが個人消費を押し上げたと考えられる(図表16)。

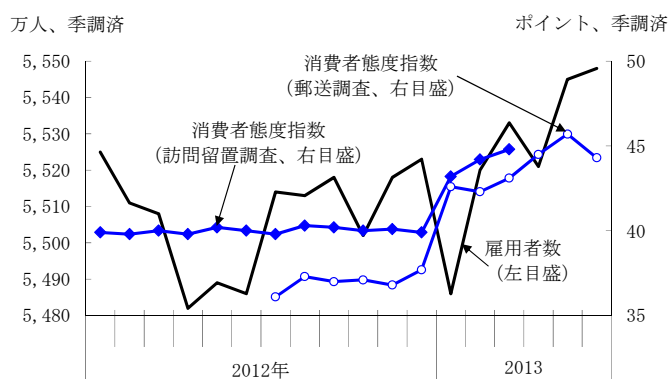
先行きを展望すると、7～9月期は一時的に個人消費の増勢が弱まろう。その理由は、①5月までのような株価の急上昇を背景とした消費マインドの大幅な改善が先行き見込み難いうえ、②所得情勢の回復が鈍いなかで、生活に身近な財の値上げが進みつつあるためである。実際、上述のように6月の現金給与総額はほぼ前年水準にとどまった一方で、同月の消費者物価指数(除く生鮮食品)は同+0.4%と電気

代やガソリンなどの値上げを背景に1年2か月ぶりの上昇に転じた（図表17）。こうしたことが先行き家計の消費意欲を抑制しよう。ただ、雇用情勢の持ち直しが下支えとなるため、個人消費が減少に転じる可能性は低いと考えられる。また、2013年度後半になると、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が顕在化していくとみられるため、個人消費の増勢は強まるものと予想される。

続く、2014年度前半の個人消費は駆け込み需要の反動などから、耐久財消費を中心に大きく落ち込むと想定される。ただ、2013年度後半の企業収益の増加を背景に2014年度の夏のボーナスが前年から増加することが見込まれ、これが消費活動を下支えするだろう。なお、消費増税後の反動減は夏場以降、徐々に和らいでいくため、個人消費も持ち直しの兆しをみせると予想される。加えて、年度後半になると、輸出の増加を背景に生産活動が再び上向くため、雇用情勢が緩やかな持ち直しに転じ、個人消費も上向くと考えられる。

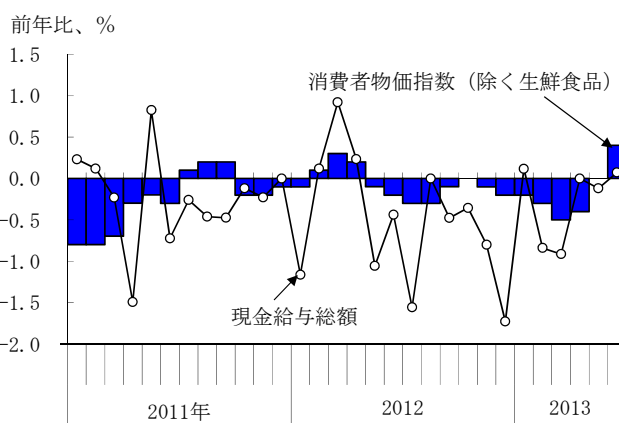
以上より、2013年度の実質個人消費を前年比+2.6%、2014年度を同-1.2%と予測した。

図表16 消費マインド改善と雇用情勢の持ち直しが消費を押し上げ



（注）消費者態度指数は、2013年4月から調査方法が訪問留置調査から郵送調査に変更されたため、データが不連続となっている。今回は訪問留置調査と郵送調査（2013年3月以前は参考値）の両系列を掲載した。
（内閣府「消費動向調査」、総務省「労働力調査」などより当社作成）

図表17 物価に比べ所得の回復は鈍い



（総務省「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」）

（駆け込み投資の反動減で落ち込む2014年度の住宅投資）

4～6月期の実質住宅投資は前期比-0.2%と5四半期ぶりの減少に転じた。資材価格の上昇や建設労働者の不足などが影響したとみられる。

もっとも、2013年内の住宅投資は堅調に増加すると予想される。前述のように、住宅ローン金利の先高観や消費増税を見込んだ駆け込み需要の増加などを背景に4～6月期の住宅着工戸数は1～3月期を大きく上回った（増加率9.3%）。着工ベースの統計が大幅に増加している点を踏まえると、進捗ベースの住宅投資も今後大きく増加していくと予想される^{（注）}。なお、当社の試算では、消費増税前の駆け込み着工の増加により、2013年度の住宅着工増加率は6.1%ポイント程度押し上げられる見通しである。しかし、2013年度末頃になると、駆け込み需要の押し上げ効果が弱まり、住宅着工は前月比ベースで減少に転じると予想される。

以上より、2013年度の実質住宅投資を前年比+7.8%と予測し、続く2014年度は駆け込み需要の反動により、同-8.8%と大きく落ち込むと予測した。

（注）2013年9月末までに工事請負契約の締結を行えば、物件の引き渡しは2014年4月以降でも5%の消費税率が適用される。そのため、進捗ベースの住宅投資は2013年10～12月期に駆け込み需要による押し上げがピークを迎えると予想した。

3. 予測の前提となる海外経済の見通し

米国経済

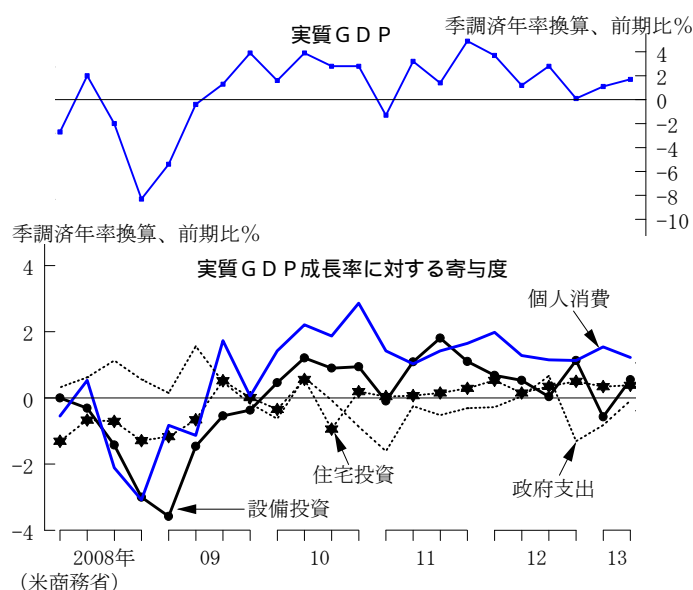
(米国経済は国内民需主導で緩やかな回復基調が持続)

米国の2013年4～6月期の実質GDP（国内総生産、速報値）は前期比年率+1.7%と、1～3月期の同+1.1%から持ち直した（図表18）。需要項目別には、企業の設備投資が同+4.6%と増加に転じ、成長率を押し上げた。投資の内訳をみると、構築物（同+6.8%）、設備機器（同+4.1%）、知的財産（同+3.8%）の全てが増加した。また、個人消費が同+1.8%（前期は同+2.3%）と堅調に推移。自動車などの耐久財消費が同+6.5%と伸びを高めた。住宅投資も同+13.4%と4四半期連続で2桁増となり、景気をけん引した。一方、政府支出は緊縮財政を受けて同-0.4%と3期連続で減少した。外需をみると、輸出が同+5.4%と増加に転じたものの、輸入が同+9.5%と急増したため、純輸出（輸出－輸入）のGDP成長率に対する寄与度は同-0.8%ポイントと2期連続のマイナス寄与となった。

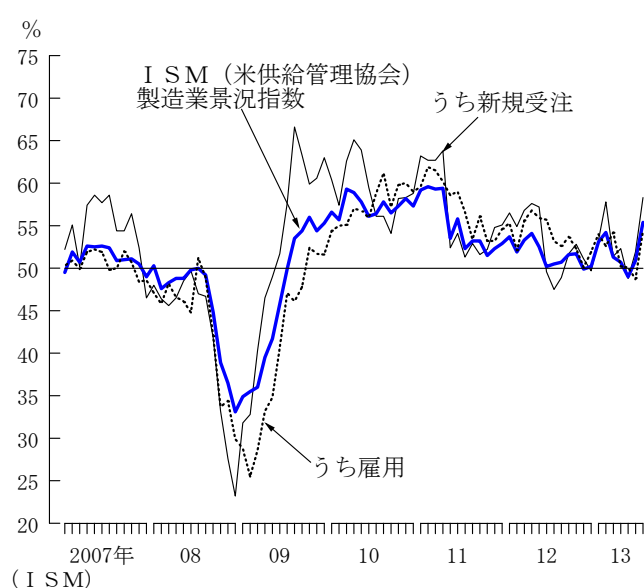
7月以降も米国景気は底堅く推移している。例えば、7月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数は55.4（前月は50.9）と約2年ぶりの高水準となった（図表19）。項目別にみると、生産指数（6月：53.4→7月：65.0）や新規受注指数（同：51.9→同：58.3）が大幅に上昇したほか、雇用指数（同：48.7→同：54.4）も改善し、2か月ぶりに節目の50を上回った。また7月の非農業部門雇用者数は前月比16.2万人増と、前月（同18.8万人増）から伸びが鈍化したものの、着実に増加している。ただ、足元で住宅ローン申請指数が低下しており、長期金利上昇の影響が現れつつある点には注意を要しよう（図表20）。

こうした状況を踏まえて先行きを展望すると、米国経済は民間需要主導で緩やかな回復基調が続くと見込まれる。すなわち、家計のバランスシート調整（過剰な債務の圧縮）が進展し、債務返済という重荷が次第に軽くなるなかで、今後、個人消費は雇用情勢の改善に支えられて底堅さを増してくると予想される。また、住宅投資もローン金利の上昇を受けて回復の勢いが一時に比べて弱まるものの、FRB（米連邦準備理事会）が超低金利政策を当面続けるなかでローン金利の一段の上昇

図表18 13年4～6月期は1.7%成長に回復



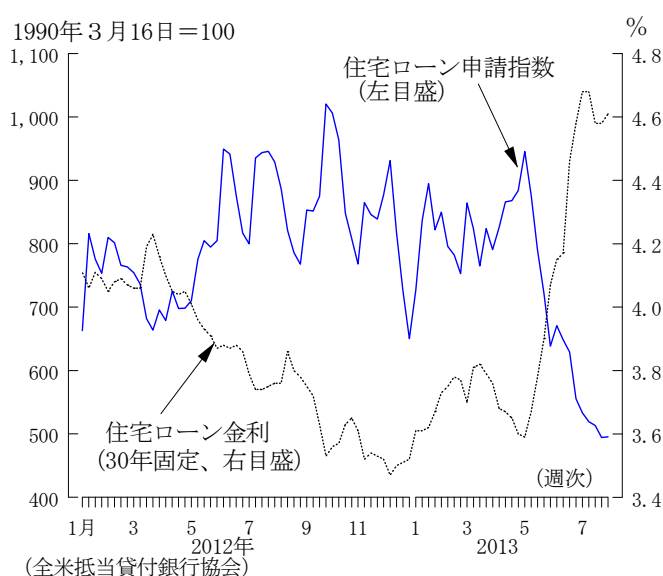
図表19 企業マインドが足元で大きく改善



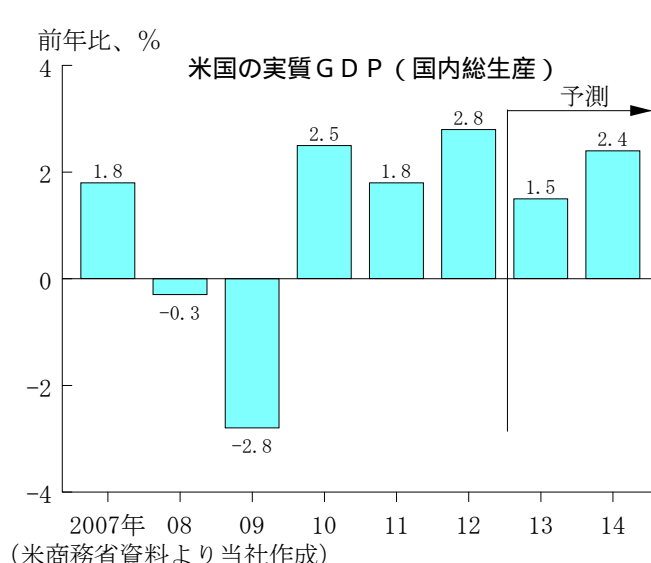
は回避され、住宅投資は増加基調を維持しよう。住宅市場の回復は住宅価格の上昇を通じて資産効果として個人消費にもプラスに寄与すると期待できる。一方、資本財受注が堅調に推移しており、設備投資は企業マインドの改善に支えられて増加基調を維持すると見込まれる。ただ、その半面、財政緊縮を受けて政府支出の減少基調が続くと見込まれ、この点が成長率を下押ししよう。以上を総合した上で、2013年の実質GDP成長率を+1.5%、2014年の成長率を+2.4%と予測した（図表21）。

なお、米国の金融政策については、FRBが2013年内に量的金融緩和第3弾（QE3）の縮小に着手すると見込まれる。FRBのバーナンキ議長は6月のFOMC（公開市場委員会）後の記者会見で、QE3による証券購入の減額について「今後発表される経済指標が我々の経済見通しと整合的であれば、FOMCは年内に証券購入のペースを緩めるのが適切だと考えている」と発言した。さらに、「経済指標が見通しに沿って回復すれば、来年の前半にかけて一段と購入のペースを緩め、来年半ばには証券購入を終了させたい」と述べている。当社の見通しのように、今後も米国経済が民需主導で緩やかに回復すれば、FRBは年内にQE3の縮小を始めよう。ただ、FRBは7月のFOMC声明文では景気の現状判断をやや下方修正した。すなわち、米国経済の拡大ペースについて、前回会合までの「穏やか(moderate)」から、「緩やか(modest)」に表現を変更している。今回の「modest」には「控えめ」という意味合いがあり、事実上の下方修正と捉えることができる。また声明文では、低インフレ率への警戒感を示すとともに、足元での住宅ローン金利の上昇傾向にも言及した。市場では次回9月17日・18日のFOMCで量的緩和の縮小を決めるとの見方が根強いものの、今回の声明文の内容を踏まえれば、10月以降に先送りされる可能性も十分にあるといえよう。なお、バーナンキFRB議長は議会証言などで、量的緩和を縮小しても利上げは急がないことを強調しており、この点から判断して米国の超低金利政策が解除されるのは早くても2015年以降になると見込まれる。

図表20 住宅ローン申請は足元で減少



図表21 今後も緩やかな景気回復が続く



ユーロ圏経済

(ユーロ圏経済の成長率は2013年が-0.5%、2014年が+0.8%と予測)

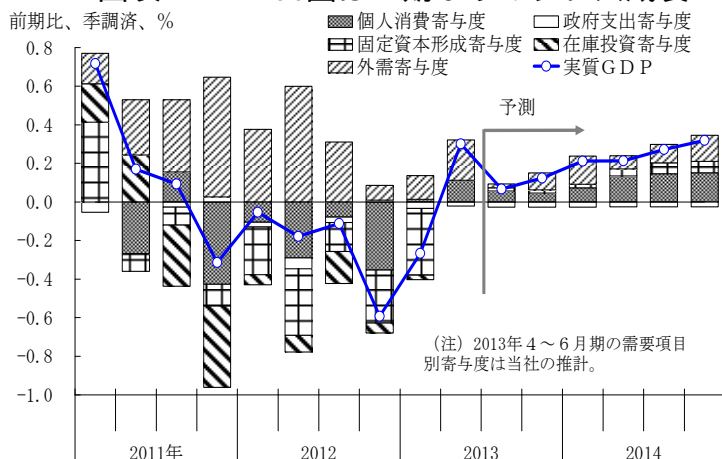
2013年4～6月期のユーロ圏の実質GDP（圏内総生産、速報値）は前期比+0.3%と7四半期ぶりのプラス成長に転じた（図表22）。国別にみると、ドイツが同+0.7%と高い伸びになったほか、フランスも同+0.5%と3四半期ぶりのプラス成長に転じた。もっとも、他の主要国をみると、イタリア（同-0.2%）、スペイン（同-0.1%）、オランダ（同-0.2%）などでは、1～3月期に比べてGDPの落ち込み幅は縮小したものの、依然としてマイナス成長が続いている（図表23）。

足元の経済指標にも景気底打ちの兆しがみえる。まず家計部門では、6月の失業率が12.1%と高止まったものの、4か月連続で横ばいとなっており、悪化には歯止めが掛かっている。また、7月の消費者信頼感指数も-17.4と8か月連続で上昇しており、消費マインドが少しずつ持ち直している様子がうかがえる（図表24）。一方、企業部門をみると、7月のユーロ圏製造業PMI（購買担当者景気指数）は、2年ぶりに中立水準である50を上回っており、企業の景況にも持ち直しの動きが現れている（図表25）。他方、物価の動向をみると、7月の消費者物価指数は6月と同じ伸び（前年比+1.6%）にとどまっている。コア指数（エネルギー、食料品などを除く総合）も同+1.1%と小幅な伸びとなっており、圏内のインフレ圧力は総じて弱いと判断される。

次に、ユーロ圏の財政・金融政策を確認すると、まず、財政政策については、5月下旬に欧州委員会がフランスやスペインの財政赤字削減目標の達成時期の先送りを勧告するなど、財政再建を最優先する姿勢から経済成長にも配慮する姿勢に変わりつつある様子がうかがえる。この先も財政再建による景気の下押しが見込まれるものの、過度な緊縮財政が回避されることで景気の下押し圧力が弱まると期待される。一方、金融政策については、ECB（欧州中央銀行）が7月の理事会で、金融政策の先行きを示すフォワード・ガイダンス（時間軸政策）を導入するとともに、長期にわたり低金利政策を維持することを示した。後述のとおり、ユーロ圏景気は当分の間、低成長が続くと見込まれることから、予測期間中、政策金利は低位で推移すると予想される。

なお、欧州債務問題の動向をみると、昨年9月に導入された国債買い入れプログラム（OMT）によってスペインやイタリアなど重債務国の長期金利が低下するなど、OMTが金融市場の安定に一定の役割を果たしている。このため今後もOMT

図表22 ユーロ圏は7期ぶりのプラス成長



(Eurostat資料などより当社作成)

図表23 ドイツ、フランスがプラス成長に

	実質GDP成長率			
	2012年		2013年	
	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月
ユーロ圏	-0.1	-0.6	-0.3	0.3
ドイツ	0.2	-0.5	0.0	0.7
フランス	0.2	-0.2	-0.2	0.5
イタリア	-0.3	-0.9	-0.6	-0.2
スペイン	-0.3	-0.8	-0.5	-0.1
オランダ	-0.9	-0.6	-0.4	-0.2

(Eurostat)

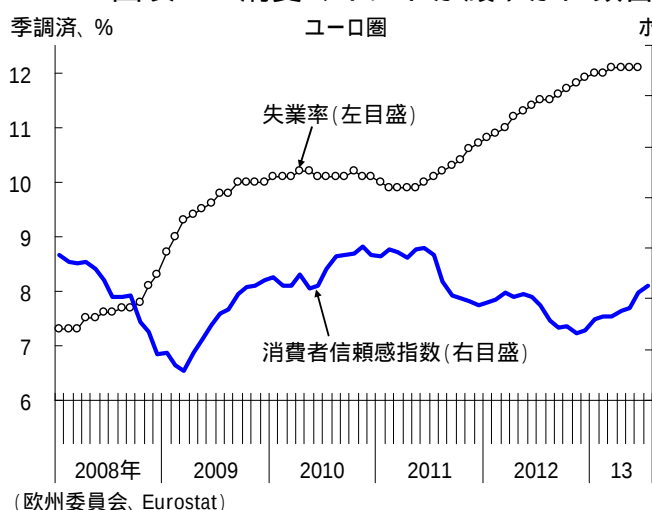
の支えにより、金融市場が大きく混乱する局面は避けられると見込んだ。ただ、7月にはポルトガルで緊縮財政に反対して重要閣僚が辞任するなど、財政再建を巡って政治不安が高まるような事態も発生している。こうしたことから、欧州債務問題の早期解決は難しく、長期的にユーロ圏景気の足を引っ張っていくことになろう。

こうした点を踏まえてユーロ圏経済の先行きを展望すると、足元で景気に持ち直しの動きが現れ始めていることから、7～9月期以降も緩やかながらも回復基調が続いていくと予想される。ただし、債務問題の解決が遅れるなかで、予測期間を通じて、成長率は高まりにくいと見込んだ。

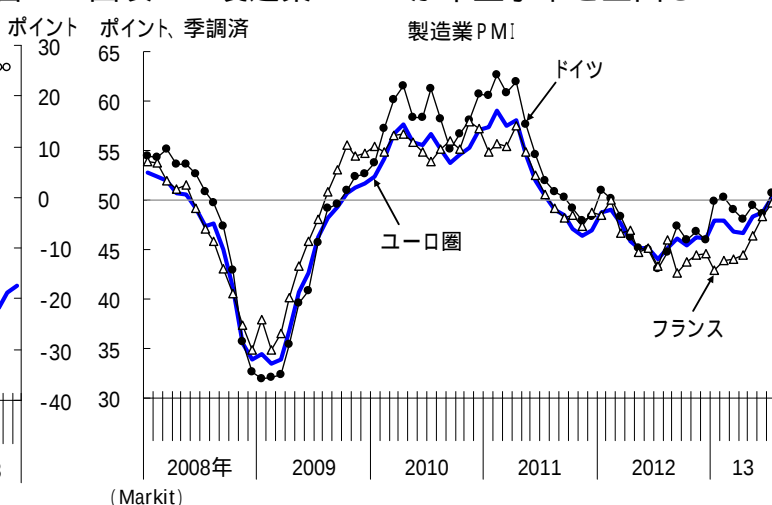
需要項目別にみると、まず政府部門では、上述のとおり足元で緊縮財政を修正する動きがみられるものの、重債務国の債務問題は解決しておらず、イタリアやスペインなど南欧諸国中心に政府支出の抑制が続くと考えられる。このため政府支出や公共投資といった公的需要は弱い動きが続くだろう。次に企業部門をみると、輸出については、米国の景気回復を受けて、圏外輸出比率の高いドイツを中心に増加していくとみられる。ただし、中国の景気鈍化の影響などで、ユーロ圏の輸出全体としては伸びが高まりにくいと予想される。一方、設備投資については、輸出の伸び悩みに加えて圏内需要が弱含むことから、鈍い動きになるだろう。なお、前述のとおりECBは長期にわたって低金利政策を維持するとみられるものの、金融機関の貸出抑制姿勢は債務問題がくすぶるなかで緩みにくいと考えられる。こうした資金制約も企業の設備投資の足かせとなろう。他方、家計部門も弱い動きになるだろう。財政支出の抑制により、社会保障費など政府部門から民間部門への所得移転は縮小していく見込みである。また、企業業績が伸び悩むなかで雇用所得情勢も弱い動きが続くと予想される。こうしたことから、個人消費など家計部門の需要も鈍い動きになる可能性が高い。

以上から、輸出の持ち直しを受けてドイツなど輸出国では景気が緩やかに回復してくるとみられる。このためドイツのけん引によりユーロ圏全体でも景気は少しずつ持ち直しに向かうだろう。ただ、ユーロ圏全体でみると、南欧諸国を中心とした債務問題が重しとなり低成長になると予想される。ユーロ圏経済の成長率を、2013年が-0.5%、2014年が+0.8%と予測した。

図表24 消費マインドが緩やかに改善



図表25 製造業PMIが中立水準を上回る



中国経済

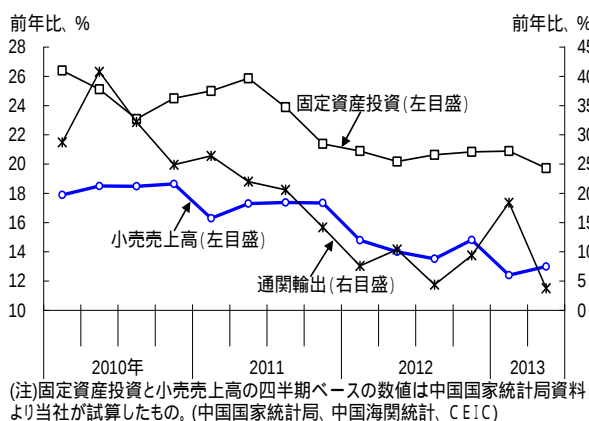
(2013年の成長率を+7.6%、2014年を+7.3%と予測)

2013年4～6月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+7.5%と、2期連続で成長率が鈍化した。4～6月期の通関輸出が同+3.8%と前期（同+18.4%）に比べて増勢が大幅に鈍っており、この点が成長率を下押ししたとみられる（図表26）。通関輸出の内訳をみると、特に香港向けが輸出業者の虚偽申告の取り締まり強化などを受けて急激に落ち込んでいる点が目立つ。一方、同期の固定資産投資も同+19.7%と前期（同+20.9%）に比べて勢いが弱まっている。習近平－李克強新体制が打ち出した住宅価格抑制策や投資に偏重した経済構造の改革などを背景に不動産投資や公共投資が減速したことに加えて、景気の先行き懸念から企業が設備投資を手控えたことなどが固定資産投資を下押しした模様である。他方、4～6月期の小売売上高は同+13.0%と前期（同+12.4%）に比べて増勢が強まっており、個人消費は自動車など耐久財消費を中心に緩やかに回復したとみられる。

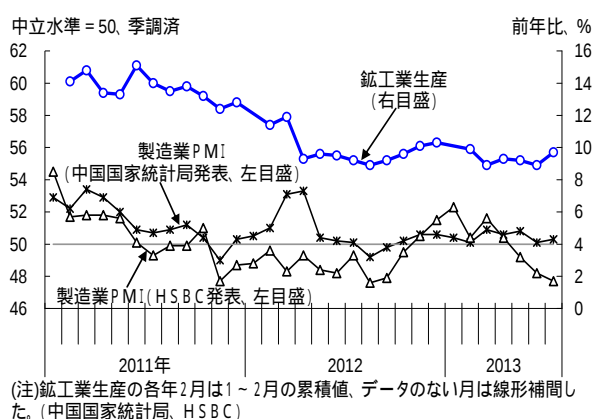
直近の月次指標も鈍い動きが続いている。7月の指標をみると、鉱工業生産は自動車生産の増勢拡大などを受けて、前年比+9.7%と3か月ぶりに伸びが高まった（図表27）。ただ、国家統計局発表の製造業PMI（購買担当者景気指数）が50.3と中立水準である50近傍にとどまるほか、調査対象に中小企業を多く含むHSBC発表の製造業PMIが47.7と3か月連続で50を下回るなど、企業の景況感は中小企業を中心に弱含んでいる模様である。一方で、家計部門も小売売上高が同+13.2%と堅調な動きを維持したものの、前月の伸び（同+13.3%）をわずかに下回った。

物価動向をみると、7月の消費者物価指数（CPI）は前年比+2.7%と、伸びが前月と同じ水準となり、政府目標である3.5%を下回っている（図表28）。また、同月の生産者物価指数（PPI）も同-2.3%と下落が続いている。その一方で、6月の主要70都市の新築住宅平均価格は同+6.8%と5か月連続で伸び率が拡大した。不動産取引の引き締めを図る「新国五条」が4月に導入されたものの、住宅価格は依然として強含んで推移している。

図表26 輸出と固定資産投資が鈍化



図表27 製造業の景況感は弱含む



一方、中国政府の新体制発足後の経済政策をみると、大規模な景気対策が見送られる一方で、①不動産取引の引き締め強化を図る「新国五条」の実施、②不動産開発や地方政府のインフラ建設などの有力な資金源となっているシャドーバンキング（影の銀行）の規制強化、③生産能力過剰な産業への融資規制など、経済成長にはマイナスの影響があっても、経済構造改革を進める政策が優先して実施されている様子がうかがえる。

こうした背景には、新体制の内部に投資偏重の成長が限界に近づいているとの認識があるとみられる。すなわち、大規模な投資で景気をてこ入れしても、不動産市場の過熱や公共投資を通じた地方政府の債務増加、重厚長大型製造業を中心とした過剰設備などの構造問題をかえって深刻化させてしまうことが懸念されているとみられる。今後政府は投資抑制と消費促進を進めるとともに、成長余地が高い民間企業への支援などに注力して継続的な経済発展を目指していくものと考えられる。なお、7月末に開かれた中央政治局会議でも、今年後半の経済政策運営について安定成長と構造調整改革を同時に進める方針が打ち出されている。このため今後も政府は構造改革を進める政策を優先していくものとみられる。

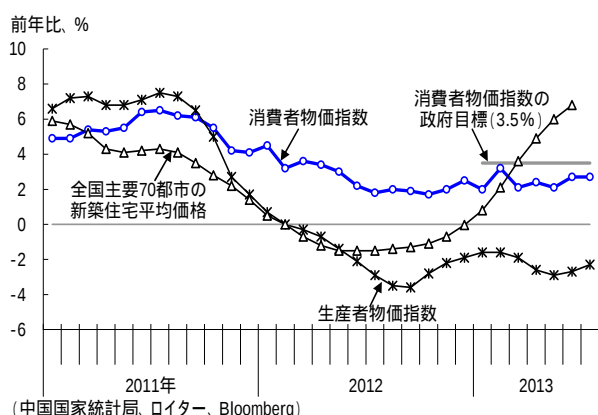
こうした点を踏まえて先行き2年の中国景気を展望すると、2014年前半までは成長率が総じて緩やかに低下していくものの、その後は成長率がやや高まると予想される(図表29)。

まず、個人消費については緩やかに拡大していくだろう。社会保障制度の充実など消費拡大に寄与する政策が進むとともに、「新型都市化」により農村から都市への人口移動が進むことから、耐久財などを中心に家計の購買意欲は旺盛な状況が続くと予想される。一方、固定資産投資はインフラ投資や不動産投資などを中心に伸び率が緩やかに低下していくと見込まれる。前述のとおり、シャドーバンキングの規制強化や融資規制の強化、不動産取引の引き締め策などが固定資産投資の伸びを抑えることになろう。加えて、景気の先行きを懸念する重厚長大型企業などの設備投資意欲が慎重化すると予想されることも投資の足かせとなろう。ただ、金融当局が成長企業などに対して資金を効率的に回す方針を示しているため、こうしたことが固定資産投資の大幅な鈍化を和らげると考えられる。他方、外需については、主要な輸出先である欧州経済の低成長が見込まれることから輸出が伸び悩むと予想される。輸出業者の虚偽申告の取り締まり強化で香港向け輸出の伸びが抑えられることも、当面、統計上の輸出の伸びを下押しすることになろう。

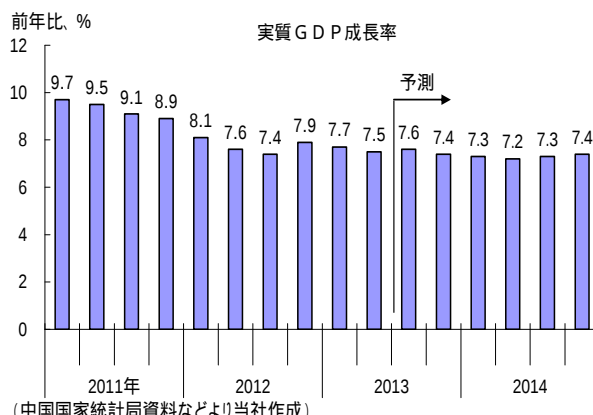
なお、2014年に入ると、政府は経済の成長率目標を2013年の+7.5%から+7.0%程度に引き下げると予想される。こうした成長見通しの修正を背景に、新体制が投資抑制や消費促進などを目的とする構造改革を加速することから、2014年度の固定資産投資は一段と減速しよう。もっとも、改革の恩恵を受ける個人消費が底堅く推移するほか、輸出も海外景気の持ち直しにより年後半以降は徐々に上向くとみられるため、これらの要因が2014年後半以降の中国の景気回復につながると見込まれる。

以上より中国の実質GDP成長率は2013年が+7.6%、2014年が+7.3%になると予測した。

図表28 住宅価格は上昇基調で推移



図表29 7%台の成長が続く



図表30 2013・2014年度のわが国経済の見通し（2013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％）

	2012年度 実績	2013年度			2014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)	83.1	100.2	98.9	101.5	107.3	105.5	109.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	107.0	130.5	129.5	131.5	134.5	133.5	135.5
米国実質GDP(暦年)	2.8	1.5	[1.0]	[2.1]	2.4	[2.4]	[2.6]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	▲ 0.6	▲ 0.5	[▲ 0.8]	[0.6]	0.8	[0.8]	[1.1]
中国実質GDP(暦年)	7.8	7.6	7.6	7.5	7.3	7.3	7.4

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％）

	2012年度 実績	2013年度			2014年度		
		見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	1.2	2.7	[1.6]	[1.8]	0.1	[▲ 1.1]	[0.8]
個人消費	1.6	2.6	[1.3]	[1.8]	▲ 1.2	[▲ 2.4]	[0.7]
住宅投資	5.3	7.8	[2.8]	[4.0]	▲ 8.8	[▲ 9.2]	[▲ 2.4]
設備投資	▲ 1.4	0.5	[0.4]	[2.8]	3.4	[1.5]	[1.3]
政府消費	2.1	1.6	[1.0]	[0.2]	0.6	[0.3]	[0.4]
公共投資	15.0	10.1	[4.9]	[3.9]	▲ 7.7	[▲ 5.3]	[▲ 5.9]
輸 出	▲ 1.2	6.8	[6.2]	[4.1]	6.7	[3.1]	[3.1]
輸 入	3.8	4.3	[2.9]	[4.1]	2.9	[0.7]	[0.8]
寄与度							
国内需要	2.0	2.2	[1.0]	[1.7]	▲ 0.5	[▲ 1.5]	[0.4]
民間需要	0.9	1.5	[0.6]	[1.5]	▲ 0.3	[▲ 1.3]	[0.6]
公的需要	1.1	0.7	[0.4]	[0.2]	▲ 0.2	[▲ 0.2]	[▲ 0.2]
海外需要	▲ 0.8	0.5	[0.6]	[0.1]	0.7	[0.4]	[0.4]
名 目 G D P	0.3	2.5	[1.5]	[1.8]	1.2	[0.2]	[0.5]
新設住宅着工戸数(万戸)	89.3	96.5	50.3	46.2	85.4	42.3	43.1
(前年比増減率、%)	6.2	8.1	13.6	2.6	▲ 11.5	▲ 16.0	▲ 6.6
鉱工業生産	▲ 2.9	3.9	[3.0]	[4.9]	2.4	[▲ 1.1]	[2.1]
国内企業物価	▲ 1.1	1.7	1.5	1.8	3.4	3.4	3.5
消費者物価	▲ 0.3	0.2	0.0	0.4	2.8	2.6	2.9
完全失業率(%)	4.3	3.9	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8

（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
消費者物価は消費増税の影響を含むベース（総合）。

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・調査部の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。