

## 2011・2012年度経済見通し

### 【ポイント】

1. 2011年度のわが国の実質 GDP 成長率は+0.2%、2012年度は+1.9%と予測した。
2. 民間調査機関 10 機関の実質 GDP 成長率予測の平均は、2011年度が+0.3%、2012年度が+2.0%となった。海外経済の先行き懸念などにより、2011年度は0.1ポイント、2012年度は0.4ポイント、共に下方修正された。

当部では2011年7～9月期のGDP統計の発表を受けて、2011・2012年度の経済見通しを改訂しました（11月17日公表）。

### 1. 日本経済の現状と見通し

11月14日に発表された2011年7～9月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+1.5%（年率換算+6.0%）と高い伸びとなり、4四半期振りのプラスに転じた（図表1）。前年比では▲0.03%と微減にとどまっており、震災後の経済活動の急激な落ち込みから、急速に水準を戻している。

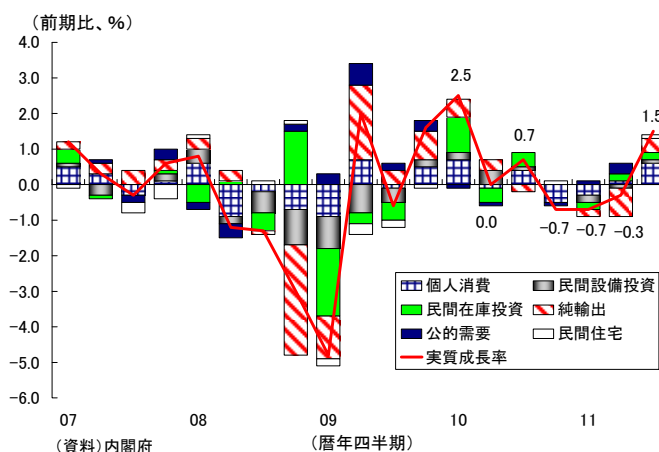
これは4～6月期に生じた成長のゲタが高いことで実現した高い伸び

であり、月次指標の推移をみると、7月もしくは8月以降は足踏みする指標もみられる。8月上旬には、米欧の債務問題によって金融資本市場は大きく荒れ、世界的に景気減速懸念が高まっている。また、夏場には、生産活動は供給要因から需要動向に左右される局面となっており、輸出を通じて海外経済の減速の影響を受け易くなっている。さらに、個人消費においては、薄型テレビの駆け込み需要や節電対応消費の活発化による一時的な消費の加速が、8月以降、反動減となっている。

#### （1）生産活動は一進一退の動きに

生産活動は伸び悩んでいる。わが国の生産は震災後の落ち込みから急ピッチに回復し、在庫水準も復元していることで、一部業種を除くと需要に左右される段階となっている。その中、サプライチェーンの立て直しが遅れた輸送機械は、今後震災後の減産を取り戻す見込みであったが、タイの洪水被害という予期せぬ事態が生じている。タイにはわが国の製造業が集積しており、自動車各社では部品供給の制約により既に完成車の国内生産を調整する動きがでていいる。一部メーカーでは生産調整が続く可能性があり、洪水前の生産増の計画は後ずれしてしまうだろう。一方、電子部品などでは国内における代替生産が計画されており、自動車のマイナスをやや緩和するとみられる。また、このまま定期検査中の原子力発電所の再稼働ができなければ、冬場には関西、九州を中心に電力不足が見込まれるが、今夏の東日本では、休日や夜間への生産シフトなどによりほぼ生産水準を維持しながら電力使用を抑制できた上、今冬の節電は「企業活動に実質的影響を及ぼさない範囲」

図表1. 実質GDP成長率の寄与度分解



とされており、電力不足による生産調整の影響は殆どないと考えている。

復興需要で素材業種などは概ね底堅く推移するものの、後述する欧州経済の悪化により外需が一段と減速することで、加工業種は停滞すると見込まれる。生産全体としては、当面、足取りが弱まると想定している。

### (2) 各需要項目の動向

個人消費は、消費マインドが改善傾向となる中、基調としての消費は底堅く推移している。その中、7月はアナログ放送の停止を目前にした薄型テレビやブルーレイに対する駆け込み需要に加え、節電対応消費などの一時的な要因が、個人消費を押し上げている。8月以降は、その反動減が消費を下押しする一方、自動車メーカーの供給力の回復に伴い、自動車販売は上向いている。消費に影響を与える雇用環境は、改善傾向となっている。9月の完全失業率は震災前の水準から大幅に改善している。非労働力化の要因もあるものの、新規求人倍率は着実に上向いており、今後も雇用環境は改善傾向を辿ると見込んでいる。中でも被災地においては、復旧・復興に伴う求人も増加している。一方、所得環境は厳しさが残るものの、持ち直しつつある。今後も定期給与は安定して推移すると見込んでいるが、冬の賞与は円高や震災被害による企業収益の悪化により、前年を下回るとみられる。

今後の個人消費は、雇用環境や消費マインドの改善を映して、全般的に安定的に推移すると見込むものの、10～12月期は薄型テレビ等の反動減の影響が大きく、前期比マイナスに転じると見込んでいる。その中、電力不足による節電意識の高まりにより、冬場に節電対策需要が強まると見込まれる。なお、今予測期間中の2013年1月に所得税の増税が始まる見込みであるが、たばこ増税が見送られ、所得税の引上げ期間が長期化されたことで、消費へ与える影響は軽微にとどまると想定している。2011年10～12月期の個人消費は減少するものの、その後は概ね底堅く推移するだろう。

公的固定資本形成は、当面は、復旧に向けた公共投資を中心とするものの、次第に復興需要もでてくるため、増加すると想定している。計6兆円の第1、2次補正予算に加え、11.7兆円の東日本大震災関係費が盛り込まれた第3次補正予算の成立にも目処がついているが、この予測では、2011年度に関しては、殆どが2次補正までの予算消化を想定している。公共工事請負金額をみると被災地の公共投資は拡大していくと見込まれ、震災後に控えられた他の地域における公共工事にも動きがみられるだろう。その中、本格復興の妨げになるがれき処理については、今年度末までを目途にがれきを仮置場へ移動する見通しとなっている。なお、災害に対して脆弱で復興計画を立案する地域は、計画策定に要す時間や利権者との調整もあり、大規模な復興需要が顕在化するのには時間がかかる見通しである。

住宅投資は、概ね緩やかに増加すると見込んでいる。新設住宅着工戸数は、7月に増加したが、これは震災後に手控えられていた着工が、従来の住宅エコポイント制度が7月末に短縮されたことで駆け込み的に動いたとみられる。9月には急減したが、これは駆け込みの反動に加えて、9月上旬に国土交通相が住宅エコポイントの再開を示唆する発言をしたことで、住宅着工の様子見する動きが広がったことが要因になったと考えている。住宅エコポイント、フラット35Sの再開が現時点でほぼ確実であり、一旦減少した新規着工も次第に水準を戻していくと見込んでいる。また、首都圏の分譲マンションについても、市場動向を睨みながら着工が増加していくと想定している。さらに被災地域においては、各種政策も後押しし、数年にわたって再建されていくと見込んでいる。

設備投資は、足踏みする局面を挟みながらも緩やかな増加が続くと見込んでいる。大企業製造業では、今後市場拡大が見込まれる分野の新規投資や復旧投資が全体を押し上げる一方、大企業非製造業は情報通信や電気・ガスなどのインフラ投資は増えるが、全体とし

ては水面下が見込まれる。2011年度の設備投資は前年比プラスでの着地を見込んでいるが、円高水準の長期化や欧州経済の悪化、タイの洪水被害等により、企業収益が前回予測時より悪化するとみられるため、今回の予測では設備投資の増加率は下方修正している。また、機械受注をみても、10～12月期の見通しは減少が見込まれている。

最後に輸出動向をみると、緩やかな増加にとどまっている。輸送用機器が自動車の供給力の回復に伴い欧米向けを中心に増加している一方、電気機器は前年割れが続いている。自動車以外は概ね外需に左右される段階となっており、海外経済の減速の影響が、わが国の輸出に影響を及ぼしつつある。

今後については、欧州経済の悪化が逆風になると見込んでいる。現時点では、欧州債務問題がリーマンショックの再来に通じる経路は、瀬戸際で封じ込められると考えているが、依然として問題は深刻である。また、中核的自己資本比率を9%へ引上げる必要がある金融機関では、貸出態度が厳格化している。ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率は+0.2%と低成長にとどまったが、既に雇用環境は悪化傾向となり、個人消費も弱含むなど、実体経済の減速も明らかになっている。欧州経済は、来年前半にかけて悪化していくと見通しを大幅に下方修正している。米国経済は、低成長にとどまると見込んでいる。雇用環境が脆弱な状況が続く中、消費マインドの低迷もあって、個人消費は緩やかな増加にとどまり、住宅投資は住宅バブル崩壊の影響が残っており本格回復には至らないだろう。設備投資は、減税が終了する11年末を前に駆け込み的な動きが続くと見込んでいる。一方、海外経済が一段と減速することで、輸出の伸びは鈍化するだろう。2012年入り後は、雇用創出計画成立の目処がたっておらず、11年末で給与税の引き下げや設備投資減税などの政策効果が途切れることや、欧州経済が悪化することなどにより、成長ペースが一段と鈍化すると見込んでいる。米国経済は、政府も緊縮的な財政運営となることで、浮揚感が乏しい展開を想定している。中国経済は、今後についても、年末に向けて成長テンポは鈍化するものの、9%前後の高成長を維持すると見込んでいる。インフレ懸念が後退すると見込まれる中、景気の減速感が強まる局面となれば、政府のマクロコントロールは緩和的になると見込まれる。こうした海外情勢の下、円高水準での推移を踏まえると、年度下期の輸出は減少傾向になると見込んでいる。

図表2. 2011年度・2012年度 経済見通し

(前年比、%)

	2010 年度 実績	2011年度予測				2012年度予測			
		469.6	上期 (前期比)		前回 11年8月 時点	476.2	上期 (前期比)		前回 11年8月 時点
			466.4	下期			473.4	下期	
名目国内総生産(兆円)	475.8 0.4	469.6 ▲ 1.3	466.4 ▲ 1.4	472.3 1.3	469.5 ▲ 1.3	476.2 ▲ 1.4	473.4 0.2	479.5 1.3	480.3 2.3
実質国内総生産(兆円)	539.1 2.4	540.3 0.2	538.6 0.1	543.4 0.9	540.1 0.3	550.7 1.9	548.8 1.0	552.0 0.6	554.5 2.7
内 需	1.5	1.0	0.7	0.9	0.9	1.7	0.7	0.5	2.1
民間需要	1.4	0.6	▲ 0.5	1.1	0.4	1.0	0.4	0.3	1.5
民間最終消費	1.0	0.1	0.4	0.1	▲ 0.5	0.7	0.5	0.4	0.7
民間住宅投資	▲ 0.2	4.8	2.1	2.1	3.9	5.1	3.8	0.5	6.0
民間設備投資	4.2	0.8	▲ 0.5	2.8	2.6	1.9	0.3	0.6	4.3
公的需	0.0	0.5	0.3	0.4	0.5	0.7	0.3	0.3	0.6
政府最終消費	2.3	2.1	1.3	0.5	1.9	1.5	0.7	1.3	1.4
公的固定資本形成	▲ 9.8	3.0	1.7	7.9	5.3	9.8	6.2	0.1	9.4
財貨・サービスの純輸出	0.9	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.6	0.2	0.2	0.0	0.6
財貨・サービスの輸出	17.1	▲ 2.4	▲ 1.9	▲ 0.9	▲ 1.9	3.7	1.9	4.6	7.3
財貨・サービスの輸入	10.9	3.5	2.7	0.1	2.4	3.4	0.4	5.9	4.9

注1. 実質値は2000暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

2. 今後の伸び率などについて

2011年度の実質成長率は+0.2%とプラス成長を維持すると予測した。10～12月期以降、日本経済は、外需の減少が内需の伸びを減殺する展開を想定している。欧州債務問題は一段と深刻になり、財政再建の加速等に伴う欧州経済の更なる悪化は不可避とみられ、わが国輸出の減少要因になると見込まれる。一方、内需は復旧・復興にかかる需要が次第に顕在化することで、総じて堅調に推移すると見込んでいる。ただし、その内需も足元ではタイ洪水被害や薄型テレビ等の反動減という一時的な重しがあるため、10～12月期の実質GDP成長率はマイナスとなり、その後、緩やかに上向くと見込んでいる。

2012年度の実質GDP成長率は+1.9%と予測した。欧州債務問題が深刻化し、一段の緊縮財政、金融貸出の厳格化により欧州経済が悪化し、海外需要が更に落ち込むと想定したため下方修正した。ただし、被災地における本格的な復興需要が増加することもあり、総じて内需は堅調に推移すると想定している。また、輸出も水準は落ちるものの、その後は徐々に上向きになり、年度ベースでは前年比増加を見込んでいる。緩和的な政策対応がとられることで、中国経済が上向きに転じることが背景にある。

リスク要因として、国内経済は安定しているものの、海外経済、とりわけ欧州経済の先行きが懸念される。既にイタリアにも広がりが見られる欧州債務問題は、金融市場を通じてフランスにも影響が及んでいる。財政引き締めによる景気悪化、金融機関の不良債権増が連鎖する負のスパイラルに陥りかねない。リーマンショック後のようなグローバルの金融危機に発展することは、瀬戸際で封じ込められると想定しているが、可能性は高まっている。また、米国も景気の足取りは脆弱で、欧州における金融市場の混乱が波及しやすく、ねじれ議会により迅速な政策対応を見込みにくくなっている。また、中国は先進国経済の悪化や一部地域における不動産市場の軟化など、想定以上に景気が失速するリスクもある。

3. 民間調査機関の2011・2012年度経済見通し

一次QE後に発表された民間調査機関10機関の経済見通しを整理すると、実質GDP成長率予測の平均値は、2011年度が+0.3%となった。

欧州債務問題の深刻化や海外経済の減速など、海外環境の悪化を映して、前回予測(8月時点：+0.4%)から0.1ポイントの下方修正となった。ただし、2011年4～6月の実質GDPが逆って上方修正されるなどのプラス要因もあり、機関毎にみると、8月時点から上方修正する機関(2機関)や据え置く機関(2機関)もみられた。すべての機関がプラス成長を予測しているものの、10～12月については、欧州債務問題を受けた緊縮財政などによる海外景気減速懸念や、薄型テレビの駆け込み需要の反動減などによる個人消費の伸び悩みから、低成長、もしくはマイナス成長が見込まれている。2012年度については、平均値が+2.0%(8月時点：+2.4%)と0.4ポイント下方修正された。前述した海外経済要因などによって殆どの機関が下方修正しているが、復興需要の本格化による押し上げなどが期待されている。

図表3. 民間調査機関の2011・2012年度予測値

名目	(前年比、%)							
	富国生命		平均		最大		最小	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
名目国内総生産	▲1.3	1.4	▲1.5	1.7	▲1.2	2.4	▲1.7	1.2
実質国内総生産	0.2	1.9	0.3	2.0	0.5	2.7	0.1	1.7
民間最終消費	0.1	0.7	0.3	0.8	0.5	1.3	0.1	0.4
民間住宅投資	4.8	5.1	4.9	4.3	6.3	10.2	3.6	1.6
民間企業設備投資	0.8	1.9	0.3	4.0	1.1	7.0	▲0.3	1.9
政府最終消費支出	2.1	1.5	2.3	1.2	2.7	1.9	2.0	0.3
公的固定資本形成	3.0	9.8	0.7	8.4	3.0	20.8	▲0.5	0.8
財貨・サービスの輸出	▲2.4	3.7	▲0.3	4.7	0.9	8.3	▲2.4	1.8
財貨・サービスの輸入	3.5	3.4	4.9	4.2	6.2	8.1	3.5	1.4
鉱工業生産指数	▲2.2	4.1	▲1.9	5.8	▲0.7	10.8	▲2.6	3.2
国内企業物価指数	2.2	2.0	2.0	0.4	2.2	2.0	1.7	▲0.9
消費者物価指数(注1)	0.0	0.0	▲0.1	▲0.2	0.0	0.2	▲0.1	▲0.4
為替レート(円/ドル)	78.7	82.5	78.8	79.6	80.0	84.0	78.0	76.0
米国実質成長率(暦年)	1.8	2.0	1.8	2.1	1.8	2.7	1.8	1.4

(資料)各社公表資料より富国生命集計、注1:消費者物価指数は生鮮食品を除く総合  
 (備考)10機関は、第一生命経済研究所、大和総研、ニッセイ基礎研究所、日本経済研究センター  
 農林中金総合研究所、野村證券金融経済研究所、みずほ総合研究所、三菱総合研究所  
 三菱UFJモルガン・スタンレー証券、富国生命

(財務企画部 五味 麦大)