Economic Trends
マクロ経済分析レポート

民間調査機関の経済見通し（2012年８月）

～12年度後半の国内景気は明確に減速へ～

発表日：2012年８月17日（金）

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 26 社の経済見通しが出揃った。実質ＧＤＰ成長率の平均値は、2012 年度が前年度比＋2.2%（５月時点見通し：同＋2.3%）と、海外経済の持ち直しの遅れなどを背景に下方修正、2013 年度は同＋1.8%（５月時点見通し：同＋1.5%）と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を織り込んだ機関の増加により上方修正となった。

○12 年７－９月期以降の景気は減速が見込まれている。外需の回復力が乏しいことに加え、エコカー補助金制度の予算払底に伴い個人消費が弱含むことがその原因である。

○13 年度に関しては、公共投資による押し上げ効果が剥落するが、輸出の持ち直しが景気を下支えるといった見方がコンセンサス。しかし、想定する外需の回復力には各機関で差異がみられ、年度前半は景気減速が続くといった指摘も複数ある。

○13 年度後半は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の発生によって、成長率は高まると予想されている。駆け込みの規模については各機関で違いがみられ、想定する 13 年度の実質ＧＤＰ成長率の押し上げ幅には、＋0.4%pt～＋0.9%pt と開きがある。

○経常黒字の見通しは、足元の海外経済の回復の遅れを反映する形で下振れ。12 年度は若干の黒字縮小が予想されている。13 年度に黒字拡大へ向かうとの見方は変わっていない。

○コアＣＰＩの見通しは 13 年度に小幅プラス転化も、デフレ脱却を展望するには至らないとの見方がコンセンサス。14 年度には消費税率引き上げの影響から、見かけ上の物価上昇率は高まる。

○ 2012 年度：＋2.2%、2013 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、８月 17 日までに集計した民間調査機関 26 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%（５月時点見通し：同＋2.3%）と下方修正、また 2013 年度は同＋1.8%（５月時点見通し：同＋1.5%）と前回から上方修正となった[1]。

【2012年度】　（%）

	実質GDP	個人消費	住宅	設備投資	公共投資	輸出	輸入	名目GDP	鉱工業生産	ＣＰＩ（コア）	米国暦年ＧＤＰ
平均	2.2	1.6	2.3	3.9	6.6	4.8	5.8	1.5	2.4	▲ 0.0	2.2
最大	2.7	2.2	3.9	5.2	9.6	6.9	7.8	2.0	6.0	0.1	2.4
最小	1.6	1.2	0.5	2.5	3.7	2.3	4.2	0.7	1.5	▲ 0.2	2.1
第一生命経済研究所	2.0	1.5	3.7	3.6	7.3	4.5	5.3	1.8	1.8	▲ 0.1	2.2

（出所）民間調査機関26社の調査より第一生命経済研究所作成

【2013年度】　（%）

	実質GDP	個人消費	住宅	設備投資	公共投資	輸出	輸入	名目GDP	鉱工業生産	ＣＰＩ（コア）	米国暦年ＧＤＰ
平均	1.8	1.2	6.7	3.4	▲ 2.8	4.8	3.6	1.5	4.0	0.2	2.1
最大	2.9	2.2	12.6	8.5	3.8	9.3	10.0	2.6	8.1	0.4	2.7
最小	1.2	0.5	2.5	0.9	▲ 10.3	2.3	▲ 1.5	0.7	2.0	▲ 0.1	1.7
第一生命経済研究所	1.6	1.2	10.5	2.8	▲ 5.9	3.8	2.6	1.1	4.5	0.1	1.9

（出所）民間調査機関26社の調査より第一生命経済研究所作成

[1] ６月に見通しを改定した機関もあるが、調査時期を統一するために５月時点を比較対象としている点に留意を要する。

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。

○ ４－６月期ＧＤＰは個人消費や公共投資が下支えとなり、前期比年率＋1.4%の成長

８月 13 日に発表された４－６月期ＧＤＰ成長率（１次速報）は前期比年率＋1.4%（前期比＋0.3%）となった。需要項目別にみると、個人消費（前期比＋0.1%）や公共投資（前期比＋1.7%）といった内需項目が下支えする構図となっている。一方で外需は、輸出が前期比＋1.2%のプラスとなる一方で、輸入の伸びが前期比＋1.6%と輸出を上回った結果、外需の寄与度は▲0.1%pt のマイナス寄与となった。

この結果に対する評価としては、「１－３月期の年率５％を超える高成長の後ということを考えれば、それほど弱いものとはいえない（ニッセイ基礎研究所）」など、成長率自体は１－３月期から鈍化したものの、均せば堅調と評価する機関が目立つ。また、2012 年はうるう年であり２月の日数が１日多く、１－３月期の数字が強めに出る（＝４－６月期の前期比を押し下げる）ため、４－６月期の成長率の実態は公表値よりも良好である、と指摘する機関も複数あった。総じて、12 年１－３月期、４－６月期と、国内景気は内需主導で堅調に推移したと評価するエコノミストが多かった。

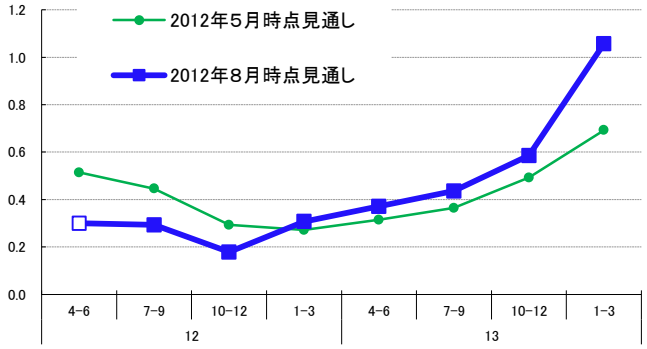
○ 12 年度後半にかけての景気は鈍化へ

このように年前半は堅調に推移した国内景気だが、2012 年度の成長率予測は前年度比＋2.2%と前回見通し（同：＋2.3%）から下方修正がなされている。

下方修正の理由としては、「海外経済の回復が前回予測の想定に比べて遅れていること（みずほ証券リサーチ＆コンサルティング）」などが挙げられていた。「今後の輸出はしばらくの間鈍い動きが続くと予想される（浜銀総合研究所）」といったように、当面の外需の景気牽引力に関しては疑問を呈するエコノミストが多い。

今後の国内景気については、輸出の回復の遅れに加え、エコカー補助金制度の終了に伴う個人消費の鈍化が見込まれている。こうした背景から、７－９月期以降に関しては景気の減速感が強まるとする点では殆どの機関で一致していた。「これまで政策効果の途切れる局面には外需が持ち直すことで、日本経済は緩やかな回復を維持できるとみていたが、空白期間が生じる可能性が高くなっている（富国生命）」といったコメントからも窺えるように、景気牽引役の輸出へのバトンタッチ[2]がスムーズに進む可能性は低くなっていると見られている。

実質GDP成長率（前期比、%）



（※）四半期毎見通しを発表している14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

以下では 2012 年度の見通しを中心に、エコノミストの見方を需要項目別に概観していく。

（１） 個人消費

足元では底堅い個人消費だが、今後は明確な鈍化が見込まれている。主因は、エコカー補助金の予算切れに伴う自動車販売の減少だ。８～９月にも予算切れが見込まれ、「足元で数十万台規模の需要先食いが生じ

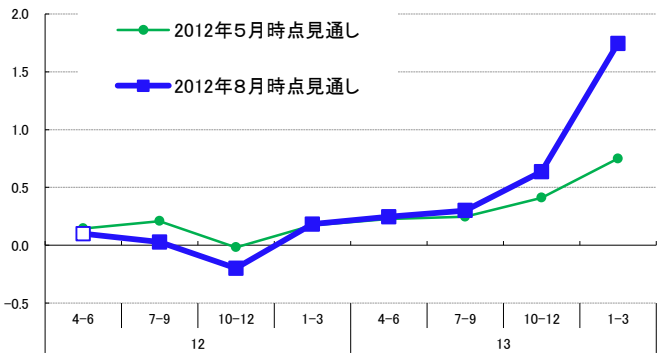
[2] 前々回（２、３月）や前回（５、６月）の経済見通しでは、12 年度前半は復興に伴う公共投資など内需が景気回復を牽引し、年度後半には海外経済の回復に伴って輸出が回復するため、景気の牽引役が内需から外需にバトンタッチする、といった見解があった。

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。

ているとみられ、９月以降の自動車販売は反動減が避けられない（みずほ総合研究所）」といったように自動車消費については制度終了後の反動減が見込まれている。こうした中、個人消費は７－９月期は前期比ではほぼ横ばい、10－12 月期にはマイナスに転じると見込む機関が多かった。

また、自動車以外の消費については、「自動車が売れなくても、その他の消費が増加することで個人消費の堅調さが維持される可能性はある（三菱ＵＦＪリサーチ＆コンサルティング」といった指摘もあるが、「ペントアップディマンドが一巡し、かつ既に見たように雇用・所得環境が回復しない下では、自動車販売以外の消費支出に多くを期待できない（伊藤忠経済研究所）」といったように、基調部分の個人消費に関しては慎重な見方が多かった。

個人消費（前期比、%）



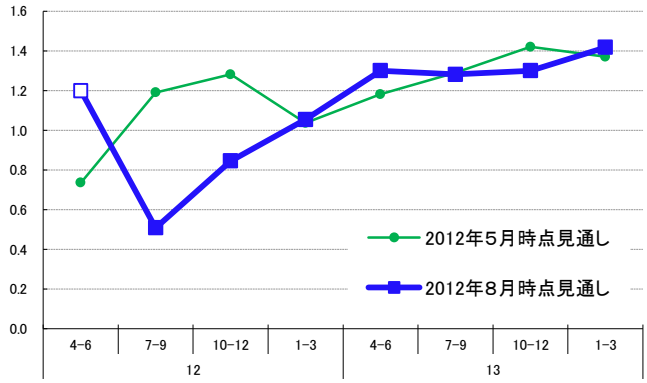
(※)四半期毎見通しを発表している11社の予測値の平均。白抜きは実績値
(出所)各機関の見通し資料より第一生命経済研究所作成

（２）　輸出

輸出の前提となる海外経済に関して、目先は「経済大国である米国と中国が共に精彩を欠いており、４～６月期に続き、７～９月期も低成長が続く可能性が高まっている（伊藤忠経済研究所）」中で、「輸出を取り巻く環境は一段と厳しさを増している（ニッセイ基礎研究所）」と判断されているようだ。こうした海外環境のもと、７－９月期や 10－12 月期の輸出は前回見通しから下方修正がなされた。

一方で、13 年度の数値は前回見通しから特段大きな変化は見られていない。輸出に関しては、「輸出は 12 年夏頃までは低調な推移が予想されるが、その後、新興国向けを中心に回復傾向を辿るであろう（三菱総合研究所）」といったように、足元回復が遅れてはいるが、海外経済の持ち直しを背景に、徐々に回復ペースを高めていくといった見方がコンセンサスとなっている。

輸出（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

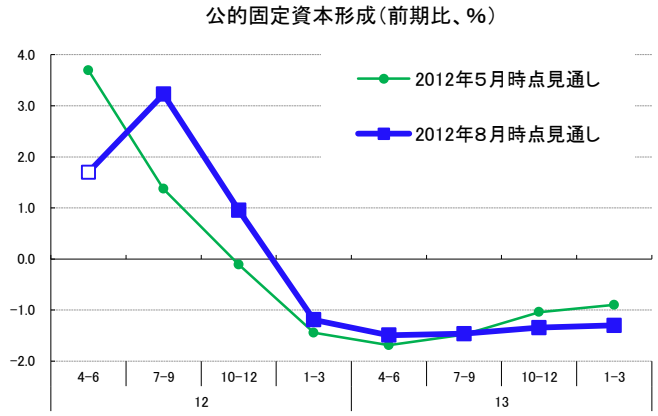
（３）　公的固定資本形成

2012 年度の公共投資の平均は前年度比＋6.6%と増加が見込まれている。復興を背景とした公共投資の増加が、12 年度成長率の押し上げ要因となるといった見方については、前回見通し時から変化はない。変化した点は、復興投資のピークアウトの時期である。前回は、概ね 12 年 10－12 月期での前期比マイナスへの転化が予想されていたが、「公共投資を中心とした復興需要は想定よりもやや後ずれしている（ニッセイ基礎研究所）」といったように、足元の公共投資の顕在化ペースが緩やかなものとなった一方で、公共工事請負額などの先行指標が強含んでいることを受け、７－９月期から 10－12 月期の公共投資の四半期パスは、前回と比較するとやや上方修正がなされている。

また、年度後半に関しては、11 年度予算の余剰金を財源とした 12 年度補正予算編成の可能性が指摘され

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。

ている。「東日本大震災からの復興事業を中心に、少なくとも２兆円規模になるとみられ、エコカー補助金などの終了のマイナス効果を緩和することとなろう（三菱ＵＦＪモルガン・スタンレー証券）」といったように、新たに組まれるであろう補正予算が年度後半の景気の底支え要因になるとみる機関があった。



（※）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

（４）　設備投資

設備投資は、今回見通しでは上方修正（５月：＋1.8%→８月：＋3.9%）がなされている。「日本政策投資銀行の設備投資計画調査（６月調査）によると、大企業の国内設備投資額は５年ぶりの増加が計画されている（みずほ総合研究所）」ことなどから、企業の投資需要は堅調と判断された模様だ。しかし、「企業は国内での新規投資に慎重な姿勢を維持すると考えられ、引き続き償却の範囲内での投資にとどまろう（三菱ＵＦＪリサーチ＆コンサルティング）」と、輸出環境の厳しさや国内需要の先細り懸念が残る中においては、企業の投資意欲も縮小するといった指摘も散見された。総じて、設備投資に国内景気の牽引役としての役割を期待することは難しい、との見方が中心だ。

（５）　住宅

12 年度の住宅投資は、すべての機関が前年度比プラスを想定している。住宅ローン金利の低さや被災地着工に支えられて、底堅く推移するとの見方がコンセンサスだ。一方、被災地を除く地域では７月４日に終了した復興支援・住宅エコポイント制度がこれまでの押し上げ要因となっていたとする機関もあり、「被災地以外では購入支援策の終了とともに住宅投資の回復が頭打ちとなる可能性があるだろう（ニッセイ基礎研究所）」といったように、制度終了後は回復の趨勢が鈍化する可能性も指摘されている。

○ 2013 年度前半は外需動向がカギを握ることに

13 年度の景気に関しては、復興需要の一巡が予想されるものの、「米・中を中心とする世界経済の回復持続が景気を下支え（明治安田生命）」といったように、緩やかながらも輸出が回復することによって、景気が下支えられるとの見方がコンセンサスだ。他方、「海外経済の回復ペースが緩慢な中、輸出が伸び悩むために、外需による景気の牽引は期待できない（東レ経営研究所）」といったように、外需の力不足から 13 年度前半も景気減速感は払拭されないとの見方も目立っていた。いずれにせよ、公共投資など内需による景気押し上げ効果が剥落する中、13 年度前半の景気を決定するのは外需の動向といえそうだ。

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。

○消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が 13 年度後半の押し上げ要因に

2013 年度の実質ＧＤＰ成長率予測の平均値は＋0.3pt の上方修正となっているが、これは消費税率引き上げ法案の衆参両院可決を受け、「13 年度下期にかけて個人消費を中心に増税前の駆込み需要が発生する（信金中央金庫）」と想定する機関が、前回見通しに比べて増加した[3]影響によるものだ。

年度下期の駆け込み需要が、13 年度景気の押し上げ要因となるとの見方に各機関で相違はみられないが、予測する押し上げ効果の大きさには違いが見られる。駆け込み需要によって想定される 13 年度の実質ＧＤＰ成長率押し上げ幅は＋0.4%～＋0.9%と開きがあった（見通し資料中に数値が明記されているものを筆者が集計）。

また、駆け込み需要の影響を試算する際の前提には、前回税率引き上げ時（97 年４月）と同様の駆け込みを想定する機関が多かった。一方で、「今回は税率が最終的に２倍（10%）となるため、これを消費者が強く意識した場合は、耐久消費財など高額商品の駆け込み需要が想定以上に増えることもあり得る（富士通総研）」といったように、前回増税時と今回とでは異なる点があるとの指摘も目立つ。過去の事例が少ないことや、税率引き上げと同時に行われるであろう負担軽減措置の内容が現時点で定まっていないことも相俟って、駆け込み需要の規模については、各機関で見方に差異が生じているようだ。

そして、「2014 年度前半は駆け込み需要の反動と税率引き上げに伴う物価上昇の影響で、経済活動が大きく落ち込むことが懸念される（みずほ総合研究所）」と、消費税率引き上げに伴う 14 年度景気への悪影響を懸念するコメントも多くみられた。14 年度の経済見通しを公表した機関は現時点ではまだ少ないが、消費税率引き上げによって、「▲0.5%のマイナス成長へ転落（伊藤忠経済研究所）」といったように、成長率がマイナスになると見込む機関も複数あった。

○ 経常黒字は 12 年度に小幅縮小がコンセンサスに

経常収支の見通しの平均値は、2012 年度 7.3 兆円、2013 年度 9.3 兆円と、前回見通し時（2012 年度：8.6 兆円、2012 年度 11.1 兆円）から下方修正がなされている。前回は 12、13 年度ともに黒字の拡大が見込まれていたが、今回見通しでは、12 年度の黒字幅は 11 年度（7.6 兆円の黒字）から若干縮小するとの見方がコンセンサスとなった。海外経済の持ち直しを背景とした貿易赤字の縮小に伴い、13 年度にかけて黒字拡大が見込まれている点に変化はないが、足元の海外経済の回復の遅れを反映する形で、下方修正がなされたようだ。

○ コアＣＰＩは 13 年度に小幅プラスも、デフレ脱却には至らず

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▲0.0%、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 年度の上昇率は小幅プラスになるとの見方がコンセンサスだ。また、14 年度のＣＰＩに関しては、「消費税率引き上げにより、2014 年度のＣＰＩ上昇率は２%を超える見込み（伊藤忠経済研究所）」と数値上の物価上昇率は高まるとの指摘があった。

しかし、「需給ギャップは依然として大きく、円高の長期化などもあってデフレからの脱却には時間を要する（信金中央金庫）」といったように、需給ギャップに起因するデフレ圧力は根強く、予測期間内にデフレ脱却を展望するまでには至らないとの見方が大勢を占めている。

○ 13 年度の名実逆転解消は困難か

８月 17 日、政府は 2012～13 年度の経済見通しを公表した。政府が予測する実質ＧＤＰ成長率は、12 年度が前年度比＋2.2%、13 年度が同＋1.7%であった。また、政府は 13 年度の名目成長率を同＋1.9%と予測し

[3] 見通しレポートを公表した 21 社すべてが駆け込み需要を想定していた（前回見通し時点では 13 社）。

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。

ており、名目成長率が実質成長率を下回る「名実逆転」の状態が解消、ＧＤＰデフレーターが上昇に転じると見込んでいる。しかし、今回の集計における 13 年度のＧＤＰデフレーター予測の平均値は▲0.3%と低下の継続が見込まれている。社数でみても、26 社中 22 社が低下を予想（３社が横ばいを予想）していた。13 年度までに「名実逆転」の状況が解消すると考える機関は、現時点では少ない。

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～12 年後半は景気減速感が強まる見込み～」（８月 13 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。