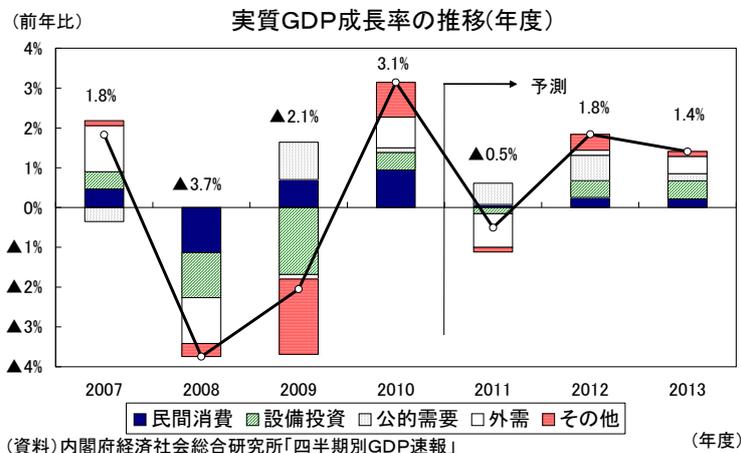


Weekly
エコノミスト・
レター2011～2013 年度経済見通し
～11年7-9月期GDP2次速報後改定

経済調査部門 主任研究員 齋藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

＜実質成長率：2011年度▲0.5%、2012年度1.8%、2013年度1.4%を予想＞

1. 2011年7-9月期の実質GDP（2次速報値）は、1次速報の前期比1.5%（年率6.0%）から前期比1.4%（年率5.6%）へと下方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、11月に発表した経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2011年度が▲0.5%、2012年度が1.8%、2013年度が1.4%と予想する。成長率の遡及改定に伴い2010年度から2011年度へのゲタが大きく下方修正されたこと、2011年度前半の成長率が下方修正されたことを要因として、2011年度の成長率見通しを11月時点の0.2%から大幅に下方修正した。2012年度は欧州経済が一段と悪化していることを受けて輸出の伸びを下方修正したことなどから0.2%下方修正した。
3. 2011年10-12月期はほぼゼロ成長にとどまり、2012年に入ってから輸出の低迷は続くが、2011年度第3次補正予算の執行に伴い復興需要が本格化することから、景気後退は回避されるだろう。
4. 国際金融資本市場は依然として不安定な状態が続いており、世界経済は下振れリスクが高い。当面は復興需要による押し上げ要因と海外経済減速による輸出の低迷という下押し要因が綱引きする展開が続くだろう。



1. 7-9 月期の成長率は前期比年率 5.6%

(基準改定によって大幅に改定された過去のGDP)

12/9に内閣府が公表した2011年7-9月期の実質GDP(2次速報値)は前期比1.4%(年率5.6%)となり、1次速報の前期比1.5%(年率6.0%)から下方修正された。

公的固定資本形成は1次速報の前期比▲2.8%から同▲1.0%に上方修正され、輸出の上方修正により外需寄与度も前期比0.4%から同0.6%へと高まった。しかし、7-9月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資が前期比1.1%から同▲0.4%へと大幅に下方修正されたこと、民間消費が前期比1.0%から同0.7%に下方修正されたことなどから、GDP全体では1次速報から若干の下方修正となった。

7-9月期の2次速報と同時に、国民経済計算の基準改定(2000年基準→2005年基準)が実施された。今回の基準改定では、2005年の「産業連関表」、「国勢調査」等の結果を反映させるとともに、概念の変更や推計方法の見直し等も合わせて実施された¹。

内閣府によれば、今回の基準改定による主な変更点は以下の通りである。

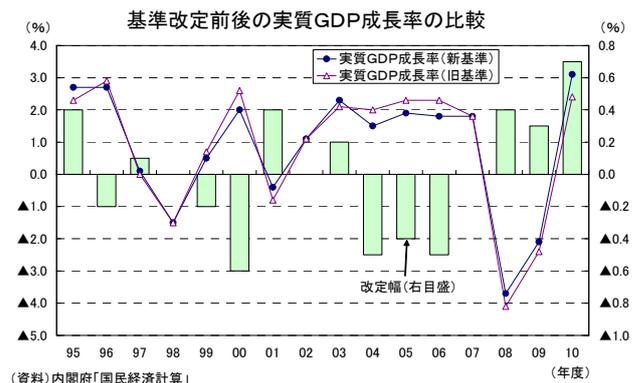
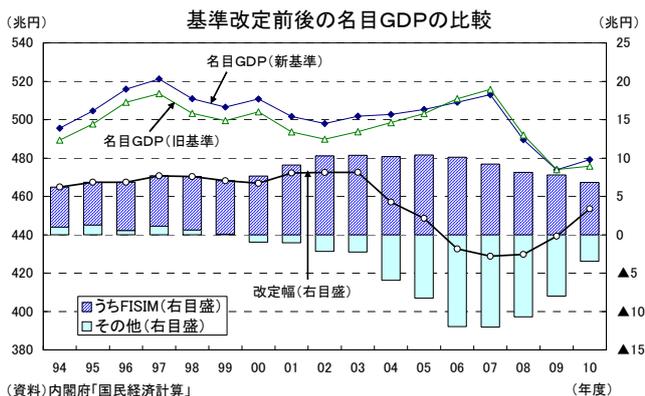
(1) 資産推計の充実・改善

- ・有形固定資産ストックの推計方法の精緻化、及び固定資本減耗への時価評価の導入
- ・自社開発ソフトウェアを投資として計上
- ・育成資産の仕掛品在庫に係る推計方法の見直し

(2) 財政推計の充実・改善

- ・公的、民間等の区分に関する分類基準の見直し
- ・財政統計の整備

(3) 「間接的に計測される金融仲介サービス (FISIM)²」の導入



¹ ただし、今回は支出系列 (QE公表系列) のみの公表。フロー編は12月下旬、ストック編は2012年1月下旬に公表される予定。

² 従来は、金融仲介サービスを帰属利子として捉え、全て中間消費として扱っていたが、金融仲介サービスのうちいわゆる「利ざや」に係る産出を「間接的に計測される金融仲介サービス (FISIM)」としてGDPに計測される活動として取り扱うことになった。

基準改定後の名目GDPの水準は1994～2005、2010年度が上方改定、2006～2009年度が下方改定となった。改定の内訳を見ると、今回から新たに導入されたFISIMが名目GDPを押し上げる一方、それ以外の要因が名目GDPを押し下げていることが分かる。なお、FISIMの水準は2005年度の10.4兆円をピークに2010年度には6.8兆円まで縮小している。

また、年度別の実質GDP成長率の改定状況を見ると、これまで2%台の成長となっていた2004～2006年度の成長率が1%台へ下方修正される一方、2008～2010年度の成長率は上方修正され、2010年度はバブル崩壊後初の3%成長となった。

2. 実質成長率は2011年度▲0.5%、2012年度1.8%、2013年度1.4%

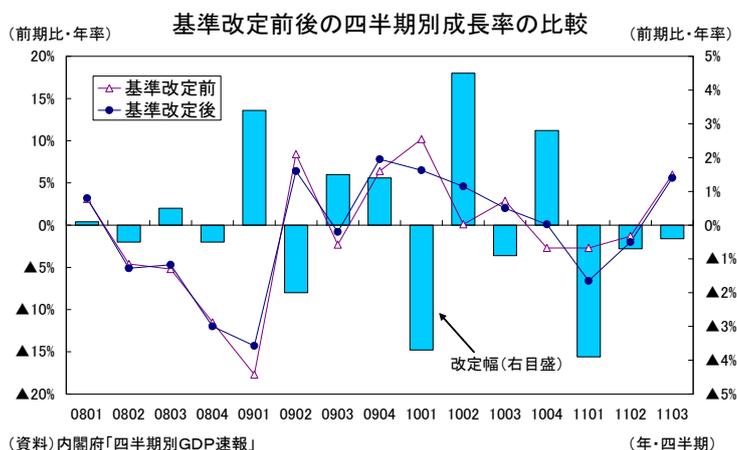
(2011年度の予想を大幅に下方修正)

2011年7-9月期のGDP2次速報を受けて、11/15に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2011年度が▲0.5%、2012年度が1.8%、2013年度が1.4%と予想する(11/15時点ではそれぞれ0.2%、2.0%、1.4%)。

2011年度の成長率見通しを大幅に下方修正したが、これは過去の成長率の実績値が大幅に修正されたことによるものである。今回の2次速報では、基準改定、2010年度の確認化(2009年度の確認化)、季節調整モデルの変更等が同時に行われたため、四半期毎の成長率が過去に遡って大幅に改定された。

2011年7-9月期の成長率の修正幅は小さかったが、東日本大震災が発生した2011年1-3月期の成長率のマイナス幅が前期比年率▲2.7%から同▲6.6%へと大きく拡大したため、2010年度から2011年度への発射台(ゲタ)がこれまでの▲0.5%から▲1.1%へと大きく下方修正された。さらに、2011年度入り後の成長率も下方修正(4-6月期:年率▲1.3%→同▲2.0%、7-9月期:年率6.0%→5.6%)されたため、2011年度下期の見通しはほとんど修正していないにもかかわらず、2011年度全体の成長率見通しが大幅に下方修正される形となった。

2012年度については、欧州経済が一段と悪化していることを受けて、輸出の伸びを下方修正したことを主因として成長率見通しを前回から0.2%下方修正した。

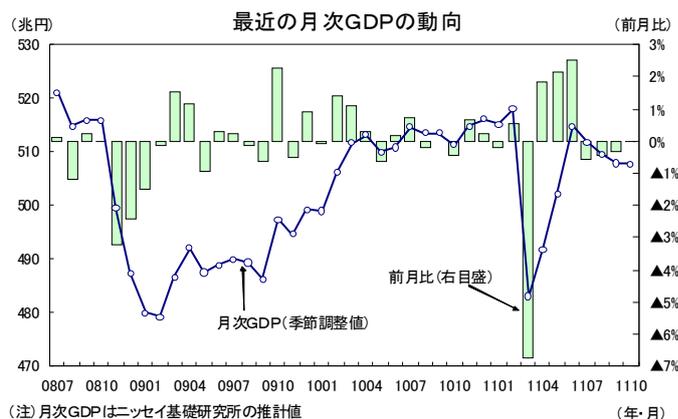


(2011年10-12月期はほぼゼロ成長に)

2011年7-9月期は高成長を記録したが、これは6月までの急回復によって高い発射台からスタートしたことによる影響が大きい。月次ベースの経済統計の多くはすでに回復ペースが大きく鈍化しており、震災による落ち込みからの急回復局面が終了したことを示している。

当研究所が推計している月次GDPは2011年4月から6月にかけて高い伸びとなった後、7月から10月まで4ヵ月連続でマイナスとなり、10月の月次GDPは7-9月期の平均よりも▲0.4%低い水準となっている。

10-12月期は、公的固定資本形成は増加に転じるものの、円高や海外経済減速の影響から輸出が減少すること、薄型テレビの反動減、節電関連特需の剥落などから民間消費も減少することから、前期比年率0.1%とほぼゼロ成長にとどまることが予想される。

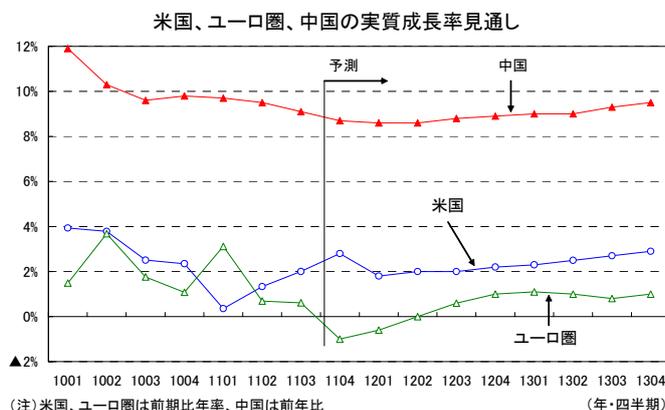


（復興需要による押し上げと海外経済減速による下押しの綱引きが続く）

海外経済は減速基調を強めている。ユーロ圏経済は、2011年7-9月期は前期比年率0.6%とプラス成長を確保したものの、10-12月期はマイナス成長が不可避とみられ、すでに景気後退局面入りしている可能性が高い。欧州の財政問題に端を発する金融システム不安の広がりはずでに実体経済の悪化につながっている。2012年下期には、危機対応の政策効果による金融面での制約の緩和、ユーロ安による輸出の回復などから持ち直しに向かうものの、2012年の実質成長率は▲0.1%とリーマン・ショック以来のマイナス成長になると予想している。

米国経済は一時リセッション入りの懸念が高まったが、7-9月期の成長率が前期比年率2.0%へと持ち直したことで、当初前月比ゼロとされていた8月の雇用者数の増加幅が上方修正され、9月以降も増加が続いていることが確認されたことなどから、景気失速のリスクは低下している。10-12月期はクリスマスセールなどの好調もあって3%近い成長が見込まれている。しかし、雇用の拡大ペースは依然として極めて緩やかであること、家計のバランスシート調整圧力が根強いことなどから、2012年に入ると再び潜在成長率を下回る低成長が続くことが予想される。

一方、新興国経済は、金融引き締め効果や先進国経済の減速の影響などから減速しているものの、引き続き高めの成長率を維持している。

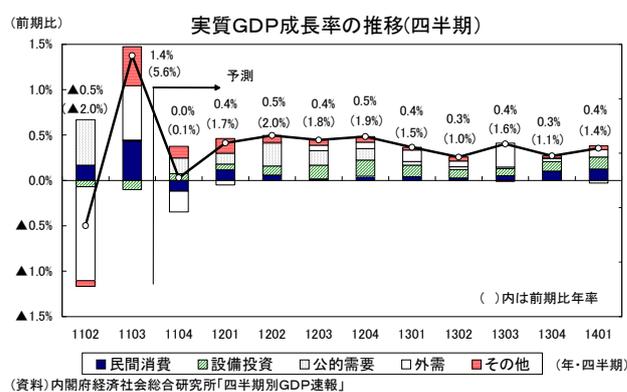
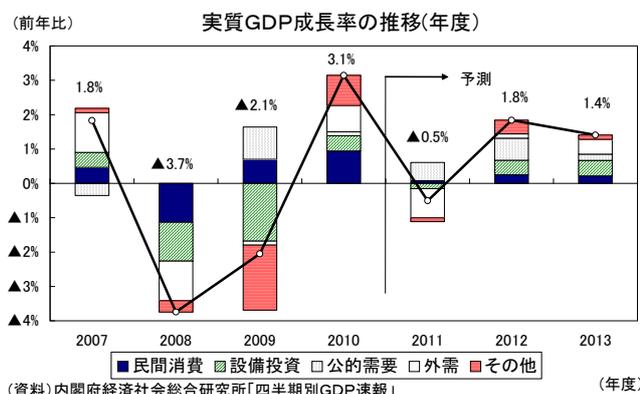


現時点では、ユーロ圏経済は景気後退局面入りが確実となる一方、米国、新興国経済が一定の底堅さを維持しており、リーマン・ショック時のように海外経済が総崩れとなるような事態は想定していない。しかし、欧州の債務問題が短期間で終息することは期待できず、国際金融資本市場も当面は不安定な状態が続くことが予想される。金融環境の悪化によって世界経済が下振れするリスクは依然強いと考えられる。

円高、海外経済の減速を背景に、輸出は当面低調な動きが続くことが予想されるが、復興需要が

本格化することが景気を下支えすることが期待される。11/21に成立した東日本大震災の復興対策を柱とした総額12.1兆円の2011年度第3次補正予算は、年明け以降執行が始まり、主として2012年度の成長率を押し上げることになる見込まれる。

当面は、復興需要による押し上げ要因と海外経済減速による輸出の低迷という下押し要因が綱引きする展開が続くだろう。



実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は震災後の落ち込みからの回復ペースは速かったが、雇用・所得環境の低迷、制度改正による負担増などから、2011年度が前年比0.1%、2012年度が同0.4%、2013年度が同0.4%と低い伸びが続くことが予想される。

住宅投資は2011年度が前年比3.7%、2012年度が同4.0%と高めの伸びを続けた後、2013年度も同2.5%と堅調を維持するだろう。住宅エコポイント制度、フラット35Sの金利優遇措置はいったん打ち切られたが、第3次補正予算で同制度の再開が盛り込まれた。再開後の住宅エコポイント制度は特に被災地に重点を置くものとなっているため、被災地における復興投資の押し上げに大きく寄与する可能性がある。

設備投資は、2011年7-9月期の実績値が前期比プラスからマイナスへ下方修正されたことにより、東日本大震災発生前の2010年10-12月期から4四半期連続で減少しているという姿に改められた。2011年10-12月期には、震災で毀損した生産設備の復旧を主因として5四半期ぶりに増加すると予想するが、円高や海外経済減速の影響からこのところ企業業績の下方修正が相次いでおり、このことが設備投資の抑制要因となるだろう。このため、2011年度中の設備投資は低い伸びにとどまる可能性が高く、回復が本格化するのは企業収益が増加に転じることが見込まれる。2012年度入り後になるだろう。設備投資は2011年度に前年比▲1.2%の減少となった後、2012年度が同3.4%、2013年度が同3.6%と予想する。

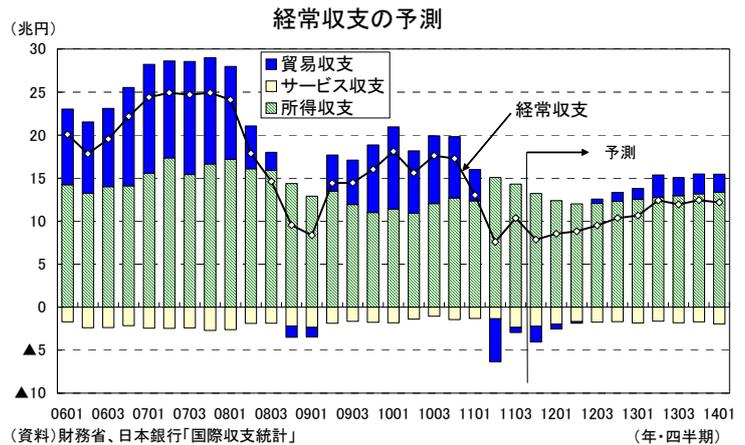
外需寄与度は2011年度に▲0.8%と成長率を押し下げた後、2012年度も円高や海外経済減速の影響で輸出が前年比3.3%の低い伸びとなることから0.1%とほぼ横ばいにとどまるだろう。2013年度は海外経済の回復に伴い輸出の伸びが前年比6.0%まで高まることから外需寄与度も0.4%まで拡大すると予想する。

(貿易収支、経常収支の見通し)

貿易収支(通関ベース、季節調整値)は2011年4月以降7ヵ月連続で赤字となった。貿易収支は震災後に赤字に転落した後、供給制約の緩和に伴う輸出の回復を主因として赤字幅は縮小傾向にあったが、10月には輸出が落ち込んだことから赤字幅が大きく拡大した。

輸出は円高や海外経済減速の影響から当面は低調な動きが続くことが予想される。一方、輸入は鉱物性燃料(原油、液化天然ガス等)の需要増などから堅調な推移が続くことが見込まれるため、貿易収支の黒字化は2012年度入り後までずれ込む可能性が高い。現時点では貿易赤字が恒常化するとは考えていないが、海外経済の回復ペースが緩やかなものにとどまり輸出も高い伸びが期待できないため、今回の予測期間である2013年度末までに黒字幅が震災前の水準を回復することはないだろう。

所得収支は、対外純資産を背景に高水準の黒字を維持しているが、円高の進展に伴い当面は黒字幅の縮小傾向が続くことが見込まれる。経常収支のGDP比は2010年度の3.4%から2011年度は1.8%まで縮小した後、2012年度が2.1%、2013年度が2.6%と予想する。

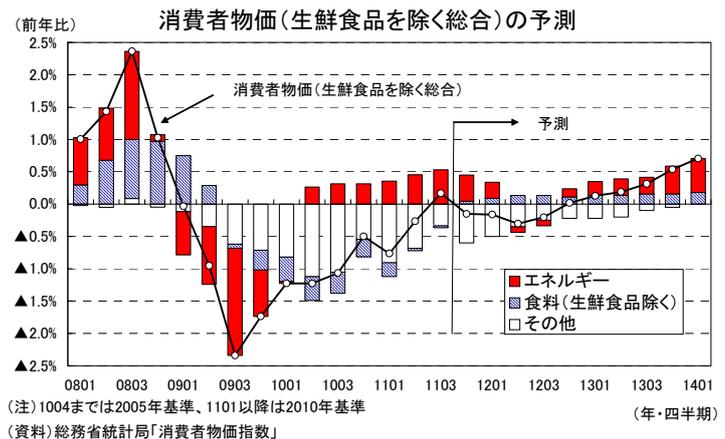


(物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は2011年7月に2年7ヵ月ぶりに前年比でプラスとなったが、10月には昨年のたばこ税引き上げ、傷害保険料値上げの影響が剥落したことなどから再びマイナスに転じた。先行きについては、円高の影響が顕在化することも物価下落圧力として働くことになるだろう。

コアCPI上昇率のプラス転化は2012年度末頃になると予想する。その後は景気回復持続に伴う需給バランスの改善や国際商品市況の緩やかな上昇を背景に、徐々に伸びを高めるだろう。

コアCPI上昇率は2011年度が前年比▲0.1%、2012年度が同▲0.1%、2013年度が同0.4%と予想する。



日本経済の見通し (2011年7-9月期2次QE(12/9発表)反映後)

(単位,%) 前回予測 (2011.11)

	2010年度				2011年度				2012年度				2013年度						
	実績	予測	予測	予測	11/4-6 実績	7-9 実績	10-12 予測	12/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	13/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	14/1-3 予測	2011年度	2012年度	2013年度
実質GDP	3.1	▲0.5	1.8	1.4	▲0.5	1.4	0.0	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	2.0	1.4
内需寄与度	(2.4)	(0.3)	(1.7)	(1.0)	(0.5)	(0.8)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.8)	(1.6)	(0.9)
内、民需	(2.3)	▲(0.2)	(1.1)	(0.8)	(0.0)	(0.8)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(1.0)	(0.7)
内、公需	(0.1)	(0.5)	(0.6)	(0.2)	(0.5)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	▲(0.0)	(0.4)	(0.6)	(0.1)
外需寄与度	(0.8)	▲(0.8)	(0.1)	(0.4)	▲(1.0)	(0.6)	▲(0.2)	▲(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.0)	(0.1)	▲(0.6)	(0.4)	(0.5)
民間最終消費支出	1.6	0.1	0.4	0.4	0.3	0.7	▲0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
民間住宅投資	2.3	3.7	4.0	2.5	▲2.0	5.2	▲2.9	1.8	1.3	0.8	1.4	1.0	1.1	▲0.5	0.4	▲0.1	4.8	4.0	2.5
民間企業設備投資	3.5	▲1.2	3.4	3.6	▲0.5	▲0.4	0.6	0.5	0.8	1.2	1.4	1.0	0.7	0.6	0.8	1.0	▲0.0	4.1	3.1
政府最終消費支出	2.3	1.8	1.6	1.3	0.7	0.2	0.5	0.2	0.5	0.4	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.1	2.3	1.7	1.0
公的固定資本形成	▲6.8	4.4	7.4	▲1.8	6.7	▲1.0	1.8	2.0	3.4	1.7	0.9	▲0.1	▲1.0	▲0.9	▲0.6	▲1.2	0.2	7.0	▲1.9
輸出	17.2	▲1.0	3.3	6.0	▲5.9	7.3	▲0.8	2.0	0.3	0.7	1.1	1.6	1.3	1.9	1.5	1.8	▲0.3	4.6	6.2
輸入	12.0	5.0	2.9	4.0	0.4	3.5	0.7	0.6	0.3	0.4	0.8	1.0	1.1	0.4	1.8	1.6	4.5	2.5	4.0
名目GDP	1.1	▲2.3	1.4	1.0	▲1.6	1.2	▲0.4	0.9	0.4	0.0	0.2	0.4	0.6	▲0.3	0.2	0.5	▲1.5	1.7	1.0

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

	2010年度				2011年度				2012年度				2013年度						
	実績	予測	予測	予測	11/4-6 実績	7-9 実績	10-12 予測	12/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	13/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	14/1-3 予測	2011年度	2012年度	2013年度
鉱工業生産 (前期比)	8.9	▲2.3	6.2	4.5	▲4.0	4.3	0.5	0.9	1.4	1.8	2.0	1.4	0.7	0.9	0.8	0.8	▲2.2	6.3	4.4
国内企業物価 (前年比)	0.7	1.7	0.0	0.7	2.5	2.6	1.4	0.3	▲0.3	▲0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	1.2	1.1	1.9	0.0	0.7
消費者物価 (前年比)	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.3	▲0.4	0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.6	▲0.2	▲0.0	0.4
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.8	▲0.1	▲0.1	0.4	▲0.3	0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.2	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	▲0.1	▲0.1	0.4
経常収支 (兆円)	16.1	8.6	9.8	12.3	7.6	10.4	7.9	8.5	8.8	9.5	10.3	10.6	12.4	12.0	12.4	12.2	9.2	10.3	12.8
(名目GDP比)	(3.4)	(1.8)	(2.1)	(2.6)	(1.6)	(2.2)	(1.7)	(1.8)	(1.9)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.6)	(2.5)	(2.6)	(2.5)	(2.0)	(2.2)	(2.6)
失業率 (%)	5.0	4.5	4.4	4.2	4.6	4.4	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.5	4.3	4.1
住宅着工戸数 (万戸)	82	83	88	91	81	88	81	84	85	87	89	91	92	91	92	91	86	90	92
コールレート (無担保・翌日物)	0.10	0.10	0.10	0.25	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.25	0.10	0.10	0.25
10年国債利回り (店頭基準配)	1.2	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.1	1.2	1.3
為替 (円/ドル)	86	78	81	85	82	78	77	77	79	79	81	83	84	85	85	86	78	81	85
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	84	112	110	115	115	114	110	110	110	110	110	110	113	115	115	115	112	110	115
経常利益 (前年比)	38.9	▲7.8	5.2	2.9	▲14.6	▲8.5	▲4.7	▲3.2	10.3	3.2	4.7	2.7	2.2	2.4	2.5	4.4	▲7.4	5.9	2.1

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値。

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。