

**SCB**SHINKIN  
CENTRAL  
BANK

内外経済・金融動向

No. 23-8

(2012.3.29)



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

〒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>**日本経済の中期展望**

- 12～16年度の年平均成長率は名目1.8%、実質1.6%と予測 -

**< 要 旨 >****1. 世界経済の持直しと復興需要を下支えに日本経済は回復基調**

生産活動は東日本大震災やタイの洪水で停滞した分を挽回する形で回復を続けている。輸出は円高や欧州景気の低迷がマイナス要因だが、米国経済は回復の勢いを取り戻しつつあり、先行きは対米自動車輸出をけん引役に上向こう。国内民間需要の自律回復力は依然としてせい弱ながら、復興需要の本格化を下支えに日本経済は回復基調を維持すると予想される。

**2. 米国経済は年後半から13年にかけて回復テンポを高める見通し**

日本経済の回復をリードするのは引き続き輸出であり、その前提となる世界経済のカギを握るのが米国である。米国経済は、昨年後半から雇用の回復ペースが高まるなど、景気回復の動きが広がっている。バブル崩壊後のバランスシート調整も最終局面にある。米景気はペントアップ・デマンド（不況期に抑制された需要）の顕在化で、13年にかけて成長ペースを高めよう。

**3. 日本経済の本格回復に向けたカギは設備投資**

設備投資の回復に弾みが付かないが、企業の投資マインドが冷え込んでいるわけではない。短期的には震災後の復旧やリスク分散のための生産拠点の再構築、中期的にはリーマン・ショック以降手控えられてきた更新投資の再開が見込まれる。ただ、設備投資の本格回復には、行き過ぎた円高の是正や電力の安定供給が条件となろう。

**4. 日本経済は13年度から14年度にかけて民需主導の自律回復局面へ**

日本経済は復興需要を下支えに回復し、世界経済の持直しで輸出も徐々に力強さを取り戻そう。13年度から14年度にかけて民需主導による自律回復局面に入ると予想される。ちなみに、実質ゼロ金利政策は14年度に解除され、消費税率は15年度に8%に引き上げられると想定した。国全体の資金余剰（経常黒字）は、中長期的にも維持されるとみられ、資金需給のタイト化に伴う過度な金利の上昇は避けられよう。長期金利は上昇傾向で推移しようが、景気回復を反映した範囲内にとどまると予想される。

(注)本稿は2012年3月28日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の予測

(単位：%)

	2010年度 実績	11年度 予測	12年度 予測	13年度 予測	14年度 予測	15年度 予測	16年度 予測
<b>実質GDP</b>	<b>3.1</b>	<b>0.2</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>2.5</b>	<b>0.1</b>	<b>1.3</b>
個人消費	1.5	0.6	0.8	0.7	1.9	0.9	0.8
住宅投資	2.3	4.0	6.9	1.9	5.8	5.5	0.4
設備投資	3.5	1.5	4.2	5.8	3.8	2.5	3.3
公共投資	6.8	2.6	8.3	7.2	2.1	0.8	0.3
純輸出(寄与度)	(0.8)	(0.9)	(0.2)	(0.8)	(0.5)	(0.4)	(0.2)
<b>名目GDP</b>	<b>1.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>2.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>

(備考)内閣府「国民経済計算年報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

## 1. 世界経済の持ち直しと復興需要を下支えに日本経済は回復基調

### (1) 供給制約の解消で生産活動は回復軌道へ

日本経済は昨年後半にかけて弱含み、11年10～12月の実質GDP（2次速報）は前期比0.2%減（年率0.7%減）と2四半期ぶりにマイナス成長となった。ただ、タイの洪水による部品不足で輸出が一時的に下振れしたことが主因であり、東日本大震災からの復興を中心とする景気回復の動きは崩れていない。

タイの洪水による部品不足の影響で、鉱工業生産は11年11月に前月比2.7%減と落ち込んだ。ハードディスクや電子部品の供給不足を主因に情報通信機械が23.7%減となったほか、多くの部品を必要とする輸送機械が10.0%減と落ち込んだ。もともと、こうした供給制約は比較的短期間で解消に向かい、鉱工業生産は12月に前月比3.8%増、12年1月に1.9%増と持ち直した（図表2）。部品不足で大きく落ち込んだ情報通信機械は、12月34.8%増、1月11.3%増となり、輸送機械も12月13.2%増、1月3.2%増と急速に回復した。先行きについても、洪水で停滞した分の挽回生産が続く見通しで、1～3月の鉱工業生産は前期比で2四半期ぶりのプラスとなる。

タイの洪水に伴う供給制約によって、昨年後半にかけて輸出も押し下げられた。輸出数量指数（季節調整済み）は、11年10月に前月比5.0%減となり、11月も同2.5%減少した。欧州債務危機の深刻化や世界的な電子部品の在庫調整などが影響している面も否めないが、供給制約の影響が大きかったとみられる。生産活動が持ち直した12月には対米輸出の回復で、輸出数量は前月比1.6%増と3か月ぶりに増加した。12年1月は、中国の春節（旧正月、去年は2月）の影響などで再び減少したが、2月には対米、対アジア輸出とも持ち直し（図表3）、全体の輸出数量は前月比4.1%増加した。

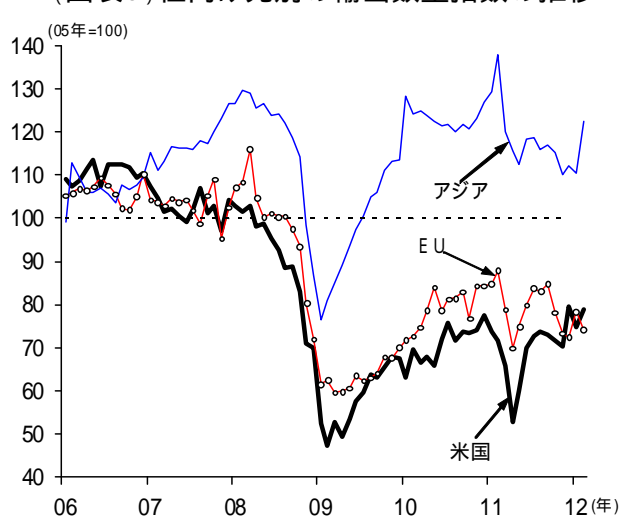
先行きについては、欧州経済の停滞が日本の輸出にとってマイナス要因となるが、景気回復の勢いを取り戻しつつある米国への輸出は底堅く推移するとみられる。足元では、米自動車販売の回復ペースが加速しているうえ、米国の日系自動車ディーラーは、東日本大震災後に減少した在庫の復元を続けている。対米輸出の35～40%を占める輸送機械の輸出がけん引役となる。アジア向け輸出も供給制約の解消が当面の下支えとなり、

(図表2) 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2～3月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3) 仕向け先別の輸出数量指数の推移



(備考) 内閣府資料より作成

年央にはアジア経済の持ち直しを受けて増勢を取り戻そう。

11年10～12月の設備投資（実質GDPベース）は、毀損した設備の再建や震災後の資材不足などで先送りされた投資が進捗し、前期比4.8%増と2四半期連続で増加した。一方、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、10～12月に前期比2.6%減と4四半期ぶりに減少した。欧州債務危機の深刻化などで様子見スタンスが広がったためであるが、企業の投資マインドが冷え込んでいるわけではない。受注見通し調査によると、12年1～3月は前期比2.3%増と再びプラスに転じる見込みである。

今後も、震災後の生産拠点の見直しや電力不足に備えた電源設備の新增設、リーマン・ショック後から手控えられてきた更新投資などを下支えに、設備投資は回復傾向を維持するとみられる。もっとも、先行きの不確実性は依然として高く、慎重な投資スタンスを維持する企業も少なくない。設備投資は今後も回復基調で推移しようが、当面の回復ペースは緩やかにとどまると予想される。

個人消費は薄型テレビへの買替え一巡による反動減が懸念されたものの、外食や旅行などのサービス消費を中心に堅調に推移している。足元ではエコカー補助金の再開で自動車販売の回復テンポが高まっている。ただ、家計の所得環境は依然として厳しく、個人消費の本格回復までにはなお時間を要すると考えられる。

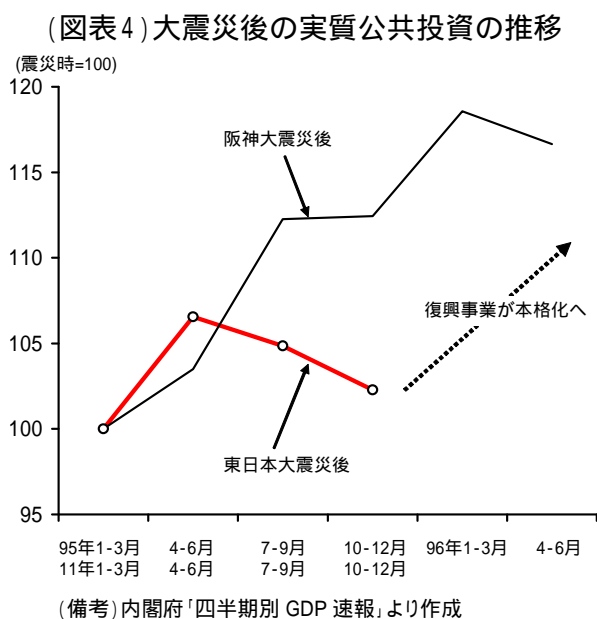
## （2）復興需要を下支えに日本経済は回復基調を維持

こうしたなか、日本経済の回復に寄与するとみられるのが、大震災後の復興需要である。がれき処理や仮設住宅の建設など震災復旧対策を中心とした11年度第1次補正予算（4兆円）と第2次補正予算（2兆円）に続いて、本格的な復興対策を盛り込んだ12兆円規模の第3次補正予算が11年11月に、第4次補正予算（2.5兆円）が12年2月に成立した。阪神大震災後の95年中に編成された3回の補正予算（合計3.2兆円）と比較しても大規模なものであり、景気の下支え効果は大きいと考えられる。

復興事業による景気押し上げ効果は、阪神大震災後の公共投資の推移からも確認できる。

阪神大震災から半年経過した95年7～9月には公共投資が本格化し、震災から1年後の96年1～3月にかけて大幅に増加した（図表4）。

今回は第3次補正予算の成立が11年11月下旬へずれ込んだ影響で復興事業の進捗も遅れているが、復興需要が日本経済を下支えする構図に変化はない。また、政府による復興事業に続いて、被災地を中心に住宅の再建も進むと予想される。個人消費と設備投資を中心とする民需の自律回復力は引き続き弱いながら、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。



## 2. 米国経済は年後半から13年にかけて回復テンポを高める見通し

### (1) 住宅価格の調整はほぼ一巡、住宅投資は12年後半にかけて水準訂正へ

当面の日本経済は復興需要を下支えに回復基調を維持しようが、中長期的に安定した成長を続けるためには、景気の自律回復機能を取り戻すことが必要である。そのリード役として期待されるのは輸出であり、世界経済の動向が重要なファクターになる。特に、米国経済の動向が、世界経済を展望するうえで重要なカギとなる。

米国経済は、09年6月をボトムに回復に転じたものの、その後の景気回復には弾みが付かず、11年(暦年)の実質成長率は1.7%と潜在成長率(2.5%程度)を下回った。11年は、東日本大震災やタイの洪水によってグローバル・サプライチェーン(世界的な供給網)が寸断され、米国経済にも供給面での制約が波及したといった側面もあるが、住宅バブル崩壊後のバランスシート調整が長引き、民需の自律回復メカニズムが機能しなかったことが最大の要因である。

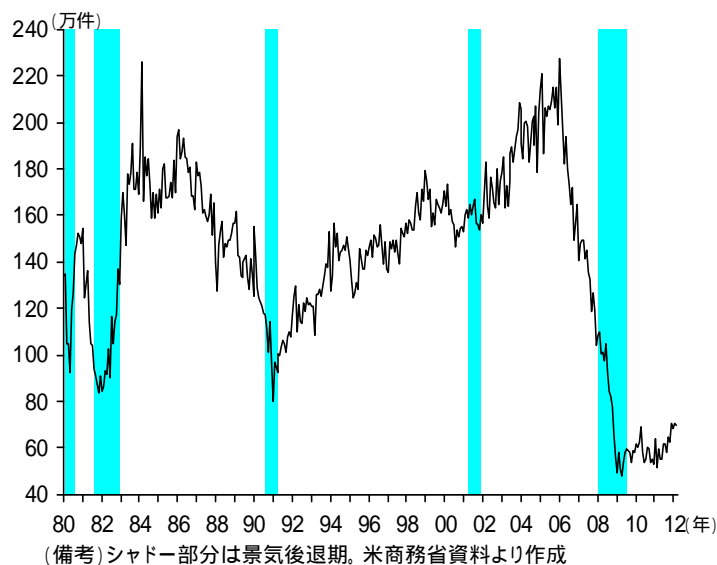
通常、不況期に大きく落ち込んだ需要(ペントアップ・デマンド)は、その後の景気回復局面では反動で増勢が加速する。需要の落ち込みが大きいほど、この動きが顕著に表れる。しかし、今回はその傾向が弱く、とりわけ住宅投資の低迷が際立っている。

住宅関連の代表的な指標である住宅着工件数(年率)は、住宅バブルの崩壊と金融危機の影響で、09年4月には年率47.8万件へ落ち込んだ(図表5)。現行統計で遡れる1959年以降で最低だった91年1月(79.8万件)を大きく下回る水準まで減少した。10年前半にはやや持ち直したものの、11年に入っても50万件台の低水準で推移した。住宅価格の下落が続いた影響で住宅の買替えが進まなかったほか、金融機関による融資基準の厳格化も大きく影響した。

ただ、11年半ば頃からは徐々に水準を切り上げ、11年11月には年率70.2万件まで回復した。金融機関の融資基準が緩和してきたことに加え、住宅ローン金利の低下が進んだことも背景にある。12年に入ってから70万件前後で推移するなど緩やかながらも回復の動きを維持している。

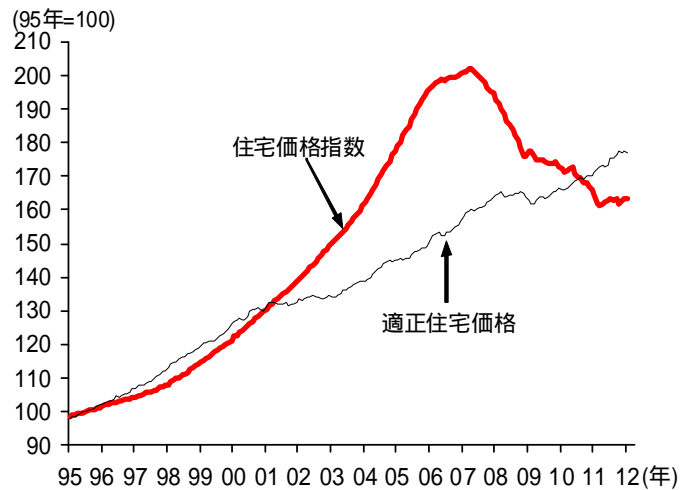
住宅価格の下落に歯止めがかかりつつあることも、住宅取得意欲の持直しに寄与している。米連邦住宅金融庁(FHFA)の全米住宅価格指数をみると、07年8月から前年比で下落が続き、直近の12年1月まで4年6か月連続のマイナスとなっているが、足元の指数水準は下げ止まっている。12年1月の指数はボトムである11年3月を1.2%上回っており、12年1~3月には前年比でプラスに転じる可能性がある。

(図表5)米国の住宅着工件数の推移(年率)



実際、足元の住宅価格はすでに適正な価格まで調整が進んでいると考えられる。住宅価格の年収倍率や持ち家比率が安定していた95年を基準として、年収倍率が一定となる水準を適正住宅価格<sup>1</sup>とすると、06年頃に30%程度上方かい離していた住宅価格は、10年9月に適正価格を下回り、足元では適正価格を8%程度下回っている(図表6)。適正価格は所得の動きだけから算出した数値であり、やや幅を持ってみる必要があるが、住宅ブームで高騰した価格の調整はほぼ一巡したと考えられる。先行きも差し押さえられた不動産の放出などで住宅価格に対する下押し圧力は続こうが、住宅価格がもう一段水準を切り下げる可能性は小さい。

(図表6)住宅価格の推移と適正住宅価格の試算



(備考) 1. 適正住宅価格の試算方法は脚注1を参照  
2. 米連邦住宅金融庁(FHFA)資料などより作成

今後は住宅価格の先安観が薄れるにつれて、住宅取得意欲は上向くと予想される。住宅ローンの融資基準も徐々に緩和されるとみられ、住宅投資は年後半にかけてペントアップ・デマンドが顕在化する形で回復テンポを高めよう。

### (3) 足元の雇用情勢に明るさが広がる

住宅バブル崩壊後のバランスシート調整に加え、家計行動のカギを握る雇用情勢の改善の遅れも景気の本格回復を阻む要因となっていた。

非農業雇用者数は、景気が後退(景気の「山」は07年12月)に転じた直後の08年1月をピークに減少に転じた。08年9月のリーマン・ショックによって景気後退が一段と深刻化したことから、雇用の減少ペースは加速した。09年後半にかけて徐々に減少ペースが鈍化したものの、08~09年の2年間で866万人の雇用が失われた(図表7)

(図表7)08~09年と10~11年の  
主要業種別雇用者数の増減比較

	(単位:万人)	
	08~09年	10~11年
非農業雇用者数	-866	287
鉱業	-8	16
建設	-184	-11
製造業	-228	34
民間サービス	-458	296
卸小売	-178	47
金融・保険・不動産	-55	2
ビジネスサービス	-158	112
医療・福祉・教育	80	73
宿泊・娯楽	-62	53
政府	10	-49

(備考)米労働省資料より作成

10年に入ると景気の持直しが緩やかに波及する形で雇用情勢も改善方向に転じたものの、総じて回復感の乏しい動きが続いた。11年も雇用者数は増加傾向で推移したが、10~11年合計の雇用増加数は287万人、月平均では

<sup>1</sup> 住宅価格の上昇は、物価や賃金の動きに応じた範囲であれば適正と考えられる。実際、90年代の住宅価格指数の上昇は、年収(1人当たり雇用者所得)の上昇と同程度であった。新築住宅販売の中間価格も、90年代は年収(1人当たり雇用者所得)の5倍前後で安定しており、90年代の住宅価格は適正水準にあったと考えられる。この状況を踏まえ、持ち比率も安定していた95年を基準として、そこからの年収倍率が一定に維持される水準、すなわち年収の伸びを住宅価格の適正上昇率と仮定した。

11.9万人増にとどまった。08～09年に喪失した雇用者数の33%を取り戻したにすぎず、雇用の回復を実感できる状況には至らなかった。

過去2年の雇用情勢は、力強さを欠く回復にとどまったものの、足元では回復の勢いを増している。12年2月の非農業雇用者数は前月比で22.7万人増加した。基調的な動きを示す3か月平均では24.5万人増と、巡航速度と考えられる10万人程度の増加数を大幅に上回っている。また、11年9月まで9%台で高止まっていた失業率は、12年2月に8.3%へ低下した。非労働力人口が高止まりしていることから判断すると、引き続き求職活動を見送る失職者は少なくないとみられるが、雇用情勢は着実に改善している。

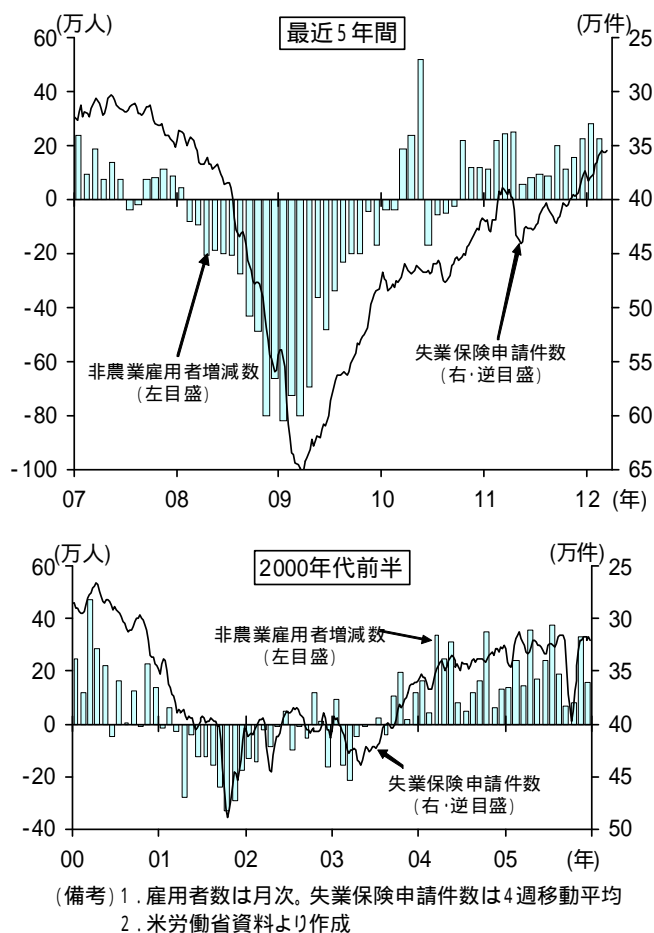
失業保険申請件数も雇用情勢が安定した回復局面を迎えつつあることを示唆している。3月17日終了週の失業保険申請件数は34.8万件と前週比で0.5万件減少し、08年3月以来4年ぶりの低水準となった。4週移動平均では35.5万件と、雇用の本格回復のメドとされる40万件を19週連続で下回っている(図表8)。2000年代前半の局面をみても、失業保険申請件数(4週移動平均)が12週連続(3か月)で40万件を下回った03年12月頃から雇用情勢の改善傾向が定着した。

今後の雇用情勢については、厳しい財政運営を強いられている州・地方政府の人員削減が続くとみられるものの、民間部門を中心に着実な回復軌道をたどると予想される。

#### (4) 年後半から13年にかけて成長ペースを高める見通し

雇用環境の改善で家計のマインドは上向いており、個人消費は回復傾向で推移している。また、景気の回復に伴って金融機関が消費者ローンの融資基準を緩めていることも個人消費の回復に寄与している。特に、消費マインドと資金調達環境に大きな影響を受ける自動車販売は、11年後半から回復ペースが加速している。月次の販売台数をみると、11年9月に年率1,300万台を回復し、12年1月には1,413万台、2月には1,503万台まで回復した(図表9)。年率1,500万台はリーマン・ショック前の08年1～2月のレベルである。11年半ばにかけて、東日本大震災の影響で日本からの部品や完成車の供給が不足したことによる反動といった側面もあるが、雇用・所得・資金調達環境の改善を受けて、ペントアップ・デマンドが顕在化し始めたと考えられる。

(図表8) 非農業雇用者数と失業保険申請件数  
＜最近5年間と2000年代前半＞

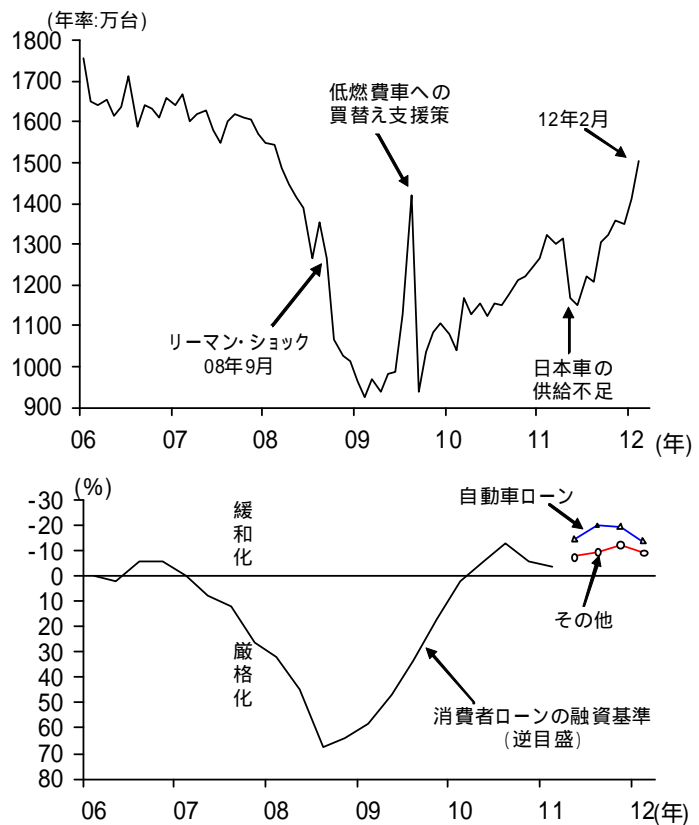


一方、バブル崩壊後のバランスシート調整が続いていることが、個人消費を下押しする要因である。ただ、米国は日本とは異なり住宅バブル崩壊後もデフレに陥ることがなかったため、過剰債務の調整は着実に進展した。雇用・所得環境も改善が続いており、過剰債務の調整圧力は今後一段と低下しよう。年後半から13年にかけて、個人消費は本格的な回復局面に入ると予想される。

企業部門は不動産バブル崩壊の影響が限定的であったため、家計部門とは異なり順調な回復軌道をたどっている。特に、ドル安によって競争力を高めた輸出は、企業部門回復の原動力となっている。米国の実質輸出は、09年4月を底に回復に転じ、11年3月にはリーマン・ショック前のピーク水準（08年8月）を上回った。ただ、11年後半から輸出の増勢は鈍化している。タイの洪水やそれに伴うアジア地域での生産調整に加え、欧州経済の混乱が影響している。欧州経済はこの先も停滞が続くとみられ、欧州向け輸出は伸び悩もう。

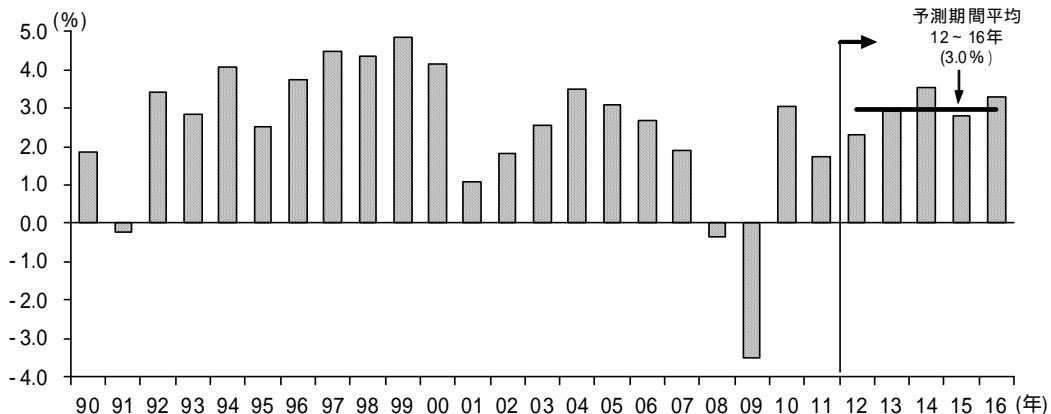
今回の景気回復に貢献してきた設備投資も増勢一服となっており、今年前半の米国の実質成長率は2%台前半にとどまる可能性もある。しかし、雇用情勢の改善は今後も着実に進むとみられ、年後半には個人消費と住宅投資をけん引役に、実質成長率は潜在成長率(2.5%程度)を上回るペースへ加速しよう。自律回復の動きが広がる13年以降は、

(図表9)米国の自動車販売台数(年率)と融資基準



(備考) 1. 自動車販売台数は、乗用車と小型トラックの合計  
2. 11年1~3月以前は自動車を含む消費者ローン全体  
3. 米商務省資料などより作成

(図表10)米国の実質成長率の推移と予測



(備考)米商務省資料、予測は信金中金 地域・中小企業研究所

景気の回復に弾みが付くと予想される。

住宅バブル崩壊後の構造調整がほぼ一巡することで、ペントアップ・デマンドがようやく顕在化し、11年を起点とする5年間の平均成長率は3.0%まで回復すると予測した(図表10)。

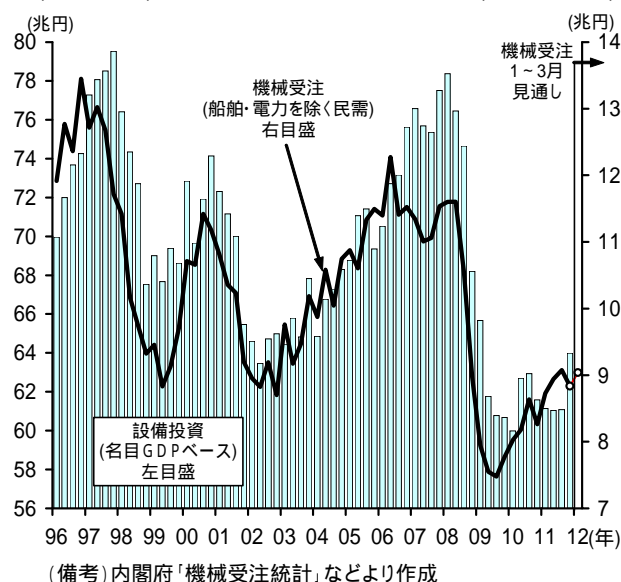
### 3. 日本経済の本格回復に向けたカギは設備投資

#### (1) 足元の設備投資は緩やかな回復基調

日本経済にとって輸出と並ぶ企業部門の柱が設備投資であり、民需主導の自律回復を実現するためには、設備投資の本格回復が不可欠である。

11年10～12月の設備投資(実質GDPベース)は前期比4.8%増と2四半期連続で増加した。震災後の資材不足などで先送りされていた投資が進捗したことに加え、毀損した設備の再建や建設機械への投資も増えた。一方、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、10～12月に前期比2.6%減と4四半期ぶりに減少した(図表11)。円高や欧州債務危機

(図表11) 名目設備投資と機械受注(年率換算)



の深刻化などで企業の投資スタンスが慎重化したためであるが、リーマン・ショック後のように投資マインドが冷え込んでいるわけではない。受注見通し調査によると、12年1～3月は前期比2.3%増と再びプラスに転じる見込みである。

今後も、震災後の生産拠点の見直しや電力不足に備えた電源設備の新增設、リーマン・ショック後から手控えられてきた更新投資などを下支えに、設備投資は回復傾向を維持するとみられる。もっとも、欧州債務問題や為替相場の行方、電力不足や電力料金の値上げなど、先行きの不確実性は依然として高く、慎重な投資スタンスを維持する企業も少なくない。設備投資は今後も回復基調で推移しようが、当面の回復ペースは緩やかにとどまると予想される。

#### (2) 設備投資は中期的な回復局面

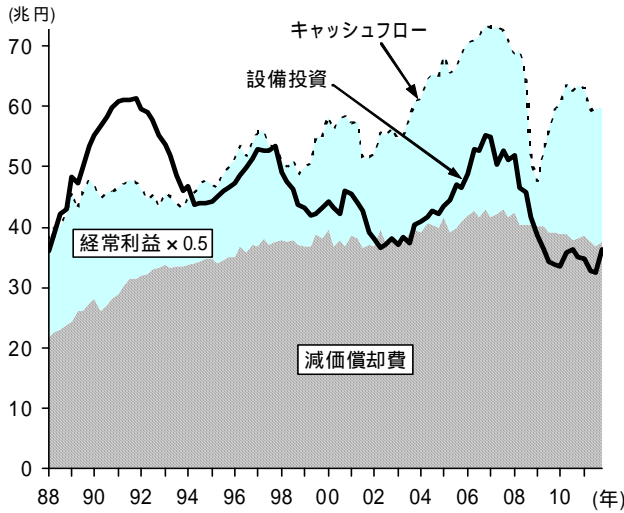
中期的には設備投資の水準訂正が進む余地が大きいと考えられる。例えば、法人企業統計ベースでみた設備投資は、リーマン・ショック後に大きく落ち込み、09年以降は減価償却費を下回る状態が続いている(図表12)。新設投資だけでなく、更新投資も手控えられているということであり、企業の競争力を維持するといった観点からみると設備投資は抑制されすぎている。世界経済に対する不透明感は依然として根強いものの、米国経済に明るい動きが広がり、円高に歯止めがかかったことなどから、企業の投資意欲は徐々に持ち直そう。潤沢なキャッシュフローの有効利用を模索する大企業を中心に、競争力の維持・強化を目的とした前向きな投資が動き始める可能性は大きい。



内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」をみても、中期的な設備投資の回復が見込まれている。今後3年間(12~14年度)の設備投資の年平均増加率は、全産業で4.1%、うち製造業4.9%、非製造業3.2%となっている(図表13)。前年の調査(全産業の年平均増加率は3.4%)に比べても伸びは高まっている。また、調査時期(12年1月)から判断すると、東日本大震災の影響や円高が考慮されたうえでの計画であり、企業の投資意欲の底堅さを示す結果といえる。

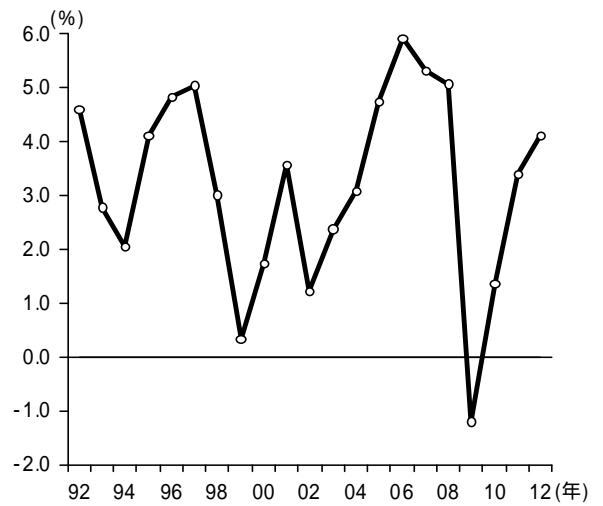
当研究所による今回の中期展望でも設備投資は堅調に推移すると予想している。12年度から16年度までの実質設備投資は年平均で3.9%の増加と予測した。個人消費や住宅投資といった家計部門の需要に比べても高めの伸びであり、設備投資が国内民間需要のけん引役になると予想している。

(図表12)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

(図表13)今後3年間の設備投資の  
増減率見通し



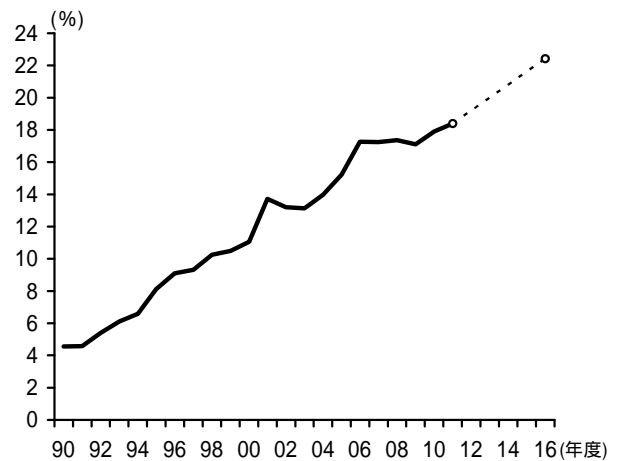
(備考) 1. 12年の伸び率は、12~14年度の年平均増加率  
2. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より作成

### (3) 円高と電力不足が設備投資回復へ向けたリスク要因

ただ、円高の長期化に加え原発停止に伴う電力不足や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。足元では円高に歯止めがかかっているが、依然として過去最高値圏にあり、行き過ぎた円高の是正が進まなければ、設備投資の海外シフトが一段と加速する可能性が高まる。原発の再稼働見送りによる電力不足の長期化も、設備投資の海外流出を促す要因になる。

実際、高い成長が見込まれる東アジアを中心に生産拠点のシフトは着実に進んでおり、この先もその傾向は続くとみられる。

(図表14)製造業の海外生産比率



(備考) 1. 11年度は実績見込み、16年度は見通し  
2. 海外現地生産を行っていない企業も含めた単純平均  
3. 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より作成

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によると、製造業の海外生産比率はほぼ一貫して上昇を続け、11年度（実績見込み）には18.4%まで上昇した（図表14）。16年度には22.4%まで上昇する見通しである。

陳腐化した技術や付加価値の低下した分野を人件費等の安い地域に移転することで、価格競争力を維持し、現地の需要を取り込むことによって日本からの輸出も誘発されるといった国際分業は日本経済にとってもメリットが大きい。しかし、現在の日本企業を取り巻く環境は極めて厳しく、先端技術や基幹部品などの分野でも空洞化が進む恐れが高まっている。日本経済が成長を続けていくためには、先端技術など高付加価値分野の海外流出を最小限に抑える必要がある。

エネルギー政策や円高対策といった政策対応を誤れば、国内投資が抑制されるだけでなく、競争力の高い製品や高付加価値分野についても海外シフトが加速するリスクが高まろう。

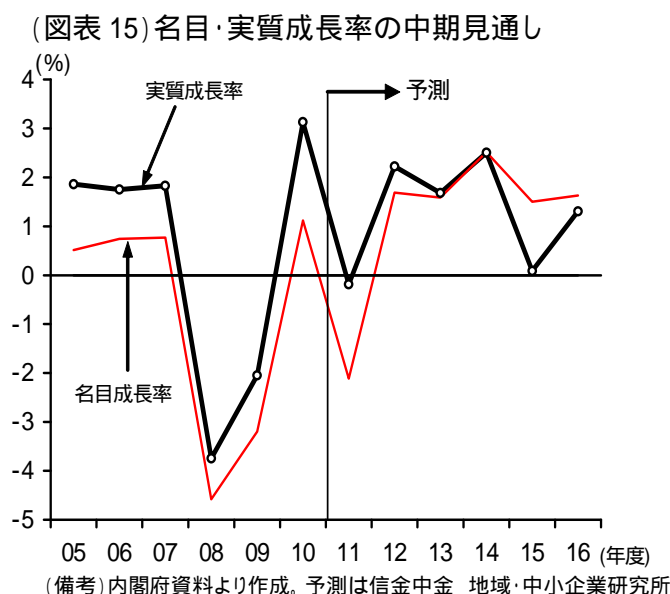
#### 4. 日本経済は13年度から14年度にかけて民需主導の自律回復局面へ

##### (1) 12~16年度の年平均成長率は名目1.8%、実質1.6%と予測

東日本大震災の影響で、11年度の実質成長率はマイナス成長を余儀なくされたとみられるが、サプライチェーンの復旧や、被災地での復旧・復興事業に支えられ、11年半ば以降は回復基調で推移した。12年度には復興需要の本格化を主因に、成長ペースは高まろう。

13年度には復興事業の一巡で公共投資を中心とする政府支出が減少すると想定しているが、世界経済の回復を映して輸出の伸びが加速しよう。企業収益の回復で、設備投資も力強さを取り戻すとみられる。日本経済は、13年度から14年度にかけて民需主導による自律回復局面に入ると予想される。

なお、政府は現行5%の消費税率を14年4月に8%、15年10月に10%へ引き上げる方針を打ち出しているが、現時点では法案成立の見通しは立っていない。このため、消費税率に関しては、前回の中期展望と同様に15年4月に8%へ引き上げられるとの前提を据え置いた。消費税率の引上げ前後では駆け込み需要とその反動が予想される。また、消費税率が引き上げられる15年度は、実質所得の目減りによって個人消費が押し下げられると想定した。今後5年間（12~16年度）の年平均成長率は名目1.8%、実質1.6%と予測した（図表15）。



## (2) 今後5年間の景気動向

### <12年度> ~ 復興需要の本格化が景気回復に寄与

政府による公共施設の再建や港湾整備、住宅の高台移転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。公共投資は前年比8.3%増と景気回復に大きく寄与しよう。

11年度の景気を下押しした供給制約が解消することも、12年度の成長率を押し上げよう。欧州経済の停滞が続くものの、米国や新興国経済は回復の勢いを取り戻すとみられ、輸出は回復基調で推移しよう。一方、LNGなどの燃料を中心に輸入の増加が続くため、純輸出のプラス寄与度は0.2%ポイントにとどまると予測した。

企業活動の持ち直しで雇用環境は改善が続こうが、賃金の回復ペースは鈍く、個人消費の本格回復までは期待できない。エコカー補助金の再開などプラス要因もあるが、12年度の個人消費は前年比0.8%増と回復ペースは引き続き緩やかと予測した。

### <13年度> ~ 政府による復興需要から民間需要にバトンタッチ

米国をけん引役に世界経済の回復テンポが高まり、輸出の回復に弾みが付こう。輸出は前年比9.9%増、純輸出は実質成長率を0.8%ポイント押し上げると予測した。企業収益の回復に伴って設備投資も本格的な回復局面に入ると予想される。復興事業の一巡で公共投資を中心とする政府支出が減少に転じることが成長率を押し下げる要因となるが、日本経済は復興需要から、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と予想される。

### <14年度> ~ 民需主導による自律回復が続く ~ 年度末にかけて駆け込み需要

景気回復が家計部門に波及し、個人消費と設備投資を中心とする民需の自律回復が続くとみられる。世界経済は堅調な動きを続け、輸出も底堅く推移しよう。また、15年4月から消費税率が8%へ引き上げられると想定しているため、14年度下期には個人消費や住宅投資の駆け込み需要が発生すると予想される。個人消費をけん引役に、14年度の実質成長率は2.5%と高めの成長を見込んだ。

### <15年度~16年度> ~ 消費税率の引上げが下押し要因に

15年度入り直後は駆け込み需要の反動減が避けられない。また、消費税率の引上げによってモノとサービスの価格が上昇し、実質個人消費は前年比0.9%減と落ち込もう。住宅投資も減少に転じるとみられる。輸出が日本経済を下支えしようが、15年度の実質成長率は0.1%とほぼ横ばいにとどまると予想される。消費税率引上げの影響が一巡する16年度は、潜在成長率並みの回復ペースに戻ると予測した。

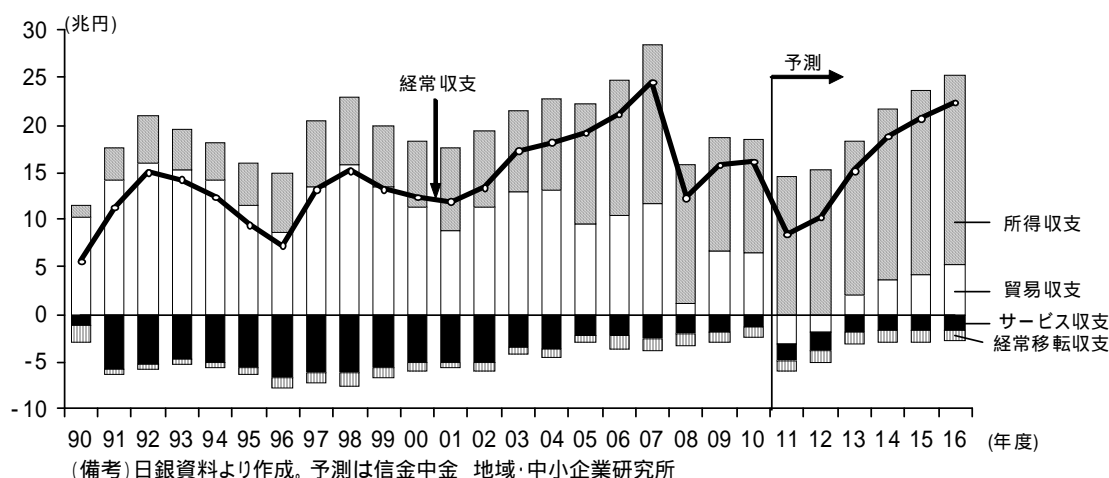
## (3) 所得収支黒字の拡大を背景に経常収支は中期的にも黒字基調

東日本大震災以降、貿易収支の基調は赤字が続いており、11年度全体でも貿易収支は赤字に転じたもようである。現行統計(85年以降)では初めての赤字であり、旧基準で遡ると79年度以来の赤字となる。もっとも貿易収支の赤字転落は、サプライチェーンの寸断による輸出の停滞に加え、原発停止に伴う燃料輸入の大幅な増加といった一時的な

要因が大きい。欧州経済の低迷や世界的な電子部品の在庫調整が影響している面も否めないが、最大の要因は供給制約と燃料輸入の増加である。

足元では、米国向けの自動車輸出が上向いているほか、アジア向け輸出にも底打ちの兆しがみられる。12年後半から13年にかけて米国経済は本格的な回復局面を迎え、日本の輸出も着実に持ち直していくと予想される。原発の再稼働を巡り、地元自治体との調整が難航しているが、安全性が確認された原発の稼働が順次再開されると想定しており、燃料輸入の増加には歯止めがかかろう。貿易収支は13年度以降、黒字を確保すると予想される(図表16)。

(図表16) 経常収支の推移と予測



貿易収支が赤字となるなか、海外からの利子・配当などを含めた経常収支も近く赤字に転落するとの見方が一部で指摘されている。経常収支はモノの取引を示す貿易収支のほか、海外旅行や輸送費用などのサービス収支、海外投資から得られる利子・配当といった所得収支などで構成される。国全体の対外的な収支尻にあたり、定義上、国全体の資金過不足に一致する。仮に、日本の経常収支が赤字に転じれば、国全体として資金が不足し、大量に発行される国債を国内資金だけでは吸収できなくなる。海外資金に依存する分、高い利回りを要求され、場合によっては資金調達難からギリシャのような財政危機に陥る恐れもある。

もともと、日本の経常収支は中長期的に黒字を維持できると考えられる。前述したように、貿易赤字が定着する可能性が低いとみられることに加え、所得収支の黒字幅が今後一段と拡大すると予想されるためである。

年度ベースの所得収支黒字の推移をみると、2000年代後半にかけて拡大が続き、07年度には16.8兆円に拡大した。リーマン・ショック後は世界的な金利の低下や世界経済の悪化で利子・配当の受取りが減少し、09年度の所得収支黒字は12.1兆円に縮小したが、11年度には14兆円程度まで回復したとみられる。

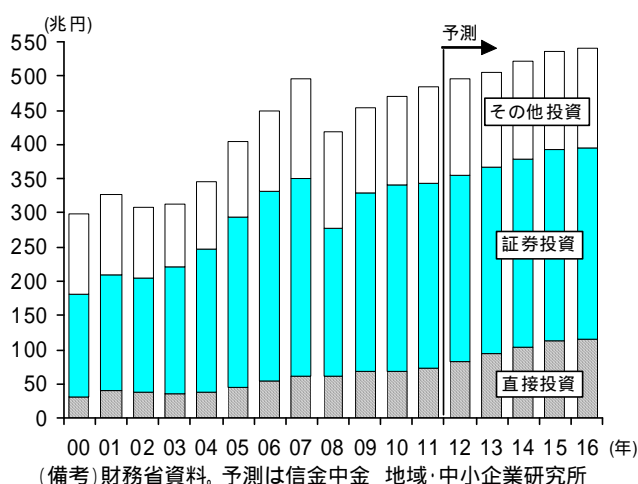
12年度以降も、利子・配当など所得収支黒字の拡大が続く公算が大きい。日本の対外資産は、企業の海外進出や余剰資金による海外投資の拡大で、増加傾向をたどっている。11年末には、直接投資残高が74兆円、証券投資残高が267兆円まで拡大した(図表17)。企業は、今後も高成長が続くアジアを中心に対外資産を積み上げていく可能性が高く、

直接投資残高は拡大が続こう。

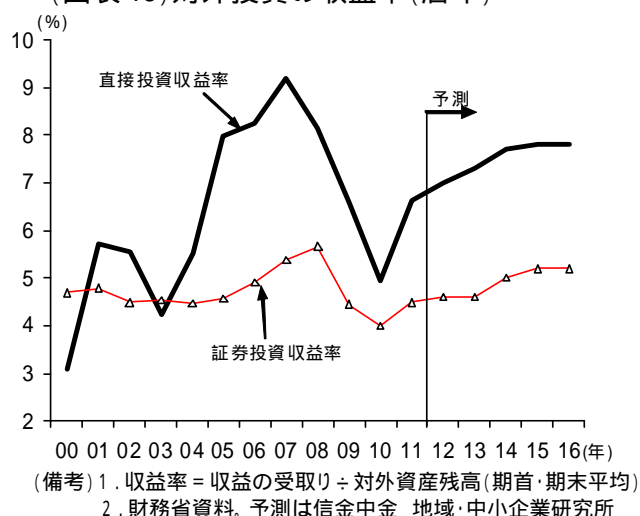
リーマン・ショック後に落ち込んだ対外直接投資の収益率も持ち直しつつある（図表18）。今後、世界経済が回復の勢いを取り戻すにつれて収益率も改善すると予想される。世界的な低金利が長引き、証券投資収益率の改善ペースは緩やかにとどまるとみられるが、対外資産残高の増加と直接投資収益率の改善で投資収益の受取りは増加傾向で推移しよう。行き過ぎた円高も徐々に修正されると想定しており、16年度の所得収支黒字は20.0兆円に膨らむと予測した。

今後も生産拠点の海外シフトが進むとみられ、日本の貿易収支が2000年代半ば頃までの10兆円を超える大幅な黒字を回復することは難しいが、所得収支黒字の拡大で経常収支は中長期的に黒字を維持すると予想される。

(図表 17) 対外資産残高(年末)



(図表 18) 対外投資の収益率(暦年)



#### (4) デフレ圧力は根強く、超低金利からの政策転換は14年度以降

日銀は、08年12月以降無担保コールレートの誘導目標を0.1%に据え置いている（10年10月以降は0~0.1%）。量的面での緩和措置については、09年12月に年0.1%の固定金利で10兆円の資金を供給する新型オペを導入し、10年10月にはCPやETFなど多様な金融資産の買入れを行う「資産買入等の基金」の創設を決めた。固定金利で資金を供給するオペを統合した基金の規模は35兆円程度となった。日銀は、その後も段階的に基金の規模を引き上げる追加緩和を進め、12年2月13~14日の金融政策決定会合では、基金の規模を65兆円程度に増額することを決めた。

金融緩和策の強化と同時に、デフレ脱却に向けた日銀の姿勢を明確化する取組みの一環として、「中長期的な物価安定の目途」を新たに導入した。従来の「中長期的な物価安定の理解（消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度）」と比べて大きな違いはないが、「当面は消費者物価上昇率で1%を目途とし、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」と表明し金融政策運営において目指す物価上昇率を明確にした。

ただ、デフレ圧力は依然として根強く、物価の下落には歯止めがかかっていない。代表的な物価指標であるコア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は11年10月以降マイナスが続き、12年1月は前年比で0.1%下落した。ガソリンや電力・ガス料金の値上がりで、小幅な下落にとどまっているが、国内需給を反映する物価の下落率は大きい。12年1月の食料とエネルギーを除く総合指数（米国式コア）は、前年比0.9%の下落と大幅なマイナスが続いている（図表19）。



物価の下落傾向は今後も続く可能性が大きい。日本経済は復興需要を支えに回復基調を維持すると想定しているが、大幅な需給ギャップや円高の影響でデフレからの脱却には時間を要すると考えられる。原油市況が一段と高騰した場合には、ガソリン価格の上昇などでコア消費者物価が押し上げられようが、米国式コアでみた消費者物価は下落傾向で推移しよう。

中期的には、景気は民需主導による自律回復の動きを取り戻し、行き過ぎた円高もある程度是正されることで、デフレ圧力は徐々に和らいでいくとみられる。もっとも、13年度においても、消費者物価の下落に歯止めがかかる程度であり、1%の上昇が視野に入るのは14年度以降と予想される。

日銀は、消費者物価上昇率が1%が見通せるまで金融緩和を推進していくことを明確にしただけに、実質ゼロ金利政策は長期化しよう。また、金融緩和策を強化している米国の動向も、今後の日銀の金融政策に少なからず影響を与えられよう。1月24～25日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）後の声明で、Fed（連邦準備制度）は「異例に低い水準のFFレートは少なくとも2014年終盤まで正当化される」との見通しを示し、超低金利政策を維持するとみられる期間を前回会合までの「少なくとも2013年半ば」から延長した。米国の金融緩和解除が、日銀による実質ゼロ金利政策解除の条件ではないが、行き過ぎた円高の是正が日本経済の本格回復とデフレ脱却にとって重要な要素であることを考えると、日銀が米国に先んじて利上げに踏み切るとは難しい。足元の米国経済は回復の勢いを取り戻しつつあり、今後の動向次第では2014年終盤より前にFFレートが引き上げられる可能性もあるが、現時点では日銀による利上げ開始は14年度以降にずれ込むと想定した。

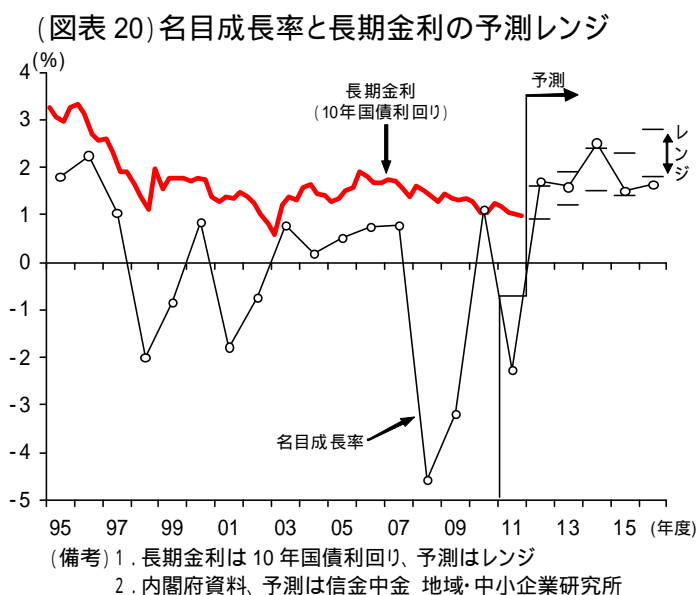
### (5) 長期金利は経済情勢に見合った範囲で推移する見通し

実質ゼロ金利政策の長期化が見込まれるものの、長期金利（10年国債利回り）は景気回復の動きを反映して徐々に水準を切り上げよう。もっとも、長期金利の水準に影響を与える名目成長率は、12年度が1.7%、13年度が1.6%と予測しており、長期金利の上昇幅は限定的にとどまると予想される（図表20）。

14年度には消費税率引上げ前の駆け込み需要で、名目成長率は2.5%に高まると想定しているほか、実質ゼロ金利の解除も視野に入るとみられ、長期金利にも上昇圧力がかかると予想される。ただ、消費税率引上げ後の成長ペースは緩やかにとどまり、ゼロ金利政策の解除後も政策金利は低水準が維持される公算が大きい。長期金利は中期的に上昇傾向で推移しようが、景気回復を反映した範囲内にとどまろう。

一方、南欧諸国の財政危機が深刻化したことから、大幅な財政赤字を抱える日本でも国債の売り圧力が高まり、長期金利が急騰するとの懸念がある。しかし、日本は南欧諸国と異なり、国全体として資金余剰の状態にある。中期的にも企業と家計を合わせた民間部門は貯蓄超過が続き、国全体としての資金余剰の状態は維持されると予想される。前述したように、国全体の資金余剰幅と定義上一致する経常黒字は、震災の影響が薄れるとともに再拡大するとみられる。余剰資金が国債の消化を支える構図が崩れる可能性は低い。今後5年間は、資金需給のタイト化に伴う過度な金利上昇リスクは小さく、長期金利は経済情勢に見合ったレンジで推移すると予想される。

以上  
(角田 匠)



本レポートは、標記時点における情報提供を目的としています。したがって投資等についてはご自身の判断によってください。また、本レポート掲載資料は、当研究所が信頼できると考える各種データに基づき作成していますが、当研究所が正確性および完全性を保証するものではありません。  
なお、記述されている予測または執筆者の見解は、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。

< 予測総括表 >

11～16年度の経済見通し

(単位:%)

	10年度 <実績>	11年度 <予測>	12年度 <予測>	13年度 <予測>	14年度 <予測>	15年度 <予測>	16年度 <予測>	12～16年度 平均成長率
実質GDP	3.1	0.2	2.2	1.7	2.5	0.1	1.3	1.6
個人消費	1.5	0.6	0.8	0.7	1.9	0.9	0.8	0.7
住宅投資	2.3	4.0	6.9	1.9	5.8	5.5	0.4	1.6
設備投資	3.5	1.5	4.2	5.8	3.8	2.5	3.3	3.9
在庫投資(寄与度)	0.8	0.4	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	-
政府最終消費	2.3	1.8	0.1	0.5	0.2	0.6	0.2	0.1
公共投資	6.8	2.6	8.3	7.2	2.1	0.8	0.3	0.2
純輸出(寄与度)	0.8	0.9	0.2	0.8	0.5	0.4	0.2	-
<輸出>	17.2	1.3	6.5	9.9	7.4	3.9	4.3	6.4
<輸入>	12.0	5.1	4.9	4.7	4.4	1.9	3.1	3.8
内需(寄与度)	2.3	0.8	2.0	0.9	2.0	0.3	1.1	-
名目GDP	1.1	2.1	1.7	1.6	2.5	1.5	1.6	1.8
GDPデフレーター	1.9	1.9	0.5	0.1	0.0	1.4	0.3	0.2
為替レート(円/ドル)	86	79	84	90	95	100	100	
完全失業率	5.0	4.5	4.3	4.0	3.9	4.0	4.0	
消費者物価(除く生鮮食品)	0.8	0.1	0.2	0.2	0.6	3.1	1.0	
経常収支(兆円)	16.13	8.48	10.27	15.17	18.80	20.71	22.36	
貿易収支	6.50	3.12	1.84	2.02	3.59	4.13	5.26	
サービス収支	1.27	1.84	1.98	1.96	1.74	1.69	1.61	
所得収支	12.08	14.51	15.30	16.34	18.16	19.50	19.97	
無担保コール翌日物(年度末)	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0-0.10	0.25	0.25	0.50	
10年国債利回り(年度平均)	1.15	1.05	1.20	1.50	1.90	1.80	2.30	
(レンジ)	0.84-1.41	0.94-1.33	0.90-1.60	1.20-1.90	1.50-2.40	1.40-2.30	1.80-2.80	
米国の実質成長率(暦年)	3.0	1.7	2.3	2.9	3.5	2.8	3.3	3.0
中国の実質成長率(暦年)	10.4	9.2	8.5	9.2	9.0	8.5	8.2	8.7

(備考) 内閣府資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所



【内外経済・金融動向バックナンバーのご案内】

号 数	題 名	発行年月
No.21-11	「日本の輸出動向」 - 日本経済の持続的成長にはアジア地域の需要を取り込むことが不可欠 -	2010年2月
No.21-12	「地域経済における製造業の産業構造の特徴と影響」 - 一部地域では産業の集積効果など地域特有の要因が雇用を下支え -	2010年3月
No.21-13	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 輸出の増加をテコに景気は持ち直しつつあるが、一部地域は足踏み -	2010年3月
No.21-14	「日本経済の中期展望」 - 10～14年度の年平均成長率は名目1.8%、実質1.9%と予測 -	2010年3月
No.22-1	「都道府県別の世帯構造の変化の影響」 - 世帯の小世帯化・高齢化で地域間格差は縮小へ -	2010年8月
No.22-2	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 生産の増加ペースは減速し、企業規模別・地域間格差に拡大の動き -	2010年9月
No.22-3	「回復に向けて動き出した設備投資」 - 中小企業の投資マインドは弱く、当面の回復テンポは緩やか -	2010年9月
No.22-4	「リーマン・ショック後の地域経済の動向」 - 各種政策効果や海外需要の拡大が奏効して総じて回復へ -	2010年11月
No.22-5	「地域の産業構造と信用金庫の業種別貸出の変遷」 - 信用金庫の企業向け貸出ポートフォリオは地域の産業構造から大幅に乖離へ -	2011年2月
No.22-6	「雇用情勢を中心とした米国経済の現状と展望」 - 中小企業の採用意欲の持直しを背景に、雇用回復テンポは徐々に加速へ -	2011年2月
No.22-7	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 景気は踊り場を迎えているが、生産活動には反転の兆し -	2011年3月
No.23-1	「日本経済の中期展望」 - 11～15年度の年平均成長率は名目1.7%、実質1.5%と予測 -	2011年5月
No.23-2	「中小企業の景気・財務動向」 - 東日本大震災が中小企業の経営に及ぼす影響について -	2011年6月
No.23-3	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 大震災で大きく落ち込んだが、足元の生産活動は持直し -	2011年9月
No.23-4	「東日本大震災後の日本の輸出入動向」 - 輸出は着実に持ち直しているが、持続的拡大には輸出環境の改善が必要 -	2011年10月
No.23-5	「市町村の社会・経済構造からみた潜在的な『地域活力』を探る」 - 地域（市町村）の資金需要を示す指標として『地域活力』を考察 -	2011年12月
No.23-6	「米国の経済情勢と今後の金融政策」 - 年後半から13年にかけて景気回復ペースは徐々に加速 -	2012年2月
No.23-7	「地域別にみた日本経済の景況判断」 - 供給力の回復と復興需要で、景気は持直しの動きが続く -	2012年3月
No.23-8	「日本経済の中期展望」 - 12～16年度の年平均成長率は名目1.8%、実質1.6%と予測 -	2012年3月

\* バックナンバーは、信金中央金庫 地域・中小企業研究所ホームページ (<http://www.scbri.jp>) からご覧いただけます。