

調査レポート

2012 / 2013 年度経済見通し(2012年11月)

～ 後退期から早期に脱するも、景気の回復力は弱い～

2012年7～9月期の実質GDPは前期比 - 0.9% (年率 - 3.5%) と、内外需の落ち込みを背景に大きめのマイナスとなった。すでに発表された他の経済指標と合わせて考えると、景気はすでに後退局面に入っている可能性が高い。

2012年度は、年内は厳しい状況が続くが、早ければ年明けにも景気が底打ちすると見込まれる。年明けに輸出が回復してくることが主な原因であり、内需は持ち直すものの力強さには欠ける。景気後退局面の期間は1年程度と、過去の平均的な後退期間並みの長さとなる。2012年度の実質GDP成長率は前年比 + 0.5% と引き続き低い水準にとどまろう。高めのプラスのゲタ(+1.4%)をはいている効果が大きく、ゲタを除いた年度中の成長率では同 - 0.9% とマイナス成長となる見込みである。年度初めには縮小に向かってきた需給ギャップは、再びマイナス幅が拡大し、GDPデフレーターは前年比 - 0.8% と、デフレの状態が継続する。

2013年度は、景気回復の動きが次第に確かなものになってくると予想される。年度末にかけては消費税率引き上げ前の駆け込み需要が加わるため、勢いに弾みがつくことになろう。公共投資のマイナス寄与が続くものの、輸出の持ち直しが続くことに加え、民需も底堅さを維持すると考えられる。ただし、回復力は弱く、期待される輸出の回復が遅れると、景気の底打ちのタイミングが後ずれする懸念がある。2013年度の実質GDP成長率は前年比 + 1.0% を予想する。ゲタ(-0.4%)を除いた年度中の成長率では + 1.4% となり、震災からの復旧・復興で急速に景気が立ち直った2011年度と同じペースとなる見込みである。ただし、GDPデフレーターは前年比 - 0.3% となり、マイナス幅は縮小するがデフレから脱却するには至らない。

2014年度は、消費税率引き上げ後の影響が、家計部門を中心に現れる。このため、**実質GDP成長率は前年比 - 0.1%** と再びマイナス成長に陥ると予測する。

(前年比、%)

	実質GDP		名目GDP		デフレーター	
	2012年度	2013年度	2012年度	2013年度	2012年度	2013年度
9月11日時点	1.9	1.8	1.3	1.4	-0.6	-0.4
今回	0.5	1.0	-0.3	0.7	-0.8	-0.3

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 国内経済班 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

-目次-

1 . 2012 / 2013年度の日本経済	
~ 後退期から早期に脱するも、景気の回復力は弱い ~	
(1) 景気の現状 ~ 景気は後退期に入った可能性が高い	2 ~ 3
(2) 今後の景気動向のポイント ~ 景気はいつ回復に転じるのか	3 ~ 6
(3) 2012 / 2013年度の経済見通し	
~ 外需頼みの回復であり、後退局面長期化のリスクも	7 ~ 11
2 . 経済活動からみた予測	
(1) 企業	12 ~ 15
生産と在庫	
企業収益	
設備投資	
(2) 家計	16 ~ 20
雇用	
所得・賃金	
個人消費	
住宅投資	
(3) 政府	21 ~ 23
政府最終消費支出	
公共投資	
(4) 海外部門	24 ~ 28
米国	
欧州	
アジア	
日本の輸出入	
3 . 物価と金融市場の予測	
(1) 物価	29 ~ 31
原油価格	
国内企業物価と消費者物価	
(2) 金融政策	32
(3) 金融市場	33 ~ 34
金利	
為替	
日本経済予測総括	35 ~ 38

1 . 2012 / 2013 年度の日本経済

～ 後退期から早期に脱するも、景気の回復力は弱い～

(1) 景気の現状～景気は後退期に入った可能性が高い

11月12日に発表された2012年7～9月期の実質GDPは前期比 - 0.9% (年率 - 3.5%) と、内外需の落ち込みを背景に大きめのマイナスとなった。また、4～6月期の前期比も + 0.1% とほぼ横ばいに下方修正された。すでに発表された他の経済指標と合わせて考えると、景気はすでに後退局面に入っている可能性が高い。

実質GDP成長率に対する寄与度を内外需別にみると、内需の寄与度は前期比 - 0.2%、外需(純輸出 = 輸出 - 輸入)の寄与度は同 - 0.7%であった。内需がマイナス寄与となるのは、東日本大震災によって落ち込んだ2011年1～3月期以来、6四半期ぶりのことである。内需は、東日本大震災以降の復旧・復興需要によって押し上げられてきたが、その要因も息切れしてきたと考えられる。一方、外需寄与度は輸出の悪化を反映して、2四半期連続でのマイナス寄与となった。

内需の内訳をみると、個人消費は前期比 - 0.5% と2四半期連続で減少し、マイナス幅も拡大した。実質雇用者報酬は同 + 0.4% と底固く推移したが、エコカー補助金による自動車販売の押し上げ効果ははく落したことや、天候不順によって衣料品など季節性商品の販売が不振だったことから、耐久財および非耐久財が落ち込んだことが影響した。住宅投資は、着工戸数が緩やかに持ち直していることを反映して同 + 0.9% と2四半期連続で増加した。

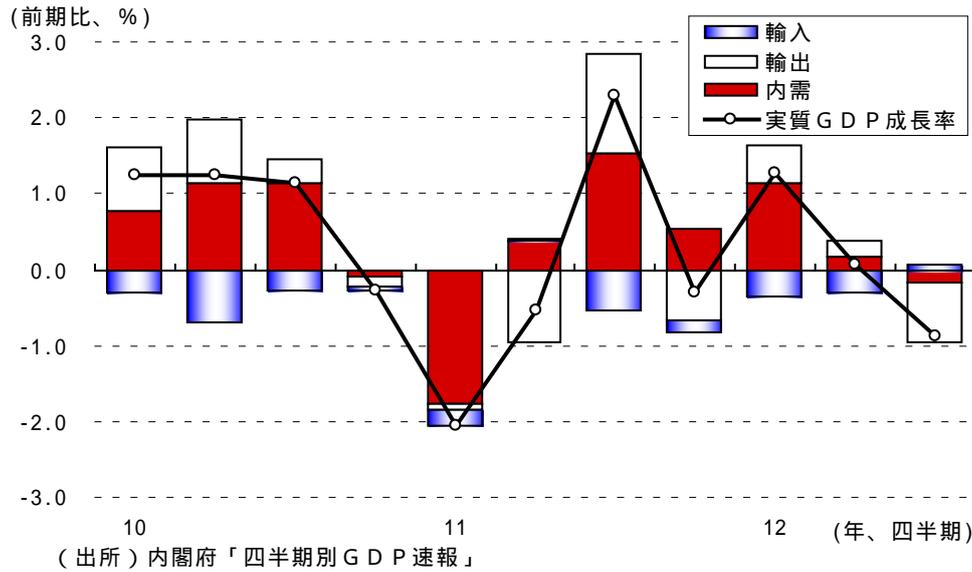
設備投資は、更新投資や復興のための投資などのニーズはあるものの、内外景気の先行き不透明感の高まりを反映して、企業の投資マインドが慎重になっている可能性があり、前期比 - 3.2% と減少に転じた。在庫投資については、調整の動きが強まっているものの、製造業の一部の業種では需要の弱さを受けて積み上がりが続いており、GDP成長率に対する寄与度は同 + 0.2% と小幅なプラスとなった。

公的需要では、震災関連の支出増もあって政府最終消費は前期比 + 0.3% と増加基調を維持した。また、復興関連の2011年度補正予算の執行が続いており、公共投資は同 + 4.0% と堅調な伸びが続いた。この結果、公的需要全体では同 + 1.1% となり、景気を下支えした。

次に外需についてみると、輸出はアジア、米国、欧州向けが全て減少しており、前期比 - 5.0% と大幅に落ち込んだ。一方、輸入の落ち込みは同 - 0.3% と小幅にとどまっており、この結果、外需の実質GDPに対する寄与度は同 - 0.7% と大幅なマイナス寄与となった。

経済全体の総合的な物価動向を示すGDPデフレーターは、前年同期比 - 0.7% と下落率の縮小が続いた。しかし輸入デフレターのマイナス幅が拡大した効果が大きく、国内需要デフレーターは同 - 0.8% とマイナス幅が拡大している。前期比では - 0.0% と横ばいだった。

図表 1 . 内需、外需ともマイナスに転じる



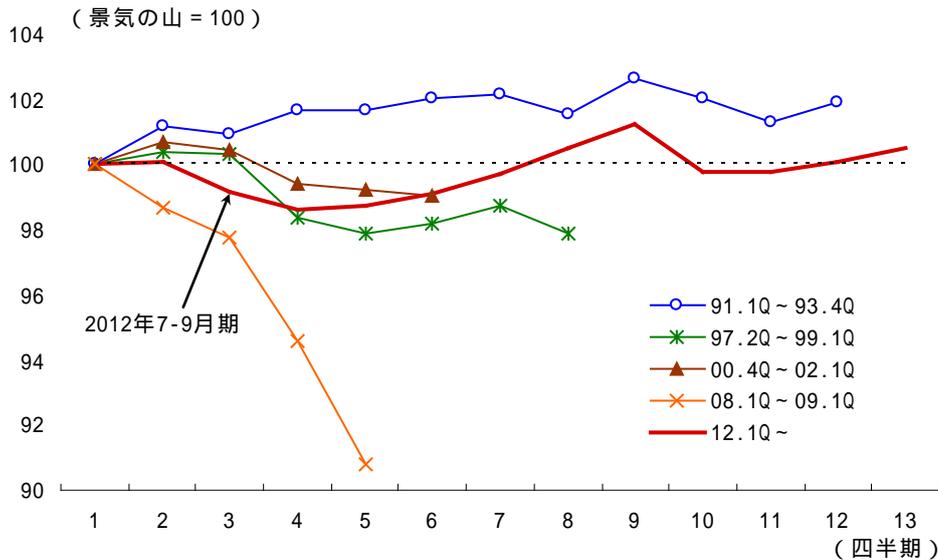
(2) 今後の景気動向のポイント～景気はいつ回復に転じるのか

7～9月期の実質GDPが前期比で大幅なマイナスに転じたことや、景気的一致指標である鉱工業生産指数など他の経済指標の動きが低調であることと合わせて考えると、景気はすでに後退期に入っている可能性が高いと考えられる。鉱工業生産指数は、昨年末から4月にかけて横ばい圏で推移した後、5月から水準が明らかに下方にシフトしており、景気のピークは今年の春ごろであった可能性がある。

東日本大震災以降、景気をけん引してきた内需が、いずれ押し上げ効果が一巡してくることは当初から予想されていたことである。しかし、外需が持ち直して、内需の落ち込みをカバーするとの期待感があり、景気が後退局面に陥ることは回避されるとの見方が多かったようだ。

今後は、いつ景気が底を打つか注目されるが、本見通しでは2013年1～3月期、遅くとも4～6月期と考えた。後退期の期間は1年程度となり、長さとしては過去の平均並みとなる。調整の深さも、景気の山がそれほど高くなく、大きな構造的な問題も抱えていないことから判断すると、90年代以降の後退局面と比べて、それほど深刻な落ち込みにはならないと考えられる(図表2)。

図表2．過去の景気後退局面における実質GDPの推移



ただし、景気が底ばいに近い状態にとどまるリスクも考慮しておく必要がある。これは、景気回復の原動力として期待できるのが輸出だけの状態であり、内需については、落ち込みに歯止めがかかったとしても力強い回復が期待できないためである。

個人消費は自動車販売などの落ち込みの影響が一巡すれば、サービスへの支出などを中心に持ち直してこようが、所得の回復が鈍い中では震災からの回復局面のような力強さは期待できない。公共投資も、復旧・復興需要に支えられて高水準は維持しようが、前期比での押し上げ効果には限界がある。

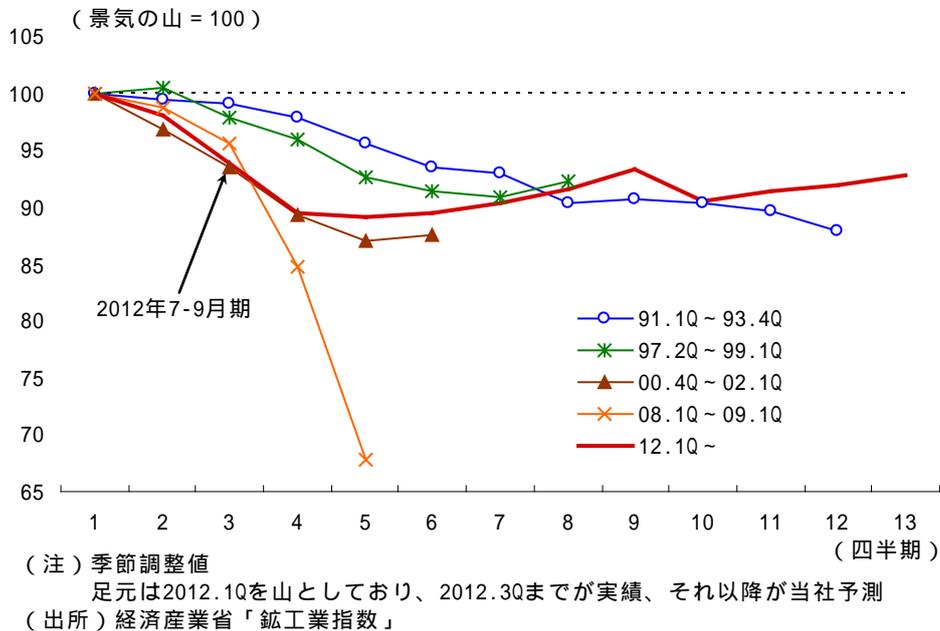
設備投資も、必要最低限のものは行われるだろうが、企業の新規投資に慎重な姿勢には変化はないと考えられ、緩やかな増加基調にとどまると考えられる。

期待される輸出においても、中国経済が早期に回復してくるかがどうかで状況が変わってくる。本見通しでは、中国政府によるインフラ投資促進策などを受けて、景気は12年10~12月期にかけて底打ちすると予測したが、それが後ずれすれば輸出主導の景気回復のタイミングが遅れることになる。また、中国の需要が高まったとき、日本が従来のように輸出できるかという政治上のリスクも残っている。一方、米国景気の底堅さやASEAN諸国の景気が好調なことは、輸出のサポート材料である。

鉱工業生産指数の水準で今回の景気後退期の深さを比べてみると、ITバブル崩壊時の調整と同じ程度となりそうである(図表3)。2013年1~3月期には、輸出の持ち直しを主因として底打ちすると予想しているが、その水準は震災直後の2011年4~6月期を下回る水準である。それ以上に落ち込めば、東日本大震災後の混乱からようやく経済が立ち直り始め、サプライチェーン寸断や電力不足などの供給制約が残っていた時期よりも状況がひどいということになる。今回の景気後退は相当深刻ということになるが、今のところそこ

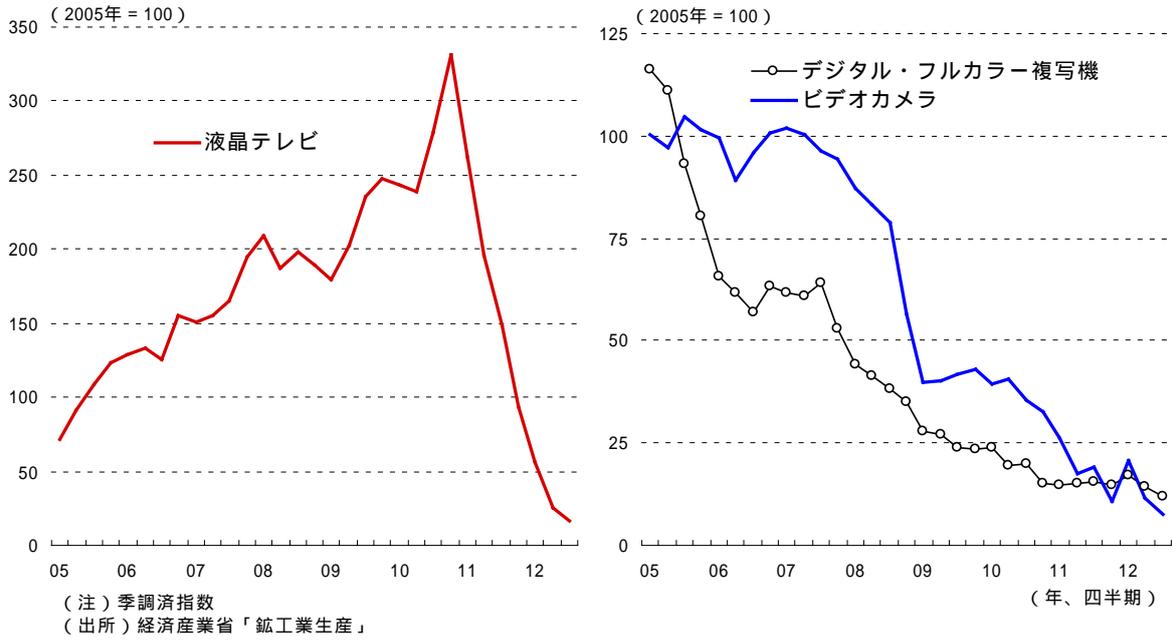
まで状況が悪化する可能性は小さいと考えられる。

図表3．過去の景気後退局面における鉱工業生産の推移



もっとも、景気が循環的に底打ちするとしても、その裏で構造的な変化が起きていることも認識しておく必要がある。人口の減少が進んでいるといった問題もあるが、国内生産から撤退する製品が増えているなど、製造業の衰退の可能性を示唆する動きもある。図表4は、かつては日本の主力製品で、輸出もさかんに行なわれていた液晶テレビ、ビデオカメラ、カラーコピー機の生産指数の推移をみたものである。足元では、ほとんど生産が行なわれなくなっており、今後需要が戻ってきても生産が元の水準に戻ることはない。景気の反発力が、過去の景気の底打ちの時期と比べて弱くなっている可能性がある。

図表4．国内生産から撤退する製品も



(3) 2012 / 2013 年度の経済見通し

～ 外需頼みの回復であり、後退局面長期化のリスクも

見通しの前提条件として、消費税については予定通り 2014 年 4 月に 8% に引き上げられると想定した。また、火力発電設備の新設、昨年夏のような節電努力、さらに企業の自家発電能力の向上により、今後も深刻な電力不足は回避されると考えた。なお、今年度中の景気対策については、金額、内容とも詳細が決まっていないため考慮に入れていない。

2012 年度は、年内の景気は厳しい状況が続くが、早ければ年明けには底打ちすると見込まれる。年明けには輸出が回復してくることが主な原因であり、内需は持ち直すものの力強さには欠ける。景気後退局面の期間は 1 年程度と、過去の平均的な後退期間並みの長さとなろう。

内需のうち個人消費は、自動車販売の減少が続くことや、冬のボーナスが前年比マイナスとなるなど所得が低迷することから、年度後半も減少傾向が続く可能性がある。

企業の設備投資は、企業の投資マインドが慎重になっている一方で、震災からの復旧・復興投資や更新投資など必要な投資もあるため、年度内は一進一退で推移しよう。輸出環境が厳しく、国内需要に先細りの懸念がある中では、増産を目的としたような大型の設備投資はなかなか出てこない。企業は国内での新規投資に慎重な姿勢を維持すると考えられ、引き続き償却の範囲内での投資にとどまろう。設備投資に景気をけん引するほどの力強さは期待できない。

公共投資は、復興需要の本格化によって水準は高くなっている。しかし、復興計画の遅れや被災地での人手不足といった供給サイドの問題によって作業の進展にも限界があり、公共投資が前期比ベースで増加し続けることは難しい。今後は小幅ながら前期比で減少に転じると予想され、景気の押し上げ効果が失われてくる。

このように、内需が年度内に急速に立ち直ることが見込めない中で、景気が回復に転じるタイミングは外需の動きに左右されることになろう。年内の輸出は引き続き減少が予想されるものの、年明け以降は持ち直してくると予想される。米国景気は緩やかながらも回復基調をたどると予想され、米国向け輸出は底堅さを維持しそうである。また、内需が好調な A S E A N など中国以外のアジア地域への輸出も基本的には増勢が続こう。足元で弱まっている中国向け輸出は、年内にも中国の景気が底打ちする可能性があり、対日デモの影響が薄れてくる年明けには再び増加基調に転じると期待される。景気が低迷している欧州向けは少なくとも年度内は弱い動きが続く公算が大きい。

こうした内外需の動きを受けて、生産は年明けにも底入れする見込みである。年明けには自動車の減産が一巡し、輸出が持ち直してくるであろう。また、在庫調整にも目途がつき、生産を抑制する要因が薄らいでくる。

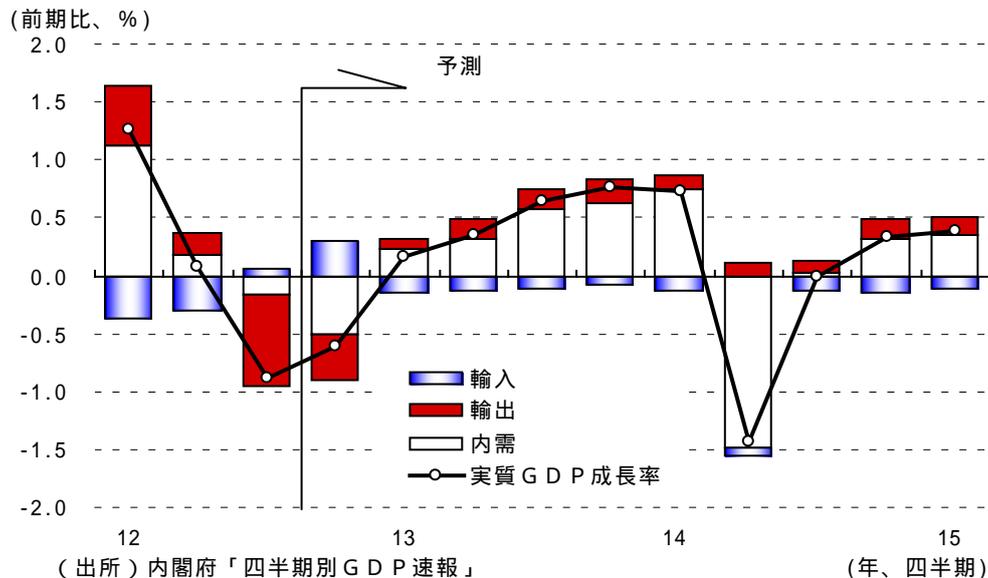
2012 年度の実質 GDP 成長率は、2011 年度の前年比 - 0.0% に対し同 + 0.5% と引き続き

低い水準にとどまろう。もっとも、高めのプラスのゲタ(+1.4%)をはいている効果が大きく、ゲタを除いた年度中の成長率では同-0.9%と実際にはマイナス成長となる見込みである。

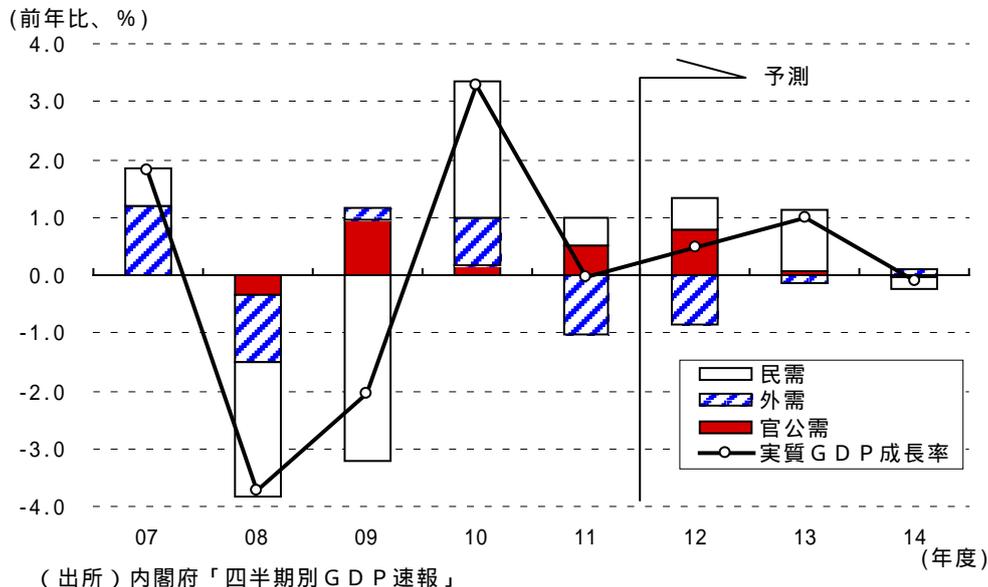
名目GDP成長率は2011年度の前年比-2.0%に対し、同-0.3%とマイナス成長が続く見込みである。年度初めには縮小に向かっていった需給ギャップは、再びマイナス幅が拡大してきており、デフレーターは2011年度の前年比-1.9%に対し同-0.8%と、デフレの状態が継続する。

輸出の悪化を反映して、年度の外需寄与度は-0.8%となる見込みである。一方、内需寄与度は+1.3%となるが、このうち民需が+0.5%、官公需が+0.8%となる。2012年度の景気は、海外経済の減速によって輸出が落ち込む中で、震災からの復旧・復興政策が景気を下支えする姿となる。

図表5. 実質GDP成長率の需要別寄与度(四半期)



図表6. 実質GDP成長率の需要別寄与度(年度)



2013年度は、景気回復の動きが次第に確かなものになってくると予想される。年度末にかけては消費税率引き上げ前の駆け込み需要が加わるため、勢いに弾みがつくことになる。公共投資のマイナス寄与が続くものの、輸出の持ち直しが続くことに加え、民需も底堅さを維持すると考えられる。ただし、回復力は弱く、期待される輸出の回復が遅れると、景気の底打ちのタイミングが後ずれする懸念がある。

個人消費は、自動車販売の落ち込みが一巡することや、雇用・所得情勢の緩やかな改善を反映してサービスへの支出が底堅く推移することから、増加基調に転じる見込みである。年度末にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生すると予想され、耐久財などを中心に押し上げ効果が出てくると予想される。住宅投資についても、消費税率引き上げを控えての需要増加により拡大が続くであろう。

企業の設備投資は緩やかな増加基調に復帰する見込みである。積極的な投資は引き続き手控えられるものの、企業業績の改善を反映して、競争力を維持するための投資や維持・更新投資などが行なわれ、景気を下支えする要因となろう。

復旧・復興需要が2012年度中にピークアウトするため、公共投資は減少傾向に転じるであろう。もっとも、潤沢な復旧・復興予算を背景に一定の公共投資が執行され続けるため、前期比での落ち込みは緩やかなペースにとどまると考えられる。

輸出は回復の動きが徐々に強まってくると期待される。米国で景気回復が続き、中国でも金融緩和や景気対策などの効果から景気回復傾向が鮮明となってくる。さらに、米中向け輸出の拡大を通じて、欧州景気も底打ちする見込みである。世界経済の回復にともなう行き過ぎた円高にも修正の動きが出てくると予想され、輸出環境は徐々に改善していくであろう。

2013年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%を予想する。景気は遅くとも年度初めには底を打って回復局面に転じると見込まれ、年度末にかけて個人消費を中心に駆け込み需要が高まることも加わって、比較的堅調な伸びが続くであろう。海外経済の回復が進むため輸出の伸びが高まるが、輸入も増えてくるため、外需寄与度は-0.1%とマイナスが続く。ゲタ(-0.4%)を除いた年度中の成長率では+1.4%となり、震災からの復旧・復興で急速に景気が立ち直った2011年度と同じペースとなる見込みである。また、名目GDP成長率も前年比+0.7%まで高まるであろう。ただし、デフレーターは同-0.3%とマイナスの状態が続くと予想される。

2014年度は、消費税率引き上げ後の影響が、家計部門を中心に現れるため、実質GDP成長率は前年比-0.1%と再びマイナス成長に陥るリスクがある。名目GDP成長率は同+0.8%となり、デフレーターは同+0.9%に上昇しよう。

1997年の引き上げ時と比べると、すでに薄型テレビ、エアコン、冷蔵庫、洗濯機といったエコ家電や自動車については、景気対策の導入により需要を先食いしており、駆け込み需

要とその反動減があまり出てこない可能性がある。このため、消費税率引き上げをきっかけとして景気が後退局面入りする可能性は小さい。しかし、賃金が上昇しない中での物価上昇は、実質可処分所得を押し下げ、家計の消費行動にマイナスの影響を及ぼすことは避けられない。2014年度の個人消費は前年比 - 0.5%と、2008年度以来6年ぶりのマイナスに転じる見込みである。

図表7 . GDP成長率の見通し

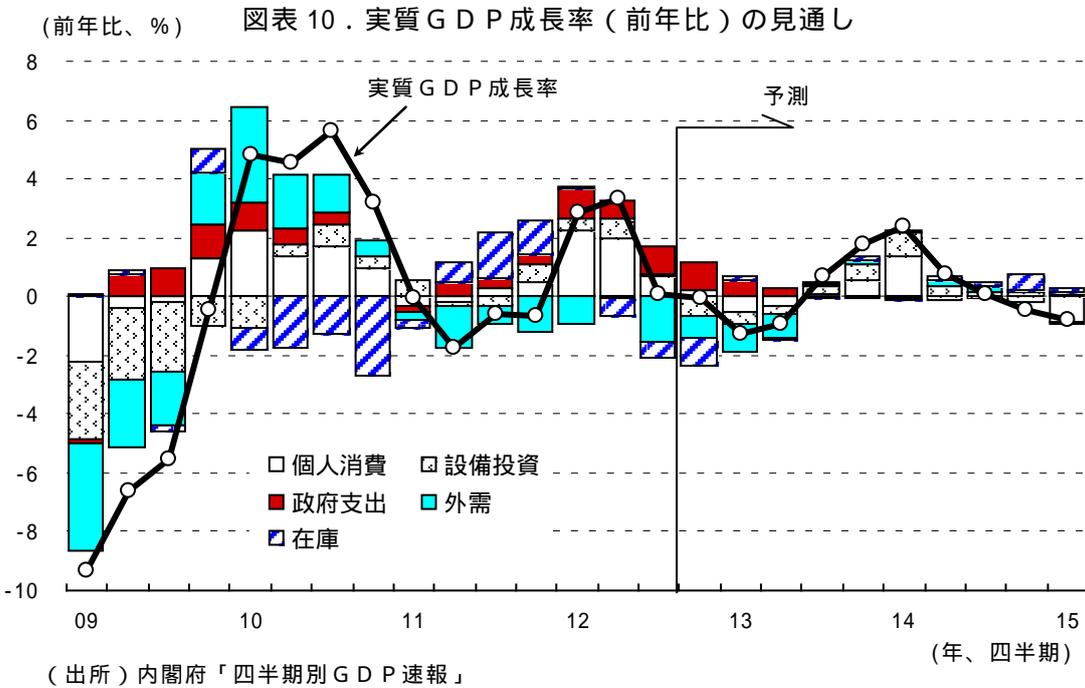
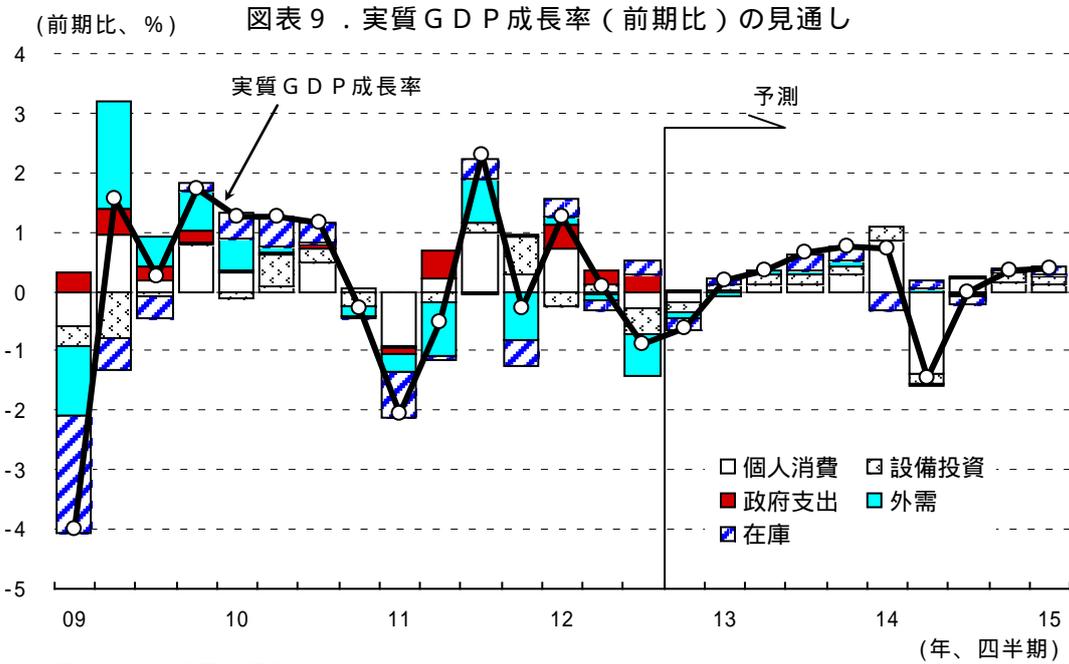
→
予測
上段は前期比%、下段、GDPデフレーターは前年同期比%

	2011年度				2012年度				2013年度				2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
名目GDP	-1.4	2.1	-0.6	1.4	-0.3	-0.9	-1.2	0.3	0.5	0.5	0.3	0.8	-2.0	-0.3	0.7	0.8
	-4.1	-2.7	-2.4	1.5	2.3	-0.6	-1.0	-2.1	-1.2	0.2	1.5	2.2				
実質GDP	-0.5	2.3	-0.3	1.3	0.1	-0.9	-0.6	0.2	0.4	0.6	0.8	0.7	-0.0	0.5	1.0	-0.1
	-1.8	-0.6	-0.7	2.9	3.3	0.1	-0.1	-1.3	-0.9	0.7	1.8	2.4				
デフレーター	-2.4	-2.1	-1.8	-1.3	-0.9	-0.7	-0.9	-0.9	-0.3	-0.5	-0.2	-0.2	-1.9	-0.8	-0.3	0.9

図表8 . GDP成長率の見通し

	前年度からのゲタ	年度中の成長率	前年度比成長率 +
2011年度 (実績)	-1.4%	1.4%	-0.0%
2012年度 (見通し)	1.4%	-0.9%	0.5%
2013年度 (見通し)	-0.4%	1.4%	1.0%
2014年度 (見通し)	1.1%	-1.2%	-0.1%

(注) 四捨五入の関係で計算された数字が合わないこともある
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」



2. 経済活動からみた予測

(1) 企業

2000年代に入って企業は、バブル崩壊の負の遺産を解消し、堅調な輸出を背景に財務体質と収益力を大きく改善させた。このため、生産や設備投資など企業活動が大きく下振れするリスクはしばらく後退していた。

2008年秋のリーマン・ショックをきっかけに、経済状況は一変した。内外の需要が急速に落ち込むとともに、在庫圧縮のための生産調整も行われたため、自動車など製造業を中心に企業収益は大幅に減少した。キャッシュフローと設備稼働率の悪化に直面した企業は、設備投資を手控える姿勢を強めた。

2009年度に入ると、世界経済の回復や政策効果により企業の生産活動は持ち直しに転じた。売上の増加に人件費などのコスト削減効果が加わって、企業収益は急速な回復を遂げた。輸出の減速などにより一時的に足踏み状態に陥ったものの、企業の生産活動は概ね回復基調を辿った。この間、企業の海外進出の動きや国内市場の伸び悩みを背景に、設備投資の回復は緩やかなものにとどまった。

2011年3月の東日本大震災は企業活動に大きなダメージを与えた。被災地で生産設備が大きく毀損しただけでなく、サプライチェーンの寸断や停電が、広範囲にわたって企業の生産活動を抑制した。震災直後の一時的な混乱を経て、企業活動は自動車を中心に持ち直したが、2012年度になると世界経済の減速を受けて輸出が減少し、生産活動は再び落ち込んでいる。

図表 11. 企業部門の見通し一覧

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2011年度				2012年度				2013年度				2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
鉱工業生産指数	-4.2	5.4	0.4	1.2	-2.0	-4.2	-4.7	-0.5	0.5	0.8	1.5	1.8	-1.0	-5.0	-1.5	0.5
	-5.8	-0.9	-1.6	4.7	5.3	-4.6	-10.1	-10.0	-8.5	-4.0	1.9	5.2				
在庫指数	3.1	1.8	-1.4	5.9	0.0	0.3	-2.8	-1.3	1.1	0.4	-0.8	-3.2	9.6	-3.8	-2.6	2.1
	4.6	6.0	3.8	9.6	6.3	4.8	2.7	-3.8	-2.8	-2.6	-1.0	-2.6				
売上高	-11.6	-1.9	-1.3	0.6	-1.0	-2.6	-3.9	-5.2	-1.5	1.3	3.0	7.3	-3.6	-3.2	2.6	-0.2
経常利益	-14.6	-8.5	-10.3	9.3	11.5	0.1	-3.2	-10.2	-7.6	2.7	6.5	11.9	-6.1	-1.0	3.3	1.1
売上高経常利益率	3.28	3.42	3.46	3.76	3.76	3.53	3.48	3.55	3.57	3.58	3.59	3.71	3.49	3.57	3.60	3.64
設備投資	-1.3	1.3	5.0	-1.9	0.9	-3.2	-1.2	0.8	1.5	1.2	1.0	1.8	1.1	-0.7	2.7	1.4
	-1.3	-2.2	4.9	2.9	5.6	0.5	-5.2	-2.7	-2.0	2.2	4.6	5.5				
在庫投資	-0.1	0.3	-0.4	0.3	-0.2	0.2	-0.2	0.1	-0.0	0.2	0.2	-0.3	-0.5	-0.0	0.2	0.1

(注1) 売上高、経常利益、経常利益率は法人企業統計季報ベース、設備投資、在庫投資はGDPベース

(注2) 売上高、経常利益、売上高経常利益率の予測は2012年7~9月期及び2012年度以降

(注3) 売上高、経常利益は前年同期比%、在庫投資は前期比寄与度

(注4) 売上高経常利益率の四半期は季節調整値

生産と在庫

a. 現状

鉱工業生産は、昨年末から4月にかけて横ばい圏で推移した後、5月以降は明らかな下落基調に転じており、9月も前月比 - 4.1%と大きく落ち込んだ。四半期ごとの動きで見ると、2012年4~6月期に前期比 - 2.0%と4四半期ぶりにマイナスに転じた後、7~9月期は同 - 4.2%と落ち込み幅が拡大した。生産が大きく落ち込んだのは、世界経済の減速によって輸出が減少していることに加え、生産をけん引してきた自動車の減産が続いているためである。

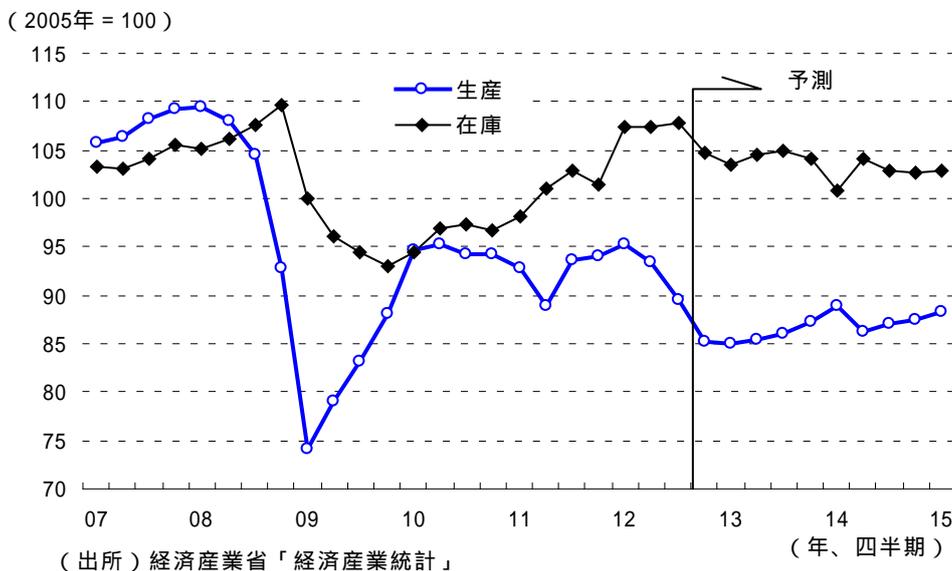
生産者在庫は2012年になってから急速に積み上がり、生産の抑制要因となっている。素材業種やIT関連財では在庫調整を進めているが、減産ペース以上に需要の落ち込みが続いており、足元でも高い水準にある。

b. 見通し

鉱工業生産は、輸出の落ち込み、自動車販売など個人消費の低迷を受けて、年内は減少が続く。しかし、2013年に入ると自動車の減産の影響が一巡し、世界経済の持ち直しを背景に輸出が増加に転じるため、生産も底打ちしよう。在庫調整にも目途がついてくるとも生産にはプラス要因である。しかし、輸出の回復が遅れることになれば、内需にはけん引役がない状態であり、生産も底ばいに近い状態にとどまるであろう。2013年度末にかけては、消費税率引き上げを控えて、耐久消費財の需要が高まることで生産を押し上げるが、引き上げ後は反動減が予想される。

鉱工業生産は2012年度に前年比 - 5.0%と大きく落ち込んだ後、2013年度は前半の低迷の影響で同 - 1.5%と3年連続でマイナスとなろう。2014年度は同 + 0.5%とプラスに転じる見込みである。

図表 12. 生産・在庫指数の見通し



企業収益

a. 現状

2011年度の経常利益は、東日本大震災後の悪化により前年比 - 6.1%と3年ぶりの減益となったが、季節調整値で四半期ごとの動きをみると、2011年4~6月期に底をつけた後は3四半期連続で増加しており、改善傾向に転じていた。

しかし、2012年4~6月期は前期比 - 2.5%と4四半期ぶりに落ち込んだ。それまで順調に回復していた売上高が前期比で減少に転じたことが主因であり、人件費や原材料費を中心としたコスト削減効果も一巡してきている。

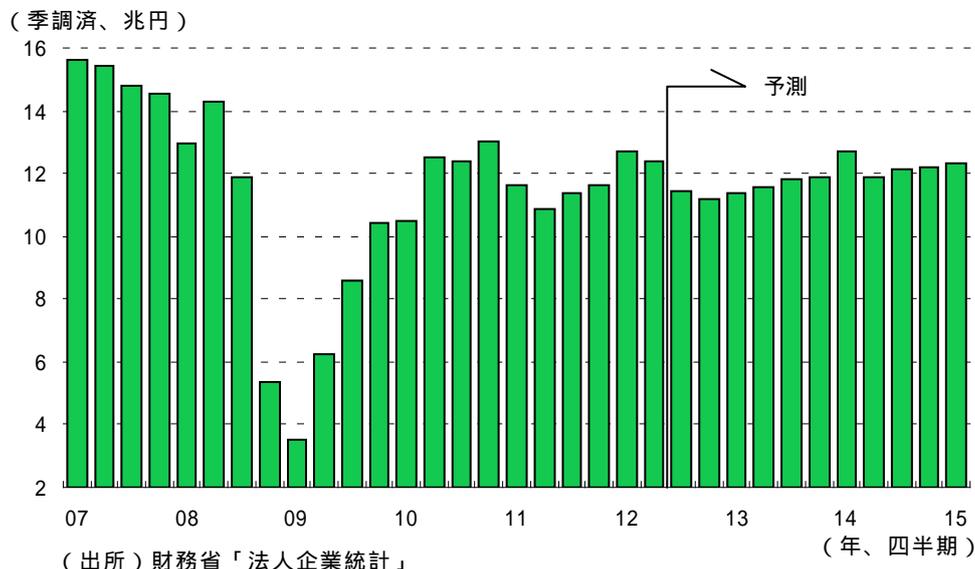
b. 見通し

経常利益は、個人消費の弱含みや輸出の低迷によって売上高の減少が続くと考えられる上、電力料金などのコスト高の影響により、2012年中は一段と悪化すると見込まれる。しかし、2013年になると、輸出が緩やかに持ち直してくることや、国際商品市況の軟化による変動費の減少により、緩やかながらも回復基調に転じるであろう。

企業は人件費を中心とした固定費の抑制姿勢を崩さないと考えられ、予測期間を通じて、利益を下支えする要因となるだろう。ただし、日本の企業が生産し輸出する工業製品などの最終需要財の価格は上がりやすく、企業の交易条件は悪化傾向で推移すると見込まれ、経常利益を押し下げる要因となる。

2012年度の経常利益は前年比 - 1.0%と2年連続で減益となり、特に製造業で厳しいだろう。2013年度には同 + 3.3%と増益に転じる見込みだが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって押し上げられる部分もある。2014年度はその反動もあって同 + 1.1%と小幅の増加にとどまる見込みである。

図表 13. 企業利益（経常利益）の見通し



(2) 家計

2009年7月以降、上昇傾向が続いてきた有効求人倍率が低下に転じるなど、足元で雇用環境は持ち直しが一服している。さらに、賃金についても所定内給与の減少に加え、所定外給与の押し上げ効果が一巡しており、低迷が続いたままである。企業の人件費抑制姿勢が強い中、雇用や賃金は厳しい状況が続いている。

震災以降、国内景気をけん引してきた個人消費は足元で減少している。これまで耐久財消費を押し上げてきたエコカー補助金制度は9月に終了した。また、冬のボーナスも減少が予想され、今後、個人消費は一時的に低迷するとみられる。その後は、国内景気の持ち直しに合わせて個人消費も増加基調に復していくと見込まれるが、消費税増税の後では駆け込み需要と反動減が発生することになるだろう。

住宅着工は横ばいでの動きが続いている。消費税率引き上げを前に、2013年度半ばを中心に駆け込み需要が発生し、着工戸数が盛り上がる可能性がある。個人消費と比べ、住宅着工や住宅投資への増税の影響は、長期間にわたって緩やかに表れることになるだろう。

図表 15. 家計部門総括表

	2011年度				2012年度				2013年度				2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
一人当たり所得(前年比)	-0.5	-0.4	-0.1	0.0	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.3	-0.3	-0.5	-0.1	0.4
所定内給与	-0.6	-0.4	-0.5	0.0	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.4	-0.2	-0.1	0.1
所定外給与	-2.1	1.0	3.8	3.4	6.7	0.7	-0.7	-1.8	-2.2	-0.7	1.2	3.5	1.6	1.1	0.5	0.8
雇用者数(前年比)	0.5	-0.5	0.1	0.2	0.4	1.2	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.1	0.0
雇用者報酬(前年比)	0.2	-0.3	0.3	0.0	-0.4	0.1	-0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.4
完全失業率(季調値)	4.7	4.4	4.5	4.5	4.4	4.2	4.3	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.5	4.3	4.2	3.9
春闘賃上げ率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.83	1.78	1.80	1.83
個人消費(前期比)	0.4	1.6	0.5	1.2	-0.1	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.5	1.4	1.2	0.9	0.7	-0.5
(前年比)	-0.3	0.5	0.9	3.7	3.2	1.2	0.3	-0.9	-0.6	0.1	0.9	2.3				
可処分所得(前年比)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.3	-0.2	0.0	0.2
消費性向	89.3	86.5	89.7	89.4	94.2	93.1	94.0	89.2	90.4	87.9	91.0	89.8	89.4	89.2	89.8	92.4

(注1)一人当たり所得は、「毎月勤労統計」ベースで、対象は事業所規模5人以上
(注2)雇用者数は、「労働力調査」ベースで、2011年1~3月期から7~9月期までは補完推計による参考値、2012年1~3月期からは新基準に基づく値
(注3)雇用者報酬は、GDPベースで名目値
(注4)完全失業率は、2011年1~3月期から7~9月期までは補完推計による参考値、2012年1~3月期からは新基準に基づく値
(注5)春闘賃上げ率は、厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」ベースで、2012年度は実績値
(注6)個人消費は、GDPベースで実質値
(注7)可処分所得は、GDPベースで名目値、2011年4~6月期からは予測値
(注8)消費性向=(1-貯蓄率)で、4四半期移動平均値、2011年4~6月期からは予測値
(注9)単位はすべて%

	2011年度				2012年度				2013年度				2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
住宅投資(前期比)	-2.7	4.2	-0.1	-1.1	1.5	0.9	0.4	0.2	0.6	1.0	0.7	-1.1	3.8	2.6	2.1	-5.0
(前年比)	3.6	8.3	3.4	-0.0	4.5	1.4	1.7	2.9	2.2	2.3	2.5	1.1				
新設住宅着工戸数	82.4	88.3	79.6	86.2	87.8	87.5	87.6	87.1	87.9	89.3	90.3	89.2	84.1	87.4	89.1	84.4
	4.1	7.9	-4.5	3.7	6.2	-1.1	9.9	1.0	0.1	2.1	3.1	2.4				
持家	29.2	32.5	29.5	30.6	30.3	31.1	31.0	30.8	31.0	31.4	31.7	31.1	30.5	30.8	31.3	28.7
	-1.8	5.4	-7.3	-1.2	3.5	-4.2	5.3	0.5	2.1	0.8	2.4	1.1				
貸家	28.6	30.7	26.0	30.8	32.0	31.6	31.2	31.0	31.4	32.0	32.4	32.0	29.0	31.4	31.9	30.2
	-2.9	4.0	-8.8	5.9	11.1	2.1	20.1	0.6	-2.2	0.8	3.9	3.5				
分譲	23.8	24.9	23.6	23.4	24.6	25.2	25.0	25.1	25.2	25.5	25.8	25.7	23.9	25.0	25.6	25.1
	24.0	16.7	4.5	7.9	3.6	1.0	6.2	7.4	2.4	1.4	3.1	2.3				

(注1)住宅投資は、GDPベースで実質値
(注2)新設住宅着工戸数は、上段が季節調整済年率換算値(万戸)、下段が原数値の前年同期比(%)

雇用

a. 現状

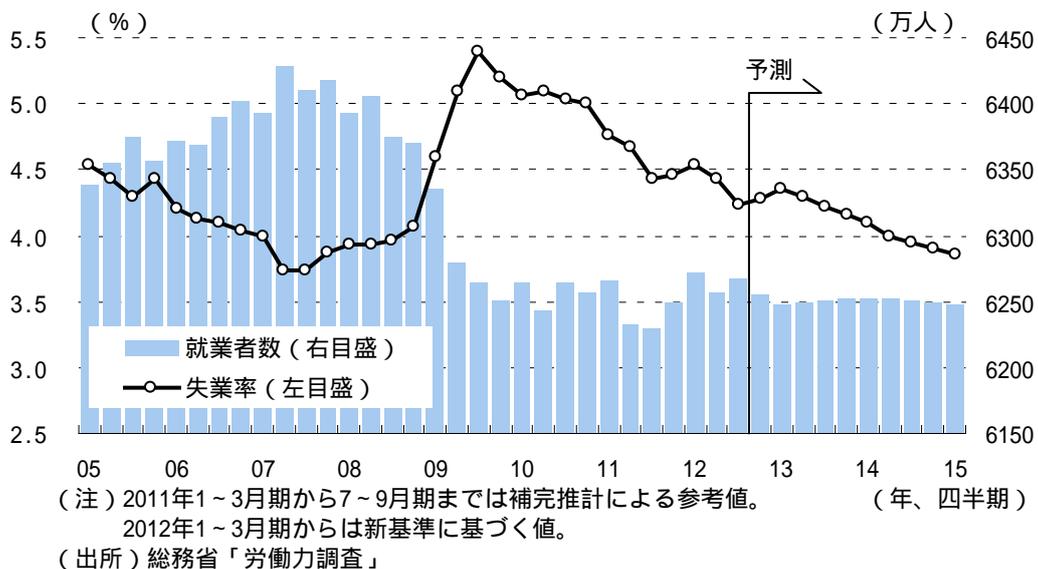
足元で国内景気は弱含んでおり、雇用情勢も持ち直しが一服している。季節調整値で見ると、2012年7～9月期は就業者数（前期差+10万人）と雇用者数（前期差+18万人）がともに増加し、完全失業率は4.2%（前期比-0.2%ポイント）と2四半期連続で低下した。しかし、2009年7月以降、上昇傾向が続いてきた有効求人倍率は、9月は0.81倍（季節調整値、前月比-0.02ポイント）と、3年2ヶ月ぶりに悪化した。特に製造業では、生産の低迷を受けて、新規求人数は4ヶ月連続で前年の水準を下回っている。

b. 見通し

リーマン・ショック後に急減した雇用者数は、企業活動の回復を受けて、2010年半ば以降は増加傾向が続いている。年内は、景気の悪化を受けて、雇用者数の増加が一服することもあるが、その後は国内景気が持ち直してくるため、基本的には雇用者数は緩やかながらも増加が続くと見込まれる。一方、高齢化の進行によって自営業主や家族従業員の減少がこのところ加速しているため、就業者数はリーマン・ショック後に落ち込んだままとなっており、今後も横ばいでの推移にとどまるとみられる。

もっとも、1990年代半ばに生産年齢人口（15～64歳人口）が減少に転じたことに合わせ、労働力人口は減少傾向が続いているため、就業者数が横ばいにとどまっても、完全失業率（=完全失業者数÷労働力人口）は低下することになるだろう。完全失業率は2012年度に4.3%となった後、2013年度は4.2%と緩やかに改善し、2014年度には3.9%と4%を下回ると予測する。

図表 16. 雇用の見通し



所得・賃金

a. 現状

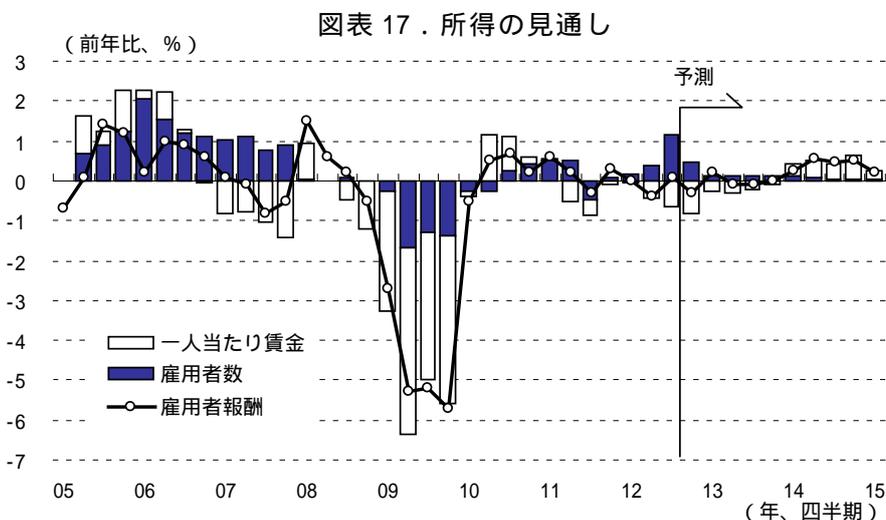
2012年7～9月期の一人当たり賃金（現金給与総額）は前年比 - 0.6%と2四半期連続で減少した。所定内給与（前年比 - 0.2%）の減少が続いた上、夏のボーナスの一部が含まれる特別給与（同 - 3.0%）も落ち込んだ。さらに、このところ生産が弱含んでいることを受けて、製造業を中心に所定外労働時間が減少しており、これまで大幅な増加が続いていた所定外給与（前年比 + 0.7%）は伸びが鈍化し、賃金全体の押し上げ効果が縮小した。

一方、一人当たり賃金は減少したものの、雇用者数が増加したことを受けて、名目でみた雇用者報酬（GDPベース）は前期比 + 0.1%と2四半期ぶりに増加している。

b. 見通し

2000年以降、所定内給与はほぼ一貫して減少してきた。今後も、企業の人件費抑制姿勢が維持されるとみられる中、所定内給与は低迷が続くだろう。当面、生産は弱い動きが続くため、製造業を中心とした所定外労働時間の減少を通じて、所定外給与も減少に転じる見込みである。また、冬のボーナスは前年を下回ると予想され、2012年10～12月期の特別給与は減少するとみられる。さらに、2013年度のボーナスについても、ボーナスに反映されるであろう2012年度の企業収益が伸び悩むことで減少する可能性がある。2012年度の一人当たり賃金は前年比 - 0.5%となった後、2013年度も - 0.1%と減少が続くと予測する。その後は、国内景気の持ち直しを背景に、所定内給与はようやく下げ止まり、所定外給与の減少も一巡するとみられることから、2014年度は前年比 + 0.4%と増加に転じる見込みである。しかし、消費税率引き上げに見合った分だけ賃金が上昇することは期待できず、実質賃金は大きく低下することになるだろう。

名目でみた雇用者報酬は、2012年度は前年比 - 0.1%と減少した後、2013年度は同 + 0.0%と横ばいにとどまるが、2014年度には同 + 0.4%と増加すると予測する。



個人消費

a. 現状

2012年7~9月期の実質民間最終消費支出（GDPベース）は前期比-0.5%と2四半期連続で減少した。これまで自動車販売を押し上げてきたエコカー補助金制度は9月21日に終了したが、駆け込み需要があまり盛り上がらなかったこともあって、耐久財消費は前期比-2.1%と減少に転じている。さらに、これまで個人消費を下支えしてきたサービス消費は前期比-0.1%と6四半期ぶりに減少に転じた。

ただし、実質ベースでみた民間最終消費支出は、依然として過去最高に近い水準での推移が続いている。一方、名目ベースでみると、2012年7~9月期の民間最終消費支出は前期比-0.8%と実質値と比べて減少幅が大きい上、リーマン・ショック前と比べると水準は10兆円程度切り下がっている。

b. 見通し

2012年10~12月期の実質民間最終消費支出は前期比-0.3%と減少が続くと見込まれる。自動車販売の低迷が続くとみられる上、冬のボーナスは前年を下回ると予想され、マインドの悪化を通じて個人消費を押し下げる可能性がある。国内景気の弱い動きが続く中、2012年度の実質民間最終消費支出は前年比+0.9%と4年連続の増加が見込まれるものの、2011年度と比べ増加幅は縮小する見込みだ。

2013年度になると、国内景気の持ち直しに合わせて個人消費も緩やかな増加基調に転じると見込まれる。また、2014年4月の消費税率引き上げを前に、年度後半には耐久財を中心に駆け込み需要が発生するが、2014年4~6月期には増税後の反動減により個人消費は大きく落ち込むことになるだろう。ただし、1997年4月の消費税率引き上げ時と比べると、駆け込み需要とその反増減は小幅にとどまるとみられる。実質民間最終消費支出は2013年度に前年比+0.7%と増加した後、2014年度は同-0.5%と減少すると予測する。

図表 18. 民間最終消費支出（実質）の見通し



住宅投資

a. 現状

2012年7~9月期の新設住宅着工戸数は前年比-1.1%と、前年の水準が高かったため、3四半期ぶりの減少となった。貸家や分譲戸建では増加しているものの、持家は前年の水準を大きく下回った。もっとも、季節調整済年率換算値でみると87.5万戸と、このところ80万戸台後半で横ばいの推移が続いている。

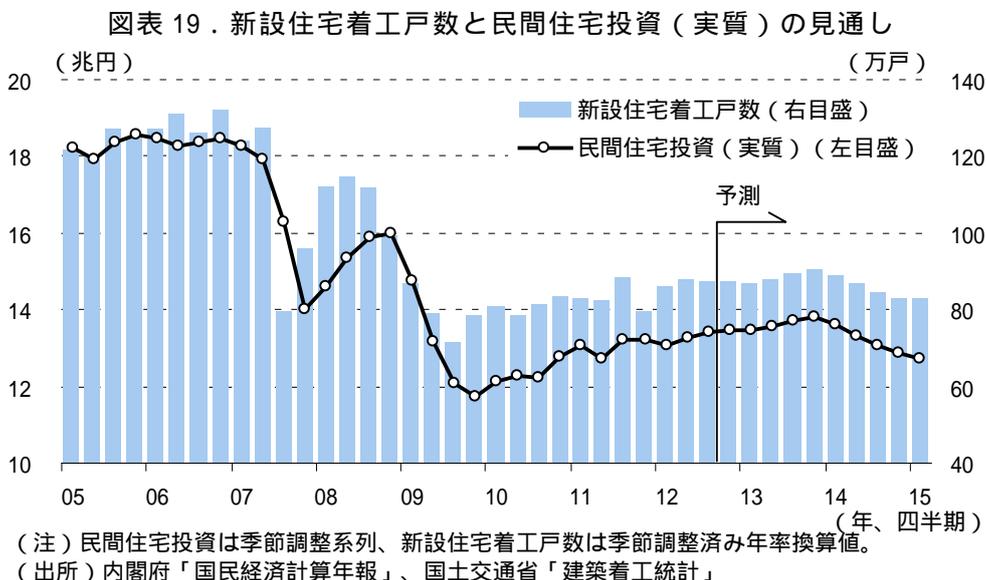
一方、工事の進捗状況で測る実質民間住宅投資（GDPベース）は前期比+0.9%と2四半期連続で増加した。

b. 見通し

10月末をもって、長期固定金利住宅ローン「フラット35Sエコ」とともに、被災地以外の「復興支援住宅エコポイント制度」の対象となる着工・着手期限が終了した。今後は、政策による着工の押し上げ効果ははく落することに加え、国内景気の弱含みを受けて消費者の住宅取得意欲が下がり、着工が伸び悩むことが考えられる。さらに、このところ貸家や分譲などで用地の取得が困難な状況が続いているなど、供給制約が着工戸数の下押し圧力になる可能性がある。

2014年4月に予定されている消費税率引き上げを前に、2013年度半ばには持家を中心に駆け込み需要が発生し着工が一時的に盛り上がりとみられる。個人消費と比べ、住宅着工や住宅投資への増税の影響は、長期間にわたって緩やかに表れることになるだろう。着工戸数は2012年度に87.4万戸となった後、2013年度は増税前の駆け込み需要もあって89.1万戸に増加するものの、2014年度にはその反動減によって84.4万戸まで減少すると見込む。

実質民間住宅投資は、2012年度は前年比+2.6%、2013年度は同+2.1%、2014年度は同-5.0%と予測する。



(3) 政府

リーマン・ショック以降、景気後退を受けて相次いで打ち出された景気対策の実施と景気の悪化を背景とする税収の大幅な減少により財政赤字は拡大し、政府債務残高は大幅に増加した。また、高齢化の進展を背景に社会保障関係費の増加が続く一方、そのための安定的な財源が確保できていない状況が続いている。財政の健全化と社会保障の安定化の両立が日本経済にとって大きな課題となっている。

こうした課題に対応するため、社会保障・税一体改革法が2012年8月に成立した。経済環境の好転という条件はあるものの、消費税率は2014年4月に8%に、2015年10月には10%に引き上げられることになっている。そして、それを財源に、年金、医療、介護に子育てを含む社会保障の充実が図られることになる。

1990年代半ば以降、公共投資は、厳しい財政状況の下、リーマン・ショック後の景気対策が実施された時期を除き、減少傾向で推移してきた。2011年3月に発生した東日本大震災からの復旧・復興に関する事業規模は、2015年度までの5年間で少なくとも19兆円程度とされており、本格的な復興のため、2011年度第3次補正予算では約9.2兆円の震災復興予算（年金臨時財源の補填分を除く）が計上された。その中には公共事業費の追加や東日本大震災復興交付金などが含まれている。こうした復興関連の公共事業関係予算の執行が本格化しており、公共投資は2012年に入って増加が続いている。

政府最終消費と公共投資の合計である政府支出（GDPベース、実質値）は、2012年度は復興需要などにより増加が続く見込みである。2013年度以降は、政府最終消費は増加が続くものの、復興需要の押し上げ効果のはく落により公共投資が減少に転じるため、政府支出の増加のペースは緩やかになるだろう。

図表 20 . 政府部門総括表

	予測												上段は前期比%、下段は前年同期比%			
	2011年度				2012年度				2013年度				2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
政府支出	2.0	-0.1	0.1	1.6	0.9	1.1	0.1	0.0	-0.0	0.0	-0.1	0.0	2.2	3.1	0.2	-0.1
	1.9	1.6	1.3	3.7	2.5	3.8	3.9	2.2	1.2	0.3	-0.2	-0.3				
政府最終消費	0.6	0.4	0.3	1.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	1.9	2.0	1.0	1.2
	1.8	1.7	1.6	2.3	2.3	2.2	2.2	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0				
公共投資	8.0	-2.6	-0.5	4.2	2.6	4.0	-0.3	-0.9	-1.1	-1.1	-1.3	-1.2	2.9	7.8	-3.1	-5.5
	2.1	-0.0	-0.2	8.8	4.0	11.4	10.4	5.2	1.7	-3.1	-4.5	-4.7				

(注) すべてGDPベースで実質値

政府最終消費支出

a. 現状

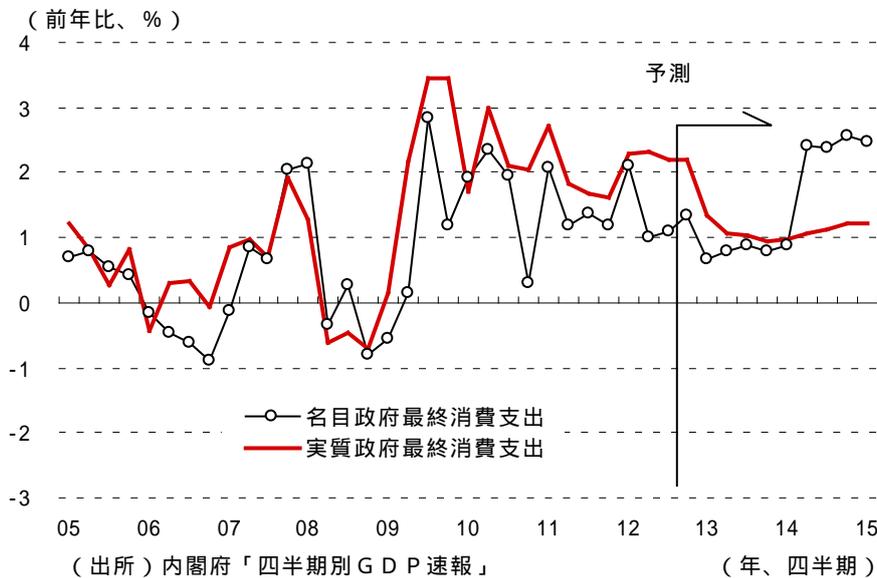
実質政府最終消費支出（GDPベース、以下、実質政府消費）は、医療費や介護費などの現物社会給付を中心に増加を続けている。2012年7～9月期には前期比+0.3%と増加した。前年比では+2.2%となり、2012年に入ってから2%を超える増加が続いている。

b. 見通し

今後も高齢化が進展すると見込まれることから、医療や介護に対する需要は増加が続く。こうした需要の拡大とともに公的負担も増え続けることになる。実質政府消費は現物社会給付を中心に、2012年度は前年比+2.0%、2013年度は同+1.0%、2014年度は同+1.2%と増加が続くと予測している。

なお、国家公務員の給与は、震災からの復興のための財源を捻出することを目的に2012年度からの2年間は平均で7.8%引き下げられる。これにより、2012年度の名目政府消費の伸びは0.3%程度抑制される見込みである。2014年度には国家公務員の給与は本来の水準に引き上げられることになり、名目政府消費を押し上げることとなる。また、2014年度は、消費税率が引き上げられることも名目政府消費の拡大要因になると考えられる。

図表 21. 政府最終消費の見通し



公共投資

a. 現状

実質公共投資（GDPベース）は、2012年7～9月期には被災地での復旧・復興需要を中心に前期比+4.0%と3四半期連続で増加した。前年比でも+11.4%と増加が続いており、2009年10～12月期以来の高い伸びとなった。

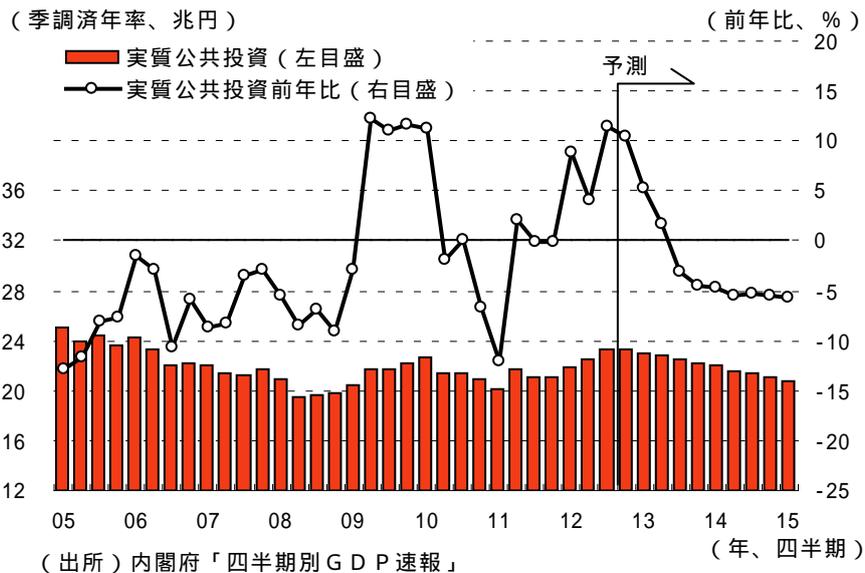
b. 見通し

震災からの復興のために、公共事業関係費の追加、全国防災対策費、被災地における地域づくりを支援するための東日本大震災復興交付金などが盛り込まれた2011年度第3次補正予算（2011年11月21日成立）の執行が2012年度に入ってから本格化している。また、2012年度からは復興に関する予算については特別会計において計上されており、5100億円程度の公共事業費等や2900億円程度の東日本大震災復興交付金が盛り込まれている。

こうしたことを背景に、公共投資の先行指標である公共工事請負額は、2011年10～12月期に前年比で増加に転じた後、2012年7～9月期まで4四半期連続で増加した。もっとも、7～9月期には4～6月期と比べると増加率はやや縮小している。

今後については、引き続き、復興需要が公共投資を押し上げるものの、その押し上げ効果は徐々にはく落してくるため、公共投資は緩やかに減少していくと考えられる。公共投資は2012年度に+7.8%と増加した後、2013年度は-3.1%、2014年度は-5.5%と減少が続くだろう。

図表 22. 公共投資（実質）の見通し



(4) 海外部門

世界経済は回復ペースが鈍化している。米国の景気回復ペースは鈍く、欧州は財政金融危機の影響で停滞色が広がっている。中国も金融緩和に転じたが、供給過剰による在庫調整圧力の高まりから減速の動きが続いている。

もっとも、世界経済の回復基調は続く。米国では緩やかな回復が続くほか、中国の成長率も持ち直す見通しである。欧州では景気回復テンポは鈍いものの、ECBと各国による危機対応に進展がみられ、一段の下振れリスクは低下した。

日本の輸出（通関統計、数量ベース）は、2012年後半には中国経済の減速などにより減少するものの、2013年以降は世界経済の回復ペースの高まりをうけて増加基調に転じると見込まれる。日本の輸入（同）は、今後、弱い動きとなるものの、2013年に入ると国内景気の持ち直しを背景に再び増加すると見込まれる。

日本の貿易収支は、2011年度には輸出の低迷と原油価格の上昇などを背景とする輸入の増加により赤字に転じた。2012年度以降も貿易赤字は続く見込まれる。所得収支の黒字額は対外直接投資の収益の増加などを背景に緩やかな増加が続くだろう。経常収支の黒字額は、2012年度に大きく減少した後、緩やかに増加するものの、低水準で推移すると見込まれる。

図表 23 . 海外部門総括表
 〰 予測

	2011年度				2012年度				2013年度				2011年	2012年	2013年	2014年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
米国実質GDP	1.9	1.6	2.0	2.4	2.1	2.3	1.9	1.9	2.2	2.3	2.5	2.6	1.8	2.2	2.2	2.7
(前期比年率)	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	2.0	2.3	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8	-	-	-	-
ユーロ圏実質GDP	1.6	1.3	0.6	0.0	-0.4	-0.9	-0.7	-0.7	-0.4	0.2	0.6	0.7	1.4	-0.5	-0.1	0.9
(前期比年率)	0.9	0.3	-1.3	0.0	-0.7	-1.4	-0.8	0.3	0.4	0.8	0.8	0.8	-	-	-	-
アジア実質GDP	8.2	7.9	7.6	6.8	6.4	6.2	6.6	6.8	6.7	6.8	6.9	6.9	7.4	6.5	6.8	6.9
(うち中国実質GDP)	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4	7.8	8.0	7.8	7.8	7.8	7.8	9.2	7.7	7.9	7.7
													2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
経常収支(兆円)	1.9	2.5	1.7	1.5	1.5	0.9	0.7	0.9	1.0	0.9	1.1	1.0	7.6	3.9	4.0	4.4
貿易収支(兆円)	-1.1	-0.2	-1.2	-1.1	-1.1	-1.7	-1.9	-1.7	-1.8	-1.9	-1.8	-1.8	-3.5	-6.4	-7.2	-7.4
輸出(兆円)	14.9	16.0	15.6	16.0	16.0	14.9	14.8	14.8	14.5	14.6	15.0	15.3	62.6	60.3	59.6	62.9
輸入(兆円)	16.0	16.2	16.8	17.1	17.1	16.5	16.7	16.6	16.3	16.6	16.8	17.1	66.1	66.7	66.8	70.3
サービス収支(兆円)	-0.4	-0.5	-0.6	-0.4	-0.7	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-1.8	-3.0	-2.5	-2.5
所得収支(兆円)	3.6	3.5	3.7	3.3	3.6	3.7	3.6	3.6	3.7	3.8	3.7	3.7	14.0	14.4	14.8	15.5
輸出数量(前期比)	-6.1	5.0	-4.1	0.3	2.6	-7.1	-2.2	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	-4.3	-4.6	-1.0	3.3
輸入数量(前期比)	0.1	0.8	0.6	0.1	1.1	1.7	-2.1	0.3	0.5	0.7	0.8	1.0	2.2	2.0	1.3	3.0
原油相場(WTI、ドル/バレル)	102.6	89.8	94.1	102.9	93.5	92.2	87.9	87.5	89.0	90.5	92.0	93.5	97.3	90.3	91.3	94.8
原油相場(ドバイ、ドル/バレル)	110.6	107.0	106.7	116.2	106.5	106.1	106.9	105.0	103.5	102.0	100.5	99.0	110.1	106.1	101.3	100.0
ドル円相場(円/ドル)	81.7	77.8	77.4	79.3	80.2	78.6	79.7	80.0	80.4	81.0	81.6	82.2	79.1	79.6	81.3	83.7

(注1) 米国、ユーロ圏、アジア、中国の実質GDPは、四半期が前年同期比、年は暦年の成長率の数値

(注2) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の四半期は季節調整値

(注3) 前期比年率、前期比の単位は%

米国

a. 現状

米国の 2012 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 +2.0%（前年比 +2.3%）となった。個人消費が持ち直したほか、住宅投資の増加も続いた。一方、設備投資は 1 年半ぶり、輸出は 3 年ぶりに減少するなど低調な企業部門が成長率の下押し要因となった。

一方、FRB は 9 月の FOMC で、住宅ローン担保証券（MBS）を毎月 400 億ドル購入する量的緩和第 3 弾（QE3）を決定した。また、2014 年終盤までとしてきたゼロ金利政策が継続される見通しを 2015 年半ばに延長するという時間軸政策の強化を決定した。

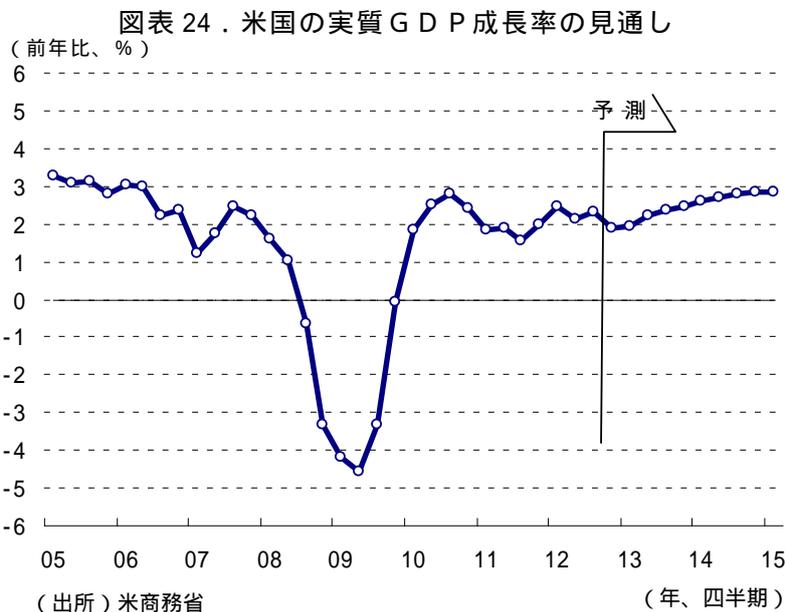
b. 見通し

実質 GDP 成長率は 2012、2013 年とも +2.2% と緩やかな回復が続く。

雇用者数（非農業部門）は月平均 10～15 万人程度で増加する見通しであり、所得の回復基調が続く。住宅市場の改善を追い風に住宅投資も緩やかに増加する。企業収益は回復ペースが鈍化しているものの、緩やかな景気回復にともない 2013 年にかけて 5 年連続の増益が見込まれ、設備投資も底堅さを維持しよう。

「財政の崖」と呼ばれる増税と歳出削減については、年末までのレームダック議会で先送りのための政治的妥協が成立する公算が大きい。もっとも、いったん先送りしても、2013 年にはあらためて財政問題を協議する。財政再建に向けた政策がとられる場合には、景気の下押し要因となろう。

FRB は 9 月の FOMC 後の声明文で、MBS 購入について、「労働市場の見通しが十分に回復しなければ継続する」とし、期限を設けずに追加の資産購入を行う方針を示した。また、緩和政策を景気回復が強まった後もしばらく継続するとし、出口戦略を急がない方針を示した。



欧州

a. 現状

ユーロ圏景気は低迷が続いている。2012年4～6月期の実質GDPは前期比年率 - 0.7%と再びマイナス成長に転じた。景気の方角感を示す景況感指数も10月まで8ヶ月連続で低下しており、ユーロ圏経済の停滞を示している。

一方、景気低迷の主因である財政金融危機への対応には秋口以降大きな前進がみられた。9月には欧州中央銀行（ECB）が、支援の要請があり次第、スペインなどの重債務国の国債を無制限で購入する方針を示した。加えて10月には、欧州版IMFと呼ばれる欧州安定メカニズム（ESM）が設立され、問題に対応する政策フレームが構築された。こうした政策措置を受けて、足元の金融市場は落ち着きを取り戻している。

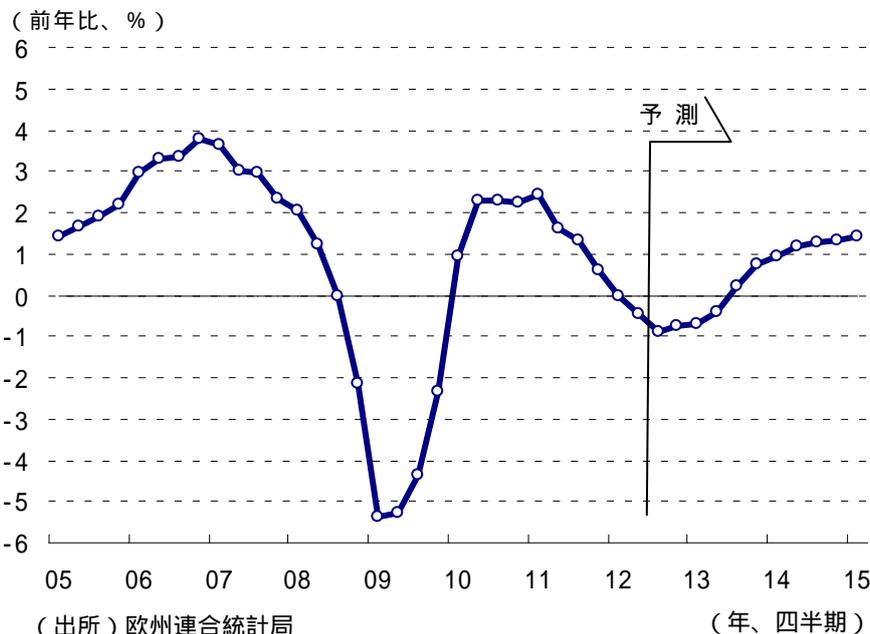
b. 見通し

先行きのユーロ圏の景気回復ペースは極めて緩慢となるだろう。2012年の実質GDP成長率は - 0.5%、13年は - 0.1%、14年は + 0.9%と予測した。

需要項目別には、世界経済の成長テンポの加速を受けて輸出が増勢を強め、ユーロ圏景気をけん引しよう。他方で内需は、設備投資は輸出のペースに合わせて徐々に回復しようが、雇用・賃金情勢の低迷が続く中で、個人消費の回復テンポは極めて緩慢なものになると考えられる。また財政支出など公的需要は、基本的には財政緊縮路線が維持されるとみられるため、引き続き縮減基調で推移することになるだろう。

なおECBによる金融政策については、景気回復を支援するため、基本的には現状の低金利政策を維持すると予想される。また財政・金融問題に関しては、ECBとESMによる支援の枠組みが整ったことなどから、大きな混乱は回避できると考えられる。

図表 25. ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



アジア

a. 現状

中国の2012年7~9月期の実質GDPは前年比+7.4%となり、伸びは7期連続で鈍化した。欧州向けを中心とする輸出の減速や、耐久財を中心に一服感がうかがえる個人消費が景気を下押しした模様だ。その一方で、政府による鉄道などのインフラ投資促進策を受けて堅調に推移した固定資産投資が、景気の下支え役になったとみられる。

その他のアジア諸国も輸出の失速が顕著であったが、他方で個人消費を中心とする内需が、各国中銀による利下げなどもあって堅調に推移して成長をサポートした。

b. 見通し

先行きのアジア経済を展望すると、まず中国は、2012年の実質GDP成長率が+7.7%、2013年が+7.9%、2014年が7.7%と予測した。

足元では、鉄鋼などを中心とする過剰な生産能力の調整が緩やかながら進んでいる模様だ。また政府によるインフラ投資促進策などを受けて、景気は12年10~12月期にかけて底打ちするとみられる。その後は世界経済の成長テンポの加速を受けて輸出が徐々に増勢を強め、景気をけん引しよう。また個人消費も、エコ家電購入補助金などの追い風もあって底堅さを維持するだろう。もっとも、中国政府の経済運営方針の基本は、政権交代後も高成長から安定成長へのシフトに置かれると予想される。このため14年以降の経済成長率は、追加的な景気刺激策が採られない限り、第12次5カ年計画(2011~2015年)の目標水準(+7.5%)を見据える形で、徐々にスローダウンすると見込まれる。

またASEAN経済は堅調な内需に支えられて高成長が続こう。アジアNIEs諸国では、米中景気の拡大を受けて徐々に増勢を強める輸出が、成長をけん引しよう。

図表 26 . アジアの実質GDP成長率の見通し



日本の輸出入

a. 現状

2012年7～9月期の実質輸出（GDPベース）は海外景気の減速を背景に前期比 - 5.0%と3四半期ぶりに減少した。同時期の内閣府試算の輸出数量指数（季節調整値）は前期比 - 7.1%と大幅に減少した。地域別では、EU向けは前期比 - 7.7%と4四半期連続で減少し、アジア向けは同 - 5.5%、米国向けは同 - 5.6%とそれぞれ減少に転じた。

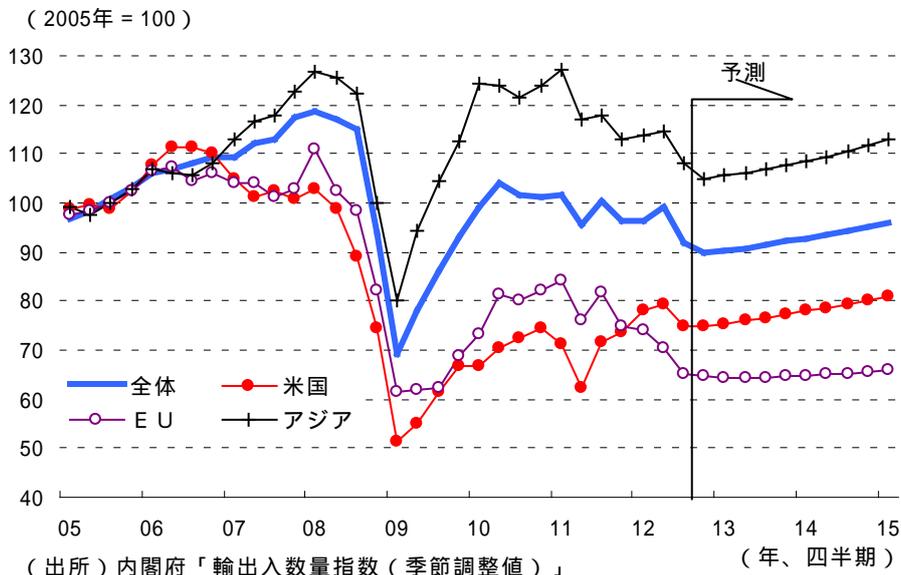
7～9月期の実質輸入（GDPベース）は、国内需要の弱さを反映して前期比 - 0.3%と5四半期ぶりに減少した。この結果、7～9月期の外需（＝輸出 - 輸入）の実質GDP成長率への寄与度は前期比 - 0.7%と2四半期連続でマイナスとなった。

b. 見通し

実質輸出は、当面、中国経済の減速などの影響を受けて減少傾向で推移するが、2013年以降は世界経済の回復ペースが緩やかながらも高まってくることを背景に、増加基調で推移すると見込まれる。実質輸入は、国内需要の動向を反映して弱い動きとなるものの、2013年以降には景気の持ち直しを受けて増加が続くと見込まれる。この結果、外需の寄与度は2012年度は - 0.8%、2013年度は - 0.1%とマイナスが続いた後、2014年度に + 0.1%とプラスに転じると予想される。

貿易収支は、2011年度に輸出の低迷と原油価格の上昇などを背景とする輸入の増加により3.5兆円の赤字に転じたが、今後も赤字が続くこととなろう。所得収支は、対外直接投資収益の増加などを背景に黒字額は拡大傾向が続くと考えられる。このため、経常収支の黒字額は、2012年度には3.9兆円まで減少した後、2013年度は4.0兆円、2014年度は4.4兆円と緩やかに増加すると見込まれるが、震災前と比べると低い水準で推移するだろう。

図表 27. 地域別輸出数量の推移



3. 物価と金融市場の予測

中国経済の減速を受けて石炭や鉄鉱石の市況は下落したが、原油や穀物の市況は高止まりしている。中期的に中国など新興国の需要と供給力の拡大を背景として、資源など川上でのインフレ圧力と工業品など川下でのデフレ圧力が続くだろう。

国内企業物価は国際商品市況の動きに影響を受けながらも、低位での安定した動きが続く。電気料金の値上げの影響はあるが、国内では需要に比べ供給力が過大な状況が続くほか、安価な輸入品との競争にさらされることもあり、上昇圧力ががかりづらい。消費者物価は、消費者の低価格志向が続く中、最終消費者への販売価格に対する押し下げ圧力が強いと見られ、概ね横ばい圏内の動きが続くだろう。

2008年以降、日本では金融緩和が進められた。2009年12月に景気下振れやデフレ進行のリスクに対して金融緩和強化策が行われ、2010年10月には内外経済の下振れリスクに対して「包括金融緩和策」が実施された。その後7度にわたって追加的な「金融緩和の強化」が行われた。当面、日本銀行の緩和的なスタンスは継続されるであろう。

短期金利の低位安定を背景に、長期金利は低水準での推移が続く。ただし、海外景気の回復や世界的な財政構造の悪化が、長期金利の上昇圧力となる可能性がある。為替は、2010年以降、欧州の財政金融危機への懸念によるユーロ安、米国の追加金融緩和観測を反映したドル安などを背景として、大幅に円高が進んだ。今後は円高修正の動きが予想されるが、日米欧の経済・政治情勢は不透明であり、一方的な動きにはなりづらい。

図表 28. 物価・金融市場総括表

	2011年度				2012年度				2013年度				2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3				
原油価格(WTI、ドル/バレル)	102.6	89.8	94.1	102.9	93.5	92.2	87.9	87.5	89.0	90.5	92.0	93.5	97.3	90.3	91.3	94.8
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	110.6	107.0	106.7	116.2	106.5	106.1	106.9	105.0	103.5	102.0	100.5	99.0	110.1	106.1	101.3	100.0
国内企業物価	1.8	2.2	1.1	0.3	-1.0	-1.9	-1.1	-1.5	-1.1	0.2	0.1	0.3	1.4	-1.4	-0.1	2.9
消費者物価(総合)	-0.5	0.1	-0.3	0.3	0.2	-0.4	-0.5	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.3	-0.1	-0.4	0.0	2.3
生鮮食品を除く総合	-0.2	0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.1	0.2	0.3	0.0	-0.3	0.0	2.2
無担保コール翌日物(%)	0.067	0.078	0.079	0.083	0.078	0.085	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.077	0.081	0.080	0.080
TIBOR3ヶ月(%)	0.333	0.330	0.329	0.331	0.332	0.328	0.323	0.320	0.320	0.320	0.320	0.320	0.331	0.326	0.320	0.320
新発10年国債(%)	1.18	1.05	1.00	0.98	0.88	0.79	0.75	0.76	0.80	0.84	0.87	0.91	1.05	0.79	0.85	0.96
ドル円相場(円/ドル)	81.7	77.8	77.4	79.3	80.2	78.6	79.7	80.0	80.4	81.0	81.6	82.2	79.1	79.6	81.3	83.7
ユーロ円相場(円/ユーロ)	117.6	109.9	104.3	104.0	102.9	98.4	102.4	102.4	102.1	101.7	101.2	100.7	109.0	101.5	101.4	101.2

(注1) 原油価格、金利、株価、為替、無担保コール翌日物は期中平均値
 (注2) 物価は全て前年比で単位は%

(1) 物価

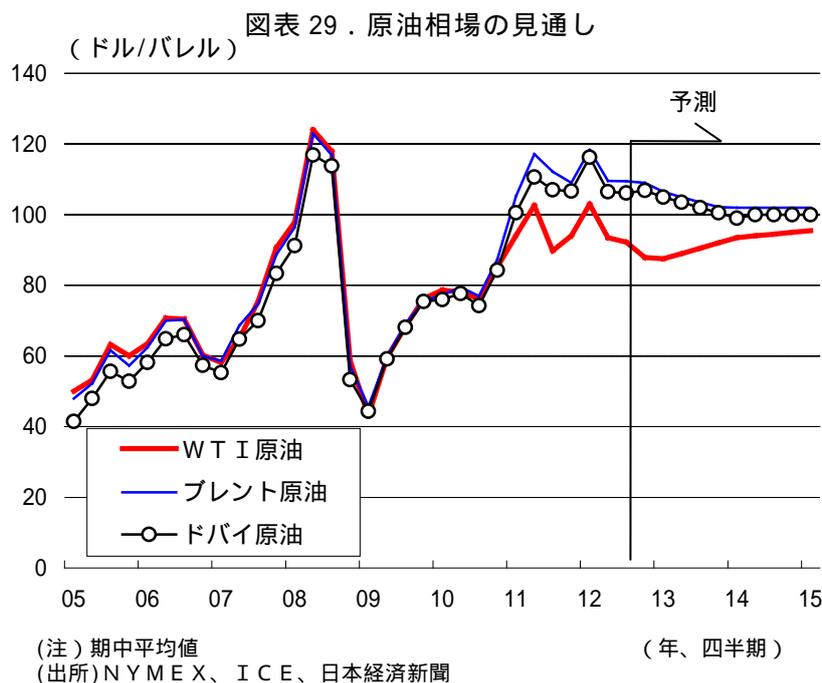
原油価格

a . 現状

原油市況は、イランでの選挙を前に地政学リスク懸念が高まった 3 月に欧州北海産のブレント原油で 1 バレル = 128 ドル台、米国産の W T I 原油で 110 ドル台をつけた。しかし、サウジアラビアの増産等により高水準の原油供給が維持され、世界景気の悪化による原油需要の鈍化観測が強まったため、6 月下旬にはブレントが 90 ドル割れ、W T I が 80 ドル割れとなった。その後、シリア内戦、パレスチナ情勢、イラン核開発など地政学リスクや北海油田の生産障害を背景に原油市況は上昇に転じ、米国で量的緩和第 3 弾 (Q E 3) が決定された 9 月 14 日にはブレントが 118 ドル近く、W T I が 100 ドル超まで上昇した。足元は、ブレントが 110 ドル弱、W T I が 85 ドル前後で推移している。

b . 見通し

9 月半ばには、Q E 3 による景気押し上げ効果への期待や投機的な原油買い観測によって原油市況は上昇したが、結局、世界景気の減速懸念は払拭されず、投機的な原油買いも限られるとの見方に落ち着き、11 月にかけて原油市況はやや下落している。当面の原油市況は、中東における地政学リスクが下支え要因となるものの、世界的な景気減速に伴って原油需要の下振れが続くため、ブレント原油を中心にやや下落しやすい状況と思われる。市況の落ち着きどころとして、ブレントで 100 ドル程度が意識されるだろう。2014 年度にかけて、新興国を中心に緩やかに原油需要が増加する一方で、北米・南米や中東での油田開発の進展が見込まれるため、原油市況は総じて横ばい圏での推移が予想される。



国内企業物価と消費者物価

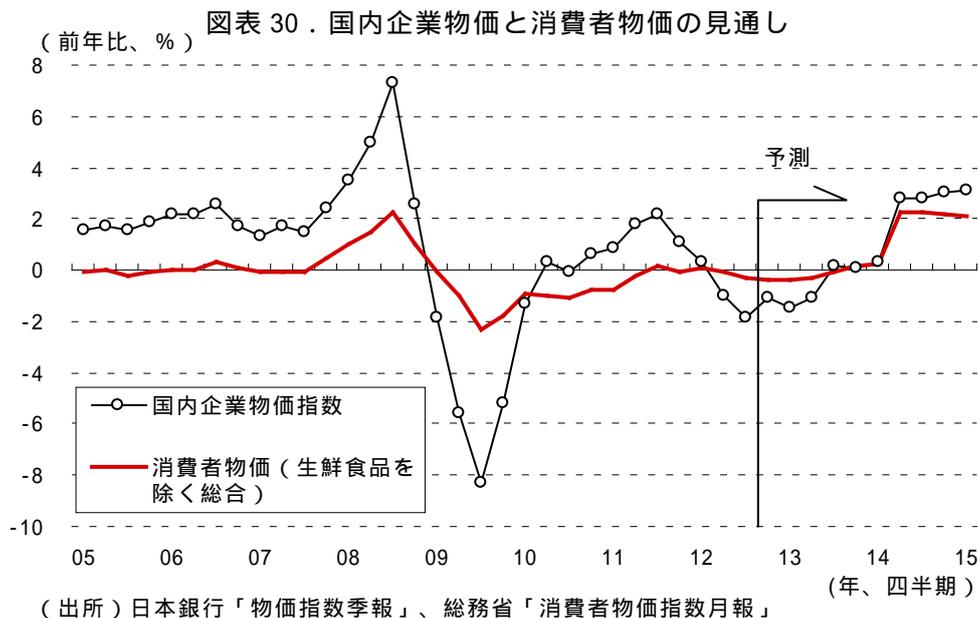
a. 現状

世界経済の減速を受けて原油など国際商品市況が弱含みで推移しており、10月の国内企業物価は7ヶ月連続で前年比マイナスとなった。食料品など一部には上昇しているものもあるが、機械類などの下落が続いており、総じてみると緩やかな下落基調が続いている。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）にも緩やかな下落圧力がかかっており、9月は同-0.1%と5ヶ月連続でマイナスとなった。電気代などが上昇しているが、テレビなどの耐久消費財の下落が続いている。

b. 見通し

国際商品市況が弱含みで推移しており、輸入物価の下落を通じて国内企業物価もしばらくは下落基調が続こう。しかし、2013年度には世界経済の持ち直しにより国際商品市況が下げ止まるほか、緩やかな円安が進むため、国内企業物価の下落は一服すると予想され、2013年度半ばには前年比の伸び率はプラスに転じると見込まれる。ただし、電気機器や情報通信機器、電子部品・デバイスを中心に、加工製品の下落傾向が続くため物価上昇圧力は小さい。国内企業物価は、2012年度に前年比-1.4%となった後、2013年度は同-0.1%と下落幅が縮小し、2014年度には消費税率の引き上げにより一時的に上昇率が高まろう。

国内企業物価の下落が続く中、消費者物価は安定した推移が続くと見込まれ、2012年度は前年比-0.3%、2013年度は同±0.0%となる見通しである。2014年には消費税率の引き上げを受けて同+2.2%に上昇するであろう。消費者の低価格志向に大きな変化は見込まれず、企業がコスト上昇分を最終消費者への販売価格に転嫁させることは引き続き難しい。



(2) 金融政策

日本銀行は、金融緩和の強化を続けている。2010年10月の「包括的な金融緩和政策」導入時に35兆円程度とされた「資産買入等の基金」の総額は相次いで増額され、91兆円になった。また、その内訳の中で注目度が高い「長期国債の買入れ額」は、当初の1.5兆円から39兆円まで拡大された。

10月30日の決定会合では、「基金」が11兆円程度増額（うち長期国債買い入れは5兆円増額）されたことに加えて、新たに「貸出増加を支援するための資金供給」の枠組みを創設することも決定された。この新たな資金供給には、総額の上限はない（＝無制限）とされており、枠組みの具体的な内容は、今後の決定会合での決定を経て、実施されることになっている。なお、国内景気の判断は、それまでの「横ばい圏内の動きにとどまる」から、「弱含みとなっている」と下方修正された。

同日に決定、公表された「展望レポート（経済・物価情勢の展望）」における経済見通し（政策委員見通しの中央値）を、前回（7月における4月の展望レポートの中間レビュー時点）と比べると、実質GDP成長率については、2012年度が+1.5%（前回は+2.2%）、2013年度が+1.6%（同+1.7%）とともに下方修正され、2014年度は+0.6%となっている。消費者物価上昇率（除く生鮮食品）については、2012年度が-0.1%（同+0.2%）、2013年度が+0.4%（同+0.7%）とともに下方修正され、2014年度は消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースで+0.8%（消費税の影響を含めると+2.8%）としている。

当面は、円高や海外景気減速による国内景気の下振れリスクを強く意識した政策運営となりそうだ。また予測期間中に、消費者物価の前年比上昇率が、現状で目途とされている+1%に達することもなさそうで、現状の緩和政策が維持されよう。世界景気の下振れや円高による企業部門への悪影響が懸念される展開になれば、日銀は、さらなる追加緩和策を決定するだろう。

図表 31 . 無担保コール翌日物金利の見通し



(3) 金融市場

金利

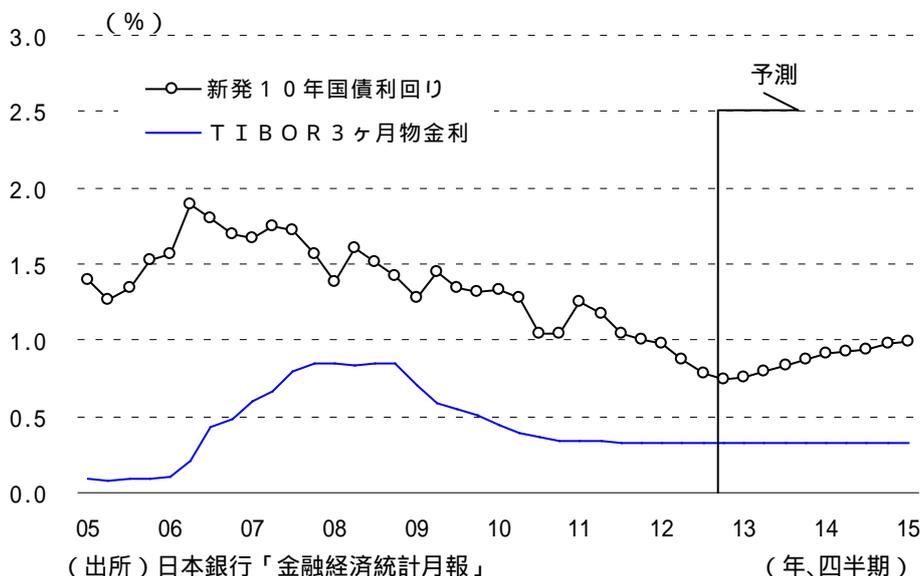
日本銀行による潤沢な資金供給を受けて、コールレートは低位で推移しており、3ヶ月、6ヶ月物といったターム物金利も総じて低位で安定している。短期金利の指標とされるTIBOR3ヶ月物金利は、9月の追加緩和後には変化せず、10月の追加緩和後の低下幅は0.01%未満と極めて小幅にとどまった。今後、日銀による追加緩和が行われる可能性もあるが、金利押し下げ効果は限定的であり、短期金利は現状程度での推移が続くだろう。

日本の長期金利(10年物国債利回り)は、3~4月には内外景気の回復観測から1%超に上昇していたが、7月には世界景気の減速観測や日銀の追加金融緩和を背景に0.72%と2003年以来の低水準をつけた。7月にかけての日米独などの長期金利の低下は過熱気味だったとみられ、いったん上昇に向かったが、足元では、景気先行き不透明感や各国の金融緩和観測から再び長期金利が低下傾向で推移している。

予測期間中、経済成長率や物価動向に見合って長期金利は1%程度まで小幅上昇が見込まれるものの、基本的には低水準の推移が続くだろう。なお、12月以降の国債発行の継続が困難になる可能性があった赤字国債発行法案を巡る対立については、11月13日によろしく与野党の合意が成立した。もっとも、政権交代による財政再建路線の変更などのリスクがある。

また、海外のリスク要因もある。米国の「財政の崖」への対応では、12月までの改選前メンバーによる議会審議において減税失効や歳出削減の期日を先延ばしする法案を成立させた後、来年3月頃にかけて、新議会により財政再建策が審議される、といったシナリオが有力視される。この場合、しばらく不透明感が続きそうである。欧州財政金融危機が継続していることもあり、各国の財政悪化による長期金利の押し上げ圧力が意識される可能性がある一方で、景気失速懸念が長期金利の押し下げ材料になる可能性もある。

図表 32 . 長短金利の見通し



為替

2008年以降、ユーロ安やドル安の材料が続く中で、消去法的に円高が進んだ。2012年に入ってもFRBによる金融緩和の拡充策がドル安材料となり、2月に1ドル=76円台をつけた。その後、日本の金融緩和や貿易赤字の拡大を材料に、3月には対ドルで84円台まで戻した。この間、対ユーロでは97円前後から111円台で推移した。

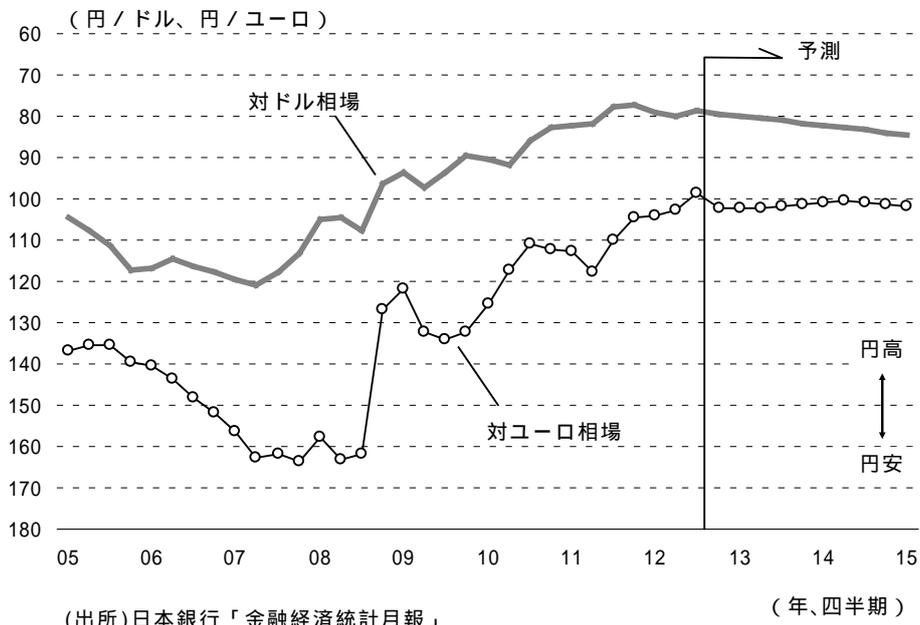
しかし4月以降、欧州財政金融危機への懸念が強まり、対ユーロを中心に円高圧力が強まった。6月下旬のEU首脳会議を受けて問題収束への期待が高まったものの、7月に入ると懸念が再燃し、1ユーロ=94円台までユーロ安・円高が進んだ。9月以降、ECBによる南欧国債買い取り表明や、ドイツ憲法裁判所による欧州安定メカニズム(ESM)の合憲判断を受けて、ユーロが買い戻された結果、足元では100~102円を中心に推移している。

対ドルでは、6月以降、1ドル=78~80円を中心に推移している。米国の経済指標やFRB高官発言に応じて、追加金融緩和期待が強まるとドル安・円高、弱まるとドル高・円安という動きを繰り返した後、9月に量的緩和第3弾(QE3)が実施され、一時77円台まで円高が進んだ。一方で、日銀は、9月に続いて、10月にも追加金融緩和策を打ち出し、一時的に1ドル=81円台まで、ドル高・円安方向に戻した。

今後も、欧州財政金融危機への懸念により、ユーロ安圧力が残ると思われる。米国では、新議会の下で「財政の崖」への対応が進むにつれ、景気の先行き不透明感は後退するだろう。投資家のリスク回避を背景とした消去法的な円高圧力は緩和し、対ドルを中心に、円安方向に動きやすくなると思われる。

人民元相場は、2010年6月に弾力化の方針が示された後、緩やかな人民元高が続いている。2012年に入って一時人民元安が進み、7月下旬に1ドル=6.4元近くをつけたものの、11月には6.2元台前半まで人民元高が進んだ。今後も緩やかな人民元高が見込まれる。

図表 33 . 円の対ドル、対ユーロ相場の推移



図表 34 . 日本経済予測総括表

予測

上段は前期比%、下段は前年同期比%

	2011年度		2012年度		2013年度		2014年度		2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
名目GDP	-1.6	1.1	-0.1	-1.5	0.9	0.9	0.4	-0.0	-2.0	-0.3	0.7	0.8
実質GDP	-0.4	1.5	0.3	-1.0	0.8	1.5	-1.1	0.5	-0.0	0.5	1.0	-0.1
内需寄与度(注1)	0.2	1.9	0.7	-0.5	0.7	1.3	-1.1	0.5	1.0	1.3	1.1	-0.2
個人消費	0.4	1.9	0.3	-0.5	0.3	1.3	-1.4	0.6	1.2	0.9	0.7	-0.5
住宅投資	0.4	1.4	1.4	1.0	1.2	0.6	-3.8	-3.1	3.8	2.6	2.1	-5.0
設備投資	-0.8	4.7	-1.6	-2.4	2.5	2.5	-0.5	1.5	1.1	-0.7	2.7	1.4
民間在庫(注1)	-0.3	-0.1	0.1	-0.0	0.2	0.2	-0.1	0.0	-0.5	-0.0	0.2	0.1
政府支出	1.7	0.9	2.3	0.6	0.0	-0.1	-0.1	0.0	2.2	3.1	0.2	-0.1
政府最終消費	1.8	2.5	3.2	3.0	0.7	-0.3	0.0	-0.2	1.9	2.0	1.0	1.2
公共投資	0.9	1.0	1.2	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	2.9	7.8	-3.1	-5.5
1.8	2.0	2.3	1.8	1.1	1.0	1.1	1.2					
4.4	0.2	6.8	1.1	-2.1	-2.5	-3.1	-2.5					
0.9	4.4	8.0	7.7	-0.9	-4.6	-5.4	-5.6					
外需寄与度(注1)	-0.7	-0.4	-0.4	-0.5	0.0	0.2	0.0	0.0	-1.0	-0.8	-0.1	0.1
輸出	-2.1	1.4	0.4	-4.9	2.1	2.4	1.5	2.0	-1.4	-1.5	0.7	3.8
輸入	-2.0	-0.8	1.8	-4.6	-2.4	4.0	4.1	3.6	5.6	3.8	1.4	2.6
2.4	3.9	2.7	-1.5	1.5	1.2	1.2	1.5					
4.8	6.3	6.8	1.1	0.0	2.8	2.3	2.9					
GDPデフレーター(注2)	-2.3	-1.6	-0.8	-0.9	-0.4	-0.2	0.9	1.0	-1.9	-0.8	-0.3	0.9

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度
(注2) GDPデフレーターは前年比

予測

前年同期比%

	2011年度		2012年度		2013年度		2014年度		2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
経常収支(兆円)(注1)	4.4	3.2	2.4	1.6	1.9	2.1	2.1	2.5	7.6	3.9	4.0	4.4
貿易収支(兆円)	-1.3	-2.3	-2.8	-3.7	-3.7	-3.6	-3.7	-3.6	-3.5	-6.4	-7.2	-7.4
サービス収支(兆円)	-0.9	-1.0	-1.6	-1.5	-1.3	-1.2	-1.3	-1.3	-1.8	-3.0	-2.5	-2.5
所得収支(兆円)	7.2	7.0	7.3	7.2	7.5	7.4	7.7	7.9	14.0	14.4	14.8	15.5
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	-2.4	3.7	-3.4	-7.0	0.7	2.8	-1.7	1.5	-1.0	-5.0	-1.5	0.5
-3.4	1.4	0.2	-10.0	-6.3	3.5	1.2	-0.1					
経常利益(注2) (法人企業統計、前年比%)	-11.8	-0.8	6.2	-7.0	-3.1	9.3	2.7	-0.2	-6.1	-1.0	3.3	1.1
国内企業物価	2.0	0.7	-1.5	-1.3	-0.4	0.2	2.8	3.1	1.4	-1.4	-0.1	2.9
消費者物価	-0.2	0.0	-0.1	-0.7	-0.3	0.3	2.3	2.2	-0.1	-0.4	0.0	2.3
生鮮食品を除く総合	0.0	0.0	-0.2	-0.4	-0.3	0.2	2.3	2.2	0.0	-0.3	0.0	2.2
ドル円相場(円/ドル)	79.8	78.3	79.4	79.8	80.7	81.9	83.1	84.3	79.1	79.6	81.3	83.7
無担保コール翌日物(%)	0.072	0.081	0.082	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.077	0.081	0.080	0.080
TIBOR3ヶ月	0.331	0.330	0.330	0.321	0.320	0.320	0.320	0.320	0.331	0.326	0.320	0.320
長期金利(新発10年国債)	1.11	0.99	0.83	0.75	0.82	0.89	0.93	0.98	1.05	0.79	0.85	0.96
原油価格(WTI、ドル/バレル)	96.2	98.5	92.9	87.7	89.8	92.8	94.3	95.3	97.3	90.3	91.3	94.8
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	108.8	111.5	106.3	105.9	102.8	99.8	100.0	100.0	110.1	106.1	101.3	100.0
米国実質GDP (前期比年率%、暦年)	1.3	2.3	2.3	1.9	2.3	2.5	2.8	2.8	1.8	2.2	2.2	2.7
春闘賃上げ率(注3)	-	-	-	-	-	-	-	-	1.83	1.78	1.80	1.83

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の半期値は季節調整値

(注2) 経常利益の予測は2012年度上期以降

(注3) 春闘賃上げ率は厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」のペースで2012年度は実績

図表 35 . 日本経済予測総括表

【輸出入（通関ベース）】

	2011年度		2012年度		2013年度		2014年度		2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
									(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
輸出額(円ベース)	-3.8	-3.6	-2.0	-6.0	-5.0	3.5	4.9	5.6	-3.7	-4.0	-0.9	5.3
数量	-4.6	-4.1	-2.9	-6.4	-4.4	2.6	3.1	3.4	-4.3	-4.6	-1.0	3.3
輸入額(円ベース)	12.1	11.1	2.6	-0.5	-2.5	2.9	4.9	5.5	11.6	1.0	0.2	5.2
数量	2.1	2.2	3.1	0.9	-0.1	2.6	3.0	2.9	2.2	2.0	1.3	3.0
輸出超過額(兆円)	-1.7	-2.7	-3.2	-4.5	-4.0	-4.4	-4.2	-4.7	-4.4	-7.7	-8.4	-8.8

【所得・雇用】

	2011年度		2012年度		2013年度		2014年度		2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
									(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
一人当たり所得(注1)	-0.5	-0.1	-0.5	-0.6	-0.3	0.1	0.4	0.4	-0.3	-0.5	-0.1	0.4
所定内給与	-0.5	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.1	-0.4	-0.2	-0.1	0.1
所定外給与	-0.5	3.6	3.7	-1.3	-1.5	2.3	0.9	0.7	1.6	1.1	0.5	0.8
雇用者数(注2)	0.0	0.1	0.8	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.5	0.1	0.0
雇用者報酬(注3)	-0.0	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.5	0.4	0.1	-0.1	0.0	0.4
完全失業率(季調値%)(注4)	4.6	4.5	4.3	4.3	4.3	4.1	4.0	3.9	4.5	4.3	4.2	3.9

(注1)「毎月勤労統計」ベースで、対象は事業所規模5人以上
 (注2)「労働力調査」ベースで、2011年1～3月期から7～9月期までは補完推計による参考値、2012年1～3月期からは新基準に基づく値
 (注3)GDPベースで名目値
 (注4)2011年1～3月期から7～9月期までは補完推計による参考値、2012年1～3月期からは新基準に基づく値

【新設住宅着工】

	2011年度		2012年度		2013年度		2014年度		2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
									(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
新設住宅着工戸数	85.3	82.9	87.6	87.4	88.6	89.8	85.8	83.1	84.1	87.4	89.1	84.4
持家	6.1	-0.6	2.4	5.6	1.2	2.8	-3.2	-7.5	2.7	3.9	2.0	-5.3
貸家	30.8	30.1	30.7	30.9	31.2	31.4	29.3	28.1	30.5	30.8	31.3	28.7
分譲	2.0	-4.6	-0.7	3.0	1.4	1.8	-6.2	-10.7	-1.2	1.0	1.6	-8.4
	29.7	28.4	31.8	31.1	31.7	32.2	30.8	29.9	29.0	31.4	31.9	30.2
	0.6	-2.1	6.3	10.4	-0.7	3.7	-3.0	-7.3	-0.7	8.3	1.5	-5.2
	24.4	23.5	24.9	25.1	25.4	25.7	25.3	24.8	23.9	25.0	25.6	25.1
	20.2	6.2	2.3	6.8	1.9	2.7	-0.3	-3.4	12.7	4.6	2.3	-1.9

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

図表 36 . 前々回見直し(2012年8月1次QE時点)との比較

2012年度	前々回		修正幅	前年比%	2013年度	前々回		修正幅	前年比%
	前々回	修正幅	今回	今回		前々回	修正幅	今回	
名目GDP	1.6	-1.9	-0.3	0.7	1.3	-0.6	0.7	0.7	
実質GDP	2.2	-1.7	0.5	1.0	1.6	-0.6	1.0	1.0	
個人消費	1.8	-0.9	0.9	0.7	1.3	-0.6	0.7	0.7	
住宅投資	1.5	+1.1	2.6	2.1	2.9	-0.8	2.1	2.1	
設備投資	4.2	-4.9	-0.7	2.7	3.6	-0.9	2.7	2.7	
公共投資	6.0	+1.8	7.8	-3.1	-1.5	-1.6	-3.1	-3.1	
外需寄与度	-0.2	-0.6	-0.8	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	
デフレーター	-0.6	-0.2	-0.8	-0.3	-0.4	+0.1	-0.3	-0.3	
鉱工業生産	1.6	-6.6	-5.0	-1.5	2.9	-4.4	-1.5	-1.5	

図表 37 . 前回見直し(2012年9月2次QE時点)との比較

2012年度	前回		修正幅	前年比%	2013年度	前回		修正幅	前年比%
	前回	修正幅	今回	今回		前回	修正幅	今回	
名目GDP	1.3	-1.6	-0.3	0.7	1.4	-0.7	0.7	0.7	
実質GDP	1.9	-1.4	0.5	1.0	1.8	-0.8	1.0	1.0	
個人消費	1.7	-0.8	0.9	0.7	1.2	-0.5	0.7	0.7	
住宅投資	1.7	+0.9	2.6	2.1	2.9	-0.8	2.1	2.1	
設備投資	4.0	-4.7	-0.7	2.7	3.8	-1.1	2.7	2.7	
公共投資	6.0	+1.8	7.8	-3.1	-1.5	-1.6	-3.1	-3.1	
外需寄与度	-0.3	-0.5	-0.8	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.1	
デフレーター	-0.6	-0.2	-0.8	-0.3	-0.4	+0.1	-0.3	-0.3	
鉱工業生産	-1.7	-3.3	-5.0	-1.5	2.3	-3.8	-1.5	-1.5	

図表 38 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)

	2011年度				2012年度				2013年度				
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
名目 GDP	前期比	-1.4	2.1	-0.6	1.4	-0.3	-0.9	-1.2	0.3	0.5	0.5	0.3	0.8
	前期比年率	-5.6	8.5	-2.4	5.6	-1.3	-3.6	-4.6	1.2	2.1	2.1	1.2	3.1
	前年比	-4.1	-2.7	-2.4	1.5	2.3	-0.6	-1.0	-2.1	-1.2	0.2	1.5	2.2
実質 GDP	前期比	-0.5	2.3	-0.3	1.3	0.1	-0.9	-0.6	0.2	0.4	0.6	0.8	0.7
	前期比年率	-2.1	9.5	-1.2	5.2	0.3	-3.5	-2.4	0.7	1.4	2.6	3.1	3.0
	前年比	-1.8	-0.6	-0.7	2.9	3.3	0.1	-0.1	-1.3	-0.9	0.7	1.8	2.4
内需寄与度(注1)	0.4	1.5	0.5	1.1	0.2	-0.2	-0.5	0.2	0.3	0.6	0.6	0.8	
個人消費	0.4	1.6	0.5	1.2	-0.1	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.5	1.4	
住宅投資	-0.3	0.5	0.9	3.7	3.2	1.2	0.3	-0.9	-0.6	0.1	0.9	2.3	
設備投資	-2.7	4.2	-0.1	-1.1	1.5	0.9	0.4	0.2	0.6	1.0	0.7	-1.1	
民間在庫(注1)	3.6	8.3	3.4	-0.0	4.5	1.4	1.7	2.9	2.2	2.3	2.5	1.1	
政府支出	-1.3	1.3	5.0	-1.9	0.9	-3.2	-1.2	0.8	1.5	1.2	1.0	1.8	
政府最終消費	-1.3	-2.2	4.9	2.9	5.6	0.5	-5.2	-2.7	-2.0	2.2	4.6	5.5	
公共投資	-0.1	0.3	-0.4	0.3	-0.2	0.2	-0.2	0.1	-0.0	0.2	0.2	-0.3	
外需寄与度(注1)	2.0	-0.1	0.1	1.6	0.9	1.1	0.1	0.0	-0.0	0.0	-0.1	0.0	
輸出	1.9	1.6	1.3	3.7	2.5	3.8	3.9	2.2	1.2	0.3	-0.2	-0.3	
輸入	0.6	0.4	0.3	1.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	
GDPデフレーター(注2)	1.8	1.7	1.6	2.3	2.3	2.2	2.2	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0	
	8.0	-2.6	-0.5	4.2	2.6	4.0	-0.3	-0.9	-1.1	-1.1	-1.3	-1.2	
	2.1	-0.0	-0.2	8.8	4.0	11.4	10.4	5.2	1.7	-3.1	-4.5	-4.7	
輸出	-0.9	0.8	-0.8	0.1	-0.1	-0.7	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.0	
輸入	-6.0	8.8	-4.3	3.3	1.3	-5.0	-2.6	0.6	1.2	1.2	1.4	0.8	
	-5.2	1.0	-2.5	1.0	9.2	-4.9	-3.4	-5.8	-5.8	1.1	4.2	3.8	
	-0.1	3.6	0.9	2.2	1.8	-0.3	-1.8	0.9	0.8	0.6	0.5	0.8	
	4.1	5.6	5.9	6.7	8.9	4.7	1.5	0.7	-0.5	0.5	2.9	2.7	

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度
(注2) GDPデフレーターは前年比

	2011年度				2012年度				2013年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
経常収支(兆円)(注1)	1.9	2.5	1.7	1.5	1.5	0.9	0.7	0.9	1.0	0.9	1.1	1.0
貿易収支(兆円)	-1.1	-0.2	-1.2	-1.1	-1.1	-1.7	-1.9	-1.7	-1.8	-1.9	-1.8	-1.8
サービス収支(兆円)	-0.4	-0.5	-0.6	-0.4	-0.7	-0.8	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
所得収支(兆円)	3.6	3.5	3.7	3.3	3.6	3.7	3.6	3.6	3.7	3.8	3.7	3.7
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	-4.2	5.4	0.4	1.2	-2.0	-4.2	-4.7	-0.5	0.5	0.8	1.5	1.8
	-5.8	-0.9	-1.6	4.7	5.3	-4.6	-10.1	-10.0	-8.5	-4.0	1.9	5.2
経常利益(注2) (法人企業統計、前年比%)	-14.6	-8.5	-10.3	9.3	11.5	0.1	-3.2	-10.2	-7.6	2.7	6.5	11.9
国内企業物価	1.8	2.2	1.1	0.3	-1.0	-1.9	-1.1	-1.5	-1.1	0.2	0.1	0.3
消費者物価	-0.5	0.1	-0.3	0.3	0.2	-0.4	-0.5	-0.8	-0.5	-0.1	0.2	0.3
生鮮食品を除く総合	-0.2	0.2	-0.1	0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.1	0.2	0.3
ドル円相場(円/ドル)	81.7	77.8	77.4	79.3	80.2	78.6	79.7	80.0	80.4	81.0	81.6	82.2
無担保コール翌日物(%)	0.067	0.078	0.079	0.083	0.078	0.085	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080
TIBOR3ヶ月	0.333	0.330	0.329	0.331	0.332	0.328	0.323	0.320	0.320	0.320	0.320	0.320
長期金利(新発10年国債)	1.18	1.05	1.00	0.98	0.88	0.79	0.75	0.76	0.80	0.84	0.87	0.91
原油価格(WTI、ドル/バレル)	102.6	89.8	94.1	102.9	93.5	92.2	87.9	87.5	89.0	90.5	92.0	93.5
原油価格(ドバイ、ドル/バレル)	110.6	107.0	106.7	116.2	106.5	106.1	106.9	105.0	103.5	102.0	100.5	99.0
米国実質GDP (前期比年率%)	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	2.0	2.3	2.2	2.4	2.5	2.7	2.8

(注1) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支は季節調整値
(注2) 経常利益の予測は2012年7-9月期以降

図表 39 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)
【輸出入(通関ベース)】

	2011年度				2012年度				2013年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
輸出額(円ベース)	-8.1	0.5	-5.5	-1.6	4.8	-8.1	-4.7	-7.3	-9.5	-0.3	3.1	4.0
数量	-8.1	-1.1	-5.0	-3.1	3.5	-8.7	-6.5	-6.4	-8.2	-0.5	2.4	2.7
輸入額(円ベース)	10.5	13.8	12.4	9.9	5.1	0.2	1.3	-2.2	-4.7	-0.2	2.1	3.7
数量	2.8	1.5	1.3	3.1	3.2	2.9	0.9	1.0	0.4	-0.6	2.3	3.0
輸出超過額(兆円)	-1.3	-0.4	-1.2	-1.5	-1.4	-1.8	-2.2	-2.3	-2.1	-1.9	-2.1	-2.4

【所得・雇用】

	2011年度				2012年度				2013年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
一人当たり所得(注1)	-0.5	-0.4	-0.1	0.0	-0.4	-0.6	-0.8	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.3
所定内給与	-0.6	-0.4	-0.5	0.0	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
所定外給与	-2.1	1.0	3.8	3.4	6.7	0.7	-0.7	-1.8	-2.2	-0.7	1.2	3.5
雇用者数(注2)	0.5	-0.5	0.1	0.2	0.4	1.2	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
雇用者報酬(注3)	0.2	-0.3	0.3	0.0	-0.4	0.1	-0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.3
完全失業率(季調値%)(注4)	4.7	4.4	4.5	4.5	4.4	4.2	4.3	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1

(注1) 「毎月勤労統計」ベースで、対象は事業所規模5人以上

(注2) 「労働力調査」ベースで、2011年1~3月期から7~9月期までは補完推計による参考値、2012年1~3月期からは新基準に基づく値

(注3) GDPベースで名目値

(注4) 2011年1~3月期から7~9月期までは補完推計による参考値、2012年1~3月期からは新基準に基づく値

【新設住宅着工】

	2011年度				2012年度				2013年度			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
新設住宅着工戸数	82.4	88.3	79.6	86.2	87.8	87.5	87.6	87.1	87.9	89.3	90.3	89.2
持家	4.1	7.9	-4.5	3.7	6.2	-1.1	9.9	1.0	0.1	2.1	3.1	2.4
貸家	29.2	32.5	29.5	30.6	30.3	31.1	31.0	30.8	31.0	31.4	31.7	31.1
分譲	-1.8	5.4	-7.3	-1.2	3.5	-4.2	5.3	0.5	2.1	0.8	2.4	1.1
	28.6	30.7	26.0	30.8	32.0	31.6	31.2	31.0	31.4	32.0	32.4	32.0
	-2.9	4.0	-8.8	5.9	11.1	2.1	20.1	0.6	-2.2	0.8	3.9	3.5
	23.8	24.9	23.6	23.4	24.6	25.2	25.0	25.1	25.2	25.5	25.8	25.7
	24.0	16.7	4.5	7.9	3.6	1.0	6.2	7.4	2.4	1.4	3.1	2.3

(注) 上段が季節調整済年率換算値、下段が原数値の前年同期比

< 経済見通し担当者 >

小林 真一郎	主任研究員	総括、企業部門・金融・物価
芥田 知至	主任研究員	海外経済・原油・為替・金利
中田 一良	副主任研究員	政府部門・外需
細尾 忠生	副主任研究員	海外経済
土田 陽介	研究員	海外経済
尾畠 未輝	研究員	家計部門・住宅・雇用・賃金

- ご利用に際して -

- l 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- l また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- l 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- l 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- l 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。