

# 日本経済情報

## 2013年1月号

### Summary

#### 【内容】

#### 1. 世界経済の現状 (2012年の回顧)

#### 2. 世界経済の展望

明暗分かれる欧米経済

新興国経済はインフレや政策対応余地により回復力が異なる

ドル円相場は円安傾向に

日本経済は輸出復調や駆け込み需要により回復

貿易動向: 輸出は回復に向かうが貿易収支の赤字が定着

公共投資: 景気対策による追加で増勢持続

駆け込み需要: 前回並みの規模に

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

### 【世界経済の現状と展望～日本経済を中心に】

2012年の世界経済は、年初の回復ムードから徐々に停滞感が強まり、先行きに対する不透明感が払拭できない状況が続いた。欧州債務問題が1年を通じて世界経済の重石となり、ユーロ圏経済は景気後退局面が続いた。米国経済も年後半は回復の兆しが見られたが「財政の崖」が先行きの不透明感を強めた。新興国経済も、総じて勢いの衰えが見られた。BRICS諸国は、中国経済こそ10～12月期に底入れしたが、インド経済やブラジル経済は成長率が大きく低下し、ロシア経済も成長率は伸び悩んだ。そうした中で、ASEAN経済の底堅さが目立った。そうした中で、日本経済は、政策面からの景気下押し圧力や輸出の落ち込みにより景気後退局面入りしたとみられるが、年末にかけては新政権への期待を背景とする円高修正・株価上昇により先行きに対する楽観ムードが広がった。

今後の世界経済は、主要国の政策運営における不透明感が新政権の本格始動に伴って解消に向かうほか、既存のリスク要因に対する対応力は強まっているとみられ、その意味で改善方向にあると言える。欧州経済は、財政赤字の削減に伴う景気下押し圧力により低迷が続くが、家計部門の改善が顕著な米国経済は財政健全化に伴う負の影響を受けながらも比較的堅調な拡大を続けよう。

新興国においては、中国経済が回復に向かう一方で、インド経済はインフレ率の高止まりや財政余力の乏しさなどから回復力は極めて限定的であり、ASEANにおいてはインフレ懸念の燻るベトナムの回復はもたつくものの、他の主要国はむしろ景気過熱を警戒すべき状況となろう。

日本経済は、ドル円相場の円高修正という追い風の中、海外景気の持ち直しを受けて輸出が回復に向かうほか、震災復興需要の進捗や新政権の打ち出した景気対策によって公共投資が増勢を維持し、後退局面を脱する。2013年度後半には、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要により、成長テンポは大きく高まろう。ただし、2014年度には政策効果や駆け込み需要の反動落ちにより、マイナス成長となる可能性が高い。

世界経済成長率は、2011年の前年比3.8%から2012年は3.2%まで低下したとみられるが、2013年は3.5%へやや伸びを高めると予想する。

## 1. 世界経済の現状（2012年の回顧）

### 世界経済は欧州債務問題が重石となり停滞感強まる

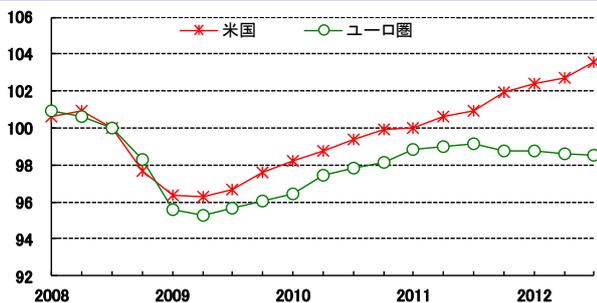
2012年の世界経済は、年初の回復ムードから徐々に停滞感が強まり、先行きに対する不透明感が払拭できない状況が続いた。その主因としては、欧州債務問題の深刻化を受けた欧州経済の後退局面入りと、米中経済の減速が挙げられる。

欧州債務問題は、昨年3月のギリシャ追加支援決定により一山越えたかに思われたが、6月に行われた総選挙の結果次第ではギリシャがユーロを脱退する可能性があることが懸念されるなど、金融市場の混乱が続いた。選挙を無事乗り越えた後も、景気の悪化により追加支援の条件である財政健全化が計画通り進まず、追加支援の決定が年末近くまで先送りされるなど、ギリシャを巡る情勢は不安定さを残した。さらに、経済規模がユーロ圏第4位のスペインにおいて金融機関の体力低下が問題視され、スペイン政府による金融機関支援のための財政支出が財政悪化につながるとの見方からスペイン国債の利回りが急上昇するなど、新たな問題が表面化した。最終的には、スペイン政府が12月にESM（欧州安定メカニズム）へ銀行支援のための資金拠出を要請したことで金融市場は一時的に落ち着きを見せているが、欧州債務問題は1年を通じて世界経済の重石となり続けた。

### 欧米経済は財政問題が下押し

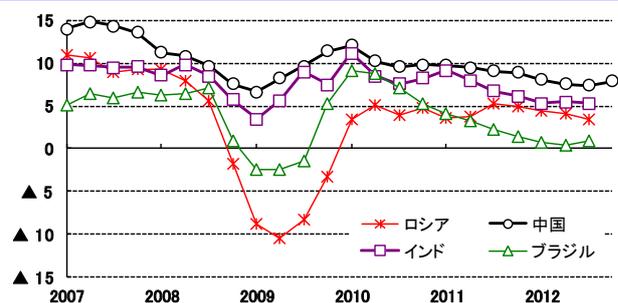
また、ユーロ圏全般で進められている財政健全化に向けた政府の歳出削減や増税などが、ユーロ圏経済を大きく下押しした。ユーロ圏の実質GDPは、2011年10～12月期から2012年7～9月期にかけて4四半期連続で前期比マイナスとなり、景気後退局面が続いた。年初に回復期待が高まった米国経済も、欧州経済の停滞に加え、4～6月期には実質GDP成長率が前期比年率1.3%まで減速した。7月以降は、雇用者数が概ね前月比15万人前後で安定した拡大を続ける中で、住宅市場が価格の上昇を伴って回復し、個人消費に明るさが戻るなど景気に回復の兆しが見られたが、年末が近づくにつれて「財政の崖」が先行きに対する不透明感を強めた。

欧米の実質GDPの推移(2008年Q3=100)



(出所)CEIC DATA

BRICsの実質GDPの推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

### 新興国経済はASEANの好調ぶりが目立つ

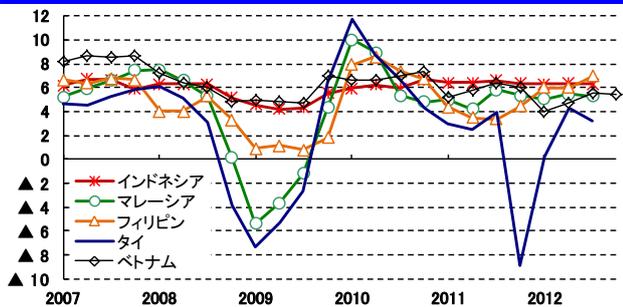
世界経済の牽引役を期待された新興国経済についても、総じて勢いの衰えが見られた。特に、成長株とされたBRICs諸国は、総じて期待外れの成長ペースに終わった。筆頭の中国経済は、減速こそ予想されていたが、生産調整が追い付かず在庫水準が大幅に上昇、大規模な在庫調整を強いられたため実質GDP成長率は7～9月期に前年同期比7.4%まで落ち込んだ。ただし、年末にかけて輸出の持ち直しなどから在庫調整は徐々に進展、10～12月期の実質GDPは前年同期比7.9%と約2年ぶりに伸

びが高まり、景気はようやく底入れした。

一方で、インド経済は、実質 GDP 成長率が 2012 年に入って前年同期比 5%まで低下、その後も改善は見られず低成長が続いている。さらに、景気の減速にもかかわらず卸売物価指数は 12 月も前年同月比 7%台で高止まりしているほか、ルピー相場が対米ドルで大幅に切り下がっているため、金融緩和による景気刺激という選択を採り難い状況にあり、回復を見込める状況にはない。ブラジル経済は、実質 GDP 成長率が前年同期比 1%前後まで鈍化し、ブラジル中銀はインフレ率の低下を受けて大幅な金融緩和を行ったものの、景気は未だ下げ止まった程度である。ロシア経済も、原油価格の持ち直しが景気の下支えとなっているが、欧州経済低迷の影響を強く受けて実質 GDP 成長率は伸び悩んでいる。

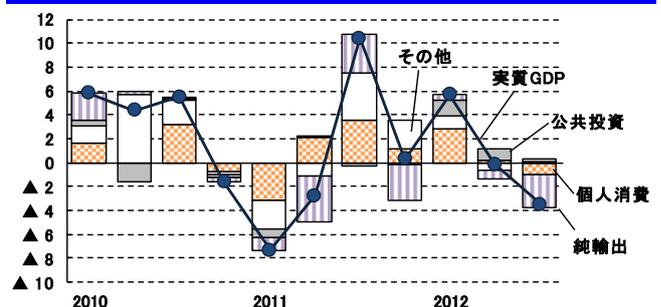
対照的に ASEAN 経済は、好調さが目立った。主要 5 カ国（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム）について見ると、いずれも欧米や中国経済の減速を受けて輸出が減少ないしは減速した。しかしながら、インフレ率の落ち着きを背景に各国とも 2011 年から 2012 年にかけて金融緩和に転じており<sup>1</sup>、金利の低下や購買力の回復が自動車などの耐久財消費を押し上げ、企業の設備投資の拡大を後押しした。その結果、堅調な内需が輸出の落ち込みをカバーする形で概ね前年同期比 5～6%程度の比較的高い成長率を維持している。なかでも、輸出依存度の高いマレーシアやタイにおいて、輸出が減少する中で景気が堅調な拡大を維持したことは、ASEAN 経済の潜在的な内需の強さを改めて認識させた。

ASEAN主要国の実質GDP(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

日本の実質GDP(前期比年率、%)



(出所)内閣府

## 日本経済は景気後退局面入りも回復期待高まる

そうした中で日本経済は、エコカー補助金の終了（9月）や震災復旧事業の一巡といった政策面からの景気下押し圧力に加え、海外景気の減速や1ドル=77円台まで進んだ円高により輸出が減少したため、7～9月期の実質 GDP は前期比▲0.9%（年率▲3.5%）もの大幅な落ち込みを記録した。マイナス成長は4～6月期（前期比年率▲0.1%）から2四半期連続であり、日本経済は後退局面入りした可能性が高いと考えられる<sup>2</sup>。ただし、年末にかけては、自民党安倍総裁のデフレ脱却に向けた大胆な経済・財政政策への期待感から円高が修正され、株価が大幅に上昇するなど、景気の先行きに対する楽観ムードが広がった。

<sup>1</sup> インドネシアは2011年10月、タイが同年11月、フィリピンは2012年1月、ベトナムが同年3月、マレーシアは7月に、それぞれ利下げに転じている。

<sup>2</sup> 景気後退局面入りの可能性については、2013年1月17日付け Economic Monitor「日本経済見通しの修正（2013年度2.0%、2014年度▲0.4%）参照。

主要国の政策運営に対して不透明感強まる

以上の通り、2012年の世界経済は、一部で復調の兆しも見られたが、年半ばにかけて景気拡大のモメンタムが低下し、その後も先行きに対する不透明感が残るなど、年間を通じて停滞感の強い状況が続いた。ロシア、フランス、中国、米国、韓国、日本といった主要国において、政権交代のかかる選挙などがあったことも不透明感を高める要因となった。ただし、その結果を振り返ると、3月のロシア大統領選ではプーチン政権が強化された。また、5月のフランス大統領選で勝利したオランド新大統領は、当初はユーロ圏経済の安定より国内情勢を優先するのではないかと懸念されたが、実際には国内世論にも配慮した債務問題に対する現実的な取り組みがユーロ圏経済の安定につながっている。11月の米国大統領選では、オバマ大統領が再選されたものの、2大政党支持者の間の溝が深まり政策運営上の障害になるとの懸念が強まった。しかしながら、選挙戦における激しい議論の結果、両党の主張が明確となり、それが「財政の崖」を乗り越える一助になったとの見方もできよう。

このように、欧米における選挙が概して既存路線の承継により政策面での不透明感を概ね払拭できたことに対して、年終盤に集中した東アジア各国の政権交代は、大きな政策の変化を伴う可能性が残り、当面は不安定さを高める要因となっている。中国では11月に開催された共産党大会において習近平総書記が誕生し、これまでの改革路線が継続されるかどうかに関心が集まっているが、現在は今年3月の国家主席就任に向けて政策方針や政権運営手腕を見極める段階にある。また、韓国では、12月の大統領選で勝利した朴槿恵氏の大統領就任が2月25日の予定となっている。朴氏は李明博大統領と同じ与党セヌリ党であるが、経済政策においては、産業寄りとされた李政権に対して経済格差是正を重要課題とする点が異なるほか、外交面では対話による日本との関係修復が期待されるなど、大きな変化が見込まれる。日本では、安倍新政権が積極的な景気刺激策を矢継ぎ早に打ち出し、アジア外交ではASEAN重視の方針を明確にするなど、既に政策運営に大きな変化が見られる。

原油価格の推移(WTI、ドル/バレル)



(出所)CEIC DATA

ユーロドル相場の推移(ドル/ユーロ)



(出所)CEIC DATA

金融緩和が市場の動きを増幅

こうした政治動向に加え、昨年も欧州債務問題を巡って、スペインのカタルーニャ州独立運動やフランス国債の格下げ問題など、新たなリスク要因が発生したほか、イランの核兵器問題やシリアの内戦、イスラエル問題といった中東情勢の悪化など地政学上のリスクが顕在化し、金融市場や商品市場へ大きな影響を与えた。さらに、9月に米国で追加緩和が行われるなど、主要国を中心に金融緩和が継続・拡大されたことが市場の変動を増幅し、為替相場や原油価格などの不安定な状況が続いた。

2. 世界経済の展望

先に見た通り、2012年の世界経済は、景気が回復モメンタムの低下や先行きに対する不透明感の高まりから停滞する中で、金融市場や商品市場は方向感を失い、各種リスクの高まりや顕在化に対する相場の変化を金融緩和が増幅するといった、極めて不安定な情勢であったと言えよう。そうした整理の下で、2013年は主要国において新しい政権が本格始動するにつれて、先行きに対する不透明感は薄れていくことが期待される。さらに、欧州債務問題や中東における混乱など既存の問題に関するリスクについては、その所在や影響が以前よりは明確となっており、対応力が若干は強まっていると考えられる。その意味で、2013年の世界経済は、2012年より状況が良くなるという期待を持ってスタートできたと言えるであろう。以下、まずは主要地域の景気動向について展望する。

明暗分かれる欧米経済

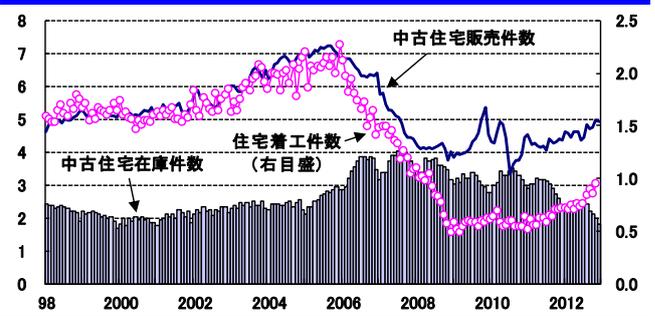
欧州経済は、今後も低迷が避けられない。債務問題については、ECBによる無制限の国債購入やESM（欧州安定メカニズム）の稼働により、財政悪化国の資金繰り問題に対するセーフティネットは概ね整備され、金融システム問題への対応も進んだ。そのため、各国の財政赤字が政府の資金繰りを悪化させ、さらに国債価格の下落を通じて金融機関の体力を削ぎ、スパイラル的に状況が悪化する可能性は大きく低下したと考えられる。しかしながら、債務問題の根本的な原因である財政赤字の削減に向けた動きは、2013年からスタートする新財政協定の下、粛々と進められる。2012年はユーロ圏全体でGDPの0.8%相当の財政赤字が削減されたとみられ（下左図）、その結果、2012年の実質GDP成長率は前年比▲0.5%程度となった模様である。2013年についても、概ね同程度の財政赤字削減が見込まれており、引き続き景気を下押ししよう。そのため、ユーロ圏経済は2013年も低迷から脱せず、ゼロ成長にとどまると予想している。

ユーロ圏主要国の財政見通し

	財政収支(対GDP比、%)			
	2011年	2012年	2013年	2014年
ユーロ圏17ヶ国	▲4.1	▲3.3	▲2.6	▲2.5
ドイツ	▲0.8	▲0.2	▲0.2	0.0
フランス	▲5.2	▲4.5	▲3.5	▲3.5
イタリア	▲3.9	▲2.9	▲2.1	▲2.1
スペイン	▲9.4	▲8.0	▲6.0	▲6.4
ギリシャ	▲9.4	▲6.8	▲5.5	▲4.6
ポルトガル	▲4.4	▲5.0	▲4.5	▲2.5
アイルランド	▲13.4	▲8.4	▲7.5	▲5.0

(出所) 欧州委員会

米国住宅市場の状況(季節調整値、百万件)



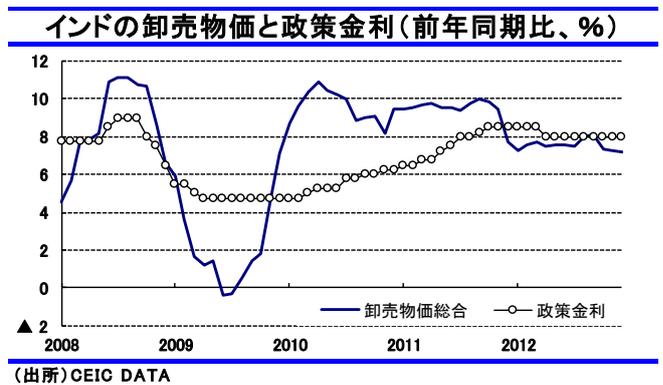
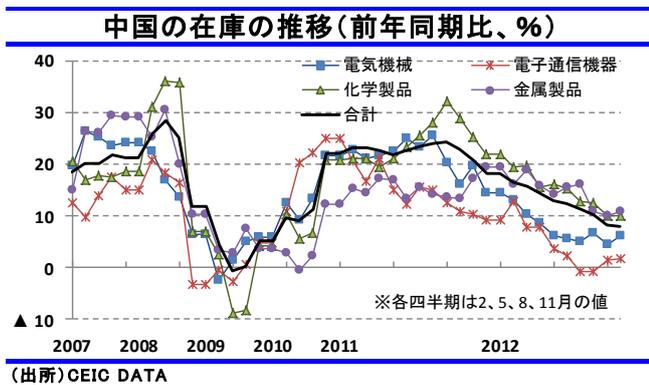
(出所) CEIC DATA

一方、米国経済は着実に復調する見込みである。年初に最大でGDP比3%近い景気下押し圧力となることが懸念された「財政の崖」は、規模の面で最大であったブッシュ減税の大部分（高所得者分以外）を継続し、ひとまず乗り越えた<sup>3</sup>。今後も、「財政の崖」のうち結論を2ヵ月先送りした歳出削減問題のほか、債務上限問題や今後12年間で4兆ドルの赤字削減目標など、財政を巡る課題が多数残されており、少なからず景気を下押しする要因となろう。しかしながら、前述の通り雇用は底堅い拡大を続けているほか、住宅価格が在庫調整の進展により上昇し住宅投資の急拡大に結び付くなど（右上図）、家計部門は過剰債務の重石を取り払い本格回復に向けた動きを見せ始めている。今後の米国経済は、財政健全化に伴う負の影響を受けながらも年率2%程度の成長ペースは維持できると予想する。

<sup>3</sup> 詳細は、2013年1月21日付け「米国経済情報 2013年1月号」参照。

新興国経済はインフレや政策対応余地により回復力が異なる

中国経済は、引き続き回復に向けた動きを続けるとみられる。輸出は、相手先の景気動向を反映して、引き続き米国や ASEAN 向けを中心に拡大し、日本向けも徐々に持ち直すと見込まれる。ただし、人民元や人件費の上昇により輸出企業の競争力は低下しており、かつてのような前年比 3 割増といった拡大ペースを再現することは困難であろう。また、GDP の半分近くを占める固定資産投資は、政府の方針によりインフラ投資こそ伸びが高まるものの、過剰供給力の残る製造業で伸び悩み、全体としては増勢の加速を見込み難い。個人消費も堅調な拡大を続けるが、企業業績の悪化が当面の賃金上昇を抑制するほか、景気の回復を受けて消費者物価の上昇率は今後高まるとみられるため、経済全体を牽引するには力不足であろう。中国政府は、今次 5 ヵ年計画（2011～15 年）における実質 GDP 成長率の目標を年平均 7% としており<sup>4</sup>、少なくともインフレ圧力が高まるような高成長は望んでいない。現在、在庫調整は川下分野で概ねメドがつき（左下図）、川上分野でも 1～2 四半期以内のうちに終了するとみられるため、今後、景気は明るさを増していくと見られるが、2013 年の実質 GDP 成長率は、8% をやや上回る程度にとどまると予想する<sup>5</sup>。



インド経済も、海外景気の持ち直しを背景に、今後は徐々に回復方向に向かうとみられる。中央銀行であるインド準備銀行は、早ければ 1 月 29 日の金融政策会合において、2012 年 4 月以来となる利下げに踏み切り（現状 8.0%）、景気のコ入れを図るであろう。しかしながら、卸売物価は 12 月時点で前年同月比 7.18%（11 月 7.24%）と高止まりしており、ルピー相場下落圧力も根強いいため、当面、利下げは慎重に進めざるを得ない。さらに、財政赤字は GDP 比 9% 程度<sup>6</sup>と高水準であり、政府債務残高も GDP の約 7 割と新興国としては大きいため、財政面からの景気コ入れも期待薄である。以上を踏まえると、実質 GDP 成長率は、2012 年の着地見込みである前年比 5% 台半ば程度から、2013 年は 6% 程度への小幅な上昇にとどまると予想する。

ASEAN 経済は、インフレ率の安定が金融政策の自由度を高めており、今後も内需の安定的かつ堅調な拡大が期待できる。2012 年後半の主要 5 ヵ国の消費者物価上昇率は、マレーシアで前年同月比 1% 台、タイやフィリピン、インドネシアは概ね 3～4% 台と比較的低水準で安定している。ただし、ベトナムでは、消費者物価が夏場に 5% 台まで低下した後、10 月に 7% 台まで高まり、12 月は若干低下し

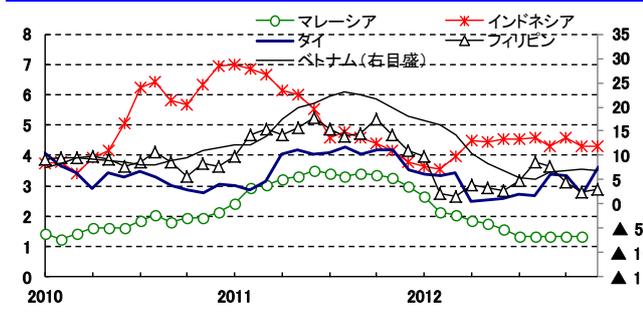
<sup>4</sup> 昨年秋の共産党大会で胡錦濤主席が示した GDP 倍増目標（2020 年の GDP を 2010 年比で倍増）を達成するために必要な平均成長率も 7% 程度である。

<sup>5</sup> 詳細は、2013 年 1 月 21 日付け Economic Monitor 「減速に歯止めが掛かり 7～8% の安定成長を目指す中国経済」参照。

<sup>6</sup> IMF の WEO2012 年 10 月によると、インドの財政収支（GDP 比）は 2011 年に ▲9.0%、2012 年は ▲9.5% へ赤字幅が拡大した模様。

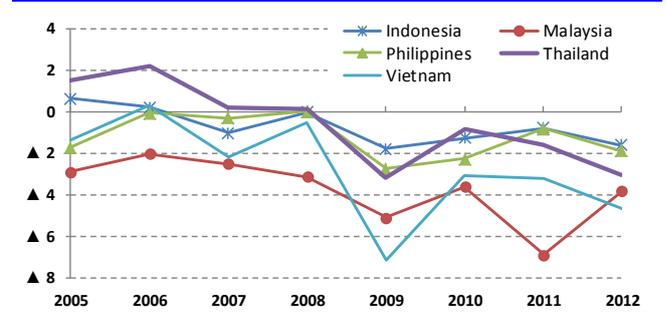
だが 6.8%で高止まりするなど、インフレ圧力は依然として根強い。一方、2012 年の財政収支は各国とも GDP の概ね 2~4%程度の赤字にとどまった模様<sup>7</sup>であり（右下図）、必要に応じて財政面からの景気刺激が期待できる。インフレ懸念の燻るベトナムは、本来の成長を取り戻すまでに時間を要するとみられるが、他の 4 カ国は輸出の持ち直しを追い風に、実質 GDP 成長率で 5~6%程度の堅調な景気拡大が続くと予想する。

ASEAN主要国の消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

ASEAN主要国の財政収支(GDP比、%)



(出所)CEIC DATA

好調な ASEAN 経済にとってのリスクは、むしろ景気の過熱によるインフレ圧力の上昇である。特に、最低賃金が大幅に引き上げられたインドネシアやタイ、ベトナム<sup>8</sup>において、そのリスクは大きい。景気の過熱は、金融政策によりある程度調整可能であろうが、利上げは通貨上昇による輸出の停滞につながる可能性もあり、行き過ぎればオーバーキルのリスクも併存する点に留意が必要であろう。

主要アジア新興国の成長率の推移(%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	実績	実績	実績	実績	実績	実績/予測	予測	予測
中国	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	7.8	8.1	7.9
インド	9.7	8.1	6.4	8.9	7.5	5.4	6.2	6.8
ASEAN5	6.2	4.9	1.9	6.9	4.7	5.7	5.7	6.0
タイ	5.0	2.5	▲ 2.3	7.8	0.1	5.6	5.0	5.6
インドネシア	6.3	6.0	4.6	6.2	6.5	6.3	6.5	6.6
マレーシア	6.3	4.8	▲ 1.5	7.2	5.1	5.2	5.0	5.0
フィリピン	6.6	4.2	1.1	7.6	3.9	4.5	4.8	5.2
ベトナム	8.5	6.3	5.3	6.8	5.9	5.0	5.5	6.2

(出所)CEIC DATA、予測は当社による

ドル円相場は円安傾向に

為替相場は、金融緩和に積極的な安倍総裁率いる自民党が、昨年 12 月の総選挙での勝利へ近づくとつれて円高修正の動きが強まり、安倍政権誕生後はその流れが加速、1 月 18 日は東京市場の終値ベースで 1 ドル=90 円まで円安ドル高が進んだ。

ただし、現在の水準は、ドル円相場と関連の強い 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（下右図）、期待先行の面が強いとみられる。日本の貿易赤字が拡大していることも円売り材料で

<sup>7</sup> IMF の WEO2012 年 10 月によると、2012 年の財政収支 (GDP 比) は、インドネシアが▲1.6%、マレーシアが▲3.8%、フィリピンが▲1.9%、タイが▲3.1%、ベトナムが▲4.7%となった見込み。

<sup>8</sup> タイでは昨年、最低賃金が最大で 40%引き上げられたほか、今年はインドネシアの首都ジャカルタで前年比 44%、その他の地域でも 1~3 割程度、ベトナムでも 16~18%引き上げられた。

はあるが、最近の急速な円安進行を裏付けるほど赤字幅が急拡大しているわけではなく、ファンダメンタルズの裏付けが乏しい動きとみるべきであろう。

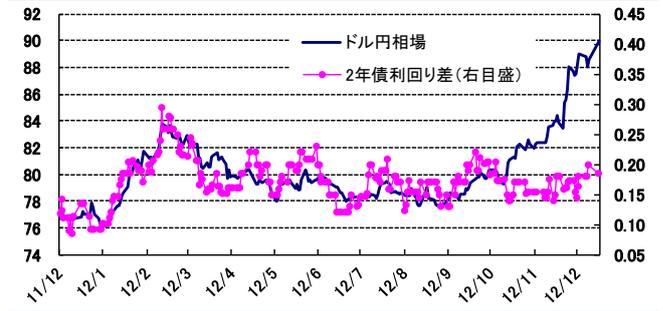
円高修正の原動力となった金融緩和への期待は、1月21～22日に開催された金融政策決定会合において、日銀が「物価安定の目標」として消費者物価の前年比上昇率2%を実現するために金融緩和を推進することを決め、その具体的な手段として「期限を定めない資産買入れ方式」を新たに導入し、必要と判断される時点まで毎月一定額の金融資産を買い入れる形で、ひとまず実現された。これを受けて、ドル円相場は小幅ながら円高方向に振れるなど、材料出尽くし感から円売りドル買いの流れは一服している。今後のドル円相場は、ファンダメンタルズに収斂する形で、さらに円高方向に水準を修正する局面もあろう。

円相場の推移(円/ドル、円/ユーロ)



(出所)CEIC DATA

ドル円相場と2年債利回り差(円/ドル、%Pt)



(出所)CEIC DATA

しかしながら、より長い目で見ると、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、消費税率引き上げ後の景気停滞が見込まれるため、ゼロ金利政策が相当長期間、継続される可能性が高い。そのため、日米金利差(米国-日本)は次第に拡大するとみられる。さらに、日本において、貿易赤字が長期化すると見込まれることや、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。以上を勘案すると、ドル円相場は基調としては円安ドル高方向となろう。

## 日本経済は輸出復調や駆け込み需要により回復

以上で見た海外経済や為替相場の先行きを前提とすれば、今後の日本経済は、まず、米国やアジア向けを中心とする輸出の復調により、徐々に持ち直すとみられる。2013年度入り後も、為替相場の円高修正という追い風も加わって輸出の拡大が続き、震災復興事業の本格化や安倍政権が打ち出した景気対策(詳細後述)を受けて公共投資の増勢が加速することから、景気は回復に向けた動きを続けよう。

さらに、2013年度後半にかけては、2014年4月からの消費税率引き上げに伴う駆け込み需要によって住宅投資や個人消費が大幅に増加し、景気は力強い拡大を見せることとなろう。ただし、設備投資は、輸出の回復により拡大傾向が見込まれ

実質GDPのイメージ(2005年価格、兆円)



(出所)CEIC DATA

るが、海外生産移転の流れに歯止めが掛かるには時間がかかるとみられることに加え、消費税率引き上げ後の景気に不透明感が強いことから、盛り上がりには欠くと見込まれる。

その結果、実質 GDP 成長率は、2011 年度の前年比 0.3%から 2012 年度は 1.0%へ高まり、2013 年度には 1%程度とみられる潜在成長率を大きく上回る 2.0%まで加速すると予想する。しかしながら、2014 年度については、今回の景気対策による景気押し上げ効果の一巡に消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が加わるため、輸出の拡大だけでは支えきれず、マイナス成長に転じる可能性が高いと考えられる。

来年度にかけての日本経済においてポイントとなる貿易動向や公共投資、駆け込み需要についての見方は以下の通りである。

## 貿易動向：輸出は回復に向かうが貿易収支の赤字が定着

輸出数量指数の動向から判断する限り、2012 年の輸出は、米国向け、EU 向け、アジア向けとも年を通じて減少傾向にあった。主因は、各地域の景気減速と夏場にかけての円高進行である。また、アジア向けについては、日中関係の悪化により自動車を中心

に中国における販売が大幅に減少したため、関連する製品の輸出が落ち込んだことも影響した。

これらの輸出下押し要因の大部分は、解消に向かいつつある。海外経済は、欧州を除いて今後は改善が見込まれ、為替相場は既に大幅に円安方向に修正されている。中国における日本製品の販売も、徐々にではあるが水準を戻しつつあり<sup>9</sup>、今後、再び関係悪化に結び付くような事象が発生しなければ正常化に向かうことが期待される。これまでの円高進行に伴って海外生産移転が進んだ部分があるため、過去に比べると海外景気の拡大ほどには輸出の増加は見込めないとはいえ、今後は円安の追い風も受けて、輸出は緩やかに回復に向かうとみて良いであろう。

ただし、貿易収支が黒字に転換する状況は見込めない。貿易収支は 2010 年に 6.6 兆円の黒字を計上したが、2011 年は 2.6 兆円の赤字に転じ、2012 年には 11 月までの累計でも 6.3 兆円まで拡大している。主因は東日本大震災に伴う原発事故を受けた電力の火力シフトにより、鉱物性燃料の輸入が大幅に拡大したことである。さらに、震災被害や円高の進行により化学製品や一般機械を中心に輸入代替の動きが進んだことや、自動車の逆輸入が増加したことも、輸入の拡大に寄与した。

今後は展望すると、原発再稼働の動きが広がるかどうかは不透明であり、少なくとも安全基準を確実にクリアできる原発は多いとは言えず、さらに、景気の回復は電力需要の拡大につながることも併せ

日本経済の推移と予測(年度)

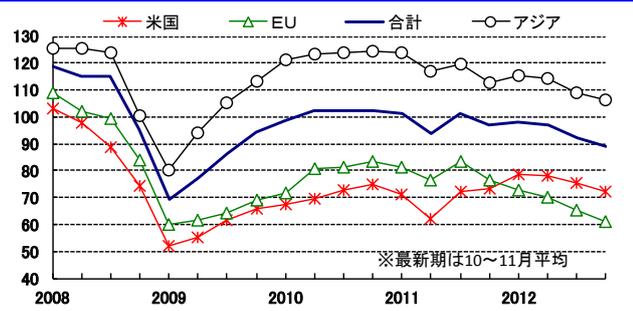
前年比,%,%Pt	2011 実績	2012 予想	2013 予想	2014 予想
実質GDP	0.3	1.0	2.0	▲0.4
国内需要	1.3	1.9	2.4	▲0.6
民間需要	1.4	1.2	2.4	▲1.2
個人消費	1.6	1.5	2.0	▲1.6
住宅投資	3.6	5.1	11.4	▲15.2
設備投資	4.0	▲0.4	1.2	2.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)
政府消費	1.5	2.5	1.5	1.3
公共投資	▲2.7	12.2	5.8	0.5
純輸出(寄与度)	(▲0.9)	(▲0.8)	(▲0.3)	(0.2)
輸出	▲1.6	▲1.6	2.8	5.4
輸入	5.2	4.1	5.3	4.3
名目GDP	▲1.4	0.4	1.6	1.1
実質GDP(暦年ベース)	▲0.6	2.0	1.0	0.9
鉱工業生産	▲1.2	▲2.6	3.1	0.7
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.6
経常収支(兆円)	7.6	4.1	3.4	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	2.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

<sup>9</sup> NNAによると、12月の日系メーカーの販売外台数は、トヨタが前年同月比▲15.9% (11月▲22.1%)、日産▲23.0% (▲29.8%)、ホンダ▲19.2% (▲29.2%)と減少幅が前月より更に縮小した。

て考えると、火力発電所による発電量が大きく減少するとは考えにくい。また、円高に起因する海外生産シフトの流れに歯止めを掛けるには、為替相場の円安傾向が定着したと広く認識される必要があるが、それには相当の時間を要するであろう。さらに、最近の円安進行は円建て輸入価格を押し上げることになる。以上を踏まえると、今後も輸入額は高水準で推移し、貿易収支の赤字幅も目立った縮小は期待できないであろう。なお、高水準の貿易赤字が継続することは、円安傾向の定着に寄与し、デフレ脱却を目指す日本経済にとって好ましい面が少なくないという評価をしたい。

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIC DATA

輸出入と貿易収支の推移(季節調整値、10億円)



(出所)CEIC DATA

公共投資：景気対策による追加で増勢持続

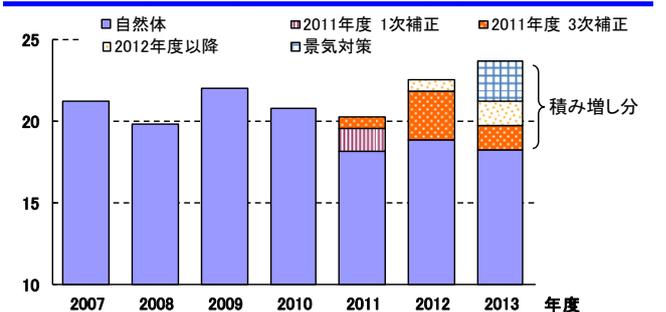
公共投資は、東日本大震災の復興事業が本格化したことを受けて、2012年1～3月期に前期比7.8%の大幅増となった後、4～6月期も5.4%の高い伸びが続いたが、7～9月期には1.5%まで伸びが鈍化した(下左図)。道路などインフラの補修が概ね一巡する一方で、復興計画の策定が遅れているため街の復興が進んでいないことが主因である。公共投資につながる震災復興関連事業は、2011年11月に成立した2011年度第3次補正予算で5兆円余り計上されたほか、2012年度当初予算においても少なくとも1兆円程度<sup>10</sup>の規模が計上されているが、2012年末時点でも未消化のものが少なくないとみられる。今後、新政権下で復興計画が具体化されれば、復興事業が再び本格化すると見込まれる。

公共投資の推移(季節調整済年率、兆円)



(出所)CEIC DATA

公共投資の見通し(2005年価格、兆円)



(出所)CEIC DATA

さらに、安倍政権が打ち出した事業規模20.2兆円の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」に伴い、経済対策関連の歳出総額10.3兆円を核とする2012年度補正予算案が1月15日に閣議決定された。そのうち、防災関連インフラ整備事業として「事前防災・減災等」2兆2,024億円、「国際競争力強化等に資するインフラ整備等」に4,869億円、「農林水産業等の基盤整備等」に2,857億円、東日本大震

<sup>10</sup> 東日本大震災復興特別会計に計上された「公共事業等の追加」5,091億円や「全国防災対策費」4,827億円の大部分が公共投資に関連する予算とみられる。また、地方交付税交付金(5,490億円)の一部は地方自治体における公共投資に充当される可能性が高い。なお、「全国防災対策費」の大部分は農業農村整備事業(156億円)など被災地以外での事業であり、復興事業として予算化された事業が全て被災地で行われているわけではない。

災復興関連のインフラ整備等に 1,967 億円、災害復旧事業に 1,767 億円など、計 3.5 兆円程度が公共投資関連事業となっているほか、2013 年度分の復興財源<sup>11</sup>として 1 兆 2,685 億円、「地域の元気臨時交付金」として 1 兆 3,980 億円が計上されており、これらの一部が公共投資に結び付くとみられる。そのため、今回の補正予算に伴って、合計 4 兆円程度の公共投資が追加されることになろう。なお、これらの事業は 2013 年度から 2014 年度にかけて執行されるとみられる。

その結果、公共投資は 2013 年度後半にかけて増勢が強まるとみられ、実質公的固定資本形成（公共投資）は、2012 年度に前年比 11.7%、2013 年度も 5.0%と増加を維持すると予想する。

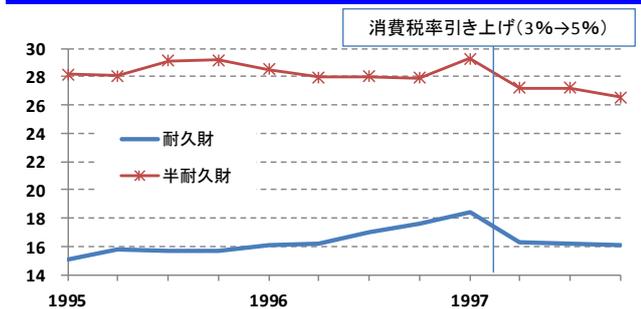
**駆け込み需要：前回並みの規模に**

2012 年 8 月 10 日に、消費税率の引き上げを含む「社会保障の安定財源の確保等を図る税制の抜本的な改革を行うための消費税法の一部を改正する法律」が成立し、現行 5%の消費税率が 2014 年 4 月 1 日に 8%、2015 年 10 月 1 日には 10%へ引き上げられることが決まった。また、8%への引き上げに関しては、経過措置として、住宅などの工事の請負などは 2013 年 9 月末までに契約を締結すれば、旧税率が適用されることとされた。

なお、同法には、経済状況等によっては税率引き上げを停止する、いわゆる景気弾力条項も盛り込まれている。この条項（同法付帯条項第 18 条）には、引き上げ停止を判断する具体的な条件は明示されていないものの、最終的には、2013 年 4~6 月期の実質 GDP などの経済指標を踏まえて秋に判断される見込みである。

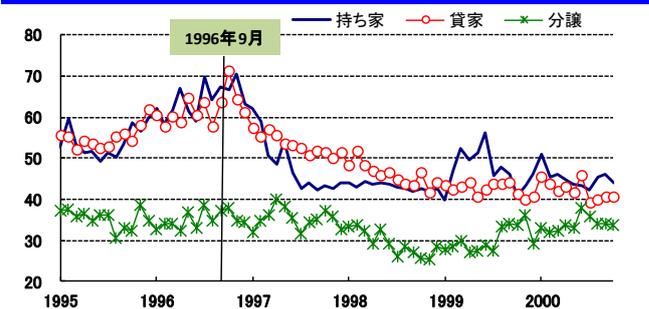
今回の駆け込み需要を見通す上で、前回の消費税率引き上げ時（1997 年 4 月）の状況を確認すると、個人消費については、耐久財や半耐久財で駆け込み需要が顕著に見られた。ただし、比較的価格が高い耐久財では税率引き上げの 1 年程度前から徐々に盛り上がった一方で、相対的に安価な半耐久財（衣服、履物など）は引き上げ前 3 ヶ月程度前以降に集中した。なお、食料品などの非耐久財については、保存可能期間の問題もあって駆け込み需要は数日前からにとどまり、規模も限定的であった。

**個人消費の駆け込み需要(季節調整済年率、兆円)**



(出所)内閣府

**住宅着工の駆け込み需要(季節調整済年率、万戸)**



(出所)CEIC DATA

今回の消費税率引き上げについては、引き上げ幅が前回の 2%Pt から 3%Pt に拡大するため、これを単純に当てはめると前回は大きく上回る駆け込み需要の発生が見込まれる。しかしながら、ここ数年の間に政府の消費刺激策であるエコポイント制度やエコカー補助金によって、家電製品や自動車の需要が相当程度先食いされている。そのため、今回の個人消費における駆け込み需要は、せいぜい前回と同程度にとどまると予想される。

<sup>11</sup> この分、2013 年度当初予算の歳出額が小さくなるため、新規国債発行額も抑制される。

前回の住宅投資における駆け込み需要の様子を着工戸数で確認すると、自ら施主となる「持ち家」や「貸家」では、税率引き上げの影響を直接受けるため、旧税率が適用される契約期限の1996年9月末から1~2ヵ月後に着工がピークを迎えており、駆け込み需要が顕著に見られた。一方で、建設業者が施主となり完成後に売却する「分譲」では、消費税率引き上げの前後で着工戸数の大きな変動は見られなかった。「販売」件数で見ると、分譲住宅も多くの物件で旧税率の適用期限<sup>12</sup>となった1996年9月にかけて駆け込み需要が発生し、その後は大きく落ち込んだが、ディベロッパーが需給調整を行ったようである。

今回についても、基本的に「持ち家」や「貸家」の着工は税率引き上げの半年前にあたる2013年9月末にかけて請負契約が増加し、着工ベースでは10~11月頃にピークを迎えるとみられる。ただし、税率引き上げ後に住宅ローン減税の規模拡大が検討されているため、実現すれば駆け込み需要を抑制する方向に働くことが見込まれる。その一方で、デフレ脱却がある程度視野に入れば長期金利が上昇する可能性もあり、その場合は金利感応度の高い「持ち家」を中心に駆け込み需要が拡大することも考えられる。また、分譲住宅に適用される税率の引き上げ時期に不透明な部分が残っているなど、不確定要因が幾つか残っているため、駆け込み需要の規模は現段階で正確に見通し難い。今後の住宅政策の行方を注視する必要がある。

世界経済の予想(暦年、%)

	実績			予想		
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
世界	▲0.6	5.1	3.8	3.2	3.5	3.9
米国	▲3.1	2.4	1.8	2.2	1.9	2.4
ユーロ圏	▲4.4	2.0	1.4	▲0.5	0.3	1.0
日本	▲5.5	4.5	▲0.6	2.0	1.0	0.9
(年度)	(▲2.0)	(3.4)	(0.3)	(1.0)	(2.0)	(▲0.4)
中国	9.2	10.4	9.3	7.8	8.1	7.9
ASEAN5	1.9	6.9	4.7	5.7	5.7	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)

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。

<sup>12</sup> 分譲住宅の場合、原則として引き渡し時の税率が適用されるが、一定の改装オプション契約を伴えば、税率引き上げの半年前までの契約であれば旧税率が適用されるという特例が設けられた。今回、こうした特例が設けられるかどうかについて、現時点では決まっていない模様である。