日本経済情報 2012年5月号

【内 容】

1. 世界経済の見通し
欧州債務問題が再び深刻化

ユーロ圏経済との結び付きが強い国の通貨が下落

世界経済はアジアや米国の牽引により持ち直し

2. 日本経済の見通し
景気の現状：1～3月期は一過性の要因が貢献し高成長に

輸出：海外景気の持ち直しと円高圧力の緩和が支援材料

設備投資：緩やかな拡大にとどまる

個人消費：マインド改善の頭打ちと政策効果剥落により伸び悩み

公共投資：2012年半ばにはピークアウト

2013 年度にかけて成長ペースは鈍化

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

Summary

世界経済および日本経済見通し（改訂）

フランス大統領選とギリシャ総選挙の結果を受けて、欧州債務問題が再び深刻化している。ギリシャでは金融支援継続の条件である緊縮財政の是非をかけて6月中旬に再選挙が行われるが、その結果次第ではデフォルトに陥る可能性がある。その場合、ユーロ離脱を議論するまでもなく、金融市場は混迷を深め世界経済はリセッション入りの可能性を高めよう。また、財政緊縮を受け入れたとしても欧州債務問題が解決するわけではなく、今後も金融市場の混乱につながる事象が頻発するであろう。

金融危機に対する懸念が強まると、ユーロはもちろんのこと、ユーロ圏と関係の深い他の欧州諸国や、欧州金融機関への依存度が高い中南米、欧州からのファイナンスが大きいアジア諸国の通貨も下落圧力が高まる傾向にある。経常収支の状態などによっても左右されるが、欧州債務問題が一部の新興国の成長を阻害するリスクにも留意が必要である。

欧州債務問題が世界金融危機に至らないという前提の下に世界経済の先行きを展望すると、それでも欧州経済は財政面からのデフレ圧力により低迷の長期化が避けられない。一方で、米国経済は個人消費が堅調に推移し徐々に成長ペースを速めよう。中国経済も金融・財政両面からの後押しにより今年夏場には景気が底入れし徐々に持ち直すとみられる。こうした海外情勢は日本経済にとってプラス材料となろう。

日本経済は、2012年1～3月期に前期比年率4.1%の高成長を記録したが、明確な一時的要因である公共投資や在庫投資の増加を除くと、景気は緩慢な拡大にとどまっている。今後は、輸出が海外景気の持ち直しや対ドルでの円高圧力緩和などを追い風に回復に向かい、設備投資も需要の増加に見合った程度の増勢にとどまるものの、景気を下支えしよう。

ただし、足元で好調な個人消費はエコカー補助金効果の剥落により今年の秋口以降は反動落ちが見込まれるほか、将来不安の高まりなどが増勢を鈍化させるとみられる。公共投資も今年半ばには震災復興事業のピークアウトが見込まれるため、2013年度には減少に転じる可能性が高い。

そのため、2012年度の実質GDP成長率は前年比2.0%まで高まるが、2013年度には1.5%へ鈍化すると予想する。デフレ脱却の時期は2014年度以降となろう。

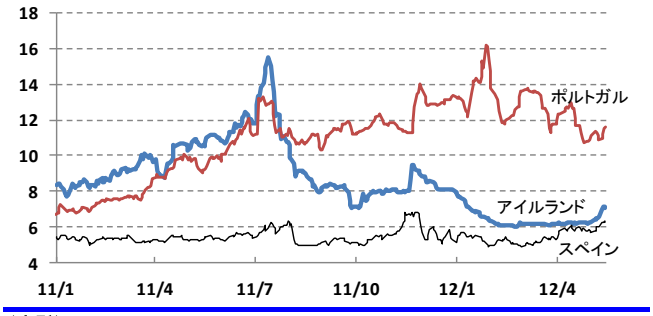
1. 世界経済の見通し

欧州債務問題が再び深刻化

今年 1 月半ば以降、ギリシャ 2 次支援決定の確度が高まるとともに落ち着きを見せていた欧州債務問題であるが、3 月 30 日のユーロ圏財務相会合において決定された金融安全網（ファイヤーウォール）の規模が不十分であるとの見方が出始めた頃から雲行きが怪しくなり[1]、5 月 6 日に行われたフランス大統領選の決選投票とギリシャ総選挙の結果によって、金融市場の不安は一気に高まった。

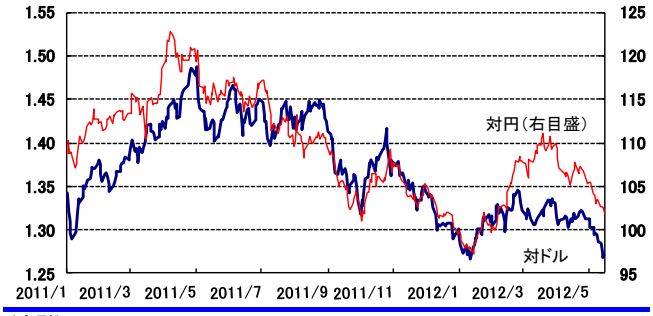
周知の通り、フランス大統領選の結果は、メルケル独首相とともに欧州債務問題の解決に向けた取り組みを主導してきたサルコジ前大統領が破れ、ギリシャの総選挙では、同国への金融支援実施の条件である財政緊縮策を進めてきた連立与党が過半数を確保できなかった。こうした結果を、金融市場はギリシャのユーロ離脱の可能性が著しく高まったと受け止め、落ち着きつつあった財政悪化国の国債利回りは再び上昇し、ユーロ相場は大幅に下落した。

欧州財政悪化国の国債利回り（10年債、%）



（出所）CEIC DATA

ユーロ相場の推移



（出所）CEIC DATA

フランスのオランド新大統領は、5 月 15 日の就任直後にドイツを訪問しメルケル首相と会談、欧州債務問題の解決に向けた方向性は完全に一致はしないものの、引き続き独仏が協力して欧州債務危機の終息に尽力することを確認し、ひとまず安心感が広がった。

一方のギリシャでは、今回の選挙で議席を確保した 7 政党のうち、第一党となった緊縮財政推進派の新民主主義党（ND）、第二党で緊縮反対派の急進左派連合（SYRIZA）、第三党で推進派の全ギリシャ社会主義運動（PASOK）のいずれも 3 日間の期限内に組閣ができず、6 月 17 日にも再選挙が行われることとなった。再選挙の行方を占う世論調査は、当初、財政緊縮に対する強い抵抗感を示す国民感情を反映して、急進左派連合が支持率を伸ばしていたが、国民の大多数が回避を願うギリシャのユーロ離脱が現実味を帯びるにつれて、新民主主義党に対する支持が盛り返している。しかしながら、最近の世論調査[2]でも緊縮財政を許容する声と反対する声が拮抗しており、再選挙においてギリシャ国民が緊縮財政の継続を受け入れるかどうか、ひいてはギリシャが金融支援を引き続き受けられるかどうか、予断を許さない状況が続いている。

仮にギリシャ国民が緊縮財政を放棄する選択をした場合、EU や IMF による金融支援は停止され、早

[1] 詳細は 2012 年 4 月 20 日付け Economic Monitor「欧州ソブリン問題は引き続き金融市場の不安定要因に」参照。

[2] 5 月 21 日の bloomberg 報によると、同じ 19 日に発表された調査結果において、一方は急進左派連合の支持率 25.1%が新民主主義党の 23.8%を上回り、もう一方は新民主主義党が 24.4%と急進左派連合 23.8%を上回った。

ければ6月にもギリシャ政府はデフォルトに陥る可能性がある。その結果、ギリシャがユーロ圏から離脱するかどうかは別の議論となるが、確実に言えるのは、金融機関に新たな不良債権が発生し金融システム不安が広がること、そして、アイルランドやポルトガルなど既に支援を受けている国に対するデフォルト懸念が強まることであろう。その結果、ギリシャがユーロを離脱するしないにかかわらず、欧州発の世界金融危機に陥る可能性が著しく高まることになる。

なお、ユーロ離脱がギリシャ国民から支持されていない上、仮に離脱した場合、ユーロに代わって導入される通貨は大幅な価値の下落が避けられず、対外債務の負担が著しく増加するとともに、激しいインフレに見舞われる可能性が高いことを踏まえると、ギリシャが自らユーロ離脱を選択する可能性は極めて低いであろう[3]。その一方で、他のユーロ圏諸国がギリシャをユーロから離脱させる可能性は十分にあるが、5月19日に閉幕したG8においても、ギリシャにユーロ圏残留を促している。今のところ当事者の間でユーロ離脱がメインシナリオでないことだけは間違いない。

結局はギリシャ国民が再選挙において緊縮策を受け入れること、すなわち前連立与党が勝利することが、現在の混乱を沈静化する唯一の選択肢となろうが、留意すべき点は、仮にギリシャが財政緊縮を受け入れたとしても既定路線に戻ったに過ぎないことである。今後も欧州諸国の財政が健全化するまでの間、財政問題に起因した金融市場の混乱が頻発すると覚悟する必要があり、その火種はギリシャのみならず、他の財政悪化国にも存在することを意識しておくべきであろう。

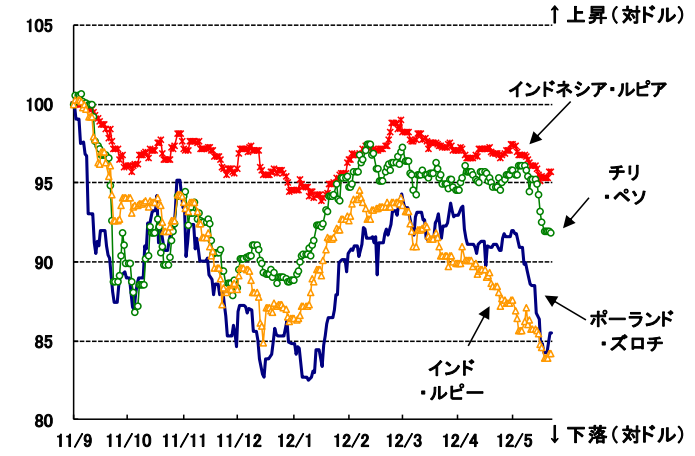
ユーロ圏経済との結び付きが強い国の通貨が下落

世界金融危機に対する懸念の高まりは、為替相場に顕著に表れている。欧州債務問題が深刻化すると、震源地の通貨であるユーロはもとより、ユーロ圏と経済的な結び付きの強い他の欧州諸国や、欧州の金融機関に多くを依存する中南米、欧州からのファイナンスに対する依存度が比較的大きいアジア諸国の通貨に対しても下落圧力が強まる傾向にある。

例えば、ポーランドの通貨ズロチは、欧州債務問題が深刻化した2011年9月を起点とすると、2012年1月半ばにかけて対米ドルで約18%下落した後、ギリシャ2次支援の決定を受けて4月末には8%程度まで下落幅を縮小したが、5月に入り再び15%程度まで下げ幅を拡大させている。

また、スペインの金融機関が債務を多く保有するチリの通貨ペソも、2011年後半に10%以上下落し、2012年5月初め頃には下落幅が4%程度まで縮小したものの、その後は8%程度まで下落幅が拡大している。アジア通貨では、イン

新興国通貨の推移（対米ドル、2011年9月1日=100）



（出所）CEIC DATA

[3] 通貨下落による輸出競争力の上昇というメリットを指摘する向きもあったが、一方で対外債務負担の増加に加え、輸入品価格の高騰という弊害もある。そのため、観光が主産業のギリシャにおいて通貨下落の効果が、こうした弊害を上回って経済を立て直すとは見込み難い。

ド・ルピーの下落が目立っており、2011 年 9 月以降の下落幅は 2012 年に入り 5%程度まで縮小する時期もあったが、5 月に再び下げ足を速め下落幅は約 16%にまで拡大している。

インドについては、景気減速を受けた利下げが通貨の下落に結び付いた面もあるが、同様に利下げが行われているインドネシアの通貨ルピアは 5 月に入ってからも小幅な下落にとどまっているなど、欧州債務問題による影響は、欧州との関係性の強さに加え、経常収支の状態など海外からのファイナンスの安定度合によって異なる傾向が見られる。そのため、国によって影響度合いは大きく異なるが、欧州債務問題の深刻化が一部の新興国の成長を阻害する恐れがある点に十分留意する必要があろう。

世界経済はアジアや米国の牽引により持ち直し

欧州債務問題の行く末やその影響について不透明感が全く払拭されない状況ではあるが、世界的な金融危機には陥らないとの前提の下で世界経済の先行きを展望すると、まず、欧州経済は、それでも政府の支出抑制や増税などの国民負担増による財政健全化が進められ、財政面から景気の下押し圧力がかかり続けることになる。その一方で、ユーロ相場の下落が工業国を中心に輸出の拡大につながることに加え、フランスのオランド新大統領就任をきっかけにユーロ圏では「成長」をキーワードとして財政悪化国に対する事実上の救済策が打ち出される可能性もある。2012 年のマイナス成長は避けられないものの、2013 年には景気の悪化には歯止めが掛かり、小幅ながらプラス成長に復すると予想される[4]。

米国経済は、4 月の雇用統計が増勢鈍化という期待外れの結果となる中で、欧州における混乱再発もあって景気減速への懸念が強まっている。しかしながら、リーマン・ショックから既に 3 年以上が経過し、家計の債務負担などの構造的な下押し圧力が弱まっていることに加え、ガソリン価格の下落が家計の実質購買力を高めることも期待できるため、個人消費は堅調に推移し、景気が再び停滞することは避けられよう。今後も緩慢ながら景気回復に向けた動きを維持し、2013 年にかけて徐々に成長ペースを速めていくと予想する[5]。

中国経済は、2012 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率が一段と低下するなど、景気の減速が続いているが、消費者物価上昇率が政府目標の 4%を下回り続けるなどインフレ懸念が大きく後退したことから、政府は金融･財政両面における景気刺激策を具体化させている。金融政策については預金準備率が 5 月 18 日に引き下げられ、財政政策においては省エネ家電や小型車の購入促進策（補助金）が決定され、早ければ 6 月にも実施される見通しである。さらに、今後も政策金利の引き下げを含めた更なる金融緩和やインフラ投資の拡大を含めた財政政策が打ち出されるとみられ、景気は夏場頃には底入れが確認され、その後は徐々に持ち直す可能性が高い。また、このところ人民元相場の上昇に歯止めがかかって

世界経済の予想（暦年、%）

	実績				予想	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
世界	2.8	▲ 0.6	5.3	3.7	3.5	3.8
米国	▲ 0.3	▲ 3.5	3.0	1.7	2.1	2.3
ユーロ圏	0.4	▲ 4.3	1.9	1.5	▲ 0.5	0.5
中国	9.6	9.2	10.4	9.2	8.3	8.1
ASEAN5	4.8	1.7	6.9	4.5	5.3	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）

[4] 欧州経済の詳細については、2012 年 5 月 23 日付け Economic Monitor「ユーロ圏景気の低迷はなお続く（改訂経済見通し）」参照。
[5] 米国経済の詳細については、2012 年 5 月 21 日付け「米国経済情報 2012 年 5 月号」参照。

いることが、輸出の拡大を阻害しないという意味で景気の下支え要因となろう。ただし、景気の過熱によるインフレ再燃への懸念が残るため、政府が 2012 年の成長率目標 7.5%や、今次 5 ヵ年計画の平均成長率目標である 7%を大幅に上回る高成長を目指す可能性は低い。2013 年にかけて実質 GDP 成長率は 8%台前半にとどまると予想する。

ASEAN 経済については、インフレの沈静化を背景に、既に多くの国で金融政策が緩和方向へ舵を切られているため、今後も国内需要の拡大が期待できる。さらに、主要輸出先である米国や中国の景気持ち直しが輸出拡大に貢献すること、タイにおいては洪水復興需要の本格化も見込まれるため、2013 年にかけて成長テンポが高まると予想する。なお、ASEAN における欧州債務問題の影響は、欧州向け輸出の減少がマイナス要因となるものの、輸出全体に占める割合は 1～2 割程度であり、他地域向けの輸出増でカバー可能である。また、為替相場への影響についても、ベトナムを除く主要国は経常収支が黒字であり、外貨準備も十分な水準を確保していることから、大幅な下落は回避されると考えられる。また、固定相場制を採用しているベトナムについても、貿易赤字が縮小傾向にあり、海外からの直接投資も一定水準を維持していることから、為替相場の切り下げに追い込まれる可能性は高くはないとみられる。

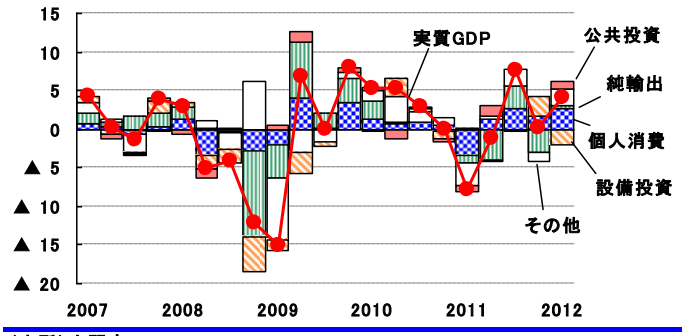
こうした海外情勢は、総じて日本経済にとってプラス材料とみて良いであろう。欧州経済の低迷は、輸出の落ち込みや対ユーロでの円高を通じた悪影響をもたらすものの、輸出シェアは 1 割程度に過ぎず、マクロ的にはアジアや米国の経済成長によって埋め合わせることが可能であろう。さらに、米国経済の復調はドル円相場において円高圧力を緩和させ、米国経済の本格的な回復が展望できる状況となればドル高円安をも期待できる。欧州債務問題は世界経済にとって大きなリスク要因であることは間違いないが、世界的な金融危機に発展し米国やアジア新興国の成長を阻害しない限り、日本経済にとっては耐え得る範囲のマイナス要因と考えて良いであろう。

2. 日本経済の見通し

景気の現状：1～3 月期は一過性の要因が貢献し高成長に

5 月 17 日に発表された 2012 年 1～3 月期の実質 GDP は、前期比 1.0%（年率 4.1%）の高成長を記録した。エコカー補助金の復活などから個人消費が前期比 1.1%も増加し実質 GDP 成長率を 0.7%Pt（年率 2.6%Pt）押し上げたほか、震災復興投資の本格化により公共投資が前期比 5.4%増となり 0.3%Pt（1.0%Pt）のプラス寄与となったことが主因である。そのほか、民間在庫投資が 0.4%Pt（1.7%Pt）のプラス寄与となったことも高成長の一因である。

実質GDP成長率の推移（季節調整値、前期比年率、%）



（出所）内閣府

また、輸出も、タイの洪水に伴う落ち込みの反動もあって前期比 2.9%と 2 四半期ぶりの増加に転じたが、輸入が前期比で 1.9%増加したことから、純輸出（輸出－輸入）では 0.1%Pt（年率 0.5%Pt）のプラス寄与にとどまった。その一方で、民

間企業設備投資は前期比▲3.9%と比較的大きな落ち込みを記録し、実質 GDP を 0.5%Pt（年率 2.1%Pt）も押し下げた。また、住宅投資は 0.0%Pt（年率▲0.2%Pt）と概ね中立であった。

つまり、1～3 月期は数字の上では高成長であったものの、明確な一時的要因である公共投資と在庫投資の拡大による押し上げ分を除くと、前期比 0.3%（年率 1.4%）程度にとどまる。さらに、個人消費の拡大の一部も補助金という政策的な支援による影響が大きいことを踏まえると、景気は GDP 成長率が示すほどの力強さはないと言える。

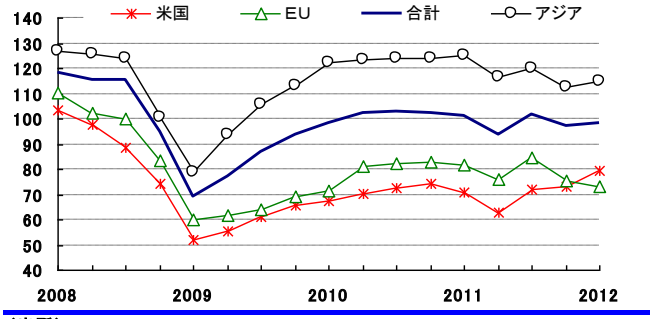
輸出：海外景気の持ち直しと円高圧力の緩和が支援材料

主な需要項目の動向を見ると、GDP 統計の輸出は 2011 年 10～12 月期の前期比▲3.7%から 2012 年 1～3 月期は 2.9%の増加に転じた。輸出数量指数も、10～12 月期の前期比▲4.7%から 1～3 月期は 1.2%と増加に転じており（当社試算の季節調整値）、輸出の復調が確認された。

輸出数量指数の仕向け地別動向を見ると、米国向けは 10～12 月期の前期比 1.1%から 1～3 月期は 8.4%へ伸びを高めており、輸出全体を牽引している。なお、増加は 3 四半期連続であり、米国経済の緩やかながらも着実な持ち直しを反映した動きとなっている。また、タイの洪水の影響により 10～12 月期に前期比▲6.3%と大幅に落ち込んだアジア向けは、1～3 月期に 2.4%と増加に転じている。タイにおける復興需要やサプライチェーン復旧による生産の正常化が押し上げ要因とみられる。なお、アジア向けのうち、景気の減速が続く中国向け（10～12 月期前期比▲9.0%→1～3 月期▲0.9%）は、概ね横ばい程度まで減少幅が縮小し下げ止まりの兆しを見せた。一方で、景気後退に陥った EU 向け（▲10.9%→▲3.2%）は依然として減少が続いた。

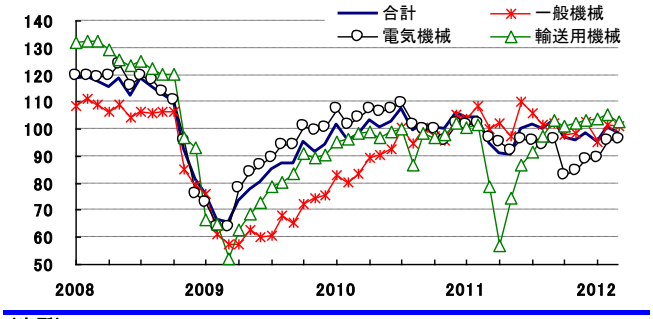
製品別では、自動車などの輸送用機械（10～12 月期前期比 4.8%→1～3 月期 1.7%）が米国向けを中心に増勢を維持したほか、タイの洪水により落ち込んだ電気機械（▲10.2%→9.6%）が復調した。また、一般機械（▲3.5%→▲0.4%）もタイの復興需要に伴う押し上げがあったとみられるが、全体としては概ね下げ止まった程度であった。

仕向け地別輸出数量指数（季節調整値、2005年=100）



（出所）CEIC DATA

製品別輸出数量指数（季節調整値、2005年=100）



（出所）CEIC DATA

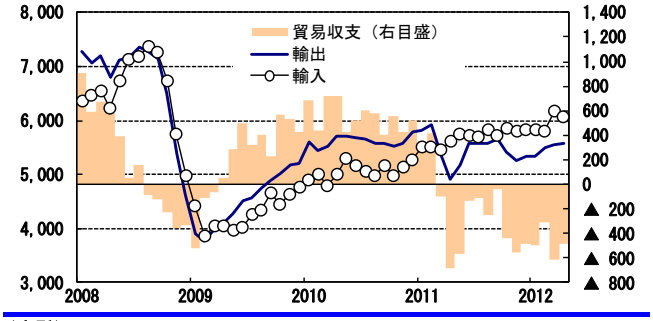
先行きについては、海外景気と為替相場の動向がカギを握るが、海外景気は前述の通り中国を含むアジア経済および米国経済の持ち直しが見込まれるため、欧州経済停滞の影響は補われ、輸出の回復を後押しする要因となろう。

為替相場については、欧州債務問題が金融危機に発展する懸念を残す状況が続くことから、対ユーロでの円高基調は続くとみられる。ただ、これまで金融市場が動揺する際には安全資産として円が選考され、対ドルでも円高が進み易い状況であったが、政府が欧州以上に大きな債務を抱える日本の現状

を踏まえると、「安全」という観点で米ドルよりも選考される状況が今後も継続するとは考え難い[6]。さらには、自律的な景気回復の芽が出始めた米国と政策要因頼みの日本との景況感格差は、日米金利差の拡大という形でドル円相場の上昇圧力（円安ドル高要因）となろう。また、日本の貿易収支（季節調整値）は、3 月に 6,166 億円まで赤字幅が拡大し、4 月も 4,802 億円と高水準が続くなど、赤字基調が定着しており、円高圧力の緩和に貢献している。

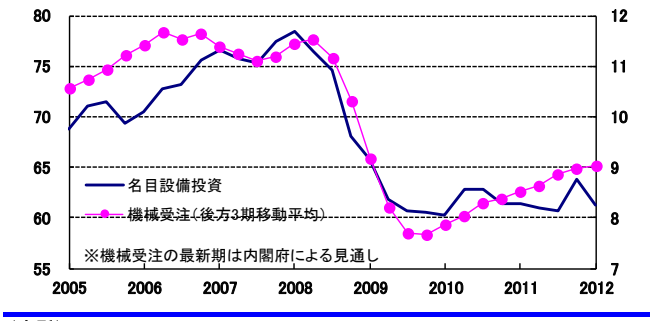
以上を踏まえると、対米ドルでの円高圧力は弱まる方向にあり、ドル円相場は米国経済の堅調さが確認される今年度後半にも、円安ドル高基調が定着すると予想される。日本の輸出においては圧倒的に米ドル建ての割合が大きいことを踏まえると、為替相場の動向も輸出の回復を支援することとなろう。

輸出入と貿易収支（季節調整値、10億円）



（出所）CEIC DATA

設備投資と機械受注の推移（季節調整値、兆円）



（出所）CEIC DATA

設備投資：緩やかな拡大にとどまる

GDP 統計の設備投資（実質）は、1～3 月期に前期比▲3.9%と比較的大きな落ち込みを見せた。2011 年 10～12 月期に前期比 5.2%と大幅に増加した反動が主因とみられるが、先行指標である機械受注の動きとは必ずしも整合的ではない。

機械受注（船舶・電力を除く民需）は、2011 年 7～9 月期まで 3 四半期連続で増加した後、10～12 月期は前期比▲0.7%と小幅減少したが、1～3 月期には 0.9%とプラスに転じており、設備投資の推移と概ね一致する 3 期移動平均は緩やかな上昇傾向にあった（上右図）。その一方で、GDP 統計の設備投資（名目）は、2011 年 7～9 月期まで 4 四半期連続のマイナスを記録し、10～12 月期は前期比 5.1%の増加となったが、1～3 月期に▲3.9%と落ち込み、底ばいの動きから脱していない。

こうした乖離の背景には、統計上の問題がある場合が多いが、強いて解釈すれば、製造業を中心に円高進行などによって収益環境が悪化した上、欧州債務問題の深刻化により特に海外景気の先行きに対する不透明感が高まったため、発注した設備のキャンセルや設置の延期などが相次いだということになろう。また、こうした外部環境の悪化は事実であり、企業の慎重姿勢が強まり機械受注の対象外で特に設備投資が抑制されたという見方もできないわけではない。

いずれにしても、設備投資を取り巻く環境は芳しいとは言えない。今後についても、世界経済は持ち直すとは言え不透明感は払拭できず、為替相場は対ドルでの円高進行には歯止めが掛かるものの、収益改善に寄与する円安基調への転換には時間を要する。さらに、国内需要は人口の減少により拡大を

[6] 実際に 5 月 22 日、大手格付け会社のフィッチが日本のソブリン格付け引き下げ（AA-→A+）した際、ドル円は 1 ドル＝79 円台前半から 80 円近くまで急落した。

期待できない状況にある。

そうした中で、企業は生産拠点の海外シフトを加速させている。2012 年 1 月調査の内閣府「企業行動アンケート」によると、海外生産比率は製造業全体で 2011 年の 18.4%から 2016 年には 22.4%まで上昇する見通しである。この 5 年間で 4.0%Pt（年あたり 0.8%Pt）の上昇というペースは、直近 5 年間（2006～2011 年）の 2.3%Pt を大きく上回り、繊維や家電業界などでアジアへの生産拠点移転が急増した 90 年代半ば（1992～97 年）の 4.9%Pt、情報通信分野などを中心に海外移転が加速した 2000 年代初頭（1997～2002 年）の 4.7%Pt に次ぐ速さである。

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であろう。

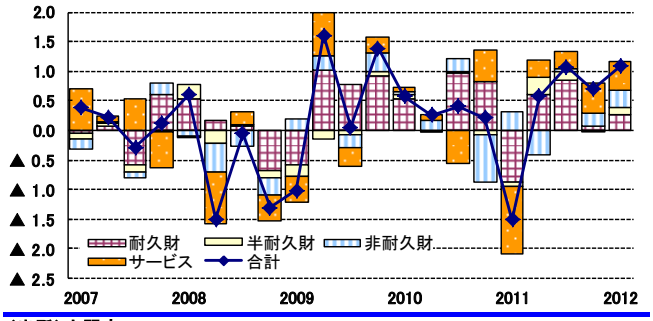
個人消費：マインド改善の頭打ちと政策効果剥落により伸び悩み

個人消費は、10～12 月期の前期比 0.7%から 1～3 月期は 1.1%へ伸びが拡大し、堅調さを維持した。財別の内訳を見ると、サービスが 1～3 月期に前期比 0.9%増加し個人消費全体を 0.5%Pt 押し上げたほか、耐久消費財が 1.8%増（寄与度 0.3%Pt）、非耐久財が 1.6%増（0.3%Pt）といずれも好調であった。

サービス消費は、東日本大震災の発生直後は出遅れ気味であったが、その後は概ね消費者マインドの改善に伴って着実に回復している。なお、消費者マインドを示す代表的な指標である消費者態度指数は、2011 年 4 月の 33.4 から 2012 年 3 月には 40.3 まで上昇している（右下図）。

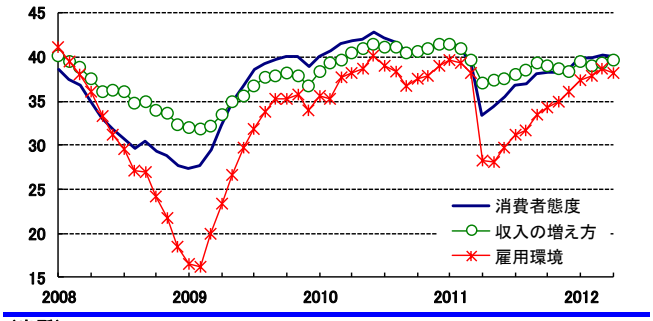
また、耐久消費財の増加は、前述の通りエコカー補助金が 2011 年 12 月 20 日から 2013 年 1 月 31 日の間に購入された新車[7]を対象に復活したことを受けて、乗用車販売台数が 2012 年 1 月に前月比（当社試算の季節調整値）で約 1 割増加し、その後も概ねその水準を維持していることが主因である。

財別家計消費の推移（前期比、%）



（出所）内閣府

消費者態度指数の推移



（出所）CEIC DATA

底堅い拡大が続く個人消費であるが、先行きについては幾つかの懸念材料が存在する。まずは、サービス消費の回復を支えてきた消費者マインドが 4 月に 1 年ぶりとなる前月比悪化となった点である。内訳を見ると、「暮らし向き」に対する意識が前月比 0.8 ポイント悪化（3 月 41.1→4 月 40.3）したほか、「雇用環境」も悪化している（38.6→38.2）。

実際に、就業者数は 1 月に前月比▲35 万人と大きく落ち込み、2 月は反動もあって 29 万人増加した

[7] 一定の燃費基準を満たすことも条件となる。

が、3 月には再び▲17 万人と減少しており、足元で雇用情勢は改善していない。賃金は所定内給与が 2 月に前年同月比 0.3%、3 月には 0.7%と伸びが高まっているが、2 月はうるう年、3 月は前年に東日本大震災で落ち込んだ反動による影響もあり、実態は前年同月比が示すほどには改善していないとみられる。さらに、夏のボーナスは企業の業績悪化を反映して前年割れが見込まれており、所得環境からも消費マインドの改善が期待できない。

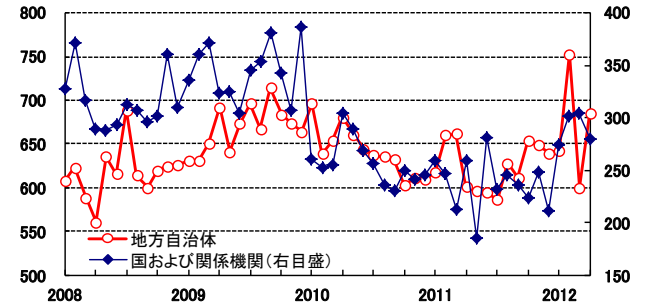
その上、政府が進める税と社会保障の一体改革は、消費税の引き上げが主目的であるかの様相を呈しており、本来期待される社会保障制度への信認による予備的貯蓄の抑制効果が得られず、むしろ負担増が消費マインドを圧迫するリスクを高めるだけに終わっている。以上を踏まえると、今後はマインド改善（消費性向の上昇）による消費拡大に多くを期待できないと考えられる。

また、エコカー補助金は、予算の上限があるため早ければ夏場にも事実上終了する。既に乗用車販売台数は 2 月以降、伸び悩んでおり、一旦は駆け込み需要により盛り上がる局面はあっても、したがって、今後の個人消費は、夏場頃までは底堅く推移するものの、秋口から年末にかけては政策効果の剥落により落ち込み、その後も伸び悩むと予想する。なお、現在、国会において議論されている消費税率の引き上げについては、現段階では実現可能性を判断する状況には至っておらず、本予測には織り込んでいない（消費税率一定としている）。

公共投資：2012 年半ばにはピークアウト

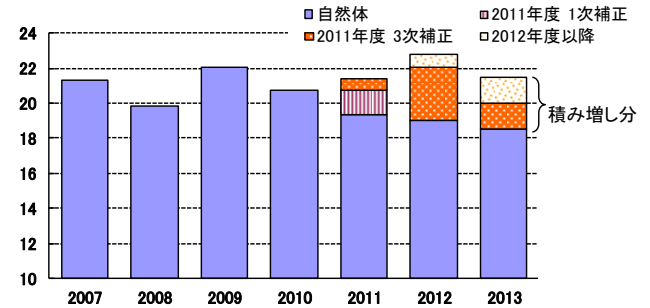
公共投資（公的固定資本形成）は、東日本大震災の復興事業を盛り込んだ国の 2011 年度第 3 次補正予算が本格執行されたことに伴い、1～3 月期は前期比 5.4%の大幅増加となった。なお、3 次補正予算は歳出規模 12.1 兆円、うち東日本大震災関係費として 11.7 兆円が計上されており、2011 年 11 月 21 日に成立している。また、歳出総額のうち 5 兆円強が公共投資、2 兆円弱が政府消費に該当するものとみられ、1～3 月期以降、それぞれを押し上げることとなる。なお、政府は歳出規模 2.5 兆円の第 4 次補正予算を 2 月 8 日に成立させているが、公共投資に結び付くものは少ないようである。

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

今後を展望すると、先行指標である公共工事保証実績（当社試算の季節調整値）が 1～3 月期に前期比 9.5%と大幅に増加した後、4 月の水準は 1～3 月期をさらに 0.7%上回っていることから判断すると、公共投資は 4～6 月期も前期比で増加が続く可能性が高い。

しかしながら、4 月 6 日にようやく成立した国の 2012 年度当初予算において、公共事業関係費は前年比▲8.1%の 4 兆 5,734 億円に削減されており、公共事業関連予算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%にとどまる。つまり、震災復興分を除いた公共投資のベース

ラインは 2012 年度も減少が続くことになる。

その一方で、2012 年度予算においても、震災復興事業が東日本震災復興特別会計に 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予想される。

2013 年度にかけて成長ペースは鈍化

以上の主な需要動向を踏まえると、2012 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、震災復興事業の執行による後押しを受けてプラス成長を維持するものの、個人消費が伸び悩むほか、輸出もタイの復旧需要という一時的要因が剥落し伸びが鈍化するため、増勢は大幅に鈍化しよう。

7～9 月期から 10～12 月期にかけては、エコカー補助金の終了により個人消費が一時的に落ち込むことに加え、復興事業のピークアウトにより公共投資が減少傾向に転じるため、成長テンポは一段と鈍化するとみられる。ただし、海外景気の持ち直しにより輸出の増勢が速まるため、景気は一時的な停滞局面を迎える程度にとどまろう。

この結果、2012 年度通年の実質 GDP 成長率は前年比 2.0%まで高まるが、2012 年 1～3 月期の高成長によりゲタが 1.2%もある点には留意が必要である。

2013 年度は、震災復興事業のピークアウトにより公共投資が大幅な減少に転じる。その一方で、海外景気の復調が続くことに加え、為替相場が円安傾向となり、輸出は拡大基調を維持するとみられる。そのため、設備投資も緩やかながら拡大傾向を維持しよう。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、底堅く推移するとみられる。その結果、2013 年度の実質 GDP 成長率は前年比 1.5%を予想している。

リスク要因としては、欧州債務問題のほか、国内の財政運営が挙げられる。債務問題は対岸の火事ではない。今後の政策運営次第では、将来不安が高まり家計の消費活動が委縮する可能性があるほか、国債価格が大幅に下落すれば金融危機に発展するリスクもある。政府には正確な現状認識と危機感を持った対応が求められる。

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%

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	▲0.0	2.0	1.5
国内需要	2.5	0.9	2.1	1.2
民間需要	3.1	0.5	2.1	1.5
個人消費	1.6	1.1	1.8	0.9
住宅投資	2.4	3.5	2.2	3.0
設備投資	3.5	0.2	1.2	2.8
在庫投資(寄与度)	(0.8)	(▲0.3)	(0.2)	(0.2)
政府消費	2.3	1.9	1.6	1.4
公共投資	▲5.9	3.2	6.3	▲5.5
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲0.9)	(▲0.0)	(0.3)
輸　出	17.2	▲1.4	4.2	5.7
輸　入	12.0	5.3	5.1	4.6
名目GDP	1.1	▲1.9	1.9	0.8
実質GDP(暦年ベース)	4.4	▲0.7	2.4	1.4
鉱工業生産	9.4	▲1.2	3.7	3.9
失業率(%、平均)	5.0	4.5	4.2	3.7
経常収支(兆円)	16.7	7.9	9.4	10.1
経常収支(GDP比,%)	3.5	1.7	2.0	2.1
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.0	0.1	0.4

(資料)内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

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。