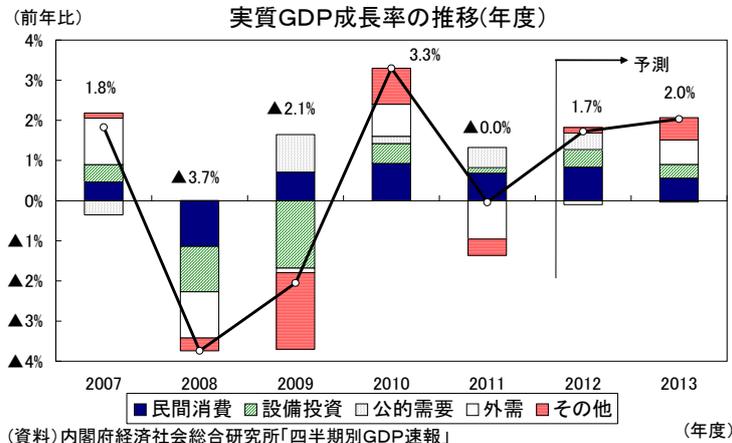


Weekly
エコノミスト・
レター2012・2013 年度経済見通し
～12年4-6月期GDP2次速報後改定

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1.7%、2013年度2.0%を予想>

- 2012年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は、民間在庫の下方修正を主因として1次速報の前期比0.3%（年率1.4%）から前期比0.2%（年率0.7%）へと下方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、8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1.7%、2013年度が2.0%と予想する。4-6月期の実績値が下方改定されたことに加え、足もとの景気下振れを受けて2012年後半の見通しを下方修正したことから、2012年度の成長率を前回から0.5%下方修正した。
- 2012年7-9月期は輸出、個人消費が減少に転じることから前期比年率▲0.1%と小幅ながら5四半期ぶりのマイナス成長となり、10-12月期も年率0.8%の低成長にとどまると予想する。海外経済、為替動向次第では輸出を中心として成長率がさらに下振れするリスクがある。日本経済はここに来て正念場を迎えている。
- 2013年度は海外経済の持ち直しから輸出が回復に向かうこと、消費税率引き上げ前に個人消費、住宅投資の駆け込み需要が発生することなどから高めの成長が続くだろう。2013年度の実質GDPは駆け込み需要により0.7%押し上げられると試算される。



1. 4-6 月期の成長率は前期比年率 0.7%

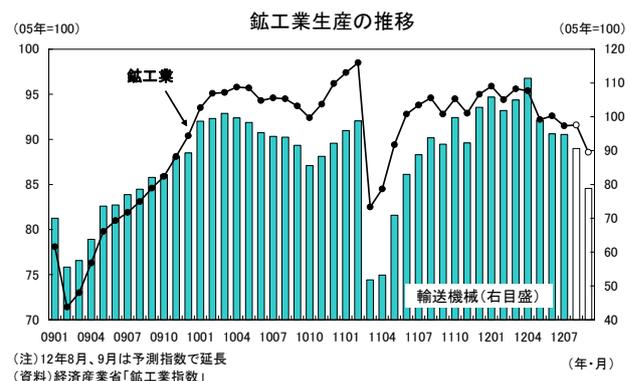
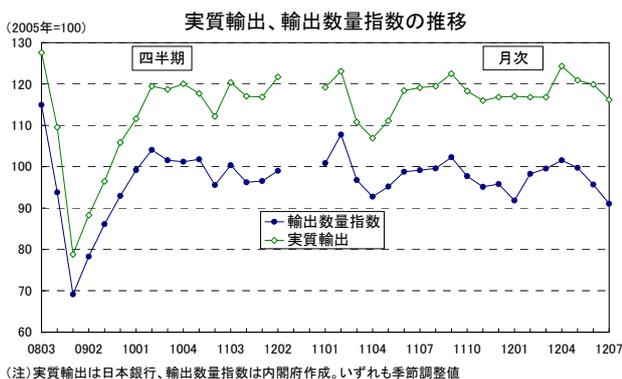
9/10 に内閣府が公表した 2012 年 4-6 月期の実質 GDP (2 次速報値) は前期比 0.2% (年率 0.7%) となり、1 次速報の前期比 0.3% (年率 1.4%) から下方修正された。

下方修正の主因は、1 次速報で仮置きとなっていた原材料在庫、仕掛品在庫に 4-6 月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、民間在庫が 1 次速報の前期比・寄与度▲0.0% から同▲0.2% へと下方修正されたことである。民間在庫の下方修正だけで成長率は年率▲0.4% 下方修正された。その他の需要項目では、公的固定資本形成 (前期比 1.7% → 同 1.8%)、住宅投資 (前期比 0.8% → 同 0.9%) は若干上方修正されたが、4-6 月期の法人企業統計の結果を受けて、設備投資が前期比 1.5% から同 1.4% へと小幅な下方修正となった。

(輸出、生産の悪化が鮮明に)

4-6 月期の実質 GDP は年率 1% を下回る低い伸びにとどまったが、1-3 月期が年率 5.3% の高成長となった後ということを考えれば、それほど弱いものとは言えない。欧州債務危機の影響などから海外経済が減速基調を強める中、2012 年前半の日本経済は政策効果や復興需要に支えられた国内需要を中心として比較的底堅く推移したという評価ができるだろう。

ただし、景気はここにきて停滞色を強めている。4-6 月期の輸出は前期比でプラスの伸びを確保したが、日本銀行作成の実質輸出、内閣府作成の輸出数量指数で月次ベースの動きを見ると、いずれも 5 月から 3 ヶ月連続して前月比で低下している。景気後退が続く EU 向けの落ち込みが続いていることに加え、景気減速が鮮明となっているアジア向けも低調な動きとなっている。また、堅調な動きを続けてきた米国向けも回復テンポが大きく鈍化しており、輸出はここにきて牽引役を失っている。



輸出の低迷を受けて足もとの鉱工業生産は大きく下振れしている。7 月の鉱工業生産は 7/10 時点の生産計画 (製造工業生産予測指数) では前月比 4.5% の高い伸びが見込まれていたが、実績値 (速報) は同▲1.2% の減少となった。IT 関連財が弱い動きを続けていることに加え、生産の牽引役となってきた輸送機械もエコカー補助金終了後の自動車販売の落ち込みを見越してすでに減産局面に入っている。製造工業生産予測指数は 8 月が前月比 0.1%、9 月が同▲3.3% となっており、7 月

の生産指数を8月、9月の予測指数で先延ばしすると7-9月期は前期比▲3.0%の低下となる。鉱工業生産は4-6月期の前期比▲2.0%に続き、7-9月期もはっきりとしたマイナスとなる公算が大きい。

景気の局面判定を行う際に主として用いられる景気動向指数の一致指数は生産関連指標が約半数を占めているため、事後的に景気後退局面と認定される可能性も否定できない。景気は正念場を迎えている。

堅調を維持してきた個人消費にも変調の兆しが見られる。内閣府の消費総合指数は6月が前月比▲1.0%、7月が同▲0.5%と2ヵ月連続で低下した。自動車販売は2011年末に再導入されたエコカー補助金の効果から増加傾向が続いてきたが、ここにきて頭打ちとなっている。

前回のエコカー補助金終了前(2010年夏)には直前に大規模な駆け込み需要が発生したが、今回は制度終了前に販売台数がピークアウトした模様である。

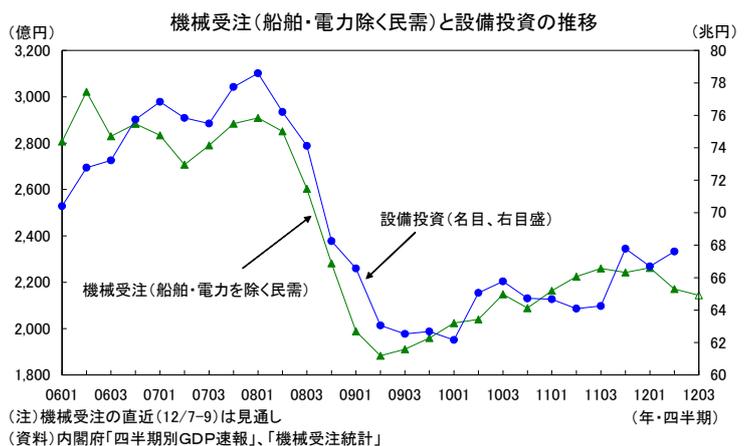
レジャー関連を中心としたサービス消費は一定の底堅さを維持しているものの、消費者マインドの改善が一服していることもあり、個人消費は当面弱めの動きが続くことが予想される。



また、4-6月期の設備投資は前期比1.4%と高めの伸びとなったが、1-3月期の落ち込み（前期比▲1.6%）を取り戻すまでには至っておらず、回復ペースは緩やかなものにとどまっている。設備投資は減価償却費を下回る水準の推移が続いており、企業の設備投資意欲は依然として弱い。

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は4-6月期に前期比▲4.1%と2四半期ぶりの減少となった後、7-9月期も同▲1.2%と減少する見通しとなっている。

日銀短観や日本政策投資銀行などの調査では、2012年度の設備投資計画は比較的強いものとなっていたが、収益環境の悪化に伴い投資計画を先送りする動きが強まっていると考えられる。7-9月期の設備投資は伸びが大きく鈍化する可能性が高いだろう。



2. 実質成長率は2012年度1.7%、2013年度2.0%

(2012年7-9月期は小幅マイナス成長へ)

2012年4-6月期のGDP2次速報を受けて、8/14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1.7%、2013年度が2.0%と予想する(8/14時点ではそれぞれ2.2%、2.0%)。

2012年4-6月期の実績値が下方改定されたことに加え、足もとの経済指標が輸出を中心に想定よりも下振れしていることを受けて2012年後半の成長率を下方修正したことから、2012年度の成長率見通しを0.5ポイント下方修正した。

4-6月期はかろうじてプラス成長を確保したが、7-9月期は輸出が減少に転じ外需が引き続き成長率の押し下げ要因となる中、2011年4-6月期から増加を続けてきた民間消費が6四半期ぶりに減少に転じることから、前期比▲0.0% (年率▲0.1%) と小幅ながらマイナス成長となり、10-12月期も前期比0.2% (年率0.8%) の低成長にとどまるだろう。景気回復が明確となるのは欧州経済が最悪期を脱し、その効果が新興国にも及ぶことで輸出が回復基調に復帰することが見込まれる2013年入り後となるだろう。

(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)

今回の見通しは、前回(8/14時点)と同様に消費税率が2014年4月に5%から8%へ引き上げられることを前提としている。

消費税率が2014年度から引き上げられる場合、2013年度には税率引き上げ前の駆け込み需要が発生する。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。個人消費の駆け込み需要は税率引き上げ直前の2014年1-3月期に集中するが、住宅投資は税率引き上げの約1年前から駆け込み需要が発生し、2013年10-12月期がピークとなるだろう。なお、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%程度である。

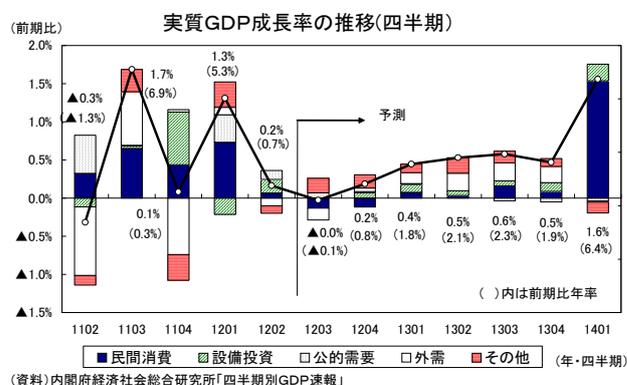
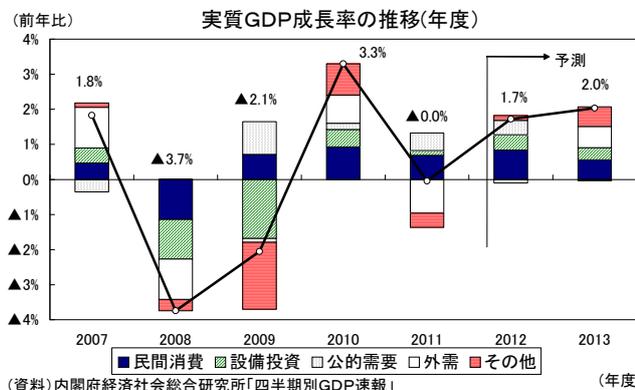
個人消費と住宅投資をあわせた駆け込み需要による実質GDP成長率への影響を四半期毎にみると、2013年4-6月期が前期比0.1% (年率0.6%)、7-9月期が前期比0.3% (年率1.0%)、10-12月期が前期比0.3% (年率1.3%) と押し上げ幅が徐々に拡大した後、税率引き上げ直前の2014年1-3月期には駆け込み需要全体の6割強が集中するため、成長率の押し上げ幅は前期比1.5% (年率6.1%) と非常に大きなものになると試算される。

2013年度の駆け込み需要試算

	1302	1303	1304	1401	2013年度
家計消費支出 (兆円)	—	0.2	0.3	2.1	2.5
住宅投資 (兆円)	0.2	0.3	0.5	0.3	1.3
合計 (兆円)	0.2	0.5	0.8	2.4	3.9
実質成長率 <前期比>	0.1%	0.3%	0.3%	1.5%	0.7%
への影響 <前期比年率>	0.6%	1.0%	1.3%	6.1%	—

なお、今回の予測期間は2013年度までだが、2014年度は物価上昇に伴う実質所得の低下による影響と、駆け込み需要の反動減が重なるため、実質GDPが大きく押し下げられることになるだろう。当研究所では、2014年度の実質GDPは物価上昇に伴う実質所得の低下によって▲0.7%、駆け

け込み需要の反動減によって▲0.7%押し下げられると試算している。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。2014年度はマイナス成長となる可能性が高いだろう。



(経常収支の見通し)

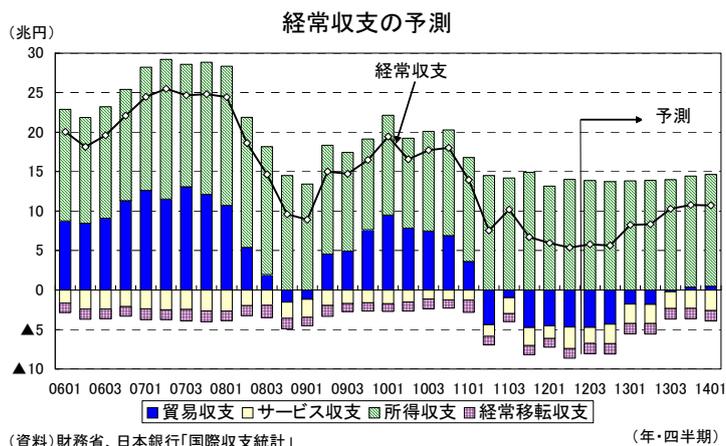
貿易収支(通関ベース、季節調整値)は、東日本大震災が発生した2011年3月以降、1年以上にわたって赤字が続いている。

貿易収支悪化の一因となっていた輸入の伸びはここにきて一段落している。輸入価格指数は6月に前年比▲1.5%と1年7ヵ月ぶりに前年比でマイナスに転じた後、7月は同▲4.6%とマイナス幅が拡大した。液化天然ガス(LNG)の輸入は数量ベースでも高い伸びを続けてきたが、そうした動きは一巡しつつある。輸入の急増が貿易赤字をもたらすという局面は終わりつつある。

一方、海外経済の減速傾向が続く中、輸出は先行きも低迷が続くことが予想される。輸出の回復傾向が明確となるのは、欧州経済が最悪期を脱し、米国経済や中国をはじめとした新興国経済が減速局面を脱することが見込まれる2013年入り後となるだろう。

貿易赤字は輸入の伸びが低下することにより徐々に縮小に向かうものの、貿易収支の黒字転化は輸出の低迷が響き2013年度後半までずれ込み、年度平均では2011年度から3年連続の赤字となる。

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6.3兆円(同1.3%)へと縮小した後、2013年度には10.0兆円(同2.1%)まで持ち直す予想する。当分は多額の対外純資産を背景とした高水準の所得収支黒字が経常収支の大半を占める状態が続くだろう。

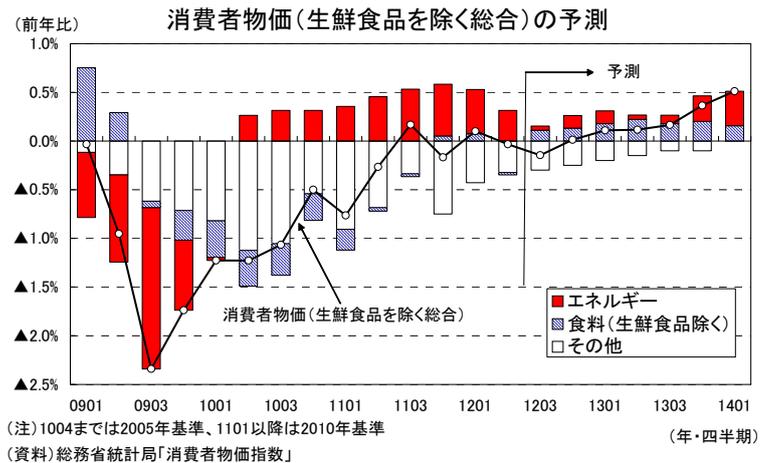


(物価の見通し)

消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は2012年5月に前年比▲0.1%と4ヵ月ぶりの低下となった後、6月が同▲0.2%、7月が同▲0.3%とマイナス幅が拡大している。これまで物価を大きく押し上げてきたガソリン、灯油価格は約2年半ぶりに前年比でマイナスに転じた。

ただし、地政学リスクの高まりや世界的な金融緩和期待などを背景に原油価格は再び上昇し始めており、ガソリン店頭価格（全国平均、レギュラー）も4週連続で値上がりしている。エネルギー価格の前年比上昇率は4ヵ月連続で縮小しているが、8月以降は再び拡大に向かうだろう。さらに最近の世界的な穀物価格の上昇は、パン、麺類、肉、乳製品など食料品の値上げにつながるが見込まれる。全国のコア CPI の下落率は8月以降縮小に向かい、年末にかけてゼロ近傍で推移することが予想される。

コア CPI の上昇率が高まるのは、景気回復に伴う需給バランスの改善や国際商品市況の緩やかな上昇を受けた2013年度入り後となるだろう。コア CPI 上昇率は2012年度が前年比0.0%、2013年度が同0.3%と予想する。



日本経済の見通し (2012年4-6月期2次QE(9/10発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2012.8)

	2011年度 実績	2012年度 予測	2013年度 予測	11/4-6 実績	7-9 実績	10-12 実績	12/1-3 実績	4-6 実績	7-9 予測	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	2012年度	2013年度
実質GDP	▲0.0	1.7	2.0	▲0.3	1.7	0.1	1.3	0.2	▲0.0	0.2	0.4	0.5	0.6	0.5	1.6	2.2	2.0
内需寄与度	(1.0)	(1.9)	(1.4)	(0.6)	(1.0)	(0.8)	(1.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(1.6)	(2.2)	(1.4)
内、民需	(0.5)	(1.5)	(1.5)	(0.1)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(1.6)	(1.8)	(1.5)
内、公需	(0.5)	(0.4)	(▲0.0)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.4)	(▲0.0)
外需寄与度	(▲1.0)	(▲0.1)	(0.6)	(▲0.9)	(0.7)	(▲0.7)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.6)
民間最終消費支出	1.2	1.4	1.0	0.6	1.1	0.7	1.2	0.1	▲0.2	▲0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	2.6	1.6	1.0
民間住宅投資	3.8	2.0	12.2	▲3.0	4.8	0.1	▲1.6	0.9	0.8	0.8	0.5	6.0	3.9	5.6	▲3.8	2.1	12.6
民間企業設備投資	1.1	3.4	2.6	▲0.9	0.3	5.5	▲1.6	1.4	0.0	0.5	0.8	0.5	0.5	0.9	1.7	3.9	2.8
政府最終消費支出	1.9	1.4	0.5	0.6	0.2	0.4	1.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	▲0.1	▲0.0	1.5	0.5
公的固定資本形成	2.9	4.6	▲3.2	7.4	▲1.1	▲1.0	3.6	1.8	1.4	▲0.2	▲0.8	▲1.1	▲1.3	▲0.9	▲0.8	4.6	▲3.2
輸出	▲1.4	3.7	5.5	▲5.8	7.8	▲3.6	3.4	1.2	▲0.7	0.4	1.2	1.7	1.8	1.8	1.7	4.7	5.9
輸入	5.6	5.1	2.1	0.0	3.4	1.0	2.2	1.6	0.3	0.2	0.4	0.3	0.5	0.7	2.1	5.4	2.6
名目GDP	▲2.0	1.1	1.9	▲1.3	1.6	▲0.3	1.3	▲0.3	▲0.0	▲0.0	0.8	0.3	0.6	0.3	1.6	1.5	1.9

(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	11/4-6	7-9	10-12	12/1-3	4-6	7-9	10-12	13/1-3	4-6	7-9	10-12	14/1-3	2012年度	2013年度
鉱工業生産 (前期比)	▲1.0	▲0.3	4.3	▲4.2	5.4	0.4	1.3	▲2.0	▲2.8	2.4	1.0	0.6	1.0	2.0	2.8	2.7	4.5
国内企業物価 (前年比)	1.4	▲1.3	0.3	1.8	2.2	1.1	0.3	▲0.9	▲1.8	▲1.3	▲1.0	▲0.8	0.2	1.0	0.8	▲1.2	0.4
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.1	0.3	▲0.4	0.1	▲0.3	0.3	0.2	▲0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.5	0.1	0.3
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.0	0.0	0.3	▲0.3	0.2	▲0.2	0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	0.0	0.3
経常収支 (兆円)	7.6	6.3	10.0	7.5	10.2	6.7	5.9	5.4	5.8	5.6	8.2	8.3	10.3	10.8	10.7	6.7	10.3
(名目GDP比)	(1.6)	(1.3)	(2.1)	(1.6)	(2.2)	(1.4)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.7)	(1.7)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(1.4)	(2.1)
失業率 (%)	4.5	4.4	4.2	4.7	4.4	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1	4.3	4.2
住宅着工戸数(万戸)	84	88	98	82	88	80	86	88	87	88	89	95	98	103	95	88	98
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
10年国債利回り (店頭基準気配)	1.1	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	0.9	1.1
為替 (円/ドル)	79	80	82	82	78	77	79	80	79	80	81	81	82	83	83	80	82
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	114	113	117	115	114	112	116	124	105	110	115	115	115	118	118	113	118
経常利益 (前年比)	▲6.1	7.1	10.5	▲14.6	▲8.5	▲10.3	9.3	11.5	3.9	6.3	6.6	5.3	10.3	15.0	11.4	6.5	11.4

(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。