

平成25年11月19日

## 2013・2014年度 日本経済の見通し（改訂）

～日本経済は、年度内は高成長を辿る～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2013・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 +2.6%、2014年度 +1.0%

#### ○ 7～9月期は4四半期連続のプラス成長

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%と減速したものの、4四半期連続のプラス成長となった。財政政策の効果で公的需要が堅調に推移する中、駆け込み需要により住宅投資が高い伸びとなった。一方、個人消費は、前期までの高い伸びから一転して伸び悩み、輸出はアジア向けを中心に減少に転じた。

#### ○ 今後も上向きの動きが続き、年度末にかけて高い伸びに

今後については、年度末にかけて成長率は高まると想定している。補正予算の効果が続く中、消費税率引上げ前の駆け込み需要により、個人消費が次第に力強さを増していくと見込んでいる。また、企業収益の回復により企業のマインドは改善しており、設備投資は増加基調を辿るだろう。一方、海外需要は、緩やかに持ち直すだろう。新興国経済の減速の影響は残るものの、米国経済は緩やかな回復が続き、欧州経済も弱さが残りながらも上向くと見込んでいる。こうした状況下、円安による価格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（8月時点）を据え置いている。

#### ○ 2014年度も景気の腰折れは回避

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などの影響で家計部門が弱含み、低下すると想定している。しかしながら、5兆円規模の経済対策によって公的需要の下支えが期待でき、輸出、設備投資の緩やかな増加トレンドは途切れないとみており、景気後退局面入りは避けられるだろう。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、金融市場が大きく動揺し、新興国経済にも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 <sup>もりざね</sup> 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](mailto: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				2014年度予測	2014年度予測	
		488.0	2013年度予測		499.4		2014年度予測	
			上期	下期			上期	下期
		(前期比)		前回 13年8月 時点	(前期比)			
名目国内総生産(兆円)	474.6	488.0	482.0	492.1	487.3	499.4	495.6	500.5
	0.3	2.8	1.6	2.1	2.7	2.3	0.7	1.0
実質国内総生産(兆円)	519.6	533.3	528.9	537.1	533.2	538.5	535.6	540.2
	1.2	2.6	1.7	1.6	2.6	1.0	▲ 0.3	0.9
内 需	2.0	2.6	1.5	1.6	2.3	0.3	▲ 0.8	0.6
民間需要	0.9	1.7	0.9	1.5	1.7	0.0	▲ 0.7	0.2
民間最終消費	1.6	2.2	1.0	1.5	2.1	▲ 0.6	▲ 1.7	0.7
民間住宅投資	5.3	5.1	2.9	▲ 0.6	5.1	▲ 9.5	▲ 8.6	▲ 1.1
民間設備投資	▲ 1.3	2.2	1.2	4.3	3.3	3.6	0.8	1.6
公 的 需 要	1.1	0.9	0.6	0.1	0.6	0.3	▲ 0.0	0.4
政府最終消費	2.1	1.5	0.9	0.4	1.6	0.8	0.5	0.2
公的固定資本形成	14.9	13.1	9.6	1.2	5.8	2.0	▲ 3.0	8.2
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.8	0.1	0.2	▲ 0.0	0.3	0.6	0.5	0.3
財貨・サービスの輸出	▲ 1.2	4.4	4.6	2.7	5.6	7.4	3.6	4.7
財貨・サービスの輸入	3.9	4.3	3.3	3.2	4.0	3.8	0.5	3.5

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	▲ 2.9	3.3	2.7	4.3	3.6	2.2	▲ 1.0	2.1
国内企業物価指数※	▲ 1.1	2.1	1.4	2.8	2.2	3.1	3.3	2.8
消費者物価指数※	▲ 0.3	0.5	0.3	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	0.5	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	▲ 8.9	▲ 4.7	▲ 4.3	▲ 6.2	▲ 6.2	▲ 4.1	▲ 2.0
経常収支(兆円)	4.3	5.7	3.1	2.6	8.5	9.0	3.9	5.1
名目賃金指数※	▲ 0.7	0.1	▲ 0.1	0.3	0.4	0.7	0.8	0.6
完全失業率(%)	4.3	3.9	4.0	3.9	3.9	3.7	3.8	3.7
住宅着工戸数(万戸)	89.3	91.8	98.7	84.5	91.6	82.1	80.5	83.9
為替レート(¥/\$)	83.1	99.1	98.8	99.3	99.7	102.0	102.0	102.0
原油価格(\$/b)	113.4	108.1	107.2	109.0	109.3	111.0	110.0	112.0
米国実質成長率(年率)	2.8	1.7	1.2	2.5	1.5	2.3	2.1	2.6
中国実質成長率※	7.8	7.7	7.6	7.8	7.7	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

### ○7～9月期の実質GDP

11月14日に発表された2013年7～9月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算+1.9%）と減速したものの、4四半期連続でプラス成長となった（図表2）。公的需要が引き続き堅調に推移する中、民需が在庫投資や住宅投資を中心に成長率を押し上げた。一方、外需は3四半期ぶりにマイナス寄与となった。また、名目GDP成長率については、同+0.4%（年率換算+1.6%）と個人消費や住宅投資などは名目が実質の伸びを上回ったものの、円安により名目輸入が高い伸びとなったこと等で、実質を下回る成長率となった。

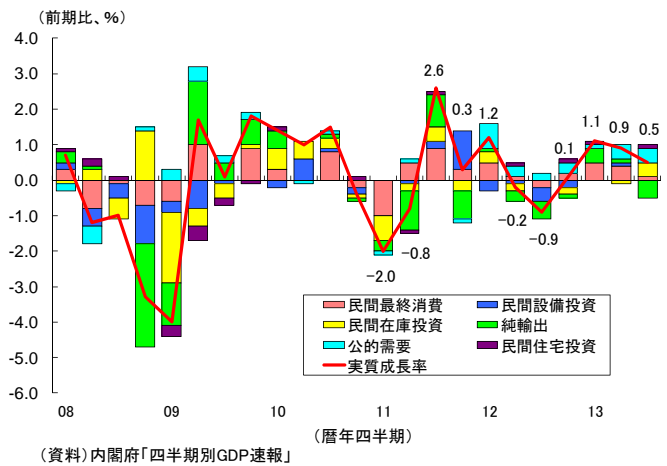
実質GDPを需要項目別にみると、公的需要については、公的固定資本形成が、復興需要や全国的なインフラ投資などが進捗し、7四半期連続のプラスとなる同6.5%増、政府消費も同0.3%増となり、寄与度が同+0.4ポイントと成長率を押し上げた。また、住宅投資は、消費増税を見据えた家計の前倒しの行動により同2.7%増と高い伸びとなり、設備投資は、非製造業を中心に増加したとみられ、同0.2%増と3四半期連続で増加した。民間最終消費は、同0.1%増と4四半期連続で増加した。底堅さを維持しているものの、消費マインドの改善にけん引された4～6月期までの勢いは一服した。一方、外需については、輸入が同2.2%増となる一方、輸出が同0.6%減とアジア向けを中心に減少したことから、同▲0.5ポイントのマイナス寄与となった。

7～9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ていることが確認できる内容である。やや勢いを欠いた結果となったのは、5月までの株価上昇に併せて急回復した前期までの高成長の反動という側面もあろう。消費増税を意識した前倒しの行動と財政政策の効果が成長を支えている。

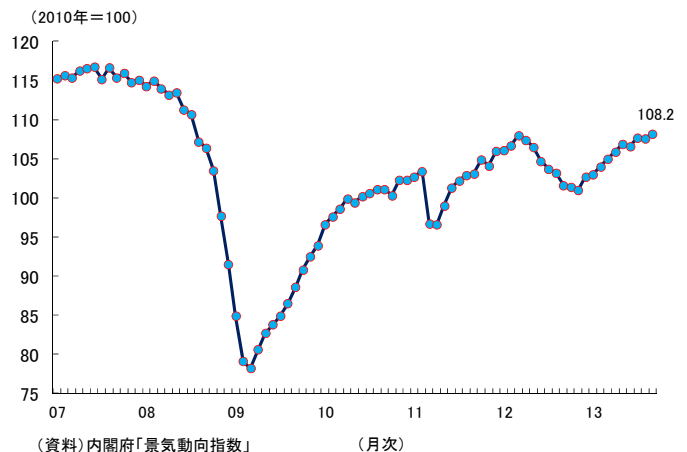
景気の変動を示す景気動向一致CIは、上昇テンポはやや鈍化したものの、上昇基調を維持しており、9月は108.2と前回ピーク（2012年3月）を1年半ぶりに上回っている（図表3）。今後

も景気動向一致CIの上昇トレンドは崩れないと考えている。2014年4月からの消費税率8%への引上げが最大の要因である。足元では日経平均株価が半年ぶりに1万5千円台を回復し、消費マインドが大きく落ち込む懸念が小さい中で、引上げ前に駆け込み的な動きが年度末にかけて強まると見込んでいる。また、設備投資は、企業収益の改善が進み、先行指標である機械受注は明確なトレンド変化をみせており、今後も

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



増加基調を辿るとみられる。なお、公共投資は、緊急経済対策の大半の事業が執行されており、一段の大幅増は見込みにくいものの、高水準の推移が続くと想定している。そのため、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、外需については、4～6月期は ASEAN（東南アジア諸国連合）などの新興国の減速を映して減少に転じたものの、円安水準での推移が続く中、欧州経済が持ち直しており、わが国の輸出は緩やかな増加基調に復するだろう。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

### ○個人消費は年度末にかけて次第に力強さを増す

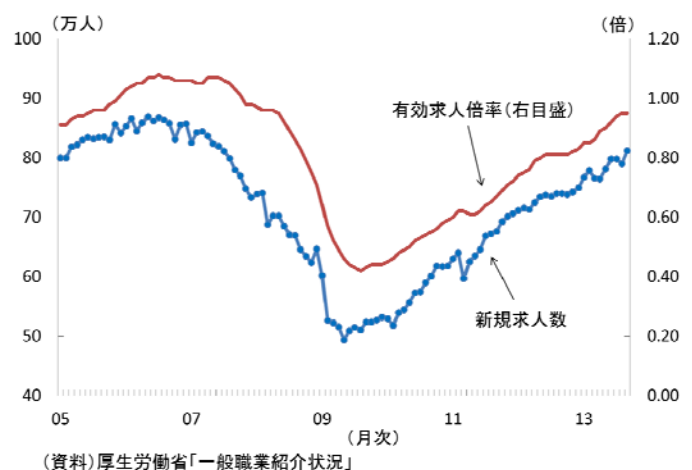
雇用環境は、改善傾向となっている。

9月の有効求人倍率は0.95倍と上昇傾向となっている（図表4）。地域別にみても、多少温度差がみられるものの、幅広い地域で求人倍率は持ち直している。遅行指標である失業率は、7月の3.8%をピークに悪化にしたものの、振れが大きい指標であることに加え、職探しを諦めていた人が労働市場に参入した影響もあることから、一時的な動きとみている。今後についても、雇用環境の改善傾向は続くだろう。内需を中心に堅調な推移が見込まれることから、非製造業は、建設業やサービス業を中心に改善すると見込んでいる。また、製造業についても、一部の大企業ではリストラが検討されているが、先行指標である新規求人数は増加傾向となっている。生産の持ち直しを受けて採用意欲が高まる状態が続くと見込んでいる。

所得については、前年比減少が続いている。9月の現金給与総額は、特別に支払われた給与が増加したものの、前年比0.2%減と3ヵ月連続で前年比マイナスとなった。一般労働者の現金給与総額は、3四半期連続で前年を上回っているが、相対的に賃金の低いパートタイマーが増加しており、全体の所得の伸び悩みにつながっている。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、また、大企業を中心に冬の賞与も前年を上回るとみられ、2013年度下期の現金給与総額は、前年比プラスになると想定している。なお、消費増税後の2014年度以降は、これまでの業績改善や所得拡大促進税制の見直しなどにより、中小企業においては広がりやを欠くものの、一部の大企業では賃上げに向けた動きがでると見込んでいる。ただし、消費税率の引上げ分を吸収するには至らないだろう。

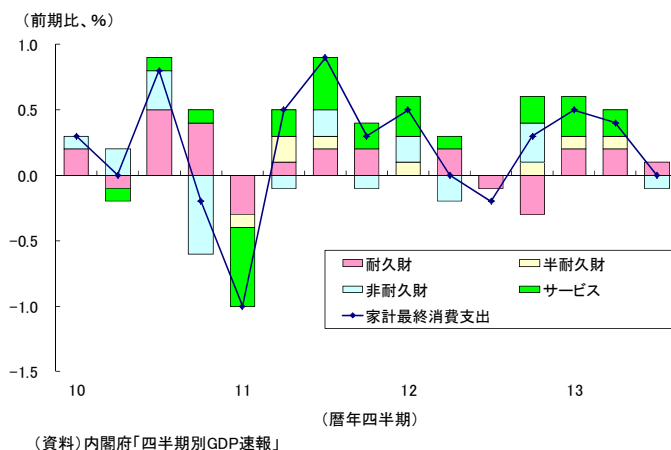
個人消費は、底堅さがみられるものの、これまでの勢いを欠いている。7～9月期の家計最終消費支出の形態別の内訳をみると、全ての項目が前期の伸びを下回り、これまで好調であったサービス消費は微減となった（図表5）。消費マインドが春頃と比べると悪化する中、猛暑により客足が鈍ったことが影響したとみられる。一方、増加基調を維持している耐久財消費は、足元で自動車販売が持ち直すなど、一部に消費増税を意識した購入がでていとみられる。次に、実質消費総合指数で月次の動きをみると、9月が前月比0.7ポイント上昇と夏場に伸び悩んだ局面から持ち直している。今

図表4. 有効求人倍率と新規求人数



後の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。雇用環境の改善が続く中、株価の堅調な推移等を映して、消費マインドは良好な状態が続くと見込んでおり、所得面では、冬の賞与や残業代の増加も期待できるだろう。そうした環境下、2014年4月の消費税率8%への引上げを前にして、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。冬のボーナス商戦以降に耐久財への消費意欲が盛り上がり、年度末にかけては、非耐久財や半耐久財などへの支出が拡大すると想定している。しかしながら、2014年度入り後は、駆け込み需要の反動減に、消費増税に伴う実質的な家計の負担増も加わり、一時的に急減すると見込まれる。政府は景気対策で「簡素な給付措置」を実施予定であるが、4月には間に合わないとみられ、また、給付額が小粒にとどまったことから、消費の落ち込みを軽減する効果も限定的だろう。

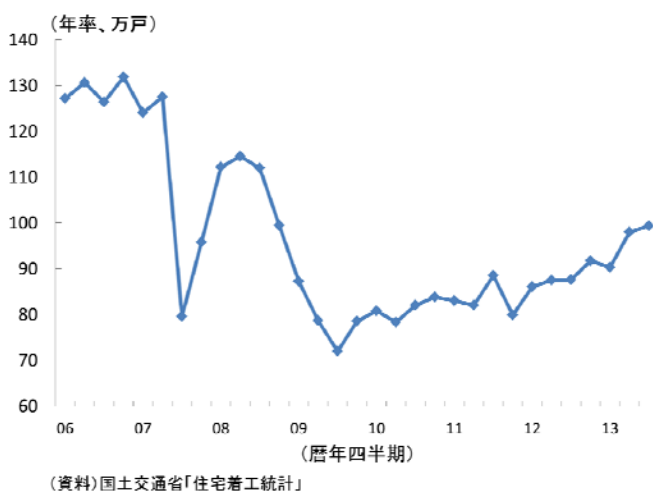
図表5. 実質家計最終消費支出の内訳



○新規着工は、年度後半は弱い動きに

住宅投資は増加基調となり、新設着工も堅調に推移している。住宅投資に先行する新設着工戸数をみると、9月に年率100万戸台を回復し、7~9月期でも前期比1.4%増となる同99.4万戸と高水準の推移が続いている(図表6)。利用関係別にみても、持家、分譲は高水準の推移が続いており、2014年4月の消費税率の引上げを見据えた駆け込み需要が顕在化している。また、貸家についても、消費税率に加え、節税対策として賃貸物件を建設する動きもみられる。都市部での地価上昇や建築コストの上昇に伴う物件価格の値上がりもみられる中で、現行の消費税率5%が適用される9月末までの請負契約締結に向けて家計の住宅購入意欲が高まったことが住宅の新規着工を押し上げている。しかしながら、今後については、家計の住宅取得意欲は弱含むだろう。10月以降の請負契約でも来年3月末までの引き渡しであれば現行の消費税率が適用されるが、住宅購入を検討している家計の多くが9月末までの契約を意識して動いたとみられる。9月末の期限間際に契約した物件が新規着工されることになり、10月以降の落ち込みを軽減することになるが、徐々に新規着工の水準は低下していくと見込んでいる。なお、建設工事の進捗ペースで計上される住宅投資については、当面、これまでの請負契約分が徐々に着工されることから、10~12月期がピークになり、その後は減少すると想定している。2014年度以降の住宅ローン減税の拡充

図表6. 新設住宅着工戸数の推移





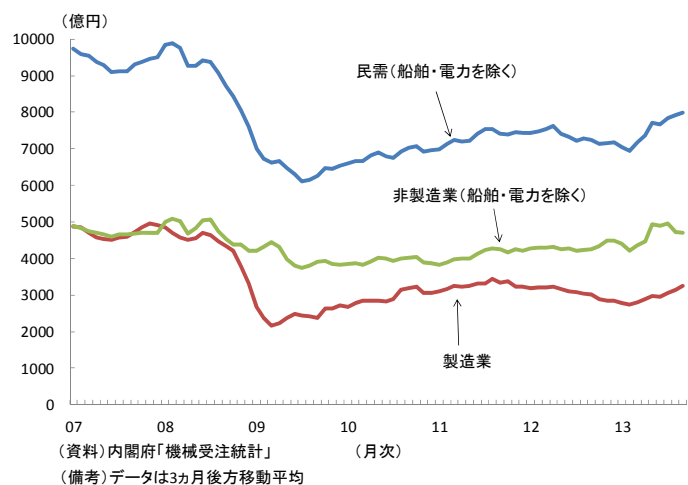
に加え、消費税率引上げ後に現金が支給される「すまい給付金」が予定されており、物件価格や収入等の条件にもよるが、消費増税後の実質負担増は概ね相殺されることになった。これらの政策により 2014 年度以降に徐々に家計の住宅取得意欲は戻ると見込んでいるものの、既に駆け込み需要は顕在化し、その需要の先食い分の反動減は避けられず、2014 年 1～3 月期には新設着工戸数が年率 80 万戸まで落ち込むだろう。なお、復興庁の資料をみると、被災地の沿岸部における住宅再建は、宅地造成後となることから、2015 年度が住宅再建のピークとなっている。

### ○設備投資は、緩やかな増加基調が続く

設備投資は、増加基調となっている。

実質設備投資は、7～9 月期が前期比 0.2% 増と 3 四半期連続で増加している。企業の設備投資計画を 9 月の日銀短観でみると、2013 年度の大企業全産業は前年比 5.1% 増となっている。内訳をみると、製造業は同 6.6% 増とこの時点の計画値としては過去の数値と比較して高くないが、非製造業の同 4.4% 増は強めの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、7～9 月期は、前期比 4.3% 増と 2 四半期連続で増加

図表 7. 機械受注の推移



し、トレンドがこれまでと変わっている（図表 7）。非製造業は、4～6 月期に運輸業・郵便業、建設業などを中心に増加して二桁増となった影響で 7～9 月期は減少したものの、製造業は、一般機械や電気機械を中心に増加し、7～9 月期が二桁に近い伸びとなった。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。大企業を中心に企業収益は回復し、投資採算も改善している。前年度に比べて株高、円安が定着する中、景気の持ち直しも相まって、企業の投資意欲は高まっていくだろう。先行指標である機械受注が、はっきりとした増加トレンドに変化しており、これが今後の設備投資増を示唆する動きと考えている。また、中小企業を中心に消費増税の引上げを意識した動きが顕在化するだろう。設備投資計画で強めの数値がでて非製造業は、復興需要などが期待できる建設業やネット通販の市場拡大を睨んだ物流施設、消費増税前の戦略的な出店がみられる小売業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・補修などの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、新興国を中心に消費地の近く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。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、設備投資を促す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。

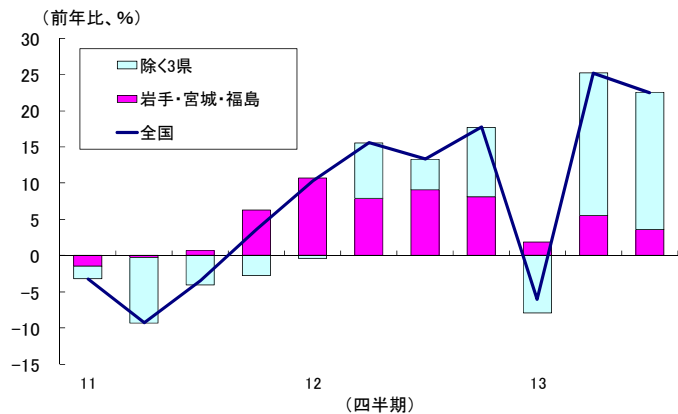
## ○公的固定資本形成は、年内は拡大が続く

公的固定資本形成は拡大している。

7～9 月期の公的固定資本形成は、24 年度補正予算の効果により全国的に公共事業が加速し、7 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ても、4～6 月期の大幅増の後も、7～9 月期が前年比 22.5% 増と高い伸びが続き、対前年で約 1 兆円増加している（図表 8）。その内訳を目的別にみると、老朽化対策とみられる道路が同 16.3% 増と大幅増となり、その他でも治山治水、住宅宿舍、庁舎など

において伸びている。また、地域別でも、岩手、宮城、福島 の 3 県計の大幅増が続く中で、全国的にも殆どの地域で高い伸びとなっている。平成 24 年度の補正予算が着実に執行されている。今後については、公的固定資本形成は、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。既に急増している公共工事請負契約分の工事が今後進捗していくと見込まれる。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、加えて、まだ詳細は明らかではないが 5 兆円規模の経済対策の中で 2～3 兆円程度の公共投資予算が計上される見込みである。また、折しも 2020 年の東京五輪開催が決定しており、首都圏を中心に交通インフラの老朽化対策や防災事業への予算が平成 26 年度以降に上積みされる可能性もあろう。被災地においては、防災集団移転事業などが徐々に着工されているが、大規模な工事になるため完了するまでには時間がかかる見通しである。また、全国規模で公共事業が拡大していることで、建設技術労働者等の確保が困難になり、事業経費も値上がりしていることから、各自治体における公共事業への入札が不調に終わるケースも多くなっており、公共投資の増加ペースは緩やかなものにとどまると想定している。

図表 8. 公共工事請負金額の推移

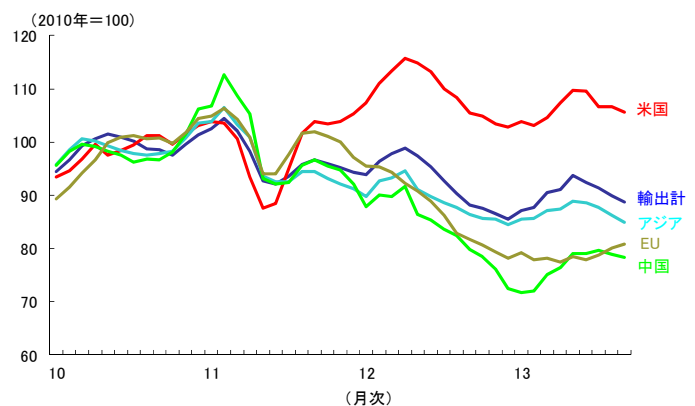


(資料) 東日本建設業保証会社資料等より富国生命作成

## ○輸出は緩やかな増加基調に

輸出は減少に転じている。新興国などの需要鈍化を映して、7～9 月期の実質輸出は前期比 0.6% 減と 3 四半期ぶりに減少している。輸出数量指数をみると、7～9 月期が同 3.9% 低下と 3 四半期ぶりに低下している（図表 9）。主要地域別（当社による季節調整値）にみると、景気が底離れしている EU 向けは緩やかな持ち直しに転じているものの、アジア向けは低下傾向となっている。中でも、アジア向け輸出の 3 割弱を占める ASEAN 向けが足を引っ張っている。ASEAN 域内でも国により異なるが、5 月に米量的緩和の縮小観測が台頭したことを契機に、一部の国では資金逃避の動き

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

がでており、それがわが国の輸出にブレーキを掛けたとみられる。

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。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、力強さを欠くものの持ち直しており、緩やかながらも海外需要は持ち直すとみられる。地域別では、欧州経済は弱さが残るものの上向き、また、米国経済の緩やかな回復は続くだろう。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。また、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ろう。ただし、構造的には日系企業の海外現地生産比率が上昇するなど、リーマンショック前の輸出環境とは変化しており、大幅な増加は期待できない。

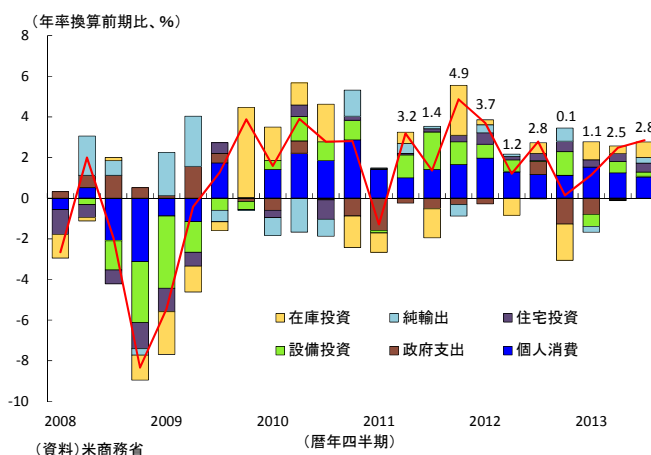
なお、主要国・地域の海外経済動向の詳細については、以下の通りである。

### 【米国経済】

米国経済は緩やかな回復が続いている。7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報)は、前期比年率+2.8%と 4～6 月期の伸び(同+2.5%)を上回った(図表 10)。設備投資や個人消費は伸びが鈍化したものの、在庫投資が全体を押し上げた。需要項目別にみると、個人消費は同 1.5%増と、引き続き増加したものの、4～6 月期からペースがややスローダウンした。雇用者数の増加ペースが鈍化する中で、実質可処分所得が同 2.5%増と 4～6 月期の同 3.5%増よりも伸びが低下した。また、財政問題への不安などによる先行き不透明感から、消費マインドは悪化し、貯蓄率は 4～6 月期の 4.5%から 7～9 月期は 4.7%に上昇している。消費の内訳をみると、サービスは住宅サービスがマイナスに転じたことなどにより、前期比年率 0.1%増と減速した。一方、自動車販売台数の増加などにより耐久財が同 7.8%増、非耐久財が同 2.7%増とそれぞれ伸びが高まっている。また、住宅投資は、同 14.6%増と前期より伸びが拡大した。企業部門についても、設備投資が同 1.6%増と 2 四半期連続で増加した。設備機器が減少したものの、構築物投資や知的財産投資がプラスとなった。また、政府支出については、同 0.2%増とプラスに転じた。連邦政府支出が強制歳出削減や債務上限問題によって同 1.7%減と減少が続いたものの、州・地方政府支出が同 1.5%増と 4～6 月期から伸びが拡大した。

今後についても、緩やかな回復が続くと想定している。10 月 1 日からの 16 日間の政府機関の一部閉鎖の影響によって、10～12 月期の成長率は鈍化すると見込むものの、2014 年以降は回復ペースが復すると想定している。7～9 月期にスローダウンした個人消費は、財政協議の難航によって消費マインドが悪化したことが影響したと考えるが、住宅価格の上昇や所得の増加などが下支えとなり、緩やかな増加ペースを維持すると見込んでいる。また、雇用環境についても、連邦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

図表 10. 米国実質 GDP 成長率の推移



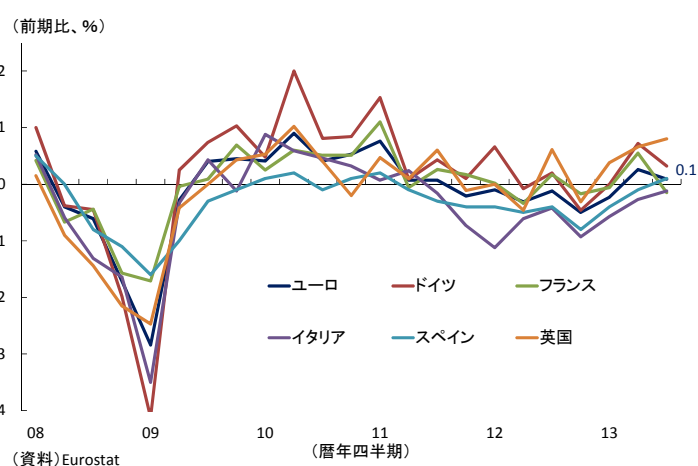


ては、住宅バブル崩壊後の極めて低い水準から戻す過程にある中、在庫が低水準であり、住宅価格上昇期待や雇用の改善を背景に、増加基調は崩れないと見込んでいる。ただし、住宅ローン金利の上昇によって住宅ローンの申請件数は減少し、また、住宅価格の上昇ペースはやや鈍化しており、増加ペースはスローダウンするだろう。設備投資は概ね底堅く推移すると見込んでいる。先延ばしされた財政協議が、年明け以降期限を迎える中で再び先行きに不透明感が増せば、企業の様子見姿勢が強まる可能性もあるが、企業の内部留保が潤沢にあるため、緩やかな増加基調を想定している。2013年の米国の実質 GDP 成長率は、前年比+1.7%で着地すると想定している。

## 【欧州経済】

欧州経済は、一部の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。7～9月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と、2四半期連続でプラス成長となったものの、4～6月期の同+0.3%から減速した（図表 11）。スペインが10四半期ぶりにプラス成長となったものの、イタリアはマイナス成長が続き、ドイツは4～6月期から減速した。また、フランスは2四半期ぶりにマイナス成長となった。個人消費

図表 11. 欧州実質 GDP 成長率の推移



については、7～9月期の小売売上数量が同0.6%増と3四半期連続で増加している。ドイツでは同0.1%減と2四半期連続で減少したが、フランスで同1.7%増となり、スペインでは水準こそ低いと同1.8%増と3四半期連続で増加している。消費マインドが改善しており、水準は依然として低いものの、上向きつつある。一方、雇用環境をみると、悪化ペースは鈍化しているものの、スペインなど南欧諸国を中心に厳しい環境が続いている。7～9月期の輸出をみると、域内輸出額は同横ばいと弱い動きが続いている。また、域外輸出はユーロ高が下押し圧力となる中、域外経済の回復の弱さを受けて、同0.4%減となった。こうした動きを映して、7～9月期の鉱工業生産指数は前期比▲0.2%と、3四半期ぶりに低下した。また、9月のインフレ率が前年比1.1%まで低下する中、ECB（欧州中央銀行）は11月のECB理事会で、政策金利を引き下げた。

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ドイツを中心に輸出は持ち直すと見込まれるが、ユーロ相場の上昇もあり、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・所得環境が堅調なドイツでは底堅く推移するものの、厳しい雇用環境が継続する南欧諸国で弱い動きが続くことで、ユーロ圏全体では、回復ペースは緩やかなものとなるだろう。欧州経済は、ドイツがけん引することで緩やかに持ち直すと見込むものの、財政緊縮や厳しい雇用環

境が足かせとなる南欧諸国の景気低迷が全体の足を引っ張り、低成長にとどまると想定している。

## 【中国経済】

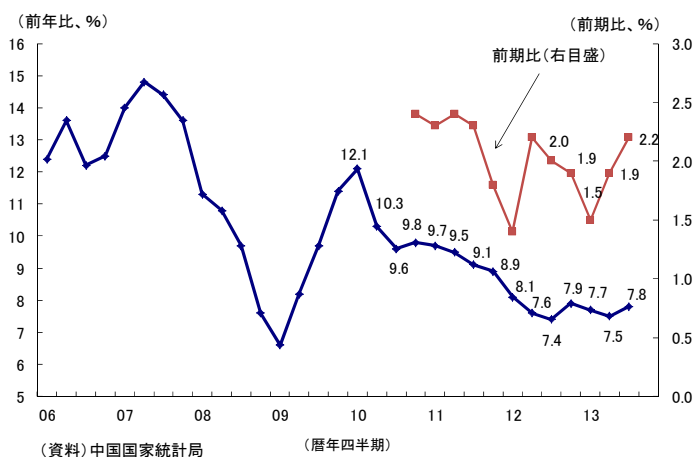
中国経済は持ち直しの動きがみられる。 7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.8%と 3 四半期ぶりに前期の伸び率を上回った（図表 12）。小粒ではあるが 7月に発表された経済対策の効果がでたとみられる。月次の指標をみると、生産活動は 8 月以降前年比二桁増になるなど持ち直し、それを裏づける発電量も、2013 年前半に比べて高い伸びとなっている。輸出は香港向けで水増しされた以前のような力強さはないが、持ち直している。また、固定資産投資については、1～10 月累計で同 20.1%増とインフラや製造業の投資にけん引されて高い伸びが続いている。一方、個人消費は、政府の儉約令の影響で飲食店等の売上が鈍化しているものの、10 月の自動車販売が前年比 2 割増になるなど好調な分野もあり、消費財小売総額は二桁の伸びを維持している。

今後については、当面、方向感をはっきりしないものの、やや上向くと想定している。 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 1～10 月累計額は前年を上回る水準となっており、固定資産投資の前年比伸び率は足元程度の伸びが続くと想定している。過剰設備を抱える業種を中心に、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、底堅く推移すると見込まれる。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、公費削減による悪影響も徐々に薄れるとみられ、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、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、実態ベースの輸出は次第に伸び率を高めると想定している。こうした見方を前提とすると、生産年齢人口が減少に転じた中、雇用環境が著しく悪化する状況ではなく、また、不動産バブルへの警戒感は依然として根強いことから、政府は大型の景気対策は採らないとみられる。中央政府は、様々な歪みに対峙せざるを得ない状況の中で、投資主導から消費主導への構造転換を目指し、経済運営の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%程度の成長を目指すだろう。実質 GDP 成長率は、2013 年が前年比+7.7%と政府目標をかりうじて達成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+2.6%と前回予測（8 月時点）を据え置いた。 ただし、7～9 月期の実績が前回想定より下振れた輸出を下方修正する一方、想定以上に大

図表 12. 中国実質 GDP 成長率の推移



幅増となった公共投資を上方修正している。今後は個人消費が、年度末にかけて駆け込み的な動きが強まることで成長率を押し上げ、また、設備投資は、企業の投資意欲の改善を映して、緩やかな増加基調を辿ると見込んでいる。公共投資は10～12月期がピークとなるが、その後も高水準の推移が続くだろう。一方、住宅投資は10～12月期をピークとし、減少に転じると見込まれる。なお、年度下期の四半期毎の成長率は、10～12月期は、前期比年率+2.9%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%弱の成長率を想定している。

2014年度の実質GDP成長率は+1.0%と予測した。これまでの予測でも消費税率引上げを前提としていたが、その決定と併せて5兆円規模の経済対策が実施されることになった。まだ、経済対策の詳細は明らかではないが、その効果を織り込み前回予測（8月時点）より0.5ポイント上方修正した。2013年度より一転して成長率が低下するのは、4～6月期に個人消費が駆け込み需要の反動減で大幅減になることに加え、消費増税によって家計の実質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は前年比減少し、また、住宅投資も、「すまい給付金」の支給により実質的な負担増はほぼ相殺されるが、その決定前に駆け込み需要が顕在化しており、2014年度の大減は避けられないとみている。その中、5兆円の経済対策で含まれる公共投資予算の積み増し（約2.5兆円と想定）がプラスに寄与することで、公的需要は前年比プラスを継続すると想定している。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。日系企業の海外現地生産化により、かつてほどの輸出の伸びは期待できないものの、円安水準で推移する中、欧米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、今回の予測期間で達成するのは困難であると考えている。足元のコア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している。9月のコアCPIは前年比0.7%上昇となったが、ガソリンと電気代等のエネルギーのみで同+0.6ポイントの寄与度となっている。今後については、一部の電力会社では値上げを表明しているものの、原発稼働停止による値上げはそれで概ね一巡するとみられ、また、円安の影響も昨年11月中旬以降に円安が進行したことを鑑みると、その影響は徐々に薄れていくとみられる。ただし、生鮮食品を除く食料については、輸入穀物の輸入価格上昇分が価格転嫁されるまでタイムラグがあることから、前年比上昇が続くと想定している。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2014年1～3月期に一旦解消するものの、4～6月期の大幅マイナスにより再びギャップが生じると見込まれる。また、2014年度については、消費税率が8%へ引上げられ、スーパーなどの小売店では消費増税分の価格転嫁さえ困難な中で、それを上回る価格引上げには一層慎重になるとみられる。他方、賃金上昇による人件費負担増により、サービス業などの一部では値上がりするだろう。コアCPIは、2013年度が前年比+0.5%、2014年度が同+2.6%（消費税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、個人消費の駆け込み需要等により堅調な推移が見込まれるものの、海外経済の足取りは力強さを欠き、不安材料が残っている。米国では、10月に政府機関の閉鎖に繋がった債務上限問題は一旦先延ばしされたにすぎないことに加え、FRB（連邦準備制度理事会）によるQE3（量的緩和第3弾）の出口戦略を巡る思惑等で金融資本市場が再び動揺する局面も想定され、それが新興国へ悪影響が波及する懸念もある。また、二番底を脱した欧州も、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、債務問題の後遺症が残る中で、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可能性もあろう。このように海外要因の不安材料が顕在化すると、外需、内需の両面で成長率が伸び悩むとみられ、年度内は堅調な内需である程度吸収できると考えているが、2014年度以降は、注意が必要である。

以 上

図表13. デフレーターへの伸び率(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	0.2	1.3
民間最終消費	▲ 2.5	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 0.7	0.0	1.7
民間住宅投資	▲ 3.2	0.2	0.4	▲ 0.5	2.7	1.5
民間設備投資	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.4	0.8	1.2
政府最終消費	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 0.1	0.8
公的固定資本形成	▲ 3.4	▲ 0.1	0.7	▲ 0.3	1.5	1.6
財貨・サービスの輸出	▲ 9.1	▲ 2.4	▲ 2.3	0.4	7.9	1.8
財貨・サービスの輸入	▲ 16.0	3.1	5.6	0.6	7.8	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	1.0
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	▲ 0.4
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	0.3	0.5
公的需要	1.0	0.1	0.2	1.1	0.9	0.3
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	0.6	0.1
財貨・サービスの純輸出	0.2	0.8	▲ 1.0	▲ 0.8	0.1	0.6
財貨・サービスの輸出	▲ 1.5	2.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	1.2
財貨・サービスの輸入	1.7	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5

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