

# 2012・2013 年度経済見通し

2012年2月13日  
株式会社富士通総研

## 1. 世界経済—米中の下支えにより回復へ

### 世界的な金融緩和と株高

世界経済は、昨年春から新興国の景気拡大スピードが鈍化していたことに加え、欧州債務危機の深刻化に伴う欧州経済の減速により、2011 年末にかけてより一層減速感を強めた。しかし、新興国はすでに金融緩和に転じており、この効果が次第に波及していくことに加え、米経済が好調を維持しており、先行きについては下げ止まっていくと考えられる。

ブラジル（昨年 8 月から今年 1 月まで 4 回連続で利下げ）、インドネシア（昨年 10、11 月に利下げ）、オーストラリア（昨年 11、12 月に利下げ）、中国（昨年 12 月に預金準備率を引き下げ）、インド（1 月に預金準備率を引き下げ）など新興国では、昨年秋以降、軒並み利下げに転じている。新興国が利下げに踏み切った背景には、景気過熱によってもたらされていた物価上昇がピークアウトしたほか、欧州経済の減速で輸出に陰りが出たことや、債務危機で欧州系銀行が新興国から資金を引き揚げる動きを見せたことがある。

先進国では、昨年 11 月 30 日に、日米欧を含む 6 カ国の中央銀行が市場へのドル資金供給で協調策をとり、金融機関が欧州債務問題でドル資金調達に支障を来さないよう、ドル資金供給の枠組みが拡充された。また、ECB は昨年 12 月には、金融機関に担保の範囲内で貸し出し期間 3 年の資金を無制限に供給することに踏み切った。金融機関間の貸し渋りによって資金を取りづらくなっている金融機関を支援する積極的な資金供給策である。さらに、アメリカでは FRB が 1 月 25 日に、長期的な物価上昇率のゴール（目安）を 2%とし、ゼロ金利の解除時期が 2014 年以降になるとの見通しを発表したことで、長期金利の低下が促された。

こうした世界的な金融緩和は、各国の株高をもたらし効果を生んでいる。世界の株価を加重平均して算出した MSCI 世界株価指数を見ると、先進国、新興国の指数とも昨年 10 月を底として上向きに転じている。昨年末にかけ世界経済は減速感を強めたものの、株価は 10 月を底に上向きに転じており、株価が半年程度、景気の動きに先行するという経験則を考慮に入れれば、世界経済の先行きについては過度に悲観的になる必要はない。実際、実体経済も底堅く推移している。景気の先

行指標である PMI（製造業景況感指数）は、アメリカが上昇傾向にあるほか、中国は大きく落ち込むことなく横ばい圏内にとどまっており、ユーロ圏は足元では上向いている（図表 1）。

### 緊縮策と小出しの財政支援

世界経済の最大のリスク要因は依然として欧州の債務問題であるが、この問題が長期化していることは想定範囲内とはいえ、依然として緊縮策と小出しの財政支援にとどまっている点を懸念する声は多い。

1月30日のEU首脳会議で決まった新財政条約は、柱の一つは各国の財政規律を高めることで、財政赤字がGDPの0.5%を超えた場合、自動的に修正することを憲法など法律に定めなければならないこととされた。条約発効から1年以内に法制化を行っていない場合には制裁金（GDPの0.1%以内）が課せられる。しかしこうした協定は再発防止の意味はあっても、現に起こっている危機を解決するものではない。

新財政協定ではこのほか、安全網を強化するため、現在の安全網であるEFSF（欧州安定化基金：ユーロ圏各国の保証を裏付けに債券を発行し投資家から資金調達、2013年6月までの時限的組織）に加え、ESM（欧州安定メカニズム：ユーロ圏各国が出資、EFSFの役割を引き継ぐ恒久的組織）を当初計画より1年前倒しし、今年7月に発足させることが承認された。ESMの資金力の拡大（上限5千億ユーロ：約50兆円）は急務であるが、ドイツが反対したため、3月のEUサミットに結論が先送りされた。

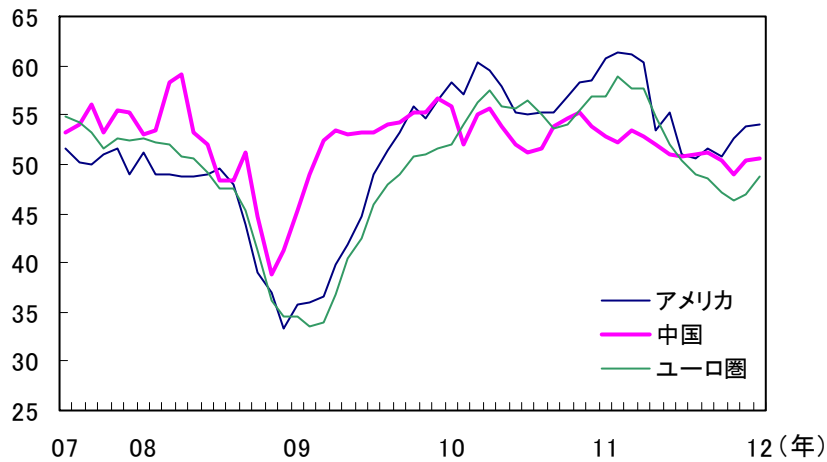
さらに、債務危機の発端となったギリシャについては、民間金融機関が持つギリシャ国債の価値を引き下げて債務を減らし、EUとIMFからの第2次支援（1300億ユーロ：約13兆円）を2月半ばまでに実施するように促したが、その後の交渉は難航した。ギリシャの財政再建が計画通りに進んでいないため、ドイツは財政再建が進まないギリシャの予算編成・執行をEUの監督下におくことさえ提案した。

### 緊縮策で債務危機を乗り越えられるか

こうした緊縮策と小出しの財政支援で債務危機を乗り越えていけるかどうかについては懐疑的な見方が少なくない。ギリシャは支援を受けるため、これまでも緊縮策を強化することを求められてきたが、財政赤字の削減は進んでおらず、資金繰り不安はこの先も断続的に生じる可能性が高い。

もしギリシャが自国通貨を維持していたとすれば、経済が苦境に陥った場合は、為替レートが減価することで主力産業である観光産業などの競争力が増し、経済が回復に向かう流れとなる。しかし、共通通貨ユーロを用いているため自国通貨安の政策をとることはできず、自国の物価や賃金を引き下げるデフレ政策をとらない限り、競争力は回復しないことになる。しかしこうしたデフレを

図表1 米欧中のPMIの推移



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

図表2 ユーロ圏主要国の財政状況 (%)

	一般政府 財政収支 (GDP 比)	一般政府 債務残高 (GDP 比)	格付け S&P
	2010	2010	
ドイツ	-4.3	83.2	AAA
フランス	-7.1	82.3	AA+
オーストリア	-4.4	71.8	AA+
スペイン	-9.3	61.0	A
イタリア	-4.6	118.4	BBB+
アイルランド	-31.3	94.9	BBB+
ポルトガル	-9.8	93.9	BB
ギリシャ	-10.6	144.9	CC

(出所) 欧州委員会等

伴う緊縮策の下では経済が縮小均衡となり、財政赤字の削減も進まない悪循環に陥ることとなる。このままではギリシャは、いずれ一方的に債務返済を停止する無秩序なデフォルトに向かう可能性があることは否定できない。

かつて世界経済が固定レートの制約が一因となって深刻な不況に陥った例としては、1929年の世界恐慌がある。当時は通貨価値を金とリンクさせる金本位制という固定相場であったが、固定相場を維持するため各国の政策の自由度は失われていた。ドイツでは金流出を防ぐため景気悪化にも関わらず引き締めが行われた。日本は離脱していた金本位制への復帰を目指し緊縮策をとり、やがて金本位制に復帰したが、経済の実力よりも過大な旧レートで復帰したため、円高による輸出減少によるダメージを受けた。しかも当時は、各国が金本位制度を維持するため緊縮策に走ったため、世界経済全体がスパイラル的に縮小してしまう事態となった。

こうした状況から各国が立ち直るに当たっては、金本位制からの離脱が効果的であった。近年における研究では、金本位制からの離脱が早かった国ほど、通貨安と金融緩和によってその後の景気回復が早かったことが知られている。このように固定レート（または共通通貨）の下で失われた競争力を回復するためには、一時的にその通貨レームから離脱して競争力を回復させ、その後再びその通貨レームに復帰する場合でも実力に合ったより安いレートで復帰することが近道となる。しかしながらギリシャについては、ユーロ圏にとどまるため、経済が悪化しているにも関わらず緊縮策をとらざるを得なくなっている。

### ギリシャのユーロ圏離脱の可能性

今後、ギリシャが緊縮策によって財政状況も経済も一向に回復しない場合には、ユーロ圏から離脱して旧通貨（ドラクマ）で経済の回復を図ることも視野に入ってくるのではないと思われる。ただ、①そもそもユーロ圏を離脱するための取り決めがないこと、②ユーロ建ての債務をドラクマ建ての債務に切り替えた場合には債務が急増し、いずれにしてもデフォルトは避けられそうにないこと、③それに伴い大きな打撃を受ける金融機関が出てくること、④ドラクマに戻ることで為替レートが切り下がれば輸出には有利となっても輸入物価の上昇により国内物価が高騰すること、などの問題があり、離脱した場合の混乱は避けられそうにない。ギリシャが離脱すれば、債務危機に直面する他の南欧諸国も離脱含みの展開になることが予想される。

離脱に関しては、もしユーロに金本位制度のように一時的に離脱する自由があれば、より柔軟な対応ができたはずである。実はこれは、1979～99年に行われた「欧州通貨制度（EMS）」の仕組みに戻すことにほかならない。EMSは、ユーロ導入までの移行期にとられたもので、欧州の通貨安定を目的として通貨変動を年±2.25%以内に抑えることとされた。ただし、相場を維持できなくなった場合、国によっては一時的にEMSから離脱することもあった。この際、EMSに戻した後

に、もう一度共通通貨であるユーロを導入できる国を選別するという「ユーロの作り直し」を行えば望ましいかもしれないが、事態は切迫しており、今、正面からそれに取り組む余裕はありそうにない。

### 共通通貨導入の条件とユーロ圏の再編

もしこれに近いことが起こり得るとすれば、ギリシャの離脱が避けられなくなった時に、同時に他の国の離脱も認め、残った国で新たなユーロ圏を作り直すということである。現在のユーロ圏に属する北部の国は、財政規律を重視するという点で比較的ドイツとも似通った考え方を有しており、域内の労働移動も行いやすいため、新たなユーロ圏を形成する条件は備えていると思われる。そもそも共通通貨導入の条件となるのが、労働などの移動が自由に行われることと、財政調整が可能なことである（最適通貨の理論）。

労働移動が自由であれば、不況の地域から好況の地域に労働が移動することで、全体の調整が行われる。また、好況の地域の税収を不況の地域に投入する仕組みがあれば、これにより地域間の調整がなされる。現在のユーロ圏は財政統合がなされていないため、財政調整の条件が整っていないことはもちろん、文化や習慣の違いなどから労働移動も十分行われておらず、条件は全く満たしていない。債務危機後に安全網が作られたものの、それはまだ財政統合からは遠い話である。

このような現実を直視すれば、より条件の満たしている狭いエリアにユーロ圏を縮小してやり直すことは、むしろユーロ圏の将来にとって望ましいと考えられる。その際、離脱した国については競争力を回復した後、かつての EMS の仕組みのように、ユーロに緩やかにリンクすることから始めて、条件が整えば再びユーロに加盟することを認めるという選択肢もあろう。

現状のまま、危機国に緊縮策を迫りつつ、逐次的な財政支援を行っていく対応は、時間稼ぎは出来ても、それによってユーロ圏の未来は開けそうにはない。必要な財政支援額は、時間稼ぎの間ますます膨らんでいく可能性がある。かといって、危機国に十分な財政支援を行うにしても、そのような国を果たしてユーロ圏に残すべきなのかと疑問も残るかもしれない。つまり、そのような国を含めてユーロ圏が今後、最適通貨の条件を満たしていくことができるのかという疑問である。メルケル首相が財政支援の積み増しに消極的なのは、もちろんドイツ国民の大方の意向を無視し得ないからであるが、ユーロ圏の将来を考えた場合、強ち的外れなことではないかもしれない。

ユーロ圏が一体感を持った安定した地域になるためには、最適通貨理論の条件を満たすエリアに限る必要がある。この際、ギリシャの離脱を奇貨として、ここで述べたようなユーロ圏の再編にまで踏み込むことができれば、混乱を収束させることができるのではないと思われる。ただし、ユーロ圏の再編に踏み切った場合、ユーロのレートは現在よりも増価すると考えられるため、これがドイツの輸出に悪影響を与えることにはなる。

今後については、ユーロ圏離脱を行う場合の実務的課題や問題点克服のための対応措置を早急に検討する必要があると考えられる。欧州連合の副委員長が2月7日にギリシャがユーロ圏から離脱する可能性に言及したこと、また、やはり2月7日にオランダの首相も同様の可能性に触れたことについては、ギリシャを牽制する意味合いもあるだろうが、EU内において、ギリシャが離脱した場合の検討もある程度は行われていることを伺わせるものであった。

債務問題を抜本的に解決するためには、一部の国のユーロ圏離とそれに伴うユーロ圏の再編が有効ということについてコンセンサスが得られるためにはなお時間がかかるかもしれないが、紆余曲折はあってもそのような方向に次第に向かっていくのではないか。これを積極的に進める場合には、もはやこれ以上の追加支援は困難という段階で、EUが主導する形でギリシャをデフォルトさせる可能性もゼロではないと思われる。

ユーロ圏の実体経済については、債務危機に伴う消費者・企業マインドの悪化、金融機関の財務体質維持のための貸し渋りや融資条件の厳格化などが経済をシュリンクさせ、2011年末から軽い景気後退に陥っている。しかし足元では、ドイツがユーロ圏で輸出を伸ばすなどして下支えしており、これは前述のようにユーロ圏のPMIが上向いていることにも表れている。債務危機がより一層深刻化し、金融システム不安が高まれば、景気が一段と下押しされるリスクは残るが、逆に危機の深まり（例えばギリシャ離脱）を契機として、コアメンバーが結束してユーロ圏の再編に踏み切るなど抜本策の道筋が見えてくれば、先行きに明るい展望が描けるようになると考えられる。

### 雇用が改善に転じた米経済

アメリカの10～12月期のGDPは前期比年率2.8%と高い伸びとなり、10四半期連続のプラス成長となった。個人消費は年末商戦で好調さを示し、1月の小売20社の売り上げ（既存店）も前年比4.2%の高い伸びとなった。また、1月の新車販売台数は8ヵ月連続の前年比プラスとなり、年率換算台数は買い替え補助制度を実施した2009年8月以来、2年5ヵ月ぶりの高水準となった。一方雇用は、1月の非農業部門の就業者数が前月より24.3万人の増加と、2ヵ月連続で20万人以上の増加となった。月20万人以上の増加ペースは、市場において雇用環境が明確に改善していると判断される目安となる。失業率は2年以上ほぼ9%台に高止まっていたが、昨年9月以降は低下を続け、1月は8.3%とほぼ3年ぶりの低水準となった。業績が好調な製造業などが採用を増やしている。

このように、米経済は消費が底堅く推移するなか生産、雇用も改善し、緩やかな回復を持続している。懸念されていた家計部門のバランスシート調整については、家計債務残高のGDP比は着実に低下している。家計債務残高のGDP比がトレンド線から離れて上昇するようになったのは2000年以降であるが、2007年にピークをつけた後は、少しずつトレンド線に近づいている。現時点で

はなおトレンド線には戻っていないものの、ピーク時におけるトレンド線との乖離幅の7割程度は解消する形となっている。このままで推移すれば、完全に解消するのは2014年前後になると見込まれる。

バブル崩壊後の日本が直面したのは、アメリカとは異なり企業のバランスシート調整であったが、80年代後半以降に膨らんだ、企業部門の債務残高のGDP比のトレンド線からの乖離幅が解消するにはおよそ17年かかった。アメリカの場合は、日本の調整に比べれば短くすみそうであるが、低迷の続いている住宅市場が本格的に回復するのは、家計のバランスシート調整が終了した後になりそうである。

先行きについては欧州経済低迷の影響がアメリカでも明確化してくる懸念はあるが、これに先立ってFRBが、前述のように、長期的な物価上昇のゴール(2%)とゼロ金利解除時期が14年以降になることを表明し、時間軸効果を強化することで景気を下支えする姿勢を示したことで、市場の不安は薄らいでいる。バーナンキ議長は、景気が減速した場合にはQE3に踏み切ることも示唆している。FRBが積極的に動いていることについてバーナンキ議長は、「日本は(最初に金融危機に直面したことで)他国の事例から学ぶことができなかったが、我々は日本から学んだ」と述べている(2月7日、米上院予算委員会公聴会)。

2月末に期限が切れる給与税減税は懸念材料で、昨年末に議会との対立で2ヵ月しか延長できなかったが、再延長で合意できない場合には好調な消費に水を差すことになる。しかし恐らくは妥協の末、延長の方向になっていくと思われる。こうした政策効果もあり、2012年の米経済は好調さを維持すると考えられるが、大統領選以降は財政緊縮の傾向が強まっていく可能性がある。

### 中国は内需拡大による景気のコト入れへ

中国の10~12月期の実質GDP成長率は前年比8.9%と4四半期連続で鈍化し、2009年4~6月期以来2年半ぶりに9%を下回った。成長率鈍化の背景には、物価上昇抑制のための引き締め政策に加え、リーマンショック後に打ち出された自動車や家電の消費促進策が相次いで終了したこと、公共工事や不動産開発などのインフラ投資の伸びが鈍化したことなどがある。

このように中国の景気減速は、政策的に成長加熱が抑制された面が強かったが、欧州向け輸出が鈍化したことでさらに景気が減速する懸念が高まったことから、昨年12月にはインフレ抑制から成長維持に政策の軸足を移し、預金準備率を引き下げるなど金融緩和に転じた。ただ、輸出が急速に鈍化しているため、2012年前半の成長率は7%台に下がる可能性も出てきている。

ただ、一党独裁の中国には、トップダウンで実効性の高い政策を発動できる強みがあるため、今後景気減速が顕著になった場合には、金融緩和やインフラ投資などの強力なカンフル剤が打たれると考えられる。インフラ投資については、一部凍結してきた高速鉄道の整備を再開することや中低

---

所得者向けの住宅建設、これまであまり行ってこなかった農村部への投資（例えば水利工事）など取り組むべき課題はなお多い。また、自動車需要は富裕層の多い沿岸部では一巡した面もあるが、内陸部ではなお潜在需要が強いと考えられるため、これを刺激するなど消費刺激策についても中国はいくつかの選択肢がある。

今後については、欧州債務危機で輸出が減る分、内需の拡大によって成長を維持していく形になる。物価上昇率はすでに昨年夏にピークアウトしているため、金融緩和も断続的に行われていくと考えられる。1月の消費者物価が前年比4.5%と、昨年7月以来、6ヵ月ぶりに伸びが拡大したことは、春節によって物価が上がりやすくなった特殊要因によるものであり、今後の金融緩和継続の障害にはならないと考えられる。

中国の経済成長率は、これまで外需の伸びと積極的なインフラ整備によって9~10%の高成長を続けてきたが、今後はおそらくそのスピードはやや落ちて7~8%台が巡航速度になっていくと考えられる。中国経済は、リーマンショック後に景気が過熱した局面では、不動産バブル崩壊の悪影響が懸念されたが、その後世界経済の環境がめまぐるしく変わる中で、景気のスピード調整をうまく成し遂げているとの評価を与えることができよう。

#### 世界経済は底入れへ

以上をまとめると、世界経済は足元では改善の兆しが表れており、米中の下支えによって、今年春以降は徐々に上向いていく可能性が高まっている。ユーロ圏の債務問題が深刻化し、世界経済が再びリーマンショック級の危機に直面する可能性はゼロではないが、ユーロ圏が少なくともコアメンバーで結束することができれば、そうした危機は回避できると考えられる。



## 2. 日本経済—海外経済底入れと復興需要で持ち直しへ

### 輸出が減少するも内需は底堅く推移

10～12月期の日本経済は、欧州債務危機の深刻化に伴う海外経済の減速、タイ洪水の影響による生産の停滞により、7～9月期までの回復から一転して、前期比年率-2.3%のマイナス成長になった。ただ、直近時点の各種経済指標は、輸出は軟化しているものの、内需関連は底堅く推移するなど、景気が一方的に崩れているわけではない。

生産は震災の落ち込みから回復した後は、9月に前月比-3.3%とマイナスになった後、10月は同2.2%とプラスになるなど一進一退の状況となっていたが、11月には、タイ洪水の影響で部品調達の途絶えた輸送機械（乗用車等）、情報通信機械（デジタルカメラ等）の生産が大きく落ち込んだことにより、同-2.7%と再びマイナスとなった（図表3）。しかし、12月には部品不足の解消が進み、一部製品は国内で代替生産したこともあり同4.0%と高い伸びとなった。結果として生産は10～12月期全体では前期比-0.4%とほぼ横ばいの動きとなったが、先行きについては1月2.5%、2月1.2%と上昇することが見込まれている（製造工業予測指数による）。

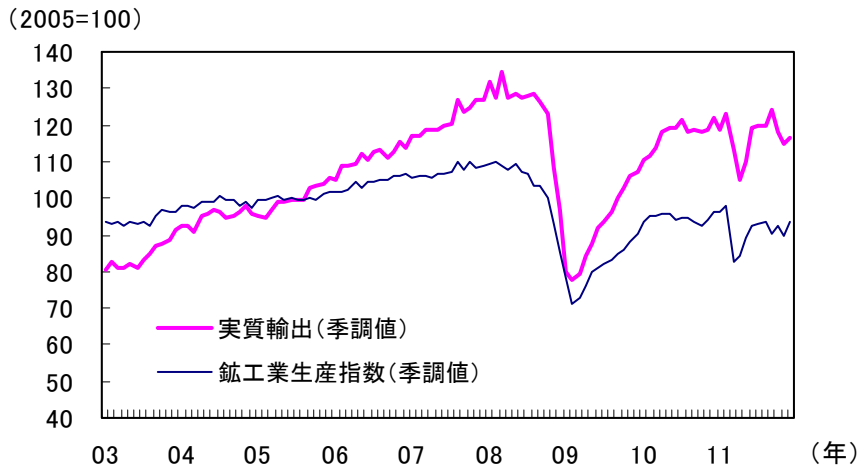
雇用は、10～12月期の生産が横ばいだったことを反映し、所定外労働時間は10月前年比1.0%となった後、11月、12月は同0.0%と横ばいとなった。現金給与総額は10月同0.0%、11月同-0.2%、12月同-0.2%とわずかにマイナスになったもののやはりほぼ横ばいだった。一方、被災地の雇用については、東北地方の新規求人数は、5月以降前年比30～40%前後の高い伸びを続けている（全国では同15%前後の伸び）。

消費は、消費総合指数は震災後に急回復した後、ほぼ横ばいの動きとなっている。消費者マインドは改善が続いており、ほぼ震災前の水準に達している（図表4）。耐久財消費については、新車販売台数は、前年同期がエコカー補助金の打ち切り（10年9月）後の大幅落ち込みの時期だったため、10～12月は前年比で高い伸びが続いた。9月に前年比25.3%と大きく伸びた後、10月同22.2%、11月同21.2%とタイ洪水の影響による自動車の供給制約の影響で伸び悩んだが、12月は同36.4%と伸びが高まった。

被災地の消費については、東北地方の大型小売店販売（既存店）の伸びが5月以降一貫して前年比プラスとなるなど、消費活動が活発となっている（全国は5月以降では7月のみわずかな前年比プラスであとはマイナス）。新車販売台数の伸びも、震災からの復興特需により全国を上回る勢いとなっている。

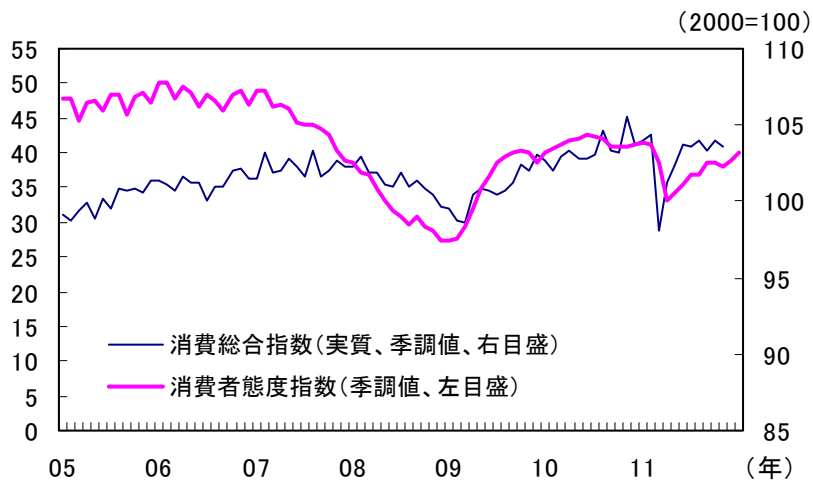
住宅着工は、住宅エコポイントの終了（7月）、フラット35S金利優遇幅拡大の期限切れ（9月）に伴う駆け込み需要が発生したことにより、7月、8月に大幅プラス（前年比21.2%、同14.0%）となった後、9～11月はマイナスに転じたが（同-10.8%、同-5.8%）、12月は同0.8%と再び前年

図表3 実質輸出と鉱工業生産指数の推移



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表4 消費者態度指数と消費総合指数の推移



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」

比プラスとなった。住宅エコポイントが再開されたことが影響している（新築は10月21日着工分から）。

被災地については、東北地方の住宅着工は10月までは全国を上回る伸びとなったが、その後は勢いが鈍り、全国を下回るかほぼ同程度の伸びにとどまっている。これは、震災後すぐ着工できる地域については着工したものの、沿岸部など津波の被害の大きい地域については、まちづくりの計画ができるまで新築や改築が制限されていること、あるいは、高台移転が手間取り着工できない状況が続いていることによるものと考えられる。

外需については、10～12月期の実質輸出（日銀ベース）は各地域向けとも鈍化し、とりわけ債務危機の影響により欧州向け、中国向けの減少幅が大きく、全体で前期比-3.9%と7～9月期の8.7%から一転してマイナスとなった（図表3）。ただ月次ベースで見ると、10月前月比-4.6%、11月同-2.7と落ち込んだ後、12月は同1.1%と下げ止まっている。

### 復興工事が本格化へ

このように景気は外需の停滞によりマイナス成長に陥ったが、内需は底堅く推移している。輸出についても、海外経済に底入れの兆しが出ていることにより、春以降は少しずつ上向いていくと考えられる。

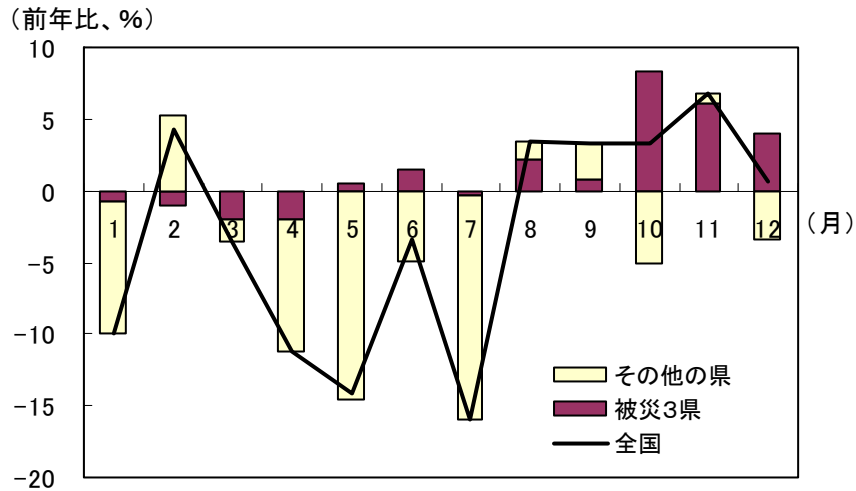
加えて復興工事が本格化することが、2012年度の景気を支えると考えられる。復興関連の予算は2011年度の補正予算と2012年度本予算合わせて19兆円に達する（2011年度1次補正4兆円、同2次補正2兆円、同3次補正9兆円、2012年度本予算4兆円）。これらのうち、今年度1次補正から3次補正までに計上されている公共事業関係費は2.8兆円にのぼるが、これは、今年度当初予算の公共事業関係費5兆円の半分以上の規模に達する巨額のものである。

これまでの公共工事の執行状況を見ると、被災3県（岩手、宮城、福島）の押し上げ効果があり、8月以降は公共工事請負金額が前年比プラスに転じている（図表5）。これまではがれき処理が中心であったが、今後、復興計画が策定された地域から順次復興の動きが本格化して、補正予算の執行が進んでいけば、被災3県の公共工事が全体の公共工事を大きく押し上げていくことになると考えられる。

### 遅れる住宅の再建

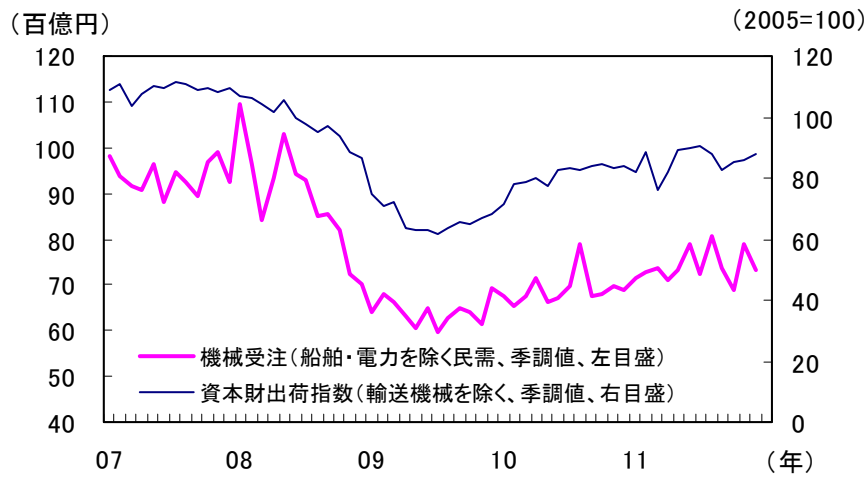
住宅着工については、4～12月までの被災3県の新設住宅着工戸数は2万122戸であったが、これは今回の震災による全壊戸数12万4078戸（警察庁調べ、2月9日時点）の16%、全壊戸数と半壊戸数を合わせた33万848戸（同）の6%に過ぎない。新設住宅着工には被災と関係のないものも多く含まれていると考えられるため、全壊・半壊戸数のうち再建が果たされた住宅はまだ数

図表5 公共工事請負金額の推移



(出所) 東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」

図表6 機械受注と資本財出荷指数の推移



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

%に過ぎないことになる。

まちづくり計画が策定され、建築制限が解除されれば、再び東北地方の住宅着工の増勢が増していくと考えられるが、高台移転については合意にかなりの時間を要するため、来年度中に実現できない地域は少ないと考えられる。阪神大震災後は、兵庫県の新設住宅着工の伸びが全国の伸びを上回る期間が3年程度続いたが、今回は、住宅再建にはそれよりも長い期間がかかると考えられる。しかし、その間の住宅着工を押し上げるという意味では、景気にプラスの影響を与えることになる。

### 消費、設備投資は緩やかに増加

消費の今後については、エコカー補助金が再開されるというプラス要因がある。今回の措置は、2011年12月20日から2013年1月31日までに新車登録した自動車が対象で、補助は1台10万円（乗用車の場合）で、予算総額は2.5兆円となっている。

日本自動車工業会は、2012年の国内新車販売台数を501万台（前年比19.1%）と2年ぶりの増加、5年ぶりの500万台に達するとの見通しを示しているが、これはエコカー減税の延長、エコカー補助金の再開という政策効果のほか、復興特需を見込んだものである。自動車販売は、最近になってようやくエコカー補助金打ち切り後の落ち込みから回復する状況となっていたが、エコカー補助金の復活は自動車購入をさらに刺激する要因になると考えられる。

設備投資は、被災した設備を修復したり建て替えたりする動きもあり、増加基調で推移してきたが、10～12月期の機械受注は、前期比-2.6%と4四半期ぶりにマイナスとなった（図表6）。タイ洪水に伴う国内での代替生産のための投資というプラス要因もあったが、デジタル家電の不振などにより情報通信機械が大幅に減ったことが大きかった。しかし、10～12月期の機械受注の動きはこれまでの増加基調を崩すほどではなく、資本財出荷指数の増勢も続いている。設備投資は、海外経済の減速に歯止めがかかり、生産や需要が増加していくようになれば、次第に増勢を強めていくと考えられる。

### 2012年度の実質GDP成長率は2%弱

以上をまとめると、日本経済は輸出の停滞により当面は弱含みで推移するが、海外経済の底入れで輸出が緩やかに持ち直し、加えて復興需要が本格化する春以降は、内需主導で回復基調が明確になっていくと考えられる。ただし復興需要が一巡しその勢いが弱まっていく2013年度以降は、回復ペースが次第に鈍化していくと見込まれる。実質GDP成長率は2011年度-0.5%、2012年度1.9%、2013年度1.4%と予想した。

なお、消費税増税について野田内閣は、2014年4月と2015年10月に段階的に引き上げる方針を示しており、2014年4月に引き上げられれば、本予測期間中の2014年1～3月期に駆け込み需

要が発生するなどの影響を与えることになる。しかし今回の予測では、引き上げを折り込まなかった。この理由としては、税率引き上げの政治的難しさを野田内閣が突破できるかどうかについて疑問があり、物価連動債にも引き上げは十分折り込まれていないことがあげられる。物価連動債は、物価動向に応じて元本が変わり、その流通利回りに市場の将来の物価見通しが反映される性質を持つが、今のところ 2014 年と 2015 年の物価上昇は十分な形で折り込まれていない。これは市場が消費税率の引き上げについて、確信を持っていないことを示している。

### 問われる日銀の緩和姿勢

消費者物価（生鮮食品を除く）上昇率は 2011 年度-0.1%、2012 年度 0.1%、2013 年度 0.4%を見込んでおり、この間の物価上昇率は月次ベースでも前年比 1%に達しないと予想される。2012 年度の成長率は復興需要によって高まるとはいえ、それを除けば基調としての景気は弱いためである。

なお、金融政策の運営については、FRB は物価上昇のゴールを 2%としたことで、日銀が目安とする 1%（「2%以下のプラス領域にあり、中心は 1%程度」）が国際的にも低すぎる点が改めて浮き彫りとなったため、是正を求める声が高まりそうである。このほか、イギリスはインフレ目標を 2%としており、ECB は物価安定の定義を「2%以下で 2%近く」としている。

CPI 統計では基準時点の財・サービスを購入し続けると仮定するため（ラスパイレス方式）、その後の価格変動による消費者行動の変化（高いものの購入を減らし、安いものの購入を増やすなど）を考慮すると、CPI が真の物価指数に比べて高めに算出されている問題（上方バイアス）があることは従来から指摘されてきた。上方バイアスがある場合、CPI で 1%の上昇となっても、真の物価上昇率は 0%近傍ということもあり得るため、1%は目安の設定水準としては低すぎることになる。

バーナンキ議長は米経済がバブル崩壊後にデフレに陥らないよう、QE1、QE2、物価上昇のゴールの設定などアグレッシブな政策を講じているが、自身も述べているように、こうした政策は日本を反面教師としている。日本はデフレのフロントランナーであったため、他国の経験に学ぶことができなかった点は不利であったが、物価の目安の設定一つをとっても必ずしも十分とはいえ、そうした目安の設定がアグレッシブな政策を講じることを困難にしている可能性があることについては、再考されてしかるべきであろうと思われる。

予測表

年度	2011	2012	2013	2011	→予測 2012				2013				2014
	予測	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP (年率)	-0.5	1.9	1.4	-0.6	0.4	0.5	0.7	0.7	0.6	0.3	0.2	0.1	0.2
	—	—	—	-2.3	1.7	1.8	2.9	2.8	2.3	1.2	0.6	0.3	0.8
個人消費	0.6	0.8	0.5	0.3	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1
住宅投資	4.0	3.8	2.4	-0.8	1.4	0.7	1.2	0.4	0.9	0.7	0.4	0.3	0.1
設備投資	-0.1	3.3	3.7	1.9	0.6	0.3	0.8	1.3	1.2	1.4	0.5	0.2	0.0
在庫投資(寄与度)	-0.4	0.4	0.4	-0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
政府消費	1.9	1.7	0.4	0.3	0.7	0.9	0.4	-0.5	-0.2	0.0	0.6	0.0	0.9
公共投資	1.2	7.8	-6.1	-2.5	3.2	1.7	3.9	3.7	1.5	-4.3	-5.2	-3.0	-1.2
輸出	-1.8	3.5	5.6	-3.1	0.2	0.9	0.9	1.8	1.6	1.5	1.3	1.0	0.9
輸入	5.2	4.9	3.4	1.0	1.6	1.1	0.9	0.7	0.6	1.0	0.9	0.8	0.9
名目 GDP	-2.4	1.2	1.5										
GDP デフレーター	-1.9	-0.8	0.1										

[実質 GDP 寄与度]

内需	0.5	2.0	1.0
外需	-1.0	-0.1	0.4

鉱工業生産	-1.1	7.6	2.5
CPI(除く生鮮食品)	-0.1	0.1	0.4
失業率	4.5	4.3	4.1
経常収支	7.4	10.4	12.2
円ドルレート	78.0	79.3	81.5

[前回予測(2011.12.9)]

実質 GDP	-0.3	2.1	—
名目 GDP	-2.3	1.5	—

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:[yoneyama.hide@jp.fujitsu.com](mailto:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com)

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 管理部(広報担当)

電話:03-5401-8391(直通)