

浜銀総研 News Release



2013年11月19日

2013年度・2014年度の景気予測（2013年11月改訂） - 経済政策パッケージの効果などから2014年度の景気下振れリスクは大幅に低下 -

要 旨

- 2013年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+0.5%（同年率+1.9%）と4～6月期（前期比+0.9%）から伸びが鈍化した。消費マインドの改善一服を受けて個人消費の増勢が弱まったほか、輸出がアジア新興国向けの伸び悩みなどから減少に転じた。一方で、公共投資が今年1月に閣議決定された緊急経済対策の効果から引き続き高い伸びとなったほか、住宅投資も消費税率引き上げ前の駆け込み着工の増加などを背景に増勢が強まった。また、企業の設備投資も小幅ながら3四半期連続で増加した。
- 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となる可能性が高い。すなわち、まず企業部門では、輸出が中国経済の持ち直しや円高修正の押し上げ効果に支えられて、再び増加に転じる見込みである。また、輸出の増加などを背景に企業マインドの改善も続くとみられ、設備投資も先行き伸びが高まろう。他方、家計部門でも、雇用情勢の改善に加えて、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生により、個人消費の増勢が再び強まる見込みである。公共投資の増勢には一服感が現れるものの、こうした企業部門と家計部門の需要増加が下期の成長を支えよう。2013年度の実質GDPは前年比+2.7%になると予測した。
- 続く2014年度も、わが国経済はプラス成長となる見通しである。2014年度前半は消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減で成長率が低下すると予想される。しかし、以下の3つの要因により、年度でみた景気の下振れリスクは大幅に低下する見通しである。すなわち、①安倍内閣が2014年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）の決定と同時に公表した総額約6兆円の経済政策パッケージが景気を押し上げよう。また、②輸出も、米国や中国を中心とする海外経済の回復や、日米の金融政策スタンスの差に起因する緩やかな円安進行などを支えとして増加が続こう。加えて、③雇用・所得情勢の改善が基調としての個人消費を下支えする見通しである。以上を踏まえて、2014年度の実質GDPは前年比+0.9%とプラス成長を維持すると予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回9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	0.9	2.8	0.1
民間需要寄与度	0.9	1.7	0.1	1.6	▲0.3
公的需要寄与度	1.1	0.9	0.1	0.7	▲0.2
海外需要寄与度	▲0.8	0.1	0.8	0.5	0.7
名目GDP	0.3	2.5	2.0	2.6	1.2

(株)浜銀総合研究所 調査部

安藤、遠藤（国内経済、金融）、北田（米国経済、欧州経済）、白（中国経済）

お問い合わせは、遠藤（TEL 045-225-2375）まで

1. わが国の景気の現状と予測の概要 (2013年7～9月期の実質GDPは一時減速)

2013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+0.5%（同年率+1.9%）と4～6月期（前期比+0.9%）から伸びが鈍化した（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+0.9%ポイントと4～6月期に続いてプラスに寄与した一方で、外需（輸出－輸入）の寄与度が同-0.5%ポイントと3四半期ぶりのマイナスに転じた。

内需の内訳をみると、家計部門では、個人消費が前期比+0.1%と4～6月期（同+0.6%）に比べて増加幅が縮小した。消費マインドの改善一服などから増勢が鈍化したとみられる。財別にみると、耐久財消費（同+2.6%）と半耐久財消費（同+0.4%）が増加した一方で、非耐久財消費（同-0.7%）とサービス消費（同-0.0%）は減少に転じた。また、住宅投資は、消費税率引き上げ前の駆け込み着工が顕在化したことなどにより、同+2.7%と増勢を強めた。次に企業部門をみると、企業収益や企業マインドの改善を受けて、設備投資が同+0.2%と小幅ながら3四半期連続で増加した。政府部門では、今年1月に閣議決定された緊急経済対策の効果が本格的に現れ、公共投資が同+6.5%と4～6月期（同+4.8%）から伸びが一段と高まった。

次に、外需をみると、輸出が同-0.6%と3四半期ぶりに減少した。中国を除くアジア新興国向け輸出が低調に推移したことなどが背景にある。一方で、国内生産の改善などを反映して、輸入は同+2.2%と3四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、4～6月期（同-0.5%）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+0.5%とプラスに転じ、GDPデフレーターを押し上げた。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

(季節調整済、前期比、%)

	2012年			2013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	-0.2	-0.9	0.1	1.1	0.9	0.5
個人消費	0.1	-0.3	0.4	0.8	0.6	0.1
住宅投資	2.7	1.1	3.2	2.3	0.4	2.7
設備投資	-0.6	-3.3	-1.2	0.1	1.1	0.2
公共投資	6.0	1.2	3.3	2.5	4.8	6.5
輸出	-0.5	-3.8	-3.0	3.9	2.9	-0.6
輸入	1.4	-0.3	-1.7	1.0	1.7	2.2
内需寄与度	0.1	-0.4	0.3	0.7	0.8	0.9
民間需要	-0.1	-0.5	0.0	0.6	0.4	0.5
うち在庫	-0.2	0.0	-0.2	-0.0	-0.1	0.4
公的需要	0.3	0.2	0.3	0.1	0.4	0.4
外需寄与度	-0.3	-0.5	-0.1	0.4	0.1	-0.5
名目GDP	-0.7	-1.2	0.2	0.7	1.1	0.4

(シャドロ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年度下期の実質GDPは高めの成長となる公算大)

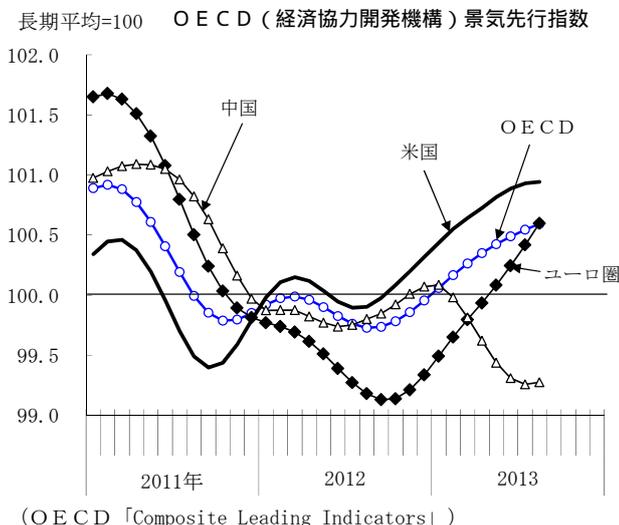
このように7～9月期の実質GDPは外需がマイナス寄与となったことなどから、4～6月期に比べて増勢が鈍化した。しかし、10～12月期以降は企業部門と家計部門の需要増により、高めの成長になると予想される。

企業部門では、円高修正の効果や海外需要の持ち直しなどを背景に輸出や設備投資が景気を押し上げる見通しである。まず、輸出についてみると、10～12月期以降は再び増加する見込みである。これは、①引き続き円高修正による輸出押し上げ効果が期待でき、また②中国の国内需要が景気対策の効果で底堅く推移する可能性が高く、かつ③総じてみれば米国を中心とした先進国の景気が上向きの動きを維持するとみられるためである。当社で為替レートと輸出数量の関係を推計したところ、円高修正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。昨年11月から今年5月にかけて円高の修正が大きく進んだことを考えると、2013年10～12月期も輸出の押し上げ効果が持続しよう。また、輸出の先行指標であるOECD景気先行指数も上向きの動きを示しており、海外需要も引き続き堅調に推移すると予想される(図表2)。こうした輸出の増加に加え、堅調な内需も支えとなり、企業マインドの改善が続くと見込まれる。上場企業の2013年度企業収益の回復傾向が明確化していることなども踏まえれば、設備投資も先行き伸びが高まると考えられる。

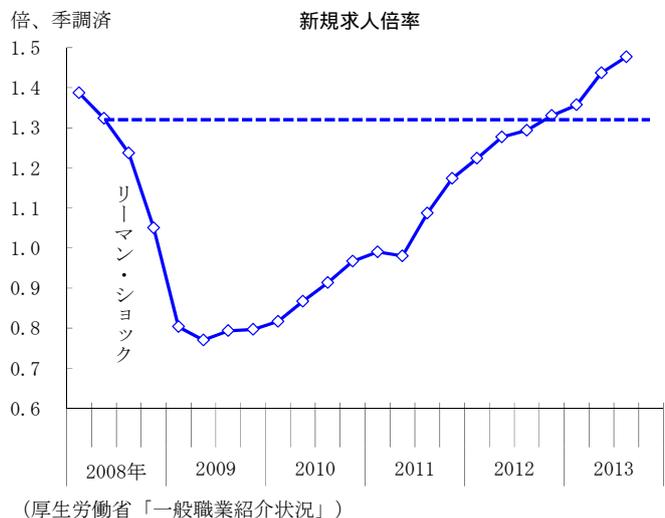
次に、家計部門では、雇用情勢の改善に加えて、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生により、個人消費の増勢が再び強まる見込みである。まず、雇用面では、7～9月期の雇用者数が前期比+0.3%と3四半期連続で増加した。また、雇用の動きに先行する求人の動向にも明るさが広がっている。新規求人倍率が上昇傾向で推移し、足元ではリーマン・ショック前の水準を上回っている(図表3)。加えて、2013年度下期には消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、2.1兆円程度個人消費が押し上げられる見通しである。

公共投資の増勢には一服感が現れるものの、こうした企業部門と家計部門の需要増加が2013年度下期の成長を支えよう。以上より、2013年度の実質GDPは前年比+2.7%(上期(実績):前期比+1.7%、下期(当社予測):同+1.7%)と高めの成長になると予測した。

図表2 輸出の先行指標は上向きの動きが続く



図表3 新規求人倍率がリーマン・ショック前の水準を上回って推移



(経済政策パッケージの効果出現などで2014年度もプラス成長の見通し)

続く2014年度のおわが国経済もプラス成長が見込まれる。2014年度前半は消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減で成長率が大きく鈍化するものの、以下の3つの要因により、年度でみた景気の下振れリスクは大幅に低下する見通しである。

第1の要因は「経済政策パッケージ」による景気の押し上げである。安倍内閣は2014年4月に予定通り消費税率を5%から8%へと引き上げることを10月1日の閣議で決定した。また、同時に消費税率の引き上げに備えた対応策として公共事業などを含む経済対策(約5兆円)の策定と減税措置(約1兆円)も発表した(図表4)。当社では、この「経済政策パッケージ」による日本経済への影響をマクロモデルを用いて試算した(注1)。それによると、パッケージに盛り込まれた各種政策の実施により、2014年度の実質GDP成長率が約0.6%ポイント押し上げられ、また企業の経常利益(金融業、保険業を除く)増加率も2.6%ポイント程度押し上げられるとの結果が得られた(図表5)。

第2の要因は輸出と設備投資など企業部門による景気の下支えである。まず、輸出については、米国や中国を中心とした海外経済の回復などを受けて増加が続く見

図表4 経済政策パッケージの概要

	実施規模
経済対策	
低所得者への現金給付	3,000億円
住宅購入者向け現金給付	3,100億円
震災復興事業	1.3兆円
公共事業(インフラ整備含む)など	2兆円
復興法人税の1年前倒し廃止(注)	9,000億円
合計	約5兆円
減税措置	
設備投資を促す法人減税	7,300億円
賃上げ企業に対する減税	1,600億円
住宅ローン減税の拡充	1,100億円
合計	約1兆円

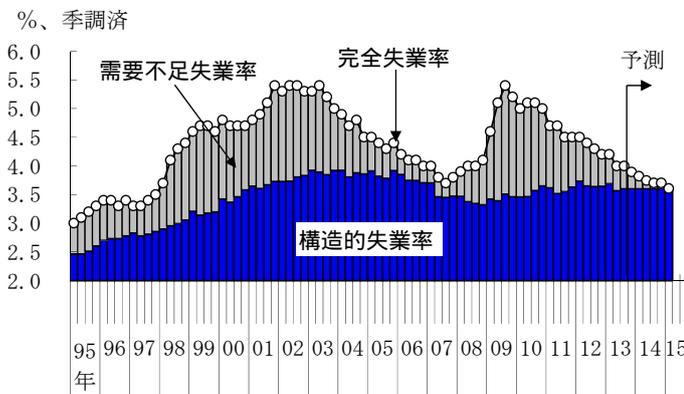
(注)復興法人税の1年前倒し廃止は検討段階であり、2013年12月中に実施の結論が示される予定。
(財務省「消費税率及び地方消費税率の引き上げとそれに伴う対応について」などより当社作成)

図表5 2014年度の成長率を0.6%程度押し上げ

経済政策パッケージの押し上げ効果(試算値)	
実質GDP	+0.6%ポイント
実質個人消費	+0.1%ポイント
実質民間設備投資	+0.5%ポイント
実質住宅投資	+0.3%ポイント
参考) 経常利益	+2.6%ポイント

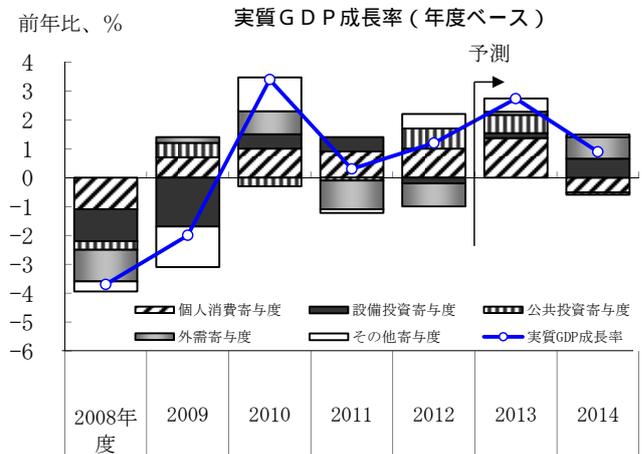
(注)今回の経済政策パッケージがなかった場合と比べて各項目の伸び率が何%ポイント上昇したかを記載。なお、公共事業は8割が14年度中に執行されると想定した。この効果は2014年度のものである。(当社作成)

図表6 需要不足失業は徐々に解消



(注)構造失業率は、 $\log(\text{完全失業率}) = \text{定数項} + \text{構造失業率}$ を推計し、 $\log(\text{完全失業率}) = \log(\text{欠員率})$ の際の失業率として試算。
(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7 実質GDPは2013年度が前年比+2.7%、14年度が同+0.9%



(内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成)

込みである。また、2014年1～3月期から始まるとみられる米量的金融緩和第3弾（QE3）の段階的縮小を受けて、ドル・円レートが円安・ドル高気味に推移すると見込まれることも輸出にとってプラス材料となろう。設備投資に関しても、輸出の増加などを背景とした生産活動の回復を受けて底堅く推移すると予想される。

第3の要因は所得情勢の改善である。当社では、足元の完全失業率のうち、3.6%程度が構造的失業率^(注2)と試算している(図表6)。完全失業率が構造的失業率の水準に近づくにつれて、労働市場の需給が引き締まるため、賃金に上昇圧力がかかるようになる。今後も雇用情勢の回復が続くことにより、家計所得の改善傾向が徐々に明確になると予想される。加えて、安倍政権が産業界に向けて異例の賃上げ要請を行っていることなどもこの動きをサポートしよう。こうした所得情勢の改善を背景に、基調としての個人消費は緩やかに増加を続ける見通しである。

以上の要因を踏まえ、2014年度の実質GDPは前年比+0.9%と予測した(図表7)。

(注1)「公共事業など(約2兆円)」には、若者や女性の雇用促進策や中小企業への補助金などが含まれる模様であり、今回の試算では、インフラ整備や耐震化など公共工事に関連する事業は全体の8割程度になると想定した。

(注2)完全失業率は景気要因により発生する「需要不足失業率」と求人と求職の条件面(景気要因以外で決まる条件、例えば、職種、年齢、勤務地域など)での希望が折り合わないために起こる「構造的失業率」に分けることができる。

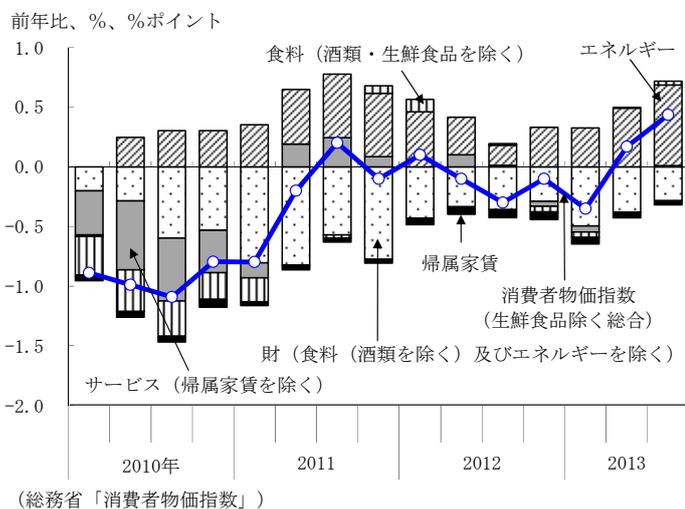
(予測期間中の消費者物価は緩やかな上昇が続く)

消費者物価は緩やかに上昇している。9月の消費者物価指数(生鮮食品除く総合、以下コアCPI)は前年比+0.7%と4か月連続で前年の水準を上回った。足元までの物価上昇をけん引したのは、電気代やガソリンなどエネルギー価格である(図表8)。昨年末からの円高修正により輸入原材料価格が上昇したことなどが背景にある(図表9)。

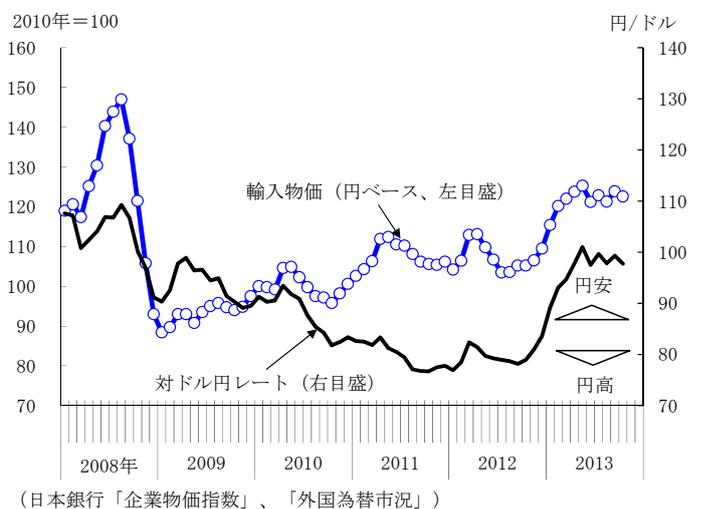
この先を展望すると、予測期間(2014年度末まで)中のコアCPIは、エネルギー価格の緩やかな上昇や需給ギャップの縮小などを背景として、上向きの動きを続ける公算が大きい。エネルギー価格については、海外経済の持ち直しを背景とした国際商品市況の緩やかな上昇や、円安気味で推移する為替レートなどが押し上げ要因となろう。他方で、国内景気の拡大を反映して需給ギャップ^(注)も縮小傾向で推移する見通しである(図表10)。

以上より、当社では、コアCPI上昇率を2013年度が前年比+0.6%、2014年度が

図表8 エネルギーが物価上昇をけん引



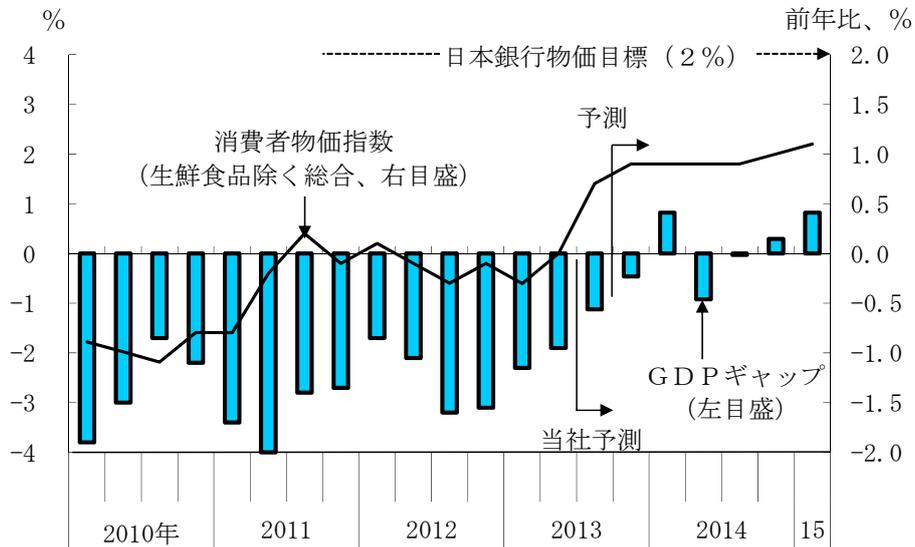
図表9 円高修正で輸入物価が上昇



同+1.0%（消費税率引き上げの影響を除くベース）と予測した。

（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10 消費者物価は緩やかに上昇



（注）GDPギャップは2013年4～6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）

2. 主要項目のポイント

企業部門

(輸出は海外経済の持ち直しや円高修正に支えられて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、海外需要の持ち直しや円高修正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、7～9月期の実質輸出は前期比-0.6%と3四半期ぶりに減少した。輸出数量指数（当社による季調値）で仕向地別にみると、自動車関連輸出が伸びたEU（欧州連合）向け（前期比+6.3%）が上昇に転じた一方で、米国向け（同-1.4%）やアジア向け（同-3.1%）が低下した。アジア向けでは、中国向け（同+1.1%）が3四半期連続で上昇したものの、NIEs向け（同-2.9%）やASEAN向け（同-6.0%）が低下に転じた（図表11）。足元の輸出の弱さは中国を除くアジア新興国の景気減速が一因とみられる。ただ、景気対策の効果で中国経済が持ち直しに転じているため、その影響でアジア新興国の景気も徐々に上向くと考えられる。実際、アジアNIEsの台湾と韓国^(注)の鉱工業生産指数はこのところ持ち直しの動きをみせている（図表12）。こうした中国を中心としたアジア経済の持ち直しや円高修正などに支えられ、2013年度後半の輸出は再び増勢を強める可能性が高い。

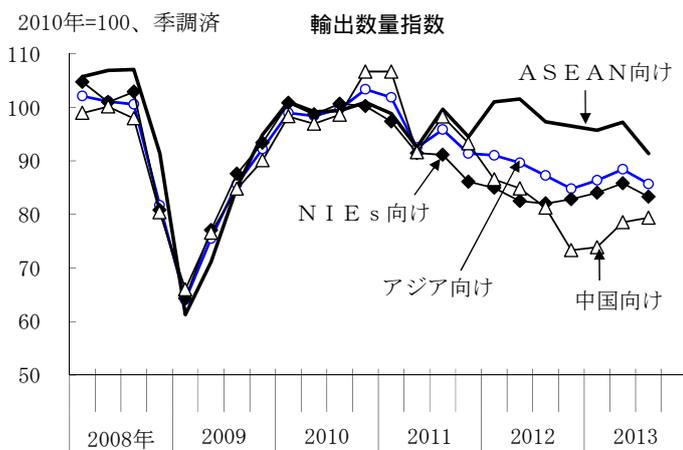
さらに2014年度の輸出を展望すると、まず、米国向けについては、引き続き米国経済が緩やかながらも着実に回復するとみられることや、ドル・円レートが円安気味で推移することもあり、今後も増加基調が続く見通しである。また、EU向けは、ユーロ圏経済が最悪期を脱し、徐々に上向いていくと予想されるため、持ち直しの動きを維持しよう。加えて、中国向けも、同国の景気が内外需の支えにより、堅調に推移する見込みであるため、緩やかな増加が続くだろう。こうした海外需要の回復などに支えられ、この先も輸出は増加を続けると予想される。

以上より、2013年度の実質輸出を前年比+4.4%、2014年度を同+7.8%と予測した。

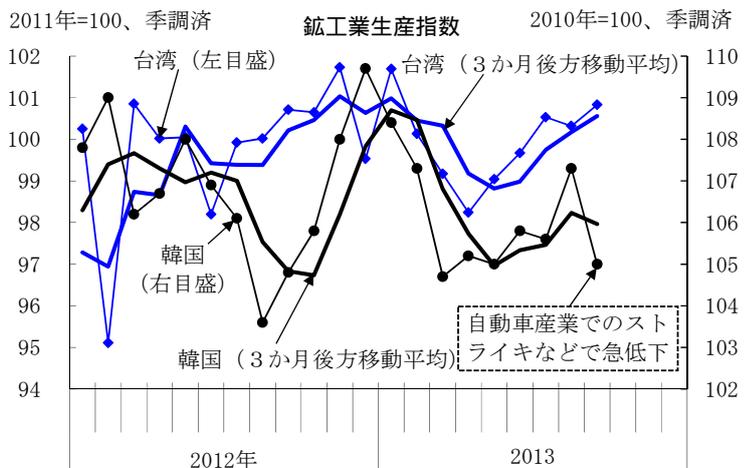
(注) 韓国の9月の鉱工業生産指数は前月比-2.1%と大きく低下した。自動車産業でのストライキなどが影響した模様である。ただ、すでにストライキは終了し、10月の自動車生産台数（速報）が42.6万台と今年に入り最高の水準を記録しているため、10月の鉱工業生産指数は上昇に転じる可能性が高い。

図表11 アジア向け輸出が弱い動き

図表12 韓国と台湾の生産指数に持ち直しの動き



(財務省「貿易統計」より作成)



(CEIC)

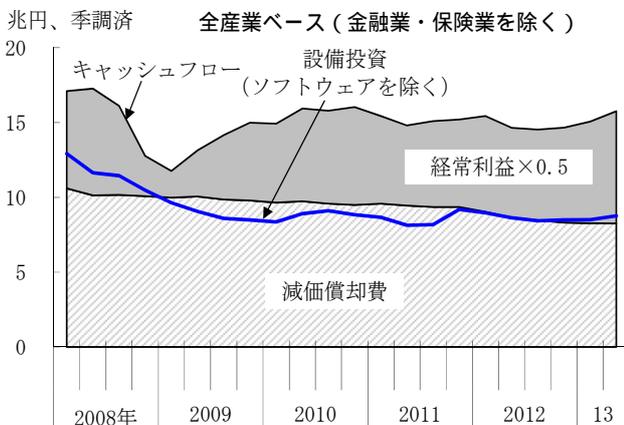
(企業収益の改善を背景に予測期間中の設備投資も緩やかな増加が続く見通し)

2013年7～9月期の実質設備投資は前期比+0.2%と小幅ながら3四半期連続で増加した。4～6月期(同+1.1%)に比べて増勢が鈍化したものの、企業マインドが改善していることに加え、企業収益の回復を受けて、設備投資にも上向きの動きが続いている。法人企業統計をみると、4～6月期の経常利益(全産業ベース)は前年比+24.0%と6四半期連続で増加した。上場企業の2013年4～9月期決算によれば、7～9月期も引き続き高水準の利益を確保したものとみられ、設備投資の原資となるキャッシュ・フローは一段と回復していると予想される(図表13)。もっとも、キャッシュ・フローの回復に対して設備投資の戻りが鈍くなっており、企業が設備投資に対して慎重な姿勢を維持している様子が見える。

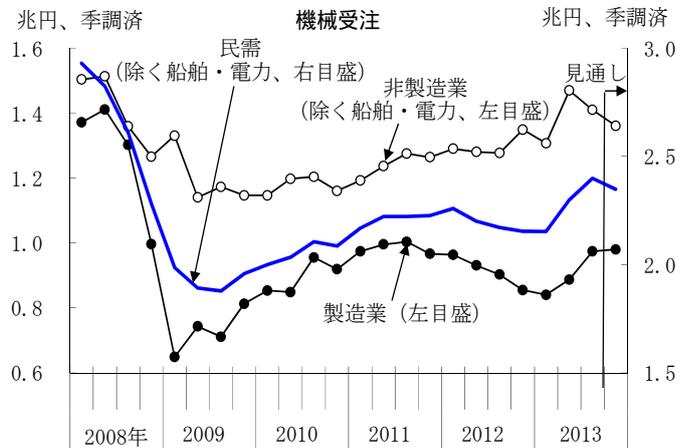
先行きを展望すると、2013年度後半についても設備投資は企業収益の改善を背景に増加基調で推移するだろう。実際に、機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)をみると、7～9月期は前期比+4.3%と2四半期連続で増加した(図表14)。また、続く10～12月期は同-2.1%の見通しとなっているが、これには過去3期の平均達成率^(注1)(94.2%)が加味されている。このところ達成率が上昇していることを踏まえると、10～12月期の実績値は見通しよりも上振れる可能性がある。さらに、米国や中国を中心とした海外経済の持ち直しなどを受けて、輸出を起点とした生産活動も改善していくことから、抑制され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年度の設備投資は緩やかな増加が続いていく見通しである。年度前半は消費増税後の景気下振れ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、企業収益も前年に引き続き増加となる見込みであり、こうした点も設備投資の押し上げに寄与するだろう。加えて、「経済政策パッケージ」に盛り込まれた「設備投資を促す法人減税」^(注2)といった減税措置により、これまで先送りされていた設備の更新投資につながっていくものと考えられる。企業の設備過剰感が解消方向にあることや、企業のキャッシュ・フローが高水準であることなども踏まえると、2014年度には企業の設備投資は徐々に伸びが高まってくる公算が大きい。

図表13 キャッシュ・フローの回復が続く **図表14 設備投資の先行指標が改善**



(注) キャッシュ・フロー＝減価償却費＋経常利益×0.5。
減価償却費は当社にて季節調整を施した。
(財務省「法人企業統計」より当社作成)



(内閣府「機械受注統計」より当社作成)

以上より、2013年度の実質設備投資を前年比+1.4%、2014年度を同+5.2%と予測した。

(注1) 達成率とは機械受注額の見通しに対する実績の比率。直近3期の達成率は2013年1～3月期(87.4%)、4～6月期(96.1%)、7～9月期(99.1%)と次第に改善している。

(注2) 生産性向上設備投資促進税制の創設や中小企業投資促進税制の拡充などを指す(各税制の詳細については自民党、公明党「民間投資活性化等のための税制改正大綱(10月1日発表)」を参照されたい)。減税規模は7,300億円の予定。

家計部門

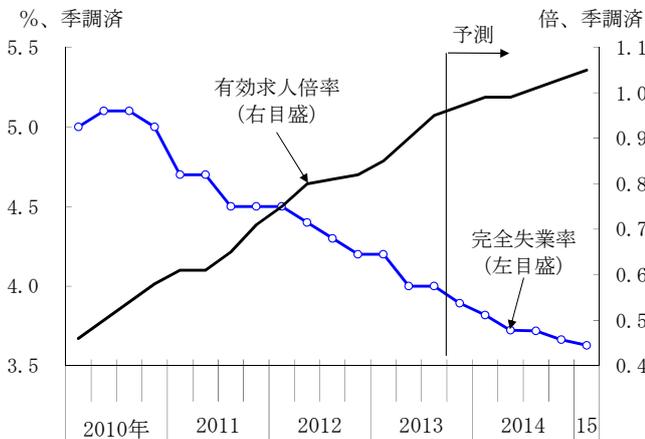
(生産の回復を背景に雇用・所得情勢の改善が続く)

足元の雇用・所得情勢をみると、雇用面では、9月の完全失業率が8月から0.1ポイント低下の4.0%となったほか、有効求人倍率が緩やかな回復傾向にある。一方で、所得面では、9月の現金給与総額が前年比-0.2%と3か月連続で前年の水準を下回った。残業代やボーナスは増加したものの、賃金の中核となる基本給が減少したためである。

雇用・所得情勢の先行きを展望すると、雇用面では、企業業績の回復に合わせて雇用の過剰感が和らぐため企業の新規採用意欲が次第に高まり、失業率は緩やかに低下すると予想される(図表15)。実際に、日本銀行が公表した『短観(2013年9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-8と足元の判断に比べ3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(図表16)。また、2013年度前半の企業収益の回復を反映して、今冬のボーナスも前年から増加すると見込まれる。さらに、安倍政権がデフレ脱却に向けて賃上げ企業に対する減税拡充などの支援策を打ち出す一方、2014年の春闘ではベースアップに踏み切る企業が増加すると予想される。定期昇給の維持や一時金の増額に軸足を置いてきた日本労働組合総連合会も、2014年の春闘では5年ぶりにベースアップを要求する方針を決めている。

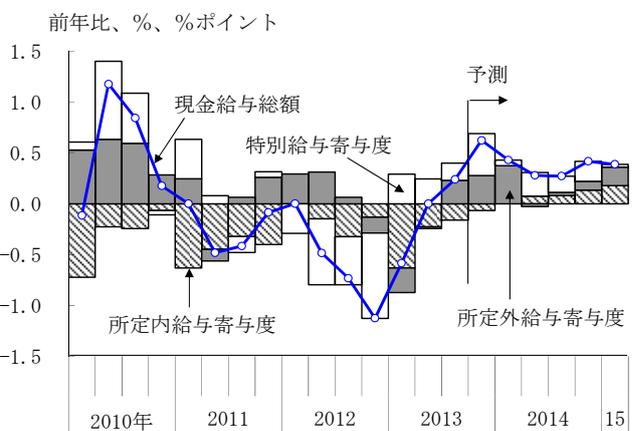
一方、2014年度前半は消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減などによる景気の下振れから、雇用・所得情勢の改善が一時的に足踏みするとみられる。雇用面では、完全失業率の低下が一服し、所得面では、残業代の伸びが弱まると考えられる。しかし、夏場のボーナスについては、企業収益の増加を受けて前年を上回るこ

図表15 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16 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)

とが予想される。さらに、年度後半になれば、輸出が増加するなかで、駆け込み需要の反動減が一巡し、生産が上向くため、雇用情勢の回復が進むとともに所得情勢も再び改善に向かうだろう。

(消費税率引き上げ前後に大きな振れはあるものの、基調としての個人消費は底堅く推移)

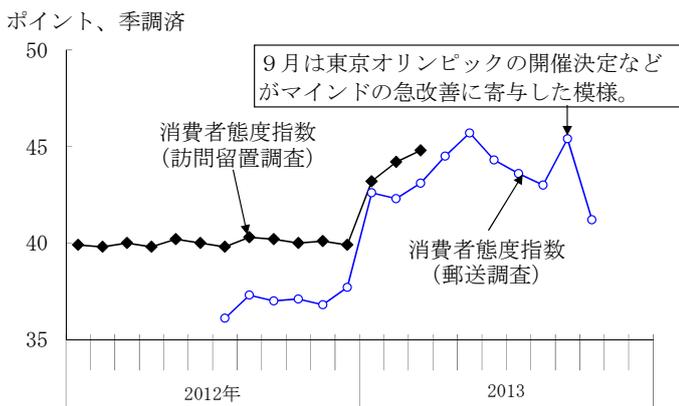
2013年7～9月期の実質個人消費は前期比+0.1%と減速した。消費マインドの改善が一服したことなどが影響したとみられる(図表17)。

先行きを展望すると、2013年度後半は雇用情勢の改善に加え、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生により、個人消費の増勢が再び強まる見込みである。当社では、駆け込み需要の発生で、個人消費が2013年10～12月期に0.3兆円、2014年1～3月期に1.8兆円程度押し上げられると試算している(図表18)。

続く、2014年度前半の個人消費は駆け込み需要の反動から、耐久財消費を中心に大きく落ち込むと想定される。ただ、こうしたかく乱要因はあるものの、基調としての個人消費は、雇用・所得情勢の改善を背景とした底堅い消費活動などに支えられて緩やかに増加する見通しである。加えて、年度後半には、駆け込み需要の反動減による影響も一巡するため、個人消費は上向きの動きが明確となるだろう。

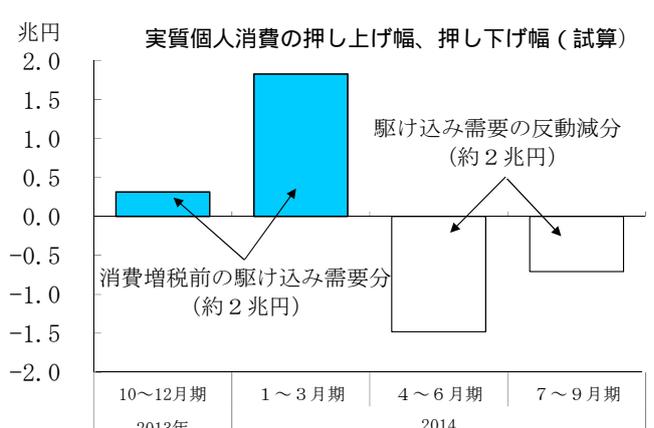
以上より、2013年度の実質個人消費を前年比+2.3%、駆け込み需要の反動減による下押しが含まれる2014年度を同-0.9%と予測した。

図表17 消費マインドの改善が一服



(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となったため、データが不連続となっている。このため、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」)

図表18 約2兆円の駆け込み需要が発生



(注) ベースライン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)

(駆け込み需要の反動減で落ち込む2014年度の住宅投資)

2013年7～9月期の実質住宅投資は前期比+2.7%と増勢が強まった。消費税率引き上げ前の駆け込み着工の増加や住宅ローン金利、住宅価格の先高観などが急増の背景にある。

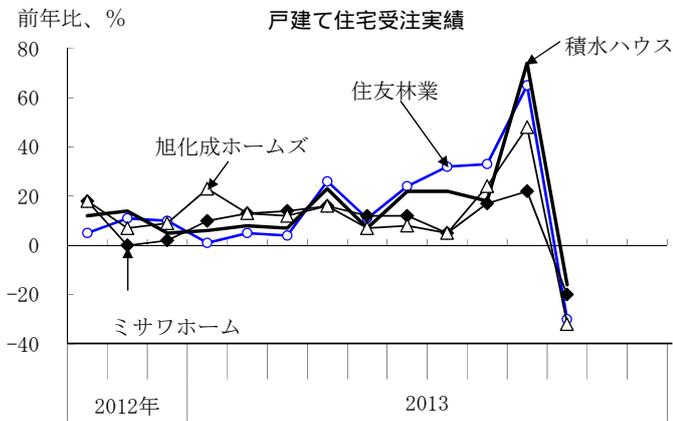
住宅投資の先行指標である住宅着工戸数は7～9月期に年率99.4万戸と4～6月期(年率98.1万戸)に続き高めの水準となっており、工事の進捗ペースで計上される住宅投資は、10～12月期も増加しよう。ただ、受注段階の状況を見ると、大手ハウスメーカーの戸建て住宅受注実績が10月に急減(注)しており、住宅着工戸数も10～12月期には減少する可能性が高い(図表19)。このため、2014年1～3月期には進捗ペースの住宅投資も減少に転じると予想される(図表20)。

以上より、2013年度の実質住宅投資を前年比+7.8%と予測する一方、続く2014年度は駆け込み需要の反動減による下押しの影響が続くことなどから、同-8.6%と減

少に転じると予測した。

(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。このため、受注は9月に大幅に増加し、その後10月に減少に転じると予想されていた。

図表19 戸建て住宅の受注は10月に急減



(注) 各社のデータが入手可能な2012年10月の結果から掲載。
(各社IR資料より当社作成)

図表20 14年1～3月期に住宅投資は減少に転じる見込み



(内閣府「四半期別GDP速報」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

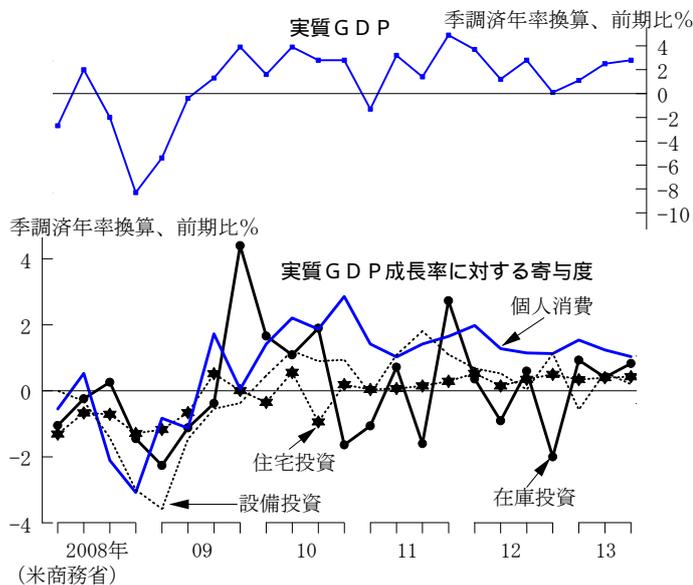
米国経済

(国内民需主導で緩やかな回復基調が続く)

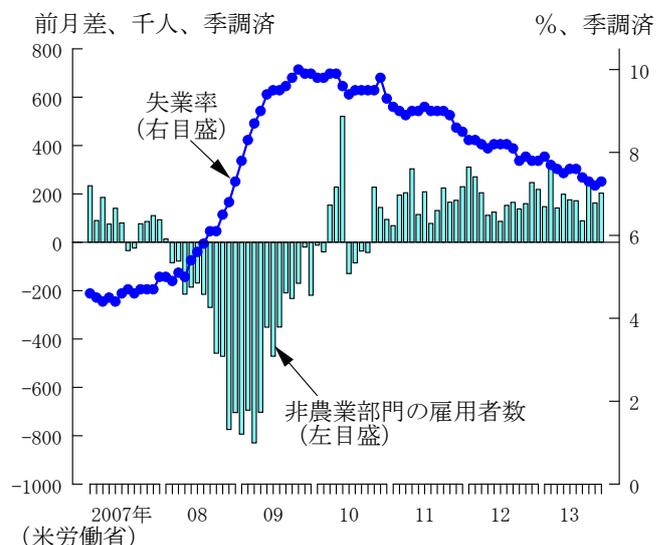
米国の2013年7～9月期の実質GDP（国内総生産、速報値）は前期比年率+2.8%と、4～6月期の同+2.5%から伸びが高まった（図表21）。需要項目別にみると、住宅投資が同+14.6%と5期連続で2桁増となったことや、企業の在庫投資が増加したこと（GDP成長率に対する寄与度は同+0.8%ポイント）が成長率を押し上げた。その一方で、個人消費は同+1.5%（前期は同+1.8%）とサービス支出を中心に減速。企業の設備投資も機器投資の減少が響き、同+1.6%（前期は同+4.7%）と減速した。政府支出は同+0.2%とほぼ横ばい。州・地方政府の支出が上向いたが、連邦政府支出が歳出の強制削減の影響などにより引き続き減少した。外需では、輸出（同+4.5%）と輸入（同+1.9%）の増加率がいずれも前期に比べて縮小したものの、輸入の縮小幅の方が大きかったため、純輸出（輸出－輸入）のGDP成長率に対する寄与度は同+0.3%ポイントとプラス寄与に転じた。このように7～9月期の実質GDP成長率は加速したが、在庫の増加が成長率を大きく押し上げた点を踏まえれば、成長率の数字が示すほど景気の回復力は強まっていないと判断できる。ただその一方で、個人消費や設備投資などの国内民需は減速したものの、引き続き米国景気の回復を支えていることに変わりがない点も確認できたといえよう。

10月以降は、政府機関の一部閉鎖の影響が景気を下押しすることが懸念される。大統領経済諮問委員会（CEA）は、2週間超に及んだ政府機関の閉鎖によって、10～12月期のGDP成長率が0.25%ポイント押し下げられたとの試算を公表している。10月の経済指標をみると、まず家計部門では、消費者信頼感指数が前月比-9.0ポイントの大幅な低下となるなど、消費者心理の悪化が確認できる。その一方で、10月の非農業部門雇用者数は前月比20.4万人増と、前月（同16.3万人増）から伸びが高まった（図表22）。政府部門の雇用者数は同0.8万人減と若干減ったものの、民間部門の雇用者数が同21.2万人増（前月は同15.0万人増）と大幅に増加した。他方、企業部門をみると、10月のISM（米供給管理協会）景況指数が製造業（9月56.2→10月56.4）、非製造業（54.4→55.4）ともに小幅ながら上昇した（図表23）。

図表21 13年7～9月期は2.8%成長に加速



図表22 雇用者数の増加傾向が続く

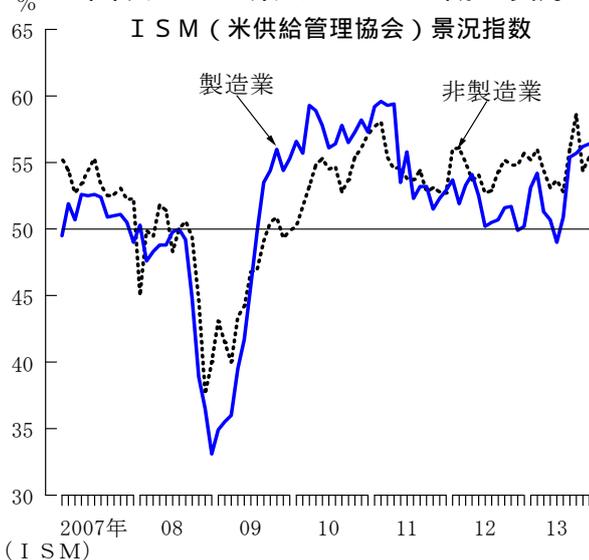


この点から政府機関閉鎖による企業部門への影響は総じて限定的であったことがうかがえる。

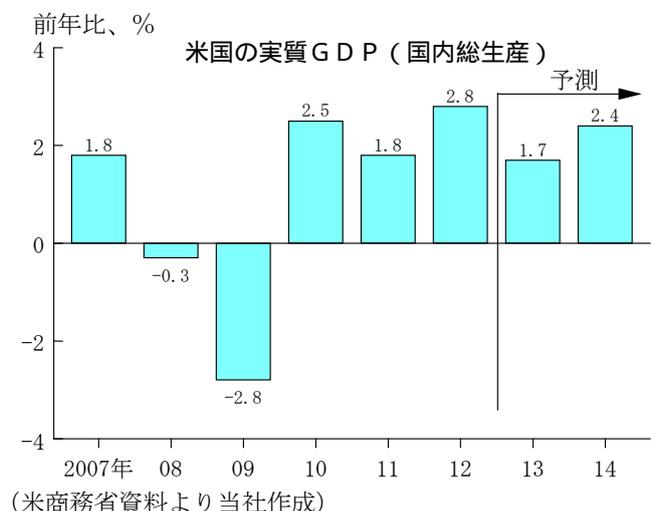
こうした状況を踏まえて先行きを展望すると、当面、連邦政府の債務上限問題など財政を巡る不透明感が景気の回復を抑制する要因になると懸念されるものの、基調としては個人消費などの民間需要が経済成長を支える構図が続くと見込まれる。すなわち、家計のバランスシート調整（過剰な債務の圧縮）が進展し、債務返済という重荷が次第に軽くなるなかで、今後も個人消費は雇用情勢の改善に支えられて堅調に推移すると予想される。また、住宅投資に関しても、住宅ローン金利の上昇という懸念材料はあるものの、F R B（米連邦準備理事会）が超低金利政策を当面続けるなかでローン金利の一段の上昇は回避されるとみられることから、住宅投資の増加基調は維持されよう。一方、個人消費など家計部門の回復を受けて、企業部門でも設備投資が増加基調を維持すると見込まれる。2014年の春以降は、財政を巡る不透明感が払しょくされて、民間需要の回復テンポが徐々に増していくことも期待できる。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+1.7%、2014年の成長率を+2.4%と緩やかな回復が続くと予測した（図表24）。

なお、米国の金融政策については、F R Bが量的金融緩和第3弾（QE3）の縮小に着手する時期が2014年1～3月期にずれ込むと見込んだ。F R Bは今年10月のF O M C（公開市場委員会）声明で、QE3に伴う証券購入について「ペースを調整する前に（経済活動や労働市場の）改善が持続的なものだと示すより多くの証拠を待つと決めた」と説明している。また米国の財政問題については、F O M C声明で「財政政策は経済成長を抑制している」との懸念を表明している。この点から、QE3の縮小開始には、米景気の順調な回復を示す経済指標が揃うことと、米財政問題が解決することが必要となろう。この点、年明け後に米財政問題が再燃する恐れがあることを踏まえると、年内にQE3の縮小に着手することは難しいと考えられる。なお、次期F R B議長候補のイエレン副議長は、11月14日の米上院の公聴会で「いま米経済成長を支えることが、金融政策を正常化するための確実な道筋だ」との見解を示した。また政策金利については、債券購入の縮小を開始した後も低水準で据え置かれるとの認識を示した。こうした点から判断すると、米国の超低金利政策が解除されるのは早くても2015年後半になると見込まれる。

図表23 企業マインドは概ね良好



図表24 今後も緩やかな景気回復が続く



ユーロ圏経済

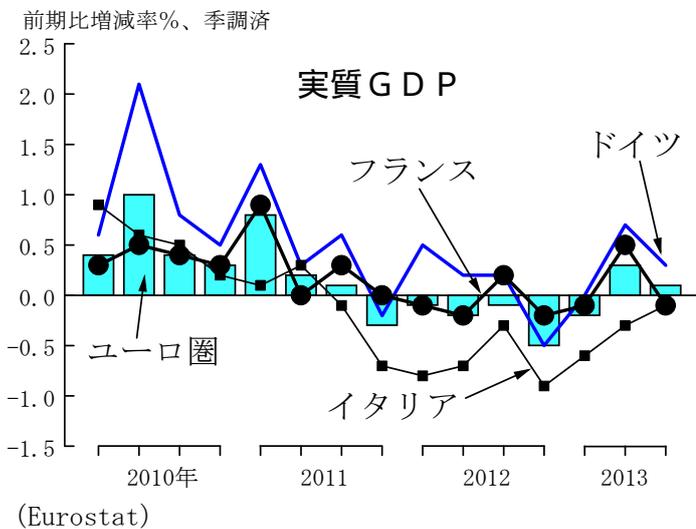
(2013年の実質GDP成長率を-0.5%、2014年を+0.9%と予測)

ユーロ圏の2013年7～9月期の実質GDP（域内総生産、速報値）は前期比+0.1%と、4～6月期（同+0.3%）に比べて減速したものの、2四半期連続のプラス成長となった（図表25）。需要項目別の数字は明らかになっていないが、個人消費が底堅く推移する一方で、輸出が弱含んだ模様である。国別にみると、ドイツが同+0.3%と前期（同+0.7%）から減速しながらも2期連続のプラス成長となった。しかしその一方で、フランスは同-0.1%と再びマイナス成長となり、またイタリアも同-0.1%と9期連続のマイナス成長となった。スペインは同+0.1%と10期ぶりのプラス成長となり、ポルトガルは同+0.2%と2期連続のプラス成長となった。

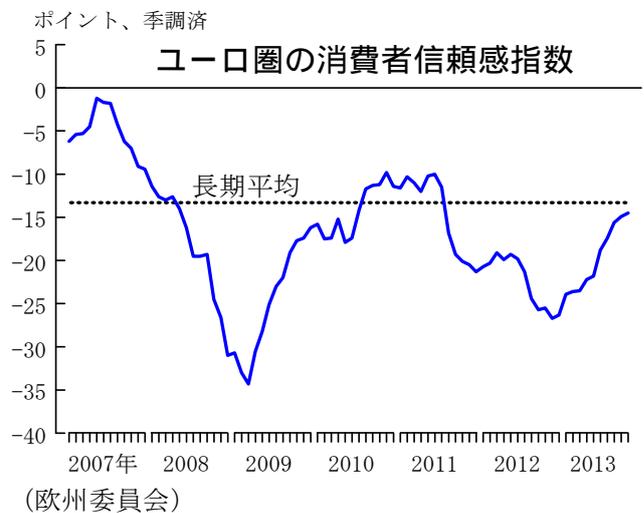
月次の経済指標をみると、まず家計部門では、9月のユーロ圏実質小売売上高が前月比-0.6%と、ドイツやベルギー、スペインなどの落ち込みにより、3か月ぶりの減少となった。ただ、四半期ベースでみると、7～9月期のユーロ圏実質小売売上高は前期比+0.6%と、4～6月期（同+0.3%）より伸びが高まっており、個人消費が底堅く推移していることがうかがえる。また、10月のユーロ圏消費者信頼感指数は-14.5（9月は-14.9）と11か月連続で上昇した（図表26）。長期平均値（-13.3）にも近づいており、消費マインドが改善傾向にあることを示した。もっとも、9月のユーロ圏失業率は12.2%と過去最悪の水準で推移している。国別には、フランス（11.1%）やイタリア（12.5%）の失業率が上昇するとともに、スペイン（26.6%）などで失業率が高止まっている。

一方、企業部門をみると、9月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比-0.5%と低下に転じた。この結果、7～9月期の生産指数は前期比-0.2%と小幅ながら低下しており、生産の回復テンポは緩やかなものとどまっているといえよう。この背景には、ユーロ高などによる輸出の弱含みがあるとみられる。8月のユーロ圏輸出は前月比+1.0%と上昇に転じたものの、7～8月を均すと4～6月期平均を0.9%下回っている。もっとも、企業の景況感は改善している。10月のユーロ圏PMI（購買担当者景気指数）は51.9と前月（52.2）からやや低下したものの、節目の50を4か月連続で上回っている（図表27）。

図表25 13年7～9月期は0.1%成長に減速



図表26 消費者心理は改善傾向

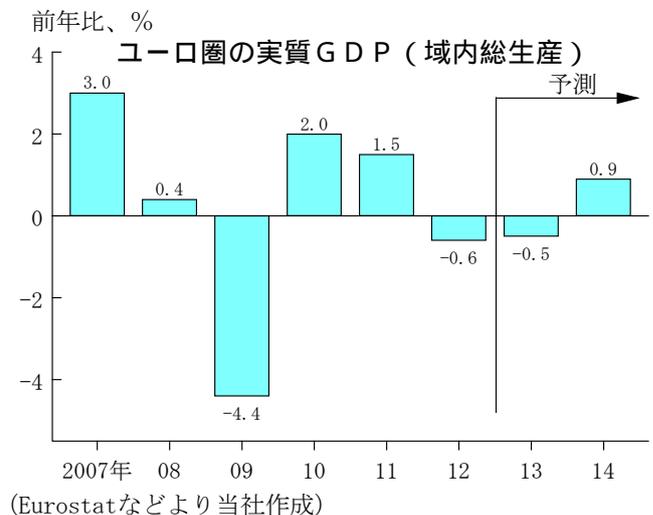
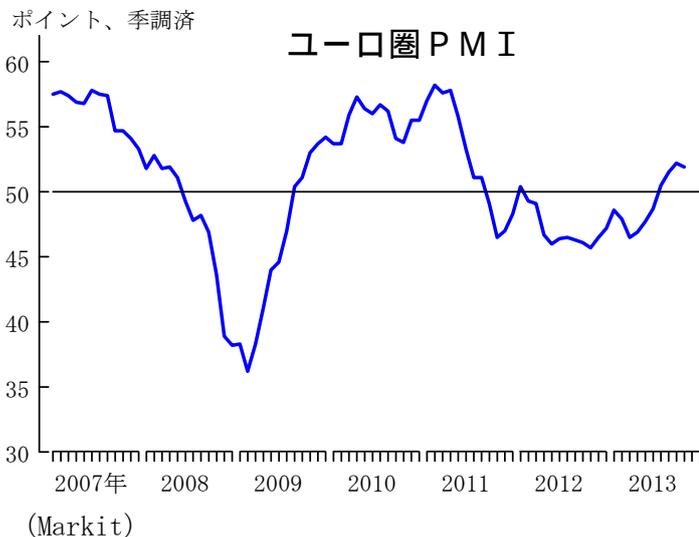


次に金融面をみると、欧州中央銀行（ECB）が11月7日の定例理事会で政策金利（リファイナンス金利）を0.25%引き下げ、過去最低の年0.25%にすることを決めた。10月のユーロ圏消費者物価指数が前年比+0.7%と前月（同+1.1%）から伸びが鈍化し、ECBの目標とする2%弱を大幅に下回ったことを受けて、ECBは追加の金融緩和によって緩慢なペースでの景気回復を支援する姿勢を示した。理事会後の記者会見で、ECBのドラギ総裁はユーロ圏景気の失速を阻止するため一段の引き下げもあり得るとの考えを示しており、当面は超低金利政策が続く公算が大きいといえよう。

こうした状況下、ユーロ圏経済の先行きを展望すると、今後も緩やかな回復基調が続くと見込まれる。すなわち、家計部門では、消費マインドの改善などを背景に引き続き個人消費が底堅く推移しよう。ただ、失業率の高止まりが示すように雇用情勢は依然として厳しく、個人消費の大幅な増加は期待しにくい。一方、企業部門では、米国経済の回復や中国経済の持ち直しなどを受けて、輸出が緩やかな増加基調を辿ると見込まれる。また輸出の回復に伴って、徐々に企業の設備投資も上向いてくると予想される。ただ、設備稼働率の水準が依然として低い点などを踏まえると、設備投資の回復テンポは緩慢なものとなろう。なお、政府部門では、重債務国の債務問題が解決していないことから、南欧諸国を中心に財政支出の抑制などが続くとみられ、この点が景気回復の抑制要因になると見込まれる。以上を踏まえた上で、ユーロ圏の実質GDP成長率は2013年が-0.5%、2014年が+0.9%になると予測した（図表28）。

図表27 企業の景況感は改善

図表28 2014年はプラス成長に復帰



中国経済

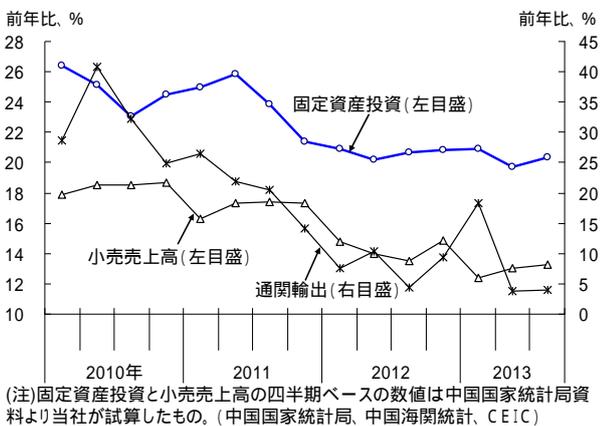
(2013年の成長率を+7.7%、2014年を+7.5%と予測)

2013年7～9月期の中国の実質GDP（国内総生産）は前年比+7.8%（前期は+7.5%）と、3期ぶりに成長率が高まった。7～9月期の固定資産投資が同+20.3%と前期（同+19.7%）に比べて増勢が強まっており、この点が成長をけん引した（図表29）。7月以降に実施された鉄道建設の加速や都市インフラ建設の強化などの景気対策が影響したとみられる。また、同期の小売売上高も同+13.3%と2期連続で伸び率が拡大しており、個人消費は自動車など耐久財消費を中心に堅調に推移している。その一方で、7～9月期の通関輸出は前年比+3.9%と前期の伸び（同+3.8%）をわずかに上回った。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落ち込んだものの、欧米向けが回復したほか、ASEAN向けも増勢が強まった。

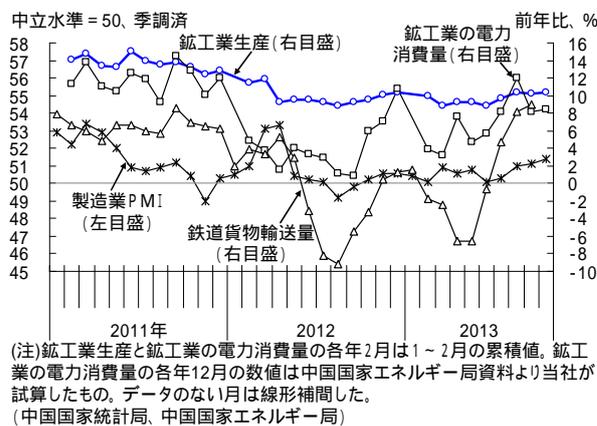
直近の月次指標をみると、10月の鉱工業生産は前年比+10.3%と3か月連続で2桁の伸びとなった（図表30）。また、9月の鉄道貨物輸送量^(注)が同+9.0%と2か月連続で伸び率が拡大し、10月の鉱工業の電力消費量も同+8.5%と前月の伸び（同+8.1%）を上回るなど、企業部門には持ち直しの動きが広がっている。10月の製造業PMI（購買担当者景気指数、国家統計局発表）が51.4と4か月連続で上昇していることが示すように、製造業の景況感についても緩やかに改善している。

物価動向をみると、10月の消費者物価指数（CPI）は前年比+3.2%（前月は+3.1%）と8か月ぶりの高水準となった（図表31）。同月の食品価格が同+6.5%と前月の伸び（同+6.1%）を上回ったことが、消費者物価を押し上げた。一方、10月の生産者物価指数（PPI）は前年比-1.5%（前月は-1.3%）と、下落幅が5か月ぶりに拡大した。また、同月の主要70都市の新築住宅平均価格が同+9.6%と9か月連続で伸びが拡大しており、不動産市場過熱の懸念も強まっている。

図表29 投資と消費が増勢拡大



図表30 鉱工業生産が3か月連続で2桁増



一方、中国政府の政策運営をみると、習近平－李克強新体制は発足当初から経済構造改革の推進を重視してきたが、7月以降は景気対策にも取り組み始めている。この景気対策が打ち出された背景には、景気の減速に歯止めをかけたいという新体制の狙いがある。すなわち、新体制が発足初年度で重要な経済成長率の目標（7.5%）を達成しない場合、既得権益集団に責任を問われる公算が大きく、そうなれば、今後の経済構造改革を推進しにくくなることが予想される。権力基盤がまだ固まっていないなか、反対勢力の批判を浴びかねない政府目標未達という事態を回避しようとする新体制の意図がうかがえよう。また、今回の景気対策は社会不安につながりやすい所得・雇用情勢の悪化を回避しようとする新体制の意図もあるとみられる。

総額 1 兆元規模に上るとみられる今回の景気対策が 7～9 月期の景気回復や所得・雇用情勢の改善などに寄与した一方で、不動産市場の過熱などにつながっているとみられる。また、今回の景気対策には従来の景気対策と同様に地方政府の債務増加や、シャドーバンキングの急拡大、重厚長大型製造業の過剰設備など構造問題がさらに深刻化するリスクが内在しているため、経済構造改革の推進を重視する新体制にとっては一過性に過ぎない措置といえよう。11月に開催された第18期中央委員会第3回全体会議（3中全会）では、「経済体制改革の全面的な深化に重点を置く」と強調されており、今後も新体制は経済構造改革を推進す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、この先の中国景気を展望すると、2014年前半までは堅調な個人消費や固定資産投資に支えられて、成長率が7%台半ばで安定的に推移し、2014年後半には輸出の回復などを受けて成長率がやや高まると見込んだ(図表32)。

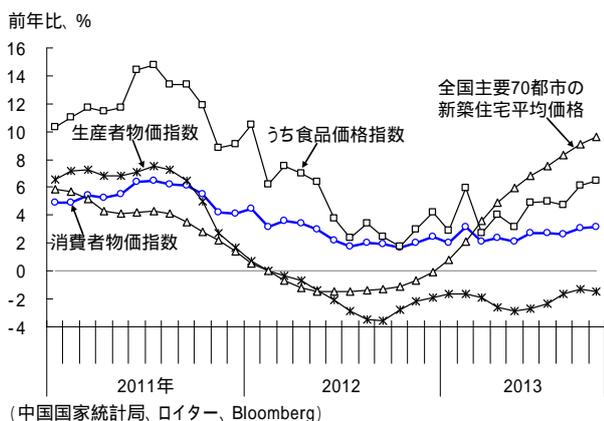
まず、個人消費は堅調な動きが今後も続く予想される。都市人口の増加や社会保障制度の充実など消費拡大に寄与する政策が進むなか、家計の購買意欲は耐久財消費などを中心に旺盛な状況が続くと予想される。一方、固定資産投資についても安定的に推移すると見込まれる。不動産取引の引き締め強化や地方政府の債務抑制などが固定資産投資の伸びをやや抑えると見込まれるが、2013年後半に実施した景気対策の効果が残るほか、「新型都市化」の推進に伴う都市インフラの整備が進むことなどが、固定資産投資を下支えすると考えられる。

他方、外需については、主要な輸出先である欧州経済の回復テンポが緩やかなものにとどまるとみられることなどから、輸出の伸びが2014年前半までは高まりにくいと予想される。しかし、2014年後半になると、米国を中心に海外景気の回復テンポが増してくるとみられるため、輸出全体も徐々に上向こう。

以上より中国の実質GDP成長率は2013年が+7.7%、2014年が+7.5%になると予測した。

(注) 李克強首相は2007年に遼寧省党委員会書記に就任していた際に、電力消費量と鉄道貨物輸送量、銀行融資の3つの指標により、中国遼寧省の当時の経済状況を分析した。この3つの指標には地方政府による虚偽報告の余地がないため、得られる具体的な数値はGDP（国内総生産）統計に比べて中国経済の実体をより正しく反映していると言われている。

図表31 住宅価格は強含みで推移



図表32 2014年後半に成長率がやや高まる



図表33 2013・2014年度のわが国経済の見通し（2013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%）

	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	99.2	98.8	99.5	103.5	102.5	104.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	107.0	131.9	130.0	133.9	136.5	135.5	137.5
米国実質GDP(暦年)	2.8	1.7	[1.2]	[2.5]	2.4	[2.2]	[2.6]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	0.6	0.5	[0.3]	[0.3]	0.9	[0.4]	[0.5]
中国実質GDP(暦年)	7.7	7.7	7.6	7.7	7.5	7.5	7.6

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GDP	1.2	2.7	[1.7]	[1.7]	0.9	[0.5]	[1.2]
個人消費	1.6	2.3	[1.0]	[1.8]	0.9	[2.1]	[0.9]
住宅投資	5.3	7.8	[2.9]	[4.3]	8.6	[8.1]	[4.7]
設備投資	1.3	1.4	[1.2]	[2.8]	5.2	[2.4]	[2.6]
政府消費	2.1	1.6	[0.9]	[0.5]	0.7	[0.4]	[0.3]
公共投資	14.9	14.0	[9.6]	[1.9]	1.4	[0.0]	[1.9]
輸出	1.2	4.4	[4.6]	[2.6]	7.8	[4.1]	[4.6]
輸入	3.9	4.2	[3.3]	[2.8]	3.4	[1.1]	[1.9]
寄与度							
国内需要	2.0	2.6	[1.5]	[1.7]	0.2	[0.9]	[0.7]
民間需要	0.9	1.7	[0.9]	[1.5]	0.1	[1.0]	[0.7]
公的需要	1.1	0.9	[0.6]	[0.2]	0.1	[0.1]	[0.0]
海外需要	0.8	0.1	[0.2]	[0.0]	0.8	[0.5]	[0.5]
名目GDP	0.3	2.5	[1.6]	[1.7]	2.0	[0.7]	[1.1]
新設住宅着工戸数(万戸)	89.3	96.1	50.0	46.2	85.1	41.9	43.1
(前年比増減率、%)	6.2	7.6	12.7	2.6	11.4	15.9	6.6
鉱工業生産	2.9	3.2	[2.6]	[4.5]	2.9	[0.6]	[2.5]
国内企業物価	1.1	1.7	1.4	2.0	3.7	3.7	3.8
消費者物価	0.3	0.6	0.4	0.9	3.1	3.0	3.1
完全失業率(%)	4.3	3.9	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6

(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。