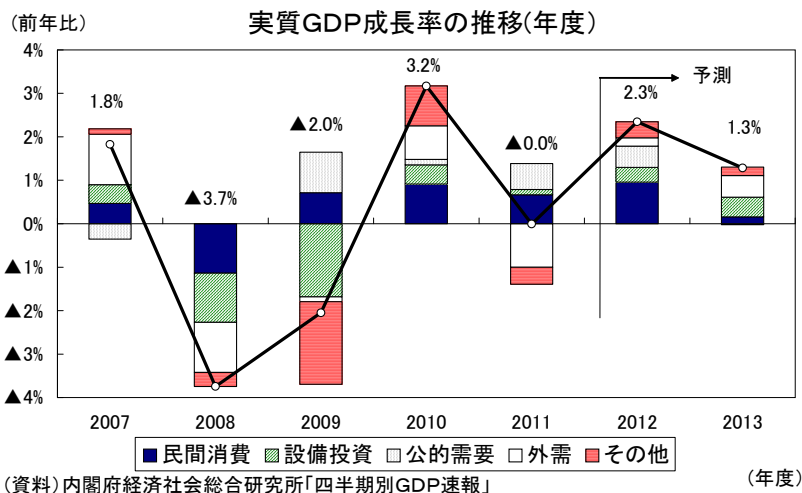


Weekly
エコノミスト・
レター2012・2013 年度経済見通し
～12年1-3月期GDP2次速報後改定

経済調査部門 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

<実質成長率:2012年度2.3%、2013年度1.3%を予想>

1. 2012年1-3月期の実質GDP（2次速報値）は、設備投資の上方修正を主因として1次速報の前期比1.0%（年率4.1%）から前期比1.2%（年率4.7%）へと上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、5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2012年度が2.3%、2013年度が1.3%と予想する。2012年度、2013年度ともに成長率の見通しは変更していない。
3. 1-3月期の高成長の一因となった復興需要は、2012年度入り後も景気を下支えすることが見込まれる。ただし、復興需要による押し上げ幅は2012年度前半がピークでその後は減衰していくため、成長率は2012年度後半以降、大きく低下する可能性が高い。
4. なお、今回の見通しでは消費税率引き上げの影響を織り込んでいないが、仮に消費税率が2014年4月から引き上げられた（5%→8%）場合には、個人消費、住宅投資を中心に税率引き上げ前の駆け込み需要が発生する。駆け込み需要の規模が前回の引き上げ時（1997年度：3%→5%）並みであれば、2013年度の成長率は0.5%程度押し上げられることになる。



1. 1-3 月期の成長率は前期比年率 4.7%

6/8 に内閣府が公表した 2012 年 1-3 月期の実質 GDP (2 次速報値) は前期比 1.2% (年率 4.7%) となり、1 次速報の前期比 1.0% (年率 4.1%) から上方修正された。

公的固定資本形成が前期比 5.4% から同 3.8% へ、民間在庫が前期比・寄与度 0.4% から同 0.3% へと下方修正されたが、1-3 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▲3.9% から同▲2.1% へと大幅に上方修正されたほか、前期比 1.1% の高い伸びとなっていた民間消費が同 1.2% へとさらに上方修正された。

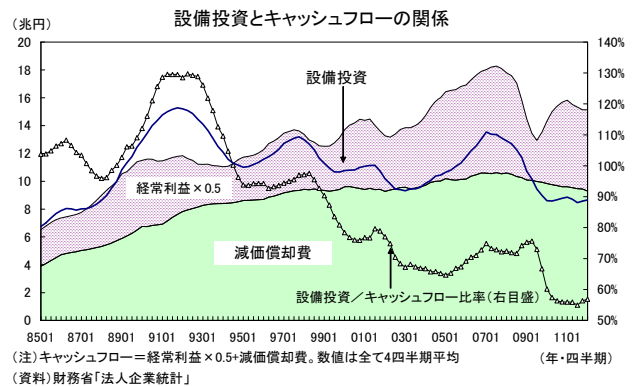
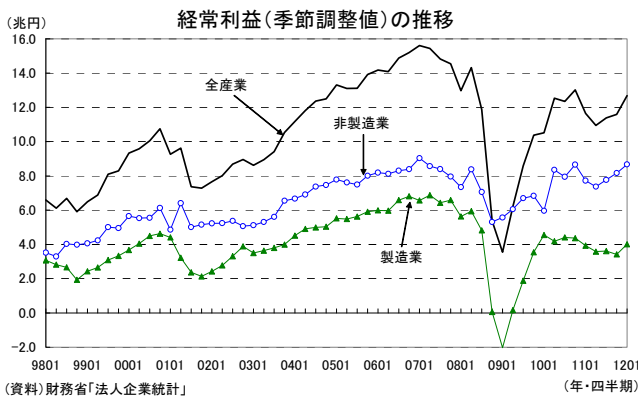
1-3 月期は高成長だった 1 次速報からさらに上方修正されたが、10-12 月期に大きく落ち込んだ外需が小幅ながら成長率の押し上げ要因に転じる中、復興需要や政策効果により押し上げられた国内需要が成長を牽引したという姿は 1 次速報時点から変わっていない。

なお、2012 年 1-3 月期は上方修正されたものの、2011 年 10-12 月期以前の成長率も遡及改定されたことから、2011 年度の実質 GDP 成長率は▲0.0% と 1 次速報から変わっていない。

(企業収益が改善する一方、設備投資は低調)

6/1 に財務省から公表された法人企業統計によると、2012 年 1-3 月期の経常利益 (金融業、保険業を除く全産業) は前年比 9.3% (10-12 月期: 同▲10.3%) と 4 四半期ぶりの増加となった。売上高が前年比 0.6% (10-12 月期: 同▲1.3%) と 4 四半期ぶりに増加したことに加え、人件費の削減などから利益率が改善したことが増益につながった。季節調整済の経常利益は 3 四半期連続の増加となり、東日本大震災前 (2010 年 10-12 月期) の 97% の水準まで回復した。製造業は震災前の 92% にとどまっているが、非製造業は震災前の水準を若干上回った。震災後の持ち直しは復興需要を背景とした国内需要の回復が中心となっていることを反映したものといえる。

企業収益が改善する一方、設備投資は一進一退の状況を脱しきれていない。1-3 月期の GDP 2 次速報では設備投資が上方修正されたものの、前期比で大幅な減少となっていることには変わりがない。毀損した生産設備の復旧が引き続き設備投資の押し上げ要因となっているが、海外経済、為替動向など先行き不透明感が高いこともあり、企業は新規投資については慎重な姿勢を崩していないものと考えられる。企業の設備投資意欲を反映する設備投資/キャッシュフロー比率は過去最低水準にあり、設備投資は減価償却費を下回る水準の推移が続いている。



2. 実質成長率は2012年度2.3%、2013年度1.3%

(2012年度も復興需要が景気を下支え)

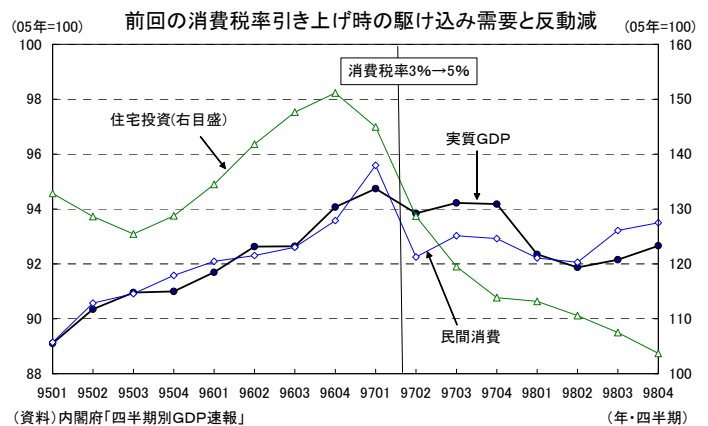
2012年1-3月期のGDP2次速報を受けて、5/18に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2012年度が2.3%、2013年度が1.3%と予想する。2012年度、2013年度ともに5/18時点の見通しを変更していない。

2012年1-3月期の成長率が上方修正されたことにより、2011年度から2012年度へのゲタは1.2%から1.3%へと若干高まった。このことは2012年度の成長率の上方修正要因だが、米国、ユーロ圏の成長率見通しを若干下方修正したことに伴い、輸出の伸びを下方修正したことがその影響を相殺した。

なお、今回の見通しでは消費税率引き上げの影響は織り込んでいないが、仮に消費税率が2014年4月から引き上げられる場合(5%→8%)、2013年度には個人消費、住宅投資を中心に税率引き上げ前の駆け込み需要が発生することが見込まれる。

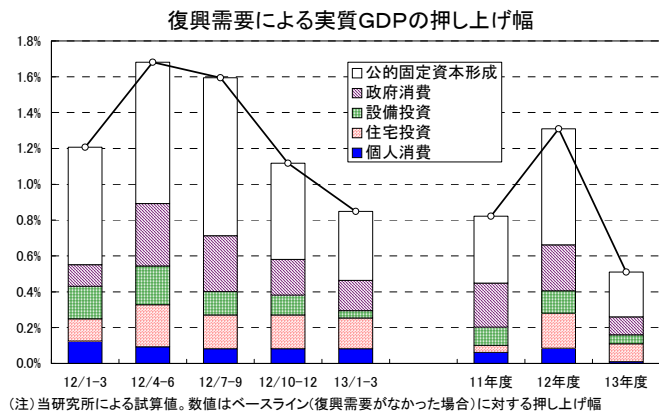
国会に提出された法案では、取引価額が高額で消費税率引き上げ前後の駆け込み需要及びその反動による影響が大きい住宅投資については、その影響を緩和するための措置を検討するとされているが、具体的にどのような措置を取るかによって駆け込み需要の規模も変わってくる。

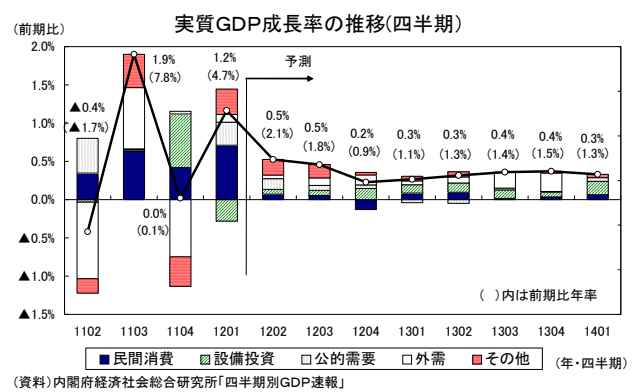
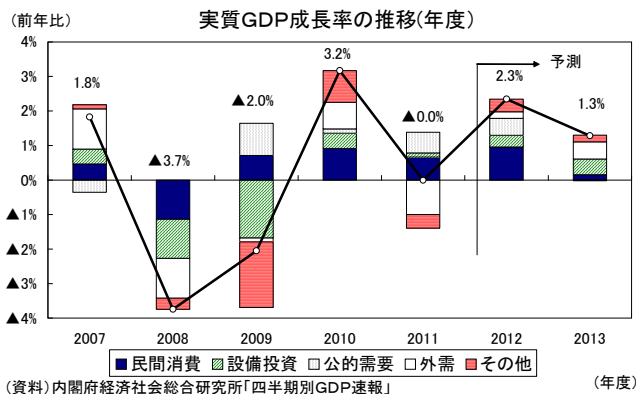
このため、現時点で駆け込み需要の規模を予測することは困難だが、前回の引き上げ時(1997年度:3%→5%)並みの駆け込み需要が発生したとすれば、2013年度の実質GDPは0.5%程度押し上げられることになる。



2012年1-3月期の高成長の一因となった復興需要は、2012年度入り後も景気を下支えすることが見込まれる。復興需要によるGDPの押し上げ幅は2012年4-6月期がピークとなり7-9月期も高水準を維持するが、その後は急速に縮小に向かう。このため、四半期毎の成長率は2012年度前半の前期比年率2%程度から2012年度後半には1%程度へと減速した後、2013年度中は1%台前半の推移が続くだろう。

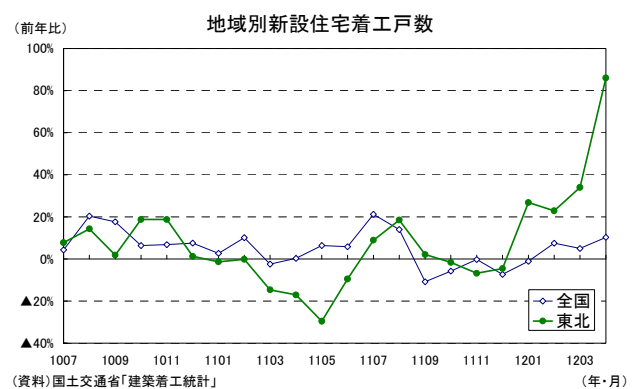
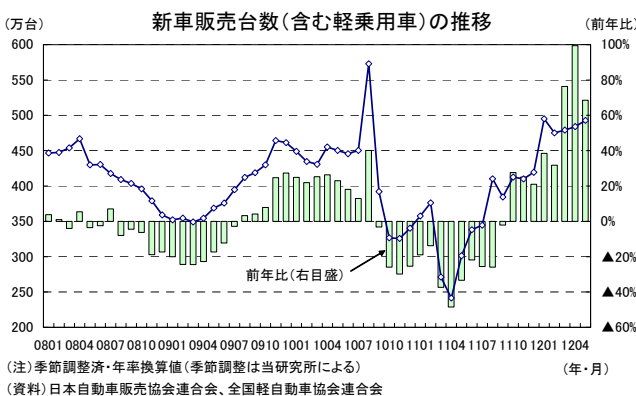
復興需要による年度ベースの実質GDPの押し上げ幅は2011年度の+0.8%に対し、2012年度は+1.3%、2013年度が+0.5%と想定した。成長率への影響は2012年度が+0.5%、2013年度が▲0.8%となる。





実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は2011年度の前年比1.1%の後、2012年度は同1.6%と伸びを高めるが、2013年度は同0.3%と大きく減速するだろう。足もとの個人消費を押し上げているエコカー補助金は秋頃には終了することが見込まれる。自動車販売はリーマン・ショック後、東日本大震災後と短期間のうちに2度にわたって政策効果により大きく押し上げられているため、大規模な需要の先食いが発生している。自動車は買い替えサイクルが長いこともあり、その後の落ち込みは大きくかつ長期化する恐れがあるだろう。

住宅投資は2012年度が前年比2.8%、2013年度が同3.0%と堅調を維持するだろう。2011年度第3次補正予算で再開された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している。足もとの新設住宅着工戸数の動きを見ると、東北地方は全国を大きく上回る伸びを続けている。

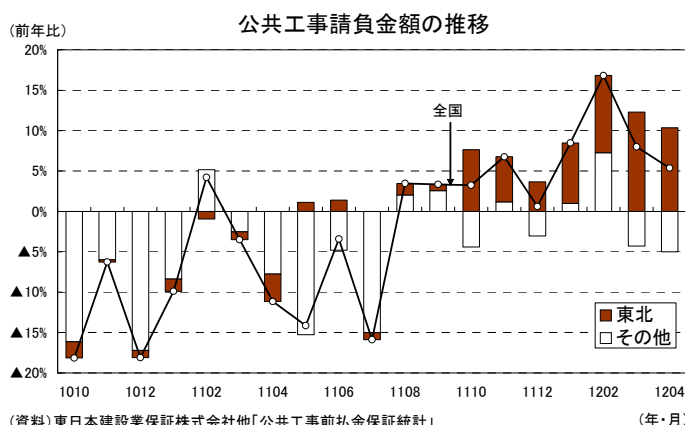


設備投資は2011年度の前年比0.9%の後、2012年度が同2.7%、2013年度が同3.5%と徐々に伸びを高めると予想する。2012年1-3月期の設備投資は前期比▲2.1%の減少となったが、設備投資のうち機械投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は1-3月期に前期比0.9%の増加となった後、4-6月期は同2.5%の見通しとなっている。企業の設備投資意欲が大きく高まることは期待できないものの、震災後の復旧投資に加え、企業収益の改善が設備投資の回復を後押しすることになるだろう。

公的固定資本形成は2011年度の前年比3.1%の後、2012年度が同4.7%、2013年度が同▲3.1%

と予想する。2011年度補正予算のうち最も規模が大きい第3次補正予算（約12兆円）の執行の多くが2012年度に執行がずれこんでいることや、2012年度の政府予算案で一般会計とは別に東日本大震災復興特別会計でも公共事業関係費が計上されたことは、2012年度の公的固定資本形成の押し上げ要因である。ただし、2012年度の一般会計の当初予算ベースの公共事業関係費が前年よりも▲8%削減されていること、被災地では公共事業の大幅増が見込まれる一方、被災地以外の地方では厳しい財政状況を背景に公共事業が抑制される可能性もあることを考慮すると、国全体の2012年度の公的固定資本形成の伸びは2011年度からそれほど高まらない可能性が高い。

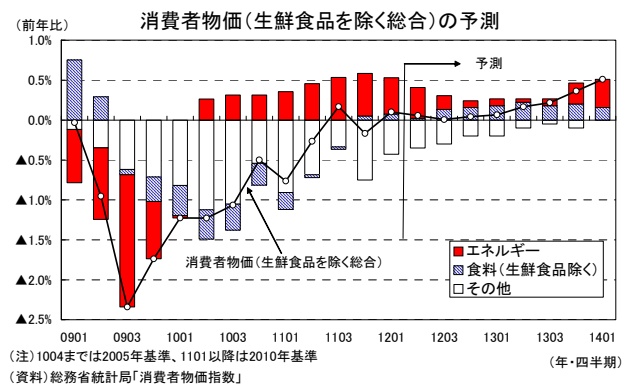
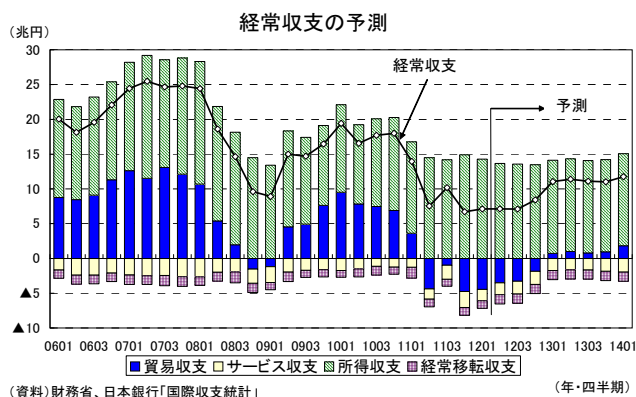
実際、公的固定資本形成の先行指標である公共工事請負金額の動きを見ると、東北地方は被災3県（岩手県、宮城県、福島県）を中心に高い伸びを続ける一方、それ以外の地域は足もとでは大幅な減少となっている。



（経常修正、消費者物価の見通し）

貿易収支（通関ベース、季節調整値）は東日本大震災が発生した2011年3月以降、1年以上にわたって赤字となっているが、輸出の回復ペースが当面緩やかにとどまることなどから、黒字転化は2013年入り後となるだろう。

経常収支は2011年度実績の7.9兆円（名目GDP比1.7%）から2012年度が8.4兆円（同1.8%）、2013年度が11.3兆円（同2.3%）と予想する。2012年度は貿易収支が2011年度に続き赤字となるため、経常収支の大幅な改善は見込めないが、2013年度は貿易収支の黒字化が経常収支の黒字幅拡大に寄与するだろう。ただし、多額の対外純資産を背景とした高水準の所得収支が経常収支黒字を支える構図は変わらない。



消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は2012年2月以降、3ヵ月連続で上昇してい

る。しかし、原油価格の下落を受けて、これまで物価を大きく押し上げてきたガソリン価格はこのところ大きく低下しており、夏場にかけて前年比でマイナスとなることを見込まれる。火力発電の燃料費増加を受けて電気代が値上げされる可能性が高くなっていることもあり、エネルギー全体の上昇は維持されるものの、プラス幅は大きく縮小することが予想される。

コアCPI 上昇率は当面ゼロ近傍の推移が続くことが予想されるが、月次ベースではマイナスとなる局面もあるだろう。コアCPIの上昇率が高まるのは、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受けた2013年度入り後となる可能性が高い。年度ベースでは2011年度の0.0%に続き、2012年度も同0.0%の横ばいとなった後、2013年度が同0.3%と予想する。

日本経済の見通し (2012年1-3月期2次QE(6/8発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2012.5)

	2011年度 実績	2012年度 予測	2013年度 予測	11/4-6 実績	7-9 実績	10-12 実績	12/1-3 実績	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	2012年度	2013年度
実質GDP	▲0.0	2.3	1.3	▲0.4	1.9	0.0	1.2	0.5	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	2.3	1.3
内需寄与度	(1.0)	(2.2)	(0.8)	(0.6)	(1.1)	(0.7)	(1.0)	(0.5)	(0.4)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(2.0)	(0.7)
内、民需	(0.5)	(1.6)	(0.8)	(0.1)	(1.1)	(0.7)	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(1.5)	(0.8)
内、公需	(0.5)	(0.5)	(▲0.0)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.5)	(▲0.0)
外需寄与度	(▲1.0)	(0.2)	(0.5)	(▲1.0)	(0.8)	(▲0.7)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.3)	(0.6)
民間最終消費支出	1.1	1.6	0.3	0.6	1.1	0.7	1.2	0.1	0.1	▲0.2	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	1.5	0.4
民間住宅投資	3.6	2.8	3.0	▲3.1	4.8	0.1	▲1.5	1.1	1.4	1.3	0.2	0.9	0.9	0.2	0.9	2.7	1.1
民間企業設備投資	0.9	2.7	3.5	▲0.3	0.1	5.2	▲2.1	0.5	0.5	1.1	0.9	0.9	0.8	0.5	1.3	2.3	3.3
政府最終消費支出	1.8	1.3	0.6	0.7	0.2	0.4	0.7	0.2	0.2	0.3	▲0.1	0.1	0.3	0.3	▲0.0	1.2	0.5
公的固定資本形成	3.1	4.7	▲3.1	7.3	▲1.0	▲0.8	3.8	2.2	0.6	▲0.1	▲0.5	▲1.8	▲0.8	▲1.0	0.0	4.6	▲3.0
輸出	▲1.4	5.6	6.9	▲6.3	8.7	▲3.7	3.0	1.1	1.3	1.5	1.5	1.5	2.1	2.2	1.4	6.0	6.7
輸入	5.3	5.2	4.6	0.2	3.5	0.9	1.9	1.0	0.8	0.8	1.4	1.2	1.1	1.0	1.4	4.9	3.5
名目GDP	▲2.0	2.1	1.1	▲1.3	1.6	▲0.3	1.2	0.7	0.1	0.0	0.6	0.6	▲0.1	▲0.1	0.3	1.9	1.3

(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>

(単位、%)

	2011年度	2012年度	2013年度	11/4-6	7-9	10-12	12/1-3	4-6	7-9	10-12	13/1-3	4-6	7-9	10-12	14/1-3	2012年度	2013年度
鉱工業生産 (前期比)	▲1.0	3.4	2.7	▲4.2	5.4	0.4	1.3	▲0.9	1.6	0.9	0.8	0.7	0.4	0.3	0.5	4.3	2.2
国内企業物価 (前年比)	1.7	0.2	0.4	2.5	2.6	1.5	0.5	▲0.2	0.0	0.6	0.4	0.0	0.0	0.6	0.8	0.4	0.4
消費者物価 (前年比)	▲0.1	0.1	0.3	▲0.4	0.1	▲0.3	0.3	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.3
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.0	0.0	0.3	▲0.3	0.2	▲0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.1	0.3
経常収支 (兆円)	7.9	8.4	11.3	7.5	10.2	6.7	7.1	7.1	7.1	8.4	11.1	11.4	11.1	11.0	11.8	8.2	12.3
(名目GDP比)	(1.7)	(1.8)	(2.3)	(1.6)	(2.2)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.8)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(1.7)	(2.5)
失業率 (%)	4.5	4.5	4.3	4.6	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	4.5	4.3
住宅着工戸数(万戸)	84	88	92	82	88	80	86	86	88	89	90	91	92	92	92	88	90
コールレート (無担保・翌日物)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り (店頭基準支配)	1.1	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1
為替 (円/ドル)	79	82	84	82	78	77	79	80	81	82	83	83	83	84	84	82	85
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	114	111	118	115	114	112	116	120	105	110	110	115	115	120	120	118	119
経常利益 (前年比)	▲6.1	10.4	5.7	▲14.6	▲8.5	▲10.3	9.3	17.9	8.7	11.8	4.2	4.3	6.7	7.1	5.1	10.4	8.5

(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「法人企業統計手報」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。