

2010～2012年度日本経済見通し ～2011年1-3月期に踊り場脱却～

発表日：2011年2月15日（火）

 第一生命経済研究所 経済調査部
 短期経済予測チーム
 新家（執筆）、柵山、小杉、岩田
 TEL:03-5221-4528

<要旨>

日本国内総生産（GDP）成長率

2010年度予測	実質+2.9%	(前回 +3.3%)
	名目+1.0%	(前回 +1.3%)
2011年度予測	実質+1.7%	(前回 +1.0%)
	名目+0.7%	(前回 +0.2%)
2012年度予測	実質+1.8%	(前回 +2.4%)
	名目+1.4%	(前回 +2.0%)

※前回は2010年12月9日時点の弊社予測値

- GDP成長率の見通しは、2010年度が+2.9%（12月時点予測：+3.3%）、2011年度が+1.7%（同+1.0%）、2012年度が+1.8%（同+2.4%）である。堅調な海外景気を背景に、足元の経済指標が予想以上に好調に推移していることから、2011年度の成長率を大幅に上方修正した。当面、景気は上振れ気味に推移する可能性が高い。一方、原油等の資源価格や食料品価格の上昇が今後も見込まれることが景気の下押し材料になると予想されることから、2012年度については見通しの下方修正を行っている。
- 2010年10-12月期の実質GDP成長率はマイナス成長となったが、足元では輸出が持ち直しに転じるなど、景気は既に回復に向かっている。10-12月期のマイナス成長は一時的なものに終わるとみられ、1-3月期には踊り場状態からの脱却が確認できるだろう。その後も輸出主導で回復力が徐々に強まる可能性が高く、2011年後半には年率2%を超える成長が予想される。
- もっとも、資源・食料品価格の上昇の悪影響が徐々に顕在化することから、2012年度の景気は緩やかな減速を見込む。海外への所得流出によって内需が抑制されることに加え、引締め政策の影響から新興国景気が緩やかに減速することで、輸出も徐々に伸びが鈍化するとみられる。
- 消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通し（現行基準ベース）は、2011年度が前年度比+0.6%（前回見通し：▲0.1%）、2012年度が+0.4%（同+0.2%）である。商品市況の上昇を受けて、2011年度の見通しを大幅に上方修正した。エネルギー価格や食料品価格の上昇に押し上げられる形で物価上昇率が徐々に高まっていく可能性が高い。もっともこれはあくまでコストプッシュ型の物価上昇であり、真の意味でのデフレ脱却とは言い難いだろう。

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

日本経済	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度
	実績	予測	予測	予測
実質GDP	▲ 2.4	2.9	1.7	1.8
(内需寄与度)	▲ 2.7	1.7	0.9	1.1
(うち民需)	▲ 3.9	1.8	1.0	1.1
(うち公需)	1.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
(外需寄与度)	0.3	1.2	0.8	0.7
民間最終消費支出	0.0	1.1	▲ 0.1	0.7
民間住宅	▲ 18.2	0.4	10.6	0.6
民間企業設備	▲ 13.6	5.6	4.5	5.2
民間在庫品増加	▲ 1.1	0.6	0.2	0.0
政府最終消費支出	3.4	1.9	0.8	0.9
公的固定資本形成	14.2	▲ 9.1	▲ 5.9	▲ 5.5
財貨・サービスの輸出	▲ 9.6	17.8	8.5	6.1
財貨・サービスの輸入	▲ 11.0	10.9	4.6	3.3
GDPデフレーター	▲ 1.3	▲ 1.8	▲ 1.0	▲ 0.4
名目GDP	▲ 3.7	1.0	0.7	1.4
鉱工業生産	▲ 8.9	10.2	5.8	4.1
完全失業率	5.2	5.1	4.8	4.5
新設住宅着工戸数(万戸)	77.5	82.7	89.3	87.1
経常収支(兆円)	15.8	16.3	15.6	17.5
名目GDP比率	3.3	3.4	3.2	3.6
国内企業物価	▲ 5.3	0.6	2.3	0.8
消費者物価(生鮮除く総合)	▲ 1.6	▲ 0.8	0.6	0.4
為替レート(円/ドル)	92.9	86.1	86.8	88.0
原油価格(ドル/バレル)	70.6	82.5	103.4	97.1
米国実質成長率(暦年)	▲ 2.6	2.9	2.6	2.6
中国実質成長率(暦年)	9.2	10.3	9.6	9.2

【前回予測値(12月9日公表)】

2010年度	2011年度	2012年度
予測	予測	予測
3.3	1.0	2.4
2.1	0.7	1.5
2.1	0.7	1.6
0.1	0.0	▲ 0.1
1.2	0.3	0.9
1.8	▲ 0.0	1.2
▲ 0.4	8.3	4.2
5.3	3.4	5.9
0.4	0.1	0.0
1.8	0.7	0.7
▲ 5.7	▲ 2.9	▲ 7.1
17.8	4.7	8.4
10.8	4.4	4.4
▲ 1.9	▲ 0.8	▲ 0.3
1.3	0.2	2.0
9.0	1.1	4.3
5.1	4.9	4.6
81.6	88.2	87.6
16.4	16.6	18.1
3.4	3.4	3.7
0.4	0.3	0.9
▲ 0.8	▲ 0.1	0.2
85.0	85.0	87.0
80.5	85.0	90.0
2.7	1.9	2.6
10.3	9.2	9.1

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注) 1. 為替レートは円/ドルで年度平均
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格
 3. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比
 4. 民間在庫品増加は寄与度

○ 2011年度の成長率見通しを上方修正

2010年10-12月期GDP統計の公表を受けて、2010～2012年度日本経済見通しの改訂を行った。GDP成長率の見通しは、2010年度が+2.9% (12月時点予測：+3.3%)、2011年度が+1.7% (同+1.0%)、2012年度が+1.8% (同+2.4%)である。暦年では、2011年が+1.4% (同+0.9%)、2012年が+2.1% (同+2.3%)となる。海外経済の好調を背景に、足元の経済指標が予想以上に堅調に推移していることから、2011年度の成長率を大幅に上方修正した。当面、景気は上振れ気味に推移する可能性が高い。一方、原油等の資源価格や食料品価格の上昇が今後も見込まれることが景気の下押し材料になると予想されることから、2012年度については見通しの下方修正を行っている。

○ 10-12月期はマイナス成長も、景気は既に持ち直し

2月14日に公表された2010年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.1%と、5四半期ぶりのマイナス成長となり、昨年秋以降の景気が踊り場局面にあったことが改めて確認された。①7-9月期に生じた自動車・たばこの駆け込み需要の反動から個人消費が落ち込んだこと、②輸出が減少に転じたこと、③公共投資の削減、といった要因が落ち込みの背景にある。もっとも、足元では既に景気を持ち直しを示唆する経済指標が増えており、前回12月見通し時点で想定していたよりも景気を取り巻く環境は良好である。10-12月期のマイナス成長は一時的なものに終わるとみられ、1-3月期には踊り場状態からの脱却が確認できるだろう。前回見通しでは、2011年前半はゼロ近傍の成長が続き、回復は年後半になると予測していたが、こうした予想は良い意味で裏切られた。景気回復時期は前倒しになる可能性が高い。

(1) 輸出の増加が景気を牽引

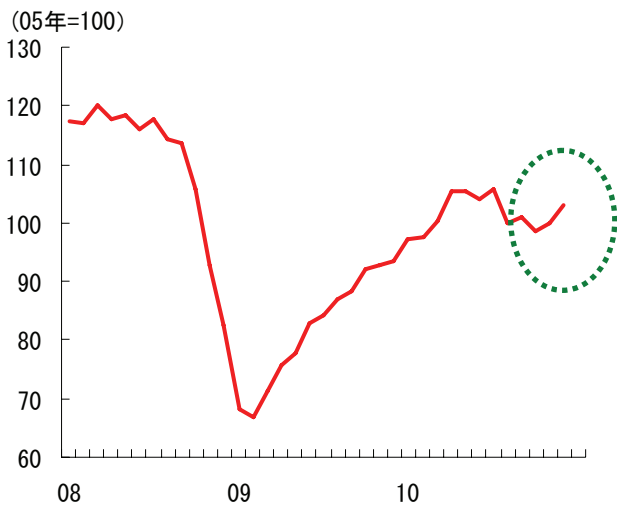
1-3月期以降の景気持ち直しの原動力となるのが輸出である。10-12月期の輸出は前期比▲0.7%と減少したが、これは10月の落ち込みが大きかったためであり、月次統計で見ると10月を底として既に持ち直しの動きが出ている。昨年末以降、世界的に製造業の景況感が上向くなど、世界経済の回復感が強まっていることが背景にある。

特に強さが目立つのが中国だ。中国経済は、景気対策効果の減衰や一部業種での在庫調整を背景として2010年4-6月期、7-9月期に減速していたが、こうした調整が一巡した10-12月期にはGDPの伸びが高まっており、再び景気に加速感が出ている。今年第12次5ヶ年計画が始まり、インフラ投資などの拡大が期待できることも先行きの景気を見る上での好材料だ。なお、中国では足元で引き締め策がとられているが、成長率などから考えれば、現在の金融環境は依然かなり緩和的である。今後も断続的に引締めが実施されるとみられるが、景気は当面堅調に推移することが予想される。

米国経済も底堅く推移している。株価の上昇や所得環境の改善を受けて個人消費が堅調に推移しており、景気を牽引している。ブッシュ減税の延長や給与税減税も消費の押し上げに繋がるだろう。こうした最終需要の増加を背景に、雇用の増加幅も徐々に拡大していくとみられ、景気は次第に力強さを増していくだろう。

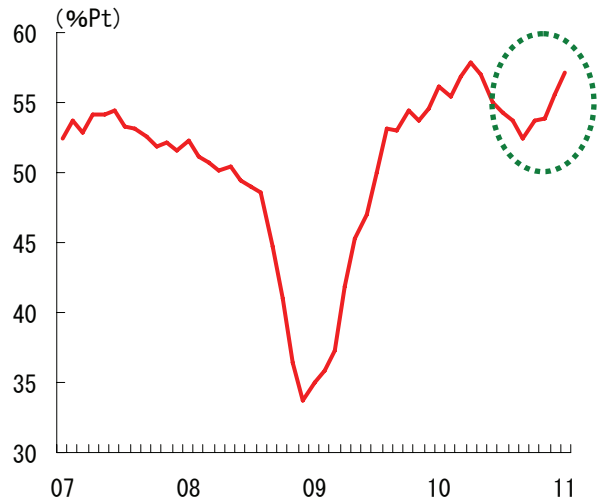
こうした世界景気を持ち直しを背景として、輸出は増加傾向が続くだろう。実際、日本の輸出の先行指標と言われるOECD景気先行指数や米ISM製造業景気指数は足元で改善しており、輸出の持ち直しを示唆している。また、日本からのIT輸出の先行指標となる韓国、台湾のIT部門出荷在庫バランスについても悪化に歯止めがかかっていることも心強い。米国のクリスマス商戦が好調に終わったことや世界的にスマートフォン、タブレット型情報端末の需要が堅調だったことなどがIT部門の在庫調整を早期に終了させたものと考えられる。このように、輸出は当面好調に推移することが予想されるため、2011年度の輸出の見通しを前年比+8.5%（前回12月見通し：同+4.7%）に上方修正した（持ち直しの時期も前倒し）。

資料1 輸出数量指数の推移



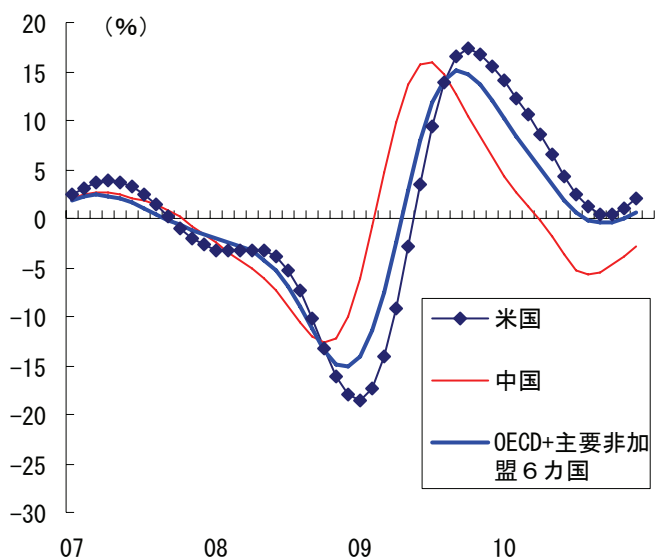
(出所) 財務省「貿易統計」
(注) 季節調整値

資料2 世界の製造業PMI



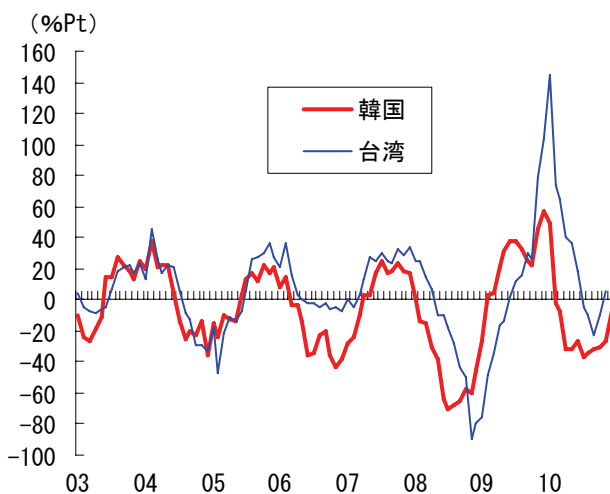
(出所) Markit Economics

資料3 OECD景気先行指数の推移



(出所) OECD
(注) 6ヶ月前比年率

資料4 韓国、台湾におけるIT関連財の出荷在庫バランス



(出所) CEIC
(注) 出荷在庫バランス=出荷前年比-在庫前年比

(2) 生産は持ち直し

鉱工業生産からも、景気の持ち直しは確認できる。2010年12月の鉱工業生産は前月比+3.3%と2ヶ月連続で上昇となっていることに加え、2011年1月の生産予測指数も前月比+5.7%（2月は同▲1.2%）と高い伸びであり、この予測指数通りに推移すると仮定すれば、1-3月期の生産は前期比+7.5%の大幅上昇となる。なお、現在公表されている鉱工業生産の値は、季節調整に際してリーマン・ショック以降の急激な落ち込みを適切に処理しきれていないことが原因で4-6月期と7-9月期が低めに、10-12月期と1-3月期が高めにしやすくなっている。この歪みを調整した場合には1-3月期の生産見込みは前期比+3.4%となり、公表値よりも小さくなるが、そうした点を考慮しても生産が持ち直していることには変わらない。実現率や予測修正率が改善傾向にある点も、先行きの生産にとってプラス材料だろう。

輸出が持ち直していることに加え、自動車生産が回復していることが、生産増加の背景にある。自動車については、エコカー補助金終了を受けて昨年10月に大幅減産を行ったが、その後は着実に生産水準を戻しており、自動車メーカーの生産計画によれば先行きも回復が続く見込みとなっている。以前には、販売減少が長引くことにより在庫が積みあがり、生産が再び抑制されるリスクが懸念されていたが、実際には、需要に合わせた適切な生産コントロールが行われたため在庫は増加しなかった。こうした懸念はどうか杞憂に終わったようだ。

(3) 個人消費は停滞続く

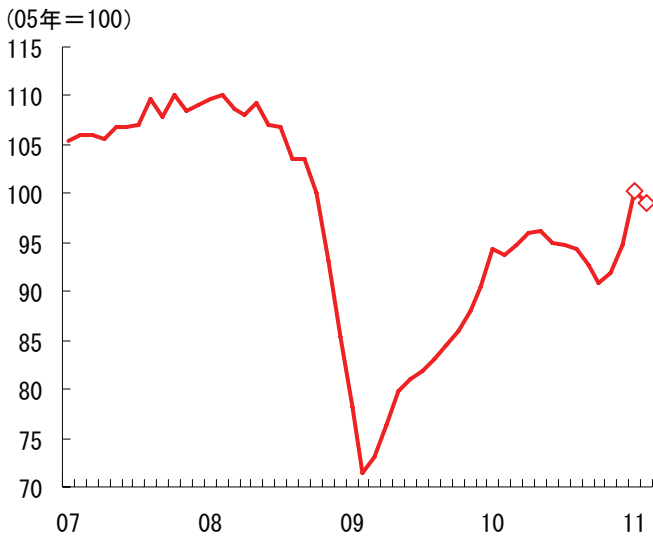
一方、個人消費については当面低調な推移が続く可能性が高い。昨年12月からのエコポイント半減を前にした駆け込み需要により10-12月期の薄型テレビ販売は急増したが、その反動減が1-3月期に大きく出ることがその理由である。薄型テレビについては、その後も3月末のエコポイント制度終了や7月の地デジ完全移行などのイベントを控えており、販売がさらに落ち込む可能性が高く、消費の足を引っ張るだろう。

もっとも、昨年10-12月期の個人消費を大きく押し下げた自動車やたばこについては、足元では落ち込みに歯止めがかかっており、1-3月期の販売は緩やかに持ち直す見込みである。また、政策要因によって攪乱されている品目（自動車、たばこ、テレビ等）以外の消費については足元で持ち直しの動きがみられることも

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

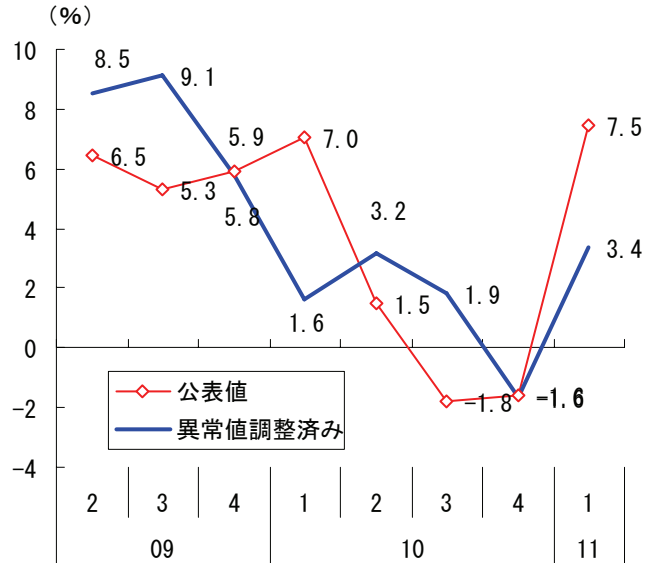
プラスの材料だ。年前半の個人消費は小幅減少となるものの、昨年10-12月期（前期比▲0.7%）と比べると減少幅が縮小すると予想される（1-3月期、4-6月期とも前期比▲0.2%を予想）。

資料5 鉱工業生産の推移（季節調整値）



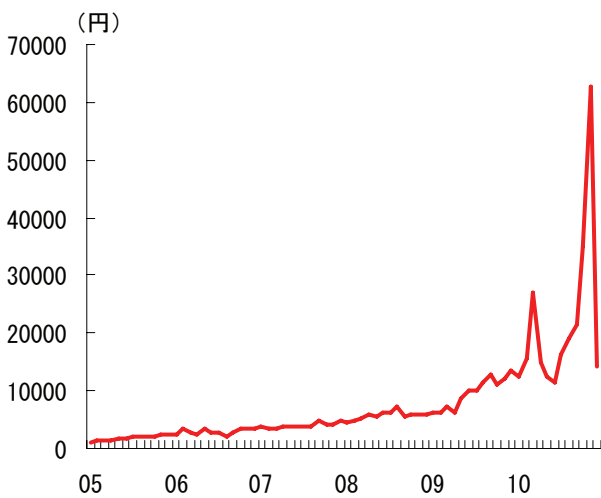
（出所）経済産業省「鉱工業指数」より作成
（注）白抜きは予測指数

資料6 鉱工業生産（前期比）



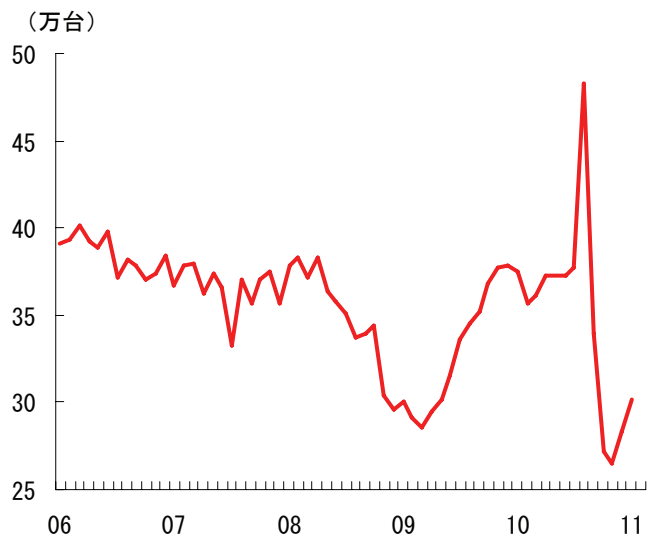
（出所）経済産業省「鉱工業指数」より作成
（注）季節調整に際し、異常値処理を行った系列を試算した。
11年1-3月期は予測指数通りに推移した場合の値

資料7 実質テレビ消費の推移（季節調整値）



（出所）総務省「家計消費状況調査」等より作成
（注）季節調整は第一生命経済研究所

資料8 乗用車販売台数（季節調整値）



（出所）日本自動車販売協会連合会
（注）季節調整は第一生命経済研究所

○ 輸出に牽引され、1-3月期に踊り場脱却

こうした状況を踏まえて、2011年度の実質GDP成長率を前年比+1.7%と、前回予測値である同+1.0%から上方修正する。前回予測では、2011年1-3月期が前期比年率0.0%、4-6月期が同+0.3%とほぼゼロ成長を見込み、回復は年後半からと予想していたが、今回の予測では1-3月期が同+1.2%、4-6月期が同+1.9%とそれぞれ上方修正し、年前半の踊り場脱却を見込む形に変更している。①海外景気の持ち直しに

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

より、輸出の回復時期が想定以上に早まったこと、②輸出増やメーカーの適切な在庫管理等により自動車生産が早いペースで持ち直していること、③海外需要の上振れに伴いIT部門の在庫調整が早期に進展したこと、などが影響している。薄型テレビの販売減という下押し要因があるが、輸出に牽引される形で景気は今後回復に向かう可能性が高いだろう。政策効果の剥落が一巡する年後半には年率2%台の成長が実現すると予想する。

○ 資源・食料品価格上昇が景気を下押し。2012年度は減速へ

このように、景気を取り巻く環境は足元で改善しており、当面回復感が強まる展開が予想される。もっとも、ここに来て「資源・食料品価格の上昇」が最大の懸念材料として浮上してきた。

WTI原油先物価格は足元で1バレル・85ドル程度、日本の原油輸入価格と連動するドバイ原油先物価格は100ドルを窺う展開が続くなど、足元の原油価格は高止まっている。さらに深刻なのが食料品価格の高騰であり、小麦、大豆、トウモロコシなどの穀物価格は2007～2008年当時のピークを窺う水準まで急騰、他にも、砂糖やコーヒーなど様々な品目で上昇が続いている。

こうした価格の上昇が、もっぱら世界的な需要の増加に基づくものであれば、新興国向け輸出の増加によるプラスの効果が価格上昇によるマイナス効果を上回るため、トータルでは景気にとってプラスとなる。過去においても、商品価格上昇と国内景気回復が同時に生じることは多かった。問題なのは、実需に基づかない投機資金の流入によって商品価格が高騰することである。投機による価格上昇は輸出の増加を伴わないため、景気への下押し圧力が大きくなる。輸入コストの増加を企業が価格に転嫁できない場合には企業収益が圧迫され、転嫁できた場合でも、実質購買力の縮小を通じて消費者に悪影響が及ぶ。いずれにしても、海外への所得流出拡大により、元々脆弱な内需がさらに抑制される。

2007年から2008年にかけて、投機資金流入を主因として原油価格が1バレル140ドル台にまで上昇したことは記憶に新しい。当時は原油価格に限らず、鉄鉱石や石炭、食料品価格なども高騰し、商品市況の高騰が猛威をふるっていた。こうした商品市況の高騰に伴って輸入コストが急速に増加したことで企業収益が圧迫され、企業マインドは停滞した。また、エネルギーや食料品価格といった生活に身近な品目での価格上昇が進んだことで、消費者マインドも大きく悪化した。日本経済は2007年10月をピークとして景気後退局面に陥ったが、商品市況の高騰はこの後退をもたらした原因の一つである。

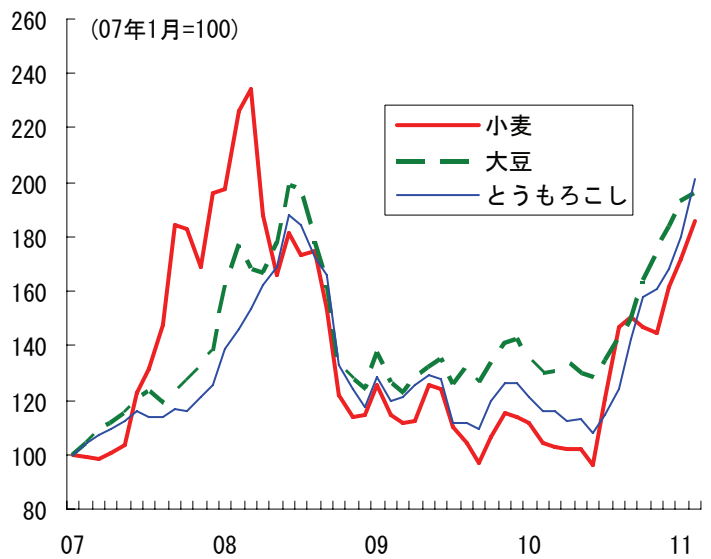
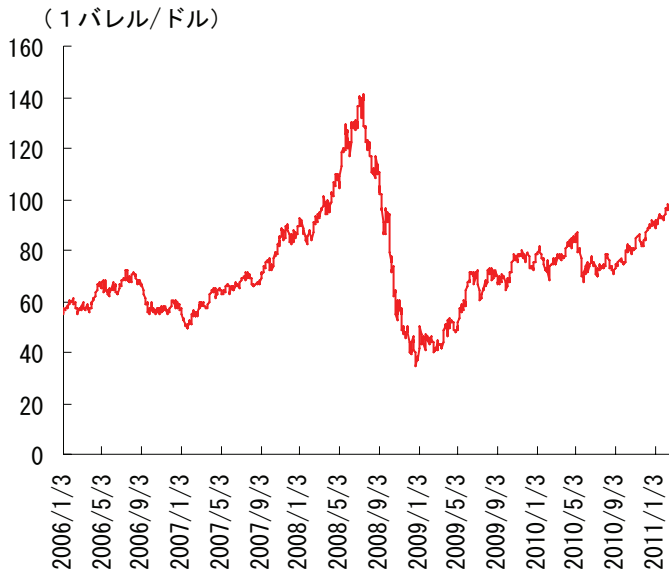
現時点ではまだそうした状況には至っていない。現在の価格上昇は、投機資金の流入だけでなく、需要の増加によってもたらされた面も大きい。商品市況高騰によるデメリットよりも世界経済の拡大に伴う輸出増のメリットの方が意識されやすい。だが、今後も価格の上昇が続けばこの限りではない。この先、先進国での金融緩和が続く中で世界景気の後退期待が強まっていけば、投機資金の流入が進み、価格がさらに高騰するシナリオが実現してもおかしくない。その場合、次第に商品市況上昇による内需抑制圧力が目立つようになるだろう（WTI原油先物価格は年末にかけて1バレル・110ドル程度まで上昇すると想定）。

新興国経済への悪影響も見逃せない。インフレ圧力に乏しい先進国と異なり、元々景気が過熱気味の新興国では足元でインフレ圧力が強まっている。インフレの加速に対応する形で、新興国では今後金融引締め動きを強めるとみられる。こうした引締めの影響が徐々に顕在化することから、2012年の新興国景気は緩やかに減速に向かうだろう。結果として、日本からの輸出も減速が見込まれる。

経済企画協会が発表しているESPフォーキャスト調査によれば、多くのエコノミストが2012年も景気は良好に推移すると予想しているようだ。だが、これまで見てきたとおり、2012年には資源・食料品価格上昇の悪影響が顕在化することから、景気は再び減速に向かう可能性が高いだろう。

資料9 ドバイ原油価格の推移

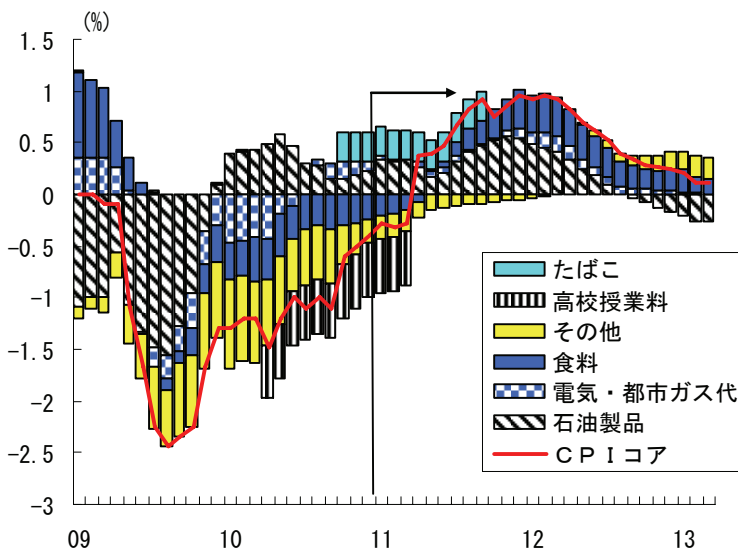
資料10 穀物価格の推移



○ 消費者物価の見通し

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通しは、2010年度が前年度比▲0.8%（前回見通し：同▲0.8%）、2011年度が同+0.6%（同▲0.1%）、2012年度が同+0.4%（同+0.2%）である。商品市況の上昇を受けて、2011年度の見通しを大幅に上方修正した。物価下落ペースは足元で徐々に縮小しており、高校授業料無償化の影響が一巡する2011年4月以降はプラス転化が見込まれる。その先も、エネルギー価格や食料品価格の上昇に押し上げられる形で上昇率は徐々に高まっていく可能性が高い。なお、2011年8月に予定されている消費者物価基準改定では0.7%ポイント程度下方改定されると予想しているが、2011年夏の消費者物価指数（現行基準）は前年比で+1%近くまで上昇していると予想されることから、基準改定後についてもプラスを維持する可能性がある。もっとも、こうした商品市況の上昇に伴うコストプッシュ型の物価上昇は、家計の実質購買力縮小を通じて景気の下押し要因になる。仮にこうした形で物価上昇が実現し、見かけ上デフレから脱出できたように見えたとしても、これは決して望ましい事態ではない。真の意味でのデフレ脱却とは言い難いだろう。

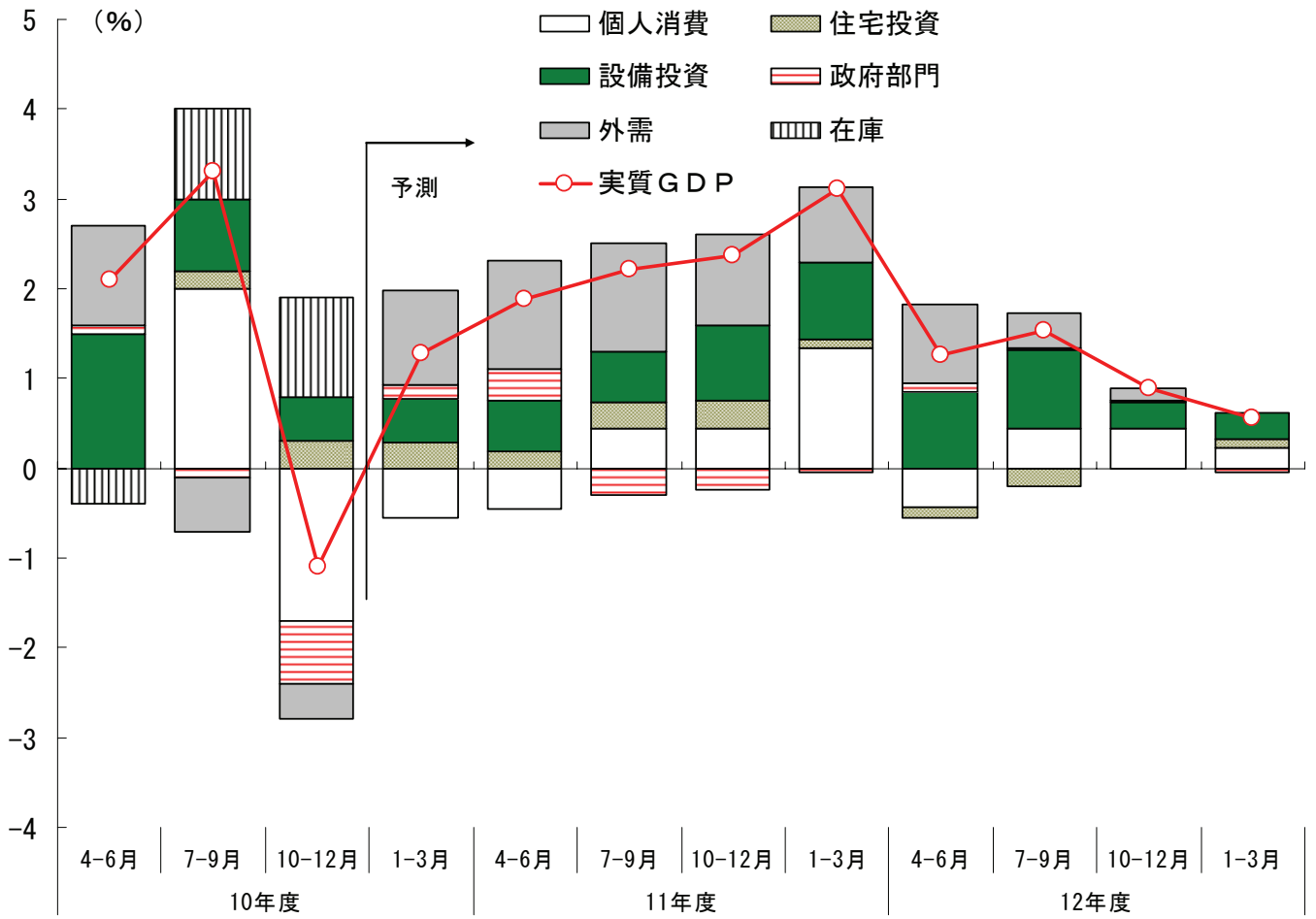
資料11 消費者物価指数（生鮮除く総合）の予測（前年比）



(出所) 総務省統計局「消費者物価指数」。予測部分は第一生命経済研究所

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



(出所) 内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。