

2013 年 5 月 20 日

## 調査レポート

## 2013 / 2014 年度経済見通し(2013 年 5 月)

～ 景気持ち直しの動きが強まっていくが、過度な期待は剥落へ～

- 2013 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.9% (年率換算 +3.5%) と高い伸びとなった。これで 2 四半期連続の増加であり、景気が昨年中に底打ちし、年明け後も順調に持ち直していることを改めて確認する結果であるといえる。円安や株高を受けて消費者マインドが高まっていることが高い伸びの原因となっている。2012 年度全体の実質 GDP 成長率は前年比 +1.2% まで持ち直した。
- 2013 年度は、景気回復の動きがより確かなものになってくる。公共投資の増加が成長率の押し上げに寄与することや、海外経済の持ち直しを受けて輸出の回復が続くことに加え、民需も底堅さを維持すると考えられる。先行して高まった景気回復への期待感が、年度半ばにかけて剥落してくると予想されるが、企業の設備投資の持ち直しの動きが続き、年度末にかけて個人消費を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が加わるため、回復の動きは維持されよう。**2013 年度の実質 GDP 成長率は前年比 +2.3%**を予想する。ゲタ(+0.5%)を除いた年度中の成長率でも +1.7% と高い伸びを達成する見込みである。もっとも、円安による物価上昇を受けて、企業コストが上昇し、家計の実質所得が目減りするなどの景気へのマイナス効果が、回復を抑制する要因となる。企業がコスト上昇を十分に販売価格に転嫁することは難しく、消費者物価指数(除く生鮮食品)は 2012 年度の前年比 -0.2% から同 +0.2% に高まるにとどまる。
- 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。公共投資のプラス効果が剥落すること、成長率を押し下げることになる。このため、**実質 GDP 成長率は前年比 0.0%**と伸び率は急減速する見込みである。ただし、海外経済の拡大を背景に輸出の伸びが高まってくるため、景気が後退期に入ることとは回避できるだろう。こうした状況下では物価に上昇圧力はかかりづらく、消費者物価指数(除く生鮮食品)は前年比 +2.3% に上昇するが、消費税の影響を除けば同 +0.3% にとどまり、日本銀行の目指すターゲットの達成は困難になってこよう。

(前年比、%)

|         | 実質 GDP |        | 名目 GDP |        | デフレーター |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 2013年度 | 2014年度 | 2013年度 | 2014年度 | 2013年度 | 2014年度 |
| 3月11日時点 | 2.1    | 0.1    | 1.7    | 1.3    | -0.4   | 1.3    |
| 今回      | 2.3    | -0.0   | 1.7    | 1.1    | -0.5   | 1.1    |

三菱UFJリサーチ &amp; 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

本資料は、経済研究会にて配付しております

-目次-

1 . 2013 / 2014年度の日本経済

～景気持ち直しの動きが強まっていくが、過度な期待は剥落へ～

- |                                                             |        |
|-------------------------------------------------------------|--------|
| (1) 景気の現状～景気は持ち直している・・・・・・・・・・・・・・・・                        | 2 ～ 3  |
| (2) 期待は現実のものになるのか～いずれ剥落は避けられない・・・・・・・・                      | 4 ～ 6  |
| (3) 2013 / 2014年度の経済見通し<br>～過度な期待感が剥落する一方、駆け込み需要が発生・・・・・・・・ | 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（ユーロ圏）                 |         |
| 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 . 2013 / 2014 年度の日本経済

～ 景気持ち直しの動きが強まっていくが、過度な期待は剥落へ～

### ( 1 ) 景気の現状～景気は持ち直している

5 月 16 日に公表された 2013 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比 + 0.9% ( 年率換算 + 3.5% ) と高い伸びとなった。2012 年 10～12 月分も同 + 0.3% に上方修正されており、これで 2 四半期連続の増加である。景気が昨年中に底打ちし、年明け後も順調に持ち直していることを改めて確認する結果であるといえよう。

前期比でプラス幅が拡大した要因は、第一に家計部門の底堅さが続いているためである。個人消費は所得情勢が厳しい中、円安や株高を受けて消費者マインドが高まっていることを受けて、耐久財やサービスへの支出が堅調で、前期比 + 0.9% と 2 四半期連続でプラスとなった。住宅投資もそれまでの着工件数の増加を反映して、同 + 1.9% と 4 四半期連続でプラスと好調を維持している。第二の要因は、輸出が持ち直してきたためであり、輸出は同 + 3.8% と 4 四半期ぶりにプラスに転じた。

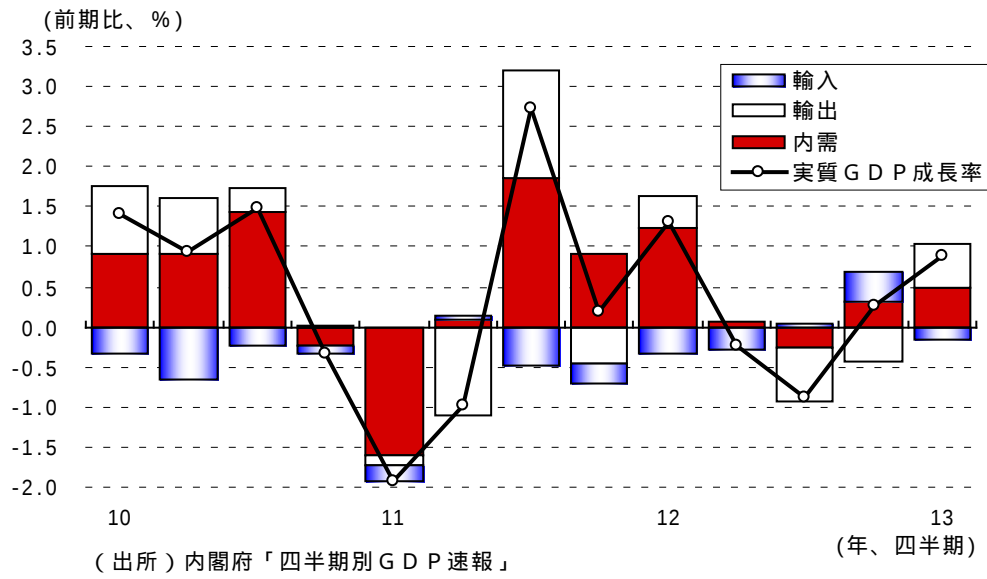
公共投資は、震災からの復興需要による押し上げ効果が持続しており、同 + 0.8% と 5 四半期連続で増加した。もっとも、昨年度の景気対策の効果が出てくるまでの端境期に差しかかっており、さすがに伸びが鈍ってきた。政府消費は同 + 0.6% と社会保障関連の支出が膨らんでおり、プラス基調を維持している。

一方で、企業の設備投資は弱い動きとなっており、同 - 0.7% と 5 四半期連続で前期比マイナスとなった。足元の業績は改善しているものの、企業の設備投資意欲の回復は遅れている。ただし、マイナス幅は徐々に縮小しており、改善の兆しもうかがえる。また、素材業種を中心とした在庫調整圧力が継続しており、在庫投資の前期比寄与度は - 0.2% となった。

実質 GDP 成長率を内外需別の寄与度でみると、内需では同 + 0.5% と家計部門と政府部門の押し上げによって 2 四半期連続でプラスとなった。一方、外需寄与度は、輸出の高い伸びに対して輸入の伸びが同 + 1.0% にとどまったため、同 + 0.4% と 4 四半期ぶりにプラスに転じた。

名目 GDP 成長率は前期比 + 0.4% ( 年率換算 + 1.5% ) と 2 四半期連続でプラスとなった。また、経済全体の総合的な物価動向を示す GDP デフレーターは、為替円安によって輸入デフレーターが急上昇したこともあって、前年同期比 - 1.2% とマイナス幅が拡大した ( 前期比では - 0.5% )。もっとも、外需の影響を排除した国内需要デフレーターでみても、同 - 0.9% とマイナス幅が拡大している。

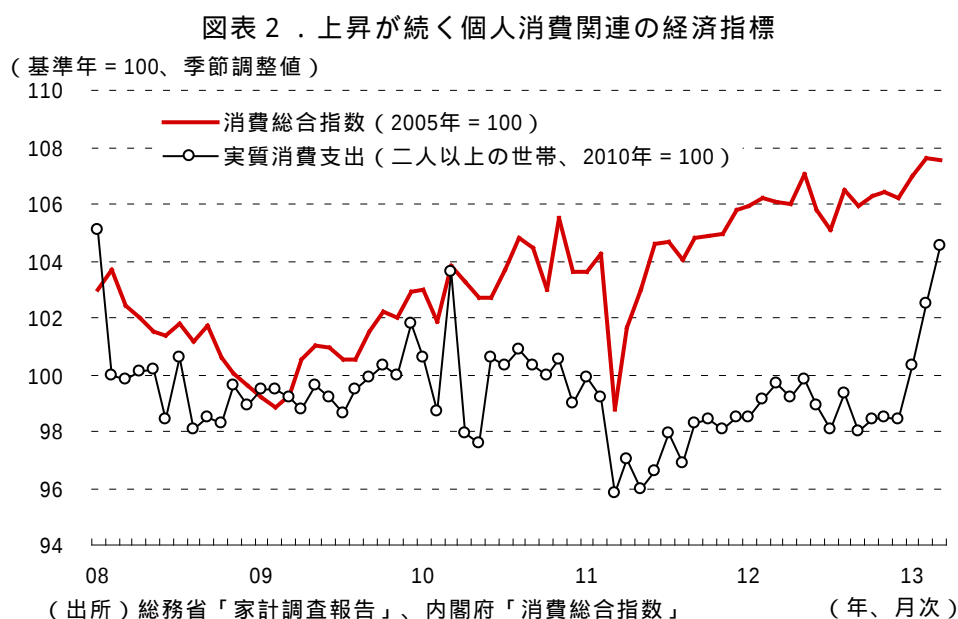
図表１．内外需別の内訳



## ( 2 ) 期待は現実のものになるのか～いずれ剥落は避けられない

昨年 11 月半ば以降の円安・株高の動きによって、景気の先行きに楽観的な見方が高まっており、2013 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率を高める原動力となっている。しかし、期待感の高まりの影響は家計と企業では異なっている。

まず家計部門では、所得が低迷している中においても、マインドの向上とともに消費支出の増加の動きが続いている。家計調査の実質消費支出（二人以上の世帯）や内閣府の消費総合指数などの消費関連の経済指標は、足元で順調に増加しており、景気回復への期待感が実際に景気を押し上げる役割を果たしている（図表 2）。

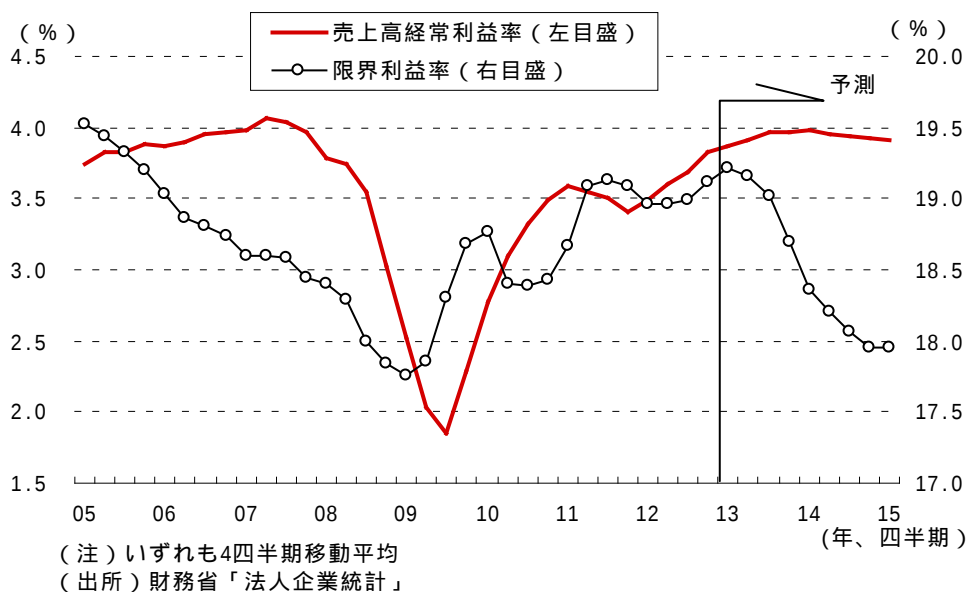


家計の期待感の根拠の背景にあるのが、円安・株高の進行である。円安によって輸出が増加し、国内生産が堅調に推移し、企業が膨らんだ利益を賃金引上げや雇用増加などの形で還元してくれれば、いずれ景気は確実に上向いてくると考えられ、それを先取りして家計は消費性向を高める形で消費を増やしているのだ。また、株高は資産効果を通じて消費意欲を高めると期待されるほか、株式を保有していない人であっても、株価の上昇は企業の業績回復を織り込んでいるとすれば、将来的には恩恵が生じるとの期待感が高まっていると考えられる。いずれにしろ、円安による物価上昇が懸念されるが、そのデメリットよりも、円安・株高のメリットの方が総合的にみて大きいと感じている結果である。また、政権が交代したことで、世の中が変わるという漠然とした期待感があってもおかしくはない。

一方、企業は実際に足元の業績が改善し、景況感は持ち直しつつあるが、依然として行動には現れておらず、設備投資の減少に歯止めがかかっていない。輸出によって業績が急回復している自動車などの一部の業種を除けば、円安によって先行きのコスト負担の上昇

が懸念される一方、それを販売価格に転嫁する自信がないことが、その背景にある。今後、海外景気の持ち直しによる輸出増加、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に加え、コスト増加を販売価格に転嫁する動きが一部では進むと考えられ、企業の売上高は増加すると予想される。しかし、コスト上昇分をフルに転嫁することは難しく、限界利益率が悪化し、利益の伸びを抑制する可能性が高い。このため、企業利益の増加基調は続くであろうが、収益率の上昇には限界があると考えられる（図表3）。さらに、2014年4月からの消費税率の引き上げの影響の程度は不透明である。このため、企業は今後も慎重な姿勢を維持せざるを得ないだろう。

図表3．企業の限界利益率と売上高経常利益率の推移



輸出企業にとってみれば、円高、厳しい労働規制、高い法人税率、厳しい環境規制、自由貿易協定への対応の遅れ、電力供給への不安という六重苦のうち、ひとつの不安材料が後退しただけである。すぐに経営計画を変更し、海外展開を中止して、生産設備を国内に回帰させることにはならない。人口減少によって国内需要の減少が見込まれること自体には何の変化もなく、今後も国内での設備投資や雇用コストの引き上げには慎重な姿勢を維持していくものと予想される。

このように、家計から円安のメリットの分配が期待されている企業であるが、そう簡単に期待に応えてくれることはなさそうだ。そう考えると、足元で景気が持ち直していることは確かであるが、先行きについては期待感が高まり過ぎている可能性がある。もっとも、こうした期待感の高まりが景気を押し上げ続ければ問題なく、実際に個人消費や住宅投資はしばらく増加基調を続けると考えられる。しかし、新規の設備投資や雇用の増加、賃金の引き上げといった具体的な企業の行動が慎重なままにとどまれば、家計の景気回復への過度な期待感も次第に冷めてくるであろう。また、これまでの株価の上昇によって、企業

業績の回復は織り込まれつつあると考えられ、今後は株価の騰勢も緩やかになってくると  
思われる。株価の上昇が止まれば、高い水準を維持したとしても、家計の期待感が後退す  
ることになりかねない。

6月に予定されている成長戦略の内容や評価、7月の参議院選挙後の経済政策運営の在り  
方などが、景気回復の期待感が持続されるかどうかを判断する上でのポイントとなりそう  
だ。

### ( 3 ) 2013 / 2014 年度の経済見通し

～ 過度な期待感が剥落する一方、駆け込み需要が発生

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、T P P ( 環太平洋経済連携協定 ) については、短期間で合意に至ることは難しく、予測期間中の景気に対する影響は軽微とした。なお、火力発電設備の新設、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ことが考えられる。

**2013 年度**は、実質 G D P 成長率が前期比プラスで推移し続け、景気回復の動きがより確かなものになってくると予想される。経済対策によって公共投資の増加が成長率の押し上げに寄与することや、海外経済の持ち直しを受けて輸出の回復が続くことに加え、民需も底堅さを維持すると考えられる。もっとも、先行して高まった景気回復への期待感が、年度半ばにかけて剥落してくる可能性が高く、家計部門を中心に景気の回復ペースが一時的に鈍る可能性がある。期待感の冷め方が急であれば、景気の下押し圧力として効いてくることになる。しかし、企業の設備投資の持ち直しの動きが続くことや、年度末にかけては、個人消費を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が加わることから、景気は失速せず、回復の動きを維持しよう。

個人消費は、自動車販売の落ち込みの効果が一巡することや、消費者マインドの改善を背景にサービスへの支出が底堅く推移することから、増加基調が続く見込みである。もっとも、雇用・所得情勢の改善が遅れる中で消費者物価が徐々に上昇してくるため、実質所得の低迷を反映して、伸びは小幅にとどまろう。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し、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増加傾向が続くであろう。

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。能力増強投資といった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。企業業績は、景気回復期待の高まりや、円安による輸出金額の増加によって売上高が増加し、経常利益も順調に増加する見込みである。しかし、円安に伴うコスト負担も増してくるため、利益率の改善が頭打ちとなり、増益幅も徐々に縮小すると見込まれる。

公共投資は、年度初めに伸びが一時的に鈍化する可能性はあるものの、2012 年度の補正予算の執行が本格化するため、年度中は増加基調が続くであろう。もっとも、水準が高くなってきていることや、建設業の人手が不足していることなどもあって、前期比での伸び率は比較的緩やかにとどまろう。

輸出は世界経済の緩やかな回復や円安の進行を背景に、回復の動きが徐々に強まってくると期待される。もっとも、生産拠点の海外移転の動きが続き、海外生産比率が上昇し続

けている中では、円安が輸出数量を増加させる効果には限界があると考えられ、輸出が景気の牽引役となるという姿も描きづらい。円安による輸出数量の増加は、自動車や同部品などの一部製品にとどまり、業種の広がりを欠く可能性がある。

こうした景気の動きを踏まえると、鉱工業生産指数は上昇が続くものの、上昇ペースは緩やかになると予想され、2012年度の前年比 - 3.4%に対し、同 + 2.3%の増加にとどまる。雇用情勢は緩やかな改善傾向が維持されるものの、企業の人件費の抑制姿勢が続くため、賃金は引き続き伸び悩むと考えられる。

物価は、円安による輸入物価の上昇が、徐々に川下にも波及してくることから、次第に上昇圧力が強まってくる見込みであり、国内企業物価指数は2012年度の前年比 - 1.1%から同 + 1.3%とプラスに転じると予想される。しかし、企業がコスト上昇を十分に販売価格に転嫁することは難しく、消費者物価指数（除く生鮮食品）は2012年度の前年比 - 0.2%から同 + 0.2%に高まるにとどまる。実質賃金が低迷する中で、期待インフレ率が先行して高まっていくことは考えづらく、日本銀行が金融政策でターゲットとしている同 + 2.0%の達成は相当厳しい状況であると考えられる。

2013年度の実質成長率は前年比 + 2.3%を予想する。景気は回復基調を続け、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 + 0.2%と小幅のプラス寄与にとどまるため、内需の伸びが主導する形となる。ゲタ（+ 0.5%）を除いた年度中の成長率では + 1.7%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年度を上回るペースとなる見込みである。

また、名目GDP成長率も前年比 + 1.7%まで高まるであろう。ただし、デフレーターは、円安で輸入デフレーターが急上昇することもあるとあって、同 - 0.5%とマイナスの状態が続くと予想される。外需の影響を排除した国内需要デフレーターでみても、同 - 0.1%とプラスには転じない見込みである。

(前期比、%)

2.0  
1.5  
1.0  
0.5  
0.0  
-0.5  
-1.0  
-1.5  
-2.0

12 13 14 15

(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

(年、四半期)

予測

輸入  
輸出  
内需  
実質GDP成長率

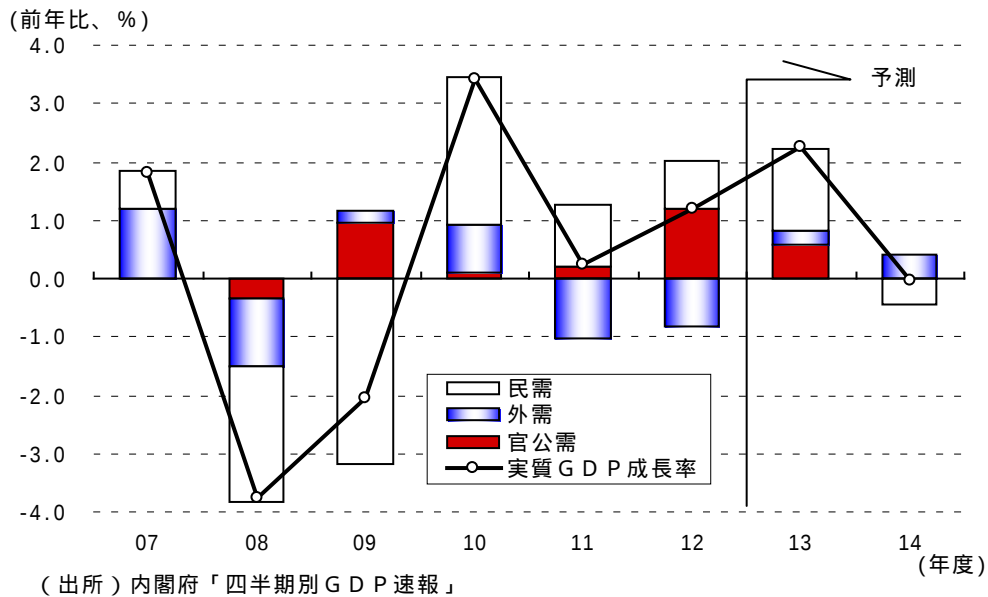
四半期ごとの実質 GDP 成長率が前期比マイナスとなるのは 2014 年 4～6 月期にとどまると予想され、消費税率の引き上げをきっかけとして景気が後退期に入ることは回避できる見込みである。それでも、2013 年度と比べると、回復のペースは大幅に鈍化するであろう。

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。ただし、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。2013 年度に消費性向を高める形で増加し続けた個人消費は、2014 年度には前年比 - 1.1%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。

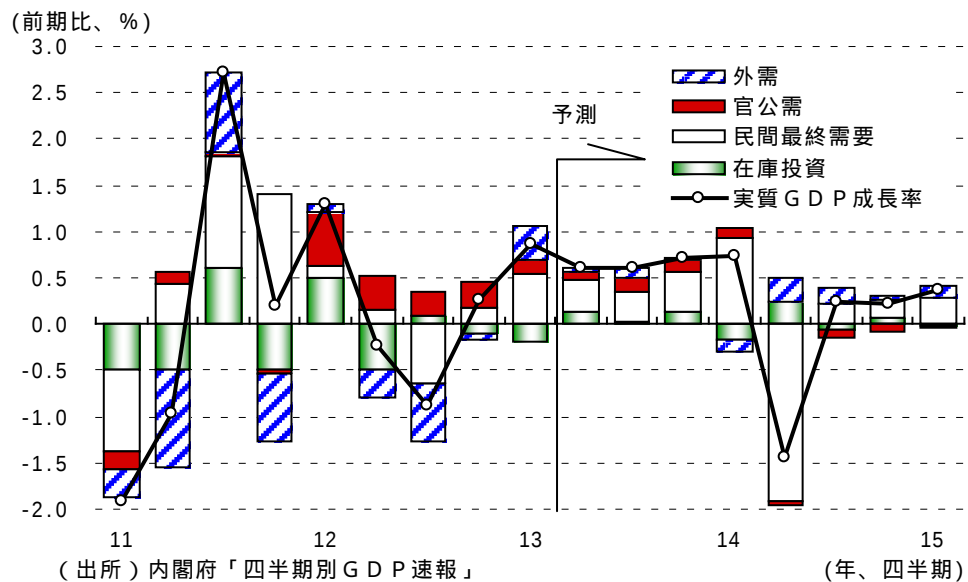
ご利用に際しての留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

緩やかなままにとどまろう。

図表5．GDP成長率の見通し



図表6．GDP成長率の見通し



図表 7 . G D P 成長率の見通し

予測

上段は前期比%、中段は前期比年率%、下段、G D Pデフレーターは前年同期比%

|         | 2012年度 |      |       |      | 2013年度 |      |       |      | 2014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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 名目G D P | -0.6   | -1.0 | 0.1   | 0.4  | 0.9    | 0.7  | 0.4   | 0.3  | -0.0   | 0.6 | 0.2   | -0.1 | -1.4   | 0.3    | 1.7    | 1.1    |
|         | -2.2   | -3.9 | 0.3   | 1.5  | 3.5    | 2.7  | 1.5   | 1.4  | -0.2   | 2.6 | 0.7   | -0.5 |        |        |        |        |
|         | 3.0    | -0.5 | -0.2  | -1.0 | 0.3    | 2.0  | 2.2   | 2.5  | 1.4    | 1.3 | 1.0   | 0.4  |        |        |        |        |
| 実質G D P | -0.2   | -0.9 | 0.3   | 0.9  | 0.6    | 0.6  | 0.7   | 0.7  | -1.4   | 0.2 | 0.2   | 0.4  | 0.2    | 1.2    | 2.3    | -0.0   |
|         | -0.9   | -3.5 | 1.0   | 3.5  | 2.5    | 2.5  | 2.9   | 3.0  | -5.7   | 1.0 | 0.9   | 1.5  |        |        |        |        |
|         | 4.0    | 0.3  | 0.5   | 0.2  | 0.8    | 2.5  | 2.7   | 2.9  | 0.7    | 0.4 | -0.5  | -0.8 |        |        |        |        |
| デフレーター  | -1.0   | -0.8 | -0.7  | -1.2 | -0.5   | -0.5 | -0.5  | -0.4 | 0.7    | 0.9 | 1.5   | 1.3  | -1.7   | -0.9   | -0.5   | 1.1    |

図表 8 . G D P 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<br>+ |
|-----------------|----------|---------|--------------|
| 2011年度<br>(実績)  | -1.2 %   | 1.5 %   | 0.2 %        |
| 2011年度<br>(実績)  | 1.7 %    | -0.5 %  | 1.2 %        |
| 2013年度<br>(見通し) | 0.5 %    | 1.7 %   | 2.3 %        |
| 2014年度<br>(見通し) | 1.0 %    | -1.0 %  | -0.0 %       |

(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G D P速報」

## 2. 経済活動からみた予測

### (1) 企業

- 海外経済の減速を受けて輸出が減少したことや、エコカー補助金の消化後の販売減少を睨んで自動車生産が抑制されたことなどから、2012年度に入って生産は減少傾向に転じた。内外需要の低迷により素材業種を中心に在庫が積み上がったことも、生産を抑制する要因となった。しかし、生産はすでに2012年中に底を打ち、増加基調に転じている。今後も、自動車生産の回復や在庫調整の一巡に加え、海外経済の回復を背景とした輸出の持ち直しや経済対策による建材需要の高まりを受けて増加基調を続けると予想される。
- 企業業績は東日本大震災の発生や、急激な円高を背景に製造業を中心として悪化し、2011年度の経常利益は減益となった。2012年度前半は景気の悪化を受けて低迷が続いたが、後半は内外経済の持ち直し、円安の進行により増益に転じる見込みである。2013年度は、売上高の増加によって増益が続くが、円安によるコスト増加を販売価格に十分に転嫁できないため、利益率の回復は限定的である。
- 維持・更新投資や効率化のための投資については、一定の規模が必要であり、設備投資を下支えすると考えられる。しかし、少子高齢化に歯止めがかからない中、企業は国内の新規投資には慎重な姿勢にあり、需要の拡大が見込まれる新興国など海外の生産拠点へと投資対象をシフトさせている。このため、足元で円安が進んでいるが、設備投資の国内回帰は見込めない。業績改善を反映して2013年度は増加に転じるが、増加幅は小幅にとどまる見込みである。

図表9. 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% |        |        |        |
|----------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|-------------------|--------|--------|--------|
|          | 2012年度 |      |       |      | 2013年度 |      |       |      | 2014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)              | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 鉱工業生産指数  | -2.0   | -4.2 | -1.9  | 2.2  | 0.8    | 1.0  | 1.5   | 2.0  | -1.8   | 0.2  | 0.5   | 0.6  | -1.0              | -3.3   | 2.2    | 1.1    |
|          | 5.3    | -4.6 | -5.9  | -7.7 | -3.1   | 2.0  | 6.0   | 4.3  | 2.7    | 1.8  | 1.1   | -1.0 |                   |        |        |        |
| 在庫指数     | 0.0    | 0.3  | -2.5  | -2.2 | -2.2   | 0.9  | 0.4   | -1.5 | 3.2    | -1.1 | 0.4   | 0.6  | 9.6               | -4.4   | -2.5   | 3.2    |
|          | 6.3    | 4.8  | 3.5   | -4.4 | -6.5   | -6.0 | -3.2  | -2.5 | 3.0    | 1.0  | 1.0   | 3.2  |                   |        |        |        |
| 売上高      | -1.0   | -4.4 | -6.8  | -3.3 | 1.7    | 4.3  | 9.3   | 9.6  | 4.7    | 4.5  | 3.3   | 0.7  | -3.6              | -3.9   | 6.3    | 3.2    |
| 経常利益     | 11.5   | 6.3  | 7.9   | 0.6  | 7.1    | 10.9 | 9.8   | 9.9  | 2.4    | 2.7  | 1.5   | -0.3 | -6.1              | 6.3    | 9.4    | 1.5    |
| 売上高経常利益率 | 3.78   | 3.79 | 3.96  | 3.93 | 4.00   | 4.02 | 3.99  | 3.95 | 3.93   | 3.94 | 3.93  | 3.91 | 3.49              | 3.79   | 3.72   | 3.68   |
| 設備投資     | -0.3   | -3.3 | -1.5  | -0.7 | 1.2    | 1.8  | 2.5   | 2.9  | -4.0   | 0.6  | 1.1   | 1.5  | 4.1               | -1.5   | 2.7    | 1.0    |
|          | 7.1    | 1.5  | -7.1  | -5.7 | -4.2   | 0.7  | 5.0   | 8.6  | 3.1    | 1.9  | 0.5   | -0.9 |                   |        |        |        |
| 在庫投資     | -0.5   | 0.1  | -0.1  | -0.2 | 0.1    | 0.0  | 0.1   | -0.2 | 0.2    | -0.1 | 0.1   | -0.0 | -0.5              | -0.1   | 0.0    | 0.2    |

(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2013年1～3月期及び2013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2012年中に底打ちし、その後は増加基調に転じたものの、増勢は緩やかにとどまっている。四半期ごとの動きでみると、2012年4～6月期以降、3四半期連続で前期比マイナスとなった後、2013年1～3月期は同+2.2%とプラスに転じた。生産の底打ちは、内外の自動車需要の落ち込みが一巡してきたためであり、円安による輸出の増加といった効果は明確には現れていない。

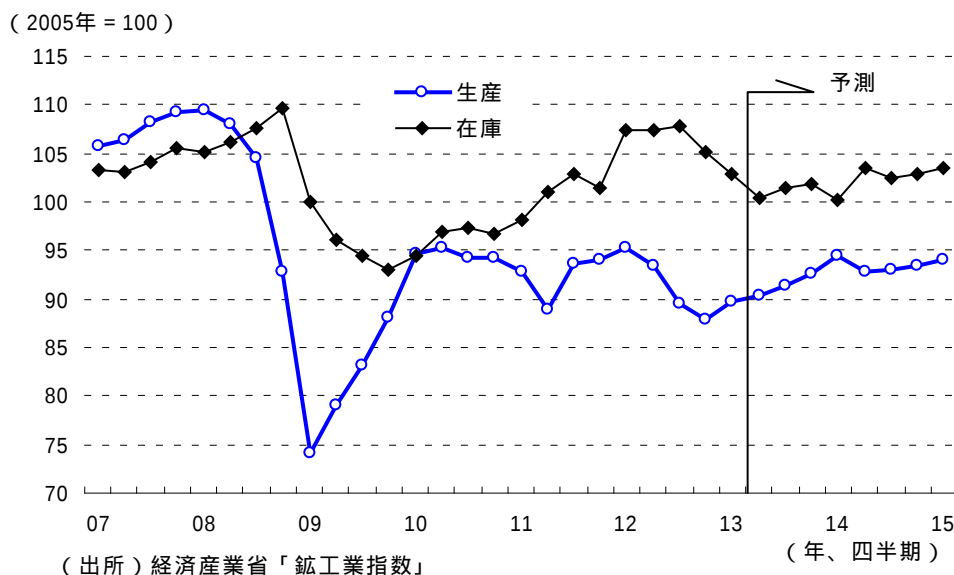
生産者在庫は、内外需要の低迷によって2012年夏場にかけて急速に積み上がり、生産を抑制してきたが、その後は調整が進んでおり、足元では水準が低下している。

### b．見通し

鉱工業生産は、自動車生産の回復、海外経済の回復を背景とした輸出の持ち直し、経済対策による建材需要の高まりを受けて増加基調を続けると予想される。振幅は激しいが、スマートフォン関連などのIT関連財の需要も、均してみれば増加に寄与しよう。2013年度後半には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が耐久消費財を中心に発生し、生産増加に弾みがつこう。ただし、海外経済が回復し、円安が進んだ状況においても輸出数量の伸びが比較的緩やかであるため、生産の回復ペースも緩慢にとどまろう。消費税率引き上げ後には反動減が予想され、鉱工業生産が予測期間中に震災後の最高水準を大きく超えることはないであろう。

鉱工業生産は2012年度に前年比-3.3%と2年連続で落ち込んだ後、2013年度にはプラスに転じるが、同+2.2%と小幅にとどまる見込みである。2014年度も同+1.1%とプラスを維持するが、消費税率引き上げ後の需要の低迷を受けて、プラス幅は縮小すると予想される。

図表10．生産・在庫指数の見通し



## 企業収益

### a．現状

2012 年度の経常利益は、前半は内外需要の低迷を背景に減益が続いたが、後半には増益に転じたと見込まれる。内外需要の持ち直しやコスト削減努力に加え、特に製造業では円安の進行によって円建て販売価格が上昇し、利益水準を押し上げた。2012 年度全体では、売上高は前年比 - 3.9%と前半の低迷が影響して減収となったが、経常利益は同 + 6.3%と後半に持ち直して増益を達成した見込みである。

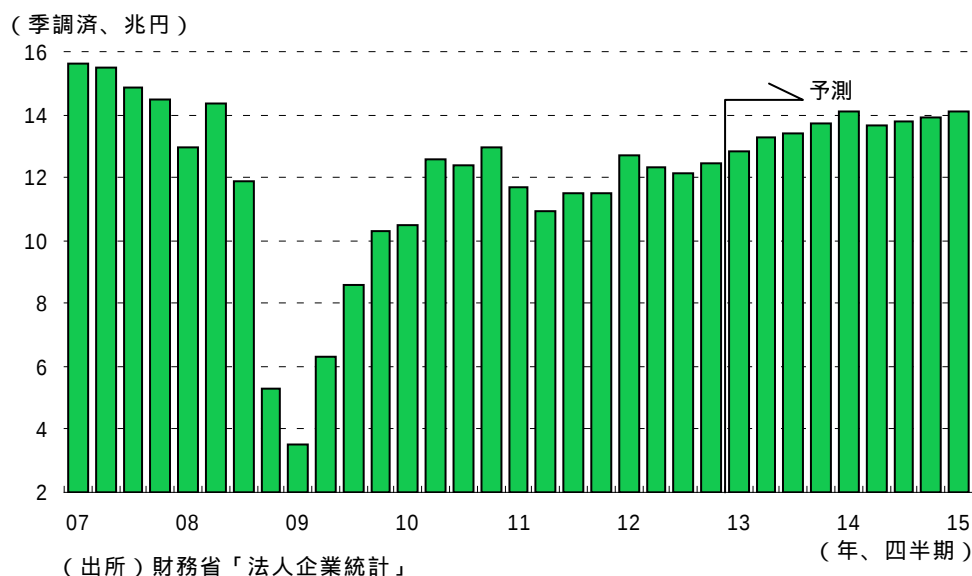
### b．見通し

経常利益は、景気回復の期待感の高まりによる個人消費の持ち直し、経済対策の効果、円安による製造業の業績改善によって、2013 年度は前年比 + 9.4%と 2 年連続での増益を達成すると予想される。売上高も同 + 6.3%と増益に転じるであろう。年度後半にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も加わるため、季節調整済みの四半期の動きでみても、利益水準が高まっていく見込みである。

しかし、円安による輸入物価の上昇によって変動費を中心にコストが着実に上昇すると見込まれる中、コストの上昇を販売価格に転嫁していくことは容易ではない。このため、業種によっては利益率が悪化する可能性があり、利益率全体の改善幅も緩やかにとどまるう。

2014 年度は消費税率引き上げの影響によって一時的に売上高が減少し、その後も需要の持ち直しが鈍いため、経常利益は同 + 1.5%と増益幅は大きく縮小するであろう。円安による輸出企業の販売価格押し上げ効果が、円安の一巡とともに薄らいでくることも、増益幅縮小の一因である。

図表 11．企業利益（経常利益）の見通し



## 設備投資

### a．現状

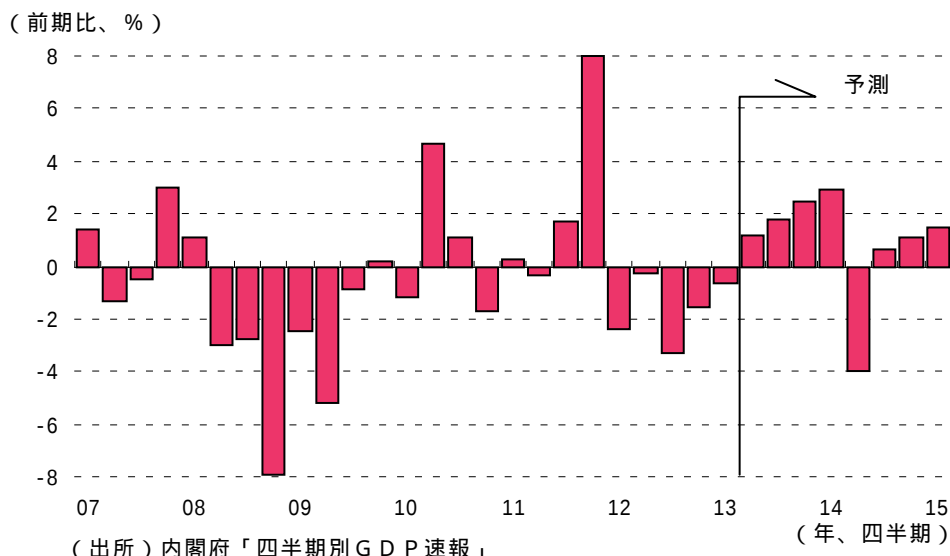
2013 年 1～3 月期の民間企業の実質設備投資は前期比 - 0.7%と落ち込んだ。東日本大震災後に復旧・復興のための投資もあって一時的に水準が高まったが、2012 年に入ってから 5 四半期連続で減少している。景気先行きへの期待感が高まっている状況においても、企業の投資姿勢は慎重な状態が続いており、復興のための投資や更新投資など潜在的な投資ニーズはあるものの、不要不急の投資については先送りされる状態が続いているとみられる。

### b．見通し

業績改善に伴って、これまで先送りしてきた投資が再開されると考えられ、2013 年度には設備投資は増加傾向に転じるであろう。研究開発投資や情報化、効率化を進めるための投資は、競争力の維持のために必要であり、設備投資を下支えすると考えられる。しかし、増産を目的とした大規模な設備投資に結びつきにくい状態は、今後も続く見込みである。円安が進んだとはいえ、将来的に需要の伸びが期待できない国内から、需要の拡大が見込まれる新興国など海外の生産拠点へと投資対象をシフトさせる動きは、短期間のうちに変更されることはないためである。

実質設備投資は 2012 年度に前年比 - 1.5%と落ち込んだ後は、2013 年度に同 + 2.7%と増加に転じる見込みであるが、増加は小幅にとどまる。2014 年度は、消費税率引き上げ後に企業が国内需要の先行きにさらに慎重となることに加え、設備投資の国内回帰の動きも進まないため、同 + 1.0%と伸び率は鈍化する見通しである。

図表 12．民間企業設備（実質）の見通し



## (2) 家計

- 雇用情勢は緩やかながらも持ち直している一方、所得環境は低迷が続いている。企業の人件費抑制姿勢が根強い中、当面、所得は伸び悩みが続くとみられる。消費税率引き上げに際しては、増税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。
- 消費者マインドの改善を受けて、個人消費は底堅く推移している。今後、一時的に調整局面を迎える可能性があるものの、増税前後の駆け込み需要とその後の反動を経て、基本的には景気の持ち直しを背景に消費の増加基調は維持される見込みだ。もっとも、所得の低迷が続く中、個人消費の伸びは緩やかにとどまるだろう。
- 景気が持ち直す中、株高の進行や超低金利と先高感もあって、住宅着工は堅調に推移している。今後は、既に出始めている消費税率引き上げを見据えた駆け込み需要が本格化し、着工戸数がさらに押し上げられる可能性がある。住宅ローン減税の拡充などの負担軽減策もあって、増税前後の駆け込み需要とその反動による増減は緩和される見込みだ。

図表 13．家計部門総括表

|              | 2012年度 |      |       |      | 2013年度 |      |       |       | 2014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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 一人当たり所得(前年比) | -0.4   | -0.8 | -1.2  | -0.5 | -0.5   | -0.1 | 0.3   | 0.2   | 0.1    | 0.2   | 0.1   | 0.1   | -0.3   | -0.7   | -0.0   | 0.1    |
| 所定内給与        | -0.3   | -0.4 | -0.3  | -0.8 | -0.3   | -0.1 | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.1   | 0.2   | 0.2   | -0.4   | -0.4   | -0.1   | 0.1    |
| 所定外給与        | 6.7    | 1.1  | -1.6  | -2.6 | -2.8   | 1.0  | 1.2   | 2.2   | 0.6    | 1.2   | 0.3   | -0.9  | 1.6    | 0.8    | 0.4    | 0.3    |
| 雇用者数(前年比)    | -0.3   | 0.5  | 0.1   | 0.4  | 0.3    | 0.2  | 0.2   | 0.2   | 0.1    | 0.1   | 0.0   | 0.0   | -0.1   | 0.2    | 0.2    | 0.0    |
| 雇用者報酬(前年比)   | -0.4   | 0.1  | -0.7  | -0.1 | 0.0    | 0.1  | 0.4   | 0.2   | 0.3    | 0.3   | 0.2   | 0.1   | 0.6    | -0.3   | 0.2    | 0.2    |
| 完全失業率(季調値)   | 4.4    | 4.3  | 4.2   | 4.2  | 4.1    | 4.1  | 4.0   | 3.9   | 4.0    | 4.0   | 4.0   | 3.9   | 4.5    | 4.3    | 4.0    | 4.0    |
| 春闘賃上げ率       | -      | -    | -     | -    | -      | -    | -     | -     | -      | -     | -     | -     | 1.83   | 1.78   | 1.80   | 1.83   |
| 個人消費(前期比)    | 0.2    | -0.4 | 0.4   | 0.9  | 0.2    | 0.1  | 0.2   | 0.9   | -2.2   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 1.5    | 1.6    | 1.4    | -1.1   |
| (前年比)        | 3.1    | 1.3  | 1.0   | 1.2  | 1.2    | 1.6  | 1.4   | 1.3   | -1.1   | -0.8  | -0.8  | -1.5  |        |        |        |        |
| 可処分所得(前年比)   | -0.3   | 0.7  | 0.8   | 0.3  | 0.2    | 0.1  | 0.2   | 0.1   | 0.4    | 0.4   | 0.3   | 0.2   | -0.3   | 0.4    | 0.2    | 0.3    |
| 消費性向         | 99.4   | 99.3 | 99.1  | 99.1 | 99.2   | 99.6 | 99.9  | 100.2 | 100.1  | 100.1 | 100.1 | 100.0 | 98.7   | 99.1   | 100.2  | 100.0  |
| 住宅投資(前期比)    | 2.3    | 1.5  | 3.5   | 1.9  | 2.0    | 1.5  | 0.8   | 0.6   | -2.1   | -2.4  | -1.2  | -0.6  | 3.7    | 5.3    | 7.4    | -3.5   |
| (前年比)        | 4.7    | 1.5  | 5.8   | 9.4  | 9.3    | 9.3  | 6.3   | 4.9   | 0.8    | -3.1  | -5.0  | -6.2  |        |        |        |        |
| 新設住宅着工戸数     | 87.6   | 87.6 | 91.8  | 90.4 | 92.2   | 93.5 | 93.4  | 91.8  | 88.5   | 86.4  | 85.4  | 85.6  | 84.1   | 89.3   | 92.8   | 86.5   |
| 持家           | 30.4   | 31.2 | 32.4  | 32.7 | 33.4   | 33.7 | 33.8  | 33.0  | 30.8   | 29.8  | 29.5  | 30.0  |        |        |        |        |
| 貸家           | 3.5    | -4.2 | 10.4  | 7.4  | 9.4    | 7.8  | 4.3   | 0.9   | -7.8   | -11.6 | -12.7 | -8.9  | 29.0   | 32.1   | 32.8   | 30.6   |
| 分譲           | 32.5   | 30.9 | 33.3  | 31.7 | 32.7   | 33.4 | 33.1  | 32.5  | 31.5   | 30.9  | 30.3  | 30.0  |        |        |        |        |
| 持家           | 11.1   | 2.1  | 27.0  | 3.4  | 0.1    | 7.9  | -0.9  | 2.6   | -3.6   | -7.4  | -8.5  | -7.4  | 23.9   | 25.0   | 25.9   | 25.4   |
| 分譲           | 24.1   | 25.2 | 25.5  | 25.1 | 25.6   | 26.0 | 26.0  | 25.8  | 25.6   | 25.4  | 25.2  | 25.2  |        |        |        |        |
| 持家           | 3.6    | 1.0  | 8.5   | 4.6  | 6.4    | 3.2  | 2.2   | 3.1   | 0.1    | -2.4  | -2.9  | -2.6  |        |        |        |        |

(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、補完推計による参考値を含め新基準に基づく値  
 (注3) 雇用者報酬は、GDPベースで名目値  
 (注4) 完全失業率は、補完推計による参考値を含め新基準に基づく値  
 (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  
 (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、2012年4～6月期から予測値  
 (注8) 消費性向は、(1-貯蓄率)で、4四半期移動平均値、2012年4～6月期から予測値  
 (注9) 住宅投資は、GDPベースで実質値  
 (注10) 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(%)  
 (注11) 新設住宅着工戸数を除き、単位はすべて%

## 雇用

### a. 現状

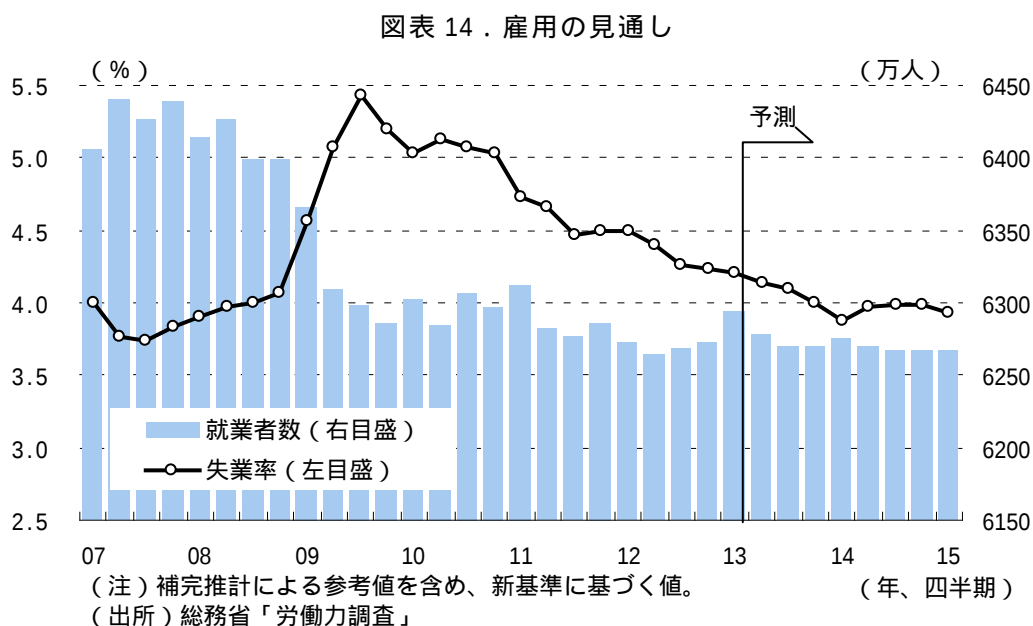
足元で雇用環境は持ち直している。2013年1～3月期は、完全失業率は4.2%と前期と同水準にとどまったものの、就業者数（前期差+22万人）および雇用者数（同+16万人）とも大幅に増加した。また、新規求人数は2009年7～9月期以降、増加が続いており、2013年1～3月期は前期比+3.6%と大きく伸びた。さらに、同期の有効求人倍率は0.85倍（前期差+0.03ポイント）に上昇し、リーマン・ショックにより急悪化する直前の2008年7～9月期（0.86倍）とほぼ同じ水準にまで回復した。

### b. 見通し

当面、景気の持ち直しを受けて、雇用環境も緩やかな改善傾向が続くと見込まれる。もっとも、生産年齢人口（15～64歳人口）の減少を背景に、労働力人口は減少傾向が続くとみられる中、就業者数は自営業主や家族従業者を中心に徐々に減少していくだろう。ただし、雇用者数は、企業活動の回復に合わせて、予測期間中については緩やかながらも増加基調が続くと見込まれる。

なお、2014年1～3月期には、消費税増税前の駆け込み需要によって景気が一時的に盛り上がり上がるとみられることから、非正規雇用などを中心に労働需給が一時的に逼迫する可能性がある。しかし、2014年度になると、景気の持ち直しペースが緩やかにとどまると見られる中、企業の人件費抑制圧力が強まることで、雇用環境もしばらくは足踏み状態が続くだろう。

完全失業率は、2013年度は4.0%（前年差-0.3%ポイント）へと低下した後、2014年度も4.0%と横ばいにとどまると予測する。



## 所得・賃金

### a．現状

雇用情勢と比べると、所得環境は持ち直しが遅れ、足元でも低迷が続いている。2013年1～3月期の一人当たり賃金(現金給与総額)は前年比 - 0.5%と8四半期連続で減少した。特別給与(同 + 10.2%)は増加したものの、所定内給与(同 - 0.8%)の減少に歯止めが掛からず、所定外給与(同 - 2.6%)の減少幅も前期と比べ拡大した。2012年度全体でみても、一人当たり賃金は前年比 - 0.7%と2年連続の減少となった。

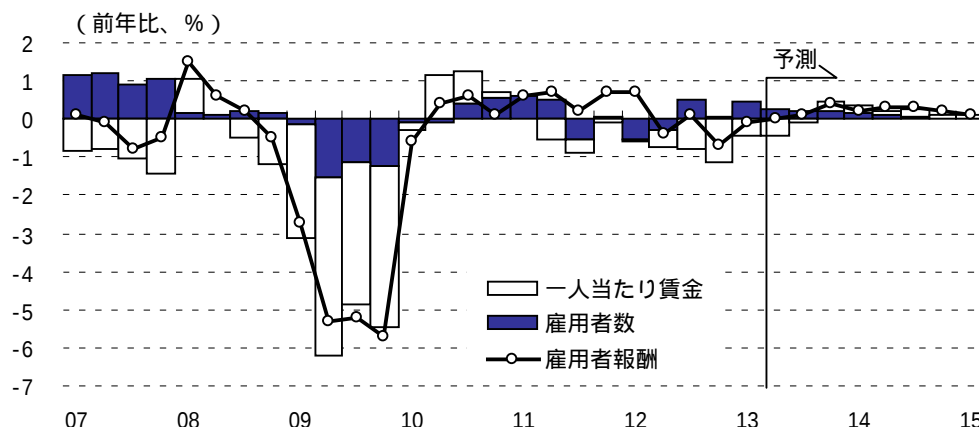
一人当たり賃金の減少を受けて、名目でみた雇用者報酬(GDPベース)は2013年1～3月期は前期比 - 0.1%、2012年度も前年比 - 0.3%と減少に転じた。

### b．見通し

景気は持ち直しているものの、企業の人件費抑制姿勢は根強く、当面、所得は低迷が続くだろう。2013年夏のボーナスについては、自動車や大手小売など一部の業績の好調な企業では増加が見込まれているが、経営環境の厳しさが続く中小企業などを中心に全体でみると減少する可能性が高い。消費税率引き上げに際しては、増税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。一人当たり賃金は2013年度に下げ止まった後、2014年度も + 0.1%とほぼ横ばいとなる見込みだ。

一人当たり賃金は伸び悩むものの、雇用者数が緩やかながらも増加することから、名目でみた雇用者報酬は、2013、2014年度とも前年比 + 0.2%と増加すると予測する。ただし、実質でみると、2013年度に前年比 + 0.4%と増加した後、2014年度は同 - 1.3%と増税にともなうデフレーターの上昇を受けて、大幅に減少することになるだろう。

図表 15．所得の見通し



(注) 一人当たり賃金は従業員5人以上ベース。雇用者報酬はGDPベース、名目。  
雇用者数は、補完推計による参考値を含め、新基準に基づく値。(年、四半期)

(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」、  
内閣府「四半期別GDP速報」

## 個人消費

### a. 現状

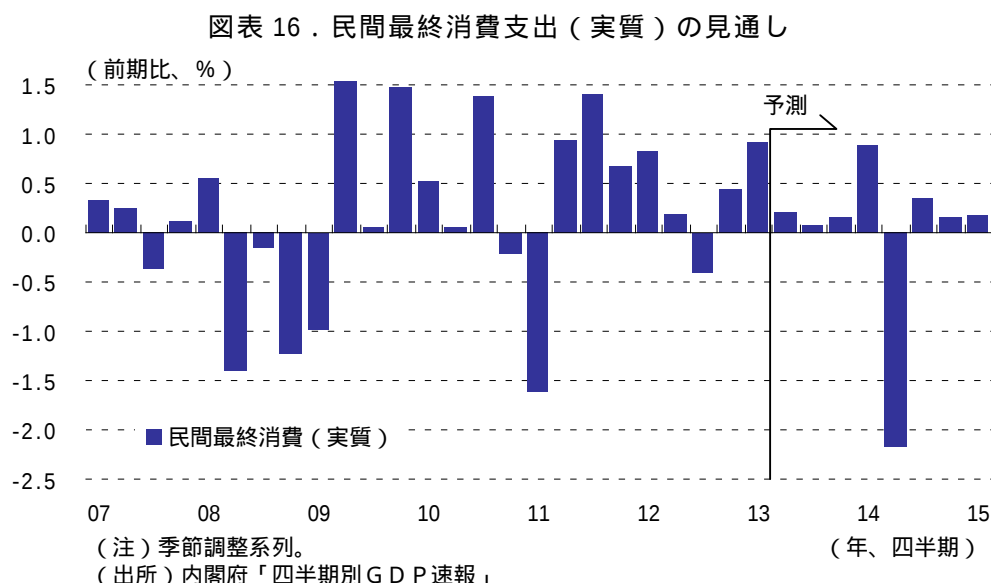
所得は低迷が続いているものの、アベノミクスを受けた円安・株高の影響によって期待先行ながらも消費者マインドが改善し、消費は堅調に推移している。内閣府「消費動向調査」によると、消費者のマインドを示す消費者態度指数は2013年1月に大きく上昇した後、足元まで高水準での推移が続いている。

2013年1～3月期の実質民間最終消費支出（GDPベース）は前期比+0.9%と大幅に増加した。財別にみると、エコカー補助金制度終了後の落ち込みが一巡したこともあって、自動車などが含まれる耐久財消費は前期比+3.1%と増加に転じた。また、サービスも前期比+0.8%と増加し、過去最高水準となった。半耐久財（前期比+2.1%）や非耐久財消費（同+0.3%）も増加している。2012年度全体でみても前年比+1.6%の増加となった。

### b. 見通し

先行きについては、国内景気の持ち直しを背景に個人消費は底堅さを維持するだろう。もっとも、所得の減少が続く中、足元の伸びが高いこともあって伸びは緩やかにとどまるとみられる。また、年度後半には耐久財を中心に駆け込み需要が消費を押し上げると見込まれるものの、これまでの政策によって既に需要が先食いされた部分が多く、前回（1997年4月）と比べると盛り上がりは小さいだろう。2014年4～6月期には、反動減によって個人消費は大きく落ち込むことになるが、その後は緩やかな増加基調に復していくとみられる。

実質民間最終消費支出は、2013年度に前年比+1.4%と5年連続で増加した後、2014年度は同-1.1%と減少すると予測する。



## 住宅投資

### a. 現状

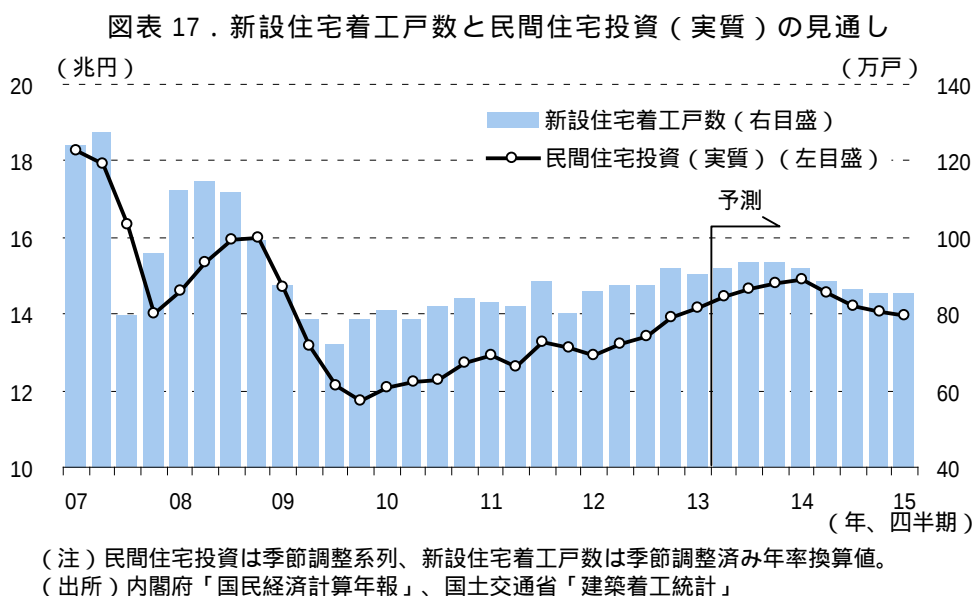
2013 年 1～3 月期の新設住宅着工戸数は季調済年率換算値で 90.4 万戸と、2 四半期連続で 90 万戸を上回った。住宅ローンの超低金利が定着する中、足元では長期金利に連動して住宅ローン金利が一時的に上昇していることもあって先高感が強まっている。さらに、株価の上昇も、消費者マインドの改善を通じて住宅取得意欲を高めているとみられる。

また、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 +1.9%と 4 四半期連続で増加している。

### b. 見通し

当面、国内景気の持ち直しを背景に、着工戸数も緩やかな増加が続くと見込まれる。足元で消費税増税を見据えた着工が既に出始めているが、今後はそうした動きが本格化してくる可能性がある。もっとも、住宅ローン減税の拡充など負担軽減策が厚めに講じられていることもあって、駆け込み需要やその反動減による着工の振れは前回（1997 年 4 月）の増税時と比べると軽微にとどまるだろう。新設住宅着工戸数は 2013 年度に 92.8 万戸と増加した後、2014 年度は 86.5 万戸に減少すると予測する。

こうした着工の動きに合わせ、実質民間住宅投資（GDP ベース）は、2013 年度は前期比 +7.4%、2014 年度は同 -3.5%になると見込まれる。また、デフレーターは建設業労働者の賃金や建材価格の高まりを受けて上昇傾向が続く上、消費税率引き上げによって水準がさらに切り上がることになる。



### (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が増加する一方、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。経済状況の好転という条件の下で、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。
- 2011年3月に発生した東日本大震災からの復旧・復興のために、2011年度以降、震災復興予算が計上されており、被災地を中心に公共投資は増加が続いている。
- 安倍政権は、デフレから脱却するための三つの主要政策の一つに「機動的な財政政策」を掲げており、2012年度補正予算で事前防災や減災対策などを目的に公共事業関係費を大幅に増額した。このため、公共投資は、2013年度は増加が続く見込みである。2014年度には、こうした押し上げ効果が剥落してくることから、公共投資は減少に転じるだろう。

図表 18．政府部門総括表

|        |        |      |       |      | 予測     |     |       |     |        |      |       |      | 上段は前期比%、下段は前年同期比% |        |        |        |
|--------|--------|------|-------|------|--------|-----|-------|-----|--------|------|-------|------|-------------------|--------|--------|--------|
|        | 2012年度 |      |       |      | 2013年度 |     |       |     | 2014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)              | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 政府支出   | 1.5    | 1.0  | 1.1   | 0.6  | 0.3    | 0.6 | 0.5   | 0.4 | -0.1   | -0.3 | -0.3  | -0.1 | 0.9               | 4.8    | 2.3    | 0.0    |
|        | 3.8    | 4.7  | 6.2   | 4.5  | 2.9    | 2.6 | 1.9   | 1.9 | 1.4    | 0.5  | -0.5  | -1.1 |                   |        |        |        |
| 政府最終消費 | 0.5    | 0.4  | 0.7   | 0.6  | 0.3    | 0.3 | 0.3   | 0.4 | 0.4    | 0.3  | 0.3   | 0.4  | 1.4               | 2.6    | 1.7    | 1.4    |
|        | 2.6    | 2.6  | 3.0   | 2.2  | 2.0    | 1.9 | 1.4   | 1.3 | 1.5    | 1.4  | 1.4   | 1.4  |                   |        |        |        |
| 公共投資   | 6.3    | 3.4  | 2.8   | 0.8  | 0.2    | 1.4 | 1.6   | 0.4 | -2.5   | -2.6 | -2.6  | -2.0 | -2.2              | 15.2   | 4.9    | -5.4   |
|        | 11.3   | 15.1 | 19.6  | 14.0 | 7.8    | 5.7 | 3.7   | 3.7 | 1.0    | -3.1 | -7.3  | -9.3 |                   |        |        |        |

(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。2013年1～3月期には前期比+0.6%、前年比では+2.2%と増加した。

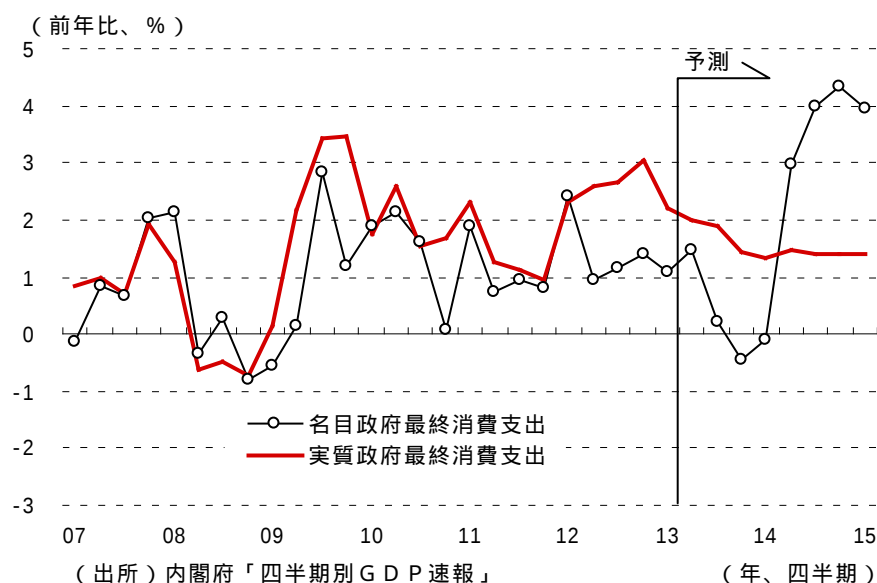
2012年度では前年比+2.6%と2009年度（同+2.7%）以来の高い増加率となった。

### 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、2013年度は前年比+1.7%、2014年度は同+1.4%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年間は本来の給与水準から平均で7.8%引き下げが実施されているところである。地方公務員については、政府の方針に基づき、2013年度に7月から国家公務員と同様に給与が引き下げられると想定している。名目政府消費の約3割を占める公務員給与が大きく引き下げられるため、2013年度の名目政府消費の伸びは押し下げられると考えられる。2014年度には、公務員の給与が本来の水準に引き上げられるため名目政府消費は高い伸びになるだろう。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 19．政府最終消費の見通し



## 公共投資

### a. 現状

震災からの復興などに向けて編成された 2011 年度第 3 次補正予算（2011 年 11 月成立）では、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ほか、公共事業関係費が追加された。こうした予算の執行により、被災地を中心に公共工事が増加している。

実質公共投資（GDP ベース）は、2013 年 1～3 月期には前期比 +0.8% と 5 四半期連続で増加したが、増加のペースは緩やかになっている。2012 年度では前年比で +15.2% と、データの比較が可能な 1995 年度以降では、リーマン・ショック後に過去最大規模の経済対策が実施された 2009 年度（同 +11.5%）を上回り、最も高い増加率となった。

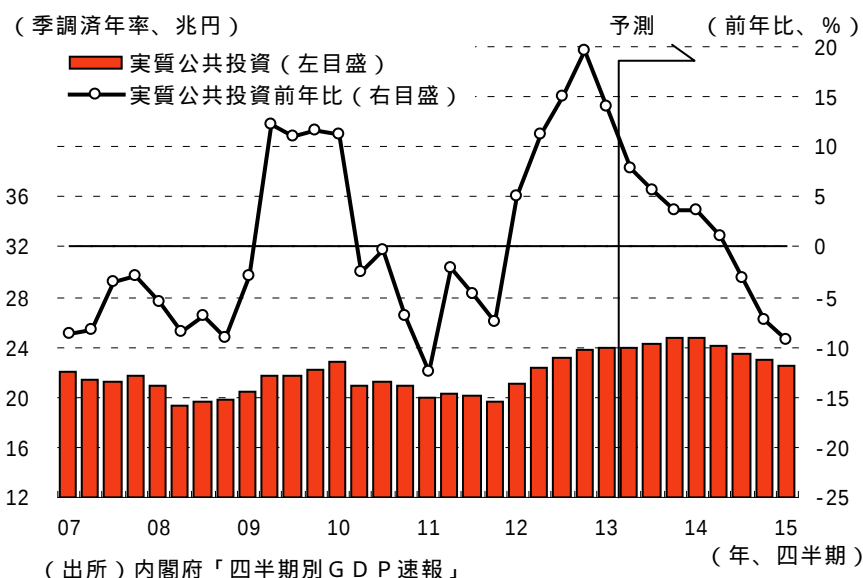
### b. 見通し

安倍政権が編成した 2012 年度補正予算では、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」に盛り込まれた事前防災・減災対策やインフラ整備のための公共事業関係費が大幅に増額されている。また、2013 年度政府予算においても、震災復興のための予算をはじめ、公共事業関係費は 2012 年度当初予算比で増額されている。

今後はこれらの予算の執行が本格化することから、公共投資は増加基調で推移し、増加のペースも再び高まってくると予想される。公共投資は、2013 年度には経済対策の効果によって前年比 +4.9% と増加が続くが、2014 年度には経済対策による押し上げ効果が剥落してくるため、同 -5.4% と減少に転じると予測している。

なお、公共投資が増加する中、建設業では被災地を中心に人手が不足しており、公共工事の進捗が遅れる可能性もあるだろう。

図表 20. 公共投資（実質）の見通し



#### (4) 海外部門

- 世界経済は緩やかに成長している。米国景気は個人消費に牽引された拡大が続いている。中国景気は緩やかに鈍化しつつも、7%台後半の高成長を維持している。一方、欧州景気は、最悪期を脱したものの、内需の低迷からマイナス成長が続いている。
- 先行きの世界経済も緩やかな成長が見込まれる。米国景気は、個人消費や設備投資を中心に回復が続くだろう。また中国も、輸出の牽引力が徐々に強まり高成長を維持しよう。こうした米中景気の動向の恩恵を受けて輸出が加速することで、欧州景気もまたプラス成長に転じ、緩慢ながらも成長軌道に復するだろう。
- 日本の輸出（通関統計、数量ベース）は、今後、世界経済の緩やかな回復を受けて増加基調に転じると見込まれる。日本の輸入（同）は、国内の景気回復の動きを受けて増加傾向で推移すると考えられる。
- 日本の貿易収支（国際収支ベース）は、2011年度に赤字に転じ、2012年度には赤字幅が拡大した。今後は、円安の影響により円ベースでの輸出・輸入がともに増加する中、貿易収支は大幅な赤字が続く見込みである。もっとも、所得収支の黒字額は円安などを背景に拡大することから、経常収支の黒字額は今後、増加すると予想される。

図表 21. 海外部門総括表

予測

|                  | 2012年度 |       |       |       | 2013年度 |       |       |       | 2014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)           | (実績)           | (予測)           | (予測)           |
| 米国実質GDP          | 2.1    | 2.6   | 1.7   | 1.8   | 2.1    | 2.0   | 2.6   | 2.5   | 2.5    | 2.5   | 2.4   | 2.5   | 1.8            | 2.2            | 2.1            | 2.5            |
| (前期比年率)          | 1.3    | 3.1   | 0.4   | 2.5   | 2.4    | 2.7   | 2.7   | 2.3   | 2.3    | 2.4   | 2.4   | 2.9   | -              | -              | -              | -              |
| ユーロ圏実質GDP        | -0.5   | -0.7  | -0.9  | -1.0  | -0.8   | -0.4  | 0.4   | 0.9   | 1.1    | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 1.4            | -0.5           | -0.5           | 1.2            |
| (前期比年率)          | -0.7   | -0.5  | -2.3  | -0.8  | 0.6    | 0.8   | 1.0   | 1.3   | 1.4    | 1.4   | 1.4   | 1.8   | -              | -              | -              | -              |
| アジア実質GDP         | 6.5    | 6.3   | 6.7   | 6.4   | 6.7    | 7.0   | 6.9   | 6.9   | 6.8    | 6.9   | 7.1   | 7.0   | 7.4            | 6.5            | 6.8            | 6.9            |
| (うち中国実質GDP)      | 7.6    | 7.4   | 7.9   | 7.7   | 7.8    | 8.0   | 7.9   | 7.9   | 7.8    | 7.8   | 8.0   | 8.0   | 9.2            | 7.8            | 7.9            | 7.9            |
|                  |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       | 2011年度<br>(実績) | 2012年度<br>(実績) | 2013年度<br>(予測) | 2014年度<br>(予測) |
| 経常収支(兆円)         | 1.5    | 1.0   | 1.1   | 0.7   | 1.1    | 1.6   | 1.8   | 1.6   | 1.9    | 1.8   | 1.8   | 2.1   | 7.6            | 4.3            | 6.2            | 7.6            |
| 貿易収支(兆円)         | -1.1   | -1.7  | -1.6  | -2.5  | -2.2   | -1.9  | -1.7  | -2.0  | -1.7   | -1.8  | -1.9  | -1.7  | -3.5           | -6.9           | -7.9           | -7.1           |
| 輸出(兆円)           | 15.8   | 14.9  | 14.7  | 16.1  | 16.6   | 16.9  | 17.4  | 17.5  | 17.8   | 17.8  | 18.3  | 18.5  | 62.6           | 61.6           | 68.4           | 72.5           |
| 輸入(兆円)           | 16.9   | 16.6  | 16.3  | 18.6  | 18.9   | 18.8  | 19.2  | 19.5  | 19.5   | 19.6  | 20.2  | 20.1  | 66.1           | 68.5           | 76.3           | 79.6           |
| サービス収支(兆円)       | -0.7   | -0.8  | -0.6  | -0.5  | -0.5   | -0.5  | -0.5  | -0.5  | -0.5   | -0.5  | -0.5  | -0.5  | -1.8           | -2.6           | -2.1           | -1.9           |
| 所得収支(兆円)         | 3.6    | 3.7   | 3.6   | 3.9   | 4.2    | 4.4   | 4.4   | 4.4   | 4.4    | 4.5   | 4.5   | 4.6   | 14.0           | 14.7           | 17.5           | 18.0           |
| 輸出数量(前期比)        | -0.7   | -6.0  | -4.2  | 1.1   | 1.4    | 1.0   | 0.8   | 0.5   | 1.2    | 1.0   | 1.1   | 1.0   | -4.3           | -6.4           | -0.3           | 3.8            |
| 輸入数量(前期比)        | -0.5   | 1.6   | -4.0  | 1.4   | 0.2    | 0.5   | 0.7   | 1.3   | 0.0    | 0.8   | 0.6   | 0.7   | 2.2            | 0.8            | 0.6            | 2.6            |
| 原油相場(WTI、ドル/バレル) | 93.5   | 92.2  | 88.2  | 94.4  | 94.8   | 96.6  | 97.0  | 97.0  | 97.0   | 97.0  | 97.0  | 97.0  | 97.3           | 92.1           | 96.3           | 97.0           |
| 原油相場(ドバイ、ドル/バレル) | 106.5  | 106.1 | 107.4 | 108.3 | 101.8  | 101.1 | 100.2 | 99.3  | 98.3   | 97.5  | 97.5  | 97.5  | 110.1          | 107.1          | 100.6          | 97.7           |
| ドル円相場(円/ドル)      | 80.2   | 78.6  | 81.2  | 92.4  | 100.6  | 102.0 | 102.4 | 102.6 | 102.9  | 103.2 | 103.4 | 103.6 | 79.1           | 83.1           | 101.9          | 103.3          |

(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

米国景気は緩やかな拡大が続いている。1～3 月期の実質 GDP（速報）は前期比年率 +2.5%と 12 年 10～12 月期（同 +0.4%）から成長が加速した。株高による資産効果などを受けて堅調に推移した個人消費が、GDP の伸びを牽引した。もっとも 4 月の鉱工業生産が前月比 -0.5%と再び縮小するなど、最新の月次指標は米国の景気回復ペースが春先以降一服している可能性を示唆している。

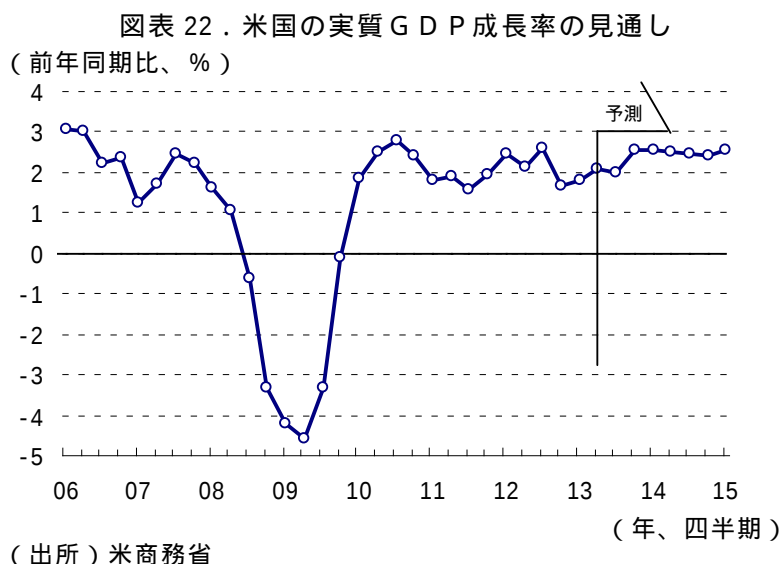
こうした状況の下で F R B（連邦準備理事会）は、国債や住宅ローン担保証券（M B S）の購入（月額 850 億ドル）と実質ゼロ金利政策を柱とする既往の金融緩和策を継続している。F R B 内では金融緩和策の修正に向けた議論もなされているが、景気回復の足取りが緩慢な中で、少なくとも 13 年内は現行の金融政策が継続されるとみられる。

### b．見通し

米国の実質 GDP 成長率は 2013 年が +2.1%、14 年が +2.5%になると予測する。家計の債務調整が徐々に進んでいることなどから、個人消費や住宅投資が底堅く拡大して景気回復を牽引しよう。また、いわゆる「シェール革命」を受けて国内復帰が見込まれている製造業を中心に企業の設備投資の加速が見込まれることも、景気の支援材料となろう。

注目される政府調達（支出 + 投資）はほぼ横ばいでの推移となり、景気に対する下押し効果はほとんどないと見込んだ。今後も政府債務上限の引き上げなどを巡り与野党間の攻防が予想されるが、経済成長に対する影響の大きさなどもあり、最終的には妥協に達して穏健な財政再建路線が敷かれることになる予想される。

こうした緩やかながらも着実な経済成長を受けて、F R B は既往の金融緩和策の修正を徐々に進めると考えられる。2014 年は M B S の購入打ち切りなどを通じてバランスシートの縮小に着手し、翌 15 年はゼロ金利を解除することになるだろう。



## 欧州（ユーロ圏）

### a．現状

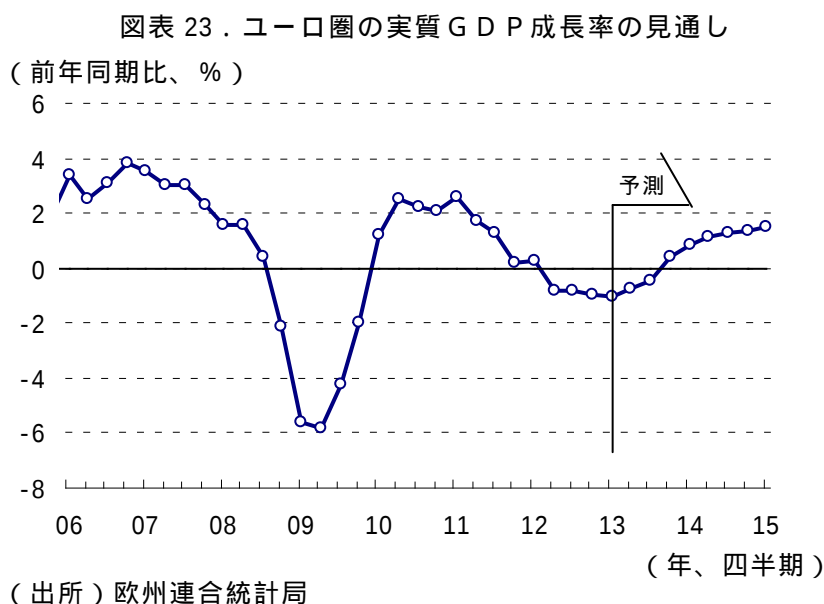
ユーロ圏経済は低迷が続いている。13 年 1～3 月期の実質 GDP（速報値）は前期比 - 0.2%と、12 年 10～12 月期（同 - 0.6%）から減少幅が縮小したものの、6 四半期連続のマイナス成長となった。足元の景気も、13 年 4～6 月期の設備稼働率（見込み調査）が 77.5%と前期から横ばいにとどまるなど、盛り上がりには欠けている。

他方で、重債務問題に伴う金融不安は小康状態を保ち続けている。こうした中で、景気低迷の背景となっている既往の財政再建路線に修正の動きが入るようになってきた。欧州連合（EU）は 3 月の理事会で、条件付きながらも景気に配慮した財政の拡大を加盟各国に認めた。欧州中央銀行（ECB）も 5 月の理事会で 0.25%の利下げを実施するなど、景気回復をサポートするスタンスを強めている。

### b．見通し

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は 2013 年が - 0.5%、14 年が + 1.2%になると予測する。米国を中心に緩やかに加速するとみられる世界景気を受けて輸出が増勢を強め、経済成長を牽引するだろう。また財政再建路線の修正を受けて公的需要の減少に歯止めがかかり、内需に対する下押し効果が弱まるとみられる。こうした中で、雇用・賃金情勢が徐々に復調し、個人消費も緩慢ながら回復していくと考えられる。もっとも、金融規制の強化に伴い銀行がリスク志向を高めにくいため、総固定資本形成は弱含みで推移しよう。

なお力強さを欠く経済成長を受けて、ECB は予測期間中も引き続き低金利政策を維持すると考えられる。政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）は年央から夏場にかけて現行の年 0.50%から 0.25%にまで引き下げられることになるだろう。



## アジア

### a．現状

中国の景気回復は緩やかなペースにとどまっている。2013 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +7.7%と前期(同 +7.9%)から減速した。2013 年の成長率目標は +7.5%に据え置かれ、汚職腐敗対策の一環として俟約令を実施するなど、習近平新指導部の下で「質」を重視した「安定成長」路線への移行方針が明確になった。足元の景気減速も、成長のスピード調整が容認されていることが背景にあるとみられる。

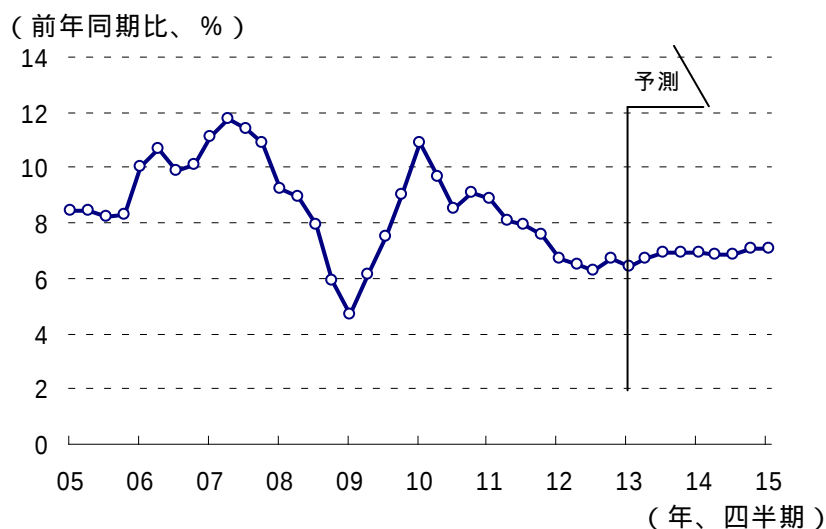
その他のアジア諸国をみると、フィリピンやインドネシアといった A S E A N 経済の堅調さが目立つ。他方で、中国の景気拡大ペースに合わせるように台湾や韓国経済の持ち直しも緩やかなテンポにとどまっている。

### b．見通し

2013 年の中国景気は、年前半は緩やかな回復にとどまるが、年後半は回復ペースが徐々に加速しよう。物価の安定を背景に個人消費が堅調に推移するほか、欧米の景気持ち直しとともに輸出が勢いを強めるだろう。2013 年の実質経済成長率は +7.9%と予測する。2014 年も、内外需の堅調を受けて緩やかな景気回復が続くものの、「安定成長」方針の下でスピード調整が行われ、成長率は +7.9%にとどまろう。

その他のアジア諸国に関しては、N I E s 諸国は中国向けを中心とする輸出が持ち直し、景気回復を下支えすると予想される。A S E A N 諸国も堅調な成長を維持しようが、物価の上昇に伴い金融緩和策の修正が進むとみられるため、景気は巡航速度で推移しよう（アジア全体の成長率は 2013 年 +6.8%、2014 年 +6.9%とほぼ横ばい）。

図表 24．アジアの実質 GDP 成長率の見通し



(注) 中国・N I E s・A S E A N 4 の成長率を名目 GDP で加重平均した

(出所) 各国統計局

## 日本の輸出入

### a. 現状

2013年1～3月期の実質輸出（GDPベース）は自動車を中心に前期比+3.8%と4四半期ぶりに増加した。同時期の内閣府試算の輸出数量指数（季調値）は前期比+1.1%と増加しており、地域別では、EU向けは前期比-2.9%、アジア向けは同-0.5%と減少が続いたが、米国向けは同+2.5%と3四半期ぶりに増加した。

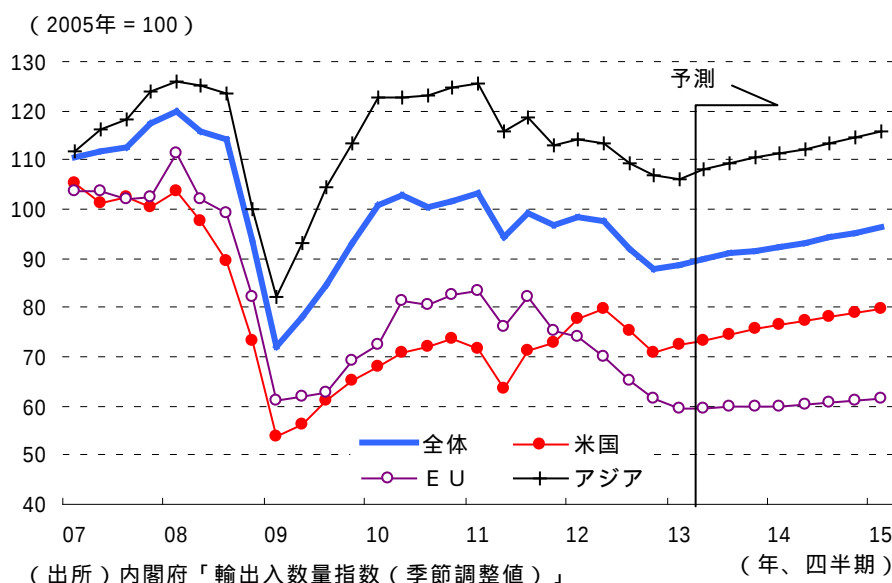
1～3月期の実質輸入（GDPベース）は、前期比+1.0%と3四半期ぶりに増加した。輸出、輸入とも増加したものの、輸出の増加幅が大きかったため、1～3月期の外需（＝輸出－輸入）の実質GDP成長率への寄与度は前期比+0.4%と4四半期ぶりにプラスとなった。

### b. 見通し

実質輸出は、世界経済の緩やかな回復を背景に、増加基調で推移すると見込まれる。予測期間を通じて為替レートは円安方向に推移するものの、円安を背景に輸出を拡大できる品目は自動車などにとどまると考えられ、大幅な増加は期待できない。実質輸入は、円安によって増加が抑制される可能性はあるが、国内景気の回復が続くことから増加基調は維持されよう。外需の寄与度は、2013年度に+0.2%とプラスに転じた後、2014年度には+0.4%と拡大すると予想される。

輸出数量が増加に転じることから貿易赤字の拡大に歯止めがかかってくるものの、貿易収支は大幅な赤字が続くだろう。一方、海外直接投資の活発化や円安の進展を背景に所得収支の黒字額は拡大傾向が続くと予想される。このため、経常収支の黒字額は、2013年度には6.2兆円、2014年度には7.6兆円と拡大する見込みである。

図表 25. 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、資源価格の一方的な上昇には歯止めがかかったが、原油などを中心に高止まりしている。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、機械類などの価格下落傾向に変化はないものの、円安の影響を受けて、上昇圧力が高まりつつある。消費者物価は、電気代、ガソリンなどのエネルギーを中心に価格上昇圧力が着実に強まっており、前年比でプラスに転じることは確実な情勢である。しかし、消費者の低価格志向が続き、最終消費者への販売価格に対する押し下げ圧力が強い状況に変化はなく、小幅の上昇にとどまる。
- 2008 年以降、日本では金融緩和が進められた。2010 年 10 月には「包括金融緩和策」が実施され、その後、追加緩和が重ねられた。2013 年 1 月には、「2%のインフレ目標」の導入が行われ、「政府・日銀による脱デフレ連携」の共同声明が発表された。また、4 月には「量的・質的金融緩和」が決定され、当面、日銀の緩和策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、米国の追加金融緩和観測を背景に、消去法的な円高が大幅に進んだ。その後、安倍政権の誕生とともに、大胆な金融緩和が行われ、急速に円高修正の動きが強まった。

図表 26. 物価・金融市場総括表

|                             | 2012年度 |       |       |       | 2013年度 |       |       |       | 2014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)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 原油価格 (WTI、ドル/バレル)           | 93.5   | 92.2  | 88.2  | 94.4  | 94.8   | 96.6  | 97.0  | 97.0  | 97.0   | 97.0  | 97.0  | 97.0  | 97.3   | 92.1   | 96.3   | 97.0   |
| 原油価格 (D・バイ、ドル/バレル)          | 106.5  | 106.1 | 107.4 | 108.3 | 101.8  | 101.1 | 100.2 | 99.3  | 98.3   | 97.5  | 97.5  | 97.5  | 110.1  | 107.1  | 100.6  | 97.7   |
| 国内企業物価                      | -1.0   | -1.9  | -1.0  | -0.3  | 0.8    | 2.0   | 1.8   | 0.6   | 2.9    | 3.1   | 3.1   | 3.2   | 1.4    | -1.1   | 1.3    | 3.1    |
| 消費者物価 (総合)                  | 0.2    | -0.4  | -0.2  | -0.6  | -0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 2.4    | 2.4   | 2.3   | 2.2   | -0.1   | -0.3   | 0.2    | 2.3    |
| 生鮮食品を除く総合                   | -0.1   | -0.3  | -0.1  | -0.3  | 0.1    | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 2.4    | 2.3   | 2.2   | 2.1   | 0.0    | -0.2   | 0.2    | 2.3    |
| 生鮮食品を除く総合<br>(除く消費税率引き上げ)   |        |       |       |       |        |       |       |       | 0.4    | 0.3   | 0.2   | 0.1   |        |        |        | 0.3    |
| 食料 (酒類を除く) 及び<br>エネルギーを除く総合 | -0.5   | -0.6  | -0.6  | -0.8  | -0.7   | -0.5  | -0.2  | -0.1  | 1.8    | 1.7   | 1.7   | 1.6   | -0.7   | -0.6   | -0.3   | 1.7    |
| 無担保コール翌日物 (%)               | 0.078  | 0.085 | 0.084 | 0.082 | 0.080  | 0.080 | 0.080 | 0.080 | 0.080  | 0.080 | 0.080 | 0.080 | 0.077  | 0.082  | 0.080  | 0.080  |
| TIBOR 3ヶ月 (%)               | 0.332  | 0.328 | 0.320 | 0.278 | 0.232  | 0.230 | 0.230 | 0.230 | 0.230  | 0.230 | 0.230 | 0.230 | 0.331  | 0.315  | 0.230  | 0.230  |
| 新発10年国債 (%)                 | 0.88   | 0.79  | 0.75  | 0.70  | 0.75   | 0.87  | 0.89  | 0.92  | 0.94   | 0.96  | 0.98  | 1.01  | 1.05   | 0.78   | 0.86   | 0.97   |
| ドル円相場 (円/ドル)                | 80.2   | 78.6  | 81.2  | 92.4  | 100.6  | 102.0 | 102.4 | 102.6 | 102.9  | 103.2 | 103.4 | 103.6 | 79.1   | 83.1   | 101.9  | 103.3  |
| ユーロ円相場 (円/ユーロ)              | 102.9  | 98.4  | 105.3 | 121.9 | 130.8  | 132.3 | 132.4 | 131.8 | 131.7  | 131.8 | 131.8 | 131.6 | 109.0  | 107.1  | 131.8  | 131.7  |

(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

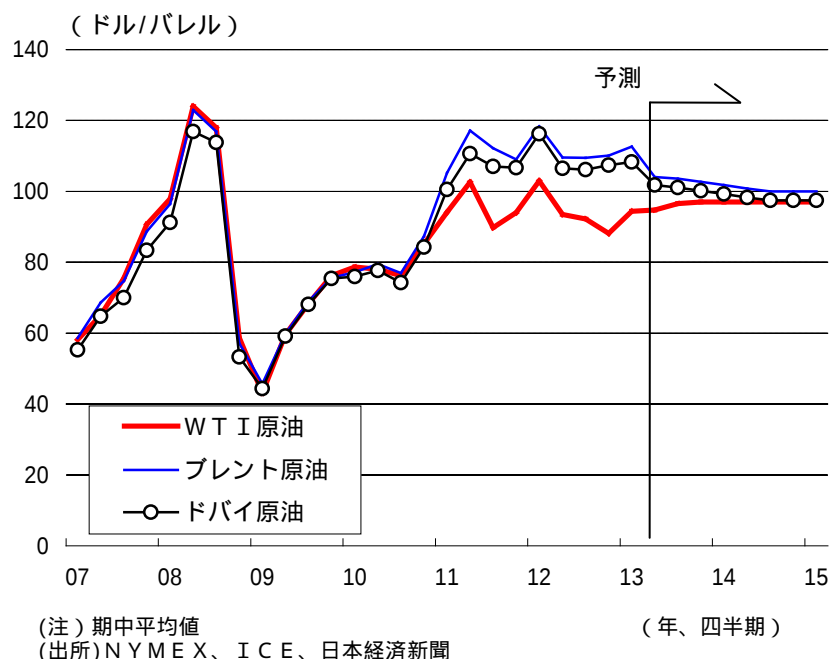
#### a . 現状

原油市況は下落傾向で推移している。国際指標となるブレント原油は2月上旬に1バレル＝120ドル近くまで上昇していたが、4月中旬に97ドル前後まで下落し、その後、やや持ち直したものの、5月は100ドル台前半を中心に推移している。一方で、米国内陸部の需給を反映するWTI原油は、4月中旬に一時85ドル台まで下落したものの、年初から90ドル台で一進一退が続いている。4月中旬には、米中の景気指標の下振れを受けた原油需要の鈍化観測、ボストンでの爆発テロ、金市況の大暴落に伴う不安心理などが下落材料になった。しかし、5月上旬には、米国雇用統計が景気の堅調さを示唆したことや、イスラエルによるシリア領内への空爆が押し上げ材料になった。

#### b . 見通し

アジアを中心に世界の原油需要は緩やかな増加基調を続けるとみられる。しかし、2008年までの原油価格高騰を受けて計画された開発案件が各地で進展している。サウジアラビアは供給余力を拡大し、イラクでも治安回復を背景に開発が広がり始めた。ブラジルの深海油田やカナダのオイルサンド開発も進展し、最近では米国のシェールオイルの増産も、世界的な原油需給に影響する要因として捉えられるようになってきた。2013年後半以降には、アジアを中心に原油需要の増加ペースがやや速まるものの、供給力の増加により、原油市況の上値は限定的とみられる。これらを総合判断すると、ブレント原油は、当面、100ドル前後を中心とした推移が続くと見込まれる。

図表 27 . 原油相場の見通し



## 国内企業物価と消費者物価

### a．現状

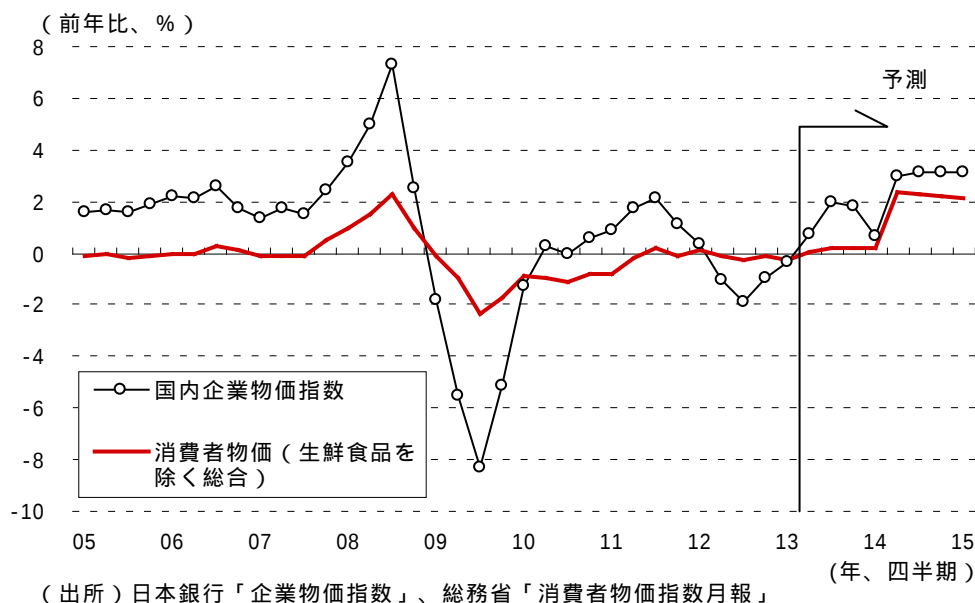
円安の効果が浸透しつつあり、原油などの国際商品市況が安定している中でも、輸入物価の上昇圧力が増している。こうした動きを受けて、4月の国内企業物価は前年比で0.0%まで伸びが高まってきた。機械類などの下落が続いているが、製材・木製品や電気代などのエネルギー価格が大幅に上昇し、全体を押し上げている。一方、消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、4月分が前年比 - 0.3%と低位での安定推移が続いている。電気代などのエネルギー価格の上昇は続いているが、耐久財や食料などの下落によって相殺されている。

### b．見通し

国際商品市況は安定推移が見込めるものの、円安によって輸入物価の上昇が続くことを受けて、国内企業物価は前年比でプラスに転じ、その後もプラス幅が拡大していくと予想される。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ものの、国内企業物価は、2012年度の前年比 - 1.1%から、2013年度には同 + 1.3%に上昇し、2014年度には消費税率の引き上げにより同 + 3.1%まで上昇率が高まろう。

マインドは高まっているが、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が難しい状況に変わりはない。しかし、円安によってエネルギー価格や食料品価格の上昇が続くことを受けて、消費者物価にも緩やかな上昇圧力が強まる見込みである。消費者物価（生鮮食品を除く総合・全国）は、2012年度の前年比 - 0.2%に対し、2013年度は同 + 0.2%に上昇し、2014年には消費税率の引き上げを受けて同 + 2.3%に上昇するであろう。

図表 28．国内企業物価と消費者物価の見通し



## ( 2 ) 金融政策

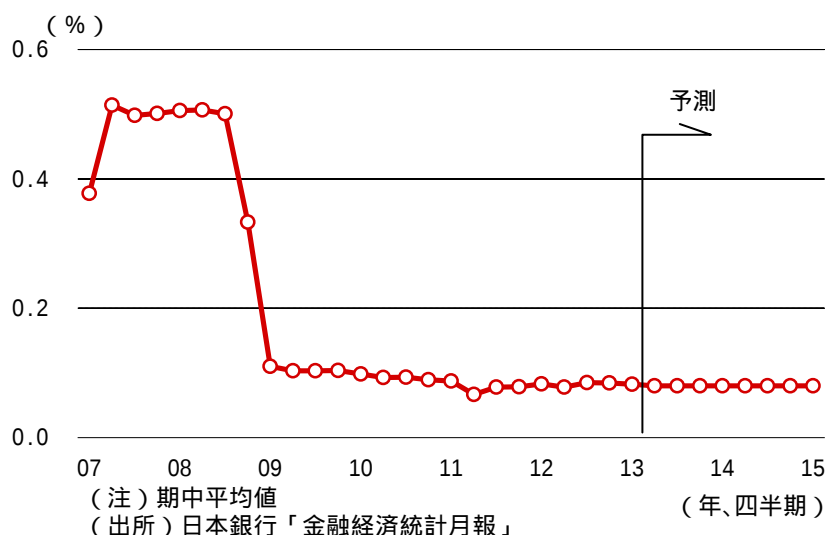
4 月 4 日に開催された金融政策決定会合において、日銀は、量的・質的金融緩和の導入を決定した。「消費者物価の前年比上昇率 2% の物価安定目標を、2 年程度の期間を念頭においてできるだけ早期に実現する」ために、「マネタリーベースおよび長期国債・E T F の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を 2 倍以上に延長する」との内容である。

具体的には、マネタリーベースの年間約 60 ～ 70 兆円ペースでの増加、長期国債の買入れ対象を 40 年債までの全期間に拡大、平均残存期間についてそれまでの 3 年弱から全残存国債平均並みの 7 年程度への長期化、株価指数連動型の E T F ( 上場投資信託 ) について年間約 1 兆円および J - R E I T ( 日本版不動産投資信託 ) について年間約 300 億円のペースでの買入れ、などが行われる。

また、上記のような国債の買入れの目的は財政ファイナンスではなく、金融緩和だとしたうえで、「銀行券の発行残高以上に国債を保有しない」という銀行券ルールの一時的停止を決めた。

黒田日銀総裁は、「戦力の逐次投入をせず、現時点で必要な政策をすべて講じた」としており、しばらく、政策効果を見極めるスタンスを続けると思われる。しかし、2 年以内に物価目標に達することが難しいとの見方が、徐々に強まってくるとみられ、マネタリーベースの増加ペースの引き上げなどの追加緩和策が行われる可能性がある。

図表 29 . 無担保コール翌日物金利の見通し



### ( 3 ) 金融市場

#### 金利

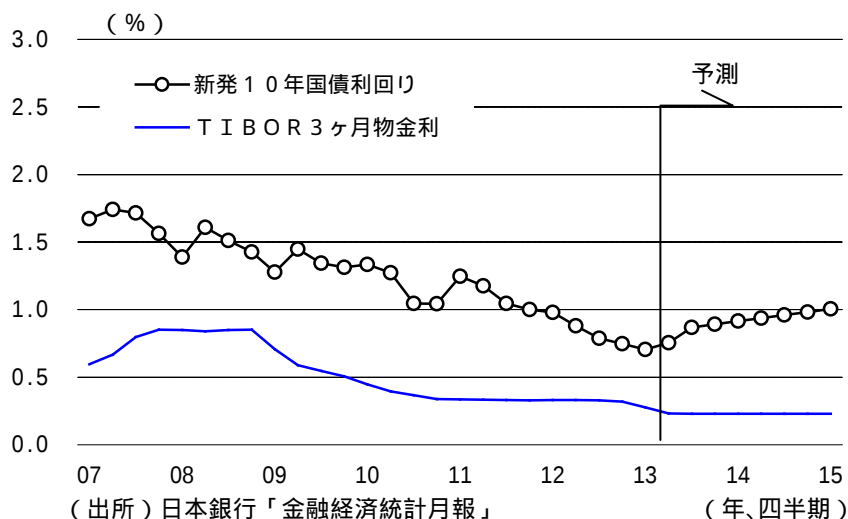
日本銀行による潤沢な資金供給を受けて、コールレートは低位で推移しており、3 ヶ月、6 ヶ月物といったターム物金利は総じて低位で安定している。

日本の長期金利（10 年物国債利回り）は、日銀による量的・質的金融緩和を受けて、4 月 5 日に史上最低となる 0.315% をつけた。もっとも、同日に 0.6% 台まで上昇するなど乱高下した後、5 月中旬には、株高や海外金利の上昇を背景に 0.9% 台まで上昇した。

2014 年度までの予測期間中、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、基本的には低水準での推移が続くだろう。追加緩和が行われる場合には、一時的に長期金利が低下するかもしれないが、円安や株高などが長期金利の押し上げ圧力となり、結果的に、水準には大きな影響は及ぼさないであろう。

日米欧とも財政再建策を巡る党派対立や問題先送り姿勢などが、長期金利の上昇圧力として認識される場面もでてくるだろう。もっとも、内外の景気回復テンポは緩やかにとどまり、インフレ率の大幅な加速もない中で、短期金利はゼロ状態が継続すると見込まれ、長期金利は低水準を維持するだろう。

図表 30 . 長短金利の見通し



## 為替

為替相場は2007年6月に1ドル＝124円台の円安水準をつけた後、2011年11月に75円台まで円高が進んだ。その後、円の高止まりが続いたが、2012年終盤以降、円安・ドル高が進んでいる。

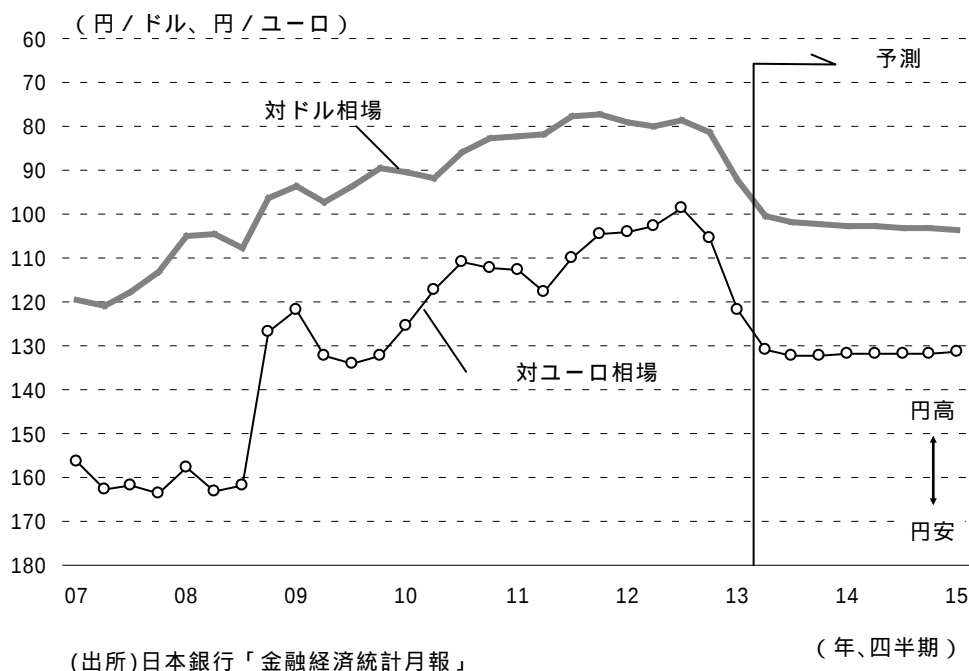
3月には米国の雇用関連指標の改善などがドル高材料となり、4月には、日銀の量的・質的金融緩和が円安材料になった。さらに、5月10日前後には、米景気回復観測などから100円を上回って円安が進み、11日のG7（日米欧7ヶ国）会合で日銀の金融政策や円安に対する批判はなされず、その後も100円超の水準で推移している。

一方、対ユーロでは、4月上旬にキプロス支援での混乱の収束とともに、1ユーロ＝119円台から130円台まで急速にユーロ高・円安が進み、5月10日には132円を上回った。

依然として、世界的に金融緩和を行う傾向が続いているが、相対的に、米国の景気は堅調であり、量的緩和からの出口に向かうとの観測が徐々に強まると予想される。これを受けて、為替市場では、ドルが円やユーロに対して緩やかに上昇すると見込まれる。一方、日銀が強力な金融緩和を続けることや欧州景気が力強さを欠くことを背景に、円とユーロは、ほぼ持ち合いでの推移が予想される。

人民元の対ドル相場は、2012年夏場に一時1ドル＝6.4元近くまで人民元安となった後、人民元高が進んだが、2012年終盤から2013年2月頃にかけて6.2元強で推移した。2月半ば以降は、再び人民元高が進み、足元は6.1元台で推移している。

図表 31. 円の対ドル、対ユーロ相場の推移



**図表 32 . 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            | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 |
|               | 上期           | 下期          | 上期           | 下期           | 上期          | 下期         | 上期           | 下期           | (実績)              | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 名目GDP         | -1.6<br>-3.1 | 1.8<br>0.2  | -0.5<br>1.2  | -0.2<br>-0.6 | 1.4<br>1.1  | 0.9<br>2.3 | 0.4<br>1.4   | 0.4<br>0.7   | -1.4              | 0.3    | 1.7    | 1.1    |
| 実質GDP         | -0.6<br>-1.1 | 2.2<br>1.5  | -0.0<br>2.1  | 0.3<br>0.4   | 1.4<br>1.7  | 1.4<br>2.8 | -1.0<br>0.6  | 0.5<br>-0.7  | 0.2               | 1.2    | 2.3    | -0.0   |
| 内需寄与度(注1)     | 0.2          | 2.5         | 0.5          | 0.4          | 1.1         | 1.4        | -1.3         | 0.3          | 1.3               | 2.0    | 2.0    | -0.4   |
| 個人消費          | 0.8<br>0.5   | 1.8<br>2.5  | 0.4<br>2.2   | 0.7<br>1.1   | 0.7<br>1.4  | 0.6<br>1.3 | -1.6<br>-0.9 | 0.4<br>-1.2  | 1.5               | 1.6    | 1.4    | -1.1   |
| 住宅投資          | 0.9<br>5.9   | 0.7<br>1.6  | 2.3<br>3.0   | 5.3<br>7.5   | 3.7<br>9.3  | 1.9<br>5.6 | -3.0<br>-1.3 | -2.7<br>-5.6 | 3.7               | 5.3    | 7.4    | -3.5   |
| 設備投資          | 0.7<br>-0.3  | 7.7<br>8.3  | -3.1<br>4.2  | -3.5<br>-6.3 | 1.8<br>-1.7 | 4.9<br>6.9 | -2.3<br>2.4  | 2.1<br>-0.2  | 4.1               | -1.5   | 2.7    | 1.0    |
| 民間在庫(注1)      | -0.4         | 0.1         | -0.1         | -0.1         | 0.1         | 0.1        | 0.1          | 0.0          | -0.5              | -0.1   | 0.0    | 0.2    |
| 政府支出          | 0.2<br>0.6   | 1.1<br>1.2  | 3.2<br>4.2   | 1.9<br>5.3   | 0.9<br>2.7  | 1.0<br>1.9 | -0.1<br>0.9  | -0.5<br>-0.8 | 0.9               | 4.8    | 2.3    | 0.0    |
| 政府最終消費        | 0.4<br>1.2   | 1.2<br>1.6  | 1.4<br>2.6   | 1.2<br>2.6   | 0.7<br>1.9  | 0.7<br>1.4 | 0.7<br>1.4   | 0.7<br>1.4   | 1.4               | 2.6    | 1.7    | 1.4    |
| 公共投資          | -1.6<br>-3.5 | 0.8<br>-1.2 | 11.6<br>13.3 | 5.0<br>16.6  | 1.4<br>6.7  | 2.5<br>3.7 | -3.6<br>-1.2 | -4.8<br>-8.4 | -2.2              | 15.2   | 4.9    | -5.4   |
| 外需寄与度(注1)     | -0.8         | -0.3        | -0.6         | -0.2         | 0.3         | 0.0        | 0.3          | 0.2          | -1.0              | -0.8   | 0.2    | 0.4    |
| 輸出            | -3.2<br>-2.3 | 2.7<br>-0.9 | -0.9<br>1.8  | -3.3<br>-4.3 | 3.3<br>0.0  | 2.0<br>5.2 | 3.0<br>5.9   | 3.1<br>5.4   | -1.6              | -1.3   | 2.6    | 5.6    |
| 輸入            | 1.9<br>4.4   | 4.3<br>6.2  | 2.6<br>7.1   | -1.9<br>0.7  | 1.1<br>-0.8 | 1.5<br>2.7 | 1.0<br>2.5   | 1.8<br>2.8   | 5.3               | 3.8    | 0.9    | 2.7    |
| GDPデフレーター(注2) | -2.0         | -1.3        | -0.9         | -0.9         | -0.5        | -0.5       | 0.8          | 1.4          | -1.7              | -0.9   | -0.5   | 1.1    |

(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 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 |
|                            | 上期           | 下期         | 上期          | 下期           | 上期          | 下期         | 上期          | 下期         | (実績)   | (実績)   | (予測)   | (予測)   |
| 経常収支(兆円)(注1)               | 4.2          | 3.4        | 2.5         | 1.8          | 2.8         | 3.4        | 3.7         | 3.9        | 7.6    | 4.3    | 6.2    | 7.6    |
| 貿易収支(兆円)                   | -1.6         | -2.0       | -2.7        | -4.1         | -4.2        | -3.7       | -3.5        | -3.5       | -3.5   | -6.9   | -7.9   | -7.1   |
| サービス収支(兆円)                 | -0.9         | -1.0       | -1.5        | -1.1         | -1.1        | -1.0       | -1.0        | -0.9       | -1.8   | -2.6   | -2.1   | -1.9   |
| 所得収支(兆円)                   | 7.1          | 7.0        | 7.3         | 7.5          | 8.6         | 8.8        | 8.9         | 9.1        | 14.0   | 14.7   | 17.5   | 18.0   |
| 鉱工業生産<br>(上段は前期比%、下段は前年比%) | -2.4<br>-3.3 | 3.7<br>1.4 | -3.4<br>0.1 | -3.0<br>-6.7 | 2.4<br>-0.7 | 3.0<br>5.1 | -0.7<br>2.3 | 1.0<br>0.1 | -1.0   | -3.3   | 2.2    | 1.1    |
| 経常利益(注2)<br>(法人企業統計、前年比%)  | -11.8        | -0.8       | 9.1         | 4.0          | 8.8         | 9.8        | 2.5         | 0.5        | -6.1   | 6.3    | 9.4    | 1.5    |
| 国内企業物価                     | 1.9          | 0.7        | -1.5        | -0.6         | 1.4         | 1.2        | 3.0         | 3.1        | 1.4    | -1.1   | 1.3    | 3.1    |
| 消費者物価                      | -0.2         | 0.0        | -0.1        | -0.4         | 0.1         | 0.2        | 2.4         | 2.2        | -0.1   | -0.3   | 0.2    | 2.3    |
| 生鮮食品を除く総合                  | 0.0          | 0.0        | -0.2        | -0.2         | 0.1         | 0.2        | 2.3         | 2.1        | 0.0    | -0.2   | 0.2    | 2.3    |
| ドル円相場(円/ドル)                | 79.8         | 78.3       | 79.4        | 86.8         | 101.3       | 102.5      | 103.1       | 103.5      | 79.1   | 83.1   | 101.9  | 103.3  |
| 無担保コール翌日物(%)               | 0.072        | 0.081      | 0.082       | 0.083        | 0.080       | 0.080      | 0.080       | 0.080      | 0.077  | 0.082  | 0.080  | 0.080  |
| TIBOR3ヶ月                   | 0.331        | 0.330      | 0.330       | 0.299        | 0.231       | 0.230      | 0.230       | 0.230      | 0.331  | 0.315  | 0.230  | 0.230  |
| 長期金利(新発10年国債)              | 1.11         | 0.99       | 0.83        | 0.73         | 0.81        | 0.90       | 0.95        | 0.99       | 1.05   | 0.78   | 0.86   | 0.97   |
| 原油価格(WTI、ドル/バレル)           | 96.2         | 98.5       | 92.9        | 91.3         | 95.7        | 97.0       | 97.0        | 97.0       | 97.3   | 92.1   | 96.3   | 97.0   |
| 原油価格(ドバイ、ドル/バレル)           | 108.8        | 111.5      | 106.3       | 107.8        | 101.5       | 99.8       | 97.9        | 97.5       | 110.1  | 107.1  | 100.6  | 97.7   |
| 米国実質GDP<br>(前期比年率%、暦年)     | 1.3          | 2.3        | 2.3         | 2.0          | 1.9         | 2.6        | 2.4         | 2.4        | 1.8    | 2.2    | 2.1    | 2.5    |
| 春闘賃上げ率(%)                  | -            | -          | -           | -            | -           | -          | -           | -          | 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年度下期以降

**図表 33 . 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 | 前年同期比% |        |
|-----------|--------|------|--------|-------|--------|------|--------|------|--------|--------|--------|--------|
|           | 上期     | 下期   | 上期     | 下期    | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | (実績)   | (実績)   | 2013年度 | 2014年度 |
| 輸出額(円ベース) | -3.8   | -3.6 | -2.0   | -2.2  | 9.7    | 12.5 | 5.8    | 6.1  | -3.7   | -2.1   | 11.1   | 6.0    |
| 数 量       | -4.6   | -4.1 | -2.9   | -10.0 | -4.4   | 4.0  | 3.6    | 4.1  | -4.3   | -6.4   | -0.3   | 3.8    |
| 輸入額(円ベース) | 12.1   | 11.1 | 2.6    | 4.3   | 11.3   | 11.5 | 5.0    | 3.6  | 11.6   | 3.4    | 11.4   | 4.3    |
| 数 量       | 2.1    | 2.3  | 3.1    | -1.5  | -1.6   | 2.9  | 2.6    | 2.6  | 2.2    | 0.8    | 0.6    | 2.6    |
| 輸出超過額(兆円) | -1.7   | -2.7 | -3.2   | -4.9  | -4.1   | -5.2 | -4.1   | -4.5 | -4.4   | -8.2   | -9.3   | -8.5   |

**【所得・雇用】**

|                 | 2011年度 |      | 2012年度 |      | 2013年度 |     | 2014年度 |      | 2011年度 | 2012年度 | 前年同期比% |        |
|-----------------|--------|------|--------|------|--------|-----|--------|------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | 上期     | 下期  | 上期     | 下期   | (実績)   | (実績)   | 2013年度 | 2014年度 |
| 一人当たり所得(注1)     | -0.5   | -0.1 | -0.6   | -0.9 | -0.3   | 0.2 | 0.2    | 0.1  | -0.3   | -0.7   | -0.0   | 0.1    |
| 所定内給与           | -0.5   | -0.3 | -0.3   | -0.5 | -0.2   | 0.0 | 0.1    | 0.2  | -0.4   | -0.4   | -0.1   | 0.1    |
| 所定外給与           | -0.5   | 3.6  | 3.9    | -2.1 | -0.9   | 1.7 | 0.9    | -0.3 | 1.6    | 0.8    | 0.4    | 0.3    |
| 雇用者数(注2)        | -0.0   | -0.2 | 0.1    | 0.2  | 0.2    | 0.2 | 0.1    | 0.0  | -0.1   | 0.2    | 0.2    | 0.0    |
| 雇用者報酬(注3)       | 0.4    | 0.7  | -0.2   | -0.4 | 0.0    | 0.3 | 0.3    | 0.2  | 0.6    | -0.3   | 0.2    | 0.2    |
| 完全失業率(季調値%)(注4) | 4.6    | 4.5  | 4.3    | 4.2  | 4.1    | 3.9 | 4.0    | 4.0  | 4.5    | 4.3    | 4.0    | 4.0    |

(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、補充推計による参考値を含み新基準に基づく値

(注3) GDPベースで名目値

(注4) 補充推計による参考値を含み新基準に基づく値

**【新設住宅着工】**

|          | 2011年度 |      | 2012年度 |      | 2013年度 |      | 2014年度 |       | 2011年度 | 2012年度 | 前年同期比% |        |
|----------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
|          | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | 上期     | 下期   | 上期     | 下期    | (実績)   | (実績)   | 2013年度 | 2014年度 |
| 新設住宅着工戸数 | 85.3   | 83.0 | 87.6   | 91.1 | 92.9   | 92.6 | 87.5   | 85.5  | 84.1   | 89.3   | 92.8   | 86.5   |
| 持 家      | 6.1    | -0.6 | 2.4    | 10.2 | 6.1    | 1.6  | -5.9   | -7.7  | 2.7    | 6.2    | 3.9    | -6.8   |
| 貸 家      | 30.9   | 29.9 | 30.8   | 32.6 | 33.5   | 33.4 | 30.3   | 29.8  | 30.5   | 31.7   | 33.5   | 30.0   |
| 分 譲      | 2.0    | -4.6 | -0.7   | 9.0  | 8.6    | 2.7  | -9.8   | -11.0 | -1.2   | 3.8    | 5.7    | -10.3  |
| 持 家      | 29.6   | 28.4 | 31.7   | 32.5 | 33.0   | 32.8 | 31.2   | 30.2  | 29.0   | 32.1   | 32.8   | 30.6   |
| 貸 家      | 0.6    | -2.1 | 6.3    | 15.3 | 4.1    | 0.7  | -5.6   | -8.0  | -0.7   | 10.7   | 2.4    | -6.8   |
| 分 譲      | 24.1   | 23.7 | 24.7   | 25.3 | 25.8   | 25.9 | 25.5   | 25.2  | 23.9   | 25.0   | 25.9   | 25.4   |
| 分 譲      | 20.2   | 6.2  | 2.3    | 6.6  | 4.8    | 2.6  | -1.2   | -2.7  | 12.7   | 4.4    | 3.7    | -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 34 . 前々回見通し（2013年2月1次QE時点）との比較**

| ○ 2013年度 |      |      |      | ○ 2014年度 |      |      |      |
|----------|------|------|------|----------|------|------|------|
|          | 前々回  | 修正幅  | 前年比% |          | 前々回  | 修正幅  | 前年比% |
| 名目GDP    | 1.6  | +0.1 | 1.7  | 名目GDP    | 1.4  | -0.3 | 1.1  |
| 実質GDP    | 2.0  | +0.3 | 2.3  | 実質GDP    | 0.2  | -0.2 | -0.0 |
| 個人消費     | 1.1  | +0.3 | 1.4  | 個人消費     | -0.6 | -0.5 | -1.1 |
| 住宅投資     | 3.4  | +4.0 | 7.4  | 住宅投資     | -4.0 | +0.5 | -3.5 |
| 設備投資     | 4.5  | -1.8 | 2.7  | 設備投資     | 2.6  | -1.6 | 1.0  |
| 公共投資     | 4.6  | +0.3 | 4.9  | 公共投資     | -5.5 | +0.1 | -5.4 |
| 外需寄与度    | -0.0 | +0.2 | 0.2  | 外需寄与度    | 0.2  | +0.2 | 0.4  |
| デフレーター   | -0.4 | -0.1 | -0.5 | デフレーター   | 1.2  | -0.1 | 1.1  |
| 鉱工業生産    | 2.8  | -0.5 | 2.3  | 鉱工業生産    | 1.0  | +0.1 | 1.1  |

**図表 35 . 前回見通し（2013年3月2次QE時点）との比較**

| ○ 2013年度 |      |      |      | ○ 2014年度 |      |      |      |
|----------|------|------|------|----------|------|------|------|
|          | 前回   | 修正幅  | 前年比% |          | 前回   | 修正幅  | 前年比% |
| 名目GDP    | 1.7  | 0.0  | 1.7  | 名目GDP    | 1.3  | -0.2 | 1.1  |
| 実質GDP    | 2.1  | +0.2 | 2.3  | 実質GDP    | 0.1  | -0.1 | 0.0  |
| 個人消費     | 1.3  | +0.1 | 1.4  | 個人消費     | -0.6 | -0.5 | -1.1 |
| 住宅投資     | 3.4  | +4.0 | 7.4  | 住宅投資     | -4.0 | +0.5 | -3.5 |
| 設備投資     | 3.8  | -1.1 | 2.7  | 設備投資     | 2.1  | -1.1 | 1.0  |
| 公共投資     | 4.6  | +0.3 | 4.9  | 公共投資     | -5.6 | +0.2 | -5.4 |
| 外需寄与度    | -0.0 | +0.2 | 0.2  | 外需寄与度    | 0.2  | +0.2 | 0.4  |
| デフレーター   | -0.4 | -0.1 | -0.5 | デフレーター   | 1.3  | -0.2 | 1.1  |
| 鉱工業生産    | 3.2  | -0.9 | 2.3  | 鉱工業生産    | 1.1  | 0.0  | 1.1  |

**図表 36 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)**

|               |       | 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  |
| 名目 GDP        | 前期比   | -0.6   | -1.0 | 0.1   | 0.4  | 0.9    | 0.7  | 0.4   | 0.3  | -0.0   | 0.6  | 0.2   | -0.1 |
|               | 前期比年率 | -2.2   | -3.9 | 0.3   | 1.5  | 3.5    | 2.7  | 1.5   | 1.4  | -0.2   | 2.6  | 0.7   | -0.5 |
|               | 前年比   | 3.0    | -0.5 | -0.2  | -1.0 | 0.3    | 2.0  | 2.2   | 2.5  | 1.4    | 1.3  | 1.0   | 0.4  |
| 実質 GDP        | 前期比   | -0.2   | -0.9 | 0.3   | 0.9  | 0.6    | 0.6  | 0.7   | 0.7  | -1.4   | 0.2  | 0.2   | 0.4  |
|               | 前期比年率 | -0.9   | -3.5 | 1.0   | 3.5  | 2.5    | 2.5  | 2.9   | 3.0  | -5.7   | 1.0  | 0.9   | 1.5  |
|               | 前年比   | 4.0    | 0.3  | 0.5   | 0.2  | 0.8    | 2.5  | 2.7   | 2.9  | 0.7    | 0.4  | -0.5  | -0.8 |
| 内需寄与度(注1)     |       | 0.1    | -0.3 | 0.3   | 0.5  | 0.6    | 0.5  | 0.7   | 0.9  | 0.6    | 0.5  | 0.7   | 0.9  |
| 個人消費          |       | 0.2    | -0.4 | 0.4   | 0.9  | 0.2    | 0.1  | 0.2   | 0.9  | -2.2   | 0.3  | 0.2   | 0.2  |
|               |       | 3.1    | 1.3  | 1.0   | 1.2  | 1.2    | 1.6  | 1.4   | 1.3  | -1.1   | -0.8 | -0.8  | -1.5 |
| 住宅投資          |       | 2.3    | 1.5  | 3.5   | 1.9  | 2.0    | 1.5  | 0.8   | 0.6  | -2.1   | -2.4 | -1.2  | -0.6 |
|               |       | 4.7    | 1.5  | 5.8   | 9.4  | 9.3    | 9.3  | 6.3   | 4.9  | 0.8    | -3.1 | -5.0  | -6.2 |
| 設備投資          |       | -0.3   | -3.3 | -1.5  | -0.7 | 1.2    | 1.8  | 2.5   | 2.9  | -4.0   | 0.6  | 1.1   | 1.5  |
|               |       | 7.1    | 1.5  | -7.1  | -5.7 | -4.2   | 0.7  | 5.0   | 8.6  | 3.1    | 1.9  | 0.5   | -0.9 |
| 民間在庫(注1)      |       | -0.5   | 0.1  | -0.1  | -0.2 | 0.1    | 0.0  | 0.1   | -0.2 | 0.2    | -0.1 | 0.1   | -0.0 |
| 政府支出          |       | 1.5    | 1.0  | 1.1   | 0.6  | 0.3    | 0.6  | 0.5   | 0.4  | -0.1   | -0.3 | -0.3  | -0.1 |
|               |       | 3.8    | 4.7  | 6.2   | 4.5  | 2.9    | 2.6  | 1.9   | 1.9  | 1.4    | 0.5  | -0.5  | -1.1 |
| 政府最終消費        |       | 0.5    | 0.4  | 0.7   | 0.6  | 0.3    | 0.3  | 0.3   | 0.4  | 0.4    | 0.3  | 0.3   | 0.4  |
|               |       | 2.6    | 2.6  | 3.0   | 2.2  | 2.0    | 1.9  | 1.4   | 1.3  | 1.5    | 1.4  | 1.4   | 1.4  |
| 公共投資          |       | 6.3    | 3.4  | 2.8   | 0.8  | 0.2    | 1.4  | 1.6   | 0.4  | -2.5   | -2.6 | -2.6  | -2.0 |
|               |       | 11.3   | 15.1 | 19.6  | 14.0 | 7.8    | 5.7  | 3.7   | 3.7  | 1.0    | -3.1 | -7.3  | -9.3 |
| 外需寄与度(注1)     |       | -0.3   | -0.6 | -0.1  | 0.4  | 0.0    | 0.1  | 0.0   | -0.1 | 0.0    | 0.1  | 0.0   | -0.1 |
| 輸 出           |       | -0.0   | -4.4 | -2.9  | 3.8  | 0.9    | 1.1  | 1.0   | 0.7  | 1.7    | 1.8  | 1.5   | 1.4  |
|               |       | 9.2    | -4.8 | -5.0  | -3.5 | -2.7   | 2.8  | 6.4   | 4.0  | 5.5    | 6.2  | 5.0   | 5.9  |
| 輸 入           |       | 1.8    | -0.3 | -2.2  | 1.0  | 0.5    | 0.3  | 0.8   | 1.3  | 0.1    | 0.7  | 1.1   | 0.6  |
|               |       | 9.1    | 5.2  | 1.1   | 0.3  | -0.6   | -1.0 | 2.5   | 2.8  | 2.5    | 2.5  | 3.2   | 2.5  |
| GDPデフレーター(注2) |       | -1.0   | -0.8 | -0.7  | -1.2 | -0.5   | -0.5 | -0.5  | -0.4 | 0.7    | 0.9  | 1.5   | 1.3  |

(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

|                   |  | 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   |
| 経常収支(兆円)(注1)      |  | 1.5    | 1.0   | 1.1   | 0.7   | 1.1    | 1.6   | 1.8   | 1.6   | 1.9    | 1.8   | 1.8   | 2.1   |
| 貿易収支(兆円)          |  | -1.1   | -1.7  | -1.6  | -2.5  | -2.2   | -1.9  | -1.7  | -2.0  | -1.7   | -1.8  | -1.9  | -1.7  |
| サービス収支(兆円)        |  | -0.7   | -0.8  | -0.6  | -0.5  | -0.5   | -0.5  | -0.5  | -0.5  | -0.5   | -0.5  | -0.5  | -0.5  |
| 所得収支(兆円)          |  | 3.6    | 3.7   | 3.6   | 3.9   | 4.2    | 4.4   | 4.4   | 4.4   | 4.4    | 4.5   | 4.5   | 4.6   |
| 鉱工業生産             |  | -2.0   | -4.2  | -1.9  | 2.2   | 0.8    | 1.0   | 1.5   | 2.0   | -1.8   | 0.2   | 0.5   | 0.6   |
| (上段は前期比%、下段は前年比%) |  | 5.3    | -4.6  | -5.9  | -7.7  | -3.1   | 2.0   | 6.0   | 4.3   | 2.7    | 1.8   | 1.1   | -1.0  |
| 経常利益(注2)          |  | 11.5   | 6.3   | 7.9   | 0.6   | 7.1    | 10.9  | 9.8   | 9.9   | 2.4    | 2.7   | 1.5   | -0.3  |
| (法人企業統計、前年比%)     |  |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |
| 国内企業物価            |  | -1.0   | -1.9  | -1.0  | -0.3  | 0.8    | 2.0   | 1.8   | 0.6   | 2.9    | 3.1   | 3.1   | 3.2   |
| 消費者物価             |  | 0.2    | -0.4  | -0.2  | -0.6  | -0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.3   | 2.4    | 2.4   | 2.3   | 2.2   |
| 生鮮食品を除く総合         |  | -0.1   | -0.3  | -0.1  | -0.3  | 0.1    | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 2.4    | 2.3   | 2.2   | 2.1   |
| ドル円相場(円/ドル)       |  | 80.2   | 78.6  | 81.2  | 92.4  | 100.6  | 102.0 | 102.4 | 102.6 | 102.9  | 103.2 | 103.4 | 103.6 |
| 無担保コール翌日物(%)      |  | 0.078  | 0.085 | 0.084 | 0.082 | 0.080  | 0.080 | 0.080 | 0.080 | 0.080  | 0.080 | 0.080 | 0.080 |
| TIBOR3ヶ月          |  | 0.332  | 0.328 | 0.320 | 0.278 | 0.232  | 0.230 | 0.230 | 0.230 | 0.230  | 0.230 | 0.230 | 0.230 |
| 長期金利(新発10年国債)     |  | 0.88   | 0.79  | 0.75  | 0.70  | 0.75   | 0.87  | 0.89  | 0.92  | 0.94   | 0.96  | 0.98  | 1.01  |
| 原油価格(WTI、ドル/バレル)  |  | 93.5   | 92.2  | 88.2  | 94.4  | 94.8   | 96.6  | 97.0  | 97.0  | 97.0   | 97.0  | 97.0  | 97.0  |
| 原油価格(ドバイ、ドル/バレル)  |  | 106.5  | 106.1 | 107.4 | 108.3 | 101.8  | 101.1 | 100.2 | 99.3  | 98.3   | 97.5  | 97.5  | 97.5  |
| 米国実質GDP           |  | 1.3    | 3.1   | 0.4   | 2.5   | 2.4    | 2.7   | 2.7   | 2.3   | 2.3    | 2.4   | 2.4   | 2.9   |
| (前期比年率%)          |  |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |

(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2013年1-3月期以降

**図表 37 . 日本経済予測総括表(四半期ベース)**
**【輸出入（通関ベース）】**

|           | 2012年度 |      |       |       | 2013年度 |      |       |      | 2014年度 |      |       |      | 前年同期比% |
|-----------|--------|------|-------|-------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|
|           | 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) | 4.8    | -8.2 | -5.5  | 1.2   | 5.3    | 14.2 | 17.4  | 7.9  | 6.4    | 5.4  | 5.9   | 6.2  |        |
| 数量        | 3.5    | -8.7 | -9.3  | -10.8 | -7.8   | -0.9 | 4.3   | 3.8  | 3.6    | 3.6  | 3.9   | 4.4  |        |
| 輸入額(円ベース) | 5.0    | 0.3  | 0.5   | 8.0   | 11.3   | 11.3 | 16.1  | 7.2  | 5.6    | 4.5  | 4.3   | 2.9  |        |
| 数量        | 3.3    | 2.9  | -0.6  | -2.3  | -0.8   | -2.4 | 3.6   | 2.3  | 2.5    | 2.6  | 3.2   | 2.1  |        |
| 輸出超過額(兆円) | -1.4   | -1.9 | -2.2  | -2.8  | -2.5   | -1.6 | -2.3  | -2.9 | -2.5   | -1.5 | -2.1  | -2.4 |        |

**【所得・雇用】**

|                 | 2012年度 |      |       |      | 2013年度 |      |       |     | 2014年度 |     |       |      | 前年同期比% |
|-----------------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|-----|--------|-----|-------|------|--------|
|                 | 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)     | -0.4   | -0.8 | -1.2  | -0.5 | -0.5   | -0.1 | 0.3   | 0.2 | 0.1    | 0.2 | 0.1   | 0.1  |        |
| 所定内給与           | -0.3   | -0.4 | -0.3  | -0.8 | -0.3   | -0.1 | 0.0   | 0.0 | 0.0    | 0.1 | 0.2   | 0.2  |        |
| 所定外給与           | 6.7    | 1.1  | -1.6  | -2.6 | -2.8   | 1.0  | 1.2   | 2.2 | 0.6    | 1.2 | 0.3   | -0.9 |        |
| 雇用者数(注2)        | -0.3   | 0.5  | 0.1   | 0.4  | 0.3    | 0.2  | 0.2   | 0.2 | 0.1    | 0.1 | 0.0   | 0.0  |        |
| 雇用者報酬(注3)       | -0.4   | 0.1  | -0.7  | -0.1 | 0.0    | 0.1  | 0.4   | 0.2 | 0.3    | 0.3 | 0.2   | 0.1  |        |
| 完全失業率(季調値%)(注4) | 4.4    | 4.3  | 4.2   | 4.2  | 4.1    | 4.1  | 4.0   | 3.9 | 4.0    | 4.0 | 4.0   | 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、補完推計による参考値を含み新基準に基づく値  
(注3)GDPベースで名目値  
(注4)補完推計による参考値を含み新基準に基づく値

**【新設住宅着工】**

|          | 2012年度 |      |       |      | 2013年度 |      |       |      | 2014年度 |       |       |      | 上段は万戸、下段は前年同期比% |
|----------|--------|------|-------|------|--------|------|-------|------|--------|-------|-------|------|-----------------|
|          | 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 | 87.6   | 87.6 | 91.8  | 90.4 | 92.2   | 93.5 | 93.4  | 91.8 | 88.5   | 86.4  | 85.4  | 85.6 |                 |
| 持家       | 6.2    | -1.1 | 15.0  | 5.1  | 5.4    | 6.8  | 1.7   | 1.5  | -4.1   | -7.6  | -8.6  | -6.7 |                 |
| 貸家       | 30.4   | 31.2 | 32.4  | 32.7 | 33.4   | 33.7 | 33.8  | 33.0 | 30.8   | 29.8  | 29.5  | 30.0 |                 |
| 分譲       | 3.5    | -4.2 | 10.4  | 7.4  | 9.4    | 7.8  | 4.3   | 0.9  | -7.8   | -11.6 | -12.7 | -8.9 |                 |
|          | 32.5   | 30.9 | 33.3  | 31.7 | 32.7   | 33.4 | 33.1  | 32.5 | 31.5   | 30.9  | 30.3  | 30.0 |                 |
|          | 11.1   | 2.1  | 27.0  | 3.4  | 0.1    | 7.9  | -0.9  | 2.6  | -3.6   | -7.4  | -8.5  | -7.4 |                 |
|          | 24.1   | 25.2 | 25.5  | 25.1 | 25.6   | 26.0 | 26.0  | 25.8 | 25.6   | 25.4  | 25.2  | 25.2 |                 |
|          | 3.6    | 1.0  | 8.5   | 4.6  | 6.4    | 3.2  | 2.2   | 3.1  | 0.1    | -2.4  | -2.9  | -2.6 |                 |

(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       |
| 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 |
| 藤田 隼平  | 準研究員   | 家計部門・住宅・雇用・賃金 |

- ご利用に際して -

- Ⅰ 本資料は、信頼できると思わ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。
- Ⅰ 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、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- Ⅰ 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。
- Ⅰ 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。
- Ⅰ 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。