

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 - 1

(2011.8.17)

〒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3.0%と予測

- 供給制約の解消で、年後半から景気は回復軌道へ -

< 要 旨 >

1. 11年4～6月の実質GDPは前期比0.3%減～3期連続のマイナス成長

個人消費は自動車の供給不足などから前期比0.1%減少した。一方、被災地の復旧工事や仮設住宅の建設に伴い公共投資は3.0%増となった。供給制約の影響が大きかった輸出は4.9%減と大幅に減少し、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を0.8%ポイント押し下げた。

2. 供給制約の解消と復興需要の本格化で、年後半に景気は回復軌道へ

サプライチェーンの復旧で供給制約は解消に向かっており、復興に伴う公共工事が本格化する年後半には景気は持続的な回復軌道に乗ってこよう。米景気の減速感が強まっていることが不安材料だが、日本製部品の供給不足やガソリン価格の高騰など一時的な下押し圧力による影響が大きい。米景気は年後半から徐々に成長ペースを高めると予想される。世界経済の回復トレンドが維持されることで日本の輸出は堅調に推移し、景気回復をけん引しよう。

3. 実質成長率は11年度0.5%、12年度3.0%と予測

前回見通しで想定したとおり、供給制約の解消に伴って景気は着実に回復している。先行きについても、輸出の持直しと復興関連支出の本格拡大で、年後半にはプラス成長に転じるとの見方を維持している。実質成長率は11年度0.5%、12年度3.0%と前回予測を据え置いた。

4. デフレ圧力は根強く、超低金利からの政策転換は13年度以降

円売り介入が実施された8月4日に日銀は量的面での金融緩和を一段と強化した。ただ、円相場は依然として高値圏で推移しており、場合によっては追加的な緩和策が実施される可能性もある。一方、消費者物価は基準改定を受けて、足元の前年比が下振れした。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と考えられる。米国の超低金利政策も長期化する見通しで、日銀による利上げ開始は13年度以降にずれ込むと予想される。

(注)本稿は2011年8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5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	2.3	0.5	3.0	0.5	3.0
個人消費	2.2	0.0	0.8	0.1	0.8	0.2	1.1
住宅投資	3.6	18.2	0.3	0.8	6.6	2.5	6.6
設備投資	6.9	13.6	4.2	2.3	6.5	2.7	6.4
公共投資	6.8	14.2	10.0	5.8	8.1	11.1	0.3
純輸出(寄与度)	(1.2)	(0.3)	(0.9)	(0.5)	(0.7)	(0.9)	(0.8)
名目GDP	4.6	3.7	0.4	0.8	2.7	0.2	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4～6月の実質GDPは前期比0.3%減～3期連続のマイナス成長

11年4～6月の実質GDPは、前期比0.3%減、年率に換算して1.3%減と3四半期連続のマイナス成長となった。景気の実感に近い名目GDPは、前期比1.4%減（年率5.7%減）と減少した（図表2）。

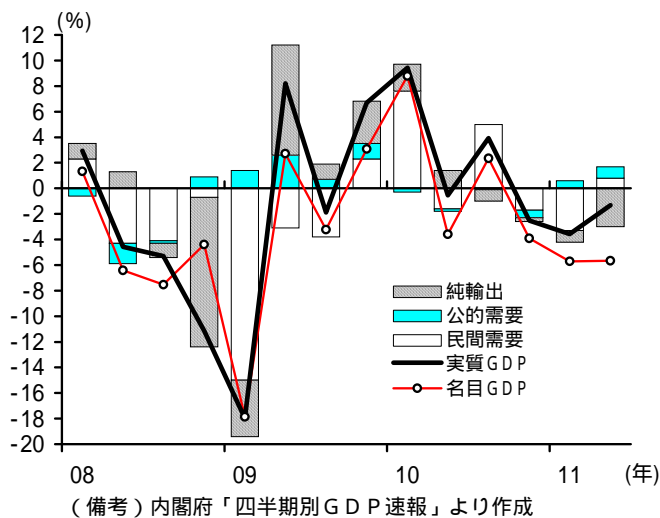
4～6月の動きを需要項目別にみると、個人消費は前期比0.1%減と3四半期連続で減少した。地上デジタル放送への完全移行を前に薄型テレビの販売が好調だったが、サプライチェーン（供給体制）の寸断による供給不足の影響で、自動車販売が大幅に減少した（図表3）。また、震災後の自粛ムードは時間の経過とともに緩和したが、レジャーや娯楽、外食などサービス関連の消費が抑制された。住宅投資は前期比1.9%減となった。東北地方での住宅建設が大幅に落ち込んだことに加え、震災による資材不足も下押し要因となった。

設備投資は前期比0.2%増と2四半期ぶりのプラスとなった。地震で被害を受けた生産設備の復旧などが寄与した。公共投資は、復旧工事や仮設住宅の建設が進み、前期比3.0%増と6四半期ぶりに増加した。

一方、輸出は前期比4.9%減と大幅に減少した。サプライチェーンの寸断による供給不足を主因に、自動車や電気機械などの輸出が大きく落ち込んだ。国内生産の減少で輸入は0.1%増とほぼ横ばいにとどまったが、輸出から輸入を差し引いた純輸出は実質成長率を前期比ベースで0.8%ポイント（年率3.0%ポイント）押し下げた。

GDPデフレーターは前年比2.2%下落した。国内需要デフレーターの前年比下落率は0.9%と前期と同幅だったが、原油を中心とした国際商品市況の高騰で控除項目である輸入デフレーターの上昇率が加速した。

(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年			11年		
	7～9月	10-12月	1～3月	4～6月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
全世帯実質消費	0.9	1.5	3.7	3.0	0.4	0.4	3.3	1.0	0.2	8.9	3.0	1.9	4.2	
平均消費性向(勤労者)	75.2	74.5	71.9	74.1	70.8	75.6	74.1	74.1	71.5	72.6	72.9	74.7	73.6	
乗用車販売	13.4	27.2	25.6	33.6	25.9	29.8	25.5	19.0	13.8	37.4	48.5	33.3	21.9	
(普通+小型乗用車)	15.3	31.4	28.6	36.5	28.8	33.5	31.6	23.8	16.2	39.5	51.5	38.0	23.9	
(軽乗用車)	8.8	16.5	19.1	27.1	19.0	19.9	9.9	8.4	8.7	32.5	42.4	23.1	17.0	
百貨店販売額	3.0	0.6	5.5	1.5	0.6	0.4	1.5	1.1	0.6	15.0	1.8	2.6	0.1	
スーパー販売額	0.8	0.5	1.0	1.7	0.3	0.5	1.8	0.4	0.4	3.0	1.9	2.4	0.8	
商業販売・小売業	3.2	0.4	3.0	1.7	0.2	1.5	2.1	0.1	0.1	8.3	4.8	1.3	1.2	
(衣類・身の回り品)	2.3	0.9	3.1	4.0	5.1	1.2	0.7	0.3	1.9	10.0	4.4	3.2	4.3	
(飲料・食料品)	1.4	2.3	2.3	2.1	2.0	3.4	1.6	3.1	3.7	0.2	1.3	1.7	3.4	
(自動車)	8.8	25.0	24.3	26.8	23.9	26.6	24.3	19.4	16.7	32.7	37.8	24.5	17.3	
(家庭用機械)	8.2	16.5	10.8	2.9	17.9	48.4	9.3	9.1	4.5	17.1	9.6	3.8	15.0	
(燃料)	9.1	5.9	8.1	1.5	4.8	8.3	4.7	11.9	7.2	5.3	1.0	1.3	2.1	
(その他)	0.5	0.8	0.6	1.1	0.8	1.4	0.3	2.2	1.9	5.4	0.6	1.2	2.7	
外食産業売上高	-	-	-	-	2.7	0.2	1.9	0.2	1.5	10.3	2.8	2.0	0.2	

(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. 供給制約の解消と復興需要の本格化で、年後半に景気は回復軌道へ

(1) サプライチェーンの復旧が進み、輸出・生産は急速に持ち直す

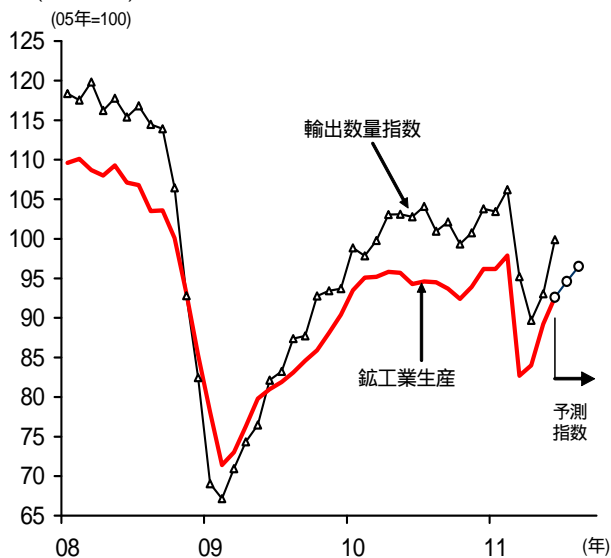
4～6月のGDPは3四半期連続で減少したものの、月次ベースでみた経済活動は着実に回復している。

3月11日に発生した東日本大震災の影響で、東北や北関東の生産拠点が操業停止に追い込まれ、サプライチェーンを通じて日本全体の生産活動に波及した。鉱工業生産は、震災に見舞われた3月に前月比15.5%減と大きく落ち込んだ。ただ、サプライチェーンの復旧は、震災直後の想定を上回るペースで進んでおり、生産活動は着実に持ち直している。鉱工業生産は、4月に前月比1.6%増と小幅ながら増加に転じ、5月は6.2%増、6月は3.8%増と3か月連続で増加した(図表4)。製造工業生産予測指数によると、7月は2.2%増、8月は2.0%増と、夏場の節電対策などの影響で回復ペースはやや鈍化すると見込まれるが、持ち直しの動きは維持しよう。電力需給が緩和する秋から年末にかけて、生産活動は大震災前の水準を回復すると予想される。

供給不足を主因に大きく落ち込んだ輸出も、生産体制の整備が進むにつれて持ち直している。輸出数量指数(季節調整済み)は、3月が前月比10.3%減、4月が5.8%減と減少が続いた後、5月3.7%増、6月7.4%増と増加に転じている。秋口までには生産体制がほぼ正常化するとみられ、大幅に落ち込んだ自動車や電子部品をけん引役に、輸出の回復が続くと予想される。

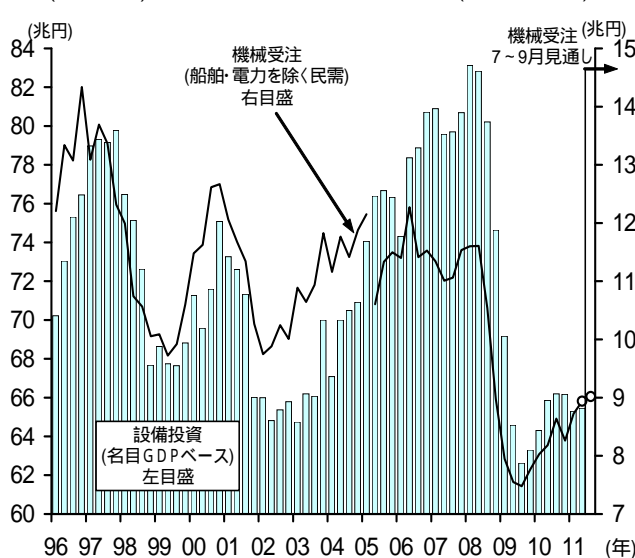
設備投資は持ち直しの動きが続いている。先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、11年1～3月の前期比5.6%増に続いて、4～6月も2.5%増と2四半期連続で増加した(図表5)。さらに、受注見通し調査によると、7～9月も0.9%増と回復が続く見通しである。先行き不透明感は依然として根強く、設備投資を手控える企業も少なくないが、毀損した設備の復旧に加え、電力不足に対応するための分散投資や電源設備の増設などが下支えとなっている。

(図表4) 鉱工業生産指数と輸出数量指数の推移



(備考) 1. シャドー部分は景気後退期。生産の予測は製造工業
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)

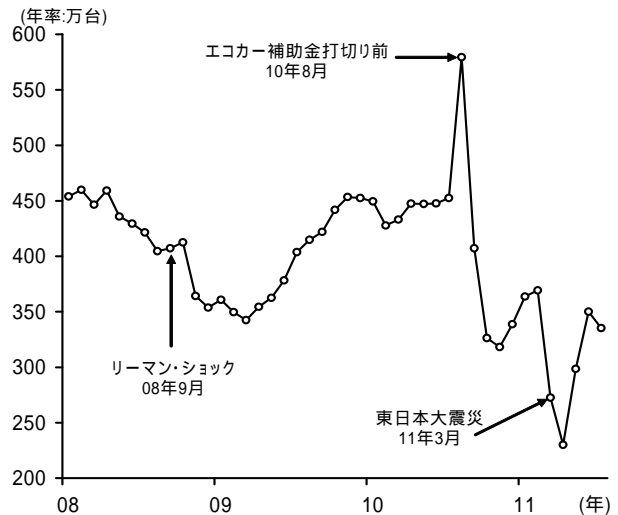


(備考) 1. 05年4月以降の機械受注は携帯電話を除くベース
2. 内閣府資料より作成

個人消費も、震災後の自粛ムードが和らぐにつれて緩やかに持ち直している。自動車販売は、メーカーの供給制約が続いた4月にかけて大幅に落ち込んだものの、供給体制の復旧が始まった5月から回復している(図表6)。また、節電関連商品や7月24日のアナログ放送終了を前にした薄型テレビの駆込み需要も個人消費の回復に寄与している。

夏場については、薄型テレビの反動減や節電関連商品の需要一服などでやや足踏みする可能性もあるが、供給制約の解消に伴う自動車販売の増加や、被災地で家電製品や家具の買直し需要が下支えするとみられる。

(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) 輸出の回復と復興需要の本格化で年後半に景気は回復軌道へ

サプライチェーンの復旧に伴って供給制約が解消に向かっており、個人消費と輸出の持直しで、7～9月の実質GDPは4四半期ぶりに前期比プラスに転じる公算が大きい。

さらに、電力需給が緩和する秋以降は供給面での制約が解消し、景気は回復ペースを高めよう。自動車生産の正常化は、輸出の本格回復に大きく寄与するとみられる。被災地の復興計画の策定がやや遅れているものの、年度下期には復興に伴う公共工事が本格化するとともに、全半壊した住宅の復興も始まるとみられる。供給制約の解消に伴う輸出の回復と、公共投資を中心とした復興需要の本格化で、景気は持続的な回復軌道に復帰しよう。

米景気の減速感が強まっていることが不安材料だが、これはグローバル・サプライチェーンの寸断による日本製部品の供給不足や、ガソリン価格の高騰など一時的な要因が影響している。年後半には、こうした一時的な下押し圧力が一巡し、米景気は12年にかけて再び成長ペースを高めると予想される。米経済の失速は回避され、世界経済は回復トレンドを維持しよう。

12年度の日本経済は、民需と輸出のバランスの取れた自律回復局面を迎えると予想される。米国経済が回復の勢いを取り戻すことが前提条件となるが、輸出は震災後に落ち込んだ反動も加わって高い伸びが見込まれる。

ただ、定期検査中の原発の再稼働問題が暗礁に乗り上げており、電力不足が引き続きリスク要因となる。「エネルギー・環境会議」の資料によると、定期検査で停止中の原発が再稼働できない場合、来夏の電力は東京電力管内で13.4%(807万kW)、全国(沖縄を除く9電力)で9.2%(1,656万kW)不足する。天候に左右される側面もあるが、夏場の企業活動は大きく制約される可能性がある。今回の経済見通しでは、ストレステスト(耐性調査)で安全性が確認された原発の再稼働を前提としているが、再稼働が認められない場合には、供給制約が12年度の日本経済の下押し要因になると考えられる。

3. 実質成長率は11年度0.5%、12年度3.0%と予測

前回見通しで想定したとおり、日本経済はサプライチェーンの復旧に伴って着実に回復している。先行きについても、輸出の持ち直しと復興に向けた政府支出の本格拡大で、年後半にはプラス成長に転じるとの見方を維持している。実質成長率は11年度0.5%、12年度3.0%と前回予測を据え置いた（図表7）。

日本の輸出はサプライチェーンの寸断による供給力の低下が影響し、震災後は自動車や同部品を中心に大きく落ち込んだ。足元では供給体制の復旧が進み、輸出は持ち直しているものの、11年度全体の実質輸出は前年比0.5%減と前年水準を下回るとみられる。一方、食品やエネルギーを中心に輸入の増加が見込まれるため、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0.5%ポイント押し下げると予測した。

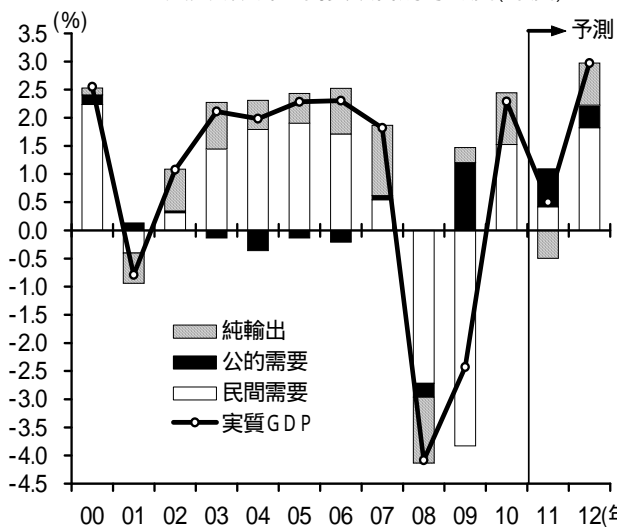
サプライチェーンの寸断は、資本財の供給停滞という形で設備投資を下押ししたが、被災した工場の復旧に加え、電力不足に対応するための分散投資や電源設備の増設などを中心に企業の投資意欲は底堅い。実質設備投資は2.3%増とプラスを維持すると予測した。

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）に続き、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（約2兆円）も可決された。さらに、被災地の復興対策として、10兆円を上回る第3次補正予算の議論も始まっている。復興計画の策定がやや遅れているものの、11年度の実質公共投資は5.8%増と日本経済の回復を下支えしよう。

震災後に落ち込んだ個人消費は着実に持ち直しており、先行きも回復基調を維持すると予想される。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0.1%減と予測した。

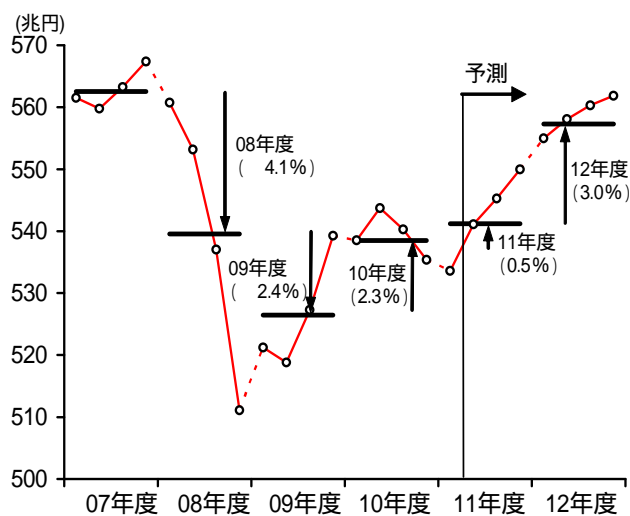
（図表7）実質GDP成長率の推移と予測

<実質成長率と需要項目別寄与度(年度)>



（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

<四半期ベースの実質GDPの推移>



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。米国を中心に世界経済は回復の動きを取り戻すと想定しており、供給制約の解消で輸出の回復が続くと予想される。また、12年はロンドン五輪が開催されるため、薄型テレビやレコーダー、カメラといったデジタル家電の輸出増も期待される。実質輸出は前年比 9.6%増と回復し、純輸出は実質成長率を 0.7%ポイント押し上げると予測した。

輸出や生産など企業活動の回復で雇用・所得環境の改善が続き、個人消費は回復の動きを維持するとみられる。沿岸部での住宅再建に伴う復興関連消費が見込まれるほか、震災後の供給不足で大きく落ち込んだ自動車販売の反動増もプラス要因となろう。実質個人消費は 0.8%増と予測した。

政府による復興関連事業は引き続き拡大傾向で推移しよう。仮設住宅やライフラインの復旧に続いて、被災地の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 8.1%増と景気回復を下支えすると予想される。

(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)**

円相場は3月16日の米国市場で一時1ドル76.25円と史上最高値(79.75円)を16年ぶりに更新した。ただ、18日にはG7の電話会議で円売り協調介入の実施が決まり、円相場は3月末に83円台まで戻った。4月に入ると、米欧の金利先高観から円が売られ、4月6日には1ドル85円台まで円は下落した。しかし、その後は米欧の財政不安などからドル売り圧力が強まり、5月5日の欧州市場では1ドル80円を割り込んだ。さらに、7月には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。日銀も4～5日の金融政策決定会合を1日短縮して、追加金融緩和を4日に前倒し決定するなど、政府と協調して円高是正に取り組む姿勢を打ち出した。介入を受けて、円相場は1ドル79円台まで下落した。ただ、米国経済の減速懸念に加え、世界的な株安の連鎖でリスク回避の動きが広がり、逃避先通貨とされる円を買う動きは再び強まった。8月9日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、2013年半ばまで超低金利政策を維持する方針が示されたこともドル売り要因となっている。当面、ドルは弱含みで推移しよう。先行きについては、米国経済の成長ペースが徐々に高まると想定しており、12年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82.0円、12年度90.0円と想定した。

(原油価格)

原油価格(WTI)は、世界景気のリcoveryと中東・北アフリカ情勢の混乱を背景に、年初から上昇基調が続き、今年3月には2年6か月ぶりに1バレル100ドル台に乗せた。さらに、福島原子力発電所の事故を受けて、世界的に火力発電の比率が高まるとの見方も加わって、4月には1バレル110ドルを突破した。その後は、高値警戒感から原油相場は調整局面に入ったが、1バレル100ドル前後の高値圏での推移が続いた。一方、OPEC(石油輸出国機構)は、定例総会で生産枠の引上げを見送るなど静観姿勢を続けたため、IEA(国際エネルギー機関)は、6月23日に日米など28か国に義務づけて

いる原油などの石油備蓄を協調放出することを決めた。I E Aの発表を受けて、原油価格は一時1バレル90ドルを割り込んだ。もっとも、備蓄放出の効果は限定的で7月には再び95～99ドルへ上昇した。しかし、8月に入ると米国経済の先行き不安の強まりから、株式や商品などリスク資産を売って国債など安全資産にシフトする動きが広がった。8月9日の原油相場は1バレル80ドルを下回った。足元では1バレル85ドル前後で推移しているが、世界的な景気減速懸念は根強く、当面は上値の重い展開が続くとみられる。ただ、米景気が失速する可能性は低く、世界経済が回復の動きを取り戻すにつれて原油相場も緩やかに上昇しよう。12年にはドルの買戻しが始まると想定しており、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106.0ドル、12年度100.0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当面の震災復旧対策が盛り込まれた第1次補正予算（4兆153億円）に続き、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）も可決された。さらに、被災地の復興対策として、10兆円を上回る第3次補正予算の議論も始まっている。ただ、復興計画の策定が遅れており、大規模な復興関連事業が始まるのは年度下期以降と予想される。なお、事業資金を賄うための復興債の発行と、その償還原資として臨時増税が検討されているが、12年度中の増税実施は見込んでいない。

（海外経済）

<米国>…11年4～6月の実質成長率は前期比年率1.3%（事前推定値）と8四半期連続でプラス成長を記録したが、潜在成長率（2.5%程度）を下回る低い伸びにとどまった。供給制約による自動車販売の減少とガソリン価格の高騰などで、個人消費が前期比年率0.1%増とほぼ横ばいにとどまったことが主因である。一方、企業活動は堅調に推移している。4～6月の生産活動は伸び悩んだが、東日本大震災によるグローバル・サプライチェーンの寸断による日本製部品の供給不足が影響したため、回復の動きは崩れていない。また、設備投資の先行指標であるコア資本財受注は、11年4～6月まで8四半期連続で前期の水準を上回るなど、企業の投資意欲も根強い。今年前半の米国経済は緩慢な回復にとどまったが、供給制約やガソリン価格の高騰といった一時的な下押し圧力は一巡しつつあり、年後半から12年にかけて米国経済の成長ペースは徐々に高まると予想される。実質成長率は、11年1.8%、12年3.2%と予測した。

<欧州>…ドイツ経済は輸出主導による景気回復が続き、雇用情勢も改善している。ただ、足元では、南欧諸国の財政不安の再燃などから企業マインドが悪化している。実際、南欧諸国の債務問題は深刻化しており、各国が政府債務の削減を推し進めることにより、域内景気が冷え込む可能性がある。ドイツ経済は、雇用環境が大幅に改善するなど企業部門の回復が家計にも波及しているため、景気の回復基調が崩れる可能性は小さいが、域内経済の混乱などから先行きの回復ペースは鈍化すると予想される。ドイツの実質成長率は11年3.3%、12年2.0%、ユーロ圏の実質成長率は11年2.0%、12年1.8%と予測した。

<中国>…11年4～6月の中国の実質成長率は前年比9.5%と1～3月の9.7%に続き、高い成長を維持した。東日本大震災の影響による日系自動車メーカーの供給不足もあって、自動車販売が不振だったが、住宅建設などの固定資産投資が引き続き景気のけん引役となった。先行きについては、金融引締め効果などから固定資産投資がやや減速すると予想される。年後半の景気は減速しよう。ただ、財政支出の抑制と金融引締め効果でインフレ圧力は徐々に和らぐとみられ、個人消費を中心に中国経済は12年も高めの成長が続くと予想される。実質成長率は、11年9.3%、12年9.5%と予測した。

(2) 家計の不安心理は和らぎ、個人消費は徐々に回復へ

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。企業活動と相関が高い残業時間（全産業）も3月は前月比3.4%減少した。しかし、生産を中心とする企業活動の回復に伴って、雇用情勢は持ち直している。雇用者数、残業時間とも4月をボトムに5～6月は2か月連続で前月比プラスと回復している（図表8）。電力需給が緩和する秋以降、生産活動の回復とともに雇用環境はもう一段改善すると予想される。



震災による雇用への影響が一過性にとどまったこともあって、家計の不安心理は和らぎ、個人消費は持ち直している。震災による供給不足の影響が大きかった乗用車販売は、4月をボトムに回復しているほか、節電関連商品や7月24日のアナログ放送終了を前にした薄型テレビの駆込み需要も個人消費の回復に寄与している。

夏場については、薄型テレビの反動減や節電関連商品の需要一服などで、やや足踏みする可能性もあるが、供給制約の解消に伴って自動車販売が増加し、被災地では家電製品や家具の買直し需要が下支えするとみられる。企業活動の回復で消費マインドは上向いており、先行きについても個人消費は回復基調で推移すると予想される。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0.1%減と予測した。

12年度は、企業活動の本格回復で雇用・所得環境の改善が続き、個人消費は回復の動きを維持しよう。沿岸部での住宅再建に伴う復興関連消費が見込まれるほか、震災後の供給不足で大きく落ち込んだ自動車販売の反動増もプラス要因となろう。実質個人消費は0.8%増と予測した。

(3) 復興需要を支えに住宅投資は徐々に回復へ

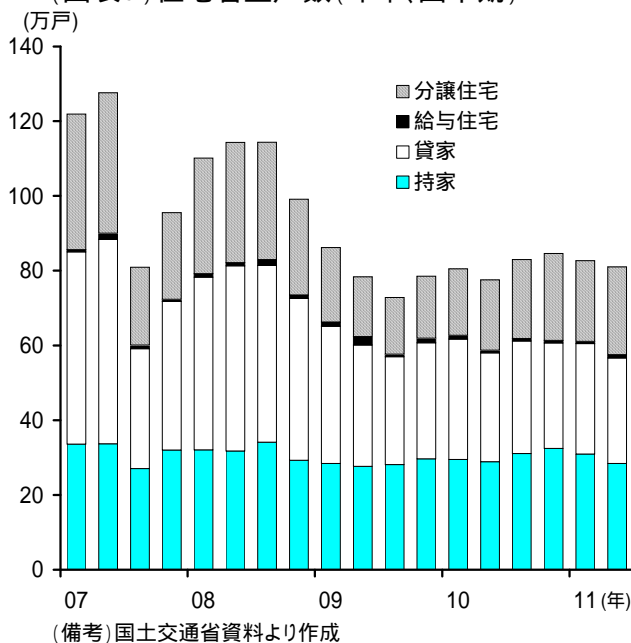
住宅着工戸数（季節調整済み年率）は、震災前の11年2月には年率87.2万戸まで回復した。しかし、震災の影響で11年3月は80.7万戸、4月は79.8万戸と落ち込んだ。被災地での着工が大幅に減少したことに加え、建材などの資材調達難に伴う着工の先送りなどが影響した（図表9）。

先行きについては、地震や津波で全半壊した住宅の復興需要に支えられ、住宅投資は回復に向かうと予想される。阪神大震災後のケースをみても、震災の半年後あたりから復興需要が本格化した。今回は、地震だけでなく津波に対する防災策を検討する必要

があり、復興が本格化するまでには時間を要するとみられるが、被災地を中心とした復興需要は12年以降の住宅投資を下支えしよう。

復興計画の策定の遅れから、11年度の実質住宅投資は前年比0.8%増と伸び悩むが、被災地での住宅の再建が本格化する12年度には6.6%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92万戸と予測した。

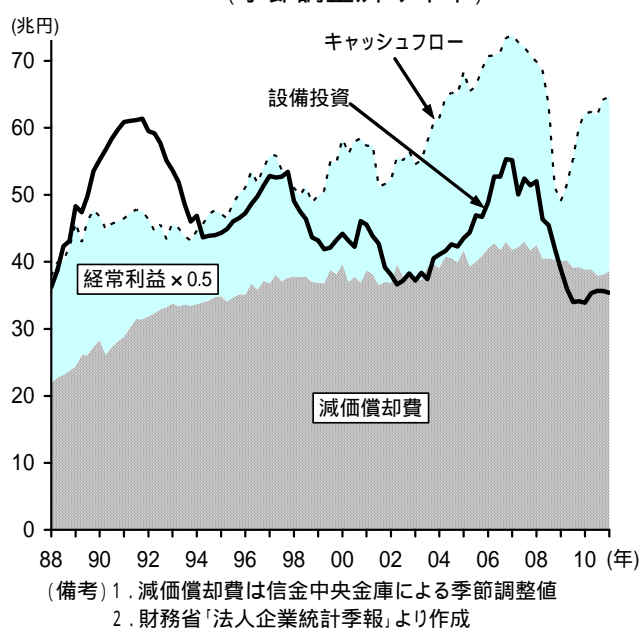
(図表9) 住宅着工戸数(年率、四半期)



(4) 震災復旧や電源確保などを下支えに設備投資は増勢を維持

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、1～3月に前期比マイナスとなったものの、4～6月は前期比0.2%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1～3月の前期比5.6%増に続いて、4～6月も2.5%増と2四半期連続で増加した。さらに、受注見通し調査によると、7～9月も0.9%増と回復が続く見通しである。先行き不透明感は依然として根強く、設備投資を手控える企業も少なくないが、毀損した設備の復旧に加え、電力不足に対応するための分散投資や電源設備の増設などが下支えとなっている。

(図表10) 設備投資とキャッシュフロー (季節調整済み年率)



設備投資は震災の影響で足踏みしたもの、リーマン・ショック後から続く中期的な回復トレンドを維持していると考えられる。例えば、法人企業統計ベースでみた設備投資は、依然として減価償却費を下回る水準に抑制されている（図表 10）。企業財務の健全性が維持され、企業収益の回復でキャッシュフローの増加が続くなか、設備投資の水準訂正が進む余地は大きいと考えられる。11年度の実質設備投資は、震災による進捗の遅れなどから前年比 2.3%増と小幅な増加にとどまろうが、12年度には 6.5%増と景気回復をけん引すると予測した。

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、高成長が続く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や電力料金の引上げなども、設備投資の海外流出を促す要因になる。大震災後も企業の投資マインドは底堅く、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が、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。

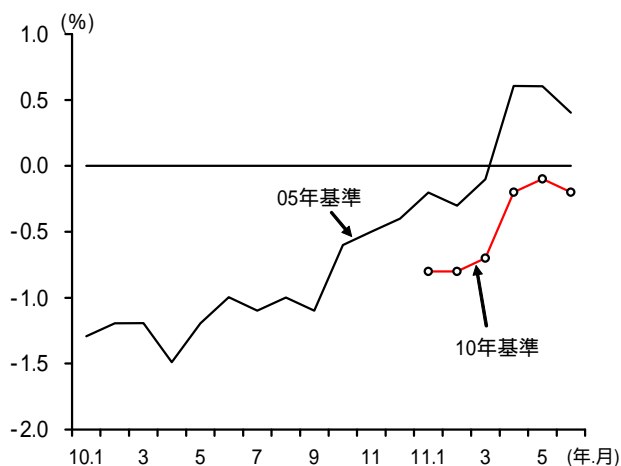
4. デフレ圧力は根強く、超低金利からの政策転換は 13 年度以降

(1) コア消費者物価は基準改定による下振れで再びマイナス圏へ

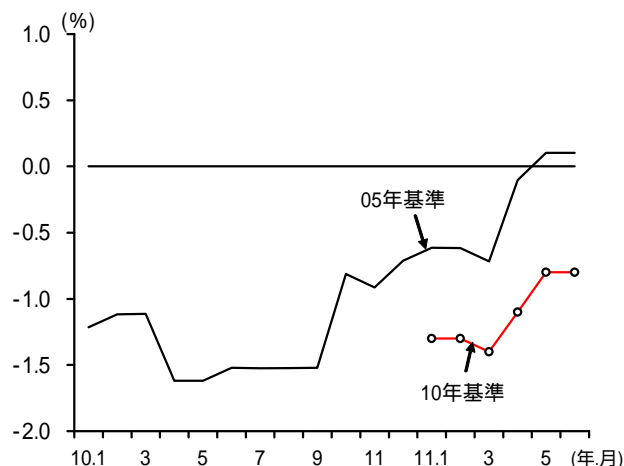
消費者物価指数の基準改定が実施され、8月12日に今年6月までの遡及改定の結果が発表された。新基準による前年比は11年1月に遡って発表され、コア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比は0.5~0.8ポイント下方改定された。直近の統計である11年6月の結果を比較すると、コア消費者物価の前年比は、05年基準の0.4%の上昇から新基準では0.2%の下落と0.6ポイント下方改定された（図表 11）。基準改定に伴う下方修正の理由としては、①指数水準がリセット（05年=100→10年=100）されたことで、値下がり率の大きいパソコン等のマイナス寄与度が拡大した、②価格下落が著しい薄型テレビの販売が、エコポイント効果などで10年に大幅に増加したため、構成比が高まっ

(図表 11)05年基準と10年基準の消費者物価の前年比

<コア消費者物価>



<米国式コア指数>



(備考) 1. 公式統計の前年比は10年1~12月が05基準、11年1月以降は10年基準の指数から算出
2. 総務省資料より作成

て影響度が増した、③価格下落で需要が拡大しているメモリーカードなどが新たな調査品目として加えられた、ことなどが挙げられる。

食料・エネルギーを除く指数（米国式コア）も、基準改定に伴って下方修正された。直近の6月の前年比は0.1%の上昇から0.9%の下落に低下した。ガソリン価格や電力料金の影響を受けない米国式コア指数の大幅な下落は、国内需給に起因したデフレ圧力の強さを改めて確認する結果であったといえる。

11年度の日本経済は、サプライチェーンの復旧と震災からの復興需要を支えに、7～9月からプラス成長に転じると予測しており、需給ギャップも縮小方向で推移すると予想される。電力・ガス料金も9月までの値上げが確定しており、コア消費者物価の前年比は一時的にプラスに転じる可能性もある。ただ、今年10月には、前年に実施されたたばこ税の引上げと傷害保険料の値上げが一巡する影響で、コア消費者物価の前年比は0.3ポイント程度押し下げられる。電力などエネルギー価格の上昇が続くとみられるが、年度下期は前年比でゼロ前後の動きが続くと予想される。11年度のコア消費者物価は前年比0.1%の下落、米国式コア指数は前年比0.8%の下落と予測した。

12年度は民需と輸出のバランスの取れた形で景気が回復し、需給ギャップはもう一段縮小すると予想される。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よう。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0.1%の下落と予測した。なお、原発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、今回の見通しでは本格改定による電力料金の引上げは見込んでいない。

GDPデフレーターも、11年度が前年比1.3%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。

（2）超低金利からの政策転換は13年度以降にずれ込む見通し

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。同時に、日銀は4～5日に予定していた金融政策決定会合を1日に短縮し、量的面での金融緩和の強化を4日に前倒し決定した。具体的には、社債やETF（上場投資信託）などの資産の買取り枠を10兆円から15兆円に拡大し、固定金利オペの供給枠を30兆円から35兆円に増額することを決めた。急激な円高の進行は、震災からの回復途上にある日本経済にとってマイナスの影響が大きく、政府・日銀が協調して円高阻止の姿勢を示す狙いがあったと考えられる。さらに、日銀は円売り介入で放出した4.5兆円程度の資金を市場に放置する「非不胎化」という手法で、金融緩和効果を高めるオペレーションを実施した。

ただ、円相場は依然として史上最高値圏にとどまっている。米景気の減速懸念や欧州の財政不安などを材料に一段の円高が進む恐れもあり、場合によっては、日銀は追加的な緩和策を求められることも考えられる。

一方、量的緩和・超低金利政策から平時の運営に戻す「出口戦略」への道程は遠い。日本経済は回復基調にあるが、依然としてデフレ圧力は根強く、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と考えられる。前述したように、消費者物価指数は基準改定に伴って下振れしており、当面は、コア消費者物価の前年比プラスが定着する可能性は小さい。12年度についても、「物価の安定が展望できる情勢」という条件をクリアするのは難しいと考えられる。米国が超低金利の長期化を示唆したことも日銀の「出口戦略」を制約する要因になる。8月9日のFOMC（連邦公開市場委員会）の声明文によると、「少なくとも2013年半ばまではFFレートの異例な低水準が正当化される可能性が高い」と超低金利政策を長期にわたって維持する方針が示された。円高是正が日本経済の回復にとって重要なポイント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可能性は極めて小さい。米国経済の動向次第では、2013年半ばより前にFFレートが引き上げられる可能性もあるが、日銀による利上げ開始は、13年度以降にずれ込むと予想される。

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	0.8	2.7
実質GDP	4.1	2.4	2.3	0.5	3.0
国内需要	3.0	2.7	1.5	1.1	2.2
民間部門	3.6	5.0	2.0	0.6	2.4
民間最終消費支出	2.2	0.0	0.8	0.1	0.8
民間住宅投資	3.6	18.2	0.3	0.8	6.6
民間企業設備	6.9	13.6	4.2	2.3	6.5
民間在庫品増加	1,678	4,188	1,757	915	281
政府部門	1.1	5.2	0.0	2.7	1.5
政府最終消費支出	0.2	3.5	2.2	2.2	0.2
公的固定資本形成	6.8	14.2	10.0	5.8	8.1
財・サービスの純輸出	21,329	20,115	26,732	24,644	30,020
財・サービスの輸出	10.4	9.6	17.0	0.5	9.6
財・サービスの輸入	4.2	11.0	11.0	2.9	4.6

(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	2.3	0.5	3.0
国内需要	2.9	2.7	1.4	1.1	2.2
民間部門	2.7	3.9	1.4	0.4	1.8
民間最終消費支出	1.2	0.0	0.5	0.1	0.5
民間住宅投資	0.1	0.6	0.0	0.0	0.2
民間企業設備	1.1	2.1	0.5	0.3	0.9
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	0.7	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	0.2	0.4
財・サービスの純輸出	1.2	0.3	0.9	0.5	0.7
財・サービスの輸出	1.8	1.5	2.3	0.1	1.5
財・サービスの輸入	0.7	1.8	1.4	0.4	0.7

(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	82.0	90.0
原油価格(CIF、ドル/バレル)	92.6	69.0	83.8	106.0	100.0
(前年比、%)	18.8	25.5	21.5	26.5	5.7
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	95.5 1.8	104.7 9.6
第3次産業活動指数 (前年比、%)	100.1 2.8	96.7 3.4	97.8 1.1	98.6 0.8	100.9 2.3
完全失業率(季調済、%)	4.1	5.2	5.0	4.7	4.4
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	128,214	184,585
前年差	33,906	122,080	34,454	3,438	33,041	56,371
名目GDP比(%)	4.8	2.5	3.3	3.4	2.7	3.8
貿易・サービス収支	90,902	8,878	47,813	52,225	9,369	30,420
前年差	9,042	99,780	56,691	4,412	61,594	39,789
貿易収支	116,861	11,591	65,998	64,955	3,922	42,557
前年差	12,022	105,270	54,407	1,043	61,033	38,636
サービス収支	25,960	20,469	18,185	12,730	13,290	12,137
前年差	2,981	5,491	2,284	5,455	560	1,153
所得収支	167,544	145,531	120,759	120,779	148,038	166,235
前年差	25,060	22,013	24,772	20	27,259	18,197
経常移転収支	13,002	13,290	10,755	11,749	10,455	12,070
前年差	196	288	2,535	994	1,294	1,615

(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	3.2
ユ ー ロ 圏	2.8	0.3	4.1	1.7	2.0	1.8
ドイツ	2.8	0.7	4.7	3.5	3.3	2.0
フランス	2.3	0.1	2.6	1.4	2.1	1.7
イギリス	2.7	0.1	4.9	1.4	1.2	1.8
韓 国	5.1	2.3	0.2	6.7	4.6	4.8
台 湾	6.0	0.7	1.9	10.9	4.8	5.0
香 港	6.4	2.3	2.7	7.0	4.9	5.3
シンガポール	8.8	1.5	0.8	14.5	5.5	5.7
タ イ	5.0	2.5	2.3	7.8	4.5	5.5
マレーシア	6.5	4.8	1.6	7.2	5.1	5.4
インドネシア	6.3	6.0	4.6	6.1	6.4	6.8
フィリピン	6.6	4.2	1.1	7.6	5.0	5.2
中 国	14.2	9.6	9.2	10.3	9.3	9.5

(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