

日本経済情報 2011 年 9 月号

Summary

【内 容】

1. 日本経済を取り巻く環境～先進国経済の低迷により逆風強まる
 - (1) 世界経済は減速傾向
 - (2) 金融市場の混乱が長期化する見込み
2. 日本経済の現状と見通し
 - (1) サプライチェーン復旧により生産の回復が続く
 - (2) 輸出は足元で急回復ながら先行き増勢鈍化
 - (3) 設備投資は増勢に転じるも海外シフトが伸びを抑制
 - (4) 個人消費は夏場にかけて急回復するも今後は伸び悩み
 - (5) 公共投資は復興需要により当面は拡大
 - (6) 物価と金融政策
 - (7) 成長率見通し
3. トピックス～ 3 次補正予算の概要

2013 年度までの経済見通し（改訂）

米欧経済の悪化が顕著となり、新興国経済も堅調な拡大を続けているがインフレ抑制のため今後は緩やかな成長鈍化が見込まれるなど、世界経済は減速傾向にある。そうした中で、欧州ソブリン問題を震源として世界的に金融市場が不安定化しており、株価や一部の通貨が大幅に下落している。日本に対しては円高加速という形でその影響が波及しており、日本経済を取り巻く環境は逆風が強まりつつある状況と言える。

日本経済も東日本大震災の影響もあり 2011 年 4～6 月期まで 3 四半期連続のマイナス成長が続いたが、サプライチェーン復旧やマインド改善を背景に生産活動は急速に正常化しており、7～9 月期には大幅なプラス成長に転じる可能性が高い。ただし、10～12 月期以降は以下に示す需要の動きを受けて緩慢な拡大にとどまろう。

輸出は、生産活動の正常化に伴って急回復しており、今後もアジア向けを中心に増勢を維持するが、米欧経済の低迷や円高水準の定着により拡大ペースは緩やかなものにとどまろう。震災を受けた企業の慎重なスタンスを反映して停滞している設備投資は、今後は震災復旧・復興に伴う投資などが主導して持ち直すとみられるが、円高をきっかけに強まる海外生産シフトの動きが回復を阻害することとなろう。

個人消費は、省エネ・節電関連商品の需要拡大に加え、消費者マインドの改善を背景に出遅れていたサービス消費も持ち直しており、順調に回復している。ただし、今後は景気の先行き不透明感が企業のコスト抑制行動を通じて雇用・所得環境の改善を阻むほか、復興財源確保や財政健全化に向けた国民負担増の議論がマインド悪化要因となり、個人消費の足取りは重くなるとみられる。

民間需要の緩慢な動きが見込まれる中で、当面の景気を下支えするのは公共投資である。3 次補正の成立は早くても 11 月後半頃となろうが、4～5 兆円程度の公共事業が追加され、年明け以降の景気拡大を後押しすることとなろう。このため、2011 年度の実質 GDP 成長率は 0.5%と小幅ながらプラスを維持し、2012 年度は復興需要の本格化により 2.2%まで成長率が高まると予想する。2013 年度は復興事業がピークアウトし、成長率は 1.7%へ鈍化しよう。

伊藤忠経済研究所

所長
三輪裕範
(03-3497-3675)
miwa-y
@itochu.co.jp
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

1. 日本経済を取り巻く環境～先進国経済の低迷により逆風強まる

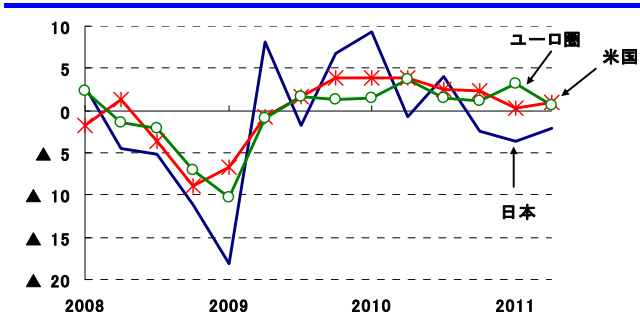
(1) 世界経済は減速傾向

先進国経済の悪化が顕著になりつつある。米国経済は、2011年1～3月期の実質GDP成長率が前期比年率0.4%とほぼゼロ成長まで減速、4～6月期も1.0%の低成長にとどまった。主因はなお残る過剰債務負担と緩慢な雇用の回復による個人消費の減速である。個人消費は、2010年10～12月期の前期比年率3.6%から2011年1～3月期は2.1%へ、さらに4～6月期には0.4%まで伸びが鈍化している。また、財政状況の悪化から政府支出も3四半期連続でマイナスとなり（2010年10～12月期前期比年率▲2.8%→2011年1～3月期▲5.9%→4～6月期▲0.9%）、成長率を押し下げる要因となった。

欧州経済も、ユーロ圏の実質GDP成長率が2011年1～3月期の前期比0.8%（年率3.1%）から4～6月期は0.2%（0.6%）へ急減速し、停滞感を強めている。物価の上昇に加え、財政健全化を進める国で実施された増税により個人消費が4～6月期に7四半期ぶりとなる減少に転じたほか（前期比▲0.2%）、財政支出の抑制により政府消費も減少した（▲0.2%）。

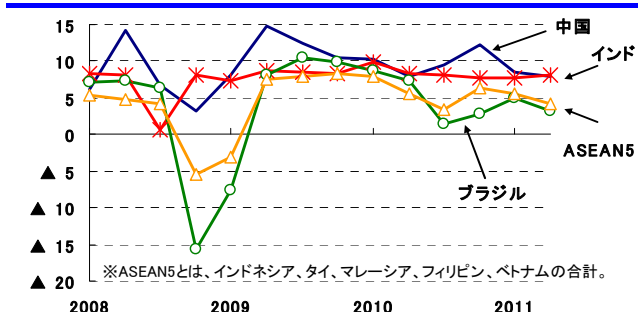
こうした状況の中、欧米とも金融政策は既に超緩和状態にあり、政府債務の肥大化に対する懸念が強まっているため財政面からの景気刺激にも大きな期待できず、政策的には手詰まり感が強い。特に欧州においては各国とも比較的速いテンポで財政健全化を進める方針を示しており、むしろ財政面からの景気下押し圧力が強まる方向にある。米国においては、9月8日にオバマ大統領が4,470億ドル（GDP比3.1%）規模の景気対策¹を提案したが、実施は早くても2012年初となる見込みであり、さらに、財源を増税や既存歳出の削減に求める場合、限界的な景気押し上げ効果はその分減殺されることになる。一部で期待感が高まる追加金融緩和（QE3）についても、その実効性に対する疑問や将来のインフレ懸念へ応える必要があり、実行可能性を含めて景気へのインパクトは未知数である。以上を踏まえると、今後少なくとも半年間は、減速傾向にある欧米経済が復調するきっかけを見出し難い状況が続くとみておいた方が良さだろう。

主要先進国の実質GDP(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)CEIC DATA

主要新興国の実質GDP(季節調整値、前期比年率、%)



(出所)CEIC DATA

新興国経済についても、減速ないしはその兆しが見られる国は少なくないものの、概して比較的高い成長を維持している。中国の実質GDP成長率は、2011年1～3月期に前年同期比9.7%、4～6月期は9.6%²となり、二桁成長が続いた2010年からは伸びは鈍化したが、依然として9%を超える高成長

¹ 詳細は、2011年9月9日付け Economic Monitor 「オバマ大統領が提案した新たな雇用対策」 参照。

² 中国国家统计局が公表した前期比（季節調整値）は、1～3月期2.1%、4～6月期2.2%であり、ともに年率換算すると9%前後の高成長となっている。

を維持している。インドの成長率も、2011年1～3月期に前年同期比7.8%、4～6月期は7.7%³となり、8%を超える成長が続いた2010年と比べると伸びは鈍化しているが、成長率の水準は高い。一方で、ブラジル経済は、実質GDP成長率が2010年通年の前年比7.5%から2011年1～3月期は前期比年率5.0%、4～6月期には3.2%まで減速した。ただし、4～6月期の減速の主因は輸入の大幅増であり（1～3月期前期比▲1.4%→4～6月期6.1%）、固定資産投資や個人消費など国内需要はむしろ増勢を強めていることから、景気は底堅く推移していると言える。

ASEANについては、主要国のうちタイの実質GDP成長率が1～3月期の前期比年率8.1%から4～6月期は▲0.8%とマイナスに転じたほか、フィリピン（1～3月期前期比年率8.0%→4～6月期2.5%）、マレーシア（1～3月期4.5%→4～6月期3.9%、当社試算の前期比年率）などでも減速が見られた。一方で、域内最大のインドネシアは成長テンポが小幅ながら加速したことから（1～3月期6.2%→4～6月期6.5%）、ベトナムを合わせたASEAN主要5カ国の成長率⁴は、1～3月期の前期比年率5.6%から4～6月期は4.2%へ減速したものの、比較的高い成長を維持した。さらに、タイの減速は東日本大震災の影響を受けた自動車生産の落ち込みが、マレーシアは一時的な在庫調整が主因であることを勘案すると、ASEAN主要5カ国の経済は堅調な拡大基調を維持していると言えよう。

このように総じて好調さを維持する新興国経済であるが、それが故に根強いインフレ圧力が景気の先行きに対する懸念材料となっている。このところ原油価格や食料品価格の上昇が一服しているとはいえ、中国をはじめ依然として金融政策が緩やかな状態にある国が多く、そうした国を中心に今後もインフレ抑制に向けて金融政策を引き締め方向へ修正する動きが継続されるとみられる。新興国経済についても、緩やかながら成長テンポの鈍化は避けられないであろう。

世界経済の予想(暦年,%)

	実績			予想		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
世界	2.9	▲ 0.5	5.0	3.9	4.2	4.2
米国	0.0	▲ 2.6	3.0	1.7	2.7	2.6
ユーロ圏	0.4	▲ 4.1	1.7	1.6	1.1	1.6
日本	▲ 1.2	▲ 6.3	4.0	▲ 0.2	2.3	1.8
(年度)	(▲ 4.1)	(▲ 2.4)	(2.3)	(0.5)	(2.2)	(1.7)
中国	9.6	9.2	10.3	9.1	8.3	8.1

(資料)各国政府、IMF

(2) 金融市場の混乱が長期化する見込み

景気動向以上に懸念されるのが、欧州ソブリン問題の深刻化に伴う金融市場の混乱である。9月2日、ギリシャが2011年の財政赤字削減目標（GDP比7.4%）の達成が困難であることを明らかにしたことからギリシャ国債のデフォルト懸念が再燃、ドイツがギリシャのデフォルトを想定した準備を進めているとの報道もあり、株式相場やユーロ相場が大幅に下落した。

2009年暮れのギリシャ格下げをきっかけに始まった欧州ソブリン問題は、その根本的な原因がユーロ加盟国における統一金融政策の下での独立した財政運営にあることは既に広く認識されている。そのため、ソブリン問題終息のための最終的な目標はユーロ加盟国の財政統合であり、統合政府によるユーロ圏共通債の発行や共通の税財源の確保、各国政府の共通財政運営ルール策定などが具体策とな

³ 当社試算の季節調整値では、1～3月期は前期比1.9%（年率7.7%）、4～6月期は1.9%（8.0%）であった。

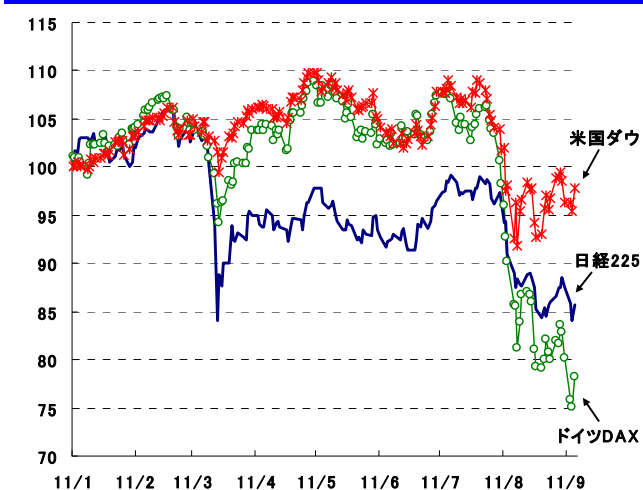
⁴ 名目GDPウェイトで合成した当社試算値。

ろう。その意味で、財政健全化の基準を定めた財政安定成長協定や、今回新設された加盟国が共同して資金を調達する欧州金融安定ファシリティ（EFSF）は、最終的な目標へ到達するまでの過渡期を支える有効な仕組みとなる。そして、安定成長協定の遵守（財政赤字を GDP 比 3%以下、政府債務残高を 60%未満）や、EFSF の機能強化が当面の目標となるわけである。

現在、デフォルトの危機に直面しているのはギリシャだけであり、その影響を最小限にとどめる準備を十分にしておけばデフォルトしても欧州全体が金融危機に陥ることはないという見方もある。しかしながら、ギリシャが片付けば、ギリシャ同様に財政の悪化が顕著なアイルランドやポルトガルが次のターゲットとされる可能性は否定できない。そして、その際に起こるであろう混乱と、デフォルトに陥った際に金融機関が蒙る損失は、ギリシャー国の場合より遥かに大きくなることは言うまでもない。出口の見えない破綻の連鎖を未然に防ぐためには、各国が財政健全化を進めることは当然として、デフォルトを回避すべく EFSF の規模拡大や機能強化を行う方が安全策だと考えられる。

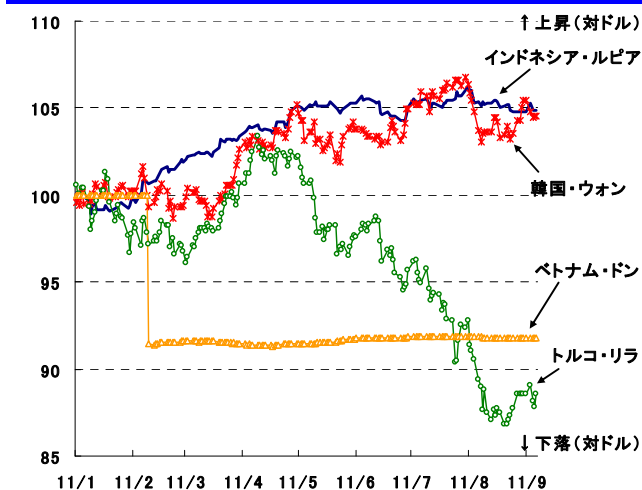
しかしながら、ドイツなど財政状況が比較的良好なユーロ加盟国においては、他国の救済のために追加負担を要する EFSF 改革について国民の理解が十分に得られていない。かといって、加盟国のデフォルト、ないしは通貨ユーロを放棄することに伴う負の影響の大きさを見通せない以上、ユーロ圏諸国は、財政統合による安定の追及という選択肢を選ぶ可能性の方が高いのではないかと思われる。ただし、その実現に向けた道のりは相当に長いものとなり、今後も長期に渡って金融市場では不透明感が燦り続け、投資家は基本的にはリスクに対して警戒的なスタンスを崩せない状況が続こう。その結果、株価は軟調に推移し、当該地域の通貨であるユーロのほか、経常赤字国など経済ファンダメンタルズの劣る国の通貨が売られ易い状況が続くと見込まれる。その裏返しとして、日本円は上昇圧力にさらされ続けることとなろう。

主要先進国の株価の推移(2010年末=100)



(出所)CEIG DATA

新興国の為替相場(2010年末=100)



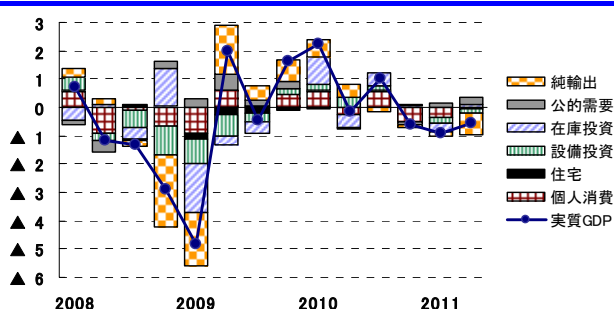
(出所)CEIG DATA

2. 日本経済の現状と見通し

(1) サプライチェーン復旧により生産の回復が続く

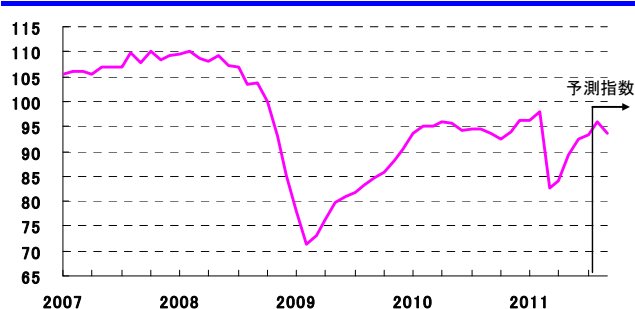
日本経済は、2011年4～6月期まで3四半期連続でマイナス成長となった（下左図）。2010年10～12月期は、エコカー補助金やエコポイントなどにより個人消費が大幅に拡大した反動を主因に、実質GDP成長率が前期比▲0.6%（年率▲2.4%）とマイナスに転じ、2011年1～3月期は東日本大震災の影響も加わり個人消費がさらに落ち込み、持ち直しつつあった輸出も失速したことから成長率は前期比▲0.9%（年率▲3.7%）とマイナス幅が拡大した。そして4～6月期は、企業や消費者マインドの悪化やサプライチェーンの分断による供給能力の低下により民間需要が総じて落ち込み、成長率は前期比▲0.5%（年率▲2.1%）を記録した。

実質GDP成長率の推移（季節調整値、前期比、%）



(出所)内閣府

鉱工業生産の推移（季節調整値、2005年=100）



(出所)経済産業省

しかしながら、サプライチェーンは予想を上回るペースで復旧し、生産能力は4月以降、急速に回復している（上右図）。一時懸念された電力不足問題も、節電の徹底や休日の分散による需要の平準化などにより全体で見れば生産活動への影響は軽微なものにとどまった。そのため、震災の影響で3月に前月比▲15.5%の82.7へ大きく落ち込んだ鉱工業生産指数は、7月には93.2まで12.7%水準を回復している。また、8、9月の生産予測に基づくと、7～9月期は前期比6.3%と大幅な上昇となる見込みであり、実に5四半期ぶりのプラスに転じることになる。実質GDP成長率も7～9月期には4四半期ぶりプラスに転じ、さらに前期比2%程度、年率換算で8%程度の高成長が見込まれる。景気は夏場にかけて急速に回復したと言える。

ただし、生産予測を月別に見ると、8月の前月比2.8%から9月は▲2.4%と頭打ちを示唆している。こうした動きには、電力供給の制約を受けて従来は8月に集中した夏季休業を分散した企業が少なからずあったことが影響している面はあるが、均してみても生産の回復ペースが鈍化している可能性は否定できない⁵。以下に示す需要動向も踏まえると、10～12月期以降の成長テンポは、震災からの立ち直りに伴い急加速した7～9月期に比べ、大幅に減速することとなろう。

(2) 輸出は足元で急回復ながら先行き増勢鈍化

4～6月期の実質輸出（GDPベース）は、前期比▲4.9%の大幅な落ち込みを記録した。輸出数量指数で財別の動きを見ると、全体では4～6月期に前期比▲6.0%（当社試算の季節調整値）であったのに対し、サプライチェーン分断による生産への影響が顕著であった自動車を含む輸送用機械が前期比

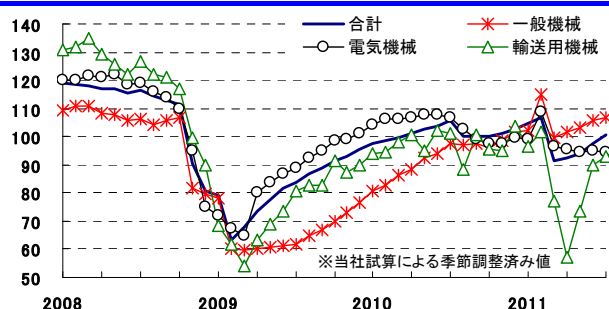
⁵ 生産動向の詳細は、2011年8月31日付け Economic Monitor 「IT分野の低迷と円高が響き小幅の伸びに留まる（7月生産）」参照。

▲19.8%と突出しており、化学製品（▲8.7%）や電気機械（▲6.4%）の落ち込みも比較的大きかった。また、輸送用機械は7月の水準が4～6月期を26.2%上回り急速な回復を見せているが、化学製品（▲4.6%）や電気機械（▲0.3%）は回復が遅れている（下左図）。アジア地域を中心に見られる軽微な在庫調整の動きや、世界的なIT分野の需要低迷が主因とみられる。その一方で、アジア向けを中心に需要が旺盛な一般機械は、4～6月期の落ち込みが前期比▲1.8%にとどまった上、7月の水準は4～6月期を2.9%上回っており、基調として堅調な拡大を続けている。

仕向け地別には、自動車の比率が高い欧米向けの回復が顕著である（下右図）。欧州向けは7月（84.0）に概ね震災前の2月（84.2）の水準近くまで戻しており、米国向けも7月（70.3）の水準は2月（71.6）を2%程度下回るにとどまっている。一方で、アジア向けは、7月（120.2）の水準が2月（133.2）を1割近くも下回っており、回復が遅れている。上記の通りアジア地域における在庫調整の影響が出たものとみられる。

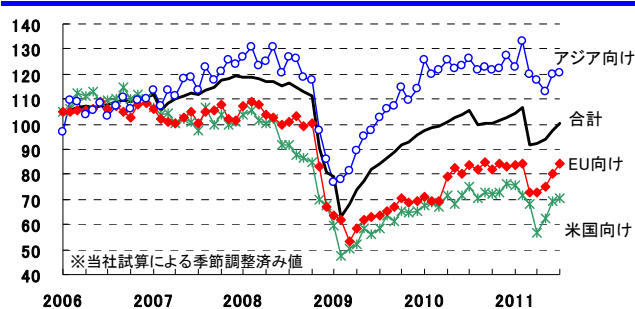
以上の通り、輸出は足元で急速に回復しており、7～9月期は前期比で大幅な拡大に転じる見込みである。10～12月期以降についても、冒頭で述べた通り、欧米景気は当面、力強い拡大を見込めない一方で、アジアなど新興国経済は減速こそすれ比較的堅調な拡大が期待できるため、輸出もアジア向けを中心に増勢を維持すると予想する。ただし、為替相場は80円を超える円高水準が当面は持続するとみられるため、輸出の増勢は緩やかなものにとどまろう。

財別輸出数量（季節調整値、2005年=100）



(出所)CEIC DATA

仕向け地別輸出数量（季節調整値、2005年=100）



(出所)CEIC DATA

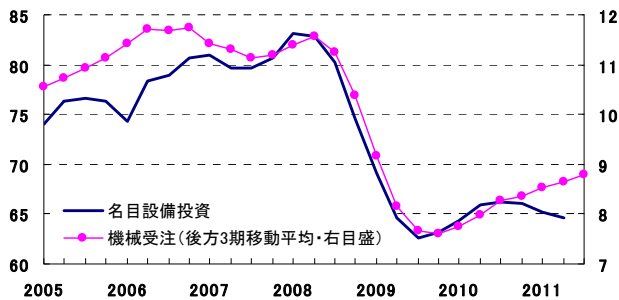
(3) 設備投資は増勢に転じるも海外シフトが伸びを抑制

4～6月期の設備投資は前期比▲0.9%となり、小幅ながら2四半期連続のマイナスとなった（1～3月期▲1.4%）。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、震災前の調査で4～6月期に前期比10.0%の大幅拡大が見込まれていたが、実際には2.5%の増加にとどまった。震災を受けてキャンセルが大量に発生した模様である。さらに、7～9月期の見通しは前期比0.9%と小幅な増加にとどまっており、震災後の情勢を見極めようとするスタンスが続いている。そのため、今後の設備投資は、震災復旧・復興に伴う投資や被災地を代替する能力増強投資などにより増加には転じるとみられるが、反発力は弱い。

さらに、海外へ生産拠点をシフトする動きが強まっていることも、国内における設備投資の回復を阻害する要因となろう。日本政策投資銀行の設備投資調査（2011年7月）によると、製造業（大企業）における「設備投資の海外比率（海外投資／国内投資）」は、2010年度の55.0%から2011年度には74.2%まで上昇する計画である（次ページ右図）。また、同調査によると、海外へ生産シフトを進める理由の第一は「現地需要への対応」（71.0%）であり、以下、「人件費の安さ」（33.6%）、「拠点

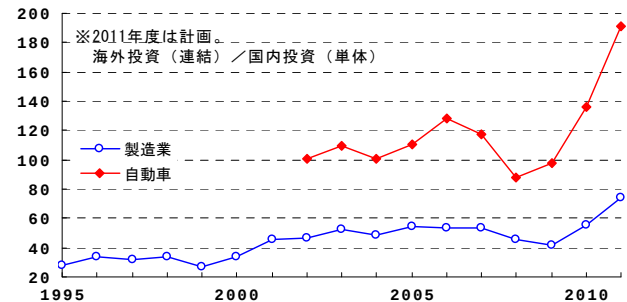
分散」と続き、「為替リスク回避」とする回答は全体の10%にも満たない。今後の為替相場は円高地合いが続くとみられるが、新興国の日本との間に成長力や賃金の格差が存在する以上、為替相場の水準に関わらず海外生産シフトの流れは続くということであろう。昨年来の円高加速は、そのきっかけを与えたに過ぎない。

機械受注と設備投資の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIC DATA

設備投資の海外／国内比率(%)



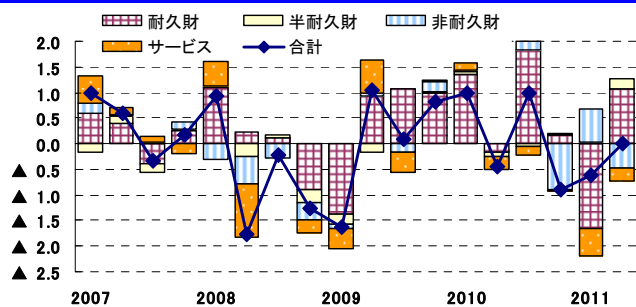
(出所)日本政策投資銀行

(4) 個人消費は夏場にかけて急回復するも今後は伸び悩み

4～6月期の個人消費は、前期比で横ばいとなった。自動車販売の減少などから1～3月期に前期比▲9.2%と大幅に落ち込んだ耐久財が4～6月期は6.6%と持ち直した一方で、1～3月期に買いだめの動きにより前期比2.7%と増加した非耐久財が4～6月期には反動により▲2.0%と落ち込んだ(下左図)。また、クールビズや節電関連商品の販売好調により半耐久財も4～6月期は前期比2.5%と伸びを高めた。ただし、サービス消費は旅行の回復が遅れたため、1～3月期の前期比▲1.0%から4～6月期は▲0.5%に減少幅が縮小するにとどまった。

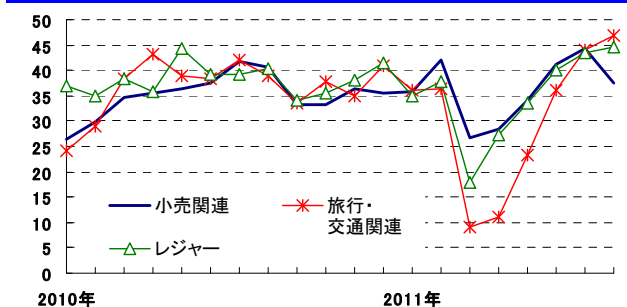
7月以降も、景気ウォッチャー調査の現状判断(水準)で見ると、小売関連指数は家電量販店で8月に大幅な落ち込み(7月63.9→8月21.5)が見られるものの、全体としては概ね震災前の水準を維持しており、サービス関連は旅行・交通関連やレジャー施設関連を中心に震災前を上回る水準まで改善していることから(下右図)、個人消費は回復の動きを維持しているとみられる。ただし、10～12月期には反動により増勢が一服し、以降も世界経済の減速や円高水準の定着など企業業績の先行きに対する不透明感が払拭できないことから、雇用・所得環境の改善は見込み難い上、復興財源確保や財政健全化に向けた国民負担増の議論が具体化し消費マインドを冷やすとみられるため、個人消費の足取りは重いものとなるだろう。

財別の個人消費の推移(季節調整値、前期比、%)



(出所)CEIC DATA

景気判断の推移(水準)



(出所)内閣府

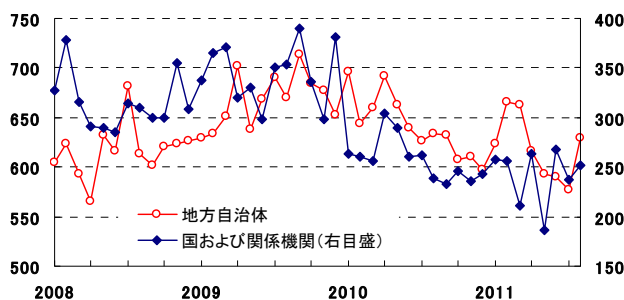
(5) 公共投資は復興需要により当面は拡大

4～6 月期の公共投資（公的固定資本形成）は前期比 4.3% となり、6 四半期ぶりに増加に転じた。昨年度 1 次補正予算（11 月 26 日成立）に伴い追加された地方自治体の公共事業の執行が本格化したことによるものとみられる。今年度 1 次補正予算に盛り込まれた震災復旧関連事業については、2 兆円程度が公共投資に結び付くとみられるが、予算成立時期が 5 月 2 日であったことから、執行までのタイムラグを考慮すると、大部分が 4～6 月期よりも 7～9 月期に顕在化すると考えられる。先行指標である公共工事請負金額を見ても、国は 6 月以降に増加傾向に、地方は 8 月に増加に転じている（下左図）。

なお、今年度 1 次補正予算に伴う公共投資は、震災復旧という事業の性格上、執行は速やかに進み、10～12 月期には一巡するとみられる。一方で、本格的な復興事業を盛り込んだ今年度 3 次補正予算は、10 月中旬頃までの国会提出を目指しているが（詳細は巻末トピックス参照）、主に財源の問題により編成に時間を要する可能性があり、成立は早くても 11 月後半とみえておくのが現実的であろう。そのため、震災復興事業の本格化、すなわち景気押し上げ効果が期待できるのは年明け以降となり、4～5 兆円と見込まれる追加の公共投資は、主に来年度の成長率を押し上げる要因となろう。

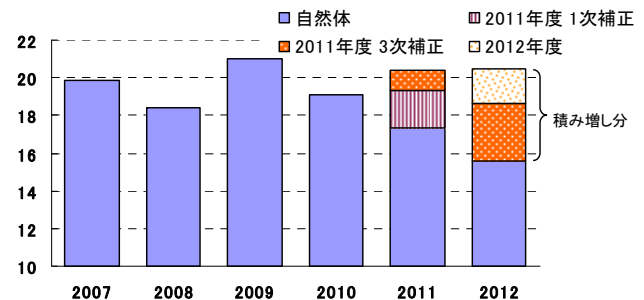
なお、財政の悪化を背景とする公共事業関係予算の削減傾向により、公共投資（実質）は 1999 年度以降、リーマンショック後の 2009 年度を除いて前年比マイナスが続いている。今後も自然体では公共投資の減少傾向が続くことから、震災復興関連事業による上乗せがあったとしても 2012 年度以降は公共投資に大幅な増加を期待できず（下右図）、復興関連事業がピークアウトすれば再び減少基調になると予想される。

公共工事保証実績の推移(季節調整値、10億円)



(出所)保証会社各社

公共投資のイメージ(2005年価格、兆円)



(出所)内閣府

(6) 物価と金融政策

2010 年基準に改定された消費者物価は、7 月に総合（除く生鮮食品）で前年同月比 0.1% となり、2008 年 12 月以来のプラスに転じた。原油価格の上昇が電力料金やガソリン価格、航空運賃などに波及し、光熱費（7 月前年同月比 3.4%）や運輸通信（1.7%）が上昇、物価を押し上げている。既に国際市場では原油価格は春頃の高騰からは下落しているが、原発停止に伴う発電コスト上昇により電力料金の低下は期待できず、今後も消費者物価はゼロ近傍の推移が続くと見込まれる。ただし、世界経済の減速や円高圧力の高まりといった景気下押し圧力が残るため、少なくとも 2012 年中にデフレ脱却が展望できる状況に至る可能性は低いであろう。

そうした中で、金融政策に対しては円高圧力緩和への期待もあって一段の金融緩和を要請する声が高

まっている。そして日銀は、8月4日の金融政策決定会合において、政府の円売り介入⁶に呼応する形で資産買入等の基金を10兆円増額（40兆円→50兆円）する追加の金融緩和を決定した。その後は、金融市場の混乱を受けて一段と円高圧力が強まったものの、9月7日の金融政策決定会合では現状維持とし、様子見姿勢に転じている。今後も円高圧力が強まる局面が予想されるが、金融緩和と円高対応を切り離して考える日銀の対応が注目される。

(7) 成長率見通し

以上を踏まえて今後の日本経済を展望すると、震災後の経済正常化の動きを反映して7～9月期の実質GDP成長率は大幅なプラスに転じる見込みであるが、10～12月期はその反動に加え、震災復旧・復興事業が3次補正予算の執行を控えて端境期を迎えることもあり、成長率はゼロ前後まで鈍化するとみられる。2012年1～3月期には震災復興事業が本格化して成長率は再び高まることから、2011年度を通じた成長率は前年比0.5%と小幅ながらプラス成長を確保すると予想する。震災の影響により輸出が伸び悩むことから外需はマイナス寄与、国内民間需要はかろうじて前年を上回るにとどまり、公共投資を中心とする公的需要が景気を下支えする姿となる。

2012年度については、2011年度後半の高成長により1%を超える成長率のゲタが見込まれることもあり、年間の成長率は2.2%まで高まると

予想する。年度前半は世界経済の減速や円高定着により輸出が伸び悩むなど民間需要は緩慢な拡大にとどまる中で震災復興事業の拡大に伴い引き続き公的部門が景気を下支えする。個人消費などの民間需要が持ち直すのは年度後半となろう。2013年度は、民間需要の持ち直しが続く一方で、震災復興需要のピークアウトにより公的部門の景気押し上げ効果が弱まることから成長率は1.7%への鈍化を予想する。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 予想	2012 予想	2013 予想
実質GDP	2.3	0.5	2.2	1.7
国内需要	1.5	0.8	1.4	1.3
民間需要	2.0	0.3	1.6	1.6
個人消費	0.8	▲0.1	0.7	1.1
住宅投資	▲0.3	1.9	3.1	3.2
設備投資	4.2	0.7	4.2	2.8
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.2	1.1	0.9	1.4
公共投資	▲10.0	7.1	0.4	▲5.1
純輸出(寄与度)	(1.3)	(▲0.2)	(0.8)	(0.5)
輸出	17.0	2.3	8.1	6.2
輸入	10.9	5.0	4.2	4.7
名目GDP	0.4	▲1.6	1.9	1.0
実質GDP(暦年ベース)	4.0	▲0.3	2.3	1.8
鉱工業生産	9.0	▲0.9	5.1	3.4
失業率(%、平均)	5.0	4.8	4.5	4.2
経常収支(兆円)	16.1	8.0	11.3	12.1
経常収支(GDP比, %)	3.4	1.7	2.4	2.5
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.2	▲0.1	0.1

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

⁶ 8月4日実施で、総額4兆5,129億円。

3. トピックス～ 3 次補正予算の概要

震災復興事業のほか、円高・産業空洞化対策などを盛り込んだ 2011 年度 3 次補正予算の編成作業が本格化している。本稿執筆時点で報道などを基に当社にて想定している補正予算の概要は、歳出総額が 11 兆円程度、うち震災復興関連に 7 兆円程度、1 次補正予算で見送った基礎年金の国庫負担割合引き上げ相当分約 2.5 兆円、円高・産業空洞化対策に 1 兆円程度、そのほか B 型肝炎訴訟の和解金 2,000 億円程度などである。なお、震災復興関連予算のうち、被災自治体の自由な財源となる一括交付金に 2.7 兆円、医療・雇用対策として 4,400 億円、住宅エコポイントの被災地に限定した延長に 1,000 億円程度、福島沖の洋上風力発電所建設に 1,000 億円などが具体案として挙がっている。また、円高・空洞化対策として、国内での生産拠点立地に対する補助金 5,000 億円、雇用創出基金の積み増し 2,000 億円が要求されており、家庭や企業の節電対策費用に対する補助金として新設される「節電エコ補助金制度」2,000 億円も円高対策として要求されている。

以上の内容から判断すると、公共投資に直接結び付くものは、震災復興予算の 6～7 割程度、すなわち、4～5 兆円程度となると思われる。また、一部は自治体による復興支援活動という形で政府消費に計上されるものもあろう。さらに、住宅エコポイントや節電エコ補助金は、対象となる分野において消費の拡大が期待される。家電エコポイントやエコカー補助金の例を踏まえると、両者の予算合計額 2,000 億円の数倍の需要押し上げ効果が一時的に発生する可能性もある。ただし、詳細な内容は未だ決定されておらず、現時点で具体的に予測することは困難である。

3 次補正予算案は、10 月中旬までの国会提出を目指して、目下編成作業中であるが、最大の懸案事項は財源である。財源の候補については、「東日本大震災からの復興の基本方針」において、①歳出の削減、②国有財産売却、③特別会計、④公務員人件費等の見直し、⑤更なる税外収入の確保、⑥時限的な税制措置によると定められており、今年度中に確保できない部分は、これらの将来における収入を償還財源とする復興債の発行により補うとされている。

2011 年度第 3 次補正予算の概要			
歳出		歳入(財源)	
震災復興	7 兆円程度	歳出削減	1.5 兆円程度
復興交付金	2.70	税外収入	5 兆円程度
福島沖に洋上風力発電所	0.10	特別会計からの繰入	4.0
医療・雇用対策	0.44	資産売却	1.0
住宅エコポイント	0.10	復興債	3.5 兆円程度
仮設住宅の見守り支援	0.02	今年度税収の上方修正	1 兆円程度
円高・産業空洞化対策	1 兆円程度	総額	11 兆円程度
国内立地推進補助金	0.5		
節電エコ補助金等	0.2		
雇用創出基金積み増し	0.2		
その他			
基礎年金国庫負担金	2.4		
B 型肝炎訴訟の和解金	0.2		
総額	11 兆円程度		

(出所)新聞報道等から当社にて作成。

これらの財源のうち、最大の規模が見込まれるものは③特別会計であり、国債整理基金特別会計の剰余金から 3 兆円以上が繰り入れられることとなろう。②国有財産売却については、政府が保有する JT などの株式や不動産の売却が検討されており、合計で 1 兆円程度の財源が確保される見込みである。なお、安住財務相は、これらの含めた税外収入の合計、すなわち上記②③⑤について、当初想定していた 3 兆円から「数兆円単位で上積みできそうだ」としており、5 兆円程度まで膨らむ可能性が高いと考えられる。

また、長期金利の低位安定が続いていることから、このところ毎年恒例となっている国債費の減額修正が可能となろう。昨年度も、10 月 29 日に国会に提出された 1 次補正予算案において国債費を 1 兆

2,000 億円余り減額修正している。今年度 3 次補正予算においても、同程度の減額修正が行われるとみて良いだろう。そのほかの費目においても見直しが行われれば、少なくとも 1.5 兆円程度の歳出削減は可能だと考えられる。

さらに、今年度の税収も昨年度同様、上方修正の余地がある。今年度の税収（一般会計）は前年度決算比▲1.3%と見込まれているが、財務省「租税及び印紙収入、収入額調」によると、7 月までの税収累計は前年同期比 5.6%増加している。全体の約 4 分の 1 を占める源泉所得税が前年比 6.3%と好調なほか、たばこ税が 25.9%の大幅増となったことが寄与している。全体の約 2 割を占める法人税の動向は、9 月の中間決算を反映する 11 月の数字を確認するまで見極め難いとは言え、企業業績見通し⁷から判断すると予算で見込んでいる前年比▲13.1%ほどの落ち込みは避けられよう。そのため、数%程度の上ぶれは十分に可能性があると考えられる。ほぼ同時期に編成された昨年度 1 次補正予算においても税収の増額補正（2.2 兆円、5.7%の増額）を行っていることから時間的な問題もない。仮に 2.5%の上方修正が行われたとすると、税収は 1 兆円程度増額されることとなる。

以上を合計すると、7.5 兆円程度の財源が確保できることになる。歳出総額を 11 兆円程度とすれば、復興債の発行額は 3.5 兆円程度となろう。これを仮に 5 年間で償還するとすれば、年間 7,000 億円程度であり、2011 年度当初予算で 54 兆円を計上した一般歳出の 1.3%に過ぎない。増税に依らずとも歳出の一律カットでも十分に賄えるであろう。

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

⁷ 上場企業 994 社の 2012 年度第 1 四半期決算時点における通期収益見通しは、純利益が前年比 47.2%と大幅増益を見込んでいる（8 月 16 日みずほリサーチ&コンサルティング集計）。年度後半にかけて業績悪化リスクが高まってはいるが、利益水準が前年を上回る可能性は高いと思われる。