

民間調査機関の経済見通し（2012年5月）

発表日：2012年5月24日（木）

～ゲタの高まりから12年度は上方修正。しかし12年度後半の景気に対する懸念が高まる～

 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 22 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2012 年度が前年度比+2.2%、2013 年度が同+1.4%となった。12 年 1-3 月期 GDP が高い伸びとなったことにより 12 年度への成長率のゲタが高まった影響から、12 年度見通しが 3 月時点（同：+2.0%）から上方修正されている。
- 2012 年度の国内景気は、年度前半は復興を背景とした公共投資の高まりを主因に高めの成長となる見込みである。しかし、その公共投資による押し上げ効果が薄れることから、年度後半の成長率は鈍化するとの見方がコンセンサスだ。また、エコカー補助金の予算切れを見込む機関では、その多くが 12 年 7-9 月期での制度終了を想定しており、10-12 月期の個人消費が下振れると予想している。
- 2013 年度は、復興需要による押し上げが剥落するため、成長率は鈍化する。成長の程度については、外需の内需への波及度合いや、消費税率の引き上げの想定の違いなどにより各機関で差異が見られる。
- 消費者物価（生鮮食品を除く）の見通しの平均値は、12 年度+0.1%、13 年度+0.2%と小幅プラス圏での推移が見込まれている。
- 予測期間中の経常収支黒字は徐々に拡大へ向かうとの見方がコンセンサスとなっている。貿易収支については、予測期間中の黒字回帰を予測する機関と赤字継続を予測する機関で見解が分かれている。

○ 2012 年度：+2.2%、2013 年度：+1.4%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、5月24日までに集計した民間調査機関 22 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、2012 年度が前年度比+2.2%（3 月時点見通し：同+2.0%）と小幅上方修正、また 2013 年度は同+1.4%（3 月時点見通し：同+1.4%）と前回から変化はなかった。

【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	2.2	1.7	3.3	1.9	8.1	4.6	4.9	1.7	3.8	0.1	2.3
最大	2.9	2.1	7.9	4.5	12.5	6.6	7.5	2.6	4.8	0.2	2.3
最小	1.8	1.2	1.2	0.5	4.6	3.5	3.5	1.1	2.6	▲0.2	2.2
第一生命経済研究所	2.0	1.7	3.5	1.7	8.5	4.4	4.2	1.6	3.6	0.2	2.2

（出所）民間調査機関22社の調査より第一生命経済研究所作成

【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	1.4	0.9	3.9	3.1	▲3.6	4.8	3.3	1.2	3.2	0.2	2.3
最大	1.9	1.4	8.5	5.4	3.8	8.7	5.6	1.9	5.4	0.5	2.7
最小	1.0	0.4	1.1	1.6	▲10.2	2.3	1.6	0.4	1.6	▲0.2	1.8
第一生命経済研究所	1.2	0.7	3.4	3.4	▲8.9	4.1	2.2	0.8	2.4	0.1	2.0

（出所）民間調査機関22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。

○ 1-3月期GDPは個人消費・公共投資の牽引により前期比年率+4.1%の高成長

5月17日に発表された1-3月期GDP（1次速報）は前期比年率+4.1%（前期比+1.0%）と、高い成長率となった。需要項目別にみると、個人消費が前期比+1.1%と堅調に推移した。エコカー補助金復活の効果で自動車販売が増加したことや、マインドの回復に伴ってサービス消費が底堅かったことが背景にある。公的固定資本形成は前期比+5.4%と高い伸びとなった。同項目は2011年7-9月期：同▲0.6%、10-12月期：同▲0.5%と減少したが、ここにきて復興予算の効果が明確に顕在化した。こういった内需の堅調が今回のGDPを牽引したわけだが、外需をみてもタイの洪水による悪影響からの回復などを背景に、輸出が前期比+2.9%と増加し、外需の前期比寄与度は+0.1%ポイントとプラス寄与に転化した。

このように、2012年1-3月期のGDPは内需の牽引によって高い伸びとなった。これは、前回3月見通し時点における多くの機関の予想を上回る結果であり、2012年度予測の上方修正要因となっている。

○ 2012年度後半の景気は鈍化へ

2012年度の成長率予測は前年度比+2.2%と前回見通し（同：+2.0%）から上方修正された。ただ、今回の上方修正に関しては12年度の景気に対する見方が変化したというよりも、12年1-3月期のGDP成長率が想定を上回ったことで、12年度へのゲタが高まったことの影響が大きい。

12年度の国内景気のスナリオは、年度前半は公共投資の押し上げにより高めの成長を遂げるものの、年度後半にかけてそうした押し上げが剥落することから、成長率は鈍化するとの見方がコンセンサスだ。

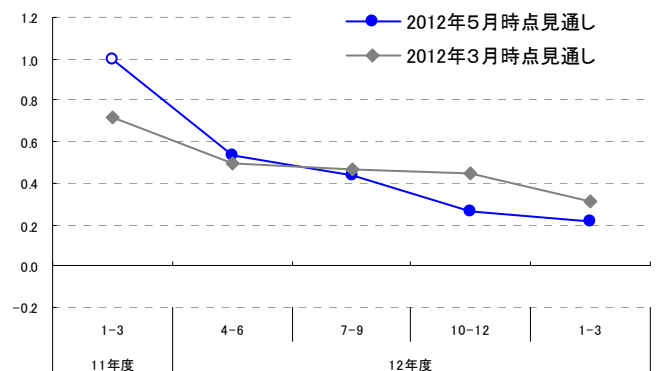
なお、前回見通しと比較した12年度の景気スナリオの変更点として、複数の機関が①第3次補正予算の効果が想定を上回る早さで顕在化したことを受け、公共投資のピークアウトの時期を早めたこと、②エコカー補助金の予算切れによる、10-12月期の個人消費の下振れを織り込んだこと、の2点が挙げられる（以下で詳述する）。こういった変更により、四半期毎の成長率を公表している機関の予測値の平均は、年度後半の数値を中心に前回見通しを下回っている。各機関の見通し資料をみても、「2012年度後半以降のわが国経済はいったん成長率が鈍化する局面を迎えるだろう（浜銀総合研究所）」といったように年度後半の景気については弱めの記述が目立っていた。また、「景気の牽引役は、官公需、自動車販売から外需にバトンタッチされる見込みだが、そのタイミングに隙間が生じる可能性があり、景気がいったん踊り場に入るリスクがある（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」といったように、年度後半の踊り場入りを示唆する機関もあった。

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

① 公的固定資本形成

2012年度の公共投資の平均は前年度比+8.1%と高い伸びが見込まれている。多くの機関が「2011年度第3次補正予算や2012年度予算に盛り込まれた復興投資の執行が進み、日本経済を下支えする（伊藤忠経済研究所）」といったように、公共投資の増加を2012年度の国内景気のプラス材料としている。一方で、「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が抑制される可

実質GDP成長率(前期比、%)

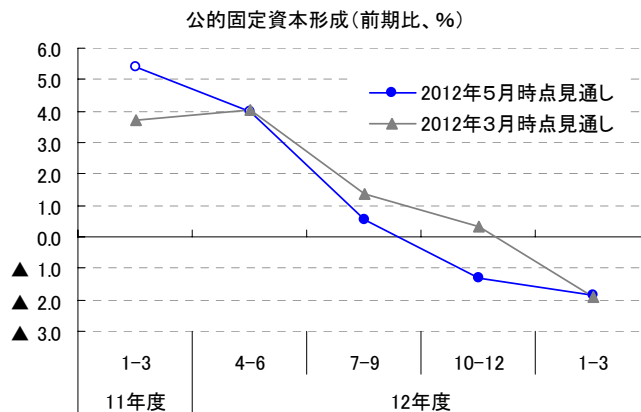


(※) 3、5月に四半期毎見通しを公表した8社の予測値の平均。白抜きは実績値 (出所)各機関の見通し資料より第一生命経済研究所作成

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。

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の伸びは2011年度からそれほど高まらない可能性が高い（ニッセイ基礎研究所）」と、公共投資による押し上げ効果について慎重にみる機関もあった。

また、四半期毎見通しを公表している6社の見通しの平均値（下図）をみると、7－9月期、10－12月期の予測値（前期比）が前回から下方修正されている。12年1－3月期の公的固定資本形成が高い伸びとなったことを受けて、復興投資のピークアウトの時期を早めた機関があったことが影響したと考えられる。

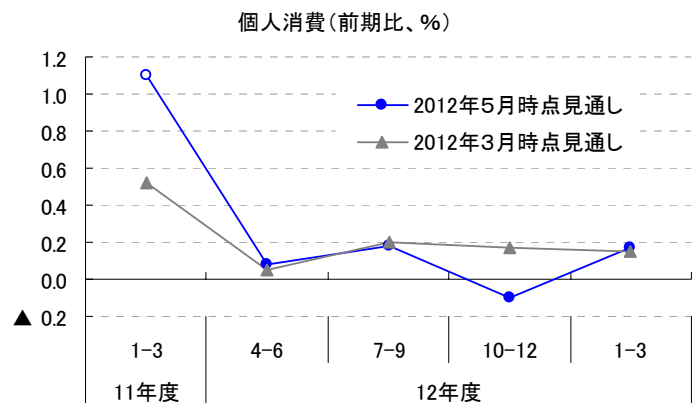


(※)3月、5月に四半期毎見通しを発表した6社の予測値の平均。白抜きは実績値。
(出所)各機関の見通し資料より第一生命経済研究所作成

② 個人消費

1－3月期は高い伸びとなった個人消費だが、うるう年やエコカー補助金によるところも大きく、今後の回復ペースは鈍化が見込まれている。基本的に緩やかな回復が続くとの見方がコンセンサスではあるが、「雇用・所得情勢の回復の動きが限られる中で、個人消費も基調としては鈍い動きになるとみられる（浜銀総合研究所）」、「国内景気の緩やかな持ち直しが続く中で、個人消費の基調は底堅いだらう（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」といったように機関によってそのモメンタムの見方については差異がみられた。

また、1－3月期の高成長をもたらしたエコカー補助金だが、今回見通しではその反動減が懸念されていた。自動車販売が想定を上回るペースで推移したことを背景に、今回見通しでは多くの機関が7－9月期での予算切れを見込んでいる。この影響から、「2012年度後半には、エコカー補助金による押し上げの反動で個人消費の減速が避けられない（東レ経営研究所）」、「2012年10～12月期以降の自動車販売は政策効果のはく落により減少し、個人消費を押し下げの見込み（みずほ総合研究所）」と、複数の機関が10－12月期の個人消費の下振れを想定していた。



(※)3、5月に四半期毎見通しを公表した6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

③ 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、雇用の緩やかな改善、個人消費の底堅い推移、緩和的な金融政策などを背景に、回復傾向を維持するとの見方が大勢であった。足元で非農業部

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。

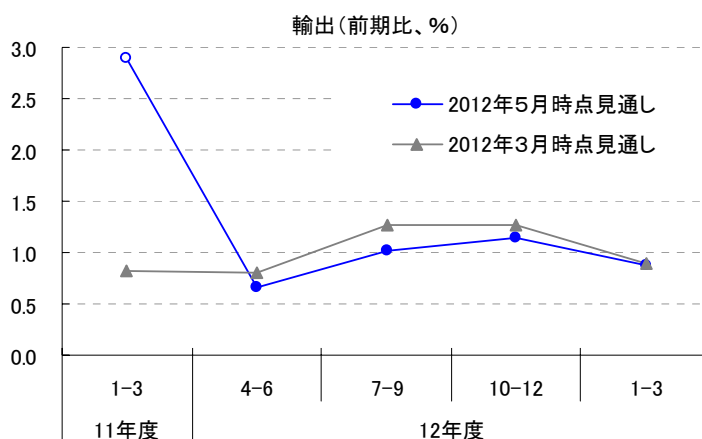
門雇用者数の伸びが急減速していることが米国経済の不安材料となっているが、「現行の経済成長のペースを踏まえると、年初の20万人を超えるような展開こそがイレギュラーであり、多分に暖冬などの特殊要因が影響していた可能性が高い(みずほ証券リサーチ&コンサルティング)」といったように、足元の雇用統計の不振を悲観的に捉える向きは少ない。「5月以降は気温によるかく乱要因がなくなり、雇用者数は緩やかな回復傾向に復していく(みずほ総合研究所)」と徐々に減速感も薄れていくと見込まれている。こういった中、米国景気は底堅く推移していくとの見方がコンセンサスとなっている。

欧州経済については、財政緊縮の強まりや銀行の貸出規制厳格化などを背景に、2012年の成長率は小幅マイナスを見込む機関が多かった。また、「5月のギリシャの総選挙後の政局混迷に加え、スペインの銀行財務の悪化や財務改革等の遅延の可能性が市場を不安定化させている(農林中金総合研究所)」、「前回見通しに比べ、南欧諸国の景気が一段と下振れする可能性が高まった(三菱総合研究所)」といったように多くの機関が南欧諸国の経済や財務状況の悪化をユーロ圏経済の懸念材料として挙げている。また、13年度についてはプラス成長に復するとの見方が大勢ではあるが、ギリシャのユーロ離脱やスペインへの危機波及が起こるような場合には13年も景気後退が続くとの見解もみられた。

中国経済については、過去の金融引き締めの影響などから年前半は減速が続くものの、「今後については追加金融緩和に加えて内需拡大の景気対策により、景気減速に歯止めがかかっていくと見込まれる(富士通総研)」といったように、年後半からは金融緩和政策の浸透や公共投資の増加などを背景に持ち直しの動きを強めていくと想定されている。

総じて、世界経済は年前半は減速が続くものの、米国経済の底堅さや中国経済の回復などに支えられ、年後半からは緩やかに持ち直していくような姿が想定されている。

こういった中で、1-3月期の輸出はタイ洪水の反動から高めの伸びとなったが、先行きに関しては世界経済の趨勢に沿った緩やかな回復になるとの見方がコンセンサスだ。年後半から緩やかに伸びを高めていくといった見方も多くの機関で共通している。ただ、「足元では弱い動きが続いており、先行きの動向についても不透明感が強まっている(三菱UFJリサーチ&コンサルティング)」といったように、中国経済の回復感の乏しさや、南欧諸国経済の下振れ懸念等から、慎重な見方も多くなっていた。こういった要因が影響したとみられ、輸出の四半期パスはやや下方修正されている。



(※)3月、5月に四半期毎見通しを発表した6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

④ 設備投資

設備投資は被災した設備の再建などにより増加が見込まれている。しかし「円高が長期化していることに加え、電力不足と電力料金の値上げなど国内での投資を抑制する要因は少なくない(信金中央金庫)」といったように、企業の国内への投資意欲に懸念を示すエコノミストも多く、高い伸びを見込む機関は少ない。

⑤ 住宅

住宅投資は「住宅ローン金利優遇(フラット35Sエコ)や被災地の住宅投資拡大などにより住宅投資は増加基調をたどるとみられる(浜銀総合研究所)」といったように、住宅購入支援政策による下支えなどを背景に

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。

持ち直していくものと見込まれている。他方で、被災地着工については「阪神大震災後は、兵庫県の新設住宅着工の伸びが全国を上回る期間が3年程度続いたが、今回は、住宅再建にはそれよりも長い時間がかかると考えられる(富士通総研)」と、住宅再建は長期化するとの指摘もみられた。被災地着工による押し上げ効果については機関によって見方に差があるようだ。

○ 2013年度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+1.4%(3月時点見通し:同+1.4%)と変化はなかった。公共投資による押し上げ効果が剥落することで成長率は鈍化が見込まれている。一方で、海外経済の持ち直しに伴って外需の押し上げが高まることなどから景気回復は続くとの見方がコンセンサスだ。

しかし、成長の度合いには各機関で差異がみられる。1%台後半の強めの予測を取っている機関では、「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していく(信金中央金庫)」といったように、外需の内需への波及を見込む機関がみられた。また、高めの成長率を予測する機関の多くが、14年度4月以降の消費税増税を織り込んでいる。こういった機関では「2013年度後半以降は、消費税率の引き上げを控え、耐久財消費や住宅投資などが大幅に増加し、景気を大きく押し上げる見込み(日本総研)」といったように増税前の駆け込み需要を想定しており、これが13年度成長率の押し上げ要因となっている。

1%台前半の慎重な見方を取る機関は、「内外での企業間競争や先行きに対する期待成長率の低迷などにより、民間需要への波及は緩やかに留まる(みずほ証券リサーチ&コンサルティング)」と、外需から内需への波及は弱いと考えているようだ。その結果、「年度前半の日本経済は牽引役が不在となり、景気は踊り場を迎える(東レ経営研究所)」とする機関もあった。このように、2013年度の成長率予測は外需の内需への波及度合いや消費税率の引き上げの有無などにより、成長の程度は各機関で見解が分かれている。

○ コアCPIは12年度: +0.1%、13年度: +0.2%と小幅プラス圏

消費者物価指数(生鮮食品除く総合)の予測の平均値は、2012年度が前年比+0.1%、2013年度が同+0.2%となった。国内景気の回復による需給ギャップの縮小から、13年度は上昇率が小幅拡大すると見込む機関が多かった。ただ、「新興国の堅調な経済成長に伴う国際商品市況の上昇を背景としたエネルギー・食料品の値上がりによる面が大きく、ベース部分では依然弱含む(農林中金総合研究所)」と、国際商品市況の上昇によるコストプッシュの側面も大きいとの指摘もみられた。

また、上昇率が小幅なものに留まる中、「日銀が4月展望レポートで示した2014年度のCPI上昇率1%達成を展望するには至らない(伊藤忠経済研究所)」と、多くのエコノミストは日銀が掲げる「物価安定の目処」の達成は難しいと考えているようである。

○ 経常収支は黒字幅が緩やかに拡大へ向かう公算大

経常収支の見通しの平均値は、2012年度8.6兆円、2013年度10.8兆円となった。世界経済の持ち直し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。

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っている。「2014年まで赤字の状態が続くものの、2015年以降は世界経済の回復などを背景に黒字へと転換する公算(大和総研)」と黒字復帰は予測期間である13年よりも後になるとする機関がある一方で、「2013年初め頃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復を見込む機関もあり、その見解には差異がみられた。

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。

第一生命経済研究所の見通しについては、Economic Trends「2012・2013年度日本経済見通し～政策効果で2012年度前半は好調も、その後はモメンタム鈍化～」(5月18日発表)をご参照ください。

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。