

# 日本経済情報 2012年11月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 海外経済の現状と見通し

欧州経済は低迷続く一方、米国経済は持ち直し傾向を維持

中国経済は持ち直しが明確に、ASEAN経済は堅調拡大続く

為替相場は円高が一服し今後は景気の追い風に

#### 2. 日本経済の現状と見通し

景気の現状：景気後退局面入り

輸出：年明け以降に徐々に持ち直す見込み

設備投資：回復力の乏しい状況が続く

個人消費：軟調ながら駆け込み需要で一時的に増加

公共投資：震災復興事業は2013年に入りピークアウト

景気の見通し：2014年度はマイナス成長に

伊藤忠経済研究所  
所長  
三輪裕範  
(03-3497-3675)  
miwa-y  
@itochu.co.jp  
主任研究員  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

### 【世界経済および日本経済の見通し】

世界経済は、依然として欧州債務問題が最大の懸念材料であり、その解消に相当の時間を要するという見方を変える要素は見当たらない。そのため、足元で2四半期連続のマイナス成長となったユーロ圏経済は、今後も長期に渡って財政健全化の動きが下押しし、低迷が続こう。一方、米国経済は、雇用情勢の改善などを背景に持ち直しつつある。ハリケーン・サンディの影響や「財政の崖」を巡る不透明感により一時的に減速が見込まれるが、景気の持ち直し傾向は維持しよう

中国経済も、輸出の復調に伴って在庫調整が進展するなど持ち直しが明確となっている。今後は堅調な内需拡大に輸出の復調が加わり、景気は回復に向かうとみられる。ASEAN経済は、輸出が減速傾向にあるが、内需が堅調な拡大を続けており、今後も内需が牽引する形で比較的高い成長を維持しよう。また、為替相場は、日米金利差の拡大や日本の貿易赤字定着・財政悪化により基調として緩やかな円安が見込まれ、輸出減に苦しむ日本経済にとって追い風となろう。

日本経済の現状は、輸出の落ち込みと政策効果の剥落により7～9月期に続き10～12月期もマイナス成長になるとみられ、景気後退局面入りした。また、衆院解散により政治的空白期を迎え、今後の経済政策について現時点では不透明な部分が多い。そのため、大規模な景気対策を織り込まず、消費税率は予定通り引き上げられるとして、日本経済の先行きについて、以下の通り予想した。

輸出は米中経済の持ち直しや為替相場の円高一服により、2013年から2014年にかけて増勢を維持しよう。ただし、海外生産移転の動きが継続しているため、拡大テンポは緩やかなものにとどまる。製造業での落ち込みが顕著な設備投資は、輸出の復調がプラス材料となるが、設備稼働率の落ち込みや海外生産移転により回復力の乏しい状況が続こう。個人消費も、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により2013年度は一時的に増加するが、反動と増税により2014年は大きく落ち込む。また、公共投資は、震災復興事業のピークアウトにより減少に転じるとみられる。以上を踏まえ、実質GDP成長率は、駆け込み需要により2013年度に前年比1.6%まで高まるが、2014年度はマイナス成長となる。

1. 海外経済の現状と見通し

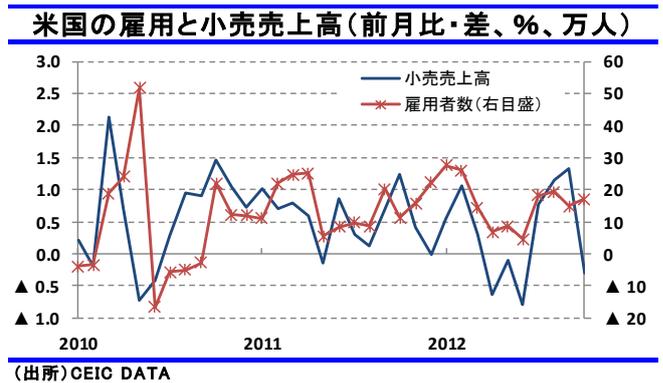
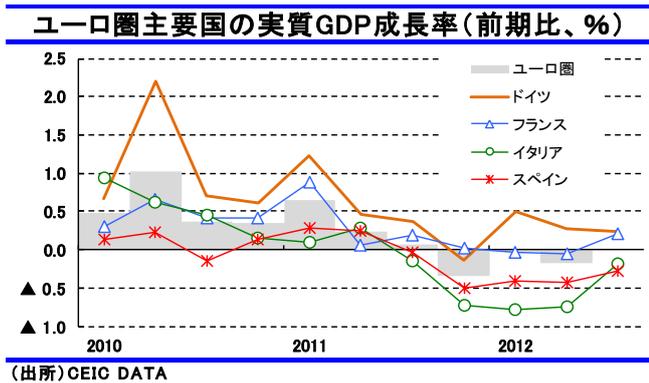
欧州経済は低迷続く一方、米国経済は持ち直し傾向を維持

世界経済の最大の懸念材料は、依然として欧州債務問題であり、そのゴールを財政再建とするならば、状況は少なくとも改善はしていない<sup>1</sup>。欧州債務問題の発端であり象徴的な存在であるギリシャは、11月12日のユーロ圏財務相会合において、財政再建の達成期限を当初の2014年から2年間延長する合意を取り付けた。今年3月に約1,300億ユーロ規模のギリシャ第2次支援が決定されたが、その際に条件とされた再建計画はわずか半年余りで修正を迫られたことになる。

その背景は、財政再建に伴う歳出削減や国民負担増により景気が下押しされ、景気の低迷により税収が落ち込み、財政収支が悪化したためである。ギリシャの実質GDP成長率は2011年に前年比▲7.1%の大幅なマイナスとなり、2012年も▲6.0%と予想されている<sup>2</sup>。また、2012年の財政赤字は、当初計画のGDP比5.4%から6.8%へ拡大する見通しとなっている。

ギリシャだけではない。2012年7～9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、ドイツ、フランスとも0.2%と中核の両国が揃ってプラス成長となったにもかかわらず、全体では前期比▲0.05%（年率▲0.2%）と小幅ながらマイナス成長になった。財政が悪化しているイタリアが前期比▲0.2%、スペインが▲0.3%とマイナスが続いたことに加え、財政状況が比較的良好なオランダが▲1.1%と大幅なマイナス成長になったためである。プラス成長のドイツもプラス幅は縮小しており、財政悪化国における景気の悪化が比較的健康な国へ悪影響を与えているようである。

こうした情勢を踏まると、ユーロ圏経済の回復には相当の時間を要するという従来からの見方を修正する必要はないと考えられる。むしろ、更に悪化するリスクを意識する必要があるだろう。2012年のマイナス成長はほぼ確実であるが、2013年も景気の低迷が続き、ゼロ成長にとどまると予想する。



低迷が続く欧州経済とは対照的に、米国経済は持ち直しつつある。雇用情勢の改善などを背景に個人消費が伸びを高めたことを主因に、実質GDP成長率は2012年4～6月期の前期比年率1.3%から7～9月期は2.0%へ加速した。10～12月期から2013年1～3月にかけては、ハリケーン・サンディの影響や「財政の崖」を巡る不透明感が成長テンポを下押しすると見込まれるが、4～6月期以降は再び成長テンポが高まろう。ただし、財政収支の改善に向けて政府部門の需要は減少が続き、成長率を押

<sup>1</sup> 欧州債務問題に対する当社の考え方については、2012年9月24日付け「日本経済情報 2012年9月号」を参照されたい。  
<sup>2</sup> 欧州委員会の見通し。財政赤字も同じ。

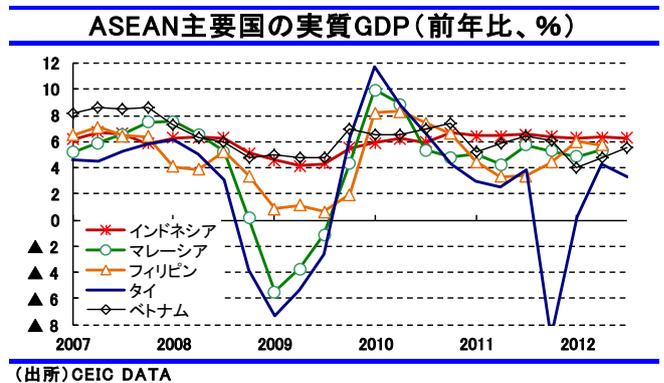
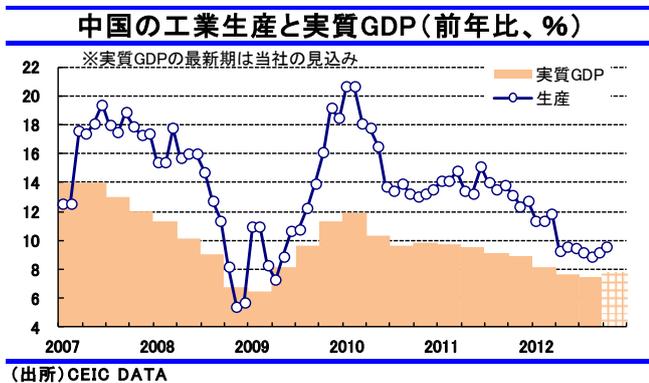
し下げるとみられる。以上の要因を整理すると、実質 GDP 成長率は、2011 年の前年比 1.8%から 2012 年は 2.2%に高まり、2013 年は前半の一時的な景気減速により 1.9%へ小幅ながら鈍化するものの、2014 年は 2.4%と潜在成長率程度までには回復すると予想する<sup>3</sup>。

**中国経済は持ち直しが明確に、ASEAN 経済は堅調拡大続く**

世界経済における、もう一つの大きな懸念材料は、牽引役として期待されている新興国の経済動向である。なかでも、世界第 2 位の経済規模を誇る中国経済は、今年に入り減速傾向が続いていたこともあり、その動向が注目される場所である。

中国の実質 GDP 成長率は、輸出の減速を背景とする大規模な在庫調整を主因に、2012 年 7~9 月期には 3 年半ぶりの低水準となる前年同期比 7.4%まで低下した。しかしながら、輸出は、米国向けや ASEAN 向けを中心に、7 月の前年同月比 1.0%を底に 10 月には 11.5%まで回復している。また、個人消費や固定資産投資といった国内需要は、賃金の上昇や物価の落ち着き、政府による公共事業の実施前倒しなどもあって堅調な拡大を続けている。その結果、在庫調整が進展し、工業生産は 8 月の前年同月比 8.9%から 10 月には 9.6%まで持ち直すなど、景気持ち直しの動きが明確になりつつある。

そのため、10~12 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比で 8%前後まで回復する可能性があるが、それでも 2012 年通年の成長率は 8%を下回る見込みである（当社予想は 7.9%）。中国政府は、もはやインフレ圧力を高める恐れのある二桁成長は望んでおらず、景気テコ入れのための大規模な刺激策を打ち出す可能性は低い。中国経済は、今後、輸出が持ち直す中で堅調な内需の拡大に支えられ、回復に向かうとみられるが、成長テンポは大きくは高まらず、2013 年以降も 8%程度の成長が続くと予想する。



ASEAN 主要国については、各国とも輸出が総じて減速傾向<sup>4</sup>にあるが、個人消費や固定資産投資が堅調に拡大しており、実質 GDP 成長率は概ね前年比 5%程度の比較的高い水準で推移している。個人消費の堅調さは、物価の落ち着きによるところが大きい。消費者物価上昇率は、各国とも食料品価格の値上がりなどにより、昨年前半から半ばにかけて高まったが、昨年後半から今年にかけて概ね安定的に推移している（タイ 2011 年前年比 3.8%→2012 年 10 月前年同月比 3.3%、インドネシア 5.4%→4.6%、マレーシア 3.2%→9 月 1.3%、フィリピン 4.7%→10 月 3.1%、ベトナム 18.7%→10 月 7.0%）。インフレの制約が取り除かれたため、各国とも金融政策の自由度が増しており、タイでは昨年 11 月

<sup>3</sup> 米国経済についての詳細は、2012 年 11 月 21 日付け「米国経済情報 2012 年 11 月号」参照。

<sup>4</sup> タイを中心に同国における洪水被害で既存した生産設備の復旧に伴う輸出増はあるが、そうした動きを除けば、輸出は軟調地合いと言える。

から段階的に政策金利を引き下げたほか（2011年10月3.25%→2012年10月2.75%）、インドネシア（2011年9月6.75%→2012年2月5.75%）やフィリピン（2011年12月4.50%→2012年10月3.50%）では1年足らずの間に1%Ptの利下げを行っている。

なお、既にインドネシアとベトナム、タイについては7～9月期の実質GDPが発表されている。インドネシアの実質GDP成長率は、4～6月期の前年同期比6.4%から7～9月期は6.2%へ低下した。輸出が前年同期比で減少に転じた（4～6月期2.2%→7～9月期▲2.8%）ことが主因であるが、個人消費（5.2%→5.7%）が伸びを高め、固定資産投資（12.3%→10.0%）も比較的高い伸びを維持するなど、内需の堅調な拡大が輸出の落ち込みをある程度カバーした。貿易収支の悪化などからルピア相場が対ドルで下落傾向にあることが懸念されるものの、今後は輸出が下げ止まり、インフラ投資の拡大などにより内需は堅調な拡大を続けるとみられ、2013年にかけて成長テンポはやや高まろう。

ベトナムの実質GDPは、1～3月期の前年同期比4.0%から、4～6月期4.7%、7～9月期5.4%と徐々に伸びを高めている。昨年前半までインフレ抑制のために金融引き締めが行われており、景気が減速していたが、ここにきて持ち直し傾向に転じている。ただし、未だ外貨準備の水準が低い中で貿易収支の改善が進んでおらず、海外からの直接投資はその大部分を日本に依存するなど、不安定さを残している。2000年代半ばに8%成長を誇ったベトナム経済であるが、2011年は5.9%まで低下しており、2012年から2013年にかけて5%程度の成長にとどまる可能性が高い<sup>5</sup>。

タイの実質GDP成長率は、4～6月期に前年同期比4.4%まで回復したが、7～9月期は3.0%へ伸びが鈍化した。輸出が前年比でマイナスに転じたことに加え、在庫が大きく落ち込んだことが主因であるが、個人消費や固定資産投資は伸びを高めており、国内需要は堅調である。その結果、2011年に前年比0.1%まで落ち込んだ成長率は、2012年に5%台半ばまで回復するとみられる。2013年には洪水からの復旧需要の剥落が一時的に成長テンポを押し下げる局面が見込まれ、成長率は5%前後まで低下するものの、内需が堅調な拡大を続ける中で、米中経済の持ち直しを受けて輸出の回復が期待できるため、2014年の成長率は再び5%台半ばに復すると予想する。

マレーシアやフィリピンについても、2012年後半は輸出の減速により成長テンポが鈍化する局面もあるとみられるが、2013年に入ると輸出の復調が期待できるため、2014年にかけて内需の堅調な拡大を牽引役とする5%程度の成長が続くとみられる。

上記の海外経済動向に加えて、以下に詳述する日本経済の先行きも踏まえると、世界経済成長率は、2012年に3.2%まで鈍化するものの、2013年は3.5%へ持ち直し、2014年には3.9%まで成長テンポ

|        | 実績   |      |      | 予想   |      |      |
|--------|------|------|------|------|------|------|
|        | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| 世界     | ▲0.6 | 5.3  | 3.8  | 3.2  | 3.5  | 3.9  |
| 米国     | ▲3.5 | 3.0  | 1.8  | 2.2  | 1.9  | 2.4  |
| ユーロ圏   | ▲4.3 | 1.9  | 1.5  | ▲0.5 | 0.3  | 1.0  |
| 中国     | 9.2  | 10.4 | 9.3  | 7.9  | 8.1  | 8.0  |
| ASEAN5 | 2.0  | 6.8  | 4.7  | 5.7  | 5.8  | 6.0  |

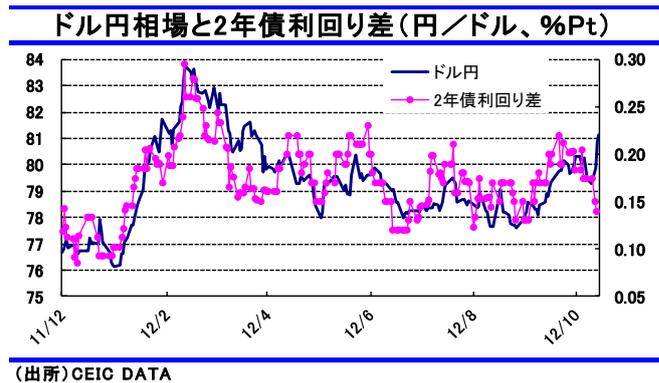
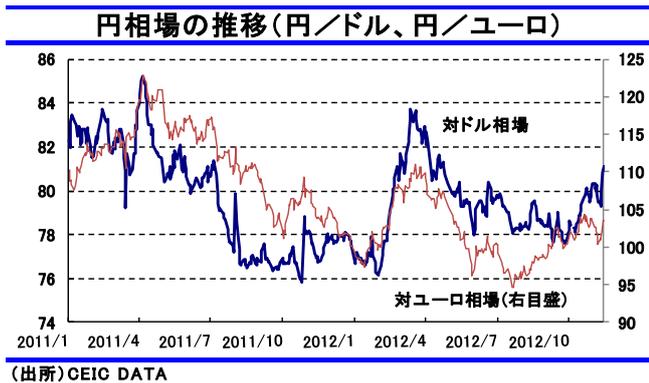
(注)ASEAN5はインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム  
(資料)各国政府、IMF(予測は当社による)

<sup>5</sup> ベトナムの実質GDP成長率について、IMFは2012年5.1%、2013年5.9%、世界銀行は2012年5.2%、2013年5.7%といずれも改善方向ながら5%台を予測。なお、政府の2013年目標は5.5%。

が高まると予想される。

**為替相場は円高が一服し今後は景気の追い風に**

今後の為替相場動向は、日本経済にとって、少なからぬ追い風となろう。ドル円相場は、11月16日に東京市場で約半年ぶりに1ドル=81円台の円安水準を付けたが、その背景は国会解散が確実となったことを受けて政権交代が追加金融緩和に結び付くという期待である。ユーロ円相場も、欧州債務問題を巡る混乱により今年10日前後に一時1ユーロ=100円割れ寸前まで円高ユーロ安が進む場面があったものの、その後は日本の金融緩和期待からユーロが103円台まで値を戻している。



ただし、こうした期待先行だけの円安要因は長続きしない。最近の円安ドル高は、ドル円相場と相関の強い2年物国債の日米金利差の動きから大きく乖離しており（右上図）、ファンダメンタルズからは説明できない水準となっている。ドル円相場は、この乖離を修正する形で一旦は円高方向へ修正されることとなろう。

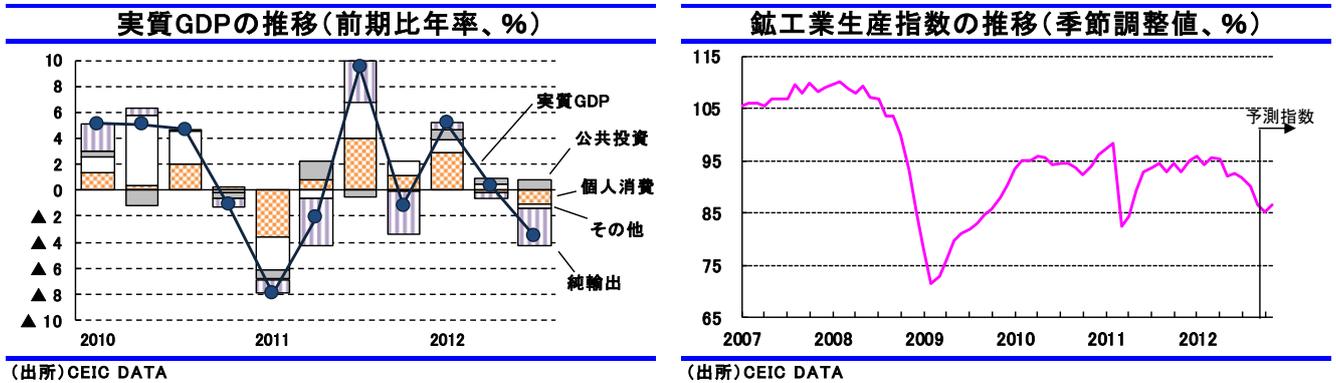
しかしながら、やや長い目で見ると、米国経済は緩やかながらも持ち直し傾向にある一方で、日本経済は、以下に詳述する通り、当分の間、回復が期待できないことから、日米金利差（米国－日本）は徐々に拡大するとみられ、ドル円相場は基調としては円安ドル高方向となろう。さらに、日本において貿易収支の赤字が続いていることや、深刻な債務問題に見舞われている欧州諸国以上に財政状況が悪化していることも、実需の円買い需要減少や投資資金の国外逃避といった形で円安圧力を強める要因となる。

**2. 日本経済の現状と見通し**

**景気の現状：景気後退局面入り**

2012年7～9月期の実質GDPは前期比▲0.9%（年率▲3.5%）と3四半期ぶりのマイナス成長になった。輸出が前期比▲5.0%の大幅な落ち込みを記録したことが主因であり、また、景気の停滞を受けて設備投資も前期比▲3.2%と減少し、個人消費もエコカー補助金終了を受けた自動車販売の落ち込みなどから前期比▲0.5%となった。このように、国内民間最終需要は、住宅投資が微増（前期比0.9%）となったことを除いて総崩れの状況である。なお、7～9月期の国内民間最終需要は前期比▲0.9%となり実質GDP成長率を0.7%Pt押し下げたほか、純輸出（輸出－輸入）も実質GDP成長率を0.7%Pt押し下げた。

一方の公的需要は、景気の低迷や高齢化に伴う社会保障支出の拡大を映じて、政府消費が 10 四半期連続の増加（7～9 月期は前期比 0.3%）となったほか、東日本大震災の復興事業拡大により公共投資（公的固定資本形成）が 7～9 月期に前期比 4.0%へ伸びを高めており（4～6 月期 2.6%）、公的需要合計では前期比 1.0%、実質 GDP 成長率を 0.3%Pt 押し上げた。



10～12 月期も、鉱工業生産の動向から判断する限り、厳しい状況が続くようである。鉱工業生産指数は 7 月の前月比▲1.0%、8 月の▲1.6%から 9 月は▲4.1%と落ち込みが加速し、7～9 月期は前期比▲4.2%と大幅に減少した。さらに、10 月の予測指数は前月比▲1.5%となり、11 月は 1.6%と増加を見込んでいるものの、10～11 月平均では 7～9 月期を 4%も下回る計算となる。このため、鉱工業生産の 3 四半期連続マイナスは、ほぼ確実な情勢となっており、実質 GDP 成長率も 2 四半期連続でマイナスとなる可能性が高い。日本経済は、既に後退局面入りしていると言える。

**政治的空白により今後の経済政策は不透明に**

景気が予想以上の悪化を見せる中で、日銀は 10 月 30 日の金融政策決定会合において、資産買入等の基金 11 兆円増額（80 兆円→91 兆円）に加え、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設を決めた。さらに、金融政策の決定内容に「デフレ脱却に向けた取組について」と題した政府と連名の文書を公表した。この文章について、白川総裁は、「政府との共通理解をより明確に示したもの」であり、政策協定（アコード）ではないとしているが、政府と日銀が連携を強めるという双方の意思表示として受け止めることはできよう。今後、少なくとも政府がデフレ脱却に向けて何らかの取り組みを打ち出した際には、日銀も一段の金融緩和など、然るべき対応を迫られると予想される。

そして、次期政権によっては、日銀への要求の程度が、より強まる可能性がある。11 月 16 日、野田首相は衆議院の解散を宣言し、衆院選の公示は 12 月 4 日、投票日は 16 日となった。現段階で次期政権を担う可能性が最も高い自民党の安倍総裁は、11 月 7 日の講演で、政府・日銀間の政策協定（アコード）の締結やインフレターゲットの導入に前向きな姿勢を表明、日銀法改正や 3%という消費者物価上昇率目標についても言及している。自民党の選挙公約の段階では幾分トーンダウンしている部分もあるが、こうした考えが本心に近いとは言えそうである。そして、こうした発言が、追加の金融緩和期待を生み、ドル円相場の円安進行に結び付いたことは、先にも触れた通りである。

政府の経済政策も、衆院選後の政権によって異なる。仮に自民党が政権与党となった場合、財政政策は現政権以上に拡張方向に舵が切られる可能性が高い。自民党は、10 年間で 200 兆円の災害対策投資を行う国土強靱化計画を掲げており、既に基本法案を国会に提出している。さらに、安倍総裁は、17 日の講演において、国債の日銀引き受けに前向きとも取れる発言をするなど、財政規律よりも経済

成長を優先するスタンスを示している。現時点で想定される自民党政権下での財政運営は、日本経済が債務危機で混乱する欧州と同様の状態に陥るリスクを取り、後世代に莫大な負担を残しつつ、実力以上の経済成長<sup>6</sup>を目指すものとなる可能性があるろう。

消費税率引き上げの行方も、不透明感が増している。野田政権下で実現の道筋がたった消費税率引き上げは、景気の低迷が長引けば、次期政権の方針と判断次第で実行が凍結される可能性がある。仮に消費税率引き上げが見送られれば財政健全化が後退するため、日本の財政に対する信認が大きく低下する恐れがあるばかりでなく、税率引き上げ前の駆け込み需要の有無などにより、経済成長の姿が大きく異なる。

このように、今後の経済政策について不透明な部分が多いが、以下では、現時点で確定していない追加の公共投資は見込まず、消費税率は引き上げられることを前提として、主な需要の現状を踏まえ、先行きを展望する。

### 輸出：年明け以降に徐々に持ち直す見込み

7～9月期の実質GDPを大きく押し下げた輸出であるが、貿易統計の輸出数量指数も当社試算の季節調整値で前期比▲4.3%と大幅に落ち込んでいる（GDPベースの輸出は前期比▲5.0%）。輸出数量指数の仕向地別動向を見ると、景気の低迷が続くEU向け（7～9月期前期比▲5.3%）が4四半期連続となる大幅減となったことに加え、在庫調整の過程にある中国向け（▲4.9%）の落ち込みを主因にアジア向け（▲4.6%）が大幅に減少した。なお、中国向けについては、9月中旬以降の日中関係悪化の影響が出始めており、9月の中国向け輸出数量指数は前月比▲2.1%と2ヵ月ぶりに減少<sup>7</sup>し、10月は更に落ち込んだ模様である<sup>8</sup>。米国向けも、全体の約3分の1を占める自動車関連の落ち込みなどにより7～9月期は前期比▲3.0%と振るわなかった。

しかしながら、先行きを展望すると、前述の通り米国経済は緩やかな拡大を続けるとみられることから、足元で落ち込んでいる米国向け輸出は、今後、持ち直すと予想される。中国向けについては、中国経済が在庫調整に目途がつき徐々に復調するとみられることから、日中関係悪化の影響（詳細後述）を除けば、改善が期待される。そのほか、中国以外のアジア向け輸出は、ASEAN経済の堅調な拡大に牽引されて増勢が続くと見込まれる。また、為替相場は対ドルで円安傾向が予想されるため、特に米国向け輸出の回復を後押しすることとなろう。その一方で、欧州向け輸出は、現地の経済動向の面からも為替相場（ユーロ円相場）の面からも追い風は期待できず回復は見込み難いが、輸出全体としては、遅くとも年明け頃には持ち直し、その後も増勢が続くと予想する。

ただし、海外生産シフトが輸出の増加テンポを抑制することとなろう。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、製造業の海外現地生産比率は2009年度の17.1%から2010年度は17.9%

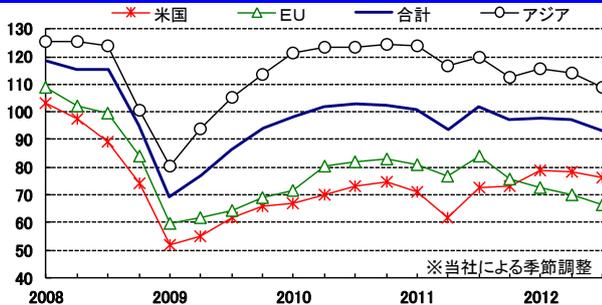
<sup>6</sup> デフレ・ギャップ縮小のためには、1%弱とみられる潜在成長率を上回るペースの景気拡大が必要であるが、それを財政支出の拡大で実現しても持続可能ではなく、実力以上の成長と言える。

<sup>7</sup> 貿易統計で数量ベースの動向が確認できるものうち、9月の前月比（当社試算の季節調整値）のマイナス幅が大きかったのは、コンピュータ（▲47.6%）、ビデオレコーダー（▲27.6%）、自動車（▲26.3%）であり、自動車は日中関係悪化の影響を受けたものと考えられる。

<sup>8</sup> 10月の中国向け輸出金額は前年同月比▲11.6%となり、9月の▲14.1%からマイナス幅が縮小したが、前年の反動による部分が多い。日中関係悪化の影響を最も強く受けた自動車の輸出台数は、9月の前年同月比▲43.7%から10月は▲81.8%まで減少幅が拡大している。

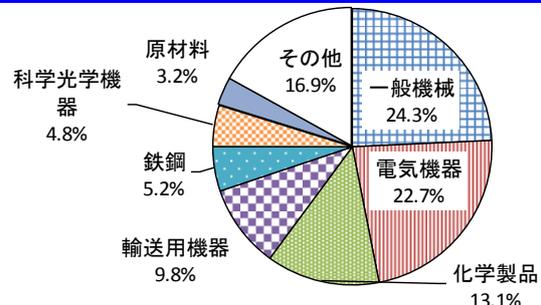
へ上昇し、2011年度は18.4%となった見込みである。2012年度についても、為替相場の1ドル=80円を上回る円高水準の定着を背景に、海外生産シフトが一段と進んでいる可能性が高く、その分だけ海外景気の復調や円安の輸出を通じた恩恵を受けにくくなっている。

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIG DATA

対中輸出の財別シェア(2011年)



(出所)CEIG DATA

なお、日中関係悪化が日本の輸出に与える影響は、短期的には、主に消費財において現れることとなる。9月から10月にかけて、中国における日本ブランドの自動車や家電製品は概ね前年比半減の大幅な落ち込みを記録している<sup>9</sup>。これらの分野を中心に、消費財の完成品や現地生産に向けた部品の輸出が下押しされると見込まれる。その一方で、資本財や日本ブランド製品と関係のない生産財においては、影響は限定的と考えられる。

現時点で中国内での販売の大幅な落ち込みが確認されている電機製品と輸送用機器が中国向け輸出に占める割合は、完成品と部品を合わせて32.4%(2011年)に上る。そのため、仮にこれらが半減すれば、輸出全体は単純計算で16%程度押し下げられることになる。これらの分野が全て日本ブランド製品に関係しているわけではないが、その一方で、関連する素材分野の輸出減少や、これらの分野以外でも日本製品の販売落ち込みが見込まれることを勘案すると、日中関係悪化に伴う日本製品敬遠の動きによって、中国向けの輸出が1~2割程度は落ち込むリスクがあると言え、今後の動向が注目される。

設備投資：回復力の乏しい状況が続く

7~9月期の設備投資は、前期比▲3.2%と比較的大きな落ち込みを示し、昨年半ば以降の持ち直しの動きは完全に頭打ちとなった。こうした動きは、先行指標の機械受注(船舶・電力を除く民需)が2012年4~6月期に前期比▲4.1%と大幅に減少したことと整合的である。さらに、機械受注は7~9月期も▲1.1%と減少が続いていることから、10~12月期の設備投資も減少している可能性が高い。

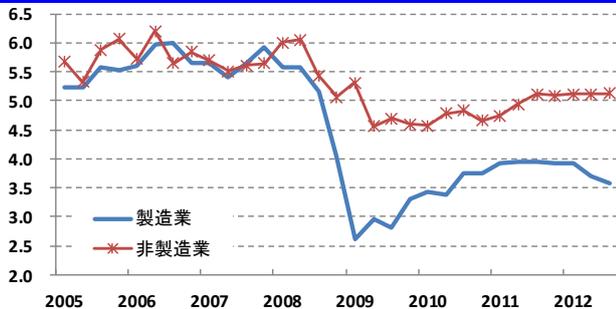
機械受注を業種別に見ると、非製造業からの受注は、昨年前半に持ち直した後、今年7~9月期にかけて概ね横ばいで推移している一方、製造業からの受注は今年4~6月期に前期比▲5.8%と大幅に減少、7~9月期も▲3.2%と減少が続いており、設備投資の落ち込みが主に製造業の投資抑制によってもたらされたものであることが分かる。

また、製造業において設備投資が抑制されているのは、設備稼働率が低下しているためである。輸出の不振などを受けた生産水準の低下により、製造業の設備稼働率は4~6月期に前期比で2.6%低下、

<sup>9</sup> 詳細は2012年11月16日付 Economic Monitor 「持ち直しの動きが明確になりつつある中国経済」参照。

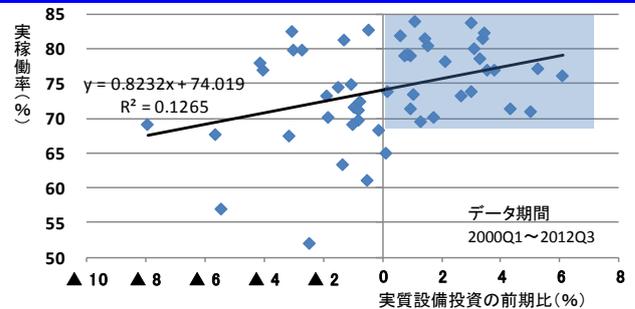
7～9月にはさらに5.3%低下し、実稼働率<sup>10</sup>は67.5%程度になった模様である。2000年以降の実質設備投資の前期比と設備実稼働率との関係を見ると、平均的には実稼働率が74%を上回ると設備投資が増加し、少なくとも70%を超えないと設備投資は増加しないことがわかる（下右図）。

業種別機械受注の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIG DATA

業種別機械受注の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIG DATA

10～12月期の機械受注見通しにおいて、製造業からの受注は前期比▲6.9%と更に落ち込んでいる。前述の通り10月以降も製造業の生産水準が低迷し、稼働率も低下しているためであり、製造業の設備投資が増加に転じるためには生産水準の回復が待たれるところである。

その一方で、非製造業からの受注は10～12月期に前期比14.3%もの大幅増となる見通しである。電子通信機械や鉄道車両の大幅増加が見込まれており、移動体通信会社の通信設備増設や鉄道会社の大規模車両入れ替えによるものとみられる。法人企業統計季報などを見る限り、非製造業は、円高の影響に苦しむ製造業に比べ収益環境が良好<sup>11</sup>であり、投資余力が十分にあることを踏まえると、設備投資の拡大は自然な動きと言えるが、選挙結果や消費税率引き上げの影響など、国内経済において不透明感が強い中で、今後も持続的に拡大するかどうかは予断を許さない。

以上を整理すると、今後の設備投資は、当面は非製造業主導で持ち直し、輸出の持ち直しとともに徐々に製造業へ主役をバトンタッチしていくものとみられるが、先行きに対する不透明感や海外生産移転の動きが重石となり、回復力に欠ける展開となろう。

## 個人消費： 軟調ながら駆け込み需要で一時的に増加

7～9月期の個人消費は前期比▲0.5%となり、4～6月期の▲0.1%から落ち込みが加速した。非耐久財（4～6月期前期比▲1.2%→7～9月期▲1.0%）の減少が続く中で、耐久財（3.1%→▲2.1%）が減少に転じたことが主因である。

耐久財消費の減少は、エコカー補助金が9月21日に終了したことが大きく影響している。乗用車販売台数は、7月の前年同月比42.3%から8月15.6%、9月▲3.7%とマイナスに転じた。当社試算の季節調整値では、7月の年率497.4万台から8月448.3万台（前月比▲9.9%）、9月408.5万台（▲8.9%）と2ヵ月間で水準を約2割落としており、その結果、7～9月期では451.4万台と4～6月期の480.5万台から6.1%減少した。

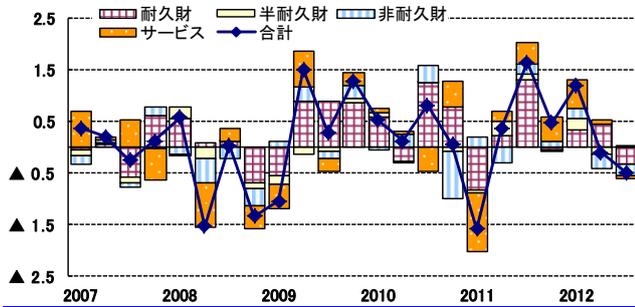
10月の乗用車販売台数は410.7万台（前月比0.5%）と下げ止まったものの、7～9月期の水準を9.0%

<sup>10</sup> 2005年平均の稼働率を79.5%として計算。

<sup>11</sup> 2012年4～6月期の経常利益は、製造業の前年同期比2.7%に対して非製造業は16.0%。

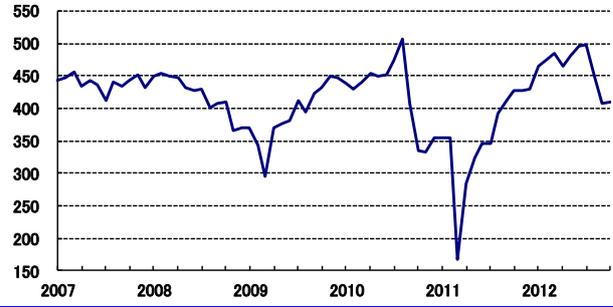
も下回っている。これまでの政策効果により乗用車需要は相当に先食いされているとみられるため、11月以降も回復は見込み難く、10～12月期の乗用車販売台数の落ち込みが、引き続き耐久財消費を押し下げる可能性が高い。

財別家計消費の推移(季節調整値、前期比、%)



(出所)内閣府

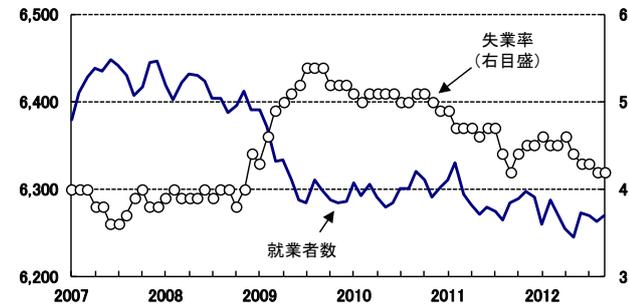
乗用車販売台数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)CEIC DATA

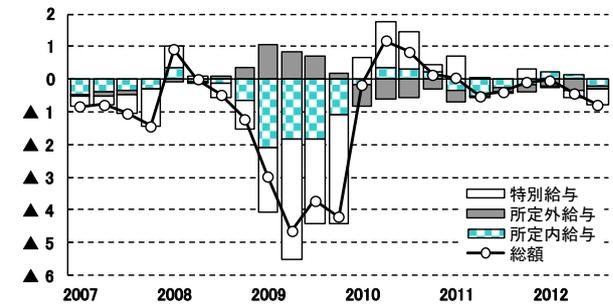
また、個人消費を取り巻く環境は、引き続き芳しくない。就業者数は緩やかながら増加し(7～9月期前期比10万人増)、失業率は4月の4.6%から8月に4.2%まで低下し(9月も4.2%)、雇用情勢は幾分改善しているが、一人当たり賃金はボーナスの減少などにより4～6月期の前年比▲0.4%から7～9月期は▲0.8%へマイナス幅が拡大しており、賃金の改善には結びついていない。この冬のボーナスも製造業を中心に前年比減少が見込まれており<sup>12</sup>、個人消費を支えるべき所得環境の改善は進んでいない。

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)CEIC DATA

現金給与総額の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

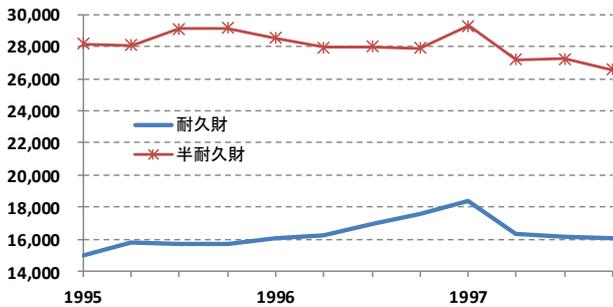
今後を展望すると、景気に遅行する雇用情勢の悪化が懸念される中で、政治の停滞により社会保障の将来像は未だ見えず、増税だけが先行することにより、予備的貯蓄の増加(消費性向の低下)が消費を押し下げる要因となろう。

ただし、消費税率引き上げ前には駆け込み需要が見込まれる。前回の消費税率引き上げは1997年4月(3%→5%)であったが、耐久財消費が1996年7～9月期以降、増勢が加速し、非耐久財消費は直前の1997年1～3月期に急増するなど、これらの比較的単価が高い分野において駆け込み需要が顕著に見られた(左下図)。その結果、個人消費全体では、1996年7～9月期の前期比0.3%から10～12月期1.0%、1997年1～3月期2.2%と増勢が加速、4～6月期には反動により▲3.5%と大きく落ち込んだ。

<sup>12</sup> 労務行政研究所の調査(10月3日発表)によると、東証第一部上場企業212社の今冬のボーナス妥結状況は、昨年の実績を1.1%下回った。うち製造業は1.3%減少、非製造業は0.1%増加となっている。

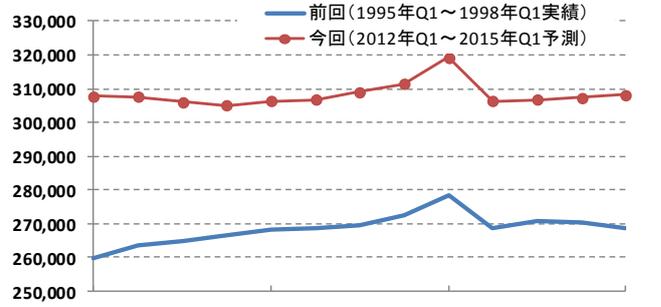
今回の税率引き上げ幅は3%Pt（5%→8%）と前回より大きいため、駆け込み需要の規模も大きくなると考えられるが、その一方で、ここ数年の間に自動車や家電製品の大規模な販売支援策が行われたため需要が相当程度先食いされており、その分、耐久財に関しては駆け込み需要の規模が抑制されることとなる。したがって、当社は今回の駆け込み需要について、前回はやや上回る程度、反動落ちは2014年4～6月期に前期比▲4.1%と想定している。

前回の駆け込み需要(2000年価格、10億円)



(出所)CEIG DATA

個人消費の比較(2000年価格、10億円)



(出所)CEIG DATA

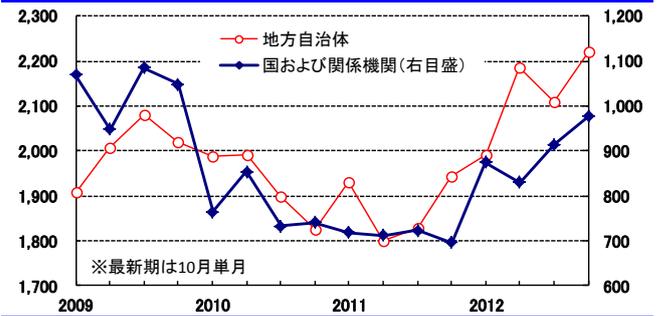
公共投資：震災復興事業は2013年に入りピークアウト

公共投資（公的固定資本形成）は、復興予算の本格執行に伴い、1～3月に前期比4.2%とプラスに転じた後、4～6月2.6%、7～9月期4.0%と堅調な拡大を続けている。

さらに、先行指標である公共工事保証実績は、7～9月期こそ地方自治体における4四半期ぶりの落ち込み（前期比▲3.5%）により全体で概ね横ばい（前期比0.3%）にとどまったものの、10月は国、地方とも大幅に拡大し、全体の水準は7～9月期を5.7%上回っている。こうした先行指標の動きを踏まえると、公共投資の増勢は10～12月期も続く可能性が高い。

今後について展望すると、東日本大震災の復興関連事業については、昨年度の未消化分が7兆円余りに上っていることや、他の目的に流用されている部分が少なくないことを踏まえると、既に大幅に高まっている公共投資の水準をさらに押し上げるほどの追加予算措置は想定し難い。しかしながら、前述の通り、次期政権与党の政策次第では、大幅な公共投資の積み増しが行われる可能性もあり、政治的空白期間に入った現時点では予想が困難である。

公共工事保証実績の推移(季節調整値、10億円)



(出所)保証会社各社

したがって、本予測では、景気刺激を目的とした大幅な追加予算措置を見込まず、2013年に入り東日本関連予算の執行がピークアウトするに伴って、公共投資の水準も徐々に低下していくと予想している。

景気の見通し：2014年度はマイナス成長に

以上を踏まえて今後の日本経済を展望すると、実質GDP成長率は、輸出の減少や個人消費の息切れにより2012年7～9月期に続いて10～12月期もマイナス成長となる可能性が高い。2013年に入ると、海外景気の持ち直しや為替相場の円高一服を背景に輸出が増加に転じ、景気の悪化には歯止めが

掛かるとみられるものの、2012年度の実質GDP成長率は前年比0.9%の低成長にとどまると予想する。

2013年度に入ると、輸出が増加基調を維持し、それを受けて設備投資も緩やかながら拡大傾向が見込まれることに加え、2014年度からの消費税率引き上げ前の駆け込み需要により個人消費や住宅投資が徐々に増勢を強めることから、景気は一旦持ち直すとみられる。2013年度の実質GDP成長率は、前年比1.6%まで高まると予想する。

2014年度は、駆け込み需要の反動落ちや増税による購買力の低下により、個人消費や住宅投資の大幅な落ち込みが予想される。輸出や設備投資は拡大が続くとみられるが、これらの落ち込みを補うには足らず、実質GDPはマイナス成長になると予想する。

## 日本経済の推移と予測(年度)

| 前年比,%,%Pt    | 2011<br>実績 | 2012<br>予想 | 2013<br>予想 | 2014<br>予想 |
|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 実質GDP        | ▲0.1       | 0.9        | 1.6        | ▲0.8       |
| 国内需要         | 1.0        | 1.6        | 1.8        | ▲1.0       |
| 民間需要         | 0.6        | 1.1        | 2.3        | ▲1.3       |
| 個人消費         | 1.2        | 1.0        | 1.8        | ▲1.4       |
| 住宅投資         | 3.8        | 3.7        | 11.7       | ▲15.9      |
| 設備投資         | 1.0        | 0.3        | 1.5        | 1.7        |
| 在庫投資(寄与度)    | (▲0.5)     | (0.1)      | (0.1)      | (0.1)      |
| 政府消費         | 1.8        | 2.1        | 1.4        | 1.3        |
| 公共投資         | 2.4        | 8.1        | ▲4.6       | ▲6.6       |
| 純輸出(寄与度)     | (▲1.0)     | (▲0.7)     | (▲0.2)     | (0.2)      |
| 輸出           | ▲1.4       | ▲0.2       | 3.2        | 5.4        |
| 輸入           | 5.6        | 4.7        | 5.0        | 4.3        |
| 名目GDP        | ▲2.0       | 0.3        | 1.1        | 0.7        |
| 実質GDP(暦年ベース) | ▲0.7       | 1.7        | 0.7        | 0.5        |
| 鉱工業生産        | ▲1.2       | ▲4.2       | 1.2        | 0.7        |
| 失業率(%、平均)    | 4.5        | 4.3        | 3.9        | 3.6        |
| 経常収支(兆円)     | 7.6        | 4.6        | 3.7        | 5.6        |
| 経常収支(GDP比,%) | 1.6        | 0.9        | 0.7        | 1.2        |
| 消費者物価(除く生鮮)  | ▲0.0       | ▲0.1       | 0.4        | 2.2        |

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。