

2013・14年度 内外経済見通し

2013年5月17日

2013年1～3月期GDP統計1次速報の公表などを受け、みずほ総合研究所は2013・14年度の内外経済見通しを作成しました。各国・地域の成長率予測の概要は以下の通りです。

[海外経済]

- ◆米国経済：政府支出の減少が下押し圧力となるが、住宅市場の回復とともに家計のバランスシート調整が進展し、民間需要は堅調
2013年：+1.6%（3月予測+1.4%）
2014年：+2.2%（3月予測+2.0%）
- ◆欧州経済：景気回復が遅れ、2013年の成長率見通しは下振れ。2014年は財政面からの下押し圧力がやや緩和
2013年：▲0.5%（3月予測▲0.3%）
2014年：+0.8%（3月予測+0.8%）
- ◆アジア経済：輸出主導で緩やかな景気回復が見込まれるが、住宅投機抑制や過剰投資是正の影響で中国の成長率見通しは下振れ
2013年：+6.1%（3月予測+6.4%）
2014年：+6.3%（3月予測+6.6%）

[日本経済]

- ◆景気対策と円安の追い風で、内外需とも回復。後半は駆け込み需要で加速
2013年度：+2.7%（3月予測+2.2%）
- ◆消費税率引き上げの影響で一時的に落ち込むが、景気後退は回避
2014年度：+0.6%（3月予測+0.4%）

チーフエコノミスト：高田 創

[経済予測チーム]

山本康雄（全体総括）	03-3591-1243	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
・ 米国経済		
小野 亮	03-3591-1219	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
山崎 亮	03-3591-1289	ryo.yamasaki@mizuho-ri.co.jp
・ 欧州経済		
中村正嗣	03-3591-1265	masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp
松本 惇	03-3591-1199	atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp
・ アジア経済		
稲垣博史（総括）	03-3591-1379	hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp
玉井芳野（中国）	03-3591-1367	yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp
・ 日本経済		
前川亜由美（外需）	03-3591-1386	ayumi.maekawa@mizuho-ri.co.jp
大和香織（政府）	03-3591-1284	kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp
千野珠衣（政府）	03-3591-1294	tamai.chino@mizuho-ri.co.jp
徳田秀信（雇用・消費）	03-3591-1298	hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp
市川雄介（住宅・物価）	03-3591-1416	yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp
風間春香（企業）	03-3591-1418	haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp
・ 原油		
井上 淳	03-3591-1197	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
・ 金融市場総括		
武内浩二	03-3591-1244	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

今回の見通しのポイント

<海外経済>

- 2013年は米国の成長率が鈍化すること、ユーロ圏が前年に続きマイナス成長となること、中国の成長率が引き続き8%を下回ることから、世界経済成長率（みずほ総合研究所が予測対象とする国・地域の加重平均）は+2.9%と、2012年の+3.1%から若干低下する見込み。もっとも、住宅市場の回復などを背景に米国の民間最終需要は底堅く、世界全体でも2013年後半にかけて回復感は強まっていく見通し
- 2014年は家計のバランスシート調整が進む米国の成長率が高まるほか、財政面からの下押し圧力がやや緩和するユーロ圏がプラス成長となり、世界経済成長率は+3.6%に加速する見通し。一方、住宅の投機抑制や過剰投資是正策が講じられる中国経済は、投資を中心に減速すると予測
- 欧米の緊縮財政の影響や、中国の需要下振れなどがリスク

<日本経済>

- 2013年度前半は景気対策で追加された公共事業の執行が本格化し、成長率を押し上げ。株高を背景とした消費者マインド改善、夏季ボーナスが3年ぶりに前年比プラスとなるなど所得環境も好転し、個人消費は緩やかに拡大。生産・企業収益の回復を受けて設備投資は小幅増に転じる見込み。円安の数量面の効果が徐々に表れて輸出も緩やかに増加する結果、年率+2~+3%台の成長が続くと予測。2013年度後半は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が個人消費などを押し上げ、成長ペースが加速。2013年度は+2.7%の高成長になる見通し
- 駆け込み需要の反動が出る2014年4~6月期はマイナス成長が避けられないが、外需の下支えもあって景気後退は回避。7~9月期以降の景気は緩やかな回復軌道に戻る見込み。2014年度は+0.6%の成長を予測
- コアCPI（生鮮食品を除く総合消費者物価指数）前年比は2013年度+0.1%、2014年度+2.3%（消費税率引き上げの影響を除くと+0.2%）と予測。2014年度中のデフレ脱却は展望できないが、「アベノミクス」の成否はより中長期的な時間軸で評価していくことが必要

I. チーフエコノミストの視点

～米国は復活へ、日米回復・新興国減速シナリオの2013年～

米国の見直し転換後も加速続く、日本も一段の上方修正

みずほ総合研究所の5月見直しは前回2月に行った米国や日本経済を中心とした上方修正に沿ったものである。今回はみずほ総合研究所としてここ数年来のシナリオの大きな転換だった。そのポイントとなったのは米国のバランスシート調整が終盤に向かったとの認識だった。今回も、その後の米国の改善を受けて更なる上方修正を加え、初めて年後半のQE3の出口戦略を展望するものとした。日本経済については、その後の円安と資産価格上昇効果を反映した。一方、今回の特徴は、日米の上方修正とは対照的に、アジアを含め新興国経済は下方修正にあり、その結果、世界全体の水準も僅かながらの下方修正とした点にある。

図表 1 みずほ総合研究所の世界経済予測総括表 (2013年5月)

暦年	(前年比、%)				(前年比、%)	
	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2013年 (前回：3月予測)	2014年
予測対象地域計	3.8	3.1	2.9	3.6	3.0	3.6
日米ユーロ圏	1.3	1.2	0.9	1.6	0.7	1.5
米国	1.8	2.2	1.6	2.2	1.4	2.0
ユーロ圏	1.5	▲ 0.5	▲ 0.5	0.8	▲ 0.3	0.8
日本	▲ 0.6	2.0	1.8	1.6	1.1	1.4
アジア	7.5	6.1	6.1	6.3	6.4	6.6
NIEs	4.1	1.7	2.1	3.4	2.3	3.4
ASEAN5	4.5	6.1	5.4	5.1	5.5	5.3
中国	9.3	7.8	7.8	7.7	8.2	7.9
インド	7.5	5.0	4.7	5.3	4.8	5.9
オーストラリア	2.4	3.6	2.6	2.9	2.7	3.0
ブラジル	2.7	0.9	2.7	3.4	2.9	3.5
ロシア	4.3	3.4	2.9	3.7	3.0	4.0
日本(年度)	0.2	1.2	2.7	0.6	2.2	0.4
原油価格(WTI, \$/bbl)	95	94	89	90	87	90

(注) 予測対象地域計はIMFによる2011年GDPシェア(PPP)により計算。

(資料) IMF, みずほ総合研究所

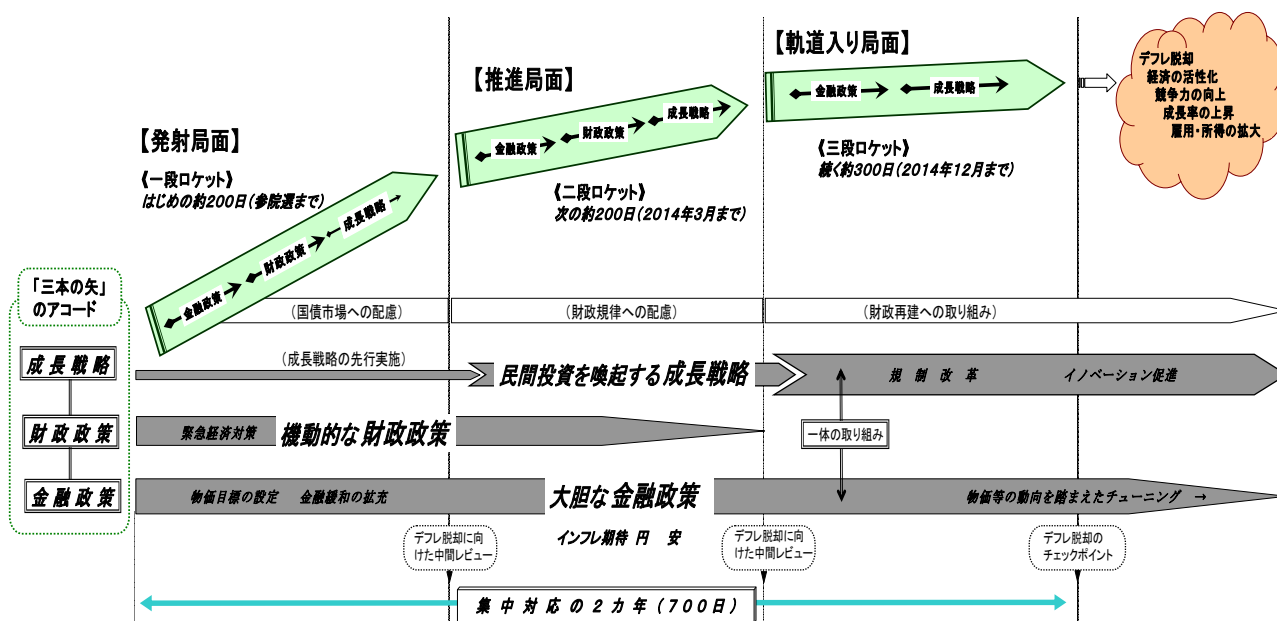
今回、日本の大幅な上方修正は円安効果による面が大きい。円安に伴う実体経済への改善は必ずしも現段階では確認されていないが、企業マインドの改善が見込まれること、資産価格上昇に伴う消費の改善も上昇要因に寄与した。

我々は長らくストーリーラインとして米欧のバランスシート調整に伴う経済停滞長期化を基本としていた。ただし、前回の見通し以来、米国の住宅セクターの大幅な改善に注目し、米国のバランスシート面からの下押し圧力は2014年に向けて緩和されるとの見通しに大きく転換した。今回の見通しは先に示した米国の回復シナリオの認識を一段と進めるものだ。米国におけるバランスシート調整は概ね終盤に達したとの認識で、その結果、2013年後半に向けたQE3の出口転換を展望するものとした。今年は財政の制約から下押し圧力を受けているものの、2010年代半ば以降は2%台後半の巡航速度の成長率に回帰するとの見通しにある。それは日本にとって円高不安の解消、日本の脱「失われた20年」への大きなステップを意味する。

一方、欧州経済は停滞が続いており、今回も下方修正とした。欧州はバランスシート調整が遅れるのに加え、財政面からの下押しも存在する。2007年以降米欧では、毎年「春先の景気腰折れ」が繰り返され、今年もそのジグザグからは完全には抜けきってはいない。ただし、今年も米国のバランスシート調整圧力が後退し、欧州も危機にまではなりにくい。それだけに、年後半にかけて例年通りの回復期待の高揚につながり、2014年から2010年代半ば以降に向けた回復トレンドにつながる可能性がある。また、欧州では各国世論の反対で従来の財政緊縮のトレンドを緩和させるバイアスが生じていること、経常収支黒字国であるドイツに対し欧州域内に止まらず、グローバルにも米国からの内需拡大圧力が生じていることに注目する必要がある。日米欧の先進国は不確実性を抱えながらも、経済回復、資産価格上昇に向けた金融財政政策のサポートが生じた点に注目している。

みずほ総合研究所が想定する、安倍政権における「失われた20年」からのマインド転換を実現するための「三本の矢」による「脱デフレ三段ロケット」としたロードマップが次ページの図表2である。これは、2013年・2014年の2年間をデフレ脱却の集中対応期間と位置づけ、政府と日銀が一体になった取り組みを示すものである。

図表 2 三本の矢による脱デフレ3段ロケット戦略



(資料)みずほ総合研究所

「春季金融緩和オリンピック」再開

図表 2 で示した「三段ロケット戦略」の重要なポイントは「三本の矢」のウェイトに段階的にシフトが生じることにある。すなわち、次第に成長戦略にバトンタッチされることにある。

- ① 一段ロケット：金融・財政政策・為替戦略でのマインド転換、離陸へのマインド転換
- ② 二段ロケット：金融・財政政策を続けながらも成長戦略へのシフト
- ③ 三段ロケット：持続的成長での巡航速度へのシフト

現段階は一段ロケットの発射状況にあるなか、金融政策による円安と財政出動によるマインド改善にウェイトが置かれ、その結果、株価の押し上げにつながる効果を生んでいる。なかでも、為替は対ドルだけでなく、その他の通貨対比でも円安になっている。

安倍政権は「三本の矢」として金融・財政・成長戦略を主軸に据えた対応を行ってきた。ただし、即効性のある成長戦略は容易でないなか、海外に市場を求める通商政策と円高是正を大きな成長戦略としてきた。そのなかでも、円高是正は大きな柱であるが、為替のトレンドを定める主導権は米国にあるとすれば、対米協調姿勢をより強めることで円安容認を勝ち取ることは、安倍政権にとって「第四の矢」とも位置付けられる重要性をもっていた。さらに、その他の新興国も含めた協調関係の維持でグローバルにも日本のデフレ脱却の姿勢を容認してもらおう外交力、交渉力が重要になる。5月に英国で開催されたG7での対応はこうした姿勢が成果をあげたことを示すものだ。

2013年4月以降の新年度は、新たな「春季金融緩和オリンピック」開幕であった。各国は為替市場への影響力に止まらず、依然、バランスシート調整

の後遺症を抱え、さらに各国共に財政制約を抱えるなか、一段の内需刺激を金融緩和を通じた資産価格上昇によって行う状況にある。すなわち、金融緩和オリンピックは、米国のバランスシート調整に目処が付き始めたなか、先進国の為替競争から資産価格引き上げ合戦へと変化する段階にある。

図表 3 2013年4月以降の日米欧の金融政策会合（春季金融緩和オリンピック）の日程と論点

開催日	中央銀行	状況
4月3、4日	日本銀行	「異次元の金融緩和」に踏み出す
4月30日、5月1日	FRB（米国連邦準備制度理事会）	経済環境の好転で出口戦略も視野に入れつつも、当面の緩和姿勢を継続
5月2日	ECB（欧州中央銀行）	0.75%から0.5%に政策金利引き下げ、更なる緩和強化に

（資料）みずほ総合研究所

同時に、「春季金融緩和オリンピック」の特徴は新たな参加者として、多くの新興国が金融緩和競争に参戦したことにある。それは、新興国中心に景気減速が生じたなか、自らも自国通貨の引き下げを志向するラウンドが生じたことを意味する。

図表 4 2013年4月以降の各国の金融政策会合（春季金融緩和オリンピック）の日程と論点

開催日	国名	状況
4月16日	トルコ	5.5% → 5%に引き下げ
4月23日	ハンガリー	5% → 4.75%に引き下げ
5月3日	インド	7.50% → 7.25%に引き下げ
5月7日	オーストラリア	3% → 2.75%に引き下げ
5月8日	ポーランド	3.25% → 3%に引き下げ
5月9日	韓国	2.75% → 2.5%に引き下げ
5月10日	ベトナム	8% → 7%に引き下げ

（資料）みずほ総合研究所

今回の「春季金融緩和オリンピック」の特徴は、為替競争に先進国だけでなく新興国が加わった「通貨戦争」の様相が再燃しやすいだけに、グローバルな政治外交環境における摩擦の回避、協調政策が大きな鍵となる。先に日米関係を中心とした協調関係の深化で円高回避を定着させることが安倍政権における「第四の矢」としての重要性を持つとした。昨年後半からの対米協調は大きな成果が生じたのが為替市場で「達磨さんが転んだ」とした転換につながった。ただし、新興国も「金融緩和オリンピック」に加わるなかで新たな局面への協調対応も必要になる。

新年度に入った、日本の首脳外交は、安倍首相が5月のゴールデンウィーク中に、ロシア、中東、トルコ訪問を行なった。ロシアは今年のG20の議長国であり、外交上の要となる議長国との協調関係は重要だ。トルコは先に示した金融緩和オリンピックに参戦した国である。現政権がこうした外交対応で今日の日本の国際的な立場の容認を図ろうとしている姿勢は重要だ。新興国への配慮も含めた通貨・外交戦略である「第四の矢」の効果は大きい。

内外の成長戦略が成長持続 のカギに

今のところ、安倍政権は財政金融政策では一定の成果が示されたが、規制改革等の施策には比較的慎重との見方も市場には生じている。今日の市場での加速力で二段ロケットにバトンタッチできるかが問われる状況にあり、さらに三段ロケットに向かうにつれ一層成長戦略による持続的回復が重要になる。

市場は安倍政権が経済重視の姿勢を保つ事ができるかに大きな関心を抱いている。先に示した「第四の矢」は海外関係であるが、それは米国中心ではあるが、近隣のアジア諸国との関係も重要なのは言うまでもない。「第四の矢」を實際上、「第三の矢」である成長戦略の代替として大きな成果を挙げて成功を遂げているが、「第四の矢」の残された課題は中国・韓国との関係である。安倍政権が経済優先から憲法等の政治問題に軸足を置きすぎれば、近隣関係の正常化は一層困難になる。国民は経済への対応を安倍政権に望んでいるに違いない。

2013年のリスク要因は、海外では米国の財政面からの下押し圧力に欧州の調整の残存、加えて中国の減速にある。一方、日本は政治の不安定性が生じることにある。それだけに2013年は7月の参院選後も慎重な経済政策運営を続ける必要がある。

2013年は日本にとって株式市場の正常化、「失われた3年」に止まらず、「失われた20年」からのエグジットに踏み出したとの展望としている。今回の見直し改訂は、足元の世界経済は一部に慎重化した面をもちながら、世界的な好調さは2013年よりもむしろ2014年以降を視野にした改善を一段と見だしたとも評価している。

(チーフエコノミスト 高田 創)

Ⅱ. 世界経済の現状と展望

2013年1～3月期の世界経済
はまだら模様

2012年半ばにかけて停滞感のみられた世界経済は、全体として緩やかに回復力が強まっていく方向にあるとみられるが、2013年1～3月期は国・地域ごとにバラつきがみられた。

米国の1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.5%（10～12月期同+0.4%）に加速した（図表5）。政府支出の減少が続いたものの、個人消費・住宅投資など民間最終需要が堅調だった。

一方、ユーロ圏の1～3月期の実質GDPは前期比年率▲0.9%（10～12月期同▲2.3%）とマイナス成長が続いた。

中国の1～3月期の実質GDPは前年比+7.7%（10～12月期同+7.9%）と再び減速した。固定資産投資は高い伸びを維持したが、在庫削減により資本形成の寄与度が低下した模様である。

中国以外のアジアは、減速ないしマイナス成長となった国・地域が多い。韓国の成長率は高まったが、台湾・シンガポールがマイナス成長となったほか、インドネシア・ベトナムの成長率も低下した。

こうした状況下で、1～3月期の日本の実質GDPは前期比年率+3.5%（10～12月期同+1.0%）に加速した。

図表5 主要国・地域の実質GDP成長率

	(前期比年率、%)					
	2011年 10～12月	2012年				2013年 1～3月
		1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	
米国	4.1	2.0	1.3	3.1	0.4	2.5
ユーロ圏	▲1.3	▲0.3	▲0.6	▲0.3	▲2.3	▲0.9
日本	0.8	5.3	▲0.9	▲3.5	1.0	3.5
韓国	1.5	3.3	1.2	0.2	1.1	3.5
台湾	▲4.6	5.0	▲0.1	3.9	7.3	▲3.2
香港	2.1	1.0	▲0.4	4.3	5.7	0.9
シンガポール	▲2.3	7.8	0.1	▲4.6	3.3	▲1.4
タイ	▲35.9	48.0	13.0	6.1	15.0	
フィリピン	7.0	11.2	4.4	5.2	7.5	
オーストラリア	2.4	5.0	2.6	2.6	2.4	

	(前年比、%)					
中国	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7
マレーシア	5.3	5.1	5.6	5.3	6.5	4.1
インドネシア	6.5	6.3	6.4	6.2	6.1	6.0
ベトナム	6.1	4.6	4.8	5.1	5.4	4.9
インド	6.0	5.1	5.5	5.3	4.5	
ブラジル	1.4	0.8	0.5	0.9	1.4	
ロシア	5.1	4.8	4.3	3.0	2.1	

(資料)Datastream、CEIC、各国統計

世界経済は 2014 年にかけて
持ち直す見通し

2013 年の世界経済成長率（みずほ総合研究所が予測対象としている国・地域の加重平均値）は+2.9%と2012年の+3.1%と同程度の成長にとどまる見通しである（図表 6）。緊縮財政の影響で米国の成長率が低下するほか、ユーロ圏もマイナス成長が続くと予測される。新興国も欧米向け輸出の伸び悩みなどから、大幅な成長ペースの加速は期待できそうもない。もっとも、2013 年の成長率の低さは、2012 年中の景気停滞によって多くの国・地域で2013年初の経済活動の水準が低くなっている（いわゆるゲタが低くなっている）影響が大きい。2013 年後半にかけて世界経済の回復力は強まり、2014 年の世界経済成長率は+3.6%と、欧米経済の持ち直しと新興国の堅調により4年ぶりに加速すると予測している。

米国の2013年の実質GDP成長率は+1.6%と予測している。政府支出削減が成長率を押し下げるものの、住宅市場の回復に伴って家計のバランスシート調整が進み、民間最終需要は堅調に推移するとみられる。雇用の拡大が続く中で、FRB（連邦準備制度理事会）は2013年末までに量的緩和の規模を縮小する方向に転じると予想される。2014年の実質GDP成長率は、民間最終需要の堅調が維持され、+2.2%に高まると予測した。

ユーロ圏の2013年の実質GDP成長率は▲0.5%と2年連続のマイナス成長を予測している。足元の各国経済指標は、ユーロ圏全体として景気回復が遅れていることを示しており、2013年前半はマイナス成長が続きそうだ。それでもユーロ崩壊といった極端なリスクシナリオの現実味が低下したことにより金融環境が安定する中、2013年後半以降はプラス成長に復する見通しである。2014年は緩やかな景気回復が見込まれるが、南欧諸国を中心に緊縮財政による景気下押し圧力が残り、実質GDP成長率は+0.8%と1%を下回る低成長にとどまるであろう。

図表 6 世界経済予測総括表（再掲）

暦年	(前年比、%)				(前年比、%)	
	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2013年 (前回：3月予測)	2014年
予測対象地域計	3.8	3.1	2.9	3.6	3.0	3.6
日米ユーロ圏	1.3	1.2	0.9	1.6	0.7	1.5
米国	1.8	2.2	1.6	2.2	1.4	2.0
ユーロ圏	1.5	▲ 0.5	▲ 0.5	0.8	▲ 0.3	0.8
日本	▲ 0.6	2.0	1.8	1.6	1.1	1.4
アジア	7.5	6.1	6.1	6.3	6.4	6.6
NIEs	4.1	1.7	2.1	3.4	2.3	3.4
ASEAN5	4.5	6.1	5.4	5.1	5.5	5.3
中国	9.3	7.8	7.8	7.7	8.2	7.9
インド	7.5	5.0	4.7	5.3	4.8	5.9
オーストラリア	2.4	3.6	2.6	2.9	2.7	3.0
ブラジル	2.7	0.9	2.7	3.4	2.9	3.5
ロシア	4.3	3.4	2.9	3.7	3.0	4.0
日本(年度)	0.2	1.2	2.7	0.6	2.2	0.4
原油価格(WTI, \$/bbl)	95	94	89	90	87	90

(注) 予測対象地域計はIMFによる2011年GDPシェア(PPP)により計算。
(資料) IMF、みずほ総合研究所

中国の実質GDP成長率は2013年+7.8%、2014年+7.7%と緩やかな減速傾向が続く見通しである。都市化推進・中小型住宅建設などの投資が2013年後半から2014年前半にかけて成長率を高める要因となる一方、住宅投機抑制策も同時に採られ、全体として投資の伸びが大きく高まるには至らないとみられる。2014年後半には過剰投資是正の動きが強まり、景気はやや減速すると予測している。

インド経済は、足元の経常収支悪化に対処するため金融政策を引き締めに運営することを余儀なくされ、2013年+4.7%、2014年+5.3%と5%前後の成長が続く見通しである。

中国・インド以外のアジア経済は、総じて2013・2014年とも輸出主導の緩やかな景気回復を維持する見通しである。NIEs（韓国・香港・台湾・シンガポール）の実質GDP成長率は、2014年にかけて欧米の成長率が高まることが輸出押し上げ要因となり、2013年+2.1%、2014年+3.4%と徐々に高まっていくだろう。ASEAN5（タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン・ベトナム）の実質GDP成長率も2013年+5.4%、2014年+5.1%と堅調を保つ見通しである。

オーストラリア経済は緊縮財政の影響などから2013年の実質GDP成長率は+2.6%にとどまるとみられる。2014年には財政面からの下押し圧力がやや緩む中、輸出・投資の回復により、成長率は+2.9%に小幅ながら加速する見通しである。

ブラジル経済は回復に向かっているものの、輸出が伸び悩むなど、回復の足取りは重い。さらに、インフレ懸念の強まりから金融政策が引き締めへ転じたことが、今後の民間需要を抑制する要因となる。政府による経済対策の効果などから緩やかな景気回復を見込むが、実質GDP成長率は2013年+2.7%、2014年+3.4%と回復ペースは緩やかであろう。

ロシア経済は、原油価格の下落などによって2013年の実質GDP成長率は+2.9%にとどまるが、2014年の成長率は投資回復などにより+3.7%に高まる見通しである。

2013年の日本経済は円安を背景に輸出・生産・設備投資が持ち直すことに加え、景気対策の効果もあり、+1.8%の成長を維持する見通しである。2014年は消費税率引き上げの影響で国内需要が一時的に落ち込むものの、円安や海外経済回復を背景とした外需の押し上げもあって景気失速には至らず、実質GDP成長率は+1.6%と予測している。

多くの国で株価が上昇するなど、金融・資本市場では景気回復への期待が強まっている。しかし、足元の経済指標は必ずしも強いものばかりではなく、期待が先行している感もある。

欧米の緊縮財政の影響や、中国の需要下振れが世界経済の回復を阻害する可能性があることなどを意識しておく必要があるだろう。

図表 7 当面の政治・経済日程

2013年 5月	(米)FOMC(4/30・5/1) (欧)ECB政策理事会(2日) 利下げ(0.25%)を決定 G7財務相・中央銀行総裁会議(英国、10・11日) (日)金融政策決定会合(21・22日) (欧)EU首脳会議(22日)
6月	(欧)ECB政策理事会(6日) (日)金融政策決定会合(10・11日) イラン大統領選(14日) G8首脳会合(英国、17・18日) (米)FOMC(18・19日) (日)東京都議会選挙(23日) (欧)EU首脳会議(27・28日)
7月	(欧)クロアチアがEUに加盟 (欧)ECB政策理事会(4日) (日)金融政策決定会合(10・11日) G20財務相・中央銀行総裁会議(モスクワ、19・20日) (米)FOMC(30・31日) (日)参議院選挙
8月	(欧)ECB政策理事会(1日) (日)金融政策決定会合(7・8日)
9月	(欧)ECB政策理事会(5日) (日)金融政策決定会合(4・5日) G20首脳会合(ロシア・サンクトペテルブルグ、5・6日) IOC総会で2020年五輪開催地決定(7日) (米)FOMC(17・18日) (欧)ドイツ総選挙(22日)
10月	(欧)ECB政策理事会(2日) (日)金融政策決定会合(3・4日) APEC首脳会議(インドネシア・バリ、7・8日) G20財務相・中央銀行総裁会議(ワシントンD.C.、10・11日) (欧)EU首脳会議(24・25日) (米)FOMC(29・30日) (日)金融政策決定会合(31日)
11月	オーストラリア総選挙(1日) (欧)ECB政策理事会(7日) (日)金融政策決定会合(20・21日)
12月	(欧)ECB政策理事会(5日) (米)FOMC(17・18日) (日)金融政策決定会合(19・20日) (欧)EU首脳会議(19・20日) 日・ASEAN首脳会議(日本)

(資料)みずほ総合研究所作成

Ⅲ. 海外経済

(1) 米国経済

1～3 月期の実質 GDP は堅調な伸び。在庫投資の持ち直しと、個人消費・住宅投資の拡大が寄与

緊縮財政の影響が懸念されたが、資産効果が家計の支えに

雇用情勢の改善続く

2013 年 1～3 月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は、低成長に留まった前期（2012 年 10～12 月期同+0.4%）から持ち直し、前期比年率+2.5%と堅調な伸びになった（図表 8）。内訳をみると、前期に急減速していた在庫投資が 1～3 月期には従来のペースに戻り、実質 GDP 成長率を 1.0%Pt 押し上げた。注目されるのは、国内民間最終需要が前期比年率+3.2%と、前期（同+3.5%）に続き 3%台の高い伸びとなった点だ。個人消費の伸びが 3%を超え、住宅投資は 3 四半期続けて 10%以上の伸びとなった。

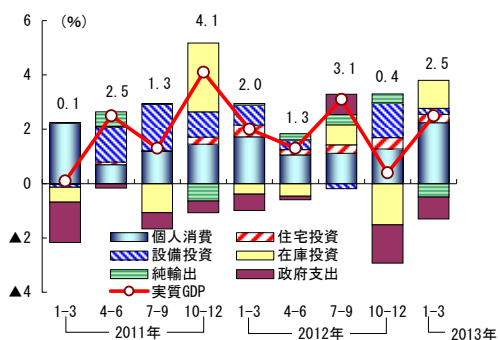
今年初めには、オバマ政権が景気対策として実施してきた給与税減税や、高所得層に対するブッシュ減税などの失効が決まり（納税者救済法。1 月 2 日成立）、個人消費への影響が懸念された。また、同法によって歳出一律削減の実施が 3 月 1 日に延期されたものの、GDP 統計が示すように連邦政府支出の削減が続いた（1～3 月期は前期比年率▲4.1%）。

しかし 1～3 月期には、こうした緊縮財政が家計部門の支出を抑制するに至らなかった。GDP の 7 割を占める個人消費の動きを要因分解してみると、株高と住宅価格の上昇による資産効果が大きかったようだ。米国の代表的な株価指数の 1 つである S&P500 種株価指数は、昨年末から 3 月末の間だけで 10%上昇した（図表 9）。代表的な住宅価格指数である S&P ケース・シラー指数も、昨年 2 月以降、上昇が続いている（季節調整値。10 都市圏）。

株高が続く背景の 1 つには、雇用情勢の持続的な改善が指摘できる。米国労働省が発表する非農業部門雇用者数は、速報値だけをみれば 3 月までの半年間で 1 カ月あたり平均 15.9 万人と、緩やかな増加に留まる。しかし、その後の改訂の際には上方修正が相次ぎ、現時点で振り返ると 3 月までの半年間で 1 カ月あたり平均 20.7 万人も増加してきたことが明らかになっている。

雇用回復の動きは 4～6 月期も続いているようだ。4 月の非農業部門雇用者数は前月比+16.5 万人と底堅さを見せた。5 月の失業保険新規申請件数は低水準で推移し、同月の雇用統計では良好な結果が続く可能性を示唆している。

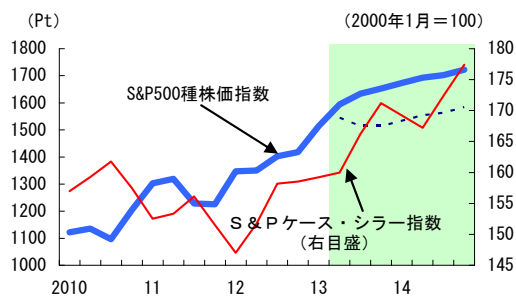
図表 8 実質 GDP 成長率



(注) 折れ線グラフと数値は実質 GDP 成長率（前期比年率）。棒グラフは各需要項目の寄与度。

(資料) 米国商務省

図表 9 株価と住宅価格



(注) 網掛けは見通し期間。株価見通しはみずほ総合研究所（点線は2013年3月見通し）住宅価格は10都市圏ベースの原数値で、見通しは先物価格（2013年5月15日時点）を利用。

(資料) S & P、CME、みずほ総合研究所

2013年の成長率は+1.6%、
2014年は+2.2%に上方修正

歳出自動削減実施により、政府支出は一段の緊縮へ

米国経済の先行きを慎重に見てきた理由はバランスシート調整の重石。それが大きく変わりつつある

過剰在庫の問題は後退し、一部地域では在庫不足が住宅販売のボトルネックに

今回の見通しでは、追加的な緊縮財政の影響を織り込むと同時に、家計支出や雇用の改善等に着目し、実質GDP成長率見通しを+0.2%Pt ずつ上方修正し、2013年+1.6%、2014年+2.2%と予想した（図表10）。

まず、今回の見通しでは、3月26日に成立した2013年度暫定予算において、年度内（今年9月まで）の歳出自動削減が決定したことを反映し、政府支出の見通しを下方修正した。

従来の見通しでは、歳出自動削減は国防産業や地域経済への影響が大きいいため実施が見送られると想定してきた。今後策定が見込まれる中期財政健全化策の中で、景気に対する影響が極力小さくなるような形で歳出抑制が図られるというシナリオを考えてきた。しかし、上述した暫定予算の審議等を踏まえると、「国防費を温存し、他の支出に削減額を付け回す」等、中味の見直しはあり得るが、現在の法律で定められている歳出削減の総額が縮小することはない、と考えた方が妥当と判断した。こうしたシナリオ変更により、今回の見通しでは政府支出を下方修正した。その結果、足元（4～6月期）の成長率は大きく減速すると予想する。

一方、今回の見通しでは、住宅市場と労働市場の見方を上方修正した。住宅市場と労働市場は、バブル崩壊の影響が最も深刻に表れてきた場所であり、みずほ総合研究所が米国経済の先行きに対して慎重な見方を続けてきた理由も、両市場の回復の遅れにあった。特に住宅市場の低迷は、バランスシート調整圧力として家計の重石となってきた。だがそうした状況に大きな変化が起こりつつある。

まず住宅市場の現状をみてみよう。住宅市場では賃貸需要と投資需要が両輪となって回復が続いている。2010年末から2013年3月末までの間に、販売・賃貸を目的とした住宅が64万戸増えた。同じ期間には、人口の増加に伴って世帯数が120万世帯ほど増えており、住宅供給は世帯数の増加をカバーし切れなかった。住宅バブル崩壊によって膨らんだ過剰在庫が、新たな住宅着工を抑制してきたのである。実際、販売・賃貸用の空き家が56万戸減っている。

こうした結果、足元では1カ月の販売戸数に対する在庫の割合（いわゆる在庫率）が新築、中古ともに4カ月台と、住宅バブルが膨らむ前の2005年頃の水準に低下している。過剰在庫の問題は後退し、むしろ一部地域では在庫不

図表10 米国経済見通し総括表

	2012年(実績)				2013年(予測)				2014年(予測)				2012年(実績)	2013年(予測)	2014年(予測)
	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期			
GDP (前期比年率%)	2.0	1.3	3.1	0.4	2.5	0.8	1.5	1.8	2.7	2.8	2.3	2.9	2.2	1.6	2.2
個人消費 (前期比年率%)	2.4	1.5	1.6	1.8	3.2	2.0	1.5	1.9	2.6	2.7	2.8	3.0	1.9	2.1	2.4
住宅投資 (前期比年率%)	20.5	8.5	13.5	17.6	12.6	15.0	20.0	15.0	10.0	8.0	7.0	6.0	12.1	14.9	11.3
設備投資 (前期比年率%)	7.5	3.6	▲1.8	▲13.2	2.1	4.0	3.5	3.5	5.8	5.8	5.8	5.8	8.0	4.3	5.0
在庫投資 (寄与度、前期比年率%Pt)	▲0.4	▲0.5	0.7	▲1.5	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
政府支出 (前期比年率%)	▲3.0	▲0.7	3.9	▲7.0	▲4.1	▲10.4	▲3.7	▲3.6	▲3.3	▲3.3	▲3.2	▲3.2	▲1.7	▲4.6	▲3.9
純輸出 (年率10億\$)	▲415.5	▲407.5	▲395.2	▲384.7	▲400.7	▲387.9	▲386.6	▲380.1	▲364.4	▲345.0	▲343.8	▲327.5	▲400.7	▲388.8	▲345.2
輸出 (前期比年率%)	4.4	5.3	1.9	▲2.8	2.9	3.0	2.5	4.0	5.5	5.8	5.5	6.0	3.4	1.9	4.8
輸入 (前期比年率%)	3.1	2.8	▲0.6	▲4.2	5.4	0.2	1.8	2.1	1.7	1.4	4.4	2.2	2.4	1.0	2.0
国内最終需要 (前期比年率%)	2.2	1.4	1.9	1.5	1.9	0.3	1.3	1.5	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0	1.4	1.8
国内民間最終需要 (前期比年率%)	3.4	1.9	1.5	3.5	3.2	2.6	2.3	2.5	3.2	3.2	3.3	3.4	2.8	2.7	2.9
失業率 (%)	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.5	7.4	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0	8.1	7.5	7.2
非農業部門雇用者数(1カ月当たり、千人)	257	150	136	182	215	168	169	169	181	182	183	183	186	177	177
個人消費支出デフレ率 (前年比%)	2.4	1.6	1.5	1.6	1.2	1.3	1.2	1.0	0.8	0.8	0.9	1.1	1.8	1.2	0.9
食品・エネルギーを除くコア (前年比%)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2	1.4	1.6	1.6	1.5	1.3	1.0	1.7	1.4	1.3

(注) 2013年4～6月期以降はみずほ総合研究所による見通し。
(資料) 米国商務省、米国労働省、みずほ総合研究所

人口増が支える世帯形成。ただし住宅ローンの借入は難しく、住宅需要の中心は賃貸

機関投資家が住宅オーナーに（住宅市場の機関化現象）

人口増、在庫逼迫、低金利が引き続き住宅市場の回復を促進。住宅価格上昇により、バランスシート調整の重石も一段と軽減

低下続く失業率

足が住宅販売のボトルネックになっているほどだ。

人口増加と共に増えた世帯数の内訳をみると、持ち家世帯は90万世帯減少しており、賃貸世帯が大幅に増えている（+210万世帯）。賃貸世帯が増えた最大の理由は、大半の人々にとって住宅ローンの借入が未だに難しいことが挙げられる（図表11）。連邦準備制度理事会（FRB）が行った米銀に対する調査によれば、今年4月上旬時点で、十分な自己資金や高い信用力を持たない借り手に対しては、住宅ローンの申請が却下される傾向が1年前よりも強まっているという。一方、自己資金が豊富で高い信用力を持つ借り手に対しては、住宅ローンの申請が受理される傾向にある。

住宅需要の回復は賃貸市場で起きている。それにもかかわらず、新築・中古を問わず住宅販売は持ち直しているのはなぜか。主な住宅の買い手はヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどの機関投資家であり、低金利と豊富な資金力を利用して大量の中古物件等を購入し、賃貸に転用・運用しているようだ。かつて個人の家主が中心の「パパ・ママ市場」だった米国の賃貸住宅市場では、「機関化」（institutionalization）という現象が急速に進行している。

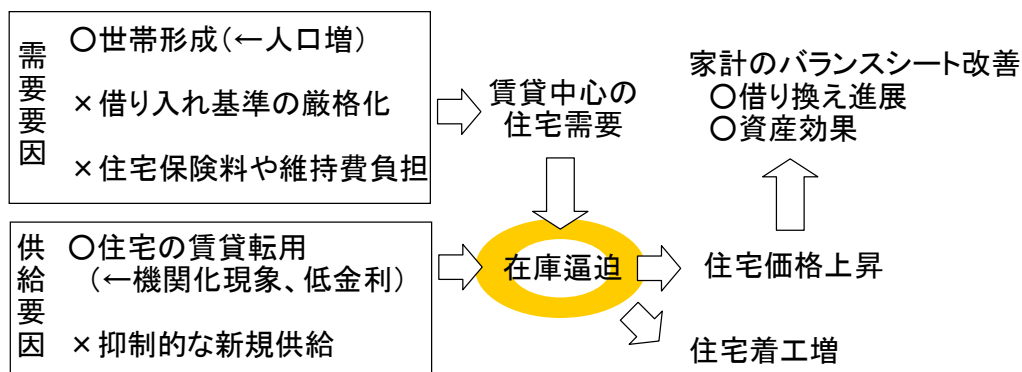
人口の伸びを背景にした世帯形成の動きは今後も続き、住宅需要の基礎を形成するだろう。さらに、在庫が逼迫していることを踏まえると、低金利が続く中で住宅着工の拡大が期待できると共に住宅価格の上昇も続くと予想される。

2012年には、およそ170万件にのぼる住宅ローンが債務超過の状態（アンダーウォーターやネガティブエクイティと言われる）から脱したとされる。今後についても、住宅価格の上昇が続くことで債務超過から解放される人々が増えるだろう。米国家計を苦しめてきたバランスシート調整の重石は、従来想定していたよりも早いテンポで軽減されていくと予想する。

次に労働市場の見通しについて解説しよう。昨年後半から前半にかけては、財政政策を巡る不透明感が強く、雇用への影響が懸念されたが、蓋を開けてみれば、前述したように非農業部門雇用者数は堅調な拡大が続いてきた。

失業率も低下傾向を辿っているが、これには「必ずしも就業率の上昇を伴わない」という問題があった。しかし、U-6と呼ばれる代替的失業率も低下が

図表 11 住宅市場の回復とバランスシート調整圧力の緩和



（資料）みずほ総合研究所

最もカバレッジが広いU-6
と呼ばれる失業率の低下は、
労働需給の改善が着実に進
んでいることを示唆

労働コストの割安さが雇用
拡大に貢献

QE3の年内縮小も視野

続いており、米国労働市場では着実に需給改善が進んでいると判断できる状況になっている（図表 12）。U-6は、通常の失業者に加えて下記①、②の労働者を実質的な失業者とみなして失業率を計算したものであり、最もカバレッジが広い失業率と言われている。

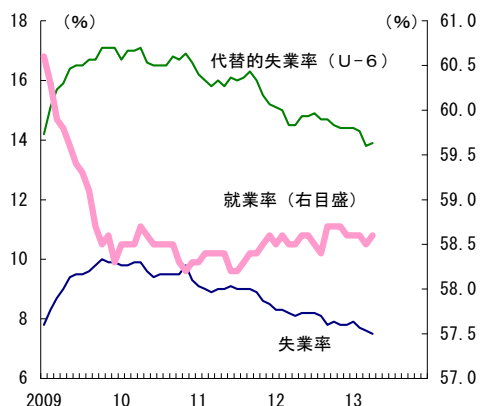
- ① 現在は求職活動を行っていないが、働く意欲を持ち、実際にすぐにでも働くことができ、かつ過去12カ月の間に求職活動を行ったことがある人（通常は失業者でも就業者でもない、非労働力人口として計上）と
- ② フルタイム職が見つからないために不本意ながらパートタイム職に就いている労働者（通常は就業者として計上）

低成長にもかかわらず労働需給が改善しているのはなぜか。その答えは「雇用コストが割安なほど設備投資から労働者への代替が進む」というメカニズムにありそうだ。2001年以降の就業者数の動きを分析してみると、2007年第3四半期を境に構造変化が起きており、それ以降は、就業者数の景気感応度が鈍化する一方で、設備投資から雇用へという代替メカニズムが一段と進み易くなっている。さらに近年は実質賃金が目減りしていることも相まって、雇用コストの割安さが就業者の伸びを高める要因になっているとみられる（図表 13）。

今後も労働需給の改善が続くと考えると、金融政策の見方を変える必要がある。従来は、失業率の低下が緩慢なため、QE3（1カ月当たり850億ドルの証券購入プログラム）について2014年末まで現行ペースで継続すると予想してきた。しかし、上記の雇用分析を踏まえた今回の見通しでは、失業率の低下テンポが従来よりも速く、例えば7.0%を割り込むタイミングは1年近く前倒しになった。その分、QE3継続の必要性が薄れたことになる。QE3縮小の条件とされてきた「労働市場の見通しが大幅に改善」した状況が達成されつつあり、年内にはQE3が縮小されていくと予想する。

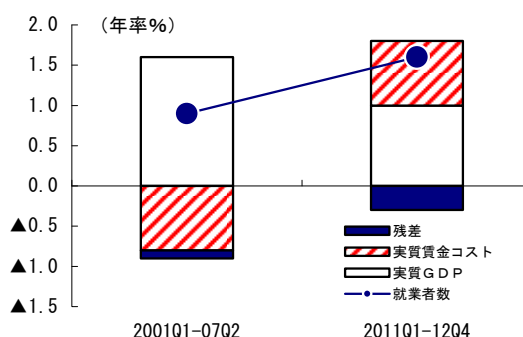
なお、5月1日の連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文では、雇用だけではなくインフレ見通しの変更も考慮に入れた上でQE3の増減を検討している。インフレの低下傾向が続いているが、今後は持ち直すかと予想され、QE3の増額には至らないだろう。

図表 12 代替的失業率（U-6）の低下



(資料) 米国労働省

図表 13 就業者の伸びと要因分解



(注) Gregory-Hansenの共和分検定を用いて労働需関数の構造変化点(2007Q3)を特定し、同関数をOLS推計。実質賃金コストは非農業民間部門の時間当たり報酬を同部門産出デフレレーターで実質化。

(資料) みずほ総合研究所

(2) 欧州経済

ユーロ圏は6四半期連続で景気後退

2013年1～3月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率▲0.9%(10～12月期同▲2.3%)となり、6四半期連続でユーロ圏経済が景気後退にあることを示した。国別では、ドイツが前期比年率+0.3%(10～12月期同▲2.7%)とプラス成長に復した。しかし、輸出減により外需寄与度がほぼゼロとなったほか、3月の寒波もあって固定投資が減少した模様であり、景気回復のペースは弱い

ドイツ以外では景気が低迷している。フランス(10～12月期前期比年率▲0.8%→1～3月期同▲0.7%)やイタリア(同▲3.7%→同▲2.1%)、スペイン(同▲3.1%→同▲2.0%)はいずれもマイナス成長が続いた。輸出回復の遅れや雇用環境の悪化による消費控えに加え、南欧では金融環境の厳しさ等により固定投資が抑制されたとみられる。

4月以降も遅れる景気回復

4月以降も景気回復に向けた動きは遅れている。成長率との連動性が高い合成PMIは、ユーロ圏経済のけん引役が期待されるドイツにおいても、好況・不況の境目である50を下回った。寒波による前期の押し下げの反動もあって4～6月期には成長率の加速を見込んでいるが、新興国景気の弱さが影響したとみられ、スタートは鈍い。ドイツ以外の主要国ではPMIの50割れが続いており、ユーロ圏が4～6月期から景気回復に向かうことは展望しにくい。

緊縮財政による景気下押しが続く

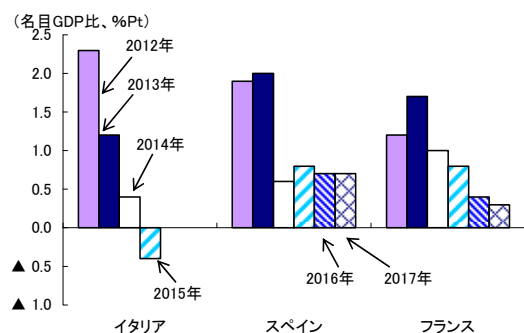
見通し上のポイントを考えて、財政に関しては、このところ緊縮一辺倒からの転換を模索する動きがあるが、景気を下押しする状況が続くとみられる。フランスやスペインでは財政削減目標が2年程度先送りされる模様で、追加の緊縮措置による一段の景気下押しは避けられる見通しだ。欧州レベルでも失業や景気てこ入れの議論も始まった。しかし、財源が無いほか、財政再建の方向性自体は維持されている(図表14)。財政緊縮が景気に与える影響の大きさは、前回見通しから大きく変わっていない。

金融面からの下押し圧力も残存

また、足元の金融市場は安定しているが、各国間で金融環境の逼迫度合いが異なる「金融分断化」が景気下押し圧力として残存する見通しだ。銀行の貸出への慎重姿勢を背景に、南欧諸国等では貸出金利がドイツと比べて高水準で推移したままだ(図表15)。これらの国では企業が資金需要を満たせないケースが多く、設備投資の見送り等を通じて実体経済が下押しされている。

こうした問題に対処するため、ECBは5月の政策理事会で、利下げと共

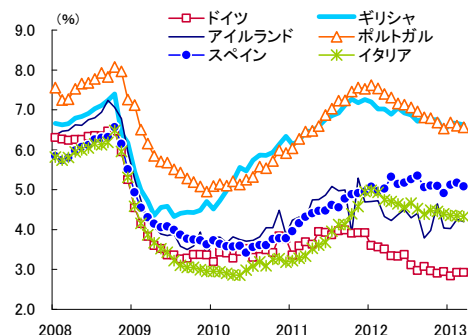
図表 14 各国の財政緊縮の規模



(注) 構造的財政収支の前年比変化幅を緊縮措置の規模とみなした。正值は収支改善(財政緊縮)を示す。

(資料) 各国政府

図表 15 各国の貸出金利



(注) 非金融企業向け貸出(1年以下、100万ユーロ以下)。

(資料) ECB

ユーロ圏の景気回復は外需頼みのまま

2013年のユーロ圏は2年連続のマイナス成長。2014年の成長率も+0.8%と回復感は乏しい

に、融資促進のためのABS(資産担保証券)プログラムの検討を開始することを決定した。しかし、現時点で詳細は不明で、ECB内部でも議論が収束していないとみられる中、早期の実現は難しいと考えられる。短期的な景気押し上げ効果を過度に期待すべきではないだろう。

みずほ総合研究所では、財政・金融面からの下押し圧力が燃る中、ユーロ圏景気が外需主導で回復するとのシナリオを維持している。中国をはじめ新興国の景気持ち直しペースはやや弱い、米国では内需のモメンタムが強まっていく見通しだ。ユーロ安地合の持続も輸出増に寄与するだろう。実際、輸出受注が足元にかけて改善基調となっており、7~9月期以降は輸出持ち直しにより、ユーロ圏の景気は緩やかに回復していくと予測される。

以上より、2013年のユーロ圏成長率を▲0.5%と前回見通し(▲0.3%)から引き下げた(図表16)。下方修正は、年明け以降、景気持ち直しに向けた動きが遅れていることを踏まえたものだ。2014年の成長率は+0.8%(前回見通しと同じ)と輸出にけん引された回復が続くが、財政緊縮の影響で回復感が乏しいままと予測した。見通し期間を通じ、企業・家計のバランスシート調整圧力や財政緊縮による景気下押しが続く南欧諸国と、ドイツとの二極化が続こう。

見通しに係るリスクは下振れ方向にあり、外需の下振れや、財政緊縮による景気への悪影響が想定以上に拡大する点が挙げられる。

加えて、①債務問題解決に向けた取り組みの遅れや②イタリア動向に起因する金融不安の再燃もリスク要因である。①については、2012年後半より金融市場が安定化したことで各国の危機意識が後退しているとの指摘も多い。また、9月に総選挙を控えるドイツが、国内世論への配慮から債務問題の解決に対して消極的な態度をとる可能性がある。取り組みが遅れれば、債務問題がいつまでも収束せず、市場の見方が悪化しかねない。②に関しては、4月に発足したレッタ新政権が一部増税策の撤廃を表明しており、その実現は景気にプラスである。しかし、欧州委員会は財政規律の遵守を求めており、歳出削減等の代替案が明らかでない中、財政政策を巡る不透明さが市場での懸念材料となりかねない。左派と右派の連立により政治基盤が脆弱なため、政局不安に繋がり得る点も注意材料である。

図表 16 ユーロ圏経済見通し

(単位: %)

	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2012年		2013年		2014年	
					上期	下期	上期(予)	下期(予)	上期(予)	下期(予)
実質GDP	1.5	▲0.5	▲0.5	0.8	▲0.6	▲0.9	▲1.0	0.8	0.8	1.0
(期中成長率)	0.6	▲0.9	0.3	1.0	▲0.3	▲0.8	▲1.0	▲0.1	0.8	0.9
民間消費	0.1	▲1.3	▲0.6	0.3	▲1.7	▲1.3	▲0.7	0.1	0.3	0.6
政府消費	▲0.2	▲0.3	▲0.5	▲0.3	▲0.4	▲0.3	▲0.5	▲0.8	▲0.2	0.0
固定資本形成	1.6	▲3.9	▲2.6	1.4	▲4.8	▲4.3	▲3.2	0.4	1.5	2.3
外需(寄与度)	0.9	1.6	0.4	0.3	1.8	1.3	0.1	0.4	0.2	0.2
輸出	6.4	2.9	0.8	3.3	2.7	2.8	▲1.2	3.0	3.4	3.4
輸入	4.3	▲0.8	▲0.2	3.0	▲1.4	▲0.0	▲1.5	2.4	3.1	3.2
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.2	▲0.6	▲0.1	0.1	▲0.5	▲0.6	▲0.1	0.5	0.1	0.0
内需	0.5	▲2.2	▲1.0	0.6	▲2.5	▲2.2	▲1.2	0.4	0.6	0.8
消費者物価	2.7	2.5	1.4	1.4	2.6	2.4	1.6	1.1	1.2	1.7
コア・インフレ率	1.4	1.5	1.3	1.2	1.6	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2

(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。期中成長率は各年第4半期の前年比(半期は前年同期比)。成長率は稼働日数調整後。
(資料) Eurostat、みずほ総合研究所

(3) アジア経済

2013年1～3月期の景気は
小幅に鈍化

3カ国が利下げ。もっとも、
インフレ懸念が強まっている
国もあり、金融緩和は大き
な広がりは見せない見込み

2013年の実質GDP成長率
は、多くの国で低下

2013年1～3月期の実質GDP成長率は、これまでに発表されたほとんどの国で低下した。インドネシアやベトナムなどで内需が弱含み、また台湾と香港で輸出が鈍化した。

もっとも、力強さは欠けども中国の景気拡大が続いていることに加え、米国経済も徐々に持ち直している。このため、輸出主導の経済成長が続くというシナリオを、今回も維持している。

2013年3月以降の金融政策をみると、利下げを行なった国は、ベトナム(2回・計2%Pt)、インド(2回・計0.5%Pt)、韓国(0.25%Pt)であった(図表17)。

インドとベトナムは、景気過熱によりインフレや自国通貨売り圧力に直面してきたため、緊縮的な金融政策の維持を余儀なくされ、その結果として景気が大幅に減速してしまった。両国は、国内経済挺入れのため、インフレ圧力の低下を確認しながら、慎重に金融緩和を進めている段階である。

一方、韓国の利下げは、ウォン高の進行等に伴い景気に停滞感が出てきたことに対応した措置とみられる。アジアでは、タイなど他にも通貨高に直面している国があり、金融緩和が広がるとの観測もある。

もっとも、現時点においては、こうした金融緩和の動きが主流になるとはみていない。なぜなら、失業率が低水準で推移するなど労働力需給が逼迫していることから、インフレリスクへの警戒を怠れない国も多いからだ。世界銀行は、2013年に、インドネシア、マレーシア、フィリピンでGDPギャップのプラス幅が拡大し、またタイでGDPギャップがプラスに転換すると予測している。特に、消費者物価指数上昇率がインフレターゲットを2カ月連続で上回ったインドネシアについては、むしろ利上げが近いとみている。このほか、台湾中央銀行も、不動産価格上昇への懸念などから、金融緩和には慎重とみられる。

2013年を展望すると、まず輸出は、中国向けと米国向けを中心に拡大傾向が続くであろう。輸出増加が内需に波及し、個人消費や設備投資も、総じて堅調に推移すると予想する。

図表17 政策金利

(単位:%)

	2013/2	2013/3	2013/4	2013/5
中国	6.00	6.00	6.00	6.00
(参考)預金準備率	19.50	19.50	19.50	19.50
韓国	2.75	2.75	2.75	2.50
台湾	1.88	1.88	1.88	1.88
インドネシア	5.75	5.75	5.75	5.75
タイ	2.75	2.75	2.75	2.75
マレーシア	3.00	3.00	3.00	3.00
フィリピン	3.50	3.50	3.50	3.50
ベトナム	9.00	8.00	8.00	7.00
インド	7.75	7.50	7.50	7.25
(参考)預金準備率	23.00	23.00	23.00	23.00
(参考)オーストラリア	3.00	3.00	3.00	2.75

(資料)各国統計

図表18 経常収支

(単位:GDP比%)

	2011	2012				2013
	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
中国	2.0	1.4	2.9	3.6	1.6	2.9
韓国	4.0	1.0	4.0	5.1	4.9	3.8
台湾	10.4	9.4	9.5	9.9	12.7	N.A.
香港	3.5	0.1	▲2.4	5.0	2.1	N.A.
シンガポール	23.7	20.8	19.3	19.9	14.5	N.A.
インドネシア	▲1.1	▲1.4	▲3.6	▲2.4	▲3.5	▲2.4
タイ	0.6	1.6	▲2.6	3.1	1.0	1.3
マレーシア	9.7	8.0	4.1	4.0	9.4	N.A.
フィリピン	3.6	0.7	3.7	3.7	3.1	N.A.
ベトナム	0.2	11.4	5.2	5.1	N.A.	N.A.
インド	▲4.4	▲4.4	▲3.8	▲5.4	▲6.7	N.A.
(参考)オーストラリア	▲2.5	▲3.7	▲3.0	▲4.0	▲3.9	N.A.

(注)韓国とタイの直近名目GDPは未発表。このため、前年同期実績を、最近3四半期の平均増加率を用いて延長した
(資料)各国統計、IMF

ただし、個別国の事情から、ほとんどの国の実質GDP成長率は鈍化するであろう。韓国、インド、シンガポールでは、ゲタの低下が成長率を押し下げる見込みである。インドネシアでは、総選挙を2014年に控えた先行き不透明感を背景に、投資手控えの動きが出ていることが成長率低下の主因となる見通しである。タイでは、洪水からの復興需要が縮小することや自動車間接税還付の終了が、成長率を低下させるだろう。

2014年の成長率は総じて加速

2014年は、欧米を中心に世界経済が持ち直すと予想されることから、輸出環境の改善は続くであろう。輸出を起点に、個人消費や設備投資も緩やかに加速し、実質GDP成長率は総じて上昇すると予測する。

1~3月期の中国の実質GDP成長率は前年同期比+7.7%と小幅減速

2012年10~12月期に、大幅な経常赤字（前ページ図表18）を記録したインドでは、基本的に緊縮的な経済運営が続く見通しである。ただし、2013年以降の利下げ（これまでに0.75%Pt）の影響が本格化することから、成長率は若干持ち直すであろう。

中国では、2013年1~3月期の実質GDP成長率が前年同期比+7.7%（前期差▲0.2%Pt）と、小幅に減速した（図表19）。市場コンセンサスは同+8.0%と緩やかな回復を見込んでいたが、想定より下振れた。

1~3月期の消費は公務員の綱紀粛正策により伸び低下

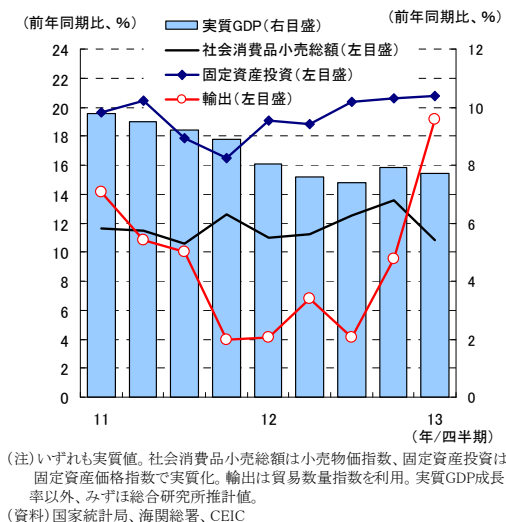
減速の主因は、在庫調整による成長率押し下げである。2013年1~3月期の固定資産投資の実質伸び率は同+20.7%（前期差+0.1%Pt、みずほ総合研究所推計値）と高めの伸びを維持したが、総資本形成（総固定資本形成と在庫投資の合計）の実質GDP成長率に対する寄与度は+2.3%Pt（前期差▲1.6%Pt）と低下しており、在庫投資がマイナスに寄与した可能性が高い。

なお、2013年1~3月期の社会消費品小売総額の実質伸び率は、前年同期比+10.8%（前期差▲2.7%Pt）と低下した。公務員の綱紀粛正策を背景とした、飲食業の売上悪化や高額消費の減少などが主因とみられる。

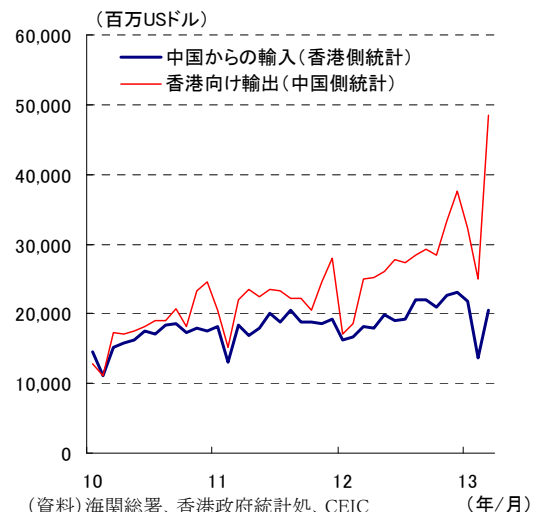
輸出は公式統計が示すほど強くなかった可能性も

一方で、2013年1~3月期の輸出の実質伸び率は、前年同期比+18.3%（前期差+8.9%Pt）と大幅に加速したが、統計の信憑性を疑う声も強い。その理由の一つに、香港の対中輸入統計と比べて、中国の対香港輸出が大幅に上ぶれていることが挙げられる（図表20）。

図表19 中国の主要経済指標



図表20 中国の香港向け輸出と香港の対中輸入



中国政府自身も、輸出金額の水増しなどの不正行為を厳格に取り締まる方針を見せており、実際の輸出の伸びは、公式統計が示すほど強くなかったと考えるべきであろう。

2013 年半ばまでは低調に推移する見込み

今後の景気を展望すると、2013 年半ばまでは低調に推移すると予測する。在庫調整圧力の残存、主要先進国の景気回復力の弱さ、2012 年春以来の公共投資の前倒し、積み増し効果のはく落などが見込まれるためである。

2014 年前半にかけて、輸出と都市化関連投資を中心に持ち直す見込み

しかし、その後 2014 年前半にかけて、景気は持ち直しに向かうだろう。第一に、米国を中心とした海外景気回復に伴い、輸出が徐々に伸びを高めると考えられるからである。第二に、2013 年半ばには、重要施策として位置付けられている「都市化推進」についての具体的な計画が発表される予定であり、交通・医療・教育などインフラ関連投資や、中小型住宅を中心とした不動産投資が徐々に活発化することが見込まれるからである。

ただし、投資過熱への警戒感から、持ち直しのペースは緩慢なものにとどまる

個人消費についても堅調に推移すると予測する。3 月末から 4 月初旬にかけて全国 35 都市で導入された住宅投機抑制策の影響を受け、住宅関連消費の弱含みが予想されるものの、労働需給のタイトさを背景とする良好な雇用・所得環境が個人消費の伸びを下支えするだろう。

ただし、景気持ち直しのペースは緩慢なものにとどまるだろう。欧州など主要輸出相手国・地域の回復力がそれほど強くないことに加え、投資の急加速を抑制する動きが出てくると考えられるからである。上述のとおり、住宅投機抑制策は既に強化されている。さらに、今後は、中国内外でリスク視されている地方政府債務の拡大に対して、中国政府がコントロールを強める可能性が高い。実際、4 月には、地方政府債務の約半分を抱える地方融資平台（地方政府が公共投資プロジェクトなどの実施を目的として、財政資金などで出資をして設立した機関）向けの貸出リスクの監督管理強化や、地方融資平台による起債に対する審査の強化が発表された。

対ドル人民元レートは、引き続き元高方向で推移

こうしたことから、不動産関連など過剰投資が懸念される業種を中心に、投資の伸びが抑えられ、2014 年後半からは再び景気減速に向かうと予測する。

なお、金融政策については、住宅投機に対する懸念から利下げの可能性は低いだろう。対ドル人民元レートは、貿易黒字の残存などを背景に、引き続き元高方向で推移するだろう。ただし、米国の金融緩和縮小観測を背景に世界的なドル高基調が予想されるため、対ドルでの元高のペースは緩やかなものにとどまると考えられる。

アジアでは、2013・2014 年とも堅調な景気の拡大が続く見通し

以上の点を踏まえ、2013 年のアジア各地域の実質 GDP 成長率は、中国が +7.8%、NIEs が +2.1%、ASEAN5 が +5.4%、インドが +4.7%、2014 年は、中国が +7.7%、NIEs が +3.4%、ASEAN5 が +5.1%、インドが +5.3% と予測した（次ページ図表 21）。

図表 21 アジア経済見通し

(単位：%)

	2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
アジア	6.0	9.5	7.5	6.1	6.1	6.3
中国	9.2	10.4	9.3	7.8	7.8	7.7
NIEs	▲ 0.7	8.4	4.1	1.7	2.1	3.4
韓国	0.3	6.3	3.7	2.0	1.9	3.3
台湾	▲ 1.8	10.8	4.1	1.3	2.5	3.5
香港	▲ 2.5	6.8	4.9	1.5	2.6	3.2
シンガポール	▲ 0.8	14.8	5.2	1.3	1.0	3.6
ASEAN5	1.6	7.0	4.5	6.1	5.4	5.1
インドネシア	4.6	6.2	6.5	6.2	5.8	5.5
タイ	▲ 2.3	7.8	0.1	6.4	5.0	4.0
マレーシア	▲ 1.5	7.4	5.1	5.6	4.7	4.6
フィリピン	1.1	7.6	3.9	6.6	5.7	6.0
ベトナム	5.3	6.8	6.0	5.0	5.6	5.8
インド	6.5	9.7	7.5	5.0	4.7	5.3
オーストラリア	1.5	2.6	2.4	3.6	2.6	2.9

(注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。

2. 平均値はIMFによる2011年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。

(資料) 各国統計、みずほ総合研究所

IV. 日本経済

(1) 景気の現状

2013年1～3月期は個人消費・輸出の増加を主因に年率+3.5%の高成長

2012年度は+1.2%成長

2013年1～3月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比+0.9%（年率+3.5%）の高成長となった（図表22）。

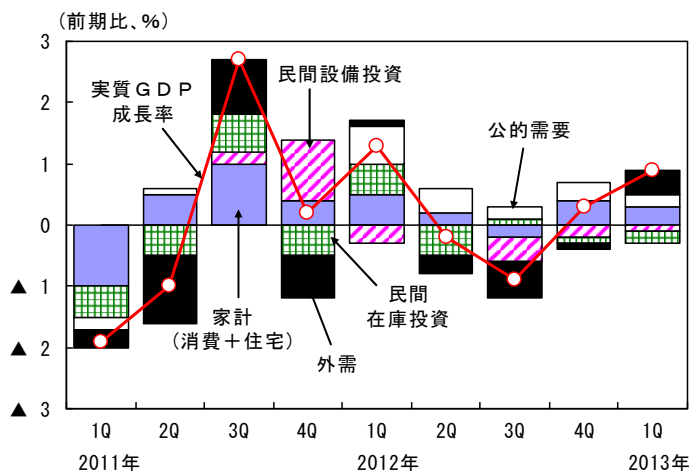
国内民間需要は前期比+0.5%（実質GDP前期比に対する寄与度+0.3%Pt）と2四半期連続で増加した。株価上昇によって消費者マインドが改善したことなどから、個人消費は前期比+0.9%（10～12月期同+0.4%）に伸びが高まった。一方、製造業を中心に慎重姿勢が残り、設備投資は同▲0.7%（10～12月期同▲1.5%）と5四半期連続で減少した。在庫圧縮の動きが続いたため、民間在庫投資もマイナス寄与（▲0.2%Pt）となった。

公的需要は前期比+0.6%（寄与度+0.2%Pt）と5四半期連続で増加を保った。公共投資は前期比+0.8%（10～12月期同+2.8%）と増加を維持したものの、伸びは鈍化した。一方、同+0.6%（10～12月期同+0.7%）の高い伸びとなった政府消費は、高齢化に伴う社会保障関連支出増などを背景に増勢が続いている。

輸出は前期比+3.8%（10～12月期同▲2.9%）と4四半期ぶりに反発し、高い伸びとなった。米国向けの自動車輸出回復などがけん引した模様である。輸入も前期比+1.0%（10～12月期同▲2.2%）と増加に転じたが、輸出の伸びを大きく下回ったため、外需寄与度は+0.4%Ptと大幅なプラス寄与となった。1～3月期は内外需のバランスがとれた成長だったと評価できるだろう。

2012年度の実質GDP成長率は+1.2%となった。外需寄与度が▲0.8%Ptと大幅に成長率を押し下げる一方、公的需要の寄与度が+1.2%Ptとなった。東日本大震災からの復興需要が成長をけん引した1年だったと言えるだろう。一方、国内民間需要は個人消費（前年比+1.6%）を中心に増加し、寄与度は+0.8%Ptとなった。

図表 22 GDP成長率の四半期推移



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

(2) 2013・14 年度の見通し

2013 年度前半は公的需要がけん引

2013 年度前半（4～6 月期、7～9 月期）は、年率+2～+3%台の成長が続くと予測している。夏場にかけて景気対策（日本経済再生に向けた緊急経済対策）で追加された公共事業の執行が本格化して公共投資の増勢が強まり、成長率を押し上げる見通しである。

国内民間需要も緩やかに拡大するであろう。株高を背景とした消費者マインド改善に加え、夏の民間賞与が 3 年ぶりに前年を上回るなど所得環境も好転することから、個人消費は緩やかな拡大を維持するとみられる。夏場には 2014 年度からの消費税率引き上げを控えた駆け込みの動きが住宅投資に表れてくるだろう。これまで慎重化していた製造業の投資が生産の回復とともに徐々に再開され、設備投資は小幅ながらも増加に転じるとみられる。

また、海外経済が緩やかに回復する中で、円安の数量面の効果が次第に現れてくることから、輸出は夏場にかけて伸びを高め、外需も成長率の押し上げ要因となろう。

2013 年度後半は駆け込み需要により加速。2013 年度成長率は+2.7%

2013 年度後半（2013 年 10～12 月期、2014 年 1～3 月期）は、住宅投資に加えて個人消費にも駆け込み需要が発生し、成長ペースが加速するとみられる。みずほ総合研究所では 2013 年度中の駆け込み需要の規模を 3 兆円弱（GDP 比 0.6%程度）と見積もっている。

2013 年度後半にかけて欧米経済の回復テンポがやや速まること、円安の数量面の効果が本格化してくることにより、輸出の伸びも高まると予想される。輸出・生産・企業収益の増加とともに、設備投資も年度後半にかけて増勢を強めるであろう。一方、経済対策の効果が一巡し、公共投資は高水準ながら年度末ごろには頭打ちとなりそうだ。

その結果、2013 年度の実質 GDP 成長率は+2.7%（3 月予測：+2.2%）に高まる見通しである（次ページ図表 23）。前回予測からは、円安進行の影響を勘案して輸出・設備投資の予測値を見直すとともに、株高によるマインド改善効果が表れている個人消費の見通しを上方修正した。

2014 年度の成長率は+0.6%に低下するが、景気後退は回避

2014 年 4～6 月期は駆け込み需要の反動で個人消費と住宅投資が落ち込み、大幅なマイナス成長（前期比年率▲6.5%と予測）が避けられないだろう。それでも、円安・海外景気回復を背景とした輸出増、企業収益の改善に支えられた設備投資回復が続くことなどから、景気後退に陥る可能性は低い。駆け込み需要の反動による落ち込みから個人消費・住宅投資が徐々に持ち直していく中で、7～9 月期以降の日本経済は緩やかな景気回復軌道に戻ると予測している。

一方、中長期的な財政規律維持の見通しが立たなくなると国債利回りが上昇する懸念もあるため、公共事業費を 2014 年度以降も増加させることは難しく、公共投資は緩やかに減少していくとみられる。高齢化に伴う社会保障費用の増大を背景に政府消費の増加は続くものの、公共投資・政府消費を合わせた公的需要全体の伸びは大きく鈍化するとみられる。

その結果、2014 年度の実質 GDP 成長率は+0.6%（3 月予測：+0.4%）

米景気下振れと円高反転がリスク

に低下する見通しである。なお、前回予測からの上方修正は、円安進行の影響を反映して輸出・設備投資の予測値を引き上げたことが主因である。

以上のように、日本経済の成長率は2013年度に高まり、消費税率引き上げ後の2014年度も景気拡大を維持するというのが今回のメインシナリオである。しかし、こうしたメインシナリオにはいくつかの不確実性がある。海外発のリスクとしては、米国経済が政府支出削減の影響などで予想以上に減速した場合に為替レートが円高に反転するリスクが考えられる。米国景気が下振れれば、金融市場で意識されている米金融政策の出口（量的緩和の縮小など）が遠のくとの思惑から、円ドルレートが円高に反転するリスクもある。

図表 23 日本経済見通し総括表

		2011	2012	2013	2014	2012	2013				2014				2015
		年度	年度	年度	年度	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	0.2	1.2	2.7	0.6	0.3	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2	▲1.7	0.5	0.5	0.4
	前期比年率、%	--	--	--	--	1.0	3.5	2.7	3.7	3.9	4.9	▲6.5	1.9	1.9	1.7
内需	前期比、%	1.3	2.0	2.3	▲0.2	0.3	0.5	0.6	0.8	0.8	1.1	▲1.9	0.3	0.3	0.2
民需	前期比、%	1.4	1.1	2.0	▲0.5	0.1	0.5	0.5	0.7	0.9	1.3	▲2.6	0.4	0.4	0.4
個人消費	前期比、%	1.5	1.6	2.2	▲1.2	0.4	0.9	0.3	0.3	0.7	1.9	▲3.6	0.5	0.2	0.2
住宅投資	前期比、%	3.7	5.3	7.6	▲8.4	3.5	1.9	1.0	4.3	2.0	▲5.5	▲8.1	1.5	1.0	1.5
設備投資	前期比、%	4.1	▲1.5	1.5	3.2	▲1.5	▲0.7	0.9	1.7	1.8	1.2	0.3	0.4	0.6	0.8
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲0.5	▲0.1	▲0.2	0.2	▲0.1	▲0.2	0.0	0.0	▲0.1	▲0.2	0.4	▲0.1	0.1	0.0
公需	前期比、%	0.9	4.8	3.1	0.8	1.1	0.6	0.8	1.0	0.6	0.3	0.2	0.0	▲0.1	▲0.3
政府消費	前期比、%	1.4	2.6	1.6	1.9	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.5	0.5	0.5
公共投資	前期比、%	▲2.2	15.2	9.8	▲4.5	2.8	0.8	2.6	3.9	2.0	0.4	▲1.9	▲2.1	▲2.9	▲3.9
外需	前期比寄与度、%Pt	▲1.0	▲0.8	0.4	0.9	▲0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
輸出	前期比、%	▲1.6	▲1.3	3.7	5.4	▲2.9	3.8	1.0	1.5	1.8	1.8	0.9	1.0	1.3	1.4
輸入	前期比、%	5.3	3.8	0.9	0.6	▲2.2	1.0	0.3	0.5	0.8	0.9	▲0.5	▲0.3	0.2	0.3
名目GDP	前期比、%	▲1.4	0.3	2.0	1.5	0.1	0.4	0.8	0.2	1.2	1.4	0.2	▲0.5	0.1	0.0
GDPデフレーター	前年比、%	▲1.7	▲0.9	▲0.7	0.9	▲0.7	▲1.2	▲0.7	▲1.3	▲0.9	0.0	1.5	1.3	0.7	0.1
内需デフレーター	前年比、%	▲0.5	▲0.8	▲0.5	1.1	▲0.8	▲0.9	▲0.4	▲0.5	▲0.5	▲0.5	0.8	1.1	1.3	1.3

(注) 網掛けは予測値

(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」よりみずほ総合研究所作成

		2011	2012	2013	2014	2012	2013				2014				2015
		年度	年度	年度	年度	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
鉱工業生産	前期比、%	▲1.0	▲3.4	3.8	1.2	▲1.9	2.2	1.3	1.7	1.9	2.0	▲1.8	▲0.5	0.7	1.1
経常利益	前年比、%	▲2.0	8.8	10.6	2.7	5.9	7.9	12.8	15.5	12.8	3.5	▲3.3	0.7	9.0	4.0
名目雇用者報酬	前年比、%	0.6	▲0.3	0.3	0.7	▲0.7	▲0.1	0.3	0.0	0.4	0.3	0.7	0.7	0.7	0.8
完全失業率	%	4.5	4.3	3.8	3.6	4.2	4.2	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7	3.8	3.7	3.6
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	84.1	89.3	94.3	85.9	91.8	90.4	92.1	96.4	97.5	90.6	84.3	84.7	86.1	89.1
経常収支	年率換算、兆円	7.6	4.3	5.9	9.8	4.3	2.9	4.4	4.1	7.4	8.3	12.8	9.9	9.7	7.7
国内企業物価	前年比、%	1.4	▲1.1	1.3	3.6	▲0.9	▲0.3	0.7	1.6	1.8	1.0	2.8	3.3	3.9	4.4
消費者物価	前年比、%	0.0	▲0.2	0.1	2.3	▲0.1	▲0.3	▲0.2	0.1	0.2	0.1	2.0	2.1	2.4	2.5
無担保コール翌日物金利	%	0.08	0.06	0~0.10	0~0.10	0.08	0.06	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10
新発10年国債利回り	%	1.05	0.78	0.90	1.03	0.75	0.70	0.74	0.90	0.95	1.00	0.95	1.00	1.05	1.10
日経平均株価	円	9,181	9,650	15,200	16,000	9,234	11,444	14,200	15,200	15,500	15,800	15,400	15,800	16,200	16,500
対ドル為替相場	円/ドル	79.0	83.0	102.0	107.0	81.0	92.0	100.0	102.0	103.0	104.0	105.0	106.0	107.0	108.0
WTI原油先物最期近物	ドル/バレル	97.0	92.0	86.0	93.0	88.0	94.0	92.0	87.0	81.0	83.0	87.0	92.0	97.0	96.0

(注1) 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある

(注2) 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース(金融・保険、電気業を除く)

(注3) 消費者物価は生鮮食品を除く総合(2010年基準)

(注4) 完全失業率、新設住宅着工戸数、経常収支の四半期は季節調整値

(注5) 金融関連の指標について、無担保コール翌日物金利は期末値、新発10年国債利回りは月末値の期中平均値、その他は期中平均値

(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、財務省「法人企業統計季報」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、

国土交通省「建築着工統計調査報告」、日本銀行「国際収支」、「企業物価指数」、「金融経済統計月報」、「外国為替相場」、

日本相互証券「主要レート推移」、日本経済新聞、Bloomberg、よりみずほ総合研究所作成

国内には消費税率引き上げを巡る不確実性

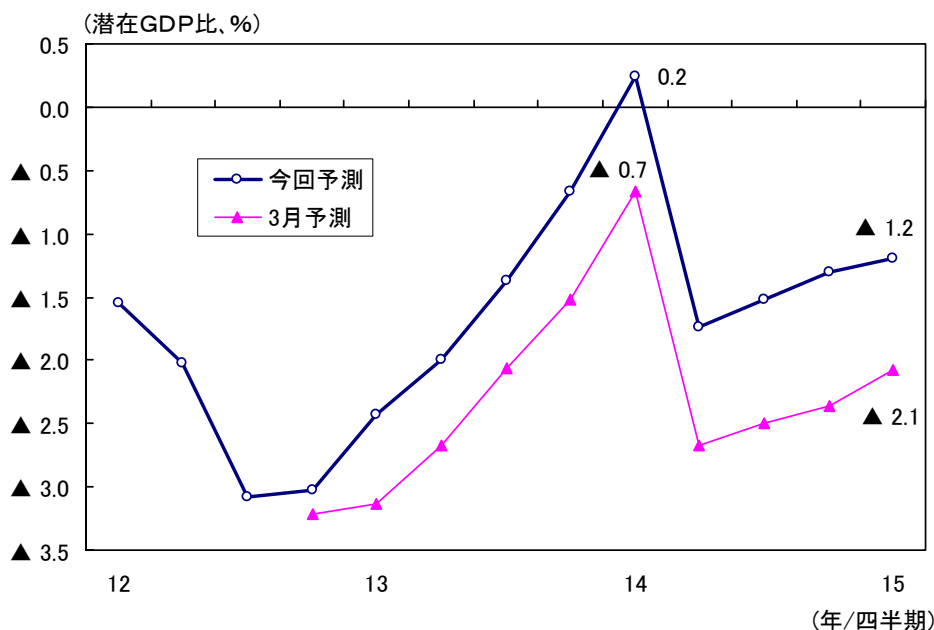
一方、国内では消費税率引き上げを巡る不確実性が大きい。仮に夏場の景気下振れやデフレ脱却を優先するとの判断から2014年度からの消費税率引き上げが先送りされるようなことになると、長期金利上昇やいわゆる日本売りによる極端な円安が起きるリスクがある。特に、次の消費税率引き上げの時期を明示せずに延期するようなことになれば、長期金利上昇のリスクは強まるであろう。

また、予定通りに消費税率が引き上げられるケースでも、駆け込み需要と反動の規模、実質所得目減りによる個人消費への影響度などを正確に予測することは難しい。デフレ下で消費者が価格上昇に敏感になっている中、2015年10月の2度目の税率引き上げも展望した買い急ぎが発生すれば、駆け込み需要の規模が大きくなり、その後の反動減も大幅になることが予想される。一方、これまでのエコカー減税・補助金、家電エコポイント制度の影響で需要がある程度先食いされているとすれば、駆け込み需要の規模は小さくすむ可能性もある。

GDPギャップは2014年度末時点でもマイナス（供給超過）

みずほ総合研究所で試算しているGDPギャップは、2013年1～3月期時点で潜在GDP比▲2.4%（約13.0兆円の供給超過）となっている（図表24）。1～3月期の成長率が高まったため、昨年10～12月期時点の同▲3.0%に比べるとマイナス幅が縮小した。景気対策の効果発現や駆け込み需要によって、2013年度中は潜在成長率（足元は年率+1.0%程度：みずほ総合研究所推計値）を上回る成長が続き、GDPギャップの供給超過幅は2013年度末にかけて縮小していく見通しである。駆け込み需要によって経済活動の水準がかさ上げされる2014年1～3月期時点のGDPギャップは+0.2%と一時的に供給超過が解消すると予測している。しかし、駆け込み需要の反動が出る2014年4～6月期には再びGDPギャップのマイナス幅は大きく広がる見込みである。

図表 24 GDPギャップの見通し



(資料)内閣府「国民経済計算」などより、みずほ総合研究所作成

2014年度中のデフレ脱却は展望できず

フィリップスカーブの上方シフトには数年を要する見通し

その後マイナス幅は徐々に縮小していくものの、2014年度末時点でも▲1.2%と供給超過は解消しないと予測している。なお、みずほ総合研究所は3月予測時点で2014年度末のGDPギャップを▲2.1%と予測しており、今回の見直し上方修正によりマイナス幅が0.9ポイント縮小したことになる。

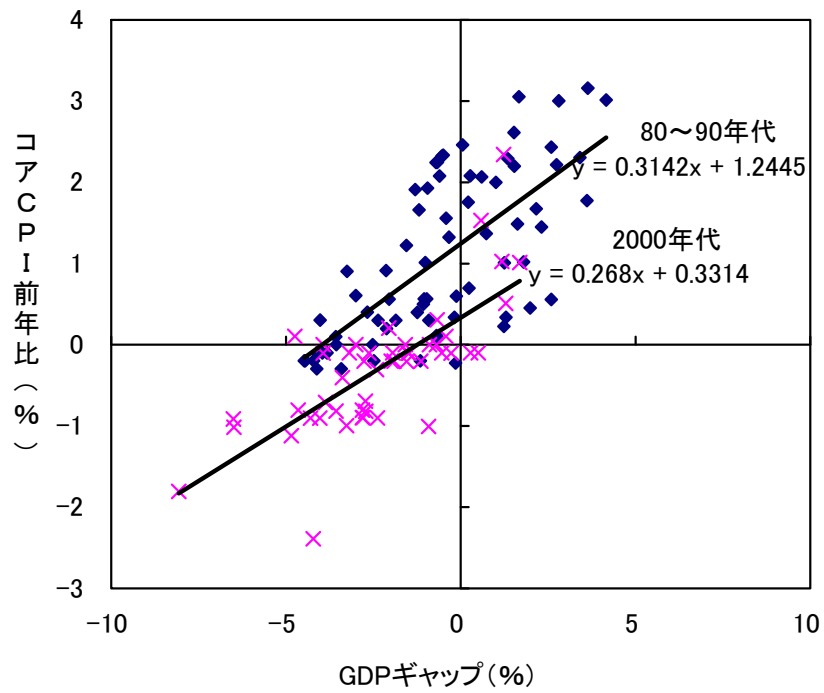
成長率の見通しを上方修正したとはいえ、2014年度末時点でも供給超過が残存するとの見方は前回予測から変わっておらず、デフレ脱却が展望できる状況ではない。消費税率引き上げの影響を除くコアCPIは2014年度までゼロ近傍での推移が続くであろう。コアCPI（生鮮食品を除く総合消費者物価指数）前年比は2013年度+0.1%、2014年度+2.3%（消費税率引き上げの影響を除くと+0.2%）にとどまると予測している。

日銀は4/3・4の金融政策決定会合において、2年間で2%のインフレ実現を目標とし、金融緩和の強化（量的・質的金融緩和）を決定した。しかし、上記の通り2014年度中にGDPギャップの供給超過の解消が見込めない中、2年間で目標達成は難しいだろう。

デフレ脱却のためには、中長期的な景気拡大によってGDPギャップの供給超過が解消することに加えて、インフレ期待が高まりフィリップスカーブ（物価とGDPギャップの関係を示す曲線）が上方シフトすることが必要になる。みずほ総合研究所試算のGDPギャップとコアCPI前年比との関係を見ると、1980～90年代に比べて2000年代には両者の関係を示す直線が大きく下方シフトしていることがわかる（次ページ図表25）。2000年代のフィリップスカーブを前提とすれば、GDPギャップがゼロの時でもコアCPI前年比は+0.3%にとどまる計算になる。機械的に当てはめると、2%のインフレ達成に必要なGDPギャップは+6.2%となり、現実的ではない。デフレ脱却のためにはフィリップスカーブの上方シフトが必須になるが、それには金融緩和だけでなく、アベノミクスの「3本目の矢」である成長戦略が継続的な需要増加とGDPギャップ改善に対する期待を生じさせることが必要である。しかし、それには数年単位の時間がかかることを覚悟しておくべきであろう。特に消費税率引き上げの影響で需要が抑制される2014～2015年度は、需要見通しが立てにくい中で企業行動に慎重さが残ると予想される。その間は、期待成長率が高まった時に生じる生産能力増強のための設備投資、労働者の所定内給与引き上げが本格化する可能性は低い。したがって、デフレ脱却が展望できるのは、金融緩和・成長戦略が功を奏した場合でも2016年度以降になるとみられる。

もっとも、「2年で2%」の目標を達成できなくても、ただちに今回の金融緩和が失敗であったと評価することは適切ではない。成長戦略の策定・実行と金融緩和を中長期にわたって進め、GDPギャップ解消・デフレ脱却に着実に向かっていることが認識されれば、企業・家計の行動には徐々に変化が生じるはずだ。黒田日銀による金融緩和、及びそれを含むアベノミクスの成否は2年間という時間軸でなく、より中長期的な視点で評価していくことが必要であろう。

図表 25 コアCPIとGDPギャップの関係（フィリップスカーブ）



(注)コアCPIは生鮮食品を除く総合消費者物価指数
 GDPギャップは3四半期ラグ
 80~90年代：83/1Q~2000/3Q、2000年代：2000/4Q以降
 (資料)内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」などより
 みずほ総合研究所作成

(3) 外需

2013年1～3月期の輸出は4
四半期ぶりに増加

輸出は回復が続く

輸入は緩やかに拡大

2013年1～3月期の経常黒字
は年率2.9兆円まで縮小

2013年1～3月期の実質輸出（SNAベース）は、前期比+3.8%（2012年10～12月期同▲2.9%）と4四半期ぶりに増加した。

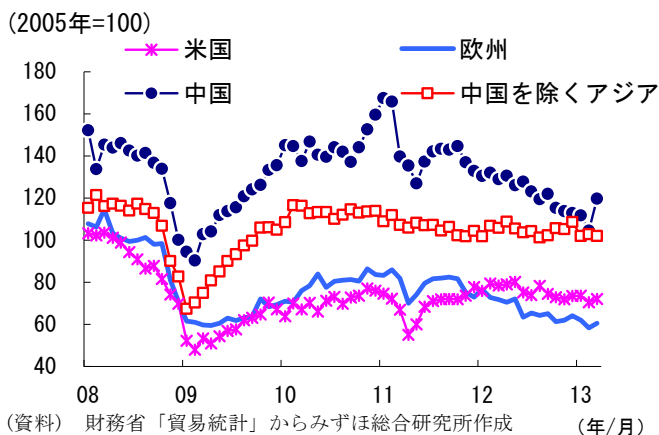
実質輸入も前期比+1.0%（10～12月期同▲2.2%）と増加に転じたが輸出の伸びを下回ったため、実質GDP前期比に対する外需寄与度は+0.4%Pt（10～12月期同▲0.1%Pt）と4四半期ぶりに押し上げに寄与した。

先行きの輸出は、海外経済の持ち直しと円安を背景に回復が続く見込みである。月次でみると3月の輸出数量指数（みずほ総合研究所による季節調整値）は3カ月ぶりに増加した（図表26）米国・欧州・中国向けがプラスとなり、全般に下げ止まりつつあることを示している。2012年末からの円安進行も今後は徐々に輸出数量の増加につながってくるだろう。2013年度の実質輸出は前年比+3.7%と3年ぶりに増加し、2014年度は同+5.4%に伸びが高まる見通しである（図表27）。

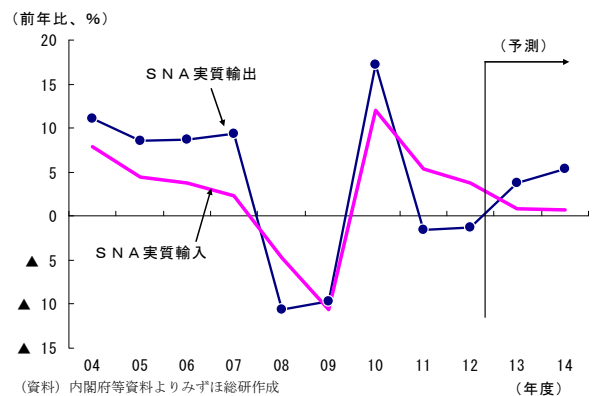
2013年度の輸入については、景気対策で追加された公共工事の執行に伴う資材輸入増や年度後半には消費増税前の駆け込み需要に対応した輸入増も予想される。一方、これまで輸入増の主因になってきた発電用燃料の輸入は、引き続き高水準で推移するものの、増勢は一服すると予想される。2014年度については、消費税率引き上げによる内需落ち込みの影響で輸入の伸びは低位にとどまるとみられる。2012年度の実質輸入は前年比+3.8%と高い伸びを維持したが、2013年度は同+0.9%、2014年度は同+0.6%とその後の増加ペースは緩やかなものになると予測した。実質GDP成長率に対する外需寄与度は2013年度+0.4%Pt、2014年度+0.9%Ptと予測している。

2013年1～3月期の経常黒字（季節調整済み年率換算値、以下同じ）は2.9兆円（2012年10～12月期4.3兆円）に縮小した。内訳をみると、所得収支黒字が増加（14.3兆円→15.5兆円）する一方、円安による輸入金額の増加により貿易赤字が拡大した（▲8.8兆円→▲12.1兆円）。2012年度の経常黒字は4.3兆円と、現行統計になった1985年以降で過去最低水準を記録した。

図表26 地域別輸出数量



図表27 実質輸出入の見通し



一段の円安進行により、貿易赤字は過去最大を更新

輸出数量が増えなければ、円安のデメリットが前面に

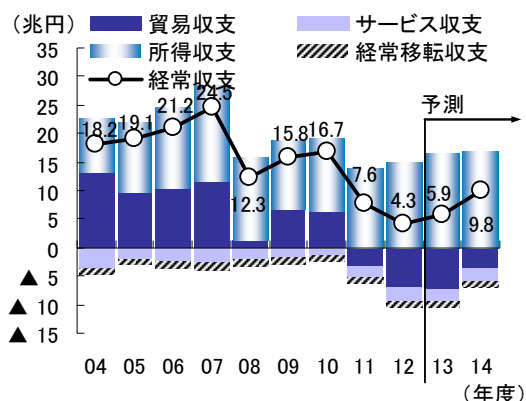
円安は、輸出入価格(円ベース)の上昇と輸出数量の増加をもたらすが、輸出入価格上昇の効果が先行するため、外貨建て比率の高い輸入金額の増加が輸出金額の増加を上回ること、当面は貿易赤字が拡大しやすい。このため、2013年度の貿易収支(通関ベース)は▲8.4兆円と、過去最大の赤字だった2012年度(▲8.2兆円)からさらに赤字幅が拡大する見通しである。2014年度も円安傾向は続くものの価格競争力の回復を背景とした輸出数量増が2013年半ば以降加速し、2014年度の貿易赤字は▲4.9兆円に縮小する見込みである。ただし、燃料輸入が引き続き高水準で推移することなどから、貿易赤字解消には至らないであろう。

一方、所得収支については、対外資産の大半を占める証券投資の収益率が安定していることや、円安によって円換算額が増加することなどから、2013年度、2014年度ともに16兆円台の黒字を見込む。2013年度の経常黒字は貿易赤字の拡大を所得収支黒字の増加が上回ることにより2012年度の4.3兆円から5.9兆円に増加する見通しである(図表28)。2014年度の経常黒字も引き続き増加し9.8兆円となるが、10兆円を超えていた2010年度以前と比べると低水準に留まるだろう。

円安が日本経済にプラスの影響を与えるためには、価格競争力の向上による輸出数量増が、国内での生産・収益増をもたらす、設備投資や雇用の増加につながる必要がある。しかし、過去の急激な円高進行により製造業が海外生産を拡大させたため、過去の円安局面ほどには輸出が増加しないことを懸念する声もある。みずほ総合研究所の推計では、輸出数量の為替(価格要因)や海外成長率(所得要因)に対する弾性値が最近になって大きく変化しているという事実は確認できなかった。円安の進行と海外景気の回復を背景に、先行きの日本の輸出は相応に増加すると予測している(図表29)。

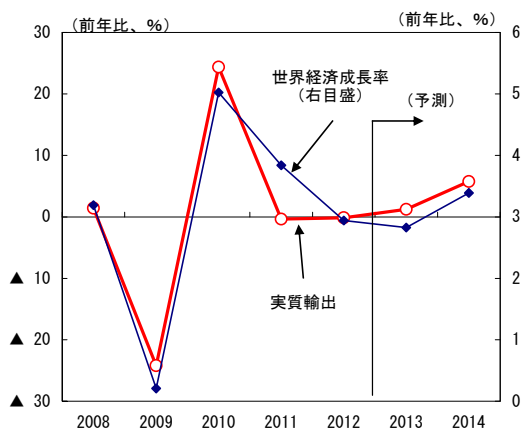
もっとも、IT(情報技術)分野での日本製品の競争力低下、中国の過剰投資是正に伴う資本財需要の減退などにより、日本の輸出増加ペースが過去の海外景気回復・円安時に比べて高まらない懸念もある。そうなれば、輸入コスト上昇という円安のデメリットだけが前面に出てきてしまうことになりかねない。

図表 28 経常収支の見通し



(注) グラフ中の数値は経常収支黒字額。
(資料) 日本銀行「国際収支統計」等よりみずほ総合研究所作成

図表 29 輸出と海外経済成長率



(注) 世界経済成長率はみずほ総合研究所予測対象地域の加重平均値。
(資料) 各国統計よりみずほ総合研究所作成

(4) 企業部門

鉱工業生産は4四半期ぶりに増加

2013年4～6月期以降の生産は緩やかに回復

2013年度以降の企業収益は輸出・生産の持ち直しに伴い改善

2013年1～3月期の鉱工業生産は、前期比+2.2%（10～12月期同▲1.9%）と4四半期ぶりの増産となった。国内販売の持ち直しや、米国向けを中心に輸出が好調である輸送機械が全体をけん引したことに加え、鉄鋼・化学など素材業種も堅調に推移した（図表30）。

在庫循環図を確認すると、1～3月期時点ではまだ「在庫調整局面」にあるものの、「意図せざる在庫減局面」に大きく近づいた（図表31）。1～3月平均の出荷は前年比▲5.9%（10～12月期同▲6.0%）とマイナス幅が小幅に縮小し、3月末時点の在庫は前年比▲4.4%（12月末時点+3.5%）と12四半期ぶりのマイナスに転じており、在庫調整の進捗が確認できる。

先行き輸出の持ち直しが見込まれること、在庫調整が進捗していることなどを踏まえると、2013年4～6月期以降の生産も緩やかな回復基調が続く見通しである。昨年度はメーカーの当初計画に比べて実際の生産水準が大幅に下振れる状況が続いていたが、2013年3月の実現率（製造工業生産予測調査）は昨年10月以来のプラスとなった。企業の期待に見合う需要の回復が進んでいくことで、今後は生産回復の動きがより確かなものになるであろう。

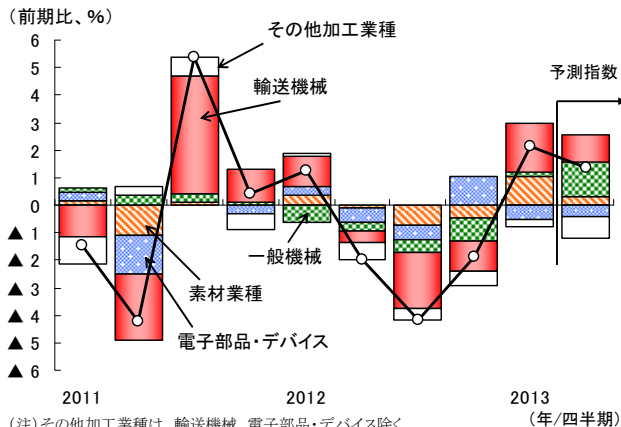
2013年末から2014年初にかけては、消費税率の引き上げを前にした駆け込み需要が耐久消費財を中心に生じるとみられ、生産を押し上げるものの、引き上げ後は一時的な落ち込みが予想される。

以上より、2013年度の鉱工業生産は前年比+3.8%と3年ぶりに増加し、2014年度は同+1.2%に伸びが鈍化すると予測した。

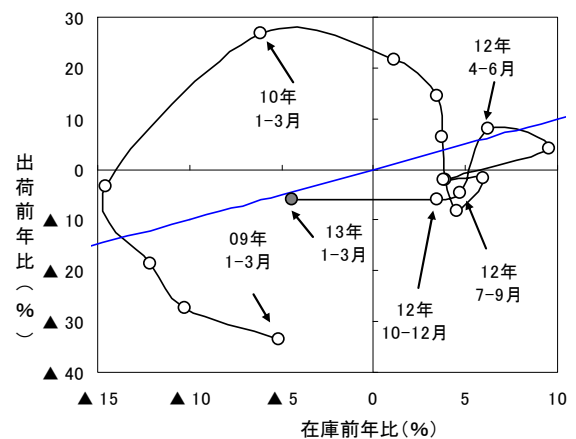
上場企業（日経225採用銘柄、金融・保険及び電力を除く）の2013年1～3月期決算は、製造業、非製造業とも2四半期連続で前年比増益となった模様である。コスト削減を進めてきたところに、円安が追い風となり、自動車など輸出関連企業の業績が大きく改善した。内需関連では、最近の消費堅調、住宅投資や不動産取引の活発化を背景に小売業や不動産業の業績改善が目立った。

2013年度以降の企業収益は、輸出・生産の持ち直しに伴い改善が続くとみ

図表30 鉱工業生産の業種別寄与度分解



図表31 在庫循環図



設備投資は5四半期連続の減少。4～6月期以降は緩やかな増加基調に転じる見通し

られる。足元の為替相場（1ドル＝100円台）は企業の想定為替レート（全規模全産業：2013年度1ドル＝85.78円、日銀短観3月調査）よりも大きく円安に振れており、製造業の収益を下支えする見込みである。

2013年度の経常利益（法人企業統計季報ベース；電力、金融・保険を除く）は前年比＋10.6%、2014年度は同＋2.7%と予測する。2012年度はコスト削減が利益を支える一方で売上高の減少が押し下げに寄与したが、2013年度は売上高の増加を主因に伸びが高まる見通しである。2014年度は消費税率引き上げにより、個人消費・住宅投資が落ち込むことなどから、2013年度に比べて伸びが鈍化するだろう。

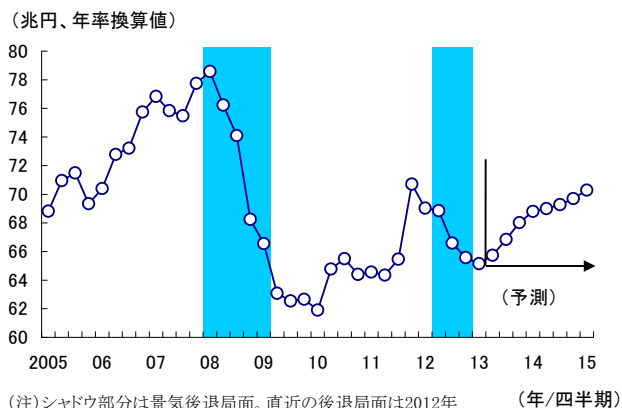
2013年1～3月期の実質設備投資は、前期比▲0.7%（10～12月期同▲1.5%）と5四半期連続の減少となった。先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）をみても明確な持ち直しには至っておらず、非製造業に比べて大きく落ち込んでいた製造業の設備投資は未だ低調である。

製造業の設備投資回復には輸出の増加が欠かせない。足元の輸出は下げ止まっているものの、欧州向けや中国向け輸出は弱い動きが続いている。設備稼働率は低水準にとどまり、企業は設備投資に対して慎重姿勢を崩していない模様である。これまでの円高に対応して海外生産を拡大していたことも国内投資が抑制されている要因とみられる。もっとも、先行きは輸出・生産の増加を通じた稼働率の上昇に伴い、製造業の設備投資も徐々に回復していく可能性が高い。4～6月期以降の設備投資は緩やかな増加基調に転じるだろう（図表32）。

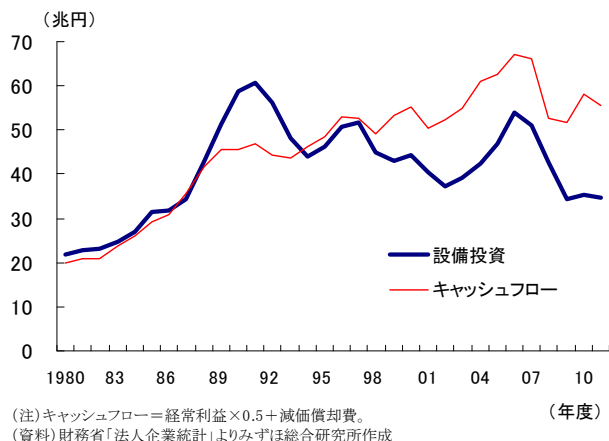
日銀の量的・質的金融緩和策が設備投資を押し上げるとの期待が高まっている。①期待インフレ率の上昇が実質金利を低下させることや、②資産価格上昇に伴うバランスシートの改善が企業の資金調達を容易にすることで設備投資を促す効果が想定される。しかし、現在の投資水準は企業のキャッシュフローを大きく下回っており、投資低迷の主因は期待成長率の低下に求められる（図表33）。今後、適切な成長戦略が策定・実行されれば、資金を投資に振り向ける動きが強まることが期待できるだろう。

2013年度の実質設備投資は前年比＋1.5%、2014年度は同＋3.2%と設備投資の伸びは徐々に高まっていくと予測している。

図表 32 設備投資の見通し



図表 33 設備投資とキャッシュフロー



(5) 家計部門

雇用情勢は改善

個人消費は拡大

雇用情勢は緩やかな改善が
続く見込み

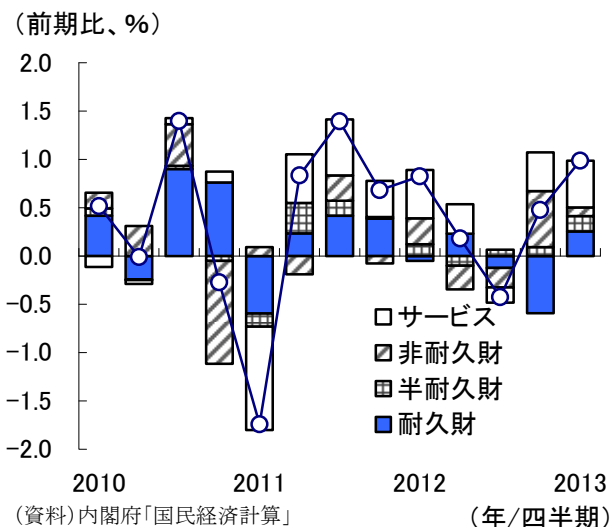
2013年1～3月期は失業率が4.2%と2012年10～12月期から横ばいとなる一方、有効求人倍率が0.85倍と0.03ポイント上昇した。生産活動の持ち直しなどを受けて、企業の採用意欲は改善している。常用雇用（毎月勤労統計）は複合サービス事業が減少したものの、製造業が下げ止まりつつあるなど、持ち直しの動きもみられる（10～12月期前年比+0.3%⇒1～3月期同▲0.1%）。他方、名目賃金は、所定内給与の停滞やパート比率の上昇などから前年割れが続いた（10～12月期前年比▲1.1%⇒1～3月期同▲0.5%）。その結果、1～3月期の名目雇用者所得（常用雇用×名目賃金）は前年比0.0%（10～12月期同▲0.5%）となった。なお、1～3月期のSNAベース名目雇用者報酬は同▲0.1%（10～12月期同▲0.7%）と2四半期連続で前年割れとなった。

1～3月期の実質個人消費は前期比+0.9%（10～12月期同+0.4%）と2四半期連続で増加した（図表34）。消費者マインドの改善を背景に高額品や衣料品が好調だったほか、新型車の投入効果などから自動車販売も大きく回復した。外食やレジャー関連を中心にサービス消費も堅調だった模様である。

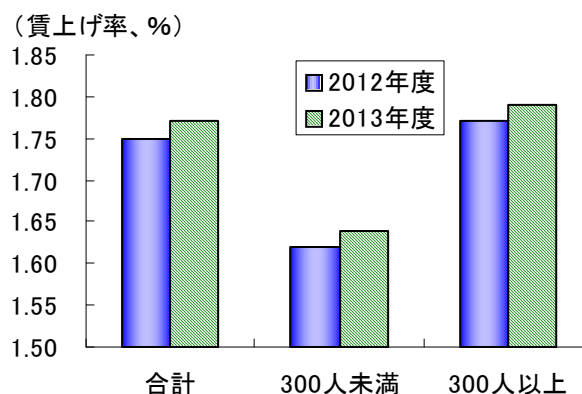
今後の雇用情勢は緩やかな改善が続くと予想される。生産活動の回復に伴い製造業雇用が持ち直すとみられるほか、2012年度補正予算の執行が進むことで建設関連の雇用も増加が見込まれる。全産業の雇用者数（労働力調査ベース）は2013年度が前年比+0.3%、2014年度が同+0.1%と予測した。

他方、名目賃金は当面伸び悩む見通しである。生産とほぼ平行に推移してきた所定外給与は持ち直しに向かうとみられるが、企業の人件費抑制姿勢が根強いことから、所定内給与が増えにくい状況が続くだろう。2013年度春闘では安倍政権が賃上げを要請してきたが、実際にベースアップに踏み切る企業は一部にとどまった模様である。春闘に関する連合の集計結果（5/8時点）をみると、賃上げ率はほぼ前年並みにとどまっている（図表35）。また、昨年秋

図表 34 実質国内家計最終消費支出の内訳



図表 35 2013年度の春闘賃上げ率(5/8時点)



(注)規模は組合員数。調査時点は5/8。調査対象は連合加盟組合。グラフは2012年度と2013年度に回答している同一組合での比較。
(資料)連合「2013春季生活闘争 第5回回答集計結果について」

雇用者報酬は緩やかな伸びにとどまる見通し

個人消費は当面緩やかに増加。2013年度後半は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生

駆け込み需要の反動や実質購買力の低下により、2014年度の個人消費は低迷

からの円安による企業収益の回復は2013年度のボーナスに反映されるとみられるが、恩恵を受けるのは大企業・製造業が中心となり、全体として大幅な回復は見込み難い。

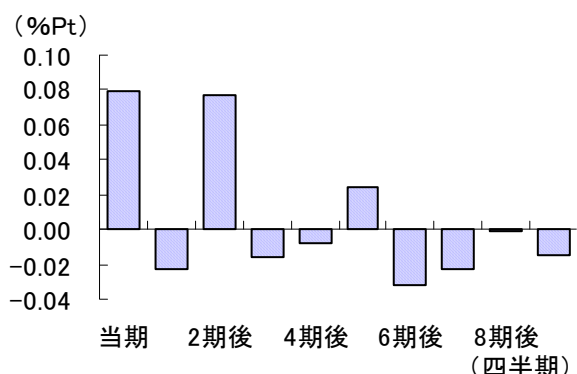
以上のような雇用・賃金動向に加えて、2013年度に実施される可能性がある地方公務員の給与減額（国より給与水準の高い自治体について、2013年7月以降国家公務員に準じて減額）を勘案すると、2013年度の雇用者報酬は前年比+0.3%と低い伸びにとどまる見通しである。他方、2014年度は国・地方ともに公務員の給与減額措置が終了することなどから、同+0.7%と伸びが高まると予測した。

個人消費は当面緩やかに増加する見通しである。足元の消費は消費者マインドの改善によって支えられている面が大きい。マインド改善による押し上げ効果は半年程度は持続する可能性がある。計量的な分析を行うと、消費者マインドの改善による消費押し上げ効果は、当期から半年後にかけて現れるとの結果が得られた（図表36）。地方公務員の給与減額が下押し要因となるものの、個人消費は緩やかな拡大が続くだろう。

2013年度後半になると消費者マインドの改善効果は薄れるが、2014年4月の消費税率引き上げ（5%⇒8%）を控え、駆け込み需要により伸びが高まる見通しである。1997年4月に消費税率が3%から5%へ引き上げられた際の駆け込み需要の規模は約2兆円と試算される。今回も同程度の駆け込み需要が発生し、2013年度の個人消費は0.79%Pt押し上げられる見込みである。2013年度の実質個人消費は前年比+2.2%と予測した（図表37）。

2014年度は駆け込み需要の反動が生じるほか、家計の実質購買力の低下によるマイナスの影響も加わるとみられる。両者を合わせると、2014年度の個人消費には1.87%Ptの下押し圧力がかかると試算される。2014年度の実質個人消費は前年比▲1.2%と6年ぶりの減少を予測している。

図表 36 消費者マインドの改善による個人消費への影響試算



(注)個人消費、所得(可処分所得-財産所得)、キャピタルゲイン(株式・土地別)、消費者マインドからなる5変数VARを推計(ラグは3次、変数は前期比または前期差)し、消費者マインドの改善(消費者態度指数が1ポイント上昇)による消費への影響(前期比の押し上げ幅)をインパルス応答関数として計算。推計期間は1983年第3四半期～2011年第4四半期。
(資料)内閣府、総務省等よりみずほ総合研究所作成

図表 37 個人消費の見通し

(前年比、%)	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度
雇用者報酬	0.4	0.6	▲0.3	0.3	0.7
雇用者数	0.4	▲0.1	0.2	0.3	0.1
一人当たり名目賃金	0.6	▲0.3	▲0.7	0.4	0.2
名目可処分所得	▲0.2	▲0.3	▲0.4	0.2	0.6
名目消費支出	0.2	0.9	0.9	1.6	0.2
消費性向	97.0	98.0	99.1	100.6	100.1
消費性向(前年差)	0.3	1.0	1.2	1.4	▲0.4
消費支出デフレーター	▲1.5	▲0.6	▲0.7	▲0.6	1.4
実質消費支出	1.7	1.5	1.6	2.2	▲1.2

(注)1.消費性向=家計最終消費支出÷家計可処分所得×100。
2.一人当たり名目賃金は公務員給与を含まない。
(資料)内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」などよりみずほ総合研究所作成

1～3月期の住宅着工戸数は高水準を維持

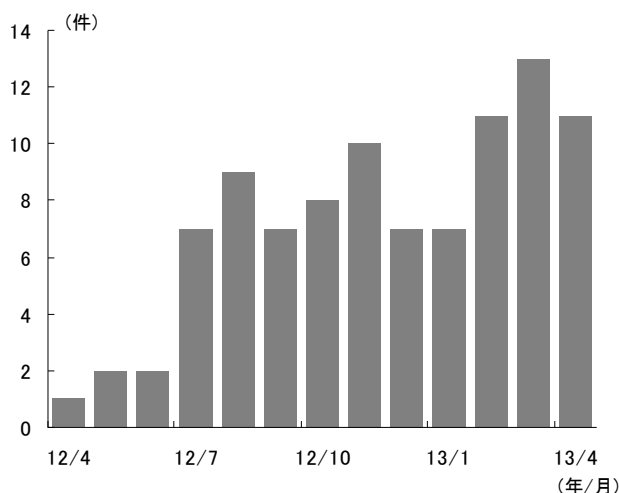
駆け込み需要は今後本格化

1～3月期の住宅着工戸数は前期比▲1.6%（10～12月期同+4.8%）と5四半期ぶりに減少した。持家は5四半期連続で増加したが、貸家や分譲住宅がマイナスとなった。もっとも、水準でみれば年率90.4万戸（季節調整済み年率換算値、四半期値は以下同様）と底堅く推移している。住宅ローン金利が低位で推移していることなどが引き続きプラス要因となったようだ。着工戸数は減少したものの、進捗ベースの1～3月期の実質住宅投資は前期比+1.9%（10～12月期同+3.5%）と4四半期連続で増加した。なお、2012年度の着工戸数は89.3万戸（前年比+6.2%）、実質住宅投資は前年比+5.3%（2011年度同+3.7%）と、いずれも3年連続で増加した。

最近の各種のアンケート調査では、住宅価格や地価が今後上昇すると回答する家計の割合が高まっていることが示されており、当面は不動産の先高観が着工戸数の押し上げ要因となりそうだ。加えて、2014年4月の消費税率の引き上げを控え、駆け込み需要も本格化するだろう。実際、景気ウォッチャー調査では、消費税率の引き上げが住宅の受注・販売等にプラスの影響を及ぼしているとのコメントが増えており（図表38）、駆け込みの動きは既に表れつつあるようだ。着工戸数は持家や貸家を中心に、現行税率が適用されるための請負契約期限である2013年年度半ばにピークを迎えた後、反動減の影響で2014年半ばまで低迷が続くとみている。2度目の消費税率の引き上げ（2015年10月）についても、半年前の2014年度末にかけて着工戸数は再び増加していく見通しである。

以上を踏まえ、着工戸数は2013年度が94.3万戸、2014年度が85.9万戸と予想した。また、GDPベースの実質住宅投資は、2013年度が同+7.6%、2014年度が同▲8.4%と予測している（図表39）。

図表 38 駆け込み需要に関するコメント数



(注) 消費税率の引き上げが住宅販売・受注等へのプラス要因として位置づけられているコメント数を集計。
(資料) 内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほ総合研究所作成

図表 39 住宅投資の見通し

	2010年度 (実績)	2011年度 (実績)	2012年度 (実績)	2013年度 (予測)	2014年度 (予測)
新設住宅着工 (万戸)	81.9	84.1	89.3	94.3	85.9
(前年比・%)	5.6	2.7	6.2	5.6	▲8.9
持家 (万戸)	30.9	30.5	31.7	34.7	30.1
(前年比・%)	7.5	▲1.2	3.8	9.5	▲13.2
貸家 (万戸)	29.2	29.0	32.1	33.5	29.6
(前年比・%)	▲6.3	▲0.7	10.7	4.4	▲11.7
分譲 (万戸)	21.2	23.9	25.0	25.5	25.7
(前年比・%)	29.6	12.7	4.4	2.3	0.5
名目住宅投資 (前年比・%)	2.3	4.2	4.8	8.8	▲7.8
実質住宅投資 (前年比・%)	2.2	3.7	5.3	7.6	▲8.4

(注) 着工戸数の合計には給与住宅も含む。
(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

(6) 政府部門

2013 年 1～3 月期は公共投資・政府消費とも拡大

経済対策効果などから、2013 年度も公的需要は増加が続き見通し

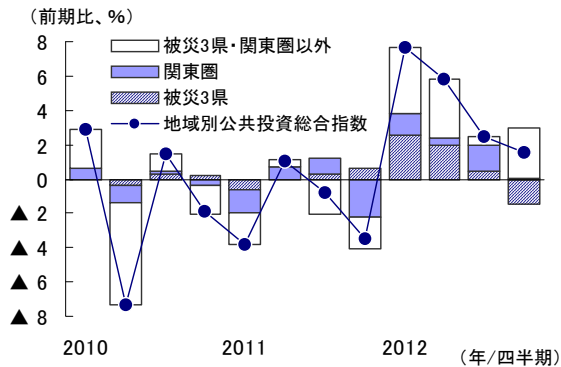
2013 年 1～3 月期の SNA 実質公的資本形成は前期比+0.8% (10～12 月期同+2.8%) と 5 四半期連続で増加した。復興事業はピークアウトしたとみられるものの、被災地以外の公共事業が押し上げに寄与したようだ。2012 年 10～12 月期の公共投資総合指数 (内閣府) をみると、被災 3 県以外は前期比+3.3% と 4 四半期連続で増加する一方、被災 3 県では前期比▲15.2% と 6 四半期ぶりに減少しており、1～3 月期もそうした傾向が続いたとみられる (図表 40)。また、公共工事受注 B S I (建設業保証株式会社 3 社) の 4～6 月期見通しも被災地以外の地域が被災地を上回っている。SNA 実質政府消費は 1～3 月期も同+0.6% (10～12 月期同+0.7%) と増加した。社会保障費の拡大などが続いているとみられる。

2013 年度の公共投資については、緊急経済対策関連の公共事業が徐々に進捗することから、前年比+9.8% (2012 年度、同+15.2%) と 2 年連続で大幅増となる見込みだ。内閣府によれば、緊急経済対策関連事業 (374 件) のほぼ全件が 4 月 15 日時点で着手済みとなっており、このうち地方公共団体の事業を除く 269 件については、4 月に 77.7%、6 月末までには 92.6% が契約を終える予定となっている。対策関連事業は、2013 年夏場にかけて徐々に進捗ペースが加速し、2013 年度を通して公共投資を押し上げる見込みだ。なお、4 月から公共工事受注額を算出する際の人件費の算定根拠となる公共工事設計労務単価が 15% 前後引き上げられており、対策関連事業の契約が促された面もある。震災以降、人手不足により人件費が高騰する一方で労務単価が固定されていたため、採算割れを避け入札が不調となるが多かったが、状況は改善しているようだ。2014 年度の公共投資は、経済対策による押し上げが剥落し、前年比▲4.5% と減少する見込みだ。

政府消費は、社会保障関係費の自然増に加えて、消費税増税に伴う社会保障費の拡充 (増税 1% 分を子育て支援や医療・介護の充実に使用) などから、2013 年度前年比+1.6%、2014 年度同+1.9% と拡大が続き見通しである。

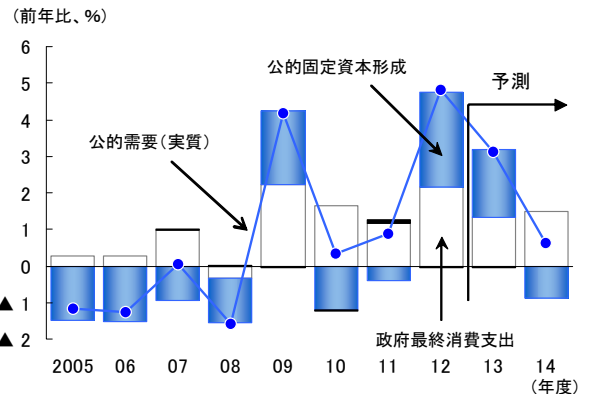
公的需要全体では、2013 年度前年比+3.1%、2014 年度同+0.6% と予測した (図表 41)

図表 40 地域別公共投資総合指数の推移



(注) 被災3県は、岩手県、福島県、宮城県。 (資料) 内閣府「地域別支出総合指数」

図表 41 公的需要 (実質) の見通し



(注) 公的需要には公的在庫品増加も含む。 (資料) 内閣府「国民経済計算」よりみずほ総合研究所作成

(7) 物価

足元の国内企業物価は前年比横ばい

当面は前年比プラスが続く見込み

コアCPI前年比はマイナス幅が拡大

コアCPI前年比は夏場に小幅なプラスに転じる見込み

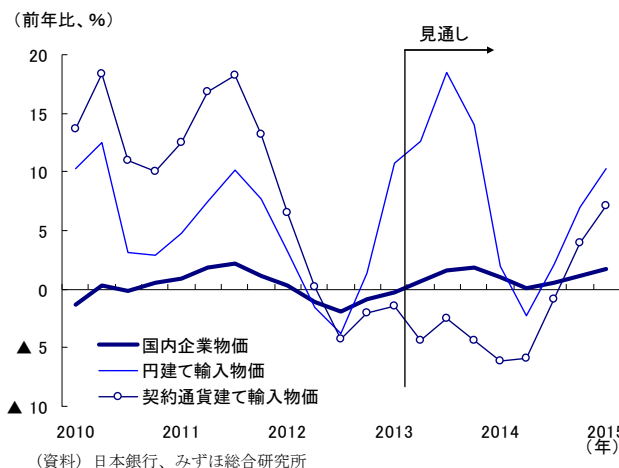
2013年1～3月期の国内企業物価（CGPI）は前年比▲0.3%（10～12月期同▲0.9%）とマイナス幅が縮小した。鉄鋼などの落ち込みが和らいだほか、石油・石炭製品や非鉄金属などの伸びが拡大した。国際商品市況は2月以降弱含んでいるが、円安による輸入物価の上昇が大幅な押し上げ要因となっている。直近4月のCGPIは、前年比±0.0%と13カ月ぶりにマイナス圏を脱した。

当面のCGPIは前年比プラス圏で推移するだろう。2013年中の原油価格は低下傾向で推移するとみられるが、円安が引き続き押し上げ要因となろう。年内の円ドルレートは前年比で20%程度の大幅な円安となる見通しだ。2013年度のCGPIは前年比+1.3%（2012年度同▲1.1%）と予想している。その後は原油価格が上昇基調に転じる一方、円安ペースが緩むことなどから、2014年度のCGPIは消費税率引き上げの影響を除くベースで前年比+0.9%、含むベースで同+3.6%とみている（図表42）。

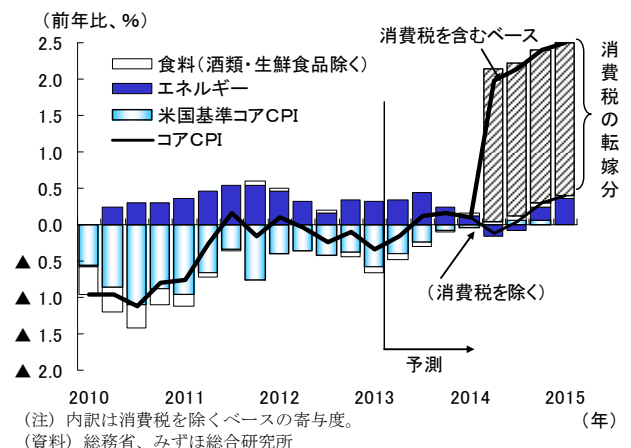
1～3月期の生鮮食品を除く総合消費者物価指数（コアCPI）は、前年比▲0.3%（10～12月期同▲0.1%）とマイナス幅が拡大した。電気代を中心にエネルギー価格の伸びが小幅に鈍化した。また、前年の品目変更によるテレビやルームエアコンの価格上昇効果が剥落し耐久財のマイナス幅が拡大したため、食料（酒類除く）・エネルギーを除く総合消費者物価指数（米国基準コアCPI）のマイナス幅も拡大した（10～12月期前年比▲0.6%⇒1～3月期同▲0.8%）。

円安を背景とした燃料高や電力各社による料金引き上げなどが押し上げ要因となり、2013年度内のエネルギー価格はプラスで推移する見通しだ。成長率の高まりとともにGDPギャップの供給過剰は年度末にかけて小さくなり、米国基準コアCPIの前年比マイナス幅も縮小していくだろう。コアCPI前年比は夏場に小幅なプラスに転じると予想している。その後、米国基準コアCPIの持ち直しは続くものの、エネルギー価格の上昇が一服し、コアCPIの伸びが一段と高まる状況とはならないだろう（図表43）。コアCPIは2013年度が前年比+0.1%、2014年度が消費税の影響を除くベースで同+0.2%（消費税含むベースで+2.3%）と、明確なデフレ脱却には至らない見通しである。

図表 42 国内企業物価の見通し



図表 43 消費者物価の見通し



(8) 金融市場

春先に米景気減速懸念台頭のアノマリーは今年もみられたが、米株相場は堅調を維持

日本では日銀の異次元緩和を受けて円安・株高が進行

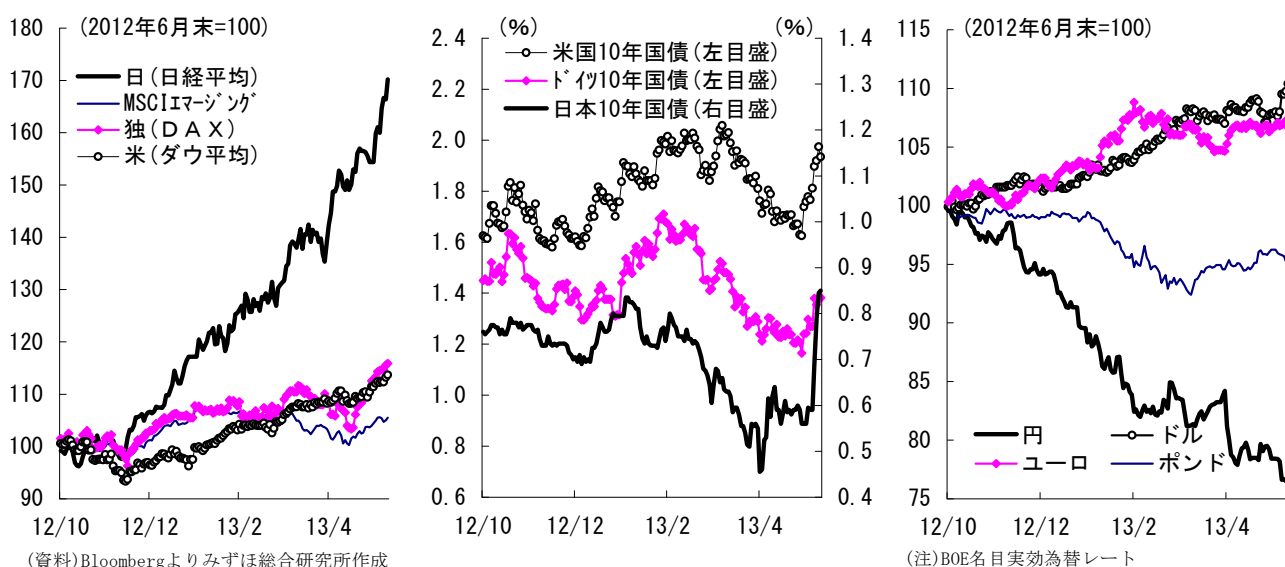
ここ数年は春先に米国の景気減速懸念の高まりなどによって株価が調整し、長期金利が低下するといったアノマリーが見られてきた。今年も米国の経済指標の下振れを受けて年初に一時2%を上回っていた米国10年国債利回りは4月にかけて低下基調を辿った。しかし、株式市場では予想以上に良好であった1~3月期の企業決算発表などを材料として堅調な地合いが続いた。さらに、5月に入ると4月の米雇用統計の改善を受けて、米国景気に対する慎重な見方が後退し、長期金利が上昇に転じると共に、史上最高値更新を続ける米ダウ平均は初めて15,000ドル台を突破した(図表44)。

日本市場では、4月の金融政策決定会合(4/3・4)における日銀の「異次元金融緩和」決定がポジティブサプライズと受け止められ、株高・債券高が進展し、為替市場では円安が加速した。円安・株高は5月中旬現在も継続している。ドル円相場は約4年ぶりに1ドル=100円台を回復し、足元102円台まで円安が進行、日経平均は2007年末以来となる15,000円台を回復した。一方、債券相場は神経質な展開となった。日銀の政策決定翌日には取引時間中に10年国債利回り一時0.315%という前人未踏の低水準を記録したが、その後は0.6%台まで急反騰した。5月に入ると、米金利上昇や株高を受けて上昇基調が強まり、足元は0.8%台に戻している。

日銀は、4月の会合で従来の「包括緩和」に代わり「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。金融市場調節の操作目標を無担保コールレートからマネタリーベースに変更し、長期国債の買入れ拡大・年限長期化に加え、ETF、REIT等のリスク性資産の買入れも拡大した。更に、資産買入等基金と輪番オペを統合するとともに、日銀券ルール(※)の一時適用停止が決定された。市場が想定する追加緩和策をほぼ全て盛り込むとともに、市場の想定を上回る規模の追加緩和となり、日銀のレジームチェンジを強く印象付けた。

(※) 日銀が保有する長期国債残高(除く資産買入等基金)を日銀券発行残高を上限とするもの(2001年3月の金融政策決定会合で導入)

図表 44 株価、商品価格、ドル相場の推移



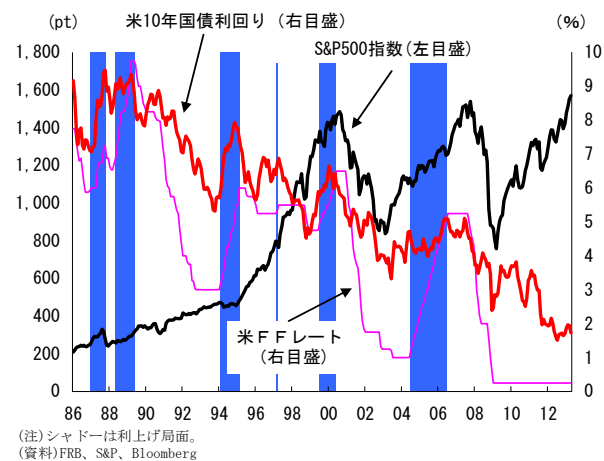
FRBが出口戦略を模索する中、米国市場では株高・債券安の展開を予想

2013年度から2014年度にかけての金融市場は、グローバルな景気回復と米国金融政策の変化を背景に、米国市場を中心として緩やかな株高・債券安の展開を予想している。

米国の金融政策については、失業率が低下基調を辿る中で、徐々に出口への地均しを進めていく見通しである。見通し期間内に利上げを想定しているわけではないが、量的緩和については、毎月の債券購入額をまずは縮小させ、その後停止に至るとみている。米10年国債利回りは、量的緩和の縮小や先行きの利上げが意識され徐々に上昇基調へ転じていくことになろう。過去の利上げ局面ではイールドカーブは利上げ前に急速にスティープ化した後、利上げ開始とともにフラット化が進むという傾向がみられる(図表45)。今回については、まずは量的緩和の縮小から入り、市場動向をにらみながら出口戦略を模索していくとみられ、実際にバランスシートの縮小や利上げが近づくまでは長期金利の上昇ペースは緩やかなものに留まるとというのがメインシナリオである。ただし、リスクシナリオとしては、過去に例をみない大規模な金融緩和からの転換が市場で強く意識され、FRBの意に反して緩和ペースを緩めた時点で長期金利の上昇基調が一気に強まる可能性も意識しておく必要があろう。

量的緩和の縮小や利上げは株価にとってはネガティブ要因だが、下落基調に転じるまでには至らない見込みである。株価は金融緩和時に大幅に上昇し(金融相場)、その後の引き締め局面では企業業績の改善を背景として緩やかに上昇する(業績相場)傾向がある。FRBの量的緩和が株式市場の上昇を支える一因となっているのは確かであるが、出口戦略が模索される中でも、景気回復と企業業績の改善傾向が続くことを踏まえれば、株価は緩やかに上昇していくと見るべきであろう。また、バリュエーション面からも、今後株価の上昇ペースは緩やかになる可能性が高い。リーマンショック後の米国株価は総じて割安な水準で推移してきたが、昨年後半以降の株価上昇で予想PERは概ねリーマンショック以前の水準を回復している。

図表 45 米国利上げ局面と株価・長期金利



図表 46 為替・米株変化に伴う日経平均の試算

		ダウ平均(ドル)				
		14,000	14,500	15,000	15,500	16,000
ドル円相場(円)	80	9,884	10,016	10,144	10,270	10,393
	85	10,796	10,939	11,079	11,216	11,351
	90	11,791	11,947	12,100	12,250	12,397
	95	12,878	13,049	13,216	13,380	13,540
	100	14,065	14,252	14,434	14,613	14,788
	105	15,362	15,566	15,765	15,960	16,152
	110	16,778	17,001	17,218	17,432	17,641
	115	18,325	18,568	18,806	19,039	19,267
	120	20,014	20,280	20,539	20,794	21,043
	125	21,859	22,149	22,433	22,711	22,983

(注)以下の推計式より算出。推計期間:2005.01~2012.12 adj-R2:0.96 0内はt値。
LN(TOPIX)=0.15+0.38*LN(ダウ平均)+0.34*(鉱工業生産)+0.02*ドル円相場
(0.4) (5.8) (2.9) (28.7)
(資料)経済産業省、Bloomberg

日米金融政策スタンスの違いから円安地合いが継続し、引き続き日本株の支援材料に

日米の金融政策スタンスの違いによって、日本市場における円安・株高基調は今後も続く予想される。日銀は、4月に決定した量的・質的金融緩和の効果を見極めるため、当面金融政策を据え置くであろう。ただし、物価上昇率は日銀が展望レポートで示しているほどには高まらないと予想され、物価見通しの下方修正を迫られるタイミングで追加緩和を実施することになるとみている。追加緩和策としては、黒田総裁も拡大余地があると指摘しているETFの買入れ増額や貸付資産の買入れ等が想定される。国債の買入れ拡大は、市場の状況を踏まえて慎重に判断されるのではないかと。

為替市場では、これまでも日本では積極的な金融緩和が長期化し、米国では金融政策の出口が徐々に視野に入るという日米の金融政策の方向性の違いを織り込む形で円安が進行してきた。しかし、少なくとも今後2年間は日銀がFRBを上回るペースでバランスシートを拡大していくという状況を踏まえれば、これまでのようなペースで円安は進まないとしても円安地合いは維持されることになろう。

国内株式相場は、米株高や円安地合いを背景に企業業績の改善期待が続き、総じて上昇基調が維持される見通しである。2014年前半にかけては、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動による国内景気の下振れから株価に下押し圧力がかかるとみているが、影響は一時的なものに留まる見込みである。リスクシナリオとしては、海外情勢の変調に加え、国内では参院選後に安倍政権の成長戦略などの経済政策への取り組み姿勢が弱まり、海外投資家の失望売りを招くことである。

長期金利は需給面から低位での推移が続くも、方向としては上昇を見込む

国内長期金利は日銀の大量国債購入によって需給が引き締まった状況が続く中、総じて低位での推移が続く見通しである。株高や米金利上昇によって方向感としてはやや金利の上昇を見込むが、上昇幅は限定的というのがメインシナリオである。ただし、4月の異次元緩和発表以降、市場のボラティリティが高まりやすい傾向にある中、夏場にかけての消費税の増税判断などが契機となり、財政不安による金利上昇に繋がるリスクには留意が必要であろう。

図表 47 各市場の見通し

	2013/ 1-3	4-6	7-9	10-12	2014/ 1-3	4-6	7-9	10-12	2015/ 1-3
無担保コール0/N (末値、%)	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1
ユーロ円TIBOR (3か月、%)	0.27	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
金利スワップ (5年、%)	0.29	0.47	0.55	0.55	0.60	0.55	0.55	0.55	0.60
新発国債 (10年、%)	0.70	0.74	0.90	0.95	1.00	0.95	1.00	1.05	1.10
日経平均株価 (円)	11,400	14,200	15,200	15,500	15,800	15,400	15,800	16,200	16,500
ドル・円 (円/ドル)	92	100	102	103	104	105	106	107	108
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.32	1.29	1.28	1.27	1.26	1.25	1.24	1.23	1.22

(注) シェドローは実績。予測値は期中平均。但し、無担保コール0/Nは期末値。ユーロ円TIBORは360日ベース。スワップ5年は6か月LIBORに対する固定金利払。為替相場はニューヨーク終値ベース。