

平成25年5月21日

2013年度 日本経済の見通し（改訂）

～日本経済は、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%

○ 1～3月期は、2四半期連続のプラス成長に

1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.5%と2四半期連続のプラスとなった。内需、外需ともにプラス寄与となり、景気が回復過程にあることを確認できる結果である。公的需要が引き続き押し上げ要因となる中、株高によるマインドの改善を映して、個人消費が堅調に推移している。

○ 今後も上向きの動きが続く

今後についても、内需を中心に上向きの動きが続くと想定している。緊急経済対策の進捗により、年度前半の公共投資は、引き続き拡大すると見込まれる。また、日銀の「異次元緩和」により、円安、株高が一段と進行しており、実体経済への波及効果も増しつつある。円安による輸出採算の改善で製造業の収益は底上げされ、株高による消費意欲の高まりが個人消費の堅調な推移を促すとみられる。加えて、2014年4月の消費税率の引上げを睨んだ、家計を中心とした前倒しの行動も成長率を押し上げる要因となろう。一方、海外需要は、次第に上向いていくものの、欧州を中心に弱さが残ると想定している。米国経済については、歳出自動削減の影響により一時的に減速するものの、緩やかな回復が続くと見込んでいる。円安による価格競争力の向上や対中輸出の持ち直しなどにより、わが国の輸出は増加傾向を辿るものの、海外経済に勢いがなく緩やかな伸びにとどまると見込まれる。なお、今回の予測では、前回予測（2月時点）の想定を上回る円安・株高進行等を踏まえて、2013年度の実質GDP成長率は+2.6%と0.5ポイント上方修正した。

○ 海外要因を中心に不安材料

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。欧州債務危機の再燃等により海外経済が下振れする可能性もあり、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、株高が反転す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。

○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2月 時点	2014年度予測		
			上期	下期	上期		下期		
			(前期比)					(前期比)	
名目国内総生産 (兆円)	474.7 0.3	485.8 2.4	480.6 1.4	489.4 1.8	481.7 1.5	493.8 1.6	491.6 0.5	494.8 0.7	
実質国内総生産 (兆円)	519.8 1.2	533.5 2.6	526.6 1.2	537.5 2.1	529.4 2.1	536.0 0.5	532.2 ▲ 1.0	536.7 0.8	
内 需	2.0	2.4	1.0	1.8	1.8	0.0	▲ 1.4	0.6	
民間需要	0.8	1.9	0.8	1.9	1.4	0.1	▲ 1.3	0.6	
民間最終消費	1.6	1.9	0.7	1.6	1.3	▲ 0.5	▲ 1.5	0.5	
民間住宅投資	5.3	4.7	3.1	▲ 1.9	4.9	▲ 9.2	▲ 9.1	2.0	
民間設備投資	▲ 1.5	4.0	2.4	6.0	3.2	3.2	▲ 1.0	2.7	
公的需	1.2	0.5	0.3	▲ 0.0	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	
政府最終消費	2.6	1.2	0.5	0.3	0.9	0.8	0.4	0.5	
公的固定資本形成	15.2	5.0	3.9	▲ 1.7	4.5	▲ 5.5	▲ 3.8	▲ 1.7	
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	0.2	0.3	0.2	0.3	0.6	0.4	0.2	
財貨・サービスの輸出	▲ 1.3	5.9	4.9	5.3	6.6	8.0	4.0	2.5	
財貨・サービスの輸入	3.8	4.8	3.6	4.3	5.2	4.9	2.0	1.5	

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	▲ 3.4	3.8	2.6	5.3	4.2	2.4	▲ 2.1	3.8
国内企業物価指数※	▲ 1.1	1.8	0.4	3.2	1.6	3.6	3.9	3.3
消費者物価指数※	▲ 0.3	0.4	0.2	0.6	0.4	2.7	2.7	2.7
消費者物価(除く生鮮)※ (除く消費税の影響)	▲ 0.2	0.3	0.1	0.4	0.4	2.6	2.5	2.6
貿易収支(兆円)	▲ 6.9	▲ 6.1	▲ 2.6	▲ 3.5	▲ 7.1	▲ 3.1	▲ 1.4	▲ 1.7
経常収支(兆円)	4.3	7.0	4.0	3.0	5.8	10.8	5.6	5.2
名目賃金指数※	▲ 0.7	0.3	0.0	0.7	0.4	0.9	0.9	0.8
完全失業率(%)	4.3	4.0	4.0	3.9	4.0	3.7	3.8	3.7
住宅着工戸数(万戸)	89.3	91.0	95.1	86.7	90.2	81.4	80.3	82.9
為替レート(¥/\$)	83.1	100.4	99.8	101.0	92.1	105.0	105.0	105.0
原油価格(\$/b)	113.4	114.8	113.2	116.5	117.9	120.0	120.0	120.0
米国実質成長率(年率)	2.2	1.8	1.7	2.0	1.8	2.5	2.5	2.7
中国実質成長率※	7.8	8.1	7.9	8.3	8.6	8.6	8.5	8.8

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

○1～3月期の実質GDP

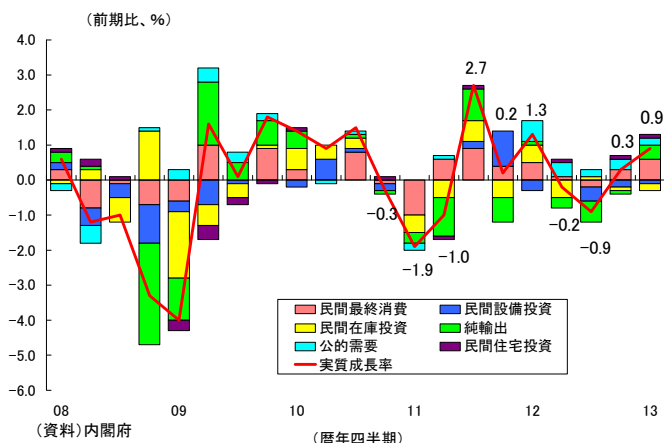
5月16日に発表された2013年1～3月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.9%（年率換算+3.5%）と2四半期連続でプラス成長となった（図表2）。公的需要や家計部門（個人消費、住宅投資）が引き続き堅調に推移し、外需が4四半期振りにプラスに転じた。また、名目GDP成長率については、前期比+0.4%（年率換算+1.5%）と名目輸入が増加したことなどで、実質を下回る成長率となった。

実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、同0.9%増と2四半期連続で増加した。株高による消費マインドの改善により、高額品やサービスなどへの支出が増加している。また、住宅投資は、新設着工戸数が年率90万戸程度で推移しており、同1.9%増と4四半期連続でプラスとなった。公的需要についても、公的固定資本形成が、被災地の復興投資が進捗し、5四半期連続のプラスとなる同0.8%増、政府消費も同0.6%増となり、寄与度が同+0.2ポイントと成長率を押し上げている。外需についても、輸出が同3.8%増と4四半期振りに増加し、輸入の伸び（同1.0%増）を上回ったことから、同+0.4ポイントの寄与度となった。一方、設備投資は、同0.7%減と5四半期連続で減少し、低迷が続いている。

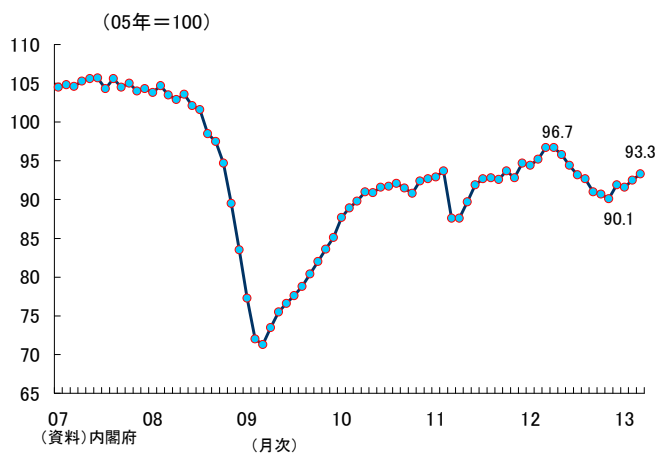
このように1～3月期の成長率は、日本経済が景気後退局面を抜け出し、回復過程を辿っていることが確認できる結果となった。景気の変動を示す景気動向一致CIをみると、2012年11月を底に上昇傾向にある（図表3）。これはマイナスが続いていた輸出が一転プラスに転じたことに加え、大胆な金融緩和への期待などから円安・株高が進行したことが奏功したことによる。1～3月期の平均ドル円レートは10～12月期のそれに比べ10円強円安となり、製造業の業績改善要因となっている。また、株価も同様に2割以上前期に比べ上昇しており、それが消費マインドの改善に結びつき、個人消費の押し上げに寄与している。

4月以降をみても、4月4日に発表された「量的・質的金融緩和」は、マネタリーベースを2年で2倍とする異次元の金融緩和で、市場の期待を大きく上回った。それにより、円安、株高の流れが加速し、足元ではドル円レートは1ドル100円を超え、日経平均株価も1万5千円台まで上昇している。このような更なる円安、株高が实体经济へプラスの効果をもたらすと想定している。また、緊急経済対策の進捗が遅れて

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



おり、大半の事業の執行が4月以降にずれ込んでいること、日中関係の悪化による「経冷」が着実に緩和しつつあることに加え、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。

○消費マインド・雇用環境の改善により個人消費は堅調に推移

雇用環境は、改善傾向となっている。3月の新規求人倍率は前月比0.04ポイント改善し1.39倍と5年振りの水準となり、有効求人倍率は上昇傾向が続いている。先行指標である新規求人数をみても、製造業は前年比マイナスが続いているものの、それ以外の業種では大半が前年を上回っている。こうした動きを映して、失業率は3月が4.1%と前月比0.2ポイント改善している。今後についても、雇用環境は改善傾向が続くと想定している。電機を中心とした大手製造業の人員削減の動きは、輸出が緩やかに回復するにつれて一服すると見込んでいる。それにより、製造業では、雇用調整の動きに徐々に歯止めがかかり、非製造業については、内需の堅調さを映して、改善が続くと見込んでいる。

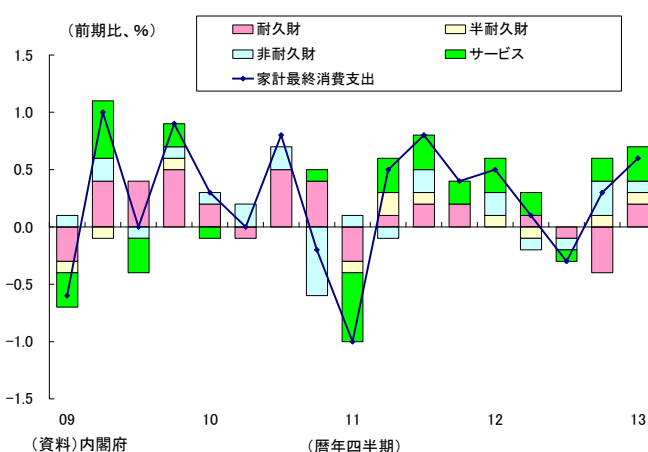
所得については、減少傾向が続いている。3月の現金給与総額は、定期給与の減少を主因に、前年比0.9%減と水面下の推移が続いている。今後については、当面、現金給与総額は前年割れとなるものの、次第に増加に転じると想定している。安倍政権の意向を受けて賃上げに動いた企業もあるが、現時点ではほんの一握りの企業にすぎず、定期給与は減少が続くとみられる。しかし、夏季の賞与については、円安や堅調な内需による業績の回復により、前年比増加するだろう。また、需要の高まりを背景に、所定外労働時間が伸びることで、残業代などの所定外給与も増加すると見込んでいる。このように2013年度は賞与や残業代の増加により、現金給与総額は緩やかながらも上向くと想定している。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の第一歩は2014年度入り後となるだろう。

個人消費は、株高による消費マインドの改善により堅調に推移している。

百貨店売上高は、3月まで3ヵ月連続で前年を上回っている。特に、身のまわり品や宝飾品・高級時計などの高額商材の動きが良くなっている。また、自動車販売も新車投入により軽自動車を中心に増加している。こうした高額品に動きがみられる上、それ以外の消費への支出も増加している。1～3月期の家計最終消費支出の内訳をみると、どの項目も前期比プラスとなっている（図表4）。特に、サービス支出は、外

食やレジャーへの支出増により、前期比0.8%増加している。足元について、4月の景気ウォッチャー調査をみると、6ヵ月振りに低下したものの、家計関連のすべての業種が50を2ヵ月連続で上回っており、明らかに家計の雰囲気は変わっている。賃金が伸びない中でも、消費マインドの改善が、消費を後押ししている。今後の個人消費

図表4. 実質家計最終消費支出の内訳

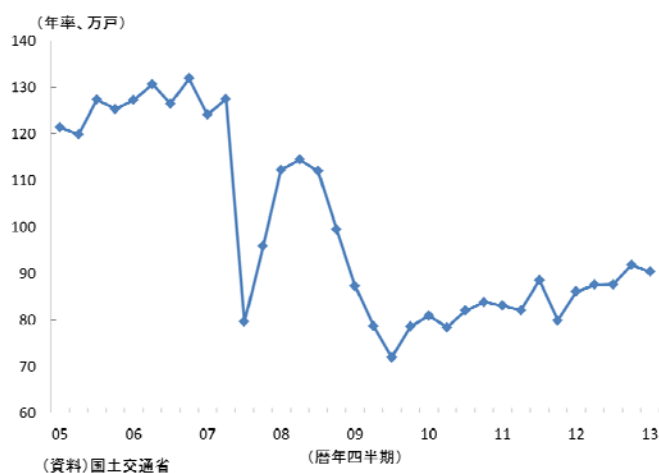


については、概ね堅調に推移し、2013年度後半には駆け込み的な動きが強まると見込んでいる。所得面では、段階的な年金保険料の引上げ等の重しがあるものの、夏季賞与のプラスや、年度半ば頃には残業代の増加も期待できるだろう。雇用環境の改善が見込まれる中、足元では日経平均株価が1万5千円台まで回復しており、消費マインドは良好な状態が続くだろう。そうした中、2014年4月からの消費税率の引上げを見据えた前倒しの消費行動により、年度末にかけて駆け込み的な動きが加速していくと想定している。しかしながら、2014年度入り後は、駆け込み需要の反動減に、増税による実質可処分所得の減少も加わり、一時的に弱含むと見込まれる。

○住宅投資は、年度半ばにかけて堅調に推移

住宅投資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4四半期連続で増加し、新設着工戸数は1～3月期が年率90.4万戸と10～12月期より微減であるが、高水準の推移が続いている(図表5)。利用関係別にみると、貸家については、住宅供給者側の慎重な姿勢が続き、概ね横ばい推移となっているものの、持家や分譲一戸建ては増加傾向となり、リーマンショック前の水準をほぼ回復している。景気ウォッチャー調査の内訳で住宅関連の数値をみると、住宅展示場の来客数の増加などが好感され、最高水準となっている。

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



雇用環境が改善傾向となる中、消費税の引上げや住宅ローン金利の動向を見据えて、家計の住宅取得意欲は高まっている。被災地域においては、岩手・宮城・福島の3県の新設着工戸数は増加しているが、2012年度は4.2万戸と震災前の2010年度比で約1.5万戸増にとどまり、住宅再建の動きは遅れている。今後の住宅投資は、2013年度半ばにかけて消費税率引上げを見据えて増加すると見込んでいる。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るが、住宅ローン金利の先行きが不透明なこともあり、駆け込み需要が生じると想定している。それにより、新規着工戸数は、年度前半は均してみると年率90万戸台半ばの水準になると想定している。9月末までに請負契約を締結すれば現行の消費税率が適用されるために、10月以降の反動減はやや緩和されるものの、2014年1～3月期には、新規着工戸数は80万戸台半ばまで落ち込むと想定している。被災地においては、土地区画整理等が進捗してからの住宅再建となるため、本格的な住宅投資は、数年度に後ずれすると見込んでいる。

○設備投資は、次第に持ち直していく

設備投資は、弱い動きが続いている。1～3月期の実質設備投資は、5四半期連続で減少している。足元では、内需の堅調さがみられるが、企業の設備過剰感は根強く残っている。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く)をみると、3月の大幅増に

より、1～3月期は前期比微減にとどまったものの、4～6月期の見通しは同1.5%減と5四半期連続の減少が見込まれている。また、3月の日銀短観をみても、2013年度の設備投資計画は、大企業製造業が前年比0.7%減と3年振りの前年割れの計画値でスタートしている。非製造業も同2.6%減と6年連続で水面下となっており、ともにこの時点の計画値としては低い数値であり、企業の投資意欲は弱い状況が続いている。そのため、設備投資は、当面、力強さを欠く推移となるものの、年度後半にかけて増加基調になると見込んでいる。企業経営者は、昨年11月以降の為替レートと株価の水準変化や、それが実体経済へ波及していくのか見極めている段階であり、景気の上向きの動きが続くことが確認できるにつれて、設備投資は増加すると見込んでいる。既に上場企業の業績は改善傾向となっており、資金面では設備投資の後押し要因となる。ただし、製造業では、国内のエネルギー政策の先行きが不透明な中、円安が進行したとしても高付加価値製品の輸出先である欧州の低迷や、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、需要拡大が見込まれる海外で工場を新設する動きが続くだろう。その一方で、国内では、新製品に向けた投資やコスト競争力を高める省エネ投資などを中心とした緩やかな増加にとどまると見込んでいる。一方、非製造業については、内需の堅調さを映して底堅く推移するだろう。なお、現在、成長戦略の一環として、来年度から設備投資の支援制度を新設する動きがあり、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。

○公的固定資本形成は、年度前半は拡大が続く

公的固定資本形成は増加している。1～3月期の公的固定資本形成は、復興投資を中心に着実に進捗しており、5四半期連続で増加している。先行指標となる公共投資請負金額をみると、1～3月期は、岩手、宮城、福島の前年比増加したものの、他の地域が減少し、全国では同6.0%減となったが、4月は同28.6%増と再び増加に転じている。これは2月26日に成立した平成24年度補正予算に計上された公共事業関係費が4月以降になって漸く執行段階を迎えていることによるものであろう。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」の資料をみると、公共事業以外の分も含まれるが、4月調査では民間企業との契約等が実施済の事業の割合は61.3%と3月調査（15.3%）から高まっている。そのため、公的固定資本形成は2013年度前半まで拡大が続くと想定している。被災地以外の地域については、今後補正予算による防災投資の増加が見込まれる。特に、全国的に学校、トンネル、橋梁等のインフラの老朽化が進んでおり、長寿命化を図るための補修工事が喫緊の課題となっている。一方、被災地については、東日本建設業保証（株）の調査によると、資材の調達や建設労働者の確保は困難な状況が続いており、迅速な復興投資の足かせになりかねない状況が続いている。そのため、予算が上積みされた分ほど、公共投資は伸びない可能性があるだろう。その中、土地の嵩上げを伴う土地区画整理事業や防災集団移転事業などでは、相当な年月をかけて進捗することになるものの、次第に事業が着手される地域が増えていくとみられる。公的固定資本形成は、補正予算が執行段階になっていることから、年度前半は拡大傾向となり、年度後半も高水準で推移すると想定している。

○輸出は緩やかな増加基調にとどまる

輸出は増加に転じている。海外需要の緩やかな持ち直しなどを映して、1～3月期の実質輸出は前期比 3.8%増と4四半期振りに増加に転じた。通関輸出金額は、1～3月期が同 7.2%増と円安進行の影響により大幅に増加している。また、輸出数量指数をみても、1～3月期が同 1.0%上昇と低い伸びであるが4四半期振りに上昇している(図表6)。主要地域別にみると、地域(当社による季節調整)で明暗が分か

れている。マイナス成長が続く欧州向けは低迷しているものの、米国向けや中国向けがやや持ち直している。中国向けについては、尖閣諸島問題を発端とした日中関係の悪化により輸出が大きく減少したが、半年が経過しその影響が薄れつつあるとみられる。

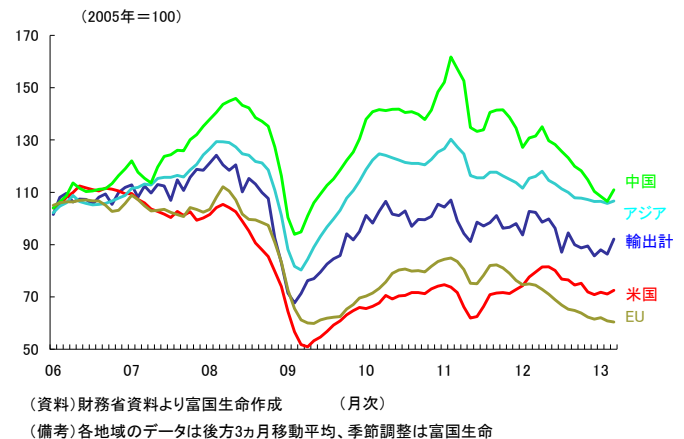
今後については、輸出は緩やかな増加にとどまると見込んでいる。中国国内の日系車の自動車販売が戻りつつあるなど、中国との関係悪化による影響は緩和しており、今後も前期比ベースでは中国向けの輸出がプラスになることが見込まれる。ただし、日本の輸出に先行して動く OECD 景気先行指数や各国の PMI の動きをみると、やや鈍化していることから、海外需要の持ち直しは勢いを欠くものになるとみられる。円安進行による価格競争力の向上が我が国の輸出の押し上げ要因となるが、肝心の海外需要の持ち直しの動きが鈍いことが影響して、輸出は緩やかな増加にとどまる可能性が高い。

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。

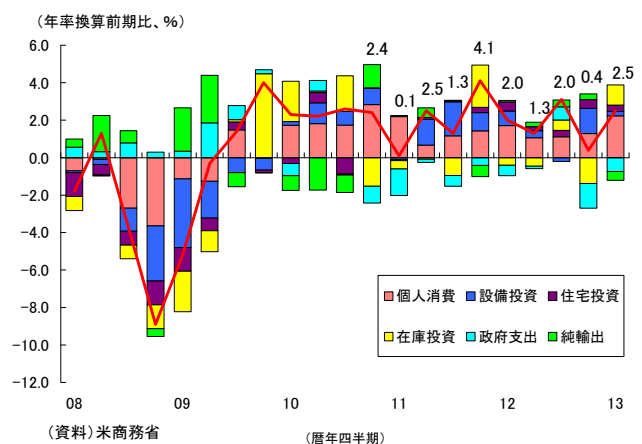
【米国経済】

米国経済は緩やかな回復が続いている。1～3月期の実質成長率(速報)は、前期比年率+2.5%と10～12月期の同+0.4%から伸び率が高まった(図表7)。給与税減税の終了などによる家計の負担増が重しとなる中でも、雇用環境が着実に改善し2%台半ばの成長となった。需要項目別にみると、個人消費は、同 3.2%増と実質増税の影響があったものの、消費性向を高めたことで増加している。内訳をみると、耐久財が同 8.1%増と高い伸びとなり、特に販売好調が続く自動車への支出が増加している。また、サービス消費も同 3.1%増と支出ウェイトの大きい住居費への支出などがけん引している。住宅投資は同 12.6%増となった。前期より伸びは鈍化したものの、住宅ローン金利が低水準で推移

図表6. 輸出数量指数の推移



図表7. 米国実質GDP成長率の推移



する中、3月の新規着工件数が年率100万戸を回復するなど着実に増加している。企業部門についても、設備投資が同2.1%増と伸びは鈍化したものの、プラスを維持している。一方、政府消費支出は同4.1%減と歳出削減により国防費を中心に減少が続いている。足元の状況をみると、4月の非農業雇用者数が前月差16.5万人増と緩やかな増加基調を維持しているものの、小売売上高が前月比0.1%増と低い伸びにとどまっている。製造業のISM指数をみても、前月より低下するなど、力強さを欠く動きとなっている。

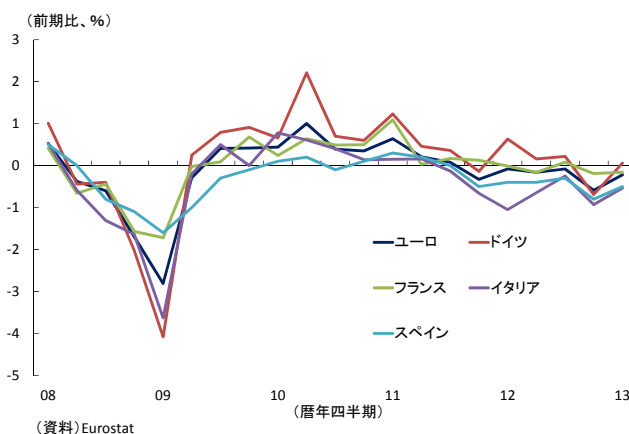
今後については、緩やかな回復が続くものの、当面そのテンポは鈍化すると想定している。一部の財政緊縮策が実施される中、1~3月期は前回想定より堅調な結果となったが、4~6月期には、歳出削減の影響が顕在化すると見込んでいる。実質増税による可処分所得の伸び悩みを映して、一時的に個人消費はスローダウンすると見込まれる。ただし、雇用環境については、政府部門の人員削減が続く中で、民間部門が着実に増加し、全体では緩やかに改善すると見込まれる。それにNYダウが過去最高値を更新するなど、株高による資産効果が下支え要因となることで、7~9月期には個人消費は安定感を取り戻すと見込んでいる。また、住宅投資は、住宅バブル崩壊後の極めて低い水準から戻す過程にある中、低水準の住宅ローン金利などの良好な住宅取得環境を背景に、増加基調が続くだろう。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、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。懸念されていた連邦債務上限については、自動歳出削減の効果によりとりあえず秋まで問題が顕在化しない。2013年の米国経済は、家計部門が総じて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+1.8%の成長率を想定している。

【欧州経済】

欧州経済は、南欧諸国を中心に景気後退局面が続いている。1~3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比▲0.2%と、6四半期連続でマイナス成長となった(図表8)。ドイツは、個人消費が増加したことで同+0.1%とリセッションは逃れたものの、フランスは同▲0.2%と2四半期連続でマイナス成長となり、イタリア、スペインについては、財政緊縮策が足かせとなり、ともに同▲0.5%と引き続きユーロ全

体の伸びを下回った。主な需要項目については、個人消費は、雇用環境が改善したドイツでは増加したものの、若年層を中心に厳しい雇用環境が続く南欧諸国では弱い動きが続いている。また、輸出についても、欧州域内の需要の弱さに加え、域外輸出も1~3月期は前年比1.3%増と10~12月期の同5.8%増から減速し、輸出全体では伸び悩んでいる。そうした内・外需の動きを映して、1~3月期の鉱工業生産指数は、ドイツの持ち直しで2四半期振りに上昇したものの、イタリア、スペインなどが低下し、

図表8. ユーロ圏の実質GDP成長率



前期比+0.2%と低い伸びにとどまっている。また、PMI 指数も依然として 50 を下回る推移が続いており、企業活動は停滞している。その中、キプロスの銀行問題、イタリアの政権樹立の難航などによって、一時南欧諸国の国債利回りが上昇する場面もあったものの、キプロスに対してはユーロ圏と IMF（国際通貨基金）による支援が決定し、イタリアにおいては大連立政権が発足するなど、目先の課題が解決したことで、足元の金融資本市場は落ち着いている。

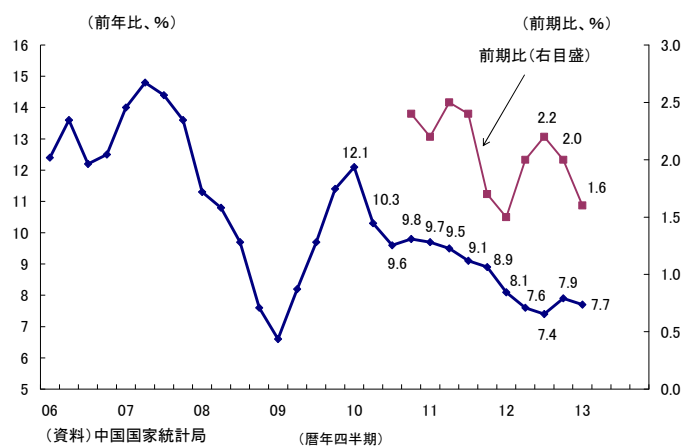
今後については、7～9 月期にマイナス成長を脱するものの、底ばい状態が続くと見込んでいる。 海外需要の回復を受けて輸出は持ち直すと見込まれるが、需要回復の遅れやユーロ高によって、域外輸出の伸びは限定的にとどまると考えられる。加えて、域内輸出は引き続き弱い動きとなるとみられ、輸出全体では力強さを欠くと見込まれる。また、個人消費については、ドイツでは雇用環境の改善により今後も堅調な推移が見込まれるものの、雇用環境の悪化が顕著な南欧諸国などが足を引っ張ることで、ユーロ圏全体では減少するだろう。財政再建が課題である南欧諸国では、財政健全化と経済成長のバランスへの配慮が見込まれるものの、引き続き財政緊縮策が重しになるだろう。そのため、ドイツにけん引されて 7～9 月期にマイナス成長を脱すると見込むものの、その後は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極めて脆弱なために、欧州債務危機が再燃すると、景気が失速する可能性もある。

【中国経済】

中国経済は持ち直しの動きが足踏みしている。 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.7%と 10～12 月期の伸び率を下回った（図表 9）。月次の経済指標をみると、年末にかけて前年比二桁の伸びを回復した鉱工業生産は、年明け以降、一桁の伸びに鈍化している。また、電力発電量も、伸び率が一旦高まったものの、年明け以降は弱い動きとなっており、生産と概ね整合的な動きである。輸出については、年明け以降、堅調に推移しているものの、資本流入に伴う嵩上げが指摘されている香港向けの増加が顕著で、香港を除いた輸出は高い伸びとなっていない。生産活動に勢いがなくなると輸出は公表数値ほど増加していない可能性が高い。さらに、個人消費は底堅さがみられるものの、消費財小売総額は前年に比べて伸び率が縮小している。飲食店の売上高は、汚職撲滅キャンペーンの影響で接待需要が急減しているとみられ、伸びが鈍化している。一方、固定資産投資については、インフラ投資を中心に緩やかな拡大傾向となっている。

今後については、持ち直しの足取りは力強さを欠くと見込んでいる。 社会融資総量が増加する中、新規融資ローン実行額は、1～4 月累計で 3.5 兆元と 4 兆元の対策により急拡大した 2009 年に次ぐ水準となっている。こうした貸出増に加えて、4～6 月期には、昨年認可された地方政府のプロジェクトが始動し、インフラ工事が進捗して

図表 9. 中国実質 GDP 成長率の推移



いくとみられる。そのため、当面、固定資産投資は前年比伸び率が高まり、その後は高い伸びが継続すると想定している。一方、内需のもう一つの柱である個人消費は、総じて良好な雇用環境や住宅市場の回復を映して、概ね底堅く推移するものの、汚職撲滅の動きが足かせとなるとみられる。輸出については、主要輸出先である欧州向けの不振を、ASEAN を中心としたアジア諸国向けなどがカバーするものの、香港向けを除く実態ベースとしては緩やかな伸びにとどまるとみている。なお、消費者物価が政府目標を下回る推移となる中、2013 年の金融政策は「穏健」が維持されると見込んでいる。しかしながら、中央政府は、大気汚染をはじめとした環境問題、不動産バブルへの警戒、汚職の横行、所得格差の広がり、地方政府の財政難等、これまでの高成長の過程で生じた様々な歪みに対峙せざるを得ない。その中で、投資主導から消費主導への構造転換を図りたい政府は、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% 後半から 8% 前半の範囲で安定成長を目指すともみられる。実質 GDP 成長率は、2013 年が前年比 +8.1% 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 +2.6% と前回予測を 0.5 ポイント上方修正した。この上方修正は、前回予測時点（2 月時点）からの 3 ヶ月の間で、一段と円安・株高が進行したことが主因である。既に 1~3 月期の個人消費でも株高による効果はみられたが、足元では日経平均株価が 1 万 5 千円台とリーマンショック前の水準まで回復しており、個人消費を上方修正している（2 月時点：前年比 1.3% 増→今回：同 1.9% 増）。また、設備投資についても、100 円台まで円安が進行したことによる製造業の業績回復や、内需が強まることを映して、前回予測をやや引き上げている。それにより、四半期毎の成長率は、消費税率引上げの有無を決定する数値として注目される 4~6 月期は前期比年率 2% 台になるとみられ、その後は、内需主導の高成長が続くと想定している。年度後半に伸び率が高まるのは、個人消費で駆け込み需要が生じることに加え、設備投資の増加幅が広がることによる。

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、駆け込み需要の反動減で大きく落ち込むためである。それにより個人消費と住宅投資は、年度ベースでは前年割れとなるものの、年度後半には持ち直していくと想定している。また、公共投資についても、高水準の推移ながらも、公共投資予算が前年度を下回るとみられる。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、欧州経済がプラス成長に復するなど海外経済の持ち直しを映して、輸出の増加幅が拡大すると想定している。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となり、そのプラス幅は次第に高まっていくと見込んでいる。

○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する可能性は低いとみている。2013 年度は、電気代や自賠責保険料などの値上げが物価上昇に寄与し、円安進行による円ベースの輸入価格の上昇で食料（生鮮食品を除く）やガソリンなどのエネルギー価格は前年比プラスで推移するとみられる。しかしながら、需給ギャップが残る中では、他の財への波

及効果は限定的とみている。その需給ギャップは、2013年度を通じて成長率が総じて高い伸びとなることで、一旦解消すると見込むが、2014年4～6月期の大幅なマイナス成長により再びギャップが生じ、2015年1～3月期頃に再び解消すると見込まれる。また、サービス物価についても、その動向に強く影響を及ぼす賃金が今年度は低い伸びにとどまることで、2013年内は水面下の推移を想定している。さらに、2014年度には、消費税率の引上げ分さえ価格転嫁することが困難な中で、他のコスト分を価格に上乗せできるのか不透明である。消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2013年度が前年比+0.4%、2014年度が同+2.6%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。米国は、自動歳出削減への対応や債務上限問題等に加え、FRB（連邦準備制度理事会）によるQE3（量的緩和政策第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る。また、欧州では、南欧を中心に景気の悪化が続いており、欧州債務危機の再燃への懸念は払拭できない。中国でも、不良債権問題や地方の財政難、住宅バブルと様々な歪みを抱え、政府の政策運営は一段と困難になっており、国民の不満が高まることで成長テンポが鈍化する可能性がある。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、株高が反転す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10. 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	▲ 0.2	1.1
民間最終消費	▲ 2.5	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.1	1.7
民間住宅投資	▲ 3.2	0.2	0.4	▲ 0.5	1.0	▲ 1.4
民間設備投資	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1
政府最終消費	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 1.2	0.4
公的固定資本形成	▲ 3.4	▲ 0.1	0.7	▲ 0.3	1.0	1.7
財貨・サービスの輸出	▲ 9.1	▲ 2.4	▲ 2.3	0.4	7.9	1.7
財貨・サービスの輸入	▲ 16.0	3.1	5.6	0.6	6.9	0.6

予測

図表11. 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	0.2	1.2	2.6	0.5
民間需要	▲ 3.2	2.5	1.0	0.8	1.9	0.1
民間最終消費	0.7	1.0	0.9	1.0	1.1	▲ 0.3
民間住宅投資	▲ 0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	▲ 0.2
民間設備投資	▲ 1.7	0.5	0.5	▲ 0.2	0.5	0.4
公的需要	1.0	0.1	0.2	1.2	0.5	▲ 0.1
政府最終消費	0.5	0.4	0.3	0.5	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	0.2	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	0.2	0.8	▲ 1.0	▲ 0.8	0.2	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	▲ 0.7	▲ 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