

平成25年8月15日

2013年度 日本経済の見通し（改訂）

～日本経済は、着実に上向きの動きが続く～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2013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 +2.6%、2014年度 +0.5%

○ 4～6月期は、3四半期連続のプラス成長に

4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.6%と3四半期連続のプラス成長となった。個人消費と公的需要が引き続き堅調に推移する中、輸出が2四半期連続で増加し、外需も成長率の押し上げに寄与している。一方、住宅投資と設備投資は前期比微減となったものの、先行指標は既に今後の持ち直しを示唆している。日本経済は着実に上向いている。

○ 今後も上向きの動きが続く

今後についても、上向きの動きが続くと想定している。補正予算の効果や消費税率引上げを見据えた家計の前倒しの行動が成長率を押し上げると見込んでいる。その前倒しの行動は需要項目で異なり、個人消費は、年度末にかけて次第に力強さを増していく一方、住宅投資は、秋頃がピークになると想定している。また、下げ止まった設備投資は、堅調な内需や円安進行により企業の収益は底上げされており、緩やかな増加基調を辿ると見込んでいる。一方、海外需要は、緩やかな持ち直しの動きにとどまるだろう。米国経済は緩やかな回復が続くものの、二番底を脱した欧州経済は弱さが残り、中国経済は伸び悩むと想定している。こうした状況下、円安による輸出競争力の向上もあって、わが国の輸出は緩やかな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+2.6%と前回予測（5月時点）を据え置いている。

○ 消費税率引上げの影響は大きい

今回の予測では、2014年4月に消費税率を8%へ引き上げることを前提としている。2014年度の成長率は、駆け込み需要の反動と実質的な家計の負担増により、大幅に低下すると想定している。しかも外需の寄与度を+0.6ポイント織り込んだものであり、海外経済が盤石ではないだけに下振れリスクを伴う。

○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年度予測				前回 13年5月 時点	2014年度予測		
		487.3	上期	下期	495.5		493.0	496.3	
			(前期比)						(前期比)
名目国内総生産 (兆円)	474.6	487.3	481.7	491.7	485.8	495.5	493.0	496.3	
	0.3	2.7	1.5	2.1	2.4	1.7	0.3	0.7	
実質国内総生産 (兆円)	519.7	533.2	527.7	536.9	533.5	535.7	532.0	536.6	
	1.2	2.6	1.5	1.7	2.6	0.5	▲ 0.9	0.9	
内 需	2.0	2.3	1.1	1.7	2.4	▲ 0.0	▲ 1.3	0.5	
民間 需 要	0.9	1.7	0.8	1.6	1.9	0.0	▲ 1.2	0.5	
民間 最 終 消 費	1.6	2.1	1.1	1.3	1.9	▲ 0.5	▲ 1.4	0.6	
民間 住 宅 投 資	5.3	5.1	3.9	▲ 3.1	4.7	▲ 9.5	▲ 8.8	2.1	
民間 設 備 投 資	▲ 1.4	3.3	1.5	5.9	4.0	3.0	▲ 1.0	2.5	
公 的 需 要	1.1	0.6	0.3	0.1	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	
政 府 最 終 消 費	2.1	1.6	1.0	0.5	1.2	0.8	0.4	0.3	
公 的 固 定 資 本 形 成	15.0	5.8	3.1	0.6	5.0	▲ 5.1	▲ 4.6	▲ 1.2	
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	0.3	0.4	0.0	0.2	0.6	0.4	0.4	
財貨・サービスの輸出	▲ 1.2	5.6	5.5	3.3	5.9	7.9	4.5	3.2	
財貨・サービスの輸入	3.8	4.0	2.8	3.7	4.8	4.8	2.2	1.3	

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	3.6	3.3	3.9	3.8	2.4	▲ 0.6	2.2
国内企業物価指数※	▲ 1.1	2.2	1.4	3.0	1.8	3.5	3.6	3.3
消費者物価指数※	▲ 0.3	0.4	0.2	0.6	0.4	2.6	2.6	2.6
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 0.2	0.5	0.4	0.7	0.3	2.6	2.6	2.6
(除く消費税の影響)						0.6	0.6	0.6
貿易収支(兆円)	▲ 6.9	▲ 6.2	▲ 2.9	▲ 3.3	▲ 6.1	▲ 3.1	▲ 2.1	▲ 1.0
経常収支(兆円)	4.3	8.5	4.7	3.8	7.0	12.2	5.9	6.3
名目賃金指数※	▲ 0.7	0.4	0.1	0.6	0.3	0.9	0.9	0.9
完全失業率(%)	4.3	3.9	4.0	3.8	4.0	3.7	3.7	3.6
住宅着工戸数(万戸)	89.3	91.6	98.6	84.3	91.0	81.9	80.4	83.7
為替レート(¥/\$)	83.1	99.7	98.5	100.8	100.4	105.0	105.0	105.0
原油価格(\$/b)	113.4	109.3	107.5	111.0	114.8	117.0	116.0	118.0
米国実質成長率(年率)	2.8	1.5	1.0	2.1	1.8	2.4	2.3	2.7
中国実質成長率※	7.8	7.7	7.6	7.7	8.1	7.8	7.9	7.7

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

○4～6月期の実質GDP

8月12日に発表された2013年4～6月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率換算+2.6%）と3四半期連続でプラス成長となった（図表2）。公的需要や個人消費が引き続き堅調に推移する中、設備投資が同0.1%減とほぼ下げ止まり、外需は2四半期連続でプラスとなった。また、名目GDP成長率については、同+0.7%（年率換算+2.9%）と円安

を受けて名目輸出が高い伸びとなったことに加え、実質ではマイナスだった住宅投資と設備投資がプラスになったことで、実質を上回る成長率となった。

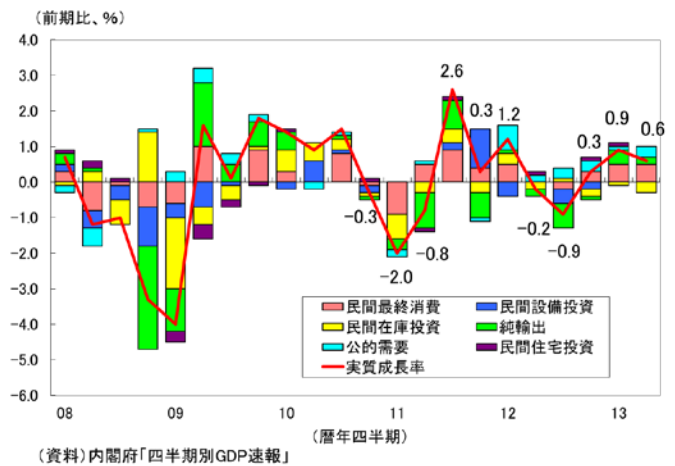
実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、同0.8%増と3四半期連続で増加した。消費マインドの改善により、高額消費を始め、サービスなど幅広く支出が増加している。公的需要についても、公的固定資本形成が、被災地の復興投資などが進捗し、6四半期連続のプラスとなる同1.8%増、政府消費も同0.8%増となり、寄与度が同+0.3ポイントと成長率を押し上げている。また、外需についても、輸出が同3.0%増と高い伸びとなり、輸入の伸び（同1.5%増）を上回ったことから、同+0.2ポイントの寄与度となった。一方、住宅投資と設備投資はともに微減となった。ただし、住宅投資は、1～3月期の新規着工が足踏みした影響で同0.2%減となったが、4～6月期の新規着工は大きく伸びており、また、設備投資は、6四半期連続で減少したものの、同0.1%減とほぼ下げ止まっている。なお、実質GDP成長率が市場の事前予測（コンセンサス）を下回った主因は、民間在庫投資の寄与度が前期比▲0.3ポイントとなったことである。

このように4～6月期の成長率は、日本経済が着実に持ち直しの動きを続け、回復過程を辿っていることが確認できる結果となった。今秋には、2次QEや7月以降の月次指標の数値を踏まえ、消費税率引上げについて総合的に判断されることになるが、予定通りの内容で決定されると想定している。

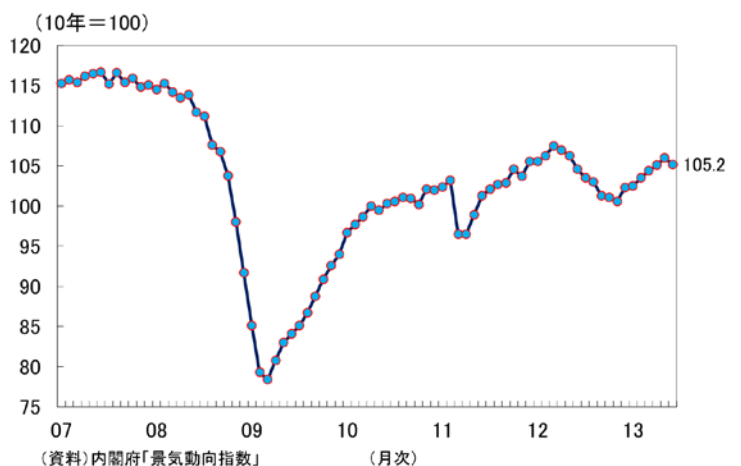
景気の変動を示す景気動向一致CIは、2012年11月を底に上昇傾向にあったが、生産指数の落ち込みを主因に6月に7ヵ月ぶりに低下している（図表3）。

5月以降の金融資本市場を振り返ると、日経平均株価は一時1万6千円を目指す展開となった後、一転下落傾向となり、6月には1万2千円台まで値を下げている。そうした動きを映して、消費マインドの改善も一服し、6月の実質消費総合指数は、6ヵ月ぶりに低下している。ただし、その後の株価は概ね1万4千円前後で推移してお

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

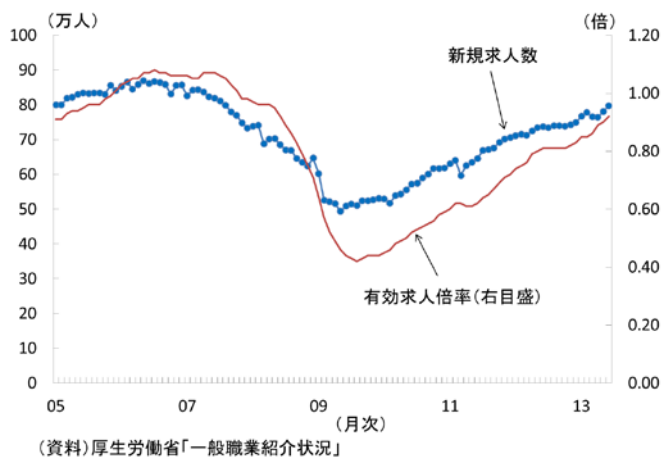


り、消費マインドが大きく落ち込む懸念は小さいとみている。また、生産予測調査をみても、製造工業が7月に前月比+6.5%と高い伸びが見込まれている。そのため、景気動向一致 CI の上昇トレンドは崩れないと考えている。漸く下げ止まった設備投資についても、機械受注などの先行指標は非製造業を中心に持ち直しており、今後は増加基調に転じると見込まれる。上場企業の決算発表でも、前年度に比べて円安水準になっていることで製造業を中心に業績が改善している。公共投資も、緊急経済対策における大半の事業が執行されつつあり、押し上げ効果は続くとみられる。加えて、2014年4月の消費税率の引上げを見据えた家計を中心とした前倒しの行動も見込まれることから、今後の日本経済は、内需主導の上向きの局面が続くと見込んでいる。なお、外需についても、前年度に比べて円安水準で推移する中、海外需要が緩やかながらも持ち直すことや日中関係の悪化による悪影響が緩和していることにより、わが国の輸出は緩やかに増加するだろう。

○個人消費は年度末にかけて次第に力強さを増す

雇用環境は、改善傾向となっている。6月の有効求人倍率は0.92倍と前月比0.02ポイント改善している(図表4)。地域別にみても、多少温度差がみられるものの、幅広い地域で求人が増加している。こうした動きを映して、4~6月の失業率は4.0%と前期比0.2ポイント改善している。生産年齢人口(15~64歳)が減少傾向となる中でも、四半期毎の就業者数は着実に増加している。今後についても、雇用環境は改善傾向が続くと見込んでいる。先行指標

図表4. 有効求人倍率と新規求人数



である新規求人数をみても、これまで前年比減少が続いていた製造業が13ヵ月ぶりに増加に転じるなど、生産の持ち直し傾向を映して、採用意欲が戻ってきている。また、非製造業についても、堅調な内需を背景に引き続き増加している。

所得については、下げ止まっている。6月の現金給与総額は、特別に支払われた給与の増加により前年比0.1%増と5ヵ月ぶりに前年比プラスとなった。大企業を中心に夏季賞与が増加したことが寄与したとみられる。今後については、定期給与は伸び悩むものの、所定外労働時間の長期化に伴う残業代の増加が見込まれ、現金給与総額は次第に増加基調になると想定している。また、円安や堅調な内需を映して、企業収益は回復傾向となり、冬の賞与も前年比増加すると見込んでいる。このように2013年度の現金給与総額は、増加幅が限定的であるものの、賞与や残業代の増加により、前年比プラスになるだろう。なお、安倍政権が目指している定期給与を含めた本格的な賃上げへ向けた動きは2014年度入り後になると想定している。

個人消費は、良好な消費マインドを映して、堅調に推移している。4~6月期の家計最終消費支出の形態別の内訳をみると、全ての項目で前期比プラスとなっている(図表5)。特に、サービス消費は、旅行やレジャーへの支出が増えているとみられ、前期比0.6%増となっている。6月の百貨店売上高は、前年よりセールを前倒しした影響も

あり、前年比 7.2%増と 2 ヶ月連続で前年を上回っている。一方、新車投入効果により堅調だった自動車販売は一服しており、このように足元では濃淡がみられる。実質消費総合指数で月次の動きをみても、6 月が前月比 0.7 ポイント低下している。賃金が伸び悩む中で、5 月下旬に株価が大幅に調整したことが影響しているとみられる。7 月の景気ウォッチャー調査の現状判断 DI をみても、4 ヶ月連続で低下し、消費マインドの改善は足踏みしている。

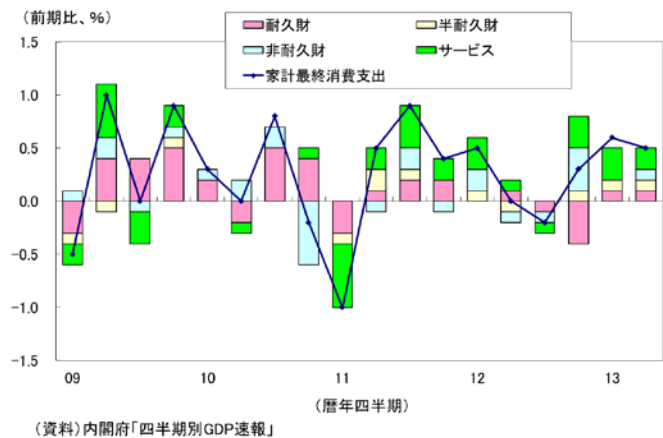
50 を上回っているため良好さは維持していると言えるが、これまでのような力強さはみられない。現在、足踏みをしているとみられる個人消費については、年度末にかけて力強さを増していくと見込んでいる。雇用環境の改善を背景に、消費マインドは良好な状態が続くと見込んでおり、足元の足踏みは、5 月までの株価の急上昇を受けて、消費が強かったことによる一時的なより戻しにすぎず、軽微なものと考えている。所得面では、段階的な年金保険料の引上げ等の重しがあるものの、夏季賞与のプラスや残業代の増加も期待できると見込んでいる。今秋には、予定通り 2014 年 4 月からの消費税率の引上げが決定されると想定しており、それを見据えた前倒しの消費行動により、年度末にかけて駆け込み的な動きが加速していくと想定している。しかしながら、2014 年度入り後は、駆け込み需要の反動減に、増税に伴う実質的な家計の負担増も加わり、一時的に弱含むだろう。

○新規着工は、年度後半は弱い動きに

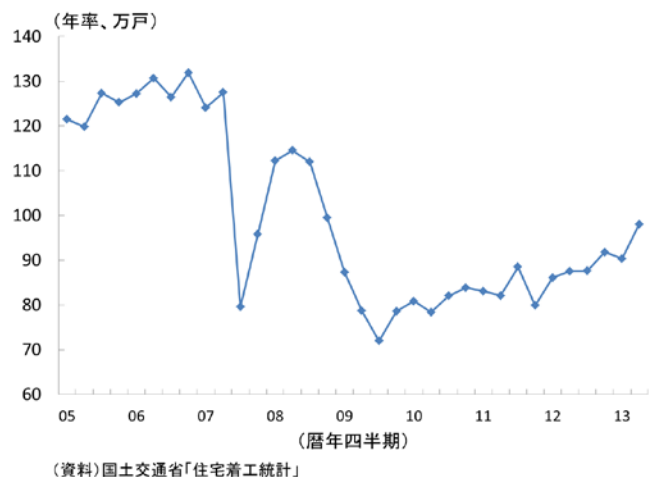
住宅投資は、やや足踏みしたものの、新設着工は堅調に推移している。進捗ベースで計上される住宅投資は、1~3 月期の新規着工が足踏みしたことなどから 5 四半期ぶりに微減となった。ただし、新設着工戸数は、5 月に年率 100 万戸台を回復し、4~6 月期でも同 98.1 万戸と前期比 8.5%増加している（図表 6）。利用関係別にみると、持家が同 7.2%増、分譲が同 8.6%増と、住宅ローン金利の先高感や消費税率引上げを見据えて、家計の住宅取得意欲が高まっている。

また、1~3 月期に減少した貸家も、消費税要因に加え、25 年度税制改正において相続税が見直されたことで、節税対策として賃貸物件を建設する動きもあり、4~6 月期は同二桁増となっている。住宅生産団体連合会の住宅業況調査報告をみても、金融機関の融資姿勢が積極化する中、低層賃貸住宅の「全体の引き合い件数」等は高水準にある。今後についても、都市部における一部マンション価格の先高感や住宅ロ

図表 5. 実質家計最終消費支出の内訳



図表 6. 新設住宅着工戸数の推移



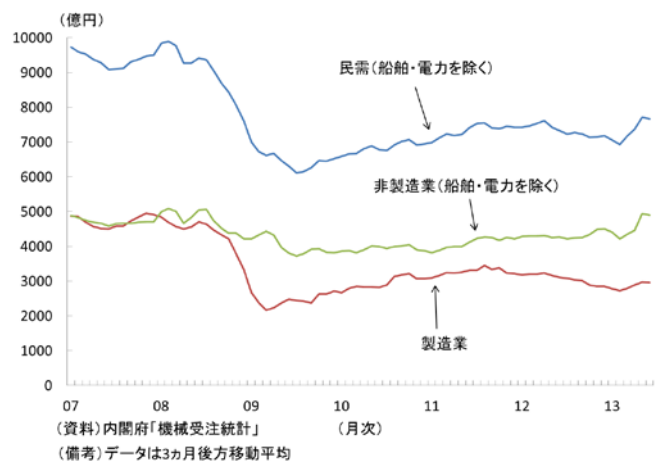
ローン金利の先行きが不透明なこともあり、家計の住宅取得意欲が強い状態が続くだろう。現行の消費税率が適用される9月末までの請負契約締結を見据えた駆け込み的な動きが生じると想定している。ただし、10月以降、進捗ペースで計上される住宅投資は、当面、それまでの契約分の工事が下支えして、緩やかな減少にとどまるが、駆け込み契約の新規着工が一巡した後は、反動減の影響が顕著に現れると想定している。2014年度以降の住宅ローン減税の拡充により、物件価格や融資金額等の条件次第では、消費税率引上げ後の購入の方が有利になるケースもあり、落ち込みに一定の歯止めが掛かるものの、2014年1～3月期には、年率80万戸台まで減少すると見込んでいる。被災地においては、沿岸部以外では動きがみられるものの、沿岸部については、土地区画整理等による宅地造成工事が終わらなければ建設できない地区が多く、2015年度が住宅建設のピークになるとみられ、住宅再建は後ずれすると想定される。

○設備投資は、増加基調に転じる

設備投資は、下げ止まっている。4～6月期の実質設備投資は、前期比0.1%減と微減にとどまっている。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く）をみると、4～6月期は、見通しでは前期比1.5%減となっていたが、実績値では同6.8%増と5四半期ぶりの増加で着地している（図表7）。7～9月期は再びマイナスが見込まれており強さはないものの、先行指標のトレンドが変わった可能性もある。特に、非製造業は、運輸業・郵便業、建設業などを中心に増加している。

また、企業の設備投資計画を6月の日銀短観で見ると、2013年度の設備投資計画は、大企業製造業は前年比6.7%増とこの時点の計画値としては高くないが、大企業非製造業は同4.9%増と、過去の数値と比較して強めの計画となっている。日本政策投資銀行の設備投資計画調査をみても、非製造業は22年ぶりの二桁増と投資意欲が持ち直している。今後については、設備投資は、緩やかな増加基調になると見込んでいる。前年度に比べて株高、円安が定着しつつある中、景気の持ち直しも相まって、企業の投資意欲は徐々に高まっていくだろう。中でも、けん引役は、先行指標や設備投資計画で強めの数値がでていた非製造業であるとみている。復興需要が期待できる建設業に加え、コンビニなどの小売業の意欲的な出店計画やネット通販の市場拡大等に伴い物流施設などが増加するとみられる。一方、製造業は、生産設備のヴィンテージの長期化に対応する維持・補修や低燃費車などの新製品に向けた投資が中心になると見込んでいる。国内のエネルギー政策の先行きが不透明な中、新興国を中心に「汎用品は消費地で生産する」という動きが続くことで、能力増強を目的とした国内での投資は限定的になるだろう。なお、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しており、設備投資を促す支援策を来年度以降に拡充する動きもみられ、2014年度の設備投資が上振れする可能性もあるとみている。

図表7. 機械受注の推移



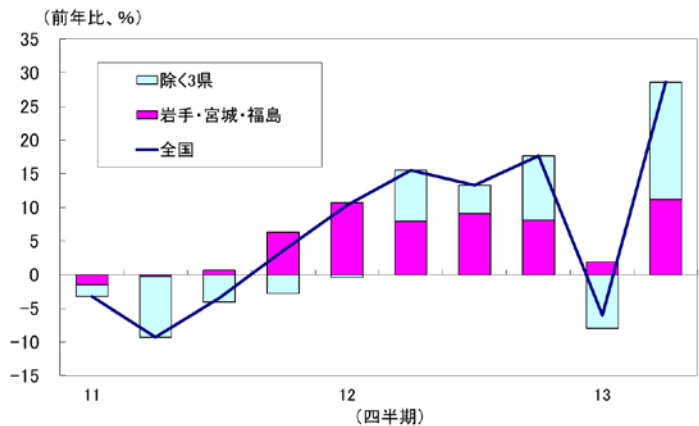
○公的固定資本形成は、年内は拡大が続く

公的固定資本形成は増加している。

4～6月期の公的固定資本形成は、全国的に公共事業が徐々に動き出したとみられ、6四半期連続で増加している。公共工事出来高をみると、5月が前年比12.9%増と伸び率が拡大しており、北海道や九州など多くの地域で二桁増となっている。先行指標となる公共投資請負金額をみても、4～6月期は前年比25.2%増と大幅増となっている（図表8）。平成24年度補正予算に計上された公共工事関係費が執行段階となり、岩手、宮城、福島の高伸び

になったことに加え、それ以外の地域でも二桁増となっている。今後については、公的固定資本形成は2013年内は拡大が続き、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も前年度より上積みされており、地方自治体に対し、インフラ老朽化対策や事前防災・減災対策を図るよう予算を手当てしている。全国的に学校、トンネル、橋梁、水道設備などが経年劣化しており、長寿命化の補修工事が着実に進められるとみている。一方、被災地については、資材の調達や建設技術労働者の確保が厳しい状況は続いており、迅速な復興投資の足かせになっているとみられる。また、住民との合意形成が必要な防災集団移転計画などは着工が遅れており、復興庁の資料をみると、「防災集団移転」に着手している割合は対象地区の36%（6月末）、「土地区画整理」は63%（同）にとどまっている。このような事業が、多くの地域で着手・執行されるにつれて、公共投資を押し上げていくことが見込まれる。全国的な防災投資は、今年度がピークになるとみられることから全体の公共投資は頭打ちとなるものの、復興投資は相当の時間を要す見込みである。

図表8. 公共工事請負金額の推移

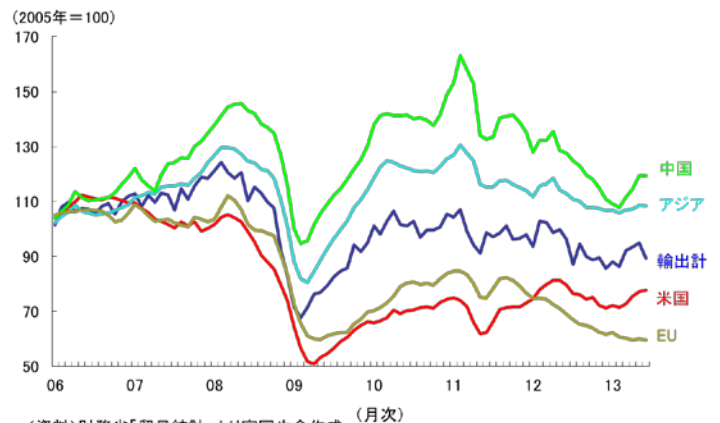


(資料)東日本建設業保証会社資料等より富国生命作成

○輸出は緩やかな増加基調に

輸出は増加基調となっている。海外需要の緩やかな持ち直しなどを映して、4～6月期の実質輸出は前期比3.0%増と2四半期連続で増加している。輸出数量指数をみると、4～6月期が同4.2%上昇と2四半期連続で上昇している（図表9）。主要地域別（当社による季節調整値）にみると、景気に弱さが残るEU向けは低下傾向となっているものの、米国・中国向けは上向きの動きが続いている。米国向けは自動車輸出が増加しており、中国向けは、日系メーカーの中国における乗用車販売がほぼ前年並みになるなど、反日デモの影響が

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)各地域のデータは後方3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

薄れつつあることが要因とみられる。

今後についても、輸出は緩やかな増加基調になると見込んでいる。日本の輸出に先行して動く OECD 景気先行指数や各国の PMI をみると、力強さを欠く推移となっており、海外需要の持ち直しは緩やかなものになるとみられる。円安による価格競争力の向上がわが国の輸出の押し上げ要因となるが、肝心の海外需要の持ち直しの動きが鈍いことが影響して、輸出は緩やかな増加にとどまるとみている。なお、特殊要因としては、中国との関係悪化による影響が緩和していることが、当面の中国向け輸出の増加に寄与すると想定している。

なお、主要国・地域の海外経済動向については、以下の通りである。

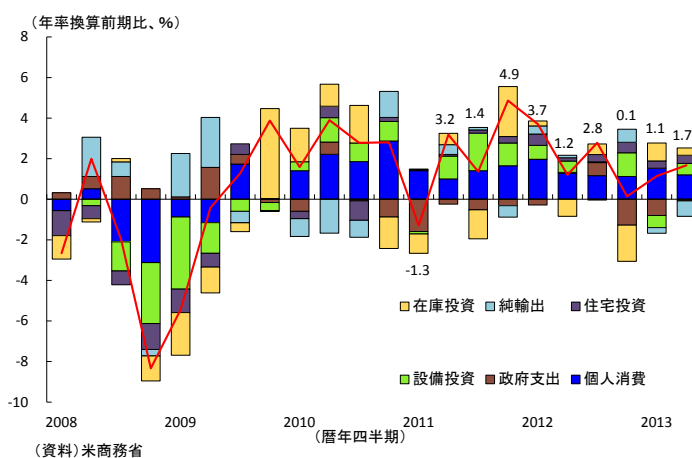
【米国経済】

米国経済は緩やかな回復が続いている。4～6月期の実質成長率（速報）は、前期比年率+1.7%と1～3月期の伸び率（同+1.1%）を上回った（図表10）。設備投資が増加に転じ、個人消費が増加を維持するなど、民間部門が堅調に推移している。需要項目別に見ると、個人消費は、同1.8%増と1～3月期からスローダウンしたものの、引き続き増加している。給与税減税の終了などによる家計の負担増が下押し要因となる中、雇用環境は引き続き改善

し、実質可処分所得が同3.4%増と増加に転じたことなどで、個人消費には底堅さがみられる。消費の内訳をみると、住宅市場の回復に伴い家具・家庭用品が増加するなど、耐久財が同6.5%増となり、サービスは同0.9%増と増加幅は縮小したものの、幅広い項目で増加している。また、住宅投資は、同13.4%増と前期より伸びが拡大している。企業部門についても、設備投資が同4.6%増と増加に転じている。構築物や設備機器、また今回から計上されることとなった知的財産など、全ての項目でプラスとなった。1～3月期は投資減税の終了前の駆け込みの反動によって減少したものの、4～6月期はそこから持ち直している。一方、政府支出は同0.4%減と歳出削減により減少が続いている。ただし、連邦政府は減少幅が縮小し、州・地方政府は4四半期ぶりに増加に転じており、全体では減少幅が縮小している。

今後については、緩やかな回復が続くと想定している。一部の財政緊縮策が実施される中、4～6月期にスローダウンした個人消費は、住宅価格の上昇などが下支え要因となり、7～9月期には安定感を取り戻すと見込んでいる。また、雇用環境についても、政府部門の人員削減が続く中で、民間部門が着実に増加し、全体では緩やかに改善すると想定される。住宅投資については、住宅バブル崩壊後の極めて低い水準から戻す過程にある中、当面一服するものの、増加基調は崩れないと見込んでいる。戸建ての新設着工は2013年2月をピークに足踏みしているが、先行指標である許可件数は増加基調となっており、一部は労働力や資材の不足などによる供給側の要因で新規着工が遅れているとみられる。5月以降、住宅ローン金利が上昇し、足元の住宅ローンの

図表 10. 米国実質 GDP 成長率の推移



申請件数が鈍化するなどの動きがみられるものの、住宅価格の上昇期待や雇用の改善などもあって、次第に新設着工は増加していくとみている。設備投資は概ね底堅く推移すると見込んでいる。財政再建を巡る両党の対立によって政策には不透明感が残り、一部では企業の様子見姿勢に繋がるとみられるものの、企業の内部留保が潤沢にあるため、緩やかな増加基調を想定している。2013年の米国経済は、家計部門が底堅く推移するものの、緊縮財政の影響を受けることで、2012年の伸びを下回る前年比+1.5%の成長率を想定している。

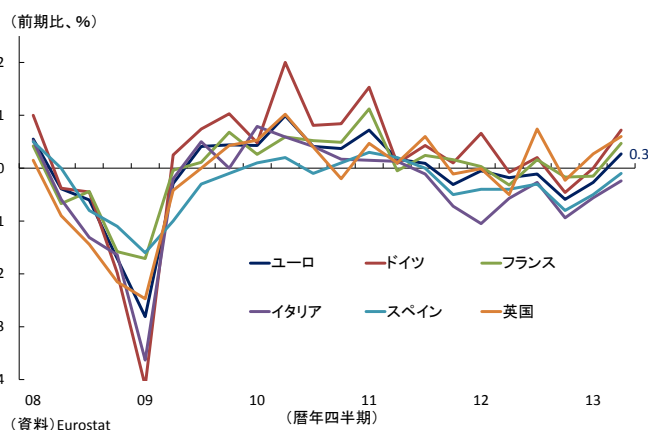
【欧州経済】

欧州経済は、南欧諸国では景気後退局面が続くものの、ドイツにけん引されて二番底を脱している。4～6月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、7四半期ぶりにプラス成長となった（図表 11）。イタリアが同▲0.2%、スペインが同▲0.1%と南欧諸国ではマイナス成長が続いたものの、マイナス幅は縮小している。その中、ドイツが同+0.7%とプラス幅が拡大し、全体を押し上げている。個人消費

については、4～6月期の小売売上数量が同0.4%増と2四半期連続で増加している。ドイツでは1～3月期の高い伸びの後で同横ばいとなったが、フランスで同1.3%増となるなど、水準は依然として低いものの、底打ちしつつある。一方、雇用環境をみると、ユーロ圏の6月の失業率が12.1%と過去最悪の水準で高止まりしている。6月の失業者数が前月比2万4千人減と2年2ヵ月ぶりに減少に転じるなど、一部に改善の兆しがみえるものの、雇用環境は依然として厳しい。4、5月の輸出をみると、域内輸出は1～3月平均と比べて2.2%減と弱い動きが続いている。域外輸出は、同0.6%減となったが、米国や中国など域外の一部に向けて持ち直しの動きが出てきている。こうした動きを映して、在庫復元の動きが始まっているとみられ、4～6月期の鉱工業生産指数は前期比+1.2%となった。ユーロ圏の製造業 PMI をみても、7月には50.3ポイントと2年ぶりに50を上回った。その中、ECB（欧州中央銀行）は7月のECB理事会で、政策金利を過去最低水準に据え置く一方で、「主要政策金利が現行水準かそれを下回る水準になると予想している」と、発足後初めてフォワードガイダンスを表明している。

今後については、引き続きプラス成長が続くと見込むものの、持ち直しの足取りは緩慢なものになると見込んでいる。海外需要の回復を受けて輸出は持ち直すと見込まれるが、中国などの需要回復の遅れなどによって、域外輸出の伸びは限定的にとどまると考えられる。加えて、域内輸出は引き続き弱い動きになるとみられ、輸出全体では力強さを欠くと見込まれる。個人消費については、雇用環境が良好なドイツでは堅調に推移するものの、厳しい雇用環境が継続する南欧諸国が足を引っ張ることで、ユーロ圏全体では低迷が続くと見込んでいる。欧州経済は、ドイツがけん引する一方で、財政緊縮が足かせとなる南欧諸国の景気低迷がユーロ圏全体の成長の下押し要因とな

図表 11. 欧州実質 GDP 成長率の推移



り、ゼロ近傍の低い成長率にとどまると想定している。このようにマイナス成長を脱しても持ち直しの足取りは脆弱なために、財政緊縮の過程で金融市場が不安定化した場合や早急な構造改革を進めた場合には、景気が失速する可能性もあるとみている。

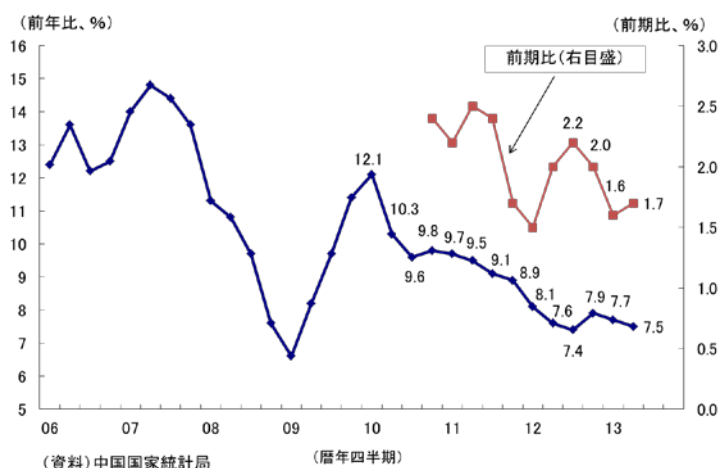
【中国経済】

中国経済は減速している。4～6月期の実質GDP成長率は前年比+7.5%と2四半期連続で前期の伸び率を下回った(図表12)。輸出の低迷を背景に生産活動が減速し、固定資産投資の伸びが鈍化していることが要因とみられる。ただし、足元の月次指標をみると、6月に前年比減少した輸出は、7月に同5.1%増とプラスに戻り、生産も一桁の伸びにとどまるものの、プラス幅が拡大している。そうした状況を映して、発電量は、前年比5%前後の伸びから

やや伸び率が高まり、生産と概ね整合的な動きとなっている。また、固定資産投資については、1～7月累計で前年比20.1%増とインフラ投資にけん引されて高水準の伸びが続いている。一方、個人消費は引き続き底堅さがみられる。自動車販売は、上半期で1千万台を突破するなど市場拡大の動きが続いている。また、消費財小売総額は、公費支出の抑制が下押し要因となっているものの、二桁の伸びを維持している。

今後については、減速に歯止めが掛かるものの、当面、伸び悩むと見込んでいる。内需については、概ね底堅く推移するだろう。新規融資ローンの1～7月累計額は2009年に次ぐ水準となっており、固定資産投資の前年比伸び率は緩やかに鈍化するものの、高い伸びが続くと想定している。過剰設備を抱える業種が多く、製造業の投資はスローダウンするものの、インフラ投資が押し上げると見込んでいる。もう一つの柱である個人消費は、底堅く推移するだろう。堅調な販売が続く自動車は、今後も内陸部における乗用車需要の拡大が追い風になるだろう。消費財小売総額は、公費削減の動きが足かせになるものの、総じて良好な雇用環境を映して、実質ベースでも二桁の伸びを維持すると見込んでいる。一方、輸出については、米国向けが下支えするものの、主要輸出先である欧州向けの低迷に加えて、新興国経済も減速していることで、当面伸び悩むと見込んでいる。このように外需が勢いを欠く中で、シャドーバンキングへの引締めを強化するなど、中央政府は、これまでの高成長の過程や4兆元の景気対策によって生じた様々な歪みに対峙せざるを得ない状況にある。投資主導から消費主導への構造転換を図りたい政府は、経済規模が拡大して舵取りは難しくなっているものの、2013年の成長目標である7.5%を下回らないように意識しながら、7～8%程度の安定成長を目指すと思われる。6月までの減速を受けて、すでに7月には小粒ながら景気対策を講じている。実質GDP成長率は、2013年が前年比+7.7%と政府目標をかるうじて達成すると想定している。

図表12. 中国実質GDP成長率の推移



○今後の伸び率などについて

4～6月期の実質 GDP 成長率が、ほぼ当社の前回予測の数値で着地し、先行きの見方に変わりがないことから、2013年度の実質 GDP 成長率は+2.6%と前回予測（5月時点）を据え置いた。補正予算の効果や消費税率引上げを見据えた家計の前倒しの行動が成長率を押し上げると見込んでいる。その前倒しの行動は需要項目で異なり、個人消費は、年度末にかけて次第に力強さを増していく一方、住宅投資は、秋頃がピークになると想定している。また、下げ止まった設備投資は、堅調な内需や円安進行により企業の収益は底上げされており、緩やかな増加基調を辿ると見込んでいる。なお、四半期毎の成長率は、7～9月以降、前期比年率3%前後の成長となり、2014年1～3月期には個人消費の駆け込み需要などにより、同5%程度の成長率を想定している。

2014年度の実質 GDP 成長率は+0.5%と予測した。2013年度より一転して低成長にとどまるのは、4～6月期に、個人消費が駆け込み需要の反動減で大きく落ち込むことに加え、消費税率引上げにより家計の実質的な負担が増すためである。それにより個人消費は年度ベースで前年度割れを想定している。住宅投資は大幅減となるが、2015年10月の消費税率10%への引上げを睨んで、年度後半には持ち直していくと想定している。また、公共投資については、高水準の推移ながらも、補正予算の効果により2013年度の水準が高かったことで、前年比マイナスに転じると見込まれる。一方、外需については、0.6ポイントのプラス寄与を見込んでいる。円安水準で推移する中、欧州などの海外経済の持ち直しを映して、輸出は増加基調を辿るだろう。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に転じ、次第に伸び率は高まっていくと見込んでいる。なお、今回の予測では、2014年4月に消費税率を8%へ引き上げることを前提としており、消費税率引上げに合わせて実施される可能性がある財政措置は考慮していない。

○消費者物価の見通し

日銀が目指す消費者物価上昇率（消費税率引上げの影響を除く）2%の「物価安定の目標」を、今回の予測期間で実現しないと見込んでいる。2013年度のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数総合）は、円安による輸入価格の上昇と電気代の値上げを主因に前年比プラスで推移すると想定している。輸入価格の上昇でガソリンが前年比プラスとなる中、食料（生鮮食品を除く）も次第に前年比プラスに転じるだろう。また、電気代についても、原発稼働停止に伴う燃料費負担増によって電力会社が値上げを実施もしくは計画しており、それに燃料費調整も加わることになる。ただし、需給ギャップが残る中では、上記以外の最終財などへの波及は限定的とみている。その需給ギャップは、2013年度末にかけて一旦解消するものの、2014年4～6月期の大幅なマイナスで再びギャップが生じるだろう。また、2014年度については、原発の再稼働状況や廃炉への対応次第では、電気代が想定より値上げされる可能性はあるものの、円安を要因とした輸入価格上昇の影響は前年度より小さくなると想定している。また、製品によっては消費税率の引上げ分さえ価格転嫁することが困難とみられる中で、他のコスト上昇分を上乗せできるか不透明である。その一方で、賃金の上昇による企業の人件費負担増を受けて、サービスなどの一部では値上がりすると見込んでいる。コア CPI は、2013年度が前年比+0.5%、2014年度が同+2.6%（消費税率引上げの影響を除くと同+0.6%）と想定している。

○リスク要因

日本経済は内需を中心に上向きの動きが続くと見込むものの、海外経済は決して盤石ではなく、不安材料は残っている。中国は、中期的な視点で構造転換を目指しているが、不良債権問題や地方の財政難などの様々な歪みを抱えており、政府の政策の舵取りは一段と難しくなっている。舵取りを誤ると、政府の想定以上に下振れする可能性があるだろう。また、二番底を脱した欧州も、債務問題を引きずる南欧経済は極めて脆弱であり、今後の行方には注意が必要である。米国では、債務上限問題が残っていることに加え、FRB（連邦準備制度理事会）によるQE3（量的緩和第3弾）の出口戦略への思惑等で金融資本市場が動揺する局面も想定され、それによる新興国への悪影響も懸念される。このような要因で海外経済が下振れした場合、投資資金のリスク回避的な動きが広がることで円が買われ、株安になることも想定される。そうなると、外需、内需の両面で成長率が伸び悩むだろう。

以 上

図表13. デフレーターの伸び率(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	1.2
民間最終消費	▲ 2.5	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.3	1.7
民間住宅投資	▲ 3.2	0.2	0.4	▲ 0.5	1.7	0.9
民間設備投資	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.4	0.5	0.3
政府最終消費	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 0.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 3.4	▲ 0.1	0.7	▲ 0.3	1.2	1.7
財貨・サービスの輸出	▲ 9.1	▲ 2.4	▲ 2.3	0.4	7.8	2.0
財貨・サービスの輸入	▲ 16.0	3.1	5.6	0.6	6.8	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	1.2	2.6	0.5
民間需要	▲ 3.2	2.5	1.1	0.9	1.7	0.0
民間最終消費	0.7	1.0	0.9	1.0	1.3	▲ 0.3
民間住宅投資	▲ 0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	▲ 0.3
民間設備投資	▲ 1.7	0.5	0.5	▲ 0.2	0.4	0.4
公的需要	1.0	0.1	0.2	1.1	0.6	▲ 0.1
政府最終消費	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2
公的固定資本形成	0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	0.3	▲ 0.2
財貨・サービスの純輸出	0.2	0.8	▲ 1.0	▲ 0.8	0.3	0.6
財貨・サービスの輸出	▲ 1.5	2.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.9	1.3
財貨・サービスの輸入	1.7	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.7

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