

平成26年2月20日

2014年度 日本経済の見通し（改訂）

～日本経済は、高成長の後、一時的に大幅マイナスに～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2014年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2013年度 +2.4%（前回+2.6%）、2014年度 +0.9%（前回+1.0%）

○ 10～12月期は4四半期連続のプラス成長

10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.0%と大方の予想より低い伸びにとどまったものの、4四半期連続のプラス成長となった。内需の寄与度は、前期比+0.8ポイントと財政政策の効果が続く中、駆け込み需要が顕在化している住宅投資と個人消費等が増加したことで高い伸びとなった。一方、外需は、輸出が伸び悩む中、輸入依存度の高まりもあって輸入が増加したことで、同▲0.5ポイントと2四半期連続でマイナス寄与となった。

○ 2014年1～3月期の成長率は高成長

2014年1～3月期の実質成長率は年率+6%台の高成長になると想定している。補正予算の効果が続くことに加え、消費税率引上げ前の駆け込み需要により、個人消費が強い動きになると見込んでいる。また、企業マインドの改善を背景に、設備投資は増加基調を辿るだろう。一方、海外需要は、先進国を中心に緩やかに回復するとみられ、輸出は増加傾向を辿ると見込まれる。なお、2013年度の実質GDP成長率は+2.4%と10～12月期の外需の下振れを受けて、前回予測（2013年11月時点）を0.2ポイント下方修正した。

○ 2014年4～6月期は一時的に大幅マイナス

2014年度入り後は、家計部門の駆け込み需要の反動減は避けられず、4～6月期は大幅なマイナス成長になると見込んでいる。もっとも、「好循環実現のための経済対策」による公的需要の下支えに加え、輸出、設備投資の緩やかな増加基調は続くとも見ており、調整は一時的であると想定している。こうした中で、最大のリスク要因は海外経済である。米国の金融の量的緩和縮小を巡り、グローバルの資金の流れが大きく変わっており、新興国経済に悪影響が広がることになると、輸出の減少に加え、企業心理の悪化で設備投資も低迷する可能性もあろう。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-6813 (090) 6493-3334

<http://www.fukoku-life.co.jp>

junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2013年度・2014年度 経済見通し

(前年比、%)

	2012 年度 実績	2013年度見込み				前回 13年11月 時点	2014年度予測		
			上期	下期	(前期比)		上期	下期	(前期比)
名目国内総生産（兆円）	472.6	484.2	479.2	487.5	488.0	495.1	492.1	497.7	
	▲ 0.2	2.5	1.5	1.7	2.8	2.2	0.9	1.1	
実質国内総生産（兆円）	517.5	529.7	526.5	532.6	533.3	534.4	532.4	536.6	
	0.6	2.4	1.7	1.2	2.6	0.9	▲ 0.0	0.8	
内 需	1.4	2.6	1.6	1.7	2.6	0.3	▲ 0.8	0.7	
民間需要	1.1	1.5	0.8	1.3	1.7	▲ 0.0	▲ 0.8	0.5	
民間最終消費	1.5	2.3	1.3	1.3	2.2	▲ 0.7	▲ 1.6	0.5	
民間住宅投資	5.3	8.8	3.4	6.2	5.1	▲ 11.3	▲ 15.0	2.8	
民間設備投資	0.7	1.2	0.7	3.0	2.2	3.6	2.0	0.4	
公 的 需 要	0.3	1.1	0.7	0.5	0.9	0.4	0.1	0.2	
政府最終消費	1.5	2.2	1.1	0.9	1.5	1.2	0.4	0.6	
公的固定資本形成	1.3	17.4	12.4	6.5	13.1	2.6	▲ 0.6	1.1	
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.5	0.1	0.5	0.7	0.1	
財貨・サービスの輸出	▲ 1.2	3.9	4.7	1.5	4.4	5.6	3.7	2.3	
財貨・サービスの輸入	3.7	5.5	3.6	5.3	4.3	2.8	▲ 0.7	1.7	

注1. 実質値は2005暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	▲ 2.9	3.3	2.7	4.5	3.3	2.1	▲ 1.1	2.0
国内企業物価指数※	▲ 1.1	2.1	1.4	2.7	2.1	3.2	3.4	3.0
消費者物価指数※	▲ 0.3	0.8	0.3	1.2	0.5	2.9	3.0	2.7
消費者物価（除く生鮮）※ （除く消費税の影響）	▲ 0.2	0.7	0.4	1.1	0.5	2.8	2.9	2.6
						0.8	0.9	0.6
貿易収支（兆円）	▲ 6.9	▲ 11.5	▲ 4.7	▲ 6.7	▲ 8.9	▲ 9.8	▲ 5.4	▲ 4.4
経常収支（兆円）	4.3	2.9	3.1	▲ 0.1	5.7	6.1	3.2	2.9
名目賃金指数※	▲ 0.7	0.3	▲ 0.1	0.6	0.1	0.8	0.8	0.7
完全失業率（%）	4.3	3.9	4.0	3.9	3.9	3.7	3.8	3.6
住宅着工戸数（万戸）	89.3	96.4	98.7	93.9	91.8	84.6	80.6	88.9
為替レート（¥/\$）	83.1	100.2	98.8	101.6	99.1	103.8	102.5	105.0
原油価格（\$/b）	113.4	109.1	107.2	110.9	108.1	111.0	110.0	112.0
米国実質成長率（年率）	2.8	1.9	1.2	3.5	1.7	2.7	2.3	2.8
中国実質成長率※	7.8	7.7	7.6	7.8	7.7	7.4	7.4	7.5

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半年は原系列（前年比伸び率）、それ以外は季節調整値（前期比伸び率）

◇日本経済の現状と見通し

○10～12月期の実質GDP

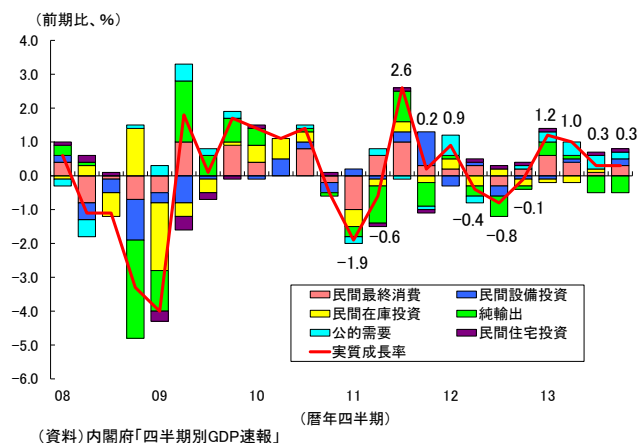
2月17日に発表された2013年10～12月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算+1.0%）と、4四半期連続でプラス成長となった（図表2）。内需の寄与度が同+0.8ポイントと公的需要が引き続き押し上げ要因となる中、民間需要が個人消費や住宅投資を中心に成長率を押し上げた。一方、外需の寄与度は同▲0.5ポイントと2四半期連続での

マイナスとなった。また、名目GDP成長率については、同+0.4%（年率換算+1.6%）と実質を上回る成長率となった。円安により名目輸入が高い伸びとなったものの、個人消費や住宅投資などの需要項目で名目が実質の伸びを上回った。

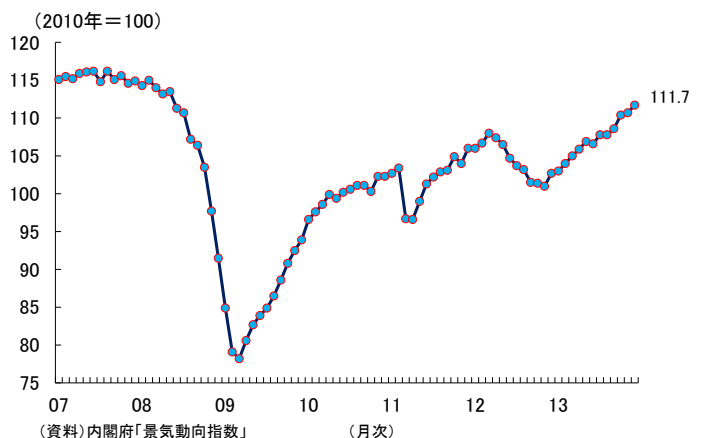
実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、乗用車などの耐久消費財への支出が増加し、同0.5%増と7～9月期の伸びを上回った。住宅投資は、新設着工が高水準で推移し、同4.2%増と高い伸びとなり、7四半期連続のプラスとなった。両者とも消費増税を意識した駆け込み需要が顕在化したことが増加要因となった。また、設備投資は、非製造業を中心に増加したとみられ、同1.3%増と3四半期連続のプラスとなった。さらに、公的固定資本形成が、全国的なインフラ投資などが進捗したことと5四半期連続の増加となり、政府消費も同0.5%増加し、公的需要は同+0.2ポイントのプラス寄与となった。一方、外需については、輸出が同0.4%増と伸び悩む中、輸入が同3.5%増と大幅増となったことから、同▲0.5ポイントと2四半期連続でマイナス寄与となった。

10～12月期の成長率は、日本経済が内需主導により回復していることが確認できる内容である。2013年前半の高成長から一転、後半は低成長にとどまっているが、それは外需の振れが要因で、内需は4四半期連続で前期比寄与度が+0.8ポイントと大幅なプラスが続いている。10～12月期についても、輸入の高い伸びにより外需が押し下げ要因となったものの、消費増税を意識した前倒しの行動で家計部門は堅調に推移し、財政政策の効果も成長を支える要因となっている。また、設備投資も増加基調を維持するなど、様子見姿勢を続けていた企業にも前向きの動きがみられる。こうした状況を映して、12月の景気動向一致CIは前月比1.0ポイント上昇し111.7と5年半ぶりの高水準となっている（図表3）。2013年度内については、一致CIは上昇傾向になると見込んでいる。2014年4月の消費税率引上げを前に個人消費は、耐久消費財や半耐久財を中心に駆け込み需要が

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



図表3. 景気動向一致CIの推移



強まり、住宅投資も10～12月期の高水準の新設着工分の工事が進捗し、増加基調を維持するとみられる。ただし、2014年度入り後は、これらの駆け込み需要の反動減は避けられず、一時的に大幅なマイナス成長になるとみられる。経済対策の効果により公的需要が堅調に推移することに加え、日本の経済成長を支える主役が、家計部門から設備投資と外需にバトンタッチされると想定している。設備投資の先行指標である機械受注は、均してみると足元でも増加しており、2014年度入り後も増加傾向を辿るだろう。また、海外経済については、新興国は勢いを欠くとみられるが、先進国は堅調に推移すると想定している。緊縮財政の重しが軽減される米国経済は、民需を中心に底堅く推移し、欧州経済も持ち直しの動きを続けるだろう。経済規模の大きい主要先進国の需要回復により、円安下でも伸び悩んでいた輸出は、数量ベースでも増加していくと想定している。こうした動きを映して、4～6月期の調整は一時的なものと考えている。

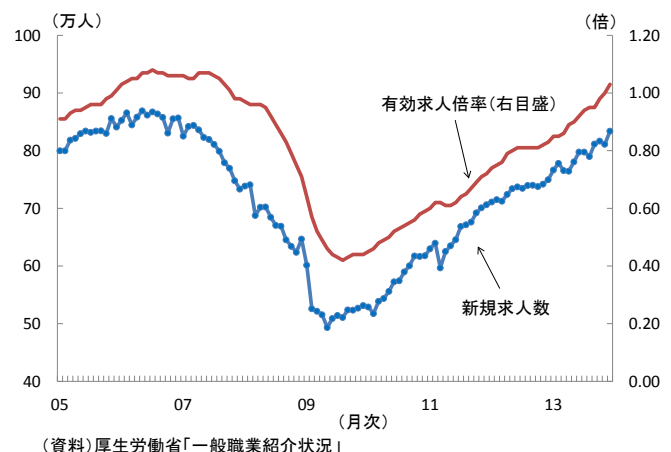
なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は駆け込み需要とその反動減が想定される

雇用環境は引き続き改善している。

12月の有効求人倍率は1.03倍と前月比0.03ポイント改善し、約6年ぶりの高水準となっている(図表4)。堅調な内需を映して、企業の採用意欲は高まっており、求人数と求職者数が均衡する1倍を回復するなど、労働需給は引き締まりつつある。生産年齢人口が減少傾向となる中、女性を中心に労働参加率が高まっており、就業者数は着実に増加している。また、完全失業率も、12月が3.7%と非労働力人口が一時的に増加した影響もあるが、前月より0.3ポイント改善している。今後についても、雇用環境は、総じて改善傾向が続くだろう。新規求人倍率をみると上昇傾向となっており、12月は1.64倍とリーマンショック前のピークの水準を上回っている。駆け込み需要が見込まれる2013年度内は順調な改善が続き、その反動減が想定される2014年度入り後は、やや足踏みする局面もあろうが、景気の回復が続くことで、その後は改善傾向に復するだろう。

図表4. 有効求人倍率と新規求人数



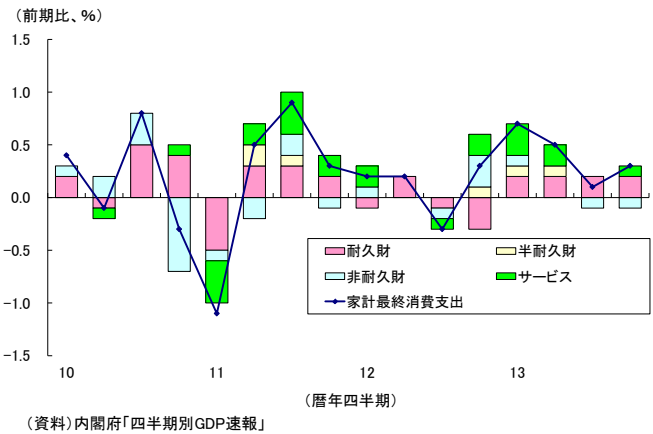
所得については、持ち直しつつある。12月の現金給与総額は前年比0.5%増と2ヵ月連続で増加している。所定内給与は前年割れが続く一方、残業が増えていることで所定外給与が増加し、企業収益の改善を背景に、賞与が増えている。今後についても、現金給与総額は前年比プラスで推移すると想定している。年度内の所定内給与は伸び悩むものの、労働時間の長期化に伴う残業代の増加が見込まれる。2014年度入り後は、春闘の動きが注目されるが、前年を上回る賃上げ率が見込まれる。労務行政研究所のアンケート調査をみると、ベースアップ実施予定企業の割合は高まっている。ベースアップに動くのは一部の大企業にとどまるだろうが、雇用環境の引き締まりと相まって所定内給与も前年比プラスに転じるだろう。また、ベースアップを見送る企業でも

収益が改善している企業では賞与のプラスで対応する姿勢を示しており、夏の賞与は増加すると見込んでいる。ただし、現金給与総額は前年比プラス幅が拡大するとみているものの、物価上昇の伸びを下回り、実質賃金は前年比マイナスを想定している。

個人消費は、駆け込み需要が顕在化し、堅調な動きとなっている。雇用環境が改善傾向を辿る中、冬の賞与や残業代が増加し、また、2013年内は株価が堅調に推移したこともプラスに働いたとみられる。百貨店売上高が前年比プラスとなるなど、引き続き高額品に動きがみられる。10～12月期の家計最終消費支出の形態別内訳をみると、半耐久財、非耐久財が減少したものの、耐久財は前期比 4.0%増となった（図表 5）。自動車販売が高水準で推移し、白物家電が前年比プラスとなるなど、消費増税を意識した駆け込み需要が顕在化している。また、サービス消費支出も、外食や国内旅行などが底堅く推移している。

今後の個人消費については、年度内は強含むものの、2014年度入り後は一旦大きく落ち込むと見込んでいる。これは2014年4月の消費税率引上げを睨んだ駆け込み需要とその反動減によるものであり、大きく上下する展開を想定している。乗用車や家電製品などの耐久財への支出が増加し、また、年度末直前には、消費者は非耐久財や半耐久財などの商品も買いだめに動くとみられる。2014年度入り後は、4～6月期にその反動で急減し、7～9月期以降に徐々に持ち直すものの、その足取りは緩やかな動きにとどまると見込んでいる。消費税増税によって当社では3%弱の消費者物価の上昇を想定しており、実質所得は目減りすることになる。政府は「簡素な給付措置」等を実施するが、給付規模は小さく、その効果は限定的だろう。

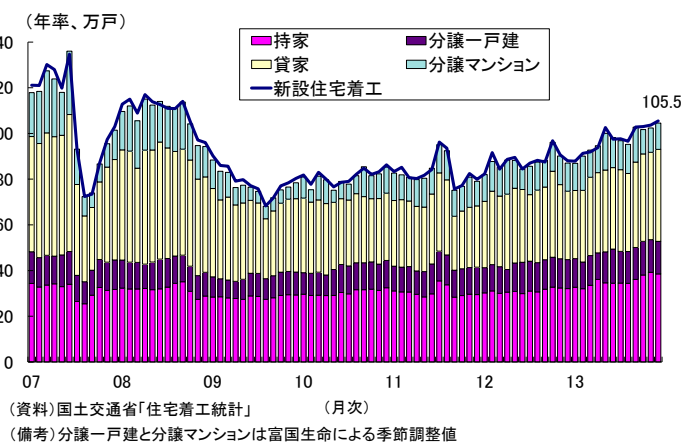
図表 5. 実質家計最終消費支出の内訳



○新設着工件数は、減少傾向に

住宅投資は増加基調となり、新設着工も高水準で推移している。住宅投資に先行する新設住宅着工戸数をみると、12月が年率105.5万戸と4ヵ月連続で100万戸台となっている。これは、現行の消費税率が適用される特別措置を睨んで9月末にかけて請負契約が増加し、その契約分が着工段階となったことで10～12月期の新設着工を押し上げたと考えている。特に、相続税対策としても需要が強まった貸家は、持家や分譲住宅と異なり消費税増税の影響を緩和する措置がなく、駆け込みの度合いが強かったとみられる。また、都市部での地価上昇や建築コストの上昇観測などの要因も、家計の住宅取得を後押ししたとみられる。しかしながら、既に家計の住宅取得意欲は

図表 6. 新設住宅着工戸数の推移



一旦弱含んでいるとみられる。住宅生産団体連合会のアンケート調査をみると、戸建注文住宅の受注実績は大幅なマイナスとなり、見学会等の来場者数も減少を指摘する声が増えている。そのため、今後については、新設着工は減少傾向を辿ると見込んでいる。前回の消費税率引上げの際は、前年10月に新設着工はピークをつけて、その後は減少傾向を辿った。今回は12月に直近の最高水準を更新したが、それがピークとみており、1月以降、新設着工は減少傾向を辿るだろう。2014年度以降、住宅ローン減税が拡充され、「すまい給付金」も新設されたことで、住宅ローン額や年収等の条件次第では、消費税率引上げ後の方が実質的な負担増は小さくなるケースもあり、消費税増税が住宅投資を左右する大きな要因ではなくなっている。ただし、その「すまい給付金」の決定が遅かったことに加え、都市部などの地価上昇や建築コストの上昇に伴う住宅価格の先高感等もあり、住宅購入を考えていた多くの家計は特別措置終了の9月末を意識して動いたとみられる。そうした需要の先食い分の反動減は避けられず、1～3月期には、新設着工は年率80万戸台まで落ち込むだろう。その後は、雇用環境の改善が続く中で、徐々に水準を回復していくとみている。住宅投資については、10～12月期の新規着工分が進捗する1～3月期がピークとなり、その後は減少すると想定している。なお、震災の被害が大きかった地域の住宅再建が本格化する時期は、宅地造成後となることから、2015年度が再建のピークになると想定している。

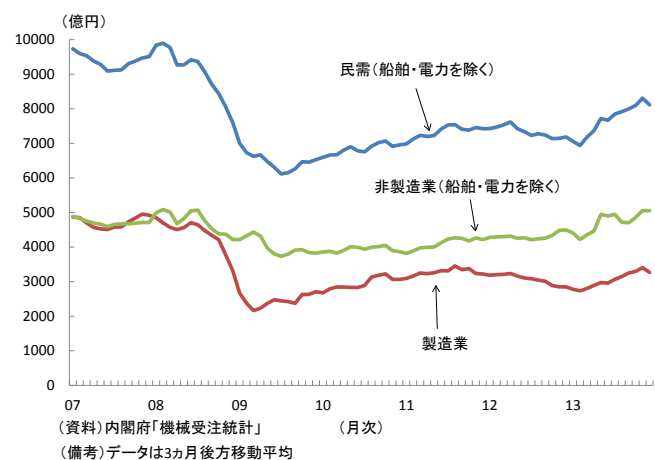
○設備投資は、増加基調が続く

設備投資は、増加基調となっている。

10～12月期の実質設備投資は前期比1.3%増と3四半期連続で増加している。12月の日銀短観をみると、大企業における2013年度の設備投資の計画値は前年比4.6%増とこの時点としては高い数値ではないが、中小企業は同7.9%増と高い計画値となっている。次に先行指標である機械受注（船舶・電力を除く）をみると、10～12月期は、見通しではマイナスとなっていたが、前期比1.5%増とプラスで着地し、3

四半期連続でプラスとなっている。内訳をみると、製造業が同0.6%増と前期の高い伸びから鈍化したものの、一般機械や電気機械などで高い伸びとなっている。また、非製造業（船舶・電力を除く）は同7.5%増と大幅に増加している。趨勢的には金融業・保険業や建設業で増加傾向となっており、今後の設備投資の増加を示唆している。そのため、今後についても、設備投資は、緩やかな増加基調になると見込んでいる。堅調な内需と円安進行を背景に、大企業を中心に企業収益は回復している。また、日銀短観で生産・営業用設備判断DIをみても、製造業は過剰感が和らぎ、非製造業は不足感が強まりつつある。このように企業収益の改善や既存設備の過剰感の緩和や不足感を考慮すると、企業の投資意欲は高まっていくとみられ、設備投資が増加基調を維持する可能性が高い。非製造業は、復興需要などが期待できる建設業、インターネット販売等の小売形態の多様化にあわせた投資が見込まれる小売・卸売業や運輸業な

図表7. 機械受注の推移



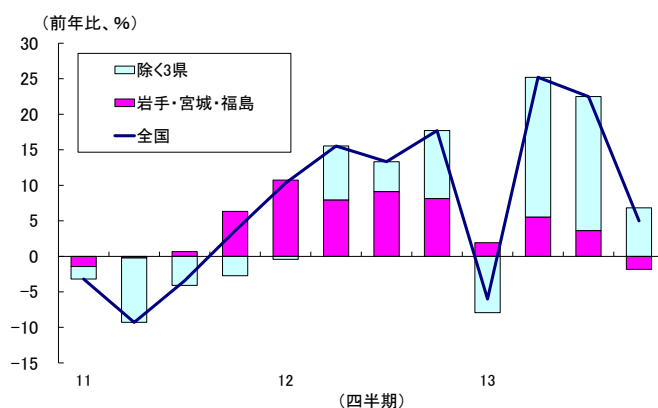
どが増加するとみられる。一方、製造業は、生産設備の国内回帰の動きは今のところ広がりがみられず、能力増強を目的とした工場新設・増設の動きは強まっていない。ただし、リーマンショック後の景気悪化時に投資が控えられた影響で生産設備のヴィンテージが長期化しており、それに対応する維持・補修などの更新投資を中心に増加すると見込んでいる。政府は、今後3年間でリーマンショック前の設備投資水準である年間70兆円への回復を目指す中、法人税減税の更なる引下げも検討されるなど、企業への支援策を拡充する動きもみられ、2014年度の設備投資は2013年度の伸びを上回ると見込んでいる。

○公的固定資本形成は、年度内は拡大が続く

公的固定資本形成は拡大している。

10～12月期の公的固定資本形成は、24年度補正予算の効果で全国的にインフラ投資が伸びており、5四半期連続で増加している。公共工事の出来高は引き続き高い伸びとなる一方、先行指標である公共投資請負金額は、7～9月期の前年比大幅増の後、10～12月期は前年比5.0%増と一桁の伸びにとどまっている(図表8)。中でも、岩手、宮城、福島

図表8. 公共工事請負金額の推移



(資料)東日本建設業保証会社資料等より富国生命作成

中でも、岩手、宮城、福島3県計は、公共工事の入札不調が相次いでいることもあり、前年比マイナスと震災以降プラスに転じてからは初めて前年割れとなっている。建設技能労働者や建設機械が足りず、資材価格も高騰していることが影響しているとみられる。今後については、公的固定資本形成は、年度内は拡大が続き、その後も高水準で推移すると想定している。平成25年度の公共投資予算は前年度より上積みされ、国費5.5兆円の「好循環実現のための経済対策」では、復興事業や国土強靱化に向けて約3兆円の予算が計上されている。これまでに締結された公共工事請負金額分が着実に進捗していくことに加え、これらの予算の積み増しが公共投資の追い風になるだろう。また、折しも2020年の東京五輪開催が決定しており、首都圏の交通インフラを中心に老朽化対策工事が順次実施されることになるだろう。その中、既に公共投資の入札不調が頻発していることに対し、工事費の増加に併せて労務単価を見直す動きもあり、徐々に入札不調が減少する可能性もあろう。ただし、復興需要については予算が上積みされているが、足元でも既に復興まちづくり事業などの進捗が遅れていることが示すように、人的・物的な不足がボトルネックになってしまっている。この解消には時間が掛かるとみられることから、年度内の増加ペースは緩やかなものにとどまり、2014年度入り後は高水準ながらも頭打ちになると想定している。

○輸出は緩やかな増加基調に

輸出は伸び悩んでいる。10～12月期の実質輸出は前期比0.4%増と微増にとどまっている。円安進行により輸出金額は増加しているものの、輸出数量は殆ど伸びていない。10～12月期の輸出数量指数は、中国を中心にアジア向けが上向いたものの同0.5%

上昇にとどまっている。製造業の海外生産比率が高止まりし、海外現地企業の部品調達も日本からの調達割合が低下傾向になっている構造的な要因も影響しているとみられる。ただし、台湾・韓国等のアジア各国の輸出も顕著な回復がみられないなど、海外需要の弱さがわが国の輸出が伸びない主因であると考えている。

今後については、輸出は緩やかな増加基調になると見込んでいる。海外経済の回復による需要増が押し上げ要因

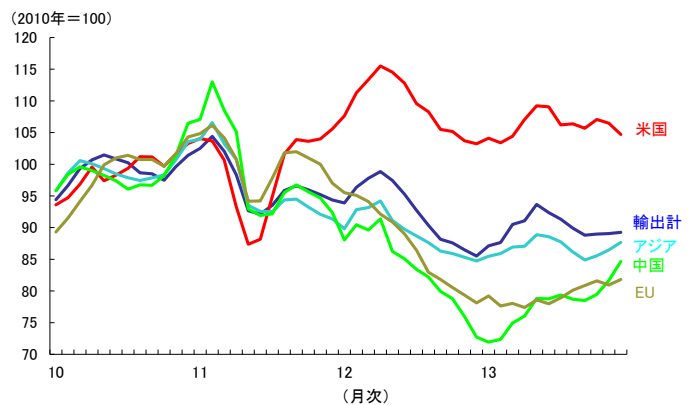
となるだろう。日本の輸出に先行して動く OECD 景気先行指数は、力強さを欠くものの持ち直しており、緩やかながらも海外需要は回復するとみられる。地域別では、欧州経済は弱さが残るものの上向き、また、米国経済は緩やかな回復が続くだろう。こうした先進国の需要の回復を映して、ASEAN の減速も次第に歯止めがかかると想定している。その中、円安による価格競争力の向上もわが国の輸出の押し上げ要因となるだろう。ただし、引き続き海外現地生産比率の高まりという構造要因の影響が続くため、従来の円安局面のような大幅な増加は期待できない。

なお、主要国・地域の海外経済動向の詳細については、以下の通りである。

【米国経済】

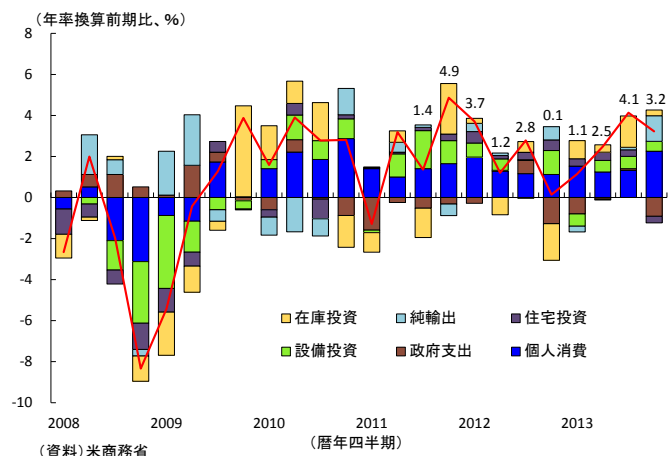
米国経済は緩やかな回復が続いている。10～12月期の実質 GDP 成長率(速報)は、前期比年率+3.2%となった(図表10)。財政協議が難航して10月上旬に連邦政府機関が一時閉鎖する事態に陥ったが、景気に与えた影響は軽微にとどまったとみられる。需要項目別にみると、個人消費は同3.3%増と7～9月期の伸びを上回った。実質可処分所得が前期比0.8%増と安定的に増加する中、財政協議に対する不透明感が薄れるにつれて消費マインドが持ち直したことが、消費が加速した要因とみられる。個人消費の内訳をみると、サービスは幅広い項目で増加し前期比年率2.5%増、非耐久財は同4.4%増と増加幅が拡大した一方、自動車販売の減少などにより耐久財は同5.9%増と伸びが減速した。住宅投資については同9.8%減とマイナスに転じたものの、住宅着工件数は10～12月期は前期比13.5%増と増加に転じ、年率100万戸を回復している。設備投資は前期比年率3.8%増と伸びは鈍化したものの3四半期連続で増加した。構築物投資は同1.2%減とマイナスとなる一方、設備機器は同6.9%増と伸びが高まっている。一方、政府支出については連邦政府の一部閉鎖の影響により同4.9%減となった。足元の雇用環境につ

図表9. 輸出数量指数の推移



(資料)財務省「貿易統計」より富国生命作成
(備考)データは後方3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

図表10. 米国実質GDP成長率の推移



いては、1月の非農業部門雇用者数が前月比11.3万人増と、寒波の影響で鈍化したとみられる12月の増加幅は上回ったものの、力強さを欠く結果となった。

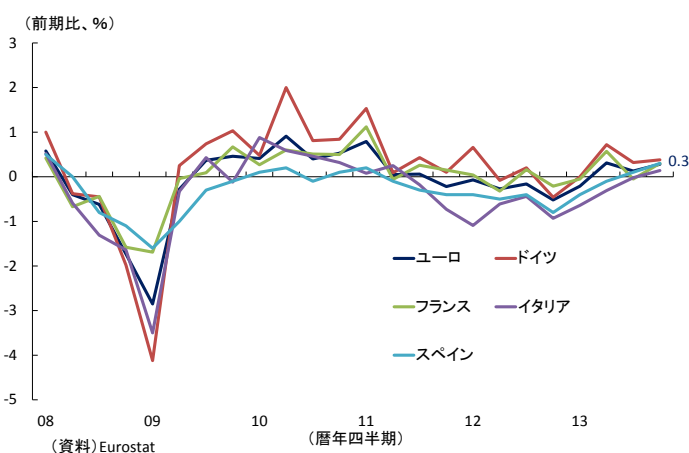
今後についても、緩やかな回復が続くと想定している。雇用環境については、2月の寒波により一時的に雇用者数の増加ペースが鈍化するとみられるものの、その後は民間部門が着実に増加し、緩やかに改善すると想定される。個人消費は、小売売上高が12、1月と2ヵ月連続で減少するなど寒波の影響によって弱い動きとなっているものの、4～6月期以降に回復基調が明確になると見込んでいる。家計の過剰債務の調整が概ね終了する中、雇用・所得環境の改善にあわせて消費は増えるだろう。また、住宅投資については、中古在庫が低水準であり、住宅価格上昇期待や雇用の改善を背景に、増加基調は崩れないと見込んでいるが、住宅ローン金利の上昇もあって、増加ペースはスローダウンすると見込まれる。設備投資は概ね底堅く推移すると見込んでいる。内需の底堅さに加え、輸出が増加基調を維持する中、企業の内部留保が潤沢にあるため、緩やかな増加が続くだろう。2014年の米国の実質GDP成長率は、前年比+2.7%を想定している。

【欧州経済】

欧州経済は、ドイツを中心に、緩やかに持ち直している。10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、3四半期連続でプラス成長となった(図表11)。ドイツが同+0.4%と伸びを高め、フランスは同+0.3%と再びプラス成長となった。また、スペインは同+0.3%と2四半期連続でプラスとなり、イタリアについては同+0.1%と10四半期ぶりにプラスに転じた。個人消費については、10～12月期の小売売上数量が同0.7%減と、4四半期ぶりに減少した。失業者数は12月まで3ヵ月連続で減少しているものの、失業率は12月に12.0%と高止まりが続いており、依然として厳しい雇用環境が続いている。そのため、消費マインドは改善の動きが続いているものの、小売売上数量については持ち直しの動きが足踏みしたとみられる。また、10～12月期の輸出金額を見ると、域内向け輸出は同0.4%減となったものの、米国向けが同0.6%増、中国向けが同1.0%増となるなど、域外向けは同0.1%増と増加に転じた。

今後については、緩やかながらも、引き続きプラス成長が続くと見込んでいる。個人消費については、所得・雇用環境が堅調なドイツでは底堅く推移するとみているが、失業率が高止まりしている南欧諸国では弱い動きが続くとみられ、ユーロ圏全体の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。また、米国や中国などの海外需要の回復を受けてドイツを中心に域外輸出は回復傾向が続くものの、域内輸出は持ち直すも緩慢な動きになるとみられ、輸出全体では力強さを欠く動きが続くと見込まれる。また、このような内・外需の持ち直しを受けて設備投資は上向くと見込んでいるが、設備稼働率は改善しているものの、前回の設備投資拡大時期の水準には達しておらず、景気

図表 11. 欧州実質GDP成長率の推移



全体のけん引役になるほどの力強さは期待できないだろう。こうした中、製造業の受注判断DIは上向いており、生産は緩慢なペースではあるが持ち直すと想定している。なお、これまで押し下げ要因となっていた財政緊縮は、今後下押し圧力が緩和されると見込まれる。総じてみると、欧州経済は、厳しい雇用環境などにより需要に弱さが残る南欧諸国の緩慢な動きが足かせとなるものの、ドイツがけん引することで低成長ながらも持ち直すと想定している。

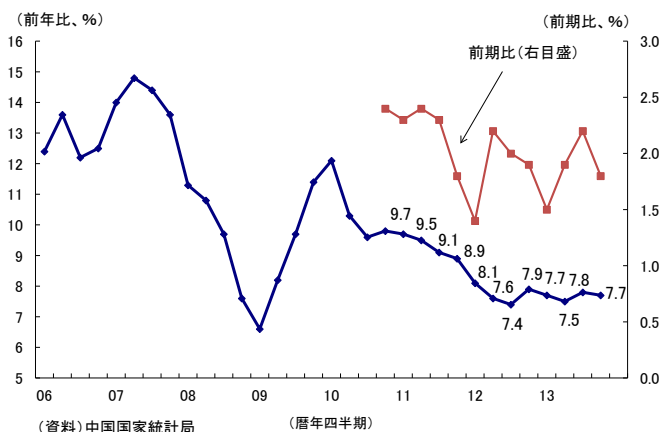
【中国経済】

中国経済は 7%台半ばの実質成長率が 続いている。10～12月期の実質GDP成長率は前年比+7.7%と2四半期ぶりに前期の伸び率を下回った(図表12)。月次の指標をみると、固定資産投資が1～12月累計で同19.6%増と2ヵ月連続で20%を下回り、資金調達環境が引締め気味となったことで、インフラ投資などの伸びが鈍化している。また、生産についても12月が5ヵ月ぶりに前年比一桁の伸びとなるなど、勢いを欠く動きとなっている。一方、

個人消費は政府の節約令の影響が残り飲食店や贈答品等の消費は鈍化しているものの、底堅く推移している。中でも、自動車販売は2013年が前年比二桁増になるなど、好調さを維持している。また、先進国の需要回復を映して、輸出も、一進一退の動きであるが、前年比伸び率は拡大傾向となっている。2013年1月前後に輸出が水増しされた可能性もあって実態の見極めが難しいものの、水増しが指摘されている香港向けを除くベースでみても同様の動きとなっている。

今後については、当面、方向感をはっきりしないものの、7%台半ばの成長が続くと想定している。内需については、底堅いものの、やや減速すると見込んでいる。その主因は、固定資産投資の伸び鈍化を想定しているためである。シャドーバンキング(影の銀行)経由の金融商品のデフォルト懸念が高まる中で、地方政府等の資金調達環境は厳しくなり、過剰なインフラ投資等に歯止めが掛かるとみている。公表されている地方の2014年の成長率目標をみても、大半の地域で前年の目標を下回る計画値となっており、やみくもに投資によって成長率を押し上げることを是正する表れであると考えている。都市化の進展を図るための必要な投資が続くことで高い伸びを維持するものの、2013年より減速すると見込んでいる。もう一つの柱である個人消費は、底堅く推移すると見込まれる。総じて良好な雇用環境のもと所得も拡大しており、二桁増を維持すると見込んでいる。特に、堅調さを維持する自動車販売は、今後も内陸部における乗用車需要の拡大の動きが追い風になるだろう。一方、輸出については、欧米の需要が緩やかに回復する中、新興国経済の減速に徐々に歯止めがかかることで、香港向けを除いたベースでは引き続き前年比伸び率が高まると想定している。不動産バブルへの警戒感が依然として根強い中、中央政府は、様々な歪みに対峙せざるを得ず、投資主導から消費主導への構造転換を目指すしか方策がないだろう。国の成長率

図表 12. 中国実質GDP成長率の推移



目標は、3月の全人代で公表されるとみられるが、2014年は2013年の7.5%から引下げられる可能性が高いと考えている。そのため、2014年の実質GDP成長率は7.4%と2013年の7.7%から減速すると想定している。

○今後の伸び率などについて

2013年度の実質GDP成長率は+2.4%と前回予測（11月時点）を0.2ポイント下方修正した。10～12月期の実績が前回予測を下振れたことが下方修正の要因であり、2014年1～3月期については、年率+6%台の高い伸びを見込んでいる。需要項目別では、個人消費は、年度末にかけて駆け込み需要が強まり、12月まで住宅新設着工が高水準となったことで、住宅投資も増加基調を維持するとみられる。また、公的需要による押し上げが続くと見込んでいる。一方、わが国の輸入依存度の高まりという構造的要因に加え、駆け込み需要によって耐久消費財などの輸入が増加しており、その動きが年度末にかけて続くと想定している。外需の寄与度は、1～3月期は輸出の増加によりプラス寄与に転じると見込んでいるものの、年度ベースではこれまで+0.1ポイントの寄与を見込んでいたが、▲0.2ポイントに下方修正している。

2014年度の実質GDP成長率は+0.9%と前回予測を0.1ポイント下方修正した。2013年度に比べて成長率が大きく低下するのは、家計部門において駆け込み需要の反動減が避けられないためである。住宅投資は、住宅ローン減税の拡充や「すまい給付金」により家計の実質負担増はほぼ相殺されることになったが、既に需要を先食いしているとみられ、大幅減になるだろう。また、個人消費は、4～6月期の大幅減の後、夏の賞与の増加もあって緩やかに持ち直すものの、消費税増税による実質可処分所得の減少が重石となるだろう。その中、5.5兆円規模の「好循環実現のための経済対策」によって、公的需要は前年比プラスを継続すると想定している。また、これまでの企業収益の改善を背景に、設備投資も増加基調を維持すると想定している。外需については、0.5ポイントのプラス寄与を見込んでいる。輸入が、耐久消費財などの需要低迷を映して伸びが鈍化する一方、輸出は増加基調を辿ると想定している。ただし、円安水準で推移する中、欧米などの海外需要の回復が追い風になるものの、日系企業の海外現地生産化で以前ほどの輸出の伸びは期待できない。このような輸出・輸入における構造的な変化を考慮し、前回予測を下方修正している。なお、四半期毎の成長率は、4～6月期に大幅マイナスとなった後、7～9月期以降はプラス成長を辿ると見込んでいる。

○消費者物価の見通し

日銀が掲げる消費者物価上昇率（消費税率引き上げの影響を除く）2%の「物価安定の目標」を、この数年で達成するのは困難であると考えている。12月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数総合）は、前年比+1.3%と2ヵ月連続で1%を上回る伸びとなっている。原油価格が急騰した2008年以来の高い伸び率となっているが、昨年以降の円安進行の影響が大きい。契約通貨ベースでの原油価格などの資源価格は概ね横ばい推移であるものの、円安によって円ベースの輸入価格が急上昇している。それにより、ガソリンや灯油などの価格は前年比で上昇し、また、その要因に原発稼働停止の影響も加わった電気代は値上がりしている。他にも円安の影響を受けるハンドバッグ（輸入品）や海外パック旅行なども前年比二桁の上昇率となっている。家電製

品や情報機器のCPIはこれまで下落傾向が続いていたが、足元では多くの製品で前年比プラスに転じたり、マイナス幅が縮小したりする動きがみられる。これらの製品は輸入品が多く、消費増税を控えて需要が強まるとの見通しの中で、企業は戦略的に高機能化を図るとともに、輸入価格上昇分を一定部分価格に転嫁しているとみられる。その他にも、特殊要因として、傷害保険料や自動車保険料の値上げが物価の押し上げ要因となっている。ただ、これらの物価上昇は、継続的なものではないとみられる。円安進行に歯止めが掛かれば、輸入物価の前年比上昇率は徐々にプラス幅が縮小し、保険料等も単年度限りの値上げであれば、一年で押し上げ効果が一巡する。また、需要面でも、2014年度入り後は駆け込み需要の反動減が想定され、需要を喚起するために企業の価格戦略は再考を迫られることになるだろう。こうした中、上記にあげた品目以外でも、外食などの一般サービスでCPIが上昇する動きが広がっており、アルバイトの時給上昇による人件費負担増が価格に転嫁されている可能性もあろう。景気の回復基調を維持する中で、人口動態面でも雇用の需給は引き締めつつあることから、このような動きは続く想定している。コアCPIは、2013年度が前年比+0.7%、2014年度が同+2.8%（消費税引き上げの影響を除くと同+0.8%）と想定している。

○リスク要因

日本経済は、2013年度内は個人消費の駆け込み需要により強い動きとなるが、その反動が見込まれる2014年度入り後は内需が盤石ではなくなる。そうした中、海外経済の持ち直しの足取りは力強さを欠いており、不安材料は残っている。FRB（連邦準備制度理事会）がQE3（量的緩和第3弾）の段階的な縮小を進める中で、脆弱とみられる一部の新興国では資金が流出する動きもあり、実体経済にも悪影響が広がることも懸念される。また、二番底を脱した欧州もデフレが懸念されるなど債務問題の後遺症が残る中で、銀行同盟に向けた過程で銀行の不良債権問題がクローズアップされる可能性もあり、今後の行方には注意が必要である。中国では、格差拡大により国民不満が高まる中、政府の政策の舵取りは一段と困難になっており、予期せぬ事態が生じた場合、想定以上に経済が落ち込むだろう。このような海外要因の不安材料が顕在化すると、円安・株高の動きが反転する可能性があり、わが国の外需や内需にも悪影響を及ぼすとみられ、2014年度以降は、特に注意が必要である。

以 上

図表13. デフレーター伸び率(2005暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
国内総支出	▲ 1.2	▲ 2.0	▲ 1.7	▲ 0.9	0.1	1.3
民間最終消費	▲ 2.6	▲ 1.5	▲ 0.7	▲ 0.9	0.3	1.7
民間住宅投資	▲ 3.2	0.2	0.5	▲ 0.5	2.9	1.7
民間設備投資	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.2	1.0	1.3
政府最終消費	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 1.0	▲ 0.4	0.5
公的固定資本形成	▲ 3.4	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	1.7	1.6
財貨・サービスの輸出	▲ 9.1	▲ 2.4	▲ 2.3	0.5	8.3	1.8
財貨・サービスの輸入	▲ 16.0	3.1	5.6	0.8	9.6	1.0

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
実質国内総支出	▲ 2.0	3.4	0.3	0.6	2.4	0.9
民間需要	▲ 3.2	2.5	1.2	1.1	1.5	▲ 0.0
民間最終消費	0.7	0.9	0.8	0.9	1.4	▲ 0.4
民間住宅投資	▲ 0.7	0.1	0.1	0.1	0.2	▲ 0.3
民間設備投資	▲ 1.7	0.5	0.6	0.1	0.2	0.5
公的需要	1.0	0.1	0.1	0.3	1.1	0.4
政府最終消費	0.5	0.4	0.2	0.3	0.4	0.2
公的固定資本形成	0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.7	0.1
財貨・サービスの純輸出	0.2	0.8	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.2	0.5
財貨・サービスの輸出	▲ 1.5	2.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.6	0.9
財貨・サービスの輸入	1.7	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.4

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない