

2011～2013年度日本経済見通し ～2012年前半にかけて景気は足踏み状態に～

発表日：2011年11月15日（火）

 第一生命経済研究所 経済調査部
 主席エコノミスト 新家 義貴
 TEL:03-5221-4528

<要旨>

日本国内総生産（GDP）成長率

2011年度予測	実質+0.1%	（前回 +0.4%）
	名目▲1.7%	（前回 ▲1.3%）
2012年度予測	実質+1.7%	（前回 +2.2%）
	名目+1.2%	（前回 +1.7%）
2013年度予測	実質+1.3%	
	名目+1.1%	

※前回は2011年9月9日時点の弊社予測値

- GDP成長率の見通しは、2011年度が+0.1%（9月時点予測：+0.4%）、2012年度が+1.7%（同+2.2%）、2013年度が+1.3%である。暦年では、2011年が▲0.5%（同▲0.5%）、2012年が+1.5%（同+2.5%）、2013年が+1.6%となる。9月時点で想定していたよりも足元の景気減速度合いが大きいことや、海外経済の先行き不透明感が強まっていること等を主因として下方修正を行った。
- 2011年7-9月期の実質GDPは前期比年率+6.0%の高成長となったが、これは6月までの景気が急回復したことによるゲタの影響が大きい。各種月次統計では7月以降回復ペースが明確に鈍化しており、既に景気は足踏み状態にある。10-12月期は成長率の大幅鈍化が確実な情勢であり、低成長にとどまる可能性が高いだろう（前期比年率+0.3%を予想）。
- 海外景気の減速やIT部門の不振に伴い、輸出は足踏みが続く。円高による輸出下押し圧力も徐々に強まるだろう。景気は当面停滞感を強め、踊り場の状況に陥ると予想する。海外経済の失速が回避される見通しであることや、国内での復興需要などの下支えもあることから、景気が腰折れすることはないが、低調な推移が続く可能性が高い。
- 2012年後半には、IT部門の在庫調整に目処がつくことや、中国経済の調整一巡などを背景として輸出が回復に向かう。復興需要も押し上げ要因になり、景気は緩やかに持ち直すだろう。一方、世界的に財政緊縮が予想されることから、輸出の増加ペースは限定的なものにとどまる可能性が高い。2013年も景気は回復感に欠ける展開が予想される。

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

【前回予測値(9月9日公表)】

日本経済	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度	2012年度
	実績	予測	予測	予測	予測	予測
実質GDP	2.4	0.1	1.7	1.3	0.4	2.2
(内需寄与度)	1.5	0.9	1.5	1.0	0.9	1.8
(うち民需)	1.4	0.5	0.8	1.0	0.3	1.3
(うち公需)	0.0	0.4	0.6	▲ 0.1	0.6	0.5
(外需寄与度)	0.9	▲ 0.7	0.1	0.4	▲ 0.4	0.3
民間最終消費支出	1.0	0.3	0.5	0.6	▲ 0.2	0.3
民間住宅	▲ 0.2	3.6	4.1	4.7	4.5	6.8
民間企業設備	4.2	0.1	2.3	3.3	1.7	5.3
民間在庫品増加	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
政府最終消費支出	2.3	2.2	1.2	1.1	2.1	1.2
公的固定資本形成	▲ 9.8	0.1	10.0	▲ 6.9	5.8	7.8
財貨・サービスの輸出	17.1	▲ 0.6	1.8	3.4	▲ 0.1	2.3
財貨・サービスの輸入	10.9	4.3	1.4	1.4	3.0	1.0
GDPデフレーター	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 1.6	▲ 0.5
名目GDP	0.4	▲ 1.7	1.2	1.1	▲ 1.3	1.7
鉱工業生産	9.1	▲ 2.6	3.2	2.1	▲ 0.5	4.7
完全失業率	5.0	4.5	4.4	4.3	4.7	4.6
新設住宅着工戸数(万戸)	81.9	83.6	87.5	90.0	86.0	89.3
経常収支(兆円)	15.9	10.2	12.0	13.6	11.2	12.7
名目GDP比率	3.3	2.2	2.5	2.8	2.4	2.6
国内企業物価	0.7	1.7	▲ 0.2	0.2	2.0	0.2
消費者物価(生鮮除く総合)	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4
為替レート(円/ドル)	85.7	78.6	77.0	77.0	78.1	76.5
原油価格(ドル/バレル)	83.4	94.0	92.0	90.7	98.0	95.0
米国実質成長率(暦年)	3.0	1.8	2.2	2.0	1.8	2.4
中国実質成長率(暦年)	10.3	9.2	8.9	8.8	9.3	8.9

(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

○ 成長率見通しを下方修正

2011年7-9月期GDP統計の公表を受けて、2011・2012年度日本経済見通しの改訂を行い、新たに2013年度の見通しを作成した。実質GDP成長率の見通しは、2011年度が+0.1% (9月時点予測: +0.4%)、2012年度が+1.7% (同+2.2%)、2013年度が+1.3%である。暦年では、2011年が▲0.5% (同▲0.5%)、2012年が+1.5% (同+2.5%)、2013年が+1.6%となる。9月時点で想定していたよりも足元の景気減速度合いが大きいことや、海外経済の先行き不透明感が一段と強まっていること等を主因として下方修正を行った。

○ 景気は牽引役不在

11月14日に公表された2011年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+6.0%の高成長となった。実質GDPの水準も震災前(2010年10-12月期)を上回っており、震災による落ち込みからのリバウンドが鮮明である。企業の迅速な対応により震災後の景気が当初の予想を大きく上回るペースで回復した結果、平時の経済状態に近いところまで戻ったことが確認された。

もともと7-9月期の高成長は、6月までの景気が急回復したことによるゲタの影響が大きい。鉱工業生産や輸出、個人消費など多くの経済指標では、月次で見ると7月以降頭打ち感が強まっており、実態としては、既に景気が足踏み局面にあることが示されている。震災による落ち込みからのリバウンド局面が収束に向かうなか、海外景気の減速や円高、テレビ販売の反動減などが下押し要因になっていることが背景にある。牽引役不在の状況のまま、当面景気は足踏みを続ける可能性が高いだろう。

(1) 海外景気の鈍化や円高により輸出は足踏み

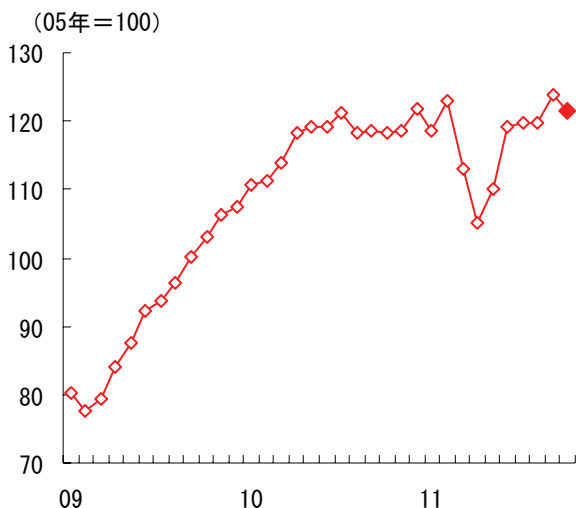
先行き最も懸念されるのが輸出の動向である。世界の製造業PMIは足元で低下が続いており、世界経済が減速傾向にあることが示されている。特に欧州では、周縁国のみならず、中核国であるドイツでも景況感の悪化が著しい。先行きも、金融機関の融資態度厳格化や一段の財政緊縮などが景気を冷やすとみられ、ユーロ圏の成長率はマイナスに転じる可能性が高いだろう。日本からユーロ圏への輸出ウェイトはそれほど大きくないため、直接的な日本への影響は限定的とみられるが、ユーロ圏への輸出ウェイトが比較的高い中国や米国における景気下押しを通じての間接的な悪影響には注意が必要だろう。また、欧州の債務問題についても、危機収束への道りは極めて険しく、今後も「問題発生」→「金融市場混乱」→「ギリギリのタイミングで政治的な妥協が図られ、最低限の対策が決定」→「一時的な小康状態」→「新たな問題発生」というサイクルが折に触れて繰り返される可能性が高いだろう。その度に金融市場は混乱し、企業や家計のマインドを冷やすだろう。プレイヤーの数が多く、政治的な合意形成に時間がかかることが問題解決を困難にしており、今後も極めて不透明感の強い状況が続くとみられる。世界的な金融危機への発展という最悪の事態は辛うじて避けられると予想しているが、こうした状況では、世界経済が回復感を強めていくことは見込み難い。

こうした海外景気の減速に加え、円高の悪影響が次第に強まってくることも輸出の頭を押さえる要因になる。過度な円高に対しては政府による為替介入の実施が予想されるため、さらなる円高進行は避けられるとみているが、世界的に金融緩和の強化が予想されるなか、円高圧力は今後も燻り続ける可能性が高いだろう。

また、世界的なPC需要の鈍化等を背景として、IT分野の在庫調整圧力が強まっていることも懸念材料だ。足元、IT関連財の輸出は頭打ち傾向を強めており、先行きも低調な推移が続くだろう。IT関連財は日本の主力輸出製品であるだけに影響は大きい。

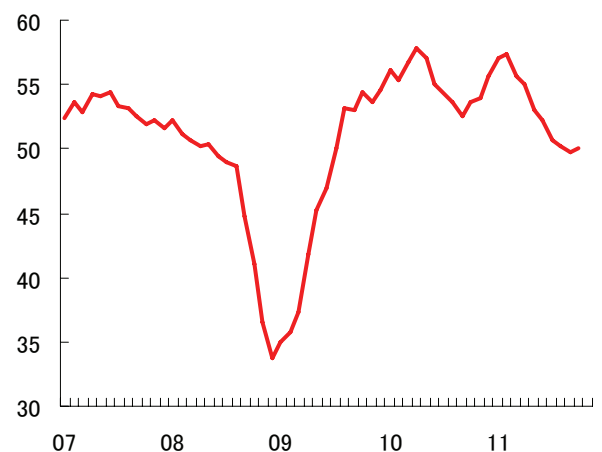
このように、海外景気減速、円高、IT部門の不振を主因に、輸出は先行き足踏みを続ける可能性が高い。①米国で一段の景気下振れの可能性が低下していることや新興国での金融緩和余地が大きいこと等から、世界景気の失速は避けられる見込みであること、②海外での在庫復元を目的とした自動車輸出の増加、等の下支え要因もあるため、輸出が減少基調に転じるとまでは見ていないが、今後輸出が景気の牽引役になることは到底望めそうにない。

資料1 実質輸出の推移 (季節調整値)



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、財務省「貿易統計」より作成
(注) 2011年10月の値は上中旬の値から計算した試算値

資料2 製造業PMIの推移 (世界)



(出所) Markit

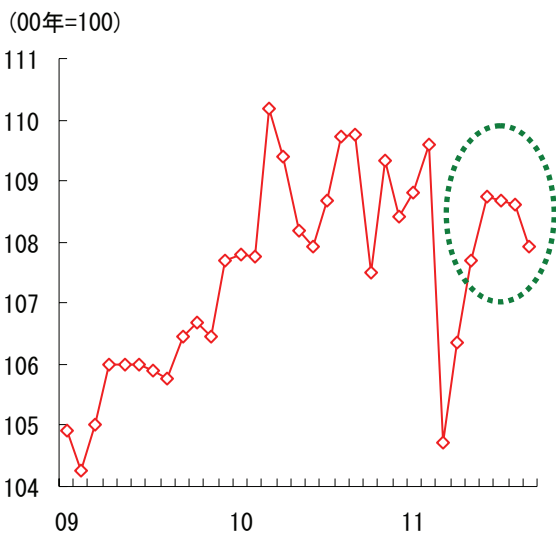
(2) 個人消費は低調に推移

個人消費も低調な推移が見込まれる。個人消費は震災後、①自動車の供給制約緩和、②地デジ移行前のテレビの駆け込み需要、③節電需要（省エネ家電・クールビズ関連商品販売の増加）、④自粛ムードの緩和、⑤被災地での復旧需要、等様々な要因を背景として急回復してきたが、足元では頭打ち感が強まっている。自動車販売こそ好調が持続しているものの、テレビ販売は駆け込み需要の反動が出ているほか、節電特需も既に剥落した。また、④、⑤の要因についても、足元では一巡感が出始めている。なかでも深刻なのがテレビ販売であり、足元で大幅に落ち込んでいる。テレビ販売は、エコポイント制度や地デジ化に伴ってこれまで相当程度の需要先食いが行われているため、反動減も大型化・長期化する可能性が高いだろう。この影響が大きく出る2011年10-12月期には、個人消費は前期比マイナスに転じると予想される。内閣府が試算している消費総合指数において、9月の水準が7-9月期を0.4%ポイント下回っていることも、このことを示唆している。

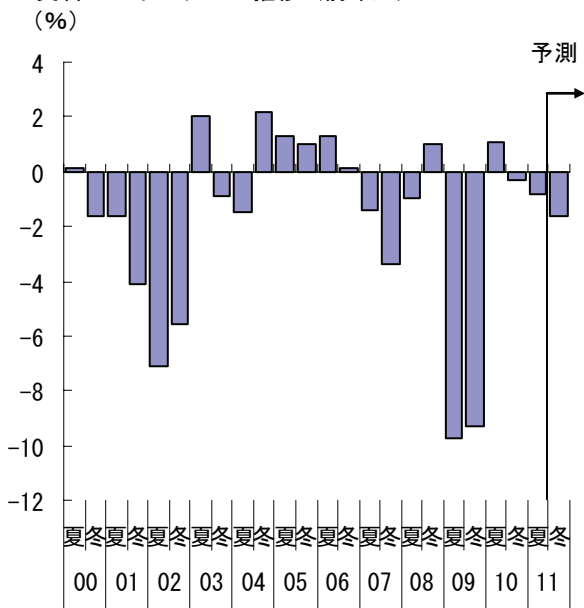
消費を取り巻く環境も芳しくない。失業率こそ足元で大幅に低下しているが、これは就業を諦めた人が労働市場から退出した影響が大きく、就業者数で見ると、震災前の水準を下回っている。賃金についても、震災後の収益悪化に伴って中小企業中心に冬のボーナス減少が見込まれており、厳しい状況が続く見込みだ。こうした点を踏まえると、先行きも個人消費は低調に推移する可能性が高い。

内需のもう一つの柱である設備投資については、緩やかな増加傾向が続くと予想している。先行指標である機械受注も7-9月期まで緩やかに増加しており、復旧需要を背景とした回復が続くとみられる。もっとも、機械受注の10-12月期見通しが前期比▲3.8%と、4四半期ぶりの減少が見込まれている点は懸念される。海外景気の先行き不透明感の強まりから投資マインドが萎縮し始めている可能性は否定できず、年明け以降の設備投資が抑制されるリスクがあることには注意が必要である。

資料3 消費総合指数の推移（季節調整値）



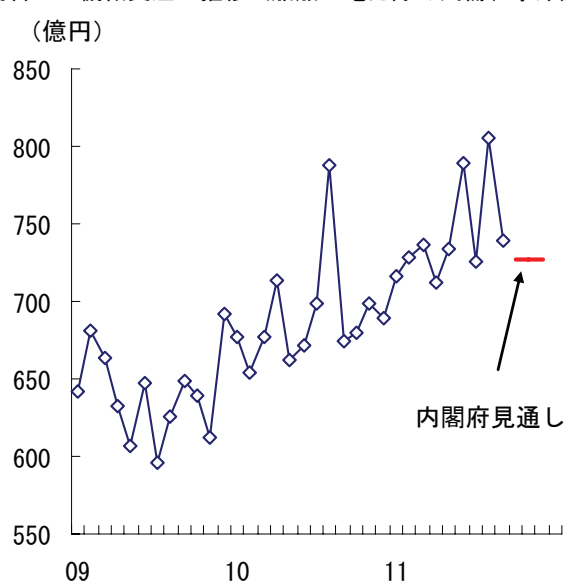
資料5 ボーナスの推移（前年比）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

（注）2011年冬は第一生命経済研究所による予測値

資料6 機械受注の推移（船舶・電力除く民需、季節調整値）



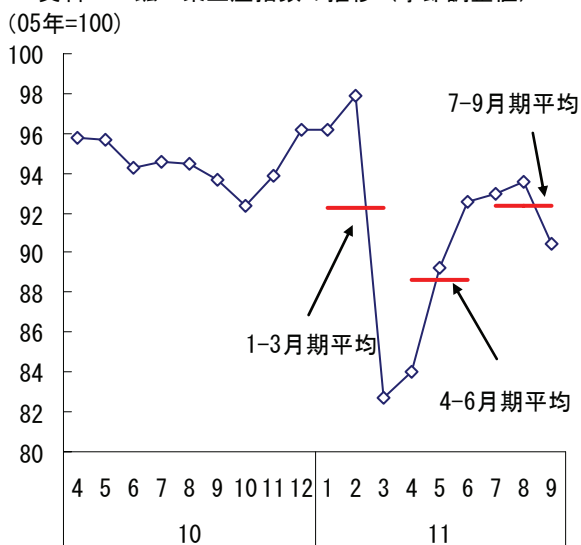
（出所）内閣府「機械受注統計調査」

（3）生産にも下振れリスク

輸出や個人消費と同様に、鉱工業生産指数も足元で足踏み状態にある。鉱工業生産指数を前月比で見ると、4月が+1.6%、5月が+6.2%、6月が+3.8%と高い伸びだったが、7月は+0.4%、8月は+0.6%、9月は▲3.3%と減速が鮮明である。実現率や予測修正率もこのところマイナス傾向が続いており、企業の想定以上に需要が下振れていることと、それを受けて企業が慎重姿勢を強めていることが示唆されている。生産予測指数では、10月が前月比+2.3%、11月が同+1.8%と上昇が見込まれているが、足元の実現率、予測修正率の動向を踏まえると、下振れる公算が大きい。7-9月期の生産は前期比+4.3%と高い伸びだったが、10-12月期には減少に転じる可能性もあるだろう。

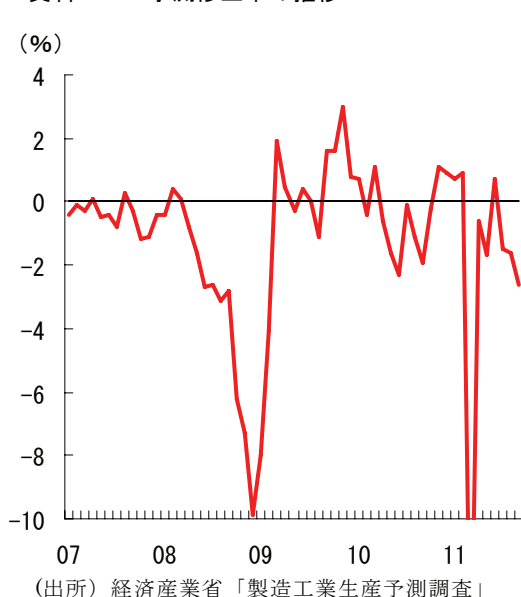
なお、タイの洪水は10、11月の生産下押し要因になるとみられるが、影響は限定的なものにとどまる可能性が高いとみている。代替生産が可能な部品も多いことから、東日本大震災時のように生産が大規模にストップする事態は避けられるだろう。

資料7 鉱工業生産指数の推移（季節調整値）



（出所）経済産業省「鉱工業指数」

資料8 予測修正率の推移



（出所）経済産業省「製造工業生産予測調査」

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。

(4) 復興需要は2012年度の景気を下支え

こうしたなか、景気の数少ない下支え要因になると予想されるのが公共投資である。7-9月期の公共投資は前期比▲2.8%と減少したが、先行指標である前払金保証統計が前年比で3ヶ月連続増加していることからみて、10-12月期には増加が見込まれる。巨額にのぼる3次補正予算についても、2012年度の景気を下支えすることが期待される。もっとも、3次補正予算は成立が遅れたことに加え、今後降雪のシーズンに入ることもあり、復興需要の本格化は2012年の春以降にずれ込む可能性が高いと想定している。

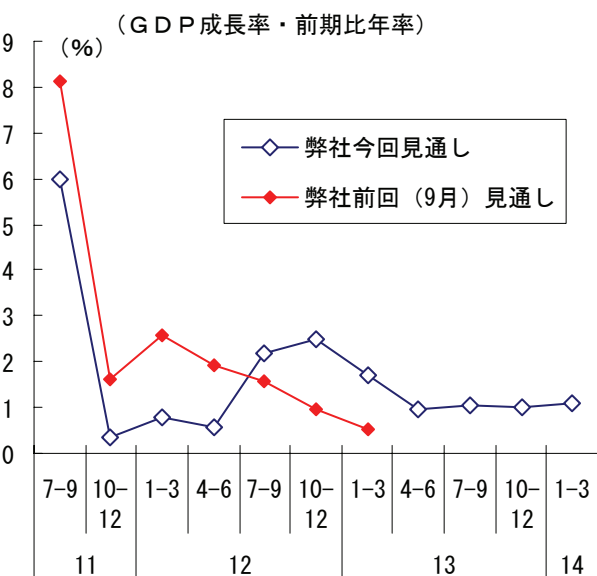
以上の通り、景気は当面、停滞感を強めていく可能性が高い。7-9月期のGDP成長率を押し上げた輸出と個人消費が揃って足踏み状態に陥ることで、景気は牽引役不在の状況になるだろう。①海外景気の失速が回避可能とみられること、②海外の在庫不足対応を目的とした自動車の増産、③復興需要、といった下支えがあるため、景気後退局面に陥るとは想定していないが、2011年10-12月期から2012年4-6月期にかけて景気は低調に推移する可能性が高いと思われる。当研究所では、2011年10-12月期の実質GDP成長率を前期比年率+0.3%、2012年1-3月期を同+0.8%、4-6月期を同+0.6%と、年率+1%未満の低成長が続くと予想している。海外経済の動向次第では一時的にマイナス成長に陥る可能性も否定はできないだろう。

○ 2012年後半以降の動向

こうした低成長の後、2012年後半には徐々に景気持ち直しの動きが生じてくると予想している。世界的なIT部門の在庫調整に目処がつくことに加え、中国の生産調整も一巡することが見込まれ、輸出の下押し圧力が徐々に和らいでいくだろう。中国において、金融引き締めスタンスが修正され、利下げ実施も視野に入れた動きが今後進むと見込まれることも好材料だ。欧州債務問題についても、混乱を繰り返しながらも徐々に対応が進んでいくとみられ、2012年後半には、銀行の資本増強や公的資金注入などの銀行危機防止策、EFSFのレバレッジ拡大等によるイタリア・スペインへの危機波及防止策、ESMの設立前倒しなど、セーフティネットがある程度構築されると想定している。これにより金融市場の過度な懸念も和らぐことが期待され、景況感も次第に持ち直していくだろう。こうした外部環境の改善に伴い、日本からの輸出も持ち直しが予想される。設備投資も輸出に遅れて伸びを高めるとみられ、復興需要の本格化も相俟って景気を支えるだろう。2012年後半にはGDP成長率が年率+2%台に高まり、足踏み状態から脱すると予想している。

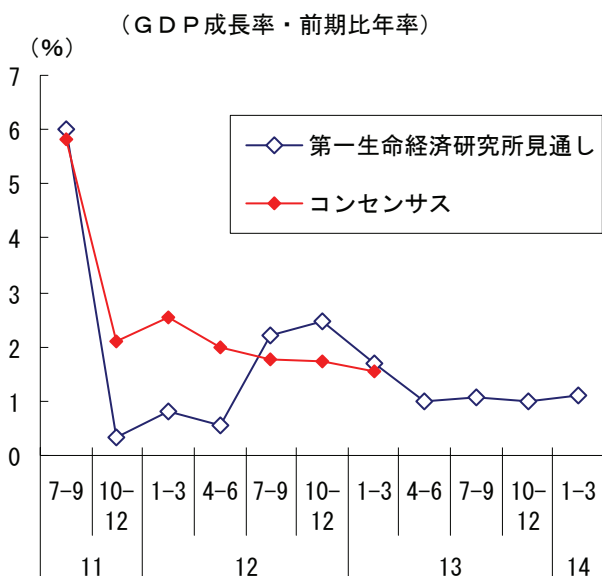
もっとも、欧州はもちろんのこと、米国でも今後歳出削減圧力が強まることから、世界景気の回復力は鈍いものにとどまる可能性が高い。そのため、輸出の大幅な増加は期待できず、2013年の景気は回復感に欠ける展開が予想される。

資料9 前回見通しと今回見通しの比較



(出所) 内閣府「国民経済計算」等より作成

資料10 今回見通しとコンセンサスの比較



(出所) 経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

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。

○ 電力不足は続く

電力不足問題については解決される可能性が低いとみている。この結果、2011年冬には関西、東北、九州で節電が必要になるほか、2012年夏にはほぼ全国的に節電が実施されるだろう。今回の経済見通しでは、今夏と同様にピークシフト等の企業対応が進むことで、生産活動への悪影響は限定的なものにとどまると想定している。もっとも、電力不足への懸念が海外から日本への投資意欲を減退させる可能性があることや、日本企業の海外移転加速、企業のコスト負担増加など、中期的には大きな負の影響が生じる可能性が高いことには注意が必要である。

○ リスク要因

リスクは明らかに下振れだ。特に海外経済と金融市場の動向については不透明感が強い。今回の見通しでは、欧州発の世界的な金融危機は避けられると想定しているが、仮に危機が現実のものとなった場合には、株価の暴落や世界的な信用収縮の加速などにより景気は大幅な下振れが必至である。仮に金融危機に至らない場合でも、金融市場の懸念が一段と強まった場合には、企業や家計のマインド低下を通じて景気が下振れるリスクがあるだろう。また、米国や中国の景気動向にも細心の注意が必要だ。そのほか、今後予想される世界的な金融緩和の強化に伴って円高が加速するリスクや原油価格が高騰するリスク、米国の格下げ懸念が強まるリスクなど、下振れ要因は数多い。世界経済は綱渡り状態が続くだろう。

一方、上振れ要因としては、新興国経済の高成長が挙げられる。今後、インフレ圧力の弱まりや景気減速を理由として新興国で積極的な金融緩和が行われる可能性があり、想定以上に新興国経済が堅調さを保つことも考えられる。この場合には、新興国主導での世界経済の持ち直しが期待される。

○ 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、2011年度が前年度比▲0.1%（前回見通し：同▲0.1%）、2012年度が▲0.4%（同▲0.4%）、2013年度が▲0.1%である。足元では3ヶ月連続で前年比プラス（9月は前年比+0.2%）となっているが、これはエネルギー価格に加え、昨年10月に値上げがあったたばこや傷害保険料などの制度的要因によって押し上げられている面が大きい。これらの要因を除けば前年比▲0.7%にとどまっており、物価下落圧力は依然根強いことが窺える。なお、10月には、たばこや傷害保険料による押し上げが一巡するため、再びマイナス圏に沈む可能性が高いだろう。その先についても、この先景気減速が明確化し、需給ギャップの改善が滞ることに加え、エネルギー価格のプラス寄与が徐々に縮小することもあり、マイナス幅が緩やかに拡大するとみている。消費者物価指数は予測期間を通じてマイナスが続くだろう。なお、原発停止に伴う火力発電用の燃料コスト増加等が今後電気料金に転嫁される可能性があるが、これについては予測の前提とはしていない。

GDPデフレーターは2011年度が▲1.8%、2012年度が▲0.5%、2013年度が▲0.3%を予想する。物価の低迷が続くことから、2013年度においてもデフレーターの下落は止まらない。結果として名目GDPの改善は限定的なものにとどまる。実質GDPでは2011年7-9月期には震災前の水準を回復したが、名目GDPでは回復のタイミングが12年10-12月期にまでずれ込むだろう。

図表 実質GDPの見通し(四半期別推移)

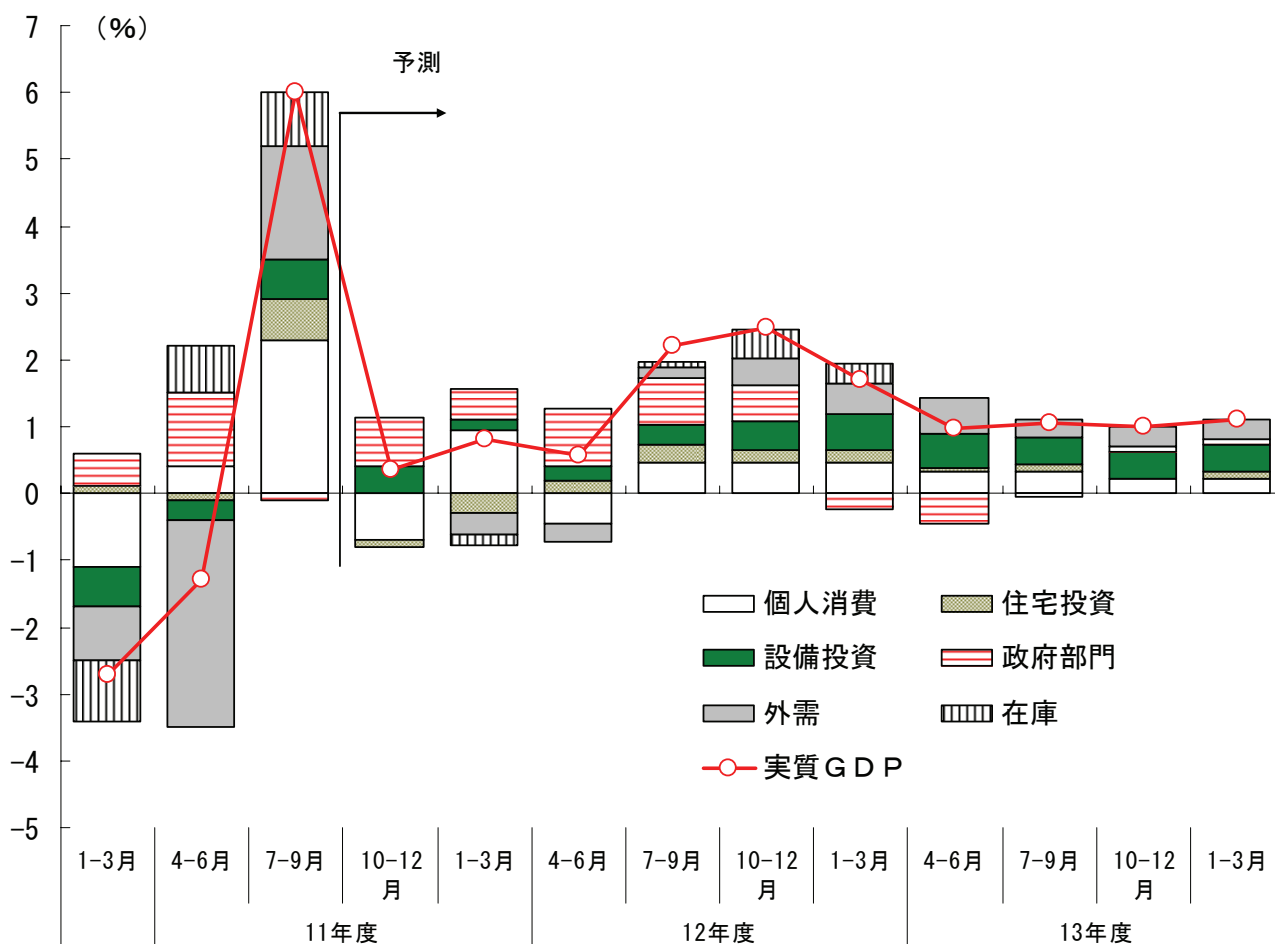
	11年		12年				13年			14年	
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質GDP	1.5	0.1	0.2	0.1	0.5	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3
(前期比年率)	6.0	0.3	0.8	0.6	2.2	2.5	1.7	1.0	1.1	1.0	1.1
内需寄与度	1.0	0.1	0.3	0.2	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
(うち民需)	1.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.0	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
(うち公需)	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0
外需寄与度	0.4	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間最終消費支出	1.0	▲ 0.3	0.4	▲ 0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
民間住宅	5.0	▲ 1.2	▲ 3.0	2.0	3.0	2.0	2.0	0.5	1.0	0.0	1.0
民間企業設備	1.1	0.7	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
民間在庫品増加(寄与度)	0.2	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.8	3.2	1.5	4.5	3.8	2.0	▲ 3.0	▲ 4.0	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 1.0
財貨・サービスの輸出	6.2	0.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.4	0.7	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
財貨・サービスの輸入	3.4	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5
名目GDP	1.4	▲ 0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	0.1	0.2	0.2	0.4	▲ 0.1
(前期比年率)	5.6	▲ 0.5	0.5	0.5	1.5	3.1	0.4	0.9	0.4	1.9	▲ 0.3

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)

2011年10-12月期以降は第一生命経済研究所による予測値

【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」