

へのシフトや減産など、生産活動へ影響を及ぼす可能性があることには注意が必要である。

(2) 各需要項目の動向

個人消費は、概ね底堅く推移している。雇用環境が改善傾向となる中、名目雇用者報酬が前期比増加していることが背景にある。項目別ではウエイトの高いサービス消費が増加している。また、12月の百貨店売上高も、冬物衣料の好調や高額消費に動きがみられたことで前年比プラスに転じている。特に、東北での伸びが高く、復興消費は堅調である。一方、自動車販売が底堅く推移したものの、薄型テレビ販売の急減により、耐久財消費はマイナスに転じている。雇用環境は総じて改善傾向となっている。12月の完全失業率は悪化したものの、職探しを諦めていた人が労働市場に参入した影響が大きい。求人市場をみると、被災地域に加え、全国的にも改善がみられる。また、所得環境についても、12月の定期給与が1年振りに前年比横ばいとなった。一方、賞与を含む現金給与総額は、震災、円高、タイ洪水の影響で企業収益の伸びが鈍化しており、水面下となっている。

今後の個人消費は、概ね横ばい推移となるものの、自動車販売支援策に左右される展開を見込んでいる。エコカー補助金、エコカー減税が適用される2012年1～3月期に高い伸びになると見込まれる。消費全般の動きは、雇用環境の改善や消費マインドの回復に支えられ安定的な推移が見込まれるものの、年金保険料の段階的な引上げや住民税増税、復興増税などが、可処分所得の伸びを抑制する。そのため、名目消費は均してみると横ばい推移にとどまるものの、物価下落により実質ベースでは前年を上回ると想定している。

公的固定資本形成は、増加すると想定している。10～12月期の公共投資が2四半期連続で減少するなど、復旧・復興に向けた動きは遅れているが、入札条件が変更されていることから徐々に人手不足の影響は緩和し、既に伸びている請負金額分の公共投資が着実に顕在化していくだろう。予算面では、第3次補正予算における公共投資分が、がれきの仮置き場への搬入に目処がつく2012年度以降に本格執行されると想定している。ただし、災害に対して脆弱な地域では、居住地の移転などの利害調整も必要で、大規模な復興工事は遅れる可能性がある。一方、全国的にも防災や減災のための予算が組まれており、学校の耐震化や津波対策などの公共投資が実施される予定である。それにより、公共投資は、1～3月期からプラスに転じ、2012年度前半に大幅増になる展開を想定している。

住宅投資は、緩やかに増加すると見込んでいる。10～12月期の住宅投資はマイナスに転じている。これは旧住宅支援策の終了前の夏場に新規着工が増加した反動で、9月以降新規着工が低水準にとどまったことが要因である。しかしながら、今後については雇用環境が改善傾向を辿る中、住宅取得意欲は持ち直し、緩やかな増加基調になると見込んでいる。首都圏の分譲マンションの契約戸数も11年末にかけて増加しており、マンション需要は底堅いとみられる。また、住宅購入支援策についても、復興支援・住宅エコポイントやフラット35Sエコなどが開始され、追い風になると想定している。貸家なども、今年10月末の支援策終了を見据えて、需要動向を睨みながら徐々に増加することになるだろう。さらに、現時点で建築規制がある被災地域でも次第に着工が許可されるとみられ、各種政策も後押しすることで、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。10～12月期の実質設備投資は5四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。12月の日銀短観をみると、円高推移や電力問題、今後需要拡大が見込まれる海外へ進出する計画の増加もあり、企業の投資意欲はやや弱含んでいる。機械受注(除く船舶・電力)をみると、10～12月期は前期比減少しており、一時的に減少する局面も想定されるが、1～3月期の見通しは再びプラスとなっており、

その後は持ち直すだろう。製造業については、今後市場拡大が見込まれる分野への新規投資や復旧投資が増えると見込まれる。また、非製造業でも、通信、電力などの投資規模の大きい業界が下支え要因になりそうだ。

最後に輸出動向をみると、タイの洪水被害も影響したとみられ、減少に転じている。輸出数量指数をみると、景気が悪化している欧州や、その欧州に最終製品を輸出するアジア向けで低迷し、中でも景気が減速している中国向けは大幅低下した。一方、緩やかな景気回復が続く米国向けは持ち直すなど、わが国の輸出は海外景気の動向に左右されている。

今後についても、欧州経済の当面の悪化が逆風になると見込んでいる。欧州債務危機がグローバル不況に至る経路は、瀬戸際で封じ込められると考えている。ECB（欧州中央銀行）による資金供給オペ（3年物）の実施などにより、一時的に欧州債務危機への懸念が和らいでいる。今後も、ユーロ圏、ECB、IMF（国際通貨基金）などが目先の危機に対処する展開を想定している。ユーロ圏の10～12月期の実質GDP成長率は、ドイツなどの主要国も弱い動きになり、マイナス成長に転じた。域内の需要が弱い中、緊縮財政が続くことが重しとなる。欧州経済は、年度前半は悪化すると見込むが、ユーロ安や中国経済の持ち直しを受け、ドイツを中心に徐々に悪化に歯止めがかかるとみている。米国経済は緩やかながらも回復が続くと見込んでいる。雇用環境は改善傾向が続き、個人消費は緩やかに増加すると見込んでいる。住宅投資も、住宅ローン金利が低水準で推移する中、緩やかな増加基調になるだろう。一方、企業部門については、11年末に減税が終了し、設備投資が年前半は踊り場局面になると見込まれる。また、海外経済の減速により、輸出の伸びは鈍化するだろう。FRB（連邦準備制度理事会）は緩和的な金融政策を継続すると見込まれるものの、ねじれ議会の状況では財政政策は期待できない。中国経済は、年央にかけて減速が続くものの、その後は持ち直しに転じると見込んでいる。インフレ沈静化観測の高まりとともに、政府の政策対応は一段と緩和的になると想定している。ただ、1月の消費者物価指数上昇率が春節要因もあるものの前月を上回ったことで、共産党内の政策論争もあって緩和に動きにくい状況である。こうした海外情勢のもと、1～3月期は輸出の減少が続くが、中国経済の持ち直しなどを受けて、年央頃からは輸出は緩やかに増加すると見込んでいる。

図表 2. 2012年度 経済見通し

(前年比、%)

	2010 年度 実績	2011年度見込み				2012年度予測			
		▲ 2.2	▲ 1.7	0.5	▲ 1.3	▲ 1.7	1.5	0.1	1.4
名目国内総生産(兆円)	479.2	468.5	467.3	469.5	469.6	476.6	476.5	476.8	476.2
	1.1	▲ 2.2	▲ 1.7	0.5	▲ 1.3	▲ 1.7	1.5	0.1	1.4
実質国内総生産(兆円)	510.9	508.6	507.1	509.7	540.3	518.4	515.8	520.8	550.7
	3.1	▲ 0.5	▲ 0.4	0.5	0.2	▲ 1.9	1.2	1.0	1.9
内	2.4	0.5	0.3	0.6	1.0	1.7	0.8	0.7	1.7
民間需要	2.2	0.1	▲ 0.1	0.5	0.6	0.9	0.3	0.6	1.0
民間最終消費	1.5	0.6	0.3	0.9	0.1	0.5	▲ 0.3	0.6	0.7
民間住宅投資	2.3	3.8	0.5	1.7	4.8	4.7	4.2	▲ 0.7	5.1
民間設備投資	3.5	0.0	▲ 0.4	2.2	0.8	1.5	▲ 0.3	1.5	1.9
公的需要	0.1	0.4	0.4	0.0	0.5	0.7	0.5	0.2	0.7
政府最終消費	2.3	1.8	1.1	0.5	2.1	1.1	0.6	0.5	1.5
公的固定資本形成	▲ 6.8	1.9	4.4	▲ 1.4	3.0	10.6	9.9	2.0	9.8
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.8	0.4	0.4	0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	17.2	▲ 2.3	▲ 2.4	▲ 0.1	▲ 2.4	4.1	1.8	4.5	3.7
財貨・サービスの輸入	12.0	4.1	2.5	1.2	3.5	1.9	▲ 0.6	3.7	3.4

注1. 実質値は2005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▲0.5%を見込む。1～3 月期については、再びプラス成長に転じると見込んでいる。欧州や中国経済の減速を受けて、輸出の減少が続くと想定しているが、タイの洪水で生じた供給制約が解消することで減少幅は縮小するだろう。一方、内需は、タイの洪水で滞った生産が正常化に向かい、個人消費についても、自動車販売は、その供給制約の緩和に加え、エコカー減税終了前の駆け込み需要が想定される。また、公共投資も、公共工事の受注が徐々に顕在化することで、内需は安定的に推移するだろう。

2012 年度の実質 GDP 成長率は+1.9%と予測した。復興需要の本格化による公的需要の押し上げや、住宅エコポイントやエコカー補助金などの家計に対する支援策もあり、内需は順調に推移すると見込んでいる。一方、海外経済については、米国経済が緩やかな回復を続ける中、中国経済は政策対応により持ち直しに転じ、欧州経済もユーロ安が下支え要因となり、年度後半には悪化に歯止めがかかるだろう。このような海外経済の動きに合わせて、わが国の輸出は 4～6 月期に底打ちし、その後は上向いていくと見込んでいる。

外需の影響が大きいわが国にとって、欧州債務危機が依然として予断を許さない状況にあることが最大のリスク要因である。第 2 次支援に向けたギリシャの緊縮財政政策は、計画通りに実施できるか不透明である。無秩序なデフォルトなどの懸念も一時的に後退しているが、再燃するリスクは残る。また、原油価格は、イラン情勢を巡る各国の対応次第では更なる価格上昇も想定される。インフレにより金融政策が縛られ、世界の景気に冷や水を浴びせかねない。国内要因では、電力供給体制の動向や政局の混乱などの不安材料がある。

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▲0.5%となった。12 月公表の GDP 確報において、過去分を含めて数値が改訂されたため、前回予測（11 月時点：+0.3%）から 0.8 ポイントの下方修正となった。改訂の影響は大きく、10 機関全てが下方修正した。年度ベースでは、震災や欧州債務危機を背景とした世界経済の減速等により、全ての機関がマイナス成長を見込んでいる。ただし、1～3 月期は、タイの洪水に伴う供給制約の解消による生産の回復等により、プラス成長が見込まれている。2012 年度については、平均値が+1.8%（11 月時点：+2.0%）と前回予測から 0.2 ポイント下方修正された。殆どの機関は、個人消費が年度を通して堅調に推移すると見込んでおり、また、年度前半には、復興需要の本格化による公共投資の拡大が見込まれ、前年度から二桁台の伸びを予測した機関もある。一部機関では、復興需要の本格化の時期が秋以降にずれ込むとみているが、総じて年度後半にはその押し上げ効果が一服するとされている。外需については、徐々に米国や中国などの海外経済が回復していくにつれて、年度後半には輸出が持ち直すと多くの機関でみている。ただし、海外経済の低迷が続くことによって年度後半の輸出が伸び悩むなどの下振れリスクを懸念する機関もある。

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
名目国内総生産	▲2.2	1.7	▲2.3	1.2	▲2.2	2.1	▲2.5	▲0.4
実質国内総生産	▲0.5	1.9	▲0.5	1.8	▲0.3	2.5	▲0.5	1.5
民間最終消費	0.6	0.5	0.6	0.9	0.7	1.6	0.5	0.5
民間住宅投資	3.8	4.7	3.5	3.7	4.1	9.5	2.5	0.1
民間企業設備投資	0.0	1.5	▲0.0	3.5	0.2	6.7	▲0.2	1.5
政府最終消費支出	1.8	1.1	1.9	1.2	2.7	2.1	1.7	0.6
公的固定資本形成	1.9	10.6	1.8	7.2	3.4	13.7	0.9	4.6
財貨・サービスの輸出	▲2.3	4.1	▲1.8	3.2	▲1.3	6.0	▲2.3	1.6
財貨・サービスの輸入	4.1	1.9	5.0	4.0	5.4	8.3	4.1	1.9
鉱工業生産指数	▲2.4	4.2	▲2.1	5.1	▲1.5	10.3	▲2.5	3.5
国内企業物価指数	1.8	0.3	1.8	0.3	1.8	1.0	1.7	▲0.6
消費者物価指数（注1）	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.2	0.0	0.2	▲0.2	▲0.4
為替レート(円/ドル)	78.4	78.5	78.5	78.3	79.4	81.0	78.0	76.0
米国実質成長率(暦年)	1.7	2.2	1.7	2.2	1.7	2.6	1.7	1.8

(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)