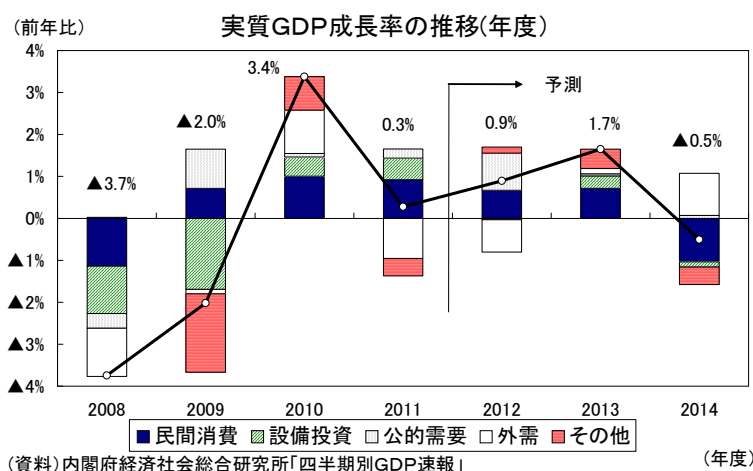


Weekly
エコノミスト・
レター2012～2014 年度経済見通し
～12年7-9月期GDP2次速報後改定

経済調査部門 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

<実質成長率:2012年度0.9%、2013年度1.7%、2014年度▲0.5%を予想>

- 2012年7-9月期の実質GDP（2次速報値）は前期比▲0.9%（年率▲3.5%）と1次速報と変わらなかったが、4-6月期が前期比年率0.3%から同▲0.1%へと下方修正されたため、2四半期連続のマイナス成長となった。
- GDP2次速報の結果を受けて、11月に発表した経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2012年度が0.9%、2013年度が1.7%、2014年度が▲0.5%と予想する。成長率の遡及改定に伴い2011年度から2012年度へのゲタ（発射台）が上方修正されたことを主因として、2012年度の見通しを0.2%上方修正した。
- 2012年10-12月期もマイナス成長となるが、景気はすでに底入れの兆しが見られる。2013年1-3月期には海外経済の持ち直しを背景とした輸出の増加を起点としてプラス成長に復帰し、2012年春をピークとした今回の景気後退は短期間で終了することが見込まれる。
- 2013年度は個人消費、住宅投資で消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生し、高めの成長が続くだろう。ただし、2014年度は駆け込み需要の反動減に物価上昇に伴う実質所得低下の影響が加わることから、マイナス成長となる可能性が高い。



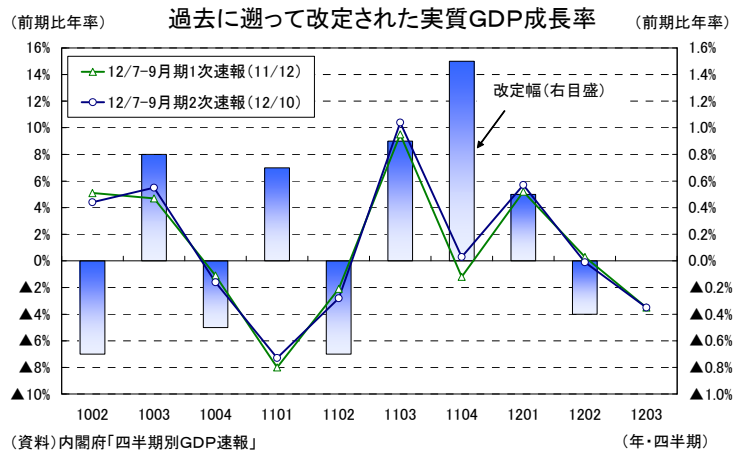
1. 2 四半期連続のマイナス成長も、景気は底入れの兆し

(2 四半期連続のマイナス成長)

12/10 に内閣府が公表した 2012 年 7-9 月期の実質 GDP (2 次速報値) は前期比▲0.9% (年率▲3.5%) となった。公的固定資本形成は 1 次速報の前期比 4.0% から同 1.5% へと大幅に下方修正されたが、民間消費 (前期比▲0.5% → 同▲0.4%)、設備投資 (前期比▲3.2% → 同▲3.0%)、民間在庫 (前期比・寄与度 0.2% → 同 0.3%)、政府消費 (前期比 0.3% → 同 0.6%) が上方修正されたため、成長率は 1 次速報と変わらなかった。

7-9 月期の 2 次速報と同時に 2010 年度の確々報値、2011 年度の確報値が公表され、実質 GDP 成長率は 2010 年度が 3.3% から 3.4% へ、2011 年度が▲0.0% から 0.3% へといずれも上方修正された。2011 年度の上方修正は、設備投資が前年比 1.1% から同 4.1% へと大きく上方修正されたことが主因である。一方、公的固定資本形成は前年比 2.9% から同▲2.3% へと大幅に下方修正された。東日本大震災からの復興に向けて大規模な補正予算が組まれたが、執行が遅れたことから 2011 年度の実質 GDP 成長率は前年度よりも減少していたことが明らかとなった。

なお、四半期毎の成長率も過去に遡って改定され、2012 年 4-6 月期は前期比年率 0.3% から同▲0.1% へと下方修正されたため、4-6 月期、7-9 月期と 2 四半期連続のマイナス成長となった。一方、2011 年 7-9 月期から 2012 年 1-3 月期までは上方修正され、2011 年 10-12 月期は年率▲1.2% のマイナス成長から同 0.3% のプラス成長へと改定された。この結果、2011 年度から 2012 年度へのゲタ (発射台) は 1 次速報時点の 1.4% から 1.7% へと上昇した。



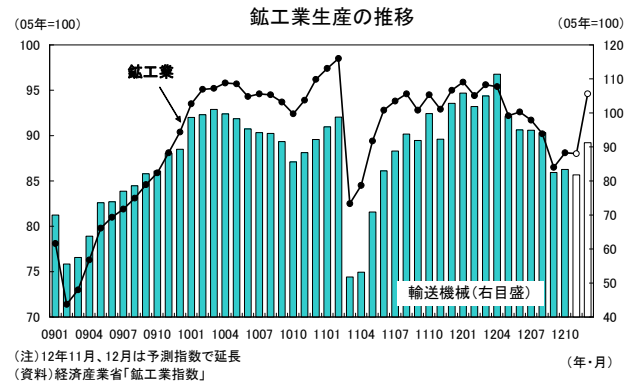
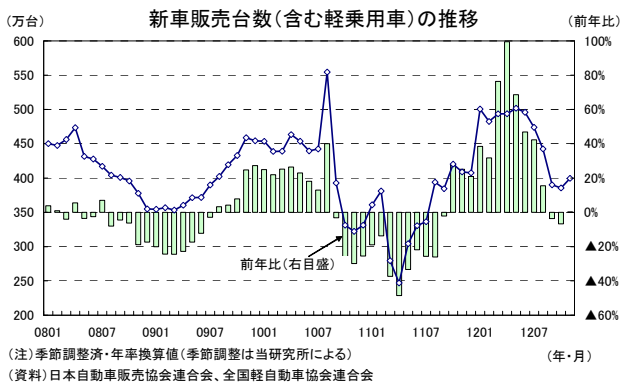
(景気は底入れの兆し)

日本経済は海外経済の減速を背景とした輸出の減少を主因として 2012 年春頃をピークに景気後退局面入りしているとみられるが、早くも底入れの兆しが出始めている。

自動車販売はエコカー補助金終了 (9/21) 前に減少し始め、2012 年 6 月から 10 月までに 20% 以上落ち込んだが、11 月には前月比 3.6% (当研究所による季節調整値による) と 6 ヶ月ぶりに増加に転じた。自動車販売はリーマン・ショック後と東日本大震災後に急激に落ち込んだ局面があったため、先食い需要の規模が限定的にとどまったことが、早い段階で持ち直しに転じた要因と考えられる。

また、急激な落ち込みが続いていた自動車 (鉱工業指数の輸送機械) 生産も 10 月には前月比 1.1% と小幅ながら 6 ヶ月ぶりに増加に転じた。自動車はエコカー補助金終了を見越して国内販売が好調な時期から減産体制に入っていたため、生産調整は比較的短期間で一段落した。

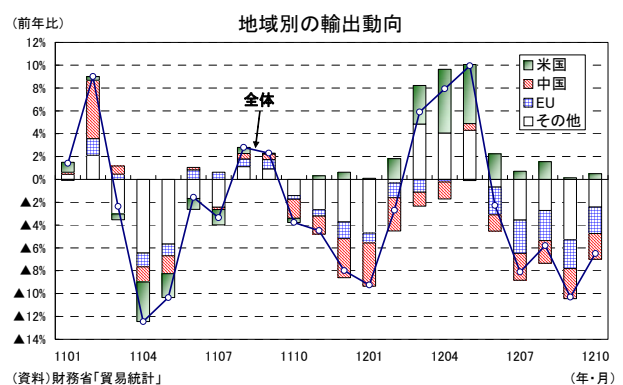
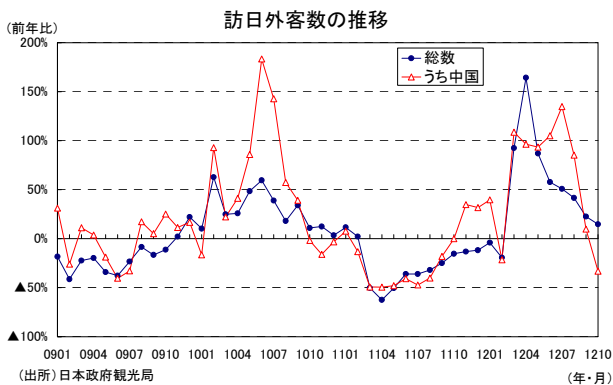
10月の鉱工業生産指数は前月比1.8%と4ヵ月ぶりの上昇となり、製造工業生産予測指数は11月が前月比▲0.1%、12月が同7.5%となった。現時点では生産低迷の主因である輸出の下げ止まりが確認されていないため、先行きについては慎重に見る必要があるが、これまでの急激な落ち込みに歯止めがかかりつつあることは確かである。鉱工業生産は年末から年明けにかけて底入れを探る展開となるだろう。



また、9月中旬以降の大規模な反日デモの発生を受けて、日中関係悪化による経済への影響が懸念されていたが、日本経済全体への影響は現時点では限定的にとどまっている。

日中関係の悪化を受けて、10月の中国からの訪日外客数は前年比▲33.1%となった。大幅な減少であることは確かだが、対中国の旅行収支の受取額がGDPに占める割合は0.1%程度と非常に小さいことを考えれば、日本経済全体への影響は限定的と考えられる。

日本経済への影響が極めて大きいと考えられる貿易取引をみると、10月の中国向け輸出は前年比▲11.6%と大きく落ち込んだ。ただし、中国向けの輸出は中国経済の減速を背景に7月から前年比で▲10%前後の減少が続いており、9月、10月と落ち込み幅が大きく拡大したわけではない。中国における不買運動などが中国向け輸出の減少となって表れるまでにはタイムラグがある可能性もあるため、今後の動向を注視する必要があるが、現時点では日中関係悪化が輸出全体に大きな影響を与えるまでには至っていないと判断される。



2. 実質成長率は2012年度0.9%、2013年度1.7%、2014年度▲0.5%

(成長率のプラス転化は2013年1-3月期)

2012年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/13に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2012年度が0.9%、2013年度が1.7%、2014年度が▲0.5%と予想する(11/13時点ではそれぞれ0.7%、1.7%、▲0.5%)。

2012年度の見通しを0.2%上方修正したが、これは2011年度が速報値から確報値へ改定されたことに伴い、2011年度から2012年度へのゲタ(発射台)が上がった(1.4%→1.7%)ことによる。2012年10-12月期以降の成長のパスは大きく変更していない。

2012年10-12月期は輸出、個人消費、設備投資の低迷から3四半期連続のマイナス成長となるが、海外経済の持ち直しを背景とした輸出の増加を起点として2013年1-3月期にはプラス成長に復帰することが予想される。景気は2012年度中には後退局面を脱し、過去の平均的な後退期間(15.9ヵ月)と比べれば短いものとなるだろう。

(2013年度末にかけて消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生)

2013年度に入ると、2014年4月に予定されている消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生することが見込まれる。前回の引き上げ時(1997年度)の例を参考にすると、2013年度には個人消費で2.5兆円、住宅投資で1.3兆円、合わせて3.9兆円の駆け込み需要が発生し、実質GDPは0.7%押し上げられると試算される。年間購入額に対する駆け込み需要の規模は、個人消費が0.8%程度、住宅投資が10%程度を見込んでいる。

(2014年度はマイナス成長へ)

駆け込み需要によって2013年度の成長率が0.7%押し上げられる一方、2014年度に入ると駆け込み需要の反動減と物価上昇に伴う実質所得の低下がGDPを押し下げることになる。

当研究所のマクロモデルによるシミュレーションでは、消費税率を1%引き上げた場合、消費者物価は0.71%上昇する。消費者物価の上昇は家計の実質所得の低下をもたらす、これが実質民間消費、実質住宅投資の減少につながる。さらに、国内需要の減少に伴う企業収益の悪化が設備投資を下押しする。この結果、消費税率を1%引き上げた場合、実質GDPは1年目に▲0.24%低下、2年目に▲0.42%低下することになる。

2014年度の税率引き上げ幅は3%であるため、これによって実質GDPは▲0.7%(▲0.24%×3)押し下げられる。これに反動減による影響▲0.7%を加えると、2014年度の実質GDPの低下幅は▲1.4%となる。2013年度の実質GDPは駆け込み需要で0.7%押し上げられているため、2014年度の実質GDP成長率は▲2.1%押し下げられることになる。反動減の大きさは駆け込み需要と同じとなるが、反動減による伸び率の低下幅は、駆け込み需要による押し上げ幅のほぼ倍の大きさとなることには注意を要する。2014年度はマイナス成長

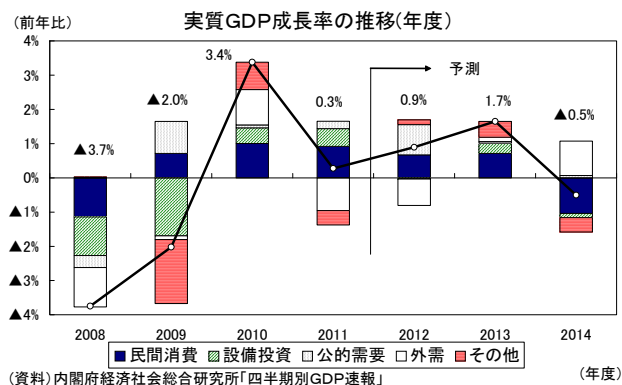
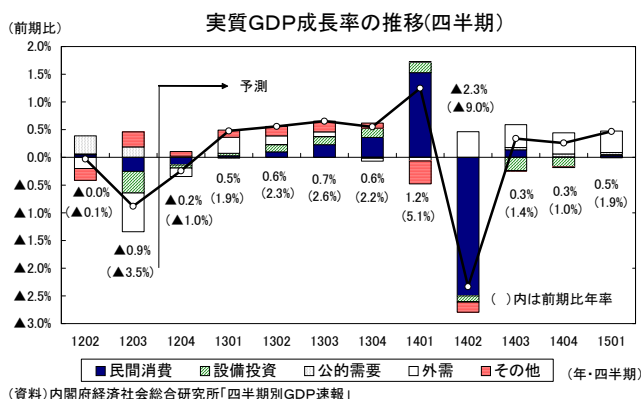
消費税率1%引き上げの影響

	(単位:%)	
	1年目	2年目
実質GDP	▲0.24	▲0.42
民間消費	▲0.37	▲0.61
住宅投資	▲0.40	▲0.88
設備投資	▲0.16	▲0.84
名目GDP	0.28	▲0.06
消費者物価	0.71	0.69

(注)当研究所マクロモデルによるシミュレーション結果
ベースラインからの乖離率

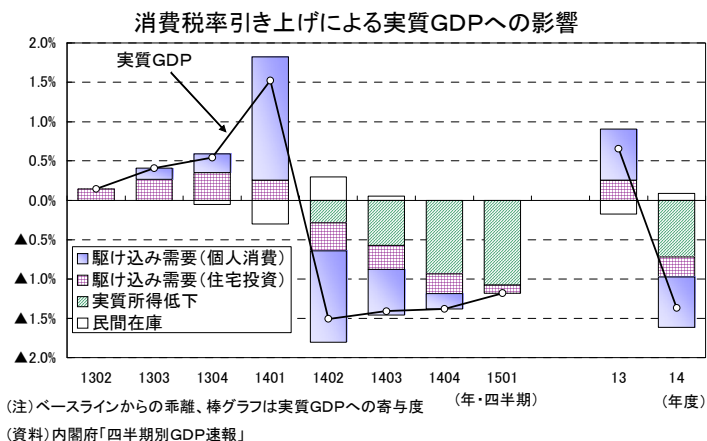
となる可能性が高いだろう。

なお、実際に消費税率が引き上げられる際には、購入額が大きく駆け込み需要とその反動が大きくなる自動車購入や住宅の取得を中心に激変緩和措置が取られる可能性がある。こうした措置が取られた場合には、駆け込み需要の規模が小さくなることにより2013年度の成長率が低下する一方、2014年度の成長率が上昇することになる。また、消費税率引き上げと同時に低所得者向けの給付などの負担軽減措置が講じられた場合には、2014年度の成長率の低下幅は小さくなる。ただし、現時点では制度変更の内容が決まっていないため、今回の予測ではこれらの影響は織り込んでいない。



実質GDPは2013年1-3月期にプラス成長に転換した後、2013年度入り後は海外経済の回復を背景とした輸出の増加に駆け込み需要が加わることから高めの成長率が続き、2014年1-3月期は前期比年率5.1%の高成長となるだろう。しかし、2014年4-6月期は駆け込み需要の反動減と物価上昇に伴う実質所得低下の影響が重なることで年率▲9.0%の大幅マイナス成長となることが予想される。

消費税率引き上げに伴う実質所得の低下による実質GDPの押し下げ幅は2014年度末にかけて拡大するが、反動減は消費税率引き上げ直後が最も大きく、その後は押し下げ幅が縮小する。前期比で見た影響は2014年4-6月期には非常に大きなマイナスとなるが、その後は若干の押し上げ要因となる。このため、7-9月期以降は緩やかながらもプラス成長が続くことが見込まれる。



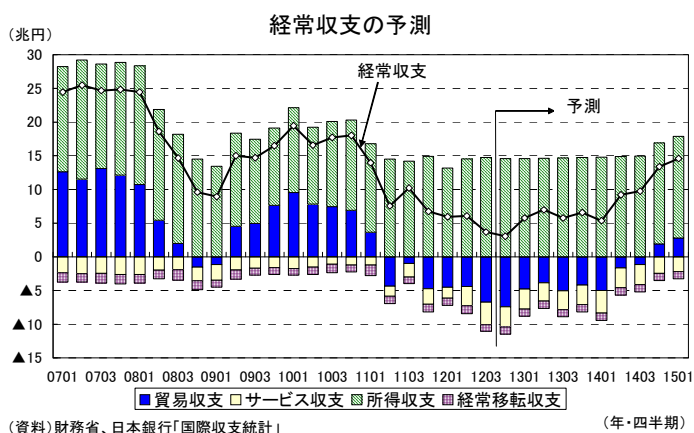
(貿易収支、経常収支の見通し)

2012年9月の経常収支は、季節調整値で▲1,420億円と現行統計が存在する1996年1月以降では初の赤字となったが、環境税の導入を前にした原油輸入の急増という一時的な要因が大きく、この影響が剥落した10月には4,141億円(季節調整値)と再び黒字に戻った。

ただし、貿易収支の大幅赤字を主因として経常黒字はGDP比で1%程度の低水準にとどまっている。貿易赤字拡大の主因となっている輸出の低迷はしばらく続くことが見込まれる。輸出の回復傾向が明確となるのは、中国をはじめとした新興国経済の回復ペースが高まり、欧州経済も最悪期を脱することが見込まれる2013年度入り後となる。2013年度は輸出の伸びが高まるが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって輸入の伸びも高まるため、貿易赤字が解消するまでには至らない。貿易収支の黒字転化は輸出の回復が続く中、消費税率引き上げ後の国内需要の落ち込みに伴い輸入の伸びが低下する2014年度までずれ込むだろう。

年度平均の貿易収支は2011年度から2013年度まで赤字が続いた後、2014年度に4年ぶりの黒字になると予想する。ただし、かつてに比べると黒字幅は非常に小さく、為替レート、原油価格、海外経済の動向次第で貿易収支が赤字化しやすい構造は続くだろう。

一方、多額の対外純資産を背景とした所得収支黒字は当面は高水準を維持することが見込まれるため、今後数年間のうちに経常収支の赤字が定着する可能性は低いと考えられる。経常収支は2011年度実績の7.6兆円(名目GDP比1.6%)から2012年度に4.6兆円(同1.0%)へと縮小した後、2013年度が6.1兆円(同1.3%)、2014年度が11.7兆円(同2.4%)と徐々に持ち直すと予想する。

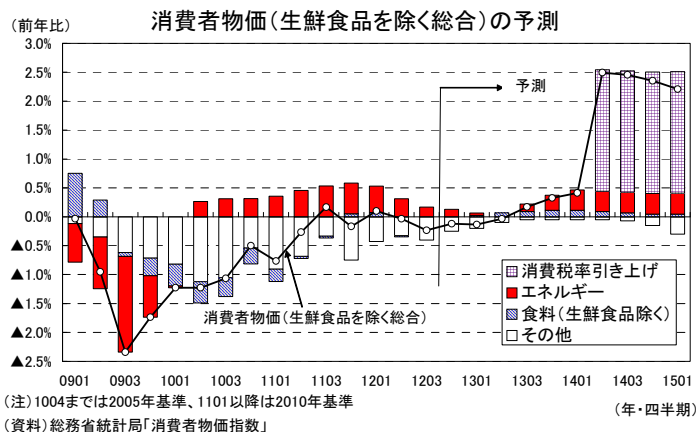


(物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は2012年5月から前年比でマイナスが続いていたが、10月には前年比0.0%と6ヵ月ぶりにマイナス圏を脱した。一時、前年比でマイナスとなっていたガソリン、灯油価格が再びプラスに転じたことや東京電力の電気料金値上げの影響もありエネルギー価格は引き続き物価押し上げ要因となっているが、先行きについては足もとの景気悪化を受けて需給面からの物価下押し圧力が高まる可能性が高い。また、消費者物価指数の中間年における見直しに伴い、2013年1月から価格下落率の大きいスマートフォンが取り入れられることも下押し要因となろう。

コアCPIは当面小幅な下落が続いた後、2013年度に入ると世界経済の回復に伴う原油価格の上昇や円安傾向を反映し上昇に転じるが、上昇率はゼロ%台前半にとどまるだろう。

2014年度は消費税率の引き上げによって消費者物価上昇率は押し上げられる。当研究所のマクロモデルによるシミュレーションでは、消費税率を1%引き上げた場合、消費



者物価は0.71%上昇する。消費者物価指数のうち、消費税の非課税品目は3割程度であるため、課税対象品目については消費税率引き上げ分のほとんどが価格転嫁されることになる。2014年度の消費税率の引き上げ幅は3%が予定されているため、これにより消費者物価上昇率は2.1%押し上げられることになる。

コアCPI上昇率は2012年度が前年比▲0.1%、2013年度が同0.2%、2014年度が同2.4%と予想する。消費税率引き上げの影響を除けば2014年度もゼロ%台前半で、日本銀行が目指している1%には遠く及ばないだろう。

日本経済の見通し (2012年7-9月期2次QE(12/10発表)反映後)

(単位:%) 前回予測 (2012.11)

	2011年度 実績	2012年度 予測	2013年度 予測	2014年度 予測	12/4-6 実績	7-9 実績	10-12 予測	13/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	14/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	15/1-3 予測	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP	0.3	0.9	1.7	▲0.5	▲0.0	▲0.9	▲0.2	0.5	0.6	0.7	0.6	1.2	▲2.3	0.3	0.3	0.5	0.7	1.7	▲0.5
内需寄与度	(1.3)	(1.7)	(1.5)	(▲1.5)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(1.3)	(▲2.8)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(1.5)	(1.6)	(▲1.4)
内、民需	(1.1)	(0.8)	(1.5)	(▲1.6)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(1.3)	(▲2.8)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.8)	(1.5)	(▲1.5)
内、公需	(0.2)	(0.9)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.7)	(0.1)	(0.1)
外需寄与度	(▲1.0)	(▲0.8)	(0.1)	(1.0)	(▲0.2)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(▲0.7)	(0.1)	(1.0)
民間最終消費支出	1.6	1.1	1.2	▲1.8	0.1	▲0.4	▲0.2	0.0	0.2	0.4	0.6	2.6	▲4.2	0.2	0.0	0.1	1.0	1.2	▲1.7
民間住宅投資	3.7	3.2	11.4	▲18.8	1.5	0.9	1.2	0.8	4.9	4.7	3.6	▲3.0	▲18.7	▲0.9	▲0.4	0.6	2.8	11.4	▲18.9
民間企業設備投資	4.1	▲0.3	2.3	▲1.0	0.1	▲3.0	▲0.4	0.4	1.0	1.1	1.3	1.5	▲0.8	▲1.8	▲1.3	0.2	▲0.4	2.9	▲0.6
政府最終消費支出	1.5	2.3	0.7	0.4	0.5	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	1.9	0.7	0.4
公的固定資本形成	▲2.3	11.3	▲2.3	▲0.4	5.4	1.5	0.0	▲0.9	▲0.7	▲0.8	▲0.9	▲0.6	▲0.6	0.7	0.6	0.7	7.7	▲2.1	▲0.3
輸出	▲1.7	▲0.9	3.1	7.1	0.8	▲5.1	▲1.3	1.4	1.5	1.7	1.7	1.6	1.9	1.6	1.9	1.8	▲0.5	3.4	6.8
輸入	5.2	4.3	2.5	0.9	1.8	▲0.4	▲0.4	▲0.5	0.5	1.4	2.3	2.2	▲1.1	▲1.0	▲0.5	▲0.5	4.4	3.3	1.0
名目GDP	▲1.4	0.3	1.5	0.5	▲0.5	▲0.9	▲0.5	0.9	0.5	0.2	0.5	1.1	▲0.9	0.0	0.4	0.3	0.2	1.5	0.6

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位:%)

	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	12/4-6	7-9	10-12	13/1-3	4-6	7-9	10-12	14/1-3	4-6	7-9	10-12	15/1-3	2012年度	2013年度	2014年度
鉱工業生産 (前期比)	▲1.0	▲2.9	3.4	▲0.8	▲2.0	▲4.2	▲1.3	1.6	1.2	1.5	2.0	2.1	▲3.0	▲1.5	0.3	0.8	▲3.8	2.4	▲0.7
国内企業物価 (前年比)	1.4	▲1.1	0.2	2.8	▲1.0	▲1.9	▲0.7	▲0.8	▲0.5	0.4	0.3	0.5	3.1	2.9	2.7	2.6	▲1.1	0.1	2.8
消費者物価 (前年比)	▲0.1	▲0.1	0.2	2.4	0.2	▲0.4	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.2	0.3	0.4	2.5	2.5	2.4	2.2	▲0.1	0.2	2.4
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.0	▲0.1	0.2	2.4	0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.0	0.2	0.3	0.4	2.5	2.5	2.4	2.2	▲0.1	0.2	2.4
経常収支 (兆円)	7.6	4.6	6.1	11.7	6.1	3.7	3.1	5.7	7.0	5.7	6.5	5.3	9.2	9.7	13.4	14.6	4.8	6.1	11.5
経常収支 (名目GDP比)	(1.6)	(1.0)	(1.3)	(2.4)	(1.3)	(0.8)	(0.6)	(1.2)	(1.5)	(1.2)	(1.4)	(1.1)	(1.9)	(2.0)	(2.8)	(3.0)	(1.0)	(1.3)	(2.4)
失業率 (%)	4.5	4.4	4.4	4.3	4.4	4.2	4.3	4.5	4.5	4.5	4.3	4.1	4.1	4.2	4.4	4.5	4.4	4.5	4.4
住宅着工戸数(万戸)	84	89	97	71	88	87	90	90	94	99	101	94	75	72	70	69	88	97	71
コールレート (無担保・翌日物)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り (店頭基準配)	1.1	0.8	1.0	1.2	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	0.9	1.1	1.3
為替 (円/ドル)	79	80	83	86	80	79	81	82	82	83	84	84	85	85	86	86	80	82	84
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	114	114	116	119	124	106	112	113	114	115	116	118	118	118	119	120	113	116	119
経常利益 (前年比)	▲6.1	2.2	6.7	▲2.4	11.5	6.3	▲1.1	▲5.4	1.0	3.0	9.7	12.3	▲0.5	▲2.0	▲2.7	▲4.1	2.5	8.5	▲2.4

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。