

2011～2013年度日本経済見通し ～2012年後半に景気は踊り場脱却～

発表日：2012年2月14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▲0.5%（前回 ▲0.7%）
	名目▲2.4%（前回 ▲2.4%）
2012年度予測	実質+1.5%（前回 +1.4%）
	名目+1.0%（前回 +0.9%）
2013年度予測	実質+1.3%（前回 +1.2%）
	名目+1.0%（前回 +1.0%）

※前回は2011年12月9日時点の弊社予測値

- GDP成長率の見通しは、2011年度が▲0.5%（12月時点予測：▲0.7%）、2012年度が+1.5%（同+1.4%）、2013年度が+1.3%（同+1.2%）である。暦年では、2012年が+1.3%（同+1.1%）、2013年が+1.6%（同+1.5%）となる。なお、消費税率の引き上げについては本予測の前提にはしていない。
- 2012年前半は、景気の足踏みが続く可能性が高い。海外景気の減速に加え、円高による下押し圧力も強いことから、輸出は停滞が続くだろう。昨秋以降の企業の慎重姿勢の強まりを受け、設備投資も減速が予想される。公共投資についても、復興作業に遅れが目立っており、需要本格化の時期は後ズレするだろう。エコカー補助金の効果による自動車販売の増加やタイ洪水による下振れからのリバウンド、うるう年による見かけ上の消費増などの要因もあるため、1-3月期には年率+1.5%程度の成長が予想されるが、4-6月期にはうるう年要因の反動もあり、再びゼロ%程度にまで成長率は鈍化するだろう。
- 2012年後半には景気持ち直しの動きが強まると予想される。中国経済の調整が一巡することや欧州経済が最悪期を脱することなどを背景として輸出が回復に向かう。復興需要も本格化し、公共投資の伸びも高まる。12年後半は年率3%近い高成長が予想され、景気は足踏み状態を抜け出すだろう。
- 2013年に入ると、公共投資による押し上げ効果が前期比ベースで剥落する。財政緊縮が予想されることから世界経済の回復も鈍く、輸出の増加ペースも限定的なものにとどまる可能性が高いだろう。2013年の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】

(%)

日本経済	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
	実績	予測	予測	予測
実質GDP	3.1	▲0.5	1.5	1.3
(内需寄与度)	2.4	0.5	1.5	0.9
(うち民需)	2.2	0.1	0.9	1.0
(うち公需)	0.1	0.4	0.5	▲0.1
(外需寄与度)	0.8	▲1.0	▲0.1	0.4
民間最終消費支出	1.5	0.7	0.9	0.7
民間住宅	2.3	3.2	3.4	3.3
民間企業設備	3.5	▲0.1	2.0	3.3
民間在庫品増加	0.8	▲0.4	0.1	0.1
政府最終消費支出	2.3	1.8	1.1	1.1
公的固定資本形成	▲6.8	1.2	8.0	▲6.7
財貨・サービスの輸出	17.2	▲1.9	1.6	3.9
財貨・サービスの輸入	12.0	5.0	2.6	1.7
GDPデフレーター	▲1.9	▲1.9	▲0.6	▲0.3
名目GDP	1.1	▲2.4	1.0	1.0
鉱工業生産	9.1	▲1.7	4.3	1.9
完全失業率	5.0	4.5	4.4	4.3
新設住宅着工戸数(万戸)	81.9	83.0	84.8	86.1
経常収支(兆円)	15.9	8.1	8.7	10.6
名目GDP比率	3.3	1.7	1.8	2.2
国内企業物価	0.7	1.8	0.3	0.4
消費者物価(生鮮除く総合)	▲0.8	▲0.1	▲0.4	0.1
為替レート(円/ドル)	85.7	78.4	77.0	77.0
原油価格(ドル/バレル)	83.4	96.6	102.0	104.0
米国実質成長率(暦年)	3.0	1.7	2.2	2.0
中国実質成長率(暦年)	10.3	9.2	8.7	8.9

【前回予測値(12月9日公表)】

日本経済	2011年度	2012年度	2013年度
	予測	予測	予測
実質GDP	▲0.7	1.4	1.2
(内需寄与度)	0.4	1.5	0.9
(うち民需)	▲0.2	0.7	1.0
(うち公需)	0.6	0.7	▲0.1
(外需寄与度)	▲1.0	▲0.1	0.4
民間最終消費支出	0.3	0.5	0.6
民間住宅	3.4	4.2	4.8
民間企業設備	▲1.6	0.4	3.2
民間在庫品増加	▲0.2	0.3	0.1
政府最終消費支出	1.8	1.1	1.1
公的固定資本形成	5.2	10.2	▲7.0
財貨・サービスの輸出	▲2.1	0.4	3.4
財貨・サービスの輸入	4.5	1.7	1.4
GDPデフレーター	▲1.8	▲0.5	▲0.3
名目GDP	▲2.4	0.9	1.0
鉱工業生産	▲2.2	2.4	2.0
完全失業率	4.5	4.4	4.3
新設住宅着工戸数(万戸)	83.6	87.5	90.0
経常収支(兆円)	8.8	10.0	11.8
名目GDP比率	1.9	2.1	2.5
国内企業物価	1.7	▲0.2	0.2
消費者物価(生鮮除く総合)	▲0.1	▲0.4	▲0.1
為替レート(円/ドル)	78.6	77.0	77.0
原油価格(ドル/バレル)	94.0	92.0	90.7
米国実質成長率(暦年)	1.8	2.2	2.0
中国実質成長率(暦年)	9.2	8.9	8.8

(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

○ 成長率見通しを小幅上方修正

2011年10-12月期GDP統計の公表を受けて、2011～2013年度日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2011年度が▲0.5% (12月時点予測：▲0.7%)、2012年度が+1.5% (同+1.4%)、2013年度が+1.3% (同+1.2%)である。暦年では、2012年が+1.3% (同+1.1%)、2013年が+1.6% (同+1.5%)となる。2012年前半まで景気の足踏みが続いた後、年後半から持ち直すとの景気シナリオに変更はないが、過去の実績値が上方修正されたことに加え、エコカー補助金復活による押し上げ効果を織り込んだこと等を背景として、見通しを若干上方修正している。なお、消費税率の引き上げについては本予測の前提にはしていない。

○ 2012年前半は景気の足踏みが続く

2月13日に公表された2011年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.3%となった。7-9月期の同+7.0%という高成長から一転してのマイナス成長であり、日本経済が踊り場状態にあることを改めて印象付ける結果だった。個人消費や設備投資など民間内需はプラスだったが、外需の落ち込みが大きかった。また、復興需要が期待された公共投資も前期比マイナスにとどまった。

先行きについても、2012年前半の景気は足踏み状態が続く可能性が高いと予想している。①輸出の停滞が続くこと、②設備投資が減速すること、③復興需要の本格化が遅れること、などがその理由だ。

(1) 海外景気の鈍化や円高により輸出は足踏み

11年10-12月期の輸出は前期比▲3.1%となった。海外経済の減速や円高、IT需要の不振、タイの洪水等の下押し要因が重なり、大幅減となった。地域別では、欧州向けと中国向けの悪化が大きい。先行きについ

ても、当面輸出の足踏みが続く可能性が高いとみられる。

欧州向け輸出は、引き続き悪化が予想される。金融市場の緊張度合いこそ一時期に比べて緩和しているが、欧州経済自体は悪化が続いていることに変わりなく、先行きも財政緊縮や金融機関の貸出抑制が下押し要因になることが予想される。欧州経済の悪化は、日本から欧州への輸出を減らすだけでなく、欧州向け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をもたらすため、注意が必要だろう。

アジア経済についても、当面は過去に実施された金融引締めの影響が残存することや、欧州向け輸出減少といった悪材料があり、減速傾向が続く見込みだ。足元で良好な経済指標が多く発表されている米国経済についても、バランスシート調整圧力が残るなか、高成長の実現は期待薄だろう。

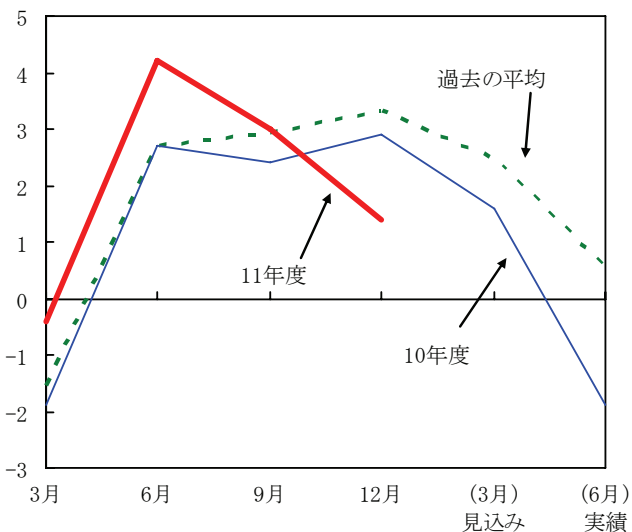
こうした世界経済の減速に加え、円高の悪影響が今後さらに強まると予想されることが、輸出を引き続き抑制する。タイの洪水による下振れからのリバウンドや、自動車の海外在庫復元等のプラス材料もあるため、減少が続くことは避けられるだろうが、12年前半の輸出は横ばい圏内での低調な推移が続く可能性が高い。

(2) 企業の慎重姿勢の強まりから、設備投資は減速

設備投資にも懸念がある。昨秋以降、世界経済の先行き不透明感の強まりや円高の進行を背景に、企業の慎重姿勢は強まっており、設備投資計画を下方修正する動きがみられている。機械投資の先行指標である機械受注も、11年10-12月期には前期比▲2.6%と減少に転じた。これらの影響が顕在化する12年前半には、設備投資は減速が予想される。11年10-12月期のGDPにおいて、設備投資は前期比+1.9%と増加し、外需が落ち込む中で気を吐いていたが、12年前半については景気の押し上げ要因になることは難しい。

資料1 設備投資計画の推移

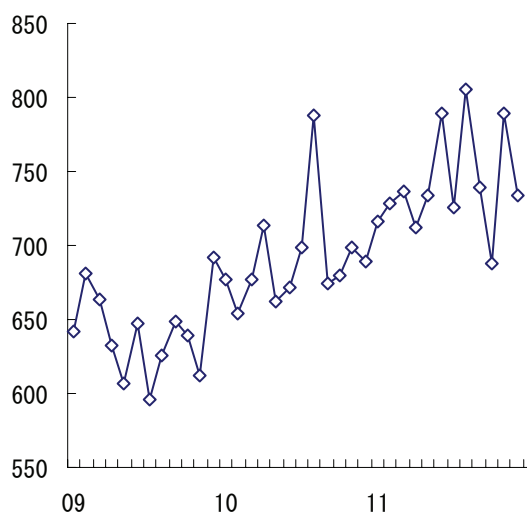
(前年度比、%)



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
(注) 大企業製造業

資料2 機械受注の推移

(億円)



(出所) 内閣府「機械受注統計調査」
(注) 船舶・電力除く。季節調整値

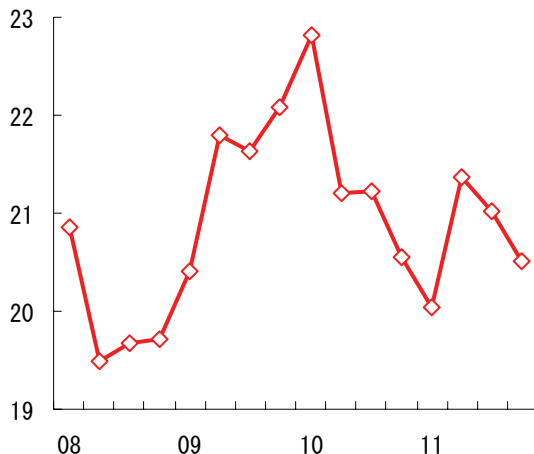
(3) 公共投資の執行は遅れる可能性大

公共投資についても、復興需要の本格化が遅れる可能性が高い。GDP統計の公共投資は、11年4-6月期に前期比+6.6%と大幅に増加したものの、その後は7-9月期に同▲1.6%、10-12月期に同▲2.5%と2四半期連続で減少している。直近のボトムだった11年1-3月期と比べれば水準は切り上がっており、昨年5月に成立した11年度1次補正予算の効果は窺える。だが、1次補正の公共投資関連予算の額から想定されるほどの押し上げは実現しておらず、復興作業の遅れが目立っている。

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。

今後は、昨年11月に成立した3次補正予算の執行本格化が期待されるが、公共工事の受注側、発注側双方で人手不足が指摘されており、今後も執行は遅れることが予想される。当研究所では、復興需要の本格化は12年7-9月期までずれ込むとみており、12年前半については景気の大きな押し上げ要因にはならないと想定している。現在のコンセンサスでは、12年1-3月期もしくは4-6月期には復興需要が本格化し、景気を押し上げるとされているが、こうした見方には下振れリスクがあるだろう。

資料3 公共投資の推移
(兆円)



(出所) 内閣府「国民経済計算」
(注) 実質値。季節調整値

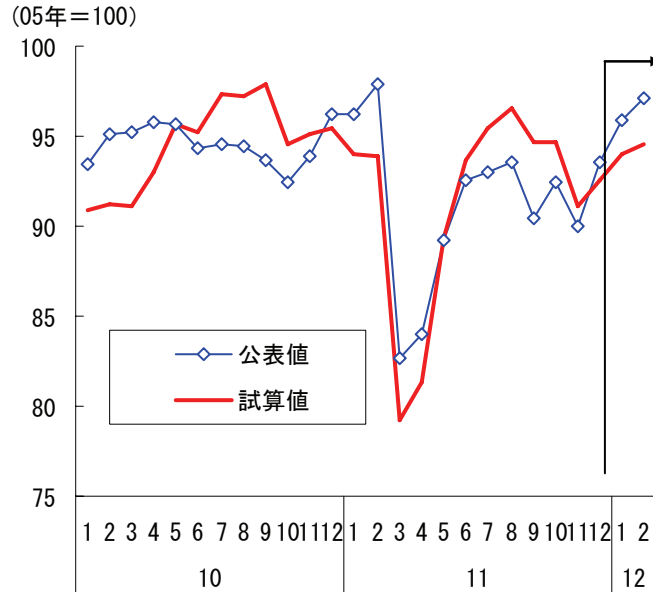
(4) 実態としては、生産活動は横ばい圏内の動き

鉱工業生産は、11年11月にタイの洪水の影響で前月比▲2.7%と落ち込んだ後、12月には同+3.8%と反発した。12年1月、2月の生産予測指数もそれぞれ前月比+2.5%、+1.2%と上昇が見込まれており、仮に予測指数通りになった場合、1-2月平均の生産水準は10-12月期を4.7%も上回る(10-12月期：前期比▲0.4%)。このことを背景に、生産活動は既にも上昇局面に戻ったと見る向きも多い。

もっとも、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月期が高めに出やすくなっている点に注意が必要だ。この歪みを調整した場合には、11年10-12月期は前期比▲2.9%、予測指数を元にした12年1-2月平均の10-12月期比は+1.4%になる。10-12月期の落ち込みを1-3月に取り戻せない形であり、印象はかなり異なる。その点、公表値は足元及び先行きの生産回復度合いをかなり過大評価している。実態としてみれば、予測指数の伸びを考慮しても、生産は横ばい圏内の動きにあると判断すべきだろう。

以上の通り、景気は12年前半にかけて足踏みが続く可能性が高い。①輸出の停滞持続、②設備投資の減速、③復興需要本格化の遅れ、がその背景にある。エコカー補助金の効果による自動車販売の増加やタイ洪水による下振れからのリバウンド、うるう年による見かけ上の消費増などの要因もあるため、1-3月期には年率1%を超える成長が予想されるが、4-6月期にはうるう年要因の反動もあり、再びゼロ%程度にまで成長率は鈍化するだろう。踊り場脱却のタイミングは、海外経済の持ち直しが期待できる年後半になると予想される。

資料4 季節調整の歪みを調整した鉱工業生産指数



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より作成

(注1) 試算値は、2007年までのデータを用いて計算した季節指数を使用。

(注2) 12年1月、2月は予測指数

○ 2012年後半に踊り場脱却

2012年後半には景気持ち直しの動きが強まると予想している。中国での生産調整が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。中国において、インフレ圧力が弱まり、金融緩和余地が拡大していることも好材料だ。また、欧州債務問題についても対応が進んでいくとみられる。銀行の資本増強など銀行危機防止にむけての動きが進むほか、ESM（欧州安定メカニズム）の設立前倒しなどセーフティネットもある程度構築されるだろう。これにより金融市場の懸念も和らぐほか、財政不安の後退や信用逼迫の緩和も期待され、欧州景気の一時的な悪化には歯止めがかかるだろう。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。昨秋以降の景気足踏みの主因である輸出が上向くことで、景気は徐々に回復の色彩を強めていくと予想される。設備投資についても、輸出の増加や景況感の改善に伴って伸びを高めるとみられ、景気を支えるだろう。

公共投資で、復興需要が本格化することも好材料だ。公共投資は、12年1-3月期は前期比+1.5%、4-6月期は同+1.8%と小幅の伸びにとどまるとみられるが、7-9月期には同+6.5%、10-12月期には同+4.0%と高い伸びになり、景気を押し上げると予想している。

輸出の持ち直しと復興需要の本格化が重なることで、12年後半の成長率は高まるだろう。当研究所では、12年7-9月期のGDP成長率は前期比年率で+2.7%、10-12月期は同+2.9%と、年率3%近い高成長を予想している。景気は踊り場状態をはっきり抜け出すだろう。

○ 2013年は緩やかな成長にとどまる

もともと、こうした回復の後、2013年にかけて景気がさらに加速することは予想していない。12年後半の景気を押し上げる公共投資が、13年前半にマイナス寄与に転じることの影響が大きい。復興関連の投資自体は継続して行われるものの、前期比でみた押し上げ寄与は12年後半が最大となり、その後はプラス効果が剥落する。

輸出の伸びが限定的なものにとどまることの影響も大きい。世界経済は2012年後半以降回復に向かうものの、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と予想されていることから、回復力は鈍い

ものにとどまる可能性が高い。また、世界的に金融緩和の強化が予想されるなか、円高圧力が残存することも輸出の抑制に繋がる。輸出の大幅な増加は期待できないだろう。

このように、2013年も景気回復は続くものの、回復感に欠ける展開が予想される。

○ 電力不足は解消されず

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。足もとでは関西などで節電が実施されているが、2012年夏にはほぼ全国的に節電が必要になるだろう。今回の経済見通しでは、昨年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、火力発電の比率が高まることで燃料コストが増加し、企業収益は圧迫される。また、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も注意が必要である。

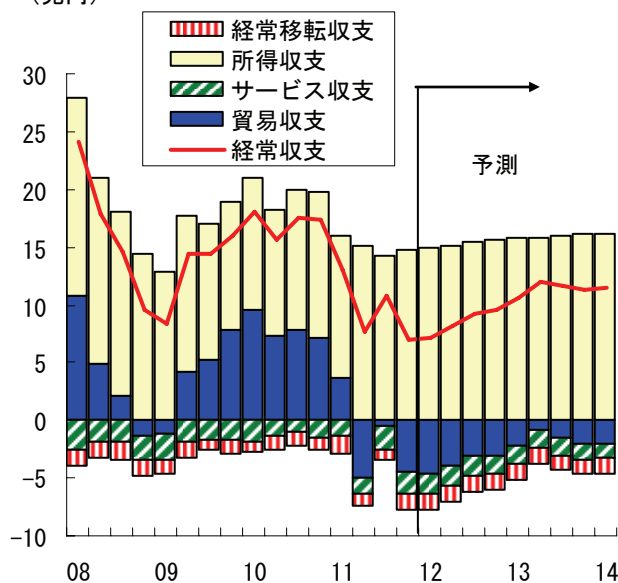
○ 貿易収支、経常収支の動向

このところ注目が集まっている貿易収支については、赤字が持続すると予想される。高水準の輸入が続くとみられることがその背景にある。

原発の再稼働が進まないなか、今後も燃料輸入は増加が見込まれる。資源価格についても、中東情勢の緊迫が続くことを背景に高止まるだろう。また、世界的な金融緩和が続くなか、投機マネーによる価格押し上げリスクにも注意が必要だ。輸出が12年後半以降に回復することから、貿易赤字幅は徐々に縮小するとみられるが、黒字に転じるまでには至らないだろう。

もっとも、貿易収支が赤字を続ける一方、所得収支の黒字は引き続き高水準を保つと予想されるため、経常収支の黒字は維持されるだろう。経常収支が基調として赤字になる状況は、今後数年間というスパンでは想定されない。

資料5 経常収支の予測（季節調整値、年率換算値）
（兆円）



（出所）財務省「国際収支統計」より作成

○ リスク要因

昨年12月にECBが実施した3年物資金供給オペをきっかけとして、欧州の財政危機に対する金融市場の緊張度合いは緩和している。その結果、スペイン、イタリアの国債大量償還やフランス国債格下げなど、事前に警戒されていたリスクイベントは着実に消化されている。「欧州財政危機をきっかけに世界的な金融危

機が発生し、世界経済が大きく動揺する」というリスクシナリオの発生確率はかなり低下したとあって良いだろう。この点は、前回見通しと比べて改善がみられている。

もともと、ギリシャの無秩序なデフォルト懸念やポルトガルの二次支援観測など、依然課題は残っており、予断を許さない状況は続いている。金融市場は現在小康状態にあるが、再び不安心理が高まる可能性は否定できず、今後も警戒は怠れない。金融市場の混乱は、信用収縮による景気下振れに繋がることに加え、企業や家計のマインド悪化を通じて景気を悪化させるため、注意が必要だ。

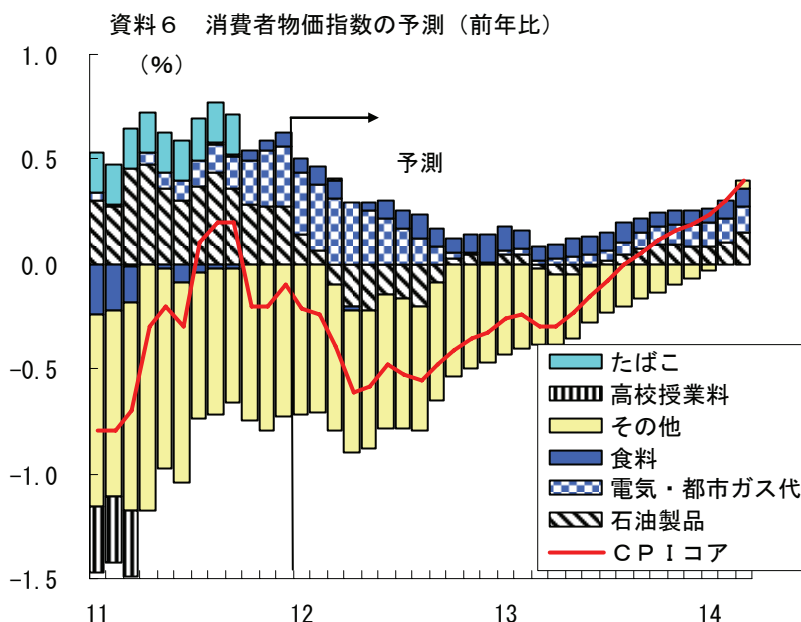
原油価格の高騰も懸念材料だ。世界的に金融が緩和された状態のなかで、12年後半以降の世界景気持ち直しをきっかけとして、投機マネーが原油などの商品市場に流入すれば、資源価格が大きく上昇する可能性がある。資源の大半を輸入に頼る日本にとって、資源価格の高騰は死活問題だ。また、資源価格の高騰が、世界的なインフレ懸念を再び強めることも懸念される。足元では、多くの国で金融政策は緩和方向へ転換されているが、今後インフレ圧力が強まった場合には、金融政策の舵取りは非常に困難なものになることが予想される。

○ 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%（同▲0.1%）である。原油価格の前提値を引き上げたことから、2013年度について上方修正を行った。

消費者物価指数は下落傾向が持続する可能性が高い。景気減速が明確化し、需給ギャップの改善が滞っていることに加え、前年の同時期に石油製品価格が上昇していた裏が出ることなどが背景にある。特に12年3月以降にマイナス幅が大きく拡大すると見込まれ、12年の4～5月には前年比で▲0.6%程度まで下落幅が拡大すると予想される。その先については下落幅が縮小するとみられるが、景気の改善ペースが鈍いなか、縮小ペースは緩やかなものにとどまるだろう。消費者物価指数がプラスに転じるのは13年度後半まで持ち越されるだろう。

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家庭用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（企業向けについては12年春の電気料金引き上げを想定）。



（出所）総務省統計局「消費者物価指数」より作成

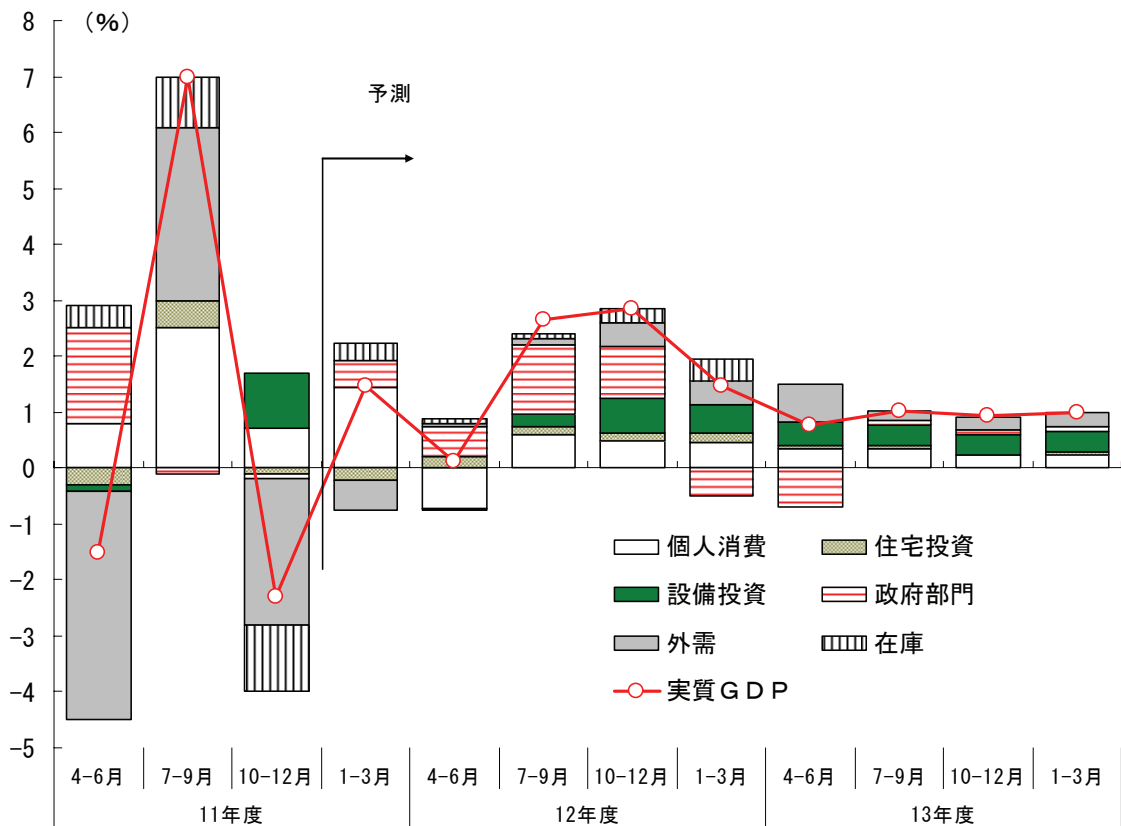
図表 実質GDPの見通し(四半期別推移)

	11年				12年				13年				14年	
	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	10-12月期	1-3月期	10-12月期	1-3月期
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.6 ▲ 2.3	0.4 1.5	0.0 0.1	0.7 2.7	0.7 2.9	0.4 1.5	0.2 0.8	0.3 1.0	0.2 0.9	0.2 1.0				
内需寄与度	0.1	0.5	0.0	0.6	0.6	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(うち民需)	0.1	0.4	▲ 0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(うち公需)	▲ 0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外需寄与度	▲ 0.6	▲ 0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間最終消費支出	0.3	0.6	▲ 0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間住宅	▲ 0.8	▲ 2.0	2.0	1.5	1.5	1.5	0.5	0.5	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
民間企業設備	1.9	0.0	▲ 0.1	0.4	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
民間在庫品増加(寄与度)	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.5	1.5	1.8	6.5	4.0	▲ 4.0	▲ 5.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
財貨・サービスの輸出	▲ 3.1	▲ 0.5	0.2	0.8	1.0	1.0	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
財貨・サービスの輸入	1.0	0.4	0.1	0.7	0.4	0.4	0.2	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
名目GDP (前期比年率)	▲ 0.8 ▲ 3.1	0.3 1.3	0.1 0.4	0.4 1.7	0.5 2.0	0.2 0.8	0.4 1.8	▲ 0.0 ▲ 0.0	0.1 0.5	0.0 ▲ 0.0	0.1 0.5	0.0 ▲ 0.0	0.0 ▲ 0.0	0.0 ▲ 0.0

(出所)内閣府「国民経済計算」
※断りの無い場合、前期比(%)

2012年1-3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」