

平成23年11月17日

## 2011年度・2012年度 日本経済の見通し（改訂）

～日本経済は既に足踏み局面に～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2011年度・2012年度の経済見通しを改訂しました。

### 【実質GDP成長率予測】

2011年度 +0.2%、2012年度 +1.9%

#### ○ 7～9月期は高成長になったものの、足元は既に伸び悩み

7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+6.0%と高成長となった。日本経済は、震災前の10～12月期の実質GDPの水準を上回るなど、震災後の落ち込みから急速に持ち直している。しかし、この高い伸びが示すほど足元の景気は盤石ではない。薄型テレビなどの反動減という一時的な要因に加え、8月以降の金融資本市場の混乱や海外経済の減速により、生産活動は伸び悩みつつある。

#### ○ 10～12月期はマイナス成長、その後は緩やかに上向く

10～12月期以降、日本経済は、内需、外需とで明暗が分かれ、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、外需の先行きは厳しさが増している。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による自動車の生産調整や薄型テレビ等の反動減という一時的な重しがある。その結果、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。そのため、上期の実績は想定を上回ったものの、外需の悪化を織り込み、2011年度の実質GDP成長率の予測を+0.2%と8月時点の予測を0.1ポイント下方修正した。

#### ○ 依然として予断を許さない欧州債務危機の帰趨

国内経済は安定しているものの、海外需要の先行きは依然として不透明感が強い。その最大の要因は欧州債務危機の帰趨である。現時点では、EU各国の協調などにより、リーマンショックのようなグローバルの金融危機へ発展することを瀬戸際で封じ込められると想定しているが、イタリアへの不安が拡大を続けるなど、予断を許さない状況にある。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576 (090) 6493-3334

<http://www.fukoku-life.co.jp>

[junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp](mailto:junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp)

図表1. 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 ▲ 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
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 要	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

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	8.9	▲ 2.2	▲ 3.0	3.2	1.1	4.1	0.5	4.1	9.1
国内企業物価指数※	0.7	2.2	2.6	1.8	1.9	2.0	1.7	2.3	2.2
消費者物価指数※	▲ 0.4	0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2
消費者物価(除く生鮮)※	▲ 0.8	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2
貿易収支(兆円)	6.5	▲ 2.5	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.8	▲ 1.8	▲ 1.0	▲ 0.8	1.8
経常収支(兆円)	16.1	8.5	4.5	4.0	10.1	10.0	4.9	5.0	13.5
名目賃金指数※	0.6	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.4	0.4	0.2	0.6	1.0
完全失業率(%)	5.0	4.3	4.6	4.1	4.5	3.9	4.0	3.9	4.3
住宅着工戸数(万戸)	81.9	85.4	84.4	86.5	84.4	89.5	88.6	90.4	89.4
為替レート(¥/\$)	85.7	78.7	79.8	77.6	80.0	82.5	81.0	84.0	85.3
原油価格(\$/b)	84.4	108.0	114.5	101.5	98.4	106.3	102.5	110.0	96.8
米国実質成長率(年率)	3.0	1.8	1.1	2.1	1.6	2.0	1.7	2.3	1.9
中国実質成長率※	10.4	9.2	9.6	9.0	9.4	9.5	9.4	9.6	9.5

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. 消費者物価指数は2010年基準

注4. 完全失業率は、2011年8月までは岩手県、宮城県及び福島県を除く数値

注5. ※印がつけた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

## ◇日本経済の現状と見通し

### ○7～9月期の実質GDP

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2）。前年比では▲0.03%と微減にとどまっております、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。一方、名目成長率についても、同+1.4%（年率換算+5.6%）と、実質成長率の伸びは下回ったものの、高い伸びとなった。

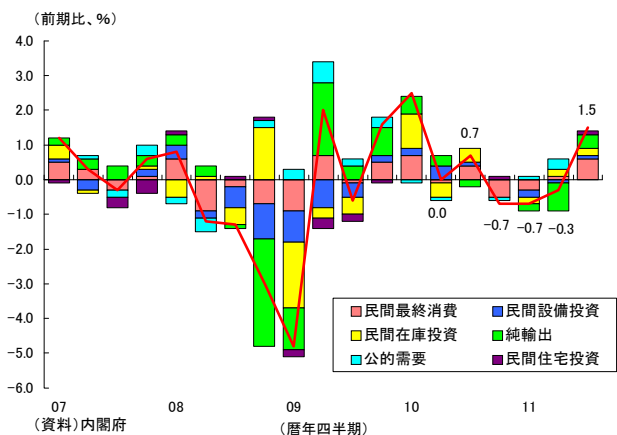
実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、同1.0%増と大幅増となった。消費マインドが改善する中、節電対応消費や薄型テレビの最後の駆け込み需要、自動車の販売増などが押し上げ要因となった。また、住宅投資は、従来のエコポイントやフラット35Sの終了前に新規着工が増加し、同5.0%増となった。設備投資については、同1.1%増と4四半期振りにプラスに転じ、設備復旧に伴う投資などが後押ししたとみられる。外需については、同0.4ポイントとプラス寄与になった。輸出が、生産供給力の回復を受けて自動車を中心に増加したことで同6.2%増と高い伸びとなり、輸入の伸びを上回った。一方、公的固定資本形成は、同2.8%減と再びマイナスに転じた。被災地における仮設住宅建設の一服や全国的に公共投資の進捗が足踏みしたことが影響したとみられる。

7～9月期の実質GDP成長率は、これまでのマイナス成長から一転して高成長となったものの、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のであり、この数値が示すほど足元の景気の足取りは強くない。月次指標の推移をみると、4月から6月にかけて急上昇した後、7月もしくは8月まで上向きを維持したが、その後は足踏みする指標もみられる。8月上旬には、米債務上限引上げに伴う混乱に加え、燻っていたギリシャ問題が再燃したことで、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、サプライチェーンの急速な立て直しによって、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、アナログ放送停止前の薄型テレビの駆け込み需要や東日本を中心とした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。

### ○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。7～9月期の鉱工業生産指数は前期比4.3%上昇と高い伸びになったものの、9月が前月比3.3%低下するなど、足元の動きは弱い。製造工業予測調査をみると、10月、11月とプラスとなっており持ち直すとみられるが、均してみると横ばい圏内にとどまる。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、予測調査でも

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



2 ヶ月連続の生産増が計画されているなど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。一部地域では水が引かず全容が明らかになるには時間を要することになるが、既に日本国内の生産にも影響がでていいる。タイには自動車メーカーを中心に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。震災後のような大幅な生産減にはならないが、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、冬場には電力供給の予備率がマイナスとなる関西、九州を中心に電力不足が見込まれる。ただし、今夏の強制的な電力抑制が義務付けられた東日本の電力需要を振り返ると、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ている。また、今冬の節電は「企業活動に実質的影響を及ぼさない範囲」とされており、稼働発電所の停止などの突発的な事態がなければ、電力不足による生産調整の影響は殆どないと考えていいる。

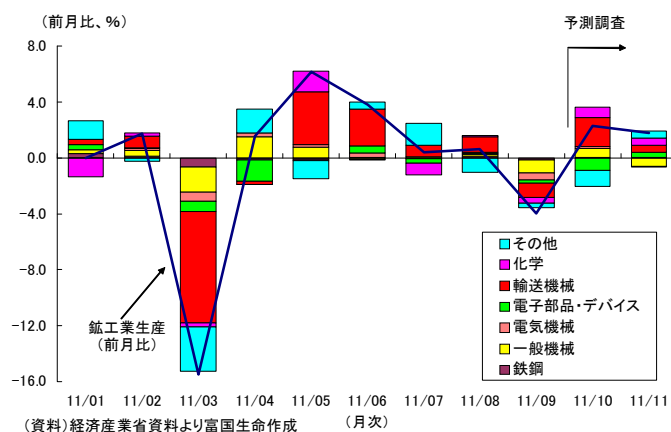
復興需要で素材業種などは概ね底堅く推移するものの、後述する欧州経済の悪化により外需が一段と減速することで、加工業種は停滞すると見込まれる。生産全体としては、当面、足取りが弱まると想定している。

### ○秋以降、輸出は減少傾向に

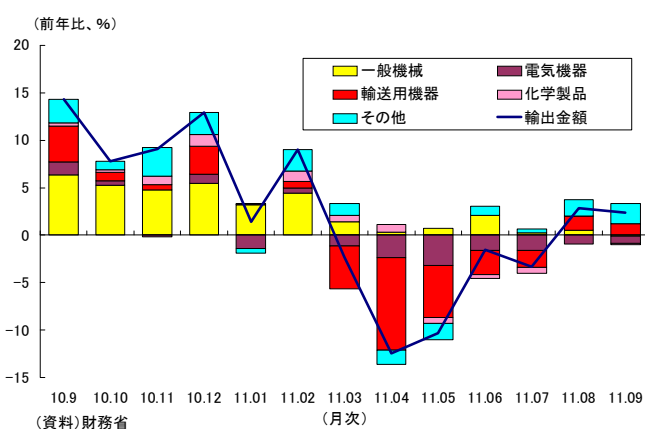
次に輸出動向をみると、緩やかな増加にとどまっている。9月の通関輸出金額は、前年比2.3%増と2ヶ月連続で増加している。これは自動車が含まれる輸送用機器が欧米向けを中心に増加しているためで、自動車の供給力の回復に伴うものである。一方、震災前からグローバル需要が落ち込んでいる電気機器は前年割れが続いている。その通関輸出金額は10月上中旬が同1.6%減とマイナスに転じていいる。自動車以外は概ね外需に左右される段階となっており、海外経済の減速の影響が、わが国の輸出に影響を及ぼしつつある。

今後については、主として海外経済動向次第の展開となるが、欧州経済の悪化が逆風になると見込んでいいる。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

図表3. 鉱工業生産指数の業種別推移



図表4. 輸出金額の前年比の推移



じる経路は、ドイツを中心とした EU、ECB などの協調対応により、瀬戸際で封じ込められると考えている。しかしながら、欧州債務問題は深刻さを増しており、イタリア議会では、2013 年までに財政収支を黒字にする財政法案が成立し、フランスでも追加の削減策が発表されるなど、緊縮財政が一段と厳しくなっている。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は、資金調達が困難な金融機関を中心に貸し出しを絞るなど、貸出態度は厳格化している。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。本来であれば財政を拡大し、景気悪化に歯止めをかけるところであるが、上記の通り、緊縮財政が続くことになる。また、ECB の金融政策も、金利引き下げ余地は乏しく、金利面でのサポートは期待できない。これまで低成長を予測していた欧州経済は、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。

それに後述する米中経済の先行きや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。

### (米国経済)

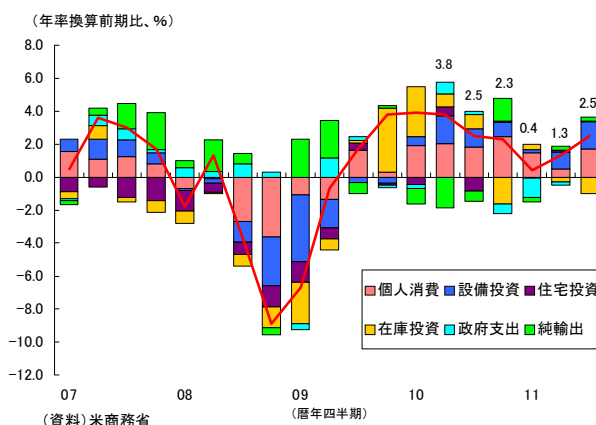
米国経済は低成長ながらも緩やかに回復している。7~9 月期の実質成長率

(速報) は、前期比年率 +2.5% となった (図表 5)。4~6 月期の下押し要因となった自動車のサプライチェーンが復旧し、その販売が増加したことなどで、個人消費が同 2.4% 増と持ち直した。また、住宅投資についても、新規着工の水準は低いものの、2 四半期連続で増加している。設備投資は、11 年末の減税終了前の駆け込みにより、同 16.3% 増と伸び率が一段と拡大した。

輸出については、増加基調を維持しているものの、海外経済の減速を受けて伸びは鈍化している。雇用環境については、失業率が高止まりするなど厳しさが残るものの、非農業部門雇用者数は 10 月が前月差 8.0 万人増、過去 3 ヶ月平均では同約 11 万人増と増加幅は限定的であるが、着実に増加している。金融資本市場をみると、8 月上旬以降に株価は大幅に下落したものの、10 月以降は上昇傾向となっており、一時の悲観的な状況からは脱している。

今後については、当面、米国経済は低成長にとどまると見込んでいる。失業率の高止まりなど、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ると見込んでいる。また、住宅投資については、在庫の減少などもあり、緩慢ながらも増加基調となるものの、住宅バブル崩壊の影響は残っており本格回復には至らないだろう。企業部門については、設備投資は、企業のキャッシュフローが潤沢な中、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、オバマ大統領が発表した 4,470 億ドルの雇用創出計画も民主、共和

図表 5. 米国実質 GDP 成長率の推移



両党の対立で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、財政難の地方政府に加えて、連邦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。ただし、2011年の実質 GDP 成長率は、7～9月期の成長率が予測を上回って着地したことで、前年比+1.8%と前回予測を上方修正している。

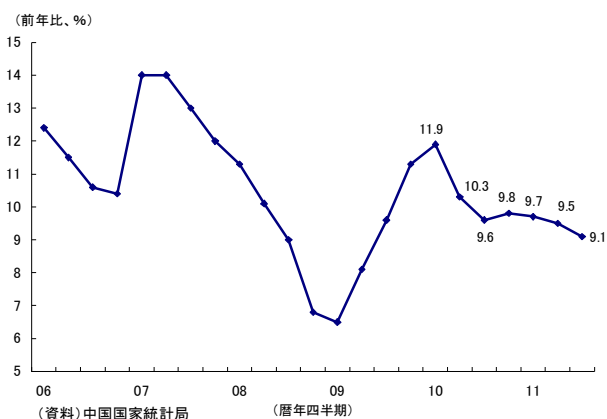
## (中国経済)

中国経済は、高成長ながらもスロウダウンしている。7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比+9.1%と前期の伸びを下回った(図表6)。これまでの中国政府の引き締めの政策運営の影響や海外需要の鈍化が背景にあるとみられ、こうした情勢を映して、7月上旬に実施した利上げを最後に政策金利は据え置かれている。金融政策の舵取りに影響を与える物価動向については、消費者物価は7月の前年比+6.5%をピークに前年

比プラス幅が縮小しており、10月には同+5.5%までインフレ圧力は緩和している。その中、高水準で推移していた輸出については、9月以降、先進国経済の減速を映して、EU向けを中心に伸びが鈍化している。また、景気を牽引する固定資産投資も引き続き高水準で推移しているものの、1～10月累計が前年比24.9%増とわずかながらプラス幅は縮小している。地方政府融資平台向け融資の不良債権化リスクなどを背景に、インフラ投資が減速し、中でも鉄道は高速鉄道事故後に落ち込みが顕著となっている。一方、個人消費は、順調な所得増を映して、安定的に推移し、10月上旬の国慶節の消費も高い伸びを示している。

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。個人消費は、賃金の上昇が続く中、物価の沈静化により実質的な購買力は次第に高まっていくと見込んでいる。一方、輸出は、海外需要の減退により伸びが鈍化することは避けられないだろう。新興国向けの輸出は概ね高水準を維持するものの、輸出割合が高い欧州向けが減少すると見込まれる。また、固定資産投資は、高水準を維持するものの、引き続き伸びは鈍化すると見込んでいる。鉄道や高速道路における事業計画の見直しなどが下押し要因になるとみられる。しかしながら、今年スタートした第12次5ヵ年計画による新規投資が進捗することで高水準を維持できると考えている。インフレ懸念が後退すると見込まれる中、10月下旬に温家宝首相が、「予見性をもって、柔軟かつ的確に政策を微調整する」と発言したように、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。殊更、2012年の共産党人事改選を前に、景気動向には十分配慮すると考えている。

図表6. 中国実質GDP成長率の推移



## ○基調としての個人消費は底堅いものの、反動減で一時的に弱含む

個人消費は、概ね底堅く推移している。消費マインドが改善傾向となる中、7～9月期のサービス消費がプラスに転じるなど、外出や旅行への支出が上向いている。また、百貨店売上高も前年を下回るものの、高額消費に動きがみられ、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、省エネ製品などへの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、薄型テレビ販売が急減するなど、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。

雇用環境は改善傾向となっている。9月の完全失業率は全国ベースで4.1%と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って失業率が示すほど雇用状況が良い訳ではないが、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、新規求人数が急増するなど、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。9月の現金給与総額が前年比横ばいと4ヵ月振りにマイナスを脱した。今後も定期給与は安定して推移すると見込んでいる。ただし、夏季賞与に続き、冬の賞与も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。

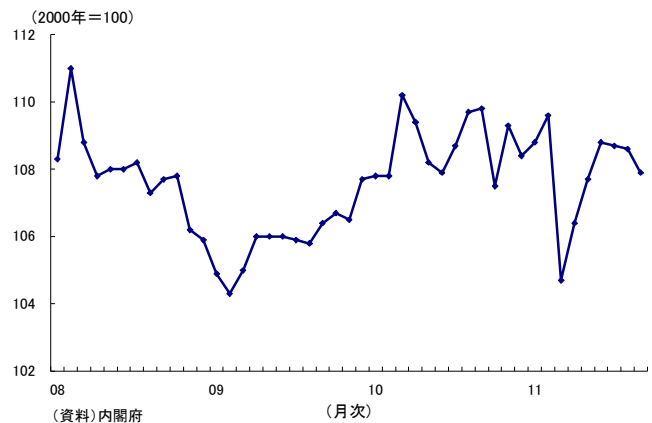
今後の個人消費は、雇用環境や消費マインドの改善を映して、全般的に安定的に推移すると見込むものの、10～12月期は節電対策への支出増や薄型テレビ等の反動減の影響が大きく、前期比マイナスに転じると見込んでいる。エコカー減税の終了を前に自動車販売は増加すると見込むものの、タイの洪水の影響で一部車種では影響がでるとみられ、反動減の落ち込みを相殺するには至らないだろう。その中、夏に比べると特需は小さいとみられるが、電力不足による節電意識の高まりにより、冬場に節電対策需要が強まると見込まれる。なお、今予測期間中の2013年1月に所得税の増税が始まる見込みであるが、たばこ増税が見送られ、所得税の引上げ期間が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。

## ○固定資産投資は、概ね増加基調が続く

次に固定資産投資について整理する。復旧・復興に向けた動きもあり、立ち上がりの時期はそれぞれ異なるものの、総じて増加傾向になると想定している。

公的固定資本形成は増加すると想定している。当面は、インフラなどの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と見込んでいる。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。今後はこの予算が消化されることになるが、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。

図表7. 実質消費総合指数の推移



被災地域の公共工事請負金額（7～9月期）をみると、微増ではあるものの福島が前年比プラスに転じ、宮城、岩手は4～6月期を上回る増加率となっており、被災地の公共投資は拡大していくと見込まれる。また、全国ベースの公共工事請負金額についても、8月以降2ヵ月連続で前年を上回っており、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（仮置き場への搬入）は、10月末時点で地域により差があり5割から8割程度にとどまり、今年度末までを目途にがれきを仮置き場へ移動する見通しとなっている。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、6月まで80万戸前後で推移していたが、7月には年率95.5万戸と増加している。これは震災後に生じた住宅取得意欲の低下や資材調達難によって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。8月も年率90万戸台を維持したものの、9月には74.5万戸と2年振りの低水準にとどまっている。この急減は、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。被災地域を除くと従来の制度から規模は縮小するものの、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、販売が前年比プラスになるなど堅調さを徐々に取り戻しつつあり、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。7～9月期の実質設備投資は2四半期振りに増加している。震災後に先送りされた新規投資や設備復旧に向けた投資が増加したとみられる。9月の日銀短観では、大企業製造業の設備投資計画が前年比10.1%増と二桁増となっている。次世代自動車、スマートフォン、新エネルギー関連などの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と見込まれる。一方、大企業非製造業は同0.6%減となり、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ている。全規模全産業では同0.2%増とプラスとなっており、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。ただし、今回の予測では設備投資の増加率は下方修正している。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である。また、先行指標である機械受注をみても、7～9月期にかけて3四半期連続で増加したものの、10～12月期の見通しは減少が見込まれている。

## ○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。7～9月期の高成長が示すほど足元の景気の足取りは盤石ではない。薄型テレビなどの反動減という一時的な要因に加え、8月以降の金融資本市場の混乱や海外経済の減速により、生産活動は伸び悩んでいる。10～12月期以降、日本経済は、内需、外需とで明暗が分かれ、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、外需の先行きは厳しさが増している。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による自動車の生産調整や薄型テレビ等の反動減という一時的な重しがある。その結果、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。そのため、上期の実績は想定を上回ったものの、外需の悪化を織り込み、2011年度の実質GDP成長率の予測を+0.2%と8月時点の予測を0.1ポイント下方修正した。

2012年度の実質GDP成長率は+1.9%と予測した。前回8月時点の予測を0.8ポイント下方修正したが、その最大の要因は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である。それに伴う企業収益の悪化を映して、わが国の設備投資の伸びも鈍化すると見込んでいる。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方向性として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。インフレ懸念が後退する中で、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。四半期毎の成長率は、復興需要によって内需は着実に増加するものの、前期からの上積み分が徐々に減少することで成長テンポは緩やかになると見込んでいる。なお、2013年1月から所得税の増税が見込まれるものの、増税期間の延長などにより単年度へ与えるインパクトは小さく、個人消費への影響は軽微にとどまると想定している。

## ○リスク要因

国内経済は安定しているものの、外需の影響も大きいわが国にとって、海外経済、とりわけ欧州経済の先行きに不透明感が強まっていることが懸念される。その最大の要因は欧州債務危機の帰趨である。既に、イタリアにも広がりが見られる欧州債務問題は深刻さを増している。ギリシャ・イタリアの首相が交代するなど政局も混乱し、現状のEUの枠組みではイタリアを救済するには不十分で、それが金融市場を通じてフランスにも影響が及んでいる。国の債務問題だけに根が深く、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。現時点では、ドイツを中心としたEU、ECBなどの協調対応により、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、その局面に陥る可能性は高まっていると言わざるを得ない。また、金融危機の後遺症が残る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い状況にある。その中、大統領選挙を来年に控えて両党の政策合意が困難となっていることから、迅速な政策対応を見込みにくくなっている。また、中国はインフレ懸念が後退し、政策対応に動きやすい状況となったが、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もあり、舵取りを誤ると想定以上に景気が失速するリスクもある。

以上

図表8. デフレーター伸び率(2000暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
国内総支出	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 1.3	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 0.5
民間最終消費	▲ 0.3	0.0	▲ 2.3	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.4
民間住宅投資	2.3	2.5	▲ 3.9	0.5	1.4	0.7
民間設備投資	0.6	1.3	▲ 3.4	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.4
政府最終消費	0.6	0.4	▲ 1.7	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.7
公的固定資本形成	2.4	3.3	▲ 4.9	0.9	1.2	0.4
財貨・サービスの輸出	0.6	▲ 5.2	▲ 9.3	▲ 2.2	▲ 1.4	3.0
財貨・サービスの輸入	7.7	▲ 0.5	▲ 15.7	4.1	5.7	2.3
						予測

図表9. 需要項目別の寄与度

(%)

	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
実質国内総支出	1.8	▲ 4.1	▲ 2.4	2.4	0.2	1.9
民間需要	0.6	▲ 2.7	▲ 3.9	1.4	0.6	1.0
民間最終消費	0.8	▲ 1.2	▲ 0.0	0.5	0.1	0.4
民間住宅投資	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.0	0.1	0.1
民間設備投資	0.1	▲ 1.1	▲ 2.1	0.5	0.1	0.3
公的需要	0.0	▲ 0.2	1.2	0.0	0.5	0.7
政府最終消費	0.3	0.0	0.7	0.4	0.4	0.3
公的固定資本形成	▲ 0.3	▲ 0.3	0.6	▲ 0.5	0.1	0.4
財貨・サービスの純輸出	1.2	▲ 1.2	0.3	0.9	▲ 0.8	0.2
財貨・サービスの輸出	1.5	▲ 1.8	▲ 1.5	2.3	▲ 0.4	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 0.3	0.7	1.8	▲ 1.4	▲ 0.4	▲ 0.4
						予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない