

浜銀総研 News Release



2011年11月17日

2011年度・2012年度の景気予測（2011年11月改訂） - 2011年度は+0.3%と小幅なプラス成長を維持、12年度は+2.2%成長に -

要 旨

- 2011年7～9月期の実質GDPは東日本大震災による景気的大幅な落ち込みからの持ち直しの動きを受けて前期比+1.5%と高い伸びになった。消費マインドの回復などにより個人消費が持ち直したほか、復興関連投資の押し上げにより設備投資が4期ぶりに増加するなど民間需要の持ち直しが目立った。また、サプライチェーンの回復を受けて輸出も高い伸びになった。ただ、足元の月次指標をみると、海外経済の減速や円高の影響などにより輸出が鈍化しており、設備投資や個人消費などにも弱含む動きがみられる。
- 2011年度下期のわが国経済を見通すと、10～12月期については、輸出の増勢が鈍ると予想されるほか、世界景気の先行き不透明感の高まりなどにより企業の投資マインドが慎重化しており設備投資の伸びも鈍化すると見込まれる。また、消費マインドの改善が頭打ちとなり個人消費の伸びも大幅に低下するため、実質GDP成長率は7～9月期に比べて大きく低下する公算が大きい。翌年1～3月期についても、国内民需や輸出は鈍い動きが続くとみられるものの、2011年度第3次補正予算の執行が順次始まるため、公的需要の押し上げにより成長率は幾分高まると予想される。以上から、2011年度の実質GDP成長率は前年比+0.3%と小幅ながらもプラス成長を維持すると予測した。
- 2012年度になると、復興投資の本格化により公的需要の拡大が見込まれるため、成長率は次第に高まってくると予想される。ただ、年度当初は海外経済の減速や円高の影響が残るため輸出の景気けん引力が高まりにくく、景気回復の動きは緩やかなものになるだろう。年度後半になると、公共投資の伸びが鈍化してくるものの、海外経済の成長率が再び高まり始めるため、輸出の景気けん引力が強まってくると予想される。こうしたことなどから、景気回復の動きも徐々に明確になってくると予想した。以上から、2012年度の実質GDP成長率は前年比+2.2%になると予測した。

予測の要約表

(前年比、%)				(参考) 前回9月予測	
	2010年度 実績	2011年度 見通し	2012年度 見通し	2011年度 見通し	2012年度 見通し
実質GDP	2.4	0.3	2.2	0.1	2.3
民間需要寄与度	1.4	0.5	1.2	0.1	1.5
公的需要寄与度	0.0	0.3	0.6	0.6	0.4
海外需要寄与度	0.9	▲ 0.5	0.4	▲ 0.5	0.4
名目GDP	0.4	▲ 1.4	1.8	▲ 1.4	1.8

(株)浜銀総合研究所 調査部

小泉（国内経済）、北田（米国経済・金融）、土田（欧州・中国経済）

お問い合わせは、小泉（TEL 045-225-2375）まで

1. わが国の景気の現状と予測

(7 ～ 9 月期の実質 G D P は 4 四半期ぶりのプラス成長に)

2011年 7 ～ 9 月期の実質 G D P (国内総生産、季調値、1 次速報) は東日本大震災による景気的大幅な落ち込みからの持ち直しの動きを受けて前期比+1.5% (同年率+6.0%) と高い伸びになった (図表 1)。

内訳をみると、まず内需については、民間部門の持ち直しが目立つ。個人消費が消費マインドの回復やアナログ放送終了を前にした薄型テレビなどの耐久財消費の拡大により同+1.0%と増加したほか、住宅投資も震災後いったん見送られていた住宅工事の再開、住宅エコポイントや住宅ローン金利の引き下げ終了前の駆け込み需要の押し上げにより同+5.0%と1999年 4 ～ 6 月期 (同+6.6%) 以来の伸びとなった。また、設備投資が企業の投資マインドの持ち直しや復興関連投資などにより同+1.1%と 4 四半期ぶりの増加に転じ、在庫投資についても在庫を復元する動きなどにより実質 G D P 成長率に対する寄与度が前期比+0.2%ポイントと 4 ～ 6 月期に続いてプラス寄与となった。一方、政府部門については、公共投資が前期比-2.8%と 4 ～ 6 月期の水準を下回り、政府消費も同+0.4%と 4 ～ 6 月期 (同+0.7%) に比べて伸びが低下した。東日本大震災に伴う復旧関連作業が減少する一方で、本格的な復興投資が進んでいないことが影響したものとみられる。

次に海外部門をみると、サプライチェーン (供給網) 回復による供給制約の解消を受けて輸出が同+6.2%と増加した。国内需要の持ち直しなどにより輸入も同+3.4%と増加したものの、輸出の伸びが輸入の伸びを上回り、外需の実質 G D P 成長率に対する寄与度は前期比+0.4%ポイントと 5 四半期ぶりのプラスに転じた。

なお、名目 G D P についても前期比+1.4%と 4 四半期ぶりのプラス成長に転じた。実質ベースと同様に、公的需要が鈍い動きになる一方で、個人消費や設備投資などの民間需要や輸出が回復をけん引した。

図表 1 実質 G D P 成長率と内外需別の寄与度

(季節調整済、前期比、%)

	2010年			2011年		
	4 ～ 6 月期	7 ～ 9 月期	10 ～ 12 月期	1 ～ 3 月期	4 ～ 6 月期	7 ～ 9 月期
実質 G D P	0.0	0.7	-0.7	-0.7	-0.3	1.5
個人消費	-0.2	0.7	-0.9	-0.5	0.2	1.0
住宅投資	0.6	1.1	2.1	1.4	-1.1	5.0
設備投資	2.8	0.6	-0.1	-1.1	-0.5	1.1
公共投資	-5.9	-1.2	-5.9	-1.1	3.7	-2.8
輸 出	6.6	0.1	-0.5	0.2	-5.0	6.2
輸 入	5.3	1.5	-0.2	1.7	0.1	3.4

内需寄与度	-0.2	0.9	-0.6	-0.5	0.5	1.0
民間需要	-0.2	0.9	-0.5	-0.6	0.2	1.1
うち在庫	-0.4	0.4	-0.0	-0.2	0.2	0.2
公的需要	-0.1	-0.0	-0.1	0.1	0.3	-0.0
外需寄与度	0.3	-0.2	-0.0	-0.2	-0.8	0.4

名目 G D P	-0.9	0.1	-0.9	-1.1	-1.5	1.4
----------	------	-----	------	------	------	-----

(シャドーは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。)

(内閣府「四半期別 G D P 速報」)

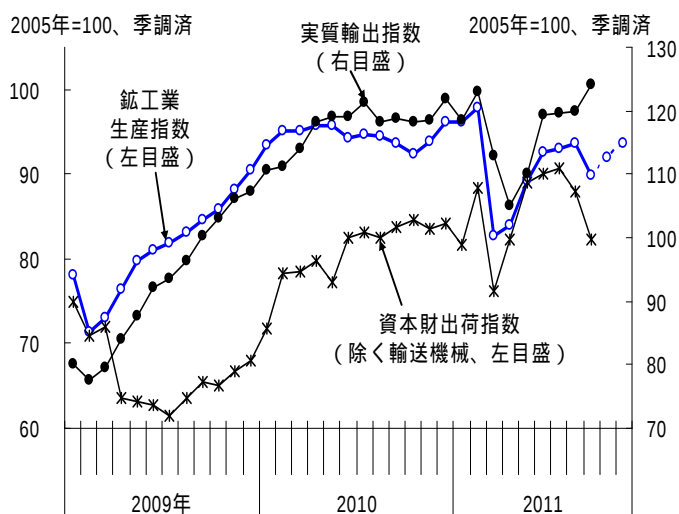
（景気回復の動きが足元で弱まる）

7～9月期の実質GDPは個人消費や設備投資などの民間需要や、輸出などの持ち直しによって高成長となったものの、月次ベースの経済指標をみると、夏場以降、景気回復の動きが弱まっていることがわかる。

まず、7～9月期の実質GDPの高成長を大きくけん引した輸出をみると、日銀公表の実質輸出指数は7月以降に伸びが頭打ち傾向となっている（図表2）。米国経済の低迷や中国経済の成長率鈍化、財政問題を背景とした欧州経済の減速などが影響したほか、8月以降急速に進んだ円高も輸出を下押ししたものとみられる。こうした輸出の鈍化の影響などで企業の生産活動も回復の動きが鈍っており、9月の鉱工業生産指数は前月比-3.3%と6か月ぶりの低下に転じている。また、世界景気の先行き不透明感の高まりによって企業の設備投資もいったん先送りされている模様で、機械投資の一致指標とされる資本財出荷指数（除く輸送機械）は8、9月と2か月連続で低下している。

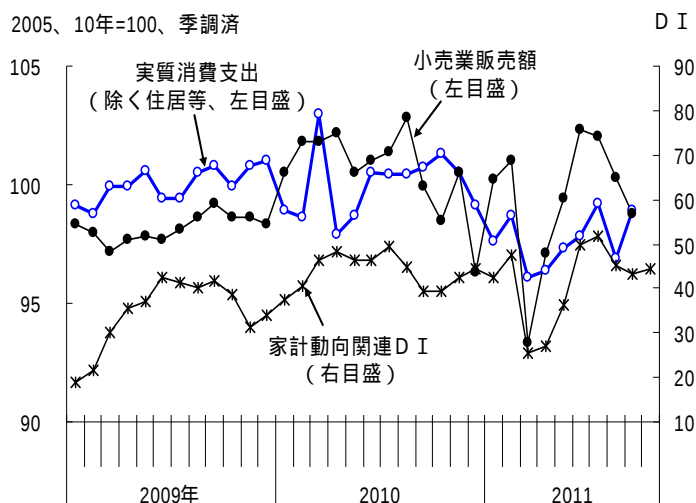
一方、家計部門をみても、9月の実質消費支出（除く住居等）が前月比+2.1%と再び増加しているものの、薄型テレビの反動減などで大きく落ち込んだ8月の減少分（同-2.3%）を取り戻しておらず、夏場始めまでの勢いはみられない（図表3）。9月の小売業販売額が3か月連続で減少していることや、景気ウォッチャー調査の家計動向関連DIが8月以降鈍い動きとなっていることなどもあわせて考えると、足元で個人消費の増勢も頭打ちになっていると判断される。

図表2 夏場以降、輸出や生産の増勢が鈍る



(注)2011年10、11月の鉱工業生産指数は製造工業生産予測指数による先延ばし。
(経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫統計」、日本銀行「実質輸出入」より作成)

図表3 個人消費は夏場始めがピーク



(注)左縦軸の基準年は実質消費支出が2010年、小売業販売額が2005年。
(総務省「家計調査報告」、経済産業省「商業販売統計」、内閣府「景気ウォッチャー調査」)

（海外経済の減速や円高が景気回復の足かせに）

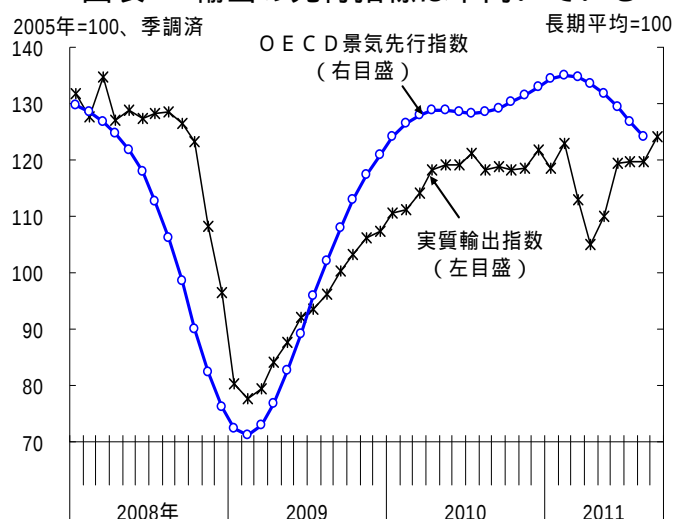
このようにわが国の景気は足元で回復の動きが弱まっているが、この先についても、海外経済の減速や円高の影響により回復の動きは強まりにくいと考えられる。

まず、海外経済の動向をみると、欧州の財政問題の深刻化の影響で世界景気の先行き不透明感は依然根強いままである。米国経済の成長率が幾分高まっていることや、中国の金融政策を左右するインフレ率が鈍化していることなどは明るい材料であるものの、わが国の輸出に対して先行性のみられるOECD景気先行指数の悪化が続いていることなども踏まえると、この先も海外需要はしばらくの間、鈍い動きになることが予想される（図表4）。

また、足元ではタイで発生した大洪水がわが国の製造業の部品調達などに影響を及ぼし始めている。部品の供給制約により国内生産が圧迫されることになれば、製品の供給の遅れによって個人消費や輸出を下押しする可能性があるほか、輸出企業を中心に製造業の業績を圧迫することが懸念される。タイの洪水は今のところ終息の目処がたっており、こうしたことも年内を中心にわが国の景気に悪影響を及ぼす可能性がある。

さらに、円相場の高値圏での推移が予想されることも、今後の景気回復の重荷となろう。マクロモデルを用いて円高の影響を試算すると、為替レートが今後も足元並みの水準（1ドル＝75円、1ユーロ＝105円）で推移した場合には、今年度下期の実質輸出や経常利益が大きく圧迫され、実質GDP（国内総生産）が年率ベースで0.6%ポイント程度下押される結果となる（図表5）。政府・日銀の為替介入により円高進行にはいったん歯止めが掛かっているものの、米欧景気の先行き不透明感が払拭されないなかで、この先も円買い圧力は高まりやすいと考えられる。海外経済の減速の影響で増勢が鈍っている輸出が円高の定着によってさらに下押されることになれば、輸出企業の業績下振れなどを通じて、景気にも悪影響が及ぶことになろう。

図表4 輸出の先行指標は下向いている



（日本銀行「実質輸出入」、OECD「Composit Leading Indicators」）

図表5 円高の景気下押し圧力（試算値）

	2011年度		2012年度	
		下期	上期	下期
実質GDP	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.3
実質輸出	▲ 0.8	▲ 3.2	▲ 1.2	▲ 0.7
実質設備投資	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 1.2
経常利益	▲ 1.3	▲ 6.4	▲ 1.5	▲ 0.2
鉱工業生産	▲ 0.5	▲ 2.1	▲ 1.0	▲ 0.7

（注）単位は年度が前年比%ポイント、上・下期が前期比年率換算%ポイント。2011年10～12月期以降の為替レートについて、2011年度上期水準（1ドル＝79.7円、1ユーロ＝113.7円）が続いた場合と、足元の水準（1ドル＝75円、1ユーロ＝105円）が続いた場合において、2011年10～12月期以降の実質GDP（国内総生産）などの伸び率をマクロモデルにより試算し、その伸び率の差異を示した。

（年明け後は復興投資が景気を底上げすることが期待される）

このように海外経済の減速や円高が今後のわが国の景気回復の足かせとなることが予想されるものの、東日本大震災の復興関連投資の支えにより景気が腰折れすることは避けられるだろう。

7月末に公表された東日本大震災復興対策本部の『東日本大震災からの復興の基本方針』によれば、今回の震災に伴う復旧・復興対策の事業規模は10年間で少なくとも23兆円にのぼり、今年度から5年間の「集中復興期間」において19兆円程度の事業の実施が見込まれている。既に国会で成立し執行が始まっている今年度第1次、第2次補正予算において復興関連予算が合計6兆円計上されており、こうした復興予算が順次執行されることで今後のわが国の景気が下支えされと考えられる。

また、11月10日には2011年度第3次補正予算が衆議院で可決された。その内容を見ると、復旧・復興投資の地方負担分を手当てするための「地方交付税交付金」や

「公共事業等の追加」などに多くの経費が計上されている（図表6）（注1）。こうした予算は公共投資としてGDPを直接押し上げる効果が見込まれるため、予算の執行とともに景気を底上げしていくことが期待される（注2）。この予算は年明け後順次執行され、復興投資も本格化してくるとみられるため、2012年以降は次第に復興投資の景気底上げ効果が強まってくると予想される。

なお、復興の財源となる復興増税について与野党協議で合意がなされた。焦点の所得税増税は増税期間が25年となり、家計の1年あたりの負担額の軽減が図られている（図表7）。所得税増税は2013年1月に開始される見通しであるものの、負担額が小さいこともあって、2012年度の景気に与える影響は軽微になると考えられる。

（注1）今回の補正予算には円高対策も盛り込まれている。ただその内容をみると、「金融支援の拡充」

など円高の痛みを和らげる施策が中心となっており、円高を抑える効果は乏しいと考えられる。

（注2）今回の補正予算の執行に伴い公共投資などが実施されることにより、2012年度のGDPが0.9%程度押し上げられると想定した。

図表6 第3次補正予算案が衆議院で可決

平成23年度第3次補正予算の主な内容

総 額	12兆1,025億円
東日本大震災関係経費	11兆7,335億円
地方交付税交付金 （復旧・復興事業の地方負担分を手当て）	1兆6,635億円
東日本大震災復興交付金 （被災した地方公共団体が進める復興プランを支援）	1兆5,612億円
公共事業等の追加	1兆4,734億円
全国防災対策費 （学校の耐震化など）	5,752億円
災害廃棄物処理事業費 （ガレキ処理経費）	3,860億円
→ ～ により公的需要の押し上げが見込まれる	
災害関連融資関係経費 （中小企業の資金繰り支援など）	6,716億円
災害救助等関係経費 （被災者支援など）	941億円
その他の東日本大震災関係経費 （雇用、住宅関連支援の他、円高対策なども含む）	2兆4,631億円
→ ～ により民間部門の下支えが見込まれる	
原子力災害復興関係経費 → 原発事故への対応予算	3,558億円
年金臨時財源の補てん （1次補正予算で活用した財源の補てん）	2兆4,897億円
→ 財源の補てんであり、経済効果なし	
その他の経費	3,210億円
台風第12号に係る災害対策費など	
B型肝炎関係経費	480億円

（注）斜字は予算執行で見込まれる経済効果などを当社の判断で記載。

（財務省「平成23年度補正予算（第3号）の概要」などより作成）

図表7 所得税の復興増税期間は25年間に

復興増税の概要

税目	内 容	財源額
所得税	25年間(2013/1～2037/12)にわたって復興特別所得税(2.1%の付加税)を上乗せ → 年収300万円で200円、500万円 で1600円、800万円7000円、1000 万円1万4000円の負担増(年間)	7.5 兆円
法人税	3年間(2012/4～2015/3)にわたって復興特別法人税(10%の付加税)を上乗せ → 法人実効税率の引き下げが同時に実施されるため、法人実効税率は2%程度の引き下げに	2.4 兆円
住民税	* 均等割分の引き上げ 10年間(2014/6～2024/5)にわたって年間1000円上乗せ * 退職所得控除廃止 2013年1月より退職所得の10%税額控除を廃止	0.6 兆円 0.2 兆円
合 計		10.7兆円

（税制調査会資料などより作成）

（設備投資は2012年度に伸びが高まってくる見込み）

このように公的部門において復興投資が拡大することからわが国の景気は緩やかな回復基調を維持するとみられる。ただ民間部門をみると、当面、鈍い動きになることが予想される。

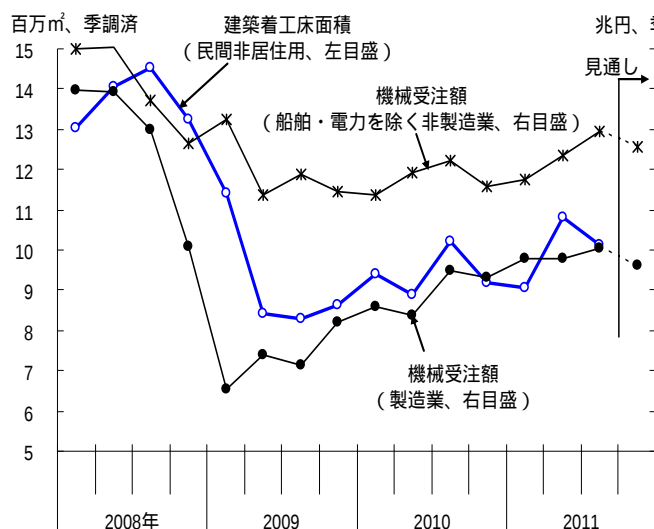
まず、設備投資をみると、企業の投資マインドには慎重化している様子がみられるため、当面伸びが高まりにくいと考えられる。機械投資の先行指標とされる機械受注額（船舶・電力を除く民需）は9月には前月比-8.2%と再び減少し、10～12月期の見通しも前期比-3.8%と減少が見込まれている（図表8）。業種別には製造業で同-4.2%と減少が見込まれており、非製造業に比べて伸びが鈍くなっている。輸出企業などを中心に、世界経済の先行き不透明感の高まり、円高などによって企業

収益の下ぶれ懸念が高まっていることなどが影響しているものとみられる。一方、建設投資の先行指標とされる建築着工床面積（民間非居住用、当社による季調値）をみても、7～9月期には同-6.1%と再び減少している。今年前半にみられた、震災後の復旧投資や節電対策投資は既に一段落しているとみられ、この先しばらくの間、設備投資は鈍い動きになることが予想される。

もっとも、2012年後半になると、欧州の債務問題が峠を越えて世界景気の先行き不透明感が次第に和らいでくるとみられるほか、中国経済の持ち直しなどにより海外経済の成長率も徐々に高まってくると予測される。このため、企業の投資マインドが改善し、輸出の増勢も強まってくるため、企業の設備投資意欲は再び高まってくると考えられる。また、被災地の復興計画が具体化するとともに企業の復興投資も本格化してくるだろう。加えて、2011年度第3次補正予算に盛り込まれた「立地補助金」^{（注）}を利用した生産・開発拠点に対する投資や、エネルギー関連の投資が活発化することも期待される。企業の設備過剰感が解消方向にあることや、設備投資の原資となる企業のキャッシュ・フローの水準が高水準であることなども踏まえると（図表9）、2012年度には企業の設備投資は徐々に伸びが高まってくる公算が大きい。

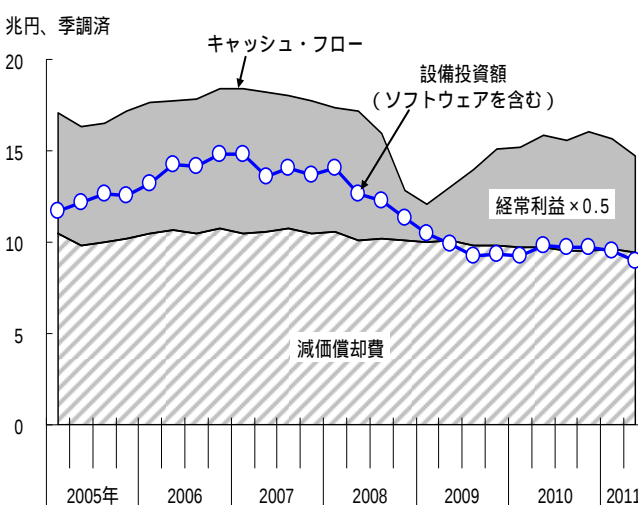
（注）今年度第3次補正予算の「その他の東日本大震災関係経費」のなかに、産業の空洞化や雇用の喪失を防ぐために、成長分野などの生産、研究開発拠点の国内立地補助予算として5,000億円が計上された。

図表8 設備投資の先行指標は鈍い動きに



（注）機械受注額の2011年10～12月期は企業の見通し。
（内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より作成）

図表9 企業の設備投資余力は十分



（注）キャッシュ・フロー＝減価償却費＋経常利益×0.5。
設備投資額（ソフトウェアを含む）、減価償却費は当社にて季節調整。
（財務省「法人企業統計季報」より作成）

（住宅投資はいったん弱含むものの、2012年後半以降伸びが次第に高まる見込み）

住宅投資もこの先いったん弱含むだろう。住宅投資の先行指標である住宅着工戸数を見ると、フラット35Sの住宅ローン金利の引き下げが9月末で終了することに伴う駆け込み着工の影響で、7、8月は2009年1月以来となる年率90万戸（季調済）を超えたものの、その反動で9月は前月比-20.2%と大きく減少した。この先の住宅着工についても、しばらくは夏場の急拡大の反動が残るとみられるため、住宅投資も来年始めにはいったん弱含むことになるだろう。

ただ、被災地の復興事業が進むにつれて住宅関連の復興投資も本格化することが予想される。また、住宅エコポイントやフラット35Sの金利引き下げについては前述の今年度第3次補正予算において予算措置が取られ、この先制度が復活する見通

しである。こうした住宅購入支援策の押し上げ効果も次第に現れるとみられることから、2012年後半以降になると、住宅投資の伸びが次第に高まってくると予測した。

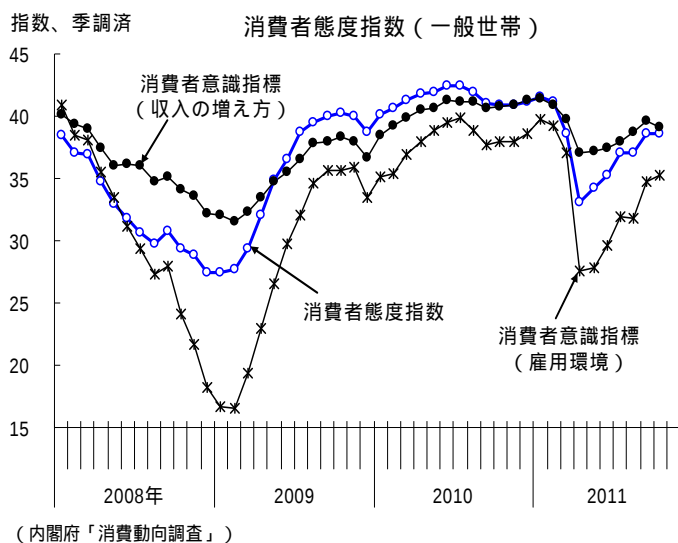
（個人消費は当面鈍い動きが続き、2012年度後半に伸びが高まる）

一方、個人消費についてもこの先増勢が弱まる可能性が高い。7～9月期の個人消費が大きく伸びた要因としては、震災後大きく落ち込んでいた消費マインドが回復したことに加えて、薄型テレビや節電関連消費などが盛り上がったことなどがあげられる。ただ、薄型テレビなどの特殊要因は既にはく落しており、また、足元の消費マインドをみると、10月の消費者態度指数が前月比横ばいにとどまるなど、改善の動きが鈍っている（図表10）。こうしたことから10～12月期の個人消費は増勢が大きく鈍化することになるだろう。さらに、2012年1～3月期以降についても、欧州債務問題に伴う世界的な株価低迷の影響などにより消費マインドは鈍い動きが続くと予想される。また、円高の影響などにより企業業績の下ぶれが見込まれるため所得情勢の改善に大きな期待ができないことや、2012年度には子ども手当の見直しにより家計の可処分所得が減少する見込みであることなども踏まえると（注）、しばらくの間、個人消費の回復力は高まりにくいと考えられる。

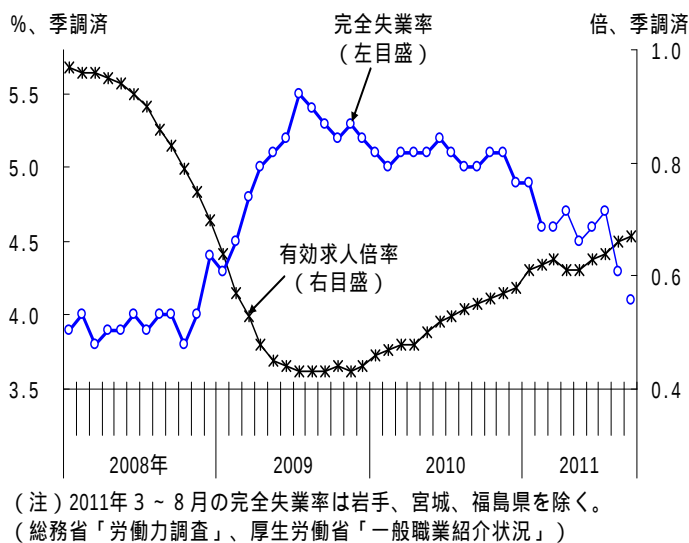
もっとも、足元の雇用情勢をみると、9月の完全失業率が4.1%と2008年11月（4.0%）以来の水準まで低下しているほか、有効求人倍率が緩やかに回復するなど、改善方向に向かっている様子がうかがえる（図表11）。この先についても復興事業の本格化とともに建設業などを中心に雇用者数の増加が見込まれるため、こうした雇用情勢の改善が支えとなって個人消費の腰折れは避けられるとみられる。また、2012年度後半になると、海外経済の持ち直しを受けて製造業などでも採用意欲が高まってくるため雇用情勢の回復が進むとともに、輸出や生産の回復を受けて所得情勢も緩やかに持ち直し始めると予想される。こうした雇用・所得情勢の持ち直しに加えて、世界景気の先行き不透明感も和らいでくるとみられるため、消費マインドも次第に改善してくるだろう。この結果、年度後半に向けて、個人消費の伸びは徐々に高まってくると考えられる。

（注）今回の予測では、子ども手当の見直しにより2012年度の家計の可処分所得が0.5兆円程度減少すると見込んだ。

図表10 消費マインドの改善が鈍る



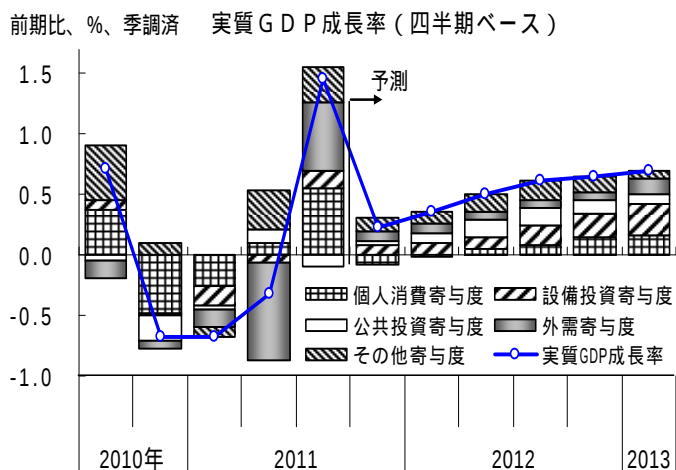
図表11 雇用情勢は改善方向に



(2011年度後半は海外経済の減速などで緩やかな伸びに)

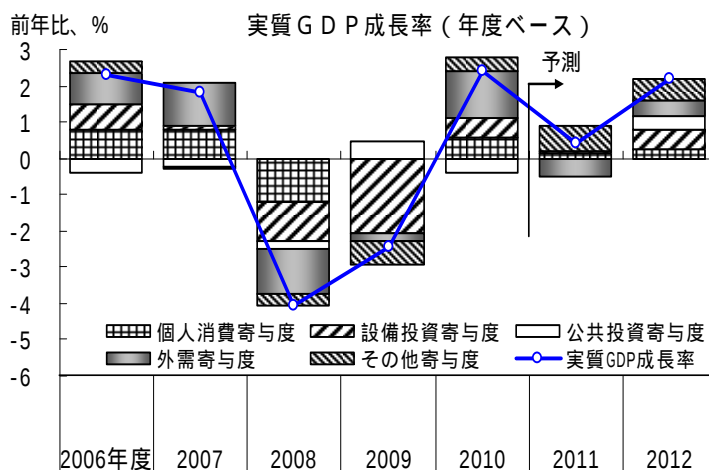
以上を踏まえた上で、2011年度下期のわが国経済を予測すると、足元の10～12月期については、海外経済の減速や円高の影響で輸出の増勢が大きく鈍化し、投資マインドの慎重化により設備投資も微増にとどまると予想される。また、消費マインドの改善が頭打ちとなることなどにより個人消費の伸びも大幅に低下するだろう。加えて、今年度第3次補正予算の執行を前にして公共投資の伸びも高まりにくいことから、成長率は大きく低下する公算が大きい(図表12)。年明け後の1～3月期についても、世界経済の不透明感は依然として強いままで、輸出や国内民間需要は鈍い動きが続くとみられる。ただ、第3次補正予算の執行が順次始まるため、公的需要の押し上げが次第に強まり、わが国の景気は幾分成長率が高まると予想される。こうしたことから2011年度の実質GDPについては前年比+0.3%と、小幅ながらもプラス成長を維持すると予測した(図表13)。

図表12 10～12月期は成長率が大きく低下



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総合研究所作成)

図表13 2012年度は2%超えの成長に



(内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総合研究所作成)

(2012年度には復興投資が本格化、輸出の景気けん引力も夏場以降は次第に強まる)

2012年度になると、復興投資の本格化により公的需要の拡大が見込まれるため、成長率は徐々に高まってくると見込まれる。ただ、年度当初は海外経済の減速や円高の影響が残るため輸出の景気けん引力が高まりにくく、景気回復の動きは緩やかなものになるだろう。なお、今回の予測では2012年半ばには欧州の債務問題が峠を越えると想定しているため、年後半になると世界景気の不透明感が次第に解消に向かうと考えられる。また、米国経済が2%台前半の緩やかな成長を続ける一方で、中国経済の成長率が年後半に向けて徐々に高まってくると予測している。このため、輸出の景気けん引力は夏場以降には次第に強まってくると予想される。復興関連の公共投資の伸びは年度後半には鈍化してくると予想されるものの、輸出の景気けん引力の回復を受けて設備投資の増勢が強まり、雇用・所得情勢の緩やかな改善とともに個人消費の伸びも高まってくると考えられる。こうしたことから、わが国の成長率も年度後半に向けて次第に高まってくると予想される。

以上から、2012年度の実質GDP成長率は前年比+2.2%と、2010年度(同+2.4%)以来2年ぶりに2%を超える成長になると予測した。

(注) 今回の予測では、定期検査終了後に再稼働できない原発が来夏までには再び稼働し、原発停止に伴う発電コスト上昇分の電力料金への転嫁も限定的との前提で予測を行った。

2. 予測の前提となる海外経済の見通し

(米国経済は年率2%程度の緩やかな成長が続く)

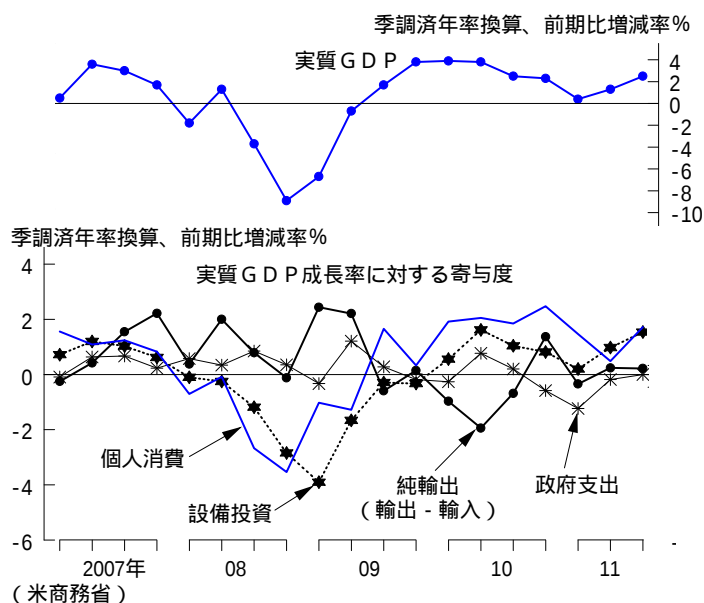
米国の2011年7～9月期の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比年率+2.5%と1年ぶりの高い伸びとなり、2011年前半の低成長(1～3月期が同+0.4%、4～6月期が同+1.3%)から抜け出した(図表14)。

需要項目別にみると、7～9月期は個人消費や設備投資といった民間需要が成長を牽引したことがわかる。すなわち、個人消費はサービス消費の増加などにより同+2.4%と前期(同+0.7%)に比べて増勢を強めた。また設備投資も同+16.3%と大幅に増加した。投資の内訳をみると、産業機械(同+33.1%)や輸送機械(同+37.9%)への投資が大きく増加したほか、構築物への投資も同+13.3%と2四半期連続で2ケタ増となった。また住宅投資も同+2.4%と、小幅ながら2期連続の増加を維持した。一方、企業が在庫の積み増しを抑制したため、在庫投資は前期から大幅に鈍化した(成長率への寄与度は同-1.1%ポイント)。対外部門では、輸出(同+4.0%)、輸入(同+1.9%)とともに前期より増勢がやや強まり、純輸出(輸出-輸入)の寄与度は同+0.2%ポイントにとどまった。

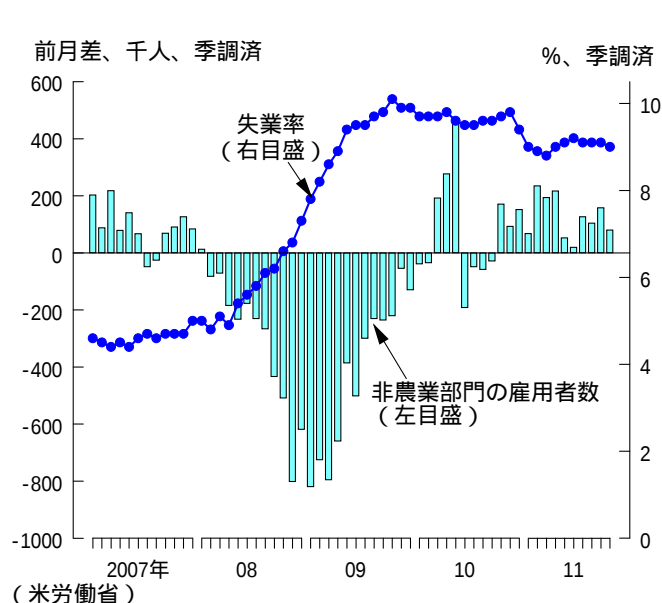
このように米国景気は7～9月期に民需を中心に持ち直したが、先行きに関しては依然として不透明感が強い状況にある。まず家計部門では、7～9月期の貯蓄率が前期の5.1%から4.1%に低下しており、家計が貯蓄に回す資金を減らして消費を増やした姿がうかがえる。また10月の非農業部門雇用者数は前月比8万人増と、13か月連続で増加したものの、増加幅が小幅にとどまった(図表15)。10月の消費者信頼感指数が2009年3月以来の低水準となるなど、消費者心理も冷え込んでいる。住宅市場に関しても、住宅販売件数の水準が新築、中古ともに低く、かつ販売価格の下落も続いており、いまだ低迷の域を脱していない。

一方、企業部門では、10月の製造業生産指数が前月比+0.5%と4か月連続で上昇するなど、東日本大震災に伴うサプライチェーン(供給網)障害が解消されるなかで自動車を中心に生産活動が持ち直している。また、機械投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)をみると、9月には前月比+2.9%と2か月連続で増加しており、四半期ベースでは7～9月期が前期比+2.5%と4～6月期(同+4.7%)

図表14 米国景気は民需を中心に持ち直し



図表15 米雇用情勢は緩やかに改善



に続いて増加した。建設支出（民間非居住用）も9月には前月比+0.3%と2か月連続で上昇するなど、底打ちの動きが現れている。ただ、10月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数が50.8と前月（51.6）と比べて小幅低下するなど、企業の景況感には依然として慎重さがみられる。

こうした状況を踏まえて今後を展望すると、米国経済は当面緩やかな成長が続くと見込まれる。すなわち、企業の設備投資は製造業を中心に底堅く推移し、引き続き景気の下支え役となろう。また輸出に関しても、新興国の需要拡大と既往のドル安を背景に、増加基調を維持するとみられる。一方、個人消費は、雇用情勢の緩やかな改善に支えられた回復となろう。家計が依然として過剰債務の圧縮に追われていることもあり、個人消費の力強い回復は期待しにくい。また、住宅市場が低迷するなかで、住宅投資も弱い動きになると見込まれる。加えて、厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減も、引き続き景気の下押し要因になろう。以上から、米国経済は実質ベースで年率2%程度での緩やかな成長が続き、暦年ベースでは2011年の実質GDP成長率が+1.8%、2012年が+2.1%になると予測した。

なお、米国の金融政策については、当社の予測期間中（2012年3月まで）、緩和的な政策が続くと見込んだ。FRB（米連邦準備理事会）は今年8月のFOMC（公開市場委員会）声明で、実質的なゼロ金利政策を「少なくとも2013年半ばまで」維持する方針を示し、直近10月のFOMC声明でも同じ表現が使われている（図表16）。また10月のFOMC声明では、「国際金融市場の緊張など景気見通しには著しい下振れリスクが存在する」と指摘しており、欧州債務問題の混乱などによる米国経済への悪影響に警戒感を示している。その上で声明文では「景気浮揚に向けて取り得る手段を使う用意がある」と述べ、追加の金融緩和に踏み切る準備があることを示唆している。バーナンキFRB議長も10月のFOMC後の記者会見で、住宅市場の低迷が米国景気の回復が鈍い大きな理由であると指摘し、住宅ローン担保証券（MBS）の購入が将来実現可能な選択肢であると述べた。今後、FRBは経済・金融情勢を見極めながら、MBSの購入を柱とする量的緩和第3弾（QE3）の実施を模索することになろう。

図表16 FOMC声明（2011年11月2日）の骨子

景 気 判 断	経済成長は第3四半期にやや強まった。ただ、労働市場は全般に弱く、高い失業率が続いている。長期のインフレ期待は安定している。
	今後数四半期にわたる景気回復は緩やかになると予想。国際金融市場の緊張など、景気見通しには著しい下振れリスクが存在する。
金 融 政 策	前回発表した保有証券の平均残存期間を延長するプログラムを継続。政府機関債と住宅ローン担保証券の再投資方針、米国債の再投資方針を維持する。
	フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を0～0.25%に据え置く。FF金利は少なくとも2013年半ばまで異例の低水準にとどまることが正当化される可能性が高い。
	物価安定のなかで、景気浮揚に向けて取り得る手段を使う用意がある。

（FRB資料より作成）

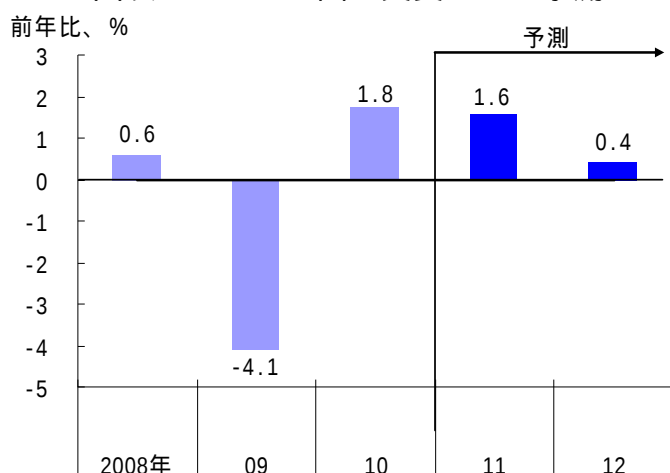
(2012年のユーロ圏実質GDP成長率は+0.4%に鈍化へ)

ユーロ圏経済は低迷が続いている。2011年7～9月期のユーロ圏の実質GDP（域内総生産、一次推計値）は前期比+0.2%と、4～6月期と同じ伸びにとどまった。国別にみると、ユーロ圏景気回復のけん引役であるドイツが前期比+0.5%と4～6月期（同+0.3%）から成長率が加速した。またフランスの成長率も同+0.4%と前期（同-0.1%）から持ち直して、ユーロ圏全体の成長を下支えした。その一方で、スペインが同横ばいと2四半期連続で成長率が減速したほか、ポルトガルが同-0.4%と再びマイナス幅を拡大させるなど、南欧諸国の景気低迷が目立った。

直近の月次指標は、ユーロ圏景気が先行きも減速基調で推移することを示唆している。足元の景気動向を示すユーロ圏景況感指数は、10月が93.0と9月（95.0）から低下し、長期平均（=100）を3か月連続で下回っている。部門別には、世界経済の成長鈍化を受けた輸出受注の低下などから、これまで景気回復のけん引役であった製造業の景況感悪化が顕著である。財政・金融問題を受けて圏内需要の低迷が長期化するなかで、これまでユーロ圏景気を支えてきた域外需要も、年末にかけて停滞色を強めると考えられる。ただ1～3月期の成長率が高かったことなどから、2011年通年の実質GDP成長率は+1.6%程度と、2010年（+1.7%）とほぼ同水準になると見込まれる（図表17）。

2012年のユーロ圏景気を展望すると、回復ペースは非常に緩慢でありながらも、年後半にかけてわずかながら加速していくと予想される。需要項目別には、混迷を極める財政問題を受けて、政府支出や公的資本形成が大幅な削減を余儀なくされ、経済全体の成長の足かせとなるだろう。こうした公的需要の低迷が民間需要にも波及し、特に個人消費や住宅投資の低迷につながると考えられる。他方で輸出が、年後半にかけて徐々に増勢を強め、景気を下支えすることになるだろう。早晩、インフレ圧力の弱まりを受けて利下げに転じ、年末にかけて成長率が高まるとみられる中国などの新興国向けや、徐々に景気回復への足取りがはっきりしてくると予想される米国向けが、輸出回復のけん引役になると考えられる。こうした輸出の展開に応じて、設備投資も非常に緩やかながら回復力を強めていくとみられる。しかしながら域内需要の低迷から、通年の実質GDP成長率は+0.4%と、2011年より大きく鈍化すると予測する。

図表17 ユーロ圏の実質GDP予測



(実績値はEurostat、予測は浜銀総研)

図表18 包括戦略の内容

各政策	内容
E F S F の規模拡大	既に実施した南欧諸国向け金融支援などを控除した、欧州金融安定基金（E F S F）の利用可能枠に4倍相当のレバレッジをかけて、最大1億ユーロの資金枠を確保する。
銀行の資本増強	狭義の中核的自己資本の比率（コアTier1）を9%と定め、域内の銀行に2012年6月までを期限に増資を求める。欧州銀行監督機構（E B A）によると、域内の銀行が9%の狭義の中核的自己資本比率基準を満たすために必要な追加資本額は約1,060億ユーロに相当。
民間金融機関が保有するギリシャ国債の自発的な減免	減免率を50%とする。民間負担額は1千億ユーロに相当。これにより、ギリシャの国内総生産に対する公的債務残高の比率を、現在の160%から、20年までに120%までに引き下げる。なおギリシャ向け支援の資金規模は、11年7月の第二次金融支援（1,090億ユーロ）から210億ユーロ増額され、1,300億ユーロ相当となる見通し。
その他	イタリアに対して年金改革の迅速な実行を求める。欧州連合（E U）と国際通貨基金（I M F）がその進捗をモニタリングする。

(各種報道より浜銀総研作成)

なお欧州中央銀行（ＥＣＢ）による金融政策を見通すと、資源価格が高水準にあることから、統一消費者物価（ＨＩＣＰ）の上昇率は高止まりすると予想されるが、景気の下支えや金融不安への対応という観点から、緩和スタンスを強めるとみられる。既にＥＣＢは2011年11月の定例理事会で、約２年ぶりとなる利下げ（1.50％→1.25％）を実施したが、2012年の春先までには政策金利を1.00％にまで下げるとともに、オペの拡大などを通じて実体経済と金融市場の安定の両立を図ることになるだろう。

もっとも、金融不安の深刻化がさらに進めば、ユーロ圏景気が腰折れする可能性がある。南欧諸国に端を発したユーロ圏の財政問題は、多額の国債を保有する金融機関の財務体質を悪化させ、金融システムの健全性を徐々に蝕んでいる。10月9日に事実上経営が破綻したベルギー・フランス系の有力金融機関デクシアの件は、その象徴例であった。欧州の政策課題は、財政問題の解決から、金融不安の沈静化、そしてその延長にある金融システム危機の防止にまで拡大したといえる。こうしたなかで10月27日に開催されたユーロ圏首脳会議では、財政・金融不安の沈静化に向けた包括戦略が発表された（図表18）。この戦略はＥＦＳＦ（欧州金融安定基金）の規模拡大、銀行の資本増強、民間金融機関が保有するギリシャ国債の自発的な減免の３つの柱から構成されている。なお10年物国債の流通利回りが財政運営の持続性が危ぶまれるとされる７％を一時超えるなど、財政問題の深刻化が懸念されるイタリアに対しては、欧州連合（ＥＵ）全体として年金改革の迅速な実行を求めることになった。当然ながら、厳しい歳出削減を伴う財政再建を実現するには、官民を越えた政治的経済的対立を乗り越える必要がある。しかしながら、仮に財政・金融不安が金融システム危機にまで発展してしまえば、景気が腰折れするとともに、長期的な経済停滞へと突入する危険性すらある。こうした最悪のシナリオを防ぐためにも、極めて厳しい道であるが、様々な対立を乗り越えて、包括戦略が推進されることが望まれる。

（中国景気は2012年後半にかけて徐々に加速する見通し）

足元の中国経済は緩やかに減速している。2011年７～９月期の中国の実質ＧＤＰ（国内総生産）は前年比+9.1％と、３四半期連続で伸び率が低下した。需要項目別には、まず輸出の増勢が弱まっていることが注目される。この動きは、欧米を中心とする世界経済の成長鈍化を反映したものとみられる。一方国内需要は、金融引き締めにもかかわらず、個人消費・固定資産投資ともに堅調な模様であった。

直近の単月指標も景気の緩やかな減速が続いていることを物語っている。まず企業部門をみると、10月の製造業ＰＭＩ（購買部担当者指数）が50.4と３か月ぶりに改善度合いを弱めた。また同月の鉱工業生産も前年比+13.2％と前月（同+13.8％）からわずかだが伸び率が低下した。家計部門でも、同月の乗用車販売台数が前年比+1.4％と前月（同+8.8％）から伸び率を低くするなど、耐久財の消費に一服感がみられる。こうしたことなどから、年末にかけても、中国経済は緩やかな減速が続くと予想される。2011年の実質ＧＤＰ成長率は+9.3％程度となる見通しである。

こうしたなか、注目される物価をみると、直近10月の消費者物価が前年比+5.5％と３か月連続で上昇率が鈍化しており、騰勢は着実にモデレートしている。先行きのインフレも、本年の物価高騰の大きな要因であった豚肉の供給増などが見込まれることもあり、徐々に騰勢を弱めるとみられる。循環的にも、実質ＧＤＰ成長率がインフレ率を２四半期先行する関係が観察されており（注）、既に３四半期連続で実質ＧＤＰ成長率が鈍化していることを踏まえると、今後物価は確実に騰勢を弱めて

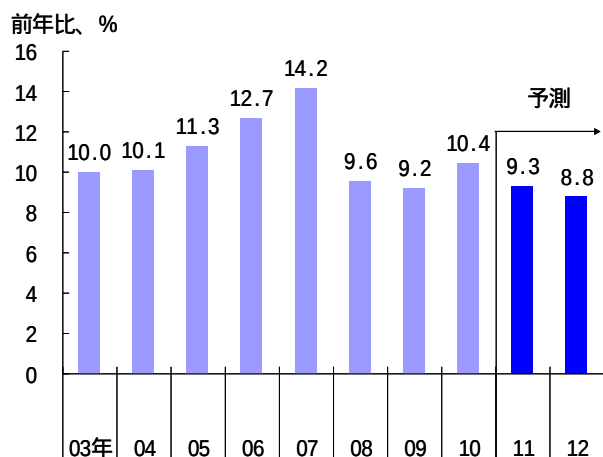
いくと考えられる。また欧州景気の低迷などから、中国の輸出は今後増勢をさらに弱めていくとみられる。こうしたなかで、都市部において既に顕在化している製造業系中小企業を中心とする失業問題が、一段と悪化する可能性もある。こうした状況を踏まえると、年明け以降、中国人民銀行（中央銀行）は、金融引き締め修正に転じる可能性が高い。ただいきなり政策金利を引き下げるのではなく、与信総量規制や歴史的な高水準にある預金準備率を緩和した後で、利下げの時期を探ることになるだろう。

以上を踏まえて2012年の中国景気を展望すると、緩やかな景気減速は年前半に底打ちし、その後年後半にかけて成長率が徐々に高まると予想される。需要項目別には、金融引き締め策の段階的な修正を受けて、国内需要が次第に増勢を強めると見込まれる。より具体的には、金融引き締め策修正にともなう資金調達環境の改善などから、建設・住宅投資や設備投資が徐々に力強さを増すだろう。また個人消費も、持続的な所得の上昇や強い消費意欲などを反映して増勢を維持し、全体の成長を下支えしよう。他方で国外需要（輸出）は、低迷する欧州景気などを受けて、年前半は比較的低い伸びとなる見通しである。ただ年後半になると、米国や他の新興国の景気が徐々に復調すると予想されることなどから、中国の輸出も次第に伸びを高めよう。以上から、2012年通年の実質GDP成長率を+8.8%と予測する（図表19）。

さて中国では2012年後半に開催される共産党大会において、新政権へのバトンタッチが行われる予定である。他の多くの国と同様に、中国でもポリティカル・サイクル（政権交代に合わせて景気刺激策が打ち出される結果、政権交代を前後して経済成長率が高まる循環関係）が観察される（図表20）。従来の循環によれば、党大会が開催される2012年も景気刺激策が実施され、経済成長率が高まる可能性がある。しかしながら、2008年秋のリーマン・ショック以降の景気対策のなかで、耐久財などの消費については既に需要の「先食い」が進んでいる。また不動産バブルのソフトランディングが意識されるなかでは、建設投資の刺激には慎重を要しよう。こうしたなかでは、仮に財政による景気刺激策が打たれたとしても、その規模は限定的であると見込まれる。そうした景気刺激策は年後半以降の成長率の加速を促すとはみられるが、通年ベースでみた経済成長率の押し上げ効果は、従来程は強くないと考えられる。

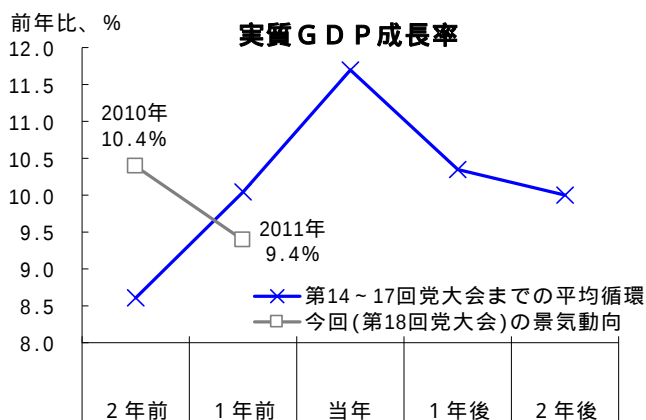
（注）2000年から2011年第3四半期までの四半期データで推計した。

図表19 中国の実質GDP予測



（実績値は中国国家統計局、予測は浜銀総研）

図表20 中国のポリティカル・サイクル



（注1）中国の市場経済化が本格化した第14回党大会（1992年）から直近の第17回党大会前後の年次データで平均循環を作成した。

（注2）2011年は2011年第3四半期までの実績値を代用した。（中国国家統計局資料より浜銀総研作成）

図表21 2011・2012年度のわが国経済の見通し（2011年11月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2010年度 実績	2011年度			2012年度		
		見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	85.7	78.7	79.8	77.6	78.8	78.0	79.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	113.2	108.6	113.7	103.5	105.0	103.0	107.0
米国実質GDP(暦年)	3.0	1.8	[1.1]	[2.0]	2.1	[2.0]	[2.3]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	1.8	1.6	[1.0]	[0.2]	0.4	[0.1]	[0.4]
中国実質GDP(暦年)	10.4	9.3	9.6	8.9	8.8	8.6	9.0

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

		2010年度	2011年度			2012年度		
		実績	見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P		2 . 4	0 . 3	[0 . 1]	[1 . 1]	2 . 2	[1 . 0]	[1 . 3]
	個 人 消 費	1 . 0	0 . 3	[0 . 4]	[0 . 3]	0 . 4	[0 . 1]	[0 . 5]
	住 宅 投 資	▲ 0 . 2	5 . 5	[2 . 1]	[3 . 8]	4 . 8	[0 . 5]	[4 . 0]
	設 備 投 資	4 . 2	0 . 2	[▲ 0 . 5]	[1 . 5]	4 . 1	[1 . 7]	[3 . 1]
	政 府 消 費	2 . 3	2 . 1	[1 . 3]	[0 . 5]	1 . 0	[0 . 6]	[0 . 3]
	公 共 投 資	▲ 9 . 8	▲ 0 . 3	[1 . 7]	[0 . 9]	10 . 5	[7 . 4]	[6 . 1]
	輸 出	17 . 1	0 . 1	[▲ 1 . 9]	[4 . 1]	5 . 6	[2 . 0]	[3 . 0]
	輸 入	10 . 9	4 . 6	[2 . 7]	[2 . 2]	4 . 0	[1 . 7]	[2 . 8]
寄与度	国内需要	1 . 5	0 . 8	[0 . 6]	[0 . 7]	1 . 8	[0 . 9]	[1 . 1]
	民間需要	1 . 4	0 . 5	[0 . 3]	[0 . 6]	1 . 2	[0 . 5]	[0 . 9]
	公的需要	0 . 0	0 . 3	[0 . 3]	[0 . 1]	0 . 6	[0 . 4]	[0 . 3]
	海外需要	0 . 9	▲ 0 . 5	[▲ 0 . 6]	[0 . 4]	0 . 4	[0 . 1]	[0 . 2]
名 目 G D P		0 . 4	▲ 1 . 4	[▲ 1 . 4]	[1 . 0]	1 . 8	[0 . 9]	[1 . 1]
新設住宅着工戸数（万戸）		81 . 9	84 . 0	43 . 3	40 . 8	88 . 0	45 . 0	43 . 0
（前年比増減率、％）		5 . 6	2 . 6	6 . 1	▲ 0 . 8	4 . 7	4 . 1	5 . 5
鉱 工 業 生 産		8 . 9	▲ 2 . 3	[▲ 2 . 9]	[3 . 1]	5 . 5	[2 . 1]	[3 . 7]
国 内 企 業 物 価		0 . 7	2 . 0	2 . 6	1 . 3	0 . 3	▲ 0 . 2	0 . 9
消 費 者 物 価		▲ 0 . 4	▲ 0 . 2	▲ 0 . 2	▲ 0 . 2	▲ 0 . 1	▲ 0 . 1	0 . 0
完 全 失 業 率（％）		5 . 0	4 . 3	4 . 5	4 . 2	4 . 0	4 . 1	3 . 9

（注）民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、 公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資
 国内需要＝民間需要＋公的需要、 海外需要＝輸出－輸入

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。