

日本経済情報

2011年11月号

Summary

【内容】

1. 日本経済を取り巻く環境～先進国経済の低迷と円高進行が下押し要因に
 - (1) 先進国経済の低迷続く
 - (2) 最大のリスク要因はソブリン問題の深刻化
2. 日本経済の現状と見通し
 - (1) 7～9月期の実質GDP成長率は4四半期ぶりのプラスに
 - (2) 輸出は急回復局面が終了
 - (3) 設備投資は増勢に転じるも先行きは慎重化
 - (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) 公共投資は復興予算の執行により当面は拡大続く
 - (6) 物価と金融政策
 - (7) 成長率見通し

2013年度までの経済見通し（改訂）

海外経済は、欧米経済の低迷が目立っている。新興国経済も減速傾向にはあるものの、日本経済と関係の深いアジアに限って見れば、総じて堅調な拡大を続けている。そうした中で、欧州ソブリン問題が深刻化しており、今後は欧州経済に対する下押し圧力が一段と強まるとみられるが、欧州向け輸出の割合が相対的に低いアジア諸国や日米経済においては影響は限定的となろう。ただし、金融市場の混乱が長期化するとみられ、円高進行という形で悪影響が波及する恐れがある。

日本経済は、2011年7～9月期の高成長が示す通り、東日本大震災による落ち込みから急回復したが、夏場以降は停滞感が強まっている。輸出は7月以降伸び悩んでおり、急回復局面は終了している。今後についても、欧米経済の低成長に加え、円高水準定着が見込まれる為替相場が下押し要因となり、拡大ペースは緩慢なものにとどまると予想される。

設備投資は、7～9月期に4四半期ぶりの増加に転じたが、先行指標の機械受注は先行きの伸び悩みを示唆している。海外経済の先行き不透明感や円高が企業の投資スタンスを慎重化させているとみられ、今後も設備投資の増勢加速は見込み難い状況にある。

個人消費は、震災直後の供給制約やマインド悪化による過度な抑制状態からは正常化したものの、夏場には回復が一服している。雇用・所得環境は徐々に改善しているが、景気や所得の先行きに対する懸念が消費マインドの改善を妨げており、回復力は乏しい。

民間需要の緩慢な動きが見込まれる中で、来年度にかけての景気を押し上げるのは公共投資である。震災復興事業を盛り込んだ歳出総額12兆円規模の今年度第3次補正予算は、早ければ今週中にも成立し、年明けには執行が本格化するとみられる。補正予算の執行により5兆円強の公共投資のほか、1兆円超の政府消費などの需要が追加されることになる。

また、金融政策は、政府による円売り介入に連携する形で、今後も必要に応じて追加緩和を行うとみられる。以上を踏まえると、2011年度の実質GDP成長率は前年比0.3%とプラスを維持し、2012年度には復興需要の本格化により1.9%まで成長率が高まると予想する。ただし、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

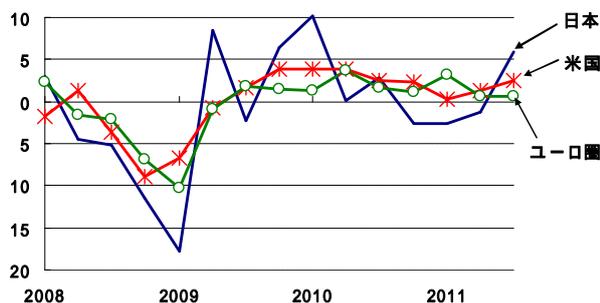
1. 日本経済を取り巻く環境～先進国経済の低迷と円高進行が下押し要因に

(1) 先進国経済の低迷続く

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1.3%の低成長にとどまった。雇用拡大テンポの緩慢さや未だ続く家計のバランスシート調整などが個人消費回復の重石となっている。7～9月期は2.5%と潜在成長率程度まで伸びが高まったものの、10～12月期は再び1%台への減速が見込まれており¹、低成長が長期化している。

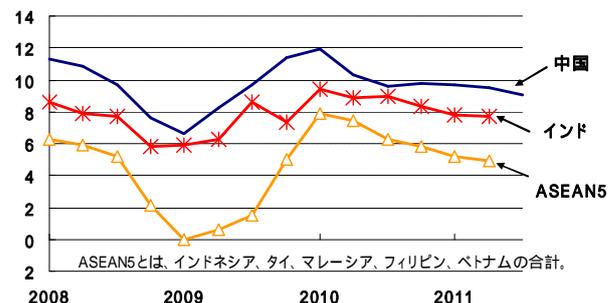
また、欧州経済も、ユーロ圏の実質GDP成長率が2011年1～3月期の前期比0.8%（年率3.1%）から4～6月期は0.2%（0.7%）へ急減速し、7～9月期も0.2%（0.6%）にとどまっており、停滞感が強まっている。ソブリン問題の元凶である財政赤字を縮小するため、多くの国で増税や財政支出の抑制が行われており、個人消費の低迷や政府消費の減少傾向が続いている模様である。

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(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

一方の新興国経済は、総じて減速傾向ながら堅調な拡大を続けている。日本経済と関係の深い主要アジア新興国の状況を見ると、中国は実質GDP成長率が2011年1～3月期の前年同期比9.7%から4～6月期9.6%、7～9月期9.1%と鈍化傾向にあり、10～12月期には8%台まで低下する可能性が高い²。しかしながら、それでも成長率は他国に比べ際立って高い上、インフレ率が緩やかながら着実に低下しているため、景気悪化時における金融・財政両面からの政策対応余地が拡大しており、ハードランディングに陥る可能性は高くはないと考えられる。

インドは、インフレ指標である卸売物価が10月も前年同月比9.73%となり11ヶ月連続で9%超を記録するなど、景気は加熱気味な状況が続いている。実質GDP成長率は、8%を超える成長が続いた2010年と比べると鈍化しているが、2011年1～3月期に前年同期比7.8%、4～6月期は7.7%と高水準を維持している。中央銀行であるインド準備銀行は、10月も政策金利を引き上げるなど成長抑制によるインフレ沈静化を目指しており、さらなる成長鈍化が見込まれる状況にある³。

ASEANについては、主要5カ国（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム）合計の実質GDP成長率が、2010年の前年比6.8%から2011年1～3月期は前年同期比5.2%、4～6月期4.9%と低下傾向にある。タイ（成長率：1～3月期前年同期比3.2% 4～6月期2.6%）やフィリピン

¹ 詳細は、2011年10月28日付け Economic Monitor「米国経済は7～9月期にリバウンドも先行きの懸念は消えず」参照。

² 詳細は、2011年11月11日付け Economic Monitor「インフレ沈静化の兆しが見られる中国経済」参照。

³ 詳細は、2011年10月28日付けアジア経済情報2011年10月号「インド経済の現状と見通し」参照。

(1~3月期 4.6% 4~6月期 3.4%)は輸出や固定資産投資の伸びの鈍化を背景に減速傾向にあり、マレーシア(4.9% 4.0%)は輸出が持ち直しているものの在庫投資が大きく落ち込むなど、いずれも成長テンポが鈍化している。ただし、各国とも個人消費は伸びの鈍化が小幅にとどまるなど総じて内需は底堅く推移している。また、経済規模が域内最大のインドネシアは、個人消費の持続的な拡大と輸出の持ち直しにより安定した高成長を続けている(1~3月期 6.5%→4~6月期 6.5% 7~9月期 6.5%)。ベトナムに至っては、成長率が1~3月期の前年同期比 5.4%から4~6月期 5.7%、7~9月期 6.1%と高まる傾向にあり、前年同期比 20%を超える水準が続く消費者物価上昇率が示す通り、景気は過熱状態にあると言える。

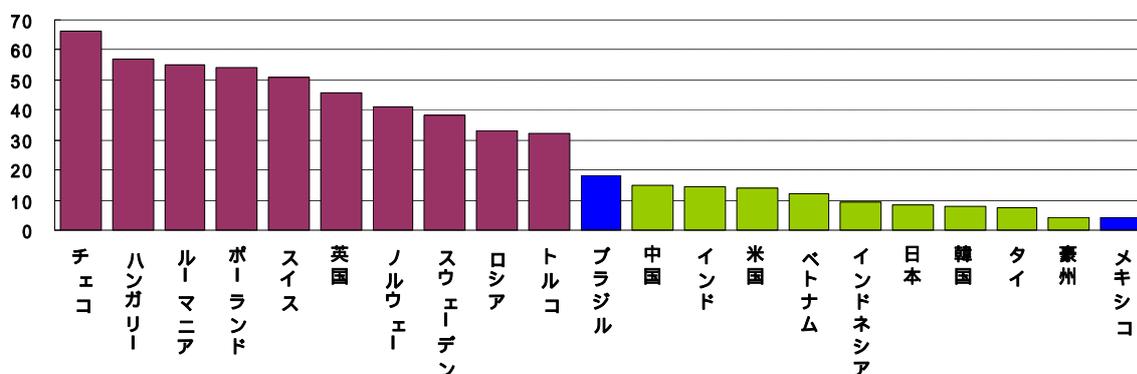
(2) 最大のリスク要因はソブリン問題の深刻化

上記の通り、世界経済は、新興国経済が下支え役となって、緩慢ながらも拡大基調を維持している状況にある。そうした中で、9月以降、深刻化している欧州ソブリン問題は、特に欧州経済の下押しと国際金融市場の混乱という経路から、世界経済の底割れリスクを高めている。

欧州ソブリン問題に関する議論は、詰まるところ財政の悪化した国の債務を誰が引き受けるのかという問題に行き着く。そして、その問題の根源は財政状況の悪化にあるため、問題を根本的に解消するためには財政を健全化するしか方法はなく、国債利回りの上昇という形で市場から敬遠された国に与えられる選択肢は、デフォルトか財政健全化を進めるかしかない。現在、欧州諸国のコンセンサスはデフォルト回避(ないしは秩序だったデフォルト)にあるため、財政健全化がユーロ圏の景気を一段と悪化させ、さらにユーロ圏向け輸出に多くを依存する周辺の国々へも悪影響が伝播することになる。

輸出全体に占めるユーロ圏向け比率の割合(2010年、下図)は、地理的な関係から中東欧諸国で50%を超えている国が多い。また、スイスや英国も50%前後であり、ロシアやトルコも30%強と比較的高いため、これらの国ではユーロ圏経済低迷による悪影響は避けられないであろう。一方で、アジア諸国は、中国の約15%が高い部類に入り、日本や韓国は約8%にとどまっている。ブラジルは20%弱、米国も14%程度であり、輸出を通じた悪影響の波及は限定的と言える。

【輸出全体に占めるユーロ圏向け輸出の割合(2010年、%)】



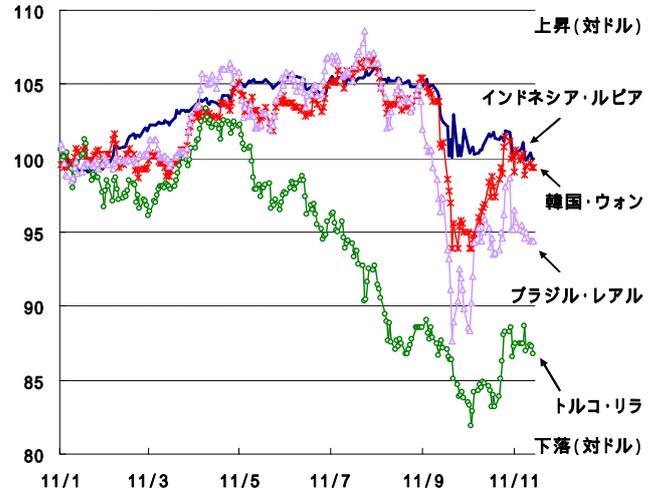
(出所)CEIC DATA

より懸念すべきは、金融市場の混乱であろう。ギリシャやポルトガルなど財政の特に悪化している国の発行した国債は、既に価格が大幅に下落(利回りが上昇)しており、その多くを保有する金融機関の資本を蝕んでいる。体力の低下した金融機関はリスク許容度が低下するため、リスクが相対的に高

い新興国向け債権（国債や貸し出し）の積み上げを控えるのみならず、損失穴埋めのため新興国向け債権を処分する動きも見られる。9月以降に顕著な新興国通貨の下落は、こうした背景によるものである。

通貨の下落は輸入物価の上昇を通じたインフレ要因であり、インフレ抑制を安定成長に向けての最重要課題としている多くの新興国にとっては、大きなリスクとなる。当面の対応策は、為替介入により通貨の下落に歯止めをかけることであり、その成否は外貨準備の多寡に大きく依存する。また、より長い目で見れば対外収支の改善であり、経常収支の黒字化や海外からの直接投資拡大が具体的な目標となる。裏を返せば、これらの条件が不十分な国の通貨は大幅に下落するリスクを抱えているということである。

新興国の為替相場(2010年末=100)



(出所)CEIC DATA

欧州ソブリン問題は、先月26日にEFSF（欧州金融安定化基金）の機能強化方針が決定するなどギリシャ支援継続への道筋が固まりつつあるものの、ここにきてイタリアの国債利回り上昇が加速しており、状況は悪化が続いている。当面の課題は、毀損した金融機関の資本増強によりリーマンショック時のような金融収縮に陥ることを阻止するとともに、ECBに代わる国債の引き受け手を確保することである。そのため、EFSFのさらなる機能拡充が議論され始めているが、ユーロ加盟国間の利害関係がその実現のための大きなハードルとなっており、決着には相応の時間を要することとなろう。しかも、それは根本的な解決策ではなく、ソブリン問題の火種を消すには一定レベルまで財政を健全化する必要があるため、今後数年の単位で混乱が続くことを覚悟する必要がある。

その間、金融市場は混乱が続き、当然のことながら、当該地域の通貨であるユーロは下落圧力を受け続ける。その裏返しとして、今のところ安全通貨とみられている日本円は、上昇圧力にさらされ続けることとなろう。

以上を踏まえると、今後の先進国経済は、ソブリン問題により欧州経済の低迷が続き、家計部門に構造問題を抱える米国経済も、回復力に乏しい上昇が続くとみられる。一方の新興国は、インフレ抑制のために成長ペースはやや鈍化し、一部の国では欧州ソブリン問題の影響を強く受け低迷が予想されるものの、日本経済と関係の深いアジア地域に限って見れば、総じて堅調さを維持するとみられる。

なお、タイで発生した水害は、タイ国内における経済活動の停滞や、自動車や電気製品を中心とした一部製品の生産停止に伴い、サプライチェーンを通じ

世界経済の予想(暦年、%)

	実績			予想		
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
世界	2.8	▲ 0.7	5.1	3.8	3.8	4.0
米国	▲ 0.3	▲ 3.5	3.0	1.7	2.1	2.3
ユーロ圏	0.4	▲ 4.3	1.8	1.6	0.4	1.0
日本	▲ 1.2	▲ 6.3	4.0	▲ 0.3	2.3	1.8
(年度)	(▲ 4.1)	(▲ 2.4)	(2.4)	(0.3)	(1.9)	(1.7)
中国	9.6	9.2	10.3	9.1	8.3	8.1

(資料) 各国政府、IMF

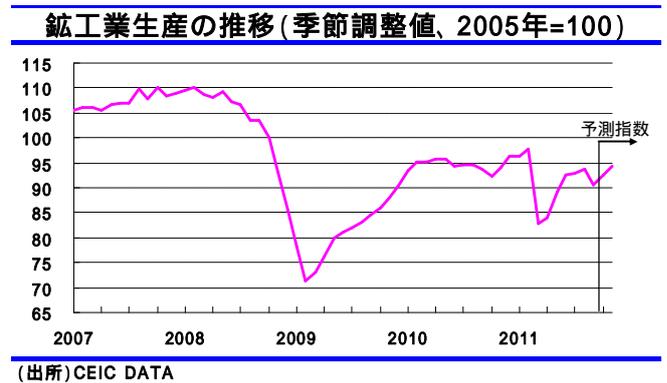
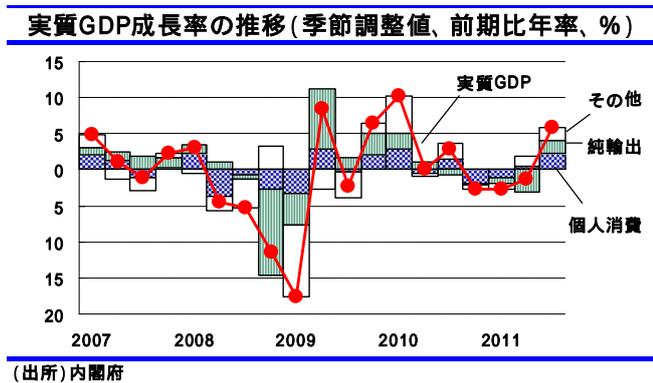
た影響により、日本を含めたアジア経済全般にとって、短期的には景気下押し要因となろう。しかしながら、他国における代替生産の拡大が落ち込みを緩和することに加え、タイにおいて生産設備の復旧や治水工事などのインフラ投資などの需要拡大が見込まれるため、今後 1~2 年という単位で考えれば、必ずしもマイナスの影響ばかりではなく、均してみれば影響は限定的とみて良いであろう。

2. 日本経済の現状と見通し

(1) 7~9 月期の実質 GDP 成長率は 4 四半期ぶりのプラスに

2011 年 7~9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 6.0%の高水準となった。プラス成長は、2010 年 7~9 月期以来、4 四半期ぶりである。高成長の主因は、東日本大震災の被害により大きく落ち込んだ輸出が生産設備やサプライチェーンの復旧により急回復したことと、震災による商品供給制約や自粛ムードなどにより冷え込んだ個人消費が正常化したことである。輸出は 4~6 月期の前期比 5.0%から 7~9 月期は 6.2%の大幅増となり、7~9 月期の純輸出（輸出 - 輸入）は成長率を年率で 1.7%Pt 押し上げた。また、個人消費も、4~6 月期の前期比 0.2%から 7~9 月期は 1.0%へ伸びを高め、成長率への寄与は年率 2.3%Pt まで高まった。

しかしながら、企業の生産動向が示す通り、既に景気拡大のモメンタムが弱まりつつあることも事実である。鉱工業生産指数は、2011 年 4~6 月期の前期比 4.0%から 7~9 月期は 4.3%へ急回復したが、月別の動きを見ると、5 月に前月比 6.2%と伸びを高め、6 月も 3.8%と比較的高い伸びが続いたが、7 月 0.4%、8 月 0.6%と概ね横ばい推移となり、9 月には 3.3%と減少に転じている⁴。予測指数は 10 月 2.3%、11 月 1.8%と持ち直しを示唆しているが、それでも 11 月の水準（94.3）は僅かに 8 月（93.6）を上回るにとどまっており、生産の拡大テンポは極めて緩慢である。



(2) 輸出は急回復局面が終了

生産の回復が一服した背景として、海外経済の減速を受けた輸出の伸び悩みが指摘できる。GDP 統計の実質輸出は、4~6 月期の前期比 5.0%から 7~9 月期は 6.2%へ急回復を見せたが、輸出数量指数

⁴ 今年の夏は電力供給が制約される下で、需要平準化のため夏季休暇を分散する企業が多かったため、8月の生産水準は例年に比べ高まった可能性が高い。9月の生産落ち込みは、その反動による影響が含まれるとみられる。ただし、その場合でも、特殊要因により高上げされたはずの8月の前月比が0.6%にとどまっているため、生産の増勢が一服したという結論は変わらない。

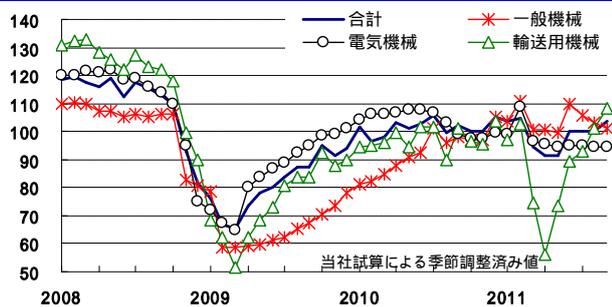
で月毎の動きを見ると、5月の前月比0.0%(当社試算の季節調整値)から6月に9.4%と急増した後、7月0.2%、8月0.1%と7月以降は生産と同様、横ばい推移となっており、増勢が一服している。

輸出数量指数は、9月に前月比3.3%となり、再加速の兆しを見せているが、増加が目立つ分野は震災による大幅な落ち込みを取り戻すべく増産の動きを強めている輸送用機械(9月前月比6.8%)くらいである。その輸送用機械においても、今般のタイで発生した水害の影響により、一部のメーカーで部品不足により生産が滞る事態が生じており、さらなる生産拡大が危ぶまれる状況にある。

さらに、これまでの円高進行が輸出全体を押し下げるとみられる。ドル円相場は、米国経済の減速を背景とする米国金利の低下を主因に7月半ばには1ドル=70円台に突入した。政府・日銀が8月4日、4兆5,129億円規模の円売りドル買い介入を行ったことから一旦は円高進行に歯止めが掛かり、10月半ば頃までは77円前後の横ばい圏で推移したものの、ソブリン問題の深刻化により円高圧力が再び強まり、10月28日に政府・日銀は今年3度目となる為替介入の実施を余儀なくされた。介入規模は未公表であるが、7兆円台後半と試算され史上最大規模であった可能性が高い。しかしながら、円高圧力は依然として根強く、ドル円相場は再び76円台まで円高が進んでいる。

今後も政府・日銀は、一層の円高進行に対して、円売り介入により歯止めを掛けるとみられるが、欧州ソブリン問題に起因する円高圧力は、今後むしろ高まる可能性があるため、米国経済が明確に持ち直し米国金利が上昇に転じるまでは、ドル円相場が円安方向に転じることは期待し難い。過去の経験則に基づけば、為替相場の変動は半年から1年程度の時間差を置いて輸出を下押しする。これを踏まえると、今年前半に加速した円高の影響は、今後本格化することになる。輸出は、アジア新興国向けの拡大により増勢は維持するものの、欧米経済の低成長とこれまでの円高により、極めて緩慢な増加にとどまると予想される。

別輸出数量(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIC DATA

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所)CEIC DATA、財務省

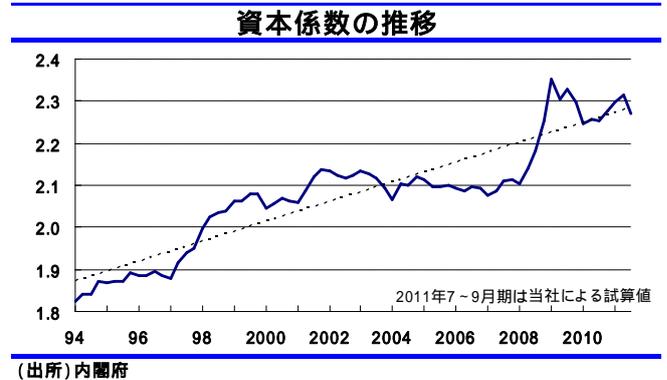
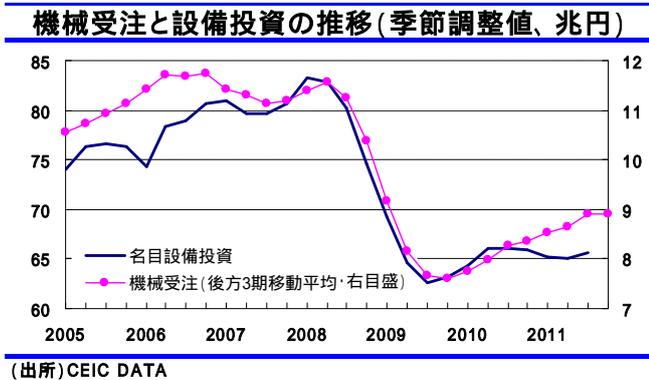
(3) 設備投資は増勢に転じるも先行きは慎重化

7~9月期の設備投資は前期比1.1%と4四半期ぶりの増加に転じた。しかしながら、先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、4~6月期の前期比2.5%から7~9月期は1.5%と増勢は維持したものの伸びが鈍化しており、さらに10~12月期の見通しは前期比3.8%と4四半期ぶりの減少を見込んでいる。輸出や生産の回復モメンタム低下に加え、米国経済の低迷や欧州ソブリン問題の深刻化など海外情勢は先行き不透明感を強めているため、企業は設備投資に対する姿勢を慎重化しているとみられる。今後の設備投資は、10~12月期こそ過去3四半期の機械受注の増加を反映して増勢

を維持するとみられるが、冒頭で触れた海外情勢なども踏まえると、その後の増勢加速は見込み難い。

また、設備投資のプラス要因として、震災復旧需要の拡大が期待されるが、資本ストックの状況から見る限り、大きなインパクトとはならない可能性がある点にも留意したい。一般的に、経済規模(GDP)に対する生産設備(資本ストック)の比率である資本係数は、上昇トレンドを持ち、トレンド線を上回ると資本ストックが過剰な状態であるとされている。94年以降の資本係数の推移を見ると(右下図)、リーマンショック後の需要低迷(GDPの減少)により急上昇し、マクロ的には資本ストックが大幅に過剰となったことを示した。その後、景気持ち直しにより資本係数は徐々に低下し、2010年1~3月期には概ねトレンド線上までストック調整が進んだが、設備投資の増勢が加速したため再びトレンド線から上方に乖離し、今年3月の震災発生時点では資本ストックはマクロ的に過剰な状態となっていたとみられる。

震災により毀損した民間企業の資本ストックは、内閣府の試算⁵で9~16兆円、ストック残高の0.75~1.25%とみられており、仮に震災前と同じ状況に復旧するのであれば、同程度の規模の設備投資が期待される。しかしながら、上記の過剰状態を考慮すると、復旧需要として顕在化する規模は過剰分だけ減殺されてしまう。これはあくまでもマクロ的な観点からの考察であるが、デフレの長期化が示す通り供給過剰の状態にある日本経済において、潜在的な復旧需要の全てが実現するとは限らないことは指摘できよう。



(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

7~9月期の個人消費は前期比1.0%となり、4~6月期の0.2%に続いて2四半期連続の増加となった。家計消費の財別の内訳を見ると、4~6月期は地デジ移行直前のテレビ買い替え需要などにより耐久財が前期比7.3%と大幅な増加に転じたことに加え、クールビズや節電関連商品を中心に半耐久財が大きく伸びを高めた(1~3月期0.5% 4~6月期2.6%)。7~9月期は、半耐久財の伸びは鈍化したものの、耐久財が供給力の回復に伴って販売が急増した自動車を中心に前期比8.4%へ増勢が加速したことに加え、旅行などのサービス消費が持ち直し(4~6月期前期比0.7% 7~9月期0.6%)、消費全体を押し上げた。

ただし、他の指標と同様、個人消費関連指標も夏場に改善が一服している。小売業売上高は、6月に

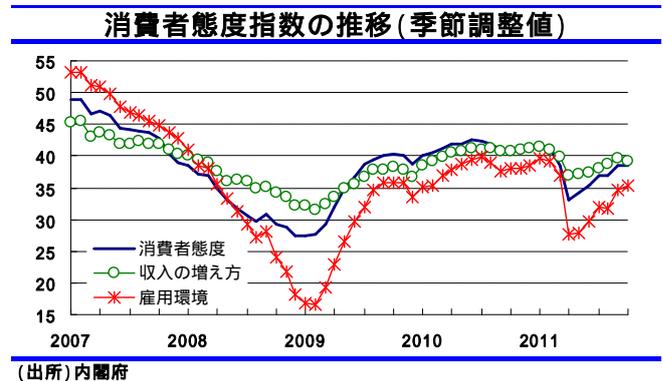
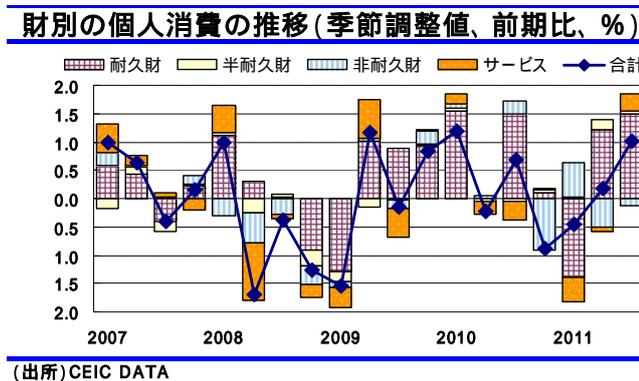
⁵ 内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議 震災対応特別会合資料」(2011年3月23日)より。

前年同月比 1.2%まで改善したが、7月は0.6%へ伸びが鈍化し、8月 2.6%、9月 1.1%と前年割れに転じた。家電量販店を含む「機械器具」が地デジ移行により7月の前年同月比 10.0%から8月 19.3%、9月 21.6%と大幅なマイナスとなったほか、百貨店やスーパーなどの「各種商品小売業」もクールビズ用品などの需要一巡により7月の前年同月比 0.4%から8月 3.3%、9月 4.0%と落ち込んでいる。

今後については、雇用・所得環境とマインドの動向が重要となる。雇用については、失業率（季節調整値）が2月の4.6%から9月には4.1%まで低下しており、労働需給という観点からは改善が見られる。ただし、就業者数は2月の6,302万人から9月には6,246万人へ56万人も減少しており、この間に労働力供給（労働力人口）が6,609万人から6,512万人へ97万人減少したことが失業者数を減少させたに過ぎない。労働市場の規模という意味では、むしろ悪化している。一方の賃金は、勤労者一人当たり賃金が9月に所定外給与（残業代）の持ち直しなどにより前年同月比横ばいとなり、4ヶ月ぶりにマイナスから脱したほか、各種調査において冬のボーナスは前年を上回る結果が報じられる⁶など、改善しつつある。

ただし、こうした雇用や賃金の動向は、消費マインドの改善に十分に結び付いていない。10月の消費者態度指数は9月の38.6から変わらず、改善が足踏みしている。内訳を見ると、失業率の低下を受けて「雇用環境」は改善したものの（9月34.7 10月35.3）、「暮らし向き」（9月39.9 10月39.8）や「収入の増え方」（39.6 39.1）が悪化しており、先に見た所得環境の改善が消費マインドへ与える影響は限定的となっている。景気の先行き悪化懸念のほか、増税や社会保障問題の議論などが、消費マインドを悪化させていると考えられる。

個人消費は、震災直後の過度な抑制状態からは概ね正常化したとみられるが、持続的な拡大が見込めるほどには改善していないと判断できる。



(5) 公共投資は復興予算の執行により当面は拡大続く

東日本大震災の復興事業を盛り込んだ国の今年度第3次補正予算案が、11月10日に衆議院を通過した。早ければ今週中にも成立する見通しである。

⁶ 経団連の「2011年年末賞与・一時金 大手企業業種別妥結状況」(2011年11月9日第2回集計)によると、今冬の一人当たり賞与支給額は、集計対象の上場企業103社加重平均で前年比5.22%増加する見込みである。また、東京都がまとめた都内の民間企業の今冬ボーナス平均妥結額(中間集計)は前年比2.71%増であった。

3次補正予算の規模は総額12.1兆円で、うち東日本大震災関係経費として11.7兆円計上されている。ただし、この中に今年度1次補正予算の財源として流用した年金財源の補填2.5兆円が含まれているため、実質的には9.2兆円である。その内訳を見ると、地方交付税交付金や東日本大震災復興交付金といった地方自治体への資金交付が3.2兆円あり、このうち2.4兆円程度が復興関連の公共事業予算になるとみられる。また、国の公共事業費が1.5兆円計上されているほか、全国防災対策費(0.6兆円)の大部分とその他震災関係費(2.5兆円)のうち0.5兆円程度が公共投資に結びつく予算とみられる。これらの合計約5兆円に、震災関連とは別枠で計上された台風12号被害対策費0.3兆円を加えた約5.3兆円が公共投資に結び付くと考えられる。

また、事前には1兆円程度の規模が見込まれていた円高対策予算は、国内の工場立地を促進するための立地補助金(5,000億円)のほか、雇用対策費(3,780億円)や中小企業対策費(453億円)の一部などに盛り込まれている。そのほか、家庭用太陽光発電や自家発電設備の導入に対する補助金などを盛り込んだ節電エコ補助金(2,324億円)や住宅エコポイントなどの住宅関係費(3,112億円)などが需要刺激策として注目される。

成立が年末近くとなるため、予算の執行が本格化するのは来年に入ってからとなる。第3次補正予算の執行によるGDPの押し上げ

効果は、上記の通り5兆円あまりの公共投資のほか、GDPの需要項目の一つである政府消費が1~2兆円押し上げられる見込みである。そのほか、節電エコ補助金や住宅関係予算が、個人消費(太陽光発電設備)や設備投資(自家発電装置)、住宅投資の押し上げにある程度寄与するとみられる。

議論が紛糾した財源については、ひとまず11.6兆円が国債(復興債)発行により賄われることとなった。規定経費の減額は総額4,193億円であるが、そのうち単なる予算の振り替えに過ぎない東日本大震災復旧・復興予備費の減額2,343億円が最大であり、実質的には子供手当1,155億円など1,850億円にとどまっている。復興債の償還は、将来的に増税や株式などの国有資産売却、予算の削減などで賄う計画であるが、例年補正予算の財源として用いられる税収の上方修正や国債費の削減を見送るなど、負担の先送りスタンスが明確である。日本の財政状況が、先進国の中で突出して悪いことに加え、欧州において財政問題が深刻な状況となっている国際情勢に鑑みると、日本政府の財政健全化に対する意識は極めて乏しいと言わざるを得ず、将来の財政リスク顕在化が懸念される。

そのほか、為替介入の資金を管理する外国為替資金特別会計の資金調達枠(外国為替資金証券発行等限度額)を現行の150兆円から165兆円に引き上げられたことが注目される。今年9月末現在、利用残高は119兆円であり、その後、介入が8兆円弱行われたとみられることから、介入余力が23兆円程度まで減少していた。今回の補正予算で15兆円の増枠が行われると、余力は38兆円程度まで拡大することになる。欧州ソブリン問題の影響により、今後も円高圧力が高まる局面が見込まれるが、年

2011年度第3次補正予算の概要

(億円)			
	金額		金額
(1) 東日本大震災関係経費	117,335	公債金(復興債)	115,500
災害救助等関係経費	941	雑収入	1,119
災害廃棄物処理事業費	3,860	政府資産整理収入	94
公共事業等の追加	14,734	前年度剰余金受入	119
災害関連融資関係経費	6,716	規定経費の減額等	4,193
地方交付税交付金	16,635		
東日本大震災復興交付金	15,612		
原子力災害復興関係経費	3,558		
全国防災対策費	5,752		
その他の東日本大震災関係経費	24,631		
年金臨時財源の補填	24,897		
(2) その他の経費	3,210		
台風第12号等に係る災害対策費	3,203		
その他	7		
(3) B型肝炎関係経費	480		
歳出合計	121,025	財源計	121,025

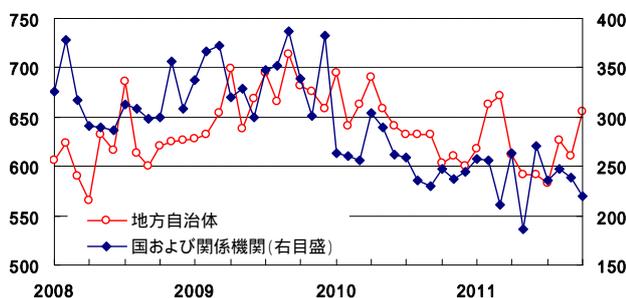
(出所)財務省

度内の措置としては必要十分な規模であろう。

公共投資（公的固定資産投資）は、7～9月期に前期比 2.8%と2四半期ぶりの減少に転じた。今年度の国の当初予算では公共事業関係費が前年比 13.8%と大幅削減される⁷など公共投資の減少傾向が続く中で、第1次補正予算で追加された事業の一部に執行の遅れが生じている可能性がある。しかしながら、先行指標である公共工事保証実績額は、規模の大きい地方自治体で増加に転じており（左下図）今後は第1次補正予算の執行が本格化するに伴い公共投資も増勢を強めるとみられる。さらに、第3次補正予算の執行が本格化する年明け以降は、増勢が加速しよう。

公共投資の推移を年度別に見通すと、2011年度は、当初予算ベースでは大幅に減少するものの、第1次補正予算での追加により概ね前年並みにとどまるとみられる⁸。2012年度も当初予算ベースでは削減が続くとみられるが、2011年度第3次補正予算で追加された事業の大半が執行されるため、5%程度の増加が予想される。ただし、2013年度以降は、復興事業がピークアウトすることに加え、財政健全化のため通常ベースの事業も削減が続くと見込まれるため、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(2000年価格、兆円)



(出所)内閣府

(6) 物価と金融政策

9月の消費者物価は、総合（除く生鮮食品）で前年同月比0.2%と3ヶ月連続のプラスとなった。電気代の上昇などから光熱費（6月前年同月比3.0% 9月3.8%）の伸びが高まっているほか、航空運賃の値上げにより運輸通信（6月0.7% 9月1.6%）も上昇している。また、テレビの価格下落ペース鈍化などにより教養娯楽（6月4.5% 9月2.6%）のマイナス幅が縮小している。

ただし、10月以降は、たばこ損害保険料の値上げ（昨年10月）による約0.3%Ptの押し上げ分が剥落するため、再びマイナスに転じるとみられる⁹。つまり、この特殊要因を除けば、前年比プラスであった7月から9月の間についても物価は下落していたということである。

今後についても、来年度は潜在成長率を上回るペースでの需要拡大が見込まれるとはいえ（詳細次項）輸出産業を中心に欧米経済の低成長や円高圧力の高まりといった下押し圧力を強く受け続ける中で、一時的なものである復興需要のみに依存した状況では、物価上昇圧力は高まり難いであろう。少なく

⁷ 2011年度地方財政計画における投資的経費も前年比 5.1%と削減計画が示されており、地方自治体の公共事業も大幅に削減された模様である。

⁸ 2011年度第2次補正予算は歳出規模2兆円ながら復旧・復興予備費0.8兆円、歳入増に伴う地方交付税交付金0.5兆円が中心であり、公共投資に明確に結び付く歳出は計上されていない。

⁹ 詳細は、2011年10月28日付け Economic Monitor「CPIはゼロ近傍の推移が継続、10月は特殊要因の剥落に留意」参照。

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と予想する。

こうした物価動向の下で、日銀は、政府の円売り介入に呼応する形で行った 8 月 4 日の追加金融緩和（資産買入等の基金 10 兆円増額：40 兆円 50 兆円）に続き、10 月 27 日の金融政策決定会合において、さらに 5 兆円の基金積み増しを決定した。2 営業日後の 10 月 31 日に政府は再び円売り介入を行っており、結果的に円高圧力緩和という意味合いが強いと言える。今後もソブリン問題の影響などにより円高圧力が強まる局面においては、日銀が政府の円売り介入と連携する形で追加緩和を行うと予想される。

(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、2011 年 10～12 月期は、既に陰りの見られる個人消費の減少や、がれき処理など震災復旧事業のピークアウトによる政府消費の反動減が見込まれることから、実質 GDP 成長率は概ね横ばい程度に減速する可能性が高い。しかしながら、2012 年 1～3 月期には 3 次補正予算の本格執行に伴い公共投資の拡大が見込まれるため、成長率は再び高まろう。このため、2011 年度を通じた成長率は前年比 0.3%と小幅ながらプラス成長を確保すると予想する。

2012 年度については、2011 年度後半の高成長により 1%程度の成長率のゲタが見込まれることもあり、年間の成長率は 1.9%まで高まると予想する。ただし、成長は震災復興事業の本格化に伴う公的部門の需要拡大に大きく依存し、民間需要は、欧米経済の低成長や為替相場の円高水準定着により輸出が伸び悩み、設備投資も緩慢な拡大にとどまるなど力強さはなく、景気は回復感に乏しい状況が続くと予想される。

2013 年度は、米国景気の持ち直しにより輸出の増勢がやや強まることから、民間需要は拡大傾向を維持する一方で、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	2.4	0.3	1.9	1.7
国内需要	1.6	0.9	1.5	1.3
民間需要	2.0	0.8	1.4	1.6
個人消費	1.0	0.2	0.9	1.1
住宅投資	▲0.2	4.0	2.2	3.2
設備投資	4.2	0.4	3.2	2.8
在庫投資(寄与度)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
政府消費	2.3	1.6	0.8	1.5
公共投資	▲9.8	0.7	5.7	▲4.9
純輸出(寄与度)	(1.3)	(▲0.5)	(0.5)	(0.5)
輸出	17.1	0.1	5.6	6.2
輸入	10.9	4.6	3.2	4.7
名目GDP	0.4	▲1.5	1.6	1.1
実質GDP(暦年ベース)	4.1	▲0.3	1.9	1.8
鉱工業生産	9.0	▲2.8	3.1	4.3
失業率(%、平均)	4.9	4.6	4.3	4.0
経常収支(兆円)	16.1	9.9	12.2	13.2
経常収支(GDP比, %)	3.4	2.1	2.6	2.7
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.1	▲0.0	0.3

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

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。