

**民間調査機関の経済見通し（2012年2月）**

発表日：2012年2月17日（金）

～景気シナリオに大きな変化なし。復興需要や輸出の回復が国内景気を牽引する見込み～

 第一生命経済研究所 経済調査部  
 担当 エコノミスト 星野 卓也  
 TEL:03-5221-4526

## (要旨)

- 民間調査機関 23 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2011 年度が前年度比▲0.5%、2012 年度が同+1.8%、2013 年度が同+1.5%となった。
- 2011 年度の実質 GDP 成長率予測の平均値は前年度比▲0.5%と前回（同▲0.4%）から小幅下方修正された。主因は 10-12 月期成長率の下振れであるが、1-3 月期には多くの機関がプラス成長への反転を予想している。
- 2012 年度の日本経済は、第 3 次補正予算の執行により年度前半は公共投資を中心に内需主導で高めの成長を遂げる見込みである。年度後半にかけて公需による押し上げは剥落するが、世界経済の回復基調が明確になることで外需が持ち直すことからプラス成長が持続すると予想されている。
- 2013 年度についても、世界経済の回復が継続することによる輸出環境の改善を背景に、外需主導で成長は継続する。ただし復興需要による押し上げが剥落することで成長率は鈍化する見込みだ。
- 消費者物価（生鮮食品を除く）については、エネルギー価格による押し上げ剥落により 2012 年度は減少幅が再拡大すると予想されている。2013 年度には景気回復に伴う GDP ギャップの縮小により小幅プラス転化する見込みだ。
- 予測期間中の経常赤字転落を見込む機関はない。黒字は徐々に拡大へ向かうとの見方がコンセンサスである。

**○ 2011 年度が▲0.5%、2012 年度+1.8%を予想**

民間調査機関による経済見通しが出揃った。本稿では、2月16日までに集計した民間調査機関 23 社の見通しの動向を概観する。民間調査機関の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2011 年度が前年度比▲0.5%と前回予測時点（12 月：▲0.4%）から若干下方修正された。また 2012 年度については同+1.8%と前回（同+1.8%）から変化はなかった。

**【2011年度】**

	実質 GDP						名目 GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国暦年 GDP	
	個人消費	住宅	設備投資	公共投資	輸出	輸入					
平均	▲0.5	0.6	3.6	▲0.0	1.7	▲1.7	5.0	▲2.3	▲2.1	▲0.1	1.7
最大	▲0.3	0.7	4.1	0.2	3.4	▲1.3	5.4	▲2.1	▲1.1	0.0	1.7
最小	▲0.5	0.5	2.5	▲0.3	0.9	▲2.3	4.1	▲2.5	▲2.8	▲0.2	1.7
前回 (12月) 平均	▲0.4	0.3	4.5	▲1.4	5.2	▲0.9	4.9	▲2.3	▲2.2	▲0.1	1.7

(出所) 民間調査機関23社の調査より第一生命経済研究所作成

**【2012年度】**

	実質 GDP						名目 GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国暦年 GDP	
	個人消費	住宅	設備投資	公共投資	輸出	輸入					
平均	1.8	0.9	3.2	3.4	7.5	3.7	4.2	1.3	5.0	▲0.2	2.1
最大	2.5	1.6	9.5	6.7	13.7	6.4	8.3	2.3	7.6	0.1	2.4
最小	1.0	0.5	0.1	1.0	3.1	1.6	1.7	▲0.1	3.5	▲0.5	1.8
前回 (12月) 平均	1.8	0.8	3.8	2.7	8.6	3.6	3.8	1.4	4.4	▲0.3	2.1

(出所) 民間調査機関23社の調査より第一生命経済研究所作成

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。

## ○ 10-12 月期 GDP は輸出の低迷を背景にマイナス成長

2月13日に発表された10-12月期GDP（1次速報）は前期比年率▲2.3%（前期比▲0.6%）と、7-9月期の高成長から一転してマイナス成長となった。海外需要の減速や円高、タイの洪水被害による影響などにより、輸出が前期比▲3.1%と落ち込んだことが主因だ。輸入が前期比+1.0%と上昇が続いたことも相俟って、外需は実質成長率を前期比で▲0.6%ポイント押し下げており、10-12月期のGDPの足を引っ張る結果となった。次に内需をみると、公共投資は前期比▲2.5%と減少した。前回見通しでは第3次補正の効果が徐々に顕在化することなどから増加を予測する機関が多かったが、仮設住宅建設による押し上げの剥落や復興作業の遅れなどが影響したとみられ、2四半期連続の減少となった。一方で個人消費は、回復が遅れていた非耐久財消費やサービス消費が前期比プラスとなったことを背景に前期比+0.3%と底堅さを保ったほか、設備投資も前期比+1.9%と5四半期ぶりに増加した。こうした動きの結果、内需の前期比寄与度は+0.1%ポイントとなり底堅さを保ったが、外需の落ち込みがそれを上回った。

このように10-12月期のGDPは景気の足踏みが示唆される結果となったが、「輸出は軟化しているものの、内需関連は底堅く推移するなど、景気が一方的に崩れているわけではない（富士通総研）」など内需の強さを評価するコメントも多くみられた。また「外需が大きく落ち込む中で、内需は一定の底堅さを維持しており、景気が足踏み状態から後退局面に陥ることは避けられる可能性が高い（ニッセイ基礎研究所）」といったように、多くの予測機関が10-12月期のマイナス成長については一時的なものと評価しているようだ。

## ○ 2011 年度成長率は 0.1%ポイントの下方修正

2011年度の成長率予測の平均値は前年度比▲0.5%と前回（同▲0.4%）から0.1%ポイントの下方修正となった。主因は今回発表された10-12月期GDP成長率の下振れである。ただし、前述したように10-12月期のマイナス成長は一時的と判断されており、1-3月期についてはタイ洪水による悪影響の剥落や復興関連の公共投資の本格化、自動車の増産などを背景にプラス成長に戻るといった見方がコンセンサスだ。また、エコカー補助金の再開による押し上げを織り込むことで1-3月期見通しを上方修正した機関もみられたため、2011年度成長率の予測値は前回から小幅修正に留まった。

## ○ 2012 年度は復興需要の押し上げにより高成長

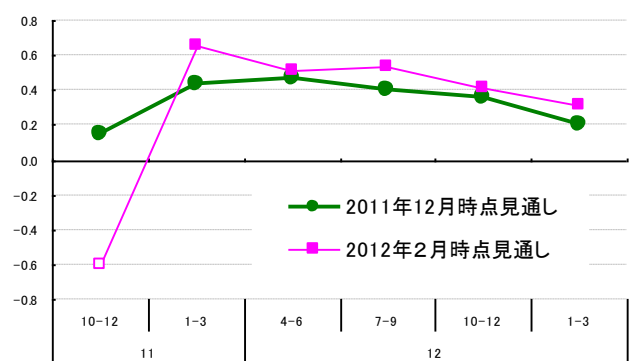
2012年度の成長率予測は前年度比+1.8%と前回見通し時から変化はなく、景気シナリオについても概ね前回の見通しを踏襲しているものが多かった。第3次補正予算の執行に伴い年度前半は高めの成長率を実現するという点や、年度後半は公共投資がピークアウトするものの、海外景気の回復力が高まることを背景に輸出の拡大ペースが加速することでプラス成長を維持するといった点は前回と共通であった。

以下では2012年度にかけての見通しについて、エコノミストの見方を需要項目別に概観していく。

### ① 輸出

輸出の前提となる海外経済の見通しを見ると、米国経済についてはFRBの金融緩和政策の下支えなどにより景気回復が続くとの見方が多かった。ただし、「家計のバランスシート調整が下押し要因として残るこ

実質GDP成長率(前期比、%)



(※)四半期毎見通しを発表している11社の予測値の平均。白抜きは実績値  
(出所)各機関の見通し資料より第一生命経済研究所作成

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。

とから、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまる（明治安田生命）」といったようにGDPで大きなウェイトを占める個人消費の力強い伸びは見込みづらい状況にあり、成長のペースについては緩慢なものに留まると多くの予測機関は見込んでいるようだ。

欧州経済については、今後財政緊縮の動きが強まることや銀行の貸出規制厳格化により2012年の成長率はゼロ%近辺を見込む機関が多い。その一方で「足元では、ドイツがユーロ圏で輸出を伸ばすなどして下支えしており（富士通総研）」と今後のドイツによる景気牽引力に期待するコメントや、「包括的な対応によって、12年後半以降、債務問題から金融危機再発へという景気下振れシナリオは次第に終息していく（みずほ証券リサーチ&コンサルティング）」と欧州債務問題による下振れ懸念は和らいでいくとの指摘もみられる。これらを背景にユーロ圏経済については2012年前半の大幅減速は避けられないものの、年後半には徐々に景気は回復へ向かうとする予測機関が多く、ユーロ圏の景気後退が長期化するとは捉えられていないようである。

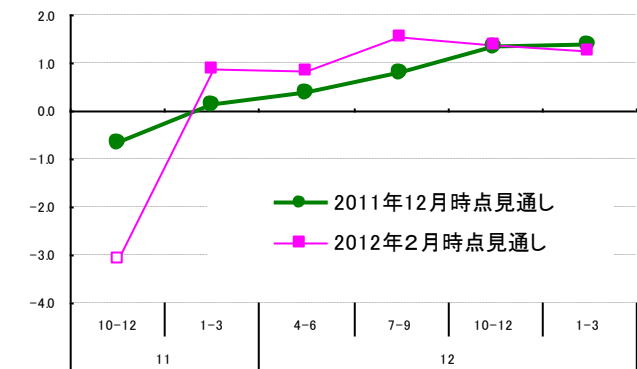
中国経済については欧州向け輸出の低迷などにより2012年前半にかけて減速が続くことで、2012年の成長率は8%台半ば程度への鈍化が見込まれている。その一方で、「年後半には世界経済の持ち直しなどで輸出環境が上向き見通しで、政府による財政・金融面での景気刺激策も加わって、中国経済のテンポは徐々に加速する（信金中央金庫）」と、2012年後半からの回復ペース加速を見込む機関も多い。インフレ圧力の再燃を懸念する記述もあったが、多くの機関が金融政策の奏功によるソフトランディングをメインシナリオとして想定しているようだ。

総じてみれば、年前半にかけて欧州経済を中心に世界経済は回復力に乏しい状態が続くものの、米国経済が底堅さを保つほか、中国経済が年後半にかけて徐々に上向いていくことで、世界経済の回復基調は徐々に明確化していくと見込まれているようだ。このことから輸出は2012年度後半にかけて徐々に改善へ向かうとの見方がコンセンサスだ。

## ② 公的固定資本形成

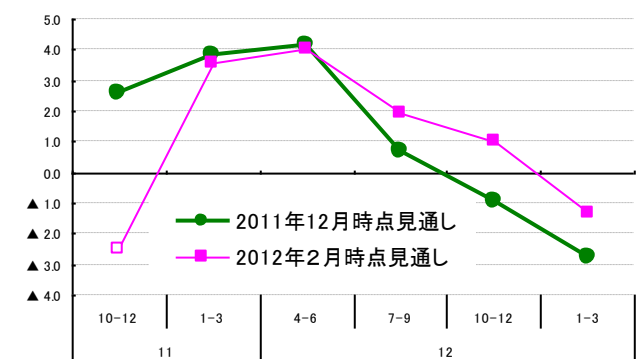
2012年度の公共投資の予測値は前回から下方修正する機関が多かった。復興作業の遅れにより10-12月期の公共投資が下振れたことや、平成24年度予算案や被災地自治体の予算が出揃う中で数値を見直した機関があったことなどによる影響とみられる。2012年度の公的固定資本形成による成長率の押し上げについては「2012年度の一般会計の当初予算ベースの公共事業関係費が前年よりも▲8%削減されていること、被災地では公共事業の大幅増が見込まれる一方、被災地以外の地方では厳しい財政状況を背景に公共事業の抑制が加速する可能性もあることを考慮すると、国全体の2012年度の公的固定資本形成はそれほど高い伸びとまらない可能性が高い（ニッセイ基礎研究所）」と慎重にみている機関もあるようだ。

輸出(前期比、%)



(※) 四半期毎見通しを発表している9社の予測値の平均。白抜きは実績値  
(出所) 各機関の見通し資料より第一生命経済研究所作成

公的固定資本形成(前期比、%)



(※) 四半期毎見通しを発表している9社の予測値の平均。白抜きは実績値。  
(出所) 各機関の見通し資料より第一生命経済研究所作成

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。

ただ下方修正されたとはいっても、第3次補正予算などの執行により公共投資が活発化するとの見方に変化はみられず、2012年度の公的固定資本形成については多くの機関が高めの伸びを見込んでいた。2012年1-3月期から4-6月期にかけて高い伸びが続き、その後は予算執行ペースが緩やかになることで、年度後半にかけて伸びは鈍化するというシナリオにも概ね変化は見られなかった。

### ③ 個人消費

個人消費は小幅上方修正された。これは各機関が予測に第4次補正予算などに盛り込まれたエコカー政策の効果を織り込んだ影響によるものとみられる。雇用環境については被災地での復興需要の本格化などにより底堅さを保つとする機関が殆どだが、「求人が建設関連業種に偏る中で求職者との間にミスマッチが生じているため、雇用の増加は緩やかなものにとどまる可能性が高い（みずほ総合研究所）」など、その改善ペースは緩やかとの記述も目立つ。また、年少扶養控除の廃止や社会保険料率の引き上げなど、政策要因による家計負担の増加を指摘する機関もあった。総じて個人消費は改善傾向で推移するものの、その勢いは緩やかなものに留まると多くのエコノミストは判断しているようだ。

### ④ 設備投資

設備投資は被災した設備の再建や過去の投資の更新需要によりプラスが見込まれている。しかし「企業を取り巻く収益環境の厳しさや企業の海外シフトの加速を背景に、国内の設備投資は緩やかな伸びに留まる見通し（東レ経営研究所）」といったように高い伸びを見込む機関は少ないようだ。投資の先行指標である機械受注が10-12月期に4四半期ぶりのマイナスとなったことから、設備投資に関しては下振れリスクが高まっているとの指摘が目立っていた。

### ⑤ 住宅

住宅投資をみると、復興に伴って被災地での着工拡大が予想されることや各種購入支援政策により2012年度は緩やかな増加が継続するとの見方がコンセンサスだ。また住宅ローン減税の最高控除額が2013年から引き下げられることや、2012年10月末に住宅エコポイント申請の着工期限を迎えることから、持家を中心に2012年末にかけて駆け込み着工が生じると予想する機関もあった。

## ○ 2013年度の成長率は公需の押し上げ剥落で成長率は鈍化へ

2013年度の実質GDP成長率予測の平均値は前年度比+1.5%となった。復興需要による押し上げ効果剥落が予想されることで成長率は鈍化するものの、世界経済の持ち直しが続くことで輸出環境が改善に向かうことから景気回復が継続するとの見方がコンセンサスだ。

【2013年度】

	実質GDP							名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国暦年 GDP (%)
	個人消費	住宅	設備投資	公共投資	輸出	輸入					
平均	1.5	0.9	3.4	3.3	▲ 4.7	5.3	3.2	1.2	3.1	0.1	2.1
最大	2.0	1.4	8.2	5.8	▲ 0.4	9.9	5.6	2.0	5.5	0.4	2.9
最小	1.1	0.2	▲ 3.4	1.9	▲ 10.5	1.4	1.7	0.6	1.6	▲ 0.4	1.2

(出所) 民間調査機関15社の調査より第一生命経済研究所作成

しかし、成長の度合いには各機関で差異がみられる。強めの予測を取る機関は、「企業業績の改善を反映して、企業の設備投資は増加基調を維持する見込み（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」、「消費や設備投資を中心とした民需と輸出のバランスの取れた自律回復局面へ移行（信金中央金庫）」といったように、輸出の持ち直しが内需に波及することによる自律的成長への移行を見込んでいる。また14年度4月以

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。

降の消費税増税を織り込んだ機関では、「14年4月の消費税引き上げを控え、住宅投資や個人消費を中心に再び伸びを高めると予想（三菱総合研究所）」など年度後半の駆け込み需要を見込んでおり、これも2013年度成長率の押し上げ要因となった模様である。

慎重な見方を取る機関は、「企業が成長機会を求めて海外に進出する動きやコスト抑制姿勢が傾向として続くとみられる（みずほ証券リサーチ&コンサルティング）」ことなどにより、外需から内需への波及が緩やかなものに留まると見ており、個人消費や設備投資による自律的な景気回復力は弱いと考えている。また、「2013年1月末が期限となっているエコカー補助金の政策効果が剥落することなどから、個人消費の伸びも鈍化するとみられる（みずほ総合研究所）」といったように、政策要因による押し上げ剥落が成長率を鈍化させると指摘する機関もあった。

## ○ コアCPIは2013年度に小幅プラス転化へ

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の予測の平均値は、2011年度が前年度比▲0.1%、2012年度が同▲0.2%、2013年度が同+0.1%と2013年度のプラス転化がコンセンサスとなっている。

消費者物価はこれまでのエネルギー価格上昇による押し上げが剥落することで、2012年度には前年比▲0.2%と減少幅の再拡大が見込まれている。その一方で国内景気の回復が継続することにより、GDPギャップが縮小へ向かうことから2013年度はプラス転化を予測する機関が多かった。もっともプラス転化とはいっても、「消費者物価が下げ止まる程度であり、2013年度もデフレ脱却を確認することは難しい（信金中央金庫）」との指摘もあり、予測期間中に明確にデフレ脱却への道筋が立つとは見込まれていないようだ。

## ○ 経常収支は黒字幅が緩やかに拡大するとの見方が大勢

また経常収支の見通しの平均値は、2011年度8.2兆円、2012年度9.8兆円、2013年度11.8兆円となった。世界経済の回復に伴う輸出の回復などを背景に、2013年度にかけて黒字は拡大へ向かうとの見方がコンセンサスだ。2011年の貿易収支が赤字になったことから経常収支の動向に注目が集まっているが、「貿易収支は輸出の持ち直しや資源価格の下落を背景に改善に向かう（みずほ総合研究所）」といったように予測期間である2013年度までに関しては、経常黒字は拡大へ向かうと多くのエコノミストは考えているようだ。

ただし、貿易収支が予測期間中に黒字復帰するかどうかについては、エコノミストの間で意見が分かれている。「2013年1-3月期には小幅ながら黒字に転じることが予想される（ニッセイ基礎研究所）」と予測期間中の黒字回帰を見込む機関もあったが、「貿易収支の赤字は、輸入の高止まりから少なくとも10年代半ばまでは継続する（三菱総合研究所）」と貿易赤字は続くと見込む機関もあり、その見解には差異がみられた。

第一生命経済研究所の見通しについては、Economic Trends「2011~2013年度日本経済見通し~2012年後半に景気は踊り場脱却~」（2月14日発表）をご参照ください。