

2012・2013 年度経済見通し(2012 年 5 月改訂)

2012年5月17日
株式会社富士通総研

1. 世界経済—今年後半以降、徐々に上向きに

減速が続く世界経済

世界経済は、アメリカは比較的堅調に推移しているものの、欧州経済は南欧を中心に落ち込み、EU 向けの輸出の低迷などで打撃を受けている中国も減速が続いており、引き続き回復のテンポを緩めている。

欧州では、3月に債務危機の震源地であるギリシャの第2次支援策をまとめ、安全網も拡充し、過度の財政赤字を修正する財政規律条約にも 25 カ国が署名するなど、危機収束に向けた動きが急ピッチで進められた。さらに4月には、G20がIMFの資金基盤強化で合意したことで、IMFの融資枠は従来の2倍強となり、3月に欧州自身が整備した安全網を加えると、1兆9千億ドル規模の資金が債務危機の封じ込めに用意されることになった。

冷え込む南欧経済

しかし、こうして市場が落ち着いたのも束の間、欧州では早くも二つの逆風が吹いている。一つは、経済の冷え込みである。1～3月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比 0.0%となり、前期の同-0.3%に続き低迷が続いている。2 四半期連続のマイナス成長は免れたが、これはドイツがプラス成長に転じたことが大きく、ユーロ圏は昨年秋から緩やかな景気後退局面にある。

5月11日に発表された欧州委員会の経済見通しによれば、ユーロ圏全体では2012年の実質 GDP 成長率は-0.3%と前回(2月時点)の見通しは据え置かれたものの、スペインは-1.8%(前回-1.0%)、イタリアは-1.4%(前回-1.3%)、ギリシャは-4.7%(-4.4%)と下方修正された。ドイツは0.7%(前回0.6%)、フランスは0.5%(前回0.4%)とわずかに上方修正されたものの、南欧諸国を大きく牽引する力強さはない。失業率は上昇傾向にあり、ユーロ圏の3月の失業率は10.9%と、1999年のユーロ導入以来、最悪となった。

南欧諸国においては、財政を立て直そうにも景気が冷え込み、GDP に占める財政赤字の割合も減らない悪循環に陥りつつある。スペインでは、昨年11月の総選挙で政権交代を実現したが、新

政権が今年2月に、2011年の財政赤字がGDP比8.5%だったと発表して、前政権が掲げていた6%の目標を達成できなかったことを明らかにし、また、2012年についても前政権の目標4.4%の達成は難しいとして5.3%に緩めた。これを機に市場では不安心理が広がり、スペイン国債の指標となる10年物の利回りは4月中旬に約4ヵ月ぶりに6%台にまで上昇した。これに伴い、S&Pは4月26日、同国債の長期信用格付けを2段階引き下げトリプルBプラスとした(図表1)。スペインの1～3月期の実質GDP成長率は、前期比-0.3%と2四半期連続のマイナスとなり、10年第1四半期にプラス成長に回復して以来、2年ぶりの景気後退に陥っている。

デフォルトに陥る危険度を示すCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の保証料率も、スペイン国債で過去最高に接近している。ソブリンCDSは2011年中に上昇した後、2012年初めには低下に向かっていったが、3月後半から再び上昇傾向を示している。スペイン国債(5年物)のCDSの保証料率は4月11日には4.82%となり、過去最高だった2011年11月の4.87%に迫った。

スペインよりも財政赤字が少ないイタリアも、景気悪化により税収が伸びず、財政赤字を減らしにくい状況となっている。これまで債務危機の震源地であったギリシャに比べ、イタリア、スペインの経済規模は5～7倍と大きく、今後2年間での国債の償還で必要になる資金は、スペインが3千億ユーロ、イタリアは7千億ユーロに達する。ギリシャのように大幅な支援が必要になれば、短期間で安全網の資金余力が枯渇する恐れもある。

図表1 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	BBB+
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	93.3	BB
ギリシャ	-10.6	144.9	SD

(出所) 欧州委員会等

(注) SDは選択的債務不履行

緊縮策に対する不信任

もう一つの逆風は、緊縮策に対する民意の逆襲である。財政赤字削減に対する市場の信認を獲得するため、ユーロ圏各国は緊縮策に転じたが、今度は国民が総選挙や大統領選挙を通じ、こうした路線に意義を唱えることで先行き不安が生じている。

欧州では昨年来、債務危機への対応をめぐり、アイルランドやポルトガル、ギリシャ、イタリア、スペインなどで政権交代が相次ぎ、政権が不安定化していた。5月初めのフランスのサルコジ大統領の敗北、ギリシャの連立与党の敗北は、緊縮策に対し国民が明確にノーを突きつけた形となり、市場に激震が走った。

これらは、緊縮策を中心とする性急な対応に対する国民の反乱と捉えられるが、これまでの危機対応の過程では、緊縮路線によって市場の信認を獲得してきただけに、今後においては、選挙によって示された国民の意思と市場の要求とをどのようにバランスさせるかが問われ始めている。

フランスのオランド新大統領は、選挙中から、緊縮策が唯一の選択肢ではないとし、雇用拡大など成長重視への転換を主張してきた。各国の単年度の財政赤字の GDP 比の 0.5% 以内に収めること求める財政規律条約に成長協定を盛り込むことや、ユーロ共同債の発行も求めてきた。しかし、財政規律条約を見直すことは、市場の信認を失いかねず、ユーロ圏の財政統合にもつながるユーロ共同債の発行についてはドイツの反発は依然強い状態にある。ユーロ共同債は、ユーロ圏諸国が共同でトリプル A 格の債券を発行し、低利の資金を調達して危機国を支援するというものである。これは事実上、ドイツなど高格付け国の経済力により、危機国を支援するフレームワークともいえる。

成長戦略を通じた欧州統合の深化

しかし、選挙結果に加え、緊縮策に伴う経済の冷え込みが顕著になっていることから、今後においては、成長を重視した景気対策を講じるべきとの声が高まっていく可能性が高い。IMF の直近のレポートでは、財政余力がある国は過度な引き締めを避けるべきだと主張しており、欧州委員会も、欧州投資銀行の増資などを通じ、通信やエネルギー分野などインフラへの投融資を増やすことなどによる成長戦略案を打ち出した。欧州投資銀行の資本を 100 億ユーロ増強するとともに、金融安全網の未使用枠を活用するという成長促進策も検討されている。

このように欧州経済は、市場の信認を獲得するための緊縮策と安全網の増強によって、危機をひとまずしのいだ後、過度の緊縮策が景気を冷え込ませ財政再建を難しくするとともに、緊縮政策に批判的な民意があからさまに示されたことにより、成長戦略にも目配りしなければならない段階に入っている。

今後においては、市場が納得する範囲内において、緊縮策を修正していく作業が進められていくと考えられる。例えば、財政規律条約に加えて、成長に関しても緩やかな形の合意を行い、EU 域

内のインフラ等の整備事業の強化と、それを賄うためのプロジェクト債の発行を EU が保証するなどの措置をとることも考えられる。こうした形ならば、緊縮路線を維持したまま、成長にも目配りできる形となる。特定プロジェクトに限定した債券ならば、ユーロ圏で債券を共同で発行する形とは異なるため、ユーロ共同債に否定的な国も妥協できる余地はあると考えられる。

大局的に捉えれば、欧州の債務危機対応は、①危機の表面化、②対応の遅れによる危機の広がり、③市場の圧力の増大、④緊縮策と安全網拡充、⑤景気冷え込みと緊縮策に対する国民の不信任、というプロセスを踏むことで、より現実に即した対応に落ち着く方向に向かいつつあるように見える。

ユーロ圏においては、共通通貨を用い金融政策が統合されているにも関わらず、財政政策が統合されていないことが今回のような危機を招く、根本的な要因になっていると指摘されてきたが、このようなプロセスを踏むことで、徐々に財政統合に向けた動きが進展していく可能性がある。仮にプロジェクト債の発行が現実のものとなったとすれば、特定プロジェクトに限定したものとはいえ、その発行を増やしていった場合、ユーロ共同債につながる性質を持つものであるといえる。

ユーロ圏では、ドイツだけがユーロ安の恩恵を受け、国内自動車メーカーが軒並み最高益を更新するなど、危機の中であって失業率が下がり続ける独り勝ち状態となっていた。こうした状況から、ユーロ圏の中には余力のあるドイツ政府が景気刺激策を打ち出してユーロ圏を救うべきだとの声がかねてからあった。にも関わらず、ドイツ国民は自国の負担を増やすことにより、危機に瀕した国を救うことについては否定的な姿勢を崩してこなかった。

しかし、南欧のみならず、欧州全体の景気がさらに冷え込む状況となれば、自国経済にも悪影響が及びかねないため、おそらくは、欧州経済が疲弊するぎりぎりの状態に至った時、財政統合への一步として、まずはプロジェクト債などの発行に同意せざるを得なくなるのではないかと思われる。このように欧州経済が疲弊する中、成長戦略を打ち出さざるを得ない中で財政統合への一步が踏み出され、欧州統合が深まっていくという方向性が、今後あり得るシナリオである。

高まるギリシャのデフォルトの可能性

ただし、その時にギリシャがユーロ圏の一員であるかは定かではない。ギリシャにおいては、連立与党は敗北したものの、世論調査では「手段を尽くしてユーロ圏にとどまるべきだ」が 78%に達しており（地元紙「トビマ」による調査、5月13日公表）、緊縮策を進めてきた与党には罰を与えたものの、ユーロ残留を望む世論が圧倒的多数という、選挙結果とユーロ残留に対する思いが分裂した状態となっている。ギリシャ国民はなお、ユーロ圏にはとどまりたいが、緊縮策は何とか避けたいとの甘えを捨て切れていないように見える。

今後、再選挙に伴い政治空白が長引き、決められた緊縮策を履行できなければ、EU と IMF によるギリシャへの支援が打ち切られる可能性もゼロとはいえなくなっている。その場合、ギリシャは

デフォルトを余儀なくされる。ただ、EU 内においては、今年 3 月にギリシャ政府が発行する国債元本の約 5 割を削減する債務減免を行い、ギリシャ国債の償還額は以前に比べ大きく減少しているため、仮にギリシャ国債がデフォルトに至ったとしても、国際金融システムに与える影響は大きくないと冷静に見ているようである。

ギリシャのユーロ圏離脱の可能性も高まっている。ユーロ圏離脱に関しては、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、離脱した場合のギリシャ国内の混乱は大きなものになることが予想される。ただ、例えばドイツの財務相は、「ドイツはギリシャのユーロ残留を望むが、それはドイツが決めることではない」と述べ、政治の混乱によりユーロ圏を離脱したとしても、それは自ら選んだ道であり、自業自得であるとの突き放した見方を示している。これには、ギリシャに対する牽制の意味合いもあろう。

ギリシャがデフォルトないしユーロ圏から離脱した場合の最大の問題は、他の南欧諸国に危機が波及することであるが、スペインやイタリアなどがデフォルトした場合の影響はギリシャの比ではないため、ユーロ圏としては最悪、ギリシャは切り捨てても、両国への支援には全力を注ぐという方針で臨むと考えられる。ただ、やはり他の南欧諸国に波及した場合の影響は大きいとため、ギリシャは最終的には、緊縮策を緩和ないしリスケジュールすることで救済される可能性もゼロではないと思われる。

底堅いアメリカ経済

1～3 月期のアメリカの実質 GDP 成長率は前期比年率 2.2%と、前期の 3.0%を下回り、景気回復のペースが鈍化した。記録的な暖冬により個人消費は好調であったものの、設備投資はマイナスとなり、企業は先行きに慎重姿勢を示している。

雇用の改善ペースもこのところ鈍化している。4 月の雇用統計では、非農業部門の就業者数は前月比 11 万 5 千人と市場予想を下回り、昨年 10 月以来の低い伸びとなった。就業者の増加数は昨年 12 月から今年 2 月まで 3 か月連続で 20 万人を超えたが、4 月は 3 月（15 万 400 人増）に続き低迷した。4 月の失業率は 8.1%と、前月から 0.1 ポイント改善し 3 年 3 か月ぶりの低水準となった。失業率は、昨夏の 9.1%からこれまで予想以上のペースで改善してきたといえる。ただ、景気回復にも関わらず、雇用条件などの厳しさにより職探しをあきらめる人もおり、結果として、失業率計算の際の分母である労働力人口が減り、失業率が見かけ上改善している可能性がある。4 月の労働参加率（16 歳以上の人口のうち働く意欲を持つ人の割合）は前月比 0.2 ポイント低下の 63.6%と、

およそ 30 年ぶりの低水準となっている。

このように、直近時点では実質 GDP や雇用の改善ペースが鈍っているものの、米景気は底堅く推移しており、先行きについて悲観論が広がっているわけではない。金融緩和による下支えも続いている。FRB は 4 月 24～25 日の FOMC で、実質的なゼロ金利政策など現在の政策を据え置くとともに、米景気の見通しをわずかに上方修正した。FRB が 08 年 12 月から続けている実質的なゼロ金利政策は 14 年後半まで継続する方針に変わりがなく、バーナンキ議長は、必要に応じて追加緩和を行う準備があることを強調している。

2014 年という時期は、懸念されていた家計部門のバランスシート調整が終息するとみられる時期とおおむね一致する。アメリカの家計債務残高の 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。

金融緩和を続ける新興国・資源国

新興国や資源国においては、欧州債務危機に伴う悪影響に対処するため、金融緩和を断続的に行っている。いち早く金融緩和へかじを切ったのはブラジルで、欧州債務危機に伴う投融資資金引き揚げなどの影響を警戒し、昨年 8 月に約 2 年ぶりに利下げに踏み切っている以降、計 6 回にわたり利下げを行っている。その結果、政策金利は 9% と過去最低水準 (8.75%) に近づいている。5 月 1 日には、オーストラリアが昨秋以降 3 回目となる 0.5% の利下げを行い、政策金利は 3.75% になった。このほか、ロシアは昨年 12 月に約 1 年ぶりに利下げ、インドも今年 4 月に 3 年ぶりに利下げに踏み切った。

中国は政策金利の引き下げは行っていないが、5 月 12 日には、昨年 12 月、今年 2 月に続く 3 回目の預金準備率の引き下げを発表した (0.5%)。中国の 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 8.1% と 5 四半期連続して低下し、景気減速が続いている。8.1% という成長率は、リーマンショックの影響を受けた 2009 年 1～3 月期の 6.6% 以来の低さである。景気減速は、欧州の債務危機で輸出の伸びが鈍化したこと、物価上昇抑制のためこれまで金融引き締めを続けてきたことなどに

よる。足元の消費者物価上昇率は、政府の抑制目標の4%を下回る状態となっており、今後も金融緩和を行いやすい環境となっている。

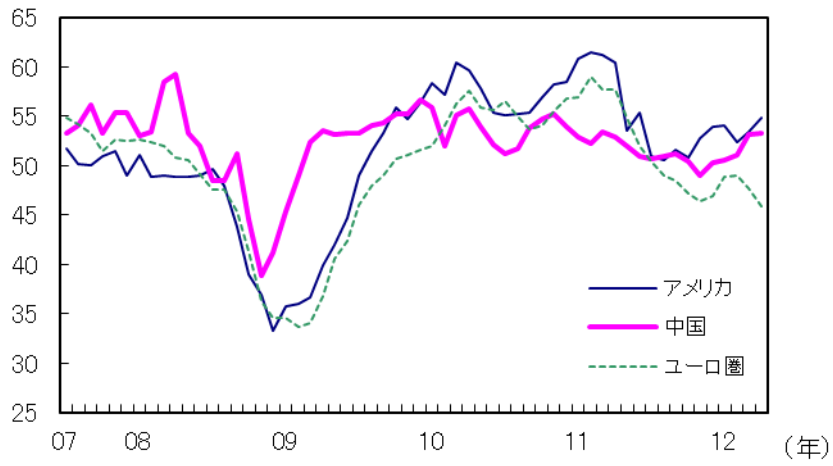
このほか政府は、4月13日に首相が主催する常務会議を開き、増値税の減税や内陸部での鉄道など、インフラ整備の加速を軸とした景気対策を実施する方針を決めており、今後については追加金融緩和に加えて内需拡大の景気対策により、景気減速に歯止めがかかっていると見込まれる。

なお中国人民銀行は、4月14日、対ドル相場の変動幅を、1日当たり上下0.5%から1%に拡大させた。変動幅の拡大は2007年5月以来約5年ぶりである。これには、米国からの人民元切り上げ圧力をかわす狙いがあると考えられる。これまで中国は高成長を続けてきたため、投機マネーの流入などにより人民元が値上がりしやすい状況にあったが、元売りドル買い介入によってこれを抑制してきた。しかし、最近では世界経済が減速し、投機マネーが増える状況ではなくなり、以前より元高になりにくくなっていた。中国経済減速に伴い元の先高感は薄れており、変動幅を拡大しても元高ペースが増す心配は少なく、中国にとっては、変動幅を広げるにはちょうどよい時期であったといえる。

世界経済は今年後半以降、徐々に上向きに

世界経済は現状では欧州や新興国を中心に減速傾向を強めているが、新興国においては金融緩和や景気対策の効果が表れてくる今年後半以降は、減速に歯止めがかかっていると考えられる。欧州では、ギリシャのデフォルトやユーロ圏離脱の可能性が高まるなどなお波乱含みであるが、欧州経済の悪化をテコにして、将来的な財政統合への道筋が見えるようになってくれば、先行きへの展望が開けていくと考えられる。こうした中、アメリカ経済は底堅く推移し、世界経済を下支えしていくと考えられる。景気の先行指標であるPMI（製造業景況感指数）は、ユーロ圏は落ち込んでいるものの、アメリカ、中国は上昇傾向にある（図表2）。

図表2 米欧中のPMIの推移



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

2. 日本経済—復興需要が本格化し高めの成長へ

輸出が下げ止まり内需は底堅く推移

1～3月期の日本経済は、復興需要の顕在化や自動車消費の回復など内需が堅調な動きを示したことにより、前期比年率 4.1%の高い成長となった。外需も、輸出が下げ止まりプラスに転じたことで、プラスの寄与となった。

生産は 10～12 月期はタイ洪水などの影響により前期比 0.4%とわずかな増加にとどまったが、1～3月期は同 1.2%と伸びを高めた。3月の生産は、世界的な在庫調整が続いている電子部品・デバイスが低下したものの、輸送機械工業（自動車）がエコカー補助金による販売増加などにより増加した（図表 3）。

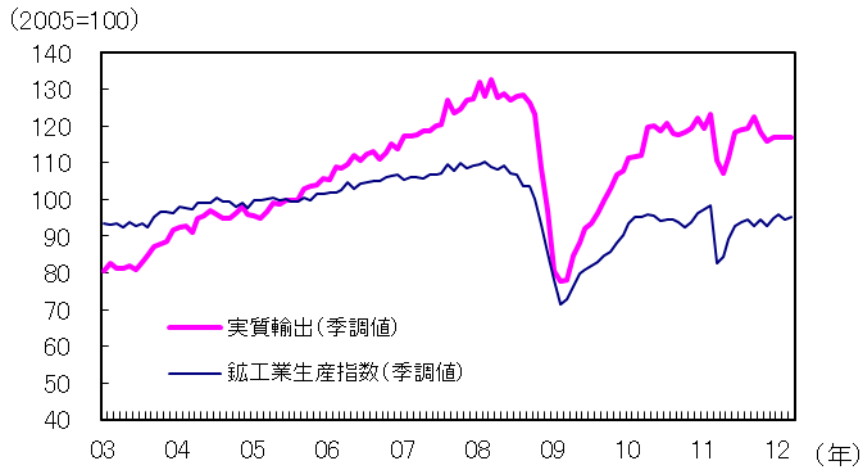
ただし、鉱工業生産指数の季節調整ではリーマンショック後の数値を含めて季節調整を行っているため、リーマンショック後の生産の大きな落ち込みを季節的な変動と認識し、これを補正するように季調値が作られているため、季調値では年末から年初にかけての指数が持ち上げられやすくなっている。リーマンショック後の数値を異常値と扱った季調値では、1～3月期はほぼ横ばいとなる。タイ洪水の影響は脱したものの、生産の現状はなお強弱が交錯する状況となっている。先行きについては4月 1.0%と上昇するものの、5月-4.1%と低下が見込まれている（製造工業予測指数による）。

消費は、消費総合指数は震災後に急回復した後はほぼ横ばいであったが、昨年末にかけてやや伸びを高め、震災前の水準を上回る状況となっている（図表 4）。その背景の一つには、自動車販売の回復がある。新車販売台数は、昨年 10 月以降は、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、前年比で 20%を超える高い伸びが続き、1～3月期も高い伸びとなった。とりわけ、前年同期が東日本大震災で落ち込んだ3月は前年比 71.7%、4月は同 93.5%と高い伸びとなった。エコカー補助金の復活（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対象）も追い風となっており、新車販売は高水準が続いている。

住宅着工は、昨年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、昨年 7 月、8 月に大幅プラスとなった後、9 月以降は前年比マイナスが続いていたが、マイナス幅は徐々に縮小し、今年 2 月以降は前年比プラスに転じた（2 月前年比 7.5%、3 月同 5.0%）。住宅エコポイントの再開（新築は 10 月 21 日着工分から）や被災地における着工の増加が影響している。被災 3 県（福島、宮城、岩手）の 1 月以降の着工戸数は、前年比 30%超の高い伸びとなった。

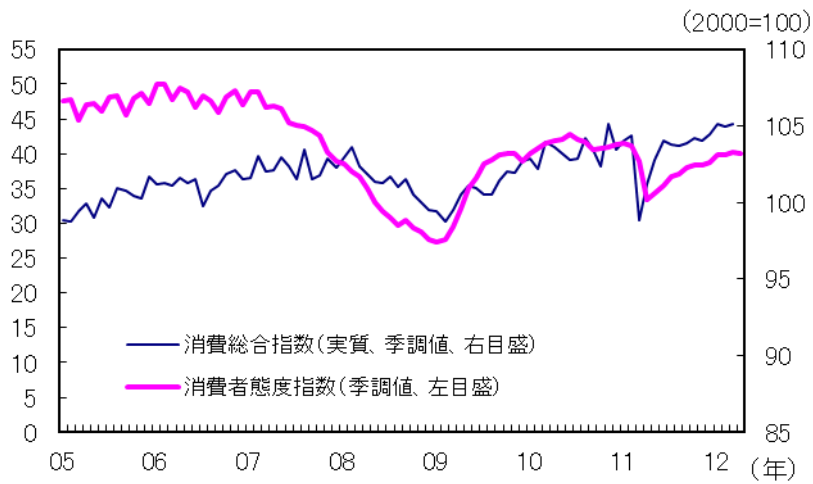
外需については、実質輸出（日銀ベース）は、世界経済の減速に伴い 10～12 月期が各地域とも

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」

前期比マイナスとなったのに対し、1～3月期はEU向けはマイナス幅が縮小、東アジア向けでは中国とNIES向けのマイナス幅が縮小する一方、ASEANがプラスに転じたことから、東アジア全体では前期比プラスに転じた。この結果、実質輸出全体では前期比-0.1%のほぼ横ばいとなり、前期の-2.8%から下げ止まった（図表3）。

本格化する復興工事

このように景気は、内需が底堅く推移する一方、輸出が下げ止まったことにより、再び成長軌道に戻る形となっている。加えて、復興工事の本格化が景気を支えている。

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9.2兆円、2012年度本予算3.8兆円）。これらのうち、昨年度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、昨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った。復興関連の公共事業関係費の半分以上は今年度に繰り越されたと見られ（進捗ベースでの繰り越し）、今年度当初予算の公共事業関係費と合わせると、2012年度の公共投資は高い伸びになると考えられる。

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）。今後は、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、予算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。

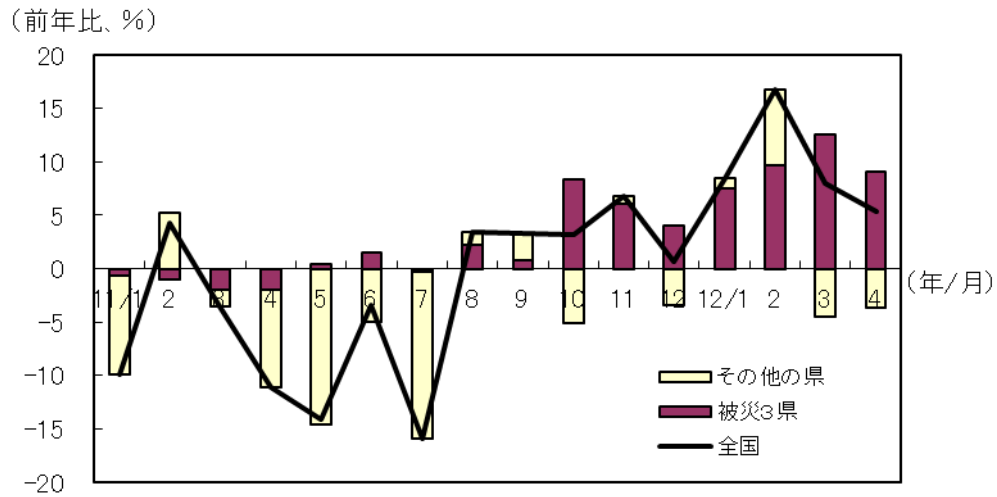
設備投資については、被災した設備を修復したり建て替えたりする動きもあり、増加基調で推移している。10～12月期の機械受注は、前期比-2.6%と4四半期ぶりにマイナスとなったものの、1～3月期は同0.9%とプラスに戻り（図表6）、4～6月期も2.5%の増加見通しとなっている。輸出の減少に歯止めがかかっており、今後は海外需要の回復も期待できるため、設備投資は緩やかな増加基調で推移していくと考えられる

遅れる住宅の再建

住宅着工については、昨年度の被災3県の新設住宅着工戸数は（2万5424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22.9%、全壊戸数と半壊戸数を合わせた33万848戸（同）の7.7%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%に過ぎないと推察される。

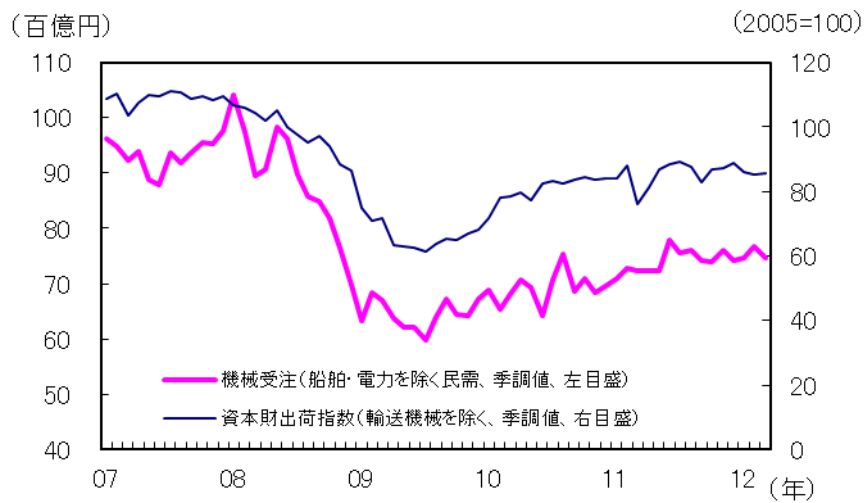
まちづくり計画が策定されれば、被災地の住宅着工の増勢がさらに増していくと考えられるが、

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」

高台移転については合意にかなりの時間を要するため、今年度中に実現できない地域は多いと考えられる。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。

2012年度の実質GDP成長率は2%台半ば

以上をまとめると、日本経済は輸出の減速に歯止めがかかり、今後は、海外経済の持ち直しに伴い緩やかに回復していくと考えられることに加え、復興需要が本格化していくことで、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2012年度2.4%、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月期に消費や住宅投資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るためである。

リスク要因としては、今夏が猛暑となることにより、電力不足に陥る懸念があげられる。原発稼働率がゼロのままでは関西の電力が不足し、計画停電する事態も考えられるが、昨年夏の経験から、企業は生産シフトなど柔軟な対応力やノウハウを有しており、今年の場合は、早くから電力不足が指摘されてきたため、企業の危機意識も非常に強まっている。仮に計画停電のような事態になった場合でも、結果としてその影響は軽微になることを想定している。

物価安定の目途は引き上げも検討へ

消費者物価（生鮮食品を除く）上昇率は、2012年度0.2%、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強くないためである。

直近の消費者物価指（除く生鮮食品）上昇率は、2月以降プラスに転じているが（2月前年比0.1%、3月同0.2%）と2ヵ月連続で上昇したが、その一因はガソリンなどエネルギー関連の底上げである。このほか、2月からテレビの調査対象が新製品に切り替えられたことにより、テレビが33年ぶりにプラスに転じたという要因もあり、なお物価が安定的にプラスに転じたと判断するには早計である。ただ、生鮮食品や、石油製品、その他特殊要因を除いたベースでも、消費者物価指数の前年比のマイナス幅は縮小傾向にあり、復興需要の本格化が今後これに拍車をかけていく可能性があ

る。

なお、金融政策の運営については、FRB が物価上昇のゴールを 2% としたことに伴い、2 月 14 日には日銀も、これまでの「物価安定の理解」を「物価安定の目途（英語ではゴール）」と表現を変え、当面の目途を 1% と改めて定義し直した。しかし、1% では十分ではないとの批判はなお根強い。FRB 以外では、イングランド銀行はインフレ目標を 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。また、1% 程度の物価上昇率では、それに見合った政策金利は低いものにとどまり、そうした状態の下で景気が悪化した場合、すぐにゼロ金利制約に直面し、現在がそうであるように、金融政策の自由度が著しく低下するという問題が生ずる。

ただ、日銀は 2% について全く意識していないわけではなく、「当面、目指すべき物価上昇率は 1% とし、より長い目で見た場合には、中長期的に目指すべき物価上昇率が変わり得ることを踏まえれば、『2% 以下のプラスの領域にある』と幅を持って表現することが適当である」（金融政策決定会合議事要旨、2012 年 2 月 13、14 日開催）との認識から、目途を公表する際、このような表現で 2% についても言及している。復興需要の本格化に伴い、物価上昇率が安定的にゼロを上回る状況となった場合には、次の段階として、目途を 1% から 2% に変更することも検討課題になると考えられる。目途が引き上げられれば、それだけ緩和期間は長期化する。したがって、予測期間中は緩和的な金融環境が維持され、景気を下支えしていくと考えられる。これは円高の進展を防ぐという意味でも必要とされる。

予測表

年度	2011	2012	2013	2011	→予測 2012				2013				2014
	実績	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)	-0.0	2.4	1.4	0.0	1.0	0.4	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5
	—	—	—	0.1	4.1	1.8	2.3	1.8	1.7	0.9	0.9	1.2	2.0
個人消費	1.1	1.5	0.6	0.7	1.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.3	0.1
住宅投資	3.6	2.4	3.8	0.1	-1.6	1.2	1.0	0.4	0.8	0.7	1.0	1.5	1.8
設備投資	0.2	1.5	2.9	5.2	-3.9	0.9	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5	0.8	1.2
在庫投資(寄与度)	-0.4	0.4	0.3	-0.4	0.4	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
政府消費	1.9	1.8	0.4	0.4	0.7	0.9	0.5	-0.4	-0.2	0.0	0.6	0.0	0.8
公共投資	3.9	9.5	-4.6	-0.5	5.4	1.1	3.2	3.0	2.4	-3.1	-4.9	-3.0	-1.2
輸出	-1.4	5.5	5.0	-3.7	2.9	0.8	1.5	1.7	1.0	0.9	1.3	1.4	1.5
輸入	5.3	5.1	3.4	0.9	1.9	1.1	0.9	0.7	0.6	1.0	0.9	0.8	0.9
名目 GDP	-1.9	1.7	1.2										
GDP デフレーター	-1.9	-0.8	-0.2										

[実質 GDP 寄与度]

内需	1.0	2.3	1.0
外需	-1.0	0.2	0.4

鉱工業生産	-1.2	3.4	2.5
CPI(除く生鮮食品)	0.0	0.2	0.4
失業率	4.5	4.3	4.1
経常収支	7.9	9.0	11.1
円ドルレート	79.0	81.0	83.3

[前回予測(2012.3.8)]

実質 GDP	—	1.9	1.4
名目 GDP	—	1.2	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

《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)