

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+0.3%、2012年度は+2.7%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+0.4%、2012年度が+2.4%となった。震災後の急回復を受けて2011年度が上方修正される一方で、2012年度については、海外経済の先行き懸念などにより下方修正された。

当部では2011年4～6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（8月18日公表）。

1. 日本経済の現状と見通し

8月15日に発表された2011年4～6月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比▲0.3%（年率換算▲1.3%）と3四半期連続でマイナス成長となった（図表1）。震災後の経済活動の落ち込みから急速に立ち直っていることで、想定されたよりマイナス幅は小幅となった。

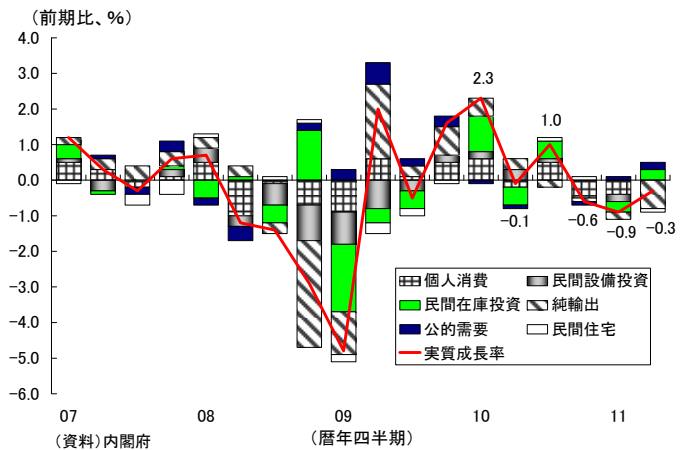
月次の経済指標の多くは、3月もしくは4月を底に上向きに転じている。想定を上回る早さでサプライチェーンが修復されたことで、生産活動は持ち直し、供給減が制約となっていた輸出も前月比では増加に転じている。また、落ち込んでいた個人消費も、自粛ムードが和らぐ中、地デジ移行を目前した薄型テレビなどの駆け込み需要や節電対応への需要増もあり、4月以降上向きの動きがみられる。このように四半期ベースではマイナス成長となったものの、日本経済は、既にリバウンドしている過程にある。

（1）急ピッチで回復した生産活動

前述のように生産活動は、持ち直している。製造業の対応力は想定を上回り、中でも、生産正常化の時期が秋頃とみられていた自動車は、6月時点で複数のメーカーが既に前年並みの生産水準を回復している。この自動車に象徴されるように、サプライチェーンの修復、設備復旧が急ピッチで進み、6月の鉱工業生産指数は、震災前の約95%の水準まで回復し、一般機械、精密機械など、既に震災前の水準を上回っている業種もある。

今後について、予測調査をみると、製造工業は、7月が前月比+2.2%、8月が同+2.0%と引き続き上昇が見込まれている。電力供給不足が懸念された夏場でも生産活動は上向き見通しであり、製造業の節電対応への計画的な取り組みが奏功しているとみられる。その予測調査で押し上げ要因となった業種は、他産業への波及効果が大きい輸送機械である。震災後に国内外の需要を下回る供給量となったことで、今後はその落ち込み分を取り戻す動きも加わるとみている。それ以外の業種は、国内と海外のどちらの需要に依存しているかで分かれる。素材業種は、復興需要が押し上げ要因になる一方、自動車を除く加工業種

図表1. 実質GDP成長率の寄与度分解



は、後述する海外需要の減退が重しになると見込んでいる。生産全体としては、上向きの動きが続くと見込んでいるものの、秋以降はその足取りが弱まっていくだろう。

(2) 各需要項目の動向

個人消費は、自粛ムードの緩和と一時的な需要増が重なり、月次の動きをみると、4月以降上向きの動きが続いている。実質消費総合指数は急テンポで回復し、6月には震災前の過去1年平均の水準を上回っている。その消費の内訳をみると、本年7月の地デジ完全移行前に、薄型テレビやブルーレイなどの駆け込み需要が発生したことに加え、省エネ型のエアコンや扇風機などの節電対応の消費もあり、耐久財が増加している。また、スーパークールビズの実施などで夏物衣料が好調に推移している。一方、震災後の買い溜めがみられた非耐久財が減少し、外食・旅行などのサービス消費は、前期を下回っている。

今後については、これまでのマインド改善を映して個人消費は概ね堅調に推移するが、特殊要因に左右される展開になると見込んでいる。地デジ完全移行に伴う駆け込み需要や節電対策への支出増は持続的なものではなく、秋以降は反動で減少することが想定される。一方、供給制約が解消しつつある自動車販売は、エコカー減税の終了を控えていることもあり、徐々に増加すると見込んでいる。また、被災地における消費も堅調に推移するだろう。このようにプラス・マイナスの要因が見込まれる。この状況下、雇用・所得環境も個人消費に影響を及ぼす。雇用環境は、前回予測では震災の影響で悪化すると懸念していたが、経済活動の早い回復により、既に悪化に歯止めがかかっている。被災地における新規求人増加傾向にあり、全国的にも生産回復を受けた従業員確保の動きもみられる。それにより、一時弱含んでいた新規求人倍率も上向きに転じており、雇用環境は緩やかな改善傾向を辿るだろう。一方、所得環境は回復度合いが遅い。大企業では夏季賞与の増加が見込まれていたものの、中小企業を含めると前年を下回る可能性が高い。徐々に労働時間が増加することで残業代の増加が見込まれるものの、震災後のコスト増によって、冬の賞与は引き続き減少するとみられ、所得は伸び悩むと見込んでいる。7～9月期の個人消費は高い伸びになるものの、その後は一進一退の動きになるだろう。

公的固定資本形成は、インフラなどの復旧に向けた公共投資を中心に、増加すると想定している。既に、第1次、2次補正予算で計6兆円の予算が計上されている。今年度はこれに含まれる公共投資予算が消化されると想定している。被災地域の状況を見ると、がれき処理が終わっていない地域も散見されるなど、自治体によって進捗状況は異なっている。災害に対して脆弱な地域などは、復興計画に沿った街づくりが必要なため、本格的な復興需要が顕在化するには時間がかかる見通しである。なお、第3次補正の成立は秋以降となり、予算の消化は殆どが2012年度入り後と想定している。

住宅投資は、横ばい圏内から緩やかに増加すると見込んでいる。住宅エコポイント制度の対象期間の短縮化に加え、フラット35Sにおける住宅ローンの優遇金利の適用期間についても12月末から9月末へと短縮されることになっている。それらに対する駆け込み的な新規着工が増えることで、当面の間、住宅投資を下支えすると見込んでいる。しかし、その後は、被災地域以外の戸建の新規住宅建設はやや一服する局面になると想定している。一方、被災地域における再建は数年にわたって行なわれるだろう。また、分譲マンションについては、首都圏の販売動向をみると、契約率は高水準で推移しており、市場動向を睨みながらではあるが、徐々に動きがでてくると見込んでいる。

設備投資は、緩やかな増加が続くと見込んでいる。先行指標である機械受注をみると、船舶・電力を除く民需は4～6月期が増加し、7～9月期の見通しもプラスとなっており、徐々にそれが顕在化していくだろう。また、各設備投資調査をみても、大企業は製造業、

非製造業ともに前年比プラスの計画となっている。大企業については、震災により収益が悪化する中でも、投資意欲が大きく落ち込んでいない様子は見られない。海外における投資を増やす動きも強まっているが、国内投資も引き続き増加傾向を辿ると見込んでいる。

最後に輸出動向をみると、供給力の回復に伴い6月の輸出数量指数が前月比8.7%上昇となるなど、月次では増加に転じている。また、輸出金額を前年比でみると、5月の二桁減からマイナス幅が縮小している。その主因は、一般機械に加え、輸送用機器が、米欧向けを中心に回復し、マイナス幅が縮小していることによる。一方、震災前から需要が低迷している電気機器は前年割れが続き、中でも、半導体等電子部品などは弱い動きである。

今後については、自動車は震災後の需給のギャップを埋める必要があり、増加余地はありと見込むものの、それ以外の多くの業種は海外経済動向の影響を受け易くなる。その点、欧米経済は減速感が強まるとみられ、輸出の先行きは厳しくなると想定している。主な海外経済の先行きについては、総じて減速感が強まるとみている。米国経済は、金融資本市場の動揺を映して、低成長が続くと見込んでいる。設備投資は、企業の投資意欲の減退が重しとなり、また、海外経済が減速することで、輸出の伸びも鈍化するだろう。一方、家計部門についても、マインドの悪化や株安による資産効果の剥落によって個人消費は伸び悩み、また、バブル崩壊からの調整過程にある住宅投資も低水準で推移すると見込んでいる。政府の引き締めの財政運営が予想される中、浮揚感が乏しい展開を想定し、2011年の実質GDP成長率は前年比+1.6%と前回予測を下方修正している。また、欧州経済は、各国の財政引締め強化や債務問題に伴う金融市場の動揺などで、低成長にとどまる見通しである。国の債務問題に特効薬はなく、当面の間、低空飛行が続くと想定している。一方、中国経済については、成長テンポは鈍化するものの、9%台の高成長を維持すると見込んでいる。金融政策を引き締める中でも、固定資産投資は、計画済みの投資などが進捗することで好調が続くと想定している。ただし、個人消費は、物価の高止まりなどを映して、当面勢いがやや弱まり、輸出についても、海外の需要減退により伸びが鈍化すると見込んでいる。こうした海外情勢の下、円高水準での推移も見込まれることから、2011年度下期のわが国の輸出は停滞すると想定している。

図表2. 2011年度・2012年度 経済見通し

	2010年度実績	2011年度予測				2012年度予測		
		前期比			前回 11年5月 時点	前期比		
		上期	下期	上期		下期		
名目国内総生産(兆円)	475.8	469.5	466.0	473.4	472.5	480.3	476.7	484.7
	0.4	▲ 1.3	▲ 1.4	1.6	▲ 0.7	2.3	0.7	1.7
実質国内総生産(兆円)	538.5	540.1	536.9	545.0	540.2	554.5	551.6	557.9
	2.3	0.3	▲ 0.2	1.5	0.3	2.7	1.2	1.1
内 需	1.4	0.9	0.5	1.0	0.8	2.1	0.9	0.9
民間需要	1.4	0.4	▲ 0.4	0.7	0.1	1.5	0.6	0.7
民間最終消費	0.8	▲ 0.5	▲ 0.2	0.1	▲ 0.8	0.7	0.3	0.7
民間住宅投資	▲ 0.3	3.9	▲ 0.1	4.0	6.3	6.0	2.8	2.4
民間設備投資	4.2	2.6	0.3	4.3	2.6	4.3	2.1	0.5
公的需要	▲ 0.0	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.4	0.2
政府最終消費	2.2	1.9	1.0	0.7	1.6	1.4	0.8	0.6
公的固定資本形成	▲ 10.0	5.3	4.2	7.5	8.1	9.4	5.4	1.2
財貨・サービスの純輸出	0.9	▲ 0.6	▲ 0.6	0.3	▲ 0.5	0.6	0.3	0.3
財貨・サービスの輸出	17.0	▲ 1.9	▲ 2.9	2.6	0.6	7.3	3.9	3.8
財貨・サービスの輸入	11.0	2.4	1.3	0.7	5.2	4.9	3.1	2.9

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+0.3%とプラス成長を維持すると予測した。リバウンド局面が続く 7~9 月期は年率 5%台の高い成長率を見込んでいる。その後も、復旧・復興に係る需要も引き続き顕在化することで、内需は堅調に推移すると見込んでいる。一方、外需の先行きは厳しくなりそうである。欧米を中心に海外経済は減速感が強まるとみられ、海外需要は減退すると見込まれる。それにより、供給制約という輸出の重しがほぼ解消するものの、肝心の需要が落ち込むことで、わが国の輸出は年度下期に停滞すると見込まれる。2012 年度の実質 GDP 成長率は+2.7%と予測した。復興需要が本格化することで国内需要が強まり、民需・公需ともに成長率を押し上げるだろう。また、外需もプラス寄与になると見込んでいる。2011 年下期の海外経済の減速で資源価格が下落し、新興国のインフレ圧力が緩和することで、海外経済が徐々に上向くと想定している。それに伴い、輸出についても徐々に持ち直すと見込んでいる。ただし、公共投資などについては、前期と比較して上積み分が小さくなることで 2011 年度に比べ前期比ベースの成長率は鈍化する。

このように国内経済には一定の安定感が芽生え始めているものの、海外経済の先行きに不透明感が強まっている。既に欧州の債務問題や米国の債務上限引き上げなどを契機に、金融資本市場は混乱が生じている。現時点では、リーマンショック後のようなグローバルで需要が蒸発したような事態は回避できると想定しているが、米欧ともに国の債務問題であるため、根本的な解決には数年かかる見通しである。その間は、潜在的なリスクは依然高く、市場で悪材料が浮上するたびに動揺が走りやすいとみられ、先行き注意が必要である。また、中国でも、物価上昇によって政策の舵取りが困難となる中、先進国の需要減退により想定以上に景気が失速する懸念もある。

3. 民間調査機関の 2011・2012 年度経済見通し

1 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+0.4%となった。

4~6 月期のマイナス幅が想定を上回って小幅にとどまるなど、震災後の日本経済の急回復を受けて前回（5 月時点）から 0.3 ポイントの上方修正となった。7~9 月期については、すべての機関がプラス成長に転じるとみており、殆どの機関が高成長を見込んでいる。

年度前半の急回復を受けて、前回予測では 2011 年度の成長率をマイナスと見込む機関（3 機関）もあったが、今回は最小値が 0.0%となった。ただし、米欧経済の先行きに対しては、総じて慎重な見方を強めたおり、今回コンセンサスが上方修正となったが、外需が下振れするとみる機関も多く、年度下期の見方を強めた訳ではない。なお、2012 年度については、平均値が+2.4%（前回：+2.8%）と 0.4 ポイント下方修正された。その主因は、前述した海外経済要因である。ただし、予測機関によって本格化する時期・規模の見方は分かれるものの、復興需要が押し上げ要因となることで、四半期ごとの成長率はほぼプラス成長を辿ると見込まれている。

図表3. 民間調査機関の 2011・2012 年度予測値

	富国生命		平均		最大		最小	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
	(前年比、%)							
名目国内総生産	▲1.3	2.3	▲1.2	2.1	▲0.9	3.2	▲1.9	1.4
実質国内総生産	0.3	2.7	0.4	2.4	0.8	3.0	0.0	2.0
民間最終消費	▲0.5	0.7	▲0.4	0.8	▲0.2	1.6	▲0.5	0.3
民間住宅投資	3.9	6.0	2.1	6.1	4.5	11.8	0.7	2.0
民間企業設備投資	2.6	4.3	2.0	5.1	3.2	7.3	0.4	3.5
政府最終消費支出	1.9	1.4	2.3	1.2	3.2	2.3	1.8	0.0
公的固定資本形成	5.3	9.4	4.5	8.1	7.5	35.2	1.6	0.9
財貨・サービスの輸出	▲1.9	7.3	▲0.2	5.9	1.5	8.3	▲2.9	2.8
財貨・サービスの輸入	2.4	4.9	4.1	4.9	6.2	9.7	2.4	0.6
鉱工業生産指数	1.1	9.1	1.8	7.7	2.7	11.2	0.6	5.6
国内企業物価指数	1.9	2.2	1.9	0.8	2.5	2.2	1.0	▲1.2
消費者物価指数（注1）	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲0.2	0.0	0.2	▲0.5	▲0.8
為替レート（円/ドル）	80.0	85.3	79.4	81.1	82.9	86.3	78.0	76.0
米国実質成長率（暦年）	1.6	1.9	1.7	2.3	1.9	2.8	1.6	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 森実 潤也)