

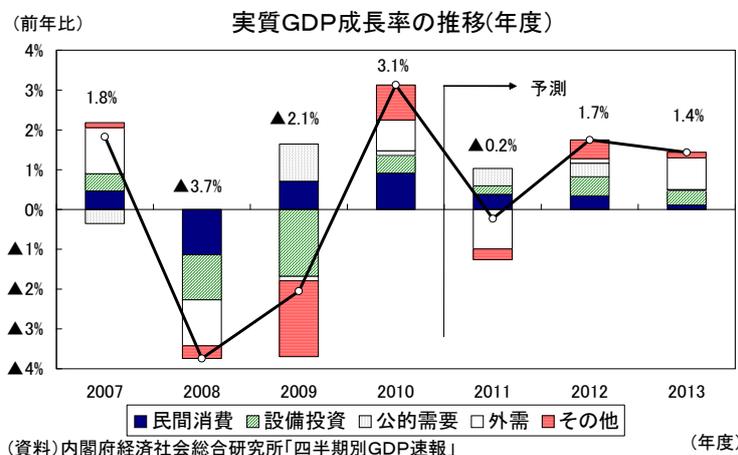
Weekly  
エコノミスト・  
レター2012・2013 年度経済見通し  
～11年10-12月期GDP2次速報後改定

経済調査部門 主任研究員 齋藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

## &lt;実質成長率:2011年度▲0.2%、2012年度1.7%、2013年度1.4%を予想&gt;

1. 2011年10-12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▲0.6%（年率▲2.3%）から前期比▲0.2%（年率▲0.7%）へと上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、2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▲0.2%、2012年度が1.7%、2013年度が1.4%と予想する。2011年10-12月期の実績値が上方修正されたことを受けて、2011年度の成長率を前回から0.3%上方修正した。
3. 円安、原油高が進んでいることを受け、円ドルレート、原油価格の想定を修正した。想定の変更による実質GDPへの影響は円安によるプラス効果と原油高によるマイナス効果が相殺する形でほぼニュートラルだが、消費者物価に対しては若干の上昇要因、貿易収支、経常収支については若干の悪化要因となる。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は2011年度が前年比▲0.1%、2012年度が同▲0.1%、2013年度が同0.3%と予想する。上昇率のプラス転化は2012年10-12月期と前回見通しから1四半期前倒した。



## 1. 10-12 月期の成長率は前期比年率▲0.7%

(10-12 月期の成長率は大幅上方修正)

3/8 に内閣府が公表した 2011 年 10-12 月期の実質 GDP (2 次速報値) は前期比▲0.2% (年率▲0.7%) となり、1 次速報の前期比▲0.6% (年率▲2.3%) から大幅に上方修正された。

上方修正の主因は、10-12 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 1.9% から同 4.8% へと大幅に上方修正されたことである。設備投資は季節調整のかけ直しによって過去の計数も改定され、2011 年 7-9 月期は前期比▲0.0% から同 0.3% へと上方修正された。これにより、設備投資は 2010 年 10-12 月期から 2011 年 4-6 月期まで 3 四半期連続で減少した後、7-9 月期から持ち直しているという形に改められた。

2 次速報の設備投資の推計に用いられる法人企業統計の設備投資 (ソフトウェアを除く) は前年比 4.9% (7-9 月期: 同▲11.0%) と 3 四半期ぶりに増加に転じた。季節調整済み前期比では 11.9% と 5 四半期ぶりかつ大幅な増加となった。ただし、他の設備投資関連指標の動きなどから判断すると、7-9 月期まで低迷を続けてきた設備投資が 10-12 月期に急増したというのは違和感がある。法人企業統計の設備投資は 7-9 月期までは実勢から下振れ、10-12 月期は上振れしている可能性があるだろう。

1 次速報の設備投資が 2 次速報で大幅に改定されることは今回に限ったことではないが、問題は改定された 2 次速報がその後も比較的大幅な改定が繰り返される点である。現行の推計方法が導入された 2002 年 4-6 月期以降について設備投資の 1 次速報から 2 次速報への改定幅を見ると、平均で前期比 1.11% (絶対値の平均値) となっているが、2 次速報から最新値への改定幅は同 1.53% とそれよりも大きい<sup>1</sup>。このことは 2 次速報で改定された数値が必ずしも真の値に近づいていないことを意味する。2 次速報のあり方も含めた GDP 速報の推計精度、推計方法の問題が改めてクローズアップされる可能性があるだろう。

### GDP 速報の改定状況

(単位: %)

	実質 GDP 〈前期比年率〉	設備投資 〈前期比〉	民間在庫 〈前期比・寄与度〉
1 次速報→2 次速報	0.83	1.11	0.15
2 次速報→最新	1.71	1.53	0.29

(注) 改定幅 (絶対値) の平均 (2002 年 4-6 月期~2011 年 10-12 月期)  
ただし、2 次速報→最新は 2011 年 7-9 月期まで

(東日本大震災から 1 年が経過)

2011 年 3 月 11 日に東日本大震災が発生してから 1 年が経過しようとしている。この 1 年間の経済動向を振り返ってみると、震災直後には生産、輸出、消費などの経済活動が軒並み急速に落ち込んだが、寸断されたサプライチェーンの復旧など供給制約が緩和するのに伴い夏場にかけては比較的早いペースで回復した。夏場以降は、円高、海外経済の減速にタイの洪水による部品不足が加わったことから輸出、生産が弱含み、景気は足踏み状態に陥ったが、個人消費を中心とした国内需要が底堅さを維持する中、タイの洪水による供給制約が解消されたことにより企業の生産活動は再び持ち直している。景気は足踏み状態を脱しつつある。

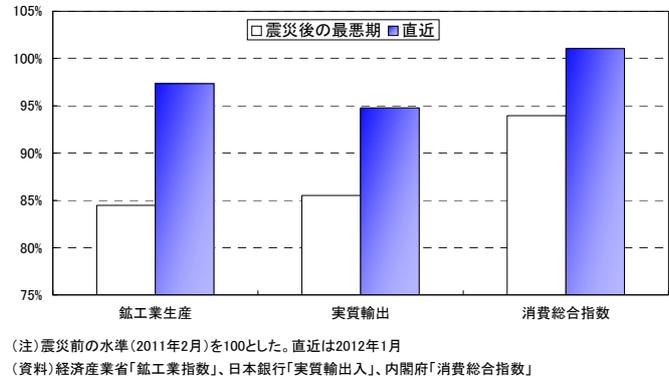
<sup>1</sup> 2 次速報以降の改定要因は、基礎統計の改定、季節調整のかけなおし、速報値の確報化、基準改定、推計方法の変更などである

直近の経済活動の水準を震災前（2011年2月）と比較すると、輸出、生産は震災による影響は大きく緩和されたものの、円高、海外経済減速の影響が響き、いまだに震災後の落ち込みを完全に取り戻すまでには至っていない。ただし、企業の生産計画を表す製造工業生産予測指数に基づけば、3月には震災前の水準を回復する見込みとなっている。

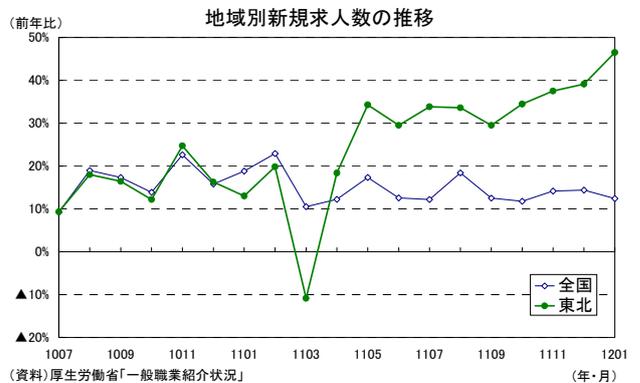
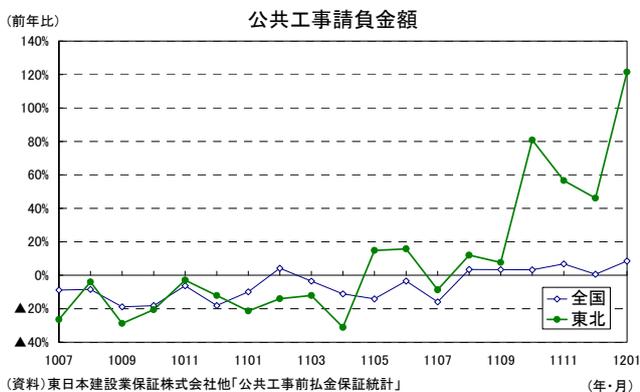
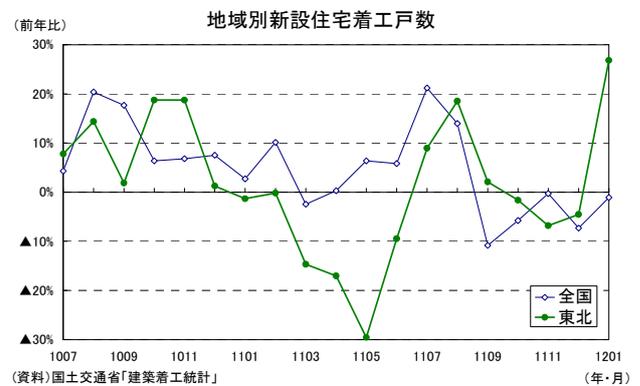
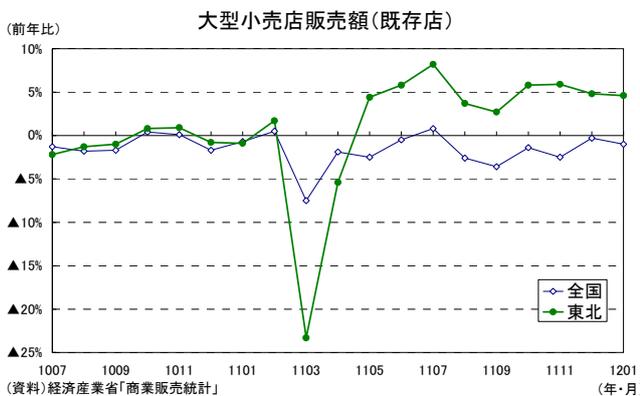
一方、個人消費は震災が発生した3月には各種イベントが相次いで中止されたこと、不要不急の支出を控える動きが広がったことなどから大きく落ち込んだが、4月以降は自粛ムードの緩和などから比較的早いペースで回復を続け、内閣府の消費総合指数はすでに震災前の水準を上回っている。

また、被災地の経済動向を見ると、震災直後は直接的な被害を受けた東北地方では経済活動の落ち込みがより顕著であったが、その後は復旧・復興のための支出の拡大を反映し、個人消費、住宅投資、公共投資などは全国を上回る伸びとなっている。また、被災地の復興に向けて建設業を中心として新規求人数も急増している。

震災前と比較した経済活動の水準



### <被災地の経済動向>



## 2. 実質成長率は2011年度▲0.2%、2012年度1.7%、2013年度1.4%

(2012年1-3月期は再びプラス成長へ)

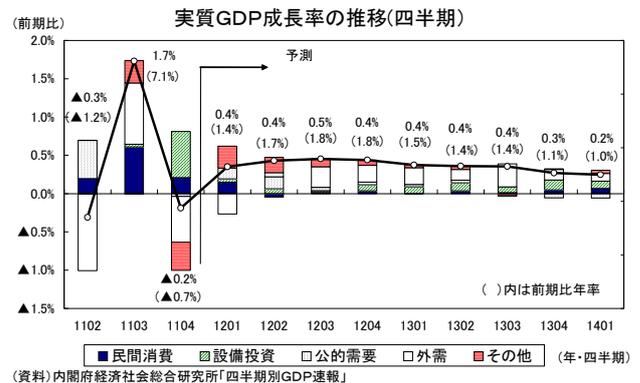
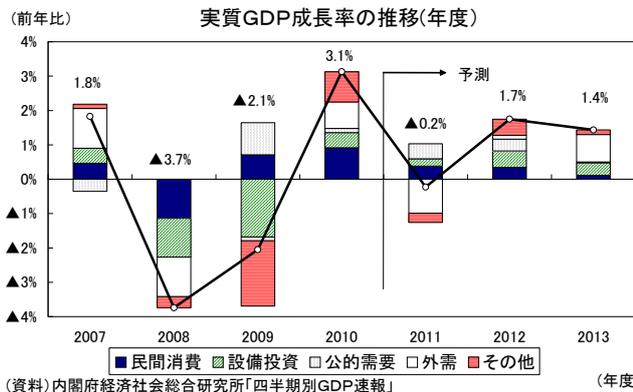
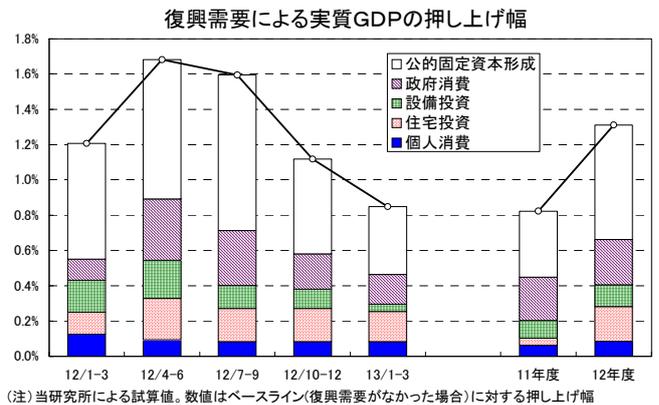
2011年10-12月期のGDP2次速報を受けて、2/14に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2011年度が▲0.2%、2012年度が1.7%、2013年度が1.4%と予想する(2/14時点ではそれぞれ▲0.5%、1.7%、1.4%)。

2011年度の成長率見通しを前回から0.3ポイント上方修正したが、これは2011年10-12月期の実績値が大幅に上方修正されたことによるものである。2012年度、2013年度の成長率の予測値は変えていない。

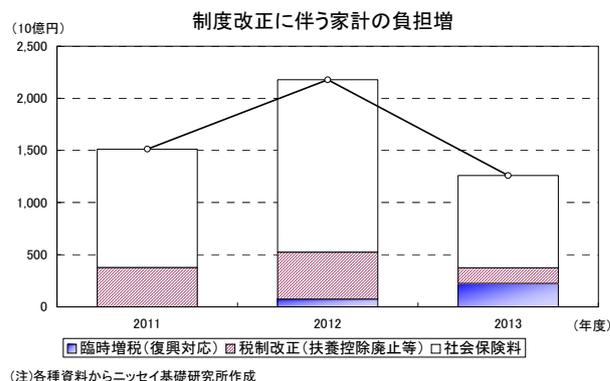
2011年10-12月期は小幅なマイナス成長となったが、2012年1-3月期はプラス成長に復帰する可能性が高い(前期比年率1.4%を予想)。輸出は引き続き減少が見込まれるものの、2011年度第3次補正予算の執行に伴い公的固定資本形成が増加に転じることや、雇用・所得環境の持ち直しや自動車販売の好調を受けて民間消費の増加が続くためである。輸出の低迷はしばらく続くが、復興需要を中心とした国内需要の増加がそれをカバーするだろう。

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、その後は縮小に向かうが、2012年半ば以降は欧州経済が最悪期を脱し、その効果が新興国にも及ぶことで日本の輸出も回復基調を強める可能性が高く、内外需がともに成長率を押し上げる形となろう。

四半期毎の成長率は、2012年度中は年率1%台後半の成長が続くが、2013年度には復興需要が一巡することから成長率は1%台前半へと低下するだろう。



実質GDP成長率の予想を需要項目別に見ると、民間消費は2011年度が前年比0.7%、2012年度が同0.6%、2013年度が同0.2%と増加を続けるものの回復ペースは緩やかにとどまることが予想される。個人消費はこのところ堅調に推移しているが、所得の伸びが緩やかにとどまる中、2012年度には制度改正に伴う負担増が家計の可処分所得を下押しする。年少扶養控除の廃止、社会保険料率（厚生年金、医療保険）の引き上げなどの制度改正によって、2012年度の家計の負担は前年よりも2兆円程度増加することが見込まれる。先行きについては、個人消費が景気の牽引役となることは期待できないだろう。



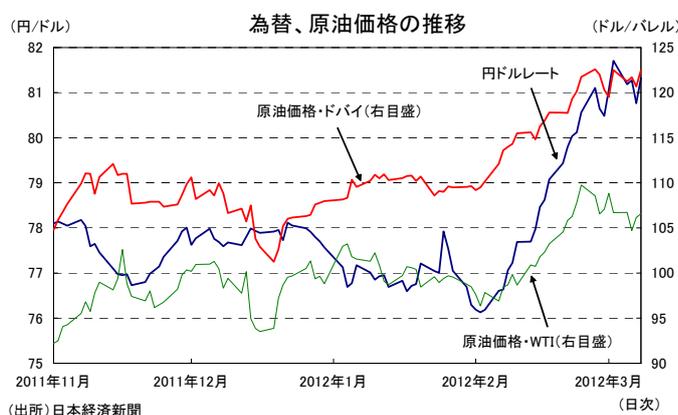
住宅投資は2011年度が前年比3.5%、2012年度が同3.3%、2013年度が同0.7%と堅調を維持するだろう。住宅エコポイント制度、フラット35Sの金利優遇措置はいったん打ち切られたが、第3次補正予算で同制度の再開が盛り込まれた。再開後の住宅エコポイント制度は特に被災地に重点を置くものとなっているため、被災地における復興投資の押し上げに大きく寄与する可能性がある。

設備投資は、生産設備の復旧や震災後に手控えられていた投資の再開などから2011年10-12月期は前期比4.8%と非常に高い伸びとなった。しかし、円高や海外経済減速の影響から企業業績が下振れしているため、2012年に入ってから回復ペースがいったん鈍化する可能性が高い。年度ベースでは2011年度が前年比1.6%、2012年度が同3.7%、2013年度が同2.8%と予想する。

公的固定資本形成は2011年度が前年比1.8%、2012年度が同4.2%、2013年度が同▲2.5%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むことや、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▲8.1%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大きく抑制される可能性が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はそれほど高い伸びとはならないことが予想される。

### (円安、原油高の影響)

前回見通しからの外部環境の変化としては円安、原油高が挙げられる。日本銀行が2/14の金融政策決定会合で予想外の追加緩和と物価目標の明確化を行ったことをきっかけに円安・ドル高が進むとともに、イラン情勢の緊迫化などを背景に原油価格も大幅に上昇している。特に、イラン問題の影響を受けやすい中東産のドバイ原油が上振れしており、WTIとの乖離幅は足もとで15ドル程度に達して



いる。

原油価格の最も代表的な指標はWTIだが、日本の原油輸入は中東産が中心となっているため、通関ベースの輸入価格はドバイ原油にほぼ連動する形となっている。日本経済への影響をみる上ではドバイ原油の価格動向がより重要である。

円安、原油高はともに物価の押し上げ要因となるが、実質GDP、貿易収支、経常収支に対しては、円安はプラス要因となる一方、原油高はマイナス要因となる。したがって、円安、原油高が同時に進行している場合には、それぞれが及ぼす影響の大きさとその変動率が重要となる。

当研究所のマクロモデルによるシミュレーションでは、10%の円安が1年間継続すると実質GDPは0.21%押し上げられる一方、10%の原油高が1年間継続すると実質GDPは▲0.08%押し下げられる。つまり、10%の円安と30%の原油高が同時に進行した場合に両者による影響はほぼ相殺されることになる。同様に貿易収支への影響を見ると、10%の円安により貿易収支はGDP比で0.21%改善し、10%の原油高により貿易収支はGDP比で▲0.17%悪化する。

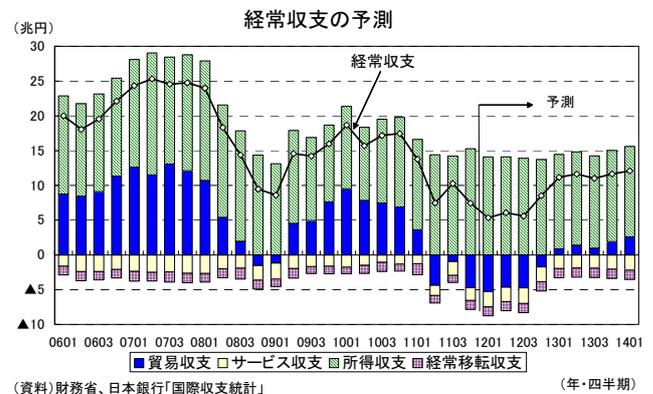
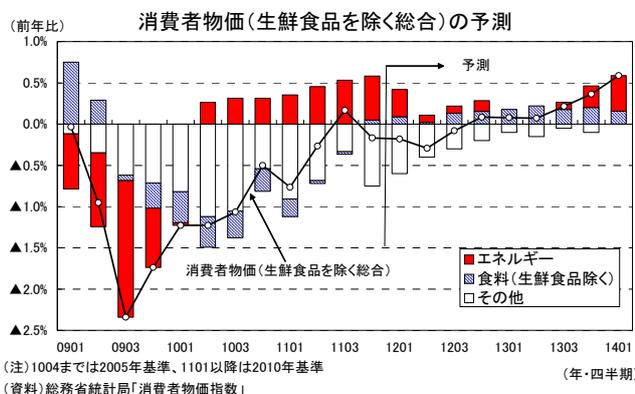
### 円安、原油高による影響

(単位: %)

	円安10%		原油高10%	
	1年目	2年目	1年目	2年目
実質GDP	0.21%	0.28%	▲0.08%	▲0.12%
消費者物価	0.07%	0.23%	0.03%	0.10%
貿易収支(名目GDP比)	0.21%	0.30%	▲0.17%	▲0.21%
経常収支(名目GDP比)	0.34%	0.50%	▲0.20%	▲0.25%

(注) 当研究所マクロモデルによるシミュレーション結果  
標準ケースに対する乖離率

今回の見通しでは為替、原油価格の想定を修正した。円ドルレートの想定は2011年度が1ドル=79円(78円)、2012年度が80円(78円)、2013年度が82円(81円)、原油価格(通関ベース)は2011年度が1バレル=115ドル(114ドル)、2012年度が119ドル(111ドル)、2013年度が119ドル(115ドル)である(いずれも年度平均値、カッコ内は前回見通し)。前回見通しからの乖離率は2012年度の円ドルレートが+2.2%、原油価格が6.7%、2013年度の円ドルレートが+2.2%、原油価格が+3.7%となっている。為替、原油価格の修正による影響は実質GDPに対してはほぼニュートラル、消費者物価に対しては若干の上昇要因、貿易収支、経常収支に対しては若干の悪化要因となる。



消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は2011年度が前年比▲0.1%、2012年度が同▲0.1%、

2013年度が同0.3%と予想する。上昇率のプラス転化は2012年10-12月期と前回見通しから1四半期前倒した。

経常収支のGDP比は2010年度の3.4%から2011年度に1.6%へと低下した後、2012年度が1.7%、2013年度が2.4%と予想する。2011年度、2012年度の黒字幅をGDP比で0.1ポイント下方修正したが、貿易収支が黒字化する時期は2013年1-3月期で前回見通しから変更していない。

## 日本経済の見通し(2011年10-12月期2次QE(3/8発表)反映後)

(単位、%) 前回予測(2012.2)

	2010年度 実績	2011年度 予測	2012年度 予測	2013年度 予測	11/4-6				4-6				4-6				2011年度			2012年度			2013年度		
					実績	7-9 実績	10-12 実績	12/1-3 予測	子測	7-9 子測	10-12 子測	13/1-3 子測	子測	7-9 子測	10-12 子測	14/1-3 子測	実績	予測	予測	実績	予測	予測	実績	予測	予測
実質GDP	3.1	▲0.2	1.7	1.4	▲0.3	1.7	▲0.2	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	▲0.5	1.7	1.4				
内需寄与度	(2.4)	(0.8)	(1.6)	(0.6)	(0.7)	(1.0)	(0.5)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(1.7)	(0.7)				
内、民需	(2.2)	(0.4)	(1.3)	(0.6)	(0.2)	(1.0)	(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(1.2)	(0.6)				
内、公需	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	(0.5)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.1)				
外需寄与度	(0.8)	(▲1.0)	(0.1)	(0.8)	(▲1.0)	(0.8)	(▲0.6)	(▲0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲1.0)	(0.0)	(0.7)				
民間最終消費支出	1.5	0.7	0.6	0.2	0.3	1.0	0.4	0.3	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.6	0.6	0.2				
民間住宅投資	2.3	3.5	3.3	0.7	▲2.4	4.5	▲0.7	▲0.9	2.3	1.2	0.4	▲0.4	▲0.4	0.3	▲0.1	0.1	1.1	1.1	3.4	2.8	0.7				
民間企業設備投資	3.5	1.6	3.7	2.8	▲0.1	0.3	4.8	0.3	0.5	0.2	0.6	0.7	0.7	0.8	0.6	1.0	0.7	0.7	▲0.1	3.1	3.0				
政府最終消費支出	2.3	1.8	0.7	0.7	0.8	0.3	0.4	▲0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	1.7	0.9	0.8				
公的固定資本形成	▲6.8	1.8	4.2	▲2.5	6.6	▲1.6	▲2.2	3.3	2.7	0.3	0.1	0.2	0.2	▲0.0	▲1.3	▲2.0	▲1.9	▲1.9	1.6	4.6	▲1.7				
輸出	17.2	▲2.0	3.0	6.4	▲6.2	8.6	▲3.1	▲1.0	0.6	1.9	1.7	1.5	1.5	1.3	2.0	1.4	1.2	1.2	▲2.1	2.4	6.1				
輸入	12.0	5.0	2.7	1.6	0.3	3.4	1.0	0.8	0.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.5	0.2	0.7	0.8	0.8	5.0	2.6	1.9				
名目GDP	1.1	▲2.2	1.4	1.2	▲1.2	1.4	▲0.5	0.4	0.4	▲0.1	0.8	0.7	0.7	0.3	▲0.3	0.4	0.3	0.3	▲2.4	1.3	1.2				

(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、%) 前回予測(2012.2)

	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	11/4-6				4-6				4-6				2011年度			2012年度			2013年度		
					実績	7-9 実績	10-12 実績	12/1-3 予測	子測	7-9 子測	10-12 子測	13/1-3 子測	子測	7-9 子測	10-12 子測	14/1-3 子測	実績	予測	予測	実績	予測	予測	実績	予測	予測
鉱工業生産(前期比)	8.9	▲2.0	5.3	3.3	▲4.0	4.3	▲0.4	3.8	0.2	0.8	1.2	0.7	0.7	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	▲2.5	4.2	3.3				
国内企業物価(前年比)	0.7	1.8	0.5	0.3	2.5	2.6	1.5	0.8	0.1	0.4	1.1	0.6	0.6	▲0.0	▲0.1	0.4	0.9	0.9	1.8	0.1	0.4				
消費者物価(前年比)	▲0.4	▲0.2	0.0	0.3	▲0.4	0.1	▲0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	▲0.2	▲0.1	0.3				
消費者物価(生鮮食品除き)	▲0.8	▲0.1	▲0.1	0.3	▲0.3	0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	▲0.1	▲0.2	0.3				
経常収支(兆円)	16.1	7.6	7.8	11.6	7.5	10.3	7.4	5.3	6.1	5.6	8.5	11.2	11.2	11.6	11.0	11.6	12.1	12.1	7.9	8.5	11.6				
(名目GDP比)	(3.4)	(1.6)	(1.7)	(2.4)	(1.6)	(2.2)	(1.6)	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.8)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(1.7)	(1.8)	(2.4)				
失業率(%)	5.0	4.5	4.4	4.2	4.6	4.4	4.5	4.6	4.5	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.5	4.4	4.2				
住宅着工戸数(万戸)	82	83	84	89	82	88	80	80	82	84	86	86	86	87	88	89	91	91	83	84	89				
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	0.10	0.10	0.10	0.10				
10年国債利回り(店頭基準)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.1	1.1	1.2				
為替(円/ドル)	86	79	80	82	82	78	77	79	79	79	80	81	81	81	82	82	84	84	78	78	81				
原油価格(CIF,ドル/バレル)	84	115	119	119	115	114	112	118	125	120	115	115	115	115	120	120	120	120	114	111	115				
経常利益(前年比)	38.9	▲8.8	10.2	4.5	▲14.6	▲8.5	▲10.3	▲1.5	21.5	5.5	10.2	3.6	3.6	2.2	4.7	5.9	5.7	5.7	▲8.3	10.3	4.9				

(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。