

日本経済情報

2012 年 9 月号

Summary

【内 容】

1. 海外経済の現状と見通し

欧州債務問題が今後も長期に渡って世界経済の重石に

欧州経済は低迷続く一方、米国経済は緩やかに回復

中国経済は成長率 8%割れ、ASEAN 経済は堅調拡大続く

2. 日本経済の現状と見通し

景気の現状：停滞感強まる

個人消費：政策により変動が増幅

輸出：年明け以降に徐々に持ち直す

設備投資：増加ペースの加速は期待薄

公共投資：先行指標は増勢持続を示唆

金融政策：追加緩和で円高進行を阻止

景気の見通し：踊り場を迎え 2012 年度の成長率は 2%に届かず

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

【世界経済および日本経済の見通し】

世界経済は、欧州問題が重石となって停滞感を強めている。ECB の債権買い取りプログラム (OMT) 決定を受けて、一時的に安心感が広がっているが、根本的な問題である財政の健全化が進まない限り、今後も債務問題に起因する市場の混乱は続き、世界経済を下押ししよう。

その震源地たる欧州経済は、各国政府が行う緊縮財政により景気の低迷が続く。一方で、米国経済は牽引役である個人消費に明るい兆しが見られるが、幾つかの下押し要因も残るため、緩慢な拡大が続くと予想する。

中国経済は、在庫の積み上がりを受けた生産調整が続いており、成長率は 8%を下回る可能性が高い。ASEAN 経済は、一部の国を除いて内需主導の堅調な拡大を続けており、今後も個人消費や固定資産投資の拡大により安定した成長を続けよう。

こうした中で日本経済は、成長ペースが減速しており、停滞感が強まっている。これまで景気を牽引してきた個人消費は、所得環境の改善の遅れもあってマインドが悪化しており、今後はエコカー補助金の終了に伴う自動車販売の反動落ちも見込まれ、景気を下押しすることとなろう。

個人消費から牽引役を引き継ぐことが期待された輸出は、足元で減少している。今後は、引き続き欧州向けの減少が見込まれるが、米国向けが緩やかながらも拡大基調を取り戻し、ASEAN 向けは堅調拡大、中国向けも年明け頃には復調するとみられるため、徐々に持ち直そう。

設備投資は、先行指標である機械受注の増加トレンドが一旦ピークアウトしており、増勢の加速が期待できない状況にある。特に輸出の伸び悩みから設備稼働率が低下している製造業での回復には時間を要しよう。

公共投資は、震災復興事業の本格化に伴って拡大が続いている。今後についても、今年度補正予算が編成され事業の追加が行われる可能性が高く、高水準を維持するとみられるが、一方で財政は一段と悪化する。

日銀の追加金融緩和は、円高進行に歯止めを掛けたという点で日本経済の下振れリスクを軽減した。今後の日本経済は、個人消費の息切れや輸出の伸び悩みにより一旦踊り場を迎え 2012 年の成長率は 2%を下回るが、2013 年は輸出の持ち直しや駆け込み需要により成長率は高まろう。

1. 海外経済の現状と見通し

欧州債務問題が今後も長期に渡って世界経済の重石に

世界経済は、欧州債務問題と牽引役の不在により停滞感を強めている。ここ数ヵ月の欧州債務問題の動きを見ると、ギリシャにおいて6月17日の総選挙で財政緊縮派が勝利し、EUおよびIMFの支援継続によりデフォルトが一旦回避され一息ついたのも束の間、今度は金融市場の注目がスペインに移り、スペイン政府は金融機関の救済に限定してEFSF（European Financial Stability Facility、欧州金融安定基金）の支援を受け入れるに至った。しかしながら、その後も金融市場ではギリシャやスペインなど財政悪化国に対する不信感が熾り、依然として不透明な状況が続いている。

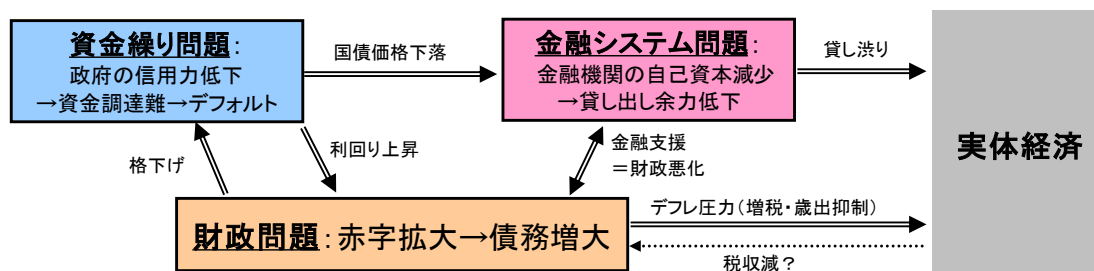
こうした中でECBは、9月6日の理事会において新債券買い取りプログラム（OMT: Outright Monetary Transactions）を決定した。本プログラムの概要は、EFSFないしはESMに対して財政資金の支援を要請した国の国債（残存期間1～3年が中心）をECBが無制限に買い入れるものであり、支援を受ける国の国債市場の安定化、すなわち利回りの低下が期待され、その結果、スペインなど国債利回りが大幅に上昇している国にとっては、金利負担の低減を通じた財政収支の改善効果も見込まれることになる。

ただし、スペインは上記の通り金融機関の救済に限定した資金支援を受けるにとどめており、現時点ではOMTの対象とはならない。にもかかわらず、OMTの決定を受けて、スペインの国債利回りは、1～3年物を中心に大きく低下している。また、ユーロ相場は、7月下旬の1ユーロ＝1.20ドル台、94円台から、9月中旬には1.30ドル台、102円台まで上昇、欧州債務問題の解決を織り込むかのような動きを見せているが、以下に述べる通り、OMTはあくまでも財政悪化国の資金繰り対策であり、根本的な解決策ではない。こうした金融市場の安定化は、一時的なものに終わる可能性がある。

今更であるが、欧州債務危機の根本的な問題は、財政赤字の拡大に起因する政府債務の増大であり、その結果、国債が格下げされ政府の資金繰りが悪化し、問題が表面化した。その最たる例がギリシャであり、公式統計の改ざんが発覚して政府に対する信用力が低下し、最終的には国債発行による資金調達の道を閉ざされ、デフォルトのリスクに晒された。

さらに、ギリシャなど財政悪化国の国債を大量に保有するユーロ圏の金融機関は、国債価格の下落により自己資本が減少し貸出余力が低下、金融システム問題に発展した。各国政府は、金融システム安定化のため、金融機関に対する資本注入などの金融支援を迫られるが、こうした支援や国債利回りの上昇は歳出の拡大につながるため、財政赤字を更に拡大させ債務問題を一段と深刻化させる。

欧州債務危機のメカニズム



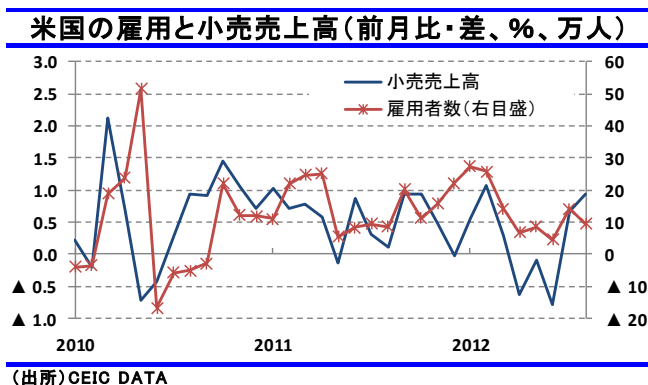
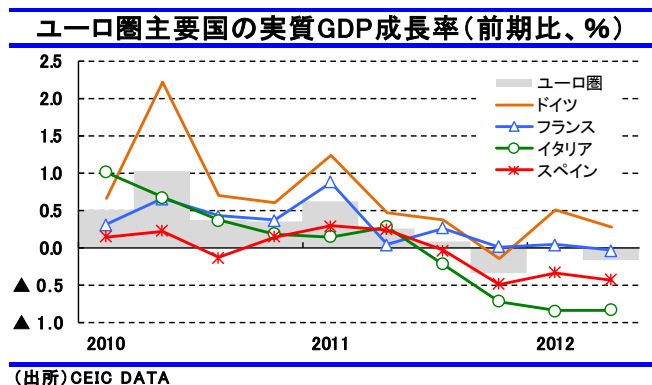
また、金融機関の貸し出し抑制行動や、政府が財政収支改善のために行う増税や歳出抑制は、実体経済を抑制し、税収の減少という形で財政収支を悪化させる可能性もある。このように、欧州債務問題は、実体経済を巻き込んで悪化が増幅するスパイラル構造を有しており、OMT によって政府の資金繰り問題を緩和・解消したとしても、それは対症療法に過ぎず、根本的な問題である財政の健全化を進めない限り、再燃の可能性を取り除くことはできない。

現在の金融市場は、OMT の決定により、欧州債務問題を巡る「負のスパイラル」に一時的に歯止めが掛けられ、やや落ち着きを見せている。しかしながら、今後、財政悪化国の資金繰り懸念が強まる事象、例えばギリシャに対する支援継続の可否、スペインやイタリアの国債利回り上昇などのほか、財政健全化が計画通り進捗しないなど、債務問題の「負のスパイラル」が再び回転を始めるような場合には、金融市場は不安定な状況に陥ることとなる。

欧州経済は低迷続く一方、米国経済は緩やかに回復

債務問題の震源地である欧州（ユーロ圏）経済は、2012 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.2%（年率▲0.7%）と 3 四半期連続のマイナス成長となり、低迷が長期化していることが確認された。1～3 月期は、ユーロ安を背景とする輸出拡大の恩恵を受けたドイツ経済が前期比 0.5%（年率 2.0%）の比較的高い成長となって他国のマイナス成長をカバーし、ユーロ圏全体では概ねゼロ成長（前期比▲0.02%）に踏みとどまったが、4～6 月期はドイツ経済が 0.3%（年率 1.1%）へ減速し、ユーロ圏経済は再び明確なマイナス成長率に陥った。

今後も、各国政府が行う債務問題の解決に向けた緊縮財政が、ユーロ圏経済を下押しすることとなる。2011 年に財政赤字が GDP 比 1.0%まで縮小したドイツは別として、フランス（財政赤字の GDP 比 5.2%）、イタリア（3.9%）、スペイン（8.5%）など他の主要国は財政収支の改善すべき余地を多く残している。そのため、ユーロ圏の実質 GDP は、2012 年に前年比▲0.5%とマイナス成長になり、2013 年も 0.3%の低成長を予想する¹。



米国経済は、実質 GDP 成長率が 2012 年 1～3 月期の前期比年率 2.0%から 4～6 月期は 1.7%へ減速したが、7 月以降は雇用の拡大テンポがやや持ち直し、小売売上高が増加に転じるなど、牽引役である個人消費に明るい兆しが見られる。その一方で、世界経済の減速を受けて輸出や設備投資は回復力が乏しい。さらに、「財政の崖」と呼ばれる財政面からの景気下押しリスクも残っており、成長ペースの加速を期待できない状況が続こう。そのため、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 2.2%、2013 年

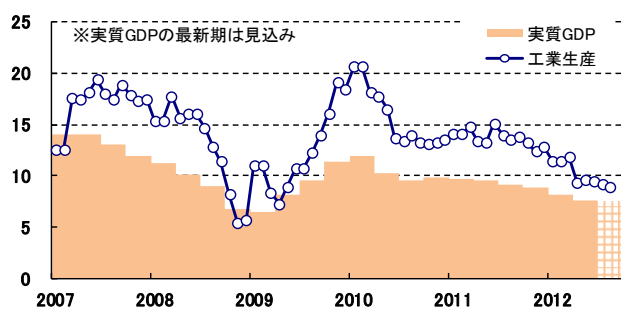
¹ 詳細は、2012 年 9 月 20 日付け Economic Monitor「欧州金融市場は再び波乱含みの展開に」参照。

は 2.1%にとどまり、米国経済は 2%台半ばとされる潜在成長率を下回る緩慢な拡大が当面続くと予想する²。

中国経済は成長率 8%割れ、ASEAN 経済は堅調拡大続く

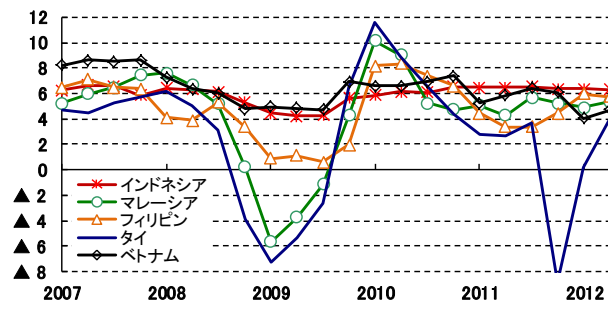
欧米経済の回復力が乏しい中で、世界経済の牽引役を期待されていたアジア新興国のうち、中国経済の足取りも緩慢である。現在、中国では在庫の積み上がりを受けた生産調整が続いており、工業生産は 7 月に前年同月比 9.2%、8 月には 8.9%まで伸びが鈍化した。過去の工業生産と実質 GDP との関係に照らすと、7～9 月期の実質 GDP は、4～6 月期に続き前年同期比で 8%を下回る可能性が高まっている³。個人消費は物価上昇率の低下や賃金上昇などを背景に堅調な拡大が続いており、固定資産投資も前年同月比 2 割前後⁴の高い伸びを維持しているが、7 月以降、輸出が予想以上に落ち込んだことが在庫調整を遅らせている。こうした状況を受けて、政府はインフラ投資の拡大を計画している模様であり、具体化すれば年末頃には在庫調整にメドがつき、景気は持ち直すとみられる。ただし、2012 年の実質 GDP は、4～6 月期、7～9 月期と 7%台が続くことから通年でも前年比 7.9%と 8%を割り込み、2013 年に 8%台に回復すると予想する。

中国の工業生産と実質 GDP (前年比、%)



(出所)CEIC DATA

ASEAN 主要国の実質 GDP (前年比、%)



(出所)CEIC DATA

ASEAN 経済は、総じて内需主導の堅調な拡大を続けている。インドネシアは、輸出の増勢に陰りが見られるものの、個人消費や固定資産投資が増勢を強めており、実質 GDP 成長率は 1～3 月期に前年同期比 6.3%、4～6 月期に 6.4%と比較的高い伸びを維持している。フィリピンは、主に政府消費の減速により実質 GDP 成長率は 1～3 月期の前年同期比 6.3%から 4～6 月期は 5.9%へ低下したが、輸出は比較的高い伸びを維持し（1～3 月期 10.9%→4～6 月期 8.3%）、個人消費（5.1%→5.7%）や固定資産投資（3.9%→8.5%）は伸びを高めるなど、景気は好調に推移している。タイは、昨年 10 月に発生した洪水の被害から急速に立ち直っており、実質 GDP 成長率は 1～3 月期に前年同期比 0.4%とプラスに転じ、4～6 月期には 4.2%まで伸びを高めている。輸出は伸び悩んでいるが、洪水被害を受けた耐久財の買い替えや生産設備の復旧に伴って、個人消費や固定資産投資が大幅に増加している。

一方で、ベトナムは、インフレ抑制のための引き締め政策により実質 GDP 成長率は 2011 年の前年比 5.9%から 2012 年 1～3 月期は前年同期比 4.0%まで減速した。翌 4～6 月期は 4.7%へ持ち直したが、2000 年代半ばには 8%台の成長を記録していたことと比べると、期待はずれの低成長が続いている。過剰投資により建設・不動産業が低迷しているほか、輸出の減速により製造業も伸び悩んでいる。

² 詳細は、2012 年 9 月 20 日付け「米国経済情報 2012 年 9 月号」参照。

³ 詳細は、2012 年 9 月 11 日付け「成長率 8%割れの可能性高まる中国経済」参照。

⁴ 都市部合計で 1～3 月期は前年同期比 20.9%、4～6 月期 20.2%、7～8 月平均 19.8%。

今後も ASEAN 経済は、内需主導の堅調な拡大を続けるとみられる。インフレ率は、最も高いベトナムですら 8 月は前年同月比 5.0% まで低下しており、賃金の上昇と相俟って個人消費の拡大を後押ししよう。また、インフレ率の低下を受けて各国とも政策金利を引き下げているほか、インドネシアやタイでは海外からの直接投資が大幅に増加⁵しており、タイの洪水対策を始め多くの国で政府によるインフラ投資拡大も見込まれることから、固定資産投資も堅調な増加を続けよう。海外経済の足取りが重いことから輸出は緩慢な回復にとどまるとみられるが、ASEAN 主要 5 カ国⁶の実質 GDP 成長率は、2012 年に前年比 5.6%、2013 年は 6.0% に高まると予想する。

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	3.8	3.3	3.7
米国	▲ 0.3	▲ 3.5	3.0	1.8	2.2	2.1
ユーロ圏	0.4	▲ 4.3	1.9	1.5	▲ 0.5	0.3
中国	9.6	9.2	10.4	9.3	7.9	8.1
ASEAN5	4.9	1.9	6.9	4.7	5.6	6.0

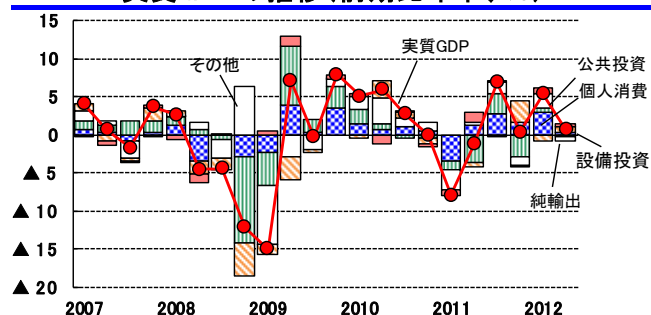
(注) ASEAN5 はインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム
(資料) 各国政府、IMF (予測は当社による)

2. 日本経済の現状と見通し

景気の現状：停滞感強まる

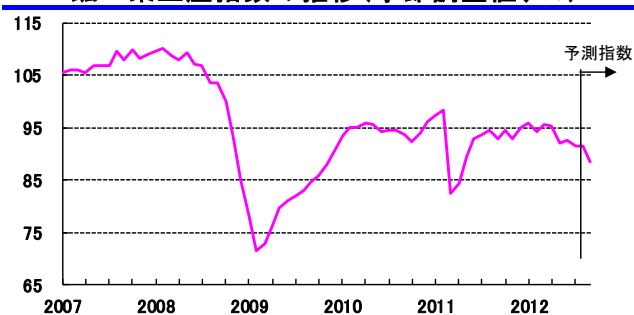
2012 年 4～6 月期の実質 GDP は 1 次速報時点の前期比 0.3% (年率 1.4%) から 2 次速報では 0.2% (0.7%) へ下方修正され、景気が停滞しつつあることが鮮明となった。1～3 月期まで景気を牽引していた個人消費が 4～6 月期には前期比 0.1% にとどまったほか、輸出の伸び (前期比 1.2%) が輸入 (1.6%) を下回ったため純輸出 (輸出－輸入) の寄与度が前期比 ▲0.1%Pt に (1～3 月期は 0.1%Pt)、民間在庫投資の寄与度も ▲0.2%Pt とマイナスに転じ (同 0.3%Pt)、実質 GDP 成長率を抑制した。一方で、公共投資は、4～6 月期も前期比 1.8% と増勢を維持し、1～3 月期 (3.6%) に続いて成長率を押し上げた。

実質 GDP の推移(前期比年率、%)



(出所) CEIC DATA

鉱工業生産指数の推移(季節調整値、%)



(出所) CEIC DATA

7 月以降の景気は、鉱工業生産指数から判断する限り一段と停滞感を強めているようである。7 月の生産指数は前月比 ▲1.0% と 2 カ月ぶりのマイナスとなり、8、9 月の生産予測 (前月比 0.1%、▲3.3%) に基づいて試算すると 7～9 月期は前期比 ▲2.8% となる。4～6 月期の ▲2.0% に続くマイナスであり、製造業の生産活動は調整色を強めている。

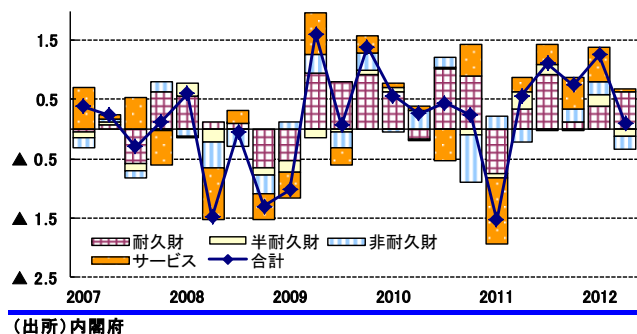
⁵ 2012 年 1～6 月累計の対内直接投資は、インドネシアが前年同期比 30.3%、タイが 66.4%、マレーシア ▲35.5%、フィリピン 0.3%、ベトナム ▲29.6%。

⁶ インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

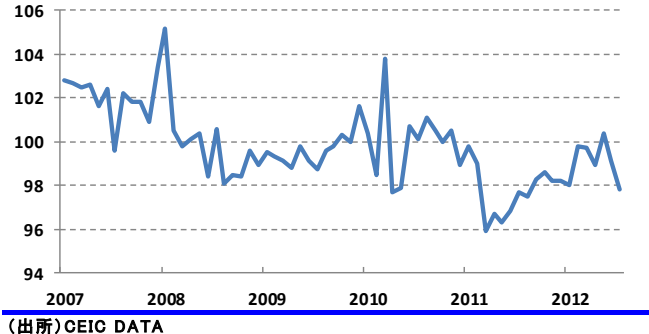
個人消費：政策により変動が増幅

1～3 月期の個人消費は、前期比 1.2% の高い伸びを記録し、実質 GDP を 0.7%Pt 押し上げ景気拡大の牽引役となったが、前述の通り 4～6 月期は 0.1% へ大きく減速した。財別の内訳を見ると、乗用車販売の好調を背景に耐久財が 1～3 月期の前期比 2.6% から 4～6 月期に 4.2% と増勢が加速した一方で、半耐久財（1～3 月期前期比 2.8% → 4～6 月期 ▲1.8%）、非耐久財（1.0% → ▲0.9%）は減少に転じ、サービス（1.0% → 0.1%）は大幅に伸びを鈍化させている。

財別家計消費の推移(季節調整値、前期比、%)



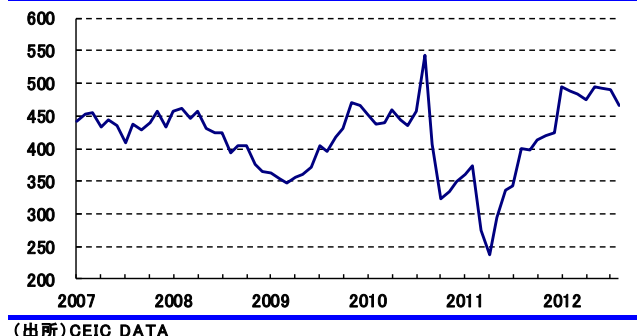
実質消費水準指数の推移(季節調整値、2010年=100)



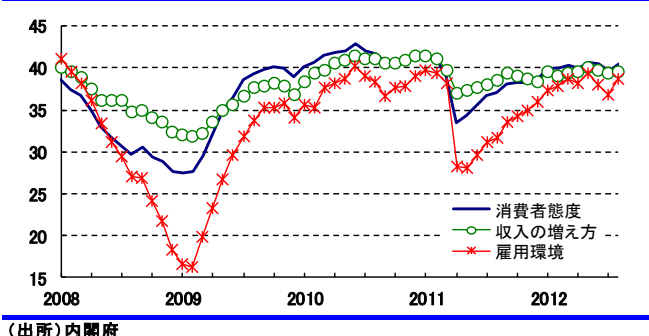
7 月以降の状況を見ると、家計調査の消費水準指数（実質）が 7 月に前月比 ▲1.3% となり、2 ヶ月連続の低下となった（6 月は ▲1.3%）。この結果、7 月の水準は 4～6 月期を 1.7% 下回っており、4～6 月期の前期比 0.3% から 7～9 月期はマイナスに転じる可能性が高まった。主要項目別に見ると、4～6 月に比べて 7 月に大きく落ち込んだ分野は光熱・水道（▲4.2%）と交通・通信（▲5.1%）であり、前者は節電、後者はエコカー補助金効果のピークアウトが影響した可能性が指摘できる。

実際に乗用車販売台数は、当社試算の季節調整値で 5 月に 493.9 万台のピークを付けて以降、6 月 492.4 万台（前月比 ▲0.3%）、7 月 491.3 万台（▲0.2%）、8 月 466.8 万台（▲5.0%）と減少傾向に転じている。エコカー補助金は 9 月 21 日申請分をもって受付終了となったが、前回実施時は制度終了直前に利用が殺到したこともあり、今回は制度の利用が前回に比べ前倒しされ、予算枯渇の前に需要が一巡したようである。

乗用車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



消費者態度指数の推移



今後は自動車販売の反動落ちが不可避とみられるが、消費者マインドの改善一服や、その背景にある所得環境の悪化を踏まえると、その穴を他の分野での消費で埋め合わせられるほどの状況にはないと考えられる。代表的な消費者マインドの指標である消費者態度指数は、全体で 5 月の 40.7 から 6 月 40.4、7 月 39.7 と 2 ヶ月連続で悪化した。内訳を見ると、この間、悪化が続いたのは「収入の増え方」（5 月 40.1 → 6 月 39.7 → 7 月 39.4）と「雇用環境」（39.3 → 38.0 → 36.8）であり、所得・雇用環境に対

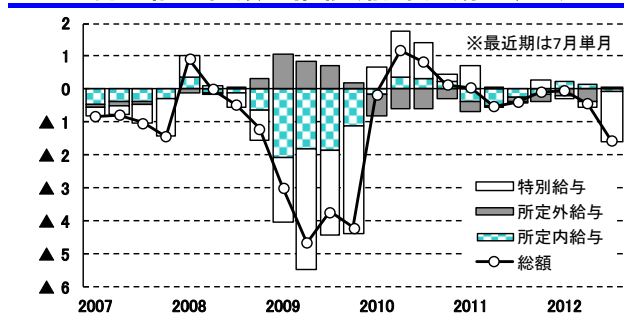
する懸念の強まりが消費者マインドを悪化させたと言える。

実際に、7月の現金給与総額（平均賃金）は、4～6月期の前年同期比▲0.4%から大きくマイナス幅が拡大し、▲1.6%となった。特別給与（ボーナス）が6月に前年同月比▲1.1%、7月は▲5.3%と前年より落ち込んだことが主因である。また、雇用情勢についても、就業者数は3月から5月にかけて前月比で減少が続き、6月は27万人増加したが、7月は3万人減少するなど、一進一退の状況にある。また、失業率は6月に4.3%まで低下、7月も同水準で推移しているが、賃金上昇圧力を高めるほど労働需給がタイトなわけではない。なお、消費者態度指数は8月に全体で40.5へ上昇しているが、5月の水準（40.7）を下回っており、改善したとまでは言えない。

以上のような環境を踏まると、今後の個人消費にこれまでのような景気の牽引役を期待することは困難であろう。逆に、エコカー補助金の終了に伴う乗用車販売の落ち込みが見込まれる10～12月期にかけては、成長率を押し下げる要因になると予想される。

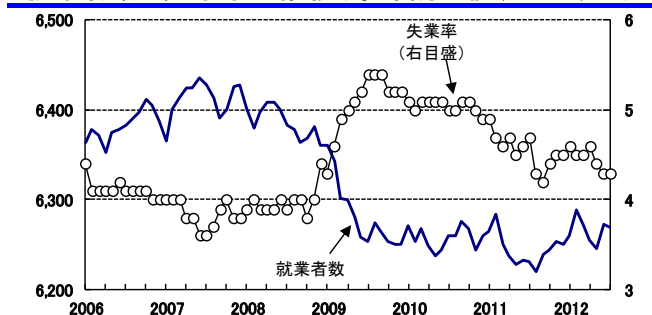
その一方で、2014年4月に予定されている消費税率の引き上げ（5%→8%）は、過去の例に倣えば直前1～2四半期の個人消費を、耐久財を中心に押し上げることになる。そのため、2013年度の個人消費は一時的に伸びが高まると予想される⁷。

現金給与総額の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIG DATA

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)CEIG DATA、総務省

輸出：年明け以降に徐々に持ち直す

個人消費から牽引役を引き継ぐことが期待された輸出は、GDPベースの実質で1～3月期の前期比3.4%から4～6月期には1.2%へ減速した。さらに、通関輸出数量指数は、7月に前月比▲1.1%、8月は▲0.2%と減少が続いており、7～8月平均の水準は4～6月期を1.9%下回っている（当社試算の季節調整値）。そのため、GDPベースの実質輸出も、7～9月期には前期比で減少に転じた可能性がある。

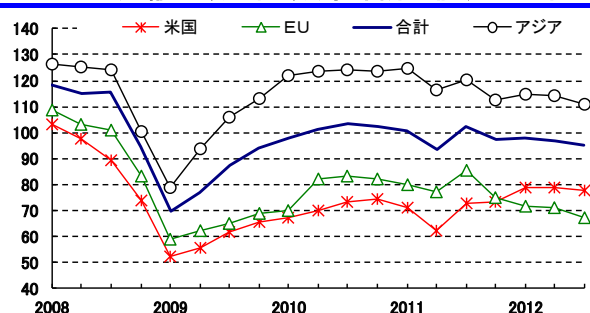
仕向地別の動向を輸出数量指数で見ると、景気の低迷が続く欧州（EU）向けは、1～3月期の前期比▲4.7%から4～6月期も▲1.0%と減少が続き、さらに7～8月平均は4～6月期を5.0%も下回るなど、落ち込みが顕著である。昨年半ば以降、回復傾向にあった米国向けは、今年1～3月期も前期比7.7%と3四半期連続の増加となったが、4～6月期は▲0.2%、7～8月平均は4～6月期を1.3%下回るなど、米国経済の減速に歩調を合わせるように、このところ増勢が一服している。また、中国を含むアジア向けは、1～3月期に前期比2.2%と2四半期ぶりに増加したが、4～6月期は▲0.6%と再び減少、7～8月平均は4～6月期を2.9%下回っており、回復が遅れている。なかでも、中国向けは、1～3月期

⁷ 消費税率引き上げによる影響についての試算は、2012年8月14日付け「日本経済情報 2012年8月号」を参照されたい。

に前期比▲1.0%、4～6 月期も▲1.5%と減少が続き、7 月の水準は 4～6 月期を 4.8%も下回るなど、在庫調整の真っ只中にある中国経済の状況を反映して低迷しており、アジア向け輸出停滞の主因となっている。

先に見た海外経済の先行きを前提とすると、今後の輸出は、全体の 11.6%（2011 年）を占める EU 向けの減少基調が続く一方で、米国向け（シェア 15.3%）は緩やかながらも拡大基調を取り戻すとみられる。また、アジア向け（56.0%）については、中国向け（19.7%）こそ回復にはしばらく時間を要するものの、ASEAN 向け（14.9%）は内需関連財を中心に比較的堅調な拡大が期待できる。したがって、輸出全体でみれば、年内は緩やかな拡大にとどまり、年明け頃から中国向けの復調とともに、やや増勢を強める姿が予想される。

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2005年=100)



(出所)CEIC DATA

円相場の推移



(出所)CEIC DATA

なお、為替相場は、日銀が9月19日に追加の金融緩和（詳細後述）を決定したことを受けて、一時、対ドルで1ドル＝79円台、対ユーロで1ユーロ＝103円台まで円安に振れたが、翌20日には欧州債務問題や中国経済の先行きに対する懸念から円が買われ、追加緩和前の78円台前半、101円台前半に水準を戻している。

今後についても、欧州債務問題の再燃や、中国経済の回復に時間を要することが見込まれるため、リスク回避資金やアジアへの投資資金が円に向かい易い地合いが続くとみられる。しかし一方で、日本の貿易収支は2011年3月以降、2012年8月まで18ヵ月連続で赤字が続いており（季節調整値）、赤字基調の定着は実需の円売り外貨買い要因となるため、円高圧力を緩和することになる。さらに、米国経済が持ち直すにつれて日米金利差（米国－日本）が徐々に拡大し、金利差を背景とした円売りドル買い需要の増加も見込まれるため、一方的な円高進行は避けられるとみられる。円の戦後最高値（1ドル＝75円32銭）に近づけば、日本政府による円売り介入への警戒が強まることも、円高進行に歯止めを掛ける要因となろう。

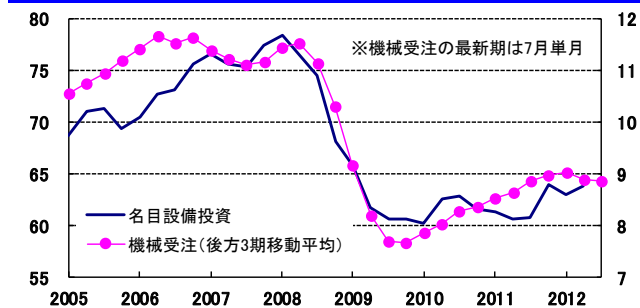
日本の輸出にとって、現在の為替相場は、既に採算面で厳しい円高水準にあるが、上記のように円高が進む余地は限られていると考えられる。米国経済の復調や日本の貿易赤字定着が円安基調への転換を促す可能性もあるため、一段の円高進行が輸出の回復を阻害することは避けられそうである。

設備投資：増加ペースの加速は期待薄

4～6 月期の設備投資は前期比 1.4%と 2 四半期ぶりに増加したが、増勢の加速を期待できる状況ではない。先行指標の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、6 月の前月比 5.6%に続き 7 月も 4.6%と 2 ヶ月連続で増加し、7 月の水準は 4～6 月期を 2.6%上回った。しかしながら、概ね設備投資のトレン

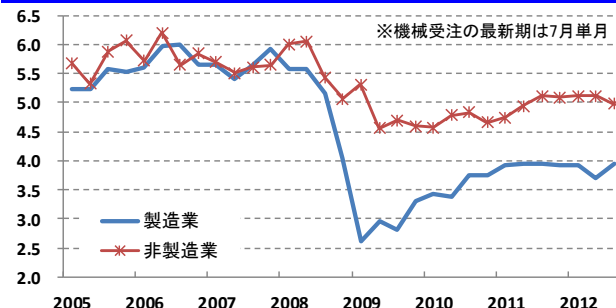
ドと一致する機械受注の3期移動平均は、4～6月期の前期比▲4.1%という比較的大きな落ち込みにより一旦ピークアウトする動きが見られる（左下図）。これは、当面の設備投資の拡大余地が限定的であることを示唆していると考えられる。

設備投資と機械受注の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIC DATA

業種別機械受注の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIC DATA

機械受注の内訳を見ると、製造業からの受注は1～3月期に前期比0.1%と微増したものの、4～6月期には▲5.8%と大きく落ち込んだ。7月は前月比12.0%と大幅に増加し、水準は4～6月期を6.7%上回ったが、1～3月期と概ね同水準に持ち直した程度である。さらに、7月の増加は鉄鋼業（前月比182.5%）やパルプ・紙加工品（69.5%）、石油・石炭製品（51.1%）などでの急増による部分が大きく、8月以降に反動落ちが見込まれることを踏まえると、持続的な増加は期待できない。

製造業からの受注が伸び悩んでいる主因は、先に見た通り生産水準が低下し続けていることであろう。そのため、製造業の設備投資回復には、輸出の持ち直しなどにより生産水準が回復し、稼働率が上昇する必要があるが、製造業における設備実稼働率は7月時点で70%程度⁸とみられ、過去において設備投資の本格的な回復が見られた75%とのギャップは大きい。製造業における設備投資の回復には今しばらく時間を要することとなろう。

一方、非製造業からの受注は、1～3月期が前期比0.5%、4～6月期が0.0%と概ね横ばい推移であったが、7月は前月比▲2.1%となり4～6月期の水準を2.7%下回った。7月の減少は金融・保険業の大幅な落ち込み（前月比▲29.6%）によるところが大きく、8月以降の持ち直しが期待されるところであるが、個人消費が息切れしつつある中で非製造業の設備投資に勢いがつく状況でもない。

公共投資：先行指標は増勢持続を示唆

公共投資（公的固定資本形成）は、復興予算の本格執行に伴い、1～3月に前期比3.6%、4～6月に1.8%と拡大を続けている。ただし、2011年度第1～3次補正予算に盛り込まれた東日本大震災関係経費の総額17.6兆円は、未消化となっている部分が少なくない模様である。その状況は、一般会計の2011年度決算から垣間見ることができる。決算では、歳出全体のうち7兆円余りの予算が年度内に執行できず財源とともに2012年度へ繰り越されたほか、不用額⁹が2.2兆円発生しており、不用額のうち復興関連予算が第1次および2次補正予算分で7,912億円、3次補正予算分で3,143億円の合計約1.1兆円を占めている。つまり、昨年度予算化された復興予算のうち1兆円強が不要となり、執行が

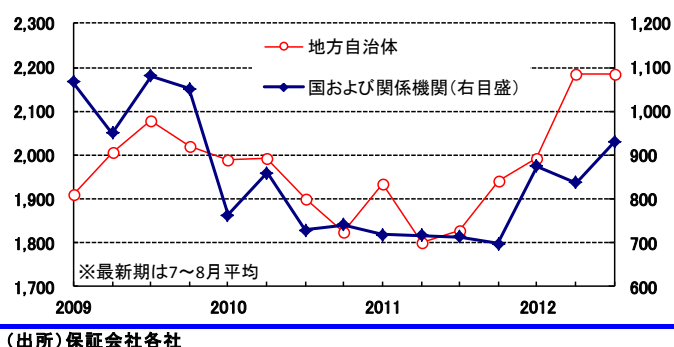
⁸ 7月の稼働率指数88.1（2005年=100）、ベンチマークである2005年の実稼働率79.5%から算出。

⁹ 財務省の用語説明によると、「歳出予算の経費の金額のうち、結果として使用する必要がなくなった額」。

今年度にずれ込んだものも少なくないというわけである¹⁰。

したがって、公共投資は今後も拡大余地を残していると考えられ、先行指標もそれを裏付けている。公共投資の先行指標である公共工事保証実績は、2011年7～9月期に前期比1.0%のプラスに転じた後、10～12月期3.8%、2012年1～3月期8.8%と復興予算の執行に伴って増勢を強めた。4～6月期は5.3%となり前の期から減速はしたものの、依然として高い伸びを維持し、7～8月平均はさらに4～6月期を3.1%上回るなど、増加基調を維持している。

公共工事保証実績の推移(季節調整値、10億円)



先行指標の増勢が徐々に鈍化していることから、復興関連予算の執行はピークが近づきつつあるとみられるが、現在の民主党政権は復興予算の拡大方針を示している。また、仮に「近いうち」に行われる予定の総選挙を経て自民党が政権与党に返り咲いたとしても、同党は10年間で200兆円の公共投資実施を謳っており、いずれにしても公共投資はさらに拡大されることとなろう。

それ以前に、総選挙が行われることを踏まえると、民主党、自民党のいずれが政権についたとしても、まずは復興対策の強化と称して今年度の補正予算が編成される可能性が高い。財源は、2011年度決算剰余金(財政法第6条)の約2兆円¹¹のうちの一部または全部のほか、毎年恒例の国債費など既定経費の減額¹²で1兆円前後、また、税収の上方修正などが見込まれ、震災復興特別会計を含めて最大で3兆円を超える規模の捻出が可能とみられる。なお、7月までの一般会計税収の実績は、当初予算時点の計画である前年比▲1.1%に対して、所得税などの上振れにより7月までの累計で2.3%となっており、今年度の税収が上方修正される可能性を示唆している¹³。

ただし、こうした予算の余剰分を歳出の拡大に充てるべきか、債務(赤字)の削減に充てるべきかについては、十分な議論が必要であろう。上記の通り、震災復興予算は早くも1兆円を超える不要分が発生しており、真に必要な使途に基づいて予算編成がされたのか疑問が残る。それ以前に日本の財政状況は、債務問題で揺れる南欧諸国に比べても格段に悪く、しかも、2013年度の一般会計予算は概算要求段階ながら100兆円を超えるなど、政策運営サイドには財政の悪化に歯止めを掛けようとする姿勢が全く見られない。少子化により将来の日本を背負うべき世代の大幅な人口減が確実な中で、近く行われる総選挙は、後世に莫大な負債を残して現世を謳歌すべきかを国民全体で判断する機会ともなる。

金融政策：追加緩和で円高進行を阻止

消費者物価(総合)は、6月に前年同月比▲0.1%と6ヵ月ぶりにマイナスに転じ、7月には▲0.4%へ

¹⁰ このうち7,489億円は、再び復興財源として活用するため、2013年度予算までに東日本大震災復興特別会計に繰り入れる予定としている。

¹¹ 東日本大震災復興特別会計への繰り入れ分を含む。詳細は、2012年7月24日付け「日本経済情報 2012年7月号」参照。

¹² 2011年度は4次補正予算で国債費を1兆2,923億円減額している。

¹³ ただし、大勢を判断するためには、9月の中間決算を踏まえた法人税が反映される11月分を待つ必要がある。

マイナス幅が拡大した。生鮮食品を除く総合でも、6月▲0.2%、▲0.3%とマイナス幅が拡大しており、日銀にとって許容できない状況にあると言える。さらに、これまで見た通り、景気は停滞感を強めており、早期の回復も期待できないため、今後は物価の下落圧力が強まる可能性もある。

そのため、日銀は、こうした状況に配慮する形で、9月19日、追加の金融緩和を決定した。主な内容は、資産買入等の基金を70兆円程度から80兆円程度に10兆円程度増額するもので、短期国債と長期国債を5兆円程度ずつ増額することになる。また、長期国債の買入れをより確実に行うため、現在0.1%に設定している入札下限金利を撤廃することも決めた。

今回の10兆円という増額幅は決して小さくはないが、同時に積み上げ完了の目途を従来の2013年6月末から2013年12月末へ半年間延長しており、そのため資産積み上げのペースは年内については従来と変わらない。積み上げペースを加速させるのは、短期国債（国庫短期証券）については2013年前半であるが、長期国債については延長された期間である2013年後半となっている。そのため、今回の追加緩和が市場金利にどの程度影響を与えるかは不透明であるが、少なくとも今月13日に決まった米国の追加金融緩和（QE3）を受けた円高（ドル安）圧力を緩和する効果は期待できる。

前述の通り、円相場は日銀の追加緩和を受けて一時的に円安に振れたものの、翌日には緩和以前の水準に戻っている。しかしながら、仮に追加緩和を行わなかったとした場合、一段と円高が進行していた可能性が極めて高い。そのため、日銀の真意如何にかかわらず、今回の追加緩和はデフレ進行と輸出減をもたらす円高阻止という景気下支え効果があり、そのことによって日本経済の下振れリスクを低減した評価すべきであろう。

当社の予想シナリオに沿えば、今後は米国経済が徐々に持ち直し、米国において更なる金融緩和が行われる可能性は低い。そのため、一段の円高進行は、専ら欧州債務問題に起因するものとなろう。その場合は、金融政策に円高阻止を委ねる合理的な説明は困難であり、たとえ単独であっても為替介入による対応が本筋だと思われる。その時の政権与党のスタンスに依存するが、日本においても更なる金融緩和の可能性は小さいと考えられる。

景気の見通し：踊り場を迎え2012年度の成長率は2%に届かず

以上を踏まえて今後の日本経済を展望すると、実質GDP成長率は、個人消費の息切れや輸出の伸び悩みを主因に、7～9月期から10～12月期にかけて前期比でゼロ近傍、場合によってはマイナスに陥ると見込まれ、景気は踊り場を迎えることとなろう。震災復興を中心に公共投資の増勢は続くものの、既に水準は高まっているため増勢は徐々に弱まり、景気を下支えする程度にとどまるとみられる。そのため、2012年度の実質GDP成長率は、消費税率引き上げ関連法案に併せて盛り込まれた努力目標2%を下回る、1.7%と予想する。

2013年度は、復興需要のピークアウトにより公共投資の落ち込みが避けられない。しかしながら、海外景気の復調を背景に輸出が持ち直し、設備投資も増加基調を取り戻すと見込まれるため、景気は徐々に停滞局面から脱するとみられる。年度後半には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により個人消費や住宅投資が大幅に増加し、成長テンポは大幅に加速しよう。その結果、実質GDP成長率は前年比2.2%まで高まると予想する。

懸念されるのは 2014 年度以降の日本経済の姿である。2013 年度の経済活動は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に加え、震災復興需要により大きく嵩上げされている。2014 年度に入ると、駆け込み需要の反動落ちのほか、震災復興需要の剥落、消費税率引き上げによる購買力の低下など、景気には大きな下押し圧力が掛かることになり、マイナス成長も覚悟する必要があるだろう。その際に財政政策の対応余地を残しておくためには、今年度から来年度にかけての財政運営が極めて重要となる。少なくとも、消費税率引き上げを世論に許容させるために、拡張財政によって成長率を高めるのは本末転倒であろう。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2010 実績	2011 実績	2012 予想	2013 予想
実質GDP	3.3	▲0.1	1.7	2.2
国内需要	2.6	1.0	2.0	2.2
民間需要	3.2	0.6	1.9	2.9
個人消費	1.6	1.2	1.2	2.1
住宅投資	2.5	3.8	3.1	12.6
設備投資	3.9	1.0	4.1	2.9
在庫投資(寄与度)	(0.8)	(▲0.4)	(0.0)	(0.2)
政府消費	2.4	1.8	1.8	1.4
公共投資	▲5.3	2.4	5.6	▲5.3
純輸出(寄与度)	(1.0)	(▲1.0)	(▲0.2)	(0.0)
輸 出	17.4	▲1.4	4.3	5.4
輸 入	12.3	5.6	6.2	6.1
名目GDP	1.2	▲2.0	1.5	1.6
実質GDP(暦年ベース)	4.5	▲0.8	2.3	1.4
鉱工業生産	9.4	▲1.2	▲2.0	2.4
失業率(%、平均)	5.0	4.5	4.3	3.9
経常収支(兆円)	16.7	7.6	7.6	7.0
経常収支(GDP比, %)	3.5	1.6	1.6	1.4
消費者物価(除く生鮮)	▲0.8	▲0.0	▲0.0	0.4

(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。