

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

経済見通し

No. 23-2

(2011.11.16)

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7
TEL.03-5202-7671 FAX.03-3278-7048
URL <http://www.scbri.jp>

実質成長率は11年度0.5%、12年度2.5%と予測

- 円高の影響が懸念されるが、日本経済は復興需要を下支えに回復基調を維持 -

< 要 旨 >

1. 11年7～9月の実質GDPは前期比1.5%増～4期ぶりのプラス成長

自粛ムードの緩和で個人消費は前期比1.0%増となり、被災した設備の復旧投資を支えに設備投資は1.1%増加した。サプライチェーン（供給網）の復旧を背景に輸出が6.2%増と持ち直したため、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.4%ポイント押し上げた。

2. 円高や欧州債務危機が懸念材料だが、復興需要を支えに日本経済は回復基調を維持

生産活動は着実に持ち直してきたが、タイでの洪水による部品不足が新たな制約要因となり、本格回復はやや後ずれしよう。円高や欧州債務危機の深刻化も懸念材料である。ただ、緩慢な回復にとどまっている米経済は、金融緩和効果の浸透で12年には徐々に成長ペースを高め、新興国経済は中国を中心に上向こう。欧州景気の停滞が世界経済の回復を下押しする要因となるが、日本経済は復興需要の本格化を背景に12年度も回復基調を維持すると予想される。

3. 実質成長率は11年度0.5%、12年度2.5%と予測

足元の景気回復ペースは鈍化しているものの、サプライチェーンの復旧が想定を上回るペースで進んだことから、11年度の実質成長率は0.5%と前回予測を据え置いた。12年度は、欧州債務危機の深刻化や円高の影響を踏まえ、実質成長率を前回予測の3.0%から2.5%へ下方修正したが、復興需要の本格化を背景に景気は回復基調を維持するとの見方に変化はない。

4. デフレ圧力は根強く、実質ゼロ金利政策は長期化する公算大

日本経済は回復基調で推移するものの、大幅な需給ギャップや円高の長期化などで、予測期間中のコア消費者物価の前年比はマイナス圏からゼロ近辺での動きが続くと予測している。利上げの条件である「物価の安定が展望できる情勢」に至るまでには時間を要する見通しで、実質ゼロ金利からの政策転換は13年度以降に持ち越されると予想される。

(注)本稿は2011年11月15日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位: %)

	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	前回(11年8月)	
	実績	実績	実績	予測	予測	11年度(予)	12年度(予)
実質GDP	4.1	2.4	2.4	0.5	2.5	0.5	3.0
個人消費	2.2	0.0	1.0	0.3	0.7	0.1	0.8
住宅投資	3.6	18.2	0.2	5.4	9.0	0.8	6.6
設備投資	6.9	13.6	4.2	1.0	5.2	2.3	6.5
公共投資	6.8	14.3	9.8	2.4	10.1	5.8	8.1
純輸出(寄与度)	(1.2)	(0.3)	(0.9)	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.7)
名目GDP	4.6	3.7	0.4	1.0	2.2	0.8	2.7

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

1. 11年7～9月の実質GDPは前期比1.5%増～4期ぶりのプラス成長

11年7～9月の実質GDPは、前期比1.5%増、年率に換算して6.0%増と4四半期ぶりに増加した。景気の実感に近い名目GDPも、前期比1.4%増（年率5.6%増）とプラスに転じた（図表2）。

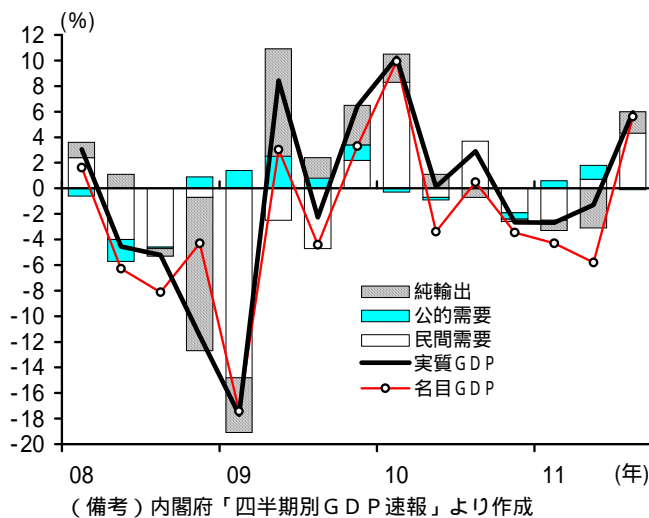
7～9月の動きを需要項目別にみると、個人消費は前期比1.0%増となった。地上デジタル放送への対応一巡で薄型テレビの販売は落ち込んだものの、供給体制の回復に伴って乗用車販売が持ち直した（図表3）。また、震災後の自粛ムードは時間の経過とともに緩和に向かい、夏場のレジャーや娯楽、外食などサービス関連の消費が上向いた。住宅投資は前期比5.0%増とプラスに転じた。被災地での住宅再建が始まったことに加え、7月末の住宅エコポイント終了を前にした駆け込み需要も寄与した。

設備投資は前期比1.1%増と4四半期ぶりに増加した。資材不足などの影響で手控えられていた投資が再開されたほか、地震で被害を受けた設備を復旧するための投資も続いた。仮設住宅の建設が一巡したことで、公共投資は前期比2.8%減となった。

輸出は前期比6.2%増と大幅に増加した。サプライチェーン（供給網）の復旧に伴う国内生産の回復で、自動車輸出を中心に持ち直した。火力発電用の重油やLNG（液化天然ガス）需要の拡大で輸入も3.4%増と伸びたが、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.4%ポイント（年率1.7%ポイント）押し上げた。

GDPデフレーターは前年比1.9%の下落と8四半期連続のマイナスとなったが、4～6月（2.2%の下落）に比べてマイナス幅は縮小した。景気の持ち直しで、国内需要デフレーターの前年比下落率が縮小したことが寄与した。

（図表2）実質GDPの前期比年率と寄与度



（図表3）個人消費関連指標（前年比増減率）

（単位：％）

	10年				11年								
	10-12月	1～3月	4～6月	7～9月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全世帯実質消費	1.5	3.0	2.1	2.8	0.3	0.5	8.2	2.0	1.2	3.5	2.1	4.1	1.9
平均消費性向(勤労者)	74.5	71.9	74.1	73.0	74.1	71.5	72.6	72.9	74.7	73.6	71.9	73.8	74.3
乗用車販売	27.2	25.6	33.6	17.8	19.0	13.8	37.4	48.5	33.3	21.9	25.6	26.0	2.1
(普通+小型乗用車)	31.4	28.6	36.5	19.8	23.8	16.2	39.5	51.5	38.0	23.9	30.0	29.5	0.8
(軽乗用車)	16.5	19.1	27.1	12.8	8.4	8.7	32.5	42.4	23.1	17.0	13.8	16.6	8.8
百貨店販売額	0.6	5.5	1.5	1.6	1.1	0.6	15.0	1.8	2.6	0.1	0.4	2.1	2.8
スーパー販売額	0.5	1.0	1.7	1.7	0.4	0.4	3.0	1.9	2.4	0.8	1.5	2.9	4.0
商業販売・小売業	0.4	3.0	1.7	1.0	0.1	0.1	8.3	4.8	1.3	1.2	0.6	2.6	1.1
(衣類・身の回り品)	0.9	3.1	4.0	1.1	0.3	1.9	10.0	4.4	3.2	4.3	1.8	1.3	0.2
(飲料・食料品)	2.3	2.3	2.1	1.4	3.1	3.7	0.2	1.3	1.7	3.4	3.6	1.2	0.6
(自動車)	25.0	24.3	26.8	12.6	19.4	16.7	32.7	37.8	24.5	17.3	18.5	19.0	0.2
(家庭用機械)	16.5	10.8	2.9	9.4	9.1	4.5	17.1	9.6	3.8	15.0	10.0	19.2	21.6
(燃料)	5.9	8.1	1.5	2.4	11.9	7.2	5.3	1.0	1.3	2.1	1.8	3.0	2.3
(その他)	0.8	0.6	1.1	1.3	2.2	1.9	5.4	0.6	1.2	2.7	2.8	0.4	0.4
外食産業売上高	-	-	-	-	0.2	1.5	10.3	2.8	2.0	0.2	0.4	3.3	0.8

（備考）1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店、外食産業売上高は全店ベース

2. 総務省「家計調査報告」、経済産業省「商業販売統計」などより作成

2. 円高や欧州債務危機が懸念材料だが、復興需要を支えに日本経済は回復基調を維持

(1) 足元の生産活動の回復ペースは鈍化

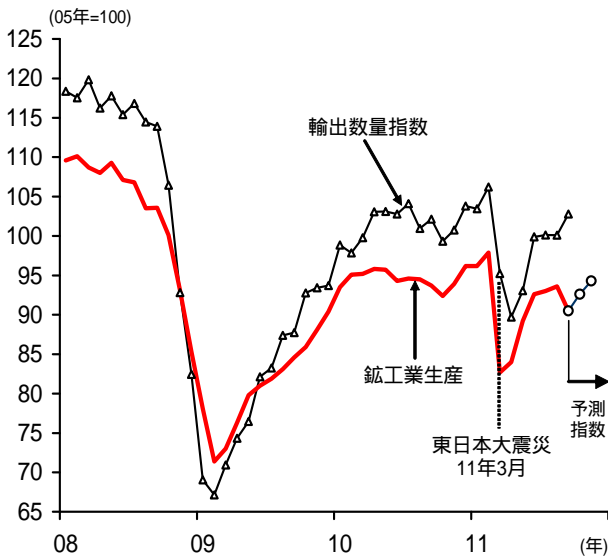
11年7～9月の実質成長率は大幅なプラス成長を記録したものの、サプライチェーン（供給網）の復旧を背景に5～6月にかけて急速に持ち直したことによる影響が大きく、7月以降の景気回復ペースは鈍化している。

鉱工業生産はサプライチェーンの復旧を背景に、5月から6月にかけて急回復したものの、7～8月は増勢が鈍化し、9月は前月比3.3%減と6か月ぶりに減少した（図表4）。節電のための輪番休業や夜間操業へのシフトで生産活動が制約を受けたことや台風上陸による一時的な操業停止などが主因であるが、世界経済の減速で電子部品や鉄鋼などの在庫調整が長引いていることも影響している。製造工業生産予測指数は、10月2.3%増、11月1.8%増と増勢を持続する見通しであるが、円高や世界経済の減速に加え、タイでの洪水による部品不足が国内の生産活動にとって新たな制約要因となりつつある。自動車や電機を中心に関連企業は他国からの代替調達や代替生産など対応を急いでおり、生産調整が長期化する可能性は小さいが、大震災前の生産水準を回復するのは12年にずれ込もう。

輸出は増勢を維持している。輸出数量指数（季節調整済み）は、7～8月に足踏みしたものの、9月は自動車輸出の回復を背景に前月比2.7%増と再加速した。先行きについても、自動車輸出は堅調に推移する公算が大きい。特に、米国の日系自動車ディーラーは、震災後の入荷の急減で在庫積増しニーズが強い。日本からの輸出が増え始め、極端な在庫不足は解消されつつあるものの、足元でも通常の在庫水準を下回っている。アジア向けの電子部品輸出は引き続き伸び悩むとみられるが、米国での自動車の在庫復元が続くことで、全体の輸出は回復傾向で推移しよう。

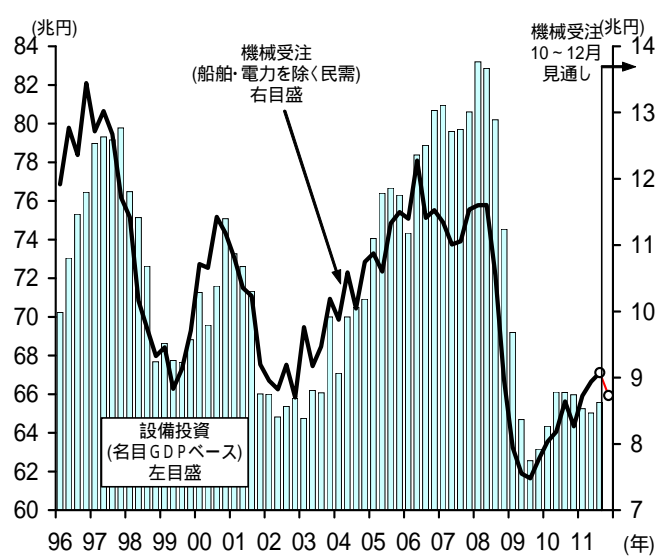
大震災による資本財の供給制約で設備投資も減少したが、足元では資材不足の解消などから持ち直している。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、

(図表4) 鉱工業生産指数と輸出数量指数の推移



(備考) 1. 鉱工業生産の予測指数は製造工業
2. 経済産業省、内閣府資料より作成

(図表5) 名目設備投資と機械受注(年率換算)

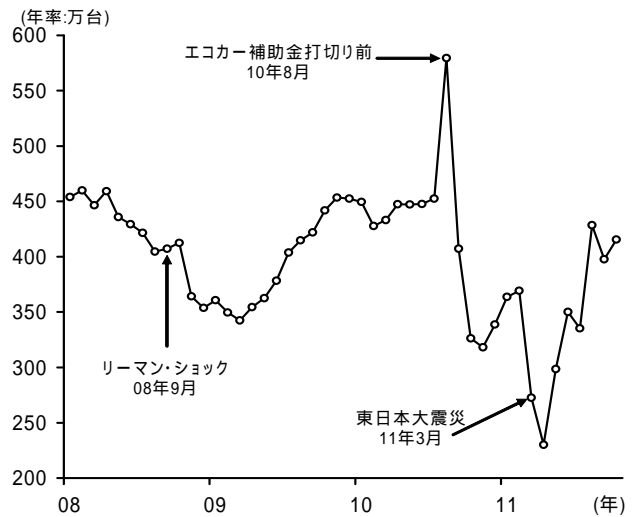


(備考) 1. 機械受注は携帯電話を除くベース
2. 内閣府資料より作成

11年7～9月は前期比1.5%増と3四半期連続で増加した(図表5)。ただ、受注見通し調査によると、10～12月は3.8%減と4四半期ぶりに減少する見通しである。円高の長期化や欧州債務危機の深刻化で、企業の投資スタンスが慎重化しているとみられる。設備投資は、被災した設備の復旧投資や震災で手控えられていた投資の再開などを下支えに今後も回復基調を維持しようが、そのペースは緩慢にとどまると予想される。

足元の個人消費は伸び悩んでいるが、薄型テレビへの買替えが一巡したことや電力不足対策で需要が拡大した節電関連商品の反動減が主因である。震災後の自粛ムードは和らいでおり、レジャーや娯楽、外食などサービス関連の消費は上向いている。また、供給体制の回復に伴って乗用車販売も回復基調を維持している(図表6)。ハイブリッドカーを中心に供給が追い付いていないこともあって、増産体制を整えば、乗用車販売はもう一段水準を切り上げよう。

(図表6)乗用車(軽を含む)販売台数(年率)



(備考) 1. 信金中央金庫による季節調整値
2. 自動車販売協会連合会資料より作成

(2) 復興需要の本格化で日本経済は12年度も回復基調を維持

生産活動の本格回復が後ずれするとみられることに加え、大震災で被害を受けた被災地の復興が進んでいないことも、景気回復に弾みが付かない要因になっている。本格的な復興対策を盛り込んだ第3次補正予算は、財源問題の調整が長引き、成立までに時間を要している。11月中には成立する見通しだが、復興事業が本格化するのには12年に入ってからと予想される。

もっとも、生産活動の本格回復や復興事業の本格化は遅れるものの、日本経済の回復の持続性は維持されると考えられる。世界経済の中心である米国経済は、金融緩和効果の浸透などで12年後半にかけて成長ペースを徐々に高めると予想される。米経済の持ち直しをきっかけに、中国を中心とした新興国経済も上向こう。欧州債務危機の深刻化による欧州景気の停滞が世界経済の回復を下押しする要因となろうが、12年度の日本経済は復興需要の本格化を背景に回復基調を維持すると予想される。

3. 実質成長率は11年度0.5%、12年度2.5%と予測

世界経済の減速を受けて足元の景気回復ペースは鈍化しているものの、サプライチェーンの復旧が想定を上回るペースで進んだことなどから、11年度の実質成長率は0.5%と前回予測を据え置いた。12年度は、欧州債務危機の深刻化や長期化する円高の影響を踏まえ、実質成長率を前回予測の3.0%から2.5%へ下方修正した。ただ、復興需要の本格化を背景に、日本経済は回復基調を維持するとの見方に変化はない(図表7)。

日本の輸出は大震災の影響で自動車を中心に大きく落ち込んだが、サプライチェーンの復旧は想定を上回るペースで進んだ。世界経済の減速や円高の長期化が逆風だが、自動車の在庫増しニーズが高い米国向けをけん引役に、輸出は回復基調を維持しよう。ただ、原油やLNG（液化天然ガス）などエネルギーを中心に輸入が大幅に増加する見通しで、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、11年度の実質成長率を0.6%ポイント押し下げると予測した。

サプライチェーンの復旧を背景に設備投資は回復基調にあるが、足元では世界経済の減速などから企業の投資スタンスが慎重化している。被災した工場の復旧や震災で手控えられていた投資の再開などが設備投資を下支えするとみられるが、実質設備投資は前年比1.0%増と小幅な増加にとどまると予測した。

11年度の景気を支えるのは政府支出である。がれきの撤去や仮設住宅の建設、ライフラインの復旧など当面の震災復旧対策が盛り込まれた第1次補正予算（約4兆円）と第2次補正予算（約2兆円）の成立に続いて、第3次補正予算（約12兆円）が閣議決定（10月21日）された。第3次補正予算の成立の遅れで、復興事業の本格化は12年にずれ込むが、11年度の実質公共投資は2.4%増と堅調な伸びが見込まれる。

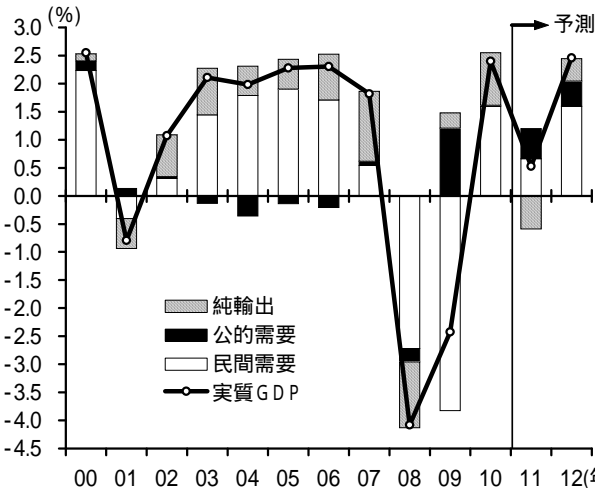
震災後に落ち込んだ個人消費は自粛ムードの緩和とともに持ち直している。ただ、前年度はエコカー補助金やエコポイントなどの政策効果によって耐久財消費が大幅に押し上げられており、その反動が11年度の下押し要因となる。11年度の実質個人消費は0.3%増と予測した。

12年度は震災の影響が薄れ、正常な経済活動を取り戻そう。ただ、欧州債務危機が世界経済の下押し要因となるほか、円高の長期化がタイムラグを伴って日本の輸出に悪影響を及ぼすとみられる。米国や新興国経済は徐々に回復の動きを取り戻すと想定しているものの、12年度の輸出は前年比7.8%増と前回想定した伸び（9.6%増）を下回ると予測した。LNGなどの燃料を中心に輸入の増加が続くとみられ、純輸出のプラス寄与度は0.4%ポイント（前回予測は0.7%ポイント）にとどまると予想される。

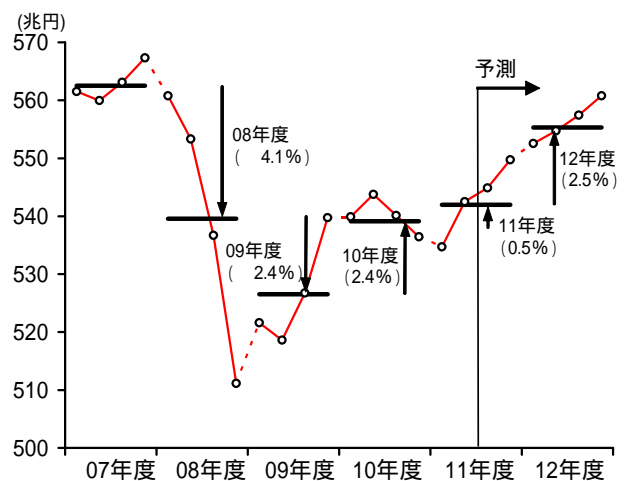
もっとも、輸出・生産を中心に企業活動は回復基調を維持するとの見方に変化はなく、

（図表7）実質GDP成長率の推移と予測

<実質成長率と需要項目別寄与度（年度）>



<四半期ベースの実質GDPの推移>



（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

雇用・所得環境の改善を背景に個人消費は緩やかな回復を続けよう。被災地での住宅再建の本格化に伴って復興関連消費も見込まれる。12年度の実質個人消費は前年比0.7%増、実質住宅投資は9.0%増と予測した。

12年度は政府による復興関連事業が本格化しよう。ライフラインの復旧に続いて、住宅の高台移転や公共施設の再建など、復旧から復興に向けた事業が本格化するとみられる。実質公共投資は前年比10.1%増と景気回復に大きく寄与しよう。

(1) 前提条件～為替相場、原油価格、財政政策、海外経済

(為替相場)

11年7月下旬にかけて、米債務上限の引上げ交渉の難航などを背景にドル売りが加速した。7月29日の円相場は1ドル76円台に突入、震災直後の過去最高値(1ドル76.25円)に迫った。急激な円高に対して、政府・日銀は8月4日に円売りドル買い介入に踏み切った。介入を受けて、円相場は1ドル79円台まで下落したが、その後は米国債の格下げ問題などから再び円高に振れた。さらに、10月末にかけて欧州債務危機の深刻化や米国の追加金融緩和観測から逃避先通貨とされる円に資金が流れ込み、10月31日早朝の海外市場では1ドル75.32円と過去最高値を更新した。ただ、同日の東京市場で円売り・ドル買い介入が実施されたことから、円は一時79円台に反落した。もっとも、欧州債務問題や米国の追加金融緩和観測などからドルの反発力は鈍く、当面は円高に振れやすい相場展開が続くとみられる。先行きについては、米国経済の成長ペースが高まるにつれてドルが買い戻されると想定しており、12年後半にかけて行き過ぎた円高は是正されよう。年度平均の為替レートは、11年度79.0円、12年度84.0円と想定した。

(原油価格)

原油価格(WTI)は、11年8月から9月中旬頃までは1バレル85ドル前後の推移が続いたが、その後は欧州債務危機の深刻化を受けて売り優勢の展開となった。株式や商品などリスク資産を売って国債を中心とする安全資産にシフトする動きが広がり、10月4日には1バレル75ドル台へ下落した。しかし、10月に入ると欧州債務危機への過度な懸念が和らぎ、株式市場と同様に商品市場でも買い戻しの動きが広がった。10月下旬には再び1バレル90ドルを回復し、11月中旬には1バレル100ドル目前まで上昇した。ただ、世界的な景気減速懸念は根強く、原油相場の上昇局面が続く可能性は小さい。当面は、欧州債務危機と世界経済の行方を見極めながら一進一退で推移すると予想される。12年後半にかけてドル買い戻しの動きが広がると想定しており、その場合、代替投資先として商品市場に流入していた投資資金の巻戻しが起こる可能性もあるが、世界経済の持続的回復を背景に原油価格は底堅く推移すると想定した。経済見通しの前提となる原油価格(通関ベース)は、11年度111.0ドル、12年度108.0ドルと想定した。

(財政政策)

がれきの撤去や仮設住宅の建設、ライフラインの復旧など震災復旧対策が盛り込まれた11年度第1次補正予算(4兆153億円)、原発の損害賠償や二重ローン対策などを中心とした第2次補正予算(1兆9,988億円)の成立に続き、歳出規模12兆1,025億円の第3次補正予算が閣議決定(10月21日)された。このうち年金財源の補てん分を除く

東日本大震災関係経費は9.2兆円で、11月中に成立する見通しである。もっとも、本格的な復興対策を盛り込んだ補正予算は秋までには成立すると想定していただけない、補正予算成立の遅れによって、復興需要の本格化は12年にずれ込むとみられる。なお、復興債の償還財源の柱となる所得税増税は、復興債の償還期間と同じ25年となる見通し。増税は13年1月から実施される予定で、12年度の経済的影響は軽微にとどまろう。

(海外経済)

<米国>…11年7～9月の実質成長率は前期比年率2.5%（事前推定値）と9四半期連続でプラス成長を記録した。4～6月の1.3%に比べて加速し、潜在成長率（2.5%程度）並みの伸びを達成した。日本製乗用車の品不足など供給制約で落ち込んでいた自動車販売が持ち直してきたことから、個人消費は前期比年率2.4%増と底堅い伸びを示した。ただ、雇用情勢の改善テンポは緩慢にとどまっており、個人消費は回復基調にあるとはいえ力強さを欠いている。一方、企業活動は堅調に推移している。生産活動は着実に回復し、設備投資の先行指標であるコア資本財受注は、11年7～9月まで9四半期連続で前期の水準を上回るなど投資意欲も底堅い。今後、企業活動のレベルが高まるにつれて、雇用情勢にも回復の動きが徐々に波及しよう。金融緩和効果の浸透で、住宅市場も回復に向かうとみられ、米景気は12年後半にかけて成長ペースを高めると予想される。実質成長率は、11年1.8%、12年2.8%と予測した。

<欧州>…ドイツ経済は回復基調を維持しているものの、けん引役である輸出の増勢は鈍化している。ギリシャなど南欧諸国の債務問題の混迷で、域内経済が減速していることが背景にある。企業マインドも悪化を続けており、堅調に推移してきた設備投資にもブレーキがかかる可能性がある。今後、欧州各国が政府債務の削減を推し進めることによって、域内景気が冷え込む可能性もあり、ドイツ経済の成長テンポは一段と鈍化すると予想される。ドイツの実質成長率は11年2.9%、12年0.8%、ユーロ圏の実質成長率は11年1.5%、12年0.4%と予測した。

<中国>…11年7～9月の中国の実質成長率は前年比9.1%と4～6月の9.5%を下回り、3四半期連続して伸び率が鈍化した。景気のリード役である輸出が減速していることに加え、10年に終了した4兆元の景気対策の反動で固定資産投資の増勢が鈍化しているためである。当面は、輸出や固定資産投資の増勢鈍化は避けられないとみられ、中国経済は減速傾向で推移しよう。ただ、景気の減速でインフレ圧力はこの先徐々に和らぐとみられ、今後、中国人民銀行は預金準備率の引下げなどを通じて、金融政策を緩和方向に転換する予想される。実質成長率は、11年9.3%、12年9.0%と予測した。

(2) 家計の不安心理は和らぎ、個人消費は緩やかに上向く

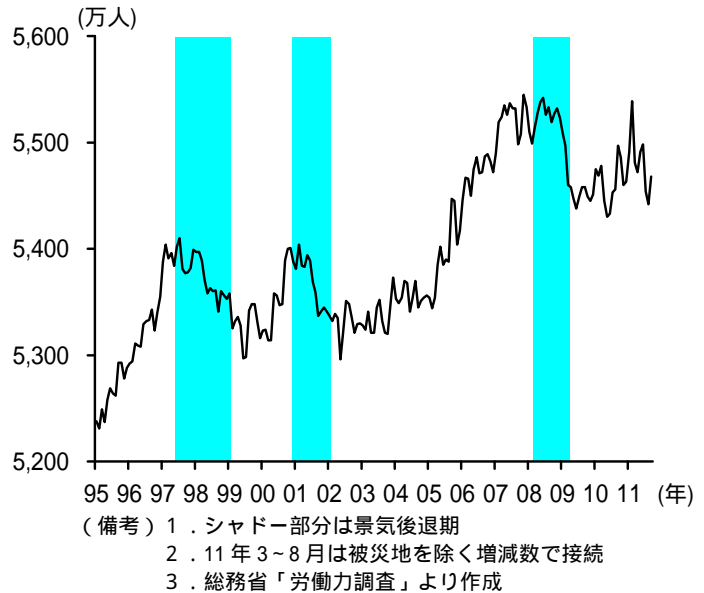
東日本大震災後の企業活動の落込みは、雇用環境にも影響を与えた。震災に見舞われた11年3月の雇用者数（被災地を除くベース）は、前月比58万人減と大幅に減少した。ただ、生産が急速に回復した5～6月は、雇用者数も前月比プラスに転じた。夏場は電力使用制限令によって企業活動が制約されたため雇用情勢にも影響がみられたが、9月は前月比37万人増と持ち直した（図表8）。生産活動の回復に加え、12年には被災地での復興事業が本格化する見通しで、先行きの雇用環境は改善傾向で推移しよう。

震災による雇用への影響が一過性にとどまったことで、家計の消費マインドの悪化は限定的だった。供給不足で落ち込んだ乗用車販売は5月から回復に転じ、夏前にかけて節電関連商品やアナログ放送終了(7月24日)を前にした薄型テレビの駆け込み需要などで個人消費は回復した。

足元の消費は、薄型テレビの反動減や節電関連商品の需要一巡などで伸び悩んでいるが、震災後の自粛ムードは和らいでおり、レジャーや娯楽、外食などサービス関連の消費は上向いている。また、供給体制の回復に伴って乗用車販売も回復基調を維持している。ハイブリッドカーを中心に供給が追い付いていないこともあって、増産体制が整えば、乗用車販売はもう一段水準を切り上げよう。ただ、10年度はエコカー補助金やエコポイントなどの政策効果によって耐久財消費が大幅に押し上げられており、その反動が11年度の下押し要因となる。11年度の実質個人消費は前年比0.3%増と予測した。

12年度は、企業活動が回復基調を維持するとみられ、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費は緩やかな回復を続けよう。被災地での住宅再建の本格化に伴って復興関連消費も見込まれる。実質個人消費は前年比0.7%増と予測した。

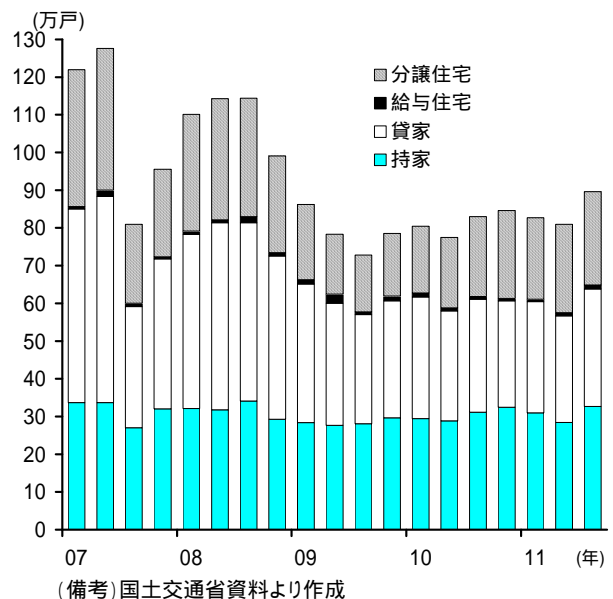
(図表8) 雇用者数の推移(季節調整値)



(3) 復興需要を支えに住宅投資は徐々に回復へ

住宅着工戸数(季節調整済み年率)は、大震災の影響で11年3月に80.7万戸、4月に79.8万戸と落ち込んだが、5~6月にはやや持ち直し、7月は95.5万戸と大幅に増加した。建材などの資材調達難で先送りされていた住宅の着工が再開されたことに加え、長期固定金利の住宅ローン「フラット35S」の金利優遇(9月末)や住宅エコポイント(7月末)の期限切れに伴って、前倒しで住宅を建設する動きが広がったためである。9月は前倒し着工の一服で着工戸数は74.5万戸と減少したが、7~9月平均では87.8万戸と09年1~3月以来の水準まで回復した(図表9)。

(図表9) 住宅着工戸数(年率、四半期)



今後は、大震災で全半壊した住宅の復興需要が本格化するとみられる。津波による被害が大きかった沿岸部では、高台移転による住宅地の集約化などで住民との合意形成に時間を要するとみられるが、その他の被災地では住宅の再建が進むと予想される。また、今回の第3次補正予算に盛り込まれたローン金利の優遇措置や住宅エコポイントの復活といった支援策も住宅投資の回復を下支えしよう。11年度の実質住宅投資は前年比5.4%増、被災地での住宅の再建が本格化する12年度には9.0%増と伸びを高めると予測した。住宅着工戸数は11年度85万戸、12年度93万戸と予測した。

(4) 震災からの復旧投資を下支えに設備投資は回復へ

設備投資（実質GDPベース）は、震災による資本財の供給制約で4～6月まで前期比マイナスが続いたものの、7～9月は前期比1.1%増とプラスに転じた。設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、11年7～9月に前期比1.5%増と3四半期連続で増加した。ただ、受注見通し調査によると、10～12月は3.8%減と4四半期ぶりに減少する見通しである。円高の長期化や欧州債務危機の深刻化で、企業の投資スタンスが慎重化しているとみられる。

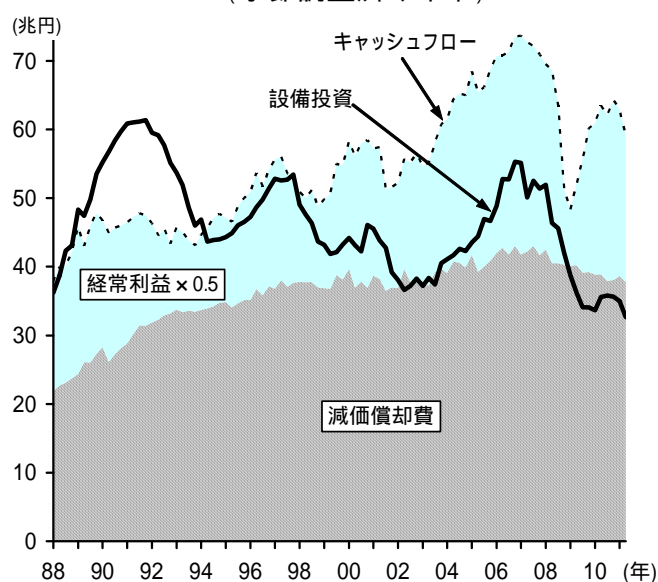
設備投資は、被災した設備の復旧投資や電力不足に対応するための電源設備の新增設、震災で手控えられていた投資の再開などを下支えに回復基調を維持しようが、そのペースは緩慢にとどまると予想される。11年度の実質設備投資は前年比1.0%増と小幅な増加にとどまると予測した。

一方、中期的にみると設備投資の水準訂正が進む余地は大きい。例えば、法人企業統計ベースでみた設備投資は、リーマン・ショック後に大きく落ち込んだ後も回復の勢いは弱く、09年以降は減価償却費を下回っている（図表10）。企業の競争力を維持するといった観点からみると、設備投資は抑制されすぎており、潤沢なキャッシュフローの有効利用を模索する大企業を中心に設備投資の拡大が期待される。

12年には米景気の回復テンポが徐々に高まるとともに、行き過ぎた円高もある程度修正されるとみられ、企業の投資意欲は持ち直そう。12年度の実質設備投資は、前年比5.2%増と予測した。

ただ、急速に進行した円高が設備投資の回復を抑える可能性がある。すでに、新興国での投資は着実に増加しているが、現状の円高が定着するようであれば、海外シフトが一段と加速する可能性が高まる。加えて、原発の再稼働見送りによる電力不足の長期化なども、設備投資の海外流出を促す要因になる。

(図表10) 設備投資とキャッシュフロー
(季節調整済み年率)



(備考) 1. 減価償却費は信金中央金庫による季節調整値
2. 財務省「法人企業統計季報」より作成

実際、日本政策投資銀行が実施した設備投資計画調査（調査対象は資本金 10 億円以上の大企業）によると、全産業の海外設備投資は、10 年度の前年比 18.9% 増に続いて、11 年度は 49.2% 増と 02 年度の調査開始以来最大の伸びとなり、国内投資に対する海外投資の比率は、11 年度計画で 40.7%、前年度に比べて 10.2 ポイント上昇する見込みである。エネルギー政策や円高対策といった政策対応を誤れば、設備投資の海外シフトが加速し、国内投資は抑制されよう。

4. デフレ圧力は根強く、実質ゼロ金利政策は長期化する公算大

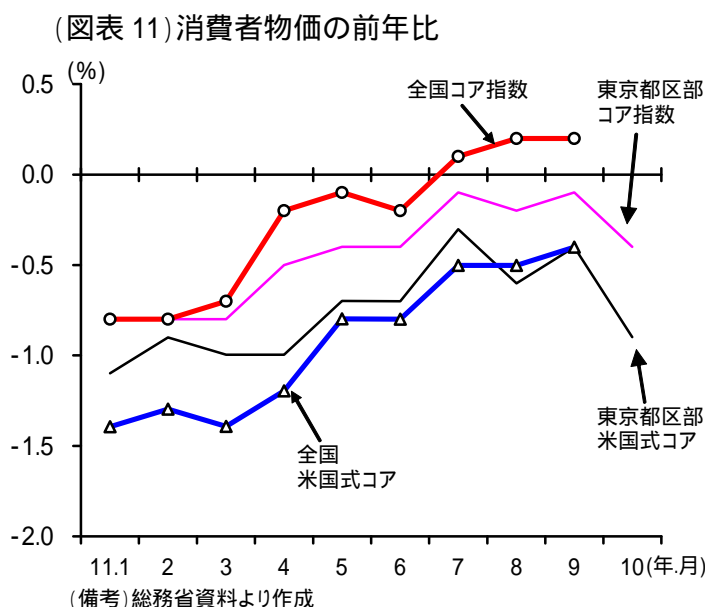
(1) コア消費者物価はたばこ増税の一巡などで再びマイナス圏へ

11 年 9 月のコア消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比 0.2% の上昇と 3 か月連続でプラスを維持した。ただ、上昇に大きく寄与しているのは原油など国際商品市況の高騰に伴うガソリンや電力・ガス料金の値上げである。エネルギー価格の上昇は 9 月の前年比を 0.5% ポイント押し上げる要因になっている。国内需給に起因する物価の動きが反映される食料・エネルギーを除く総合指数（米国式コア指数）の前年比は、マイナス 0.4% と下落が続いている。また、9 月までの物価指数は、10 年 10 月から実施された傷害保険料の値上げやたばこ税の引上げといった一時的要因によっても押し上げられている。コア指数の前年比に対する 2 品目合計の寄与度は約 0.3% ポイントで、11 年 10 月以降はこの影響が一巡することになる。

実際、全国に先行して発表された東京都区部の 10 月のコア消費者物価の前年比は、マイナス 0.4% と 9 月（マイナス 0.1%）に比べてマイナス幅が 0.3% ポイント拡大している（図表 11）。

日本経済は大震災による落込みから持ち直し、今後は復興需要などを支えにプラス成長を維持すると予想されるが、大幅な需給ギャップや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と考えられる。原油市況が強含んでいることから、電力・ガスなどエネルギー価格が一段と上昇する可能性はあるが、年度下期のコア消費者物価は前年比マイナス圏で推移すると予想される。11 年度のコア消費者物価の前年比はマイナス 0.1%、米国式コア指数の前年比はマイナス 0.7% と予測した。

12 年度は復興需要の本格化を背景に、景気は回復軌道をたどるとみられ、需給ギャップは縮小しよう。米景気の回復ペースが徐々に高まることで、行き過ぎた円高もある程度是正されるとみられる。もっとも、国内需給に起因したデフレ圧力は根強く、米国式コア指数はマイナス圏での推移が続くと予想される。12 年度のコア消費者物価は前年比横ばい、米国式コア指数は前年比マイナス 0.2% と予測した。



GDPデフレーターは、11年度が前年比1.5%の下落、12年度が0.3%の下落と15年連続のマイナスと予測した。

なお、原子力発電所の稼働停止に伴う火力発電比率の上昇で、電力料金の本格改定が実施される可能性もあるが、予測期間中、本格改定による電力料金の値上げは見込んでいない。

(2) デフレ傾向が続き、実質ゼロ金利からの政策転換は13年度以降に持越し

日銀は、10月27日に金融政策決定会合を開催し、無担保コールレートの誘導目標を0～0.1%に据え置く一方、量的面での金融緩和措置を強化した。「資産買入等の基金」を50兆円程度から55兆円程度に増額し、長めの金利の低下を促すために、増額分は全て長期国債の購入に充てることにした。白川総裁は日本経済について、「当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まり、震災復興関連の需要が顕在化していくことから、緩やかな回復経路に戻っていく」との見方を示した。ただ、円高の進行や欧州の債務問題が日本経済に与える影響などを検討し、「今回は下振れリスクをより意識したほうがいいということで緩和を決定した」と述べている。ちなみに、27日に発表された展望レポートでは、海外経済の減速や円高加速を踏まえて、11年度の実質成長率を7月時点の0.4%から0.3%に、12年度の実質成長率を2.9%から2.2%に下方修正している。コア消費者物価は、8月の基準改定による下振れを受けて、11年度が前年比横ばい、12年度が0.1%の上昇といずれもゼロ近辺に下方修正した。

当研究所でも、景気は回復基調で推移するものの、コア消費者物価の前年比は12年度までマイナス圏からゼロ近辺での動きが続くと予測している。利上げの条件である「物価の安定が展望できる情勢」に至るまでには時間を要する見通しで、実質ゼロ金利からの政策転換は13年度以降に持ち越されると予想される。

以上
(角田 匠)

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

<11年度、12年度の日本経済予測(前年度比)>

(単位: %、10億円)

	08年度 <実績>	09年度 <実績>	10年度 <実績>	11年度 <予測>	12年度 <予測>
名目GDP	4.6	3.7	0.4	1.0	2.2
実質GDP	4.1	2.4	2.4	0.5	2.5
国内需要	3.0	2.7	1.6	1.2	2.0
民間部門	3.6	5.0	2.0	0.9	2.1
民間最終消費支出	2.2	0.0	1.0	0.3	0.7
民間住宅投資	3.6	18.2	0.2	5.4	9.0
民間企業設備	6.9	13.6	4.2	1.0	5.2
民間在庫品増加	1,678	4,192	1,773	524	509
政府部門	1.1	5.2	0.1	2.2	1.6
政府最終消費支出	0.2	3.5	2.3	2.1	0.1
公的固定資本形成	6.8	14.3	9.8	2.4	10.1
財・サービスの純輸出	21,329	20,135	26,856	24,721	28,414
財・サービスの輸出	10.4	9.6	17.1	0.9	7.8
財・サービスの輸入	4.2	11.0	10.9	4.9	5.0

(備考) 内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<実質成長率の需要項目別寄与度>

(単位: %)

	08年度 <実績>	09年度 <実績>	10年度 <実績>	11年度 <予測>	12年度 <予測>
実質GDP	4.1	2.4	2.4	0.5	2.5
国内需要	2.9	2.7	1.5	1.2	2.0
民間部門	2.7	3.9	1.4	0.7	1.6
民間最終消費支出	1.2	0.0	0.5	0.2	0.4
民間住宅投資	0.1	0.6	0.0	0.1	0.3
民間企業設備	1.1	2.1	0.5	0.1	0.7
民間在庫品増加	0.3	1.1	0.5	0.2	0.2
政府部門	0.2	1.2	0.0	0.5	0.4
政府最終消費支出	0.0	0.7	0.4	0.4	0.0
公的固定資本形成	0.3	0.6	0.5	0.1	0.4
財・サービスの純輸出	1.2	0.3	0.9	0.6	0.4
財・サービスの輸出	1.8	1.5	2.3	0.1	1.2
財・サービスの輸入	0.7	1.8	1.4	0.7	0.8

(備考) 内閣府資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<前提条件>

	08年度 <実績>	09年度 <実績>	10年度 <実績>	11年度 <予測>	12年度 <予測>
為替レート(円/ドル)	100.6	92.8	85.7	79.0	84.0
原油価格(CIF、ドル/バレル)	92.6	69.0	83.8	111.0	108.0
(前年比、%)	18.8	25.5	21.5	32.5	2.7
公定歩合(%)	0.30~0.75	0.30	0.30	0.30	0.30
無担保コール翌日物(%)	0.10~0.50	0.10	0.00~0.10	0.00~0.10	0.00~0.10
春闘賃上げ(%)	1.99	1.83	1.82	1.83	1.88

(備考) 日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<主要経済指標の推移と予測>

	08年度 <実績>	09年度 <実績>	10年度 <実績>	11年度 <予測>	12年度 <予測>
鉱工業生産指数 (前年比、%)	94.4 12.7	86.1 8.8	93.8 8.9	92.0 1.9	97.6 6.1
第3次産業活動指数 (前年比、%)	100.1 2.8	96.7 3.4	97.8 1.1	98.2 0.4	100.4 2.2
完全失業率(季調済、%)	4.1	5.2	5.0	4.5	4.3
国内企業物価(前年比、%)	3.1	5.2	0.7	1.9	0.6
コア消費者物価(前年比、%) (生鮮食品を除く総合)	1.2	1.6	0.8	0.1	0.0
米国式コア(前年比、%) (食料・エネルギーを除く総合)	0.0	1.0	1.1	0.8	0.1

(備考) 1. 経済産業省、総務省資料などより作成
2. 予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<経常収支>

(単位：億円、%)

	07年度 <実績>	08年度 <実績>	09年度 <実績>	10年度 <実績>	11年度 <予測>	12年度 <予測>
経常収支	245,444	123,363	157,817	161,255	105,980	150,880
前年差	33,906	122,080	34,454	3,438	55,275	44,900
名目GDP比(%)	4.8	2.5	3.3	3.4	2.3	3.1
貿易・サービス収支	90,902	8,878	47,813	52,225	29,954	948
前年差	9,042	99,780	56,691	4,412	82,179	29,006
貿易収支	116,861	11,591	65,998	64,955	10,125	17,045
前年差	12,022	105,270	54,407	1,043	75,080	27,171
サービス収支	25,960	20,469	18,185	12,730	19,829	17,993
前年差	2,981	5,491	2,284	5,455	7,099	1,836
所得収支	167,544	145,531	120,759	120,779	146,005	163,898
前年差	25,060	22,013	24,772	20	25,226	17,893
経常移転収支	13,002	13,290	10,755	11,749	10,071	12,070
前年差	196	288	2,535	994	1,678	1,999

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<主要国の実質成長率の推移と予測>

(単位：前年比、%)

国名	07年	08年	09年	10年	11年(予)	12年(予)
米 国	1.9	0.3	3.5	3.0	1.8	2.8
ユ ー ロ 圏	2.8	0.3	4.1	1.7	1.5	0.4
ドイツ	2.8	0.7	4.7	3.5	2.9	0.8
フランス	2.3	0.1	2.7	1.4	1.5	0.4
イギリス	2.7	0.1	4.9	1.3	1.0	1.1
韓 国	5.1	2.3	0.3	6.2	3.7	3.3
台 湾	6.0	0.7	1.9	10.9	4.4	3.0
香 港	6.4	2.3	2.7	7.0	5.0	4.2
シンガポール	8.8	1.5	0.8	14.5	5.3	3.8
タ イ	5.0	2.5	2.3	7.8	2.3	4.0
マレーシア	6.5	4.8	1.6	7.2	4.5	4.3
インドネシア	6.3	6.0	4.6	6.1	6.4	5.1
フィリピン	6.6	4.2	1.1	7.6	4.3	3.1
中 国	14.2	9.6	9.2	10.4	9.3	9.0

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所