

# 日本経済情報

2012年3月号

## Summary

【内容】

### 1. 景気の現状

10～12月期の成長率は再びマイナスに

年明け後は持ち直しの動き

### 2. 日本経済を取り巻く環境

海外経済：欧州は低迷するも米国やアジアは復調

為替相場：基調は円安ながら一時的に円高に振れる局面も

### 3. 日本経済の見通し

需要項目別動向（輸出、設備投資、個人消費、公共投資）

2012年度、2013年度とも潜在成長率を上回る見込み

財政の肥大化がリスク要因

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

## 2013年度までの日本経済見通し（改訂）

日本経済は、輸出の減少により2011年10～12月期に再びマイナス成長となったが、2012年入り後は鉱工業生産が復調しつつあり、景気は持ち直している。

海外経済は、ソブリン問題の長期化により欧州経済の低迷が続くものの、米国経済は緩やかながらも着実に持ち直しており、今後も回復に向けた動きを維持しよう。アジア経済についても、中国経済は減速するものの政策的な後押しにより高成長を続け、ASEAN経済はタイにおける洪水被害からの復興需要やインフレ沈静化を受けた金融緩和などにより成長テンポを速めよう。

為替相場は、日本の貿易赤字定着や日銀の金融緩和、米国金利の上昇などを背景に急速に円高修正が進んだが、やや行き過ぎの感がある。そのため、今後も基調は円安方向ながら、一時的に円高方向に振れる局面も見込まれ、年内のドル円相場は80円台前半での推移を予想する。

日本の輸出は、主要輸出先であるアジアおよび米国の景気持ち直しや円高修正を受けて、今後は徐々に回復に向かうとみられる。

設備投資は、2011年後半から持ち直しており、生産設備に強い過剰感は見られない。しかしながら、これまでの円高進行により製造業の業績が悪化しており、生産設備を海外移転する動きも根強いことから、今後も増勢は維持するものの、力強い拡大は見込めない。

個人消費は、賃金・雇用の増加やマインドの改善を背景に底堅い動きを見せているが、企業の労働分配率は高止まりしており、雇用・所得環境の大幅な改善は期待し難い。社会保障改革の遅れから将来不安も燻っており、緩やかな拡大にとどまるとみられる。

公共投資は、震災復興事業の本格執行に伴い先行指標が急回復を見せており、2012年1～3月期には大幅な増加が見込まれる。ただし、2012年後半以降はピークアウトし、景気を下押しすることとなる。

以上を踏まえ、実質GDP成長率は2012年度1.8%、2013年度1.6%と2年連続で潜在成長率を上回ると予想する。リスク要因は肥大化の続く財政政策への不信感であろう。なお、需給ギャップはGDP比3%を超えているため、予測期間内にデフレ脱却には至らない。

## 1. 景気の現状

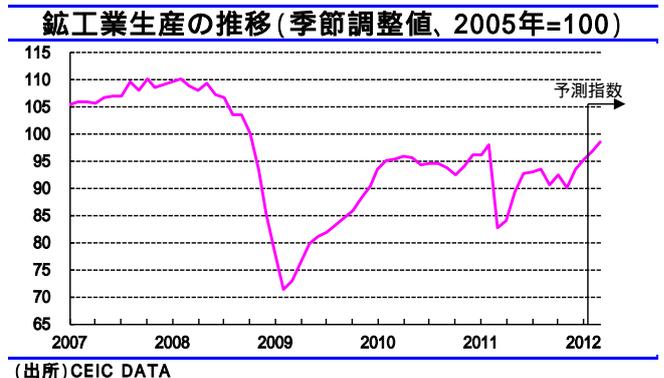
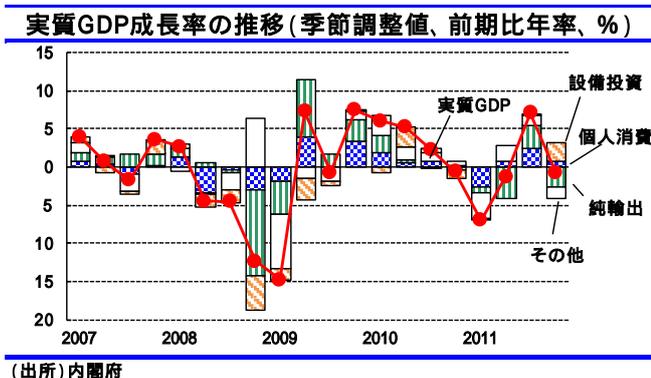
### 10～12月期の成長率は再びマイナスに

8日に発表されたGDP2次速報によると、2011年10～12月期の実質GDP成長率は前期比 0.2%(年率 0.7%)となった。1次速報時点の 0.6%(年率 2.3%)からは大幅に上方修正されたものの、2四半期ぶりのマイナスに転じた。

マイナス成長の主因は、タイにおける洪水や円高により輸出が減少に転じ(7～9月期前期比 8.6% 10～12月期 3.1%)、純輸出の寄与度が前期比 0.7%Ptとなったことである。その一方で、個人消費(前期比 1.0% 0.4%)は伸びこそ鈍化したものの増勢を維持し、設備投資(前期比 0.3% 4.8%)は大幅に伸びを高めるなど、国内民間需要は堅調であった。ただし、設備投資については、統計上の問題を多分に含んでおり過大推計である可能性が高い点には留意が必要である<sup>1</sup>。

そのほか、政府消費は増加(10～12月期前期比 0.4%)したものの公共投資(公的固定資本形成)が2四半期連続のマイナス(7～9月期前期比 1.6% 10～12月期 2.2%)となったため、10～12月期の公的需要は前期比 0.1%(実質GDPへの寄与度 0.0%Pt)と小幅ながら減少した。また、在庫投資の実質GDPに対する寄与度も 0.3%Ptのマイナスとなった。

以上を整理すると、2011年10～12月期の日本経済は、海外景気の減速や円高の進行による輸出の落ち込みを国内需要の拡大でカバーできず、再びマイナス成長に陥ったということになる。なお、この結果、2011年通年の実質GDP成長率も前年比 0.7%と2年ぶりのマイナス成長となった。年間を通じて見れば、東日本大震災による生産設備の棄損やサプライチェーンの分断、マインドの悪化が、マイナス成長に陥った最大の要因であることは、言うまでもない。



### 年明け後は持ち直しの動き

2012年1月の鉱工業生産指数は前月比 1.9%の 95.2(2005年=100)となり、東日本大震災直前の2011年2月(97.9)以来の水準まで回復した。さらに、予測指数は2月、3月とも前月比 1.7%の上昇を見込んでおり、これが実現すれば3月には 98.4と震災前の水準を上回ることになる。また、1～3月期の鉱工業生産指数は前期比 5.2%もの高い伸びを記録し、実質GDP成長率もマイナスから脱し比較的高い伸びに転じることが期待される。

しかしながら、1月の生産増には、タイにおける洪水被害により遅れた生産を挽回する動きが多分に

<sup>1</sup> 詳細は2012年3月8日付け「Economic Monitor」設備投資の上方修正で2011年10～12月期は年率 0.7%成長に」参照。

含まれており、その持続性には疑問が残る。そのほか、2月以降も大幅増産を見込んでいる電子部品・デバイス工業においては在庫の積み上がりが見られるため、生産予測の実現は困難であろう。

したがって、1～3月期の鉱工業生産指数は生産予測が示す前期比5%強には届かず、3%台の上昇となり、その結果、生産の水準は、かろうじて震災前と同程度に回復するにとどまろう。さらに、4～6月期は挽回生産の一巡により伸び悩む可能性もあろう。生産動向から見る限り、日本経済は持ち直しつつあるものの、以下に示す外部環境や主な需要動向などを踏まえると、デフレ脱却が早期に展望できるほど力強い景気回復が続くとまでは期待できない。

## 2. 日本経済を取り巻く環境

### 海外経済：欧州は低迷するも米国やアジアは復調

日本経済の先行きに不透明感が残る主因は輸出動向であり、その行方を左右する最大の要因は海外経済の動向であろう。

なかでも、ソブリン問題の深刻化に伴って、2011年10～12月期に10四半期ぶりのマイナス成長(前期比年率1.8%)に陥ったユーロ圏経済の動向が懸念される。ソブリン問題は、3月12日のユーロ圏財務相会合においてギリシャ第2次支援策が正式に決定され、ひとまず3月20日に国債の大量償還(144億ユーロ)を迎えたギリシャの「無秩序なデフォルト」は回避された。しかしながら、今後、ギリシャに限っても景気が低迷する中で財政赤字が計画通り削減できるかどうか予断を許さない状況が続くうえ、2013年に予定されているポルトガルの国債発行再開や、ESM(欧州安定メカニズム)を主軸とする財政悪化国への金融支援体制が十分な規模で速やかに整備できるのかなど、懸念材料は数多く残されている。こうした不透明感の強い状況下では、欧州大陸系を中心に、金融機関はバランスシート健全化の動きを続けるとみられ、資金供給の抑制や資産価格の下落を通じて実体経済に負の圧力をかけ続けることとなる。また、財政健全化は今後、長期間に渡って増税や歳出削減を通じて実体経済を下押しすることは言うまでもない。そのため、ユーロ圏経済は、2012年通年でもマイナス成長が避けられず、2013年もゼロ%台の成長にとどまる可能性が高い。

その一方で、米国経済は、緩やかながらも着実に持ち直している。実質GDP成長率は、2011年1～3月期の前期比年率0.4%から10～12月期には潜在成長率を上回る3.0%まで高まった。2012年1～3月期は、在庫投資拡大の一服により前期比年率2%程度に低下する可能性はあるものの、雇用の持続的な増加を背景に個人消費が底堅く推移しており、景気復調の流れは不変であろう。ただし、米国も政府の債務残高<sup>2</sup>がGDP比と概ね同水準まで増加しているため、財政健全化を意識した政府の支出削減が成長ベースを抑制するとみられる。その結果、米国経済は2012年から2013年にか

世界経済の予想(暦年,%)

	実績				予想	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
世界	2.8 <sub>1</sub>	0.7 <sub>1</sub>	5.2 <sub>1</sub>	3.7	3.4 <sub>1</sub>	3.9
米国	0.3 <sub>1</sub>	3.5 <sub>1</sub>	3.0 <sub>1</sub>	1.7	2.1 <sub>1</sub>	2.3
ユーロ圏	0.4 <sub>1</sub>	4.3 <sub>1</sub>	1.9 <sub>1</sub>	1.5	0.5 <sub>1</sub>	0.5
日本	1.0 <sub>1</sub>	5.5 <sub>1</sub>	4.4 <sub>1</sub>	0.9	1.7 <sub>1</sub>	1.8
中国	9.6 <sub>1</sub>	9.2 <sub>1</sub>	10.4 <sub>1</sub>	9.2	8.3 <sub>1</sub>	8.1
ASEAN5	4.8 <sub>1</sub>	1.7 <sub>1</sub>	6.9 <sub>1</sub>	4.5	5.3 <sub>1</sub>	6.0

(注) ASEAN5はインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム  
(資料) 各国政府、IMF(予測は当社による)

<sup>2</sup> 公的部門保有分を含むベース。

けて徐々に成長率を高めるものの、2%台半ばとされる潜在成長率を下回る程度にとどまると予想する。

中国経済は、成長ペースの鈍化傾向が当面続くであろう。実質GDP成長率は、2011年10～12月期に前年同月比8.9%まで低下したが、2012年1～3月期にはさらに8%台前半まで低下する可能性がある。一方で、懸案であった消費者物価が2月に前年同月比3.2%まで低下し<sup>3</sup>、金融政策を含めた経済政策のスタンスを景気刺激的な方向へ転換することが可能な状況となったことから、政府は年央までには景気の減速に歯止めをかけることに成功するとみられる。ただし、昨年決定した第12次5ヵ年計画（2011～2015年）では計画期間中の平均成長率が7%と設定され、今月14日に閉幕した全人代においては今年の成長率目標を7.5%としていることから、成長ペースを大幅に加速させるとは見込み難い。2012年の実質GDP成長率は8%台前半、2013年は8%前後にとどまると予想する。

ASEAN経済は、大規模な洪水に見舞われたタイ経済の成長鈍化により、主要5ヵ国合算<sup>4</sup>の実質GDP成長率は2011年に前年比4.5%へ鈍化した。しかしながら、今後はタイにおける復興需要が本格化することに加え、ベトナムを除く4ヵ国でインフレが沈静化しているため、金融緩和の支援も受けて国内需要の堅調な拡大が見込まれる。実質GDP成長率は、2012年に前年比5.3%、2013年には6.0%まで高まると予想する。

以上の通り、今年から来年にかけての世界経済を展望すると、欧州経済の低迷は続くものの、米国経済が徐々に復調するほか、中国経済は成長ペースこそ鈍化するものの8%程度の高成長を維持しASEAN経済は成長が加速するなど、アジア新興国経済は総じて堅調な拡大が見込まれる。日本の輸出シェア（2011年）は、EU向けが11.6%にとどまる一方で、米国向け（15.3%）、中国向け（含む香港、24.9%）、ASEAN向け（14.9%）を合わせると約55%にも達することから、海外経済の動向は全体で見れば日本経済にとって追い風となるであろう。

#### 為替相場：基調は円安ながら一時的に円高に振れる局面も

為替動向も、輸出や企業業績への影響という点で重要な要因である。2011年に大幅に円高が進んだドル円相場は、2012年に入り急速に円安方向へ水準を修正しており、年初の1ドル=76.86円から3月21日には83円台半ばまで円安が進んでいる。背景は、日本（円）サイドの要因として、貿易収支の赤字定着、日銀の金融緩和が挙げられ、米国（ドル）サイドの要因としては景気回復期待が指摘できる。

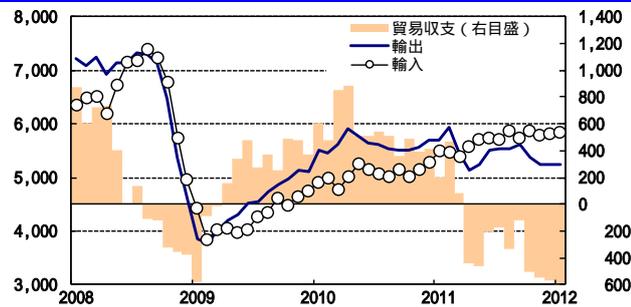
日本の貿易収支は、東日本大震災の影響によって輸出が大幅に落ち込んだことに加え、国内の生産力低下に伴う代替輸入の増加により、2011年4月に4,419億円（季節調整値）の赤字に転じた。以降は、原子力発電所の事故を受けた火力発電所へのシフトに伴うLNG（液化天然ガス）など鉱物性燃料の輸入量の増加に価格上昇が加わり輸入全体が増加基調となる中で、輸出が急回復した夏場にかけては貿易赤字が一旦縮小し、貿易赤字は9月に1,219億円まで縮小した。ところが、10月以降は円高の進行やタイの洪水などの影響により輸出が減少基調となったことから、貿易赤字は2012年1月には6,128

<sup>3</sup> 2月の消費者物価指数は春節の時期が昨年と異なることにより前年同月比に下方バイアスがかかっており、その影響がなくなる3月には伸びが高まる可能性があるが、それでもインフレ沈静化という評価は変わらない（詳細は3月12日付け Economic Monitor「景気優先への政策転換を迫られる中国経済」参照。

<sup>4</sup> ドルベースの名目GDP（2010年）でウエート付けして合成。

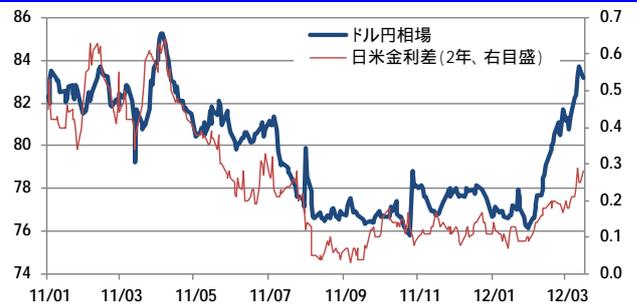
億円まで拡大した。一般的に貿易赤字の拡大は、円売り外貨買いという実需を伴う円安圧力と理解される。

輸出入と貿易収支(季節調整値、10億円)



(出所)CEIC DATA

ドル円相場と日米金利差(円/ドル、%Pt)



(出所)CEIC DATA

また、日銀は、2月14日、事実上の物価目標ともとれる「中長期的な物価安定の目途」を導入し、その水準を当面は消費者物価の前年比上昇率で1%とした。同時に、資産買入等の基金を55兆円程度から65兆円程度に引き上げる追加の金融緩和を実施した。金融市場では、こうした日銀の動きを、デフレ脱却に向けた明確なコミットメントと、その実現のための具体的な行動として捉え、継続的な金融緩和への期待感が円安圧力を強めることとなった。

そして、米国経済の回復期待は、ドル金利の上昇を背景とするドル高円安要因となる。為替相場を投資(投機)という観点から見ると、高金利通貨ほど資金が集まり易いため、日米金利差が拡大するとドル高円安が進むことになる。先述の通り米国経済は、緩やかながらも着実に改善しており、将来の政策金利引き上げを織り込む形で米国の長期金利が徐々に上昇(国債2年物利回りで年初0.25% 3月19日0.39%)、日米の金利差は拡大傾向にある。

しかしながら、これらの円安ドル高要因は、やや過大(過剰)評価されていると考えられる。日本の貿易赤字拡大については、震災に伴う輸出の落ち込みや原油価格の上昇という一過性の要因が多分に含まれており、市場が期待するほど日銀が今後も積極的に金融緩和を強化するかどうか不透明である。さらに、米国経済の先行きについても、先述の通り回復のペースは緩慢なものにとどまろう。ドル円相場は日米国債2年物の金利差と比較的強い相関関係が見られるが(上図)、両者の動きを見る限り2月以降の円安進行は先走り過ぎの感を否めない。

そのため、今後のドル円相場は、中長期的な基調として円安ドル高傾向を維持するとはみられるが、最近の急速な円安の動きは一旦調整される局面があるとみておいた方が良くであろう。年内は基本的に1ドル80円台前半での推移となり、一時的には80円台を割り込む円高水準に戻す可能性もあると予想する。

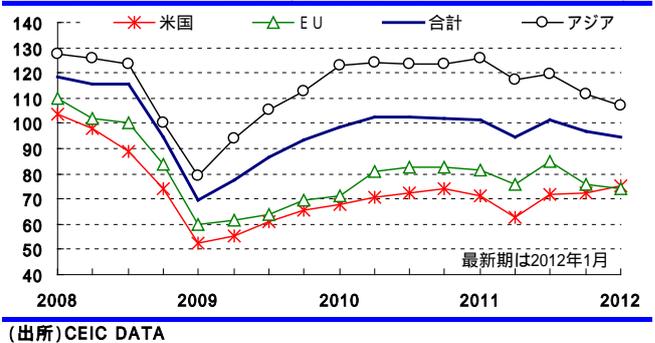
3. 日本経済の見通し

輸出：アジア向けの持ち直しに伴い徐々に回復

2011年10～12月期に前期比 3.1%と落ち込んだ輸出（実質、GDP ベース）は、2012年1月も減少が続いた。2012年1月の輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で10～12月期を2.0%下回っている。輸出数量指数を仕向地別に見ると、リセッション入りした可能性の高いEU向けが10～12月期の前期比 11.0%に続き、1月も10～12月期の水準を1.8%下回っているほか、アジア向けの減少も続いている（10～12月期前期比 6.2% 1月の10～12月期比 4.6%）。洪水被害を受けたタイの生産水準の大幅低下が部品供給を通じて周辺諸国の生産活動へも悪影響を及ぼしているほか、欧州向け生産の落ち込みや、中国などの春節（旧正月）による生産活動低下が輸出を押し下げた主因とみられる。一方で、景気が堅調な米国向けは、10～12月期に前期比 0.7%と増勢を維持し、1月も10～12月期を3.6%上回った。

輸出の先行きについては、欧州向けの低迷と米国向けの拡大が持続する中で、アジア向けの動向がカギを握る。アジア向け輸出は、最近の減少が一時的な要因が中心であることに加え、アジア経済は総じて底堅い拡大を続けると見込まれることを踏まえると、今後は持ち直す可能性が高い。さらに、為替相場の円高進行懸念が大きく後退したことも併せて考えると、輸出は今後、徐々に回復に向かうと予想される。

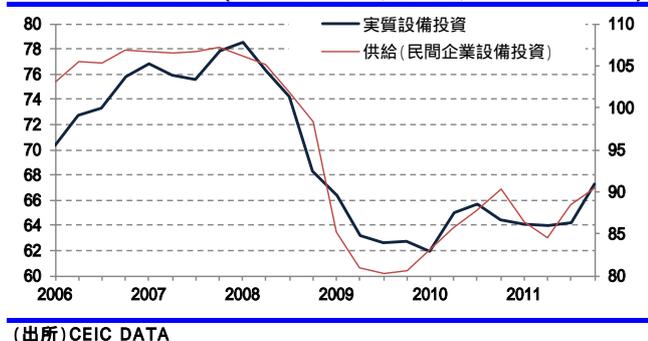
輸出数量指数の推移 (季節調整値、2005年=100)



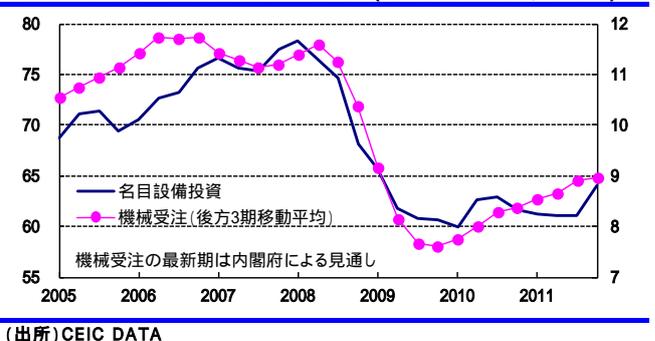
設備投資：増勢は維持するも力強さに欠く

GDP 統計によると、設備投資は2010年10～12月期に前期比 1.9%と3 四半期ぶりのマイナスに転じた後、2011年1～3月期（ 0.6%）、4～6月期（ 0.1%）と3 四半期減少が続き、7～9月期も概ね横ばいにとどまった（0.3%）。そして、冒頭で触れた通り、10～12月期には前期比 4.8%の大幅増加を記録したが、このように設備投資が昨年未近くに急回復する姿は実態から乖離している可能性が高いと考えられる。

設備投資の推移 (季節調整値、兆円、2005年=100)



設備投資と機械受注の推移 (季節調整値、兆円)



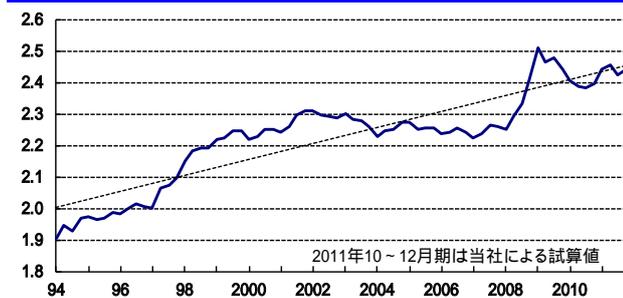
供給サイドの統計である全産業総供給指数の民間企業設備投資は、2011年1～3月期に前期比 4.2%、4～6月期も 2.2%と大幅な落ち込みが続いたものの、7～9月期には4.6%と GDP 統計が示すよりも早く大幅な増加に転じ、10～12月期も2.4%と堅調な拡大が続いている。また、先行指標である機械

受注（船舶・電力を除く民需）も、2011年1～3月期には前期比5.6%と比較的高い伸びを記録し、4～6月期（2.5%）、7～9月期（1.5%）も増勢を維持した。機械受注の先行性を考慮しても設備投資は2011年半ばには増勢に転じた可能性が高いと言える。以上から判断すると、設備投資はGDP統計が示すよりも早く、2011年半ばには復調しつつあったと考えられる。

設備投資の先行きを見る上で重要な点は、最近見られる回復の動きの持続性であり、それを見極めるためには設備の過剰度合いや企業の収益状況などを見る必要がある。

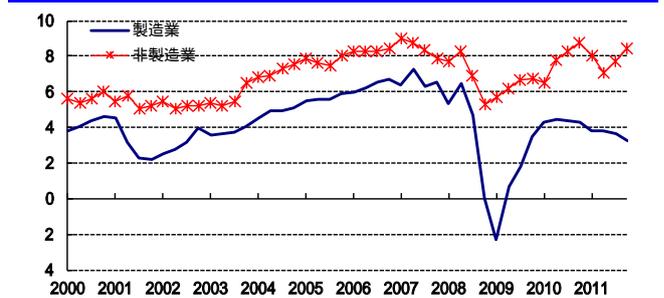
設備の過剰感を示す日銀短観の生産・営業用設備判断DI（過剰 - 不足）は、2011年12月調査において全産業規模合計で6、大企業製造業では9と前回調査（9月）から横ばいにとどまった。震災前のそれぞれ7、11（2011年3月調査）に比べると改善してはいるが、設備投資の力強い拡大が続いた2006～2007年頃にはゼロを下回っていたことを踏まえると、設備投資が本格的な回復に転じる状況には至っていない。間もなく公表される3月調査の結果が注目される。その一方で、GDPに対する生産設備の規模の目安となる資本係数（設備残高/GDP）はトレンド線を下回っており、設備投資の抑制が必要なほど過剰な状態にあるわけでもない。

資本係数の推移（資本ストック/実質GDP）



(出所)内閣府

経常利益の推移（季節調整値、兆円）



(出所)CEIC DATA

また、企業業績（経常利益）については、非製造業（全産業規模合計）が2011年4～6月期に前期比12.1%と大幅に落ち込んだ後、7～9月期（8.6%）、10～12月期（9.3%）と着実に改善に向かっている一方で、製造業は円高進行を受けて7～9月期（4.0%）から10～12月期（10.8%）にかけて大幅に悪化している。業績面から見る限り、製造業では設備投資を積極化する状況にはない。

今年に入り為替相場は円安方向に戻したものの、2012年1月調査の「企業行動に関するアンケート調査」（内閣府）によると製造業の採算円相場は1ドル=82.3円であり、現在の相場水準はようやく採算ラインに一致したに過ぎない。さらに、1年後のドル円相場を79.8円と予想しており、円高に対する警戒感は根強い。また、2010年度の実績で17.9%と過去最高を更新した海外現地生産比率は、2011年度着地見込みで18.4%、5年後の2016年度には22.4%まで引き上げる計画となっている。このように、海外へ生産拠点をシフトする動きは今後も続くと思われる。製造業における設備投資の回復力を弱めることとなる。

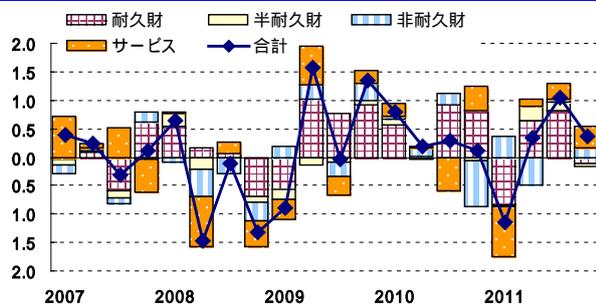
以上を踏まえると、今後の設備投資は、需要の増加に見合った程度の増勢は維持するものの、景気を牽引するほどの力強い拡大は見込めない。

個人消費：賃金の伸び悩みにより緩やかな拡大にとどまる

個人消費は、震災による過度な抑制状態から正常化した 2011 年 7～9 月期の前期比 1.0% に続き、10～12 月期も 0.4% 増加し底堅い動きを見せた。内訳を見ると、回復が遅れていたサービス消費が前期比 0.7%（全体への寄与度 0.4%Pt）と 7～9 月期の 0.5% から伸びを高めたほか、食料品などの非耐久財も増勢が加速した（7～9 月期前期比 0.2% 10～12 月期 0.7%）。一方で、節電関連商品の需要拡大などで夏場にかけて増加した耐久財（5.8% 0.8%）や衣料品などの半耐久財（2.1% 0.4%）は減少に転じている。

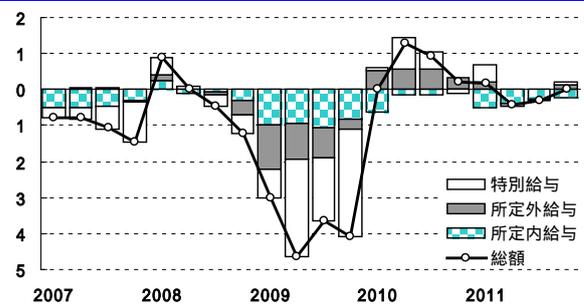
10～12 月期の個人消費拡大の背景にあるものは、所得環境の改善であろう。10～12 月期の雇用者報酬は前期比 0.3% と 2 四半期ぶりに増加した。雇用者数の増加<sup>5</sup>に加え、賞与などの特別給与の増加を受けて平均賃金が 7～9 月期の前年同期比 0.3% から 10～12 月期は前年並みに改善した。

財別家計消費の推移(前期比、%)



(出所)内閣府

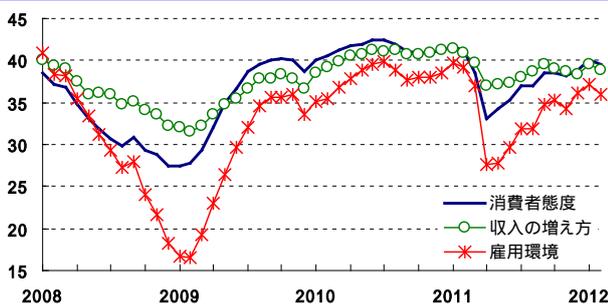
平均賃金の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

雇用や賃金の改善を受けて、消費マインドも概ね改善基調を維持している。消費者態度指数は、震災直後の 2011 年 4 月に 33.1 まで落ち込んだが、12 月には 38.9 へ、2012 年 1 月には 40.0 まで改善している。内訳を見ると、「雇用環境」の改善傾向が続き（4 月 27.6 12 月 36.1）「収入の増え方」も 4 月の 37.0 から 9 月には 39.6 まで改善し、その後も一進一退ながら比較的高い水準を維持している。

消費者態度指数の推移(季節調整値)



(出所)内閣府

労働分配率の推移(季節調整値、%)



(出所)CEIC DATA

以上の通り、個人消費は、雇用・賃金の増加とマインド改善を原動力として堅調さを維持してきたが、今後を展望すると、その回復力は弱まる可能性があると考えられる。民間企業の労働分配率（全産業規模合計）は、震災前には 64% 台まで低下していたが、震災後は 66% 前後で高止まりしており、人件費は依然として抑制圧力に晒されている。実際に、来年度の賃金水準の目安となる春闘は厳しい結

<sup>5</sup> 総務省「労働力調査」は 2011 年 3 月から 8 月の間について連続するデータを公表していないが、雇用者数（季節調整値）は 9 月の 5,461 万人から 10～12 月期は 5,478 万人に増加している。

果に終わった模様である<sup>6</sup>。さらに、現在、検討されている税と社会保障の一体改革においては、消費税率引き上げばかりが前面に立ち、その本来の目的である社会保障制度の持続可能性に対する不安解消には結びついていない。そのため、今後は賃金の伸び悩みやマインドの悪化により個人消費は緩やかな拡大にとどまると予想される。

なお、消費税率を2014年4月から8%に、2015年10月から10%に引き上げる案が検討されているが、実現可能性が見通せないため、本予測には織り込んでいない。仮に実現した場合は、2013年度後半に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生し、個人消費が押し上げられることとなる。

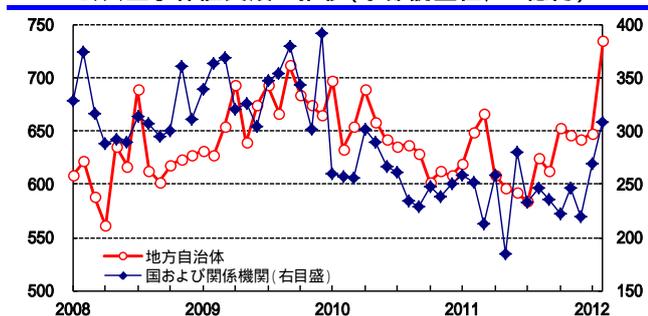
## 公共投資：今年半ばにピークアウト

公共投資（公的固定資本形成）は、震災を受けて5月に成立した国の2011年度1次補正予算の執行に伴い、4～6月期に前期比6.6%の大幅増となったが、執行の一巡により7～9月期（前期比 1.6%）、10～12月期（ 2.2%）と減少が続いた。

しかしながら、先行指標である公共工事保証実績が、当社試算の季節調整値で7～9月期の前期比0.7%から、第3次補正予算の成立（11月21日）を受けて10～12月期は3.6%へ増勢が加速しており、さらに遅れていた国（関係機関含む）の発注が急増したことから、1～2月平均の水準は10～12月期を11.9%も上回っている。こうした状況を踏まえると、公共投資は2012年1～3月期には前期比で大幅に増加する可能性が高い。

このように、震災復興関連事業の本格化を受けて公共投資は2012年半ば頃までは堅調な拡大を続けるとみられる。ただし、2012年度の国の公共事業関係費は前年比 8.1%の4兆5,734億円まで削減する計画<sup>7</sup>である。地域自主戦略交付金等の拡充分2,403億円を加えても前年比 3.2%であり、震災復興分を除いた公共投資のベースラインは減少が続くことになる。2012年度予算においても、震災復興事業が特別会計に7,288億円計上される予定であるが、これを加えても公共投資は今年度補正予算で大幅に積み上げられた反動により2012年半ばにはピークアウトし、以降は景気下押し要因に転じると見込まれる。

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

公共投資の推移 (兆円)



(出所)内閣府資料等より当社にて作成

<sup>6</sup> 連合の集計によると、3月15日時点で385労働組合が春闘の回答を得ており、定昇を含めた賃上げ額(加重平均)は5,429円と前年同期より332円下回った。

<sup>7</sup> 国の2012年度当初予算案は3月8日に衆院を通過したものの、衆院の優越により自然成立するには30日間経過する必要があるので、年度内の成立は困難な状況にある。

## 2012 年度、2013 年度とも潜在成長率を上回る見込み

以上の主な需要動向を踏まえると、2012 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、震災復興事業の本格化を受けて再びプラス成長に転じるとみられる。4～6 月期以降も年央までは公共投資の増勢が続き、年後半には輸出の復調が見込まれることから、日本経済は持ち直しの動きを続けると予想する。この結果、2012 年度の実質 GDP 成長率は、前年比 1.8%まで高まろう。この間、個人消費や設備投資などの国内民間需要も底堅く推移し、景気の復調を支えるとみられる。

気がかりなのは、2013 年度である。海外景気の復調や為替相場の円安傾向が続き、輸出は拡大基調、設備投資も底堅さを維持するとみられるが、震災復興事業のピークアウトにより公共投資は減少に転じる見込みである。そうした中で、個人消費は、今後 1 年に渡る景気の持ち直しを受けて雇用・所得環境も徐々に改善に向かい、底堅さを増すと考えるのが素直な見方であり、当社の予測シナリオも基本的にはこうした考えに基づいている。そのため、2013 年度の実質 GDP 成長率は 1%程度とみられる潜在成長率を上回る 1.6%を予想している。

## 財政の肥大化がリスク要因

ただし、先進国の中で最悪の状況にある財政赤字に起因して、将来の社会保障に対する懸念が強まり、家計が消費行動を委縮させる可能性には十分に留意する必要がある。政府は財政健全化に向けて、2011 年度予算編成から「中期財政フレーム」を導入し、国債費を除いた歳出（基礎的財政収支対象経費）を前年度並みに維持し、国債発行額が約 44 兆円を上回らないことを目標とした。しかしながら、仮にこの目標が達成されたとしても、2011 年度補正後で 42 兆円程度の税収が 70 兆円近くまで増加しない限り、政府債務の発散を回避する条件である基礎的財政収支（国債発行収入と国債返済負担を除いた収支）の黒字転化には至らない。

しかも、2012 年度の当初予算案は、「中期財政フレーム」の目標すら事実上守られていない。2012 年度当初予算の基礎的財政収支対象経費は 68.4 兆円、基礎年金の国庫負担分 2.6

兆円を加えると 71 兆円、国債発行額は 44.2 兆円となり、いずれも表面的には「中期財政フレーム」の目標内に収まった。しかしながら、基礎年金の国庫負担分は将来の消費税率引き上げを返済財源とする交付国債で手当てをする形をとっており、事実上は国債発行額が 47 兆円近くに達していることになる。加えて、震災復興事業は 2012 年度から新たに設置する特別会計で管理するとしており、約 3 兆円の歳出が別枠に移されている。さらに、2012 年度当初予算と並行して編成された 2011 年度第 4 次補正予算では、2012 年度当初予算に計上すべき歳出が最大で 2 兆円程度含まれている。これらの

## 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	3.2	▲0.3	1.8	1.6
国内需要	2.4	0.7	2.0	1.3
民間需要	3.0	0.2	2.0	1.6
個人消費	1.6	0.6	1.4	0.8
住宅投資	2.2	3.9	3.4	3.0
設備投資	3.5	0.9	3.0	2.8
在庫投資(寄与度)	(0.8)	(▲0.4)	(0.2)	(0.2)
政府消費	2.3	1.9	1.5	1.4
公共投資	▲6.0	1.8	4.4	▲4.9
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲1.0)	(▲0.1)	(0.3)
輸出	17.2	▲1.8	2.9	6.0
輸入	12.0	5.0	4.3	4.6
名目 GDP	1.1	▲2.1	1.8	1.1
実質 GDP(暦年ベース)	4.4	▲0.7	1.7	1.8
鉱工業生産	9.0	▲2.2	3.7	3.7
失業率(%、平均)	5.0	4.5	4.2	4.0
経常収支(兆円)	16.1	8.3	11.6	12.3
経常収支(GDP比,%)	3.4	1.8	2.4	2.6
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.1	▲0.1	0.3

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

要因を含めると、2012 年度予算の基礎的財政収支対象経費は 77 兆円、国債発行額は 49.5 兆円にも上り、目標を大きく上回ることになる。

こうした予算編成の延長線上にあるのが、社会保障制度改革への取り組み姿勢であろう。現在進められているような消費税率引き上げのための社会保障制度の拡充ではなく、真の意味で税と社会保障制度の一体改革を進め、既存制度の持続可能性確保を優先しなければ、国民の不安は緩和されない。非効率な政府部門の肥大化を伴う利益再配分機能の強化が経済の活性化につながらず、いたずらに政府債務を膨張させるだけであることは、平成バブル崩壊以降の実績が証明している。政府への信認を取り戻すことが、必要以上に積み上げられた個人貯蓄の取り崩しにつながり、民間部門の経済活動を活性化させる。政府部門のスリム化を優先的かつ早急に進めるべきであろう。

なお、2012 年度、2013 年度とも潜在成長率を上回る成長が続くものの、内閣府の試算では 2011 年 10～12 月期の需給ギャップ（潜在 GDP と実際の GDP との差）は GDP 比 3.4%あり、予測期間中はこれが半減する程度にとどまる。そのため、日本経済がデフレから脱却する時期は、2014 年度以降となろう。

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。